

### BỨC TRANH TỔNG QUAN KQKD Q2.2019

**KQKD Quý II khả quan hơn so với Quý I và tốt hơn so với kì vọng của thị trường**

Sau những kết quả thất vọng của quý I, nối tiếp xu hướng tăng trưởng giảm tốc trong 2 quý cuối năm 2018, các công ty niêm yết đã lấy lại tốc độ tăng trưởng lợi nhuận khả quan trong quý II, và tốt hơn so với kì vọng của thị trường. Trong số 681 doanh nghiệp chúng tôi theo dõi (chiếm 98.8% vốn hóa trên hai sàn), có 356 doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng dương về mặt lợi nhuận (chiếm 52%). Tổng doanh thu trên cả 2 sàn đạt tăng trưởng 11%, qua đó giúp lợi nhuận sau thuế tăng tương ứng 13.5%.

**Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn có mức tăng trưởng lợi nhuận vượt trội, là động lực tăng trưởng chính của thị trường Quý II**

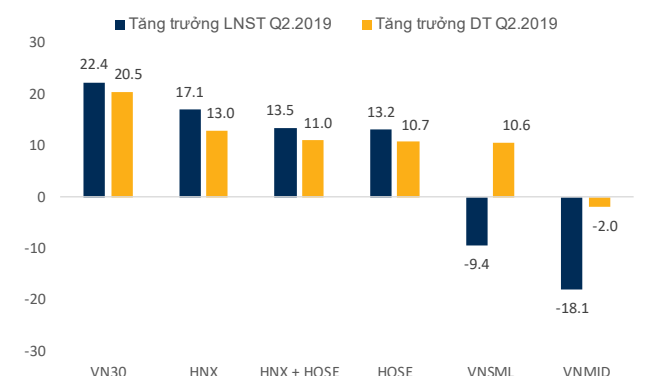
Nếu xét riêng các doanh nghiệp trên sàn HSX, nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn (VN30) là động lực tăng trưởng chính cho toàn thị trường (+22.4%) trong khi 2 nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ và vừa (VNSML và VNMID) vẫn duy trì tăng trưởng âm kéo dài từ quý I, với mức giảm lần lượt là 9.4% và 18.1%. Đáng chú ý trong đó là nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ, dù vẫn đạt tăng trưởng doanh thu tốt (+10.6%) nhưng lợi nhuận sau thuế lại sụt giảm mạnh (-9.4%).

Nếu tính cho cả 6 tháng đầu năm, lợi nhuận sau thuế và doanh thu trên cả 2 sàn đạt mức tăng lần lượt 5.9% và 7.7% (Phụ Lục).

**Biên lợi nhuận chung vẫn ở mức tốt**

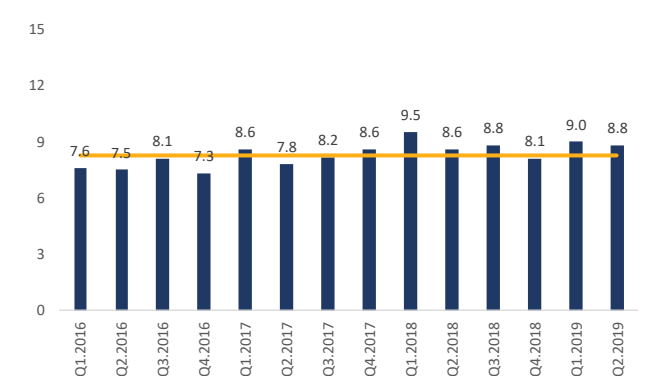
Chúng tôi nhìn nhận những tác động tiêu cực giá xăng và giá điện tăng lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp là có (nhìn thấy qua biên lợi nhuận ngành *Hàng tiêu dùng*) nhưng chưa rõ ràng. Biên lợi nhuận của quý II dù giảm nhẹ so với quý I và so với cùng kì năm ngoái nhưng vẫn nằm trên đường trung bình trong 3 năm trở lại đây.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng lợi nhuận và doanh thu trên 2 sàn và theo nhóm cổ phiếu trong Q2 2019 (%)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV Research

Biểu đồ 2: Biên lợi nhuận của 2 sàn theo quý (%)

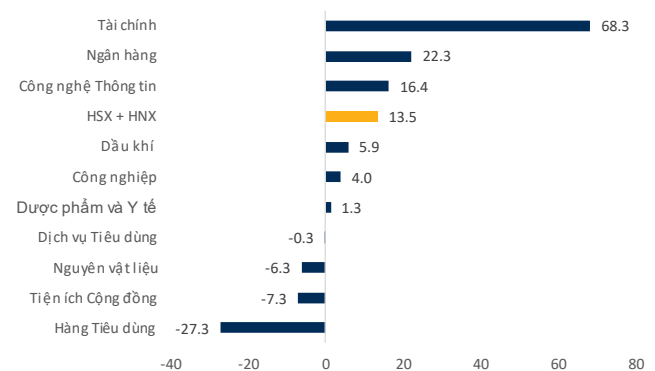


Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV Research

## Số ngành tăng trưởng dương về lợi nhuận chiếm ưu thế so với số ngành ghi nhận sự sụt giảm về lợi nhuận

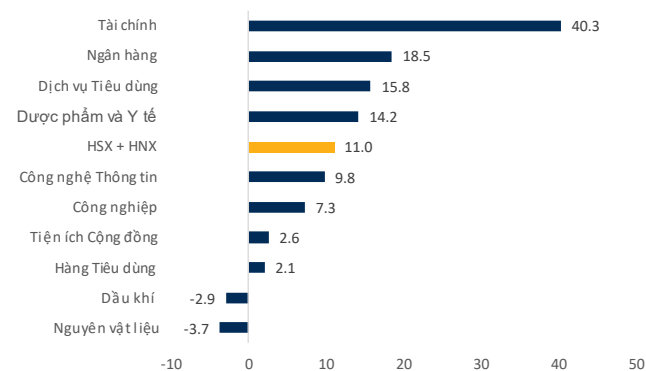
Xét về biến động lợi nhuận ở 10 nhóm ngành chúng tôi quan sát, có 6 ngành ngành tăng trưởng dương về lợi nhuận, dẫn đầu bởi hai nhóm ngành chu kì là *Tài Chính* (+68.3% - đóng góp chủ yếu bởi phân khúc *Bất Động Sản*) và *Ngân Hàng* (+22.3%). Trong khi có 3 nhóm ngành ghi nhận sụt giảm so với cùng kì, nổi bật là nhóm *Hàng Tiêu dùng* (-27.3%) và nhóm *Tiện ích cộng đồng* (-7.3%). Nhóm ngành *Dịch Vụ Tiêu dùng* gần như đi ngang không có sự thay đổi.

Biểu đồ 3: Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trên 2 sàn trong Q2 2019 (%)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV Research; Phân ngành dựa trên chuẩn ICB  
 Lưu ý: Do quy mô và tầm ảnh hưởng lớn, đối với thị thống phân ngành cấp 1, chúng tôi tách ngành Ngân hàng ra khỏi ngành Tài chính trong khi vẫn giữ lại ngành Bất động sản

Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu trên 2 sàn trong Q2 2019 (%)

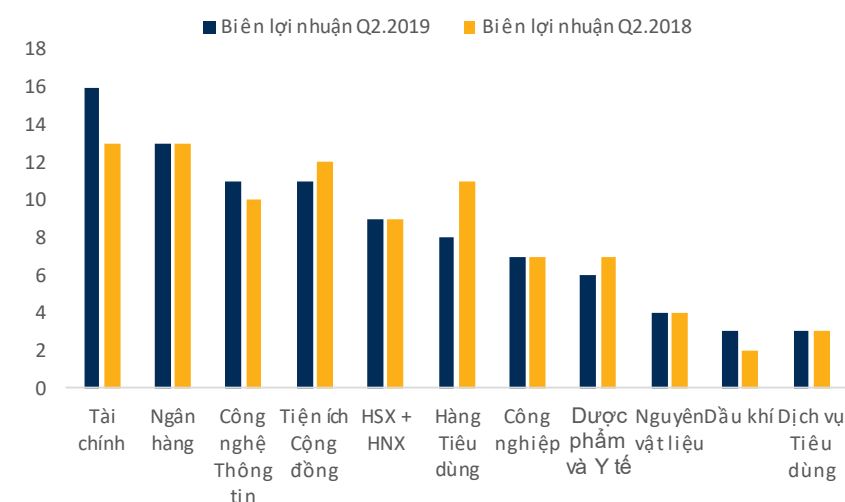


Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV Research; Phân ngành dựa trên chuẩn ICB  
 Lưu ý: Do quy mô và tầm ảnh hưởng lớn, đối với thị thống phân ngành cấp 1, chúng tôi tách ngành Ngân hàng ra khỏi ngành Tài chính trong khi vẫn giữ lại ngành Bất động sản

## Biên lợi nhuận ngành Tài Chính tăng mạnh nhất và cũng cao nhất so với 10 ngành chúng tôi quan sát

Xét theo biên lợi nhuận theo ngành, biên lợi nhuận trên cả 2 sàn không có sự thay đổi đáng kể so với Q2 2018. Tuy nhiên có một số điểm nhấn đáng chú ý như nhóm ngành *Tài Chính* – nhóm ngành có biên lợi nhuận cao nhất toàn ngành – cũng là nhóm ngành ghi nhận mức tăng biên lợi nhuận tốt so với Q2/2018. Ngược lại, sự sụt giảm biên lợi nhuận được nhìn thấy rõ trong nhóm ngành *Hàng tiêu dùng*, *Tiện ích cộng đồng* và *Dược phẩm & Y tế*.

Biểu đồ 5: Biên lợi nhuận theo ngành (%)



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, KBSV Research

## BỨC TRANH KQKD Q2 Ở MỘT SỐ NGÀNH TIÊU BIỂU

### Phân khúc Bất Động Sản là điểm sáng trong Quý II

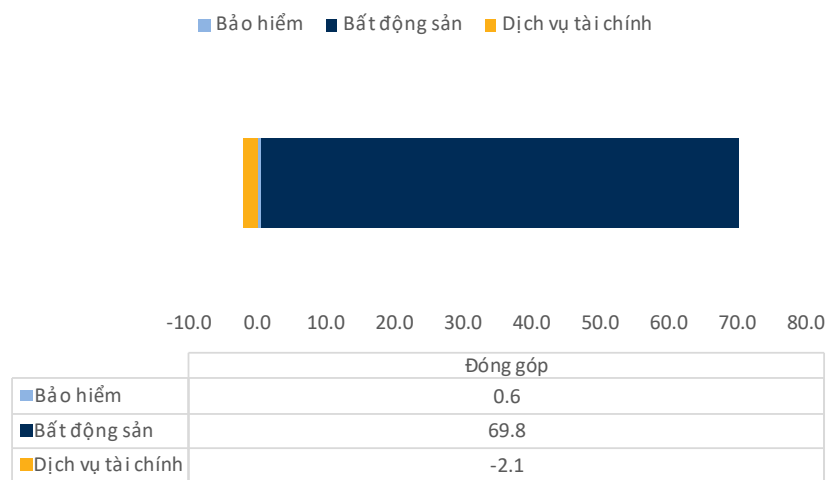
1. Nhóm ngành *Tài chính* dẫn đầu cả về tăng trưởng doanh thu lẫn tăng trưởng lợi nhuận trong Q2, với mức tăng lần lượt 40.3% và 68.3%. Xét theo phân khúc, phân khúc *Bất Động Sản* có sự quay lại ấn tượng (tăng 84.3% YoY); phân khúc *Bảo Hiểm* vẫn duy trì tăng trưởng ổn định (+9.5% YoY) trong

khi phân khúc *Dịch vụ tài chính* (công ty chứng khoán và quỹ) lại sụt giảm -19.5% YoY.

Xét theo mã cổ phiếu, các cổ phiếu họ Vingroup, bao gồm VIC và VHM đóng chính cho tăng trưởng chung toàn ngành. Loại bỏ hai cổ phiếu kể trên, tăng trưởng lợi nhuận phân khúc *Bất Động Sản* giảm xuống còn 31% và toàn ngành *Tài Chính* giảm xuống còn 17%.

Với phân khúc *Bất Động Sản*, sự phục hồi lợi nhuận sau khi giảm gần 13% trong quý I đến chủ yếu từ một số doanh nghiệp lớn đầu ngành bàn giao một số phân khu tại các dự án lớn và ghi nhận lợi nhuận tăng đột biến trong Q2 so với cùng kỳ. Với phân khúc *Dịch vụ tài chính*, sự sụt giảm trong thanh khoản TTCK đã tác động lớn tới doanh thu từ nghiệp vụ môi giới và hoạt động cho vay kí quỹ của các công ty chứng khoán, qua đó ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận phân khúc này.

Biểu đồ 6: Đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận ngành Tài chính Q2 2019 (%)



Nguồn: KBSV Research

## Ngành Ngân Hàng vẫn duy trì kết quả tích cực sang quý II, dẫn đầu bởi cổ phiếu VCB

**2.** Bức tranh ngành **Ngân Hàng** vẫn khá tích cực, với mức tăng trưởng lợi nhuận đạt 22.3% và trải dài ở phần lớn các mã cổ phiếu ngân hàng (10/14 mã). Trong đó, VCB thể hiện vị thế tiên phong – ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 48.9% và đóng góp 9.4 điểm phần trăm vào tăng trưởng chung toàn ngành Ngân Hàng.

Mức tăng trưởng chung toàn ngành ngân hàng đến từ việc đẩy tín dụng tích cực trong 6 tháng đầu năm, ở mức 7.33%, xấp xỉ mức tăng của 2018. Không ít ngân hàng đã sớm cận hạn mức tăng trưởng (room) tín dụng được cấp và đang trình Ngân hàng Nhà nước (NHNN) được nới thêm. Ngoài ra, nhiều ngân hàng cho thấy sự khai thác hiệu quả mảng hoạt động dịch vụ - với đóng góp trung bình 15-30% tổng lợi nhuận của ngân hàng.

**3.** Nhóm ngành **Công nghệ thông tin** theo sau với mức tăng trưởng 16.4%. Tuy nhiên, mức tăng trưởng chỉ tập trung ở một số mã đơn lẻ trong khi phần lớn các doanh nghiệp trong ngành ghi nhận mức tăng trưởng âm (12/17 mã). Xét theo mã cổ phiếu, cổ phiếu FPT tiếp tục duy trì lợi nhuận tốt (+30% YoY) và là động lực tăng trưởng chính của cả ngành.

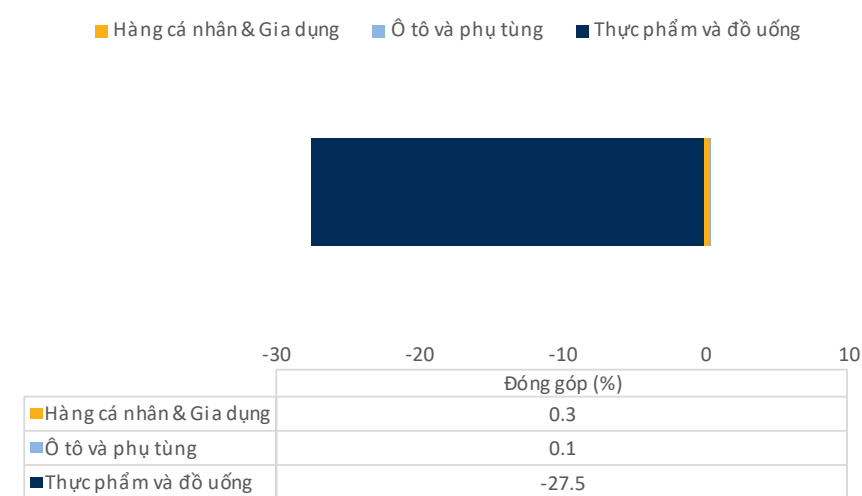
## Ngành Hàng Tiêu Dùng chứng kiến sự đảo chiều về lợi nhuận trong quý II

4. Ở chiều ngược lại, nhóm ngành **Hàng tiêu dùng** chứng kiến sự đảo chiều trong lợi nhuận – từ mức tăng dương trong Q1 trở thành ngành có kết quả tệ nhất trong Q2 với mức sụt giảm 27.3%. Xét theo phân khúc, phân khúc *Thực phẩm và đồ uống* là tác nhân chính với mức sụt giảm lợi nhuận -31%; phân khúc *Ô tô và phụ tùng* cũng giảm nhẹ -2.1% trong khi phân khúc *Hàng cá nhân & gia dụng* chỉ tăng nhẹ 2.9%.

Xét theo mã cổ phiếu, sự sụt giảm bất ngờ của MSN -50% là nguyên nhân chủ yếu dẫn tới sự đi xuống chung của toàn ngành. Masan lý giải nguyên nhân khiến lợi nhuận thuần trong quý II vừa qua giảm hơn một nửa là trong quý II/2018, doanh nghiệp này có khoản thu nhập tài chính 1,472 tỷ đồng từ giá định bán một phần tỷ lệ sở hữu tại Ngân hàng Kỹ thương Việt Nam (Techcombank – mã TCB) khi ngân hàng này phát hành cổ phiếu quỹ với giá cao hơn giá trị sổ sách Masan sở hữu. Nếu loại trừ khoản thu nhập tài chính một lần trên, công ty vẫn có lợi nhuận ròng quý II/2019 tăng 29% so với cùng kỳ vì có lợi nhuận tăng ở các công ty con.

Tuy nhiên, một số doanh nghiệp lớn nhóm thực phẩm, đồ uống & giải khát vẫn báo lãi tích cực, tiêu biểu như VNM với mức tăng lợi nhuận 8% và SAB với mức tăng lợi nhuận 19%. Cùng với đó, mặc dù kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam liên tiếp sụt giảm trong 6 tháng đầu năm, nhưng nhờ tăng sản lượng xuất khẩu, đa dạng hóa hoạt động kinh doanh nên nhiều doanh nghiệp cá tra niêm yết cũng đạt được tăng trưởng lợi nhuận, tiêu biểu như VHC và AVN với mức tăng lần lượt 19% và 30%.

Biểu đồ 7: Đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận ngành Hàng tiêu dùng Q2 2019 (%)



Nguồn: KBSV Research

5. Nhóm ngành **Tiện ích cộng đồng** ghi nhận tăng trưởng không mấy khả qua khi tăng trưởng lợi nhuận giảm 7.3%. Xét theo mã cổ phiếu, các mã PCC, GAS, VSH kéo lợi nhuận toàn ngành đi xuống.

6. Nhóm ngành **Nguyên Vật Liệu** vẫn gặp phải những khó khăn trong hoạt động kinh doanh khi tăng trưởng lợi nhuận ngành này giảm -6.3%. Xét theo phân khúc, phân khúc Hóa chất sụt giảm mạnh -19% cùng với phân khúc Tài nguyên cơ bản giảm -1.1%.

Xét theo mã cổ phiếu, mã cổ phiếu POM, DPM và HPG đóng góp chính vào mức sụt giảm toàn ngành.

Phân khúc nhỏ *Thép và sản phẩm thép* có lẽ hứng chịu nhiều áp lực nhất, đến từ cạnh tranh cả tại thị trường trong nước và xuất khẩu cộng với chi phí sản

## TRIỂN VỌNG KQKD 2019

Dù có những chuyển biến tích cực, chúng tôi vẫn thận trọng trong đánh giá KQKD của cả năm 2019. Trong đó, chúng tôi nhìn nhận một số rủi ro đáng chú ý:

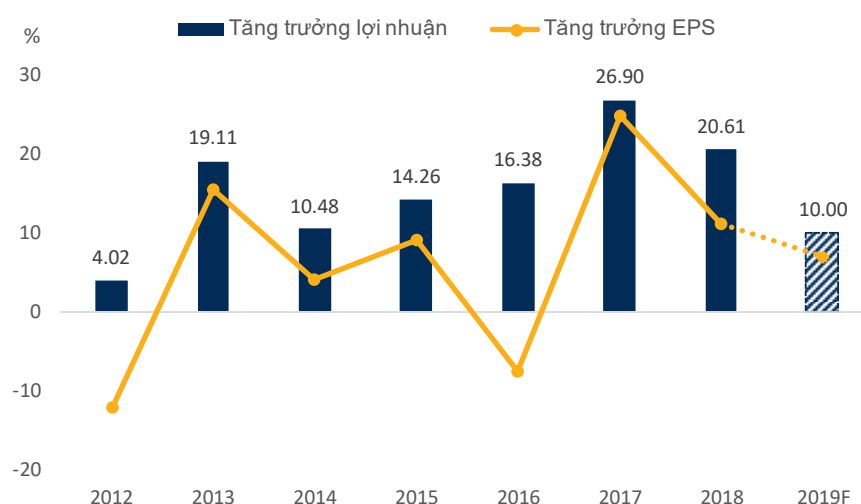
- (i) Phân khúc *Bất Động Sản* vẫn sẽ đối mặt với nhiều thách thức do tín dụng bất động sản vẫn bị siết chặt tại nhiều ngân hàng (vốn vay ngắn hạn cho vay trung hạn giảm từ 45% xuống còn 40% và hệ số rủi ro với các khoản vay bất động sản tăng từ mức 150% lên 200%), gây ra một số khó khăn trong huy động vốn kinh doanh của các doanh nghiệp ngành này. Bởi vậy, chúng tôi giữ nhận định trung lập vào tăng trưởng của phân khúc này trong nửa cuối năm nay.
- (ii) Chi phí sản xuất sẽ chịu áp lực lớn từ việc giá xăng, dầu và than tăng mạnh trong năm nay. Cùng với đó, việc điều chỉnh giá điện tăng ở quý I sẽ tạo thêm gánh nặng cho các doanh nghiệp, nhất là với các doanh nghiệp sử dụng nhiều lượng điện năng như phân khúc thép, dệt may, xi măng...
- (iii) Mục tiêu tăng trưởng tín dụng ngân hàng ở mức thấp hơn so với những năm trước - ở mức 14% và việc siết tín dụng ở các lĩnh vực rủi ro sẽ là những rào cản, khiến lợi nhuận ngân hàng khó đạt được đột biến mạnh, dù chúng tôi vẫn tích cực với kết quả kinh doanh chung của toàn ngành.  
  
Chúng tôi cũng nhìn thấy những khó khăn trong việc tăng tín dụng ở một số ngân hàng quốc doanh lớn, gồm có Agribank, BIDV, Vietinbank do vướng mắc trong việc tăng vốn để đảm bảo tỷ lệ CAR.  
  
Bên cạnh đó, việc điều chỉnh lãi suất cho vay giảm 0.5%/năm cho những doanh nghiệp ở những lĩnh vực ưu tiên ở một số ngân hàng lớn (Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank, Techcombank) sẽ ảnh hưởng ít nhiều tới NIM của ngân hàng trong 6 tháng cuối năm.
- (iv) Cạnh tranh gay gắt với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc do Nhân Dân Tệ mất giá mạnh và việc hàng hóa Trung Quốc tìm thị trường thay thế khi bị Mỹ áp thuế.

**Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trên sàn VN-Index giảm xuống 10%, qua đó tăng trưởng EPS giảm xuống 7%.**

Đối với dự phóng tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn trong năm 2019, mặc dù thận trọng nhưng chúng tôi không quá bi quan. Bối cảnh vĩ mô trong nước và quốc tế cũng đang không thuận lợi như các năm trước cho việc mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp. Mặc dù vậy, với dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2019 vẫn duy trì ở mức cao (6.6%-6.8%), các chỉ tiêu vĩ mô duy trì ổn định (lạm phát bình quân giảm dưới 4%; tỷ giá mất giá 2%-2.5%), kết hợp với dự phóng tăng trưởng ở nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn, lợi nhuận các doanh nghiệp trên 2 sàn dự báo tăng trưởng 11% cho năm 2019 (thấp hơn mức 13%-15% giai đoạn 2015-

2016). Đối với sàn HSX, chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận giảm xuống **10%** với tăng trưởng EPS giảm xuống **7%** YoY.

**Biểu đồ 8: Tăng trưởng lợi nhuận sàn HSX và tăng trưởng EPS của VN-Index**



Nguồn: Bloomberg; KBSV Research

## ĐIỂM NHẤN KQKD: NGÀNH NGÂN HÀNG

**Tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong năm 2019 do không còn các khoản lợi nhuận đột biến:** Năm 2018, nhóm Ngân hàng tăng trưởng đột biến do đóng góp khá lớn từ các hoạt động không thường xuyên: 1) Lãi one-off từ hợp đồng bảo hiểm; 2) Ghi nhận lãi trái phiếu, tận dụng điều kiện lãi suất xuống thấp; 3) Ghi nhận lãi thoái vốn từ quy định giảm sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng. 6T2019, tổng LNTT 6T2019 của 17 Ngân hàng niêm yết tăng trưởng 18% Yoy, chậm lại rõ rệt so với mức tăng trưởng trên 50% cùng kỳ năm trước.

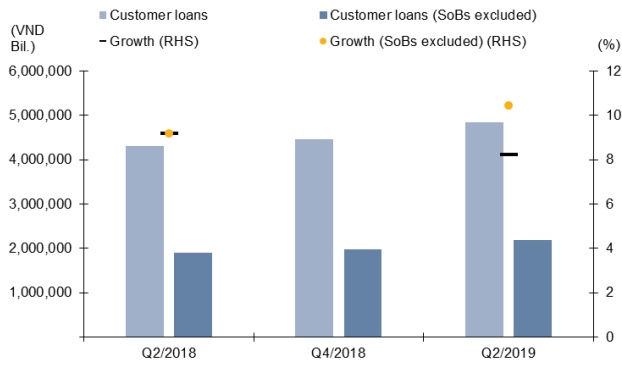
**Tăng trưởng tín dụng bị siết chặt cục bộ tại một số NHTMCP Nhà nước, nhóm NHTMCP tư nhận vẫn duy trì tăng trưởng tín dụng ổn định:** Tăng trưởng cho vay KH trong 6T2019 đạt 8.22%, thấp hơn mức 9.2% cùng kỳ năm trước, đây là mức tăng trưởng phù hợp với mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm 14% của NHNN. Tăng trưởng huy động KH cũng chậm lại ở mức 7.42% so với 10.2% cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, nếu loại bỏ ảnh hưởng từ 3 NHTMCP Nhà nước (BID, CTG, VCB), thì nhóm 14 NH còn lại đạt tăng trưởng cho vay và huy động KH lần lượt là 10.5% và 9.01%, đều cao hơn cùng kỳ 2018.

**Áp lực về vốn và kỳ hạn huy động khiến tỷ trọng huy động từ kênh GTCG tăng mạnh:** Ngoài ra, trên khía cạnh huy động, có sự chuyển dịch khá mạnh sang kênh huy động qua giấy tờ có giá, với mức tăng 26.4% so với cuối 2018 và 21.4% cùng kỳ năm trước. Xu hướng dịch chuyển này cho thấy áp lực từ quy định của TT06 yêu cầu giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung, dài hạn từ 45% còn 40% từ đầu năm 2019, cũng như áp lực tăng huy động vốn thứ cấp nhằm đảm bảo yêu cầu về CAR đang khá thấp tại một số ngân hàng.

**Nợ xấu vẫn ở mức đảm bảo, tuy nhiên áp lực sẽ dần lớn hơn trong thời gian tới, đặc biệt khi lãi suất chịu áp lực gia tăng:** Nợ xấu có xu hướng tăng nhẹ so với cuối năm 2018 khi NPL tăng từ 1.61% lên 1.68%, tỷ lệ nợ nhóm 2/cho vay KH tăng từ 1.4% lên 1.49%. Sự chuyển dịch mạnh sang cho vay bán lẻ vẫn là nguyên nhân chính cho sự gia tăng này. Cơ cấu tài sản sinh lãi của

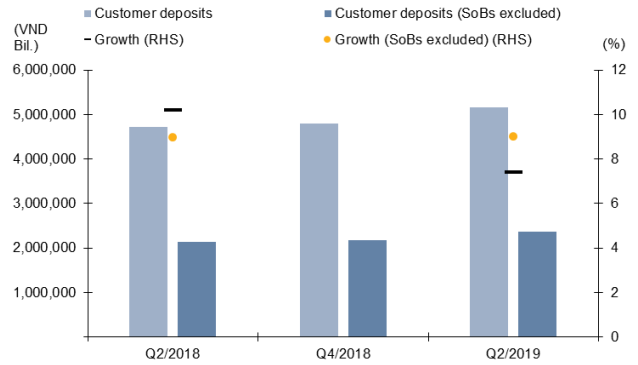
NH đã có sự chuyển dịch mạnh trong 3 năm trở lại đây với 2 xu hướng chính: 1) Tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ, đẩy lãi suất và kỳ hạn bình quân tăng; 2) Tăng tỷ trọng trái phiếu các tổ chức tín dụng và trái phiếu doanh nghiệp. Đây là động lực quan trọng cho tăng trưởng lợi nhuận ngân hàng thời gian qua, nhưng cũng sẽ tạo ra áp lực lên chất lượng TS của toàn hệ thống trong thời gian sắp tới, đặc biệt trong môi trường lãi suất tăng.

Biểu đồ 9: Cho vay khách hàng



Nguồn: KBSV Research

Biểu đồ 10: Huy động khách hàng



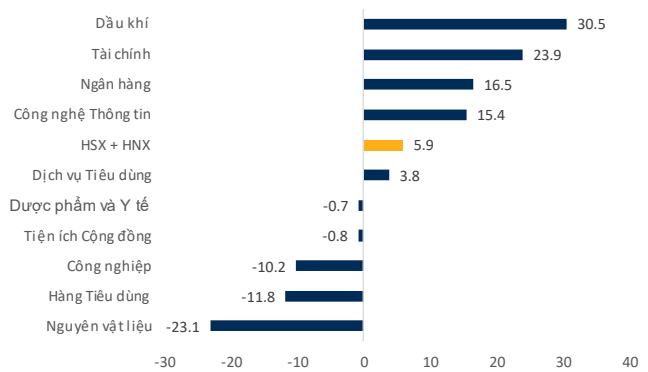
Nguồn: KBSV Research

**Nguyễn Mạnh Dũng** – Chuyên viên phân tích ngân hàng

dungnm@kbsec.com.vn

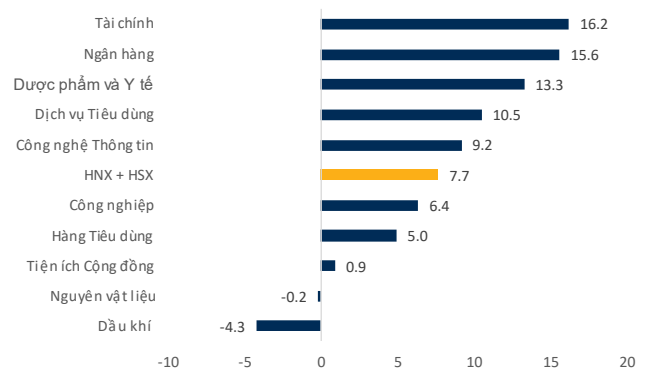
## PHỤ LỤC

Biểu đồ 11: Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trên 2 sàn trong Q2 2019 (%)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV Research

Biểu đồ 12: Tăng trưởng doanh thu trên 2 sàn trong Q2 2019 (%)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV Research

## **KHUYẾN CÁO**

Các thông tin trong báo cáo được thu thập và phân tích dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính KBSV, KBSV không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của KBSV và có thể thay đổi mà không cần thông báo. KBSV không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của KBSV và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của KBSV. Khi sử dụng các nội dung đã được KBSV chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## **CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

### **Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7 Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### **Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### **Chi nhánh Sài Gòn**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### **Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180 - 192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

## **LIÊN HỆ**

**Trung Tâm Khách hàng Tổ chức:** (+84) 28 7303 5333 - Ext: 2656

**Trung Tâm Khách hàng Cá nhân:** (+84) 24 7303 5333 - Ext: 2276

**Hotmail:** [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

**Website:** [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)