

CHIẾN LƯỢC 2021

Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”

Chiến lược đầu tư | Triển vọng ngành



Chiến lược 2021

Nội dung

Chiến lược đầu tư	Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”	3
	Nhìn lại thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2020	4
	Triển vọng thị trường trong năm 2021	12
	Đà tăng trưởng tích cực của thị trường chứng khoán	13
	Những FTA có thể hiệu lực CÙNG MỘT LÚC: CPTTP, EVFTA, RCEP	17
<hr/>		
Triển vọng ngành	Tổng quan	27
	Bất động sản công nghiệp - Tiếp tục sôi động	28
	Thủy sản - Triển vọng tươi sáng sau năm 2020	32
	Ngân hàng - Kỳ nguyên vốn rẻ	41
	Xây dựng và Vật liệu - Kẻ chiến thắng sẽ có tất cả	49
	Bất động sản nhà ở - Ánh sáng cuối đường hầm	53
	Hàng không - Bức tranh lớn với nhiều mảng màu	57
	Khác: MWG - Tăng trưởng thu nhập Điện Máy Xanh sau năm 2020	65



Lời nói đầu

Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”

Do COVID-19, thế giới đã gánh chịu ảnh hưởng nặng nề nhất kể từ Thế chiến II. Kết quả là chỉ số VNINDEX giảm mạnh 650 điểm. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán lại chứng kiến sự đảo chiều nhanh chóng, sau khi điều chỉnh chỉ số đã tăng trưởng trở lại và vượt mốc 1.000 điểm trong tháng 12, ngưỡng kháng cự tâm lý của thị trường chứng khoán Việt Nam.

Nguồn vốn FDI là sự hỗ trợ lớn nhất cho nền kinh tế Việt Nam, FDI tăng đều từ khi Việt Nam gia nhập WTO, điều này đã thúc đẩy xuất khẩu trong thời gian gần đây, và giúp thặng dư thương mại cao kỷ lục. Đến hết tháng 11, giá trị thặng dư của Việt Nam đạt 20 tỷ USD và được kỳ vọng sẽ tăng gấp đôi so với năm ngoái. Thặng dư trong cán cân thương mại góp phần rất lớn trong việc ổn định tỷ giá hối đoái của Việt Nam và sẽ tiếp tục là nền tảng cho tăng trưởng kinh tế Việt Nam.

Kinh tế sẽ có triển vọng tích cực trong năm tới. Đầu tiên, Apple, một công ty sản xuất toàn cầu, đang hiện diện ở Việt Nam. Luxshare, công ty sản xuất AirPods, đã đặt nhà máy ở Việt Nam, và Foxconn, công ty sản xuất iPhone và MacBook, cũng sẽ có nhà máy vào năm tới. Nên nhớ rằng rất nhiều quỹ đầu tư của Hàn Quốc đã đầu tư vào Việt Nam sau khi Samsung Electronics quyết định đầu tư vào Việt Nam trong năm 2006. Do đó, việc Apple vào Việt Nam được kỳ vọng sẽ là động lực cho các nhà đầu tư lớn khác bỏ vốn vào Việt Nam.

Thứ hai là FTA. Thông qua những nỗ lực không ngừng, Chính phủ Việt Nam đã có những kết quả quan trọng với hiệp định CPTPP và EVFTA, và năm nay là RCEP. Những ảnh hưởng tích cực từ các FTA có thể không được nhìn nhận một cách chính xác do tác động của COVID-19. Tuy nhiên, có thể kỳ vọng FTA sẽ có tác động tích cực vào năm sau và những FTA này kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam trong hơn 10 năm tới.

Sự ổn định chính trị, tăng trưởng kinh tế, lực lượng lao động trẻ và tận tâm ở Việt Nam sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng của Việt Nam vào năm 2021.

Chúng tôi kỳ vọng vào sự tăng trưởng của nền kinh tế và thị trường chứng khoán Việt Nam.

Chiến lược đầu tư 2021

Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”

Chiến lược đầu tư

Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”

I. Nhìn lại thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2020

1. Những lý do chính khiến thị trường chứng khoán Việt Nam tăng điểm
2. Vĩ mô Việt Nam trong năm 2020
3. Các yếu tố rủi ro thị trường

II. Triển vọng biến động chỉ số năm 2021

III. Yếu tố dẫn dắt tăng trưởng kinh tế 2021

1. Cơ hội từ sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu
2. Các nhà đầu tư nước ngoài, các khoản đầu tư và cơ cấu của quỹ ETF khi Samsung thâm nhập thị trường

IV. Cơ hội từ các hiệp định FTA thế hệ mới: CPTPP, EVFTA, và RCEP

1. Thông tin cơ bản về RCEP
2. Ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam

Chiến lược

Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”

Một năm tăng trưởng

Thị trường chứng khoán Việt Nam có nhiều biến động mạnh khi chịu ảnh hưởng tiêu cực của dịch COVID-19 trong 2020. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán đã hồi phục mạnh mẽ với mức tăng 60% từ đáy tháng 03/2020 nhờ dòng tiền của các nhà đầu tư trong nước. Chúng tôi dự báo thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng trong 2021 dựa trên những số liệu thống kê như sau:

(1) Ảnh hưởng của chu kỳ tăng trưởng 3 năm trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Chu kỳ tăng trưởng 3 năm của chỉ số VNIndex bắt đầu từ đáy tháng 03/2020, do đó thị trường sẽ có 3 năm tăng trưởng với đáy dự kiến sẽ hình thành vào năm 2023.

(2) Mẫu hình tăng trưởng một năm sau bầu cử Tổng thống Mỹ. Theo thống kê của KIS, thị trường thường đi lên trong năm đầu tiên của nhiệm kỳ tổng thống Mỹ, cho thấy một mẫu hình đi lên trong một năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đà tăng của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm đầu của nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ sẽ tiếp tục trong 2021. Chỉ số VNIndex trong 2021 có thể đạt 1,300 điểm.

Lợi ích tiềm năng từ chuyển dịch chuỗi giá trị cao

Việc dịch chuyển sản xuất gần đây từ các nhà cung cấp của Apple, như Foxconn và Luxshare đang báo hiệu một sự chuyển dịch trong chuỗi giá trị sang Việt Nam. Việc di dời này giúp đẩy nhanh quá trình chuyển đổi ngành sản xuất của Việt Nam sang ngành công nghệ cao và nó cũng khiến Việt Nam trở thành một điểm đến hấp dẫn hơn trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài. Trường hợp Tập đoàn Samsung hoạt động tại Việt Nam cách đây nhiều năm sẽ là ví dụ điển hình cho những cơ hội tương tự có thể xuất hiện với nền kinh tế nước ta trong thời kỳ hậu khủng hoảng COVID-19.

RCEP thúc đẩy nền kinh tế

Việc áp dụng các quy tắc xuất xứ giúp các sản phẩm có tỷ lệ nội địa hóa thấp của Việt Nam được hưởng ưu đãi thuế từ các nước thành viên khác, bao gồm Nhật Bản và Hàn Quốc, gia tăng tương đối lợi thế so sánh của hàng hóa Việt Nam sau khi RCEP có hiệu lực.

Ý Nguyễn

y.nt@kisvn.vn

Hiếu Trần

hie.u.ttm@kisvn.vn

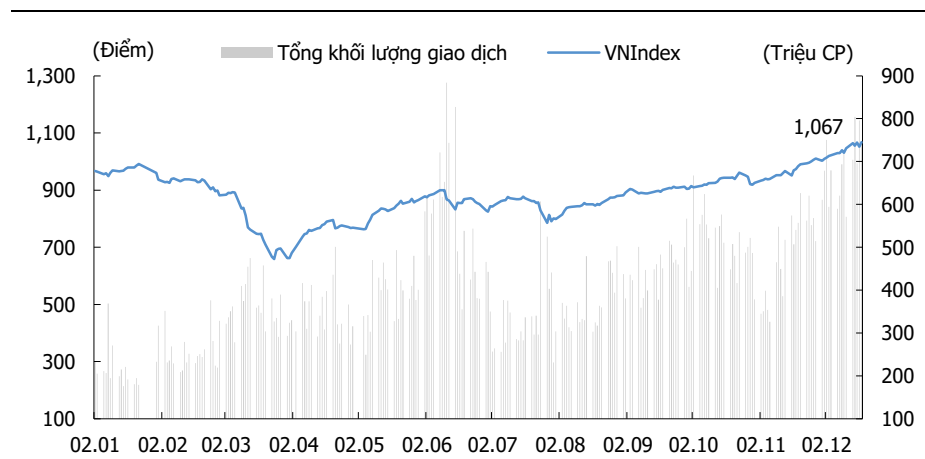
Tuấn Đoàn

tuan.doan@kisvn.vn

I. Nhìn lại thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2020

Thị trường chứng khoán Việt Nam có biến động mạnh trong năm 2020, mức biến động theo năm này nằm trong top ba những năm có biến động cao nhất kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO năm 2006. Trong 1Q20, thị trường sụt giảm mạnh nhưng sau đó phục hồi mạnh mẽ trong 3 quý tiếp theo. Xu hướng tăng mạnh giúp Việt Nam nằm trong top những thị trường tăng trưởng tốt nhất. Nguyên nhân là do ảnh hưởng từ COVID-19, chỉ số VNIndex giảm khoảng 34.5% hay 649 điểm tính từ đỉnh tháng 1/2020 đến ngày 31/3/2020, và sau đó phục hồi mạnh khoảng 60% lên mức 1,067 điểm vào ngày 18/12. Ngoài ra, điểm đáng chú ý trong năm 2020 là việc mở cửa thị trường cho nhà đầu tư nước ngoài như các quỹ ETF (VFMVN DIAMOND).

Hình 1. Biến động của VNIndex và tổng khối lượng giao dịch năm 2020



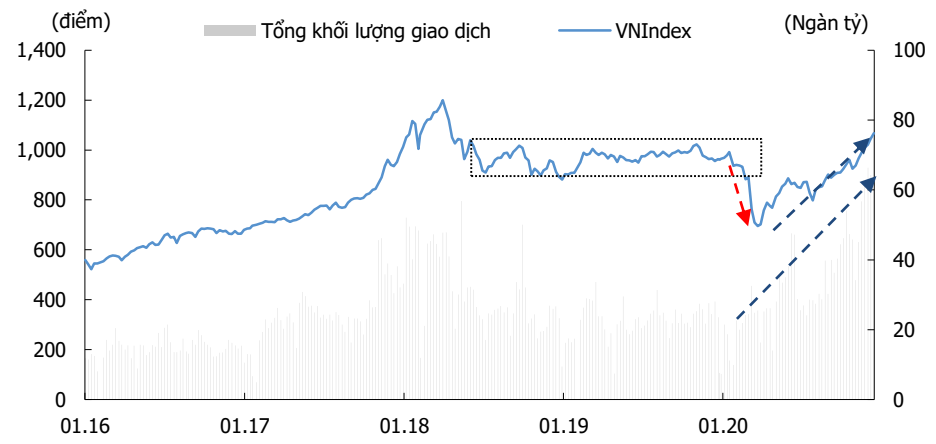
Ghi chú: Dữ liệu cập nhật ngày 18/12/2020

Nguồn: Fiinpro, KIS

1. Những lý do chính khiến thị trường chứng khoán Việt Nam tăng điểm

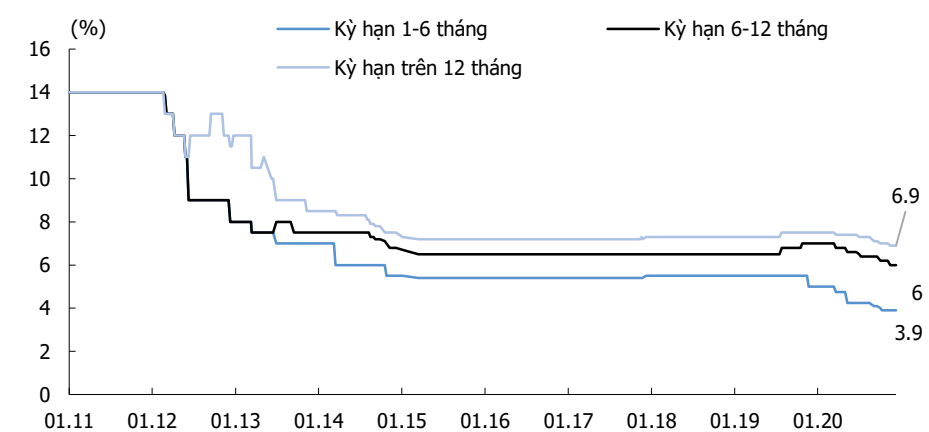
Xu hướng tăng của thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được giải thích bởi một số lý do sau:

Thứ nhất, về cung cầu, trong khoảng thời gian từ tháng 05/2018 đến tháng 03/2020, chỉ số VNIndex dao động trong khoảng 880 – 1,030 điểm, hình thành sự tích lũy. Trong giai đoạn này, thị trường đi ngang và không có giai đoạn tăng mạnh nên nhà đầu tư dần chán nản với thị trường. Đợt giảm từ tháng 02/2020 đến tháng 3/2020 (do ảnh hưởng của COVID-19) khiến thị giá của các cổ phiếu vốn hóa lớn điều chỉnh về mức hấp dẫn. Điều này đã kích thích lòng tham của nhà đầu tư, khiến họ tăng mua cổ phiếu khi thị trường tạo đáy vào cuối tháng 03/2020. Bằng chứng là thanh khoản thị trường tăng mạnh sau tháng 3/2020.

Hình 2. Biến động của VNIndex và tổng giá trị giao dịch từ 2016 - 2020

Ghi chú: Dữ liệu cập nhật ngày 18/12/2020
 Nguồn: Fiinpro, KIS

Thứ hai, các chính sách hỗ trợ nền kinh tế của Ngân hàng Nhà nước giúp thị trường phục hồi. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã ba lần cắt giảm lãi suất trong năm 2020 để hỗ trợ nền kinh tế chống lại với tác động tiêu cực của dịch COVID-19. Nhờ đó, lãi suất huy động của các ngân hàng thương mại đều điều chỉnh về mức thấp (dưới 7% với kỳ hạn 1 năm và 4% với kỳ hạn 1 tháng). Với mức lãi suất thấp này, tiền gửi sẽ phải lựa chọn kênh đầu tư khác, với mức sinh lợi hấp dẫn hơn, và thị trường chứng khoán có thể là một lựa chọn tốt.

Hình 3. Lãi suất tiền gửi cao nhất theo kỳ hạn

Nguồn: Fiinpro, KIS

Thứ ba, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết phục hồi là điểm nhấn cho thị trường. Do tác động mạnh của COVID-19 đến hoạt động kinh doanh nên doanh thu và lợi nhuận của các công ty giảm mạnh trong nửa đầu năm 2020. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2020, sự phục hồi của các công ty chủ chốt đã tác động tích cực đến thị trường. Dù chưa thể hồi phục hoàn toàn nhưng đây cũng là điểm nhấn cho các doanh nghiệp, từ đó giúp thị trường chứng khoán phục hồi trở lại.

Thứ tư, việc ký kết hiệp định RCEP cũng tạo ra tác động tích cực đến thị trường. Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RECP) được Việt Nam và 14 quốc gia ký kết (và đang chờ sự chấp thuận trong tương lai) được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam. Điều này có tác động tích cực đến tâm lý thị trường vào tháng 11/2020 và tháng 12/2020.

2. Vĩ mô Việt Nam trong năm 2020

Gần một năm kể từ khi bệnh COVID-19 trở thành đại dịch toàn cầu, Việt Nam là một trong số ít quốc gia kiểm soát dịch thành công nhất cho đến nay. Mặc dù ảnh hưởng của đại dịch là rất lớn đối với nền kinh tế do các biện pháp giãn cách xã hội, các con số vĩ mô đang cho thấy nền kinh tế đang phục hồi vượt cả mong đợi từ mức đáy trong giai đoạn tháng 3 – tháng 4. Tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2020 dự kiến sẽ nằm trong khoảng từ 2% - 3%, nằm trong nhóm các quốc gia có mức tăng trưởng cao nhất trong khu vực và toàn cầu.

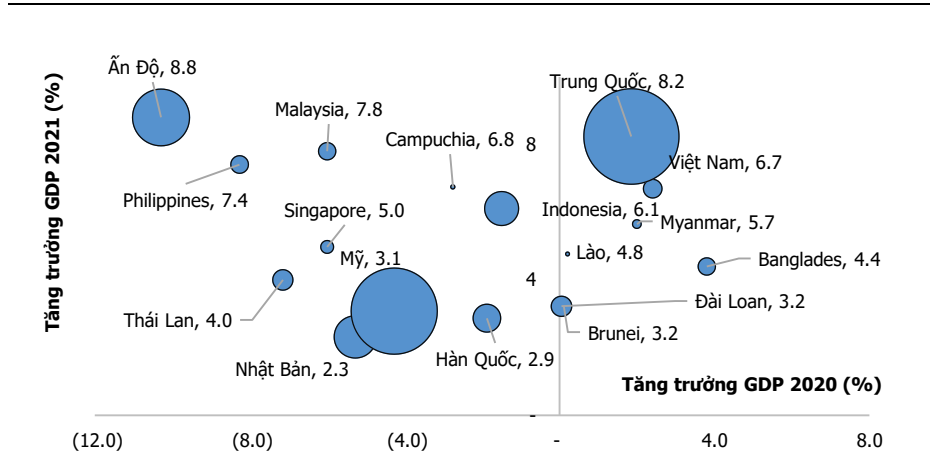
Bảng 1. PER của thị trường chứng khoán Đông Nam Á

Xếp hạng	Nền kinh tế	Điểm phục hồi Bloomberg	Số ca nhiễm trên 100,000 người	Số ca tử vong trên 1,000,000 người	Tỉ lệ xét nghiệm dương tính (%)	Mức độ nghiêm trọng của cách ly xã hội	Sự dịch chuyển cộng đồng	Dự phòng tăng trưởng GDP 2020 (%)
1	New Zealand	85.4	2	5	0	22	0.30	(6.10)
2	Nhật Bản	85	29	15	8.10	39	(7.80)	(5.30)
3	Đài Loan	82.9	0	0	1.20	23	(2.80)	0.00
4	Hàn Quốc	82.3	10	10	2	44	(3.50)	(1.90)
5	Phần Lan	82	129	68	1.90	41	(13.70)	(4.00)
6	Na Uy	81.6	281	56	3.10	49	(14.90)	(2.80)
7	Úc	81.2	1	36	0	52	(11.50)	(4.20)
8	Trung Quốc	80.6	0	3	0.10	73	(2.70)	1.90
9	Đan Mạch	77	550	135	1.80	55	(9.70)	(4.50)
10	Việt Nam	74.3	0	0	0.10	39	(4.70)	2.40

Nguồn: Bloomberg Economics, Johns Hopkins University, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, IMF, Google Inc., KIS

Theo một báo cáo đánh giá hiệu quả xử lý đại dịch theo quốc gia từ Bloomberg, dựa trên 10 tiêu chí đặt ra về tình hình đại dịch hiện tại, các biện pháp giải quyết của chính phủ, tăng trưởng kinh tế năm 2020 và các tiêu chí khác, v.v., Việt Nam được xếp vào top 10 quốc gia xử lý đại dịch COVID-19 hiệu quả nhất với mức độ ảnh hưởng đến kinh tế và xã hội thấp nhất. Việt Nam cũng đứng trong top 5 trong các tiêu chí về tình hình đại dịch hiện tại và các biện pháp kiểm soát dịch. Bên cạnh đó, theo dự báo kinh tế mới nhất của IMF, chỉ có Việt Nam, Trung Quốc, Ai Cập và Bangladesh tăng trưởng GDP dương vào năm 2020. Nền kinh tế Việt Nam cũng được kỳ vọng sẽ trở lại mức tăng trưởng GDP trước khủng hoảng từ 6% - 7% n/n trong năm 2021.

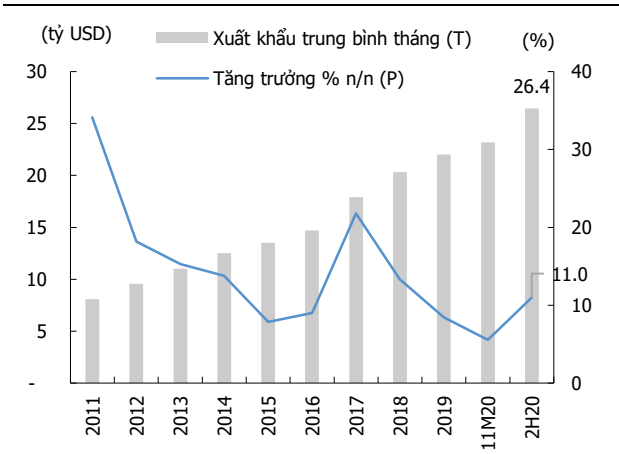
Hình 4. Tăng trưởng GDP của Việt Nam so với các nước khác



Nguồn: IMF World Economic Outlook, KIS

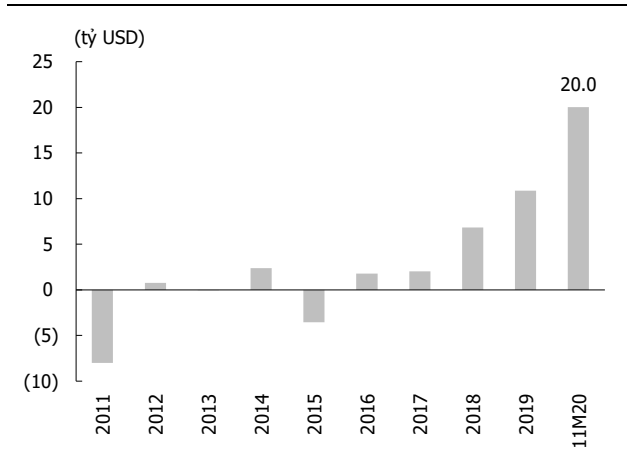
Hai yếu tố là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế sau cuộc khủng hoảng đại dịch là nhu cầu xuất khẩu tăng mạnh cũng như đà tăng trưởng công nghiệp ấn tượng. Về yếu tố xuất khẩu, nhờ vào các gói hỗ trợ kinh tế cũng như môi trường lãi suất thấp ở các thị trường xuất khẩu lớn, hoạt động xuất khẩu của Việt Nam bùng nổ trong nửa sau 2020 với tốc độ tăng trưởng 2 con số. Thặng dư thương mại tính đến hết tháng 11 đang đạt mức cao nhất từ trước đến nay, khoảng 20 tỷ USD. Bên cạnh đó, dữ liệu cũng cho thấy xuất khẩu ở đa số các mặt hàng đều tăng trưởng mạnh, là dấu hiệu tích cực cho tăng trưởng xuất khẩu bền vững trong thời gian tới.

Hình 5. Xuất khẩu hàng tháng



Nguồn: GSO, KIS

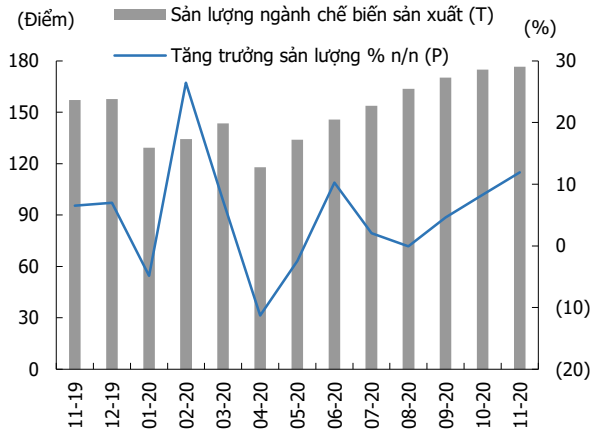
Hình 6. Cán cân thương mại



Nguồn: GSO, KIS

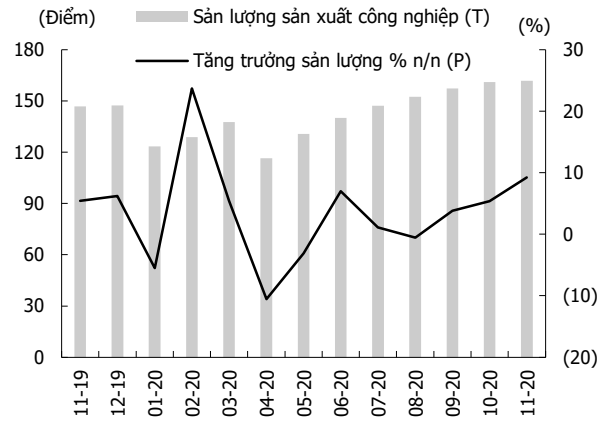
Đối với sản xuất công nghiệp, đà tăng trưởng nhanh cũng được duy trì ở đa số các ngành nghề trong cuối quý 3 và quý 4, thay vì chỉ tập trung vào lĩnh vực công nghiệp điện tử và sắt thép. Theo đánh giá của chúng tôi, với lực cầu nội địa và xuất khẩu ổn định, ngành công nghiệp chế biến sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng và tiếp tục dẫn dắt nền kinh tế.

Hình 7. Sản xuất chế biến



Nguồn: GSO, KIS

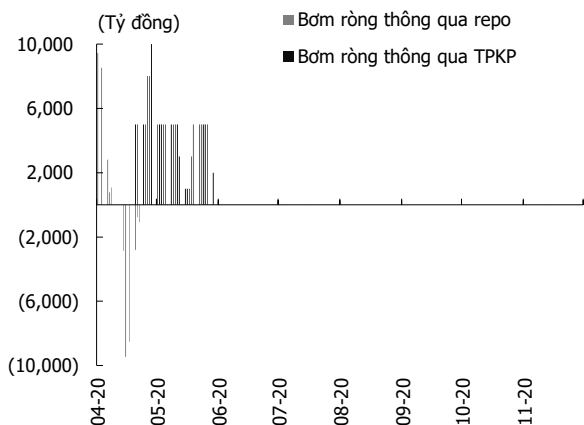
Hình 8. Ngành công nghiệp



Nguồn: GSO, KIS

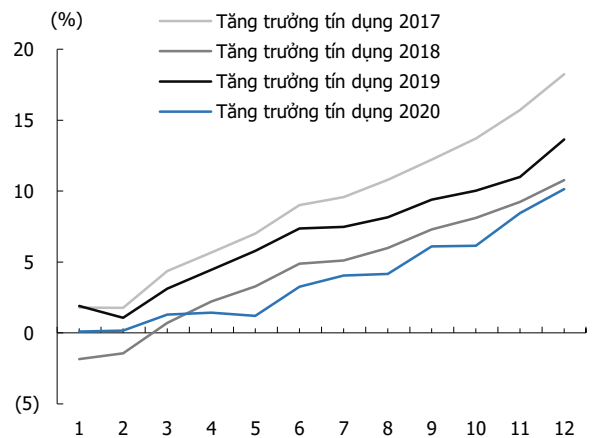
Bên cạnh đó, một yếu tố khác thúc đẩy sự phục hồi kinh tế không thể không nhắc đến là các biện pháp nới lỏng tiền tệ từ NHNN. Mặc dù các lần cắt giảm lãi suất điều hành gần như không hiệu quả ở thời điểm hiện tại, nhưng việc bơm ròng hàng trăm nghìn tỷ đồng trực tiếp vào hệ thống ngân hàng và gián tiếp vào nền kinh tế thông qua các công cụ trên thị trường mở cũng như mua vào ngoại hối đã cải thiện đáng kể thanh khoản cho hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính. Bên cạnh đó, hoạt động cho vay tri triệ cũng khiến nguồn cung thanh khoản dồi dào không được hấp thụ. Các biến số hiện tại cũng cho thấy tình hình trên khó có thể thay đổi trong ngắn hạn.

Hình 9. Diễn biến trên thị trường OMO

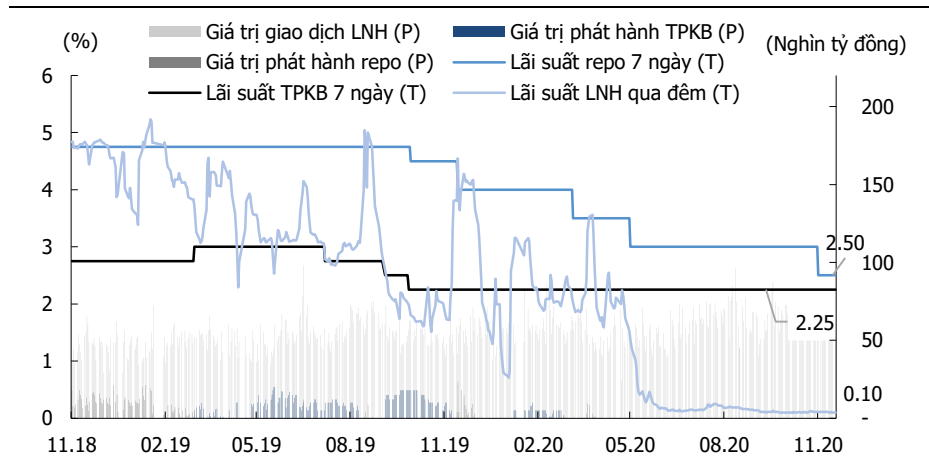


Nguồn: HNX, Bloomberg, KIS

Hình 10. Tăng trưởng tín dụng qua từng năm

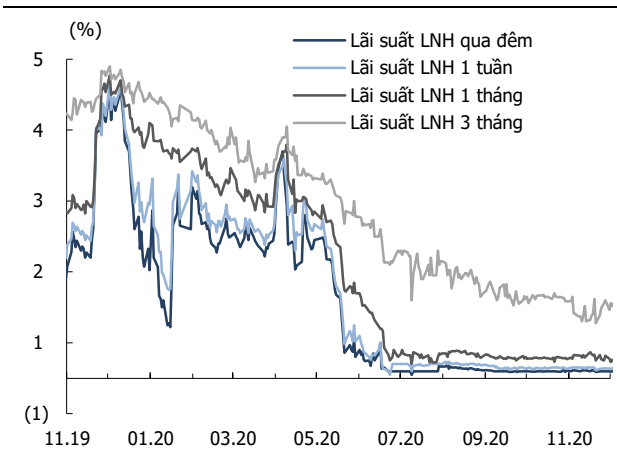


Nguồn: SBV, KIS

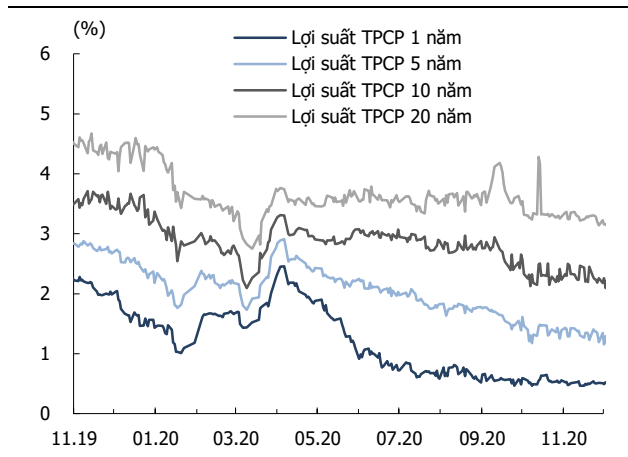
Hình 11. Hoạt động trên thị trường liên ngân hàng và thị trường mở

Nguồn: HNX, SBV, Bloomberg, KIS

Do các chính sách từ NHNN phía trên, lãi suất liên ngân hàng cũng như lợi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) đã và đang chạm mức thấp nhất từ trước đến nay, trong đó lãi suất các kỳ hạn ngắn hạn đang gần như bằng không. Điều đó dẫn đến lãi suất huy động ở tất cả các kỳ hạn đang giảm mạnh trong quý 2 và quý 3. Diễn biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng cho thấy một lượng lớn thanh khoản cũng đang chảy vào để tìm kiếm những cơ hội đầu tư hấp dẫn hơn, khi mà số lượng tài khoản chứng khoán mới cũng như mức dư nợ margin của các công ty chứng khoán đang tăng cao kỷ lục.

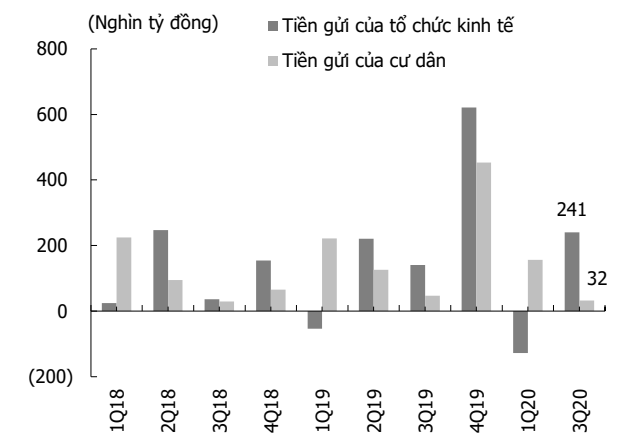
Hình 12. Lãi suất liên ngân hàng

Nguồn: HNX, Bloomberg, KIS

Hình 13. Lợi suất trái phiếu chính phủ

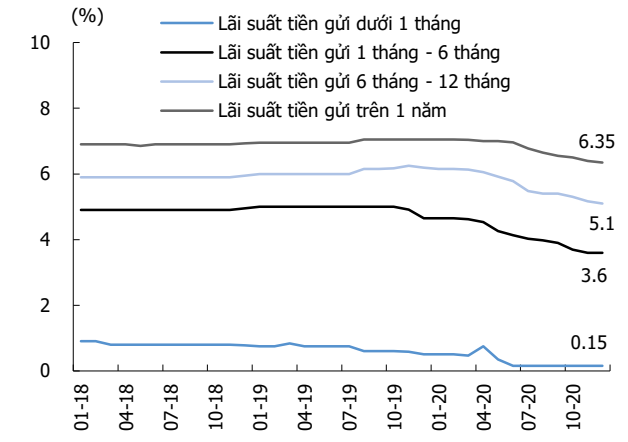
Nguồn: SBV, KIS

Hình 14. Tiền gửi của cư dân và tổ chức



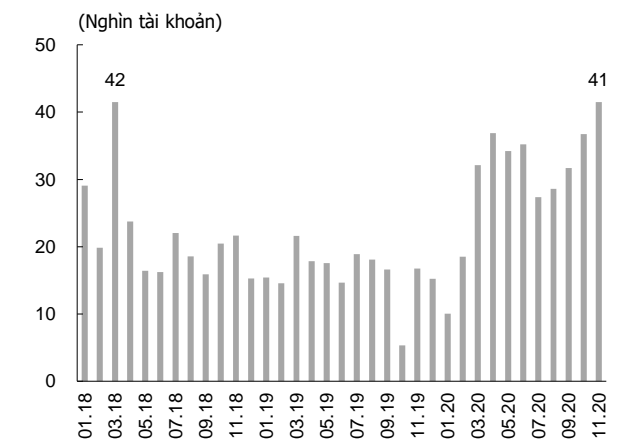
Nguồn: SBV, Fiinpro, KIS

Hình 15. Lãi suất tiền gửi



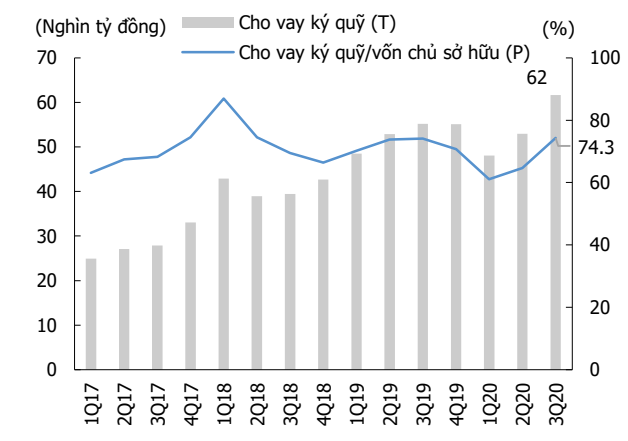
Nguồn: SBV, Fiinpro, KIS

Hình 16. Số lượng tài khoản giao dịch tạo mới



Nguồn: VSD, KIS

Hình 17. Vay ký quỹ thị trường chứng khoán

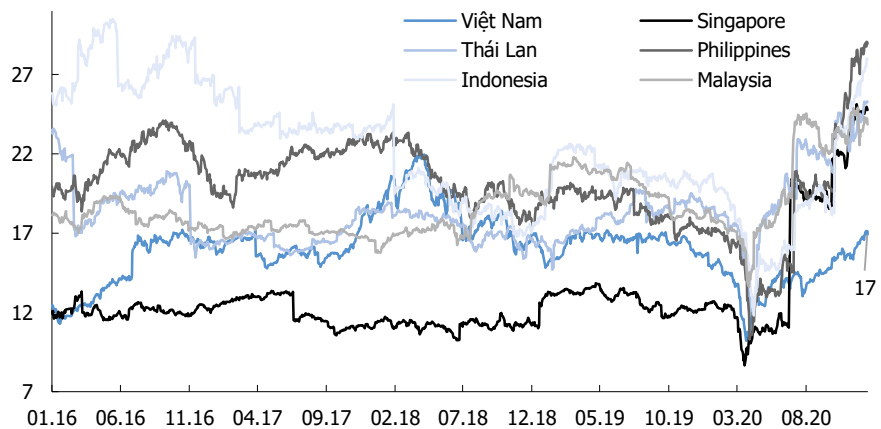


Nguồn: Fiinpro, KIS

3. Các yếu tố rủi ro thị trường

Với những lý do trên, chỉ số VNIndex đã phục hồi về ngưỡng 1,000 điểm, nhưng xét về mặt định giá, thị trường đang đối mặt với những rủi ro không hề nhỏ.

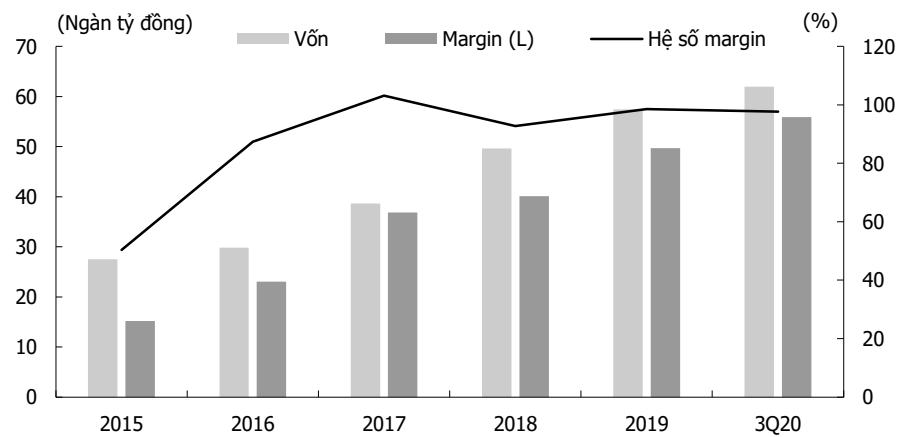
Mức định giá cao. Thị trường tăng mạnh đã khiến định giá của các công ty ở mức cao. Theo đó, hệ số giá trên thu nhập bình quân (PER) của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh đã tăng lên mức 17.1 lần so với mức 15 lần vào đầu năm. Mức định giá này khiến thị trường kém hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Hình 18. PE của thị trường chứng khoán Đông Nam Á

Ghi chú: Dữ liệu cập nhật ngày 18/12/2020
 Nguồn: Fiinpro, KIS

Tỷ lệ margin đang ở mức cao kỷ lục. Xét về cung và cầu, tổng đơn bầy trên thị trường chứng khoán đạt mức kỷ lục 65,400 tỷ đồng (+16.7% q/q), tăng trong quý thứ 3 liên tiếp. Tỷ lệ đơn bầy của 20 công ty chứng khoán lớn nhất so với nguồn vốn của họ là khoảng 97.7%, mức cao nhất kể từ 2017. Ngoài ra, tỷ lệ đơn bầy trên vốn hóa thị trường là 1.7%, cao hơn một chút so với mức trung bình 5 năm trước đó, 1.4%.

Thị trường chứng khoán đạt đỉnh và margin của thị trường có mối liên hệ với nhau. Khi mức ký quỹ cao kỷ lục, thị trường có xu hướng đạt đỉnh như trường hợp VNIndex đạt đỉnh vào quý 1Q18 và 4Q19 khi đó margin cũng ở mức cao.

Hình 19. Tỷ lệ ký quỹ so với vốn của công ty chứng khoán

Nguồn: Fiinpro, KIS

Do đó, chúng tôi thận trọng dự đoán rằng sẽ có một thời điểm mà các rủi ro này sẽ được giảm bớt bằng một đợt điều chỉnh trong tương lai.

II. Triển vọng biến động chỉ số năm 2021

Dựa trên những rủi ro nêu trên, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam trong 1Q21 có thể điều chỉnh để tạo đáy ngắn hạn. Sau đó, thị trường sẽ tiếp tục chu kỳ tăng giá dài hạn trong phần còn lại của năm. Xu hướng tăng vào năm 2021 có thể được ủng hộ từ một số thống kê như sau:

Chu kỳ tăng trưởng 3 năm của thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu từ đáy tháng 03/2020. Dựa trên phân tích chu kỳ của Raymond Merriman, chỉ số VNIndex hiện đang dao động theo mô hình, cứ sau 3 năm sẽ hình thành một đáy quan trọng (đáy kết thúc của chu kỳ). Vào tháng 03/2020, chỉ số VNIndex hình thành đáy chu kỳ 3 năm thứ sáu, do đó, chỉ số đang ở trong chu kỳ tăng trưởng 3 năm thứ bảy, theo đó, chỉ số sẽ còn hơn 2 năm tăng giá. Đây là một chu kỳ tăng mới, vì vậy chỉ số này sẽ tiếp tục đi lên trong năm 2021.

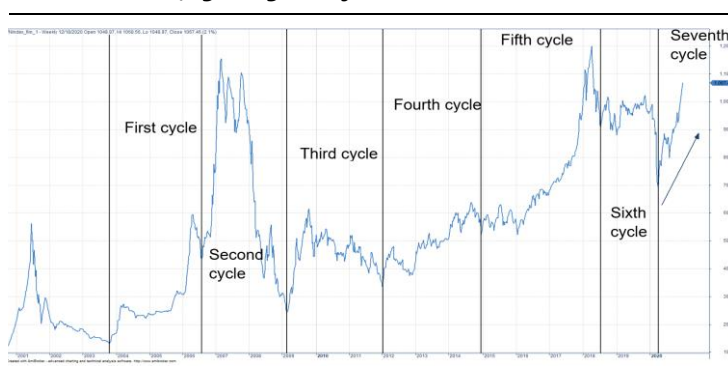
Bảng 2. Đáy chu kỳ 3 năm

Chu kỳ	Đáy bắt đầu	Đáy kết thúc	Thời gian (tháng)
1	10/24/2003	08/02/2006	33
2	08/02/2006	02/24/2009	30
3	02/24/2009	01/06/2012	34
4	01/06/2012	12/17/2014	35
5	12/17/2014	07/11/2018	42
6	07/11/2018	03/24/2020	20
7	03/24/2020		

Ghi chú: Dữ liệu cập nhật ngày 18/12/2020
 Nguồn: Fiinpro, KIS

Hình 20. Biến động trong chu kỳ 3 năm

(pts, %)



Nguồn: KIS, FiinPro

Mẫu hình tăng trưởng một năm sau năm bầu cử tổng thống Mỹ. Theo thống kê của KIS từ 2000, thị trường chứng khoán thường tăng trong năm đầu tiên của nhiệm kỳ tổng thống Hoa Kỳ, điều này hàm ý về một mẫu hình đi lên trong một năm. Tỷ suất sinh lợi của thị trường dao động từ mức 11.8% đến 58.3% trong năm đầu sau bầu cử ở Hoa Kỳ. Trong năm đầu tiên của nhiệm kỳ tổng thống gần nhất, thị trường đã tăng 47.8% sau khi Tổng thống Donald Trump chiến thắng.

Hiện tại, các chính sách của tân Tổng thống Joe Biden tiếp tục có tác động đến sự chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm đầu tiên nhiệm kỳ của Tổng thống Mỹ sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong năm 2021. Chỉ số VNIndex có thể đạt 1,300 điểm.

Bảng 3. Diễn biến của VNIndex trong khoảng 2000 - 2020

(%, điểm, triệu CP, nghìn tỷ đồng)

Năm	Thay đổi	VNIndex	Tổng khối lượng	Tổng giá trị	Vốn hóa
2020	11.16	1,067.46	79,790.35	1.45	3.92
2019	6.33	960.99	45,158.62	0.99	3.29
2018	(9.48)	892.54	49,737.86	1.35	2.88
2017	47.80	984.24	47,890.89	1.04	2.62
2016	14.82	664.87	32,329.62	0.60	1.49
2015	6.27	579.03	28,148.33	0.48	1.14
2014	7.92	545.63	30,468.30	0.53	0.99
2013	21.45	504.63	16,165.84	0.26	0.84
2012	17.75	413.73	14,057.34	0.22	0.68
2011	(27.62)	351.55	8,342.92	0.16	0.46
2010	(3.39)	484.70	11,792.65	0.38	0.59
2009	58.34	494.80	10,960.07	0.42	0.50
2008	(65.90)	315.62	2,835.17	0.12	-
2007	23.43	927.02	1,815.71	0.20	-
2006	144.99	751.77	569.34	0.03	-
2005	28.99	307.50	100.08	0.00	-
2004	42.70	239.29	57.23	0.00	-
2003	(8.98)	166.94	-	-	-
2002	(20.88)	183.33	-	-	-
2001	11.80	235.40	-	-	-
2000	106.83	206.83	-	-	-

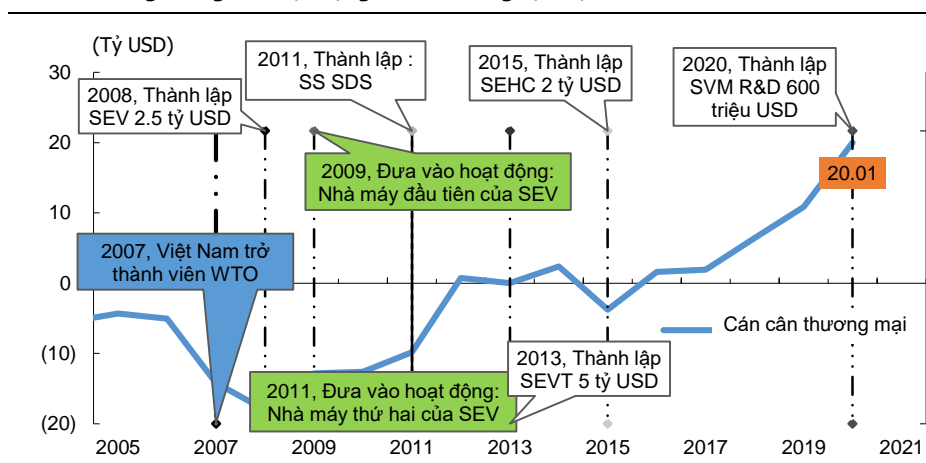
Ghi chú: Dữ liệu cập nhật ngày 18/12/2020
 Nguồn: Fiinpro, KIS

III. Yếu tố dẫn dắt tăng trưởng kinh tế 2021

1. Cơ hội từ sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu

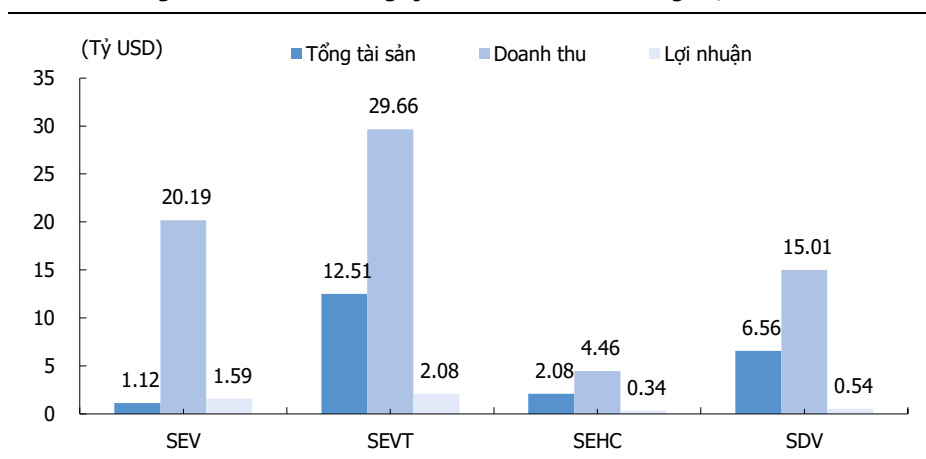
Nhìn từ giai đoạn toàn cầu hóa ban đầu của Việt Nam sau khi gia nhập WTO, dòng vốn đầu tư khổng lồ đến từ Hàn Quốc và các đối tác Châu Á khác, dẫn đầu là gã khổng lồ Samsung Electronics, đã giúp thay đổi toàn diện nền kinh tế Việt Nam trong thập kỷ vừa qua. Hoạt động của Samsung không những góp phần hiện đại hóa cả ngành công nghiệp điện tử và phụ trợ của Việt Nam mà còn cải thiện rõ rệt cán cân thương mại, góp phần ổn định tỷ giá hối đoái.

Bên cạnh đó, thành công của Samsung cũng tạo hình ảnh tốt về môi trường kinh doanh tại Việt Nam và quy trình quản lý được cải thiện của chính phủ. Hệ quả tất yếu là Việt Nam thu hút được dòng vốn FDI khổng lồ trong những năm qua với đa dạng các ngành nghề, đặc biệt đến từ các nhà đầu tư Hàn Quốc. Hiện tại, nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất tại thị trường chứng khoán Việt Nam là một quỹ Hàn Quốc với trung tâm là Korean Investment Trust Management, và sự phát triển của các công ty tài chính Hàn Quốc sẽ giúp phát triển thị trường vốn Việt Nam.

Hình 21. Dòng thời gian hoạt động của Samsung tại Việt Nam

Nguồn: [Samsung Electronics Vietnam](#), KIS

Samsung Electronics Vietnam (SEV): Samsung Electronics Bắc Ninh, SEVT: Samsung Electronics Thái Nguyên, SEHC: Samsung Electronics Hồ Chí Minh Ce Complex, SDV: Samsung Display Vietnam Co., Ltd, SS SDS: Samsung SDS Vietnam.

Hình 22. Thông tin tài chính các công ty thành viên của Samsung Việt Nam năm 2019

Nguồn: [Samsung](#), KIS

Samsung Electronics Vietnam (SEV): Samsung Electronics Bắc Ninh, SEVT: Samsung Electronics Thái Nguyên, SEHC: Samsung Electronics Hồ Chí Minh Ce Complex, SDV: Samsung Display Vietnam Co., Ltd.
* Samsung Electronics Việt Nam

Trong giai đoạn khởi đầu của đại dịch COVID-19 tại Trung Quốc và trên toàn cầu, chuỗi cung ứng toàn cầu, với vai trò chủ đạo của ngành công nghiệp sản xuất và lắp ráp tại Trung Quốc, trên bờ vực bị sụp đổ bởi lệnh phong tỏa toàn quốc của chính phủ Trung Quốc. Từ đó, việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng trở nên quan trọng hơn bao giờ hết, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp sản xuất hoạt động đa quốc gia. Việt Nam, với tiềm năng là công xưởng sản xuất và lắp ráp toàn cầu sau Trung Quốc, đang đứng trước cơ hội to lớn từ việc chuyển dịch này.

Vào đầu tháng 05/2020, Nikkei Asia trích dẫn từ những nguồn có liên quan đến Apple rằng công ty công nghệ lớn nhất thế giới này sẽ dịch chuyển một phần của chuỗi sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam trong quá trình đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu. Không lâu sau lời kêu gọi của Apple, Luxshare ICT và Foxconn, 2 nhà cung cấp của Apple cho dây chuyền sản xuất iPhone và

AirPods, đã tăng mức đầu tư vào Việt Nam trong 2H20, trong khi đó Pegatron, một tên tuổi khác cũng trong top 5 nhà sản xuất chi tiết và linh kiện điện tử lớn nhất, đã lên kế hoạch đầu tư khoảng 1 tỷ USD vào Việt Nam trước năm 2027. Bên cạnh những cái tên kể trên, những công ty cung ứng của Apple, bao gồm Wistron Corporation, Hon Hai Precision Industry Co. Ltd, Goer Tek và Compal Electronics đều đã có mặt tại Việt Nam.

Quá trình này không những giúp Việt Nam thúc đẩy chuyển hóa ngành công nghiệp sản xuất sang ngành công nghiệp công nghệ cao, mà còn khiến Việt Nam trở thành điểm thu hút vốn FDI hấp dẫn trong mắt nhà đầu tư nước ngoài. Trường hợp những lợi ích to lớn mà tập đoàn Samsung đem lại là minh chứng cho việc có thể có một cơ hội tương tự đến với nền kinh tế của chúng ta trong thời gian tới.

Bảng 4. Các khoản đầu tư và hoạt động của những nhà cung cấp Apple tại Việt Nam

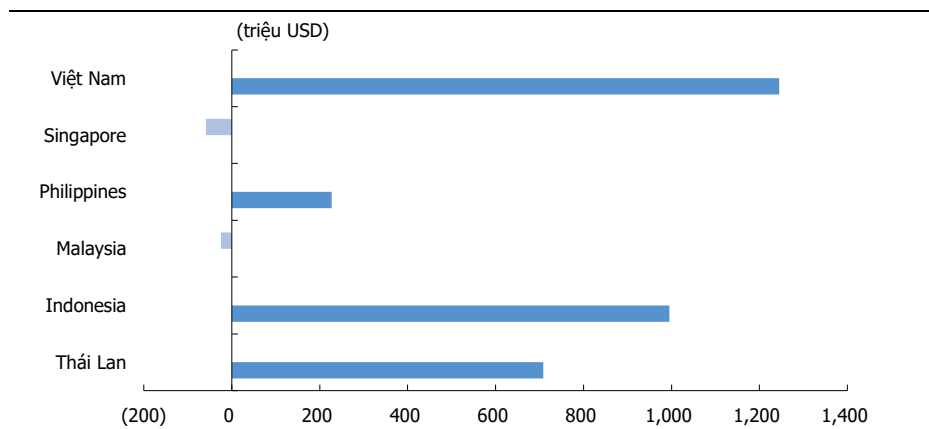
Năm	Tháng	LUXSHARE	Foxconn	
		(Sản xuất AirPods)	(Sản xuất iPhones)	
2016	10	• Luxshares ICT(Vietnam) được thành lập		
	01		• Foxconn mua quyền sử dụng 250,000m ² ở Bắc Giang trị giá 16.5 triệu USD.	
2019	07	• Luxshares ICT (Việt Nam) tăng vốn góp nhưng không rõ con số chính xác		
	08	• Luxshares ICT (Nghệ An) được thành lập. Vốn góp 70 triệu USD: Sản xuất cáp và sạc cho iPhones.		
		Merry & Luxshares (Việt Nam) được thành lập. Vốn góp 24 triệu USD		
	09	• Merry Electronics (Đài Loan) 51%, Luxshares 49% • Sản xuất AirPods		
2020	03	• Sản xuất AirPods Pro		
	04	• Luxshares ICT (Nghệ An) bắt đầu hoạt động • Luxshares ICT (Việt Nam) tăng vốn lên khoảng 65 triệu USD • Luxshares ICT (Vân Trung) tăng vốn nhưng không rõ con số chính xác		
	06	• Luxshares ICT (Nghệ An) tăng vốn nhưng không rõ con số chính xác: Sản xuất AirPods, Apple Watch • Luxshares và Goertek cùng hợp tác sản xuất tai nghe mới của Apple, AirPods Studio (tin chưa được xác nhận)		
	7-8	• Một số giám đốc điều hành cấp cao của Apple đã đến thăm Luxshare-ICT (Việt Nam) nhiều lần để tìm hiểu điều kiện sản xuất iPhone. Apple yêu cầu xây dựng khu ký túc xá nhằm đảm bảo năng lực sản xuất và tăng số lượng công nhân từ 28,000 lên 50,000-60,000 như hiện tại.	Foxconn đề xuất với chính quyền sẽ: • Thành lập khu công nghiệp rộng 600 ha ở Bắc Giang • Mở rộng Khu công nghiệp Bình Xuyên 2 giai đoạn II tại Vĩnh Phúc • Dành hơn 325 triệu USD để xây dựng nhà ở cho công nhân ở Bắc Giang, Bắc Ninh và Vĩnh Phúc	
	11	• Truyền thông đưa tin về khả năng có thể sản xuất 20% số iPhone 12 mini thông qua hợp tác (hoặc mua lại) Wistron của Trung Quốc	• Foxconn đầu tư 270 triệu USD vào công ty con là FuKang Technology Company Limited.	
	2021	1H	• AirPods 3 (mẫu thế hệ thứ 3) sẽ được sản xuất.	• Dây chuyền lắp ráp cho iPad và MacBook dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động
		2H	• New AirPods Pro sẽ được sản xuất	

*Nguồn: Thông cáo báo chí theo năm. KIS

2. Các nhà đầu tư nước ngoài, các khoản đầu tư và cơ cấu của quỹ ETF khi Samsung thâm nhập thị trường

Dòng vốn ETF tại Việt Nam đã tăng mạnh từ năm 2010. Đến cuối tháng 11/2020, tổng AUM của các quỹ ETF tại Việt Nam đã đạt 1.2 tỷ USD, cao gấp 10 lần so với số năm 2010. Bên cạnh đó, Việt Nam đã trở thành một trong những động lực chính cho dòng tiền dương trên khắp Đông Nam Á. Cụ thể, dòng tiền đổ vào Việt Nam ghi nhận đạt 105 triệu USD (từ đầu năm 2020 đến cuối tháng 11/2021), cao gấp 3 lần Thái Lan trong khi đó Indonesia, Malaysia, và Phillipines ghi nhận dòng tiền âm. Đây là tín hiệu tích cực cho thị trường vốn Việt Nam, nơi đang thu hút được rất nhiều nhà đầu tư nước ngoài.

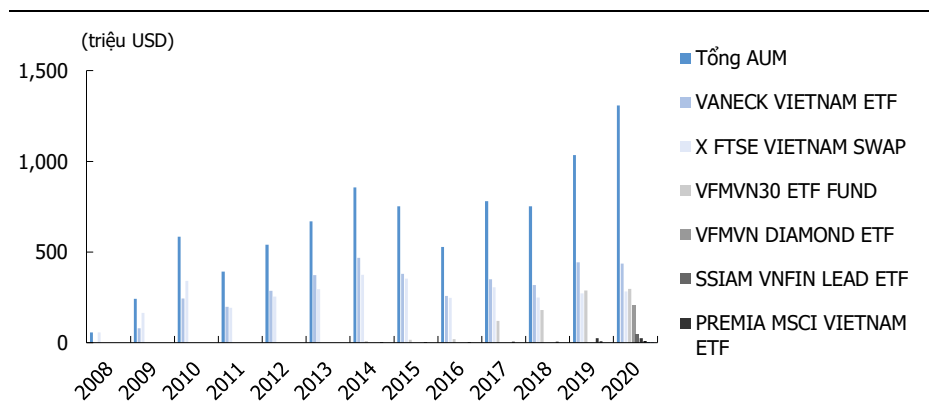
Hình 23. Dòng vốn ròng của các nước Đông Nam Á từ năm 2010



Nguồn: Fiinpro, KIS

Ngoài ra, sự đa dạng của các quỹ ETF đóng vai trò quan trọng đối với dòng tiền dương trên khắp Việt Nam. Đặc biệt, các quỹ ETF của Việt Nam đã phát triển mạnh mẽ kể từ năm 2008 với sự gia tăng đột biến AUM, từ 50 triệu USD năm 2008 lên gần 1,200 triệu USD năm 2020. Đáng chú ý, các quỹ ETF mới được thành lập trong năm 2020 là VFMVN Diamond ETF và SSIAM VNFIN Lead ETF đã đóng góp lớn vào việc duy trì dòng vốn tích cực trên khắp Việt Nam. Về dòng tiền thuần, VFMVN Diamond ETF và SSIAM VNFIN Lead ETF ghi nhận số liệu lần lượt là 90 triệu USD và 25 triệu USD.

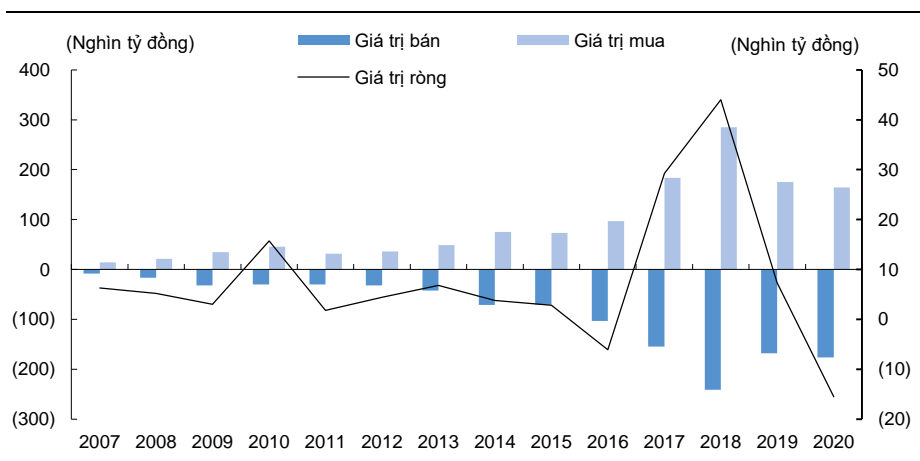
Hình 24. AUM của các quỹ ETF lớn ở Việt Nam



Nguồn: Fiinpro, KIS

Tuy nhiên, hoạt động của khối ngoại được ghi nhận ở mức tiêu cực. Hoạt động mua vào của nhà đầu tư nước ngoài đã diễn ra tốt hơn kể từ năm 2007 kéo theo thị trường được mua ròng. Đến tháng 11/2020, hoạt động bán ra của khối ngoại đã áp đảo thị trường. Giá trị bán ròng là 15 nghìn tỷ đồng trong khi thị trường ghi nhận giai đoạn mua ròng từ năm 2017 – 2019. Cụ thể, các hoạt động bán ra của nhà đầu tư ngoại đã tăng 6% so với năm 2019 trong khi hoạt động mua vào được ghi nhận giảm 6%. Sự tăng mạnh của áp lực bán từ khối ngoại được bắt đầu bởi tâm lý không ổn định của thị trường vốn Việt Nam đối với đại dịch COVID-19 và kết quả chưa rõ ràng của cuộc bầu cử tổng thống Mỹ năm 2020 cũng như các chính sách được đưa ra. Kết quả là, tiền đã chảy vào những công cụ khác được gọi là “thiên đường an toàn”, chẳng hạn như trái phiếu.

Hình 25. Giá trị mua/bán ròng hàng năm khối ngoại



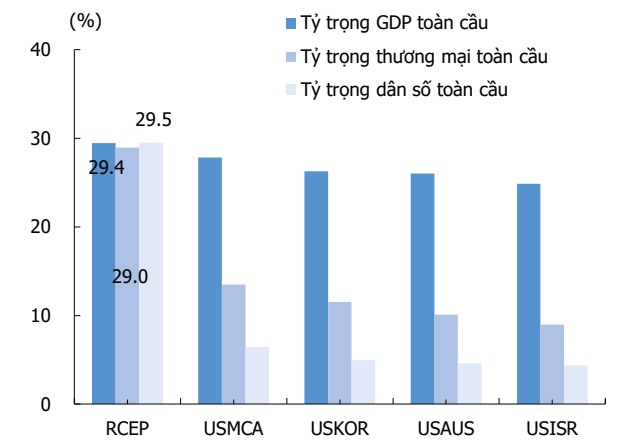
Nguồn: Fiinpro, KIS

IV. Cơ hội từ các hiệp định FTA thế hệ mới: CPTPP, EVFTA, và RCEP

1. Thông tin cơ bản về RCEP

RCEP, hiệp định thương mại (FTA) lớn nhất. Vào ngày 15/11/2020, các lãnh đạo của 15 nước, bao gồm 10 nước ASEAN, Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Úc, và New Zealand, cùng nhau ký Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP hoặc ASEAN +5), đánh dấu hiệp định thương mại tự do lớn nhất toàn cầu cho đến nay. Theo số liệu thống kê năm 2019, 15 thành viên RCEP chiếm khoảng 29.4% tổng GDP toàn cầu, 29% tổng xuất khẩu thế giới, và 29.5% tổng dân số toàn cầu. Về mục đích của Hiệp ước, RCEP hướng tới việc tạo thuận lợi cho khu vực thương mại giữa các nước thành viên bằng cách loại bỏ thuế quan và hạn ngạch đối với gần 65% hàng hóa và dịch vụ giao thương, đồng thời giúp việc kinh doanh có thể dự đoán được với những quy tắc xuất xứ (Rules of origin) và các quy định rõ ràng minh bạch.

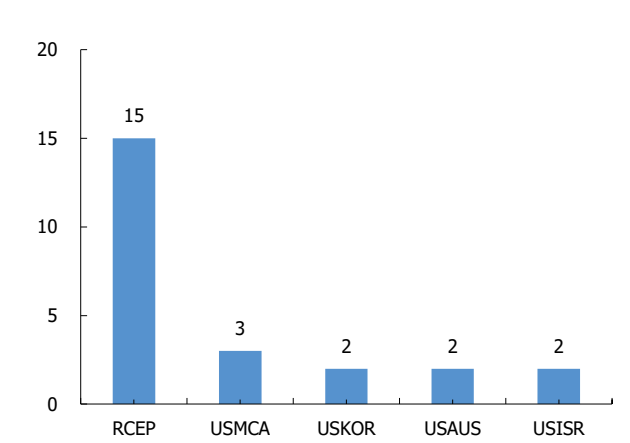
Hình 26. RCEP và top 4 FTA



Nguồn: GSO, IMF, KIS

RCEP: Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực, USMCA: Hiệp định giữa Mỹ-Mexico-Canada, USKOR: Hiệp định giữa Mỹ - Hàn Quốc, USAUS: Hiệp định giữa Mỹ - Úc, USISR: Hiệp định giữa Mỹ - Israel.

Hình 27. Số lượng thành viên trong top 5 FTA

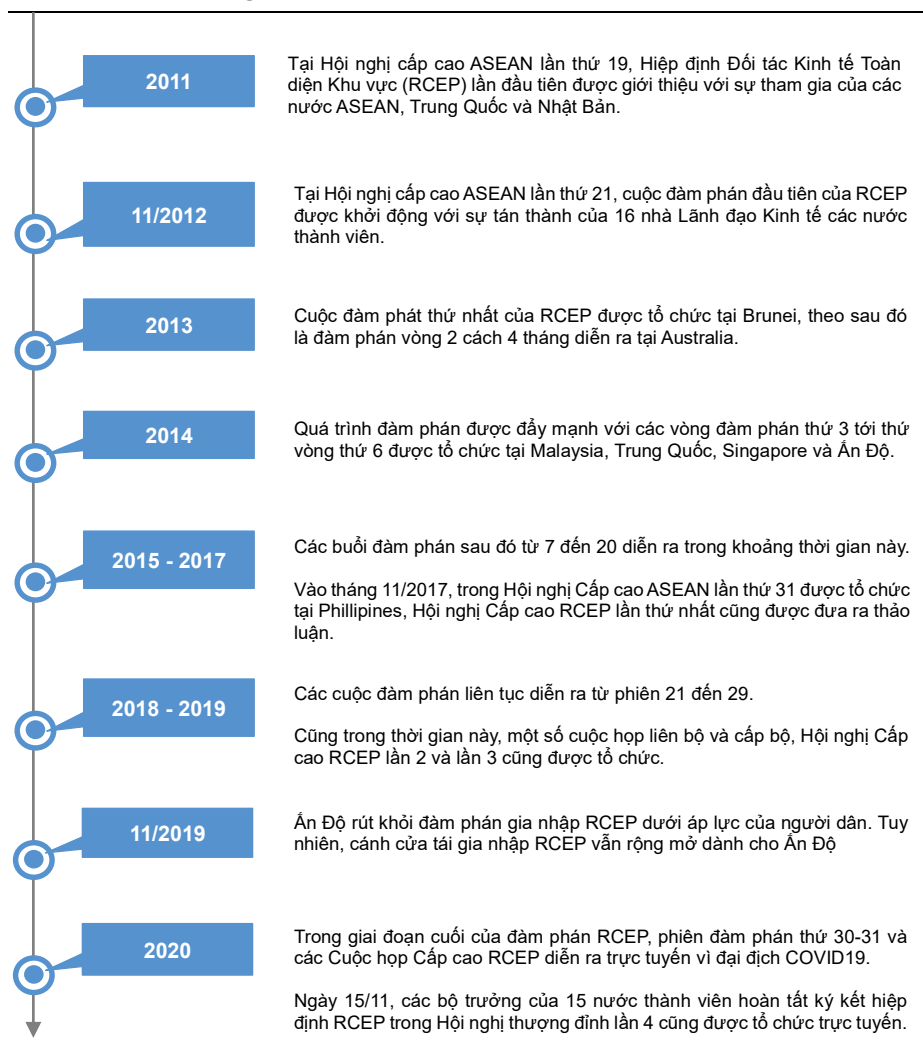


Nguồn: WTO, KIS

RCEP đã gần có kết quả sau một thập kỷ đàm phán và trở nên ý nghĩa hơn trong bối cảnh suy thoái vì đại dịch COVID-19. Vào giai đoạn đầu năm 2012, 10 nước ASEAN (bao gồm Việt Nam, Brunei, Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia, Myanmar, Phillipines, Singapore, và Thái Lan) cùng với 6 đối tác FTA khác của ASEAN – Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Australia, New Zealand, và Ấn Độ - đã khởi động buổi đàm phán đầu tiên xây dựng nên “một hiệp định hợp tác kinh tế hiện đại, toàn diện, chất lượng cao và các bên cùng có lợi”.

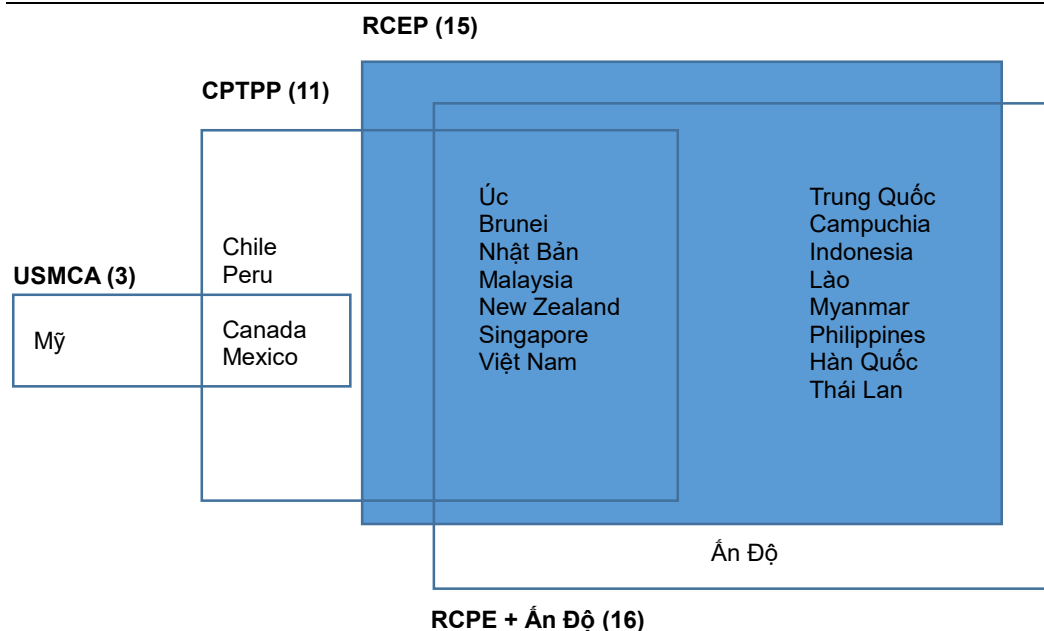
Trong thời kỳ toàn cầu hóa, một khối thương mại tự do đa phương như RCEP đặc biệt quan trọng với các nền kinh tế mới nổi Châu Á vì nó giúp tạo điều kiện cho các nền kinh tế dựa vào sản xuất – xuất khẩu tiếp cận với khu vực tự do thương mại rộng lớn, bao phủ 1/3 tổng GDP toàn cầu – thương mại – dân số, rộng hơn nhiều so với một hiệp định thương mại song phương truyền thống. Với sự nỗ lực to lớn của tất cả các thành viên dưới sự dẫn dắt của Trung Quốc, sau 31 vòng đàm phán và một số cuộc họp cấp cao giữa các Bộ trưởng Thương mại, 15 nước thành viên – không bao gồm Ấn Độ – đã ký kết hoàn tất Thỏa thuận RCEP trong Hội nghị thượng đỉnh RCEP lần thứ 4 vào ngày 15/11/2020.

RCEP sẽ có hiệu lực sau 60 ngày khi được ít nhất 6 quốc gia ASEAN và 3 đối tác ngoài ASEAN phê duyệt. Với những trường hợp nếu chính phủ chưa đồng ý phê duyệt, Hiệp định sẽ hiệu lực sau 60 ngày kể từ ngày chính phủ các nước sở tại ký kết thông qua và có thông báo đến Cơ quan lưu ký RCEP về việc hoàn thành các thủ tục.

Hình 28. Các mốc thời gian của RCEP

Nguồn: [Vietnam WTO Center](#), KIS

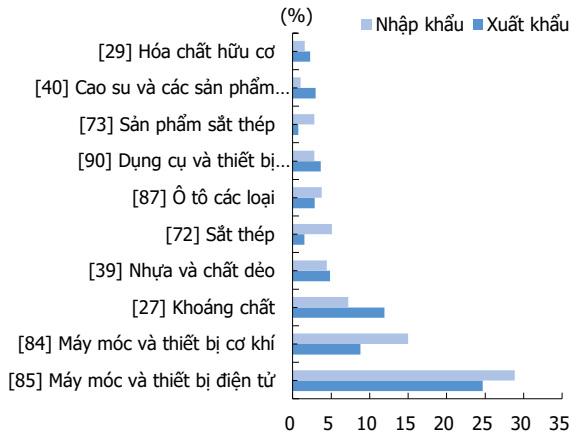
RCEP tương đồng với các Hiệp định FTA khác giữa các thành viên. Hiện có một số hiệp định song phương hoặc đa phương giữa các thành viên đã được ký kết hoặc có hiệu lực trước RCEP, như Hiệp định Hợp tác Kinh tế Toàn diện ASEAN – Trung Quốc (ACFTA), Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện ASEAN – Nhật (AJCEP). ACFTA giống với RCEP nhất với 11 trên 15 quốc gia bị trùng lặp, trong khi đó thì CPTPP bao gồm 7 quốc gia tương tự. Các hiệp ước song phương lớn, như Hiệp định Thương mại Tự do Australia – Trung Quốc (PRC-Australia FTA), Hiệp định Thương mại Tự do Nhật Bản – Trung Quốc (JKFTA), cũng góp phần tạo nên sự tương đồng giữa RCEP và các FTA về thành viên.

Hình 29. RCEP và các FTA khác liên quan đến Mỹ, Châu Á, và Thái Bình Dương và số GDP 2019

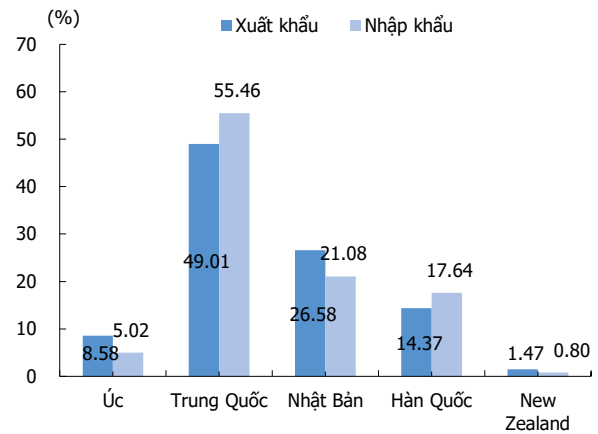
Nguồn: [WTO](#), KIS

Lợi ích tiềm năng của RCEP xoay quanh xuất khẩu sản phẩm máy tính, điện thoại và linh kiện điện tử cũng như thị trường Trung Quốc. Về cơ cấu thương mại khu vực, xuất khẩu các sản phẩm mã số HS85, HS84, HS27 là những nhóm sản phẩm được giao dịch nhiều nhất giữa các nước Đông Nam Á (ASEAN) và các thành viên khác. Trong năm 2019, giá trị giao dịch của HS85, HS84 và HS27 lần lượt đạt 52.14 tỷ USD, 23.81 tỷ USD, và 17.84 tỷ USD, lần lượt chiếm 27.05%, 12.35%, và 9.25%.

Đối với quan hệ thương mại giữa ASEAN và các quốc gia thành viên, Trung Quốc là thành viên quan trọng nhất với giá trị thương mại đến 10.36 tỷ USD, tương đương 52.69% tổng thương mại của các quốc gia ASEAN với các quốc gia thành viên. Nhật Bản và Hàn Quốc đứng ở vị trí thứ hai và ba với giá trị giao dịch lần lượt là 4.61 tỷ USD và 3.19 tỷ USD, chiếm tỉ lệ lần lượt 23.44% và 16.24% tổng giá trị thương mại với ASEAN.

Hình 30. Top 10 sản phẩm xuất nhập khẩu của Đông Nam Á với các nước trong RCEP

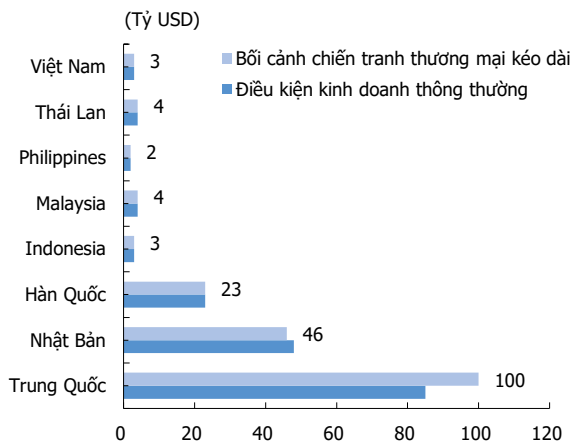
Nguồn: ASEAN, KIS

Hình 31. Thị phần thương mại của Đông Nam Á với các nước trong RCEP

Nguồn: ASEAN, KIS

Điều khoản về Quy tắc xuất xứ (ROO) là điểm nhấn của RCEP. Bên cạnh các điều khoản khác của hiệp định thương mại tự do như cắt giảm thuế quan, RCEP cũng đơn giản hóa các quy định về ROO và các hạn ngạch xuất khẩu đối giữa các nước thành viên. Sau khi RCEP có hiệu lực, các nước thành viên sẽ thống nhất việc kiểm soát quy định ROO đối với các sản phẩm xuất khẩu trong khối, là tiền đề trong việc áp dụng các ưu đãi về thuế quan. Việc hợp nhất ROO cũng sẽ đưa vào thêm các trường hợp ưu đãi thuế quan với các quốc gia khác. Ví dụ, hàng hóa từ ASEAN mà sử dụng phần lớn nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc cũng sẽ được hưởng ưu đãi tương đương về thuế giống như các sản phẩm 100% nội địa. Sự thay đổi các quy định xuất xứ này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy mạnh quan hệ thương mại giữa các thành viên trong khối.

ASEAN +5 sẽ hưởng lợi lớn từ RCEP trong khi Mỹ sẽ chịu các bất lợi từ hiệp định này. Các quy định chung về xuất xứ sẽ mang đến nhiều lợi ích cho Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc trong việc nâng cao sự cạnh tranh của các nước này với Mỹ trong quan hệ thương mại với các quốc gia thành viên. Trong khi đó, việc rút khỏi các thỏa thuận thương mại với khu vực ASEAN, cụ thể là Hiệp định CPTPP, ảnh hưởng đến vị thế của Mỹ ở Châu Á và trên toàn cầu. Theo ước tính của Petri và Plummer (2020), Trung Quốc là nước hưởng lợi nhiều nhất từ RCEP về mức gia tăng GDP per capita, trong khi Nhật Bản và Hàn Quốc là nước được hưởng lợi nhiều thứ hai và thứ ba. Điều này phần nào được lý giải bởi theo số liệu thống kê của WTO, cho đến nay chưa có hiệp định thương mại nào đáng chú ý giữa Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Hình 32. Các nước hưởng lợi từ RCEP

Nguồn: [Petri and Plummer \(2020\)](#), KIS

Hình 33. Các nước hưởng lợi từ RCEP: bản đồ choropleth

Incremental Change In Real Income (USDbn) from RCEP



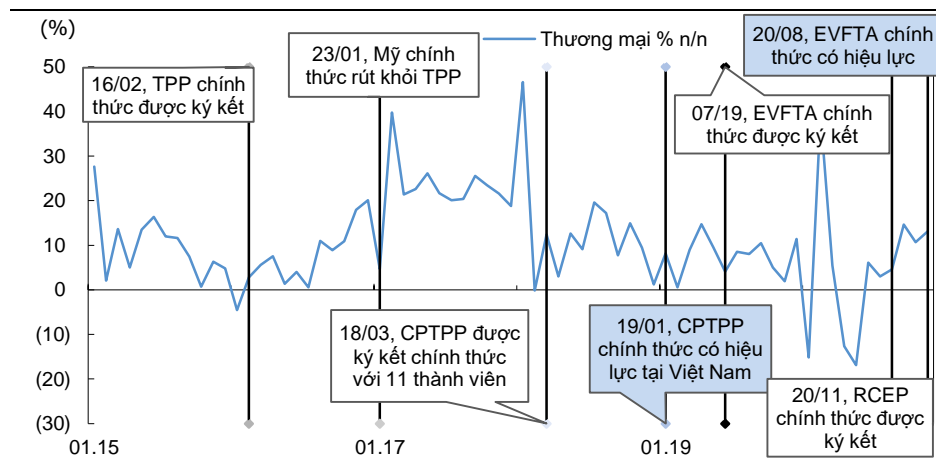
Nguồn: [Petri and Plummer \(2020\)](#), KIS

2. Ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam

Sau khi tham gia hai hiệp định thương mại CPTPP và EVFTA năm 2018 và 2020, nền kinh tế Việt Nam đánh dấu một cột mốc quan trọng nữa vào cuối năm 2020 khi Việt Nam tham gia vào hiệp định thương mại lớn nhất thế giới RCEP. Với nền kinh tế chủ yếu dựa vào xuất khẩu và FDI, chính phủ Việt Nam đang có những bước tiến vượt bậc trong việc nâng cao vai trò của mình với hội nhập quốc tế nhằm mở rộng thương mại và thu hút FDI. Cho đến hiện tại, CPTPP và EVFTA đã đóng góp khá đáng kể trong công cuộc củng cố tăng trưởng thương mại của Việt Nam, đối mặt với những thách thức từ sự suy yếu của quá trình toàn cầu hóa trong thời kỳ đại dịch.

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung nhấn mạnh chủ nghĩa dân tộc với việc tăng cường hàng rào thuế quan và phi thuế quan, trong khi COVID-19 làm thương mại quốc tế tồi tệ hơn vì người tiêu dùng trở nên thận trọng hơn trong việc chi tiêu. Sau khi CPTPP có hiệu lực, giá trị thương mại của Việt Nam đạt 43.81 tỷ USD mỗi tháng và tăng bình quân 7.5% n/n tới nay, những số liệu tương ứng với EVFTA là 50.81 tỷ USD và 11.66% n/n. Những con số ấn tượng như vậy càng hỗ trợ cho việc hiệp định lớn nhất thế giới sẽ ảnh hưởng tích cực đến dòng chảy thương mại của Việt Nam. Nếu CPTPP và EVFTA trực tiếp mang lại cơ hội lớn cho xuất khẩu sang các thị trường mới bằng việc giảm đáng kể về thuế quan, RCEP có thể đưa sản phẩm Việt Nam gắn với chuỗi giá trị khu vực và giảm chi phí sản xuất. Quan trọng hơn, việc áp dụng Quy tắc xuất xứ chung cũng giúp các sản phẩm Việt Nam có tỉ lệ nội địa hóa thấp hưởng mức ưu đãi thuế từ những nước thành viên khác, bao gồm Nhật Bản và Hàn Quốc, gia tăng tương đối những lợi thế so sánh của sản phẩm Việt Nam sau khi RCEP có hiệu lực.

Hình 34. Dòng thời gian ký kết CPTPP, EVFTA, và RCEP



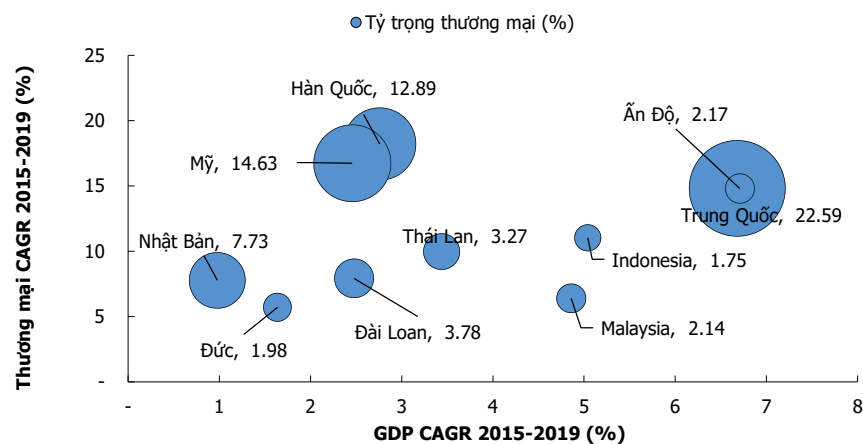
Nguồn: [Vietnam WTO Center](#), KIS

RCEP: Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực, USMCA: Hiệp định giữa Mỹ-Mexico-Canada, USKOR: Hiệp định giữa Mỹ - Hàn Quốc, USAUS: Hiệp định giữa Mỹ - Úc, USISR: Hiệp định giữa Mỹ - Israel.

Với tinh thần hợp tác toàn diện về kinh doanh và thương mại, RCEP được kỳ vọng sẽ tạo ra thêm nhiều giá trị đối với thương mại Việt Nam qua việc cắt giảm thuế quan trong khu vực và tăng khả năng dự đoán của doanh nghiệp. Các thành viên chủ chốt của RCEP, như Trung Quốc, Hàn Quốc, và Nhật Bản, là những đối tác thương mại quan trọng của Việt Nam. Thêm vào đó, sự tham gia của họ có khả năng sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam với những mặt hàng có tính cạnh tranh cao. Trong năm 2019, giá trị giao dịch với Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản lần lượt chiếm 22.59%, 12.89% và 7.73% tổng kim ngạch thương mại Việt Nam. Ngoài ra, RCEP tạo điều kiện thuận lợi cho sự cạnh tranh công bằng giữa các khu vực như một phần vốn có của nội dung của các FTA. Vì vậy, đó là động lực cho các doanh nghiệp, bao gồm doanh nghiệp Việt Nam, để có thể không ngừng cải thiện sản phẩm và hoạt động kinh doanh của mình.

Đáng chú ý hơn, việc hợp nhất quy tắc xuất xứ chung (ROO) tạo điều kiện thuận lợi cho thương mại bằng cách cho phép các nước thành viên, bao gồm Việt Nam, áp dụng một quy định thống nhất thay vì quy định xác định xuất xứ phức tạp trước đó. Ngoài ra, RCEP hợp nhất các thủ tục thông quan và xúc tiến thương mại. RCEP cũng tăng tính cạnh tranh và mở ra cơ hội cho các sản phẩm Việt Nam tiếp cận với các thị trường khác trong khu vực, đặc biệt với những sản phẩm không đủ điều kiện được hưởng ưu đãi thuế quan do có các thành phần có nguồn gốc xuất xứ từ Trung Quốc như Nhật Bản, Hàn Quốc.

Hơn nữa, RCEP nâng cao vị thế quốc tế của Việt Nam với tư cách là thành viên của khối thương mại lớn nhất thế giới. Thông qua việc liên tục tham gia nhiều hiệp định, Việt Nam thể hiện rõ lập trường hướng tới hợp tác đầu tư kinh doanh ngày càng sâu rộng. Việc ký kết thành công RCEP cũng phản ánh đường lối nhất quán của chính quyền trong việc cải thiện độ mở cửa thương mại của nền kinh tế.

Hình 35. Tăng trưởng GDP và thương mại của VN và các quốc gia khác

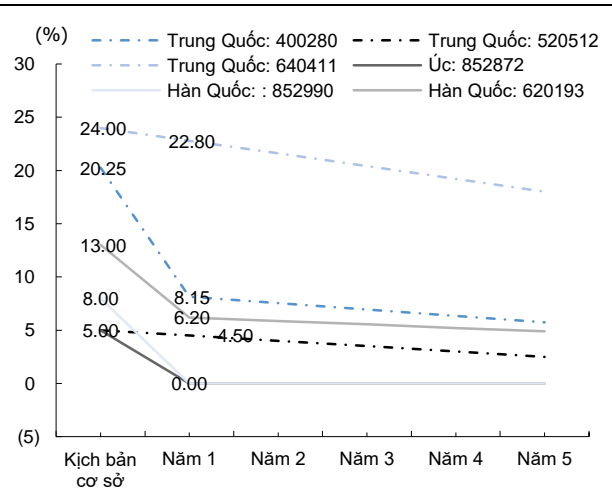
Nguồn: GSO, IMF, KIS

Tuy nhiên, lợi ích trực tiếp lại có phần bị hạn chế vì Việt Nam đã có tham gia vào các hiệp ước với tất cả các nước trong RCEP. Theo ước tính của Petri và Plummer (2020), việc tham gia mang đến cho Việt Nam một mức tăng về thu nhập thực tế trung bình khoảng 3 tỷ USD trong tất cả tình huống. Có một vài lý do để lý giải về lợi ích đáng kể này. Thứ nhất, Việt Nam đã tham gia vào đàm phán, ký kết và thực hiện một vài FTA mà những nước ký kết đều có tham gia vào RCEP. Vì thế, mức ưu đãi thuế quan từ RCEP không phải là trọng yếu. Theo số liệu thống kê WTO năm 2019, Việt Nam đã xuất khẩu nhóm sản phẩm điện thoại dùng cho mạng di động và mạng không dây (HS 851770) đạt 8.31 tỷ USD sang Trung Quốc và 10.23 tỷ USD sang Hàn Quốc, chiếm lần lượt 20.06% và 21.43% tổng lượng hàng hóa tương ứng xuất sang các nước đó. Tuy nhiên, mức thuế suất cơ bản của Trung Quốc và Hàn Quốc với những mặt hàng này từ Việt Nam đang ở mức 0% ở hiện tại. Do đó, Việt Nam sẽ không được hưởng lợi về ưu đãi thuế quan từ hiệp định khu vực mới này.

Thứ hai, các sản phẩm của Việt Nam trong giai đoạn đầu của RCEP sẽ đối mặt với các thách thức là những hàng hóa có giá trị tăng cao từ những thị trường phát triển hơn như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc. Mặc dù kế hoạch áp dụng thuế quan chậm rãi cho phép các doanh nghiệp điều chỉnh hoạt động của mình, những bất lợi ngày càng gia tăng là không thể tránh khỏi. Ngoài ra, Việt Nam cần nâng cấp quy trình thông quan và các hoạt động kinh doanh để đáp ứng các chuẩn mực cao hơn của các nước tiên tiến. Những sự thay đổi như vậy sẽ cản thiện môi trường thương mại về lâu dài, nhưng nó sẽ phát sinh chi phí và sự bất tiện trong khoảng thời gian ngắn.

Hình 36. Thị phần xuất khẩu Việt Nam (%) theo quốc gia/mã số HS

	Úc	Trung Quốc	Nhật Bản	Hàn Quốc	New Zealand
030617	-	-	1.70	-	-
080132	-	-	-	-	3.83
081090	-	3.39	-	-	-
270900	3.11	-	1.84	-	-
400280	-	3.00	-	-	-
440122	-	-	2.44	-	-
520512	-	2.69	-	-	-
620193	-	-	-	1.88	-
620293	-	-	-	1.72	-
640411	3.40	-	-	-	2.67
851712	19.06	-	3.52	5.32	33.92
851762	3.87	-	-	-	2.63
851770	-	20.06	-	21.43	-
852872	5.85	-	-	-	6.49
852990	-	-	-	2.23	-
854231	-	14.02	-	-	-
854430	-	-	8.83	-	-

Nguồn: [Vietnam WTO Center](#), KIS**Hình 37. Lộ trình thuế quan RCEP đối với các mặt hàng xuất khẩu lớn**Nguồn: [WTO Center Vietnam](#), KIS

Chiến lược đầu tư 2021

Việt Nam: “Khi con hổ tỉnh giấc”

Tổng quan ngành

Tổng quan	27
Bất động sản công nghiệp	28
Thủy sản	32
Ngân hàng	41
Xây dựng và Vật liệu	49
Bất động sản nhà ở	53
Hàng không	57
Cổ phiếu khác: MWG	65

Tổng quan ngành

Ngành	Luận điểm đầu tư	Cổ phiếu khuyến nghị
Bất động sản công nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> - Việt Nam giữ vị thế cao trong mắt giới đầu tư quốc tế - Ký kết các Hiệp định thương mại tự do (FTA) giúp thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam - Nhà xưởng và kho bãi cho thuê “lên ngôi” - Giá thuê đất kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2021F-22F 	PHR
Thủy sản	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng xuất khẩu phục hồi trong năm 2021 - EVFTA và UKFTA mở ra nhiều cơ hội cho thủy sản Việt Nam tại thị trường EU và Anh. - Xuất khẩu thủy sản Việt Nam đối mặt với rủi ro chính từ việc bị Chính phủ Mỹ đánh thuế. 	VHC
Ngân hàng	<ul style="list-style-type: none"> - Tín dụng tăng trưởng trên triển vọng GDP tươi sáng - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021 	ACB, TCB, VPB
Xây dựng và Vật liệu	<ul style="list-style-type: none"> - Dấu hiệu rõ ràng về sự phục hồi của thép xây dựng trong năm 2021 - Đá xây dựng “nổi lên” nhờ kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng cho vùng Đồng bằng sông Cửu Long - Đồ nội thất duy trì đà tăng trưởng do được hỗ trợ từ chính sách thuế quan của Mỹ - Ngành xi măng vẫn chưa thoát khỏi khó khăn 	HPG
Bất động sản nhà ở	<ul style="list-style-type: none"> - Đầu tư mạnh mẽ cho cơ sở hạ tầng kích cầu bất động sản - Các chính sách tín dụng tiếp tục thuận lợi trong năm 2021 - Các quy định sửa đổi giúp cải thiện quy trình cấp phép 	DXG
Hàng không	<ul style="list-style-type: none"> - Tái cơ cấu là việc quan trọng nhất - Vận chuyển hàng hóa phục hồi mạnh mẽ - Cơ hội từ sự chuyển dịch cơ cấu sản xuất 	SCS

Bất động sản công nghiệp

Tăng tỉ trọng

► Luận điểm chính

- Việt Nam trở thành “ngôi sao đang lên” khi kiểm soát thành công dịch COVID-19
- Xu hướng di chuyển ra khỏi Trung Quốc nhằm đa dạng hóa sản xuất, giảm thiểu rủi ro từ chuỗi cung ứng tập trung
- Giá thuê đất kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2021-2022

► Cổ phiếu khuyến nghị

Phước Hòa (PHR, chưa định giá)			
	2017A	2018A	2019A
PE (x)	20.8	16.4	25.8
PB (x)	2.3	3.4	3.5
EV/EBITDA (x)	25.0	37.5	27.4
Cổ tức (%)	3.0	2.7	3.5
EPS (đồng)	4,147	4,674	2,863
BPS (đồng)	28,887	19,302	18,661

Tiếp tục sôi động

Luận điểm đầu tư

Việt Nam giữ vị thế cao trong mắt giới đầu tư quốc tế

Theo khảo sát do Standard Chartered thực hiện năm 2020, 38% số người tham gia cho biết sẽ cân nhắc mở rộng kinh doanh tại Việt Nam trong ba năm tới, các địa điểm được cân nhắc tiếp theo lần lượt là Campuchia, Myanmar, Bangladesh và Thái Lan. Vị trí địa lý thuận lợi, chi phí vận hành và mức thuế ưu đãi thấp cùng với khả năng kiểm soát đại dịch chặt chẽ, Việt Nam tiếp tục là điểm đến ưa thích của các doanh nghiệp đa quốc gia nhằm tránh căng thẳng thương mại Mỹ-Trung leo thang.

Việc ký kết các Hiệp định thương mại tự do (FTA) giúp thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam

Khi chuyển hoạt động sản xuất vào Việt Nam, một số doanh nghiệp mong muốn được hưởng trợ cấp thuế từ các hiệp định FTA mà Việt Nam đã ký kết và có hiệu lực. Sau tối đa bảy năm kể từ khi EVFTA có hiệu lực, EU sẽ xóa bỏ thuế nhập khẩu đối với hàng hóa từ Việt Nam. Đây là mức cam kết cao nhất mà Việt Nam đạt được theo các FTA đã ký kết từ trước đến nay. Theo quan điểm của chúng tôi, EVFTA sẽ thúc đẩy các công ty đầu tư sản xuất đến Việt Nam, giúp duy trì dòng vốn FDI mạnh mẽ vào quốc gia Đông Nam Á trong những năm tới.

Nhà xưởng và kho bãi cho thuê “lên ngôi”

Trong khi các doanh nghiệp lớn đầu tư thuê đất để xây dựng nhà xưởng thì ngày càng nhiều doanh nghiệp vừa và nhỏ có nhu cầu thuê nhà xưởng/nhà kho xây sẵn để tiết kiệm thời gian và chi phí đầu tư ban đầu. Nắm bắt xu thế, ngày càng nhiều nhà đầu tư và phát triển bất động sản công nghiệp xây dựng nhà xưởng/kho bãi cho thuê. Tổng diện tích nhà xưởng, kho bãi cho thuê ước tính lên tới 10 triệu m², chủ yếu ở các tỉnh, thành phố phía Bắc và phía Nam.

Giá thuê đất kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong 2021-2022

Năm 2020 chứng kiến hoạt động sôi nổi của thị trường cho thuê đất, giá thuê tăng trung bình 9.7% n/n (cuối 2Q20) lên 105 USD/m²/chu kỳ thuê tại các tỉnh phía Nam và tăng trung bình 6.9% n/n (cuối 3Q20) lên 96 USD/m²/chu kỳ thuê tại các tỉnh phía Bắc. Chúng tôi tin rằng xu hướng tăng giá thuê sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2021 với mức tăng 7-10% n/n.

Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực về CTCP Cao su Phước Hòa dựa trên triển vọng kết quả kinh doanh trong năm 2021 với +15% đóng góp từ khoản đền bù dự án Khu công nghiệp VSIP 3 và xu hướng tăng của giá cao su.

Nhàn Lại

nhan.lt@kisvn.vn

Cao su Phước Hòa (PHR)

Giá cp (24/12, đồng)	64,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,618
SLCP lưu hành (triệu)	135
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	66,200/31,731
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	65
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	32.4/13.8
Sở hữu nước ngoài (%)	13.7
Tập đoàn Cao su Việt Nam	66.6
Quý VOF Investment	4.9

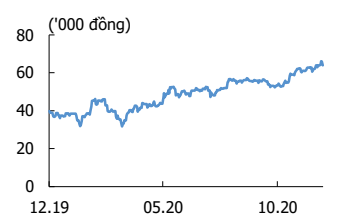
	D.thu	LNHD	LN ròng	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2015A	1,227	156.48	212	2,697	(19.8)	123.6	30.9	45.1	2.5	9.5	3.0
2016A	1,178	158.22	220	2,804	4.0	127.0	31.8	46.4	2.4	9.8	2.7
2017A	1,654	232.72	326	4,147	47.9	232.9	20.8	25.0	2.3	13.8	3.5
2018A	1,558	362.07	628	4,674	12.7	242.0	16.4	37.5	3.4	24.7	3.0
2019A	1,639	373.41	450	2,863	(38.7)	320.3	25.8	27.4	3.5	17.0	4.6

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.7	31.5	66.4
Tương đối với VNI (%p)	(4.8)	5.6	52.8

Giá cổ phiếu



Sự tự tin mang lại cơ hội

Khoản đền bù dự án khu công nghiệp VSIP 3 dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận năm 2021. Chúng tôi lựa chọn PHR là Cổ phiếu khuyến nghị, công ty đang tiến đến việc trở thành một trong những nhà khai thác công nghiệp hàng đầu miền Nam nhờ quỹ đất hàng nghìn ha từ đất cao su thanh lý. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận được ít nhất 898 tỷ đồng từ tiền đền bù đất dự án khu công nghiệp VSIP 3.

Cao su tăng giá do nhu cầu tiêu thụ của Trung Quốc. Giá cao su tăng, đạt mức đỉnh nhiều năm vào ngày 29/10/2020 sau kết quả của cuộc Khảo sát của Reuters cho thấy nền kinh tế Trung Quốc sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2021 sau cuộc suy thoái do đại dịch Covid-19 gây ra. ANRPC dự báo xu hướng tăng giá cao su sẽ được duy trì trong những tháng tới do 1) sự phục hồi lĩnh vực sản xuất của Trung Quốc, 2) sự gia tăng doanh số bán ô tô ở Ấn Độ và 3) triển vọng về một chương trình kích thích kinh tế mới của Hoa Kỳ. Tháng 9 là tháng đầu tiên thị trường ô tô toàn cầu phục hồi sau một thời gian dài suy giảm do dịch Covid-19.

Đảm bảo mức tăng trưởng hai con số trong năm 2021. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu và LNST của PHR có thể đạt lần lượt 1,891 tỷ đồng và 1,222 tỷ đồng, tăng tương ứng 97.2% n/n và 18.7% n/n nhờ vào triển vọng khả quan của thị trường cao su và khoản đền bù từ dự án khu công nghiệp VSIP 3.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Tài sản ngắn hạn	890	1,194	1,051	1,369	2,302
Tiền và tương đương tiền	602	825	539	707	1,638
Phải thu	107	160	218	297	227
Hàng tồn kho	148	177	258	308	327
Tài sản dài hạn	2,333	2,505	2,899	3,434	3,159
Tài sản hữu hình	533	622	923	1,212	1,427
Tài sản vô hình	1,801	1,884	1,976	2,222	1,732
Khác	110	192	381	342	503
Tổng tài sản	3,300	3,860	4,295	5,087	5,855
Người bán trả tiền trước	33	90	194	55	31
Doanh thu chưa ghi nhận	75	253	529	1,202	1,552
Các khoản phải trả người bán	26	43	69	63	76
Các khoản phải trả khác	359	274	320	500	999
Nợ vay ngắn hạn	360	603	463	127	99
Nợ vay dài hạn	33	90	194	55	31
Tổng nợ	1,107	1,565	1,884	2,400	3,253
Vốn CSH	2,135	2,236	2,349	2,615	2,529
Vốn điều lệ	813	813	813	1,355	1,355
Thặng dư	2	0	0	21	21
Quỹ khác	1,006	1,047	1,245	927	1,034
LN giữ lại	314	377	290	312	119
Lợi ích CĐSTS	58	59	63	71	72

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Dòng tiền hoạt động	244	265	115	468	641
LN ròng	215	223	330	644	488
Khấu hao	45	49	51	71	85
Khấu trừ					
Tăng vốn lưu động ròng	(70)	128	(104)	230	263
Khác					
Dòng tiền đầu tư	(73)	(182)	(179)	(171)	(202)
Chi phí vốn	(144)	(291)	(236)	(176)	(169)
Giảm tài sản cố định					
Tăng đầu tư tài chính	134	(176)	344	103	115
Tăng ròng tài sản vô hình					
Khác					
Dòng tiền tài chính	(298)	80	(276)	(274)	(280)
Tăng vốn chủ	14	0	1	118	0
Tăng nợ	(151)	221	(134)	(203)	20
Chi trả cổ tức	(160)	(141)	(143)	(189)	(300)
Khác					
Dòng tiền khác					
Tăng tiền mặt	(64)	(122)	(53)	122	307

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu	1,227	1,178	1,654	1,558	1,639
Giá vốn hàng bán	1,058	1,020	1,370	1,283	1,286
Lợi nhuận gộp	169	158	284	274	353
Chi phí bán hàng & QLDN	91	80	102	103	118
LN hoạt động	79	78	182	171	235
Doanh thu tài chính	73	77	75	163	187
Thu nhập lãi	48	33	47	53	100
Chi phí tài chính	35	21	51	41	48
Chi phí lãi vay	35	19	49	28	30
LN khác	105	101	179	408	234
Lãi (lỗ) từ LD&LK	40	25	26	69	(1)
LN trước thuế	261	260	412	770	607
Thuế TNDN	46	36	81	126	119
LN sau thuế	215	223	330	644	488
Lợi ích cổ đông thiểu số					
LN công ty mẹ					
EBITDA	124	127	233	242	320

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	2,697	2,804	4,147	4,674	2,863
BPS	26,259	27,507	28,887	19,302	18,661
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(23.5)	79.7	14.9	61.3	25.1
LN hoạt động	(48.8)	65.0	84.5	54.7	14.4
LN ròng	(19.8)	55.7	38.9	61.8	3.2
EPS	(19.8)	32.8	(34.4)	61.1	(22.8)
EBITDA	(38.7)	65.6	84.5	54.7	15.0
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	6.4	6.6	11.0	11.0	14.4
Biên LN ròng	17.5	18.9	20.0	41.3	29.8
Biên EBITDA	10.1	10.8	14.1	15.5	19.5
ROA	6.3	6.1	8.0	13.4	8.2
ROE					
Suất sinh lợi cổ tức					
Tỷ lệ chi trả cổ tức	37.1	35.7	24.1	21.4	34.9
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	13	10	163	(202)	(1,120)
Nợ ròng/VCSH (%)	0.6	0.4	6.8	(7.5)	(43.0)
Định giá (x)					
PE	NM	30.3	62.0	31.8	21.4
PB	NM	2.9	7.3	6.0	4.7
EV/EBITDA	NM	19.2	32.3	18.7	12.7

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu			Lợi nhuận và Định giá										
Công ty			D.thu	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức	
			(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(%)	
Cao su	Khuyến nghị	-	2015A	15,069	1,415	1,712	654	14,970	41.6	1.8	4.0	30.0	0.0
Việt Nam	Giá mục tiêu (đồng)	-	2016A	15,545	2,219	2,489	952	15,661	28.6	1.7	5.6	25.8	0.0
(GVR)	Giá cp (24/12, đồng)	27,200	2017A	20,048	3,480	3,478	1,271	15,946	21.4	1.7	7.5	17.3	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	108,800	2018A	19,713	2,389	2,596	647	11,165	41.9	2.4	5.3	31.2	0.9
			2019A	19,804	2,918	3,250	813	11,687	33.5	2.3	6.5	25.9	2.2
Becamex	Khuyến nghị	-	2015A	7,338	585	485	585	11,687	72.6	3.6	4.3	50.5	0.00
(BCM)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2016A	7,300	849	787	990	13,718	42.9	3.1	6.5	45.8	0.00
	Giá cp (24/12, đồng)	42,500	2017A	6,804	1,012	842	1,059	12,174	40.1	3.5	7.1	39.1	0.00
	Vốn hóa (tỷ đồng)	43,987	2018A	6,538	2,545	2,171	2,013	12,169	19.8	3.5	17.9	26.5	1.41
			2019A	8,213	2,896	2,487	2,281	14,129	17.7	3.0	17.0	28.5	0.94
Cao su	Khuyến nghị	-	2015A	1,227	156.48	212	2,697	26,259	30.9	2.5	9.5	45.1	3.0
Phước Hòa	Giá mục tiêu (đồng)	-	2016A	1,178	158.22	220	2,804	27,507	31.8	2.4	9.8	46.4	2.7
(PHR)	Giá cp (24/12, đồng)	64,000	2017A	1,654	232.72	326	4,147	28,887	20.8	2.3	13.8	25.0	3.5
	Vốn hóa (tỷ đồng)	8,671	2018A	1,558	362.07	628	4,674	19,302	16.4	3.4	24.7	37.5	3.0
			2019A	1,639	373.41	450	2,863	18,661	25.8	3.5	17.0	27.4	4.6
Kính Bắc	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	1,260	473	585	1,244	17,644	16.6	1.2	7.3	26	0.0
(KBC)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	2,490	1,161	746	1,587	19,232	13.0	1.1	8.6	11	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	20,650	2019F	3,210	1,533	918	1,955	20,187	10.6	1.0	9.9	7	4.8
	Vốn hóa (tỷ đồng)	9,700	2020F	2,719	965	593	1,262	21,449	16.4	1.0	6.1	10	0.0
			2021F	3,249	1,222	780	1,661	23,111	12.4	0.9	7.5	7	0.0
Nam Tân Uyên	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	146	63	142	8,905	23,720	31.7	11.9	42.6	32.7	0.5
(NTC)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	532	438	456	28,476	36,810	9.9	7.7	94.1	6.2	2.1
	Giá cp (24/12, đồng)	288,000	2019F	194	86	237	14,782	36,287	19.1	7.8	40.4	24.7	5.3
	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,767	2020F	283	146	285	17,808	43,760	15.8	6.4	39.5	16.2	2.8
			2021F	339	164	284	17,719	51,707	15.9	5.5	41.2	17.1	2.8
Long Hậu	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	488	192	166	6,157	25,693	5.6	1.6	23.6	0.7	4.4
(LHG)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	430	173	176	3,519	21,822	9.7	1.5	19.2	5.6	4.4
	Giá cp (24/12, đồng)	34,300	2019F	599	145	143	2,854	22,923	12.0	1.4	15.3	5.7	5.5
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,717	2020F	666	203	174	3,475	24,012	9.9	1.3	17.6	4.7	5.5
			2021F	795	302	224	4,470	25,658	7.7	1.2	20.9	3.4	5.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Thủy sản

Tăng tỷ trọng

► Luận điểm chính

- Sản lượng xuất khẩu phục hồi trong năm 2021.
- EVFTA và UKFTA mở ra nhiều cơ hội cho thủy sản Việt Nam tại thị trường EU và Anh.
- Xuất khẩu thủy sản Việt Nam đối mặt với rủi ro chính từ việc bị Chính phủ Mỹ đánh thuế.

► Cổ phiếu khuyến nghị

Vinh Hoàn (VHC, MUA, Giá MT 50,000 đồng)			
	2019A	2020F	2021F
PE (x)	9.0	6.6	5.5
PB (x)	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.6	3.9	3.0
Cổ tức (%)	4.8	4.8	4.8
EPS (đồng)	4,608	6,268	7,488
BPS (đồng)	29,436	33,709	39,181

- Xuất khẩu cá tra phi lê phục hồi sau năm 2020
- Doanh thu Collagen & Gelatin tăng nhờ mở rộng công suất nhà máy

Triển vọng tươi sáng sau năm 2020

Luận điểm đầu tư

Sản lượng xuất khẩu phục hồi trong năm 2021

Năm 2021, chúng tôi tập trung vào việc phục hồi sản lượng cá tra tại các thị trường chính, bao gồm EU, Trung Quốc và Hoa Kỳ. Việc các nhà hàng phải đóng cửa trong đại dịch toàn cầu gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến lượng tiêu thụ thủy sản qua kênh phân phối này. Tuy nhiên, với vị thế là mặt hàng thiết yếu, nhu cầu tiêu thụ thủy sản qua kênh bán lẻ vẫn gia tăng trong thời kỳ giãn cách xã hội. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng (1) thành công trong việc kiểm soát đại dịch của Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự hồi phục của kênh tiêu thụ nhà hàng, (2) “trạng thái bình thường mới” ở Hoa Kỳ và EU tiếp tục thúc đẩy tiêu thụ cá tra thông qua kênh bán lẻ, (3) Chương trình tiêm vắc-xin Covid-19 được các nước phát triển đẩy mạnh tiến hành trong năm 2021 sẽ là động lực tăng trưởng xuất khẩu cá tra Việt Nam.

Bên cạnh đó, do lo ngại về tính hiệu quả của vắc xin chỉ được hiện thực hóa vào cuối năm 2021, chúng tôi cho rằng lượng tiêu thụ thủy sản qua kênh bán lẻ vẫn có thể tăng trưởng nhờ tập trung vào dòng sản phẩm chế biến có giá trị gia tăng cao – dòng sản phẩm vốn chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu của các doanh nghiệp Việt Nam nhưng mang lại giá bán và biên lợi nhuận cao hơn.

EVFTA và UKFTA mở ra nhiều cơ hội cho thủy sản Việt Nam tại thị trường EU và Anh.

Như đã đề cập trước đó, EVFTA có hiệu lực sẽ mang lại lợi ích từ ưu đãi thuế suất cho các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam. Gần đây, Việt Nam cũng đã ký kết Hiệp định UKFTA với Anh dựa trên những mức thuế cơ sở tương đương EVFTA, điều này sẽ xóa bỏ tác động lâu dài của Brexit lên xuất khẩu thủy sản Việt Nam.

Xuất khẩu thủy sản Việt Nam đối mặt với rủi ro chính từ việc bị Chính phủ Mỹ đánh thuế.

Bộ Tài chính Mỹ gắn mác Việt Nam là quốc gia thao túng tiền tệ. Mặc dù mong chờ vào kết quả tốt đẹp hơn từ cuộc đàm phán giữa hai nước, nhưng chúng tôi vẫn lo ngại rằng Tổng thống Donald Trump có thể thúc đẩy các hình phạt sớm hơn như áp thuế chống trợ cấp sơ bộ đối với hàng hóa Việt Nam vào những ngày cuối cùng của nhiệm kỳ Tổng thống. Nếu trường hợp xấu nhất này xảy ra, mức phạt sẽ gây tác động tiêu cực không nhỏ đến hoạt động xuất khẩu thủy sản của Việt Nam.

Cổ phiếu khuyến nghị: CTCP Vinh Hoàn

Cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi là CTCP Vinh Hoàn với giá MT 50,000 đồng. Tổng mức lợi suất kỳ vọng là 26.1%, bao gồm cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng.

Toàn Đào

toan.dp@kisvn.vn

Tổng hợp thông tin ngành**Các công ty sản xuất cá tra có niêm yết**

Công ty	Mã CK	Sàn	SLCP lưu hành (triệu)	Giá cp (đồng)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 9T20 (tỷ đồng)	LNST 9T20 (tỷ đồng)	ROE (%)	PE (x)	PB (x)
Vinh Hoàn	VHC	HOSE	181.9	41,600	7,569	5,152	552	14.7	10.0	1.4
Sao Mai	ASM	HOSE	258.9	17,000	4,401	9,002	430	8.5	8.4	1.1
Nam Việt	ANV	HOSE	127.1	22,250	2,829	2,535	116	13.2	8.9	1.2
I.D.I	IDI	HOSE	227.6	7,290	1,660	4,456	73	3.4	18.1	0.6
TRISEDCO	DAT	HOSE	46.0	31,700	1,458	1,567	36	8.5	27.3	2.2
Cừu Long An Giang	ACL	HOSE	50.2	14,000	702	660	14	4.0	26.2	1.0

Các công ty sản xuất tôm có niêm yết

Công ty	Mã CK	Sàn	SLCP lưu hành (triệu)	Giá cp (đồng)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 9T20 (tỷ đồng)	LNST 9T20 (tỷ đồng)	ROE (%)	PE (x)	PB (x)
Thực phẩm Sao Ta	FMC	HOSE	49.0	35,750	1,753	3,214	162	22.6	7.7	1.7
CAMIMEX	CMX	HOSE	30.4	15,950	485	1,123	44	20.3	3.9	1.3
Thủy sản Bến Tre	ABT	HOSE	11.5	31,100	358	249	13	4.0	21.9	0.9
Thủy sản Minh Phú	MPC	UPCoM	199	28,700	5,693	10,018	475	10.5	10.8	1.1

Source: Fiinpro, KIS

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

MUA / Giá MT 50,000 đồng

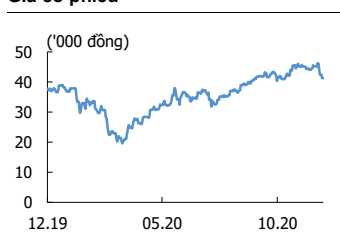
	D.thu (Tỷ đồng)	LNHĐ (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (Tỷ đồng)	PE (x)	EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)
Giá cp (22/12, đồng)	41,250										
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,642										
SLCP lưu hành (triệu)	182										
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	46,250/19,590										
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	27										
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	50.2/29.4										
Cổ đông lớn (%)											
Trương Thị Lệ Khanh	43.5										
Mitsubishi Corp	6.5										
2018A	9,271	1,685	1,442	15,489	153.2	1,842	2.7	4.4	0.9	41.5	9.7
2019A	7,867	1,132	1,179	6,371	(58.9)	1,298	6.5	5.2	1.5	26.5	-
2020F	7,241	903	858	4,608	(27.7)	1,108	9.0	5.6	1.4	16.8	4.8
2021F	8,036	1,194	1,161	6,268	36.0	1,429	6.6	3.9	1.2	20.2	4.8
2022F	8,840	1,402	1,382	7,488	19.5	1,629	5.5	3.0	1.1	20.8	4.8

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(10.1)	16.3	10.0
Tương đối với VNI (%p)	(17.6)	(9.6)	(3.5)

Giá cổ phiếu



Collagen & Gelatin dẫn dắt tăng trưởng

Xuất khẩu cá tra phi lê phục hồi sau năm 2020. Chúng tôi tập trung vào (1) sự phục hồi sản lượng xuất khẩu cá tra tại các thị trường chính (Mỹ, EU, Trung Quốc) và (2) nhu cầu cá tra phi lê cải thiện tốt hơn trong năm 2021 khi giá xuất khẩu trung bình vẫn ở mức thấp.

Chúng tôi cho rằng các chính sách được thực thi bởi tân tổng thống Mỹ Joe Biden sẽ củng cố vị thế thống trị dài hạn của Vĩnh Hoàn trên thị trường Mỹ, bao gồm những nỗ lực ngăn chặn sự lây lan của đại dịch, việc duy trì các điều khoản thuế quan của chiến tranh thương mại và việc tập trung vào rào cản kỹ thuật.

Doanh thu phi lê cá tra được kỳ vọng phục hồi sau năm 2020 nhờ giá cá tra nguyên liệu đã tăng trở lại từ 4Q20, thúc đẩy sự cải thiện giá cá tra xuất khẩu. Chúng tôi ước tính doanh thu phi lê cá tra của Vĩnh Hoàn sẽ đạt 6,764 tỷ đồng vào năm 2021 (+3.4% n/n).

Doanh thu Collagen & Gelatin duy trì mức tăng mạnh sau khi mở rộng công suất nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu Collagen & Gelatin tiếp tục tăng trưởng ở mức cao trong năm 2021 khi dây chuyền mở rộng được đưa vào hoạt động và phát sinh doanh thu từ 4Q20. Cụ thể, doanh thu ước tính đạt 1,272 tỷ đồng (+83% n/n), LN gộp đạt 407 tỷ đồng (chiếm 35% tổng LN gộp) trong năm 2021, giúp Collagen & Gelatin trở thành trụ cột tăng trưởng lợi nhuận của Vĩnh Hoàn sau 2020.

Rủi ro. Bộ Thương mại Hoa Kỳ có thể áp thuế chống trợ cấp đối với các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam do cáo buộc thao túng tiền tệ. Trong trường hợp xấu nhất, sản phẩm thủy sản của Việt Nam chịu thiệt hại do bị áp thuế, Vĩnh Hoàn có thể mất 12% LNST so với trường hợp không bị áp thuế trợ cấp.

Khuyến nghị. Chúng tôi duy trì kịch bản cơ sở dựa trên giả định rằng quá trình hợp tác giữa Chính phủ hai nước Việt Nam và Hoa Kỳ kết thúc tốt đẹp nhằm xóa bỏ cáo buộc thao túng tiền tệ trước khi có bất kỳ hình phạt nghiêm trọng nào được đưa ra. Dựa trên đà phục hồi của doanh thu xuất khẩu phi lê cá tra và sự tăng trưởng vượt trội của dòng sản phẩm Collagen & Gelatin, chúng tôi ước tính cổ phiếu VHC sẽ đạt được mức giá MT là 50,000 đồng vào cuối năm 2021. Tổng mức lợi suất kỳ vọng là 26.1%, bao gồm cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng. **MUA.**

Tác động của thao túng tiền tệ đối với hoạt động kinh doanh của Vĩnh Hoàn

Vĩnh Hoàn có thể bị áp thuế chống trợ cấp bởi Bộ Thương mại Hoa Kỳ

Hàng hóa xuất khẩu Việt Nam đối mặt với nguy cơ bị áp mức thuế chống trợ cấp khi Bộ Tài chính Hoa Kỳ kết luận Việt Nam là quốc gia thao túng tiền tệ. Bộ Thương mại Hoa Kỳ sẽ sử dụng kết luận của Bộ Tài chính Hoa Kỳ làm cơ sở xác định những sản phẩm bị phạt và mức thuế suất cụ thể. Để tiến hành áp thuế chống trợ cấp đối với một sản phẩm nhập khẩu, Bộ Thương mại Mỹ cần làm rõ thiệt hại mà việc thao túng tiền tệ đã gây ra đối với ngành công nghiệp nội địa của nước này.

Do ngành cá thịt trắng của Mỹ có quy trình nuôi trồng tương đương với Việt Nam nên các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hoàn toàn có thể bị áp thuế chống trợ cấp trong trường hợp Việt Nam chưa được gỡ nhãn quốc gia thao túng tiền tệ. Liên hệ trường hợp lớp xe Việt Nam bị áp mức thuế chống trợ cấp từ 6.23% đến 10.08% khi Bộ Thương mại Mỹ kết luận tiền đồng bị định giá thấp, với các yếu tố khác không thay đổi, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam cũng có thể phải chịu mức thuế suất tương đương quanh 6%. Trường hợp xấu nhất theo giả định của chúng tôi, Vĩnh Hoàn sẽ bị áp mức thuế chống trợ cấp 6% ngay từ đầu năm 2021.

LNST của Vĩnh Hoàn có thể mất 12% LNST so với trường hợp không bị áp thuế trợ cấp trong năm 2021 do ảnh hưởng của thuế chống trợ cấp.

Chúng tôi cho rằng thuế chống trợ cấp sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận của Vĩnh Hoàn tại thị trường Mỹ. Tuy nhiên, quyết định giảm tỉ trọng/rút khỏi thị trường này là không khả thi, chúng tôi cho rằng Vĩnh Hoàn sẽ duy trì cấu trúc thị trường xuất khẩu hiện tại do:

- **Vị thế thống trị dài hạn của Vĩnh Hoàn trên thị trường Mỹ.** Vĩnh Hoàn đã thiết lập vị thế dẫn đầu trên thị trường Mỹ bằng cách tuân thủ các tiêu chuẩn nghiêm ngặt, duy trì mức thuế chống bán phá giá bằng 0 trong nhiều năm và sở hữu một tệp khách hàng trung thành. Ngoại trừ Vĩnh Hoàn, chưa có doanh nghiệp xuất khẩu nào của Việt Nam đạt được thành công này. Bên cạnh đó, thị trường Mỹ là một thị trường có giá bán và nhu cầu ít biến động hơn so với các thị trường khác.
- **Ngay cả khi bị áp thuế chống trợ cấp, lợi nhuận tại thị trường Mỹ vẫn hấp dẫn hơn so với các thị trường khác.** Dựa trên giả định rằng hoạt động xuất khẩu của Vĩnh Hoàn sang Mỹ phải chịu mức thuế suất thuế chống trợ cấp là 6%, chúng tôi ước tính lợi nhuận hoạt động xuất khẩu sang thị trường này của Vĩnh Hoàn sẽ giảm 12,5% so với khi không bị áp thuế. Tuy nhiên, trong trường hợp này, xuất khẩu sang thị trường Mỹ vẫn đem lại lợi nhuận cao hơn thị trường EU và Trung Quốc, chủ yếu nhờ lợi thế về giá xuất khẩu.
- **Dòng sản phẩm Collagen & Gelatin có thể tránh bị áp thuế** do khan hiếm đối thủ cạnh tranh trên thị trường Mỹ. Vĩnh Hoàn hiện là doanh nghiệp chế biến cá tra duy nhất sản xuất Collagen & Gelatin từ da cá tra. Chúng tôi cho rằng sự khác biệt về nguồn gốc Collagen & Gelatin là một lợi thế để dòng sản phẩm này tránh được việc bị áp thuế chống trợ cấp.

Vi vậy, trong trường hợp xấu nhất, Vĩnh Hoàn nên tiếp tục duy trì cấu trúc thị trường xuất khẩu hiện tại cho đến khi Việt Nam được gỡ nhãn quốc gia thao túng tiền tệ. Theo đó, ảnh hưởng của thuế chống trợ cấp sẽ được phản ánh toàn bộ vào lợi nhuận hoạt động của Vĩnh Hoàn thông qua biên lợi nhuận gộp trong thời gian bị áp thuế.

Về tổng thể, chúng tôi ước tính Vĩnh Hoàn sẽ chịu thiệt hại gần 144 tỷ đồng từ thuế chống trợ cấp trong năm 2021. Cụ thể, LNST ghi nhận 847 tỷ đồng, giảm 24.4% so với trường hợp không bị áp thuế. Tuy nhiên, Vĩnh Hoàn vẫn có thể đạt mức tăng trưởng LNST 11.5% n/n nhờ vào sự đột phá của dòng sản phẩm Collagen & Gelatin (dòng sản phẩm không bị áp thuế chống trợ cấp theo kỳ vọng của chúng tôi).

Trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi hạ khuyến nghị từ MUA sang Nắm giữ đối với cổ phiếu VHC ở mức giá MT 37,000 đồng

Trong trường hợp xấu nhất, chúng tôi giảm giá mục tiêu (MT) cổ phiếu VHC xuống mức 37,000 đồng (-26% so với kịch bản cơ sở), và hạ khuyến nghị sang Nắm giữ do chúng tôi cho rằng sự lao dốc của giá cổ phiếu VHC thời gian gần đây (-20% trong tuần qua) đã phản ánh các tác động tiêu cực của cáo buộc thao túng tiền tệ. Chúng tôi giảm giá MT đối với cổ phiếu VHC là do LNST ước tính giảm 24.4% so với trường hợp không bị áp thuế chống trợ cấp.

Dự phóng 2021 của KIS đối với các kịch bản thuế chống trợ cấp

(Tỷ đồng, đồng)

	Thuế chống trợ cấp			
	0%	4%	5%	6%
LNST	1,161	890	869	847
EPS	6,268	4,783	4,665	4,548
Giá mục tiêu	50,000	38,300	37,500	37,000

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Tài sản ngắn hạn	4,040	4,514	4,248	5,018	5,946
Tiền và tương đương tiền	651	1,578	1,395	1,917	2,575
Phải thu	2,003	1,522	1,506	1,650	1,795
Hàng tồn kho	1,386	1,414	1,346	1,451	1,577
Tài sản dài hạn	2,045	1,841	1,879	1,865	2,061
Tài sản cố định	1,656	1,840	1,879	1,865	2,061
Đầu tư tài chính	389	1	-	-	-
Khác	213	257	120	120	120
Tổng tài sản	6,299	6,612	6,246	7,003	8,128
Người mua trả trước	11	20	14	16	18
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	274	282	269	290	315
Khác	728	567	472	562	664
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,269	866	134	-	-
Nợ và TP dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ và phải trả	2,283	1,735	889	868	997
VCSH	4,015	4,875	5,356	6,133	7,129
Vốn điều lệ	924	1,834	1,834	1,834	1,834
Thặng dư	224	224	224	224	224
Quý khác	-	(114)	(114)	(114)	(114)
LN giữ lại	2,867	2,932	3,412	4,190	5,186
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	2	2	2	2
Tổng VCSH	4,015	4,877	5,358	6,135	7,131

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Dòng tiền hoạt động	680	1,489	1,116	1,241	1,445
LN ròng	1,442	1,179	858	1,161	1,382
Khấu hao và khấu trừ	156	165	205	235	227
Tăng vốn lưu động ròng	(918)	145	52	(155)	(164)
Dòng tiền đầu tư	(702)	(743)	(205)	(221)	(423)
Tài sản cố định	(545)	(361)	(205)	(221)	(423)
Tăng đầu tư tài chính	(157)	(383)	-	-	-
Dòng tiền tài chính	20	(703)	(1,096)	(498)	(364)
Tăng vốn chủ	10	(114)	-	-	-
Tăng nợ	373	(403)	(732)	(134)	-
Chi trả cổ tức	(363)	(185)	(364)	(364)	(364)
Dòng tiền khác	235	884	-	-	-
Tăng tiền mặt	233	927	(184)	522	658

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Doanh thu	9,271	7,867	7,241	8,036	8,840
Giá vốn hàng bán	7,232	6,334	6,032	6,502	7,064
Lợi nhuận gộp	2,039	1,533	1,209	1,534	1,776
Chi phí bán hàng & QLDN	354	401	307	340	374
LN hoạt động	1,685	1,132	903	1,194	1,402
Doanh thu tài chính	137	251	95	107	145
Thu nhập lãi	65	76	95	107	145
Chi phí tài chính	167	90	37	2	-
Chi phí lãi vay	56	60	37	2	-
LN khác	(85)	147	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	79	14	-	-	-
LN trước thuế	1,688	1,309	961	1,299	1,547
Thuế TNDN	245	130	102	138	165
LN sau thuế	1,442	1,179	858	1,161	1,382
LN ròng cho công ty mẹ	1,442	1,179	858	1,161	1,382
EBITDA	1,842	1,298	1,108	1,429	1,629

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	15,489	6,371	4,608	6,268	7,488
BPS	43,452	27,008	29,436	33,709	39,181
DPS	4,000	-	2,000	2,000	2,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	13.7	(15.1)	(8.0)	11.0	10.0
LN hoạt động	121	(32.8)	(20.3)	32.3	17.4
LN ròng	139	(18.2)	(27.2)	35.2	19.1
EPS	153	(58.9)	(27.7)	36.0	19.5
EBITDA	92	(29.5)	(14.6)	29.0	13.9
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	18.2	14.4	12.5	14.9	15.9
Biên LN ròng	15.6	15.0	11.9	14.4	15.6
Biên EBITDA	19.9	16.5	15.3	17.8	18.4
ROA	25.4	18.3	13.4	17.5	18.3
ROE	41.5	26.5	16.8	20.2	20.8
Suất sinh lợi cổ tức	9.8	-	4.9	4.9	4.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức	25.8	-	43.4	31.9	26.7
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	618	(712)	(1,261)	(1,917)	(2,575)
Nợ ròng/VCSH (%)	15	(15)	(24)	(31)	(36)
Định giá (x)					
PE	2.6	6.4	8.9	6.5	5.5
PB	0.9	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.4	5.2	5.6	3.9	3.0

CTCP Camimex Group (CMX)

Giá cp (24/12, đồng)	15,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	552
SLCP lưu hành (triệu)	30
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	17,910/8,189
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	9
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	41.2/16.3
Sở hữu nước ngoài (%)	14.1
Cổ đông lớn (%)	
KB Securities	12.3
Bù Sĩ Tuấn & CĐ liên quan	10.3

	D.thu	LNHD	LN ròng	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2015A	2,877	127	97	7,364	1,240	160	3.9	10.0	1.1	50.3	-
2016A	3,079	119	103	7,773	5.5	165	3.7	9.9	0.8	25.0	-
2027A	3,498	129	112	8,499	9.3	181	3.4	10.8	0.7	21.4	-
2018A	3,807	217	180	13,652	60.6	278	2.1	6.1	0.5	28.6	-
2019A	3,710	238	230	17,379	27.3	305	1.6	3.8	0.4	28.2	-

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

EVFTA hỗ trợ triển vọng tăng trưởng từ năm 2021

EVFTA tạo động lực mới cho xuất khẩu sang thị trường EU. Hiệp định EVFTA có hiệu lực sẽ giảm thuế xuất khẩu cho sản phẩm tôm Việt Nam, thúc đẩy xuất khẩu tôm sang thị trường EU. Bên cạnh đó, mặt hàng tôm Việt Nam đang có mức tăng trưởng sản lượng tích cực trong thời kỳ đại dịch do nhu cầu tiêu thụ của kênh bán lẻ tăng mạnh.

Thị trường EU là thị trường lớn nhất của Camimex, đóng góp hơn 58% tỷ trọng doanh thu. Hầu hết các trại nuôi tôm, trại sản xuất giống và nhà máy chế biến của Camimex đều nhận được các chứng chỉ chất lượng cao trên toàn thế giới bao gồm EU Organic, Naturland. Các trang trại, nhà máy chất lượng cao giúp Camimex đáp ứng các quy tắc của EVFTA và linh hoạt trong việc thâm nhập thị trường quốc tế.

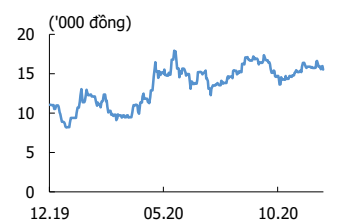
Hàng tồn kho lớn và mật độ thả con giống của trang trại hữu cơ duy trì ở mức 1-2 con/m², nhỏ hơn rất nhiều so với mức tối đa mà Naturland cho phép (15 con/m²) sẽ giúp Camimex củng cố năng lực sản xuất đáp ứng các đơn hàng xuất khẩu mới trong năm 2021.

Trại nuôi tôm sinh thái mang lại biên lợi nhuận gộp cao so với trung bình ngành. Camimex là doanh nghiệp sản xuất tôm sinh thái duy nhất tại Việt Nam có khả năng đặt trại giống sinh thái của mình ở các nước phát triển. Do tôm được nuôi trong môi trường tự nhiên nên chất lượng tôm và khả năng kháng bệnh tốt hơn; chi phí nuôi trồng thấp hơn nhờ thức ăn tự nhiên và chi phí nhân công thấp. Do đó, tôm sinh thái đáp ứng đầy đủ các yêu cầu nghiêm ngặt về chất lượng của các thị trường lớn (EU, Mỹ, Nhật Bản), dẫn đến giá bán và biên lợi nhuận gộp mang lại cao hơn so với tôm công nghiệp.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.6	5.2	41.5
Tương đối với VNI (%p)	(6.9)	(20.6)	28.0

Giá cổ phiếu



Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Tài sản ngắn hạn	1,065	1,054	1,315	1,158	1,076
Tiền và tương đương tiền	415	326	166	32	253
Phải thu	208	251	413	289	245
Hàng tồn kho	441	477	736	837	578
Tài sản dài hạn	218	263	279	289	372
Tài sản cố định	218	263	279	289	372
Đầu tư tài chính	0	-	-	-	-
Khác	61	57	56	49	73
Tổng tài sản	1,344	1,374	1,650	1,495	1,521
Người mua trả trước	3	3	1	1	1
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	55	33	50	83	40
Khác	74	46	48	129	264
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	867	816	976	593	277
Nợ và TP dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng nợ và phải trả	999	898	1,076	806	582
VCSH	345	476	574	689	939
Vốn điều lệ	200	300	390	402	490
Thặng dư	71	71	71	71	191
Quý khác	-	-	-	-	-
LN giữ lại	74	105	114	216	258
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng VCSH	345	476	574	689	939

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Dòng tiền hoạt động	131	148	(239)	379	692
LN ròng	97	103	112	180	230
Khấu hao và khấu trừ	33	45	52	62	67
Tăng vốn lưu động ròng	-	-	(404)	137	395
Dòng tiền đầu tư	(161)	(18)	(61)	(82)	(153)
Tài sản cố định	(100)	(110)	(61)	(77)	(157)
Tăng đầu tư tài chính	(61)	92	-	(5)	4
Dòng tiền tài chính	460	(50)	160	(383)	(317)
Tăng vốn chủ	-	-	-	-	-
Tăng nợ	460	(50)	160	(383)	(317)
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Dòng tiền khác	(22)	(169)	(20)	(47)	(1)
Tăng tiền mặt	408	(89)	(160)	(134)	221

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu	2,877	3,079	3,498	3,807	3,710
Giá vốn hàng bán	2,605	2,841	3,225	3,412	3,285
Lợi nhuận gộp	272	238	273	395	425
Chi phí bán hàng & QLDN	145	118	144	178	187
LN hoạt động	127	119	129	217	238
Doanh thu tài chính	17	23	18	11	18
Thu nhập lãi	(1)	(0)	0	0	0
Chi phí tài chính	48	34	32	34	21
Chi phí lãi vay	16	21	32	23	17
LN khác	(5)	11	18	0	15
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-	-	-	-	-
LN trước thuế	105	109	115	194	236
Thuế TNDN	7	6	2	14	6
LN sau thuế	97	103	112	180	230
LN ròng cho công ty mẹ	97	103	112	180	230
EBITDA	160	165	181	278	305

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	7,364	7,773	8,499	13,652	17,379
BPS	26,097	35,976	43,430	52,109	71,004
DPS	-	-	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	222.1	7.0	13.6	8.8	(2.5)
LN hoạt động	185.2	(5.7)	8.0	68.1	9.6
LN ròng	1,239.8	5.5	9.3	60.6	27.3
EPS	1,239.8	5.5	9.3	60.6	27.3
EBITDA	137.5	3.0	9.6	53.9	9.5
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	4.4	3.9	3.7	5.7	6.4
Biên LN ròng	3.4	3.3	3.2	4.7	6.2
Biên EBITDA	5.6	5.4	5.2	7.3	8.2
ROA	9.9	7.6	7.4	11.5	15.2
ROE	50.3	25.0	21.4	28.6	28.2
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	451.8	490.4	810.7	561.6	24.0
Nợ ròng/VCSH (%)	130.9	103.1	141.2	81.5	2.6
Định giá (x)					
PE	2.1	2.0	1.8	1.1	0.9
PB	0.6	0.4	0.4	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.7	6.7	7.9	4.2	2.1

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu				Lợi nhuận và Định giá									
Công ty				D.thu (Tỷ đồng)	LNHD (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (Đồng)	BPS (Đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EVEBITDA (x)	Cổ tức (%)
Vĩnh Hoàn (VHC)	Khuyến nghị	MUA	2018A	9,271	1,685	1,442	15,489	43,452	2.6	0.9	41.5	4.4	9.8
	Giá mục tiêu (đồng)	50,000	2019A	7,867	1,132	1,179	6,371	27,008	6.4	1.5	26.5	5.2	-
	Giá cp (24/12, đồng)	41,000	2020F	7,241	903	858	4,608	29,436	8.9	1.4	16.8	5.6	4.9
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,460	2021F	8,036	1,194	1,161	6,268	33,709	6.5	1.2	20.2	3.9	4.9
			2022F	8,840	1,402	1,382	7,488	39,181	5.5	1.0	20.8	3.0	4.9
Nam Việt (ANV)	Khuyến nghị	-	2018A	4,118	693	600	4,811	14,825	4.7	1.5	37.0	4.6	6.7
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2019A	4,481	805	704	5,541	18,778	4.1	1.2	33.3	4.0	8.9
	Giá cp (24/12, đồng)	22,450	2020F	3,361	216	171	1,343	18,621	16.7	1.2	7.2	9.9	6.7
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,853	2021F	3,769	252	208	1,640	18,761	13.7	1.2	8.8	10.0	6.7
			2022F	4,229	257	222	1,745	18,499	12.9	1.2	9.4	10.2	6.7
I.D.I (IDI)	Khuyến nghị	Nắm giữ	2018A	6,341	771	644	3,465	12,836	14.8	4.0	27.2	14.3	3.1
	Giá mục tiêu (đồng)	6,600	2019A	7,733	454	325	1,548	12,096	4.5	0.6	11.2	7.6	-
	Giá cp (24/12, đồng)	6,900	2020F	6,250	288	134	521	12,622	13.2	0.5	4.2	10.2	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,571	2021F	6,756	405	245	1,003	13,625	6.9	0.5	7.6	7.6	-
			2022F	7,297	438	264	1,083	14,715	7.4	0.5	8.3	8.2	-
Minh Phú (MPC)	Khuyến nghị	Bán	2018A	16,925	1,104	810	4,936	22,595	5.4	1.2	25.3	6.3	18.8
	Giá mục tiêu (đồng)	22,000	2019A	16,935	611	443	2,650	24,515	10.8	1.2	10.0	7.1	-
	Giá cp (24/12, đồng)	28,600	2020F	13,300	692	643	2,752	27,794	10.4	1.0	10.0	6.7	12.2
	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,676	2021F	15,022	781	733	3,150	27,510	9.1	1.0	11.6	6.5	12.2
			2022F	16,524	859	806	3,465	30,261	10.0	1.1	12.8	7.2	12.2
Sao Ta (FMC)	Khuyến nghị	Nắm giữ	2018A	3,807	217	180	4,554	17,138	5.8	1.5	28.6	6.6	7.5
	Giá mục tiêu (đồng)	31,000	2019A	3,710	238	230	5,468	19,141	6.4	1.8	0.2	3.2	7.2
	Giá cp (24/12, đồng)	34,850	2020F	4,095	256	233	4,287	21,388	8.1	1.6	21.3	7.1	7.2
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,891	2021F	4,341	274	254	4,684	24,303	7.4	1.4	20.5	6.2	7.2
			2022F	4,775	302	280	5,153	26,733	8.2	1.6	22.6	6.8	7.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS.

Ngân hàng

Tăng tỉ trọng

► Luận điểm chính

- Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ
- Duy trì các chính sách hỗ trợ
- LN ròng danh mục tăng 21%

► Cổ phiếu khuyến nghị

Ngân hàng Á Châu (ACB, MUA, Giá MT 33,400 đồng)			
	2020F	2021F	2022F
PE (x)	8.6	7.0	6.1
PB (x)	1.7	1.4	1.2
ROE (%)	22.2	22.7	22.0
Cổ tức (%)	-	3.7	3.7
EPS (đồng)	3,167	3,928	4,504
BPS (đồng)	16,059	18,986	22,491
<ul style="list-style-type: none"> • Chất lượng tài sản tốt giúp kiểm soát chi phí tín dụng ở mức vừa phải khi COVID-19 xảy ra. • Ghi nhận một phần phí banca trả trước vào năm 2021. • Lợi suất TPCP tiếp tục có lợi cho danh mục đầu tư của ACB. 			

Techcombank (TCB, MUA, Giá MT 37,300 đồng)			
	2020F	2021F	2022F
PE (x)	8.6	7.5	6.5
PB (x)	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	17.1	16.5	16.2
Cổ tức (%)	-	-	-
EPS (đồng)	3,256	3,713	4,301
BPS (đồng)	20,824	24,537	28,838
<ul style="list-style-type: none"> • Cho vay mua nhà phục hồi kể từ 4Q20 • NIM cải thiện tích cực • Hoạt động mạnh mẽ trên thị trường tài chính Việt Nam 			

Kỷ nguyên vốn rẻ

Luận điểm đầu tư

Bức tranh ngành: Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng mạnh

Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục thực hiện các biện pháp hỗ trợ nền kinh tế phục hồi sau đại dịch COVID-19, mở rộng tín dụng và duy trì lãi suất ở mức hợp lý trong năm 2021. Dựa trên GDP được dự báo quanh 6-7%, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ở mức 14.4 - 15.6% trong năm tới. Theo đó, tỷ lệ tín dụng/GDP có thể tăng lên khoảng 157% vào năm 2021. Tuy nhiên, con số “GDP đánh giá lại” có thể giúp giảm tỷ lệ đòn bẩy quốc gia xuống mức vừa phải, vào khoảng 125%.

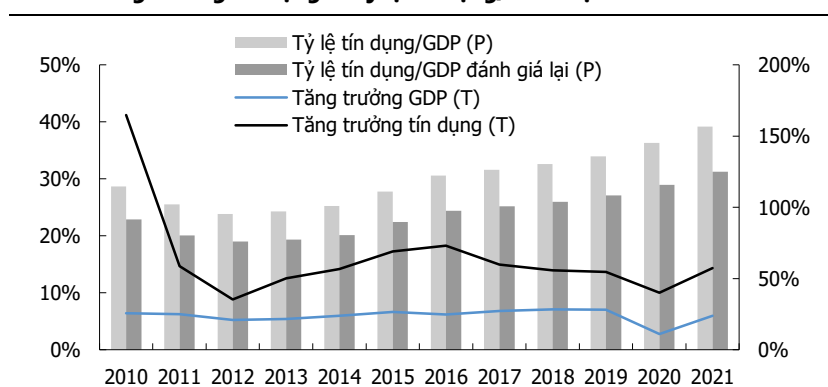
KIS ước tính: Lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2021

Chúng tôi dự báo LN ròng của các cổ phiếu ngân hàng trong danh mục theo dõi của KIS đạt mức 88.8 nghìn tỷ đồng vào năm 2021, tăng 21% so với ước tính năm 2020. Số liệu được ước tính dựa trên 1) tăng trưởng tín dụng cao, ở mức 13% (+3% n/n); 2) NIM cải thiện 16 điểm cơ bản khi các gói tín dụng ưu đãi đến hạn; và 3) Chi phí tín dụng giảm nhẹ từ 1.83% vào 2020E về còn 1.75% vào 2021. Mặc dù chưa có thông tin về việc gia hạn Thông tư 01, song diễn biến tích cực của nền kinh tế Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu toàn ngành nhằm khắc phục ảnh hưởng của đại dịch Covid-19.

Cổ phiếu khuyến nghị: ACB, TCB, VPB

Chúng tôi đánh giá cao ACB nhờ chất lượng tài sản tốt và triển vọng tăng trưởng thu nhập ngoài lãi. Về TCB, ngân hàng được hưởng lợi lớn từ thị trường tài chính đầy tiềm năng khi hoạt động mạnh mẽ ở các lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và quản lý quỹ. Kế hoạch IPO FE Credit vào 2021 sẽ là động lực tăng giá cho VPB. Hơn nữa, ba ngân hàng trên kỳ vọng được đánh giá lại với hệ số định giá cao hơn sau khi loại bỏ việc chặn tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới mức luật định và lực mua gián tiếp của NĐT ngoại thông qua các quỹ ETF.

Hình 1. Tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ tín dụng/GDP Việt Nam



Nguồn: KIS

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

MUA / Giá MT 33,400 đồng

Giá cp (24/12, đồng)	27,300
Vốn hóa (tỷ đồng)	61,929
SLCP lưu hành (triệu)	2,162
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	28,950/13,693
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	183
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	75.8/30.0
Cổ đông lớn (%)	
Dragon Capital	12.2

	Tổng DT (Tỷ đồng)	LNTDPTD (Tỷ đồng)	LNR (Tỷ đồng)	EPS % tăng (đồng) (n/n)	BPS (Tỷ đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (x)	ROE Cổ tức (%)	Cổ tức (%)
2018A	14,033	7,321	5,137	2,390 143.6	9,972	11.4	2.7	1.7	27.7	0.0
2019A	16,097	7,790	6,010	2,744 14.8	12,893	9.9	2.1	1.7	24.6	0.0
2020F	18,062	9,877	6,947	3,167 15.4	16,059	8.6	1.7	1.7	22.2	0.0
2021F	22,898	12,521	8,606	3,928 24.0	18,986	7.0	1.4	1.9	22.7	3.7
2022F	25,842	14,161	9,880	4,504 14.7	22,491	6.1	1.2	1.9	22.0	3.7

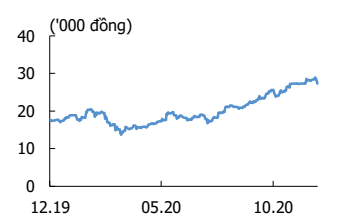
Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Tiếp tục quỹ đạo tăng trưởng

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.0	49.1	56.3
Tương đối với VNI (%p)	(7.5)	23.2	42.8

Giá cổ phiếu



Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA ở mức giá MT 33,400 đồng đối với cổ phiếu ACB. LNST năm 2021 của ACB dự tính đạt 8.4 nghìn tỷ đồng, tăng 38% n/n nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh (15.5%), ghi nhận một phần lợi nhuận từ phí trả trước bancassurance (2.4 nghìn tỷ đồng, 24% tổng số tiền trả trước) và tỷ lệ dự phòng tín dụng thấp (~0.53% trên dư nợ cho vay). Chúng tôi đánh giá cao bảng cân đối kế toán chất lượng, khả năng phát triển thu nhập ngoài lãi và danh mục đầu tư của ngân hàng. Bên cạnh đó, khoản phí banca trả trước khổng lồ 8.4 nghìn tỷ đồng sẽ là một tấm đệm vững chắc cho khả năng sinh lời của ngân hàng. ROE dự tính ở mức 21-23% trong giai đoạn dự báo. Hơn nữa, việc niêm yết trên HSX vào tháng 12/2020 sẽ giúp ACB được đánh giá lại khi cổ phiếu này lọt danh mục chỉ số chọn lọc của HSX.

Thúc đẩy thu nhập ngoài lãi: Ngoài thu được khoản phí trả trước khổng lồ, chúng tôi tin rằng hợp đồng banca độc quyền trên còn thể hiện cam kết mạnh mẽ từ ban lãnh đạo ngân hàng trong việc phát triển thu nhập ngoài lãi. Tỷ lệ thâm nhập banca ở mức thấp tại Việt Nam cùng với tệp khách hàng bán lẻ vững chắc có thể giúp ACB mở rộng hoạt động này trong những năm tới.

Nắm bắt cơ hội tăng trưởng tín dụng. Cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, ACB đã tăng tốc tín dụng trong nửa cuối năm (tăng 4.8% trong 3Q20 và ước tính khoảng 4% trong 4Q20). Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng cao (+15.5%) trong năm 2021 với khẩu vị rủi ro tiếp tục được duy trì ở mức thấp, và tập trung vào thế mạnh hiện có là bán lẻ và cho vay thế chấp. NIM 2021 ước tính đạt 3.66%, tăng nhẹ từ mức 3.53% năm 2020 và 3.57% năm 2019 trong khi chi phí tín dụng dự kiến là 0.53% so với mức 0.41% năm 2020 và 0.11% năm 2019.

Lợi suất TPCP tiếp tục có lợi cho danh mục đầu tư của ACB. Danh mục TPCP do ACB nắm giữ đạt 66 nghìn tỷ đồng trong 3Q20 (~16% tổng tài sản), lớn hơn đáng kể so với các ngân hàng khác. Tuy nhiên, khoản đầu tư trở nên này hiệu quả hơn trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp lịch sử hiện nay. Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh TPCP sẽ mang lại cho ACB 1 nghìn tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2020 và 1.3 nghìn tỷ đồng vào năm 2021.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tổng TS	329,333	383,514	432,523	488,224	551,521
Tổng TS sinh lãi	314,817	368,778	417,098	470,705	532,273
Cho vay và TPDN	230,527	268,701	308,334	356,126	409,544
Hộ gia đình	215,713	247,094	-	-	-
Doanh nghiệp	14,814	21,606	308,334	356,126	409,544
Tiền gửi và cho vay TCTD	19,460	30,442	29,802	28,166	28,150
Tiền gửi NHNN và TPCP	64,829	69,636	78,963	86,413	94,579
Trái phiếu VAMC	40	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	19,109	19,609	21,343	24,445	27,054
Khác	4,633	4,873	5,919	6,925	7,806
Tổng nợ phải trả	308,315	355,749	397,811	447,183	502,906
Tiền gửi của khách hàng	269,999	308,129	346,732	390,214	439,198
Trái phiếu	8,291	20,831	23,441	26,380	29,692
Tiền gửi và vay của TCTD	20,878	19,405	19,405	21,330	23,447
Tiền vay của CP và NHNN	3,074	-	-	-	-
Phải trả khác	6,073	7,384	8,234	9,260	10,570
Tổng VCSH	21,018	27,765	34,712	41,040	48,615
VCSH	21,018	27,765	34,712	41,040	48,615
Vốn điều lệ	12,886	16,627	21,616	21,616	21,616
Thặng dư VCSH	-	272	272	272	272
Quý khác	3,693	4,596	5,497	6,539	7,830
LN giữ lại	4,439	6,270	7,327	12,614	18,898
Thu nhập toàn diện khác	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	14,033	16,097	18,062	22,898	25,842
Thu nhập lãi thuần	10,363	12,112	13,751	16,097	18,942
Thu nhập lãi	24,015	28,318	31,699	36,289	42,043
Chi phí lãi	13,652	16,205	17,947	20,192	23,101
Thu nhập ngoài lãi	3,670	3,985	4,311	6,801	6,900
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	1,739	2,327	2,718	5,027	5,517
Lãi từ đầu tư tài chính	117	158	1,030	1,303	666
Khác	1,815	1,500	563	471	716
Dự phòng rủi ro tín dụng	932	274	1,194	1,764	1,812
Thu nhập hoạt động ròng	13,101	15,824	16,868	21,134	24,030
Chi phí quản lý và bán hàng	6,712	8,308	8,185	10,377	11,681
Chi phí nhân viên	3,220	3,746	4,203	5,329	6,014
Lợi nhuận trước DPTD	7,321	7,790	9,877	12,521	14,161
LNTT	6,389	7,516	8,683	10,757	12,349
Thuế	1,252	1,506	1,737	2,151	2,470
Thuế suất hiệu dụng (%)	19.6	20.0	20.0	20.0	20.0
Lãi từ hoạt động chính	3,372	4,510	6,384	8,134	9,163
Hoàn nhập nợ đã trích lập	1,765	1,500	563	471	716
LN ròng	5,137	6,010	6,947	8,606	9,880
LN dành cho NH mẹ	5,137	6,010	6,947	8,606	9,880

Chỉ số tài chính

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Sinh lợi và hiệu quả(%)					
ROE	27.7	24.6	22.2	22.7	22.0
ROA	1.7	1.7	1.7	1.9	1.9
NIM	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8
Lãi TB trên tài sản	8.3	8.3	8.1	8.3	8.5
Chi phí vốn	4.8	5.0	4.9	4.9	5.0
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	47.8	51.6	45.3	45.3	45.2
Chi phí tín dụng	0.4	0.1	0.4	0.5	0.5
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	142.5	17.0	15.6	23.9	14.8
LNTDPTD	40.2	6.4	26.8	26.8	13.1
Tăng trưởng tín dụng	16.0	16.6	14.8	15.5	15.0
Tổng TS	15.8	16.5	12.8	12.9	13.0
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	0.7	0.5	0.9	0.8	0.7
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	151.9	175.0	122.3	137.8	148.9
Tỷ lệ cho vay / huy động	78.6	78.4	80.3	82.5	84.4
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	10.1	10.9	11.9	12.4	12.8
CET1	n.a	9.7	10.7	11.2	11.6
Tier 1	8.6	9.7	10.7	11.2	11.7

Chỉ số định giá

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	9,972	12,893	16,059	18,986	22,491
EPS	2,390	2,744	3,167	3,928	4,504
Cổ tức	-	-	-	1,000	1,000
Định giá (x)					
P/B	2.7	2.1	1.7	1.4	1.2
P/E	11.4	9.9	8.6	7.0	6.1
P/PPE	7.9	7.5	6.0	4.7	4.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	3.7	3.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	25.5	22.2
Phân tích ROE (%)					
ROE	27.7	24.6	22.2	22.7	22.0
Đòn bẩy (x)	15.7	13.8	12.5	11.9	11.3
TS sinh lãi / Tổng TS	94.3	95.0	95.1	95.1	95.2
LN ròng / TS sinh lãi	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.3	3.3	3.3	3.4	3.6
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	1.2	1.1	1.0	1.4	1.3
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.3	0.1	0.3	0.4	0.3
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.1	2.3	2.0	2.2	2.2

Ngân hàng Kỹ thương Việt Nam (TCB)

MUA / Giá MT 37,300 đồng

		Tổng DT	LNTDPTD	LNR	EPS % tăng	BPS	PE	PB	ROA	ROE	Cổ tức	
		(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	
Giá cp (24/12, đồng)	27,950											
Vốn hóa (tỷ đồng)	115,662											
SLCP lưu hành (triệu)	3,505											
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	29,400/14,900											
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	247											
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	70.0/22.5											
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5											
Cổ đông lớn (%)												
CTCP Tập đoàn Masan	20.0											
2018A		18,351	12,508	8,464	2,409	11.7	14,770	11.6	1.9	2.9	21.5	0.0
2019A		21,068	13,756	10,075	2,872	19.2	17,568	9.7	1.6	2.9	17.8	0.0
2020F		26,480	17,768	11,456	3,256	13.4	20,824	8.6	1.3	2.8	17.1	0.0
2021F		30,442	20,351	13,065	3,713	14.0	24,537	7.5	1.1	2.8	16.5	0.0
2022F		35,318	23,611	15,132	4,301	15.8	28,838	6.5	1.0	2.8	16.2	0.0

Ghi chú: LN ròng, EPS dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Tháo gỡ các vấn đề pháp lý về bất động sản hỗ trợ tăng trưởng cho vay mua nhà

Nâng giá MT lên 37,300 đồng. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA và nâng giá MT lên 37,300 đồng đối với cổ phiếu TCB (tăng 31% so với báo cáo trước) dựa trên: 1) triển vọng cho vay mua nhà tươi sáng hơn sau đề xuất tháo gỡ các vấn đề pháp lý trên thị trường bất động sản của TP HCM thời gian gần đây; 2) NIM diễn biến tích cực; 3) năng lực bán chéo vượt trội và 4) giá cổ phiếu được định giá lại do tỷ lệ sở hữu nước ngoài đang được khóa ở dưới mức luật định.

Cho vay mua nhà tăng trưởng trở lại. Doanh số bất động sản phục hồi trong 4Q20 cùng với sự phục hồi của nền kinh tế sau dịch bệnh. Các khách hàng “mỏ neo” trong chuỗi bất động sản của TCB như Vinhomes, Masterise và MIK đang đẩy mạnh hoạt động xây dựng và bán hàng trở lại. Do đó chúng tôi kỳ vọng hoạt động cho vay sẽ dẫn dắt tăng trưởng tín dụng của ngân hàng kể từ 4Q20. Ngoài ra, đề xuất gần đây liên quan đến việc giao, cho thuê đất thuộc sở hữu nhà nước sẽ bật đèn xanh cho các vấn đề pháp lý chưa được tháo gỡ ở TP. HCM là một tín hiệu tích cực cho TCB. Chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2021 của TCB đạt 18.3%, tăng ~2% so với báo cáo mới nhất.

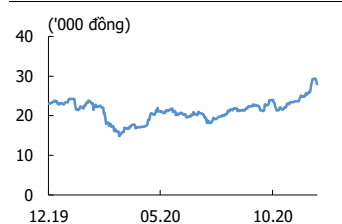
NIM cải thiện tích cực. Tỷ lệ NIM đang trong xu hướng tăng (từ 3.86% năm 2017 lên 5.01% trong 9T20) do sự thay đổi trong cả cơ cấu huy động và tín dụng. TCB giảm chi phí vốn thông qua tăng CASA và cắt giảm lãi suất huy động. TCB vượt trội trong việc thu hút CASA và hiện vượt xa các ngân hàng khác với tỷ lệ CASA là 39% trong 3Q20. Trong 4Q20, TCB cắt giảm đáng kể lãi suất huy động của mình về gần thang lãi suất của các ngân hàng quốc doanh và tạo chênh lệch 80-90 điểm cơ bản (đcb) so với lãi suất niêm yết tại các ngân hàng tư nhân khác. Về tín dụng, TCB chuyển sang tập trung vào các khoản tín dụng thế chấp mua nhà với lãi suất, độ an toàn cao hơn. Dự tính NIM của ngân hàng nằm trong khoảng từ 5.0-5.5% trong giai đoạn dự báo.

Hoạt động mạnh mẽ trên thị trường tài chính Việt Nam thông qua các công ty con là TCBS và TCB capital. TCBS hiện là công ty chứng khoán đầu ngành về khối lượng tư vấn, phân phối trái phiếu và môi giới TPDN. TCB Capital hiện sở hữu quỹ đầu tư TPDN lớn nhất cả nước.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	18.2	36.3	21.5
Tương đối với VNI (%p)	10.6	10.4	8.0

Giá cổ phiếu



Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tổng TS	320,989	383,699	444,151	510,094	584,828
Tổng TS sinh lãi	300,498	357,743	413,037	472,279	540,897
Cho vay và TPDN	219,595	261,400	312,823	370,165	438,294
Hộ gia đình	72,384	105,247	-	-	-
Doanh nghiệp	147,211	156,153	-	-	1
Tiền gửi và cho vay TCTD	44,975	59,154	55,760	51,107	44,070
Tiền gửi NHNN và TPCP	35,928	37,188	44,454	51,007	58,532
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	23,314	29,422	34,820	42,268	49,242
Khác	2,823	3,466	3,706	4,453	5,311
Tổng nợ phải trả	269,276	321,917	370,973	423,920	483,600
Tiền gửi của khách hàng	201,415	231,297	265,090	296,542	331,881
Trái phiếu	13,178	17,461	20,012	32,620	43,145
Tiền gửi và vay của TCTD	36,426	61,267	72,767	80,043	92,050
Tiền vay của CP và NHNN	6,025	-	-	-	-
Phải trả khác	12,232	11,893	13,105	14,715	16,524
Tổng VCSH	51,713	61,782	73,178	86,174	101,228
VCSH	51,644	61,491	72,887	85,884	100,937
Vốn điều lệ	34,966	35,001	35,001	35,001	35,001
Thặng dư VCSH	477	477	477	477	477
Quý khác	3,868	5,173	6,684	8,402	10,362
LN giữ lại	12,334	20,841	30,725	42,003	55,097
Thu nhập toàn diện khác	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	69	291	291	291	291

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	18,351	21,068	26,480	30,442	35,318
Thu nhập lãi thuần	11,127	14,258	18,610	21,818	25,709
Thu nhập lãi	21,151	25,016	29,275	34,187	39,984
Chi phí lãi	10,024	10,758	10,665	12,369	14,274
Thu nhập ngoài lãi	7,223	6,810	7,870	8,625	9,609
Thu phí và hoa hồng DV	3,770	3,358	4,150	4,785	5,514
Lãi từ đầu tư tài chính	1,820	1,646	1,490	1,535	1,809
Khác	1,634	1,807	2,230	2,304	2,285
Dự phòng rủi ro tính dụng	1,846	917	3,156	3,686	4,309
Thu nhập hoạt động ròng	16,504	20,151	23,324	26,756	31,009
Chi phí quản lý và bán hàng	5,843	7,313	8,712	10,091	11,708
Chi phí nhân viên	3,240	4,262	n.a	n.a	n.a
Lợi nhuận trước DPTD	12,508	13,756	17,768	20,351	23,611
LNTT	10,662	12,838	14,612	16,665	19,301
Thuế	2,187	2,612	2,922	3,333	3,860
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.5	20.3	20.0	20.0	20.0
Lãi từ hoạt động chính	7,052	9,146	10,392	11,960	14,088
Hoàn nhập nợ đã trích lập	1,423	1,080	1,298	1,372	1,353
LN ròng	8,475	10,226	11,690	13,332	15,441
LN dành cho NH mẹ	8,464	10,075	11,456	13,065	15,132

Chỉ số tài chính

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Sinh lợi và hiệu quả(%)					
ROE	21.5	17.8	17.1	16.5	16.2
ROA	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8
NIM	4.09	4.40	4.90	5.00	5.16
Lãi TB trên tài sản	7.78	7.73	7.70	7.83	8.02
Chi phí vốn	4.07	3.79	3.19	3.23	3.26
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	31.8	34.7	32.9	33.1	33.1
Chi phí tín dụng	0.92	0.38	1.10	1.08	1.07
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	31.3	19.0	13.7	14.0	15.8
LNTDPTD	7.4	10.0	29.2	14.5	16.0
Tăng trưởng tín dụng	20.3	19.0	19.7	18.3	18.4
Tổng TS	19.2	19.5	15.8	14.8	14.7
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	1.8	1.3	1.2	1.2	1.3
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	85.1	94.8	97.2	98.8	92.5
Tỷ lệ cho vay / huy động	66.5	81.3	78.0	83.1	85.2
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	14.6	15.5	15.5	15.8	16.2
CET1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Tier 1	n.a	15.2	15.2	15.5	15.9

Chỉ số định giá

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	14,770	17,568	20,824	24,537	28,838
EPS	2,409	2,872	3,256	3,713	4,301
Cổ tức	-	-	-	-	-
Định giá (x)					
P/B	1.9	1.6	1.3	1.1	1.0
P/E	11.6	9.7	8.6	7.5	6.5
P/PPE	7.8	7.1	5.5	4.8	4.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Phân tích ROE (%)					
ROE	21.5	17.8	17.1	16.5	16.2
Đòn bẩy (x)	6.2	6.2	6.1	5.9	5.8
TS sinh lãi / Tổng TS	92.8	92.4	92.2	91.8	91.7
LN ròng / TS sinh lãi	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.7	4.0	4.5	4.6	4.8
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	2.4	1.9	1.9	1.8	1.8
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	0.6	0.3	0.8	0.8	0.8
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2

Ngân hàng Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)

MUA / Giá MT 37,300 đồng

		Tổng DT	LNTDPTD	LNR	EPS	% tăng	BPS	PE	PB	ROA	ROE	Cổ tức	
		(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	
Giá cp (24/12, đồng)	31,500												
Vốn hóa (tỷ đồng)	83,952												
SLCP lưu hành (triệu)	2,455												
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	33,000/16,950	2018A	31,086	20,452	7,356	2,994	18.1	14,145	10.5	2.2	2.4	22.8	0.0
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	130	2019A	36,356	24,022	8,268	3,392	13.3	17,315	9.3	1.8	2.4	21.5	0.0
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	73.1/23.4	2020F	38,281	26,402	8,945	3,619	6.7	19,461	8.7	1.6	2.2	19.8	0.0
Sở hữu nước ngoài (%)	23.4	2021F	44,199	30,485	10,290	4,040	11.6	22,747	7.8	1.4	2.2	19.4	0.0
Cổ đông lớn (%)		2022F	50,491	30,825	6,046	2,374	-41.2	29,791	13.3	1.1	1.4	9.0	0.0
Ngô Chí Dũng & CĐ liên quan	15.1												

Chi chú: LN ròng, EPS dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Tiềm năng tăng giá từ kế hoạch IPO của FE Credit

Kế hoạch IPO FE Credit vào 3Q21. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu VPB với mức giá MT là 37,300 đồng. Giá MT mới được đưa ra sau khi ngân hàng tiết lộ sẽ tiến hành IPO FE Credit vào năm 2021. Chúng tôi giả định VPB sẽ thoái 49% cổ phần tại FE Credit với PB là 3.0x. Vì dịch bệnh COVID-19 không còn là một yếu tố bất ngờ tại thời điểm này và kết hợp với khả năng kiểm soát dịch COVID-19 vượt trội của Việt Nam, chúng tôi hy vọng thương vụ này sẽ hoàn tất vào năm 2021 và phản ánh vào thu nhập của ngân hàng mẹ vào năm 2022.

Tích cực tận dụng các chính sách hỗ trợ. Chúng tôi cho rằng VPB sẽ tiếp tục hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ và chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN. Dự nợ tín dụng hợp nhất của VPB dự tính sẽ tăng trưởng mạnh, đạt 18% vào năm 2020. Trong đó, tăng trưởng tín dụng của FE Credit ước tính đạt 9% và tăng trưởng tín dụng của ngân hàng mẹ ước tính đạt 20.7%. Tăng trưởng tín dụng năm 2021 dự kiến ở mức 16%.

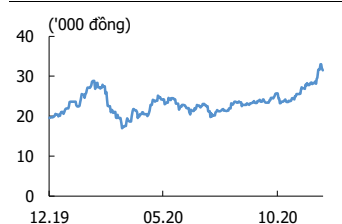
Các khoản nợ tái cơ cấu có thể giảm nhẹ xuống 8,9% tổng dư nợ cho vay hợp nhất (~ 25,9 tỷ đồng) vào cuối năm 2020 từ 10% vào 09/2020 và 10,3% vào 06/2020. Việc tái cơ cấu nguồn huy động giúp giảm chi phí tín dụng (quy năm) của VPB từ mức 5.0% dư nợ trong 9T19 xuống 4.7% trong 9T20 (không bao gồm dự phòng trái phiếu VAMC) trong khi tỷ lệ nợ xấu là 3.6% vào 09/2020 (tăng 50 đcb từ đầu năm và giảm 15% n/n). Chúng tôi cho rằng VPB sẽ tận dụng các chính sách hỗ trợ của NHNN để kiểm soát chi phí tín dụng ở mức 5,0% vào năm 2021. Với việc trì hoãn trích lập dự phòng, LNST năm 2021 của VPB dự kiến tăng 15% lên 10.3 nghìn tỷ đồng.

NIM được cải thiện trong năm 2021. Do FE Credit hạn chế các sản phẩm rủi ro cao nên NIM hợp nhất đã giảm 122 đcb n/n trong 9T20 xuống còn 9.26%. Tuy nhiên, với việc hoạt động kinh tế đã sôi động trở lại trong 4Q20 và triển vọng kinh tế khởi sắc năm 2021, chúng tôi kỳ vọng FE sẽ nới lỏng hoạt động giải ngân từ 4Q20 và đạt mức tăng trưởng 12% vào năm 2021. NIM hợp nhất ước tính sẽ cải thiện 32 đcb, đạt 9.71% vào năm 2021.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	22.8	41.3	63.2
Tương đối với VNI (%p)	15.3	15.4	49.7

Giá cổ phiếu



Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tổng TS	323,291	377,204	429,202	487,747	552,386
Tổng TS sinh lãi	303,005	351,173	380,334	441,649	508,814
Cho vay và TPDN	230,790	271,407	320,574	372,042	432,070
Hộ gia đình	128,504	150,954	n.a	n.a	n.a
Doanh nghiệp	102,286	120,452	n.a	n.a	n.a
Tiền gửi và cho vay TCTD	33,669	44,987	24,641	30,801	33,881
Tiền gửi NHNN và TPCP	38,546	34,779	35,120	38,807	42,863
Trái phiếu VAMC	3,161	0	0	0	0
Tổng TS không sinh lãi	21,315	30,755	53,202	51,562	50,151
Khác	4,190	4,723	4,334	5,464	6,579
Tổng nợ phải trả	288,541	334,994	381,099	429,811	484,799
Tiền gửi của khách hàng	170,851	213,950	236,948	271,890	312,074
Trái phiếu	48,658	57,600	79,055	91,383	101,408
Tiền gửi và vay của TCTD	54,561	51,160	49,985	52,614	55,801
Tiền vay của CP và NHNN	3,781	19	0	0	0
Phải trả khác	10,690	12,266	15,111	13,924	15,516
Tổng VCSH	34,750	42,210	48,103	57,936	67,588
VCSH	34,750	42,210	48,103	57,936	67,588
Vốn điều lệ	25,300	25,300	25,470	25,470	25,470
Thặng dư VCSH	1,289	693	26	26	26
Quý khác	2,974	4,411	6,628	11,417	15,956
LN giữ lại	5,187	11,806	15,980	21,023	34,424
Thu nhập toàn diện khác	0	0	0	0	0
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0	(8,288)

Chỉ số tài chính

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Sinh lợi và hiệu quả (%)					
ROE	22.8	21.5	19.8	19.4	9.0
ROA	2.45	2.36	2.22	2.24	1.44
NIM	9.44	9.94	9.39	9.71	9.57
Lãi TB trên tài sản	16.20	15.41	15.68	15.70	15.72
Chi phí vốn	6.05	6.40	5.98	5.84	6.13
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	34.2	33.9	31.0	31.0	38.9
Chi phí tín dụng	5.27	5.45	5.14	5.09	5.33
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	14.2	12.4	8.2	15.0	-41.2
LNTDPTD	26.8	17.5	9.9	15.5	1.1
Tăng trưởng tín dụng	17.3	17.6	18.1	16.1	16.1
Tổng TS	16.4	16.7	13.8	13.6	13.3
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	3.5	3.4	3.9	4.0	3.8
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	45.9	46.4	45.4	46.2	53.6
Tỷ lệ cho vay / huy động	95.9	95.7	101.4	102.4	104.5
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	11.2	11.1	11.1	13.4	13.6
CET1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Tier 1	n.a	10.7	10.7	13.0	14.6

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	31,086	36,356	38,281	44,199	50,491
Thu nhập lãi thuần	24,702	30,492	32,064	37,077	42,422
Thu nhập lãi	40,280	49,697	52,640	59,918	69,556
Chi phí lãi	15,579	19,204	20,576	22,841	27,133
Thu nhập ngoài lãi	6,384	5,863	6,217	7,122	8,068
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	1,509	2,753	3,209	3,846	4,565
Lãi từ đầu tư tài chính	194	1,091	1,353	945	765
Khác	4,681	2,020	1,655	2,330	2,739
Dự phòng rủi ro tính dụng	11,253	13,688	15,222	17,623	21,433
Thu nhập hoạt động ròng	19,832	22,668	23,059	26,576	29,058
Chi phí quản lý và bán hàng	10,634	12,334	11,879	13,714	19,666
Chi phí nhân viên	6,021	7,327	0	0	0
Lợi nhuận trước DPTD	20,452	24,022	26,402	30,485	30,825
LNTT	9,199	10,334	11,181	12,862	9,392
Thuế	1,843	2,066	2,236	2,572	1,878
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Lãi từ hoạt động chính	5,263	6,403	8,945	10,290	7,514
Hoàn nhập nợ đã trích lập	2,093	1,865	0	0	0
LN ròng	7,356	8,268	8,945	10,290	7,514
LN dành cho NH mẹ	7,356	8,268	8,945	10,290	6,046

Chỉ số định giá

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Chỉ số trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
BPS	14,145	17,315	19,461	22,747	29,791
EPS	2,994	3,392	3,619	4,040	2,374
Cổ tức	0	0	0	0	0
Định giá (x)					
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4	1.1
P/E	10.5	9.3	8.7	7.8	13.3
P/PPE	3.8	3.2	2.9	2.6	2.6
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Phân tích ROE (%)					
ROE	22.8	21.5	19.8	19.4	9.0
Đòn bẩy (x)	9.3	8.9	8.9	8.4	8.2
TS sinh lãi / Tổng TS	92.5	91.9	87.7	89.5	91.0
LN ròng / TS sinh lãi	2.4	2.4	2.4	2.3	1.2
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	8.2	8.7	8.4	8.4	8.3
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	2.1	1.7	1.6	1.6	1.6
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	3.7	3.9	4.0	4.0	4.2
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	3.5	3.5	3.1	3.1	3.9

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu			Lợi nhuận và Định giá										
Công ty				Tổng DT (Tỷ đồng)	LNTDPTD (Tỷ đồng)	LNR (Tỷ đồng)	EPS (Đồng)	BPS (Đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE (%)	Cổ tức (%)
Á Châu (ACB)	Khuyến nghị	MUA	2018A	14,033	7,321	5,137	2,390	9,972	11.4	2.7	1.7	27.7	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	33,400	2019A	16,097	7,790	6,010	2,744	12,893	9.9	2.1	1.7	24.6	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	27,300	2020F	18,062	9,877	6,947	3,167	16,059	8.6	1.7	1.7	22.2	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	59,011	2021F	22,898	12,521	8,606	3,928	18,986	7.0	1.4	1.9	22.7	3.7
			2022F	25,842	14,161	9,880	4,504	22,491	6.1	1.2	1.9	22.0	3.7
Techcombank (TCB)	Khuyến nghị	MUA	2018A	18,351	12,508	8,464	2,409	14,770	11.6	1.9	2.9	21.5	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	37,300	2019A	21,068	13,756	10,075	2,872	17,568	9.7	1.6	2.9	17.8	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	27,950	2020F	26,480	17,768	11,456	3,256	20,824	8.6	1.3	2.8	17.1	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	97,962	2021F	30,442	20,351	13,065	3,713	24,537	7.5	1.1	2.8	16.5	0.0
			2022F	35,318	23,611	15,132	4,301	28,838	6.5	1.0	2.8	16.2	0.0
VPBank (VPB)	Khuyến nghị	MUA	2018A	31,086	20,452	7,356	2,994	14,145	10.5	2.2	2.4	22.8	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	37,300	2019A	36,356	24,022	8,268	3,392	17,315	9.3	1.8	2.4	21.5	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	31,500	2020F	38,281	26,402	8,945	3,619	19,461	8.7	1.6	2.2	19.8	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	3,319	2021F	44,199	30,485	10,290	4,040	22,747	7.8	1.4	2.2	19.4	0.0
			2022F	50,491	30,825	6,046	2,374	29,791	13.3	1.1	1.4	9.0	0.0
Vietcombank (VCB)	Khuyến nghị	Nắm giữ	2018A	39,278	25,667	14,622	3,334	17,244	29.2	5.6	1.4	25.5	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2019A	45,730	29,913	18,526	4,287	21,763	22.7	4.5	1.6	25.9	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	97,300	2020F	50,629	33,167	19,316	4,312	26,084	22.6	3.7	1.5	21.8	1.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	360,374	2021F	59,967	39,285	23,383	5,370	30,464	18.1	3.2	1.7	22.3	1.0
			2022F	69,927	45,810	28,412	6,529	36,006	14.9	2.7	1.9	23.0	1.0
Vietinbank (CTG)	Khuyến nghị	-	2018A	28,446	14,361	5,275	1,043	17,920	32.6	1.9	0.5	8.1	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2019A	40,519	24,785	9,461	2,160	20,474	15.7	1.7	0.8	13.2	1.5
	Giá cp (24/12, đồng)	33,950	2020F	45,286	30,342	10,299	2,385	22,380	14.2	1.5	0.8	12.9	1.5
	Vốn hóa (tỷ đồng)	126,410	2021F	50,989	33,143	14,036	2,706	24,889	12.5	1.4	1.0	15.1	1.7
			2022F	59,758	38,843	15,831	2,891	27,212	11.7	1.2	1.0	14.7	1.7
BIDV (BID)	Khuyến nghị	-	2018A	44,483	28,366	7,542	1,642	15,068	27.7	3.0	0.6	14.6	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2019A	48,121	30,864	8,548	1,577	18,529	28.9	2.5	0.6	12.9	1.8
	Giá cp (24/12, đồng)	45,500	2020F	50,415	32,770	8,229	1,499	19,247	30.3	2.4	0.5	10.4	1.8
	Vốn hóa (tỷ đồng)	183,002	2021F	56,814	36,929	10,606	2,110	20,667	21.6	2.2	0.6	12.7	1.8
			2022F	62,740	40,781	14,278	2,867	22,883	15.9	2.0	0.8	15.8	1.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

Xây dựng và Vật liệu

Tăng tỷ trọng

► Luận điểm chính

- Chỉ tiêu cho cơ sở hạ tầng thúc đẩy nhu cầu thép xây dựng và các vật liệu khác
- Xuất khẩu giúp đạt trạng thái cân bằng trong ngành xi măng
- Chiến tranh thương mại của Hoa Kỳ thuận lợi cho ngành công nghiệp nội thất

► Cổ phiếu khuyến nghị

Tập đoàn Hòa Phát (HPG, Năm giữ, Giá MT 35,000 đồng)			
	2019F	2020F	2021F
PE (x)	12.5	7.3	6.7
PB (x)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	4.9	4.6	4.4
Cổ tức (%)	4.3	4.8	5.3
EPS (đồng)	18,362	31,634	34,177
BPS (đồng)	312,908	331,469	351,334

Kẻ chiến thắng sẽ có tất cả

Luận điểm đầu tư

Dấu hiệu rõ ràng về sự phục hồi của thép xây dựng trong năm 2021

Doanh số bán thép xây dựng được cải thiện thời gian gần đây cho thấy dấu hiệu phục hồi và triển vọng trong năm 2021 dựa trên: 1) dự án cao tốc Bắc Nam sẽ cần huy động khoảng 5.9 nghìn tỉ đồng nhựa đường, 6.4 nghìn tỉ đồng thép xây dựng và 3.8 nghìn tỉ đồng xi măng; 2) nhu cầu nhập khẩu thép và xi măng vào Trung Quốc tăng nhanh do quốc gia này đang đẩy mạnh xây dựng các dự án cơ sở hạ tầng kể từ 2Q20

Đá xây dựng “nổi lên” nhờ kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng cho vùng Đồng bằng sông Cửu Long

Bộ Giao thông vận tải đã trình kế hoạch đầu tư 7 tuyến đường bộ cao tốc, với tổng chiều dài 548 km và tổng vốn đầu tư 65 nghìn tỷ đồng cho khu vực Đồng bằng sông Cửu Long vào năm 2025. Việc khởi công các dự án đòi hỏi một nguồn đá xây dựng khổng lồ trong giai đoạn năm 2021-2025. Điều này mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp sở hữu nguồn đá ở tỉnh Đồng Nai và Bình Dương, đặc biệt là những doanh nghiệp nằm gần các dự án này.

Đồ nội thất duy trì đà tăng trưởng do được hỗ trợ từ chính sách thuế quan của Mỹ

Ngành công nghiệp nội thất Việt Nam được dự báo tiếp tục tăng trưởng xuất khẩu ở mức hai con số trong năm 2021 do mức thuế quan 20-25% áp dụng đối với đồ nội thất của Trung Quốc vẫn chưa được nới lỏng. Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng xuất khẩu ở mức cao trong 2021.

Ngành xi măng chưa thoát khỏi khó khăn

Ngành xi măng Việt Nam vẫn đang trong trạng thái dư thừa nguồn cung và xuất khẩu là cách duy nhất giúp đạt được trạng thái cân bằng. Do đó, các doanh nghiệp sản xuất xi măng rất nhạy cảm với triển vọng xuất khẩu của ngành trong năm 2021. Cùng với đó, lượng tiêu thụ nội địa đang có những tín hiệu khởi sắc do thị trường bất động sản nhà ở ấm lên. Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực về vị thế dẫn đầu của công ty Hà Tiên 1, chỗ đứng vững trong ngành sẽ giúp công ty duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2021.

Cổ phiếu khuyến nghị: Hòa Phát

Hòa Phát là cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi trong ngành thép xây dựng nhờ lợi thế về quy mô và khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả. Điều này hỗ trợ HPG trong việc giành thị phần từ các công ty cùng ngành..

Nhàn Lại

nhan.lt@kisvn.vn

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Năm giữ / Giá MT 35,000 đồng

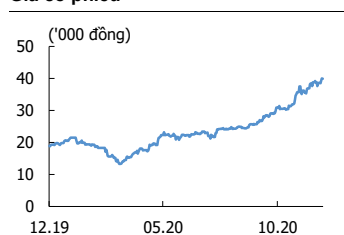
Giá cp (24/12, đồng)	39,950
Vốn hóa (tỷ đồng)	138,495
SLCP lưu hành (triệu)	3,313
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	40,000/13,254
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	487
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	53.9/33.0
Sở hữu nước ngoài (%)	33.3
Cổ đông lớn (%)	
VOF Investment Limited	3.7
VinaCapital Vietnam	3.6

	D.thu (Tỷ đồng)	LNHĐ (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (Tỷ đồng)	PE (x)	EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2017A	16,874	1,202	3,128	44,066	20.5	4,486	6.1	6.0	0.9	15.5	3.7
2018A	17,744	1,110	890	12,144	(72.4)	5,046	19.6	5.2	0.8	3.9	4.2
2019A	18,558	1,202	1,342	18,362	51.2	5,313	12.5	4.9	0.7	5.8	4.3
2020F	19,642	1,468	2,309	31,634	72.3	5,669	7.3	4.6	0.7	9.6	4.8
2021F	20,002	1,643	2,494	34,177	8.0	5,838	6.7	4.4	0.7	9.7	5.3

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.5	81.0	110.6
Tương đối với VNI (%)	(1.0)	55.1	97.1

Giá cổ phiếu



Khu liên hợp gang thép Dung Quất trở thành điểm nóng

Khu liên hợp gang thép Dung Quất dẫn dắt sản lượng thép của HPG trong giai đoạn 2021 - 2022. Khu liên hợp Dung Quốc bắt đầu vận hành lò cao thứ 4 từ đầu năm 2021 và có thể vận hành lò cao thứ 3 với công suất 90 - 95% trong năm 2021. Chúng tôi dự báo tổng sản lượng thép bán được năm 2021 của HPG sẽ tăng 15 - 16% n/n lên 7.2 - 7.3 tấn do giai đoạn 1 và 2 của Khu liên hợp Dung Quốc đi vào hoạt động.

Thị phần lớn nhờ lợi thế nổi trội về quy mô. HPG là công ty thép hàng đầu tại Việt Nam, ngay cả trong chu kỳ suy thoái của thị trường thép, HPG vẫn có thể phát triển bằng cách giành thị phần từ các công ty cùng ngành để chiếm lĩnh thị trường. Chúng tôi ước tính thị phần của HPG sẽ mở rộng lên 33 - 34% từ mức 32% trong năm 2020.

Triển vọng tăng trưởng LN ròng trong năm 2021. Chúng tôi dự báo LN ròng của HPG đạt 12.3 nghìn tỷ, tăng 31.9% n/n trong năm 2021 dựa trên: 1) giá quặng sắt trung bình giảm 3 - 4% n/n và 2) sản lượng thép xây dựng tăng 12 - 16% n/n.

Duy trì khuyến nghị Năm giữ. Chúng tôi nâng giá MT lên 35,000 đồng khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2021. Định giá của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương của 1) P/E dự phóng là 10.0x trên EPS năm 2021 và 2) phương pháp DCF trong thời gian dự báo 10 năm. Tuy nhiên, do giá thị trường đã phản ánh khả năng tăng trưởng lợi nhuận năm 2021, chúng tôi duy trì khuyến nghị Năm giữ. Đánh giá lại trong trường hợp giá quặng sắt thấp hơn dự kiến.

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	32,506	23,566	28,926	47,235	58,185
Tiền và tương đương tiền	14,201	6,240	5,939	19,028	27,174
Phải thu	6,555	3,210	3,575	4,467	4,990
Hàng tồn kho	11,749	14,115	19,412	23,740	26,021
Tài sản dài hạn	18,875	51,136	69,287	69,287	69,287
Tài sản hữu hình	18,858	51,070	69,261	69,261	69,261
Tài sản vô hình	17	67	26	26	26
Khác	1,642	3,521	3,577	3,577	3,577
Tổng tài sản	53,022	78,223	101,791	120,099	131,049
Người bán trả tiền trước	824	361	409	511	570
Doanh thu chưa ghi nhận	3	10	31	38	43
Các khoản phải trả người bán	6,789	12,898	16,859	20,618	22,599
Các khoản phải trả khác	28	24	25	25	25
Nợ vay ngắn hạn	0	11,186	13,301	18,210	20,343
Nợ dài hạn	12,980	13,119	23,379	18,117	12,436
Tổng nợ và phải trả	20,625	37,600	54,003	57,519	56,015
VCSH	32,176	40,369	47,422	62,327	74,710
Vốn điều lệ	15,171	21,239	27,611	33,133	33,133
Thặng dư	3,202	3,212	3,212	3,212	3,212
Quỹ khác	406	792	741	741	741
LN giữ lại	13,397	15,126	15,858	25,241	37,625
Lợi ích cổ đông thiểu số	111	127	183	253	324
Tổng VCSH và CĐTS	32,287	40,496	47,605	62,580	75,034

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dòng tiền hoạt động	5,087	17,523	8,609	13,080	17,246
LN ròng	8,010	8,630	7,604	9,794	12,454
Khấu hao	2,005	2,260	2,638	4,638	5,550
Khấu trừ	0	0	0	0	0
Tăng vốn lưu động ròng	(4,927)	6,633	(1,633)	(1,352)	(759)
Khác					
Dòng tiền đầu tư	(17,926)	(20,533)	(18,698)	(4,638)	(5,550)
Chi phí vốn	(8,875)	(27,594)	(21,622)	(4,638)	(5,550)
Giảm tài sản cố định					
Tăng đầu tư tài chính	(9,051)	7,061	2,924	(9,051)	7,061
Tăng ròng tài sản vô hình					
Khác					
Dòng tiền tài chính	2,624	19,298	12,675	(929)	(944)
Tăng vốn chủ	5,057	11	0	-	-
Tăng nợ	(2,430)	19,287	12,675	(13,441)	(11,696)
Chi trả cổ tức	(4)	-	-	(1,657)	(3,313)
Khác					
Dòng tiền khác					
Tăng tiền mặt	8,949	(7,961)	(301)	13,088	8,146

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	46,162	55,836	63,658	79,544	88,857
Giá vốn hàng bán	1,004	1,121	1,442	1,802	2,013
Lợi nhuận gộp	9,622	10,550	9,743	13,570	16,507
Chi phí bán hàng & QLDN	186	294	471	277	423
LN hoạt động	109	163	277	277	423
Doanh thu tài chính	556	772	1,182	2,720	2,780
Thu nhập lãi	480	540	937	2,720	2,780
Chi phí tài chính	36	(1)	66	0	0
Chi phí lãi vay	(0)	0	(1)	0	0
LN trước thuế	9,284	10,101	9,122	11,127	14,150
Thuế TNDN	1,274	1,471	1,518	1,333	1,696
LN sau thuế	8,015	8,601	7,578	9,453	12,454
LN ròng cho công ty mẹ	8,007	8,573	7,508	9,382	12,384
Lợi nhuận toàn diện khác					
Tổng lợi nhuận toàn diện cho công ty mẹ					
EBITDA	11,626	12,810	12,381	18,208	22,058

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	2,241	2,471	2,143	2,678	3,534
BPS	9,745	12,222	14,368	16,649	19,183
DPS	0	0	0	500	1,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	38.7	21.0	14.0	25.0	11.7
LN hoạt động	20.8	18.9	15.3	17.1	18.6
LN ròng	17.4	15.5	11.9	12.3	14.0
EPS	49.5	10.3	(13.3)	25.0	32.0
EBITDA	22.0	10.2	(3.3)	47.1	21.1
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	20.8	18.9	15.3	17.1	18.6
Biên LN ròng	17.4	15.5	11.9	12.3	14.0
Biên EBITDA	25.2	22.9	19.4	22.9	24.8
ROA	15.1	11.0	7.5	8.2	9.5
ROE	30.8	23.6	17.0	18.3	20.9
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	1.3	2.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	18.7	28.3
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(1,221)	18,066	30,741	17,300	5,604
Nợ ròng/VCSH (%)	(3.8)	44.5	64.3	31.2	8.8
Định giá (x)					
PE	17.8	16.2	18.6	14.9	11.3
PB	1.2	1.3	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	7.2	8.0	9.4	5.6	4.1

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu			Lợi nhuận và Định giá										
			D.thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức	
Công ty				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(%)
Hòa Phát (HPG)	Khuyến nghị	Nắm giữ	2017A	46,162	9,622	8,010	2,241	9,745	17.8	1.2	30.7	7.2	0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	55,836	10,550	8,630	2,471	12,222	16.2	1.3	23.6	8.0	0
	Giá cp (24/12, đồng)	39,950	2019A	63,658	9,743	7,604	2,143	14,368	18.6	2.8	17.2	9.4	0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	32,365	2020F	79,544	13,570	9,794	2,678	16,649	14.9	2.4	19.0	5.6	1
			2021F	88,857	16,507	12,454	3,534	19,183	11.3	2.1	20.9	4.1	3
Nhựa Bình Minh (BMP)	Khuyến nghị	Nắm giữ	2017A	4,055	663	465	5,109	29,317	12.3	2.1	19.8	5.7	5.6
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	4,121	608	428	4,750	29,973	13.3	2.1	17.6	5.9	6.3
	Giá cp (24/12, đồng)	63,000	2019A	4,341	601	423	4,696	30,164	13.4	2.1	17.2	5.7	7.1
	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,157	2020F	4,508	667	479	5,319	30,965	11.8	2.0	19.1	5.0	7.1
			2021F	5,025	550	377	4,188	30,634	15.0	2.1	15.0	5.7	7.1
Hà Tiên 1 (HT1)	Khuyến nghị	Nắm giữ	2017A	8,209	1,028	488	1,066	13,577	15.8	1.2	9.4	6.1	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	8,378	1,075	634	1,431	13,525	11.8	1.2	12.3	5.3	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	16,850	2019A	8,839	1,192	746	1,685	14,036	10.0	1.2	14.2	4.6	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	6,428	2020F	8,065	1,049	675	1,525	14,361	11.1	1.2	12.5	4.6	0.0
			2021F	8,696	1,172	800	1,812	15,010	9.3	1.1	14.3	3.7	0.0
Viglacera (VGC)	Khuyến nghị	MUA	2017A	11,726	741	482	1,103	15,696	16.0	1.12	8.0	4.2	2.3
	Giá mục tiêu (đồng)	16,000	2018A	12,382	686	439	1,005	16,218	14.1	0.88	6.3	4.2	2.8
	Giá cp (24/12, đồng)	11,700	2019A	13,451	879	574	1,314	17,132	8.9	0.68	7.9	3.0	3.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	5,108	2020F	14,258	996	648	1,484	18,166	7.9	0.64	8.4	2.7	3.8
			2021F	14,508	1,184	793	1,816	19,433	6.4	0.60	9.7	2.4	4.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS.

Bất động sản nhà ở

Trung lập

► Luận điểm chính

- Đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng thúc đẩy thị trường bất động sản nhà ở
- Nhu cầu được củng cố bởi chính sách tín dụng thuận lợi
- Nguồn cung phục hồi nhờ cải thiện quy trình quản lý

► Cổ phiếu khuyến nghị

Đất Xanh (DXG, MUA, Giá MT 14,800 đồng)			
	2020F	2021F	2022F
PE (x)	41.1	7.8	3.8
PB (x)	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	2.7	12.9	22.1
Cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0
EPS (đồng)	8.7	6.1	3.1
BPS (đồng)	365	1,927	3,949

Ánh sáng cuối đường hầm

Luận điểm đầu tư

Đầu tư mạnh mẽ cho cơ sở hạ tầng kích cầu bất động sản

Chính phủ đang tiến hành nâng cấp và phát triển hệ thống giao thông qua việc hoàn thiện mạng lưới đường cao tốc và các tuyến đường vành đai, bao gồm đường HCM Trung Lương - Mỹ Thuận; Biên Hòa-Vũng Tàu. Sáu trong số mười một dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam phía Đông được triển khai trong khoảng thời gian từ 4Q19-4Q20 sẽ được thi công vào năm 2021 và dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2022-23F. Việc thị trường đất nền sôi động ở khu vực ngoại thành Đồng Nai và Long An gần đây có thể do những dự án nâng cấp hạ tầng này hứa hẹn cải thiện kết nối đến trung tâm TP HCM.

Các chính sách tín dụng tiếp tục thuận lợi trong năm 2021

Năm 2020, lãi suất cho vay trung bình của các NHTM đã giảm 80-120 đcb n/n. Chúng tôi kỳ vọng mức lãi suất thấp này được duy trì đến 3Q21 do Thông tư 08/NHNN hoãn thời điểm đáp ứng tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các NHTM từ 40% xuống 37% đến 3Q21. Chúng tôi tin rằng lãi suất cho vay ở mức thấp, tỷ lệ đóng góp từ người mua vào khoản vay giảm, và tỷ lệ cho vay trên tài sản thế chấp tăng là những điều kiện thuận lợi hỗ trợ gia tăng khối lượng giao dịch bất động sản nhà ở.

Các quy định sửa đổi giúp cải thiện quy trình cấp phép

Ngày 19/06/2020, Luật Xây dựng và Luật Đầu tư sửa đổi mở đường cải thiện việc cấp phép các dự án. Hơn nữa, những sửa đổi gần đây trong Luật Đất đai vào ngày 18/12 cho phép giao, cho thuê các thửa đất nhỏ hẹp do Nhà nước quản lý mà không cần đấu giá. Chúng tôi kỳ vọng ít nhất hàng chục dự án được hưởng lợi từ sửa đổi này, từ đó, hàng nghìn căn hộ sẽ được mở bán ra thị trường trong 4Q21-22F.

Cổ phiếu khuyến nghị: DXG được nhìn nhận dưới ánh sáng mới

Chúng tôi lựa chọn DXG dựa trên kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng ngoạn mục lên 1,002 tỷ đồng trong năm 2021 đảm bảo bằng việc bàn giao dự án Opal Boulevard. DXG có thể được hưởng lợi từ các khoản đầu tư lớn vào dự án Sân bay Long Thành, giúp tăng trưởng doanh số ký bán nhà phố dự án Gem Sky World.

Nhàn Lại

nhan.lt@kisvn.vn

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)

MUA / Giá MT 14,800 đồng

Giá cp (24/12, đồng)	15,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,500
SLCP lưu hành (triệu)	518
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	15,700/7,750
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	63
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	81.4/35.4
Sở hữu nước ngoài (%)	35.7
Cổ đông lớn (%)	
CTCP Đầu tư NAV	4.49
KIM Vietnam Growth Equity Fund	4.3

	D.thu (Tỷ đồng)	LNHD (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (Tỷ đồng)	PE (x)	EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2018A	4,645	1,835	1,178	3,427	61.1	1,859	4.4	3.7	1.1	26.7	0.0
2019A	5,814	2,099	1,217	2,645	(22.8)	2,138	5.7	5.5	1.1	20.3	0.0
2020F	4,019	1,559	190	365	(86.2)	1,612	41.1	8.7	1.1	2.7	0.0
2021F	6,949	2,156	1,002	1,927	428.3	2,211	7.8	6.1	0.9	12.9	0.0
2022F	10,449	3,286	2,054	3,949	105.0	3,344	3.8	3.1	0.8	22.1	0.0

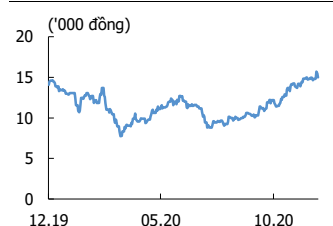
Ghi chú: LN ròng, EPS dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Chờ đợi cơ hội mới

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.2	13.4	(14.3)
Tương đối với VNI (%)	(3.3)	(12.5)	(27.8)

Giá cổ phiếu



Khuyến khích tăng trưởng thu nhập trong năm 2021. Chúng tôi ước tính DXG có thể đạt được 1,002 tỷ đồng lợi nhuận (so với mức 190 tỷ đồng trong năm 2020) từ việc bàn giao 1,500 căn hộ dự án Opal Boulevard. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng đánh giá tích cực về triển vọng của dự án Gem Sky World nhờ tâm lý tốt hơn của người mua khi Chính Phủ đang đẩy mạnh chi tiêu đầu tư cơ sở hạ tầng tỉnh Đồng Nai.

Doanh số bán hàng theo sát mục tiêu trong 2020-2021. Chúng tôi dự tính 1.630 căn hộ tại dự án Opal Cityview Bình Dương sẽ được mở bán vào cuối 4Q20 hoặc 1Q21. Doanh thu ký bán năm 2020 ước tính đạt 3,499 tỷ đồng, giúp đảm bảo doanh thu bất động sản của DXG trong năm 2021-2022.

Thoái vốn khỏi CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh. Đất Xanh Group sắp hoàn tất việc thoái vốn tại CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh. Việc phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược và niêm yết CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh được cho rằng sẽ tiến hành vào năm 2021. Những thông tin trên kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu DXG.

Bảng cân đối kế toán

(VND bn)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	11,816	17,066	18,632	24,335	30,103
Tiền và tương đương tiền	1,159	793	1,357	2,279	4,181
Phải thu	5,567	9,023	8,145	9,865	11,671
Hàng tồn kho	4,605	6,791	8,672	11,816	13,908
Tài sản dài hạn	1,277	1,607	1,904	1,927	1,955
Đầu tư tài chính	54	330	309	287	264
Tài sản hữu hình	1,223	1,277	1,595	1,640	1,691
Tài sản vô hình	636	1,206	1,302	1,419	1,570
Tổng tài sản	13,729	19,879	21,838	27,681	33,628
Người mua trả trước	1,029	908	3,382	6,371	10,217
Doanh thu chưa thực hiện	19	36	36	36	36
Phải trả người bán	581	1,187	735	1,721	2,568
Khác	3,034	4,122	1,448	1,850	2,198
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	471	1,063	846	930	976
Nợ và TP dài hạn	2,394	3,337	5,396	5,382	3,734
Tổng nợ và phải trả	7,530	10,652	11,844	16,290	19,729
Người mua trả trước	5,000	6,989	7,282	8,273	10,327
VCSH	3,501	5,200	5,200	5,200	5,200
Vốn điều lệ	11	11	11	(0)	(0)
Thặng dư	33	62	58	58	58
Quý khác	1,456	1,716	2,013	3,014	5,068
LN giữ lại	1,199	2,239	2,712	3,118	3,572
Lợi ích cổ đông thiểu số	6,199	9,227	9,994	11,391	13,899
Tổng VCSH	1,029	908	3,382	6,371	10,217

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dòng tiền hoạt động	(932)	(1,646)	(1,030)	827	3,463
LN ròng	1,178	1,217	190	1,002	2,054
Khấu hao	24	39	53	55	57
Khấu trừ					
Tăng vốn lưu động ròng	(1,938)	(3,811)	(1,753)	(525)	1,020
Khác					
Dòng tiền đầu tư	(0)	(1,413)	(245)	36	41
Chi phí vốn	0	0	0	0	0
Giảm tài sản cố định					
Tăng đầu tư tài chính	113	(1,139)	82	91	101
Tăng ròng tài sản vô hình					
Khác					
Dòng tiền tài chính	403	2,693	1,839	58	(1,602)
Tăng vốn chủ	542	1,636	(4)	(11)	0
Tăng nợ	337	1,537	1,843	69	(1,602)
Chi trả cổ tức	(476)	(479)	0	0	0
Khác					
Dòng tiền khác					
Tăng tiền mặt	(529)	(365)	564	922	1,903

Kết quả kinh doanh

(VND bn)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	4,645	5,814	4,019	6,949	10,449
Giá vốn hàng bán	2,006	2,691	1,638	3,904	5,851
Lợi nhuận gộp	2,639	3,123	2,382	3,045	4,597
Chi phí bán hàng & QLDN	780	985	769	834	1,254
LN hoạt động	1,835	2,099	1,559	2,156	3,286
Doanh thu tài chính	270	51	56	62	68
Thu nhập lãi	207	270	51	56	62
Chi phí tài chính	(209)	(831)	(508)	(274)	0
Chi phí lãi vay	(235)	(305)	(508)	(274)	0
LN khác	(6)	79	0	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	256	149	50	55	61
LN trước thuế	2,102	2,389	829	1,759	3,135
Thuế TNDN	379	502	166	352	627
LN sau thuế	1,723	1,886	663	1,408	2,508
LN ròng cho công ty mẹ	1,178	1,217	190	1,002	2,054
Lợi nhuận toàn diện khác					
Tổng lợi nhuận toàn diện					
Tổng lợi nhuận toàn diện cho công ty mẹ					
EBITDA	1,859	2,138	1,612	2,211	3,344

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	3,427	2,645	365	1,927	3,949
BPS	14,282	13,439	14,002	15,908	19,858
DPS	0	0	0	0	0
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	61.3	25.1	(30.9)	72.9	50.4
LN hoạt động	54.7	14.4	(25.7)	38.3	52.4
LN ròng	61.8	3.2	(84.4)	428.3	105.0
EPS	61.1	(22.8)	(86.2)	428.3	105.0
EBITDA	54.7	15.0	(24.6)	37.1	51.2
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	39.5	36.1	38.8	31.0	31.5
Biên LN ròng	37.1	32.4	16.5	20.3	24.0
Biên EBITDA	40.0	36.8	40.1	31.8	32.0
ROA	14.3	10.9	6.2	7.1	8.7
ROE	26.7	20.3	2.7	12.9	22.1
Suất sinh lợi cổ tức		0.0	0.0	0.0	0.0
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	1,707.2	3,606.4	4,885.2	4,032.8	528.7
Nợ ròng/VCSH (%)	27.5	39.1	48.9	35.4	3.8
Định giá (x)					
PE	4.4	5.7	41.1	7.8	3.8
PB	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	5.5	8.7	6.1	3.1

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu				Lợi nhuận và Định giá									
Công ty				D.thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(%)
Vinhomes (VHM)	Khuyến nghị	MUA	2018A	38,664	7,617	14,284	4,567	12,907	18.9	6.7	57.0	38	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	30,000	2019A	51,627	23,219	21,747	6,493	16,748	13.3	5.2	43.8	13	1.3
	Giá cp (24/12, đồng)	93,500	2020F	91,787	31,621	28,895	8,627	26,031	10.0	3.3	40.3	9.5	1.2
	Vốn hóa (tỷ đồng)	283,885	2021F	75,138	33,290	32,724	9,770	33,756	8.8	2.6	32.7	9.5	1.2
			2022F	172,437	75,965	56,843	16,970	49,726	5.1	1.7	40.7	3.7	1.2
Khang Điền (KDH)	Khuyến nghị	MUA	2018A	3,055	792	502	1,111	10,360	25.5	2.7	11.6	16	3.5
	Giá mục tiêu (đồng)	27,000	2019A	2,917	982	808	1,514	12,161	18.7	2.3	13.4	14	1.8
	Giá cp (24/12, đồng)	28,300	2020F	2,813	1,223	915	1,613	13,362	17.5	2.1	12.6	13	1.8
	Vốn hóa (tỷ đồng)	15,587	2021F	3,602	1,506	1,104	1,954	14,223	14.5	2.0	14.2	10	1.8
			2022F	4,519	1,732	1,343	2,386	15,857	11.9	1.8	15.9	8	1.8
Nam Long (NLG)	Khuyến nghị	MUA	2018A	3,480	1,013	763	3,280	17,831	8.9	2.1	19.8	4.6	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	30,900	2019A	2,546	626	960	3,709	19,464	7.9	1.6	20.3	9.2	1.6
	Giá cp (24/12, đồng)	29,300	2020F	1,867	245	826	3,032	20,605	9.6	1.5	19.9	18.9	1.6
	Vốn hóa (tỷ đồng)	8,074	2021F	4,073	686	1,112	3,898	23,887	7.5	1.4	15.1	10.3	1.6
			2022F	4,883	1,087	1,483	5,198	28,429	5.6	1.2	17.5	5.2	1.6
Đất Xanh (DXG)	Khuyến nghị	MUA	2018A	4,645	1,835	1,178	3,427	14,282	4.4	1.1	26.7	3.7	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	14,600	2019A	5,814	2,099	1217	2,645	13,439	5.7	1.1	20.3	5.5	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	15,000	2020F	4,019	1,559	190	365	14,002	41.1	1.1	2.7	8.7	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,789	2021F	6,949	2,156	1,002	1,927	15,908	7.8	0.9	12.9	6.1	0.0
			2022F	10,449	3,286	2,054	3,949	19,858	3.8	0.8	22.1	3.1	0.0
Novaland (NVL)	Khuyến nghị	-	2015A	6,673	636	415	1,128	13,891	58.1	4.8	8.8	34.3	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2016A	7,359	2,184	1,665	2,793	15,244	23.5	4.3	20.6	49.4	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	66,000	2017A	11,632	2,568	2,033	3,130	19,411	21.0	3.4	17.5	19.3	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	65,039	2018A	15,290	4,689	3,239	3,456	20,259	19.0	3.3	19.5	17.2	0.0
			2019A	10,931	592	3,431	3,539	22,978	18.6	2.9	15.5	-84.4	0.0
Tập đoàn DIC (DIG)	Khuyến nghị	-	2015A	386	19	22	79	12,171	107.5	0.7	0.6	111.0	0.0
	Giá mục tiêu (đồng)	-	2016A	1,588	43	45	163	11,467	52.2	0.6	1.1	73.9	0.0
	Giá cp (24/12, đồng)	26,450	2017A	857	522	405	1,473	11,829	5.8	0.6	10.0	23.0	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	8,205	2018A	732	87	97	352	12,406	24.2	0.6	2.3	24.6	0.0
			2019A	858	29	59	214	12,525	39.7	0.6	1.4	25.3	0.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS.

Hàng không

Tăng tỉ trọng

► Luận điểm chính

- Tái cơ cấu là việc quan trọng nhất
- Vận chuyển hàng hóa phục hồi mạnh mẽ
- Cơ hội từ sự chuyển dịch cơ cấu sản xuất

► Cổ phiếu khuyến nghị

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS, MUA, Giá MT 148,500 đồng)

	2020F	2021F	2022F
PE (x)	12.7	14.1	12.8
PB (x)	6.8	6.1	5.4
EV/EBITDA (x)	10.6	11.2	9.9
Cổ tức (%)	5.8	5.9	5.9
EPS (đồng)	9,971	8,994	9,911
BPS (đồng)	18,512	20,572	23,578

- Thị trường vận chuyển hàng hóa đường hàng không Việt vẫn hoạt động sôi nổi
- Hoạt động kinh doanh cốt lõi duy trì và phục hồi nhanh chóng
- Sẵn sàng để cất cánh mạnh mẽ

Bức tranh lớn với nhiều mảng màu

Luận điểm đầu tư

Tái cơ cấu là việc cần thiết nhất

Theo chúng tôi, tái cơ cấu là điều tất yếu đối với các hãng hàng không (đặc biệt là Vietnam Airlines). Việc triển khai vắc-xin COVID-19 trên quy mô toàn cầu cần ít nhất 12-24 tháng, vì vậy, sẽ phải mất từ hai đến ba năm để lưu lượng hành khách trở lại mức trước khi bùng phát dịch bệnh. Cả hai hãng hàng không truyền thống (Vietnam Airlines - HVN) và hãng hàng không giá rẻ (Vietjet Air - VJC) đều gặp khó khăn liên quan đến các chuyến bay quốc tế khi HVN có đến 64 đường bay quốc tế và doanh thu phụ trợ từ hành khách quốc tế đóng góp nhiều vào tổng doanh thu của VJC.

Vận chuyển hàng hóa phục hồi mạnh mẽ

Trong khi lưu lượng hành khách phụ thuộc vào việc phát triển vắc-xin và khả năng kiểm soát đại dịch thì mảng vận chuyển hàng hóa đang tiến triển tốt nhờ nhu cầu nguyên liệu tăng khi hoạt động sản xuất phục hồi hình chữ V. Do vậy, các doanh nghiệp vận hành ga hàng hóa hàng không như SCS hoặc NCT sẽ ít bị ảnh hưởng bởi COVID-19.

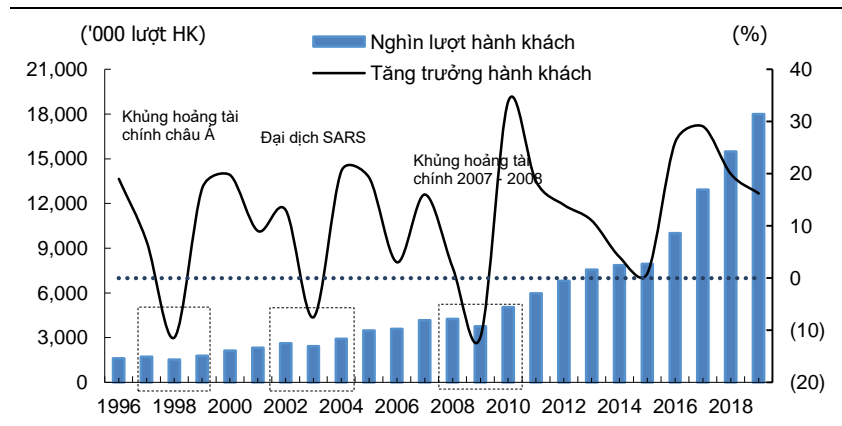
Cơ hội từ sự chuyển dịch cơ cấu sản xuất

Việt Nam đã đạt được kết quả ấn tượng trong việc kiểm soát COVID-19 vì vậy xu hướng dịch chuyển sản xuất một số nhóm hàng quan trọng như điện thoại các loại và linh kiện đã khôi phục lại như trước đại dịch. Đây là một lợi thế lớn đối với các doanh nghiệp khai thác ga hàng hóa hàng không Việt Nam.

Cổ phiếu khuyến nghị: CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn

Cổ phiếu khuyến nghị của chúng tôi là CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn với mức giá MT 148,500 đồng.

Hình 23. Lưu lượng hành khách quốc tế giai đoạn 1996 – 2019



Nguồn: GSO, KIS

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)

MUA / Giá MT 148,500 đồng

Giá cp (24/12, đồng)	126,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,521
SLCP lưu hành (triệu)	51
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	129,900/81,484
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	3
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	98.3/28.6
Sở hữu nước ngoài (%)	28.6
Cổ đông lớn (%)	
CTCP Gemadept	32.6
ACV	13.1

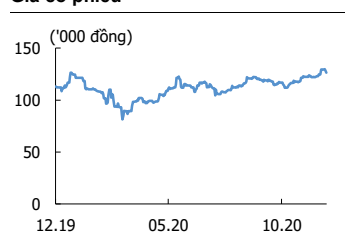
	D.thu (Tỷ đồng)	LNHB (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (Tỷ đồng)	PE (x)	EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2017A	588	387	344	6,839	40.5	443	18.5	14.1	7.6	44.7	3.7
2018A	675	461	437	8,679	26.9	516	14.6	12.2	7.8	52.8	6.2
2019A	748	527	502	9,971	14.9	582	12.7	10.6	6.8	57.5	5.8
2020F	700	484	467	8,994	(9.8)	539	14.1	11.2	6.1	46.0	5.9
2021F	761	534	515	9,911	10.2	588	12.8	9.9	5.4	44.9	5.9

Ghi chú: LN ròng, EPS dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.2	11.2	12.6
Tương đối với VNI (%p)	(4.3)	(14.7)	(0.9)

Giá cổ phiếu



Vấn duy trì trạng thái tích cực

Thị trường vận chuyển hàng hóa đường hàng không vẫn hoạt động sôi nổi. Theo IATA, lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường hàng không của Châu Á Thái Bình Dương vẫn tăng bất chấp Tuần lễ Vàng (thời điểm sụt giảm của hoạt động vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không). Tỷ lệ hàng tồn kho/doanh thu của các doanh nghiệp đang ở mức thấp là dấu hiệu của tình trạng thiếu nguyên liệu. Theo đó, nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không cũng sẽ gia tăng.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi duy trì và phục hồi nhanh chóng. SCS báo cáo KQKD 3Q20 với doanh thu và lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt lần lượt 167 tỷ đồng và 124 tỷ đồng, giảm tương ứng 10% n/n và 9.3% n/n. Doanh thu và LNTT 9T20 của SCS là 495 tỷ đồng và 362 tỷ đồng, đạt 75.0% và 80.4% kế hoạch cả năm của công ty. Cụ thể, sản lượng hàng hóa quốc tế giảm 27% n/n và sản lượng hàng hóa nội địa giảm 14.3% n/n. Trong 3Q20, sản lượng hàng hóa nội địa phục hồi, đạt 13,754 tấn (+3.7% n/n) nhưng sản lượng hàng hóa quốc tế giảm 5.4 n/n, đạt 51,908 tấn. Tính đến thời điểm hiện tại, sản lượng hàng hóa quốc tế và nội địa 11 tháng đầu năm lần lượt đạt 139,849 tấn và 49,363 tấn. Trong trường hợp xấu nhất, sản lượng hàng hóa năm 2020 ước tính giảm 5.0% n/n do thời gian giãn cách xã hội. Tuy nhiên, sản lượng hàng hóa năm 2021 sẽ phục hồi mạnh mẽ cùng với nhu cầu vận chuyển hàng hóa của các doanh nghiệp sản xuất linh kiện điện tử thuộc khối FDI.

Sẵn sàng để cất cánh mạnh mẽ. Hiện tại, SCS ghi nhận hệ số nợ bằng không với 260 tỷ đồng dưới dạng tiền mặt, tiền gửi. Dự án xây dựng nhà ga T3 - Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất đã được phê duyệt và sẽ tiến hành khởi công vào 2Q2021 là cơ hội để SCS gia tăng công suất và thị phần, nhà ga của SCS hiện đang hoạt động vượt công suất (~110% công suất thiết kế). Kế hoạch mở rộng của SCS không có rủi ro lãi suất nhờ lượng tiền mặt doanh nghiệp đang nắm giữ và doanh nghiệp không cần sử dụng đến nguồn vốn vay.

Khuyến nghị MUA với giá MT 148,500 đồng. Cổ phiếu SCS được định giá ở mức 148,500 đồng dựa trên phương pháp DCF cho giai đoạn 5 năm. Hoạt động kinh doanh ổn định với dòng tiền mạnh giúp SCS duy trì chi trả cổ tức tiền mặt ở mức cao. Khi ngành hàng không đang phải đối mặt với những mối đe dọa và thách thức lớn trong tương lai, SCS chính là điểm sáng của chuỗi giá trị ngành.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	235	157	317	490	691
Tiền và tương đương tiền	171	77	246	408	606
Phải thu	63	79	71	82	85
Hàng tồn kho	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn	686	637	591	536	481
Đầu tư tài chính	686	637	591	536	481
Tài sản hữu hình	69	178	165	173	177
Tài sản vô hình	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	990	971	1,073	1,199	1,349
Nợ ngắn hạn	65	86	69	91	90
Nợ phải trả	14	7	0	5	5
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	3	5	4	4	5
Nợ và TP dài hạn	48	73	65	81	80
Nợ cố định	10	0	0	0	0
Các khoản nợ	7	0	0	0	0
Nợ dài hạn và nợ tài chính	3	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	75	86	69	91	90
VCSH	914	885	1,004	1,108	1,259
Vốn điều lệ	572	572	576	576	576
Thặng dư	21	21	35	35	35
Quỹ khác	2	9	9	9	9
LN giữ lại	320	284	385	489	640
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng VCSH	914	885	1,004	1,108	1,259

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	384	497	549	532	565
LN ròng	344	437	502	467	515
Khấu hao	56	55	55	55	55
Khấu trừ	0	0	0	0	0
Tăng vốn lưu động ròng	(16)	5	(8)	10	(4)
Khác	0	0	0	0	0
Dòng tiền đầu tư	10	(48)	7	(10)	(3)
Chi phí vốn	10	6	10	(8)	(7)
Giảm tài sản cố định					
Tăng đầu tư tài chính	0	(53)	(3)	(2)	4
Tăng ròng tài sản vô hình					
Khác					
Dòng tiền tài chính	(160)	(386)	(349)	(375)	(375)
Tăng vốn chủ	5	0	18	0	0
Tăng nợ	72	10	0	0	0
Chi trả cổ tức	(237)	(396)	(367)	(375)	(375)
Khác					
Dòng tiền khác	(164)	(157)	(39)	15	12
Tăng tiền mặt	70	(94)	169	162	198

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	588	675	748	700	761
Giá vốn hàng bán	135	147	153	149	154
Lợi nhuận gộp	724	822	595	551	606
Chi phí bán hàng & QLDN	66	67	68	66	72
LN hoạt động	658	755	527	484	534
Doanh thu tài chính	5	8	14	19	21
Thu nhập lãi	5	7	14	19	21
Chi phí tài chính	5	0	1	1	1
Chi phí lãi vay	4	0	1	1	1
LN khác	(3)	(2)	(2)	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	384	467	538	502	554
Thuế TNDN	(40)	(30)	(35)	(35)	(39)
LN sau thuế	344	437	502	467	515
LN ròng cho công ty mẹ	344	437	502	467	515
Lợi nhuận toàn diện khác	588	675	748	700	761
Tổng lợi nhuận toàn diện	135	147	153	149	154
Tổng lợi nhuận toàn diện cho công ty mẹ	724	822	595	551	606
EBITDA	443	516	582	539	588

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	6,839	8,679	9,971	8,994	9,911
BPS	16,727	16,143	18,512	20,572	23,578
DPS	4,711	7,864	7,283	7,455	7,455
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	18.6	14.8	10.8	(6.5)	8.7
LN hoạt động	34.1	19.1	14.2	(8.0)	10.2
LN ròng	40.5	26.9	14.9	(7.0)	10.2
EPS	40.5	26.9	14.9	(9.8)	10.2
EBITDA	29.2	16.4	12.8	(7.4)	9.2
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	65.8	68.3	70.4	69.2	70.2
Biên LN ròng	58.6	64.7	67.1	66.8	67.7
Biên EBITDA	75.3	76.4	77.8	77.0	77.4
ROA	35.2	44.6	49.1	39.9	39.2
ROE	44.7	52.8	57.5	46.0	44.9
Suất sinh lợi cổ tức	3.6	6.1	5.6	5.8	5.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.7	0.9	0.7	0.8	0.8
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(161)	(77)	(246)	(408)	(606)
Nợ ròng/VCSH (%)	(17.6)	(8.7)	(24.5)	(36.8)	(48.1)
Định giá (x)					
PE	18.9	14.9	13.0	14.4	13.1
PB	7.7	8.0	7.0	6.3	5.5
EV/EBITDA	14.4	12.5	10.9	11.5	10.2

CTCP Hàng không Vietjet (VJC)

Giá cp (24/12, đồng)	123,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	65,899
SLCP lưu hành (triệu)	524
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	148,200/94,500
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	49
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	46.2/18.7
Sở hữu nước ngoài (%)	18.7
Cổ đông lớn (%)	
Đầu tư Hướng Dương Sunny	28.6
Nguyễn Thị Phương Thảo	8.8

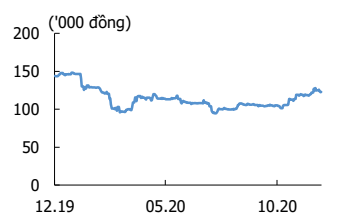
	D.thu (Tỷ đồng)	LNHĐ (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (Tỷ đồng)	PE (x)	EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2015A											
2016A											
2017A	42,303	5,745	5,073	6,535	103.3	5,840	18.8	9.6	9.0	66.2	0.9
2018A	53,577	6,484	5,335	6,872	5.2	6,625	17.8	9.7	6.8	43.3	2.1
2019A	50,603	4,184	3807	4,904	(28.6)	4,279	25.0	23.5	6.4	26.3	0.8

Ghi chú: LN ròng, EPS dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.2	13.4	(14.3)
Tương đối với VNI (%p)	(3.3)	(12.5)	(27.8)

Giá cổ phiếu



Thích nghi để tồn tại

Sự bùng phát trở lại của dịch COVID-19 làm chậm tiến độ phục hồi. Theo CAA, số chuyến bay của VJC vào tháng 6 và tháng 7 năm 2020 đã khôi phục lại, đạt 7,895 và 9,289 chuyến bay. Làn sóng COVID-19 thứ hai khiến hãng phải giảm hoạt động lại từ tháng 8 đến tháng 10. Trong 11 tháng đầu năm, lượng chuyến bay của VJC giảm mạnh 44% n/n (Vietjet Air thực hiện 70,905 chuyến bay trong 11T20 so với 126,558 chuyến bay thực hiện trong 11T19). Tuy nhiên, VJC vẫn duy trì thị phần dẫn đầu tại thị trường nội địa Việt Nam. Đây là điều kiện hỗ trợ sự phục hồi của VJC trong tương lai. Bên cạnh đó, trong năm 2020, VJC đã mở thêm 8 đường bay mới, tập trung vào Đà Nẵng - thành phố đáng sống nhất Việt Nam.

Thay đổi để thích ứng với hoàn cảnh. VJC đã thực hiện một loạt hoạt động nhằm khắc phục khó khăn trong thời kỳ bùng phát dịch COVID-19 bao gồm giảm đội bay (cho thuê lại máy bay), đàm phán lại kỳ thuê và tái cơ cấu các khoản nợ ngân hàng. VJC cũng thực hiện cắt giảm các chi phí như lương phi công, chi phí quản lý và các khoản chi phí khác. Trong 9T20, VJC ghi nhận doanh thu 13,780 tỷ đồng và khoản lỗ trước thuế 883 tỷ đồng.

Doanh thu phi vận tải "cứu" lợi nhuận năm 2020. Giao dịch bán và thuê lại máy bay (SLB) được ghi nhận đã góp phần giảm lỗ cho VJC. Trong 9T20, thu nhập khác đạt 1,775 tỷ đồng do VJC tiến hành thanh lý các tài sản phi hàng không. Bên cạnh đó, khi hoạt động vận chuyển hành khách bị đình trệ, VJC đã tăng hiệu quả sử dụng máy bay bằng cách chuyển đổi máy bay chở khách để vận chuyển hàng hóa.

Đội chờ vắc-xin COVID-19. Các chuyến bay quốc tế của VJC tập trung vào các đường bay Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản. Nếu ba quốc gia này áp dụng một chương trình tiêm chủng mở rộng, các đường bay quốc tế sẽ được nối lại, doanh thu vận tải hành khách của VJC theo đó cũng phục hồi. Lượng du khách từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản luôn đứng đầu trong danh sách du khách tới Việt Nam. Dự kiến đại dịch được kiểm soát trong 2Q21 và các hãng hàng không Việt Nam sẽ được cất cánh theo kế hoạch.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Tài sản ngắn hạn			16,866	18,223	23,513
Tiền và tương đương tiền			6,863	7,982	6,509
Phải thu			9,736	9,773	16,256
Hàng tồn kho			267	469	748
Tài sản dài hạn			1,819	2,948	2,839
Đầu tư tài chính			1,751	2,879	2,623
Tài sản hữu hình			68	68	216
Tài sản vô hình			12,973	17,915	22,507
Tổng tài sản			31,658	39,086	48,859
Nợ ngắn hạn			13,539	19,518	22,133
Nợ phải trả			2,420	3,421	3,854
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn			560	924	1,895
Nợ và TP dài hạn			10,559	15,173	16,384
Nợ cố định			7,524	5,530	11,823
Các khoản nợ			6,897	4,958	8,161
Nợ dài hạn và nợ tài chính			627	572	3,662
Tổng nợ và phải trả			21,064	25,048	33,956
VCSH			10,592	14,037	14,900
Vốn điều lệ			4,513	5,416	5,416
Thặng dư			246	246	246
Quý khác			24	119	-2,282
LN giữ lại			5,809	8,256	11,521
Lợi ích cổ đông thiểu số			2	2	2
Tổng VCSH			10,594	14,039	14,903

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Dòng tiền hoạt động			7,440	11,216	(245)
LN ròng			5,073	5,335	3,807
Khấu hao			95	141	96
Khấu trừ					
Tăng vốn lưu động ròng			2,272	5,739	(4,147)
Khác					
Dòng tiền đầu tư			130	1,257	(308)
Chi phí vốn			617	1,270	(161)
Giảm tài sản cố định					
Tăng đầu tư tài chính			(487)	(12)	(147)
Tăng ròng tài sản vô hình					
Khác					
Dòng tiền tài chính			156	(23)	(6,836)
Tăng vốn chủ			1,759	0	0
Tăng nợ			(727)	1,994	(6,293)
Chi trả cổ tức			(877)	(2,017)	(543)
Khác					
Dòng tiền khác			(3,606)	(11,331)	5,916
Tăng tiền mặt			4,120	1,119	(1,473)

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu			42,303	53,577	50,603
Giá vốn hàng bán			35,753	46,085	44,980
Lợi nhuận gộp			78,056	99,663	5,623
Chi phí bán hàng & QLDN			805	1,008	1,439
LN hoạt động			77,251	98,655	4,184
Doanh thu tài chính			119	332	780
Thu nhập lãi			71	221	551
Chi phí tài chính			521	918	1,025
Chi phí lãi vay			238	258	351
LN khác			4	7	721
Lãi (lỗ) từ LD&LK			(44)	(89)	(92)
LN trước thuế			5,303	5,816	4,569
Thuế TNDN			(229)	(481)	(761)
LN sau thuế			5,074	5,335	3,807
LN ròng cho công ty mẹ			5,073	5,335	3,807
Lợi nhuận toàn diện khác					
Tổng lợi nhuận toàn diện công ty mẹ			5,840	6,625	4,279
EBITDA			5,840	6,625	4,279

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS			6,535	6,872	4,904
BPS			13,644	18,081	19,194
DPS			1,129	2,598	1,003
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu			53.8	26.7	(5.6)
LN hoạt động			79.8	12.9	(35.5)
LN ròng			103.3	5.2	(28.6)
EPS			103.3	5.2	(28.6)
EBITDA			80.2	13.5	(35.4)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động			13.6	12.1	8.3
Biên LN ròng			12.0	10.0	7.5
Biên EBITDA			13.8	12.4	8.5
ROA			19.6	15.1	8.7
ROE			66.2	43.3	26.3
Suất sinh lợi cổ tức			0.9	2.1	0.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức			0.2	0.4	0.2
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)			661	(2452)	5314
Nợ ròng/VCSH (%)			6.2	(17.5)	35.7
Định giá (x)					
PE			18.8	17.8	25
PB			9	6.8	6.4
EV/EBITDA			9.6	9.7	23.5

Tổng Công ty Hàng không VN (HVN)

Giá cp (24/12, đồng)	27,350
Vốn hóa (tỷ đồng)	40,279
SLCP lưu hành (triệu)	1,418
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	34,300/17,800
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	18
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	3.9/9.2
Sở hữu nước ngoài (%)	9.2
Cổ đông lớn (%)	
CMSC	86.2
ANA	8.8

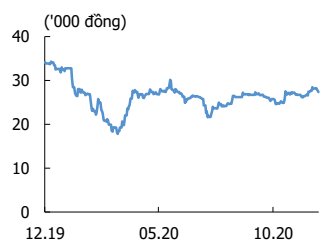
	D.thu (Tỷ đồng)	LNHĐ (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	EBITDA (Tỷ đồng)	PE (x)	EV/EBITDA (x)	PB (x)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2015A											
2016A											
2017A	82,951	3,475	2,371	1,671	15.4	1,146	16.6	64.5	2.3	14.6	2.6
2018A	96,811	4,887	2,335	1,646	(1.5)	9,818	16.9	7.3	2.2	13.4	3.3
2019A	98,228	3,690	2346	1,654	0.5	8,542	16.8	7.6	2.2	12.9	4.4

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.2	1.3	(19.6)
Tương đối với VNI (%p)	(5.3)	(24.6)	(33.1)

Giá cổ phiếu



Sóng thần cuốn trôi tất cả

Nhu cầu của hành khách hàng không giảm thảm hại do giãn cách xã hội.

Theo CAA, số chuyến bay của VNA giảm mạnh 34,0% n/n trong 11 tháng đầu năm (Vietnam Airlines thực hiện 79,349 chuyến bay trong 11T20 so với 120,167 chuyến bay trong 11T19). Việc giảm các chuyến bay thương mại là do chấp hành quy định hạn chế đi lại và ngừng khai thác các đường bay quốc tế. Sự khôi phục của các chuyến bay nội địa là không đủ khi doanh thu vận tải của HVN phụ thuộc phần lớn vào lưu lượng hành khách quốc tế. Sức chứa ghế ngồi hoặc hệ số tải giảm do dịch bệnh COVID-19 đã thay đổi hành vi của khách du lịch vào kỳ nghỉ. Năm 2020, HVN đã mở thêm 6 đường bay nội địa mới, hầu hết đều có điểm đến là các thành phố du lịch nổi tiếng (Đà Lạt, Phú Quốc). Đây là sự chuẩn bị cho bùng nổ du lịch của Việt Nam hậu thời kỳ COVID-19.

Áp lực tài chính khi gánh chịu một khoản lỗ lớn. Trong 9T20, doanh thu của HVN là 32,411 tỷ đồng và ghi nhận một khoản lỗ trước thuế 10,505 tỷ đồng. Vietnam Airlines ước tính doanh thu hợp nhất là 40,000 tỷ đồng và lỗ ròng 15,000 tỷ đồng trong năm 2020. Hiện tại, kết quả kinh doanh kém hiệu quả đã phủi sạch thành quả 25 năm của HVN, khiến công ty ghi nhận lỗ 8,874 tỷ đồng trên lợi nhuận chưa phân phối trong 3Q20.

Kế hoạch giải cứu được thông qua nhưng tương lai vẫn mù mịt. Quốc hội Việt Nam chấp thuận phương án giải cứu HVN, HVN sẽ được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) tái cấp vốn và phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) sẽ thay mặt Chính phủ đầu tư mua cổ phiếu tại Vietnam Airlines, thuộc quyền mua cổ phần của Ủy Ban Quản Lý Vốn Nhà Nước theo phương thức chuyển giao quyền mua. Đây chỉ là phương án tạm thời giúp HVN giải quyết vấn đề thanh khoản, thành công trong việc kiểm soát COVID-19 và khôi phục trở lại của các đường bay quốc tế mới là những điểm mấu chốt cho sự phục hồi của HVN.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A
Tài sản ngắn hạn	20,792	19,335	18,010
Tiền và tương đương tiền	7,950	6,478	6,536
Phải thu	9,608	9,171	7,904
Hàng tồn kho	3,234	3,686	3,570
Tài sản dài hạn	57,471	53,405	49,461
Đầu tư tài chính	55,356	51,269	47,366
Tài sản hữu hình	2,115	2,135	2,095
Tài sản vô hình	10,288	9,651	8,984
Tổng tài sản	88,550	82,390	76,455
Nợ ngắn hạn	23,996	25,250	25,913
Nợ phải trả	1,064	1,315	1,610
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	13,805	14,475	15,883
Nợ và TP dài hạn	9,127	9,460	8,420
Nợ cố định	47,123	38,466	31,935
Các khoản nợ	9,690	8,273	6,508
Nợ dài hạn và nợ tài chính	37,433	30,193	25,427
Tổng nợ và phải trả	71,118	63,718	57,847
VCSH	16,794	18,121	18,147
Vốn điều lệ	12,275	14,183	14,183
Thặng dư	1,221	1,221	1,221
Quỹ khác	390	(648)	131
LN giữ lại	2,908	3,365	2,612
Lợi ích cổ đông thiểu số	639	551	460
Tổng VCSH	17,433	18,672	18,608

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A
Dòng tiền hoạt động	10,159	8,509	9,242
LN ròng	2,371	2,335	2,346
Khấu hao	(2,329)	4,931	4,853
Khấu trừ			
Tăng vốn lưu động ròng	10,117	1,242	2,044
Khác			
Dòng tiền đầu tư	(8,692)	824	990
Chi phí vốn	(8,644)	844	949
Giảm tài sản cố định			
Tăng đầu tư tài chính	(48)	(21)	41
Tăng ròng tài sản vô hình			
Khác			
Dòng tiền tài chính	12,794	8,191	4,855
Tăng vốn chủ	63	839	44
Tăng nợ	13,743	8,656	6,531
Chi trả cổ tức	(1,011)	(1,304)	(1,721)
Khác			
Dòng tiền khác	(9,840)	(18,995)	(15,029)
Tăng tiền mặt	4,421	(1,472)	58

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A
Doanh thu	82,951	96,811	98,228
Giá vốn hàng bán	72,278	84,754	87,260
Lợi nhuận gộp	10,673	12,056	10,969
Chi phí bán hàng & QLDN	7,198	7,169	7,279
LN hoạt động	3,475	4,887	3,690
Doanh thu tài chính	907	1,160	1,140
Thu nhập lãi	207	352	405
Chi phí tài chính	2,294	3,675	2,345
Chi phí lãi vay	1,558	1,561	1,455
LN khác	1,087	956	939
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-20	-16	-34
LN trước thuế	3,155	3,312	3,389
Thuế TNDN	-496	-713	-851
LN sau thuế	2,659	2,599	2,537
LN ròng cho công ty mẹ	2,371	2,335	2,346
Lợi nhuận toàn diện khác			
Tổng lợi nhuận toàn diện			
Tổng lợi nhuận toàn diện cho công ty mẹ			
EBITDA	1,146	9,818	8,542

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)			
EPS	1,671	1,646	1,654
BPS	11,841	12,777	12,795
DPS	713	920	1,213
Tăng trưởng (%)			
Doanh thu	18.4	16.7	1.5
LN hoạt động	(16.1)	40.6	(24.5)
LN ròng	15.4	(1.5)	0.5
EPS	15.4	(1.5)	0.5
EBITDA	(86.9)	756.8	(13.0)
Khả năng sinh lợi (%)			
Biên LN hoạt động	4.2	5.0	3.8
Biên LN ròng	2.9	2.4	2.4
Biên EBITDA	1.4	10.1	8.7
ROA	2.9	3.0	3.2
ROE	14.6	13.4	12.9
Suất sinh lợi cổ tức	2.6	3.3	4.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0.4	0.6	0.7
Đòn bẩy			
Nợ ròng (Tỷ đồng)	39,172	31,987	25,398
Nợ ròng/VCSH (%)	224.7	171.3	136.5
Định giá (x)			
PE	16.6	16.9	16.8
PB	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA	64.5	7.3	7.6

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và & Giá mục tiêu				Lợi nhuận và Định giá									
Công ty				D.thu (Tỷ đồng)	LNHD (Tỷ đồng)	LN ròng (Tỷ đồng)	EPS (Đồng)	BPS (Đồng)	PE (x)	PB (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	Cổ tức (%)
DV Hàng hoá	Khuyến nghị	MUA	2017A	588	387	344	6,839	16,727	18.9	7.7	44.7	14.4	3.6
Sài Gòn	Giá mục tiêu (đồng)	148,500	2018A	675	461	437	8,679	16,143	14.9	8.0	52.8	12.5	6.1
(SCS)	Giá cp (24/12, đồng)	126,500	2019A	748	527	502	9,971	18,512	13.0	7.0	57.5	10.9	5.6
	Vốn hóa (tỷ đồng)	262	2020F	700	484	467	8,994	20,572	14.4	6.3	46.0	11.5	5.8
			2021F	761	534	515	9,911	23,578	13.1	5.5	44.9	10.2	5.8
Vietjet Air	Khuyến nghị	-	2017A	42,303	5,745	5,073	9,386	19,557	12.6	6.0		11.5	1.5
(VJC)	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A	53,577	6,484	5,335	9,850	25,917	12.1	4.6	43.3	9.4	3.1
	Giá cp (24/12, đồng)	123,000	2019A	50,603	4,184	3,807	7,051	28,445	20.7	5.1	26.3	18.8	0.7
	Vốn hóa (tỷ đồng)	38,790	2020F	25,742	(2,689)	(520)	(1,005)	27,631		4.4	(4.3)		
			2021F	51,854	3,754	2,486	4,162	31,096	29.5	4.0	14.1	21.5	0.8
Vietnam	Khuyến nghị	-	2017A						22.8	3.2			1.5
Airlines	Giá mục tiêu (đồng)	-	2018A						20.0	2.8			2.5
(HVN)	Giá cp (24/12, đồng)	27,350	2019A	98,228	3,690	2,482	1,750	12,795	19.3	2.6		8.3	3.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	64,432	2020F	43,981	(14,363)	(14,564)	(6,784)				(79.2)		
			2021F	58,037	(5,535)	(5,901)	(856)				(53.2)		

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)

Giá cp (24/12, đồng)	116,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	54,313
SLCP lưu hành (triệu)	453
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	119,900/58,085
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	93
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	89.9/49.0
Cổ đông lớn (%)	
Nguyên Đức Tài & CĐ liên quan	14.0
Trần Lê Quân & CĐ liên quan	8.4

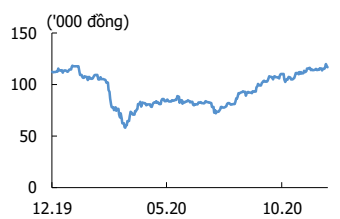
	D.thu	LNHD	LN ròng	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(Tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2018A	86,516	3,871	2,879	6,689	25.9	5,094	17.4	11.0	5.8	38.7	1.3
2019A	102,174	4,977	3,834	8,665	29.5	6,420	13.5	9.5	4.3	36.3	1.3
2020F	108,693	5,342	3,953	8,731	0.8	6,967	13.4	7.6	3.4	28.5	1.3
2021F	140,538	7,026	5,563	11,930	36.6	9,028	9.8	6.1	2.6	30.7	1.3
2022F	165,692	8,960	6,981	14,628	22.6	11,220	8.0	4.7	2.1	29.3	1.3

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.2	39.2	6.3
Tương đối với VNI (%p)	(3.3)	13.3	(7.2)

Giá cổ phiếu



Điện Máy Xanh dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận sau năm 2020

Chuỗi cửa hàng Super-mini thúc đẩy lợi nhuận Điện Máy Xanh. Nhu cầu điện tử tiêu dùng được kỳ vọng phục hồi từ đầu năm 2021 nhờ Việt Nam đã kiểm soát thành công sự lây lan COVID-19. Bên cạnh đó, các chiến lược của ban lãnh đạo nhằm phát triển và củng cố năng lực kinh doanh của chuỗi cửa hàng Super-mini sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của Điện Máy Xanh. Ước tính hệ thống Thế Giới Di Động & Điện Máy Xanh (TGDD & ĐMX) sẽ đạt tốc độ tăng trưởng LNST kép 3 năm là 24.5% trong giai đoạn 2020 - 2022.

Lợi nhuận Bách Hóa Xanh duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội sau năm 2022. Chúng tôi ước tính Bách Hóa Xanh sẽ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu kép 3 năm là 53.1% trong giai đoạn 2020-2022 nhờ việc mở mới các cửa hàng mỗi năm. Ngoài ra, chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh được kỳ vọng sẽ sinh lời từ năm 2022 bằng cách tối ưu hóa chi phí sau giai đoạn mở rộng nhanh về quy mô cửa hàng.

Định giá hấp dẫn dựa trên triển vọng tăng trưởng vững chắc. Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST kép 3 năm của MWG lần lượt đạt 23.8% và 32.9% trong giai đoạn 2020-2022. Cụ thể, hệ thống TGDD & ĐMX sẽ đạt tốc độ tăng trưởng LNST kép 3 năm là 24.5% trong khi Bách Hóa Xanh được kỳ vọng sinh lời từ năm 2022, trở thành trụ cột tăng trưởng của MWG.

Với hệ số PE trung bình 3 năm là 13.0x, chúng tôi định giá cổ phiếu MWG ở mức 155,000 đồng. Bao gồm 1.4% cổ tức tiền mặt, tổng mức lợi suất kỳ vọng là 43.6%, dựa trên:

- **Những nỗ lực của MWG trong việc giảm thiểu tác động của đại dịch.** Mặc dù chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu điện thoại di động và điện tử tiêu dùng suy yếu, chúng tôi vẫn kỳ vọng những nỗ lực bảo vệ kết quả kinh doanh của hệ thống TGDD & ĐMX cùng với sự cải thiện biên lợi nhuận của Bách Hóa Xanh sẽ hỗ trợ MWG hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2020, đạt kết quả vượt trội so với phần còn lại của thị trường.
- **Duy trì tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ sau năm 2020** nhờ các sáng kiến của ban lãnh đạo và hoạt động kinh doanh hiệu quả, nổi bật là chuỗi Điện Máy Xanh Super-mini và đóng góp LNST của Bách Hóa Xanh kể từ năm 2022.

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	23,103	34,187	37,876	51,031	59,881
Tiền và tương đương tiền	3,800	6,252	13,043	16,865	19,883
Phải thu	1,856	2,190	3,207	4,146	4,888
Hàng tồn kho	17,446	25,745	21,626	30,020	35,110
Tài sản dài hạn	3,650	5,548	6,751	7,198	7,388
Tài sản cố định	3,590	5,491	6,694	7,142	7,332
Đầu tư tài chính	60	56	56	56	56
Khác	1,370	1,973	657	657	657
Tổng tài sản	28,123	41,708	45,284	58,886	67,927
Người mua trả trước	38	81	82	106	106
Doanh thu chưa thực hiện	-	0.3	-	-	-
Phải trả người bán	8,245	12,055	12,487	13,276	15,134
Khác	3,812	3,274	4,074	5,399	6,301
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	5,836	13,031	11,898	18,360	18,267
Nợ và TP dài hạn	1,208	1,122	1,122	1,122	1,122
Tổng nợ và phải trả	19,139	29,565	29,663	38,263	40,930
VCSH	8,977	12,136	15,612	20,610	26,980
Vốn điều lệ	4,435	4,435	5,190	5,328	5,436
Thặng dư	551	555	558	558	558
Quỹ khác	1	(5)	(559)	(562)	(562)
LN giữ lại	3,990	7,150	10,423	15,286	21,549
Lợi ích cổ đông thiểu số	6	8	10	13	16
Tổng VCSH	8,983	12,144	15,621	20,623	26,997

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dòng tiền hoạt động	2,261	(1,286)	10,793	630	6,373
LN ròng	2,880	3,836	3,955	5,565	6,981
Khấu hao và khấu trừ	1,223	1,443	1,625	2,003	2,260
Tăng vốn lưu động ròng	(1,842)	(6,565)	5,213	(6,938)	(2,868)
Dòng tiền đầu tư	(2,344)	(5,873)	(2,395)	(2,716)	(2,660)
Tài sản cố định	(1,495)	(3,066)	(2,337)	(2,450)	(2,450)
Tăng đầu tư tài chính	(850)	(2,807)	(58)	(266)	(210)
Dòng tiền tài chính	460	6,529	(1,610)	5,899	(701)
Tăng vốn chủ	705	86	202	136	108
Tăng nợ	241	7,109	(1,133)	6,462	(93)
Chi trả cổ tức	(486)	(665)	(679)	(699)	(716)
Dòng tiền khác	13	3,082	3	8	7
Tăng tiền mặt	389	2,452	6,791	3,821	3,018

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	86,516	102,174	108,693	140,538	165,692
Giá vốn hàng bán	71,224	82,686	85,247	109,345	127,842
Lợi nhuận gộp	15,292	19,488	23,447	31,194	37,850
Chi phí bán hàng & QLDN	11,421	14,511	18,105	24,168	28,889
LN hoạt động	3,871	4,977	5,342	7,026	8,960
Doanh thu tài chính	342	631	313	652	843
Thu nhập lãi	85	344	313	652	843
Chi phí tài chính	437	570	750	691	1,026
Chi phí lãi vay	436	568	750	691	1,026
LN khác	269	305	305	345	419
Lãi (lỗ) từ LD&LK	(2)	(3)	-	-	-
LN trước thuế	3,786	5,053	5,209	7,331	9,196
Thuế TNDN	906	1,217	1,255	1,766	2,215
LN sau thuế	2,880	3,836	3,955	5,565	6,981
LN ròng cho công ty mẹ	2,879	3,834	3,953	5,563	6,978
EBITDA	5,094	6,420	6,967	9,028	11,220

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	6,689	8,665	8,731	11,930	14,628
BPS	20,258	27,415	34,487	44,204	56,560
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	30.4	18.1	6.4	29.3	17.9
LN hoạt động	39.3	28.6	7.3	31.5	27.5
LN ròng	30.5	33.2	3.1	40.7	25.4
EPS	(6.6)	29.5	0.8	36.6	22.6
EBITDA	46.8	26.0	8.5	29.6	24.3
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	4.5	4.9	4.9	5.0	5.4
Biên LN ròng	3.3	3.8	3.6	4.0	4.2
Biên EBITDA	5.9	6.3	6.4	6.4	6.8
ROA	11.3	11.0	9.1	10.7	11.0
ROE	38.7	36.3	28.5	30.7	29.3
Suất sinh lợi cổ tức	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức	22.4	17.3	17.2	12.6	10.3
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	3,244	7,901	(23)	2,618	(494)
Nợ ròng/VCSH (%)	36.1	65.1	(0.1)	12.7	(1.8)
Định giá (x)					
PE	17.4	13.5	13.4	9.8	8.0
PB	5.8	4.3	3.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	11.0	9.5	7.6	6.1	4.7

Trung tâm Phân tích KIS Việt Nam

Ngành	Chuyên viên phân tích	Email
Ngành và Doanh nghiệp		
Bất động sản	Nhàn Lại	nhan.lt@kisvn.vn
Tài chính	Yến Trần	yen.tt@kisvn.vn
Tiêu dùng	Toàn Đào	toan.dp@kisvn.vn
Công nghiệp	Nam Nguyễn	nam.nt@kisvn.vn
Vĩ mô		
Kinh tế	Ý Nguyễn	y.nt@kisvn.vn
Trái phiếu và tiền tệ	Tuần Đoàn	tuan.doan@kisvn.vn
Chiến lược		
Chiến lược đầu tư	Hiếu Trần	hieu.ttm@kisvn.vn
Phái sinh	Đặng Lê	dang.lh@kisvn.vn
Hỗ trợ phân tích	Thảo Phạm	thao.pt@kisvn.vn
	Linh Phạm	linh.pt@kisvn.vn
	Châu Lê	chau.ln@kisvn.vn
	Trí Dương	tri.dd@kisvn.vn

- **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**
 - MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
 - Giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
 - Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
 - CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Giữ hoặc Bán.
- **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**
 - Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
 - Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
 - Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TDL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.