

Một năm hứa hẹn phía trước



© Shutterstock/Romolo Tavani

- Chúng tôi lạc quan một cách thận trọng về triển vọng TTCK năm 2020 vì chúng tôi cho rằng hầu hết các lo ngại đã được phản ánh vào giá.
- Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ chạm mốc 1.160 điểm trong năm 2020 trên cơ sở tăng trưởng lợi nhuận của các DNNY vào khoảng 18% và ảnh hưởng tích cực của Luật Chứng khoán mới
- Lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi là VRE, MWG, VNM, DBC, HPG, GMD, MBB và FPT.

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2020

Trần Khánh Hiền

T (84) 90 364 3900

E hien.trankhanh@vndirect.com.vn

& **Khối Phân tích VNDIRECT**

MỤC LỤC

ĐIỂM NHẤN.....	4
NHÌN LẠI NĂM 2019: Kinh tế vĩ mô ổn định nhưng TTCK tăng trưởng bấp bênh	6
TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2020: Đà tăng vẫn được duy trì.....	13
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2020: Thời điểm khó khăn nhất đã qua.....	17
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ NĂM 2020	23
TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ LỰA CHỌN CỔ PHIẾU.....	33
BÁN LẺ: Cơ hội của các tay chơi lớn.....	34
<i>CTCP Đầu tư Thế giới Di động</i>	41
<i>CTCP Vincom Retail</i>	44
THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG: Sự vươn lên của mô hình Feed – Farm – Food (3F)	47
<i>Tập đoàn DABACO</i>	53
<i>CTCP Vĩnh Hoàn</i>	56
<i>Công ty CP Sữa Việt Nam</i>	59
CÔNG NGHIỆP CHẾ BIẾN CHẾ TẠO: Cát cánh	62
<i>Tập đoàn Hòa Phát</i>	67
<i>Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỳ</i>	70
LOGISTICS: Nắm bắt thời cơ từ hội nhập thương mại	73
<i>CTCP Gemadept</i>	80
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP: Tiềm năng tăng trưởng đã phản ánh vào giá	83
<i>TCT Phát triển Đô thị Kinh Bắc</i>	90
NGÂN HÀNG: Trong bối cảnh chính sách tiền tệ nới lỏng thận trọng	93
<i>Ngân hàng TMCP Á Châu</i>	100
<i>Ngân hàng TMCP Quân Đội</i>	103
<i>Techcombank</i>	106
<i>Vietcombank</i>	109
<i>NH Việt Nam Thịnh Vượng</i>	112
CÔNG NGHỆ: Hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng	115
<i>Công ty Cổ phần FPT</i>	120
NGÀNH ĐIỆN: Hướng tới phát triển năng lượng sạch	123
<i>TCT Điện lực Dầu khí</i>	130
DẦU KHÍ: Kỳ vọng các dự án lớn trong nước bắt đầu khởi động.....	133
<i>TCT Khí Việt Nam</i>	138
<i>TCT Khoan & Dịch vụ Khoan Dầu khí</i>	141
<i>Tổng Công ty Vận tải Dầu khí</i>	144
<i>Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam</i>	147
BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở: Chưa hồi phục.....	150
<i>CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền</i>	158
<i>CTCP Đầu tư Nam Long</i>	161
<i>CTCP Vinhomes</i>	164

Một năm hứa hẹn phía trước

- Chúng tôi lạc quan một cách thận trọng về triển vọng TTCK năm 2020 vì chúng tôi cho rằng hầu hết các lo ngại đã được phản ánh vào giá.
- Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ chạm mốc 1.160 điểm trong năm 2020 trên cơ sở tăng trưởng lợi nhuận của các DNNY vào khoảng 18% và ảnh hưởng tích cực của Luật Chứng khoán mới.
- Top cổ phiếu của chúng tôi là VRE, MWG, VNM, DBC, HPG, GMD, MBB và FPT.

Việt Nam vẫn sẽ là điểm sáng tăng trưởng kinh tế

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP đạt 6,8% trong năm 2020, trong đó lĩnh vực sản xuất tăng 10,0%; xuất khẩu tăng 8,5% và tiêu dùng trong nước tăng 8,5%. Lạm phát có thể cao hơn do giá thị lợn tăng nhưng sẽ vẫn ở mức dưới 3,2%, tạo dư địa cho NHNN nới lỏng chính sách tiền tệ vào năm 2020. Chúng tôi cho rằng áp lực giảm giá lên tiền đồng (VND) là không đáng kể nhờ thặng dư thương mại và nguồn dự trữ ngoại hối dồi dào. Mặc dù nhóm doanh nghiệp FDI vẫn tiếp tục là đầu tàu kinh tế, chúng tôi nhận thấy lĩnh vực sản xuất ở khu vực tư nhân đang cất cánh với nhiều dự án lớn đang được triển khai.

Chúng tôi cho rằng hầu hết các lo ngại đã phản ánh vào giá

TTCK năm 2019 nhìn chung diễn biến không đồng pha với kinh tế vĩ mô. Chúng tôi nhận thấy hai áp lực chính lên TTCK năm ngoái bao gồm: tăng trưởng lợi nhuận của các DNNY thấp hơn dự báo và sự bùng nổ của thị trường TPDN với lợi suất cao đã phần nào thu hút dòng tiền. Năm 2020, chúng tôi ước tính lợi nhuận của các DNNY tăng 18%, cao hơn so với con số 13,7% của 2019. Chúng tôi cho rằng cần khoảng ít nhất 2 năm nữa, Việt Nam có thể được nâng hạng lên thị trường mới nổi trong MSCI, song tỷ trọng của cổ phiếu Việt Nam trong rổ MSCI Frontier Index kỳ vọng sẽ tăng lên sau khi Kuwait được nâng hạng, điều này giúp kích hoạt dòng vốn mới từ nước ngoài vào thị trường.

Chúng tôi đưa ra bốn luận điểm đầu tư cho năm 2020

Thứ nhất, chúng tôi cho rằng nhóm ngành bán lẻ và thực phẩm & đồ uống (F&B) sẽ tiếp tục tỏa sáng trong bối cảnh tiêu dùng nội địa tăng trưởng mạnh mẽ cùng với sự lạc quan của người tiêu dùng. Thứ hai, dưới sự hỗ trợ của chính sách, sự vươn lên của dòng vốn đầu tư tư nhân có thể giúp ngành sản xuất và công nghệ cất cánh trong năm 2020. Thứ ba, nhóm logistic và khu công nghiệp vẫn tiếp tục hưởng lợi từ tăng trưởng FDI và dịch chuyển thương mại. Cuối cùng, chính sách tiền tệ nới lỏng linh hoạt cỡ thể sẽ đưa ngành ngân hàng vào tâm điểm đầu tư trong năm 2020.

Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt mốc 1.160 điểm trong năm 2020

Chúng tôi dự báo VN-Index tăng 20,7% so với cuối năm 2019; dựa trên P/E 2020 là 15,3x, tương đương với mức P/E trượt hiện tại. Top ngành đầu tư của chúng tôi là bán lẻ, F&B, công nghiệp chế biến chế tạo và logistics. Top cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi bao gồm: VRE, MWG, VNM, DBC, HPG, GMD, MBB và FPT. Chúng tôi thấy ít rủi ro đối với TTCK, ngoại trừ suy thoái kinh tế toàn cầu và những bất ổn liên quan tới chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Trong khi, dư địa tăng trưởng cho thị trường bao gồm việc nâng hạng thị trường diễn ra sớm hơn dự kiến; một số thương vụ IPO đáng chú ý như Bamboo Airways, Maritime Bank thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài.



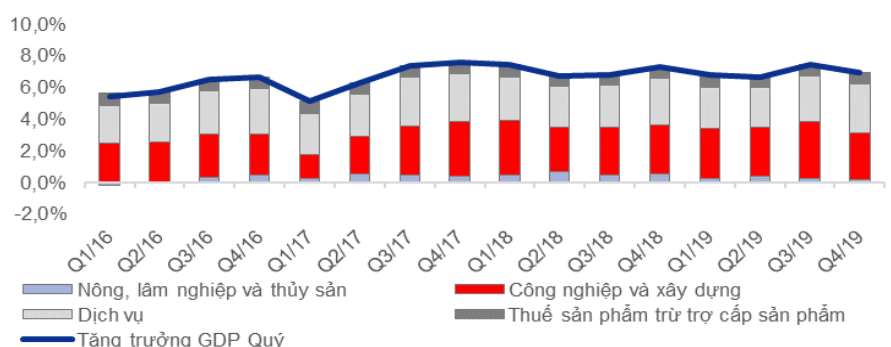
Trần Khánh Hiền

T (84) 90 364 3900

E hien.trankhanh@vndirect.com.vn

& Khối Phân tích VNDIRECT

Hình 1: Tăng trưởng kinh tế Việt Nam theo lĩnh vực (quý, so với cùng kỳ)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCTC

ĐIỂM NHẤN

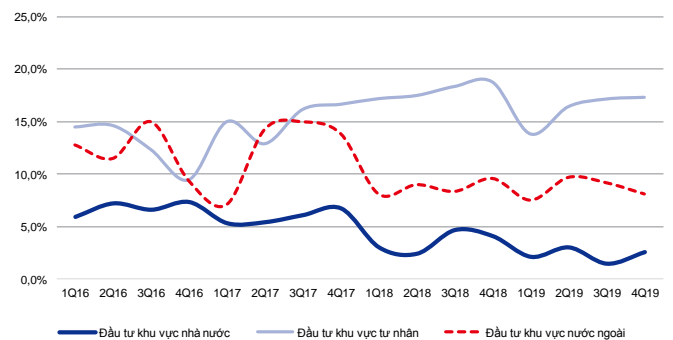
Chúng tôi kỳ vọng kinh tế Việt Nam sẽ duy trì quỹ đạo tăng trưởng trong năm 2020 >

Kinh tế Việt Nam đã vượt lên xu hướng giảm chung của khu vực, với mức tăng trưởng GDP 7,02% trong năm 2019. Chúng tôi tăng trưởng GDP đạt 6,8% trong năm 2020. Đây là tốc độ tăng trưởng tích cực trong bối cảnh môi trường kinh tế toàn cầu đầy thách thức và bất ổn từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Thặng dư thương mại, dự trữ ngoại hối dồi dào cùng với lạm phát thấp là những yếu tố hỗ trợ để nền kinh tế trong nước khi đối mặt với những rủi ro bất định từ bên ngoài.

	Đơn vị	2019E	2020F
Tăng trưởng GDP	% sv cùng kỳ	7,0	6,8
Kim ngạch xuất khẩu	% sv cùng kỳ	8,1	8,0
Kim ngạch nhập khẩu	% sv cùng kỳ	7,0	8,5
Cán cân thương mại	tỷ USD	9,9	8,6
Cán cân vãng lai	% GDP	2,5	2,2
Lạm phát bình quân	% sv cùng kỳ	2,8	3,2
Lãi suất tái cấp vốn	%/năm	6,00	5,75
Tỷ giá (cuối năm)	VND/US\$	23.230	23.500

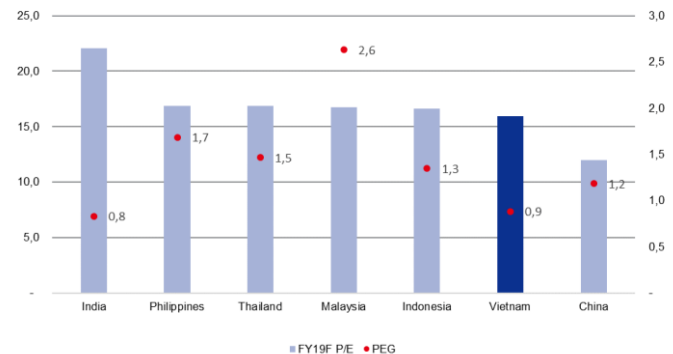
Chúng tôi nhận thấy điểm sáng từ khu vực đầu tư tư nhân >

Mặc dù FDI vẫn là đầu tàu của tăng trưởng kinh tế, Việt Nam đang chứng kiến khao khát vươn lên của khối doanh nghiệp tư nhân với các đại dự án sản xuất công nghiệp đang triển khai như: Tổ hợp sản xuất ô tô Vinfast, Tổ hợp nhà máy điện tử Vinsmart và Tổ hợp thép Hòa Phát Dung Quất. Chúng tôi kỳ vọng sự bứt phá của nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo, công nghệ và tiêu dùng trong nước nhờ vào dòng vốn đầu tư tư nhân và các chính sách trợ lực mạnh mẽ của Chính phủ.



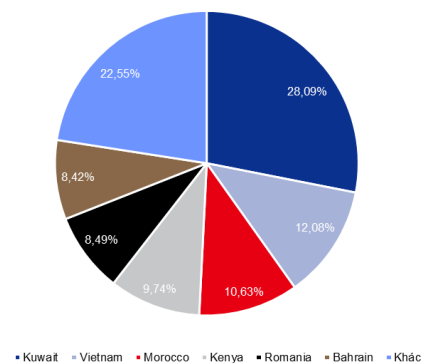
TTCK Việt Nam đang ở mức định giá tương đối hấp dẫn >

Tính đến ngày 25/12/2019, VN-Index được giao dịch ở mức P/E trượt 12 tháng là 15,3 lần, tương đương với các thị trường khu vực nhưng khá hấp dẫn nếu tính thêm yếu tố tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường (PEG). Chúng tôi dự báo tăng trưởng LN ròng năm 2020 đạt 22,9% đối với các DN trong danh mục theo dõi của VNDIRECT và 18% đối với các DNNY trên sàn HOSE.



Tỷ trọng rổ chỉ số MSCI Frontier Markets 100 Index theo quốc gia (10/12/2019) >

Chúng tôi cho rằng việc nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi của MSCI có thể mất ít nhất 2 năm nữa, nhưng khả năng cao Việt Nam sẽ được tăng tỷ trọng trong rổ chỉ số thị trường cận biên của MSCI sau khi Kuwait được nâng hạng. Chúng tôi ước tính thị trường Việt Nam có thể đón nhận dòng vốn khoảng 200 triệu USD từ các quỹ chỉ số mô phỏng MSCI Frontier Market Index. Quy mô của dòng vốn đầu tư có thể còn lớn hơn nữa nếu tính thêm đầu tư chủ động và ETF mô phỏng các chỉ số khác như MSCI Frontier Emerging Markets Index hay S&P/BNP Mellon New Frontier Index.



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, TTCK, MSCI

Hình 2: Hiệu suất đầu tư trong năm 2019 của danh sách cổ phiếu theo dõi VNDIRECT (coverage)

Mã cổ phiếu	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị hiện tại	Tăng/giảm giá từ đầu năm	Hiệu suất đầu tư theo năm (bao gồm cổ tức)
PC1 VN	17.550	24.500	Khả quan	-15,1%	-15,2%
LPB VN	7.300	10.000	Khả quan	-20,7%	-10,2%
NLG VN	27.350	39.600	Khả quan	17,9%	19,7%
ACV VN	76.200	105.000	Khả quan	-14,4%	-14,5%
DPM VN	13.400	15.800	Khả quan	-36,6%	-31,3%
QNS VN	28.600	44.300	Khả quan	-15,8%	-14,7%
LTG VN	20.500	27.300	Khả quan	-15,4%	-10,3%
VCB VN	89.900	92.200	Trung tính	68,0%	69,8%
MBB VN	21.000	34.300	Khả quan	19,8%	22,7%
VPB VN	19.550	21.200	Trung tính	-2,0%	-2,0%
TCM VN	19.200	28.200	Khả quan	-9,1%	-7,4%
HPG VN	23.150	26.139	Trung tính	-2,8%	-2,8%
PVT VN	16.400	21.000	Khả quan	10,5%	16,8%
STK VN	17.200	25.200	Khả quan	27,4%	34,4%
AAA VN	12.950	25.300	Khả quan	-9,3%	0,3%
PNJ VN	85.500	88.000	Trung tính	23,8%	25,8%
KDH VN	26.850	28.300	Trung tính	7,5%	9,3%
DCM VN	6.700	8.900	Khả quan	-27,2%	-22,0%
VTP VN	115.600	111.000	Trung tính	26,4%	28,8%
ACB VN	22.900	30.400	Khả quan	2,0%	5,6%
GAS VN	96.900	105.700	Trung tính	0,5%	4,4%
PVS VN	17.700	24.100	Khả quan	-11,4%	-9,9%
PVD VN	14.850	19.600	Khả quan	-7,7%	-10,3%
MSH VN	44.450	66.600	Khả quan	-4,9%	0,3%
MWG VN	113.900	140.700	Khả quan	41,0%	61,5%
POW VN	12.300	18.334	Khả quan	-13,7%	-20,2%
TCB VN	23.000	27.400	Khả quan	10,8%	21,6%
KBC VN	15.450	17.500	Khả quan	2,3%	8,6%
VNM VN	117.000	155.600	Khả quan	-3,7%	-13,5%
VHM VN	83.700	104.300	Khả quan	-6,5%	-26,0%
VHC VN	78.300	93.900	Khả quan	0,3%	1,2%
VRE VN	32.800	43.900	Khả quan	3,0%	15,6%
FPT VN	57.500	74.000	Khả quan	1,8%	46,1%
GMD VN	23.950	29.500	Khả quan	1,9%	33,3%
DBC VN	24.700	30.700	Khả quan	2,1%	39,7%
Hiệu suất đầu tư năm 2019 của nhóm cổ phiếu VNDIRECT theo dõi					8,3%
Hiệu suất đầu tư năm 2019 của nhóm cổ phiếu VNDIRECT khuyến nghị MUA mạnh					13,6%
Hiệu suất đầu tư năm 2019 của VNINDEX					7,7%

Dữ liệu ngày 25/12/2019

(*) Tăng/giảm giá từ đầu năm sẽ tính từ thời điểm ra báo cáo lần đầu đối với những cổ phiếu ra báo cáo lần đầu trong năm 2019

Hiệu suất đầu tư theo năm: Quy đổi sang hiệu quả đầu tư theo năm (bao gồm cổ tức)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

NHÌN LẠI NĂM 2019: Kinh tế vĩ mô ổn định nhưng TTCK tăng trưởng bất bình

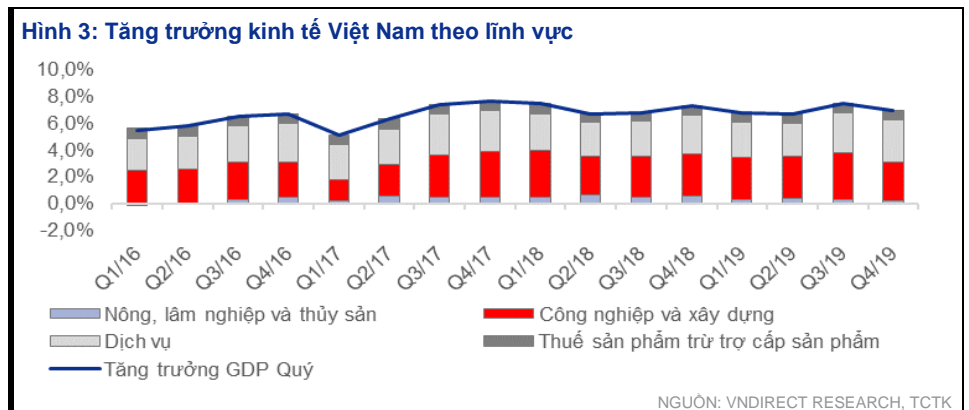
Một năm thành công của kinh tế vĩ mô ►

Trong năm 2019, nền kinh tế Việt Nam đi ngược với xu hướng của khu vực, với mức tăng trưởng GDP đạt 7,02% sv cùng kỳ. Áp lực lạm phát giảm mặc dù giá thực phẩm tăng, lạm phát bình quân cả năm đạt 2,8%, thấp hơn mức 3,5% trong năm 2018. Xuất khẩu tăng trưởng 8,1% so với cùng kỳ bất chấp căng thẳng thương mại Mỹ-Trung. Nổi bật là giá trị xuất khẩu của khu vực trong nước ghi nhận mức tăng trưởng trong năm 2019 vượt trội (17,7% sv cùng kỳ) so với khu vực FDI (4,4% sv cùng kỳ).

Tăng trưởng toàn diện ở hầu hết các lĩnh vực

Trong năm 2019, quỹ đạo tăng trưởng mạnh của Việt Nam vẫn duy trì, được hỗ trợ bởi sự hoạt động sản xuất và lĩnh vực dịch vụ tiếp tục cải thiện. Ngành sản xuất tiếp tục tăng mạnh 11,3% sv cùng kỳ trong năm 2019. Ngành dịch vụ duy trì đà tăng tích cực với mức tăng trưởng 7,3% sv cùng kỳ trong năm 2019, cao hơn mức 7,0% trong năm 2018. Mặc dù có sự tăng trưởng chậm lại về đầu tư cơ sở hạ tầng và các nút thắt bên phía cung trong hoạt động xây dựng nhà ở, ngành xây dựng vẫn đạt tốc độ tăng trưởng ổn định ở mức 9,1% sv cùng kỳ trong năm 2019 (giảm nhẹ so với mức tăng 9,2% trong năm 2018).

Trong bối cảnh chiến tranh thương mại đang diễn ra, Việt Nam được hưởng lợi đáng kể nhờ sự dịch chuyển của các doanh nghiệp FDI đến các nước có chi phí sản xuất thấp. Xuất khẩu khu vực trong nước ghi nhận kết quả ấn tượng với mức tăng trưởng đạt 17,7% so với cùng kỳ trong năm 2019, dẫn đầu là xuất khẩu hàng điện tử (+345,4% sv cùng kỳ), tiếp đến là hàng dệt may, giày dép và túi xách (+15,2% sv cùng kỳ).



Lạm phát thấp tạo dư địa cho chính sách nới lỏng tiền tệ trong Q4/2019

Chi phí thực phẩm tăng cao, đặc biệt là giá thịt lợn do tiêu hủy lợn nhằm kiểm soát dịch tả lợn châu Phi, đã đẩy lạm phát giá thực phẩm lên mức cao kỷ lục trong Q4/2019. Trong năm 2019, chỉ số giá tiêu dùng thực phẩm tăng 4,1% sv cùng kỳ, mức cao nhất trong 3 năm qua. Tuy nhiên, lạm phát chung vẫn được kiểm soát và đạt mức bình quân 2,8% so với cùng kỳ, thấp hơn mục tiêu 4,0% của Chính phủ và mức tăng 3,5% trong năm 2018.

Lạm phát thấp giúp Ngân hàng Nhà nước (NHNN) có một số động thái nới lỏng tiền tệ để đối phó với rủi ro từ các nhân tố bên ngoài khi tăng trưởng nhu cầu thế giới chậm lại. Trong Q4/2019, NHNN đã giảm các lãi suất điều hành 25 điểm cơ bản, hạ trần lãi suất huy động đối với các kỳ hạn ngắn và giảm lãi suất cho vay 50 điểm cơ bản đối với các nhóm ngành ưu tiên để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Theo ước tính của Tổng cục Thống kê, dư nợ toàn nền kinh tế (tính đến ngày 20/12/2019) tăng 12,1% so với cuối năm 2018. Mặc dù chính sách tiền tệ được nới lỏng trong Q4/2019, chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng cả năm có thể

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hà My

T (84) 96 681 1636

E my.tranha@vndirect.com.vn

thấp hơn so với mục tiêu 14,0% của NHNN cho năm 2019 và tác động của việc nới lỏng chính sách tiền tệ có thể kéo dài sang năm 2020.

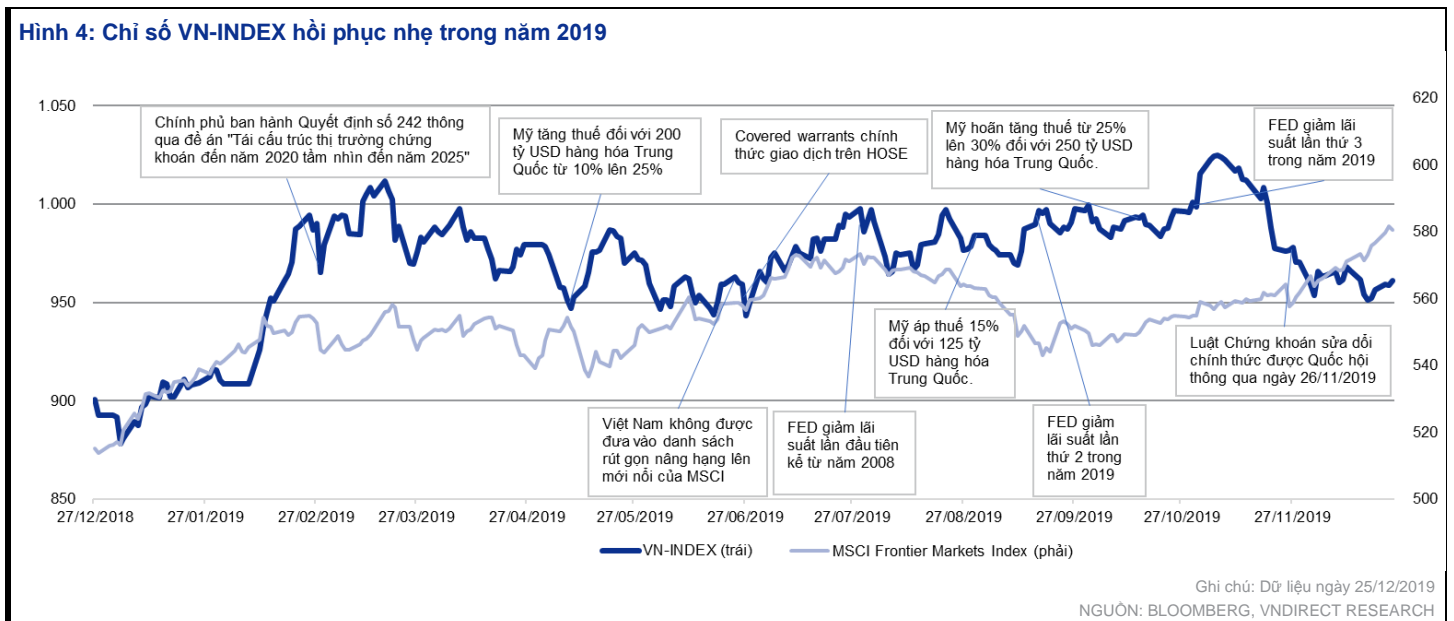
Diễn biến của TTCK Việt Nam không đồng pha với kinh tế vĩ mô ➤

VN-Index ghi nhận mức tăng khiêm tốn 7,7% so với đầu năm 2019

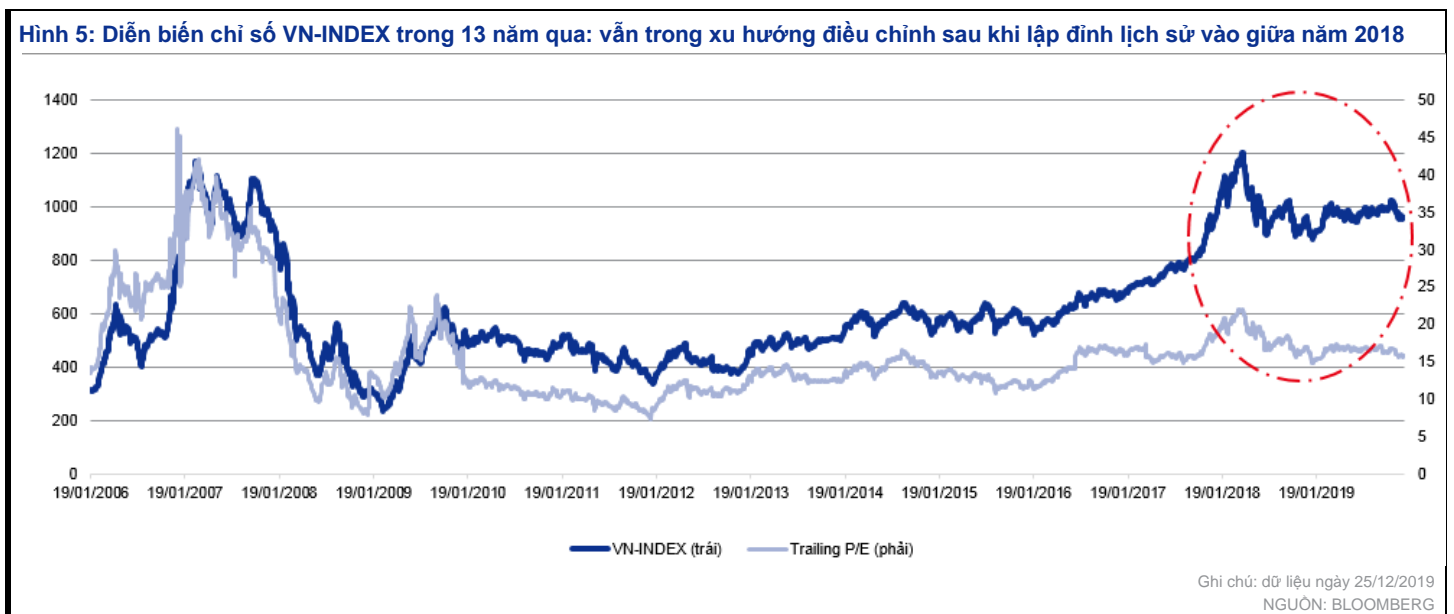
Chỉ số VN-INDEX tăng mạnh trong Q1/2019 trước khi dao động trong khoảng 950-1.030 điểm trong các quý còn lại của năm 2019. Theo chúng tôi, diễn biến kém tích cực của TTCK Việt Nam trong năm đến từ: (1) tăng trưởng lợi nhuận chậm lại của các doanh nghiệp niêm yết (tăng trưởng lợi nhuận chung trong 9T2019 đạt 10,5%, thấp hơn mức 22,6% trong 9T2018); (2) không có các thương vụ IPO lớn và việc thoái vốn tại các DN bị trì hoãn; (3) thị trường trái phiếu doanh nghiệp sôi động khiến dòng tiền rút khỏi thị trường chứng khoán.

Trong khi đó, HNX-INDEX giảm 1,2% và UPCOM-INDEX tăng 5,2%.

Hình 4: Chỉ số VN-INDEX hồi phục nhẹ trong năm 2019

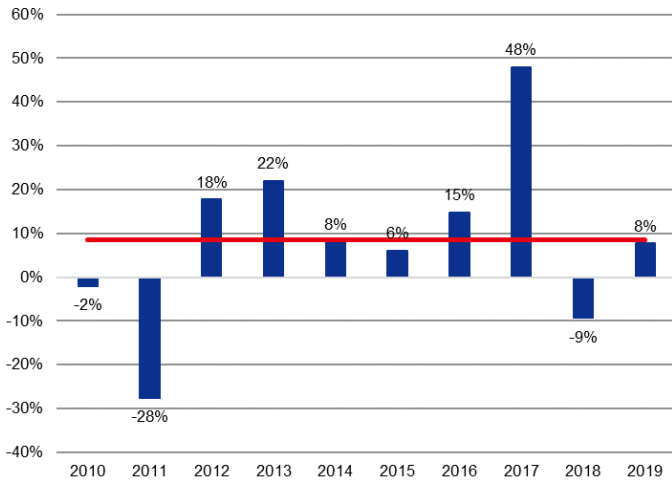


Hình 5: Diễn biến chỉ số VN-INDEX trong 13 năm qua: vẫn trong xu hướng điều chỉnh sau khi lập đỉnh lịch sử vào giữa năm 2018



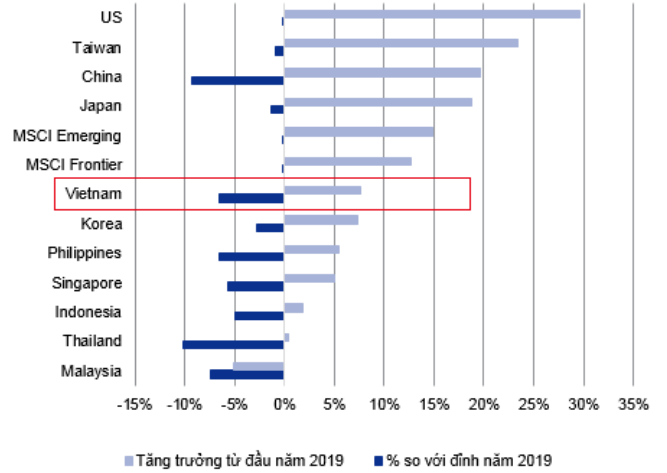
Nhìn chung trong năm 2019, thị trường chứng khoán Việt Nam ghi nhận kết quả vượt trội so với các thị trường khác trong khu vực Đông Nam Á, tuy nhiên vẫn kém hơn các chỉ số tham chiếu của MSCI, bao gồm MSCI Frontier Markets Index và MSCI Emerging Markets Index.

Hình 6: Chỉ số VN-INDEX năm 2019 tăng thấp hơn mức bình quân giai đoạn 2010-2018



Ghi chú: dữ liệu ngày 25/12/2019
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: TTCK Việt Nam tăng tốt hơn các TTCK trong khu vực, tuy nhiên vẫn kém hơn các chỉ số tham chiếu của MSCI



Ghi chú: dữ liệu ngày 25/12/2019
NGUỒN: BLOOMBERG

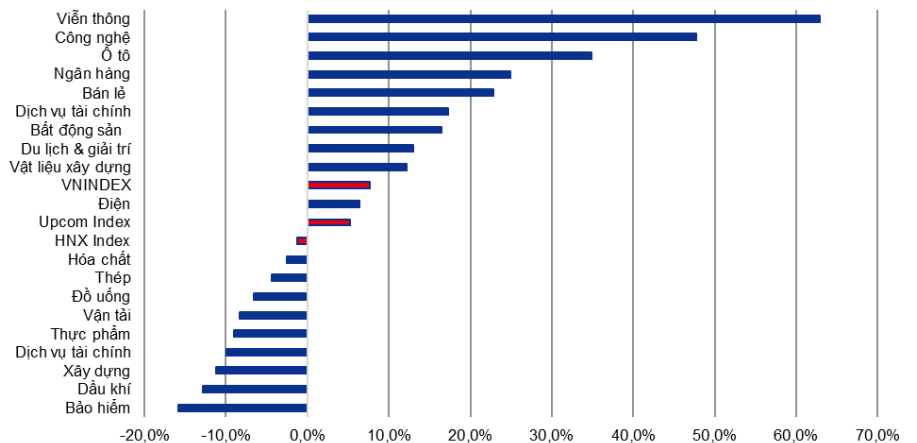
Nhóm cổ phiếu tăng – giảm mạnh nhất

Viễn thông là nhóm tăng trưởng tốt nhất trong năm nay. Tuy nhiên, điều đó không đại diện cho toàn ngành vì chỉ số ngành viễn thông chủ yếu được đóng góp bởi VGI - công ty viễn thông niêm yết lớn nhất với mức tăng giá cổ phiếu ấn tượng (+83,6%) trong năm 2019. Tương tự, kết quả tích cực của nhóm công nghệ chủ yếu đến từ tăng trưởng giá ấn tượng của FPT (+55,9%) và CMG (+61,8%). Ngoài ra, chỉ số của nhóm viễn thông và công nghệ bao gồm rất ít cổ phiếu và chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong quy mô vốn hóa VN-INDEX.

Về các nhóm ngành trụ cột của VN-INDEX, Ngân hàng và Bất động sản có mức tăng vượt trội so với chỉ số VN-INDEX. Sự tăng điểm của nhóm Ngân hàng chủ yếu được đóng góp bởi VCB (+68,0%), BID (+35,9%) và MBB (+19,8%), trong khi chỉ số của nhóm Bất động sản được hỗ trợ bởi các cổ phiếu liên quan đến Vingroup, bao gồm VIC (+21,2%), VHM (+15,4%) và VRE (+21,0%).

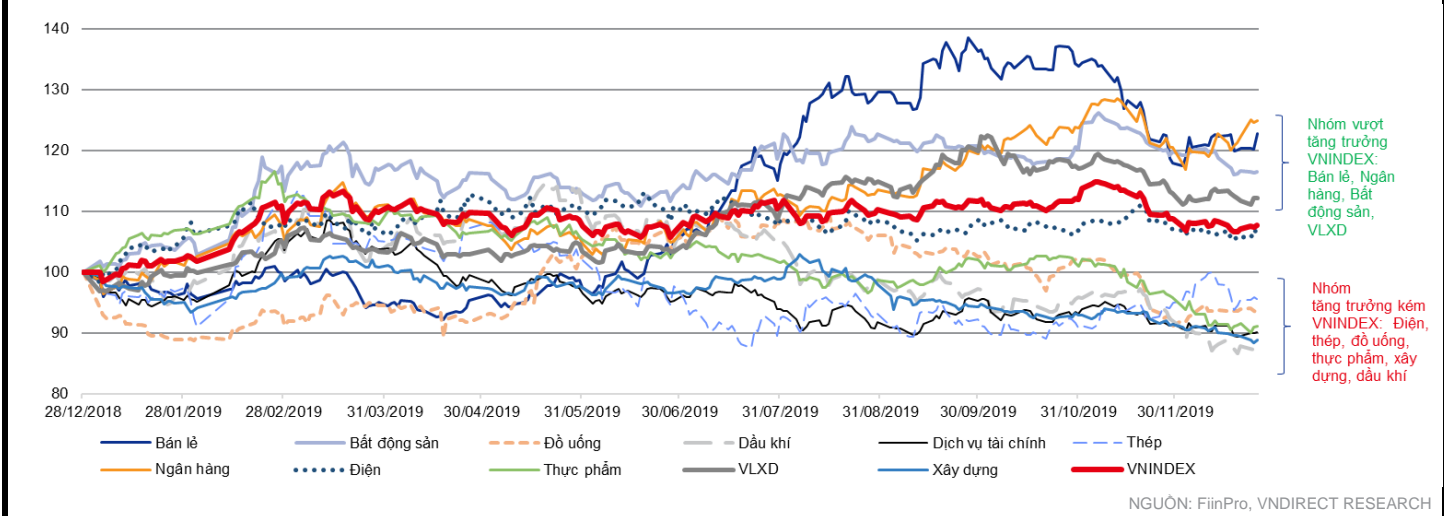
Trong khi đó, Bảo hiểm là nhóm giảm mạnh nhất do diễn biến kém khả quan của BVH (-21,7%), sau đó đến nhóm Dầu khí và Xây dựng. Các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm cũng ghi nhận mức giá tăng trưởng âm vì cổ phiếu trụ cột của ngành là MSN giảm mạnh 28,1%.

Hình 8: Tăng trưởng chỉ số ngành trong năm 2019 (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: FIINPRO

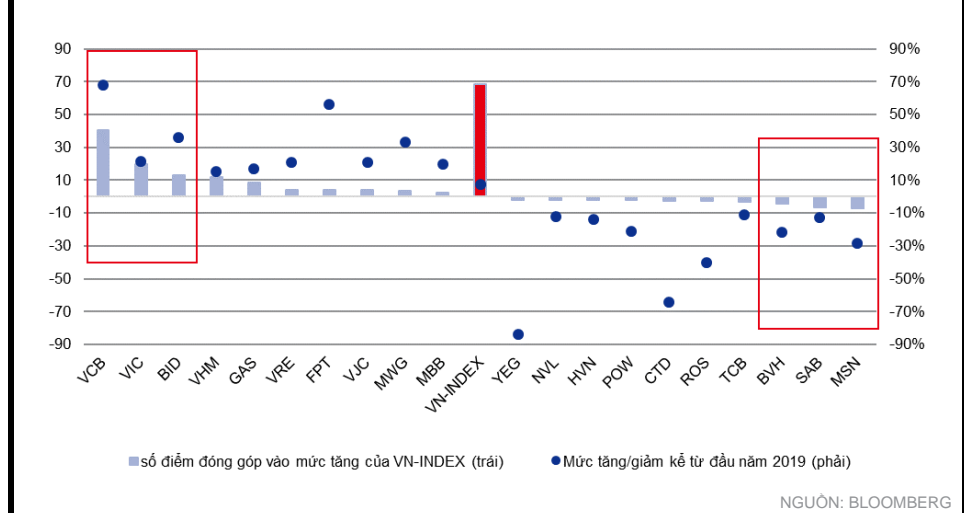
Hình 9: Diễn biến chỉ số ngành năm 2019 (dữ liệu ngày 25/12/2019)



Dựa trên mức giá đóng cửa ngày 25/12/2019, VCB với mức tăng 68% so với đầu năm là cổ phiếu dẫn dắt đà tăng của thị trường và đóng góp tới 40,3 điểm vào mức tăng của VN-INDEX. Các cổ phiếu vốn hóa lớn khác như VIC, BID, VHM và GAS cũng đóng góp đáng kể vào đà tăng của VN-INDEX.

Ngược lại, MSN ghi nhận mức giảm 28,1% kể từ đầu năm và là cổ phiếu gây áp lực điều chỉnh lớn nhất lên VN-INDEX trong năm 2019, lấy đi 7,4 điểm của VN-INDEX. Các cổ phiếu khác đóng góp nhiều nhất vào sự giảm điểm của VN-INDEX bao gồm SAB, BVH, TCB và ROS.

Hình 10: Nhóm cổ phiếu tác động nhiều nhất đến chỉ số VN-INDEX năm 2019 - VCB là cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào đà tăng của VN-INDEX (dữ liệu ngày 25/12/2019)

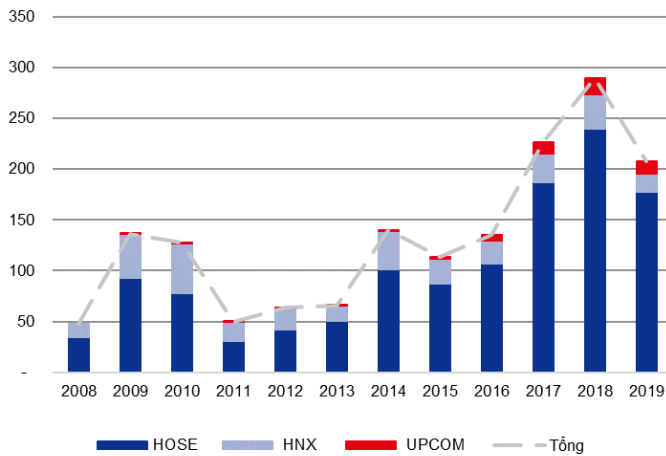


Thanh khoản sụt giảm do vắng bóng IPO và thoái vốn Doanh nghiệp Nhà nước

Giá trị giao dịch trung bình ngày giảm 25,9% sv cùng kỳ xuống còn 208,0 triệu USD do:

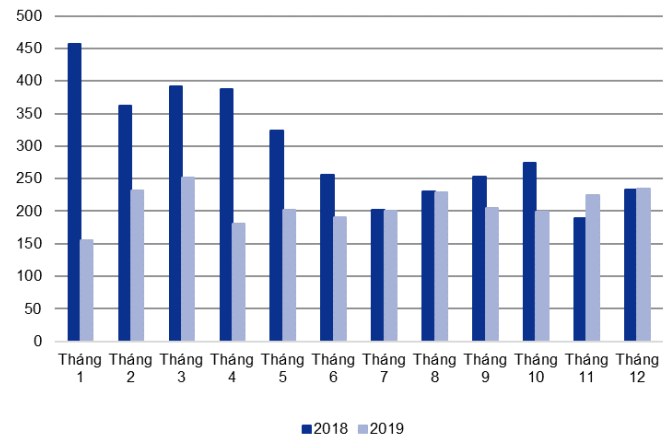
- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) thắt chặt tăng trưởng tín dụng đối với các ngành rủi ro cao như BĐS và đầu tư chứng khoán.
- Có rất ít thương vụ IPO và việc thoái vốn tại DNNN bị trì hoãn trong năm 2019.
- Do thắt chặt tín dụng nên phần lớn các nhà phát triển BĐS và các doanh nghiệp khác đã huy động vốn bằng cách phát hành trái phiếu doanh nghiệp với lợi suất coupon cao (trên 10% mỗi năm). Điều này đã khiến một lượng lớn dòng tiền rút khỏi thị trường cổ phiếu.

Hình 11: Thanh khoản của cả 3 sàn chứng khoán đều giảm (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

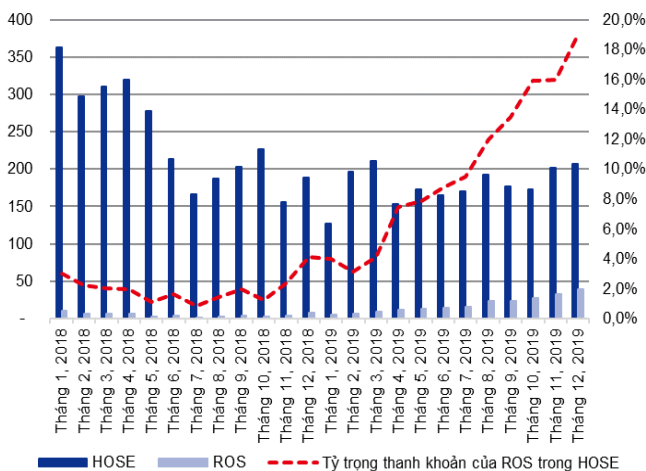
Hình 12: Thanh khoản thị trường giảm do thiếu vắng các đợt IPO, cổ phần hóa lớn trong năm 2019 (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

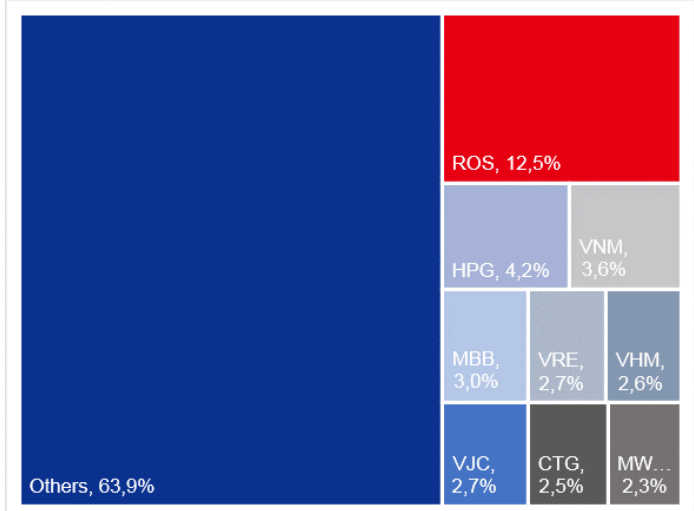
Top 10 cổ phiếu có thanh khoản cao nhất đều là blue-chip, bao gồm ROS, HPG, VNM, MBB, VRE, VHM, VJC, CTG, MWG và FPT. ROS là cổ phiếu có thanh khoản cao nhất với tổng thanh khoản (bao gồm các phương thức giao dịch thỏa thuận và khớp lệnh) trong năm 2019 đạt 18,5 triệu USD, gần gấp bốn lần so với năm 2018.

Hình 13: Thanh khoản của ROS tăng mạnh trong năm 2019 (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tỷ trọng thanh khoản tại HOSE (dữ liệu ngày 25/12/2019)

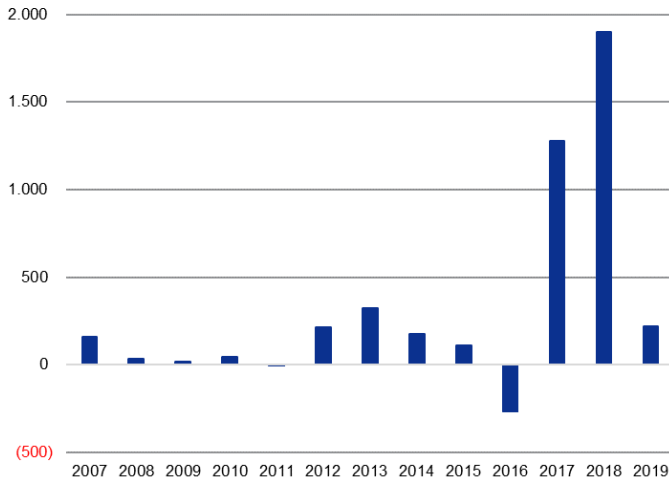


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi chưa thấy dấu hiệu dòng vốn nước ngoài rút vốn khỏi TTCK Việt Nam

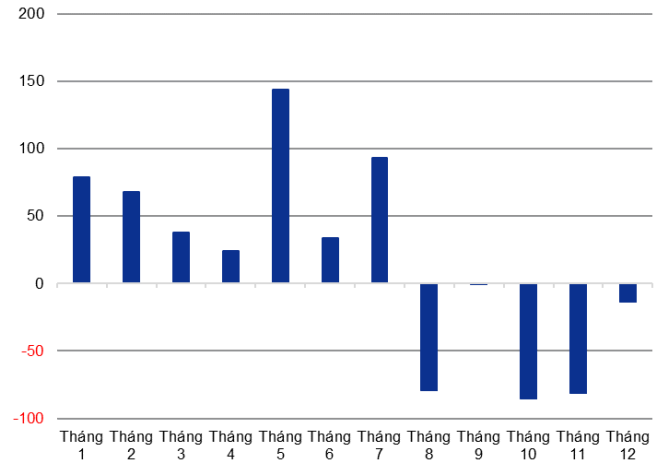
Khối ngoại vẫn mua ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2019, tuy nhiên giá trị mua ròng giảm mạnh từ 1,9 tỷ USD trong năm 2018 xuống còn 220 triệu USD. Sự sụt giảm này chủ yếu do không có các đợt IPO lớn và thoái vốn của DNNN trong năm 2019, dẫn đến lượng vốn nước ngoài đổ vào chứng khoán Việt Nam còn hạn chế. Đáng chú ý là trong giai đoạn 2017-18, khối ngoại đã mua ròng mạnh các cổ phiếu Việt Nam, tập trung chủ yếu vào các thương vụ thoái vốn của DNNN như VNM, SAB, PLX và POW cũng như các đợt IPO của các doanh nghiệp tư nhân như VHM, VRE và HDB.

Hình 15: Khối ngoại giảm mua ròng trên TTCK Việt Nam trong năm 2019 (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)



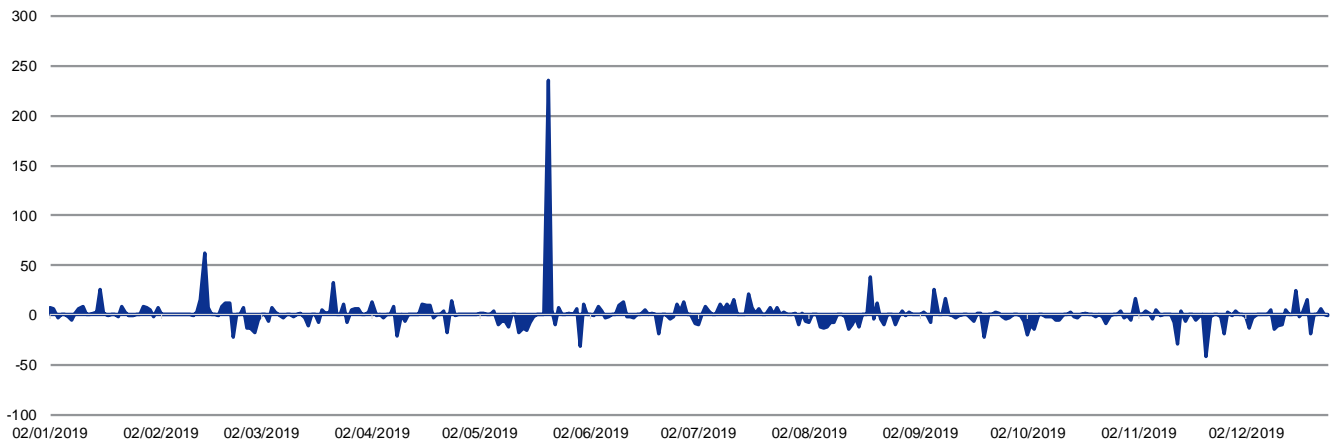
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Khối ngoại bán ròng kể từ đầu tháng 8 năm 2019 (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Mua/bán theo phiên của NĐTNN trong năm 2019 (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Khối ngoại đã mua ròng mạnh các cổ phiếu của Việt Nam trong 7T2019 nhưng chuyển sang bán ròng kể từ tháng 8/2019 khi một số quỹ đầu tư giảm tỷ lệ cổ phiếu Việt Nam trong danh mục đầu tư như iShares MSCI Frontier 100 ETF và Franklin Templeton Investment. Khối ngoại tập trung mua ròng các cổ phiếu vốn hóa lớn, đặc biệt là trong ngành Bất động sản, Ngân hàng và Bán lẻ.

VIC ghi nhận giá trị mua ròng của khối ngoại đạt 230 triệu USD khi SK Investment Vina II, một quỹ thành viên của SK Group, đã chi 1 tỷ USD để mua 154,3 triệu cổ phiếu phát hành riêng lẻ từ Vingroup và mua 51,4 triệu cổ phiếu VIC do VinCommerce sở hữu. Sau giao dịch này, SK Investment Vina II trở thành cổ đông lớn của VIC, sở hữu 6,15% cổ phần.

Khối ngoại cũng mua ròng các cổ phiếu vốn hóa lớn khác như PLX, VCB, MSN, VRE và BID. Ngược lại, rất ít cổ phiếu vốn hóa lớn bị khối ngoại bán, bao gồm VJC, VNM, VHM, HDB và HPG.

Hình 18: Những cổ phiếu khối ngoại bán ròng mạnh nhất trong năm 2019 (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)

Mã	Mua ròng	Giá trị mua	Giá trị bán
VJC	-107	153	261
VHM	-64	532	596
VNM	-52	872	924
VGC	-43	24	67
HDB	-43	73	116
DHG	-29	18	47
IDC	-27	0	27
HPG	-25	360	385
SBT	-22	12	34
NBB	-20	0	20

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Những cổ phiếu khối ngoại mua ròng mạnh nhất trong năm 2019 (triệu USD) (dữ liệu ngày 25/12/2019)

Mã	Mua ròng	Giá trị mua	Giá trị bán
VIC	231	577	346
PLX	90	130	40
VCB	76	333	257
MSN	66	445	378
VRE	49	742	693
BID	27	84	57
QNS	26	42	16
MWG	25	111	86
KBC	23	50	27
PVI	23	23	1

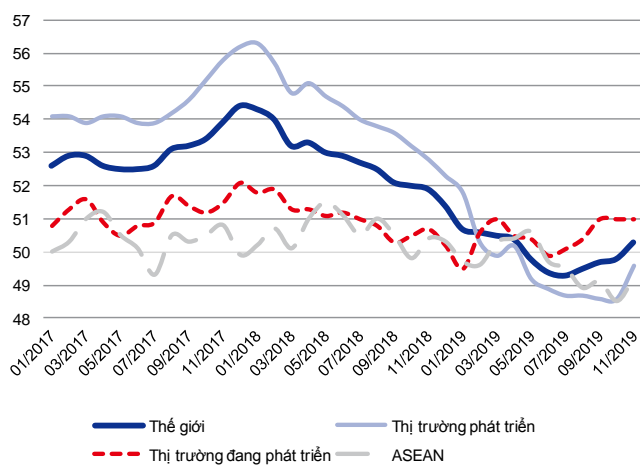
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2020: Đà tăng vẫn được duy trì

Triển vọng toàn cầu vẫn gặp nhiều thách thức >

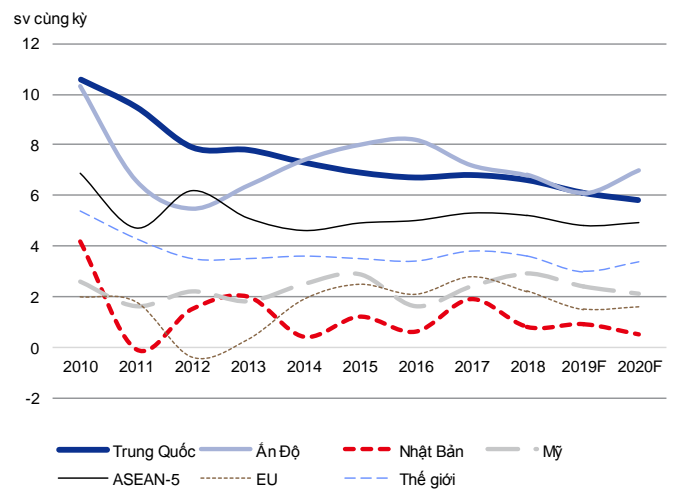
Tăng trưởng kinh tế của Mỹ dự kiến sẽ giảm tốc, trong khi triển vọng của các nước phát triển khác và Trung Quốc được dự báo sẽ chững lại. Theo IMF, tăng trưởng GDP của Mỹ ước tính sẽ ở mức khiêm tốn 2,1% trong năm 2020 so với mức 2,4% trong năm 2019. Tăng trưởng GDP của khu vực châu Âu tăng nhẹ lên mức 1,4% trong năm 2020 so với 1,2% trong năm 2019, trong khi tăng trưởng GDP của Nhật Bản ước tính giảm xuống 0,5% vào năm 2020 từ mức 0,9% trong năm 2019. Trong khi đó, tăng trưởng GDP Trung Quốc sẽ ở giảm từ mức 6,1% trong năm 2019 xuống mức 5,8% trong năm 2020 do tác động tiêu cực của chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và các quy định nghiêm ngặt hơn để kiểm soát sự bùng nổ của hoạt động cho vay tại nước này.

Hình 20: Hoạt động sản xuất toàn cầu suy giảm, đặc biệt là ở các nước phát triển



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 21: Tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo chậm lại (%)



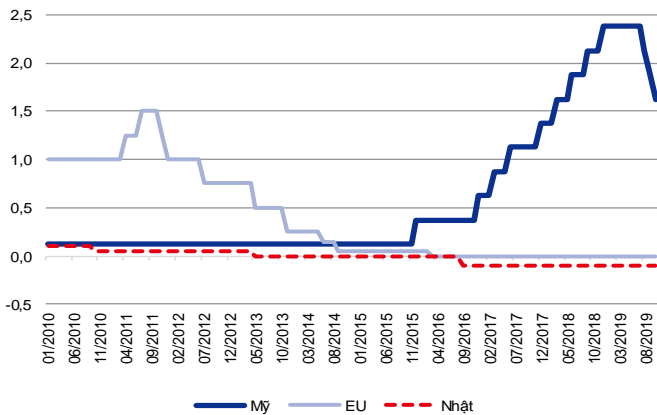
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, IMF

Hiện trạng nới lỏng tài chính toàn cầu

Nếu thỏa thuận thương mại không tạo ra bước đột phá lớn trong năm 2020, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư khó có thể bỏ qua những bất ổn chính trị kéo dài và giải ngân đầu tư vào tài sản cố định. Các ngân hàng trung ương lớn dự kiến sẽ duy trì nới lỏng tiền tệ trong năm 2020 nhằm hỗ trợ cho thị trường tài chính. Chúng tôi cũng dự báo chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ tiếp tục được gia tăng tại các thị trường mới nổi kết hợp đồng thời với chính sách tài khóa để vực dậy tăng trưởng kinh tế.

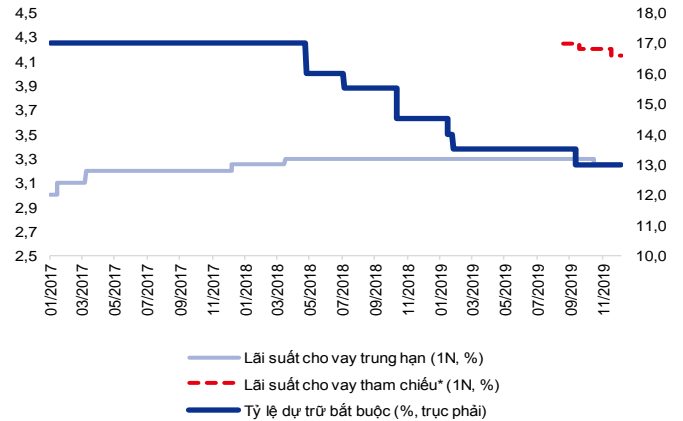
Chúng tôi kỳ vọng tình hình tài chính toàn cầu khả quan hơn nhờ Fed cắt giảm lãi suất và các thị trường mới nổi đồng thuận nới lỏng chính sách vĩ mô sẽ hỗ trợ đáng kể cho tăng trưởng kinh tế của các quốc gia này. Nền kinh tế ASEAN nhiều khả năng sẽ tăng tốc trở lại trong năm 2020 do có độ trễ của chính sách nới lỏng tiền tệ và các chương trình của Chính phủ nhằm hỗ trợ tiêu dùng và đầu tư.

Hình 22: Lãi suất điều hành của các ngân hàng trung ương lớn



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BIS

Hình 23: Các công cụ điều hành chính sách tiền tệ của NHTW Trung Quốc



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

* Trung Quốc cải cách lãi suất cho vay tham chiếu theo hướng thị trường vào tháng 8/2019.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế duy trì với chính sách nới lỏng vĩ mô thận trọng ➤

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng 6,8% trong năm 2020, tốc độ tăng trưởng tương đối tốt trong bối cảnh môi trường kinh tế toàn cầu đầy thách thức gắn với những bất ổn do chiến tranh thương mại kéo dài. Các yếu tố hỗ trợ nền kinh tế Việt Nam trước rủi ro bên ngoài bao gồm thặng dư cán cân vãng lai, dự trữ ngoại hối cao và lạm phát thấp. Với triển vọng tăng trưởng/lạm phát ổn định và tỷ giá hối đoái được kiểm soát tốt, chúng tôi cho rằng NHNN có thể thực hiện chính sách nới lỏng vĩ mô thận trọng trong năm 2020.

Việt Nam: Tăng trưởng kinh tế bền vững trong năm 2020

Hình 24: Dự báo vĩ mô cơ bản cho năm 2020

	Đơn vị	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020F
Tăng trưởng GDP	% sv cùng kỳ	6,0	6,7	6,2	6,8	7,1	7,0	6,8
Kim ngạch xuất khẩu	% sv cùng kỳ	13,5	8,1	9,0	21,6	13,4	8,1	8,0
Kim ngạch nhập khẩu	% sv cùng kỳ	12,5	12,0	5,0	21,4	11,4	7,0	8,5
Cán cân thương mại	tỷ USD	1,4	(4,2)	2,1	2,9	7,6	9,9	8,6
Cán cân vãng lai	% GDP	5,0	0,5	4,0	2,3	2,4	2,5	2,2
Lạm phát bình quân	% sv cùng kỳ	4,1	0,6	2,7	3,5	3,5	2,8	3,2
Lãi suất tái cấp vốn	%/năm	6,50	6,50	6,50	6,25	6,25	6,00	5,75
Tỷ giá (cuối năm)	VND/US\$	21.405	22.540	22.790	22.735	23.245	23.230	23.500

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, TCHQ, SBV, VIETCOMBANK

Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ vượt qua những trở ngại bên ngoài, tiếp nối nền tăng trưởng GDP tích cực trong năm 2019. Xuất khẩu các mặt hàng công nghệ dự kiến sẽ được hỗ trợ từ sự phục hồi theo chu kỳ của nhu cầu công nghệ toàn cầu nhờ sự bùng nổ của công nghệ 5G vào năm 2020. Samsung, nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất tại Việt Nam và cũng là tập đoàn đi đầu về điện thoại 5G, có thể hưởng lợi từ những thách thức mà đối thủ cạnh tranh là Huawei đang đối diện. Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực sản xuất công nghiệp tăng trưởng 10,0% so với cùng kỳ trong năm 2020, thấp hơn mức 11,3% trong năm 2019 do mức cơ sở cao và ảnh hưởng từ sự sụt giảm của nhu cầu bên ngoài.

Mặt khác, sự gia tăng ổn định về đầu tư và tiêu dùng trong nước sẽ là yếu tố hỗ trợ nếu nhu cầu bên ngoài sụt giảm hơn nữa. Cụ thể, tổng cầu trong nước sẽ tiếp tục được duy trì nhờ tiêu dùng và đầu tư tư nhân. Chúng tôi ước tính tăng trưởng ngành bán lẻ duy trì ở mức 8,5% trong năm 2020 nhờ tăng trưởng thu nhập của người tiêu dùng và lạm phát ở mức vừa phải. Đầu tư tư nhân sẽ tiếp tục mở rộng nhờ các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ với tốc độ tăng trưởng 15,0% so với cùng kỳ trong năm 2020. Chúng tôi cũng dự báo lĩnh vực nông nghiệp sẽ phục hồi dần khi giá gạo tăng trở lại.

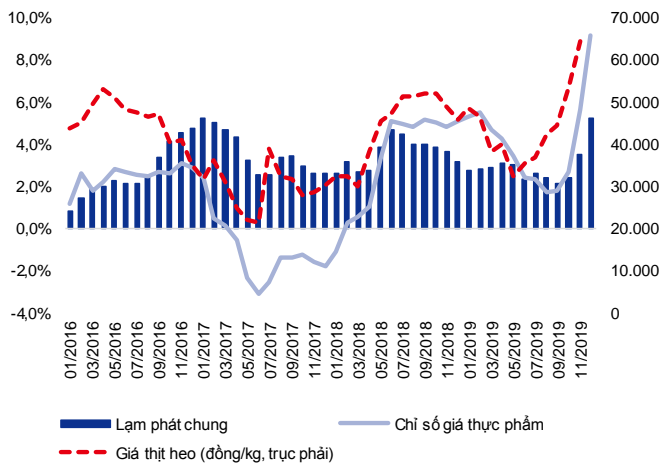
Nếu không có cú sốc đáng kể từ môi trường bên ngoài, **chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ ghi nhận tăng trưởng 6,8% trong năm 2020**, tương đương với mục tiêu của Chính phủ.

Lạm phát chịu áp lực gia tăng nhưng vẫn duy trì ở mức vừa phải

Chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ tiếp tục đà tăng trong hai quý tới trước khi giảm vào nửa cuối năm 2020, gắn với diễn biến của giá thịt lợn. Trong năm 2019, tổng đàn lợn của Việt Nam giảm gần 20%, khiến giá thịt lợn tăng hơn 40% so với đầu năm. Chúng tôi dự báo giá thịt lợn sẽ đạt đỉnh vào khoảng Q1/2020 và giảm dần sau đó. Việc điều chỉnh tăng chi phí các dịch vụ y tế và giáo dục và khả năng giá điện tăng (~5%, theo Fitch Rating) sẽ tác động không đáng kể đến CPI năm 2020. Giá định cơ sở của chúng tôi là giá dầu Brent trung bình sẽ dao động quanh mức 62-64 USD/thùng trong năm 2020, dẫn đến kỳ vọng giá xăng dầu trong nước tương đối ổn định và không ảnh hưởng nhiều đến chỉ số giá tiêu dùng vận tải.

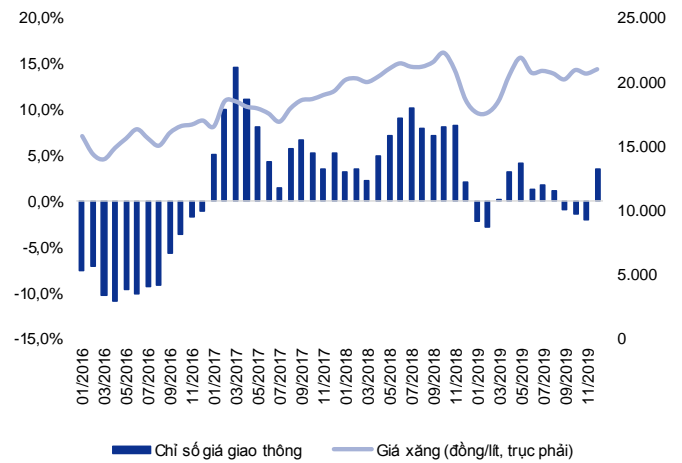
Dựa vào những cơ sở trên, chúng tôi ước tính lạm phát chung đạt 3,2% trong năm 2020, cao hơn mức 2,8% trong năm 2019. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng sự ổn định lại của giá thịt lợn/thực phẩm và lạm phát cốt lõi sẽ tạo ra dư địa để nới lỏng chính sách tiền tệ hơn nữa vào cuối năm 2020.

Hình 25: Giá thịt heo tăng cao đẩy lạm phát tăng trở lại



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, AGROMONITOR

Hình 26: Giá xăng dầu ổn định giúp kiểm soát lạm phát



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, PETROLIMEX

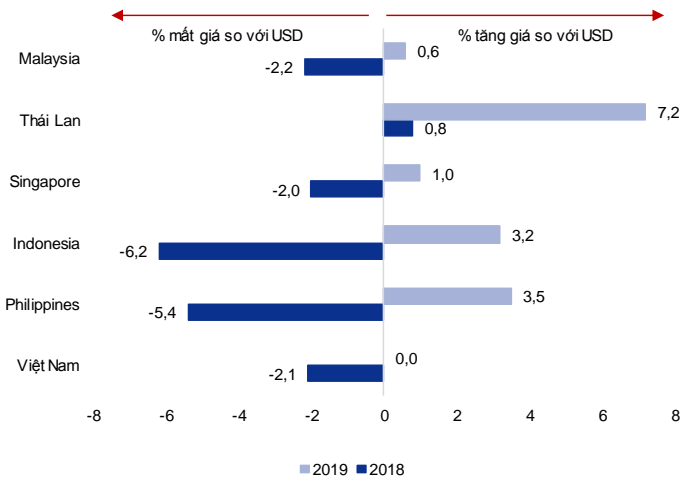
Tỷ giá sẽ ổn định trong năm 2020

Chúng tôi dự báo tiền Đồng không gặp nhiều áp lực giảm giá trong năm 2020 do:

- Thặng dư cán cân vãng lai dự báo sẽ duy trì ở mức 2,2% GDP trong năm 2020, thấp hơn mức 2,5% GDP ước tính trong năm 2019 do kỳ vọng đầu tư tư nhân tiếp tục tăng gắn với nhập khẩu tăng trưởng nhanh hơn xuất khẩu;
- Áp lực từ thị trường tiền tệ toàn cầu giảm xuống do hiện trạng nới lỏng tài chính trên toàn cầu và căng thẳng chiến tranh thương mại đang có dấu hiệu cải thiện;
- NHNN đã nâng dự trữ ngoại hối lên xấp xỉ 73 tỷ USD trong năm 2019, tương đương với khoảng 3,3 tháng nhập khẩu, đây sẽ là nền tảng mạnh cho sự ổn định của tiền Đồng cho năm 2020.

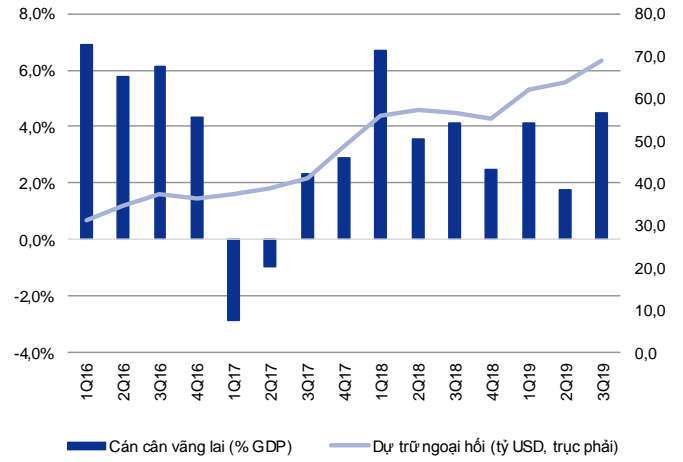
Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ ổn định ở mức 23.200-23.500 trong năm 2020 và tiền Đồng có thể biến động trong phạm vi tương đối hẹp so với USD. Trường hợp tăng trưởng xuất khẩu kém khả quan có thể khiến VND giảm giá nhẹ để hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự giảm giá của tiền Đồng (nếu có) sẽ ở mức khiêm tốn (~2,0%) trong những năm tới.

Hình 27: Hầu hết các đồng tiền trong khu vực ASEAN đều tăng giá so với USD trong năm 2019



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 28: Cán cân vãng lai và dự trữ ngoại hối



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, SBV

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2020: Thời điểm khó khăn nhất đã qua

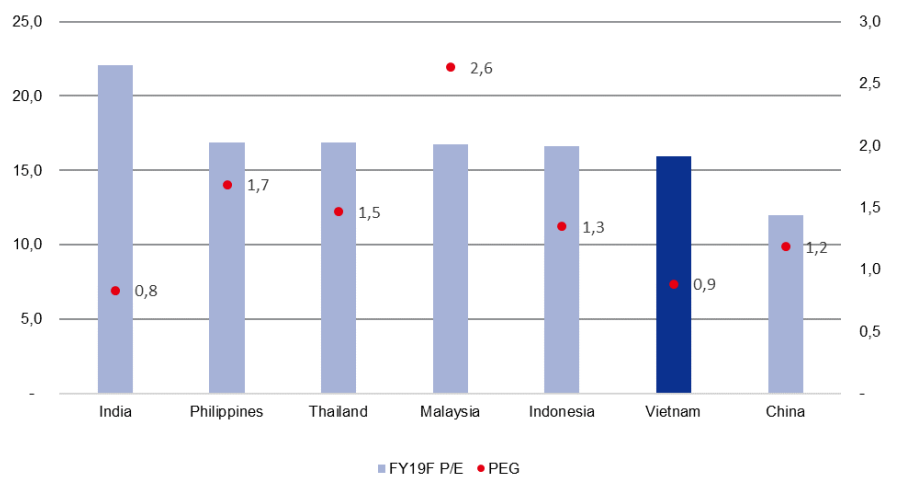
Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ tăng 20,7% trong năm 2020 >

Chúng tôi nhận thấy có hai áp lực chính lên TTCK Việt Nam trong năm 2019 bao gồm tăng trưởng lợi nhuận chậm lại của các doanh nghiệp niêm yết và việc thắt chặt tín dụng đối với các ngành rủi ro cao như BĐS và đầu tư chứng khoán, điều này làm nở rộ thị trường trái phiếu doanh nghiệp lợi suất cao. Mặc dù khả năng Việt Nam nâng hạng lên thị trường mới nổi MSCI vẫn còn bỏ ngỏ, chúng tôi cho rằng triển vọng năm 2020 của TTCK sẽ tươi sáng hơn vì hầu hết những lo ngại kể trên đã được phản ánh vào định giá của thị trường trong khi tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong năm 2020 sẽ tăng tốc từ mức thấp của năm ngoái nhờ nền tảng kinh tế vĩ mô vững chắc.

Tính tại ngày 25/12/2019, VN-INDEX được định giá ở mức P/E trượt 15,3x, thấp hơn so với các thị trường trong khu vực cũng như có chỉ số PEG hấp dẫn hơn. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các doanh nghiệp trên toàn VN-INDEX trong năm 2020 sẽ tăng 18% sv cùng kỳ, thấp hơn dự phóng tăng trưởng lợi nhuận trung bình ở mức 22,9% sv cùng kỳ của các cổ phiếu trong coverage của chúng tôi. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng P/E trượt của VN-INDEX sẽ ổn định khoảng 15,3x trong năm 2020 và **chỉ số VN-INDEX tăng 20,7% lên 1.160 điểm vào cuối năm 2020.**

Chúng tôi nhận thấy không có nhiều rủi ro giảm giá đối với thị trường. Động lực tăng giá bao gồm việc MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi sớm hơn dự kiến và khả năng IPO của một số cái tên đáng chú ý như Bamboo Airways, Ngân hàng TMCP Hàng hải Việt Nam, CTCP Gỗ An Cường. Các doanh nghiệp mới niêm yết có thể trở thành tâm điểm và thu hút thêm dòng vốn quay trở lại thị trường.

Hình 29: So sánh định giá của TTCK Việt Nam so với một số thị trường trong khu vực (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: BLOOMBERG, VNDIRECT dự phóng

Hình 30: Dự báo tăng trưởng lợi nhuận của thị trường, được thể hiện thông qua các cổ phiếu trong danh sách theo dõi của VNDIRECT

Mã cổ phiếu	Tỷ trọng đóng góp trong tổng lợi nhuận các doanh nghiệp trong coverage của VNDIRECT		Tăng trưởng lợi nhuận		Đóng góp vào mức tăng trưởng lợi nhuận của VNINDEX, thể hiện qua nhóm cổ phiếu trong coverage của VNDIRECT	
	2018	2019	2019	2020	2019	2020
ACB	1,0%	1,2%	15,6%	15,8%	0,2%	0,2%
C4G	0,6%	0,8%	34,3%	56,8%	0,2%	0,4%
DBC	4,3%	2,2%	-47,2%	224,6%	-2,0%	4,9%
DCM	2,0%	1,1%	-41,4%	-17,5%	-0,8%	-0,2%
DPM	0,1%	0,0%	-63,0%	96,3%	-0,1%	0,0%
FPT	0,9%	1,1%	23,9%	19,2%	0,2%	0,2%
GAS	7,1%	6,6%	-2,9%	14,2%	-0,2%	0,9%
GMD	8,6%	2,6%	-68,5%	-7,2%	-5,9%	-0,2%
HPG	12,0%	10,2%	-12,3%	21,4%	-1,3%	0,9%
KBC	2,4%	2,6%	12,8%	25,1%	0,3%	0,7%
KDH	0,6%	0,7%	13,9%	23,8%	0,1%	0,2%
LPB	1,6%	2,2%	42,0%	19,5%	0,7%	0,4%
LTG	6,2%	7,5%	27,9%	-10,0%	1,7%	-0,8%
MBB	0,2%	0,2%	26,7%	18,4%	0,0%	0,0%
MSH	0,5%	0,7%	33,9%	17,4%	0,2%	0,1%
MWG	0,3%	0,4%	33,4%	27,9%	0,1%	0,1%
NLG	0,3%	0,3%	5,3%	87,2%	0,0%	0,3%
PC1	0,3%	0,3%	-7,1%	28,4%	0,0%	0,1%
PNJ	7,2%	8,3%	20,5%	34,3%	1,5%	2,8%
POW	1,8%	2,7%	52,4%	-1,8%	1,0%	0,0%
PPC	0,2%	0,2%	-15,6%	-19,7%	0,0%	0,0%
PVD	0,6%	0,4%	-28,7%	84,0%	-0,2%	0,3%
PVS	2,2%	1,8%	-12,2%	47,1%	-0,3%	0,9%
PVT	4,5%	4,6%	8,0%	-3,9%	0,4%	-0,2%
QNS	1,2%	1,2%	8,4%	9,5%	0,1%	0,1%
STK	0,8%	1,1%	20,2%	17,2%	0,3%	0,2%
TCB	0,2%	0,2%	10,5%	15,1%	0,0%	0,0%
TCM	0,6%	0,5%	-14,0%	34,0%	-0,1%	0,2%
VCB	0,8%	1,1%	40,2%	34,2%	0,3%	0,4%
VHC	0,1%	0,1%	-5,2%	14,3%	0,0%	0,0%
VHM	5,1%	6,7%	36,6%	28,0%	1,9%	1,9%
VIB	0,4%	0,4%	20,4%	21,8%	0,1%	0,1%
VJC	0,9%	0,9%	3,0%	18,0%	0,0%	0,2%
VNM	12,3%	12,1%	3,6%	10,4%	0,4%	1,3%
VPB	1,6%	1,7%	5,9%	31,0%	0,3%	0,6%
VRE	0,7%	0,7%	15,8%	33,4%	0,1%	0,2%
VTP	9,6%	14,6%	59,1%	39,0%	5,7%	5,7%
	100,0%	100,0%	5,0%	22,9%	5,0%	22,9%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo tài chính doanh nghiệp

Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản thị trường hồi phục

Chúng tôi cho rằng giá trị giao dịch trung bình ngày có thể tăng 10-15% sv cùng kỳ trong năm 2020 nhờ các yếu tố sau: (1) tín hiệu nới lỏng nhẹ chính sách tiền tệ của NHNN vào cuối Q4/2019; (2) Luật Chứng khoán sửa đổi được Quốc hội phê duyệt vào tháng 11/2019 sẽ cải thiện tâm lý của nhà đầu tư và (3) dòng vốn ngoại mới đổ vào khi tỷ trọng của các cổ phiếu Việt Nam trong MSCI Frontier Market Index gia tăng.

Luật Chứng khoán sửa đổi kỳ vọng sẽ giúp thị trường cải thiện về cả chất và lượng ➤

Luật Chứng khoán mới, sửa đổi Nghị định 60/2015/ND-CP hiện hành, đã được Quốc hội phê duyệt vào ngày 26/11/2019 và sẽ có hiệu lực kể từ ngày 1/1/2021.

Nới lỏng giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL), nhưng các thành viên thị trường còn gặp khó khăn với các chi tiết của dự thảo luật

Luật hiện hành quy định tỷ lệ FOL của công ty đại chúng tham gia các ngành kinh doanh không có điều kiện ở mức 49%, nhưng giới hạn này có thể được nới rộng lên thành 100% sau khi xin ý kiến ĐHCĐ thông qua và trình lên cơ quan quản lý phê duyệt. Tuy nhiên, cho đến nay mới chỉ có khoảng 30 công ty niêm yết nâng FOL lên 100% do thủ tục thực hiện còn tương đối phức tạp. Luật mới đã giải quyết nút thắt này bằng cách tự động áp dụng FOL 100% cho các công ty đại chúng, trừ khi các điều ước quốc tế mà Việt Nam là thành viên hoặc luật chuyên

ngành có các quy định cụ thể thấp hơn. Một số ngành nghề kinh doanh có điều kiện vẫn có giới hạn chặt chẽ hơn, ví dụ: ngành ngân hàng có FOL ở mức 30% và ngành hàng không là 34%.

Mặc dù luật mới được thị trường hoan nghênh, nhưng những thành viên thị trường vẫn lo ngại về khả năng áp dụng trong thực tế.

Luật Chứng khoán sửa đổi cũng mở rộng định nghĩa về chứng khoán

Theo luật mới, định nghĩa về chứng khoán bao gồm thêm chứng chỉ lưu ký (DR) và các quy định về chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR) sẽ được quy định cụ thể trong Luật Doanh nghiệp. Đây là tin tốt cho các doanh nghiệp chưa được nói room ngoại do hoạt động trong các ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Các nhà đầu tư nước ngoài sẽ không bị giới hạn sở hữu đối với NVDR tại các doanh nghiệp đó. Điều này sẽ thu hút thêm vốn ngoại đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

Cải thiện tính minh bạch của thị trường

Luật Chứng khoán sửa đổi tập trung vào việc cải thiện tính minh bạch của thị trường và bảo vệ quyền của các nhà đầu tư cá nhân thông qua các sửa đổi như:

- Nâng điều kiện phát hành công khai
- Cải thiện chất lượng báo cáo tài chính
- Tăng cường tính minh bạch về thông tin
- Trao thêm thẩm quyền cho Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC), đặc biệt là quyền kiểm tra, giám sát hoạt động chứng khoán cũng như bảo vệ quyền và lợi ích của nhà đầu tư
- Tăng cường thẩm quyền của UBCK trong việc xử lý các vi phạm liên quan đến hoạt động chứng khoán

Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi này sẽ cải thiện chất lượng cổ phiếu, tăng cường tính minh bạch và bảo vệ tốt hơn lợi ích của các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhỏ, từ đó giúp thu hút thêm các quỹ trong và ngoài nước vào thị trường chứng khoán Việt Nam và đẩy nhanh quá trình nâng hạng thị trường chứng khoán lên thị trường mới nổi.

Nâng hạng lên Thị trường mới nổi: Sẽ phải mất ít nhất hai năm nữa ➤

Việt Nam vẫn duy trì trạng thái trong đợt đánh giá thị trường gần đây nhất của MSCI và FTSE

Morgan Stanley Capital International (MSCI) vẫn duy trì xếp hạng Thị trường cận biên đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong đợt đánh giá phân loại thị trường hàng năm vào tháng 6/2019 và Việt Nam không được thêm vào danh sách theo dõi được nâng hạng từ Thị trường cận biên lên Thị trường mới nổi.

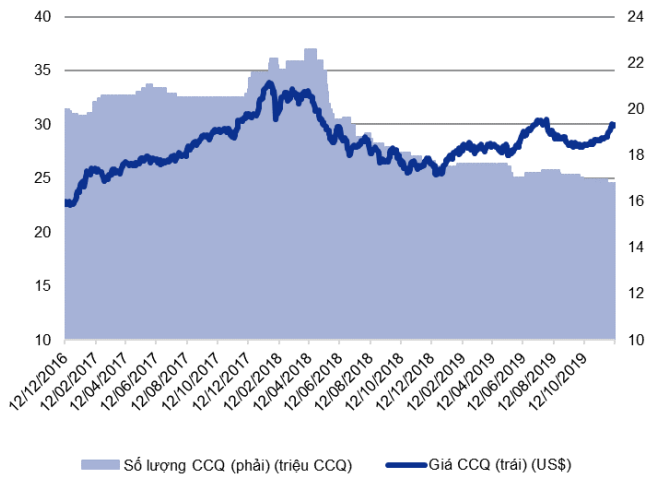
Theo kết quả được công bố của MSCI, Việt Nam đáp ứng tất cả các tiêu chí định lượng, tuy nhiên chưa đáp ứng đầy đủ các tiêu chí định tính bao gồm:

- Độ mở của thị trường đối với nhà đầu tư nước ngoài và quyền bình đẳng của nhà đầu tư nước ngoài còn hạn chế (thể hiện chủ yếu qua giới hạn sở hữu nước ngoài).
- Các hạn chế trong công bố thông tin bằng Tiếng Anh (tin tức, báo cáo của doanh nghiệp hay các quy định của Chính phủ)
- Việc thiếu thị trường giao dịch ngoại hối tại nước ngoài (offshore currency market) gây khó khăn trong việc chuyển đổi từ VND sang ngoại tệ khác, trong khi thị trường ngoại hối trong nước (onshore currency market) vẫn còn nhiều hạn chế.
- Thiếu một trung tâm thanh toán bù trừ chứng khoán độc lập và chưa thỏa mãn một số tiêu chí khác về giao dịch, chuyển nhượng chứng khoán, sản phẩm phái sinh.

Thị trường chứng khoán Việt Nam cũng không được FTSE nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp tại kỳ đánh giá phân loại thị trường hàng năm vào tháng 9/2019. Việt Nam tiếp tục không đáp ứng một số tiêu chí định tính như:

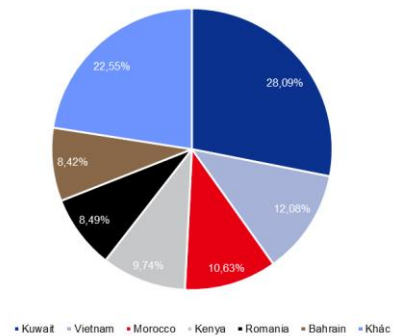
- Tiêu chí “Giao dịch - tỷ lệ giao dịch thất bại” bị đánh giá là “N/A”, và “Thanh toán bù trừ giao dịch chứng khoán” bị đánh giá ở mức ‘Hạn chế’, do thực tiễn đòi hỏi tiến hành kiểm tra trước giao dịch để đảm bảo tài khoản có đủ tiền trước khi thực hiện giao dịch.
- Quy trình đăng ký giao dịch đối với nhà đầu tư nước ngoài vẫn còn phức tạp.

Hình 31: Giá và số lượng chứng chỉ quỹ của Ishares MSCI 100 ETF (2016-2019) (dữ liệu ngày 25/12/2019)



NGUỒN: BLOOMBERG

Hình 32: Tỷ trọng cổ phiếu trong MSCI Frontier Markets 100 Index theo quốc gia (dữ liệu ngày 10/12/2019)



• Kuwait • Vietnam • Morocco • Kenya • Romania • Bahrain • Khác

NGUỒN: MSCI Frontier Markets 100 Index

Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam cần ít nhất hai năm để chính thức được nâng hạng lên Thị trường mới nổi

Luật Chứng khoán sửa đổi đã chính thức được Quốc hội Việt Nam thông qua vào ngày 26/11/2019 và sẽ có hiệu lực vào ngày 1/1/2021. Sau đó, Luật Doanh nghiệp và Luật Đầu tư sửa đổi sẽ được trình lên Quốc hội để phê duyệt trong phiên họp tiếp theo vào tháng 6/2020. Những thay đổi trong các luật này sẽ góp phần xóa bỏ những rào cản hiện tại đối với quá trình nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam, bao gồm giới hạn sở hữu nước ngoài và các quyền bình đẳng của nhà đầu tư nước ngoài. Chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được nâng hạng lên Thị trường mới nổi trong hai đến ba năm tới.

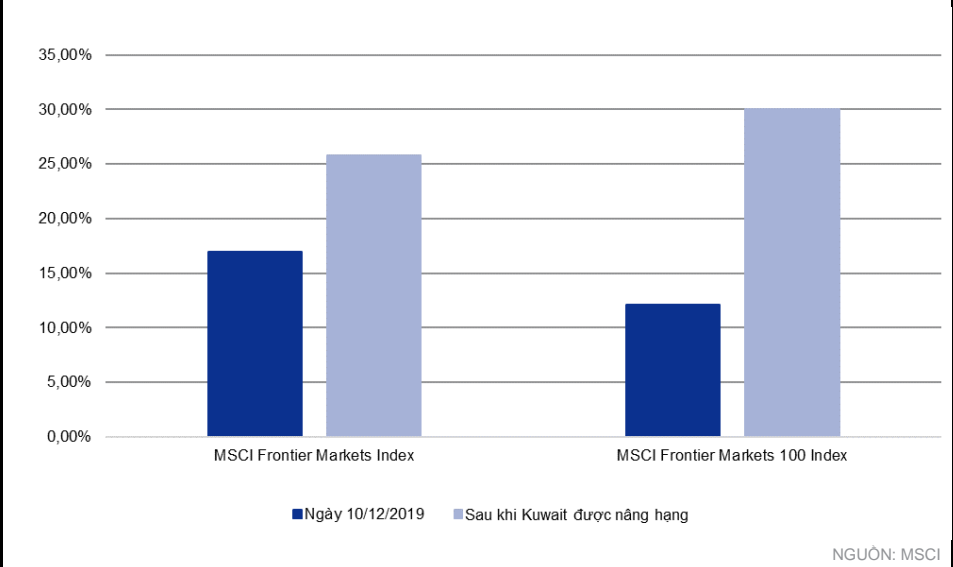
- Về phía MSCI, trong kịch bản tốt nhất, chúng tôi dự báo thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được thêm vào Danh sách theo dõi để nâng hạng từ Thị trường cận biên lên Thị trường mới nổi trong đợt đánh giá thường niên vào tháng 6/2021 và được chính thức nâng hạng lên Thị trường mới nổi trong đợt đánh giá thị trường thường niên vào tháng 6/2022.
- Về phía FTSE, Việt Nam có thể được nâng hạng chính thức lên Thị trường mới nổi thứ cấp trong đợt đánh giá thị trường thường niên vào tháng 9/2021.

Chúng tôi cho rằng nếu thị trường chứng khoán được chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi, Việt Nam có thể thu hút hơn 1 tỷ USD từ các quỹ đầu tư theo dõi chỉ số MSCI Emerging Markets Index và MSCI Emerging Markets Index cũng như Vanguard FTSE Emerging Markets ETF.

Tuy nhiên, Việt Nam nhiều khả năng được nâng tỷ trọng trong MSCI Frontier Markets Index vào năm 2020

Theo công bố của MSCI trong đánh giá thường niên gần đây nhất vào tháng 6/2019, Kuwait có thể được thêm vào MSCI Emerging Markets Index vào tháng 6/2020. Sau đó, tỷ trọng của Việt Nam trong MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index có thể tăng lên 25,8% và 30% theo ước tính của MSCI.

Hình 33: Dự báo tỷ trọng của cổ phiếu Việt Nam trong MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index sau khi Kuwait chính thức được nâng hạng lên mới nổi



Việt Nam sẽ hưởng lợi lớn nhất từ việc nâng hạng của Kuwait nhờ tăng tỷ trọng trong MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index. Theo ước tính của chúng tôi, nếu Kuwait được chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi, thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được nhận khoản đầu tư xấp xỉ 200 triệu USD từ các quỹ giao dịch theo chỉ số MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index.

Quy mô của dòng vốn đầu tư có thể còn lớn hơn ở mức 250-270 triệu USD, nếu xem xét các quỹ khác bao gồm các quỹ chủ động và các quỹ thụ động như MSCI Frontier Emerging Markets Index hay S&P/BNP Mellon New Frontier Index. Dòng vốn này sẽ cải thiện thanh khoản thị trường cũng như thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư.

Hình 34: Danh sách quỹ theo dõi chỉ số MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index (dữ liệu ngày 10/12/2019)

Quỹ	Tổng tài sản (triệu US\$)	Chỉ số theo dõi
Schroder International Selection Fund Frontier Market Equity	921	MSCI Frontier Markets Index
Templeton Frontier Markets Fund	533	MSCI Frontier Markets Index
Magna new frontiers fund	585	MSCI Frontier Markets Index
iShares MSCI Frontier 100 ETF	499	MSCI Frontier Markets 100 Index
T.RowePrice Frontier Markets Equity Fund	232	MSCI Frontier Markets Index
Morgan Stanley Institutional Fund, Inc. Frontier Markets Portfolio	147	MSCI Frontier Markets Index
Coeli SICAV I Coeli Frontier Markets	215	MSCI Frontier Markets Index
Harding loevner frontier emerging markets portfolio	291	MSCI Frontier Emerging Index
East Capital Global Frontier Markets	127	MSCI Frontier Markets Index
Tổng	3.548	

NGUỒN: BÁO CÁO CỦA CÁC QUỸ

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn ngoại sẽ tiếp tục đổ vào các cổ phiếu vốn hóa lớn của Việt Nam hiện nằm trong MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index, bao gồm VNM, VIC, VHM, MSN, VRE, HPG, VCB và NVL.

Hình 35: Danh sách cổ phiếu Việt Nam trong Ishares MSCI Frontier 100 ETF (dữ liệu ngày 10/12/2019)

Mã	Tỷ trọng (%)	Giá cổ phiếu (US\$)	Số lượng cổ phiếu	Giá trị thị trường (US\$)
VIC	2,4	5,0	2.391.188	11.960.326
VHM	1,9	4,0	2.392.285	9.498.316
VNM	1,8	5,1	1.760.338	8.972.053
VRE	0,8	1,5	2.681.747	4.073.862
HPG	0,8	1,0	3.822.542	3.992.211
MSN	0,6	2,6	1.179.950	3.080.809
VJC	0,6	6,2	468.200	2.919.746
VCB	0,5	3,7	638.555	2.347.922
SAB	0,4	10,2	188.010	1.913.245
NVL	0,3	2,5	675.299	1.652.437
BID	0,2	1,7	483.450	834.560

NGUỒN: Ishares MSCI Frontier 100 ETF

Chúng tôi không kỳ vọng vào tiến độ cổ phần hóa và thoái vốn tại các DNNN trong năm 2020 >

Theo Quyết định số 26/2019/QĐ-TTg, tổng số doanh nghiệp nhà nước (DNNN) phải cổ phần hóa trong giai đoạn 2019-20 là 93, bao gồm một số tên tuổi lớn như Agribank (Chưa niêm yết), Mobifone (Chưa niêm yết), VNPT (Chưa niêm yết), Vinacafe (Chưa niêm yết) và Vinachem (Chưa niêm yết). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mục tiêu này khó có thể đạt được vì các nút thắt trong quá trình cổ phần hóa chưa được giải quyết triệt để, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến định giá đất. Đáng chú ý, chỉ có ba DNNN đã hoàn thành cổ phần hóa trong năm 2019.

Ngoài ra, việc thoái vốn của Chính phủ tại các doanh nghiệp niêm yết như CTCP Sữa Việt Nam (VNM), Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX), TCT Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (VEA), Tập đoàn FPT (FPT) và TCT Bảo hiểm Bảo Minh (BMI) cũng sẽ được thực hiện trong ngắn hạn, có thể vào năm 2020.

Hình 36: Danh sách một số doanh nghiệp nhà nước phải cổ phần hóa trong năm 2020 theo Quyết định số 26/2019/QĐ-TOT

STT	Tên	Sở hữu nhà nước sau khi cổ phần hóa và thoái vốn
1	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (AGRIBANK)	65%
2	Tập đoàn Công nghiệp Than-Khoáng sản Việt Nam - công ty mẹ (TKV)	65%
3	Tổng công ty Lương thực Miền Bắc (Vinafood 1)	65%
4	Tổng công ty Viễn thông MobiFone (MOBIFONE)	>50% và <65%
5	Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam – công ty mẹ (VNPT)	>50% và <65%
6	Tổng công ty Cà phê Việt Nam (VINACAFE)	>50% và <65%
7	Tập đoàn Hóa chất Việt Nam – công ty mẹ (VINACHEM)	>50% và <65%
8	Tổng công ty Xi măng Việt Nam (VICEM)	>50% và <65%
9	Tổng công ty Giấy Việt Nam (Vinapaco)	<=50%
10	Tổng công ty Đầu tư Phát triển Nhà và Đô thị (HUD)	<=50%

NGUỒN: Quyết định số 26/2019/QĐ-TTg

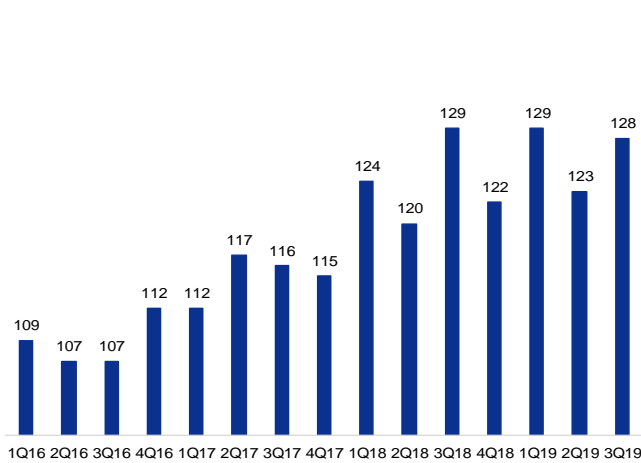
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ NĂM 2020

Chủ đề #1: Tiêu dùng nội địa tiếp tục là điểm nhấn tăng trưởng >

Những con số lạc quan

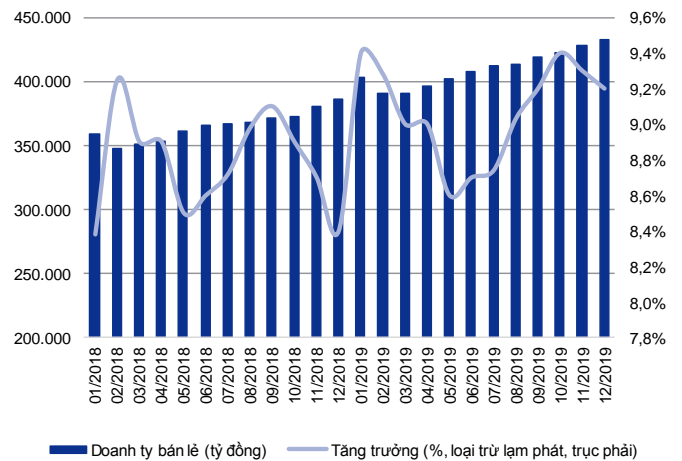
Chỉ số niềm tin người tiêu dùng của Việt Nam tăng lên 128 trong Q3/2019 và nằm trong nhóm cao nhất thế giới nhờ thị trường lao động khả quan và tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Theo Tổng cục Thống kê, doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng của Việt Nam tăng 11,8% so với cùng kỳ và đạt 212,7 tỷ USD trong năm 2019. Nếu loại trừ yếu tố lạm phát, doanh thu bán lẻ tăng 9,2% so với cùng kỳ trong năm 2019 (cao hơn mức tăng 8,4% trong năm 2018). Trong đó, chi tiêu cho các sản phẩm giáo dục và văn hóa tăng 14,4% so với cùng kỳ, tiếp đến là chi tiêu cho thực phẩm (tăng 13,2% so với cùng kỳ), thiết bị gia dụng (tăng 11,3% so với cùng kỳ) và hàng dệt may (tăng 10,9% so với cùng kỳ).

Hình 37: Niềm tin của người tiêu dùng Việt Nam



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NIELSEN

Hình 38: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ tiêu dùng



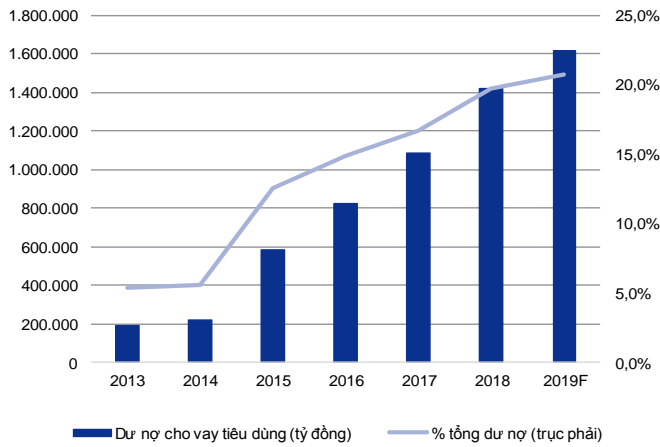
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Chúng tôi cho rằng ba yếu tố cơ bản sẽ thúc đẩy tăng trưởng tiêu dùng nội địa trong các năm tới bao gồm: 1) thu nhập thực tăng nhờ GDP danh nghĩa tăng trưởng ổn định và kỳ vọng lạm phát thấp; 2) sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và hiểu biết ngày càng cao về công nghệ của nhóm dân số trẻ; và 3) đô thị hóa gia tăng tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ ở các đô thị lớn. Do đó, sự cải thiện sức mua của các hộ gia đình củng cố kỳ vọng của chúng tôi về tăng trưởng doanh thu bán lẻ ổn định ở mức 8,5% so với cùng kỳ trong năm 2020.

Xu hướng vay tiêu dùng bền vững hơn

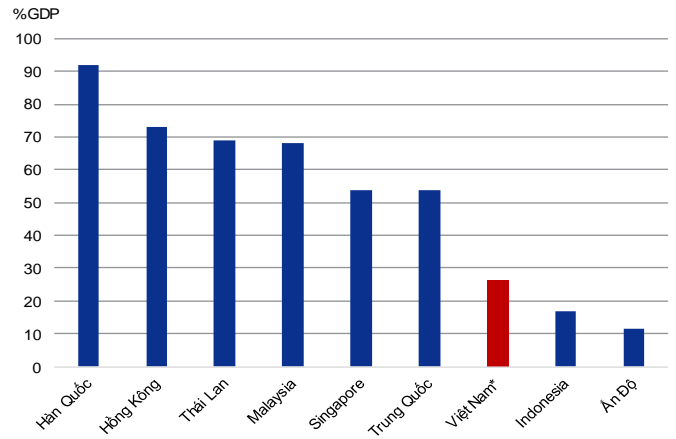
Vay nợ của hộ gia đình Việt Nam tăng nhanh trong vài năm qua (trung bình tăng 66,3% trong năm 2015-17, theo Fii Group) nhưng tốc độ đã chậm lại kể từ nửa cuối năm 2018 khi Chính phủ bắt đầu kiểm soát cho vay tiêu dùng. Theo NHNN, cho vay tiêu dùng tăng trưởng xấp xỉ 14% so với cùng kỳ trong 9T2019, thấp hơn nhiều so với mức 30,4% trong năm 2018. Theo đó, dư nợ cho vay tiêu dùng tăng từ mức 19,7% tổng dư nợ nền kinh tế trong năm 2018 lên mức 20,7% vào cuối tháng 9/2019.

Hình 39: Dư nợ cho vay tiêu dùng trong tổng dư nợ nền kinh tế



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FIINGROUP, NHNN

Hình 40: Tỷ lệ dư nợ cho vay tiêu dùng/GDP của các nước Châu Á (2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CGS-CIMB, *: ước tính của chúng tôi cho năm 2019, các nước còn lại: dữ liệu CGS-CIMB vào tháng 3/2019

Trong năm 2019, NHNN tiếp tục áp dụng một số biện pháp vĩ mô thận trọng để kiểm soát cho vay tiêu dùng bằng cách yêu cầu giảm dần tỷ trọng dư nợ giải ngân trực tiếp cho khách hàng trong những năm tới. Theo thông tư 18/2019, các khoản cho vay tiền mặt không được vượt quá 70% tổng dư nợ cho vay của công ty tài chính kể từ năm 2021 và tỷ lệ này sẽ giảm xuống 60% vào năm 2022, 50% vào năm 2023 và 30% vào năm 2024. Ngoài ra, các công ty tài chính chỉ có thể giải ngân các khoản vay tiền mặt cho khách hàng không có lịch sử nợ xấu. Điều này kỳ vọng sẽ giúp các công ty tài chính đảm bảo quy định an toàn khi cung cấp các khoản vay tiêu dùng mới.

Mặc dù các quy định về cho vay tiêu dùng được thắt chặt, chúng tôi cho rằng dân số đô thị gia tăng cùng với tăng chi tiêu dùng và tỷ lệ người dân chấp nhận vay mua nhà ở cao hơn sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu vay tiêu dùng trong vài năm tới, đặc biệt là khi tỷ lệ nợ hộ gia đình/GDP hiện đang ở mức tương đối thấp so với các nền kinh tế khác ở châu Á.

Chúng tôi cho rằng nhóm ngành thực phẩm & đồ uống, bán lẻ và hàng không sẽ tiếp tục tỏa sáng trong năm 2020

Thực phẩm & đồ uống, bán lẻ và vận tải hàng không là các ngành hưởng lợi chính từ triển vọng nhu cầu tiêu thụ tích cực. Chúng tôi kỳ vọng ngành Thực phẩm & đồ uống của Việt Nam sẽ duy trì tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2020. Bên cạnh đó, các nhà bán lẻ hiện đại sẽ tiếp tục tăng trưởng khi người tiêu dùng thay đổi lối sống và ưa chuộng mua sắm tiện lợi hơn kiểu truyền thống. Cuối cùng, chúng tôi ưa thích ngành hàng không với kỳ vọng nhu cầu vận chuyển hàng không sẽ tiếp tục cải thiện trong bối cảnh thu nhập gia tăng.

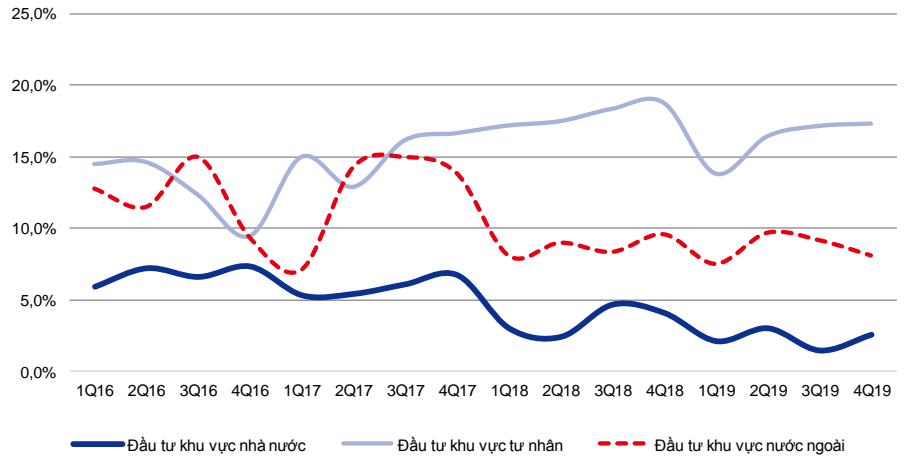
Top cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi trong luận điểm đầu tư này gồm: **MWG, VRE và DBC.**

Chủ đề #2: Đầu tư tư nhân sẽ trở thành đầu tàu mới dẫn dắt tăng trưởng kinh tế ➤

Hàng loạt Chính sách trợ lực của Chính phủ

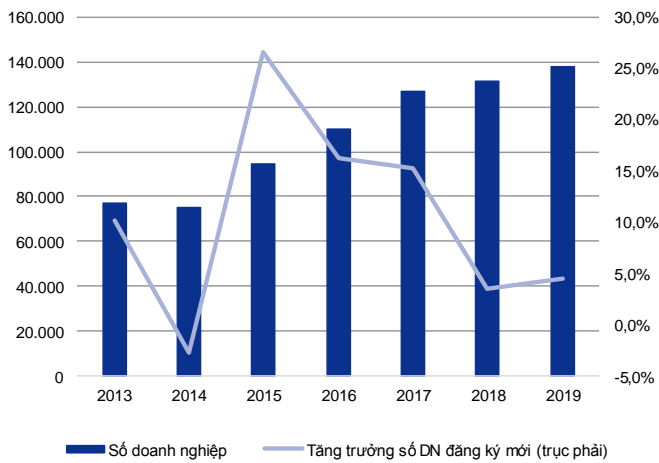
Trong khi đầu tư công vẫn giảm tốc, Chính phủ đã chuyển sang hỗ trợ đầu tư tư nhân để thúc đẩy tăng trưởng. Khu vực tư nhân tạo ra phần lớn việc làm tại Việt Nam (12 triệu việc làm, 2018) và chiếm tỷ trọng chủ yếu trong GDP của cả nước (~43,0%, 2018). Cùng với sự tăng trưởng kinh tế của cả nước, đầu tư tư nhân đang trong giai đoạn phục hồi kéo dài. Kể từ năm 2017, đầu tư tư nhân luôn tăng cao hơn mức 15,0%, con số này là 17,3% trong năm 2019, cao hơn mức tăng 2,6% của khu vực Nhà nước. Cũng trong năm 2019, các doanh nghiệp mới thành lập ghi nhận tổng vốn đăng ký là 1.730,2 tỷ đồng (tăng 17,1% so với cùng kỳ) mặc dù số lượng doanh nghiệp mới thành lập tăng chậm lại.

Hình 41: Tăng trưởng đầu tư khu vực tư nhân cao hơn các khu vực khác trong giai đoạn 2016-19



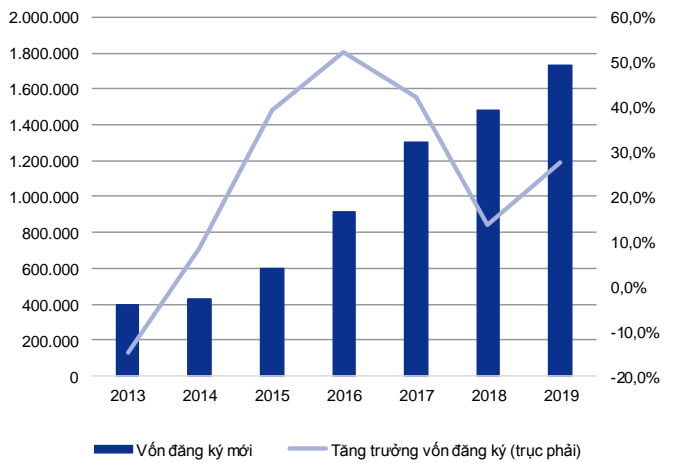
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Hình 42: Số doanh nghiệp đăng ký mới (2013-19)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐĂNG KÝ KINH DOANH

Hình 43: Vốn đăng ký mới (tỷ đồng, 2013-19)

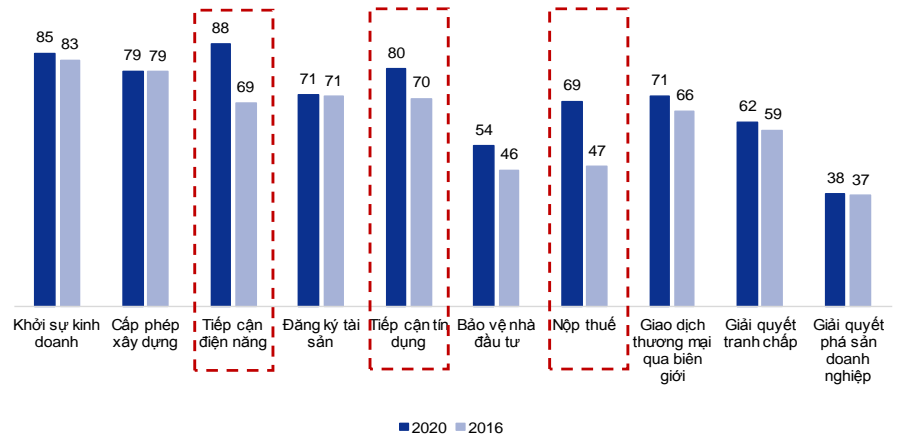


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐĂNG KÝ KINH DOANH

Theo Sách trắng Doanh nghiệp Việt Nam năm 2019, các doanh nghiệp tư nhân có tỷ lệ sinh lời trên tài sản thấp hơn khoảng 0,4% so với các doanh nghiệp nhà nước (số liệu năm 2017). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp tư nhân sẽ cải thiện trong những năm tới khi đầu tư mang lại hiệu quả, do đó, tăng trưởng GDP được duy trì nhờ vào khả năng tạo ra doanh số và lợi nhuận của khối doanh nghiệp tư nhân.

Mặc dù xu hướng chính sách trong năm 2020 sẽ mang nhiều tính thận trọng, chúng tôi cho rằng Chính phủ vẫn sẽ tiếp tục duy trì chính sách thúc đẩy tăng trưởng của khu vực tư nhân thông qua việc cắt giảm chi phí kinh doanh và duy trì các ưu đãi cho các ngành và lĩnh vực ưu tiên.

Hình 44: Chỉ số về môi trường kinh doanh tại Việt Nam (2020 sv 2016)



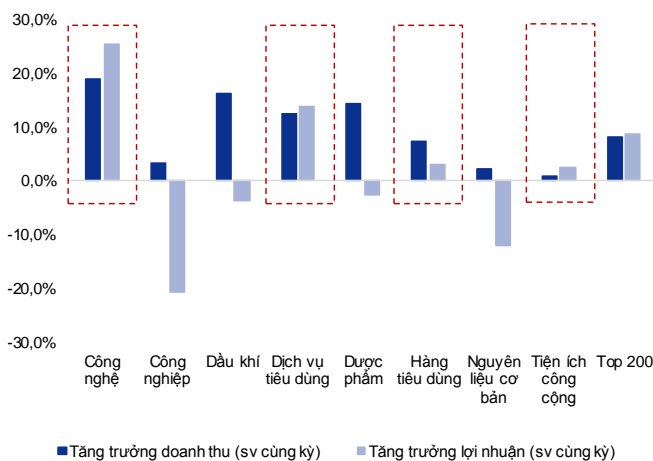
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NHTG, đường đồ nét đứt: những chỉ số cải thiện nhiều nhất

Sự vươn lên của các doanh nghiệp tư nhân lớn tại Việt Nam

Trong số các doanh nghiệp tư nhân tại Việt Nam, các doanh nghiệp lớn và được quản trị tốt hơn đang ghi nhận xu hướng tăng trưởng tốt cả về doanh thu và lợi nhuận. Về cơ bản, lợi thế về quy mô giúp các doanh nghiệp lớn hoạt động hiệu quả hơn vì họ có thể tiếp cận tốt hơn với tài chính, nguồn nhân lực và công nghệ tiên bộ. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp tư nhân theo chiến lược “Make in Vietnam” vẫn sẽ là một câu chuyện quan trọng trong năm 2020.

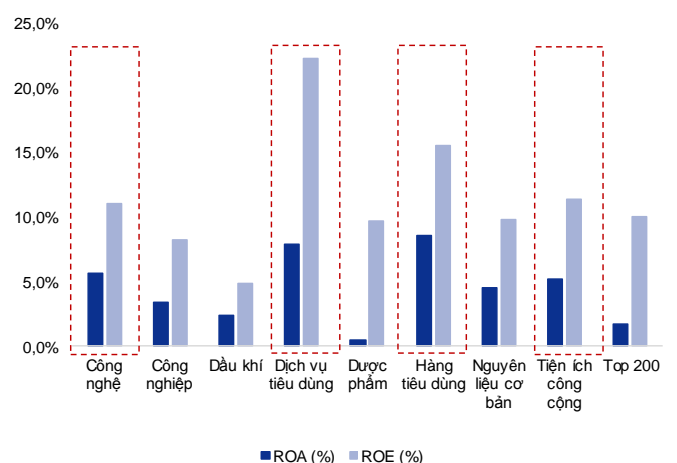
Kết quả tổng hợp từ 200 doanh nghiệp tư nhân hàng đầu cho thấy các ngành sản xuất chính như công nghệ, dịch vụ tiêu dùng (bán lẻ), hàng tiêu dùng và tiện ích vượt trội so với các ngành khác trong 9T2019 về tăng trưởng và khả năng sinh lời. Chúng tôi dự báo tăng trưởng của các ngành này sẽ gia tăng hơn nữa nhờ vào nhu cầu mạnh mẽ trong nước và các chính sách hỗ trợ của Chính phủ.

Hình 45: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của top 200 DNTN (theo ngành, 9T2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FIINGROUP

Hình 46: ROA và ROE của top 200 DNTN (theo ngành, 9T2019)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FIINGROUP

Chúng tôi kỳ vọng vào sự thăng hoa ngành chế biến chế tạo và công nghệ

Chúng tôi cho rằng sự gia tăng đầu tư tư nhân cùng với các chính sách hỗ trợ tăng trưởng từ Chính phủ sẽ tiếp tục là động lực tích cực cho các ngành sản xuất, công nghệ và tiện ích. Trong đó, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp tư nhân lớn có thể tận dụng những cơ hội từ chính sách để cải thiện thị phần trong nước và duy trì được lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Top cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi trong luận điểm đầu tư này gồm **HPG** và **STK**.

Chủ đề #3: Việt Nam vẫn hưởng lợi từ sự dịch chuyển sản xuất và các rào cản thương mại >

Việc cải thiện mối quan hệ thương mại Mỹ-Trung sẽ không thúc đẩy tăng trưởng hoạt động đầu tư và thương mại trên diện rộng

Sau nhiều tháng đàm phán để cắt giảm các khoản thuế quan đã áp lên hàng hóa cả hai nước, một thỏa thuận thương mại bước đầu đã đánh dấu sự cải thiện trong quan hệ thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc. Nội dung chính của thỏa thuận giai đoạn 1 từ phía Mỹ bao gồm:

- 1) Mỹ cắt giảm thuế đối với 156 tỷ USD hàng nhập khẩu của Trung Quốc bao gồm điện thoại, đồ chơi và thiết bị điện tử tiêu dùng.
- 2) Mỹ cũng giảm thuế suất xuống 7,5% từ mức 15% áp dụng với 120 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc đã có hiệu lực trong tháng 9/2019.
- 3) Mỹ vẫn duy trì mức thuế 25% đối với khoảng 250 tỷ USD hàng hóa Trung Quốc, bao gồm máy móc, thiết bị điện tử và đồ nội thất.

Đổi lại, Trung Quốc chấp nhận mua thêm 32 tỷ USD nông sản của Mỹ trong hai năm tới. Theo đại diện thương mại của Mỹ, Trung Quốc cũng đưa ra các cam kết cụ thể về quyền sở hữu trí tuệ và được phẩm cũng như hạn chế việc bắt buộc chuyển giao công nghệ đối với các doanh nghiệp tham gia vào thị trường Trung Quốc.

Chúng tôi cho rằng thỏa thuận thương mại giai đoạn 1 có thể giúp cải thiện tâm lý nhà đầu tư phần nào nhưng sẽ không thúc đẩy sự phục hồi trên diện rộng trong hoạt động đầu tư và thương mại. Vì vậy, tăng trưởng từ hoạt động thương mại và đầu tư toàn cầu kỳ vọng sẽ đi ngang do các vòng thuế quan trước đó vẫn còn hiệu lực.

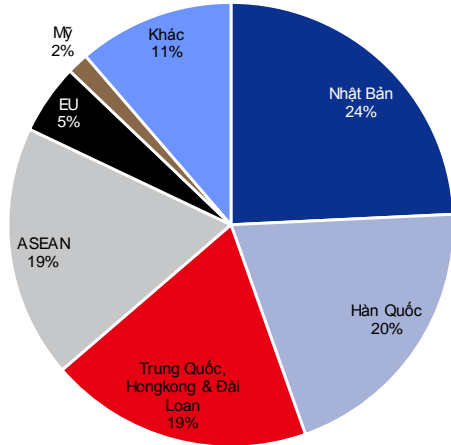
Vốn FDI đổ vào Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng

Việt Nam là một trong các nước hưởng lợi chính từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, đặc biệt là lĩnh vực sản xuất. Trong năm 2019, vốn FDI đăng ký vào lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 20,7 tỷ USD (+24,9% sv cùng kỳ), không bao gồm giá trị của giao dịch của ThaiBev vào tháng 2/2019 (3,85 tỷ USD).

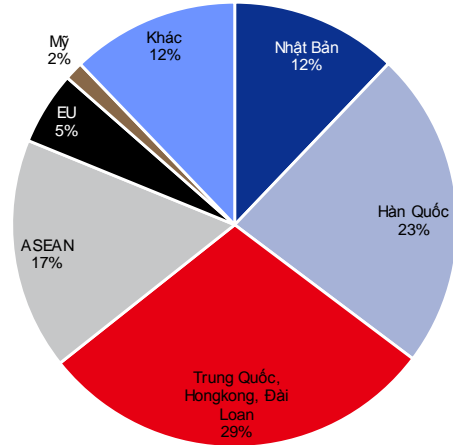
Nhật Bản và Hàn Quốc vẫn đóng góp lớn nhất vào FDI tại Việt Nam, chiếm 53% tổng vốn FDI đăng ký trong năm 2019. Trong khi đó, tổng vốn FDI từ các nhà đầu tư Trung Quốc, Đài Loan và Hồng Kông đạt 9,9 tỷ USD, tương đương 29% tổng vốn FDI đăng ký cả năm.

Thỏa thuận thương mại giai đoạn 1 giữa Mỹ và Trung Quốc đã loại bỏ những nguy cơ về việc áp thuế quan lên nhóm hàng còn lại và làm giảm động cơ dịch chuyển của các doanh nghiệp sản xuất trong thời gian tới. Tuy nhiên, do những bất ổn kéo dài trong quan hệ thương mại Mỹ - Trung và tranh chấp chưa được giải quyết trong các lĩnh vực phi thuế quan, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất toàn cầu sẽ tiếp tục phải đa dạng hóa chuỗi cung ứng trong dài hạn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng vốn FDI đổ vào Việt Nam vẫn còn dư địa tăng trưởng.

Hình 47: Vốn đầu tư nước ngoài năm 2018 theo quốc gia

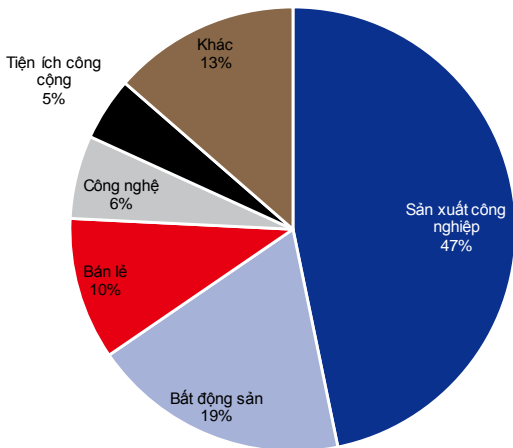


Hình 48: Vốn đầu tư nước ngoài 2019*

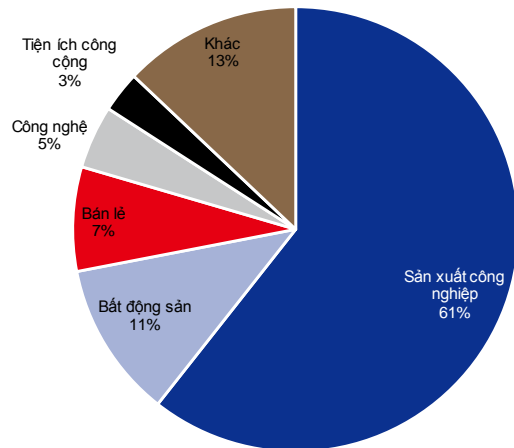


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI, *Loại trừ giao dịch của ThaiBev (3,85 tỷ USD)

Hình 49: Vốn đầu tư nước ngoài theo lĩnh vực (2018)



Hình 50: Vốn đầu tư nước ngoài theo lĩnh vực 2019*



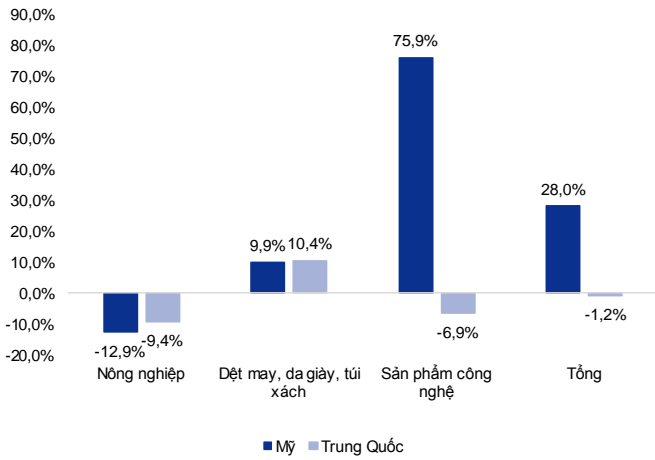
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI, *Loại trừ giao dịch của ThaiBev (3,85 tỷ USD)

Triển vọng xuất khẩu năm 2020: Duy trì ổn định

Trong 11T2019, xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ tăng 28,0% so với cùng kỳ vì các nhà xuất khẩu Trung Quốc chuyển dịch sang các thị trường thay thế để tránh thuế quan. Tuy nhiên, xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc cũng giảm 1,2% so với cùng kỳ do Trung Quốc cắt giảm mua hàng nông sản (-9,4% so với cùng kỳ) và các sản phẩm công nghệ (-6,9% so với cùng kỳ). Do đó, thặng dư thương mại Việt Nam - Mỹ tăng 34,0% so với cùng kỳ, trong khi thâm hụt thương mại của Việt Nam với Trung Quốc tăng 42,8% so với cùng kỳ.

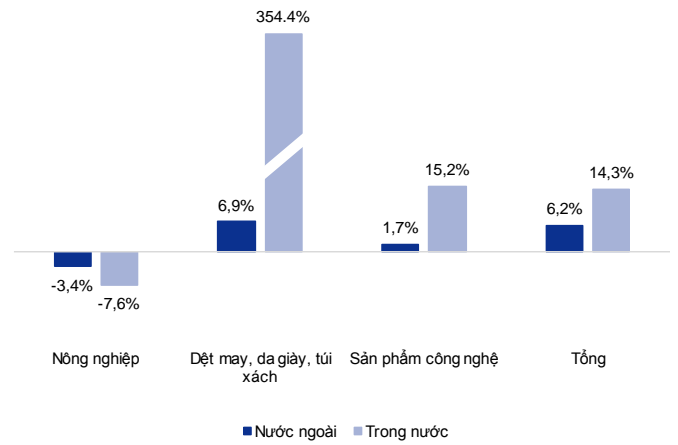
Do nhu cầu toàn cầu sụt giảm, tăng trưởng xuất khẩu FDI giảm xuống còn 4,2% so với cùng kỳ trong 11T2019. Ngược lại, chúng tôi nhận thấy sự tăng tốc về tăng trưởng xuất khẩu của khu vực nội địa (+17,4% so với cùng kỳ), được hỗ trợ bởi sự gia tăng đột biến của các sản phẩm công nghệ (+345,4% so với cùng kỳ).

Hình 51: Xuất khẩu Việt Nam qua Mỹ và Trung Quốc trong 11T2019 (% so với cùng kỳ)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCHO

Hình 52: Tăng trưởng xuất khẩu của khu vực trong nước và nước ngoài trong 11T2019 (% so với cùng kỳ)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TCHO

Chúng tôi giả định thỏa thuận hiện tại về các vấn đề thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc sẽ duy trì trong năm 2020. Dự báo về tăng trưởng xuất khẩu của chúng tôi cân nhắc đến các yếu tố sau: 1) với việc giảm thuế quan đối với hàng hóa Trung Quốc còn hạn chế, cùng với dòng vốn FDI tiếp tục tăng trưởng, chúng tôi cho rằng xuất khẩu của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng với sự gia tăng các đơn hàng sang thị trường Mỹ; 2) chu kỳ công nghệ dự kiến sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2020 nhờ sự thâm nhập mạnh mẽ hơn của công nghệ 5G; 3) tăng trưởng toàn cầu chậm lại trong năm 2020 sẽ hạn chế tiềm năng tăng trưởng xuất khẩu.

Dựa vào tất cả các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng tổng kim ngạch xuất khẩu trong năm 2020 sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 8,0% so với cùng kỳ. Về nhóm ngành, các nhà xuất khẩu hàng nông nghiệp sẽ phải tiếp tục cải thiện để thích ứng với các tiêu chuẩn chất lượng ngày càng cao hơn tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt. Giày dép, túi xách và đồ nội thất có thể duy trì tăng trưởng xuất khẩu vừa phải. Đối với dệt may, những nút thắt trong sản xuất cần được giải quyết để đáp ứng yêu cầu của các hiệp định thương mại tự do mới như CPTPP và EVFTA. Bên cạnh đó, xuất khẩu hàng điện tử sẽ tiếp tục được hỗ trợ nhờ sự dịch chuyển sản xuất từ các nhà cung cấp cho Apple, LG, Google, v.v., giúp xuất khẩu nhóm hàng công nghệ của khu vực FDI phục hồi trong năm 2020.

Chúng tôi cho rằng nhóm khu công nghiệp và logistics vẫn được hưởng lợi

Với kỳ vọng FDI của Việt Nam sẽ tiếp tục gia tăng, chúng tôi cho rằng năm 2020 sẽ là một năm tiếp tục tăng trưởng của nhóm khu công nghiệp và logistics. Các nhà xuất khẩu Việt Nam trong ngành nông nghiệp, dệt may và đồ nội thất sẽ ghi nhận tăng trưởng khiêm tốn về sản lượng tiêu thụ trong bối cảnh nhu cầu bên ngoài giảm tốc. Tuy nhiên, lợi nhuận của họ sẽ phụ thuộc nhiều vào khả năng thích ứng với tiêu chuẩn cao hơn của các FTA mới.

Cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi trong luận điểm đầu tư này là **GMD**.

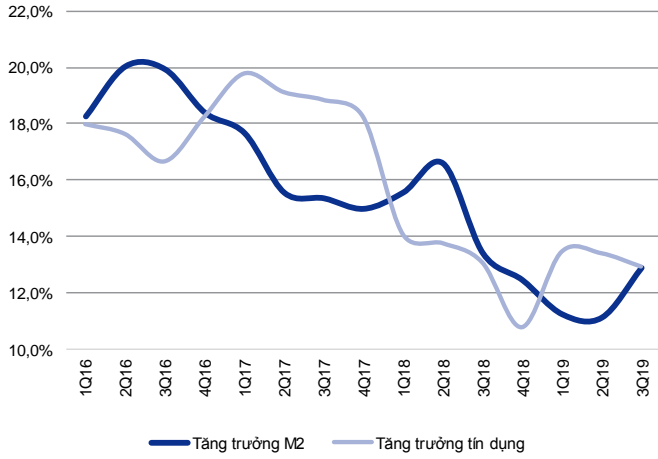
Chủ đề #4: Khả năng nới lỏng tiền tệ hơn nữa trong khi chính sách tài khóa có dư địa để tiếp tục mở rộng ➤

NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để tạo cơ hội thúc đẩy đầu tư tư nhân

Với lạm phát ổn định ở mức thấp, chúng tôi dự báo NHNN sẽ cắt giảm lãi suất cơ bản 25 điểm cơ bản vào cuối năm 2020 do tăng trưởng chậm lại trên toàn cầu. Ngoài ra, vì hạn mức tăng trưởng tín dụng là công cụ chính trong chính sách tiền tệ của NHNN nên chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng sẽ tăng nhẹ từ mức ước tính 13% trong năm 2019 lên 14% trong năm 2020. Vốn tư nhân đóng vai trò quan trọng để duy trì tăng trưởng cao nên NHNN sẽ tiếp tục tăng cường tín dụng cho các lĩnh vực ưu tiên bao gồm nông nghiệp, các doanh nghiệp vừa và nhỏ,

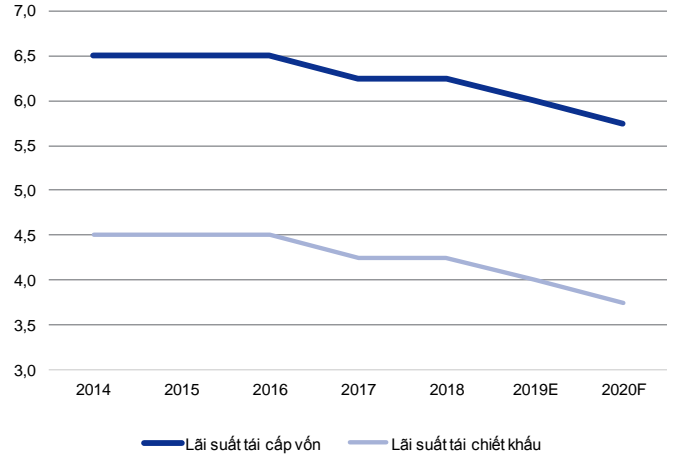
các doanh nghiệp công nghệ cao, xuất khẩu và các ngành công nghiệp hỗ trợ. Theo chúng tôi, điều kiện lãi suất thuận lợi cũng là tín hiệu tốt cho đầu tư tư nhân trong năm 2020.

Hình 53: Tăng trưởng M2 và tín dụng (% sv cùng kỳ, 2016-19)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NHNN

Hình 54: Lãi suất điều hành của NHNN (% , 2014-20F)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NHNN

Đầu tư công tăng trưởng chậm

Một điều đáng chú ý là số liệu về chi tiêu thực tế cho đầu tư phát triển trong ba năm qua của Tổng cục Thống kê và Bộ Tài chính có sự chênh lệch lớn. Trong năm 2019, số liệu sơ bộ của Tổng cục Thống kê cho thấy chi tiêu đầu tư công giảm khoảng 5,2% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 57,5% so với kế hoạch cả năm. Tuy nhiên, theo Bộ tài chính, nếu tính cả số tiền chưa được giải ngân chuyển nguồn sang năm 2020, chi đầu tư phát triển ước tính là 443,4 nghìn tỷ đồng, cao hơn 3,3% so với kế hoạch cả năm. Điều này cho thấy tiến độ giải ngân đầu tư công vẫn còn chậm và thâm hụt ngân sách thực tế sẽ thấp hơn so với số liệu ghi nhận.

Mặc dù Chính phủ đã hành động để đẩy nhanh việc thực hiện đầu tư công, chúng tôi cho rằng đầu tư công khó có thể tăng mạnh trong năm tới. Theo Ngân sách năm 2020 được Quốc hội phê duyệt vào tháng 11/2019, chi tiêu cho đầu tư phát triển ước tính đạt 470,6 nghìn tỷ đồng (+6,1% so với cùng kỳ, -6,9% GDP). Ngoài các dự án cơ sở hạ tầng đã công bố hoặc đang thực hiện, khả năng giải ngân các khoản đầu tư công mới vẫn chưa rõ ràng vì sự chú ý của các nhà hoạch định chính sách và Chính phủ có thể bị ảnh hưởng bởi việc chuẩn bị cho Đại hội Đảng sắp tới.

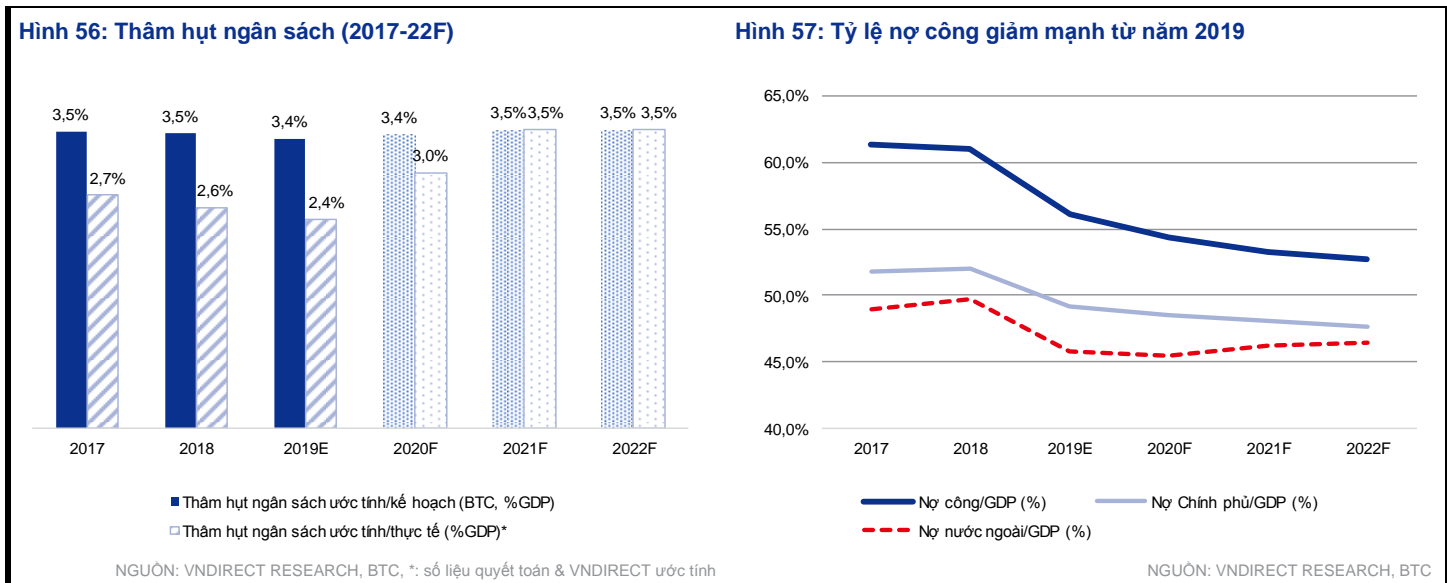
Hình 55: Thống kê về ngân sách Việt Nam giai đoạn 2017-19

Đv: ngàn tỷ đồng	2017				2018			2019		
	MOF	GSO	MOF	MOF	MOF	GSO	MOF	MOF	GSO	MOF
Loại	KH	Ước tính	Ước tính	Quyết toán	KH	Ước tính	Ước tính	KH	Ước tính*	Ước tính**
Thu nội địa	990,3	871,1	1.032,2	1.039,2	1.099,3	1.012,3	1.148,7	1.173,5	1.146,2	1.195,5
Thu từ dầu thô	38,3	43,5	49,6	49,6	35,9	59,4	66,0	44,6	53,3	46,8
Thu từ XNK	180,0	183,8	197,9	197,3	179,0	195,9	202,5	189,2	210,2	189,2
Thu ngân sách	1.212,2	1.104,0	1.287,6	1.293,6	1.319,2	1.272,5	1.424,9	1.411,3	1.414,3	1.457,3
Chi thường xuyên	896,3	862,6	906,0	881,7	940,7	874,5	954,1	1.042,8	927,9	999,5
Chi đầu tư phát triển	357,2	259,5	365,5	372,8	399,7	260,2	411,3	429,3	246,7	443,4
Chi trả lãi	100,2	91,0	98,9	97,7	113,8	102,2	109,7	124,9	99,3	124,9
Chi ngân sách	1.389,5	1.219,5	1.461,9	1.355,0	1.523,2	1.272,1	1.616,4	1.633,3	1.316,4	1.666,8
Thặng dư/Thâm hụt ngân sách	(177,4)	(115,5)	(174,3)	(61,4)	(204,0)	0,4	(191,5)	(222,0)	97,9	(209,5)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BTC, TCTK, *: Ước tính đến 15/12/2019; **: ước tính cả năm 2019

Nợ công tiếp tục giảm tạo dư địa cho chính sách tài khóa

Tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ góp phần thúc đẩy thu ngân sách, trong khi việc thắt chặt giải ngân cho đầu tư công giúp kiểm soát chi tiêu trong ba năm qua. Bộ Tài chính cho biết thâm hụt ngân sách thực tế đã giảm từ 3,5% GDP xuống còn 2,7% GDP trong năm 2017 do giải ngân chậm đối với đầu tư công. Chúng tôi dự báo thâm hụt ngân sách ở mức xấp xỉ 2,5% GDP trong năm 2018-19, thấp hơn ước tính sơ bộ của Bộ Tài chính. Thâm hụt ngân sách giảm và tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ đã giúp nợ công của Việt Nam giảm từ 61,3% GDP trong năm 2017 xuống còn 56,1% GDP trong năm 2019. Theo kế hoạch ngân sách năm 2020-22, nợ công sẽ giảm xuống còn 52,7% GDP vào năm 2022.



Theo kỳ vọng của chúng tôi, chính sách tài khóa sẽ mở rộng hơn từ cuối năm 2020 và hỗ trợ trực tiếp cho tiêu dùng và đầu tư nội địa trong những năm tới. Theo kế hoạch ngân sách năm 2020, Chính phủ sẽ tăng 8,2% chi đầu tư công trong năm 2021-22, cao hơn mục tiêu tăng trưởng 6,1% trong năm 2020. Thâm hụt tài khóa sẽ được phép tăng lên 3,5% GDP trong năm 2021-22, tăng nhẹ so với mức dự kiến 3,4% GDP trong năm 2020. Sự gia tăng chi tiêu đầu tư công sẽ tập trung vào việc cải thiện cơ sở hạ tầng thông qua một loạt các đại dự án. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng Luật Đầu tư công sửa đổi có hiệu lực vào tháng 1/2020 có thể giải quyết một số nút thắt quan trọng của công tác quản lý và giải ngân vốn đầu tư công cũng như cải thiện quy trình lập và phê duyệt ngân sách cho đầu tư.

Hình 58: Dự án đầu tư hạ tầng chính tại TP.HCM (2020-2026)

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Khởi công	Hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43.757	2012	4Q21
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47.800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	24.150		2021-25
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10.668	2021	2026
Đường song hành QL 50	3.816		2021-25
Đường vành đai 2	6.500		2021-25
Đường vành đai 3	19.871		2022-25
Dự án nạo vét Soài Rạp (Gđ 3)	8.977		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước	11.282	2015	2021
Dự án sân bay Long Thành	114.451	2021	2025

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi lựa chọn ngành ngân hàng và kỳ vọng ngành xây dựng sẽ cải thiện vào cuối năm 2020

Do các chính sách nới lỏng vĩ mô thận trọng sẽ được áp dụng trong năm 2020 nên chúng tôi kỳ vọng chu kỳ tín dụng thuận lợi sẽ tiếp tục duy trì và hỗ trợ đà tăng trưởng của nhóm ngân hàng. Trong số các ngân hàng trong nước, các ngân hàng có thể cắt giảm chi phí, đổi mới công nghệ và cung cấp các khoản cho vay

với chi phí tốt sẽ hưởng lợi từ sự gia tăng của đầu tư tư nhân và tiêu dùng hộ gia đình ở Việt Nam. Chúng tôi cho rằng đầu tư công sẽ không tăng mạnh trong năm 2020 nên ngành xây dựng vẫn nằm trong danh mục theo dõi và chờ đợi sự cải thiện vào cuối năm 2020.

Top cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi trong luận điểm đầu tư này gồm **MBB** và **ACB**.



**TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ LỰA CHỌN CỔ
PHIẾU**

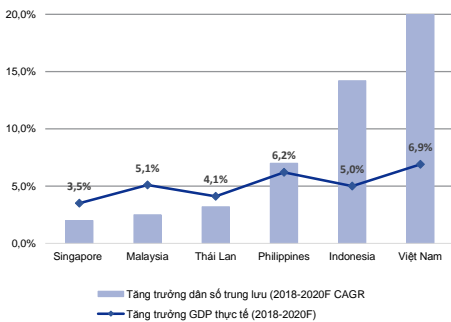
BÁN LẺ: Cơ hội của các tay chơi lớn

Thị trường bán lẻ Việt Nam tiếp đà tăng trưởng >

Triển vọng kinh tế thuận lợi củng cố niềm tin người tiêu dùng

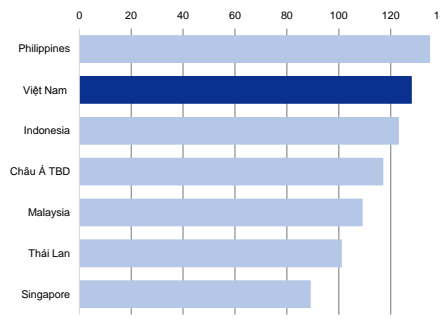
Theo Fitch Solutions và EIU, tăng trưởng kinh tế nhanh chóng của Việt Nam tiếp tục nâng mức thu nhập khả dụng của hộ gia đình (2018-20F CAGR là 10,4%) và mở rộng tầng lớp dân số thu nhập trung bình (CAGR 2018-20F là 20,0%). Hơn nữa, theo Nielsen, niềm tin của người tiêu dùng Việt đạt 128 điểm trong Quý 3/2019 nhờ triển vọng công việc và tài chính cá nhân được cải thiện.

Hình 59: Việt Nam kỳ vọng đạt mức tăng trưởng GDP và dân số trung lưu cao nhất trong khu vực Đông Nam Á



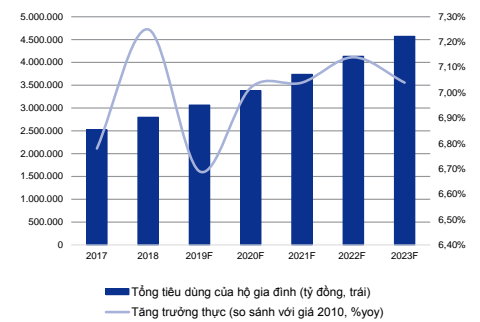
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, EIU

Hình 60: Việt Nam tiếp tục xếp hạng cao trong chỉ số niềm tin người tiêu dùng trong khu vực (tính tại Q3/19)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NIELSEN

Hình 61: Tổng chi tiêu hộ gia đình ở Việt Nam được kỳ vọng tăng mạnh nhờ sự lạc quan của người tiêu dùng

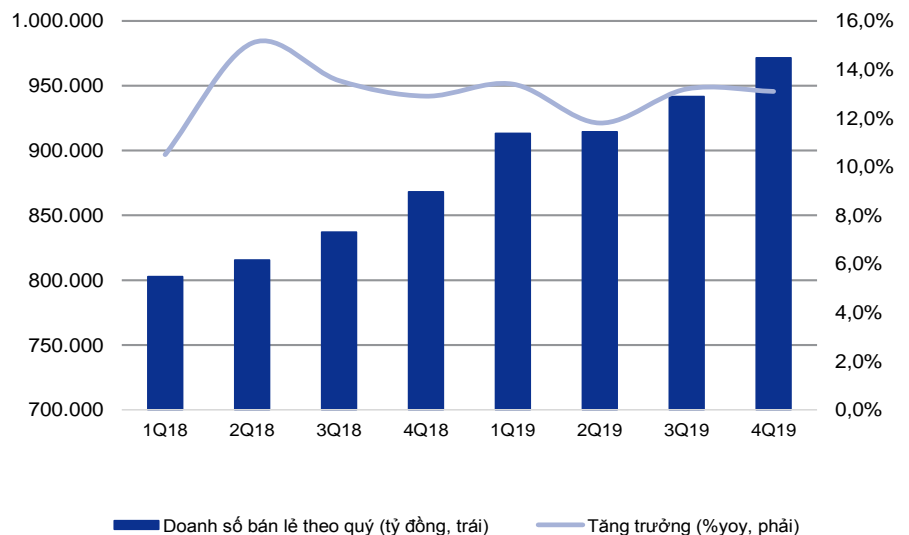


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FITCH SOLUTIONS

Doanh thu bán lẻ tăng tốc khi mức chi tiêu của người dân tăng

Chi tiêu thực của hộ gia đình được dự báo sẽ tăng với tốc độ trung bình hàng năm là 7,0% trong giai đoạn 2019-23F, nhanh hơn mức trung bình 6,4% được ghi nhận trong giai đoạn 5 năm qua (Fitch Solution).

Hình 62: Doanh số bán lẻ liên tục ghi nhận tăng trưởng nhờ sức mua của người tiêu dùng Việt tăng mạnh



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Theo quan sát, việc chi tiêu mạnh giúp thúc đẩy doanh số bán lẻ trong 2019 (+ 12,7% so với cùng kỳ), với sự đóng góp của ngành F&B (+ 13,2% so với cùng kỳ), hàng gia dụng (+ 12,7% so với cùng kỳ) và quần áo và hàng may mặc (+ 11,3% so với cùng kỳ). Với mức độ niềm tin của người tiêu dùng duy trì ở mức cao và chi tiêu hộ gia đình tăng, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán lẻ của Việt Nam có thể duy trì tăng trưởng ở mức hai con số vào những năm tới.

Chuyên viên Phân tích

Natalie Nguyễn

T (84) 912 696 988

E minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

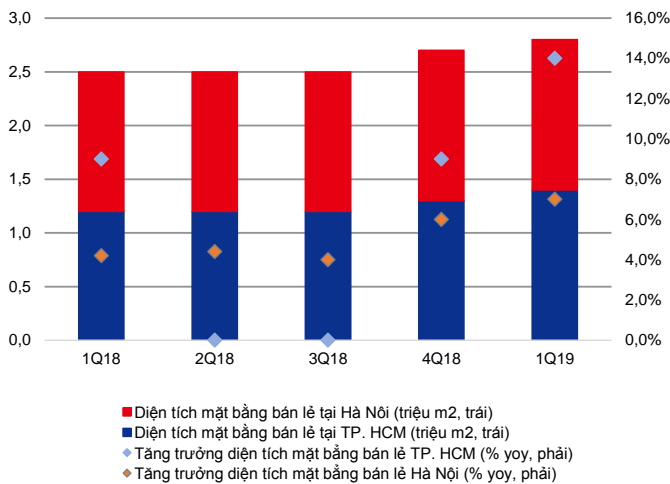
Xu hướng tiêu dùng thay đổi nhanh chóng... ➤

Diện tích bán lẻ tiếp tục mở rộng tại các thành phố lớn, với nhiều trung tâm thương mại

Để tận dụng sự bùng nổ bán lẻ tại Việt Nam, các nhà bán lẻ trong và ngoài nước đã mở rộng sự hiện diện của họ đặc biệt là ở khu vực thành thị (Hà Nội và TP HCM). Theo Savills, nguồn cung bán lẻ tại Hà Nội và TP HCM đều tăng 1,3 triệu m² trong Quý 3 năm 2019, tăng lần lượt 11% và 12% so với cùng kỳ. Đặc biệt, các trung tâm mua sắm đang trở nên phổ biến hơn với vai trò là một địa điểm tích hợp trải nghiệm mua sắm, giải trí và dịch vụ F&B, hấp dẫn hơn so với các mô hình department store còn hạn chế về hàng hóa và dịch vụ đi kèm.

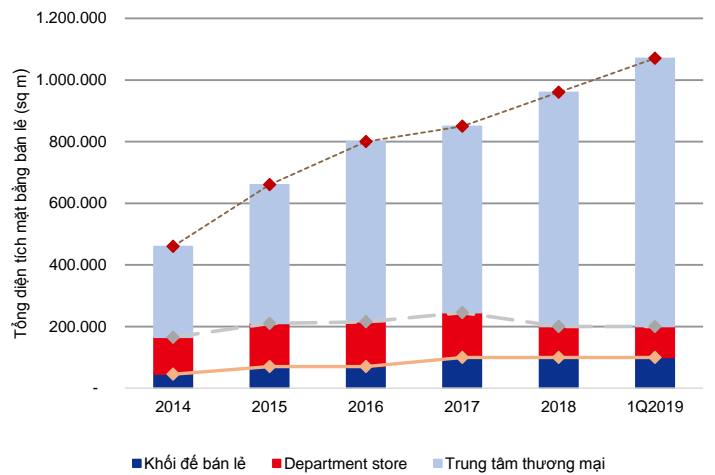
Các nhà bán lẻ bắt đầu nâng cấp trải nghiệm mua sắm bằng cách chuyển sang các khu mua sắm lớn, như trung tâm mua sắm, department store và khối đế bán lẻ. Bắt đầu từ Hà Nội và TP HCM, hai thị trường lớn nhất Việt Nam, các nhà phát triển bất động sản bán lẻ, đặc biệt là các nhà phát triển nước ngoài, đã nhanh chóng tăng cường sự hiện diện của họ để phục vụ nhu cầu gia tăng không gian bán lẻ hiện đại.

Hình 63: Mặt bằng bán lẻ tiếp tục mở rộng ở cả Hà Nội và TP HCM



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Hình 64: Các trung tâm mua sắm đã vượt qua mô hình department store để thống trị kỷ nguyên mua sắm hiện đại ở TP HCM



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Tại ngày 30 tháng 6 năm 2019, thị trường cho thuê bất động sản bán lẻ tại Việt Nam tương đối tập trung và miếng bánh được chia sẻ giữa một số doanh nghiệp lớn, dẫn đầu là VRE (VRE VN) chiếm lần lượt 53% và 30% tổng số diện tích sàn bán lẻ tại Hà Nội và TP HCM, Aeon Vietnam (Chưa niêm yết, ~ 10% và 20%) và Lotte Vietnam (Chưa niêm yết, ~ 5% và 10%). Do sự phát triển của trung tâm mua sắm ở Việt Nam vẫn chưa thể sánh ngang với các nước trong khu vực như Philippines và Thái Lan, chúng tôi tin rằng dư địa cho các nhà phát triển bất động sản bán lẻ ở Việt Nam vẫn còn rất rộng mở trong giai đoạn bùng nổ của bán lẻ Việt Nam hiện nay.

Các chuỗi bán lẻ tiếp tục củng cố vị thế

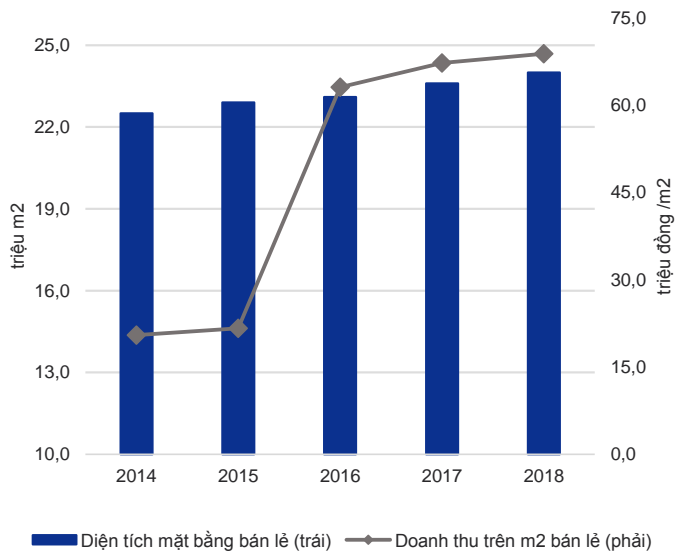
Chúng tôi nhận thấy hai xu hướng chính của ngành bán lẻ, bao gồm: 1) bán lẻ tạp hóa đang chuyển dịch thành các cửa hàng quy mô nhỏ (siêu thị mini/minimart và cửa hàng tiện lợi) và 2) xu hướng mua sắm sản phẩm điện tử là sự kết hợp hài hòa giữa cửa hàng vật lý và cửa hàng online (nền tảng đa kênh).

Các cửa hàng tiện lợi và siêu thị mini/cửa hàng bách hóa đang là điểm đến hấp dẫn người tiêu dùng Việt vốn ngày càng coi trọng sự thuận tiện, vệ sinh an toàn và dịch vụ tốt hơn. Theo Nielsen, người mua sắm Việt Nam giảm dần thói quen mua sắm ở chợ truyền thống và chọn đến các cửa hàng tiện lợi hoặc minimart thường xuyên hơn. Xu hướng này đã dẫn đến sự cạnh tranh khốc liệt giữa các chuỗi cửa hàng tiện lợi/minimart tại Việt Nam, bao gồm cả thương hiệu nội địa (Vinmart +, Bách Hóa Xanh, Co.op Food) và nước ngoài (Circle K, B's mart, 7-

Eleven). Chúng tôi hy vọng quy mô các cửa hàng tạp hóa bán lẻ hiện đại sẽ tiếp tục tăng nhanh khi các nhà bán lẻ trong và ngoài nước cạnh tranh mở rộng.

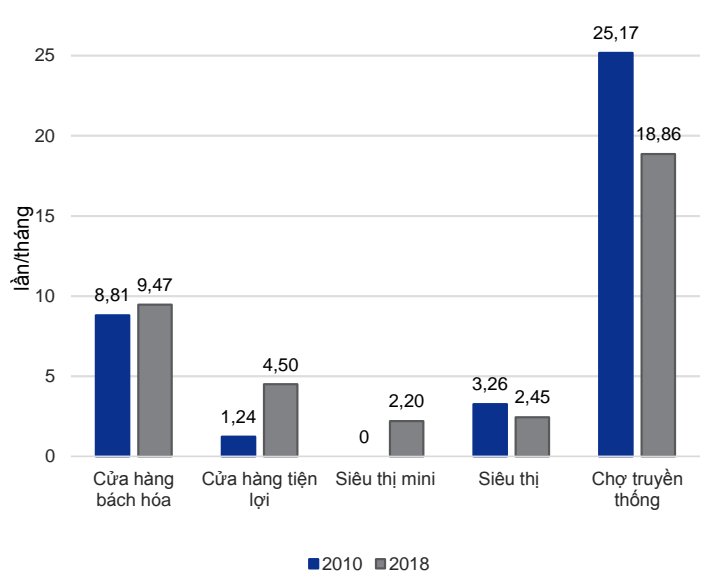
Mới đây, Vingroup (VIC VN), tập đoàn lớn nhất tại Việt Nam, đã ký Biên bản ghi nhớ (MoU) để sáp nhập công ty con trong mảng bán lẻ (Vincommerce) với nhà sản xuất tiêu dùng hàng đầu Masan (MSN VN) để thành lập công ty hàng tiêu dùng và bán lẻ lớn nhất Việt Nam. Công ty mới sẽ kế thừa mạng lưới bán lẻ 2.600 cửa hàng VinMart & VinMart + tại 50 tỉnh thành với cơ sở dữ liệu khách hàng lớn và 14 trang trại nông nghiệp công nghệ cao của VinEco. Chúng tôi hy vọng đây là một động thái chiến lược giúp thị trường bán lẻ Việt Nam tái cấu trúc theo hướng tập trung, sẵn sàng đối mặt với sự gia nhập của các nhà bán lẻ lớn nước ngoài. Do đó, chúng tôi cũng kỳ vọng thương vụ sáp nhập này có thể tận dụng sự bùng nổ của thị trường để xác lập vị thế nhà bán lẻ hàng đầu trong nước.

Hình 65: Bán lẻ bách hóa tiếp tục phát triển với sự chú trọng vào các cửa hàng quy mô nhỏ



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, FITCH SOLUTIONS

Hình 66: Người tiêu dùng Việt dần chuyển sang mua sắm tại các cửa hàng tạp hóa hiện đại quy mô nhỏ



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NIELSEN







Ngoài bán lẻ tạp hóa, bán lẻ điện tử tiêu dùng (CE) cũng là một phân khúc được chú ý. Các nhà bán lẻ điện tử lớn đã mở rộng quy mô cửa hàng của họ ngay cả khi lo ngại thị trường đã phần nào bão hòa, đặc biệt là với các thiết bị di động. Công ty Cổ phần Thế giới Di động (MWG) vẫn duy trì vị trí dẫn đầu với 50% thị phần trong phân khúc điện thoại di động, tiếp theo là FPT Retail (FRT) với 18% thị phần. MWG cũng nắm giữ phân nửa thị phần ngành trong phân khúc bán lẻ điện máy.

Bắt kịp với xu thế, nhiều nhà bán lẻ điện tử đã áp dụng chính sách bán hàng đa kênh phục vụ cả nhu cầu mua sắm online và offline. Người tiêu dùng vẫn có thể tham khảo và thử trực tiếp tại các cửa hàng vật lý nhưng thực hiện giao dịch mua hàng trực tuyến để hưởng lợi từ ưu đãi/khuyến mại. Ngược lại, người tiêu dùng cũng có thể tham khảo mức giá và mẫu mã thông qua website/ứng dụng của đơn vị bán lẻ nhưng thực hiện giao dịch mua sắm tại cửa hàng (theo Deloitte 2019).

Và những ai chậm thích ứng đã phải ra đi

Năm 2019 đã chứng kiến sự ra đi của nhiều chuỗi bán lẻ nước ngoài trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt và xu hướng của người tiêu dùng thay đổi nhanh chóng tại Việt Nam. Các doanh nghiệp rút khỏi thị trường có đặc điểm chung là mô hình kinh doanh kém linh hoạt, khả năng tài chính hạn chế, thiếu đầu tư vào việc phát triển sản phẩm và dịch vụ cũng như chậm mở rộng mạng lưới. Trong khi đó, những nhà bán lẻ thắng cuộc có chiến lược mở rộng nhanh chóng, nắm bắt tốt thị hiếu tiêu dùng và có khả năng chiếm các vị trí đặc địa.

Hình 67: Tóm tắt về thương hiệu bán lẻ rút khỏi và trụ vững trong 2018-19

Chuỗi bán lẻ	 Auchan	 Bách Hóa Xanh	 VinPro	 Điện Máy Xanh	 Parkson	 Vincom
Quốc gia	Pháp	Việt Nam	Việt Nam	Việt Nam	Malaysia	Việt Nam
Mô hình kinh doanh	Siêu thị	Cửa hàng thực phẩm mini	Chuỗi cửa hàng điện tử tiêu dùng	Chuỗi cửa hàng điện tử tiêu dùng	Department store	Trung tâm thương mại
Mạng lưới cửa hàng (vào Quý 3/2019)	18 cửa hàng (trước khi rút khỏi thị trường)	788 cửa hàng	242 cửa hàng (trước khi rút khỏi thị trường)	907 cửa hàng	10 department store (lúc nhiều nhất)	70 trung tâm
Tình trạng	<ul style="list-style-type: none"> Đang trong quá trình đóng cửa tất cả các cửa hàng ở Việt Nam Đã chuyển quyền sở hữu cho Saigon Co.op 	<ul style="list-style-type: none"> Khai trương 46 cửa hàng trong Quý 1/2019 Kế hoạch khai trương 230 cửa hàng trong năm 2019 	<ul style="list-style-type: none"> Đóng tất cả các cửa hàng vào tháng 12/2019 	<ul style="list-style-type: none"> Mở mới gần 3 cửa hàng trong 1 ngày, mức cao kỷ lục 	<ul style="list-style-type: none"> Đã đóng cửa 5 trung tâm bách hóa trong giai đoạn 2015-2018 	<ul style="list-style-type: none"> Mở mới 9 TTTM trong Q4/19
Nhận xét về doanh nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> Nhận diện thương hiệu thấp do vị trí cửa hàng hẻo lánh Hướng đến tiêu dùng cao cấp trong khi vị trí tại những khu vực có thu nhập trung bình 	<ul style="list-style-type: none"> Lựa chọn vị trí cửa hàng đặc địa dẫn đến khu vực dân cư Nhanh chóng thích nghi với thị hiếu tiêu dùng của khách hàng 	<ul style="list-style-type: none"> Đóng cửa chuỗi là một phần của kế hoạch tái cấu trúc của Vingroup 	<ul style="list-style-type: none"> Lựa chọn vị trí cửa hàng đặc địa Mở rộng mạng lưới mạnh mẽ trong bối cảnh thị trường điện tử tiêu dùng đi xuống 	<ul style="list-style-type: none"> Chỉ tập trung vào người tiêu dùng thượng lưu Chỉ cung cấp các dịch vụ mua sắm danh mục khách thuê chưa đa dạng 	<ul style="list-style-type: none"> Mô hình trung tâm thương mại đa dạng hướng đến người tiêu dùng Danh mục khách thuê đa dạng

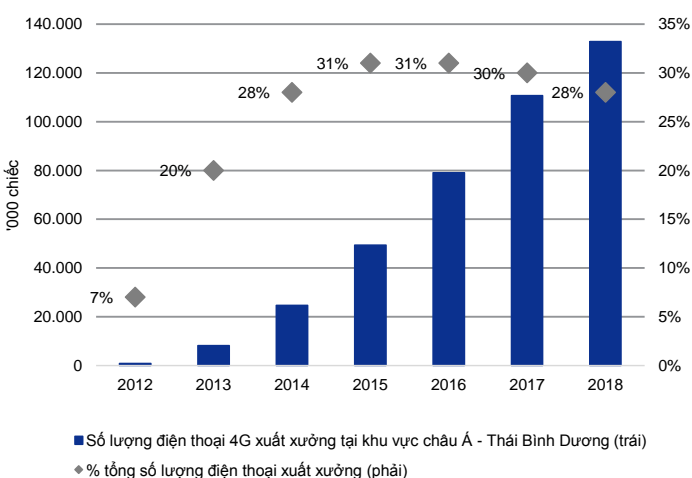
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Công nghệ sẽ thay đổi cục diện ngành bán lẻ năm 2020

Cuộc cách mạng 5G sẽ hâm nóng thị trường điện thoại

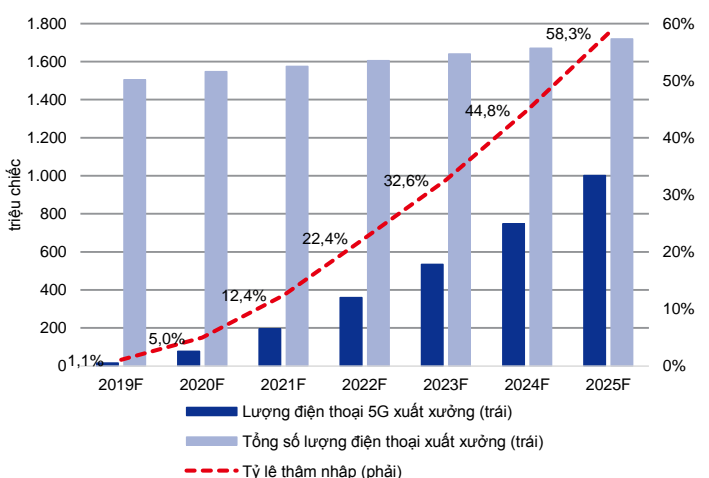
Trong quá khứ, khi công nghệ 4G bắt đầu phổ biến từ năm 2012 (GSMA Intelligence), nhu cầu về điện thoại thông minh đã tăng mạnh. Đặc biệt, khu vực Châu Á - Thái Bình Dương đã chứng kiến sản lượng tiêu thụ điện thoại 4G tăng vọt (CAGR 2012-18 là 129%). Đối với làn sóng 5G tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng hơn 1 tỷ đơn vị điện thoại thông minh 5G sẽ được tiêu thụ vào năm 2025 (~ tỷ lệ thâm nhập 58%, theo ước tính của Counterpoint).

Hình 68: Khu vực châu Á – Thái Bình Dương và mức độ thâm nhập của công nghệ 4G



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, COUNTERPOINT

Hình 69: Điện thoại thông minh 5G sẽ thâm nhập nhanh hơn so với điện thoại 4G trước đây, theo Counterpoint



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, COUNTERPOINT

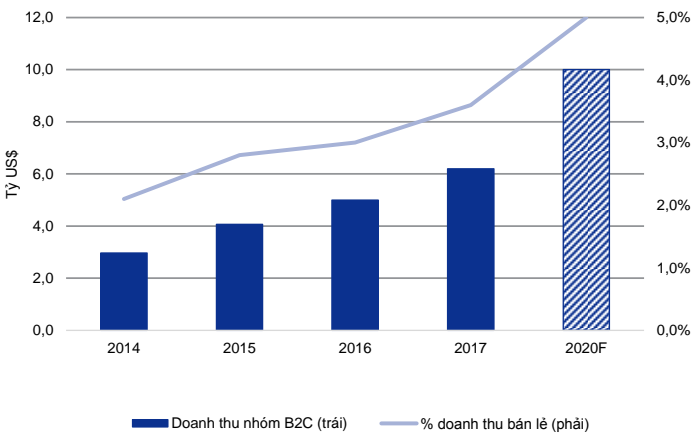
Hơn nữa, theo Counterpoint, sản lượng tiêu thụ điện thoại thông minh 5G sẽ tăng với tốc độ nhanh hơn trong bốn năm đầu phát triển so với các thiết bị cầm tay 4G trong quá khứ nhờ việc triển khai mạng viễn thông 5G nhanh chóng ở nhiều quốc gia. Đặc biệt, Việt Nam đang gấp rút triển khai công nghệ 5G và Viettel - nhà mạng di động lớn nhất nước, đã thử nghiệm 5G tại Hà Nội và TP HCM và có kế hoạch thương mại hóa 5G vào năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ đưa Việt

Nam trở thành quốc gia tiên phong về công nghệ mới và khiến nhu cầu điện thoại thông minh hỗ trợ 5G gia tăng. Điều này sẽ hâm nóng lại thị trường điện thoại nội địa vốn đang chứng kiến sức mua chậm lại trong vài năm qua.

Cuộc chạy đua thương mại điện tử Việt Nam tiếp tục nóng

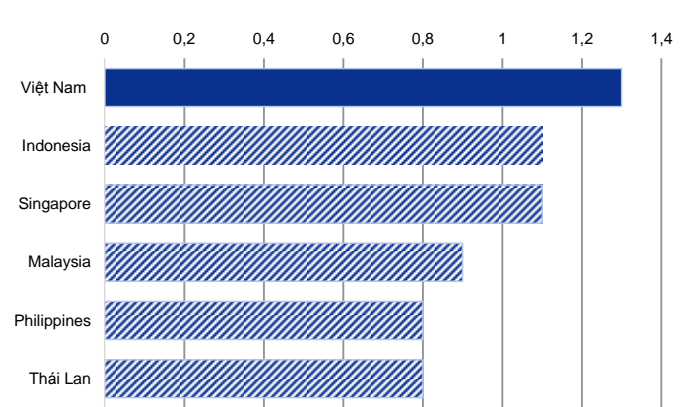
Nhờ nền tảng công nghệ phát triển nhanh chóng, giá trị thương mại điện tử của Việt Nam đã đạt tăng trưởng kép 2015-18 ở mức 25% và ước tính sẽ trở thành thị trường thương mại điện tử lớn thứ ba châu Á vào năm 2025 (33 tỷ USD), sau Indonesia (100 tỷ USD) và Thái Lan (43 tỷ USD) (theo Hiệp hội thương mại điện tử Việt Nam 2019).

Hình 70: Mô hình TMĐT B2C tại Việt Nam đóng góp ngày càng nhiều hơn vào thị trường bán lẻ



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, DELOITTE 2019

Hình 71: Việt Nam có tỷ lệ chuyển đổi online-to-sales* cao nhất trong khu vực, cao hơn 30% so với trung bình khu vực



*Là tỷ lệ chuyển đổi của những lượt truy cập website sang doanh thu thực
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, DELOITTE 2019

Thương mại điện tử tại Việt Nam đang ngày càng trở nên thông dụng hơn

Nhìn chung, thị trường thương mại điện tử Việt Nam là một trong những thị trường kém phát triển nhất trong khu vực (chiếm khoảng 3% tổng doanh số bán lẻ tính đến năm 2018, theo Euromonitor) nhưng sẽ có sự mở rộng đáng kể trong 5 năm tới. Hơn nữa, dân số Việt Nam tương đối trẻ, được tiếp xúc nhiều với công nghệ số, và đang dành nhiều thời gian mua sắm trực tuyến hơn so với việc tới các cửa hàng. Đây là thị trường lớn nhưng chưa được khai thác đúng tiềm năng đối với các nhà bán lẻ trực tuyến của Việt Nam.

Sự nổi lên của thương mại điện tử (TMĐT) đã dấy lên sự lo ngại đối với các chuỗi bán lẻ truyền thống. Đặc biệt, mô hình TMĐT từ doanh nghiệp đến người tiêu dùng (B2C) sẽ tăng trưởng mạnh và nắm 5% tổng giá trị bán lẻ tại Việt Nam vào năm 2025 (theo Deloitte 2019) trong khi mô hình từ người tiêu dùng đến người tiêu dùng (C2C) cũng sẽ trở nên phổ biến hơn, nhờ 1) nhiều chương trình khuyến mãi, 2) có thể lựa chọn thời gian giao hàng, 3) nhiều mặt hàng sản phẩm và 4) sự tiện lợi.

Hình 72: 10 nhà TMĐT đứng đầu Việt Nam

#	Tên	Quốc gia xuất xứ	Mô hình hoạt động	Lượt truy cập hàng tháng (tính tại cuối quý 3/2019)	Ghi chú
1	Shopee	Việt Nam	C2C	34.569.900	
2	Sendo	Việt Nam	C2C	30.919.800	Trang TMĐT của FPT JSC
3	Thegioididong.com	Việt Nam	B2C	29.307.200	Trang TMĐT của MWG
4	Tiki	Việt Nam	B2B2C	27.114.500	
5	Lazada	Đức	B2B2C	24.364.700	
6	Dienmayxanh.com	Việt Nam	B2C	10.696.300	Trang TMĐT của MWG
7	FPT Shop	Việt Nam	B2C	8.252.100	Trang TMĐT của FRT
8	Dien May Cho Lon	Việt Nam	B2C	6.565.200	
9	CellphoneS	Việt Nam	B2C	5.689.400	
10	Nguyen Kim	Việt Nam	B2C	3.047.200	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, IPRICE, DELOITTE
*Loại Adayroi sau khi doanh nghiệp TMĐT này rút khỏi thị trường vào tháng 12/2019

Chúng tôi nhận thấy sự cạnh tranh vị trí dẫn đầu giữa những nhà thương mại điện tử hàng đầu, bao gồm Shopee, Tiki, Sendo và Lazada, đang trở nên khốc liệt và khiến họ đầu tư mạnh vào hậu cần, cơ sở hạ tầng, tiếp thị và quảng cáo. Đồng thời, một vài cái tên đáng chú ý cũng đã rời khỏi cuộc đua, bao gồm Adayroi (Vingroup), Lotte.vn (Lotte Việt Nam) và Robins.vn (Tập đoàn Central Group Thái Lan) do cạn kiệt nguồn vốn đầu tư, tái cấu trúc hoặc ảnh hưởng đến lợi nhuận của các mảng kinh doanh khác trong tập đoàn.

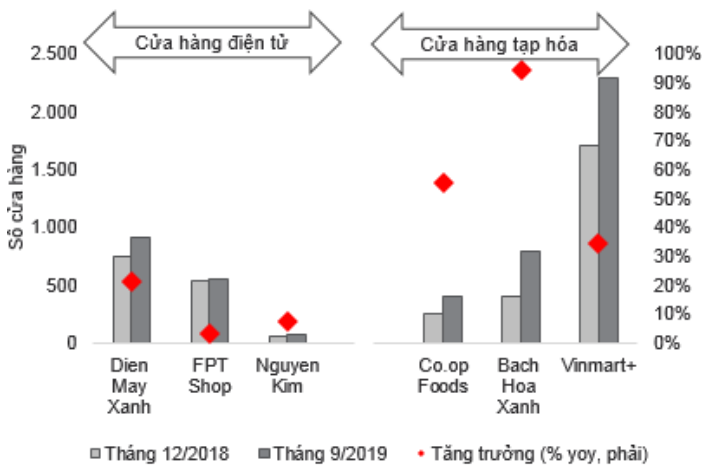
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng TMĐT chưa phải là mối đe dọa lớn với các nhà bán lẻ truyền thống trong ngắn hạn

Theo một khảo sát được thực hiện bởi Deloitte (2019), người tiêu dùng Việt Nam vẫn thích đến các kênh cửa hàng truyền thống để mua sản phẩm điện tử. Họ có thể nghiên cứu về các sản phẩm qua website trước khi mua chúng tại cửa hàng vật lý. Hơn nữa, các trang web của các nhà bán lẻ áp dụng nền tảng đa kênh cũng là công cụ yêu thích của người tiêu dùng để tìm kiếm sản phẩm và điều này có thể trở thành động lực tăng trưởng cho các nhà bán lẻ khi người tiêu dùng sẽ yên tâm mua sắm trực tuyến hơn từ những doanh nghiệp bán lẻ có thương hiệu và uy tín. Đối với các nhà phát triển bất động sản bán lẻ, chúng tôi không coi đây là mối đe dọa lớn đối với các doanh nghiệp như VRE trong ngắn hạn vì vẫn còn những thách thức mà các nhà bán lẻ trực tuyến cần vượt qua để đánh bại vị thế của các trung tâm mua sắm. Những thách thức bao gồm 1) sự thiếu tin tưởng của người tiêu dùng, đặc biệt trong các giao dịch đắt tiền, 2) sự an toàn và chính xác của các phương thức thanh toán trực tuyến và 3) nền tảng giao nhận chưa thật sự hoàn thiện.

Lựa chọn cổ phiếu: MWG và VRE ➤

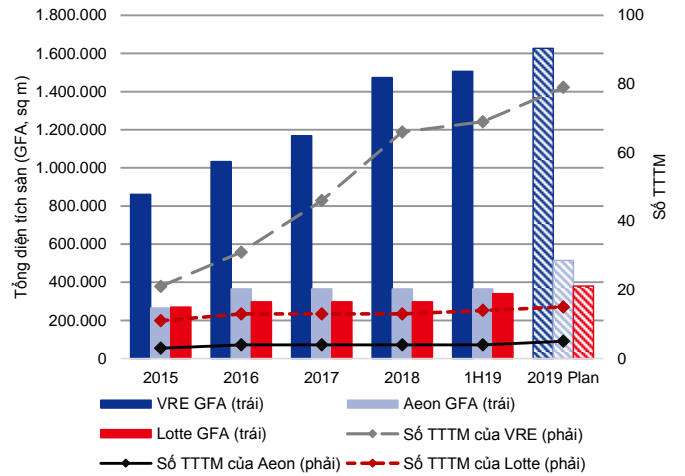
Sau khi mở rộng mạnh mẽ vào năm 2019, chúng tôi hy vọng thị trường bán lẻ Việt Nam sẽ tiếp tục đà phát triển nhanh vào năm 2020, đặc biệt là khi các nhà bán lẻ lớn tiếp tục mở rộng sự hiện diện trên cả nước để tiếp tục củng cố vị thế hàng đầu của mình.

Hình 73: Các nhà bán lẻ tăng tốc mở rộng mạng lưới, dẫn đầu là Điện Máy Xanh và Bách Hóa Xanh, chuỗi bán lẻ của MWG



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 74: VRE vượt xa các nhà bất động sản bán lẻ nước ngoài tại Việt Nam



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Đặc biệt, VRE là doanh nghiệp hưởng lợi rõ ràng từ xu hướng trung tâm mua sắm tích hợp nhờ mạng lưới rộng khắp trên cả nước và hướng tới các phân khúc người tiêu dùng khác nhau. Bên cạnh đó, MWG đang tiếp tục thành công với chuỗi bán lẻ tạp hóa Bách Hóa Xanh khi việc mở rộng ra các khu vực tỉnh thành quanh TP HCM nhanh hơn dự kiến và doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng tiếp tục gia tăng.

Với vị thế là các doanh nghiệp hàng đầu và góp phần định hình xu hướng của ngành bán lẻ trong nước, **chúng tôi lựa chọn VRE và MWG cho năm 2020.**

Hình 75: Định giá các doanh nghiệp bán lẻ Việt Nam

Doanh nghiệp	Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (local curr.)	Giá mục tiêu (local curr.)	Vốn hóa (US\$ m)	EPS TB 3 năm CAGR (%)	P/E (x) FY19F	P/B (x) FY20F	ROA (%) FY19F	ROE (%) FY20F	D/E (x) FY19F	D/E (x) FY20F			
Bán lẻ															
CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động	MWG VN	Khả quan	113.500	170.600	2.168	21,4	13,2	10,5	4,1	3,2	12,3	13,0	36,1	34,0	0,4
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	KKN	86.500	NA	841	NA	17,4	14,5	4,2	3,4	16,7	17,7	27,8	28,2	0,4
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	KKN	22.600	NA	77	NA	5,6	5,2	1,3	1,1	6,0	5,8	25,7	22,8	1,7
CTCP Thế giới số	DGW VN	KKN	23.050	NA	42	NA	6,5	5,3	1,0	NA	6,3	7,1	17,6	18,9	1,0
Bất động sản bán lẻ															
CTCP Vincom Retail	VRE VN	Khả quan	33.400	43.900	3.275	29,4	27,9	21,7	2,7	2,6	9,0	10,7	12,6	15,2	-

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG
DỮ LIỆU TẠI NGÀY 27/12/2019

Việt Nam

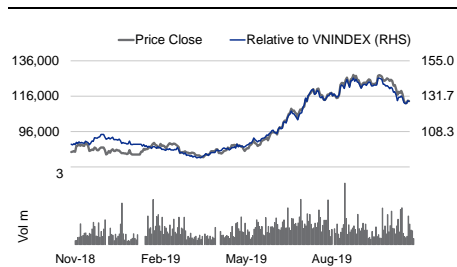
KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*:	KQ 14 TL 0 KKQ 0
Giá hiện tại:	VND114.000
Giá mục tiêu:	VND170.600
Giá mục tiêu cũ:	VND170.600
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	49,6%
CGS-CIMB / Consensus:	0,0%
Reuters:	MWG.HM
Bloomberg:	MWG VN
Vốn hóa:	US\$2.178tr VND50.466.652tr
GTGD bình quân:	US\$3,24tr VND75.085tr
SLCP đang lưu hành:	443,5tr
Free float:	89,6%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-11,5	-0,7	34,1
Tương đối (%)	-9,6	-0,8	28,1

Cổ đông chính	% năm giữ
Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	11,6
Công ty TNHH Tri Tâm	8,7
PYN Elite Fund	3,2

Chuyên viên phân tích



Natalie Nguyễn

T (84) 91 269 6988

E minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

CTCP Đầu tư Thế giới Di động

2020: Tham vọng lớn hơn

- MWG công bố kế hoạch 2020 với doanh thu và lợi nhuận tăng lần lượt 16%/26% sv cùng kỳ so với ước tính 2019 của chúng tôi.
- Điện Máy Xanh (ĐMX) sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong năm 2020.
- Bách Hóa Xanh (BHX) chậm tiến độ hòa vốn trước chi phí QLDN nhưng sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu của MWG năm 2020.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 170.600 đồng/cp.

Kế hoạch tăng trưởng LN 2020 phù hợp với dự báo của chúng tôi

MWG công bố kế hoạch kinh doanh 2020 với doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 122.445/4.835 tỷ đồng, tăng 16%/26% so với ước tính 2019 của chúng tôi. Kế hoạch doanh thu tương đối thận trọng khi chúng tôi dự báo doanh thu 2020 có thể tăng 34,8%, cao hơn 16,2% so với kế hoạch của doanh nghiệp trong khi đó dự báo lợi nhuận của chúng tôi khá sát với mục tiêu của MWG với mức tăng 27,8% so với ước tính 2019.

Mở rộng nhanh giúp doanh thu ĐMX tiếp tục tăng mạnh năm 2020

Tốc độ mở rộng cửa hàng của ĐMX trong năm 2019 vượt xa kỳ vọng của chúng tôi cũng như kế hoạch của doanh nghiệp, với 262 cửa hàng được mở mới từ đầu năm đến nay. Theo đó, số lượng cửa hàng ĐMX cán mốc 1.012 trong T12/2019, vượt qua số lượng cửa hàng của TGDD (995). Chúng tôi cho rằng ĐMX sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2020 với tăng trưởng doanh thu 32,5% sv cùng kỳ, nhờ 120 cửa hàng mở mới và các cửa hàng mở trong năm 2019 hoạt động đủ 12 tháng.

Vai trò giữ nhịp tăng trưởng sẽ được chuyển giao dần cho BHX

Doanh thu của chuỗi cửa hàng bách hóa tăng mạnh 63% sv cùng kỳ trong Q3/2019 và số cửa hàng đã cán mốc 986 trong tháng 12/2019 (+134% so với đầu năm). Với việc đã phủ khắp miền Nam và đã chuẩn bị hậu cần tại miền Trung (với 2 trung tâm phân phối), chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ bứt phá trong năm 2020 với 800 cửa hàng mới và doanh thu tăng trưởng 162%, đóng góp 16 điểm % trong tổng số 34% sv cùng kỳ tăng trưởng doanh thu của MWG trong năm 2020. Con số này vẫn thấp hơn so với đóng góp của ĐMX (18%) nhưng đã cho thấy vai trò lớn dần của BHX trong doanh thu của MWG. Tuy vậy, chúng tôi vẫn cho rằng BHX chưa thể đem lại lợi nhuận cho MWG trong năm 2020 khi thời điểm hoàn vốn lợi nhuận trước chi phí QLDN có thể bị trì hoãn do chi phí phát sinh của 2 trung tâm phân phối tại miền Trung, thị trường mà BHX chỉ mới gia nhập gần đây (15 cửa hàng tính tại tháng 10/2019).

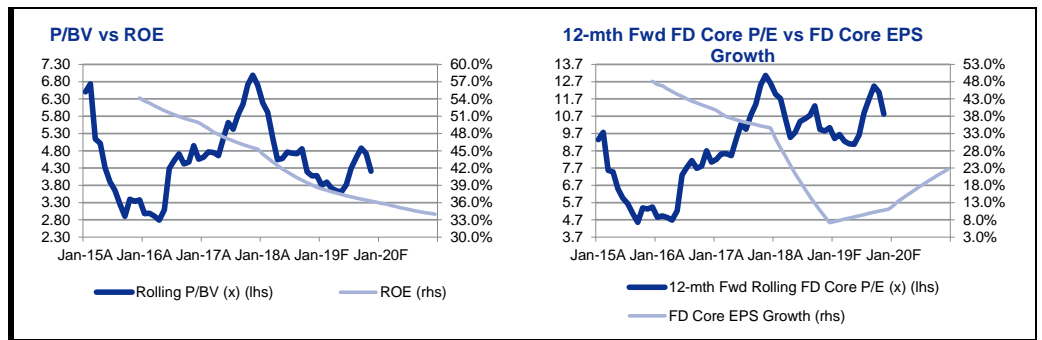
Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 170.600 đồng/cp

Giá mục tiêu là 170.600 đồng/cp, tương ứng với P/E 2019 ở mức 13,1x và P/E 2020 ở mức 10,7x. Động lực tăng giá bao gồm: (1) kết quả của BHX khả quan hơn kỳ vọng trong 2019, và (2) doanh thu TGDĐ khả quan hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) BHX mở rộng chậm hơn dự kiến, và (2) tăng trưởng của mảng điện thoại và điện tử tiêu dùng thấp hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	66.340	86.516	105.366	142.041	170.194
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	3.469	5.094	6.535	8.791	10.180
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.206	2.879	3.838	4.905	6.296
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.470	6.839	8.568	10.784	13.449
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	4%	25%	25%	26%	25%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	15,57	14,52	13,07	10,65	8,53
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Tỷ suất cổ tức	1,32%	1,32%	1,32%	1,32%	1,32%
EV/EBITDA (lần)	14,23	10,06	8,77	6,37	5,18
P/FCFE	13,5	351,0	46,8	11,6	7,3
P/B (lần)	7,78	5,35	4,16	3,17	2,43
ROE	45,3%	38,7%	36,1%	34,0%	32,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,02	1,03	1,10

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	66.340	86.516	105.366	142.041	170.194
Lợi nhuận gộp	11.142	15.292	19.595	27.270	33.458
LN hoạt động thuần	3.469	5.094	6.535	8.791	10.180
Chi phí khấu hao	(690)	(1.223)	(1.479)	(2.081)	(1.636)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	2.779	3.871	5.056	6.710	8.544
TN từ hoạt động tài chính	16	(94)	(61)	(329)	(351)
TN từ các Cty LK & LD	0	(2)	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKKD	14	12	21	28	34
Lợi nhuận trước thuế	2.809	3.786	5.016	6.409	8.227
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	2.809	3.786	5.016	6.409	8.227
Thuế	(602)	(906)	(1.174)	(1.500)	(1.925)
Lợi nhuận sau thuế	2.207	2.880	3.842	4.910	6.302
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1)	(2)	(4)	(5)	(6)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.206	2.879	3.838	4.905	6.296
Lợi nhuận thường xuyên	2.206	2.879	3.838	4.905	6.296

Dòng tiền (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	3.469	5.094	6.535	8.791	10.180
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	(2)	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(246)	(1.981)	(4.722)	(1.197)	(1.044)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	14	12	21	28	34
Dòng tiền hoạt động khác	101	50	224	212	486
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	16	(94)	(61)	(329)	(351)
Thuế đã trả	(691)	(830)	(1.174)	(1.500)	(1.925)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.664	2.249	823	6.007	7.380
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.065)	(1.484)	(2.855)	(3.188)	(1.822)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản ĐT	0	1	2	3	5
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(55)	(850)	(457)	(123)	(230)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(2.120)	(2.332)	(3.310)	(3.308)	(2.048)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	2.010	203	3.565	1.829	2.096
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	92	705	147	127	133
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	(1)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(232)	(486)	(687)	(706)	(726)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	(0)	1	1	1
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.871	422	3.025	1.250	1.504
Tổng tiền trong năm	2.414	338	538	3.949	6.836
Dòng tiền tự do cho cổ đông	2.553	120	1.078	4.528	7.429
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	778	353	(1.793)	3.596	6.364

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	3.411	3.749	4.288	8.237	15.073
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.766	1.560	1.936	2.537	2.972
Hàng tồn kho	12.050	17.446	21.957	25.380	27.740
Tài sản ngắn hạn khác	636	634	801	1.190	1.322
Tổng tài sản ngắn hạn	18.863	23.390	28.981	37.344	47.107
Tài sản cố định	3.436	3.305	4.735	5.896	6.135
Tổng đầu tư	0	60	84	85	85
Tài sản vô hình	28	581	532	489	444
Tài sản dài hạn khác	496	805	1.217	1.303	1.505
Tổng tài sản dài hạn	3.960	4.751	6.569	7.773	8.168
Vay & nợ ngắn hạn	5.604	5.797	8.745	9.943	11.914
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	10.060	12.049	12.580	15.964	18.299
Nợ ngắn hạn khác	51	62	74	97	114
Tổng nợ ngắn hạn	15.714	17.907	21.398	26.004	30.327
Vay & nợ dài hạn	1.200	1.248	1.865	2.495	2.621
Nợ dài hạn khác	0	2	3	4	4
Tổng nợ dài hạn	1.200	1.250	1.867	2.499	2.625
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	16.914	19.157	23.266	28.502	32.952
Vốn chủ sở hữu	5.906	8.977	12.274	16.599	22.302
Lợi ích cổ đông thiểu số	3	6	10	15	21
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.909	8.983	12.285	16.614	22.323

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	48,7%	30,4%	21,8%	34,8%	19,8%
Tăng trưởng LNHDKD	45,9%	46,8%	28,3%	34,5%	15,8%
Biến LNHDKD	5,23%	5,89%	6,20%	6,19%	5,98%
LN trên cổ phiếu	(8.414)	(7.829)	(14.112)	(9.101)	1.134
Giá trị sổ sách/cp	14.648	21.328	27.401	35.958	46.991
Khả năng thanh toán lãi vay	11,86	8,87	7,29	7,48	8,28
Thuế suất hiệu dụng	21,4%	23,9%	23,4%	23,4%	23,4%
Tỷ lệ chia cổ tức	10,5%	16,9%	17,9%	14,4%	11,5%
Số ngày phải thu	4,61	3,82	1,52	1,42	1,34
Số ngày tồn kho	70,82	75,58	83,84	75,48	70,90
Số ngày phải trả	39,85	40,04	35,45	29,89	29,05
ROIC	36,4%	41,6%	41,4%	36,2%	41,2%
ROCE	28,4%	29,3%	29,2%	28,0%	28,0%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	11,6%	11,7%	12,3%	13,0%	13,3%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

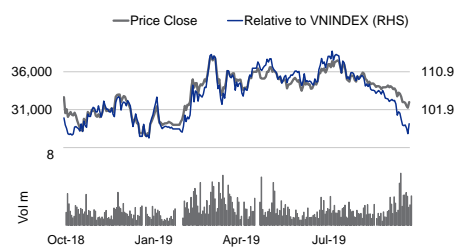
Consensus ratings*: KQ 11 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND34.000
Giá mục tiêu:	VND43.900
Giá mục tiêu cũ:	43.900
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	29,1%
CGS-CIMB / Consensus:	7,0%
Reuters:	VRE.HM
Bloomberg:	VRE VN
Thị giá vốn:	US\$3.334tr VND77.258.824tr
GTGD bình quân:	US\$5,09tr VND117.956tr
SLCP đang lưu hành:	2.329tr
Free float:	45,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

► N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-5,9	-12,1	-0,3
Tương đối (%)	-7,3	-14	0,5

Cổ đông chính	% nắm giữ
CTCP Đầu tư và Phát triển Đo thị Sài Đồng	33,1
CTCP Vingroup	18,8
CTCP Phát triển đô thị Nam Hà Nội	8,5

Chuyên viên phân tích



Natalie Nguyễn

SĐT 091 269 6988

Email minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

CTCP Vincom Retail

Dẫn đầu xu hướng mua sắm hiện đại

- CTCP Vincom Retail (VRE) là doanh nghiệp BĐS bán lẻ lớn nhất Việt Nam về tổng diện tích sàn, theo ước tính đến ngày 30/6/2019.
- VRE được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ sự bùng nổ bán lẻ hiện đại ở Việt Nam.
- Chúng tôi dự phóng VRE sẽ ghi nhận lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 39% với doanh thu cho thuê tăng trưởng kép 29% trong giai đoạn 2019-21.

VRE tiếp bước các doanh nghiệp BĐS bán lẻ trong khu vực

Giống với SM Prime (Philippines) và Central Pattana (Thái Lan), CTCP Vincom Retail (VRE) đã nắm lấy cơ hội khi ngành bán lẻ của Việt Nam còn kém phát triển để vươn lên vị trí dẫn đầu thông qua việc mở rộng nhanh chóng (diện tích sàn bán lẻ tăng trưởng kép 31% trong 2014-18). Cuối Q3/2019, VRE sở hữu 70 trung tâm thương mại (TTTM) tại 39 trên tổng số 63 tỉnh thành của Việt Nam với tổng diện tích sàn xấp xỉ 1,5 triệu m².

VRE nắm bắt cơ hội từ sự bùng nổ của ngành bán lẻ

VRE được chuẩn bị tốt để tận dụng sự chuyển đổi của ngành bán lẻ truyền thống sang các kênh hiện đại nhờ mô hình kinh doanh hợp lý với: 1) các phân khúc TTTM đáp ứng tốt nhu cầu và tập trung chủ yếu vào người tiêu dùng có thu nhập trung bình trở lên, 2) danh mục khách thuê đa dạng và cấu trúc cho thuê hợp lý, 3) kinh nghiệm phát triển dự án và khả năng huy động vốn, và 4) tận dụng hệ sinh thái của tập đoàn mẹ (Vingroup, VIC).

VRE sẽ ghi nhận lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 39% trong 2019-21

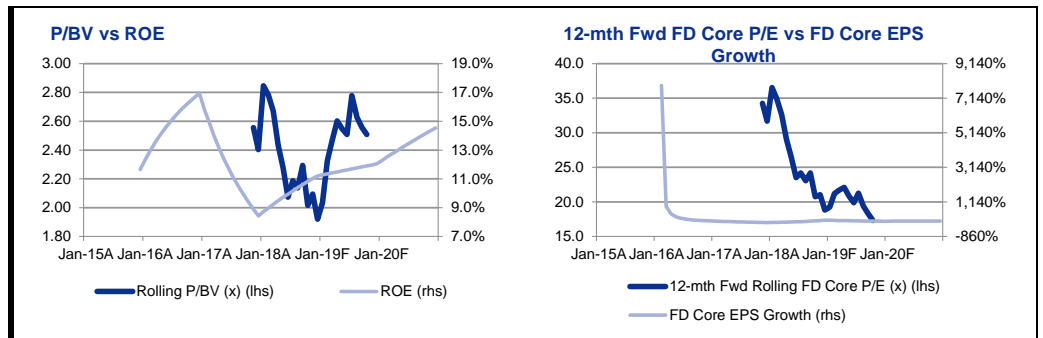
Chúng tôi dự báo VRE sẽ ghi nhận lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 39% trong giai đoạn 2019-21 với doanh thu cho thuê tăng trưởng kép 29% nhờ mở thêm 36 TTTM mới (+748.000 m²) trong ba năm tới, với tỷ lệ lấp đầy hàng năm duy trì trên mức 90% và giá cho thuê trung bình tăng xấp xỉ 8% mỗi năm. Đặc biệt, VRE sẽ mở thêm ba Vincom Mega Mall trong các đại dự án của VIC và bổ sung khoảng 170.000 m² diện tích sàn (tương đương 13% tổng diện tích sàn hiện tại) và bắt đầu chuyển đổi Vincom Plaza thành Vincom Center vào cuối năm 2020.

Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 43.900 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua dựa trên: 1) Vị thế dẫn đầu của VRE trong phân khúc BĐS bán lẻ tại Việt Nam; 2) sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Vingroup và 3) kỳ vọng lợi nhuận cải thiện nhờ ra mắt các dự án lớn trong 2020-21. Chúng tôi định giá VRE sử dụng mô hình DCF tăng trưởng ba giai đoạn để đánh giá dựa trên dòng tiền từ hoạt động cho thuê. Rủi ro bao gồm sự cạnh tranh ngày càng gia tăng ở các thành phố lớn và xu hướng mua sắm online trở nên phổ biến hơn.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.518	9.124	9.244	11.246	14.492
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	3.167	4.048	4.907	6.268	8.482
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.287	2.404	2.784	3.714	5.355
EPS cốt lõi (VNĐ)	942	1.445	1.482	1.920	2.679
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-29,0%	53,4%	2,6%	29,6%	39,5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	48,41	26,22	21,50	16,59	11,89
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	274,0	0,1	1.050,0	0,1	1.050,0
Tỷ suất cổ tức	0,81%	0,00%	3,09%	0,00%	4,41%
EV/EBITDA (lần)	19,09	14,56	14,31	11,25	8,80
P/FCFE	99,0	84,7	102,0	394,4	38,1
P/B (lần)	2,12	2,34	2,74	2,43	2,30
ROE	8,4%	11,2%	12,0%	14,5%	18,6%
CIMB/Consensus EPS (lần)			1,01	1,05	1,22

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	5.518	9.124	9.244	11.246	14.492
Lợi nhuận gộp	2.801	3.641	4.113	5.347	7.465
LN hoạt động thuần	3.167	4.048	4.907	6.268	8.482
Chi phí khấu hao	(936)	(1.157)	(1.565)	(1.807)	(2.063)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	2.231	2.891	3.342	4.461	6.419
TN từ hoạt động tài chính	(579)	102	134	184	290
TN từ các Cty LK & LD	540	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(24)	60	62	75	97
Lợi nhuận trước thuế	2.811	3.876	4.382	5.679	7.925
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	2.169	3.053	3.538	4.720	6.806
Thuế	(141)	(640)	(743)	(991)	(1.429)
Lợi nhuận sau thuế	2.028	2.413	2.795	3.729	5.377
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	(9)	(11)	(15)	(22)
Cổ tức ưu đãi	(740)	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	1.287	2.404	2.784	3.714	5.355
Lợi nhuận thường xuyên	1.888	3.055	3.450	4.471	6.239

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	3.167	4.048	4.907	6.268	8.482
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	540	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	331	294	40	403	584
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(24)	60	62	75	97
Dòng tiền hoạt động khác	203	151	(792)	(479)	(789)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(1.166)	(417)	(328)	(378)	(434)
Thuế đã trả	(253)	(561)	(743)	(991)	(1.429)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.799	3.574	3.146	4.898	6.511
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(7.224)	(2.578)	(4.030)	(4.236)	(4.581)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý c	4.039	585	42	44	47
Tiền chi đầu tư góp vốn	0	(2)	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	1.096	2.631	651	(512)	(959)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(2.089)	636	(3.337)	(4.704)	(5.493)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	275	(3.200)	968	7	1.062
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	(0)	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(1.262)	0	(2.364)	0	(3.493)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính		0	28	177	259
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(986)	(3.200)	(1.368)	184	(2.171)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	1.422	2.431	872	1.249	96
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.053	1.048	1.251	1.522	1.916
Hàng tồn kho	1.817	902	481	529	581
Tài sản ngắn hạn khác	6.066	2.742	3.235	4.498	5.797
Tổng tài sản ngắn hạn	13.357	7.123	5.838	7.798	8.390
Tài sản cố định	137	282	279	274	266
Tổng đầu tư	22.231	28.261	30.601	33.435	36.582
Tài sản vô hình	586	505	427	366	292
Tài sản dài hạn khác	1.823	2.512	2.728	3.319	4.246
Tổng tài sản dài hạn	24.777	31.561	34.035	37.394	41.386
Vay & nợ ngắn hạn	2.816	18	92	112	280
Phải trả người bán	5.310	6.218	5.981	7.384	8.758
Nợ ngắn hạn khác	12	24	24	27	32
Tổng nợ ngắn hạn	8.138	6.260	6.097	7.523	9.069
Vay & nợ dài hạn	3.158	2.762	3.656	3.642	4.538
Nợ dài hạn khác	743	1.152	1.180	1.357	1.616
Tổng nợ dài hạn	3.901	3.915	4.836	4.999	6.154
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	12.039	10.174	10.933	12.523	15.223
Vốn chủ sở hữu	26.063	28.468	28.888	32.602	34.464
Lợi ích cổ đông thiểu số	31	42	53	68	89
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.094	28.509	28.940	32.670	34.553

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-13,6%	65,3%	1,3%	21,7%	28,9%
Tăng trưởng LNHĐKD	10,6%	28,4%	18,3%	26,0%	33,2%
Biên LNHĐKD	67,7%	52,6%	61,4%	63,6%	65,7%
LN trên cổ phiếu	(2.798)	(178)	(1.235)	(1.076)	(2.027)
Giá trị sổ sách/cp	16.017	14.535	12.404	13.999	14.799
Khả năng thanh toán lãi vay	2,47	8,90	12,76	14,33	17,35
Thuế suất hiệu dụng	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ chia cổ tức	65,4%	N/A	65,2%	N/A	54,0%
Số ngày phải thu	46,20	20,25	19,73	20,01	19,45
Số ngày tồn kho	167,9	90,5	49,2	31,3	28,8
Số ngày phải trả	102,0	149,4	231,3	205,3	201,4
ROIC	25%	32%	191%	181%	195%
ROCE	11,0%	13,4%	14,5%	17,3%	21,8%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	8,7%	8,2%	9,0%	10,7%	13,2%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG: Sự vươn lên của mô hình Feed – Farm – Food (3F)

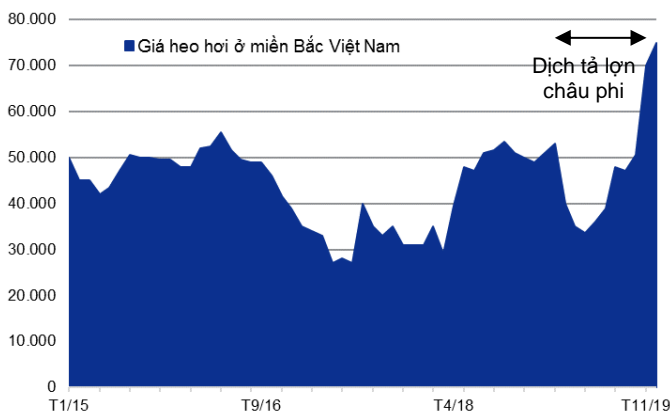
Năm 2019: tăng trưởng chậm lại do tác động của dịch tả lợn châu phi (ASF) ➤

Dịch tả lợn châu phi (ASF) nhấn chìm ngành công nghiệp sản xuất thịt lợn Việt Nam và Trung Quốc

Ngày 19/02/2019, trường hợp lợn mắc ASF đầu tiên tại Việt Nam được phát hiện và rất nhanh chóng đại dịch lan rộng ra toàn bộ 63 tỉnh thành. Đến tháng 11/2019, hơn 5 triệu con lợn trên toàn quốc đã bị tiêu hủy, tương đương với 18% tổng đàn heo trong nước. Dịch ASF đã càn quét qua các quốc gia Châu Á khác bao gồm Trung Quốc, Thái Lan, Philippines và Bắc Triều Tiên. USDA dự báo sản lượng thịt lợn của Trung Quốc và Việt Nam sụt giảm lần lượt 13,3% và 14,3% trong năm 2019. Dịch ASF bùng phát nhanh chóng đẩy giá heo hơi xuống đáy 33.500 đồng/kg vào tháng 5/2019 nhưng ngay sau đó tình trạng thiếu hụt nguồn cung đã dẫn tới giá heo hơi tăng lên mức kỷ lục 70.000 đồng/kg vào tháng 11/2019. Giá thịt heo tăng đẩy giá các loại thịt khác lên cao. Giá thịt gà đã tăng 40% kể từ đáy tháng 5/2019 và tăng khoảng 9% so với đầu năm.

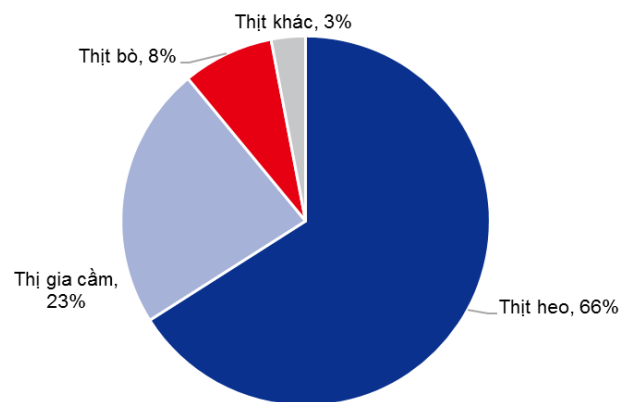
Tuy nhiên, ASF đã phần nào được kiểm soát và có dấu hiệu chững lại kể từ Quý 4/2019. Chúng tôi ước tính cần khoảng 6 tháng nữa để Việt Nam có thể hoàn toàn kiểm soát được sự lây lan của ASF và bắt đầu tái đàn heo. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tình trạng thiếu hụt thịt heo và giá heo ở mức cao vẫn sẽ tồn tại trong năm 2020 vì Tết Âm Lịch ở Việt Nam đang tới gần và giá thực phẩm thường tăng trong thời điểm này.

Hình 76: Dịch tả lợn châu phi đẩy giá thịt heo lên mức kỷ lục cuối năm 2019



Nguồn: Agrimonitor, Anova Feed

Hình 77: Thịt heo chiếm 66% lượng thịt tiêu thụ tại Việt Nam



Nguồn: Masan Meat Life

Các công ty F&B niêm yết ghi nhận tăng trưởng yếu trong năm 2019

Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của 50 công ty niêm yết lớn nhất ngành Thực phẩm & Đồ uống đạt 9,8% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2019, thấp hơn so với con số 17,6% của cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế trung bình giảm 2,4% so với cùng kỳ trong 9 tháng 2019, thấp hơn khá nhiều so với mức tăng trưởng 4,1% cùng kỳ năm 2018. Các doanh nghiệp chế biến thực phẩm và chăn nuôi gia súc, gia cầm bị ảnh hưởng nghiêm trọng do dịch ASF vì nguồn cung thịt giảm xuống ít nhất 14,3% so cùng kỳ đồng thời đẩy giá thịt lên hơn gấp đôi trong nửa sau năm 2019.

Trong khi đó, các doanh nghiệp chế biến thủy sản phải đối mặt với một năm khó khăn khi xuất khẩu mặt hàng này sang Mỹ giảm 41,5% so với cùng kỳ về giá trị do giá phi lê cá tra ở Mỹ giảm.

Mặc dù vậy, Vinamilk (VNM) và Sabeco (SAB) đạt được kết quả tăng trưởng vượt trội so với xu hướng chung về cả doanh thu và lợi nhuận nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện. Biên lợi nhuận gộp của nhà sản xuất sản phẩm sữa lớn nhất Việt Nam

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Tiến Đức

T (84) 98 808 6004

E duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

VNM tăng 0,7 điểm % trong 9 tháng 2019 so với cùng kỳ nhờ sản lượng sữa tươi tăng. Bên cạnh đó thì nhà sản xuất bia số 1 Việt Nam SAB có biên lợi nhuận gộp tăng tới 1,8 điểm % trong 9 tháng 2019 nhờ tăng giá bán sản phẩm và tái cơ cấu lại chi phí sản xuất.

Hình 78: 15 công ty sản xuất thực phẩm - đồ uống hàng đầu có kết quả kinh doanh trái chiều trong 9T19

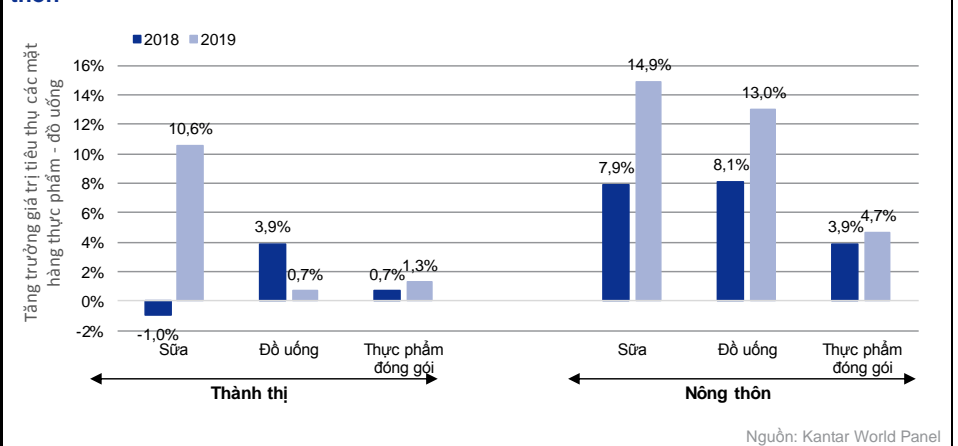
Mã CP	Nhóm sản phẩm	Tăng trưởng doanh thu thuần			Biên lợi nhuận gộp			% chi phí quản lý và bán hàng			Tăng trưởng lợi nhuận ST		
		9T19	9T18	Thay đổi	9T19	9T18	Thay đổi	9T19	9T18	Thay đổi	9T19	9T18	Thay đổi
		%	%	pts	%	%	pts	%	%	pts	%	%	pts
1 VNM	Sản phẩm sữa	6,4%	2,2%	4,2%	47,3%	46,6%	0,7%	24,3%	24,5%	-0,2%	5,8%	-7,3%	13,1%
2 SAB	Đồ uống có cồn	10,3%	7,8%	2,5%	24,9%	23,1%	1,8%	9,3%	9,4%	-0,1%	22,9%	-6,4%	29,3%
3 MPC	Thủy sản	1,7%	15,6%	-13,9%	11,0%	13,8%	-2,8%	6,6%	6,6%	0,0%	-42,6%	58,1%	-100,7%
4 MCH	Thực phẩm đóng gói	5,7%	32,6%	-26,9%	42,1%	45,4%	-3,3%	22,0%	22,8%	-0,8%	0,2%	91,0%	-90,8%
5 MML	Chăn nuôi	0,7%	N/a	N/a	16,9%	15,3%	1,6%	10,4%	11,0%	-0,6%	53,1%	N/a	N/a
6 SBT	Đường	14,2%	85,2%	-71,0%	8,9%	11,7%	-2,8%	7,3%	7,3%	0,0%	-9,3%	27,1%	-36,4%
7 BHN	Đồ uống có cồn	-1,6%	-5,9%	4,3%	26,8%	25,0%	1,8%	20,8%	17,0%	3,8%	-7,2%	-19,3%	12,1%
8 QNS	Sản phẩm sữa	-1,6%	3,5%	-5,1%	30,4%	27,3%	3,1%	14,9%	13,0%	1,9%	2,4%	15,3%	-12,9%
9 VHC	Thủy sản	-13,3%	9,6%	-22,9%	21,6%	22,4%	-0,8%	5,0%	3,8%	1,2%	-5,3%	153,1%	-158,4%
10 IDI	Thủy sản	27,9%	12,8%	15,1%	10,6%	16,7%	-6,1%	3,4%	3,7%	-0,3%	-37,5%	105,7%	-143,2%
11 DBC	Chăn nuôi	5,2%	14,6%	-9,4%	13,4%	15,7%	-2,3%	8,0%	7,6%	0,4%	-81,0%	81,3%	-162,3%
12 KDC	Thực phẩm đóng gói	-11,1%	12,5%	-23,6%	24,4%	18,2%	6,2%	23,5%	20,1%	3,4%	90,4%	-82,1%	172,5%
13 VSN	Thực phẩm đóng gói	10,0%	13,5%	-3,5%	22,9%	21,1%	1,8%	17,5%	17,0%	0,5%	41,3%	-5,9%	47,2%
14 TNA	Thực phẩm đóng gói	13,5%	-3,0%	16,5%	4,3%	5,4%	-1,1%	2,0%	1,9%	0,1%	117,5%	-25,8%	143,3%
15 ANV	Thủy sản	13,4%	30,0%	-16,6%	23,8%	15,7%	8,1%	5,3%	3,2%	2,1%	64,6%	253,5%	-188,9%

Nguồn: FinPro

Tiêu thụ thực phẩm & đồ uống tiếp tục tăng tốc ở khu vực nông thôn

Số liệu tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm từ Kantar World Panel vẽ ra hai bức tranh khác màu ở khu vực thành thị (Hà Nội, TP Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Cần Thơ) và nông thôn Việt Nam trong năm 2019. Ở khu vực thành thị, giá trị tiêu thụ 9 tháng 2019 của các nhóm sản phẩm tăng trưởng trái chiều; nhóm sữa tăng 10,6% so với cùng kỳ từ mức giảm 1,0% cùng kỳ 2018 trong khi giá trị tiêu thụ nhóm đồ uống giảm từ mức 3,9% trong 9 tháng 2018 xuống 0,7% so với cùng kỳ trong 9T19. Mặt khác, giá trị tiêu thụ của tất cả các nhóm sản phẩm đều tăng tốc ở khu vực nông thôn, chủ yếu nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng cao.

Hình 79: Tiêu thụ các mặt hàng thực phẩm đồ uống tăng trưởng cao ở khu vực nông thôn



Nguồn: Kantar World Panel

Triển vọng 2020: Sự vươn lên của mô hình kinh doanh Feed – Farm – Food (3F) >

Chúng tôi không nhận thấy nhân tố rủi ro vĩ mô nào hiện hữu đối với ngành Thực phẩm – Đồ uống trong năm 2020, căn cứ trên tăng trưởng ổn định của nền kinh tế và niềm tin cao của người tiêu dùng. Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của ngành sẽ được định hình bởi ba xu hướng: (1) giá các loại thịt tăng do nguồn cung thịt heo tiếp tục thiếu hụt; (2) người tiêu dùng Việt Nam hướng tới sử dụng

thực phẩm có xuất xứ rõ ràng và (3) các doanh nghiệp tăng cường áp dụng mô hình 3F trong sản xuất kinh doanh.

Nguồn cung thịt lợn dự báo tiếp tục giảm trong năm 2020

Chúng tôi tin rằng tình trạng thiếu cung thịt heo sẽ tiếp tục kéo dài ở Việt Nam và Trung Quốc trong năm 2020. Báo cáo của USDA (số tháng 10/2019) dự báo sản lượng thịt heo Trung quốc tiếp tục giảm 25% trong năm 2020 (sau khi đã giảm 14% năm 2019). Cũng trong báo cáo này, sản lượng thịt heo của Việt Nam được dự báo sẽ giảm tiếp 6,2% so với cùng kỳ trong năm 2020. Vì vậy, giá thịt heo và các loại thịt khác có thể sẽ tiếp tục leo thang trong nửa đầu năm 2020 trước khi bình ổn trở lại. Chúng tôi dự phóng giá heo hơi trung bình năm 2020 sẽ ở mức 56.000VND/kg (+37% so với trung bình năm 2019). Giá heo con, thịt gà, trứng được dự phóng sẽ tăng lần lượt 15%, 6% và 5% trong năm 2020 do hiệu ứng sản phẩm thay thế.

Nền công nghiệp chăn nuôi Việt Nam đang chịu sức ép phải thay đổi

Ngành chăn nuôi Việt Nam đang rất manh mún, với ít nhất 60% nguồn cung đến từ các hộ gia đình chăn nuôi nhỏ lẻ, hệ thống chuồng trại không đáp ứng được các tiêu chuẩn về an toàn sinh học. Trong khi đó, các trang trại quy mô lớn và quy mô công nghiệp hiện chiếm khoảng 40% về mặt số lượng và 50% sản lượng đầu ra. Đây là lý do vì sao ngành chăn nuôi Việt Nam rất dễ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh trên gia súc, gia cầm. Một số dịch bệnh lớn gồm có cúm gia cầm, bệnh lở mồm long móng ở bò, lợn tai xanh và gần đây nhất là dịch tả lợn châu phi (ASF) đã khiến hàng chục nghìn nông hộ phải tiêu hủy đàn gia súc của mình. Dịch ASF hiện tại không có vắc xin hoặc thuốc chữa. Do đó cách duy nhất để duy trì đàn gia súc là hệ thống chuồng, trại và quy trình chăn nuôi phải đáp ứng được tiêu chuẩn an toàn sinh học ở mức cao. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi trong dài hạn cho sự phát triển của những trang trại chăn nuôi quy mô lớn.

Hình 80: Thị trường thịt Việt Nam có tiềm năng lớn nhưng lạc hậu và phân mảnh

Chăn nuôi <i>Hiệu quả thấp</i>	Giết mổ <i>Manh mún và không an toàn</i>	Logistics <i>Nhỏ lẻ và không an toàn</i>	Phân phối <i>Nhỏ lẻ và không an toàn</i>
<p>Vietnam FCR vs U.S.'s</p> <p>(x)</p> <p>Vietnam MSY vs U.S.'s</p> <p>(porker)</p>			
<ul style="list-style-type: none"> Tỷ lệ chuyển đổi thức ăn chăn nuôi - thịt (FCR) của Việt Nam chỉ bằng 70% của Mỹ Năng suất bền vững tối đa (MSY) trong sản xuất thịt heo của Việt Nam thấp hơn nhiều so với Mỹ Lạm dụng kháng sinh và kích thích tăng trọng 	<ul style="list-style-type: none"> Công nghiệp giết mổ của Việt Nam hiện tại chỉ ở cấp độ Trung quốc những năm 2000: Manh mún, chủ yếu được thực hiện bởi những lò mổ địa phương nhỏ lẻ không đảm bảo vệ sinh Các phương tiện giết mổ thô sơ dẫn đến sản phẩm thịt heo kém vệ sinh 	<ul style="list-style-type: none"> Heo sau khi mổ được vận chuyển tới chợ truyền thống để tiêu thụ trên các phương tiện thô sơ Tiêu chuẩn vệ sinh kém, không thể kiểm soát lây nhiễm bệnh dịch, vi khuẩn 	<ul style="list-style-type: none"> 95% thịt heo được phân phối qua hệ thống chợ truyền thống Thịt ôi và nhanh chóng bị phân hủy vì bày bán ở điều kiện nhiệt độ phòng Rủi ro thịt bị nhiễm khuẩn rất cao

NGUỒN: Masan Meat Life

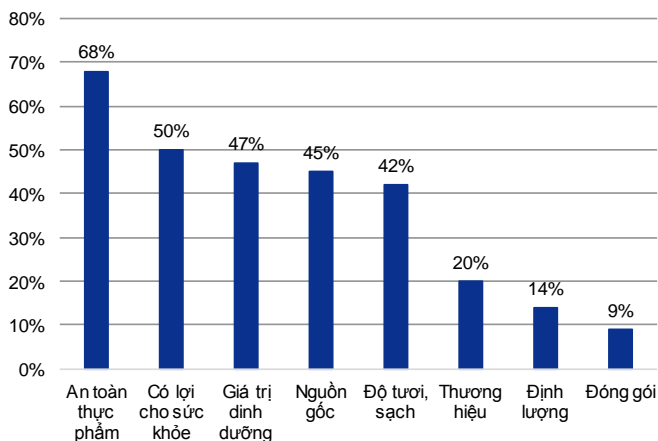
Nhu cầu thực phẩm có thể truy xuất nguồn gốc gia tăng

Thu nhập cá nhân tăng lên, kiến thức về dinh dưỡng nhiều hơn và ý thức về sức khỏe của người Việt Nam nâng cao đã tạo điều kiện cho nhu cầu về thực phẩm sạch – truy xuất được nguồn gốc gia tăng, nhằm tránh dư lượng thuốc kháng sinh

hoặc hóa chất tăng trọng trong động vật có thể gây ra ung thư. Xu hướng này phát triển đặc biệt mạnh ở khu vực thành thị Việt Nam dưới sự thúc đẩy của kênh bán hàng hiện đại tạo điều kiện cho người tiêu dùng tiếp cận thực phẩm sạch, có thương hiệu và có nguồn gốc một cách dễ dàng.

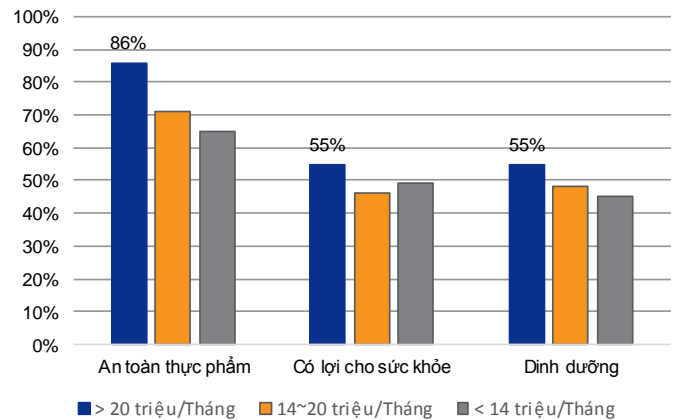
Thực phẩm không thể truy xuất nguồn gốc đang chiếm đa số tại Việt Nam, đặc biệt là các loại thịt đang được phân phối qua hệ thống chợ truyền thống nhờ ưu thế giá rẻ hơn do những người chăn nuôi nhỏ lẻ thường lạm dụng kháng sinh, hóa chất tạo nạc và tăng cân. Trong khi đó, thịt sạch và có thể truy xuất nguồn gốc phải tuân thủ quy định nghiêm ngặt của chính phủ về an toàn thực phẩm. Tuy nhiên, việc lạm dụng các chất kích thích trong chăn nuôi sẽ bị hạn chế kể từ ngày 1/1/2020, khi Luật Chăn Nuôi được áp dụng. Luật mới này buộc tất cả các nông hộ nhỏ lẻ phải tuân thủ những quy định trong chăn nuôi giống như những nông trại quy mô công nghiệp. Điều này dẫn đến các nông hộ nhỏ lẻ không còn chiếm ưu thế về chi phí vì: (1) chi phí thức ăn chăn nuôi cao hơn do không tận dụng được ưu thế của quy mô, (2) tỉ lệ chết của gia súc – gia cầm cao hơn do an toàn sinh học trang trại kém hơn.

Hình 81: An toàn thực phẩm là lý do hàng đầu ảnh hưởng tới lựa chọn thực phẩm của người Việt Nam (2018)



Nguồn: Q&Me

Hình 82: Nhóm có thu nhập cao hơn quan tâm tới an toàn thực phẩm nhiều hơn các nhóm khác



Nguồn: Q&Me

Hình 83: Người tiêu dùng Việt Nam đang chuyển dịch từ thịt không thể truy xuất nguồn gốc ...



NGUỒN: Inernet

Hình 84: ... tới tiêu thụ thịt sạch, có thể truy xuất nguồn gốc tới từ mô hình 3F của các doanh nghiệp



NGUỒN: MML

Sự phát triển của chuỗi sản xuất thực phẩm sạch Feed – Farm – Food (3F)

Công thức 3F được coi là chuỗi sản xuất thực phẩm sạch khép kín hoàn thiện trong ngành công nghiệp thực phẩm. Công thức 3F yêu cầu nhà sản xuất thịt phải đáp ứng rất nhiều tiêu chuẩn khắt khe trên từng phân đoạn của chuỗi giá trị.

- Thức ăn – thức ăn chăn nuôi phải cung cấp đầy đủ dưỡng chất tương ứng với từng giai đoạn phát triển của gia súc, gia cầm và hạn chế tối đa lượng chất thải ra môi trường.
- Chăn nuôi – chuồng trại trong quá trình chăn nuôi phải được phát triển ở quy mô công nghiệp, thỏa mãn tiêu chuẩn an toàn sinh học ở mức cao. Gia súc, gia cầm phải được giữ trong môi trường kín, vệ sinh và có không khí lưu thông nhằm ngăn chặn vi khuẩn, dịch bệnh sinh sôi.
- Thực phẩm – Thịt heo, gà, bò hoặc cá đều được kiểm soát một cách chặt chẽ để luôn đáp ứng yêu cầu vệ sinh an toàn thực phẩm của chính phủ, đồng thời có thể truy xuất được nguồn gốc. Nhà sản xuất thực phẩm phải cam kết không sử dụng bất cứ loại hoóc môn tăng trưởng, kháng sinh, hoặc hóa chất cấm nào trong quá trình chăn nuôi để tăng trọng hoặc tăng tỉ lệ nạc của gia súc, gia cầm.

CP Vietnam, là một công ty con của Charoen Pokphand Foods (CPF TB) là đơn vị điển hình trong phát triển mô hình 3F. Mô hình đã được tích hợp trên toàn chuỗi giá trị của cả nhóm sản phẩm thịt gia súc, gia cầm và thủy sản. Một số doanh nghiệp lớn khác bao gồm Vissan (VSN), Tập đoàn Masan (MSN), Tập đoàn Dabaco (DBC) cũng đã thiết lập xong chuỗi sản phẩm sạch – có thể truy xuất nguồn gốc từ trang trại đến bàn ăn của mình. Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp đã phát triển mô hình 3F sẽ đứng vững trước sự đe dọa của dịch bệnh cũng như sẽ đạt được tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Lựa chọn cổ phiếu: Chúng tôi chọn VNM, DBC và VHC ➤

Chúng tôi ưu tiên lựa chọn những doanh nghiệp hội đủ 2 yếu tố: (1) là công ty sản xuất thực phẩm đã phát triển được chuỗi 3F, đồng thời có thể hưởng lợi từ tình trạng thiếu nguồn cung thịt heo ở Việt Nam hoặc từ xu hướng gia tăng tiêu dùng thực phẩm sạch, và (2) là công ty sản xuất thực phẩm với sản phẩm chất lượng cao, có thể khai thác được nhu cầu nhập khẩu gia tăng từ Trung Quốc. Trong số các ứng viên, chúng tôi thấy Công ty Sữa Việt Nam Vinamilk (VNM), Tập đoàn Dabaco (DBC) và Công ty Thủy sản Vĩnh Hoàn (VHC) là những DN có khả năng hưởng lợi nhiều nhất.

VNM có thể hưởng lợi từ đà tăng trưởng mạnh của tiêu dùng sữa tại Việt Nam và nhu cầu nhập khẩu sữa của Trung Quốc năm 2020

VNM là nhà sản xuất sữa số 1 Việt Nam (sở hữu 51,5% thị phần năm 2018) trong cả 4 nhóm sản phẩm chính gồm: sữa uống, sữa bột, sữa chua và sữa đặc. Doanh thu từ sản phẩm sữa chiếm 96,5% tổng doanh thu và thị trường nội địa đóng góp 85,0%. Năm 2020, chúng tôi dự phóng lợi nhuận của VNM sẽ tăng 10,4% so với cùng kỳ (+6,8 điểm phần trăm so với cùng kỳ) trên cơ sở doanh thu tăng 9,6% so với cùng kỳ (+1,0 điểm phần trăm so với cùng kỳ) (nhờ tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sữa ở thị trường nội địa cao hơn và việc xâm nhập vào thị trường Trung Quốc) và biên lợi nhuận gộp cải thiện 0,4 điểm phần trăm nhờ thay đổi trong cấu trúc nhóm sản phẩm và các sản phẩm mới.

DBC có thể thu lợi từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung thịt heo

DBC nằm trong Top 10 công ty sản xuất thịt 3F tại Việt Nam. Sản phẩm chủ đạo của công ty là thức ăn chăn nuôi, thịt heo sạch, heo giống, gà giống và trứng gà. Năm 2020 chúng tôi dự phóng lợi nhuận của DBC sẽ tăng 198,4% trên cơ sở doanh thu tăng 23,7% so với cùng kỳ và biên lợi nhuận gộp cải thiện 5,4 điểm phần trăm. Cả hai sự cải thiện trên đều là kết quả của việc giá các loại thịt được dự báo tiếp tục tăng trong năm 2020 do tình trạng thiếu hụt thịt heo kéo dài.

VHC sẵn sàng nắm bắt cơ hội khi nhu cầu xuất khẩu cá tra phục hồi

VHC là nhà xuất khẩu cá tra duy nhất của Việt Nam được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% của Bộ thương mại Mỹ. Chuỗi giá trị tích hợp trong nuôi trồng thủy sản đã cho phép sản phẩm của công ty vượt qua tất cả những điều kiện khắt khe của các thị trường xuất khẩu. Thêm vào đó, kế hoạch mở rộng sản xuất năm 2019-20 sẽ tăng tỷ lệ nguyên liệu tự cung cấp lên 60% vào cuối năm 2020 và tăng sản lượng cá tra phi lê thêm trung bình 8% mỗi năm trong 3 năm tới. Chúng tôi

kỳ vọng lợi nhuận của VHC sẽ phục hồi trong năm 2020 nhờ (1) tình trạng thiếu thịt heo tại Trung Quốc do dịch tả lợn châu Phi (ASF) và (2) thuế nhập khẩu cá tra vào các thị trường Trung Quốc và EU giảm.

Hình 85: So sánh các doanh nghiệp Thực phẩm - Đồ uống (27/12/2019)

Tên doanh nghiệp	Mã CP	Khuyến nghị	Giá mục tiêu			Vốn hóa		P/E (x)	EPS TB 3 năm			EV/EBITDA (x)		ROE(%)	
			Nội tệ	Nội tệ	Tr USD	2019F	2020F		CAGR (%)	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
Các công ty sản xuất sữa															
Inner Mongolia Yili	600887 CH	KQ	30,9	34,5	27.019	26,7	23,7	11,8	7,5	5,6	19,3	15,5	27,7	25,2	
China Mengniu Dairy	2319 HK	KKN	31,7	31,5	16.015	31,2	24,4	N/a	4,2	3,5	17,0	14,0	14,2	19,6	
Yakult Honsha Co	2267 JP	KKN	6.080	N/a	9.525	28,4	26,2	7,8	2,7	N/a	15,1	14,2	9,5	9,4	
Công ty CP Sữa Việt Nam	VNM VN	KQ	117.000	155.600	8.793	21,2	19,7	9,6	7,5	6,3	13,9	13,6	36,5	38,1	
Vitasoy	345 HK	KKN	27,9	N/a	3.811	41,6	35,5	9,4	9,3	3,6	22,5	20,0	23,0	22,8	
Bright Dairy	600597 CH	KKN	12,4	N/a	2.175	39,1	28,8	0,2	2,8	4,9	8,6	7,9	7,2	9,1	
Morinaga Milk Industries	2264 JP	KKN	4.430	N/a	2.022	15,1	13,6	11,0	1,3	N/a	7,8	7,4	8,5	8,4	
Trung bình						29,1	24,6		5,0		14,9	13,2	18,1	18,9	
Trung vị						28,4	24,4		4,2		15,1	14,0	14,2	19,6	
Các công ty Feed Farm Food															
Tyson Food Group	TSN US	KKN	91,42	N/a	33.403	16,1	12,3	14,6	2,4	47,8	9,2	8,9	15,0	16,0	
New Hope Liuhe Co	000876 CH	KKN	19,27	N/a	11.636	24,2	8,5	-7,7	3,3	7,6	13,5	7,0	14,6	29,3	
CPFoods	CPF TB	KQ	27,50	35,00	7.856	14,4	16,3	9,3	1,3	1,3	14,2	11,4	9,6	8,1	
IOI Group	IOI MK	KKN	4,69	4,53	7.169	46,3	36,5	83,7	3,1	3,1	21,0	21,1	6,9	8,6	
Tập đoàn Dabaco	DBC VN	KQ	24.000	30.700	94	15,3	5,0	36,3	0,8	0,6	9,4	6,3	5,9	10,8	
Trung bình						23,3	15,7		2,2	12,1	13,5	10,9	10,4	14,6	
Trung vị						16,1	12,3		2,4	3,1	13,5	8,9	9,6	10,8	
Các công ty Thủy sản															
Công ty Thủy sản Vĩnh Hoàn	VHC VN	KQ	78.900	98.300	311	5,3	5,4	76,0	1,5	1,3	5,1	4,2	32,2	24,1	
CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	KKN	5.210	N/a	51	2,5	N/a	99,4	0,4	N/a	4,4	N/a	17,0	N/a	
CTCP NXK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	KKN	22.500	N/a	22	2,4	N/a	307,7	0,7	N/a	6,7	N/a	35,5	N/a	
Công ty Thủy sản Bến Tre	ABT VN	KKN	35.500	N/a	18	7,1	N/a	21,5	1,0	N/a	3,2	N/a	13,9	N/a	
Trung bình						4,3			0,9		4,8		24,6		
Trung vị						3,9			0,9		4,7		24,6		
Các công ty Thực phẩm Đồ uống															
Sabeco	SAB VN	KKN	230.700	N/a	6.385	31,3	23,8	11,0	8,3	N/a	20,8	16,8	28,4	36,0	
CT Tập đoàn hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	KKN	72.900	N/a	2.218	15,1	N/a	9,9	4,8	N/a	13,3	N/a	31,3	N/a	
CT Rượu Bia NGK Hà Nội	BHN VN	KKN	77.400	N/a	774	37,6	N/a	-16,5	4,0	N/a	19,7	N/a	10,9	N/a	
CT Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	KKN	18.350	N/a	465	41,7	N/a	-22,3	1,5	N/a	20,6	N/a	3,5	N/a	
Tập đoàn Kido	KDC VN	KKN	19.300	N/a	171	39,8	N/a	-77,3	0,7	N/a	8,1	7,6	1,7	-2,8	
Trung bình						33,1			3,9		16,5		15,2		
Trung vị						37,6			4,0		19,7		10,9		

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VND RESEARCH, BLOOMBERG, FIINPRO

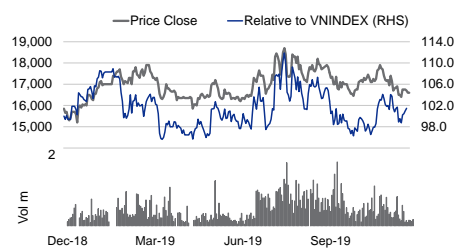
Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 2 TL 0 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND24.300
Giá mục tiêu:	VND30,700
Giá mục tiêu cũ:	N/A
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	26,3%
CGS-CIMB / Consensus:	5,9%
Reuters:	DBC.HM
Bloomberg:	DBC VN
Vốn hóa:	US\$95,53tr
	VND2.213.726tr
GTGD bình quân:	US\$0,16tr
	VND3.723tr
SLCP đang lưu hành:	82,82tr
Free float:	62,0%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	1,7	6,6	2,8
Tương đối (%)	2,7	10,2	-4,9

Cổ đông chính	% năm giữ
Nguyen Nhu So (Chủ tịch HĐQT)	18,3
SSI Securities Company	11,0
Fraser Investment Holding	8,7

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Đức

T (84) 988 086 004
E duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

Tập đoàn DABACO

Dự báo lợi nhuận 2020 tăng mạnh nhờ giá thịt lợn

- Chúng tôi dự phóng giá thịt heo cao sẽ giúp lợi nhuận của DBC tăng 198,4% so với cùng kỳ trong năm 2020.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.700 đồng/cp

Thời điểm vàng cho các DN sản xuất thịt sạch ở Việt Nam

Tiêu thụ thịt heo không rõ nguồn gốc được dự báo sẽ giảm trong giai đoạn 2019-23 do tác động của dịch tả lợn châu phi và Luật Chăn nuôi được áp dụng từ năm 2020. Chúng tôi tin rằng cơ hội này sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất thịt sạch đã áp dụng mô hình Feed – Farm – Food (3F) (mô hình chăn nuôi khép kín trong sản xuất thịt sạch) gia tăng thị phần trong giai đoạn 4 năm tới.

DBC có vị thế thuận lợi để khai thác xu hướng giá thịt heo tăng

DBC được thành lập năm 1996, là một trong những doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi công nghiệp đầu tiên ở Việt Nam với vị thế lớn ở Miền Bắc. Công ty đã phát triển hoàn thiện mô hình 3F từ năm 2010 và hiện nay nằm trong top 10 nhà sản xuất lớn trong chuỗi giá trị thịt heo và gia cầm.

Doanh thu dự phóng 2020 tăng 23,7% so với cùng kỳ

Báo cáo của Bộ nông nghiệp Hoa Kỳ tháng 10/2019 dự báo nguồn cung thịt heo ở Trung Quốc sẽ giảm 25% so với cùng kỳ trong năm 2020 do hậu quả của dịch ASF. Tình trạng này dẫn tới dự báo giá thịt heo, gà, trứng gà ở Việt Nam có thể tăng lần lượt 37%, 15% và 10% trong năm tới. Trên cơ sở này, chúng tôi dự phóng doanh thu của DBC tăng 23,7% so với cùng kỳ trong năm 2020 do nhu cầu tăng và công suất heo thịt tăng khoảng 10 điểm phần trăm lên 93%. Thêm vào đó, chúng tôi ước tính mảng kinh doanh mới của DBC là dầu ăn sẽ mang lại thêm 650 tỷ VND, bổ sung vào doanh thu của công ty trong năm 2020.

Lợi nhuận tăng nhanh nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện

Mặc dù giá thịt heo tăng, chúng tôi tin rằng giá thức ăn chăn nuôi có thể sẽ không biến động do đàn gia súc và gia cầm trong nước không tăng (vì các hộ chăn nuôi cần thời gian để tái đàn sau ảnh hưởng của ASF). Nhờ vậy biên lợi nhuận gộp của DBC được kỳ vọng sẽ tăng 5,4 điểm phần trăm lên mức 18,3%, dẫn đến lợi nhuận dự phóng tăng mạnh 198,4% so với cùng kỳ năm 2020.

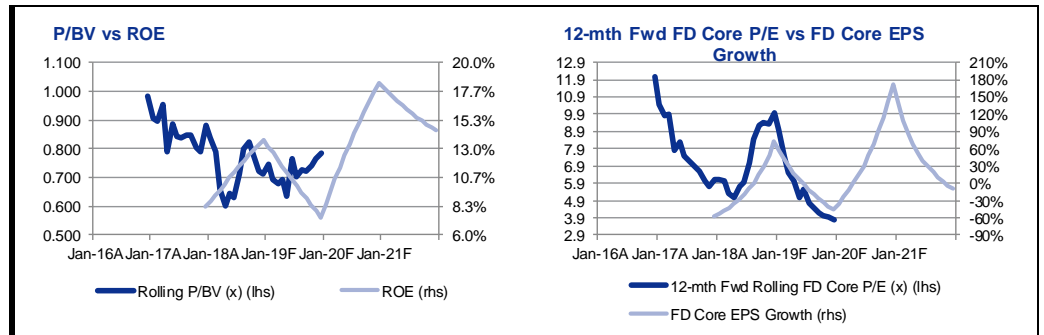
Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.700 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định bằng phương pháp DCF cho giai đoạn 10 năm (WACC 7,4% và tăng trưởng dài hạn 1,0%). Giá mục tiêu tương ứng với mức P/E forward năm 2020 là 3,8 lần. Chúng tôi tin rằng DBC là một cổ phiếu tốt để đón đầu xu hướng tăng giá thịt heo trong năm 2020 ở Việt Nam. Động lực tăng giá gồm giá thịt heo tại Việt Nam tăng cao hơn so với kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm dịch bệnh lớn trên gia súc, gia cầm bùng phát và giá thịt heo giảm nhanh hơn so với kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.674	7.039	8.706	9.655	10.487
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	799	580	1.115	1.162	1.207
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	360,2	206,5	616,2	614,4	625,4
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.350	2.375	6.442	5.839	5.403
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	72%	(45%)	171%	(9%)	(7%)
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	5,59	10,23	3,77	4,16	4,50
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.000,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	4,12%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
EV/EBITDA (lần)	6,87	10,43	5,53	5,43	5,26
P/FCFE	19,43	26,57	14,90	7,72	6,36
Net Gearing	126%	139%	99%	82%	66%
P/B (lần)	0,73	0,78	0,63	0,58	0,55
ROE	13,7%	7,4%	18,4%	14,5%	12,6%
% Change In Core EPS Estimates		0,96	1,35		
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)					

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	6.674	7.039	8.706	9.655	10.487
Lợi nhuận gộp	1.079	911	1.593	1.674	1.769
LN hoạt động thuần	799	580	1.115	1.162	1.207
Chi phí khấu hao	(259)	(230)	(281)	(330)	(352)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	539	350	834	832	855
TN từ hoạt động tài chính	(152)	(113)	(117)	(118)	(129)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	6	7	8	9	10
Lợi nhuận trước thuế	393	243	725	723	736
Thuế	(33)	(36)	(109)	(108)	(110)
Lợi nhuận sau thuế	360	207	616	614	625
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	360	207	616	614	625
Lợi nhuận thường xuyên	360	207	616	614	625
Fully Diluted Recurring Net Profit	360	207	616	614	625

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	798,5	580,2	1.114,8	1.162,0	1.207,0
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(504,9)	(152,2)	(290,9)	(347,5)	(215,1)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	43,8	35,9	22,3	52,0	32,6
Dòng tiền hoạt động khác	148,2	106,9	108,8	109,3	118,9
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(163,2)	(125,3)	(131,7)	(134,6)	(146,5)
Thuế đã trả	(61,5)	(36,4)	(108,7)	(108,4)	(110,4)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	260,9	408,9	714,5	732,7	886,6
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(936,4)	(784,2)	(524,2)	(534,2)	(544,7)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền chi đầu tư góp vốn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	49,6	(20,7)	(94,5)	(53,8)	(47,2)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(886,8)	(804,9)	(618,7)	(588,0)	(591,9)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	729,5	475,5	60,3	186,5	147,8
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(82,8)	(91,1)	(100,2)	(110,2)	(121,3)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(96,6)	0,0	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	550,1	384,4	(39,9)	76,2	26,5
Dòng tiền trong kỳ	(75,9)	(11,6)	55,8	220,9	321,3
Free Cashflow To Equity	103,6	79,5	156,1	331,1	442,5
Free Cashflow To Firm	(437,0)	(245,4)	256,5	313,1	478,4

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	528	537	688	963	1.331
Các khoản phải thu ngắn hạn	369	389	481	533	579
Hàng tồn kho	2.701	2.903	3.369	3.850	4.181
Tài sản ngắn hạn khác	290	253	863	1.133	1.423
Tổng tài sản ngắn hạn	3.888	4.082	5.401	6.478	7.515
Tài sản cố định	4.325	4.765	4.883	4.928	4.951
Tổng đầu tư	87	87	87	87	87
Tài sản vô hình	1	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	49	51	63	70	76
Tổng tài sản dài hạn	4.462	4.903	5.033	5.085	5.115
Vay & nợ ngắn hạn	2.711	3.113	3.100	3.413	3.688
Phải trả người bán	1.232	1.294	1.528	1.694	1.840
Nợ ngắn hạn khác	133	140	174	192	209
Tổng nợ ngắn hạn	4.075	4.547	4.801	5.300	5.737
Vay & nợ dài hạn	1.287	1.360	1.434	1.307	1.180
Nợ dài hạn khác	241	254	314	349	379
Tổng nợ dài hạn	1.528	1.615	1.748	1.656	1.559
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	5.603	6.162	6.549	6.956	7.296
Vốn chủ sở hữu	2.747	2.824	3.885	4.608	5.333
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.747	2.824	3.885	4.608	5.333

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	14,0%	5,5%	23,7%	10,9%	8,6%
Tăng trưởng LNHHĐKD	70,1%	(27,3%)	92,1%	4,2%	3,9%
Biên LNHHĐKD	12,0%	8,2%	12,8%	12,0%	11,5%
LN trên cổ phiếu	(41.893)	(43.203)	(38.376)	(34.087)	(29.169)
Giá trị sổ sách/cp	33.164	30.996	38.764	41.807	43.986
Khả năng thanh toán lãi vay	2,85	2,32	5,19	4,94	4,65
Thuế suất hiệu dụng	8,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	23,0%	22,1%	8,1%	9,0%	9,7%
Số ngày phải thu	14,43	8,01	7,45	7,82	7,89
Số ngày tồn kho	154,6	166,9	161,3	165,0	168,1
Số ngày phải trả	48,51	56,48	54,16	54,58	54,81
ROIC	8,46%	4,39%	9,63%	8,37%	7,92%
ROCE	9,0%	5,3%	11,0%	9,8%	9,1%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,28%	3,43%	7,31%	6,45%	6,02%

Giá định chính

	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán của nhóm SP chính	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
Tăng SL tiêu thụ của nhóm SP chính	-8,3%	9,1%	0,0%	0,0%	2,0%
Tăng công suất của nhóm SP chính	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng giá bán của nhóm SP phụ 1	49,0%	-3,5%	36,6%	-1,8%	0,0%
Tăng SL tiêu thụ của nhóm SP phụ 1	26,8%	8,9%	14,1%	23,6%	13,5%
Tăng công suất của nhóm SP phụ 1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng giá bán của nhóm SP phụ 2	9,2%	-4,5%	10,0%	-2,0%	0,0%
Tăng SL tiêu thụ của nhóm SP phụ 2	61,3%	15,3%	12,5%	28,6%	13,5%
Tăng công suất của nhóm SP phụ 3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ xuất khẩu/doanh thu	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

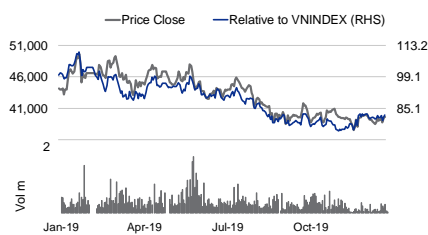
Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 9 TL 1 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND39.650
Giá mục tiêu:	VND50.200
Giá mục tiêu cũ:	N/A
Tăng giá/giảm giá:	26,6%
CGS-CIMB / Consensus:	-48,3%
Reuters:	VHC.HM
Bloomberg:	VHC VN
Thị giá vốn:	US\$311,3m VND7.214.160m
GTGD bình quân:	US\$0,37m VND8.648m
SLCP đang lưu hành:	184,8m
Free float:	45,0%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1M	3M	12M
Tuyệt đối (%)	4,2	-2,6	-16,5
Tương đối (%)	5,2	1	-24,2

Cổ đông lớn	% nắm giữ
Trương Thị Lệ Khanh	42,8
Mitsubishi Corp	6,5
Võ Phú Đức	5,9

Chuyên viên Phân tích



Đinh Quang Hình

T (84) 168 527 4887

E hình.dinh@vndirect.com.vn

CTCP Vĩnh Hoàn

Triển vọng trung hạn tươi sáng trở lại

- VHC là nhà xuất khẩu cá tra lớn nhất Việt Nam, hiện chiếm 15,3% tổng giá trị xuất khẩu cá tra cả nước và đang nắm giữ 47% thị phần cá tra tại Mỹ.
- Kế hoạch mở rộng vùng nuôi cá tra nguyên liệu giúp VHC nâng tỷ trọng tự chủ nguyên liệu lên trên 60% vào cuối năm 2020.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 50.200 đồng/cp.

Xuất khẩu cá tra của Việt Nam sẽ tích cực trong trung hạn

Chúng tôi lạc quan với triển vọng của các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra trong trung hạn nhờ các động lực sau: (1) tăng trưởng nhu cầu ổn định về cá nuôi, bao gồm cả các sản phẩm cá tra; (2) nguồn cung các sản phẩm cá thịt trắng khác như cá minh thái Alaska và cá tuyết Thái Bình Dương dự kiến giảm trong những năm tới, (3) Mỹ áp thuế nhập khẩu cao đối với cá thịt trắng Trung Quốc xuất khẩu; (4) thuế suất giảm đối với cá tra Việt Nam xuất khẩu sang các thị trường lớn như Trung Quốc và Liên minh châu Âu (EU).

VHC được trang bị tốt để nắm bắt sự phục hồi của xuất khẩu cá tra

VHC là nhà xuất khẩu cá tra Việt Nam duy nhất được hưởng mức thuế chống bán phá giá 0% do Bộ Thương mại Mỹ đưa ra. Chuỗi giá trị tích hợp giúp VHC đáp ứng yêu cầu nghiêm ngặt của các thị trường xuất khẩu. Ngoài ra, kế hoạch mở rộng trong 2019-20 sẽ nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu của VHC lên trên 60% vào cuối năm 2020 từ mức 45% hiện nay.

Chúng tôi kỳ vọng KQKD của VHC sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2020

KQKD của VHC trong năm 2020 sẽ được hỗ trợ nhờ những yếu tố sau: (1) căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tiếp diễn, (2) nguồn cung thịt lợn của Trung Quốc sụt giảm do dịch tả heo châu Phi và (3) thuế suất giảm đối với cá tra của Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc và EU và (4) mở rộng vùng nuôi cá tra nguyên liệu và nâng công suất chế biến nhờ các dự án hiện nay. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VHC tăng trưởng 11,5% sv cùng kỳ và 14,2% sv cùng kỳ trong năm 2020.

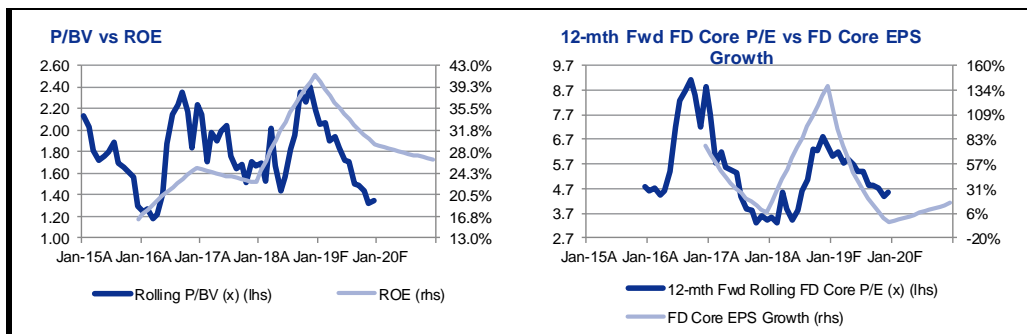
Định giá về mức hấp dẫn

Cổ phiếu VHC hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2019 là 5,3 lần, thấp hơn 30% so với mức P/E bình quân 3 năm gần đây. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để theo dõi VHC vì ảnh hưởng tiêu cực từ sự giảm tốc của thị trường Mỹ đã phản ánh phần lớn vào diễn biến giá cổ phiếu và năm 2020 dự báo khả quan hơn cho VHC với doanh thu và lợi nhuận ròng có thể ghi nhận tăng trưởng ở mức hai chữ số. Giá mục tiêu 50.200 đồng/cp dựa trên sự kết hợp hai phương pháp sau với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 4,1x (tương đương P/E trung bình ngành) và mô hình định giá DCF 5 năm. Động lực tăng giá là sự phục hồi của giá cá tra phi lệ xuất khẩu. Rủi ro giảm giá là các thay đổi bất lợi về chính sách của nước nhập khẩu.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	8.172	9.407	9.144	10.197	11.274
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	960	1.842	1.630	2.008	2.003
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	605	1.442	1.384	1.612	1.612
EPS cốt lõi (VNĐ)	3.272	7.804	7.489	8.722	8.722
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	7%	138%	(4%)	16%	0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	12,12	5,08	5,29	4,55	4,55
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	1.966	-	2.000,0	2.763,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	4,96%	0,00%	5,04%	6,97%
EV/EBITDA (lần)	8,67	4,10	3,98	2,94	2,70
P/FCFE	NA	20,9	169,5	19,50	11,50
P/B (lần)	2,49	1,82	1,35	1,10	0,94
ROE	22,7%	41,5%	29,3%	26,7%	22,3%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,55	0,60	0,53

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	8.151	9.271	9.103	10.151	11.223
Lợi nhuận gộp	1.172	2.039	1.825	2.192	2.181
LN hoạt động thuần	960	1.842	1.630	2.008	2.003
Chi phí khấu hao	(199)	(156)	(163)	(220)	(274)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	761	1.685	1.466	1.788	1.729
TN từ hoạt động tài chính	(30)	(30)	161	109	169
TN từ các Cty LK & LD	-	79	2	-	-
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(8)	(46)	(9)	(10)	(11)
Lợi nhuận trước thuế	723	1.688	1.620	1.886	1.886
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	723	1.688	1.620	1.886	1.886
Thuế	(118)	(245)	(236)	(274)	(274)
Lợi nhuận sau thuế	605	1.442	1.384	1.612	1.612
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	605	1.442	1.384	1.612	1.612
Lợi nhuận ròng	605	1.442	1.384	1.612	1.612
Lợi nhuận thường xuyên	605	1.442	1.384	1.612	1.612

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	960,0	1.841,7	1.629,7	2.007,8	2.002,7
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(147,3)	(593,2)	111,6	(299,7)	(342,8)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,5)	(0,6)
Chi/(Thu) bằng tiền khác	150,8	274,1	125,4	196,6	224,6
Dòng tiền hoạt động khác	(391,0)	(825,1)	(272,0)	(303,5)	(327,1)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(13,0)	81,0	199,6	152,0	206,8
Thuế đã trả	(115,4)	(97,8)	(235,6)	(274,4)	(274,4)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	443,9	680,2	1.558,5	1.478,4	1.489,2
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(242,6)	(545,3)	(518,1)	(487,2)	(456,2)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	-	-	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	-	-	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	350,9	(156,8)	(494,6)	(182,6)	(63,1)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(593,4)	(702,1)	(1.012,6)	(669,8)	(519,4)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	26,6	372,9	(502,6)	(431,9)	(334,9)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	10,4	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	-	(363,4)	-	(369,6)	(510,7)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	26,6	19,9	(502,6)	(801,5)	(845,6)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	418	651	1.226	1.769	1.925
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.329	2.002	1.833	2.065	2.322
Hàng tồn kho	1.202	1.386	1.455	1.633	1.828
Tài sản ngắn hạn khác	54	102	98	110	123
Tổng tài sản ngắn hạn	3.004	4.140	4.611	5.577	6.198
Tài sản cố định	1.408	1.110	1.558	1.913	2.180
Tổng đầu tư	1	389	389	1	1
Tài sản vô hình	158	287	264	241	219
Tài sản dài hạn khác	471	372	369	411	455
Tổng tài sản dài hạn	2.038	2.158	2.580	2.567	2.855
Vay & nợ ngắn hạn	1.008	1.269	767	335	-
Phải trả người bán	429	429	440	492	566
Nợ ngắn hạn khác	233	552	537	605	649
Tổng nợ ngắn hạn	1.671	2.251	1.744	1.431	1.214
Vay & nợ dài hạn	402	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	27	33	31	34	38
Tổng nợ dài hạn	429	33	31	34	38
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	2.100	2.283	1.775	1.465	1.252
Vốn chủ sở hữu	2.943	4.015	5.416	6.679	7.800
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.943	4.015	5.416	6.679	7.800

Các chỉ tiêu chính

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	10,9%	15,1%	(-2,8%)	11,5%	10,6%
Tăng trưởng LNHĐKD	15,3%	91,8%	(-11,5%)	23,2%	(-0,3%)
Biên LNHĐKD	11,7%	19,6%	17,8%	19,7%	17,8%
Tiền thuần trên cổ phiếu (VND)	(5.369)	(3.346)	2.482	7.757	10.418
Giá trị sổ sách/cp	15.923	21.726	29.308	36.139	42.206
Khả năng thanh toán lãi vay	11	30	37	67	N/A
Thuế suất hiệu dụng	16,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,0%	25,2%	NA	22,9%	31,7%
Số ngày phải thu	48,14	60,83	73,17	66,54	67,58
Số ngày tồn kho	63,18	65,31	71,23	71,01	69,86
Số ngày phải trả	13,31	12,81	13,93	13,74	13,78
ROIC	22,1%	42,6%	34,3%	38,9%	32,8%
ROCE	20,2%	37,8%	29,8%	29,8%	26,1%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	13,4%	26,0%	18,1%	19,6%	16,8%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 1 TL 10 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND116.500
Giá mục tiêu:	VND155.600
Giá mục tiêu cũ:	N/a
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	33,6%
CGS-CIMB / Consensus:	14,9%
Reuters:	VNM.HM
Bloomberg:	VNM VN
Vốn hóa:	US\$8.755tr
	VND202.870.496tr
GTGD bình quân:	US\$5,59tr
	VND128.432tr
SLCP đang lưu hành:	1.742tr
Free float:	33,4%
<small>*Nguồn: Bloomberg</small>	

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-10,6	-11,3	-28,4
Tương đối (%)	-8,9	-5,9	-9,8

Cổ đông chính	% năm giữ
SCIC	36,0
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	20,0
Platinum Victory Pte Ltd	10,6

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Đức

T (84) 988 086 004

E duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

Công ty CP Sữa Việt Nam

Cổ phiếu chất lượng – định giá hấp dẫn

- VNM là nhà sản xuất sản phẩm sữa số 1 tại Việt Nam với 51,5% tổng thị phần năm 2018.
- Lợi nhuận dự phóng tăng trưởng 10,4% năm 2020 nhờ tiêu dùng sữa nội địa tăng trưởng khả quan và khả năng xuất khẩu sang Trung Quốc.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 155.600 đồng/cp.

Tăng trưởng ổn định của thị trường nội địa là động lực chính

Giá trị tiêu thụ sữa nội địa tăng 7,0% sv cùng kỳ ở khu vực thành thị và 15,5% ở khu vực nông thôn. Chúng tôi tin rằng nhu cầu nội địa tăng do các nhà sản xuất đẩy mạnh quảng cáo đi kèm với liên tục phát hành các sản phẩm mới từ đầu năm. Thị trường nội địa được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 8,0% mỗi năm trong 5 năm sắp tới. Trên cơ sở đó, doanh thu nội địa của VNM được dự phóng sẽ tăng 8,1% sv cùng kỳ trong năm 2020 lên mức 51.800 tỷ đồng, và đạt tốc độ tăng trưởng kép 8,2% trong giai đoạn 2021-24.

DT nước ngoài dự tăng mạnh nhờ TT Campuchia và Trung Quốc

DT từ Campuchia được dự phóng tăng 50% trong năm 2020 nhờ thị phần có thể tăng lên 24% từ mức 16% năm 2019 do mức cạnh tranh thấp. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng VNM khởi động xuất khẩu chính ngạch sang Trung Quốc trong Quý 1/2020 sau khi Công ty sữa TH đã chính thức nhận được giấy phép xuất khẩu vào tháng 10/2019. DT từ nước ngoài của VNM dự phóng tăng 17% sv cùng kỳ trong 2020, đạt 10.800 tỷ đồng.

LNST dự phóng tăng 10,4% năm 2020 nhờ biên LNG cao hơn

VNM đã liên tục đầu tư mở rộng các trang trại bò sữa của mình trong những năm vừa qua. Tỷ lệ nguyên liệu sữa tươi của các trại bò của công ty so với tổng nhu cầu sữa tươi được kỳ vọng tăng từ 33% năm 2018 lên mức 45% năm 2020. Điều này đồng thời làm giảm chi phí nguyên liệu của VNM. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm mới được phát hành thuộc phân khúc cao cấp (Myjoy, Yoko, Organics) cũng sẽ giúp cải thiện biên LNG. Chúng tôi ước tính biên LNG sẽ cải thiện 0,4 điểm % trong năm 2020 lên mức 47,3%, điều này dẫn đến LNST ước tính tăng trưởng 10,4% so với 2019.

Lo ngại về tốc độ tăng trưởng đã qua

Giá cổ phiếu VNM đã giảm 20,5% so với đỉnh 52 tuần, thiết lập vào tháng 3/2019, phản ánh quan ngại của thị trường về VNM khi tăng trưởng chậm lại năm 2018 do nhu cầu trong nước yếu. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn lạc quan về VNM do 1) thị trường sữa nội địa 2019 tăng trưởng mạnh hơn dự kiến và 2) tiềm năng của thị trường Trung Quốc.

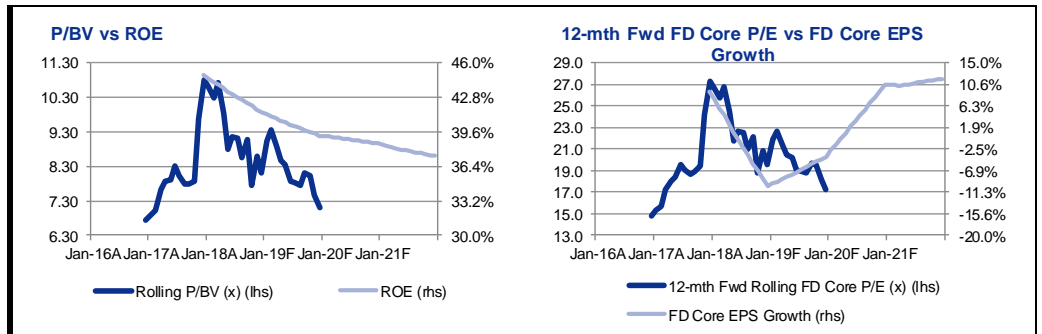
Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 155.600 đồng/cp

VND đang được giao dịch ở mức P/E dự phóng 2019 là 19,1x, thấp hơn 32% so với trung bình ngành và thấp hơn 18% so với trung bình quá khứ 2 năm. Chúng tôi tin rằng định giá hiện tại của VNM là hấp dẫn khi ROE trượt 12 tháng của VNM là 35,0%, cao hơn mức trung bình ngành là 25,1% của khu vực. Động lực tăng giá: tăng trưởng tiêu thụ sữa trong nước cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: giá nguyên liệu sữa tăng cao hơn so với dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	52.562	57.093	62.588	68.717	75.059
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	12.896	13.718	15.324	17.162	18.523
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10.184	10.668	11.778	13.160	14.672
EPS cốt lõi (VNĐ)	6.379	6.125	6.763	7.556	8.424
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	(10,0%)	(4,0%)	10,4%	11,7%	11,5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	18,36	19,12	17,32	15,50	13,90
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Tỷ suất cổ tức	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%	3,84%
EV/EBITDA (lần)	13,84	14,47	12,86	11,33	10,28
P/FCFE	23,91	25,74	25,41	22,48	18,82
Net Gearing	(34,0%)	(20,4%)	(22,2%)	(25,9%)	(31,0%)
P/B (lần)	7,91	7,13	6,27	5,38	4,56
ROE	41,4%	39,2%	38,5%	37,4%	35,5%
% Change In Core EPS Estimates					
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)		1,10	1,14	1,22	1,31

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	52.562	57.093	62.588	68.717	75.059
Lợi nhuận gộp	24.611	26.748	29.590	32.780	35.880
LN hoạt động thuần	12.896	13.718	15.324	17.162	18.523
Chi phí khấu hao	(1.684)	(1.706)	(1.960)	(2.251)	(2.251)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	11.212	12.012	13.364	14.911	16.272
TN từ hoạt động tài chính	633	528	482	564	645
TN từ các Cty LK & LD	22	30	34	38	31
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	184	206	225	247	350
Lợi nhuận trước thuế	12.052	12.775	14.104	15.759	17.298
Thuế	(1.846)	(2.084)	(2.301)	(2.571)	(2.595)
Lợi nhuận sau thuế	10.206	10.690	11.803	13.188	14.703
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(22)	(23)	(25)	(28)	(31)
Lợi nhuận ròng	10.184	10.668	11.778	13.160	14.672
Lợi nhuận thường xuyên	10.184	10.668	11.778	13.160	14.672

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	12.896	13.718	15.324	17.162	18.523
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.040)	(1.905)	(527)	(39)	(170)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(93)	0	0	0	0
Dòng tiền hoạt động khác	(810)	(373)	(649)	(772)	(186)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	614	507	459	539	618
Thuế đã trả	(1.846)	(2.084)	(2.301)	(2.571)	(2.595)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7.721	9.863	12.305	14.317	16.190
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.673)	(3.186)	(3.196)	(3.504)	(3.847)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	2.046	(845)	(624)	(1.563)	(1.283)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(627)	(4.031)	(3.820)	(5.066)	(5.129)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	724	2.091	(459)	(180)	(225)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	(3)	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(7.256)	(7.838)	(7.838)	(7.838)	(7.838)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(6.535)	(5.746)	(8.297)	(8.017)	(8.063)
Dòng tiền trong kỳ	559	86	188	1.234	2.998
Free Cashflow To Equity	7.819	7.924	8.026	9.071	10.835
Free Cashflow To Firm	7.146	5.892	5.585	9.338	11.140

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	10.197	9.316	10.246	12.651	16.537
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.621	5.020	5.503	6.042	6.600
Hàng tồn kho	5.526	6.611	7.095	7.633	8.337
Tài sản ngắn hạn khác	304	1.538	2.754	4.018	5.645
Tổng tài sản ngắn hạn	20.648	22.485	25.598	30.344	37.119
Tài sản cố định	14.006	14.958	15.987	17.122	17.713
Tổng đầu tư	1.069	2.812	2.612	2.912	3.212
Tài sản vô hình	856	778	699	635	604
Tài sản dài hạn khác	787	855	937	1.029	1.124
Tổng tài sản dài hạn	16.718	19.402	20.235	21.698	22.653
Vay & nợ ngắn hạn	1.060	1.588	1.699	1.822	1.514
Phải trả người bán	6.179	6.556	7.187	7.890	8.619
Nợ ngắn hạn khác	3.400	2.602	2.411	2.745	3.108
Tổng nợ ngắn hạn	10.640	10.746	11.297	12.458	13.241
Vay & nợ dài hạn	216	1.779	1.209	906	990
Nợ dài hạn khác	239	260	285	313	342
Tổng nợ dài hạn	455	2.039	1.494	1.219	1.331
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	11.095	12.785	12.791	13.677	14.572
Vốn chủ sở hữu	25.781	28.611	32.552	37.875	44.710
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.271	29.102	33.042	38.365	45.200

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	2,98%	8,62%	9,62%	9,79%	9,23%
Tăng trưởng LNHHĐKD	1,1%	6,4%	11,7%	12,0%	7,9%
Biên LNHHĐKD	24,5%	24,0%	24,5%	25,0%	24,7%
LN trên cổ phiếu	5.122	3.416	4.213	5.697	8.057
Giá trị sổ sách/cp	14.804	16.427	18.690	21.746	25.671
Khả năng thanh toán lãi vay	218,3	200,5	133,1	172,1	206,1
Thuế suất hiệu dụng	15,3%	16,3%	16,3%	16,3%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	77,0%	73,5%	66,5%	59,6%	53,4%
Số ngày phải thu	24,28	22,54	22,50	22,42	22,48
Số ngày tồn kho	62,34	72,99	76,01	74,79	74,39
Số ngày phải trả	51,95	50,08	50,40	50,63	50,85
ROIC	88,6%	72,7%	64,9%	63,8%	63,0%
ROCE	45,8%	42,2%	40,9%	40,6%	38,5%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	26,6%	25,6%	25,8%	25,8%	25,1%

Giá định chính

	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán của nhóm SP chính	1,1%	3,2%	5,6%	5,5%	0,0%
Tăng SL tiêu thụ của nhóm SP chính	2,1%	4,4%	4,6%	4,7%	0,0%
Tăng công suất của nhóm SP chính	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng giá bán của nhóm SP phụ	1,0%	6,0%	6,0%	6,0%	0,0%
Tăng SL tiêu thụ của nhóm SP phụ	1,0%	2,5%	2,5%	2,5%	0,0%
Tăng công suất của nhóm SP phụ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng trưởng doanh thu xuất khẩu	4,6%	18,1%	17,3%	17,3%	0,0%
Tỉ lệ xuất khẩu/doanh thu	14,9%	16,2%	17,3%	18,5%	N/A

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

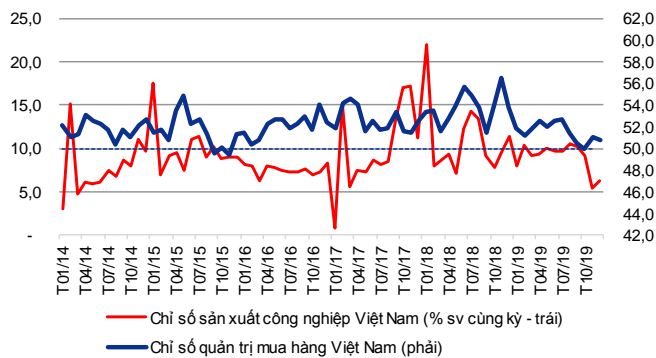
CÔNG NGHIỆP CHẾ BIẾN CHẾ TẠO: Cát cánh

Việt Nam đã sẵn sàng trở thành công xưởng tiếp theo của châu Á ➤

Việt Nam đang dần trở thành một điểm sáng trong lĩnh vực sản xuất ở châu Á, đặc biệt với ngành thiết bị điện tử, nhờ những ưu thế về lực lượng lao động dồi dào với chi phí thấp, chính sách ưu đãi thuế hấp dẫn, môi trường kinh doanh ổn định, vị trí địa lý thuận lợi và chính sách thương mại mở. Việt Nam hiện được coi là điểm đến tiềm năng cho nhiều công ty đa quốc gia trong xu hướng đa dạng hóa công xưởng sản xuất bên cạnh Trung Quốc.

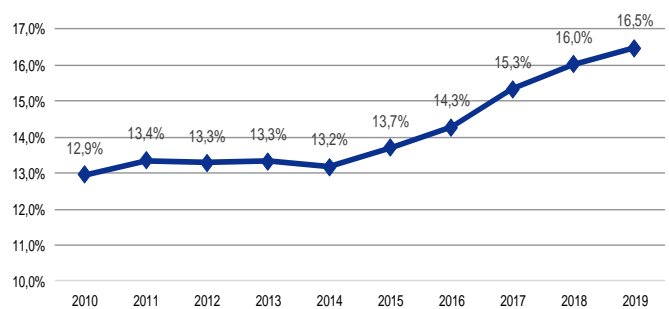
Giá trị gia tăng (MVA) của công nghiệp chế biến chế tạo (CBCT) đã tăng trưởng ấn tượng với tăng trưởng kép giai đoạn 2014-2018 đạt 11,5%, cao nhất trong các quốc gia trong khu vực. Sản lượng sản xuất quốc gia cũng tăng trưởng mạnh 11,8% trong cùng giai đoạn, với động lực chủ yếu đến từ các sản phẩm điện thoại/máy tính/thiết bị điện tử và ô tô (CAGR lần lượt đạt 26,5% và 18,9% trong cùng thời kỳ). Đóng góp của ngành CBCT trong quy mô GDP vượt lên đáng kể từ mức 13,2% năm 2014 lên 16,5% trong 2019. Mặc dù mức độ đóng góp của ngành CBCT trong quy mô nền kinh tế còn thấp so với các nước châu Á nhưng Việt Nam là quốc gia duy nhất ghi nhận tỷ lệ này gia tăng trong một thập kỷ qua.

Hình 86: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) và Chỉ số quản trị mua hàng (PMI) của Việt Nam giai đoạn 01/2014-12/2019



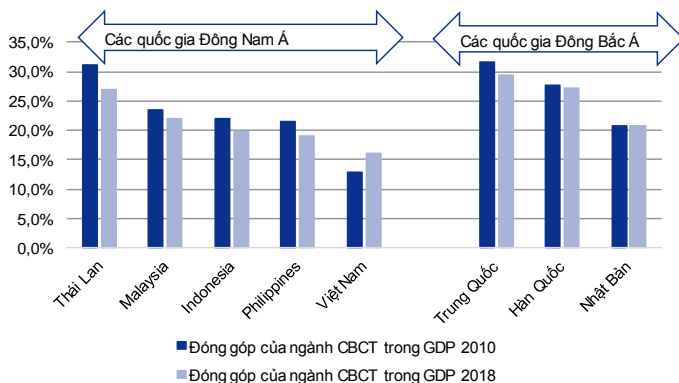
NGUỒN: GSO

Hình 87: Tỷ lệ đóng góp của ngành sản xuất Việt Nam trong GDP (2010-9T19) gần đây có xu hướng tăng



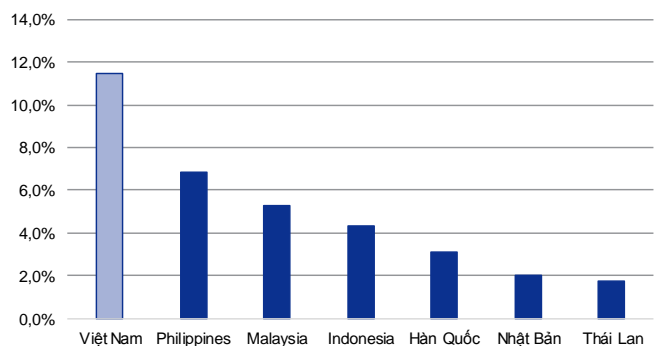
NGUỒN: VND RESEARCH, GSO

Hình 88: Đóng góp của ngành sản xuất Việt Nam trong GDP tương đối thấp so với các quốc gia châu Á (2018)



NGUỒN: VND RESEARCH, WORLDBANK

Hình 89: CAGR của giá trị sản xuất gia tăng giai đoạn 2014-18



NGUỒN: VND RESEARCH, WORLDBANK

Chuyên viên Phân tích
Nguyễn Thanh Tuấn

T (84) 94 814 2970

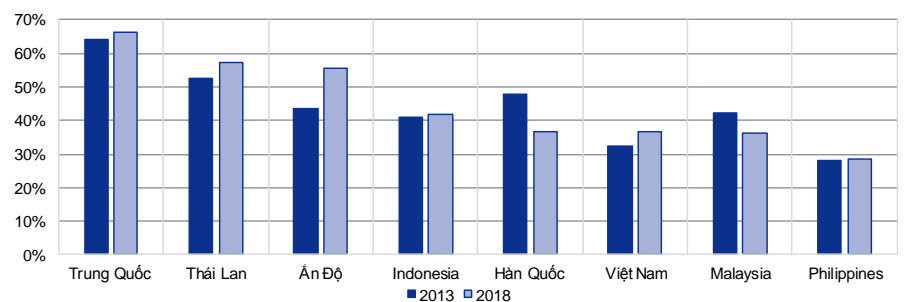
E tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Tuy nhiên, cơ cấu ngành phụ thuộc quá mức vào doanh nghiệp FDI khiến cơ hội cho các nhà sản xuất nội địa bị thu hẹp

Nhìn chung, tỷ trọng doanh nghiệp sản xuất nội địa vẫn còn tương đối nhỏ khi doanh nghiệp FDI đang thống trị với 90% sản lượng sản xuất. Các ngành được FDI đầu tư mạnh như thiết bị điện tử, dệt may, da giày,... cũng vượt trội so với các ngành khác. Mối liên kết yếu giữa doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp nội địa do các yếu tố sau:

- **Mặc dù các nhà sản xuất nội địa đang phát triển nhưng họ không đóng góp nhiều vào chuỗi cung ứng.** Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), trong năm 2019, chỉ có 21% doanh nghiệp Việt Nam đóng góp vào chuỗi giá trị toàn cầu, thấp hơn so với các nước trong khu vực như Thái Lan (30%), Malaysia (46%).
- **Tỷ lệ nội địa hóa thấp.** Theo khảo sát của Tổ chức Xúc tiến Mậu dịch Nhật Bản (Jetro) năm 2018, tỷ lệ nội địa hóa của Việt Nam đối với nguyên liệu, linh kiện và phụ tùng chỉ ở mức 36,3%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 46% của các nước châu Á. Điều này có thể giải thích bởi 2 lý do: (1) Trình độ công nghệ hạn chế cản trở các ngành công nghiệp phụ trợ Việt Nam tham gia vào chuỗi cung ứng của các doanh nghiệp FDI. Trong khi doanh nghiệp FDI và công ty liên doanh sản xuất các sản phẩm chất lượng cao thì các doanh nghiệp nội địa chủ yếu chỉ tham gia vào các khâu sản xuất đơn giản, có giá trị thấp như đóng gói, sản xuất sách hướng dẫn và các linh kiện nhựa; (2) Các nhà sản xuất Việt Nam chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, họ thiếu vốn để có thể tạo lợi thế kinh tế theo quy mô, qua đó khó cạnh tranh về giá so với các sản phẩm nhập khẩu.

Hình 90: Tỷ lệ nội địa hóa của Việt Nam và các quốc gia châu Á khác



NGUỒN: Japan External Trade Organization (Jetro)

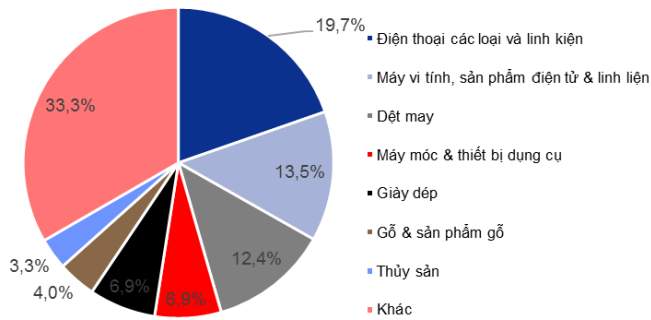
Chúng tôi nhận thấy cơ hội từ các chính sách thúc đẩy sản xuất công nghiệp trong nước >

Tháng 5/2018, chính phủ đã ban hành Quyết định số 598/2018 về kế hoạch cơ cấu lại ngành công nghiệp giai đoạn 2018-2020, xét đến năm 2025. Quyết định này nhằm thúc đẩy, hỗ trợ và thu hút đầu tư vào các ngành công nghiệp phụ trợ, với mục tiêu tạo ra sản phẩm đáp ứng nhu cầu sản xuất và xuất khẩu trong nước, từ đó tạo tiền đề cho các doanh nghiệp Việt Nam bước vào chuỗi giá trị toàn cầu. Kế hoạch phát triển tập trung vào các lĩnh vực sau:

Định hướng tập trung vào các ngành công nghiệp phụ trợ

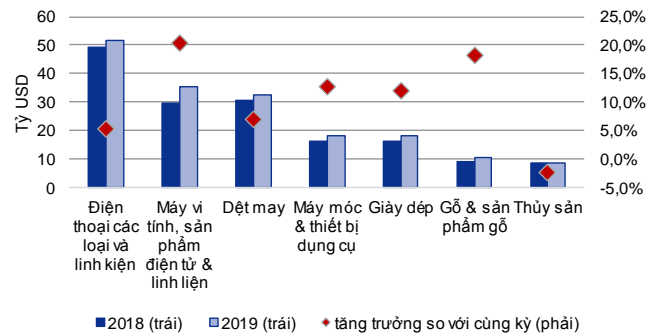
Cơ điện tử, dệt may, da giày; công nghệ cao và ô tô nằm trong danh sách các ngành công nghiệp ưu tiên. Dệt may, da giày và điện tử là những sản phẩm xuất khẩu chính của Việt Nam, khi chiếm lần lượt 19,3% và 33,2% giá trị xuất khẩu năm 2019. Trong khi đó, lĩnh vực công nghệ cao và ô tô đang thu hút một làn sóng đầu tư tư nhân mới. Các DN tham gia đầu tư ngành công nghiệp ưu tiên sẽ được hưởng ưu đãi thuế (bao gồm thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế nhập khẩu và thuế giá trị gia tăng). Ngoài ra, các dự án đầu tư liên quan đến công nghiệp phụ trợ sẽ nhận được các ưu đãi tài chính khác, bao gồm ưu đãi cho hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D), cho vay ưu đãi với lãi suất không vượt quá mức trần 6% do Ngân hàng Nhà nước Việt Nam quy định.

Hình 91: Cơ cấu xuất khẩu theo giá trị của Việt Nam năm 2019



NGUỒN: VND RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Hình 92: Giá trị xuất khẩu một số sản phẩm chính trong năm 2018 và 2019



NGUỒN: VND RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Tạo điều kiện cho khu vực đầu tư tư nhân tăng trưởng

Như chúng tôi đã đề cập trong Chủ đề #2, kể từ năm 2017, đầu tư tư nhân đã đạt được tốc độ tăng trưởng 15,0% sv cùng kỳ, tốt hơn so với tăng trưởng âm ảm của đầu tư công. Chính phủ đặt mục tiêu đưa khu vực tư nhân tăng trưởng theo định hướng bền vững, xây dựng các doanh nghiệp công nghiệp tư nhân mạnh, thay vì chỉ tập trung vào bất động sản. Vingroup (VIC) có thể là một ví dụ điển hình cho quá trình chuyển đổi này. Từ một ông lớn trong ngành bất động sản, VIC đã đầu tư rất lớn vào ô tô (Vinfast), sản xuất điện thoại di động, thiết bị điện tử (Vinsmart) và công nghệ (Vin Connect, Vin AI, Vin Tech), định hướng sẽ trở thành một tập đoàn công nghiệp - công nghệ hàng đầu.

Sự chú ý dành cho các siêu dự án trong năm 2020 >

Các siêu dự án được phát triển bởi doanh nghiệp nội địa

Tổ hợp sản xuất ô tô Vinfast là dự án ô tô lớn nhất Việt Nam với tổng mức đầu tư ban đầu là 3 tỷ USD và công suất giai đoạn 1 là 250.000 ô tô và 250.000 xe máy điện/năm. VinFast đặt mục tiêu đạt được tỷ lệ nội địa hóa hơn 60% với ô tô và 100% với xe máy điện, đồng thời sẽ tạo ra một cú hích lớn cho các ngành công nghiệp phụ trợ trong nước. Theo đó VinFast đã dành riêng khoảng 30% diện tích cho các nhà máy phụ trợ trong tổng quy mô của tổ hợp VinFast tại Hải Phòng nhằm thu hút nhà đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất linh kiện tại Việt Nam. Các hình thức đầu tư VinFast hướng đến bao gồm: Liên doanh với tỷ lệ góp vốn linh động; VinFast đầu tư 100% vốn.

Tổ hợp nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Vinsmart có diện tích gần 14,8 ha với công suất 125 triệu thiết bị/năm. Giai đoạn 1 của dự án đã hoàn thành vào tháng 11 năm 2019, với công suất thiết kế là 26 triệu thiết bị/năm, bao gồm 23 triệu điện thoại thông minh, 1 triệu sản phẩm Internet vạn vật (internet of things) và 2 triệu thiết bị điện tử thông minh khác. Theo Vingroup, ngoài việc ra mắt điện thoại thông minh và thiết bị thông minh mang thương hiệu Vsmart, dự án còn đặt mục tiêu trở thành Nhà sản xuất thiết bị gốc (OEM) cho các thương hiệu di động lớn toàn cầu (chi tiết không được tiết lộ).

Tổ hợp thép Hòa Phát Dung Quất của Tập đoàn Hòa Phát (HPG) có tổng vốn đầu tư 52.000 tỷ đồng, với công suất thiết kế là 4-4,8 triệu tấn thép/năm. HPG kỳ vọng siêu dự án này sẽ đưa Tập đoàn trở thành nhà sản xuất thép hàng đầu tại Đông Nam Á, với tổng công suất thiết kế lên tới 7,8 triệu tấn thép/năm. Hai lò cao của Dung Quất giai đoạn 1 đã chạy thử nghiệm từ tháng 7 và tháng 11 năm 2019, và đang chuẩn bị cho việc vận hành thương mại trong Quý 1/2020. Trong giai đoạn 2, HPG có kế hoạch sản xuất 2,5 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC). Nhà máy sẽ giúp HPG hoàn thiện chuỗi giá trị sản phẩm tôn mạ và ống thép. Sau khi hoàn thành giai đoạn 2, HPG sẽ trở thành nhà cung cấp HRC lớn thứ hai tại Việt Nam, sau Formosa (doanh nghiệp FDI tại Việt Nam với công suất thiết kế 4,5-5 triệu tấn/năm). Do đó, HPG và Formosa sẽ có thể cung cấp 7-7,5 triệu tấn HRC cho thị trường nội địa, tương đương 58-63% tổng nhu cầu trong nước.

Hình 93: Tổ hợp sản xuất ô tô Vinfast tại Hải Phòng



Năm bắt đầu xây dựng: 2017
Diện tích: 335ha
Năm khánh thành: 2019
Tổng mức đầu tư: 3 tỷ USD (Ban đầu)
Công suất: 250.000 xe hơi và 250.000 xe máy điện/năm (Giai đoạn 1)
Địa điểm: Đình Vũ - Khu kinh tế Cát Hải, Hải Phòng

NGUỒN: COTECCONS, Vingroup

Hình 94: Khu phức hợp Vinsmart tại Hòa Lạc



Năm bắt đầu xây dựng: 2019
Diện tích: 14,8ha
Năm khánh thành: 2019
Tổng mức đầu tư: n/a
Công suất: 125 triệu thiết bị/năm. (giai đoạn 1: 26 triệu thiết bị/năm, trong đó 23 triệu điện thoại thông minh/năm).
Địa điểm: Khu công nghệ cao Hòa Lạc, Hà Nội

NGUỒN: Vsmart.vn

Hình 95: Tổ hợp thép Hòa Phát Dung Quất



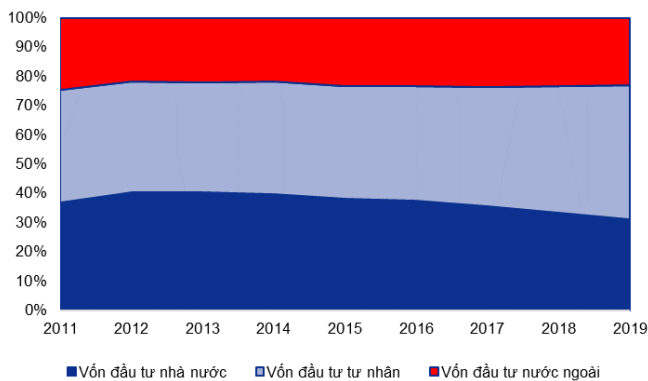
Năm bắt đầu xây dựng: 2017
Diện tích: 430ha
Năm khánh thành: 2019
Tổng vốn đầu tư: 52.000 tỷ đồng
Công suất: 4-4,8 triệu tấn thép/năm
Địa điểm: Khu kinh tế Dung Quất, Quảng Ngãi

NGUỒN: HPG

Các DN chế biến chế tạo vừa và nhỏ trong nước khác đã và đang mở rộng sản xuất

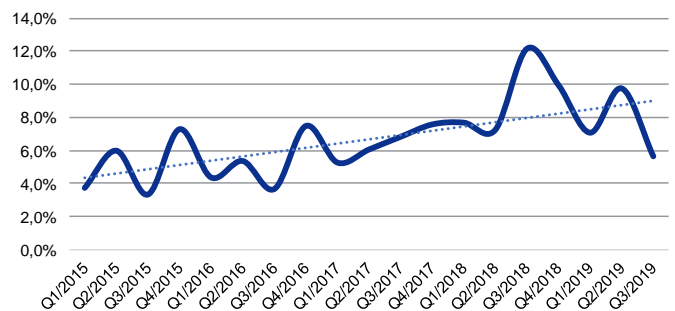
Chúng tôi hy vọng các siêu dự án có thể thay đổi về mặt căn bản bức tranh ngành chế biến chế tạo nội địa, mở rộng và hỗ trợ cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ trong nước tham gia vào chuỗi giá trị sản xuất. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy xu hướng các công ty sản xuất niêm yết đang nâng cấp sản phẩm hay mở rộng chuỗi giá trị của mình bằng các dự án mới.

Hình 96: Đóng góp của khu vực tư nhân trong tổng mức đầu tư ngày càng tăng



NGUỒN: VND RESEARCH, GSO

Hình 97: Tỷ lệ capex (% doanh thu) của các công ty niêm yết đang tăng dần



NGUỒN: VND RESEARCH, FiiPro

CTCP Sợi Thế Kỷ (STK): STK là nhà sản xuất sợi nội địa lớn thứ 2 Việt Nam, với công suất hiện tại là 60.000 tấn sợi/năm. Công ty hiện đang tập trung thực hiện dự án liên minh chuỗi cung ứng Sợi-Dệt-Nhuộm, để hợp tác với các nhà sản xuất vải khác nhằm hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất vải. Trong chuỗi sản xuất này, STK sẽ là đơn vị cung cấp nguyên liệu sợi phục vụ quá trình dệt và nhuộm (2 bước này được thực hiện bởi các đối tác khác) để sản xuất vải. Dự án trên sẽ nâng tổng công suất sợi của STK lên 20.000 tấn/năm (tương đương 31,6% công suất hiện tại), và dự kiến sẽ được đầu tư vào năm 2020-21 tại tỉnh Sóc Trăng, tổng vốn đầu tư của dự án là 13 triệu USD, chủ yếu là đất và nhà máy của STK.

CTCP Nhựa Hà Nội (NHH): NHH là công ty có kinh nghiệm trong việc cung cấp linh kiện nhựa cho các doanh nghiệp FDI như Toyota, Honda, Samsung Electronics. NHH đang mở rộng thêm sản phẩm/công ty con mới như An Trung Industries (chưa niêm yết) để cung cấp linh kiện cho sản phẩm điện tử (khách hàng là Vsmart, Samsung); Công ty Linh kiện nhựa ô tô VinFast – An Phát (VAPA) để cung cấp linh kiện cho xe ô tô và xe máy điện VinFast.

Lựa chọn cổ phiếu – Chúng tôi ưa thích HPG và STK

Chúng tôi ưa thích các công ty đầu ngành có tiềm năng mở rộng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ các dự án mới. Từ quan điểm đó, chúng tôi lựa chọn CTCP Sợi thế kỷ (STK) và CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) cho câu chuyện nâng cao chuỗi giá trị và tăng tỷ lệ nội địa hóa của các ngành chế biến chế tạo trong nước.

- CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN): HPG là công ty thép có thị phần lớn nhất Việt Nam. Chúng tôi tin rằng Khu liên hợp Thép Dung Quất sẽ thay đổi cuộc chơi của HPG và toàn bộ thị trường thép trong nước. Khi 2 giai đoạn của Khu liên hợp được hoàn thành, HPG có thể rút ngắn thời gian vận chuyển thép đến khu vực phía Nam từ 3-5 ngày, góp phần đáng kể vào kế hoạch chiếm lĩnh thị phần tại khu vực này (mục tiêu chiếm 28% thị phần từ mức 11% trong 9 tháng đầu năm 2019). Bên cạnh đó, việc tự cung ứng các sản phẩm HRC từ Dung Quất giai đoạn 2 sẽ giúp HPG cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng thép dẹt trong năm 2020-21 8,6%-9,2% so với năm 2019.
- CTCP Sợi thế kỷ (STK VN): Chúng tôi kỳ vọng 2020 sẽ tiếp tục là một năm tăng trưởng mạnh mẽ của STK, nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm và vận hành thương mại nhà máy Trảng Bàng 5. Ngoài ra, HĐQT của STK đang tham vọng đầu tư vào các dự án mới với tổng số vốn khổng lồ là 3.745 tỷ đồng, nâng công suất thiết kế tăng gấp 3 lần so với hiện tại (60.000 tấn/năm), cải thiện công nghệ và đưa STK trở thành nhà sản xuất sợi tổng hợp lớn nhất Việt Nam từ năm 2022. Ngoài ra, cải thiện cơ cấu sản phẩm sẽ giúp STK tăng biên LNG thêm 3 điểm % từ mức 13,9% của năm 2018. Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép bình quân lợi nhuận ròng giai đoạn 2019-2022 đạt 20,3%.

Hình 98: Định giá ngành chế biến chế tạo Việt Nam

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa triệu USD	P/E (x)		EPS 3 năm tới CAGR (%)	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			VND	VND		2019F	2020F		2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
VEAM Corp	VEA VN	KKN	43.600	na	2.500	7,7	7,1	na	2,2	2,1	5,6	n/a	28,3	29,9
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	KHẢ QUAN	23.550	29.700	2.806	8,9	7,3	20,1	1,3	1,1	8,7	5,5	16,5	16,9
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	KKN	7.860	na	144	8,8	6,7	na	0,5	0,5	7,7	(6,0)	6,7	8,0
CTCP Cao su Đà Nẵng	DRC VN	KKN	23.200	na	119	14,9	12,0	na	1,7	1,6	5,4	5,1	12,3	14,1
CTCP Nhựa An Phát Xanh	AAA VN	KKN	12.900	na	95	5,8	5,8	na	0,8	0,7	4,9	4,6	16,4	16,3
CTCP Máy Sông Hồng	MSH VN	KKN	44.250	na	95	5,1	4,4	na	1,8	1,4	2,8	2,3	42,0	39,4
CTCP Đồng Hải Bến Tre	DHC VN	KKN	37.000	na	86	16,7	9,3	na	1,8	1,5	10,8	6,3	12,8	18,5
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	KHẢ QUAN	17.400	22.400	53	5,3	4,9	10,2	1,1	1,0	3,5	2,8	21,5	21,4
CTCP Dệt may Thành Công	TCM VN	KKN	18.950	na	47	5,5	5,0	na	0,8	0,7	4,0	3,6	16,6	16,9
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	KKN	6.840	na	54	15,2	14,8	na	0,4	0,4	8,4	5,8	4,0	2,9
Trung bình						10,1	8,3		1,4	1,3	6,8	1,5	16,0	17,2
Trung vị						8,8	7,2		1,5	1,4	6,6	5,1	14,4	15,5

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty, Dữ liệu tại ngày 27/12/2019

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 6 TL 0 KKQ 1

Giá hiện tại:	VND23.550
Giá mục tiêu:	VND29.700
Giá mục tiêu cũ:	VND29.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	26,1%
CGS-CIMB / Consensus:	-2,1%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG VN
Thị giá vốn:	US\$2.806tr
	VND65.023.296tr
GTGD bình quân:	US\$5,12tr
	VND118.522 tr
SLCP đang lưu hành:	2.761 tr
Free float:	59,7%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	4,2	6,3	-1,1
Tương đối (%)	6,7	10,7	-7

Cổ đông lớn	% nắm giữ
Trần Đình Long	25,4
Dragon Capital	7,7
Vũ Thị Hiền	7,3

Tập đoàn Hòa Phát

Mọi ánh nhìn hướng về Dung Quất

- Chúng tôi ước tính sản lượng bán thép xây dựng 2020 tăng 33,4%.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng giai đoạn 2020/2021 tăng trưởng 21,4%/17,2%.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.700 đồng/cp.

Dung Quất giai đoạn 1 đang trong giai đoạn chạy thử nghiệm

2 lò cao của Khu liên hiệp Dung Quất (KLHDQ/Dung Quất) GD 1 đã bắt đầu chạy thử nghiệm lần lượt vào tháng 7 và tháng 11 năm 2019. Tính đến hiện tại, KLHDQ đã cho ra lò khoảng 840.000 tấn thép xây dựng và phôi thép. Chúng tôi tin rằng giai đoạn 1 sẽ vận hành thương mại trong Q1/20. Khi vận hành tối đa công suất, KLHDQ giai đoạn 1 với công suất thiết kế 2 triệu tấn thép/năm có thể sản xuất tối đa 3 triệu tấn thép xây dựng, giúp nâng tổng công suất của HPG thêm 135,7% vào năm 2020.

KLHDQ giai đoạn 2 được kì vọng sẽ hoàn thành chuỗi giá trị mảng thép dẹt của HPG

Chúng tôi tin rằng KLHDQ GD 2 sẽ bắt đầu chạy thử nghiệm vào cuối Quý 2/2020 và chính thức vận hành thương mại vào cuối năm sau. Khi vận hành tối đa công suất, giai đoạn 2 có thể bổ sung 2,5 triệu tấn thép cuộn cán nóng (HRC) vào tổng công suất hàng năm của HPG. Giai đoạn 2 cũng sẽ giúp công ty hoàn thiện chuỗi giá trị sản phẩm thép dẹt, từ quặng sắt đến sản phẩm cuối cùng (tôn mạ và ống thép). Điều này sẽ đem lại lợi thế cạnh tranh đáng kể cho HPG do hầu hết các nhà sản xuất thép dẹt nội địa hiện đang phải nhập khẩu HRC để sản xuất ống thép (với chi phí cao hơn). Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2 có thể gia tăng biên LNG thép dẹt của HPG 8,6-9,0 điểm % trong năm 2020-2021 so với 2019 nhờ nguồn HRC tự cung ứng.

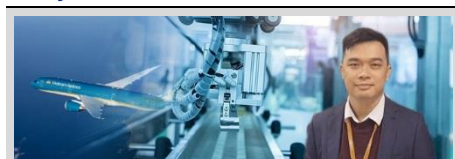
Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận 2020/2021 tăng 21,4/17,2%

Cho năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của HPG đạt lần lượt 72.825 tỷ đồng (+19,0% sv cùng kỳ) và 9.132 tỷ đồng (+21,4% sv cùng kỳ) nhờ vào: (1) sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép tăng lần lượt 33,4% sv cùng kỳ và 10,0% sv cùng kỳ; (2) giá quặng sắt bình quân giảm 5,9%, theo dự báo của chúng tôi; (3) KLHDQ được miễn thuế trong 4 năm đầu tiên và (4) chi phí vận chuyển thấp hơn của Dung Quất so với Hải Dương. Chúng tôi ước tính LNST tiếp tục đà tăng 17,2% sv cùng kỳ trong năm 2021 lên 10.705 tỷ đồng.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.700 đồng/cp

Định giá dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 8,0x cho EPS 2020; và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tăng trưởng nhu cầu thép chậm hơn dự kiến, và (2) hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến của KLHDQ.

Chuyên viên Phân tích



Nguyễn Thanh Tuấn

T (84) 94 814 2970

E tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung

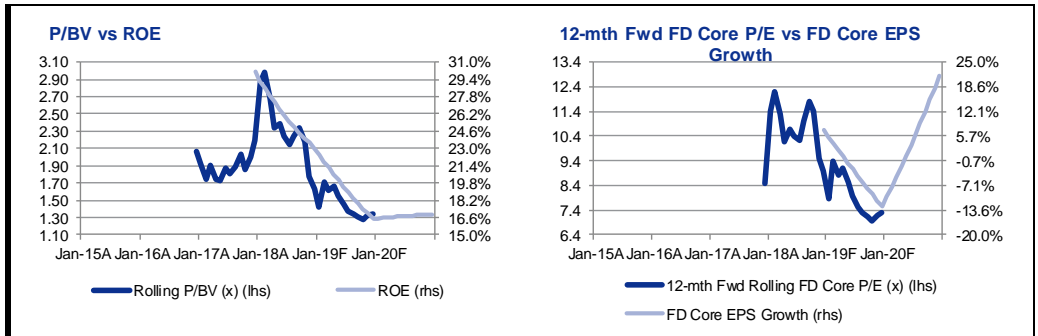
T (84) 97 665 3885

E trung.tranba@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	46.162	55.836	61.219	72.825	85.160
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	11.417	12.524	11.893	17.556	19.901
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7.826	8.392	7.331	8.903	10.436
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.834	3.039	2.655	3.225	3.780
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	30%	7%	-13%	21%	17%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	8,11	7,57	8,66	7,13	6,08
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1,4	2,1	-	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	0,01%	0,01%	0,00%	2,17%	2,17%
EV/EBITDA (lần)	5,5	6,5	8,6	5,4	4,3
P/FCFE	NA	NA	259,50	20,80	43,70
P/B (lần)	1,97	1,57	1,31	1,11	0,94
ROE	30,1%	23,1%	16,5%	16,9%	16,8%
% thay đổi trong dự báo EPS (so với báo cáo cũ)			3,4%	17,1%	10,5%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,03	1,03	1,09

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	46.162	55.836	61.219	72.825	85.160
Lợi nhuận gộp	10.626	11.671	11.416	14.316	16.255
LN hoạt động thuần	11.417	12.524	11.893	17.556	19.901
Chi phí khấu hao	(1.871)	(2.206)	(2.117)	(5.194)	(5.965)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	9.546	10.318	9.777	12.362	13.936
TN từ hoạt động tài chính	(293)	(245)	(750)	(1.563)	(1.301)
TN từ các Cty LK & LD	(0)	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	36	(1)	66	(22)	(9)
Lợi nhuận trước thuế	9.288	10.071	9.093	10.776	12.626
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	9.288	10.071	9.093	10.776	12.626
Thuế	(1.274)	(1.471)	(1.546)	(1.616)	(1.894)
Lợi nhuận sau thuế	8.015	8.601	7.547	9.160	10.732
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(8)	(28)	(28)	(28)	(28)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(181)	(181)	(189)	(229)	(268)
Lợi nhuận ròng	7.826	8.392	7.331	8.903	10.436
Lợi nhuận thường xuyên	7.822	8.386	7.331	7.523	9.056

Dòng tiền (tỷ đồng)

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	11.417	12.524	11.893	17.556	19.901
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(0)	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.149)	(2.766)	(5.297)	(5.252)	(4.008)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(11)	(73)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	4	(86)	(8)	(134)	(128)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(480)	(540)	(978)	(1.782)	(1.536)
Thuế đã trả	(1.724)	(1.416)	(1.546)	(1.616)	(1.894)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	6.058	7.642	4.065	8.772	12.335
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(8.875)	(27.594)	(14.532)	(1.099)	(800)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	7	65	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn	(9.182)	6.148	2.980	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	124	849	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(17.926)	(20.533)	(11.552)	(1.099)	(800)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	6.520	11.137	7.732	(4.621)	(10.084)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	5.057	11	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(4)	(6)	-	(1.381)	(1.381)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	11.574	11.143	7.732	(6.002)	(11.464)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	14.201	6.240	3.503	5.175	5.253
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.555	3.210	3.354	6.173	8.166
Hàng tồn kho	11.749	14.115	17.056	19.360	22.786
Tài sản ngắn hạn khác	562	1.743	1.911	2.274	2.659
Tổng tài sản ngắn hạn	33.068	25.309	25.825	32.982	38.864
Tài sản cố định	18.672	50.852	72.079	69.684	65.732
Tổng đầu tư	17	67	67	67	67
Tài sản vô hình	186	217	206	195	183
Tài sản dài hạn khác	1.079	1.778	1.949	2.319	2.712
Tổng tài sản dài hạn	19.954	52.914	74.301	72.264	68.694
Vay & nợ ngắn hạn	11.329	11.495	22.540	19.492	13.074
Phải trả người bán	4.226	8.707	6.671	8.071	9.407
Nợ ngắn hạn khác	2.965	2.435	2.669	3.175	3.713
Tổng nợ ngắn hạn	18.520	22.636	31.880	30.738	26.195
Vay & nợ dài hạn	1.651	12.811	19.065	16.574	13.041
Nợ dài hạn khác	453	2.153	612	728	852
Tổng nợ dài hạn	2.105	14.964	19.677	17.302	13.893
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	20.625	37.600	51.557	48.040	40.087
Vốn chủ sở hữu	32.287	40.496	48.414	57.024	67.260
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	127	154	182	210
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	53.022	78.223	100.126	105.246	107.557

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	38,7%	21,0%	9,6%	19,0%	16,9%
Tăng trưởng LNHDKD	25,0%	9,7%	-5,0%	47,6%	13,4%
Biên LNHDKD	24,7%	22,4%	19,4%	24,1%	23,4%
LN trên cổ phiếu	2.834	3.039	2.655	3.225	3.780
Giá trị sổ sách/cp	11.694	14.667	17.534	20.653	24.360
Khả năng thanh toán lãi vay	19,90	19,11	10,00	6,94	9,07
Thuế suất hiệu dụng	13,7%	14,6%	17,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,0%	0,1%	0,0%	13,1%	11,2%
Số ngày phải thu	35,4	31,9	19,6	23,9	30,7
Số ngày tồn kho	112,96	106,87	114,22	113,90	111,63
Số ngày phải trả	40,88	53,44	56,35	46,11	46,29
ROIC	38,5%	27,9%	13,4%	12,0%	13,3%
ROCE	27,2%	19,2%	12,9%	13,7%	15,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	23,43%	16,43%	10,71%	11,66%	12,89%

Giá định chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng giá bán (%)	15,5%	9,8%	-6,1%	-3,9%	0,1%
Tăng trưởng sản lượng (%)	19,2%	6,4%	13,0%	27,8%	20,1%
Hiệu suất hoạt động (%)	100,0%	84,7%	63,9%	68,9%	77,6%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

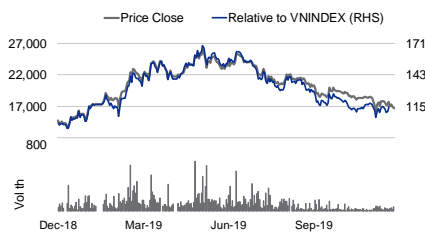
Consensus ratings*: KQ 3 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND17.550
Giá mục tiêu:	VND22.400
Giá mục tiêu cũ:	VND25,200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	27,6%
CGS-CIMB / Consensus:	1,1%
Reuters:	STK.HM
Bloomberg:	STK.VN
Vốn hóa:	US\$53,56tr
	VND1.241.258tr
GTGD bình quân:	US\$0,02tr
	VND565,0tr
SLCP đang lưu hành:	59,94tr
Free float:	60,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-9,2	-16,9	9,7
Tương đối (%)	-6,8	-13,7	5,1

Cổ đông	% năm giữ
CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt	20,0
Đặng Triệu Hòa	13,8
Đặng Mỹ Linh	9,2

Chuyên viên phân tích

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Sợi Thê Kỳ

Sợi tái chế dẫn dắt tăng trưởng LN 2020

- STK là nhà sản xuất sợi tổng hợp lớn thứ hai của Việt Nam về sản lượng, với công suất hàng năm là 60.000 tấn sợi tính đến tháng 12/2019.
- Chúng tôi kỳ vọng biên LNG 2020 sẽ tăng 0,5 điểm phần trăm sv cùng kỳ nhờ vào sự cải thiện trong cơ cấu sản phẩm, LNST 2020 tăng 17,2%.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 22.400 đồng/cp.

Chiến tranh thương mại đem đến nhiều thách thức hơn là thuận lợi trong ngắn hạn

STK ghi nhận doanh thu 9T19 giảm 7,2% sv cùng kỳ xuống 1.653 tỷ đồng do lượng tiêu thụ và giá bán của sợi nguyên sinh giảm tương ứng 26,5% và 3,3% sv cùng kỳ. Với việc các nhà sản xuất sợi của Trung Quốc gia tăng bán hàng ở thị trường nội địa và sang các thị trường châu Á khác trong bối cảnh bị Mỹ áp thuế quan cao, giá bán trung bình của sợi nguyên sinh xuất khẩu sang Trung Quốc đã giảm mạnh, khoảng 2.394 USD/tấn (-11,6% trong 9 tháng 2019 và -14,8% sv cùng kỳ) tại ngày 30/9/2019.

Sợi tái chế vẫn là động lực tăng trưởng chính trong năm 2020

Chúng tôi dự báo doanh thu từ sợi tái chế sẽ tăng 36,1% sv cùng kỳ trong năm 2020, đóng góp 41,4% vào tổng doanh thu năm 2020 của STK. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng doanh thu sợi nguyên sinh (bao gồm cả sợi DTY và FDY) sẽ giảm 14,0% sv cùng kỳ, đóng góp 52% vào doanh thu của STK năm 2020 (năm 2019 là 64%). Sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm kỳ vọng sẽ giúp nâng biên LNG của STK năm 2020 lên 45 điểm cơ bản so với năm 2019.

Kế hoạch mở rộng đưa STK trở thành nhà sản xuất sợi lớn nhất tại Việt Nam từ năm 2022

Tại ĐHCĐ năm 2019, ban lãnh đạo đã chia sẻ về kế hoạch tăng gấp 3 lần công suất hiện tại với tổng mức đầu tư ước tính là 3.745 tỷ đồng, đưa STK trở thành nhà sản xuất sợi polyester lớn nhất tại Việt Nam. Hơn nữa, STK cũng có kế hoạch đầu tư vào dự án liên minh Sợi-Dệt-Nhuộm trong giai đoạn 2020-2021; dự án trên có thể giúp STK hình thành chuỗi sản xuất vải và khắc phục nút thắt của ngành dệt may Việt Nam. Tuy nhiên, chi tiết về các dự án chưa được tiết lộ, do đó chúng tôi không đưa vào dự báo của mình.

LNST dự báo tăng trưởng kép 20,3% trong giai đoạn 2019-2022

Chúng tôi kỳ vọng LNST của STK sẽ tăng trưởng kép với tốc độ 20,3% trong giai đoạn 2019-2022, thúc đẩy bởi tăng trưởng kép 30,3% của doanh thu sợi tái chế và 3,0 điểm phần trăm của biên LNG trong giai đoạn 2019-2022 (từ mức 13,9% của năm 2018).

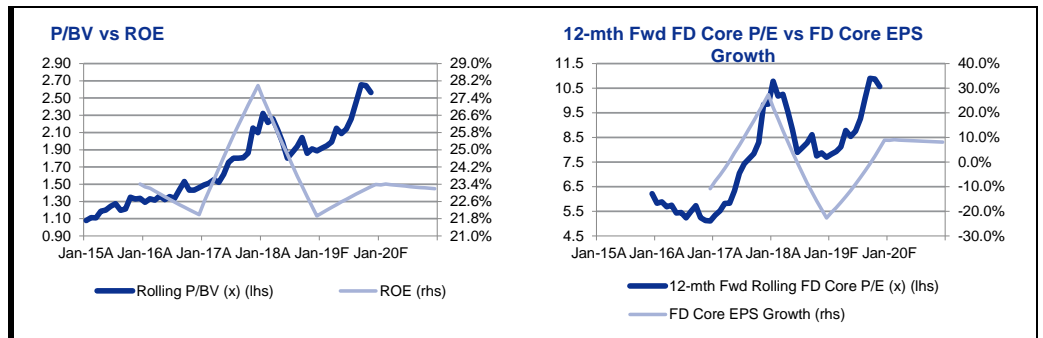
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 22.400 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên mức EPS 2020 của STK là 3.553 đồng/cp và P/E mục tiêu là 6,3x, tương ứng với mức chiết khấu 10% so với P/E trung bình 1 năm của STK. Động lực tăng giá có thể đến từ: (1) sự hồi phục của giá sợi trong trường hợp Mỹ và Trung Quốc đàm phán lại về việc loại bỏ thuế quan, (2) doanh số bán sợi tái chế tốt hơn kỳ vọng. Rủi ro chính đối với khuyến nghị là sự leo thang của chiến tranh thương mại.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.009	2.408	2.280	2.421	2.716
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	274,0	387,7	426,7	457,5	515,8
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	99,6	178,4	214,4	251,3	310,7
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.756	2.977	3.281	3.553	4.393
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	207%	70%	10%	8%	24%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	9,99	5,90	5,35	4,94	3,99
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	300,0	800,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Tỷ suất cổ tức	1,71%	4,56%	8,55%	8,55%	8,55%
EV/EBITDA (lần)	6,06	4,19	3,48	2,84	1,89
P/FCFE	21,69	8,13	18,66	5,95	2,66
P/B (lần)	1,35	1,16	1,15	0,98	0,83
ROE	13,5%	21,2%	21,5%	21,4%	22,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,04	1,04	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HDKD					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	1.989	2.408	2.280	2.421	2.716
Lợi nhuận gộp	217	335	353	386	452
LN hoạt động thuần	274	388	427	458	516
Chi phí khấu hao	(148)	(143)	(159)	(162)	(165)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	126	245	268	296	350
TN từ hoạt động tài chính	(22)	(42)	(26)	(12)	1
TN từ các Cty LK & LD	-	(1)	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HDKD	1	(3)	2	2	3
Lợi nhuận trước thuế	105	199	244	286	354
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	105	199	244	286	354
Thuế	(5)	(21)	(30)	(35)	(43)
Lợi nhuận sau thuế	100	178	214	251	311
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	100	178	214	251	311
Lợi nhuận thường xuyên	100	178	214	251	311

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	274,0	387,7	426,7	457,5	515,8
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	63,0	107,7	71,5	19,3	36,5
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	0,8	29,0	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(6,2)	(7,0)	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	(1,9)	(28,5)	(22,7)	(14,7)	(16,8)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(19,5)	(17,9)	(1,1)	5,4	20,3
Thuế đã trả	(4,6)	(13,7)	(29,8)	(35,0)	(43,2)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	305,7	241,9	301,5	393,9	439,5
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(5,3)	(94,8)	(41,8)	(42,7)	(43,6)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	-	0,1	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn	(27,0)	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	5,2	32,4	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(27,1)	(62,4)	(41,8)	(42,7)	(43,6)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(232,7)	(50,1)	(198,2)	(142,6)	70,4
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	65,9	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(15,9)	(48,0)	(106,1)	(70,7)	(70,7)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(248,6)	(98,0)	(238,4)	(213,3)	(0,3)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	117	198	219	357	753
Các khoản phải thu ngắn hạn	108	69	69	74	84
Hàng tồn kho	399	499	535	567	625
Tài sản ngắn hạn khác	34	31	39	41	46
Tổng tài sản ngắn hạn	658	797	862	1.040	1.508
Tài sản cố định	1.208	1.146	1.032	913	791
Tổng đầu tư	27	2	20	20	20
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	131	159	147	156	175
Tổng tài sản dài hạn	1.365	1.308	1.199	1.089	986
Vay & nợ ngắn hạn	341	427	337	358	401
Phải trả người bán	380	378	352	373	412
Nợ ngắn hạn khác	12	42	49	57	73
Tổng nợ ngắn hạn	732	847	738	788	887
Vay & nợ dài hạn	467	348	240	76	103
Nợ dài hạn khác	47	1	-	-	-
Tổng nợ dài hạn	514	349	240	76	103
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	1.246	1.196	977	864	990
Vốn chủ sở hữu	778	909	1.084	1.264	1.504
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	778	909	1.084	1.264	1.504

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	45,6%	19,9%	-5,3%	6,2%	12,2%
Tăng trưởng LNHHĐKD	52,1%	41,5%	10,1%	7,2%	12,7%
Biên LNHHĐKD	13,6%	16,1%	18,7%	18,9%	19,0%
Tiền ròng trên mỗi cổ phiếu	(11.538)	(9.618)	(5.047)	(1.081)	3.516
Giá trị sổ sách/cp	12.976	15.174	15.322	17.875	21.268
Khả năng thanh toán lãi vay	4,59	8,44	18,46	22,72	23,17
Thuế suất hiệu dụng	5,1%	10,5%	12,2%	12,2%	12,2%
Tỷ lệ chia cổ tức	18,1%	26,9%	49,5%	42,2%	34,1%
Số ngày phải thu	8,5	8,8	8,9	8,2	8,1
Số ngày tồn kho	82,55	79,07	97,93	99,12	96,04
Số ngày phải trả	57,51	54,84	58,48	55,95	54,21
ROIC	7,8%	16,5%	18,1%	20,8%	26,5%
ROCE	8,1%	15,7%	16,8%	18,7%	20,8%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,0%	10,7%	11,5%	12,5%	13,4%

Giá định chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng giá bán (% , sợi nguyên sinh)	N/A	18,5%	-3,3%	1,0%	1,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	N/A	N/A	-26,8%	-15,9%	-4,7%
Hiệu suất hoạt động (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng giá bán (% , sợi tái chế)	N/A	19,0%	4,1%	4,0%	4,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	N/A	N/A	68,2%	39,3%	40,1%
Hiệu suất hoạt động (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

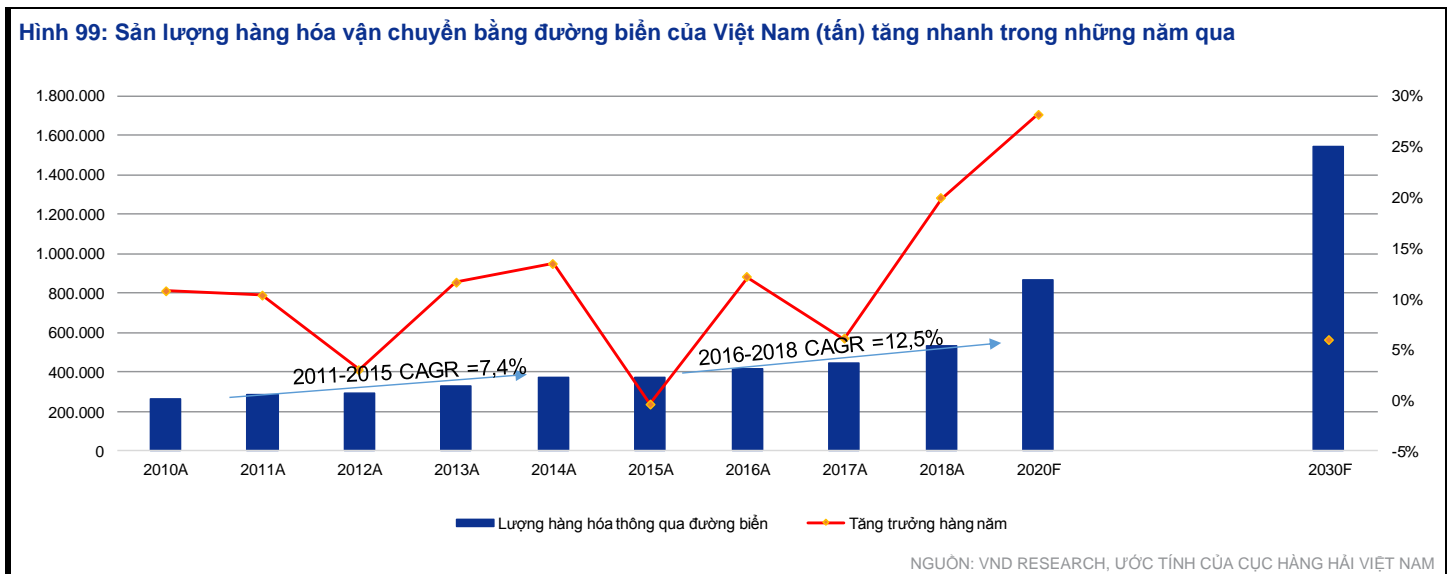
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

LOGISTICS: Nắm bắt thời cơ từ hội nhập thương mại

Lượng hàng hóa thông qua đường biển tăng trưởng ổn định trong giai đoạn FY20-21F ➤

Sản lượng hàng hóa thông qua đường biển của Việt Nam tăng từ mức 7,4% hàng năm trong giai đoạn 2011-15 lên mức 12,5% hàng năm trong giai đoạn 2016-18. Trong 9 tháng 2019, tổng sản lượng hàng hóa thông qua đường biển tăng 12% so với cùng kỳ năm trước lên mức 485,2 triệu tấn, ổn định so với năm trước. Hàng hóa quốc tế chiếm từ 60-62% tổng sản lượng trong giai đoạn 2015-18 khiến chúng tôi tin rằng sự tăng tốc giao thương hàng hóa là nhân tố chính để sản lượng hàng hóa các cảng Việt Nam tăng trưởng trong giai đoạn 2020-21. Thực tế, lượng hàng hóa thông qua các cảng tăng lên theo kim ngạch thương mại trong giai đoạn 2011-18 với động lực lớn từ các hiệp định thương mại tự do (FTAs) và vốn đầu tư trực tiếp của nước ngoài (FDI).

Hình 99: Sản lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường biển của Việt Nam (tấn) tăng nhanh trong những năm qua



Dựa trên quy hoạch tổng thể phát triển ngành cảng biển của Bộ giao thông vận tải năm 2017, tổng sản lượng thông qua đường biển kỳ vọng sẽ đạt 869,6 triệu tấn vào năm 2020 với mức tăng trưởng kép đạt 28,2% trong giai đoạn 2018-20, và đạt 1.542 triệu tấn vào năm 2030 với mức tăng trưởng hàng năm là 5,9% trong giai đoạn 2020-30. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng trong giai đoạn 2019-21 sẽ thấp hơn so với kỳ vọng trên, nhưng sẽ duy trì ở mức hai con số dựa trên kết quả tích cực sau khi ký kết hiệp định thương mại tự do Việt Nam – châu Âu (EVFTA) vào tháng 6/2019 vừa qua cũng như hiệu lực của hiệp định đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) vào tháng 3/2019. Xuất khẩu của Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng mạnh, đặc biệt là xuất khẩu đến thị trường châu Âu. Khi thuế quan được gỡ bỏ theo hiệu lực của các hiệp định thương mại, Việt Nam sẽ được hưởng lợi với mức thuế xuất-nhập khẩu gần như bằng 0% khi giao thương với các thị trường Mexico, Peru, Canada và liên minh châu Âu. Các doanh nghiệp Việt Nam thuộc các ngành như chế biến gỗ, dệt may, nông sản và thiết bị điện tử có thể thúc đẩy các lô hàng sản phẩm đến các thị trường này. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng hàng hóa thông qua có thể hưởng lợi từ dòng chảy thương mại gia tăng.

Chuyên viên Phân tích

Lại Thị Thanh Nhân

T (84) 914 459 879

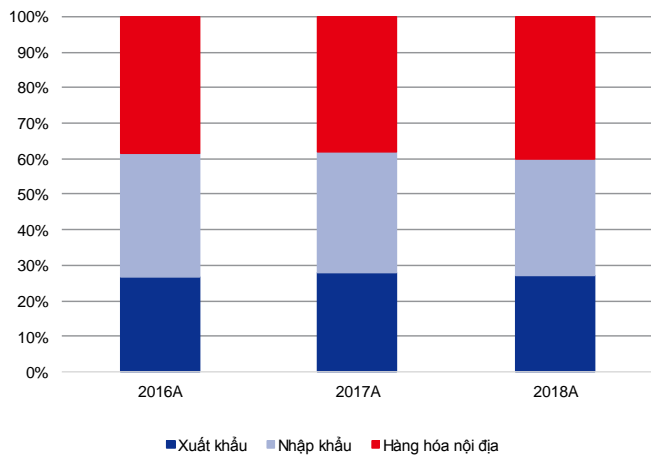
E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách

T (84) 909 283 119

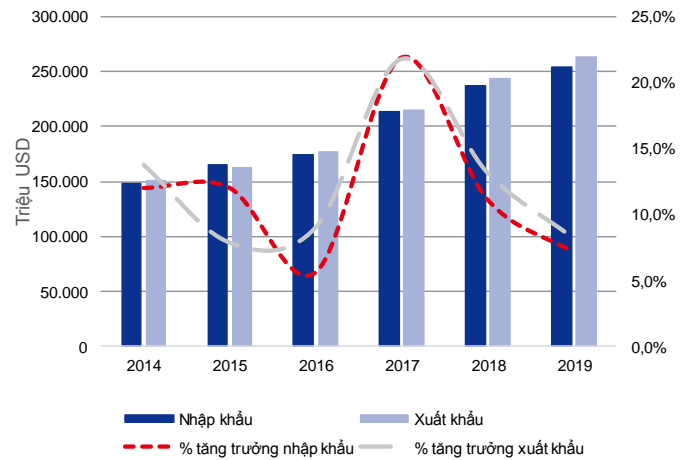
E bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hình 100: Sản lượng container xuất khẩu và nhập khẩu chiếm hơn 60% tổng sản lượng hàng hóa thông qua cảng trong năm 2016-2018



NGUỒN: VND RESEARCH, CỤC HÀNG HẢI VIỆT NAM

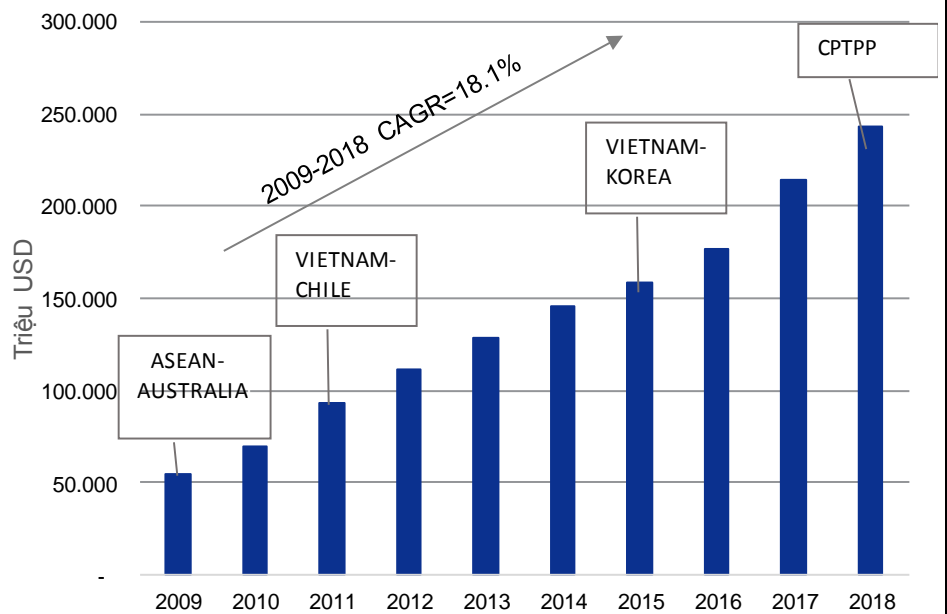
Hình 101: Mặc dù tăng trưởng xuất – nhập khẩu giảm tốc trong năm 2019, giá trị vẫn duy trì xu hướng tăng



NGUỒN: VND RESEARCH, TỔNG CỤC HẢI QUAN

Theo chúng tôi, tiềm năng về thương mại từ các FTA phụ thuộc vào khả năng chấp nhận rủi ro và vượt qua thách thức của Việt Nam. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ở Việt Nam có thể nắm bắt lợi ích của FTA vì các thị trường xuất khẩu được tạo ra bởi các FTA đã ghi nhận kết quả thương mại ấn tượng trong hai thập kỷ qua.

Hình 102: Xuất khẩu của Việt Nam (triệu USD) được thúc đẩy bởi các FTA được ký kết trong giai đoạn 2009 – 2018



NGUỒN: VND RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KẾ

Chúng tôi tin rằng các cảng biển quốc tế sẽ ghi nhận tăng trưởng nhanh nhất trong giai đoạn tiếp theo ➤

Việt Nam có 6 cảng cửa ngõ trong số 45 cảng dọc bờ biển (tính đến cuối năm 2018). Tuy nhiên, theo số liệu của hiệp hội cảng biển Việt Nam - VPA vào ngày 30/7/2019, thị phần cảng biển phân bố không đồng đều với các cảng miền Bắc chiếm 30,3% sản lượng hàng hóa thông qua trong 7T2019, các cảng miền Trung chiếm 13,3% và các cảng miền Nam chiếm 56,4%. Nếu chỉ tính sản lượng container trong 7T2019, các cảng miền Nam bao gồm cụm cảng Hồ Chí Minh, cụm cảng đồng bằng sông Cửu Long và cụm cảng Cái Mép Thị Vải chiếm tỷ trọng 72,2%, trong khi các cảng miền Bắc (cụm cảng ở Hải Phòng và Quảng Ninh) chiếm 23,1%. Chúng tôi cho rằng các cảng miền Nam và miền Bắc sẽ tiếp tục dẫn đầu về sản lượng hàng hóa thông qua trong các năm tới do nằm trong các

khu kinh tế trọng điểm phát triển nhất. Tuy nhiên, các cảng có triển vọng phát triển khác nhau và trong số các cụm cảng miền Nam và miền Bắc, chúng tôi cho rằng cụm cảng Cái Mép Thị Vải và các cảng hạ lưu trong cụm cảng Hải Phòng sẽ là các cảng phát triển nhanh nhất.

Hình 103: Việt Nam sở hữu 6 cảng cửa ngõ cho các tàu container, trong đó cảng nước sâu Cái Mép và cảng hạ nguồn Hải Phòng sẽ hưởng lợi lớn nhất từ dòng chảy thương mại gia tăng.



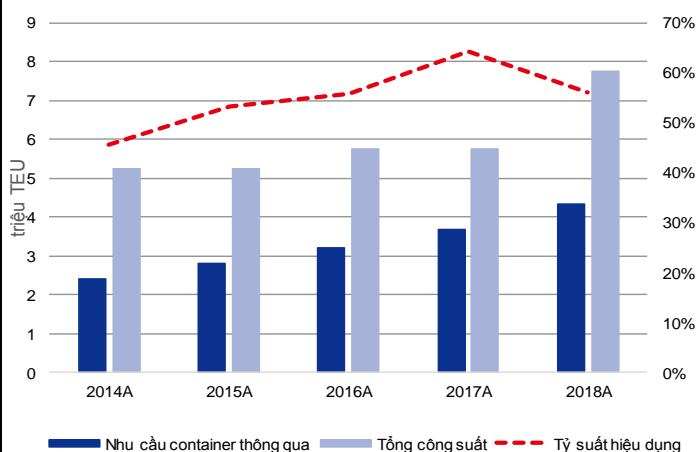
Các cảng hạ nguồn trong cụm cảng Hải Phòng là khu vực sôi động nhất ở miền Bắc

Cụm cảng Hải Phòng có vị trí chiến lược nằm gần biên giới Trung Quốc và là trung tâm trung chuyển quốc tế giữa miền Bắc Việt Nam và các nước Đông Á. Cụm cảng này có nhiều loại hình cảng từ các cảng thượng nguồn đến hạ nguồn, với công suất khác nhau và có thể đón các tàu có trọng tải từ 10.000 DWT đến 160.000 DWT. Tuy nhiên, chỉ có các cảng hạ nguồn gần cửa sông Cấm với độ sâu 10m mới có thể tiếp nhận các tàu lớn có trọng tải từ 30.000 DWT. Kích cỡ tàu container đã gia tăng nhanh hơn bất kỳ loại hình nào khác trong vài thập kỷ qua. Theo dữ liệu của Alphaliner, tại thời điểm 9T2019, lượng đơn đặt hàng tàu mới chủ yếu là các đơn đặt hàng tàu có trọng tải lớn với tải trọng hơn 10.000 TEU, chiếm 79% tổng tải trọng của các đơn hàng hiện nay. Vì thế, các cảng biển nước sâu sẽ nhận được lợi ích lớn nhất trong xu thế phát triển của ngành cảng biển Việt Nam.

Theo Quy hoạch tổng thể của Bộ Giao thông Vận tải năm 2017, tổng sản lượng container qua cảng Hải Phòng ước tính sẽ tăng lên 5,84-6,2 triệu TEU vào năm 2020 và 11,2-12,5 triệu TEU vào năm 2030. Nhu cầu gia tăng tại các cảng dẫn đến cuộc đua mở rộng công suất cảng, qua đó công suất cảng được dự báo sẽ vượt nhu cầu trong giai đoạn 2018-20. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung từ các cảng

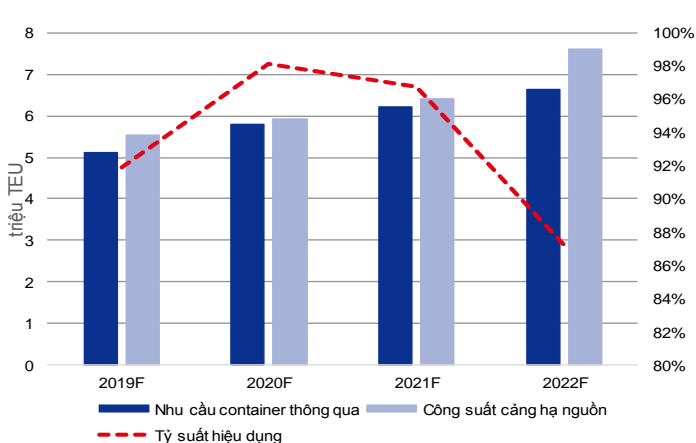
hạ nguồn có thể đáp tốt ứng nhu cầu trong năm 2019-20. Chỉ có các công ty khai thác cảng đã thiết lập quan hệ tốt với các hãng tàu và được trang bị cơ sở hạ tầng hiện đại để đón đội tàu lớn ít nhất lên tới 40.000 DWT mới có thể giành thêm thị phần, bao gồm Cảng container quốc tế Lạch Huyện-Hải Phòng (HICT), cảng Tân Vũ, cảng Nam Đình Vũ và cảng Vip Green. Trong số các cảng hạ nguồn này, Lạch Huyện - HICT được xem là một trong những trung tâm cửa ngõ quan trọng của Đông Nam Á, kết nối trực tiếp các tàu mẹ tới các cảng ở khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu mà không cần trung chuyển tại Singapore và Trung Quốc. HICT được khai trương vào tháng 5/2018 và sở hữu hai cầu tàu đầu tiên của cảng biển nước sâu Lạch Huyện với sản lượng thông qua tăng trưởng liên tiếp, nhất là trong Quý 2/2019 khi lượng hàng thông qua tăng 160% so với quý trước đó lên mức 89.500 TEUs. Theo ước tính của HICT, đến Quý 4/2019, lượng hàng thông qua HICT sẽ tăng 44% so với quý trước đó, đạt mức 177.000 TEUs. Trong ngắn hạn, tác động từ cảng HICT sẽ không đáng kể vì chỉ một vài đội tàu có hàng hóa đủ lớn sẽ chuyển sang tuyến đường xuyên lục địa trực tiếp do có lợi hơn về mặt tài chính. Tuy nhiên, trong dài hạn, HICT sẽ đón nhận nhu cầu thông qua hàng hóa tăng cao đối với cảng biển nước sâu cũng như tạo áp lực gia tăng về doanh thu trên mỗi container cho các cảng gần đó như cảng Nam Đình Vũ của Gemadept (GMD).

Hình 104: Hiệu suất hoạt động: Cụm cảng Hải Phòng chứa nhiều cảng nhưng một số cảng có hiệu suất hoạt động thấp trong năm 2014-18, khiến cho hiệu suất hoạt động của toàn cụm cảng giảm xuống



NGUỒN: VND RESEARCH, HIỆP HỘI CẢNG BIỂN VIỆT NAM

Hình 105: Hiệu suất hoạt động của cảng hạ nguồn: các cảng hạ nguồn có thể đáp ứng nhu cầu từ sản lượng container tại Hải Phòng trong giai đoạn 2019-22



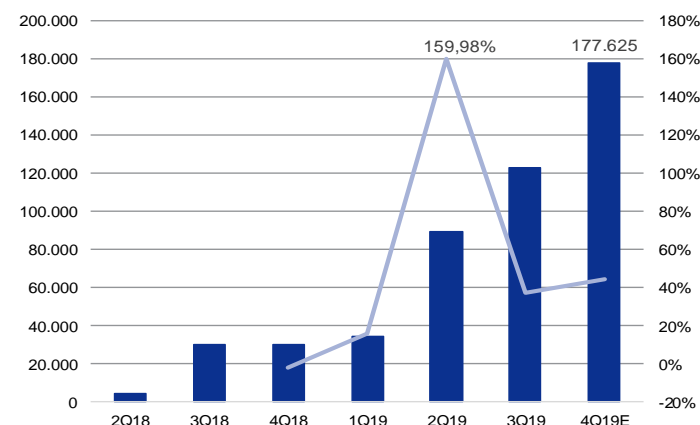
NGUỒN: VND RESEARCH, BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI, HIỆP HỘI CẢNG BIỂN VIỆT NAM

Hình 106: Cảng Lạch Huyện – HICT là cảng nước sâu lớn nhất trong số các cảng hạ nguồn tại Hải Phòng với khả năng xếp dỡ các tàu lên tới 160.000 DWT

	Độ sâu cảng (m)	Số bến cảng	Chiều dài bến cảng (m)	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	công suất thông qua hàng năm theo thiết kế (TEUs)	Sản lượng thông qua năm 2018 (TEUs)
Nam Đình Vu giai đoạn 1	-11,5	2	440	40.000	500.000	190.000
Nam Hải Đình Vu	-11,5	2	500	30.000	500.000	660.000
Đình Vu	-8,7	2	425	20.000	600.000	657.125
Tân Vũ	-9,4	5	980	20.000	1.300.000	1.153.734
VIP Green	-9,5	2	400	30.000	800.000	782.000
Lạch Huyện-HICT	-16	2	750	160.000	1.100.000	64.190

NGUỒN: VND RESEARCH DỰ BÁO, HIỆP HỘI CẢNG BIỂN VN, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 107: Lượng container (TEUs) thông qua tại cảng HICT tăng mạnh, đặc biệt là trong Quý 2/2019 tăng trưởng vượt bậc



NGUỒN: VND RESEARCH, HICT

Hình 108: Cụm cảng tại Hải Phòng nằm ở vị trí thuận lợi xung quanh các khu công nghiệp và các tuyến đường lớn



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Cụm cảng Cái Mép-Thị Vải có tiềm năng tăng trưởng tốt

Chúng tôi cho rằng cụm cảng Cái Mép-Thị Vải đã sẵn sàng trở thành trung tâm cảng quốc tế ở miền Nam, giúp giảm bớt tắc nghẽn tại Cát Lái-TP Hồ Chí Minh với việc xếp dỡ gần 49,5% hàng hóa qua các cảng ở khu vực miền Nam. Do các tuyến đường đến trung tâm sản xuất và tiêu thụ còn hạn chế tại các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương và Thành phố Hồ Chí Minh nên cảng Cái Mép-Thị Vải đã không hoạt động tối ưu trong năm 2010-18. Một số cảng hàng rời như Cảng Quốc tế SP-SSA và cảng SITV ở thượng nguồn sông Thị Vải đã ngừng hoạt động kể từ năm 2017. Nếu chỉ tính các cảng hoạt động trong năm 2017-18, khối lượng thông qua tại cụm cảng Cái Mép-Thị Vải đạt 2,95 triệu TEU trong năm 2018, tương ứng hiệu suất hoạt động 90%. Trong 6T2019, cụm cảng Cái Mép-Thị Vải ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng container ở mức 23,1% sv cùng kỳ, cao thứ hai trong số các cảng cửa ngõ. Chúng tôi kỳ vọng cụm cảng này sẽ tăng trưởng tốt hơn, ở mức 20,0% mỗi năm trong 2020-22 nhờ nạo vét độ sâu sâu đến 14-16m để chứa các tàu mẹ và phí xếp dỡ hấp dẫn thuộc mức thấp nhất châu Á vào năm 2018. Ngoài ra, hiệu suất hoạt động trong năm 2018 là 90% nên chúng tôi cho rằng vẫn còn dư địa để mở rộng công suất. Việc khai trương cảng mới hoặc mở rộng công suất tại Cái Mép-Thị Vải sẽ giúp GMD giành thêm thị phần. Chúng tôi dự báo Gemalink sẽ khai trương giai đoạn 1 vào cuối năm 2020, góp phần làm tăng công suất hàng của GMD thêm 1,5 triệu TEU. Dự án Gemalink sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho GMD vì nằm ở hạ nguồn sông Thị Vải và có thể đón đội tàu lên tới 200.000 DWT nhờ luồng lạch sâu (vận chuyển 20.000 TEU).

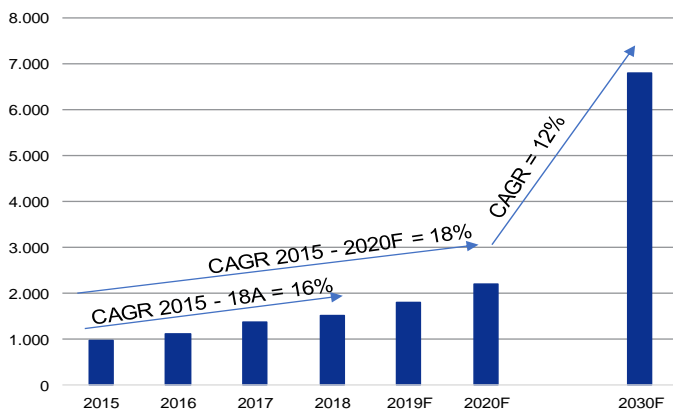
Vận tải hàng hóa hàng không sẽ tăng trưởng bền vững, thúc đẩy bởi sự phát triển của thương mại xuyên biên giới

Việt Nam có lượng hàng hóa vận chuyển đường hàng không tăng trưởng cao trong giai đoạn 2015-18 với mức tăng trưởng kép đạt 15,9% nhờ vào sự gia tăng mạnh mẽ hoạt động xuất – nhập khẩu, mở rộng các đường bay mới và nâng cấp cơ sở hạ tầng hàng không. Sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài đang được hưởng lợi lớn từ dòng dịch chuyển thương mại nhờ vị trí chiến lược của hai sân bay này, dù rằng đang trong tình trạng quá tải.

Theo dữ liệu nghiên cứu của Fitch Solutions, tổng giá trị cơ sở hạ tầng hàng không được dự báo tăng trưởng kép ở mức 12,4% trong giai đoạn 2015-20, sau đó chậm lại ở mức 8,7% trong giai đoạn 2021-25. Một số dự án đầu tư đang được chú trọng bởi Chính phủ, bao gồm dự án xây dựng sân bay Long Thành dự kiến bắt đầu từ năm 2021 và việc mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất với nhà ga T3 đang được đẩy nhanh tiến độ.

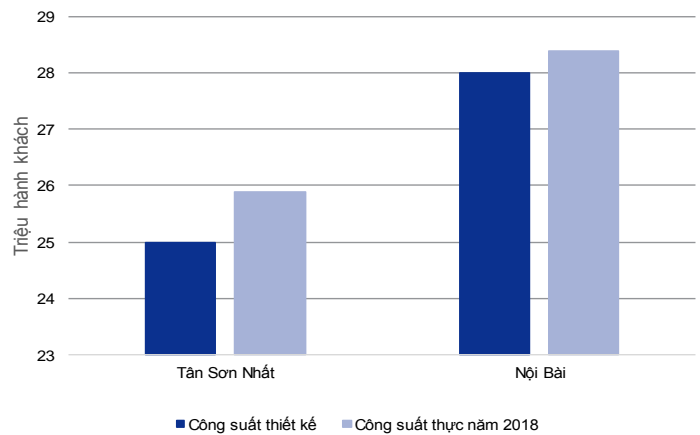
Theo Quyết định số 236/QĐ-TTg của thủ tướng chính phủ, vận chuyển hàng hóa hàng không dự kiến tăng trưởng kép ở mức 18% trong giai đoạn 2015-2020, sau đó duy trì ở mức 12% trong giai đoạn 2020-30. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc quá tải ở hai sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài sẽ tạo nút thắt cho việc tăng trưởng vận tải hàng hóa hàng không trong tương lai gần. Sự đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng hàng không sẽ không đẩy mạnh tăng trưởng vận tải hàng hóa hàng không trong ngắn hạn và mức tăng trưởng sẽ thấp hơn so với kỳ vọng của chính phủ, ở mức khoảng 10-12% hàng năm trong giai đoạn 2020-23. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng vận tải hàng hóa hàng không sẽ tăng mạnh sau đó, khi nhà ga T3 tại Tân Sơn Nhất hoàn thành theo đúng tiến độ Chính phủ đưa ra. Sau đó, sân bay Long Thành cũng như mở rộng sân bay Nội Bài sẽ là động lực tăng trưởng cho vận tải hàng hóa hàng không. Chúng tôi cho rằng việc tăng trưởng dài hạn của vận tải hàng hóa hàng không sẽ hỗ trợ các công ty dịch vụ hàng hóa, như CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) và CTCP Dịch vụ Hàng hóa Nội Bài (NCT).

Hình 109: Quy hoạch tăng trưởng vận chuyển hàng hóa hàng không (nghìn tấn) đến năm 2030



NGUỒN: VND RESEARCH, ACV

Hình 110: Công suất thiết kế và công suất thực tại sân bay Tân Sơn Nhất và sân bay Nội Bài (triệu người)



NGUỒN: VND RESEARCH, ACV

Lựa chọn cổ phiếu: Chúng tôi ưa thích GMD nhờ vào chiến lược mở rộng cảng nước sâu ➤

GMD cung cấp dịch vụ vận tải tích hợp, là công ty vận hành cảng tư nhân hàng đầu tại Việt Nam chiếm thị phần 7,3% thị phần cảng trong năm 2018. GMD lên kế hoạch mở rộng công suất cảng biển nước sâu tại Nam Đình Vũ với mức 500.000 TEUs/năm vào năm 2021, tăng 43,4% so với tổng công suất cảng năm 2018. Ngoài ra, GMD đã công bố sẽ tham gia vào cảng nước sâu Cái Mép – Thị Vải thông qua công ty liên doanh bằng dự án Gemalink vào Quý 2/2019. GMD còn được hưởng lợi từ tăng trưởng vận chuyển hàng hóa hàng không thông qua công ty liên kết là SCS. Chúng tôi ước tính lợi nhuận đóng góp từ SCS vào GMD tăng trưởng 19,3% hàng năm trong giai đoạn 2019-21, chiếm 80% tổng lợi nhuận từ công ty liên kết trong giai đoạn này.

Hình 111: Bảng so sánh các công ty Logistics

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Giá hiện tại		Khuyến nghị	Giá trị vốn hóa (Tr USD)	Tăng trưởng 3 năm EPS (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		Tỷ suất sinh lời cổ tức (%)		EV/EBITDA	
		(Nội tệ)	(Nội tệ)				2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
Gemadep Corp	GMD VN	23.500	29.500	Khả quan	301,1	70,0	12,6	11,7	1,1	1,1	9,5	9,7	6,1	6,6	8,3	7,6
Vietnam Containe	VSC VN	27.000	N/A	KKN	64,2	0,7	7,1	6,8	0,8	0,8	11,9	12,2	9,1	10,9	3,0	2,8
Dinh Vu Port	DVP VN	36.700	N/A	KKN	63,3	0,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Dong Nai Port Js	PDN VN	N/A	N/A	KKN	55,7	27,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Cat Lai Port Jsc	CLL VN	25.600	N/A	KKN	37,6	1,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hai An Transport	HAH VN	11.700	N/A	KKN	24,3	-10,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Doan Xa Port Joi	DXP VN	11.600	N/A	KKN	13,0	-14,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trung bình Việt Nam							9,8	9,3	1,0	0,9	10,7	11,0	7,6	8,8	5,7	5,2
Trung vị Việt Nam							9,8	9,3	1,0	0,9	10,7	11,0	7,6	8,8	5,7	5,2
Adani Ports And	ADSEZ IN	364	490	Khả quan	10.335,2	12,5	16,4	14,1	2,8	2,4	17,8	18,1	1,0	1,3	12,3	10,8
Westports Holdin	WPRTS MK	4	4	Trung lập	3.428,6	3,4	21,9	20,4	5,3	4,7	25,3	25,0	3,4	3,6	13,3	12,6
Xiamen Interna-A	600897 CH	22	N/A	KKN	934,3	11,3	12,8	12,5	1,8	1,6	13,6	13,0	2,8	2,8	7,2	7,0
Atlas Air Worldw	AAWW US	27	N/A	KKN	695,2	308,5	6,0	6,7	0,3	0,3	4,9	4,9	N/A	N/A	7,5	7,3
Gujarat Pipavav	GPPV IN	85	106	Khả quan	577,8	3,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Gateway Distripa	GDPL IN	110	N/A	KKN	166,7	104,3	15,6	14,8	1,0	0,9	6,6	6,5	3,8	3,9	7,0	7,3
Namyong Terminal	NYT TB	4	N/A	KKN	158,0	16,5	11,5	11,3	1,2	1,2	10,6	11,2	7,8	9,1	4,8	4,6
Suria Capital	SURIA MK	1	N/A	KKN	108,1	-28,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Navkar Corp Ltd	NACO IN	28	N/A	KKN	59,2	N/A	8,7	6,8	N/A	N/A	2,7	N/A	N/A	N/A	4,8	4,3
Trung bình thế giới							13,3	12,4	2,1	1,9	11,6	13,1	3,8	4,1	8,1	7,7

Giá hiện tại dựa trên giá đóng cửa ngày 27/12/2019. Các cổ phiếu chưa có khuyến nghị sẽ lấy dữ liệu của Bloomberg

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG, CGS-CIMB, BÁO CÁO CÔNG TY

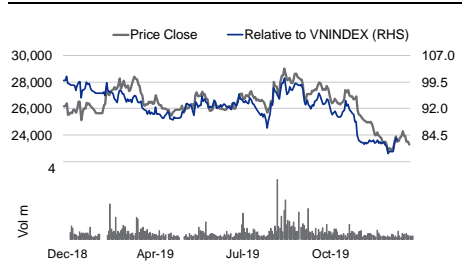
Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 8 TL 1 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND23.300
Giá mục tiêu:	VND29.500
Giá mục tiêu cũ:	VND29.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	26,6%
CGS-CIMB / Consensus:	-4,0%
Reuters:	GMD.HM
Bloomberg:	GMD VN
Vốn hóa:	US\$298,6tr VND6.918.352tr
GTGD bình quân:	US\$0,31tr VND7.322tr
SLCP đang lưu hành:	296.9tr
Free float:	90,0%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-1,9	-15	-10,9
Tương đối (%)	-0,2	-10,7	-17,8

Cổ đông chính	% năm giữ
VI FUND II, L.P	29,6
VI (Vietnam Investments) Fund II,	19,6
SSJ Consulting Co., LTD	10,0

CTCP Gemadept

Câu chuyện dài hạn

- GMD, doanh nghiệp cung cấp dịch vụ logistics tích hợp, là công ty khai thác cảng tư nhân hàng đầu tại Việt Nam với thị phần 7,3% vào năm 2018.
- Công suất cảng của GMD ước tính tăng 500.000 TEU trong năm 2021 (tăng 43,4% so với năm 2018) nhờ triển khai cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2.
- Đánh giá Khả quan. Giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 29.500 đồng/cp.

Công ty khai thác cảng tư nhân hàng đầu tại Việt Nam

CTCP Gemadept (GMD) là nhà khai thác cảng tư nhân lớn nhất Việt Nam, nắm giữ 7,3% thị phần sản lượng hàng hóa của cả nước năm 2018. Cảng Nam Hải Đình Vũ và các cảng container hạ nguồn của GMD nằm ở thành phố Hải Phòng - trung tâm công nghiệp sôi động nhất miền Bắc. GMD cũng cung cấp dịch vụ chuỗi cung ứng toàn diện thông qua hệ thống logistics tích hợp.

Tăng công suất cảng thêm 43,4% vào năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua cảng tại Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số ổn định trong năm 2019-21, tạo dư địa cho GMD tăng công suất của cảng Nam Đình Vũ thêm 500.000 TEU vào năm 2021 (tăng 43,4% so với năm 2018). Ngoài ra, vào Q2/2019, GMD công bố xây dựng dự án cảng biển nước sâu Gemalink ở cụm cảng Cái Mép Thị Vải thông qua công ty liên kết.

Lợi nhuận tạm thời đi ngang trong năm 2020-21

Chúng tôi ước tính doanh thu của GMD sẽ đạt CAGR 7,9% trong năm 2019-21, trong đó doanh thu dịch vụ logistics đạt CAGR 6,3% và doanh thu khai thác cảng đạt CAGR 8,2% nhờ tăng sản lượng thông quan qua cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 1 và 2. Lợi nhuận từ công ty liên kết sẽ ghi nhận CAGR 34,2% trong năm 2019-21 nhờ đóng góp của Gemalink. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép EPS đạt 0,6% trong năm 2020-21.

Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 29.500 đồng/cp.

Giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 29.500 đồng/cp dựa trên tăng trưởng dài hạn 5% và chi phí vốn bình quân gia quyền 11,3% với các giả định: 1) lãi suất phi rủi ro là 4,0%, 2) beta ở mức 0,8 và 3) phần bù rủi ro thị trường là 11,0%. Tại mức giá hiện tại, EV/EBITDA dự phóng năm 2019 là 6,4x (thấp hơn EV/EBITDA trung bình 5 năm ở mức 8,5x).

Rủi ro giảm giá và động lực tăng giá

Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh gần đây của giá cổ phiếu GMD là do giao dịch đăng ký bán của quỹ Vietnam Investment (VI) (42 triệu cổ phiếu, 14,4% cổ phần). Động lực tăng giá bao gồm việc thoái vốn mảng kinh doanh ngoài ngành và hợp nhất kết quả của Gemalink vào GMD (chúng tôi không phản ánh điều này trong mô hình). Theo chúng tôi, sự cạnh tranh gay gắt hơn tại Hải Phòng có thể khiến sản lượng thông qua thấp hơn kỳ vọng.

Chuyên viên phân tích

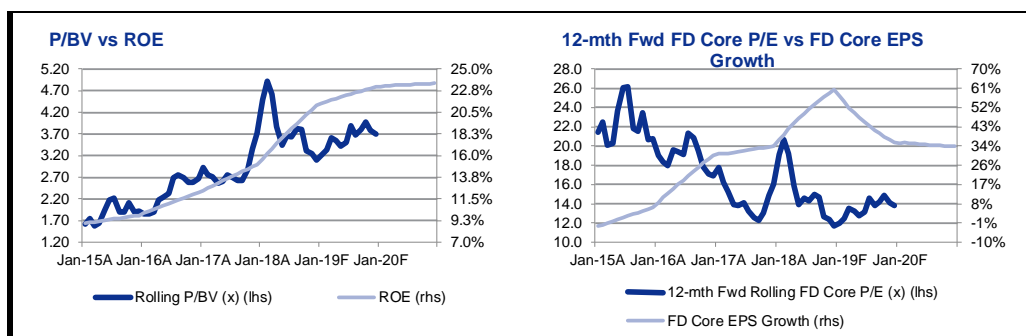


Lại Thị Thanh Nhân, CFA
T (84) 914 459 879
E nhan.laithanh@vndirect.com.vn
Phan Như Bách
T (84) 909 283 119
E bach.phannhu@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.984	2.708	2.736	2.929	3.393
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	909	881	1.033	1.098	1.230
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	508	1.848	583	541	624
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.762	1.861	1.948	1.757	1.972
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-19%	6%	5%	-10%	12%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	10,64	12,51	11,93	13,24	11,80
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	139,0	17.567,0	1.458,0	-	1.420,0
Tỷ suất cổ tức	0,60%	76,00%	6,30%	0,00%	6,10%
EV/EBITDA (lần)	6,9	7,9	6,4	6,8	5,9
P/FCFE	46,39	3,10	18,97	n/a	17,05
P/B (lần)	1,05	1,17	1,16	1,08	1,07
ROE	8,8%	8,8%	9,7%	8,4%	9,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,05	0,88	1,02

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	3.984	2.708	2.736	2.929	3.393
Lợi nhuận gộp	1.029	968	1.058	1.150	1.299
LN hoạt động thuần	909	881	1.033	1.098	1.230
Chi phí khấu hao	(311)	(335)	(358)	(358)	(423)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	597	546	675	740	807
TN từ hoạt động tài chính	(120)	(4)	(144)	(149)	(157)
TN từ các Cty LK & LD	109	133	211	193	247
Chi phí/lãi ngoài HKKD	64	(86)	50	(50)	(50)
Lợi nhuận trước thuế	650	588	792	734	847
Các khoản đặc biệt	-	1.594	-	-	-
LNTT sau các khoản đặc biệt	650	2.182	792	734	847
Thuế	(69)	5	(84)	(78)	(90)
Lợi nhuận sau thuế	581	1.900	709	657	758
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(74)	(53)	(125)	(116)	(134)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	508	1.848	583	541	624
Lợi nhuận thường xuyên	508	540	583	541	624

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	909	881	1.033	1.098	1.230
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(115)	(37)	77	(158)	(170)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	-	-	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	15	106	(50)	(50)	(50)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(104)	(131)	(148)	(150)	(158)
Thuế đã trả	(73)	(273)	(84)	(78)	(90)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	633	545	829	663	762
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1.148)	(876)	(100)	(1.503)	(100)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	177	1.899	-	112	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	(25)	(238)	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	155	224	192	92	102
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(841)	1.008	92	(1.299)	2
Tiền vay nhận được/(đã trả)	324	626	(554)	594	(333)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	86	86	86	86
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(40)	(2.841)	(445)	-	(458)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(21)	(33)	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	263	(2.161)	(913)	681	(705)
Tổng tiền trong năm	55	(607)	8	44	60
Dòng tiền tự do cho cổ đông	116	2.180	367	(42)	432
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(104)	1.685	1.069	(486)	923

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	893	285	293	225	285
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.128	949	960	1.028	1.191
Hàng tồn kho	108	66	63	67	79
Tài sản ngắn hạn khác	95	92	89	94	111
Tổng tài sản ngắn hạn	2.223	1.391	1.405	1.415	1.666
Tài sản cố định	2.828	2.919	2.661	3.806	3.483
Tổng đầu tư	2.310	2.632	2.752	2.854	3.000
Tài sản vô hình	316	281	281	281	281
Tài sản dài hạn khác	2.614	2.760	2.646	2.778	2.712
Tổng tài sản dài hạn	9.068	8.593	8.340	9.720	9.682
Vay & nợ ngắn hạn	715	675	415	474	566
Phải trả người bán	806	408	394	418	491
Nợ ngắn hạn khác	1.156	481	464	492	579
Tổng nợ ngắn hạn	2.676	1.564	1.273	1.383	1.636
Vay & nợ dài hạn	1.221	1.592	1.595	1.830	1.406
Nợ dài hạn khác	293	299	299	299	299
Tổng nợ dài hạn	1.514	1.891	1.594	2.129	1.705
Dự phòng	7	0	0	0	0
Tổng nợ	4.197	3.455	2.867	3.513	3.340
Vốn chủ sở hữu	6.344	5.880	6.105	6.732	6.984
Lợi ích cổ đông thiểu số	751	649	774	890	1.024
Tổng vốn chủ sở hữu	7.095	6.529	6.879	7.622	8.008

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	6,5%	-32,0%	1,0%	7,1%	15,9%
Tăng trưởng LNHHĐKD	-3,2%	-3,1%	17,3%	6,3%	12,0%
Biên LNHHĐKD	22,8%	32,5%	37,8%	37,5%	36,3%
LN trên cổ phiếu	(3.616)	(6.676)	(4.639)	(6.618)	(5.225)
Giá trị sổ sách/cp	22.005	19.804	19.978	21.425	21.631
Khả năng thanh toán lãi vay	4,15	4,24	4,65	4,93	5,10
Thuế suất hiệu dụng	10,6%	0,0%	10,6%	10,6%	10,6%
Tỷ lệ chia cổ tức	8,0%	526,0%	76,0%	na	73,0%
Số ngày phải thu	52,7	69,8	55,8	54,4	52,3
Số ngày tồn kho	12,03	18,19	14,01	13,40	12,72
Số ngày phải trả	83,80	122,20	86,20	82,50	78,30
ROIC	10,6%	8,9%	10,9%	12,7%	11,3%
ROCE	8,7%	6,3%	8,9%	8,0%	8,1%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,55%	5,61%	8,64%	7,72%	8,13%

Giá định chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng sản sản lượng thông qua cảng (%)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Tăng phí cước (%)	5%	5%	5%	5%	5%
Hoạt động hợp nhất (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

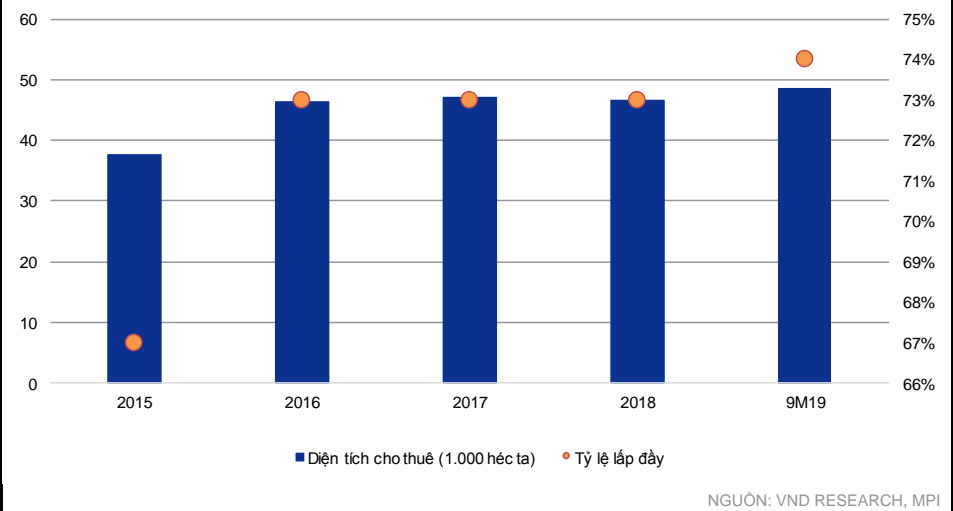
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP: Tiềm năng tăng trưởng đã phản ánh vào giá

Tăng trưởng mạnh về giá và tỷ lệ lấp đầy trong 2019 >

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MPI), tại thời điểm 9 tháng 2019, tổng diện tích công nghiệp đạt 65.700 ha, tăng 1.700 ha so với cuối năm 2018. Trong số 326 khu công nghiệp, 256 khu công nghiệp đang hoạt động, tăng 6 khu công nghiệp so với cuối năm 2018. Tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp đạt mức 74% nhờ vào sự tăng trưởng mạnh của FDI và chuyển dịch sản xuất do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

Hình 112: Diện tích đất cho thuê khu công nghiệp giai đoạn 2015 đến 9T2019



NGUỒN: VND RESEARCH, MPI

Dựa theo số liệu nghiên cứu của Savills tại 12 tỉnh thuộc khu kinh tế Bắc Bộ và Nam Bộ, tỷ lệ lấp đầy trung bình tại các khu công nghiệp đạt mức 85% vào cuối tháng 6/2019, tăng 9 điểm % so với cùng kỳ. Tăng trưởng cho thuê đất khu công nghiệp chủ yếu đến từ khu kinh tế phía Nam với tỷ lệ lấp đầy đạt 88% tại cuối tháng 6/2019, tăng 16 điểm % so với cùng kỳ. Trong khi đó, ở khu kinh tế phía Bắc, tỷ lệ lấp đầy đạt 81% tại cuối tháng 6/2019, tăng 1 điểm % so với cùng kỳ. Giá thuê đất khu công nghiệp cũng tăng mạnh trong giai đoạn cuối tháng 6/2018-2019 với giá thuê đất trung bình tăng 17,7% so với cùng kỳ, đạt mức 90 USD/m²/kỳ thuê. Giá thuê đất trung bình tại miền Nam tăng 21,4% so với cùng kỳ, đạt 96 USD/m²/kỳ thuê, cao hơn mức tăng giá 11,8% tại miền Bắc, với giá thuê trung bình đạt 84 USD/m²/kỳ thuê.

Tại khu kinh tế phía Nam, Bình Dương vẫn là vị trí thu hút công nghiệp được ưa thích nhất với tỷ lệ lấp đầy tăng từ mức 76% vào cuối tháng 6/2018 lên mức 97% vào cuối tháng 6/2019. Bình Dương cũng là nơi có giá thuê đất khu công nghiệp tăng cao nhất với mức tăng 54,6%, đạt 102 USD/m²/kỳ thuê vào cuối tháng 6/2019. Tỉnh Tây Ninh có mức tăng tỷ lệ lấp đầy cao nhất, tăng từ 55% vào cuối tháng 6/2018 lên mức 90% vào cuối tháng 6/2019. Giá thuê đất tại Tây Ninh tăng 31,1% vào cuối tháng 6/2019 so với cùng kỳ, đạt mức 61 USD/m²/kỳ thuê. Khu vực Thành phố Hồ Chí Minh và Đồng Nai cũng là vị trí thu hút được đầu tư công nghiệp với tỷ lệ lấp đầy lần lượt đạt mức 92% và 93% vào cuối tháng 6/2019, tương ứng tăng 18 điểm % và 16 điểm % so với cùng kỳ. Tại thời điểm cuối tháng 6/2019, đất khu công nghiệp tại Thành phố Hồ Chí Minh đạt mức giá cao nhất, 150 USD/m²/kỳ thuê; giá cho thuê tại Đồng Nai đạt 92 USD/m²/kỳ thuê, tăng 21% so với cùng kỳ. Tỷ lệ lấp đầy tại tỉnh Long An duy trì ổn định ở mức 83% (tăng 3 điểm % so với cùng kỳ) tại thời điểm cuối tháng 6/2019 trong khi giá thuê đất tại tỉnh này tăng 27% so với cùng kỳ, lên mức 114 USD/m²/kỳ thuê.

Chuyên viên Phân tích

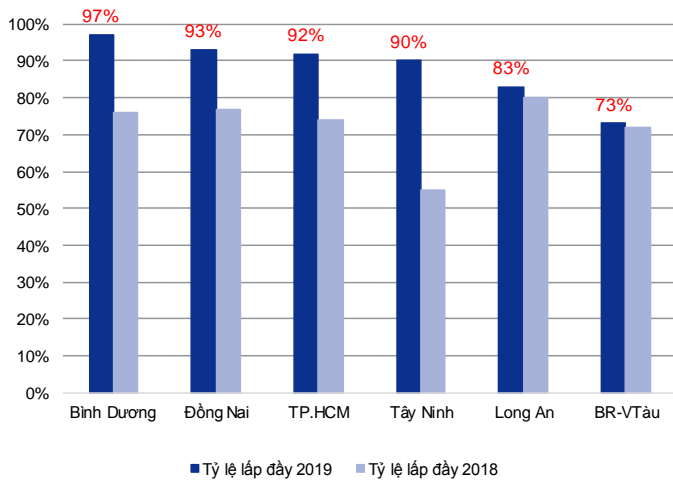
Lại Thị Thanh Nhân, CFA

T (84) 914 459 879
E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách

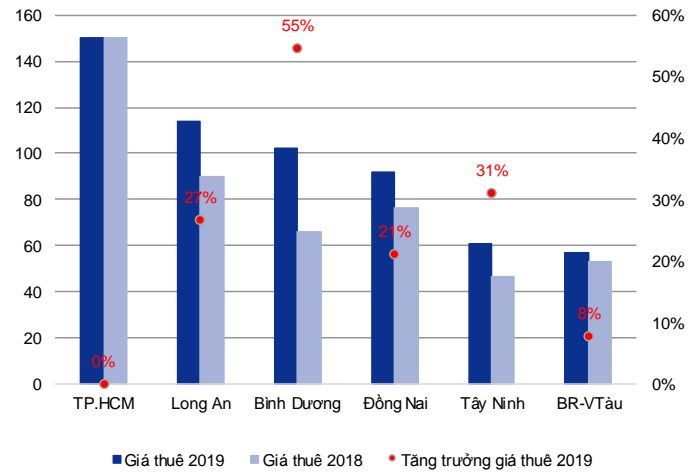
T (84) 909 283 119
E bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hình 113: Tỷ lệ lấp đầy tại miền Nam cuối thời điểm 6T2018 và 6T2019



NGUỒN: VND RESEARCH, SAVILLS

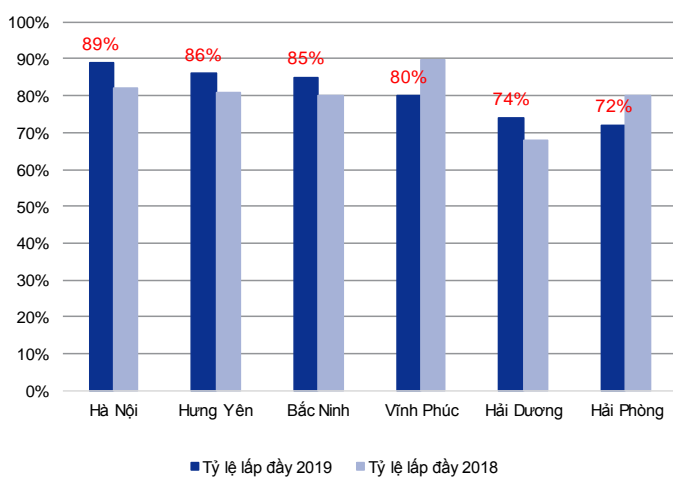
Hình 114: Giá thuê đất tại miền Nam cuối thời điểm 6T2018 và 6T2019 (USD/m²/kỳ thuê)



NGUỒN: VND RESEARCH, SAVILLS

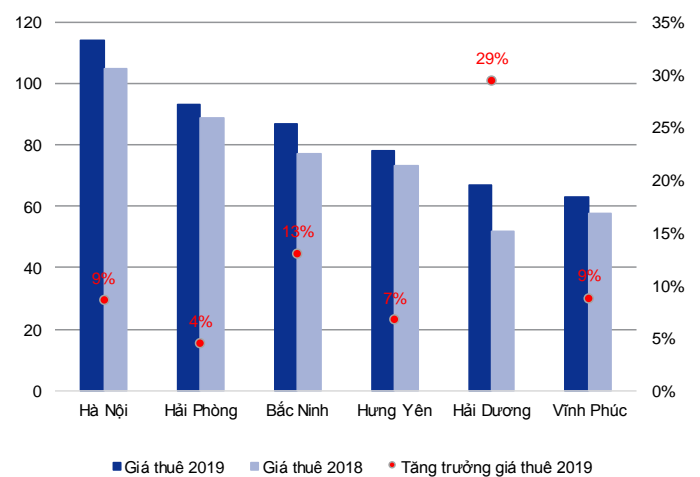
Tại khu kinh tế phía Bắc, thời điểm cuối tháng 6/2019, trong khi Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên và Hải Dương có sự tăng trưởng trong tỷ lệ lấp đầy, trung bình tăng 7 điểm % so với cùng kỳ, thì Hải Phòng và Vĩnh Phúc có sự suy giảm trong tỷ lệ lấp đầy khi giảm 8 điểm % và 10 điểm % so với cùng kỳ. Giá thuê đất khu công nghiệp tại Hải Dương tăng mạnh nhất với mức tăng 29,4%, đạt mức giá 67 USD/m²/kỳ thuê. Hà Nội có mức giá thuê đất khu công nghiệp cao nhất miền Bắc, đạt 114 USD/m²/kỳ thuê nhờ vào vị trí trung tâm trong vùng kinh tế. Hải Phòng và Bắc Ninh cũng đạt được mức giá cho thuê đất cao, lần lượt đạt 93 USD/m²/kỳ thuê và 87 USD/m²/kỳ thuê nhờ vào nền tảng công nghiệp và cơ sở hạ tầng ở các khu vực này.

Hình 115: Tỷ lệ lấp đầy tại miền Bắc cuối thời điểm 6T2018 và 6T2019



NGUỒN: VND RESEARCH, SAVILLS

Hình 116: Giá thuê đất tại miền Bắc cuối thời điểm 6T2018 và 6T2019 (USD/m²/kỳ thuê)

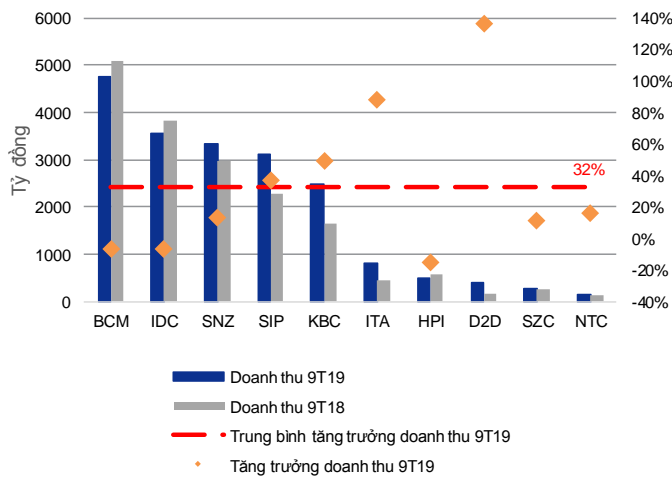


NGUỒN: VND RESEARCH, SAVILLS

Các công ty niêm yết kinh doanh bất động sản khu công nghiệp đạt kết quả tốt trong năm 2019

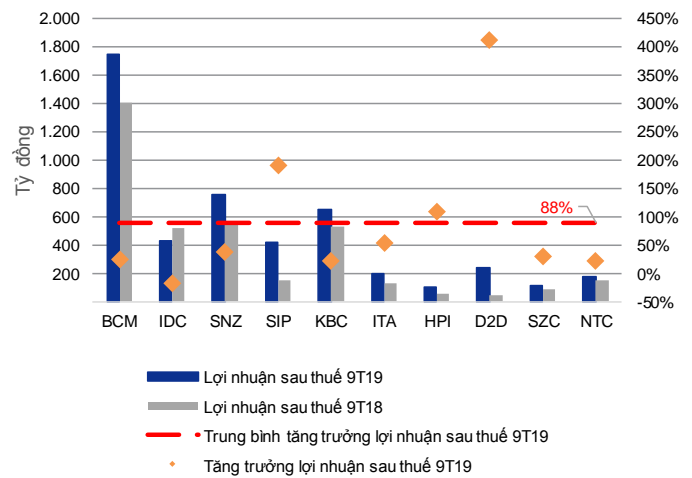
Các công ty niêm yết vận hành khu công nghiệp có mức tăng trưởng về diện tích cho thuê và giá cho thuê trong năm 2019. Trong 9 tháng 2019, doanh thu trung bình của 10 công ty đứng đầu về kinh doanh bất động sản khu công nghiệp tăng 32,2% so với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế trung bình cũng tăng 87,7% so với cùng kỳ, cao hơn so với thị trường Việt Nam khi chỉ đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 6% và 10,5% so với cùng kỳ.

Hình 117: Doanh thu của các công ty niêm yết phát triển khu công nghiệp trong 9T2019 và 9T2018



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 118: Lợi nhuận của các công ty niêm yết phát triển khu công nghiệp trong 9T2019 và 9T2018



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

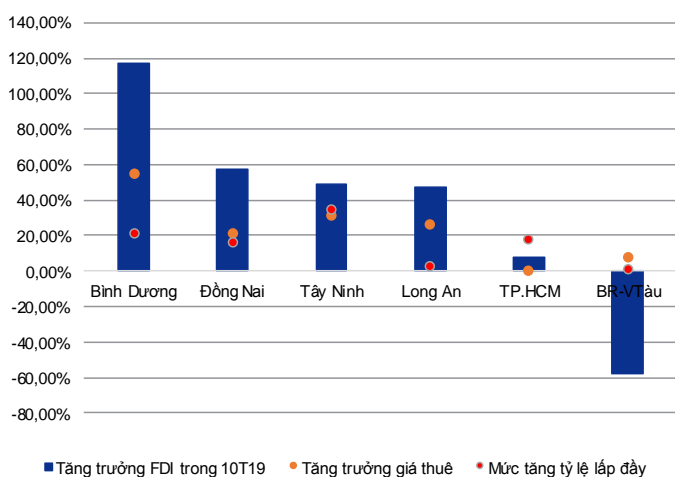
Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu bất động sản khu công nghiệp tăng trưởng bền vững trong năm 2020-21

Nguồn cung dồi dào trong năm 2021

Theo Jones Lang LaSalle, khoảng 615 ha đất khu công nghiệp sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2020. Trong giai đoạn 2021-23, sẽ có hơn 9.793 ha đất khu công nghiệp được đưa vào thị trường phía Nam và khoảng 13.000 ha đất khu công nghiệp sẽ được đưa vào thị trường phía Bắc.

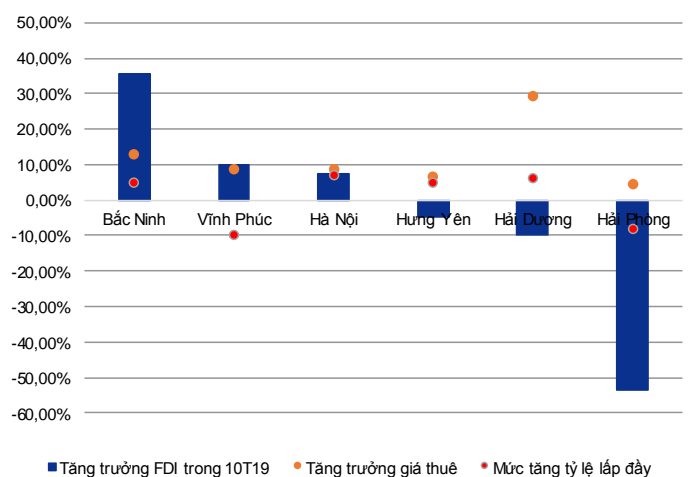
Mặc dù vốn FDI đăng ký trong 11T2019 giảm 9,4% so với cùng kỳ, vốn FDI vào ngành sản xuất vẫn tăng 24,1% so với cùng kỳ

Hình 119: Dòng vốn FDI và tăng trưởng giá thuê đất, tỷ lệ lấp đầy FDI tại các tỉnh miền Nam



NGUỒN: VND RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KÊ, SAVILLS

Hình 120: Dòng vốn FDI và tăng trưởng giá thuê đất, tỷ lệ lấp đầy FDI tại các tỉnh miền Bắc



NGUỒN: VND RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KÊ, SAVILLS

Việt Nam vẫn là địa điểm thu hút dòng vốn đầu tư nhờ vào chi phí hoạt động thấp và ưu đãi thuế

Chiến tranh thương mại đã đẩy mạnh xu thế dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang các quốc gia khác trong năm 2019, minh chứng bởi dòng vốn FDI từ Trung Quốc và Hồng Kông vào Việt Nam tăng mạnh trong 9 tháng 2019. Bên cạnh đó, chiến lược “Trung Quốc +1” với mục tiêu mở rộng hoạt động các nhà máy Trung

Quốc sang các quốc gia khác nhằm đa dạng hóa rủi ro và giảm chi phí nhân công cũng thúc đẩy sự dịch chuyển của các công ty từ Trung Quốc sang ASEAN. Đây là cơ hội lớn cho các công ty vận hành khu công nghiệp hưởng lợi từ dòng vốn FDI trong vài năm tiếp theo.

So với các quốc gia trong khu vực (Phillippines, Indonesia, Malaysia, Thái Lan và Myanmar) về mức độ thu hút vốn FDI, Việt Nam vẫn là quốc gia tiềm năng cho sự chuyển dịch của các công ty nhờ vào chi phí hoạt động thấp. Dù giá thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam tăng mạnh trong năm 2019 nhưng với mức giá 103,5 USD/m²/kỳ thuê vẫn là mức thấp thứ hai trong các quốc gia trong khu vực, chỉ cao hơn giá thuê đất tại Myanmar. Tại Việt Nam, lương công nhân chỉ bằng một nửa so với Thái Lan và Malaysia. Chỉ có Indonesia có mức giá điện thấp hơn so với Việt Nam, trong khi Việt Nam có chi phí xây dựng nhà xưởng thấp nhất so với Malaysia và Indonesia.

Bên cạnh chi phí hoạt động thấp, Việt Nam đã giảm thuế thu nhập doanh nghiệp từ mức 22% xuống mức 20% vào năm 2016 cho tất cả các công ty trong nước và nước ngoài để tăng cường thu hút sản xuất. Ngoài ra, các công ty tại các khu công nghiệp còn được hưởng các ưu đãi khác như miễn/giảm thuế và miễn thị thực. Các ưu đãi thuế phổ biến dành cho các công ty ở các khu công nghiệp bao gồm miễn thuế trong 2 đến 4 năm, giảm thuế trong 3 đến 15 năm và miễn thuế nhập khẩu.

Hình 121: Bảng so sánh chi phí hoạt động và thuế thu nhập doanh nghiệp

	Chi phí hoạt động (USD)				Thuế TNDN (%)
	Giá thuê	Lương công nhân	Giá điện công nghiệp	Chi phí xây dựng nhà xưởng	
Philippines	121,5	220	0,11	na	30
Indonesia	238	296	0,07	504	25
Vietnam	103,5	227	0,08	352	20
Malaysia	224,5	413	0,1	533	24
Thailand	182,5	413	0,12	na	20
Myanmar	80	162	0,11	na	25

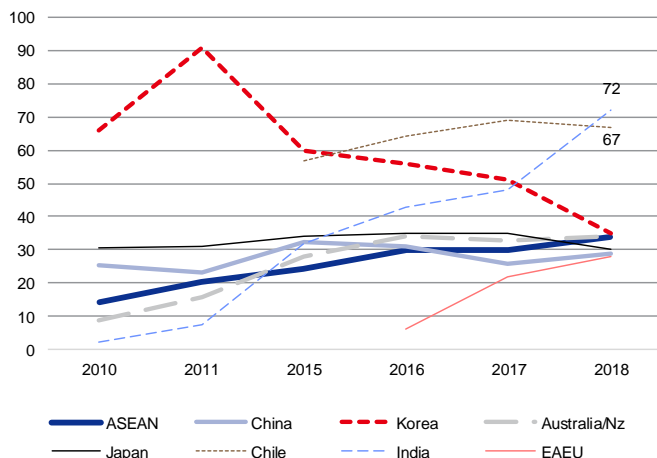
NGUỒN: VND RESEARCH, SAVILLS, JLL, Mifer Myanmar

FTA sẽ thu hút thêm dòng vốn, đặc biệt là EVFTA mở thêm cánh cửa cho dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam

Vào thời điểm tháng 10/2019, đã có 12 FTA có hiệu lực và FTA với liên minh châu Âu (EVFTA) đã được ký vào 30/6/2019. EVFTA đang trong quy trình chấp thuận nội bộ tại châu Âu và Việt Nam trước khi chính thức có hiệu lực.

Việt Nam đang tăng cường sử dụng lợi thế từ các FTA để đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. Theo Bộ Công Thương, giá trị xuất khẩu có áp dụng ưu đãi thuế quan FTA trong năm 2018 đạt 46,2 triệu USD, tương đương với 39% tổng giá trị xuất khẩu đến các thị trường có ký kết FTA với Việt Nam, tăng 5% so với cùng kỳ năm trước. Thị trường Ấn Độ có tỷ lệ sử dụng ưu đãi thuế quan cao nhất, đạt 72% thông qua hiệp định AIFTA, kế đó là Chile và Hàn Quốc với tỷ lệ sử dụng ưu đãi thuế quan lần lượt là 67% và 35%.

Hình 122: Tỷ lệ tận dụng ưu đãi FTA (%)



NGUỒN: VND RESEARCH, BỘ CÔNG THƯƠNG

Hình 123: Bảng so sánh tỷ lệ thuế giữa biểu thuế ưu đãi toàn cầu (GSP) và EVFTA (%)

Mã số	Hàng hóa	Giá trị nhập khẩu từ VN vào EU (Triệu EUR)	Biểu thuế EVFTA	Biểu thuế GSP (%2016)
85	Máy móc thiết bị điện tử	12.742,72	0	0,1
84	Máy móc	3.995,15	0	0,0
64	Giày dép	3.709,80	0	8,9
62	Trang phục và quần áo (không dệt kim hoặc đan móc)	2.082,28	0	9,0
09	Cà phê, trà và gia vị	1.483,42	0	0,1
94	Đồ nội thất	1.023,89	0	0,0
61	Trang phục và quần áo (không dệt kim hoặc đan móc)	916,75	0	9,4
42	Túi da thuộc	770,14	0	1,5
08	Trái cây và các loại hạt	693,50	0	0,2
03	Cá	659,87	0	6,0
39	Nhựa và sản phẩm liên quan	545,37	0	1,6

NGUỒN: VND RESEARCH, Eurostat, WTO

Thuế xuất khẩu hàng hóa từ Việt Nam đến liên minh châu Âu sẽ được xóa bỏ ngay khi EVFTA có hiệu lực hoặc trong thời gian ngắn sau đó (tối đa là 7 năm). Đây là mức cam kết cao nhất mà Việt Nam đã đạt được trong số các FTA đã ký kết. Hiện nay, chỉ 42% giá trị xuất khẩu của Việt Nam tới liên minh châu Âu được hưởng mức thuế 0% thông qua biểu thuế ưu đãi toàn cầu (GSP). Trung tâm thông tin và dự báo kinh tế - xã hội quốc gia (NCIF) ước tính rằng EVFTA sẽ giúp GDP của Việt Nam tăng 4,3% cho đến năm 2030. Tổng giá trị xuất khẩu tới liên minh châu Âu ước tính sẽ tăng 44,4% cho đến năm 2030. Chúng tôi cho rằng hiệp định EVFTA sẽ giúp thúc đẩy đầu tư sản xuất tới Việt Nam, giúp duy trì luồng vốn FDI tới trong các năm tới.

Tăng trưởng nội địa tăng dựa trên bối cảnh khả quan của nền kinh tế

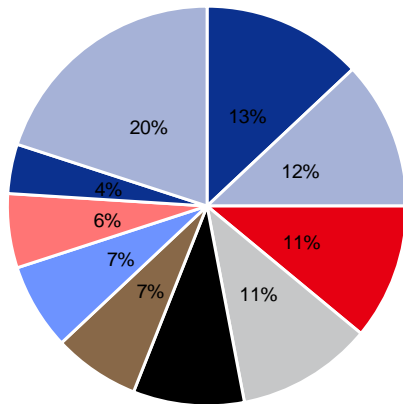
Tăng trưởng GDP Việt Nam trong Quý 3/2019 đạt 7,3% khiến chúng tôi kỳ vọng Việt Nam có thể duy trì đà tăng trưởng mạnh trong năm 2020. Bối cảnh khả quan của nền kinh tế sẽ hỗ trợ sản xuất và tiêu dùng. Sự ổn định của tiền đồng và tăng trưởng trong xuất khẩu đã đẩy mạnh tăng trưởng nội địa và hỗ trợ cho sự gia tăng nhu cầu thuê đất khu công nghiệp của các công ty sản xuất trong nước.

Chính sách bảo vệ môi trường mới sẽ nâng cao chất lượng dòng vốn FDI trong dài hạn ➤

Bên cạnh sự gia tăng nhanh chóng của dòng vốn FDI từ Trung Quốc và Hồng Kông trong 2 năm vừa qua, các dự án FDI cũng tạo sự lưu ý của chính phủ về vấn đề môi trường và đòi hỏi các quy định pháp luật phải thắt chặt hơn về vấn đề này. Từ năm 2020, các dự án FDI sẽ đối diện với các quy chuẩn môi trường khắt khe hơn so với hiện tại. Bộ Chính trị đã ban hành Nghị Quyết 50-NQ/TW vào tháng 8/2019, theo đó từ chối cấp phép cho các dự án sử dụng các công nghệ cũ và gây hại môi trường. Chúng tôi tin rằng nghị quyết này sẽ tăng thời gian xem xét chấp thuận các dự án FDI cũng như khiến một số nhà đầu tư thay đổi quan điểm đầu tư vào Việt Nam, khiến dòng vốn FDI chậm lại trong ngắn hạn. Tuy nhiên, xét về dài hạn, chất lượng dòng vốn FDI sẽ dần được nâng cao hơn, hướng đến công nghệ cao và sản xuất “xanh”.

Hình 124: Các ngành nghề chính tại các khu công nghiệp Việt Nam – Một số ngành nghề ô nhiễm như dệt may, hóa chất và nhựa

- Máy móc và thiết bị
- Sản phẩm máy tính, điện tử và quang
- Dệt may
- Sản phẩm kim loại chế tạo
- Sản phẩm cao su và nhựa
- Hóa chất và sản phẩm hóa học
- Thực phẩm và đồ uống
- Giấy và Sản phẩm Giấy
- Đồ nội thất
- Khác



NGUỒN: VND RESEARCH, JLL

Hình 125: Các ngành sản xuất gây ô nhiễm môi trường nhất tại Việt Nam – chỉ số xếp hạng thấp hơn gây ô nhiễm nhiều hơn

Xếp hạng theo ngành (chuẩn VSIC-4)	Không khí	Đất	Nước	Xếp hạng
Phân bón và hợp chất nitơ	11	3	4	6
Giày dép	7	4	11	7
Sắt thép cơ bản	11	4	13	9
Hóa chất cơ bản (trừ phân bón và hợp chất nitơ)	16	7	9	11
Chế biến và bảo quản cá và các sản phẩm cá	10	7	17	11
Sản phẩm nhựa	17	7	12	12
Bột giấy, giấy và bìa	11	30	5	15
Đúc kim loại màu	26	5	15	15
Các sản phẩm hóa học khác	26	13	15	18
Rèn, ép, dập và tạo hình kim loại; luyện kim bột	28	11	15	18

NGUỒN: VND RESEARCH, Worldbank

Quản trị doanh nghiệp trong các công ty kinh doanh bất động sản khu công nghiệp vẫn là vấn đề đáng quan tâm ➤

Quá trình thu mua đất và được chấp thuận cấp phép phát triển khu công nghiệp là một quá trình phức tạp và thường liên quan đến yếu tố pháp lý. Nhiều công ty phát triển khu công nghiệp thường có sở hữu Nhà nước hoặc địa phương lớn, với các quan hệ sở hữu chéo phức tạp, ví dụ như nhóm cổ phiếu Sonadezi sở hữu bởi Ủy ban nhân dân tỉnh Đồng Nai, nhóm Becamex (BCM) sở hữu bởi Ủy ban nhân dân tỉnh Bình Dương và nhóm cổ phiếu cao su (GVR, NTC, SIP và PHR) sở hữu bởi Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại các doanh nghiệp. Với cấu trúc sở hữu như trên, các quyết định trong công ty có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi ích các cổ đông nhỏ lẻ.

Các công ty phát triển khu công nghiệp Nhà nước thường bị tác động theo chủ trương thoái vốn của nhà nước thông qua IPO, do vậy mà các công ty này, dù rằng đã IPO nhưng ban quản trị có thể có thể có những quyết định không thuận lợi cho cổ đông thiểu số khi Nhà nước vẫn nắm quyền chi phối sau khi IPO.

Lựa chọn cổ phiếu: CTCP Kinh Bắc (KBC) vì quỹ đất lớn, tăng trưởng doanh thu tiềm năng và thanh khoản tốt ➤

Chúng tôi cho rằng các công ty kinh doanh BĐS KCN đã tăng giá, phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn. Tuy nhiên, KBC có vị thế tốt để đón nhu cầu tăng nhanh về đất khu công nghiệp, nhất là nhu cầu đến từ khu kinh tế miền Bắc vì 1) KBC có danh mục khách thuê đất là các công ty công nghệ lớn, với khu công nghiệp Quế Võ và Trảng Duệ là trung tâm sản xuất nội địa cho các công ty công nghệ phụ trợ cho Samsung Electronics Vietnam và LG Electronics, và 2) KBC có quỹ đất lớn thứ hai (864ha) ở miền Bắc trong số các công ty được niêm yết.

Hình 126: Bảng so sánh các công ty bất động sản khu công nghiệp

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Giá trị vốn hóa (Tr USD)	Tăng trưởng 3 năm EPS	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất sinh lời cổ tức (%)		EV/EBITDA	
		(VND)	(VND)			(%)	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
Investment & Ind	BCM VN	30.000	N/A	KKN	1.339,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Viglacera Corp J	VGC VN	18.000	N/A	KKN	348,3	4,8	12,7	10,7	1,2	1,2	10,5	12,0	5,8	5,8	5,0	4,6
Kinh Bac City De	KBC VN	15.400	17.500	Khả quan	312,2	7,0	8,5	7,2	0,8	0,7	9,0	10,2	6,5	6,6	6,5	5,9
Sonadezi Corp	SNZ VN	17.800	N/A	KKN	289,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Saigon Vrg Inves	SIP VN	96.300	N/A	KKN	286,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Idico Corp Jsc	IDC VN	18.800	N/A	KKN	243,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Itaco	ITA VN	2.870	N/A	KKN	116,2	277,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Nam Tan Uyen	NTC VN	166.500	N/A	KKN	115,0	125,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5,8	5,3
Sonadezi Chau Du	SZC VN	18.100	N/A	KKN	78,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5,8	5,3
Industrial Urban	D2D VN	79.800	N/A	KKN	73,4	21,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Tan Binh Import	TIX VN	N/A	N/A	KKN	38,6	23,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hiep Phuoc Indus	HPI VN	13.800	N/A	KKN	35,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Sonadezi Long Th	SZL VN	43.600	N/A	KKN	34,2	30,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Long Hau Corp	LHG VN	15.300	N/A	KKN	33,0	41,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Vinh Phuc Infrac	IDV VN	37.600	N/A	KKN	27,1	16,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tin Nghia Indust	TIP VN	20.200	N/A	KKN	24,4	14,0	5,2	N/A	1,0	N/A	20,2	N/A	7,4	N/A	3.542,5	N/A
Binh Long Rubber	MH3 VN	N/A	N/A	KKN	18,6	110,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Bao Thu Developm	BII VN	900	N/A	KKN	2,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trung bình						61,0	8,8	8,9	1,0	0,9	13,3	11,1	6,5	6,2	713,1	5,3
Trung vị						23,3	8,5	8,9	1,0	0,9	10,5	11,1	6,5	6,2	5,8	5,3

Giá hiện tại dựa trên giá đóng cửa ngày 27/12/2019. Các cổ phiếu chưa có khuyến nghị sẽ lấy dữ liệu của Bloomberg

NGUỒN: VND RESEARCH, Bloomberg, BÁO CÁO CÔNG TY

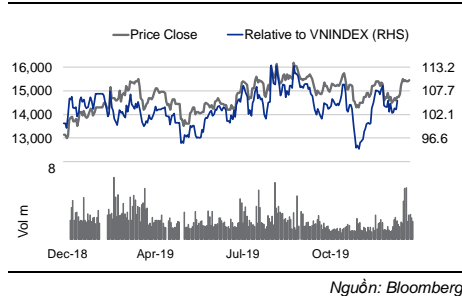
Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 5 TL 1 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND15.450
Giá mục tiêu:	VND17.500
Giá mục tiêu cũ:	VND17.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	13,3%
CGS-CIMB / Consensus:	-1,2%
Reuters:	KBC.HM
Bloomberg:	KBC VN
Vốn hóa:	US\$313,2tr VND7.257.795tr
GTGD bình quân:	US\$1,06tr VND24.548tr
SLCP đang lưu hành:	475,7tr
Free float:	37,0%
<small>*Nguồn: Bloomberg</small>	

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

▶ Không thay đổi



Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0,7	3,0	17,5
Tương đối (%)	2,4	7,3	10,6

Cổ đông chính	% nắm giữ
Đặng Thành Tâm	16,0
CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	9,6
Dragon Capital	5,6

TCT Phát triển Đô thị Kinh Bắc

Trong làn sóng bất động sản BĐS KCN

- Doanh thu 9T19 đạt 2.486 tỷ đồng (+50% so với cùng kỳ) trong đó doanh thu từ mảng BĐS KCN đóng góp 2.212 tỷ đồng (+55% so với cùng kỳ)
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng BĐS dân cư trong dự án Tràng Duệ và Phúc Ninh sẽ được ghi nhận trong năm 2020-21 sau khi hoàn thành pháp lý.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.500 đồng/cp theo phương pháp RNAV.

Công ty phát triển KCN hàng đầu tại khu vực Bắc Bộ

Chúng tôi tin rằng KBC có đủ tiềm năng để đón làn sóng nhu cầu BĐS KCN vào Việt Nam nhờ vào dòng vốn FDI chảy vào khu vực miền Bắc, trên cơ sở: 1) KBC có danh mục khách thuê đất là các công ty công nghệ lớn, với KCN Quế Võ và Tràng Duệ là trung tâm sản xuất nội địa cho các công ty công nghệ Hàn Quốc như Samsung Electronics Vietnam và LG Electronics, và 2) KBC có quỹ đất lớn thứ hai (864ha) ở miền Bắc Việt Nam trong số các công ty được niêm yết.

Doanh thu từ mảng BĐS KCN tăng trưởng ấn tượng trong 9T19

Trong 9T19, doanh thu từ mảng bất động sản khu công nghiệp tăng 55% so với cùng kỳ năm trước, đạt 2.212 tỷ đồng nhờ vào diện tích đất cho thuê tăng 30% và giá thuê tăng 19,6% tại 2 công ty con gồm KCN Quang Châu (65,3 ha, tăng 382% so với cùng kỳ) và KCN Tân Phú Trung (26,3 ha, tăng 74% so với cùng kỳ).

Kỳ vọng doanh thu BĐS dân cư tăng mạnh trong giai đoạn 2020-21

Trong 9T19, doanh thu từ mảng BĐS khu dân cư giảm 98% so với cùng kỳ. Do vấn đề pháp lý tại Tràng Duệ và Phúc Ninh, KBC chưa thể ghi nhận doanh thu từ hai dự án này. Chúng tôi kỳ vọng dự án Tràng Duệ được ghi nhận vào cuối năm 2019, sau khi Bộ xây dựng có văn bản chấp thuận quy trình chuyển giao quyền sử dụng đất vào 18/11/2019. Chúng tôi cũng kỳ vọng KBC có thể giải quyết vấn đề kế hoạch tổng thể của dự án Phúc Ninh để bàn giao trong 2020-21. Chúng tôi ước tính doanh thu từ BĐS dân cư sẽ có mức CAGR 46%, đóng góp 1.185 tỷ đồng và 1.710 tỷ đồng trong năm 2020 và 2021.

EPS kỳ vọng tăng trong năm 2020 và giảm trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2020 sẽ tăng 18% nhờ vào đà tăng của mảng BĐS KCN tại KCN Tân Phú Trung, KCN Quang Châu và KCN Nam Sơn – Hạp Lĩnh. Tuy nhiên, năm 2021, doanh thu sẽ giảm 24,5% khi KCN Quang Châu đã lấp đầy. Chúng tôi ước tính EPS của KBC sẽ tăng 25,1% trong năm 2020 và giảm 24% trong năm 2021.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.500 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với mức giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 17.500 đồng/cp dựa trên việc cho thuê các KCN nhanh hơn kỳ vọng và KBC có thể bàn giao dự án Tràng Duệ và Phúc Ninh trong giai đoạn 2020-21. Rủi ro tác động tới cổ phiếu gồm 1) việc cho thuê đất KCN chậm lại, và 2) việc ghi nhận doanh thu từ dự án Phúc Ninh tiếp tục bị trì hoãn. Động lực đánh giá lại gồm 1) tốc độ cho thuê đất KCN và bán BĐS dân cư tăng mạnh, và 2) chấp thuận phát triển KCN Tràng Duệ 3.

Chuyên viên phân tích



Lại Thị Thanh Nhân, CFA

T (84) 914 459 879

E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách

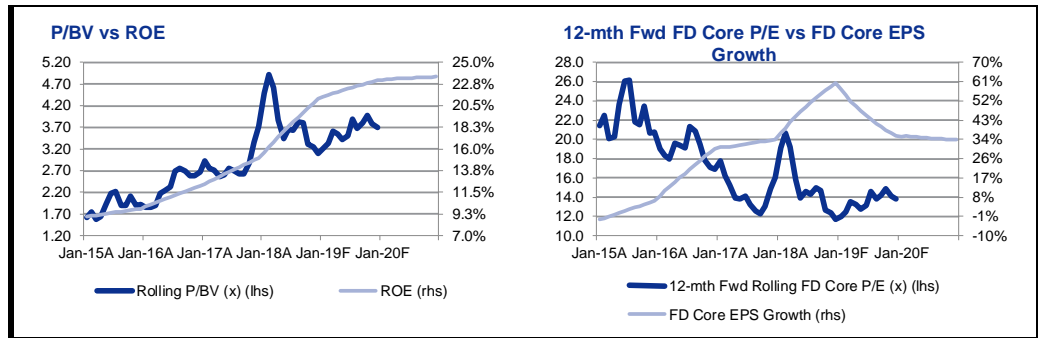
T (84) 909 283 119

E bach.phannhu@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.260	2.490	3.666	4.343	3.278
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	473	1.161	1.413	1.696	1.316
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	585	746	841	1.052	800
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.244	1.587	1.790	2.239	1.702
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	4,9%	27,5%	12,8%	25,1%	-24,0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	12,42	9,74	8,63	6,90	9,08
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	-	1.000,0	-	-
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	6,47%	0,00%	0,00%
EV/EBITDA (lần)	20,8	8,5	6,9	4,4	4,6
P/FCFE	33,64	n/a	12,91	3,29	4,32
P/B (lần)	0,88	0,80	0,77	0,69	0,64
ROE	7,3%	8,6%	9,1%	10,6%	7,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,99	1,04	0,88

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	1.360	2.490	3.366	4.343	3.278
Lợi nhuận gộp	650	1.468	1.864	2.231	1.719
LN hoạt động thuần	473	1.161	1.413	1.396	1.316
Chi phí khấu hao	-	-	-	-	-
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	473	1.161	1.413	1.396	1.316
TN từ hoạt động tài chính	(33)	(102)	(161)	(134)	(133)
TN từ các Cty LK & LD	19	14	14	14	14
Chi phí/lãi ngoài HKKD	353	(26)	(13)	(10)	(5)
Lợi nhuận trước thuế	812	1.047	1.252	1.566	1.191
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	812	1.047	1.352	1.566	1.191
Thuế	(193)	(238)	(263)	(329)	(250)
Lợi nhuận sau thuế	619	808	989	1.337	941
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(34)	(63)	(148)	(186)	(141)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	585	746	841	1.052	800
Lợi nhuận ròng	585	746	841	1.052	800
Lợi nhuận thường xuyên	585	746	841	1.052	800

Dòng tiền (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	473	1.161	1.413	1.696	1.316
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	86	(516)	201	1.151	728
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	0,3	(22,0)	1,0	1,0	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	39,8	41,3	69,0	98,3	99,8
Dòng tiền hoạt động khác	(341,8)	(136,6)	(13,1)	(9,8)	(5,4)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(109,5)	(193,9)	(216,2)	(216,2)	(215,3)
Thuế đã trả	(86,7)	(204,7)	(262,9)	(328,9)	(250,1)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	61	129	1.192	2.392	1.672
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(94)	(62)	(441)	(43)	(33)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1	7	14	14	14
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư		98	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	594	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(590)	(109)	13	26	26
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(623)	(155)	(414)	(3)	8
Tiền vay nhận được/(đã trả)	778	(246)	(216)	(180)	-
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn			-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành			-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(6)	(10)	(470)	-	-
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	772	(255)	(686)	(180)	-

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	506	227	318	2.526	4.206
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.744	5.842	7.760	7.760	6.938
Hàng tồn kho	8.323	8.593	8.811	8.550	8.452
Tài sản ngắn hạn khác	158	200	260	260	232
Tổng tài sản ngắn hạn	13.730	14.862	17.149	19.096	19.829
Tài sản cố định	118	157	548	526	493
Tổng đầu tư	1.198	1.276	1.254	1.222	1.187
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	734	614	728	728	728
Tổng tài sản dài hạn	2.050	2.047	2.530	2.475	2.408
Vay & nợ ngắn hạn	1.132	1.154	138	138	138
Phải trả người bán	538	479	1.020	1.020	882
Nợ ngắn hạn khác	1.656	2.300	3.283	3.283	2.841
Tổng nợ ngắn hạn	3.326	3.933	4.441	4.441	3.861
Vay & nợ dài hạn	1.591	1.285	2.133	1.953	1.953
Nợ dài hạn khác	1.206	1.191	2.083	2.918	3.224
Tổng nợ dài hạn	2.796	2.476	4.216	4.871	5.177
Dự phòng	620	664	664	664	664
Tổng nợ	6.742	7.072	9.321	9.976	9.702
Vốn chủ sở hữu	8.288	9.035	9.407	10.459	11.258
Lợi ích cổ đông thiểu số	750	803	951	1.137	1.278
Tổng vốn chủ sở hữu	9.038	9.837	10.358	11.595	12.536

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-36,1%	97,6%	47,2%	18,5%	-24,5%
Tăng trưởng LNHĐKD	-50,0%	146,0%	22,0%	20,0%	-22,0%
Biên LNHĐKD	37,5%	46,6%	38,5%	39,1%	40,1%
LN trên cổ phiếu	(4.719)	(4.709)	(4.157)	926	4.501
Giá trị sổ sách/cp	17.644	19.232	20.025	22.264	23.966
Khả năng thanh toán lãi vay	4,32	5,99	6,53	7,85	6,11
Thuế suất hiệu dụng	23,8%	22,8%	21,0%	21,0%	21,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	55,9%	NA	NA
Số ngày phải thu	334,8	218,6	200,0	189,7	237,4
Số ngày tồn kho	4.952,00	3.020,00	1.762,00	1.504,00	1.990,00
Số ngày phải trả	74,17	33,00	34,09	49,58	62,46
ROIC	4,4%	9,8%	11,2%	12,3%	9,7%
ROCE	7,7%	9,9%	11,3%	12,9%	9,4%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	4,28%	5,57%	6,29%	6,65%	4,90%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

NGÂN HÀNG: Trong bối cảnh chính sách tiền tệ nói lỏng thận trọng

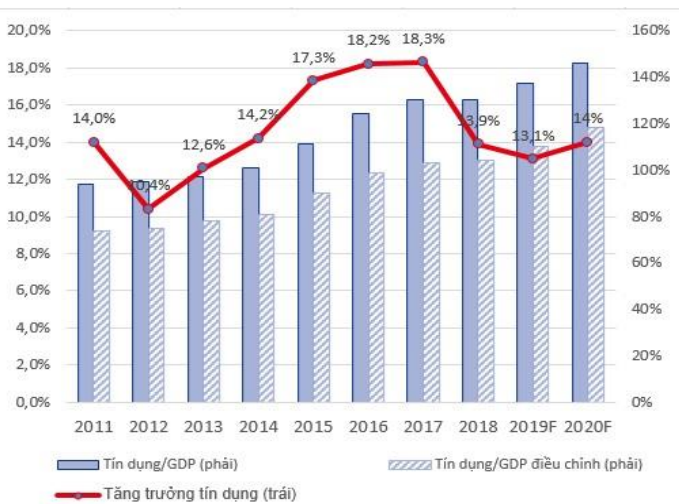
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2020 sẽ cao hơn



Tại thời điểm cuối năm 2019, tín dụng toàn hệ thống tăng trưởng khoảng 13,1% so với cuối năm 2018, mức tăng trưởng thấp nhất trong sáu năm qua. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng chậm lại là do các nguyên nhân:

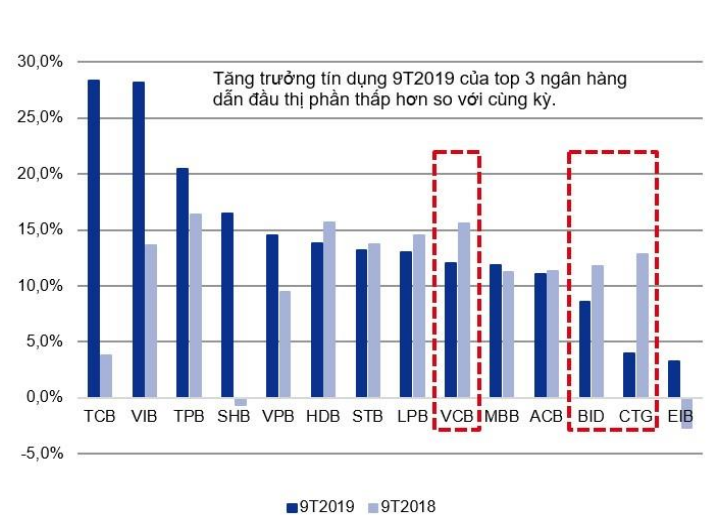
- 1) Tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến của hai NH TMCP Nhà nước¹ là BIDV (BID) và Vietinbank (CTG). Hai ngân hàng này chiếm khoảng 25% thị trường cho vay nhưng tăng trưởng tín dụng 9T2019 chỉ đạt lần lượt 8,8% và 4,0%.
- 2) Các quy định thắt chặt của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đối với cho vay bất động sản đã chuyển hướng nhu cầu vốn sang thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp mới đã tăng mạnh 40% trong năm 2019.

Hình 127: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện trong năm 2020



NGUỒN: VNDS RESEARCH, SBV

Hình 128: Tăng trưởng tín dụng so với thời điểm đầu năm, tính đến 30/09/2019



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện và đạt mức 14% trong năm 2020, dựa trên các yếu tố sau:

- Lạm phát bình quân cả năm 2019 ở mức thấp nhất trong ba năm, đạt 2,8% mặc dù giá lợn hơi tăng đột biến vào giữa năm nay. Tính đến các yếu tố như giá lợn hơi cao hơn, điều chỉnh tăng chi phí dịch vụ y tế và giáo dục và khả năng tăng giá điện, chúng tôi kỳ vọng lạm phát bình quân sẽ ở mức 3,2% vào năm 2020. Chúng tôi tin rằng lạm phát ở mức thấp hơn nhiều so với “ngưỡng giới hạn 4%” sẽ tạo dư địa cho NHNN thận trọng và linh hoạt hơn trong chính sách tiền tệ năm 2020, trong bối cảnh Ngân hàng TW các nước đang nói lỏng.
- Mặc dù thắt chặt kiểm soát đối với các khoản cho vay bất động sản (gồm tăng trọng số rủi ro đối với cho vay bất động sản, giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn được sử dụng cho các khoản vay trung hạn), NHNN sẽ tiếp tục tăng cường hỗ trợ tín dụng dành cho nông nghiệp, các công ty vừa và nhỏ, các công ty công nghệ cao, xuất khẩu và các ngành công nghiệp hỗ trợ. Như chúng tôi đã trình bày trong phần Công nghiệp chế biến chế tạo, các nhà sản xuất nội địa sẽ đẩy mạnh mở rộng công suất, tương ứng hoạt động tín dụng cho các ngành sản xuất/hỗ trợ có thể sẽ chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ nhằm tạo nền tảng thúc đẩy sự tăng trưởng của toàn bộ hệ thống trong năm 2020.

Chuyên viên Phân tích

Trần Khánh Hiền

T (84) 90 364 3900

E hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

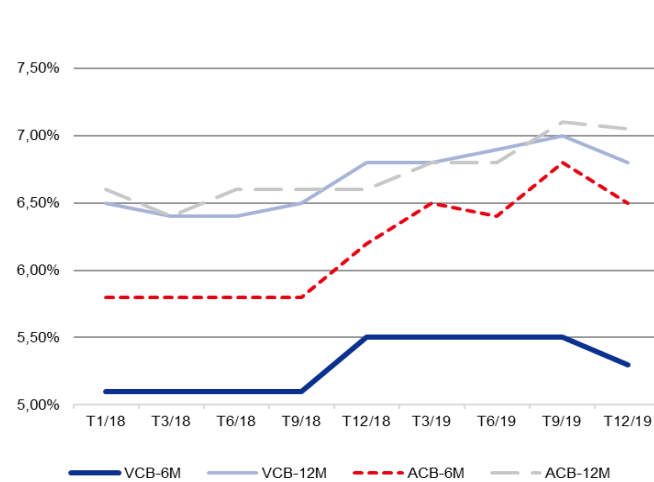
Chúng tôi lạc quan một cách thận trọng về triển vọng NIM cải thiện trong năm 2020 >

Chi phí vốn năm 2019 tăng trong bối cảnh thắt chặt tỷ lệ về cấu trúc vốn

Trong báo cáo đầu năm 2019, chúng tôi đưa ra quan ngại về việc chi phí vốn tăng tạo rào cản cho khả năng cải thiện NIM. Về mặt pháp lý, theo các quy định mới có hiệu lực từ ngày 1/1/2019, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn tối đa đã giảm xuống còn 40% so với 45% trước đây. Do đó, các ngân hàng đã tái cấu trúc nguồn vốn bằng cách tăng lãi suất đối với huy động tiền gửi dài hạn, hoặc phát hành trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi (CD) có kỳ hạn. Theo quan sát của chúng tôi, lãi suất tiền gửi tại các kỳ hạn đã tăng 50 – 100 điểm cơ bản so với mức thấp trong tháng 6/2018. Ngoài ra, lãi suất tiền gửi tăng mạnh nguyên nhân còn do sự bùng nổ của thị trường trái phiếu doanh nghiệp có lợi suất cao hơn trong năm 2019.

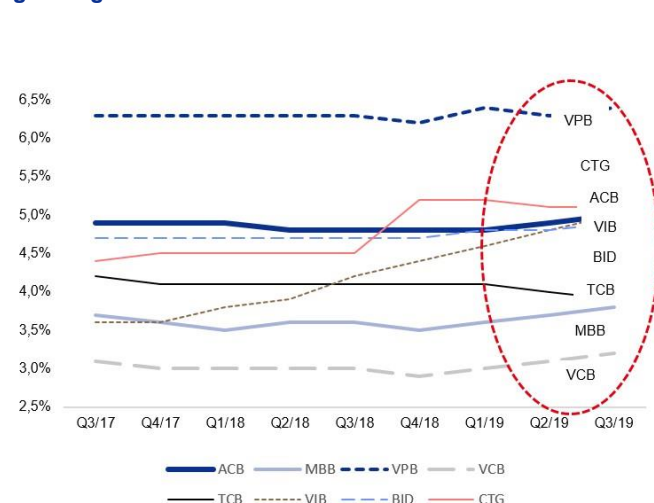
Tuy nhiên nhu cầu vốn là khác nhau giữa các ngân hàng, tùy thuộc vào cơ cấu nguồn vốn và khả năng huy động của từng ngân hàng. Chúng tôi thấy rằng các ngân hàng có mạng lưới chi nhánh lớn và uy tín tốt có lợi thế huy động hơn (Khối NH TMCP Nhà nước với mạng lưới chi nhánh rộng hơn thể hiện rõ điều này); trong khi các ngân hàng vừa và nhỏ dễ bị tổn thương hơn từ sức ép của việc gia tăng chi phí vốn.

Hình 129: Lãi suất tiền gửi các kỳ hạn tăng 50 - 100 điểm cơ bản từ mức thấp theo chu kỳ vào T6/2018 và bắt đầu giảm kể từ T11/2019



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 130: Biến động của chi phí vốn (CoF) khi lãi suất tiền gửi tăng dần

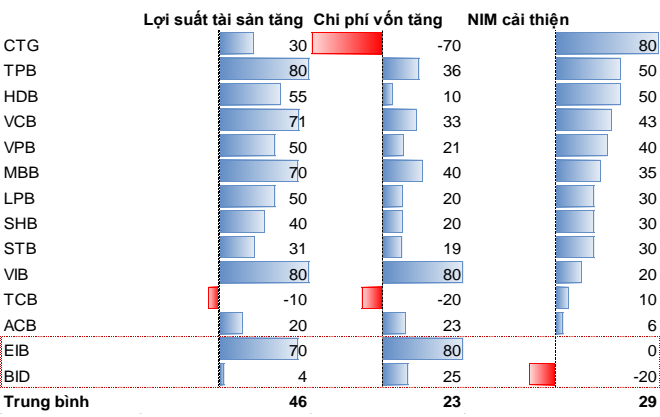


NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tuy nhiên, mức cải thiện NIM trong 2019 lại tốt hơn so với quan ngại

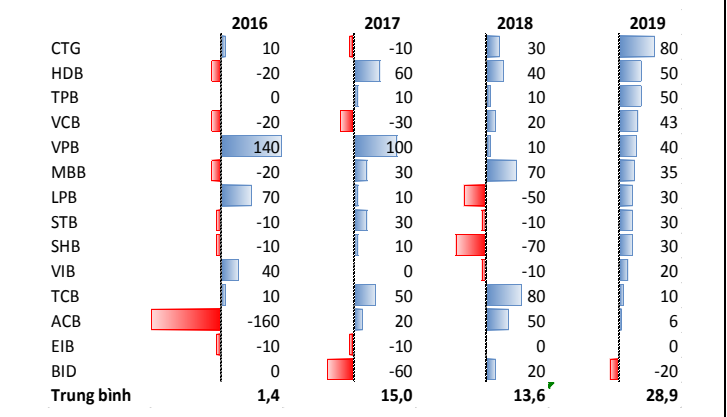
Chúng tôi ước tính rằng lợi suất tài sản trung bình của 14 ngân hàng niêm yết hàng đầu tăng trưởng mạnh 46 điểm cơ bản so với cùng kỳ, bù đắp cho mức tăng chi phí vốn trung bình 23 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2019. Do đó, tỷ lệ lãi cận biên trung bình (NIM) của các ngân hàng niêm yết tăng khoảng 29 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2019, cao hơn cả mức tăng 14 điểm cơ bản trong năm 2018. Đáng chú ý, NIM của Vietinbank (CTG) đã trở lại mức bình thường sau khi giảm mạnh trong năm 2018 khi trích lập dự phòng khoảng 6 nghìn tỷ đồng cho các khoản nợ xấu. Các ngân hàng có mức tín dụng tiêu dùng lớn, cụ thể là TPB, HDB và VPB, cũng chứng kiến NIM tăng trưởng tích cực trong năm 2019. Chỉ có hai ngân hàng Eximbank (EIB) và BIDV (BID) ghi nhận NIM giảm.

Hình 131: NIM 2019 cải thiện dù chi phí vốn tăng (điểm cơ bản)



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 132: NIM ngân hàng cải thiện từ năm 2016 (điểm cơ bản)



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

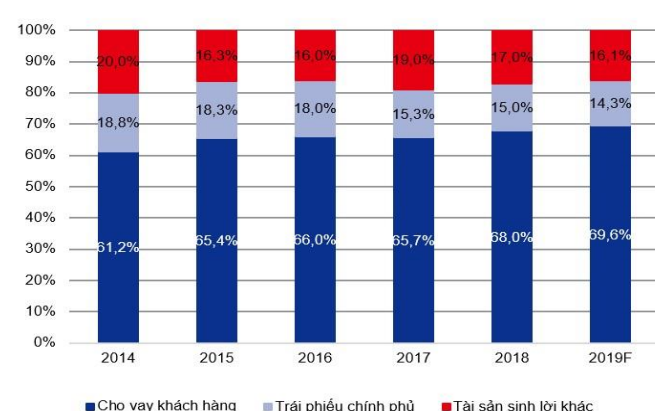
Chúng tôi vẫn thận trọng đối với triển vọng cải thiện NIM năm 2020

Chúng tôi nhận thấy rằng tăng trưởng NIM của các ngân hàng trong vài năm qua phản ánh sự chuyển dịch tích cực sang các hoạt động kinh doanh có lợi suất cao hơn, như là cho vay tiêu dùng và bán lẻ, của các ngân hàng Việt Nam.

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng cải thiện lợi suất tài sản, trên cơ sở tăng tỷ lệ của tài sản sinh lời (IEAs) và tăng trưởng bền vững trong mảng cho vay bán lẻ. Tỷ lệ cho vay khách hàng trong cấu trúc tổng tài sản sinh lời (IEAs) của các ngân hàng niêm yết đã tăng đáng kể trong vài năm qua. Trong khi đó, cán cân trái phiếu chính phủ đã bị thu hẹp trong bối cảnh lợi suất TPCP giảm mạnh kể từ năm 2014.

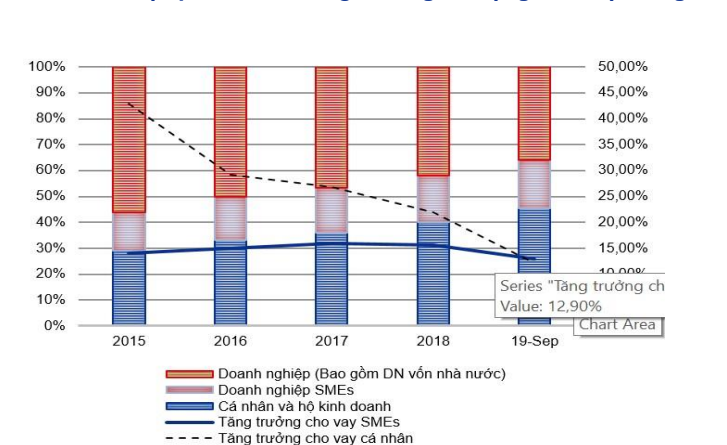
Chúng tôi nhận thấy vẫn còn dư địa cho sự tăng trưởng hơn nữa trong mảng ngân hàng bán lẻ và tin rằng một cuộc khủng hoảng nợ liên quan đến mở rộng cho vay bán lẻ trong thời gian tới ít có khả năng xảy ra, trong bối cảnh nền kinh tế tương đối ổn định như hiện nay. Mảng ngân hàng bán lẻ tại Việt Nam chỉ mới bắt đầu phát triển từ năm 2015 và trong giai đoạn đầu của chu kỳ phát triển này, các ngân hàng đang tạo sự khác biệt bằng cách tung ra các sản phẩm phức tạp hơn, như các công cụ quản lý tiền mặt và thanh khoản cho doanh nghiệp nhỏ. Chúng tôi cho rằng ở các giai đoạn tiếp theo, các ngân hàng có thể bán chéo cho khách hàng hiện tại và giới thiệu thêm nhiều sản phẩm dựa trên phí, chẳng hạn như bancassurance, thẻ tín dụng và dịch vụ quản lý tài sản cá nhân. Tuy nhiên, chìa khóa để chiến thắng trong trò chơi ngân hàng bán lẻ là dịch vụ và bán hàng tập trung vào khách hàng. Do đó, khả năng phân phối và bán hàng rất quan trọng để giúp các ngân hàng giành chiến thắng trong phân khúc tăng trưởng nhanh này. Như vậy, các ngân hàng có mạng lưới chi nhánh và cơ sở khách hàng lớn được định vị tốt để vượt trội so với các ngân hàng trong ngành. Chúng tôi tin rằng VCB và MBB đáp ứng tiêu chí này.

Hình 133: Thay đổi trong cấu trúc tài sản sinh lời (IEAs) của các ngân hàng niêm yết qua các năm



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 134: Việc phân bổ và tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng áp lực tăng chi phí vốn sẽ giảm dần từ giữa năm 2020 đến năm 2021F, dựa trên các yếu tố sau:

1. Theo thông tư 22/2019 mới nhất, tỷ lệ tối đa chính thức của các khoản tiền gửi ngắn hạn cho vay trung và dài hạn sẽ giảm từ 40% hiện tại xuống còn 37% vào tháng 10/2020, 34% vào tháng 10/2021 và 30% từ tháng 10/2022 trở đi. Lộ trình này từ tốn hơn so với kế hoạch ban đầu của Ngân hàng Nhà nước là hạ tỷ lệ này xuống 30% từ giữa năm 2021. Vào cuối tháng 9/2019, theo Ngân hàng Nhà nước, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các ngân hàng vốn cổ phần nhà nước (SOEs) là 30,0% và ngân hàng tư nhân là 30,1%, nhìn chung vẫn tuân thủ giới hạn mới và cho phép các ngân hàng có nhiều dư địa và thời gian hơn để cơ cấu lại danh mục cho vay của mình.
2. Chúng tôi tin rằng chính sách của Ngân hàng Nhà nước cắt giảm lãi suất 25 điểm cơ bản và giảm 50 điểm cơ bản đối với trần lãi suất tiền gửi dành cho các kỳ hạn ngắn trong Quý 4/2019 sẽ dẫn tác động đến lãi suất tiền gửi của các ngân hàng. Chúng tôi lưu ý rằng lãi suất tiền gửi các kỳ hạn bắt đầu giảm kể từ tháng 11/2019.

Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng chi phí vốn vẫn tiếp tục tăng trong nửa đầu năm 2020 do tác động của chi phí huy động tiền gửi cao đối với các kỳ hạn trên 12 tháng trong năm 2019. Nhìn chung, chúng tôi ước tính lãi suất tiền gửi giảm khoảng 50 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2020. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí vốn trung bình của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi tăng 6 điểm cơ bản trong năm 2020 và 4 điểm cơ bản trong năm 2021. NIM trung bình của các ngân hàng này ước tính tăng 12 điểm cơ bản trong năm 2020 và 11 điểm cơ bản trong năm 2021.

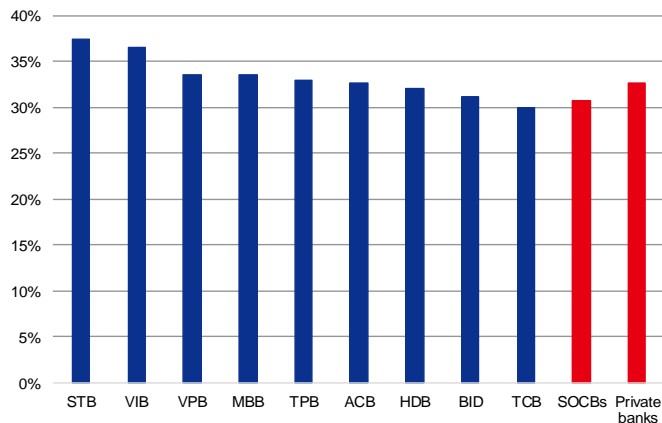
Hình 135: Dự phóng Chi phí vốn (COF) và NIM các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi



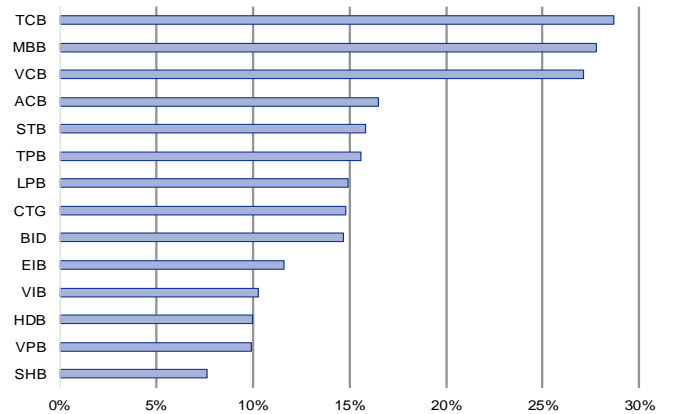
Xu hướng cải thiện NIM có thể sẽ không đồng đều giữa các ngân hàng, vì mức độ nhạy cảm của từng ngân hàng đối với cạnh tranh tiền gửi và nhu cầu huy động vốn rất khác nhau. Chúng tôi kỳ vọng:

- Các ngân hàng với tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn thấp hơn sẽ có lợi thế nguồn vốn linh hoạt hơn (ví dụ TCB, BID và HDB);
- Các ngân hàng có uy tín tốt và hệ thống mạng lưới rộng khắp sẽ ít nhạy cảm hơn khi cạnh tranh gia tăng (các ngân hàng cổ phần nhà nước với mạng lưới rộng khắp và hình ảnh tốt thuộc loại này); và
- Các ngân hàng với tỷ lệ CASA cao (ví dụ VCB, MBB và TCB) có khả năng quản lý việc chi phí vốn tăng tốt hơn.

Hình 136: Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tại thời điểm cuối năm 2018 **Hình 137: Tỷ lệ CASA của các ngân hàng (cuối Q3/2019)**



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



NGUỒN: VNDS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trước ngưỡng cửa Basel II ➤

Mười sáu ngân hàng trong nước đã được chấp thuận áp dụng Basel II trước ngày 01/01/2020 khi Thông tư 41/2016 có hiệu lực. BID trở thành ngân hàng cuối cùng được Ngân hàng Nhà nước chấp thuận cho áp dụng Basel II vào tháng 11/2019. Các ngân hàng khác là VCB, VIB, MBB, TCB, ACB, VPB, HDB, LPB, TPB, MSB, OCB, Seabank, Ngân hàng Nam Á, Ngân hàng Bản Việt, và Ngân hàng Vietbank. Ngoài ra, Shinhan và Standard Chartered là hai ngân hàng nước ngoài đã được chấp thuận áp dụng Basel II.

Tính đến cuối Quý 3/2019, tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của toàn hệ thống là 12,02% (so với 12,23% vào cuối năm 2018), với hệ số CAR của các ngân hàng tư nhân ở mức 10,81% (so với 11,46% vào cuối năm 2018), trong khi hệ số CAR của các ngân hàng thương mại nhà nước (SOCBs) thấp hơn nhiều ở mức 9,78% (so với 9,32% vào cuối năm 2018). Các ngân hàng tư nhân có thể duy trì hệ số CAR cao hơn do linh hoạt hơn trong việc huy động vốn và trả cổ tức, trong khi các ngân hàng thương mại nhà nước (SOCBs) phải trả cổ tức bằng tiền theo yêu cầu của Bộ Tài chính và quá trình phê duyệt tăng vốn tại SOCBs thường kéo dài do liên quan đến các vấn đề định giá.

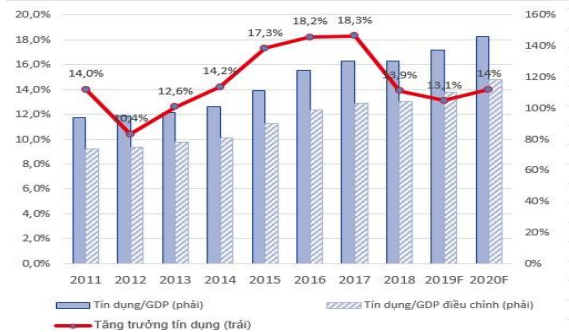
Việc tăng vốn giữa NHTM cổ phần nhà nước (SOCBs) và ngân hàng tư nhân khác nhau rất lớn. Trong giai đoạn 2018-19, các ngân hàng tư nhân đã huy động vốn rất tích cực, với một loạt các IPO mới, phát hành riêng lẻ, phát hành quyền mua và phát hành trái phiếu. Đối với SOCBs, trong khi Vietcombank đã được chấp thuận áp dụng Basel II một năm trước, BIDV mới chỉ được chấp thuận áp dụng Basel II sau khi bán thành công 15% cổ phần cho ngân hàng Hàn Quốc KEB Hana; ngược lại, hai ngân hàng SOCB còn lại là Vietinbank và Agribank, vẫn chưa được chấp thuận áp dụng Basel II vào năm 2019.

Trên thực tế, an toàn vốn vẫn là một vấn đề tại SOCBs. SOCBs không có nhiều lựa chọn trong việc huy động vốn do phải trả cổ tức tiền mặt và việc phê duyệt cho phát hành riêng lẻ mất một thời gian rất dài. Ngoài ra, quyền mua không phải là một lựa chọn vì Ngân hàng Nhà nước là cổ đông chính của SOCBs, nhưng chính phủ sẽ không sử dụng ngân sách nhà nước để tăng vốn ngân hàng. Vì SOCBs chiếm 50% tổng tài sản của hệ thống ngân hàng và vốn của các ngân hàng này không thể đạt tiêu chuẩn Basel II, chúng tôi thấy rằng Basel II không thể được áp dụng cho toàn hệ thống vào năm 2020 và Ngân hàng Nhà nước sẽ xét từng trường hợp để đánh giá ngân hàng là đạt chuẩn Basel II. Chúng tôi cho rằng tăng vốn sẽ vẫn là một vấn đề trong năm 2020.

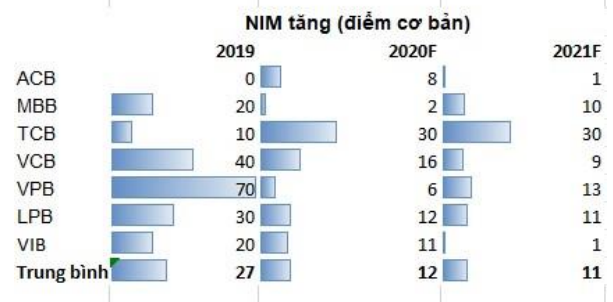
CÁC BIỂU ĐỒ QUAN TRỌNG: Triển vọng Ngân hàng 2020F

Chúng tôi kỳ vọng tín dụng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2020 >

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng cao hơn khoảng 14% vào năm 2020, dựa trên: lạm phát vừa phải, nhu cầu tín dụng cao hơn xuất phát từ nông nghiệp, các công ty vừa và nhỏ, các công ty công nghệ cao, xuất khẩu và công nghiệp hỗ trợ. Các ngành này được Ngân hàng Nhà nước Việt Nam ưu tiên.

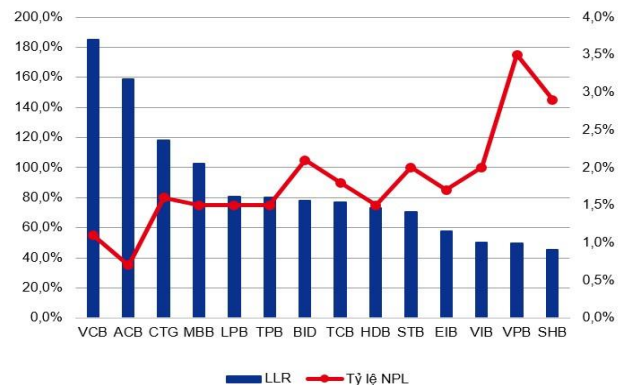


Chúng tôi kỳ vọng NIM tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2020 >

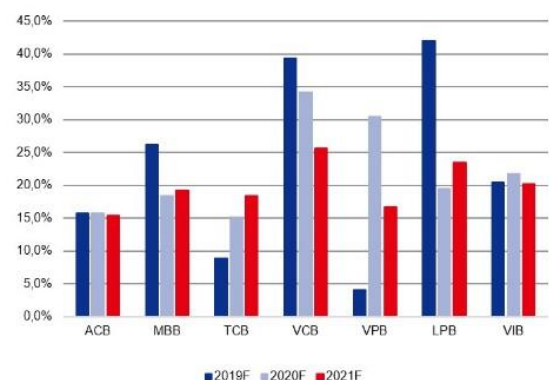


Chất lượng tài sản của các ngân hàng tại cuối Q3/2019 >

Theo Ngân hàng Nhà nước, tính đến cuối năm 2019, tỷ lệ nợ xấu (NPL) trên toàn hệ thống vẫn ở mức 1,9%, tương đương với mức cuối năm 2018. Chúng tôi thích các ngân hàng có tỷ lệ dự phòng/nợ xấu cao (LLR) và dư nợ xấu thấp, ví dụ như dự như VCB, ACB và MBB.



Dự báo tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của các ngân hàng trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi trong năm 2020-21 >



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lựa chọn cổ phiếu: MBB và ACB ▶

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập về lĩnh vực ngân hàng vào năm 2020, điều chỉnh theo vốn hóa thị trường. Chúng tôi duy trì Nắm giữ đối với VCB, ngân hàng lớn nhất về tài sản trong danh sách khuyến nghị, vì chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng trưởng của ngân hàng này đã được phản ánh trong định giá

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng mỗi ngân hàng có thách thức và cơ hội riêng. Chúng tôi thích các ngân hàng có các đặc điểm sau: 1) Thị phần tín dụng tốt và nhiều khả năng để nắm bắt các cơ hội từ hoạt động cho vay bán lẻ và thu nhập ngoài lãi; 2) có vị thế tốt để bù đắp những thách thức từ chi phí vốn tăng; và 3) chất lượng tài sản tốt để chống lại rủi ro tăng tỷ lệ nợ xấu trong toàn hệ thống. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực ngân hàng là MBB và ACB.

Rủi ro đối với các lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi

Rủi ro lạm phát có thể hạn chế tăng trưởng tín dụng. Lạm phát bình quân vẫn được kiểm soát, trung bình ở mức 2,8% trong năm 2019, dưới mức mục tiêu 4,0% của chính phủ và mức tăng 3,5% trong năm 2018. Tuy nhiên, chúng tôi thấy chi phí thực phẩm cao hơn, đặc biệt là giá thịt lợn do tiêu hủy lợn để kiểm soát dịch tả lợn châu Phi, đã đẩy lạm phát giá lương thực lên mức cao kỷ lục trong Q4/2019. Lạm phát giá thực phẩm trong năm 2019 tăng 4,1% so với cùng kỳ, cao nhất trong ba năm. Chúng tôi dự báo lạm phát sẽ tăng lên mức 3,2% vào năm 2020. Tuy nhiên, trong trường hợp giá lợn hơi tăng mạnh vào năm 2020 và đẩy mức lạm phát lên gần 4% - mục tiêu mà Ngân hàng Nhà nước đặt ra - chúng tôi tin rằng Ngân hàng Nhà nước sẽ ưu tiên kiểm soát lạm phát.

Hình 138: So sánh các ngân hàng trong khu vực (tại 27/12/2019)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/BV (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm tới	ROE (%)	
						2019	2020	2019	2020		2019	2020
			(bản tệ)	(bản tệ)	(tr USD)							
Agricultural Bank of China	1288 HK	KHẢ QUAN	3,43	4,20	202.621	0,6	0,5	4,4	4,2	4,8%	12,6%	12,2%
Bank of China	3988 HK	KHẢ QUAN	3,36	4,30	163.551	0,5	0,5	4,2	4,0	5,2%	11,5%	11,2%
China Merchants Bank	3968 HK	KHẢ QUAN	40,50	49,50	149.994	1,5	1,3	8,0	6,8	16,0%	16,8%	17,2%
Bank of Communications	3328 HK	KHẢ QUAN	5,61	6,70	63.266	0,5	0,5	4,3	3,9	6,8%	11,3%	11,1%
Trung bình ngân hàng Trung Quốc						0,8	0,7	5,2	4,7	8,2%	13,0%	12,9%
ICICI Bank	ICICIBC IN	KHẢ QUAN	549,40	560,00	49.792	3,1	2,8	20,8	17,2	89,8%	10,1%	14,1%
Axis Bank	AXSB IN	KHẢ QUAN	760,15	950,00	30.027	2,5	2,2	15,8	11,2	57,9%	8,0%	14,8%
Indusind Bank	IIB IN	KHẢ QUAN	1.524,90	1.800,00	14.806	3,0	2,5	14,2	11,3	37,2%	17,7%	19,4%
Yes Bank	YES IN	KHẢ QUAN	48,00	100,00	1.715	0,4	0,4	7,1	3,3	28,3%	-0,8%	6,1%
Trung bình ngân hàng Ấn Độ						2,3	2,0	14,5	10,8	53,3%	8,8%	13,6%
Bank Central Asia	BBCA IJ	KHẢ QUAN	33.375	34.700	59.058	4,8	4,3	25,5	22,5	12,8%	17,7%	17,8%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	TRUNG LẬP	4.430	4.200	39.218	2,7	2,4	14,2	12,6	10,5%	17,8%	18,0%
Bank Mandiri	BMRI IJ	KHẢ QUAN	7.775	8.400	26.041	2,0	1,9	11,7	10,2	12,7%	15,1%	16,9%
Bank Negara Indonesia	BBNI IJ	KHẢ QUAN	7.925	8.600	10.607	1,3	1,1	8,4	7,5	9,9%	13,9%	14,2%
Trung bình Ngân hàng Indonesia						2,7	2,4	14,9	13,2	11,5%	16,1%	16,7%
Malayan Banking Bhd	MAY MK	TRUNG LẬP	8,66	8,83	23.655	1,2	1,2	12,0	11,3	1,2%	9,8%	9,9%
Public Bank Bhd	PBK MK	KHẢ QUAN	19,90	23,10	18.772	1,8	1,7	13,7	13,1	2,0%	13,0%	12,6%
Hong Leong Bank	HLBK MK	TRUNG LẬP	17,60	17,00	9.270	1,4	1,3	13,2	12,2	8,9%	10,4%	10,2%
BIMB Holdings	BIMB MK	TRUNG LẬP	4,42	4,33	1.895	1,4	1,2	9,3	8,6	7,8%	14,5%	14,1%
Trung bình Ngân hàng Malaysia						1,4	1,3	12,0	11,3	5,0%	11,9%	11,7%
Kasikornbank	KBANK TB	KHẢ QUAN	150,00	191,00	11.909	0,9	0,8	8,3	7,5	7,7%	9,8%	10,3%
Siam Commercial Bank	SCB TB	KHẢ QUAN	119,50	145,00	13.460	1,0	0,9	9,1	8,4	6,8%	11,2%	10,7%
Bangkok Bank	BBL TB	KHẢ QUAN	159,50	207,00	10.100	0,7	0,7	8,1	7,9	3,0%	8,2%	8,3%
Kiatnakin Bank	KKP TB	TRUNG LẬP	66,00	69,00	1.854	1,3	1,2	8,9	8,2	4,1%	13,6%	14,0%
Trung bình Ngân hàng Thái Lan						1,0	0,9	8,6	8,0	5,4%	10,7%	10,8%
Vietcombank	VCB VN	TRUNG LẬP	90.500	92.200	14.478	3,9	3,1	12,2	9,7	31,9%	23,1%	23,5%
Techcombank	TCB VN	KHẢ QUAN	23.200	27.400	3.503	1,3	1,1	7,6	6,4	14,6%	16,5%	16,1%
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	KHẢ QUAN	19.700	25.800	2.071	1,1	0,9	4,7	4,1	17,1%	20,0%	21,2%
Ngân hàng TMCP Quân Đội	MBB VN	KHẢ QUAN	20.900	34.300	2.097	1,3	1,1	5,3	4,4	21,3%	20,5%	20,3%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	KHẢ QUAN	22.700	30.400	1.622	1,4	1,1	5,3	4,6	15,7%	24,3%	22,9%
Trung bình Ngân hàng Việt Nam						1,8	1,5	7,0	5,9	20,1%	20,9%	20,8%
Trung bình ngân hàng Việt Nam - trừ-VCB						1,3	1,1	5,7	4,9	17,2%	20,3%	20,1%

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VNDIS RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

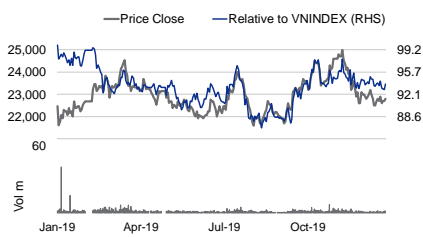
Consensus ratings*: KQ 11 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND22.800
Giá mục tiêu:	VND30.400
Giá mục tiêu cũ:	VND30.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	33,3%
CGS-CIMB / Consensus:	-7,3%
Reuters:	ACB.HM
Bloomberg:	ACB VN
Thị giá vốn:	US\$1.630tr VND37.768.548tr
GTGD bình quân:	US\$1,86tr VND43.059tr
SLCP đang lưu hành:	1.621tr
Free float:	35,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-1,3	-2,6	0,1
Tương đối (%)	-0,3	1	-7,6

Cổ đông chính	% nắm giữ
Chủ tịch và các bên liên quan	11,3
Alp Asia Finance (Vietnam) Limited	10,0
Dragon Financial Holdings Limited	6,9

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Ngân hàng TMCP Á Châu

Tăng trưởng lợi nhuận 2020-21 vững chắc

- Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 15,6% trong 2019-21, được hỗ trợ bởi NIM cải thiện và tăng trưởng ổn định của hoạt động cho vay.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 30.400 đồng/cp.

LN ròng tăng nhờ tăng thu nhập lãi thuần và chi phí tín dụng cải thiện

Thu nhập lãi thuần (NII) 9T2019 tăng 18,3% so với cùng kỳ lên 8,782 tỷ đồng nhờ hoạt động tín dụng tăng trưởng 15,9% so với cùng kỳ và tỷ lệ lãi cận biên (NIM) cải thiện 12 điểm cơ bản lên 3,6%. Thu nhập ngoài lãi 9T2019 chỉ tăng 2,5% so với cùng kỳ lên 2.505 tỷ đồng, nhờ thu nhập dịch vụ ròng tăng 31,2% so với cùng kỳ lên 1.411 tỷ đồng. Trong khi đó, nhờ chất lượng tài sản tốt, chi phí tín dụng giảm 32 điểm cơ bản xuống 0,09% trong 9T2019 so với 0,41% trong 9T2018. Điều này đã giúp lợi nhuận ròng 9T2019 tăng 17,9% so với cùng kỳ, ghi nhận 4.448 tỷ đồng, đạt 74,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

NIM cải thiện nhờ lợi suất tài sản tăng

NIM 9T2019 tăng 12 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên 3,6%, nhờ lợi suất tài sản tăng 30 điểm cơ bản, đủ để bù đắp cho chi phí vốn tăng 26 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Lợi suất tài sản tăng lên mức 8,3% trong 9T2019, chủ yếu nhờ tăng trưởng cho vay 11,1% và lợi suất cho vay tăng 11 điểm cơ bản lên 9,4% nhờ lợi thế cạnh tranh của ACB trong mảng cho vay bán lẻ. Chi phí vốn tăng lên 5% trong 9T2019, do chi phí huy động tiền gửi tăng lên mức 4,9%, chủ yếu do tỷ lệ CASA vẫn chưa được cải thiện (16,5% vào cuối Q3/2019 so với 15,3% tại cuối Q3/2018).

Chất lượng tài sản dẫn đầu

Tỷ lệ nợ xấu của ACB duy trì ở mức thấp nhất trong ngành ngân hàng Việt Nam, ở mức 0,67% vào cuối Quý 3/2019, trong khi tỷ lệ dự phòng/nợ xấu (LLR) vẫn cao thứ hai ở mức 158,9% vào cuối Quý 3/2019 (Q1/2019: 158,1%; Q2/2019: 161,5%). Do đó, chi phí dự phòng giảm 75,5% so với cùng kỳ xuống còn 162 tỷ đồng và chỉ chiếm 2,8% lợi nhuận trước khi trích lập dự phòng trong 9T2019, giúp nâng lợi nhuận ròng.

Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 15,6% trong 2019-21

Chúng tôi dự phóng CAGR lợi nhuận ròng là 15,6% trong 2019-21, được hỗ trợ bởi 16,4% CAGR của thu nhập lãi ròng với CAGR cho vay ở mức 15% và NIM tăng 9 điểm cơ bản. Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi đạt CAGR 6% trong 2019-21, trong đó thu nhập từ dịch vụ đạt CAGR 20,5%.

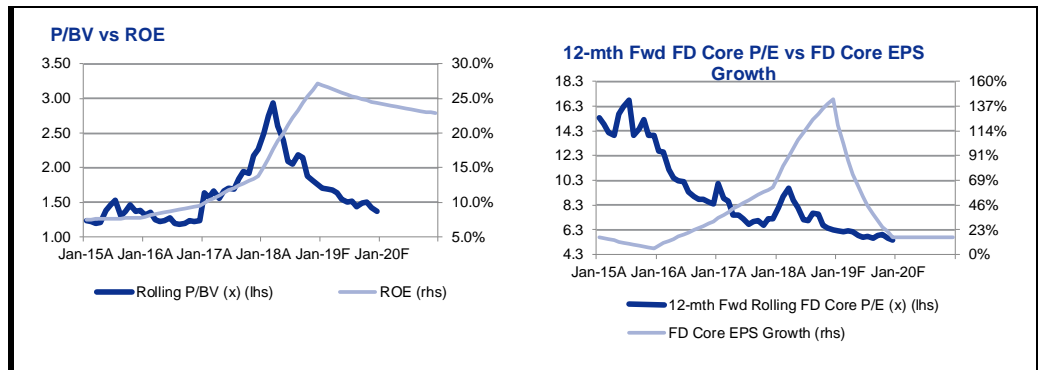
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 30.400 đồng

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 30.400 đồng, dựa trên sự kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14,4%; tăng trưởng dài hạn: 3,0%; tỷ trọng 70%) và hệ số P/B dự phóng 2020 ở mức 1,8x (tỷ trọng 30%). Một hợp đồng bảo hiểm bancassurance độc quyền sẽ mang lại cho ngân hàng khoản phí đại lý một lần lớn là động lực tiềm năng giúp đánh giá lại cổ phiếu trong trung hạn. Rủi ro giảm giá đến từ chi phí vốn cao hơn dự kiến do cạnh tranh trong lĩnh vực tiền gửi dài hạn cao hơn.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	8.458	10.363	12.206	14.309	16.537
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	2.981	3.670	4.153	4.522	4.662
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	11.439	14.033	16.358	18.831	21.199
Tổng chi phí dự phòng	(2.565)	(932)	(1.057)	(1.168)	(1.285)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.118	5.137	5.937	6.873	7.930
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.276	3.107	3.600	4.168	4.809
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	62,2%	143,6%	15,9%	15,8%	15,4%
P/E cốt lõi dự phóng	17,80	7,31	6,31	5,45	4,72
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	4,4%	4,4%	4,4%
Giá trị sổ sách/cp (VNĐ)	9.887	12.964	16.625	19.839	23.705
P/B (lần)	2,30	1,75	1,37	1,14	0,96
ROE	13,7%	27,2%	24,3%	22,9%	22,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,02	1,10	1,18

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần	8.458	10.363	12.206	14.309	16.537
Thu nhập ngoài lãi	2.981	3.670	4.153	4.522	4.662
Lợi nhuận HĐKD	11.439	14.033	16.358	18.831	21.199
Tổng chi phí ngoài lãi	(6.217)	(6.712)	(7.852)	(9.039)	(9.964)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	2.656	6.389	7.449	8.624	9.950
Tổng chi phí dự phòng	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	2.656	6.389	7.449	8.624	9.950
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	2.656	6.389	7.449	8.624	9.950
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	2.656	6.389	7.449	8.624	9.950
Các khoản đặc biệt	(538)	(1.252)	(1.512)	(1.751)	(2.020)
LNTT sau các khoản đặc biệt					
Chi phí thuế	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	2.118	5.137	5.937	6.873	7.930
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	2.118	5.137	5.937	6.873	7.930
Lợi nhuận thường xuyên	2.068	5.037	5.837	6.757	7.797

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tỉ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	82,2%	85,4%	86,1%	86,1%	85,4%
Tỉ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	80,7%	83,9%	85,8%	86,1%	85,7%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	27,1%	27,2%	27,3%	27,0%	27,2%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	28,4%	28,6%	28,4%	28,1%	28,1%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	69,0%	69,1%	69,7%	70,0%	69,9%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	74,4%	76,1%	77,3%	77,9%	77,7%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	9,0%	10,2%	11,4%	11,9%	12,4%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	70,6%	60,0%	66,0%	72,0%	75,0%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	1,42%	0,43%	0,43%	0,41%	0,39%
Dự phòng trên trung bình tài sản	0,99%	0,30%	0,30%	0,29%	0,28%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	0,99%	0,30%	0,30%	0,29%	0,28%

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tổng cho vay khách hàng	207.455	249.297	286.692	329.695	379.150
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	54.396	55.015	60.985	69.688	81.434
Các tài sản sinh lãi	8.315	10.684	12.286	14.375	17.250
Tổng tài sản sinh lãi thuần	270.165	314.995	359.963	413.758	477.833
Tổng dự phòng	(2.285)	(3.001)	(3.828)	(4.703)	(5.765)
Tổng tài sản sinh lãi	267.880	311.994	356.135	409.055	472.068
Tài sản vô hình	533	593	634	679	726
Các tài sản không sinh lãi khác	11.052	10.617	11.360	12.155	13.006
Tổng tài sản không sinh lãi	11.584	11.210	11.994	12.834	13.732
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	4.852	6.129	6.558	7.017	7.508
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	284.316	329.333	374.687	428.906	493.309
Tiền gửi có lãi của khách hàng	248.154	278.289	316.089	362.259	418.894
Tiền gửi của ngân hàng	15.454	20.718	21.754	22.842	24.669
Các khoản tiền gửi có lãi khác	147	3.272	3.282	3.293	3.304
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	263.755	302.280	341.126	388.394	446.867
Tổng các khoản nợ không có lãi	4.531	6.035	6.607	8.347	8.009
Tổng nợ	268.285	308.315	347.732	396.741	454.876
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	16.031	21.018	26.955	32.165	38.433
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	16.031	21.018	26.955	32.165	38.433

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	51,3%	22,7%	16,6%	15,1%	12,6%
Tăng trưởng LNHDKD	81,0%	40,2%	16,2%	15,1%	14,7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	59,3%	140,5%	16,6%	15,8%	15,4%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	73,9%	73,8%	74,6%	76,0%	78,0%
Chi phí vốn	4,94%	4,82%	4,85%	4,88%	4,90%
Lợi tức tài sản sinh lãi	8,23%	8,21%	8,24%	8,30%	8,30%
Chênh lệch lãi suất	3,28%	3,38%	3,39%	3,42%	3,40%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	3,77%	4,05%	4,22%	4,32%	4,33%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	4,71%	5,20%	5,49%	5,15%	4,87%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	49,1%	12,7%	12,4%	11,9%	11,4%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,27%	3,38%	3,47%	3,56%	3,59%
Thuế suất hiệu dụng	20,3%	19,6%	20,3%	20,3%	20,3%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	27,3%	23,6%	20,4%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	0,82%	1,67%	1,69%	1,71%	1,72%

Các nhân tố chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng cho vay (%)	21,5%	16,1%	15,0%	15,0%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	344,5%	23,1%	13,1%	8,9%	3,1%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	54,4%	47,8%	48,0%	48,0%	47,0%
Tỉ lệ nợ xấu	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
Trích lập dự phòng (%)	132,7%	145,6%	153,4%	153,7%	155,1%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	7,8%	10,4%	10,7%	10,3%	10,3%
CAR (%)	11,5%	12,8%	12,7%	12,0%	11,8%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	16,6%	11,9%	14,0%	15,0%	16,0%
LDR (%)	81,3%	84,3%	84,9%	84,8%	84,0%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	25,8%	26,0%	26,0%	23,0%	18,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

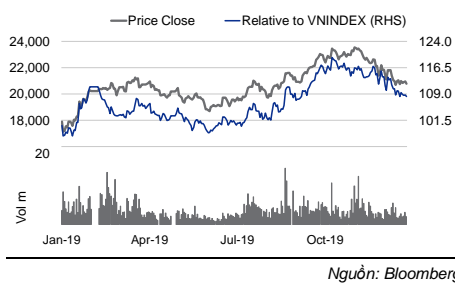
KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 15 TL 0 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND20.800
Giá mục tiêu:	VND34.300
Giá mục tiêu cũ:	VND34.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	64,9%
CGS-CIMB / Consensus:	8,1%
Reuters:	MBB.HM
Bloomberg:	MBB VN
Thị giá vốn:	US\$2.088tr VND48.374.128tr
GTGD bình quân:	US\$4,00tr VND92.877tr
SLCP đang lưu hành:	2.326tr
Free float:	20,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trong yếu tố báo cáo

Không thay đổi.



Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-6,1	-8,8	15,5
Tương đối (%)	-5,1	-5,2	7,8

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Viettel	14,6
SCIC	9,7
TCT Trực thăng Việt Nam	7,8

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Ngân hàng TMCP Quân Đội

Các mảng kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ

- Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 18,9% trong 2019-21 nhờ NIM cải thiện và tăng trưởng ổn định của hoạt động cho vay.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 34.300 đồng/cp.

NIM cải thiện nhờ tăng cho vay cá nhân

Thu nhập lãi thuần 9M19 (NII) tăng 25,7% so với cùng kỳ lên 13.111 tỷ đồng nhờ vào hoạt động tín dụng tăng 11,9% so với đầu năm và NIM tăng 26 điểm cơ bản. Lợi suất tài sản 9T19 tăng 50 điểm cơ bản so với cùng kỳ mặc dù chi phí vốn tăng 36 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong bối cảnh cạnh tranh tiền gửi ngày càng tăng. Chúng tôi tin rằng đây là kết quả của việc mở rộng hoạt động cho vay cá nhân, tăng 30,7% so với cùng kỳ trong 9T19 và chiếm 40,2% số dư cho vay của ngân hàng vào cuối Q3/2019 (Q3/2018: 36%).

Thu nhập ngoài lãi 9T19 vượt kỳ vọng của chúng tôi

Thu nhập ngoài lãi (Non-IL) tăng 42,8% sv cùng kỳ lên 4.846 tỷ đồng nhờ tăng trưởng vững chắc ở tất cả các mảng thu nhập. Nhờ hoạt động bảo hiểm bancassurance 9T19 tăng 45,6% so với cùng kỳ lên 1.252 tỷ đồng, thu nhập ròng dịch vụ tăng 37% so với cùng kỳ lên 2.313 tỷ đồng. Trong khi đó, do hoạt động thu hồi nợ xấu tăng 64,7% so với cùng kỳ lên 1.453 tỷ đồng, thu nhập ròng khác tăng 46,3% so với cùng kỳ lên 1.579 tỷ đồng. Chi phí hoạt động 9T19 chỉ tăng 20,8% so với cùng kỳ, thấp hơn dự báo; trong khi đó tổng thu nhập hoạt động tăng 29,9% so với cùng kỳ. Do đó, lợi nhuận trước chi phí dự phòng tăng trưởng tốt 36% so với cùng kỳ, đạt 84,3% so với dự báo năm 2019 của chúng tôi.

Chất lượng tài sản tốt nhưng có vài điểm cần chú ý

Tỷ lệ nợ xấu đạt 1,5% vào cuối Q3/2019, mức cao nhất trong năm 2019 nhưng vẫn thấp hơn mức 1,6% vào cuối Q3/2018. Ngân hàng đã tích cực trích lập dự phòng (chi phí dự phòng 9T19 tăng 60,5% so với cùng kỳ) và xóa nợ (1,4% trong 9T2019). Do đó, tỷ lệ dự phòng/nợ xấu duy trì vững chắc ở mức 102,7% trong Q3/2019 (Q1/2019: 96,5%; Q2/2019: 97,6%).

Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 18,9% trong 2019-21

Chúng tôi dự phóng CAGR lợi nhuận ròng là 18,9% trong 2019-21, nhờ CAGR 14,9% của thu nhập lãi ròng với CAGR cho vay ở mức 16,5% và NIM tăng 12 điểm cơ bản. Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi đạt CAGR 28,4% trong 2019-21, trong đó thu nhập từ dịch vụ đạt CAGR 37,5%.

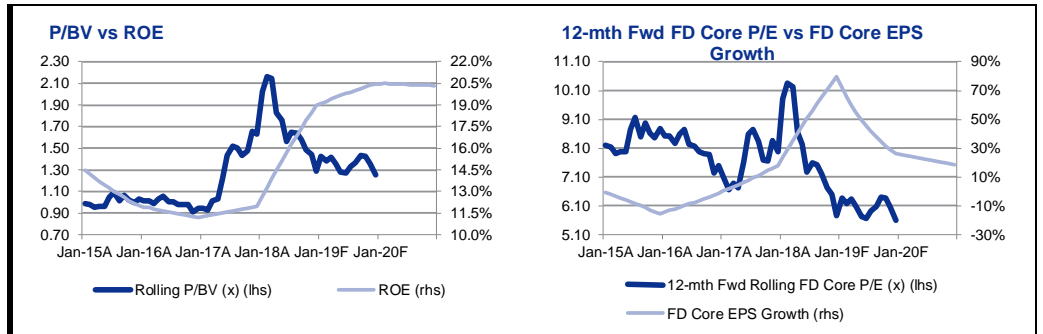
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 34.300 đồng

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 34.300 đồng, dựa trên sự kết hợp phương pháp thu nhập thẳng dư (chi phí vốn: 13%; tăng trưởng dài hạn: 3,0%; tỷ trọng 70%) và hệ số P/B dự phóng 2020 ở mức 1,0x (tỷ trọng 30%). MBB là lựa chọn hàng đầu trong lĩnh vực Ngân hàng của chúng tôi vì MBB có khả năng nắm bắt các cơ hội phát triển mảng cho vay bán lẻ và tận dụng được nguồn vốn giá rẻ do có CASA cao giảm thiểu áp lực gia tăng chi phí vốn. Động lực tăng giá có thể đến từ việc thoái vốn khỏi Công ty Bảo hiểm Quân đội (MIG). Rủi ro giảm giá đến từ việc nợ xấu cao hơn dự phóng do mở rộng vào mảng cho vay bán lẻ có rủi ro cao hơn.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11.219	14.583	17.713	20.182	23.393
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	2.648	4.953	6.424	8.330	10.587
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	13.867	19.537	24.137	28.512	33.980
Tổng chi phí dự phòng	(3.252)	(3.035)	(4.127)	(4.845)	(5.761)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	3.461	6.113	7.747	9.174	10.944
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.382	2.478	3.131	3.708	4.423
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	17,7%	79,4%	26,3%	18,4%	19,3%
P/E cốt lõi dự phóng	15,05	8,39	6,65	5,61	4,70
Cổ tức tiền mặt (đồng)	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
Tỷ suất cổ tức (%)	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Giá trị sổ sách/cp (VNĐ)	12.092	14.013	16.562	19.894	23.988
P/B (lần)	1,72	1,48	1,26	1,05	0,87
ROE	12,0%	19,0%	20,5%	20,3%	20,2%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,03	1,06	1,05

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần	11.219	14.583	17.713	20.182	23.393
Thu nhập ngoài lãi	2.648	4.953	6.424	8.330	10.587
Lợi nhuận HĐKD	13.867	19.537	24.137	28.512	33.980
Tổng chi phí ngoài lãi	(5.999)	(8.734)	(10.138)	(11.975)	(14.272)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	4.616	7.767	9.873	11.692	13.947
Tổng chi phí dự phòng	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	4.616	7.767	9.873	11.692	13.947
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	4.616	7.767	9.873	11.692	13.947
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	4.616	7.767	9.873	11.692	13.947
Các khoản đặc biệt	(1.125)	(1.577)	(2.024)	(2.397)	(2.859)
LNTT sau các khoản đặc biệt					
Chi phí thuế	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	3.490	6.190	7.849	9.295	11.088
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(29)	(77)	(102)	(121)	(144)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	3.461	6.113	7.747	9.174	10.944
Lợi nhuận thường xuyên	3.204	5.773	7.282	8.624	10.287

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tỉ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	83,7%	89,5%	92,6%	93,4%	94,2%
Tỉ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	80,7%	86,7%	91,1%	93,1%	93,9%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	36,9%	36,7%	35,5%	33,7%	32,2%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	38,8%	38,5%	37,2%	35,2%	33,5%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	57,9%	58,3%	60,3%	62,4%	63,9%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	66,7%	67,8%	69,3%	72,2%	75,0%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	16,4%	16,7%	17,0%	17,4%	18,1%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	98,1%	104,6%	109,0%	110,0%	111,0%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	1,94%	1,52%	1,77%	1,78%	1,82%
Dự phòng trên trung bình tài sản	1,14%	0,90%	1,07%	1,11%	1,17%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	1,56%	0,61%	0,81%	0,93%	0,99%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tổng cho vay khách hàng	237.686	259.748	300.750	348.408	399.246
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	53.841	74.567	79.041	83.784	92.143
Các tài sản sinh lãi	6.805	10.548	11.181	11.852	12.681
Tổng tài sản sinh lãi thuần	298.332	344.863	390.973	444.044	504.070
Tổng dự phòng	(2.486)	(3.469)	(4.486)	(5.280)	(6.173)
Tổng tài sản sinh lãi	295.847	341.394	386.486	438.764	497.898
Tài sản vô hình	1.018	1.113	1.191	1.274	1.364
Các tài sản không sinh lãi khác	15.171	18.082	19.347	20.702	22.151
Tổng tài sản không sinh lãi	16.189	19.195	20.538	21.976	23.515
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	1.842	1.737	1.858	1.988	2.127
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	313.878	362.325	408.883	462.728	523.540
Tiền gửi có lãi của khách hàng	226.198	251.122	293.475	335.745	380.807
Tiền gửi của ngân hàng	46.101	60.471	62.285	64.154	65.437
Các khoản tiền gửi có lãi khác	2.145	2.958	2.985	3.011	3.011
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	274.444	314.551	358.745	402.910	449.255
Tổng các khoản nợ không có lãi	9.832	13.601	9.989	11.798	16.600
Tổng nợ	284.277	328.152	368.734	414.708	465.855
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	28.170	32.643	38.517	46.268	55.788
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.431	1.530	1.632	1.753	1.897
Tổng vốn chủ sở hữu	29.601	34.173	40.149	48.021	57.685

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	40,7%	40,9%	23,5%	18,1%	19,2%
Tăng trưởng LNHĐKD	38,5%	37,3%	29,6%	18,1%	19,2%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	26,4%	68,3%	27,1%	18,4%	19,3%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	80,9%	74,6%	73,4%	70,8%	68,8%
Chi phí vốn	3,49%	3,48%	3,70%	3,80%	3,80%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,34%	7,72%	8,20%	8,30%	8,35%
Chênh lệch lãi suất	3,85%	4,24%	4,50%	4,50%	4,55%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	5,41%	6,34%	6,93%	6,89%	6,92%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	4,09%	4,25%	4,30%	4,23%	4,29%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	41,3%	28,1%	29,5%	29,3%	29,2%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,94%	4,31%	4,59%	4,63%	4,74%
Thuế suất hiệu dụng	24,4%	20,3%	20,5%	20,5%	20,5%
Tỉ lệ chia cổ tức	31,5%	21,2%	18,4%	15,5%	13,0%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	1,21%	1,81%	2,01%	2,11%	2,22%

Các nhân tố chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng cho vay (%)	22,2%	16,6%	17,0%	17,0%	16,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	4,1%	4,5%	4,8%	4,8%	4,9%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	41,1%	87,0%	29,7%	29,7%	27,1%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	43,3%	44,7%	42,0%	42,0%	42,0%
Tỉ lệ nợ xấu	0,8%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Trích lập dự phòng (%)	95,9%	112,3%	108,1%	103,2%	102,3%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	9,2%	8,6%	8,6%	9,1%	9,6%
CAR (%)	12,0%	11,0%	10,8%	11,0%	11,4%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	13,0%	9,0%	13,0%	16,0%	15,0%
LDR (%)	82,5%	88,0%	91,0%	91,8%	92,5%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,2%	1,3%	1,6%	1,6%	1,7%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	65,6%	126,5%	45,0%	40,0%	35,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

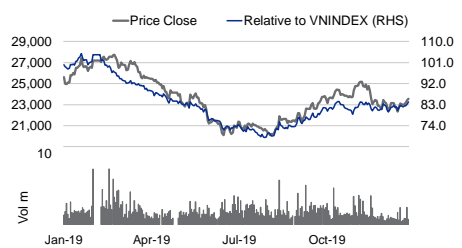
Consensus ratings*: KQ 10 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND23.550
Giá mục tiêu:	VND27.400
Giá mục tiêu cũ:	VND27.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	16,3%
CGS-CIMB / Consensus:	-15,5%
Reuters:	TCB.HM
Bloomberg:	TCB VN
Thị giá vốn:	US\$3.557tr
	VND82.428.296tr
GTGD bình quân:	US\$1,68tr
	VND39.032tr
SLCP đang lưu hành:	3.497tr
Free float:	34,8%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trong yếu tố báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	2,8	0,9	-8,9
Tương đối (%)	3,8	4,5	-16,6

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Masan	15,0
Chủ tịch HĐQT và người liên quan	15,9
Khác	69,1

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Techcombank

Chất lượng tài sản có điểm cần chú ý

- Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 16,7% trong 2019-21, được hỗ trợ bởi NIM cải thiện và tăng trưởng ổn định của hoạt động cho vay.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 27.400 đồng/cp.

Thu nhập lãi thuần tăng, nằm trong dự phóng của chúng tôi

Thu nhập lãi thuần 9T19 tăng 23,7% so với cùng kỳ lên 10.106 tỷ đồng, đạt 77,4% dự báo cả năm của chúng tôi, do sự gia tăng mạnh mẽ 28,4% của hoạt động cho vay khách hàng, nhờ vào các khoản cho vay mua căn hộ tăng vọt từ các dự án dân cư mới được phát triển bởi Vingroup (VIC) và NIM cải thiện tăng 15 điểm cơ bản lên 4,2% trong 9T19. Hoạt động tài trợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 30,5% so với đầu năm; do đó, tín dụng chỉ tăng trưởng 12,4% so với thời điểm đầu năm. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cho Techcombank năm 2019 là 17%, do vậy TCB vẫn còn dư địa mở rộng hoạt động cho vay trong Quý 4/2019.

Chi phí vốn giảm nhờ tỷ lệ CASA cải thiện

NIM 9T19 đạt 4,2% tăng 15 điểm cơ bản so với cùng kỳ, do mức giảm 19 điểm cơ bản của lợi suất tài sản đã được bù đắp bởi chi phí vốn 9T19 giảm 23 điểm so với cùng kỳ. Lợi suất tài sản giảm chủ yếu do lợi suất cho vay 9T19 giảm 129 điểm cơ bản so với cùng kỳ, chỉ đạt 7,75%. Trong khi đó, chi phí vốn 9T19 cải thiện do tỷ lệ CASA cao hơn (28,7% cuối Quý 3/2019 so với 22,6% cuối Quý 3/2018), nhờ TCB áp dụng các chương trình như "zero fee" miễn toàn bộ phí đối với các giao dịch eBanking trên ngân hàng điện tử, hay hoàn tiền 1% đối với thẻ ghi nợ.

Chất lượng tài sản có điểm cần chú ý

Tỷ lệ nợ xấu NPL là 1,8% cuối Quý 3/2019, duy trì xu hướng tăng trong 4 quý gần nhất, tuy nhiên vẫn thấp hơn so với mức 2,1% cuối Quý 3/2018. Chi phí dự phòng 9T2019 giảm 66% so với cùng kỳ, kéo tỷ lệ dự phòng/nợ xấu (LLR) từ 85,1% cuối năm 2018 xuống 77,1% cuối Quý 3/2019 (cuối Quý 1/2019: 87,7%; Quý 2/2019: 77,1%).

Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ đạt CAGR EPS 16,7% trong 2019-21

Chúng tôi dự phóng CAGR lợi nhuận sau thuế là 16,7% trong 2019-21, được hỗ trợ bởi CAGR 20,7% của thu nhập lãi ròng với CAGR cho vay ở mức 16,1% và NIM tăng 59 điểm cơ bản. Chúng tôi ước tính CAGR thu nhập ngoài lãi đạt 10,3% trong 2019-21, trong đó CAGR thu nhập từ dịch vụ đạt 16,5% và CAGR thu nhập từ ngoại hối tăng 15%.

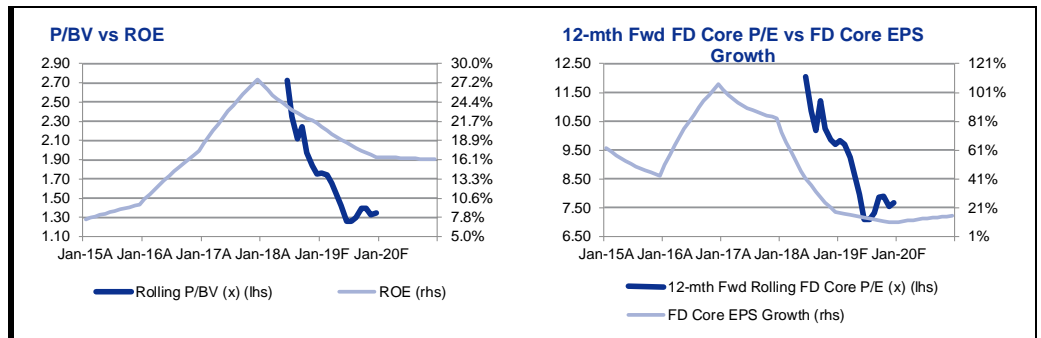
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 27.400 đồng/cp

Duy trì đánh giá Khả quan. Giá mục tiêu là 27.400 đồng/cp dựa trên sự kết hợp phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 13,3%; tăng trưởng dài hạn: 4,0%; tỷ trọng 70%) và hệ số P/B dự phóng 2020 ở mức 1,5x (tỷ trọng 30%). Yếu tố tăng giá bao gồm tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá có thể đến từ nợ xấu gia tăng khi Techcombank mở rộng hoạt động cho vay các doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	8.930	11.127	13.065	15.717	19.032
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7.413	7.223	7.717	8.327	9.380
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	16.344	18.350	20.781	24.044	28.413
Tổng chi phí dự phòng	(3.609)	(1.846)	(2.563)	(3.040)	(3.845)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.446	8.463	9.348	10.756	12.736
EPS cốt lõi (đồng)	2.050	2.412	2.664	3.065	3.629
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	82,9%	17,6%	10,5%	15,1%	18,4%
P/E cốt lõi dự phóng	11,44	9,72	8,80	7,65	6,46
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	7.702	14.790	17.463	20.539	24.182
P/B (lần)	3,04	1,59	1,34	1,14	0,97
ROE	27,7%	21,4%	16,5%	16,1%	16,2%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,99	0,98	0,99

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần	8.930	11.127	13.065	15.717	19.032
Thu nhập ngoài lãi	7.413	7.223	7.717	8.327	9.380
Lợi nhuận HĐKD	16.344	18.350	20.781	24.044	28.413
Tổng chi phí ngoài lãi	(4.698)	(5.843)	(6.442)	(7.454)	(8.524)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	8.036	10.661	11.776	13.550	16.044
Tổng chi phí dự phòng	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	8.036	10.661	11.776	13.550	16.044
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	8.036	10.661	11.776	13.550	16.044
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	8.036	10.661	11.776	13.550	16.044
Các khoản đặc biệt	(1.591)	(2.187)	(2.416)	(2.780)	(3.291)
LNTT sau các khoản đặc biệt	-	-	-	-	-
Chi phí thuế	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	6.446	8.474	9.361	10.770	12.753
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	(11)	(12)	(14)	(17)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	6.446	8.463	9.348	10.756	12.736
Lợi nhuận thường xuyên	6.446	8.433	9.315	10.718	12.691

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	94,1%	79,4%	84,9%	84,3%	83,5%
Tỷ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	88,1%	86,1%	82,4%	84,6%	83,9%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	35,2%	40,4%	41,3%	37,6%	36,4%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	37,3%	43,0%	44,0%	40,0%	38,6%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	58,9%	49,0%	55,4%	57,0%	58,3%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	67,6%	62,6%	70,3%	72,7%	74,7%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	17,9%	33,8%	31,9%	32,2%	32,6%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	93,2%	124,0%	120,0%	121,0%	122,0%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	2,38%	1,15%	1,42%	1,41%	1,53%
Dự phòng trên trung bình tài sản	1,43%	0,63%	0,76%	0,80%	0,90%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	1,78%	0,40%	0,65%	0,71%	0,80%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tổng cho vay khách hàng	191.005	195.499	239.105	277.032	320.791
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	58.492	94.434	81.604	86.651	92.104
Các tài sản sinh lãi	4.316	10.555	12.244	14.203	16.476
Tổng tài sản sinh lãi thuần	253.813	300.488	332.954	377.886	429.371
Tổng dự phòng	(2.076)	(2.734)	(3.098)	(3.466)	(3.873)
Tổng tài sản sinh lãi	251.737	297.754	329.855	374.420	425.499
Tài sản vô hình	942	931	1.014	1.106	1.205
Các tài sản không sinh lãi khác	14.370	19.698	21.471	23.404	25.510
Tổng tài sản không sinh lãi	15.311	20.629	22.486	24.509	26.715
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	2.344	2.606	2.841	3.097	3.375
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	269.392	320.989	355.182	402.026	455.589
Tiền gửi có lãi của khách hàng	188.611	214.592	250.810	291.629	339.296
Tiền gửi của ngân hàng	46.324	36.426	29.140	23.312	16.319
Các khoản tiền gửi có lãi khác	1.000	6.335	6.351	6.367	6.384
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	235.935	257.353	286.301	321.308	361.999
Tổng các khoản nợ không có lãi	6.527	11.853	7.738	8.804	8.924
Tổng nợ	242.462	269.206	294.039	330.112	370.923
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	26.931	51.713	61.062	71.818	84.554
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	69	82	96	113
Tổng vốn chủ sở hữu	26.931	51.783	61.143	71.914	84.666

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	38,1%	12,3%	13,3%	15,7%	18,2%
Tăng trưởng LNHĐKD	52,1%	7,4%	14,6%	15,7%	19,9%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	101,1%	32,7%	10,5%	15,1%	18,4%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	54,6%	60,6%	62,9%	65,4%	67,0%
Chi phí vốn	3,88%	4,06%	3,82%	3,78%	3,70%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,40%	7,63%	7,41%	7,65%	7,85%
Chênh lệch lãi suất	3,52%	3,57%	3,58%	3,87%	4,15%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	5,19%	5,98%	5,98%	6,15%	6,36%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	4,08%	3,43%	3,17%	3,44%	3,65%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	31,0%	14,8%	17,9%	18,3%	19,3%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,54%	3,77%	3,86%	4,15%	4,44%
Thuế suất hiệu dụng	19,8%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	2,55%	2,87%	2,77%	2,84%	2,97%

Các nhân tố chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng cho vay (%)	12,8%	-0,6%	25,0%	16,2%	15,9%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	3,8%	4,0%	4,1%	4,4%	4,7%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	100,9%	-2,6%	6,8%	7,9%	12,7%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	28,7%	31,8%	31,0%	31,0%	30,0%
Tỉ lệ nợ xấu	1,1%	1,0%	1,2%	1,1%	1,0%
Trích lập dự phòng (%)	72,8%	85,1%	72,9%	77,7%	83,3%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	8,8%	12,2%	13,6%	14,1%	14,7%
CAR (%)	12,7%	14,3%	15,6%	15,9%	16,3%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	-1,4%	17,8%	17,0%	17,0%	17,0%
LDR (%)	92,9%	78,1%	83,6%	83,0%	82,3%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,6%	1,8%	1,8%	1,7%	1,5%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	94,9%	-7,2%	10,0%	15,0%	18,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (không thay đổi)

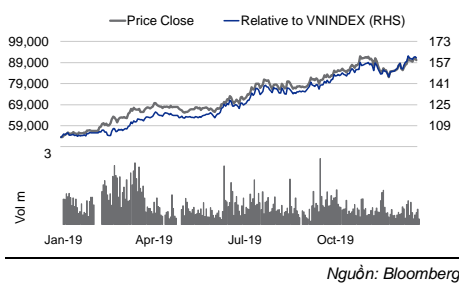
Consensus ratings*: KQ 6 TL 8 KKQ 1

Giá hiện tại:	VND90.200
Giá mục tiêu:	VND92.200
Giá mục tiêu cũ:	VND92.200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	2,2%
CGS-CIMB / Consensus:	2,3%
Reuters:	VCB.HM
Bloomberg:	VCB VN
Vốn hóa:	US\$14.437tr
	VND334.540.736tr
GTGD bình quân:	US\$2,46tr
	VND56.947tr
SLCP đang lưu hành:	3.709tr
Free float:	1,8%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Không thay đổi



Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	5,7	9,9	68,6
Tương đối (%)	6,7	13,5	60,9

Cổ đông chính	% nắm giữ
Ngân hàng nhà nước Việt Nam	74,8
Mizuho Corporate Bank	15,0
GIC Private Limited	2,6

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Vietcombank

Tăng trưởng phần nào đã phản ánh vào giá

- Chúng tôi dự phóng CAGR EPS của Vietcombank (VCB) là 29,8% trong 2019-21 nhờ NIM cải thiện, hoạt động cho vay tăng trưởng ổn định, và thu nhập ngoài lãi (Non-II) tăng tốc.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu là 92.200 đồng.

NIM tiếp tục cải thiện nhờ lợi suất tài sản gia tăng

Trong 9T2019, NIM tăng 43 điểm cơ bản lên 3,2% do lợi suất tài sản tăng 71 điểm cơ bản, bù đắp chi phí vốn tăng 32 điểm cơ bản. Sự cải thiện về lợi suất tài sản được hỗ trợ bởi lợi suất cho vay tăng 63 điểm cơ bản, trong chi phí vốn cao hơn do chi phí tiền gửi tăng 18 điểm cơ bản. Tỷ lệ huy động không kỳ hạn/tổng huy động (CASA) giảm xuống 27% vào cuối Q3/2019 (Q3/2018: 28%).

Thu nhập ngoài lãi sẽ tăng tốc trong tương lai

Thỏa thuận FWD-VCB có giá trị khoảng 400 triệu USD, bao gồm khoản phí trả trước 382 triệu USD từ hợp tác bancassurance độc quyền 15 năm và 18 triệu USD từ việc bán 45% cổ phần tại VCB Cardiff Life Insurance (VCLI). Với mạng lưới rộng lớn gồm 106 chi nhánh và 431 phòng giao dịch, chúng tôi ước tính các khoản từ phí bancassurance sẽ giúp thu nhập ngoài lãi của VCB đạt tăng trưởng kép (CAGR) 44,6% trong 2019-21.

Chất lượng tài sản dẫn đầu

Tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,1% vào cuối Q3/2019, cao hơn mức 1,0% của 2 quý đầu năm do tỷ lệ xóa nợ giảm xuống 0,12% trong 9T2019 so với 0,69% trong năm 2018. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ đẩy mạnh xóa bỏ nợ xấu trong Q4/2019 để giảm tỷ lệ nợ xấu xuống 1% vào cuối năm nay. Mặc dù chi phí dự phòng giảm 3,6% so với cùng kỳ trong 9T2019 nhưng tỷ lệ dự phòng/nợ xấu tăng lên 185,2% vào cuối Q3/2019 (Q1/2019: 169,2%; Q2/2019: 176,8%), cao nhất trong số các ngân hàng.

Chúng tôi dự phóng CARG EPS là 29,8% trong 2019-21

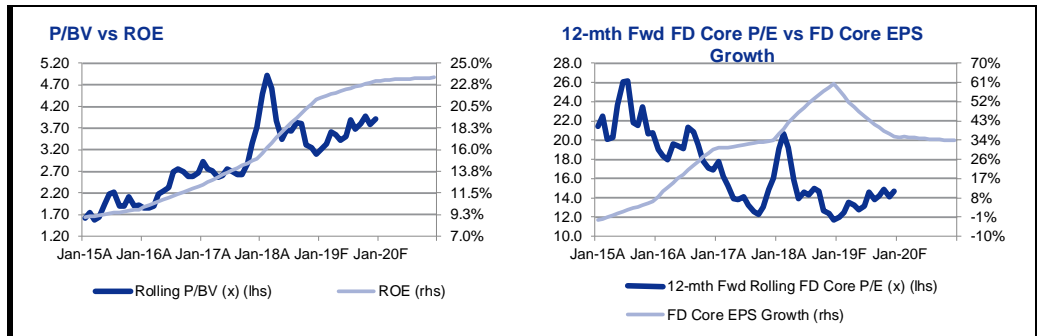
Chúng tôi dự phóng CAGR lợi nhuận ròng là 29,8% trong 2019-21, được hỗ trợ bởi CAGR 16,8% của thu nhập lãi ròng với CAGR cho vay ở mức 15% và NIM tăng 26 điểm cơ bản. Chúng tôi ước tính thu nhập ngoài lãi đạt CAGR 44,6% trong 2019-21, trong đó thu nhập từ dịch vụ đạt CAGR 76,6%.

Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu là 92.200 đồng

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 92.200 đồng/cp, dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 13%; tăng trưởng dài hạn: 4%) và hệ số P/B dự phóng năm 2020 ở mức 3,0x. Rủi ro giảm giá là nợ xấu cao hơn ước tính, khiến chi phí tín dụng gia tăng. Ngược lại, động lực tăng giá đến từ nợ xấu thấp hơn dự kiến, làm giảm chi phí tín dụng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	21.938	28.409	35.513	41.975	48.472
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7.469	10.870	15.124	23.333	31.620
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	29.406	39.278	50.637	65.308	80.092
Tổng chi phí dự phòng	(6.198)	(7.398)	(6.793)	(7.421)	(8.085)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	9.091	14.606	20.478	27.483	34.516
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.103	3.378	4.594	6.165	7.743
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	34,3%	60,6%	36,0%	34,2%	25,6%
P/E cốt lõi dự phóng	40,55	25,25	18,57	13,84	11,02
Cổ tức tiền mặt (đồng)	799,9	800,0	800,0	800,0	800,0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,94%	0,94%	0,94%	0,94%	0,94%
Giá trị sổ sách/cp (VNĐ)	14.584	17.264	23.004	29.443	37.736
P/B (lần)	5,85	4,94	3,71	2,90	2,26
ROE	15,1%	21,2%	23,1%	23,5%	23,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,25	1,31	1,46

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần	21.938	28.409	35.513	41.975	48.472
Thu nhập ngoài lãi	7.469	10.870	15.124	23.333	31.620
Lợi nhuận HĐKD	29.406	39.278	50.637	65.308	80.092
Tổng chi phí ngoài lãi	(11.866)	(13.611)	(18.229)	(23.511)	(28.833)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	17.540	25.667	32.408	41.797	51.259
Tổng chi phí dự phòng	(6.198)	(7.398)	(6.793)	(7.421)	(8.085)
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	11.341	18.269	25.615	34.376	43.174
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	11.341	18.269	25.615	34.376	43.174
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	11.341	18.269	25.615	34.376	43.174
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	11.341	18.269	25.615	34.376	43.174
Chi phí thuế	(2.231)	(3.647)	(5.114)	(6.863)	(8.619)
Lợi nhuận sau thuế	9.111	14.622	20.501	27.514	34.555
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(20)	(16)	(23)	(31)	(39)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng sau thuế	9.091	14.606	20.478	27.483	34.516
Lợi nhuận thường xuyên	7.568	12.152	17.038	22.865	28.717

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tỉ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	76,7%	78,8%	80,2%	82,3%	84,5%
Tỉ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	77,3%	77,8%	79,5%	81,3%	83,5%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	43,5%	42,8%	39,1%	37,8%	36,3%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	44,6%	43,9%	40,0%	38,6%	37,0%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	51,7%	57,9%	59,2%	60,8%	62,4%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	67,4%	69,1%	70,7%	73,0%	75,4%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	11,1%	11,5%	13,6%	15,1%	16,6%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	59,2%	67,8%	67,4%	68,7%	69,8%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	1,23%	1,26%	1,00%	0,95%	0,90%
Dự phòng trên trung bình tài sản	0,68%	0,70%	0,60%	0,58%	0,57%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	0,68%	0,49%	0,30%	0,34%	0,35%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tổng cho vay khách hàng	776.408	882.095	994.391	1.116.775	1.256.178
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	234.069	163.073	182.636	204.553	229.099
Các tài sản sinh lãi					
Tổng tài sản sinh lãi thuần	1.010.477	1.045.168	1.177.027	1.321.328	1.485.277
Tổng dự phòng	(8.113)	(10.294)	(13.690)	(16.814)	(19.958)
Tổng tài sản sinh lãi	1.002.364	1.034.874	1.163.337	1.304.513	1.465.318
Tài sản vô hình	1.964	2.068	2.146	2.228	2.312
Các tài sản không sinh lãi khác	20.862	24.292	25.211	26.165	27.155
Tổng tài sản không sinh lãi	22.826	26.360	27.358	28.393	29.467
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	10.103	12.792	13.276	13.778	14.300
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	1.035.293	1.074.027	1.203.971	1.346.684	1.509.085
Tiền gửi có lãi của khách hàng	726.734	823.390	927.641	1.036.812	1.159.040
Tiền gửi của ngân hàng	66.942	76.524	80.350	84.368	88.586
Các khoản tiền gửi có lãi khác	171.408	90.711	92.525	94.376	96.263
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	965.085	990.625	1.100.517	1.215.555	1.343.890
Tổng các khoản nợ không có lãi	17.561	21.222	18.065	21.856	25.167
Tổng nợ	982.735	1.011.847	1.118.581	1.237.411	1.369.057
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	52.469	62.110	85.318	109.202	139.957
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(89)	(69)	(71)	(71)	(71)
Tổng vốn chủ sở hữu	52.379	62.041	85.247	109.130	139.886

Các chỉ tiêu chính

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	18,2%	33,6%	28,9%	29,0%	22,6%
Tăng trưởng LNHĐKD	17,5%	46,3%	26,3%	29,0%	22,6%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	33,1%	61,1%	40,2%	34,2%	25,6%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	74,6%	72,3%	70,1%	64,3%	60,5%
Chi phí vốn	2,86%	2,81%	3,04%	3,07%	3,10%
Lợi tức tài sản sinh lãi	5,20%	5,44%	6,06%	6,21%	6,28%
Chênh lệch lãi suất	2,33%	2,63%	3,02%	3,14%	3,18%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	3,38%	3,76%	4,16%	4,37%	4,51%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	3,98%	4,24%	4,61%	4,84%	4,90%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	35,3%	28,8%	21,0%	17,8%	15,8%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	2,41%	2,69%	3,12%	3,29%	3,39%
Thuế suất hiệu dụng	19,7%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	31,7%	20,3%	14,5%	10,8%	8,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	1,00%	1,38%	1,80%	2,15%	2,42%

Các nhân tố chính

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng cho vay (%)	17,9%	16,3%	15,0%	15,0%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	2,5%	2,8%	3,2%	3,4%	3,5%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	17,5%	45,5%	39,1%	54,3%	35,5%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	40,4%	34,7%	36,0%	36,0%	36,0%
Tỉ lệ nợ xấu	-3,2%	-3,9%	-4,2%	-4,5%	-4,7%
Trích lập dự phòng (%)	130,7%	165,4%	193,0%	221,5%	244,4%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,8%	0,8%	1,0%	1,0%	1,1%
Tỉ lệ vốn cấp 1 (%)	8,0%	8,2%	10,2%	11,5%	13,0%
CAR (%)	11,6%	10,2%	11,8%	12,7%	13,9%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	20,0%	13,2%	13,0%	12,0%	12,0%
LDR (%)	75,6%	77,5%	78,7%	80,7%	82,8%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	20,5%	34,1%	121,9%	108,7%	49,4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

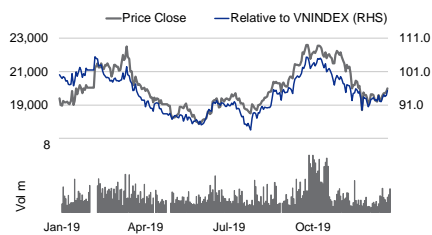
Việt Nam
KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*:	KQ 9 TL 2 KKQ 0
Giá hiện tại:	VND20.000
Giá mục tiêu:	VND25.800
Giá mục tiêu trước đây:	VND25.800
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	29,0%
CGS-CIMB / Consensus:	-17,3%
Reuters:	VPB.HM
Bloomberg:	VPB.VN
Thị giá vốn:	US\$2.104tr VND48.754.968tr
GTGD bình quân:	US\$2,31tr VND53.500tr
SLCP đang lưu hành:	2.424tr
Free float:	72,7%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-0,8	-9,3	0,3
Tương đối (%)	0,2	-5,7	-7,4

Cổ đông chính	% nắm giữ
Ông Ngô Chí Dũng	4,5
Ông Bùi Hải Quân	2,3
Ông Lô Bằng Giang	0,1

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

NH Việt Nam Thịnh Vượng

Triển vọng tốt hơn trong năm 2020

- Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 23,8% trong 2019-21, được hỗ trợ bởi NIM cải thiện và tăng trưởng ổn định của hoạt động cho vay.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 25.800 đồng/cp.

NIM kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2020

Báo cáo hợp nhất 9T2019 của VPB ghi nhận NIM tăng 47 điểm cơ bản lên mức 9,4% nhờ mức tỷ suất sinh lợi tài sản tăng trưởng ấn tượng 71 điểm cơ bản lên 15,2%, bù đắp cho chi phí vốn tăng 21 điểm cơ bản lên 6,5%. Chúng tôi ước tính NIM của ngân hàng mẹ và FE Credit trong 9T19 tăng lần lượt 12 điểm cơ bản và 3 điểm cơ bản lên 4,7% và 29,1%. Chúng tôi kỳ vọng NIM hợp nhất trong giai đoạn 2020-21 sẽ đạt 9,3-9,4%.

Thông tư 18 ít ảnh hưởng đến các khoản vay giải ngân trực tiếp

Thông tư 18 ngày 19 tháng 11 quy định về trần tỷ lệ giải ngân trực tiếp cho khách hàng tối đa ở mức 70% kể từ năm 2021, áp dụng cho tất cả các công ty tài chính. Tuy nhiên, VPB đã rất chủ động thực hiện chiến lược giảm giải ngân trực tiếp, phát triển thẻ tín dụng và thúc đẩy thanh toán không dùng tiền mặt, giúp tỷ lệ giải ngân trực tiếp của FE Credit (trên 20 triệu đồng) tại thời điểm cuối tháng 11 chỉ là 59%, thấp hơn giới hạn quy định 70%. Do đó, FE Credit đã hoàn toàn tuân thủ và chịu ảnh hưởng không đáng kể từ Thông tư 18.

Chúng tôi nhận thấy chất lượng tài sản cải thiện đáng kể

Do đặc thù của kinh doanh tín dụng tiêu dùng thường đi kèm với rủi ro tài sản cao hơn, mối quan tâm hàng đầu là sự gia tăng nợ xấu. Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất của VPB vào cuối Q3/19 ở mức 3,5%, thấp hơn nhiều so với mức 4,7% tại thời điểm cuối Q3/2018. Điểm tích cực là VPB đã giảm tỷ lệ nợ xấu trong khi tỷ lệ xóa nợ giảm từ 5,4% trong năm 2018 xuống còn 3,6% trong 9T19; tỷ lệ dự phòng/cho vay (LLR) đã tăng lên 49,6% vào cuối Q3/2019 (Q1/2019: 48,3%; Q2/2019: 48,5%). Ngày 24/12/2019, VPB đã thông báo hoàn tất việc mua lại toàn bộ dư nợ trái phiếu VAMC; nhờ các khoản dự phòng những năm trước, VPB chỉ phải trích lập hơn 1.400 tỷ đồng cho số trái phiếu VAMC còn lại.

Chúng tôi dự phóng CAGR EPS tăng 23,8% trong 2019-21

Chúng tôi ước tính CAGR lợi nhuận ròng giai đoạn 2019-21 đạt 23,4%, do CAGR thu nhập lãi thuần đạt 15% nhờ CAGR cho vay 16% và NIM tăng 19 điểm cơ bản. Chúng tôi dự phóng CAGR thu nhập ngoài lãi giai đoạn 2019-21 đạt 25,9%, với 5% CAGR thu nhập từ phí và 42,4% CAGR thu nhập khác.

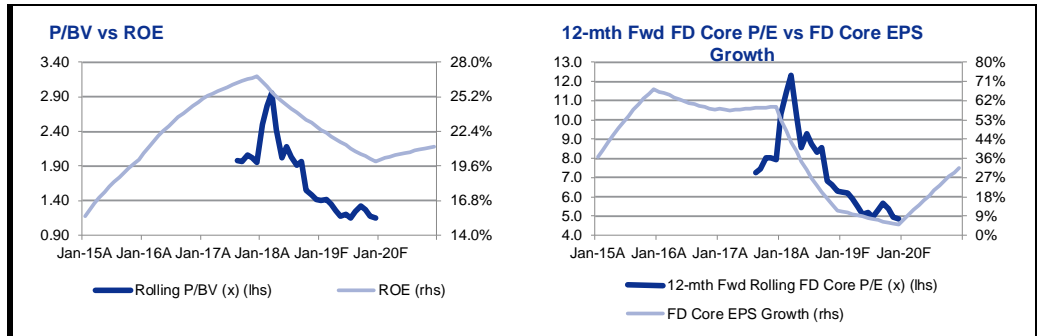
Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 25.800 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 25.800 đồng/cp dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư (COE: 13,4%, LTG: 3%). Rủi ro tăng giá đến từ các khoản vay giải ngân trực tiếp cao hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	20.614	24.702	29.996	34.186	39.688
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4.412	6.384	6.531	8.440	10.344
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	25.026	31.086	36.527	42.626	50.032
Tổng chi phí dự phòng	(8.001)	(11.253)	(14.464)	(15.561)	(18.343)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.441	7.356	7.711	10.054	11.737
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.703	3.015	3.160	4.148	4.843
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	59,4%	11,5%	4,8%	31,3%	16,7%
P/E cốt lõi dự phóng	7,40	6,63	6,33	4,82	4,13
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá trị sổ sách/cp (VNĐ)	12.256	14.145	17.519	21.667	26.510
P/B (lần)	1,63	1,41	1,14	0,92	0,75
ROE	26,9%	22,8%	20,0%	21,2%	20,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,99	1,09	1,11

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Thu nhập lãi thuần	20.614	24.702	29.996	34.186	39.688
Thu nhập ngoài lãi	4.412	6.384	6.531	8.440	10.344
Lợi nhuận HĐKD	25.026	31.086	36.527	42.626	50.032
Tổng chi phí ngoài lãi	(8.895)	(10.634)	(12.419)	(14.493)	(17.011)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	8.130	9.199	9.643	12.573	14.678
Tổng chi phí dự phòng	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	8.130	9.199	9.643	12.573	14.678
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	8.130	9.199	9.643	12.573	14.678
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	8.130	9.199	9.643	12.573	14.678
Các khoản đặc biệt	(1.689)	(1.843)	(1.932)	(2.519)	(2.941)
LNTT sau các khoản đặc biệt	6.441	7.356	7.711	10.054	11.737
Chi phí thuế	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	6.441	7.356	7.711	10.054	11.737
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	6.441	7.356	7.711	10.054	11.737
Lợi nhuận thường xuyên	6.294	7.356	7.711	10.054	11.737

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	136,8%	129,9%	129,1%	126,5%	124,0%
Tỷ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	127,2%	132,9%	129,5%	127,7%	125,2%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	30,4%	27,8%	25,2%	23,6%	22,7%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	32,3%	29,4%	26,6%	24,8%	23,7%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	64,6%	67,6%	70,1%	71,4%	72,6%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	75,5%	79,8%	83,6%	84,5%	85,3%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dự nợ cho vay	18,0%	17,3%	18,3%	19,4%	20,2%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	86,1%	97,3%	103,3%	109,0%	112,0%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	4,89%	5,56%	6,03%	5,59%	5,69%
Dự phòng trên trung bình tài sản	3,16%	3,74%	4,23%	4,03%	4,17%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	2,74%	3,61%	3,92%	3,85%	4,07%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tổng cho vay khách hàng	206.647	249.362	283.603	326.792	377.283
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	54.983	56.129	58.847	64.732	71.205
Các tài sản sinh lãi					
Tổng tài sản sinh lãi thuần	261.630	305.491	342.450	391.524	448.488
Tổng dự phòng	(3.147)	(3.567)	(4.609)	(5.314)	(5.776)
Tổng tài sản sinh lãi	258.483	301.924	337.841	386.210	442.712
Tài sản vô hình	351	578	618	661	707
Các tài sản không sinh lãi khác	16.345	18.934	20.259	21.678	23.195
Tổng tài sản không sinh lãi	16.695	19.512	20.877	22.339	23.902
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	2.574	1.855	1.985	2.124	2.273
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	277.752	323.291	360.704	410.673	468.888
Tiền gửi có lãi của khách hàng	199.655	219.509	257.130	299.995	350.376
Tiền gửi của ngân hàng	38.064	54.231	45.572	47.189	48.888
Các khoản tiền gửi có lãi khác	515	4.130	4.165	4.239	4.314
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	238.235	277.870	306.867	351.423	403.578
Tổng các khoản nợ không có lãi					
Tổng nợ	9.822	10.671	11.376	6.736	1.058
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	29.696	34.750	42.461	52.515	64.252
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	29.696	34.750	42.461	52.515	64.252

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	48,4%	24,2%	17,5%	16,7%	17,4%
Tăng trưởng LNHĐKD	57,5%	26,8%	17,9%	16,7%	17,4%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	64,9%	13,1%	4,8%	30,4%	16,7%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	82,4%	79,5%	82,1%	80,2%	79,3%
Chi phí vốn	6,11%	6,04%	5,92%	6,17%	6,31%
Lợi tức tài sản sinh lãi	14,31%	14,21%	14,60%	14,85%	15,12%
Chênh lệch lãi suất	8,20%	8,17%	8,68%	8,68%	8,81%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	16,02%	16,23%	16,20%	15,70%	15,40%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	10,11%	8,92%	8,73%	8,34%	8,16%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	49,6%	55,0%	60,0%	55,3%	55,6%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	8,14%	8,22%	8,77%	8,86%	9,02%
Thuế suất hiệu dụng	20,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	2,54%	2,45%	2,25%	2,61%	2,67%

Các nhân tố chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng cho vay (%)	26,3%	21,5%	16,0%	16,0%	16,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	8,6%	8,7%	9,3%	9,3%	9,4%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	160,1%	44,7%	2,3%	29,2%	22,6%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	35,5%	34,2%	34,0%	34,0%	34,0%
Tỉ lệ nợ xấu	-6,2%	-9,5%	-12,9%	-15,9%	-18,6%
Trích lập dự phòng (%)	50,8%	45,9%	52,8%	53,6%	51,2%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	12,4%	11,0%	11,3%	11,7%	12,2%
CAR (%)	14,6%	11,9%	12,1%	12,0%	12,4%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	7,9%	27,9%	16,8%	18,3%	18,3%
LDR (%)	134,4%	127,8%	126,8%	124,3%	121,9%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	3,4%	3,5%	3,4%	3,3%	3,3%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	71,4%	10,3%	85,0%	5,0%	5,0%

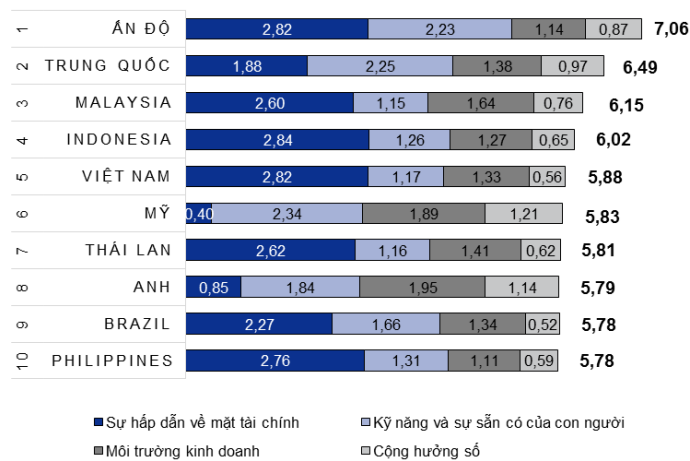
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

CÔNG NGHỆ: Hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng

Khả năng cạnh tranh của Việt Nam được cải thiện mạnh mẽ ➤

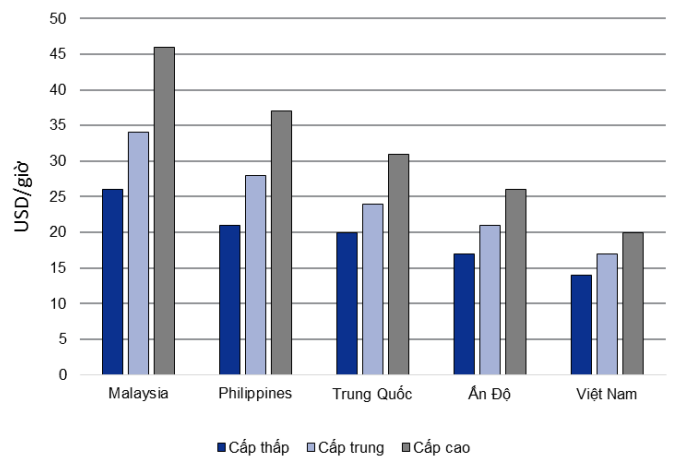
Bất chấp thị phần lớn của Ấn Độ và Trung Quốc ở thị trường gia công CNTT toàn cầu, Việt Nam đã và đang nổi lên như là một điểm đến gia công phần mềm lý tưởng. Thành công trong việc thu hút các doanh nghiệp CNTT toàn cầu đã làm tăng tính cạnh tranh của Việt Nam so với các đối thủ Ấn Độ khi mà các doanh nghiệp như Intel, IBM, Samsung Display, Nokia và Microsoft đã liên tục đầu tư vào Việt Nam.

Hình 139: Việt Nam xếp thứ 5/50 về Gia công quy trình doanh nghiệp (BPO) tại tháng 6/2019 – tăng 1 bậc so với năm 2017



NGUỒN: A.T. KEARNEY GLOBAL LOCATION INDEX

Hình 140: Thù lao trung bình tại các quốc gia phát triển gia công phần mềm (USD/giờ) – theo khảo sát của Agileengine



NGUỒN: AGILEENGINE

Việt Nam được xem là nơi sản xuất phần mềm chất lượng với giá rẻ ở châu Á. Ban lãnh đạo FPT cho biết hoạt động gia công phần mềm tại Việt Nam rẻ hơn khoảng 80-90% so với phát triển phần mềm tại Mỹ. So với Ấn Độ, chi phí gia công phần mềm tại Việt Nam chỉ bằng 50-70% mức giá đưa ra của các đối thủ Ấn Độ. Theo một nghiên cứu của Agileengine – một công ty tư nhân phát triển phần mềm ở Washington, DC, thu nhập trung bình mỗi giờ của nhân viên cấp thấp và cấp cao ở Việt Nam lần lượt là 14 USD và 20 USD, thấp hơn nhiều so với các đối thủ như Malaysia, Trung Quốc và Ấn Độ. Đây là những con số rất thuyết phục để các doanh nghiệp chuyển dịch nơi sản xuất và gia công phần mềm sang Việt Nam.

Ngoài ra, Việt Nam có dân số hơn 97,8 triệu người và độ tuổi trung bình là 31 tuổi tính đến ngày 8/12/2019. Bên cạnh đó, lực lượng lao động lành nghề và trẻ tuổi, có động lực cao và kỹ năng công nghệ tiên tiến. Thế hệ năng động này cung cấp một lực lượng lớn kỹ sư phần mềm lành nghề có thể đáp ứng nhu cầu gia công ngày càng tăng của các doanh nghiệp CNTT trên thế giới. Mỗi năm có hơn 40.000 kỹ sư công nghệ tốt nghiệp từ các trường đại học. Hơn nữa, giới trẻ Việt Nam với nền giáo dục tốt hơn cũng đã vượt qua được rào cản tiếng Anh từng được xem là điểm yếu của mình.

Việt Nam cũng thuận tiện cho nhiều quốc gia có múi giờ khác nhau như Úc, Nhật Bản và các nền kinh tế lớn khác như các nước EU và Anh. Việc liên lạc trong giờ làm việc khá dễ dàng và Việt Nam chỉ cách các thành phố lớn ở châu Á một chuyến bay ngắn. Ngay cả các nước như Mỹ và Canada cũng thuê các doanh nghiệp Việt Nam để gia công phần mềm. Mặc dù múi giờ hoàn toàn khác nhau, nhưng họ vẫn cảm thấy thuận lợi vì công việc được hoàn thành trong đêm theo múi giờ của Mỹ và Canada.

Đây là một số lý do khiến Việt Nam trở thành một trong những quốc gia tốt nhất để phát triển gia công phần mềm trên khía cạnh cạnh tranh toàn cầu và tiến bộ về kỹ thuật.

Chuyên viên phân tích

Chu Đức Toàn

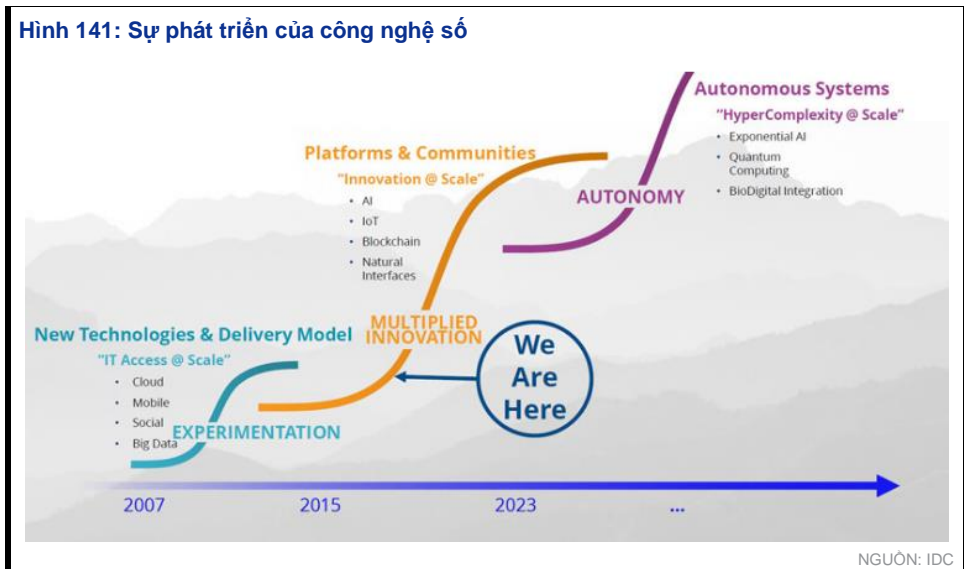
T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

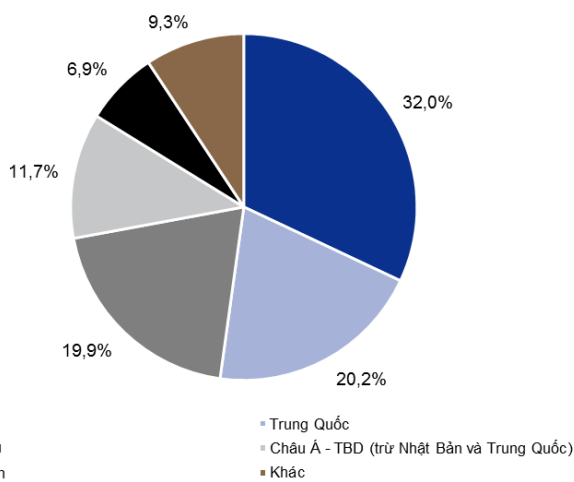
Nhu cầu chuyển đổi số gia tăng trên toàn cầu >

Theo International Data Corporation (IDC), chi tiêu toàn cầu cho các dự án chuyển đổi số sẽ tăng từ 1.070 tỷ USD vào năm 2018 lên 1.250 tỷ USD vào năm 2019 (+16,8% sv cùng kỳ) và lên đến 1.970 tỷ USD vào năm 2022, ghi nhận tăng trưởng kép 16,6%. IDC cho biết 38% tổng chi tiêu công nghệ là dành cho chuyển đổi số và 2/3 tổng số doanh nghiệp đã triển khai các sáng kiến CNTT để hỗ trợ quá trình này. Trong khi đó, theo Gartner, chi tiêu năm 2019 cho Dịch vụ CNTT truyền thống sẽ tăng 4,5% sv cùng kỳ lên mức 1.030 tỷ USD. Vì vậy, tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng chuyển đổi số cao gấp bốn lần so với các dịch vụ CNTT truyền thống, cho thấy những cơ hội lớn trong thị trường chuyển đổi số.

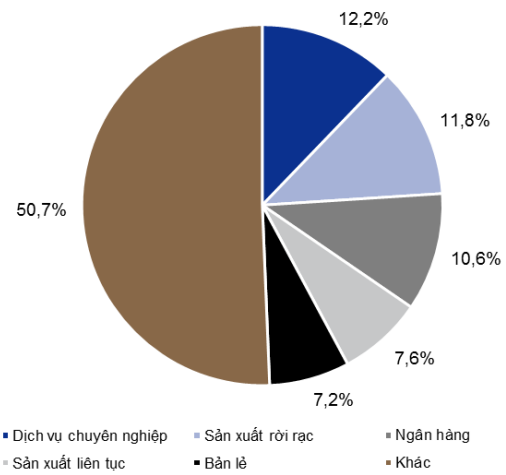
Chuyển đổi số là quá trình tích hợp công nghệ kỹ thuật số vào tất cả các khía cạnh của doanh nghiệp để thay đổi về nền tảng công nghệ, văn hóa, vận hành và giá trị mang lại. Bốn công nghệ bao gồm Điện toán đám mây, Di động, Mạng xã hội và Dữ liệu lớn là nền tảng cho sự chuyển đổi số tại phần lớn các tổ chức trước đây. Hiện nay, Trí tuệ nhân tạo (AI), Internet vạn vật (IoT), Blockchain và Giao diện người dùng tự nhiên (ví dụ: in 3D, thực tế ảo, tương tác thực tế ảo, v.v.) đang thúc đẩy sự phát triển của chuyển đổi số.



Hình 142: Chi tiêu cho chuyển đổi số theo khu vực năm 2019



Hình 143: Chi tiêu cho chuyển đổi số theo ngành năm 2019



Theo IDC, Mỹ và Trung Quốc sẽ là các thị trường chi tiêu chuyển đổi số lớn nhất, chiếm hơn một nửa tổng chi tiêu toàn cầu trong năm 2019. Tại Mỹ, các ngành công nghiệp dẫn đầu sẽ bao gồm sản xuất rời rạc (63 tỷ USD), dịch vụ chuyên nghiệp (37 tỷ USD) và vận chuyển (34 tỷ USD) với chi tiêu chuyển đổi số tập trung vào dịch vụ CNTT, ứng dụng và phần cứng. Ở Trung Quốc, các ngành công nghiệp chi nhiều nhất cho chuyển đổi số bao gồm sản xuất rời rạc (55 tỷ USD), sản xuất liên tục (31 tỷ USD) và Chính phủ/địa phương (21 tỷ USD). Điều này cho thấy nhu cầu chuyển đổi số trải đều trên các quốc gia và ngành công nghiệp khác nhau.

Xu hướng hiện đại hóa trong nước và chính sách của Chính phủ mang lại nhiều cơ hội trong năm 2020 >

Theo Fitch Solutions, chi tiêu cho CNTT tại Việt Nam sẽ tăng 14% trong năm 2019 lên 134.024 tỷ đồng. Tăng trưởng nhu cầu CNTT tại Việt Nam trong giai đoạn 2019-2023 sẽ được thúc đẩy bởi việc áp dụng thông tin hóa (informatisation) cơ bản và các giải pháp tiên tiến hơn. Nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ không có hoặc thông tin hóa ở mức độ thấp cho thấy tiềm năng tăng trưởng về chi tiêu cho phần cứng, phần mềm và dịch vụ còn lớn. Trong khi đó, tỷ lệ tiếp cận với các giải pháp phần mềm của các doanh nghiệp lớn vẫn còn thấp, ví dụ như áp dụng ERP (Hoạch định tài nguyên doanh nghiệp), SCM (Quản lý chuỗi cung cấp) và CRM (Quản lý quan hệ khách hàng) vẫn còn thấp hơn nhiều so với các thị trường phát triển.

Hình 144: Ngành CNTT của Việt Nam

Chỉ tiêu	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Giá trị thị trường CNTT (tỷ đồng)	106.486	117.550	134.024	153.794	173.902	196.732	221.595
Giá trị thị trường CNTT (% GDP)	2,1%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,4%
Doanh thu phần cứng máy tính (tỷ đồng)	32.694	31.286	33.170	36.535	37.674	39.540	41.423
Doanh thu máy tính cá nhân (tỷ đồng)	19.457	18.439	19.472	21.548	22.046	23.015	24.117
Doanh thu phần mềm (tỷ đồng)	13.201	15.574	18.804	22.763	26.865	31.779	37.676
Doanh thu dịch vụ (tỷ đồng)	60.591	70.691	82.050	94.496	109.363	125.413	142.496

NGUỒN: FITCH SOLUTIONS

Fitch Solutions dự báo mảng phần cứng máy tính sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2019 sau nhiều năm sụt giảm, nhưng vẫn tiếp tục là lĩnh vực kém khả quan trên thị trường vì nhu cầu máy tính bán lẻ giảm xuống do việc sử dụng điện thoại thông minh thay thế. Fitch Solutions cũng dự báo các mảng phần mềm và dịch vụ sẽ duy trì tích cực trong năm 2019 vì khu vực tư nhân và khu vực công tiếp tục hiện đại hóa, tạo ra nhu cầu về ứng dụng và phần mềm hệ thống, tích hợp hệ thống, các dịch vụ tư vấn, đào tạo và lưu trữ dữ liệu.

Một số ngành tại Việt Nam đang số hóa nhanh chóng, bao gồm thương mại điện tử, du lịch, xây dựng, nông nghiệp và tài chính. Những ngành này đều cho thấy tiềm năng cao đối với nền kinh tế số của Việt Nam trong những năm tới.

Hình 145: Chỉ tiêu của các doanh nghiệp Việt Nam cho CNTT theo nhóm ngành (theo % giá trị gia tăng của Việt Nam)

Ngành	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Nông nghiệp	17,05%	17,21%	17,37%	17,52%	17,65%	17,78%	17,89%
Khai khoáng	8,30%	8,20%	7,44%	6,74%	6,11%	5,54%	5,02%
Sản xuất	17,03%	16,73%	16,46%	16,19%	15,94%	15,72%	15,51%
Xây dựng	6,37%	6,49%	6,68%	6,82%	6,96%	7,08%	7,19%
Tài chính	6,08%	6,29%	6,39%	6,49%	6,58%	6,66%	6,73%
Bất động sản	5,32%	5,66%	5,69%	5,71%	5,72%	5,74%	5,75%
Dịch vụ khác	4,63%	4,78%	4,85%	4,93%	5,00%	5,06%	5,11%
Tiện ích	5,40%	5,41%	5,41%	5,41%	5,42%	5,42%	5,42%
Thương mại & du lịch	16,16%	15,93%	16,15%	16,37%	16,56%	16,73%	16,89%
Giao thông vận tải	3,71%	3,87%	3,90%	3,93%	3,95%	3,98%	4,00%
Lĩnh vực công	9,94%	9,42%	9,66%	9,90%	10,11%	10,30%	10,48%

NGUỒN: THÔNG KẾ QUỐC GIA, FITCH SOLUTIONS

Chúng tôi kỳ vọng khu vực công sẽ tạo ra động lực vững chắc cho chi tiêu CNTT trong trung hạn tại Việt Nam, bao gồm việc sử dụng thêm gia công, cũng như áp dụng Chính phủ điện tử và các giải pháp an ninh mạng. Trong đó, các nhà cung cấp dịch vụ CNTT sẽ có cơ hội nhận các dự án lớn liên quan đến số hóa ngành vận tải, quản lý rủi ro lũ lụt, bệnh viện, tiện ích hay ngành truyền thông.

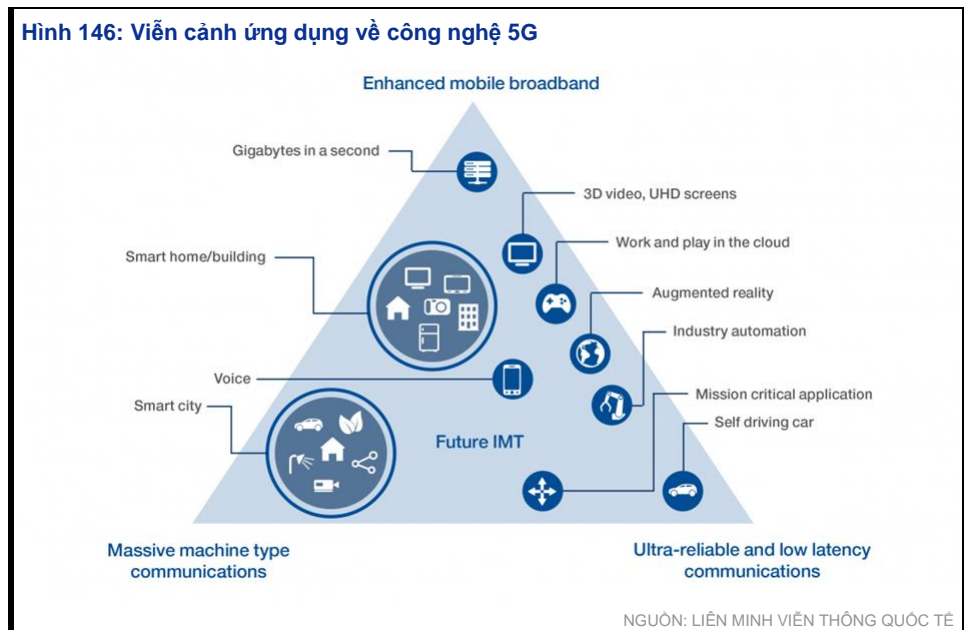
Việt Nam đã phát động Chương trình 'Make in Vietnam 4.0' để chuẩn bị cho cuộc cách mạng công nghiệp lần thứ tư hay Công nghiệp 4.0. Chương trình này sẽ tạo điều kiện phát triển các ngành công nghiệp mới và khuyến khích các chính sách, tư duy và công nghệ mới theo Công nghiệp 4.0 và tham vọng hướng tới kinh tế số. Trong bối cảnh chuyển đổi số phát triển mạnh, Chính phủ, các tổ chức và doanh nghiệp tại Việt Nam đã tích cực đón nhận và tham gia các hoạt động để bắt kịp xu hướng của Cách mạng công nghiệp lần thứ tư. Chính phủ đang thúc đẩy sự phát triển của kinh tế số thông qua một loạt cơ chế chính sách và các chính sách này gần đây đã được củng cố bởi Chỉ thị số 16/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ về việc tăng cường tiếp cận mạnh mẽ với Công nghiệp 4.0.

Liên minh Chuyển đổi số Việt Nam được ra mắt bởi Hiệp hội Phần mềm & dịch vụ CNTT Việt Nam (VINASA) trong khuôn khổ Diễn đàn cấp cao CNTT và truyền

thông Việt Nam 2019 (Vietnam ICT Summit 2019). Liên minh này bao gồm các công ty công nghệ hàng đầu tại Việt Nam như FPT, Viettel, CMC, VNG và MobiFone với mục đích kêu gọi các doanh nghiệp CNTT và truyền thông lớn, các chuyên gia và viện nghiên cứu hàng đầu hợp tác với Chính phủ, các bộ, cơ quan Nhà nước và doanh nghiệp để đẩy nhanh tiến độ chuyển đổi số tại Việt Nam. Với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ các chính sách, chúng tôi cho rằng ngành công nghệ sẽ là một ngành trọng yếu trong đầu tư chính phủ trong những năm tới.

Công nghệ 5G sẽ là động lực mới trong ngành >

Hình 146: Viễn cảnh ứng dụng về công nghệ 5G



Mạng 5G là thể hệ công nghệ mạng di động thứ năm với tốc độ lớn hơn ít nhất 10 lần so với mạng 4G hiện nay. Hiện công nghệ này đang được triển khai cục bộ tại một số ít địa điểm ở Mỹ và nhiều quốc gia khác. Công nghệ này được kỳ vọng sẽ tạo ra những cơ hội chưa từng có để đổi mới và cải tiến các lĩnh vực “khát” dữ liệu như trí tuệ nhân tạo, công nghệ tiên tiến hay chăm sóc sức khỏe từ xa, v.v.

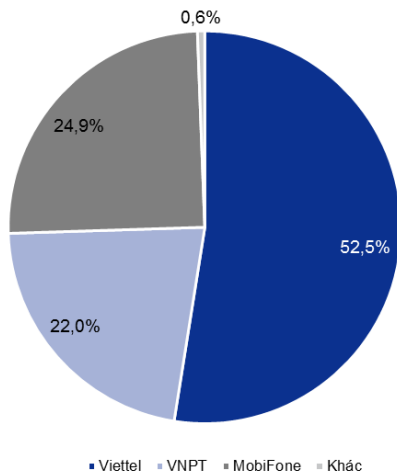
Việt Nam có thể sớm trở thành một trong những quốc gia Đông Nam Á đầu tiên triển khai mạng 5G, với các công ty viễn thông trong nước đua nhau phát triển những mạng lưới đầu tiên trên toàn quốc. Đáng chú ý, Viettel tuyên bố đã phát triển các công nghệ cốt lõi của riêng mình cho mạng 5G, bao gồm cả chip và thiết bị điện tử. Công ty cho biết họ đang đặt mục tiêu xây dựng 80% cơ sở hạ tầng mạng cốt lõi cho 5G vào năm 2020. Trong khi đó, Mobifone, nhà mạng di động Việt Nam khác được cấp phép dùng thử mạng 5G, đã chọn sử dụng công nghệ của Samsung. Còn Vinaphone, một công ty viễn thông lớn khác có khả năng sẽ sớm nhận được giấy phép dùng thử 5G, đã tham gia hợp tác với Nokia.

Với sự phát triển của công nghệ 5G đột phá trong tương lai gần, chúng tôi tin rằng các công ty công nghệ sẽ có nhiều cơ hội để phát triển những ứng dụng công nghệ tiên tiến để đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ của mình.

Tuy nhiên, cạnh tranh trong ngành viễn thông nội địa đang ngày càng trở nên gay gắt >

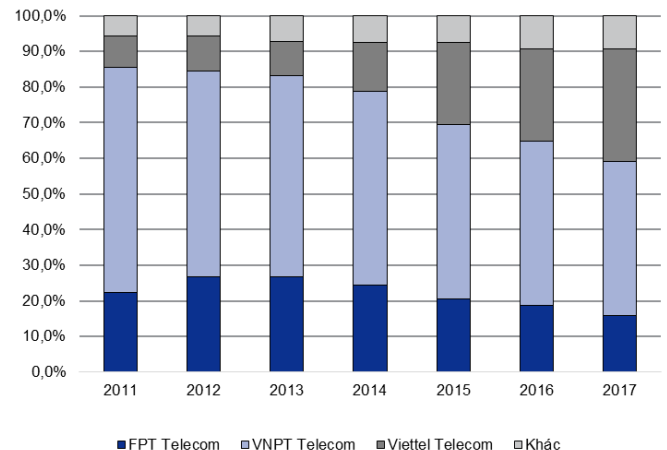
Mức độ tập trung của thị trường rất cao với sự thống trị của ba ông lớn là VNPT, FPT và Viettel trong thị phần về Internet băng rộng cố định (chiếm 90,6% trong năm 2017). Tuy nhiên, miếng bánh thị trường ngày càng bị chia nhỏ ra hơn bởi các nhà cung cấp nhỏ hơn như CMC Telecoms, SCTV, SPT. Đối với thị trường Internet băng rộng di động, theo Bộ Thông tin và Truyền thông, Mobifone, Viettel và VNPT nắm giữ hơn 99% thị phần trong năm 2017.

Hình 147: Thị phần Internet băng rộng di động tại Việt Nam theo số thuê bao



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BỘ TT&TT

Hình 148: Thị phần Internet băng rộng cố định tại Việt Nam theo số thuê bao



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VNTA, BÁO CÁO CÔNG TY

Lựa chọn cổ phiếu: CTCP FPT (FPT) ➤

Trong bối cảnh nhu cầu gia tăng ở cả thị trường quốc tế và trong nước, chúng tôi ưa thích cổ phiếu có tiềm năng cao trong việc nắm bắt xu hướng chuyển đổi số, với tập khách hàng mạnh và cơ cấu doanh thu cải thiện đồng thời định giá tương đối hợp lý với kỳ vọng của nhà đầu tư. FPT là sự lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với tư cách là một trong những công ty hàng đầu về dịch vụ CNTT toàn cầu và nhà cung cấp viễn thông trong nước.

Hình 149: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)		ROE (%)		EV/EBITDA		Tỷ lệ cổ tức (%)	
			(Nội tệ)	(Nội tệ)		2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
CTCP FPT	FPT VN	KHẢ QUAN	57.600	74.000	1.686,0	11,6	10,7	8,2	2,6	2,4	23,4	23,2	6,3	5,7	3,5	3,5
Viễn thông																
TELSTRA CORP	TLS AU	KHẢ QUAN	3,66	4,46	30.148,5	16,9	15,2	0,2	2,9	2,9	17,2	19,5	7,3	6,7	0,0	0,0
TELEKOMUNIKASI	TLKM IJ	TRUNG LẬP	4.000	4.250	28.388,7	19,0	16,5	14,2	3,8	3,5	20,5	22,2	6,9	6,3	3,9	4,6
MAXIS BHD	MAXIS MK	KÉM KHẢ QUAN	5,38	4,90	10.178,4	27,4	27,5	(4,2)	5,9	6,0	21,6	21,6	13,3	13,3	3,7	3,7
INTOUCH HOLDINGS	INTUCH TB	KHẢ QUAN	57,50	78,20	6.113,4	16,1	13,9	11,0	5,3	4,9	34,4	36,3	13,1	11,0	4,5	6,5
GLOBE TELECOM	GLO PM	TRUNG LẬP	2.020	2.060	5.294,3	15,7	15,0	3,1	3,5	3,3	23,3	22,9	6,8	6,3	0,0	0,0
PLDT INC	TEL PM	KHẢ QUAN	988	1.780	4.200,0	9,2	8,8	(3,4)	1,9	1,9	19,8	20,8	4,5	4,2	6,5	6,8
Trung bình						17,4	16,1	3,5	3,9	3,7	22,8	23,9	8,7	8,0	3,1	3,6
Trung vị						16,5	15,1	1,7	3,7	3,4	21,1	21,9	7,1	6,5	3,8	4,1
Phần mềm và dịch vụ CNTT																
INFOSYS LTD	INFO IN	KHẢ QUAN	729,0	820	43.527,2	17,7	16,5	9,9	4,2	4,1	23,7	25,1	11,6	10,6	4,2	3,6
WIPRO LTD	WPRO IN	KHẢ QUAN	250,3	275	20.051,0	14,4	12,8	9,2	2,3	2,3	17,1	17,6	9,1	8,4	0,3	1,2
HCL TECH LTD	HCLT IN	KHẢ QUAN	560,5	633	21.327,7	14,3	14,2	6,9	3,5	2,9	26,4	22,2	9,8	8,8	0,8	3,2
TECH MAHINDRA LT	TECHM IN	KHẢ QUAN	770,4	860	10.426,1	13,9	13,9	8,7	2,9	2,8	22,0	20,3	8,3	8,8	2,1	3,4
L&T INFOTECH LTD	LTI IN	KHẢ QUAN	1.770,0	1.820	4.319,1	19,8	20,4	9,1	6,2	5,3	34,6	28,1	14,8	14,1	1,6	1,6
HEXAWARE TECHNOL	HEXW IN	KHẢ QUAN	321,6	410	1.345,5	13,6	11,8	11,5	3,3	2,9	25,5	26,1	10,0	8,4	2,7	3,2
NIIT LTD	NIIT IN	KHẢ QUAN	1.609,2	1.610	1.408,2	21,4	19,7	15,0	4,2	3,7	21,3	19,7	11,5	11,2	0,0	1,4
CYIENT LTD	CYL IN	KHẢ QUAN	408,5	635	629,8	9,4	10,0	6,2	1,7	1,6	19,6	16,6	6,1	5,9	3,7	3,5
MPHASIS LTD	MPHL IN	TRUNG LẬP	888,5	945	2.322,6	13,7	12,8	8,8	2,8	2,6	20,0	20,7	10,1	7,8	3,5	4,7
MINDTREE LTD	MTCL IN	TRUNG LẬP	792,5	740	1.828,7	14,7	19,6	5,8	3,4	3,4	24,9	17,2	9,4	9,9	4,9	2,3
L&T TECHNOLOGY S	LTTS IN	KÉM KHẢ QUAN	1.485,5	1.495	2.173,5	19,8	19,3	10,3	6,1	5,1	34,7	29,1	15,8	12,6	1,4	1,6
Trung bình						15,7	15,5	9,2	3,7	3,3	24,5	22,1	10,6	9,7	2,3	2,7
Trung vị						14,4	14,2	9,1	3,4	2,9	23,7	20,7	10,0	8,8	2,1	3,2

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CGS-CIMB, BLOOMBERG
DỮ LIỆU TẠI NGÀY 27/12/2019

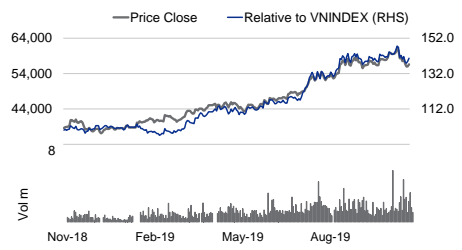
Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*:	KQ 13 TL 0 KKQ 0
Giá hiện tại:	VND58.300
Giá mục tiêu:	VND74.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	26,9%
CGS-CIMB / Consensus:	-1,0%
Reuters:	FPT.HM
Bloomberg:	FPT VN
Vốn hóa:	US\$1.706tr VND39.543.508tr
GTGD bình quân:	US\$3,88tr VND89.177tr
SLCP đang lưu hành:	678,36tr
Free float:	78,9%
<small>*Nguồn: Bloomberg</small>	

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	3,4	1,0	52,0
Tương đối (%)	5,1	5,3	45,1

Cổ đông	% nắm giữ
Trương Gia Bình	7,1
Vietnam SCIC	5,9
Red River Holding	4,5

Chuyên viên phân tích

Chu Đức Toàn
T (84) 94 519 9218
E toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần FPT

Hưởng lợi từ làn sóng chuyển đổi số

- FPT là công ty công nghệ lớn nhất của Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ công nghệ thông tin, viễn thông và giáo dục.
- Chúng tôi ước tính LNST sẽ tăng trưởng kép 12,1% trong giai đoạn 2019-21 nhờ xu hướng chuyển đổi số và tỷ trọng cao hơn của sản phẩm phần mềm sáng chế.
- Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu là 74.000 đồng/cổ phiếu.

FPT đang đi lên trong chuỗi giá trị

Ban đầu, FPT là doanh nghiệp dịch vụ CNTT thuần túy với ít sản phẩm phần mềm sáng chế. Điều này có thể giải thích phần nào tại sao P/E của FPT luôn ở mức thấp hơn P/E của VN-Index trong suốt 10 năm qua. Từ cuối năm 2017, doanh nghiệp chuyển dịch định hướng tập trung vào công nghệ thông qua việc thoái vốn khỏi mảng bán lẻ và phân phối sản phẩm kỹ thuật số. Hơn nữa, FPT đã đẩy mạnh hoạt động R&D để củng cố sản phẩm của mình với các sản phẩm phần mềm được cấp bằng sáng chế. Khoảng cách về định giá giữa FPT và VN-Index đã dần thu hẹp lại, nhưng chúng tôi cho rằng FPT xứng đáng được giao dịch ở mức định giá cao hơn so với chỉ số chung.

Chuyển đổi số: động lực tăng trưởng chính

Chỉ tiêu toàn cầu cho các dự án chuyển đổi số được kỳ vọng tăng lên 1.250 tỷ USD trong năm 2019 (+16,8% sv cùng kỳ), theo IDC. Chúng tôi tin rằng FPT có đủ khả năng để nắm bắt các cơ hội từ xu hướng phát triển công nghệ này khi công ty đang đẩy mạnh chiến lược M&A để mở rộng thương hiệu và tập khách hàng của mình ở nước ngoài cũng như đang tìm kiếm DT từ dịch vụ tư vấn chuyển đổi số tại các thị trường đó. Chúng tôi dự báo DT mảng công nghệ sẽ tăng trưởng kép 14,3% trong giai đoạn 2019-23.

Mảng viễn thông đóng vai trò nền tảng vững chắc trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng viễn thông của FPT sẽ đạt mức tăng trưởng kép 9,3% trong giai đoạn 2019-23 nhờ nhu cầu nội địa ổn định. Biên LNG của mảng này sẽ đạt mức 49-50% trong giai đoạn 2019-23 nhờ vị thế cạnh tranh được cải thiện, trong khi kênh truyền hình trả tiền sẽ đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn khi có thể đạt điểm hòa vốn và ghi nhận lợi nhuận từ sau 2021.

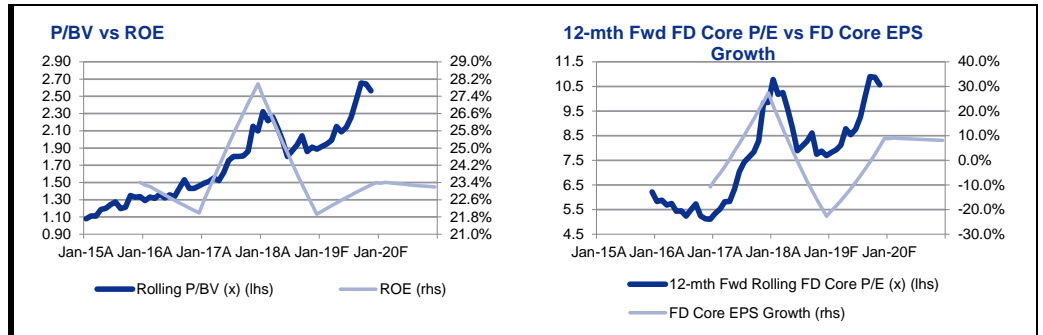
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 74.000 đồng/cp

Chúng tôi giữ nguyên đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 74.000 đồng/cp dựa trên phương pháp tổng giá trị thành phần (SOTP) với định giá dựa trên P/E cho ba mảng kinh doanh chính. Định giá của chúng tôi dựa trên mức P/E trung bình năm 2020 của khu vực với mỗi mảng kinh doanh. Động lực tăng giá có thể đến từ chính sách tài khóa mở rộng của chính phủ và kế hoạch thoái vốn của SCIC. Rủi ro giảm giá có thể kể đến mất thị phần do cạnh tranh gay gắt và chi phí nhân công tăng cao.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	42.659	23.214	27.757	32.452	37.570
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	4.206	4.286	5.505	6.664	7.978
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.932	2.620	3.222	3.841	4.545
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.920	4.578	4.988	5.391	5.800
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	27,4%	-22,7%	8,9%	8,1%	7,6%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	9,85	12,73	11,69	10,81	10,05
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	2.000	2.500	2.000	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức	3,43%	4,29%	3,43%	3,43%	3,43%
EV/EBITDA (lần)	6,11	7,22	6,41	5,72	5,09
P/FCFE	N/A	15,69	24,80	16,69	13,56
P/B (lần)	2,71	2,87	2,62	2,41	2,21
ROE	28,0%	21,9%	23,4%	23,2%	22,9%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,07	0,98	0,94

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	42.659	23.214	27.757	32.452	37.570
Lợi nhuận gộp	9.682	8.723	10.725	12.662	14.819
LN hoạt động thuần	4.206	4.286	5.505	6.664	7.978
Chi phí khấu hao	(1.039)	(1.165)	(1.414)	(1.758)	(2.138)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.167	3.122	4.091	4.906	5.840
TN từ hoạt động tài chính	991	234	211	277	345
TN từ các Cty LK & LD	71	439	496	534	579
Chi phí/lãi ngoài HKKD	26	63	9	12	16
Lợi nhuận trước thuế	4.255	3.858	4.807	5.729	6.779
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	4.255	3.858	4.807	5.729	6.779
Thuế	(727)	(624)	(800)	(953)	(1.128)
Lợi nhuận sau thuế	3.528	3.234	4.007	4.775	5.651
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(597)	(614)	(784)	(935)	(1.106)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.932	2.620	3.222	3.841	4.545
Lợi nhuận thường xuyên	2.932	2.620	3.222	3.841	4.545

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	4.206	4.286	5.505	6.664	7.978
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.364)	(111)	(700)	(207)	(219)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(1.094)	(183)	481	518	562
Dòng tiền hoạt động khác	706	(178)	29	36	43
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	28	204	191	253	318
Thuế đã trả	(494)	(430)	(800)	(953)	(1.128)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.988	3.588	4.706	6.311	7.554
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1.104)	(2.454)	(2.901)	(3.199)	(3.544)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản ĐT	4	1	0	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(1.508)	(1.244)	(984)	(1.027)	(1.067)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(2.609)	(3.697)	(3.885)	(4.226)	(4.611)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(621)	2.235	697	403	425
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	39	27	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	(0)	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(1.330)	(1.708)	(1.696)	(1.866)	(2.052)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(1.912)	553	(1.000)	(1.462)	(1.627)
Tổng tiền trong năm	(2.533)	445	(178)	623	1.316
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(1.241)	2.126	1.518	2.489	3.368
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(252)	130	1.135	2.415	3.289

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	7.860	9.494	10.300	11.950	14.333
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.720	6.174	6.726	7.863	9.103
Hàng tồn kho	1.020	1.341	1.484	1.734	1.994
Tài sản ngắn hạn khác	1.459	1.397	2.070	2.300	2.549
Tổng tài sản ngắn hạn	16.060	18.406	20.580	23.848	27.979
Tài sản cố định	4.589	5.210	6.356	7.451	8.487
Tổng đầu tư	1.783	2.202	2.636	3.111	3.625
Tài sản vô hình	658	1.630	1.450	1.590	1.724
Tài sản dài hạn khác	1.909	2.309	2.759	3.199	3.691
Tổng tài sản dài hạn	8.940	11.351	13.201	15.351	17.528
Vay & nợ ngắn hạn	4.117	6.599	7.259	7.622	8.003
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	4.589	4.958	4.882	5.683	6.546
Nợ ngắn hạn khác	2.394	2.894	3.102	3.630	4.209
Tổng nợ ngắn hạn	11.100	14.451	15.242	16.935	18.757
Vay & nợ dài hạn	565	367	403	444	488
Nợ dài hạn khác	96	164	181	211	243
Tổng nợ dài hạn	661	531	585	655	732
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	11.761	14.982	15.827	17.590	19.489
Vốn chủ sở hữu	11.429	12.473	15.079	18.039	21.612
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.809	2.302	2.875	3.571	4.406
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	13.228	14.775	17.954	21.609	26.018

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	7,9%	-45,6%	19,6%	16,9%	15,8%
Tăng trưởng LNHKDK	5,6%	1,9%	28,4%	21,1%	19,7%
Biên LNHKDK	9,9%	18,5%	19,8%	20,5%	21,2%
LN trên cổ phiếu	5.985	4.121	3.889	5.205	7.116
Giá trị sổ sách/cp	21.525	20.327	22.226	24.171	26.327
Khả năng thanh toán lãi vay	8,59	13,10	13,08	14,90	16,85
Thuế suất hiệu dụng	17,1%	16,2%	16,6%	16,6%	16,6%
Tỷ lệ chia cổ tức	36,2%	58,5%	42,1%	38,9%	36,1%
Số ngày phải thu	40,77	79,83	71,91	68,99	69,12
Số ngày tồn kho	30,85	29,73	30,27	29,76	29,91
Số ngày phải trả	33,41	60,32	53,39	49,43	49,54
ROIC	28,0%	37,3%	40,1%	38,1%	39,4%
ROCE	18,1%	18,0%	19,4%	19,9%	20,3%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	9,3%	11,0%	11,9%	12,3%	12,5%

Giá định chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng doanh thu - mảng công nghệ (%)	11,4%	20,9%	19,0%	19,2%	18,0%
Biên EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ trọng doanh thu mảng công nghệ (%)	25,6%	57,6%	57,4%	58,6%	59,7%
Tỷ trọng EBITDA mảng công nghệ (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng doanh thu - mảng viễn thông (%)	14,8%	15,4%	14,0%	13,0%	12,0%
Biên EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ trọng doanh thu mảng viễn thông (%)	17,7%	38,0%	36,3%	35,0%	33,9%
Tỷ trọng EBITDA mảng viễn thông (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng doanh thu - mảng giáo dục (%)	39,4%	31,8%	27,2%	18,5%	16,2%
Biên EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ trọng doanh thu mảng giáo dục (%)	2,4%	5,9%	6,3%	6,4%	6,4%
Tỷ trọng EBITDA mảng giáo dục (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

NGÀNH ĐIỆN: Hướng tới phát triển năng lượng sạch

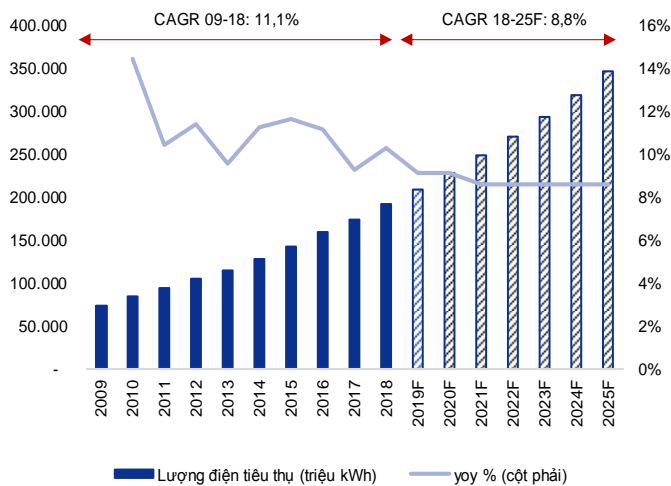
Thiếu hụt điện vẫn sẽ là một vấn đề nan giải >

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh

Lượng tiêu thụ điện tăng nhanh trong bối cảnh Việt Nam thực hiện công nghiệp hóa và hội nhập vào nền kinh tế toàn cầu. Trong 10 năm qua, lượng điện tiêu thụ đã tăng hơn 2,5 lần, từ 74,8 tỷ kWh trong năm 2009 lên 192,7 tỷ kWh trong năm 2018 (Nguồn: Tổng cục Thống kê) tương ứng với mức tăng trưởng kép 11,1%, gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam.

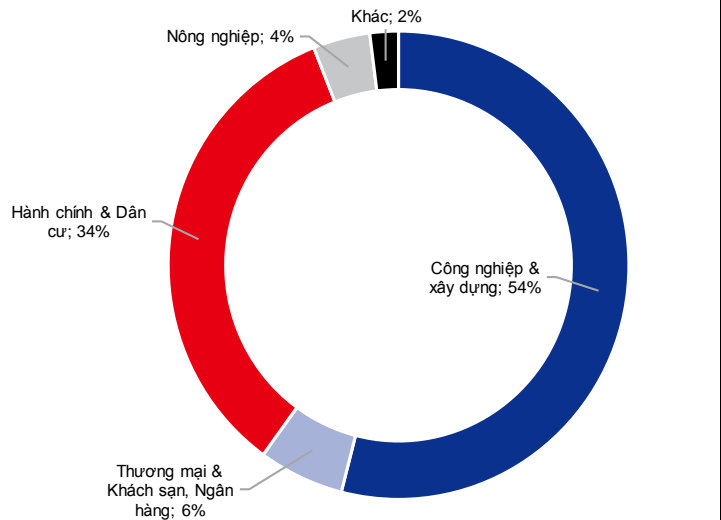
Dựa trên giả định tăng trưởng GDP 7,0% trong giai đoạn 2016-2025, Viện Năng lượng Việt Nam ước tính nhu cầu về điện sẽ tăng 9,0% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2021 và 8,6% mỗi năm trong giai đoạn 2021-2025. Vì vậy, lượng tiêu thụ điện ước tính sẽ đạt 229,9 tỷ kWh vào năm 2020 và khoảng 347,5 tỷ kWh vào năm 2025.

Hình 150: Lượng tiêu thụ điện ở Việt Nam tăng nhanh (2009-2025)



NGUỒN: VND RESEARCH, TỔNG CỤC THỐNG KÊ, VIỆN NĂNG LƯỢNG VIỆT NAM ƯỚC TÍNH

Hình 151: Lượng tiêu thụ điện theo đối tượng khách hàng (2016)



NGUỒN: VND RESEARCH, TẬP ĐOÀN ĐIỆN LỰC VIỆT NAM (EVN)

... trong khi công suất lắp đặt không kịp đáp ứng

Để đáp ứng nhu cầu gia tăng, công suất điện của Việt Nam cần đạt 60.000MW vào năm 2020F và 96.500MW vào năm 2025, theo quy hoạch điện VII (QHĐ VII) điều chỉnh. Vào cuối năm 2018, tổng công suất lắp đặt đạt 48.600MW (Nguồn: EVN). Theo QHĐ VII điều chỉnh, tổng công suất của các nhà máy điện trong kế hoạch lên tới 10.800MW trong giai đoạn 2019-2020 và 36.500MW trong giai đoạn 2020-2025, trong đó dự kiến sẽ có 29.200MW của các nhà máy nhiệt điện than được đưa vào vận hành trong 7 năm tới.

Với tiến độ xây dựng hiện tại, đặc biệt là sự chậm trễ của các nhà máy điện than, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ không đạt được mục tiêu về xây dựng cơ sở hạ tầng sản xuất điện vào năm 2020. Dựa trên thống kê hiện tại, chúng tôi ước tính nguồn cung sẽ chỉ tăng trưởng khoảng 3,4% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2021, khá thấp so với mức tăng 9,0% của nhu cầu tiêu thụ điện. Việc đầu tư bị trì hoãn trong bối cảnh nhu cầu tăng mạnh có thể dẫn đến tình trạng thiếu hụt điện và điều này sẽ giúp các nhà máy chưa hoạt động với công suất tối đa có thể gia tăng hiệu suất hoạt động nhằm tăng cường phụ tải cũng như giá bán điện trên thị trường cạnh tranh có thể tăng lên.

Chuyên viên Phân tích

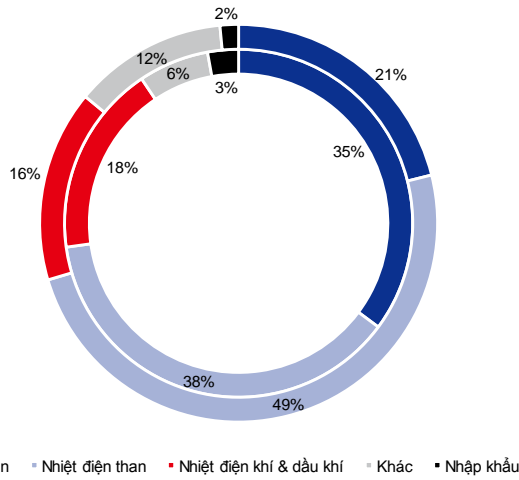
Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850
E mai.phamle@vndirect.com.vn

Phan Thành Trung

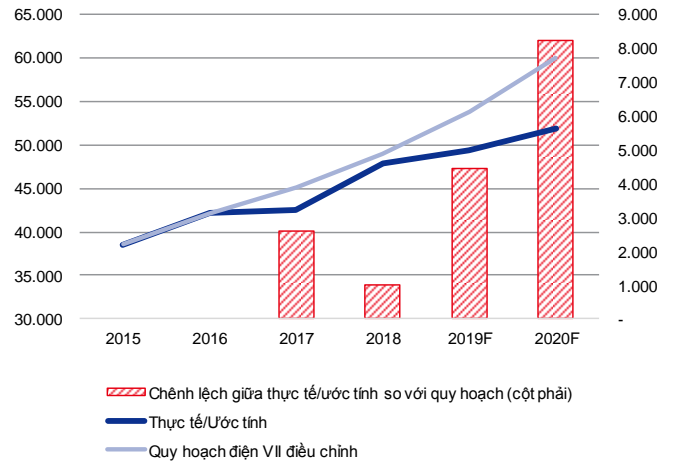
T (84) 96 663 6817
E trung.phanthanh@vndirect.com.vn

Hình 152: Công suất lắp đặt theo loại hình nhà máy điện (2018 và 2025)*



NGUỒN: VND RESEARCH, QHĐ VII ĐIỀU CHỈNH * VÒNG TRONG: 2018, VÒNG NGOÀI: 2025F

Hình 153: Ước tính của chúng tôi về nguồn cung điện so với kế hoạch của Chính phủ (MW, 2015-2020)



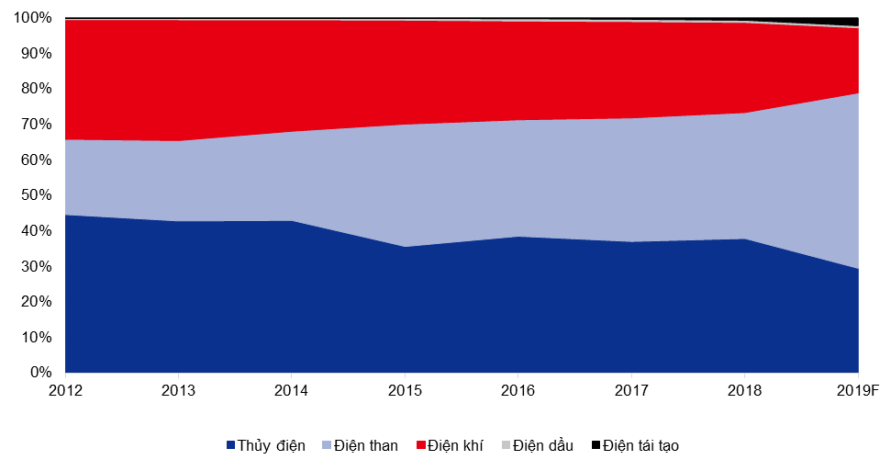
NGUỒN: VND RESEARCH ƯỚC TÍNH, QHĐ VII ĐIỀU CHỈNH

Chúng tôi dự giá bán điện trung bình sẽ cao hơn trong năm 2020 do tăng huy động từ các nhà máy nhiệt điện >

Các nhà máy nhiệt điện ở Việt Nam, đặc biệt các nhà máy nhiệt điện than, sẽ có hiệu suất hoạt động cao hơn trong năm 2020 theo chiến lược của EVN để bù đắp cho sự thiếu hụt sản lượng của thủy điện.

Sản lượng điện than đã tăng dần trong năm nay lên 49% tổng sản lượng điện, từ mức 35% trước đó.

Hình 154: Sản lượng điện từng năm theo loại



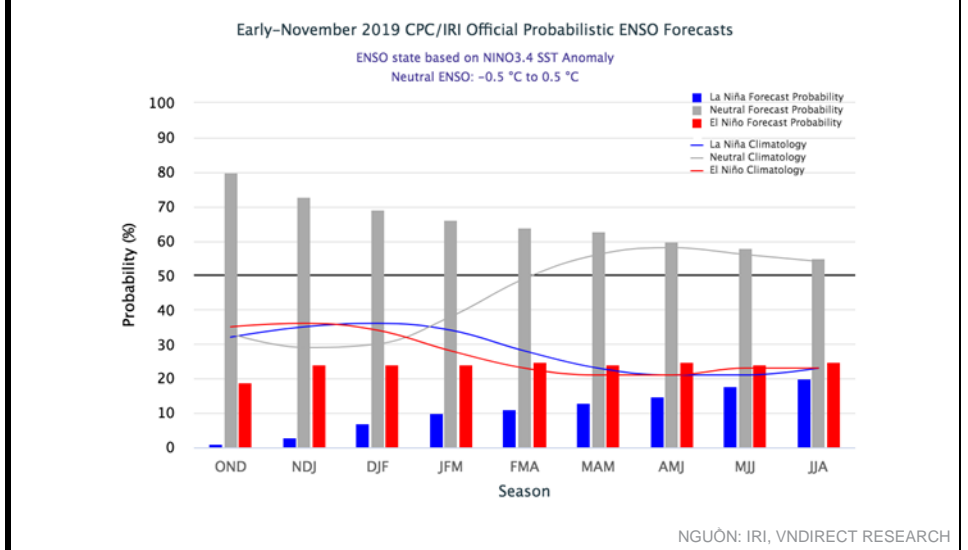
NGUỒN: EIA, FITCH SOLUTION, VND RESEARCH

Các nhà máy thủy điện là yếu tố quan trọng trong việc sản xuất điện ở Việt Nam khi đóng góp 35-40% tổng sản lượng hàng năm của cả nước. Tuy nhiên, sản lượng từ các nhà máy thủy điện trong 10T2019 sụt giảm đáng kể do hiện tượng El Nino đã làm giảm lượng nước dự trữ ở một số hồ thủy điện. Theo số liệu của EVN, sản lượng thủy điện 10T2019 giảm 19,1% so với cùng kỳ năm trước xuống còn 58,2 tỷ kWh.

Dự báo của Đại học Columbia ghi nhận xác suất xảy ra hiện tượng El Nino sẽ giảm xuống 20-30% trong năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ hồi phục dần trong năm 2020. Tuy nhiên, các hồ thủy điện cần tích trữ lại lượng nước do dung tích nước hiện có ở các hồ thủy điện trong năm nay đã giảm 35,3% so với cùng kỳ. Vì vậy, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện thấp vẫn sẽ là thách thức trong nửa đầu năm 2020.

Theo dự báo của Đại học Columbia, xác suất xảy ra El Nino vào năm sau sẽ giảm dần.

Hình 155: Dự báo về xác suất xảy ra hiện tượng El Nino (11/2019 – 07/2020)



Để bù đắp cho sản lượng thủy điện thấp, EVN đã huy động từ các nhà máy nhiệt điện trong năm 2019, đặc biệt là các nhà máy nhiệt điện than do (1) chi phí sản xuất rẻ hơn, và (2) nguồn cung than đã ổn định hơn nhờ sử dụng than trộn (trộn giữa than trong nước và than nhập khẩu). Do đó, trong 10T2019, sản lượng nhiệt điện than tăng vọt 34,1% so với cùng kỳ, đạt 97,5 tỷ kWh. Theo chúng tôi, nhiệt điện than sẽ tiếp tục được huy động nhiều trong năm 2020 để bù đắp cho sản lượng từ thủy điện do nguồn than ổn định hơn từ Vinacomin và than nhập khẩu. Điều này sẽ có lợi cho một số doanh nghiệp có nhà máy điện than như TCT Điện lực Dầu khí (POW), TCT Phát điện 3 (PGV), Nhiệt Điện Phả Lại (PPC).

Đồng thời, theo quan điểm của chúng tôi, do giá bán điện từ nhiệt điện đắt hơn thủy điện (trung bình khoảng 1.000 đồng/kWh), việc huy động nhiều hơn từ nhiệt điện sẽ tăng giá bán điện trung bình trong năm 2020.

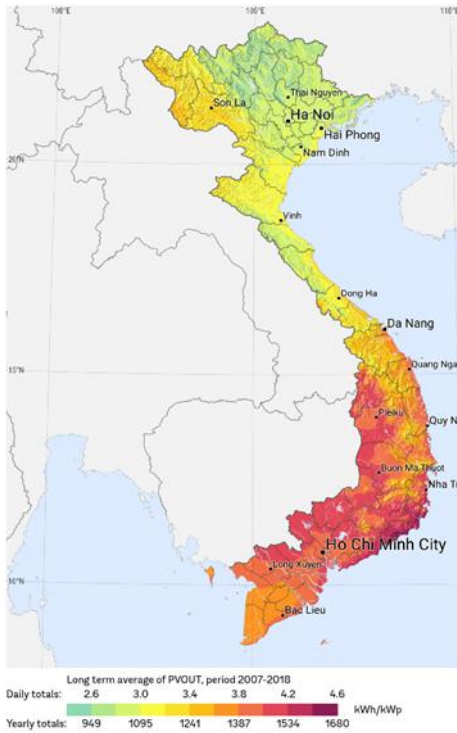
Năng lượng tái tạo sẽ tiếp tục bùng nổ trong năm 2020 ►

Giá bán điện năng (FIT) hấp dẫn thúc đẩy sự bùng nổ của năng lượng tái tạo trong năm 2019

Với giá FIT hấp dẫn ở mức 9,35 cents/kWh cho điện mặt trời và 8,5 cents/kWh cho điện gió, nhiều nhà đầu tư đã gấp rút triển khai đầu tư để kịp tiến độ trước 30/06 và hưởng mức ức đãi cho điện mặt trời.

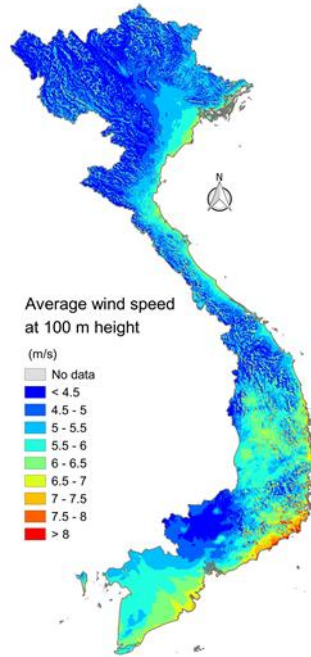
Tính tới cuối năm 2018, có ít hơn 300MW điện mặt trời và điện gió ở Việt Nam. Tuy nhiên, tới hết tháng 6/2019, đã có tới 89 dự án năng lượng tái tạo hoạt động với tổng công suất hơn 4.500MW. Trong tổng số 4.500MW, điện gió chỉ chiếm khoảng 300MW trong khi điện mặt trời chiếm 2.673MW từ các vùng như Bình Thuận và Ninh Thuận do có điều kiện thuận lợi để phát triển điện mặt trời.

Hình 156: Tiềm năng phát triển điện mặt trời tại Việt Nam



NGUỒN: WORLDBANK GROUP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 157: Tốc độ gió trung bình ở Việt Nam ở độ cao 100m



NGUỒN: ENERGYPEDIA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 158: Tóm tắt các văn bản về phát triển điện mặt trời và điện gió

	Điện mặt trời	Điện gió
	11/2017/QĐ-TTg	37/2011/QĐ-TTg
Quyết Định	02/2019/QĐ-TTg	39/2018/QĐ-TTg
Ngày hết hiệu lực	30/06/2019	Trước 11/2020
	9.35 cents/kWh	Trên bờ: 8.5 cents/kWh Ngoài khơi: 9.8 cents/kWh
Giá FIT	Miễn thuế 4 năm	Miễn thuế 4 năm
Chính sách hỗ trợ thuế	Miễn thuế nhập khẩu	Miễn thuế nhập khẩu
Chính sách hỗ trợ đất	Miễn hoặc giảm tiền sử dụng đất	Miễn hoặc giảm tiền sử dụng đất

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Cho đến hiện tại, chính sách giá bán cho điện mặt trời sau 30/6 vẫn chưa được thống nhất. Thế nhưng, công suất điện mặt trời của cả năm 2019 vẫn được Viện Năng Lượng dự báo ở mức 4.800MW và điện gió được dự báo ở mức 490MW, vượt xa công suất điện mặt trời dự kiến ở QHĐ VII ở mức 850MW cho năm 2020.

Hiệu suất hoạt động thấp do quá tải lưới điện

Các lưới điện đã không thể theo kịp tốc độ phát triển đột biến của dự án năng lượng mặt trời trong năm 2019. Thông thường, cần 6 tháng để hoàn thành xây lắp một dự án điện mặt trời, trong khi đó, để nâng cấp một mạng lưới điện lại cần 2-3 năm để được phê duyệt và thi công. Sự khác biệt lớn về thời gian đã tạo nên nhiều thách thức với lưới điện ở Ninh Thuận ở Bình Thuận. Năm 2019-20, ở Ninh Thuận cần truyền tải khoảng 1.000-2.000MW và Bình Thuận cần truyền tải 5.700-6.200MW trong khi công suất lưới điện tối đa ở mỗi nơi chỉ có 1.050MW và 900MW. Do đó, một số lưới điện đã quá tải và truyền tải khoảng 260-360% so với công suất thiết kế tính tới tháng 7/2019. Để đảm bảo an toàn cho lưới điện, EVN đã phải buộc một số dự án phải giảm công suất xuống còn 60% để tránh trường hợp quá tải.

Theo quan điểm của chúng tôi, vào năm 2020, vấn đề về việc quá tải lưới điện sẽ giảm đi do EVN đang tích cực triển khai nâng cấp lưới điện để các dự án hòa lưới trước tháng 7/2019 có thể khai thác tối đa công suất. Hơn nữa, các nhà chức trách đang đề xuất để các doanh nghiệp tư nhân làm lưới điện. Nếu đề nghị này được chấp thuận sẽ có thể đẩy nhanh tiến độ nâng cấp lưới điện.

Năng lượng tái tạo sẽ hưởng lợi từ Quy hoạch điện VIII trong năm 2020-21
Vào tháng 10/2019, Chính phủ đã ban hành quyết định 1264/QĐ-TTg, phê duyệt nhiệm vụ lập quy hoạch điện VIII (QHĐ VIII). QHĐ VIII sẽ được dự thảo lần 1 vào tháng 6/2020 và sẽ tập trung vào khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo.

Theo như Viện Năng Lượng (Bộ Công Thương), trong QHĐ VIII, Việt Nam đang dần dần trở nên quan tâm về môi trường và năng lượng tái tạo sẽ được ưu tiên. Chính phủ đặt mục tiêu tăng công suất năng lượng tái tạo lên 20% hoặc thậm chí là 50% tổng công suất thiết kế trong 20-25 năm tới (từ mức 10% năm 2019). Ngoài ra, QHĐ VIII sẽ tập trung vào phát triển lưới điện để tránh quá tải trong tương lai.

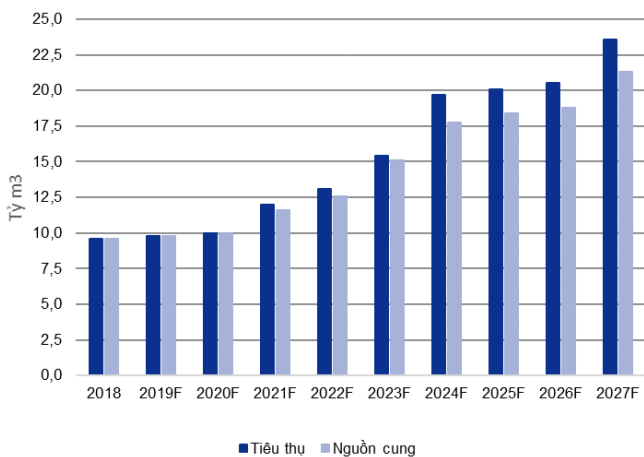
Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, ngành năng lượng tái tạo sẽ có tiềm năng phát triển lớn. Chúng tôi dự báo trong năm 2020, năng lượng tái tạo sẽ phát triển chậm hơn so với năm 2018, thế nhưng vẫn tăng trưởng ở mức 29,6% so với cùng kỳ, đạt 7.000MW và sẽ dần chiếm vị trí quan trọng trong sản xuất điện trong 10 năm tới. Những doanh nghiệp được hưởng lợi bao gồm CTCP Điện Gia Lai (GEG), CTCP Bamboo Capital (BCG), và CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG).

Lo ngại về thiếu hụt nguồn cung khí sẽ dần được tháo gỡ trong năm 2020 ➤

Phát triển các mỏ khí mới giúp giảm thiểu rủi ro thiếu khí

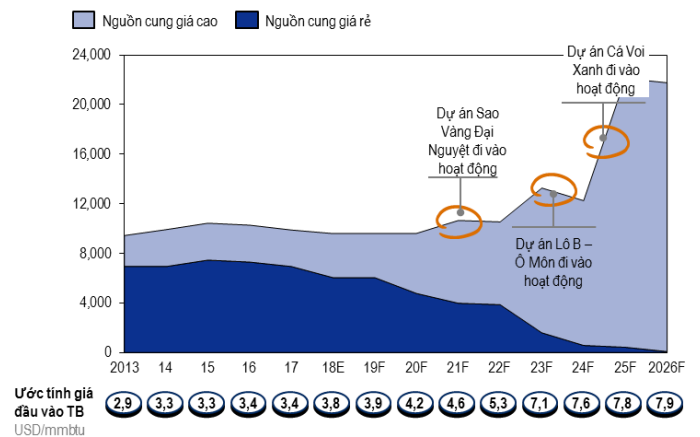
Chúng tôi đánh giá tích cực về triển vọng ngắn hạn của nguồn cung khí, nhờ nguồn cung bổ sung từ các dự án mới như Phong Lan Đại và Sao Vàng Đại Nguyệt. Cụ thể, mỏ khí Phong Lan Đại (0,7 tỷ m³ mỗi năm) đã đi vào hoạt động vào giữa tháng 2/2019 và chúng tôi kỳ vọng mỏ khí mới này sẽ phần nào bù đắp cho sự thiếu hụt khí tại Lô 6.1 và 11.2. Trong khi đó, mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt (1,6 tỷ m³ mỗi năm) dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Quý 4/2020, theo kế hoạch phát triển của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Các mỏ khí khác đang được phát triển đồng thời để đảm bảo cung cấp đủ khí cho khu vực phía Nam, như Nam Du U Minh (2021) và Lô B-Ô Môn (2023).

Hình 159: Dự báo cung và cầu khí đốt



NGUỒN: HSBC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 160: Nguồn cung khí khô trong nước (tỷ m³, 2013-26F)



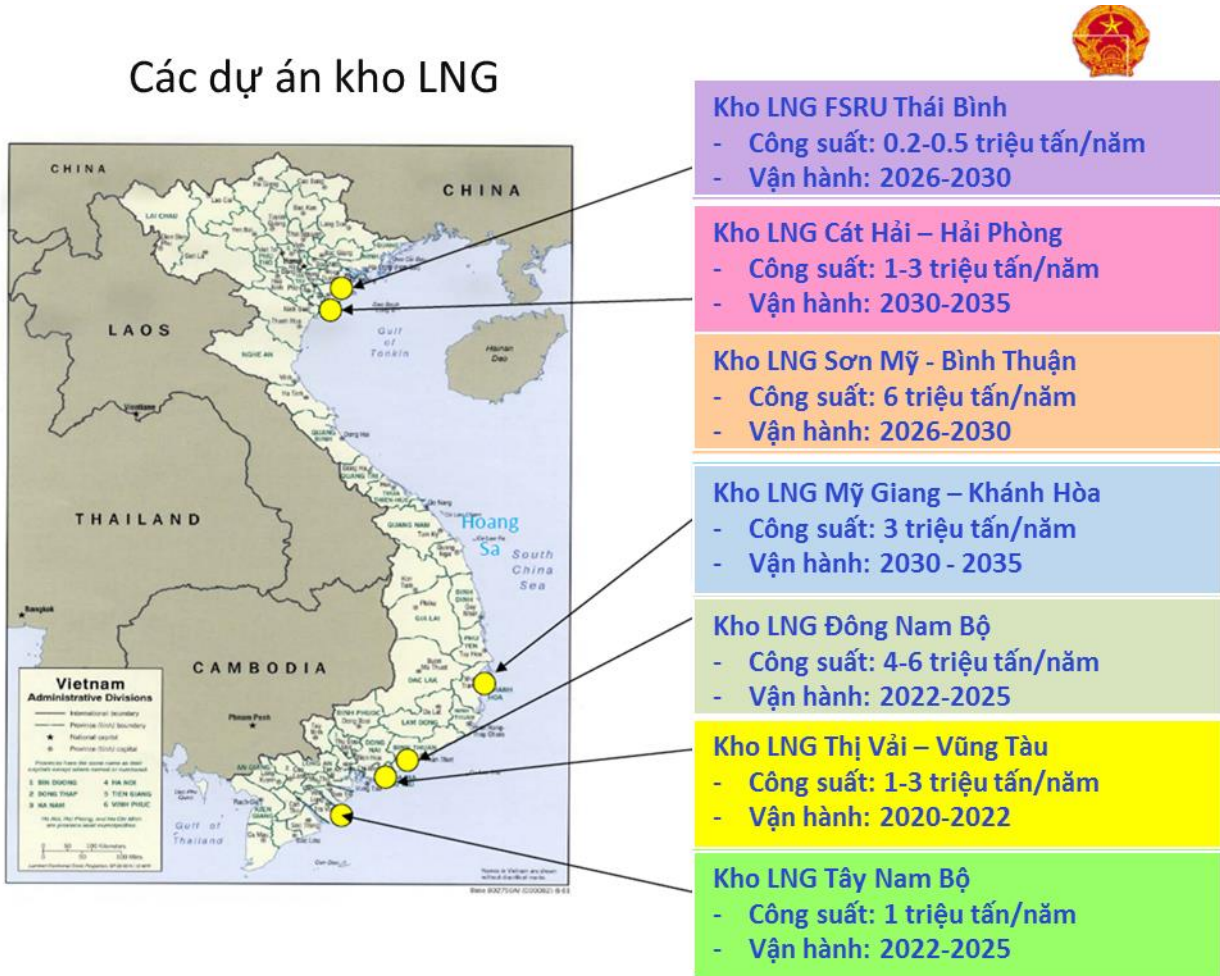
NGUỒN: VIỆN DẦU KHÍ ƯỚC TÍNH, VNDIRECT RESEARCH

Các nhà máy LNG đang bám sát tiến độ dự kiến

Vào tháng 10/2019, kho chứa LNG Thị Vải – Vũng Tàu bắt đầu xây dựng. Ngoài ra, TCT Điện lực Việt Nam (POW) có kế hoạch đầu tư vào hai nhà máy chạy bằng LNG là Nhơn Trạch 3 (NT3) và Nhơn Trạch 4 (NT4), dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2022-2024. Chúng tôi ước tính các nhà máy mới có thể nâng tổng công suất của POW lên hơn một phần ba từ 4.205MW hiện tại lên tới 5.705MW.

Dự án tiếp theo trong kế hoạch là kho chứa LNG Sơn Mỹ dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2024. Kho chứa này sẽ cung cấp LNG cho nhà máy điện Sơn Mỹ 2 (2.200MW) và nhà máy Sơn Mỹ 1 (2.000MW) dự kiến sẽ hoạt động vào năm 2027.

Hình 161: Các dự án kho LNG



Lựa chọn cổ phiếu: Chúng tôi thích POW vì doanh nghiệp hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng và sở hữu nhiều nhà máy nhiệt điện lớn >

Chúng tôi thích TCT Điện lực Việt Nam vì tính đa dạng trong danh mục nhà máy điện, giúp giảm thiểu rủi ro từ thay đổi về giá nguyên vật liệu đầu vào như khí đốt, than và dầu nhiên liệu. Chúng tôi cho rằng POW cạnh tranh hơn so với các công ty cùng ngành trong nước vì: 1) huy động nhiệt điện cao dự kiến vào năm 2020 sẽ có lợi cho POW vì 92,7% sản lượng công ty đến từ nhiệt điện, 2) việc loại bỏ chính sách giá khí bao tiêu trong năm 2019 có thể tăng chi phí đầu vào của các nhà máy nhiệt điện khí khác, và 3) các nhà máy nhiệt điện mới đi vào hoạt động có thể nâng mức giá điện huy động bình quân ở Việt Nam từ năm 2020 trở đi.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của POW sẽ tăng 10,8% trong năm 2020 và 5,3% trong năm 2021, chủ yếu nhờ vào việc cải thiện dần hiệu suất hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than cũng như khấu hao thấp hơn của nhà máy nhiệt điện khí NT1.

Hình 162: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Doanh Nghiệp	Mã CP	Khuyến Nghị	Giá hiện tại		Vốn hóa Tr. USD	P/E (x)		EPS 3 năm CAGR (%)	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			Đồng nội tệ	Đồng nội tệ		2019	2020		2019	2020	2019	2020	2019	2020
Doanh nghiệp điện trong khu vực														
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	KKN	13.500	na	291,3	15,9	8,0	6,2	1,2	na	na	na	7,8	7,9
Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	KKN	27.300	na	377,7	8,6	9,5	25,9	1,5	na	7,7	7,6	17,2	16,3
Gunkul Engineering PCL	GUNKUL TB	KQ	3,0	5,1	883,8	11,3	9,7	na	1,9	1,6	9,0	8,3	17,4	17,8
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	TL	0,9	1,0	1.041,9	16,3	14,3	-16,7	0,7	0,7	5,5	5,1	4,5	5,2
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH	KKN	4,6	na	1.488,0	9,2	8,2	77,9	0,8	5,9	8,1	7,4	8,4	9,2
CK Power PCL	CKP TB	KKN	5,0	na	1.348,1	99,0	26,5	105,6	1,7	3,3	18,3	16,3	1,8	6,3
Banpu Power PCL	BPP TB	TL	18	25	1.780,9	8,4	6,4	-19,8	1,2	1,1	13,7	8,8	14,5	17,4
Global Power Synergy PCL	GPSC TB	KKN	85	na	7.902,2	40,4	27,9	17,3	4,5	43,4	23,8	19,6	10,1	7,3
Trung Bình					1.889,2	26,1	13,8	28,0	1,7	9,3	12,3	10,4	10,2	10,9
TCT Điện lực dầu khí	POW VN	KQ	11.750	18.334	1.187,5	10,5	9,5	8,1	1,0	0,9	5,6	5,4	11,4	12,1

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CGS-CIMB, BLOOMBERG (Dữ liệu tính đến ngày 27/12/2019)

Vietnam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 11 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND11.450
Giá mục tiêu:	VND18.334
Giá mục tiêu cũ:	VND18.334
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	60,1%
CGS-CIMB / Consensus:	8,2%
Reuters:	POW.HM
Bloomberg:	POW VN
Thị giá vốn:	US\$1.157tr
	VND26.814.430tr
GTGD bình quân:	US\$1,03tr
	VND23.994tr
SLCP đang lưu hành:	2.342tr
Free float:	20,1%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-10,6	-11,3	-28,4
Tương đối (%)	-9,6	-7,7	-36,1

Cổ đông lớn	% nắm giữ
PVN	79,9
Norges Bank	1,5
Khác	18,6

Chuyên viên phân tích



Phan Thành Trung

T (84) 96 663 6817

E trung.phanthanh@vndirect.com.vn

TCT Điện lực Dầu khí

Tỏa sáng trong sự thiếu hụt

- Lợi nhuận 9T19 tăng 31,3% so với cùng kỳ năm trước, đạt 2.491 tỷ đồng nhờ công suất của các nhà máy nhiệt điện tăng và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm 95,1% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi cho rằng POW có vị thế tốt để tận dụng tình trạng thiếu điện ở Việt Nam nhờ sở hữu nhiều các nhà máy nhiệt điện.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 18.334 đồng/cp.

Lợi nhuận 9T19 tăng mạnh nhờ chi phí tài chính giảm

Lợi nhuận gộp của TCT Điện lực dầu khí Việt Nam (POW) trong 9T19 tăng 12,0% so với cùng kỳ năm trước, đạt 3.870 tỷ đồng do các nhà máy nhiệt điện được huy động với công suất cao hơn (61,1% trong 9T19 so với 58,6% trong 9T18). Lợi nhuận ròng tăng 31,3% so với cùng kỳ năm 2018, đạt 2.491 tỷ nhờ chi phí tài chính giảm 35,3% so với cùng kỳ (lỗ chênh lệch tỷ giá 9T19 giảm mạnh 95,1% so với cùng kỳ do tỷ giá USD/VND ổn định).

Hưởng lợi từ sự thiếu hụt điện trong năm 2020

Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ tình hình thiếu điện trong những năm sắp tới, với công suất trung bình tăng từ 58,9% trong năm 2019 lên 60,7% trong năm 2021. Theo quan điểm chúng tôi, sản lượng thủy điện sẽ tiếp tục ở mức thấp cho tới giữa năm 2020 do dung tích nước ở các hồ thủy điện đã giảm mạnh do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino. Do đó, EVN sẽ phải tiếp tục huy động nhiệt điện để thay thế và POW sẽ được huy động nhiều do 92,7% tổng công suất của POW là điện khí và điện than. Nguồn cung cấp than ổn định hơn cũng sẽ tạo điều kiện cho nhà máy Vũng Áng 1 (VA1) tăng hiệu suất hoạt động.

Triển vọng sáng năm 2020, EPS tăng trưởng kép 8,1% trong giai đoạn 2019-2022

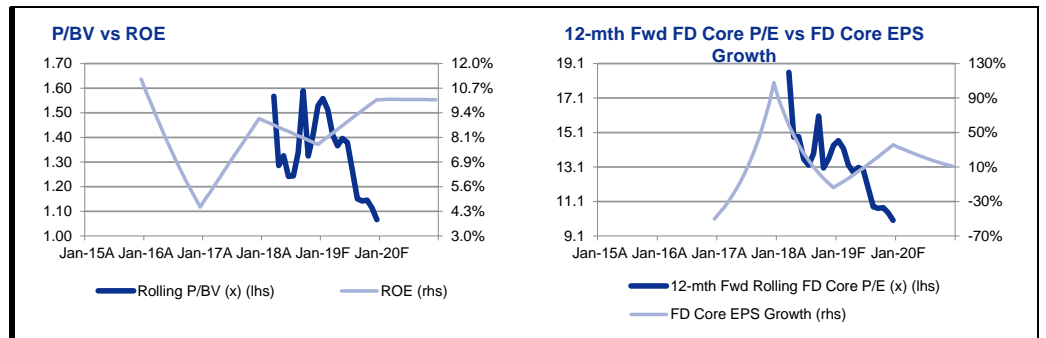
Chúng tôi kỳ vọng EPS năm 2019 và 2020 sẽ tăng tương ứng 36% và 11% so với cùng kỳ năm trước do các nhà máy nhiệt điện sẽ được EVN huy động cao, sản lượng từ Vũng Áng 1 cải thiện và chi phí khấu hao của Nhơn Trạch 1 giảm. Nhà máy LNG Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng giá cho POW khi được đưa vào vận hành vào năm 2022-23. Nhà máy này sẽ tăng công suất của POW lên thêm 1,5GW (+35%) và khiến POW trở thành doanh nghiệp có công suất lắp đặt về điện khí lớn nhất Việt Nam.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 18.334 đồng

Giá mục tiêu 18.334 đồng dựa trên sự kết hợp của phương pháp DCF và phương pháp EV/EBITDA với tỷ trọng bằng nhau. Khuyến nghị Khả quan của chúng tôi dựa trên: 1) POW đang có vị thế đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất điện của Việt Nam và 2) tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong năm 2020. Chúng tôi chọn POW thay vì những công ty niêm yết khác bởi danh mục nhà máy đa dạng, chịu ít rủi ro hơn về biến động giá nhiên liệu đầu vào. Động lực tăng giá có thể đến từ hiệu suất hoạt động các nhà máy nhiệt điện tốt hơn kỳ vọng, đặc biệt là VA 1. Rủi ro giảm giá là các vấn đề về nguồn cung than và khí đốt, và lãi suất tăng mạnh.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	29.710	32.662	33.548	39.444	41.221
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	7.967	7.120	7.157	7.066	7.127
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.233	1.921	2.627	2.916	3.120
EPS cốt lõi (VNĐ)	954	820	1.115	1.235	1.300
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	108%	-14%	36%	11%	5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	12,01	13,96	10,27	9,27	8,81
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%	0%
EV/EBITDA (lần)	6,31	6,28	5,49	5,27	5,41
P/FCFE (lần)	NA	21,2	NA	240,5	181,4
P/B (lần)	1,08	1,09	0,99	0,89	0,81
ROE	9,1%	7,8%	10,1%	10,1%	9,6%
CGS-CIMB/Consensus EPS			1,00	0,99	0,92

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH


Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	32.662	33.548	39.444	41.221
Lợi nhuận gộp	4.477	5.306	5.930	6.060
LN hoạt động thuần	7.120	7.157	7.066	7.127
Chi phí khấu hao	(3.908)	(3.147)	(2.660)	(2.660)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.211	4.011	4.407	4.468
TN từ hoạt động tài chính	(792)	(786)	(641)	(480)
TN từ các Cty LK & LD	50	50	50	50
Chi phí/lãi ngoài HKKD	22	19	22	23
Lợi nhuận trước thuế	2.492	3.292	3.837	4.060
Các khoản đặc biệt				
LNTT sau các khoản đặc biệt	2.492	3.292	3.837	4.060
Thuế	(205)	(326)	(582)	(610)
Lợi nhuận sau thuế	2.287	2.967	3.255	3.450
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(366)	(356)	(364)	(407)
Cổ tức ưu đãi				
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác				
Lợi nhuận ròng	1.921	2.610	2.891	3.043
Lợi nhuận thường xuyên	1.921	2.610	2.891	3.043

Dòng tiền (tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	7.120	7.157	7.066	7.127
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	50	50	50	50
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.054)	(206)	(363)	(422)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(69)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	352	396	413	417
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(1.307)	(1.229)	(1.111)	(974)
Thuế đã trả	(96)	(326)	(582)	(610)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	4.996	5.842	5.473	5.588
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(219)	(349)	(3.266)	(6.740)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản ĐT	-	39	46	48
Tiền chi đầu tư góp vốn	891	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	883	88	100	100
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.555	(222)	(3.119)	(6.592)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(5.284)	(5.763)	(2.242)	1.152
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn				
Tiền mua lại CP đã phát hành				
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(349)	-	-	-
Cổ tức ưu đãi đã trả				
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	13	14	15
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(5.633)	(5.750)	(2.228)	1.167
Tổng tiền trong năm	919	(130)	126	163
Dòng tiền tự do cho cổ đông	1.267	(143)	112	148
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	7.858	6.849	3.465	(30)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	3.361	3.448	3.743	4.050
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.531	7.721	9.042	9.480
Hàng tồn kho	4.187	4.178	4.904	5.190
Tài sản ngắn hạn khác	172	177	208	217
Tổng tài sản ngắn hạn	15.251	15.523	17.898	18.937
Tài sản cố định	40.491	37.698	38.310	42.396
Tổng đầu tư	937	849	749	648
Tài sản vô hình	64	59	53	48
Tài sản dài hạn khác	1.369	1.406	1.653	1.727
Tổng tài sản dài hạn	42.860	40.012	40.765	44.820
Vay & nợ ngắn hạn	706	722	627	195
Nợ dài hạn đến hạn trả	5.848	5.187	2.445	1.948
Phải trả người bán	5.900	5.828	6.916	7.256
Nợ ngắn hạn khác	5.116	5.255	6.178	6.456
Tổng nợ ngắn hạn	17.571	16.992	16.166	15.855
Vay & nợ dài hạn	13.304	8.186	8.781	10.862
Nợ dài hạn khác	422	569	630	492
Tổng nợ dài hạn	13.725	8.755	9.411	11.354
Dự phòng	-	-	-	-
Tổng nợ	31.296	25.747	25.577	27.209
Vốn chủ sở hữu	24.506	27.123	30.056	33.112
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.309	2.665	3.029	3.436
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.815	29.788	33.085	36.548

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	9,9%	2,7%	17,6%	4,5%
Tăng trưởng LNHHĐKD	-10,6%	0,5%	-1,3%	0,9%
Biên LNHHĐKD	21,8%	21,3%	17,9%	17,3%
LN trên cổ phiếu	(7.044)	(4.547)	(3.463)	(3.824)
Giá trị sổ sách/cp	10.464	11.582	12.834	14.139
Khả năng thanh toán lãi vay	2,46	3,26	3,97	4,59
Thuế suất hiệu dụng	8,2%	9,9%	15,2%	15,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	79,8	83,0	77,8	82,0
Số ngày tồn kho	49,99	54,05	49,60	52,39
Số ngày phải trả	70,85	75,79	69,59	73,56
ROIC	6,6%	9,4%	11,0%	10,9%
ROCE	7,5%	9,8%	11,0%	10,5%
ROA	5,53%	7,18%	7,84%	7,42%

Các giả định quan trọng	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Sản lượng điện cung cấp (GWh)	21.006,8	21.683,4	22.142,7	22.361,4
Công suất (MW)	4.208,2	4.208,2	4.208,2	4.208,2
Hiệu suất hoạt động trung bình	57,0%	58,8%	60,1%	60,7%
Giá bán bq mỗi kwh (% thay đổi)	7,0%	-0,3%	15,1%	3,5%
Chi phí nhiên liệu mỗi kwh (% thay đổi)	10,8%	0,2%	24,9%	5,7%
Biên dự trữ ngành (%)	26,7%	22,7%	18,7%	12,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

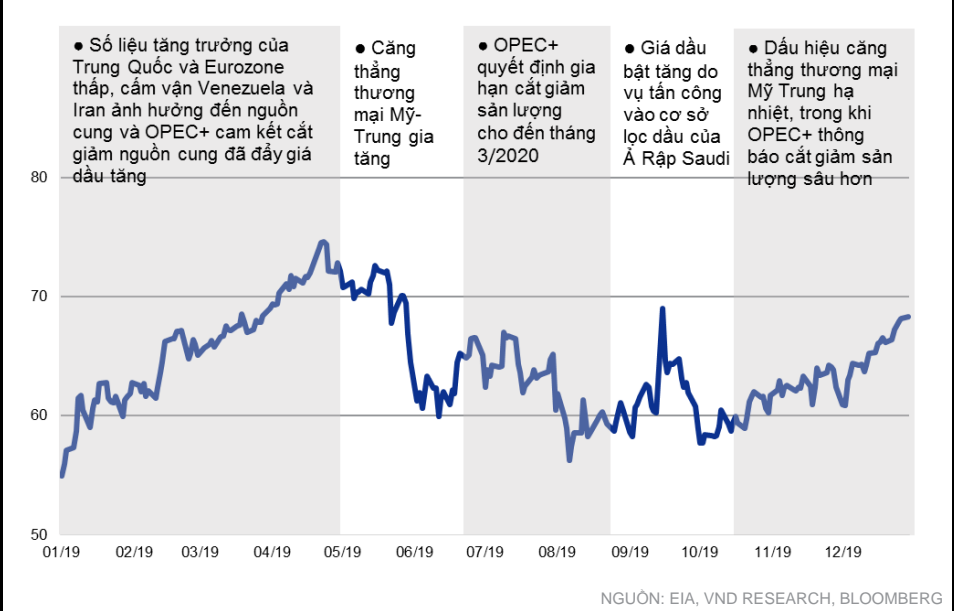
DẦU KHÍ: Kỳ vọng các dự án lớn trong nước bắt đầu khởi động

Giá dầu dự báo đi ngang trong 2020 ▶

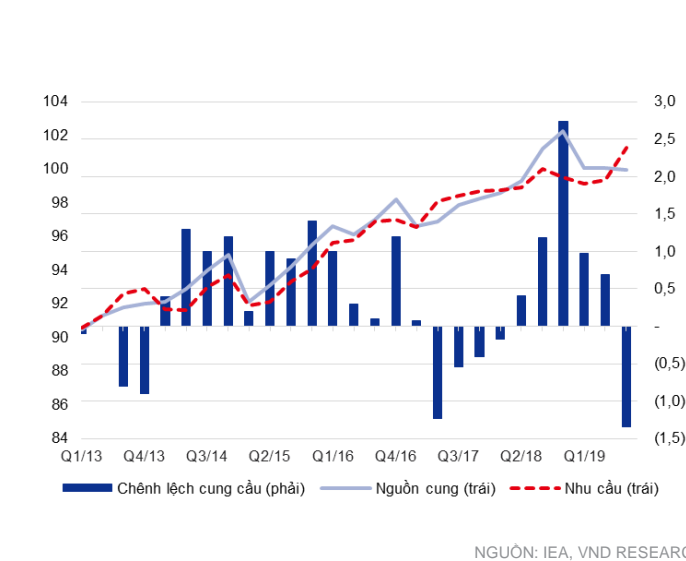
Nhu cầu tăng trưởng yếu trong bối cảnh nguồn cung dồi dào

Giá dầu thô Brent đạt trung bình 64,2 USD/thùng trong năm 2019, giảm 10,5% so với cùng kỳ, chủ yếu do lo ngại kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại (một phần do căng thẳng chiến tranh thương mại) trong khi nguồn cung tăng từ các khu vực khác trên thế giới bù đắp cho phần sản lượng bị cắt giảm bởi OPEC+

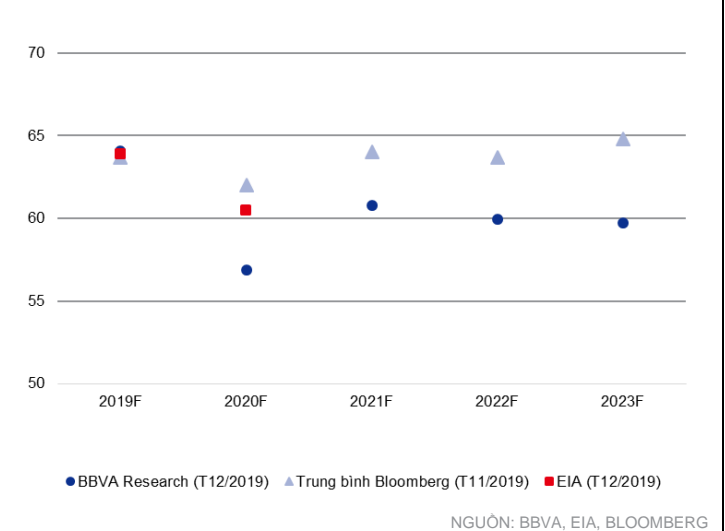
Hình 163: Diễn biến giá dầu thô Brent trong năm 2019 (USD/thùng)



Hình 164: Chênh lệch cung cầu dầu thô (triệu thùng/ngày)



Hình 165: Dự báo giá dầu Brent của một số tổ chức tài chính lớn (USD/thùng)



Chúng tôi kỳ vọng thị trường dầu thô toàn cầu duy trì cân bằng trong năm 2020 với giá dầu trung bình dao động từ 62-64 USD/thùng, thấp hơn 0-3% so với 2019.

Về phía cầu, chúng tôi dự báo tăng trưởng nhu cầu thế giới chạm đáy ở mức 1% so với cùng kỳ năm 2019 và tăng nhẹ lên mức 1,2% so với cùng kỳ năm 2020, sau khi nhiều tổ chức tài chính lớn trên thế giới như IEA, EIA, OPEC điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng trong 2019 do lo ngại kinh tế toàn cầu tăng chậm lại. Theo IEA, tăng trưởng mạnh nhất sẽ đến từ các nước không thuộc khối OECD (+1,8% so với cùng kỳ), đặc biệt là các thị trường mới nổi ở châu Á và châu Phi.

Về mặt nguồn cung, giá dầu sẽ được hỗ trợ trong ngắn hạn bởi thông tin OPEC+ cắt giảm sản lượng thêm 500 nghìn thùng/ngày cho tới tháng 03/2020, nâng tổng sản lượng cắt giảm trong Q1/2020 lên 1,7 triệu thùng/ngày. Chúng tôi cho rằng OPEC+ có thể sẽ đảo ngược một phần quyết định này trong nửa sau 2020 nhằm duy trì thị phần, đồng thời nguồn cung từ các nước ngoài OPEC tăng nhanh (+2,2 triệu thùng/ngày, theo IEA) sẽ tạo áp lực lên giá dầu. Mặc dù Mỹ và Trung Quốc

Chuyên viên phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

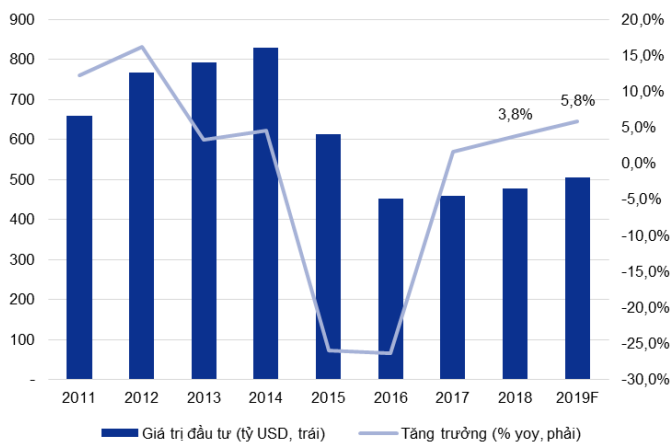
đã phần nào đạt được thỏa thuận thương mại bước đầu, điều này có thể chỉ có tác động ngắn hạn và chưa đủ để giải quyết vấn đề dư cung trên thị trường trong 2020.

Kịch bản cơ sở của chúng tôi là giá dầu thô Brent ở mức trung bình 62 USD/thùng trong năm 2020, với việc Ả Rập Saudi đóng vai trò cân bằng thị trường, cân đối giữa việc duy trì cắt giảm nguồn cung để hỗ trợ giá dầu và KQKD của cổ phiếu Saudi Aramco mới lên sàn, và rủi ro mất thị phần vào tay đối thủ.

Rủi ro với dự báo của chúng tôi bao gồm tăng trưởng kinh tế toàn cầu thấp hơn dự kiến và nguồn cung dầu đá phiến Mỹ tăng nhanh hơn kỳ vọng. Rủi ro tăng giá bao gồm các thông tin tích cực về diễn biến thương mại Mỹ-Trung và các sự kiện bất ngờ có thể gây ra gián đoạn nguồn cung (ví dụ như vụ tấn công vào nhà máy lọc dầu của Ả Rập Saudi hồi tháng 09/19).

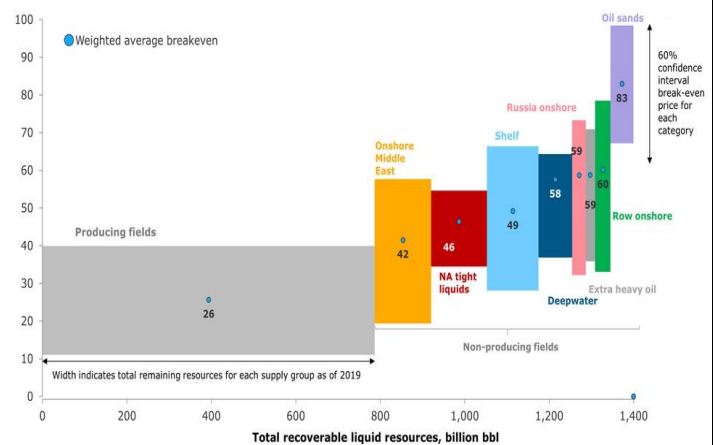
Các hoạt động thượng nguồn tiếp tục được triển khai

Hình 166: Vốn đầu tư vào các hoạt động dầu khí thượng nguồn trên toàn thế giới



NGUỒN: IEA, VND RESEARCH

Hình 167: Mức giá dầu hòa vốn của nguồn cung dầu thô trên toàn cầu (USD/thùng)

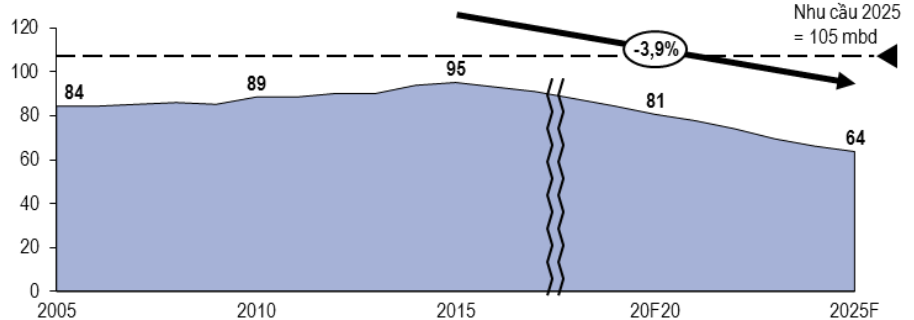


NGUỒN: IEA, VND RESEARCH

Theo IEA, tăng trưởng đầu tư vào các hoạt động thượng nguồn trên toàn cầu ước đạt 6% trong năm 2019, cải thiện so với mức 3,8% năm 2018 nhưng thấp hơn nhiều so với mức đỉnh năm 2014. Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu về dầu khí sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong 2020-22, với trọng tâm đặt tại các dự án nhỏ và hiệu quả thay vì các dự án truyền thống có quy mô lớn hơn nhưng thâm dụng vốn trong thời gian dài. Điều này được hỗ trợ bởi (1) nhu cầu về dầu ổn định trong dài hạn, được thúc đẩy bởi nhu cầu về các sản phẩm hóa dầu và sản xuất điện, và (2) nhu cầu cấp thiết phải đẩy mạnh các hoạt động thăm dò toàn cầu để bổ sung nguồn cung đang cạn kiệt nhanh chóng.

Trữ lượng dầu khí phát hiện mới trên toàn cầu đã giảm gần một nửa xuống ~7 tỷ tấn dầu tương đương (btoe) trong năm 2017 từ mức trung bình 2004-14 do sự cắt giảm đáng kể trong chi tiêu cho các hoạt động thăm dò. Với sự cạn kiệt nhanh chóng của các mỏ dầu hiện tại, nếu các hoạt động thăm dò vẫn chậm như năm 2017, thế giới có thể phải đối mặt với tình trạng thiếu cung khoảng 35 triệu thùng/ngày vào năm 2040 (theo ước tính của Rystad Energy).

Hình 168: Nguồn cung dầu thô thế giới nếu hoạt động thăm dò vẫn thấp như giai đoạn 2017-2018, triệu thùng/ngày



NGUỒN: RYSTAD ENERGY, VND RESEARCH

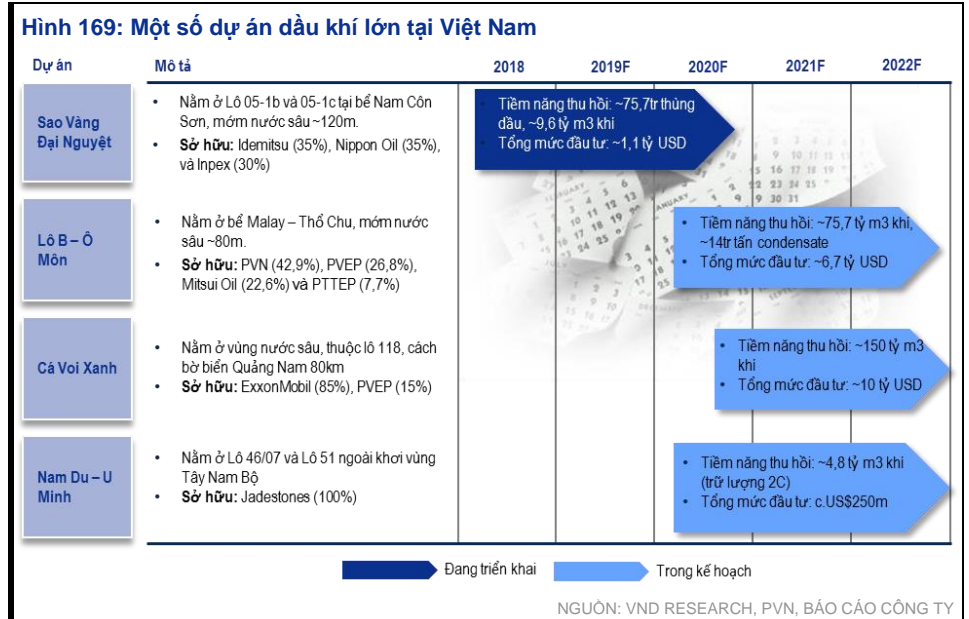
Trong giai đoạn 2020-22, chúng tôi nhận thấy việc khai thác dầu thô sẽ đòi hỏi giá dầu trong trung hạn trên mức 60 USD/thùng, do các mỏ dầu ở vùng nước nông hiện tại trở nên cạn kiệt và hoạt động khai thác phải chuyển đến các mỏ ở khu vực nước sâu hơn với độ phức tạp và chi phí phát triển cao hơn.

Các dự án thăm dò khai thác dầu khí trong nước đang đứng tiến độ >

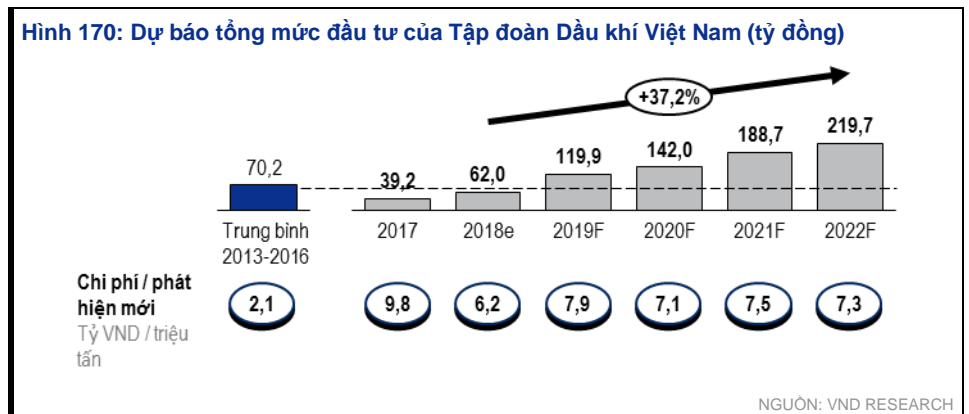
Các dự án đứng tiến độ nhằm đảm bảo nguồn cung nội địa

Với chi phí khai thác dầu trung bình tại Việt Nam khoảng 45 USD/thùng, sự phục hồi của giá dầu thô kể từ cuối năm 2016 đã tạo điều kiện thuận lợi cho Việt Nam đẩy mạnh các hoạt động thăm dò sau nhiều năm không chú trọng đầu tư. Trong bối cảnh dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đang đứng tiến độ cho dòng khí đầu tiên vào Quý 4/2020 và các dự án lớn khác như Lô B – Ô Môn và Cá Voi Xanh chuẩn bị mở thầu, chúng tôi kỳ vọng 2020 sẽ là năm khởi đầu cho chu kỳ đầu tư mới của PVN.

Sao Vàng Đại Nguyệt, Lô B – Ô Môn, và Cá Voi Xanh là các dự án dầu khí lớn nhất tại Việt Nam cho đến hiện tại.



Trong bối cảnh áp lực mạnh mẽ về việc gia tăng trữ lượng phát hiện mới và chi phí phát triển các mỏ mới gia tăng, chúng tôi dự báo mức đầu tư vào hoạt động thăm dò dầu khí của Việt Nam sẽ tăng trung bình 40%/năm nhằm thay thế nguồn cung đang cạn kiệt và tăng sản lượng.



Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy thời gian gần đây Chính phủ đã “bật đèn xanh” cho một số chủ đầu tư nước ngoài, ví dụ như Murphy Oil và Jadestone, để đẩy mạnh tiến trình các dự án của họ. Cụ thể, Chính phủ đã chấp thuận Kế hoạch phát triển đại cương (ODP) cho mỏ Lạc Đà Vàng (Murphy sở hữu 35%) trong Quý 3/2019, tạo tiền đề cho triển khai hợp đồng FEED sau đó, trong khi chủ mỏ Jadestone kỳ vọng nhận được Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho mỏ Nam Du – U Minh (100% sở hữu) vào cuối 2019 – đầu 2020. Chúng tôi cho rằng đây là những tín hiệu tích cực cho sự phục hồi của các hoạt động thượng nguồn tại Việt Nam, giảm thiểu rủi ro thiếu cung cũng như tạo cơ hội việc làm cho các nhà cung cấp dịch vụ dầu khí trong nước.

Quy định IMO 2020: Tác động không đáng kể lên các doanh nghiệp dầu khí Việt Nam ➤

Quy định IMO 2020 thắt chặt giới hạn hàm lượng lưu huỳnh trong dầu nhiên liệu của các phương tiện tàu biển từ mức tối đa 3,5% xuống tối đa 0,5%, có hiệu lực từ ngày 01/01/2020. Điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến các nhà máy lọc dầu sản xuất ra dầu nhiên liệu (FO) và các công ty vận tải biển sử dụng các sản phẩm dầu đó.

Đối với các doanh nghiệp lọc dầu, chúng tôi cho rằng quy định mới sẽ hỗ trợ không đáng kể đối với Công ty lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) vận hành nhà máy lọc dầu Dung Quất. BSR có thể hưởng lợi do crack spread sản phẩm dầu diesel – DO (được sử dụng để pha chế loại dầu đáp ứng tiêu chuẩn IMO 2020) được kỳ vọng sẽ tăng trong năm 2020 và nhu cầu dầu có hàm lượng lưu huỳnh thấp (LSFO) tăng mạnh. Các sản phẩm DO và FO của BSR chỉ đóng góp 11,5% vào lợi nhuận gộp của BSR năm 2018.

Đối với các doanh nghiệp vận tải biển, chúng tôi cũng nhận thấy tác động không đáng kể đối với PVTrans (PVT), do doanh nghiệp đã chuẩn bị sớm cho việc tuân thủ quy định mới trong 2018-19 bằng cách mua các tàu mới có lắp đặt bộ lọc/xử lý lưu huỳnh để chạy tuyến quốc tế. Với những tàu còn lại chạy tuyến quốc tế (khoảng 2-3 tàu, theo ước tính của chúng tôi), PVT có thể sẽ phải chuyển sang sử dụng dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh thấp (với chi phí cao hơn loại dầu hàm lượng lưu huỳnh cao hiện tại). Tuy nhiên chúng tôi cho rằng PVT có thể chuyển phần chi phí tăng thêm này cho khách hàng trong bối cảnh giá cước tàu dự báo duy trì ở mức cao trong 2020.

Đối với các công ty trong lĩnh vực khoan và dịch vụ dầu khí, các công ty này sẽ không chịu ảnh hưởng từ IMO 2020 do hoạt động kinh doanh cốt lõi của các công ty này nhìn chung ít tương quan với biến động ngắn hạn của giá dầu mà thay vào đó tương quan với xu hướng giá trung-dài hạn.

Với các công ty phân phối dầu khí như PVGas (GAS), chúng tôi cho rằng trong Quý 4/2019 công ty đã bắt đầu chịu tác động tiêu cực khi giá dầu nhiên liệu Platts Singapore (là cơ sở để tính giá bán của GAS) giảm mạnh trước thêm quy định IMO có hiệu lực. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng giá dầu hàm lượng lưu huỳnh cao – HSFO – duy trì mức thấp trong 2020F, giá dầu này có thể hồi phục nhẹ về cuối năm khi nguồn cung LSFO dần cải thiện. PVGas cũng đang trong quá trình đề xuất thay đổi cơ sở giá khí từ giá dầu Singapore sang một loại dầu khác nhằm hỗ trợ giá bán trong 2020. Điều này sẽ cần sự chấp thuận của chính phủ trước khi có hiệu lực.

Rủi ro ➤

Theo chúng tôi, rủi ro lớn nhất với ngành dầu khí Việt Nam là sự chậm trễ tiến độ của các dự án lớn, do căng thẳng địa chính trị trên biển Đông và thiếu nguồn vốn giải ngân.

Duy trì đánh giá ngành Trung lập; lựa chọn các cổ phiếu trong lĩnh vực dịch vụ dầu khí thượng nguồn ➤

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập với ngành Dầu khí trên cơ sở kỳ vọng giá dầu đi ngang. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá tích cực với các cổ phiếu thượng nguồn, do các cổ phiếu này kỳ vọng sẽ hưởng lợi trước hết khi các dự án dầu khí lớn tại Việt Nam khởi động.

Cổ phiếu lựa chọn của ngành Dầu khí là **Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS VN)** vì doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi đầu tiên từ sự khôi phục các hoạt động thăm dò dầu khí tại Việt Nam. Chúng tôi dự báo công ty đạt tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu 17,4% và lợi nhuận ròng 20,5% trong 2018-21, nhờ giá trị các hợp đồng chưa triển khai của mảng xây lắp lớn (có thể lên đến 2 tỷ USD theo ước tính của chúng tôi) và tăng trưởng ổn định của các mảng dịch vụ dầu khí khác. Tại giá hiện tại, PVS đang giao dịch ở mức P/E 2019 9,1x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành 17,9x.

Chúng tôi cũng đánh giá tích cực về **Tổng Công ty Vận tải Dầu khí (PVT)**, trên cơ sở tăng trưởng ổn định trong bối cảnh nhu cầu các sản phẩm dầu khí ở Việt Nam tiếp tục gia tăng. Công ty cũng đang mở rộng đội tàu để nâng cao hiệu quả và tuân thủ quy định IMO 2020, với chi phí đầu tư dự kiến trong giai đoạn 2018-20 trên 4.000 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép EPS 2018-21 đạt 6% với tỷ suất cổ tức hấp dẫn 6-7%/năm, phù hợp cho các nhà đầu tư ưa thích dòng tiền ổn định. Tại giá hiện tại, PVT đang giao dịch ở mức P/E 2019 7,2x, thấp hơn so với P/E trung bình 5 năm lịch sử 9,3x.

Hình 171: Đánh giá ngắn về các cổ phiếu dầu khí Việt Nam

PVS	<ul style="list-style-type: none"> Nhà thầu EPC ngoài khơi PVS sẽ được hưởng lợi sớm nhất từ sự khôi phục các hoạt động thượng nguồn trong nước và quốc tế. PVS sẽ tham gia vào hầu hết các dự án dầu khí quan trọng tại Việt Nam như Sao Vàng Đại Nguyệt, Lô B, Sư Tử Trắng Giai đoạn 2, v.v. và các dự án ở nước ngoài như Gallaf-Al Shaheen (Qatar). 	Tích cực
PVD	<ul style="list-style-type: none"> PVD đã ký hợp đồng năm 2020 cho tất cả các giàn khoan của công ty. Do Việt Nam cần đẩy mạnh các hoạt động thăm dò dầu khí nhanh chóng, chúng tôi cho rằng PVD sẽ ký được nhiều hợp đồng trong nước hơn trong trung hạn. Giá cho thuê giàn khoan được dự báo duy trì đà tăng khi giá dầu giữ ở mức trên 60 USD/thùng, thuận lợi cho việc triển khai các dự án mới. 	Trung lập
GAS	<ul style="list-style-type: none"> Sự cạn kiệt nhanh chóng của các mỏ khí giá rẻ sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của GAS. Trong khi đó chúng tôi nhận thấy GAS có ít dự địa nâng giá bán đầu ra do triển vọng giá dầu ổn định trong trung hạn. 	Trung lập
PVT	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng sản lượng vận chuyển của PVT sẽ tăng trưởng cùng với nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm dầu khí tại Việt Nam. Nhà máy Nghi Sơn hoạt động ổn định sẽ nâng sản lượng vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm và LPG của PVT, trong khi giá dầu trên 60 USD/thùng sẽ thuận lợi cho mảng FSO của công ty. 	Tích cực

NGUỒN: VND RESEARCH

Hình 172: So sánh các doanh nghiệp dầu khí trong nước và trong khu vực

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		CAGR EPS 3 năm (%)	P/BV (x)		P/BV (x)		P/BV (x)	
						2019F	2020F		2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
Các DN phân phối khí														
PV GAS	GAS VN	TRUNG LẬP	97.000	105.700	8.012	16,7	14,6	3,6%	4,4	4,6	25,5%	30,8%	18,4%	21,9%
Indraprastha Gas	IGL IN	KHÔNG KN	426	NA	4.174	25,4	23,3	20,2%	6,0	5,1	23,9%	22,9%	16,8%	16,1%
Toho Gas Ltd	9533 JP	KHÔNG KN	4.530	NA	4.369	26,8	26,1	8,7%	1,4	1,4	5,3%	5,1%	3,2%	3,2%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	TRUNG LẬP	17,2	17,2	8.266	18,9	19,8	0,1%	2,6	2,6	14,2%	13,1%	10,0%	9,3%
China Gas Holdings	384 HK	KHÔNG KN	29,8	NA	19.939	15,9	13,4	15,7%	3,6	3,0	24,1%	23,8%	8,6%	9,1%
PTT PLC	PTT TB	TRUNG LẬP	44,3	46,5	41.918	13,8	11,7	-2,3%	1,4	1,3	10,1%	11,2%	3,9%	4,5%
Trung bình (DN phân phối khí, trừ GAS)					15.733	20,2	18,9	8,5%	3,0	2,6	15,5%	15,2%	8,5%	8,4%
Các DN dịch vụ dầu khí														
PTSC	PVS VN	KHẢ QUAN	17.500	24.100	361	9,1	6,2	20,5%	0,7	0,6	7,4%	9,9%	3,8%	5,0%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KHÔNG KN	0,9	NA	341	NA	30,3	NA	0,6	0,6	-0,8%	1,9%	-0,3%	1,2%
Yinson Holdings	YNS MK	KHẢ QUAN	6,5	9,2	1.688	29,1	37,8	24,6%	2,1	2,0	6,2%	1,6%	3,8%	2,2%
Hyundai Engineering	000720 KS	TRUNG LẬP	42.450	54.000	4.073	9,4	8,8	10,3%	0,7	0,6	7,2%	7,2%	2,5%	2,6%
Keppel Corp	KEP SP	KHẢ QUAN	6,7	8,4	9.039	15,2	13,2	1,7%	1,1	1,0	7,0%	7,8%	2,9%	3,2%
Trung bình (DN dịch vụ dầu khí, trừ PVS)					3.785	17,9	22,6	12,2%	1,1	1,1	4,9%	4,6%	2,2%	2,3%
Các DN khoan ngoài khơi														
PV Drilling	PVD VN	TRUNG LẬP	15.000	16.800	273	44,5	24,2	42,7%	0,5	0,5	1,1%	2,0%	0,7%	1,3%
Velesto Energy Bhd	VEB MK	KHẢ QUAN	0,4	0,5	756	77,4	31,8	153,8%	1,0	1,0	1,3%	3,2%	0,9%	2,1%
Diamond Offshore	DO US	KHÔNG KN	6,8	NA	936	NA	NA	NA	0,3	0,3	-10,9%	-9,0%	-6,1%	-4,3%
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	TRUNG LẬP	0,3	0,3	1.062	7,8	NA	NA	0,3	0,3	-8,1%	-4,4%	-3,0%	-1,5%
Valaris plc	VAL US	KHÔNG KN	5,9	NA	1.164	NA	NA	NA	0,1	0,1	-8,2%	-8,3%	-5,4%	-4,3%
Transocean	RIGN SW	KHÔNG KN	6,2	NA	3.872	NA	NA	NA	0,3	0,3	-6,6%	-4,3%	-3,2%	-2,2%
Trung bình (DN khoan ngoài khơi, trừ PVD)					1.558	42,6	31,8	153,8%	0,4	0,4	-6,5%	-4,6%	-3,4%	-2,0%
Các DN vận tải biển														
PVTrans	PVT VN	KHẢ QUAN	16.750	21.000	203	7,2	6,7	6,0%	0,9	0,8	13,4%	13,8%	6,4%	6,7%
Vietnam Petroleum Trar	VIP VN	KHÔNG KN	4.980	NA	14	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Vietnam Tanker JSC	VTO VN	KHÔNG KN	7.250	NA	25	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Eusu Holdings Co Ltd	000700 KS	KHÔNG KN	6.670	NA	150	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Shipping Corp of India L	SCI IN	KHÔNG KN	62	NA	406	34,6	7,1	NA	NA	NA	1,2%	5,6%	NA	NA
Great Eastern Shipping	GESCO IN	KHÔNG KN	298	NA	613	42,6	12,1	NA	NA	NA	1,6%	5,4%	NA	NA
Trung bình (DN vận tải biển, trừ PVT)					242	38,6	9,6	NA	NA	NA	1,4%	5,5%	NA	NA

Lưu ý: Số liệu các công ty Không KN dựa trên Bloomberg.

NGUỒN: VND RESEARCH, CGS-CIMB RESEARCH, BLOOMBERG (Số liệu ngày 27/12/2019)

Việt Nam

TRUNG LẬP (không thay đổi)

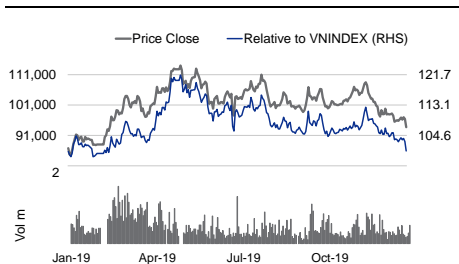
Consensus ratings*: KQ 2 TL 8 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND93.700
Giá mục tiêu cũ:	VND105.700
Giá mục tiêu mới:	VND105.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	12,8%
CGS-CIMB / Consensus:	-0,7%
Reuters:	GAS.HM
Bloomberg:	GAS VN
Vốn hóa:	US\$7.739tr
	VND179.337.120tr
GTGD bình quân:	US\$1,29tr
	VND30.030tr
SLCP đang lưu hành:	1.914tr
Free float:	4,2%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

■ N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-6,8	-11,9	8,2
Tương đối (%)	-5,8	-8,3	0,5

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95,8
Khác	4,2

Chuyên viên phân tích



Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT Khí Việt Nam

Mở rộng công suất sẽ bù đắp cho chi phí gia tăng

- Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2020 đạt 14,2% nhờ ghi nhận tác động cả năm của việc thay đổi chính sách giá khí bao tiêu.
- Nguồn cung khí cạn kiệt gây áp lực lên chi phí đầu vào, được bù đắp một phần bởi tăng trưởng nhu cầu và mở rộng công suất đường ống.
- Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 105.700 đồng/cp.

Lợi nhuận ròng năm 2020 sẽ được hỗ trợ bởi thay đổi chính sách giá khí

Cho năm 2020, chúng tôi ước tính EPS tăng 14,2% sv cùng kỳ nhờ vào doanh thu bổ sung từ ghi nhận tác động cả năm của việc loại bỏ chính sách giá khí bao tiêu (so với chỉ có 9 tháng trong năm 2019), bù đắp cho giá bán khí giảm (do giá dầu giảm) và chi phí gia tăng (chi phí dọn mỏ). Chúng tôi ước tính GAS cũng có thể nhận được 1.300 tỷ đồng lợi nhuận hồi tố từ sản lượng bao tiêu bán cho các nhà máy điện BOT trong năm 2019, khi phụ lục giá khí giữa GAS và các nhà máy này được ký kết trong năm 2020.

Triển vọng dài hạn bị ảnh hưởng bởi giá dầu thấp

Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS năm 2021 sẽ giảm xuống 0,4% do ảnh hưởng từ thay đổi chính sách giá khí giảm dần. Trong khi đó, sự cạn kiệt nhanh chóng của nguồn cung khí giá rẻ sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của GAS trong bối cảnh triển vọng giá dầu Singapore Platts (cơ sở tính giá bán khí của GAS) kém khả quan. Công ty đang đề xuất thay đổi cơ sở giá khí trong công thức từ dầu Singapore Platts sang một loại dầu khác để hỗ trợ giá bán, tuy nhiên điều này cần được Chính phủ phê duyệt trước khi có hiệu lực.

Nguồn cung khí được bù đắp bởi các dự án đầu tư đúng tiến độ

Trong năm 2020, GAS lên kế hoạch giải ngân 6.796 tỷ đồng cho 22 dự án, bao gồm các dự án đang thực hiện như LNG Thị Vải, đường ống Nam Côn Sơn giai đoạn 2, Sao Vàng Đại Nguyệt và một số dự án mới như cải hoán GPP Dinh Cố và đường ống lô B – Ô Môn. Hệ thống hạ tầng mới này sẽ hỗ trợ cho các nguồn cung khí mới đi vào hoạt động, thay thế cho nguồn cung sụt giảm từ các mỏ đã khai thác lâu đời. Với công suất vận chuyển khí bổ sung từ các dự án này, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng vận chuyển của GAS sẽ tăng 85% trong giai đoạn 2020-25 và bù đắp một phần cho sự sụt giảm lợi nhuận gộp do chi phí đầu vào gia tăng.

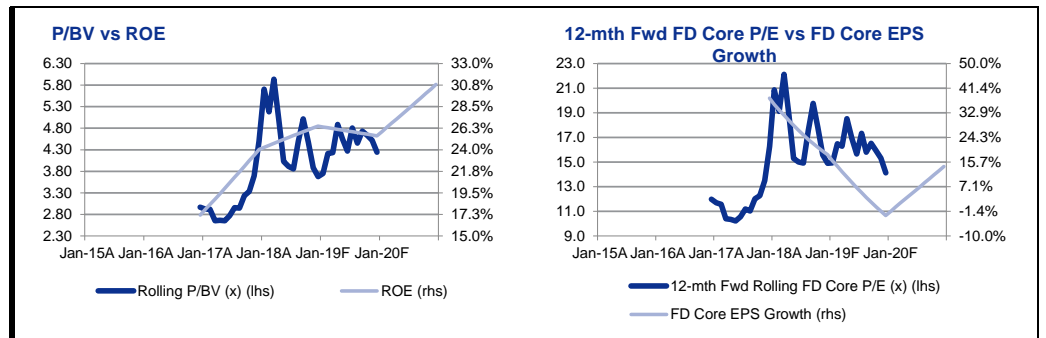
Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 105.700 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập và giá mục tiêu 105.700 đồng/cp, trên cơ sở kết hợp với tỷ trọng bằng nhau hai phương pháp DCF và P/E mục tiêu cho EPS 2019-20 là 18x. Rủi ro tăng giá bao gồm giá dầu cao và các công ty con của GAS như PVPipe, PVB ghi nhận lợi nhuận cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu thấp hơn kỳ vọng và việc ký các hợp đồng giá khí quan trọng với đối tác (các DN sản xuất phân bón, nhà máy điện BOT, Petronas Gas) tiếp tục bị trì hoãn.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	64.522	75.612	76.696	85.562	91.060
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	14.341	16.553	16.720	19.805	21.186
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	9.685	11.454	11.119	12.697	12.745
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.060	5.984	5.810	6.634	6.659
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	38,0%	18,3%	-2,9%	14,2%	0,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	18,52	15,66	16,13	14,12	14,07
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	3.796	4.000	5.750	5.551	5.572
Tỷ suất cổ tức	4,05%	4,27%	6,14%	5,92%	5,95%
EV/EBITDA (lần)	11,37	9,52	9,60	8,40	8,13
P/FCFE (lần)	24,7	221,4	13,8	16,6	11,8
P/B (lần)	4,32	3,98	4,24	4,47	4,78
ROE	24,0%	26,5%	25,5%	30,8%	32,8%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,92	1,05	0,97

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HDKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	64.522	75.612	76.696	85.562	91.060
Lợi nhuận gộp	15.163	17.491	17.074	20.031	21.081
LN hoạt động thuần	14.341	16.553	16.720	19.805	21.186
Chi phí khấu hao	(2.713)	(2.829)	(3.469)	(4.038)	(4.644)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	11.627	13.725	13.251	15.766	16.542
TN từ hoạt động tài chính	842	860	941	443	(280)
TN từ các Cty LK & LD	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)
Chi phí/lãi ngoài HDKD	119	(41)	141	157	167
Lợi nhuận trước thuế	12.588	14.540	14.330	16.363	16.425
Thuế					
Lợi nhuận sau thuế	12.588	14.540	14.330	16.363	16.425
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2.650)	(2.831)	(2.984)	(3.407)	(3.420)
Cổ tức ưu đãi	9.938	11.709	11.346	12.956	13.005
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(253)	(255)	(227)	(259)	(260)
Lợi nhuận ròng	9.685	11.454	11.119	12.697	12.745
Lợi nhuận thường xuyên	9.685	11.454	11.119	12.697	12.745

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	14.341	16.553	16.720	19.805	21.186
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(1.225)	(1.401)	(1.132)	(1.134)	(1.193)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	3.158	(170)	458	(408)	(368)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	99	24	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(1.753)	(2.013)	(2.390)	(3.442)	(4.761)
Dòng tiền hoạt động khác	2.467	2.989	9.970	8.721	13.516
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(302)	(447)	(439)	(669)	(1.009)
Thuế đã trả	(2.400)	(3.113)	(2.984)	(3.407)	(3.420)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	14.386	12.422	20.203	19.466	23.951
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.180)	(692)	(3.835)	(6.845)	(7.285)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	17	19	10	12	15
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(6.529)	(6.641)	(3.682)	(3.758)	(3.758)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(8.691)	(7.315)	(7.507)	(10.592)	(11.029)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	1.555	(4.297)	339	1.940	2.328
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(7.265)	(7.656)	(11.006)	(10.624)	(10.664)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(20)	48	48	48	48
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(5.729)	(11.905)	(10.619)	(8.636)	(8.288)
Tổng tiền trong năm	(35)	(6.798)	2.078	239	4.635
Dòng tiền tự do cho cổ đông	7.250	810	13.036	10.814	15.251
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	5.996	5.555	13.136	9.543	13.931

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	27.079	28.308	23.905	19.607	15.774
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.175	10.214	9.833	10.970	11.675
Hàng tồn kho	1.645	1.948	1.843	2.026	2.163
Tài sản ngắn hạn khác	357	462	462	462	462
Tổng tài sản ngắn hạn	38.257	40.932	36.044	33.065	30.074
Tài sản cố định	15.396	18.609	18.975	21.782	24.422
Tổng đầu tư	281	280	280	280	280
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	7.955	2.793	2.793	2.793	2.793
Tổng tài sản dài hạn	23.632	21.682	22.048	24.855	27.496
Vay & nợ ngắn hạn	1.738	1.490	1.593	2.185	2.461
Phải trả người bán	2.529	2.901	2.771	3.091	3.290
Nợ ngắn hạn khác	6.645	7.455	7.455	7.455	7.455
Tổng nợ ngắn hạn	10.912	11.847	11.819	12.731	13.206
Vay & nợ dài hạn	7.312	3.396	3.631	4.979	7.031
Nợ dài hạn khác	394	505	505	505	505
Tổng nợ dài hạn	7.706	3.901	4.136	5.484	7.536
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	18.618	15.747	15.956	18.216	20.742
Vốn chủ sở hữu	41.490	45.073	42.285	40.112	37.495
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.782	1.794	(148)	(407)	(668)
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	43.272	46.867	42.137	39.705	36.828

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	9,2%	17,2%	1,4%	11,6%	6,4%
Tăng trưởng LNI-ĐKD	21,9%	15,4%	1,0%	18,4%	7,0%
Biên LNI-ĐKD	22,2%	21,9%	21,8%	23,1%	23,3%
Tiền rủng/cp	9.420	12.238	9.760	6.501	3.282
Giá trị sổ sách/cp	21.678	23.550	22.093	20.958	19.591
Khả năng thanh toán lãi vay	41,51	31,19	48,78	39,14	24,74
Thuế suất hiệu dụng	21,1%	19,5%	20,8%	20,8%	20,8%
Tỷ lệ chia cổ tức	75,0%	66,8%	99,0%	83,7%	83,7%
Số ngày phải thu	59,55	46,80	47,70	44,49	45,38
Số ngày tồn kho	10,86	11,28	11,61	10,80	10,93
Số ngày phải trả	17,63	15,66	15,90	14,95	15,19
ROIC	32,0%	43,3%	44,8%	53,3%	48,1%
ROCE	25,6%	29,2%	29,5%	35,8%	37,1%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	15,6%	17,7%	17,6%	21,7%	22,9%

Các chỉ số chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Giá dầu (USD/thùng)	54,2	71,2	65,0	62,0	62,0
Tăng trưởng sản lượng (%)	-6,7%	0,9%	-2,5%	1,0%	3,1%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (không thay đổi)

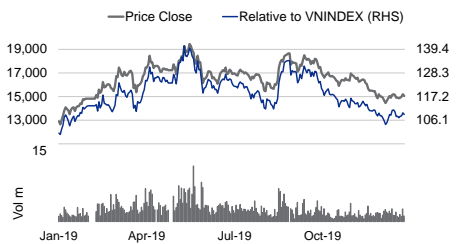
Consensus ratings*: KQ 4 TL 5 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND15.050
Giá mục tiêu:	VND16.800
Giá mục tiêu cũ:	VND16.800
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	11,6%
CGS-CIMB / Consensus:	-9,2%
Reuters:	PVD.HM
Bloomberg:	PVD VN
Vốn hóa:	US\$273,5tr
	VND6.338.004tr
GTGD bình quân:	US\$1,17tr
	VND27.031tr
SLCP đang lưu hành:	421,5tr
Free float:	34,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-2,6	-17,1	13,4
Tương đối (%)	-1,6	-13,5	5,7

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	50,4
Khác	49,6

Chuyên viên phân tích



Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT Khoan & Dịch vụ Khoan Dầu khí

Bước chạy đà cho năm 2021

- Triển vọng tươi sáng hơn cho năm 2020 nhờ đảm bảo hợp đồng cho các giàn tự nâng đến cuối năm với giá thuê cao hơn (+8,3% so với cùng kỳ).
- Chúng tôi kỳ vọng năm 2021 sẽ đánh dấu bước chuyển mình của PVD khi giàn TAD bắt đầu hoạt động trở lại và triển vọng các giàn tự nâng tiếp tục cải thiện.
- Duy trì đánh giá Trung lập và giá mục tiêu 16.800 đồng/cp.

Triển vọng tích cực cho Q4/19 và năm 2020

Lợi nhuận 9T19 tích cực, đạt 2,1tr USD (so với lỗ ròng 4,1tr USD trong 9T18) nhờ hiệu suất hoạt động trung bình của các giàn tự nâng cải thiện (88% so với 81,5% trong 9T18) và khấu hao giảm sau khi kéo dài thời gian khấu hao của 3 giàn tự nâng. Theo doanh nghiệp, hiệu suất hoạt động trong Q4/19 và 2020 kỳ vọng tăng do ít phát sinh thời gian di chuyển giàn khoan hơn so với Q3/19 và cả 4 giàn tự nâng đã có việc cho tới cuối năm 2020. Chúng tôi ước tính giá thuê ngày TB năm 2020 sẽ tăng 8,3% so với cùng kỳ lên 65.000 USD/ngày. EPS 2020 kỳ vọng tăng 84% so với cùng kỳ từ mức thấp năm 2019 nhờ vào sự cải thiện của các mảng kinh doanh cốt lõi và hoàn nhập dự phòng nợ xấu 4,3tr USD (cao hơn mức hoàn nhập 1tr USD trong 2019).

Giàn TAD hoạt động trở lại sẽ hỗ trợ KQKD trung hạn

Chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ hưởng lợi từ nhu cầu khoan gia tăng tại Đông Nam Á và tiếp tục trúng thầu các hợp đồng với giá thuê tăng dần trong 2020-21. Trong năm 2021, KQKD của PVD sẽ được hỗ trợ bởi hợp đồng mới ký cho giàn tiếp trợ nửa chìm nửa nổi (TAD) với các điều khoản giá thuê giàn ~90.000-100.000 USD/ngày trong 6 năm và có thể nâng giá cho 2 lần tùy chọn (mỗi lần 2 năm) tiếp theo. Đây sẽ là sự cải thiện rõ rệt cho dòng tiền khi giàn khoan này đang không có việc và báo lỗ trong giai đoạn 2017-2020. Ngoài ra PVD sẽ phải đầu tư thêm thiết bị khoan (DES) giá trị khoảng 30tr USD cho hợp đồng này. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2021 tăng mạnh 122% so với cùng kỳ, với giá định (1) giá thuê ngày TB các giàn tự nâng tăng 15,4% so với cùng kỳ, (2) sự đóng góp của giàn TAD và (3) hoàn nhập dự phòng nợ 2,2tr USD trong 2021.

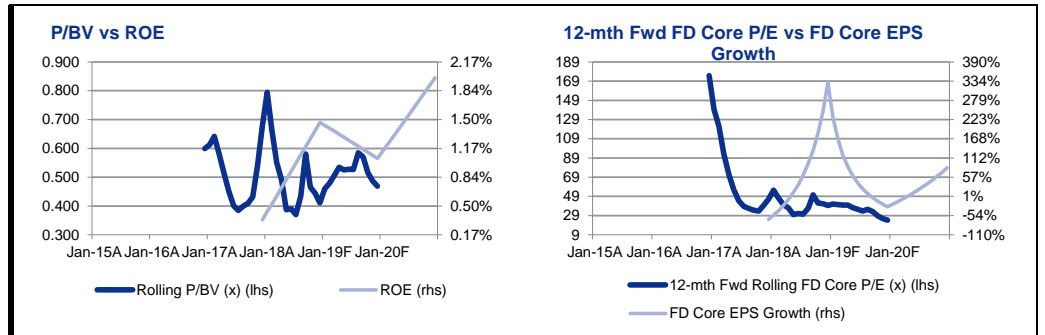
Duy trì đánh giá Trung lập và giá mục tiêu 16.800 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp DCF và P/B mục tiêu 2019-21 là 0,5x với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập vì giá cổ phiếu bị điều chỉnh gần đây đã phản ánh KQKD Q3 và điều khoản hợp đồng TAD kém hơn kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận đã tạo đáy nhưng PVD vẫn cần thêm thời gian để lợi nhuận về được mức trước năm 2016, trong bối cảnh giàn TAD đến năm 2021 mới hoạt động trở lại. Động lực tăng giá đến từ nhu cầu cải thiện khiến PVD thuê thêm các giàn khoan bên ngoài. Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu thấp có thể ảnh hưởng đến tiến độ các dự án dầu khí và thu hồi nợ chậm.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (triệu USD)	171,5	239,2	186,4	225,6	239,4
EBITDA hoạt động (triệu USD)	17,31	30,79	19,04	32,04	46,08
Lợi nhuận ròng (triệu USD)	2,00	8,60	6,13	11,28	25,01
EPS cốt lõi (USD)	0,005	0,020	0,015	0,027	0,059
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-66%	331%	-29%	84%	122%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	137,1	31,8	44,6	24,3	10,9
Cổ tức tiền mặt (USD)	0,000	0,000	-	-	-
Tỷ suất cổ tức	0,025%	0,049%	0,000%	0,000%	0,000%
EV/EBITDA (lần)	16,90	9,09	14,61	9,07	5,60
P/FCFE (lần)	NA	4,5	NA	392,6	4,8
P/B (lần)	0,47	0,47	0,48	0,49	0,48
ROE	0,34%	1,47%	1,05%	1,99%	4,42%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,86	1,16	0,97

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD					
(triệu USD)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	171,5	239,2	186,4	225,6	239,4
Lợi nhuận gộp	8,5	17,3	20,0	26,3	41,7
LN hoạt động thuần	17,3	30,8	19,0	32,0	46,1
Chi phí khấu hao	(34,8)	(26,5)	(15,3)	(20,1)	(22,0)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	(17,4)	4,3	3,7	11,9	24,1
TN từ hoạt động tài chính	(3,6)	(2,9)	(2,5)	(2,3)	1,4
TN từ các Cty LK & LD	0,2	2,6	3,5	3,4	3,6
Chi phí/lãi ngoài HKKD	27,5	6,1	2,4	0,2	0,3
Lợi nhuận trước thuế	6,7	10,1	7,2	13,2	29,3
Thuế	(5,1)	(2,6)	(1,8)	(3,3)	(7,3)
Lợi nhuận sau thuế	1,6	7,5	5,4	9,9	21,9
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0,4	1,1	0,8	1,4	3,1
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2,0	8,6	6,1	11,3	25,0
Lợi nhuận thường xuyên	2,0	8,6	6,1	11,3	25,0

Dòng tiền					
(triệu USD)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	17,31	30,79	19,04	32,04	46,08
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(6,32)	(7,11)	(7,04)	(6,86)	(6,70)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	1,52	(2,89)	2,19	2,52	22,50
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	1,81	(4,95)	0,00	0,00	0,00
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(10,65)	(20,67)	(11,86)	(18,84)	(16,82)
Dòng tiền hoạt động khác	13,78	25,89	22,15	27,12	28,70
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(8,68)	(7,70)	(9,88)	(10,29)	(10,02)
Thuế đã trả	(3,71)	(6,21)	(1,79)	(3,30)	(7,32)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	5,05	7,15	12,82	22,39	56,44
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1,95)	(3,42)	(8,18)	(31,59)	(19,15)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	0,01	0,03	0,00	0,00	0,00
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(12,96)	54,90	0,00	0,00	0,00
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(14,90)	51,51	(8,18)	(31,59)	(19,15)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(33,16)	1,78	(16,53)	9,90	19,60
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(0,06)	(0,12)	0,00	0,00	0,00
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0,00	(42,17)	0,00	0,00	0,00
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(33,22)	(40,51)	(16,53)	9,90	19,60
Tổng tiền trong năm	(43,07)	18,16	(11,90)	0,70	56,89
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(43,01)	60,45	(11,90)	0,70	56,89
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(1,17)	66,37	14,51	1,09	47,31

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(triệu USD)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	174,3	141,6	127,0	122,6	174,6
Các khoản phải thu ngắn hạn	68,5	69,7	54,6	66,2	70,2
Hàng tồn kho	33,3	32,8	24,2	29,0	28,7
Tài sản ngắn hạn khác	1,2	1,1	0,8	1,0	1,1
Tổng tài sản ngắn hạn	277,3	245,2	206,7	218,7	274,6
Tài sản cố định	653,9	624,9	615,6	612,1	594,3
Tổng đầu tư	25,5	29,9	29,8	29,1	28,4
Tài sản vô hình	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tài sản dài hạn khác	5,9	7,5	7,5	7,3	7,2
Tổng tài sản dài hạn	685,3	662,3	653,0	648,5	629,8
Vay & nợ ngắn hạn	59,2	15,7	14,0	14,6	34,2
Phải trả người bán	39,5	42,9	36,2	43,8	46,5
Nợ ngắn hạn khác	73,6	62,4	48,9	59,2	62,9
Tổng nợ ngắn hạn	172,3	121,0	99,2	117,7	143,5
Vay & nợ dài hạn	146,9	150,2	134,8	140,4	136,7
Nợ dài hạn khác	49,0	37,9	37,8	36,8	35,9
Tổng nợ dài hạn	195,9	188,1	172,5	177,3	172,7
Dự phòng	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tổng nợ	368,2	309,1	271,7	295,0	316,2
Vốn chủ sở hữu	582,8	587,3	576,1	559,3	572,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	11,7	11,1	11,8	12,9	15,7
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	594,4	598,4	588,0	572,3	588,2

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-28,5%	39,4%	-22,1%	21,1%	6,1%
Tăng trưởng LNHDKD	-56,5%	77,9%	-38,2%	68,3%	43,8%
Biên LNHDKD	10,1%	12,9%	10,2%	14,2%	19,2%
Tiền ròng/cp	(0,075)	(0,058)	(0,052)	(0,077)	0,009
Giá trị sổ sách/cp	1,38	1,39	1,37	1,33	1,36
Khả năng thanh toán lãi vay	(2,05)	0,58	0,57	1,75	3,64
Thuế suất hiệu dụng	76,4%	25,8%	25,0%	25,0%	25,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	3,08%	1,41%	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	144,4	105,4	121,7	98,0	103,9
Số ngày tồn kho	76,42	54,36	62,51	48,76	53,24
Số ngày phải trả	69,73	58,78	84,26	71,41	81,06
ROIC	-0,60%	0,49%	0,44%	1,44%	2,95%
ROCE	-1,07%	1,61%	1,48%	2,72%	4,77%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	0,24%	1,04%	0,82%	1,35%	2,36%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

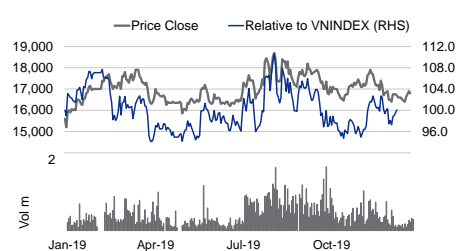
Consensus ratings*: KQ 5 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND16.800
Giá mục tiêu:	VND21.000
Giá mục tiêu cũ:	VND21.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	25,0%
CGS-CIMB / Consensus:	2,9%
Reuters:	PVT.HM
Bloomberg:	PVT VN
Thị giá vốn:	US\$204,0tr VND4.728.195tr
GTGD bình quân:	US\$0,31tr VND7.305tr
SLCP đang lưu hành:	281,4tr
Free float:	27,6%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-3,5	-3,2	7
Tương đối (%)	-1,8	1,1	0,1

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,0
Yurie Vietnam Securities	6,2
PVcom Bank	5,1

Chuyên viên phân tích



Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

Tổng Công ty Vận tải Dầu khí

Ảnh hưởng không đáng kể từ IMO 2020

- Lợi nhuận ròng 9T19 tăng 17,0% so với cùng kỳ nhờ đóng góp từ các tàu mới mua.
- Chúng tôi cho rằng IMO 2020 sẽ có tác động không đáng kể đối với PVT; các tàu bị ảnh hưởng có thể chuyển phần chi phí cao hơn cho khách hàng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 21.000 đồng/cp.

Kết quả 9 tháng tích cực nhờ mở rộng đội tàu

Lợi nhuận ròng 9T19 ghi nhận mức tăng 17,0% so với cùng kỳ, nhờ đóng góp của 8 tàu mới mua trong giai đoạn Q3/18-Q3/19 và các nỗ lực cắt giảm chi phí hiệu quả đã giúp tăng biên lợi nhuận của phân khúc vận tải thêm 3,3 điểm % so với cùng kỳ. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường 78,7 tỷ đồng từ thanh lý tài sản trong Q2/18, lợi nhuận ròng 9T19 tăng trưởng 44% so với cùng kỳ.

Chúng tôi kỳ vọng giá cước tàu quốc tế duy trì mức cao trong 2020

Giá cước tàu quốc tế đã tăng 9-64% so với quý trước trong Q4/19, đặc biệt là các tàu dầu thô cỡ lớn (VLCC) do ảnh hưởng từ (1) nhu cầu vận chuyển mùa đông cao, (2) một số tàu dừng hoạt động để lắp đặt bộ lọc (scrubber) và (3) cấm vận đối với các tàu của COSCO Đại Liên và các tàu cập cảng Venezuela. Chúng tôi kỳ vọng giá cước tàu sẽ hạ nhiệt từ Q2/2020 nhưng vẫn ở mức cao cho đến cuối năm nhờ các yếu tố cơ bản vững chắc như nguồn cung tàu mới hạn chế và tăng trưởng xuất khẩu dầu đường dài của Mỹ. Điều này sẽ có lợi cho đội tàu chạy quốc tế của PVT, đặc biệt là 2 tàu dầu thô, và giúp bù đắp cho doanh thu nội địa sụt giảm do nhà máy lọc dầu Dung Quất dự kiến bảo hành 52 ngày trong năm 2020. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng sẽ giảm 3,9% trong năm 2020 trước khi phục hồi vào năm 2021 (+14,9% so với cùng kỳ) khi nhà máy lọc dầu Dung Quất trở lại hoạt động bình thường.

Ảnh hưởng không đáng kể từ IMO 2020

PVT đã chuẩn bị cho việc tuân thủ quy định IMO 2020 (giới hạn hàm lượng lưu huỳnh trong dầu nhiên liệu cho tàu biển tối đa là 0,5%), bằng việc mua mới các tàu đã lắp đặt bộ lọc trong giai đoạn 2018-2019. Một số tàu chạy tuyến quốc tế còn lại (khoảng 2-3 tàu theo ước tính của chúng tôi) có thể sẽ phải chuyển sang sử dụng dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh thấp (với giá cao hơn), nhưng chúng tôi cho rằng PVT có thể chuyển phần chi phí tăng thêm này cho khách hàng, với kỳ vọng giá cước quốc tế 2020 duy trì ở mức cao. Theo đó, tác động của IMO 2020 lên PVT là không đáng kể.

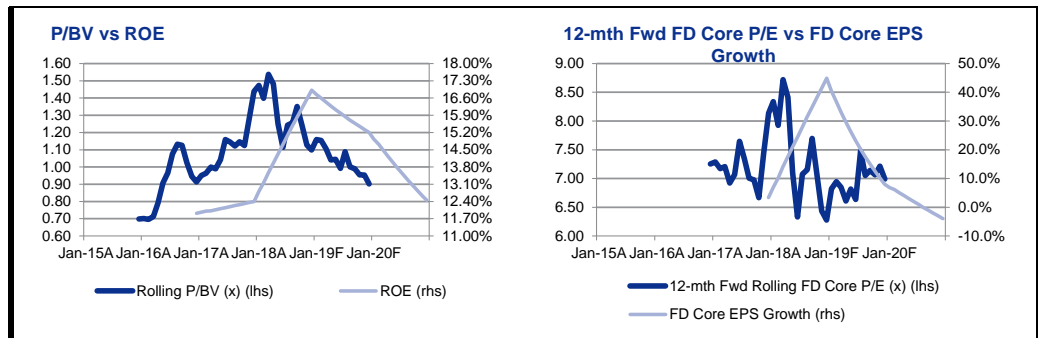
Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 21.000 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi không thay đổi ở mức 21.000 đồng/cp, dựa trên sự kết hợp hai phương pháp DCF và P/E mục tiêu 2019-20 ở mức 9x với tỷ trọng bằng nhau. Động lực tăng giá là sản lượng vận chuyển từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cao hơn. Rủi ro giảm giá bao gồm: giá cước vận chuyển thấp hơn dự phóng và sự chậm trễ trong việc xây mới các nhà máy điện than.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.148	7.523	8.593	8.508	9.687
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.181	1.402	1.700	1.754	1.877
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	450	652	704	676	777
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.599	2.317	2.502	2.403	2.762
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	3,4%	44,9%	8,0%	-3,9%	14,9%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	10,50	7,25	6,71	6,99	6,08
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.081	1.103	1.000	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức	6,43%	6,56%	5,95%	5,95%	5,95%
EV/EBITDA (lần)	4,43	4,13	3,81	4,10	3,50
P/FCFE (lần)	5,40	NA	10,42	6,40	NA
P/B (lần)	1,28	1,18	0,90	0,84	0,77
ROE	12,4%	16,9%	15,2%	12,4%	13,2%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,35	0,96	1,13

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HDKD					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	6.148	7.523	8.593	8.508	9.687
Lợi nhuận gộp	846	1.083	1.327	1.285	1.418
LN hoạt động thuần	1.181	1.402	1.700	1.754	1.877
Chi phí khấu hao	(578)	(600)	(694)	(788)	(821)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	603	802	1.006	967	1.055
TN từ hoạt động tài chính	27	49	(18)	(70)	(14)
TN từ các Cty LK & LD	27	26	30	30	34
Chi phí/lãi ngoài HDKD	13	97	34	85	87
Lợi nhuận trước thuế	671	975	1.053	1.011	1.163
Thuế	(137)	(195)	(211)	(202)	(233)
Lợi nhuận sau thuế	534	780	842	809	930
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(84)	(128)	(138)	(133)	(153)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	450	652	704	676	777
Lợi nhuận thường xuyên	450	652	704	676	777

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	1.181	1.402	1.700	1.754	1.877
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(186)	(271)	(271)	(271)	(271)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(146)	30	70	3	(55)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	51	88	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(510)	(427)	(647)	(743)	(714)
Dòng tiền hoạt động khác	622	440	1.181	1.062	466
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(151)	(99)	(181)	(232)	(198)
Thuế đã trả	(116)	(232)	(211)	(202)	(233)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	745	931	1.640	1.371	871
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(426)	(1.399)	(1.890)	(1.872)	(671)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các	16	128	58	58	58
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	791	(392)	221	221	221
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	381	(1.663)	(1.611)	(1.593)	(392)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(249)	311	425	961	(639)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	49	49	49	49	49
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(304)	(310)	(281)	(281)	(281)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(504)	49	192	729	(871)
Tổng tiền trong năm	621	(683)	221	507	(392)
Dòng tiền tự do cho cổ đông	876	(422)	454	739	(160)
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	1.276	(634)	210	10	677

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	2.920	2.851	2.443	2.573	2.407
Các khoản phải thu ngắn hạn	816	1.088	1.088	1.077	1.226
Hàng tồn kho	95	151	139	138	158
Tài sản ngắn hạn khác	63	159	-	-	-
Tổng tài sản ngắn hạn	3.895	4.249	3.670	3.788	3.791
Tài sản cố định	4.967	5.627	6.824	7.908	7.758
Tổng đầu tư	248	200	200	200	200
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	93	126	126	126	126
Tổng tài sản dài hạn	5.308	5.953	7.149	8.233	8.083
Vay & nợ ngắn hạn	537	663	758	971	829
Phải trả người bán	691	793	853	844	961
Nợ ngắn hạn khác	745	948	-	-	-
Tổng nợ ngắn hạn	1.973	2.405	1.610	1.815	1.791
Vay & nợ dài hạn	2.153	2.325	2.655	3.403	2.906
Nợ dài hạn khác	416	333	333	333	333
Tổng nợ dài hạn	2.569	2.658	2.988	3.736	3.239
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	4.542	5.063	4.599	5.551	5.030
Vốn chủ sở hữu	3.687	4.023	5.242	5.624	6.151
Lợi ích cổ đông thiểu số	974	1.117	979	846	693
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.662	5.140	6.220	6.470	6.845

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-8,7%	22,4%	14,2%	-1,0%	13,9%
Tăng trưởng LNHHĐKD	19,1%	18,7%	21,3%	3,2%	7,0%
Biên LNHHĐKD	19,2%	18,6%	19,8%	20,6%	19,4%
Tiền ròng/cp	819	(489)	(3.446)	(6.401)	(4.721)
Giá trị sổ sách/cp	13.102	14.293	18.625	19.982	21.857
Khả năng thanh toán lãi vay	3,98	6,60	7,25	5,43	6,94
Thuế suất hiệu dụng	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	67,6%	47,6%	40,0%	41,6%	36,2%
Số ngày phải thu	45,11	46,19	46,20	46,55	43,38
Số ngày tồn kho	6,24	6,99	7,29	7,03	6,55
Số ngày phải trả	46,07	41,31	40,38	41,97	38,90
ROIC	10,5%	14,0%	14,9%	10,6%	10,0%
ROCE	10,8%	13,0%	13,2%	11,0%	11,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,60%	7,63%	8,15%	7,58%	7,88%

Các nhân tố chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Cước tàu định hạn - xăng (% yoy)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Cước tàu định hạn - hóa chất (% yoy)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tổng số tàu	22,0	25,0	33,0	35,0	36,0
Số tàu LNG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số tàu chở xăng	8,0	8,0	11,0	11,0	11,0
Số tàu chở hóa chất	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

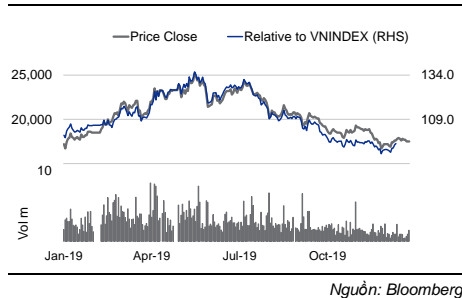
Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*:	KQ 9	TL 2	KKQ 0
Giá hiện tại:	VND17.500		
Giá mục tiêu:	VND24.100		
Giá mục tiêu cũ:	VND24.100		
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	37,7%		
CGS-CIMB / Consensus:	-3,1%		
Reuters:	PVS.HM		
Bloomberg:	PVS VN		
Vốn hóa:	US\$361,0tr		
	VND8.364.410tr		
GTGD bình quân:	US\$1,19tr		
	VND27.696tr		
SLCP đang lưu hành:	478,0tr		
Free float:	34,0%		
<small>*Nguồn: Bloomberg</small>			

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0,6	-10,3	-0,6
Tương đối (%)	2,3	-6	-7,5

Cổ đông chính	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,4
Acadian Frontier Markets	3,3
Vietnam Invstmt. Property Holdings	3,2

Chuyên viên phân tích



Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

Mảng xây lắp và cơ khí tăng trưởng mạnh

- Hoạt động cốt lõi duy trì tăng trưởng tích cực tuy nhiên lợi nhuận ròng 9T19 giảm 8,7% so với cùng kỳ do doanh thu tài chính giảm và ghi nhận chi phí dự phòng.
- Chúng tôi kỳ vọng PVS đạt tăng trưởng lợi nhuận cao (CAGR EPS 41,1% trong 2019-21) trong bối cảnh các hoạt động dầu khí tại Việt Nam hồi phục.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 24.100 đồng/cp.

LN ròng 9T19 ảnh hưởng bởi chi phí dự phòng cao và doanh thu tài chính giảm

PVS ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận kinh doanh tích cực ở mức 143,3% so với cùng kỳ trong 9T19, được thúc đẩy bởi tăng trưởng cao trong mảng cơ khí & xây lắp (M&C) và các hoạt động vận hành & bảo dưỡng (O&M) đi kèm. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng 9T giảm 8,7% so với cùng kỳ do (1) doanh thu tài chính giảm 13,5% vì lãi chênh lệch tỷ giá và doanh thu tài chính khác giảm, (2) chi phí bất thường 114,6 tỷ đồng từ việc giải thể liên doanh khảo sát địa chấn CGGV, và (3) lỗ từ liên doanh CGGV giảm khiến lỗ của cổ đông thiểu số giảm theo (-92,0% sv cùng kỳ).

Việc trúng thầu hợp đồng mới đảm bảo triển vọng của mảng M&C

Trong tháng 10, PVS trúng thầu hợp đồng EPC cho dự án đường ống Sao Vàng Đại Nguyệt với giá trị hợp đồng xấp xỉ 96 triệu USD, đồng thời cũng trở thành nhà thầu phụ cho hợp đồng đường ống biển của dự án Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2. Với nhiều dự án tiềm năng đang/chuẩn bị đấu thầu trong nước (Lạc Đà Vàng, Lô B, Cá Voi Xanh) cũng như quốc tế (dự án mở rộng mỏ Bắc của Qatar, Gallaf giai đoạn 2 và 3,...), chúng tôi cho rằng PVS có thể duy trì giá trị backlog lớn trong mảng M&C (ước đạt trên 2 tỷ USD) và đảm bảo dòng tiền ổn định trong giai đoạn 2020-22.

Lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2019-2021

Chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận tăng trưởng kép doanh thu 16,5% và lợi nhuận ròng 41,1% trong giai đoạn 2019-21 dựa trên tiến độ của các dự án sắp triển khai như Sư Tử Trắng, Lô B Ô Môn. Mảng cơ khí (M&C), xây lắp và kho nổi, xử lý và xuất dầu thô (FPSO/FSO) dự kiến sẽ hưởng lợi lớn nhất khi các dự án nói trên được khởi động.

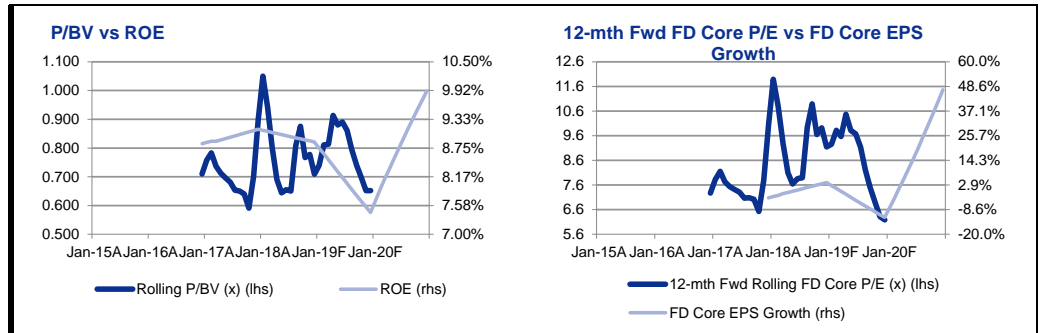
Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 24.100 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên cơ sở kết hợp hai phương pháp DCF và P/E mục tiêu 2019-21 ở mức 7,8x (tỷ trọng 50:50). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan do vẫn đánh giá tích cực về mảng M&C của PVS trong bối cảnh các hoạt động dầu khí phục hồi. Động lực tăng giá đến từ việc trúng thầu các dự án xây lắp mới. Rủi ro giảm giá bao gồm tiến độ các dự án trong nước chậm hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.921	14.638	17.461	19.766	23.680
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	969	940	1.096	1.247	1.734
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.007	1.047	919	1.352	1.830
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.107	2.191	1.924	2.829	3.830
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-3,1%	4,0%	-12,2%	47,1%	35,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	8,31	7,99	9,10	6,19	4,57
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	594	1.064	700	700	700
Tỷ suất cổ tức	3,40%	6,08%	4,00%	4,00%	4,00%
EV/EBITDA (lần)	(2,16)	(3,01)	(3,78)	(4,80)	(4,59)
P/FCFE (lần)	52,31	8,28	4,64	3,60	3,42
P/B (lần)	0,71	0,70	0,65	0,58	0,51
ROE	9,1%	8,9%	7,4%	9,9%	11,9%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,91	1,16	1,28

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	16.921	14.638	17.461	19.766	23.680
Lợi nhuận gộp	1.080	1.119	1.523	1.718	2.416
LN hoạt động thuần	969	940	1.096	1.247	1.734
Chi phí khấu hao	(682)	(567)	(567)	(536)	(524)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	287	373	529	711	1.210
TN từ hoạt động tài chính	210	440	241	343	426
TN từ các Cty LK & LD	461	723	474	540	534
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	342	(559)	(69)	80	96
Lợi nhuận trước thuế	1.300	976	1.175	1.674	2.266
Thuế	(266)	(403)	(270)	(343)	(465)
Lợi nhuận sau thuế	1.034	573	905	1.331	1.802
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(27)	474	14	21	29
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	1.007	1.047	919	1.352	1.830
Lợi nhuận thường xuyên	1.007	1.047	919	1.352	1.830

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	968,9	939,9	1.095,9	1.247,2	1.733,9
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(704,4)	(996,8)	(785,5)	(962,0)	(1.047,7)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	394,4	(710,4)	(778,2)	(425,4)	(634,9)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	177,9	90,3	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	330,8	36,4	79,4	426,7	532,3
Dòng tiền hoạt động khác	491,4	1.054,7	1.215,6	1.188,3	1.179,3
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(44,5)	(35,7)	(37,8)	(42,8)	(47,3)
Thuế đã trả	(629,7)	(186,8)	(140,1)	(177,8)	(240,8)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	984,9	191,6	649,3	1.254,1	1.474,9
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(435,8)	(354,5)	(422,9)	(478,7)	(573,5)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	9,0	2,2	2,2	2,2	2,2
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(31,1)	1.427,6	1.427,6	1.427,6	1.427,6
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(458,0)	1.075,3	1.006,9	951,0	856,3
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(367,0)	(256,0)	146,9	115,9	117,0
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(284,0)	(508,8)	(334,6)	(334,6)	(334,6)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(651,1)	(764,8)	(187,7)	(218,7)	(217,6)
Tổng tiền trong năm	(124,1)	502,0	1.468,4	1.986,5	2.113,6
Dòng tiền tự do cho cổ đông	159,9	1.010,8	1.803,0	2.321,1	2.448,2
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	571,4	1.302,5	1.693,9	2.248,0	2.378,4

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	7.286	8.037	9.506	11.492	13.606
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.589	5.006	6.319	7.154	8.570
Hàng tồn kho	466	494	522	592	697
Tài sản ngắn hạn khác	412	591	705	798	956
Tổng tài sản ngắn hạn	13.753	14.129	17.053	20.036	23.829
Tài sản cố định	3.688	2.634	2.489	2.432	2.482
Tổng đầu tư	5.745	4.937	4.937	4.937	4.937
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1.665	1.390	1.160	969	809
Tổng tài sản dài hạn	11.097	8.961	8.587	8.338	8.228
Vay & nợ ngắn hạn	255	721	630	684	777
Phải trả người bán	3.393	3.277	3.859	4.353	5.266
Nợ ngắn hạn khác	3.668	2.827	3.667	4.151	4.973
Tổng nợ ngắn hạn	7.316	6.825	8.156	9.187	11.015
Vay & nợ dài hạn	901	193	431	493	517
Nợ dài hạn khác	3.522	3.366	3.366	3.366	3.366
Tổng nợ dài hạn	4.422	3.559	3.797	3.859	3.883
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	11.738	10.384	11.953	13.047	14.898
Vốn chủ sở hữu	11.730	11.872	12.839	14.459	16.261
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.381	833	847	869	897
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	13.112	12.705	13.687	15.327	17.158

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-9,4%	-13,5%	19,3%	13,2%	19,8%
Tăng trưởng LNHDKD	-5,1%	-3,0%	16,6%	13,8%	39,0%
Biên LNHDKD	5,73%	6,42%	6,28%	6,31%	7,32%
Tiền ròng/cp	12.827	14.903	17.668	21.582	25.759
Giá trị sổ sách/cp	24.542	24.839	26.862	30.250	34.021
Khả năng thanh toán lãi vay	7,55	13,91	18,64	22,13	34,11
Thuế suất hiệu dụng	20,5%	41,3%	23,0%	20,5%	20,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	28,2%	48,6%	36,4%	24,7%	18,3%
Số ngày phải thu	126,3	132,1	118,4	124,7	121,2
Số ngày tồn kho	24,38	12,96	11,64	11,30	11,06
Số ngày phải trả	82,34	84,69	79,24	80,73	80,05
ROIC	4,9%	6,3%	10,5%	15,5%	28,1%
ROCE	4,21%	6,30%	5,92%	7,25%	9,86%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	3,44%	0,92%	2,92%	3,91%	4,84%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở: Chưa hồi phục

Miền Bắc tỏa sáng, miền Nam ảm đạm ➤

Thị trường miền Nam, đặc biệt Thành phố Hồ Chí Minh bị ảnh hưởng nặng nề từ giữa năm 2018 do sự thắt chặt các quy định pháp lý.

Mặc dù các thành viên của Ủy ban Thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM) đã kêu gọi các ban ngành liên quan nhanh chóng tháo gỡ những vướng mắc trong việc cấp phép các dự án nhà ở vào tháng 8/2019, chúng tôi tin rằng sẽ không có một biện pháp thực thi nào được đưa ra trước Quý 2/2020. Ngay khi có thể có những tháo gỡ được đề xuất trước Quý 2, thì sự hiệu quả sẽ phát huy vào cuối năm 2020 do việc thực thi chính thức luôn có độ trễ. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục cho rằng thị trường bất động sản nhà ở TP.HCM năm 2020 sẽ tiếp tục ảm đạm với những đặc điểm sau:

- Số lượng dự án được cấp phép trong năm 2020 sẽ giảm 15-20%.

Theo số liệu của Sở Xây dựng TP.HCM, số lượng dự án được cấp phép trong năm 2019 đến thời điểm 12/12/2019 đã giảm 79,6% so với 2018. Vì vậy, chúng tôi không nghĩ sẽ có sự phục hồi nhanh chóng về số lượng dự án cấp phép trong 2020 như đã xảy ra trong giai đoạn 2017-18. Tình hình trong năm 2019 đã ảm đạm hơn khi một loạt dự án ngừng xây dựng sau khi bị thanh tra phát hiện chưa có giấy phép xây dựng. Chúng tôi tin rằng sẽ có nhiều dự án tiếp tục bị trì hoãn trong năm 2020 khi Sở mở rộng cuộc thanh tra ra toàn thành phố. Dựa trên tình trạng chông chéo giữa các văn bản pháp luật liên quan đến cấp phép nhà ở, chúng tôi không lạc quan về việc số lượng các dự án mới được phê duyệt có thể gia tăng đáng kể trong năm 2020.

Quy trình mở bán cấp phép dự án nhà ở tại TP.HCM bao gồm:

- 1) Ủy ban nhân dân thành phố cấp quy định chủ trương đầu tư.
- 2) Sở Quy hoạch kiến trúc thành phố duyệt quy hoạch 1/500.
- 3) Chủ đầu tư được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất sau khi hoàn thành nghĩa vụ tài chính đối với Sở Tài nguyên Môi trường.
- 4) Ủy ban công nhận chủ đầu tư và đồng ý chấp thuận đầu tư dự án.
- 5) Chủ đầu tư được cấp giấy phép xây dựng từ Sở Xây dựng.
- 6) Chủ đầu tư được Sở Xây dựng cấp phép mở bán và huy động vốn hình thành nhà ở trong tương lai sau khi được nghiệm thu phân móng.

Hình 173: Quy trình cấp phép kéo dài đã làm sụt giảm nghiêm trọng số lượng dự án được cấp phép trong 2019

	2017A	2018A	2019A
Số lượng dự án được công nhận đầu tư	44	19	0
Số lượng dự án được cấp phép	83	59	12
Cấp phép xây dựng dự án	69	53	24
Cấp phép mở bán và huy động vốn	92	77	51

NGUỒN: Sở Xây dựng TP.HCM

- Nhưng số lượng căn hộ mở bán mới trong 2020 vẫn có thể tương đương năm 2019 nhờ việc mở bán các đại dự án.

Chúng tôi tin rằng các dự án có thể tiếp tục bị trì hoãn mở bán trong năm 2020 nếu như chưa có giấy phép xây dựng trong năm 2019. Tuy nhiên một số dự án lớn với số lượng nguồn cung khổng lồ nếu được cấp phép trong năm 2020 sẽ hỗ trợ nguồn cung cho thị trường. Một số dự án sắp tiếp tục mở bán như: 1) Vinhomes Grand Park ở Quận 9 với tổng nguồn cung đạt hơn 42.000 căn và đã mở bán giai đoạn 1 trong năm 2019 với số lượng 10.000 căn; 2) dự án Saigon Sport City (tổng dự án là 4.000 căn) ở Quận 2; 3) dự án Akari ở Bình Tân với khoảng 3.500 căn còn lại. Các dự án này đang đợi Sở Xây dựng TP.HCM cấp phép mở bán tiếp trong năm 2020. Chúng tôi cho rằng nguồn cung mở bán sẽ sụt giảm liên tiếp trong hai quý đầu năm 2020 nhưng sẽ phục hồi trong nửa cuối năm. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng tổng nguồn cung năm 2020 sẽ được duy trì ổn định.

Hình 174: Các dự án có thể mở bán trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng Vinhomes tiếp tục dẫn đầu nguồn cung trong năm 2020

Tên dự án	Chủ đầu tư	Tổng số căn tại cuối năm 2019	Tổng số căn còn lại chưa mở bán cuối năm 2019	Phân khúc
Vinhomes Grand Park	Vinhomes	42.000	31.000	Trung cấp
Saigon Sport City	Keppel	4.300	4.300	Cao cấp
Akira	Nam Long	4.800	3.500	Trung cấp
Riviera Point	Keppel	1.600	1.000	Trung cấp

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, CBRE

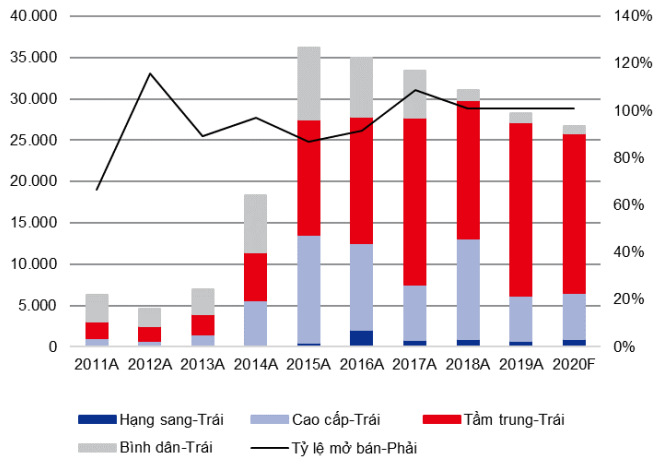
Chuyên viên Phân tích

Lại Thanh Nhân

T (84) 914 459 879

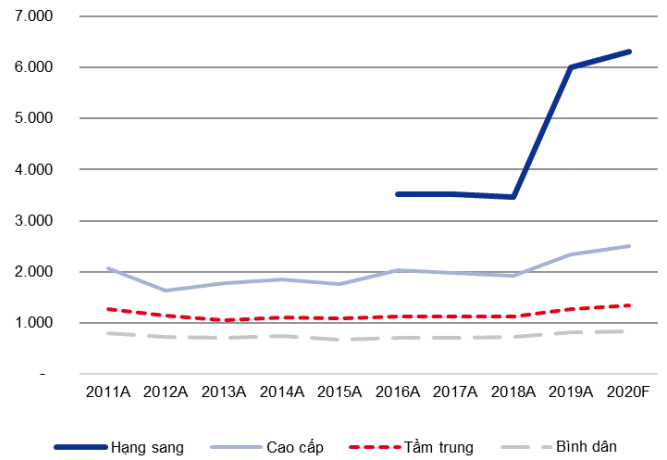
E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

Hình 175: Số lượng căn hộ giao dịch ở TP.HCM: Nguồn cung căn hộ tiếp tục ổn định nhờ vào dự án Vinhomes Grand Park ở Quận 9



NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE

Hình 176: Giá căn hộ chung cư ở TP.HCM theo phân khúc (USD/m²) – Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá sẽ tăng từ 5%-10% ở các phân khúc do sự khan hiếm số lượng dự án mở bán

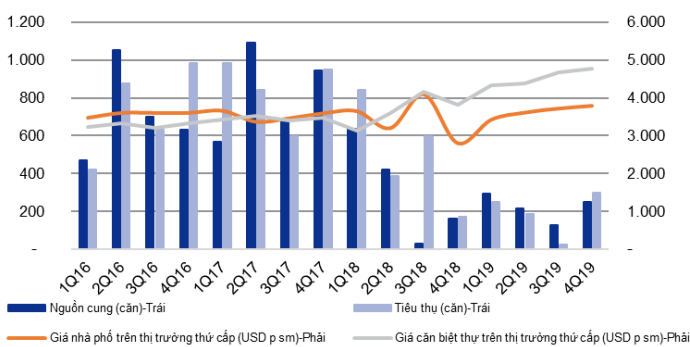


NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE

- Thị trường bất động sản nhà phố ở TP.HCM tiếp tục âm ảm, thị trường các tỉnh thành lân cận được hưởng lợi.

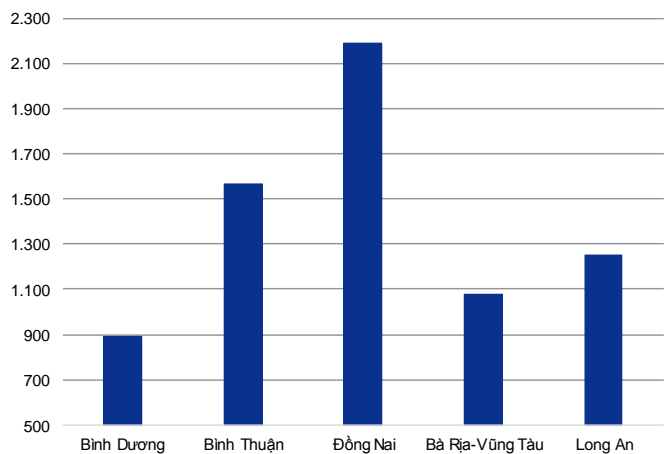
Do quy trình cấp phép dự án kéo dài nên hầu hết các chủ đầu tư dự án nhận được cấp phép vào cuối năm. Sự khan hiếm nguồn cung đã dẫn đến giá bán bình quân bất động sản nhà phố trong năm 2019 tăng khoảng 25-30% so với 2018. Thiếu hụt nguồn cung trong khi giá bán bình quân căn hộ thương mại nhà phố ở mức cao đã làm nản lòng cả hai bên mua và bán. Chúng tôi tiếp tục quan ngại về sự sụt giảm nguồn cung nhà phố đến cuối năm 2020 mặc dù đầu năm tình hình có khả quan hơn nhờ vào sự mở bán của dự án GS Metro City giai đoạn 1 ở Nhà Bè và Vinhomes Grand Park.

Hình 177: Thị trường villa và nhà phố thương mại ở TP.HCM theo từng quý. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung tiếp tục sụt giảm trong năm 2020



NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE

Hình 178: Số lượng giao dịch nhà phố và đất nền ở các tỉnh thành lân cận trong năm 2019: Nở rộ trong bối cảnh thị trường nhà phố và đất nền ở TP.HCM đang âm ảm



NGUỒN: Tổng hợp

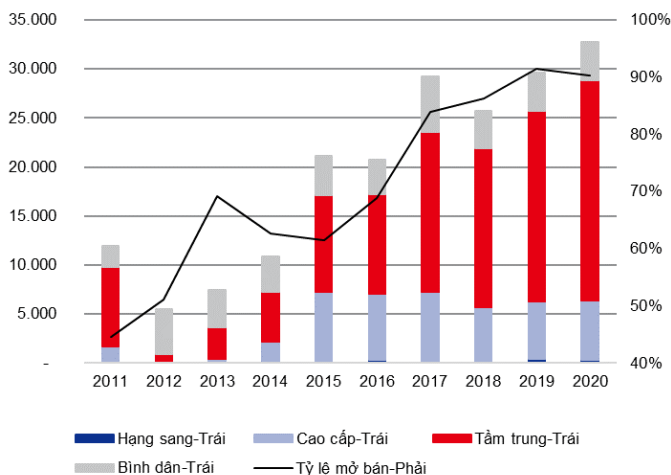
Trái ngược với sự âm ảm của thị trường nhà phố ở TP.HCM, thị trường các tỉnh thành lân cận bao gồm Đồng Nai, Bình Phước, Bà Rịa - Vũng Tàu, Bình Dương và Bình Thuận có thể tiếp tục chứng kiến sự nở rộ trong năm 2020. Những khu vực trên đang được hưởng lợi từ sự bùng nổ đầu tư cơ sở hạ tầng với hàng loạt dự án sắp hoàn thành cũng như sắp khởi công bao gồm cao tốc Dầu Giây - Biên Hòa - Vũng Tàu, Dầu Giây - Phan Thiết và Bến Lức - Dầu Giây. Bên cạnh đó, với mức giá thành một sản phẩm nhà phố ở nơi này rẻ hơn, gần tương tự mặt bằng giá ở TP.HCM cách đây 4-5 năm, sẽ đem lại tỷ suất sinh lời hấp dẫn hơn cho các nhà đầu tư do chi phí giá đất ở khu vực này được đền bù rất rẻ. Chúng tôi kỳ vọng

các chủ đầu tư có quỹ đất lớn tại các tỉnh vùng ven sẽ hưởng lợi từ sự bùng nổ giao dịch tại thị trường này.

Thị trường Hà Nội: tiếp tục duy trì tăng trưởng

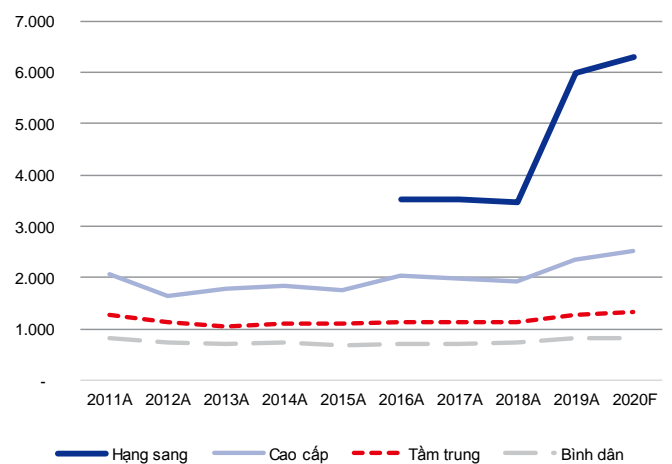
Chính quyền Thành phố Hà Nội đã bắt đầu rà soát cũng như thắt chặt thủ tục cấp phép dự án từ giữa năm 2019. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng thị trường sẽ chỉ bị ảnh hưởng nhẹ trong năm 2020 nhờ vào các đợt mở bán tiếp theo của các đại đô thị lớn như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và mở bán lần đầu của dự án Vinhomes Đan Phượng, Park City. Thị trường nhà chung cư Hà Nội cũng sôi động hơn nhờ vào sự tham gia của các chủ đầu tư nước ngoài bao gồm Capital Land, và liên doanh BRG Sumitomo. Liên doanh BRG Sumitomo đã động thổ vào tháng 10 năm 2019 cho siêu dự án có vốn đầu tư 1 tỷ USD ở huyện Đông Anh. Dự án này được kỳ vọng sẽ cung cấp hàng chục nghìn sản phẩm căn hộ và nhà liền thổ cho thị trường trong giai đoạn 2020-25. Chúng tôi tin rằng nguồn cung condo trong năm 2020 vẫn tiếp tục tập trung vào phân khúc tầm trung chủ yếu nằm ở phía Tây và Nam của thành phố. Phía Bắc và phía Đông của thành phố cũng chứng kiến hàng loạt dự án rục rịch khởi công. Chúng tôi kỳ vọng khoảng 34.000 căn hộ (tăng 14% so với năm trước) sẽ được mở bán trong 2020 và mặt bằng giá căn hộ ổn định.

Hình 179: Giao dịch căn hộ chung cư ở Hà Nội: nguồn cung ở các dự án siêu đô thị sẽ tiếp tục giúp thị trường ổn định trong 2020



NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE

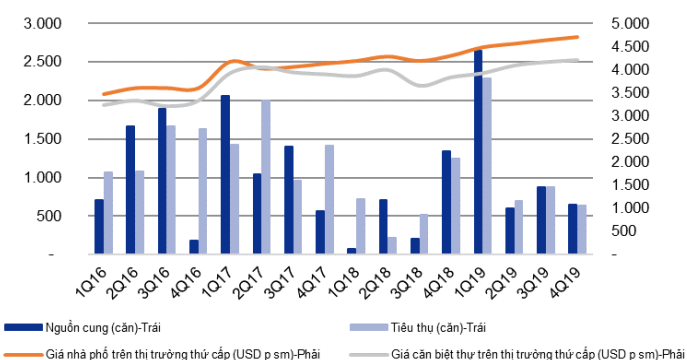
Hình 180: Giá căn hộ chung cư theo từng phân khúc (USD/m²). Phân khúc hạng sang có thể chứng kiến mặt bằng giá mới trong khi các phân khúc còn lại tiếp tục ổn định trong năm 2020



NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE

Trái ngược với sự ảm đạm của thị trường nhà phố TP.HCM, thị trường nhà phố khu vực Hà Nội tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng nhờ vào sự cải thiện hạ tầng. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung từ các dự án Vinhomes sẽ tiếp tục khuấy động thị trường nhà phố Hà Nội trong năm 2020.

Hình 181: Thị trường biệt thự/nhà phố khu vực Hà Nội trong 3 năm qua



NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE

Hình 182: Các dự án nhà phố dự kiến mở bán trong năm 2020 - Vinhomes tiếp tục dẫn dắt thị trường bất động sản Hà Nội

Tên dự án	Địa điểm	Số lượng căn
Vinhomes Đan Phượng	Huyện Đan Phượng	13.000
Hà Đô Charm Villas An Thượng	Huyện Hoài Đức	528
Kien Hung Luxury	Huyện Hà Đông	266
The Manor Central Park	Huyện Hoàng Mai	561
Dương Nội	Huyện Hà Đông	395

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thị trường căn hộ chung cư cao cấp và hoạt động đầu cơ đất nền sẽ gặp nhiều sóng gió trong năm 2020 ➤

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Thông tư 22 vào ngày 15 tháng 11 năm 2019 dành cho các ngân hàng chưa đạt chuẩn Basel 2 phải áp dụng hệ số rủi ro đối với khoản phải thu được thế chấp bằng nhà ở là 50% nếu khoản phải thu có giá trị dưới 1,5 tỷ đồng; 100% nếu khoản phải thu có giá trị trên 1,5 tỷ đồng và dưới 4 tỷ đồng; 150% nếu khoản phải thu trên 4 tỷ đồng. Hệ số rủi ro theo Thông tư 22 cao hơn và siết chặt hơn so với Thông tư 41 do tiêu chí để đánh giá rủi ro do dựa trên giá trị khoản phải thu thay vì dựa trên sự kết hợp của hai chỉ số: hệ số giá trị khoản vay trên giá trị tài sản đảm bảo (LTV) và hệ số thu nhập (DSC). Đến thời điểm hiện tại có khoảng ít nhất 14 ngân hàng chưa đáp ứng được Basel 2. Tổng dư nợ tín dụng cho bất động sản tại các ngân hàng này vào tháng 12 năm 2018 vào khoảng 412 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 28% thị phần dư nợ khoản vay được đảm bảo bằng bất động sản. Chính vì vậy, chúng tôi tin rằng, việc áp dụng hệ số rủi ro trên sẽ buộc các ngân hàng phải siết chặt dư nợ cho các khoản vay được áp dụng theo hệ số này.

Hình 183: Sự khác biệt giữa việc áp dụng Thông tư 22 và Basel 2: Thông tư 22 kiểm soát chặt chẽ hơn

Hình 184: Hệ số rủi ro áp dụng cho khoản phải thu được đảm bảo bằng bất động sản nhà ở: khoản phải thu ở phân khúc cao cấp trở lên sẽ có hệ số rủi ro cao hơn

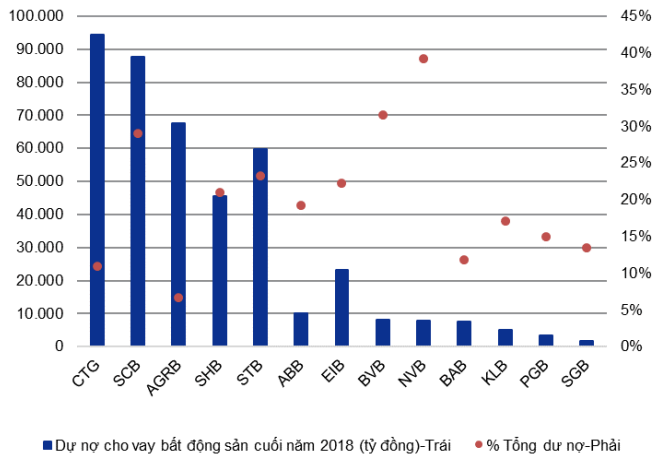
	Basel 2	Thông tư 22	Giá trị khoản phải đòi đảm bảo bằng nhà ở (tỷ đồng)		
Dao động hệ số rủi ro	25-100%	50-150%	<=1,5	1,5-4	>4
Tiêu chí đo lường	Dựa trên LTV và DSC	Dựa trên giá trị khoản phải đòi	Hệ số rủi ro		
			50%	100%	150%

Nguồn: VND RESEARCH, NHNN

Nguồn: VND RESEARCH, NHNN

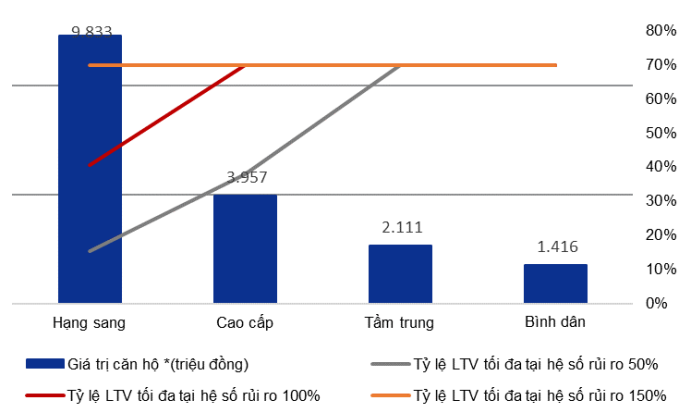
Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng hệ số các khoản vay chỉ tác động đến khoản vay cho các căn hộ cao cấp hoặc hạng sang do chúng tôi tính toán khoản vay cho các phân khúc tầm trung hay bình dân thông thường có giá trị thấp hơn 1,5 tỷ đồng, dựa trên giả định hệ số LTV là 70% đối với căn hộ có giá trị từ 1,9-2,1 tỷ đồng. Như vậy, các khoản phải thu lớn hơn 1,5 tỷ đồng là những khoản vay dành cho căn hộ từ phân khúc cao cấp trở lên có giá trị từ 3,5 đến 5 tỷ và phân khúc hạng sang có giá trị trên 5 tỷ và phân khúc đầu cơ đất nền. Chúng tôi tin rằng các ngân hàng sẽ giảm tỷ lệ LTV đối với phân khúc cao cấp trở lên trong khi đó phân khúc tầm trung và bình dân vẫn tiếp tục được hưởng mức cao nhất là 70%. Các ngân hàng cũng sẽ tiếp tục giảm tỷ lệ LTV đối với khoản vay đầu cơ đất nền. Theo báo cáo của Savills, tỷ lệ đầu cơ đối với phân khúc chung cư vào khoảng 3,1%, dưới 10% đối với nhà phố và dưới 20% đối với đất nền. Chúng tôi cho rằng sẽ có sự sụt giảm đáng kể đối với hoạt động đầu cơ đất nền và phân khúc cao cấp. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng việc áp dụng các hệ số rủi ro theo Thông tư 22 sẽ mang lại hiệu quả tích cực do sẽ thúc đẩy các ngân hàng hướng tới khoản vay dành cho người mua ở thực, từ đó thị trường sẽ hoạt động bền vững.

Hình 185: Dự nợ bất động sản của các ngân hàng chưa đáp ứng Basel 2: Các ngân hàng này sẽ có xu hướng cắt giảm dòng vốn tín dụng vào lĩnh vực đầu cơ đất nền và căn hộ cao cấp



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 186: Giá trị căn hộ trung bình* (triệu đồng) và giá trị LTV cao nhất cho mỗi hệ số rủi ro



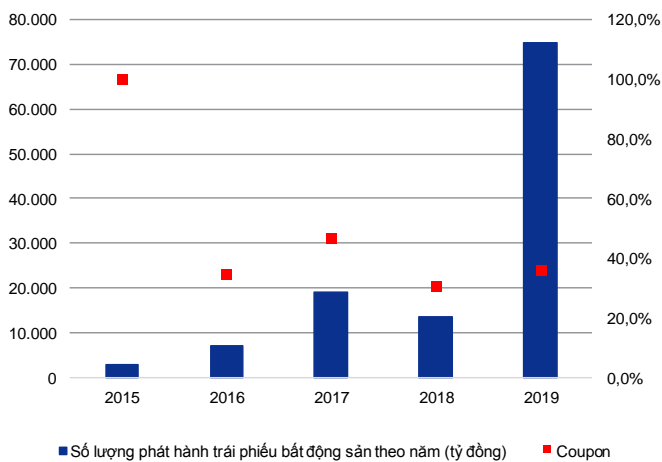
NGUỒN: VND RESEARCH, CBRE, NHNN

Huy động vốn của chủ đầu tư gặp khó khăn hơn ➤

Năm 2019 chứng kiến sự bùng nổ của phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản trong bối cảnh các ngân hàng thắt chặt dòng vốn kinh doanh bất động sản. Theo dữ liệu của công ty Finpro, trái phiếu doanh nghiệp bất động sản trong năm 2019 đạt hơn 74 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 292% so với năm ngoái, chiếm tổng 34,1% tổng lượng trái phiếu phát hành của toàn thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng việc phát hành trái phiếu trong năm 2020 sẽ gặp nhiều trở ngại hơn với những lý do sau:

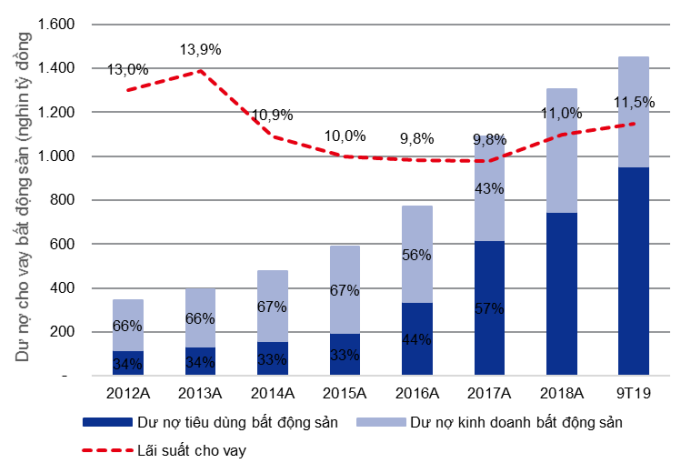
- Các ngân hàng tiếp tục hạn chế cung ứng vốn tín dụng cho doanh nghiệp bất động sản để tuân thủ việc giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn từ 40% trong tháng 1 năm 2020 về 37% trong tháng 9 năm 2020 và tăng hệ số rủi ro cho khoản vay kinh doanh bất động sản lên 200% kể từ 2020.

Hình 187: Số lượng phát hành trái phiếu bất động sản theo năm (tỷ đồng): Năm 2019 được xem là năm bùng nổ phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản



NGUỒN: HNX, FIINPRO, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 188: Phân bổ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản: các nhà phát triển bất động sản chịu các yêu cầu cho vay thắt chặt trong năm 2019



NGUỒN: VNDS RESEARCH, NHNN

- Nhà nước tăng cường giám sát hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2020. NHNN Việt Nam đã lên tiếng cảnh báo trong Quý 3/2019 về việc các ngân hàng thương mại không được mua trái phiếu của các doanh nghiệp nhằm mục đích cơ cấu nợ vay. Chúng tôi tin rằng động thái trên sẽ tác động đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong 2020 do đối tượng người mua là các NHTM chiếm đến 32,4% tổng lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

nghiệp. Thêm vào đó, có khoảng 20% lượng phát hành trái phiếu có coupon rate khoảng 15%-20%/năm, cao hơn nhiều so với mức bình quân của thị trường là 10%-11%/năm. Bộ Tài Chính đã cảnh báo rủi ro vỡ nợ đối với trái phiếu có lãi suất coupon quá cao. Chúng tôi tin rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ tạm hạ nhiệt trong năm 2020 sau khi các nhà đầu tư bắt đầu quan tâm nhiều đến khả năng trả nợ của đối tượng phát hành.

Nhìn chung, chúng tôi lo ngại các công ty kinh doanh BĐS sẽ gặp nhiều trở ngại hơn khi tìm kiếm quỹ đất cũng như mở bán dự án. Chỉ có những chủ đầu tư với tiềm lực tài chính mạnh, đòn bẩy tài chính thấp như một số công ty hàng đầu hay các chủ đầu tư nước ngoài có thể miễn nhiễm với sóng gió trên. Chúng tôi tin tưởng CTCP Đầu tư và KD Nhà Khang Điền (KDH), CTCP Đầu tư Nam Long (NLG), CTCP Vinhomes (VHM) là những công ty nằm trong danh sách trên.

Lãi suất cho vay mua nhà tiếp tục ở mức chấp nhận được ➤

Trong 9 tháng đầu năm 2019, lãi suất cho vay mua nhà ở bình quân ở mức 11,5%, tăng 50 điểm cơ bản so với cuối năm 2018 sau khi các ngân hàng tiếp tục thắt chặt dòng vốn tín dụng chảy vào kinh doanh bất động sản. Tuy nhiên, theo dữ liệu khảo sát của chúng tôi, trong Quý 4/2019 một số ngân hàng thương mại lớn đã giảm lãi suất cho vay với mức giảm khoảng 20-30 điểm cơ bản. Sự sụt giảm này bắt nguồn từ việc Ngân hàng Nhà nước yêu cầu giảm trần lãi suất tiền gửi dưới 6 tháng khoảng 50 điểm cơ bản, góp phần làm giảm chi phí vốn đầu vào cho các ngân hàng. Vì vậy, các ngân hàng đã cắt giảm lãi suất cho vay mua nhà khoảng 20-30 điểm cơ bản trong Quý 4/2019. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng việc cắt giảm này mang tính tạm thời và sẽ không duy trì trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có đợt nâng lãi suất cho vay với mức tăng 20-50 điểm cơ bản trong năm 2020 so với cuối năm 2019. Tuy nhiên, hệ số trả nợ khoản vay trên thu nhập ở mặt bằng chung sẽ không tăng quá mức 50%, được xem là ngưỡng cận trên của khả năng chi trả. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm lãi suất cho vay mua nhà vẫn nằm ở mức chấp nhận được cũng như thị trường giao dịch căn hộ chung cư không bị ảnh hưởng quá nhiều.

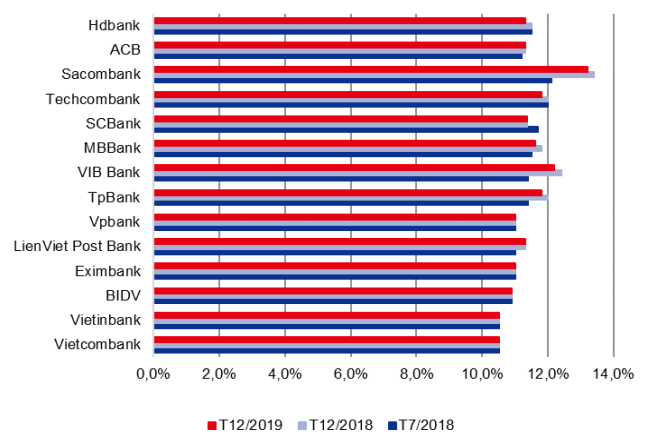
Hình 189: Tỷ lệ chi trả trên thu nhập khi lãi suất mua nhà và giá căn hộ tăng: lãi suất mua nhà vẫn nằm trong ngưỡng cho phép với giá định lãi suất mua nhà tăng 20-50 điểm cơ bản trong 2020

USD	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Giá định
Tiền lương hàng tháng (2 vợ chồng)	1.596	1.676	1.760	Chúng tôi giả định thu nhập của hộ gia đình hàng năm tăng 5%.
Thu nhập 1 năm của 1 hộ gia đình	19.152	20.110	21.115	
Giá bán bình quân (USD/m ²)	1.250	1.350	1.458	Giá căn hộ sẽ tăng khoảng 5%-8% hàng năm.
Diện tích (m ²)	66	66	66	
Tổng giá trị căn hộ (USD/căn)	82.500	89.100	96.228	
Tỷ lệ giá trị căn nhà/thu nhập	4,31	4,43	4,56	
LTV	70%	70%	70%	
Kỳ hạn vay (tháng)	240	240	240	
Lãi suất vay	12%	13%	13%	
Số tiền trả hàng tháng	636	731	789	
Tỷ lệ chi trả trên tổng thu nhập	40%	44%	45%	

(*) Giá trị căn hộ bình quân trong quý 3 ở TP.HCM theo số liệu của CBRE

Nguồn: VND RESEARCH, CBRE

Hình 190: Lãi suất cho vay mua nhà của các ngân hàng trong giai đoạn 2018-19: lãi suất cho vay mua nhà bình quân của các ngân hàng cuối năm 2019 đã tăng 30 điểm cơ bản so với năm 2018



Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo các ngân hàng

Lựa chọn cổ phiếu: VHM và NLG ➤

Trừ trường hợp lãi suất cho vay tăng cao hơn dự phóng của chúng tôi cho 2020, nhu cầu mua nhà ở thực sẽ tiếp tục hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ tại những dự án lớn sắp được mở bán và đóng góp chủ yếu cho nguồn cung 2020 tại cả Hà Nội và TP.HCM. Với áp lực về quy trình thủ tục pháp lý dự án ít hơn, Hà Nội có thể dẫn đầu số lượng giao dịch cả nước trong khi TP.HCM sẽ có dấu hiệu chững lại do bị trì hoãn giấy phép dự án. Tuy nhiên, TP.HCM vẫn là thị trường quan trọng nhất

đối với hầu hết các công ty BĐS niêm yết như DXG, NVL, NLG, KDH, và PDR và việc chậm thủ tục pháp lý và mở bán dự án sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến tiến độ bán hàng và dòng tiền thu từ khách hàng trong ít nhất sáu tháng đầu năm.

Chúng tôi tiếp tục duy trì triển vọng ngành BĐS nhà ở tại mức Trung lập khi môi trường pháp lý thay đổi theo chiều hướng bất lợi và giá đất tăng tại TP.HCM trong 2020 làm giảm khả năng mở bán dự án mới và triển vọng doanh số ký bán cũng như biên lợi nhuận của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về việc nhu cầu thực mạnh mẽ từ người mua nhà sẽ đảm bảo tỷ lệ bán hàng tích cực cho các dự án mở bán thành công trong 2020, nhất là phân khúc căn hộ trung cấp. Vì thế, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp BĐS dự án tương đối lớn và có khả năng hoàn thiện thủ tục pháp lý cho việc mở bán trong 2020.

Chúng tôi kỳ vọng tích cực cho NLG và đưa VHM vào danh sách theo dõi do chiến lược doanh nghiệp tập trung vào thị trường BĐS trung cấp.

Chúng tôi đưa ra một số tiêu chí lựa chọn cổ phiếu như sau:

- Dự án đã có quyền sử dụng đất hoặc giấy phép xây dựng; hoặc khả năng cao được phê duyệt các thủ tục trên trong 2020.
- Tham gia sâu vào phân khúc trung cấp và vừa túi tiền, nơi chiếm phần lớn nhu cầu thực của người mua.
- Có nền tảng tài chính tốt (đòn bẩy thấp, tỷ lệ thanh khoản cao) để giảm ảnh hưởng từ tình trạng siết chặt tín dụng ngân hàng cho hoạt động kinh doanh BĐS.

Dựa vào các tiêu chí trên, **NLG và VHM là những lựa chọn khuyến nghị tốt nhất của chúng tôi cho năm 2020.**

Hình 191: So sánh với các công ty cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Tăng giá	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	CAGR EPS 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất sinh lời cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ vay ròng/vốn chủ sở hữu (%)
								2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
Vinhomes	VHM VN	84.500	104.300	23,4%	KHẢ QUAN	11.995	34,7	14,6	11,4	4,8	3,5	38,0	35,5	1,2	1,2	1,5
Bình quân của các công ty trong nước							17,9	12,3	10,2	1,6	1,2	13,9	16,8	2,4	2,4	16,0
Trung vị của các công ty trong nước							17,9	12,6	9,0	1,6	1,1	13,7	16,3	1,9	1,9	4,4
Regional peer average							(1,5)	13,8	13,4	1,2	1,1	13,6	13,5	4,0	4,2	50,1
Regional peer median							5,5	11,9	12,6	1,0	0,9	8,4	8,9	4,0	4,6	37,7
Việt Nam																
Novaland	NVL VN	57.900	NR	N/A	KHÔNG KN	2.371	N/A	18,8	17,9	2,4	N/A	14,6	12,1	N/A	N/A	75,7
Khang Điền	KDH VN	26.900	28.300	5,2%	TRUNG LẬP	632	7,5	15,8	12,8	2,0	1,8	12,9	14,5	1,9	1,9	-12,6
Đất Xanh	DXG VN	14.600	NR	N/A	KHÔNG KN	327	N/A	5,4	5,1	0,9	0,9	18,6	18,2	3,4	3,4	21,4
Nam Long	NLG VN	27.350	39.600	44,8%	KHẢ QUAN	295	28,3	9,3	5,0	1,3	1,1	9,7	22,3	1,8	1,8	-20,7
Trung Quốc và Hồng Kông																
China Vanke-A	000002 CH	31,0	32,6	5,2%	KHẢ QUAN	49.835	13,8	7,7	6,8	1,7	1,4	23,8	23,1	4,4	5,0	36,3
Sun Hung Kai	16 HK	117,5	147,0	25,1%	KHẢ QUAN	43.733	(100,0)	10,1	9,1	0,6	0,6	6,1	6,5	4,3	4,6	12,5
China Overseas Land	688 HK	30,1	33,8	12,3%	KHẢ QUAN	42.358	12,2	6,7	6,0	0,9	0,8	17,9	18,1	3,9	4,4	32,5
China Resources Land	1109 HK	38,1	40,5	6,3%	KHẢ QUAN	34.851	18,3	7,8	6,7	1,3	1,3	25,7	28,1	4,5	5,2	33,0
China Evergrande	3333 HK	21,5	28,0	30,2%	KHẢ QUAN	36.393	2,3	5,5	4,8	1,5	1,3	49,2	48,4	8,9	8,3	175,8
Country Garden	2007 HK	12,4	9,0	-27,4%	KÉM KQ	34.904	11,3	5,4	4,7	1,4	1,1	39,9	38,2	6,3	7,3	50,8
Indonesia																
Pakuwon Jati	PWON IJ	575	750	30,4%	KHẢ QUAN	1.983	7,0	12,2	12,9	2,2	2,0	19,9	16,3	1,5	1,6	7,3
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.275	2.200	72,5%	KHẢ QUAN	1.757	33,9	11,2	9,9	0,9	0,8	8,6	8,9	0,5	0,9	11,4
Ciputra Development	CTRA IJ	1.045	1.600	53,1%	KHẢ QUAN	1.389	11,4	19,0	16,2	1,4	1,3	7,4	8,2	0,9	0,8	31,3
Summarecon Agung	SMRA IJ	990	1.700	71,7%	KHẢ QUAN	1.023	14,0	35,6	32,8	2,5	2,3	7,1	7,3	0,5	0,6	78,1
Malaysia																
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	8,0	8,1	0,7%	TRUNG LẬP	3.495	4,6	18,6	18,1	1,1	1,1	6,8	7,0	6,6	6,7	10,0
SP Setia	SPSB MK	1,6	1,9	18,5%	TRUNG LẬP	1.528	2,1	19,2	14,2	0,5	0,4	2,1	2,8	2,3	3,1	55,8
Sime Darby Property	SDPR MK	0,9	1,3	46,9%	KHẢ QUAN	1.524	21,6	19,3	24,3	0,6	0,6	4,4	3,3	3,6	2,9	27,8
Singapore																
CapitaLand	CAPL SP	3,7	4,1	12,1%	KHẢ QUAN	13.936	(6,7)	9,7	12,5	0,8	0,8	5,3	6,1	3,3	3,3	55,9
Keppel Corp	KEP SP	6,7	8,4	25,6%	KHẢ QUAN	9.033	5,5	11,4	10,0	0,9	0,9	8,4	9,1	4,0	4,6	47,0
City Developments	CIT SP	11,0	10,7	-3,1%	KHẢ QUAN	7.338	(6,5)	13,7	20,7	0,9	0,9	4,8	4,3	1,9	1,9	32,8
UOL Group	UOL SP	8,3	8,5	2,2%	KHẢ QUAN	5.173	(7,3)	17,5	16,7	0,6	0,6	3,7	3,8	2,3	2,3	27,3
Frasers Property	FPL SP	1,7	2,1	22,6%	KHẢ QUAN	3.654	(100,0)	11,9	15,0	0,5	0,5	5,6	4,3	4,9	4,9	85,9
Ascott Residence	ART SP	N/A	1,3	N/A	TRUNG LẬP	2.141	6,9	25,7	24,7	1,0	1,0	4,1	4,2	5,4	5,5	53,6
Thái Lan																
Land And Houses	LH TB	9,8	12,3	25,5%	KHẢ QUAN	3.864	0,9	13,8	12,6	2,5	2,4	18,0	19,4	6,7	6,7	84,4
WHA Corporation	WHA TB	3,9	5,2	33,3%	KHẢ QUAN	1.883	14,2	21,6	17,3	2,6	2,4	11,8	14,2	1,9	2,4	104,5
Pruksa Holding	PSH TB	14,8	21,9	48,0%	KHẢ QUAN	1.082	3,1	6,9	6,6	1,0	0,9	14,4	14,0	8,1	8,3	61,3
Supalai	SPALI TB	18,0	22,7	26,1%	TRUNG LẬP	1.272	3,7	6,6	6,1	1,0	0,9	16,8	16,2	5,3	5,8	37,7

Chú ý: Giá đóng cửa tại ngày 27/12/2019. Các dữ liệu của công ty chưa được khuyến nghị được lấy trên Bloomberg.

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VND RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 6 TL 0 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND26.900
Giá mục tiêu:	VND28.300
Giá mục tiêu cũ:	VND28.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	5,6%
CGS-CIMB / Consensus:	-6,8%
Reuters:	KDH.HM
Bloomberg:	KDH.VN
Vốn hóa:	US\$632,0tr
	VND14.645.143tr
GTGD bình quân:	US\$0,39tr
	VND9.010tr
SLCP đang lưu hành:	544,4tr
Free float:	55,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/a



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	1,2	3,5	11
Tương đối (%)	6,6	7,8	7,2

Cổ đông chính	% năm giữ
Tien Loc Investment Limited	11,7
Gam Ma Investment Company	9,6
A Au Investment Trading Company	8,6

Chuyên viên phân tích



Lại Thanh Nhân

T (84) 914 459 879

E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

Tiềm năng tăng trưởng đã phản ánh vào định giá

- Mặc dù lợi nhuận ròng 9T2019 chỉ hoàn thành 55,4% dự báo năm 2019 nhưng chúng tôi kỳ vọng KDH vẫn hoàn thành dự báo cả năm nhờ đẩy mạnh bàn giao trong Q4/2019.
- Doanh số ký bán năm 2019 sẽ theo sát kỳ vọng nhờ mở bán các dự án Venita và Lovera Vista trong nửa cuối năm 2019.
- Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập vì các kỳ vọng đã phản ánh vào định giá.

Kỳ vọng doanh thu ấn tượng trong Q4/2019

Trong 9T2019, lợi nhuận ròng của CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH) tăng 26,4% sv cùng kỳ lên 510 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng trưởng 39,2% sv cùng kỳ về doanh thu do không ghi nhận lãi bất thường như trong Q2/2018. Lợi nhuận ròng 9T2019 hoàn thành 55,4% dự báo cả năm vì chỉ được đóng góp bởi lô đất không cốt lõi và bàn giao duy nhất dự án Jamila. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ ghi nhận DT khoảng 1.000 tỷ đồng từ dự án Venita sau khi mở bán vào tháng 8 và bắt đầu bàn giao từ Q4/2019.

Doanh số ký bán tích cực trong Q4/2019

Trong Q3/2019, KDH mở bán dự án nhà phố Venita (293 căn) và bán được 100 căn, bổ sung khoảng 930-1.116 tỷ đồng vào giá trị ký bán. Doanh số ký bán của KDH trong 9T2019 ước tính hoàn thành 52% dự báo năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán sẽ hoàn thành dự báo cả năm nhờ mở bán dự án Lovera Vista (1.500 căn) trong Q4/2019.

Tăng trưởng EPS năm 2019-20 được hỗ trợ bởi giá bán cao hơn và kế hoạch bàn giao mới

Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của KDH đạt 921 tỷ đồng trong năm 2019 (+14,0% sv cùng kỳ) nhờ giá bán cao hơn của dự án Venita Park. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận ròng năm 2020 đạt 1.141 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng EPS cốt lõi là 23,2% sv cùng kỳ nhờ bàn giao các dự án Venita và Safira. Giá bán trung bình của dự án Safira tăng 12% lên 28 triệu đồng/m² kể từ khi mở bán lần đầu vào tháng 10/2018 do nhu cầu mạnh mẽ đối với các căn hộ tầm trung tại Thành phố Hồ Chí Minh.

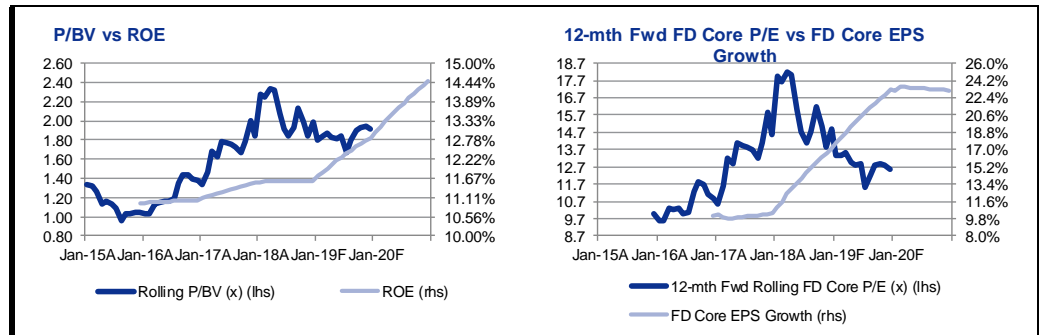
Duy trì Trung lập và giữ nguyên giá mục tiêu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập do các kỳ vọng đã được phản ánh vào giá, với giá mục tiêu dựa trên RNAV duy trì ở mức 28.300 đồng/cp. Động lực tăng giá trong ngắn hạn đến từ doanh số ký bán tích cực của các dự án mới trong Q4/2019, trong khi tiềm năng trung và dài hạn chủ yếu dựa vào khả năng mở bán các dự án cỡ lớn trong năm 2020-21. Rủi ro đầu tư bao gồm: 1) hoãn thời gian mở bán dự án do chậm pháp lý; và 2) lãi suất vay mua nhà tăng đột biến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.055	2.917	2.793	2.940	3.228
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	799	990	1.188	1.515	1.380
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	502	808	921	1.141	1.076
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.179	1.381	1.701	2.095	1.976
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	10%	17%	23%	23%	-6%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	22,90	19,55	15,87	12,89	13,67
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.000,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	3,70%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
EV/EBITDA (lần)	14,4	13,0	12,1	9,2	9,9
P/FCFE	41,31	NA	NA	17,67	31,87
Đòn bẩy	(0,15)	(0,13)	(0,04)	(0,10)	(0,12)
P/B (lần)	2,47	2,12	1,97	1,78	1,63
ROE	11,6%	11,6%	12,9%	14,5%	12,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,00	0,94	0,80

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	3.055	2.917	2.793	2.940	3.228
Lợi nhuận gộp	1.036	1.239	1.473	1.780	1.659
LN hoạt động thuần	799	990	1.188	1.515	1.380
Chi phí khấu hao	(7)	(8)	(11)	(12)	(12)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	792	982	1.176	1.503	1.367
TN từ hoạt động tài chính	(53)	111	1	(72)	(18)
TN từ các Cty LK & LD	8	4	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HKKD	(19)	(21)	(27)	(5)	(5)
Lợi nhuận trước thuế	729	1.076	1.151	1.426	1.345
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	729	1.076	1.151	1.426	1.345
Thuế	(170)	(266)	(230)	(285)	(269)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	559	810	921	1.141	1.076
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(57)	(2)	-	-	-
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Lãi lỗ ngoại tệ					
Các khoản điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	502	808	921	1.141	1.076
Lợi nhuận thường xuyên	502	701	921	1.141	1.076
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	502	701	921	1.141	1.076

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	799	990	1.188	1.515	1.380
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(82)	(200)	(77)	(42)	(70)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	204	(1.236)	(1.134)	(191)	(496)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	(70)	86	(37)	(89)	(35)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(0)	(8)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	7	8	11	12	12
Dòng tiền hoạt động khác	(61)	97	(45)	(83)	(57)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(156)	(114)	(38)	(63)	(32)
Thuế đã trả	(113)	(256)	(230)	(285)	(269)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	597	(719)	(325)	863	468
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(61)	(161)	(51)	(56)	(61)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	2	1	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(23)	680	77	42	70
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(82)	519	25	(14)	8
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(237)	(689)	(18)	(17)	(15)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	1.488	101	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(234)	(194)	(272)	(272)	(272)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	226	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.017	(556)	(291)	(289)	(287)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	2.592	1.836	1.246	1.805	1.994
Xây dựng cơ bản dở dang					
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.548	1.760	1.576	1.551	1.803
Hàng tồn kho	4.858	5.817	7.994	8.524	8.577
Tài sản ngắn hạn khác	114	157	164	173	181
Tổng tài sản ngắn hạn	9.110	9.570	10.980	12.053	12.556
Tài sản cố định	342	500	542	588	639
Tổng đầu tư	104	19	18	16	14
Tài sản vô hình	9	4	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	152	134	137	138	137
Tổng tài sản dài hạn	606	658	701	746	794
Vay & nợ ngắn hạn	186	632	663	697	731
Nợ dài hạn đến hạn phải trả					
Phải trả người bán	54	284	224	197	266
Nợ ngắn hạn khác	1.577	1.859	2.792	3.138	2.877
Tổng nợ ngắn hạn	1.817	2.775	3.679	4.031	3.875
Vay & nợ dài hạn	1.471	337	287	237	187
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	237	217	213	217	226
Tổng nợ dài hạn	1.708	553	500	454	412
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	3.526	3.328	4.179	4.485	4.287
Vốn chủ sở hữu	5.214	6.864	7.467	8.278	9.028
Lợi ích cổ đông thiểu số	977	35	35	35	35
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.191	6.899	7.502	8.314	9.063

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-22,3%	-4,5%	-4,2%	5,3%	9,8%
Tăng trưởng LNHHĐKD	14%	24%	20%	28%	-9%
Biên LNHHĐKD	26,2%	33,9%	42,5%	51,5%	42,7%
LN trên cổ phiếu	1.958	1.612	544	1.602	1.977
Giá trị sổ sách/cp	10.930	12.753	13.715	15.206	16.582
Khả năng thanh toán lãi vay	80,64	30,96	31,04	23,77	42,38
Thuế suất hiệu dụng	23,3%	24,7%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	66,9%	25,6%	29,6%	23,9%	25,3%
Số ngày phải thu	66,8	76,4	105,9	101,3	99,0
Số ngày tồn kho	856,48	1.161,43	1.909,09	2.604,46	1.989,19
Số ngày phải trả	12,14	36,84	70,27	66,34	53,84
ROIC	14,9%	18,6%	18,9%	20,3%	17,9%
ROCE	12,2%	15,0%	15,4%	17,5%	14,9%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,93%	7,00%	8,40%	9,91%	8,36%

Giá định chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh số ký bán (triệu VND)	N/A	2.636	5.082	5.842	4.948
Diện tích ký bán (triệu m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng căn hộ ký bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Quý đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp	34%	42%	53%	61%	51%
Giá bán bình quân (VND/ m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	26%	34%	42%	51%	42%
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	0,09	0,02	0,02	0,03	0,03
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	91%	98%	98%	97%	97%
Biên sinh lời từ bất động sản đầu tư	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu	4%	3%	5%	4%	4%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 6 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND27.500
Giá mục tiêu:	VND39.600
Giá mục tiêu cũ:	VND39.600
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	44,0%
CGS-CIMB / Consensus:	3,0%
Reuters:	NLG.HM
Bloomberg:	NLG.VN
Thị giá vốn:	US\$296,3tr
	VND6.866.821tr
GTGD bình quân:	US\$0,53tr
	VND12.355tr
SLCP đang lưu hành:	259,7tr
Free float:	46,3%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-0,4	-1,1	15,4
Tương đối (%)	1,3	3,2	8,5

Cổ đông chính

	% nắm giữ
Nguyễn Xuân Quang	13,0
PYN Elite Fund	6,8
Nguyễn Thị Bích Ngọc	5,6

Chuyên viên phân tích



Lại Thị Thanh Nhân

T (84) 914 459 879

E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

CTCP Đầu tư Nam Long

Triển vọng lợi nhuận tích cực trong 2020-22

- Ban lãnh đạo ước tính doanh thu năm 2019 đạt 2.614 tỷ đồng (-24,8%) và lợi nhuận ròng đạt 956 tỷ đồng (+32,5%), hoàn thành 76% và 100% kế hoạch của doanh nghiệp.
- Giá trị ký bán 11T2019 vượt 8.000 tỷ đồng (+60%) nhờ doanh số ký bán tích cực của các dự án Southgate và Akari.
- Duy trì đánh giá Khả quan với triển vọng tích cực hơn trong năm 2020-22.

Lợi nhuận ròng năm 2019 ước tính vượt kỳ vọng

Trong cuộc gặp nhà đầu tư vào ngày 10/12 của NLG, ban lãnh đạo cho biết lợi nhuận ròng dự kiến năm 2019 đạt 956 tỷ đồng (tăng 32,5% so với cùng kỳ), hoàn thành mục tiêu cả năm và có thể vượt 25,9% dự báo của chúng tôi nhờ thu nhập khác đạt 200 tỷ đồng từ dự án Đại Phước. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu doanh thu Q4/2019 đạt 1.289 tỷ đồng, bao gồm 468 tỷ đồng giá trị bàn giao từ Novia và doanh thu dịch vụ tư vấn đầu tư 640 tỷ đồng từ các dự án Hợp tác kinh doanh (BCC). Doanh thu sơ bộ năm 2019 của NLG ước tính ở mức xấp xỉ 2.614 tỷ đồng (-24,8% so với cùng kỳ), thấp hơn 25% so với mục tiêu cả năm và thấp hơn 6,9% so với dự báo của chúng tôi. NLG đã trì hoãn ghi nhận doanh thu chuyển nhượng đất 629 tỷ đồng từ dự án Akari và bàn giao 35 tỷ đồng từ dự án Southgate sang năm 2020 do quá trình xin cấp phép chậm. Theo ban lãnh đạo, NLG sẽ ghi nhận 200 tỷ đồng thu nhập khác từ dự án Đại Phước để bù đắp thiếu hụt.

Tăng trưởng lợi nhuận ròng ấn tượng trong năm 2020-22...

NLG đặt mục tiêu tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 25-30% trong năm 2020-22, phù hợp với dự báo của chúng tôi và được hỗ trợ bởi: i) doanh thu từ dịch vụ tư vấn đầu tư dự án cho liên doanh; ii) doanh thu chuyển nhượng đất từ các dự án Akari và Paragon; iii) lợi nhuận liên kết từ các dự án BCC sau khi hoàn thành bàn giao tại các dự án Mizuki Park và Southgate. NLG dự kiến sẽ bàn giao tổng cộng 15.758 căn thông qua các công ty liên kết và các dự án của chính NLG triển khai trong năm 2019-21, cao gấp 3 lần so với năm 2015-18.

...nhờ doanh số ký bán tích cực trong năm 2019-20

Giá trị ký bán 11T2019 đạt 8.000 tỷ đồng nhờ doanh số ký bán tích cực của các dự án Southgate và Akari. Doanh số ký bán của NLG trong tháng 12/2019 ước tính ở mức 600 tỷ đồng nhờ kế hoạch mở bán 50 căn siêu biệt thự trong dự án Southgate. Trong năm 2020, doanh nghiệp lên kế hoạch bán phần còn lại của các dự án Southgate, Akari, Mizuki và mở bán VSIP Hải Phòng và Nam Long 2.

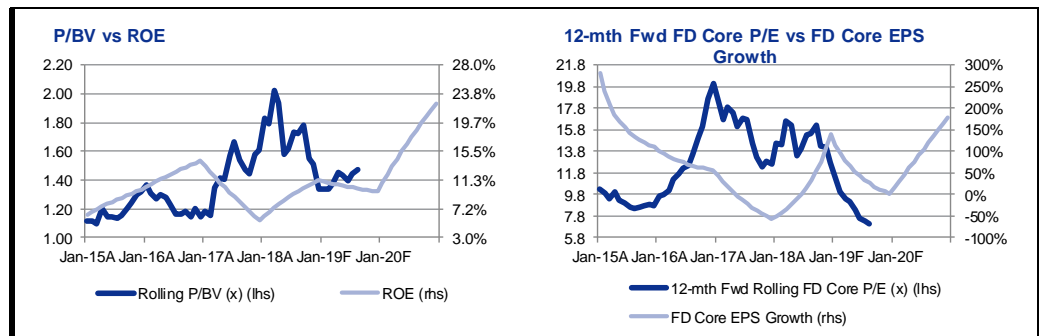
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 39.600 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan dựa trên triển vọng tích cực hơn trong 2020-22 nhờ đẩy mạnh bàn giao các dự án Southgate và Mizuki Park và doanh thu từ chuyển nhượng đất. Giá mục tiêu của chúng tôi duy trì ở mức 39.600 đồng/cp, thấp hơn 14% so với RNAV. Động lực tăng giá gồm giá bán cao hơn ở giai đoạn tiếp theo của dự án Mizuki và Akari. Rủi ro bao gồm: 1) lãi suất cho vay mua nhà gia tăng; 2) quy trình pháp lý chậm.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.161	3.480	2.807	1.719	2.282
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	895	1.026	316	15	199
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	512	721	759	1.421	1.699
EPS cốt lõi (VNĐ)	752	1.823	1.864	5.180	6.543
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-57%	142%	2%	178%	26%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	36,55	15,08	14,75	5,31	4,20
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	496,8	452,0	500,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	1,81%	1,64%	1,82%	1,82%	1,82%
EV/EBITDA (lần)	4,3	4,2	16,9	298,1	12,5
P/FCFE	4,49	NA	NA	9,67	3,51
Đòn bẩy	(0,44)	(0,20)	(0,03)	(0,12)	(0,32)
P/B (lần)	1,95	1,54	1,33	1,07	0,86
ROE	5,5%	11,3%	9,7%	22,3%	22,7%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,83	1,34	1,07

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	3.161	3.480	2.807	1.719	2.282
Lợi nhuận gộp	1.309	1.517	688	358	617
LN hoạt động thuần	895	1.026	316	15	199
Chi phí khấu hao	(14)	(13)	(16)	(17)	(17)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	881	1.013	299	(2)	182
TN từ hoạt động tài chính	65	92	582	1.853	2.031
TN từ các Cty LK & LD	(3)	14	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HKKD	6	9	137	-	-
Lợi nhuận trước thuế	950	1.128	1.018	1.851	2.213
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	950	1.128	1.018	1.851	2.213
Thuế	(194)	(241)	(204)	(370)	(443)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	756	887	815	1.481	1.770
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(221)	(124)	(9)	-	-
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Lãi lỗ ngoại tệ					
Các khoản điều chỉnh khác	(23)	(43)	(47)	(59)	(71)
Lợi nhuận ròng	512	721	759	1.421	1.699
Lợi nhuận thường xuyên	149	424	483	1.345	1.699
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	149	424	483	1.345	1.699

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	895	1.026	316	15	199
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	1.681	384	(1.070)	(387)	332
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ					
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	0	0	0	0	0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	12	12	16	17	17
Dòng tiền hoạt động khác	31	96	726	1.846	2.013
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(28)	(36)	(70)	(70)	(70)
Thuế đã trả	(238)	(346)	(204)	(370)	(443)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.261	991	(938)	(871)	(52)
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	0	0	0	0	0
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1	0	0	0	0
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	22	2	0	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	(751)	(1.719)	(615)	(209)	(0)
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(59)	(112)	638	1.945	2.108
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(786)	(1.830)	23	1.737	2.108
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(259)	600	(34)	(127)	(19)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	58	447	132	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(123)	(207)	(120)	(130)	(130)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(324)	840	(22)	(257)	(149)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán (tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	2.082	2.084	1.148	1.757	3.664
Xây dựng cơ bản dở dang	3.873	3.261	4.186	4.954	4.813
Các khoản phải thu ngắn hạn	579	1.833	1.800	1.644	1.725
Hàng tồn kho	11	12	13	14	16
Tài sản ngắn hạn khác	234	142	181	206	199
Tổng tài sản ngắn hạn	6.779	7.332	7.329	8.576	10.416
Tài sản cố định	44	40	35	30	25
Tổng đầu tư	788	1.722	2.331	2.534	2.529
Tài sản vô hình	22	16	14	13	11
Tài sản dài hạn khác	274	476	391	565	648
Tổng tài sản dài hạn	1.127	2.254	2.772	3.142	3.213
Vay & nợ ngắn hạn	216	201	218	140	171
Nợ dài hạn đến hạn phải trả	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	291	270	292	188	230
Nợ ngắn hạn khác	2.553	2.222	1.901	2.445	2.875
Tổng nợ ngắn hạn	3.061	2.694	2.411	2.774	3.276
Vay & nợ dài hạn	229	806	756	706	656
Nợ hỗn hợp	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	894	790	866	850	726
Tổng nợ dài hạn	1.123	1.596	1.622	1.556	1.382
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	4.183	4.290	4.033	4.330	4.658
Vốn chủ sở hữu	2.920	4.600	5.362	6.681	8.262
Lợi ích cổ đông thiểu số	803	684	693	693	693
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.723	5.285	6.055	7.374	8.955

Các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	24,8%	10,1%	-19,3%	-38,8%	32,7%
Tăng trưởng LNHHKD	81%	15%	-69%	-95%	1241%
Biên LNHHKD	28,3%	29,5%	11,2%	0,9%	8,7%
LN trên cổ phiếu	7.890	4.173	672	3.505	10.921
Giá trị sổ sách/cp	14.070	17.830	20.647	25.724	31.812
Khả năng thanh toán lãi vay	31,67	27,82	4,30	(0,03)	2,61
Thuế suất hiệu dụng	20,4%	21,3%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	13,8%	9,9%	15,7%	9,1%	7,6%
Số ngày phải thu	96,6	126,5	236,2	366,7	269,5
Số ngày tồn kho	2,32	2,11	2,12	3,63	3,26
Số ngày phải trả	48,36	52,20	48,37	64,52	45,82
ROIC	20,8%	37,0%	7,3%	0,0%	3,0%
ROCE	24,3%	21,8%	14,3%	25,2%	25,4%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	9,65%	8,81%	3,07%	-0,56%	0,59%

Giả định chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh số ký bán (triệu VND)	3.362.362	4.201.651	10.099.793	10.984.602	12.275.900
Diện tích ký bán (triệu m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng căn hộ ký bán	2.127	2.489	4.775	5.377	5.970
Quý đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp	47%	39%	43%	51%	51%
Giá bán bình quân (VND/ m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	19%	26%	7%	-19%	15%
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	71%	69%	45%	29%	51%
Biên sinh lời từ bất động sản đầu tư	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu	5%	5%	5%	5%	5%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 6 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND89.500
Giá mục tiêu:	VND104.300
Giá mục tiêu cũ:	VND104.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	23,5%
CGS-CIMB / Consensus:	-3,5%
Reuters:	VHM.HM
Bloomberg:	VHM VN
Thị giá vốn:	US\$12.038tr
	VND278.950.784tr
GTGD bình quân:	US\$5,04tr
	VND116.982tr
SLCP đang lưu hành:	3.350tr
Free float:	10,4%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1M	3T	12T
Tuyệt đối (%)	6,2	10	4,7
Tương đối (%)	4,1	6,1	4,8

Cổ đông chính	% năm giữ
Vingroup JSC	69,7
GIC	5,7

Chuyên viên phân tích



Lại Thanh Nhân

T (84) 914 459 879

E nhan.laithanh@vndirect.com.vn

CTCP Vinhomes

Dẫn đầu thị trường

- Lợi nhuận ròng 9T2019 tăng mạnh 30,9% so với cùng kỳ và hoàn thành 78,8% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo việc đẩy mạnh bàn giao các đại dự án sẽ giúp LNST tăng trưởng kép 36,7% trong 2018-21F.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 104.300 đồng/cp.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực trong 9T2019

Doanh thu 9T2019 tăng 68% sv cùng kỳ lên 37.642 tỷ đồng và hoàn thành 74,9% dự báo cả năm của chúng tôi nhờ vào tăng trưởng ấn tượng, bao gồm: i) doanh thu bàn giao BĐS tăng 72% sv cùng kỳ đạt 34.957 tỷ đồng, trong đó doanh số bán buôn đóng góp 24.400 tỷ đồng, ii) doanh thu quản lý vận hành BĐS tăng 44,9% sv cùng kỳ đạt 1.062 tỷ đồng, và iii) doanh thu cho thuê tăng 48,1% sv cùng kỳ đạt 953 tỷ đồng. Lợi nhuận 9T2019 tăng 30,9% sv cùng kỳ lên 15.323 tỷ đồng và cao hơn một chút so với thị trường và kỳ vọng của chúng tôi, hoàn thành 78,8% dự báo cả năm.

Doanh số bán buôn bùng nổ trong 2019-2020

Ban lãnh đạo chia sẻ doanh số bán buôn trong năm 2019 dự kiến đạt 45,8 ngàn tỷ đồng, 58,8% cao hơn giả định của chúng tôi. Bên cạnh doanh số chuyển nhượng lô đất dưới hình thức bán buôn ở lô thấp tầng ở dự án Ocean Park, lô cao tầng ở Smart City trong 9T2019, công ty kỳ vọng sẽ chuyển nhượng tiếp 21 lô cao tầng ở dự án Grand Park và 5 lô cao tầng ở dự án Smart City trong Quý 4/2019, góp phần giúp công ty ghi nhận doanh thu mảng bán buôn 37,4 ngàn tỷ đồng trong 2019 và 8,4 ngàn tỷ đồng trong 2020.

Triển vọng lợi nhuận tích cực trong 2019-21

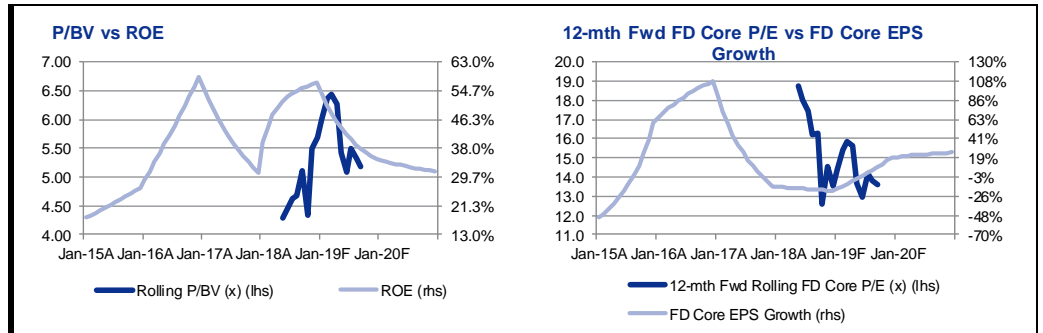
Theo chúng tôi, doanh thu năm 2019 của VHM có thể tăng 29,4% sv cùng kỳ nhờ doanh số bán buôn tại Ocean Park và Smart City lên đến 28.800 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng đạt 36,5% trong năm 2019, trong đó 59% số này có thể đến từ các giao dịch bán buôn phân khu dự án. Trong giai đoạn 2018-21, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép LNST đạt 36,7% nhờ bàn giao các dự án trung cấp. Chỉ số ROE trong 2019-21 có thể duy trì trên 35% nhưng có thể thấp hơn mức 57% của 2018 do công ty ghi nhận giá trị bàn giao đột biến trong 2018.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 104.300 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho VHM dựa trên định giá hấp dẫn và kỳ vọng tích cực vào doanh số bán từ dự án trung cấp. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu nên được cân nhắc cho mục tiêu dài hạn hơn nhờ khả năng hiện thực hoá lợi nhuận từ quỹ đất khổng lồ của VHM. Rủi ro đầu tư gồm: 1) doanh số ký bán kém hơn kỳ vọng; 2) lãi suất vay mua nhà tăng mạnh và 3) chậm phê duyệt, cấp phép xây dựng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	15.297	38.806	50.232	79.719	128.113
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	3.539	7.580	17.178	27.035	47.774
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.410	14.234	19.444	24.886	36.398
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.639	4.551	5.805	7.430	10.867
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-14%	-19%	28%	28%	46%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	15,16	18,79	14,73	11,51	7,87
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	1,17%	1,17%	1,17%
EV/EBITDA (lần)	10,8	39,7	18,6	12,2	7,0
P/FCFE	NA	NA	31,02	237,93	77,53
Đòn bẩy	1,36	0,59	0,40	0,37	0,26
P/B (lần)	3,10	6,63	4,83	3,54	2,52
ROE	31,0%	56,8%	38,0%	35,5%	37,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,01	0,93	1,09

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	15.297	38.806	50.232	79.719	128.113
Lợi nhuận gộp	5.577	9.906	21.305	34.617	59.388
LN hoạt động thuần	3.539	7.580	17.178	27.035	47.774
Chi phí khấu hao	(410)	(180)	(267)	(269)	(272)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.128	7.400	16.911	26.766	47.503
TN từ hoạt động tài chính	(688)	12.195	10.033	7.718	3.576
TN từ các Cty LK & LD	(88)	0	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(243)	13	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	2.109	19.609	26.944	34.484	51.078
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	2.109	19.609	26.944	34.484	51.078
Thuế	(543)	(4.855)	(5.389)	(6.897)	(10.216)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	1.565	14.754	21.555	27.588	40.863
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(156)	(520)	(2.111)	(2.702)	(4.465)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Lãi lỗ ngoại tệ	-	-	-	-	-
Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.410	14.234	19.444	24.886	36.398
Lợi nhuận thường xuyên	1.410	14.234	19.444	24.886	36.398
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	1.410	14.234	19.444	24.886	36.398

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	3.539	7.580	17.178	27.035	47.774
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	337	(22.186)	19.921	(1.401)	(11.194)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	-	-	-	-	-
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	689	19	580	510	498
Chi/(Thu) bằng tiền khác	16	(2)	(11.998)	(10.327)	(6.235)
Dòng tiền hoạt động khác	(10)	11.207	11.731	10.058	5.964
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(902)	(2.442)	(1.965)	(2.609)	(2.660)
Thuế đã trả	(872)	(3.408)	(5.389)	(6.897)	(10.216)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.796	(9.232)	30.059	16.368	23.931
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	-	-	-	-	-
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	34	4.902	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	2.028	23.474	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	(3.469)	(50.328)	(24.827)	(20.165)	(20.237)
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(8.052)	5.887	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(9.459)	(16.066)	(24.827)	(20.165)	(20.237)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	5.394	15.954	4.000	5.000	-
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	28	12.241	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	-	(945)	(3.350)	(3.350)	(3.350)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	6.699	6.699	6.699
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	5.422	27.250	7.350	8.350	3.350

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	1.562	3.516	9.398	7.252	7.596
Xây dựng cơ bản dở dang	16.891	26.974	68.043	99.559	129.172
Các khoản phải thu ngắn hạn	24.775	41.761	22.039	31.696	44.964
Hàng tồn kho	116	116	116	116	116
Tài sản ngắn hạn khác	1.079	8.099	7.334	10.215	14.053
Tổng tài sản ngắn hạn	44.421	80.466	106.929	148.837	195.901
Tài sản cố định	1.297	371	347	323	297
Tổng đầu tư	4.380	29.068	65.738	96.075	122.391
Tài sản vô hình	686	1.046	957	868	779
Tài sản dài hạn khác	520	6.857	7.204	3.796	5.532
Tổng tài sản dài hạn	6.883	37.342	74.247	101.062	128.999
Vay & nợ ngắn hạn	8.700	6.403	8.209	8.209	8.209
Nợ dài hạn đến hạn phải trả	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	925	2.149	2.157	3.353	5.099
Nợ ngắn hạn khác	24.598	32.506	73.167	111.239	146.742
Tổng nợ ngắn hạn	34.223	41.058	83.533	122.801	160.050
Vay & nợ dài hạn	6.628	25.506	27.700	32.700	32.700
Nợ hỗn hợp	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	329	3.126	3.619	3.836	4.075
Tổng nợ dài hạn	6.957	28.631	31.319	36.536	36.774
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	41.180	69.689	114.852	159.337	196.824
Vốn chủ sở hữu	6.904	43.173	59.268	80.804	113.852
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.220	4.945	7.057	9.758	14.223
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	10.124	48.119	66.324	90.562	128.076

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	36,4%	153,7%	29,4%	58,7%	60,7%
Tăng trưởng LNHKD	35%	114%	127%	57%	77%
Biên LNHKD	23,1%	19,5%	34,2%	33,9%	37,3%
LN trên cổ phiếu	(55.063)	(8.477)	(7.915)	(10.048)	(9.945)
Giá trị sổ sách/cp	27.617	12.889	17.694	24.124	33.991
Khả năng thanh toán lãi vay	3,47	3,03	8,60	10,26	17,86
Thuế suất hiệu dụng	25,8%	24,8%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	17,2%	13,5%	9,2%
Số ngày phải thu	350,6	312,9	231,8	123,4	109,2
Số ngày tồn kho	9,79	1,46	1,46	0,94	0,61
Số ngày phải trả	48,66	19,41	27,17	22,36	22,44
ROIC	487,7%	29,8%	26,8%	69,7%	118,8%
ROCE	18,5%	41,9%	31,7%	31,7%	35,8%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	4,76%	5,91%	9,05%	9,93%	13,22%

Giá định chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh số ký bán (triệu VND)	N/A	68.900	101.830	142.756	197.273
Diện tích ký bán (triệu m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng căn hộ ký bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Quý đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp	36%	26%	42%	43%	46%
Giá bán bình quân (VND/ m2)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	N/A	96%	95%	96%	97%
Biên sinh lời từ bất động sản đầu tư	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu	N/A	-6%	-8%	-10%	-9%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Khối Phân tích VNDIRECT

Trần Khánh Hiền – Phó Giám Đốc
hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Đình Quang Hình
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
hinh.dinh@vndirect.com.vn

Trần Hà My
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
my.tranha@vndirect.com.vn

Ngân hàng – Tài chính

Lê Minh Thùy
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
thuy.leminh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đăng Bảo Ngọc
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Công nghiệp – Công nghệ

Nguyễn Thanh Tuấn
Trưởng phòng
tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn
Chuyên viên Phân tích
toan.chuduc@vndirect.com.vn

Phan Như Bách
Chuyên viên Phân tích
bach.phannhu@vndirect.com.vn

BDS – Xây dựng – Vật liệu

Lại Thị Thanh Nhân
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
nhan.lai@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung
Chuyên viên Phân tích
trung.tranba@vndirect.com.vn

Dầu khí – Năng lượng – Tiện ích

Phạm Lê Mai
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
mai.phamle@vndirect.com.vn

Ethan Phan
Chuyên viên Phân tích
trung.phanthanh@vndirect.com.vn

Bán lẻ – Tiêu dùng – Dược

Natalie Nguyễn
Chuyên viên Phân tích
minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Đức
Chuyên viên Phân tích
duc.nguyentien2@vndirect.com.vn

Nông nghiệp – Hóa chất

Đình Quang Hình
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
hinh.dinh@vndirect.com.vn

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.