

Kỳ vọng những tầm cao mới



CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2021

Giám đốc Phân tích

Trần Thị Khánh Hiền

T (84) 90 364 3900

E hien.trankhanh@vndirect.com.vn

và Khối Phân tích VNDIRECT

MỤC LỤC

NHÌN LẠI NĂM 2020: Bước tiến vững chắc trong trạng thái “bình thường mới”	5
TTCK VIỆT NAM: “Thép đã tôi thế đấy”	10
TRIỂN VỌNG VÍ MÔ 2020	18
Kinh tế thế giới	18
Triển vọng kinh tế Việt Nam	20
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2021: SẴN SÀNG CẤT CẢNH	28
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2021	34
Triển vọng ngành	40
VẬT LIỆU XÂY DỰNG: Triển vọng tích cực	41
BDS NHÀ Ở: Sẵn sàng cho chu kỳ mới từ 2021	54
NGÂN HÀNG: Hồi phục tốt hơn so với kỳ vọng	62
BDS KHU CÔNG NGHIỆP: Triển vọng dài hạn vẫn tích cực	75
LOGISTICS: Nắm bắt cơ hội từ sự phục hồi của dòng chảy thương mại toàn cầu	82
HÀNG KHÔNG: Vượt qua sóng gió	91
BÁN LẺ: Sẵn sàng cho nhịp hồi phục trong năm 2021	98
PHỤ TÙNG Ô TÔ: Doanh số ô tô nội địa phục hồi tạo đà tăng trưởng tiêu thụ lốp radial	107
DỆT MAY: Chờ đợi sự phục hồi vào 2021	110
DẦU KHÍ: Chú trọng phát triển ngành công nghiệp khí	114
ĐIỆN: Phát triển năng lượng sạch	120
Triển vọng các doanh nghiệp	126
<i>NHTMCP Á Châu</i>	127
<i>TCT Cảng Hàng Không VN</i>	130
<i>CTCP Cao su Đà Nẵng</i>	133
<i>Công ty Cổ phần FPT</i>	136
<i>TCT Khí Việt Nam</i>	139
<i>CTCP Gemadept</i>	142
<i>Tập đoàn Hòa Phát</i>	145
<i>TCT Phát triển đô thị Kinh Bắc</i>	148
<i>CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền</i>	151
<i>Ngân hàng TMCP Bưu Điện Liên Việt</i>	154
<i>Ngân hàng TMCP Quân Đội</i>	157
<i>CTCP Đầu tư Thế Giới Di động</i>	160
<i>CTCP Đầu Tư Nam Long</i>	163
<i>CTCP Điện Nhon Trạch 2</i>	166
<i>TCT Hóa dầu Petrolimex</i>	169
<i>CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận</i>	172
<i>TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam</i>	175
<i>Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Dầu khí</i>	178
<i>TCT DV Kỹ thuật Dầu khí VN</i>	181
<i>Tổng công ty Vận tải Dầu khí</i>	184
<i>CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn</i>	187
<i>CTCP Sợi Thế kỷ</i>	190
<i>Techcombank</i>	193
<i>CTCP Dệt may Thành Công</i>	196
<i>Vietcombank</i>	199
<i>CTCP Vĩnh Hoàn</i>	202
<i>CTCP Vinhomes</i>	205
<i>NHTMCP Quốc Tế Việt Nam</i>	208
<i>CTCP Hàng không VietJet</i>	211
<i>Công ty CP Sữa Việt Nam</i>	214
<i>NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng</i>	217
<i>CTCP Vincom Retail</i>	220
<i>Tổng CTCP Bưu chính Viettel</i>	223

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2021

Kỳ vọng những tầm cao mới

- Dù đại dịch vẫn diễn biến phức tạp, triển vọng đầu tư vào thị trường Việt Nam vẫn đầy hứa hẹn với tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và những lợi thế từ hội nhập kinh tế toàn cầu.
- Chúng tôi kỳ vọng VNINDEX đạt mốc 1.180 điểm trong năm 2021 dựa trên P/E 2021 15,9 lần và tăng trưởng lợi nhuận thị trường đạt 23% svck.
- Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2021 là VHM, MWG, HPG, VPB, TCB, SCS, ACV và FPT.

Vững tin bước vào 2021

Thành công trong việc kiểm soát đại dịch Covid-19 giúp Việt Nam tránh được sự suy thoái và duy trì GDP tăng trưởng dương trong năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng GDP 2021 tăng trưởng 7,1% svck được tiếp sức bởi tăng trưởng 8,8% svck của ngành chế biến chế tạo và 7,1% svck của khu vực dịch vụ. Chúng tôi dự báo xuất khẩu tăng tốc với tăng trưởng 12% svck trong năm 2021 khi tổng cầu phục hồi ở các nước sau khi vaccine được thử nghiệm và sử dụng đại trà. Đồng Việt Nam nhiều khả năng mạnh lên do thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối ở mức cao. Chúng tôi không nhìn thấy áp lực lớn nào lên lạm phát trong năm sau giữa đà tăng của giá dầu khi mà giá thực phẩm đang hạ nhiệt.

Tăng trưởng lợi nhuận trên đà phục hồi

Trong bối cảnh Covid-19 tác động tiêu cực đến tất cả ngõ ngách của nền kinh tế, lợi nhuận của VNINDEX giảm 9,5% svck trong 9T20. Dù vậy, lợi nhuận của các doanh nghiệp trên HOSE chỉ giảm 5,9%, tích cực hơn nhiều so với đà sụt giảm trong nửa đầu năm. Với đà hồi phục mạnh của kinh tế vĩ mô và mô hình hồi phục chữ V của lợi nhuận thị trường, chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết sẽ tăng trưởng 23% trong năm 2021.

Chúng tôi đưa ra 4 luận điểm đầu tư cho giai đoạn bình thường mới

Thứ nhất, đà tăng trưởng của tổng cầu nội địa và niềm tin người tiêu dùng hồi phục sẽ trợ lực giúp bán lẻ, thực phẩm & đồ uống hồi phục nhanh hơn các ngành khác. Thứ 2, Đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh, tập trung vào cơ sở hạ tầng là điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp VLXD và hạ tầng hàng không. Thứ 3, ngành chế biến chế tạo là một trong những động lực tăng trưởng nhờ sự hồi phục của thương mại toàn cầu, đặc biệt là nền kinh tế Trung Quốc. Cuối cùng, môi trường lãi suất thấp sẽ tạo cơ hội cho các ngân hàng và các doanh nghiệp phát triển bất động sản.

Thời điểm thích hợp để hành động chính là bây giờ

Chúng tôi dự báo VNINDEX sẽ cán mốc 1.180 điểm trong 2021 dựa trên P/E 15,9 lần và tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường 23% svck. Các lựa chọn ưa thích của chúng tôi là **VHM, MWG, HPG, VPB, TCB, SCS, ACV** và **FPT**. Rủi ro giảm giá đối với thị trường gồm diễn biến khó lường của dịch Covid-19 và sự hồi phục lợi nhuận chậm hơn kỳ vọng của các DN niêm yết. Động lực tăng giá bao gồm việc triển khai sử dụng vaccine đại trà sớm hơn kỳ vọng và Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi của MSCI sớm hơn dự kiến.

Giám đốc Phân tích



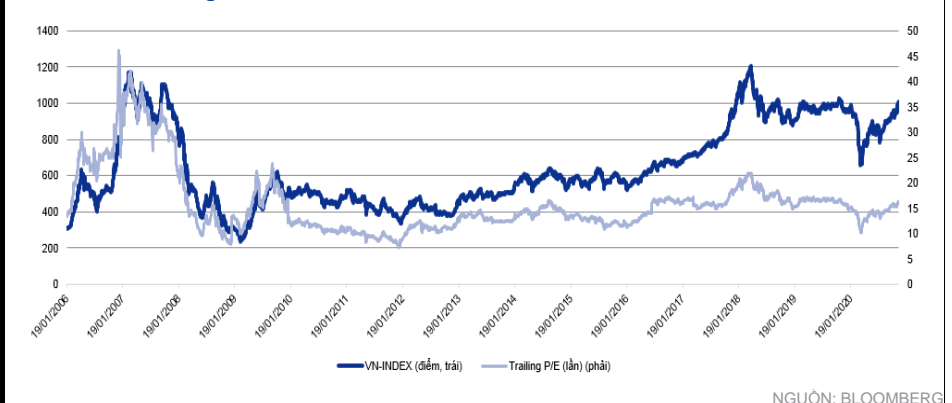
Trần Thị Khánh Hiền

T (84) 90 364 3900

E hien.trankhanh@vndirect.com.vn

và Khối Phân tích VNDIRECT

Hình 1: Diễn biến giá và P/E của VNINDEX



CHỜ ĐỢI GÌ Ở NĂM 2021?

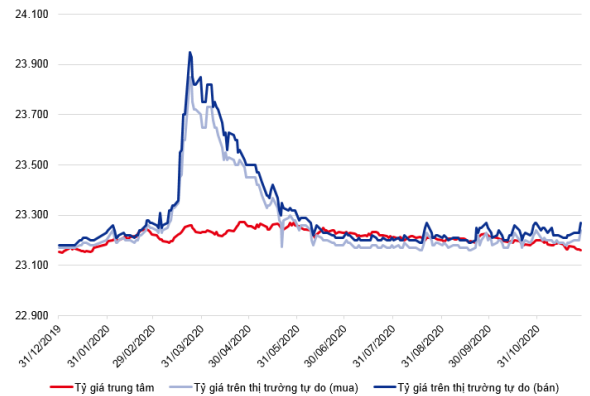
Tự tin bước vào năm 2021 >

Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam tăng 7,1% svck trong năm 2021, với tăng trưởng tích cực ở tất cả các ngành. Nền tảng vĩ mô sẽ tiếp tục được gia cố vững chắc với thặng dư thương mại cũng như dự trữ ngoại hối ở mức cao và áp lực lạm phát thấp. Theo quan điểm của chúng tôi, những yếu tố này có thể giúp Việt Nam chống chịu tốt những rủi ro từ bên ngoài và đem đến sự hỗ trợ mạnh mẽ cho ổn định tỷ giá.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2019	2020E	2021F
Tăng trưởng GDP	% yoy	7,0	2,8	7,1
Tăng trưởng xuất khẩu	% yoy	8,4	5,0	12,0
Tăng trưởng nhập khẩu	% yoy	6,9	1,7	11,0
Lạm phát bình quân	% yoy	2,8	3,2	2,9
Tăng trưởng tín dụng	% yoy	13,7	9,0	13,0
Tăng trưởng M2	% yoy	14,8	12,0	14,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,0	4,0	4,0
Biến động tỷ giá VND/USD	% yoy	1,4	0-1,0	+/-0,5
Thâm hụt ngân sách	% of GDP	-2,5	-5,0	-4,0
Nợ công	% of GDP	55,0	56,8	58,6

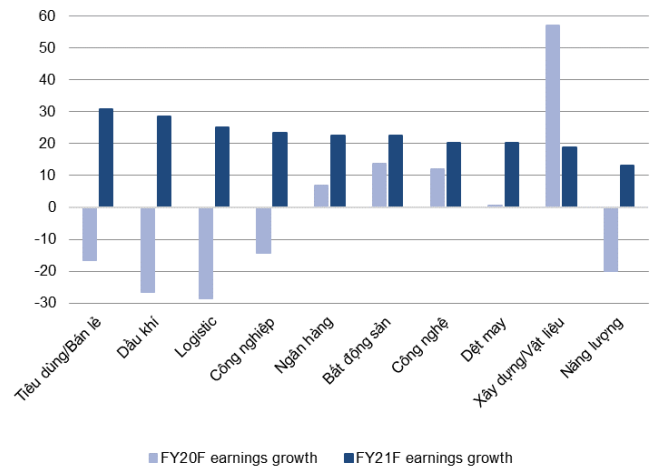
Tỷ giá USD/VND >

Chúng tôi cho rằng đồng USD sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2021 do Fed duy trì nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ phục hồi kinh tế. Bên cạnh đó, việc đồng Nhân dân tệ (Rmb) tăng mạnh trong các tháng gần đây sẽ làm giảm thâm hụt thương mại của Việt Nam với Trung Quốc. Tính đến ngày 30/11, đồng Rmb đạt tăng trưởng 5,4% từ đầu năm so với đồng USD. Do nhận thấy nhiều rủi ro tăng giá đối với đồng VND, chúng tôi đưa ra dự phóng VND sẽ dao động trong biên độ +/-0,5% so với đồng USD trong năm 2021.



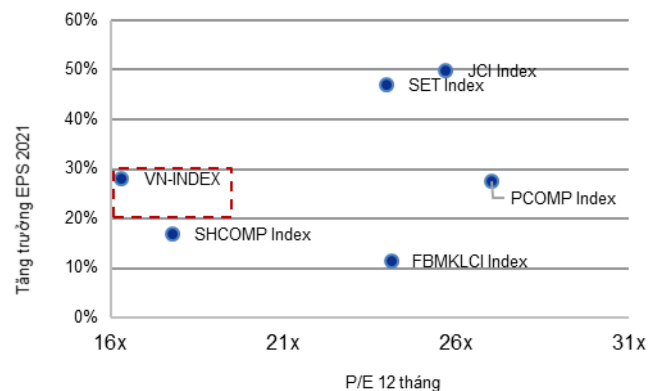
Tăng trưởng lợi nhuận tiếp đà hồi phục >

Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong rổ chỉ số VNINDEX đạt 23% svck trong năm 2021, thấp hơn so với tăng trưởng của các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi (coverage) của chúng tôi (36% svck). Với các cổ phiếu không trong danh mục theo dõi, chúng tôi sử dụng dự báo bình quân của Bloomberg.



Định giá thị trường Việt Nam vẫn đủ hấp dẫn khi so sánh với các thị trường láng giềng >

Dựa trên dữ liệu từ Bloomberg vào ngày 30/11/2020, VNINDEX đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng 16,3x, cao hơn so với mức 15,0x đầu năm 2020. Mức P/E này cũng cao hơn so với mức bình quân 5 năm (15,9x). So với các thị trường khác trong khu vực, P/E của Việt Nam tỏ ra hấp dẫn hơn; tuy vậy cần lưu ý rằng Việt Nam vẫn đang là thị trường cận biên trong khi đa phần các thị trường còn lại đã được phân loại là thị trường mới nổi.



NHÌN LẠI NĂM 2020: Bước tiến vững chắc trong trạng thái “bình thường mới”

Chuyên viên phân tích

Đình Quang Hình

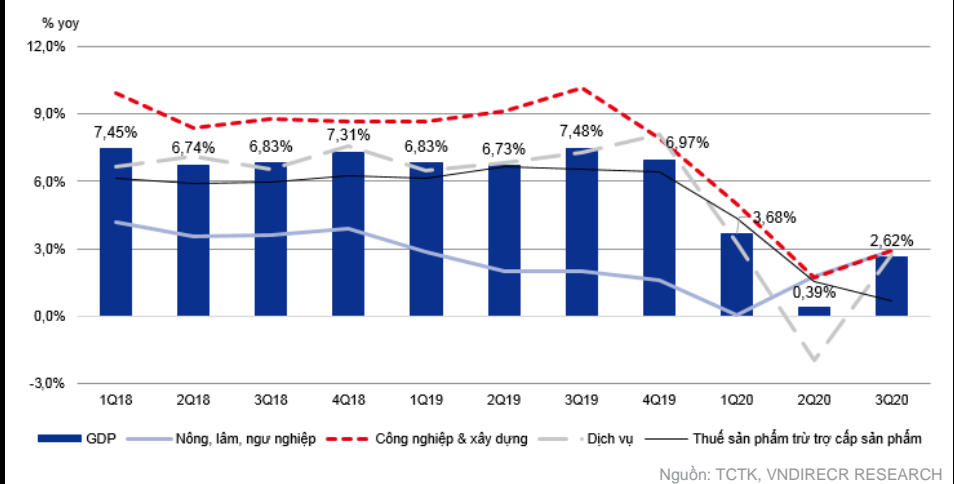
T (84) 38 527 4887

E hình.dinh@vndirect.com.vn

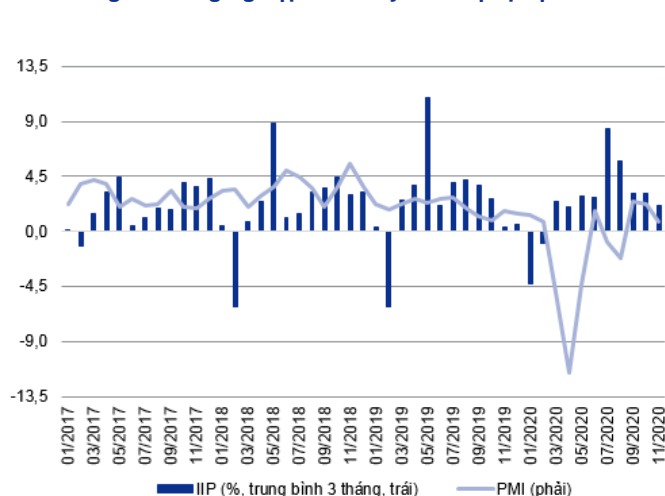
Kinh tế Việt Nam đang trên đà phục hồi ➔

Nền kinh tế Việt Nam dường như đã tránh được một cuộc khủng hoảng suy thoái do đại dịch Covid-19 gây ra, khi GDP 9 tháng đầu năm 2020 tăng 2,1% svck. Đây là một kết quả ấn tượng khi Việt Nam là nước Đông Nam Á duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng dương trong 9T20. Xuất khẩu và đầu tư công là hai động lực tăng trưởng chính. Cụ thể, xuất khẩu đạt tăng trưởng khả quan 5,3% trong 11T20 bất chấp thương mại toàn cầu bị thắt chặt; trong khi đó, giải ngân đầu tư công tăng mạnh 34% svck đạt 407 nghìn tỷ trong 11T20, vượt trội so với mức tăng 7% trong 11T19. Việt Nam đã thành công trong việc duy trì kinh tế vĩ mô ổn định trong bối cảnh toàn cầu suy thoái. Áp lực lạm phát được kiểm soát tốt mặc dù chỉ số giá thực phẩm tăng mạnh; CPI bình quân trong 11T20 tăng 3,5% svck, thấp hơn mức trần 4,0% cho năm 2020. Tỷ giá hối đoái duy trì ổn định nhờ thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối tăng mạnh.

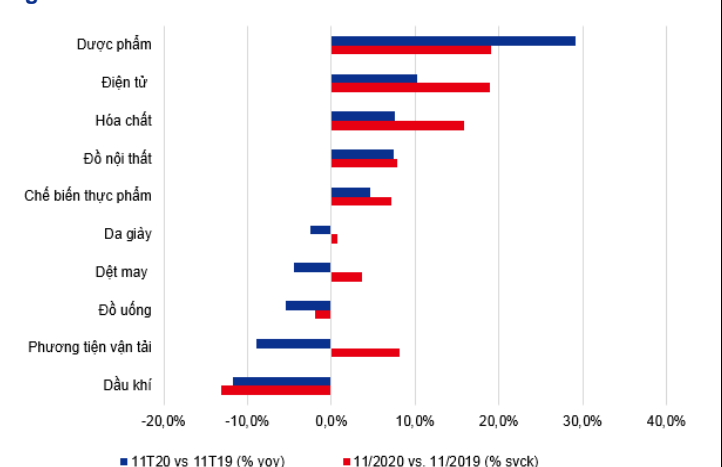
Hình 2: Tăng trưởng GDP theo quý của Việt Nam (phân theo các lĩnh vực chính)



Hình 3: Ngành công nghiệp cho thấy dấu hiệu phục hồi



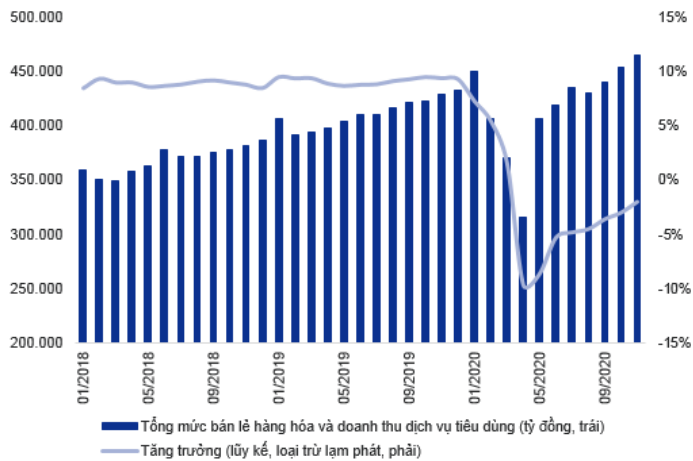
Hình 4: Sản xuất dược phẩm và điện tử dẫn dắt đà phục hồi của ngành sản xuất



Việt Nam đã trở thành một hình mẫu về phòng, chống dịch Covid-19, từ đó đặt nền tảng cho sự phục hồi kinh tế mạnh mẽ và vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ đạt tăng trưởng 2,8% svck trong năm 2020, một con số đáng khích lệ trong bối cảnh suy thoái toàn cầu. Trong ba nhóm ngành trụ cột, chúng tôi dự báo ngành nông, lâm, ngư nghiệp sẽ đạt tăng trưởng 2,4% svck trong năm

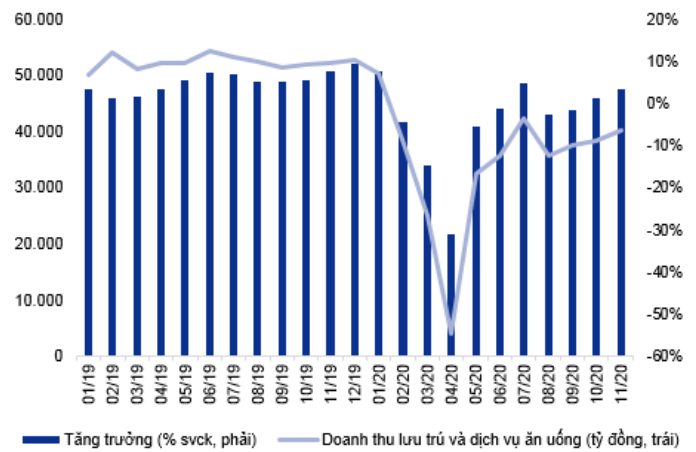
2020 (tăng từ mức 2% của năm 2019) sau khi nỗ lực vượt qua những khó khăn do dịch tả lợn Châu Phi (ASF) cùng đại dịch Covid-19 gây ra, qua đó cải thiện tăng trưởng qua từng quý. Hai ngành trụ cột còn lại cũng được kỳ vọng sẽ vượt qua giai đoạn khó khăn này và duy trì được mức tăng trưởng dương trong năm 2020; cụ thể, chúng tôi dự báo ngành công nghiệp và xây dựng tăng 3,4% svck trong năm 2020 (sv +8,9% năm 2019) và dự phóng ngành dịch vụ tăng 2,5% svck trong năm 2020 (sv +7,3% năm 2019).

Hình 5: Lĩnh vực dịch vụ phục hồi nhanh sau khi làn sóng lây nhiễm COVID-19 thứ 2 được đẩy lùi



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Doanh thu dịch vụ ăn uống, lưu trú phục hồi chậm do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19



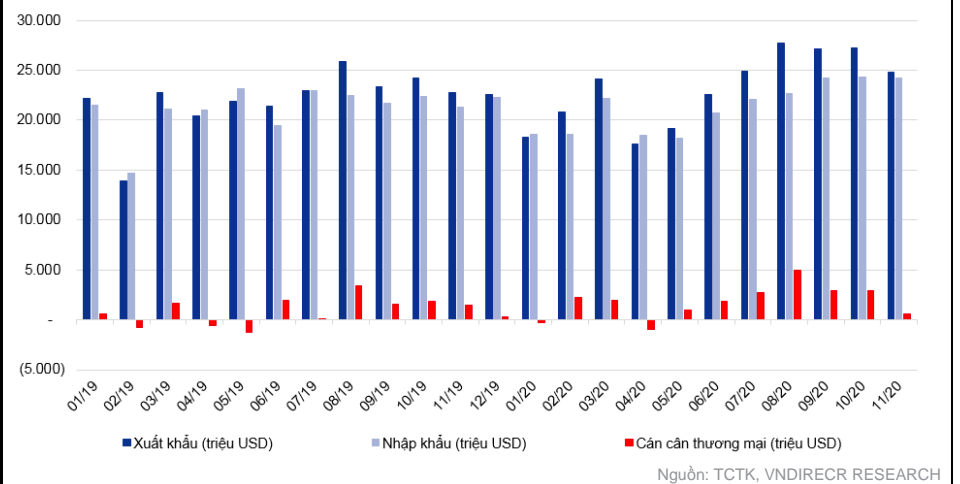
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Xuất khẩu trở thành điểm nhấn năm 2020 ➤

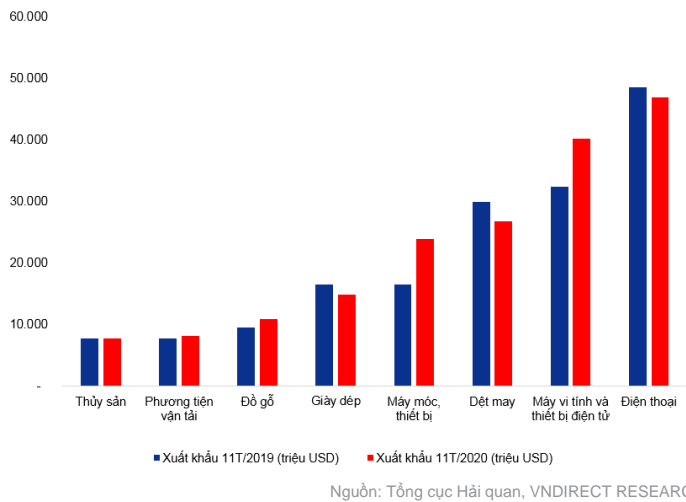
Công tác kiểm soát dịch Covid-19 đạt hiệu quả cao đã góp phần giúp Việt Nam duy trì hoạt động sản xuất, kinh doanh không bị gián đoạn và giành được nhiều đơn đặt hàng từ nước ngoài. Theo Tổng cục Thống kê Việt Nam (TCTK), trong 11T20, tổng giá trị hàng hóa xuất khẩu đạt 254,6 tỷ USD, tăng 5,3% svck bất chấp thương mại toàn cầu suy giảm do đại dịch Covid-19. Trong nhóm mặt hàng xuất khẩu, các mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong 11T20 bao gồm đồ chơi và dụng cụ thể thao (+52,4% svck), sản phẩm nội thất ngoài chất liệu gỗ (+50,2% svck), máy móc thiết bị (+44,5% svck), đá quý (+30,2% svck), giấy và các sản phẩm liên quan (+25,7% svck), máy tính (+24,3% svck), thép (+22,2% svck), dây và cáp cách điện (+20,2% svck), gỗ và các sản phẩm từ gỗ (+14,2% svck).

Đối với nhập khẩu, chi cho hàng hóa nhập khẩu của Việt Nam chỉ tăng nhẹ 0,3% svck đạt 234,5 tỷ USD do tiêu dùng nội địa giảm trong bối cảnh tỷ lệ thất nghiệp cao và thu nhập của người lao động bị ảnh hưởng tiêu cực do dịch Covid-19. Do đó, thặng dư thương mại 11T20 tăng lên mức 20,1 tỷ USD từ mức 10,8 tỷ USD cùng kỳ năm 2019. Việc thặng dư thương mại tăng cao là yếu tố góp phần ổn định tỷ giá hối đoái của Việt Nam trong 11T20.

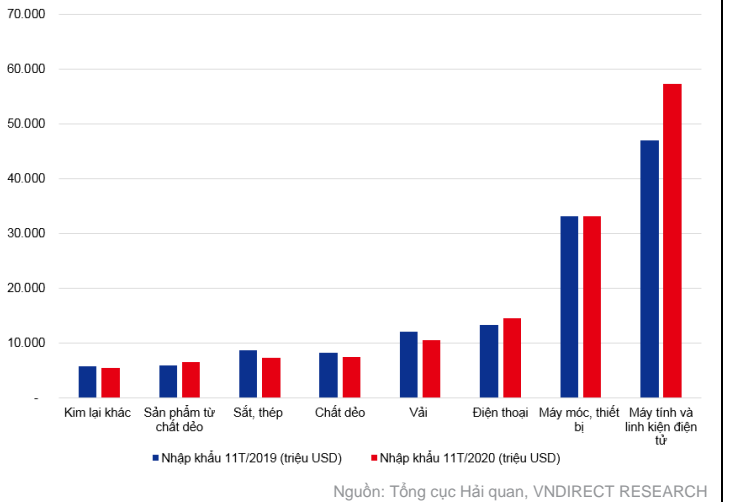
Hình 7: Xuất khẩu 11 tháng đầu năm 2020 tăng 5,3% svck



Hình 8: Giá trị xuất khẩu của những mặt hàng xuất khẩu chính trong 11T/20



Hình 9: Giá trị nhập khẩu của những mặt hàng nhập khẩu chính trong 11T/20

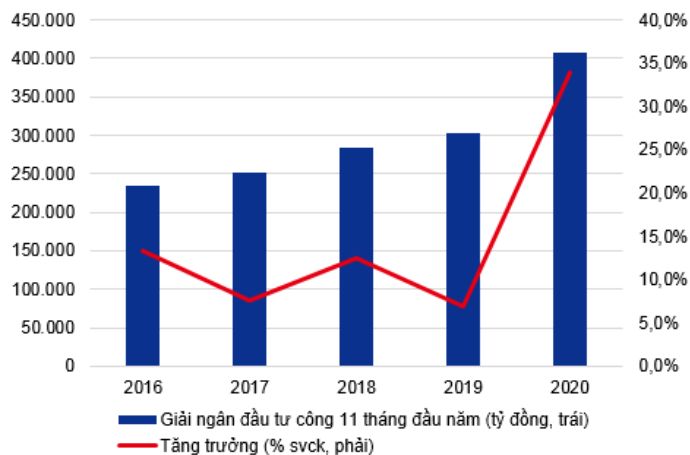


Một năm ấn tượng của đầu tư công ➤

Nhằm đảo ngược nguy cơ suy thoái nền kinh tế, Chính phủ đã có các động thái quyết liệt nhằm thúc đẩy đầu tư công.

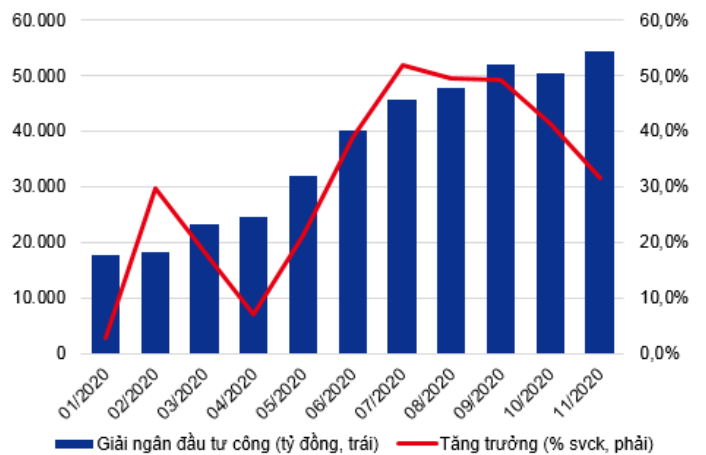
Ngày 6/4, Chính phủ đã ban hành Nghị định hướng dẫn thi hành Luật Đầu tư công sửa đổi, quy định về quản lý, thanh quyết toán vốn và chế tài xử lý đối với các tổ chức, cá nhân liên quan nhằm ngăn chặn tình trạng chậm giải ngân vốn đầu tư công. Chính phủ cũng cho phép chuyển vốn đầu tư công từ các dự án chậm giải ngân sang các dự án có tốc độ giải ngân nhanh hơn. Ngày 30/9, Bộ Giao thông Vận tải đã khởi công 3 tiểu dự án thuộc dự án cao tốc Bắc Nam, bao gồm Mai Sơn – Quốc lộ 45, đường cao tốc Vĩnh Hảo – Phan Thiết và Phan Thiết – Dầu Giây. Các tiểu dự án trên, với tổng mức đầu tư đạt 54.000 tỷ đồng (tương đương 45% tổng giá trị đầu tư của dự án cao tốc Bắc Nam), đã được Quốc hội phê duyệt hình thức cấp vốn từ đầu tư theo phương thức đối tác công – tư (PPP) sang đầu tư công. Nhờ các biện pháp hiệu quả trên, tổng các khoản đầu tư giải ngân từ ngân sách Nhà nước (đầu tư công) trong 11T20 tăng mạnh 34% svck đạt 406,8 nghìn tỷ đồng, cao hơn nhiều so với mức tăng 7% của 11T19, và hoàn thành 79,3% mục tiêu cả năm của Chính phủ. Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ duy trì mức tăng trưởng cao trong Q4/2020, và giải ngân vốn đầu tư công cả năm có thể hoàn thành 92 – 95% mục tiêu cả năm đã sửa đổi của Chính phủ.

Hình 10: Giải ngân đầu tư công tăng mạnh 34% svck trong 11T20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Hình 11: Giải ngân đầu tư công theo từng tháng

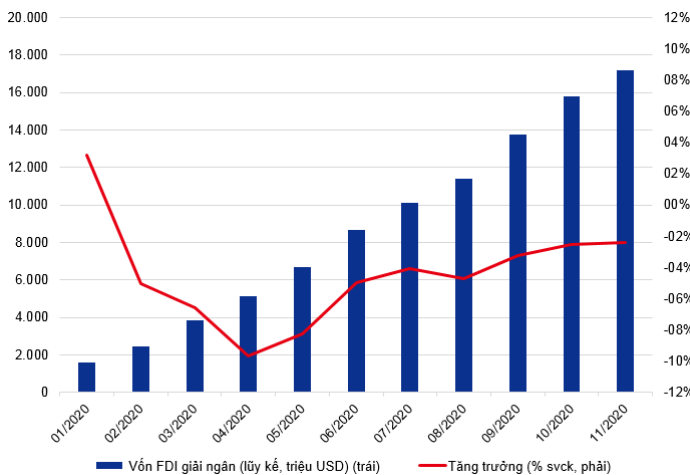


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Giải ngân vốn FDI suy giảm sau khi dịch Covid-19 bùng phát

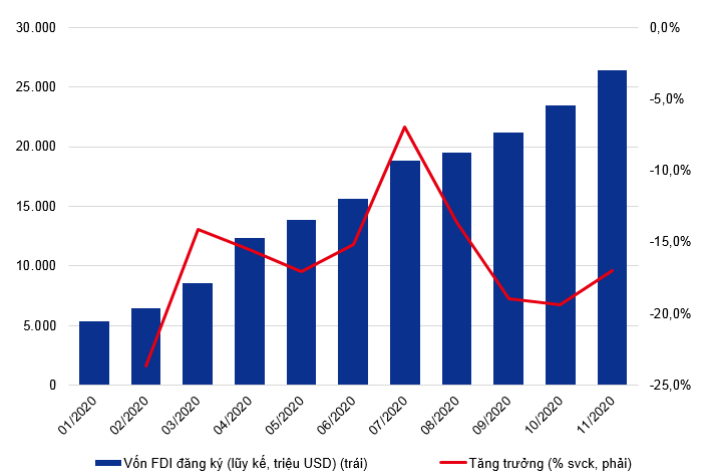
Đại dịch Covid-19 và suy thoái kinh tế toàn cầu đã khiến dòng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) chậm dần trong 11T20. Theo TCTK, tổng vốn FDI giải ngân trong 11T20 giảm 2,4% svck xuống 17,2 tỷ USD, trong khi đó tổng vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 16,9% svck xuống 26,4 tỷ USD. Chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI sẽ tiếp tục ở mức thấp trong các tháng tới do các nhà đầu tư nước ngoài có thể trì hoãn các kế hoạch đầu tư bởi lo ngại những rủi ro hiện hữu của kinh tế thế giới khi mà dịch Covid-19 chưa có dấu hiệu được kiểm soát trên phạm vi toàn cầu.

Hình 12: Vốn FDI giải ngân giảm nhẹ trong 11T20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Hình 13: Vốn FDI đăng ký lũy kế trong 11T/20 giảm 16,9% svck

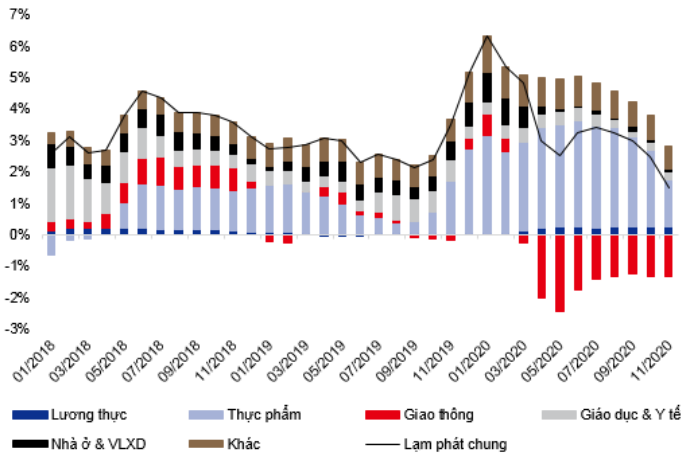


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Nền tảng vĩ mô duy trì ổn định

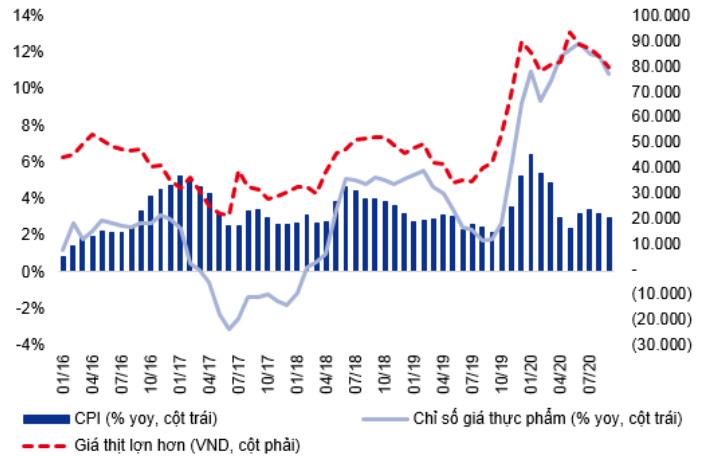
Lạm phát được kiểm soát tốt dưới mức trần 4% bất chấp giá thịt lợn leo thang do ảnh hưởng của dịch tả lợn Châu Phi. Cụ thể, chúng tôi dự báo chỉ số giá bình quân nhóm lương thực, thực phẩm tăng 10,0% svck trong 2020, tương đương gấp 2,5 lần con số năm 2019 do giá thịt lợn trung bình năm 2020 ước tính ở mức 81.000 đồng/kg (+64% svck). Lạm phát bình quân cả năm 2020 dự báo đạt 3,2%, thấp hơn mức trần 4% của Quốc hội. Tỷ giá hối đoái duy trì ổn định với tỷ giá VND/USD trung tâm của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) ở mức 23.133 đồng/USD vào ngày 30/11, giảm 0,2% tính từ đầu năm. Việc tỷ giá hối đoái duy trì ổn định được hỗ trợ bởi thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối tăng cao trong 11T20. Theo Ngân hàng Nhà nước (NHNN), dự trữ ngoại hối đã tăng lên 92 tỷ USD vào cuối tháng 8 từ mức 80 tỷ USD vào cuối năm 2019 và được kỳ vọng sẽ tăng lên 100 tỷ USD vào cuối năm 2020.

Hình 14: Áp lực lạm phát hạ nhiệt trong những tháng gần đây



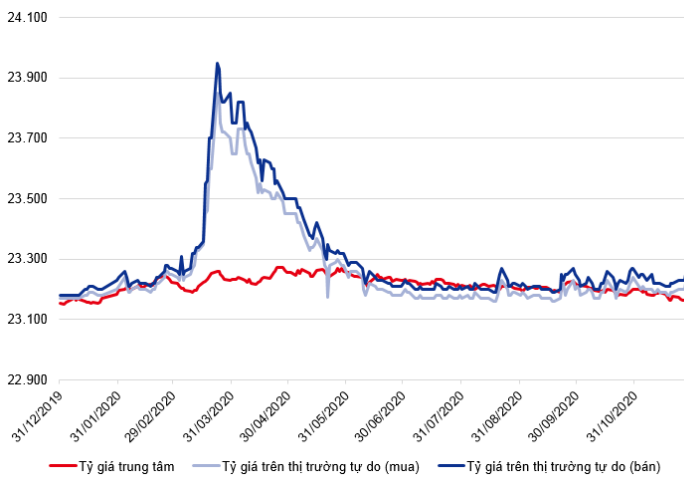
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chỉ số giá lương thực thực phẩm hạ nhiệt do giá thịt lợn hơi đang trên đà giảm



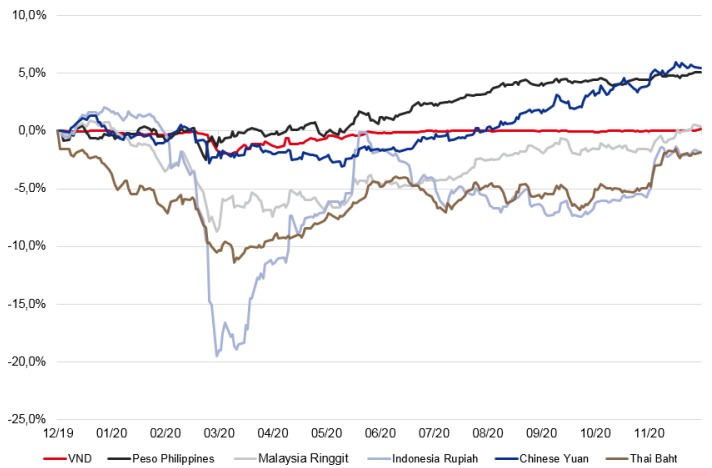
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Tỷ giá USD/VND (Từ đầu năm)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Đồng Nhân dân tệ tăng 5,4%, trong khi đồng VND tăng nhẹ 0,2% so với đồng USD trong 11T20



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

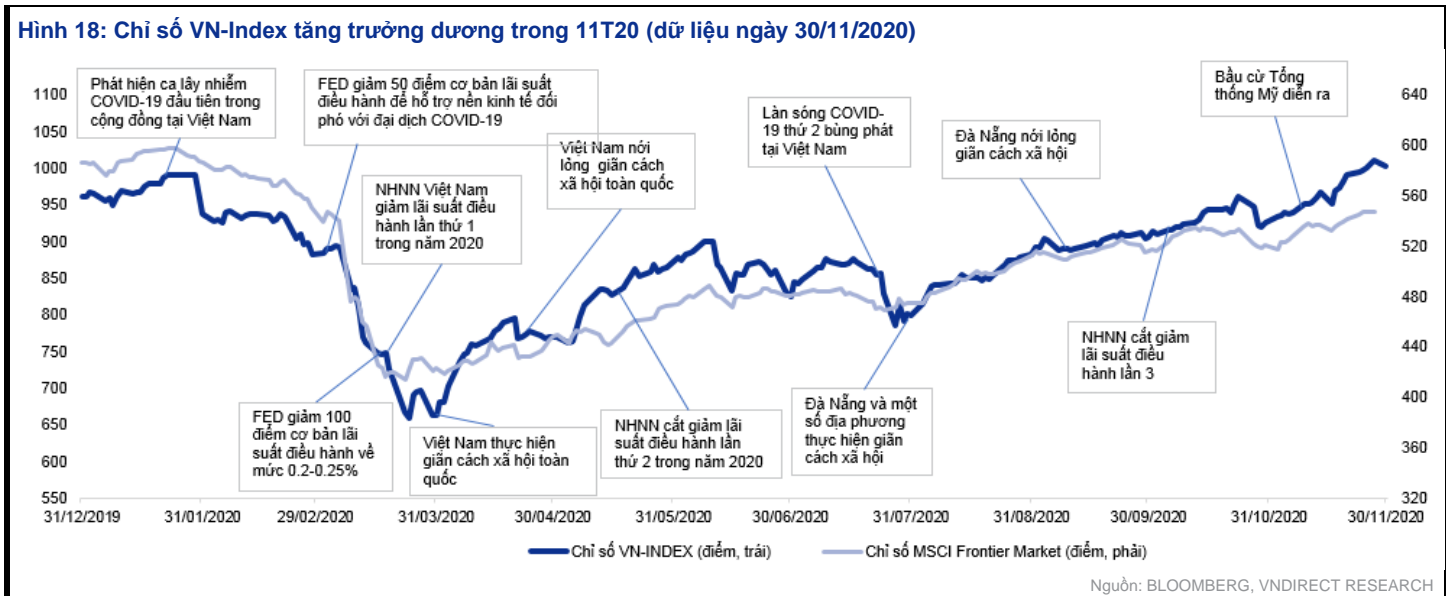
TTCK VIỆT NAM: “Thép đã tôi thế đấy”

VN-Index tăng 4,4% tính tới ngày 30/11/2020 >

TTCK Việt Nam khởi đầu năm 2020 tương đối ấn tượng khi chỉ số VN-INDEX tăng 4,4% chỉ trong 3 tuần đầu. Tuy nhiên, sự bùng phát của dịch Covid-19 đã phủ bóng đen lên TTCK trong 2 tháng sau đó. Chỉ số VN-Index rơi xuống mức thấp nhất trong năm 2020 là 659,2 điểm vào ngày 24/3/2020, tương đương giảm 33,5% từ đỉnh ngày 22/1/2020.

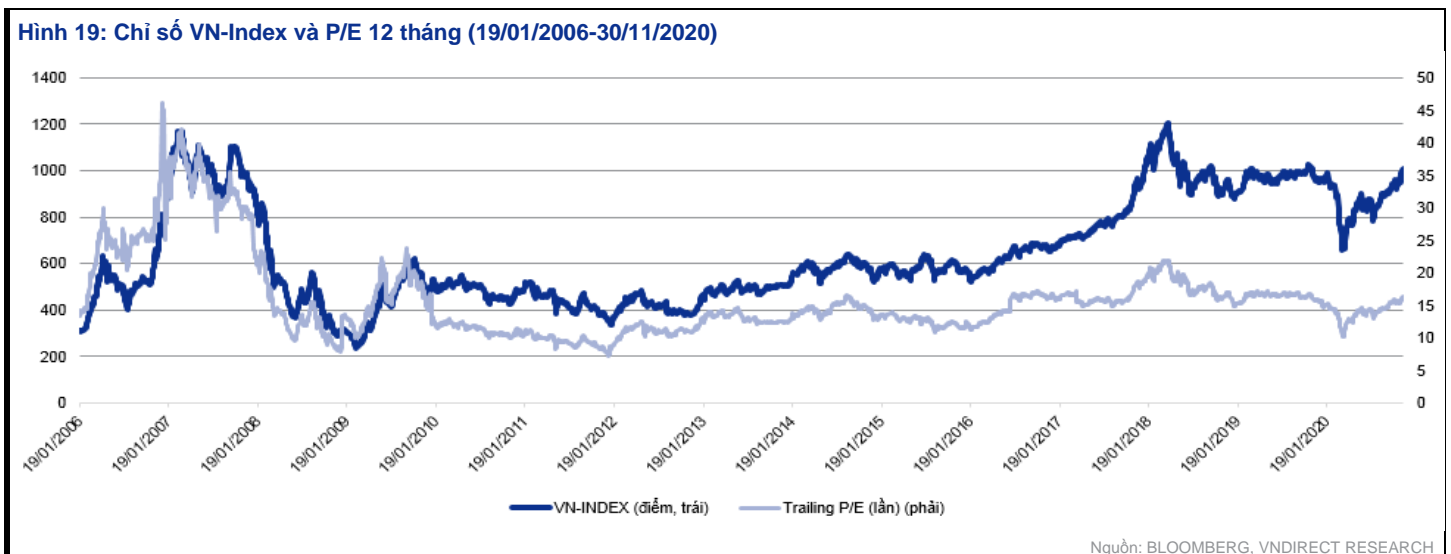
Tuy nhiên, nhờ sự thành công trong việc kiểm soát dịch COVID-19 trên cả nước, TTCK đã dần lấy lại sự tự tin. Tính từ ngày 25/3/2020, TTCK Việt Nam đã bắt đầu hành trình phục hồi đầy ấn tượng khi VN-Index lấy lại tất cả số điểm đã mất trước đó và leo lên mức 1.003 điểm vào ngày 30/11/2020, tương đương mức tăng vọt 52,2% từ mức đáy ngày 24/3 và tăng 4,4% so với đầu năm. Theo quan điểm của chúng tôi, sự phục hồi của TTCK Việt Nam là đến từ các yếu tố sau: 1) tiếp nối phục hồi ấn tượng của TTCK toàn cầu, 2) chính sách nới lỏng tiền tệ và mặt bằng lãi suất thấp kỷ lục đã kích thích dòng vốn trong nước đổ mạnh vào TTCK và 3) thành công trong kiểm soát dịch Covid-19 đã giúp Việt Nam duy trì tăng trưởng dương trong 9T20. Đồng thời, trong 11T20, chỉ số HNX-Index tăng mạnh 44,1% và chỉ số Upcom-Index tăng 18,3%.

Hình 18: Chỉ số VN-Index tăng trưởng dương trong 11T20 (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

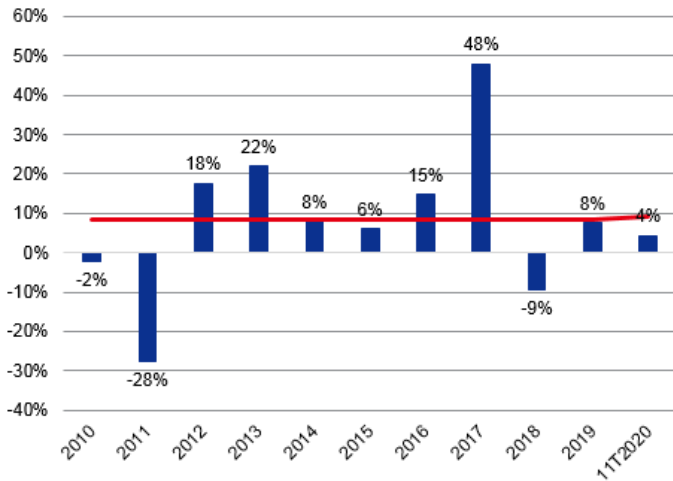
Hình 19: Chỉ số VN-Index và P/E 12 tháng (19/01/2006-30/11/2020)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

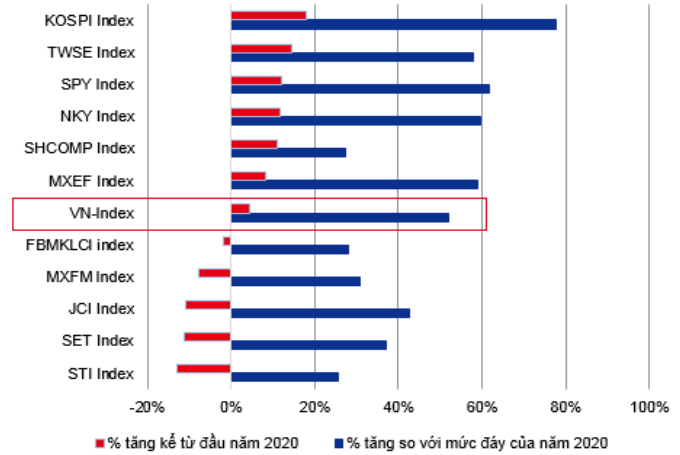
Nhìn chung, trong 11T20, TTCK Việt Nam ghi nhận kết quả tốt hơn so với các thị trường khác trong khu vực Đông Nam Á và chỉ số tham chiếu thị trường cận biên của MSCI.

Hình 20: Tốc độ tăng trưởng của chỉ số VN-INDEX trong 11T20 so với các năm trước đây (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: TTCK Việt Nam tăng trưởng tốt hơn các thị trường chứng khoán trong khu vực Đông Nam Á và chỉ số thị trường cận biên của MSCI



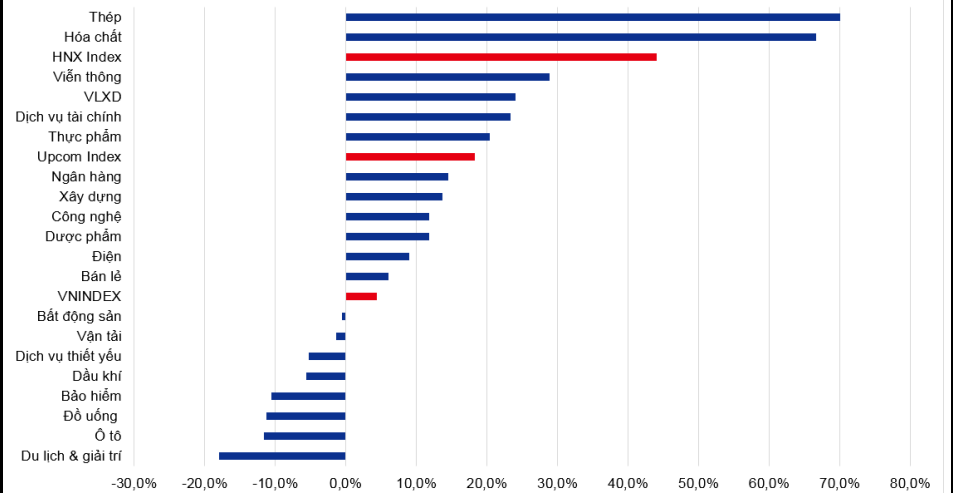
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Các cổ phiếu tác động mạnh nhất đến thị trường

Thép là nhóm ngành tăng trưởng mạnh nhất trong 11T20, chủ yếu nhờ mức tăng 84,7% của cổ phiếu Tập đoàn Hòa Phát (HPG). Tương tự, kết quả tích cực của nhóm ngành hóa chất chủ yếu đến từ mức tăng giá ấn tượng (+74,2%) của cổ phiếu Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) trong 11T20. Ngoài ra, chỉ số của nhóm ngành tài chính, sản xuất thực phẩm, ngân hàng và điện lực cũng có kết quả khả quan.

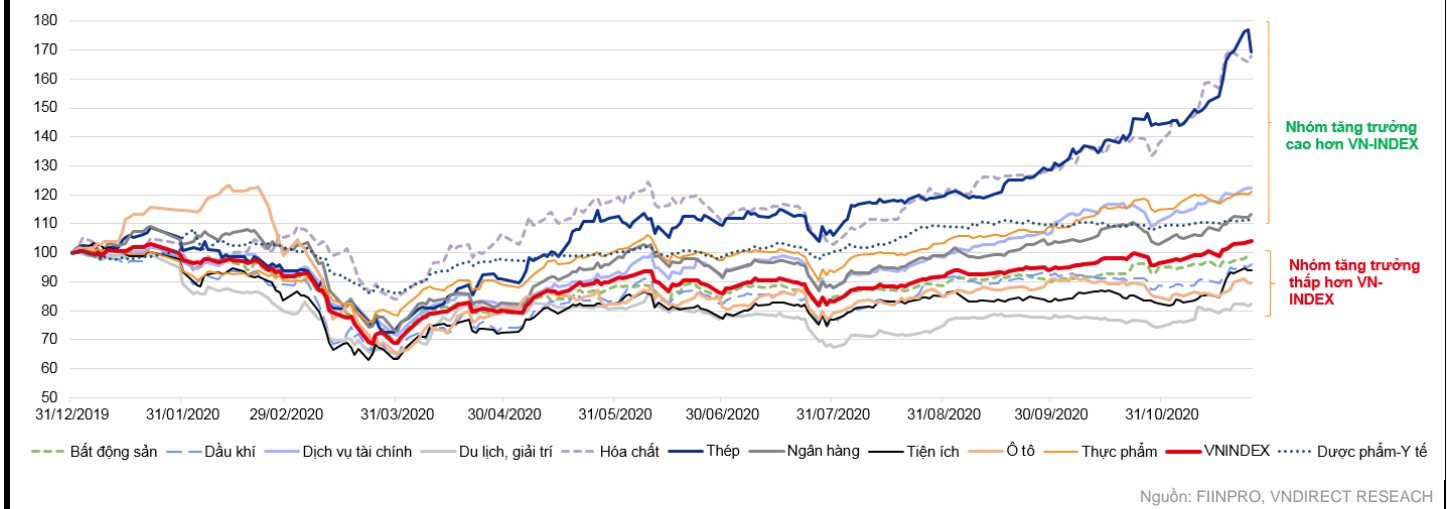
Trong khi đó, ngành dịch vụ và giải trí là nhóm giảm mạnh nhất do diễn biến giá kém khả quan của CTCP Hàng không Vietjet (VJC) và TCT Hàng không Việt Nam (HVN), sau đó đến các ngành đồ uống, bảo hiểm, ô tô, dầu khí và vận tải. Đây đều là các lĩnh vực chịu ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch Covid-19.

Hình 22: Mức tăng giá theo ngành trong 11T20 (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

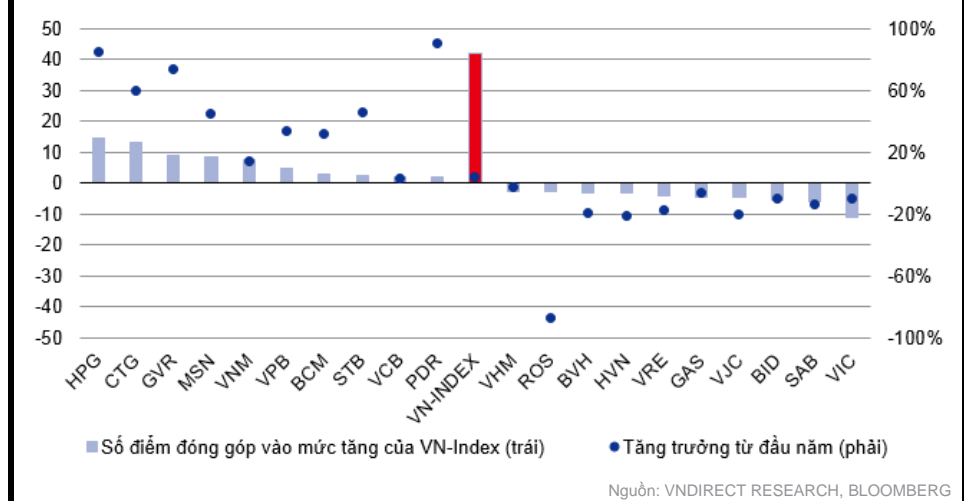
Hình 23: Diễn biến các ngành trên TTCK Việt Nam trong 11T20 (dữ liệu ngày 30/11/2020)



HPG là cổ phiếu dẫn dắt đà tăng của thị trường trong 11T20 với mức tăng 84,7% so với đầu năm, đóng góp tới 14,7 điểm (35%) vào mức tăng của VN-Index. Các cổ phiếu khác đóng góp đáng kể vào đà tăng của VN-Index bao gồm CTG, GVR, MSN, VNM và VPB.

Ngược lại, VIC ghi nhận mức giảm 9,7% từ đầu năm và lấy đi 11,1 điểm từ VN-Index. Các cổ phiếu khác đóng góp nhiều nhất vào đà giảm của thị trường bao gồm SAB, BID, GAS, VJC và VRE.

Hình 24: Nhóm cổ phiếu tác động mạnh nhất lên chỉ số VN-Index theo chiều tăng và giảm – HPG là cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào mức tăng của chỉ số trong 11T20 (dữ liệu ngày 30/11/2020)

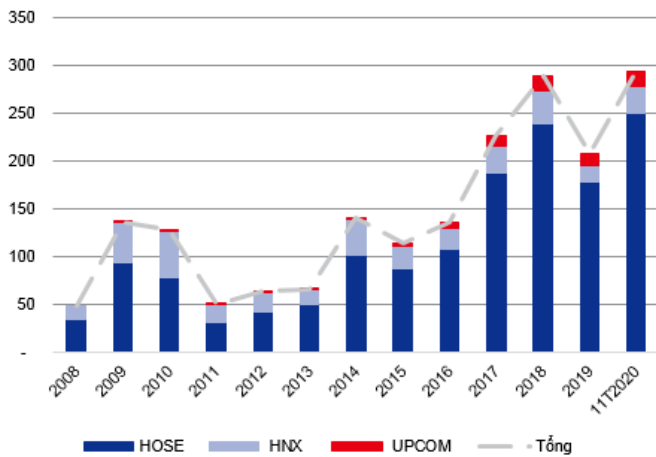


Thanh khoản tăng vọt từ T4/2020 nhờ “sự bùng nổ của nhà đầu tư F0”

Thanh khoản tăng mạnh là điểm nhấn của TTCK Việt Nam trong 11T20. Giá trị giao dịch (GTGD) bình quân trong 11T20 tăng mạnh 42% svck đạt 6.811 tỷ đồng do dòng tiền trong nước đổ vào thị trường chứng khoán tăng vọt. Theo số liệu từ Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (TTLKCK), các nhà đầu tư nhỏ lẻ đã mở mới tổng cộng 288.372 tài khoản mới trong 10T20 (+54% svck). Việc nhà đầu tư nhỏ lẻ trong nước chuyển hướng dòng tiền vào TTCK là do các lý do sau đây:

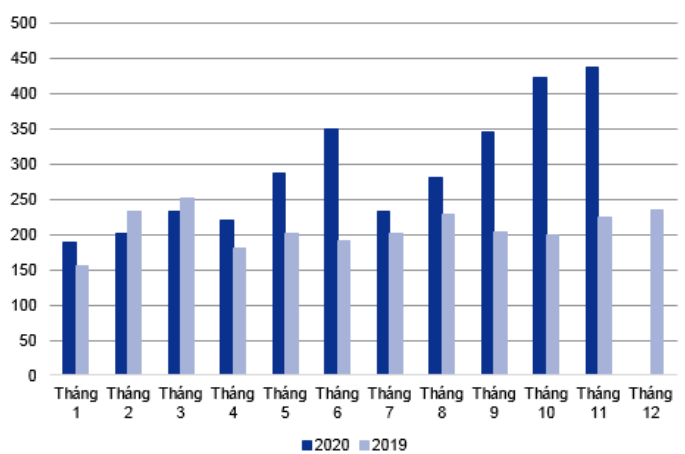
- Điều kiện tài chính nơi lỏng và lãi suất hạ (lãi suất tiền gửi tiết kiệm giảm 100 – 200 điểm cơ bản trong 11T20).
- Các kênh đầu tư khác như bất động sản và ngoại hối gặp nhiều khó khăn trong thời kỳ dịch Covid-19.
- Chứng khoán có lợi thế hơn so với bất động sản nhờ giao dịch chủ yếu là trực tuyến, vốn đầu tư ban đầu thấp và có tính thanh khoản cao.

Hình 25: Giá trị giao dịch toàn thị trường tăng 42% svck trong 11T20 (triệu USD) (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

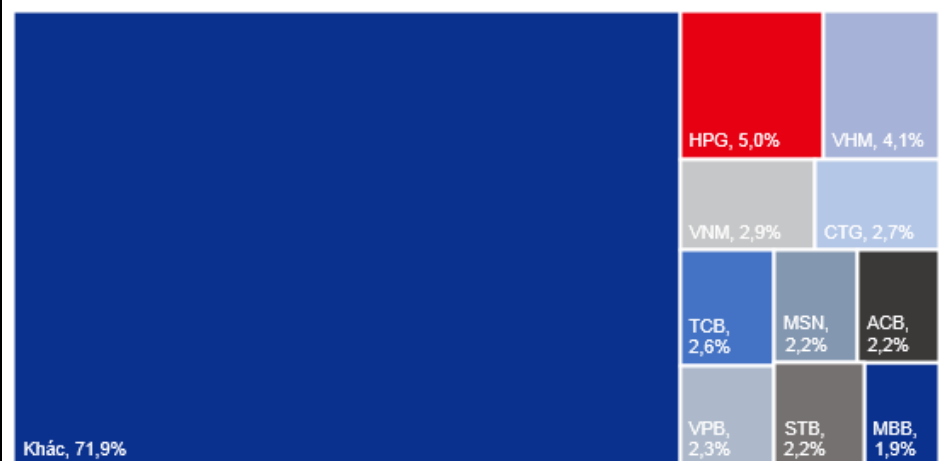
Hình 26: Thanh khoản TTCK tăng mạnh trong bối cảnh nới lỏng tiền tệ và mặt bằng lãi suất thấp (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Top 10 cổ phiếu có thanh khoản cao nhất đa phần là blue chip, với HPG có thanh khoản cao nhất khi chiếm tới 5% thanh khoản toàn thị trường, sau đó là VHM và VNM. Trong số 10 cổ phiếu này, 5 cổ phiếu thuộc ngành ngân hàng, bao gồm CTG, TCB, ACB, STB và MBB, đóng góp tổng 14% thanh khoản toàn thị trường.

Hình 27: Bức tranh thanh khoản toàn thị trường (dữ liệu ngày 30/11/2020)



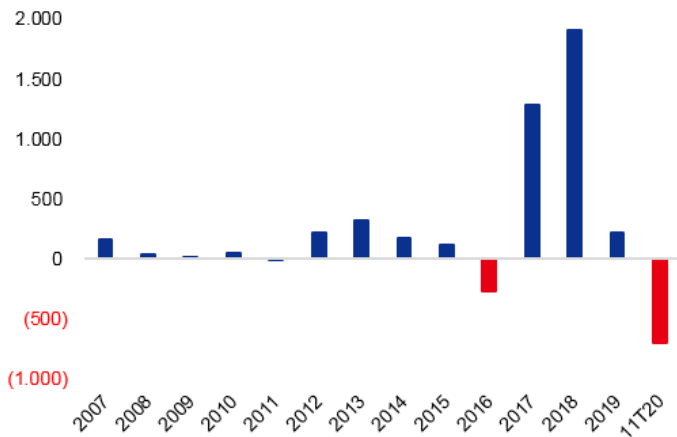
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Khối ngoại bán ròng trong 11 tháng đầu năm 2020

Khối ngoại bán ròng 720 triệu USD cổ phiếu trên TTCK Việt Nam trong 11 tháng đầu năm 2020. Việc khối ngoại bán ròng trên TTCK Việt Nam được kích hoạt bởi dòng tiền nước ngoài rút ròng khỏi các thị trường chứng khoán mới nổi và cận biên. Khi đại dịch Covid-19 lan rộng toàn cầu, nhà đầu tư quốc tế ưa thích các tài sản có rủi ro thấp như trái phiếu chính phủ và cổ phiếu ở các thị trường phát triển như Nhật Bản, Mỹ và EU, trong khi các tài sản rủi ro ở thị trường cận biên và mới nổi ít được ưa chuộng hơn.

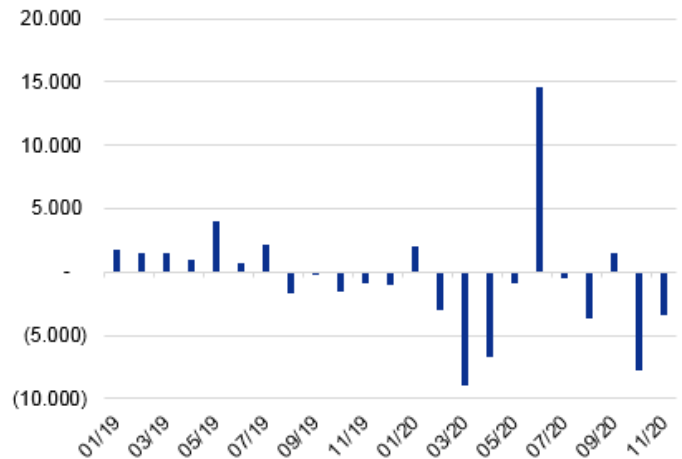
VHM là cổ phiếu bị khối ngoại mua ròng mạnh nhất trong 11 tháng đầu năm 2020 với giá trị mua ròng đạt 773 triệu USD, trong đó một nhóm các nhà đầu tư tổ chức do Kohlberg Kravis Roberts (KKR US, Not rate) dẫn đầu đã chi khoảng 670 triệu USD để mua 210 triệu cổ phiếu VHM. Khối ngoại cũng mua ròng các mã lớn khác, bao gồm PLX, MWG, MCH và FPT, và một số mã trung bình như PGD, PHR, KDC, DGW và VTP. Trong khi đó, khối ngoại bán ròng các mã đáng chú ý như VIC, HPG, VRE, SHB và VJC.

Hình 28: Khối ngoại bán ròng 720 triệu USD trong 11T20 (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Khối ngoại bán ròng mạnh trên TTCK Việt Nam sau khi dịch COVID-19 bùng phát (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Mua/bán của khối ngoại trong 11T20 trên HOSE (triệu USD) (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Nhóm cổ phiếu khối ngoại mua ròng mạnh nhất (triệu USD) (dữ liệu ngày 30/11/2020)

Mã	Mua/bán ròng	Mua	Bán
VHM	773	1.334	561
PLX	64	119	55
PGD	44	44	0
MWG	25	65	40
PHR	19	34	15
KDC	17	28	10
DGW	7	20	12
VTP	5	39	34
MCH	4	9	4
FPT	3	127	124

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Nhóm cổ phiếu khối ngoại bán ròng mạnh nhất (triệu USD) (dữ liệu ngày 30/11/2020)

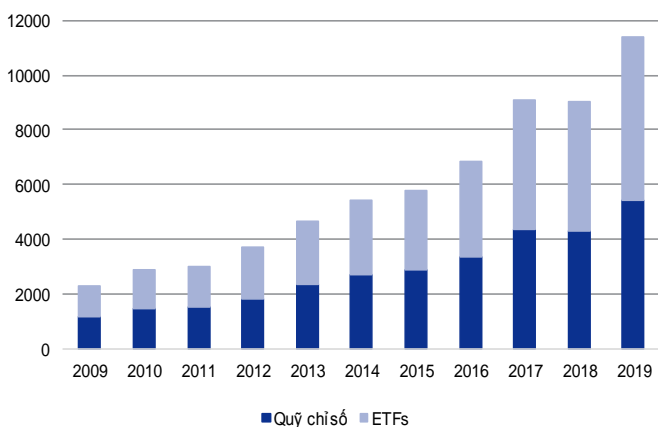
Mã	Mua/bán ròng	Mua	Bán
MSN	(194)	222	416
HPG	(162)	414	576
VIC	(126)	371	497
HDB	(78)	79	157
VNM	(54)	887	941
CII	(51)	8	59
BID	(48)	39	88
POW	(46)	58	104
VRE	(46)	274	320
SHB	(42)	8	50

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sự “trỗi dậy” của các quỹ ETFs >

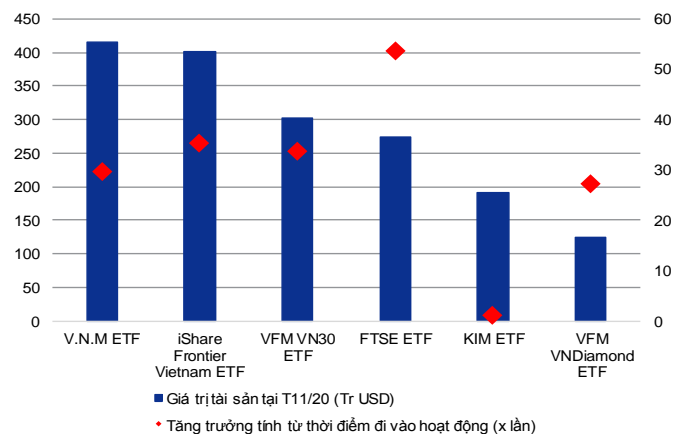
Quy mô tổng tài sản các quỹ ETF quản lý trên toàn cầu đã tăng mạnh trong giai đoạn 2009-2019 với mức tăng gần 400% lên 11,4 nghìn tỷ USD tại ngày 19/11/2019, theo dữ liệu của Morningstar và Investment Company Institute. Các quỹ ETF thường được coi là phương án thay thế rẻ hơn và hiệu quả cho các quỹ đầu tư tương hỗ trong bối cảnh thị trường biến động mạnh nhờ ưu thế về danh mục đầu tư đa dạng hóa, chi phí giao dịch thấp và các tùy chọn giao dịch chênh lệch giá. Với những ưu điểm trên, xu hướng đầu tư vào các quỹ ETF đang nở rộ trên toàn cầu trong những năm gần đây.

Hình 33: Tổng giá trị tài sản (Tỷ USD) của các ETF và quỹ chỉ số trong giai đoạn 2009 - 2019



Nguồn: Morningstar data, Investment Company Institute, Strategic Insight Simfund, FT

Hình 34: 6 ETF có giá trị tài sản lớn nhất tại Việt Nam



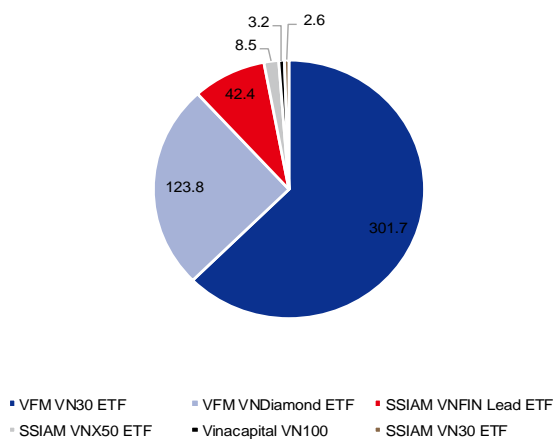
Nguồn: VND RESEARCH, ETF reports

Số lượng các quỹ ETF tại Việt Nam, bao gồm các quỹ ETF nước ngoài và các quỹ ETF trong nước đã tăng đáng kể trong 10 năm qua.

FTSE Vietnam ETF và VNM ETF là hai quỹ ETF ngoại đầu tiên đầu tư vào TTCK Việt Nam, lần lượt được thành lập vào năm 2008 và 2009 với giá trị tài sản ban đầu lần lượt là 5,1 triệu USD và 14 triệu USD. Tổng tài sản hiện tại của các quỹ này lần lượt là 273 triệu USD và 418 triệu USD tính đến ngày T11/2020.

Quỹ ETF nội đầu tiên tại Việt Nam được thành lập vào năm 2014 là VFMVN30 với giá trị tài sản ban đầu là 9 triệu USD, và hiện đã tăng 32 lần lên 301 triệu USD tại thời điểm T11/20. Hiện tại, số lượng các quỹ ETF trong nước tại Việt Nam là 7 quỹ, với tổng giá trị tài sản đạt khoảng 480 triệu USD.

Hình 35: Giá trị tài sản của các ETF nội ở Việt Nam



Dữ liệu tháng 11 năm 2020

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo của các quỹ ETF

Hình 36: Danh sách các ETF tại thị trường Việt Nam

Chỉ số tham chiếu	Tên ETF	Loại ETF	Năm đi vào hoạt động	Giá trị tài sản tại thời điểm đi vào hoạt động (Tr USD)	Giá trị tài sản tại T11/20 đi vào hoạt động (Tr USD)	Tăng trưởng từ thời điểm đi vào hoạt động đến T11/20 (x lần)
Vaneck VN	V.N.M ETF	Ngoại	2009	14,0	416,0	29,7
MSCI Frontier VN30	iShare Frontier Vietnam	Ngoại	2012	11,4	401,0	35,3
VN30	VFM VN30 ETF	Nội	2014	9,0	301,7	33,6
FTSE VN	FTSE ETF	Ngoại	2008	5,1	273,0	53,5
VN30	KIM ETF	Ngoại	2016	163,0	190,0	1,2
VNDiamond	VFM VNDiamond	Nội	2020	4,5	123,8	27,3
VNFIN Lead	SSIAM VNFIN Lead	Nội	2020	9,4	42,4	4,5
MSCI VN	Premia MSCI Vietnam	Ngoại	2019	21,0	23,2	1,1
VNX50	SSIAM VNX50 ETF	Nội	2017	3,6	8,5	2,4
VN100	Vinacapital VN100	Nội	2020	2,5	3,2	1,3
VN30	SSIAM VN30 ETF	Nội	2020	2,4	2,6	1,1
VN30	Mirae Asset VN30	Nội	2020	na	na	na
VN30	KIM ETF Leverage	Ngoại	2020	na	na	na

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo của các quỹ ETF

Chỉ tính riêng trong năm 2020, đã có 5 quỹ ETF nội địa được thành lập tại Việt Nam, chiếm 70% tổng số quỹ ETF nội hiện đang hoạt động tại Việt Nam. Các quỹ ETF mới không chỉ dựa trên chỉ số vốn hóa thị trường (như VN30 hay VN100), mà còn dựa trên các chỉ số tùy chỉnh dựa trên nhu cầu thực của các quỹ đầu tư

hiện nay, bao gồm các quỹ như VNDiamond, VNFinlead và VNFinselect, với những tiêu chí rất đặc biệt.

Điển hình nhất trong số này là VNDiamond ETF, gồm một số cổ phiếu đã hết room sở hữu nước ngoài đáng chú ý tại Việt Nam. Đây là một phương thức đầu tư mới để nhà đầu tư nước ngoài có thể đầu tư gián tiếp vào các cổ phiếu Việt Nam đã hết room sở hữu nước ngoài. Mặc dù ra mắt vào ngày 20/5 với giá trị tài sản chỉ 4,5 triệu USD nhưng giá trị tài sản của VNDiamond ETF đã tăng gấp 26 lần lên 124 triệu USD và hiện là quỹ ETF nội lớn thứ hai tại thị trường Việt Nam, chỉ sau quỹ VFMVN30 ETF.

Trong tương lai, với sự hấp dẫn của thị trường Việt Nam cũng như sự gia tăng của các dịch vụ quản lý tài sản dài hạn, chúng tôi tin rằng vốn sẽ tiếp tục chảy vào thị trường Việt Nam thông qua các khoản đầu tư ETF và mở rộng thị trường ETF của Việt Nam hơn nữa.

Hình 37: Danh mục theo dõi của VNDIRECT: Hiệu suất đầu tư trong 11T20 (dữ liệu ngày 30/11/2020)

Mã cổ phiếu	Giá ngày 30/11/2020 (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị ban đầu	% tăng/giảm kể từ đầu năm 2020
PC1	25.700	17.200	Khả quan	46,9%
LPB	12.450	13.100	Trung lập	61,7%
NLG	28.800	39.600	Khả quan	4,7%
ACV	72.300	88.200	Khả quan	-3,6%
DPM	17.150	17.100	Trung lập	32,4%
QNS	35.500	44.300	Khả quan	31,5%
LTG	24.300	27.300	Khả quan	15,7%
VCB	93.000	89.200	Trung lập	3,1%
MBB	20.350	22.900	Khả quan	-2,2%
VPB	26.800	25.000	Trung lập	34,0%
TCM	35.500	26.400	Trung lập	84,9%
HPG	35.500	40.500	Khả quan	51,1%
PVT	12.550	14.400	Khả quan	-25,3%
STK	20.600	22.400	Khả quan	17,4%
PNJ	77.900	78.800	Khả quan	-9,4%
KDH	26.750	29.100	Khả quan	-0,6%
ACB	27.200	28.200	Khả quan	19,3%
GAS	83.500	70.000	Trung lập	-10,9%
PVS	14.700	15.900	Khả quan	-16,0%
PVD	12.950	11.700	Trung lập	-14,0%
MSH	38.850	51.600	Khả quan	-12,3%
MWG	116.000	151.200	Khả quan	1,8%
POW	10.100	12.200	Khả quan	-11,8%
TCB	24.100	29.300	Khả quan	2,3%
PPC	23.900	27.400	Khả quan	-11,2%
VIB	27.600	35.000	Khả quan	59,5%
KBC	15.850	15.700	Trung lập	2,6%
VNM	108.200	119.000	Trung lập	-7,1%
VHM	82.600	104.300	Khả quan	-2,6%
VJC	117.500	117.800	Trung lập	-19,6%
VHC	44.200	51.800	Khả quan	11,5%
VRE	28.200	38.000	Khả quan	-17,1%
GMD	27.800	25.400	Trung lập	19,3%
DBC	42.400	52.300	Trung lập	74,5%
FPT	55.400	67.800	Khả quan	-5,0%
MML *	48.000	73.700	Khả quan	-27,3%
CRE *	32.550	22.000	Khả quan	31,3%
NT2 *	22.800	30.100	Khả quan	5,3%
VTP	109.900	130.700	Khả quan	-5,3%
SCS *	125.500	144.500	Khả quan	4,6%
HDG *	29.350	29.600	Khả quan	-2,2%
Hiệu suất đầu tư của các cổ phiếu trong danh sách theo dõi của VNDIRECT trong 11T20				10,1%
Hiệu suất đầu tư của các cổ phiếu trong danh sách theo dõi của VNDIRECT (tính theo năm)				13,5%
Diễn biến chỉ số VN-Index trong 11T20				4,4%
* cổ phiếu ra báo cáo lần đầu trong năm 2020				
Dữ liệu ngày 30/11/2020				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2021

Kinh tế thế giới

Đà hồi phục một phần có thể diễn ra trong năm 2021 ►

Mặc dù vẫn còn nhiều yếu tố gây bất ổn và khó dự báo, hầu hết các tổ chức nghiên cứu hàng đầu thế giới đều cho rằng nền kinh tế thế giới sẽ phục hồi trong năm 2021. Theo quan sát của giới phân tích, sau khi các biện pháp giãn cách xã hội được nới lỏng, kinh tế toàn cầu đã có những tín hiệu phục hồi từ Q3/20 và đã phục hồi được kỳ vọng sẽ dần mạnh hơn trong năm 2021 sau khi vắc-xin được sản xuất thương mại và tung ra thị trường trong năm 2021. Theo Quỹ Tiền tệ Thế giới (IMF), kinh tế toàn cầu được kỳ vọng đạt tăng trưởng 5,2% trong năm 2021. Trung Quốc là trụ cột chính khi IMF dự phóng nước này sẽ đạt tăng trưởng 8,2% trong năm 2021, trong khi nền kinh tế Hòa Kỳ có thể đạt mức tăng trưởng 3,1%. Đối với châu Âu, nền kinh tế này có thể hồi phục 5,2% svck trong năm 2021 từ mức rất thấp trong năm 2020 (-8,2% svck).

Quốc gia	World bank			IMF			ADB		
	2019E	2020F	2021F	2019E	2020F	2021F	2019E	2020F	2021F
Thế giới	2,4	-5,2	4,2	2,8	-4,4	5,2			
Nước phát triển	1,6	-7,0	3,9	1,7	-5,8	3,9	1,7	-6,2	4,4
Mỹ	2,3	-6,1	4,0	2,2	-4,3	3,1	2,3	-5,3	4,0
Châu Âu	1,2	-9,1	4,5	1,3	-8,3	5,2	1,2	-8,0	6,0
Nhật Bản	0,7	-6,1	2,5	0,7	-5,3	2,3	0,7	-5,4	2,0
Thị trường cận biên và mới nổi	3,5	-2,5	4,6	3,7	-3,3	6,0			
Trung Quốc	6,1	1,0	6,9	6,1	1,9	8,2	6,1	1,8	7,7
Ấn Độ	4,2	-3,2	3,1	4,2	-10,3	8,8	4,2	-9,0	8,0
Indonesia	5,0	0,0	4,8	5,0	-1,5	6,1	5,0	-1,0	5,3
Thái Lan	2,4	-5,0	4,1	2,4	-7,1	4,0	2,4	-8,0	4,5
Philippines	6,0	-1,9	6,2	6,0	-8,3	7,4	6,0	-7,3	6,5
Việt Nam	7,0	2,8	6,8	7,0	1,6	6,7	7,0	1,8	6,3

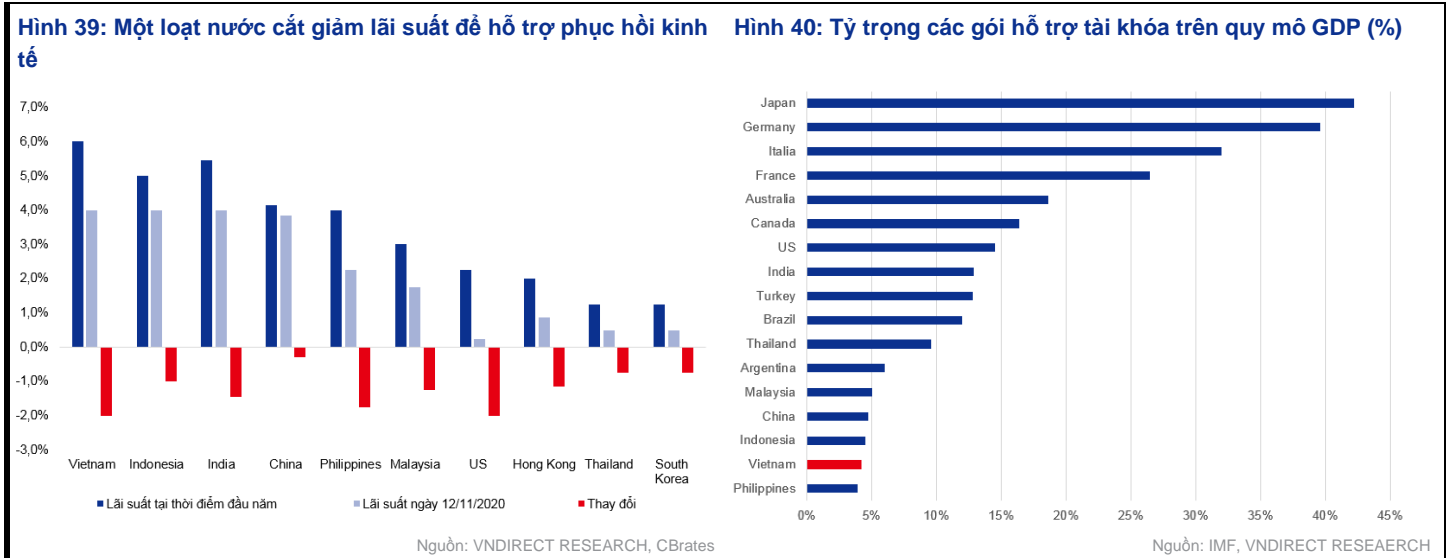
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, Bộ Tài chính

Chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khóa tiếp tục được duy trì để hỗ trợ phục hồi kinh tế ►

Các nhà hoạch định chính sách toàn cầu đã có các đối sách nhanh chóng và toàn diện nhằm ngăn chặn kinh tế thế giới suy thoái sâu hơn và giúp xây dựng nền tảng cho việc phục hồi trong tương lai. Theo IMF, tổng quy mô của các gói hỗ trợ tài khóa là chưa có tiền lệ, lên mức 11,7 nghìn tỷ USD (tính đến ngày 11/9/2020), chiếm 12% GDP toàn cầu. Các chính sách tài khóa tập trung vào việc giảm thiểu các tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19 tới mức sống, việc làm và các hoạt động kinh tế của người dân. Một nửa các hoạt động này tập trung vào việc hỗ trợ thanh khoản của các hộ gia đình và doanh nghiệp bằng cách cung cấp các khoản vay, bảo lãnh và bơm vốn vào nền kinh tế thông qua khu vực công. Nửa còn lại bao gồm tăng các khoản chi tiêu bổ sung và giảm các khoản đóng góp vào ngân sách nhà nước, bao gồm việc giảm thuế tạm thời. Mặc dù mở rộng tài khóa sẽ tăng sức ép lên nợ công, chúng tôi cho rằng các chính sách kích thích tài khóa sẽ tiếp tục được thực thi trên toàn cầu, ít nhất cho tới cuối năm 2021 nhằm giúp vực dậy nền kinh tế khỏi đợt suy thoái do đại dịch. Theo IMF, thâm hụt ngân sách toàn cầu dự kiến sẽ tăng lên mức 9% GDP và nợ công toàn cầu được dự phóng tiến đến mức 100% GDP trong năm 2020, một mức cao kỷ lục. IMF cho rằng tỷ lệ nợ công toàn cầu sẽ duy trì ở mức này trong năm 2021.

Nhằm kết hợp với các chính sách tài khóa, các ngân hàng Trung ương trên toàn cầu cũng đã triển khai các chính sách nới lỏng tiền tệ mạnh mẽ nhằm thúc đẩy tăng trưởng. Các ngân hàng trung ương đã liên tục cắt giảm lãi suất điều hành nhằm hạ mặt bằng lãi suất cho vay trên thị trường và triển khai các gói nới lỏng

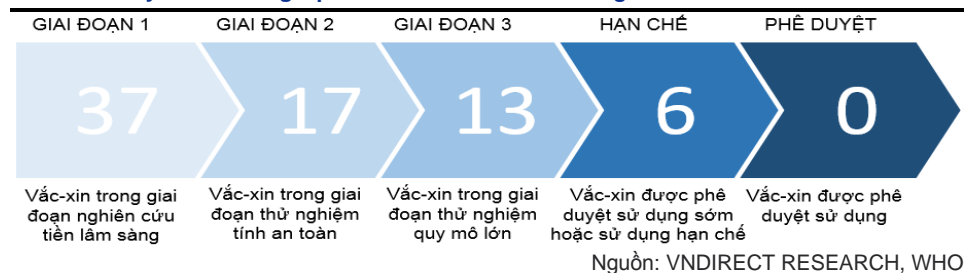
định lượng nhằm hỗ trợ thanh khoản thị trường cũng như ổn định thị trường tài chính. Mặt bằng lãi suất giảm và các điều kiện tài chính nới lỏng hơn đã giúp Chính phủ dễ dàng huy động vốn để bù đắp thâm hụt ngân sách trong giai đoạn 2020-2021. Cụ thể, cục Dự trữ Liên bang (Fed) đã giảm lãi suất điều hành xuống 0,0 – 0,25% và cho biết họ sẵn sàng duy trì mức này ít nhất cho tới năm 2023 để hỗ trợ nền kinh tế.



Lộ trình phát triển vắc-xin ➤

Cuộc chạy đua phát triển vắc-xin đang có những kết quả tương đối tích cực. Vào ngày 9/11, Pfizer và BioNTech SE thông báo rằng vắc-xin mRNA của công ty đã có tỷ lệ hiệu quả đạt trên 90%, và tăng lên 95% trong báo cáo phân tích sau đó vào ngày 18/11. Pfizer là nhà phát triển đầu tiên trong cuộc đua vắc-xin đưa ra kết quả về mức độ hiệu quả của vắc-xin. Tiếp bước Pfizer, Moderna và viện nghiên cứu Gamaleya đã thông báo kết quả thử nghiệm vắc-xin lần lượt đạt 92% và 94,5%. Theo dự báo gần nhất của Pfizer và Moderna, công ty dự kiến sản xuất lên tới 70 triệu liều vắc-xin trên toàn cầu trong năm 2020 và 2,3 tỷ liều tính tới cuối năm 2021. Trong khi đó, ở Nga, Gamaleya dự báo sẽ sản xuất 500 triệu liều vắc-xin Sputnik V trong năm 2021. Nếu ước tính 1 người cần 2 liều vắc-xin, tới cuối năm 2021, 1,4 tỷ người sẽ được bảo vệ khỏi Covid-19 nhờ vắc-xin của Pfizer, Moderna và Gamaleya. Chúng tôi tin rằng mức độ hiệu quả của vắc-xin sẽ dần cải thiện hơn nữa khi mà hiện nay có 13 vắc-xin đang trong giai đoạn thử nghiệm cuối cùng. Với tổng cộng dân số thế giới ở mức 7,8 tỷ người, sẽ không có đủ vắc-xin cho tất cả mọi người tính đến cuối năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiêm chủng là một yếu tố quan trọng để mở ra cơ hội vực dậy nền kinh tế toàn cầu trong năm 2021. Với việc vắc-xin dần đến được tay người dân, chúng tôi cho rằng kinh tế toàn cầu sẽ tiến vào trạng thái “bình thường mới” và lộ trình mở cửa lại các nền kinh tế trên thế giới sẽ được đẩy nhanh, đồng thời các chuyến bay thương mại quốc tế và hoạt động đầu tư giữa các nước sẽ dần phục hồi trở lại.

Hình 41: Quy trình thử nghiệm Vắc-xin COVID-19 trên người



Triển vọng kinh tế Việt Nam

Tự tin tiến bước vào năm 2021 >

Chúng tôi dự báo GDP Việt Nam tăng 7,1% svck trong năm 2021 với tăng trưởng được lan tỏa ở tất cả các lĩnh vực. Nền tảng vĩ mô tiếp tục được củng cố với thặng dư cán cân vãng lai, thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối tiếp tục gia tăng trong khi áp lực lạm phát có xu hướng giảm. Các yếu tố này sẽ củng cố nền tảng vĩ mô trong nước và tạo ra bước đệm giúp Việt Nam có thể đối mặt với các rủi ro từ bên ngoài cũng như hỗ trợ cho việc duy trì ổn định tỷ giá hối đoái.

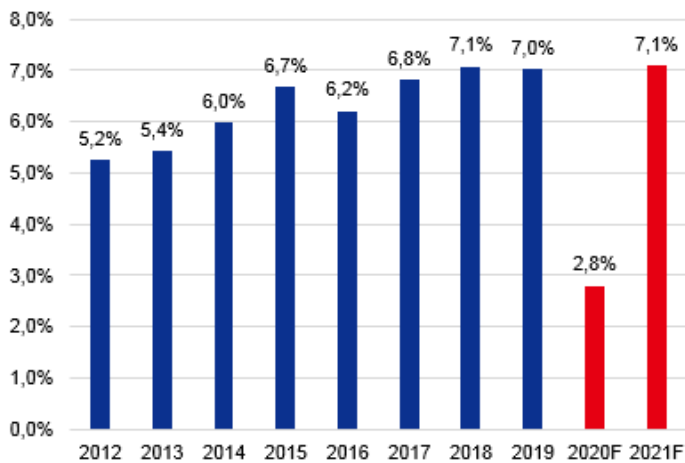
Hình 42: Các dự báo chính trong năm 2021

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018	2019	2020E	2021F
Tăng trưởng GDP	% yoy	6,8	7,1	7,0	2,8	7,1
Nông, lâm, ngư nghiệp	% yoy	2,9	3,7	2,0	2,4	3,1
Công nghiệp & xây dựng	% yoy	8,0	8,5	8,9	3,4	8,8
Dịch vụ	% yoy	7,4	7,0	7,3	2,5	7,1
Tăng trưởng xuất khẩu	% yoy	21,8	13,3	8,4	5,0	12,0
Tăng trưởng nhập khẩu	% yoy	21,4	11,8	6,9	1,7	11,0
Lạm phát bình quân	% yoy	3,5	3,5	2,8	3,2	2,9
Tăng trưởng tín dụng	% yoy	18,3	13,9	13,7	9,0	13,0
Tăng trưởng M2	% yoy	15,0	12,4	14,8	12,0	14,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6,25	6,0	4,0	4,0
Biến động tỷ giá VND/USD	% yoy	1,2	1,8	1,4	0-1,0	+/-0,5
Thâm hụt ngân sách	% of GDP	-2,7	-2,8	-2,5	-5,0	-4,0
Nợ công	% of GDP	61,4	58,3	55,0	56,8	58,6

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, Bộ Tài chính

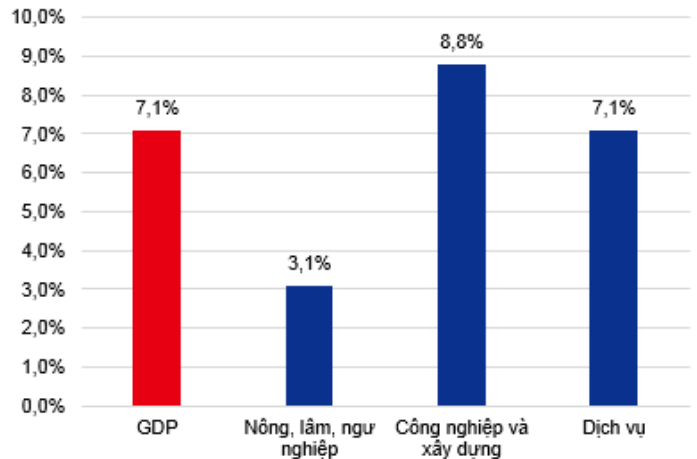
Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế thế giới cũng như Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021 sau khi đại dịch COVID-19 được kiểm soát và đẩy lùi nhờ vắc-xin. Hiện nay, có rất nhiều loại vắc-xin đang được phát triển trên thế giới và dự kiến sản xuất thương mại từ đầu năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng rằng việc tiêm chủng vắc-xin sẽ giúp đẩy lùi COVID-19 trên toàn cầu, từ đó tạo ra tiền đề cho sự phục hồi của nền kinh tế thế giới từ năm tới. Cụ thể, sự mở cửa trở lại của các nền kinh tế lớn như Hoa Kỳ, Nhật Bản và EU, sẽ giúp hàn gắn lại chuỗi cung ứng toàn cầu vốn đã bị phá hủy một phần do tác động của COVID-19 cũng như giúp gia tăng nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam. Bên cạnh đó, việc nối lại các chuyến bay quốc tế với mục đích thương mại sẽ thúc đẩy sự hồi phục của ngành du lịch, một trong hai động lực tăng trưởng chính của ngành dịch vụ Việt Nam trong năm 2021, bên cạnh sự phục hồi của tiêu dùng nội địa. Chúng tôi cũng kỳ vọng tổng vốn đầu tư toàn xã hội sẽ tăng mạnh trong năm 2021 do (1) Chính phủ tiếp tục thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh áp lực lạm phát thấp trong năm tới và (2) vốn đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh và khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài phục hồi trong năm 2021 nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi hơn sau khi đại dịch COVID-19 được kiểm soát. Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2021 tăng 7,1% sv cùng kỳ, trong đó ngành nông, lâm, thủy sản tăng 3,1% sv cùng kỳ, ngành công nghiệp và xây dựng tăng 8,8% sv cùng kỳ và ngành dịch vụ tăng 7,1% sv cùng kỳ.

Hình 43: Tăng trưởng GDP thực qua từng năm (% svck, 2012-2021F)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 44: Dự báo tăng trưởng GDP năm 2021 theo từng lĩnh vực (% svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo ngành công nghiệp và xây dựng tăng 8,8% svck trong năm 2021 ➔

Chúng tôi tin tưởng vào sự phục hồi bền vững của ngành công nghiệp và xây dựng và đưa ra mức dự phóng tăng trưởng 8,8% svck trong năm 2021 dựa vào các yếu tố sau:

- Việc mở cửa các thị trường lớn như Hoa Kỳ, châu Âu và Nhật Bản sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu từ Việt Nam, đặc biệt là các sản phẩm như máy tính, điện thoại, máy móc và thiết bị.
- Trong năm vừa qua, chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc đã kích hoạt làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng sản xuất từ Trung Quốc sang các quốc gia mới nổi khác. Dịch COVID-19 bùng phát trên toàn cầu kể từ cuối năm 2019 đến nay càng chứng tỏ tính cấp thiết và thúc đẩy xu hướng trên. Ngày càng có nhiều Chính phủ và các tập đoàn đa quốc gia trên thế giới nhận thức được mức độ rủi ro nghiêm trọng của việc phụ thuộc chuỗi cung ứng của họ vào chỉ một quốc gia, một thị trường chủ chốt. Trong bối cảnh Trung Quốc đang dần đánh mất hình ảnh và sự ưu tiên trong chuỗi cung ứng toàn cầu, Việt Nam đang nổi lên là một trong những lựa chọn thay thế lý tưởng nhờ lợi thế lớn về mặt địa lý khi Việt Nam nằm gần chuỗi sản xuất đặt tại miền Nam Trung Quốc. Hơn thế nữa, trong 11 tháng đối phó với đại dịch COVID-19, Việt Nam đã chứng minh cho cả thế giới thấy được năng lực đối phó với khủng hoảng và các sự kiện bất ngờ (black wan) một cách ấn tượng khi vừa ngăn chặn đà lây lan của đại dịch, vừa đảm bảo sức khỏe của người dân và đồng thời duy trì được chuỗi sản xuất hoạt động liên tục. Điều đó càng thu hút và thúc đẩy các tập đoàn kinh tế lớn trên thế giới có ý định đặt nhà máy tại Việt Nam khi dịch COVID-19 qua đi. Một số doanh nghiệp đa quốc gia đã thông báo kế hoạch mở rộng hoạt động sản xuất và đầu tư ở Việt Nam, có thể kể đến như Google (GOOGL US), Microsoft (MSFT US), HP (HPQ US) và Dell (DELL US). Cụ thể, Microsoft dự định ra mắt mẫu sản phẩm Surface mới ở Việt Nam trong khi HP và Dell có kế hoạch chuyển giao 30% sản lượng máy tính của doanh nghiệp sang các nước Đông Nam Á, trong đó Việt Nam đang đứng đầu danh sách. Sự dịch chuyển của các doanh nghiệp đa quốc gia lớn vào Việt Nam cũng sẽ thúc đẩy các nhà cung cấp của họ xây dựng nhà máy tại Việt Nam, từ đó hoàn thiện chuỗi giá trị tại Việt Nam và củng cố động lực tăng trưởng của lĩnh vực sản xuất.
- Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực xây dựng sẽ tăng trưởng với tốc độ cao hơn trong năm 2021 do Chính phủ tiếp tục thúc đẩy giải ngân các khoản đầu tư công để hỗ trợ nền kinh tế đối phó với đại dịch Covid-19 và các công ty tư nhân dự kiến sẽ tham gia nhiều hơn vào các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng như đoạn

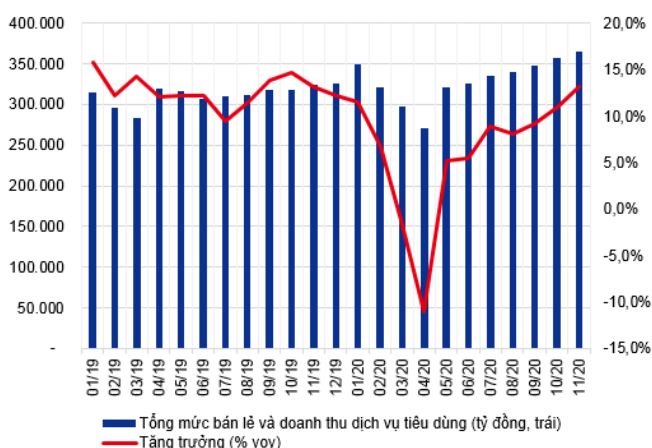
phía Đồng đường cao tốc Bắc Nam và sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1).

Chúng tôi dự báo ngành dịch vụ tăng 7,1% svck trong năm 2021 ➤

Theo báo cáo của Nielsen, Việt Nam đứng thứ nhất thế giới về xu hướng tiết kiệm và thứ 2 thế giới về mức độ lạc quan tiêu dùng trong Q2/20. Cụ thể, mức độ lạc quan của người tiêu dùng Việt Nam đứng thứ hai thế giới (chỉ sau Ấn Độ) với chỉ số niềm tin người tiêu dùng đạt 117 điểm trong Q2/20 - mặc dù đã giảm 9 điểm sv quý trước. Việt Nam thuộc 12 trong số 68 thị trường được khảo sát có mức điểm trên 100, ngưỡng trên 100 được coi là tích cực trong khi dưới ngưỡng 100 cho tín hiệu tiêu cực về mức độ sẵn sàng chi tiêu của người dân. Trong khi đó, chỉ số niềm tin người tiêu dùng toàn cầu giảm 14 điểm xuống 92 điểm trong Q2/20 từ mức 106 điểm trong Q1/20, ghi nhận mức giảm theo quý lớn nhất kể từ khi Nielsen bắt đầu tính toán chỉ số này từ Q1/05. Mức giảm trên cũng lớn gấp đôi sv mức sụt giảm của chỉ số này trong cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008-09. Trong báo cáo này, Việt Nam cũng đứng đầu toàn cầu về xu hướng tiết kiệm, tiếp theo là Hồng Kông và Singapore. Chúng tôi tin rằng sự kết hợp giữa mức độ lạc quan và xu hướng tiết kiệm cao của người dân là nền tảng vững chắc cho sự phục hồi nhanh của cầu tiêu dùng nội địa cũng như nguồn vốn đầu tư toàn xã hội sau khi dịch COVID-19 được kiểm soát. Chúng tôi đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ của doanh số bán lẻ trong Q3/20 sau khi đợt bùng phát dịch thứ 2 ở Việt Nam được kiểm soát. Theo TCTK, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tăng 4,5% svck trong Q3/20, từ đó cho thấy nhu cầu tiêu dùng của Việt Nam được duy trì trong bối cảnh đại dịch.

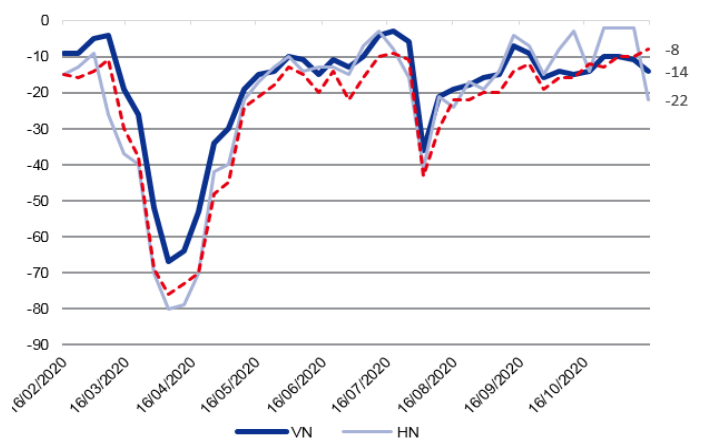
Chúng tôi dự báo ngành dịch vụ sẽ tăng 7,1% svck trong năm 2021 chủ yếu nhờ tiêu dùng trong nước phục hồi. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ phục hồi trở lại về mức tăng trước trước đại dịch với tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng dự kiến tăng 8,5-9% svck trong năm 2021 nhờ các yếu tố sau: 1) tăng trưởng thu nhập cải thiện trong năm 2021 nhờ duy trì tăng trưởng GDP danh nghĩa và lạm phát thấp, 2) sự trở lại của ngành du lịch sau khi các chuyến bay quốc tế được cấp phép khai thác cho mục đích thương mại trở lại tính từ cuối quý Q1/21, dẫn đến sự phục hồi mạnh mẽ của các dịch vụ du lịch, lưu trú và ăn uống, 3) lớp dân số trẻ có mức sống cao hơn và hiểu biết về công nghệ tăng lên và 4) đô thị hóa gia tăng sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng ở các khu vực chuyển lên thành thị.

Hình 45: Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đã vượt mức trước dịch COVID-19



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 46: mức độ di chuyển cộng đồng tới các điểm bán lẻ và giải trí (% svck)



Nguồn: GOOGLE, VNDIRECT RESEARCH

Xuất khẩu tăng tốc nhờ thương mại toàn cầu phục hồi >

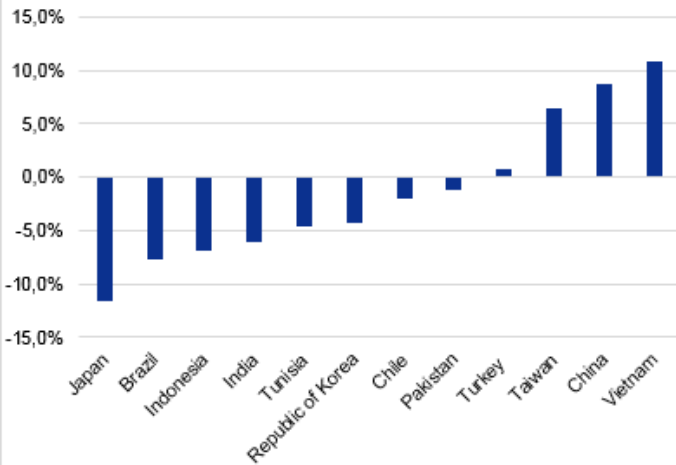
Suy thoái kinh tế và giãn cách xã hội do đại dịch Covid-19 gây ra đã làm chậm lại dòng chảy thương mại toàn cầu. Theo báo cáo hàng quý mới nhất của Hội nghị Liên hợp quốc về Thương mại và Phát triển (UNCTAD), thương mại toàn cầu tiếp tục giảm 4,5% svck trong Q3/20, thấp hơn mức giảm 19,2% svck trong Q2/20. Thương mại toàn cầu dự kiến giảm 7-9% svck trong cả năm 2020 dựa theo dự báo gần nhất của UNCTAD. Trong bối cảnh đó, Việt Nam trở thành một trong số ít quốc gia đã duy trì tăng trưởng xuất khẩu dương trong Q3/20 (+10,9% svck), cao hơn Trung Quốc (+8,8% svck), Đài Loan (+6,4% svck) và Thổ Nhĩ Kỳ (+0,7% svck). Sự phục hồi xuất khẩu đầy ấn tượng của Việt Nam chủ yếu do tăng xuất khẩu tới Hoa Kỳ và Trung Quốc, 2 thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 43,7% tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong 10T20). Cụ thể, giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Hoa Kỳ tăng 24% svck trong khi giá trị xuất khẩu sang Trung Quốc tăng 15% svck trong 10T20. Trong cả năm 2020, chúng tôi dự phóng xuất khẩu của Việt Nam sẽ tăng nhẹ 5% đạt 277,5 tỷ USD.

Chúng tôi lạc quan về triển vọng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2021 nhờ các yếu tố sau:

- Thương mại toàn cầu dự kiến sẽ phục hồi một phần trong năm 2021. Theo dự báo của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), tăng trưởng khối lượng thương mại sẽ đạt 7,2% svck trong năm 2021, mặc dù vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trước đại dịch. Theo quan điểm của chúng tôi, Việt Nam là một trong các quốc gia có độ mở kinh tế cao nhất trên thế giới về thương mại (tổng kim ngạch xuất nhập khẩu chiếm 197% GDP năm 2019), do đó được hưởng lợi lớn từ sự phục hồi của thương mại toàn cầu trong năm 2021.
- Nền kinh tế Trung Quốc, thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam, được IMF dự báo sẽ đạt tăng trưởng 8,2% svck trong năm 2021, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc mở rộng đầu tư công và tiêu dùng nội địa phục hồi mạnh mẽ. Cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, nhu cầu nhập khẩu hàng hóa của Trung Quốc sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong năm 2021. Nhờ vị trí địa lý giáp ranh Trung Quốc, Việt Nam có thể nắm bắt cơ hội thúc đẩy xuất khẩu trong năm 2021, chủ yếu là các mặt hàng nông sản, hải sản, thép và sản phẩm điện tử.
- Xuất khẩu từ Việt Nam sang Hoa Kỳ đã tăng mạnh 24% trong 10T20 do cuộc chiến thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc tiếp tục leo thang cũng như nhu cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng chiến tranh thương mại giữa hai quốc gia này sẽ tiếp diễn trong năm 2021, ngay cả khi Hoa Kỳ đã có tổng thống mới, từ đó xuất khẩu từ Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi và giành thêm thị phần tại thị trường Hoa Kỳ.
- Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (EVFTA) chính thức có hiệu lực từ ngày 1/8/2020. Kể từ khi hiệp định có hiệu lực, xuất khẩu của Việt Nam sang EU có những dấu hiệu khởi sắc. Với việc nhiều mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục được giảm thuế trong năm 2021 theo lộ trình của Hiệp định, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sang EU sẽ tăng trưởng khả quan trong năm 2021.

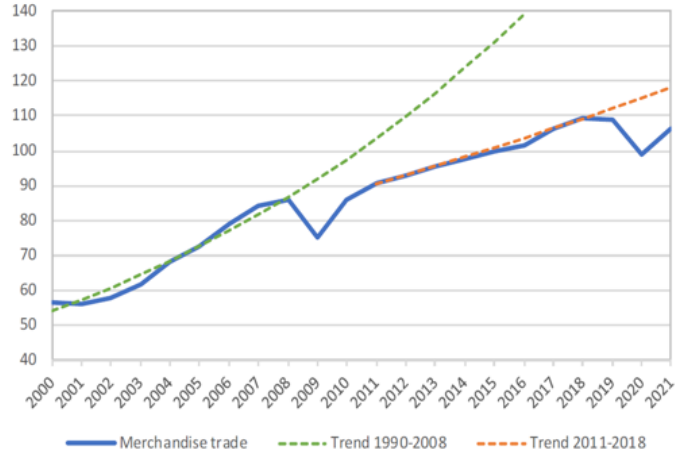
Nhìn chung, chúng tôi dự báo xuất khẩu của Việt Nam sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn trong năm 2021, khoảng 12% svck (so với mức ước tính 5,0% svck trong năm 2020). Xuất khẩu sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho nền kinh tế Việt Nam trong năm 2021.

Hình 47: Tăng trưởng xuất khẩu quý 3 năm 2020 (% yoy)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VIETNAM CUSTOMS

Hình 48: Khối lượng hàng hóa xuất khẩu (2000-2021F)

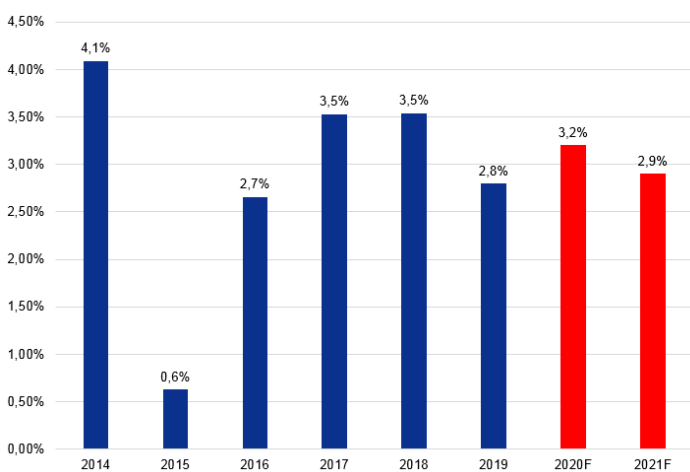


Nguồn: World Trade Organization

Áp lực lạm phát có thể giảm trong năm 2021 ▶

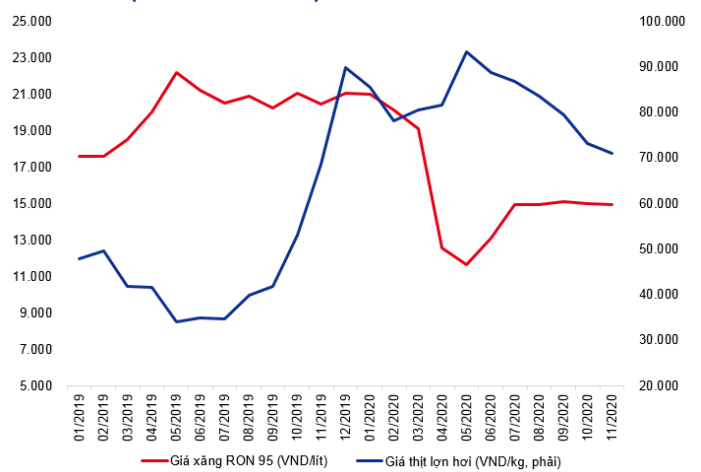
Chúng tôi kỳ vọng áp lực lạm phát sẽ giảm nhẹ trong năm 2021 do giá thịt lợn hơi có thể tiếp tục giảm sau khi quy mô đàn lợn trong nước đã phục hồi về mức trước dịch tả lợn châu Phi vào Q3/20 và vắc xin ASF dự kiến sẽ được sản xuất và bán ra thị trường từ Q3/21. Việc giá thịt lợn hơi hạ nhiệt sẽ làm giảm chỉ số nhóm mặt hàng lương thực thực phẩm (chúng tôi ước tính giá thịt lợn chiếm tới 11,6% cơ cấu chỉ số giá tiêu dùng của nhóm mặt hàng lương thực & thực phẩm và chiếm 4,2% cơ cấu rỏ tính toán CPI chung). Chúng tôi dự báo giá thịt lợn hơi sẽ giảm 19,8% svck xuống mức trung bình 65.000 đồng/kg trong năm 2021. Về mặt rủi ro tăng giá, chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức trung bình 50 USD/thùng trong năm 2021 (+14,2% svck) do nền kinh tế toàn cầu phục hồi cũng như việc nối lại các đường bay thương mại quốc tế, từ đó làm tăng nhu cầu đối với dầu mỏ. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo Chính phủ có thể tăng giá điện bán lẻ 5-8% trong nửa đầu năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro tăng giá có thể được bù đắp phần lớn nhờ CPI nhóm lương thực thực phẩm điều chỉnh giảm. Do đó, chúng tôi đưa ra dự báo CPI bình quân chung năm 2021 tăng 2,9% svck (so với dự phóng CPI bình quân chung năm 2020 tăng 3,2% svck và mục tiêu CPI bình quân năm 2021 của Chính phủ đặt ra ở mức 4,0% svck).

Hình 49: Áp lực lạm phát giảm trong năm 2021



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Hình 50: Diễn biến giá thịt lợn hơi và giá xăng (01/2019- 11/2020)



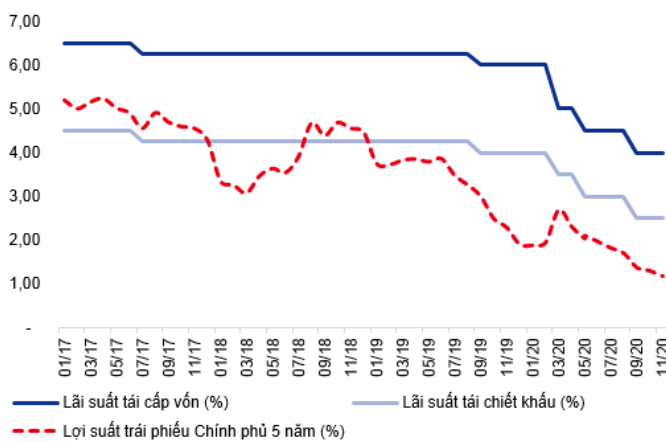
Nguồn: World Trade Organization

NHNN sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ nhằm thúc đẩy tăng trưởng năm 2021 ▶

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã quyết định giảm lãi suất điều hành 0,25-0,5 điểm % từ ngày 01/10/2020. Đây là lần thứ 3 kể từ đầu năm, NHNN cắt giảm lãi suất điều hành để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, lãi suất tái chiết khấu giảm từ mức 3,0%/năm xuống 2,5%/năm và lãi suất tái cấp vốn giảm từ 4,5%/năm xuống 4,0%/năm. Sau khi NHNN cắt giảm lãi suất, chúng tôi kỳ vọng cả lãi suất huy động và cho vay do các ngân hàng thương mại đưa ra có thể giảm thêm 0,25-0,5 điểm % trong Q4/20, trong đó lãi suất huy động ngắn hạn có thể giảm nhiều hơn so với lãi suất dài hạn.

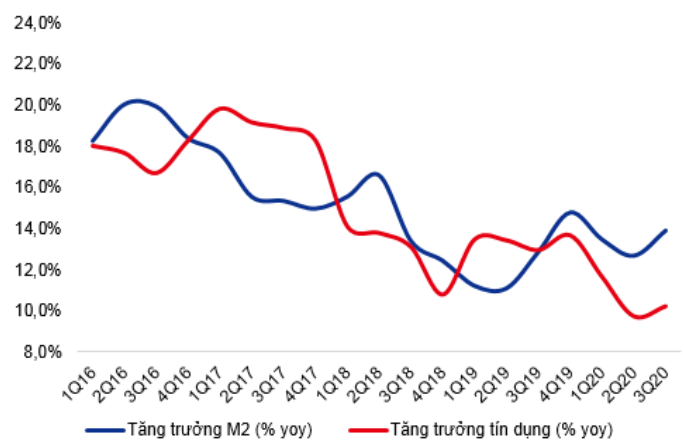
Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tín dụng cải thiện nhẹ trong Q3/20, với tín dụng tính đến ngày 30/09/2020 tăng 6,1% sv thời điểm đầu năm (cải thiện đáng kể từ mức tăng 3,3% hồi cuối tháng 6/2020). Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tín dụng sẽ tiếp tục phục hồi trong Q4/20 và dự báo tín dụng cả năm sẽ tăng 9,0% sv thời điểm đầu năm.

Hình 51: NHNN giảm 3 lần lãi suất điều hành trong năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, NHNN

Hình 52: Tăng trưởng cung tiền M2 và tăng trưởng tín dụng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHNN

Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong năm 2021 trong bối cảnh áp lực lạm phát nằm ở mức thấp. Mặc dù NHNN có thể sẽ không cắt giảm lãi suất điều hành thêm nữa, chúng tôi không cho rằng NHNN sẽ nâng lãi suất lên trong năm 2021, một động thái nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế bằng cách duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng. Thay vào đó, NHNN có thể hỗ trợ thị trường tiền tệ thông qua thị trường mở, gia tăng dự trữ ngoại hối, nâng trần tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng thương mại hoặc lùi thời hạn áp dụng các tiêu chuẩn an toàn tài chính cao hơn đối với các ngân hàng thương mại. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ cải thiện lên mức 13% svck trong năm 2021. Chúng tôi đồng thời cho rằng lãi suất huy động và cho vay sẽ giảm 20-50 điểm % trong năm 2021 trong bối cảnh chính sách tiền tệ được nới lỏng và áp lực lạm phát hạ nhiệt.

Việt Nam Đồng (VND) có thể mạnh lên trong năm 2021 ▶

Chúng tôi cho rằng đồng USD sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2021 do Fed duy trì nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ phục hồi kinh tế. Bên cạnh đó, việc đồng Nhân dân tệ (Rmb) tăng mạnh trong các tháng gần đây sẽ làm giảm thâm hụt thương mại của Việt Nam với Trung Quốc. Tính đến ngày 30/11, đồng Rmb đạt tăng trưởng 5,4% từ đầu năm so với đồng USD. Do nhận thấy nhiều rủi ro tăng giá đối với đồng VND, chúng tôi đưa ra dự phóng VND sẽ dao động trong biên độ +/-0,5% so với đồng USD trong năm 2021.

Hình 53: Các tiêu chí phía Mỹ sử dụng để đưa một nước vào danh sách theo dõi việc “thao túng tiền tệ” và số liệu thực tế của Việt Nam năm 2019

Tiêu chí	So sánh	Số liệu thực tế 2019
Thặng dư thương mại với Mỹ	>20 tỷ USD	47 tỷ USD
Thặng dư cán cân thanh toán (% GDP)	>2% GDP	5,0% GDP
Mua ròng ngoại tệ (% GDP)	>2% GDP	7,6% GDP

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 54: Những yếu tố tác động đến tỷ giá năm 2021

Yếu tố	Lập luận	Ảnh hưởng	Mức độ tác động
Yếu tố cơ bản về vĩ mô trong nước	- Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam phục hồi nhanh trong năm 2021, dựa trên sự hồi phục của hoạt động công nghiệp chế biến chế tạo và sự tăng trưởng trở lại của nhu cầu tiêu dùng trong nước và trên thế giới. Chúng tôi dự báo nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng 7,1% sv cùng kỳ trong năm 2021F. Áp lực lạm phát được dự báo giảm trong năm 2021. Những yếu tố đó sẽ hỗ trợ cho sự ổn định của tiền đồng. - Chúng tôi dự báo cán cân thanh toán tiếp tục thặng dư trong năm 2021 trong bối cảnh thương mại quốc tế phục hồi trong năm 2021. Bên cạnh đó thặng dư thương mại của Việt Nam sẽ tiếp tục được nới rộng, dự trữ ngoại hối sẽ tiếp tục tăng lên. Những điều này sẽ củng cố sức mạnh của tiền đồng.	Tích cực	Cao
Chính sách tiền tệ nới lỏng trên toàn cầu	Trong cuộc họp bàn về chính sách tiền tệ diễn ra hồi tháng 9/2020, FED đã thông báo sẽ giữ lãi suất điều hành ở mức gần 0% cho đến ít nhất là năm 2023 và cho biết sẽ chấp nhận các giai đoạn có lạm phát cao để tập trung vào hỗ trợ nền kinh tế và phục hồi thị trường lao động. Với chính sách duy trì nới lỏng tiền tệ của FED, chúng tôi cho rằng đồng USD sẽ vẫn tiếp tục suy yếu trong năm 2021.	Tích cực	Cao
Sự lên giá của đồng NDT	Chúng tôi dự báo đồng NDT tiếp tục mạnh lên trong năm 2021 dựa trên những yếu tố sau: (1) nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục phục hồi nhanh và tăng trưởng vượt trội so với các nền kinh tế phát triển trong năm 2021 và (2) thặng dư cán cân thanh toán tiếp tục được nới rộng. IMF dự báo nền kinh tế Trung Quốc sẽ tăng trưởng tới 8,2% sv cùng kỳ trong năm 2021F.	Tích cực	Cao
Mỹ đưa Việt Nam vào danh sách theo dõi việc “thao túng tiền tệ”	Hiện tại, Việt Nam đang vi phạm 3 tiêu chí của phía Mỹ và bị đưa vào danh sách theo dõi, đánh giá việc “thao túng tiền tệ”, bao gồm tiêu chí thặng dư thương mại với Mỹ hàng năm vượt 20 tỷ USD, (2) cán cân thanh toán hàng năm thặng dư hơn 2% GDP và (3) quy mô mua ròng ngoại tệ hàng năm vượt 2% GDP. Do vậy, NHNN Việt Nam sẽ có ít dư địa hơn trong việc “giảm giá đồng nội tệ” trong thời gian tới do chịu áp lực bởi các cáo buộc của phía Mỹ.	Tích cực	Trung bình/thấp
Chính sách của NHNN	Trong bối cảnh áp lực lạm phát đang hạ nhiệt, NHNN sẽ tiếp tục thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ phục hồi nền kinh tế trong năm 2021. Mặc dù dư địa để cắt giảm lãi suất điều hành đã không còn nhiều, chúng tôi cho rằng NHNN vẫn có thể tiếp tục nới lỏng tiền tệ thông qua các công cụ khác như sử dụng các công cụ trên thị trường mở, mua ròng ngoại tệ, nới trần tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng thương mại (NHTM) và giãn thời gian áp dụng các tiêu chí tài chính khắt khe hơn đối với các NHTM	Tiêu cực	Trung bình

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

VND mạnh lên có thể là một con dao hai lưỡi ➤

Chúng tôi nhận thấy một số tác động tích cực cho triển vọng đồng VND tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong năm 2021, bao gồm: 1) kích thích dòng vốn đầu tư vào Việt Nam, 2) giảm bớt gánh nặng thanh toán nợ nước ngoài 3) giảm bớt mất cân bằng thương mại giữa Hoa Kỳ và Việt Nam cũng như giảm nhẹ cáo buộc “thao túng tiền tệ” của Hoa Kỳ nhắm vào Việt Nam thời gian qua.

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tiền đồng mạnh lên trong năm 2021 có một số tác động tích cực đến nền kinh tế: (1) kích thích dòng vốn đầu tư vào Việt Nam, (2) giảm bớt gánh nặng thanh toán nợ nước ngoài, (3) giảm bớt mất cân bằng thương mại giữa Mỹ và Việt Nam cũng như giảm nhẹ cáo buộc “thao túng tiền tệ” của phía Mỹ nhắm vào Việt Nam thời gian qua.

Sự bùng phát của đại dịch COVID-19 và suy thoái kinh tế toàn cầu đã làm chậm lại dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đổ vào Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2020. Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), trong 10 tháng đầu năm 2020, giải ngân vốn FDI giảm 2,5% sv cùng kỳ xuống 15,8 tỷ USD, tổng vốn FDI đăng ký giảm 19,4% sv cùng kỳ xuống 23,5 tỷ USD. Bên cạnh đó, nhà đầu tư nước ngoài còn bán ròng 560 triệu USD (cổ phiếu) trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam có thể gia tăng trong năm tới trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng toàn cầu tích cực hơn trong năm 2021 và Việt Nam vẫn duy trì

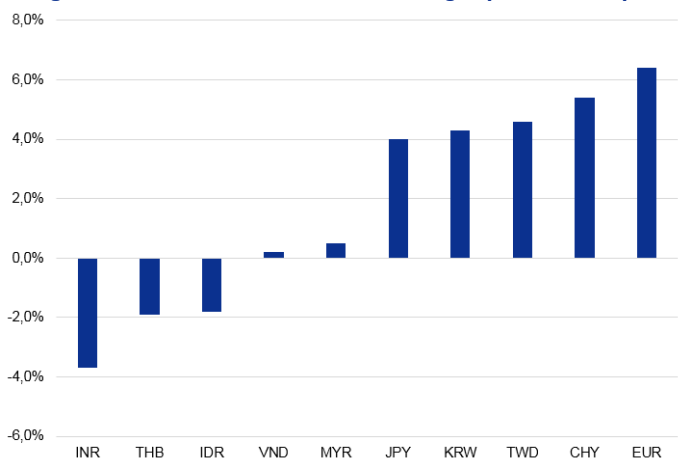
những lợi thế sau (1) triển vọng tăng trưởng khả quan trong năm 2021 (chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2021 đạt 7,1%), (2) khả năng phòng chống COVID-19 hiệu quả được thế giới công nhận và đánh giá cao, và (3) xu hướng dịch chuyển đơn hàng và nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam do chiến tranh thương mại cũng như do nhu cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng sau đại dịch COVID-19. Sự ổn định và tăng giá của tiền đồng có thể củng cố xu hướng dòng vốn đầu tư nước ngoài dịch chuyển vào Việt Nam trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo vốn FDI giải ngân trong năm 2021 có thể tăng 7% sv cùng kỳ. Bên cạnh đó, khối ngoại có thể quay trở lại mua ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Sự biến động của tỷ giá có ảnh hưởng trực tiếp đến nợ công cũng như tình hình quản lý nợ công mà cụ thể là nghĩa vụ trả nợ nước ngoài. Sự mạnh lên của tiền đồng có thể làm giảm bớt gánh nặng thanh toán nợ nước ngoài cũng như giảm chỉ tiêu nợ công/GDP. Cụ thể, tỷ lệ nợ nước ngoài/GDP được dự báo ở mức 47,9% vào cuối năm 2020. Bên cạnh đó, theo dự toán ngân sách nhà nước năm 2020, Việt Nam dự kiến dùng 5 tỷ USD để chi trả tiền lãi, nợ vay và vốn vay ưu đãi ODA (tương đương khoảng 2% GDP danh nghĩa năm 2019).

Đồng VND mạnh lên cũng có thể làm giảm sự mất cân bằng thương mại giữa Mỹ và Việt Nam, qua đó giảm nhẹ các cáo buộc của phía Mỹ đối với Việt Nam liên quan đến “thao túng tiền tệ”. Trong 10 tháng đầu năm 2020, thặng dư thương mại của Việt Nam với Mỹ đạt kỷ lục 50,7 tỷ USD, vượt qua mức thặng dư 47 tỷ USD của cả năm 2019.

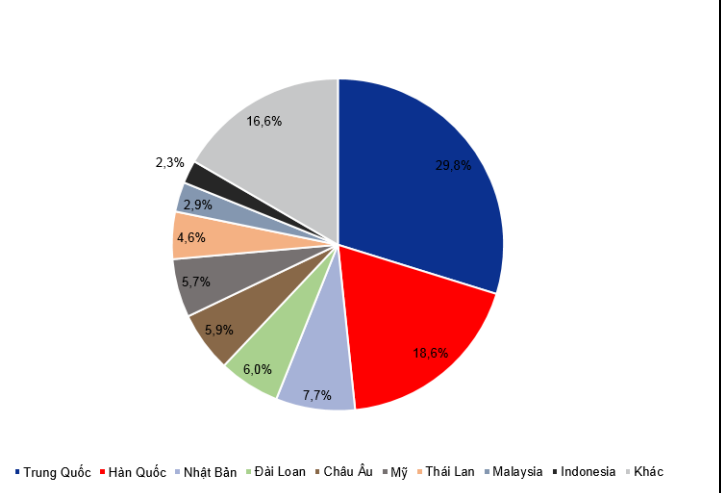
Ở khía cạnh tiêu cực, việc đồng VND mạnh lên có thể làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu Việt Nam, đặc biệt đối với các mặt hàng nông sản, khoáng sản thô và hàng hóa chưa qua chế biến. Trên thực tế, những tác động tiêu cực này có thể được giảm bớt nhờ sự tăng giá của đồng NDT trong thời gian qua. Bên cạnh đó, sự mạnh lên của tiền đồng sẽ làm giá các mặt hàng nhập khẩu trở nên hấp dẫn hơn, qua đó kích thích người tiêu dùng sử dụng các mặt hàng nhập khẩu nhiều hơn và làm thu hẹp thặng dư thương mại. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng tác động của việc đồng VND tăng giá đến nhập khẩu là nhỏ trong bối cảnh những đồng bản tệ của các đối tác thương mại hàng đầu của Việt Nam như đồng NDT, EUR, KWD (Hàn Quốc), TWD (Đài Loan) và JPY (Nhật Bản) cũng đang tăng giá sv đồng USD. Do đó, chỉ những hàng hóa xuất khẩu từ một số nước như Ấn Độ, Thái Lan, Indonesia mới được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá của đồng VND do đồng bản tệ của những nước này đang mất giá mạnh sv đồng USD (hình 55).

Hình 55: Biến động tỷ giá so với USD kể từ đầu năm của một số đồng tiền của các nước là đối tác thương mại lớn của Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Hình 56: Tỷ trọng nhập khẩu theo quốc gia trong năm 2019



Nguồn: Tổng cục Hải quan

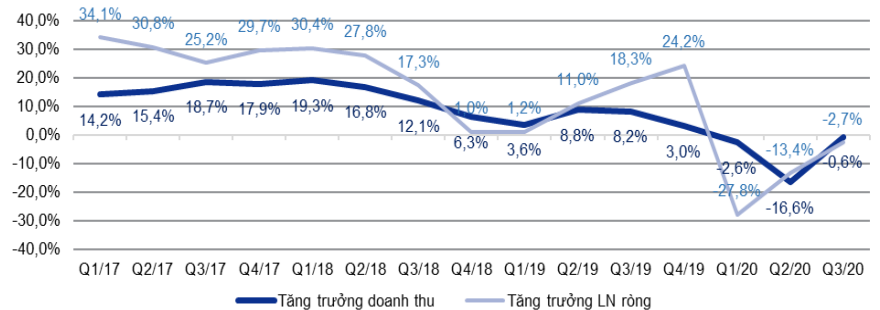
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2021: SẴN SÀNG CẤT CÁNH

Liệu phục hồi theo mô hình chữ V đã được xác nhận? ➤

Chúng tôi ước tính tổng lợi nhuận của các công ty niêm yết trên ba sàn (HOSE, HNX, UPCOM) giảm 2,7% svck trong Q3/20. Điều này đã khẳng định thêm kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi chữ V bất chấp đợt bùng phát Covid-19 lần thứ hai vào tháng 7. Tổng lợi nhuận 9T20 giảm 6,2% svck trong khi doanh thu giảm 12,1% svck. Trong số 43 doanh nghiệp thuộc coverage của chúng tôi đã báo cáo kết quả kinh doanh Q3/20, 54% doanh nghiệp đạt kỳ vọng của chúng tôi, trong khi 23% vượt kỳ vọng và 23% không đạt kỳ vọng.

Lợi nhuận Q3/20 của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) giảm 5,9% svck, trong khi lợi nhuận của các doanh nghiệp thuộc nhóm VN30 tăng 1,6% svck. LN Q3/20 của các cổ phiếu vốn hóa nhỏ tăng 28,6% svck, chủ yếu thúc đẩy bởi các công ty xây dựng & vật liệu xây dựng và các doanh nghiệp thủy điện nhỏ.

Hình 57: Tăng trưởng lợi nhuận theo quý (% svck) từ Q1/17 đến Q3/20



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ chạm mốc 1.180 điểm trong năm 2021 ➤

Tính tới ngày 30/11/2020, theo dữ liệu của Bloomberg, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E bình quân 12 tháng (TTM P/E) đạt 16,3 lần, cao hơn mức P/E 15,0 lần vào đầu năm 2020. P/E bình quân 12 tháng hiện tại đã nhỉnh hơn so với P/E trung bình 5 năm trước đây là 15,9 lần. So sánh trong khu vực, P/E bình quân 12 tháng của Việt Nam thấp hơn so với các thị trường lân cận; tuy nhiên TTCK Việt Nam hiện vẫn đang thuộc nhóm thị trường cận biên trong khi hầu hết các thị trường trong khu vực đều đã lên nhóm thị trường mới nổi. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2021 trên VN-Index sẽ tăng trưởng xấp xỉ 23% svck, thấp hơn so với dự phóng tăng trưởng LN của các doanh nghiệp trong coverage của chúng tôi là 36% svck. Đối với các cổ phiếu không nằm trong coverage của chúng tôi, chúng tôi sử dụng consensus dự báo lợi nhuận của Bloomberg. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 1.180 điểm trong năm 2021 nhờ các yếu tố sau: (1) chúng tôi kỳ vọng TTM P/E của VN-Index sẽ duy trì ổn định ở mức P/E trung bình 5 năm trước đây là 15,9 lần; (2) chúng tôi dự báo lợi nhuận của các doanh nghiệp trên toàn bộ chỉ số VN-Index sẽ tăng 23% svck và tỷ suất cổ tức của VN-Index đạt 1,8% trong năm 2021.

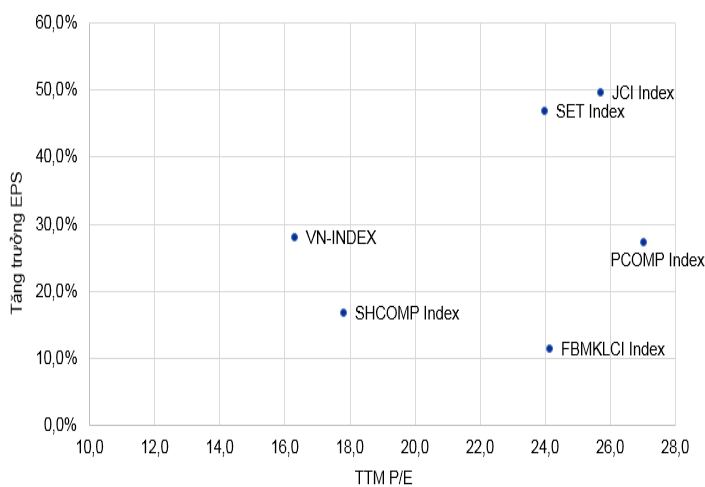
Tiềm năng tăng giá bao gồm: (1) TTCK Việt Nam được thêm vào danh sách theo dõi nâng hạng của MSCI từ Thị trường Cận biên sang Thị trường Mới nổi trong kỳ đánh giá hàng năm vào tháng 6/21, (2) TTCK Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi loại 2 của FTSE trong kỳ đánh giá hàng năm vào tháng 9/21 và (3) vắc-xin Covid-19 được đưa vào sử dụng sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) kinh tế toàn cầu phục hồi chậm hơn dự kiến và (2) lợi nhuận của các công ty niêm yết phục hồi chậm hơn dự kiến.

Hình 58: So sánh định giá P/E của các thị trường trong khu vực (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 59: Tăng trưởng EPS và TTM của một số thị trường trong khu vực (dữ liệu ngày 30/11/2020)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 60: Đóng góp của từng cổ phiếu vào mức tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index, thể hiện thông qua nhóm cổ phiếu trong coverage của VNDIRECT RESEARCH

	Mã	Ngành	Dự báo tăng trưởng lợi nhuận FY20F	Dự báo tăng trưởng lợi nhuận FY21F	Đóng góp vào mức tăng trưởng lợi nhuận của VNINDEX, thể hiện qua nhóm cổ phiếu trong coverage của VNDIRECT	
					2020	2021
1	VHM	Bất động sản	14,4%	23,0%	1,8%	3,7%
2	VCB	Ngân hàng	1,1%	31,0%	0,1%	3,8%
3	HPG	Xây dựng/VLXD	63,5%	20,4%	2,7%	1,6%
4	VNM	Tiêu dùng/bán lẻ	10,6%	8,9%	0,6%	0,7%
5	TCB	Ngân hàng	7,4%	17,1%	0,4%	1,2%
6	VPB	Ngân hàng	18,0%	15,4%	0,9%	1,0%
7	GAS	Dầu khí	-32,3%	35,0%	-2,2%	1,8%
8	BID	Ngân hàng	-1,8%	29,7%	-0,1%	1,6%
9	MBB	Ngân hàng	10,5%	14,7%	0,5%	0,8%
10	ACB	Ngân hàng	7,4%	33,2%	0,3%	1,4%
11	MWG	Tiêu dùng/bán lẻ	0,9%	37,3%	0,0%	0,9%
12	ACV	Hàng không	-73,1%	133,9%	-3,4%	1,9%
13	NVL	Bất động sản	14,9%	29,1%	0,3%	0,8%
14	HDB	Ngân hàng	9,8%	17,7%	0,2%	0,5%
15	VIB	Ngân hàng	21,9%	14,1%	0,4%	0,4%
16	FPT	Công nghệ	12,1%	20,3%	0,2%	0,5%
17	TPB	Ngân hàng	4,6%	11,3%	0,1%	0,2%
18	VRE	Tiêu dùng/bán lẻ	-15,7%	47,0%	-0,3%	0,7%
19	VJC	Hàng không	-97,5%	3201,0%	-2,1%	2,0%
20	MSN	Tiêu dùng/bán lẻ	-83,4%	215,0%	-2,7%	1,3%
21	POW	Điện	-23,5%	15,6%	-0,3%	0,2%
22	LPB	Ngân hàng	7,6%	20,2%	0,1%	0,2%
23	DXG	Bất động sản	10,7%	24,3%	0,1%	0,2%
24	VHC	Nông nghiệp	-28,6%	59,7%	-0,2%	0,3%
25	PNJ	Tiêu dùng/bán lẻ	-18,1%	28,6%	-0,1%	0,2%
26	KDH	Bất động sản	29,3%	1,0%	0,2%	0,0%
27	NLG	Bất động sản	-8,4%	28,1%	0,0%	0,2%
28	HDG	Bất động sản	3,9%	-7,2%	0,0%	0,0%
29	PVS	Dầu khí	-14,5%	21,9%	-0,1%	0,1%
30	PPC	Điện	-35,8%	9,1%	-0,3%	0,0%
31	KBC	Logistics/BDS khu công nghiệp	-33,0%	35,2%	-0,2%	0,1%
32	NT2	Điện	-17,5%	21,9%	-0,1%	0,1%
33	DBC	Nông nghiệp	199,0%	-21,1%	0,3%	-0,1%
34	DPM	Dầu khí	103,3%	-12,1%	0,2%	-0,1%
35	CTD	Xây dựng/VLXD	-11,5%	-8,7%	0,0%	0,0%
36	MML	Tiêu dùng/bán lẻ	115,7%	127,0%	0,1%	0,2%
37	PC1	Điện	53,9%	1,1%	0,1%	0,0%
38	MSH	Dệt may	4,0%	18,4%	0,0%	0,1%
39	SCS	Hàng không	-5,8%	15,9%	0,0%	0,0%
40	VTP	Công nghiệp	19,5%	20,5%	0,0%	0,1%
41	PVT	Dầu khí	-25,6%	2,3%	-0,1%	0,0%
42	CRE	Bất động sản	2,3%	27,9%	0,0%	0,1%
43	GMD	Logistics/BDS khu công nghiệp	-20,9%	10,3%	-0,1%	0,0%
44	DRC	Công nghiệp	-10,4%	49,8%	0,0%	0,1%
45	TCM	Dệt may	37,5%	5,1%	0,0%	0,0%
46	AAA	Công nghiệp	-44,4%	5,3%	-0,1%	0,0%
47	C4G	Bất động sản	76,3%	42,7%	0,0%	0,0%
48	STK	Dệt may	-43,9%	65,8%	-0,1%	0,1%
49	PVD	Dầu khí	-11,1%	21,6%	0,0%	0,0%
50	PLC	Dầu khí	13,8%	19,4%	0,0%	0,0%
51	HVN	Hàng không	-711,0%	N/A	-9,6%	6,7%
	Tổng		-12,3%	35,8%	-12,3%	35,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 61: Đóng góp của từng ngành vào mức tăng trưởng lợi nhuận của VN-Index, thể hiện thông qua các ngành trong coverage của VNDIRECT RESEARCH

Ngành	Dự báo tăng trưởng 2020	Dự báo tăng trưởng 2021	Đóng góp của từng ngành vào mức tăng trưởng của VNDIRECT	
			2020	2021
Ngân hàng	6,9%	22,5%	2,8%	11,1%
Hàng không	-177,8%	N/A	-15,1%	10,7%
Bất động sản	13,8%	22,4%	2,3%	4,9%
Tiêu dùng/bán lẻ	-16,6%	30,8%	-2,3%	4,0%
Dầu khí	-26,5%	28,6%	-2,1%	1,9%
Xây dựng/VLXD	57,0%	18,9%	2,7%	1,6%
Công nghệ	12,1%	20,3%	0,2%	0,5%
Điện	-20,0%	13,2%	-0,6%	0,3%
Nông nghiệp	18,2%	17,7%	0,2%	0,2%
Logistics/BDS khu công nghiệp	-28,6%	25,2%	-0,2%	0,2%
Công nghiệp	-14,3%	23,4%	-0,1%	0,1%
Dệt may	0,6%	20,3%	0,0%	0,1%
Tổng	-12,3%	35,8%	-12,3%	35,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản thị trường tiếp tục tăng trong năm 2021 >

Chúng tôi tin rằng KLGD bình quân có thể tăng 12-14% svck trong năm 2021, thúc đẩy bởi các yếu tố sau: (1) NHNN sẽ tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong năm 2021; (2) Luật Chứng khoán sửa đổi chính thức có hiệu lực vào ngày 1 tháng 1 năm 2021 sẽ cải thiện tâm lý nhà đầu tư và (3) dòng vốn nước ngoài từ các quỹ thị trường cận biên đổ vào TTCK Việt Nam khi Việt Nam được MSCI nâng tỷ trọng trong nhóm thị trường cận biên trong năm 2021.

Chỉ còn một vài bước để tiến gần đến mục tiêu nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên thị trường mới nổi >

Việt Nam đang giải quyết nút thắt về vấn đề room ngoại (FOL)

Luật Chứng khoán sửa đổi, Luật Doanh nghiệp sửa đổi và Luật Đầu tư sửa đổi đã được Quốc hội thông qua và dự kiến có hiệu lực từ ngày 1 tháng 1 năm 2021. Chúng tôi cho rằng, những thay đổi trong các dự luật trên sẽ góp phần gỡ nút thắt về vấn đề room ngoại. Cụ thể, 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 tỷ lệ này có thể được nới lỏng lên mức 100% sau khi được ĐHCĐ thông qua và trình lên cơ quan quản lý phê duyệt. Tuy nhiên, cho đến nay mới chỉ có gần 40 công ty niêm yết đã 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%.

Luật Chứng khoán mới cũng mở rộng định nghĩa về chứng khoán. Theo đó, 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 nới room ngoại do hoạt động trong các ngành nghề kinh doanh có điều kiện. Theo đó, các nhà đầu tư nước ngoài 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.

Bên cạnh đó, việc nhiều quỹ ETF mới được thành lập trong nửa đầu năm 2020, đặc biệt là quỹ VFMVN Diamond ETF (quỹ này tập trung đầu tư vào các cổ phiếu đã hết "room ngoại"), đã mở ra một kênh đầu tư hấp dẫn cho nhà đầu tư nước

ngoài muốn đầu tư vào các cổ phiếu đã kín room, từ đó khơi thông hơn nữa dòng vốn của nhà đầu tư nước ngoài chảy vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

Việt Nam cũng đang nỗ lực giải quyết điểm nghẽn về “Thanh toán bù trừ chứng khoán”

Việt Nam đang phối hợp với đối tác Hàn Quốc để triển khai hệ thống giao dịch chứng khoán mới dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2021. Việt Nam cũng dự kiến thành lập Trung tâm thanh toán bù trừ theo mô hình đối tác bù trừ trung tâm (Central counter Party - CCP). Với việc áp dụng mô hình thanh toán bù trừ mới này, Việt Nam hy vọng sẽ giải quyết được vấn đề “yêu cầu kiểm tra phải có đủ tiền trước khi giao dịch” như tại thời điểm hiện tại, từ đó gỡ được “nút thắt” quan trọng trong quá trình nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI và FTSE. Hệ thống giao dịch chứng khoán mới cũng được kỳ vọng sẽ góp phần triển khai thành công các sản phẩm mới như giao dịch trong ngày, bán chứng khoán chờ về, và các sản phẩm phái sinh mới, từ đó thu hút thêm dòng tiền trong và ngoài nước đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới.

Việt Nam có thể được thông báo nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong kỳ đánh giá thị trường vào tháng 9/2021

Trong kịch bản lạc quan, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được thông báo nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong kỳ đánh giá thị trường vào tháng 9/2021.

Chúng tôi kỳ vọng TTCK Việt Nam sẽ được nâng hạng lên thị trường chứng khoán mới nổi của MSCI vào tháng 5/2023

Trong kịch bản tích cực, nếu Việt Nam hoàn thành triển khai hệ thống giao dịch chứng khoán mới trong nửa đầu năm 2021, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường chứng khoán mới nổi của MSCI trong kỳ đánh giá thị trường thường niên vào tháng 5/2021. Sau đó, Việt Nam có thể được thông báo nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ review thị trường thường niên của MSCI vào tháng 5/2022, và việc nâng hạng sẽ chính thức có hiệu lực một năm sau đó vào tháng 6/2023.

Quá trình cổ phần hóa và thoái vốn tại các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) có thể được tái khởi động sau Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ 13

Việc cổ phần hóa và thoái vốn tại các DNNN đã hạ nhiệt từ năm 2019 sau khi Chính phủ thắt chặt các quy định về đánh giá tài sản thuộc sở hữu nhà nước. Trong năm 2019, chỉ có 3 DNNN được cổ phần hóa và 7 doanh nghiệp khác vào năm 2020, thấp hơn nhiều so với mục tiêu ban đầu ở mức 92 doanh nghiệp cổ phần hóa trong năm 2020 do Chính phủ đề ra.

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng quá trình cổ phần hóa các DNNN sẽ có những chuyển biến tích cực, đặc biệt sau khi Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ 13 của Đảng bộ. Chúng tôi hy vọng các vấn đề liên quan đến định giá đất sẽ được giải quyết và thúc đẩy quá trình cổ phần hóa các DNNN.

Hình 62: 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

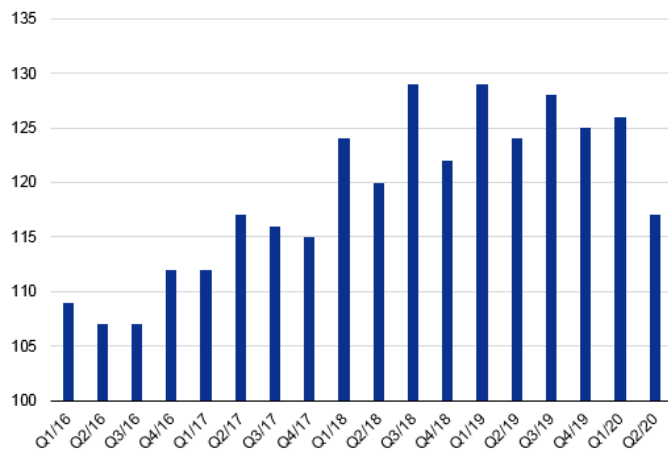
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2021

Luận điểm đầu tư #1: Triển vọng kinh tế Việt Nam tươi sáng, được thúc đẩy bởi sự gia tăng nhu cầu từ thị trường bên ngoài và tiêu dùng nội địa phục hồi >

Tiêu dùng là động lực chính cho sự phục hồi kinh tế Việt Nam

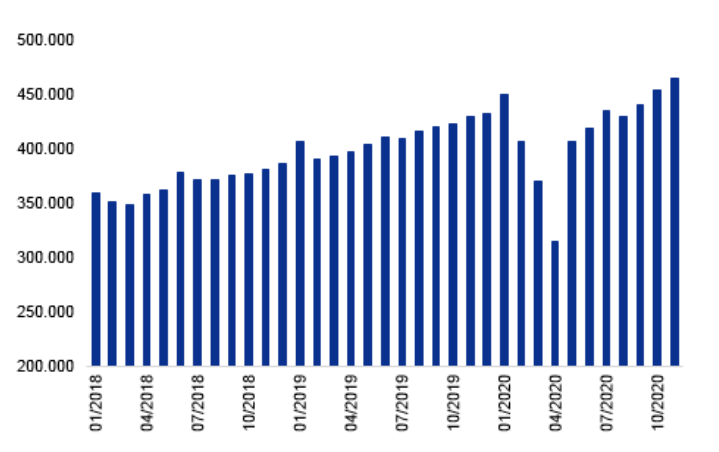
Ngành dịch vụ hiện đang đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào GDP Việt Nam, chiếm tới 41,6% GDP danh nghĩa trong năm 2019. Tuy nhiên, đây là ngành bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong đại dịch và chúng tôi dự báo ngành dịch vụ sẽ chỉ ghi nhận tăng trưởng 2,5% svck trong năm 2020 so với con số 7,3% ghi nhận năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ngành dịch vụ sẽ phục hồi mạnh mẽ trở lại và ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn trong năm 2021, chủ yếu được thúc đẩy bởi sự phục hồi của tiêu dùng nội địa. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ phục hồi về lại mức trước đại dịch với tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng dự kiến tăng 8,5-9% svck trong năm 2021 nhờ các yếu tố sau đây: (1) tăng trưởng thu nhập người dân cao hơn trong năm 2021 nhờ cải thiện tăng trưởng GDP danh nghĩa và áp lực lạm phát thấp, (2) niềm tin của người tiêu dùng cao có thể thúc đẩy sự phục hồi chi tiêu sau khi kinh tế tăng trưởng trở lại, (3) ngành du lịch quay lại đà tăng trưởng sau khi các đường bay quốc tế được cấp phép khai thác với mục đích thương mại kể từ Q2/21, từ đó dẫn tới sự phục hồi của các mảng du lịch, lưu trú và dịch vụ ăn uống, (4) dân số trẻ chiếm tỷ trọng lớn với hiểu biết tốt hơn về công nghệ và (5) đô thị hóa gia tăng sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng ở các trung tâm đô thị lớn. Do đó, chúng tôi đưa ra dự báo ngành dịch vụ sẽ tăng trưởng 7,1% svck trong năm 2021. Đối với các phân ngành, chúng tôi cho rằng các nhà bán lẻ sẽ được hưởng lợi chính từ sự phục hồi tiêu dùng trong nước.

Hình 63: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ở Việt Nam duy trì tích cực bất chấp đại dịch Covid-19



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Nielsen

Hình 64: Doanh thu mảng bán lẻ và doanh thu mảng dịch vụ tiếp tục đà phục hồi trong tháng 11/2020 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu trong năm 2021, dẫn đầu bởi thị trường Trung Quốc, có thể thúc đẩy nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu từ Việt Nam

Chúng tôi cho rằng triển vọng ngành xuất khẩu của Việt Nam sẽ tích cực hơn trong năm 2021 nhờ thương mại toàn cầu phục hồi. Theo IMF, nền kinh tế toàn cầu được dự báo sẽ đạt tăng trưởng 5,2% svck trong năm 2021. Nền kinh tế Trung Quốc, thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam, được dự báo sẽ tăng 8,2% svck trong năm 2021, chủ yếu nhờ thúc đẩy đầu tư công và nhu cầu tiêu dùng nội địa tăng trở lại. Cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc sẽ dần tăng tốc trong năm 2021. Bên cạnh đó, sự mạnh lên của đồng Nhân dân tệ (Rmb) sẽ có tác động lớn đến xuất nhập khẩu của Việt Nam. Chúng tôi dự báo đồng Rmb sẽ tiếp tục tăng 2,0-3,0% so với đồng USD trong năm 2021, trong khi đồng Việt Nam sẽ tăng thấp hơn. Do đó, chúng tôi tin rằng các mặt hàng xuất khẩu Việt Nam sẽ duy trì được sức cạnh tranh so với các

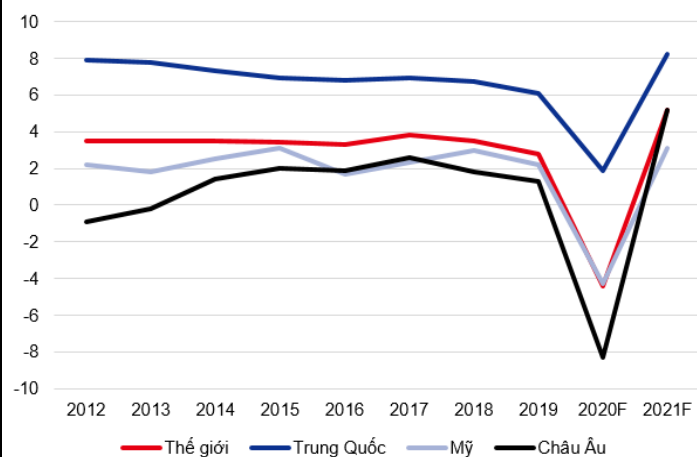
mặt hàng xuất khẩu Trung Quốc trong năm 2021. Bên cạnh đó, dựa vào lợi thế địa lý gần Trung Quốc, Việt Nam có thể tận dụng cơ hội để thúc đẩy xuất khẩu sang Trung Quốc trong năm 2021, đặc biệt là các mặt hàng nông nghiệp, thủy sản, thép và sản phẩm điện tử.

Hình 65: Tác động của đồng Rmb và VNĐ về giá đổi với từng mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam

Mặt hàng	Giá trị XK (9T/2020) (triệu USD)	Tỷ trọng XK 9T/2020 (%)	Thị trường xuất khẩu chính	Đối thủ chính	Ảnh hưởng	Mức độ ảnh hưởng
Điện thoại và linh kiện	36.788	18,2%	EU, Trung Quốc, Mỹ, Hàn Quốc	Trung Quốc, Đài Loan	Tích cực	Trung bình
Máy tính và linh kiện điện tử	32.197	15,9%	Trung Quốc, Mỹ, EU	Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Trung bình	
Dệt may	22.163	10,9%	Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc	Trung Quốc, Bangladesh, Cambodia	Tích cực	Thấp
Máy móc, thiết bị, dụng cụ, phụ tùng	18.191	9,0%	Mỹ, Trung Quốc, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc	Trung Quốc	Tích cực	High
Giày dép	12.130	6,0%	Mỹ, EU	Trung Quốc, Indonesia	Tích cực	Low
Gỗ và sản phẩm từ gỗ	8.490	4,2%	Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc	Trung Quốc, Malaysia, Indonesia	Trung tính	
Phương tiện vận tải	6.379	3,1%	Nhật Bản, Mỹ, EU	Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia	Trung tính	
Thủy sản	6.035	3,0%	Mỹ, Nhật Bản, Trung Quốc, EU	Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia	Trung tính	
Thép	3.654	1,8%	Trung Quốc, EU	EU, Đài Loan, Hàn Quốc	Tích cực	Cao
Sản phẩm nhựa	2.598	1,3%	Nhật Bản, Mỹ	Trung Quốc, EU	Tích cực	Trung bình
Rau, củ quả	2.491	1,2%	Trung Quốc	Thái Lan, Indonesia, Malaysia	Tiêu cực	Trung bình
Gạo	2.448	1,2%	Philippines, Malaysia	Thái Lan, Ấn Độ, Cambodia	Tiêu cực	Trung bình

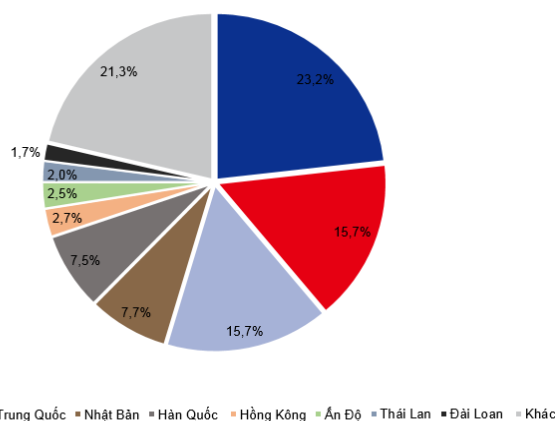
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 66: Tăng trưởng kinh tế thế giới (Thế giới, Mỹ, EU và Trung Quốc)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Tổng cục Hải quan

Hình 67: Tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu theo thị trường trong năm 2019



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Chúng tôi lựa chọn các ngành bán lẻ, thực phẩm và đồ uống (F&B), thép và thủy hải sản

Chúng tôi lạc quan về triển vọng xuất khẩu thép và thủy hải sản trong năm 2021, chủ yếu nhờ nhu cầu tại thị trường Trung Quốc ngày càng gia tăng. Chúng tôi đồng thời cho rằng các ngành bán lẻ và F&B cũng sẽ hưởng lợi từ triển vọng tiêu dùng tích cực. Chúng tôi kỳ vọng ngành F&B của Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững trong năm 2021 nhờ thu nhập của người dân cao hơn và tỷ lệ đô thị hóa ngày càng gia tăng. Chúng tôi đồng thời kỳ vọng tăng trưởng của các nhà bán lẻ trong năm 2021 nhờ phục hồi nhu cầu tiêu dùng nội địa, kết hợp cùng dân số trẻ và việc thay đổi về lối sống của người tiêu dùng khi có xu hướng lựa chọn các kênh bán lẻ hiện đại hơn so với các kênh bán lẻ truyền thống. Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu MWG, VRE và VHC.

Luận điểm đầu tư #2: Chúng tôi tin rằng phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2021 ➤

Chúng tôi kỳ vọng phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là động lực thúc đẩy chính cho sự phục hồi của nền kinh tế trong năm 2021

Trước kỳ họp Quốc hội vừa qua, Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư Nguyễn Chí Dũng cho biết, tổng vốn đầu tư công giai đoạn 2021-2025 dự kiến lên tới 2.750 nghìn tỷ đồng (tăng 37,5% so với giai đoạn trước). Trong đó, nguồn vốn ngân sách trung ương là 1.380 nghìn tỷ đồng, trong khi vốn phân bổ cho các địa phương đạt 1.370 nghìn tỷ đồng. Tỷ lệ dự phòng chung đạt 10%.

Mặc dù kế hoạch đầu tư chi tiết đối với từng năm chưa được công bố, chúng tôi tin rằng việc giải ngân đầu tư công sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021 nhằm thúc đẩy nền kinh tế trong bối cảnh đại dịch Covid-19 đang diễn ra. Hầu hết các dự án đầu tư công là các dự án phát triển cơ sở hạ tầng, với thời gian hoàn thiện dự án từ 2-4 năm. 6 trong số 11 tiểu dự án thuộc khu vực phía ông của tuyến đường sắt Bắc-Nam được triển khai trong giai đoạn Q4/19 – Q4/20 sẽ được xây dựng trong năm 2021 và được dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2022-2023. Hơn nữa, Luật Đầu tư công đã có hiệu lực từ ngày 1/1/2020 và Nghị định hướng dẫn thi hành Luật đầu tư công sửa đổi được ban hành ngày 6/4/2020. Các văn bản nêu trên đã giúp hình thành hành lang pháp lý vững chắc cho các gói đầu tư công trong tương lai. Mặc dù chúng tôi cho rằng giải ngân đầu tư công trong năm 2021 khó có thể duy trì tốc độ tăng trưởng đột biến như năm 2020, chúng tôi vẫn kỳ vọng đầu tư công sẽ đạt tăng trưởng dương ở mức 8 – 10% svck trong năm 2021.

Chúng tôi tin rằng các Doanh nghiệp nhà nước (DNNN) (không sử dụng vốn ngân sách nhà nước) và các công ty tư nhân sẽ tham gia nhiều hơn vào các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2021. Chính phủ đã giao cho TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV VN, Khả quan) nhiệm vụ đầu tư vào một chuỗi các dự án cơ sở hạ tầng trong ngành hàng không, bao gồm dự án sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1 với ước tính tổng vốn đầu tư lên tới 109.112 tỷ đồng, dự án nhà ga T3 sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất với tổng vốn 10.990 tỷ đồng và dự án mở rộng sân bay Quốc tế Đà Nẵng với tổng vốn 420 tỷ đồng. Bên cạnh đó, 5 tiểu dự án còn lại thuộc khu vực phía Đông tuyến đường sắt Bắc-Nam với tổng vốn đầu tư ước tính 50.157 tỷ đồng huy động vốn theo hình thức PPP (đối tác công-tư), dự kiến sẽ được triển khai trong năm 2021. Việc triển khai các dự án cơ sở hạ tầng lớn trong giai đoạn 2021-2025 sẽ góp phần nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng trên toàn quốc cũng như thúc đẩy tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2021-2025.

Hình 68: Kế hoạch các dự án đầu tư công lớn trong giai đoạn 2020-2026

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm khởi công	Hoàn thành
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	43.757	2012	Quý 4/2021
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	47.800	2021	2026
Cao tốc HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành)	24.150		2021-2025
Cao tốc HCM - Mộc Bài	10.668	2021	2026
Đường song hành QL 50	3.816		2021-2025
Đường vành đai 2	6.500		2021-2025
Đường vành đai 3	19.871		2022-2025
Dự án nạo vét Soài Rạp (Giai đoạn 3)	8.977		2021-2025
Dự án cải thiện môi trường nước	11.282	2015	2021
Dự án sân bay Long Thành	109.112	2021	2025
11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam phía Đông	118.716	2020	2021-2025

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Tài chính

Hình 69: Danh sách 11 dự án thành phần đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông và cao tốc Mỹ Thuận-Cần Thơ

Dự án cao tốc	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Chiều dài (km)	Thời điểm khởi công	Hình thức đầu tư
Cao Bồ - Mai Sơn	1.612	15	Quý 4/2019	Đầu tư công
Cam Lộ - La Sơn	7.900	98	Quý 1/2020	Đầu tư công
Cầu Mỹ Thuận 2	5.125	7	Quý 1/2020	Đầu tư công
Mai Sơn - Quốc lộ 45	14.703	63	Quý 3/2020	Đầu tư công
Vĩnh Hào - Phan Thiết	19.648	101	Quý 3/2020	Đầu tư công
Phan Thiết - Dầu Giây	19.571	99	Quý 3/2020	Đầu tư công
Diễn Châu - Bãi Vọt	13.596	50	2021-2025	PPP
Nha Trang - Cam Lâm	5.131	49	2021-2025	PPP
Cam Lâm - Vĩnh Hào	15.013	78	2021-2025	PPP
Quốc lộ 45- Nghi Sơn	7.769	43	2021-2025	PPP
Nghi Sơn - Diễn Châu	8.648	50	2021-2025	PPP
Tổng	118.716	653		
Mỹ Thuận - Cần Thơ	4.758	23	Quý 3/2020	Đầu tư công

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Tài chính

Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp ngành vật liệu xây dựng và hàng không

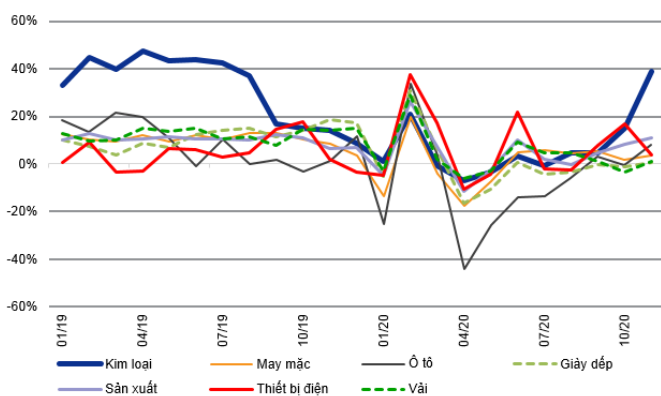
Ngành hàng không sẽ tiếp tục hưởng lợi chính trong bối cảnh phát triển cơ sở hạ tầng. Đối với mảng vật liệu xây dựng, chúng tôi đánh giá cao triển vọng của các công ty phát triển thép, đá xây dựng và nhựa đường trong năm 2021. Hơn nữa, chúng tôi lạc quan về triển vọng của các nhà phát triển hàng không do các dự án đầu tư sắp tới trong ngành này sẽ tạo ra một động lực nhanh và ổn định trong tương lai. Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu ACV, SCS và PLC.

Luận điểm đầu tư #3: Tăng trưởng Chế biến chế tạo là động cơ chính cho sự hồi phục của kinh tế

Dẫn dắt nền kinh tế phục hồi

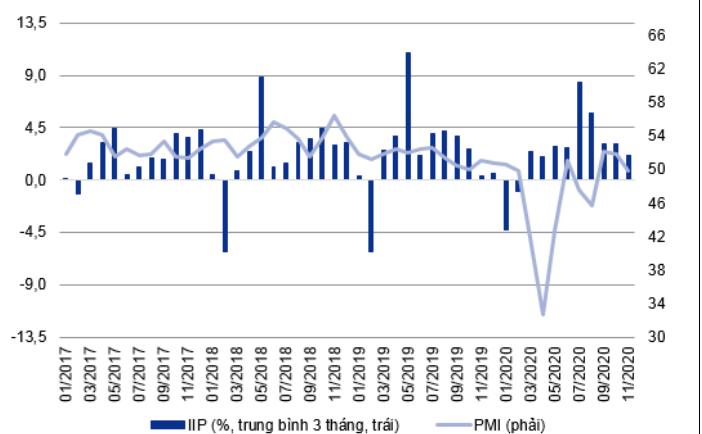
Lĩnh vực Chế biến chế tạo đã cho thấy sự phục hồi đáng kể ở hầu hết các ngành trong Q3/20 nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát và Chính phủ đang đẩy mạnh các chính sách thúc đẩy nền kinh tế. Cụ thể, ngành ô tô đã phục hồi sau khi chạm đáy và tăng trưởng tích cực trong T9/20 (+3,8% svck) nhờ chính phủ giảm thuế trước bạ xuống 50%.

Hình 70: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo tháng của các ngành Chế biến chế tạo chính



NGUỒN: VND RESEARCH, Fiinpro

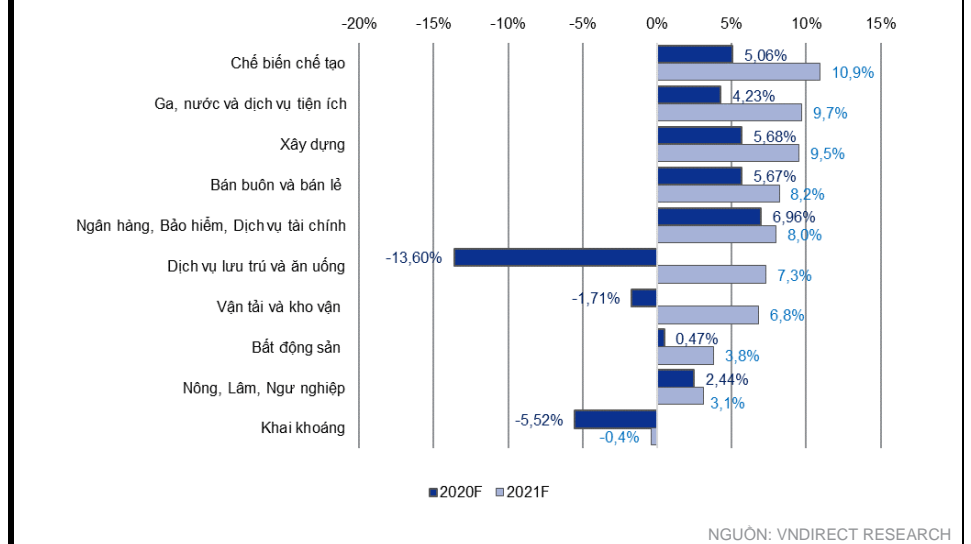
Hình 71: Chỉ số hàng tồn kho theo quý, Chỉ số tiêu dùng và Chỉ số sản xuất công nghiệp của ngành Chế biến chế tạo



NGUỒN: VND RESEARCH, GSO

Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực Chế biến chế tạo sẽ tăng trưởng 10,9% svck trong 2021 và sẽ trở thành động lực chính cho tăng trưởng GDP. Sự mở cửa trở lại của các nền kinh tế lớn như Mỹ, Châu Âu nói chung và Nhật Bản có thể thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là các sản phẩm chủ lực bao gồm máy tính, điện thoại di động, máy và thiết bị, hàng dệt và may mặc. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng sức cầu nội địa tốt hơn sẽ thúc đẩy các ngành sản xuất quan trọng như ô tô, nhựa.

Hình 72: Ngành Chế biến chế tạo dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng cao nhất trong năm 2021



Bóng dáng của những người khổng lồ

Chúng tôi nhận thấy trong khi đa phần các DN trong nước phải vật lộn với nhu cầu suy yếu do sự bùng phát của Covid-19 thì một số ông lớn lại đang tận dụng cơ hội này để giành thêm thị phần hoặc mở rộng công suất.

Vingroup (VIC) đã sớm giành được vị thế dẫn đầu trên thị trường ô tô và di động với thương hiệu Vsmart và Vinfast. Tính đến cuối T9/20, Vsmart đã đứng trong Top 3 nhà sản xuất di động lớn nhất về sản lượng tiêu thụ với tổng số 1,3 triệu điện thoại được bán ra (tương đương với 16,4% thị trường di động cả nước trong Q3/20). Trong khi đó, VIC cũng công bố Vinfast đã bán được 18.500 ô tô và 37.300 xe máy điện trong 9T20, giành vị trí ô tô bán chạy nhất trong phân khúc A và phân khúc E.

Khu liên hợp gang thép Dung Quất của Công ty CP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN, Khả quan, GMT: 47.300 đồng/cp) đã đạt được kết quả vượt trội sau 1 năm đi vào hoạt động. Giai đoạn 1 của dự án hoạt động với hiệu suất 98% trong 10T20, đóng góp 25% trong tăng trưởng sản lượng thép bán ra của HPG. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất lớn sẽ duy trì được đà tăng trưởng nhờ 1) tham vọng xuất khẩu ô tô và ô tô điện của Vinfast cũng như kế hoạch tung ra nhiều mẫu xe mới hơn, 2) các hợp đồng OEM của Vsmart với khách hàng Mỹ và 3) HPG hoàn thành Khu liên hợp gang thép Dung Quất giai đoạn 2.

Chúng tôi ưa thích những doanh nghiệp đang hái quả ngọt từ giai đoạn đầu tư mở rộng

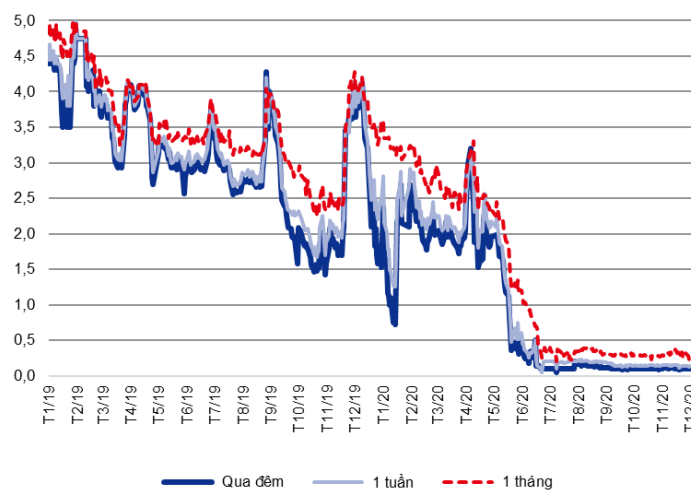
Covid-19 đã gây ra những khó khăn lớn cho nhiều lĩnh vực, nhưng cũng tạo ra cơ hội cho các công ty luôn sẵn sàng mở rộng. Chúng tôi lựa chọn những công ty đang hoàn thành chu kỳ đầu tư mới và bắt đầu ghi nhận kết quả tích cực từ việc mở rộng. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi theo luận điểm này là **HPG, STK và DRC**.

Luận điểm đầu tư #4: Lãi suất cố định ở mức thấp >

Các lãi suất kỳ hạn bắt đầu giảm kể từ tháng 11/2019 do một số chính sách cắt giảm lãi suất của Ngân hàng Trung ương trong giai đoạn Q4/19-2020. Mặc dù chúng tôi không dự phóng Ngân hàng Trung ương sẽ cắt giảm các lãi suất điều hành thấp hơn nữa, nhưng chúng tôi cũng cho rằng Ngân hàng Trung ương sẽ không nâng lãi suất này vào năm 2021 nhằm tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế bằng cách duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng.

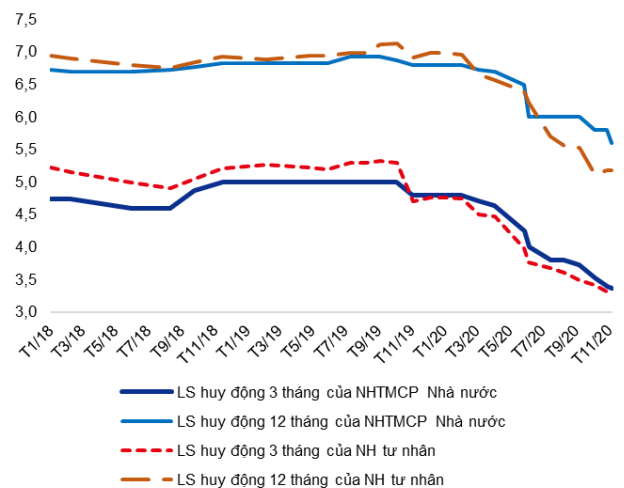
Lãi suất liên ngân hàng đã giảm trong 6 tháng vừa qua do thanh khoản cao và chính sách cắt giảm lãi suất. Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm và 1 tuần giảm sâu xuống 0,1% và 0,14% vào ngày 4/12 so với mức 1,5% và 2,4% vào cuối năm 2019. Trong khi đó, đến cuối T9/20, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng tại các ngân hàng thương mại nhà nước lần lượt giảm 123 điểm cơ bản và 133 điểm cơ bản so với mức đầu năm. Mức giảm của lãi suất huy động thậm chí còn mạnh hơn tại các ngân hàng thương mại tư nhân. Tại thời điểm cuối tháng 11, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng tại các ngân hàng thương mại tư nhân giảm 145 điểm cơ bản và 165 điểm cơ bản so với mức đầu năm, lần lượt là 3,3% và 5,2%.

Hình 73: Lãi suất liên ngân hàng theo kỳ hạn giảm đáng kể xuống mức thấp trong lịch sử (Đơn vị: %)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 74: Lãi suất huy động của các Ngân hàng thương mại giảm từ đầu năm 2020 (Đơn vị: %)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Mặc dù dự kiến không có thêm đợt cắt giảm lãi suất điều hành nào vào năm 2021, chúng tôi cho rằng việc lãi suất liên ngân hàng và lãi suất huy động giảm trong 6 tháng qua sẽ làm giảm chi phí cho vay của ngân hàng đối với doanh nghiệp.

Chúng tôi cho rằng, điều kiện lãi suất thuận lợi sẽ là tín hiệu tốt cho ngân hàng, đặc biệt là các công ty tài chính tiêu dùng, các DN phát triển bất động sản và công ty chứng khoán trong năm 2020. Đối với lĩnh vực Bất động sản, mặc dù đang gặp thách thức bởi tình trạng thiếu nguồn cung mới vào năm 2020 do quá trình phê duyệt dự án mới chậm, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay thấp sẽ đẩy nhanh việc đưa ra quyết định của người mua nhà. Chúng tôi ước tính lãi suất cho vay mua nhà vào khoảng 9,5% - 10%, mức thấp nhất trong thập kỷ qua. Đối với công ty chứng khoán, thị trường đã trải qua giai đoạn tăng trưởng tích cực do các nhà đầu tư tìm kiếm lợi suất cao hơn từ kênh trái phiếu và cổ phiếu trong năm 2020. Với lãi suất được duy trì ở mức thấp, chúng tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp diễn vào năm 2021. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi theo luận điểm này là **VPB**, **TCB** và **VHM**.



Triển vọng ngành

VẬT LIỆU XÂY DỰNG: Triển vọng tích cực

Kỳ vọng làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng trong năm 2021 ➤

Chúng tôi tin rằng Vật liệu xây dựng sẽ là ngành được hưởng lợi lớn nhất trong xu hướng đẩy mạnh đầu tư vào phát triển cơ sở hạ tầng từ năm 2021. Trong các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn đang được triển khai (Hình 68 trong mục Luận điểm đầu tư năm 2021), cao tốc Bắc-Nam là dự án đáng chú ý nhất. Theo ước tính của chúng tôi, 40% vốn đầu tư công cho dự án cao tốc Mỹ Thuận – Cần Thơ và 11 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam sẽ được giải ngân trong năm 2021 và 60% chi phí xây dựng (23,7 nghìn tỷ đồng) sẽ được phân bổ vào chi phí nguyên vật liệu. Trong năm 2021, chúng tôi dự kiến dự án các dự án này sẽ cần huy động khoảng 5,9 nghìn tỷ đồng nhựa đường, 6,4 nghìn tỷ đồng thép xây dựng và 3,8 nghìn tỷ đồng xi măng. Để hoàn thành toàn bộ các dự án này vào năm 2023, chúng tôi ước tính tổng chi phí giành cho nhựa đường, thép xây dựng và xi măng sẽ lần lượt cần khoảng 20,8 nghìn tỷ đồng, 14,8 nghìn tỷ đồng và 8,9 nghìn tỷ đồng.

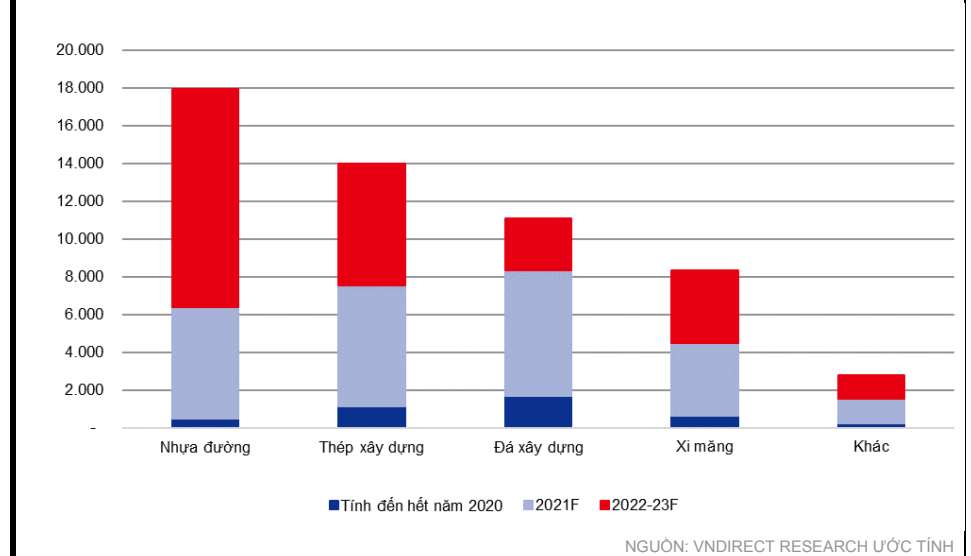
Chuyên viên Phân tích

Trần Bá Trung

T (84) 97 665 3885

E trung.tranba@vndirect.com.vn

Hình 75: Ước tính chi phí vật liệu xây dựng cho 11 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam và cao tốc Mỹ Thuận-Cần Thơ (tỷ đồng)

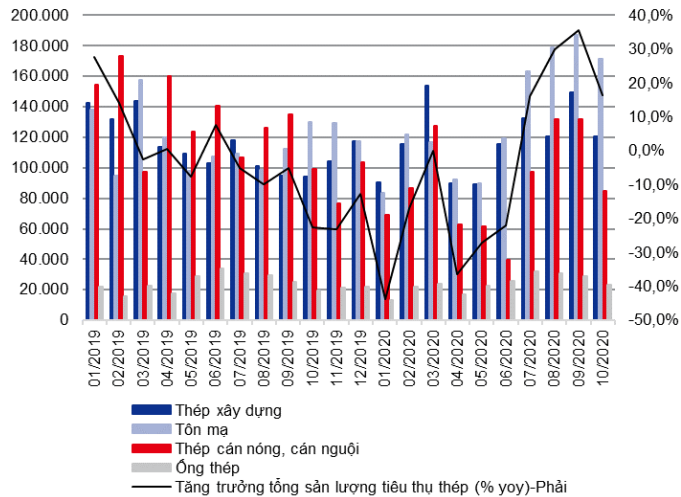


Chúng tôi thực hiện ước tính cơ cấu chi phí của các dự án cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, dựa trên: 1) dự toán chi phí xây dựng được quy định tại Thông tư 09/2019/TT-BXD (ban hành ngày 26/12/2019) của Bộ Xây dựng (BXD); và 2) cơ cấu chi phí của các dự án cao tốc đã được thực hiện tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-18.

Thị trường xuất khẩu cũng sẽ là động lực tăng trưởng ➤

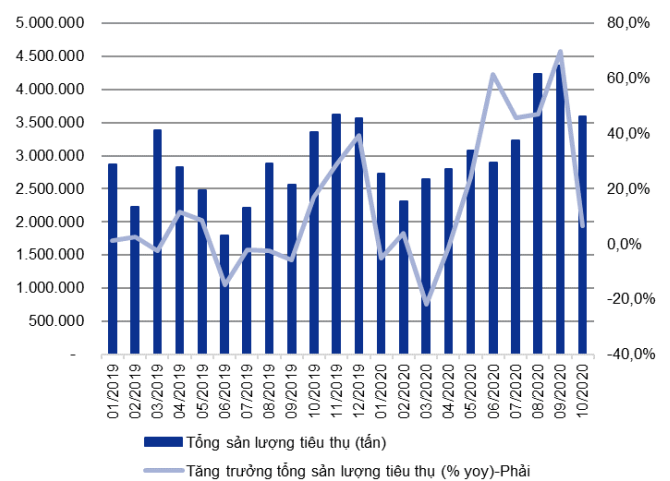
Xuất khẩu thép và xi măng tăng trưởng mạnh trong 9T20

Hình 76: Sản lượng xuất khẩu thép tăng mạnh 27,3% svck trong Q3/20 (tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, HIỆP HỘI THÉP VIỆT NAM (VSA)

Hình 77: Sản lượng xuất khẩu xi măng tăng mạnh 54,4% svck trong Q3/20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TỔNG CỤC HẢI QUAN

Việt Nam có thể được hưởng lợi theo kế hoạch đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng mạnh mẽ của Trung Quốc

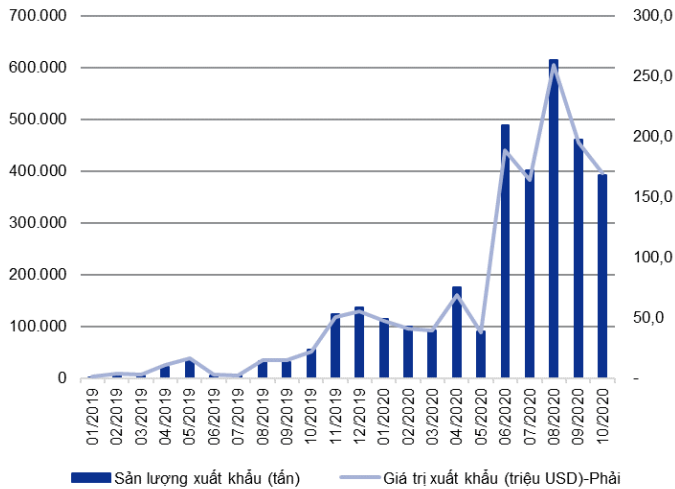
Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép và xi măng cho lĩnh vực xây dựng hạ tầng sắp tới của Trung Quốc sẽ tăng đáng kể do quốc gia này đã phê duyệt và bắt đầu triển khai xây dựng hàng loạt dự án hạ tầng từ Q2/20. Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ tiếp diễn tối thiểu đến giữa năm 2021, thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu thép và xi măng vào Trung Quốc.

Theo S&P Global Platts, Trung Quốc đã phê duyệt 14 dự án sân bay với tổng vốn đầu tư lên tới 105,7 tỷ Nhân dân tệ (15,3 tỷ USD) trong giai đoạn từ tháng 1-7/2020, cao hơn 13% giá trị phê duyệt của cả năm 2019. Ngoài ra, 22 dự án đường sắt cũng đã được chấp thuận đầu tư trong vòng 7 tháng, bên cạnh 16 dự án khác dự kiến sẽ sớm được phê duyệt. Tổng chiều dài các dự án này đạt 5.801 km, tương đương tổng chiều dài của tất cả các dự án được phê duyệt năm 2019. Hầu hết các dự án trên sẽ được khởi công xây dựng trong 6 tháng cuối năm 2020. S&P Global Platts ước tính nhu cầu thép của các dự án cơ sở hạ tầng lớn tại Trung Quốc (bao gồm các dự án mới được phê duyệt và các dự án đường sắt, sân bay lớn đã được phê duyệt trong giai đoạn 2016-2019) sẽ tăng 24% svck lên khoảng 23 triệu tấn trong năm 2020 và tiếp tục tăng 20% svck lên 28 triệu tấn vào năm 2021.

Xuất khẩu sắt thép từ Việt Nam sang Trung Quốc cũng bắt đầu tăng mạnh kể từ tháng 6/2020. Theo số liệu thống kê sơ bộ của Tổng cục Hải Quan, Trung Quốc đã vượt qua ASEAN để trở thành thị trường nhập khẩu sắt thép lớn nhất của Việt Nam trong 10T20, đạt 2,93 triệu tấn (+1.414% svck), tương đương 36,7% tổng sản lượng sắt thép xuất khẩu của Việt Nam trong kỳ.

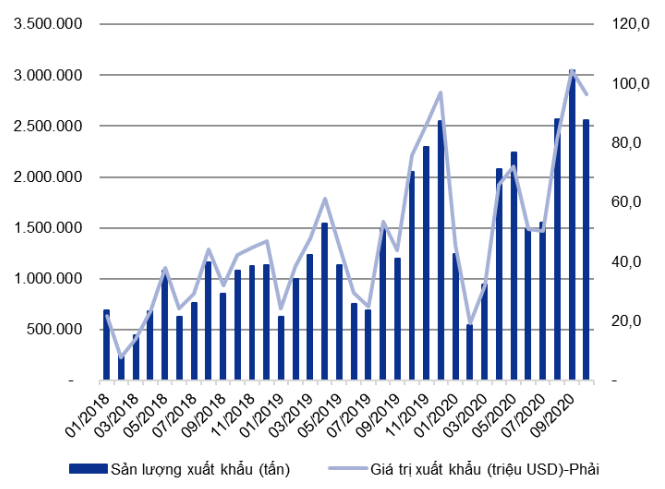
Tương tự, nhu cầu vật liệu xây dựng tăng mạnh tại Trung Quốc từ Q2/20 cũng giúp sản lượng xuất khẩu xi măng và clinker tăng mạnh 112,5% svck trong Q3/20 sau khi tăng 69,1% svck trong Q2/20 (sv mức giảm 4,5% svck trong Q1/20). Ngành xi măng Việt Nam đang phụ thuộc ngày càng nhiều vào thị trường Trung Quốc, đặc biệt trong bối cảnh các quốc gia nhập khẩu xi măng lớn khác (Philippines và Bangladesh) đang áp thuế tự vệ đối với xi măng Việt Nam.

Hình 78: Tổng sản lượng xuất khẩu sắt thép của Việt Nam sang Trung Quốc



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TỔNG CỤC HẢI QUAN

Hình 79: Tổng sản lượng xuất khẩu xi măng và clinker của Việt Nam sang Trung Quốc



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, TỔNG CỤC HẢI QUAN

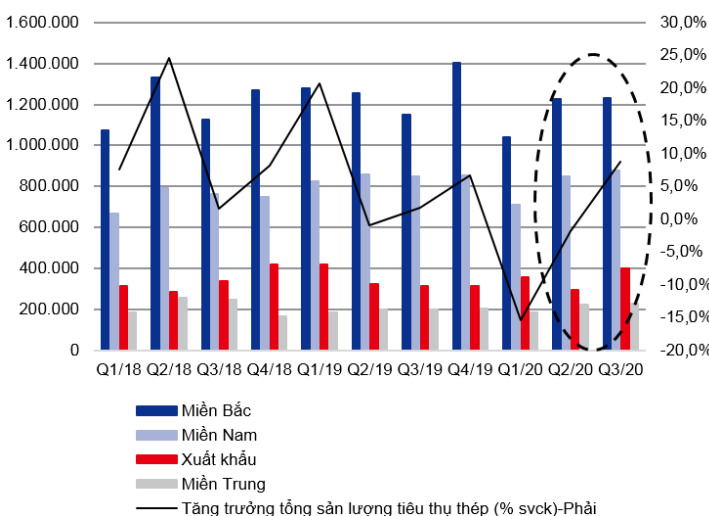
Thép xây dựng: Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 10-12% svck trong năm 2021 ➤

Dấu hiệu phục hồi rõ ràng hơn từ Q3/20

Đại dịch Covid-19 đã gây ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu thép của Việt Nam trong 6T20. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng trong Q1/20 đã giảm 15,4% svck xuống 2,3 triệu tấn và tiếp tục giảm 1,8% svck xuống 2,6 triệu tấn trong Q2/20. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đã tăng trở lại 8,8% svck lên 2,7 triệu tấn trong Q3/20. Chúng tôi tin rằng việc đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công, tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng từ tháng 6/2020 đã hỗ trợ nhu cầu thép trong Q3/20.

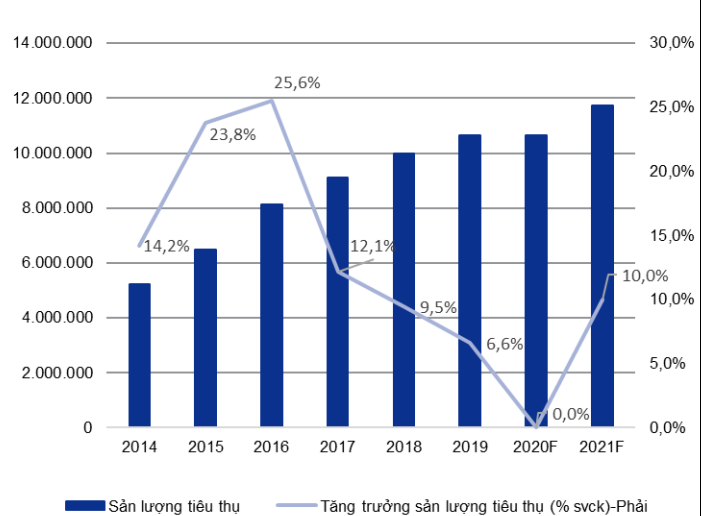
Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu phi thép đã bứt phá trong 9T20 nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng của Trung Quốc. Theo dữ liệu từ VSA, sản lượng phi thép xuất khẩu của 2 nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam – HPG và Formosa Hà Tĩnh (FHS) – sang thị trường Trung Quốc đạt hơn 2 triệu tấn trong 9T20.

Hình 80: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng có dấu hiệu hồi phục rõ ràng trong Q3/20 (tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 81: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép sẽ phục hồi vào năm 2021 (tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

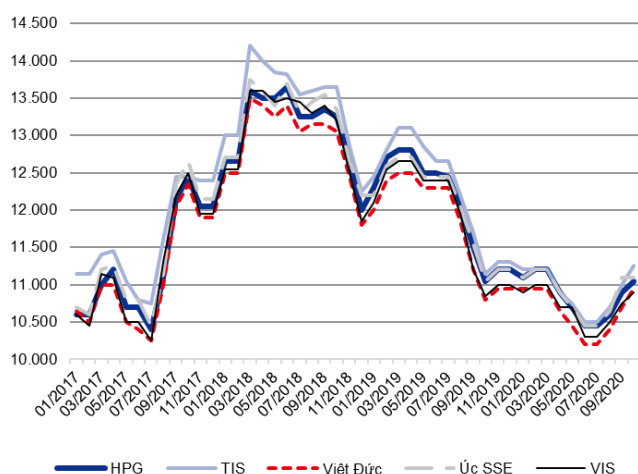
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ đạt 10-12% svck trong năm 2021 (tăng trưởng kép trong giai đoạn 2012-19 là 14,9%) nhờ

vào: (1) tăng tốc phát triển hạ tầng trong năm 2021 nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công; (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại trong năm 2021 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi.

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ giá nguyên vật liệu giảm

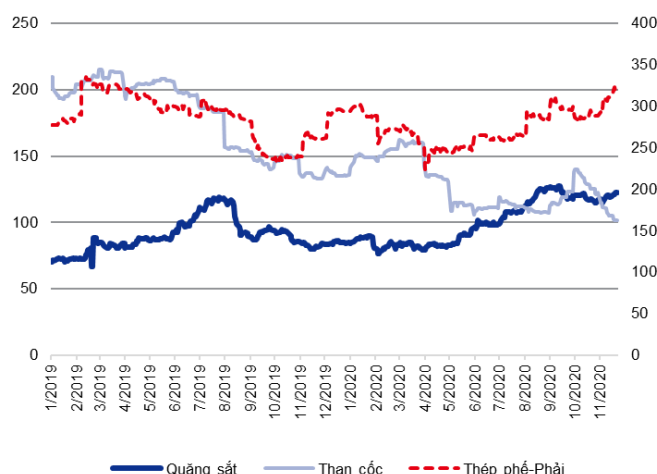
Giá bán bình quân (ASP) toàn ngành thép xây dựng đã giảm trong 6T/20 do nhu cầu thép trong nước yếu. Bình quân 9T20, giá bán thép nội địa đã giảm xuống còn 10,9 triệu đồng/tấn (giảm 12,2% svck) so với mức 12,4 triệu đồng/tấn trong 9T19 và 12,0 triệu đồng/tấn trong năm 2019. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp (BLNG) toàn ngành trong 9T20 vẫn tăng 2,5 điểm % svck nhờ vào 1) giá than cốc giảm xuống mức thấp nhất 4 năm, đạt 129 USD/tấn (giảm 31,9% svck) trong 9T20 (than cốc thường chiếm 25-35% tổng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp thép xây dựng sử dụng công nghệ lò thổi oxy (BOF) - HPG và TIS), và 2) giá thép phế giảm 8,7% svck xuống 270,6 USD/tấn (thép phế thường chiếm 50-60% tổng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp thép xây dựng sử dụng công nghệ lò hồ quang điện (EAF) - TVN, POM và VIS).

Hình 82: Giá bán thép xây dựng của các công ty Việt Nam (nghìn đồng)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 83: Giá quặng sắt, than cốc và thép phế (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Giá bán thép đã tăng trở lại kể từ tháng 8. Chúng tôi kỳ vọng trung bình giá bán thép trong năm 2020 sẽ ở mức 11,2 triệu đồng/tấn (giảm 6,9% svck), trước khi tăng lên 11,3 triệu đồng/tấn (tăng 1% svck) vào năm 2021.

Về giá nguyên vật liệu đầu vào trong năm 2021, chúng tôi ước tính giá quặng sắt bình quân sẽ giảm xuống quanh 85 USD/tấn (-10,5% svck). Mặt khác, chúng tôi dự kiến bình quân giá than cốc và thép phế cả năm sẽ tăng lên 135 USD/tấn (+12,5% svck) và 280 USD/tấn (+3,0% svck) trong năm 2021. Do đó, chúng tôi kỳ vọng BLNG của các doanh nghiệp thép xây dựng sẽ tăng 1-1,5 điểm % trong năm 2021.

Hình 84: KQKD 9T20 của một số doanh nghiệp thép xây dựng Việt Nam

Công ty	Doanh thu			Lợi nhuận ròng			Biên LNG		
	9T20		% svck	9T19		% svck	9T19		thay đổi svck
	tỷ đồng	tỷ đồng	%	tỷ đồng	tỷ đồng	%	%	%	điểm %
HPG	45.683	64.341	40,8%	5.591	8.801	57,4%	18,3%	19,6%	1,4% pts
TVN	17.983	22.826	26,9%	391	229	-41,4%	4,5%	5,3%	0,8% pts
POM	9.150	7.275	-20,5%	(251)	(135)	na	1,2%	3,8%	2,6% pts
VIS	7.652	7.009	-8,4%	40	14	-65,0%	-0,4%	1,1%	1,5% pts
TIS	3.448	2.810	-18,5%	(141)	10	na	11,6%	11,7%	0,1% pts
Tổng	83.916	104.261	24,2%	5.630	8.919	58,4%	11,5%	13,9%	2,5% pts

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

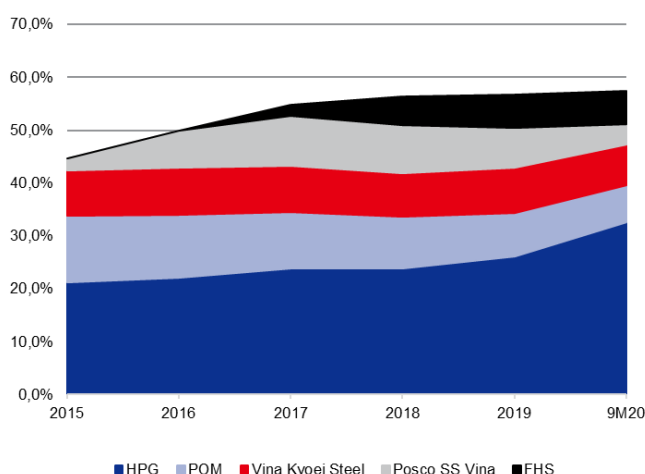
Các doanh nghiệp thép xây dựng hàng đầu có thể sẽ giành thêm thị phần trong năm 2021

Mặc dù đại dịch Covid-19 đã phủ bóng lên triển vọng thị trường thép nội địa nửa đầu năm 2020, các nhà sản xuất thép lớn với khả năng quyết định giá, sở hữu tài chính tốt và lợi thế sản xuất theo quy mô đã nắm bắt cơ hội này để giành lấy thị phần.

Chúng tôi nhận thấy HPG (KQ, GMT: 47.300 đồng), nhà sản xuất thép lớn nhất trong nước đã gia tăng thị phần thép xây dựng từ 26,2% trong năm 2019 lên 32,6% trong 9T/20. Công ty đã bán 2,5 triệu tấn thép xây dựng trong 9T20, tăng 26,4% svck. Trong khi sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành lại giảm 3,1% svck, đạt 7,6 triệu tấn.

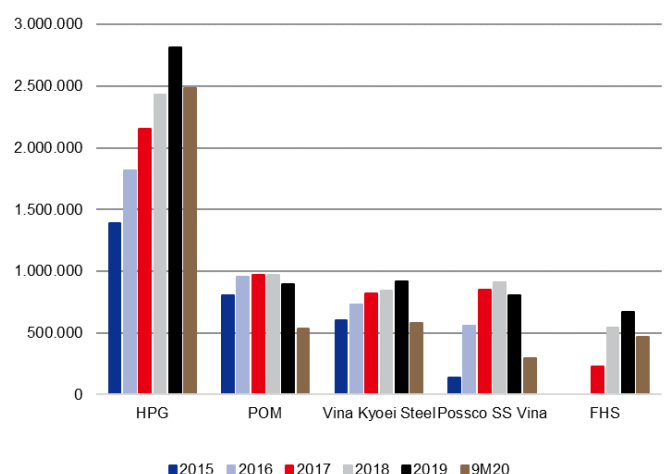
Chúng tôi tin rằng HPG sẽ là nhân tố chính thúc đẩy quá trình tái cơ cấu ngành thép Việt Nam trong dài hạn. Công ty này đang sở hữu quy mô sản xuất hàng đầu, kinh nghiệm và hiệu quả kinh doanh đã được chứng minh – bên cạnh việc Khu liên hợp gang thép Dung Quất (KLHDQ) đang dần đi vào hoạt động giúp HPG nâng cao năng lực sản xuất và ngày càng hoàn thiện danh mục sản phẩm. Các yếu tố trên sẽ giúp HPG tận dụng được đà tăng trưởng của ngành xây dựng nội địa trong tương lai. Chúng tôi ước tính thị phần thép xây dựng của HPG sẽ tăng lên mức 35% trong năm 2021 từ mức chỉ 32% của năm 2020.

Hình 85: Thép xây dựng Việt Nam – thị phần của những doanh nghiệp sản xuất lớn



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 86: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của một số doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam (tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VSA

HPG là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi

Chúng tôi tin rằng LN của các công ty thép xây dựng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021-22 dựa trên: (1) tăng tốc phát triển hạ tầng trong năm 2021 nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công; (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại trong năm 2021 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi. Trong đó, HPG là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành thép xây dựng nhờ sở hữu quy mô sản xuất lớn cùng hiệu quả kinh doanh đã

được chứng minh. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng thị phần thép xây dựng của HPG sẽ tiếp tục tăng lên mức 35% từ mức 32% năm 2020 và 26,2% năm 2019; sản phẩm HRC từ KLHDQ giai đoạn 2 (tổng công suất 3 triệu tấn, dự kiến sản xuất thương mại toàn dự án vào đầu năm 2021) có triển vọng tiêu thụ mạnh mẽ khi nhu cầu HRC của Việt Nam là khoảng 12 triệu tấn trong năm 2020 trong đó có tới 60% HRC phải nhập khẩu, theo ước tính của chúng tôi. Bên cạnh đó, HPG hiện giao dịch ở mức P/E 2020/21 là 10,9/7,9 lần, rẻ so với P/E trung vị năm 2021 của các doanh nghiệp cùng ngành là 9,4 lần. Chúng tôi tin rằng HPG có thể sẽ được định giá lại nhờ vào triển vọng tăng trưởng LN mạnh mẽ và khả năng sinh lời vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Tôn mạ: Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tăng 7-10% svck trong năm 2021 ➤

Giá bán tăng mạnh hơn giá HRC đầu vào

HRC thường chiếm khoảng 80-85% chi phí sản xuất tôn mạ. Kể từ vùng đáy trong tháng 5, giá HRC đã phục hồi ~25%, kéo theo ASP tôn mạ tăng 25-30% sv quý trước, qua đó cải thiện BLNG của các công ty tôn mạ lên 15,6% trong Q3/20. Điều này tương tự như sự tăng giá của HRC thời điểm cuối Q4/19 cũng giúp BLNG Q1/20 tăng lên mức 15,1% so với 12,8% trong Q2/20. Các công ty tôn mạ thường có khả năng chuyển đổi 70-80% mức tăng chi phí đầu vào sang người mua.

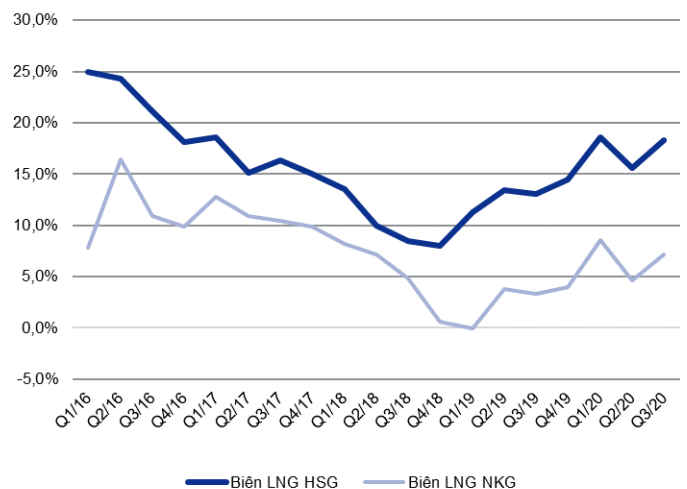
Ngoài ra, việc giảm lượng tồn kho, cải thiện vốn lưu động và nỗ lực giảm nợ vay đã giúp các công ty trong ngành tiết kiệm được một lượng lớn chi phí lãi vay. Qua đó, LN ròng của các công ty tôn mạ đã tăng 218,1% svck lên 1.110 tỷ đồng trong 9T20.

Hình 87: Giá HRC nội địa Trung Quốc (USD/tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 88: BLNG hàng quý của HSG và NKG



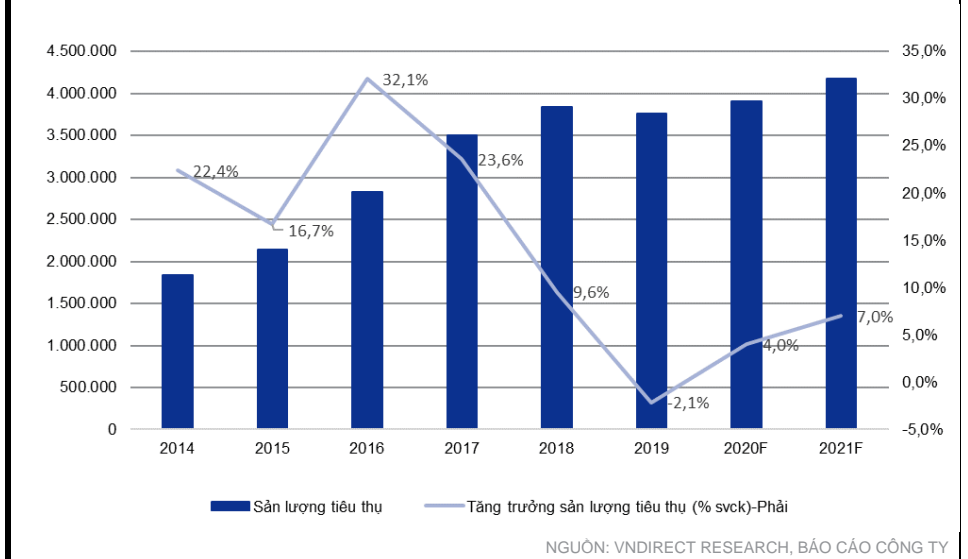
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Sản lượng tiêu thụ tôn mạ sẽ tăng 7-10% svck trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ sẽ tăng 7-10% svck trong 2021 nhờ vào 1) làn sóng chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam của các doanh nghiệp FDI; và 2) sản lượng xuất khẩu cao hơn do nhu cầu thế giới phục hồi.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng 2 doanh nghiệp tôn mạ lớn nhất là HSG (Không khuyến nghị) và NKG (Không khuyến nghị) sẽ gặp khó khăn về BLNG trong năm 2021 do 1) tình trạng dư cung đến từ sự gia nhập của các doanh nghiệp mới sẽ dẫn đến sự cạnh tranh về giá, và 2) sự giảm giá của HRC.

Hình 89: Dự báo về sản lượng tiêu thụ tôn mạ (tấn)

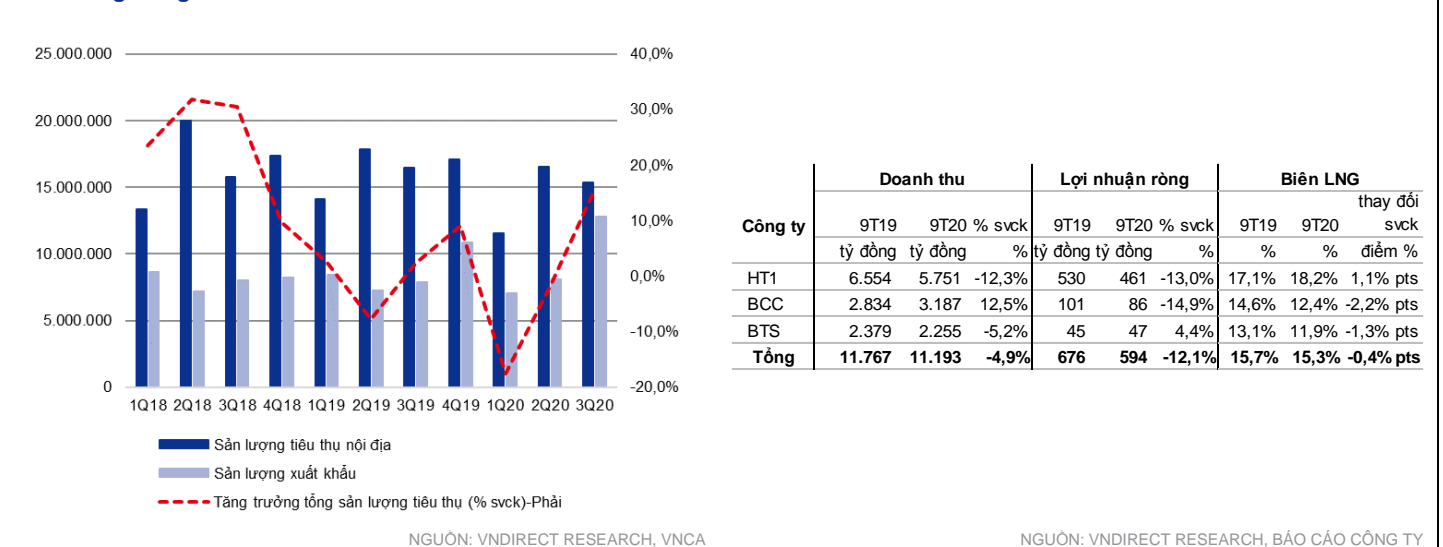


Xi măng: Tình trạng dư cung sẽ kéo dài >

Sản lượng tiêu thụ xi măng & clinker dần được cải thiện trong Q3/20

Theo Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA), tổng sản lượng xi măng bán ra tại thị trường nội địa của các thành viên Hiệp hội đã giảm 5% svck trong 9T20 do đại dịch Covid-19 làm ảnh hưởng đến tiến độ các hoạt động xây dựng. Tình trạng này đã làm trầm trọng hơn vấn đề dư thừa nguồn cung của ngành xi măng Việt Nam những năm gần đây. Bên cạnh đó, tổng sản lượng xuất khẩu clinker và xi măng của Việt Nam đã giảm 4% svck trong nửa đầu năm 2020 trước khi tăng trở lại 10% svck trong Q3/20. Ba công ty xi măng lớn nhất Việt Nam báo cáo DT giảm 4,9% svck xuống 11.193 tỷ đồng và BLNG giảm 0,4 điểm % do cạnh tranh gia trong ngành gia tăng.

Hình 90: Sản lượng tiêu thụ xi măng và clinker có dấu hiệu phục hồi rõ ràng trong Q3/20 **Hình 91: KQKD 9T20 của một số doanh nghiệp xi măng Việt Nam**



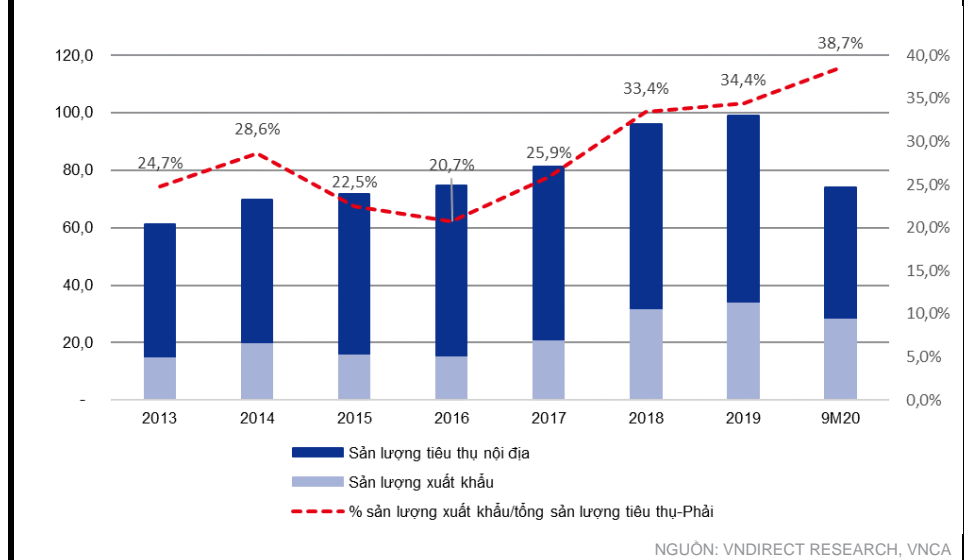
Ngành xi măng Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu

Trước năm 2009, tình trạng xi măng Việt Nam thiếu hụt nguồn cung thường xuyên xảy ra do năng lực sản xuất còn thấp trong khi nhu cầu liên tục tăng cao nhờ sự bùng nổ của thị trường bất động sản. Tuy nhiên, sự mở rộng công suất lớn trong một thập kỷ tiếp theo, cùng với sự suy thoái của lĩnh vực bất động sản từ năm 2010-2013 đã dẫn đến tình trạng dư cung xi măng trong nước. Do đó, các nhà

sản xuất xi măng nội địa bắt đầu xuất khẩu lượng lớn sản lượng xi măng dư thừa, đưa Việt Nam trở thành nước xuất khẩu xi măng lớn nhất thế giới trong năm 2018, theo số liệu từ VNCA. Thị trường xuất khẩu chiếm tỷ trọng khá cao và ngày càng tăng trong tổng sản lượng tiêu thụ toàn ngành toàn ngành, đạt 38,7% trong 9T20, tăng từ mức chỉ 20,7% năm 2013.

Cân bằng cung-cầu của ngành xi măng phụ thuộc lớn vào hoạt động xuất khẩu, do đó DT và hiệu quả sinh lời của các doanh nghiệp nội địa chịu nhiều ảnh hưởng bởi khả năng thúc đẩy và duy trì sản lượng xuất khẩu.

Hình 92: Ngành xi măng Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu (tấn)

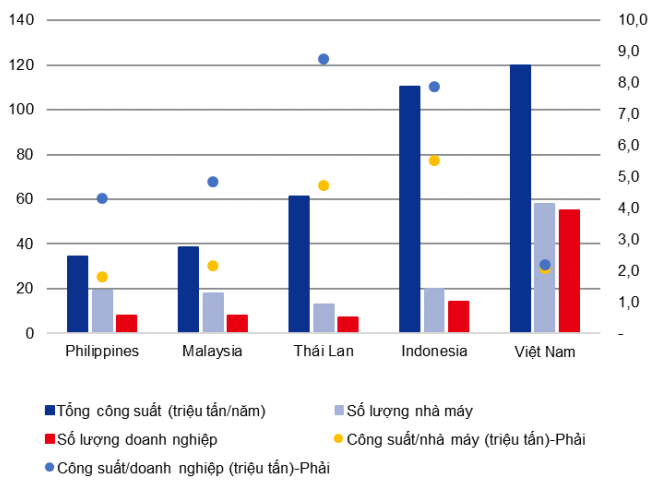


Tiếp tục tái cấu trúc toàn ngành

Trong khi Việt Nam là nhà sản xuất xi măng lớn thứ 5 thế giới và lớn nhất Đông Nam Á tính trên năng lực sản xuất (khoảng 120 triệu tấn/năm), thì năng lực sản xuất trên mỗi nhà máy vẫn chưa bằng một nửa so với các nhà máy của Thái Lan và Indonesia, chỉ đạt 2,1 triệu tấn/năm/nhà máy. Bên cạnh đó, công suất bình quân mỗi doanh nghiệp là 2,2 triệu tấn/năm – mức thấp nhất trong khu vực, theo số liệu từ VNCA. Theo VNCA, gần 70% dây chuyền sản xuất xi măng tại Việt Nam có công suất nhỏ hơn 1 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 20% sản lượng toàn ngành. Theo ước tính của chúng tôi, quy mô tối thiểu để một nhà máy xi măng đạt được hiệu quả kinh tế là 2 triệu tấn/năm và mỗi doanh nghiệp phải có công suất tối thiểu 5-10 triệu tấn/năm để đảm bảo hiệu quả trong dài hạn thông qua việc tiết kiệm chi phí. Việc thiếu hiệu quả sản xuất theo quy mô và tình trạng dư cung kéo dài là những lý do chính hạn chế khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành, theo quan điểm của chúng tôi.

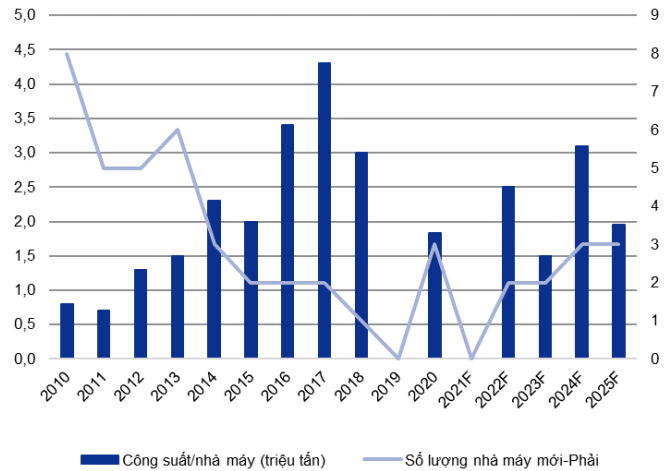
Nhận thức được vấn đề này, Chính phủ Việt Nam gần đây đã tích cực nâng các rào cản gia nhập ngành xi măng, đặc biệt chỉ cấp phép cho những dự án lớn (trên 2 triệu tấn/năm) nhằm giảm bớt tình trạng phân mảnh của thị trường.

Hình 93: Mức độ tập trung công suất của ngành xi măng tại một số quốc gia Đông Nam Á



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Hình 94: Việt Nam hạn chế cấp phép cho các nhà máy xi măng mới, chỉ chấp thuận các dự án quy mô lớn



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VNCA

Chúng tôi không lạc quan về ngành xi măng do tình trạng dư cung

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xi măng sẽ tăng 3-5% svck trong năm 2021 nhờ đầu tư công vào các dự án cơ sở hạ tầng tăng tốc ở Việt Nam và Trung Quốc. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng LN của các doanh nghiệp xi măng trong năm 2021 sẽ không cao do tình trạng dư cung và sự phụ thuộc ngày càng tăng vào các thị trường xuất khẩu, đặc biệt là khi các nhà máy mới đi vào hoạt động.

Đá xây dựng: Bùng nổ nhờ khởi công dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành ➤

Cảng hàng không quốc tế Long Thành (LTIA) dự kiến sẽ khởi công trong T12/20

Cảng hàng không quốc tế Long Thành đã được Quốc hội phê duyệt từ tháng 06/2015. Dự án này nằm ở tỉnh Đồng Nai, cách TP.HCM 40 km. LTIA là một đại dự án gồm có 3 giai đoạn với tổng vốn đầu tư lên tới 15 tỷ USD. Sau khi hoàn thành 3 giai đoạn, LTIA sẽ có tổng công suất 100 triệu lượt hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa/năm. Giai đoạn 1 của dự án có thể phục vụ 25 triệu lượt khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa mỗi năm với vốn đầu tư 4,6 tỷ USD. Nhà đầu tư chính của dự án, Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV, KQ, GMT: 88.200 đồng), dự kiến giai đoạn 1 sẽ được khởi công vào tháng 12/2020 và hoàn thành trong năm 2025.

Hình 95: Cơ cấu tổng chi phí đầu tư được phê duyệt cho các dự án thành phần tại LTIA (tỷ đồng)

Mục	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng
Bồi thường, hỗ trợ tái định cư			1.604		1.604
Chi phí xây dựng	176	1.240	52.498	2.358	56.272
Chi phí máy móc, thiết bị	32	1.160	19.454	2.236	22.883
Chi phí quản lý dự án	4	53	646	96	800
Chi phí tư vấn xây dựng	31	181	4.038	289	4.540
Chi phí dự phòng	45	493	14.188	920	15.646
Chi phí lãi vay		259	5.931	432	6.622
Chi phí khác	4	49	659	32	744
Tổng	293	3.435	99.019	6.364	109.112

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, QUYẾT ĐỊNH SỐ 1777/QĐ-TTG

Chúng tôi tin rằng nhu cầu đá xây dựng ở khu vực Đông Nam Bộ sẽ bùng nổ trong năm 2021 khi LTIA chính thức được khởi công giai đoạn 1.

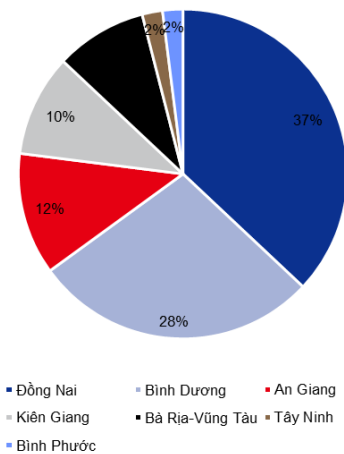
Tăng trưởng nhu cầu đá mạnh mẽ ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) trong giai đoạn 2021-25 nhờ những dự án cơ sở hạ tầng đang chuẩn bị được triển khai

Theo Bộ GT-VT, khu vực ĐBSCL chiếm khoảng 13% diện tích lãnh thổ Việt Nam nhưng hiện chỉ sở hữu 43km đường cao tốc (đoạn TPHCM-Trung Lương), tương đương 3,7% tổng chiều dài cao tốc trên toàn quốc (dự kiến đạt 1.163km vào cuối 2020). Chi phí đầu tư cao là nguyên nhân chính khiến hạ tầng giao thông ở khu vực này kém phát triển, ảnh hưởng đáng kể đến tiềm năng tăng trưởng của vựa nông sản lớn nhất cả nước.

Mới đây, Bộ GT-VT đã đề xuất triển khai 7 dự án cao tốc, với tổng chiều dài là 548km cho 5 dự án (chiều dài của 2 tuyến còn lại chưa được công bố) và tổng vốn đầu tư là 65 nghìn tỷ đồng tại khu vực ĐBSCL. Bộ cũng cam kết sẽ hoàn thành 300km đường cao tốc tại khu này vào năm 2025.

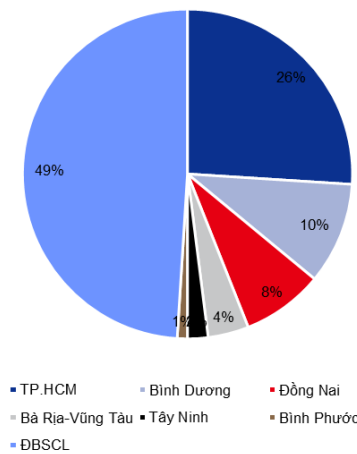
Chúng tôi tin rằng việc khởi công các dự án cao tốc sẽ tạo ra nhu cầu lớn về đá xây dựng ở khu vực ĐBSCL trong giai đoạn 2021-25. Mặc dù vậy, trữ lượng đá hạn chế của khu vực đã khiến gần 50% nhu cầu đá tại đây phải huy động từ Đồng Nai và Bình Dương. Do đó, những doanh nghiệp tại khu vực Đông Nam Bộ sẽ hưởng lợi từ những dự án cao tốc kể trên.

Hình 96: Cơ cấu sản lượng khai thác đá xây dựng tại khu vực phía Nam



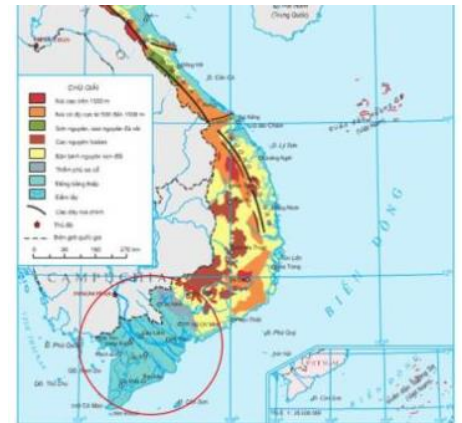
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SỞ XÂY DỰNG CÁC TỈNH

Hình 97: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ đá xây dựng tại khu vực phía Nam



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SỞ XÂY DỰNG CÁC TỈNH

Hình 98: Trữ lượng đá xây dựng không đáng kể tại ĐBSCL



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC ĐO ĐẠC VÀ BẢN ĐỒ VIỆT NAM

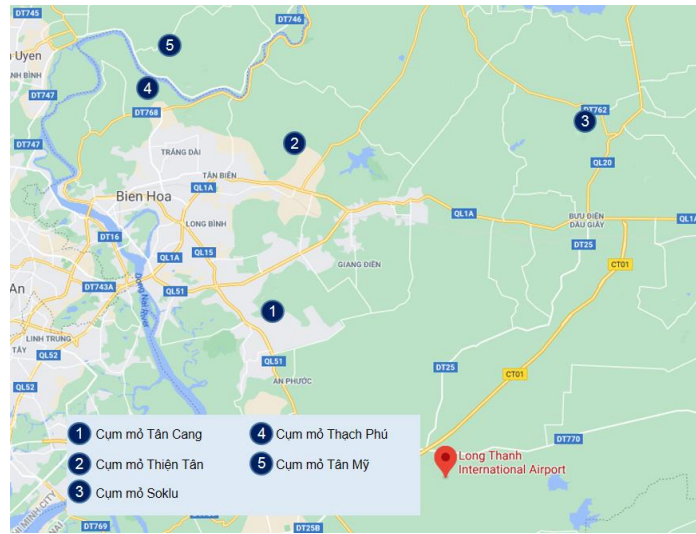
Các doanh nghiệp sở hữu mỏ đá tại miền Nam sẽ được hưởng lợi lớn nhất

Do đặc thù của ngành, chi phí vận chuyển thường chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành đá xây dựng. Tùy thuộc vào khoảng cách và loại hình vận chuyển, giá đá giao đến công trường có thể cao gấp đôi giá đá tại mỏ.

Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp niêm yết sở hữu những mỏ đá nằm gần các dự án cao tốc sẽ được ưu tiên huy động nhờ sở hữu lợi thế và chất lượng sản phẩm.

Chúng tôi ước tính các dự án hạ tầng lớn ở phía Nam (gồm cao tốc Mỹ Thuận-Cần Thơ, Phan Thiết-Dầu Giây và LTIA) sẽ cần từ 30-32 triệu m³ đá xây dựng trong giai đoạn 2020-25, tương đương 150-160% công suất khai thác được cấp phép của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành.

Hình 99: Vị trí các mỏ đá xây dựng và LTIA



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, MAPS.GOOGLE.COM

Hình 100: Các mỏ khai thác của các doanh nghiệp niêm yết

Công ty	Mỏ đá xây dựng	Huyện	Tỉnh	Công suất khai thác cấp phép (m3/năm)	Thời hạn khai thác
KSB	Tân Đông Hiệp (*)	Dĩ An	Bình Dương	2.341.858	Tháng 12/2019
	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	Tháng 08/2029
	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	Tháng 01/2023
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	Tháng 01/2035
	Gò Trường	Tinh Gia	Thanh Hóa	180.000	Tháng 01/2045
C32	Bãi Giang	Nghi Lộc	Nghệ An	150.000	Tháng 08/2043
	Tân Đông Hiệp (*)	Dĩ An	Bình Dương	762.738	Tháng 12/2019
DHA	Tân Mỹ (**)	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.000.000	Tháng 12/2025
	Thạch Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	Tháng 09/2026
	Tân Cảng 3	Biên Hòa	Đồng Nai	490.000	Tháng 03/2037
NNC	Núi Gió	Hớn Quản	Bình Phước	300.000	Tháng 08/2038
	Núi Nhô (*)	Dĩ An	Bình Dương	2.000.000	Tháng 12/2019
VLB	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	Tháng 01/2042
	Thạch Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	Tháng 02/2023
	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	N/A
	Solku 2	Thống Nhất	Đồng Nai	400.000	N/A
DND	Tân Cảng 1	Biên Hòa	Đồng Nai	1.500.000	N/A
	Tân Cảng 5	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	Tháng 01/2023
CTI	Thiện Tân	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	354.000	Tháng 01/2026
	Tân Cảng 8	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	Tháng 12/2035

(*) Các cụm mỏ đá đã hết hạn khai thác, nhưng vẫn có thể tận thu trong thời gian hoàn nguyên khoảng 1-2 năm

(**) Mỏ Tân Mỹ thuộc sở hữu của CTCP Miền Đông (HOSE: MDG) – Công ty liên kết của C32

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu KSB (Không khuyến nghị) và DHA (Không khuyến nghị) do 2 công ty này sở hữu nhiều mỏ đá có vị trí thuận lợi với công suất khai thác lớn và thời gian khai thác dài.

Chúng tôi cho rằng các công ty niêm yết đang sở hữu những mỏ đá chất lượng cao với vị trí thuận lợi sẽ là nguồn cung chính cho LTIA, đặc biệt là cụm mỏ Tân Cảng và Thiên Tân (do KSB, DHA, VLB và DND sở hữu). Dự án trọng điểm này sẽ là động lực lớn thúc đẩy LN của các doanh nghiệp đá xây dựng trong năm 2021-22.

Nhựa đường: Bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2021 ➔

Doanh nghiệp dẫn đầu sẽ giành được tất cả

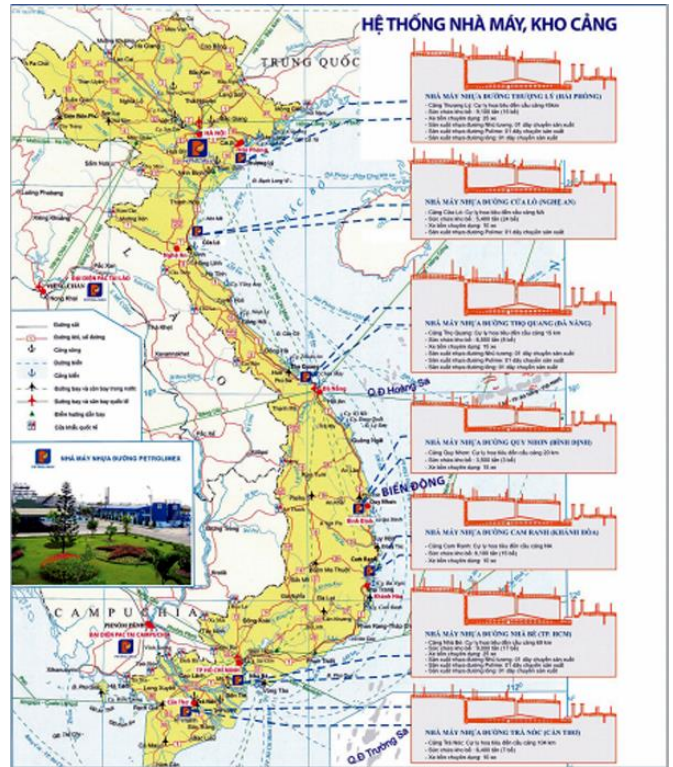
Trong 10 năm qua, ngành nhựa đường Việt Nam đã chứng kiến sự rút lui của hàng loạt ông lớn quốc tế như Chevron, Shell và Puma. Hiện nay, chỉ còn lại số ít doanh nghiệp như ADCo (công ty con của TIPCO – Colas Group) và những đơn vị trong nước như Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC), ICT và Transmeco. PLC (KQ, GTM: 30.900 đồng) thống lĩnh ngành nhựa đường với khoảng 30% thị phần, nhờ vào: 1) hệ thống kho hàng được đặt tại các vị trí chiến lược và 2) có khả năng sản xuất đủ 4 loại nhựa đường, đáp ứng các dự án có yêu cầu cao như sân bay và đường cao tốc (chủ yếu sử dụng nhựa đường polymer).

Hình 101: Những nhà sản xuất nhựa đường chính tại Việt Nam

Công ty	Công suất (tấn/nhà máy)	Số lượng nhà máy	Thị phần năm 2019	Sản phẩm có thể cung cấp			
				60/70	MC	Emulsions	Polymer
PLC	400.000	7	30%	x	x	x	x
ADCo	150.000	4	22%	x		x	x
ICT	120.000	3	15-20%	x		x	x
Transmeco	~ 100.000	2	N/A	x	x	x	x

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 102: Bảy nhà máy sản xuất nhựa đường nhà kho của PLC nằm ở các vị trí chiến lược trên khắp đất nước



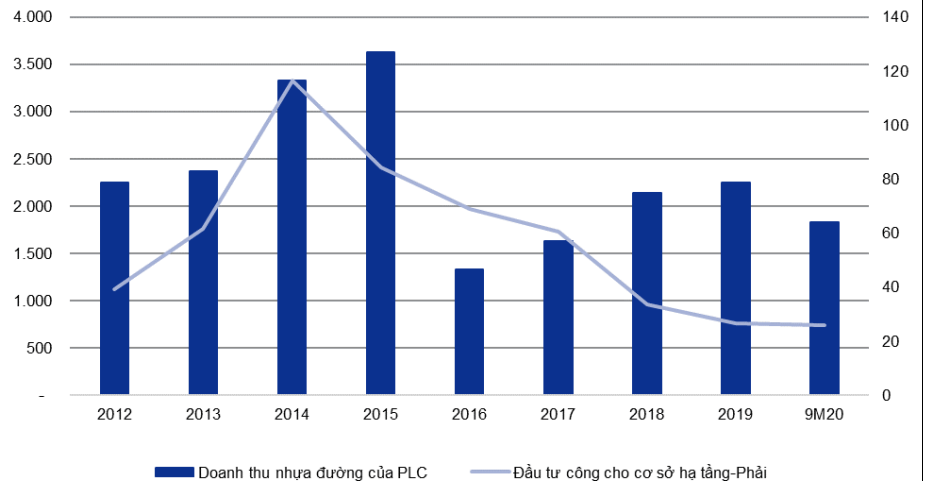
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bứt phá nhờ mở rộng đầu tư công

Do số liệu thống kê hạn chế của ngành nhựa đường Việt Nam, chúng tôi so sánh mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong ngành dựa trên PLC, công ty liên tục nắm giữ khoảng 30% thị phần nhựa đường trong nước trong giai đoạn 2015-19.

DT nhựa đường của PLC tăng vọt trong năm 2014-15 khi giải ngân vốn đầu tư vào hạ tầng giao thông tăng mạnh. Trong giai đoạn 2016-19, chi tiêu cho hạ tầng giao thông thấp (do ngân sách nhà nước hạn chế và đầu tư tư nhân vào các dự án BOT giảm nhiệt) đã dẫn đến DT từ nhựa đường của PLC giảm 50% so với giai đoạn 2014-15.

Hình 103: Doanh thu từ nhựa đường của PLC và giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng giao thông



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, BỘ GT-VT

Chúng tôi ưa thích PLC nhờ vào vị thế hàng đầu trong ngành nhựa đường

Vì nhựa đường thường được huy động trong giai đoạn sau của các dự án xây dựng cầu đường nên chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp trong ngành sẽ hưởng lợi nhiều hơn trong năm 2021-22. Chúng tôi tin rằng PLC có vị thế tốt để giành được các hợp đồng trong làn sóng đầu tư công mạnh mẽ tới đây nhờ vào 1) hệ thống nhà kho lớn, phân bố rộng khắp và vị thế dẫn đầu thị trường, và 2) PLC có mối quan hệ lâu năm với các DNNN và thường xuyên hoàn thành tốt các hợp đồng.

Hình 104: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Mã CK	K/N	Giá mục tiêu		Vốn hóa tr.USD	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		2020F	2021F		2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
<u>Thép xây dựng</u>														
Tập đoàn HPG	HPG VN	Khả quan	37.600	47.300	5.386	12,7	9,9	4,5	2,3	1,8	8,8	6,8	21,9	21,5
TCT Thép Việt Nam - CTCP	TVN VN	na	7.400	na	217	na	na	-20,9	na	na	na	na	na	na
CTCP Thép Pomina	POM VN	na	11.800	na	142	na	na	na	na	na	na	na	na	na
CTCP Gang Thép Thái Nguyên	TIS VN	na	9.700	na	77	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Vietnam - Italy Steel JSC	VIS VN	na	17.900	na	57	na	na	na	na	na	na	na	na	na
<i>Trung bình</i>					1.176	12,7	9,9	(8,2)	2,3	1,8	8,8	6,8	21,9	21,5
<i>Trung vị</i>					142	12,7	9,9	(8,2)	2,3	1,8	8,8	6,8	21,9	21,5
<u>Tôn mạ</u>														
Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	na	19.900	18.650	382	8,2	6,9	92,3	1,2	1,0	5,3	4,9	15,4	15,5
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	na	13.700	10.000	102	15,7	10,7	-37,7	na	na	6,6	6,5	5,9	7,3
<i>Trung bình</i>					242	12,0	8,8	27,3	1,2	na	6,0	5,7	10,7	11,4
<i>Trung vị</i>					242	12,0	8,8	27,3	1,2	na	6,0	5,7	10,7	11,4
<u>Các doanh nghiệp thép trong khu vực</u>														
Nanjing Iron & Steel Co-A	600282 CH	na	3,3	3,9	3.099	8,3	7,6	322,5	1	0,9	5,6	5,2	12,1	11,9
Xinxing Ductile Iron Pipes-A	000778 CH	na	3,7	na	2.269	8,9	8,3	68,9	0,7	0,6	6,1	5,7	7,6	7,6
SGIS Songshan Co Ltd-A	000717 CH	na	4,7	5,1	1.745	6,6	6,2	804,2	1,2	1	4,5	4,1	18,1	16,4
Sansteel Minguang Co Ltd -A	002110 CH	na	7,0	8,0	2.638	6,8	6,2	78,9	0,8	0,8	5,3	5	12,2	12,3
Liuzhou Iron & Steel Co-A	601003 CH	na	5,2	5,5	2.025	7,4	7,1	327,1	1,1	1	8,5	8	13,8	13,3
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	na	3,2	3,5	4.491	16,9	12,3	87,1	0,6	0,5	6,3	5,6	3,3	4,1
Xinyu Iron & Steel Co Ltd-A	600782 CH	na	4,7	4,8	2.310	5,9	5,7	179,9	0,6	0,5	7	6,4	10,2	9,3
Hyundai Steel	004020 KS	na	40.600	35.079	4.974	na	23,9	-48,7	0,3	0,3	9,4	7,6	-0,9	1,3
JFE Holding Inc	5411 JP	na	1.071	1.168	6.297	na	11,7	na	0,4	0,4	16,7	8,2	-5,6	3
Tata Steel	TATA IN	Khả quan	610	590	9.489	31,7	9,8	50	1	0,9	8,3	6,4	3,1	9,1
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	Khả quan	259	288	3.589	12,4	11,9	58,5	0,8	0,8	5	5,1	6,6	6,4
NMDC	NMDC IN	Khả quan	108	114	4.477	8,4	8,2	14,4	1,1	1	6	5,7	13,5	13
<i>Trung bình</i>					3.950	11,3	9,9	176,6	0,8	0,7	7,4	6,1	7,8	9,0
<i>Trung vị</i>					3.344	8,4	8,3	78,9	0,8	0,8	6,2	5,7	8,9	9,2
<u>Xi măng</u>														
CTCP Xi măng Vicem Hà Tiên	HT1 VN	na	16.500	17.067	272	10,3	9,5	3,7	1,1	1,1	4,8	4,7	11,8	12,8
CTCP Xi măng Bim Sơn	BCC VN	na	7600	na	40	na	na	911,8	na	na	na	na	na	na
CTCP Xi măng Vicem Bút Sơn	BTS VN	na	4500	na	24	na	na	204,1	na	na	na	na	na	na
<i>Trung bình</i>					112	10,3	9,5	373,2	1,1	1,1	4,8	4,7	11,8	12,8
<i>Trung vị</i>					40	10,3	9,5	204,1	1,1	1,1	4,8	4,7	11,8	12,8
<u>Đá xây dựng</u>														
CTCP KS và XD Bình Dương	KSB VN	na	27.800	na	77	na	na	16,5	na	na	na	na	na	na
CTCP Đá Núi Nhỏ	NNC VN	na	36.550	na	35	na	na	-11,8	na	na	na	na	na	na
CTCP Hóa An	DHA VN	na	44.000	na	28	na	na	29,9	na	na	na	na	na	na
<i>Trung bình</i>					46,6667	na	na	11,5	na	na	na	na	na	na
<i>Trung vị</i>					35	na	na	16,5	na	na	na	na	na	na
<u>Asphalt</u>														
TCT Hóa dầu Petrolimex	PLC VN	Khả quan	26.200	30.900	92	15,3	9,5	-18,6	2	1,7	13,8	9,9	12,6	19,4

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU NGÀY 25/11/2020

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Cẩm Tú

T (84) 333 557 019
E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218
E toan.chuduc@vndirect.com.vn

BDS NHÀ Ở: Sẵn sàng cho chu kỳ mới từ 2021

Chúng tôi kỳ vọng vào đà phục hồi vững chắc từ 2021 trở đi ➤

Thị trường phục hồi diện rộng giúp thúc đẩy ngành BDS trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021 nhờ sự trở lại của các hoạt động sản xuất cùng tăng trưởng nhu cầu trong và ngoài nước. Chúng tôi dự báo thị trường sẽ đạt tăng trưởng 7,1% svck trong năm 2021 trong khi áp lực lạm phát dự kiến giảm. Với triển vọng tăng trưởng tích cực cùng với thành công hiện thời trong việc ngăn chặn sự bùng phát của dịch Covid-19, chúng tôi tin rằng Việt Nam có thể thu hút nhiều dòng vốn đầu tư và kỳ vọng vốn giải ngân của các dự án FDI sẽ tăng 7% svck trong năm 2021. Việc thúc đẩy quá trình di dời các cơ sở sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam sau cuộc chiến thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc cũng như đa dạng hóa chuỗi cung ứng sau đại dịch sẽ hỗ trợ và tăng cường dòng vốn vào Việt Nam, đặc biệt là trong lĩnh vực KCN.

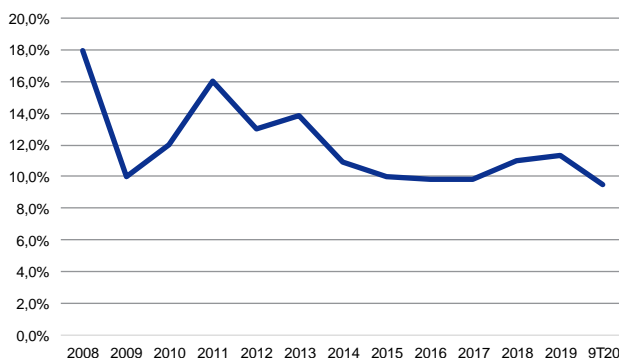
Trong nỗ lực thúc đẩy tốc độ phục hồi tăng trưởng GDP, chính phủ đã và đang đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt là phát triển các cơ sở hạ tầng, điều này có ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường BDS và trở thành động lực thúc đẩy tăng trưởng chính từ năm nay trở đi. Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước giải ngân tăng 34% svck đạt 407 nghìn tỷ đồng trong 11T20 (cao hơn mức 7% trong 11T19). Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ được đẩy mạnh trong năm 2021 vì sáu trong số 11 dự án thành phần thuộc dự án Đường cao tốc Bắc Nam được chấp thuận trong Q4/19-Q4/20 sẽ được thi công trong 2021 và được kỳ vọng hoàn thành trong 2022-2023.

Chúng tôi tin rằng lãi suất vay mua nhà sẽ tiếp tục thấp trong 2021

Kể từ sau khi đại dịch Covid-19 bùng phát vào tháng 1/2020, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ba lần cắt giảm các lãi suất điều hành (vào tháng 3, 5 và 10 năm 2020) nhằm giúp nền kinh tế vực dậy. Việc này đã giúp giảm áp lực chi phí dự phòng cho các ngân hàng và giảm chi phí lãi vay cho khách hàng. Do đó, các ngân hàng đã đưa ra các gói kích thích như miễn/giảm lãi và giảm lãi suất cho vay nhằm thúc đẩy nhu cầu vốn của người mua nhà do ảnh hưởng của đại dịch cùng việc thiếu nguồn cung nhà ở. Tính đến tháng 11/2020, lãi suất vay mua nhà điều chỉnh từ các ngân hàng trong nước đã giảm 1,8 điểm % xuống 9,5%, mức thấp nhất trong 10 năm.

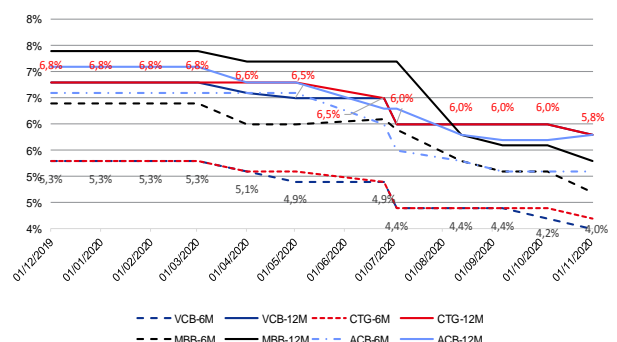
Trong bối cảnh áp lực lạm phát đang hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì các chính sách tiền tệ hợp lý trong năm 2021. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng NHNN sẽ giảm thêm lãi suất điều hành, chúng tôi cho rằng NHNN cũng sẽ không tăng thêm trong năm 2021 nhằm mục đích tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế bằng cách duy trì các chính sách tiền tệ nới lỏng. Theo đó, chúng tôi cho rằng lãi suất vay mua nhà sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2021 nhằm kích cầu mảng BDS.

Hình 105: Lãi suất vay thế chấp trung bình suy giảm trong 9T20 do lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại thấp



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG TRONG NƯỚC

Hình 106: Lãi suất huy động kỳ hạn 6T/trên 6T giảm 100-210 điểm cơ bản từ tháng 3/2020



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi cho rằng nguồn cung mới sẽ tăng vọt sau khi các nút thắt pháp lý được nới lỏng

Chúng tôi kỳ vọng việc sửa đổi Luật Xây dựng năm 2020 và Luật Đầu tư năm 2020 có hiệu lực từ ngày 1/1/2021 sẽ giải quyết được các nút thắt trong việc phê duyệt các dự án khu dân cư và rút ngắn thời gian cấp phép xây dựng từ năm 2021. Với việc khôi phục các dự án đang chậm tiến độ từ năm 2020 do dịch Covid-19, chúng tôi dự báo nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM trong năm 2021 sẽ ghi nhận mức tăng 10-15% svck, đạt 17.000 căn hộ. Chúng tôi cũng kỳ vọng việc sửa đổi Luật đất đai năm 2020 sẽ được thông qua vào năm 2021 và có hiệu lực từ ngày 1/1/2022, từ đó dẫn tới nguồn cung căn hộ mới phục hồi về mức năm 2017-2018 trong các năm tới.

Một số dự án chào bán đáng chú ý tại TP HCM có thể kể đến như: i) Saigon Sport City (hơn 4.300 căn) tại Quận 2; ii) Vinhomes Grand Park (hơn 45.000 căn) tại Quận 9, trong đó giai đoạn đầu 10.000 căn hộ đã được tung ra vào quý 3/2019 và 3.502 trong giai đoạn tiếp theo vào quý 3/2020; iii) Empire City (còn khoảng 1.500 căn hộ) tại Quận 2; iv) Grand Manhattan (967 căn) tại Quận 1; v) Spirit of Saigon (214 căn). Hầu hết các dự án sẽ ra mắt vào năm 2021 đã được cấp phép từ Bộ Xây dựng từ năm 2020 nhưng bị hoãn sang năm 2021.

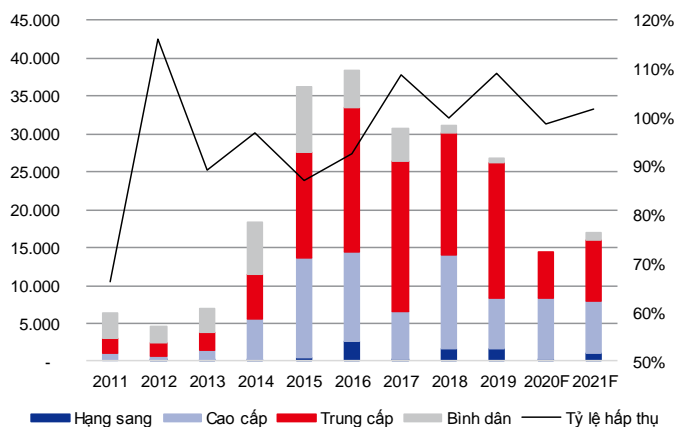
Chúng tôi kỳ vọng phân khúc nhà cao cấp sẽ được chứng kiến các mức giá mới từ dự án Spirit of Saigon từ 20.000 – 25.000 USD/m² và dự án Empire City từ 12.000-14.000 USD/m², theo ước tính của thị trường, nhờ tọa lạc ở các vị trí đắc địa.

Hình 107: Các dự án được kỳ vọng mở bán trong 2021. Chúng tôi kỳ vọng khu Đông TP HCM tiếp tục là điểm nóng trong 2021

Dự án	Chủ đầu tư	Tổng số căn tính đến tháng 10/2020	Số căn còn lại tính đến tháng 10/2020	Quận	Giá bán ước tính (USD/m ²)
Vinhomes Grand Park	Vinhomes	45.000	6.300	9	1.900 - 2.200
Spirit of Saigon	Saigon Glory	214	214	1	20.000 - 25.000
Empire City	Keppel Land	2.500	1.500	2	12.000 - 14.000 (* for MU1 only)
Saigon Sport City	Keppel Land	4.300	4.300	2	3.700 - 4.500
Grand Manhattan	Novaland	967	967	1	6.500 - 8.000

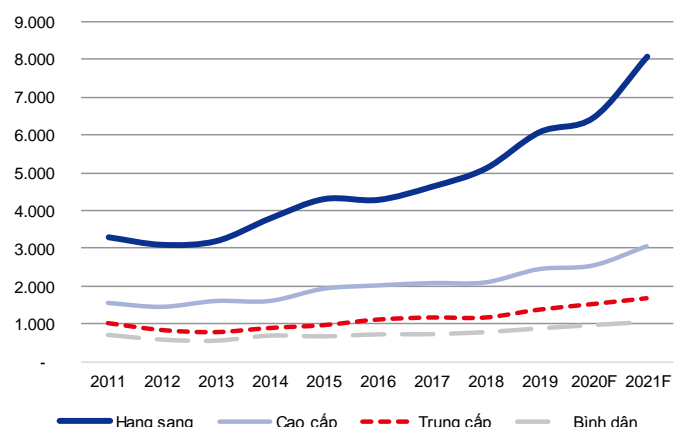
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 108: Căn hộ TP HCM (căn): nguồn cung tăng nhờ pháp lý được nới lỏng



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 109: Giá bán căn hộ TP HCM (USD/m²) – giá bán phân khúc hạng sang và cao cấp sẽ tăng cao trong khi các phân khúc còn lại sẽ ổn định trong 2021

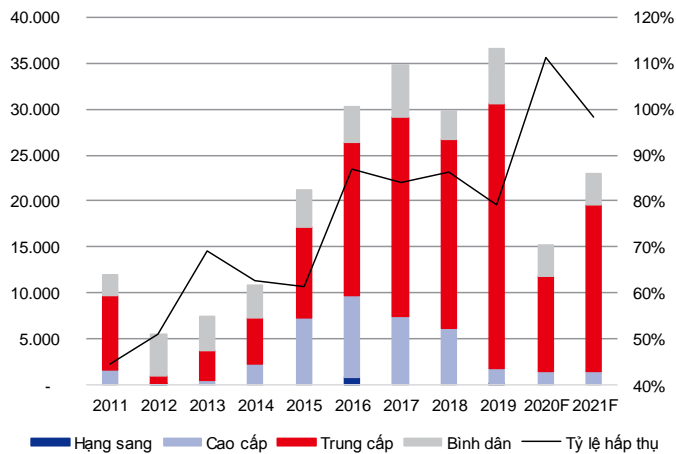


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Không giống TP HCM, thị trường căn hộ Hà Nội hầu hết do các chủ đầu tư trong nước phát triển, chủ yếu ở phân khúc trung cấp. Trong bối cảnh thị trường cạnh tranh hiện nay, chúng tôi cho rằng sẽ giá bán căn hộ sơ cấp sẽ không thay đổi đáng kể trong năm 2021, đồng thời dự phóng giá bán tăng trưởng ổn định 3-4% svck. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới sẽ tăng 50-60% trong năm 2021

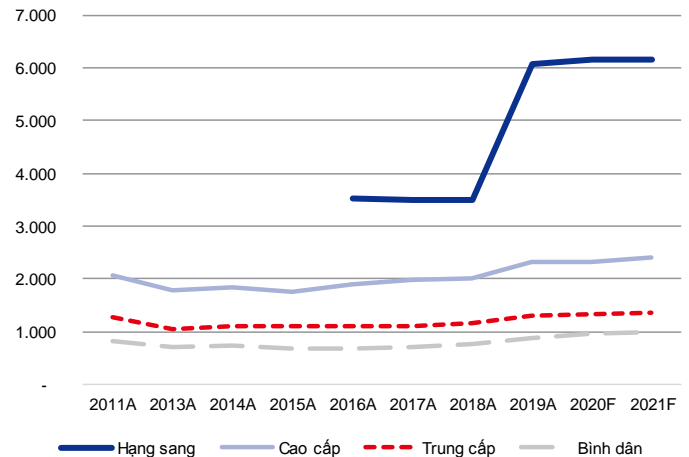
đạt 23.000 căn, chủ yếu là các căn hộ ở phía Tây và phía Đông Hà Nội nhờ nguồn cung ổn định từ các dự án lớn của Vinhomes (Vinhomes Smart City, Vinhomes Ocean Park), dự án Sunshine Empire (khoảng 2.200 căn), dự án Gamuda City (2.000 căn), dự án The Matrix One (1.500 căn) và dự án Lancaster Luminaire (126 căn)

Hình 110: Căn hộ Hà Nội – chúng tôi kỳ vọng nguồn cung mới tăng mạnh trong 2021 nhờ vào sự đóng góp của các đại dự án của Vinhomes



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 111: Giá bán căn hộ Hà Nội (USD/m²) – chúng tôi dự báo giá bán sẽ tăng ổn định 3-4% svck do sự cạnh tranh trong phân khúc trung cấp tại thị trường Hà Nội



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Giá bán có xu hướng tiếp tục tăng trong 2021 ➤

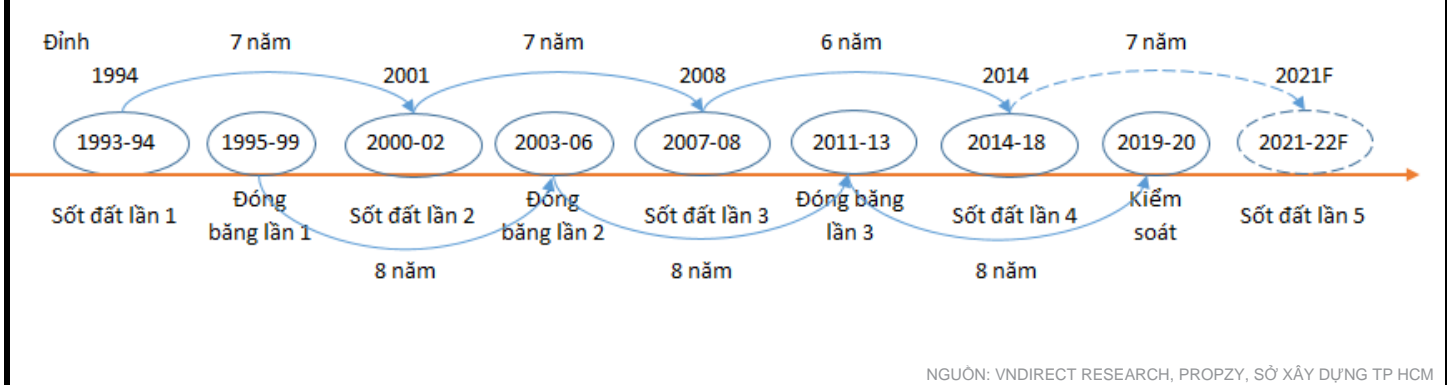
Chúng tôi cho rằng trong năm 2021, xu hướng tăng giá bán sẽ tiếp tục duy trì nhờ nhu cầu nhà ở tăng do 1) thúc đẩy phát triển các cơ sở hạ tầng có tác động trực tiếp đến thị trường BĐS và 2) lãi suất vay mua nhà giảm giúp hỗ trợ quyết định mua nhà. Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, thị trường BĐS Việt Nam có chu kỳ 7 năm và BĐS năm 2021 có thể bước chu kỳ tăng cao trong bối cảnh 1) vấn đề pháp lý có dấu hiệu tích cực từ việc sửa đổi Luật Xây dựng năm 2020 và Luật Đầu tư năm 2020 có hiệu lực từ ngày 1/1/2021 và 2) kỳ vọng GDP năm 2021 đạt tăng trưởng 7,1%.

Hình 112: Chu kỳ tăng của ngành BĐS được hỗ trợ bởi nền kinh tế tăng trưởng nhanh cùng với nhiều chính sách có lợi ảnh hưởng trực tiếp tới các dự án nhà ở

Năm	Được hỗ trợ bởi
1994	- Luật Đất đai 1993, đánh dấu lần đầu tiên quyền sử dụng BĐS là một khoản đầu tư
2001	- Hiệp định thương mại song phương Việt Mỹ (BTA) - Việt Nam gia nhập Tổ chức thương mại quốc tế (WTO)
2008	- GDP đạt 8,2%. - Sửa đổi Luật Đất đai 2013
2014	- Lãi suất vay thấp, nới lỏng tín dụng - Sửa đổi Luật Xây dựng 2020 và Luật Đầu tư 2020
2021	- Kỳ vọng GDP 2021 tăng 7,1% - Cơ sở hạ tầng được thúc đẩy - Lãi suất vay thế chấp thấp chưa từng có

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, PROPZY

Hình 113: Chu kỳ BĐS từ 1994-2020



Chúng tôi không nhận thấy rủi ro bong bóng BĐS trong ngắn hạn

Việc thị trường suy giảm cùng với giá nhà đất tăng mạnh làm gia tăng lo ngại về bong bóng bất động sản tương tự như năm 2009-2010, điều đã khiến chao đảo và đóng băng thị trường BĐS cho tới năm 2013. Tuy nhiên, vấn đề của năm 2019-2020 hoàn toàn khác với năm 2009-2010. Một thập kỷ trước, hàng hóa quá nhiều trong khi lượng người mua hạn chế, từ đó đã dẫn đến lượng hàng tồn kho cao với giá trị lên tới 200 nghìn tỷ đồng, cùng với giá bán nhà đất cao hơn nhiều so với giá trị thực và một lượng lớn dự án “ma” – tất cả các yếu tố này đã cấu thành nên sự sụp đổ của thị trường. Ở thời điểm hiện tại, vấn đề nằm ở việc thiếu thay vì thừa nguồn cung; đồng thời, nhu cầu vẫn đang rất cao cùng với dòng tiền dồi dào đổ vào thị trường BĐS.

Chúng tôi nhận thấy ba xu hướng định hình thị trường BĐS năm 2021 >

Thị trường BĐS liền thổ ở các tỉnh lân cận TP.HCM và Hà Nội sẽ duy trì kết quả khả quan

Chúng tôi tin rằng xu hướng “di cư” đến các tỉnh lân cận TP HCM và Hà Nội sẽ tiếp tục là xu hướng chính trong năm 2021, chủ yếu do giá bán tại các khu vực này vẫn ở mức thấp hơn, tương đương giá bán tại các khu vực trung tâm 4-5 năm trước đây. Do đó, khu vực này hứa hẹn một tiềm năng sinh lời hấp dẫn cho các nhà đầu tư do các chủ đầu tư mua đất ở đây có chi phí thấp hơn các khu trung tâm. Ngoài ra, những dấu hiệu tích cực về hoạt động đầu tư công trong năm 2020, đặc biệt là việc phát triển cơ sở hạ tầng cũng có khả năng kích cầu BĐS. Năm 2020, chính phủ đã đề xuất chi ngân sách cho đầu tư công 2,75 triệu tỷ đồng cho giai đoạn 2021-25, tăng 37,5% so với giai đoạn 2016-2020, phê duyệt mở rộng tuyệt đường cao tốc TP HCM-Long Thành và khởi công xây dựng đường cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết vào tháng 9/2020.

Tại TP HCM, việc mở rộng đường cao tốc đến khu vực phía Tây và ven biển với các dự án hạ tầng đang triển khai như Bến Lức – Long Thành, Dầu Giây – Phan Thiết đã nâng giá đất tại một số khu vực như Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An, Phan Thiết, Bình Thuận và Đồng Nai lên 50-100% trong vòng một năm. Chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn tại các khu vực này sẽ được hưởng lợi từ giá đất tăng. Một số dự án có thể sẽ ra mắt năm 2021 bao gồm: i) Gem Sky World tại Đồng Nai (khoảng 4.000 căn), ii) NovaWorld Phan Thiết; iii) Aqua City và Waterfront tại Đồng Nai; và iv) Southgate giai đoạn 2 tại Long An.

Hình 114: BĐS liên thổ tại Phan Thiết, Đồng Nai, v.v được kỳ vọng hưởng lợi từ sự mở rộng đường cao tốc đến khu vực miền Tây và ven biển ở miền Nam

Đang xây dựng/lên kế hoạch	Đã hoàn thiện	Sân bay quốc tế	Cảng biển/cảng sông lớn
1. Bến Lức - Long Thành	1. TP HCM - Long Thành - Dầu Giây	1. Tân Sơn Nhất	1. Cảng Cát Lái
2. TP HCM - Mộc Bài	2. TP HCM - Trung Lương	2. Long Thành (tương lai)	2. Cụm cảng Hiệp Phước
3. Biên Hòa - Vũng Tàu			3. Cảng quốc tế Long An
4. Trung Lương - Mỹ Thuận			4. Cụm cảng Cái Mép
5. Dầu Giây - Phan Thiết			
6. Vĩnh Hào - Phan Thiết			
7. Đường Vành Đai 3 - TPHCM			

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Tương tự như TP HCM, các dự án lớn ở các tỉnh lân cận Hà Nội cũng được kỳ vọng sẽ chiếm lĩnh thị trường. Hải Phòng, Thái Nguyên, Hoà Lạc, Quảng Ninh là các khu vực được kỳ vọng sẽ bùng nổ nhu cầu nhờ việc mở rộng các tuyến đường cao tốc đến biên giới và ven biển ở miền Bắc cùng các tuyến đường cao tốc đang được xây dựng/quy hoạch như Vân Đồn – Móng Cái, Ninh Bình – Hải Phòng, Hữu Nghị - Chi Lăng.

Hình 115: BĐS liên thổ tại Hải Phòng, Quảng Ninh, v.v được kỳ vọng hưởng lợi từ sự mở rộng đường cao tốc đến khu vực biên giới và ven biển ở miền Bắc

Đang xây dựng/lên kế hoạch	Đã hoàn thiện	Sân bay quốc tế	Cảng biển/cảng sông lớn
1. Vân Đồn - Móng Cái	1. Láng - Hòa Lạc	1. Nội Bài	1. Cụm cảng Hải Phòng
2. Ninh Bình - Hải Phòng	2. Hà Nội - Lào Cai	2. Cát Bi	2. Cảng Quảng Ninh
3. Hữu Nghị - Chi Lăng	3. Hà Nội - Ninh Bình	3. Vân Đồn	
	4. Hà Nội - Thái Nguyên		
	5. Hà Nội - Hải Phòng		
	6. Hải Phòng - Hạ Long		
	7. Hạ Long - Vân Đồn		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

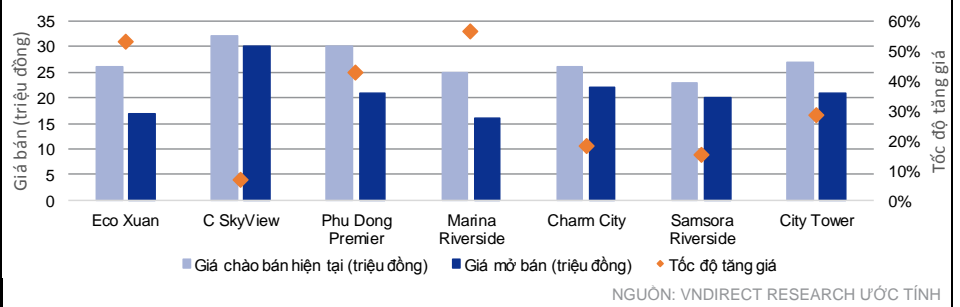
Bình Dương đang trở thành một điểm nóng

Nổi lên như một trung tâm công nghiệp phía Nam Việt Nam với 28 khu công nghiệp cung cấp xấp xỉ 13.500 ha bao gồm VSIP, Becamex, KCN Việt Hương, KCN Nam Tân Uyên, v.v., Bình Dương đang nổi lên như một điểm sáng thu hút vốn FDI trong xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc. Tính đến tháng 9/2020, Bình Dương đứng thứ 3 cả nước về thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (sau TP HCM và Hà Nội) với 3.855 dự án, thu hút tổng vốn đăng ký đạt 34,9 tỷ USD từ 65 quốc gia.

Theo Sở Xây dựng Bình Dương, tình hiện đang có khả năng thu hút hàng chục nghìn chuyên gia, kỹ sư, công nhân, từ đó giúp tăng nhu cầu về căn hộ, đất nền và nhà phố từ phân khúc bình dân tới cao cấp trong bối cảnh mở rộng 34 KCN trong những năm tới.

Bình Dương không chỉ thu hút các chủ đầu tư hàng đầu trong nước như Vinhomes (VHM), Đất Xanh (DXG) và Phát Đạt (PDR) mà ngay cả các nhà phát triển nước ngoài như Sembcorp và Tokyu. Theo CBRE, trong 9T20, nguồn cung căn hộ mới tại Bình Dương đạt 8.289 căn từ 8 dự án, chỉ kém 10% so với TP HCM. Tỷ lệ hấp thụ 9T20 tại Bình Dương đạt 96,6%, tương đương với TP.HCM nhờ nhu cầu cao tới từ các chuyên gia, kỹ sư và công nhân tại khu vực này. Tính đến tháng 10/2020, giá căn hộ đã đạt xấp xỉ 30-40 triệu/m², tăng đáng kể từ mức 20-25 triệu/m² trong năm 2018.

Hình 116: Giá bán căn hộ trung bình tại Bình Dương tăng 15% mỗi năm từ 2017-2020



Theo Sở Xây dựng tỉnh Bình Dương, 114 dự án khu dân cư đã được phê duyệt theo quy hoạch 1:500 trong 9T20, trong đó đáng chú ý phải kể đến dự án Đại Phúc City (19,6 ha), dự án Suối Giữa (30,6 ha), đô thị Bình Quới (34 ha), khu dân cư Nam Tân Uyên (70 ha), cung cấp tổng cộng 50.000 – 60.000 căn trong các năm tới. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có 20.000 căn hộ chung cư mới được tung ra trong Q4/2020-2021 tại Bình Dương từ các dự án Astral City (5.000 căn), Anderson Park (2.500 căn), Opal Sky View (1.500 căn), New Galaxy (khoảng 2.000 căn), The Emerald Gold View (khoảng 1.100 căn) và Opal Central Park (khoảng 8.500 căn).

Hình 117: Các dự án được kỳ vọng mở bán trong quý 4/2020-2021 tại Bình Dương

Dự án	Dự kiến mở bán	Số căn	Giá bán ước tính (triệu đồng)
Opal Skyline	2021	1505	29,5
Astral City	Quý 4/2020	5200	38-40
Emerald Gold View	2021	1075	37-40
Anderson Park	Quý 4/2020	2477	35-41

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các thương vụ M&A sẽ giúp thị trường BĐS năm 2021 sôi động hơn

Việc quá trình phê duyệt pháp lý kéo dài kể từ giữa năm 2018 và tác động của dịch Covid-19 đã khiến nhiều nhà phát triển có quy mô nhỏ đối mặt với các vấn đề tài chính. Tuy nhiên, điều này đã tạo cơ hội săn tìm đất cho các công ty BĐS có tiềm lực mạnh về tài chính. Ngoài ra, theo Colliers Việt Nam, trong 9T20, có ít nhất 10 nhà phát triển nước ngoài mới từ Hàn Quốc, Nhật Bản, Trung Quốc và Singapore đang tìm kiếm cơ hội gia nhập thị trường Việt Nam, một con số đáng ngạc nhiên khi so sánh với 12-15 nhà phát triển nước ngoài hiện tại (theo quan sát của chúng tôi). Chúng tôi tin rằng điều này nhờ việc Việt Nam kiểm soát tốt sự bùng phát đại dịch Covid-19.

Các thương vụ M&A, đặc biệt là việc chuyển nhượng các dự án thành phần trong các dự án có quy mô lớn được xem là giải pháp nhanh nhất cho các nhà đầu tư nước ngoài bước chân vào thị trường Việt Nam và các nhà đầu tư trong nước mở rộng quỹ đất. Theo quan sát của chúng tôi, một số dự án từ các công ty lớn hiện đang trong quá trình đàm phán, một số đã hoàn tất đàm phán các điều khoản tài chính quan trọng trong Q4/2020. Chúng tôi kỳ vọng các thương vụ này sẽ được hoàn tất trong năm 2021 nhờ các cải tiến trong khuôn khổ pháp lý từ Luật Đầu tư mới năm 2020, có hiệu lực từ ngày 1/1/2021.

Một ví dụ về thương vụ M&A nổi bật gần đây phải kể đến việc Novaland (NVL) hoàn tất thương vụ mua lại 286 ha tại Đồng Nai cùng một số thương vụ nhỏ lẻ với các địa phương, với tổng giá trị lên tới 1 tỷ USD.

Hình 118: Các thương vụ M&A có thể hoàn tất trong quý 4/2020-2021

Dự án	Vị trí	Diện tích đất	Quá trình thương lượng	Thời gian dự kiến	Giá trị giao dịch
A	Phía đông TP HCM	>50ha	Các điều khoản thương mại đã thương lượng xong	2021	N/A
B	Phía đông TP HCM	>50ha	Các điều khoản thương mại đã thương lượng xong	2021	N/A
C	Đồng Nai	>70ha	Các điều khoản thương mại đã thương lượng xong	4Q20-2021	>2.000 tỷ đồng
D	Đồng Nai	>45ha	Các điều khoản thương mại đã thương lượng xong	4Q20-2021	>2.000 tỷ đồng
E	Quận 2	>60ha	Đang thương lượng	2021-22F	N/A
F	Đồng Nai	>286ha	Các điều khoản thương mại đã thương lượng xong	2021	Khoảng 1 tỷ đô
G	Quận 10	>8ha	Đang thương lượng	2021	N/A

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu VHM và NLG ➤

Chúng tôi ưu tiên các nhà đầu tư sở hữu các tiêu chí sau:

- Sắp triển khai các dự án mà doanh nghiệp đã được cấp phép xây dựng hoặc giấy chứng nhận quyền sử dụng đất (QSDĐ) hoặc có khả năng cao được cấp phép trong năm 2021;
- Có sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân do các phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân; và
- Sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh (tỷ lệ đòn bẩy thấp, thanh khoản cao) nhằm chống lại các rủi ro thắt chặt tài chính tín dụng đối với thị trường BĐS như đề cập ở trên.

Dựa vào các tiêu chí trên, Nam Long (NLG) và Vinhomes (VHM) hiện đang là các cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn.

Hình 119: Dự báo hoạt động kinh doanh các công ty BĐS chúng tôi theo dõi năm 2020-2022

tỷ đồng	VHM			NLG			KDH			KBC		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Doanh số ký bán (tỷ đồng)	142.756	197.273	176.383	7.474	9.935	12.255	5.044	3.826	8.282	2.479	2.753	1.533
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	79.719	128.113	191.649	1.641	1.734	2.291	3.526	4.592	6.408	2.800	3.210	3.483
Tăng trưởng doanh thu	54%	61%	50%	-36%	6%	32%	25%	30%	40%	-13%	15%	9%
LN hoạt động thuần (tỷ đồng)	27.035	47.774	76.079	283	359	571	1.561	1.583	3.457	1.194	1.535	1.566
Tăng trưởng LN HĐKD	15%	77%	59%	-56%	27%	59%	27%	1%	118%	-25%	29%	2%
LN ròng (tỷ đồng)	24.886	36.398	58.855	880	1.127	1.444	1.183	1.195	2.629	616	832	857
Tăng trưởng LN ròng	17%	46%	62%	-8%	28%	28%	29%	1%	120%	-33%	35%	3%
EPS cốt lõi (đồng)	7.430	10.867	17.571	3.240	3.979	5.096	2.055	2.062	4.535	1.310	1.771	1.825
Tăng trưởng EPS cốt lõi	17%	46%	62%	-13%	23%	28%	25%	0%	120%	-33%	35%	3%
Tỷ lệ nợ	40%	28%	18%	-1%	3%	2%	-14%	-7%	-3%	-14%	0%	-3%
P/BV (x)	3,5	2,5	1,7	1,5	1,2	1,0	1,9	1,8	1,5	0,8	0,7	0,7
ROE	37%	37%	42%	16%	18%	20%	15%	14%	27%	6%	8%	8%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 120: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	tăng giá	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng kép 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH	
								2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021		
Trung bình trong nước								8,9	14,4	11,1	1,7	1,5	12,3	14,8	1,2	1,7	33,4
Trung vị trong nước								8,9	15,1	10,5	1,7	1,5	14,8	13,8	1,7	1,7	17,2
Trung bình khu vực								(15,4)	29,0	13,3	1,0	0,9	8,8	10,4	3,5	3,8	55,0
Trung vị khu vực								(9,2)	20,1	13,1	0,9	0,9	5,0	7,3	3,1	3,8	52,0
Việt Nam																	
Vinhomes	VHM VN	83.600	104.300	24,8%	Khả quan	11.889	33,6	11,3	7,7	3,5	2,5	36,5	37,4	1,2	1,2	39,6	
Novaland	NVL VN	63.900	N/A	N/A	N/A	2.724	N/A	16,6	16,0	2,5	2,1	14,9	13,4	0,0	0,0	113,1	
Khang Dien	KDH VN	28.000	29.100	3,9%	Trung lập	676	9,0	13,6	13,6	1,9	1,8	14,7	13,7	1,8	1,8	-13,8	
Dat Xanh	DXG VN	14.700	N/A	N/A	N/A	329	N/A	18,4	7,3	1,0	0,9	3,1	14,0	N/A	3,4	35,8	
Nam Long	NLG VN	29.400	34.800	18,4%	Khả quan	350	8,7	9,1	7,4	1,5	1,2	16,3	18,1	1,7	1,7	-1,3	
Trung Quốc và Hồng Kông																	
China Vanke-A	000002 CH	N/A	31,0	N/A	Trung lập	48.745	6,0	7,7	7,1	1,5	1,3	20,7	19,7	3,9	4,2	45,1	
Sun Hung Kai	16 HK	102,5	134,0	30,8%	Khả quan	39.103	(13,4)	11,3	9,8	0,5	0,5	4,7	5,2	4,8	5,0	13,6	
China Overseas Land	688 HK	23,9	26,0	8,6%	Khả quan	24.761	11,1	4,3	3,8	0,5	0,5	16,8	17,1	7,9	8,9	32,8	
China Resources Land	1109 HK	31,9	43,1	35,1%	Khả quan	29.622	11,9	8,0	7,0	1,0	1,0	21,8	24,2	4,4	5,0	30,9	
China Evergrande	3333 HK	15,9	20,1	26,8%	Khả quan	26.477	(17,0)	8,5	8,0	1,1	1,0	23,3	21,0	5,0	5,9	181,0	
Country Garden	2007 HK	9,7	10,1	3,7%	Trung lập	28.541	6,8	4,4	4,2	1,0	0,9	34,1	31,9	7,4	7,5	52,0	
Indonesia																	
Pakuwon Jati	PWON IJ	600	630,0	5,0%	Khả quan	1.857	(10,4)	22,2	14,3	1,8	1,6	10,0	14,5	-	0,5	2,7	
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.320	1.400,0	6,1%	Khả quan	1.655	4,5	22,5	14,4	0,8	0,8	4,3	6,8	-	-	9,5	
Ciputra Development	CTRA IJ	1.052	1.200,0	14,1%	Khả quan	1.221	(0,6)	22,4	14,9	1,1	1,0	5,0	7,3	0,9	-	27,8	
Summarecon Agung	SMRA IJ	1.145	880,0	-23,1%	Trung lập	822	0,6	167,4	25,4	1,5	1,4	3,7	9,1	-	0,0	77,3	
Malaysia																	
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	7,6	7,7	0,7%	Trung lập	3.342	(0,5)	20,7	19,1	1,1	1,1	6,0	6,8	5,8	6,4	9,6	
SP Setia	SPSB MK	1,3	0,9	-30,2%	Khả quan	944	(18,4)	37,3	11,8	0,3	0,3	0,7	2,2	0,5	1,7	62,3	
Sime Darby Property	SDPR MK	0,8	0,9	5,6%	Khả quan	1.080	(226,3)	23,8	13,6	0,4	0,4	2,5	4,3	1,3	2,2	25,7	
Singapore																	
CapitaLand	CAPL SP	3,3	3,4	2,3%	Khả quan	12.299	(17,0)	22,7	13,0	0,7	0,7	4,6	5,3	3,8	3,8	62,9	
Keppel Corp	KEP SP	5,7	6,5	13,9%	Khả quan	7.102	(9,0)	NA	13,3	0,9	0,9	(2,2)	6,5	1,9	3,5	83,7	
City Developments	CIT SP	9,4	10,1	7,3%	Khả quan	5.326	(10,0)	32,3	17,6	0,6	0,5	1,7	3,3	1,5	1,8	58,2	
UOL Group	UOL SP	7,1	7,6	7,0%	Khả quan	4.754	(9,7)	63,8	21,9	0,6	0,6	2,8	2,9	2,3	2,3	29,5	
Frasers Property	FPL SP	1,7	1,7	-0,4%	Khả quan	2.733	(22,2)	16,0	11,0	0,4	0,4	3,0	4,3	1,7	3,6	110,6	
Ascott Residence	ART SP	1,3	1,0	-17,1%	Khả quan	2.438	(9,2)	88,0	31,8	0,9	0,9	1,0	2,7	2,4	3,7	54,6	
Thái Lan																	
Land And Houses	LH TB	8,8	9,9	12,6%	Khả quan	N/A	(9,6)	15,7	13,1	2,0	1,9	12,4	14,6	6,8	5,9	85,1	
WHA Corporation	WHA TB	4,4	3,7	-14,3%	Khả quan	N/A	2,6	19,5	14,2	1,6	1,5	8,1	10,8	3,1	4,2	109,7	
Pruksa Holding	PSH TB	14,6	11,8	-19,2%	Trung lập	N/A	(18,2)	9,4	8,6	0,6	0,6	6,9	7,4	9,0	6,4	67,0	
Supalai	SPALI TB	16,7	20,3	21,9%	Khả quan	N/A	(5,3)	9,2	7,8	1,0	0,9	11,2	12,4	5,7	5,5	32,7	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO CÔNG TY (GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 10/12/2020)

NGÂN HÀNG: Hồi phục tốt hơn so với kỳ vọng

Chúng tôi kỳ vọng tín dụng ngành sẽ phục hồi lên tới 13-14% vào năm 2021 >

Tín dụng toàn ngành ghi nhận mức tăng trưởng thấp nhất trong tám năm qua. Vào cuối Q3/20, tín dụng ngành chỉ tăng 6,08% so với đầu năm, dù gần gấp đôi mức 3,65% vào cuối Q2/20 nhưng thấp hơn nhiều so với mức 9,4% trong 9T19. Trong khi làn sóng Covid-19 là nguyên nhân khiến cho việc tăng trưởng tín dụng giảm thì Chính phủ Việt Nam chủ động trong việc kiểm soát sự lây lan trong cộng đồng và gia tăng kích thích tài khóa, đồng thời cùng với Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) thực hiện chính sách tiền tệ nới lỏng đã giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Kết quả là, tín dụng toàn ngành chỉ tăng 1,31% trong ba tháng đầu năm, đến cuối Q2/20 đã cải thiện lên 3,65% và đạt 6,08% so với đầu năm. Tính đến ngày 17/11/2020, tín dụng toàn ngành đã đạt 7,26%, tiệm cận với mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống năm 2020 của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) 8-10%.

- Đại dịch toàn cầu đã gián đoạn hoạt động kinh doanh (HĐKD), dẫn đến doanh nghiệp giảm nhu cầu tín dụng. Do Covid-19, nhiều quốc gia đã đóng cửa biên giới và áp dụng các lệnh giãn cách xã hội, làm ảnh hưởng đến HĐKD và thu nhập của người dân, do đó làm giảm nhu cầu của người dân trong tiêu dùng và du lịch. Trong 9T20, hai lĩnh vực đóng góp chính trong GDP là công nghiệp và dịch vụ - chiếm 30,1% và 38,4% GDP của Việt Nam, ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là 2,69% và 1,37% svck, đây là mức tăng trưởng thấp nhất trong một thập kỷ. Tương quan, tổng tín dụng của lĩnh vực công nghiệp, thương mại và dịch vụ chiếm 79% tín dụng toàn hệ thống chỉ tăng 10,3% svck (+ 6,2% từ đầu năm đến nay) vào cuối Q3/20, so với 14,9% svck (+ 10,4% từ đầu năm đến nay) vào cuối Q3/19.
- Hiệu quả và kịp thời trong việc kiểm soát sự lây lan của đại dịch và giải ngân đầu tư công của Chính phủ cũng như thực hiện nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN đã kích thích nhu cầu tín dụng, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng toàn ngành trong 9T20.
 - 1) Chính phủ Việt Nam đã kiểm soát thành công ngăn ngừa sự lây nhiễm trong cộng đồng của Covid-19, tạo môi trường cho doanh nghiệp quay trở lại hoạt động sản xuất, đồng thời thúc đẩy giải ngân đầu tư công hiệu quả giúp tạo việc làm cho cả doanh nghiệp và cá nhân. Các chính sách được đưa ra đã gián tiếp giúp cải thiện nhu cầu tín dụng.
 - 2) Thông tư 01 của NHNN hướng dẫn các ngân hàng thực hiện cơ cấu lại các khoản cho vay với thời hạn lên đến 12 tháng và xem xét miễn/giảm việc thanh toán lãi vay cho khách hàng, giúp giảm áp lực chi phí dự phòng của ngân hàng và chi phí lãi vay của khách hàng. Ngoài ra, việc NHNN ba lần cắt giảm lãi suất điều hành vào tháng 3, tháng 5 và tháng 9 năm 2020 đã làm giảm chi phí vốn của các ngân hàng tạo điều kiện để các ngân hàng giảm lãi suất cho vay từ đó khuyến khích các doanh nghiệp vay mới để tiếp tục hoạt động sản xuất kinh doanh trong bối cảnh nền kinh tế đang dần phục hồi.
 - 3) Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng của 2 ngân hàng thương mại (NHTM) nhà nước là BIDV (Không xếp hạng, BID) và Vietinbank (Không xếp hạng, CTG) tiếp tục ở mức thấp, mặc dù chiếm 24,2% tín dụng toàn hệ thống, nhưng chỉ tăng lần lượt là 2,5% và 2,4% trong 9T20 (sv mức tăng 8,6% và 3,9% trong 9T19); các ngân hàng niêm yết khác ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao hơn mức tăng tín dụng toàn hệ thống trong 9T20.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

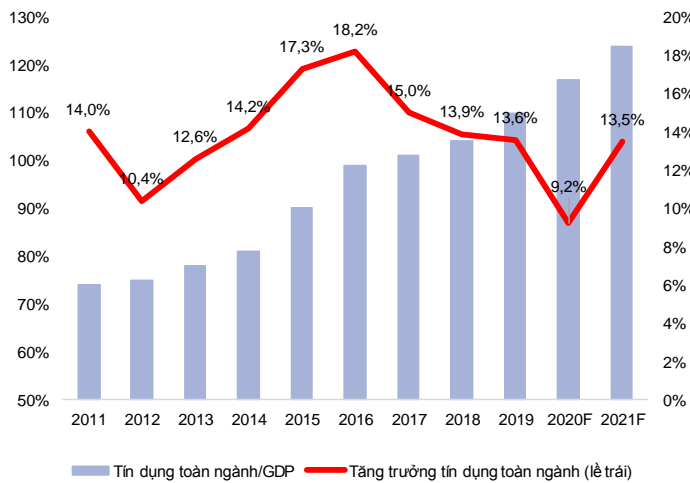
E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh

T (84) 91 514 3803

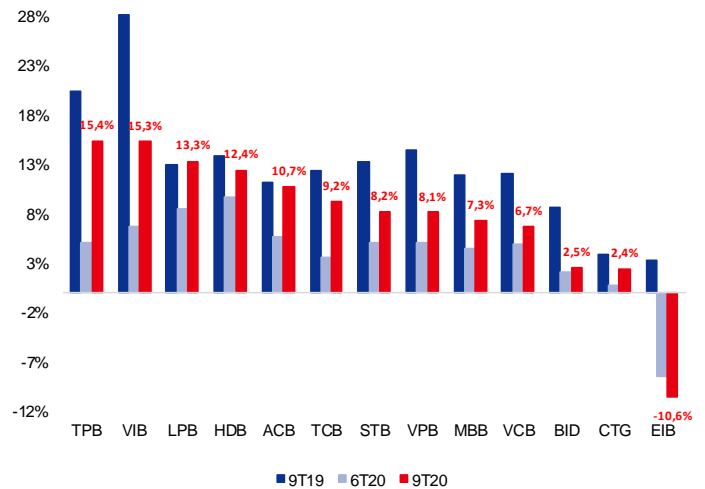
E thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Hình 121: Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng đạt 9% trong năm 2020 và phục hồi mức tăng 13-14% trong năm 2021



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, GSO, SBV

Hình 122: Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng đã tăng đáng kể trong Q3/20, giúp cải thiện tín dụng 9T20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 9% trong năm 2020 và phục hồi mức tăng 13-14% vào năm 2021.

Trên thế giới, việc thử nghiệm vắc-xin Covid-19 đã cho ra những kết quả khả quan. Pfizer (Mỹ), AstraZeneca (Anh) và Sputnik V (Nga) thông báo rằng vắc-xin của họ đạt hiệu quả trên 90% và các công ty này có thể cung cấp từ hàng trăm triệu liều vào cuối năm nay đến hàng tỷ liều trong năm tới, hứa hẹn việc kiểm soát lây truyền dịch bệnh trên toàn cầu.

Theo giả định cơ sở của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế toàn cầu sẽ dần dần phục hồi, tương quan với xu hướng phục hồi nền kinh tế của Việt Nam hiện nay. Nhờ đó, các hoạt động thương mại, sản xuất, dịch vụ trong đó có du lịch sẽ dần quay trở lại hoạt động bình thường, thúc đẩy nhu cầu tín dụng trong Q4/20 và năm 2021. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 9%/13-14% trong năm 2020/21. Với kỳ vọng GDP 2020/21 tăng lần lượt 2,8%/7,1%, tỷ lệ tín dụng trên GDP sẽ tăng lên 117%/124% từ 110% năm 2019. Hoạt động cho vay sẽ được thúc đẩy bởi các yếu tố sau:

- Nền kinh tế Việt Nam được kỳ vọng phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021 nhờ hoạt động sản xuất và thương mại dần phục hồi do sự gia tăng nhu cầu trong và ngoài nước.
- Lãi suất cho vay giảm nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng hiện tại sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp vay vốn mới để phục HĐKD. Ngày 30/9, NHNN tiếp tục cắt giảm lãi suất chủ chốt 0,25 - 0,5 điểm phần trăm hiệu lực ngay từ ngày 01/10/2020, đây là lần thứ ba NHNN cắt giảm lãi suất điều hành kể từ lần thứ nhất và thứ hai vào tháng 3 và tháng 5. Lãi suất tái chiết khấu/lãi suất tái cấp vốn giảm xuống mức 2,5%/4% (từ mức 3%/4,5% ở lần cắt giảm trước). Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ hiện tại vào năm 2021 để thúc đẩy nhu cầu tín dụng và giúp phục hồi nền kinh tế trong điều kiện lạm phát được duy trì kiểm soát. Việc tiếp cận nguồn vốn với chi phí lãi vay thấp hơn giúp các doanh nghiệp giảm bớt chi phí hoạt động, thúc đẩy các doanh nghiệp vay mới phục hồi việc sản xuất kinh doanh. NHNN sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng tín dụng ở các lĩnh vực ưu tiên của Việt Nam và ở các lĩnh vực có nhu cầu cao sau đại dịch, bao gồm nông nghiệp, sản xuất, xuất khẩu và công nghiệp phụ trợ.
- Lạm phát 9T20 tăng 3,85% svck, chủ yếu do giá thịt lợn tăng 70,55% khiến cho CPI tăng 2,39% svck. Do dịch tả lợn châu Phi (ASF) được kiểm soát thành công, số lượng đàn lợn được phục hồi về mức trước ASF và giúp giá thịt lợn giảm xuống còn 75.000 đồng/kg vào cuối tháng 9/20 (-22,2% so với mức đỉnh từ tháng 4 đến tháng 8). Kết quả là, CPI trong 10T20 đã giảm xuống mức 3,71% svck, và đạt 3,51% trong 11T20. Chúng tôi kỳ vọng CPI sẽ duy trì quanh

mức 3% vào năm 2021 dựa trên giá thịt lợn được kiểm soát, giúp duy trì lạm phát của cả nước dưới 4% liên tục 5 năm liền (lưu ý rằng thịt lợn chiếm 11,6% trong rổ tính CPI lương thực thực phẩm hàng tháng và 4,2% trong rổ tính CPI tiêu đề hàng tháng). Điều này giúp NHNN tự tin hơn trong việc duy trì chính sách tiền tệ phù hợp trong năm 2021.

- Đầu tư công dự kiến sẽ duy trì tỷ lệ giải ngân cao của năm 2020 sang năm 2021, tạo ra nhiều việc làm và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng theo mục tiêu phục hồi kinh tế và kế hoạch thực hiện phát triển cơ sở hạ tầng của Việt Nam trong giai đoạn 2021-2025.

NIM kỳ vọng sẽ cải thiện trong năm 2021 so với xu hướng sụt giảm trong năm 2020 >

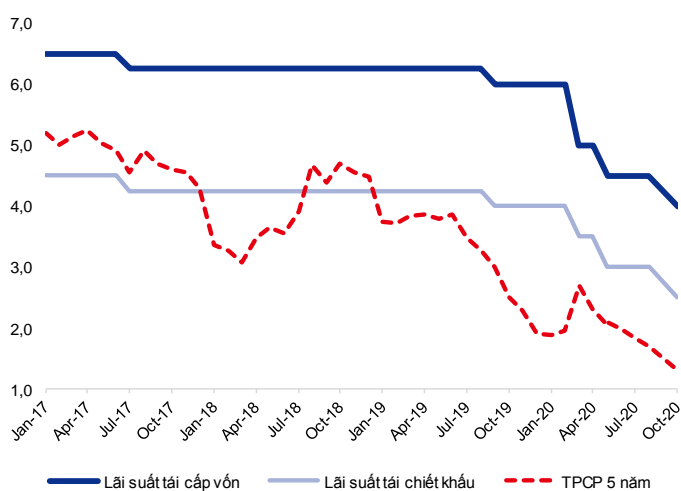
Lợi suất tài sản toàn ngành giảm trong 9T20

Ngân hàng tiếp tục báo cáo sự sụt giảm lợi suất tài sản (AY) do giảm lãi suất cho vay và miễn/giảm trả lãi vay nhằm hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi Covid-19. Trong 9T20, các NHTM niêm yết nhà nước ghi nhận lợi suất trung bình sụt giảm 27 điểm cơ bản (đcb) sv đầu năm (-34đcb svck); trong khi đó lợi suất trung bình của các NHTM niêm yết tư nhân giảm 20đcb sv đầu năm (-20đcb svck).

Vào thời điểm bắt đầu của đại dịch Covid-19, các ngân hàng đã chủ động đưa ra gói kích thích tín dụng trị giá 300 nghìn tỷ đồng với lãi suất cho vay giảm tới 2,5% điểm phần trăm cho các khách hàng chịu ảnh hưởng bởi đại dịch. Tính đến ngày 29/06/2020, 13% tín dụng toàn hàng là các khoản vay mới, với lãi suất cho vay được cắt giảm từ 0,5-2,5% điểm phần trăm. Việc cắt giảm lãi suất điều hành liên tiếp vào tháng 3, tháng 5 và tháng 9/20 giúp chúng tôi tin rằng các khoản vay mới sẽ nhận lãi suất vay ưu đãi tương tự nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tính đến thời điểm 09/11/2020, khoản vay tái cơ cấu đạt 341.855 tỷ đồng (chiếm 3,9% tín dụng toàn hệ thống tại cuối Q3/20), khoản vay miễn/giảm lãi đạt 931.018 tỷ đồng (chiếm 10,7% tín dụng toàn hệ thống tại cuối Q3/20), và các khoản vay mới với lãi suất thấp đạt 2.017.761 tỷ đồng (chiếm 23,2% tín dụng toàn hệ thống tại cuối Q3/20)

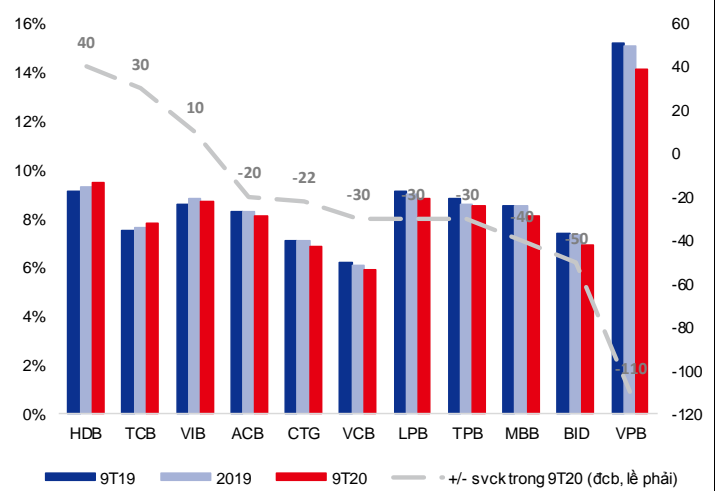
Kết quả là, trung bình lợi suất tài sản của các NHTM niêm yết nhà nước sụt giảm từ 6,8% trong 2019 tới 6,6% 9T20. Trung bình lợi suất tài sản của các NHTM niêm yết tư nhân giảm xuống mức 9,2% trong 9T20 từ mức 9,4% trong 9T19, ngoại trừ Techcombank (HOSE, Khả quan, giá mục tiêu: 29.300đ/cp, TCB) và HDBank (HDB, không đánh giá) ghi nhận tăng 20đcb sv đầu năm.

Hình 123: NHNN cắt giảm lãi suất điều hành vào cuối Q3/20, đây là lần thứ ba trong năm, nhằm thúc đẩy tăng trưởng tín dụng



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 124: Lợi suất tài sản của HDB, TCB, VIB cải thiện trong 9T20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

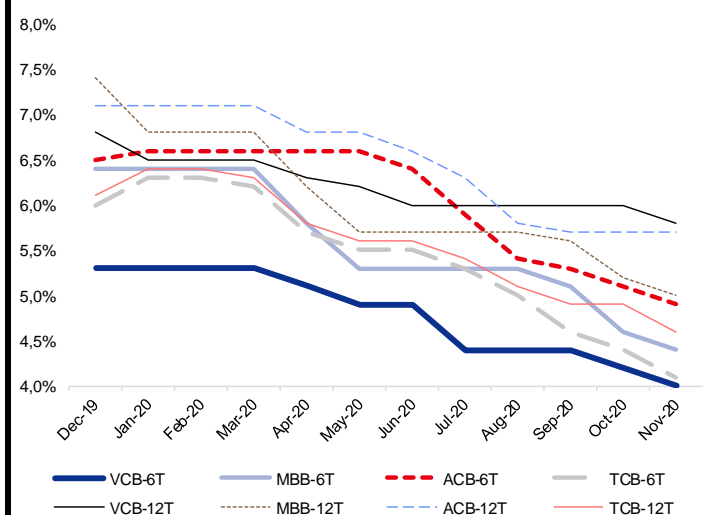
Cải thiện chi phí vốn giúp bù đắp sự sụt giảm lợi suất tài sản trong 2020

Trung bình chi phí vốn của các NHTM niêm yết nhà nước giảm 5đcb xuống mức 4,15% trong 9T20 (-8đcb svck); Trong khi đó, trung bình chi phí vốn của các NHTM niêm yết tư nhân giảm 21đcb xuống còn 4,8% trong 9T20 (-22đcb svck). Chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN đã giúp các ngân hàng giảm chi phí vốn.

Ngày 30/09/2020, NHNN đã cắt giảm lãi suất cơ bản 0,25-0,5%, có hiệu lực từ ngày 01/10/2020. Đây là lần thứ ba trong năm NHNN giảm lãi suất cơ bản để hỗ trợ nền kinh tế. Lãi suất tái cấp vốn/lãi suất tái chiết khấu đã giảm xuống 4%/2,5% (từ mức 6%/4% trước khi cắt giảm lãi suất cơ bản đầu tiên vào T3/20). Kết quả là, lãi suất huy động ngắn hạn của các ngân hàng tiếp tục giảm 20-70đcb kể từ lần cắt giảm lãi suất cơ bản thứ 3, hay 70-210đcb kể từ T3/20.

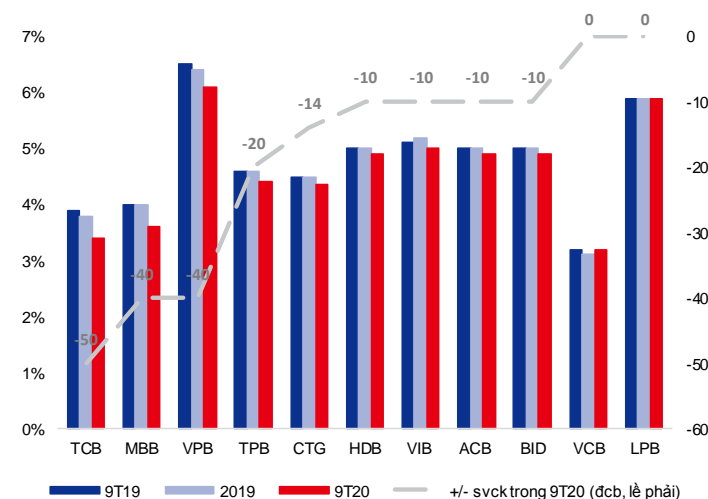
Bên cạnh đó, NHNN đã nới lỏng quy định về nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn đối với các ngân hàng. Theo thông tư số 08/2020, ban hành ngày 11/08/2020, NHNN duy trì áp dụng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn là 40% cho đến cuối T9/21, thay vì giảm xuống còn 37% như dự kiến trước đó trong thông tư số 22/2019. Điều này sẽ giúp giảm bớt áp lực tăng vốn dài hạn của một số ngân hàng để duy trì các tiêu chuẩn đầy đủ.

Hình 125: Lãi suất huy động ngắn hạn tiếp tục giảm 20-70 đcb kể từ lần cắt giảm Is điều hành lần thứ 3, hay 70-210đcb kể từ T3/20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 126: NHNN cắt giảm Is điều hành giúp các NH giảm chi phí vốn



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

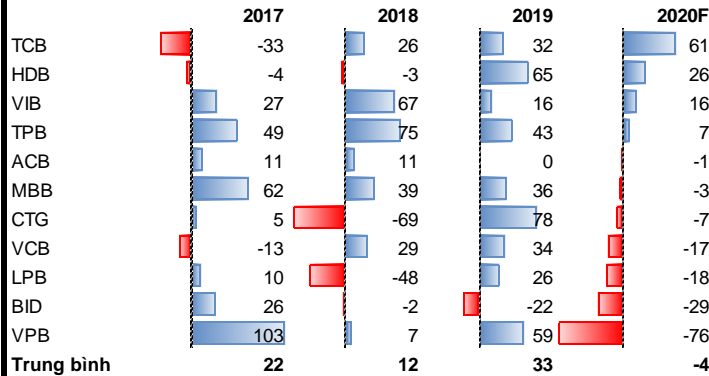
Biên lãi suất (NIM) năm 2020 giảm là điều khó tránh khỏi

Do sự sụt giảm trung bình lợi suất tài sản nhiều hơn so với trung bình chi phí vốn, dẫn đến trung bình biên lãi suất (NIM) của các NHTM niêm yết nhà nước giảm 15đcb xuống mức 2,68% trong 9T20 (-20đcb svck).

Trung bình NIM của các NHTM niêm yết tư nhân tăng 2đcb lên 4,77% trong 9T20 (+4đcb svck), nhưng xét riêng từng NHTM niêm yết tư nhân, NIM ghi tăng và giảm khác nhau trong 9T20. Chúng tôi nhận thấy đối với các ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn thấp nhờ tỉ lệ CASA cao hoặc có dư địa để thâm nhập vào thị trường bán lẻ tiếp tục có lợi thế hơn trong việc duy trì hoặc mở rộng NIM trong 9T20 - Cụ thể, TCB +65đcb, HDB +26đcb, VIB +19đcb, TPB +8đcb, và ACB +3đcb.

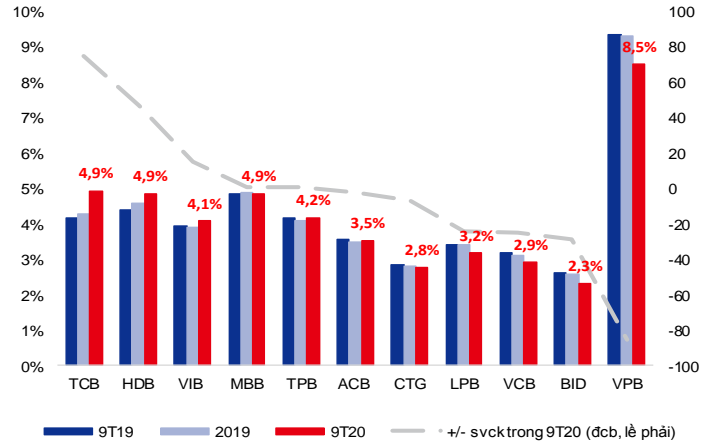
Mặc dù NIM của một số NHTM niêm yết tư nhân cải thiện trong 9T20, chúng tôi cho rằng nhìn chung NIM của các ngân hàng năm 2020 giảm sẽ không thể tránh khỏi, do việc điều chỉnh lãi suất cho vay nhiều hơn so với lãi suất huy động và việc giảm/miễn trừ lãi vay cho khách hàng chịu ảnh hưởng từ đại dịch.

Hình 127: NIM sụt giảm trong năm 2020F



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 128: VPB tiếp tục là ngân hàng có tỷ lệ NIM cao nhất dù ghi nhận mức sụt giảm lớn nhất



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

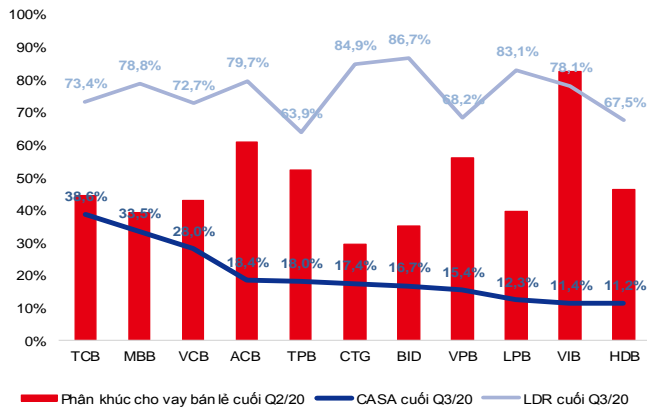
Chúng tôi dự báo NIM sẽ dần phục hồi trong năm 2021

Về mặt huy động: Do tốc độ tăng trưởng kinh tế chưa cải thiện nhiều và ít áp lực về tỷ lệ lạm phát, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng hiện tại trong năm 2021. Do đó, các ngân hàng tiếp tục tận dụng được nguồn vốn với chi phí vốn thấp.

Về mặt tín dụng: tin tức tích cực về vắc xin Covid-19 thúc đẩy hi vọng sự phục hồi kinh tế toàn cầu, thúc đẩy các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh trở lại hoạt động. Trong khi đó, kinh tế Việt Nam dần phục hồi trong Q3/20, được kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện trong Q4/20 và năm 2021 để phục vụ nhu cầu trong nước và xuất khẩu. Do đó, các ngân hàng sẽ có thể thu được phần thu nhập lãi của các khoản cho vay tái cơ cấu và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng để cải thiện thu nhập lãi, giúp tỷ lệ NIM của các ngân hàng phục hồi trong năm 2021, dù ở các mức độ khác nhau. Ngân hàng với những lợi thế sau sẽ có nhiều cơ hội cải thiện NIM.

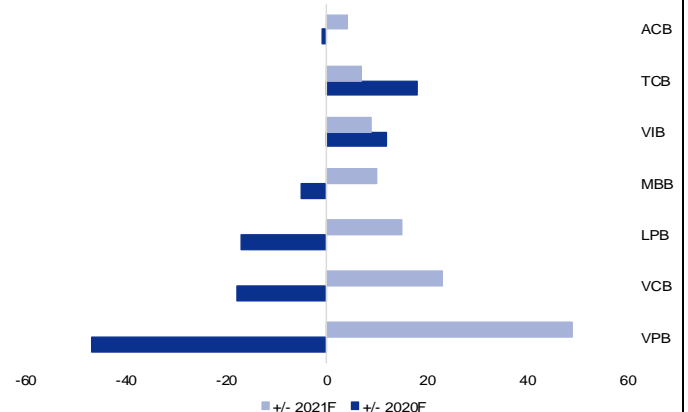
- Tỷ lệ CASA cao hoặc tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) thấp hơn: có thể dẫn đến giảm chi phí vốn, tạo điều kiện giảm lãi suất cho vay.
- Ngân hàng có tỷ lệ thâm nhập thấp trong phân khúc bán lẻ: việc tiếp tục mở rộng mảng cho vay cá nhân với lãi suất cao hơn sẽ giúp cải thiện lợi suất tài sản, nhờ đó giảm áp lực lên NIM gây ra bởi đại dịch.
- Ngân hàng với khẩu vị rủi ro thấp: những ngân hàng này sẽ có nợ xấu tăng chậm hơn, do đó giảm nguy cơ phải thoái thu nhập lãi.

Hình 129: TCB, MBB, VCB có tỷ lệ CASA cao và mức độ thâm nhập thấp trong phân khúc bán lẻ.



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 130: NIM của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi được kỳ vọng cải thiện trong năm 2021F (đcb svck)



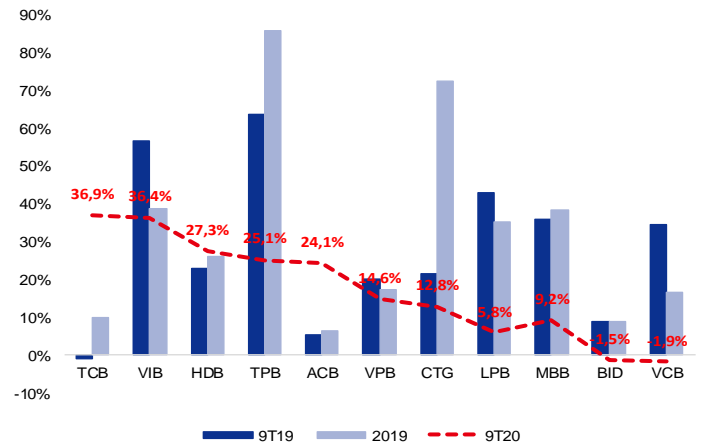
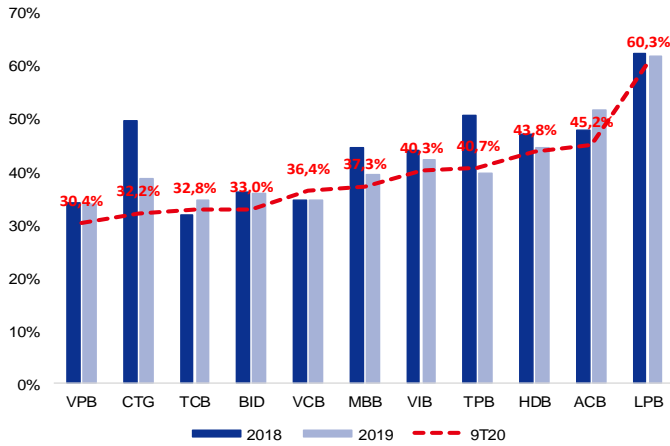
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Cải thiện tỷ lệ chi phí/thu nhập ở các ngân hàng trong 9T20

Do tác động của đại dịch Covid-19, các ngân hàng tập trung vào việc kiểm soát sự gia tăng chi phí hoạt động, giúp giảm tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) và cải thiện tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) của các ngân hàng trong 9T20. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CIR của các ngân hàng năm 2020-21F sẽ duy trì ở mức 9T20 hiện tại.

Hình 131: Tỷ lệ CIR thấp hơn ở các ngân hàng trong 9T20 giúp...

Hình 132: ... cải thiện tăng trưởng LN trước dự phòng trong 9T20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

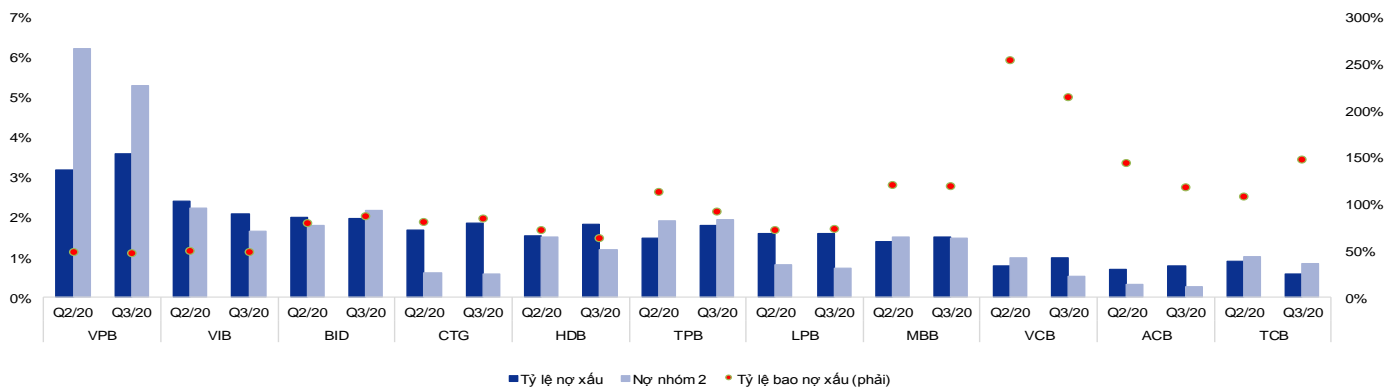
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nợ xấu vẫn đáng lo ngại vào cuối Q3/20

Nợ xấu vẫn là vấn đề nhức nhối của các ngân hàng vào thời điểm cuối Q3/20. Dựa trên quan sát của chúng tôi đối với danh mục 21 ngân hàng với tổng dư nợ cho vay tại cuối Q3/20 tăng 10,7% svck đạt 5.641 tỷ đồng và chiếm 64,9% tín dụng toàn hệ thống; chi phí dự phòng 9T20 của các ngân hàng này tăng 14,2% svck trong khi LN trước dự phòng tăng 13,1% svck, đưa tỷ trọng chi phí dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng lên 39,9% trong 9T20 từ 39,5% trong 9T19. Tuy nhiên, dự phòng rủi ro cho vay chỉ tăng 9,9% svck trong khi nợ xấu (NPL) tăng 13,2% svck, khiến tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng tăng lên 1,85% vào cuối Q3/20 so với 1,81% vào cuối Q3/19; và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) giảm xuống 84,8% vào cuối Q3/20 so với 87,3% vào cuối Q3/19.

So với Q2/20, tỷ lệ nợ xấu/tỷ lệ bao nợ xấu của các ngân hàng vào cuối Q3/20 lần lượt là 1,85%/84,8% cũng cao hơn/không thay đổi so với tỷ lệ 1,76%/84,5% vào cuối Q2/20. Trong khi Vietcombank (HOSE, TL, giá mục tiêu 97.700 đồng/cp, VCB), ACB và MBB duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao nợ xấu cao vào cuối Q3/2020 thì TCB tiếp tục ghi nhận sự cải thiện trong xử lý nợ xấu, với tỷ lệ nợ xấu đạt 0,6% vào cuối Q3/20, mức thấp nhất trong hệ thống và LLR đạt 148% vào cuối Q3/20, cao thứ hai toàn ngành.

Hình 133: Nợ xấu vẫn là nỗi lo của ngân hàng cuối Q3/20

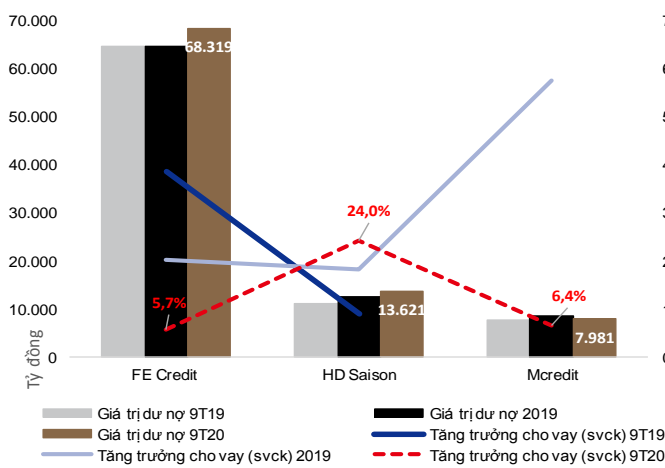


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nợ xấu tăng đột biến trong phân khúc tài chính tiêu dùng là điều khó tránh khỏi, do các công ty tài chính tiêu dùng cung cấp các khoản vay tín chấp và thẻ tín dụng cho phân khúc khách hàng đại chúng, những đối tượng có thu nhập thấp và dễ bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế.

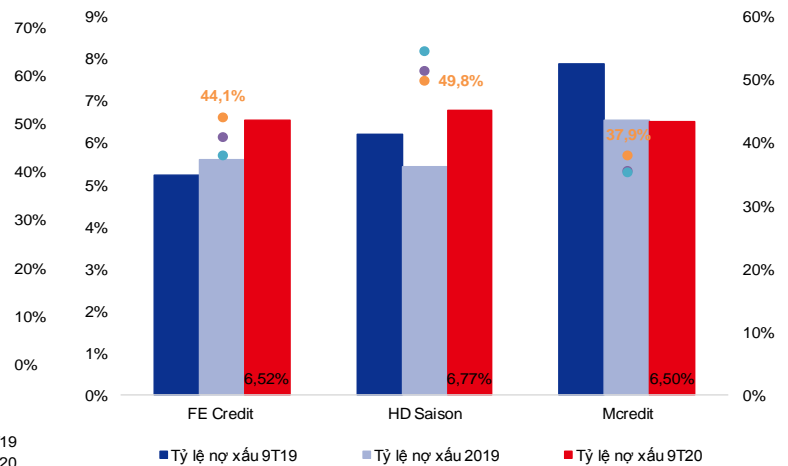
Theo Tổng cục Thống kê Việt Nam, tỷ lệ thất nghiệp ở người Việt Nam trong độ tuổi lao động đã giảm xuống 2,5% trong Q3/2020 từ mức cao nhất của thập kỷ là 2,7% trong Q2/2020, nhưng vẫn tăng 33 điểm cơ bản svck và điều này đã kìm hãm thu nhập của người dân. Theo quan điểm của chúng tôi, tuy đại dịch đã khiến nợ xấu tại các công ty tài chính tiêu dùng gia tăng nhưng nợ xấu gia tăng từ cho vay tín chấp không phải là rủi ro toàn ngành. Nguyên nhân là do mức độ thâm nhập trong lĩnh vực này còn thấp, chỉ có 4 ngân hàng có hoạt động kinh doanh tài chính tiêu dùng và tổng số dư nợ cho vay của 3 công ty lớn chiếm 90% thị trường cho vay tiêu dùng đạt gần 90 nghìn tỷ đồng, bao gồm FE Credit của Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB), HD Saison của HDB và Mcredit của MBB, chỉ bằng khoảng 1% tổng tín dụng toàn hệ thống vào cuối Q3/2020. Để đối phó với những khó khăn trong đại dịch, công ty tài chính tiêu dùng của VPB là FE Credit đã thu hẹp cho vay đối với đối tượng khách hàng mới và thay vào đó tập trung vào cho vay khách hàng hiện tại; trong khi Mcredit của MBB đã hạn chế tăng trưởng cho vay để kiểm soát rủi ro, do đó dư nợ vay của công ty này tại cuối Q3/20 đã giảm 6,7% so với đầu năm.

Hình 134: FE Credit - công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất kiểm soát việc tăng trưởng dư nợ vay 9T20



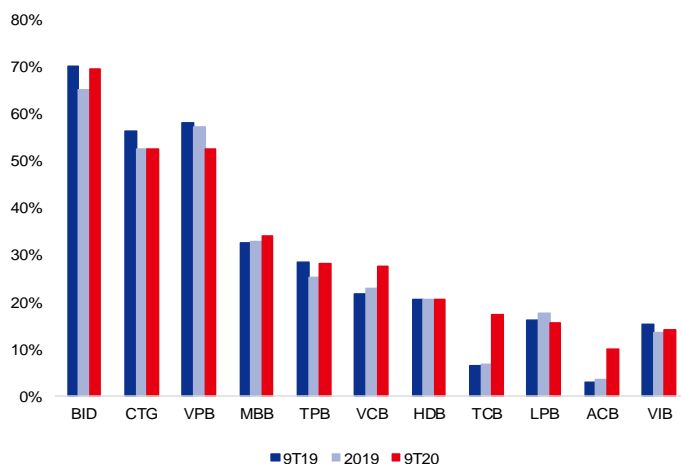
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 135: Nợ xấu tăng tại các công ty tài chính tiêu dùng cuối Q3/20

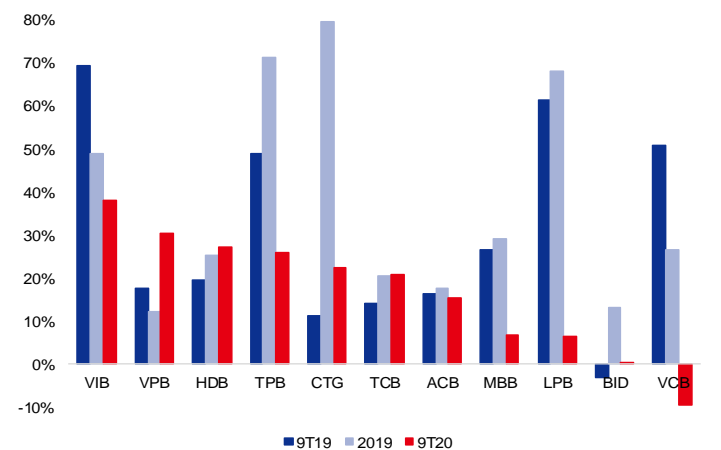


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 136: Tỷ lệ chi phí dự phòng/LN trước dự phòng tăng lên ở các ngân hàng trong 9T20...



Hình 137: ... làm giảm tốc độ tăng trưởng LN trước thuế của các ngân hàng trong 9T20



Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ được cải thiện dần trong giai đoạn năm 2021-2022

Khi đại dịch được kiểm soát và nền kinh tế dần phục hồi, tăng trưởng tín dụng sẽ tăng trở lại và NIM có thể được cải thiện bằng cách thay đổi cơ cấu cho vay và tiền gửi, nhưng tác động của nợ xấu chỉ có thể được ngăn chặn khi các ngân hàng thận trọng trong việc thẩm định tín dụng, phân loại nợ và trích lập dự phòng. Tỷ lệ hình thành nợ xấu phụ thuộc vào:

- Phân bổ các khoản cho vay cho các phân khúc doanh nghiệp và bán lẻ: các ngân hàng có danh mục cho vay bán lẻ lớn, nhờ có cơ sở khách hàng đa dạng hơn nên ít gặp rủi ro về tài sản hơn so với các ngân hàng tập trung nhiều vào các khoản cho vay doanh nghiệp.
- Khẩu vị rủi ro của các ngân hàng: các ngân hàng có tỷ lệ tiếp xúc nhiều hơn với các lĩnh vực rủi ro cao, chẳng hạn như cho vay tín chấp, sẽ thấy sự tăng nhanh ở các khoản nợ xấu.
- Mức độ tập trung khách hàng: sự phụ thuộc vào khách hàng/nhóm khách hàng lớn tiềm ẩn rủi ro tín dụng cao.

Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng rằng dưới sự phục hồi kinh tế, các doanh nghiệp sẽ quay trở lại hoạt động sản xuất kinh doanh và tiếp tục thanh toán các nghĩa vụ của mình, điều này vừa giảm nợ xấu ngân hàng vừa hạn chế nợ xấu gia tăng

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi sẽ phục hồi vào năm 2021 >

Hiệu quả hoạt động 9T20 các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi.

Hình 138: Tổng hợp kết quả 9T20

	VCB	TCB	VPB	MBB	ACB	VIB	LPB
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	25.835	13.295	23.606	14.484	10.166	5.935	4.717
% svck	-0,40%	31,57%	5,25%	10,47%	15,76%	30,84%	4,85%
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	8.771	5.986	4.720	5.164	2.800	1.911	483
% svck	-3,9%	38,1%	20,9%	6,6%	11,8%	43,3%	99,0%
Tổng thu nhập HĐKD (tỷ đồng)	34.606	19.281	28.326	19.648	12.966	7.846	5.200
% svck	-1,31%	33,51%	7,56%	9,41%	14,87%	33,67%	9,67%
Chi phí hoạt động (tỷ đồng)	(12.607)	(6.324)	(8.625)	(7.321)	(5.861)	(3.162)	(3.136)
% svck	-0,21%	27,11%	-5,66%	9,84%	5,32%	29,81%	12,36%
Lợi nhuận trước dự phòng	21.999	12.957	19.701	12.327	7.105	4.684	2.064
% svck	-1,93%	36,88%	14,60%	9,16%	24,16%	36,40%	5,82%
Chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(6.033)	(2.245)	(10.303)	(4.193)	(694)	(660)	(322)
% Lợi nhuận trước dự phòng	27,4%	17,3%	52,3%	34,0%	9,8%	14,1%	15,6%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	15.966	10.712	9.398	8.134	6.411	4.024	1.742
% svck	-9,36%	20,89%	30,54%	6,80%	15,29%	38,05%	6,43%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	12.779	8.372	7.517	6.332	5.133	3.220	1.395
% svck	-9,48%	18,82%	30,64%	6,37%	15,41%	38,07%	6,43%
9T20 LN ròng/dự báo cả năm VNDIRECT	60,4%	78,1%	90,9%	73,3%	78,6%	91,3%	93,1%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 139: Các chỉ tiêu chính của ngân hàng cuối 9T20

	VCB	TCB	VPB	MBB	ACB	VIB	LPB
Tăng trưởng dư nợ							
% svck	10,7%	15,6%	9,4%	11,8%	16,1%	20,9%	18,1%
trong 9T20 (sv cuối kỳ %)	6,7%	9,2%	8,1%	7,3%	10,7%	15,3%	13,3%
Tăng trưởng tiền gửi							
% svck	8,8%	15,5%	17,5%	5,9%	12,3%	21,4%	16,3%
trong 9T20 (sv cuối kỳ %)	5,7%	9,2%	13,0%	-1,3%	8,6%	12,8%	13,0%
NIM (%)							
% thay đổi (điểm %)	-0,25%	0,67%	0,77%	0,01%	-0,02%	0,15%	-0,24%
trong 9M20	-0,16%	0,53%	-0,25%	-0,03%	-0,01%	0,15%	-0,17%
Tỷ lệ nợ xấu (%)							
% thay đổi (điểm %)	-0,07%	-1,20%	0,15%	-0,04%	0,17%	0,09%	0,16%
trong 9M20	0,22%	-0,73%	0,23%	0,34%	0,29%	0,17%	0,20%
Tỷ lệ bao nợ xấu (%)							
% thay đổi (điểm %)	29,9%	70,9%	-1,7%	16,1%	-41,5%	-1,7%	-7,4%
trong 9M20	35,7%	53,2%	1,5%	8,4%	-57,5%	-2,4%	-11,5%
Chi phí tín dụng quy đổi hàng năm							
% thay đổi (điểm %)	0,10%	0,84%	-0,46%	0,00%	0,24%	0,00%	-0,04%
trong 9M20	0,07%	0,82%	-0,58%	0,05%	0,22%	0,07%	-0,05%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) (%)							
% thay đổi (điểm %)	0,4%	-1,6%	-4,3%	0,1%	-4,1%	-1,2%	1,5%
trong 9M20	1,8%	-1,9%	-3,5%	-2,2%	-6,4%	-1,9%	-1,6%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi, thuộc nhóm những ngân hàng hàng đầu về quy mô, mạng lưới, chất lượng tài sản và thị phần tại Việt Nam, sẽ tăng trưởng lợi nhuận trở lại từ năm 2021. Sự phục hồi sẽ được thúc đẩy từ tăng trưởng trở lại của tín dụng, NIM, và tăng trưởng thu nhập từ phí và dịch vụ. Tuy nhiên, tỷ lệ phục hồi sẽ khác nhau giữa các ngân hàng do sự khác biệt về chiến lược kinh doanh, danh mục cho vay, cơ sở khách hàng và khẩu vị rủi ro

Hình 140: Tốc độ hồi phục của các ngân hàng trong 2021-22

Ngân hàng	Tốc độ hồi phục	Đặc điểm
VPB	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - Sau khi dịch kết thúc, VPB sẽ mở rộng hoạt động cho vay tài chính, giúp hồi phục tăng trưởng tín dụng và mở rộng NIM. - Thu nhập phí tăng trưởng mạnh nhờ phí hoa hồng. - CIR cải thiện nhờ áp dụng chuyển đổi số. - Tuy nhiên, tỷ lệ nợ xấu cao sẽ cản trở tăng trưởng NIM.
MBB	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - NIM cải thiện nhờ tiếp tục mở rộng vào mảng bán lẻ và cho vay tín chấp. - Tăng trưởng mạnh từ thu nhập phí nhờ bancassurance, các sản phẩm thẻ và ngân hàng số. - Tập khách hàng doanh nghiệp lớn, liên quan đến Viettel, giúp làm tăng tín dụng MBB và duy trì chi phí vốn ở mức thấp. - Trích lập dự phòng cao giúp làm giảm NPL.
TCB	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> - NIM cải thiện nhờ chi phí vốn thấp với CASA cao. - Nhu cầu mua nhà cao trong làm tăng tín dụng TCB, chủ yếu ở thị trường BĐS sơ cấp. - Tăng trưởng cao từ thu nhập phí nhờ các sản phẩm thẻ và phí tư vấn.
ACB	Tích cực nhẹ	<ul style="list-style-type: none"> - Thương vụ bán bảo hiểm độc quyền cho Sun Life Vietnam dự kiến sẽ đem lại US\$370tr phí trả trước và thu nhập mới từ hoa hồng bảo hiểm, thúc đẩy tăng trưởng thu nhập ngoài lãi. - Chất lượng tài sản tốt với trích lập dự phòng cao, cùng với đó là danh mục cho vay rủi ro thấp (đa dạng, Good asset quality, high provisioning buffer, and a lower risk profile (diversified, ít phân bổ vào lĩnh vực rủi ro cao). - CASA cải thiện nhờ mở rộng tệp khách hàng.
VIB	Tích cực nhẹ	<ul style="list-style-type: none"> - Có tỷ lệ cho vay bán lẻ cao nhất và dự kiến vẫn tiếp tục gia tăng tỷ trọng này trong tương lai. Hai sản phẩm chính của ngân hàng: cho vay mua nhà và ô tô, có lãi suất cho vay và kỳ hạn cạnh tranh. - Công nghệ vượt trội và thị phần lớn nhất trong cho vay mua ô tô. Cho vay ô tô của VIB có thể được hưởng lợi từ việc giá ô tô giảm và giảm phí trước bạ 50% đến cuối năm 2020. Bên cạnh đó, việc giảm thuế nhập khẩu 6,8-7,4% mỗi năm đối với ô tô nhập khẩu từ Châu Âu trong 2020-22F theo hiệp định tự do thương mại EU-VN (EVFTA), sẽ giúp giá xe ô tô Châu Âu rẻ hơn và thúc đẩy các đối thủ cạnh tranh giảm giá xe ô tô, giúp VIB hưởng lợi từ việc giá ô tô giảm. - Tăng trưởng bền vững từ thu nhập phí nhờ dịch vụ thanh toán và phí hoa hồng trong việc phát hành thẻ tín dụng và hoạt động bancassurance. - Tỷ lệ nợ xấu đã cải thiện từ 2,1% tại cuối Q3/20 từ 2,4% cuối Q2/20.
VCB	Tích cực nhẹ	<ul style="list-style-type: none"> - NIM cải thiện nhờ tăng tỷ trọng vào mảng bán lẻ. - Phí trả trước nhờ thương vụ bán bancassurance độc quyền và thu nhập mới từ hoa hồng bán bảo hiểm. - Tập khách hàng doanh nghiệp lớn giúp tín dụng hồi phục nhanh hơn. - Chiến lược cẩn trọng giúp giảm nợ xấu.
LPB	Ổn định	<ul style="list-style-type: none"> - Lợi suất tài sản cải thiện nhưng CASA thấp cản trở tăng trưởng NIM. - Tăng trưởng mạnh từ thu nhập phí nhờ bán bảo hiểm. - Tỷ lệ nợ xấu tăng do tái cấu trúc sang cho vay bán lẻ nhưng vẫn dưới mức 2%.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 141: Dự báo các ngân hàng trong coverage của chúng tôi trong 2020-21

Kết quả kinh doanh (% svck)	VCB			MBB			VPB			TCB			ACB			VIB			LPB		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Thu nhập lãi thuần	4,9%	19,5%	17,6%	11,8%	14,8%	17,4%	7,7%	21,4%	21,9%	20,1%	14,7%	13,6%	14,7%	14,8%	15,7%	29,0%	24,3%	26,0%	8,1%	18,5%	19,4%
Thu nhập ngoài lãi	15,6%	54,6%	35,7%	24,6%	21,3%	17,8%	12,3%	28,3%	12,9%	19,5%	20,1%	13,0%	-12,6%	96,2%	-1,0%	16,7%	21,5%	19,5%	58,2%	-3,6%	18,8%
Tổng thu nhập HDKD	7,5%	28,7%	23,3%	15,2%	16,7%	17,5%	8,4%	22,5%	20,4%	19,9%	16,4%	13,4%	7,9%	31,1%	10,7%	26,0%	23,7%	24,6%	11,5%	16,4%	19,4%
Chi phí hoạt động	11,9%	28,7%	23,3%	19,8%	16,7%	17,5%	-1,0%	26,5%	24,2%	20,9%	16,4%	10,2%	1,4%	31,1%	9,5%	27,1%	23,7%	24,6%	9,8%	16,4%	17,4%
Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP)	5,2%	28,7%	23,3%	12,3%	16,7%	17,5%	13,3%	20,7%	18,6%	19,4%	16,4%	15,2%	14,8%	31,1%	11,7%	25,3%	23,7%	24,6%	14,4%	16,4%	22,4%
Chi phí dự phòng (% PPOP)	18,7%	22,2%	34,5%	33,6%	34,7%	34,4%	52,4%	56,3%	57,9%	16,6%	16,2%	15,0%	9,8%	8,4%	7,8%	15,8%	22,3%	27,9%	22,5%	19,9%	16,5%
Lợi nhuận trước thuế	1,2%	31,0%	19,7%	11,0%	14,7%	18,0%	25,5%	10,8%	14,3%	6,6%	17,1%	16,7%	7,4%	33,2%	12,5%	21,9%	14,1%	15,6%	7,6%	20,2%	27,6%
LN ròng	1,1%	31,0%	19,7%	10,5%	14,7%	18,0%	25,5%	10,8%	14,3%	7,4%	17,1%	16,7%	7,4%	33,2%	12,5%	21,9%	14,1%	15,6%	7,6%	20,2%	27,6%
Các chỉ tiêu chính																					
Tăng trưởng dư nợ	9,0%	14,0%	15,0%	13,0%	14,0%	14,0%	10,2%	17,9%	16,4%	12,2%	14,9%	14,8%	14,0%	14,5%	15,0%	20,0%	24,0%	22,0%	17,0%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng tiền gửi	10,0%	12,0%	13,0%	11,0%	13,0%	13,5%	16,0%	10,5%	13,7%	11,0%	14,0%	15,0%	13,0%	14,5%	15,0%	14,5%	25,0%	22,0%	13,0%	15,0%	16,0%
Tỷ lệ nợ xấu	0,76%	1,02%	1,15%	1,39%	1,82%	1,93%	3,40%	3,15%	2,63%	0,75%	0,65%	0,64%	0,74%	0,83%	0,75%	2,26%	2,27%	2,09%	1,69%	1,80%	1,81%
Tỷ lệ bao nợ xấu	216,6%	173,4%	169,7%	89,0%	72,3%	74,6%	42,0%	42,3%	60,4%	139,5%	156,4%	156,7%	131,4%	117,1%	128,0%	48,2%	50,3%	66,3%	76,4%	77,9%	79,0%
Chi phí tín dụng	1,05%	1,15%	1,35%	2,1%	2,2%	2,3%	5,27%	5,98%	6,23%	1,12%	1,11%	1,03%	0,30%	0,30%	0,27%	0,66%	0,94%	1,19%	0,42%	0,37%	0,33%
LDR	71,5%	73,2%	74,9%	73,3%	74,6%	75,6%	78,9%	80,3%	81,3%	76,6%	78,1%	79,1%	78,2%	79,2%	80,0%	78,9%	79,2%	79,2%	81,9%	82,7%	82,8%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập	36,0%	36,0%	36,0%	41,0%	41,0%	41,0%	31,0%	32,0%	33,0%	35,0%	35,0%	34,0%	48,5%	48,5%	48,0%	42,5%	42,5%	42,5%	61,0%	61,0%	60,0%
Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)	9,23%	9,96%	10,58%	11,0%	11,1%	11,3%	11,6%	12,2%	12,5%	15,2%	15,5%	15,8%	12,0%	12,7%	12,8%	10,0%	10,3%	10,1%	8,2%	8,1%	8,1%
ROA	1,2%	1,4%	1,5%	1,9%	1,9%	2,0%	2,6%	2,5%	2,5%	2,7%	2,8%	2,8%	1,6%	1,8%	1,8%	2,0%	1,9%	1,8%	0,8%	0,9%	1,0%
ROE	17,4%	18,9%	18,6%	18,8%	17,7%	17,8%	21,9%	19,7%	18,6%	16,0%	16,0%	15,9%	20,5%	22,0%	20,3%	26,3%	23,7%	22,1%	12,8%	13,4%	14,9%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi nâng đánh giá ngành từ Trung lập lên Tích cực ➤

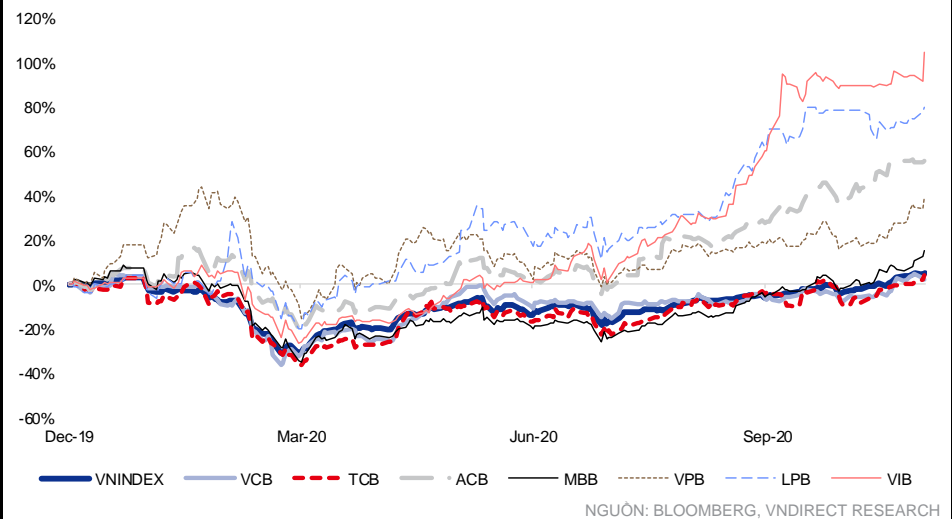
Các thí nghiệm thành công của vắc xin phòng Covid-19 hứa hẹn sẽ kiểm soát được đại dịch, giúp các doanh nghiệp trở lại hoạt động và phục hồi việc sản xuất kinh doanh và giảm tỷ lệ thất nghiệp từ đó làm tăng nhu cầu tiêu dùng. Sự phục hồi kinh tế của Việt Nam được nhìn nhận sẽ cộng hưởng và được hưởng lợi từ xu hướng phục hồi toàn cầu kể từ Q3/2020.

Hệ thống ngân hàng là kênh chính và là nơi Chính phủ Việt Nam sử dụng để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ duy trì tốc độ giải ngân đầu tư công cao và NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng hiện tại để thúc đẩy nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng tín dụng trong năm 2021. Do đó, các ngân hàng sẽ là những người đầu tiên được hưởng lợi từ xu hướng phục hồi. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của các ngân hàng sẽ tăng vọt vào năm 2021 khi NIM cải thiện và tăng trưởng tín dụng cao hơn.

Chúng tôi nhận thấy VNINDEX và các ngân hàng nằm trong danh mục theo dõi (coverage) của chúng tôi đã trở lại mức giá cuối năm 2019; ngoại trừ VIB, LPB và ACB do đã và đang chính thức chuyển sang sàn HOSE, làm tăng sức hút đối với cổ phiếu của họ.

Do đó, chúng tôi nâng đánh giá ngành Ngân hàng lên Tích Cực. Chúng tôi dự báo rằng hoạt động của ngành ngân hàng và các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi sẽ phục hồi tốc độ tăng trưởng trong năm 2021 nhờ vào tăng trưởng lợi nhuận ròng cao hơn. Ngoài ra, việc chuyển sang sàn HOSE của VIB – ngân hàng có mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cao nhất trong số các NH niêm yết và ACB - một ngân hàng lớn trong lĩnh vực cho vay bán lẻ vừa ký thỏa thuận hoạt động phân phối bảo hiểm độc quyền với Sun Life Việt Nam, hiệu lực vào đầu năm 2021; hứa hẹn thu hút thêm nhiều nhà đầu tư đối với ngành Ngân hàng.

Hình 142: VNINDEX và các ngân hàng nằm trong coverage của chúng tôi đã trở lại mức giá cuối năm 2019



Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu: VPB, TCB và MBB ➤

Chúng tôi nâng đánh giá lên Tích Cực từ Trung Lập cho ngành ngân hàng năm 2021 dựa trên kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận cao hơn. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung Lập đối với VCB, ngân hàng lớn nhất tính theo tài sản trong danh mục theo dõi của chúng tôi, vì chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng trưởng của ngân hàng đã được phản ánh vào giá.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng mỗi ngân hàng có lợi thế riêng trong hoàn cảnh nhiều thách thức và cơ hội. Chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có các đặc điểm sau: 1) đã tiếp cận tốt hoặc có khả năng nắm bắt tốt 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 do chi phí vốn tăng lên; và 3) chất lượng tài sản tốt để chống lại rủi ro tăng tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực ngân hàng là: VPB, TCB và MBB

Rủi ro giảm đánh giá

Tốc độ phục hồi kinh tế chậm sẽ kìm hãm tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng và sự hồi phục của NIM, cũng như làm tăng nợ xấu.

Hình 143: So sánh với các ngân hàng trong khu vực

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Vốn hóa (triệu đô)	P/BV (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm %	ROE (%)	
						2020	2021	2020	2021		2020	2021
Agricultural Bank of China	1288 HK	Khả quan	2,9	3,60	169.162	0,44	0,41	4,22	3,97	3,1%	10,9%	10,7%
Bank of China	3988 HK	Khả quan	2,7	3,60	133.028	0,37	0,34	3,85	3,63	2,1%	9,8%	9,7%
China Merchants Bank	3968 HK	Khả quan	48,0	63,20	168.004	1,55	1,38	10,68	9,11	12,8%	15,3%	16,1%
Bank of Communications	3328 HK	Khả quan	4,2	5,40	46.841	0,35	0,33	3,72	3,45	3,5%	9,7%	9,8%
Trung bình NH Trung Quốc						0,70	0,60	5,60	5,00	5,4%	11,4%	11,6%
Bank Central Asia	BBCA IJ	Khả quan	32.450	38.300	56.701	4,72	4,14	34,09	27,01	10,0%	13,9%	16,3%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	Khả quan	4.400	4.900	38.464	2,9	2,62	26,33	16,83	6,5%	10,5%	16,3%
Bank Mandiri	BMRI IJ	Khả quan	6.675	7.400	22.077	1,72	1,57	18,48	11,75	8,4%	8,9%	14,0%
Bank Negara Indonesia	BBNI IJ	Khả quan	6.650	7.600	8.789	1,24	1,12	39,94	10,42	3,9%	2,8%	11,3%
Trung bình NH Indonesia						2,60	2,40	29,70	16,50	7,2%	9,0%	14,5%
Malayan Banking Bhd	MAY MK	Trung lập	8,2	8,07	22.749	1,2	1,18	14,34	12,14	-0,8%	8,1%	9,8%
Public Bank Bhd	PBK MK	Khả quan	18,5	25,00	17.600	1,55	1,44	17,34	14,15	1,3%	9,2%	10,6%
Hong Leong Bank	HLBK MK	Khả quan	18,2	18,70	9.700	1,4	1,24	15,73	14,25	7,5%	9,3%	9,1%
BIMB Holdings	BIMB MK	Khả quan	3,9	3,38	1.726	1,1	1,03	11,24	10,67	-4,7%	10,1%	10,0%
Trung bình NH Malaysia						1,30	1,20	14,70	12,80	0,8%	9,2%	9,9%
Kasikornbank	KBANK TB	Khả quan	123,0	122,00	9.695	0,71	0,68	12,53	11,85	-7,4%	7,4%	7,5%
Siam Commercial Bank	SCB TB	Trung lập	90,5	89,00	10.223	0,75	0,73	11,47	13,44	-7,7%	8,2%	6,8%
Bangkok Bank	BBL TB	Khả quan	128,0	145,00	8.128	0,56	0,54	12,52	11,01	-8,5%	5,4%	6,2%
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB	Trung lập	53,0	47,00	1.493	1,01	0,99	8,96	9,63	-1,6%	14,2%	12,6%
Trung bình NH Thái Lan						0,80	0,70	11,40	11,50	-6,3%	8,8%	8,3%
Vietcombank	VCB VN	Trung lập	97.200	97.700	15.585	3,73	3,07	19,15	14,61	16,6%	21,2%	23,1%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	25.300	29.300	3.828	1,24	1,06	8,35	7,13	13,6%	16,1%	16,0%
VP Bank	VPB VN	Khả quan	28.000	35.000	2.951	1,33	1,1	7,12	6,17	17,8%	20,7%	19,5%
Ngân hàng TMCP Quân Đội	MBB VN	Khả quan	21.050	27.000	2.524	1,23	1,05	6,85	5,99	13,3%	20,0%	18,9%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	27.950	32.400	2.612	1,81	1,44	8,46	7,19	7,1%	20,8%	22,3%
Lienviet Post Bank	LPB VN	Trung lập	11.700	12.500	544	0,8	0,7	9,9	8,4	11,20%	11,10%	12,60%
Vietnam International Bank	VIB VN	Trung lập	31.700	35.000	1.520	2,1	1,7	8,1	7,7	9,7%	26,3%	23,7%
Trung bình NH Việt Nam						1,7	1,4	9,7	8,2	12,8%	19,5%	19,4%
Trung bình NH Việt Nam - trừ VCB						1,4	1,2	8,1	7,1	12,1%	19,2%	18,8%
Trung bình NH khu vực						1,4	1,3	14,2	10,8	4,0%	11,6%	12,7%

GIÁ TÀI NGÀY 10 THÁNG 12 2020

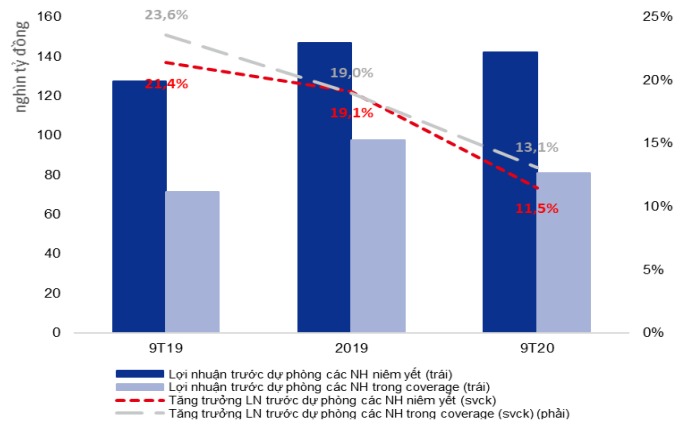
NGUỒN: BLOOMBERG, CGS-CIMB RESEARCH, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

ĐIỂM NHẤN: Các ngân hàng trong danh mục theo dõi (coverage) của chúng tôi tiếp tục vượt trội so với toàn ngành.

NH trong coverage có tăng trưởng LN trước dự phòng cao hơn sv các NH niêm yết... ➤

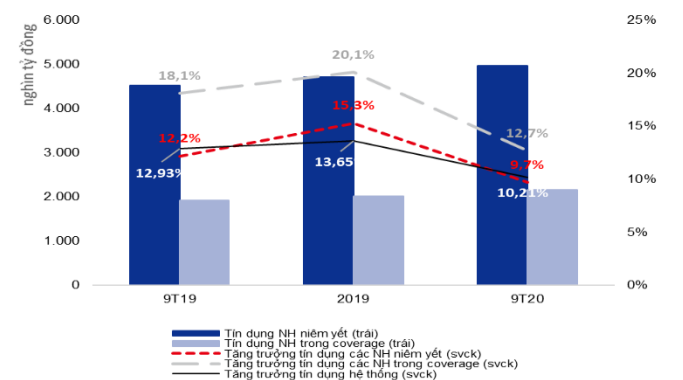
Ngân hàng niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng LN trước trích lập dự phòng trong 9T20 giảm do ảnh hưởng của đại dịch. Các ngân hàng trong coverage của chúng tôi tiếp tục đánh bại tổng số ngân hàng niêm yết về mức tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng. Mặc dù chiếm một nửa tổng số ngân hàng niêm yết, các ngân hàng của chúng tôi đóng góp 57% tổng LN của các ngân hàng niêm yết trong 9T20 từ 56% 9T19.

Do trung bình thu nhập lãi thuần (NII) đóng góp xấp xỉ 78% trong bình quân tổng thu nhập hoạt động các ngân hàng, tăng trưởng tín dụng và NIM tiếp tục tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng.



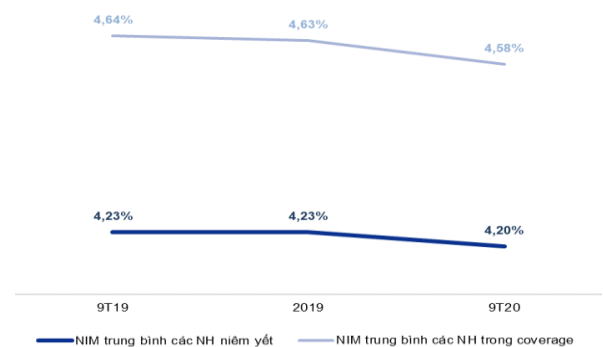
... nhờ vào tăng trưởng tín dụng, và... ➤

Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng trong coverage của chúng tôi là 12,7% svck, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 10,2% svck vào cuối Q3/20.



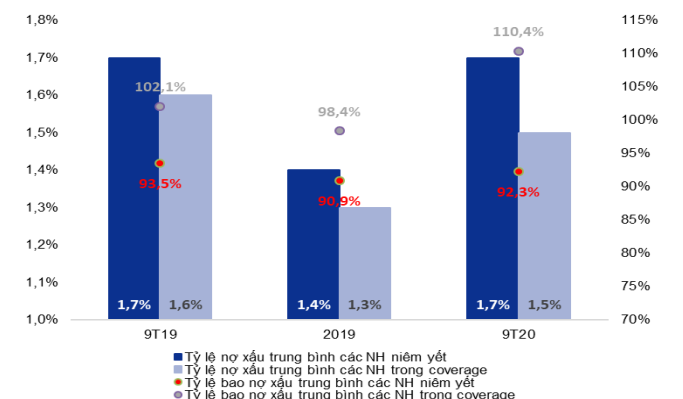
... trung bình NIM cao hơn ➤

9T20 trung bình NIM của các ngân hàng trong coverage của chúng tôi vẫn cao hơn mức trung bình của các ngân hàng niêm yết, dù giảm 0,06% svck, gấp đôi mức giảm 0,03% svck của các ngân hàng niêm yết, do NIM của VPB và VCB giảm mạnh 0,85% svck và 0,25% svck, lần lượt là mức giảm cao nhất và cao thứ ba.



Chất lượng tài sản của các ngân hàng suy giảm vào cuối 9T20 so với cuối năm 2019, nhưng tốt hơn so với cuối 9T19 ➤

Tỷ lệ nợ xấu trung bình của ngân hàng trong coverage của chúng tôi là 1,5% (-0,1% svck) vào cuối Q3/20, thấp hơn tỷ lệ 1,7% của trung bình tổng số các ngân hàng niêm yết. Trong khi đó, các ngân hàng trong coverage của chúng tôi cũng chủ động trích lập dự phòng và xóa nợ trong 9T20. Tỷ lệ bao nợ xấu tăng lên 110,4% vào cuối Q3/20 từ 102,1% vào cuối Q3/19 và 98,4% vào cuối năm 2019.



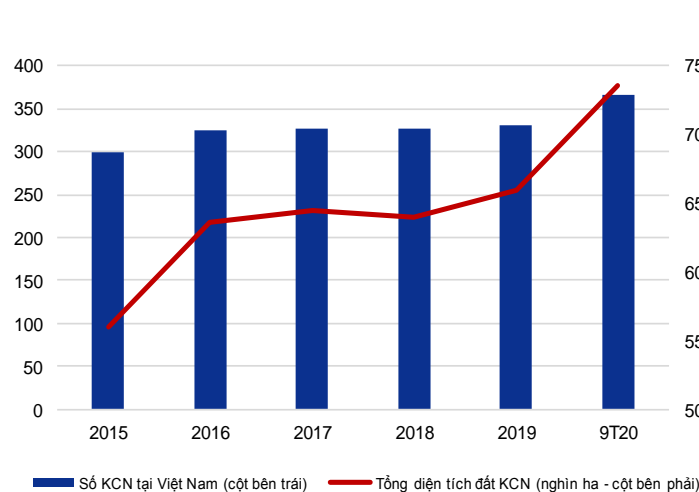
BDS KHU CÔNG NGHIỆP: Triển vọng dài hạn vẫn tích cực

Tăng nguồn cung để đáp ứng nhu cầu BDS khu công nghiệp (KCN) ngày càng tăng trong các năm tới ➤

Thị trường KCN chứng kiến sự tham gia của cả chủ đầu tư lớn trong nước và nước ngoài, tái khẳng định tiềm năng tăng trưởng của thị trường này

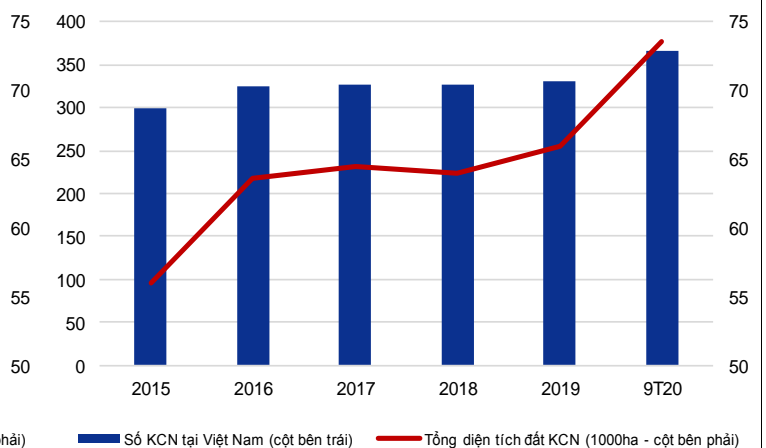
Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư (KH&ĐT), trong 9T/20, tổng diện tích KCN đạt 73.500ha, tăng 7.600ha so với cuối 2019, là mức tăng tính về diện tích đất cao nhất kể từ năm 2015. Trong số tổng cộng 366 KCN có 279 KCN đang hoạt động, nhiều hơn 21 KCN so với cuối năm 2019. Trong 9T/20, hàng loạt các chủ đầu tư BDS lớn trong nước và nước ngoài đã công bố kế hoạch tham gia vào lĩnh vực này, chẳng hạn như Vingroup (VIC) với 2 KCN tại Hải Phòng và Tập đoàn phát triển Công nghiệp WHA của Thái Lan đang xin phê duyệt 2 dự án mới với tổng diện tích 1.339ha, đơn vị này cũng đang phát triển dự án KCN đầu tiên tại Việt Nam với diện tích 3.200ha tại Nghệ An. Chúng tôi kỳ vọng diện tích KCN sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021, được thúc đẩy bởi tiềm năng nhu cầu lớn trong tương lai.

Hình 144: Số lượng và tổng diện tích KCN từ 2015-9T20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Hình 145: Diện tích cho thuê (1000ha) tăng trong 9T20, nhưng với tốc độ chậm hơn do dịch Covid-19



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS

Hình 146: Các KCN dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2021

Số	Khu công nghiệp	Vị trí	Diện tích (ha)
1	Việt Phát	Long An	1.800
2	Phú Mỹ 3	Bà Rịa - Vũng Tàu	999
3	Thủy Nguyên	Hải Phòng	319
4	Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	238
5	Nam Tràng Cát	Hải Phòng	200
6	Sông Lô	Vĩnh Phúc	177

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

Chuyển đổi mô hình KCN sinh thái – công nghệ cao để phát triển theo hướng bền vững hơn

Bên cạnh việc gia tăng quỹ đất, Việt Nam cũng đang tập trung vào phát triển nền công nghiệp hóa bền vững. Sự gia tăng các dự án FDI từ Trung Quốc và Hồng Kông đã nâng cao nhận thức của Chính phủ về vấn đề bảo vệ môi trường và kể từ năm 2020, các dự án sẽ phải đáp ứng các quy định khắt khe hơn. Bộ Chính trị Việt Nam đã ban hành Nghị quyết 50-NQ/TW vào tháng 08/2019 về việc không chấp thuận các dự án sử dụng công nghệ lạc hậu gây ô nhiễm môi trường.

Vào tháng 11/2020, dự án “Triển khai KCN sinh thái tại Việt Nam theo hướng tiếp cận từ Chương trình KCN sinh thái toàn cầu”, do Bộ KH&ĐT cùng với Tổ chức

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Cẩm Tú

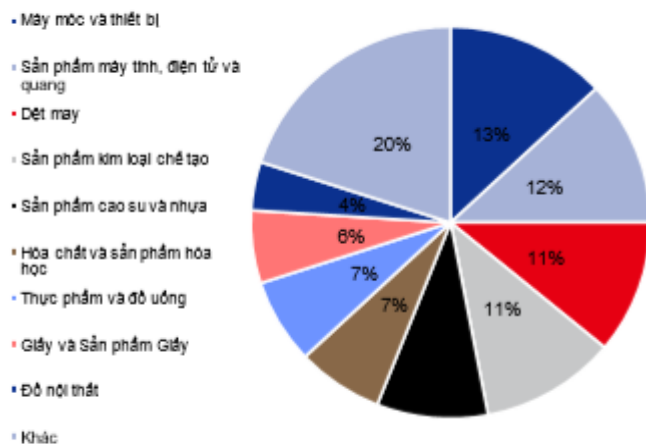
T (84) 333 557 019

E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Phát triển Công nghiệp Liên Hiệp Quốc (UNIDO) phát động, được kỳ vọng sẽ cải thiện các hoạt động môi trường, kinh tế và xã hội tại các KCN. Chương trình này được lên kế hoạch thực hiện tại 5 thành phố lớn là Hà Nội, Hải Phòng, Đà Nẵng, Cần Thơ và TP HCM cùng với tỉnh Đồng Nai với kinh phí khoảng 1,82 triệu USD.

Mặt khác, thay vì thiết lập mô hình chỉ đầu tư hạ tầng cho thuê đơn thuần, chúng tôi quan sát thấy một vài KCN đang được phát triển theo mô hình KCN chuyên sâu gồm khu công nghiệp nặng, khu công nghiệp phụ trợ, khu hậu cần cảng và cảng, khu hành chính và dịch vụ tiện ích (gồm nhà ở, khách sạn, căn hộ dịch vụ, trường học, bệnh viện) hướng tới cung cấp dịch vụ xuyên suốt từ nhà cung cấp, dịch vụ hậu cần tới việc phân phối... Mô hình này giúp nhà đầu tư trong các KCN này giảm chi phí hậu cần cảng, cung cấp đầy đủ các dịch vụ KCN và phát triển hệ thống hạ tầng xã hội. Chúng tôi tin rằng mô hình này sẽ thu hút các nhà sản xuất quy mô lớn cùng với các ngành phụ trợ của nó và trở thành xu hướng chủ đạo trong những năm tới.

Hình 147: Những ngành chủ đạo tại các KCN ở Việt Nam – một số lĩnh vực chính có tác động xấu đến môi trường, như dệt may, hóa chất và nhựa



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, JLL

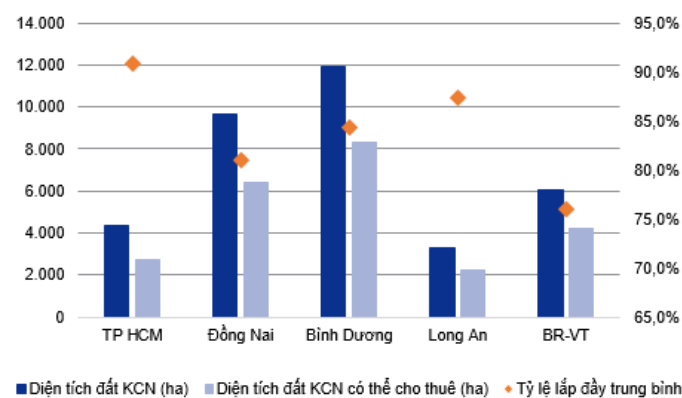
Hình 148: Những ngành sản xuất gây ô nhiễm nhất tại Việt Nam (chỉ số xếp hạng thấp hơn gây ô nhiễm nhiều hơn)

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 bia	11	30	5	15
Đúc kim loại màu	28	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: VNDIRECT RESEARCH, WORLD BANK

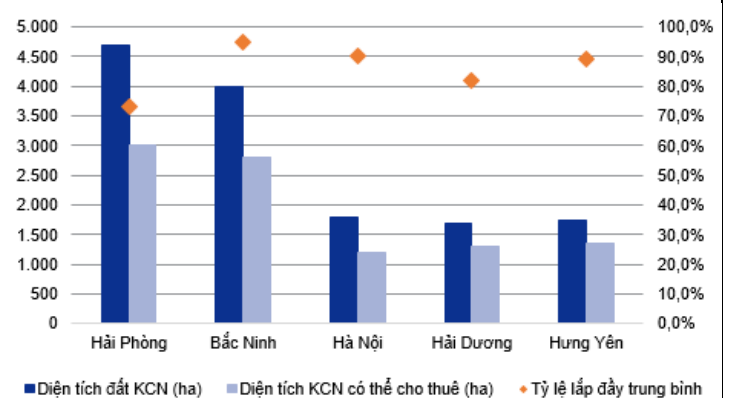
Nhà kho và nhà xưởng cao tầng phát triển trong bối cảnh hạn hẹp quỹ đất công nghiệp ở các vùng đô thị

Hình 149: Quỹ đất KCN hạn chế tại các vùng đô thị phía Nam Việt Nam với tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90% ở TP HCM và Long An



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Hình 150: Quỹ đất KCN hạn chế tại các vùng đô thị phía Bắc Việt Nam với tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90% ở Hải Dương và Bắc Ninh



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLIS

Giá thuê đất công nghiệp cao ở các vùng đô thị tạo ra rào cản đối với các nhà đầu tư, đặc biệt là những công ty quy mô nhỏ muốn gia nhập thị trường. Trong bối cảnh quỹ đất hạn chế và giá thuê cao, các giải pháp xây dựng sẵn, đặc biệt là nhà kho và nhà xưởng cao tầng, đang nổi lên như là một phương án thay thế.

Hình 151: Tiềm năng vượt trội của lĩnh vực cho thuê nhà xưởng xây sẵn với quy mô linh hoạt, vị trí đa dạng và dịch vụ hàng đầu

Thuê đất dài hạn	Thuê nhà xưởng xây sẵn
Không có quỹ đất dưới 1 ha	Diện tích linh hoạt (nhỏ nhất 500 m ²)
Phần lớn là thanh toán một lần	Điều khoản thanh toán linh hoạt, dễ quản lý dòng tiền
Mất 2-3 năm từ khi thuê đất đến vận hành	Dưới 3 tháng từ khi thuê đến vận hành
Giấy phép xây dựng phức tạp	Yên tâm về giấy phép xây dựng
Thời gian thẩm định kéo dài với các tổ chức cấp phép khác nhau	Đơn giản hóa quy trình cấp phép
Tự quản lý cơ sở vật chất	Đội ngũ quản lý cơ sở vật chất chuyên nghiệp

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BW

Chúng tôi tin rằng nhà kho và nhà xưởng xây dựng sẵn sẽ bùng nổ trong năm 2021-22 với việc hàng loạt các nhà phát triển trong nước và nước ngoài đang tìm kiếm cơ hội gia nhập vào thị trường này. Tập đoàn BĐS logistic của Úc (LOGOS) đã công bố kế hoạch thành lập liên doanh đầu tiên tại Việt Nam nhằm phát triển cơ sở logistic hiện đại, chất lượng cao tại các thị trường trọng điểm như TP HCM, Hà Nội và Đà Nẵng với vốn đầu tư 350 triệu USD; tập đoàn Global Marker Leader (GLP) trong lĩnh vực BĐS logistic đang có kế hoạch hợp tác với SEA Logistic Partners Vietnam (SLP) để thành lập liên doanh trị giá 1,5 tỷ USD tại Việt Nam. Ngoài ra, Mirae Asset Deawoo và Naver Corporation của Hàn Quốc đã đầu tư 37 triệu USD vào xây dựng nhà kho tại dự án trung tâm logistic Logis Valley ở Bắc Ninh.

Hình 152: Cuộc chạy đua gia nhập thị trường nhà kho/nhà xưởng xây sẵn trong 9T20

Chủ đầu tư	Quốc gia	Diện tích (ha)	Số địa điểm Vị trí	
			Số địa điểm	Vị trí
BW Industrial Development JSC	Mỹ/Việt Nam	500	21	TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Hải Dương, Hải Phòng
KTG Industrial Development JSC	Việt Nam	120	8	Đồng Nai, Hà Nội, Bắc Ninh
Kizuna	Việt Nam	24	4	Long An
Daiwahouse Vietnam Co., Ltd	Nhật Bản	24	3	Đồng Nai
Gaw NP Industrial JSC	Hồng Kông	13	1	Thái Nguyên
JSC	Việt Nam	18	1	Đồng Nai
Boustead Projects Land (Vietnam) Co., Ltd.	Singapore	19	1	Đồng Nai
IP Vietnam	Việt Nam	10	2	Đồng Nai
GT-Industrial	Việt Nam	7	1	Đồng Nai
Mapletree	Singapore	75	1	Bình Dương
Logos Property	Úc	350 triệu USD		
GLP (SLP Logistics)	Hồng Kông	1,5 tỷ USD		

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLIS

Bốn yếu tố thúc đẩy cầu BĐS KCN trong năm 2021 ➔

Việt Nam đã và đang nổi lên như là một điểm đến tiềm năng đối với các tập đoàn đa quốc gia có kế hoạch đa dạng hóa hoạt động ra khỏi Trung Quốc. Điều đó ngày càng rõ nét hơn kể từ khi dịch Covid-19 bùng phát như chất xúc tác để đẩy nhanh quá trình tái cơ cấu chuỗi sản xuất toàn cầu. Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS KCN Việt Nam sẽ duy trì sức hấp dẫn trong năm 2021, nhờ thành công được công nhận trên toàn cầu trong việc ngăn chặn đại dịch cùng với những lý do sau:

Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn với chi phí hoạt động thấp và nhiều ưu đãi về thuế

Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đã thúc đẩy xu hướng chuyển dịch nhà máy khỏi Trung Quốc vào năm 2019, bằng chứng là FDI từ Trung Quốc và Hong Kong vào Việt Nam tăng mạnh trong 9T/19. 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 2019-2020 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 kho/nhà xưởng thấp nhất so với Malaysia và Indonesia.

Bên cạnh chi phí hoạt động thấp, Việt Nam đã cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 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 153: Bảng so sánh chi phí hoạt động và thuế thu nhập doanh nghiệp

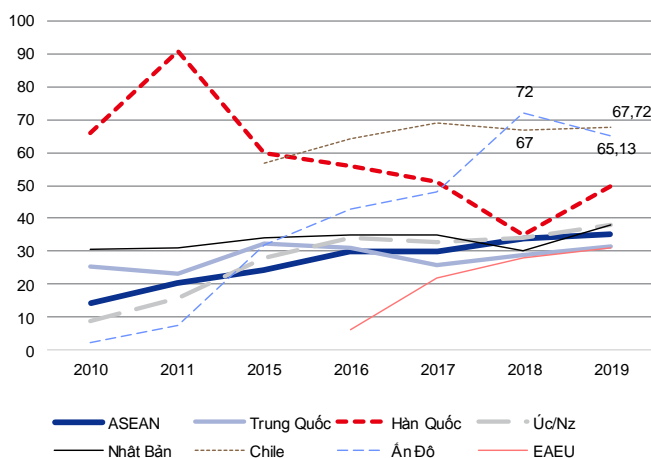
	Chi phí hoạt động				Thuế TNDN (%)
	Giá thuê đất trung bình	Lương công nhân	Giá điện công nghiệp	Chi phí xây dựng nhà xưởng	
Philippines	121,5	220	0,11	N/A	30
Indonesia	238	296	0,07	504	25
Việt Nam	103,5	227	0,08	352	20
Malaysia	224,5	413	0,10	533	24
Thái Lan	182,5	413	0,12	N/A	20
Myanmar	80	162	0,11	N/A	25

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, JLL, MIFER MYANMAR

Các hiệp định thương mại tự do (FTA) giúp thu hút nhiều dòng vốn FDI vào Việt Nam

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 2019 đạt 47,55 triệu USD, tương đương với 37,2% tổng giá trị xuất khẩu đến các thị trường có ký kết FTA với Việt Nam, tăng 3% so với cùng kỳ năm trước. Thị trường Chile có tỷ lệ sử dụng ưu đãi thuế quan cao nhất, đạt 67,72% thông qua hiệp định VCFTA, kế đó là Ấn Độ và Hàn Quốc với tỷ lệ sử dụng ưu đãi thuế quan lần lượt là 65,13% và 49,78%.

Hình 154: Tỷ lệ hiệu dụng FTA (%)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BỘ CÔNG THƯƠNG

Hình 155: Thuế suất hàng hóa trong 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: VNDIRECT RESEARCH, EUROSTAT, WTO

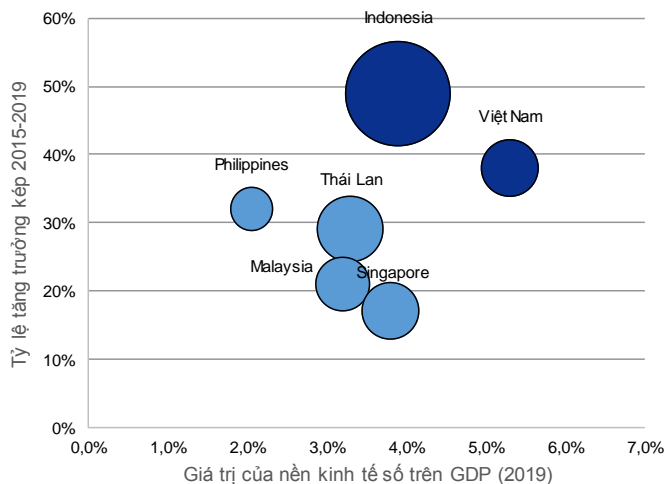
Thuế xuất khẩu hàng hóa từ Việt Nam đến liên minh châu Âu sẽ được xóa bỏ ngay khi EVFTA có hiệu lực hoặc trong thời gian ngắn sau đó (tối đa là 7 năm). Đây là mức cam kết cao nhất mà Việt Nam đã đạt được trong số các FTA đã ký kết. Hiện nay, chỉ 42% giá trị xuất khẩu của Việt Nam tới liên minh châu Âu 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.

Nền kinh tế kỹ thuật số bùng nổ tại Việt Nam, thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN làm dịch vụ kho bãi

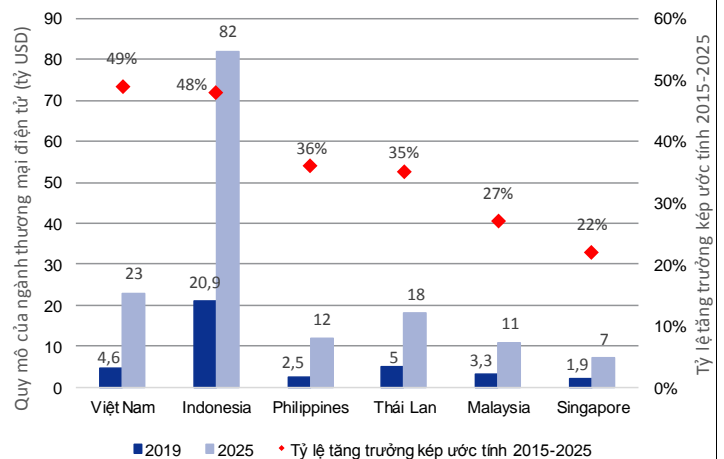
Theo Google, Temasek và BAIN&COMPANY, nền kinh tế kỹ thuật số của Việt Nam đang bùng nổ với doanh thu tăng trưởng 38% mỗi năm kể từ năm 2015 lên 12 tỷ USD vào năm 2019, chiếm hơn 5% GDP cả nước năm 2019. Theo thống kê của WeAreSocial, tại thời điểm tháng 01/2020, Việt Nam có hơn 68 triệu người dùng Internet, tương đương hơn 2/3 dân số và hơn 146 triệu thuê bao kết nối mạng di động. Kênh trực tuyến ngày càng trở nên quan trọng hơn trong những giai đoạn phát triển tiếp theo của ngành bán lẻ. Số liệu ở trên chưa tính đến tác động của đại dịch, sự kiện đã đẩy nhanh tốc độ phát triển của thương mại điện tử do người tiêu dùng bị hạn chế mua hàng trực tiếp và phải chuyển sang mua sắm online.

Hình 156: Nền kinh tế kỹ thuật số tại ASEAN năm 2019



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, GOOGLE, TEMASEK, BAIN&COMPANY

Hình 157: Quy mô và tăng trưởng ước tính của ngành thương mại điện tử trong giai đoạn 2015-2025



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, GOOGLE, TEMASEK, BAIN&COMPANY

Sự mở rộng sản xuất mạnh mẽ của các khách thuê hiện hữu

Bên cạnh các nhà đầu tư mới đang tìm kiếm cơ hội, các khách thuê hiện hữu cũng đang tích cực mở rộng sản xuất tại Việt Nam. Cụ thể, vào Q2/2020 LG Electronics thông báo sẽ xây dựng trung tâm R&D thứ 2 tại Việt Nam, Intel cũng đang nhắm đến việc mở rộng sản xuất tại Việt Nam trong những năm tới, Mitsubishi Motors đang tìm kiếm cơ hội xây dựng nhà máy thứ 2 tại Bình Định hay Ford Việt Nam đã công bố kế hoạch 82 triệu USD để mở rộng cơ sở lắp ráp tại Hải Dương.

Hình 158: Danh sách các công ty đã chuyển dịch / lên kế hoạch chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam vào Q4/20 trong giai đoạn chiến tranh thương mại Mỹ-Trung

Tên công ty	Quốc gia	Tình trạng tại Q4/20	Vị trí chuyển dịch	Ngành
Hanwha	Hàn Quốc	Đã di chuyển	Hà Nội	Linh kiện hàng không
Yokowo	Nhật Bản	Đã di chuyển	Hà Nam	Linh kiện mô tô
Huafu	Trung Quốc	Đã di chuyển	Long an	Dệt may
Goertek	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bắc Ninh	Linh kiện tai nghe và điện thoại
TCL	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bình Dương	Điện tử - TV
Foxconn	Đài Loan	Đang di chuyển	Bắc Giang Quảng Ninh	Điện tử - TV
Lenovo	Trung Quốc	Đang xem xét	Bắc Ninh	Điện tử - Máy tính
Nintendo	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Điện tử - Phụ kiện game
Sharp	Nhật Bản	Đang di chuyển	Bình Dương	Điện tử - Camera
Kyocera	Nhật Bản	Đang di chuyển	Hải Phòng	Điện tử - Máy in, photocopy
Asics	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Sản xuất giày

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, JLL

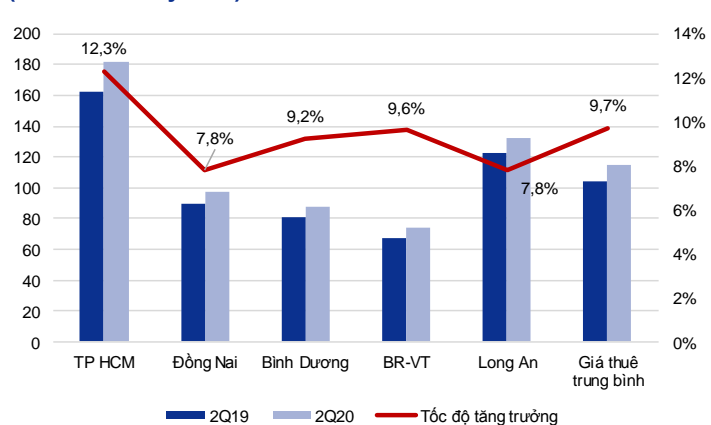
Hình 159: Nhật Bản đang xúc tiến các gói hỗ trợ doanh nghiệp để xây dựng lại chuỗi cung ứng tại các nước Đông Nam Á sau tác động của đại dịch Covid-19

Tên	Phân loại doanh nghiệp (DN)	Ngành
Inoue Iron Works	DN vừa và nhỏ	Dược
Able Yamauchi	DN vừa và nhỏ	Quần áo/đồ bảo hộ y tế
Showa global	DN vừa và nhỏ	Đồ bảo hộ/khẩu trang y tế
Shinetsu chemistry	DN lớn	Nam châm đất hiếm
Global technology	DN vừa và nhỏ	Khiên che mặt y tế
Hashimoto	DN vừa và nhỏ	Khẩu trang y tế, khăn giấy còn, mũ trùm y tế
Fujikin	DN vừa và nhỏ	Thiết bị bán dẫn
Plus	DN vừa và nhỏ	Khẩu trang y tế
Pronics	DN vừa và nhỏ	Máy điều hòa
HOYA	DN lớn	Linh kiện ổ cứng
Matsuoka	DN lớn	Quần áo bảo hộ
Meiko	DN lớn	Linh kiện điện thoại thông minh
Yokoo	DN lớn	Phụ tùng ô tô
Nikkiso	DN lớn	Thiết bị lọc máu
Akiba casting	DN vừa và nhỏ	Mô-đun điện

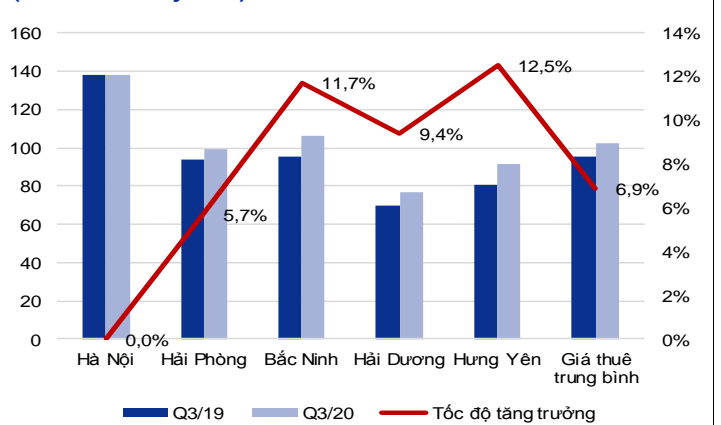
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, JETRO

Chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng ➤

Bất chấp hai đợt bùng phát dịch Covid-19 tại Việt Nam, giá thuê đất tại hai vùng công nghiệp trọng điểm trong năm 2020 vẫn tăng mạnh, với mức giá trung bình tăng 9,7% svck (cuối Q2/20) lên 105 USD/m²/chu kỳ thuê ở các tỉnh phía Nam và 6,9% svck (cuối Q3/20) lên 96 USD/m²/chu kỳ thuê ở các tỉnh phía Bắc. Tại khu vực kinh tế phía Nam, TP HCM vẫn là địa điểm được ưa chuộng nhất, với tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao đạt 91% và giá thuê tăng trưởng cao nhất là 12,3%. Trong khi đó ở phía Bắc, Hưng Yên và Bắc Ninh ghi nhận mức tăng ấn tượng lần lượt là 12,5% và 11,7% svck. Với nhu cầu đang tăng cao, chúng tôi cho rằng giá thuê KCN sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021, đặc biệt là những KCN ở khu vực thành thị do thiếu hụt nguồn cung.

Hình 160: Giá thuê đất tại các KCN phía Nam trong Q2/19-Q2/20 (USD/m²/chu kỳ thuê)


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, JLL

Hình 161: Giá thuê đất tại các KCN phía Bắc trong Q3/19-Q3/20 (USD/m²/chu kỳ thuê)


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, JLL

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 sở hữu quỹ đất rộng 5.278ha (tính đến cuối 2019), có thể duy trì phát triển trong 10 đến 20 năm tới.

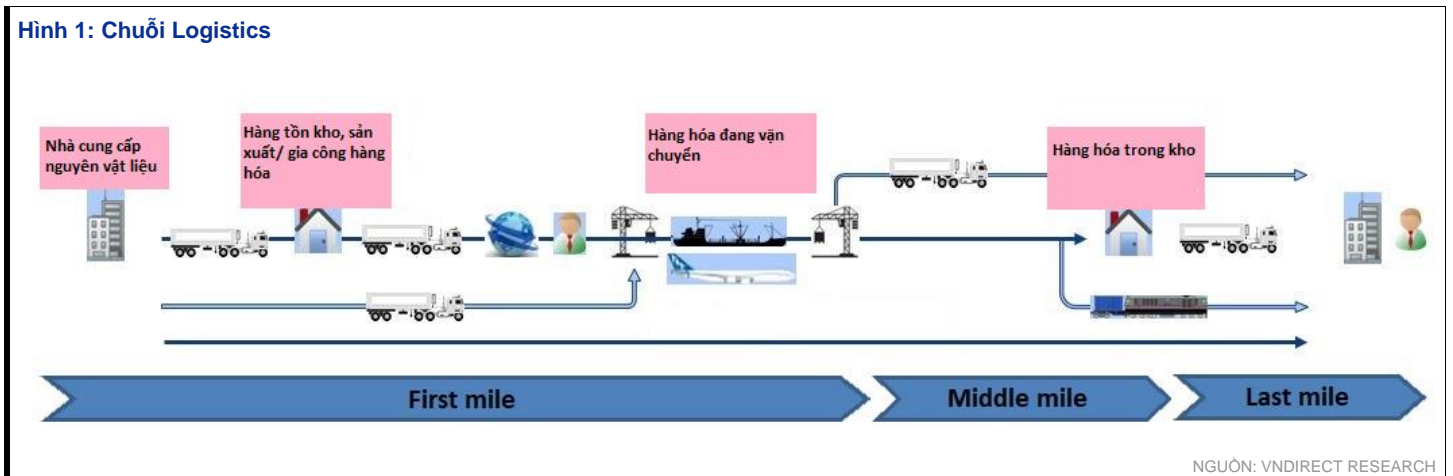
Hình 162: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Giá (Nội tệ)	Giá mục tiêu (Nội tệ)	Khuyến ngợi	Giá trị vốn hóa (Tr USD)	P/E	P/B	ROE (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tỷ lệ nợ/VCSH (%)
						4 quý gần nhất	Hiện tại	4 quý gần nhất	4 quý gần nhất	2019
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	15.750	15.700	Trung lập	320	17,9	0,8	4,4	8,4	12,2
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	40.900	NA	KKN	1.830	NA	2,8	NA	2,9	87,6
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	25.500	NA	KKN	494	18,1	1,8	10,1	6,1	-9,0
Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	30.000	NA	KKN	488	19,1	2,3	12,6	4,8	-7,4
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	136.000	NA	KKN	467	18,2	6,6	42,5	1,3	-235,9
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	32.600	NA	KKN	423	42,3	2,8	6,6	6,3	18,1
Trung bình VN						24,4	3,3	17,9	4,3	-29,3
Trung vị VN						18,6	2,8	11,3	4,8	-7,4
Wha Corp Pcl	WHA TB	3,1	NA	KKN	1.551	20,4	1,7	7,8	3,0	109,7
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	16,7	NA	KKN	639	18,8	1,2	6,8	3,5	65,7
Frasers Property Thailand Pc	FPT TB	13,2	NA	KKN	1.018	9,6	0,8	9,4	4,0	139,3
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	4,6	NA	KKN	306	11,1	0,7	5,8	9,6	115,7
Trung bình Thái Lan						15,0	1,1	7,4	5,0	107,6
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	1.105	NA	KKN	38.303	23,3	0,8	3,3	NA	9,5
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	930	NA	KKN	28.261	17,4	1,2	6,7	1,9	27,8
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	234	NA	KKN	27.163	NA	0,6	-9,3	NA	21,0
Trung bình Indonesia						20,4	0,9	0,2	1,9	19,4
Uem Sunrise Bhd	UEMS MK	0,48	0,92	Khả quan	13.833	48,1	0,3	-0,3	NA	30,4
Trung bình Malaysia						48,1	0,3	-0,3	NA	30,4

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀY 10/12/2020)

LOGISTICS: Nắm bắt cơ hội từ sự phục hồi của dòng chảy thương mại toàn cầu

Hình 1: Chuỗi Logistics



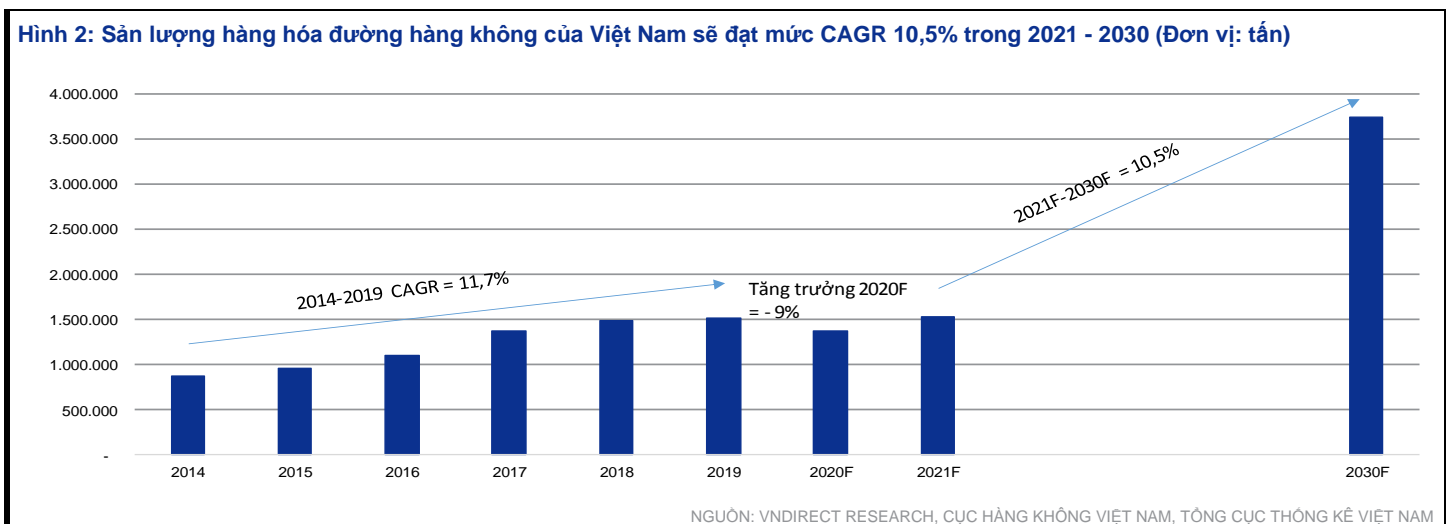
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH

First-mile: Cảng hàng hóa hàng không sẽ trở lại sôi động ➤

Sản lượng hàng hóa hàng không dự báo tăng trưởng 2 con số trong giai đoạn 2021-2030

Tổng sản lượng hàng hóa hàng không đạt mức tăng trưởng kép 11,7% trong giai đoạn 2014 – 2019 nhờ vào hoạt động xuất nhập khẩu mạnh mẽ, các tuyến bay mở rộng và nâng cấp cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng mạnh mẽ tới ngành hàng không toàn cầu, làm gián đoạn đà tăng trưởng ngành hàng không Việt Nam. Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) dự kiến lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam sẽ giảm 9% svck xuống còn 1,38 triệu tấn vào năm 2020. Tuy nhiên, vắc-xin Covid-19 được nghiên cứu thành công và đang được đưa vào sử dụng, chúng tôi hy vọng đại dịch sẽ dần được kiểm soát, dẫn đến sự phục hồi ngành hàng hóa hàng không trong năm 2021. Dựa theo quy hoạch của chính phủ về phát triển vận tải hàng không đến năm 2030, chính phủ dự kiến tổng lượng hàng hóa qua đường hàng không sẽ tăng 10,5%/năm giai đoạn 2021-2030.

Hình 2: Sản lượng hàng hóa đường hàng không của Việt Nam sẽ đạt mức CAGR 10,5% trong 2021 - 2030 (Đơn vị: tấn)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CỤC HÀNG KHÔNG VIỆT NAM, TỔNG CỤC THỐNG KÊ VIỆT NAM

Theo quan điểm của chúng tôi, với sự hỗ trợ của tăng trưởng xuất nhập khẩu và xu hướng chuyển dịch sản xuất thiết bị điện tử từ Trung Quốc sang Việt Nam, mục tiêu tăng trưởng mà Chính phủ đề ra có thể đạt được.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

T (84) 91 686 5190

E dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

- Các mặt hàng xuất nhập khẩu hàng đầu của Việt Nam là thiết bị điện tử, có tỷ trọng giá trị trên trọng lượng và yêu cầu bảo mật cao. Bên cạnh đó, quá trình toàn cầu hóa ngày càng gia tăng đã đặt ra cho ngành công nghiệp điện tử những áp lực về thời gian và chi phí. Hơn nữa, vòng đời sản phẩm điện tử ngày càng ngắn lại. Vì vậy, những sản phẩm này thường được vận chuyển bằng đường không. Trong giai đoạn 2021-2030, chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất

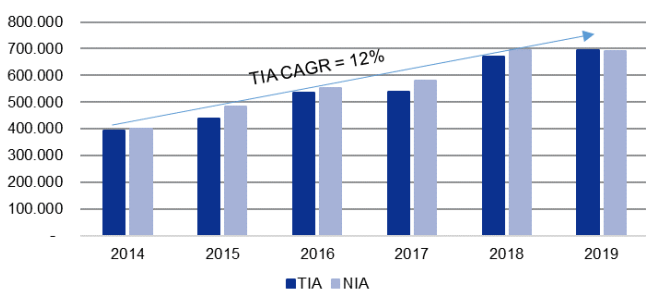
nhập khẩu của Việt nam sẽ vẫn tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự thúc đẩy của các doanh nghiệp FDI, từ đó nâng cao sản lượng hàng hóa bằng đường hàng không.

- Trung Quốc hiện là trung tâm sản xuất cho các tập đoàn công nghệ toàn cầu. Tuy nhiên, do chiến tranh thương mại Mỹ-Trung bùng nổ, nhiều tập đoàn đã chọn chuyển dịch nhà máy từ Trung Quốc sang Việt Nam để tránh các tác động tiêu cực và tận dụng lợi thế chi phí nhân công thấp của Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường hàng hóa đường không của Việt Nam sẽ hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu vận tải hàng hóa của những tập đoàn công nghệ này. Dựa trên số liệu từ các khu công nghiệp tại Việt Nam, 70% các công ty lớn đang chuyển hoặc có kế hoạch chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam là những công ty công nghệ. Ngoài ra, Hiệp định thương mại tự do (FTA) EU-Việt Nam (có hiệu lực từ 01 tháng 8, 2020) và các FTA khác mà Việt Nam đã ký kết – như Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) giữa ASEAN và 6 nước châu Á Thái Bình Dương, FTA giữa ASEAN và Hong Kong, FTA Việt Nam-Israel – sẽ tạo sự thuận lợi hơn nữa cho thương mại xuyên biên giới với các quốc gia châu Âu và các nền kinh tế khác trong khu vực châu Á Thái Bình Dương như Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Ấn Độ, Úc và New Zealand. Chúng tôi kỳ vọng lợi ích từ các FTA và xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ dẫn đến sự tăng trưởng mạnh mẽ sản lượng hàng hóa đường không trong trung và dài hạn, và thúc đẩy nhu cầu vận tải hàng hóa bằng đường không của Việt Nam.

Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất sẽ trở thành trung tâm vận chuyển hàng hóa đường không phát triển nhanh nhất trong giai đoạn 2021-2030

Việt Nam hiện có 10 sân bay quốc tế, trong đó Tân Sơn Nhất (TIA) và Nội Bài (NIA) là 2 trung tâm lớn nhất, chiếm tổng cộng 95% tổng lượng hàng hóa thông qua cảng trong năm 2019 nhờ vào nhu cầu vận tải hàng không tập trung ở khu vực phía Bắc và phía Nam Việt Nam, và tần suất dày đặc các đường bay quốc tế kết nối với Hà Nội và TP HCM. Trong những năm tới, chúng tôi tin rằng nhu cầu vận tải hàng không sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ ở khu vực miền Bắc và miền Nam vì đây là những khu vực kinh tế đang phát triển mạnh nhất.

Hình 3: TIA đạt CAGR 12% giai đoạn 2014-19 về sản lượng hàng hóa thông qua cảng trong khi NIA đạt CAGR 2014-19 là 11,5%



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 4: TIA đang được nâng cấp để giảm tình trạng tắc nghẽn giao thông và thu hút nhiều khách hơn ở khu vực phía Nam

	Công suất hàng hóa (tấn)	Sản lượng 2019 (tấn)	Hiệu suất hoạt động 2019
Sân bay quốc tế phía Bắc			
Sân bay quốc tế Nội Bài	600.000	689.000	115%
Sân bay quốc tế Cát Bi	100.000	12.855	13%
Sân bay quốc tế Vân Đồn	10.000	586	6%
Sân bay quốc tế phía Nam			
Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất	550.000	694.851	126%
Sân bay quốc tế Cần Thơ	5.000	4.089	82%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng TIA sẽ là sân bay tăng trưởng nhanh nhất trong mảng vận tải hàng hóa đường không dựa trên những lý do sau:

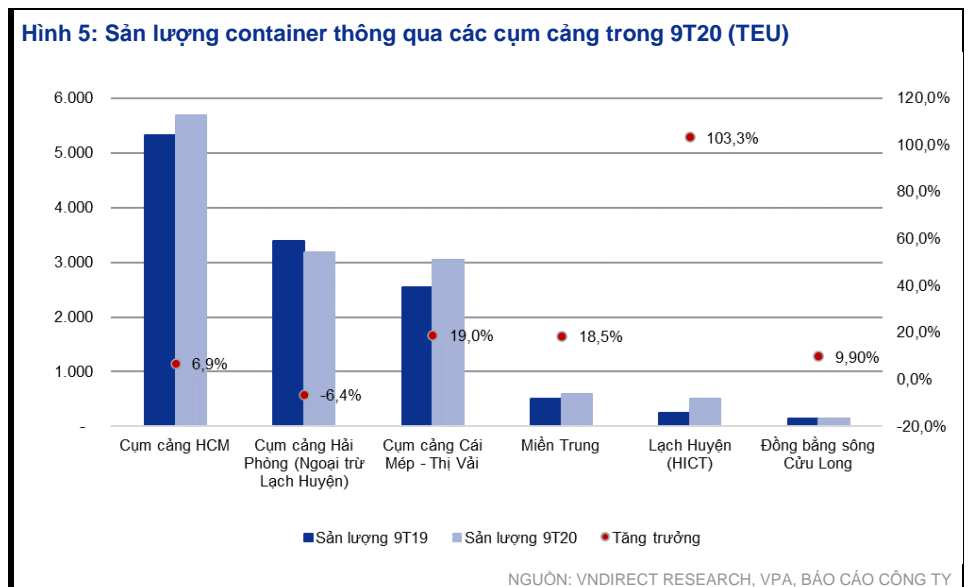
- TIA là trung tâm vận tải hàng hóa tăng trưởng nhanh nhất tại Việt Nam trong giai đoạn 2014-2019, với tốc độ CAGR sản lượng hàng hóa đạt 12%. Con số này cao hơn so với tốc độ CAGR sản lượng hàng hóa cả nước là 11,7% và CAGR sản lượng hàng hóa của NIA là 11,5% trong cùng giai đoạn.
- Ở phía Nam, ngoài TIA, chỉ còn 1 sân bay quốc tế khác tại TP Cần Thơ. Tuy nhiên, sân bay này có năng lực vận tải hàng không thấp nên khả năng cạnh tranh với TIA rất hạn chế. Với dự án nhà ga mới của TIA (T3) đã được phê duyệt, chúng tôi hy vọng tình trạng tắc nghẽn giao thông sẽ được khai thông và tần suất các chuyến bay quốc tế sẽ được cải thiện, nhờ đó tăng cường vận chuyển hàng hóa đường hàng không của TIA.

- Trong khi đó, ở phía Bắc, ngoài NIA, thị trường còn bị chia sẻ bởi Cảng hàng không quốc tế Cát Bi và Vân Đồn. Sân bay Cát Bi có công suất hàng hóa 100.000 tấn/năm nhưng đến cuối năm 2019 chỉ mới sử dụng 13% công suất. Sân bay Vân Đồn đang được nâng cấp cơ sở hạ tầng sân bay, theo Bộ Giao thông vận tải (GTVT). Chúng tôi kỳ vọng 2 sân bay này sẽ giành được thị phần vận tải hàng không từ NIA trong những năm tới. Hơn nữa, NIA đang đối mặt với tình trạng quá tải, sản lượng vận chuyển hành khách/hàng hóa đạt 116%/115% công suất vào cuối năm 2019 trong khi kế hoạch mở rộng chưa được phê duyệt do vướng mắc các thủ tục đầu tư.
- Nhìn chung, trong giai đoạn 2021-2030, chúng tôi cho rằng NIA sẽ có tốc độ tăng trưởng vận tải hàng hóa thấp hơn toàn ngành, đạt 9,9% mỗi năm do mất thị phần vào các sân bay khác, trong khi TIA có mức tăng trưởng nhanh nhất trong ngành, đạt 10,6%/năm, được hỗ trợ bởi kế hoạch mở rộng công suất của dự án Nhà ga T3 dự kiến hoàn thành vào năm 2021.
- Theo Bộ GTVT, việc khởi công dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (TIA) sẽ bắt đầu vào năm 2021 và hoàn thành vào năm 2025, tạo ra rủi ro tiềm tàng cho mảng vận tải hàng hóa của TIA vì thị phần có thể bị chia sẻ. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro này tương đối thấp vì TIA chỉ cách trung tâm TP HCM 8km. Vì vậy, nhà ga hàng hóa của TIA có lợi thế về thời gian và khoảng cách so với LIA, đặc biệt là đối với các sản phẩm, hàng hóa dành cho khu vực nội thành. LIA cũng nằm xa các khu công nghiệp trọng điểm phía Nam như Bình Dương, Long An nên LIA sẽ khó cạnh tranh với TIA trong vận tải hàng hóa đường không.

First-mile: Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng của cụm cảng biển Cái Mép – Thị Vải >

Các cảng biển vẫn tăng trưởng vững chắc bất chấp đại dịch

Bất chấp ảnh hưởng của đại dịch Covid-19, các cảng biển tại Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng trưởng 12% svck về tổng sản lượng container thông qua cảng trong 9T/20, theo Hiệp hội Cảng biển Việt Nam (VPA). Tuy nhiên, hoạt động của các cụm cảng có sự khác biệt rất lớn.



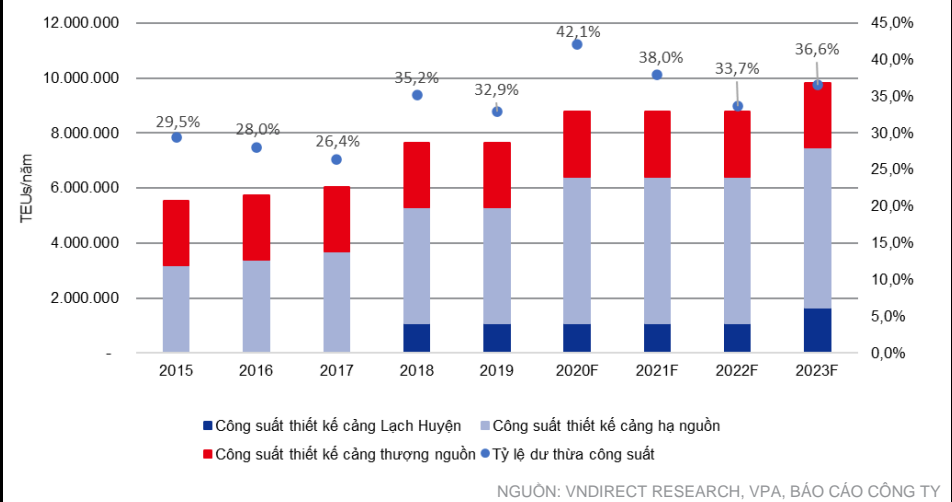
Tình trạng dư cung khiến cụm cảng Hải Phòng cạnh tranh gay gắt

Khu vực cảng Hải Phòng, nơi chủ yếu phục vụ các chuyến hàng Nội Á và trung chuyển đến châu Âu, bị ảnh hưởng bởi đại dịch, khiến sản lượng thông qua cảng giảm 1% svck trong 9T/20. Bên cạnh đó, Cảng Container Quốc tế Hải Phòng (HICT) đi vào hoạt động từ năm 2018 đang dần phát triển thành một cảng biển nước sâu sầm uất nhờ vào khả năng tiếp nhận tàu có tải trọng lên đến 160.000 DWT (so với mức tối đa 48.000 DWT ở các cảng khác), từ đó khiến tổng sản lượng hàng hóa thông qua ở các cảng khác giảm 6,4% svck trong 9T/20.

Tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải Phòng đã cản trở đà tăng trưởng hàng đầu của các đơn vị khai thác cảng biển địa phương. Việc đưa vào khai thác cảng Mipec và Vinalines-Đình Vũ trong nửa cuối năm làm tăng công suất thiết kế của cụm cảng thêm 14,6%. Với việc đại dịch có thể làm giảm tổng lượng container thông qua cảng Hải Phòng 1% xuống còn 5,437 triệu TEU, tỷ lệ dư cung có thể nhảy vọt lên 42,1% trong năm 2020 từ mức 32,9% năm 2019.

Chúng tôi ước tính tổng lượng container thông qua cụm cảng Hải Phòng sẽ tăng trưởng với mức CAGR 7% trong giai đoạn 2020-2023, trong khi 1.100.000 TEU công suất có thể được bổ sung vào tổng công suất khi Lạch Huyện 3 và Nam Đình Vũ 2 đi vào hoạt động trong năm 2023.

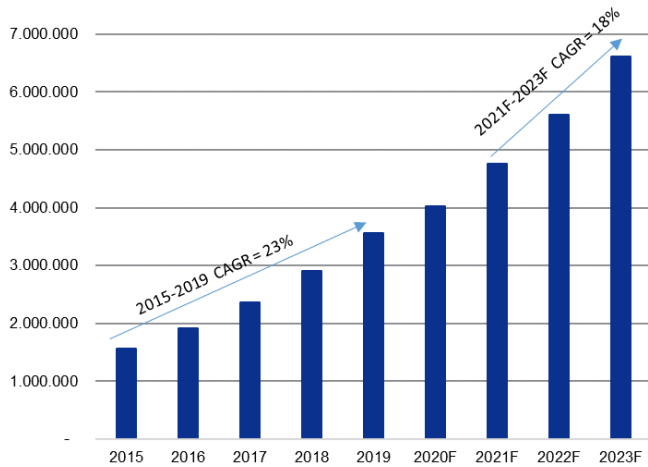
Hình 6: Tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải Phòng



Cụm cảng Cái Mép-Thị Vải sẽ được hưởng lợi từ việc tăng phí dịch vụ cảng biển theo lộ trình trong giai đoạn 2021-2023

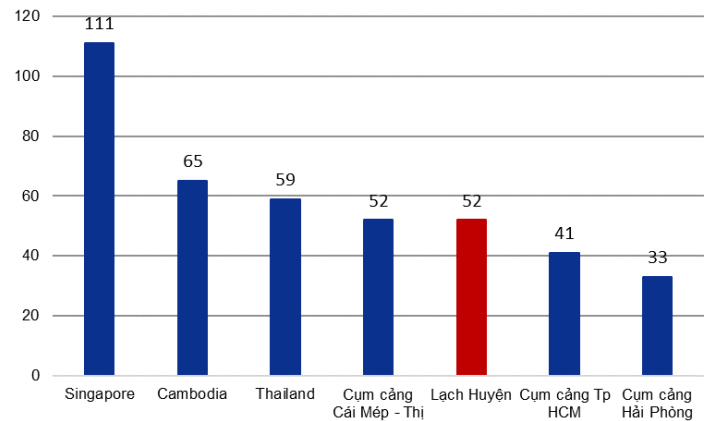
Nằm ở cửa ngõ phía Nam đất nước, Cái Mép-Thị Vải là cụm cảng biển sầm uất nhất Việt Nam. Cụm cảng sở hữu lợi thế vượt trội so với các cụm cảng khác nhờ vào hệ thống cơ sở hạ tầng tiên tiến với mực nước sâu 14 mét, có thể tiếp nhận tàu trọng tải lớn đến 200.000 DWT. Khả năng kết nối kém với các vùng kinh tế trọng điểm là vấn đề chính cản trở sự phát triển của Cái Mép-Thị Vải trong quá khứ, nhưng điều này đã được giải quyết bằng việc đẩy nhanh xây dựng các tuyến đường kết nối cụm cảng với cầu Phước An, cao tốc Bến Lức-Long Thành, và TP Biên Hòa. Tổng lượng container thông qua cảng tăng trưởng với tốc độ CAGR 23% trong giai đoạn 2015-2019 và tăng 19% svck trong 9T/20. Cụm cảng Cái Mép-Thị Vải đang trở thành khu vực cảng biển nước sâu đầy triển vọng tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thông qua cảng sẽ tăng 19% trong năm 2020 và 18% trong giai đoạn 2021-2023 nhờ vào 1) sự bổ sung thêm 5 triệu TEU sản lượng qua cảng được chuyển đến từ cụm cảng Hồ Chí Minh để tránh tình trạng quá tải của cảng này cho đến năm 2025, theo VPA; và 2) mức phí xử lý hàng hóa hấp dẫn, thuộc hàng thấp nhất châu Á tính trong năm 2020.

Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container thông qua cảng Cái Mép-Thị Vải sẽ đạt CAGR 2021-23 là 18% (TEU)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Cụm cảng Cái Mép-Thị Vải có mức giá hấp dẫn hơn so với các cảng biển trong khu vực (USD/TEU)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

Trước sự chênh lệch đáng kể về phí dịch vụ với các nước khác trong khu vực, bộ GTVT (MOT) đã đề xuất tăng phí dịch vụ cảng biển theo lộ trình trong giai đoạn 2021-2023. Bộ GTVT cho biết sẽ nỗ lực hoàn thiện dự thảo và trình Chính phủ phê duyệt ban hành trước ngày 01 tháng 01, 2021. Theo đề xuất, giá dịch vụ xếp dỡ container sẽ được điều chỉnh tăng như sau:

Hình 9: Phí dịch vụ cảng biển sẽ tăng dần theo lộ trình trong giai đoạn 2021-23

Khu vực	2021	2022	2023
Khu vực I (Cảng biển miền Bắc từ Quảng Ninh đến Nam Định, loại trừ cảng Lạch Huyện (HICT))	10%	10%	10%
Khu vực II (Cảng biển miền Trung từ Thanh Hóa đến Bình Thuận)		10%	10%
Cảng Lạch Huyện		10%	10%
Cụm cảng Cái Mép - Thị Vải	10%		10%

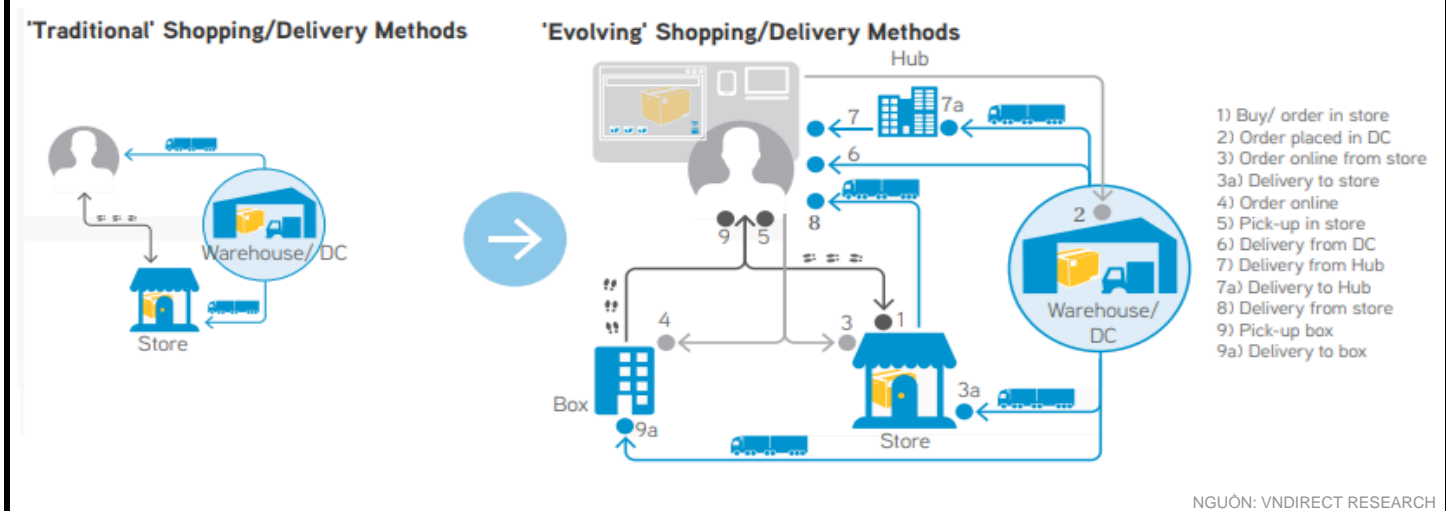
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, VPA, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng đề xuất sẽ được thông qua vào cuối năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tác động tới các cụm cảng là khác nhau:

- Đối với cụm cảng Hải Phòng, với việc không tăng phí dịch vụ trong năm 2021, HICT sẽ thu hút được nhiều tàu hàng hơn nhờ vào mức phí hấp dẫn hơn tương đối, tạo ra khó khăn cho các cảng còn lại. Ngoài ra, do tình trạng dư cung nên để giữ chân khách hàng, các cảng tại đây sẽ phải tìm cách giảm các khoản phí khác cho khách hàng như phí lưu kho bãi để duy trì giá bán bình quân (ASP). Vì vậy, chúng tôi tin rằng các cảng biển ở đây sẽ không thực sự hưởng lợi từ lộ trình tăng phí, ngoại trừ HICT.
- Đối với cụm cảng Cái Mép-Thị Vải, chúng tôi tin rằng các cảng hiện tại sẽ hưởng lợi từ lộ trình tăng phí nhờ vào cơ sở hạ tầng thuận lợi của cụm cảng và sự tham gia hạn chế của các đơn vị khai thác cảng mới do yêu cầu vốn đầu tư lớn để xây dựng được cảng biển nước sâu.

Middle-mile: Thị trường tiềm năng đang chờ được khai phá

Hình 10: Sự phát triển của phân khúc middle-mile logistics



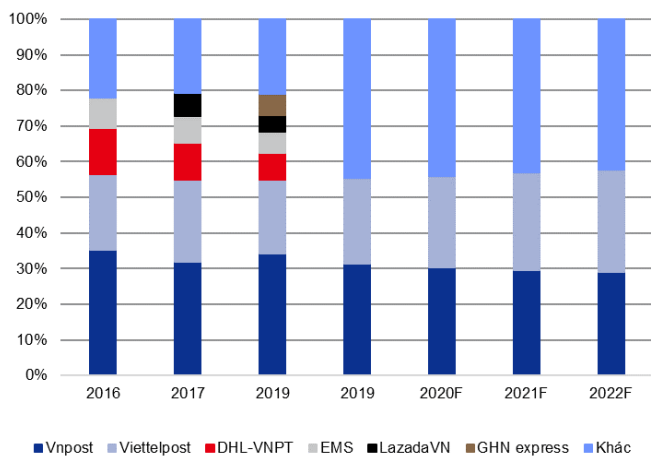
Thị trường middle-mile logistics trong chuỗi logistic tại Việt Nam, vốn chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí logistic với các hoạt động phức tạp, hiện vẫn đang phân mảnh và chưa có doanh nghiệp thống lĩnh. Trong phân khúc này, nhà kho/trung tâm phân phối (DC) nắm giữ vị trí chủ chốt trong chuỗi middle-mile logistics, có thể khác nhau về quy mô, đặc điểm kỹ thuật và yêu cầu đặc biệt về vị trí tùy thuộc vào loại sản phẩm, địa điểm giao hàng, phương thức giao hàng và tỷ trọng bán hàng trực tuyến. Với sự phục hồi mạnh mẽ của nhu cầu tiêu dùng tại Việt Nam, thị trường middle-mile logistics có rất nhiều tiềm năng tăng trưởng. Tuy nhiên, doanh nghiệp muốn tham gia phải đổi mới và giải quyết được những vấn đề để có được một vị trí vững chắc:

- Công nghệ phức tạp: nhu cầu đối với nhà kho/DC được thúc đẩy bởi nhu cầu phân phối ngày càng phức tạp, đặc biệt là nhu cầu thương mại điện tử đang tiếp tục gia tăng. Về hiệu quả hoạt động, công ty logistic cần tích hợp đầy đủ công nghệ di động và phân tích dữ liệu bán hàng chuyên sâu, vốn không thể tách rời khỏi nền tảng kỹ thuật số của công ty, để tạo thành các nhà kho/DC hướng quy trình đó. Tự động hóa hiện là một phần quan trọng tạo điều kiện hoạt động hiệu quả, giúp giảm lượng hàng hóa bị trả lại và tổn thất do lỗi từ hệ thống thủ công, kém hiệu quả trước đây.
- Quý đất rộng và có vị trí tốt: là cầu nối giữa first-mile và last-mile trong chuỗi logistic, các nhà kho/DC cần có vị trí thuận tiện gần các thành phố để vận chuyển hàng cho các nhà bán lẻ và trung tâm thương mại. Sự phát triển của mảng bán lẻ điện tử và yêu cầu về không gian tương ứng để lắp đặt các phương tiện hiện đại, tinh vi như hệ thống chọn và phân loại tự động đã tạo nên một xu hướng về việc tổng diện tích sàn của các nhà kho/DC ngày càng lớn; một trung tâm phân phối hiện đại điển hình hiện có diện tích mặt sàn vào khoảng 100.000m². Trước năm 2011, chỉ có một trong 10 kho hàng của Amazon tại châu Âu có diện tích hơn 90.000m². Hiện nay, 10 trên 27 DC của Amazon có diện tích lớn hơn 90.000 m². Tại Trung Quốc, diện tích trung bình hiện nay là 150.000m² với 10m khoảng trống dành cho đường đi. Do quỹ đất hạn chế xung quanh Hà Nội và TP HCM, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp tham gia vào phân khúc này trước tiên sẽ có lợi thế về quỹ đất vị trí tốt để xây dựng nhà kho/DC.

Last-mile: Cơ hội từ thị trường tăng trưởng hai con số >

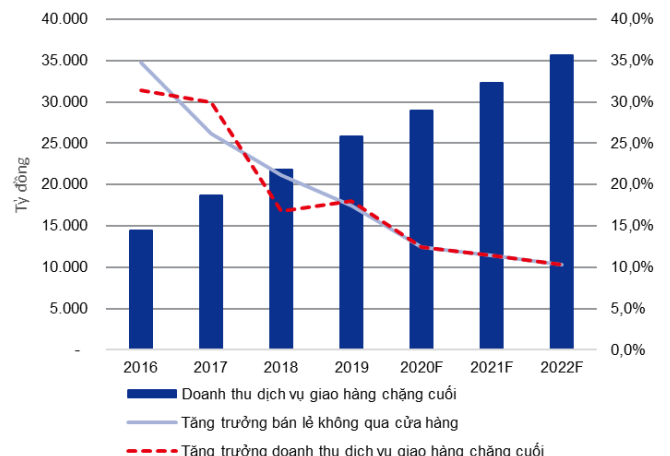
Mối quan hệ cộng sinh giữa last-mile logistics và bán lẻ không qua cửa hàng là không thể phủ nhận – trong đó last-mile logistics là bước cuối cùng trong quy trình bán lẻ không qua cửa hàng. Trong phân khúc này, VNPost và ViettelPost (VTP) đang là hai doanh nghiệp chiếm ưu thế trên thị trường nhờ vào cơ sở hạ tầng rộng khắp cả nước. Hiện tại, VNPost đang sở hữu hạ tầng lớn nhất Việt Nam với 11.235 bưu cục và điểm thu hộ, theo sau là VTP với 1.825 điểm bưu cục và 6.000 điểm thu hộ. Đối thủ cạnh tranh đáng chú ý của VNPost và VTP là những nền tảng thương mại điện tử sở hữu hệ thống phân phối riêng, như LazadaVN với nguồn lực tài chính mạnh mẽ và chiến lược cash-burn để tăng trưởng. Tuy nhiên, mô hình kinh doanh của LazadaVN không hoạt động tốt như các nền tảng thương mại điện tử khác như Shopee, vốn sử dụng dịch vụ giao hàng của bên thứ ba. Do đó, thị phần của LazadaVN trên thị trường thương mại điện tử đang giảm dần, thể hiện ở sự sụt giảm thị phần giao hàng chặng cuối xuống còn 4,8% năm 2018 từ mức 6,6% năm 2017.

Hình 11: VNpost and Viettelpost là những công ty thống lĩnh thị trường giao hàng chặng cuối tại Việt Nam



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Chúng tôi dự báo giá trị thị trường dịch vụ giao hàng chặng cuối sẽ tăng trưởng với mức CAGR 2020-22 đạt 11,4%



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo Euromonitor International, tổng giá trị ngành bán lẻ không qua cửa hàng của Việt Nam đã tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm CAGR 24,9% trong giai đoạn 2016-2019 nhờ vào sự bùng nổ của thương mại điện tử, nhưng có thể chậm lại với CAGR 11,4% trong giai đoạn 2020-2022 do đà tăng trưởng đã giảm trong những năm gần đây. Do mối tương quan cao với tăng trưởng giá trị bán lẻ không qua cửa hàng, giá trị thị trường giao hàng chặng cuối đạt tốc độ CAGR 24% trong giai đoạn 2016-2019 (theo Tổng cục Thống kê Việt Nam – GSO). Dựa trên dự báo của Euromonitor và mối tương quan cao giữa tăng trưởng dịch vụ giao hàng và tăng trưởng bán lẻ không qua cửa hàng, chúng tôi kỳ vọng giá trị thị trường giao hàng chặng cuối sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 11,4% trong giai đoạn 2020-2022, thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của thương mại điện tử.

Cổ phiếu ưa thích >

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu SCS, GMD, VTP dựa trên vị thế vững chắc và tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong từng phân khúc của chuỗi logistic tại Việt Nam.

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS, KQ, GMT: 144.000 đồng) – Nhà ga hàng hóa hàng không hàng đầu tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA), trung tâm vận tải đường không phát triển nhanh nhất Việt Nam.

Chúng tôi tin rằng thị phần sản lượng hàng hóa của SCS tại Tân Sơn Nhất sẽ tăng lên 55% trong giai đoạn 2021-2030, dựa trên cơ sở nhà ga hiện đại và là nhà ga duy nhất có khả năng mở rộng công suất tại TIA. Chúng tôi dự kiến DT/LNST của SCS sẽ giảm 6,3%/5,8% svck trong năm 2020. Trong giai đoạn 2021-2024, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu đạt 14,6% và

CAGR LN ròng đạt 11%. SCS hiện giao dịch ở mức P/E 2021 12,7 lần, thấp hơn nhiều so với P/E trung bình 3 năm trước đây là 14,1 lần. Giai đoạn khó khăn nhất của ngành vận tải hàng không đã qua và chúng tôi tin rằng mức giá hiện tại của SCS là hấp dẫn dựa trên tiềm năng tăng trưởng LN ròng sau năm 2020.

CTCP Gemandep (GMD VN, TL, GMT: 31.400 đồng) – Đón đợi cơ hội từ Gemalink

Chúng tôi dự kiến công suất dư thừa tại cụm cảng Hải Phòng sẽ nhảy vọt lên mức 42,1% trong năm 2020, nguyên nhân chính khiến tổng lượng hàng hóa thông qua cảng giảm 4,5% svck và phí xử lý hàng hóa trung bình giảm 7,3% svck. Do đó, chúng tôi dự kiến tổng DT của GMD sẽ giảm 5% svck xuống 2.510 tỷ đồng và LN ròng giảm 20,9% svck xuống còn 409 tỷ đồng trong năm 2020. Dự án lớn nhất của GMD, cảng container nước sâu Gemalink, đã sẵn sàng chạy thử trong tháng 12, 2020 và sẽ chính thức hoạt động vào tháng 1, 2021. Chúng tôi kỳ vọng Gemalink sẽ hoạt động đạt 60% công suất thiết kế trong năm 2021. Khi Gemalink hoạt động hết công suất vào năm 2023, chúng tôi ước tính Gemalink sẽ đóng góp 329,4 tỷ đồng vào LN ròng của GMD, chiếm 44,4% LN ròng của GMD trong năm 2023.

Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP, KQ, GMT: 130.700 đồng) – Tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2020-2022

Chúng tôi tin rằng VTP có khả năng giành được thị phần từ các đối thủ cạnh tranh trong những năm tới nhờ vào năng lực công nghệ hàng đầu và mạng lưới hạ tầng bưu chính rộng khắp cả nước. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị phần giao hàng chặng cuối của VTP sẽ tăng lên 28,8% trong năm 2022 từ mức 24% năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của VTP năm 2020 tăng 19,4% svck nhờ doanh thu thương mại tăng mạnh 400% và doanh thu giao hàng tăng 20%. Chúng tôi dự báo CAGR LN ròng giai đoạn 2020-2022 đạt 19,3%, chủ yếu dựa trên CAGR doanh thu dịch vụ giao hàng trong cùng giai đoạn đạt 18,5%, cao hơn 7,1% so với CAGR doanh thu toàn ngành giao hàng chặng cuối giai đoạn 2020-2022 (11,4%/năm) nhờ vào khả năng gia tăng thị phần mạnh mẽ của VTP. VTP sẽ tham gia vào phân khúc middle-mile logistic trong năm 2021 và theo quan điểm của chúng tôi, VTP có thể trở thành công ty dẫn đầu thị trường trong phân khúc đang còn phân mảnh và chưa có người chơi thống lĩnh này.

Hình 1633: So sánh các công ty trong ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá hiện tại (Nguyên tệ)	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng 3 năm EPS (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		EV/EBITDA	
							2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
Cảng hàng hóa hàng không																
Atlas Air Worlwide Holdings	AAVVVV US	51	N/A	KKN	1.512,4	NA	4,5	6,3	0,7	0,6	17,5	13,9	NA	NA	4,8	5,5
Xiamen Interna-A	600897 CH	18	N/A	KKN	797,3	9,6	22,6	11,1	1,3	1,2	6,0	11,5	1,3	2,7	8,0	5,2
Macroasia Corporation	MAC PM	8	N/A	KKN	307,7	47,2	NA	NA	NA	NA	-16,9	NA	2,4	NA	NA	318,6
CTCP DV Hàng hóa Nội Bài	NCT VN	70.400	N/A	KKN	79,6	-7,0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn	SCS VN	121.500	144.500	Khả quan	273,8	22,0	14,1	12,3	5,2	4,3	42,2	40,2	4,2	4,2	11,2	10,0
Trung bình							13,7	9,9	2,4	2,1	12,2	21,9	2,7	3,4	8,0	84,8
Trung vị							14,1	11,1	1,3	1,2	11,8	13,9	2,4	3,4	8,0	7,7
Cảng biển																
Adani Ports And	ADSEZ IN	464	N/A	KKN	12.814,6	-0,7	20,9	16,9	3,2	2,8	16,4	17,4	0,9	1,2	14,5	11,6
Gujarat Pipavav	GPPV IN	94	N/A	KKN	614,4	6,8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Gateway Distripa	GDPL IN	114	N/A	KKN	193,6	93,6	32,0	18,1	1,0	1,0	3,1	4,6	2,5	3,1	7,8	7,3
Namyong Terminal	NYT TB	4	N/A	KKN	147,6	32,5	22,4	14,9	NA	NA	5,1	7,8	3,9	5,9	9,0	7,5
Navkar Corp Ltd	NACO IN	34	N/A	KKN	70,1	NA	11,0	9,3	NA	NA	2,5	3,0	NA	NA	5,7	5,3
CTCP Tập đoàn Container VN	VSC VN	52.600	N/A	KKN	125,3	-0,3	13,6	11,6	1,6	1,5	13,3	14,6	3,8	3,8	5,1	4,6
CTCP Gemadep	GMD VN	29.050	31.400	Trung lập	434,2	18,1	21,1	19,1	1,4	1,4	6,9	7,4	3,4	3,4	9,3	8,9
Trung bình							20,2	15,0	1,8	1,7	7,9	9,2	2,9	3,5	8,6	7,5
Trung vị							21,0	15,9	1,5	1,5	6,0	7,6	3,4	3,4	8,4	7,4
Giao hàng chặng cuối																
Singapore Post LTD	SPOST SF	1	N/A	KKN	1.212,4	737,5	24,8	18,9	1,1	1,1	4,6	6,0	3,1	3,6	11,9	10,4
YTO Express Group CO LTD-A	600233 CH	13	N/A	KKN	6.492,8	3,0	21,6	19,7	2,8	2,5	12,5	11,9	1,3	1,4	10,9	9,6
P&T Express Group CO LTD-A	EMS VN	31.000	N/A	KKN	20,1	77,5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
STO Express CO LTD-A	002468 CH	12	N/A	KKN	2.808,5	-4,8	39,1	24,0	1,9	1,8	5,1	7,4	0,8	1,0	19,9	11,9
New Trend International LO-A	300532 CH	10	N/A	KKN	436,0	37,4	47,5	30,7	3,5	3,4	7,4	11,0	NA	NA	36,7	23,7
Sea and Freight International	SFI VN	31.500	N/A	KKN	18,2	-7,5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP Bưu chính Viettel	VTP VN	109.000	130.700	Khả quan	390,7	-1,7	17,1	16,6	7,1	5,5	40,4	37,5	1,4	1,4	10,8	10,5
Trung bình							30,0	22,0	3,3	2,9	14,0	14,8	1,6	1,9	18,0	13,2
Trung vị							24,8	19,7	2,8	2,5	7,4	11,0	1,4	1,4	11,9	10,5

Giá hiện tại dựa trên giá đóng cửa ngày 9/12/2020. Các cổ phiếu chưa có khuyến nghị sẽ lấy dữ liệu của Bloomberg

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HÀNG KHÔNG: Vượt qua sóng gió

Kịch bản hồi phục của hàng không toàn cầu giai đoạn 2021-2025 >

Sự phục hồi của ngành hàng không thế giới gắn liền với sự phát triển của vắc-xin Covid-19. Tính đến hiện tại, sáu vắc-xin đã được phê duyệt và sử dụng. Tại Hoa Kỳ, Pfizer kỳ vọng công ty có thể cung cấp 50 triệu liều tính đến cuối năm và xấp xỉ 1,3 tỷ liều tính đến cuối năm 2021, theo sau là Moderna với ước tính cung cấp xấp xỉ 20 triệu liều tính tới cuối năm nay và 0,5-1 tỷ liều trong năm 2021. Trong khi đó tại Nga, Gamaleya với vắc-xin Sputnik V kỳ vọng sẽ sản xuất được 500 triệu liều trong năm 2021. Tổng số người được bảo vệ khỏi dịch bệnh nhờ 3 loại vắc-xin trên được kỳ vọng đạt 35 triệu người trong năm 2020 và 1,15 – 1,4 tỷ người trong năm 2021. Bên cạnh đó, hiện nay tại Trung Quốc đang có 3 loại vắc-xin khác cũng đã được phê duyệt sử dụng ở quy mô nhỏ.

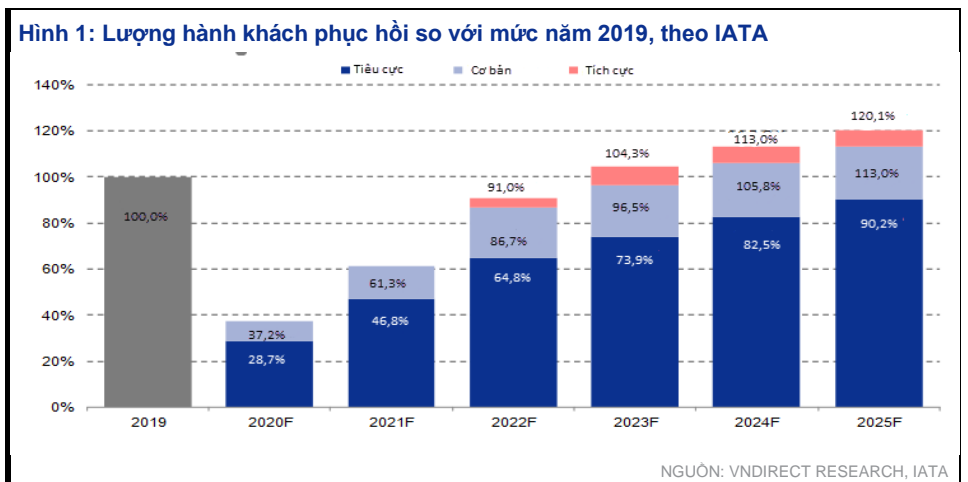
Dựa theo tốc độ phát triển của vắc-xin Covid-19, theo kịch bản cơ sở, Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) dự kiến chỉ số khách luân chuyển (RPK) sẽ vượt mức cơ sở năm 2019 vào năm 2024. IATA cũng đang dự phóng một kịch bản tiêu cực với mức chênh lệch lớn so với kịch bản cơ sở trong khi kịch bản tích cực có mức chênh lệch nhỏ hơn so với kịch bản cơ sở. Từ mức RPK năm 2019 đạt 8,07 nghìn tỷ, đối với kịch bản cơ sở, IATA kỳ vọng RPK sẽ:

- Giảm 63% svck xuống 3 nghìn tỷ trong năm 2020 nhưng sẽ
- Tăng 65% svck đạt 4,95 nghìn tỷ trong năm 2021 và
- Tiếp tục đà tăng 41% đạt 7 nghìn tỷ trong năm 2022.

IATA kỳ vọng RPK trong kịch bản cơ sở sẽ:

- Giảm xuống bằng 37,2% mức năm 2019 vào năm 2020,
- Tăng lên 61,3% mức năm 2019 vào năm 2021 và
- Tiếp tục tăng lên 86,7% mức năm 2019 vào năm 2022.

Chúng tôi cho rằng lưu lượng giao thông sẽ có đà tăng mạnh mẽ trong những năm tới và hoạt động của ngành hàng không toàn cầu sẽ cải thiện mạnh mẽ, tuy nhiên sẽ cần 4 năm để trở lại mức năm 2019.



Chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ phục hồi nhanh hơn các nước trong khu vực >

Thị trường nội địa: Lượng hành khách phục hồi từ tháng 9/2020 nhờ kiểm soát dịch thành công

Một số cột mốc quan trọng ngành hàng không nội địa Việt Nam trong đợt dịch:

- Trong giai đoạn cách ly xã hội (từ ngày 1 đến 23/4), hầu hết các đường bay đều bị cấm, ngoại trừ một số ít đường bay giữa Hà Nội, TP.HCM và Đà Nẵng.
- Vào ngày 23/4, các hãng hàng không được phép khai thác các chuyến bay nội địa nhưng vẫn còn hạn chế, đồng thời phải thực hiện nghiêm quy định về phòng, chống dịch (hạn chế lượng hành khách trên mỗi chuyến bay, hành khách phải đeo khẩu trang trong suốt chuyến bay, v.v.)

Chuyên viên phân tích

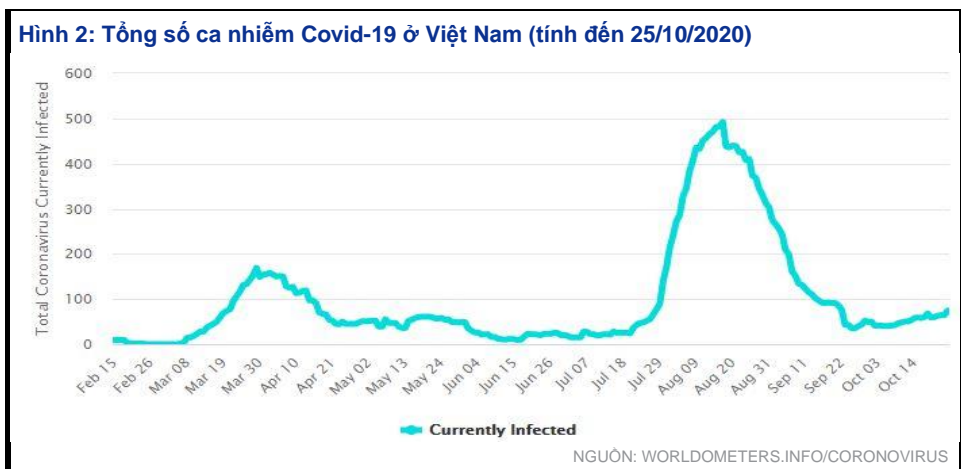
Nguyễn Tiến Dũng

T (84) 91 686 5190

E dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

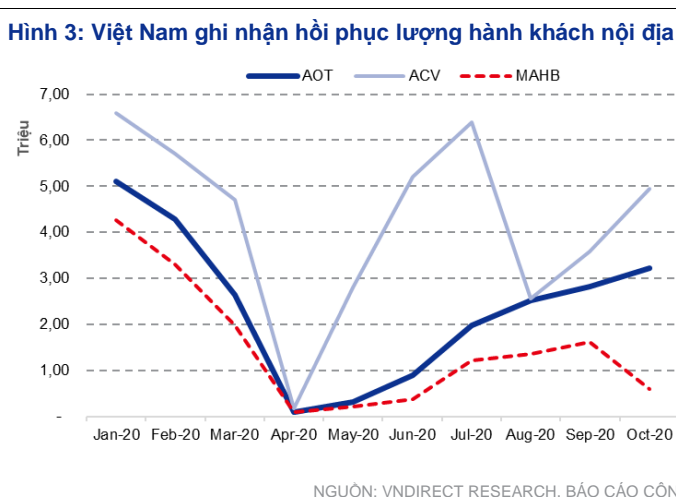
- Đến cuối tháng 5, các hãng hàng không trong nước đã khôi phục hầu hết các đường bay của hãng. Vietnam Airline thậm chí còn ghi nhận tăng trưởng dương svck về số lượng chuyến bay nội địa trong những ngày cuối tháng 5.
- Sau gần 100 ngày không có ca lây nhiễm trong cộng đồng, một nhóm ca nhiễm Covid-19 đã được phát hiện tại Đà Nẵng vào cuối tháng 7. Tất cả các hãng hàng không được yêu cầu tạm dừng các chuyến bay đến/đi từ sân bay Đà Nẵng, vốn là sân bay đông đúc thứ ba tại Việt Nam tính về tổng lượng hành khách thông quan. Theo Cục HKVN, số lượng chuyến bay theo ngày trong tuần cuối tháng 7 đã giảm 15% so với mức trước khi dịch bùng phát hồi tháng 7, trong khi tổng lượng hành khách thông quan giảm 30%. Trước đợt dịch này, tổng lượng hành khách nội địa đã phục hồi đáng kể, với tổng lượng hành khách thông quan trong tháng sáu tăng 81% so với tháng 5 nhưng vẫn thấp hơn 28% svck.
- Chính phủ đã cho phép các hãng hàng không phục hồi các chuyến bay nội địa đến/đi từ Đà Nẵng (điểm nóng của đợt bùng phát thứ 2) kể từ ngày 7/9. Các hãng hàng không thông báo đã khôi phục tất cả các tuyến bay nội địa tính đến tuần cuối tháng 9.

Hình 2: Tổng số ca nhiễm Covid-19 ở Việt Nam (tính đến 25/10/2020)

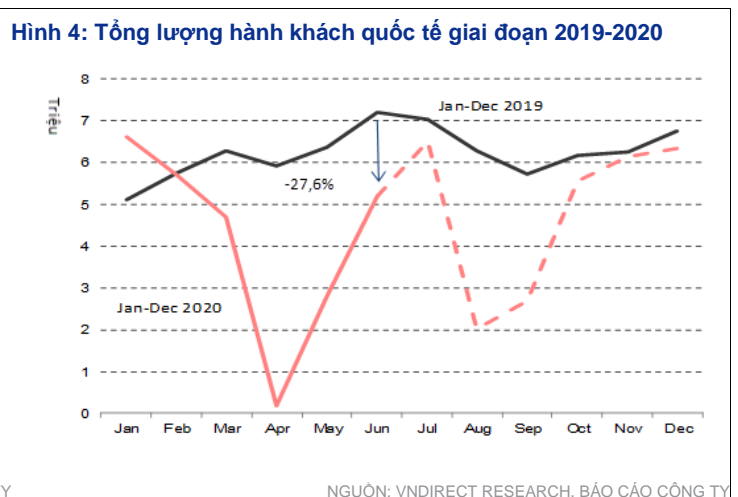


Trong khu vực Đông Nam Á, lưu lượng nội địa tại Việt Nam, Thái Lan và Malaysia đều đã phục hồi với mức độ khác nhau từ mức thấp nhất vào tháng 4/2020. Trong ba thị trường kể trên, Việt Nam hiện đang là thị trường tiềm năng nhất, với TCT Cảng hàng không Việt Nam (ACV VN) ghi nhận sự phục hồi ngoạn mục đạt 90% lưu lượng nội địa so với trước dịch trong tháng 10. Malaysia hiện đang có mức tăng trưởng thấp nhất, khi Malaysia Airport Holdings' (MABK MK) trong tháng 9 chỉ đạt lưu lượng thấp hơn 61% svck và lưu lượng tháng 10 có khả năng sẽ chịu ảnh hưởng bởi việc hạn chế di chuyển tại một số khu vực trọng yếu. Mức hồi phục của Thái Lan đứng giữa, với Sân bay Thái Lan (AOT TB) ghi nhận mức giảm mạnh 47% svck về tổng lượng hành khách nội địa trong tháng 8. Trong ba quốc gia, Việt Nam đã duy trì mức độ quan tâm cao nhất về hoạt động bay trên Google từ khi dịch bùng phát.

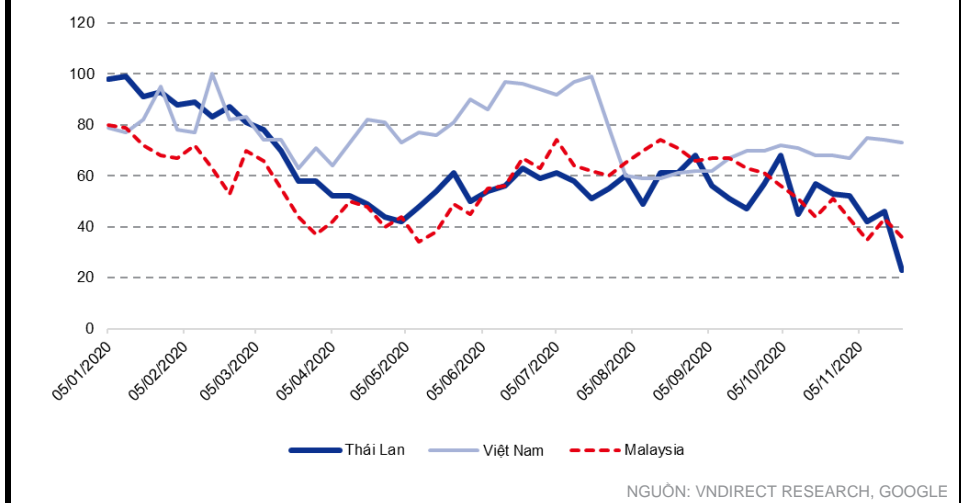
Hình 3: Việt Nam ghi nhận hồi phục lượng hành khách nội địa



Hình 4: Tổng lượng hành khách quốc tế giai đoạn 2019-2020



Hình 5: Việt Nam đã duy trì mức độ quan tâm cao nhất về hoạt động bay từ khi dịch bùng phát, theo dữ liệu phân tích xu hướng của Google



Thị trường quốc tế: thời điểm mở cửa trở lại chưa được xác định

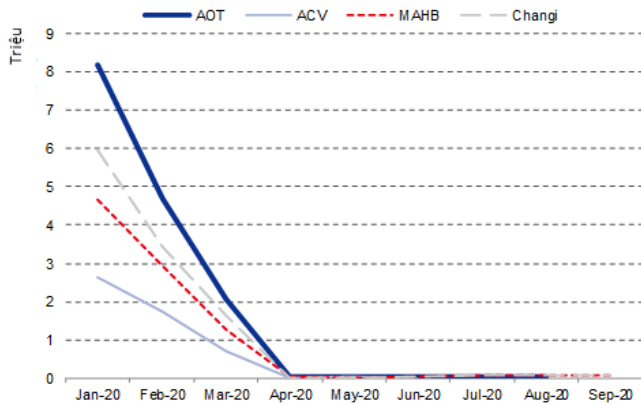
Một số cột mốc chính của thị trường hàng không quốc tế Việt Nam trong đợt dịch Covid-19:

- Kể từ ca nhiễm đầu tiên được xác nhận tại Việt Nam vào ngày 23 tháng 1, cả nước đã thực hiện các biện pháp nhằm hạn chế lây lan dịch bệnh. Vào tháng 3, khi dịch bùng phát trên cả thế giới và Việt Nam ghi nhận một loạt ca nhiễm Covid-19 sau khi nhập cảnh, chính phủ đã đưa ra các chính sách quyết liệt liên quan đến vận tải hàng không. Cụ thể, Việt Nam đã cấm các chuyến bay đến/đi từ Hàn Quốc từ ngày 5/3, hạn chế chuyến bay đến/đi từ châu Âu từ giữa tháng 3 và cuối cùng cấm tất cả các chuyến bay quốc tế từ ngày 25/3.
- Việt Nam đã đóng cửa biên giới đường hàng không kể từ cuối tháng 3/2020, ngoại trừ các chuyến chở hàng và một số chuyến bay cho thuê. Các chuyến bay cho thuê chủ yếu để chở công dân Việt Nam về nước, đưa chuyên gia nước ngoài và trả khách nước ngoài bị mắc kẹt tại Việt Nam.
- Sau khi kiểm soát thành công đợt bùng phát dịch thứ 2 vào tháng 8, Việt Nam đã nới lại các chuyến bay quốc tế từ giữa tháng 9 với các đường bay đã được phê duyệt đến/đi từ Nhật Bản và Hàn Quốc. Tuy nhiên, các chuyến bay được giới hạn cho các khách hàng có mục đích học tập và làm việc, còn khách du lịch vẫn bị cấm.
- Vào ngày 7/10, cục HKVN đã tạm dừng các chuyến bay thương mại quốc tế nhập cảnh vào Việt Nam nhằm điều chỉnh các quy định về cách ly. Theo đại diện cục HKVN, quy tắc cách ly đối với khách nước ngoài đã được thực hiện tốt; tuy nhiên đã có phát sinh vấn đề liên quan tới việc áp dụng các quy tắc trên đối với công dân Việt Nam.
- Ở thời điểm hiện tại, Việt Nam chỉ cho phép nhập cảnh đối với 3 nhóm đối tượng sau: 1) công dân Việt Nam, 2) hành khách có hộ chiếu ngoại giao hoặc công vụ và 3) hành khách đi công tác với tư cách chuyên gia, quản lý kinh doanh hoặc lao động công nghệ cao.
- Dựa trên các tín hiệu tích cực về việc phát triển vắc-xin, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ dần nới lại mạng lưới tuyến bay quốc tế với sự chuẩn bị kỹ lưỡng từ tháng trong quý I/2020.

Sau khi biên giới bị đóng cửa tại Việt Nam, Thái Lan, Malaysia và Singapore, lưu lượng khách quốc tế đã không thể phục hồi sau khi sụt giảm gần 100% trong tháng 4. Các thị trường hàng không phụ thuộc nhiều vào lưu lượng khách quốc tế, ví dụ như Singapore, sẽ phục hồi chậm hơn so với các thị trường hàng không có sự đóng góp của thị trường nội địa. Đối với Việt Nam, lưu lượng khách quốc tế đã tăng nhẹ từ tháng 10/2020 và chúng tôi tin rằng ngành hàng không Việt Nam sẽ phục hồi đáng kể về lưu lượng khách quốc tế do nước ta đã kiểm soát thành

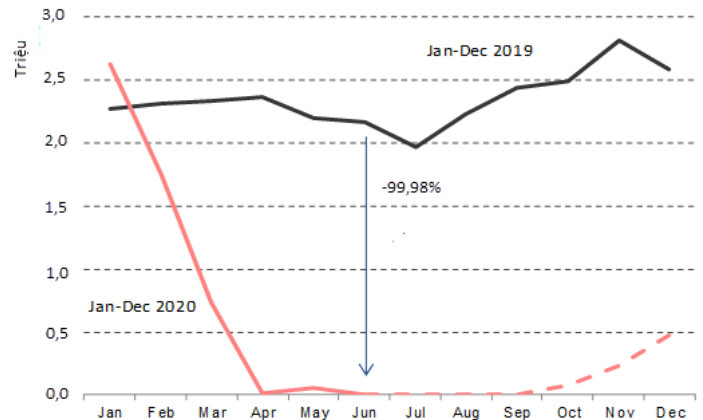
công dịch Covid-19 nhờ các chính sách nghiêm ngặt, từ đó trở thành điểm đến an toàn cho hành khách quốc tế.

Hình 6: Lượng hành khách quốc tế tiếp tục bị kim hãm



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 7: Tổng lượng hành khách quốc tế ở Việt Nam trong năm 2019-2020



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng tích cực ở phía trước ➤

Dự phóng lưu lượng khách Việt Nam giai đoạn 2020-2025

Chúng tôi cho rằng lượng hành khách thông quan tại Việt Nam đã chạm đáy trong Q2/2020 và sẽ bắt đầu phục hồi từ Q4/2020 nhờ lưu lượng nội địa phục hồi mạnh mẽ. Trong bối cảnh bất ổn gia tăng trên toàn cầu do đại dịch Covid-19, chúng tôi kỳ vọng các đường bay nội địa sẽ hồi phục nhanh hơn đường bay quốc tế do việc đóng cửa biên giới tại Việt Nam sẽ được kéo dài tới cuối năm 2020. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, lượng hành khách nội địa theo quý sẽ tiến dần về mức trước dịch trong Q4/2020, trong khi lượng hành khách quốc tế sẽ khó trở về mức năm 2019 trước năm 2024.

Hình 8: Số liệu hành khách ACV và ước tính của chúng tôi cho Q3/2020 và Q4/2020

	Số lượng hành khách			Thay đổi svck		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng
1Q 19	6.904.786	17.119.839	24.024.625			
2Q	6.724.078	19.454.840	26.178.918			
3Q	6.635.012	19.000.000	25.635.012			
4Q	7.870.958	19.146.430	27.017.388			
1Q 20	5.110.000	17.000.000	22.110.000	-26,0%	-0,7%	-8,0%
2Q	72.752	8.171.033	8.243.785	-98,9%	-58,0%	-68,5%
3Q	8.265	11.209.802	11.218.067	-99,9%	-41,0%	-56,2%
4Q	787.990	18.000.000	18.787.990	-90,0%	-6,0%	-30,5%
2019	28.134.834	74.721.109	102.855.943			
2020F	5.979.007	54.380.835	60.359.842	-78,7%	-27,2%	-41,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: Tổng lượng công suất ghế ở Việt Nam và ước tính của chúng tôi cho Q3/2020 và Q4/2020

	Tổng số ghế bay cung cấp			Thay đổi svck		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng
1Q 19	11.619.360	10.328.612	21.947.972			
2Q	11.761.539	11.941.829	23.703.368			
3Q	12.353.211	11.724.814	24.078.025			
4Q	12.869.302	11.815.175	24.684.477			
1Q 20	10.734.055	12.371.859	23.105.914	-7,6%	19,8%	5,3%
2Q	1.010.620	8.761.007	9.771.627	-91,4%	-26,6%	-58,8%
3Q	767.130	10.960.477	11.727.607	-93,8%	-6,5%	-51,3%
4Q	3.966.497	11.596.328	15.562.825	-69,2%	-1,9%	-37,0%
2019	48.603.413	45.810.429	94.413.842			
2020F	16.478.301	43.689.670	60.167.971	-66,1%	-4,6%	-36,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, OAG, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng lưu lượng quốc tế của Việt Nam và lượng khách quốc tế tại ACV sẽ tăng mạnh trong năm 2021 và 2022 với tổng lượng khách tăng lần lượt 125,0% và 71,2% nhưng vẫn thấp hơn so với mức năm 2019. Chúng tôi cho rằng ACV sẽ hồi phục hoàn toàn các tuyến bay quốc tế trong năm 2024 (lưu lượng quốc tế đạt 112,8% mức năm 2019), tương đương với lộ trình phục hồi về mức năm 2019 của ngành hàng không toàn cầu.

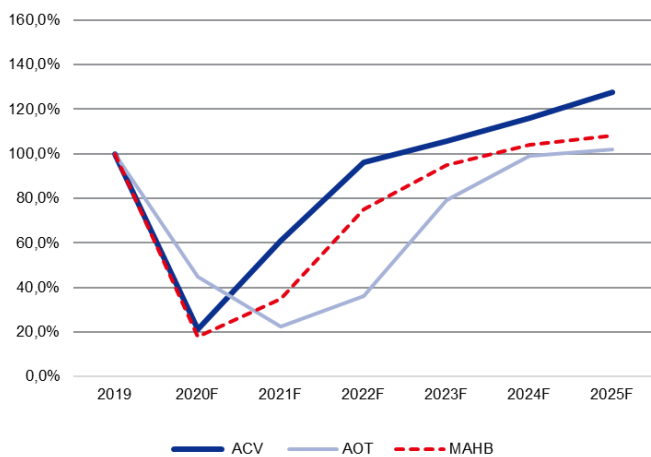
Hình 10: Ước tính lượng hành khách tại ACV trong trung hạn

	Số lượng hành khách			Thay đổi svck		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	Tổng
2019	28.134.834	74.721.108	102.855.942			
2020F	6.040.421	56.170.835	62.211.256	-78,5%	-24,8%	-39,5%
2021F	13.590.944	77.514.600	91.105.544	125,0%	38,0%	46,4%
2022F	23.269.712	83.715.768	106.985.480	71,2%	8,0%	17,4%
2023F	27.281.974	89.591.856	116.873.830	17,2%	7,0%	9,2%
2024F	31.735.829	96.141.296	127.877.125	16,3%	7,3%	9,4%
2025F	36.655.443	103.464.217	140.119.660	15,5%	7,6%	9,6%
	Tỷ lệ so với mức 2019			Tỷ trọng trong tổng lưu lượng khách		
	Quốc tế	Nội địa	Tổng	Quốc tế	Nội địa	
2019	100,0%	100,0%	100,0%	27,4%	72,6%	
2020F	21,5%	75,2%	60,5%	9,7%	90,3%	
2021F	48,3%	103,7%	88,6%	14,9%	85,1%	
2022F	82,7%	112,0%	104,0%	21,8%	78,2%	
2023F	97,0%	119,9%	113,6%	23,3%	76,7%	
2024F	112,8%	128,7%	124,3%	24,8%	75,2%	
2025F	130,3%	138,5%	136,2%	26,2%	73,8%	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

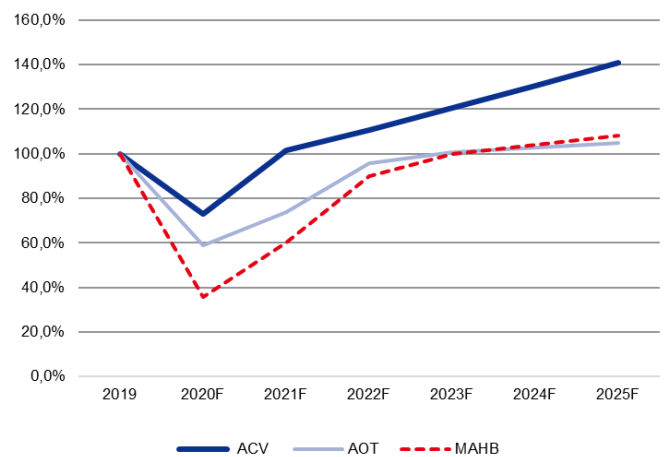
Trong ba thị trường hàng không ở khu vực Đông Nam Á, chúng tôi cho rằng Việt Nam với ACV sẽ đạt được mức phục hồi ấn tượng cả về lưu lượng nội địa và quốc tế. Về lưu lượng nội địa, Thái Lan với AOT sẽ ở mức giữa còn Malaysia với MAHB sẽ tăng chậm nhất, tuy nhiên cả hai nước đều không thể trở lại mức năm 2019 trước năm 2023, chậm hơn 2 năm so với Việt Nam. Về lưu lượng khách quốc tế, Malaysia sẽ đứng giữa còn Thái Lan sẽ tăng trưởng chậm nhất, trong đó cả ba nước sẽ khó có khả năng trở lại mức năm 2019 trước năm 2024.

Hình 11: Dự phóng hồi phục lượng hành khách nội địa tại Việt Nam, Thái Lan và Malaysia theo mức năm 2019



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 12: Dự phóng hồi phục lượng hành khách quốc tế tại Việt Nam, Thái Lan và Malaysia theo mức năm 2019



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Giải quyết tình trạng thiếu hụt công suất cho tăng trưởng dài hạn

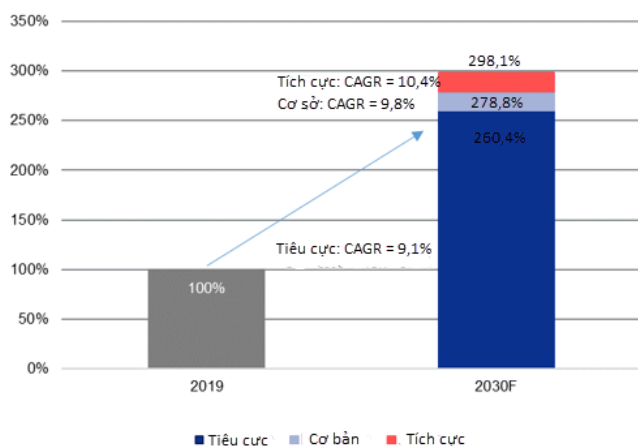
Việc thiếu hụt công suất là một vấn đề cản trở sự phát triển của ngành hàng không Việt Nam trong các năm gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vấn đề này có thể giải quyết nhờ những động thái tích cực của chính phủ trong việc nâng cấp và mở rộng cơ sở hạ tầng thời gian gần đây:

- Trong tháng 6/2020, Thủ tướng đã phê duyệt khoản đầu tư 10.990 tỷ đồng (417 triệu USD) vào Nhà ga mới (T3) tại sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA). Nhà ga T3 sẽ tăng công suất hành khách thêm 20 triệu khách, nâng tổng lượng khách đạt 48 triệu khách/năm. Điều này sẽ giảm bớt tình trạng tắc nghẽn tại TIA, nơi vốn đang hoạt động ở mức 147% công suất thiết kế trong năm 2019. Việc xây dựng dự kiến khởi công vào năm 2021 và hoàn thành vào năm 2024.

- Trong khi đó, ở miền Bắc, cục HKVN đã đệ trình kế hoạch mở rộng nhà ga T2 hiện tại nhằm đạt công suất 30 triệu khách/năm từ mức hiện tại đạt 15 triệu khách/năm. NIA đã đón tổng cộng 26,8 triệu lượt khách trong năm 2018 và 29,2 triệu lượt khách trong năm 2019, mặc dù công suất thiết kế của sân bay chỉ đạt 25 triệu khách/năm.
- Vào tháng 11/2020, thủ tướng đã chỉ định ACV là giữ vai trò phát triển chính dự án Giai đoạn 1 cảng hàng không quốc tế Long Thành. Cảng hàng không với tổng giá trị lên tới 25 tỷ USD là một đại dự án với tổng công suất lên tới 100 triệu lượt khách. Giai đoạn 1 của dự án có thể phục vụ 25 triệu lượt khách với tổng vốn đầu tư lên tới 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng). ACV dự kiến khởi công giai đoạn 1 vào tháng 12/2020 và hoàn thành vào năm 2025. Sân bay Long Thành được định vị trở thành một trung tâm trung chuyển mới tại Đông Nam Á, cạnh tranh với các sân bay lớn trong khu vực khác như sân bay Changi của Singapore, sân bay Suvarnabhumi của Bangkok và sân bay Quốc tế Hồng Kông. Về dài hạn, theo kế hoạch tổng thể tầm nhìn đến năm 2050 của Cục HKVN, sau khi hoàn thành giai đoạn 3, Long Thành sẽ đảm nhiệm 80% lượng khách quốc tế và 20% lượng khách đến/đi từ TP.HCM.

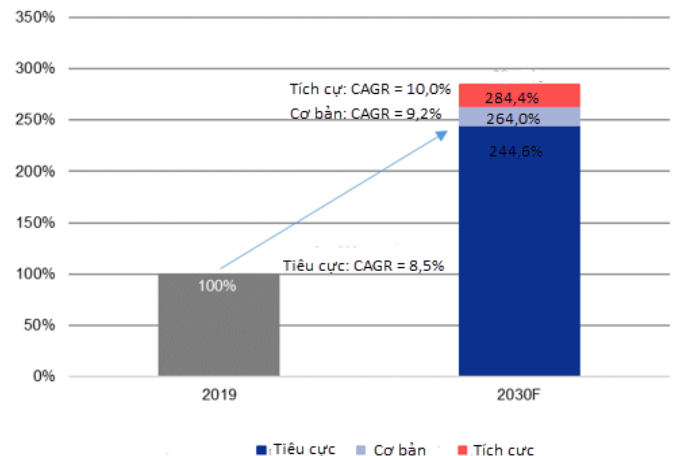
Trong bối cảnh phát triển cơ sở hạ tầng sân bay nhằm cải thiện tình trạng thiếu hụt công suất cùng tăng trưởng mạnh mẽ nhu cầu di chuyển đường hàng không tại Việt Nam các năm vừa qua, trong kịch bản cơ sở, chính phủ kỳ vọng tổng lượng hành khách thông quan sẽ tăng 9,6%/năm trong giai đoạn 2019 – 2030, trong đó tổng lượng hành khách nội địa tăng 9,8%/năm trong khi tổng lượng hành khách quốc tế tăng 9,2%/năm. Chính phủ cũng đưa ra hai kịch bản tiêu cực và tích cực cho dự phóng, trong đó rủi ro tăng và giảm tăng trưởng kìm tổng lượng hành khách giai đoạn 2019-2030 với giá trị tuyệt đối là 0,7 điểm %.

Hình 13: Dự phóng tổng lượng hành khách nội địa trong 2019-2030



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Hình 14: Dự phóng tổng lượng hành khách quốc tế trong năm 2019 – 2030



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu ACV và VJC do sự hồi phục mạnh mẽ giai đoạn hậu Covid ➤

ACV – Phục hồi bởi nhiều yếu tố

ACV sở hữu sức khỏe tài chính tốt, với vị thế tiền mặt rủng rỉnh khỏe mạnh, giúp cho doanh nghiệp vượt qua tình trạng khó khăn giai đoạn Covid. Triển vọng phục hồi mạnh mẽ về lượng khách nội địa/quốc tế sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng trung hạn trong khi dự án đầu tư với lượng vốn lớn sẽ thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu ACV năm 2021 và 2022 sẽ cải thiện đáng kể đạt lần lượt 66% svck và 35% svck trong khi lợi nhuận kỳ vọng tăng mạnh 134% svck năm 2021 và 39% svck năm 2022. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng ACV sẽ có tiềm năng tăng giá trong giai đoạn tới bởi: 1) Bộ Giao thông Vận tải đã đề xuất với Thủ tướng chính phủ cho phép ACV quản lý và vận hành tài sản cơ sở hạ tầng hàng không (bao gồm đường bay) cho 22 sân bay từ năm 2021, đổi lại ACV có trách nhiệm bảo trì và sửa chữa các hạ tầng bay, 2) ACV có kế hoạch niêm yết trên sở

Giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) sau khi việc quản lý các tài sản khu bay được thống nhất rõ ràng.

VJC – Giai đoạn khó nhất đã qua

Mặc dù dịch đã bùng phát tại Đà Nẵng cuối tháng 7, chúng tôi nhận thấy KQKD của VJC đã có dấu hiệu cải thiện. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hành khách sẽ giảm 40,4%, trong đó lượng hành khách quốc tế giảm mạnh 87,7% svck trong khi lượng hành khách nội địa giảm 18,1% svck. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LN ròng từ hoạt động cốt lõi sẽ giảm lần lượt 57,9% và 2,614% svck. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng hoạt động S&LB, LN tài chính bất thường và LN khác sẽ hỗ trợ LN ròng năm 2020 đạt 96 tỷ đồng. Trong giai đoạn 2021-2022, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế sẽ tăng mạnh 365% svck và 75% svck, tương đương 57,3% và 100,1% mức của năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng giai đoạn 2021-2022 từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng mạnh lên 182 tỷ đồng/879 tỷ đồng và hoạt động S&LB sẽ giúp thúc đẩy LN ròng đạt 3.169 tỷ đồng và 4.652 tỷ đồng trong năm 2021 và 2022.

Hình 15: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CP	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa (Triệu USD)	P/E		P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
			(Nguyên tệ)	(Nguyên tệ)		2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
Cảng hàng không													
TCT Cảng HK Việt Nam	ACV VN	Khả quan	73.300,0	88.200,0	6.884	72,2	30,9	4,3	4,0	6,0	13,5	36,3	21,1
Airports of Thailand	AOT TB	Kém khả quan	56,5	60,0	22.647	223,2	NA	6,8	7,8	3,6	-2,9	88,3	1397,8
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	Khả quan	5,8	6,0	2.311	NA	NA	1,2	1,3	-12,6	-7,6	395,7	26,9
Trung bình						147,7	30,9	4,1	4,3	-1,0	1,0	173,4	481,9
Trung vị						147,7	30,9	4,3	4,0	3,6	-2,9	88,3	26,9
Hàng không giá rẻ													
CTCP Hàng không Vietjet	VJC VN	Trung lập	120.000,0	117.800	2.718	677,2	20,5	3,9	3,2	0,6	17,2	NA	17,3
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	KKN	0,7	NA	720	NA	NA	1,1	1,2	-102,3	-39,4	NA	NA
CEBU AIR INC	CEB PM	KKN	52,6	NA	641	NA	NA	1,0	1,0	-37,7	2,5	NA	NA
AIRASIA X BHD	AAX MK	KKN	0,1	NA	87	NA	NA	NA	NA	179,1	66,1	NA	NA
RYANAIR HOLDINGS PLC RYA ID	KKN		16,9	NA	22.693	17,7	NA	3,2	4,0	16,9	-17,1	5,7	NA
AIR ARABIA PJSC	AIRARABI UH	KKN	1,2	NA	1.639	162,8	11,5	1,3	1,2	3,0	11,6	NA	NA
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	KKN	2,2	NA	393	NA	NA	0,6	0,7	-24,7	-5,9	NA	NA
Trung bình						283,8	15,9	1,8	1,9	5,7	17,2	5,0	5,0
Trung vị						162,8	15,9	1,2	1,2	5,7	17,2	0,6	2,5

Giá hiện tại dựa trên giá đóng cửa ngày 9/12/2020. Các cổ phiếu chưa có khuyến nghị sẽ lấy dữ liệu của Bloomberg.

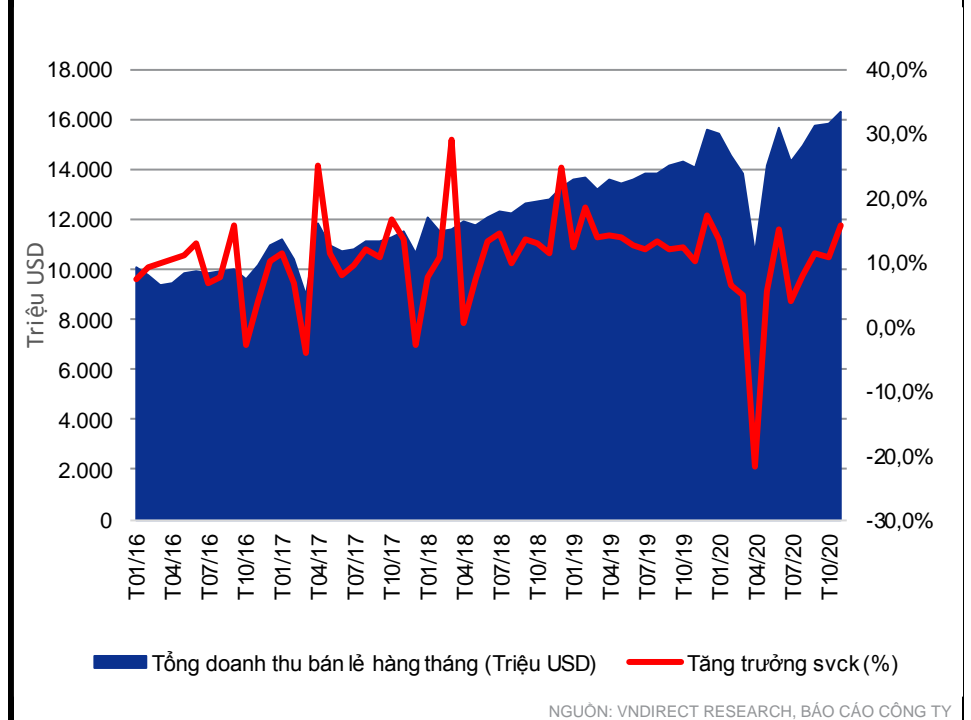
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

BÁN LẺ: Sẵn sàng cho nhịp hồi phục trong năm 2021

Động lực tăng trưởng cốt lõi của bán lẻ vẫn được duy trì bất chấp tác động của đại dịch ➤

Nhờ vào sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu và tăng trưởng thu nhập, tiêu dùng nội địa đã trở thành động lực tăng trưởng chính của ngành bán lẻ tại Việt Nam. Động lực cốt lõi này vẫn được duy trì trong giai đoạn vừa qua bất chấp tác động của đại dịch Covid-19. Doanh thu bán lẻ hàng hóa, giảm 21,9% svck vào T4/20 do tác động của giai đoạn giãn cách xã hội, đã phục hồi mạnh mẽ kể từ T5/20. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong 11T20 tăng 6,8% svck, theo số liệu của Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO).

Hình 164: Doanh thu bán lẻ của Việt Nam vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng sau khi bị gián đoạn bởi giai đoạn giãn cách xã hội vào T4/20



Giai đoạn giãn cách xã hội của Việt Nam chỉ kéo dài 22 ngày - ngắn hơn đáng kể so với nhiều quốc gia khác, đã giảm áp lực cho đà giảm của tiêu dùng. Dựa trên dữ liệu di chuyển cộng đồng của Google so sánh mức độ di chuyển trong và sau khi bùng phát dịch so với mức trước đại dịch (T1/20), tính tại ngày 14/11/20, mức độ di chuyển cộng đồng của Việt Nam gần như đã phục hồi về mức trước đại dịch, chỉ thấp hơn 6,5% so với trước đại dịch.

- Đối với lĩnh vực bán lẻ và giải trí, tính tại ngày 14/11/2020, mức độ di chuyển cộng đồng của Việt Nam thấp hơn 10% so với mức trước đại dịch, chỉ đứng sau Thái Lan trong khu vực khi mức độ di chuyển cộng đồng của quốc gia này chỉ giảm 5% so với trước đại dịch. Chúng tôi tin rằng mức độ di chuyển cộng đồng mảng bán lẻ của Việt Nam có thể sớm phục hồi trở lại mức trước đại dịch và quay trở lại xu hướng tăng trưởng vào năm 2021.
- Đối với tạp hóa và dược phẩm, mức độ di chuyển cộng đồng của Việt Nam duy trì mức tăng trưởng dương trong giai đoạn T5-T11/20 (ngoại trừ khoảng 10 ngày trong đợt bùng phát thứ hai vào đầu T8/20). Tính tại ngày 14/11/20, mức độ di chuyển cộng đồng đến hàng tạp hóa và dược phẩm đã tăng 7% so với mức trước đại dịch.

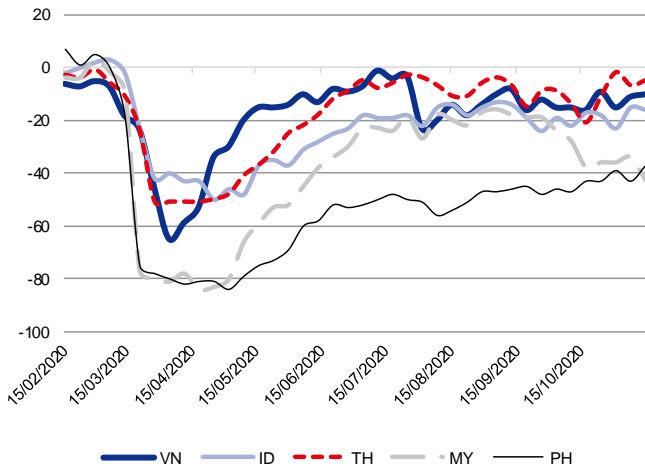
Chuyên viên phân tích

Phan Như Bách

T (84) 90 928 3119

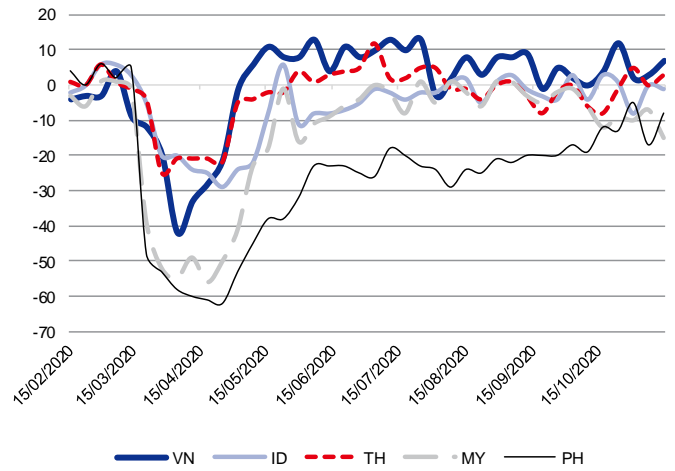
E bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hình 165: Mức độ di chuyển cộng đồng đến các điểm bán lẻ và giải trí của các nước ASEAN từ T2-T11/20 so với mức trước đại dịch (T1/20) – đơn vị: %



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Google

Hình 166: Mức độ di chuyển cộng đồng đến các điểm bách hóa và dược phẩm của các nước ASEAN từ T2-T11/20 so với mức trước đại dịch (T1/20) – đơn vị: %



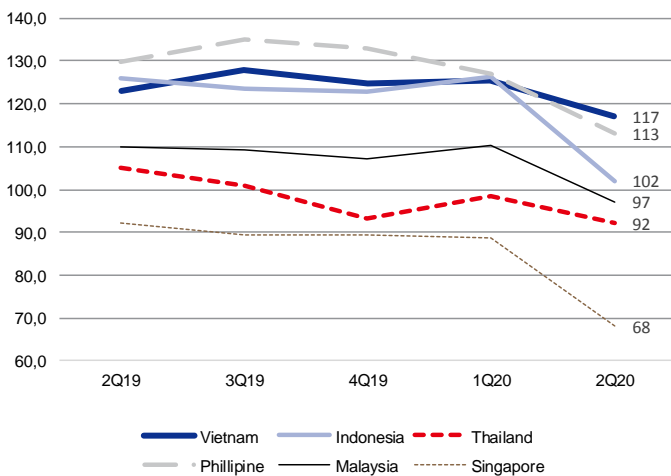
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Google

Chúng tôi kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ có nhịp bật trong năm 2021 nhờ vào niềm tin tiêu dùng hồi phục và Vaccine cho đại dịch được phổ biến ➤

Theo dữ liệu của The Conference Board và Nielsen trong Q2/20, Chỉ số “Niềm tin Người tiêu dùng” của Việt Nam đạt 117 điểm, cao thứ hai trên thế giới sau Ấn Độ với 123 điểm. Trong khu vực ASEAN, Chỉ số “Niềm tin Người tiêu dùng” của Việt Nam khá ổn định trong giai đoạn 2Q19-2Q20, chỉ giảm 5%, trong khi các nước như Indonesia và Singapore giảm mạnh lần lượt là 19% và 26% trong giai đoạn trên.

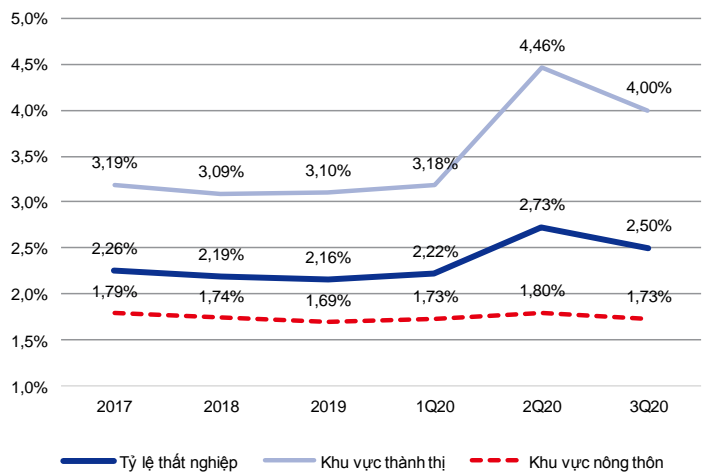
Niềm tin của người tiêu dùng giảm mạnh chủ yếu do lo ngại về triển vọng việc làm mới và mức độ lo lắng về sức khỏe tài chính ngày càng tăng khi tỷ lệ thất nghiệp của Việt Nam trong Q2/20 tăng 0,51% so với quý trước lên 2,73%. Tuy nhiên, với việc ngăn chặn thành công dịch Covid-19, nền kinh tế Việt Nam đã phục hồi trong Q3/20 khi tỷ lệ thất nghiệp giảm 0,23% so với Q2/20 xuống 2,5%. Chúng tôi tin rằng niềm tin của người tiêu dùng có thể phục hồi vào cuối năm 2020 và năm 2021, đặc biệt là nếu vắc xin được phổ biến rộng rãi vào năm 2021.

Hình 167: Chỉ số Niềm tin Người tiêu dùng của các nước ASEAN trong 2Q19-2Q20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, The Conference Board, Nielsen

Hình 168: Tỷ lệ thất nghiệp của Việt Nam từ 2017 - 3Q20



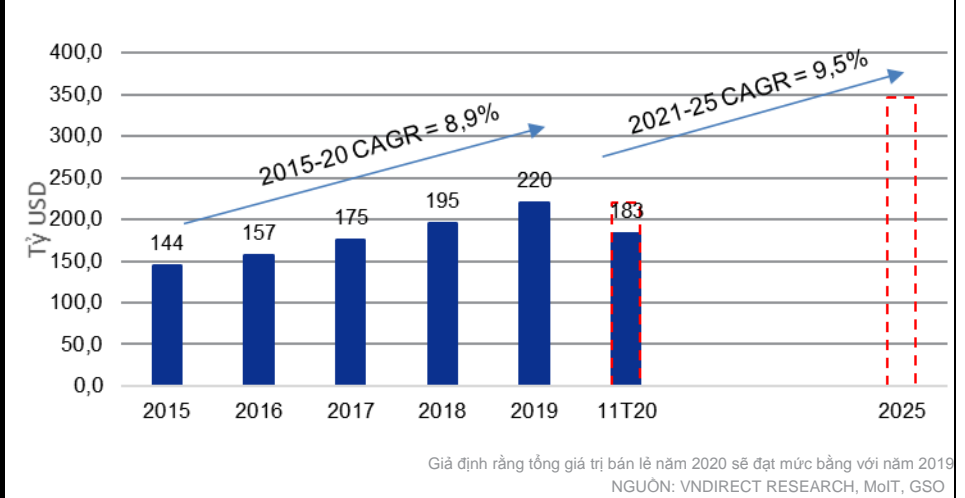
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, GSO

Theo thông tin báo chí, Pfizer Inc. và BioNTech SE có thể phê duyệt vắc-xin cho Covid-19 vào T12/20 làm dấy lên hy vọng rằng nền kinh tế toàn cầu có thể phục hồi mạnh mẽ vào năm 2021. Dù vậy, sự phục hồi sẽ mất thời gian hơn khi tác động của Covid-19 đã tác động nặng nề lên việc làm, đầu tư và kinh doanh của

nền kinh tế toàn cầu. Chúng tôi tin rằng với sự ngăn chặn thành công đại dịch của Việt Nam sẽ là yếu tố giúp duy trì tăng trưởng doanh thu bán lẻ vào năm 2021, trước khi tăng mạnh khi vắc xin Covid-19 có mặt trên toàn cầu.

Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ phục hồi trở lại mức tăng trưởng trước đại dịch với tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng dự kiến tăng 8,5-9% svck. Theo dự báo của Bộ Công Thương (MôIT), đến năm 2025, giá trị gia tăng của ngành thương mại trong nước sẽ đóng góp khoảng 13,5% GDP và tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tăng khoảng 9-9,5% mỗi năm trong giai đoạn 2020-25. Với giả định tổng giá trị bán lẻ năm 2020 đi ngang so với năm 2019, chúng tôi ước tính tổng giá trị bán lẻ sẽ đạt gần 350 tỷ USD vào năm 2025, gấp 1,6 lần so với năm 2020.

Hình 169: Tổng giá trị bán lẻ của Việt Nam trong giai đoạn 2015-10T20 và ước tính tăng trưởng đến năm 2025 (tỷ USD)



Chúng tôi nhận thấy bốn xu hướng chính của ngành bán lẻ sau đại dịch ➤

Các công ty bán lẻ lớn nắm bắt cơ hội để tăng trưởng thị phần

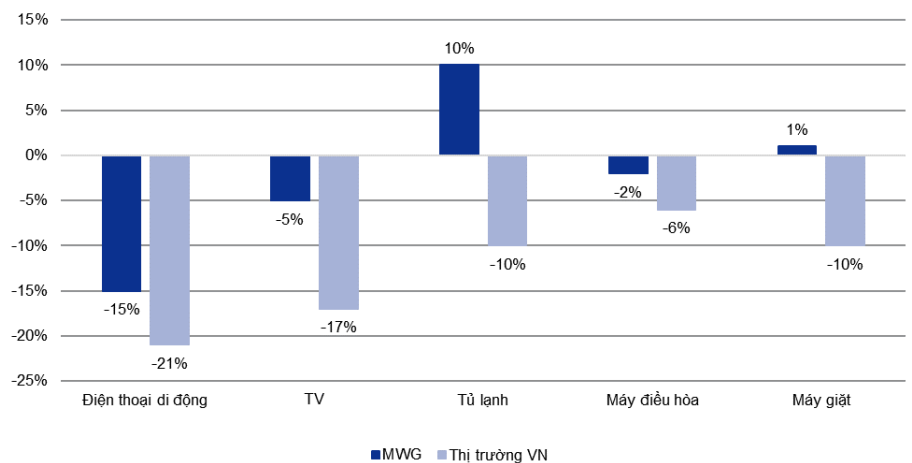
Theo thống kê của Cục Đăng ký kinh doanh (Bộ Kế hoạch và Đầu tư), trong 10T20, số doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động chờ giải thể là 37.710 doanh nghiệp, trong đó có 13.573 doanh nghiệp thuộc ngành bán buôn và bán lẻ, chiếm 36% tổng số doanh nghiệp tạm ngừng hoạt động chờ giải thể (tăng 1,7% svck). Chúng tôi cho rằng phần lớn các doanh nghiệp bán lẻ tạm ngừng hoạt động chờ giải thể là các doanh nghiệp bán lẻ quy mô nhỏ, không chịu được chi phí cố định cao xảy ra trong giai đoạn giãn cách xã hội và sự sụt giảm chi tiêu của người tiêu dùng do tác động của đại dịch Covid-19.

Do đó, trong khi sự bùng phát của Covid-19 đã ảnh hưởng trực tiếp đến ngành bán lẻ, nó cũng đã mở ra cơ hội cho các nhà bán lẻ bán lẻ lớn với các chiến lược hợp lý nhằm củng cố mạng lưới bán lẻ và đạt được thị phần lớn hơn. Chúng tôi tin rằng các công ty bán lẻ có thị phần lớn và hoạt động hiệu quả có thể hưởng lợi từ điều này và đạt được tăng trưởng trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng họ bao gồm CTCP Thế giới Di động (MWG VN, KQ, Giá mục tiêu: 151.200 đồng) và CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN, KQ, Giá mục tiêu: 99.500 đồng). Chúng tôi ước tính thị phần của MWG trong phân khúc điện tử tiêu dùng đã tăng lên hơn 42% trong 6T20 từ khoảng 39% vào cuối năm 2019, trong khi thị phần trang sức vàng của PNJ tăng mạnh từ mức khoảng 23,2% trong Q1/20 lên mức 34,7% trong Q2/20 và 35,8% trong Q3/20.

MWG là nhà bán lẻ hàng đầu trên thị trường điện tử tiêu dùng và đang hoạt động tốt hơn các công ty cùng ngành. Theo GFK, trong 6T20, doanh thu của MWG vượt trội so với thị trường chung; như

- Doanh thu mảng điện thoại di động của MWG giảm 15% svck so với mức giảm 21% svck của thị trường và doanh số TV giảm 5% svck so với mức giảm là 17% svck của thị trường.
- Doanh thu bán tủ lạnh và máy giặt của MWG lần lượt tăng 10% svck và 1% svck 6T20.

Hình 170: Doanh thu điện tử gia dụng của MWG và toàn thị trường svck (6T20)



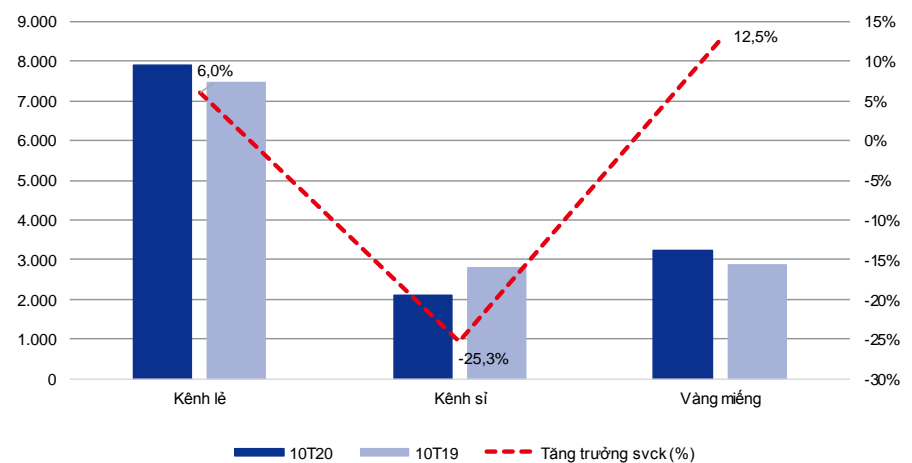
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, GFK 6T20

Trong ngành kim hoàn, doanh thu từ kênh bán lẻ của PNJ đạt mức tăng trưởng tích cực với mức tăng 6% svck trong 10T20.

Trong khi đó, doanh thu kênh bán buôn của PNJ giảm 25,3% svck trong 10T20 do các công ty trang sức quy mô nhỏ bị ảnh hưởng nghiêm trọng khi nhu cầu hàng xa xỉ suy yếu trong bối cảnh Covid-19.

Dựa trên số liệu của Hội đồng Vàng Thế giới, chúng tôi ước tính thị phần trang sức vàng của PNJ đã tăng mạnh từ khoảng 23,2% trong Q1/20 lên 34,7% trong Q2/20 và 35,8% trong Q3/20.

Hình 171: Doanh thu 10T20 của PNJ theo từng kênh bán hàng (Tỷ đồng)



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

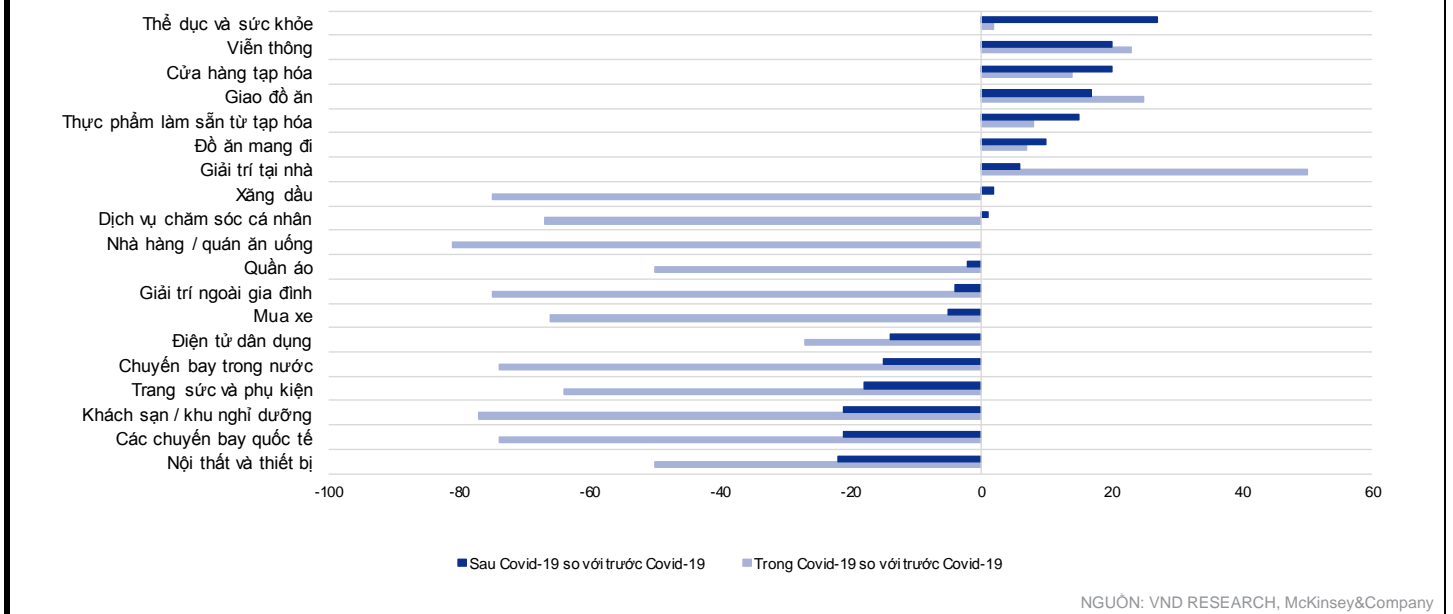
Thay đổi chi tiêu của người tiêu dùng sang các mặt hàng thiết yếu mang lại thuận lợi cho các nhà bán lẻ hàng tạp hóa

Theo khảo sát do McKinney & Company thực hiện nhằm đo lường chi tiêu của người tiêu dùng trong và sau khi bùng phát dịch Covid-19, những thay đổi trong sở thích của người tiêu dùng như sau:

- Thẻ dực và sức khỏe: do lo ngại về sức khỏe gia tăng sau khi dịch bệnh bùng phát, chi tiêu của người tiêu dùng cho thẻ dực và sức khỏe tăng 27% so với mức trước Covid-19;
- Dịch vụ thông tin liên lạc và giải trí gia đình: chi tiêu của người tiêu dùng trong phân khúc này tăng 20% so với mức trước đại dịch do xu hướng làm việc tại nhà và các hạn chế di chuyển; và
- Hàng tạp hóa và thực phẩm: chi tiêu của người tiêu dùng trong phân khúc này tăng 10 - 20% so với trước đại dịch.

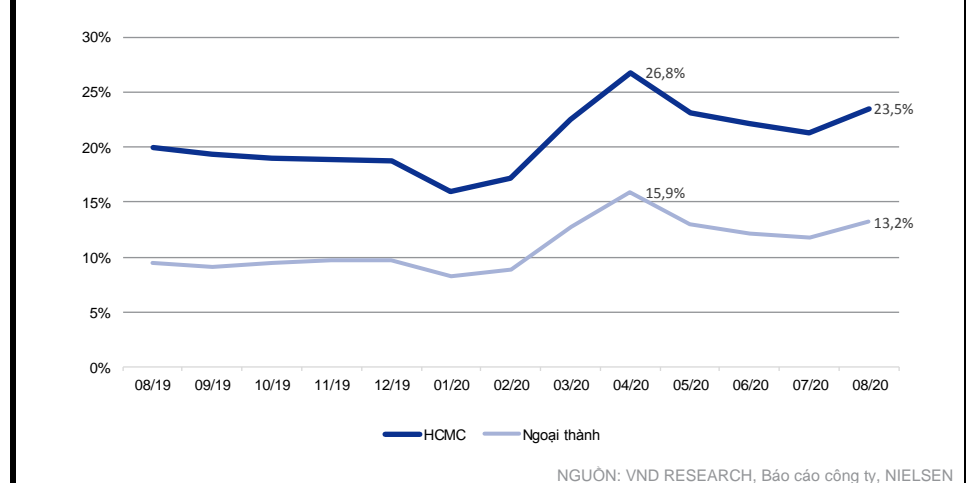
Trong khi đó, người tiêu dùng đang chi tiêu ít hơn cho các dịch vụ liên quan đến du lịch, trang sức và phụ kiện, các sản phẩm điện tử hoặc các dịch vụ giải trí ngoài trời và tập trung nhiều hơn vào các sản phẩm thiết yếu.

Hình 172: Sự thay đổi chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam (%) trong và sau khi dịch bệnh bùng phát so với mức trước Covid-19



Chúng tôi tin rằng chuỗi cửa hàng bách hóa của MWG, Bách Hóa Xanh (BHX), được hưởng lợi lớn từ giai đoạn xã hội vào T4/20. MWG đã liên tục mở rộng mạng lưới Bách Hóa Xanh khi liên tục mở cửa hàng trong giai đoạn sau đại dịch. Tính trong 10T20, MWG đã mở thêm hơn 600 cửa hàng BHX, nâng tổng số cửa hàng Bách Hóa Xanh lên 1.656 cửa hàng vào T10/20, tăng 65% so với cuối năm 2019. Bách Hóa Xanh cũng có mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong 10T20, với doanh thu tăng 108% so với cùng kỳ lên 17.119 tỷ đồng, đóng góp 19% vào tổng doanh thu của MWG. Chúng tôi tin rằng Bách Hóa Xanh là nhà bán lẻ tạp hóa duy nhất đã tận dụng được cơ hội từ đại dịch với việc mở rộng mạnh mẽ hệ thống cửa hàng.

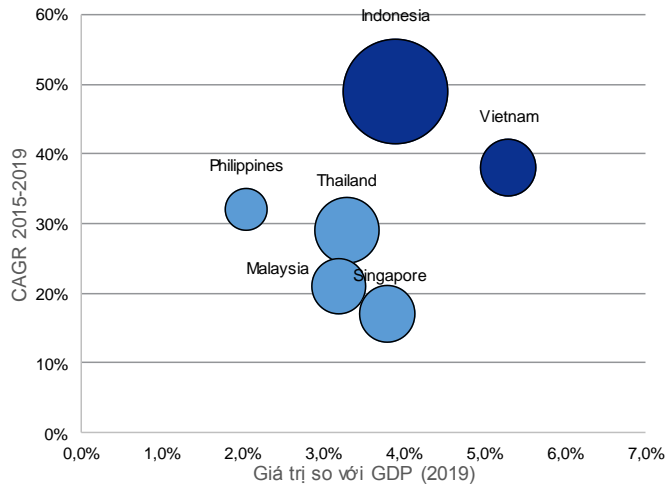
Hình 173: Thị phần của Bách Hóa Xanh trong kênh thương mại hiện đại từ T8/19 – T8/20.



Covid-19 thúc đẩy nền kinh tế trực tuyến ➤

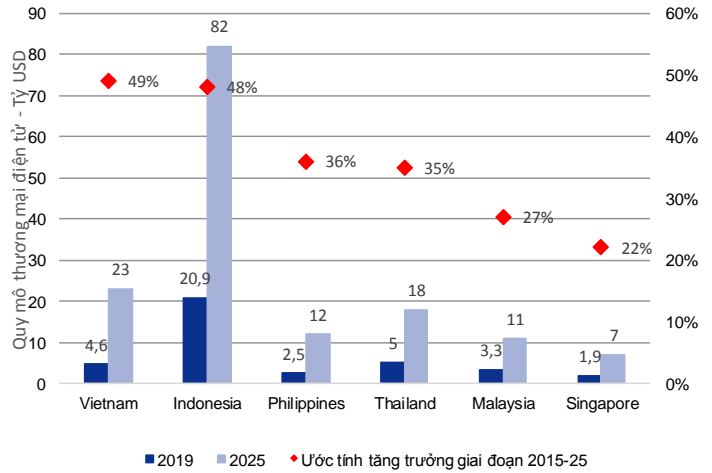
Theo Google, Temasek và BAIN & COMPANY, nền kinh tế trực tuyến Việt Nam đang bùng nổ với doanh thu tăng trưởng 38% mỗi năm trong giai đoạn từ 2015 – 2019 để đạt giá trị 12 tỷ USD, chiếm hơn 5% GDP của cả nước, chủ yếu được thúc đẩy bởi phân khúc thương mại điện tử đang phát triển mạnh. Theo báo cáo thống kê của WeAreSocial, tại thời điểm T1/20, Việt Nam có hơn 68 triệu người sử dụng dịch vụ Internet, tương đương hơn 2/3 dân số và hơn 146 triệu kết nối mạng dữ liệu di động. Như vậy, kênh trực tuyến sẽ trở nên quan trọng hơn trong giai đoạn tiếp theo của nền kinh tế bán lẻ.

Hình 174: Nền kinh tế trực tuyến của ASEAN năm 2019



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Google, Temasek, Bain&Company

Hình 175: Quy mô và tăng trưởng thương mại điện tử ước tính trong giai đoạn 2019-25

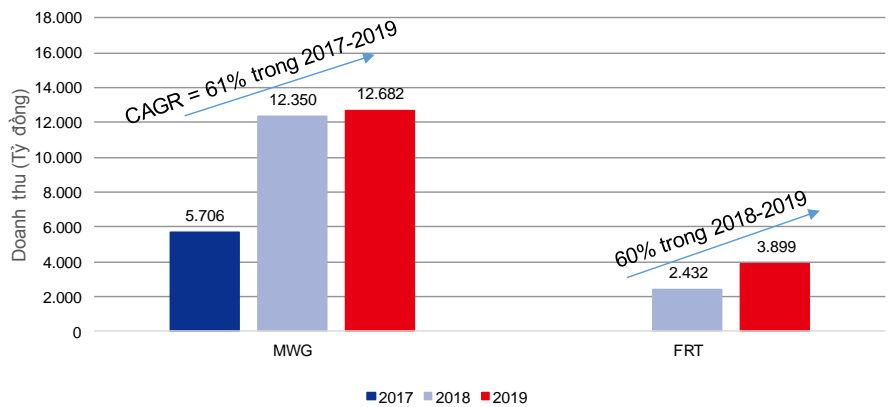


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, Google, Temasek, Bain&Company

Chúng tôi cho rằng các công ty bán lẻ quy mô lớn như MWG và Công ty Cổ phần Bán lẻ FPT (FRT, KKN) đang dẫn đầu trong kênh trực tuyến với việc thúc đẩy và vận hành song song cửa hàng trực tuyến và cửa hàng bán lẻ trực tiếp.

Doanh thu kênh trực tuyến của MWG đạt tăng trưởng kép 61% trong giai đoạn 2017-19, đóng góp 14% tổng doanh thu của MWG trong năm 2019; doanh thu kênh trực tiếp cũng đạt tăng trưởng kép 14% trong cùng kỳ. Doanh thu trực tuyến của FRT đạt tốc độ tăng trưởng 60% trong giai đoạn 2018-19, đóng góp 23% tổng doanh thu năm 2019 của FRT.

Hình 176: Doanh thu trực tuyến của MWG và FRT trong giai đoạn 2017-19

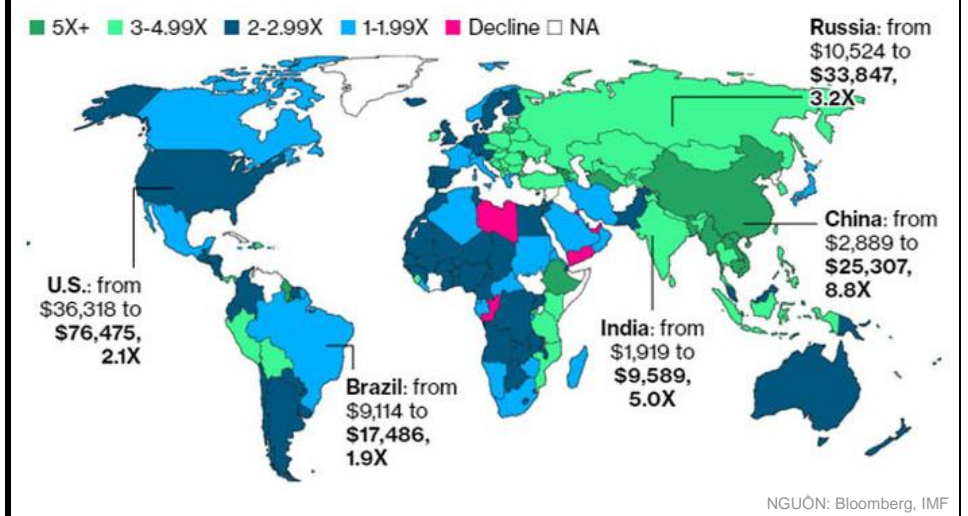


NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Các nhà phát triển bất động sản thương mại tận hưởng dòng chảy của các thương hiệu quốc tế vào Việt Nam ➤

Xu hướng mở rộng mạng lưới bán lẻ của các thương hiệu quốc tế tại Việt Nam diễn ra mạnh mẽ vào năm 2020 nhờ vào tăng trưởng nhân khẩu học và thu nhập của Việt Nam, gồm 1) dân số đông 96 triệu và mật độ dân số 290 người / m2 vào năm 2019, cao thứ ba ở Đông Nam Á theo số liệu của Tổng điều tra dân số Việt Nam năm 2019 và 2) mức tăng thu nhập mạnh nhất ở khu vực Châu Á - Thái Bình Dương trong giai đoạn 2000-2025, theo số liệu của Bloomberg và IMF. Chúng tôi tin rằng sự mở rộng mạng lưới bán lẻ của các thương hiệu quốc tế tại Việt Nam sẽ thúc đẩy lĩnh vực bất động sản thương mại trong tương lai, cả về diện tích cho thuê cũng như tăng trưởng về giá thuê đất thương mại.

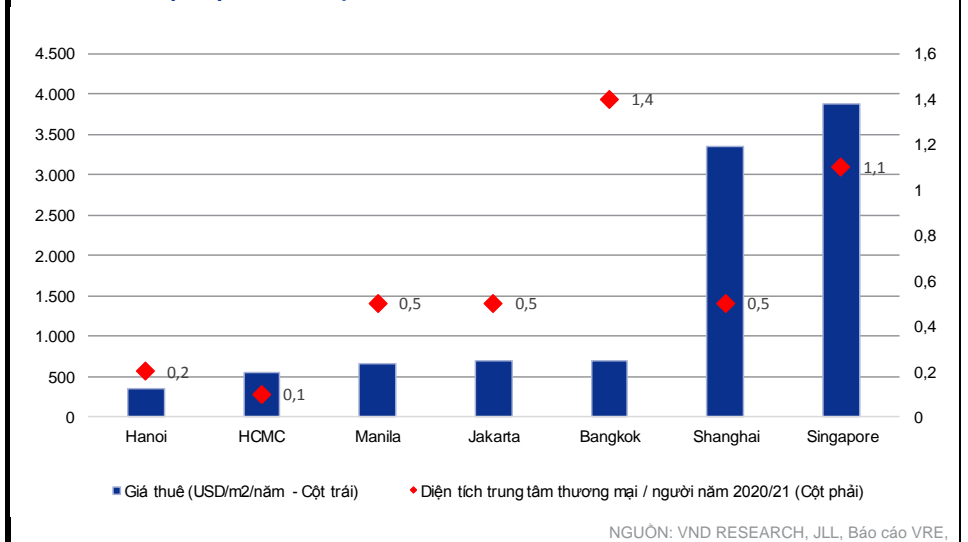
Hình 177: Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người theo vùng 2000-2025



Trong 11T20, nhiều thương hiệu quốc tế lớn đã mở cửa hàng tại Việt Nam; Ví dụ, Uniqlo đã mở hai cửa hàng tại các trung tâm Vincom tại Hà Nội và TP.HCM, Watsons mở cửa hàng đầu tiên tại Vincom center Đồng Khởi, MUJI, chuỗi sản phẩm gia dụng Nhật Bản, mở cửa hàng đầu tiên và lớn nhất ASEAN, và Matsumoto Kiyoshi, thương hiệu bán lẻ dược mỹ phẩm Nhật Bản, khai trương cửa hàng đầu tiên tại TP.HCM.

Chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp bất động sản bán lẻ của Việt Nam sẽ nhanh chóng trở lại mức trước Covid-19 khi đại dịch được kiểm soát và đạt được mức tăng trưởng mạnh mẽ sau đó, trong bối cảnh Việt Nam có diện tích trung tâm thương mại / người và giá thuê bất động sản bán lẻ thấp nhất trong khu vực ASEAN.

Hình 178: Giá thuê bất động sản bán lẻ và diện tích trung tâm thương mại / người năm 2020/21 tại một số thành phố châu Á.

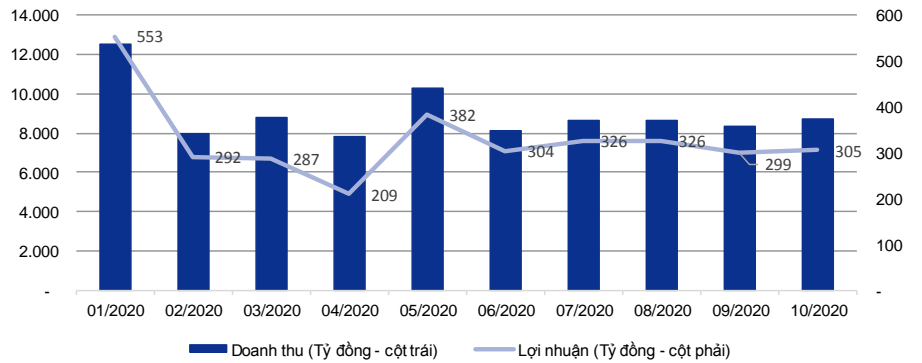


Cổ phiếu ưa thích: MWG, PNJ và VRE ➤

Bất chấp tác động của Covid-19 làm ảnh hưởng đến thị trường bán lẻ Việt Nam trong hai giai đoạn T4/20 và T7/20, các công ty lớn vẫn đứng vững và giành được thị phần lớn hơn, điều này khiến chúng tôi tin rằng các nhà bán lẻ lớn có thể tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2020. Do đó, chúng tôi chọn MWG, PNJ và VRE làm cổ phiếu ưa thích cho lĩnh vực bán lẻ.

MWG (KQ, Giá mục tiêu: 151.200 đồng) là nhà bán lẻ lớn nhất trên thị trường điện máy với hai chuỗi Thế Giới Di Động (bán lẻ điện thoại di động) và Điện Máy Xanh (bán lẻ điện máy gia dụng), cũng như chuỗi cửa hàng bán lẻ tạp hóa hiện đại đang phát triển - Bách Hóa Xanh.

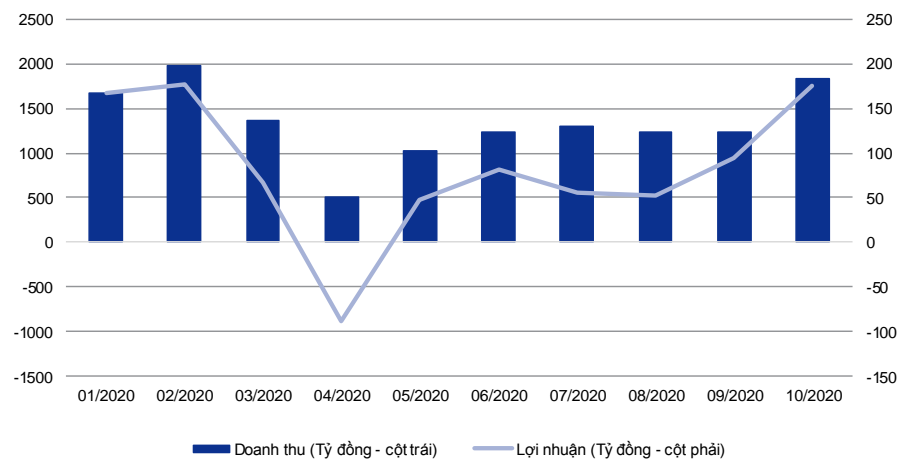
Hình 179: Kết quả hoạt động kinh doanh của MWG (hàng tháng) năm 2020



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PNJ (KQ, Giá mục tiêu: 99.500 đồng) là công ty dẫn đầu về bán lẻ trang sức tại Việt Nam với thị phần trang sức đạt 35,8% trong Q3/20, theo ước tính của chúng tôi. Tính đến cuối T10/20, PNJ có 341 cửa hàng bán lẻ, tập trung chủ yếu ở các thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng.

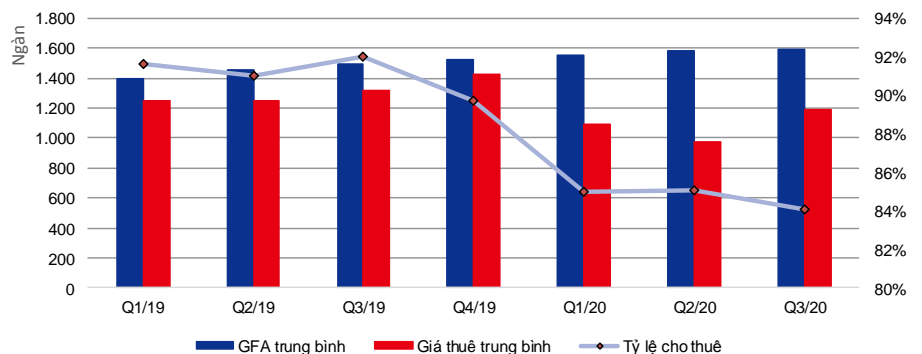
Hình 180: Kết quả hoạt động kinh doanh của PNJ (hàng tháng) năm 2020



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

VRE (KQ, Giá mục tiêu: 38.000 đồng) là công ty bất động sản thương mại lớn nhất Việt Nam với hơn 1,6 triệu m2 mặt bằng bán lẻ tại 79 trung tâm mua sắm trên toàn quốc theo 4 loại hình trung tâm thương mại nhằm hướng đến nhiều phân khúc khách hàng. Chúng tôi tin rằng VRE sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ tiềm năng tăng trưởng thương mại hiện đại trong ngành bán lẻ Việt Nam.

Hình 181: Tổng diện tích sàn (GFA) trung bình (m2 – Cột trái), giá thuê trung bình (VND – Cột trái) và tỷ lệ lấp đầy (Cột phải) của VRE từ 2019 – Q3/20



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 182: So sánh ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2021F	2022F		TTM	2021F	2022F	TTM	2021F	2022F	TTM	2021F	2022F
Điện máy và bách hóa																		
CTCP Thế giới di động	MWG VN	KQ	113.800	151.200	2.227	13,4	13,7	10,2	31,3%	3,4	3,4	1,9	29,0%	25,6%	29,3%	10,5%	8,7%	10,4%
Công ty ngành điện máy																		
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA IJ	KQ	1.900	1.750	429	14,3	15,1	11,0	32,1%	1,2	1,2	1,1	8,7%	7,5%	9,6%	4,3%	4,1%	5,1%
FPT DIGITAL RETAIL JSC	FRT VN	na	25.000	na	85	na	16,8	11,8	-16,6%	1,6	1,3	1,2	-0,2%	6,7%	12,2%	0,0%	1,5%	2,8%
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	na	0,49	na	125	8,8	na	na	14,2%	1,5	na	na	18,5%	na	na	12,2%	na	na
Sunfar Computer Co Ltd	6154 TT	na	12,95	na	37	26,0	na	na	-28,7%	0,9	na	na	3,2%	na	na	1,9%	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	na	19,10	na	113	12,2	na	na	-22,2%	0,7	na	na	5,6%	na	na	1,9%	na	na
Trung bình ngành điện máy						15,3	15,9	11,4	-4,2%	1,2	1,3	1,1	7,1%	7,1%	10,9%	4,1%	2,8%	3,9%
Trung vị ngành điện máy						13,2	15,9	11,4	-16,6%	1,2	1,3	1,1	5,6%	7,1%	10,9%	1,9%	2,8%	3,9%
Công ty ngành bách hóa																		
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	na	262,5	na	2.076	27,9	27,2	24,5	10,1%	9,6	8,8	8,0	36,1%	33,6%	33,8%	3,5%	4,3%	4,7%
Sumber Alfaría Trijaya Tbk PT	AMRT IJ	na	730,0	na	2.144	27,5	28,7	24,1	45,9%	4,5	3,9	3,5	16,7%	15,0%	16,2%	4,5%	4,9%	5,9%
Trung bình ngành bách hóa						27,7	27,9	24,3	28,0%	7,0	6,4	5,7	26,4%	24,3%	25,0%	4,0%	4,6%	5,3%
Ngành trang sức																		
CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	KQ	73.000	99.500	711	15,9	17,2	14,1	32,0%	3,4	3,3	2,9	22,8%	21,2%	23,4%	13,1%	11,4%	13,0%
Tiffany & Co	TIF US	na	na	na	15.939	45,2	50,6	30,0	12,5%	4,9	4,5	4,3	9,0%	8,2%	14,4%	4,4%	4,0%	8,0%
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	na	9,93	6,00	12.810	27,6	21,7	18,1	3,0%	3,6	3,6	3,4	13,3%	17,2%	19,7%	5,5%	7,7%	9,0%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	na	8,76	na	766	24,7	9,3	6,2	-1,0%	0,5	0,5	0,5	2,2%	5,9%	8,4%	1,5%	3,7%	5,6%
Trung bình ngành trang sức						32,5	27,2	18,1	4,8%	3,0	2,9	2,8	8,2%	10,4%	14,2%	3,8%	5,1%	7,5%
Ngành bất động sản thương mại																		
CTCP Vincom retail	VRE VN	KQ	28.200	38.000	2.770	28,2	27,1	19,9	9,3%	2,3	2,3	2,1	8,1%	8,3%	11,6%	5,9%	6,4%	8,4%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	na	38,40	na	23.049	44,6	52,2	36,0	16,9%	3,7	3,5	3,3	8,4%	6,8%	9,3%	3,7%	3,5%	4,8%
Central Pattana PCL	CPN TB	KQ	56,25	63,25	8.363	22,7	33,7	24,3	11,4%	3,8	3,4	3,1	16,5%	11,1%	13,0%	5,7%	3,9%	4,8%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON IJ	KQ	545,0	700,0	1.857	22,4	22,1	14,8	18,3%	1,8	1,6	1,5	8,1%	7,8%	10,8%	4,5%	4,8%	6,7%
Platinum Group PCL	PLAT TB	na	2,70	na	251	146,5	na	na	1,6%	0,9	na	na	0,6%	na	na	0,4%	na	na
Trung bình ngành bất động sản thương mại						59,1	36,0	25,0	12,1%	2,6	2,8	2,6	8,4%	8,6%	11,0%	3,6%	4,1%	5,4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu đóng cửa ngày 10/12/2020)

PHỤ TÙNG Ô TÔ: Doanh số ô tô nội địa phục hồi tạo đà tăng trưởng tiêu thụ lớp radial

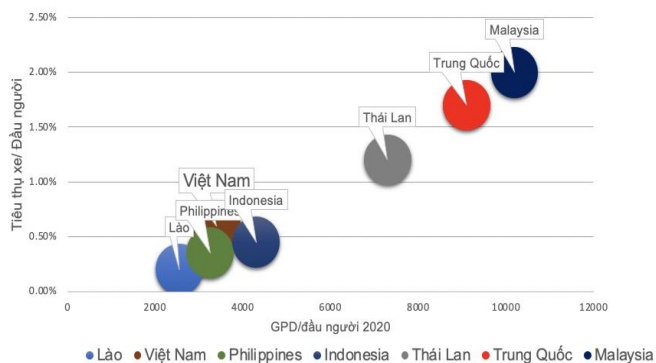
Doanh số bán ô tô tăng mạnh trở lại trong tháng 7 2020 ➤

Theo Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), tổng doanh số bán ô tô giảm 17% svck xuống 204.144 xe trong 10T20 do tác động của Covid-19. Tuy nhiên, doanh số bán ô tô đã dần được cải thiện kể từ tháng 7 do nhu cầu bị dồn nén sau khi Covid-19 được kiểm soát và quyết định của Chính phủ về việc giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước kể từ 26/06/2020. Do đó, doanh số bán xe trong Q3/20 tăng 43,2% so với quý trước, đạt 69,8 nghìn chiếc (-3,5% svck). Đáng chú ý, doanh số bán ô tô trong T10/20 ghi nhận mức cao nhất trong 21 tháng với 33.254 xe bán ra (+16,0% svck).

Do đó, chúng tôi cho rằng sự sụt giảm doanh số bán xe hơi trong năm nay chỉ là một ngoại lệ do ảnh hưởng của dịch bệnh, doanh số bán của ngành ô tô đã tăng trưởng mạnh với mức 8,5% mỗi năm trong 5 năm qua. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh số bán ô tô sẽ tăng tốc vào năm 2021, dựa trên những yếu tố: quy định mới của chính phủ sẽ thúc đẩy hơn nữa quyết định mua ô tô; nhu cầu mua xe vẫn tăng mạnh với sự phục hồi kinh tế cũng như sự tăng lên của tầng lớp trung lưu và tỷ lệ sở hữu ô tô hiện tại vẫn thấp tại Việt Nam.

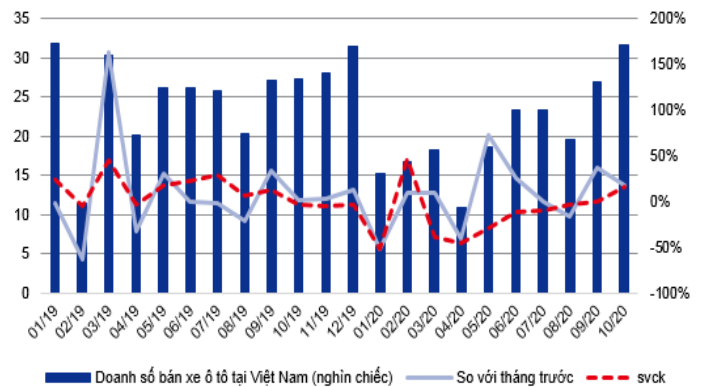
Việt Nam cũng là một trong những quốc gia có tốc độ gia tăng sức mua nhanh nhất trong vòng 5 năm qua nhưng tỷ lệ sở hữu ô tô trên đầu người vẫn thấp hơn nhiều so với hầu hết các thị trường khác ở châu Á. Dân số tầng lớp trung lưu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng nhanh trong thập kỷ tới và điều này sẽ thúc đẩy sự gia tăng nhanh chóng nhu cầu đối với tất cả các loại đồ tiêu dùng cao cấp. Chúng tôi dự báo rằng GDP của Việt Nam sẽ tăng 7,0% trong 2021-2022 và nhu cầu về ô tô sẽ tăng cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP.

Bảng 183 :Tương quan thu nhập - tiêu thụ ô tô



NGUỒN: VND RESEARCH, VAMA

Bảng 184: Doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam theo tháng



NGUỒN: VND RESEARCH, VAMA

Doanh số bán ô tô cải thiện tạo đà tăng trưởng cho tiêu thụ lớp radial ➤

Thị trường Việt Nam còn nhiều dư địa để lớp radial tăng trưởng

Hầu hết các nước phát triển trên thế giới đều có xu hướng sử dụng lớp radial thay cho lớp bias nhờ những ưu điểm vượt trội như khả năng vận hành tốt hơn, ít hao mòn, tiết kiệm năng lượng, độ an toàn cao hơn và thân thiện với môi trường. Chúng tôi cho rằng Việt Nam là một thị trường tiềm năng cho lớp radial nhờ cơ sở hạ tầng giao thông đang được cải thiện và tỷ lệ sở hữu ô tô tăng nhanh. Chúng tôi dự báo tỷ lệ tiêu thụ ô tô tại Việt Nam sẽ tăng 20% mỗi năm trong giai đoạn 2020-25, trong khi tỷ lệ sử dụng lớp radial sẽ tăng từ 50% trong năm 2019 lên 70% trong năm 2023.

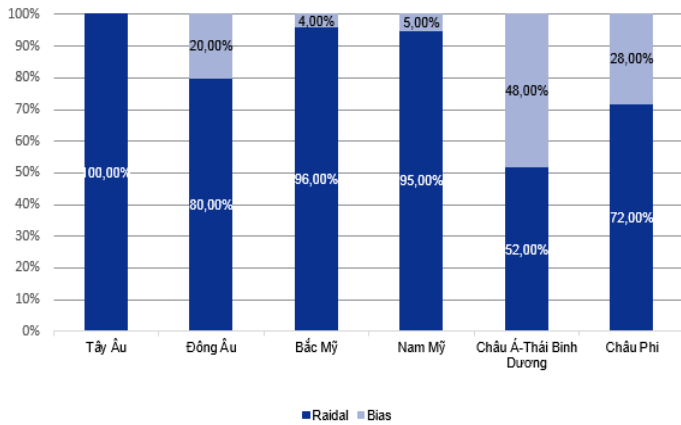
Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đức Hào

T (84) 96 650 3268

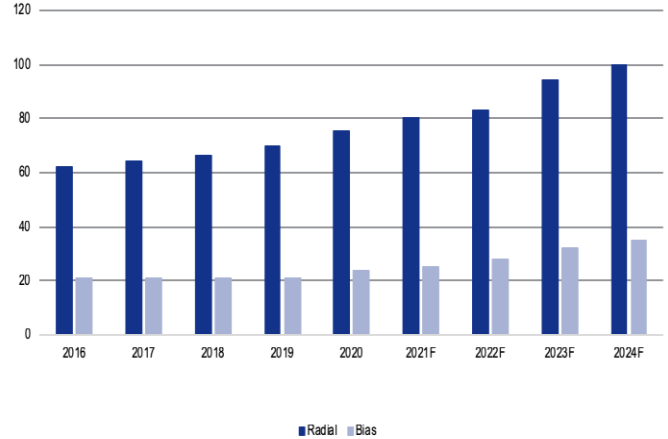
E hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Bảng 185: Tỷ lệ sử dụng lốp radial và bias theo khu vực



NGUỒN: VND RESEARCH, OICA

Bảng 186: Doanh thu từ thị trường lốp ô tô Châu Á-Thái Bình Dương theo từng loại trong năm 2016–2024 (tỷ USD)



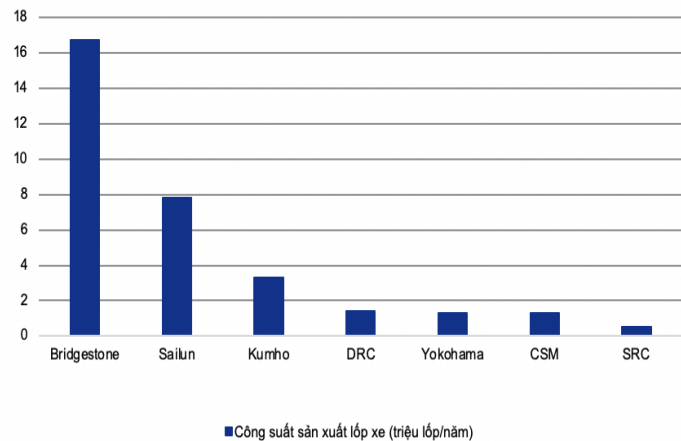
NGUỒN: VND RESEARCH, OICA

Các nhà sản xuất lốp xe nội địa đã tăng cường mở rộng công suất nhà máy sản xuất lốp radial. Cụ thể, CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam (CSM) đầu tư nhà máy với 3 giai đoạn để tăng công suất lên 1 triệu chiếc lốp radial toàn thép với tổng chi phí đầu tư là 3.380 tỷ đồng. Công ty đã khánh thành giai đoạn 1 với công suất 350.000 lốp/năm và dự kiến hoàn thành giai đoạn 2 vào năm 2021, sẽ nâng tổng sản lượng lên 500.000 lốp/năm. Trong khi đó, CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) đã hoàn thành giai đoạn 2 của nhà máy sản xuất lốp xe tải radial toàn thép từ năm 2019, tăng công suất từ 300.000 lốp radial lên 600.000 lốp/năm.

Tuy nhiên các sản xuất lốp radial tại thị trường nội địa sẽ gặp phải sự cạnh tranh lớn từ các doanh nghiệp FDI.

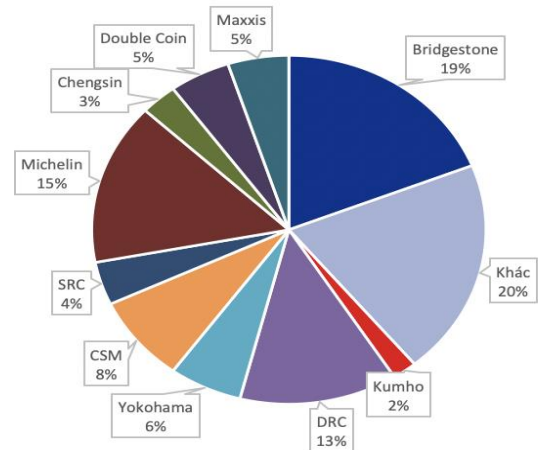
Thị trường sắm lốp ô tô cho thấy sự yếu thế hơn của các doanh nghiệp Việt Nam so với các doanh nghiệp FDI. Cả 3 doanh nghiệp đầu ngành sản lốp Việt Nam (DRC, CSM, SRC) đều không có lợi thế về sử dụng lốp công nghệ cao với công nghệ lõi thép radial, trong khi lốp ô tô có xuất xứ Trung Quốc có giá thấp hơn (10-15%) sản phẩm cùng loại trong nước. Thị trường lốp radial trong nước vẫn do các doanh nghiệp FDI làm chủ và các sản phẩm nhập khẩu từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan và Trung Quốc chiếm 75% thị phần. Đặc biệt, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài vượt trội so với các doanh nghiệp trong nước về năng lực sản xuất và thương hiệu. Chúng tôi kỳ vọng các công ty nội địa có thể cải tiến công nghệ sản xuất và hợp tác để cạnh tranh với các doanh nghiệp FDI.

Bảng 187: Năng lực sản xuất lốp ô tô (Triệu lốp/năm)



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Bảng 188: Thị phần tiêu thụ lốp radial tại Việt Nam năm 2019



NGUỒN: BCSI, BÁO CÁO CÔNG TY

Cổ phiếu lựa chọn: DRC >

CTCP Cao su Đà Nẵng là nhà sản xuất lốp radial lớn nhất trong nước với công suất 600.000 lốp/năm. DRC đã phủ sóng hầu hết các tỉnh thành trong nước với mục tiêu dẫn đầu phân khúc lốp radial cho xe tải nhẹ, xe tải nặng và xe chuyên dụng. Hiện tại, lốp radial DRC đang được xuất khẩu sang hơn 40 quốc gia và sở hữu các chứng nhận chất lượng sản phẩm từ Nhật Bản (JIS), Hoa Kỳ (DOT), Châu Âu (EMARK), Indonesia (SNI), Brazil (INMETRO) và Ấn Độ (BIS). Chúng tôi tin rằng việc thay đổi tỷ trọng sản xuất sảm lốp sẽ tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 2,7 điểm % trong 2020-2022.

Bảng 189: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá hiện tại			Giá mục tiêu			Vốn hóa	PIE (x)		EPS 3 năm tới		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			VND	VND	US\$ tr	CY20F	CY21F	CAGR (%)		CY20F	CY21F	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F		
CPTP Cao su Đà Nẵng	DRC VN	KHẢ QUAN	21.200	25.500	109	11,1	9,0	0,7	1,5	1,5	4,8	4,8	15,2	19,8					
CTCP CN Cao su miền Nam	CSM VN	n/a	16.100	na	72	17,7	na	204,5	1,3	na	na	na	na	na					
CTCP Cao su Sao Vàng	SRC VN	n/a	18.300	na	22	7,8	na	51,1	1,3	na	na	na	na	na					
<i>Trung bình</i>						12,2	9,0		1,4	1,5	4,8	4,8	15,2	19,8					
<i>Trung vị</i>						11,1	9,0		1,3	1,5	4,8	4,8	15,2	19,8					

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG

DỆT MAY: Chờ đợi sự phục hồi vào 2021

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đức Hào

T (84) 96 650 3268

E hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

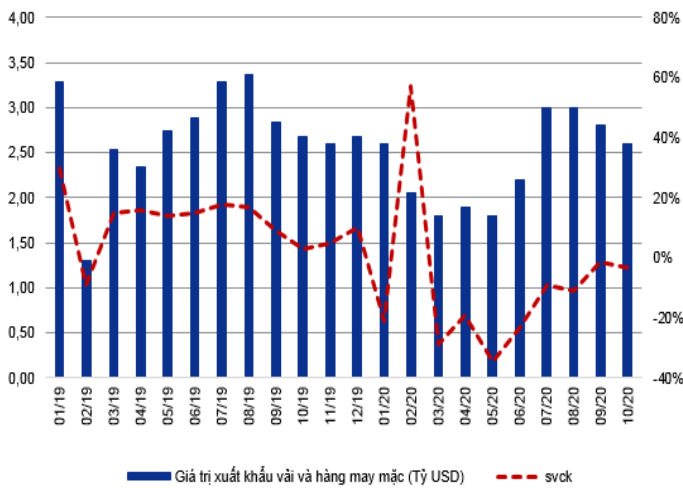
Ngành nghề chịu ảnh hưởng nặng nề nhất bởi Covid-19 ➤

Xuất khẩu giảm mạnh do nhu cầu thị trường sụt giảm

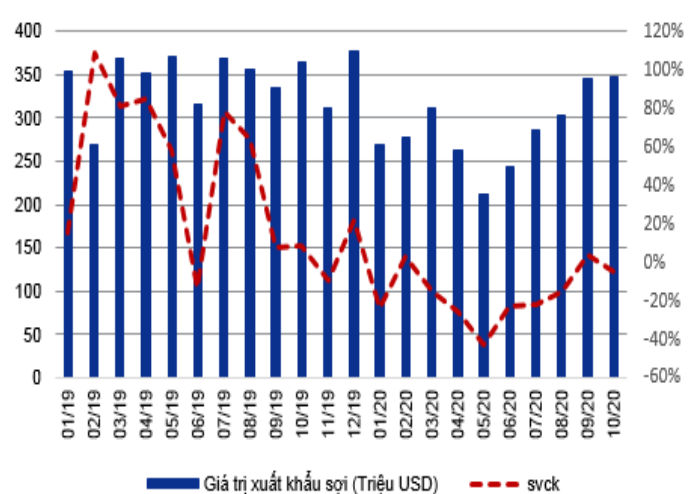
Do tác động của đại dịch Covid-19, dệt may là một trong những ngành chịu ảnh hưởng nặng nề nhất bởi gián đoạn chuỗi cung ứng, nhu cầu thị trường giảm mạnh và hoạt động cách ly xã hội khiến các nhà máy phải tạm dừng sản xuất. Trong 6 tháng đầu năm 2020, xuất khẩu ngành dệt may đạt 15,68 tỷ USD (giảm 13,4% svck). Trong khoảng thời gian này, khẩu trang y tế là mặt hàng có nhu cầu tiêu thụ rất lớn và để tận dụng điều đó, một số doanh nghiệp dệt may trong đó có CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (TCM) đã chuyển sang sản xuất khẩu trang và các thiết bị bảo hộ y tế.

Mặc dù lượng đơn hàng mới vẫn còn hạn chế, chúng tôi đã nhìn thấy những tín hiệu phục hồi khi xuất khẩu dệt may trong tháng 9/2020 và tháng 10/2020 đã phục hồi lần lượt bằng 98% và 97% svck. Điều này có thể lí giải từ việc nhu cầu về quần áo thể thao tăng mạnh tại thị trường Mỹ. Trong 10T/2020, xuất khẩu dệt may đạt 27,6 tỷ USD (giảm 10% svck), trong đó Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm 41% giá trị xuất khẩu.

Bảng 190: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam chạm đáy **Bảng 191: Xuất khẩu sợi của Việt Nam dần phục hồi trong Q3/20**
trong T5/20 (-34% svck)

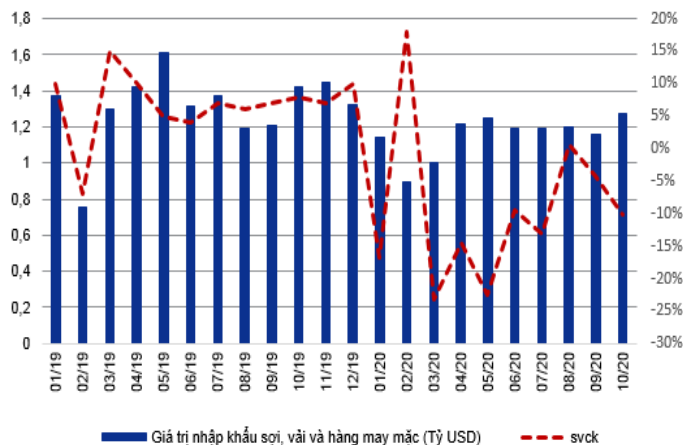


NGUỒN: BỘ CÔNG THƯƠNG, GSO, BÁO CÁO CÔNG TY



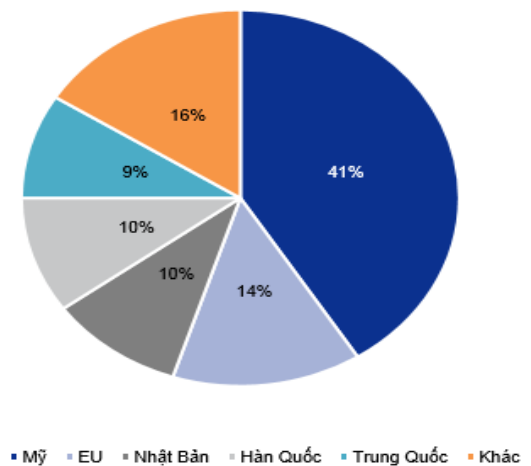
NGUỒN: BỘ CÔNG THƯƠNG, GSO BÁO CÁO CÔNG TY

Bảng 192: Giá trị nhập khẩu hàng dệt, may và sợi của Việt Nam giảm 15% svck trong 10T20



NGUỒN: BỘ CÔNG THƯƠNG, GSO, BÁO CÁO CÔNG TY

Bảng 193: Tỷ trọng xuất khẩu dệt may Việt Nam tại các thị trường trong 10T20



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kết quả kinh doanh 9T20 của các doanh nghiệp ngành dệt may >

Chuyển đổi để thích ứng trong thời điểm dịch bệnh

Một số doanh nghiệp dệt may đã chuyển đổi một phần dây chuyền sản xuất sang khẩu trang y tế và thiết bị bảo hộ cá nhân, điều này phần nào hỗ trợ cho sự sụt giảm về doanh số bán hàng. Khẩu trang là mặt hàng không cần chi phí đầu tư cao, hơn nữa, hầu hết các nhà máy, thiết bị và công nhân hiện có trong ngành may mặc của Việt Nam đều có thể làm được khẩu trang. Thêm vào đó, chất liệu vải kháng khuẩn được sử dụng để làm khẩu trang có thể được sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc mà không gặp khó khăn. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, năng lực sản xuất khẩu trang của Việt Nam là rất lớn. Chúng tôi cho rằng sau khi đáp ứng nhu cầu trong nước, sản phẩm có thể được xuất khẩu và Việt Nam có tiềm năng trở thành trung tâm sản xuất khẩu trang mới của thế giới.

Là một trong những nhà sản xuất khẩu trang lớn nhất cả nước, doanh thu TCM giảm nhẹ 2,6% svck xuống còn 2.717 tỷ đồng trong 9T20 trong khi lợi nhuận ròng tăng 30,5% svck lên 201 tỷ đồng trong 9T20.

CTCP Sản xuất Thương mại Xuất nhập khẩu Bình Thạnh (GIL) đã chuyển từ làm việc với các đối tác truyền thống sang các tập đoàn khổng lồ về bán lẻ trực tuyến như Amazon và IKEA - những công ty được hưởng lợi lớn từ việc gia tăng mua sắm trực tuyến. Do đó, doanh thu của GIL tăng 45% svck lên 2.546 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 107% svck lên 189 tỷ đồng trong 9T20.

Công ty Cổ phần Phong Phú (PPH) đã thoái vốn khỏi các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả qua đó giảm chi phí hoạt động kinh doanh 43,4% svck trong 9T20. Do đó, công ty đạt mức tăng trưởng ấn tượng 33,5% svck về LNST 9T20.

Tuy nhiên Covid-19 vẫn gây ảnh hưởng nặng nề đến toàn ngành

Ngoài một số công ty đã thay đổi dây chuyền sản xuất kịp thời, hầu hết các doanh nghiệp dệt may đều bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu 9 tháng đầu năm của các công ty dệt may niêm yết giảm 19,5% svck trong khi lợi nhuận sau thuế 9T20 giảm mạnh 30% svck.

Công ty Cổ phần May Việt Tiến (VGG) ghi nhận lợi nhuận 9T20 giảm mạnh 75% svck do nhu cầu giảm từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt bao gồm Hàn Quốc, Mỹ và EU. May Sông Hồng (MSH) chịu ảnh hưởng nặng nề nhất khi khách hàng lớn nhất - RTW Retailwinds đã nộp đơn phá sản vào ngày 20/7. Điều này khiến lợi nhuận ròng 9T/20 của MSH giảm mạnh 53,8% svck.

Bảng 194: Tóm tắt KQKD 9T/20 của 10 doanh nghiệp lớn trong ngành

	Doanh thu			LNST			BLNG		
	9T19 tỷ đồng	9T20 tỷ đồng	% svck %	9M19 tỷ đồng	9M20 tỷ đồng	% yoy %	9T19 %	9T20 %	% svck điểm %
VGT	13.482	10.335	-23,3%	534	409	-23,4%	9,0%	8,1%	-0,9%
VGG	6.418	5.170	-19,4%	293	71	-75,8%	12,1%	12,6%	0,5%
MNB	3.605	3.126	-13,3%	35	27	-22,9%	19,2%	19,6%	0,4%
TNG	3.568	3.529	-1,1%	174	129	-25,9%	17,7%	17,2%	-0,5%
MSH	3.456	2.970	-14,1%	357	165	-53,8%	20,5%	20,6%	0,1%
TCM	2.789	2.717	-2,6%	154	201	30,5%	15,4%	17,5%	2,1%
PPH	2.534	1.570	-38,0%	188	251	33,5%	7,4%	8,4%	1,0%
HSM	1.787	946	-47,1%	-10	11	-	6,5%	6,4%	-0,1%
GIL	1.755	2.546	45,1%	91	189	107,7%	16,6%	15,6%	-1,0%
STK	1.653	1.197	-27,6%	161	75	-53,4%	15,6%	12,9%	-2,7%
Total	41.047	34.106	-16,9%	1.977	1.528	-22,71%	12,57%	12,63%	0,06%

NGUỒN: VND RESEARCH, FIINPRO

Chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục hoàn toàn trong năm 2022 >

Dệt may Việt nam được đánh giá cao về khả năng ứng phó với đại dịch

Việt Nam là nước được hưởng lợi nhiều nhất từ sự chuyển dịch sản xuất hàng may mặc từ Trung Quốc trong những năm gần đây. Tuy nhiên, xu hướng này đã bị gián đoạn bởi Covid-19. Khi dịch bệnh được kiểm soát thành công, các doanh nghiệp dệt may của Việt Nam có thể tiếp tục sản xuất trong thời gian phong tỏa. Logistics và kho bãi tiếp tục hoạt động trơn tru cho thấy khả năng phục hồi tốt hơn của Việt Nam so với các nước châu Á khác. Do đó, chúng tôi cho rằng các đơn đặt hàng ở Việt Nam có nhiều khả năng tăng trở lại cao hơn so với các nhà sản xuất dệt may lớn khác như Bangladesh, Pakistan hoặc Ấn Độ. Chúng tôi tin rằng Việt Nam có đủ khả năng để có thêm những đơn hàng xuất khẩu khi nhu cầu tăng trở lại. Ngoài ra, sự phục hồi của các khách hàng chính từ Mỹ và Trung Quốc là dấu hiệu tốt cho ngành dệt may Việt Nam. IMF ước tính GDP năm 2021 của Trung Quốc sẽ tăng 8,2% và GDP của Mỹ tăng 3,1%.

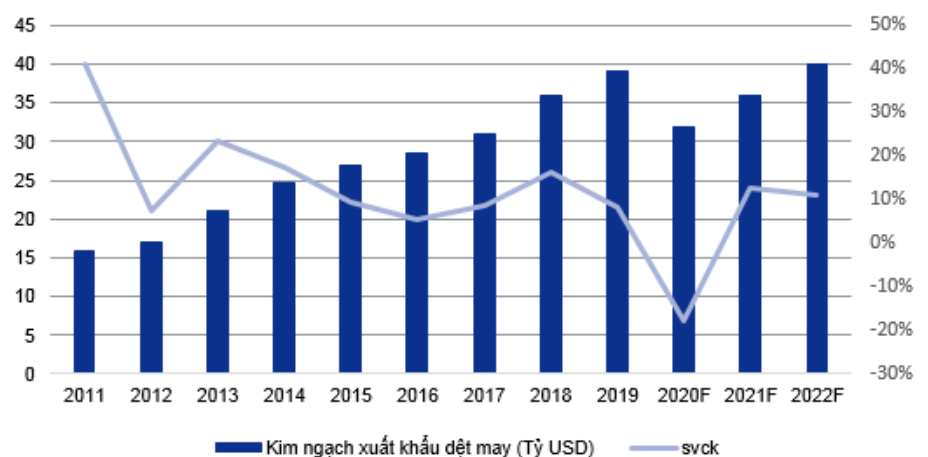
Chúng tôi nhận thấy một số doanh nghiệp dệt may đã có dấu hiệu phục hồi dần về số lượng đặt hàng mới trong Q4/20. Các nhà máy của STK đang hoạt động với 100% công suất trong Q4/20 và TCM ghi nhận mức tăng trưởng 30% sv quý trước về đơn đặt hàng quần áo thể thao và áo sơ mi. Chúng tôi ước tính giá trị xuất khẩu dệt may sẽ tăng 6,2% svck lên 6,8 tỷ USD trong Q1/21 do nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ được dự báo sau đại dịch ở các nước như Trung Quốc, Mỹ và Hàn Quốc. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu dệt may Việt Nam sẽ tăng 8,4% svck lên 6,4 tỷ USD trong Q2/21.

Tham gia ngày càng nhiều vào các hiệp định thương mại tự do (FTA) là động lực tăng trưởng trong dài hạn

Khâu sản xuất vải vẫn là một nút thắt đối với ngành dệt may Việt Nam khi phải tuân theo các yêu cầu của FTA về xuất xứ sản phẩm. Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) yêu cầu áp dụng nguyên tắc ba giai đoạn gồm tạo sợi, kéo sợi, dệt, và may được thực hiện tại các nước thành viên thuộc CPTPP. Trong khi đó, Hiệp định Thương mại Tự do EU-Việt Nam (EVFTA) đặt ra một rào cản kỹ thuật "từ vải trở đi" khi cấm sử dụng các loại vải có xuất xứ từ một số địa điểm nhất định ở Trung Quốc. Do Việt Nam phải nhập khẩu phần lớn vải từ Trung Quốc, chiếm 58% tổng giá trị nhập khẩu vải của Việt Nam nên sẽ gây ra những khó khăn nhất định.

Chúng tôi kỳ vọng rằng EVFTA sẽ có tác động tích cực đến ngành dệt may trong dài hạn, vì các công ty sẽ cần thời gian để phát triển các chuỗi sản xuất Sợi - Dệt - Nhuộm phù hợp để đáp ứng các tiêu chuẩn ban đầu. Điều này sẽ đảm bảo tiêu dùng bền vững và tăng sức cạnh tranh cho hàng dệt may của Việt Nam. Theo Tập đoàn Dệt may Việt Nam (Vinatex), giá trị xuất khẩu hàng dệt may ước tính giảm 10% vào năm 2021 và phục hồi hoàn toàn vào năm 2022.

Bảng 195: Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam 2011-2022



NGUỒN: VINATEX, BÁO CÁO CÔNG TY

Top cổ phiếu lựa chọn: TCM and STK ➤

Chúng tôi lựa chọn STK và TCM vì cả hai công ty đang sở hữu tiềm năng tốt nhất để nắm bắt các cơ hội đến từ EVFTA và CPTPP.

Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỳ (STK): STK là công ty sợi lớn nhất Việt Nam về năng lực sản xuất (63.000 tấn/năm). CPTPP yêu cầu tất cả các mặt hàng từ giai đoạn sợi trở đi phải được sản xuất tại các nước thành viên CPTPP. Do đó, các doanh nghiệp dệt may cần ưu tiên loại sợi sản xuất trong nước để được hưởng lợi từ CPTPP. Ngoài ra, STK có kế hoạch khởi công xây dựng nhà máy sợi vào quý 4/2021 với kỳ vọng sau khi hoàn thành, dự án sẽ nâng tổng sản lượng sợi của STK từ 63.300 tấn/năm lên đến 83.300 tấn/năm. Chúng tôi tin rằng STK sẽ là một trong những doanh nghiệp phục hồi nhanh nhất trong ngành nhờ chuỗi cung ứng “Sợi - Dệt - Nhuộm - May”.

Công ty Cổ phần Dệt may Thành Công (TCM): Chúng tôi khuyến nghị Trung lập vì nghĩ rằng các yếu tố tích cực đã phản ánh vào định giá. Tuy nhiên, chúng tôi lựa chọn TCM vì doanh nghiệp sở hữu toàn bộ chuỗi cung ứng và được hưởng lợi nhiều nhất từ CPTPP và EVFTA. LNST của TCM tăng 47,27% trong 9T20 do doanh thu của khẩu trang y tế và đồ bảo hộ cá nhân. Nhờ sở hữu một chuỗi cung ứng hoàn chỉnh gồm sợi, dệt, đan, nhuộm, TCM có thể kiểm soát nguồn cung vải của mình. Để đáp ứng các tiêu chuẩn từ EVFTA và CPTPP, TCM sẽ xây dựng nhà máy nhuộm vải tại Khu công nghiệp Hòa Phú, tỉnh Vĩnh Long vào Q4/21. Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ được hưởng lợi từ CPTPP và EVFTA nhiều hơn các công ty khác cùng ngành và giả định rằng TCM có thể tăng tỷ trọng xuất khẩu sang EU từ 12% năm 2020 lên 25% năm 2021.

Bảng 196: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Vốn hóa	P/E (x)			EPS 3 năm tới		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
			VND	USD		CY20F	CY21F	CAGR (%)	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F	CY20F	CY21F		
CTCP May Việt Tiến	VGG VN	KKN	49,600	na	95	7.0	na	1.3	1.2	na	na	na	na	na	na	na
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	KKN	40,750	na	88	7.9	na	4.5	1.6	na	2.6	na	na	na	na	na
CTCP Sợi Thế Kỳ	STK VN	KHẢ QUAN	20,300	24,036	60	11.1	8	115.2	1.4	1.2	6.5	5.2	10.6	16.2		
CTCP Đầu tư TNG	TNG VN	KKN	15,000	na	48	5.7	4.1	40.1	1.0	na	na	na	17.3	18.1		
CTCP Dệt may Thành Công	TCM VN	TRUNG LẬP	41,250	40,400	111	11.4	10.7	34.8	1.6	1.2	5.6	5.7	14.5	13.3		
Trung bình						8.6	7.6		1.3	1.2	4.9	5.5	14.1	15.9		
Trung vị						7.9	8.0		1.4	1.2	5.6	5.5	14.5	16.2		

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG

DẦU KHÍ: Chú trọng phát triển ngành công nghiệp khí

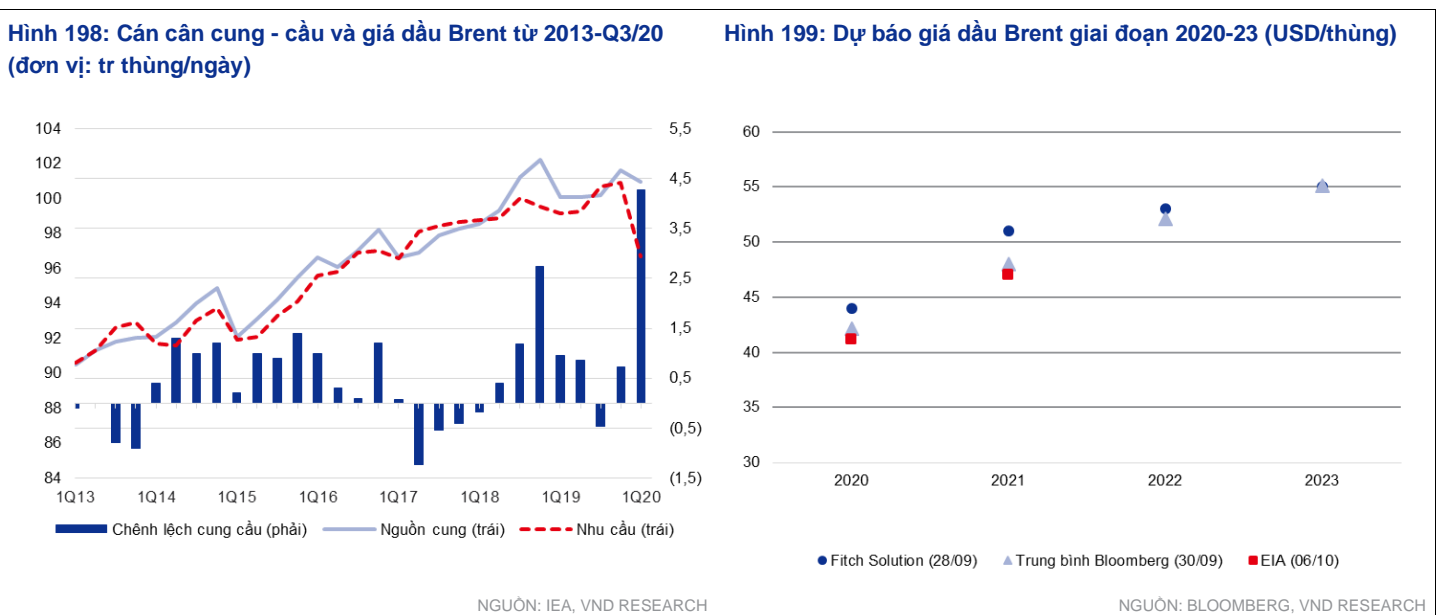
Chúng tôi ước tính giá dầu Brent sẽ đạt trung bình 48-50 USD/thùng trong năm 2021 ➤

Hình 197: Diễn biến giá dầu Brent từ đầu năm 2020 (USD/thùng)

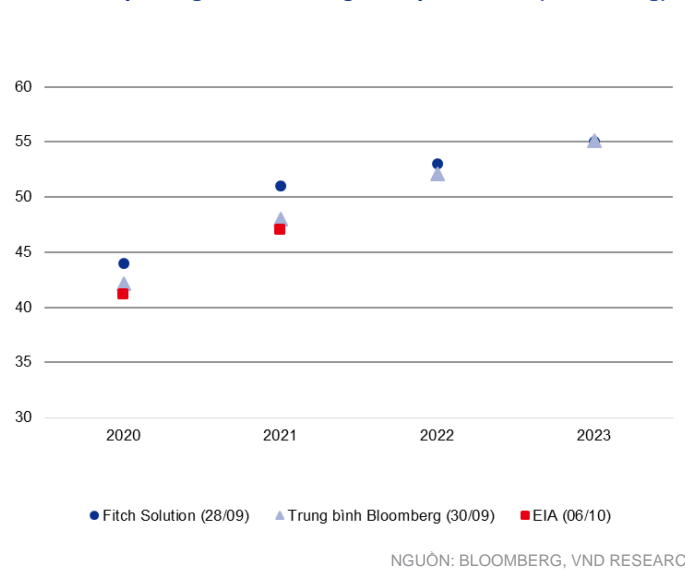


Giá dầu Brent tăng lên mức trung bình 43,3 USD/thùng trong Q3/20 từ mức 33,4 USD/thùng trong Q2/20 do nhu cầu dần hồi phục trong bối cảnh các thành viên OPEC+ tiếp tục cắt giảm sản lượng. Đến cuối tháng 11, giá dầu đã tăng lên mức cao nhất kể từ đầu tháng 3 nhờ vào các tin tức tích cực liên quan đến quá trình phát triển vắc xin bất chấp sự bùng phát trở lại của dịch Covid-19 ở những khu vực tiêu thụ dầu lớn, chẳng hạn như Bắc Mỹ và EU, và nguồn cung từ Libya quay trở lại với 1tr thùng/ngày trong tháng 11 (Nguồn: S&P Global Platts). Chúng tôi ước tính giá dầu bình quân trong Q4/20 sẽ đạt 42-43 USD/thùng, tương ứng với giá dầu trung bình năm là 42-43 USD/thùng.

Hình 198: Cán cân cung - cầu và giá dầu Brent từ 2013-Q3/20 (đơn vị: tr thùng/ngày)



Hình 199: Dự báo giá dầu Brent giai đoạn 2020-23 (USD/thùng)



Đối với năm 2021, Tổ chức Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo nhu cầu toàn cầu sẽ phục hồi lên mức 97,1tr thùng/ngày, tương đương với thời điểm năm 2016, chủ yếu do tác động kéo dài của dịch Covid-19 đối với ngành hàng không. Trong khi đó, về phía nguồn cung, các thành viên OPEC+ đã quyết định tăng sản lượng ở mức khiêm tốn là 500 nghìn thùng/ngày từ tháng 01/2021 thay vì mức dự kiến

trước đó là 2tr thùng/ngày. Điều này cho thấy nỗ lực của OPEC+ trong việc điều tiết thị trường để hỗ trợ cho sự hồi phục bền vững của giá dầu. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2021 sẽ nằm trong khoảng 48-50 USD/thùng, cao hơn khoảng 13-15% so với năm 2020, với giá định nguồn cung hồi phục với tốc độ nhanh hơn kể từ nửa sau năm 2021 khi các hạn chế di chuyển do dịch Covid-19 được nới lỏng và những lô vắcxin đầu tiên được sử dụng rộng rãi.

Chúng tôi tin rằng mặt bằng giá dầu cao hơn sẽ có lợi cho PVGas (GAS) do giá bán sản phẩm của công ty được tính theo giá dầu thế giới. Ngược lại, những doanh nghiệp sử dụng khí làm nhiên liệu đầu vào, ví dụ như nhà máy điện khí và nhà máy phân bón, sẽ chịu ảnh hưởng bởi giá dầu tăng.

Không có dự án dầu khí lớn nào đi vào hoạt động trong 2021



Trong 10T/20, sản lượng khai thác dầu và khí tại Việt Nam giảm lần lượt 14,1% và 10% svck. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, điều này là do nguồn cung từ các mỏ đã khai thác lâu năm sụt giảm mạnh và sự cố kỹ thuật khiến một số mỏ tạm thời dừng hoạt động, thay vì do nhu cầu bị ảnh hưởng do dịch Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với các sản phẩm dầu khí sẽ duy trì mức tăng trưởng ổn định trong năm 2021 nhờ vào việc Việt Nam tương đối thành công trong việc kiểm soát dịch Covid-19.

Trong khi việc nhập khẩu dầu thô và dầu sản phẩm vào Việt Nam tương đối thuận tiện do có đủ cơ sở hạ tầng, việc nhập khẩu khí thiên nhiên vào Việt Nam là chưa khả thi do thiếu hạ tầng tái hóa khí và các kho cảng chứa. Chúng tôi nhấn mạnh nhu cầu cấp thiết đối với khí thiên nhiên để đáp ứng tăng trưởng tiêu thụ điện từ 8-9% trong giai đoạn 2021-2025 (theo Tập đoàn Điện lực Việt Nam - EVN), đòi hỏi phải tăng cường phát triển cả mỏ khí mới và xây dựng cơ sở hạ tầng cho nhập khẩu LNG.

Hình 200: Các dự án thăm dò khí tiềm năng đang trong quá trình triển khai

Dự án	Dự kiến triển khai	Chủ sở hữu	Khách hàng	Trữ lượng ước tính	Tiến độ dự án
Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	2020-2021	Idemitsu (35%), Nippon Oil (35%), Inpex (30%)	Bổ sung vào nguồn khí cung cấp cho điện từ bể Nam Côn Sơn, đặc biệt là các nhà máy tại Nhơn Trạch (Đồng Nai) và Phú Mỹ (Bà Rịa)	Trữ lượng 2P: Sao Vàng: 686 tỷ bộ khối (bcf) khí và 30 triệu thùng condensate, Đại Nguyệt: 454 bcf khí	Dòng khí đầu tiên vào tháng 11 năm 2020.
Sư Tử Trắng giai đoạn 2	2020-2023	PVEP (50%), Perenco Cửu Long (23,25%), KNOC (14,25%), SK (9%), Geopetrol VN (3,5%)	Bổ sung vào nguồn khí cung cấp cho điện từ bể Cửu Long, bù đắp cho sự sụt giảm từ mỏ Bạch Hổ	Trữ lượng 2P: 317 bcf khí và 435 triệu thùng condensate	Giai đoạn 2A gồm việc triển khai các giếng khai thác tại giàn ST-PIP hiện hữu, với công suất dự kiến là 21 bcf mỗi năm. Giai đoạn 2B gồm việc xây dựng giàn công nghệ trung tâm (CGF) với 16 giếng khai thác, kết nối với giàn ST-PIP hiện hữu, với công suất dự kiến là 52 bcf mỗi năm. Vào ngày 20/8, hợp đồng mua bán khí cho Giai đoạn 2A đã được ký kết giữa các đối tác. Dòng khí đầu tiên từ giai đoạn 2A/2B dự kiến bắt đầu từ tháng 12/2020-Q4/2023.
Nam Du - U Minh	2022-2023	Jadestone (100%)	Bổ sung nguồn cung khí cho các nhà máy ở khu vực Tây Nam Bộ như Nhà máy điện Cà Mau 1,2	Trữ lượng 2C: 171bcf (+31 bcf) khí	Theo Jadestone, công ty đang đàm phán lại hợp đồng mua bán khí và lộ trình phát triển với Chính phủ Việt Nam. Jadestone kỳ vọng sẽ hoàn thành hợp đồng mua bán khí cùng lúc với nhận được sự chấp thuận phát triển mỏ cuối cùng. Kế hoạch dòng khí đầu tiên đã bị lùi từ năm 2021 sang cuối 2022 hoặc 2023 do giá dầu sụt giảm vào đầu năm 2020.
Lạc Đà Vàng	2023	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SK Innovation (25%)		Trữ lượng thu hồi được: 100tr thùng	Kế hoạch phát triển đại cương (ODP) được chấp thuận trong tháng 09/2019. Kế hoạch phát triển mỏ dự kiến nộp trong năm 2020. Nhà điều hành Murphy cũng đang triển khai việc thăm dò tại các mỏ kề cận (Lạc Đà Trắng, Lạc Đà Nâu, v.v.) và Lô 15-2/17.
Lô B - Ô Môn	2023-2024	PVN (42,38%), MOECO (25,62%), PVEP (23,5%), PTTEP (8,5%)	Các nhà máy điện mới Ô Môn I, Ô Môn II, Ô Môn III, Ô Môn IV	2,7 nghìn tỷ bộ khối (tcf) khí	Một số gói thầu EPC đường ống đã được mở vào tháng 02/2020 và thời gian đóng thầu được gia hạn đến cuối 2020, đầu 2021. Dòng khí đầu tiên dự kiến vào năm 2023, tuy nhiên thông tin gần đây cho biết các thỏa thuận thương mại vẫn đang trong quá trình thảo luận và dòng khí đầu tiên có thể bị trì hoãn đến sớm nhất là tháng 9/2024.
Cá Voi Xanh	2024-2025	Exxonmobil (64%)	Các nhà máy điện mới Dung Quất I, III, Miền Trung I, II	5.3 tcf khí	Hợp đồng FEED đã được giao cho Saipem vào tháng 2/2019 và hoàn thành vào tháng 4/2020. Vào tháng 7/2020, PVN và EVN cho biết họ đang làm việc với ExxonMobil để hoàn tất các thỏa thuận mua bán khí và điện. Dòng khí đầu tiên dự kiến vào Q4/2023.
Kèn Bầu	2027-2028	ENI (50%), ESSAR (50%)		7-9 tcf khí khô và 400-500tr thùng condensate	Mỏ này đang trong quá trình thăm dò. Hai giếng thăm dò đầu tiên được khoan vào tháng 7/2019 và tháng 7/2020 đã xác nhận lượng tích tụ hydrocarbon đáng kể, ước tính từ 7-9 tcf khí và 400-500 triệu thùng condensate.

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, INTERNET

Hình 220 cập nhật nhanh về tiến độ một số dự án dầu khí tiềm năng tại Việt Nam. Cho đến cuối tháng 10/2020, cả dự án Lô B – Ô Môn (vốn đầu tư thượng nguồn và trung nguồn là 3,5 – 5 tỷ USD) và mỏ Cá Voi Xanh đều không có tiến triển đáng kể nào do gặp khó khăn trong việc đàm phán các hợp đồng thương mại về giá khí, giá điện và phê duyệt nghiên cứu khả thi (FS) của các nhà máy điện có liên quan. Do vậy, chúng tôi cho rằng quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho cả 2 dự án sẽ được phê duyệt sớm nhất vào Q2/21 và các hợp đồng EPC cho 2 dự án này sẽ được thực hiện chủ yếu trong năm 2022-2023.

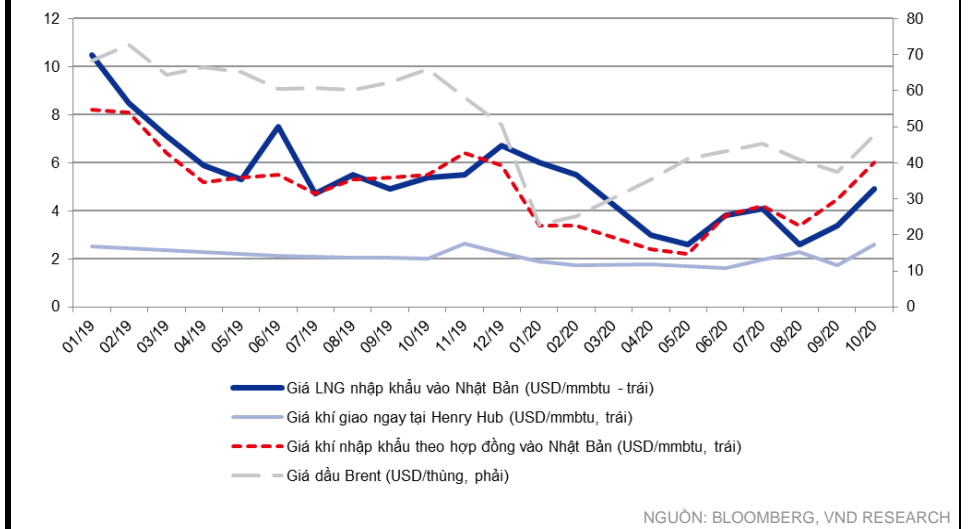
Trong khi đó, một số dự án khác, chủ yếu là phát triển các mỏ hiện hữu, như Sư Tử Trắng giai đoạn 2 và phát triển toàn mỏ Tê Giác Trắng, đã được Chính phủ phê duyệt trong vài tháng vừa qua. Những dự án này sẽ mang lại công việc cho các nhà cung cấp dịch vụ và nhà thầu trong nước, vốn đang bị ảnh hưởng do các nhà khai thác cắt giảm/hoãn kế hoạch đầu tư mới. Tuy vậy, quy mô của các dự án này chỉ ở mức trung bình (200-350 triệu USD).

Các dự án kho cảng LNG chỉ mới ở giai đoạn đầu ➤

Giá LNG toàn cầu thấp tạo động lực cho các dự án LNG

Do các dự án khí lớn đang đối mặt với sự chậm trễ do khó khăn trong đàm phán cơ chế giá cũng như thủ tục phê duyệt kéo dài, chúng tôi nhận thấy việc phát triển các mỏ nhỏ/hiện hữu và xây dựng kho cảng LNG sẽ là giải pháp chính trong 2 năm tới.

Hình 201: Giá khí LNG giảm từ đầu năm 2020 do dịch Covid-19



Giá giao dịch LNG đã giảm từ 6,4-6,7 USD/mmbtu cuối năm 2019 xuống còn 3,4-4,5 USD/mmbtu vào cuối T9/20 do nhu cầu suy yếu bởi mùa đông 2019 ôn hòa hơn ở Bắc bán cầu và ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng giá LNG sẽ phục hồi dần trong năm 2021 nhờ nhu cầu cải thiện trong bối cảnh nền kinh tế dự báo hồi phục hậu Covid-19, đặc biệt là tại các thị trường nhập khẩu quan trọng ở châu Á (nơi tình hình dịch dường như được kiểm soát tốt hơn so với phương Tây). Tuy nhiên, theo IEA, tăng trưởng khối lượng giao dịch LNG và sự hồi phục của giá có thể bị giới hạn bởi tốc độ mở rộng nhanh hơn của công suất hóa lỏng khí trên toàn cầu (+11% svck trong năm 2019).

Tại Việt Nam, do chưa đưa vào vận hành bất cứ dự án LNG nào nên chúng tôi sử dụng giá nhập khẩu vào Nhật Bản làm tham chiếu cho giá nhập khẩu vào Việt Nam. Dựa trên dự báo giá dầu là 48-60 USD/thùng trong giai đoạn 2021-2024 (từ mức giá 42 USD/thùng năm 2020) và dự báo của Bloomberg đối với giá khí Henry Hub là 2,68-3,01 USD/mmbtu (từ 2,07 USD/mmbtu năm 2020), chúng tôi ước tính giá nhập khẩu Nhật Bản sẽ tăng về mức 5-6 USD/mmbtu trong cùng giai đoạn. Tính thêm chi phí tái hóa khí và chi phí vận chuyển ước tính là 1-1,5 USD/mmbtu, giá khí bán cho nhà máy điện ở Việt Nam tối thiểu sẽ là 6-7,5 USD/mmbtu vào năm 2024. Giả định giá khí có thể được chuyển hoàn toàn sang giá bán điện, giá khí thấp hơn (-25% sv dự báo trước đó của các nhà hoạch định chính sách) sẽ kéo theo giá điện thấp hơn và giúp cho điện khí LNG trở nên cạnh tranh hơn so với các dự án năng lượng tái tạo.

Các dự án LNG đang trong quá trình triển khai

Hình 202: Các dự án kho cảng LNG đang trong quá trình triển khai

Dự án	Vị trí	Công suất (tr tấn/năm)	Dự kiến hoạt động	Chủ đầu tư	Nhà máy điện
Các dự án nhà máy điện liên quan đã được bổ sung vào Quy hoạch điện 7 điều chỉnh					
Hải Linh	Bà Rịa - Vũng Tàu	2-3	2021	TNNH Hải Linh	Hiệp Phước, các nhà máy điện của EVN
Thị Vải	Bà Rịa - Vũng Tàu	1-3	2022-2024	PVGas	Nhơn Trạch 3 và 4
Sơn Mỹ GD 1	Bình Thuận	3	2024-2025	PVGas, AES (Mỹ)	Sơn Mỹ 2
Bạc Liêu	Bạc Liêu	3	2024	Delta Offshore Energy (Singapore)	Bạc Liêu
Long Sơn GD 1	Bà Rịa - Vũng Tàu	3,5	2025-2026	GTPP (nhóm các nhà đầu tư Việt Nam), Mitsubishi Corp, General Electric	Trung tâm điện lực Long Sơn
Cà Ná GD 1	Ninh Thuận		2025-2026	Trung Nam (Việt Nam)	Trung tâm điện lực Cà Ná
Long An	Long An		2025-2027		Long An 1, 2
LNG Quảng Ninh	Quảng Ninh		2026-2027	Tokyo Gas, Marubeni, Colavi, PVPower	Quảng Ninh
Các dự án nhà máy điện liên quan được đề xuất bổ sung vào Quy hoạch điện 7 điều chỉnh/Quy hoạch điện 8					
Cái Mép Hạ	Bà Rịa - Vũng Tàu	9	2023-2030	GenX Energy, T&T (Mỹ)	Cái Mép Hạ
Chân Mây	Huế		2024-2027	CTCP LNG Chân Mây	LNG Chân Mây
Vũng Áng 3	Hà Tĩnh	1,5	2025-2028	Vingroup (VN)	LNG Vũng Áng 3
Kê Gà	Bình Thuận	1,5	2025	ECV (Mỹ), KOGAS (Hàn Quốc), Excelerate Energy (Mỹ)	Kê Gà
Tiên Lãng	Hải Phòng	6	2026-2030	Exxon Mobil (Mỹ), JERA (Nhật Bản)	LNG Tiên Lãng
Cái Tráp	Hải Phòng			Vingroup (VN)	LNG Cái Tráp
Long Sơn 2	Bà Rịa - Vũng Tàu			Marubeni (Nhật Bản)	Long Sơn (trong Khu liên hợp dầu khí Long Sơn)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tổng hợp danh sách một số dự án LNG, bao gồm 3 kho cảng độc lập và 12 dự án tích hợp điện khí LNG, mà chúng tôi cho rằng có khả năng được triển khai cao hơn trong vòng 7 năm tới. Ngay cả khi giá các sản phẩm dầu khí duy trì ở mức thấp, các kho cảng LNG và nhà máy điện khí vẫn cần đi vào hoạt động kịp thời để giảm bớt tình trạng thiếu điện đang gia tăng tại Việt Nam. Trong số các dự án được đề cập, chỉ có 2 dự án đang được thực hiện (Hải Linh và Thị Vải), do vậy tiềm năng từ các dự án còn lại rất lớn, tạo điều kiện cho các nhà cung cấp dịch vụ và nhà thầu xây lắp trong nước như PTSC (PVS) và PVC-MS (PXS).

Cổ phiếu ưa thích: Chúng tôi ưa thích những doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hưởng lợi từ câu chuyện phát triển cơ sở hạ tầng >

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung tính đối với ngành dầu khí do tác động kéo dài của dịch Covid-19 lên giá dầu và khí trong năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của các nhà cung cấp dịch vụ dầu khí, những doanh nghiệp sẽ sớm được hưởng lợi từ việc đẩy nhanh phát triển dự án để đáp ứng nhu cầu khí cho phát điện.

Lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi là Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS, Khả quan, GMT: 17.700 đồng/cp) vì chúng tôi cho rằng công ty có thể ký kết thêm các hợp đồng mới trong năm 2021 như Sư Tử Trắng giai đoạn 2, đường ống Lô B, và làm thầu phụ cho các dự án kho cảng LNG. Chúng tôi dự báo PVS sẽ đạt CAGR doanh thu 10,9% và CAGR LN ròng 5,5% trong giai đoạn 2019-2022, với giả định mảng xây lắp (M&C) duy trì giá trị đơn hàng chưa thực hiện cao và các mảng dịch vụ khác hồi phục dần theo giá dầu. Ở mức giá hiện tại, PVS đang giao dịch ở mức P/E 8,2 lần dựa trên dự phóng EPS 2020 của chúng tôi, thấp hơn nhiều so với trung bình các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực là 13,3 lần.

Chúng tôi cũng ưa thích Tổng Công ty Vận tải Dầu khí (PVT VN, Khả quan, GMT: 15.200 đồng/cp) do chúng tôi kỳ vọng kế hoạch mở rộng và nâng cấp đội tàu của PVT sẽ được khởi động trở lại từ năm 2021 để tận dụng giai đoạn giá tàu đang thấp trong hiện tại, trong bối cảnh nhu cầu vận chuyển kỳ vọng hồi phục trong 2021. Chúng tôi cho rằng kế hoạch capex trên 7.400 tỷ đồng của năm 2020 sẽ được giải ngân chủ yếu trong 2021-2023, hỗ trợ cho CAGR LN ròng đạt 5,3% trong giai đoạn 2020-2023.

Hình 203: So sánh các công ty trong ngành

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)		ROE (%)		ROA (%)	
						2020F	2021F		2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
Các DN phân phối khí														
PV GAS	GAS VN	TRUNG LẬP	84.400	87.900	6.984	14,9	14,6	-2,4%	3,6	3,6	24,4%	24,7%	17,7%	17,2%
Indraprastha Gas	IGL IN	KHÔNG KN	482	NA	4.574	31,7	23,1	11,2%	5,6	4,9	18,9%	21,0%	NA	NA
Toho Gas Ltd	9533 JP	KHÔNG KN	6.590	NA	6.659	52,7	45,6	-0,9%	2,1	2,0	4,7%	4,5%	2,8%	2,9%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	KHẢ QUAN	17,3	18,6	8.413	18,5	18,5	0,1%	2,7	2,6	14,9%	14,3%	9,9%	9,4%
China Gas Holdings	384 HK	KHÔNG KN	29,0	NA	19.499	14,0	12,1	15,4%	3,2	2,7	24,2%	23,5%	9,1%	9,4%
PTT PLC	PTT TB	KHẢ QUAN	43,0	49,0	40.837	17,5	16,2	-6,4%	2,7	2,6	14,9%	14,3%	9,9%	9,4%
Trung bình (DN phân phối khí, trừ GAS)					15.997	26,9	23,1	3,9%	3,2	2,9	15,5%	15,5%	7,9%	7,7%
Các DN dịch vụ dầu khí														
PTSC	PVS VN	KHẢ QUAN	15.000	17.700	310	8,2	7,3	5,5%	0,7	0,8	7,7%	9,7%	3,6%	4,0%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KHÔNG KN	0,5	NA	183	NA	51,7	NA	0,3	0,3	-6,3%	1,0%	-2,8%	0,9%
Yinson Holdings	YNS MK	KHẢ QUAN	5,7	6,6	1.493	15,3	9,9	41,2%	1,8	1,3	11,7%	11,9%	5,0%	4,5%
Sembcorp Marine	SMM SP	TRUNG LẬP	0,2	0,1	1.521	NA	NA	NA	0,5	0,5	-12,8%	-1,5%	-4,6%	-0,7%
Hyundai Engineering	000720 KS	TRUNG LẬP	38.350	34.500	3.927	11,2	9,9	NA	0,6	0,6	5,4%	5,8%	2,0%	2,2%
Keppel Corp	KEP SP	KHẢ QUAN	5,2	6,5	7.106	13,4	11,6	5,3%	0,9	0,8	6,5%	7,2%	2,4%	2,6%
Trung bình (DN dịch vụ dầu khí, trừ PVS)					2.846	13,3	20,8	23,2%	0,8	0,7	0,9%	4,9%	0,4%	1,9%
Các DN khoan ngoài khơi														
PV Drilling	PVD VN	TRUNG LẬP	13.150	13.400	239	29,4	12,4	34,2%	0,4	0,4	1,5%	3,5%	0,9%	2,2%
Borr Drilling Ltd	BDRILL NO	KHÔNG KN	9,20	NA	229	NA	NA	26,0%	0,1	0,2	-25,0%	-23,2%	-8,9%	-6,9%
Velesto Energy Bhd	VEB MK	TRUNG LẬP	0,15	0,14	304	NA	NA	NA	0,4	0,4	-1,6%	-0,2%	-1,1%	-0,2%
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	KÉM KHẢ QUAN	0,13	0,06	492	NA	NA	-31,5%	0,2	0,2	-3,9%	-5,4%	-1,1%	-1,7%
Transocean	RIG US	KHÔNG KN	2,54	NA	1.562	NA	NA	NA	0,1	0,2	-6,1%	-5,9%	-3,4%	-2,3%
Trung bình (DN khoan ngoài khơi, trừ PVD)					647	NA	NA	-2,7%	0,2	0,3	-9,1%	-8,7%	-3,6%	-2,8%
Các DN vận tải biển														
PVTrans	PVT VN	KHẢ QUAN	13.050	15.200	183	8,2	7,8	5,3%	0,9	0,8	11,1%	10,8%	4,8%	4,7%
Vietnam Petroleum Trar	VIP VN	KHÔNG KN	7.670	NA	22	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Vietnam Tanker JSC	VTO VN	KHÔNG KN	7.450	NA	25	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Eusu Holdings Co Ltd	000700 KS	KHÔNG KN	5.500	NA	132	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Shipping Corp of India L	SCI IN	KHÔNG KN	88	NA	559	8,4	9,9	NA	NA	NA	6,3%	5,1%	NA	NA
Great Eastern Shipping	GESCO IN	KHÔNG KN	294	NA	586	7,1	6,6	NA	NA	NA	8,7%	8,8%	NA	NA
Trung bình (DN vận tải biển, trừ PVT)					265	7,7	8,3	NA	NA	NA	7,5%	7,0%	NA	NA

NGUỒN: BLOOMBERG, VND RESEARCH, CGS-CIMB RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 10/12)

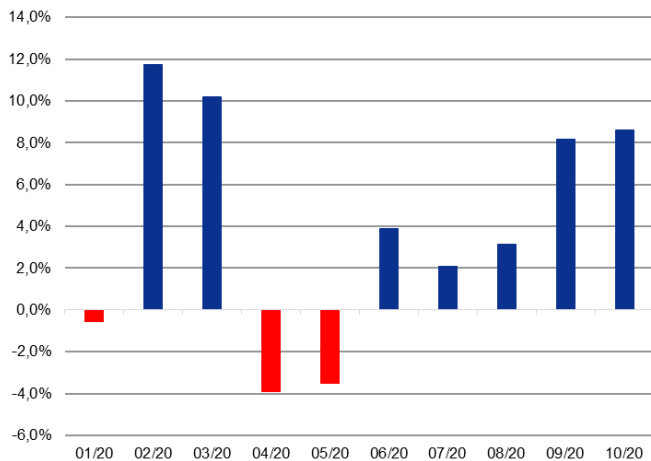
ĐIỆN: Phát triển năng lượng sạch

10T20: Tình trạng thiếu hụt điện cải thiện nhờ Covid-19 >

Trong 10T20, tiêu thụ điện của Việt Nam giảm 2,3% svck, thấp hơn mức 10,1% svck trong 10T19 do các hoạt động sản xuất bị đình trệ trong các đợt giãn cách xã hội do Covid-19 (hai lần vào tháng 4/2020 và tháng 8/2020). Chúng tôi dự báo tăng trưởng nhu cầu điện sẽ giảm xuống mức 6,0% svck trong 2020 so với 9,1% trong 2019.

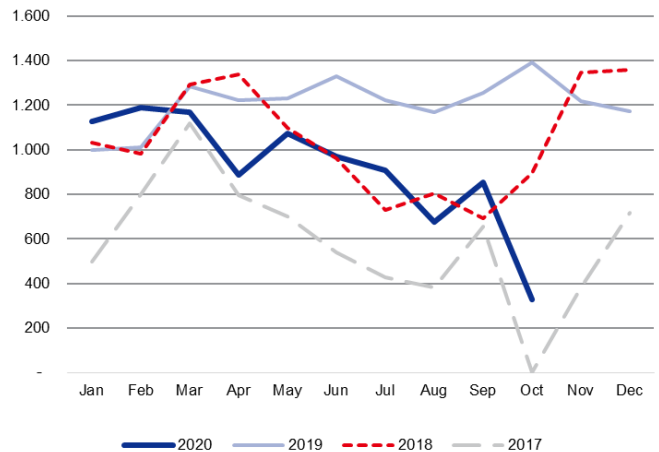
Về phía nguồn cung điện, việc các dự án lớn bị chậm tiến độ đã được bù đắp bởi đóng góp cao từ điện mặt trời (6.314MWp tính tới cuối tháng 9/2020, xấp xỉ 10% nguồn cung cả nước) và tăng cường xây dựng lưới điện/đường dây giúp các nguồn mới được huy động đủ công suất. Chúng tôi ước tính công suất lắp đặt năm 2020 đạt 56.800MW (+3,5% svck), thấp hơn mức 60.000MW trong Quy hoạch điện 7 (QHĐ 7) điều chỉnh, chủ yếu nhờ dự án Duyên Hải 3 mở rộng (660MW), dự án thủy điện Thượng Kon Tum (220MW) và các nhà máy điện mặt trời khác (1.040MW) đi vào hoạt động.

Hình 204: Tăng trưởng tiêu thụ điện svck trong 10T20



NGUỒN: VND RESEARCH, BỘ CÔNG THƯƠNG

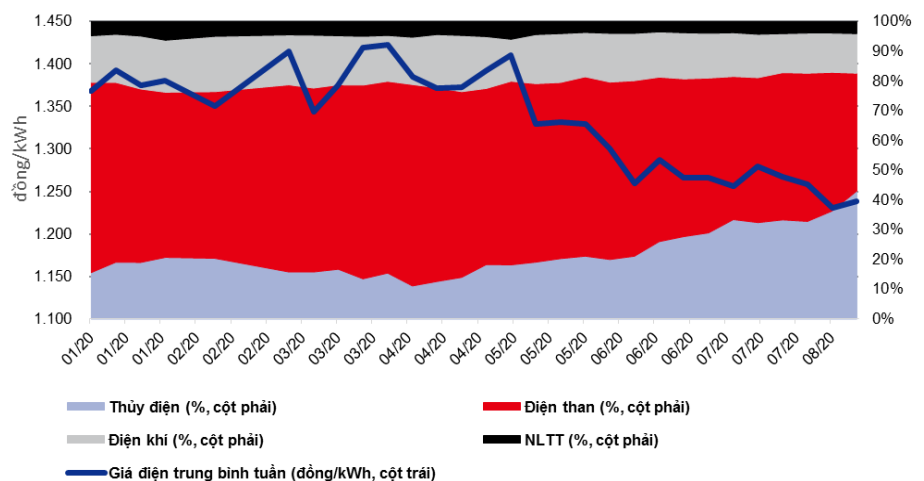
Hình 205: Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (đồng/kWh)



NGUỒN: VND RESEARCH, GENCO 3

Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) giảm dần về cuối năm 2020 (1) nhu cầu tăng trưởng yếu, (2) giá nhiên liệu đầu vào tại các nhà máy giảm (khí -10,1% svck, than -2,6% svck trong 10T20) và (3) tỷ trọng đóng góp của mảng thủy điện tăng dần, đặc biệt vào Q3/2020 nhờ lượng mưa hồi phục mạnh.

Hình 206: Giá CGM giảm dần do tỷ trọng đóng góp của thủy điện tăng



NGUỒN: VND RESEARCH, EVN

Chuyên viên phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

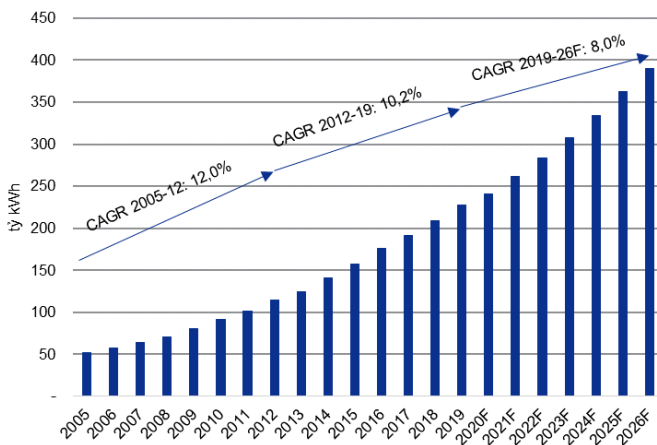
Thiếu hụt điện có thể nghiêm trọng hơn trong 2021-2023 >

Tiêu thụ điện dự báo phục hồi mạnh kể từ 2021 nhưng nguồn cung chưa bắt kịp

Mặc dù chúng tôi cho rằng đại dịch Covid-19 có thể kéo dài đến cuối năm 2021, tác động của dịch đến nhu cầu điện Việt Nam chỉ mang tính ngắn hạn và tăng trưởng nhu cầu có thể phục hồi về mức trước dịch, đạt 8-10% kể từ năm 2021 khi nền kinh tế được hỗ trợ bởi chính sách nới lỏng tiền tệ, các yếu tố vĩ mô tích cực và nhu cầu xuất khẩu phục hồi.

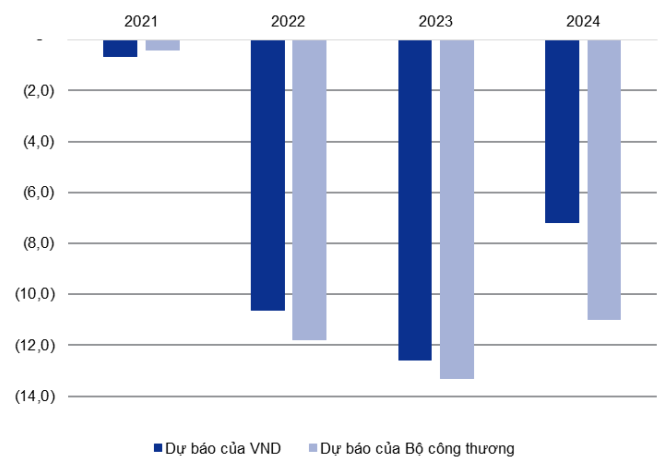
Tuy nhiên, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép tổng nguồn cung điện của Việt Nam chỉ đạt 3,4% trong 2021-2022 do các dự án lớn (tổng công suất trên 200MW) dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2019-2025 chậm tiến độ từ 1-2 năm. Theo một báo cáo gần đây của EVN về tiến độ các dự án điện mới, tính tới ngày 20/5/2020, Việt Nam mới chỉ hoàn thành 77,7% các dự án trong quy hoạch điện giai đoạn 2016-2020. Nguyên nhân chủ yếu do các nhà máy của PVN/EVN chậm tiến độ. Bên cạnh đó, 14.490MW công suất lắp đặt khó có thể đưa vào vận hành như dự kiến trong 2021-25. Do đó, nguồn cung mới có khả năng chỉ hoàn thành 54,7% kế hoạch giai đoạn 2021-2025.

Hình 207: Tăng trưởng kép nhu cầu điện ước tính đạt 8,0% trong 2019-2026



NGUỒN: VND RESEARCH, EVN, BỘ CÔNG THƯƠNG

Hình 208: Dự báo tình trạng thiếu điện sẽ nghiêm trọng hơn trong 2022-2023 (Đơn: tỷ kWh)



NGUỒN: VND RESEARCH, BỘ CÔNG THƯƠNG

Chúng tôi dự báo giá điện bình quân sẽ phục hồi từ nửa sau 2021

Theo quan điểm của chúng tôi, giá bán điện bình quân (ASP) sẽ duy trì mức thấp trong nửa đầu 2021 và phục hồi sau đó nhờ các yếu tố sau:

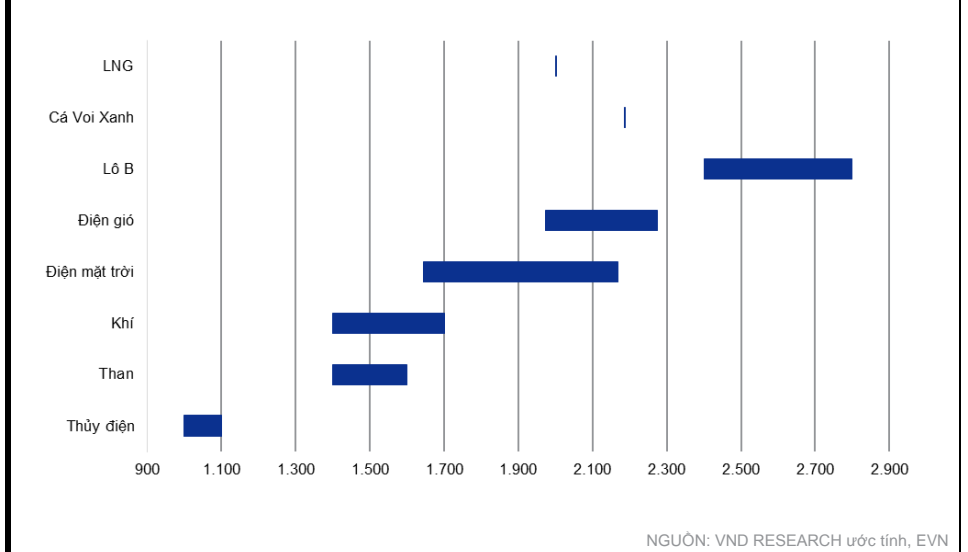
- Theo Trung tâm Dự báo Khí hậu Hoa Kỳ, có 65% khả năng La Nina sẽ kéo dài tới cuối tháng 5/21, tạo điều kiện cho các nhà máy thủy điện trữ đủ nước để hoạt động tới cuối năm 2021. Do thủy điện là nguồn rẻ nhất, điều này sẽ làm chậm lại tăng trưởng giá bán trên thị trường cạnh tranh, ít nhất tới nửa sau 2021.
- Tình trạng thiếu điện trở nên nghiêm trọng hơn khi nền kinh tế phục hồi hậu Covid-19, tạo động lực cho giá bán điện tăng. Bên cạnh đó, giá nhiên liệu đầu vào như khí (giá dầu thô Brent +16,3% svck) và than (+5% svck đối với nguồn trong nước và +1% svck đối với nguồn nhập khẩu), theo ước tính của chúng tôi) dự báo tăng có thể đẩy mạnh giá chào của các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than.

Chúng tôi cho rằng các yếu tố đề cập trên sẽ tạo điều kiện cho việc tăng giá điện bán lẻ trong 2021, vốn đã bị trì hoãn từ năm 2020 do dịch Covid-19.

Về mặt giá bán theo loại hình phát điện, chúng tôi nhận thấy thủy điện là nguồn rẻ nhất, theo sau đó là các nguồn điện truyền thống như than và khí. Trong khi đó, các nguồn năng lượng tái tạo hiện đang được hưởng chính sách giá ưu đãi với mức giá mua cao từ EVN do mảng này chỉ mới đang phát triển ở giai đoạn đầu tại Việt Nam. Giả định giá thủy điện ít thay đổi và đóng góp của năng lượng tái tạo vào nguồn cung còn hạn chế, chúng tôi cho rằng giá mua điện của EVN tăng dần trong trung hạn phần lớn đến từ giá dầu và giá khí cao hơn, và đóng góp của các nhà máy mới sử dụng nhiên liệu đầu vào có chi phí cao.

Chi phí để phát triển các mỏ khí mới như Cá Voi Xanh và Lô B dự kiến sẽ cao hơn nhiều các mỏ khí cũ. Điều này dẫn tới giá khí bán cho các nhà máy điện cao hơn và giá bán điện cho EVN tăng. Đối với LNG, thông tin trước đây từ EVN ước tính giá bán điện ở mức 2.000đ/kWh, giá định giá LNG ở mức 10,5 USD/mmbtu. Tuy nhiên do giá LNG đã giảm mạnh trong năm 2020, chúng tôi dự báo khi các nhà máy LNG của Việt Nam đưa vào hoạt động sớm nhất là vào 2023-2024, giá LNG sẽ ở mức tối thiểu 6 USD/mmbtu. Mức giá này khiến LNG trở nên phù hợp hơn cho phát triển trong trung hạn.

Hình 209: So sánh giá bán bình quân từ các nguồn điện trong 2018-2023 (đồng/kWh)



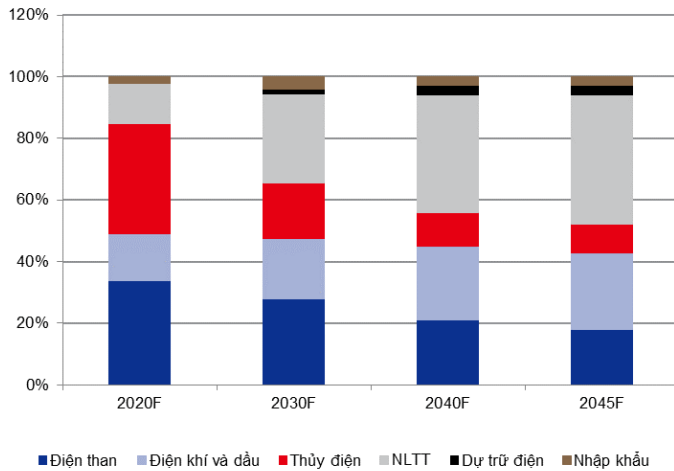
Quy hoạch điện 8: Hướng tới năng lượng tái tạo ➤

Thay đổi trong cơ cấu nguồn cung điện

Chính phủ đang trong quá trình xây dựng Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8), trong đó định hướng vào việc chuyển dịch sang các nguồn năng lượng tái tạo và năng lượng sạch. Theo dự thảo QHĐ 8 lần thứ nhất của Bộ Công thương, công suất lắp đặt dự báo sẽ tăng từ 59GW trong 2020 lên 138GW trong 2030 và 275GW trong 2045. Điều này nhằm đáp ứng tăng trưởng nhu cầu điện 8,3% trong 2021-2030 và 3,4% trong 2031-2050. Tuy nhiên, có một số thay đổi đáng kể trong cơ cấu nguồn điện, cụ thể như sau:

- Hạn chế phát triển các nhà máy điện than, cụ thể là hủy bỏ 9,5GW công suất và lùi 7,6GW công suất điện than về sau 2030, tương đương với gần một nửa số các dự án có trong QHĐ7 điều chỉnh (17GW/35GW). 18GW công suất còn lại sẽ tiếp tục được đầu tư nhưng cần đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật nghiêm ngặt hơn nhằm nâng cao hiệu suất và giảm phát thải ra môi trường. Mảng nhiệt điện than dự kiến sẽ giảm tỷ trọng đóng góp vào tổng công suất lắp đặt từ 34% vào năm 2020 xuống 28% trong 2030 và 18% trong 2045.
- Các nhà máy điện khí sẽ là nguồn cung cấp năng lượng chủ đạo nhờ tính ổn định và tiềm năng nhập khẩu LNG của Việt Nam trong trung hạn. Nhiệt điện khí dự kiến sẽ chiếm 20% tổng công suất toàn hệ thống trong năm 2030 (từ mức 15% hiện tại), tăng lên 25% trong năm 2045. Nhu cầu nhập khẩu khí LNG sẽ tăng từ 1,2 triệu tấn trong năm 2025 lên 8,5 triệu tấn trong 2030.
- Năng lượng tái tạo, chủ yếu là điện mặt trời và điện gió, sẽ phát triển mạnh mẽ từ mức 13% tổng công suất trong 2020 lên 28% trong 2030 và 41% trong 2045. Hầu hết các dự án sẽ nằm ở khu vực miền Nam, nơi tiềm năng phát triển điện mặt trời và điện gió là lớn nhất. Việc chuyển dịch sang năng lượng tái tạo cho thấy cam kết của chính phủ trong nỗ lực giảm khí thải carbon, phù hợp với xu hướng toàn cầu. Điều này cũng được hỗ trợ bởi chi phí đầu tư vào mảng năng lượng tái tạo vẫn đang có xu hướng giảm, nhờ cải tiến công nghệ, lợi thế quy mô và các chính sách hỗ trợ của thị trường.

Hình 210: Công suất lắp đặt theo nguồn điện trong dự thảo QHĐ 8



NGUỒN: VND RESEARCH, IEEFA

Hình 211: Ước tính chi phí đầu tư năng lượng tái tạo trong dự thảo QHĐ 8

	Chi phí xây dựng năm gốc (USD/MW)	Thay đổi so với năm gốc		
		2025-29	2030-39	2040-45
TB gió trên bờ (>= to 6 m/s)	1,7	-10,7%	-18,3%	-24,5%
TB gió trên bờ (5.5-6m/s)	2,0	-10,7%	-21,4%	-29,2%
TB gió trên bờ (4.5-5.5m/s)	2,0	-10,7%	-21,4%	-26,7%
Trung bình	1,9	-10,7%	-20,4%	-26,8%
TB gió ngoài khơi (cố định)	3,1	-2,3%	-17,3%	-23,2%
TB gió ngoài khơi (nổi)	4,3	-2,3%	-16,1%	-37,9%
Trung bình	3,7	-2,3%	-16,7%	-30,5%
Điện mặt trời quy mô lớn	1,1	-10,4%	-20,8%	-29,8%
Điện mặt trời áp mái		-10,4%	-20,8%	-29,8%
Trung bình		-7,8%	-19,2%	-28,7%

NGUỒN: VND RESEARCH, IEEFA

Chúng tôi kỳ vọng điện mặt trời và điện gió sẽ đóng góp phần lớn vào nguồn cung mới trong 2021-2023, do phần lớn các nhà máy điện khí và điện than đều đang chậm tiến độ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công suất điện gió sẽ tăng mạnh trong 2021 do các chủ đầu tư đang gấp rút triển khai dự án nhằm đưa các nhà máy vào hoạt động trước 1/11/2021 để tận dụng chính sách giá bán ưu đãi. Điều này tương tự với sự bùng nổ công suất điện mặt trời vào giữa năm 2019 khi cơ chế giá ưu đãi cho điện mặt trời kết thúc. Số liệu cho thấy công suất điện mặt trời đã tăng từ dưới 300MW lên 4.464MW tính tới ngày 30/6/2019.

Tuy nhiên, công suất điện gió trong giai đoạn tới có thể sẽ tăng chậm hơn mức này, từ dưới 400MW cuối năm 2019 lên 2.900MW vào tháng 11/21 do một nhà máy điện gió sẽ cần thời gian xây dựng lâu hơn, từ 2-3 năm, so với một nhà máy điện mặt trời (6-9 tháng).

Về mảng năng lượng mặt trời, chúng tôi nhận thấy vẫn còn dư địa tăng trưởng trên cơ sở tiềm năng phát triển ở khu vực miền Trung và Nam còn nhiều. Tuy nhiên, các chính sách giá chưa rõ ràng đối với các dự án năng lượng mặt trời sau tháng 12/2020 sẽ kìm hãm tốc độ phát triển của mảng này.

Hình 212: Tóm tắt cơ chế giá ưu đãi (FIT) cho các dự án năng lượng tái tạo

	Điện mặt trời		Điện gió	
	02/2019/QĐ-TTg	13/2020/QĐ-TTg	39/2018/QĐ-TTg	Cơ chế mới đang được đề xuất bởi Bộ Công Thương
Hiệu lực	Trước tháng 07/2019	07/2019 - cuối 2020	Trước tháng 11/2021	T11/2021- cuối 2023
Giá mua điện của EVN (US cents/kWh)	9,35	Điện nổi: 7,69 Điện mặt đất: 7,09 Điện áp mái: 8,38	Trên bờ: 8,5 Ngoài khơi: 9,8	Trên bờ: 7,02 Ngoài khơi: 8,47

NGUỒN: VND RESEARCH, BỘ CÔNG THƯƠNG

Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp với các yếu tố sau 1) sở hữu các dự án điện gió được chấp thuận đưa vào QHĐ 7 điều chỉnh trước năm 2019, 2) khả năng huy động vốn tốt và 3) khả năng điều hành các dự án sẽ có vị thế tốt hơn trong việc phát triển năng lượng tái tạo trong năm 2021. Một số cái tên đáng chú ý có thể kể đến Trung Nam, Gelex và Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh (REE).

LNG – Câu chuyện dài hạn

80% tổng lượng khí tiêu thụ tại Việt Nam là phục vụ cho sản xuất điện. Tuy nhiên, việc khai thác khí tự nhiên trong nước được dự báo sẽ đạt đỉnh trong năm 2026, chưa tính đến phát hiện mới ở mỏ Kèn Bàu (Nguồn: Viện Kinh tế Năng lượng và Phân tích Tài chính - IEEFA). Do đó, trong Nghị quyết số 55-NQ/TW ban hành ngày 11/2/2020, Chính phủ đã nêu rõ trọng tâm phát triển cơ sở hạ tầng LNG ở

Việt Nam phục vụ cho hoạt động nhập khẩu và tiêu thụ. Tính đến hiện tại, chúng tôi ước tính có 15.900 – 16.200MW công suất điện từ LNG đã được phê duyệt trong QHĐ 7 điều chỉnh và có 9.300MW được đề xuất đưa vào QHĐ 8 sắp tới.

Hình 213: Dự án điện LNG trong QHĐ 7 điều chỉnh

Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Vốn đầu tư (tr USD)	Dự kiến hoạt động	Chủ đầu tư	Nhận định
Nhơn Trạch 3&4	Đồng Nai	1.500	1.400	2023-2024	PVPower	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Thị Vải
Sơn Mỹ 2	Bình Thuận	2.200	4.000	2024-2027	AES Group (Mỹ)	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Sơn Mỹ. Hợp đồng BOT kéo dài 20 năm.
Bạc Liêu	Bạc Liêu	3.200	4.000	2024-2027	Delta Offshore Energy (Singapore)	Dự án điện độc lập, giá bán điện dự kiến là 7 UScent/kWh. Giai đoạn 1 (800MW) dự kiến phát điện năm 2024.
Long Sơn (GD1)	Bà Rịa - Vũng Tàu	1.200	3.780	2025-2026	Electric	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Long Sơn
Cà Ná (GD1)	Ninh Thuận	1.500	3.850	2025-2026	Trung Nam	
Long An	Long An	2.800		2025-2027		
Quảng Ninh	Quảng Ninh	1.500	1.900	2026-2027	Tokyo Gas, Marubeni, Colavi, EDF (Pháp), Sojitz, Kyushu (Nhật Bản), Tập đoàn Thái Bình Dương	
Sơn Mỹ 1	Bình Thuận	2.000		2027 (Việt Nam)		Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Sơn Mỹ

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Một vấn đề nổi bật hiện nay trong việc phát triển các nhà máy điện từ LNG là thiếu hụt cơ sở hạ tầng cho nhập khẩu (kho cảng, cơ sở tái hóa khí) và các quy định không rõ ràng về cơ chế giá/chi phí cho các dự án LNG tích hợp. Trong khi cơ sở hạ tầng nhập khẩu đã bước đầu được giải quyết nhờ việc cảng LNG Hải Linh (công suất 2 – 3tr tấn/năm) dự kiến đưa vào hoạt động từ năm 2021 và cảng LNG Thị Vải GD 1 (công suất 1tr tấn/năm) đưa vào hoạt động từ năm 2022, các chính sách về giá bán sẽ chỉ rõ ràng hơn khi nhà máy điện LNG đầu tiên (Nhơn Trạch 3) đi vào hoạt động trong năm 2023. Do đó, mặc dù chúng tôi nhận thấy nhiều tiềm năng từ mảng điện LNG nhờ tính ổn định (khác với năng lượng tái tạo phát điện mạnh vào khung giờ nhất định), chúng tôi cho rằng đây là một câu chuyện cho dài hạn, kể từ năm 2023 trở đi.

Sự tham gia của khối tư nhân vào ngành điện

Bên cạnh việc mở rộng công suất nhằm đáp ứng nhu cầu sử dụng điện, đầu tư vào lưới điện cũng là một nhiệm vụ cần thiết nhằm giải phóng công suất hệ thống, giúp tối ưu hóa cơ cấu huy động và hạ chi phí sản xuất điện xuống mức thấp nhất. QHĐ 8 ước tính cần đến 317,4 tỷ USD vốn đầu tư cho ngành điện trong giai đoạn 2021-2045, trong đó 232,4 tỷ USD cho phát triển nguồn điện và 85 tỷ USD cho phát triển lưới điện. Tuy nhiên, LN ròng của EVN năm 2019 chỉ đạt xấp xỉ 425 triệu USD, với tổng nợ đạt 21,2 tỷ USD cuối năm 2019, chủ yếu tới từ các nguồn quốc tế thông qua vay lại từ Chính phủ. Điều này cho thấy dòng tiền và khả năng tiếp cận vốn trực tiếp bị hạn chế từ phía EVN.

Thông qua Nghị quyết số 55/NQ-TW, Chính phủ đã cho phép một cách tiếp cận linh hoạt hơn trong việc phát triển dự án, cho phép các bên tư nhân được tham gia đầu tư mảng điện, tăng hiệu quả và giảm gánh nặng cho EVN. Đường dây 500kWh do tư nhân cấp vốn đầu tiên đã được Trung Nam Group khánh thành vào tháng 9/2020, mất ít thời gian phát triển hơn so với các dự án tương tự của EVN do ít thủ tục hành chính hơn. Do đó, chúng tôi tin rằng quy trình đầu tư vào các dự án điện mới sẽ dần được tư nhân hóa, đặc biệt là trong các dự án tích hợp cần sự đồng bộ ở tất cả các khâu của dự án từ khâu nhiên liệu đầu vào, xây dựng nhà máy và xây dựng hạ tầng truyền tải điện.

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu POW và NT2 >

Chúng tôi duy trì đánh giá Tích cực đối với ngành điện bởi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi nhanh chóng khi các hoạt động kinh tế phục hồi về tương đương thời điểm trước Covid-19. Chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp có kế

hoạch mở rộng công suất, đặc biệt trong mảng điện khí và năng lượng tái tạo, cũng như các nhà cung cấp dịch vụ xây lắp hoặc thiết bị điện.

Lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi là TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW VN, Khả quan, GMT: 13.300 đồng/cp). Chúng tôi dự báo doanh nghiệp đạt tăng trưởng kép LN ròng 7,5% trong giai đoạn 2020-2023 nhờ tăng trưởng kép sản lượng đạt 3,8%. Với cơ cấu phát điện đa dạng (khí, than, thủy điện), chúng tôi dự phóng POW sẽ được hưởng lợi từ tình trạng thiếu điện tại Việt Nam trong trung và dài hạn. Nhờ đó các nhà máy của POW có thể duy trì hiệu suất cao với mức giá điện bình quân hấp dẫn. Ngoài ra, POW đang chuẩn bị đầu tư vào hai nhà máy điện LNG với tổng công suất 1.500MW. Dự kiến, 2 nhà máy này sẽ đưa vào sử dụng từ năm 2023-2024 và nâng tổng công suất của toàn công ty thêm 36%. Nhà Trạch 3 có thể trở thành nhà máy điện LNG đầu tiên tại Việt Nam, và đây sẽ là động lực thúc đẩy lợi nhuận từ năm 2023.

Trong ngành điện, chúng tôi cũng đánh giá cao CTCP Điện Nhơn Trạch 2 (NT2 VN, Khả quan, GMT: 28.400 đồng/cp). Nhà máy nằm ở trung tâm khu vực miền Nam, nơi tình trạng thiếu điện dự kiến sẽ đạt đỉnh trong vòng ba năm tới. Chúng tôi dự báo LN ròng của công ty sẽ tăng 26,5% svck trong năm 2021 do LN ròng năm 2020 ở mức thấp, trên cơ sở (1) hiệu suất sử dụng phục hồi (từ 65% lên 72%) sau đợt bảo dưỡng định kỳ năm 2020, (2) áp lực lãi vay giảm (khoảng 30-40 tỷ đồng/năm) do NT2 sẽ trả hết các khoản nợ dài hạn từ 6T21 và (3) giá bán điện phục hồi (+3,5% svck) do tăng trưởng nhu cầu điện cả nước quay trở lại mức trung bình 8-9%/năm. Tình hình tài chính vững chắc và dòng tiền ổn định cũng cho phép công ty có mức tỷ suất cổ tức hấp dẫn là 8,4-10,5% trong giai đoạn 2020-2021.

Hình 214: So sánh với doanh nghiệp cùng ngành

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)		ROE (%)		ROA (%)	
						2020F	2021F		2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
Các DN trong nước														
Nhơn Trạch 2	NT2 VN	KHẢ QUAN	23.600,0	28.400,0	294	12,3	8,8	1,9%	1,7	1,6	13,4%	18,5%	8,7%	12,8%
Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	KHÔNG KN	23.850,0	NA	331	9,3	8,8	-12,9%	1,3	1,2	14,2%	14,7%	12,0%	12,4%
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	KHÔNG KN	18.300,0	NA	396	7,6	10,8	-10,5%	NA	NA	18,0%	11,6%	10,4%	7,5%
PVPower	POWVN	KHẢ QUAN	11.300,0	13.300,0	1.144	13,9	12,0	2,4%	0,9	0,9	6,9%	7,7%	5,4%	5,5%
Các DN nước ngoài														
Guodian Changyuan Electri	000966 CH	KHÔNG KN	3,7	NA	632	8,4	5,8	5,1%	0,9	0,8	11,4%	12,4%	NA	NA
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	KHẢ QUAN	0,9	NA	1.077	13,2	12,4	5,1%	0,8	0,8	5,7%	6,1%	1,8%	1,8%
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH	KHÔNG KN	4,0	NA	1.389	8,9	7,6	13,8%	0,6	0,6	7,2%	7,8%	3,2%	3,8%
JSW Energy Ltd	JSWIN	KHÔNG KN	65,4	NA	1.458	12,7	11,1	-0,4%	0,9	0,8	6,8%	7,4%	5,8%	6,2%
First Gen Corp	FGEN PM	KHÔNG KN	28,0	NA	2.093	9,1	8,1	-0,4%	0,8	0,7	9,0%	9,3%	6,3%	7,4%
Trung bình					979	10,6	9,5	0,4%	1,0	0,9	10,3%	10,6%	6,7%	7,2%

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG (DỮ LIỆU TÍNH TỚI 10/12)

Triển vọng các doanh nghiệp

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

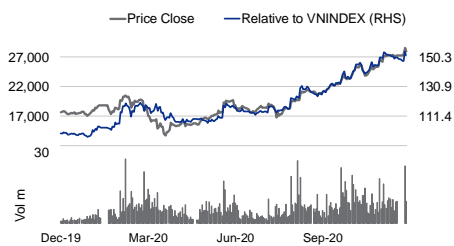
Consensus ratings*: KQ 14 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND27.950
Giá mục tiêu:	VND32.400
Giá mục tiêu cũ:	VND32.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	15,9%
CGS-CIMB / Consensus:	3,0%
Reuters:	ACB.HM
Bloomberg:	ACB VN
Vốn hóa:	US\$2.612tr
	VND60.415.560tr
GTGD bình quân:	US\$9,18tr
	VND213.470tr
SLCP đang lưu hành:	2.162tr
Free float:	35,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	10,5	33,7	59,4
Tương đối (%)	2,2	17,7	52

Cổ đông chính	% nắm giữ
Chủ tịch HĐQT và các bên liên quan	11,3
Dragon Financial Holdings Limited	6,9
Whistler Investments Limited	4,0

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

NHTMCP A Châu

Trợ lực đến từ thương vụ banca độc quyền

- Thương vụ banca độc quyền 370tr USD với SunLife VN thúc đẩy tăng Non-II; chuyển niềm yết sang HOSE làm tăng sức hấp dẫn đối với cổ phiếu ACB
- Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 15,3% trong giai đoạn 2020-22, nhờ tín dụng và NIM tăng ổn định; và Non-II sẽ tăng mạnh nhờ thỏa thuận banca.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 32.400 đồng.

Thu nhập ngoài lãi (non-NII) tăng tốc trong tương lai

Khoản phí trả trước cho hợp đồng độc quyền bancassurance 15 năm vào khoảng 370 triệu USD, chỉ thấp hơn một chút so với thương vụ 382 triệu USD giữa FWD và Vietcombank vào năm ngoái. Dựa trên thực tế thỏa thuận của FWD-VCB, chúng tôi ước tính khoản phí trả trước này sẽ được chia đều và ghi nhận trong vòng 5 năm tới. Với mạng lưới 371 chi nhánh, PGD và 3,6 triệu tài khoản khách hàng cá nhân, chúng tôi kỳ vọng rằng thu nhập ngoài lãi (non-NII) của ACB sẽ đạt tăng trưởng kép (CAGR) là 39,3% giai đoạn 2021-22 từ 15,6% giai đoạn 2017-19.

9T20 LNR tăng do tăng cho vay, NIM ổn định, tăng trích lập dự phòng

Tăng trưởng dư nợ cho vay đạt mức 10,7% 9T20, tương đương mức tăng 11,1% 9T19. NIM (dự phóng cả năm) 9T20 đạt 3,5%, gần tương đương svck, do chi phí vốn cải thiện nhờ tỷ lệ CASA tăng lên 18,4% vào cuối Q3/20 từ mức 17,5% cuối Q2/20 (cuối Q3/19: 16,5%) và lãi suất huy động thấp hơn; vì lợi suất tài sản giảm do tái cơ cấu các khoản vay và miễn/giảm lãi cho các doanh nghiệp bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch. Trong khi đó, CIR cải thiện đạt 45,2% trong 9T20 từ mức 49,3% trong 9T19, nhưng chi phí dự phòng tăng vọt 328,6% svck. Do đó, LNST 9T20 chỉ tăng 15,4% svck đạt 5.133 tỷ đồng (sv mức tăng 17,9% svck trong 9T19).

Chất lượng tài sản suy giảm nhẹ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát

Tỷ lệ nợ xấu nhích lên mức 0,83% vào cuối Q3/20 từ mức 0,68% cuối Q2/20 (cuối 2019: 0,54%) nhưng vẫn thấp thứ 2 toàn ngành. Tỷ lệ xóa nợ (quy đổi cả năm) trong 9T20 tăng lên 0,02% từ mức 0,01% trong năm 2019, dẫn đến tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm xuống 117,5% vào cuối Q3/20 từ mức 175% cuối năm 2019.

Chúng tôi dự báo CAGR LN ròng sẽ đạt 22,4% trong giai đoạn 2020-22

Chúng tôi kỳ vọng CAGR NII của ACB sẽ đạt 15,2 % trong giai đoạn 2020-22, dựa trên tăng trưởng tín dụng ổn định ở mức 15% và NIM cải thiện 8 điểm cơ bản. CAGR non-NII dự kiến sẽ tăng mạnh đạt 39,3% trong giai đoạn 2020-22, được thúc đẩy bởi CAGR NFI đạt 52,4% nhờ vào khoản phí banca trả trước và dòng phí hoa hồng mới. Trong khi đó, chúng tôi ước tính CIR sẽ cải thiện lên mức 48% trong giai đoạn 2020-22. Do đó, CAGR LN ròng kỳ vọng sẽ đạt 22,4% trong cùng giai đoạn.

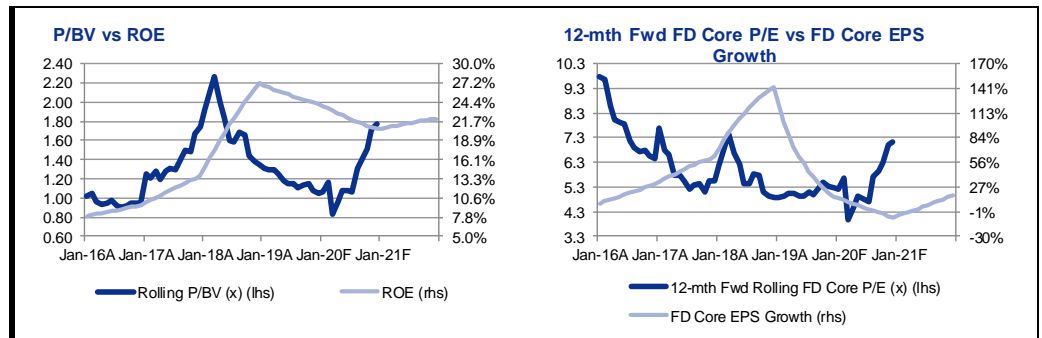
Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 32.400 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu ACB với giá mục tiêu là 32.400 đồng. Giá mục tiêu dựa trên hai phương pháp định giá thu nhập thặng dư (Chi phí vốn: 14%, Tăng trưởng dài hạn: 3%) và hệ số P/BV 2021 là 1,7 lần, tỷ trọng tương đương. Rủi ro giảm giá đến từ tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ trong việc nhận khoản phí trả trước từ thương vụ banca trong năm 2021-22.

Chỉ tiêu tài chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	10.363	12.112	13.887	15.941	18.441
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	3.670	3.985	3.483	6.831	6.762
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	14.033	16.097	17.370	22.773	25.203
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(932)	(274)	(876)	(984)	(1.022)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	5.137	6.010	6.452	8.591	9.662
EPS cốt lõi (VND)	3.107	3.606	3.327	3.928	4.424
Tăng trưởng EPS cốt lõi	144%	16%	(8%)	18%	13%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	9,00	7,75	8,40	7,11	6,32
Cổ tức tiền mặt (VND)	0,0	0,0	0,0	500,0	500,0
Tỷ suất c ô tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	1,82%	1,82%
Giá trị số sách/cp (VND)	12.964	16.761	15.830	19.805	23.775
P/BV (lần)	2,16	1,67	1,77	1,41	1,18
ROE (%)	27,2%	24,2%	20,5%	22,0%	20,3%
% Thay đổi ước tính EPS cốt lõi			1,09	1,11	1,13
CGS-CIMB/Đồng thuận EPS (lần)					

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	10.363	12.112	13.887	15.941	18.441
Thu nhập ngoài lãi	3.670	3.985	3.483	6.831	6.762
Lợi nhuận HKKD	14.033	16.097	17.370	22.773	25.203
Tổng chi phí ngoài lãi	(6.712)	(8.308)	(8.424)	(11.045)	(12.098)
Lợi nhuận HKKD trước dự phòng	7.321	7.790	8.945	11.728	13.106
Chi phí ngoài lãi	(932)	(274)	(876)	(984)	(1.022)
Lợi nhuận HKKD trước dự phòng	6.389	7.516	8.069	10.744	12.084
Tổng chi phí dự phòng	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HKKD sau dự phòng	6.389	7.516	8.069	10.744	12.084
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HKKD trước thuế	6.389	7.516	8.069	10.744	12.084
Chi phí lãi ngoài HKKD					
Lợi nhuận trước thuế	6.389	7.516	8.069	10.744	12.084
Các khoản đặc biệt	(1.252)	(1.506)	(1.617)	(2.153)	(2.421)
LNTT sau các khoản đặc biệt					
Chi phí thuế					
Lợi nhuận sau thuế	5.137	6.010	6.452	8.591	9.662
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận rộng sau thuế	5.137	6.010	6.452	8.591	9.662
Lợi nhuận thường xuyên	5.037	5.910	6.352	8.491	9.562

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	85,4%	87,2%	88,0%	88,0%	88,0%
Tỷ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	83,9%	86,4%	87,6%	88,0%	88,0%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	27,2%	27,7%	27,5%	27,1%	26,8%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	28,6%	28,8%	28,6%	28,0%	27,6%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	69,1%	69,3%	70,0%	70,5%	71,1%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	76,1%	76,3%	77,4%	78,3%	79,1%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	10,2%	11,2%	12,1%	13,2%	13,7%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	60,0%	74,0%	75,0%	77,0%	79,0%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	0,435%	0,110%	0,305%	0,299%	0,271%
Dự phòng trên trung bình tài sản	0,304%	0,077%	0,215%	0,213%	0,194%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	0,304%	0,077%	0,215%	0,213%	0,194%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tổng cho vay khách hàng	249.297	299.042	341.211	390.862	449.491
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	55.015	59.408	64.564	72.312	80.989
Các tài sản sinh lãi	10.684	10.508	11.769	13.181	14.763
Tổng tài sản sinh lãi thuần	314.995	368.958	417.545	476.355	545.243
Tổng dự phòng	(3.001)	(3.003)	(3.465)	(3.991)	(4.525)
Tổng tài sản sinh lãi	311.994	365.956	414.080	472.363	540.718
Tài sản vô hình	593	1.049	1.096	1.146	1.197
Các tài sản không sinh lãi khác	10.617	10.072	10.525	10.998	11.493
Tổng tài sản không sinh lãi	11.210	11.121	11.621	12.144	12.691
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	6.129	6.438	6.728	7.030	7.347
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	329.333	383.514	432.429	491.538	560.755
Tiền gửi có lãi của khách hàng	278.289	328.960	371.100	421.587	481.846
Tiền gửi của ngân hàng	20.718	19.249	20.211	21.222	22.283
Các khoản tiền gửi có lãi khác	3.272	156	156	156	156
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	302.280	348.365	391.467	442.965	504.285
Tổng các khoản nợ không có lãi	6.035	7.384	6.744	5.764	5.079
Tổng nợ	308.315	355.749	398.211	448.729	509.365
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	21.018	27.765	34.218	42.809	51.390
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	21.018	27.765	34.218	42.809	51.390

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	22,7%	14,7%	7,9%	31,1%	10,7%
Tăng trưởng LNHDKD	40,2%	6,4%	14,8%	31,1%	11,7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	141%	18%	7%	33%	12%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	73,8%	75,2%	79,9%	70,0%	73,2%
Chi phí vốn	4,82%	4,98%	4,91%	4,91%	4,95%
Lợi tức tài sản sinh lãi	8,21%	8,28%	8,15%	8,15%	8,20%
Chênh lệch lãi suất	3,38%	3,30%	3,24%	3,24%	3,25%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	4,05%	4,19%	4,23%	4,27%	4,30%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	5,20%	5,03%	4,57%	4,54%	4,49%
Dự phòng trên lãi từ HDKD trước dự phòng	12,7%	3,5%	9,8%	8,4%	7,8%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,38%	3,40%	3,40%	3,45%	3,50%
Thuế suất hiệu dụng	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	12,6%	11,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	1,67%	1,69%	1,58%	1,86%	1,84%

Các nhân tố chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	16,1%	16,6%	14,0%	14,5%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	23,1%	8,6%	-12,6%	96,2%	-1,0%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	47,8%	51,6%	48,5%	48,5%	48,0%
Tỉ lệ nợ xấu	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,5%
Trích lập dự phòng (%)	145,6%	166,3%	131,4%	117,1%	128,0%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	10,4%	9,7%	10,4%	11,2%	11,5%
CAR (%)	12,8%	10,9%	12,0%	12,7%	12,8%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	11,9%	14,1%	13,0%	14,5%	15,0%
LDR (%)	84,3%	86,2%	87,0%	87,0%	87,0%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	0,7%	0,5%	0,7%	0,8%	0,8%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	26,0%	26,6%	15,0%	104,7%	13,4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 6 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND76.100
Giá mục tiêu:	VND88.200
Giá mục tiêu cũ:	VND88.200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	15,9%
CGS-CIMB / Consensus:	18,7%
Reuters:	ACV.HM
Bloomberg:	ACV VN
Vốn hóa:	US\$7.162tr
	VND165.665.936m
GTGD bình quân:	US\$0,81tr
	VND19.037tr
SLCP đang lưu hành:	2.176.999tr
Free float:	5,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	15,5	24,3	1,1
Tương đối (%)	7,2	8,3	-6,3

Cổ đông	% nắm giữ
Ủy ban Quản lý vốn NN	95,4
Khác	4,6

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Thanh Tuấn

T (84) 94 814 2970

E tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

TCT Cảng Hàng Không VN

Khi Long Thành đã ở ngay ngưỡng cửa

- ACV được Thủ tướng phê duyệt làm chủ đầu tư Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn 1.
- Chúng tôi kỳ vọng dự án 4,3 tỷ USD này là động lực tăng trưởng doanh thu dài hạn cho ACV từ năm 2026 trở đi.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 88.200 đồng/cp

Long Thành giai đoạn 1 chính thức về tay ACV

Tháng 11/2020, Thủ tướng Chính phủ giao dự án Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn (GD1) 1 cho ACV làm chủ đầu tư. Đây là đại dự án có tổng mức đầu tư 3 giai đoạn là 15 tỷ USD với công suất là 100 triệu hành khách và 5 triệu tấn hàng hóa mỗi năm. Giai đoạn 1 của dự án có thể phục vụ 25 triệu lượt khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa mỗi năm. Chi phí đầu tư của ACV cho GD1 ước tính khoảng 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng) và dự kiến khởi công vào tháng 12 này, hoàn thành vào năm 2025.

Bước vào giai đoạn cao điểm đầu tư

ACV dự kiến tài trợ Long Thành giai đoạn 1 với 1,5 tỷ USD vốn tự có và 2,7 tỷ USD bằng vốn vay, do đó ACV có thể sẽ phải sử dụng toàn bộ số tiền tích lũy được trong 5 năm qua. Thu nhập lãi tiền gửi của ACV dự báo sẽ giảm đáng kể với CAGR 2020-2025 là -44,3%, điều này sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận khi thu nhập lãi đóng góp lần lượt 16%/17%/79% vào LNTT các năm 2018/19/20. Chúng tôi ước tính ACV sẽ huy động khoảng 60.000 tỷ đồng thông qua vay ngân hàng hoặc phát hành trái phiếu, đưa tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu (D/E) từ 0,4 lần năm 2020 lên 1,3 lần năm 2025.

Kỳ vọng vào sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2021

Chúng tôi ước tính tổng lượt hành khách của ACV sẽ tăng 46,4% trong năm 2021 nhờ vào 38% tăng trưởng khách nội địa. Sau khi sụt giảm 78% trong năm 2020, chúng tôi dự báo số lượt khách quốc tế sẽ bật tăng 125% hay tương đương mức 48% so với trước đại dịch Covid-19. Qua đó, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2021 của ACV dự báo lần lượt tăng 66,4%/134,0% so với năm 2020.

Việc hoàn thành cơ chế khu bay là động lực tăng giá

Thủ tướng đã chấp thuận cơ chế cho ACV quản lý và khai thác các tài sản khu bay (bao gồm đường băng) cho đến năm 2025 nhưng Nhà nước vẫn giữ nguyên giá trị phần vốn hiện tại. Với việc hoàn thành cơ chế khu bay, ACV đã rộng đường để có thể niêm yết lên HOSE trong năm 2021.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 88.200 đồng/cp

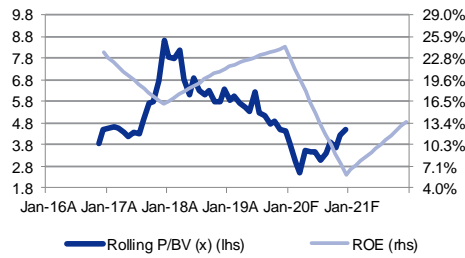
Các rủi ro chính đối với giá mua của chúng tôi bao gồm 1) đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, 2) tiến độ xây dựng sân bay Long Thành chậm hơn ước tính. Tiềm năng tăng giá bao gồm tiến độ phát triển và phân phối vắc xin Covid-19 nhanh hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.123	18.329	8.105	13.483	18.272
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	10.490	11.868	3.770	7.391	11.395
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.173	8.201	2.210	5.170	7.166
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.835	3.767	1.015	2.374	3.291
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	51%	33%	-73%	134%	39%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	26,84	20,20	74,98	32,05	23,12
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	900,0	899,9	900,0	900,0	900,0
Tỷ suất cổ tức	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%
EV/EBITDA (lần)	14,7	12,4	37,9	21,9	16,1
P/FCFE (lần)	NA	NA	143,30	NA	NA
P/B (lần)	5,39	4,51	4,49	4,15	3,69
ROE	21,3%	24,3%	6,0%	13,5%	16,9%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,08	0,93	1,05

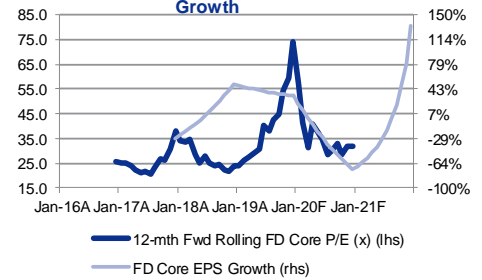
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	16.123	18.329	8.105	13.483	18.272
Lợi nhuận gộp	11.708	13.254	4.594	8.658	12.841
LN hoạt động thuần	10.490	11.868	3.770	7.391	11.395
Chi phí khấu hao	(3.880)	(3.920)	(2.841)	(3.020)	(3.293)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	6.609	7.948	929	4.370	8.102
TN từ hoạt động tài chính	1.175	1.712	2.082	1.591	494
TN từ các Cty LK & LD	336	383	151	420	462
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(502)	113	(448)	20	(184)
Lợi nhuận trước thuế	7.618	10.156	2.714	6.402	8.874
Các khoản đặc biệt	-	-	-	-	-
LNTT sau các khoản đặc biệt	7.618	10.156	2.714	6.402	8.874
Thuế	(1.433)	(1.942)	(516)	(1.216)	(1.686)
Lợi nhuận sau thuế	6.185	8.214	2.199	5.185	7.188
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(13)	(13)	11	(16)	(22)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	6.173	8.201	2.210	5.170	7.166
Lợi nhuận thường xuyên	6.173	8.201	2.210	5.170	7.166

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	10.490	11.868	3.770	7.391	11.395
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	360	(544)	(1.858)	(682)	356
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	142	(306)	1.035	878	(624)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	5	2	10	(3)	(8)
Chi/(Thu) bằng tiền khác	638	(37)	(486)	(75)	(293)
Dòng tiền hoạt động khác	(2.851)	(1.910)	879	(313)	(1.340)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	1.181	1.705	2.075	1.597	502
Thuế đã trả	(2.028)	(1.711)	(516)	(1.216)	(1.686)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7.937	9.067	4.908	7.576	8.302
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.008)	(1.959)	(1.000)	(26.467)	(27.450)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ/khoản đầu tư	3.747	4.001	30.923	34.902	26.721
Tiền chi đầu tư góp vốn/các công cụ	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(10.482)	(11.240)	(33.646)	(51.097)	(43.622)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(8.743)	(9.198)	(3.723)	(42.661)	(44.352)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	85	(155)	(29)	15.385	15.674
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	(2)	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(1.959)	(1.959)	(1.959)	(1.959)	(1.959)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(1)	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(1.875)	(2.116)	(1.988)	13.426	13.715
Dòng tiền tự do cho công ty	(2.682)	(2.247)	(803)	(21.660)	(22.335)
Dòng tiền tự do cho CSH	(722)	(286)	1.156	(19.701)	(20.376)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	24.369	31.271	35.402	32.031	28.146
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.156	5.361	3.521	3.976	5.323
Hàng tồn kho	469	493	218	363	492
Tài sản ngắn hạn khác	287	166	79	122	159
Tổng tài sản ngắn hạn	31.281	37.291	39.220	36.493	34.121
Tài sản cố định	18.444	16.340	13.502	36.949	61.106
Tổng đầu tư	2.806	2.963	2.963	2.963	2.963
Tài sản vô hình	3	5	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	1.091	1.577	1.759	1.738	2.679
Tổng tài sản dài hạn	22.344	20.885	18.227	41.652	66.750
Vay & nợ ngắn hạn	151	240	495	796	3.094
Phải trả người bán	7.092	6.264	4.870	6.277	7.088
Nợ ngắn hạn khác	441	15	320	396	440
Tổng nợ ngắn hạn	7.684	6.518	5.685	7.468	10.622
Vay & nợ dài hạn	15.043	14.760	14.723	30.205	45.129
Nợ dài hạn khác	111	141	97	120	133
Tổng nợ dài hạn	15.155	14.901	14.820	30.325	45.261
Dự phòng	-	-	-	355	-
Tổng nợ	22.839	21.419	20.506	38.148	55.883
Vốn chủ sở hữu	30.734	36.702	36.886	39.941	44.932
Lợi ích cổ đông thiểu số	53	53	53	53	53
Tổng vốn chủ sở hữu	30.786	36.755	36.939	39.994	44.985

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	16,6%	13,7%	-55,8%	66,4%	35,5%
Tăng trưởng LNHKDK	20,4%	13,1%	-68,2%	96,1%	54,2%
Biên EBITDA	65,1%	64,8%	46,5%	54,8%	62,4%
Tiền ròng/cp	4.214	7.474	9.270	473	(9.221)
Giá trị sổ sách/cp	14.116	16.858	16.942	18.345	20.638
Khả năng thanh toán lãi vay	69,51	82,43	9,67	11,74	8,83
Thuế suất hiệu dụng	18,8%	19,1%	19,0%	19,0%	19,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	31,7%	23,9%	88,7%	37,9%	27,3%
Số ngày phải thu	51,3	51,2	109,8	55,5	44,3
Số ngày tồn kho	36,11	34,63	37,07	21,96	28,73
Số ngày phải trả	93,72	86,33	109,69	74,24	79,08
ROIC	32,4%	42,0%	5,3%	31,5%	22,2%
ROCE	18,1%	20,1%	6,1%	10,5%	11,7%
ROA (%)	9,75%	11,63%	0,20%	5,30%	7,48%

Giá định chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng lượt HK quốc tế (%)	11,8%	9,1%	-78,5%	125,0%	71,2%
Tăng trưởng lượt HK nội địa (%)	4,9%	11,4%	-24,7%	38,0%	8,0%
Tăng trưởng số chuyến bay quốc tế (%)	14,1%	12,7%	-77,9%	105,0%	102,3%
Tăng trưởng số chuyến bay nội địa (%)	4,5%	13,9%	-15,6%	20,8%	8,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN

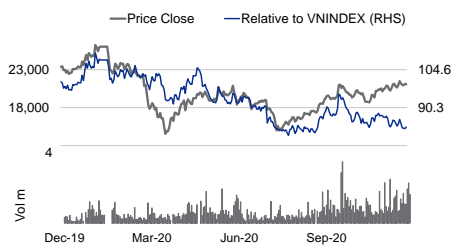
Consensus ratings*: KQ 8 TL 0 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND21.100
Giá mục tiêu:	VND25.500
Giá mục tiêu cũ:	N/A
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	20,9%
CGS-CIMB / Consensus:	10,9%
Reuters:	DRC.HM
Bloomberg:	DRC VN
Vốn hóa:	US\$108,4tr
	VND2.506.524tr
GTGD bình quân:	US\$0,96tr
	VND22.380tr
SLCP đang lưu hành:	118,8tr
Free float:	14,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	4,5	13,7	-10,4
Tương đối (%)	-3,8	-2,3	-17,8

Cổ đông	% nắm giữ
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	50,5
KWE Beteteiligungen AG	5,7
Phạm Thị Hồng Hội	2,5

CTCP Cao su Đà Nẵng

Biên LNG cao hơn thúc đẩy lợi nhuận 2021

- DRC là doanh nghiệp sản xuất sảm lốp nội địa lớn nhất theo giá trị vốn hóa; doanh thu từ lốp ô tô bias và radial đóng góp 80% vào tổng doanh thu 9T20.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng DRC năm 2021 tăng 49,8% svck lên 337 tỷ đồng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 25.500 đồng/cp.

Covid-19 phủ bóng lên kết quả kinh doanh 9T20 của DRC

Trong bối cảnh gián đoạn chuỗi cung ứng ô tô toàn cầu và nhu cầu logistics thấp hơn bởi đại dịch Covid-19, CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) đã báo cáo doanh thu 9T20 giảm 12,2% svck xuống còn 2.539 tỷ đồng do sản lượng lốp ô tô và máy kéo giảm 7,8% svck, cùng với đó giá bán trung bình của lốp bias và lốp radial giảm lần lượt 11,7% và 1,0% svck. Doanh thu xuất khẩu và nội địa 9T20 của DRC lần lượt giảm 11,6% và 12,4% svck.

Tiêu thụ ô tô cải thiện tạo đà tăng trưởng cho lốp radial trong 2021

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán ô tô toàn cầu sẽ tăng trưởng nhanh hơn trong năm 2021 nhờ nhu cầu tăng lên khi nền kinh tế phục hồi, đặc biệt là ở Việt Nam khi tăng lốp trung lưu và tỷ lệ sở hữu ô tô tăng nhanh. Chúng tôi dự báo tỷ lệ tiêu thụ ô tô tại Việt Nam sẽ tăng 20% mỗi năm trong giai đoạn 2020-25, trong khi tỷ lệ sử dụng lốp radial sẽ tăng từ 50% trong năm 2019 lên 70% trong năm 2023, tạo điều kiện thúc đẩy doanh số bán lốp radial của DRC.

Biên LNG tăng nhờ “radial hóa” thúc đẩy LN ròng 2021 của DRC

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ lốp radial đạt 1.944 tỷ đồng (+12,8% svck) trong năm 2021, đóng góp 50,9% (+0,9 điểm % svck) vào tổng doanh thu năm 2021 của DRC. Chúng tôi kỳ vọng biên LNG năm 2021 của lốp radial sẽ tăng mạnh do nhà máy lốp radial giai đoạn 1 đã hết khấu hao. Cụ thể, biên LNG của lốp radial ước đạt 14,5% (+6,0 điểm % svck) trong năm 2021, dẫn đến biên LNG chung 2021 đạt 17,3% (+2,2 điểm % svck), theo quan điểm của chúng tôi. Theo đó, LN ròng 2021 của DRC dự kiến sẽ tăng mạnh 49,8% svck lên 337 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của DRC sẽ đạt tăng trưởng kép 20,6% trong giai đoạn 2020-23 nhờ doanh thu lốp radial tăng trưởng kép 7,9% và biên LNG chung tăng 3,1 điểm % trong giai đoạn 2020-23 (2019 là 14,8%).

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 25.500 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên EPS năm 2021 là 2.837 đồng/cp và P/E mục tiêu là 9,0 lần, tương ứng với mức P/E trung bình 1 năm của DRC sau khi áp dụng mức chiết khấu 10% (do những rủi ro từ Covid-19). Động lực tăng giá đến từ việc các thị trường xuất khẩu chính của DRC áp thuế nhập khẩu đối với sản phẩm lốp xe của Trung Quốc. Rủi ro giảm giá bao gồm thuế bảo hộ thương mại áp dụng với sảm lốp Việt Nam tại các thị trường xuất khẩu. Tại thị trường Mỹ, DRC chủ yếu xuất khẩu lốp xe radial tải nặng (lốp toàn thép), trong khi thuế chống trợ cấp sơ bộ của Mỹ chỉ áp dụng cho lốp bán thép và lốp tải nhẹ. Do đó, DRC không bị ảnh hưởng đáng kể bởi chính sách thuế quan mới của Mỹ.

Chuyên viên Phân tích

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào

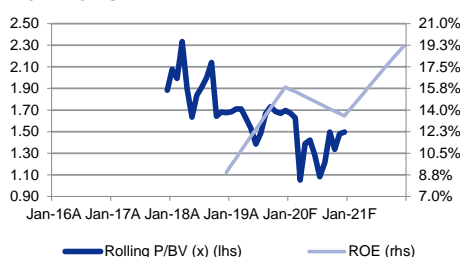
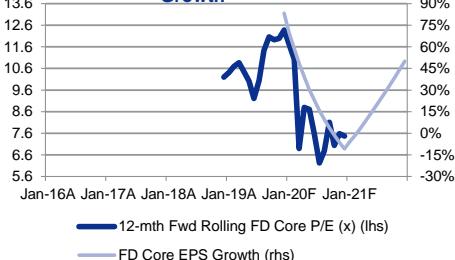
T (84) 96 650 3268

E hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.551	3.858	3.449	3.817	3.959
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	535	657	566	558	594
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	137	250	224	335	364
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.151	2.109	1.882	2.824	3.061
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-18%	83%	-11%	50%	8%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	18,34	10,01	11,21	7,47	6,89
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.100,0	1.100,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
Tỷ suất cổ tức	5,21%	5,21%	4,74%	4,74%	4,74%
EV/EBITDA (lần)	6,6	5,0	5,0	4,8	4,1
P/FCFE (lần)	21,89	19,97	12,29	7,20	5,98
P/B (lần)	1,64	1,54	1,50	1,37	1,25
ROE	9,0%	15,9%	13,5%	19,2%	18,9%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,19	1,20	1,17

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	3.551	3.858	3.449	3.817	3.959
Lợi nhuận gộp	431	571	520	659	703
LN hoạt động thuần	535	657	566	558	594
Chi phí khấu hao	(271)	(275)	(229)	(88)	(86)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	264	383	338	470	508
TN từ hoạt động tài chính	(87)	(70)	(57)	(49)	(51)
TN từ các Cty LK & LD	(4)	(0)	(1)	(2)	(2)
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	0	1	0	0	1
Lợi nhuận trước thuế	173	313	280	420	455
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	173	313	280	420	455
Thuế	(37)	(63)	(56)	(84)	(91)
Lợi nhuận sau thuế	137	250	224	335	364
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	137	250	224	335	364
Lợi nhuận thường xuyên	137	250	224	335	364

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	535	657	566	558	594
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(179)	(138)	175	(110)	(42)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(44)	(11)	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác					
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(49)	(40)	(28)	(18)	(18)
Thuế đã trả	(37)	(63)	(56)	(84)	(91)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	226	406	657	346	443
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(134)	(16)	(27)	(23)	(23)
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	3	2	(84)	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(132)	(14)	(111)	(23)	(23)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	20	(267)	(342)	25	(1)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(131)	(131)	(178)	(178)	(178)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(111)	(397)	(521)	(153)	(179)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	51	46	155	325	566
Các khoản phải thu ngắn hạn	315	142	203	224	233
Hàng tồn kho	846	1.153	976	1.053	1.085
Tài sản ngắn hạn khác	34	36	27	29	30
Tổng tài sản ngắn hạn	1.246	1.377	1.361	1.632	1.915
Tài sản cố định	1.512	1.256	1.051	987	925
Tổng đầu tư	4	3	7	6	6
Tài sản vô hình	5	4	4	3	2
Tài sản dài hạn khác	66	67	57	63	66
Tổng tài sản dài hạn	1.587	1.331	1.119	1.060	998
Vay & nợ ngắn hạn	707	532	294	318	318
Phải trả người bán	345	386	295	320	331
Nợ ngắn hạn khác	10	9	171	182	208
Tổng nợ ngắn hạn	1.062	927	760	820	856
Vay & nợ dài hạn	245	149	45	45	45
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	245	149	45	45	45
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	1.307	1.076	805	865	901
Vốn chủ sở hữu	1.525	1.632	1.674	1.826	2.012
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.525	1.632	1.674	1.826	2.012

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	-3,2%	8,6%	-10,6%	10,7%	3,7%
Tăng trưởng LNHHĐKD	2,5%	22,9%	13,9%	-1,5%	6,4%
Biên LNHHĐKD	15,1%	17,0%	16,4%	14,6%	15,0%
Tiền ròng/cp	(7.580)	(5.345)	(1.540)	(316)	1.719
Giá trị sổ sách/cp	12.839	13.739	14.094	15.374	16.935
Khả năng thanh toán lãi vay	5,33	9,46	12,05	26,82	27,99
Thuế suất hiệu dụng	21,1%	20,0%	20,1%	20,1%	20,1%
Tỷ lệ chia cổ tức	95,6%	52,2%	53,1%	35,4%	32,7%
Số ngày phải thu	35,5	20,9	17,6	19,3	19,9
Số ngày tồn kho	84,30	111,00	133,00	117,20	119,80
Số ngày phải trả	26,25	25,91	25,74	22,67	23,18
ROIC	11,7%	15,8%	14,9%	25,4%	27,3%
ROCE	10,8%	16,1%	15,7%	22,5%	22,3%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	7,90%	11,60%	10,80%	14,90%	14,80%

Giá định chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán (lớp radial)	0,9%	-2,0%	-1,4%	6,0%	3,0%
Tăng trưởng sản lượng (lớp radial)	12,6%	36,0%	-8,8%	6,4%	2,4%
Hiệu suất hoạt động lớp radial (%)	62,6%	85,2%	77,7%	82,7%	84,7%
Tăng giá bán (lớp Bias)	9,0%	-5,7%	-9,1%	6,0%	3,0%
Tăng trưởng sản lượng (lớp bias)	-21,0%	-5,9%	-7,0%	2,0%	-2,6%
Hiệu suất hoạt động lớp bias (%)	85,2%	80,2%	74,6%	76,1%	74,1%
Tăng giá vốn 1 đơn vị (lớp radial)	-4,5%	-8,3%	-0,2%	-1,0%	2,3%
Tăng giá vốn 1 đơn vị (lớp bias)	12,9%	-7,6%	-10,9%	7,9%	2,3%
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	19,7%	29,7%	-9,3%	12,2%	5,1%
Tỷ trọng xuất khẩu/doanh thu (%)	35,6%	42,9%	43,5%	44,1%	44,7%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

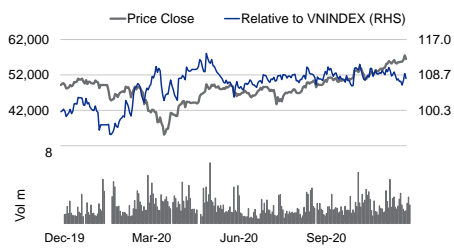
Consensus ratings*: KQ 11 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND56.500
Giá mục tiêu:	VND67.800
Giá mục tiêu cũ:	VND67.800
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	20,0%
CGS-CIMB / Consensus:	-0,3%
Reuters:	FPT.HM
Bloomberg:	FPT.VN
Vốn hóa:	US\$1.915tr
	VND44.290.640tr
GTGD bình quân:	US\$4,75tr
	VND110.234tr
SLCP đang lưu hành:	784,0tr
Free float:	78,9%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	6,6	14,8	17,1
Tương đối (%)	-1,7	-1,2	9,7

Cổ đông	% năm giữ
Trung Gia Bình	7,1
SCIC Việt Nam	5,9
Macquarie Bank Limited OBU	5,4

Chuyên viên Phân tích

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần FPT

Vững bước tiến vào 2021

- 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 dự phóng doanh thu và LN ròng của FPT tăng lần lượt 17,1% và 20,3% svck trong năm 2021.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 67.800 đồng/cp.

Lợi nhuận 10T20 của FPT theo sát dự phóng

Doanh thu 10T20 của FPT tăng 7,4% svck đạt 23.635 tỷ đồng, hoàn thành 76,4% dự phóng cả năm của chúng tôi, trong khi LN ròng tăng 7,7% svck đạt 2.927 tỷ đồng, hoàn thành 83,3% dự phóng cả năm. Biên LN gộp tăng 66 điểm cơ bản đạt 41,8% trong 10T20 nhờ tỷ trọng đóng góp cao hơn vào doanh thu từ mảng chuyển đổi số (Dx). Cụ thể, doanh thu Dx tăng mạnh 38% svck đạt 2.704 tỷ đồng, tương đương 11,4% tổng doanh thu của doanh nghiệp (so với mức 8,9% trong 10T19).

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/20 tăng trưởng mạnh

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/20 tăng 26,6% svck từ mức cơ sở thấp ở Q4/19 bởi chi phí thường cho nhân viên trong 4Q/19 cao hơn cùng với khoản lỗ 20 tỷ đồng tại CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số (FRT) và khoản lỗ 12 tỷ đồng tại CTCP Chứng khoán FPT (FTS) trong Q4/19. Trong năm 2020, DT thuần và LN ròng được dự phóng lần lượt tăng 10,1% svck và 12,1% svck, tương ứng đạt 30.930 tỷ đồng và 3.514 tỷ đồng.

Quay trở lại đà tăng trưởng vững chắc nhờ sự xuất hiện của vắc-xin trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng tình hình đại dịch sẽ được cải thiện trong năm 2021 nhờ sự xuất hiện của vắc-xin Covid-19. Do đó, chúng tôi dự phóng DT thuần và LN ròng năm 2021 của FPT lần lượt tăng 17,1% và 20,3% svck. Biên LN gộp cũng sẽ cải thiện nhờ tỷ trọng đóng góp vào doanh thu mảng công nghệ của hoạt động Dx tiếp tục tăng. Cụ thể, chúng tôi cho rằng biên LN gộp chung của FPT sẽ tăng 0,3 điểm %, đạt 39,5% trong năm 2021.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 67.800 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp tổng hợp thành phần (SOTP) và mức P/E áp dụng trên KQKD dự phóng 2021 cho ba mảng kinh doanh chính. Chúng tôi sử dụng P/E trung vị 2021 của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực châu Á, ứng với từng mảng kinh doanh và áp dụng chiết khấu do chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và các quốc gia so sánh. Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của FPT, đặc biệt là khi dịch bệnh được kiểm soát.

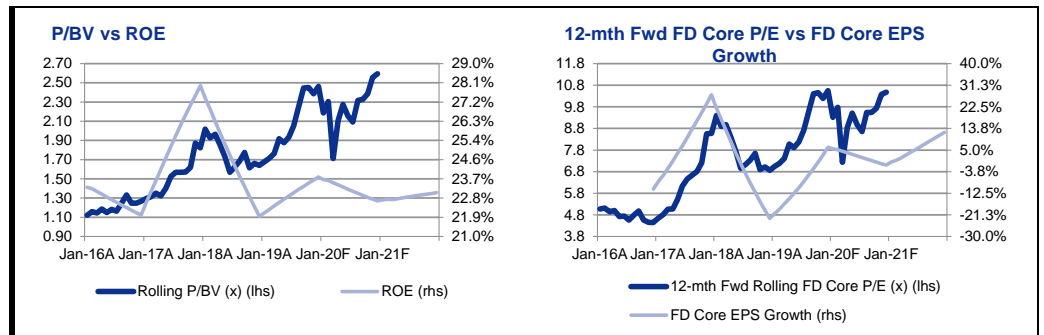
Rủi ro và động lực tăng giá

Động lực tăng giá bao gồm tiến trình M&A thành công với một công ty công nghệ nước ngoài và doanh thu dịch vụ CNTT cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm thiếu nhân lực CNTT chất lượng cao phục vụ cho các chiến lược dài hạn của công ty và ít hợp đồng công nghệ hơn nếu đại dịch tiếp tục kéo dài.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	23.214	27.717	30.930	36.228	41.971
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	4.286	5.501	6.351	7.525	8.880
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.620	3.139	3.514	4.226	4.997
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.578	4.859	4.806	5.391	6.374
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-23%	6%	-1%	12%	18%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	12,06	11,36	11,49	10,24	8,66
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	2.500,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0
Tỷ suất cổ tức	4,42%	3,54%	3,54%	3,54%	3,54%
EV/EBITDA (lần)	7,0	6,3	6,0	5,2	4,1
P/FCFE (lần)	15,21	38,84	11,23	9,50	7,65
P/B (lần)	2,78	2,74	2,59	2,26	1,93
ROE	21,9%	23,7%	22,6%	23,0%	23,5%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,10	1,07	1,06

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	23.214	27.717	30.930	36.228	41.971
Lợi nhuận gộp	8.723	10.712	12.121	14.315	16.785
LN hoạt động thuần	4.286	5.501	6.351	7.525	8.880
Chi phí khấu hao	(1.165)	(1.355)	(1.577)	(1.815)	(2.065)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.122	4.147	4.774	5.710	6.815
TN từ hoạt động tài chính	234	114	158	182	198
TN từ các Cty LK & LD	439	405	276	372	391
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	63	3	11	15	18
Lợi nhuận trước thuế	3.858	4.668	5.220	6.278	7.423
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	3.858	4.668	5.220	6.278	7.423
Thuế	(624)	(753)	(843)	(1.013)	(1.198)
Lợi nhuận sau thuế	3.234	3.916	4.377	5.264	6.224
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(614)	(776)	(863)	(1.038)	(1.227)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.620	3.139	3.514	4.226	4.997
Lợi nhuận thường xuyên	2.620	3.139	3.514	4.226	4.997

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	4.286	5.501	6.351	7.525	8.880
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(111)	(606)	29	43	31
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(183)	(293)	236	312	324
Dòng tiền hoạt động khác	(178)	(233)	(16)	(18)	(19)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	204	155	186	214	236
Thuế đã trả	(430)	(639)	(843)	(1.013)	(1.198)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.588	3.886	5.943	7.063	8.253
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.454)	(3.233)	(2.399)	(2.573)	(2.759)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1	2	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(1.244)	(614)	(1.079)	(1.136)	(1.118)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(3.697)	(3.845)	(3.478)	(3.710)	(3.878)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	2.235	899	1.215	1.308	1.412
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	27	72	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	(0)	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(1.708)	(1.484)	(1.960)	(1.960)	(1.960)
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	553	(513)	(745)	(652)	(548)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	9.494	10.162	12.961	16.798	21.744
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.174	6.218	6.717	7.867	9.115
Hàng tồn kho	1.341	1.284	1.456	1.696	1.950
Tài sản ngắn hạn khác	1.397	1.315	1.758	1.788	2.072
Tổng tài sản ngắn hạn	18.406	18.979	22.892	28.150	34.879
Tài sản cố định	5.210	6.298	7.732	9.084	10.346
Tổng đầu tư	2.202	2.497	2.743	3.074	3.423
Tài sản vô hình	1.630	1.420	1.168	1.144	1.123
Tài sản dài hạn khác	2.309	4.200	4.609	5.436	6.371
Tổng tài sản dài hạn	11.351	14.415	16.252	18.738	21.263
Vay & nợ ngắn hạn	6.599	7.514	8.658	9.882	11.193
Phải trả người bán	4.958	5.066	5.644	6.583	7.581
Nợ ngắn hạn khác	2.894	3.522	3.750	5.874	8.407
Tổng nợ ngắn hạn	14.451	16.102	18.052	22.339	27.181
Vay & nợ dài hạn	367	350	420	504	604
Nợ dài hạn khác	164	143	167	195	224
Tổng nợ dài hạn	531	493	587	698	829
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	14.982	16.595	18.638	23.038	28.010
Vốn chủ sở hữu	12.473	13.964	17.072	19.641	22.973
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.302	2.835	3.434	4.209	5.160
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	14.775	16.799	20.506	23.850	28.133

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	-45,6%	19,4%	11,6%	17,1%	15,9%
Tăng trưởng LNHHĐKD	1,9%	28,3%	15,4%	18,5%	18,0%
Biên LNHHĐKD	18,5%	19,8%	20,5%	20,8%	21,2%
Tiền ròng/cp	4.121	3.389	4.953	8.179	12.686
Giá trị sổ sách/cp	20.327	20.585	21.776	25.053	29.303
Khả năng thanh toán lãi vay	13,10	11,32	10,92	11,42	12,00
Thuế suất hiệu dụng	16,2%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Tỷ lệ chia cổ tức	58,5%	43,2%	44,6%	37,1%	31,4%
Số ngày phải thu	79,8	70,8	66,7	63,6	63,9
Số ngày tồn kho	29,73	28,17	26,66	26,25	26,42
Số ngày phải trả	60,32	55,29	53,64	51,78	52,10
ROIC	37,3%	40,6%	39,3%	40,7%	46,8%
ROCE	18,0%	20,1%	19,9%	20,1%	20,5%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	10,96%	12,04%	11,63%	11,82%	11,70%

Già định chính

	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng doanh thu - mảng công nghệ (%)	20,9%	17,8%	10,1%	18,9%	18,5%
Biên EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ trọng doanh thu mảng công nghệ (%)	57,7%	56,9%	56,2%	57,0%	58,3%
Tỷ trọng EBITDA mảng công nghệ (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng doanh thu - mảng viễn thông (%)	15,4%	17,7%	11,3%	12,9%	12,3%
Biên EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ trọng doanh thu mảng viễn thông (%)	38,0%	37,5%	37,4%	36,1%	35,0%
Tỷ trọng EBITDA mảng viễn thông (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng doanh thu - mảng giáo dục (%)	31,8%	30,2%	10,8%	26,3%	12,4%
Biên EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tỷ trọng doanh thu mảng giáo dục (%)	5,9%	6,5%	6,4%	6,9%	6,7%
Tỷ trọng EBITDA mảng giáo dục (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

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:	VND84.400
Giá mục tiêu:	VND87.900
Giá mục tiêu cũ:	VND87.900
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	4,1%
CGS-CIMB / Consensus:	8,0%
Reuters:	GAS.HM
Bloomberg:	GAS VN
Vốn hóa:	US\$6.984tr
	VND161.537.376tr
GTGD bình quân:	US\$3,31tr
	VND76.918tr
SLCP đang lưu hành:	1.914tr
Free float:	4,2%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	16,9	17,2	-13,8
Tương đối (%)	8,6	1,2	-21,2

Cổ đông	% năm 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

Động lực trung hạn đến từ vận chuyển khí

- Chúng tôi dự phóng EPS năm 2021 tăng 35% svck nhờ sản lượng tiêu thụ các sản phẩm khí phục hồi (+5,2% svck) và giá dầu tăng (+16% svck).
- Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu không đổi 87.900 đồng/cp.

LN ròng 9T20 giảm mạnh bởi giá dầu giảm

PVGas ghi nhận LN ròng 9T20 giảm 31,2% svck, đạt 6.150 tỷ đồng, do giá dầu cơ sở Singapore giảm 39,7% svck dẫn tới giá bán khí giảm, và sản lượng khí thô giảm 9,2% svck do sự cố kĩ thuật tại Lô 11.2 từ tháng 3 đến tháng 7. Chúng tôi dự phóng EPS năm 2020 giảm 32,3% svck trên cơ sở giá dầu giảm 33,2% svck và sản lượng khí khô giảm 8,6% svck được bù đắp bởi mức tăng 8,9% của sản lượng LPG.

Mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt giúp giảm rủi ro thiếu khí trong 2021-2023

Do mỏ Sao Vàng mới chỉ cho dòng khí đầu tiên từ T11/20, chúng tôi ước tính đóng góp của mỏ Sao Vàng trong 2020 là không đáng kể. Tuy vậy, kể từ năm 2021 mỏ này có thể bổ sung khoảng 800-900tr m3/năm vào tổng sản lượng khí của GAS. Trong khi đó, mỏ Đại Nguyệt dự kiến sẽ bắt đầu khai thác từ Q3/22 và đóng góp sản lượng 800tr m3/năm. Chúng tôi ước tính hai mỏ trên có thể mang lại LN gộp 0,9-1,6 nghìn tỷ đồng mỗi năm cho GAS trong 2021-2023, chiếm xấp xỉ 14% LN gộp mảng khí khô. Chúng tôi dự phóng EPS 2021 tăng 35% svck nhờ sản lượng khí khô hồi phục (+5,2% svck) và giá dầu tăng (+16% svck).

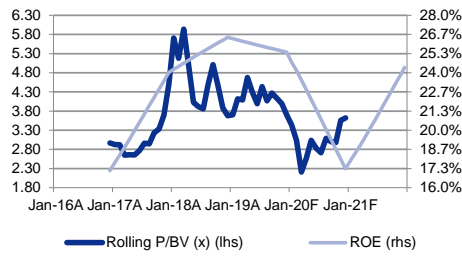
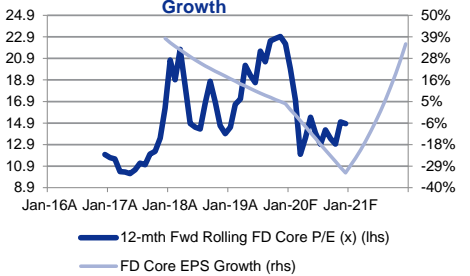
LN trung hạn đến từ vận chuyển khí đốt

Trong 2020-2024, tăng trưởng sản lượng khí dự báo sẽ đạt CAGR 5,0% do nguồn cung cạn kiệt từ các mỏ cũ sẽ được thay thế bằng các nguồn mới như mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt từ 2021-2022, khí LNG nhập khẩu từ Q4/22 và Lô B – Cá Voi Xanh từ Q4/24. Chúng tôi tin rằng với các nguồn cung mới, GAS sẽ chỉ ghi nhận doanh thu từ vận chuyển khí, không còn phần chênh lệch giữa giá mua – giá bán. GAS có thể ghi nhận chênh lệch giá mua – giá bán trong trường hợp giá bán (46% FO) cao hơn giá miệng giếng, tuy nhiên các mỏ khí mới nhìn chung đều ở vị trí xa bờ, cần chi phí phát triển cao nên chúng tôi cho rằng điều này khó có thể xảy ra. Chúng tôi ước tính tỷ trọng LN gộp từ vận chuyển khí sẽ tăng từ mức trung bình 21% trong 2015-2019 lên trung bình 33% trong 2020-2024.

Duy trì đánh giá Trung lập và giữ nguyên giá mục tiêu 87.900 đ/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập do các dự án mở rộng công suất đường ống/hạ tầng để phục vụ cho các mỏ khí mới và nhập khẩu LNG sẽ chỉ đi vào hoạt động sớm nhất là sau 2-3 năm nữa. Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của GAS. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa mô hình định giá DCF và P/E mục tiêu là 15,3 lần cho EPS 2021-2023, tỷ trọng bằng nhau. Rủi ro tăng giá là giá dầu cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm tiến độ phát triển các dự án dầu khí chậm và dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến gây áp lực lên giá dầu.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	75.612	75.005	64.374	77.644	83.352
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	16.553	16.340	12.256	16.893	17.952
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	11.454	11.902	8.062	10.887	11.080
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.984	6.219	4.212	5.688	5.789
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	18,3%	3,9%	-32,3%	35,0%	1,8%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	14,10	13,57	20,04	14,84	14,58
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	4.000	4.300	3.500	3.000	3.000
Tỷ suất cổ tức	4,74%	5,09%	4,15%	3,55%	3,55%
EV/EBITDA (lần)	8,45	8,30	11,34	8,51	8,13
P/FCFE (lần)	199,4	26,9	14,5	16,0	63,9
P/B (lần)	3,58	3,33	3,62	3,61	3,60
ROE	26,5%	25,4%	17,3%	24,4%	24,7%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,00	1,15	1,08

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	75.612	75.005	64.374	77.644	83.352
Lợi nhuận gộp	17.491	16.919	11.475	15.975	16.668
LN hoạt động thuần	16.553	16.340	12.256	16.893	17.952
Chi phí khấu hao	(2.829)	(2.691)	(3.421)	(4.101)	(4.701)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	13.725	13.649	8.835	12.792	13.251
TN từ hoạt động tài chính	860	1.424	1.345	959	743
TN từ các Cty LK & LD	(4)	(1)	(0)	(1)	(1)
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(41)	(4)	27	32	35
Lợi nhuận trước thuế	14.540	15.068	10.207	13.783	14.028
Thuế	(2.831)	(2.983)	(2.020)	(2.728)	(2.777)
Lợi nhuận sau thuế	11.709	12.086	8.187	11.055	11.251
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(255)	(183)	(124)	(168)	(171)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	11.454	11.902	8.062	10.887	11.080
Lợi nhuận thường xuyên	11.454	11.902	8.062	10.887	11.080

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	16.553	16.340	12.256	16.893	17.952
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(1.401)	(1.585)	(1.225)	(1.302)	(1.347)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(170)	(968)	2.104	(732)	(74)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	24	836	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(2.013)	(1.272)	(2.049)	(3.110)	(3.924)
Dòng tiền hoạt động khác	2.989	2.458	10.632	10.943	2.529
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(447)	(276)	(175)	(368)	(485)
Thuế đã trả	(3.113)	(2.853)	(2.020)	(2.728)	(2.777)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	12.422	12.681	19.522	19.596	11.873
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(692)	(2.690)	(5.355)	(8.392)	(7.161)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	19	1	10	12	11
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(6.641)	(2.033)	(3.419)	(3.419)	(3.419)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(7.315)	(4.722)	(8.765)	(11.799)	(10.569)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(4.297)	(1.950)	387	2.310	1.225
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(7.656)	(8.230)	(6.699)	(5.742)	(5.742)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	48	(8)	(8)	(8)	(8)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(11.905)	(10.188)	(6.319)	(3.440)	(4.524)
Tổng tiền trong năm	(6.798)	(2.229)	4.438	4.357	(3.220)
Dòng tiền tự do cho cổ đông	810	6.009	11.145	10.107	2.529
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	5.555	8.234	10.933	8.165	1.789

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	28.308	29.391	26.354	23.735	22.607
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.214	10.359	8.828	10.648	11.431
Hàng tồn kho	1.948	1.575	1.604	1.870	2.022
Tài sản ngắn hạn khác	462	491	494	497	500
Tổng tài sản ngắn hạn	40.932	41.815	37.281	36.750	36.561
Tài sản cố định	18.609	15.850	17.784	22.075	24.535
Tổng đầu tư	280	533	533	533	533
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2.793	3.981	3.981	3.981	3.981
Tổng tài sản dài hạn	21.682	20.363	22.298	26.589	29.048
Vay & nợ ngắn hạn	1.490	1.341	1.360	1.662	1.669
Phải trả người bán	2.901	2.117	2.139	2.579	2.769
Nợ ngắn hạn khác	7.455	6.507	7.072	7.685	8.352
Tổng nợ ngắn hạn	11.847	9.964	10.570	11.927	12.790
Vay & nợ dài hạn	3.396	1.456	1.824	3.831	5.050
Nợ dài hạn khác	505	1.144	1.601	2.002	2.302
Tổng nợ dài hạn	3.901	2.600	3.426	5.833	7.352
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	15.747	12.564	13.996	17.760	20.142
Vốn chủ sở hữu	45.073	48.507	44.600	44.764	44.822
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.794	1.108	983	816	645
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	46.867	49.615	45.583	45.579	45.467

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	17,2%	-0,8%	-14,2%	20,6%	7,4%
Tăng trưởng LNHKD	15,4%	-1,3%	-25,0%	37,8%	6,3%
Biên LNHKD	21,9%	21,8%	19,0%	21,8%	21,5%
Tiền ròng/cp	12.238	13.895	12.106	9.531	8.302
Giá trị sổ sách/cp	23.550	25.344	23.302	23.388	23.419
Khả năng thanh toán lãi vay	31,19	69,07	69,19	47,70	37,49
Thuế suất hiệu dụng	19,5%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Tỷ lệ chia cổ tức	66,8%	69,1%	83,1%	52,7%	51,8%
Số ngày phải thu	46,80	50,06	54,54	45,78	48,34
Số ngày tồn kho	11,28	11,07	11,00	10,28	10,65
Số ngày phải trả	15,66	14,38	13,42	12,83	13,45
ROIC	43,3%	46,1%	29,9%	43,6%	36,8%
ROCE	29,2%	29,4%	20,5%	28,3%	28,0%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	17,7%	17,5%	11,7%	16,7%	16,5%

Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Giá dầu (USD/thùng)	71,2	64,4	45,0	50,0	55,0
Tăng trưởng sản lượng (%)	0,9%	2,4%	-8,6%	5,2%	-1,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

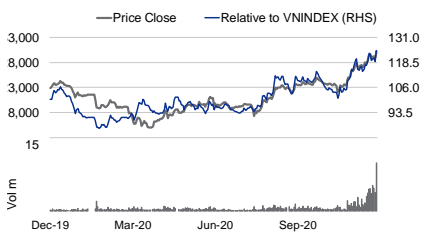
Consensus ratings*: KQ 7 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND30.150
Giá mục tiêu:	VND31.400
Giá mục tiêu cũ:	VND25.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	4,1%
CGS-CIMB / Consensus:	7,7%
Reuters:	GMD.HM
Bloomberg:	GMD VN
Vốn hóa:	US\$387,0tr VND8.952.287tr
GTGD bình quân:	US\$1,52tr VND39.480tr
SLCP đang lưu hành:	296,9tr
Free float:	85,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	20,8	26,7	31,7
Tương đối (%)	12,5	10,7	24,3

Cổ đông	% nắm giữ
Việt Nam Investment Fund II,	14,4
SSJ Consulting Co., LTD	10,0
KIM Việt Nam Growth Equity Fund	5,2

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

T (84) 91 686 5190

E dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

CTCP Gemadept

Waiting for the Gemalink

- Gemalink sẽ đi vào hoạt động chính thức vào tháng 1/2021 và sẽ hưởng lợi từ lộ trình tăng phí giai đoạn 2021-23F.
- Chúng tôi bổ sung giá trị tài sản ngoài ngành của GMD vào định giá do GMD có ý định thoái vốn tài sản ngoài ngành gần đây.
- Duy trì đánh giá Trung lập và tăng giá mục tiêu lên 31.400đ/cp.

Gemalink hưởng lợi từ việc tăng phí xếp dỡ trong 2021-2023

Do chênh lệch lớn về phí dịch vụ với các nước trong khu vực, bộ Giao thông Vận tải (GTVT) đã đề xuất tăng giá sàn phí dịch vụ cảng biển theo lộ trình giai đoạn 2021-2023. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc này sẽ có tác động khác nhau tới các cảng của GMD. Chúng tôi cho rằng các cảng của GMD tại Hải Phòng sẽ không hưởng lợi từ việc tăng phí do cung đang vượt quá cầu trong khi Gemalink sẽ hưởng lợi từ việc tăng phí nhờ cơ sở hạ tầng thuận lợi và số lượng cảng ở cụm Cái Mép – Thị Vải còn hạn chế.

Gemalink là động lực tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2021-23

Do cạnh tranh gay gắt tại cụm cảng Hải Phòng, động lực tăng trưởng của GMD giai đoạn 2021-23 sẽ là Gemalink. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng Gemalink hoạt động 60% công suất và ghi nhận 323,9 tỷ đồng EBIT. Chi phí lãi vay cao những năm đầu của dự án sẽ khiến Gemalink lỗ ròng 8,1 tỷ trong 2021, trong đó GMD sẽ chịu khoản lỗ 5,2 tỷ đồng tuy nhiên sẽ đem lại mức lãi 164,9 tỷ đồng trong năm 2022. Khi hoạt động hết công suất vào năm 2023, chúng tôi ước tính Gemalink sẽ đóng góp 329,4 tỷ lợi nhuận ròng, tương đương 44,4% LN ròng của GMD trong 2023. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng GMD tăng trưởng 10.3%/31,3% trong giai đoạn 2021-22.

Bổ sung tài sản ngoài ngành vào định giá

GMD công bố sẽ thoái vốn các tài sản ngoài ngành, bao gồm dự án trồng cao su và các dự án bất động sản trong tương lai gần. Bởi vậy, chúng tôi bổ sung giá trị các tài sản ngoài ngành của GMD vào định giá hiện tại bao gồm giá trị dự án trồng cao su theo giá trị sổ sách là 1.406 tỷ đồng và giá trị các dự án bất động sản theo phương pháp RNAV là 1.021 tỷ đồng.

Maintain Hold with a TP of VND31,400

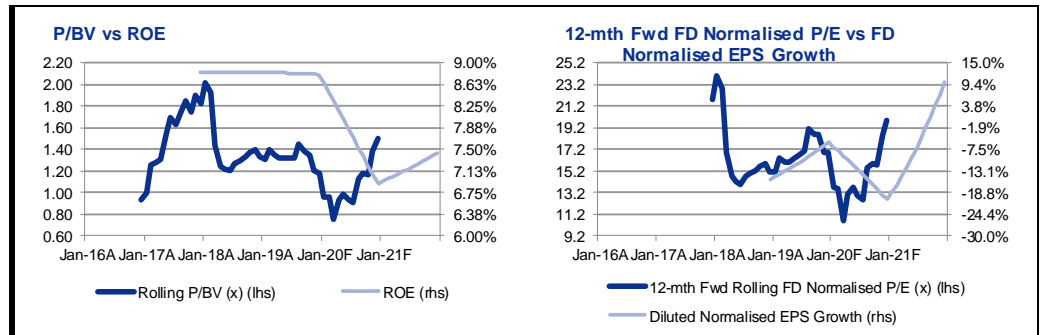
Giá cổ phiếu đã tăng mạnh 25,6% kể từ 30/10 phản ánh kỳ vọng thoái vốn các tài sản ngoài ngành và đã gần đạt giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng GMD vẫn hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư dài hạn do 1) tiềm năng tăng trưởng của Gemalink, 2) phục hồi thương mại toàn cầu và 3) giá trị tài sản không cốt lõi.

Rủi ro tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro tăng giá bao gồm sản lượng container và giá xếp dỡ cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) bất ổn từ dịch Covid-19 hoặc địa chính trị cản trở tăng trưởng thương mại toàn cầu, trong đó có Việt Nam và 2) giá xếp dỡ thấp hơn dự kiến do cạnh tranh gay gắt.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.708	2.643	2.510	2.871	3.161
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	880,8	910,2	892,6	932,0	984,6
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.848	517	409	451	592
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.861	1.741	1.378	1.518	1.993
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	5,6%	(6,4%)	(20,9%)	10,1%	31,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	16,00	16,97	21,88	19,87	15,12
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	9.500	1.500	1.000	1.000	0
Tỷ suất cổ tức	32,3%	5,1%	3,3%	3,3%	0,0%
EV/EBITDA (lần)	9,96	9,67	9,69	9,28	8,97
P/FCFE (lần)	4,0	16,0	26,8	29,9	375,1
P/B (lần)	1,50	1,49	1,50	1,46	1,33
ROE	8,84%	8,80%	6,90%	7,43%	9,19%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,02	1,00	1,05

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	2.708	2.643	2.510	2.871	3.161
Lợi nhuận gộp	968	1.013	969	1.048	1.107
LN hoạt động thuần	881	910	893	932	985
Chi phí khấu hao	(335)	(366)	(366)	(382)	(421)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	546	544	527	550	564
TN từ hoạt động tài chính	(4)	(39)	(135)	(142)	(167)
TN từ các Cty LK & LD	133	236	203	244	446
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(86)	(37)	(37)	(37)	(37)
Lợi nhuận trước thuế	2.182	705	558	614	807
Thuế	(282)	(91)	(72)	(79)	(104)
Lợi nhuận sau thuế	1.900	614	486	535	702
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(53)	(97)	(76)	(84)	(111)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	1.848	517	409	451	592
Lợi nhuận thường xuyên	593	614	486	535	702

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	881	910	893	932	985
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(37)	420	(15)	(35)	(100)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác					
Dòng tiền hoạt động khác	106	(29)	(37)	(37)	(37)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(131)	(144)	(144)	(151)	(176)
Thuế đã trả	(273)	(101)	(72)	(79)	(104)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	545	1.057	625	630	568
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(876)	(379)	(100)	(501)	(1.102)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	1.899	165	44	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	(238)	(300)	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	224	138	98	89	99
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.008	(377)	42	(412)	(1.003)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	626	(133)	(333)	81	460
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	86	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	(2.841)	(478)	(297)	(297)	0
Cổ tức ưu đãi đã trả	0	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(33)	(56)	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(2.161)	(668)	(630)	(216)	460
Tổng tiền trong năm	(607)	13	37	2	11
Dòng tiền tự do cho cổ đông	2.180	548	334	299	11
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	1.685	825	811	369	(272)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	285	230	223	225	249
Các khoản phải thu ngắn hạn	949	787	748	855	942
Hàng tồn kho	66	78	74	88	99
Tài sản ngắn hạn khác	92	92	87	103	116
Tổng tài sản ngắn hạn	1.391	1.188	1.132	1.271	1.406
Tài sản cố định	2.919	2.916	2.650	2.768	3.450
Tổng đầu tư	2.632	2.684	2.798	2.961	3.318
Tài sản vô hình	281	269	269	269	269
Tài sản dài hạn khác	2.760	3.062	3.062	3.163	3.320
Tổng tài sản dài hạn	8.593	8.932	8.779	9.162	10.357
Vay & nợ ngắn hạn	675	652	572	662	761
Phải trả người bán	408	423	400	473	533
Nợ ngắn hạn khác	481	754	713	843	950
Tổng nợ ngắn hạn	1.564	1.828	1.685	1.977	2.244
Vay & nợ dài hạn	1.592	1.426	1.172	1.164	1.524
Nợ dài hạn khác	299	299	299	299	299
Tổng nợ dài hạn	1.891	1.724	1.471	1.462	1.823
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	3.455	3.553	3.156	3.440	4.066
Vốn chủ sở hữu	5.880	5.876	5.988	6.142	6.734
Lợi ích cổ đông thiểu số	649	691	768	852	963
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.529	6.567	6.756	6.994	7.696

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	(32,0%)	(2,4%)	(5,0%)	14,4%	10,1%
Tăng trưởng LNHHĐKD	(3,06%)	3,34%	(1,93%)	4,42%	5,64%
Biên LNHHĐKD	32,5%	34,4%	35,6%	32,5%	31,1%
Tiền ròng/cp	(6.629)	(6.223)	(5.125)	(5.389)	(6.858)
Giá trị sổ sách/cp	19.665	19.789	20.167	20.684	22.678
Khả năng thanh toán lãi vay	4,24	3,71	3,66	3,64	3,20
Thuế suất hiệu dụng	0,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
Tỷ lệ chia cổ tức	526%	86%	73%	66%	NA
Số ngày phải thu	69,79	54,03	52,16	47,49	48,34
Số ngày tồn kho	18,19	16,11	18,11	16,19	16,56
Số ngày phải trả	122,2	92,5	97,7	87,4	89,3
ROIC	8,91%	8,81%	8,73%	9,51%	9,51%
ROCE	6,30%	6,39%	6,24%	6,45%	6,10%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,61%	6,49%	6,20%	6,66%	7,83%

Các nhân tố chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thay đổi sản lượng	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Thay đổi giá	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Hoạt động M&A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

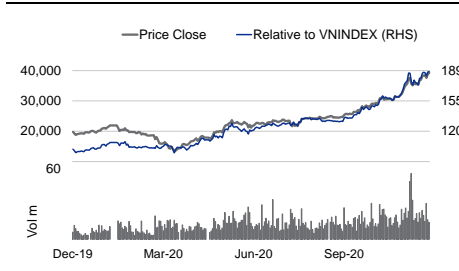
Consensus ratings*: KQ 9 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND39.250
Giá mục tiêu:	VND47.300
Giá mục tiêu cũ:	VND47.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	20,5%
CGS-CIMB / Consensus:	23,4%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG VN
Vốn hóa:	US\$5.615tr VND130.046 tỷ
GTGD bình quân:	US\$25,24tr VND585 tỷ
SLCP đang lưu hành:	3.313 tr
Free float:	67,3%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	22,8	59,6	97,9
Tương đối (%)	12,7	40,7	87,8

Cổ đông lớn	% năm giữ
Trần Đình Long	26,1
Vũ Thị Hiền	7,3

Chuyên viên Phân tích

Trần Bá Trung

T (84) 97 665 3885

E trung.tranba@vndirect.com.vn

Tập đoàn Hòa Phát

Tiếp đà tăng trưởng trong năm 2021-22

- Năm 2021, thị phần thép xây dựng của HPG được kì vọng sẽ tăng lên 35% từ mức 32% của năm 2020.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LN ròng năm 2021/22 sẽ giảm xuống 27,9%/12,4% từ mức cao của năm 2020.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 47.300 đồng/cp.

Nhu cầu thép nội địa sẽ tăng trưởng hai con số trong năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ toàn ngành thép xây dựng sẽ tăng trưởng 10-12% trong năm 2021 đến từ việc: (1) tăng tốc phát triển cơ sở hạ tầng trong năm 2021 nhờ việc mở rộng vốn đầu tư công; và (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại trong năm 2021 nhờ lãi suất giảm và nguồn cung mới cao hơn, theo quan điểm của chúng tôi. Với ưu thế về quy mô, kinh nghiệm và hiệu quả hoạt động, chúng tôi tin rằng HPG sẽ tận dụng cơ hội này để thúc đẩy sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 21,1% svck trong năm 2021. Khi đó, thị phần thép xây dựng của công ty năm 2021 sẽ tăng lên 35%, từ mức 32% năm 2020 và 26% của năm 2019, theo ước tính của chúng tôi.

KLHDQ Giai đoạn 2 sẽ dẫn dắt tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép trong năm 2021

Mặc dù mới chỉ bắt đầu vận hành thương mại từ ngày 24/08, lò cao số 3 của Khu liên hợp Dung Quất (KLHDQ) Giai đoạn 2 đã hoạt động khoảng 77% công suất thiết kế, theo ước tính của chúng tôi, tương ứng với việc sản xuất được 515.000 tấn thép cuộn cán nóng (HRC) tính đến cuối tháng 11/2020. Theo ban lãnh đạo HPG, lò cao số 4 tại KLHDQ Giai đoạn 2 sẽ vận hành thương mại vào đầu năm sau. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng tiêu thụ thép của HPG (bao gồm thép xây dựng, phôi thép, ống thép, tôn mạ và HRC) sẽ tăng trưởng 17,3% svck lên mức 7,5 triệu tấn trong năm 2021, được hỗ trợ bởi việc vận hành với hiệu suất cao của KLHDQ Giai đoạn 1 và đóng góp cả năm của Giai đoạn 2.

Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng 27,9%/12,4% trong năm 2021/22

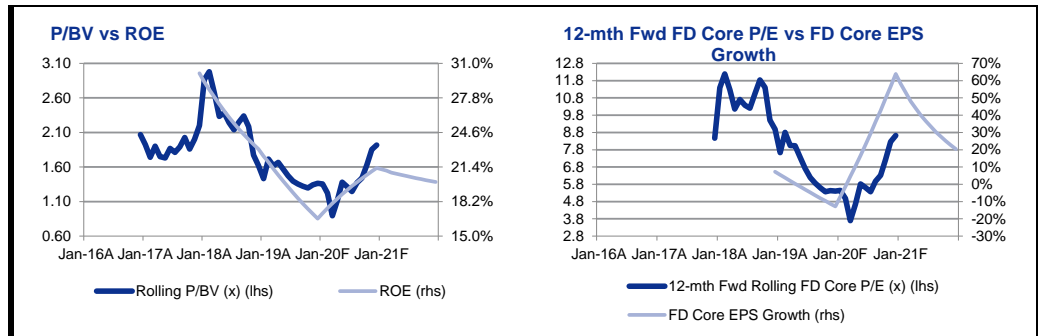
Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng năm 2021 sẽ lần lượt đạt 111.138 tỷ đồng (tăng 24,8% svck) và 16.196 tỷ đồng (tăng 27,9% svck), được hỗ trợ bởi (1) sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng lần lượt 21,1% svck và 282,5% svck; (2) trung bình giá quặng sắt giảm 6,7% svck, theo dự báo của chúng tôi; và (3) trung bình giá bán thép xây dựng tăng 4,0% svck. Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng LNR sẽ tăng trưởng 12,4% svck đạt 18.197 tỷ đồng.

Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 47.300 đồng/cp

Định giá dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2021; và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép chậm hơn dự kiến. Động lực tăng giá là giá quặng sắt thấp hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	55.836	63.658	89.047	111.138	116.289
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	12.524	11.914	21.856	26.847	28.537
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8.392	7.318	12.347	15.789	17.741
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.533	2.209	3.726	4.766	5.354
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	7,2%	-12,8%	68,7%	27,9%	12,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	15,50	17,77	10,53	8,24	7,33
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1,8	-	500,0	500,0	1.000,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	1,27%	1,27%	2,55%
EV/EBITDA (lần)	11,8	13,5	6,9	5,2	4,2
P/FCFE (lần)	NA	71,36	38,33	38,14	9,06
P/B (lần)	3,21	2,73	1,99	1,60	1,35
ROE	23,1%	16,6%	21,9%	21,5%	20,0%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,09	1,17	1,17

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	55.836	63.658	89.047	111.138	116.289
Lợi nhuận gộp	11.671	11.185	18.417	22.646	24.442
LN hoạt động thuần	12.524	11.914	21.856	26.847	28.537
Chi phí khấu hao	(2.206)	(2.417)	(5.507)	(6.840)	(6.840)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	10.318	9.498	16.349	20.007	21.696
TN từ hoạt động tài chính	(245)	(465)	(1.793)	(1.506)	(900)
TN từ các Cty LK & LD	-	(1)	(1)	(1)	(1)
Chi phí/lãi ngoài HKKD	(1)	66	(28)	(13)	(55)
Lợi nhuận trước thuế	10.071	9.097	14.526	18.487	20.740
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	10.071	9.097	14.526	18.487	20.740
Thuế	(1.471)	(1.518)	(1.791)	(2.220)	(2.472)
Lợi nhuận sau thuế	8.601	7.578	12.735	16.267	18.268
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(28)	(71)	(71)	(71)	(71)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(181)	(189)	(318)	(407)	(457)
Lợi nhuận ròng	8.392	7.318	12.347	15.789	17.741
Lợi nhuận thường xuyên	8.392	7.318	12.347	15.789	17.741

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	12.524	11.914	21.856	26.847	28.537
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	(1)	(1)	(1)	(1)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(2.766)	(8.494)	(5.434)	(8.047)	706
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(73)	(6)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	(86)	(8)	(134)	(128)	(383)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(540)	(937)	(1.925)	(1.637)	(1.031)
Thuế đã trả	(1.416)	(1.518)	(1.791)	(2.220)	(2.472)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7.642	949	12.570	14.814	25.355
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(27.594)	(21.622)	(7.000)	(6.000)	(5.000)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	65	22	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	-	-	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	6.148	2.350	(7.559)	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	849	41	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(20.533)	(19.209)	(14.559)	(6.000)	(5.000)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	11.137	20.082	5.382	(5.404)	(6.001)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	11	0	5.522	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(6)	(13)	(1.657)	(1.657)	(3.313)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	11.143	20.069	9.247	(7.061)	(9.314)
Tổng tiền trong năm	(1.748)	1.810	7.258	1.753	11.041
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(1.754)	1.822	3.393	3.410	14.354
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(12.351)	(17.323)	(64)	10.451	21.386

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	6.240	5.939	15.141	16.792	27.927
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.210	3.575	6.831	9.135	8.336
Hàng tồn kho	14.115	19.412	23.221	30.037	31.784
Tài sản ngắn hạn khác	1.743	1.546	2.162	2.698	2.823
Tổng tài sản ngắn hạn	25.309	30.472	47.355	58.662	70.870
Tài sản cố định	50.852	68.992	70.485	69.644	67.803
Tổng đầu tư	67	26	26	26	26
Tài sản vô hình	217	269	250	231	212
Tài sản dài hạn khác	1.778	2.032	4.452	5.557	5.814
Tổng tài sản dài hạn	52.914	71.319	75.213	75.458	73.855
Vay & nợ ngắn hạn	11.495	16.838	13.766	7.473	3.503
Phải trả người bán	8.707	6.178	8.708	10.910	12.892
Nợ ngắn hạn khác	2.435	3.982	5.343	6.401	6.505
Tổng nợ ngắn hạn	22.636	26.998	27.817	24.785	22.900
Vay & nợ dài hạn	12.811	19.842	21.587	18.358	15.146
Nợ dài hạn khác	2.153	7.163	7.569	9.447	9.885
Tổng nợ dài hạn	14.964	27.005	29.156	27.804	25.031
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	37.600	54.003	56.972	52.589	47.931
Vốn chủ sở hữu	40.496	47.605	65.342	81.207	96.400
Lợi ích cổ đông thiểu số	127	183	253	324	394
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	40.623	47.788	65.596	81.531	96.795

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	21,0%	14,0%	39,9%	24,8%	4,6%
Tăng trưởng LNHHĐKD	9,7%	-4,9%	83,4%	22,8%	6,3%
Biên LNHHĐKD	22,4%	18,7%	24,5%	24,2%	24,5%
Tiền ròng/cp	(6.543)	(11.134)	(6.100)	(2.728)	2.800
Giá trị sổ sách/cp	14.667	17.241	19.721	24.510	29.095
Khả năng thanh toán lãi vay	19,11	10,14	8,49	12,22	21,04
Thuế suất hiệu dụng	14,6%	16,7%	12,3%	12,0%	11,9%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,1%	NA	11,7%	9,2%	11,6%
Số ngày phải thu	31,9	19,5	21,4	26,2	27,4
Số ngày tồn kho	106,87	116,61	110,50	109,80	122,80
Số ngày phải trả	53,44	51,77	38,57	40,46	47,29
ROIC	27,9%	13,0%	16,7%	18,9%	19,1%
ROCE	19,2%	13,3%	17,8%	19,3%	19,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	15,39%	10,33%	14,10%	15,10%	15,10%

Giá định chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán (%)	14,6%	-8,8%	-7,1%	1,0%	1,0%
Tăng trưởng sản lượng (%)	6,4%	21,1%	65,5%	17,4%	0,3%
Hiệu suất hoạt động (%)	84,7%	71,1%	107,7%	108,1%	101,7%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

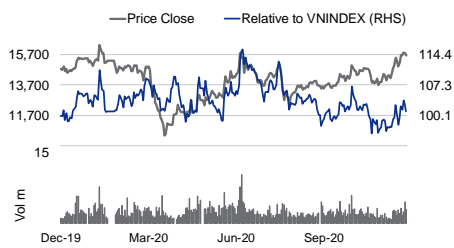
Consensus ratings*: KQ 5 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND15.750
Giá mục tiêu:	VND15.700
Giá mục tiêu cũ:	VND15.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	-0,3%
CGS-CIMB / Consensus:	-3,5%
Reuters:	KBC.HM
Bloomberg:	KBC VN
Vốn hóa:	US\$319,9tr
	VND7.398.723tr
GTGD bình quân:	US\$1,46tr
	VND34.150tr
SLCP đang lưu hành:	475,7tr
Free float:	37,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	11	14,7	2,3
Tương đối (%)	2,4	1	-3,4

Cổ đông	% nắm giữ
Dang Thanh Tam	16,0
Kinh Bac Consulting and Investment	9,6
Dragon Capital	5,6

TCT Phát triển đô thị Kinh Bắc

Triển vọng tích cực hơn trong 2021-2022

- Với tổng quỹ đất 5.278 ha (tính đến cuối 2019), chúng tôi cho rằng KBC có thể duy trì phát triển lên tới 10 đến 20 năm nữa.
- Chúng tôi dự báo EPS năm 2020 giảm 33% svck do doanh thu thấp trong 9T20, EPS 2021 dự kiến tăng 35,1% svck nhờ vào lượng lớn đất cho thuê trong năm 2021.
- Duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu theo RNAV là 15.700 đồng.

Doanh nghiệp BĐS KCN hàng đầu miền Bắc với quỹ đất dồi dào

Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu BĐS KCN ngày càng tăng, được thúc đẩy bởi dòng vốn FDI tăng mạnh tại khu vực miền Bắc Việt Nam vì: 1) khách hàng của KBC là những gã khổng lồ công nghệ, với KCN Quế Võ và Tràng Duệ là trung tâm sản xuất của các tập đoàn công nghệ lớn đến từ Hàn Quốc như Samsung Electronics Việt Nam và LG Electronics; và 2) KBC sở hữu quỹ đất rộng 5.278ha (tính đến cuối 2019), có thể duy trì phát triển trong 10 đến 20 năm tới.

Chúng tôi kỳ vọng NSHL là động lực tăng trưởng LN trong 2020-23

Chúng tôi kỳ vọng Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL) sẽ là một trong những nguồn đóng góp chính vào DT cho thuê đất trong 2020-23; với lợi thế nằm gần KCN Quế Võ 1&2, chúng tôi tin rằng NSHL sẽ hưởng lợi từ nhu cầu mở rộng của các khách hàng hiện hữu tại KCN Quế Võ và đạt được tỷ lệ lấp đầy cao. Trong tháng 10/2020, Chính phủ đã phê duyệt điều chỉnh quy hoạch tại KCN NSHL. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NSHL GĐ1 (100ha) sẽ sẵn sàng bàn giao đất trong Q4/20 cho các nhà đầu tư đã đăng ký trước đó. Trong trường hợp tích cực nhất, KBC có thể ghi nhận 1.379 tỷ đồng DT từ KCN NSHL (66ha NLA) trong Q4/20.

EPS dự kiến sẽ giảm trong năm 2020, sau đó bật tăng lại trong 2021

KBC ghi nhận DT thuần 9T20 đạt 930 tỷ đồng (-63% svck) do DT cho thuê đất KCN giảm mạnh xuống 520 tỷ đồng (-76% svck) và không ghi nhận DT từ việc bán nhà máy nhà xưởng. DT 9T20 thấp đã kéo LNST giảm 94% xuống 30 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 4,9% dự báo cả năm của chúng tôi. Chúng tôi dự báo DT 2020 của KBC sẽ giảm 12,8% svck xuống 2.800 tỷ đồng do DT thấp trong 9T20. Chúng tôi cũng dự báo LNST của KBC giảm 33% svck xuống 616 tỷ đồng, tương ứng EPS cốt lõi giảm 33% svck. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng LNST 2021 sẽ bật tăng 35,1% svck đạt 831,9 tỷ đồng, nhờ việc đi lại được bình thường hóa trong 2021 và giá thuê tăng mạnh tại KCN Tân Phú Trung trong 2020-21.

Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 15.700 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu theo RNAV là 15.700 đồng do DT thấp trong 9T20 và việc ghi nhận DT tại dự án Phúc Ninh bị trì hoãn. Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn có thể đến từ việc bán hàng tại các KCN hoặc KĐT diễn ra nhanh hơn; luận điểm đầu tư trung và dài hạn phụ thuộc vào việc liệu KBC có thể giải quyết rào cản pháp lý tại dự án Tràng Cát và được phê duyệt dự án KCN Tràng Duệ 3 trong 2021-2022. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) doanh số bán tại các KCN thấp hơn mong đợi; 2) việc bàn giao NSHL giai đoạn 1 bị trì hoãn; và 3) việc ghi nhận doanh thu các dự án KĐT bị trì hoãn.

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Thị Cẩm Tú

T (84) 333 557 019

E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

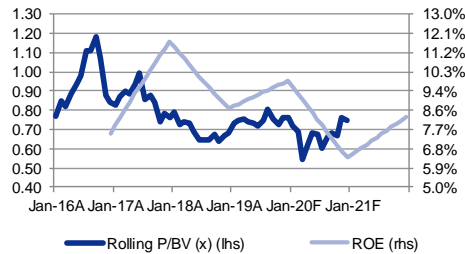
Tóm tắt các chỉ tiêu chính

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.491	3.210	2.800	3.210	3.483
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.201	1.586	1.194	1.535	1.566
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	746,2	918,4	615,5	831,9	857,3
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.588	1.955	1.310	1.771	1.825
Tăng trưởng EPS cốt lõi	(20,6%)	23,1%	(33,0%)	35,1%	3,1%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	9,98	8,11	12,10	8,95	8,69
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	0,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	6,31%	0,00%	0,00%	0,00%
EV/EBITDA (lần)	8,75	6,06	5,81	5,55	5,35
P/FCFE (lần)	NA	8,43	3,50	NA	21,89
Tỷ lệ nợ	23,0%	12,2%	(13,9%)	(0,4%)	(2,6%)
P/BV (lần)	0,82	0,79	0,76	0,72	0,68
ROE	8,61%	9,92%	6,37%	8,23%	8,03%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,50	1,10	0,92

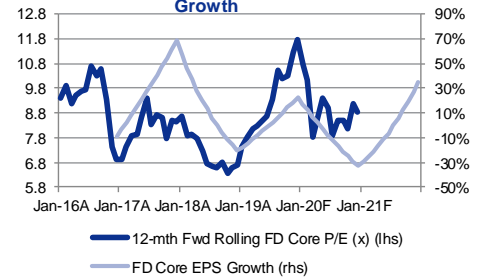
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Doanh thu thuần	2.491	3.210	2.800	3.210	3.483
Lợi nhuận gộp	1.469	1.847	1.399	1.754	1.783
LN hoạt động thuần	1.201	1.586	1.194	1.535	1.566
Chi phí khấu hao	(39)	(53)	(61)	(63)	(65)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	1.162	1.533	1.133	1.472	1.501
TN từ hoạt động tài chính	(102)	(143)	(208)	(197)	(181)
TN từ các công ty LK & LD	14	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(26)	(27)	8	(12)	(14)
Lợi nhuận trước thuế	1.047	1.364	933	1.263	1.305
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	1.047	1.364	933	1.263	1.305
Thuế	(238)	(323)	(224)	(303)	(313)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	809	1.041	709	960	992
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(63)	(122)	(93)	(128)	(135)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Lãi lỗ ngoại tệ					
Các khoản điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	746	918	616	832	857
Lợi nhuận thường xuyên	746	918	616	832	857
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	746	918	616	832	857

Dòng tiền

(tỷ đồng)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
EBITDA	1.201	1.586	1.194	1.535	1.566
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(92)	(79)	(50)	(70)	(70)
Tăng (Giảm) vốn lưu động	(632)	462	2.400	(2.119)	(436)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	(154)	(222)	(262)	(272)	(261)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(22)	5	5	0	0
Chi/(thu) bằng tiền khác	39	53	61	63	65
Dòng tiền hoạt động khác	47	(26)	(94)	(117)	(129)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(207)	(282)	(198)	(196)	(174)
Thuế đã trả	(205)	(180)	(224)	(303)	(313)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	130	1.539	3.094	(1.208)	508
Tiền chi mua tài sản cố định	(62)	(275)	(90)	(70)	(73)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0
Thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(93)	200	(1.901)	66	70
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(155)	(75)	(1.991)	(3)	(3)
Tiền vay nhận được (đã trả)	(246)	(582)	1.024	(50)	(165)
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	(10)	(455)	(238)	(238)	(238)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(255)	(1.037)	786	(288)	(403)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Tiền và tương đương tiền	227	655	4.450	2.951	3.053
Xây dựng cơ bản dở dang					
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.842	5.493	5.889	6.111	6.324
Hàng tồn kho	8.593	7.548	7.083	7.450	7.559
Tài sản ngắn hạn khác	200	216	248	260	273
Tổng tài sản ngắn hạn	14.862	13.912	17.670	16.772	17.209
Tài sản cố định	351	1.076	1.128	1.158	1.191
Tổng đầu tư	1.082	1.294	1.311	1.291	1.267
Tài sản vô hình	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	614	151	184	184	184
Tổng tài sản dài hạn	2.047	2.521	2.623	2.633	2.642
Vay & nợ ngắn hạn	1.204	804	1.150	1.150	1.035
Nợ dài hạn đến hạn phải trả					
Phải trả người bán	226	371	381	396	462
Nợ ngắn hạn khác	2.502	2.893	5.278	3.745	3.577
Tổng nợ ngắn hạn	3.933	4.067	6.809	5.291	5.075
Vay & nợ dài hạn	1.283	1.122	1.800	1.750	1.700
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	1.857	863	862	863	863
Tổng nợ dài hạn	3.139	1.984	2.662	2.613	2.563
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	7.072	6.052	9.472	7.903	7.637
Vốn chủ sở hữu	9.035	9.483	9.830	10.383	10.959
Lợi ích cổ đông thiểu số	803	898	991	1.120	1.254
Tổng cộng nguồn vốn	9.837	10.381	10.821	11.502	12.214

Các chỉ số chính

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Tăng trưởng doanh thu	97,7%	28,9%	(12,8%)	14,6%	8,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	134%	32%	(25%)	29%	2%
Biên LN HĐKD	48,2%	49,4%	42,7%	47,8%	45,0%
LN trên cổ phiếu (VND)	(4.811)	(2.706)	3.192	108	677
Giá trị sổ sách/cp (VND)	19.232	20.187	20.926	22.102	23.329
Khả năng thanh toán lãi vay	5,79	7,83	5,72	7,50	8,62
Thuế suất hiệu dụng	22,8%	23,7%	24,0%	24,0%	24,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	52,3%	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	218,6	177,4	177,4	155,8	145,4
Số ngày tồn kho	3.020	2.161	1.911	1.822	1.611
Số ngày phải trả	64,35	79,89	98,16	97,37	92,08
ROIC (%)	10,4%	12,9%	10,9%	18,5%	14,8%
ROCE (%)	10,4%	13,1%	9,1%	10,9%	10,7%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,58%	7,10%	4,99%	5,83%	5,98%

Giả định chính

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
Doanh số ký bán (triệu VND)	1.131,4	2.152,9	2.479,3	2.753,2	1.532,6
Diện tích ký bán (triệu m ²)	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 (%)	57,5%	50,0%	54,7%	51,2%	0,0%
Giá bán bình quân (VND/m ²)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	46,6%	47,8%	40,5%	45,9%	43,1%
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	15,2%	11,9%	14,3%	12,1%	11,2%
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	84,8%	88,1%	85,7%	87,9%	88,8%
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	5,7%	4,4%	3,3%	3,2%	2,6%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

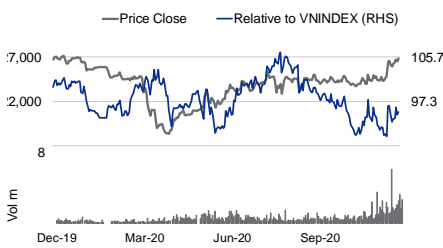
Consensus ratings*: KQ 10 TL 0 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND28.000
Giá mục tiêu:	VND29.100
Giá mục tiêu cũ:	VND29.100
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	3,9%
CGS-CIMB / Consensus:	-0,7%
Reuters:	KDH.HM
Bloomberg:	KDH VN
Vốn hóa:	US\$676,4m
	VND15.646.584m
GTGD bình quân:	US\$1,31m
	VND31.150m
SLCP đang lưu hành:	579,7m
Free float:	55,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	14,5	16,9	4,5
Tương đối (%)	6,2	0,9	-2,9

Cổ đông

	% 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

Nguyễn Thị Cẩm Tú

T (84) 333 557 019

E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

Tiềm năng tăng giá đã được phản ánh

- Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán vẫn tăng mạnh mẽ trong năm 2020-2021 nhờ vào việc ra mắt 2 dự án ở khu Đông TPHCM (Armena và Clarita).
- LN vững chắc trong năm 2020-2021 được hỗ trợ bởi doanh số ký bán lớn trong giai đoạn 2019-2021.
- Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu theo phương pháp RNAV là 29.100 đồng.

LN ròng 9T20 tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào lượng bàn giao lớn

DT thuần của KDH trong Q3/20 tăng 187,8% svck, giúp tổng DT thuần 9T20 đạt 3.292 tỷ đồng (+76,8% svck), hoàn thành 93,4% dự báo cả năm 2020 của chúng tôi, nhờ vào việc bàn giao 96 căn hộ thuộc dự án Verosa và 821 căn thuộc dự án Safira. Biên lãi gộp 9M20 của KDH thu hẹp 9,9 điểm phần trăm svck xuống 39,4% do dự án căn hộ Safira có biên lợi nhuận thấp. LN ròng 9T20 tăng 50,8% svck đạt 770 tỷ đồng, hoàn thành 65,1% dự báo của chúng tôi và 69,9% kế hoạch năm 2020 của công ty.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán cao trong năm 2020-2021

Tính đến 30/09/2020, ba dự án trọng điểm của KDH ghi nhận tỷ lệ lấp đầy cao (Safira 100%, tương đương 1.593 căn đã bán; Verosa 90%, tương đương 265 căn đã bán; Lovera Park 86%, tương đương 1.129 căn đã bán) nhờ vào phần lớn doanh số bán trong năm 2019. Chúng tôi dự kiến các căn còn lại tại Lovera Vista và Verosa Park sẽ được bán hết trong Q4/20, giúp doanh số ký bán năm 2020 đạt 3.737 tỷ đồng (-21% svck). Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán năm 2021 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn, nhờ vào việc ra mắt 2 dự án tiềm năng ở khu Đông TPHCM (Armena và Clarita) trong Q4/20-2021.

LN vững chắc trong 2020-2021 nhờ vào DT ký bán lớn ở 2019-2021

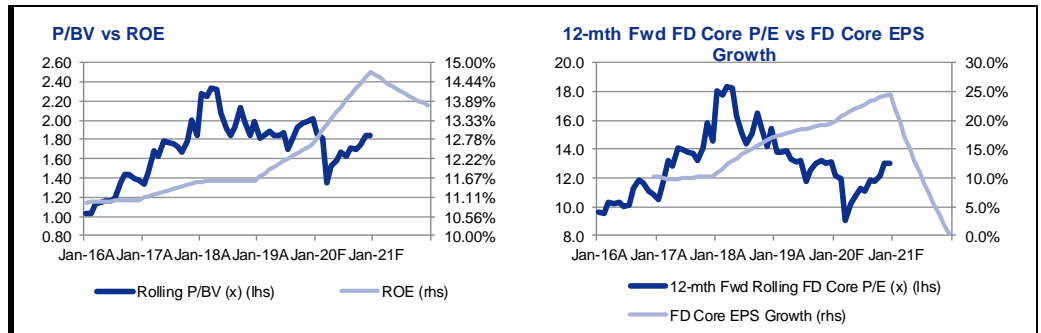
Chúng tôi dự báo DT năm 2020 sẽ tăng trưởng 23,9% svck đạt 3.526 tỷ đồng, nhờ vào hơn 800 căn hộ tại Safira được bàn giao trong nửa cuối năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ báo lãi ròng năm 2020 đạt 1.183 tỷ đồng (+29,2% svck), tương ứng EPS cốt lõi tăng 24,6% svck. Chúng tôi tin rằng LN trong năm 2021 của KDH sẽ duy trì mạnh mẽ nhờ vào việc bàn giao các căn hộ tại dự án Lovera Vista, với tổng giá trị 2.451 tỷ đồng trong Q3/21.

Duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 29.100 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu dựa trên RNAV đạt 29.100 đồng/cp. Động lực tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán cao hơn mong đợi tại dự án Armena ở quận 9 và Clarita ở quận 2; trong khi tiềm năng trung và dài hạn đến từ việc dự án Tân Tạo được triển khai sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm: 1) làn sóng dịch Covid-19 mới cản trở các hoạt động bán hàng và marketing; và 2) quá trình xin giấy phép xây dựng lâu hơn dự kiến làm trì hoãn việc mở bán mới.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu (tỷ đồng)	2.917	2.813	3.526	4.592	6.408
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	990	1.232	1.561	1.583	3.457
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	808	915	1.183	1.195	2.629
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.381	1.649	2.055	2.062	4.535
Tăng trưởng EPS cốt lõi	17%	19%	25%	0%	120%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	20,24	16,95	13,60	13,55	6,16
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	1,79%	1,79%	1,79%	1,79%	1,79%
EV/EBITDA (lần)	13,50	12,28	9,58	9,89	4,62
P/FCFE (lần)	NA	NA	14,70	NA	46,30
Tỷ lệ nợ	(12,6%)	(5,5%)	(13,8%)	(6,5%)	(2,5%)
P/BV (lần)	2,19	2,10	1,92	1,81	1,52
ROE	11,6%	12,6%	14,7%	13,7%	26,8%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,06	0,90	1,61

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	2.917	2.813	3.526	4.592	6.408
Lợi nhuận gộp	1.239	1.500	1.855	1.945	4.063
LN hoạt động thuần	990	1.232	1.561	1.583	3.457
Chi phí khấu hao	(8)	(9)	(22)	(22)	(23)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	982	1.223	1.539	1.561	3.434
TN từ hoạt động tài chính	111	(0)	(26)	(30)	(110)
TN từ các công ty LK & LD	4	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKKD	(21)	(33)	(34)	(36)	(38)
Lợi nhuận trước thuế	1.076	1.190	1.479	1.494	3.286
Các khoản đặc biệt	0	0	0	0	0
LNTT sau các khoản đặc biệt	1.076	1.190	1.479	1.494	3.286
Thuế	(266)	(273)	(296)	(299)	(657)
Các khoản thu nhập đặc biệt	0	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	810	917	1.183	1.195	2.629
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2)	(2)	0	0	0
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Lãi lỗ ngoại tệ	0	0	0	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0
Lợi nhuận ròng	808	915	1.183	1.195	2.629
Lợi nhuận thường xuyên	701	915	1.183	1.195	2.629
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	701	915	1.183	1.195	2.629

Dòng tiền

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	990	1.232	1.561	1.583	3.457
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(200)	(41)	(41)	(83)	(42)
Tăng (Giảm) vốn lưu động	(1.236)	(964)	(36)	(1.016)	(1.995)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	86	(42)	(82)	(89)	(171)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(8)	(2)	0	0	0
Chi/(thu) bằng tiền khác	8	9	22	22	23
Dòng tiền hoạt động khác	97	(78)	(108)	(114)	(260)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(114)	(90)	(33)	(35)	(42)
Thuế đã trả	(256)	(229)	(296)	(299)	(657)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(719)	(164)	1.069	59	483
Tiền chi mua tài sản cố định	(161)	(235)	(68)	(75)	(82)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1	0	0	0	0
Thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	680	34	41	83	42
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	519	(201)	(27)	8	(40)
Tiền vay nhận được (đã trả)	(689)	(186)	53	(98)	(93)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	101	97	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	0	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(194)	(207)	(290)	(290)	(290)
Cổ tức ưu đãi đã trả	0	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động tài chính	226	0	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(556)	(296)	(237)	(388)	(383)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Tiền và tương đương tiền	1.836	1.207	2.012	1.320	912
Xây dựng cơ bản dở dang					
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.760	3.778	4.650	6.526	7.177
Hàng tồn kho	5.817	7.037	7.567	7.620	8.382
Tài sản ngắn hạn khác	157	305	320	336	353
Tổng tài sản ngắn hạn	9.570	12.327	14.549	15.802	16.824
Tài sản cố định	500	677	734	797	867
Tổng đầu tư	19	114	104	93	83
Tài sản vô hình	4	3	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	134	116	120	122	120
Tổng tài sản dài hạn	658	910	960	1.015	1.072
Vay & nợ ngắn hạn	632	377	480	432	389
Nợ dài hạn đến hạn phải trả					
Phải trả người bán	284	696	885	1.402	1.243
Nợ ngắn hạn khác	1.859	3.499	4.677	5.064	4.613
Tổng nợ ngắn hạn	2.775	4.572	6.042	6.898	6.244
Vay & nợ dài hạn	337	405	355	305	255
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	217	596	614	640	685
Tổng nợ dài hạn	553	1.001	969	945	940
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	3.328	5.573	7.011	7.843	7.184
Vốn chủ sở hữu	6.864	7.625	8.459	8.934	10.673
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	39	39	39	39
Tổng cộng nguồn vốn	6.899	7.664	8.498	8.973	10.712

Các chỉ số chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng doanh thu	(4,5%)	(3,5%)	25,3%	30,2%	39,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	24,0%	25,0%	27,0%	1,0%	118,0%
Biên LN HĐKD	33,9%	43,8%	44,3%	34,5%	53,9%
LN trên cổ phiếu (VND)	1.612	743	2.030	1.006	462
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12.753	13.339	14.593	15.412	18.412
Khả năng thanh toán lãi vay	31,0	804,7	46,6	44,7	81,3
Thuế suất hiệu dụng	24,7%	22,9%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	25,6%	29,7%	23,0%	22,8%	10,4%
Số ngày phải thu	76,4	158,5	188,8	185,1	179,8
Số ngày tồn kho	1.161	1.787	1.600	1.047	1.245
Số ngày phải trả	36,80	136,20	173,20	157,80	205,80
ROIC (%)	18,6%	19,7%	20,0%	20,0%	38,5%
ROCE (%)	15,0%	15,5%	17,8%	17,3%	33,0%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	7,0%	7,8%	8,4%	7,6%	15,80%

Giả định chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh số ký bán (triệu VND)	N/A	5.659,4	5.044,3	3.825,6	8.282,3
Diện tích ký bán (triệu m ²)	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
Quỹ đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp (%)	42,5%	53,3%	52,6%	42,4%	63,4%
Giá bán bình quân (VND/m ²)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	33,7%	43,5%	43,6%	34,0%	53,6%
Doanh thu đầu tư/tổng doanh thu	1,9%	3,5%	3,4%	3,1%	2,7%
Doanh thu từ nhà ở/tổng doanh thu	98,1%	96,5%	96,6%	96,9%	97,3%
Biên sinh lời từ bất động sản đầu tư	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	N/A
Tỷ lệ chi phí trên doanh thu	3,4%	4,1%	4,2%	3,5%	5,5%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 4 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND11.700
Giá mục tiêu:	VND12.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	6,8%
CGS-CIMB / Consensus:	-7,8%
Reuters:	LPB.HM
Bloomberg:	LPB.VN
Vốn hóa:	US\$543,6tr
	VND12.573.325tr
GTGD bình quân:	US\$4,08tr
	VND94.738tr
SLCP đang lưu hành:	1.075tr
Free float:	20,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

▶ Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	8,2	41,4	93,9
Tương đối (%)	-0,1	25,4	86,5

Cổ đông	% năm giữ
Việt Nam Post	12,7
H.T.H Ltd. Co.	5,0
Nguyễn Đình Thắng	3,6

Ngân hàng TMCP Bưu Điện Liên Việt

Kỳ vọng đã phản ánh vào giá

- LPB là ngân hàng lớn thứ mười ba xét về tổng tài sản; tăng trưởng cho vay của LPB rất mạnh trong những năm gần đây do tập trung đẩy mạnh cho vay bán lẻ.
- Dự phóng tốc độ tăng trưởng kép của LN ròng là 24% trong 2020-2022 nhờ NIM hồi phục và dư nợ đạt tăng trưởng cao.
- Duy trì khuyến nghị Trung lập với mức giá mục tiêu 12.500đ/cp.

LPB: ngân hàng có mạng lưới bán lẻ vững chắc

LPB là ngân hàng lớn thứ mười ba tại Việt Nam xét về tổng khối tài sản, chiếm 2,0% thị phần cho vay và 1,7% thị phần tiền gửi khách hàng vào cuối năm 2019. Mặc dù có quy mô khiêm tốn nhưng ngân hàng có lợi thế cạnh tranh so với các ngân hàng khác nhờ mạng lưới hoạt động rộng khắp. Sau khi mua lại công ty Tiết kiệm Bưu điện Việt Nam, LPB có thể tiếp cận hơn 600 phòng giao dịch bưu điện trên toàn quốc. Bằng cách sử dụng mạng lưới hiện có, LPB có thể tiếp cận các khu vực nông thôn, nơi sự hiện diện của ngân hàng còn hạn chế, với chi phí thấp hơn so với việc mở các phòng giao dịch mới.

Chúng tôi thận trọng với chất lượng tài sản đang suy giảm

Cuối 9T20, nợ xấu của LPB tăng nhanh với tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1,44% tại cuối 2019 lên 1,64% tại cuối Q3/20. Chúng tôi tin rằng việc tăng mạnh nợ xấu là do chiến lược tái cơ cấu của LPB chuyển hướng sang cho vay cá nhân. Ngoài ra, tỷ lệ bao nợ xấu giảm mạnh xuống 73% cuối Q3 từ mức 85% cuối năm 2019 trong khi tỷ lệ xóa nợ duy trì ở mức thấp (0,02%).

Dự phóng LN ròng tăng trưởng kép đạt 24% trong 2020-22

Chúng tôi dự báo LN ròng CAGR đạt 24% trong giai đoạn 2020-2022, nhờ thu nhập lãi tăng 19% do tăng trưởng cho vay tăng 15% và NIM tăng 0,29%. Chúng tôi cũng dự phóng thu nhập ngoài lãi tăng 7% trong năm 2020-2022, bao gồm thu nhập phí tăng 22% nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập phí và ứng dụng ngân hàng số mới ra mắt. Chúng tôi cũng dự phóng tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng lên 1,8% trong năm 2021-2022 do ngân hàng đang tăng cường tập trung sang mảng bán lẻ. Chúng tôi duy trì dự báo chi phí dự phòng với chi phí tín dụng cao hơn (lần lượt là 0,42% và 0,37% trong 2020 và 2021) so với mức hiện tại (0,29%), bởi vì chúng tôi cho rằng rủi ro về chất lượng tài sản có thể xảy ra. Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng tăng trưởng lần lượt là 7,6% và 20,2% svck trong 2020-2021.

Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 12.500 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14.5%; tăng trưởng dài hạn: 4%) và hệ số P/B dự phóng năm 2021 ở mức 0,8x.

Chuyên viên Phân tích



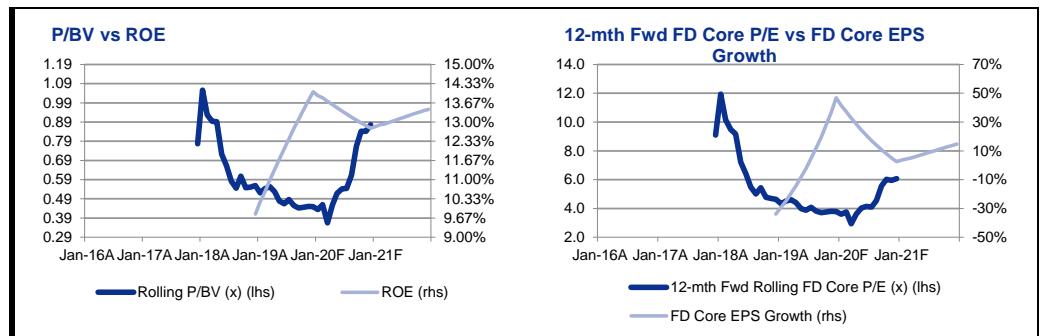
Nguyễn Thị Phương Thanh

T (84) 91 514 3803

E thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	5.016	6.061	6.552	7.765	9.272
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	(136)	446	705	680	808
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	4.879	6.507	7.257	8.444	10.080
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(618)	(436)	(636)	(656)	(667)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	960	1.600	1.722	2.070	2.641
EPS cốt lõi (VND)	1.116	1.638	1.679	1.926	2.458
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-33,9%	46,8%	2,5%	14,8%	27,6%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	10,48	7,14	6,97	6,07	4,76
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	13.601	14.164	13.367	15.294	17.751
P/B (lần)	0,86	0,83	0,88	0,77	0,66
ROE (%)	9,8%	14,0%	12,8%	13,4%	14,9%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH


Kết quả kinh doanh					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	5.016	6.061	6.552	7.765	9.272
Thu nhập ngoài lãi thuần	(136)	446	705	680	808
Tổng thu nhập hoạt động	4.879	6.507	7.257	8.444	10.080
Tổng chi phí hoạt động	(3.048)	(4.032)	(4.427)	(5.151)	(6.048)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	1.831	2.474	2.830	3.293	4.032
Tổng chi phí dự phòng	(618)	(436)	(636)	(656)	(667)
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	1.213	2.039	2.194	2.638	3.365
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	1.213	2.039	2.194	2.638	3.365
Chi phí/thu nhập ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1.213	2.039	2.194	2.638	3.365
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	1.213	2.039	2.194	2.638	3.365
Chi phí thuế	(253)	(439)	(472)	(567)	(724)
Lợi nhuận sau thuế	960	1.600	1.722	2.070	2.641
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	960	1.600	1.722	2.070	2.641
Lợi nhuận thường xuyên	960	1.600	1.722	2.070	2.641

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	95,4%	102,7%	106,3%	106,3%	105,4%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	86,8%	99,2%	104,6%	106,3%	105,8%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	31,0%	27,3%	25,2%	23,6%	23,4%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	32,5%	28,7%	26,3%	24,5%	24,2%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	67,2%	68,7%	72,1%	72,6%	73,0%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	77,7%	76,0%	81,4%	82,1%	81,6%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	7,3%	7,7%	7,4%	7,3%	7,3%
Hệ số rủi ro của tài sản	82,5%	146,7%	146,0%	146,0%	146,0%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	0,56%	0,34%	0,42%	0,37%	0,33%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	0,37%	0,23%	0,30%	0,27%	0,24%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	0,22%	0,10%	0,11%	0,05%	0,08%

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
Tổng cho vay khách hàng	124.302	152.186	175.492	201.040	230.598
Tài sản thanh khoản và đầu tư	35.731	34.884	36.395	41.917	48.228
Tài sản sinh lãi khác	6.256	6.622	4.635	5.006	5.507
Tổng tài sản sinh lãi	166.289	193.692	216.522	247.963	284.333
Tổng dự phòng	(1.483)	(1.721)	(2.129)	(2.655)	(3.113)
Tổng tài sản sinh lãi ròng	164.806	191.972	214.393	245.308	281.220
Tài sản vô hình	477	469	497	526	569
Các tài sản không sinh lãi khác	8.148	8.404	8.908	9.443	10.198
Tổng tài sản không sinh lãi	8.625	8.873	9.405	9.969	10.767
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	1.664	1.214	1.286	1.364	1.473
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	175.095	202.058	225.085	256.641	293.460
Tiền gửi của khách hàng	135.068	165.003	182.793	208.805	240.974
Tiền gửi của ngân hàng	16.441	17.533	16.657	18.322	21.620
Các khoản nợ chịu lãi khác	7.345	287	301	316	332
Tổng các khoản nợ chịu lãi	158.854	182.823	199.751	227.443	262.927
Tổng các khoản nợ không có lãi	6.040	6.655	10.968	12.763	11.457
Tổng nợ	164.894	189.478	210.720	240.206	274.384
Vốn chủ sở hữu	10.201	12.580	14.365	16.435	19.076
Lợi ích của cổ đông thiểu số					
Tổng vốn chủ sở hữu	10.201	12.580	14.365	16.435	19.076

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	-4,4%	33,3%	11,5%	16,4%	19,4%
Tăng trưởng lợi nhuận HĐKD	-20,0%	35,1%	14,4%	16,4%	22,4%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	-31,4%	68,1%	7,6%	20,2%	27,6%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	103,0%	93,0%	90,0%	92,0%	92,0%
Chi phí vốn	5,74%	5,97%	6,07%	6,08%	6,13%
Lợi tức tài sản sinh lãi	8,60%	9,03%	8,85%	8,94%	9,13%
Chênh lệch lãi suất	2,87%	3,06%	2,79%	2,86%	3,00%
Tỷ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	3,96%	4,63%	4,50%	4,67%	4,83%
Tỷ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	3,54%	2,75%	2,10%	2,21%	2,31%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng	33,80%	17,60%	22,50%	19,90%	16,50%
Lợi suất trên tài sản trung bình	3,0%	3,2%	3,1%	3,2%	3,4%
Thuế suất	20,90%	21,50%	21,50%	21,50%	21,50%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	0,57%	0,85%	0,81%	0,86%	0,96%

Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	18,5%	17,9%	17,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ lãi cận biên (%)	3,1%	3,4%	3,2%	3,3%	3,5%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	10,0%		58,2%	-3,6%	18,8%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	62,5%	62,0%	61,0%	61,0%	60,0%
Tỷ lệ nợ xấu ròng (%)	0,4%	0,2%	0,3%	0,2%	0,0%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	-88,2%	-84,7%	-76,4%	-77,9%	-79,0%
Dự phòng chung/Dư nợ ròng (%)	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Tỷ lệ vốn cấp I (%)	6,8%	4,1%	4,4%	4,4%	4,5%
CAR (%)	10,9%	8,4%	8,2%	8,1%	8,1%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	-2,6%	9,5%	13,0%	15,0%	16,0%
Cho vay/Hủy động (%)	94,2%	101,4%	104,9%	104,8%	103,9%
Tỷ lệ nợ xấu thuần (%)	1,4%	1,4%	1,7%	1,8%	1,8%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	135,6%	157,4%	20,0%	25,0%	20,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

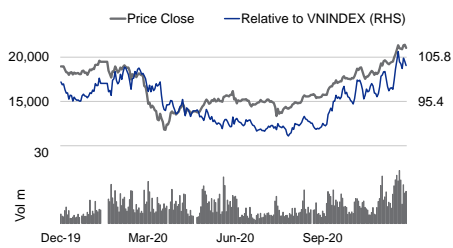
Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 12 TL 3 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND21.500
Giá mục tiêu:	VND27.000
Giá mục tiêu cũ:	VND27.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	25,63%
CGS-CIMB / Consensus:	7,7%
Reuters:	MBB.HM
Bloomberg:	MBB VN
Vốn hóa:	US\$2.524tr
	VND58.374.612tr
GTGD bình quân:	US\$7,52tr
	VND175.988tr
SLCP đang lưu hành:	2.773tr
Free float:	20,0%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi chính trong báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	16,3	36	14,7
Tương đối (%)	8	20	7,3

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

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Thị Phương Thanh

T (84) 91 514 3803

E thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Ngân hàng TMCP Quân Đội

Tăng trưởng bền vững trong 2021-2023

- Chúng tôi dự phóng CAGR EPS sẽ tăng 16,3% trong năm 2020-2022 nhờ NIM mở rộng và tăng trưởng nổi bật của hoạt động cho vay.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 27.000 đồng/cp.

Chất lượng tài sản duy trì vững chắc

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) đạt 1,50% tại cuối T9/20, giảm nhẹ từ mức 1,54% cuối T9/19. Tỷ lệ NPL giảm chủ yếu là do tỷ lệ nợ xấu của MCredit giảm mạnh, từ 7,9% tại cuối Q3/19 xuống 6,5% tại cuối Q3/20 do ngân hàng chủ động thu hẹp quy mô cho vay tiêu dùng (phân khúc cho vay rủi ro cao) trong bối cảnh kinh tế khó khăn. Tỷ lệ bao nợ xấu đạt 119% tại cuối Q3/20, tăng từ 103% tại cuối Q3/19, khi tỷ lệ xóa nợ giảm từ 1,4% vào cuối Q3/19 về mức 1% tại cuối Q3/20.

Kỳ vọng LN ròng Q4/20 tăng trưởng mạnh

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/20 tăng 23,5% svck nhờ tăng trưởng tín dụng ấn tượng. Vào cuối Q3/20, dư nợ tín dụng của MBB đã tăng 11,4% so với đầu năm, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng tín dụng của toàn ngành là 6,1%. Tuy nhiên, do Ngân hàng Nhà nước (NHNN) vừa cho phép MBB nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng từ 12% lên 21,5% cho 2020 nên chúng tôi tin rằng MBB có đủ khả năng để tăng trưởng tín dụng cao hơn nữa vào cuối năm.

Dự báo CAGR EPS đạt 16,3% trong 2020-2022

Chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng kép hàng năm đạt 16,3% trong giai đoạn 2020-22, nhờ tăng trưởng kép của thu nhập lãi thuần đạt 16,1% trên 14% tăng trưởng kép dư nợ tín dụng và NIM tăng 0,31% trong giai đoạn này. Chúng tôi cũng dự báo CAGR thu nhập ngoài lãi đạt 19,5%, bao gồm thu nhập phí tăng trưởng kép 24%, trong 2020-22. Chúng tôi cho rằng đợt bùng phát Covid-19 sẽ giảm trong năm tới, do đó sẽ thúc đẩy các hoạt động cho vay tiêu dùng và NIM. Về chất lượng tài sản, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng lên 1,4% cuối 2020 và 1,8% cuối 2021 do ngân hàng chuyển dịch nhiều hơn sang cho vay bán lẻ trong khi tỷ lệ bao nợ xấu vẫn ổn định ở mức 72-89% trong 2020-21.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 27.000đ/cp

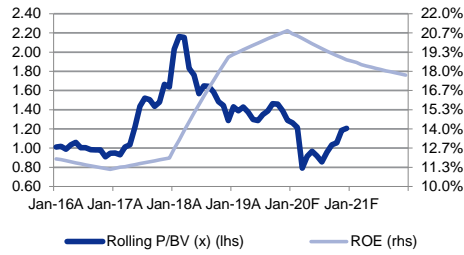
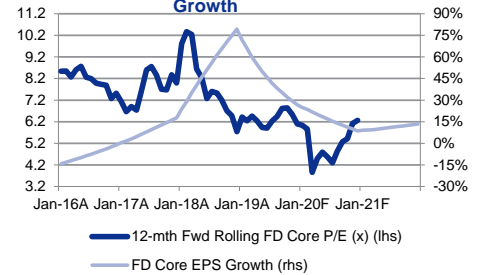
Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu là 27.000 đồng/cp dựa trên phương pháp định giá bằng thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 13,3%; tăng trưởng dài hạn: 3,0%) và P/B mục tiêu 1,2x cho giá trị sổ sách năm 2021.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là thu nhập phí tăng mạnh hơn dự tính.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	14.583	18.000	20.120	23.091	27.113
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	4.953	6.650	8.286	10.047	11.840
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	19.537	24.650	28.406	33.138	38.953
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(3.035)	(4.891)	(5.624)	(6.783)	(7.915)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	6.113	7.823	8.641	9.908	11.692
EPS cốt lõi (VND)	2.150	2.715	2.940	3.359	3.963
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	79,4%	26,2%	8,3%	14,2%	18,0%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	9,79	7,72	7,10	6,27	5,31
Cổ tức tiền mặt (đồng)	600,0	600,0	-	600,0	600,0
Tỷ suất cổ tức (%)	3%	3%	0%	3%	3%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12.159	14.027	17.444	20.417	24.033
P/B (lần)	1,73	1,50	1,21	1,03	0,88
ROE (%)	19,0%	20,8%	18,8%	17,7%	17,8%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	14.583	18.000	20.120	23.091	27.113
Thu nhập ngoài lãi thuần	4.953	6.650	8.286	10.047	11.840
Tổng thu nhập hoạt động	19.537	24.650	28.406	33.138	38.953
Tổng chi phí hoạt động	(8.734)	(9.724)	(11.646)	(13.586)	(15.971)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	10.803	14.927	16.760	19.551	22.982
Tổng chi phí dự phòng	(3.035)	(4.891)	(5.624)	(6.783)	(7.915)
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	7.767	10.036	11.135	12.768	15.067
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	7.767	10.036	11.135	12.768	15.067
Chi phí/thu nhập ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	7.767	10.036	11.135	12.768	15.067
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	7.767	10.036	11.135	12.768	15.067
Chi phí thuế	(1.577)	(1.968)	(2.227)	(2.554)	(3.013)
Lợi nhuận sau thuế	6.190	8.069	8.908	10.215	12.054
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(77)	(246)	(267)	(306)	(362)
Cổ tức	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	6.113	7.823	8.641	9.908	11.692
Lợi nhuận thường xuyên	5.773	7.353	8.122	9.314	10.991

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán

	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	89,5%	91,8%	93,4%	94,3%	94,7%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	86,7%	90,7%	92,7%	93,9%	94,5%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	36,7%	35,6%	34,7%	34,3%	33,6%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	38,5%	37,4%	36,5%	35,9%	35,0%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	58,3%	60,0%	60,5%	61,4%	62,3%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	67,8%	70,7%	72,4%	73,5%	74,4%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	16,7%	16,5%	18,3%	18,9%	19,6%
Hệ số rủi ro của tài sản	105,4%	114,6%	115,0%	117,0%	119,0%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	1,52%	2,10%	2,11%	2,24%	2,29%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	0,90%	1,26%	1,29%	1,39%	1,44%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	0,61%	1,26%	1,21%	1,23%	1,25%

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
Tổng cho vay khách hàng	259.748	290.022	326.534	370.502	420.452
Tài sản thanh khoản và đầu tư	74.567	87.088	97.539	107.293	118.022
Tài sản sinh lãi khác	10.548	14.362	16.085	17.694	19.463
Tổng tài sản sinh lãi	344.863	391.472	440.159	495.489	557.937
Tổng dự phòng	(3.469)	(3.493)	(3.845)	(4.625)	(5.694)
Tổng tài sản sinh lãi ròng	341.394	387.980	436.314	490.865	552.243
Tài sản vô hình	1.113	1.156	1.237	1.324	1.416
Các tài sản không sinh lãi khác	18.082	20.007	21.408	22.906	24.510
Tổng tài sản không sinh lãi	19.195	21.163	22.645	24.230	25.926
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	1.737	2.344	2.508	2.684	2.872
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	362.325	411.488	461.467	517.779	581.041
Tiền gửi của khách hàng	251.122	298.998	330.311	372.423	421.637
Tiền gửi của ngân hàng	60.471	50.314	55.345	59.773	64.555
Các khoản nợ chịu lãi khác	2.958	319	320	321	322
Tổng các khoản nợ chịu lãi	314.551	349.631	385.976	432.517	486.514
Tổng các khoản nợ không có lãi	13.601	21.971	24.961	26.181	25.056
Tổng nợ	328.152	371.602	410.937	458.697	511.570
Vốn chủ sở hữu	32.643	37.998	48.375	56.620	66.648
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1.530	1.888	2.155	2.462	2.823
Tổng vốn chủ sở hữu	34.173	39.886	50.530	59.081	69.471

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	40,9%	26,2%	15,2%	16,7%	17,5%
Tăng trưởng lợi nhuận HĐKD	37,3%	38,2%	12,3%	16,7%	17,5%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	68,3%	29,2%	11,0%	14,7%	18,0%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	74,6%	73,0%	70,8%	69,7%	69,6%
Chi phí vốn	3,48%	3,97%	3,80%	3,88%	3,90%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,72%	8,47%	8,20%	8,33%	8,55%
Chênh lệch lãi suất	4,24%	4,50%	4,40%	4,45%	4,65%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	6,34%	7,02%	6,99%	7,16%	7,43%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	4,23%	4,22%	4,01%	4,06%	4,18%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng	28,1%	32,8%	33,6%	34,7%	34,4%
Lợi suất trên tài sản trung bình	4,31%	4,65%	4,61%	4,72%	4,93%
Thuế suất	20,3%	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	21,2%	18,2%	NA	16,9%	14,4%
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	1,81%	2,02%	1,98%	2,02%	2,13%

Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	16,6%	16,6%	13,0%	14,0%	14,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	4,5%	4,9%	4,8%	4,9%	5,1%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	87,0%	34,3%	24,6%	21,3%	17,8%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	44,7%	39,4%	41,0%	41,0%	41,0%
Tỉ lệ nợ xấu ròng (%)	0,6%	0,6%	0,9%	1,3%	1,2%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	112,3%	110,5%	89,0%	72,3%	74,6%
Dự phòng chung/Dư nợ ròng (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	8,5%	8,1%	9,1%	9,3%	9,6%
CAR (%)	11,0%	10,1%	11,0%	11,1%	11,3%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9,0%	13,6%	11,0%	13,0%	13,5%
Cho vay/Huy động (%)	88,0%	90,5%	92,2%	92,9%	93,2%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,3%	1,2%	1,4%	1,8%	1,9%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	126,5%	24,4%	22,0%	24,0%	24,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 16 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND113.800
Giá mục tiêu:	VND151.200
Giá mục tiêu cũ:	VND151.200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	32,9%
CGS-CIMB / Consensus:	6,6%
Reuters:	MWG.HM
Bloomberg:	MWG VN
Vốn hóa:	US\$2.227tr
	VND51.506.552tr
GTGD bình quân:	US\$4,57tr
	VND106.174tr
SLCP đang lưu hành:	453,3tr
Free float:	92,7%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

- Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	7,4	21,2	2,5
Tương đối (%)	-1,8	4,3	-5,7

Cổ đông	% nắm giữ
Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư	11,4
Thế giới Bán lẻ	
Công ty TNHH Tri Tâm	8,5
Việt Nam Enterprise Investments Limited	3,5

Chuyên viên Phân tích

Phan Nhu Bach

T (84) 90 928 3119

E bach.phannhu@vndirect.com.vn

CTCP Đầu tư Thế Giới Di động

Hồi phục vững chắc theo mô hình chữ V

- Chuỗi Bách Hóa Xanh (BHX) trở thành động lực tăng trưởng DT chính của MWG; DT tăng 111% svck, chiếm 18,6% tổng DT của MWG trong 9T20.
- MWG đã duy trì mô hình kinh doanh và chiến lược hợp lý để vượt qua những thử thách do đại dịch Covid-19 gây ra.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN dựa trên sự mở rộng chuỗi BHX và biên lãi gộp tăng ở tất cả các mảng kinh doanh.

Đà tăng trưởng được đảm bảo nhờ vào chuỗi Bách Hóa Xanh

Trong 9T20, DT của MWG tăng 5,8% svck lên 82.288 tỷ đồng nhờ vào DT chuỗi BHX tăng 111% svck, đóng góp 18,6% tổng DT của MWG trong 9T20 (+9,3 điểm % svck), giúp bù đắp sự sụt giảm DT của chuỗi Thế Giới Di Động (TGDD) và Điện Máy Xanh (ĐMX) do chịu tác động của dịch Covid-19. LN ròng 9T20 của MWG đi ngang svck, đạt 2.976 tỷ đồng.

Chất lượng tài sản tốt hơn hỗ trợ cho các kế hoạch trong tương lai

Tại thời điểm cuối Q3/20, hàng tồn kho của MWG giảm 32% sv đầu năm xuống 17.514 tỷ đồng và các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn tăng 111% sv đầu năm lên 13.189 tỷ đồng, giúp chỉ số thanh toán nhanh tăng 30 điểm phần trăm lên 63% sv đầu năm. Chúng tôi cho rằng tác động tiêu cực của đại dịch đến nhu cầu tiêu dùng hàng không thiết yếu vẫn tiếp tục kéo dài trong năm 2021-22, nên quyết định giữ tồn kho ở mức thấp của MWG là một quyết định thận trọng để giảm thiểu rủi ro hàng tồn kho, và cũng có thể chuẩn bị nguồn lực cho các kế hoạch tăng trưởng của MWG trong những năm sắp tới.

Chúng tôi kỳ vọng LNST tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021-22

Chúng tôi kỳ vọng DT của chuỗi TGDD và ĐMX sẽ tăng trưởng 16,2%/9,2% svck trong năm 2021/22 khi tác động của dịch Covid-19 giảm bớt. Trong khi đó, DT của chuỗi BHX sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, đạt 57,3%/41,1% svck, đóng góp 24,1%/29,1% tổng DT trong năm 2021/22. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của MWG sẽ tăng 37,3%/28,9% svck trong năm 2021/22.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 151.200 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả Quan dựa vào 1) sự mở rộng của chuỗi BHX, 2) biên lãi gộp tăng ở tất cả các mảng kinh doanh, với giá mục tiêu 151.200 đồng theo phương pháp SOP để định giá 2 mảng kinh doanh chính của MWG: chuỗi cửa hàng điện máy (TGDD và ĐMX) với giá 77.800 đồng/cổ phiếu (WACC: 12,4%) và chuỗi tạp hóa (BHX) với giá 73.400 đồng/cổ phiếu (WACC: 14% để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về rủi ro khả năng sinh lời và khả năng mở rộng số cửa hàng).

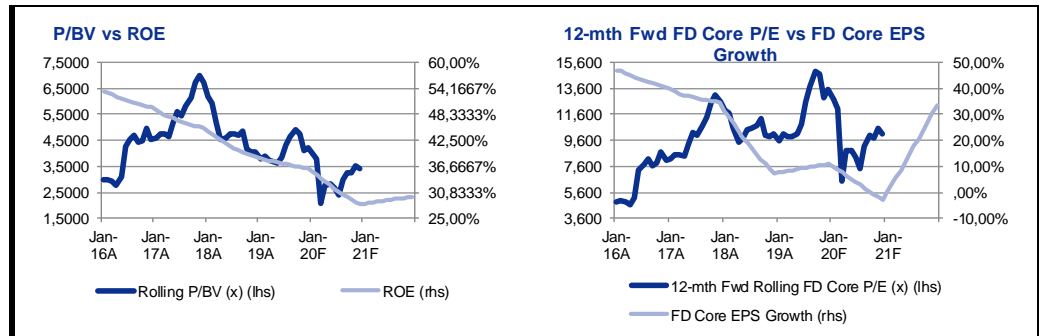
Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá

Rủi ro giảm giá gồm: 1) biên lãi gộp thấp hơn dự kiến, và 2) một đợt giãn cách xã hội khác, đặc biệt là tại các trung tâm kinh tế là Hà Nội và TPHCM. Tiềm năng tăng giá đến từ chuỗi BHX mở rộng nhanh hơn dự kiến, DT mỗi cửa hàng cao hơn dự kiến và biên lãi gộp cao hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu (tỷ đồng)	86.516	102.174	109.225	135.430	158.298
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	5.094	6.420	6.981	8.332	11.150
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.879	3.834	3.870	5.313	7.381
EPS cốt lõi (VNĐ)	6.839	8.560	8.524	11.383	15.298
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	25,0%	25,2%	(0,4%)	33,5%	34,4%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	14,84	13,37	13,75	10,31	7,70
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%
EV/EBITDA (lần)	10,19	9,30	8,10	6,38	4,32
P/FCFE (lần)	357	1.285.556	10	8	9
Vốn vay	36,1%	65,1%	26,2%	(4,0%)	(28,2%)
P/BV (lần)	5,42	4,27	3,45	2,71	2,10
ROE	38,7%	36,3%	28,1%	29,8%	31,2%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,02	1,02	1,15

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	86.516	102.174	109.225	135.430	158.298
Lợi nhuận gộp	15.292	19.488	22.855	27.857	33.305
LN hoạt động thuần	5.094	6.420	6.981	8.332	11.150
Chi phí khấu hao	(1.223)	(1.443)	(2.022)	(1.601)	(1.837)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.871	4.977	4.959	6.731	9.313
TN từ hoạt động tài chính	(94)	61	123	249	390
TN từ các Cty LK & LD	(2)	(3)	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HKKD	12	19	22	27	32
Lợi nhuận trước thuế	3.786	5.053	5.103	7.007	9.735
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	3.786	5.053	5.103	7.007	9.735
Thuế	(906)	(1.217)	(1.230)	(1.689)	(2.346)
Thu nhập vượt trội - sau thuế					
Lợi nhuận sau thuế	2.880	3.836	3.874	5.318	7.389
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(4)	(5)	(7)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ					
Điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.879	3.834	3.870	5.313	7.381
Lợi nhuận thường xuyên	2.879	3.834	3.870	5.313	7.381
Lợi nhuận thường xuyên	2.879	3.834	3.870	5.313	7.381

Dòng tiền

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	5.094	6.420	6.981	8.332	11.150
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(2)	(3)	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.981)	(6.454)	1.416	824	108
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	12	19	22	27	32
Dòng tiền hoạt động khác	50	(235)	508	249	13
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(94)	61	123	249	390
Thuế đã trả	(830)	(1.092)	(1.230)	(1.689)	(2.346)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2.249	(1.286)	7.819	7.992	9.347
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1.484)	(3.067)	(2.931)	(2.242)	(1.713)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý	1	1	2	3	4
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(850)	(2.752)	(568)	(983)	(762)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(2.332)	(5.818)	(3.497)	(3.221)	(2.471)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	203	7.104	1.003	2.462	(600)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	705	90	1	2	2
Tiền mua lại CP đã phát hành	(1)	(5)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(486)	(658)	(680)	(706)	(734)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(0)	0		0	
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	422	6.532	325	1.758	(1.331)
Dòng tiền trong năm	338	(572)	4.647	6.529	5.544
Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	120	0	5.325	7.233	6.276
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	353	(6.534)	5.106	5.646	7.799

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Tiền và tương đương tiền	3.800	6.252	11.111	18.429	24.662
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.560	1.815	2.239	2.701	3.086
Hàng tồn kho	17.446	25.745	22.622	25.052	27.428
Tài sản ngắn hạn khác	583	1.199	1.022	1.257	1.604
Tổng tài sản ngắn hạn	23.390	35.012	36.995	47.439	56.779
Tài sản cố định	3.305	5.375	6.284	6.923	6.797
Tổng đầu tư	60	56	66	68	63
Tài sản vô hình	581	520	527	535	543
Tài sản dài hạn khác	805	745	1.130	1.520	1.756
Tổng tài sản dài hạn	4.751	6.696	8.006	9.047	9.159
Vay & nợ ngắn hạn	5.797	13.031	14.143	16.763	16.359
Phải trả người bán					
Nợ ngắn hạn khác	12.049	15.340	14.381	18.561	21.774
Tổng nợ ngắn hạn	62	72	78	97	113
Vay & nợ dài hạn	17.907	28.442	28.602	35.421	38.245
Nợ dài hạn khác	1.248	1.122	1.013	855	660
Nợ hỗn hợp					
Tổng Nợ dài hạn khác	2	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	1.250	1.122	1.013	855	660
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	19.157	29.565	29.615	36.276	38.905
Vốn chủ sở hữu	8.977	12.136	15.421	20.202	27.037
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	8	12	17	24
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	8.983	12.144	15.433	20.219	27.061

Các chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng doanh thu	30,4%	18,1%	6,9%	24,0%	16,9%
Tăng trưởng LNHĐKD	46,8%	26,0%	8,7%	19,3%	33,8%
Biên LNHĐKD	5,90%	6,30%	6,40%	6,20%	7,00%
Tiền mặt ròng trên cổ phiếu	(7.708)	(17.639)	(8.793)	1.712	15.549
Giá trị sổ sách/cp	21.328	27.092	33.522	42.668	55.006
Khả năng thanh toán lãi vay	8,90	8,70	6,30	7,70	10,10
Thuế suất hiệu dụng	23,9%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%
Tỷ lệ chia cổ tức	16,9%	17,2%	17,6%	13,3%	9,9%
Số ngày phải thu	3,80	1,10	1,40	1,70	1,50
Số ngày tồn kho	75,6	95,3	102,5	80,9	76,6
Số ngày phải trả	40,00	44,80	46,60	39,20	41,50
ROIC	41,6%	40,9%	24,8%	34,8%	48,2%
ROCE	29,3%	26,5%	20,6%	23,0%	25,9%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	11,7%	10,8%	8,7%	10,0%	11,4%

Các nhân tố chính

	2018	2019	2020	2021	2022
ASP (% chg, main prod./serv.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Unit sales grth (% , main prod./serv.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng cửa hàng TGDD + DMX	1.782	2.014	2.033	2.078	2.078
SSS grth (% , main prod./serv.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ASP (% chg, 2ndary prod./serv.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Unit sales grth (% , 2ndary prod./serv.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng cửa hàng BHX	405	1.008	1.773	2.313	2.713
SSS grth (% , 2ndary prod./serv.)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

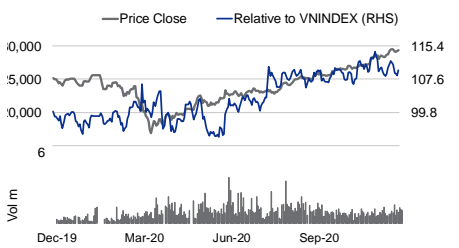
Consensus ratings*: KQ 10 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND29.400
Giá mục tiêu:	VND34.800
Giá mục tiêu cũ:	VND34.800
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	18,4%
CGS-CIMB / Consensus:	9,0%
Reuters:	NLG.HM
Bloomberg:	NLG VN
Vốn hóa:	US\$349,9tr VND8.092.958Tr
GTGD bình quân:	US\$1,04Tr VND24.142m
SLCP đang lưu hành:	283,3T
Free float:	46,3%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	7,7	17,1	15,5
Tương đối (%)	-0,6	1,1	8,1

Cổ đông

	% nắm giữ
Nguyễn Xuân Quang	13,0
PYN Elite Fund	6,8
Nguyễn Thị Bích Ngọc	5,6

CTCP Đầu Tư Nam Long

Lạc quan thận trọng cho năm 2021-2022

- Chúng tôi tin rằng LNST trong 9T20 thấp là tạm thời và kỳ vọng LNST hồi phục trong Q4/20 nhờ LN bất thường từ dự án Waterfront.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng ký bán tiếp tục cao trong Q4/20-2021 nhờ mở bán ba dự án tiềm năng (VSIP Hải Phòng, Waterfront, Southgate).
- Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu đạt 34.800đ/cp.

LNST trong 9T20 yếu tạm thời và kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ trong Q4/20

CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) công bố LN ròng 9T20 đạt 208 tỷ đồng (-49,5% svck), hoàn thành vốn vện 14,6% dự phóng cả năm do biên LN gộp giảm mạnh (-12% svck) và thiếu LN bất thường như dự án Đại Phước trong năm 2019 (130 tỷ đồng). Chúng tôi dự báo doanh thu giảm mạnh 71,9% trong Q4/20 xuống 343 tỷ đồng do có ít dự án bàn giao. Tuy nhiên, LN ròng Q4/20 sẽ vẫn tăng 22,5% svck đạt 672 tỷ đồng nhờ 1) thu nhập từ chuyển nhượng vốn 490 tỷ đồng từ dự án Waterfront; và 2) việc bàn giao đúng tiến độ các căn biệt thự và nhà phố tại dự án BCC (Southgate GĐ 1) vào cuối Q4/20 sẽ giúp tăng LN từ công ty liên kết lên 367 tỷ đồng.

Động lực tăng trưởng ký bán có thể duy trì sang Q4/20 và 2021

Tổng giá trị ký bán 9T20 của NLG đạt 3.346 tỷ đồng (+23% svck) nhờ dự án Southgate (2.479 tỷ đồng) và Flora Akari (780 tỷ đồng). Tổng giá trị lũy kế của NLG đạt 7.702 tỷ đồng vào cuối Q3/20, chủ yếu từ hai dự án Flora Akari (3.785 tỷ đồng) và Southgate (3.762 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng doanh số ký bán sẽ duy trì sang Q4/2020 và năm 2021 nhờ việc mở bán 760 căn hộ trong giai đoạn tiếp theo của dự án Mizuki vào cuối Q4/20, 1.240 căn từ GĐ 2 dự án Southgate, 740 căn từ GĐ 1 dự án VSIP Hải Phòng và 1.244 căn từ GĐ 1 dự án Waterfront Đồng Nai trong 2021. Nhờ vị trí đắc địa, chúng tôi dự báo tỷ lệ hấp thụ tại các dự án này đạt 80-90%, đóng góp 7.940 tỷ đồng vào tổng giá trị ký bán năm 2021 (+42%).

Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng 28,1%/28,1% trong 2021/2022

Chúng tôi dự phóng LN ròng NLG đạt 1.127 tỷ đồng trong 2021 (+28,1% svck) nhờ lượng bàn giao lớn từ các dự án BCC như Akari (1.766 tỷ đồng) và Southgate (2.707 tỷ đồng), tương đương tăng trưởng EPS cốt lõi đạt 23% svck. Trong 2022, chúng tôi dự báo LN ròng tăng 28,1% svck đạt 1.444 tỷ đồng.

Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 34.800đ/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 34.800đ/cp dựa phương pháp RNAV. Chúng tôi cho rằng việc tích lũy cổ phiếu NLG là xứng đáng do giá trị ký bán cao đạt 7.702 tỷ đồng tính đến ngày 30/9/2020, cho thấy triển vọng tươi sáng trong 2021-2022. Tiềm năng tăng giá là giá bán cao hơn dự kiến từ các dự án Mizuki, Akari và Southgate. Rủi ro giảm giá là quy trình cấp phép chậm trễ và lãi suất vay thế chấp tăng làm giảm giao dịch ký bán căn hộ tầm trung của NLG.

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Thị Cẩm Tú

T (84) 333 557 019

E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Chu Đức Toàn

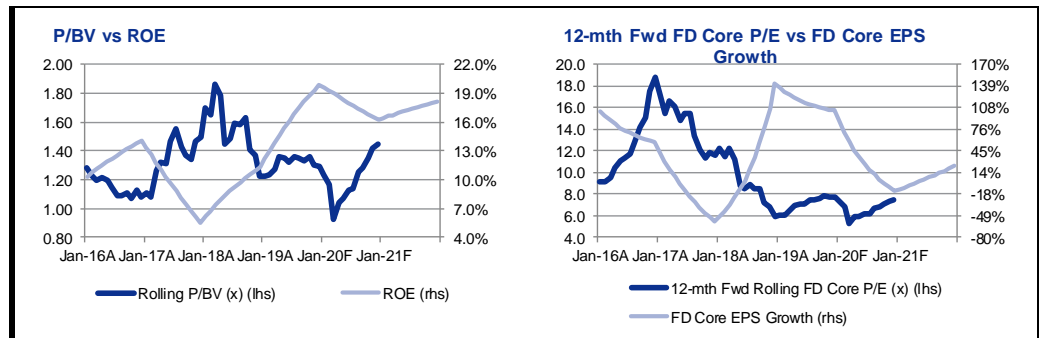
T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu (tỷ đồng)	3.480	2.546	1.641	1.734	2.291
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.026	642	283	359	571
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	721	960	880	1.127	1.444
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.823	3.709	3.240	3.979	5.096
Tăng trưởng EPS cốt lõi	142%	103%	(13%)	23%	28%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	16,01	7,87	9,01	7,34	5,73
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	452,0	543,0	500,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức	1,55%	1,86%	1,71%	1,71%	1,71%
EV/EBITDA (lần)	4,60	9,15	25,09	21,75	13,03
P/FCFE (lần)	NA	NA	NA	NA	15,64
Tỷ lệ nợ	(20,4%)	(16,5%)	(1,3%)	2,7%	(2,2%)
P/BV (lần)	1,64	1,50	1,44	1,23	1,04
ROE	11,3%	19,9%	16,3%	18,1%	19,7%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,04	1,02	1,04

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	3.480	2.546	1.641	1.734	2.291
Lợi nhuận gộp	1.517	1.066	612	760	1.037
LN hoạt động thuần	1.026	642	283	359	571
Chi phí khấu hao	(13)	(16)	(35)	(36)	(36)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	1.013	626	248	323	535
TN từ hoạt động tài chính	92	76	481	121	118
TN từ các công ty LK & LD	14	126	410	1.015	1.214
Chi phí/lãi ngoài HKKD	9	398	10	10	10
Lợi nhuận trước thuế	1.128	1.226	1.150	1.469	1.877
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	1.128	1.226	1.150	1.469	1.877
Thuế	(241)	(219)	(230)	(294)	(375)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	887	1.007	920	1.175	1.501
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(124)	(47)	(40)	(48)	(58)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Lãi lỗ ngoại tệ					
Các khoản điều chỉnh khác	(43)				
Lợi nhuận ròng	721	960	880	1.127	1.444
Lợi nhuận thường xuyên	424	960	880	1.127	1.444
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	424	960	880	1.127	1.444

Dòng tiền

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	1.026	642	283	359	571
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng (Giảm) vốn lưu động	384		(811)	(1.340)	(920)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	0	0	0	0	0
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	12	22	235	36	36
Chi/(thu) bằng tiền khác	(143)		(948)	(1.201)	(1.394)
Dòng tiền hoạt động khác	96	133	885	1.140	1.322
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(36)	(40)	(57)	(65)	(62)
Thuế đã trả	(346)	(228)	(230)	(294)	(375)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	991	528	(642)	(1.365)	(821)
Tiền chi mua tài sản cố định	0	(302)	0	0	0
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	0	2	0	0	0
Thanh lý các khoản đầu tư	2	33	0	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	(1.719)	(460)	(1.106)	(0)	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(112)	129	943	1.195	1.388
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(1.830)	(598)	(163)	1.195	1.388
Tiền vay nhận được (đã trả)	600	(138)	132	(52)	(38)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	447	573	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	(297)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(207)	(244)	(130)	(142)	(142)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	(26)	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	840	(131)	2	(194)	(180)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Tiền và tương đương tiền	2.084	1.894	1.095	731	1.119
Xây dựng cơ bản dở dang	3.261	4.205	5.427	6.443	7.142
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.833	1.500	1.272	1.262	1.430
Hàng tồn kho	0		0	0	0
Tài sản ngắn hạn khác	142	182	194	194	194
Tổng tài sản ngắn hạn	7.320	7.782	7.988	8.630	9.884
Tài sản cố định	40	54	52	46	39
Tổng đầu tư	1.722	2.000	3.079	3.058	3.037
Tài sản vô hình	16	24	23	20	17
Tài sản dài hạn khác	476	932	966	897	878
Tổng tài sản dài hạn	2.254	3.009	4.120	4.022	3.971
Vay & nợ ngắn hạn	201	63	46	43	55
Nợ dài hạn đến hạn phải trả	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	270	175	126	119	152
Nợ ngắn hạn khác	2.222	2.661	2.963	2.602	2.596
Tổng nợ ngắn hạn	2.694	2.899	3.134	2.764	2.803
Vay & nợ dài hạn	806	806	956	906	856
Nợ hỗn hợp	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	790	883	1.069	1.033	933
Tổng nợ dài hạn	1.596	1.689	2.025	1.939	1.789
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	4.290	4.588	5.159	4.704	4.592
Vốn chủ sở hữu	4.600	5.054	5.764	6.715	7.972
Lợi ích cổ đông thiểu số	684	1.145	1.185	1.233	1.291
Tổng cộng nguồn vốn	5.285	6.199	6.949	7.948	9.262

Các chỉ số chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng doanh thu	10,1%	(26,8%)	(35,5%)	5,7%	32,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	14,7%	(37,5%)	(55,9%)	26,8%	59,1%
Biên LN HĐKD	29,5%	25,2%	17,3%	20,7%	24,9%
LN trên cổ phiếu (VND)	4.173	3.947	329	(769)	732
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17.830	19.461	20.344	23.700	28.136
Khả năng thanh toán lãi vay	27,82	15,61	4,39	4,96	8,66
Thuế suất hiệu dụng	21,3%	17,9%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	9,9%	13,5%	14,8%	12,6%	9,8%
Số ngày phải thu	126,5	238,9	309,2	266,7	214,4
Số ngày tồn kho	-	-	-	-	-
Số ngày phải trả	52,20	54,84	53,41	45,89	39,52
ROIC (%)	37,0%	15,3%	4,9%	5,3%	7,0%
ROCE (%)	21,8%	11,2%	10,5%	6,0%	7,5%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	8,8%	9,3%	4,7%	8,7%	10,6%

Giả định chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh số ký bán (triệu VND)	1.388.201,9	4.475.087,6	7.474.229,9	9.934.559,8	12.254.534,9
Diện tích ký bán (triệu m ²)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Số lượng căn hộ ký bán	989,0	2.338,0	3.505,0	4.123,0	4.607,0
Quý đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp (%)	41,6%	32,7%	55,0%	55,6%	53,6%
Giá bán bình quân (VND/m ²)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT biên	26,3%	33,5%	38,7%	32,9%	35,2%
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	69,0%	77,3%	37,7%	55,2%	65,1%
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	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

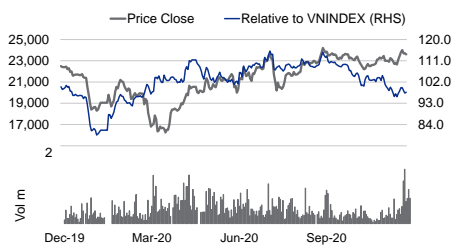
KHẢ QUAN

Consensus ratings*:	KQ 7 TL 5 KKQ 0
Giá hiện tại:	VND23.600
Giá mục tiêu:	VND28.400
Giá mục tiêu cũ:	N/A
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	20,3%
CGS-CIMB / Consensus:	10,1%
Reuters:	NT2.HM
Bloomberg:	NT2 VN
Vốn hóa:	US\$293,7tr VND6.793.875tr
GTGD bình quân:	US\$0,25tr VND5.919tr
SLCP đang lưu hành:	287,9tr
Free float:	32,4%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	2,2	1,1	4,9
Tương đối (%)	-6,1	-14,9	-2,5

Cổ đông	% năm giữ
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam	59,4
CTCP Công nghệ CFTD	8,3

Chuyên viên Phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

CTCP Điện Nhơn Trạch 2

Hưởng lợi từ thiếu hụt điện ở Việt Nam

- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2021 tăng 39,6% nhờ hiệu suất hoạt động phục hồi, giá điện trên thị trường cạnh tranh (CGM) tăng và không còn áp lực lãi vay.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 28.400 đồng/cp.

Nhà máy điện trọng điểm ở khu vực phía Nam

NT2 là nhà máy điện khí mới nhất và hiện đại nhất ở Việt Nam với tổng công suất 750MW, cung cấp khoảng 2,4% nhu cầu điện cả nước. Nhà máy nằm ở trung tâm khu vực miền Nam, là khu vực chiếm 46-48% tổng nhu cầu của cả nước và có tăng trưởng kép nhu cầu điện giai đoạn 2015-2019 là 9,1%. Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ hưởng lợi từ tình trạng thiếu điện trong khu vực do các dự án điện trọng điểm bị trì hoãn và duy trì hiệu suất hoạt động trung bình 70% trong 2020-2022, tương đương mức trung bình 2017-2019.

Lợi nhuận ròng của NT2 kỳ vọng phục hồi trong năm 2021

Chúng tôi ước tính LN ròng năm 2020 của NT2 sẽ giảm 26,6% svck xuống còn 575 tỷ đồng do nhà máy thực hiện trung tu trong tháng 9-10 làm giảm hiệu suất hoạt động năm 2020 xuống 65% và giá CGM giảm 13,5% svck trong bối cảnh nhu cầu điện giảm do dịch Covid-19. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2021 sẽ tăng lên 774 tỷ đồng (+39,6% yoy) nhờ (1) hiệu suất hoạt động của nhà máy phục hồi (từ 65% lên 72%) sau trung tu, (2) áp lực lãi vay giảm (giảm 30-40 tỷ đồng/năm) do NT2 sẽ trả hết các khoản nợ dài hạn trong 6T21 và (3) giá bán điện TB phục hồi (+3,5% svck) khi tăng trưởng nhu cầu điện trở lại mức trung bình 8-9%/năm.

Lợi suất cổ tức hấp dẫn

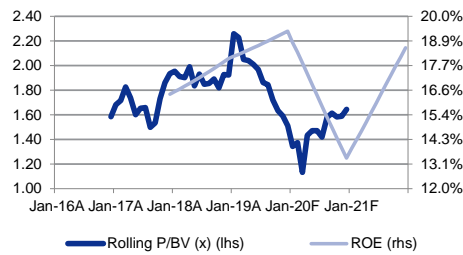
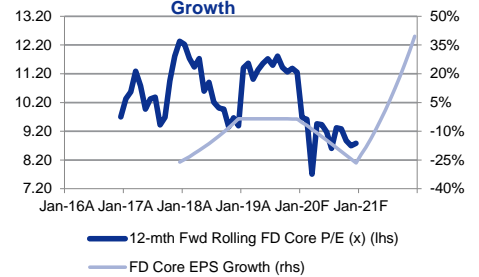
Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ duy trì được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định đạt 1.000 – 1.200 tỷ đồng hàng năm, được hỗ trợ bởi nhu cầu điện tăng trưởng đều đặn. Điều này sẽ cho phép NT2 duy trì mức cổ tức tiền mặt 2.000-2.500 đồng/cp trong năm 2020–2021 (tương đương giai đoạn 2015-2019), sau đó tăng lên 3.200 đồng/cp kể từ năm 2022, tương đương với lợi suất cổ tức 2020-21 ở mức 8,4% - 10,5%.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 28.400 đồng/cp

Chúng tôi đánh giá Khả quan cho NT2 với kỳ vọng nhà máy sẽ được hưởng lợi từ tình hình thiếu điện ở khu vực miền Nam, bên cạnh mức tỷ suất cổ tức đều và cao. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của: (1) định giá DCF 10 năm và (2) EV/EBITDA mục tiêu năm 2021 là 5,5 lần. Động lực tăng giá là hiệu suất hoạt động tăng và giá CGM phục hồi từ năm 2021. Rủi ro giảm giá bao gồm giá bán điện sau khi thỏa thuận lại hợp đồng với EVN thấp hơn dự kiến và các sự cố kĩ thuật bất ngờ ảnh hưởng đến nguồn cung khí cho NT2.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.670	7.654	6.066	6.956	7.154
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.608	1.578	1.310	1.524	1.551
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	782	754	554	774	798
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.717	2.620	1.925	2.687	2.771
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-3,5%	-3,6%	-26,5%	39,6%	3,1%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	8,69	9,01	12,26	8,78	8,52
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	6.286	899	2.000	2.500	3.200
Tỷ suất cổ tức	26,63%	3,81%	8,47%	10,59%	13,56%
EV/EBITDA (lần)	6,02	5,06	5,54	4,44	3,93
P/FCFE (lần)	3,93	10,54	13,86	10,00	3,88
P/B (lần)	1,84	1,65	1,64	1,61	1,65
ROE	18,0%	19,3%	13,4%	18,5%	19,2%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,85	1,14	0,99

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	7.670	7.654	6.066	6.956	7.154
Lợi nhuận gộp	1.015	974	698	919	948
LN hoạt động thuần	1.608	1.578	1.310	1.524	1.551
Chi phí khấu hao	(694)	(690)	(695)	(694)	(693)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	914	888	615	830	858
TN từ hoạt động tài chính	(119)	(120)	(62)	(42)	(46)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	29	30	30	30	30
Lợi nhuận trước thuế	824	797	583	818	842
Thuế	(42)	(43)	(29)	(45)	(44)
Lợi nhuận sau thuế	782	754	554	774	798
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	782	754	554	774	798
Lợi nhuận thường xuyên	782	754	554	774	798

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	1.608	1.578	1.310	1.524	1.551
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	107	544	44	(282)	79
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(23)	-	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	63	14	340	9	200
Dòng tiền hoạt động khác	(210)	(179)	(94)	(19)	(21)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(25)	(39)	(29)	(45)	(44)
Thuế đã trả	1.520	1.917	1.571	1.187	1.764
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(2)	(5)	(8)	(7)	(6)
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	-	1	1	2	1
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	2	5	5	5	5
Tiền chi đầu tư góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	945	(183)	(25)	(10)	(10)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	943	(187)	(31)	(15)	(15)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(734)	(1.085)	(1.050)	(492)	-
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(1.810)	(259)	(576)	(720)	(921)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(2.544)	(1.344)	(1.626)	(1.212)	(921)
Tổng tiền trong năm	(81)	386	(86)	(40)	828
Dòng tiền tự do cho cổ đông	1.729	645	490	679	1.749
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	2.673	1.909	1.633	1.191	1.770

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	66	651	334	329	998
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.520	1.459	1.577	1.808	1.860
Hàng tồn kho	261	302	218	250	254
Tài sản ngắn hạn khác	0	4	2	3	2
Tổng tài sản ngắn hạn	2.847	2.416	2.130	2.390	3.115
Tài sản cố định	5.538	4.853	4.166	3.480	2.793
Tổng đầu tư	3	1	4	4	4
Tài sản vô hình	25	23	22	22	22
Tài sản dài hạn khác	440	270	266	276	299
Tổng tài sản dài hạn	6.005	5.148	4.459	3.781	3.117
Vay & nợ ngắn hạn	1.391	1.350	792	300	300
Phải trả người bán					
Nợ ngắn hạn khác	1.569	195	857	570	788
Tổng nợ ngắn hạn	613	1.399	809	1.087	1.027
Vay & nợ dài hạn	3.572	2.944	2.458	1.957	2.115
Nợ dài hạn khác	1.558	492	-	-	-
Tổng nợ dài hạn					
Dự phòng	38	1	1	1	1
Tổng nợ	1.597	493	1	1	1
Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.169	3.437	2.459	1.958	2.115
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.683	4.127	4.131	4.213	4.117

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	13,4%	-0,2%	-20,7%	14,7%	2,8%
Tăng trưởng LNHDKD	-18,4%	-1,9%	-17,0%	16,3%	1,8%
Biên LNHDKD	21,0%	20,6%	21,6%	21,9%	21,7%
Tiền ròng/cp	(10.016)	(4.136)	(1.593)	101	2.426
Giá trị sổ sách/cp	12.795	14.336	14.349	14.635	14.300
Khả năng thanh toán lãi vay	8,7	10,1	13,1	85,5	80,5
Thuế suất hiệu dụng	5,1%	5,4%	5,0%	5,5%	5,2%
Tỷ lệ chia cổ tức	231,3%	34,3%	103,9%	93,0%	115,5%
Số ngày phải thu	102,7	94,9	91,6	88,8	93,6
Số ngày tồn kho	14,27	15,38	17,73	14,14	14,83
Số ngày phải trả	68,30	48,19	35,85	43,12	39,93
ROIC	12,5%	14,2%	12,1%	19,1%	21,6%
ROCE	12,5%	14,4%	11,7%	17,8%	19,4%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	9,6%	10,7%	8,7%	12,8%	13,6%

Các nhân tố chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Sản lượng điện cung cấp (GWh)	4.737	4.952	4.271	4.730	4.730
Công suất (MW)	750	750	750	750	750
Hiệu suất hoạt động trung bình	72,1%	75,4%	65,0%	72,0%	72,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 1 TL 1 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND26.500
Giá mục tiêu:	VND30.900
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	16,6%
CGS-CIMB / Consensus:	30,4%
Reuters:	HPG.HM
Bloomberg:	HPG.VN
Vốn hóa:	US\$92,45tr
	VND2.141 tỷ
GTGD bình quân:	US\$0,53tr
	VND12,21 tỷ
SLCP đang lưu hành:	80,8 tr
Free float:	16,0%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi chính trong báo cáo

- Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	6,9	14,7	147,7
Tương đối (%)	-3,2	-4,2	137,6

Cổ đông	% năm giữ
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	79,1
Vũ Văn Chiến	0,5

Chuyên viên Phân tích

Trần Bá Trung

T (84) 97 665 3885

E trung.tranba@vndirect.com.vn

TCT Hóa dầu Petrolimex

Bước vào chu kỳ tăng trưởng từ năm 2021

- PLC là nhà sản xuất nhựa đường lớn nhất Việt Nam với 30% thị phần năm 2019.
- Chúng tôi tin rằng PLC sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi chính khi nhu cầu nhựa đường tăng trưởng mạnh 20-25%/năm trong giai đoạn 2021-22.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 30.900 đồng/cp.

Giá dầu thấp giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của mảng dầu nhờn và nhựa đường tăng lần lượt 2,1 và 3,0 điểm % nhờ giá dầu thấp trong 9T20. BLNG của toàn công ty cũng ghi nhận tăng 3,6 điểm % và đạt 17,5% trong 9T20 từ mức 13,9% trong 9T19. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo trung bình giá dầu năm 2020/21 là 42/50 USD/thùng (-34,3%/+19,0% svck), qua đó nâng BLNG của PLC năm 2020/21 lên 17,6/16,3% từ mức chỉ 13,6% của năm 2019.

Bứt phá nhờ mở rộng đầu tư công

Vì nhựa đường thường được sử dụng trong các giai đoạn sau của các dự án cầu đường nên chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của các công ty nhựa đường sẽ được hưởng lợi nhiều hơn trong 2021-22. Chúng tôi dự kiến nhu cầu nhựa đường tại Việt Nam sẽ tăng trưởng 20-25%/năm trong 2021-22. Với việc là nhà sản xuất nhựa đường hàng đầu Việt Nam với 30% thị phần trong năm 2019, chúng tôi tin rằng PLC sẽ được hưởng lợi chính nhờ làn sóng mở rộng đầu tư công mạnh mẽ. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng nhựa đường của PLC sẽ đạt mức tăng trưởng kép 27,0%/năm, là động lực chính giúp doanh thu công ty tăng trưởng kép 16,4%/năm trong 2021-22.

Mảng dầu nhờn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao hơn vào năm 2021

Nhu cầu dầu nhờn trong năm 2020 đã bị ảnh hưởng bởi những hạn chế di chuyển của người và hàng hóa khi nền kinh tế tăng trưởng chậm lại trong đợt bùng phát dịch Covid-19. Theo ước tính của PwC, nhu cầu dầu nhờn nội địa sẽ giảm 6,4% svck trong 2020 trước khi phục hồi mạnh mẽ 8,5% svck trong 2021. PLC là một trong những công ty hàng đầu trong ngành dầu nhờn Việt Nam với thị phần ước tính khoảng 8%, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của công ty sẽ đạt mức tăng trưởng 8% svck trong năm 2021.

Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu của PLC năm 2021 sẽ đạt 29,1% yoy trong khi LN ròng sẽ bứt phá mạnh mẽ 61,2% svck, được hỗ trợ bởi (1) sản lượng tiêu thụ nhựa đường tăng trưởng 47,8% svck; và (2) tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu giảm xuống mức 3,2% trong năm 2021 từ mức 4% của năm 2020 nhờ kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công nhanh hơn sẽ giúp công ty giảm bớt dự phòng khoản phải thu.

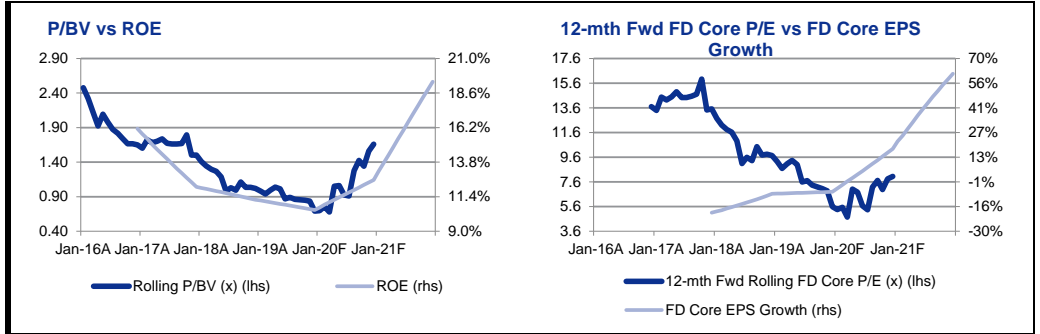
Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 30.900 đồng/cp

Định giá dựa trên P/E mục tiêu 9,5x cho EPS 2021 là 3.256 đồng/cp. Chúng tôi kỳ vọng mức thu nhập cổ tức sẽ đạt 2.500 đồng/cp, tương đương tỷ suất cổ tức 9,3% trong năm 2021. Rủi ro giảm giá là giá dầu cao hơn kỳ vọng. Động lực tăng giá là giải ngân vốn đầu tư công sớm hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.434	6.160	5.329	6.878	7.220
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	317	329	341	467	443
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	149	139	163	263	244
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.848	1.717	2.020	3.256	3.019
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-8,3%	-7,1%	17,7%	61,2%	-7,3%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	14,34	15,44	13,12	8,14	8,78
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.997,2	-	2.000,0	2.500,0	2.500,0
Tỷ suất cổ tức	7,54%	0,00%	7,55%	9,43%	9,43%
EV/EBITDA (lần)	11,5	9,6	9,2	6,9	7,3
P/FCFE (lần)	11,87	NA	9,52	8,10	7,95
P/B (lần)	1,62	1,62	1,68	1,49	1,42
ROE	11,2%	10,5%	12,6%	19,4%	16,6%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,23	1,46	

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	6.434	6.160	5.329	6.878	7.220
Lợi nhuận gộp	871	841	930	1.124	1.134
LN hoạt động thuần	317	329	341	467	443
Chi phí khấu hao	(57)	(72)	(89)	(97)	(97)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	260	256	252	370	346
TN từ hoạt động tài chính	(54)	(83)	(50)	(36)	(37)
TN từ các Cty LK & LD	(20)	(12)	3	3	3
Chi phí/lãi ngoài HKKD	8	24	7	4	5
Lợi nhuận trước thuế	194	185	212	341	317
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	194	185	212	341	317
Thuế	(41)	(40)	(45)	(71)	(67)
Lợi nhuận sau thuế	153	145	168	270	250
Lợi ích của cổ đông thiểu số					
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	(4)	(6)	(4)	(7)	(6)
Lợi nhuận ròng	149	139	163	263	244
Lợi nhuận thường xuyên	149	139	163	263	244

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	317	329	341	467	443
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(20)	(12)	3	3	3
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(330)	632	36	(204)	(92)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(14)	1	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	-	-	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	30	24	40	46	45
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(86)	(127)	(110)	(106)	(105)
Thuế đã trả	(40)	(50)	(45)	(71)	(67)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(142)	796	265	135	227
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(222)	(202)	(150)	(150)	(150)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1	25	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	-	-	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	(67)	(149)	(416)	203	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	15	27	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(272)	(300)	(566)	53	(150)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	595	(534)	525	76	193
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(161)	(129)	(162)	(202)	(202)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	433	(663)	364	(126)	(9)
Tổng tiền trong năm	19	(167)	63	62	67
Dòng tiền tự do cho cổ đông	180	(38)	225	264	269
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(329)	623	(191)	294	182

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	694	677	1.156	1.016	1.083
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.879	1.569	1.472	1.790	1.780
Hàng tồn kho	1.139	990	964	1.025	1.084
Tài sản ngắn hạn khác	84	73	63	81	85
Tổng tài sản ngắn hạn	3.796	3.308	3.655	3.912	4.033
Tài sản cố định	839	950	1.012	1.066	1.119
Tổng đầu tư	44	32	32	32	32
Tài sản vô hình	4	5	4	3	3
Tài sản dài hạn khác	171	169	163	211	221
Tổng tài sản dài hạn	1.059	1.156	1.211	1.311	1.374
Vay & nợ ngắn hạn	2.160	1.605	2.087	2.057	2.175
Phải trả người bán	1.140	1.304	1.265	1.498	1.518
Nợ ngắn hạn khác	141	115	120	144	152
Tổng nợ ngắn hạn	3.441	3.024	3.473	3.698	3.845
Vay & nợ dài hạn	88	109	108	76	44
Nợ dài hạn khác	-	10	9	11	12
Tổng nợ dài hạn	88	119	117	87	56
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	3.530	3.143	3.590	3.786	3.901
Vốn chủ sở hữu	1.325	1.322	1.277	1.438	1.506
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.325	1.322	1.277	1.438	1.506

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	21,0%	14,0%	39,5%	22,2%	5,5%
Tăng trưởng LNHKD	9,7%	(4,9%)	80,4%	18,0%	6,7%
Biên LNHKD	22,4%	18,7%	24,2%	23,4%	23,7%
Tiền ròng/cp	(5.452)	(9.278)	(6.220)	(3.220)	1.853
Giá trị sổ sách/cp	12.222	14.368	19.608	23.935	28.123
Khả năng thanh toán lãi vay	19,11	10,14	8,18	10,83	18,57
Thuế suất hiệu dụng	14,6%	16,7%	12,4%	12,1%	12,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	0,1%	NA	12,0%	10,0%	17,7%
Số ngày phải thu	31,92	19,45	21,41	26,46	27,31
Số ngày tồn kho	106,9	116,6	110,4	110,5	122,3
Số ngày phải trả	53,44	51,77	38,54	40,71	47,11
ROIC	27,9%	13,0%	16,3%	17,4%	17,9%
ROCE	19,2%	13,3%	17,4%	17,9%	18,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	15,4%	10,3%	13,7%	14,0%	14,3%

Giá định chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Giá dầu (USD/thùng)	71,7	64,2	42,7	50,0	55,0
Tăng trưởng sản lượng (%)	14,2%	-0,7%	-8,4%	32,8%	4,3%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

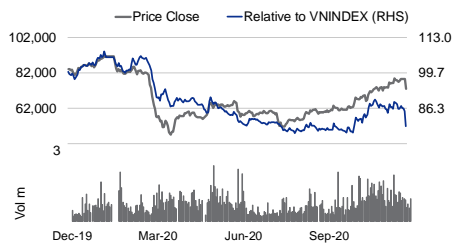
Consensus ratings*: KQ 10 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND73.000
Giá mục tiêu:	VND99.500
Giá mục tiêu cũ:	VND99.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	36,3%
CGS-CIMB / Consensus:	17,6%
Reuters:	PNJ.HM
Bloomberg:	PNJ VN
Vốn hóa:	US\$710,5Tr
	VND16.434.054Tr
GTGD bình quân:	US\$2,88Tr
	VND66.860Tr
SLCP đang lưu hành:	225,3Tr
Free float:	80,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

- Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0	22,1	-11,8
Tương đối (%)	-8,3	6,1	-19,2

Cổ đông	% năm giữ
Cao Thị Ngọc Dung	9,0
LGM Investments Ltd	4,4
Route One Investment Company	3,9

Chuyên viên Phân tích

Phan Nhu Bách

T (84) 90 928 3119

E bach.phannhu@vndirect.com.vn

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Sẵn sàng để tỏa sáng trở lại

- CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ) là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam với thị phần 35,8% trong Q3/20, theo ước tính của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo CAGR LN ròng đạt 15,2% trong năm 2021-22, một sự hồi phục mạnh mẽ từ mức giảm 8,6% svck trong năm 2020.
- Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 99.500 đồng.

Nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam

Tính đến ngày 31/10, PNJ sở hữu 341 cửa hàng bán lẻ, chủ yếu tập trung ở những thành phố lớn như Hà Nội, TP.HCM và Đà Nẵng, chiếm thị phần lớn nhất trong mảng trang sức tại Việt Nam (35,8% trong Q3/20). DT trong 10T20 của PNJ đi ngang svck ở mức 13.495 tỷ đồng trong khi đó LN ròng 10T20 giảm 13% svck xuống 817 tỷ đồng.

Không đánh mất đi về lấp lánh

Chúng tôi tin rằng PNJ đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất do dịch Covid-19 gây ra và sẽ tăng trưởng trở lại, vượt mức LNR năm 2019 trong giai đoạn 2021-22 nhờ vào: 1) vị thế là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, vượt trội so với thị trường trong 9T20 dựa trên ước tính của chúng tôi; 2) vắc xin Covid-19, dự kiến được phân phối trong năm 2021, giúp cải thiện niềm tin của người tiêu dùng và nhu cầu đối với hàng hóa không thiết yếu; và 3) sự ra mắt thương hiệu mới – STYLE BY PNJ – nhắm đến giới trẻ với những chiến dịch marketing thời thượng; sẽ thúc đẩy DT mảng bán lẻ tăng trưởng trong vài năm tới.

Chúng tôi dự báo CAGR LN ròng đạt 15,2% trong năm 2021-22

Chúng tôi kỳ vọng DT bán lẻ của PNJ sẽ duy trì đà tăng trưởng 10,1%/9,5% svck trong năm 2021/22 trong khi DT bán buôn sẽ dần sự phục hồi trong cùng giai đoạn từ mức thấp trong năm 2020 lên mức trước đại dịch Covid-19 khi nền kinh tế toàn cầu phục hồi sau khi vắc xin được phân phối rộng rãi. Chúng tôi cũng ước tính DT vàng miếng sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2021 trước khi giảm vào năm 2022. Do đó, DT của PNJ kỳ vọng sẽ tăng 9,9% /7,2% svck trong năm 2021/22 và tăng trưởng LN ròng đạt 16,3%/14,2% svck.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 99.500 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 99.500 đồng dựa trên: 1) giả định lãi suất phi rủi ro là 3% và WACC là 10,6%; 2) DT bán lẻ trang sức cao hơn thị trường trong suốt giai đoạn dịch Covid-19 giúp duy trì đà tăng trưởng trong năm 2021/22; và 3) sự phục hồi của nền kinh tế thế giới trong năm 2021/22 nhờ vào vắc xin Covid-19.

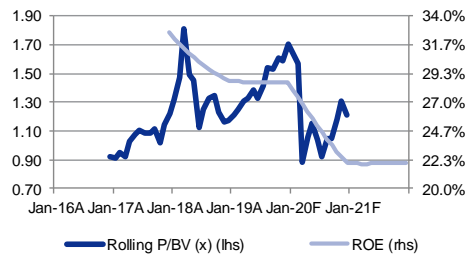
Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá gồm: 1) tốc độ mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến; 2) sự phục hồi tốt hơn kỳ vọng sau đại dịch; và 3) những thương hiệu mới thúc đẩy doanh số. Rủi ro giảm giá đến từ một làn sóng bùng phát dịch Covid-19 khác tại Việt Nam.

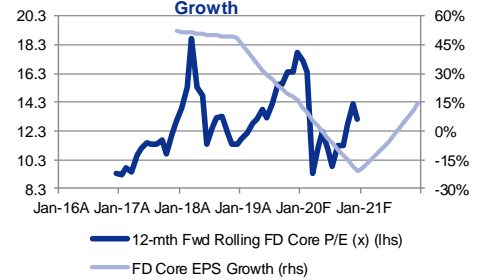
Tóm tắt các chỉ tiêu chính	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu (tỷ đồng)	14.573	17.001	18.064	19.850	21.276
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.263	1.619	1.451	1.660	1.891
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	960	1.191	1.088	1.265	1.445
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.242	5.260	4.806	5.560	6.351
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	(39,7%)	24,0%	(8,6%)	15,7%	14,2%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	14,65	12,63	15,99	13,96	12,22
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	2.000	1.800	1.800	1.800	1.800
Tỷ suất cổ tức	2,58%	2,32%	2,32%	2,32%	2,32%
EV/EBITDA (lần)	14,99	12,41	12,35	10,78	9,11
P/FCFE (lần)	94,0	130,5	10,3	69,6	15,9
Vốn vay	36,3%	55,1%	6,8%	3,9%	(5,8%)
P/BV (lần)	1,30	1,54	1,28	1,21	1,11
ROE	28,7%	28,6%	22,0%	22,1%	21,7%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,13	1,08	0,97

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần	14.573	17.001	18.064	19.850	21.276
Lợi nhuận gộp	2.779	3.461	3.452	3.821	4.186
LN hoạt động thuần	1.263	1.619	1.451	1.660	1.891
Chi phí khấu hao	0	0	0	0	0
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	1.263	1.619	1.451	1.660	1.891
TN từ hoạt động tài chính	(60)	(117)	(91)	(78)	(84)
TN từ Cty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	3	1	(0)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế	1.206	1.503	1.360	1.581	1.806
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	1.206	1.503	1.360	1.581	1.806
Thuế	(246)	(312)	(272)	(316)	(361)
TN vượt trội - sau thuế					
Lợi nhuận sau thuế	960	1.191	1.088	1.265	1.445
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ - sau thuế					
Điều chỉnh khác - sau thuế					
Lợi nhuận ròng	960	1.191	1.088	1.265	1.445
Lợi nhuận thường xuyên	960	1.191	1.088	1.265	1.445
Lợi nhuận thường xuyên	960	1.191	1.088	1.265	1.445

Dòng tiền

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	1.263	1.619	1.451	1.660	1.891
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.293)	(1.953)	927	(250)	(226)
Tăng/(Giảm) các khoản dự phòng khác					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	1	(0)	(1)	(1)	(2)
Dòng tiền hoạt động khác	(28)	9	595	(270)	130
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(64)	(110)	(90)	(77)	(83)
Thuế đã trả	(232)	(291)	(272)	(316)	(361)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(354)	(727)	2.610	745	1.349
Tiền chi mua tài sản cố định	(336)	(208)	(121)	(267)	(352)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	1	1	1	1	2
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	166	1	(2)	(7)	(6)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(169)	(206)	(122)	(273)	(356)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	672	1.048	(805)	(218)	114
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	97	69	23	0	0
Tiền mua lại cổ phiếu quỹ	0	(2)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(265)	(344)	(410)	(410)	(410)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	(2)	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	505	769	(1.191)	(628)	(296)
Dòng tiền trong năm	(18)	(164)	1.297	(156)	698
Dòng tiền tự do cho cổ đông	150	115	1.684	254	1.107
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	(456)	(814)	2.588	560	1.087

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022
Tiền và tương đương tiền	207	95	1.448	1.353	2.124
Các khoản phải thu ngắn hạn	176	139	169	189	199
Hàng tồn kho	4.816	7.019	5.865	6.205	6.460
Tài sản ngắn hạn khác	82	78	146	122	133
Tổng tài sản ngắn hạn	5.280	7.331	7.628	7.870	8.917
Tài sản cố định	719	924	988	1.192	1.469
Tổng đầu tư	0	0	0	0	0
Tài sản vô hình	0	0	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn khác	304	346	347	355	360
Tổng tài sản dài hạn	1.023	1.270	1.336	1.547	1.830
Vay & nợ ngắn hạn	1.558	2.611	1.806	1.588	1.702
Phải trả người bán	846	1.335	1.143	1.338	1.426
Nợ ngắn hạn khác	138	73	731	353	444
Tổng nợ ngắn hạn	2.542	4.018	3.680	3.278	3.573
Vay & nợ dài hạn	8	4	4	4	4
Tổng nợ dài hạn khác	8	4	4	4	4
Tổng nợ dài hạn	16	8	8	8	8
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	2.558	4.026	3.688	3.286	3.581
Vốn chủ sở hữu	3.745	4.574	5.299	6.154	7.189
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	3.745	4.574	5.299	6.154	7.189

Các chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020	2021	2022
Tăng trưởng doanh thu	32,8%	16,7%	6,3%	9,9%	7,2%
Tăng trưởng LNHĐKD	33,0%	28,2%	(10,4%)	14,4%	13,9%
Biên LNHĐKD	8,70%	9,50%	8,00%	8,40%	8,90%
Tiền mặt ròng trên cổ phiếu	(21.587)	(27.783)	(4.129)	(2.477)	4.083
Giá trị sổ sách/cp	59.468	50.441	60.437	63.989	70.110
Khả năng thanh toán lãi vay	19,00	13,60	14,60	19,00	20,20
Thuế suất hiệu dụng	20,4%	20,8%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	27,6%	28,9%	37,7%	32,4%	28,4%
Số ngày phải thu	1,50	1,30	1,10	1,30	1,30
Số ngày tồn kho	127,2	159,5	161,4	137,4	135,2
Số ngày phải trả	8,80	13,20	14,60	12,10	12,80
ROIC	28,6%	25,1%	16,4%	23,5%	23,7%
ROCE	27,7%	25,9%	20,4%	22,5%	22,8%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	18,7%	17,2%	13,2%	14,4%	15,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

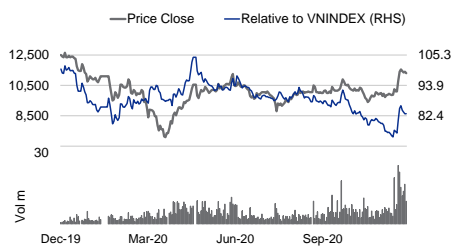
Consensus ratings*: KQ 10 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND11.300
Giá mục tiêu:	VND13.300
Giá mục tiêu cũ:	VND13.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	17,7%
CGS-CIMB / Consensus:	1,5%
Reuters:	POW.HM
Bloomberg:	POW VN
Vốn hóa:	US\$1.144tr
	VND26.463.150tr
GTGD bình quân:	US\$3,04tr
	VND70.939tr
SLCP đang lưu hành:	2.342tr
Free float:	20,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	13	12,4	-8,5
Tương đối (%)	4,7	-3,6	-15,9

Cổ đông	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79,9
Norges Bank	1,3
Amersham Industries Limited	0,7

Chuyên viên Phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam

Trên đà phục hồi

- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2021 của POW tăng 16,4% svck nhờ sản lượng điện tăng 10,8% svck và giá bán điện bình quân (ASP) tăng 4,7% svck.
- Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 13.300 đồng/cp.

Doanh thu 10T20 theo sát dự phóng

PVPower (POW) ghi nhận sản lượng tiêu thụ 10T20 đạt 16,1 tỷ kWh, giảm 13,5% svck chủ yếu do sản lượng huy động tại nhà máy Nhơn Trạch 1 thấp, đợt trung tu kéo dài 36 ngày tại nhà máy Nhơn Trạch 2 và sản lượng thủy điện giảm nhẹ do thiếu nước vào đầu năm 2020. Doanh thu giảm 15,8% svck do giá bán điện trên thị trường cạnh tranh (CGM) trên đà giảm, -76% sv tháng trước trong tháng 10 và -24,2% svck trong 10T20 do nguồn thủy điện giá rẻ phục hồi. Doanh thu 10T20 hoàn thành 80,3% dự phóng năm 2020 của chúng tôi, phù hợp dự phóng do chúng tôi kỳ vọng nhà máy Nhơn Trạch 2 và các nhà máy thủy điện của POW sẽ được huy động cao trong tháng 11 và 12.

Triển vọng 2021: LN phục hồi nhờ tăng sản lượng và ASP

Chúng tôi dự báo sản lượng điện của POW tăng 10,8% svck trong 2021 nhờ nhu cầu điện phục hồi hậu Covid-19. Sản lượng thủy điện kỳ vọng tăng mạnh (+27,4% svck) trong khi sản lượng huy động nhiệt điện từ EVN sẽ giảm do nguồn thủy điện giá rẻ được ưu tiên. ASP dự báo tăng 4,7% svck do giá nhiên liệu đầu vào khí và than tăng (phần tăng sẽ được chuyển qua giá bán với phần sản lượng theo hợp đồng PPA) và giá CGM tăng nhẹ (+3-5% svck). Chúng tôi kỳ vọng LN ròng sẽ tăng 16,4% svck trong năm 2021.

Kế hoạch mở rộng công suất tham vọng

PVPower hiện có một số dự án đang chuẩn bị triển khai, bao gồm 2 nhà máy LNG Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 (NT3&4) công suất 1.500MW, dự án LNG Quảng Ninh công suất 1.500MW mới được đưa vào quy hoạch (hợp tác với đối tác Nhật Bản) và một số dự án điện khác như nhà máy Cà Mau 3, kho LNG Nam Du, các dự án điện mặt trời áp mái. Hầu hết các dự án đều đang ở giai đoạn đầu phát triển, trong đó NT3&4 khả năng đi vào hoạt động sớm nhất (2023-2024). Với NT3&4, POW đang lựa chọn nhà thầu cho các gói thầu để khởi công trong năm 2021. Chúng tôi dự báo hai nhà máy trên sẽ giúp tổng công suất điện của POW tăng 36% trong giai đoạn 2023-2024.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu không đổi 13.300đ/cp

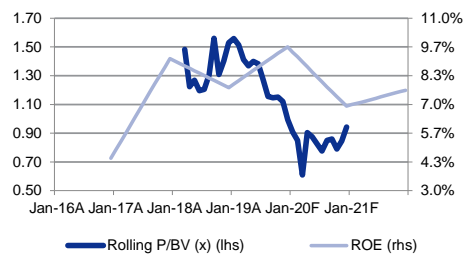
Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương giữa phương pháp DCF và EV/EBITDA mục tiêu 2021-2022 6,7 lần, tương đương với bình quân các doanh nghiệp trong nước. Động lực tăng giá là sản lượng và giá bán bình quân hồi phục trong 2021. Rủi ro giảm giá là các vấn đề phát sinh trong quá trình đàm phán lại hợp đồng mua bán điện với EVN và mức trích lập dự phòng cao hơn kỳ vọng cho các khoản phải thu của EVN.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	32.662	35.421	29.451	34.143	35.788
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	7.604	7.048	5.750	6.026	6.319
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.921	2.491	1.905	2.202	2.445
EPS cốt lõi (VNĐ)	850	1.064	814	940	1.044
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-17,1%	25,1%	-23,5%	15,6%	11,0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	13,29	10,62	13,89	12,02	10,82
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	-	300	300	300
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	2,58%	2,58%	2,58%
EV/EBITDA (lần)	5,71	5,66	6,75	6,86	7,34
P/FCFE (lần)	20,15	12,87	27,20	12,47	20,08
P/B (lần)	1,08	0,98	0,94	0,90	0,85
ROE	7,8%	9,7%	6,9%	7,7%	8,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,97	0,94	0,99

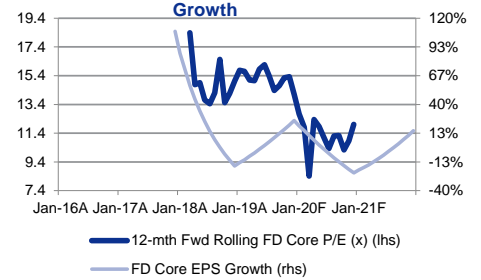
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	32.662	35.421	29.451	34.143	35.788
Lợi nhuận gộp	4.477	5.123	4.187	4.327	4.574
LN hoạt động thuần	7.604	7.048	5.750	6.026	6.319
Chi phí khấu hao	(3.920)	(3.132)	(2.654)	(2.654)	(2.654)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	3.683	3.917	3.096	3.372	3.665
TN từ hoạt động tài chính	(1.264)	(877)	(619)	(503)	(450)
TN từ các Cty LK & LD	50	57	60	60	60
Chi phí/lãi ngoài HKKD	22	48	12	14	19
Lợi nhuận trước thuế	2.492	3.145	2.548	2.943	3.294
Thuế	(205)	(307)	(378)	(434)	(509)
Lợi nhuận sau thuế	2.287	2.837	2.170	2.509	2.785
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(366)	(346)	(265)	(306)	(340)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	1.921	2.491	1.905	2.202	2.445
Lợi nhuận thường xuyên	1.921	2.491	1.905	2.202	2.445

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	7.604	7.048	5.750	6.026	6.319
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(1.114)	(2.057)	449	378	(498)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(69)	766	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	22	48	12	14	19
Dòng tiền hoạt động khác	(45)	24	98	(219)	56
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(1.307)	(1.152)	(1.093)	(1.122)	(1.146)
Thuế đã trả	(96)	(326)	(378)	(434)	(509)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	4.996	4.352	4.837	4.643	4.242
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(219)	(137)	(3.166)	(6.770)	(8.881)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	125	4	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	891	(207)	(2.421)	(280)	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	759	299	428	537	595
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.555	(42)	(5.158)	(6.513)	(8.286)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(5.284)	(2.254)	1.294	3.992	5.362
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	2	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(349)	(119)	(703)	(703)	(703)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	1	38	13
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(5.633)	(2.370)	592	3.327	4.673
Tổng tiền trong năm	919	1.940	271	1.457	628
Dòng tiền tự do cho cổ đông	1.267	2.056	973	2.122	1.318
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	7.858	5.462	772	(748)	(2.898)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	3.361	5.741	8.433	10.171	10.799
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.531	8.701	7.199	7.877	8.401
Hàng tồn kho	4.187	3.912	3.447	4.046	4.222
Tài sản ngắn hạn khác	172	192	171	191	203
Tổng tài sản ngắn hạn	15.251	18.546	19.251	22.284	23.625
Tài sản cố định	40.113	37.250	35.445	36.677	41.215
Tổng đầu tư	1.314	1.205	3.581	6.524	8.273
Tài sản vô hình	64	71	71	71	71
Tài sản dài hạn khác	1.369	1.097	763	927	936
Tổng tài sản dài hạn	42.860	39.623	39.859	44.199	50.494
Vay & nợ ngắn hạn	706	3.954	8.846	12.176	14.210
Nợ dài hạn đến hạn trả	5.848	5.195	4.000	2.000	1.330
Phải trả người bán	5.900	6.684	5.288	6.073	6.458
Nợ ngắn hạn khác	5.116	3.598	3.456	4.343	4.174
Tổng nợ ngắn hạn	17.571	19.431	20.955	24.593	26.172
Vay & nợ dài hạn	13.304	8.406	6.722	8.797	12.824
Nợ dài hạn khác	422	729	492	437	502
Tổng nợ dài hạn	13.725	9.135	7.214	9.234	13.326
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	31.296	28.565	28.169	33.827	39.498
Vốn chủ sở hữu	24.506	26.979	28.053	29.461	31.087
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.309	2.624	2.889	3.195	3.535
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.815	29.603	30.942	32.656	34.622

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	9,9%	8,4%	-16,9%	15,9%	4,8%
Tăng trưởng LNHHKD	-9,7%	-7,3%	-18,4%	4,8%	4,9%
Biên LNHHKD	23,3%	19,9%	19,5%	17,6%	17,7%
Tiền ròng/cp	(7.044)	(5.045)	(4.484)	(5.467)	(7.501)
Giá trị sổ sách/cp	10.464	11.520	11.979	12.580	13.274
Khả năng thanh toán lãi vay	2,8	3,4	2,8	3,0	3,2
Thuế suất hiệu dụng	8,2%	9,8%	14,8%	14,7%	15,4%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	30,8%	26,6%	23,8%
Số ngày phải thu	79,8	83,6	98,8	80,6	83,0
Số ngày tồn kho	49,99	48,78	53,31	45,86	48,34
Số ngày phải trả	70,85	75,80	86,72	69,54	73,27
ROIC	7,6%	9,2%	7,6%	8,8%	9,3%
ROCE	8,5%	9,0%	7,3%	7,4%	7,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	6,3%	6,9%	5,4%	5,5%	5,3%

Các nhân tố chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Sản lượng điện cung cấp (GWh)	21.007	22.540	19.559	21.663	22.134
Công suất (MW)	4.208	4.208	4.205	4.205	4.205
Hiệu suất hoạt động trung bình	57,0%	61,1%	53,1%	58,8%	60,1%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

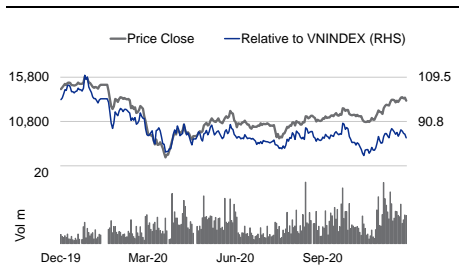
Consensus ratings*: KQ 4 TL 4 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND13.150
Giá mục tiêu:	VND13.400
Giá mục tiêu cũ:	VND13.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	1,9%
CGS-CIMB / Consensus:	6,1%
Reuters:	PVD.HM
Bloomberg:	PVD VN
Vốn hóa:	US\$239,4tr
	VND5.537.857tr
GTGD bình quân:	US\$3,53tr
	VND82.016tr
SLCP đang lưu hành:	421,5tr
Free float:	34,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	12,9	21,2	-10,2
Tương đối (%)	4,6	5,2	-17,6

Cổ đông	% nắm giữ
PetroViệt Nam Group	50,4
Khác	49,6

Chuyên viên Phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Dầu khí

LN 2021-22 được hỗ trợ bởi giàn khoan TAD

- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PVD sẽ tăng 19% trong năm 2021 và 136% trong năm 2022 nhờ vào giàn TAD hoạt động trở lại từ 07/2021.
- Duy trì đánh giá Trung Lập với giá mục tiêu không đổi là 13.400 đồng/cp

Doanh thu 11T20 hoàn thành kế hoạch cả năm

Theo PVD, đến cuối tháng 11, phần lớn các công ty con và công ty liên kết của PVD đã hoàn thành kế hoạch cả năm, góp phần giúp DT hợp nhất năm 2020 đạt 5.400 tỷ đồng (~231,8 triệu USD, +23,6% svck), tương đương 115,4% kế hoạch cả năm 2020 và 104,3% dự báo DT của chúng tôi. Tăng trưởng DT đến từ đóng góp của 3 giàn thuê và giá cho thuê các giàn tự nâng sở hữu ước tính tăng 7-9% svck, bù đắp cho hiệu suất sử dụng TB giàn tự nâng giảm (73% sv 90% trong năm 2019). Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LN ròng của PVD sẽ giảm 13% svck trong năm 2020, chủ yếu do biên LN gộp giảm 2,8 điểm % trong bối cảnh dịch Covid-19 làm phát sinh thêm chi phí.

LN ròng năm 2021 dự báo phục hồi khi giàn TAD hoạt động trở lại

Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất sử dụng các giàn tự nâng sở hữu sẽ cải thiện lên mức 80% trong năm 2021 trong kịch bản tích cực nhất với nhiều cơ hội việc làm tại thị trường nội địa như: phát triển mỏ Tê Giác Trắng, thăm định mỏ Kèn Bàu, các chương trình khoan của Hoàng Long JOC, Cửu Long JOC, JVPC... DT dự báo giảm 9% svck do giá thuê ngày trung bình thấp hơn (60.000 USD), nhưng LN ròng sẽ tích cực, tăng 19% svck, chủ yếu nhờ vào sự hoạt động trở lại của giàn TAD từ tháng 7/2021, giúp giảm lỗ so với giai đoạn dừng hoạt động năm 2017-2019. Đối với năm 2022, chúng tôi ước tính LN ròng sẽ tăng trưởng 136% svck nhờ vào đóng góp cả năm của giàn TAD, giá thuê ngày dự báo tăng 8,3% svck và hiệu suất sử dụng giàn tự nâng cải thiện 10% lên mức 90%.

Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 13.400 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của 2 phương pháp là định giá DCF và hệ số P/BV mục tiêu giai đoạn 2021-23 là 0,4 lần. Chúng tôi duy trì đánh giá Trung lập với cổ phiếu PVD, do cho rằng đợt tăng giá cổ phiếu vừa qua đã phản ánh triển vọng phục hồi LN trong năm 2021 và sự hỗ trợ từ giá dầu tăng.

Rủi ro tăng, giảm giá

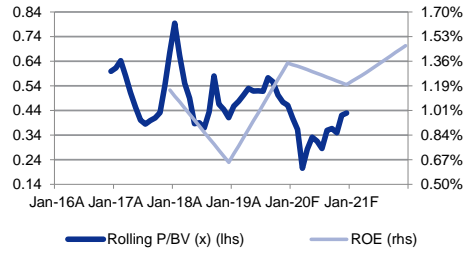
Rủi ro tăng giá đến từ sự phục hồi nhanh hơn dự kiến của lĩnh vực khoan và khả năng thu hồi nợ nhanh hơn. Rủi ro giảm giá bao gồm chi phí hoạt động cao hơn và giá dầu thấp hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tr USD)	239,2	188,5	222,3	202,3	241,3
EBITDA hoạt động (tr USD)	30,79	27,06	19,41	23,80	41,68
Lợi nhuận ròng (tr USD)	8,60	7,96	6,87	8,15	19,26
EPS cốt lõi (USD)	0,009	0,019	0,016	0,019	0,046
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-43%	108%	-13%	19%	136%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	62,74	30,18	34,86	29,39	12,44
Cổ tức tiền mặt (USD)	0	0	-	-	-
Tỷ suất cổ tức	0,06%	0,05%	0,00%	0,00%	0,00%
EV/EBITDA (lần)	7,98	8,89	13,32	10,36	5,77
P/FCFE (lần)	13,1	NA	NA	7,5	NA
P/B (lần)	0,41	0,40	0,43	0,43	0,45
ROE	0,65%	1,35%	1,19%	1,47%	3,53%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,25	1,49	1,47

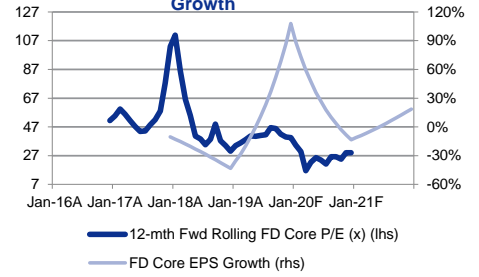
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HĐKD

(tr USD)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	239,2	188,5	222,3	202,3	241,3
Lợi nhuận gộp	17,3	19,4	16,7	20,5	38,5
LN hoạt động thuần	30,8	27,1	19,4	23,8	41,7
Chi phí khấu hao	(26,5)	(25,5)	(15,7)	(17,9)	(23,1)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	4,3	1,6	3,7	5,9	18,6
TN từ hoạt động tài chính	(2,9)	(3,3)	(3,3)	(1,5)	(1,5)
TN từ các Cty LK & LD	2,6	4,8	6,7	4,0	3,6
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	6,1	5,1	0,9	1,2	1,7
Lợi nhuận trước thuế	10,1	8,2	8,0	9,5	22,5
Thuế	(2,6)	(0,7)	(2,0)	(2,4)	(5,6)
Lợi nhuận sau thuế	7,5	7,4	6,0	7,2	16,9
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1,1	0,5	0,8	1,0	2,4
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	8,6	8,0	6,9	8,2	19,3
Lợi nhuận thường xuyên	3,8	7,9	6,9	8,2	19,3

Dòng tiền

(tr USD)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	30,79	27,06	19,41	23,80	41,68
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(7,11)	(9,61)	(9,36)	(9,13)	(8,91)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(2,89)	(18,54)	8,77	19,95	(4,01)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(4,95)	0,72	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(20,67)	(18,91)	(11,37)	(14,27)	(19,16)
Dòng tiền hoạt động khác	25,89	25,02	20,77	22,93	27,46
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(7,70)	(6,07)	(10,06)	(10,01)	(9,19)
Thuế đã trả	(6,21)	(3,01)	(2,01)	(2,38)	(5,63)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7,15	(3,34)	16,15	30,89	22,25
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(3,42)	(2,30)	(31,12)	(16,18)	(12,07)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	0,03	0,05	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	54,90	(7,38)	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	51,51	(9,63)	(31,12)	(16,18)	(12,07)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(40,38)	(3,65)	1,33	17,08	(16,79)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(0,12)	(0,12)	-	-	-
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(40,51)	(3,77)	1,33	17,08	(16,79)
Tổng tiền trong năm	18,16	(16,74)	(13,64)	31,78	(6,61)
Dòng tiền tự do cho cổ đông	18,28	(16,62)	(13,64)	31,78	(6,61)
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	66,37	(6,90)	(4,90)	24,72	19,37

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tr USD)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	141,6	126,4	107,0	134,2	122,4
Các khoản phải thu ngắn hạn	69,7	82,5	78,5	71,5	85,3
Hàng tồn kho	32,8	36,1	42,8	37,8	42,2
Tài sản ngắn hạn khác	1,1	1,7	2,0	1,8	2,2
Tổng tài sản ngắn hạn	245,2	246,7	230,3	245,3	252,1
Tài sản cố định	624,9	602,8	600,9	584,5	559,3
Tổng đầu tư	29,9	46,1	44,8	43,7	42,6
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	7,5	8,0	7,8	7,6	7,4
Tổng tài sản dài hạn	662,3	656,9	653,5	635,8	609,3
Vay & nợ ngắn hạn	15,7	22,5	15,0	34,4	30,2
Phải trả người bán	42,9	36,9	44,8	39,6	44,3
Nợ ngắn hạn khác	62,4	64,3	75,7	68,9	82,2
Tổng nợ ngắn hạn	121,0	123,8	135,5	142,9	156,7
Vay & nợ dài hạn	150,2	139,7	143,9	137,7	120,9
Nợ dài hạn khác	37,9	35,9	34,9	34,1	33,2
Tổng nợ dài hạn	188,1	175,6	178,8	171,7	154,1
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	309,1	299,4	314,3	314,7	310,8
Vốn chủ sở hữu	587,3	593,5	558,3	554,5	536,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	11,1	10,7	11,2	11,9	14,0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	598,4	604,2	569,5	566,4	550,6

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	39,4%	-21,2%	17,9%	-9,0%	19,3%
Tăng trưởng LNHHKD	77,9%	-12,1%	-28,3%	22,6%	75,1%
Biên LNHHKD	12,9%	14,4%	8,7%	11,8%	17,3%
Tiền ròng/cp	(0,06)	(0,08)	(0,12)	(0,09)	(0,07)
Giá trị sổ sách/cp	1,39	1,41	1,32	1,32	1,27
Khả năng thanh toán lãi vay	0,58	0,23	0,56	0,89	3,07
Thuế suất hiệu dụng	25,8%	8,9%	25,0%	25,0%	25,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	1,41%	1,51%	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	105,40	147,32	132,57	135,37	118,54
Số ngày tồn kho	54,36	74,45	70,23	80,87	71,97
Số ngày phải trả	58,78	84,00	71,28	83,02	73,88
ROIC	0,49%	0,23%	0,45%	0,72%	2,35%
ROCE	1,61%	1,14%	1,41%	1,96%	3,66%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	1,04%	1,15%	0,95%	0,94%	2,06%

Các nhân tố chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Giá đầu (USD/thùng)	71,2	64,4	45,0	50,0	55,0
Giá thuê ngày TB - Các giàn tự nâng (USD)	56.149	57.500	65.000	60.000	65.000
Hiệu suất sử dụng TB - Các giàn tự nâng (%)	85,3%	90,0%	72,9%	80,0%	90,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

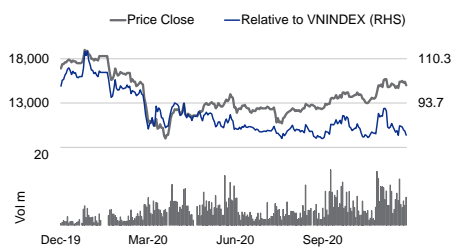
Consensus ratings*: KQ 6 TL 2 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND15.000
Giá mục tiêu:	VND17.700
Giá mục tiêu cũ:	VND17.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	18,0%
CGS-CIMB / Consensus:	8,1%
Reuters:	PVS.HM
Bloomberg:	PVS VN
Vốn hóa:	US\$310,0tr
	VND7.169.495tr
GTGD bình quân:	US\$3,98tr
	VND92.660tr
SLCP đang lưu hành:	478,0tr
Free float:	34,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	4,9	21	-11,8
Tương đối (%)	-3,4	5	-19,2

Cổ đông	% năm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,4
Acadian Frontier Markets Equity	3,3
Việt Nam Invstmt. Property Holdings Ltd	3,2

Chuyên viên Phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT DV Kỹ thuật Dầu khí VN

Sẵn sàng cho các hợp đồng mới

- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2021 tăng chủ yếu nhờ ghi nhận từ các dự án hiện hữu, nhưng LN ròng năm 2022 sẽ được hỗ trợ bởi các hợp đồng mới như đường ống Lô B, GPP Dinh Cố 2.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 17.700 đồng/cp.

LN ròng 9T20 giảm do chi phí và dự phòng tăng

PVS ghi nhận doanh thu thuần tăng 8,5% svck trong 9T20 chủ yếu nhờ doanh thu từ các dự án hiện có như Sao Vàng và Gallaf Qatar và giá cước tại FPSO Lam Sơn cao hơn so với cùng kỳ. Tuy vậy, LN ròng 9T giảm 11,5% svck do (1) biên LN gộp giảm 1,6 điểm % khi hầu hết các mảng hoạt động đều phát sinh thêm chi phí do dịch Covid-19, và (2) trích lập dự phòng ước tính 270 tỷ đồng tại các công ty liên doanh liên kết (LDLK), dẫn đến LN từ LDLK giảm 69,7% svck. Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng EPS dự phóng giảm 14,5% svck, với giả định tổng chi phí dự phòng tại các công ty liên doanh lên tới 421 tỷ đồng và lợi nhuận cổ đông thiểu số tăng do việc giải thể Công ty liên doanh CGGV vào năm 2019 đã giúp mảng khảo sát địa chấn không ít lỗ hơn.

Triển vọng 2021: phục hồi nhẹ và không còn chi phí bất thường

Chúng tôi dự báo LN ròng 2021 tăng 21,8% svck lên 884 tỷ đồng từ mức thấp trong 2020, nhờ vào: 1) sự phục hồi nhẹ của doanh thu các mảng dịch vụ từ 2-5%, bao gồm tàu dịch vụ, căn cứ cảng, vận hành và bảo dưỡng do giá dầu tiếp tục phục hồi, 2) không còn chi phí dự phòng bất thường trong năm 2021 và 3) FSO Sao Vàng dự báo đóng góp 91 tỷ đồng mỗi năm vào lợi nhuận. Chúng tôi ước tính mảng xây lắp sẽ ghi nhận lợi nhuận chủ yếu từ các hợp đồng EPC cũ trong năm 2021 với lợi nhuận gộp đạt 421 tỷ đồng (-2% svck), tăng 34% svck lên 564 tỷ đồng trong năm 2022 nhờ các hợp đồng mới như Lô B, GPP Dinh Cố 2.

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu không đổi 17.700 đ/cp

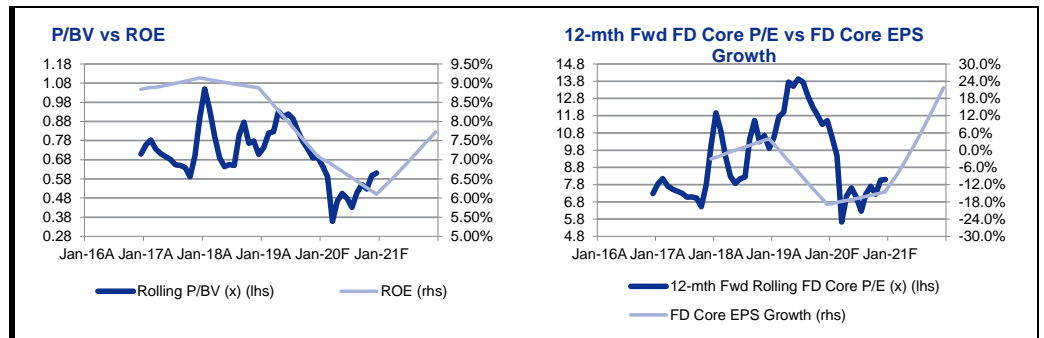
Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương giữa định giá DCF và P/E mục tiêu 2021-2023 ở mức 8,4 lần (P/E trung bình 5 năm). Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan do tin rằng PVS có thể được đánh giá lại khi thắng thầu một số dự án tiềm năng như Sư Tử Trắng 2, đường ống Lô B, các kho LNG, GPP Dinh Cố 2, v.v. trong giai đoạn 2020-2023, với nền tảng tài chính lành mạnh và khả năng thực hiện dự án đã được chứng minh qua các hợp đồng cũ. Lượng tiền mặt cao cũng sẽ cho phép PVS duy trì mức cổ tức tiền mặt thấp nhất là 700 đồng/cp trong 2021-2023 (tương ứng tỷ suất cổ tức 4,7%).

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

Động lực tăng giá là thông tin trúng thầu các hợp đồng mới. Rủi ro giảm giá bao gồm tiến độ các dự án chậm hơn kỳ vọng và phát sinh thêm chi phí dự phòng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	14.638	16.968	16.626	17.198	23.171
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	940	619	948	887	956
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.047	849	726	884	998
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.191	1.777	1.519	1.850	2.089
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	4,0%	-18,9%	-14,5%	21,8%	12,9%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	6,85	8,44	9,87	8,11	7,18
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.064	830	700	700	700
Tỷ suất cổ tức	7,10%	5,53%	4,67%	4,67%	4,67%
EV/EBITDA (lần)	(4,28)	(9,15)	(5,51)	(5,30)	(3,55)
P/FCFE (lần)	7,09	6,84	NA	NA	NA
P/B (lần)	0,60	0,59	0,61	0,64	0,76
ROE	8,9%	7,1%	6,1%	7,7%	9,7%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,01	1,26	1,13

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	14.638	16.968	16.626	17.198	23.171
Lợi nhuận gộp	1.119	898	1.107	1.173	1.474
LN hoạt động thuần	940	619	948	887	956
Chi phí khấu hao	(567)	(478)	(478)	(481)	(487)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	373	140	469	406	469
TN từ hoạt động tài chính	440	253	196	187	155
TN từ các Cty LK & LD	723	581	150	513	587
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(559)	129	200	131	176
Lợi nhuận trước thuế	976	1.103	1.016	1.237	1.387
Thuế	(403)	(295)	(213)	(260)	(284)
Lợi nhuận sau thuế	573	808	802	977	1.103
Lợi ích của cổ đông thiểu số	474	41	(76)	(93)	(105)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	1.047	849	726	884	998
Lợi nhuận thường xuyên	1.047	849	726	884	998

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	940	619	948	887	956
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(997)	(855)	(458)	(798)	(837)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(710)	1.367	(122)	(31)	(750)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	90	154	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	36	485	68	350	432
Dòng tiền hoạt động khác	1.055	495	708	704	708
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(36)	(39)	(65)	(57)	(56)
Thuế đã trả	(187)	(320)	(223)	(272)	(298)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	192	1.906	855	784	155
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(355)	(766)	(499)	(516)	(695)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	2	5	5	5	5
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	1.428	(545)	(545)	(545)	(545)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.075	(1.306)	(1.039)	(1.056)	(1.235)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(256)	448	(223)	(83)	33
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(509)	(397)	(335)	(335)	(335)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(765)	52	(557)	(418)	(301)
Tổng tiền trong năm	502	651	(741)	(690)	(1.381)
Dòng tiền tự do cho cổ đông	1.011	1.048	(406)	(355)	(1.046)
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	1.303	639	(118)	(215)	(1.024)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	8.037	9.692	8.951	8.261	6.880
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.006	4.627	4.719	4.882	6.577
Hàng tồn kho	494	1.269	806	833	1.127
Tài sản ngắn hạn khác	591	396	388	401	541
Tổng tài sản ngắn hạn	14.129	15.984	14.865	14.377	15.126
Tài sản cố định	2.634	3.177	3.197	3.232	3.440
Tổng đầu tư	4.937	5.372	5.258	5.259	5.277
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1.390	1.471	1.471	1.471	1.471
Tổng tài sản dài hạn	8.961	10.020	9.926	9.962	10.189
Vay & nợ ngắn hạn	721	771	574	504	492
Phải trả người bán	3.277	4.356	3.857	4.026	5.379
Nợ ngắn hạn khác	2.827	3.867	3.789	3.920	5.281
Tổng nợ ngắn hạn	6.825	8.995	8.220	8.449	11.152
Vay & nợ dài hạn	193	584	559	546	591
Nợ dài hạn khác	3.366	3.641	3.641	3.641	3.641
Tổng nợ dài hạn	3.559	4.225	4.199	4.187	4.231
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	10.384	13.220	12.420	12.636	15.383
Vốn chủ sở hữu	11.872	12.070	11.733	11.158	9.491
Lợi ích cổ đông thiểu số	833	714	638	545	440
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	12.705	12.784	12.371	11.704	9.931

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	-13,5%	15,9%	-2,0%	3,4%	34,7%
Tăng trưởng LNHHKD	-3,0%	-34,2%	53,2%	-6,4%	7,7%
Biên LNHHKD	6,4%	3,7%	5,7%	5,2%	4,1%
Tiền ròng/cp	14.903	17.441	16.357	15.088	12.130
Giá trị sổ sách/cp	24.839	25.253	24.548	23.346	19.857
Khả năng thanh toán lãi vay	13,9	4,2	8,4	8,3	9,8
Thuế suất hiệu dụng	41,3%	26,7%	21,0%	21,0%	20,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	48,6%	46,7%	46,1%	37,8%	33,5%
Số ngày phải thu	132,1	103,6	102,9	101,9	90,3
Số ngày tồn kho	12,96	20,02	24,48	18,66	16,48
Số ngày phải trả	84,69	81,93	89,39	82,52	72,71
ROIC	6,3%	2,8%	13,8%	11,1%	13,1%
ROCE	6,3%	3,3%	5,6%	5,3%	6,1%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	0,9%	2,5%	2,5%	3,4%	3,9%

Các nhân tố chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Giá trị hợp đồng chưa thực hiện (tỷ đồng)	11.689	15.337	9.187	35.424	24.407
Giá dầu (USD/thùng)	71,1	64,2	45,0	50,0	55,0

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

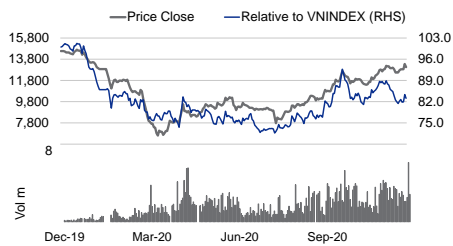
Consensus ratings*: KQ 4 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND13.050
Giá mục tiêu:	VND15.200
Giá mục tiêu cũ:	VND15.200
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	16,5%
CGS-CIMB / Consensus:	26,3%
Reuters:	PVT.HM
Bloomberg:	PVT VN
Vốn hóa:	US\$182,6tr
	VND4.223.649tr
GTGD bình quân:	US\$1,55tr
	VND35.800tr
SLCP đang lưu hành:	281,4tr
Free float:	27,6%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	5,7	29,4	-9,1
Tương đối (%)	-2,6	13,4	-16,5

Cổ đông	% năm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,0
Yurie Việt Nam 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

Thời điểm thích hợp để giải ngân vốn đầu tư

- PVTrans có thể sớm khởi động lại kế hoạch đầu tư để tận dụng mức giá tàu thấp trong hiện tại.
- Chúng tôi ước tính CAGR LN ròng đạt 5,3% trong giai đoạn 2020-23. Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu là 15.200 đồng/cp.

LN ròng 9T20 bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19

PVTrans (PVT) ghi nhận LN ròng giảm 28,1% svck trong 9T20 do (1) giá thuê ngày tại FSO Đại Hùng thấp hơn svck do thực hiện bảo dưỡng và chuyển đổi thành tàu FPSO trong 9T20, (2) giá cước vận tải biển giảm do giá dầu và nhu cầu vận chuyển yếu, và (3) biên lãi gộp của tất cả các mảng kinh doanh giảm do phát sinh thêm chi phí do dịch Covid-19.

Giá tàu thấp tạo cơ hội để mở rộng đội tàu

Theo dữ liệu trên Bloomberg, giá tàu biển duy trì xu hướng giảm từ đầu năm do nhu cầu các sản phẩm dầu khí yếu. Mặt bằng giá hiện tại đang ở gần mức đáy năm 2016-2017, và chúng tôi tin rằng giá có thể tăng trở lại trong năm 2021 nhờ vào nhu cầu vận tải hồi phục sau khi dịch Covid-19 được khống chế trên quy mô toàn cầu. Vào ngày 07/12, PVT thông báo đã nhận bàn giao một tàu hóa chất còn khá mới với trọng tải 13.149 DWT. Đây là dấu hiệu cho thấy PVT đã bắt đầu khởi động lại kế hoạch mở rộng đội tàu để chuẩn bị cho sự phục hồi của thị trường dự kiến trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng capex kế hoạch năm 2020 ở mức trên 7.400 tỷ đồng sẽ được giải ngân chủ yếu trong giai đoạn 2021-23, bao gồm việc mua 1 tàu VLCC trong năm 2021 (~1.100 tỷ đồng) và một tàu VLGC trong năm 2022 (~1.200 tỷ đồng).

Chúng tôi ước tính CAGR LN ròng đạt 5,3% trong giai đoạn 2020-23

Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ giảm 25,4% svck trong năm 2020 do tác động ngắn hạn của dịch Covid-19. Tuy nhiên, LN ròng có thể hồi phục tăng trưởng dương từ năm 2021 trở đi, nhờ sự phục hồi của giá cước tàu và sản lượng vận tải cao hơn, đặc biệt là ở mảng vận tải dầu sản phẩm và LPG. Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép LN ròng sẽ đạt 5,3% trong giai đoạn 2020-23.

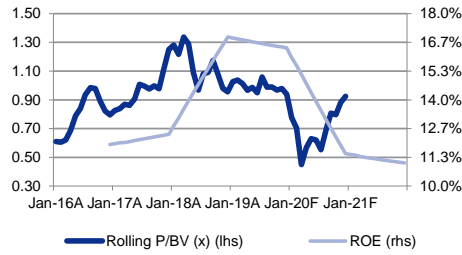
Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu không đổi 15.200 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của 2 phương pháp là DCF và P/E mục tiêu 2021-23 đạt 7,7 lần. Động lực tăng giá đến từ sản lượng vận tải dầu thành phẩm và than cao hơn dự kiến trong năm 2021. Rủi ro giảm giá là giá dầu giảm sẽ làm cản trở sự phục hồi của giá cước tàu và nhu cầu vận tải.

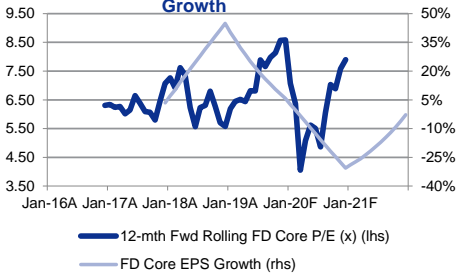
Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.523	7.758	6.266	7.128	7.816
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.402	1.678	1.505	1.663	1.799
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	652	690	515	535	575
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.015	2.131	1.590	1.653	1.776
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	44,9%	5,8%	-25,4%	3,9%	7,5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	5,63	5,33	7,67	7,90	7,35
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.103	1.209	372	400	1.000
Tỷ suất cổ tức	8,5%	9,3%	2,9%	3,1%	7,7%
EV/EBITDA (lần)	3,77	3,63	3,86	3,70	3,52
P/FCFE (lần)	NA	25,53	18,59	9,7	11,5
P/B (lần)	0,91	0,84	0,92	0,83	0,77
ROE	16,9%	16,4%	11,5%	11,1%	10,8%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,04	0,99	1,03

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	7.523	7.758	6.266	7.128	7.816
Lợi nhuận gộp	1.083	1.191	960	1.061	1.144
LN hoạt động thuần	1.402	1.678	1.505	1.663	1.799
Chi phí khấu hao	(600)	(750)	(781)	(870)	(948)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	802	928	724	793	851
TN từ hoạt động tài chính	49	28	4	(40)	(42)
TN từ các Cty LK & LD	26	34	22	25	27
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	97	26	19	22	24
Lợi nhuận trước thuế	975	1.016	770	800	860
Thuế	(195)	(195)	(154)	(160)	(172)
Lợi nhuận sau thuế	780	821	616	640	688
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(128)	(131)	(101)	(105)	(113)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	652	690	515	535	575
Lợi nhuận thường xuyên	652	690	515	535	575

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	1.402	1.678	1.505	1.663	1.799
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(271)	(195)	(195)	(195)	(195)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	30	(199)	101	(40)	(32)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	88	105	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(427)	(661)	(736)	(863)	(939)
Dòng tiền hoạt động khác	440	823	821	952	1.052
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(99)	(145)	(171)	(223)	(251)
Thuế đã trả	(232)	(226)	(154)	(160)	(172)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	931	1.179	1.172	1.134	1.262
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(1.399)	(1.823)	(627)	(1.782)	(1.563)
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(392)	273	177	177	177
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(1.663)	(1.523)	(422)	(1.577)	(1.359)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	311	488	(538)	879	463
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	49	127	127	127	127
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(310)	(340)	(113)	(129)	(324)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	49	274	(524)	877	266
Tổng tiền trong năm	(683)	(70)	226	433	170
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(422)	144	212	436	367
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(634)	(199)	922	(220)	154

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	2.851	2.687	2.322	2.755	2.924
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.088	865	793	902	989
Hàng tồn kho	151	127	102	116	128
Tài sản ngắn hạn khác	159	162	131	149	163
Tổng tài sản ngắn hạn	4.249	3.841	3.347	3.922	4.205
Tài sản cố định	5.627	6.781	6.627	7.539	8.153
Tổng đầu tư	200	213	213	213	213
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	126	163	163	163	163
Tổng tài sản dài hạn	5.953	7.157	7.002	7.914	8.529
Vay & nợ ngắn hạn	663	1.015	643	838	941
Phải trả người bán	793	652	622	707	776
Nợ ngắn hạn khác	948	856	691	787	862
Tổng nợ ngắn hạn	2.405	2.523	1.956	2.332	2.579
Vay & nợ dài hạn	2.325	2.419	2.253	2.937	3.297
Nợ dài hạn khác	333	365	365	365	365
Tổng nợ dài hạn	2.658	2.784	2.618	3.302	3.662
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	5.063	5.306	4.573	5.634	6.241
Vốn chủ sở hữu	4.023	4.381	4.567	5.099	5.502
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.117	1.310	1.209	1.104	991
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.140	5.691	5.776	6.202	6.493

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	22,4%	3,1%	-19,2%	13,8%	9,7%
Tăng trưởng LNHHĐKD	18,7%	19,7%	-10,3%	10,5%	8,2%
Biên LNHHĐKD	18,6%	21,6%	24,0%	23,3%	23,0%
Tiền rủng/cp	(489)	(2.653)	(1.773)	(3.153)	(4.058)
Giá trị sổ sách/cp	14.293	15.567	14.111	15.753	16.999
Khả năng thanh toán lãi vay	6,60	5,48	5,29	4,44	4,24
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	19,2%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	47,6%	49,3%	21,9%	24,2%	56,3%
Số ngày phải thu	46,19	45,93	48,42	43,40	44,16
Số ngày tồn kho	6,99	7,73	7,88	6,55	6,67
Số ngày phải trả	41,31	38,30	41,73	39,03	39,60
ROIC	14,0%	13,7%	8,8%	9,8%	9,2%
ROCE	13,0%	13,3%	10,1%	10,5%	10,2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	7,63%	7,53%	5,74%	6,06%	5,87%

Các nhân tố chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tổng số tàu	25,0	32,0	34,0	36,0	38,0
Số tàu chờ xăng/dầu sản phẩm	9,0	12,0	13,0	14,0	15,0
Số tàu 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)

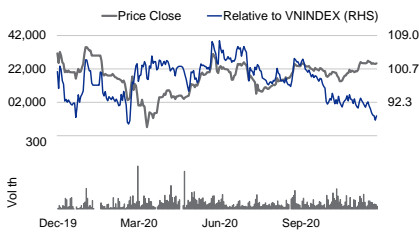
Consensus ratings*: KQ 4 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND125.300
Giá mục tiêu:	VND144,500
Giá mục tiêu cũ:	VND144.500
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	15,3%
CGS-CIMB / Consensus:	3,4%
Reuters:	SCS.HM
Bloomberg:	SCS VN
Vốn hóa:	US\$274,9tr VND6.358.436tr
GTGD bình quân:	US\$0,15tr VND3.532tr
SLCP đang lưu hành:	50.745.700tr
Free float:	42,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	3,1	1,3	-7,1
Tương đối (%)	-5,2	-14,7	-14,5

Cổ đông	% năm giữ
Gemadep Corporation	31,8
Airport Corporation of Việt Nam	12,9
41 Aircraft Maintenance LTD	12,4

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

E: Dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

T (84) 91 686 5190

CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn

Cơ hội trong giông bão

- SCS là nhà ga hàng hóa hàng không hàng đầu, hoạt động ở Tân Sơn Nhất (TIA), sân bay có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam.
- SCS đang giao dịch ở mức P/E 2021 hấp dẫn 12,7 lần cùng câu chuyện tăng trưởng công suất trong tương lai gần.
- Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 144.500 đồng/cp.

Thị trường vận tải hàng không sẽ sôi động trong thời gian tới

Chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa tăng 10,5%/năm trong giai đoạn 2021-2030 nhờ tăng trưởng xuất nhập khẩu bền vững cùng việc dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam. TIA hiện đang là trung tâm hàng hóa phát triển nhanh nhất; dự án nhà ga số 3 sẽ thúc đẩy tăng trưởng hơn nữa trong thời gian tới.

Sẵn sàng trở thành nhà cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng đầu

Chúng tôi cho rằng thị phần của SCS tại TIA sẽ gia tăng trong các năm tới, đưa SCS trở thành nhà ga hàng hóa hàng không hàng đầu Việt Nam nhờ vào trang thiết bị hiện đại và là nhà ga duy nhất có khả năng mở rộng công suất tại đây. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả hoạt động của SCS sẽ được duy trì ở mức cao nhờ việc kiểm soát tốt chi phí, tình hình tài chính lành mạnh cùng thuế suất ưu đãi 10% cho tới 2023.

LN ròng 2020 của SCS giảm 5,8% svck do đại dịch

Hoạt động của SCS sẽ bắt đầu phục hồi vào tháng 12/2020 do chúng tôi cho rằng lúc này vắc-xin đã có hiệu lực và dịch bệnh bắt đầu được kiểm soát. Chúng tôi dự phóng doanh thu/LN ròng sẽ giảm lần lượt 6,3%/5,8% svck trong 2020.

Mở rộng công suất là bộ phận cho tăng trưởng sau 2020

Trong khi đối thủ duy nhất là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) phải đối mặt với việc thiếu công suất, chúng tôi tin rằng SCS có thể tận dụng tăng trưởng của TIA bằng việc mở rộng 75% công suất hiện tại. Chúng tôi cho rằng khối lượng hàng hóa quốc tế của SCS sẽ tăng trung bình 10,6%/năm trong 2021-2024, do đó chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép doanh thu/LN ròng đạt 14,6% /11% trong cùng giai đoạn.

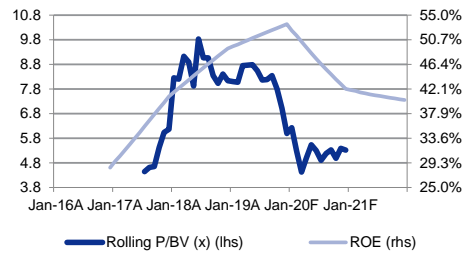
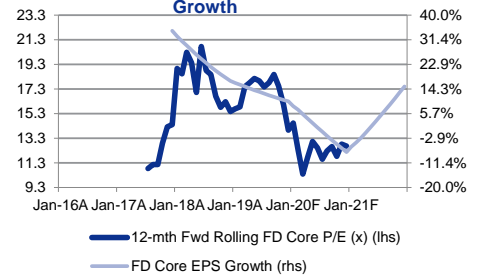
Duy trì đánh giá Khả quan và giá mục tiêu 144.500 đồng/cp

SCS hiện đang giao dịch ở mức P/E 2021 12,7 lần, thấp hơn nhiều so với P/E trung bình 3 năm là 14,1 lần. Dự phóng LNST giai đoạn 2021-2022 của chúng tôi hiện cao hơn 8%/7% so với trung bình thị trường do kỳ vọng cao hơn vào sự phục hồi hàng hóa quốc tế nhờ lợi thế công nghệ và sự thiếu hụt công suất của đối thủ cạnh tranh.

Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá

Rủi ro giảm giá bao gồm sản lượng và giá thấp hơn dự kiến do đại dịch kéo dài ảnh hưởng đến thương mại toàn cầu. Tiềm năng tăng giá bao gồm tổng sản lượng hàng hóa lớn hơn dự kiến, công bố về mở rộng công suất và kế hoạch M&A.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	675,4	748,0	701,3	796,1	922,7
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	515,9	582,0	543,9	616,0	715,2
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	407,1	466,2	433,6	502,4	572,6
EPS cốt lõi (VNĐ)	8.467	9.310	8.595	9.901	11.283
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	17,1%	10,0%	(7,7%)	15,2%	14,0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	13,91	12,65	14,58	12,66	11,10
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	6.000	6.700	5.000	5.000	5.000
Tỷ suất cổ tức	5,09%	5,69%	3,99%	3,99%	3,99%
EV/EBITDA (lần)	11,03	10,14	11,60	10,26	8,79
P/FCFE (lần)	13,94	16,05	20,96	19,76	18,66
P/B (lần)	6,65	5,88	5,32	4,40	3,60
ROE	49,2%	53,4%	42,2%	40,2%	37,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,04	1,08	1,07

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	675,4	748,0	701,3	796,1	922,7
Lợi nhuận gộp	528,4	594,9	552,6	634,3	724,2
LN hoạt động thuần	515,9	582,0	543,9	616,0	715,2
Chi phí khấu hao	(54,7)	(55,2)	(55,5)	(53,7)	(73,5)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	461,2	526,8	488,3	562,3	641,8
TN từ hoạt động tài chính	7,6	13,2	21,4	28,3	31,3
TN từ các Cty LK & LD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(2,1)	(2,3)	(4,0)	(4,5)	(5,3)
Lợi nhuận trước thuế	466,7	537,7	505,8	586,0	667,9
Thuế	(29,6)	(35,5)	(32,7)	(37,9)	(43,2)
Lợi nhuận sau thuế	437,1	502,2	473,0	548,1	624,7
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cổ tức ưu đãi	(30,0)	(36,0)	(39,4)	(45,7)	(52,1)
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận ròng	407,1	466,2	433,6	502,4	572,6
Lợi nhuận thường xuyên	407,1	466,2	433,6	502,4	572,6

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	515,9	582,0	543,9	616,0	715,2
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(28,1)	1,6	(3,4)	(16,9)	(15,9)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền hoạt động khác	(17,3)	(14,7)	(4,9)	(5,5)	(6,4)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	7,8	13,5	22,3	29,3	32,5
Thuế đã trả	(54,1)	(20,5)	(32,7)	(37,9)	(43,2)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	424,3	561,9	525,2	585,0	682,2
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(3,1)	(13,6)	(33,4)	(268,0)	(273,4)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	0,2	0,2	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	(15,1)	(181,0)	(190,1)	4,7	(68,1)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(18,0)	(194,4)	(223,6)	(263,3)	(341,4)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0,0	18,2	12,2	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	(366,1)	(330,8)	(253,7)	(253,7)	(253,7)
Cổ tức ưu đãi đã trả	(30,0)	(36,0)	(39,4)	(45,7)	(52,1)
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(10,1)	(0,0)	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(406,2)	(348,6)	(281,0)	(299,4)	(305,8)
Tổng tiền trong năm	0,1	18,9	20,6	22,3	35,0
Dòng tiền tự do cho cổ đông	406,3	367,5	301,6	321,7	340,8
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	406,4	368,5	301,6	321,7	340,8

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	47,3	66,1	86,7	109,0	144,0
Các khoản phải thu ngắn hạn	132,7	126,5	128,6	145,7	169,3
Hàng tồn kho	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tài sản ngắn hạn khác	87,6	221,6	421,1	414,2	480,3
Tổng tài sản ngắn hạn	267,6	414,2	636,4	668,9	793,6
Tài sản cố định	630,6	587,0	564,9	779,2	979,1
Tổng đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tài sản vô hình	5,4	3,2	3,2	3,2	3,2
Tài sản dài hạn khác	67,2	68,9	67,2	76,3	88,4
Tổng tài sản dài hạn	703,2	659,0	635,3	858,6	1.070,6
Vay & nợ ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Phải trả người bán	62,9	47,9	47,4	51,6	63,2
Nợ ngắn hạn khác	10,9	16,7	23,7	26,3	31,4
Tổng nợ ngắn hạn	73,8	64,6	71,0	77,9	94,6
Vay & nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ dài hạn khác	12,0	4,4	4,3	4,7	5,8
Tổng nợ dài hạn	12,0	4,4	4,3	4,7	5,8
Dự phòng	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ	85,8	69,0	75,3	82,6	100,4
Vốn chủ sở hữu	885,0	1.004,2	1.196,3	1.445,0	1.763,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	885,0	1.004,2	1.196,3	1.445,0	1.763,8

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	14,8%	10,8%	(6,2%)	13,5%	15,9%
Tăng trưởng LNHDKD	16,4%	12,8%	(6,6%)	13,3%	16,1%
Biên LNHDKD	76,4%	77,8%	77,6%	77,4%	77,5%
Tiền ròng/cp	947	1.318	1.709	2.148	2.838
Giá trị sổ sách/cp	17.704	20.023	23.574	28.475	34.758
Khả năng thanh toán lãi vay	3.167,0	541,0	N/A	N/A	N/A
Thuế suất hiệu dụng	6,3%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	73,7%	72,1%	58,5%	50,5%	44,3%
Số ngày phải thu	53,0	63,3	66,6	62,9	62,3
Số ngày tồn kho	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Số ngày phải trả	11,1	11,1	10,2	10,3	9,8
ROIC	41,2%	49,6%	41,4%	40,4%	38,3%
ROCE	51,9%	57,3%	46,4%	44,8%	42,0%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	44,0%	48,1%	38,9%	37,5%	35,4%

Các nhân tố chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu (%), hoạt động cốt lõi)	15,7%	10,9%	-7,8%	14,4%	12,2%
Tăng trưởng doanh thu (%), hoạt động khác)	4,5%	8,4%	14,0%	3,5%	59,4%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

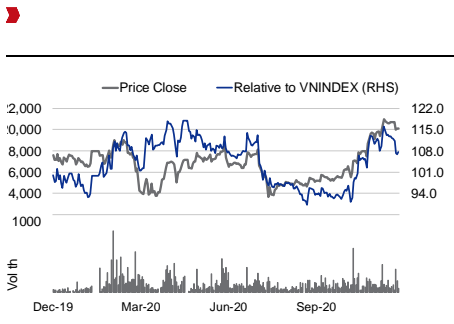
Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 7 TL 1 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND20.100
Giá mục tiêu:	VND24.036
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	19,6%
CGS-CIMB / Consensus:	14,4%
Reuters:	STK.HM
Bloomberg:	STK VN
Vốn hóa:	US\$59,25tr
	VND1.370.524tr
GTGD bình quân:	US\$0,09tr
	VND2.193tr
SLCP đang lưu hành:	70,73tr
Free float:	60,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo


Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	4,4	30,9	12,9
Tương đối (%)	-3,9	14,9	5,5

Cổ đông % năm giữ

Công ty tư vấn đầu tư Hướng Việt	20,0
Đặng Triệu Hoà	13,8
Đặng Mỹ Linh	9,2

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Đức Hào

T (84) 96 650 3268

E hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

CTCP Sợi Thê kỳ

Phục hồi từ điểm tựa sợi tái chế

- STK là nhà sản xuất sợi tổng hợp lớn thứ hai Việt Nam về công suất với 63.000 tấn/năm.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2021 tăng 65% svck sau khi giảm 43% svck trong 2020 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của sợi tái chế.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 24.000đồng/cp.

Covid-19 ảnh hưởng đến KQKD 9T20

Doanh thu của STK giảm 28% svck xuống còn 1.197 tỷ đồng trong 9T20, trong đó doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 33% svck chủ yếu do tác động kép từ nhu cầu thị trường và giá sợi giảm mạnh vì các doanh nghiệp Trung Quốc bán phá giá. Trong khi đó, doanh thu sợi tái chế trong 9T20 giảm 16% svck nhưng tăng 53% sv cùng quý trong Q3/20 nhờ giảm giá sợi 7% sv cùng quý để thu hút những đơn hàng mới. LN 9T20 giảm 53% svck xuống còn 75 tỷ đồng do biên LN gộp giảm 2,7% điểm % svck.

Sợi tái chế sẽ trở thành động lực phục hồi chính

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng sợi tái chế sẽ tăng trưởng 39,4% svck, đóng góp 41% vào tổng doanh thu của STK trong năm 2021 (sv 38% trong năm 2020) do nhu cầu sợi tái chế từ các thương hiệu lớn (UNIQLO, Atheta, Adidas) tăng cao. Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu từ sợi nguyên sinh sẽ tăng 8,0% svck mặc dù mức đóng góp vào doanh thu của STK sẽ giảm xuống 54% trong năm 2021 (từ mức 60% trong 2020). Nhìn chung, biên LN gộp của STK năm 2021 được dự phóng tăng 2,7 điểm % svck lên 15,9% do biên LN gộp từ mảng sợi tái chế cao hơn.

Tận dụng cơ hội từ EVFTA

Hiệp định EVFTA có hiệu lực từ T8/20, giảm mức thuế xuất khẩu sợi từ Việt Nam sang các nước Châu Âu xuống 0% từ 12% trong vòng 5 năm tới. Điều này tạo cơ hội các doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận các ngành như ô tô và đồ gỗ tại thị trường này. Chúng tôi kỳ vọng dây chuyền sản xuất của STK sẽ đáp ứng các tiêu chuẩn nghiêm ngặt và tỷ trọng sợi xuất khẩu sang thị trường Châu Âu sẽ tăng lên. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ xuất khẩu trực tiếp sẽ chiếm khoảng 52% doanh thu của STK trong năm 2022-23.

CAGR LN ròng giai đoạn 2020-23 đạt 34,1%

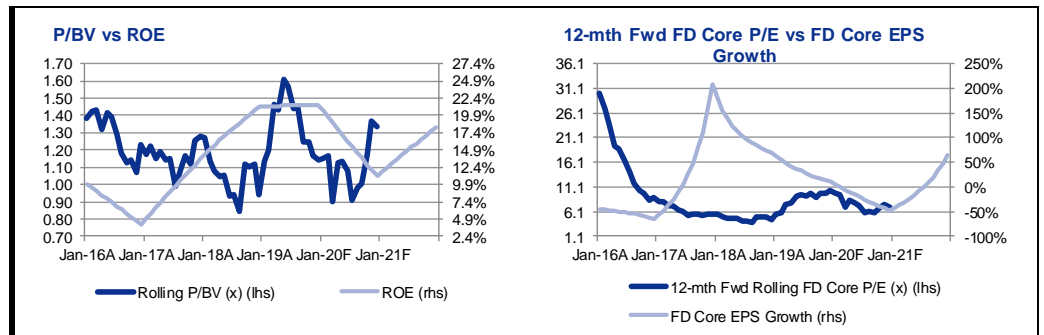
Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ đạt CAGR lợi nhuận ròng 34,1% trong giai đoạn 2020-23 nhờ CAGR doanh thu mảng sợi tái chế đạt 30,4% và biên LN gộp tăng 4,0 điểm % trong 2020-23 (từ mức 12,9% trong năm 2020).

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 24.000đồng/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên EPS năm 2021 là 2.828đồng/cp và P/E mục tiêu là 8,6 lần, tương đương với P/E toàn ngành. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) sản lượng và giá sợi phục hồi nhờ nhu cầu thị trường phục hồi và (2) doanh số bán sợi tái chế cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là sự tinh hình đại dịch Covid-19 tồi tệ hơn ở các thị trường xuất khẩu chính của STK là Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.408.320	2.231.826	1.795.477	2.189.269	2.444.713
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	387.806	406.260	282.859	451.783	517.010
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	178.434	213.891	120.388	199.502	236.936
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.977	3.274	1.702	2.821	3.350
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	69,5%	10,0%	-48,0%	65,7%	18,8%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	6,94	6,31	12,13	7,32	6,16
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	800	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	3,9%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
EV/EBITDA (lần)	4,67	4,41	6,59	4,18	3,56
P/FCFE (lần)	9,6	37,08	13,71	6,8	6,7
P/B (lần)	1,36	1,35	1,37	1,29	1,22
ROE	21,2%	21,5%	11,2%	18,1%	20,4%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			0,99	1,16	1,02

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HDKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	2.408	2.229	1.795	2.189	2.445
Lợi nhuận gộp	335	354	231	342	390
LN hoạt động thuần	388	406	283	452	517
Chi phí khấu hao	(143)	(137)	(133)	(191)	(218)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	245	269	150	261	299
TN từ hoạt động tài chính	(42)	(22)	(14)	(36)	(31)
TN từ các Cty LK & LD	(1)	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HDKD	(3)	5	2	2	2
Lợi nhuận trước thuế	199	252	137	227	270
Thuế	(21)	(38)	(17)	(28)	(33)
Lợi nhuận sau thuế	178	214	120	200	237
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	178	214	120	200	237
Lợi nhuận thường xuyên	178	214	120	200	237

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	388	406	283	452	517
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(108)	(148)	(57)	(15)	102
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	29	(17)	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(7)	(7)	(1)	(1)	(1)
Dòng tiền hoạt động khác	(28)	0	(4)	(24)	(23)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(18)	(16)	(8)	(10)	(6)
Thuế đã trả	(14)	(48)	(17)	(28)	(33)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	242	170	195	375	555
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(95)	(10)	-	(300)	(335)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	0	0	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	-	-	(12)	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	32	(25)	84	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(62)	(35)	72	(300)	(335)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(50)	(98)	(161)	140	(3)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	66	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	(42)	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(48)	(106)	(98)	(170)	(179)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(98)	(139)	(301)	(30)	(182)
Tổng tiền trong năm	82	(4)	(33)	45	39
Dòng tiền tự do cho cổ đông	129	36	107	215	217
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	209	166	284	94	240

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	198	230	118	182	239
Các khoản phải thu ngắn hạn	65	99	129	106	121
Hàng tồn kho	510	525	586	663	602
Tài sản ngắn hạn khác	31	25	31	37	42
Tổng tài sản ngắn hạn	804	880	864	988	1.004
Tài sản cố định	1.179	1.048	891	1.000	1.118
Tổng đầu tư	2	1	12	35	37
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	135	142	136	145	162
Tổng tài sản dài hạn	1.315	1.192	1.039	1.180	1.316
Vay & nợ ngắn hạn	427	510	458	456	489
Phải trả người bán	387	296	273	323	382
Nợ ngắn hạn khác	48	18	34	65	91
Tổng nợ ngắn hạn	862	824	765	844	962
Vay & nợ dài hạn	348	164	75	190	165
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	348	164	75	190	165
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	1.210	988	840	1.033	1.127
Vốn chủ sở hữu	909	1.083	1.064	1.135	1.193
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	909	1.083	1.064	1.135	1.193

Các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	19.9%	-7.3%	-19.6%	21.9%	11.7%
Tăng trưởng LNHĐKD	41.6%	4.8%	-30.4%	59.7%	14.4%
Biên LNHĐKD	16.1%	18.2%	15.8%	20.6%	21.1%
Tiền ròng/cp	(9,618)	(6,279)	(5,874)	(6,547)	(5,855)
Giá trị sổ sách/cp	15,167	15,314	15,037	16,047	16,869
Khả năng thanh toán lãi vay	8.44	8.77	8.82	13.47	15.26
Thuế suất hiệu dụng	10.5%	15.3%	12.2%	12.2%	12.2%
Tỷ lệ chia cổ tức	40.8%	76.0%	132.5%	85.3%	75.5%
Số ngày phải thu	8.76	12.59	19.60	14.20	11.79
Số ngày tồn kho	80.04	100.72	129.96	123.43	112.32
Số ngày phải trả	56.30	54.59	54.04	50.18	53.55
ROIC	17.0%	18.1%	9.8%	17.8%	19.1%
ROCE	15.7%	16.5%	9.5%	16.0%	17.2%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	10.77%	11.24%	6.78%	11.55%	11.96%

Các giả định chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán (% mảng may mặc)	20%	-3%	1%	1%	1%
Tăng trưởng sản lượng (%)	N/A	-35%	-16%	7%	1%
Hiệu suất hoạt động (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Tăng giá bán (% mảng vải)	19%	4%	4%	4%	4%
Tăng trưởng sản lượng (%)	N/A	62%	74%	16%	28%
Hiệu suất hoạt động (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

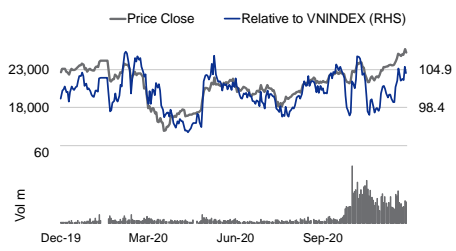
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam
KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 14 TL 2 KKQ 0	
Giá hiện tại:	VND25.300
Giá mục tiêu:	VND29.300
Giá mục tiêu cũ:	VND29.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	15,8%
CGS-CIMB / Consensus:	-3,0%
Reuters:	TCB.HM
Bloomberg:	TCB VN
Vốn hóa:	US\$3.828tr
	VND88.553.544tr
GTGD bình quân:	US\$16,00tr
	VND372.091tr
SLCP đang lưu hành:	3.500tr
Free float:	34,8%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi chính trong báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	14,5	17,9	12,9
Tương đối (%)	6,2	1,9	5,5

Cổ đông chính	% năm giữ
Tập đoàn Masan	15,0
Chủ tịch HĐQT và các bên liên quan	15,9
Cổ đông khác	69,1

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Techcombank

Hoạt động tốt nhất toàn ngành

- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép (CAGR) EPS 2020-22 đạt 16,9% nhờ tăng trưởng tín dụng ổn định và mở rộng NIM.
- Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 29.300đ/cp.

TCB tận dụng thị trường BĐS ấm lên

Chúng tôi cho rằng việc sửa đổi luật Xây dựng 2020 và luật Đầu tư mới 2020 hiệu lực từ ngày 1/1/2021 sẽ giải quyết các nút thắt trong việc phê duyệt dự án khu dân cư và rút ngắn thời gian cấp phép xây dựng. Do các dự án từng bị hoãn do dịch Covid-19 sẽ tiếp tục vào năm 2021, chúng tôi dự báo nguồn cung căn hộ mới sẽ tăng 10-15% svck đạt 17.000 căn ở TP.HCM và tăng 50-60% svck đạt 23.000 căn ở Hà Nội trong năm 2021. Chúng tôi tin rằng việc tăng nguồn cung căn hộ sẽ giúp TCB mở rộng cho vay mua nhà.

TNHD (TOI) 9T20 tăng mạnh nhờ NIM tăng và hoạt động trái phiếu

TCB ghi nhận NIM dự phóng cả năm cao nhất từ trước đến nay đạt 4,9% trong 9T20 (+67 điểm cơ bản - đcb svck) nhờ lợi suất tài sản tăng 29đcb do thu nhập (TN) lãi mảng bán lẻ tăng 40,1% svck, đóng góp 50% thu nhập lãi thuần (NII) 9T20; và chi phí vốn giảm 47đcb svck nhờ CASA tăng 38,6% vào cuối Q3/20 và lãi suất huy động giảm. Dư nợ tín dụng tăng 15,6% svck do trái phiếu doanh nghiệp tăng 31,7% svck và dư nợ vay tăng 12,4% svck. Do đó, NII tăng 31,6% svck đạt 13.296 tỷ đồng trong 9T20. TN phí thuần (NFI) tăng 45,9% svck đạt 3.120 tỷ đồng nhờ thu nhập phí bảo lãnh phát hành trái phiếu và các hoạt động liên quan tăng 132,1% svck, chiếm 45,3% NFI. Kết quả, TN hoạt động (TOI) 9T20 tăng 33,5% svck đạt 19.281 tỷ đồng (sv mức tăng 8,6% svck trong 9T19).

Nợ xấu thấp kỷ lục cuối Q3/20

Tỷ lệ nợ xấu đạt 0,6% cuối Q3/20, thấp nhất toàn ngành trong khi tỷ lệ bao nợ xấu tăng lên 148% cuối Q3/20, cao thứ hai trong ngành. Điều này là do trích lập dự phòng tăng gấp 3,7 lần svck trong 9T20. Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) cải thiện đạt 32,8% trong 9T20. LN ròng tăng 18,8% svck lên 8.372 tỷ đồng trong 9T20 (sv mức tăng 13,5% svck 9T19).

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép EPS 16,9% trong 2020-2022

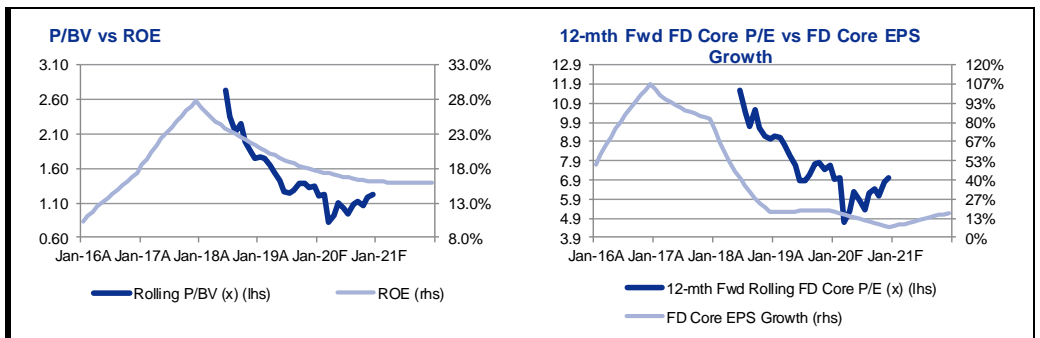
Chúng tôi ước tính CAGR NII đạt 14,1% trong 2020-22 nhờ tín dụng tăng 15% và NIM tăng 5đcb. Chúng tôi dự phóng tín dụng tăng 12% svck trong 2020 và tăng lên 15% svck trong 2021-22. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tận dụng CASA cao và lãi suất tiền gửi thấp để duy trì NIM cao. Chúng tôi cho rằng CAGR TN ngoài lãi sẽ đạt 16,5% nhờ CAGR NFI đạt 21% trong 2020-22. Chúng tôi duy trì giả định tỷ lệ CIR ở mức 35% trong 2020-22 (2019: 35%). Do đó, CAGR LN ròng TCB ước tính đạt 16,9% trong 2020-22.

Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 29.300đ/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp định giá thu nhập thẳng dư (chi phí vốn: 13,7%, tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/BV 2021 1,2 lần, tỷ trọng tương đương. Tiềm năng tăng giá là tăng trưởng tín dụng tốt hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là mở rộng NIM thấp hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11.127	14.258	17.124	19.634	22.311
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	7.223	6.810	8.138	9.770	11.041
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	18.350	21.068	25.262	29.404	33.352
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(1.846)	(917)	(2.732)	(3.089)	(3.313)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8.463	10.075	10.819	12.665	14.780
EPS cốt lõi (VND)	2.412	2.870	3.080	3.606	4.208
Tăng trưởng EPS cốt lõi	17,6%	19,0%	7,3%	17,1%	16,7%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	10,49	8,82	8,21	7,02	6,01
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14.790	17.651	20.742	24.361	28.584
P/BV (lần)	1,71	1,43	1,22	1,04	0,89
ROE (%)	21,4%	17,7%	16,0%	16,0%	15,9%
% thay đổi ước tính EPS cốt lõi					
CGS-CIMB/Đồng thuận EPS (lần)			1,01	1,01	1,04

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	11.127	14.258	17.124	19.634	22.311
Thu nhập ngoài lãi	7.223	6.810	8.138	9.770	11.041
Lợi nhuận HĐKD	18.350	21.068	25.262	29.404	33.352
Tổng chi phí ngoài lãi	(5.843)	(7.313)	(8.842)	(10.291)	(11.340)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	12.507	13.756	16.420	19.113	22.012
Chi phí ngoài lãi	(1.846)	(917)	(2.732)	(3.089)	(3.313)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	10.661	12.838	13.688	16.024	18.700
Tổng chi phí dự phòng	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	10.661	12.838	13.688	16.024	18.700
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	10.661	12.838	13.688	16.024	18.700
Chi phí/lãi ngoài HĐKD					
Lợi nhuận trước thuế	10.661	12.838	13.688	16.024	18.700
Các khoản đặc biệt	(2.187)	(2.612)	(2.738)	(3.205)	(3.740)
LNTT sau các khoản đặc biệt					
Chi phí thuế					
Lợi nhuận sau thuế	8.474	10.226	10.951	12.819	14.960
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(11)	(151)	(131)	(154)	(180)
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	8.463	10.075	10.819	12.665	14.780
Lợi nhuận thường xuyên	8.433	10.039	10.781	12.621	14.728

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tỉ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	79%	100%	101%	102%	102%
Tỉ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	86%	90%	100%	101%	102%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	40,4%	39,1%	34,4%	34,0%	33,5%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	43,0%	41,8%	36,8%	36,2%	35,5%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	49,0%	59,3%	59,8%	60,7%	61,5%
Tỉ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	62,6%	73,4%	74,7%	76,2%	77,2%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	33,8%	28,0%	29,1%	29,6%	30,2%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	121%	120%	121%	122%	123%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	1,15%	0,47%	1,12%	1,11%	1,03%
Dự phòng trên trung bình tài sản	0,63%	0,26%	0,67%	0,68%	0,64%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	0,40%	0,12%	0,72%	0,60%	0,55%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tổng cho vay khách hàng	195.499	278.792	312.489	358.424	410.607
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	94.434	76.402	84.653	94.382	106.310
Các tài sản sinh lãi	10.555	3.192	3.288	3.551	3.906
Tổng tài sản sinh lãi thuần	300.488	358.387	400.430	456.357	520.824
Tổng dự phòng	(2.734)	(3.223)	(3.027)	(3.356)	(3.816)
Tổng tài sản sinh lãi	297.754	355.164	397.403	453.002	517.008
Tài sản vô hình	931	2.414	2.583	2.764	2.958
Các tài sản không sinh lãi khác	19.698	21.301	22.792	24.387	26.094
Tổng tài sản không sinh lãi	20.629	23.715	25.375	27.151	29.052
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	2.606	4.821	5.158	5.519	5.905
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	320.989	383.699	427.936	485.672	551.965
Tiền gửi có lãi của khách hàng	214.592	248.757	275.073	312.850	359.777
Tiền gửi của ngân hàng	36.426	61.267	67.393	74.133	80.063
Các khoản tiền gửi có lãi khác	6.335	434	434	434	434
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	257.353	310.458	342.900	387.417	440.275
Tổng các khoản nợ không có lãi	11.853	11.169	12.012	12.413	10.888
Tổng nợ	269.206	321.627	354.913	399.829	451.163
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	51.713	61.782	72.601	85.267	100.047
Lợi ích của cổ đông thiểu số	69	291	422	576	755
Tổng vốn chủ sở hữu	51.783	62.073	73.023	85.843	100.802

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	12,3%	14,8%	19,9%	16,4%	13,4%
Tăng trưởng LNHĐKD	7,4%	10,0%	19,4%	16,4%	15,2%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	32,7%	20,4%	6,6%	17,1%	16,7%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	60,6%	67,7%	67,8%	66,8%	66,9%
Chi phí vốn	4,06%	3,79%	3,43%	3,51%	3,63%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,63%	7,59%	7,47%	7,58%	7,65%
Chênh lệch lãi suất	3,57%	3,80%	4,04%	4,06%	4,01%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	5,98%	6,59%	7,02%	7,15%	7,09%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	3,52%	3,36%	3,50%	3,54%	3,51%
Dự phòng trên lãi từ HĐKD trước dự phòng	14,8%	6,7%	16,6%	16,2%	15,0%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,77%	4,05%	4,22%	4,30%	4,30%
Thuế suất hiệu dụng	20,5%	20,3%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	2,87%	2,86%	2,67%	2,77%	2,85%

Các nhân tố chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	-0,6%	44,3%	12,1%	15,3%	15,1%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	4,0%	4,3%	4,5%	4,6%	4,6%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	-2,6%	-5,7%	19,5%	20,1%	13,0%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	31,8%	34,7%	35,0%	35,0%	34,0%
Tỉ lệ nợ xấu	1,0%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%
Trích lập dự phòng (%)	85,1%	94,8%	139,5%	156,4%	156,7%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	12,5%	12,6%	13,3%	13,8%	14,2%
CAR (%)	14,3%	14,3%	15,2%	15,5%	15,8%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	17,8%	14,8%	11,0%	14,0%	15,0%
LDR (%)	78,1%	98,4%	99,6%	100,7%	100,8%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,8%	1,3%	0,8%	0,6%	0,6%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	-7,2%	-8,0%	22,0%	22,0%	20,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

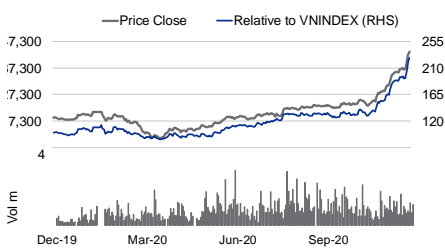
Consensus ratings*: KQ 3 TL 1 KKQ 2

Giá hiện tại:	VND43.450
Giá mục tiêu:	VND40.400
Giá mục tiêu cũ:	VND40.400
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	-7,0%
CGS-CIMB / Consensus:	47,2%
Reuters:	TCM.HM
Bloomberg:	TCM VN
Vốn hóa:	US\$116,4tr VND2.692.505tr
GTGD bình quân:	US\$1,17tr VND27.188tr
SLCP đang lưu hành:	58,02tr
Free float:	46,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

- Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	57,4	88,9	144,7
Tương đối (%)	49,1	72,9	137,3

Cổ đông	% nắm giữ
E-land Asia Holdings Pte., Ltd	40,5
Nguyễn Văn Nghĩa	8,4

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Đức Hào

T (84) 96 650 3268

E hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

CTCP Dệt may Thành Công

Động lực tăng trưởng từ nhà máy số 2

- TCM là nhà sản xuất dệt may nội địa duy nhất sở hữu chuỗi cung ứng bao gồm sợi, dệt, đan, nhuộm, may.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2021 sẽ tăng trưởng lần lượt 9,1% svck và 5,5% svck nhờ các hiệp định FTA mới.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 40.400đồng/cp

LN ròng tăng trưởng mạnh nhờ sản xuất thiết bị bảo hộ y tế

Doanh thu của TCM trong 9T20 giảm 2,6% svck do doanh thu từ mảng sợi, vải và hàng may mặc giảm 18% svck do nhu cầu xuất khẩu thấp. Tuy nhiên, do công ty chuyển đổi sang sản xuất thiết bị bảo hộ y tế (PPE) từ Q2/20, PPE chiếm 17% (460 tỷ đồng) tổng doanh thu trong 9T20. Biên LN gộp 9T20 tăng 2,1 điểm % lên 17,5% nhờ biên LN cao hơn của PPE. LN ròng của TCM trong 9T20 tăng 30,5% svck lên 201 tỷ đồng.

Động lực tăng trưởng lợi nhuận 2022-2023 từ xây dựng nhà máy

Nhà máy may mặc số 2 trị giá 10 triệu USD của TCM tại Vĩnh Long dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào Quý 2/22 với công suất 38-40 triệu sản phẩm, nâng tổng công suất của TCM tăng 42,8%. Ngoài ra, TCM đặt mục tiêu mở rộng công suất nhà máy dệt kim và nhuộm thêm khoảng 5.000 tấn vải dệt kim/năm và 5.500 tấn vải nhuộm/năm vào năm 2022F. Sau khi các dự án này đi vào hoạt động, doanh thu dự kiến sẽ tăng 7,3% trong năm 22-23. Chúng tôi cho rằng việc TCM tự sản xuất nguyên liệu đầu vào sẽ giúp tăng biên LN gộp lên 18,3% trong năm 2022 và 19,6% trong năm 2023.

Hưởng lợi từ các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA)

Là nhà sản xuất dệt may địa phương duy nhất sở hữu và phân phối chuỗi cung ứng phong phú bao gồm sợi, dệt, đan, nhuộm, may, TCM đã chuẩn bị đầy đủ để tận dụng cơ hội từ Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh châu Âu (EVFTA) với nguyên tắc "từ vải trở đi". Chúng tôi dự phóng tỷ trọng xuất khẩu sang các nước Châu Âu của TCM sẽ tăng lên 25% trong năm 2021, từ 12% trong năm 2019.

LN tăng trưởng chậm trong 2021 trước khi tăng mạnh trong 2022

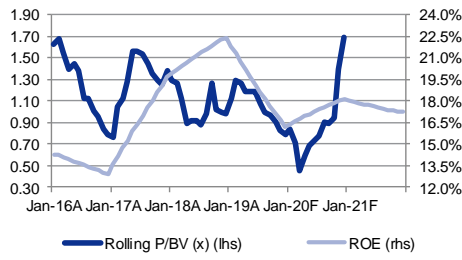
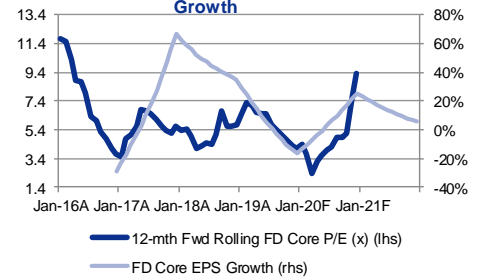
LN ròng trong 2021 được dự phóng sẽ tăng trưởng ở mức khiêm tốn là 5,5% so với mức cao trong năm 2020. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng LN sẽ tăng 29% svck trong năm 2022 nhờ doanh thu tăng 11% và biên LN gộp tăng 1,4 điểm %.

Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 40.400đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên EPS năm 2021 là 4.644 đồng/cp và P/E mục tiêu là 9,5 lần, chúng tôi áp dụng mức P/E cao hơn 10% so với trung bình ngành do khả năng thích ứng và khắc phục sau đại dịch Covid-19 tốt hơn. Rủi ro tăng giá là nhu cầu đối với các sản phẩm PPE cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là tình hình đại dịch Covid-19 tệ hơn ở các thị trường xuất khẩu chính của TCM là Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.662	3.644	3.551	3.872	4.279
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	383	407	446	472	585
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	262	218	273	288	370
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.221	3.513	4.402	4.644	5.968
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	35,3%	-16,8%	25,3%	5,5%	28,5%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	11,17	13,42	10,71	10,15	7,90
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	451	473	1.000	1.000	1.000
Tỷ suất cổ tức	1,0%	1,0%	2,1%	2,1%	2,1%
EV/EBITDA (lần)	9,57	8,01	6,95	6,82	5,36
P/FCFE (lần)	NA	34,42	12,42	NA	10,8
P/B (lần)	2,31	2,06	1,83	1,67	1,52
ROE	22,4%	16,2%	18,1%	17,2%	20,1%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,19	1,26	1,87

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE

12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth

Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	3.662	3.644	3.551	3.872	4.279
Lợi nhuận gộp	679	579	613	654	784
LN hoạt động thuần	383	407	446	472	585
Chi phí khấu hao	(78)	(115)	(119)	(131)	(145)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	305	292	327	342	439
TN từ hoạt động tài chính	(58)	(27)	(8)	(5)	(4)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HKKD	76	9	8	8	8
Lợi nhuận trước thuế	323	274	327	345	443
Thuế	(63)	(57)	(54)	(57)	(73)
Lợi nhuận sau thuế	260	217	273	288	370
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	1	-	-	-
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	262	218	273	288	370
Lợi nhuận thường xuyên	262	218	273	288	370

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	383	407	446	472	585
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(251)	273	68	(60)	(69)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	-	-	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(16)	(55)	(15)	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	-	-	-	-	-
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(52)	(49)	(43)	(41)	(42)
Thuế đã trả	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	65	576	456	371	473
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(66)	(75)	(66)	(250)	(300)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	-	-	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	42	(4)	(13)	(22)	(27)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(25)	(79)	(79)	(272)	(327)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(54)	(412)	(142)	(114)	124
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(26)	(27)	(29)	(29)	(58)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(80)	(439)	(171)	(143)	66
Tổng tiền trong năm	(40)	57	206	(43)	212
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(13)	85	235	(14)	270
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	92	546	420	141	188

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	419	451	520	350	422
Các khoản phải thu ngắn hạn	280	259	308	343	388
Hàng tồn kho	1.138	893	857	942	1.025
Tài sản ngắn hạn khác	56	22	22	22	22
Tổng tài sản ngắn hạn	1.893	1.624	1.708	1.658	1.858
Tài sản cố định	687	650	644	820	1.032
Tổng đầu tư	106	86	96	106	116
Tài sản vô hình	189	186	164	143	121
Tài sản dài hạn khác	373	376	471	498	301
Tổng tài sản dài hạn	1.354	1.298	1.375	1.567	1.570
Vay & nợ ngắn hạn	1.008	733	712	534	507
Phải trả người bán	614	535	607	648	693
Nợ ngắn hạn khác	79	64	64	64	64
Tổng nợ ngắn hạn	1.701	1.331	1.383	1.246	1.264
Vay & nợ dài hạn	222	123	58	185	196
Nợ dài hạn khác	48	43	43	43	43
Tổng nợ dài hạn	270	166	101	228	239
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	1.971	1.498	1.484	1.474	1.503
Vốn chủ sở hữu	1.268	1.417	1.599	1.751	1.925
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.268	1.417	1.599	1.751	1.925

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	14,1%	-0,5%	-2,6%	9,1%	10,5%
Tăng trưởng LNHĐKD	9,7%	6,2%	9,6%	5,9%	23,7%
Biên LNHĐKD	10,5%	11,2%	12,6%	12,2%	13,7%
Tiền ròng/cp	(13.081)	(6.543)	(4.028)	(5.947)	(4.533)
Giá trị sổ sách/cp	20.450	22.856	25.788	28.236	31.048
Khả năng thanh toán lãi vay	5,88	5,91	7,61	8,29	10,34
Thuế suất hiệu dụng	19,5%	20,9%	16,5%	16,5%	16,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	21,9%	30,8%	58,6%	60,8%	52,0%
Số ngày phải thu	33,71	24,81	28,18	29,90	30,48
Số ngày tồn kho	118,91	120,90	108,74	102,03	102,69
Số ngày phải trả	36,22	29,00	28,05	31,42	31,55
ROIC	15,4%	14,4%	18,3%	19,0%	21,4%
ROCE	13,3%	13,1%	15,6%	15,5%	18,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	10,12%	7,91%	9,36%	9,28%	11,25%

Các giả định chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng giá bán (% mảng may mặc)	23%	2%	-16%	27%	14%
Tăng trưởng sản lượng (%)	17%	2%	-15%	20%	10%
Hiệu suất hoạt động (%)	80%	85%	75%	80%	90%
Tăng giá bán (% mảng vải)	50%	7%	-1%	5%	5%
Tăng trưởng sản lượng (%)	43%	5%	-2%	3%	3%
Hiệu suất hoạt động (%)	80%	85%	70%	80%	85%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 5 TL 12 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND93.000
Giá mục tiêu:	VND97.700
Giá mục tiêu cũ:	VND97.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	0,5%
CGS-CIMB / Consensus:	4,7%
Reuters:	VCB.HM
Bloomberg:	VCB VN
Vốn hóa:	US\$15.585tr
	VND360.502.880tr
GTGD bình quân:	US\$3,64tr
	VND85.025tr
SLCP đang lưu hành:	3.709tr
Free float:	7,6%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	14,2	18,4	13,8
Tương đối (%)	5,9	2,4	6,4

Cổ đông	% năm giữ
Ngân hàng Nhà nước	74,8
Mizuho Corporate Bank	15,0
GIC Private Limited	2,6

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Thị Phương Thanh

T (84) 91 514 3803

E thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Vietcombank
Vị thế thuận lợi để phục hồi

- Hầu hết các chỉ số hoạt động cải thiện sv quý trước và đang ở điều kiện thuận lợi để đạt tăng trưởng mạnh trong năm 2021; chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng 31% trong 2021.
- Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu lên 97.700đ/cp.

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/20 tăng trưởng vượt bậc

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/20 tăng 35% svck nhờ phục hồi NIM. Tính đến cuối 9T20, tổng các khoản nợ cơ cấu theo Thông tư 01 của NHNN tại VCB đạt xấp xỉ 10.400 tỷ đồng, đứng thứ 3 trong số các ngân hàng đã niêm yết về tổng giá trị, và tương đương 1,3% tổng dư nợ của ngân hàng. Cùng với gói kích thích quy mô 300 nghìn tỷ đồng hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng từ Covid-19, lợi suất tài sản 9T20 giảm xuống 5,9% từ mức 6,2% svck. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất tài sản của VCB sẽ tăng trở lại do gói hỗ trợ tín dụng của ngân hàng đã hết hạn vào cuối Q3/20.

Duy trì vị thế ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất

Chất lượng tài sản của VCB duy trì vị trí dẫn đầu với tỷ lệ nợ xấu đạt 1,0% cuối Q3/20. Bên cạnh đó, tỷ lệ dự phòng nợ xấu tăng mạnh từ 185% cuối 9T20 lên 215% cuối 9T20, mức cao nhất trong ngành ngân hàng mặc dù tỷ lệ xoá nợ tăng nhẹ từ 0,12% cuối Q3/19 lên 0,18% cuối Q3/20.

Dự phóng EPS tăng trưởng kép giai đoạn 2020-22 ở mức 25%

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng 2020-22 đạt 25% nhờ tăng trưởng kép thu nhập lãi đạt 18,6% sau khi tăng trưởng kép tổng dư nợ đạt 14,5% và NIM tăng 37 điểm cơ bản trong giai đoạn này. Chúng tôi đồng thời dự báo tăng trưởng kép thu nhập ngoài lãi giai đoạn 2020-22 đạt 45%, bao gồm tăng trưởng kép thu nhập phí đạt 57% nhờ dịch vụ thanh toán và nguồn thu nhập mới từ bancassurance. Chúng tôi kỳ vọng tình hình đại dịch sẽ ổn định trong 2021, từ đó thúc đẩy hoạt động tài chính thương mại cũng như thu nhập phí của ngân hàng. Về HĐKD, chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu sẽ lần lượt tăng nhẹ 1% và 1,1% trong 2020/2021 do ngân hàng tăng tỷ trọng cho vay vào mảng bán lẻ đồng thời duy trì chất lượng tài sản và tỷ lệ bao nợ xấu cao (170 – 210%).

Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu 97.700đ/cp

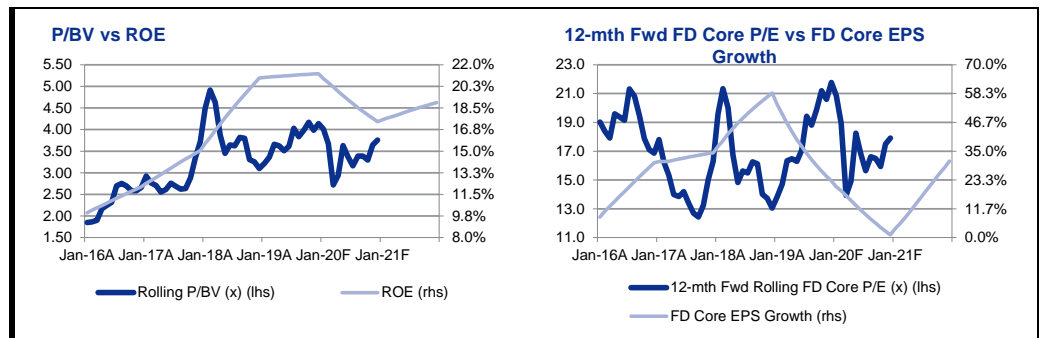
Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 9,5% dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp thu nhập thẳng dư với chi phí vốn chủ sở hữu giảm (COE: 12%; LTG: 4.0%) và P/BV mục tiêu tăng từ 2,8 lên 3,3 lần.

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá đến từ thành công của đợt chào bán riêng lẻ tăng vốn tối đa 23 nghìn tỷ đồng với định giá cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn dự kiến và tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	28.409	34.577	36.281	43.372	51.017
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	10.870	11.153	12.889	19.924	27.038
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	39.278	45.730	49.170	63.296	78.055
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(7.398)	(6.790)	(8.062)	(9.854)	(13.249)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	14.606	18.511	18.711	24.504	29.341
EPS cốt lõi (VND)	3.334	4.099	4.143	5.426	6.497
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	58,5%	22,9%	1,1%	31,0%	19,7%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	29,15	23,71	23,46	17,91	14,96
Cổ tức tiền mặt (đồng)	800,0	800,0	800,0	800,0	800,0
Tỷ suất cổ tức (%)	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%	0,82%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17.264	21.785	25.860	31.444	28.289
P/B (lần)	5,63	4,46	3,76	3,09	2,54
ROE (%)	20,9%	21,3%	17,4%	18,9%	18,6%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH


Kết quả kinh doanh					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	28.409	34.577	36.281	43.372	51.017
Thu nhập ngoài lãi thuần	10.870	11.153	12.889	19.924	27.038
Tổng thu nhập hoạt động	39.278	45.730	49.170	63.296	78.055
Tổng chi phí hoạt động	(13.611)	(15.818)	(17.701)	(22.787)	(28.100)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	25.667	29.913	31.469	40.509	49.955
Tổng chi phí dự phòng	(7.398)	(6.790)	(8.062)	(9.854)	(13.249)
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	18.269	23.122	23.407	30.655	36.706
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	18.269	23.122	23.407	30.655	36.706
Chi phí/thu nhập ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	18.269	23.122	23.407	30.655	36.706
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	18.269	23.122	23.407	30.655	36.706
Chi phí thuế	(3.647)	(4.596)	(4.681)	(6.131)	(7.341)
Lợi nhuận sau thuế	14.622	18.526	18.726	24.524	29.365
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(16)	(15)	(15)	(20)	(24)
Cổ tức	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	14.606	18.511	18.711	24.504	29.341
Lợi nhuận thường xuyên	11.995	15.203	15.367	20.125	24.097

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	78,8%	79,1%	78,4%	79,8%	81,2%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	77,8%	79,0%	78,8%	79,2%	80,6%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	42,8%	38,9%	38,3%	37,9%	36,9%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	43,9%	40,0%	39,4%	38,9%	37,7%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	57,9%	59,2%	59,1%	60,2%	61,5%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	69,1%	70,8%	70,3%	71,9%	73,4%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	11,5%	12,4%	13,6%	14,5%	15,5%
Hệ số rủi ro của tài sản	67,8%	72,9%	82,2%	83,3%	85,2%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	1,26%	0,99%	1,05%	1,15%	1,35%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	0,70%	0,59%	0,63%	0,70%	0,84%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	0,49%	0,58%	0,42%	0,49%	0,56%

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
Tổng cho vay khách hàng	882.095	984.177	1.067.764	1.195.896	1.349.815
Tài sản thanh khoản và đầu tư	163.073	204.113	230.643	260.626	294.508
Tài sản sinh lãi khác					
Tổng tài sản sinh lãi	1.045.168	1.188.290	1.298.406	1.456.522	1.644.323
Tổng dự phòng	(10.294)	(10.417)	(13.104)	(16.103)	(20.519)
Tổng tài sản sinh lãi ròng	1.034.874	1.177.874	1.285.302	1.440.419	1.623.803
Tài sản vô hình	2.068	2.261	2.347	2.436	2.529
Các tài sản không sinh lãi khác	24.292	28.806	29.903	31.041	32.223
Tổng tài sản không sinh lãi	26.360	31.067	32.250	33.477	34.752
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	12.792	13.778	14.303	14.847	15.413
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	1.074.027	1.222.719	1.331.855	1.488.744	1.673.968
Tiền gửi của khách hàng	823.390	949.835	1.042.680	1.166.305	1.316.577
Tiền gửi của ngân hàng	76.524	73.617	77.298	81.163	85.221
Các khoản nợ chịu lãi khác	90.711	92.386	94.234	96.119	98.041
Tổng các khoản nợ chịu lãi	990.625	1.115.838	1.214.212	1.343.586	1.499.839
Tổng các khoản nợ không có lãi	21.222	25.998	21.647	28.451	32.037
Tổng nợ	1.011.847	1.141.836	1.235.859	1.372.037	1.531.876
Vốn chủ sở hữu	62.110	80.800	95.912	116.624	142.008
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(69)	(83)	(83)	(83)	(83)
Tổng vốn chủ sở hữu	62.041	80.716	95.829	116.540	141.925

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	33,6%	16,4%	7,5%	28,7%	23,3%
Tăng trưởng lợi nhuận HĐKD	46,3%	16,5%	5,2%	28,7%	23,3%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	61,1%	26,6%	1,2%	31,0%	19,7%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	72,3%	75,6%	73,8%	68,5%	65,4%
Chi phí vốn	2,81%	3,15%	3,05%	3,07%	3,10%
Lợi tức tài sản sinh lãi	5,44%	6,06%	5,78%	6,00%	6,14%
Chênh lệch lãi suất	2,63%	2,92%	2,73%	2,93%	3,03%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	3,76%	4,00%	3,72%	4,01%	4,19%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	4,24%	4,27%	3,65%	3,72%	3,82%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng	28,8%	22,7%	25,6%	24,3%	26,5%
Lợi suất trên tài sản trung bình	2,69%	3,01%	2,84%	3,08%	3,23%
Thuế suất	20,0%	19,9%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	20,3%	16,0%	15,9%	12,1%	10,1%
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	1,38%	1,61%	1,46%	1,74%	1,86%

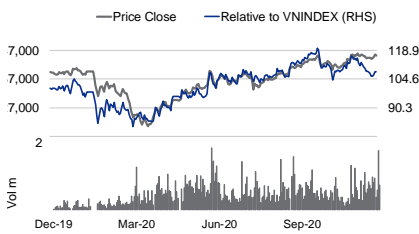
Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	16,3%	16,3%	9,0%	14,0%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	2,8%	3,1%	2,9%	3,1%	3,3%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	45,5%	2,6%	15,6%	54,6%	35,7%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	34,7%	34,6%	36,0%	36,0%	36,0%
Tỉ lệ nợ xấu ròng (%)	-3,9%	-4,3%	-4,9%	-5,1%	-5,4%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	165,4%	179,5%	216,6%	173,4%	169,7%
Dự phòng chung/Dư nợ ròng (%)	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	8,2%	8,0%	7,9%	8,6%	9,2%
CAR (%)	10,2%	9,7%	9,4%	10,1%	10,7%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	13,2%	15,8%	10,0%	12,0%	13,0%
Cho vay/Huy động (%)	77,5%	78,0%	77,1%	78,4%	79,6%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	1,0%	0,8%	0,8%	1,0%	1,2%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	34,1%	26,6%	51,8%	67,5%	46,4%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

Consensus ratings*:	KQ 8 TL 1 KKQ 0
Giá hiện tại:	VND45.200
Giá mục tiêu:	VND51.800
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	14,6%
CGS-CIMB / Consensus:	1,1%
Reuters:	VHC.HM
Bloomberg:	VHC VN
Vốn hóa:	US\$355,6tr
	VND8.223.961tr
GTGD bình quân:	US\$1,10tr
	VND25.490tr
SLCP đang lưu hành:	181,9tr
Free float:	45,0%
*Nguồn: Bloomberg	

Thay đổi chính trong báo cáo


Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	↑	3,7	11,1
Tương đối (%)	↓	-4,6	-4,9

Cổ đông	% nắm giữ
Truong Thi Le Khanh	42,8
Mitsubishi Corp	6,5
Vo Phu Duc	5,9

Chuyên viên Phân tích

Phan Văn Anh

 T (84) 168 527 4887565 107 239
 E hinh.dinh@vndirect.com.vn

CTCP Vĩnh Hoàn

Bước nhảy vọt từ năm 2021

- Triển vọng thị trường cá tra xuất khẩu được cải thiện nhờ nhu cầu Châu Âu phục hồi, trong khi nguồn cung từ các đối thủ cạnh tranh bị hạn chế.
- Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kép đạt 40% trong giai đoạn 2020 – 2022, nhờ động lực tăng trưởng từ hiệp định EVFTA, có hiệu lực kể từ ngày 1 tháng 8 năm 2020
- Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 51.800 đồng/cp.

KQKD 9T20 của VHC đúng với kỳ vọng của chúng tôi

Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm giảm 19,5% svck xuống 5.094 tỷ đồng, hoàn thành khoảng 64,6% dự báo cả năm của chúng tôi, trong khi lãi ròng giảm 43,8% svck xuống 551,6 tỷ đồng, tương đương với 65,7% dự báo cả năm của chúng tôi. Biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2020 giảm tới 6,4 điểm phần trăm do giá xuất khẩu cá tra phi lê giảm thấp do ảnh hưởng từ đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, doanh thu xuất khẩu của VHC sang Trung Quốc có dấu hiệu phục hồi. Đáng chú ý, vào tháng 10 năm 2020, doanh thu của VHC tại Trung Quốc đạt 210 tỷ đồng, tăng 33% svck và 53% svck. Chúng tôi kỳ vọng giá cá tra sẽ tăng nhẹ vào cuối năm 2020, cải thiện lợi nhuận của VHC trong quý 4 năm 2020.

Kỳ vọng ngành xuất khẩu cá tra sẽ phục hồi mạnh mẽ từ năm 2021

Trong vòng một thập kỷ qua, Việt Nam và Liên minh Châu Âu đã nỗ lực hoàn tất quá trình phê chuẩn Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA), chính thức có hiệu lực từ ngày 01/08/2020. Điều này đem lại nhiều cơ hội cho phân ngành cá tra xuất khẩu sang EU nhờ mức thuế dần về 0 trong vòng ba năm tới. Chúng tôi cũng kỳ vọng phân ngành này tại các thị trường khác cũng sẽ phục hồi trong năm 2021 khi dịch COVID-19 đã có vắc xin.

Triển vọng 2021 tích cực

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2021 sẽ tăng svck nhờ sản lượng xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ & EU cải thiện. Nhu cầu cá thịt trắng tại thị trường Mỹ ở mức ổn định những năm qua, trong khi đó trị giá xuất khẩu sang các thị trường EU và Trung Quốc tăng mạnh. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ, EU và Trung Quốc lần lượt tăng 8%, 20% và 10% svck trong năm 2021. Ngoài ra, cơ sở nghiên cứu và hệ thống dây chuyền sản xuất Collagen và Gelatin (C&G) được nâng cấp và hoàn thiện trong ngày 20 tháng 9. Chúng tôi tin rằng những nâng cấp này sẽ giảm chi phí sản xuất, tăng công suất C&G, từ đó tăng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của VHC trong năm 2021.

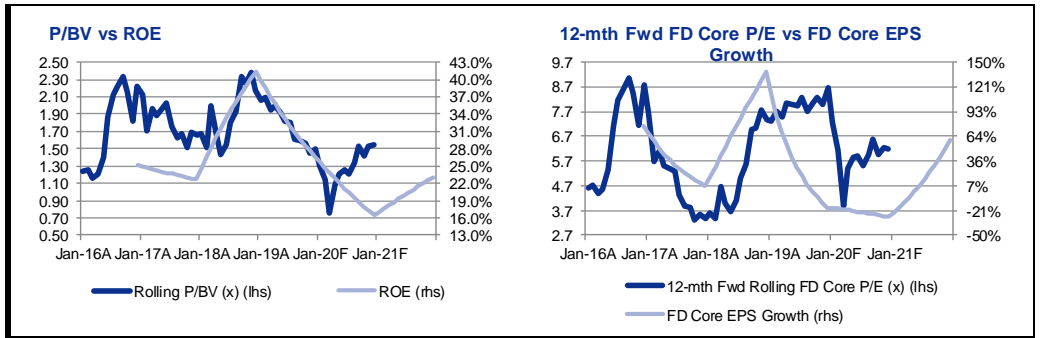
Tiếp tục đánh giá Khả quan với giá mục tiêu VND51.800

Giá mục tiêu chúng tôi định giá sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm và trung bình P/E (6,7x) 3 năm. Chúng tôi tiếp tục đánh giá Khả quan cho cổ phiếu VHC, với tỷ suất cổ tức năm 2021 đạt 4,7%. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) tác động từ dịch COVID-19 kéo dài và (2) những thay đổi bất lợi về quy định tại thị trường xuất khẩu. Động lực tăng giá bao gồm giá xuất khẩu cá tra phục hồi tốt hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	9.407	7.895	7.275	8.785	10.097
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	1.842	1.298	1.015	1.553	1.923
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.442	1.180	842	1.345	1.656
EPS cốt lõi (VNĐ)	7.865	6.437	4.589	7.333	9.028
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	138,5%	-18,2%	-28,7%	59,8%	23,1%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	5,74	7,01	9,84	6,16	5,00
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.982	1.009	2.000	2.000	3.000
Tỷ suất cổ tức	4,4%	2,2%	4,4%	4,4%	6,6%
EV/EBITDA (lần)	4,62	5,83	6,92	4,49	3,42
P/FCFE (lần)	23,6	24,18	15,57	32,3	10,7
P/B (lần)	2,06	1,70	1,54	1,30	1,11
ROE	41,5%	26,5%	16,4%	23,0%	23,9%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,03	1,19	1,25

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	9.271	7.867	7.224	8.724	10.027
Lợi nhuận gộp	2.039	1.533	1.212	1.782	2.176
LN hoạt động thuần	1.842	1.298	1.015	1.553	1.923
Chi phí khấu hao	(156)	(165)	(164)	(204)	(242)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	1.685	1.132	851	1.349	1.680
TN từ hoạt động tài chính	(30)	162	76	121	128
TN từ các Cty LK & LD	79	14	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HKKD	(46)	1	(7)	(8)	(9)
Lợi nhuận trước thuế	1.688	1.309	920	1.462	1.800
Thuế	(245)	(129)	(78)	(117)	(144)
Lợi nhuận sau thuế	1.442	1.180	842	1.345	1.656
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	-	-	-	-
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	1.442	1.180	842	1.345	1.656
Lợi nhuận thường xuyên	1.442	1.180	842	1.345	1.656

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	1.842	1.298	1.015	1.553	1.923
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(593)	331	94	(610)	(387)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	(1)	1	0	(1)	(1)
Chi/(Thu) bằng tiền khác	151	274	125	197	225
Dòng tiền hoạt động khác	(702)	(362)	(352)	(412)	(467)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	81	195	113	168	184
Thuế đã trả	(98)	(247)	(78)	(117)	(144)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	680	1.489	917	776	1.332
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(545)	(361)	(349)	(337)	(324)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(157)	(383)	180	(21)	12
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(702)	(743)	(169)	(358)	(312)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	373	(403)	(217)	(162)	(244)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	10	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	(114)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(363)	(185)	(367)	(367)	(550)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	20	(703)	(583)	(529)	(794)
Tổng tiền trong năm	(2)	43	165	(110)	227
Dòng tiền tự do cho cổ đông	351	342	532	256	777
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	34	805	791	434	1.020

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	651	1.578	1.911	1.801	1.945
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.002	1.516	1.206	1.637	1.875
Hàng tồn kho	1.386	1.414	1.465	1.767	2.023
Tài sản ngắn hạn khác	102	103	97	118	136
Tổng tài sản ngắn hạn	4.140	4.612	4.680	5.323	5.979
Tài sản cố định	1.110	1.216	1.480	1.690	1.847
Tổng đầu tư	389	1	1	1	1
Tài sản vô hình	287	289	267	245	222
Tài sản dài hạn khác	372	496	454	549	630
Tổng tài sản dài hạn	2.158	2.001	2.202	2.484	2.702
Vay & nợ ngắn hạn	1.269	866	650	487	244
Phải trả người bán	429	452	423	494	560
Nợ ngắn hạn khác	552	397	256	324	378
Tổng nợ ngắn hạn	2.251	1.714	1.329	1.305	1.182
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	33	20	190	147	20
Tổng nợ dài hạn	33	20	190	147	20
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	2.283	1.734	1.519	1.452	1.203
Vốn chủ sở hữu	4.015	4.879	5.362	6.355	7.478
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.015	4.879	5.362	6.355	7.478

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	15,1%	-16,1%	-7,9%	20,8%	14,9%
Tăng trưởng LNHKD	91,8%	-29,5%	-21,8%	53,0%	23,8%
Biên LNHKD	19,6%	16,4%	13,9%	17,7%	19,0%
Tiền ròng/cp	(3.373)	3.884	6.882	7.165	9.277
Giá trị sổ sách/cp	21.896	26.604	29.243	34.655	40.780
Khả năng thanh toán lãi vay	30,10	19,02	20,13	84,05	N/A
Thuế suất hiệu dụng	14,5%	9,8%	8,5%	8,0%	8,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	25,2%	15,7%	43,6%	27,3%	33,2%
Số ngày phải thu	60,83	77,33	63,85	55,04	59,45
Số ngày tồn kho	65,31	80,66	87,60	84,96	88,10
Số ngày phải trả	12,81	16,05	17,27	16,23	16,48
ROIC	42,6%	26,5%	20,3%	31,4%	32,4%
ROCE	37,8%	25,2%	17,1%	23,8%	25,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	26,00%	15,80%	11,40%	16,70%	18,50%

Các nhân tố chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Sản lượng cá tra phi lê (% thay đổi, sản phẩm chính)	12,7%	33,0%	-13,6%	3,4%	3,7%
Giá cá tra phi lê (% thay đổi, sản phẩm chính)	-4,3%	-10,7%	8,0%	10,0%	12,0%
Giá cá tra nguyên liệu (% thay đổi, nguyên liệu chính)	20,5%	-29,6%	-8,0%	0,0%	2,1%

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:	VND83.600
Giá mục tiêu:	VND104.300
Giá mục tiêu cũ:	VND104.300
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	24,8%
CGS-CIMB / Consensus:	1,8%
Reuters:	VHM.HM
Bloomberg:	VHM VN
Vốn hóa:	US\$11.889m
	VND275.003.360m
GTGD bình quân:	US\$8,22m
	VND190.618m
SLCP đang lưu hành:	3.350m
Free float:	10,4%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	8	7	-8,6
Tương đối (%)	-0,3	-9	-16

Cổ đông	% nắm giữ
Tập đoàn Vingroup	69,7
GIC	5,7

CTCP Vinhomes

Khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường

- Vinhomes (VHM) sở hữu 16.400ha diện tích sàn nhà ở (cuối Q3/2020), đảm bảo cho khả năng phát triển trong ít nhất 15 năm.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép 33,6% trong 2019-23 nhờ đóng góp chính từ việc bàn giao các đại dự án.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 104.300 đồng/cp.

Quỹ đất lớn đủ cho kế hoạch phát triển trong ít nhất 15 năm

Tổng quỹ đất của Vinhomes (VHM) bao gồm cả đất mua lại là 17.400ha tính đến tháng 9/2020, gấp khoảng 3,3 lần so với doanh nghiệp có quỹ đất lớn thứ hai là Novaland, tương đương với 16.400ha tổng diện tích sàn nhà ở. Điều này nhấn mạnh khả năng tích lũy quỹ đất và quy hoạch tổng thể ấn tượng của doanh nghiệp. Tính đến cuối Q3/2020, có đến 92,5% tổng quỹ đất chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng khổng lồ của VHM trong tương lai. Chúng tôi ước tính tổng giá trị phát triển của doanh nghiệp sẽ đạt 1.118 nghìn tỷ đồng (tương đương với 48,2 tỷ USD) đến năm 2025.

LN ròng 9T20 ở mức 65,6% dự phóng cả năm của chúng tôi

DT 9T20 tăng 31,2% so với cùng kỳ đạt 49.378 tỷ đồng, đạt 61,9% dự báo cả năm của chúng tôi nhờ lượng lớn căn hộ được bàn giao từ Ocean Park (giá trị 13.400 tỷ đồng), Grand Park (11.600 tỷ đồng), Marina (5.700 tỷ đồng), và Smart City (4.700 tỷ đồng). Tỷ suất LN gộp 9T20 trở lại quanh mức trung bình 37,4% (giảm 8,6 điểm % so với cùng kỳ) do đóng góp thấp hơn của giao dịch bán buôn và tỷ suất LN gộp của khu phức hợp văn phòng tại Vinhomes Metropolis trong 9T20 thấp hơn (khoảng 30%). Theo đó, LN 9T20 tăng 6,6% svck lên tới 16.337 tỷ đồng, hoàn thành 65,6% dự báo cả năm của chúng tôi.

Hoạt động ký bán kỳ vọng duy trì sức tăng trong Q4/20 và 2021

Tính đến ngày 14/10/2020, hơn 4.500 căn hộ thuộc dự án The Origami đã được bán với tỷ lệ hấp thụ đạt 92% và giá bán bình quân khoảng 2.000 USD/m², cho thấy khả năng bán hàng ấn tượng của VHM. Chúng tôi tin rằng hoạt động ký bán sẽ duy trì mức tăng trưởng mạnh mẽ trong Q4/20 và 2021 nhờ việc ra mắt dự án Vinhomes Wonder Park. Tổng số căn hộ ký bán của VHM đạt 25.000 căn với tổng giá trị 46.600 tỷ đồng tính đến cuối Q3/20

LN ròng ước tăng trưởng kép 33,6% trong giai đoạn 2019-23

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2021 sẽ tăng 60,7% svck, và LN ròng tăng 46,3% svck nhờ bàn giao dự án Ocean Park, Grand Park và Smart City. Trong dài hạn, chúng tôi ước tính LN ròng sẽ tăng trưởng kép 33,6% trong giai đoạn 2019-23 nhờ bàn giao các đại dự án.

Duy trì đánh giá Khả Quan với giá mục tiêu 104.300 đồng/cp

Chúng tôi duy trì đánh giá Khả Quan với giá mục tiêu dựa trên phương pháp RNAV là 104.300 đồng/cp. Chúng tôi tin rằng việc tích lũy cổ phiếu VHM là hợp lý nhờ khối lượng ký bán tích cực và lượng đặt chỗ chưa thanh toán là 83.000 tỷ đồng tính đến 30/09/2020; điều này tạo nên một triển vọng đầy hứa hẹn cho năm 2021-22. Tiềm năng tăng giá gồm giao dịch bán buôn tăng nhanh và ra mắt các dự án mới. Rủi ro giảm giá là lãi suất tăng cao ảnh hưởng đến việc ký bán căn hộ của VHM.

Chuyên viên Phân tích

Chu Đức Toàn

T (84) 94 519 9218

E toan.chuduc@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú

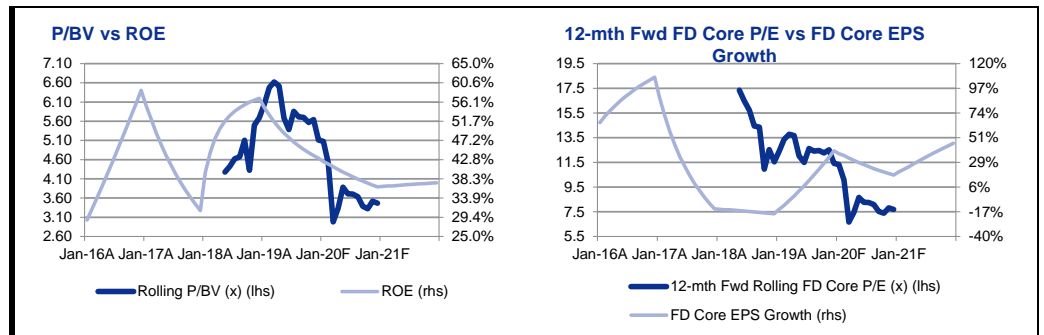
T (84) 333 557 019

E tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	38.664	51.826	79.719	128.113	191.649
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	7.879	23.452	27.035	47.774	76.079
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	14.284	21.305	24.886	36.398	58.855
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.567	6.361	7.430	10.867	17.571
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-19%	39%	17%	46%	62%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	18,30	13,14	11,25	7,69	4,76
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	-	-	1.000,0	1.000,0	1.000,0
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	1,20%	1,20%	1,20%
EV/EBITDA (lần)	37,4	13,2	12,0	6,9	4,4
P/FCFE (lần)	NA	21,60	232,60	75,80	53,20
P/B (lần)	6,48	5,04	3,47	2,46	1,65
ROE	57,0%	43,1%	36,5%	37,4%	41,6%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,92	1,16	1,58

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	38.664	51.826	79.719	128.113	191.649
Lợi nhuận gộp	10.061	27.360	34.348	59.116	90.612
LN hoạt động thuần	7.879	23.452	27.035	47.774	76.079
Chi phí khấu hao	(262)	(341)	(269)	(272)	(683)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	7.617	23.111	26.766	47.503	75.396
TN từ hoạt động tài chính	12.108	6.504	7.718	3.576	4.846
TN từ các Cty LK & LD	0	-	-	-	-
Chi phí/lãi ngoài HKKD	(7)	43	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	19.719	29.658	34.484	51.078	80.242
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	19.719	29.658	34.484	51.078	80.242
Thuế	(4.942)	(5.451)	(6.897)	(10.216)	(16.048)
Các khoản thu nhập đặc biệt					
Lợi nhuận sau thuế	14.776	24.206	27.588	40.863	64.193
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(492)	(2.901)	(2.702)	(4.465)	(5.339)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Lãi lỗ ngoại tệ					
Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	14.284	21.305	24.886	36.398	58.855
Lợi nhuận thường xuyên	14.284	21.305	24.886	36.398	58.855
Lợi nhuận ròng sau pha loãng	14.284	21.305	24.886	36.398	58.855

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	7.879	23.452	27.035	47.774	76.079
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	-	-	-	-	-
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.331)	2.207	(1.401)	(11.194)	(39.621)
(Tăng)/Giảm các khoản phân bổ	-	-	-	-	-
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	262	341	510	498	867
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(29)	(244)	(10.327)	(6.235)	(7.558)
Dòng tiền hoạt động khác	(453)	4.278	10.058	5.964	6.874
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(2.383)	(2.306)	(2.609)	(2.660)	(2.712)
Thuế đã trả	(3.408)	(6.188)	(6.897)	(10.216)	(16.048)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	(1.463)	21.540	16.368	23.931	17.881
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	-	-	-	-	-
Tiền thu do thanh lý TSCĐ	1.619	456	-	-	-
Tiền thu do thanh lý các khoản đầu tư	26.398	37.349	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn	(52.277)	(40.836)	(20.165)	(20.237)	(12.614)
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	6.419	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(17.842)	(3.032)	(20.165)	(20.237)	(12.614)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	9.963	(5.555)	5.000	-	0
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	12.241	(5.550)	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(945)	(3.687)	(3.350)	(3.350)	(3.350)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	-	-	-	-	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	21.259	(14.792)	1.650	(3.350)	(3.350)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối Kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	3.515	7.231	5.086	5.430	7.349
Xây dựng cơ bản dở dang	36.743	60.075	99.674	129.288	153.347
Các khoản phải thu ngắn hạn	43.356	53.875	31.696	44.964	56.895
Hàng tồn kho	116				
Tài sản ngắn hạn khác	7.473	12.640	10.215	14.053	13.019
Tổng tài sản ngắn hạn	91.203	133.822	146.671	193.735	230.610
Tài sản cố định	100	216	323	297	270
Tổng đầu tư	24.670	35.565	96.075	122.391	141.995
Tài sản vô hình	1.109	1.020	868	779	690
Tài sản dài hạn khác	2.607	26.547	3.796	5.532	7.761
Tổng tài sản dài hạn	28.486	63.348	101.062	128.999	150.716
Vay & nợ ngắn hạn	6.403	18.162	8.209	8.209	9.683
Nợ dài hạn đến hạn phải trả	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	2.504	5.875	3.353	5.099	7.466
Nợ ngắn hạn khác	33.965	97.016	109.073	144.576	139.694
Tổng nợ ngắn hạn	42.872	121.053	120.635	157.884	156.844
Vay & nợ dài hạn	25.506	8.343	32.700	32.700	31.225
Nợ hỗn hợp	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	3.166	3.018	3.836	4.075	4.337
Tổng nợ dài hạn	28.672	11.361	36.536	36.774	35.562
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	71.544	132.414	157.171	194.658	192.406
Vốn chủ sở hữu	43.231	55.597	80.804	113.852	169.358
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.912	9.159	9.758	14.223	19.562
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	48.143	64.756	90.562	128.076	188.920

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	152,8%	34,0%	53,8%	60,7%	49,6%
Tăng trưởng LNHHĐKD	123%	198%	15%	77%	59%
Biên LNHHĐKD	20,4%	45,3%	33,9%	37,3%	39,7%
LN trên cổ phiếu	(8.477)	(5.754)	(10.695)	(10.592)	(10.019)
Giá trị sổ sách/cp	12.907	16.599	24.124	33.991	50.562
Khả năng thanh toán lãi vay	3,20	10,02	10,26	17,86	27,80
Thuế suất hiệu dụng	25,1%	18,4%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	NA	13,5%	9,2%	5,7%
Số ngày phải thu	321,6	342,4	196,4	109,2	97,0
Số ngày tồn kho	1,48	0,86	-	-	-
Số ngày phải trả	21,88	62,50	37,22	22,35	22,70
ROIC	30,7%	33,6%	41,6%	111,3%	133,3%
ROCE	42,1%	37,5%	33,3%	35,8%	41,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	5,95%	11,99%	9,63%	13,32%	17,13%

Giá định chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh số ký bán (triệu VND)	68.900	101.830	142.756	197.273	176.383
Diện tích ký bán (triệu m ²)	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
Quỹ đất chưa mở bán	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lợi nhuận gộp	26%	53%	43%	46%	47%
Giá bán bình quân (VND/ m ²)	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	96%	95%	96%	97%	94%
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	-6%	-8%	-10%	-9%	-8%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP

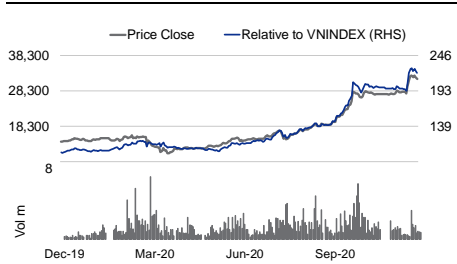
Consensus ratings*: KQ 2 TL 1 KKQ 1

Giá hiện tại:	VND31.700
Giá mục tiêu:	VND35.000
Giá mục tiêu cũ:	VND35.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	10,4%
CGS-CIMB / Consensus:	48,9%
Reuters:	VIB.HM
Bloomberg:	VIB VN
Vốn hóa:	US\$1,520tr VND35.167.596tr
GTGD bình quân:	US\$1,64tr VND37.517tr
SLCP đang lưu hành:	1.109tr
Free float:	20,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

- Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	16	69,8	127,8
Tương đối (%)	7,7	53,8	120,4

Cổ đông chính

	% nắm giữ
Chủ tịch HĐQT và người liên quan	14,9
Commonwealth Bank of Australia	20,0
TV HĐQT và người liên quan	12,9

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

T (84) 90 918 2135

E ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

NHTMCP Quốc Tế Việt Nam

Một năm rực rỡ phía trước

- LN ròng tăng trưởng kép đạt 79,8% trong giai đoạn 2016-19 và tăng 38,1% svck trong 9T20, mức tăng cao nhất trong các ngân hàng niêm yết.
- Chúng tôi dự báo LN ròng đạt tăng trưởng kép 14,8% giai đoạn 2020-22, với dự báo tín dụng tăng trưởng kép đạt 23% và NIM cải thiện 20 điểm cơ bản.
- Duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu là 35.000 đồng/cp.

Tăng trưởng tín dụng và NIM giúp TN hoạt động 9T20 tăng mạnh

VIB ghi nhận biên lãi suất (NIM) đạt mức cao nhất từ trước đến nay là 4,1% trong 9T20 (+15 điểm cơ bản - đcb svck) do lợi suất tài sản tăng 5đcb svck và chi phí vốn giảm 10đcb svck. Cho vay tăng 15,3% sv đầu năm, nhờ cho vay cá nhân tăng 16,7% sv đầu năm, đóng góp 82,2% vào dự nợ vay cuối Q3/20. Thu nhập lãi thuần (NII) tăng 30,8% svck lên 5.935 tỷ đồng trong 9T20. Thu nhập phí thuần (NFI) tăng 28,3% svck lên 1.638 tỷ đồng, do thu nhập (TN) từ thanh toán tăng 63,9% svck và TN từ phí hoa hồng tăng 10,8% svck. Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) cải thiện đạt 40,3%, giúp bù đắp khoản chi phí dự phòng tăng 27,1% svck trong 9T20. Kết quả là, LN ròng tăng 38,1% svck lên 3.220 tỷ đồng trong 9T20.

VIB hưởng lợi từ việc giảm thuế ô tô trong năm 2021

Thuế nhập khẩu ô tô của châu Âu sẽ được giảm 6,8-7,4%/năm giai đoạn 2020-22F do Hiệp định Thương mại Tự do EU-VN (EVFTA). Do đó, giá ô tô châu Âu sẽ rẻ hơn và buộc các đối thủ phải giảm giá. Khi nền kinh tế phục hồi và Tn được cải thiện, VIB với thị phần cho vay mua ô tô lớn nhất ở mức 23% năm 2019 sẽ được hưởng lợi từ việc giá ô tô giảm.

Nợ xấu vẫn còn đáng lo ngại tại cuối Q3/20

Tỷ lệ NPL giảm từ 2,37% vào cuối Q2/20 xuống 2,14% vào cuối Q3/20 và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) giảm từ 49,8% vào cuối Q2/20 xuống 48,3% vào cuối Q3/20. VIB tiến hành xóa nợ xấu lên tới 380 tỷ đồng trong 9T20 (6T20: 78 tỷ đồng), dẫn đến tỷ lệ xóa nợ dự báo cả năm tăng từ 0,12% trong 6T20 lên 0,36% trong 9T20 (2019: 0,2%), đã cải thiện tỷ lệ NPL.

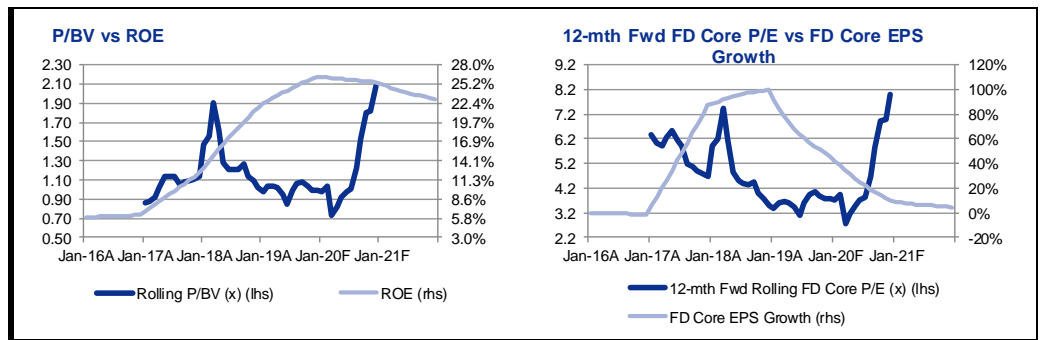
Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 14,8% trong giai đoạn 2020-22

Chúng tôi ước tính NII tăng trưởng kép 25,1% trong 2020-22, bởi dự nợ vay tăng 23% và NIM tăng 20đcb. Chúng tôi kỳ vọng dự nợ vay tăng 24%/22% svck vào năm 2021/22 từ mức tăng ước tính 20% svck trong 2020; NIM được dự báo duy trì ở mức 4%, nhờ lãi suất huy động thấp. Chúng tôi dự báo TN ngoài lãi tăng trưởng kép 20,5% trong 2020-22, bao gồm NFI tăng 21%. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CIR quanh mức 43% trong 2020-22, (2019: 42,2%), tăng trưởng kép chi phí dự phòng được kỳ vọng tăng lên 65,1% trong 2020-22 từ 34,5% trong 2017-19. Do đó, LN ròng tăng trưởng kép 14,8% trong 2020-22.

Duy trì khuyến nghị Trung Lập với giá mục tiêu là 35.000 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư (Chi phí vốn:14%; Tăng trưởng dài hạn: 3,0%) và P/BV 2021 đạt 1,6 lần với tỷ trọng tương đương. Tiềm năng tăng giá là tăng trưởng cho vay và NIM tốt hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	4.825	6.213	8.013	9.959	12.549
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	1.260	1.939	2.262	2.748	3.284
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	6.086	8.152	10.275	12.707	15.833
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(653)	(633)	(934)	(1.630)	(2.545)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.194	3.266	3.980	4.542	5.248
EPS cốt lõi (VND)	2.373	3.473	3.797	3.971	4.589
Tăng trưởng EPS cốt lõi	99,7%	46,3%	9,3%	4,6%	15,6%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	13,36	9,13	8,35	7,98	6,91
Cổ tức tiền mặt (VND)	567,0	567,0	0,0	500,0	500,0
Tỷ suất cổ tức (%)	1,78%	1,78%	0,00%	1,57%	1,57%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	11.848	14.527	15.221	19.315	23.546
P/BV (lần)	2,68	2,18	2,08	1,64	1,35
ROE (%)	21,9%	26,3%	25,5%	23,0%	21,4%
% Thay đổi ước tính EPS cốt lõi					
CGS-CIMB/Đồng thuận EPS (lần)			1,14	1,03	1,05

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	4.825	6.213	8.013	9.959	12.549
Thu nhập ngoài lãi	1.260	1.939	2.262	2.748	3.284
Lợi nhuận HĐKD	6.086	8.152	10.275	12.707	15.833
Tổng chi phí ngoài lãi	(2.690)	(3.437)	(4.367)	(5.400)	(6.729)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	3.396	4.715	5.908	7.306	9.104
Chi phí ngoài lãi	(653)	(633)	(934)	(1.630)	(2.545)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	2.743	4.082	4.974	5.676	6.559
Tổng chi phí dự phòng	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	2.743	4.082	4.974	5.676	6.559
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	2.743	4.082	4.974	5.676	6.559
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	2.743	4.082	4.974	5.676	6.559
Các khoản đặc biệt	(549)	(816)	(994)	(1.134)	(1.311)
LNTT sau các khoản đặc biệt	0	0	0	0	0
Chi phí thuế	0	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	2.194	3.266	3.980	4.542	5.248
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
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	2.194	3.266	3.980	4.542	5.248
Lợi nhuận thường xuyên	2.127	3.168	3.861	4.405	5.091

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tỷ lệ cho vay trên tiền gửi khách hàng	113%	106%	111%	110%	110%
Tỷ lệ trung bình cho vay trên trung bình tiền gửi	115%	109%	108%	110%	110%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản	31,3%	28,7%	28,1%	27,9%	27,9%
Trung bình tài sản lưu động trên trung bình tài sản sinh lãi	32,1%	29,4%	28,7%	28,4%	28,3%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tài sản	68,3%	69,3%	69,8%	70,2%	70,4%
Tỷ lệ cho vay khách hàng trên tiền gửi	76,5%	76,7%	77,8%	78,0%	77,9%
Tỷ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng trên dư nợ cho vay	12,0%	11,4%	12,0%	12,3%	12,5%
Tỷ lệ tài sản chịu rủi ro	119%	80%	82%	82%	84%
Dự phòng trên trung bình cho vay khách hàng	0,74%	0,56%	0,66%	0,94%	1,19%
Dự phòng trên trung bình tài sản	0,50%	0,39%	0,46%	0,67%	0,85%
Tổng xóa nợ trên trung bình tài sản	0,50%	0,39%	0,46%	0,67%	0,85%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH
Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tổng cho vay khách hàng	104.554	133.212	160.456	199.561	244.415
Tài sản lưu động và đầu tư ngắn hạn	28.719	27.925	43.262	51.908	61.245
Các tài sản sinh lãi	2.474	19.040	11.424	14.851	19.307
Tổng tài sản sinh lãi thuần	135.747	180.177	215.142	266.320	324.967
Tổng dự phòng	(1.019)	(1.368)	(1.910)	(2.455)	(3.552)
Tổng tài sản sinh lãi	134.728	178.808	213.232	263.865	321.414
Tài sản vô hình	156	137	145	154	163
Các tài sản không sinh lãi khác	3.184	4.427	4.692	4.974	5.272
Tổng tài sản không sinh lãi	3.340	4.564	4.837	5.128	5.435
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao	1.098	1.160	1.229	1.303	1.381
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	139.166	184.531	219.299	270.296	328.231
Tiền gửi có lãi của khách hàng	95.015	139.512	167.804	209.755	256.940
Tiền gửi của ngân hàng	29.400	27.225	29.131	33.500	39.531
Các khoản tiền gửi có lãi khác	873	13	13	13	13
Tổng các khoản tiền gửi có lãi	125.288	166.750	196.948	243.268	296.484
	0	0	0	0	0
Tổng các khoản nợ không có lãi	3.211	4.352	5.465	5.600	5.626
Tổng nợ	128.499	171.102	202.413	248.868	302.110
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	10.668	13.430	16.886	21.427	26.121
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	10.668	13.430	16.886	21.427	26.121

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	48,8%	34,0%	26,0%	23,7%	24,6%
Tăng trưởng LNHKD	93,5%	38,8%	25,3%	23,7%	24,6%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	95,2%	48,8%	21,9%	14,1%	15,6%
Thu nhập lãi/tổng lợi nhuận	79,3%	76,2%	78,0%	78,4%	79,3%
Chi phí vốn	4,43%	5,24%	5,05%	5,10%	5,20%
Lợi tức tài sản sinh lãi	7,88%	8,78%	8,70%	8,80%	8,99%
Chênh lệch lãi suất	3,45%	3,54%	3,65%	3,70%	3,79%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	6,30%	6,00%	6,11%	6,32%	6,46%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình RWA)	3,59%	3,97%	4,89%	4,96%	5,05%
Dự phòng trên lãi từ HKD trước dự phòng	19,2%	13,4%	15,8%	22,3%	27,9%
Lợi tức lãi suất trên trung bình tài sản	3,68%	3,84%	3,97%	4,07%	4,19%
Thuế suất hiệu dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	23,2%	15,8%	NA	12,2%	10,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	1,67%	2,02%	1,97%	1,86%	1,75%

Các nhân tố chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	20,4%	34,4%	20,0%	24,0%	22,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	3,8%	3,9%	4,1%	4,1%	4,2%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	98,9%	53,8%	16,7%	21,5%	19,5%
Tỉ lệ chi phí trên lãi	44,2%	42,2%	42,5%	42,5%	42,5%
Tỉ lệ nợ xấu	0,3%	0,0%	0,3%	0,5%	0,2%
Trích lập dự phòng (%)	36,2%	50,7%	48,2%	50,3%	66,3%
Hệ số biên lợi nhuận gộp (%)	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	1,0%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	6,4%	9,0%	9,4%	9,7%	9,5%
CAR (%)	10,0%	9,7%	10,0%	10,3%	10,1%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	24,1%	44,2%	14,5%	25,0%	22,0%
LDR (%)	112,1%	104,5%	109,3%	108,4%	108,1%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	2,5%	2,0%	2,3%	2,3%	2,1%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ	80,6%	144,6%	20,0%	22,0%	20,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP

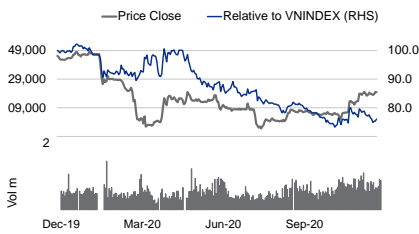
Consensus ratings*: KQ 0 TL 4 KKQ 2

Giá hiện tại:	VND119.800
Giá mục tiêu:	VND117.800
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	-1,7%
CGS-CIMB / Consensus:	9,4%
Reuters:	VJC.HM
Bloomberg:	VJC.VN
Vốn hóa:	US\$2,713tr
	VND62.755.864tr
GTGD bình quân:	US\$2,38tr
	VND55.168tr
SLCP đang lưu hành:	541,6tr
Free float:	55,1%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	5,6	13	-16,7
Tương đối (%)	-2,7	-3	-24,1

Cổ đông	% năm giữ
Sunflower Sunny Investment Co. Ltd	28,6
Nguyen Thi Phuong Thao	8,8
Sovico JSC	7,6

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

T (84) 91 686 5190

E dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

CTCP Hàng không VietJet

Vượt qua sóng gió

- S&LB và TN bất thường sẽ giúp tăng LN ròng VJC năm 2020 lên 96 tỷ đồng.
- LN cốt lõi giai đoạn 2021-22 sẽ tăng lên 182 tỷ/ 879 tỷ nhờ lưu lượng giao thông nội địa phục hồi tốt hơn và lưu lượng giao thông quốc tế được nối lại.
- Khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu là 117.800 đồng/cp.

Vận tải hàng không phục hồi trong Q3/20

Tổng số chuyến bay của VJC đạt 15.190 trong Q3/20, giảm 55,3% svck, hầu hết là các chuyến nội địa với DT mỗi chuyến thấp hơn các chuyến quốc tế, khiến doanh thu cốt lõi Q3 giảm 72,5% svck. VJC không có giao dịch S&LB nào trong Q3/20 trong khi ghi nhận LNG 836 tỷ đồng từ S&LB trong Q3/19, dẫn đến việc lỗ ròng 971 tỷ đồng trong Q3/20 (sv LN ròng 1.700 tỷ đồng trong Q3/19). Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có sự phục hồi trong KQKD Q3/20, bất chấp dịch Covid-19 bùng phát trở lại ở Đà Nẵng vào cuối tháng 7. Nhờ thị trường nội địa phục hồi, tổng số chuyến bay trong Q3/20 tăng 10,1% sv quý trước, khiến DT cốt lõi tăng 41,5% sv quý trước, giúp lỗ ròng từ hoạt động cốt lõi giảm từ 1.479 tỷ đồng trong Q2/20 còn 968 tỷ đồng trong Q3/20.

S&LB, LN tài chính bất thường và LN khác hỗ trợ LN ròng năm 2020

Trong Q4/20, chúng tôi kỳ vọng lưu lượng HK nội địa của VJC sẽ tăng 16,5% sv quý trước và đạt 3,9 triệu hành khách và trở lại mức trước Covid trong tháng 12/2020. Chúng tôi cho rằng các chuyến bay quốc tế của VJC sẽ chưa được nối lại đến trước tháng 1/2021 với các chính sách nghiêm ngặt. Cho cả năm 2020, chúng tôi dự báo tổng sản lượng hành khách sẽ giảm 45,0%, trong đó lượng HK nội địa giảm 87,7% svck trong khi lượng HK nội địa giảm 18,1% svck. Do đó chúng tôi dự báo DT/LN ròng từ hoạt động cốt lõi của VJC sẽ giảm 57,9% / 2,614% svck xuống 16,255 tỷ đồng/-4,099 tỷ đồng, nhưng chúng tôi kỳ vọng hoạt động S&LB, LN tài chính bất thường và thu nhập bất thường khác sẽ giúp tăng LN ròng năm 2020 lên 96 tỷ đồng.

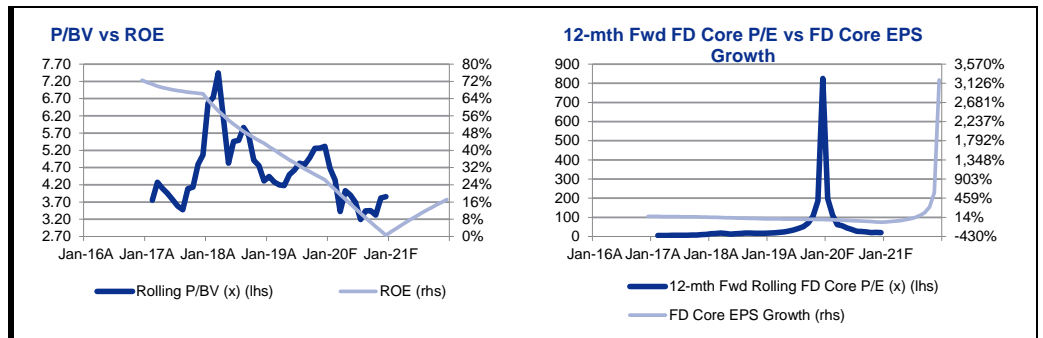
Sự xuất hiện của vắc-xin giúp triển vọng 2021-2022 tươi sáng hơn

Tính đến 20/11/2020, 6 loại vắc – xin đã được cấp phép để sử dụng hạn chế. Dựa trên triển vọng tích cực từ phát triển vắc-xin, trong 2021-2022, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế sẽ tăng mạnh 365%/75% svck, tương đương 57,3%/100,1% năm 2019, trong khi lượng khách nội địa có thể tăng 23,1%/8,0% svck, tương đương 100,8%/108,8% năm 2019. Chúng tôi dự phóng LN ròng từ hoạt động cốt lõi sẽ đạt 182 tỷ đồng/879 tỷ đồng và hoạt động S&LB sẽ giúp LN ròng 2021-2022 đạt 3.169 tỷ đồng và 4.652 tỷ đồng.

Khuyến nghị TRUNG LẬP vì các yếu tố tích cực đã phản ánh

Giá mục tiêu của chúng tôi là 117.800 đồng/cp theo phương pháp DCF (WACC: 9,93%). Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với VJC vì các yếu tố tích cực đã được phản ánh vào giá. Rủi ro tăng giá bao gồm sự phục hồi lưu lượng HK quốc tế cao hơn dự kiến kể từ năm 2021. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) những bất ổn phát sinh từ đại dịch và (2) giá nhiên liệu tăng cao hơn dự kiến.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	53.577	50.603	25.777	59.567	77.259
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	6.631	4.359	(1.259)	3.894	5.579
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	5.335	3.807	96	3.169	4.652
EPS cốt lõi (VNĐ)	11.319	7.280	177	5.850	8.590
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	(18%)	(36%)	(98%)	3202%	47%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	11,2	17,4	676,1	20,5	13,9
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	4.000	1.000	0	0	0
Tỷ suất cổ tức	3,15%	0,79%	0,00%	0,00%	0,00%
EV/EBITDA (lần)	8,65	16,44	NA	17,32	12,48
P/FCFE (lần)	25,80	60,96	NA	9,77	44,19
P/B (lần)	4,56	4,62	3,86	3,24	2,63
ROE	43,3%	26,3%	0,6%	17,2%	20,8%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			(0,14)	1,41	1,37

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	53.577	50.603	25.777	59.567	77.259
Lợi nhuận gộp	7.638	5.798	(146)	5.284	7.415
LN hoạt động thuần	6.631	4.359	(1.259)	3.894	5.579
Chi phí khấu hao	(147)	(175)	(133)	(164)	(186)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	6.484	4.184	(1.393)	3.730	5.393
TN từ hoạt động tài chính	(586)	(244)	135	(662)	(871)
TN từ các Cty LK & LD	(89)	(92)	(184)	(90)	(116)
Chi phí/lãi ngoài HKKD	7	721	1.538	191	248
Lợi nhuận trước thuế	5.816	4.569	96	3.169	4.653
Thuế	(481)	(761)	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	5.335	3.807	96	3.169	4.653
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	(1)	(0)	(0)	(1)
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	5.335	3.807	96	3.169	4.652
Lợi nhuận thường xuyên	5.335	3.807	96	3.169	4.652

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	6.631	4.359	(1.259)	3.894	5.579
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(89)	(92)	(184)	(90)	(116)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(2.416)	(7.988)	(2.428)	1.708	(2.533)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	0	0	0	0	0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	661	1.245	(34)	37	22
Dòng tiền hoạt động khác	71	1.169	1.589	682	(278)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(254)	(322)	(472)	(520)	(687)
Thuế đã trả	(108)	(472)	0	0	0
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	4.496	(2.100)	(2.787)	5.711	1.987
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(800)	(2.594)	0	(4.124)	(4.696)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	1.546	0	0	0	0
Tiền chi đầu tư góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(924)	(507)	(143)	222	164
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(178)	(3.101)	(143)	(3.902)	(4.532)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(1.998)	6.290	(4.134)	4.834	4.014
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	0	(2.347)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(2.017)	(543)	0	0	0
Cổ tức ưu đãi đã trả	0	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	1.864	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(4.015)	3.400	(2.269)	4.834	4.014
Tổng tiền trong năm	303	(1.801)	(5.199)	6.643	1.468
Dòng tiền tự do cho cổ đông	2.320	1.089	(7.064)	6.643	1.468
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	4.572	(4.878)	(2.458)	2.330	(1.858)

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	7.982	6.509	3.911	9.922	11.733
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.273	16.756	15.581	18.416	24.204
Hàng tồn kho	469	748	503	851	1.106
Tài sản ngắn hạn khác	356	446	333	566	738
Tổng tài sản ngắn hạn	19.079	24.459	20.328	29.755	37.781
Tài sản cố định	1.643	1.302	1.344	1.369	1.391
Tổng đầu tư	68	216	216	216	216
Tài sản vô hình	3	2	2	2	2
Tài sản dài hạn khác	18.292	22.880	17.378	26.403	34.640
Tổng tài sản dài hạn	20.007	24.400	18.940	27.990	36.250
Vay & nợ ngắn hạn	4.958	8.161	5.927	8.644	11.415
Phải trả người bán	9.983	11.009	7.048	12.172	15.855
Nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ ngắn hạn	14.941	19.170	12.975	20.816	27.270
Vay & nợ dài hạn	572	3.662	1.762	3.879	5.122
Nợ dài hạn khác	16	71	49	83	108
Tổng nợ dài hạn	588	3.733	1.811	3.961	5.229
Dự phòng	9.519	11.054	7.652	12.931	16.820
Tổng nợ	25.048	33.956	22.439	37.709	49.320
Vốn chủ sở hữu	14.037	14.900	16.827	20.033	24.708
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	2	2	3	4
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	14.039	14.903	16.830	20.036	24.711

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	27%	(6%)	(49%)	131%	30%
Tăng trưởng LNHDKD	14%	(34%)	(129%)	N/A	43%
Biên LNHDKD	12,4%	8,6%	(4,9%)	6,5%	7,2%
Tiền ròng/cp	4.862	(9.812)	(6.975)	(4.802)	(8.869)
Giá trị sổ sách/cp	27.837	27.511	31.069	36.988	45.619
Khả năng thanh toán lãi vay	25,18	11,90	(2,95)	7,17	7,85
Thuế suất hiệu dụng	8,3%	16,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	37,8%	14,3%	NA	NA	NA
Số ngày phải thu	14,8	38,0	108,5	48,2	44,2
Số ngày tồn kho	2,92	4,96	8,83	4,55	5,11
Số ngày phải trả	5,90	11,48	22,64	11,86	13,33
ROIC	36,6%	19,9%	(4,5%)	13,3%	15,2%
ROCE	33,9%	17,8%	(5,4%)	12,9%	14,4%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	16,7%	9,2%	(0,1%)	7,9%	8,4%

Các nhân tố chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
ASK, % svck	38,4%	18,9%	-52,6%	81,5%	26,0%
RPK, % svck	38,5%	17,5%	-54,7%	91,9%	26,0%
Hệ số lấp đầy chuyến bay	88,1%	87,0%	83,0%	87,7%	87,7%
Phí vé/RPK (VND)	894,5	810,3	794,1	853,6	870,7
Doanh thu vé/ASK (VND)	787,7	704,9	659,1	749,0	763,9
Tổng chi phí/ATK (VND)	-	-	-	-	-
Chi phí nhiên liệu/ATK (VND)	-	-	-	-	-
Chi phí khác/ATK (VND)	-	-	-	-	-
Giá nhiên liệu (USD/thùng)	87,4	79,1	55,0	75,3	83,6
Số lượng máy bay	64	78	83	98	117

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

TRUNG LẬP (Không thay đổi)

Consensus ratings*: KQ 11 TL 7 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND112.000
Giá mục tiêu:	VND119.000
Giá mục tiêu cũ:	VND119.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	6,3%
CGS-CIMB / Consensus:	-6,7%

Reuters:	VNM.HM
Bloomberg:	VNM VN
Vốn hóa:	US\$10.118tr
	VND234.040.272tr

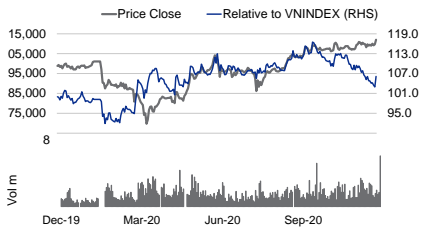
GTGD bình quân:	US\$8,53tr
	VND205.008tr

SLCP đang lưu hành:	2.090tr
Free float:	33,4%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

- Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	4,2	7,8	13,7
Tương đối (%)	-4,1	-8,2	6,3

Cổ đông	% nắm giữ
SCIC	36,0
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	17,7
Platinum Victory Pte Ltd	10,6

Chuyên viên Phân tích

Hiên Hà

T (84) 382110114

E hien.hathu@vndirect.com.vn

Công ty CP Sữa Việt Nam

Triển vọng tăng trưởng ổn định

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN ròng của VNM tăng lần lượt 6,9% svck và 8,9% svck trong 2021.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 119.000đồng/cp

KQKD 9T20 theo sát kỳ vọng

Trong 9T20, với sự đóng góp từ GTN, doanh thu thuần của VNM đạt mức tăng trưởng 7,4% svck (loại trừ GTN thì doanh thu tăng 2,3% svck) và LN ròng tăng 6,4% svck, tương ứng 72,9% và 76% dự phóng cả năm của chúng tôi.

KQKD của GTN cải thiện rõ rệt sau khi hợp nhất

Sau khi sát nhập VNM, LN ròng của GTN tăng mạnh 923% svck trong 9T20 lên 72,7 tỷ đồng (cao gấp 10 lần so với 9T19) nhờ nỗ lực tái cơ cấu của VNM, bao gồm sửa đổi các điều khoản thương mại với các nhà phân phối và tối ưu hóa các chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp. Biên LN gộp 9T20 của GTN đạt 28,5%, tăng 13 điểm % từ 15,3% trong 9T19, tuy nhiên vẫn thấp hơn các mảng khác từ 18-32 điểm %, do đó kéo theo biên LN gộp của VNM trong 9T20 giảm 0,8 điểm % svck xuống còn 46,5%. Chúng tôi kỳ vọng việc hợp nhất với GTN sẽ kéo biên LN gộp của VNM xuống 47,1% trong năm 2020 trước khi được tăng lên 47,4% nhờ biên LN gộp cao hơn của GTN đạt 35% (tăng 5 điểm % svck).

Triển vọng 2021 tích cực nhờ nhu cầu các sản phẩm từ sữa ổn định

Chúng tôi duy trì dự phóng tăng trưởng doanh thu năm 2021 ở mức 6,9% svck đạt 66.330 tỷ đồng với nhận định nhu cầu về các sản phẩm từ sữa trên thị trường nội địa và xuất khẩu đều ổn định, nhờ (1) doanh thu nội địa của công ty mẹ và mảng xuất khẩu lần lượt tăng 6,5% svck và 10% svck và (2) GTN ghi nhận tăng trưởng doanh thu đạt 10% svck nhờ tập trung vào mảng kinh doanh chính – Sữa Mộc Châu. Trong 2021, ban lãnh đạo đặt mục tiêu đầu tư thêm 1 trang trại bò sữa với quy mô 4.000 con tại Mộc Châu và một nhà máy chế biến sữa công nghệ cao (thông tin chi tiết hiện chưa được công bố) để tăng sản lượng sữa nguyên liệu nhằm cải thiện biên LN gộp thông qua cắt giảm chi phí đầu vào. LN ròng của VNM ước tính tăng 8,9% svck lên 12.747 tỷ đồng trong năm 2021.

Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 119.000 đồng/cp

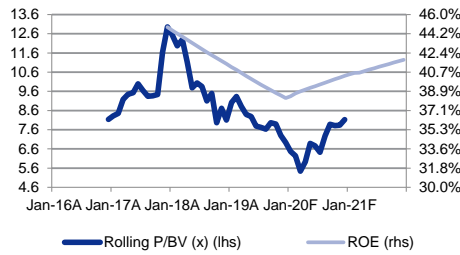
Chúng tôi duy trì mức giá mục tiêu 119.000 đồng/cp dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của mô hình DCF trên năm cơ sở KQKD 2021 (WACC 11,8%, chi phí vốn 12,5% và tăng trưởng dài hạn 5,0%) và P/E mục tiêu 21,6 lần áp dụng trên EPS dự phóng 2021. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập do tiềm năng tăng trưởng 2020-2021 phần nào đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Rủi ro tăng giá bao gồm tiêu thụ sữa nội địa và nhu cầu từ thị trường Trung Đông và Trung Quốc cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) dịch bệnh kéo dài lâu hơn dự kiến và 2) giá sữa nguyên liệu tăng cao hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	52.562	56.318	62.042	66.330	72.107
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	12.896	14.198	16.788	18.381	20.287
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	10.184	10.527	11.705	12.747	14.157
EPS cốt lõi (VNĐ)	4.873	5.037	5.600	6.099	6.774
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-0,7%	3,4%	11,2%	8,9%	11,1%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	23,11	22,35	20,11	18,46	16,62
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Tỷ suất cổ tức	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EV/EBITDA (lần)	17,60	15,93	13,43	12,14	10,86
P/FCFE (lần)	30,1	29,99	22,44	30,5	18,8
Net Gearing	-34,0%	-32,4%	-35,5%	-38,6%	-41,6%
P/B (lần)	9,13	8,05	8,17	7,32	6,38
ROE	41,4%	38,3%	40,3%	41,8%	41,0%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,12	1,12	1,15

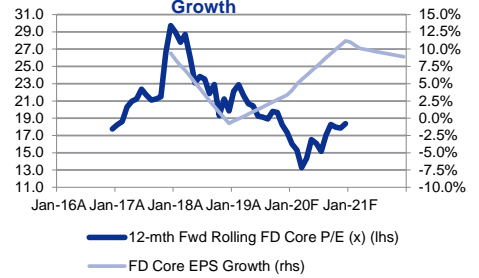
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	52.562	56.318	62.042	66.330	72.107
Lợi nhuận gộp	24.611	26.572	29.203	31.441	34.431
LN hoạt động thuần	12.896	14.198	16.788	18.381	20.287
Chi phí khấu hao	(1.684)	(2.016)	(3.177)	(3.600)	(3.958)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	11.212	12.182	13.612	14.780	16.329
TN từ hoạt động tài chính	633	478	766	876	994
TN từ các Cty LK & LD	22	(6)	25	27	17
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	184	141	8	11	89
Lợi nhuận trước thuế	12.052	12.796	14.411	15.694	17.430
Thuế	(1.846)	(2.241)	(2.594)	(2.825)	(3.137)
Lợi nhuận sau thuế	10.206	10.554	11.817	12.869	14.293
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(22)	(27)	(112)	(122)	(136)
Lợi nhuận ròng	10.184	10.527	11.705	12.747	14.157
Lợi nhuận thường xuyên	10.184	10.527	11.705	12.747	14.157

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	12.896	14.198	16.788	18.381	20.287
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết					
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(3.040)	(808)	75	36	(47)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(93)	14	-	-	-
Dòng tiền hoạt động khác	(810)	(237)	(708)	(804)	(261)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	614	615	676	785	901
Thuế đã trả	(1.846)	(2.241)	(2.594)	(2.825)	(3.137)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7.721	11.542	14.238	15.572	17.743
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.673)	(3.186)	(2.158)	(4.192)	(3.762)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	2.046	(4.704)	6	(1.220)	(1.540)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(627)	(7.890)	(2.152)	(5.412)	(5.302)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	724	4.194	(1.598)	(2.447)	57
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0	128	0	0	0
Tiền mua lại CP đã phát hành	(3)	(1)			
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(7.256)	(7.836)	(9.405)	(9.405)	(9.405)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(6.535)	(3.516)	(11.003)	(11.852)	(9.348)
Tổng tiền trong năm	559	136	1.082	(1.693)	3.093
Dòng tiền tự do cho cổ đông	7.819	7.846	10.487	7.712	12.498
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	7.146	3.761	12.269	10.263	12.499

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	10.197	15.101	14.269	14.039	17.048
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.621	4.442	5.455	5.832	6.340
Hàng tồn kho	5.526	4.983	6.329	6.689	7.271
Tài sản ngắn hạn khác	304	134	234	250	551
Tổng tài sản ngắn hạn	20.648	24.660	26.287	26.809	31.210
Tài sản cố định	14.006	14.750	14.886	15.235	15.908
Tổng đầu tư	1.069	1.100	897	1.196	1.494
Tài sản vô hình	856	3.516	3.283	3.047	2.861
Tài sản dài hạn khác	787	705	929	993	1.080
Tổng tài sản dài hạn	16.718	20.071	19.995	20.470	21.343
Vay & nợ ngắn hạn	1.060	5.351	3.785	1.400	1.454
Phải trả người bán	6.179	5.872	6.821	7.292	7.927
Nợ ngắn hạn khác	3.400	3.220	4.705	5.006	5.415
Tổng nợ ngắn hạn	10.640	14.443	15.310	13.698	14.796
Vay & nợ dài hạn	216	123	91	29	32
Nợ dài hạn khác	239	434	1.578	908	328
Tổng nợ dài hạn	455	557	1.670	937	360
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	11.095	15.000	16.980	14.635	15.156
Vốn chủ sở hữu	25.781	29.240	28.812	32.155	36.908
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	491	490	490	490
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	37.366	44.731	46.516	47.530	52.825

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	3,0%	7,1%	10,2%	6,9%	8,7%
Tăng trưởng LNHDKD	1,1%	10,1%	18,2%	9,5%	10,4%
Biên LNHDKD	24,5%	25,2%	27,1%	27,7%	28,1%
Tiền ròng/cp	4.268	4.606	4.973	6.033	7.446
Giá trị sổ sách/cp	12.335	13.990	13.786	15.385	17.659
Khả năng thanh toán lãi vay	218,26	111,95	74,12	141,92	284,86
Thuế suất hiệu dụng	15,3%	17,5%	18,0%	18,0%	18,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	77,0%	74,4%	80,4%	73,8%	66,4%
Số ngày phải thu	24,28	22,21	22,02	22,71	22,53
Số ngày tồn kho	62,34	64,48	63,04	68,09	67,62
Số ngày phải trả	51,95	46,87	42,73	43,50	43,44
ROIC	88,6%	73,7%	70,0%	75,4%	82,7%
ROCE	45,8%	41,6%	42,6%	46,9%	47,6%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	26,6%	24,5%	24,3%	25,6%	26,6%

Giá định chính					
	12/18A	12/19A	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: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (không thay đổi)

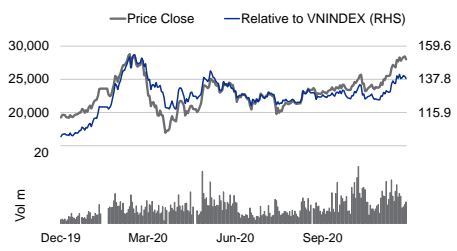
Consensus ratings*: KQ 11 TL 4 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND28.000
Giá mục tiêu:	VND35.000
Giá mục tiêu cũ:	VND35.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	25,0%
CGS-CIMB / Consensus:	7,0%
Reuters:	VPB.HM
Bloomberg:	VPB.VN
Thị giá vốn:	US\$2.951tr
	VND68.256.952tr
GTGD bình quân:	US\$7,09tr
	VND164.262tr
SLCP đang lưu hành:	2.438m
Free float:	72,7%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

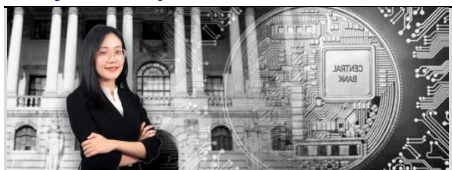
Không thay đổi



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	17	37	127
Tuyệt đối (%)	17,9	22,8	47
Tương đối (%)	9,6	6,8	39,6

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

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Phương Thanh

T (84) 91 514 3803

E thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng

Xứng đáng mức định giá cao hơn

- Chúng tôi dự báo CAGR EPS sẽ tăng 16% trong giai đoạn 2020-2022 nhờ tăng trưởng tín dụng ấn tượng và mở rộng NIM.
- Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 35.000 đồng/cp.

Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm

Tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ từ 3,5% cuối Q3/19 lên 3,6% cuối Q3/20 do tỷ lệ nợ xấu của FE Credit tăng mạnh từ 5,2% cuối Q3/19 lên 6,5% cuối Q3/20. Chúng tôi cho rằng việc nợ xấu tăng lên là do tác động tiêu cực của đại dịch đối với phân khúc khách hàng đại chúng, vốn là phân khúc chính của công ty tài chính tiêu dùng này. Ngoài ra, dự phòng nợ xấu giảm từ 50% cuối Q3/19 xuống 48% cuối Q3/20 (thấp nhất trong ngân hàng niêm yết trên HOSE) trong khi tỷ lệ xóa nợ hàng năm giảm 4 điểm cơ bản svck xuống 4,75% trong 9T20.

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng Q4/2020 giảm 11% svck

Chúng tôi dự báo LN ròng Q4/2018 giảm xuống 2.500 tỷ đồng do chi phí tín dụng tăng. Đầu năm, ngân hàng đã thu hẹp hoạt động cho vay tín chấp, giảm tỷ trọng cho vay tiêu dùng, vốn có chi phí tín dụng cao hơn trong tổng dư nợ. Tuy nhiên, do FE Credit gần đây đã nói lỏng chính sách cho vay tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng của VPB sẽ tăng lại trong Q4/20, thúc đẩy chi phí tín dụng năm 2020 đạt 5,6%, từ mức 5,1% hiện tại.

Chúng tôi dự báo CAGR EPS tăng 16% trong 2020-2022

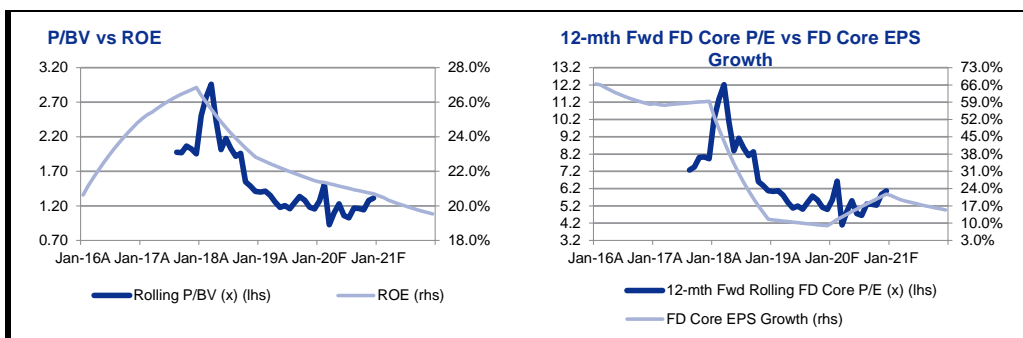
Chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng kép hàng năm đạt 16% trong giai đoạn 2020-2022, nhờ CAGR thu nhập lãi thuần đạt 17%, dựa trên CAGR dư nợ đạt 15% và NIM tăng 0,42% trong giai đoạn này. Chúng tôi cho rằng sự ảnh hưởng của dịch Covid-19 sẽ giảm bớt trong năm tới nhờ vắc-xin, do đó thúc đẩy các hoạt động cho vay tiêu dùng và NIM. Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi đạt tăng trưởng kép 20%, bao gồm CAGR thu nhập phí đạt 25%, trong 2020-2022, nhờ thu nhập từ dịch vụ thanh toán và thu nhập từ bancassurance. Tỷ lệ chi phí/thu nhập của VPB trong 2021 dự kiến sẽ đạt 32%, cao hơn một chút so với mức hiện tại là 30,5% vì chúng tôi cho rằng hoạt động cho vay tiêu dùng tăng trở lại sẽ cần nhiều nhân viên thu hồi nợ hơn, làm tăng chi phí hoạt động của ngân hàng. Về HDKD, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay sẽ duy trì trong 2020-2021 lần lượt đạt 3,1% và 53%. Tăng trưởng CAGR LN ròng của VPB dự kiến sẽ vượt trội hơn so với các ngân hàng trong nước (11,3%) và trong khu vực (9,2%), theo ước tính của chúng tôi

Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 35.000đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của phương pháp định giá thu nhập thặng dư với chi phí vốn thấp hơn (CP vốn: 14,3%; tăng trưởng dài hạn: 3,0%) và P/B mục tiêu 1,4 lần cho năm 2021. Rủi ro giảm giá là chi phí tín dụng cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá bao gồm lợi suất tài sản cao hơn dự kiến và tăng vốn chủ nhờ thoái tối đa 49% cổ phần tại FE Credit với mức giá cao hơn kỳ vọng cho các khách hàng chiến lược.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	24.702	30.670	33-38	38.554	45.207
Thu nhập ngoài lãi (tỷ đồng)	6.384	5.685	6.383	8.189	9.197
Tổng thu nhập hoạt động (tỷ đồng)	31.086	36.356	39.421	46.742	54.404
Tổng chi phí dự phòng (tỷ đồng)	(11.253)	13.688	(15.018)	(17.731)	(20.096)
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083
EPS cốt lõi (VND)	3.015	3.285	3.998	4.613	5.367
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	11,6%	9,0%	21,7%	15,4%	16,4%
P/E cốt lõi dự phóng (lần)	9,29	8,52	7,00	6,07	5,22
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Giá trị sổ sách/cp (VND)	14.145	17.315	21.314	25.926	31.293
P/B (lần)	1,98	1,62	1,31	1,08	0,89
ROE (%)	22,8%	21,5%	20,7%	19,5%	18,8%

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Kết quả kinh doanh					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Thu nhập lãi thuần	24.702	30.670	33.038	38.554	45.207
Thu nhập ngoài lãi thuần	6.384	5.685	6.383	8.189	9.197
Tổng thu nhập hoạt động	31.086	36.356	39.421	46.742	54.404
Tổng chi phí hoạt động	(10.634)	(12.344)	(12.221)	(14.958)	(17.953)
Lợi nhuận HĐKD trước dự phòng	20.452	24.012	27.201	31.785	36.450
Tổng chi phí dự phòng	(11.253)	(13.688)	(15.018)	(17.731)	(20.096)
Lợi nhuận HĐKD sau dự phòng	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Lợi nhuận trước thuế từ công ty liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận HĐKD trước thuế	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Chi phí/thu nhập ngoài HĐKD	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	9.199	10.324	12.182	14.054	16.354
Chi phí thuế	(1.843)	(2.064)	(2.435)	(2.810)	(3.271)
Lợi nhuận sau thuế	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083
Lợi ích của cổ đông thiểu số					
Cổ tức	-	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá và các điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng sau thuế	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083
Lợi nhuận thường xuyên	7.356	8.260	9.747	11.245	13.083

Các chỉ tiêu của bảng cân đối kế toán					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Cho vay/ tiền gửi khách hàng	130%	120%	114%	118%	119%
Cho vay trung bình/Số dư tiền gửi trung bình	133%	125%	117%	116%	119%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tổng tài sản trung bình	27,8%	25,9%	26,6%	27,4%	27,6%
Tài sản thanh khoản trung bình/Tài sản sinh lãi trung bình	29,4%	27,7%	28,5%	29,3%	29,4%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tài sản	67,6%	67,1%	65,4%	65,9%	65,4%
Dư nợ cho vay ròng/Tổng tiền gửi	79,8%	78,5%	77,5%	78,0%	79,6%
Tỉ lệ vốn đầu tư chủ sở hữu và dự phòng/Dư nợ cho vay	17,3%	18,0%	20,0%	21,1%	22,4%
Hệ số rủi ro của tài sản	97%	105%	110%	110%	109%
Chi phí dự phòng/ Dư nợ cho vay trung bình	5,56%	5,71%	5,55%	5,84%	5,77%
Chi phí dự phòng/ Tổng tài sản trung bình	3,74%	3,91%	3,74%	3,90%	3,86%
Tổng xóa nợ/Tổng tài sản trung bình	3,61%	3,76%	3,56%	3,82%	3,51%

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
Tổng cho vay khách hàng	249.362	280.736	310.151	357.197	414.103
Tài sản thanh khoản và đầu tư	56.129	70.296	87.866	95.774	111.120
Tài sản sinh lãi khác					
Tổng tài sản sinh lãi	305.491	351.032	398.017	452.970	525.223
Tổng dự phòng	(3.567)	(4.084)	(4.826)	(5.201)	(7.018)
Tổng tài sản sinh lãi ròng	301.924	346.948	393.190	447.769	518.205
Tài sản vô hình	578	580	627	689	772
Các tài sản không sinh lãi khác	18.934	27.217	29.394	32.334	36.214
Tổng tài sản không sinh lãi	19.512	27.797	30.021	33.023	36.986
Tiền và chứng khoán sẵn sàng giao dịch	1.855	2.459	2.656	2.922	3.272
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	323.291	377.204	425.868	483.714	558.464
Tiền gửi của khách hàng	219.509	271.549	306.847	342.751	389.025
Tiền gửi của ngân hàng	54.231	50.868	53.013	65.790	70.040
Các khoản nợ chịu lãi khác	4.130	357	356	356	356
Tổng các khoản nợ chịu lãi	277.870	322.774	360.215	408.897	459.421
Tổng các khoản nợ không có lãi	10.671	12.220	13.696	11.616	22.758
Tổng nợ	288.541	334.994	373.911	420.513	482.179
Vốn chủ sở hữu	34.750	42.210	51.957	63.201	76.285
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	34.750	42.210	51.957	63.201	76.285

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	24,2%	17,0%	8,4%	18,6%	16,4%
Tăng trưởng lợi nhuận HĐKD	26,8%	17,4%	13,3%	16,9%	14,7%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	13,2%	12,2%	18,0%	15,4%	16,4%
Thu nhập lãi/tổng thu nhập	79,5%	84,4%	83,8%	82,5%	83,1%
Chi phí vốn	6,05%	6,39%	6,12%	6,15%	6,25%
Lợi tức tài sản sinh lãi	14,21%	15,19%	14,40%	14,62%	14,79%
Chênh lệch lãi suất	8,15%	8,80%	8,28%	8,47%	8,54%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tiền gửi)	16,23%	15,94%	14,30%	14,76%	15,42%
Tỉ lệ lãi cận biên (trung bình tài sản có rủi ro)	8,92%	8,65%	7,66%	7,71%	7,91%
Dự phòng/Lợi nhuận từ HĐKD trước dự phòng	55,0%	57,0%	55,2%	55,8%	55,1%
Lợi suất trên tài sản trung bình	8,22%	8,76%	8,23%	8,48%	8,68%
Thuế suất	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Tỉ lệ chia cổ tức	NA	NA	NA	NA	NA
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	2,45%	2,36%	2,43%	2,47%	2,51%

Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng cho vay (%)	21,5%	15,9%	10,2%	14,2%	15,0%
Tỉ lệ lãi cận biên (%)	8,7%	9,3%	8,8%	9,1%	9,2%
Tăng trưởng lợi nhuận ngoài lãi (%)	45,1%	-10,9%	12,3%	28,3%	12,3%
Tỷ lệ chi phí/Thu nhập (%)	34,2%	34,0%	31,0%	32,0%	33,0%
Tỉ lệ nợ xấu ròng (%)	-9,5%	-12,8%	-16,8%	-19,9%	-22,5%
Dự phòng/Nợ xấu (%)	45,9%	46,4%	54,4%	52,6%	66,3%
Dự phòng chung/Dư nợ ròng (%)	0,9%	0,9%	1,0%	0,9%	1,1%
Tỉ lệ vốn cấp I (%)	11,0%	10,7%	11,1%	11,9%	12,5%
CAR (%)	11,9%	11,1%	11,4%	12,2%	12,7%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	27,9%	25,2%	16,0%	10,5%	13,7%
Cho vay/Huy động (%)	127,8%	118,3%	112,3%	116,2%	117,2%
Tỉ lệ nợ xấu thuần (%)	3,5%	3,4%	3,1%	3,1%	2,8%
Tăng trưởng lợi nhuận từ phí dịch vụ (%)	11,3%	73,1%	5,0%	30,0%	20,0%

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN (Không thay đổi)

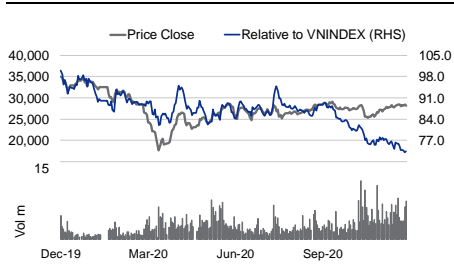
Consensus ratings*: KQ 11 TL 3 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND28.200
Giá mục tiêu:	VND38.000
Giá mục tiêu cũ:	VND38.000
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	34,8%
CGS-CIMB / Consensus:	12,4%
Reuters:	VRE.HM
Bloomberg:	VRE VN
Vốn hóa:	US\$2.770tr
	VND64.079.380tr
GTGD bình quân:	US\$5,04tr
	VND118.529tr
SLCP đang lưu hành:	2.272tr
Free float:	45,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

Không thay đổi.



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	5,6	-0,7	-19,2
Tương đối (%)	-2,7	-16,7	-26,6

Cổ đông	% nắm giữ
CTCP Vingroup	50,7
CTCP Phát triển Đô thị Nam Hà Nội	8,3

Chuyên viên Phân tích

Phan Như Bách

T (84) 90 928 3119

E bach.phannhu@vndirect.com.vn

CTCP Vincom Retail

Kỳ vọng vào sự phục hồi trong năm 2021

- CTCP Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất Việt Nam với 1,6 triệu m² tổng diện tích mặt sàn tính đến 30/09/2020.
- Chúng tôi kỳ vọng CAGR LN ròng sẽ đạt 37,6% trong giai đoạn 2020-22 nhờ vào CAGR DT cho thuê đạt 28,7% trong cùng giai đoạn.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 38.000 đồng nhờ vào tổng diện tích sàn bán lẻ lớn và hưởng lợi từ tăng trưởng bán lẻ hiện đại tại VN.

Theo xu hướng tăng trưởng bán lẻ hiện đại

Ngay cả trong bối cảnh bùng phát dịch Covid-19 trên toàn cầu, nhiều thương hiệu lớn quốc tế vẫn mở rộng vào Việt Nam, nhờ vào tốc độ phát triển nhanh chóng trong lĩnh vực bán lẻ hiện đại của quốc gia này. Trong 11T20, nhiều thương hiệu quốc tế đã khai trương cửa hàng, đặc biệt là tại các trung tâm thương mại của Vincom, như Uniqlo (mở 2 cửa hàng tại Vincom Center ở Hà Nội và TPHCM), Watsons (mở cửa hàng đầu tiên tại Vincom Center Đồng Khởi) và Matsumoto Kiyoshi, một thương hiệu bán lẻ dược mỹ phẩm Nhật Bản (mở cửa hàng đầu tiên tại Vincom Center Đồng Khởi).

Sự hồi phục rõ ràng với KQKD Q3/20 tốt hơn so với quý trước

VRE ghi nhận DT Q3/20 đạt 1.760 tỷ đồng (-20,3% svck; +8% sv quý trước) và LN ròng Q3/20 đạt 572 tỷ đồng (-20,1% svck; +66,8% sv quý trước). DT cho thuê giảm 11% svck nhưng tăng 23% sv quý trước lên 1.607 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính giá cho thuê trung bình giảm 9% svck, nhưng tăng 23% sv quý trước do VRE giảm giá trị gói hỗ trợ cho khách thuê còn 145 tỷ đồng trong Q3/20, từ mức 675 tỷ đồng trong 6T20. Trong 9T20, DT của VRE giảm 21,6% svck xuống 5.076 tỷ đồng và LN ròng giảm 28,5% svck xuống còn 1.407 tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng CAGR LN ròng đạt 37,6% cho giai đoạn 2020-22

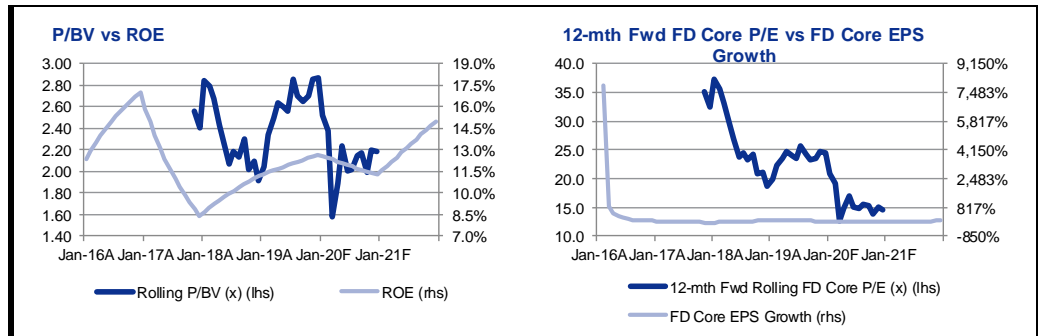
Chúng tôi kỳ vọng mức di chuyển cộng đồng mảng bán lẻ năm 2021-22 sẽ tăng trở lại và vượt qua mức trước dịch Covid-19 giúp cho giá thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy vượt mức năm 2020. Ngoài ra, với Vincom Mega Mall Ocean Park (Hà Nội) dự kiến khai trương vào tháng 12/2020 và Vincom Mega Mall Grand Park dự kiến khai trương trong năm 2021, VRE sẽ tăng thêm 172 nghìn m² diện tích mặt sàn (+10,8% svck), sẽ thúc đẩy DT mảng cho thuê bán lẻ của VRE tăng 33,5%/23,8% svck trong năm 2021/22. Do đó, DT của VRE dự kiến sẽ tăng 27%/20,5% svck trong năm 2021/22, đưa mức tăng trưởng LN ròng lên 47%/28,1% svck trong năm 2021/22.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 38.000 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 38.000 đồng (WACC: 12,4%). Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên dự báo thận trọng ở mức 3,5 triệu m² tổng diện tích mặt sàn cho đến năm 2026, trong khi VRE đã đưa ra kế hoạch mở rộng diện tích sàn lên 5 triệu m² vào năm 2026, tập trung quanh các dự án trung tâm Mega-malls. Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) tốc độ mở trung tâm thương mại nhanh hơn dự kiến, và 2) DT bán lẻ hồi phục nhanh hơn kỳ vọng, kéo theo sự tăng trưởng mạnh trong lĩnh vực cho thuê.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	2018	2019	2020	2021	2022
Doanh thu (tỷ đồng)	9.124	9.259	9.089	11.545	13.911
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2.404	2.848	2.405	3.535	4.528
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.444	1.522	1.393	1.932	2.434
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	53,4%	5,4%	(8,5%)	38,7%	26,0%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	25,31	20,21	21,54	15,53	12,33
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	0	2	0	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,01%	0,00%	5,00%	5,00%
EV/EBITDA (lần)	12,80	11,80	11,17	8,94	7,45
P/FCFE (lần)	76,57	21,04	24,64	31,52	22,01
Vốn vay	1,20%	5,20%	0,90%	7,00%	9,50%
P/BV (lần)	2,06	2,53	2,32	2,32	2,24
ROE	11,2%	12,6%	11,3%	15,0%	18,5%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			1,02	1,10	1,12

NGUỒN: VND RESEARCH, BẢO CẢO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	9.124	9.259	9.089	11.545	13.911
Lợi nhuận gộp	3.641	4.405	3.970	5.526	6.944
LN hoạt động thuần	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Chi phí khấu hao	(1.157)	(1.447)	(1.780)	(1.979)	(2.194)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	2.891	3.585	3.008	4.445	5.675
TN từ hoạt động kinh doanh	102	(37)	6	(7)	12
TN trước thuế từ các công ty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	60	30	30	38	46
Lợi nhuận trước thuế	3.876	4.398	4.006	5.557	7.002
Các khoản đặc biệt					
LNTT sau các khoản đặc biệt	3.053	3.578	3.044	4.476	5.733
Thuế	(640)	(729)	(639)	(940)	(1.204)
Lợi nhuận đặc biệt sau thuế					
Lợi nhuận sau thuế	2.413	2.849	2.405	3.536	4.529
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(9)	(0)	(0)	(1)	(1)
Cổ tức ưu đãi	0	0	0	0	0
Trao đổi ngoại tệ					
Điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	2.404	2.848	2.405	3.535	4.528
Lợi nhuận ròng thường xuyên	3.055	3.501	3.164	4.389	5.530
Lợi nhuận ròng thường xuyên pha loãng	3.055	3.501	3.164	4.389	5.530

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	4.048	5.032	4.788	6.424	7.869
Lãi/(lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0	0	0	0	0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	294	(588)	1.215	707	524
Tăng (Giảm) khoản dự phòng					
Chi/(Thu) bằng tiền khác	60	30	30	38	46
Dòng tiền hoạt động khác	151	58	(109)	(199)	88
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(417)	(303)	(254)	(338)	(386)
Thuế đã trả	(561)	(663)	(639)	(940)	(1.204)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	3.574	3.567	5.032	5.693	6.937
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.578)	(3.942)	(3.257)	(4.015)	(4.285)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu tư	585	1.611	14	16	18
Thanh lý bất động sản đầu tư					
Tiền chi đầu tư góp vốn / mua công ty con	(2)	0	0	0	0
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	2.631	2.127	(732)	(249)	(250)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư khác	636	(205)	(3.975)	(4.248)	(4.517)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(3.200)	0	1.710	718	677
Tiền từ phát hành cổ phiếu, góp vốn	0	0	0	0	0
Tiền mua lại cổ phiếu đã phát hành	0	(1.954)	0	0	0
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	0	(2.451)	0	(3.493)	(3.493)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0	0	73	248	262
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(3.200)	(4.405)	1.783	(2.527)	(2.554)

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	2.431	1.388	4.228	3.146	3.012
Tài sản đang phát triển					
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.048	724	562	612	735
Hàng tồn kho	902	986	1.084	1.192	1.311
Tài sản ngắn hạn khác	2.742	1.270	1.451	1.843	2.220
Tổng tài sản ngắn hạn	7.123	4.368	7.324	6.793	7.278
Tài sản cố định	282	450	418	394	380
Tổng đầu tư	28.261	28.764	30.257	32.497	34.775
Tài sản vô hình	505	430	430	428	432
Tài sản dài hạn khác	2.512	1.810	2.805	3.167	3.596
Tổng tài sản dài hạn	31.561	31.454	33.911	36.486	39.184
Vay & nợ ngắn hạn	18	19	91	115	139
Nợ dài hạn đến hạn trả					
Phải trả người bán	6.218	4.721	5.943	6.974	8.177
Nợ ngắn hạn khác	24	27	29	33	38
Tổng nợ ngắn hạn	6.260	4.768	6.063	7.123	8.355
Vay & nợ dài hạn	2.762	2.765	4.404	5.097	5.751
Nợ hỗn hợp					
Nợ dài hạn khác	1.152	1.340	1.413	1.661	1.923
Tổng nợ dài hạn	3.915	4.105	5.817	6.758	7.674
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	10.174	8.872	11.879	13.881	16.029
Vốn chủ sở hữu	28.468	26.916	29.321	29.363	30.397
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	34	34	35	36
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	28.509	26.950	29.355	29.398	30.433

Các chỉ tiêu chính

	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	65,3%	1,5%	(1,8%)	27,0%	20,5%
Tăng trưởng LNHHĐKD	28,4%	22,0%	(1,7%)	30,5%	21,8%
Biên LNHHĐKD	52,6%	63,2%	63,3%	65,0%	65,7%
Lợi nhuận trên cổ phiếu (đồng)	(178)	(615)	(117)	(909)	(1.267)
Giá trị sổ sách/cp	14.535	11.845	12.903	12.922	13.377
Khả năng thanh toán lãi vay	8,90	14,60	15,70	16,40	18,00
Thuế suất hiệu dụng	21,0%	20,4%	21,0%	21,0%	21,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	NA	66,8%	NA	75,7%	60,3%
Số ngày phải thu	20,30	17,30	17,30	15,30	15,70
Số ngày tồn kho	90,50	71,00	74,00	69,00	65,60
Số ngày phải trả	149,4	206,0	183,3	202,6	204,1
ROIC (%)	32%	202%	344%	569%	884%
ROCE (%)	13,4%	15,3%	13,3%	17,1%	20,7%
ROAA	8,2%	9,9%	8,7%	10,9%	12,9%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Việt Nam

KHẢ QUAN

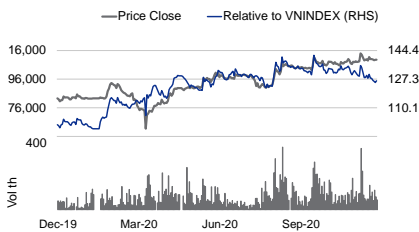
Consensus ratings*: KQ 6 TL 0 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND109.600
Giá mục tiêu:	VND130.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	19,3%
CGS-CIMB / Consensus:	2,5%
Reuters:	VTP.HM
Bloomberg:	VTP VN
Vốn hóa:	US\$393,5tr
	VND9.467.464tr
GTGD bình quân:	US\$0,46tr
	VND11.624tr
SLCP đang lưu hành:	59,62tr
Free float:	28,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi chính trong báo cáo

N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	0,6	5,4	29,5
Tương đối (%)	-7,7	-10,6	22,1

Cổ đông	% nắm giữ
Viettel Group	66,8
Japan Asia MB Capital	4,9

Chuyên viên Phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

T (84) 91 686 5190

E: dung.nguyentien2@vndirect.com.vn

Tổng CTCP Bưu chính Viettel

Tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2020-2022

- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng đạt tăng trưởng kép 19,3% trong giai đoạn năm 2020-22 dựa trên khả năng giành thị phần mạnh mẽ của VTP.
- VTP sẽ tham gia phân khúc middle-mile logistics vào năm 2021 và có khả năng dẫn đầu thị trường do phân khúc này vẫn còn bị phân mảnh.
- Đánh giá KHẢ QUAN với giá mục tiêu đạt 130.700 đồng/cp.

VTP giành thị phần trong thị trường tăng trưởng 2 con số

Chúng tôi kỳ vọng thị trường chuyển phát sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 11,4% trong giai đoạn 2020-22, thúc đẩy bởi tăng trưởng mạnh mẽ của TMĐT. Nhờ vào năng lực công nghệ vượt trội so với các đối thủ và cơ sở hạ tầng trên toàn quốc, chúng tôi cho rằng VTP sẽ giành thị phần từ các đối thủ trong những năm tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị phần của VTP sẽ tăng lên từ mức 24,0% trong năm 2019 lên đến 28,8% trong năm 2022.

Tập đoàn Viettel thoái thành công 6% vốn VTP trong tháng 11/2020

Phiên đấu giá Viettel tổ chức để thoái 6% vốn VTP đã thành công trong tháng 11/2020, với mức đấu giá thành công trung bình là 150.907VND/cp, cao hơn 407 đồng so với mức giá khởi điểm Viettel đưa ra. Viettel cho biết sẽ thoái tiếp 6% vốn tại VTP trong giai đoạn 2021-2025.

Khai thác phân khúc middle-mile logistics từ năm 2021

Theo chiến lược phát triển giai đoạn 2021-25, VTP sẽ đầu tư 2.000 tỷ đồng vào nhà kho / trung tâm phân phối quanh Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. VTP sẽ đóng vai trò trung gian giữa các cửa hàng nhỏ độc lập và các hãng tiêu dùng lớn để giúp các bên cùng hưởng lợi từ sự phát triển nhanh chóng của lĩnh vực bán lẻ Việt Nam. Theo quan điểm của chúng tôi, VTP có khả năng trở thành công ty dẫn đầu thị trường do phân khúc vẫn còn phân mảnh và không có đối thủ thống trị cùng với năng lực công nghệ phức tạp của VTP.

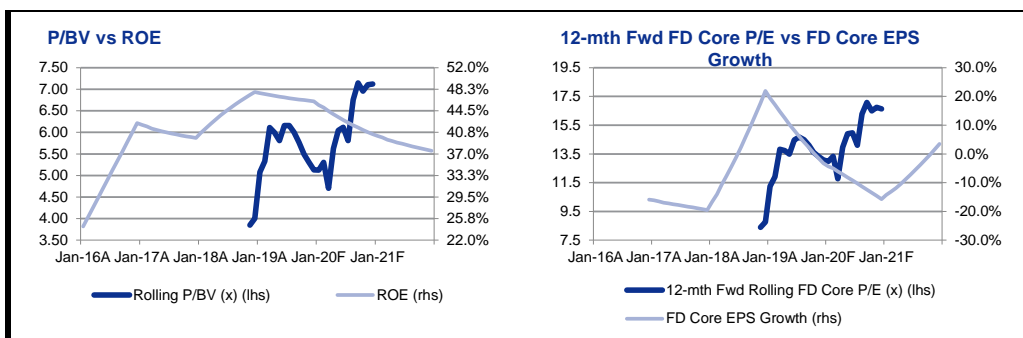
Tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn năm 2020-22

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNST năm 2020 của VTP đạt 19,4% svck nhờ doanh thu thương mại tăng 400% và doanh thu giao hàng tăng 20% svck. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2020-22 đạt 19,3% chủ yếu do doanh thu dịch vụ chuyển phát có tốc độ CAGR trong giai đoạn năm 2020-22 đạt 18,5%, cao hơn 7,1% so với CAGR doanh thu ngành chuyển phát trong năm 2020-22 (11,4% / năm) nhờ khả năng giành thị phần mạnh mẽ của VTP.

Đánh giá KHẢ QUAN với giá mục tiêu đạt 130.700 đồng/cp.

Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN cho VTP với giá mục tiêu 130.700 đồng/cp. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của: (1) mô hình DCF trong 10 năm và (2) phương pháp so sánh với P/E mục tiêu 2020 là 19,5 lần. Rủi ro giảm bao gồm: (1) đại dịch toàn cầu kéo dài hơn dự kiến và (2) sự tham gia của các nền tảng thương mại điện tử có năng lực tài chính mạnh và phát triển thành công hệ thống phân phối riêng của họ.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.922	7.812	15.582	17.857	20.156
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	367,1	498,2	617,6	737,0	852,8
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	279,0	380,1	453,9	546,9	645,1
EPS cốt lõi (VNĐ)	7.803	7.549	6.363	6.586	7.768
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	21,9%	(3,3%)	(15,7%)	3,5%	17,9%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	13,98	14,45	17,22	16,64	14,11
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Tỷ suất cổ tức	1,37%	1,37%	1,37%	1,37%	1,37%
EV/EBITDA (lần)	7,71	9,41	10,88	10,56	8,69
P/FCFE (lần)	NA	NA	49,20	44,06	44,77
P/B (lần)	6,60	6,72	7,12	5,57	4,38
ROE	47,8%	46,2%	40,4%	37,5%	34,7%
CGS-CIMB/Consensus EPS (x)			1,25	1,14	1,14

THÔNG TIN TÀI CHÍNH


Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	4.922	7.812	15.582	17.857	20.156
Lợi nhuận gộp	597	832	1.016	1.211	1.398
LN hoạt động thuần	367	498	618	737	853
Chi phí khấu hao	(50)	(57)	(72)	(81)	(88)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	317	441	545	656	765
TN từ hoạt động tài chính	30	45	43	52	69
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0	0	0
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	3	(9)	(19)	(22)	(24)
Lợi nhuận trước thuế	350	477	570	686	810
Thuế	(71)	(97)	(116)	(139)	(165)
Lợi nhuận sau thuế	279	380	454	547	645
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	279	380	454	547	645
Lợi nhuận thường xuyên	279	380	454	547	645

Dòng tiền (tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	367,1	498,2	617,6	737,0	852,8
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	164,8	(327,2)	32,2	(58,8)	(53,8)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(0,0)	11,5	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền hoạt động khác	(81,6)	(153,3)	(181,2)	(220,9)	(265,4)
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	31,0	45,7	43,4	52,4	69,0
Thuế đã trả	(54,4)	(97,1)	(115,8)	(139,5)	(164,5)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	426,9	(22,2)	396,2	370,1	438,1
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(33,2)	(203,4)	(103,1)	(125,4)	(120,4)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	2,9	0,7	0,0	0,0	0,0
Tiền chi đầu tư góp vốn	(624,7)	(225,5)	(273,9)	(201,5)	(271,0)
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	0,0	0,0	(24,1)	(28,5)	(27,4)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(655,0)	(428,2)	(401,2)	(355,4)	(418,8)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	207,3	415,1	163,8	191,9	184,0
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	0,0	33,4	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	(45,6)	(61,6)	(89,4)	(124,6)	(124,6)
Cổ tức ưu đãi đã trả	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền khác từ hoạt động tài chính	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	161,7	386,8	74,4	67,4	59,4
Tổng tiền trong năm	(66,4)	(63,6)	69,5	82,0	78,7
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(20,8)	(35,3)	158,9	206,6	203,3
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(209,3)	(401,5)	59,7	96,7	113,0

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	1.471	1.623	2.075	2.493	3.005
Các khoản phải thu ngắn hạn	832	1.073	1.195	1.433	1.659
Hàng tồn kho	120	48	57	68	79
Tài sản ngắn hạn khác	67	114	137	164	189
Tổng tài sản ngắn hạn	2.491	2.858	3.463	4.157	4.932
Tài sản cố định	190	290	319	360	391
Tổng đầu tư	14	95	98	100	103
Tài sản vô hình	25	41	43	46	48
Tài sản dài hạn khác	116	110	131	157	182
Tổng tài sản dài hạn	344	536	591	664	724
Vay & nợ ngắn hạn	400	815	979	1.171	1.355
Phải trả người bán	923	846	1.019	1.220	1.412
Nợ ngắn hạn khác	833	765	778	795	812
Tổng nợ ngắn hạn	2.155	2.426	2.776	3.185	3.578
Vay & nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Dự phòng	0	0	0	0	0
Tổng nợ	2.156	2.426	2.776	3.186	3.578
Vốn chủ sở hữu	679	968	1.278	1.636	2.078
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	679	968	1.278	1.636	2.078

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	22,1%	58,7%	99,5%	14,6%	12,9%
Tăng trưởng LNHDKD	58,2%	35,7%	24,0%	19,3%	15,7%
Biên LNHDKD	7,46%	6,38%	3,96%	4,13%	4,23%
Tiền ròng/cp	26.066	13.559	13.197	15.918	19.873
Giá trị sổ sách/cp	16.521	16.236	15.389	19.694	25.020
Khả năng thanh toán lãi vay	16,86	9,01	8,44	7,99	8,17
Thuế suất hiệu dụng	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Tỷ lệ chia cổ tức	22,1%	23,5%	27,4%	22,8%	19,3%
Số ngày phải thu	48,61	44,52	26,63	26,85	27,99
Số ngày tồn kho	5,89	4,39	1,32	1,38	1,44
Số ngày phải trả	13,49	11,82	5,82	6,13	6,40
ROIC	(31%)	(22%)	169%	155%	72%
ROCE	41,5%	37,4%	32,3%	31,2%	29,7%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	11,9%	11,9%	12,0%	12,1%	12,1%

Các nhân tố chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Thay đổi sản lượng	112,3%	3,3%	10,0%	5,0%	5,0%
Thay đổi giá	-15,6%	2,9%	12,4%	11,5%	10,3%
Hoạt động M&A	-	-	-	-	-

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Khối Phân tích VNDIRECT

Trần Khánh Hiền – Giám Đốc Phân tích
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

Phan Văn Anh
Chuyên viên Phân tích
anh.phanvan@vndirect.com.vn

Ngân hàng – Tài chính

Nguyễn Đăng Bảo Ngọc
Chuyên viên Phân tích
ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Thanh
Chuyên viên Phân tích
thanh.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Công nghiệp – Logistic- Hàng Không

Nguyễn Thanh Tuấn
Trưởng phòng
tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Chuyên viên Phân tích Cao Cấp
dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào
Chuyên viên Phân tích
hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

BDS – Xây dựng – Vật liệu

Chu Đức Toàn
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
nhan.lai@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung
Chuyên viên Phân tích
trung.tranba@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú
Chuyên viên Phân tích
tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Dầu khí – Năng lượng – Tiện ích

Phạm Lê Mai
Chuyên viên Phân tích Cao cấp
mai.phamle@vndirect.com.vn

Bán lẻ – Tiêu dùng – Dược

Phan Như Bách
Chuyên viên Phân tích
bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền
Chuyên viên Phân tích
hien.hathu@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 nghiêm ngặt, 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.