

triển vọng ngành và cổ phiếu

màu xanh không quá mạnh mẽ trong bối cảnh “bình thường mới”

2022

LẠM PHÁT | FED NÂNG LÃI SUẤT | OMICRON | GÓI CỨU TRỢ | TĂNG TRƯỞNG HỒI PHỤC
COP26 | GIÁN ĐOẠN CHUỖI CUNG ỨNG

Phần 1: Triển vọng ngành



Tăng trưởng LNST

2021

27.1% Ngân hàng	15.3% Bất động sản	152.3% Dầu khí
17.1% Bảo hiểm	120.1% Chứng khoán	11.9% Bán lẻ
N/A Hàng không	-57.8% Cảng hàng không	6.9% Hàng tiêu dùng
20.5% Công nghệ thông tin	37.1% Cảng biển	-26.1% Điện
-33.4% Cao su tự nhiên	-4.6% Cao su sẫm lốp	27.5% Dệt may
-18.8% Xây dựng	192.7% Thép	615.1% Kinh doanh xăng dầu
-34.6% Ống nhựa	17.0% Dược phẩm	25.5% Thủy sản
168.9% Phân bón	42.3% BVS-70	

BỐI CẢNH BÌNH THƯỜNG MỚI

Bán lẻ và hàng tiêu dùng dự báo hồi phục, trong đó bán lẻ hồi phục mạnh

Ngành ảnh hưởng bởi giãn cách H2/2021 có cơ hội hồi phục trong 2022: Xây dựng, ống nhựa, sẫm lốp,..

Các ngành tăng mạnh 2021 dự báo 2022 sẽ chứng lại: Dầu khí, chứng khoán, thép, phân bón, xăng dầu

ĐỊNH HÌNH LẠI LUỒNG ĐẦU TƯ, THƯƠNG MẠI TOÀN CẦU

Chuỗi cung ứng dịch về gần vùng nguyên liệu, vùng sản xuất hoặc vùng tiêu thụ

Nhiều ngành nằm trong chuỗi bị ảnh hưởng về dài hạn: Dệt may, gia dày, điện tử,..

Thay đổi luồng phân bố FDI toàn cầu về dài hạn, ngành KCN đối mặt với thách thức mới

OMICRON

Omicron tiếp tục gây gián đoạn chuỗi cung ứng và lao động nhưng ở mức độ thấp hơn

Các ngành có tính chất outsourcing của VN: dệt may, gia dày, điện tử có rủi ro thay đổi chuỗi cung ứng

Lockdown có thể khiến nhiều ngành xuất khẩu bị gián đoạn

Ngành sử dụng nhiều lao động: Xây dựng, dệt may, dịch vụ đối mặt với bài toán nhân lực

Omicron sẽ đẩy nhanh nhu cầu số hóa và chuyển đổi số toàn cầu

PHẠO CỨU TRỢ CHO DOANH NGHIỆP VÀ NỀN KINH TẾ

Lựa chọn đầu tư công hay PPP đang là nút thắt cho cơ sở hạ tầng

Kênh dẫn vốn qua ngân hàng và chứng khoán vẫn là chủ đạo

LẠM PHÁT DỊU BỚT

Tác động tích cực tới bán lẻ và hàng tiêu dùng

COP26 TẠO ÁP LỰC CHO CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI

VN có khá nhiều ngành gặp thách thức trước COP26: thép, xi măng, phân bón, dệt may, nhiệt điện

Dầu mỏ cũng đề cập trong COP26, IEA dự kiến sẽ không cấp phép mỏ mới sau 2021

COP26 hỗ trợ xu hướng đi lên dài hạn của giá các loại khoáng sản và kim loại

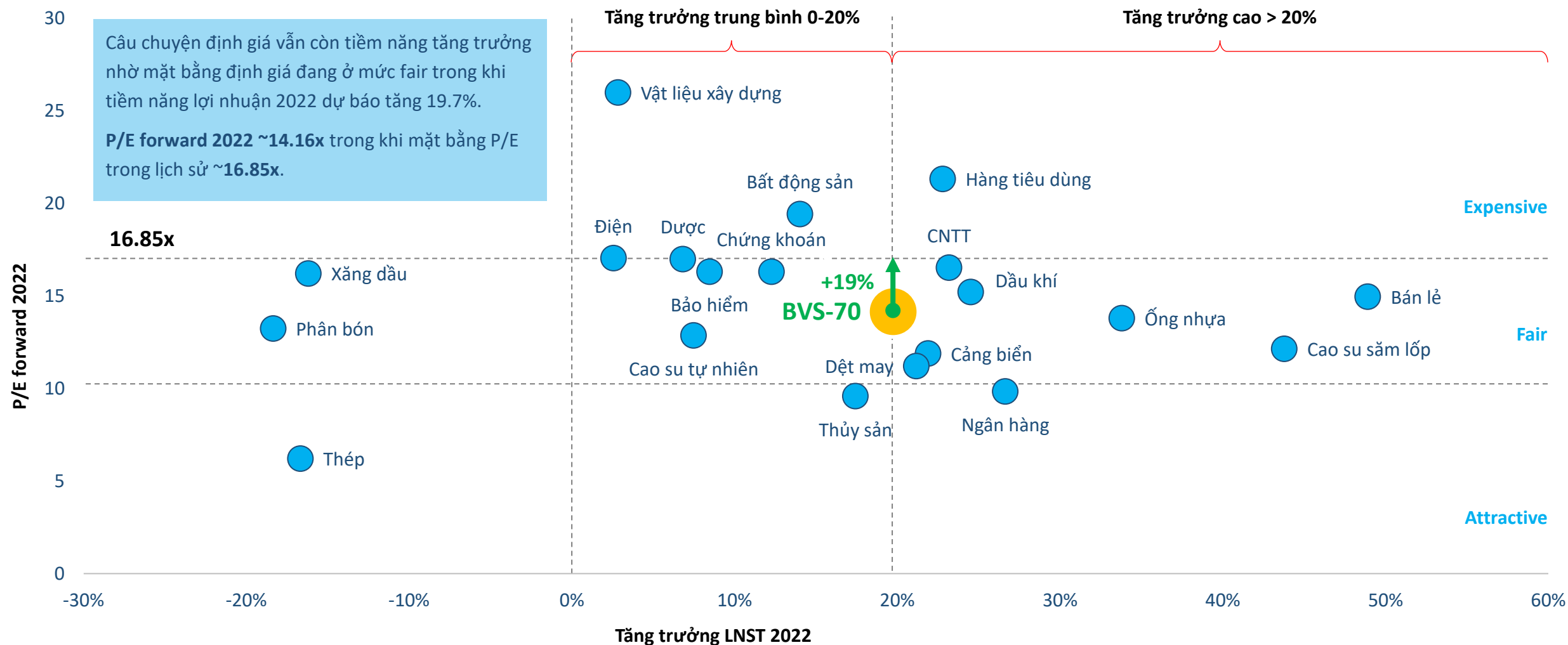
Năng lượng tái tạo bước vào xu thế bùng nổ tăng trưởng

Tăng trưởng LNST

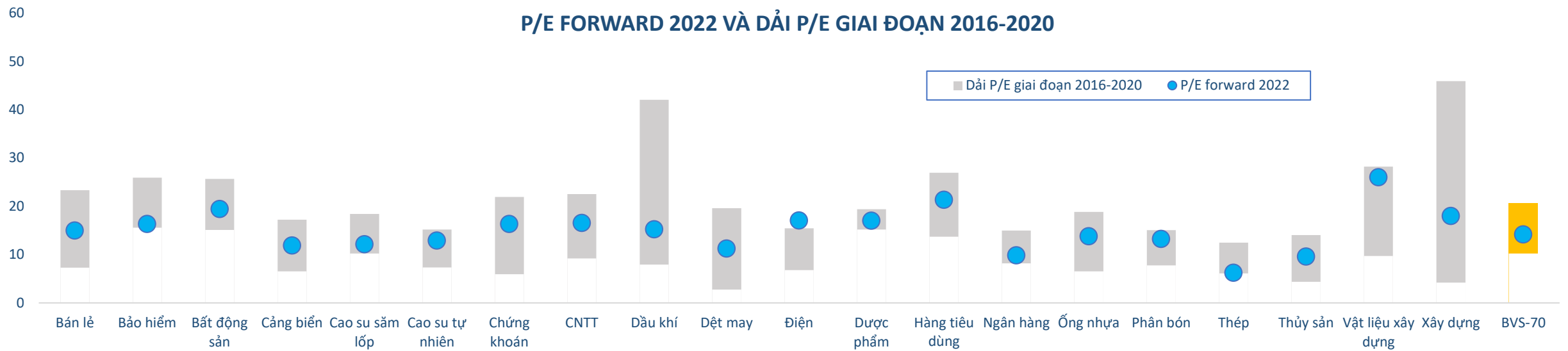
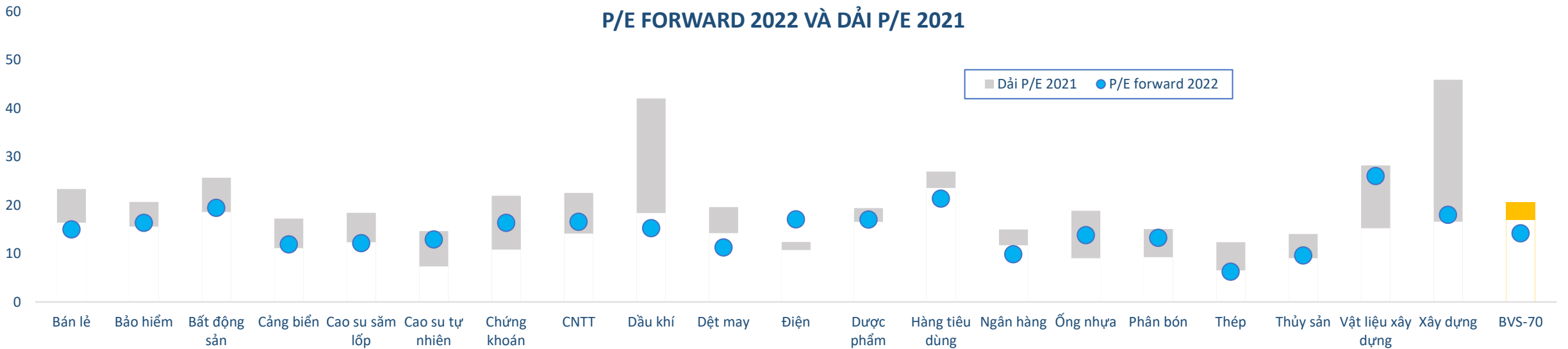
2022

26.6% Ngân hàng	14.0% Bất động sản	24.5% Dầu khí
12.3% Bảo hiểm	8.5% Chứng khoán	48.9% Bán lẻ
N/A Hàng không	197.5% Cảng hàng không	22.8% Hàng tiêu dùng
23.2% Công nghệ thông tin	21.9% Cảng biển	16.8% Điện
7.5% Cao su tự nhiên	31.0% Cao su sẫm lốp	21.2% Dệt may
128.6% Xây dựng	-16.7% Thép	-16.2% Kinh doanh xăng dầu
33.8% Ống nhựa	6.8% Dược phẩm	17.4% Thủy sản
-18.3% Phân bón	19.9% BVS-70	

Mặt bằng P/E vẫn ở mức hấp dẫn nhờ câu chuyện tăng trưởng 2022

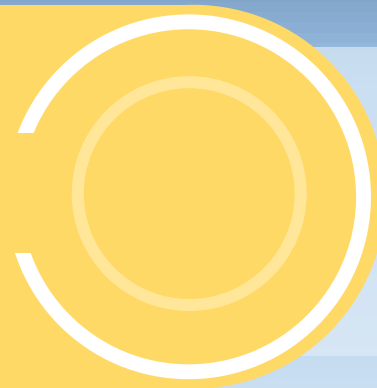


Định giá nội tại nhiều ngành chưa phải mức cao trong lịch sử



NGÂN HÀNG

Kỳ vọng tăng trưởng tích cực trong năm 2022



Kết quả kinh doanh kém tích cực trong Quý 3 nhưng tích cực trong năm tới

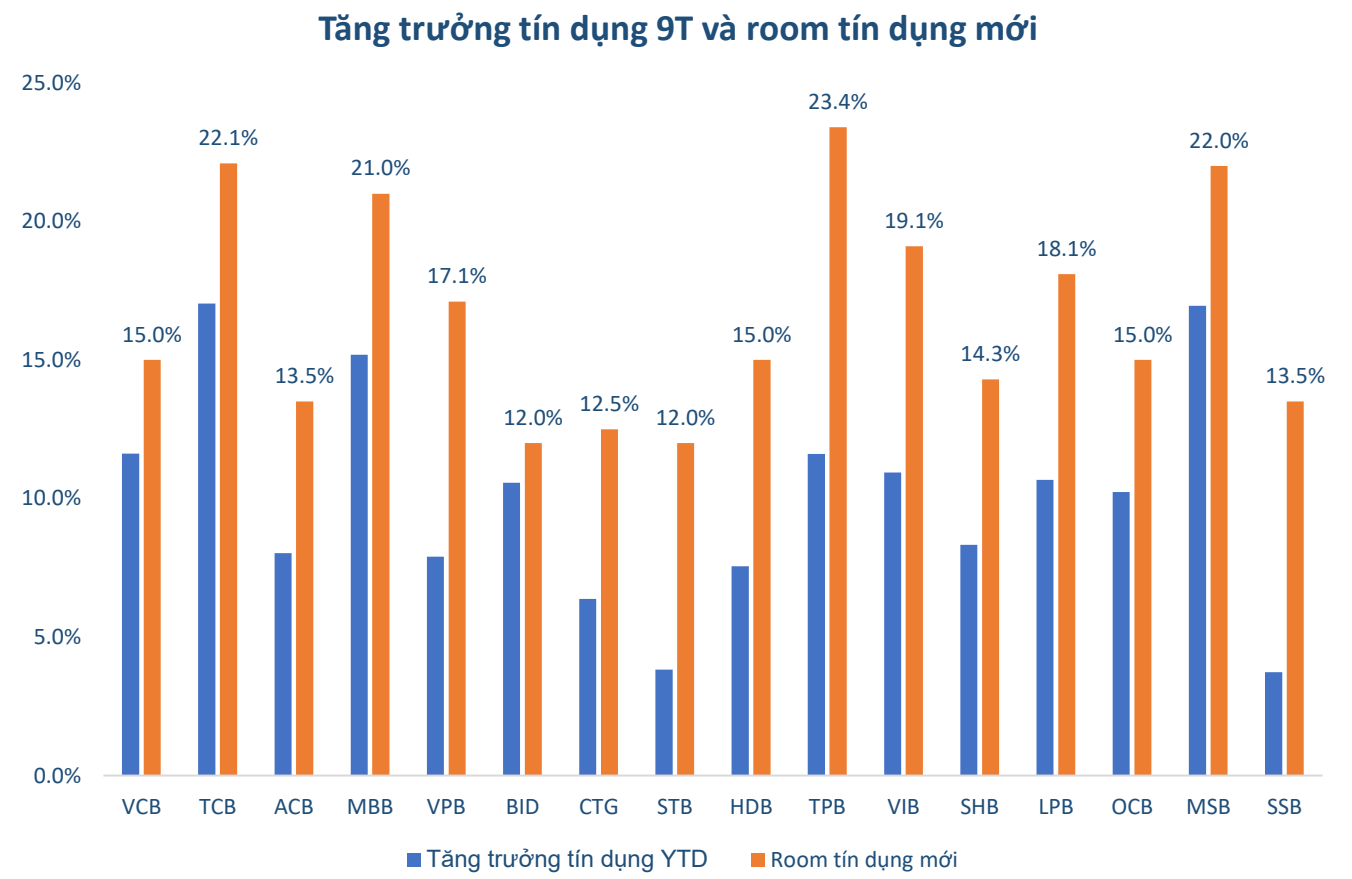
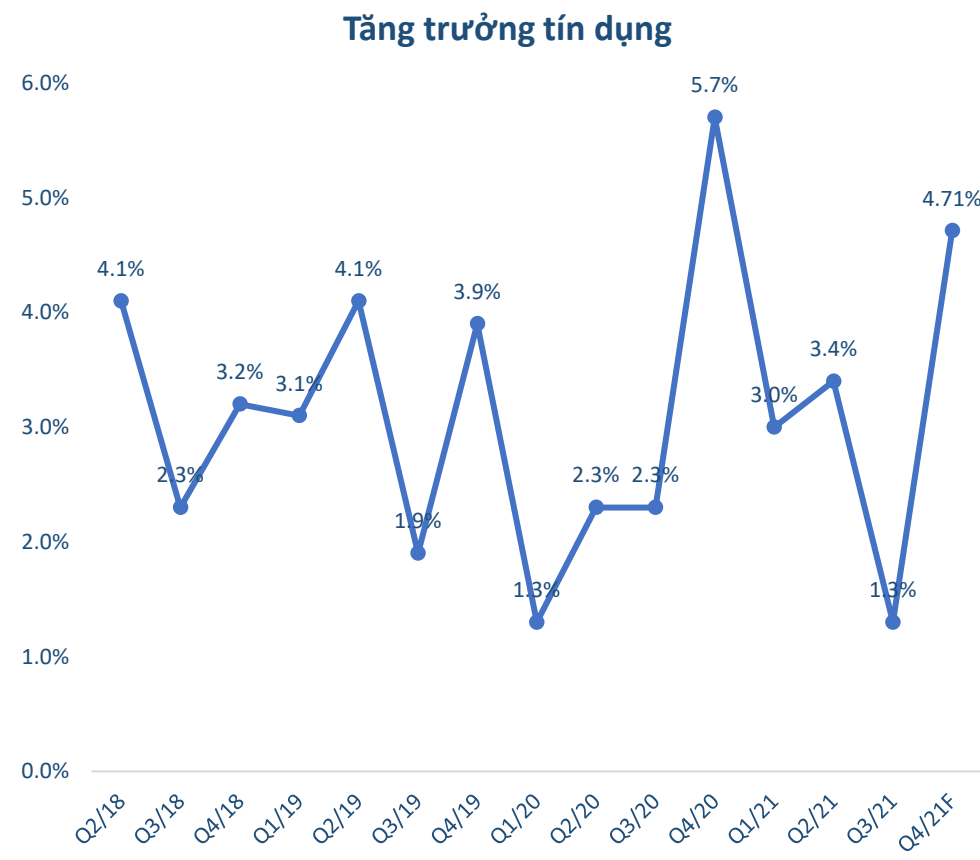
Giãn cách xã hội nghiêm ngặt ở các trung tâm kinh tế và sản xuất chính của Việt Nam làm cho nhiều doanh nghiệp tạm dừng hoạt động hoặc hoạt động cầm chừng dẫn tới nhiều lao động mất việc làm hoặc bị giảm lương. Điều này đã làm cho nhu cầu tín dụng của khách hàng giảm cũng như nợ xấu tăng lên và làm cho kết quả kinh doanh của các ngân hàng sụt giảm mạnh trong Quý 3/2021. Chính phủ đã nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội từ đầu tháng 10 và từng bước đưa nền kinh tế trở lại bình thường mới từ đó hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của ngành ngân hàng. BVSC dự báo LNST sau thuế ngành ngân hàng tăng trưởng trong năm 2021 và 2022 lần lượt là 27,1% và 26,6%

Kết quả kinh doanh sụt giảm so với quý liền kề



Tín dụng tăng trưởng chậm trong Q3 nhưng khởi sắc trong Quý 4

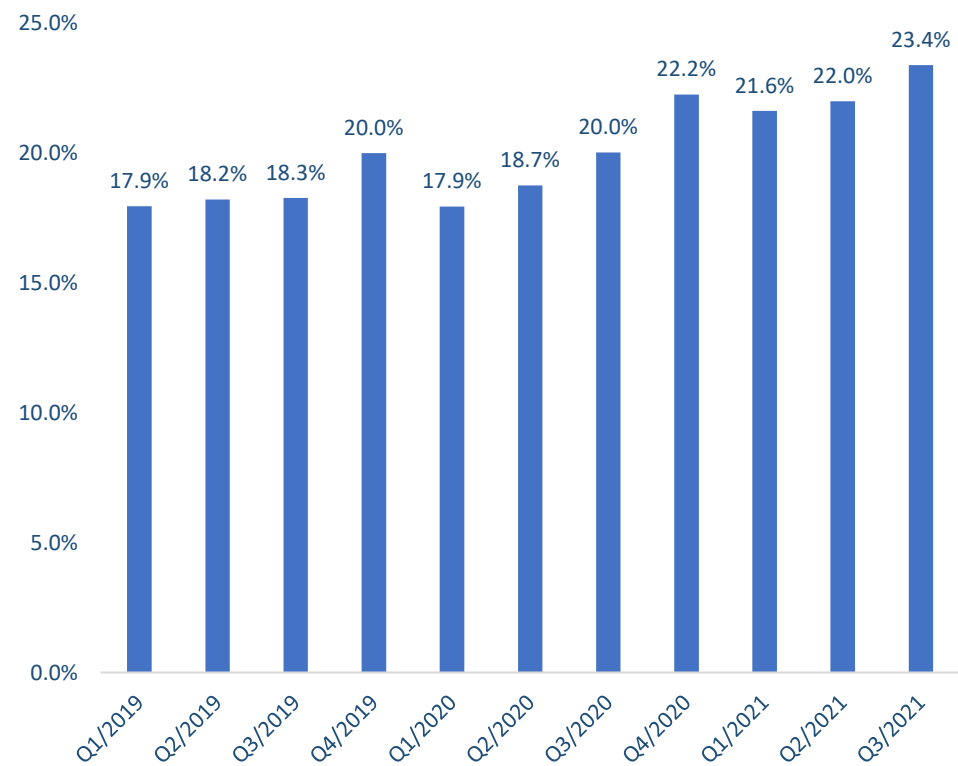
Tín dụng Q3/21 tăng trưởng chậm trong Quý 3 do ảnh hưởng của làn sóng Covid19 lần thứ 4 nhưng đã khởi sắc trở lại từ tháng 10 khi Chính phủ gỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt.



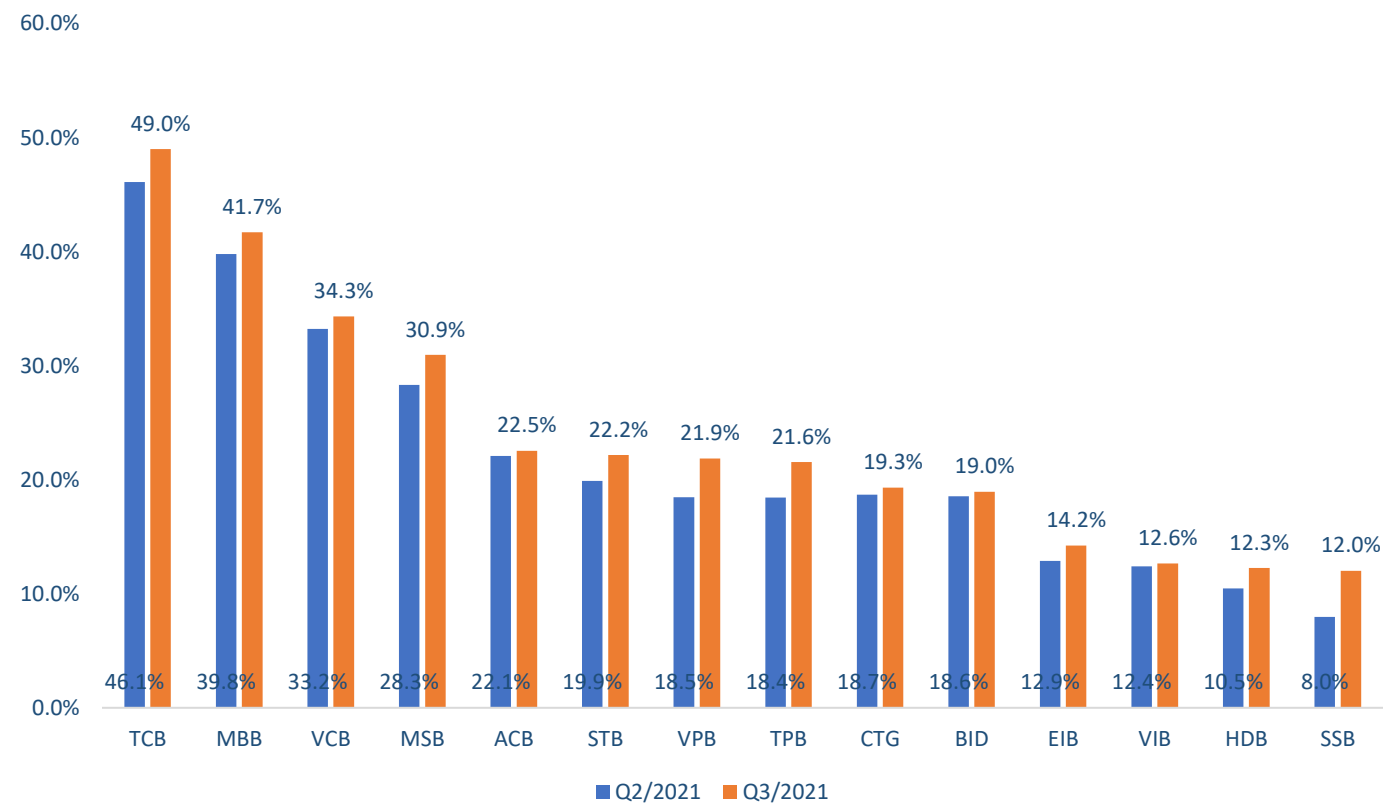
CASA tiếp tục tăng trưởng

Đại dịch Covid19 làm gia tăng khoảng cách và thay đổi hành vi của người tiêu dùng từ thanh toán tiền mặt sang thanh toán không tiền mặt. Cùng với đó các ngân hàng cũng đẩy mạnh phát triển công nghệ, đặc biệt là eKyc đã xóa nhòa khoảng cách địa lý và giảm thiểu yêu cầu chi nhánh vật lý giúp cho người dân có thể dễ dàng mở tài khoản ngân hàng để giao dịch.

CASA hệ thống ngân hàng



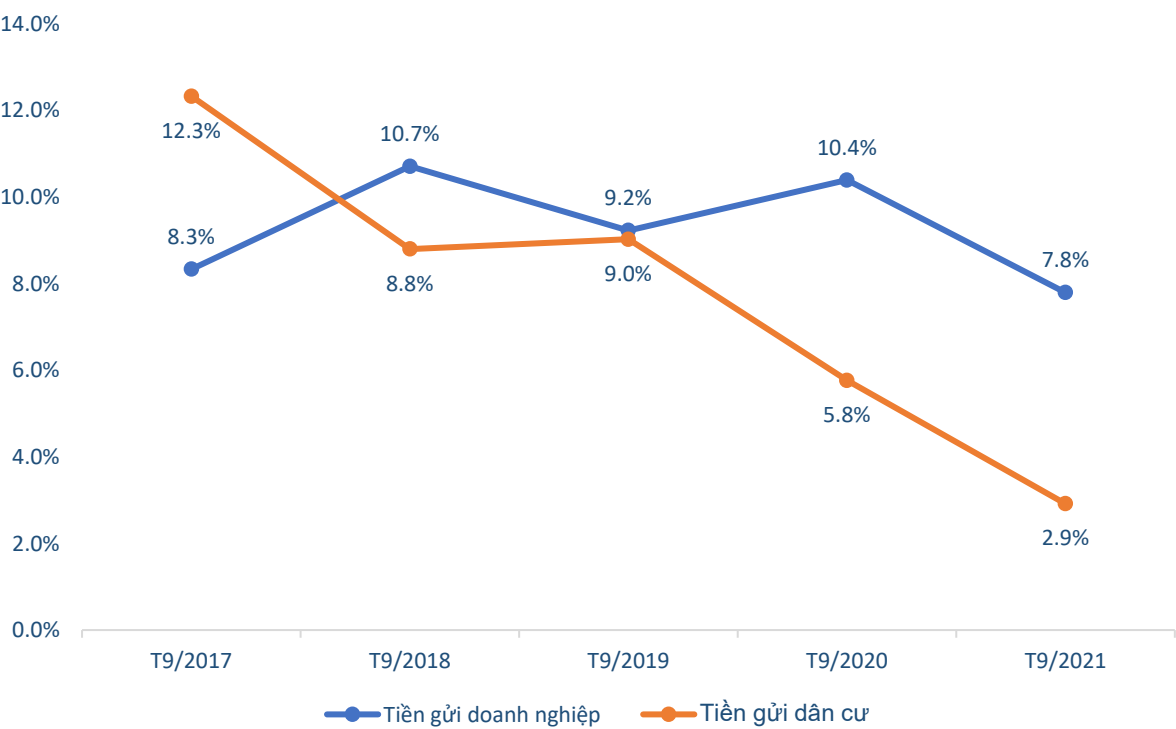
CASA các ngân hàng



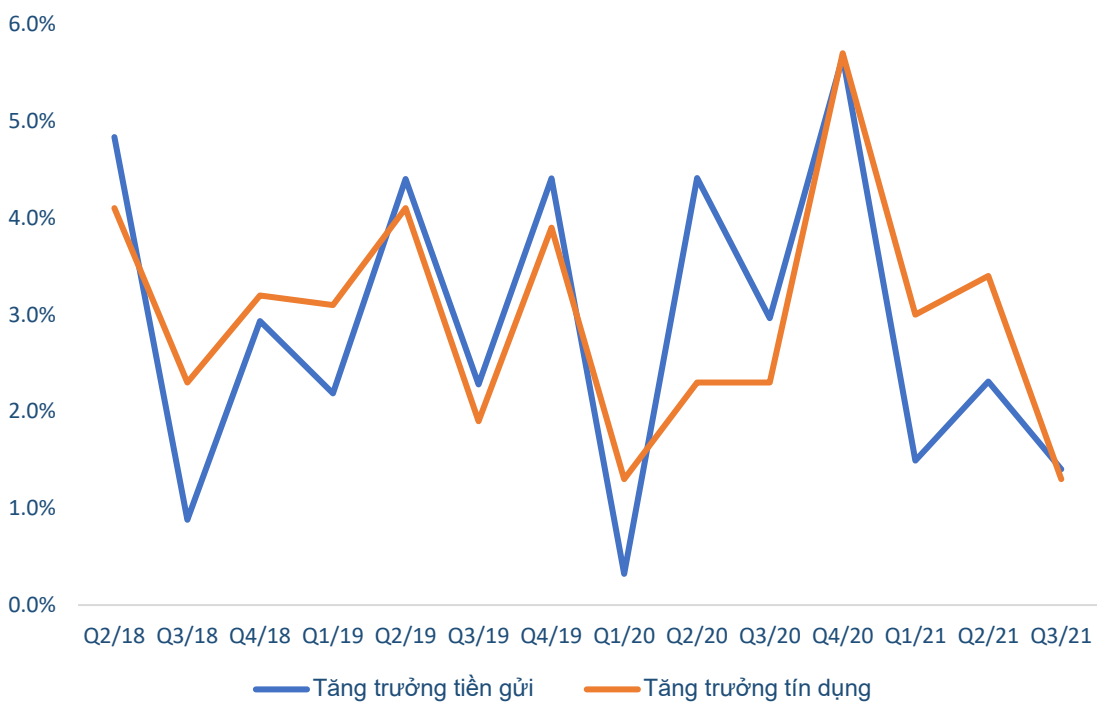
Tiền gửi cư dân tăng trưởng chậm

Dịch bệnh làm cho thu nhập người dân suy giảm cùng với đó là nền lãi suất huy động thấp làm cho tăng trưởng tiền gửi của cư dân thấp ở mức kỷ lục. Hiện tại tiền gửi cư dân vẫn chiếm 50% tổng tiền gửi do đó nếu nhu cầu tín dụng gia tăng khi nền kinh tế tăng trưởng tốt thì các ngân hàng có thể sẽ tăng lãi suất huy động để gia tăng tiền gửi. Tuy nhiên mức tăng có thể sẽ không trọng yếu khi thanh khoản hệ thống vẫn dồi dào và ngân hàng có thể huy động qua một số kênh khác có chi phí thấp như phát hành trái phiếu hay huy động quốc tế.

Tăng trưởng tiền gửi tới tháng 9 (YTD)

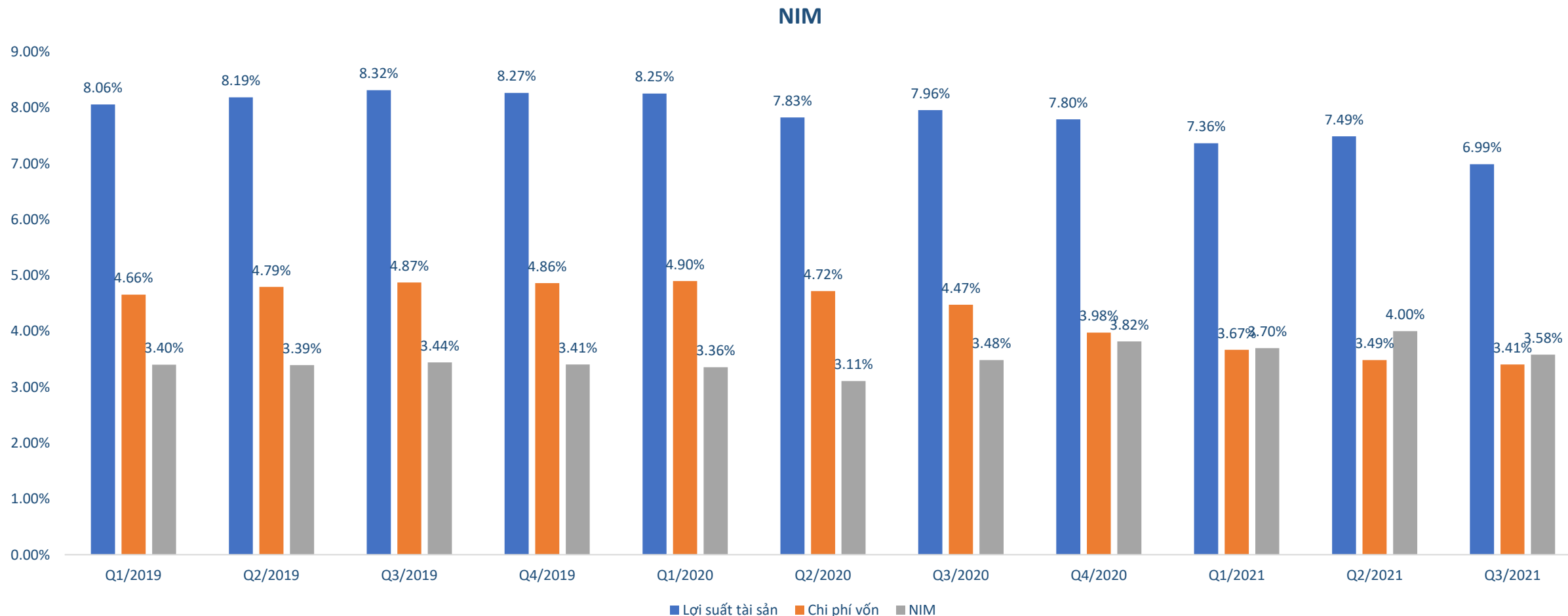


Tăng trưởng tiền gửi và tăng trưởng tín dụng (QoQ)



NIM quý 3 suy giảm

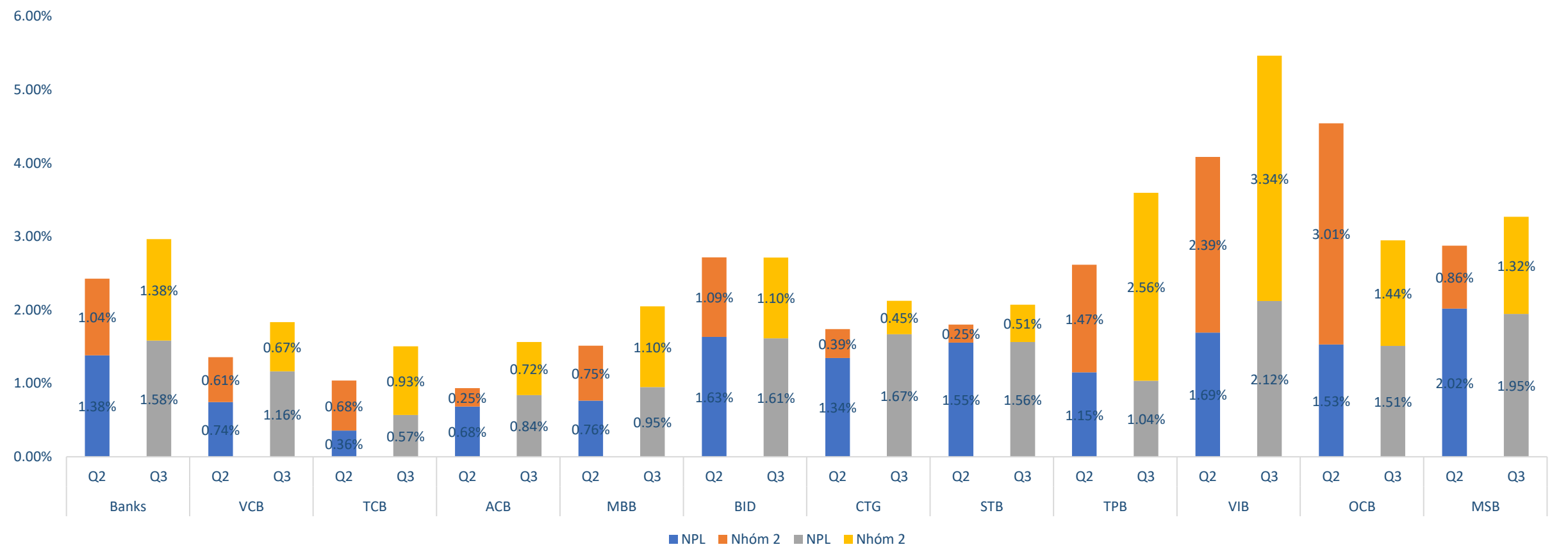
Các ngân hàng thực hiện miễn giảm lãi suất để hỗ trợ khách hàng trong làn sóng Covid19 lần thứ 4 làm cho lợi suất trên tài sản sụt giảm. Trong khi đó, chi phí vốn chỉ giảm nhẹ làm NIM suy giảm trong Quý 4. Cho năm 2022, Lợi suất tài sản có thể tăng nhẹ trong năm tới khi ngân hàng giảm mức hỗ trợ cũng như nhu cầu tín dụng gia tăng có thể làm lãi suất gia tăng, điều này giúp gia tăng lợi suất tài sản. Cùng với đó, chúng tôi dự báo chi phí vốn cũng có thể gia tăng nhẹ dẫn tới NIM ổn định trong năm 2022.



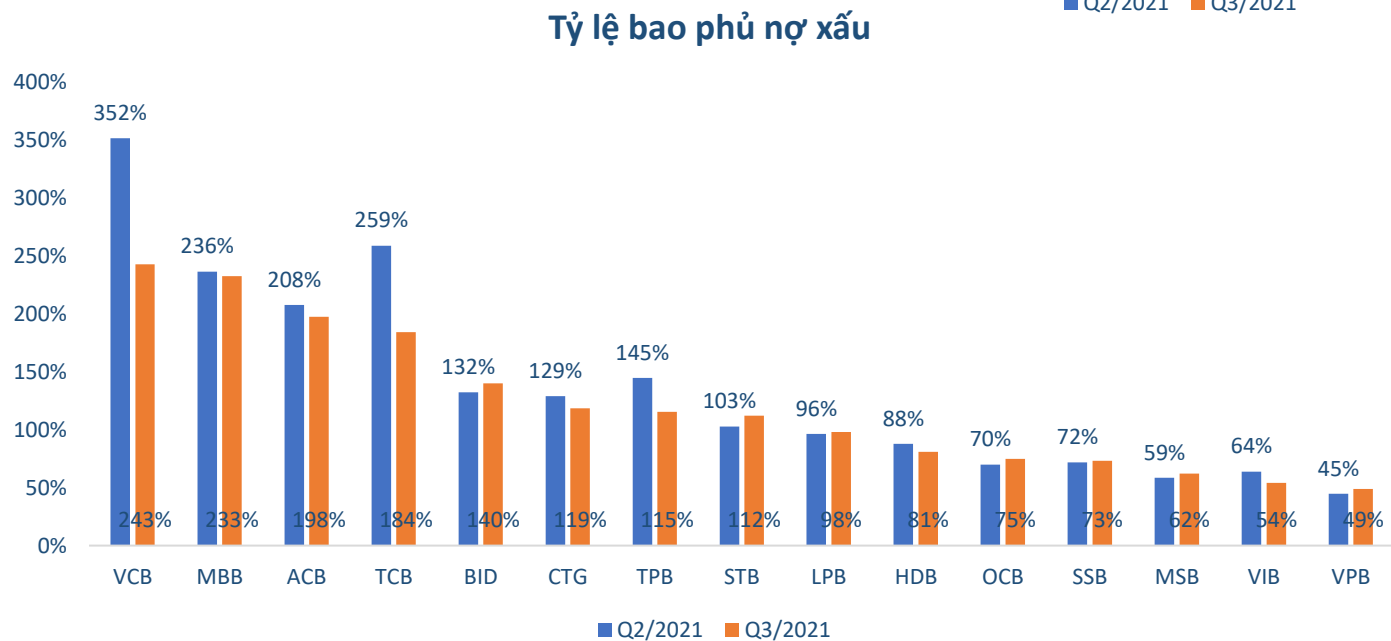
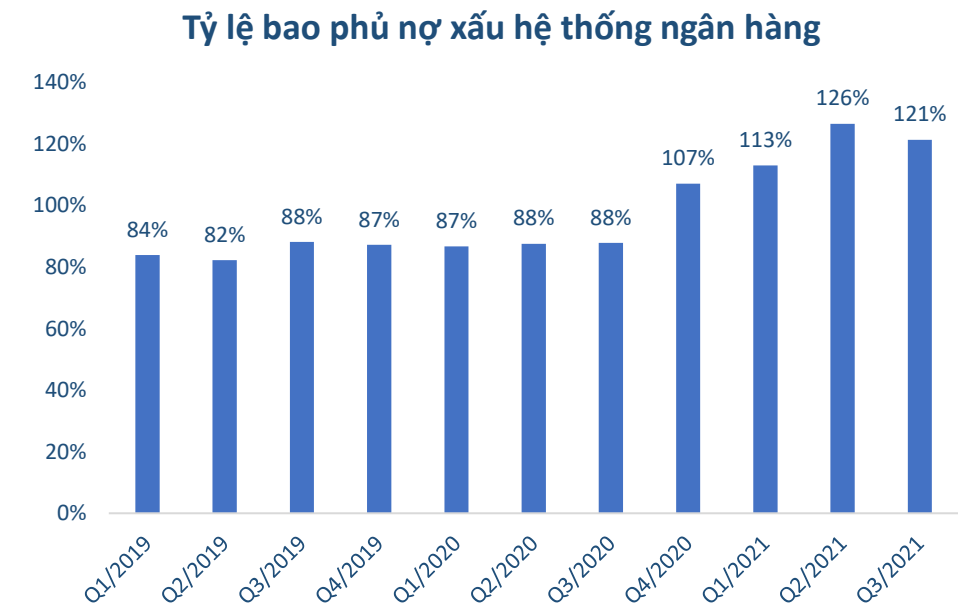
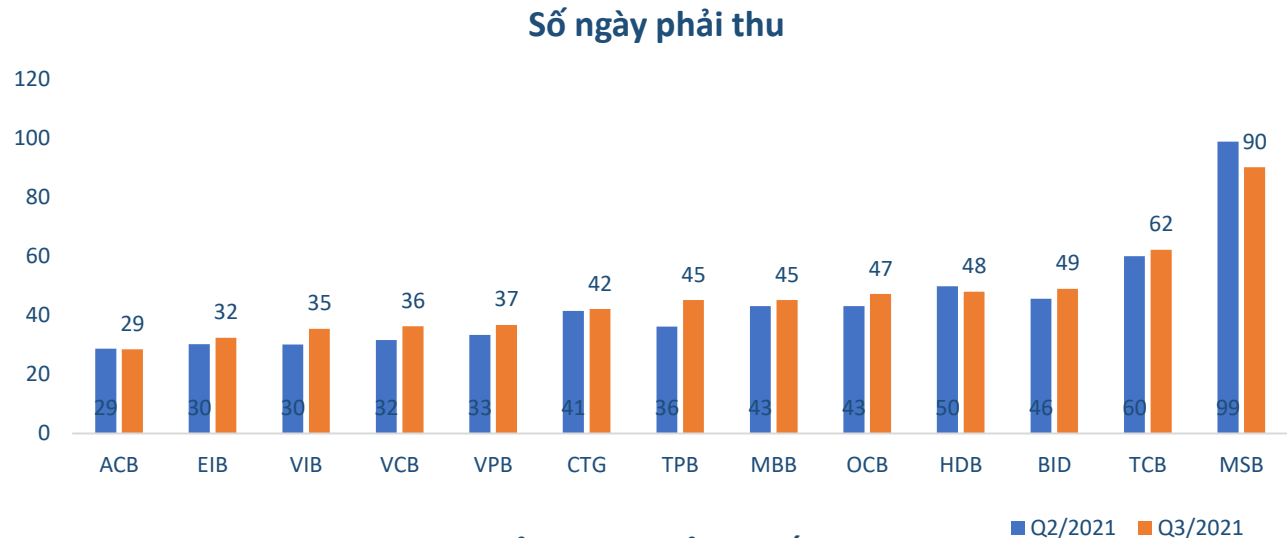
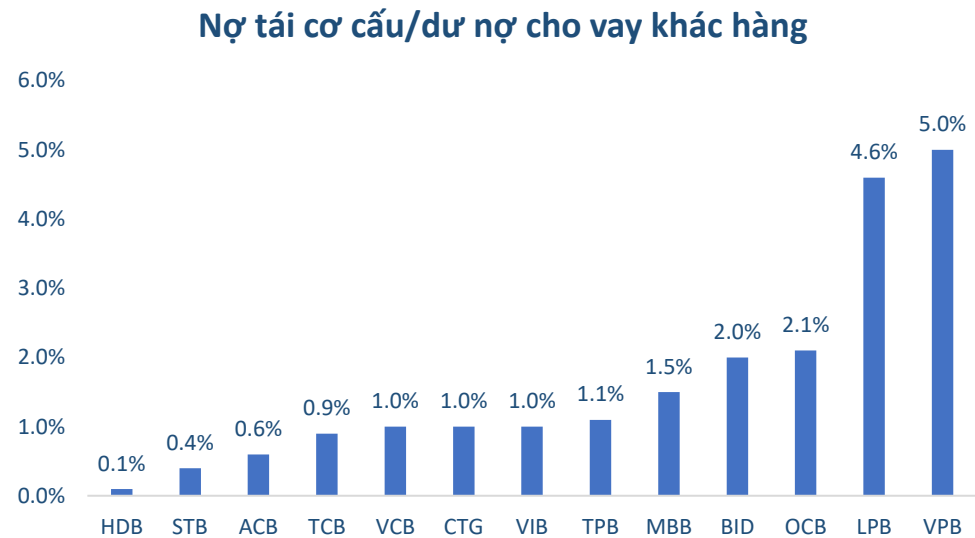
Chất lượng tài sản sụt giảm nhưng tốt hơn kỳ vọng

Chính phủ đã thực hiện giãn cách xã hội nghiêm ngặt ở các trung tâm kinh tế cũng như các địa phương sản xuất công nghiệp chính ở Việt Nam trong Quý 3. Điều này đã làm ảnh hưởng nặng nề tới các hoạt động dịch vụ cũng như sản xuất kinh doanh và có thể làm gia tăng nợ xấu trong nửa cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022. Tuy nhiên mức diễn biến xấu đi của chất lượng tài sản là tốt hơn nhiều so với kỳ vọng của thị trường.

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 tại Quý 2 và Quý 3 năm 2021

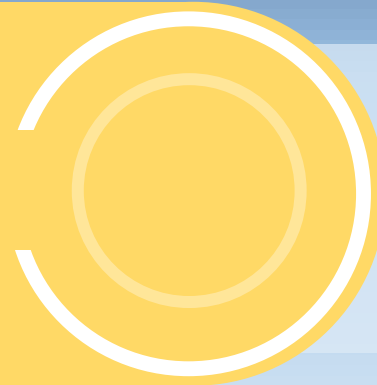


Chất lượng tài sản sụt giảm nhưng tốt hơn kỳ vọng

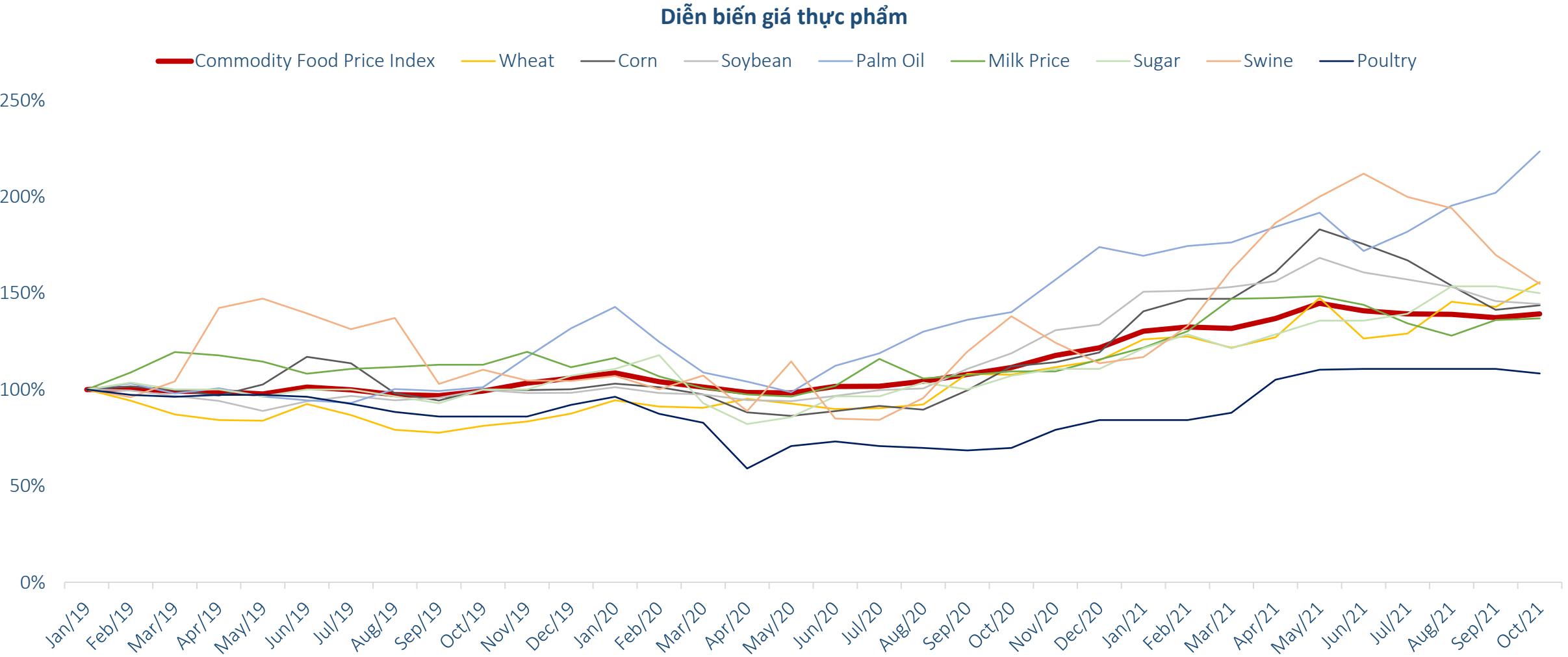


BÁN LẺ & HÀNG TIÊU DÙNG

FMCG ổn định trở lại, nhu cầu dồn nén ở các sản phẩm không thiết yếu

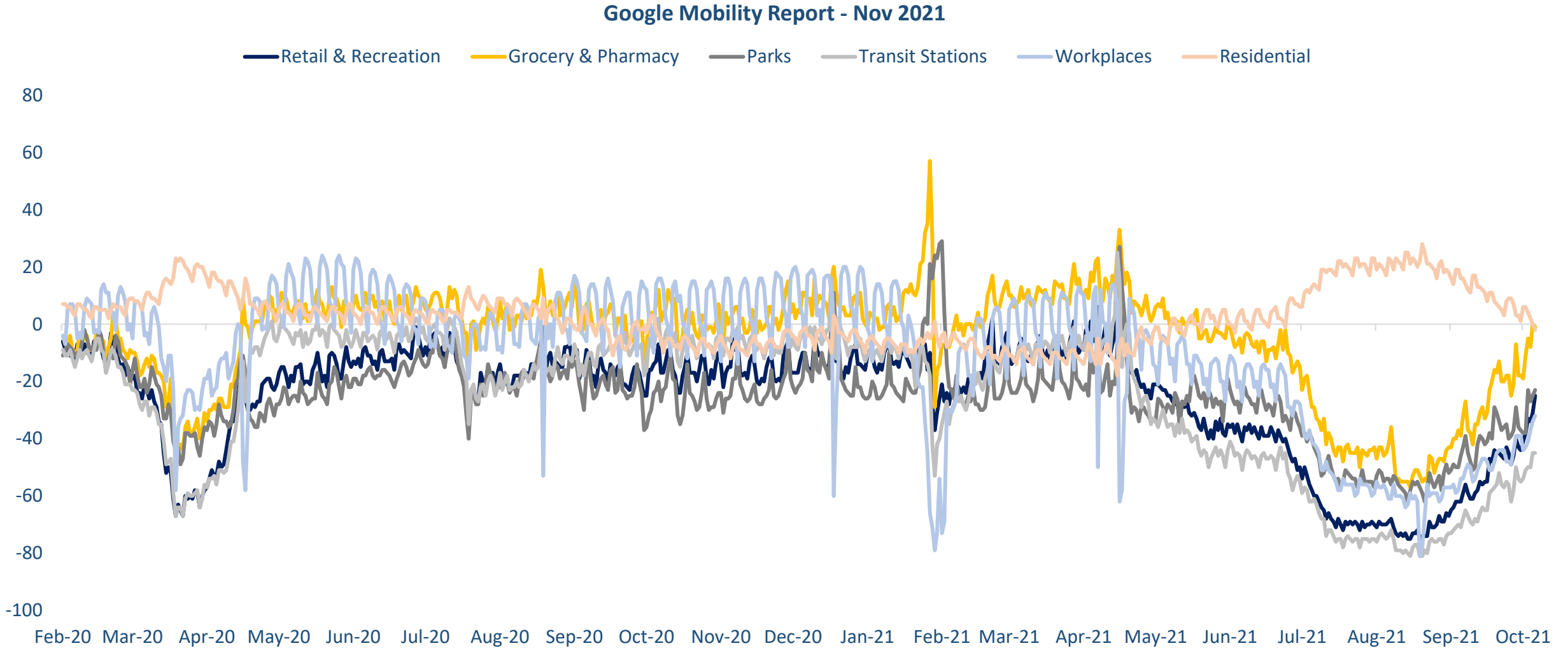


Giá thực phẩm chứng lại sau đà tăng kéo dài hơn 2 năm



Nguồn: Indexmundi

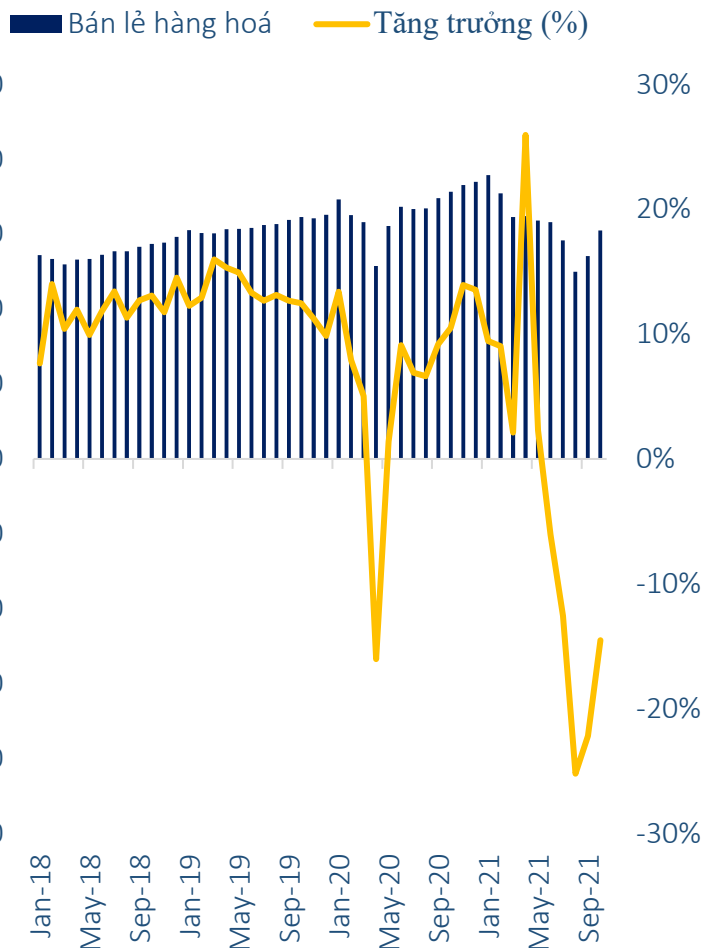
Nền kinh tế sôi động trở lại sau đợt bùng phát COVID-19 thứ 4



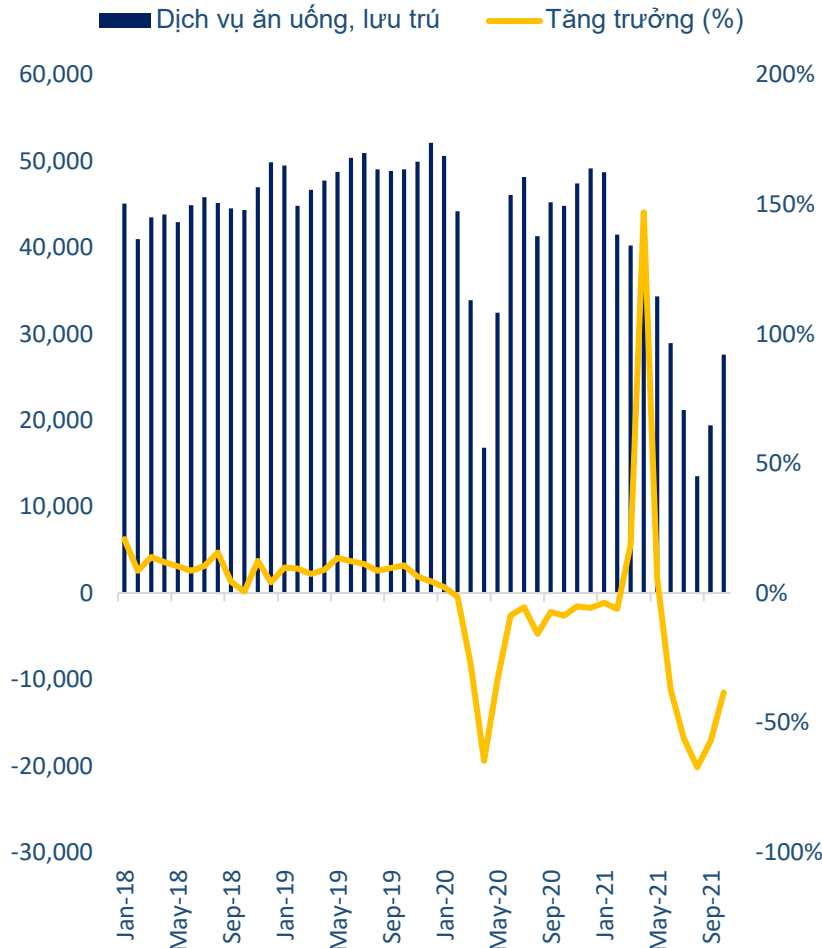
Nguồn: Google

Bán lẻ hàng hoá & dịch vụ trên đà hồi phục

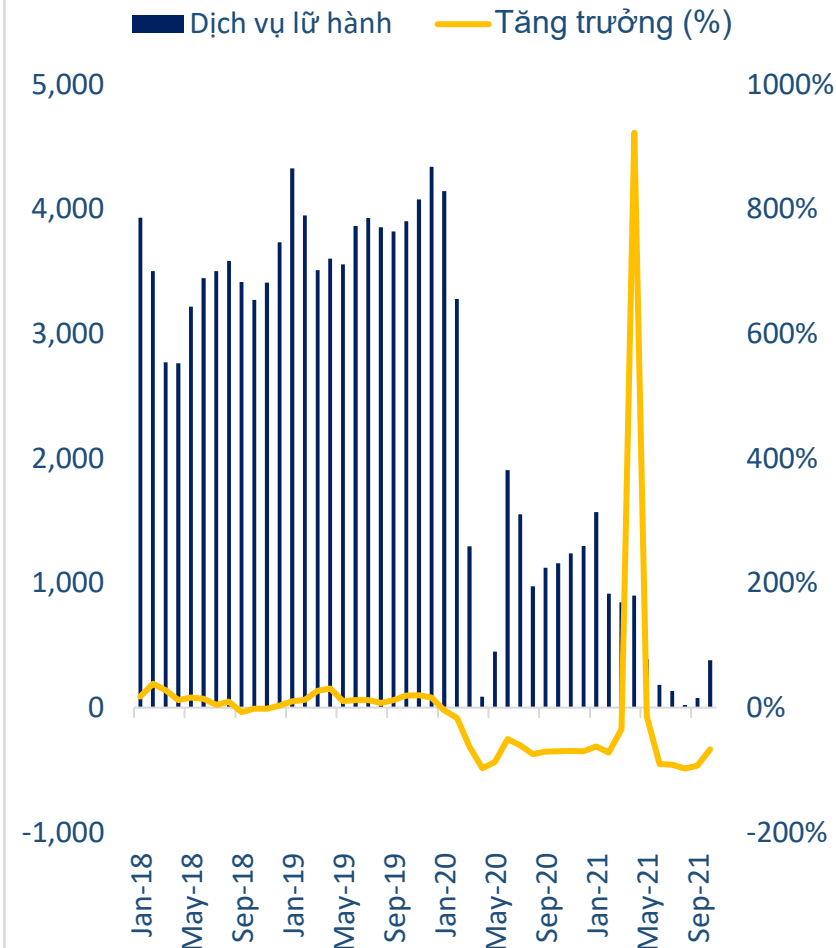
Bán lẻ hàng hoá



Dịch vụ ăn uống, lưu trú

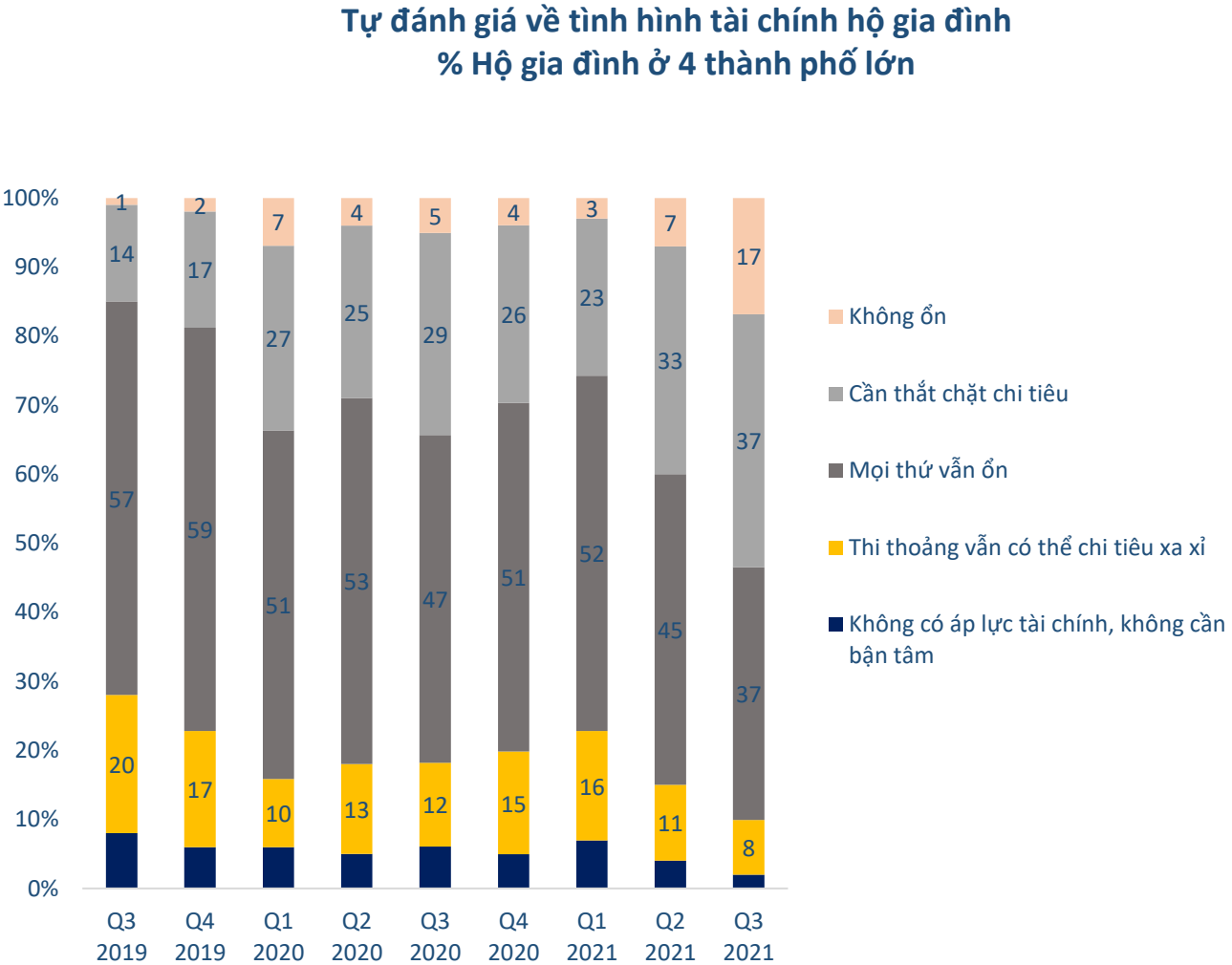
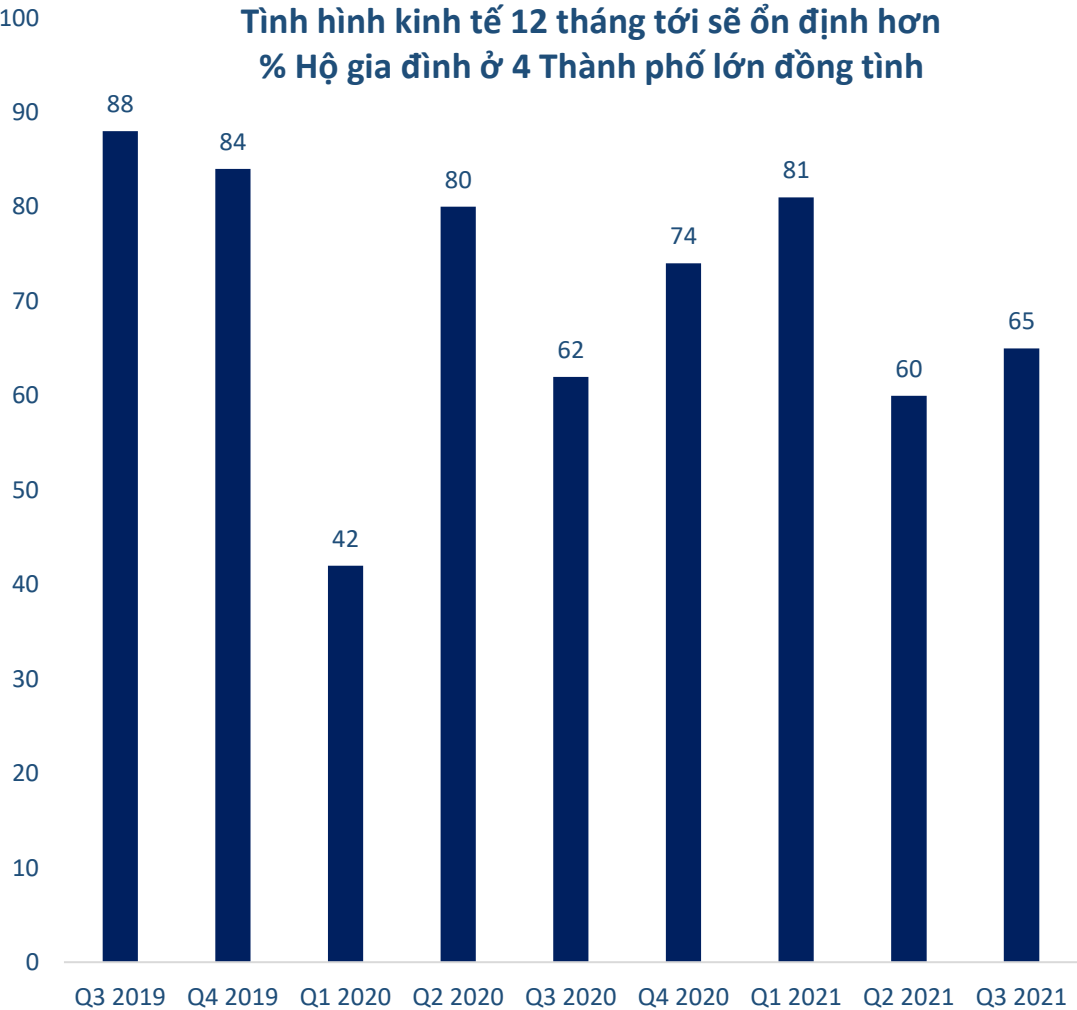


Dịch vụ lữ hành



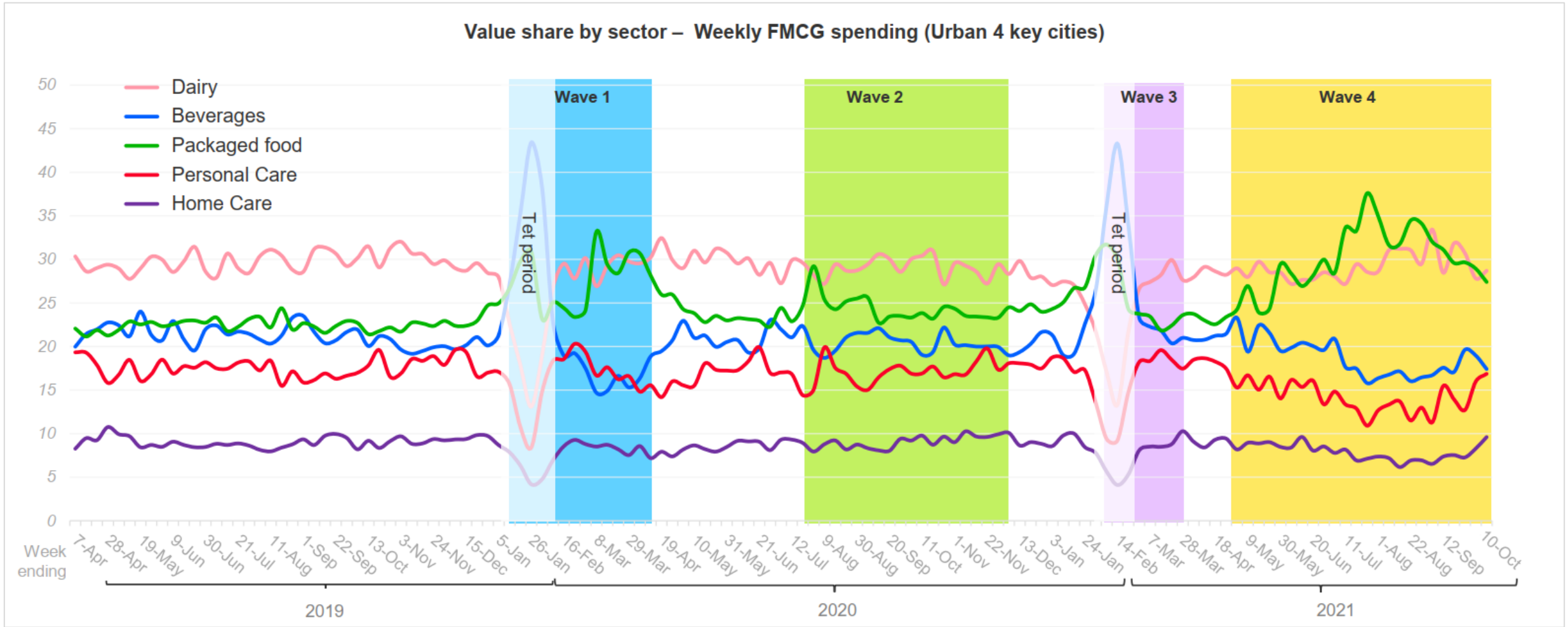
Nguồn: GSO

Niềm tin người tiêu dùng dần cải thiện, nhưng vẫn ở trạng thái thận trọng



Nguồn: Kanta

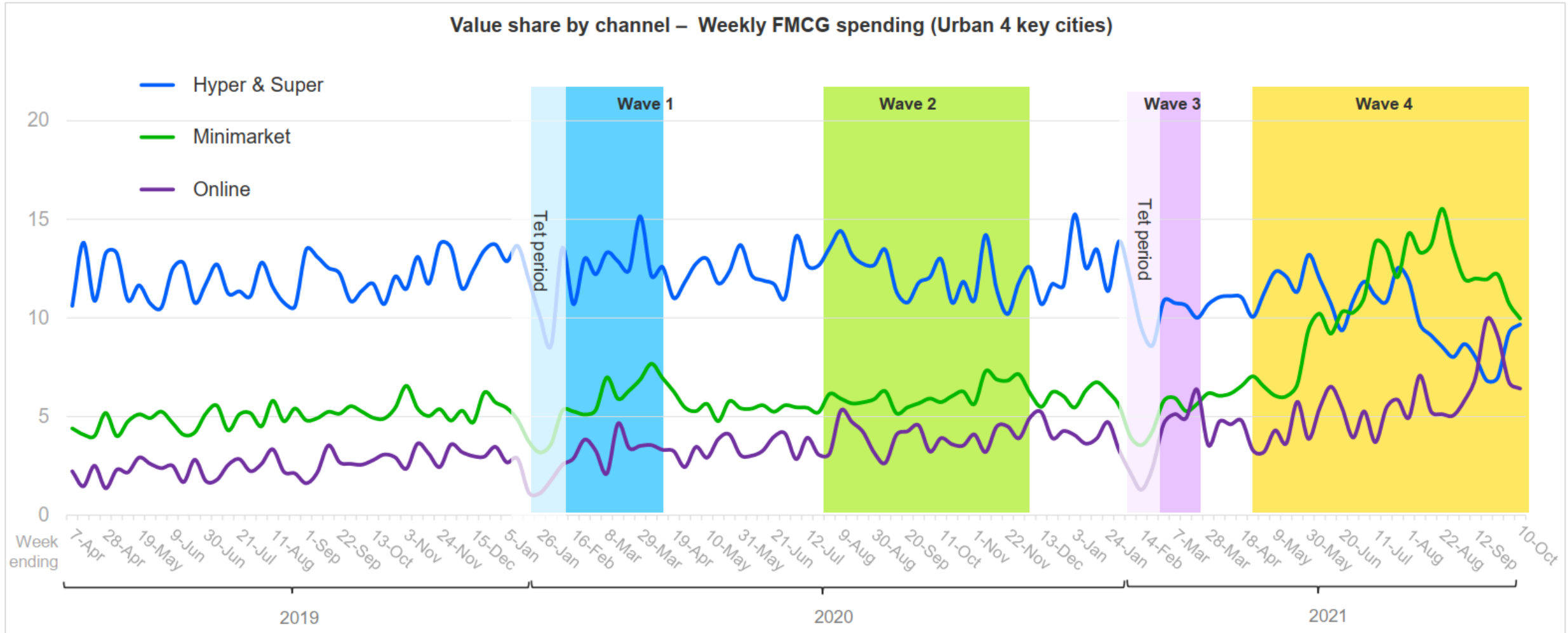
Tiêu thụ mặt hàng FMCGs ổn định trở lại



Nguồn: Kanta

Ghi nhận chính: Nhóm thực phẩm ổn định lại sau các đợt tích trữ trong khi phi thực phẩm hồi phục mạnh mẽ khi nền kinh tế dần mở cửa trở lại.

Bán lẻ hiện đại format nhỏ và online trỗi dậy mạnh mẽ

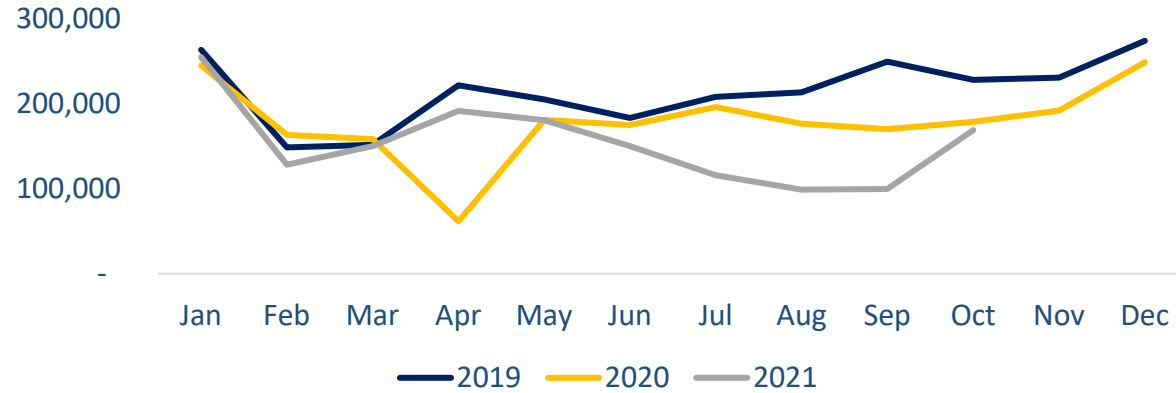


Nguồn: Kanta

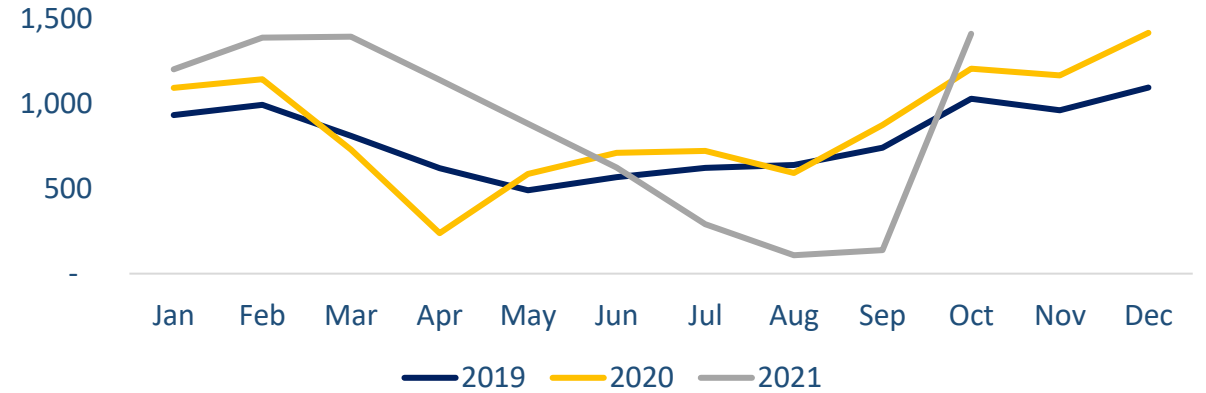
Ghi nhận chính: Việc đóng cửa chợ truyền thúc đẩy một sự trỗi dậy mạnh mẽ của kênh MT (đặc biệt là minimart) và online.

Điểm nhấn từ nhu cầu dồn nén ở các sản phẩm không thiết yếu

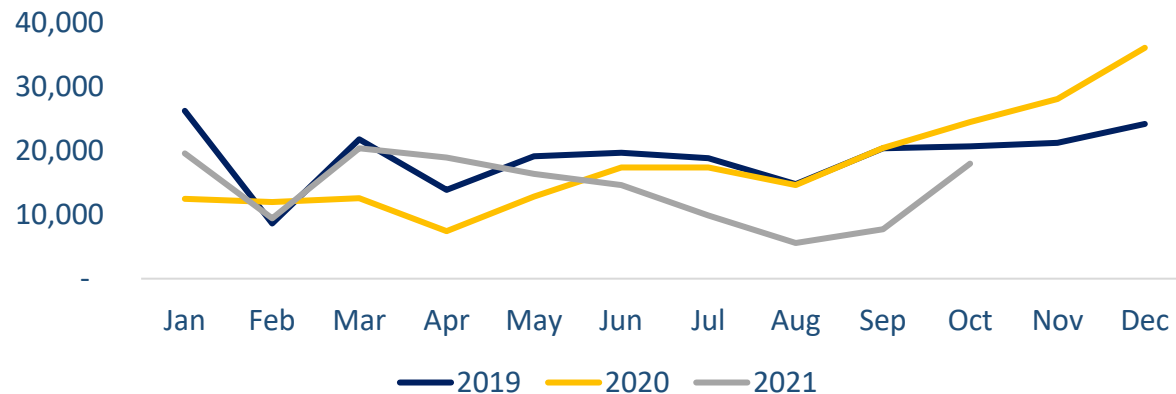
Doanh số xe máy Honda
Đvt: chiếc



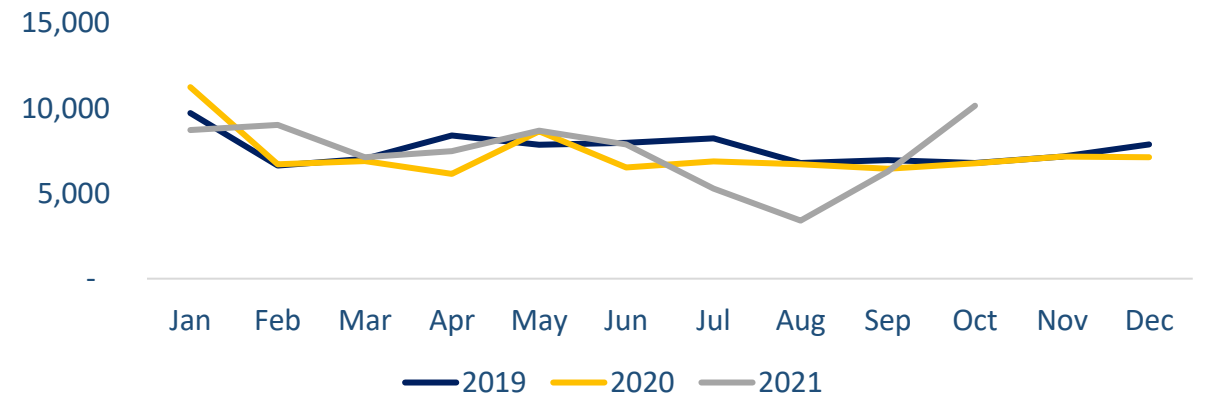
Doanh số trang sức PNJ
Đvt: tỷ VND



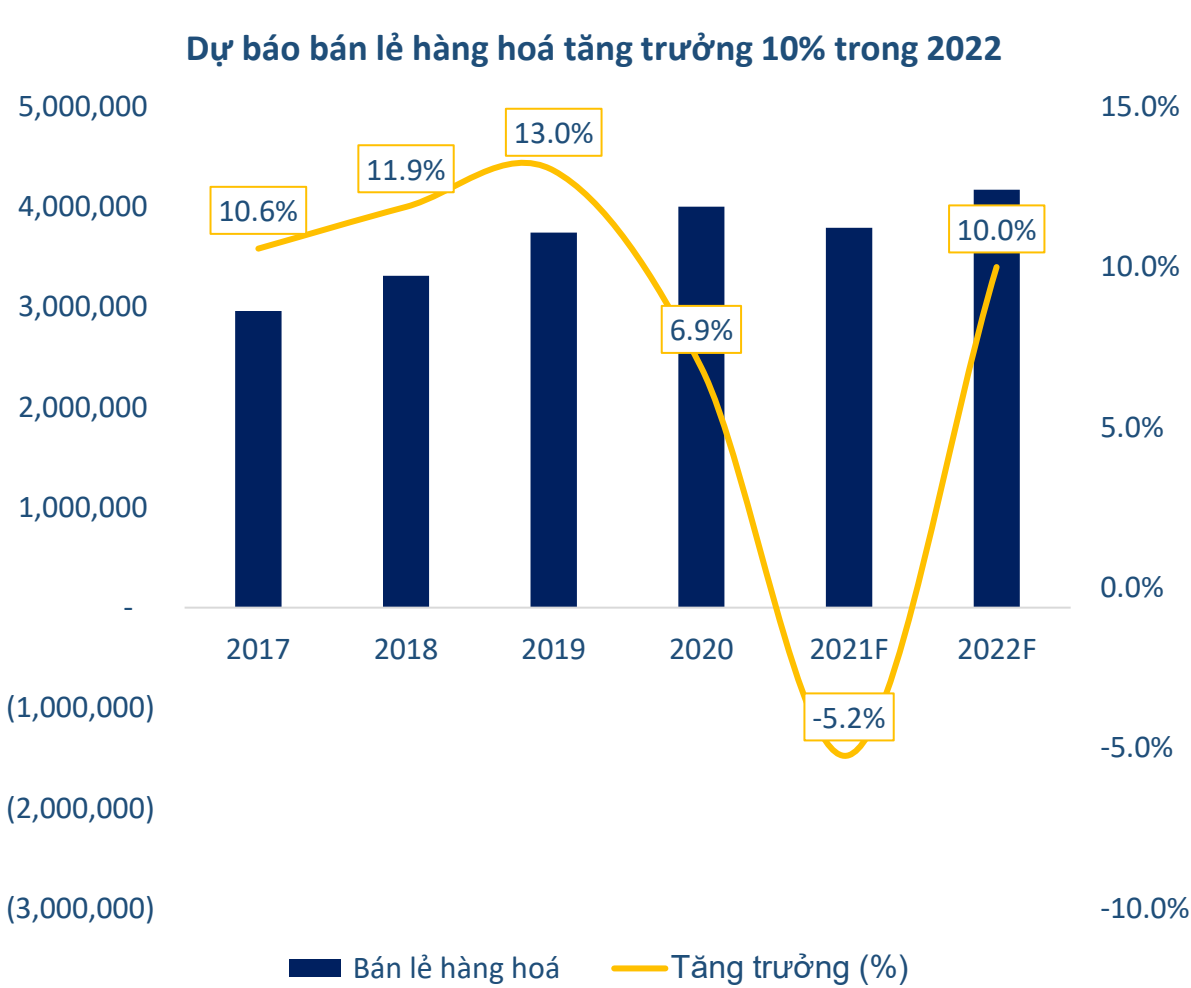
Doanh số xe hơi VAMA
Đvt: chiếc



Doanh số điện thoại & điện máy MWG
Đvt: VND



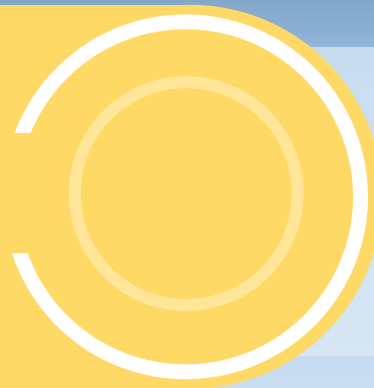
Tiêu dùng nội địa dự báo khả quan hơn sau cách ly xã hội



Ticker	Target	Recomm.	Upside	22F EPS Growth	22F PER
VNM	105,500	O-PF	+23.8%	5.6%	17.3x
SAB	189,000	O-PF	+27.4%	23.2%	30.0x
MSN	181,000	N	+5.2%	74.6%	31.1x
QNS	63,000	O-PF	+33.7%	25.7%	9.0x
MWG	185,700	O-PF	+38.6%	48.3%	14.6x
PNJ	121,800	O-PF	+30.7%	52.5%	15.4x

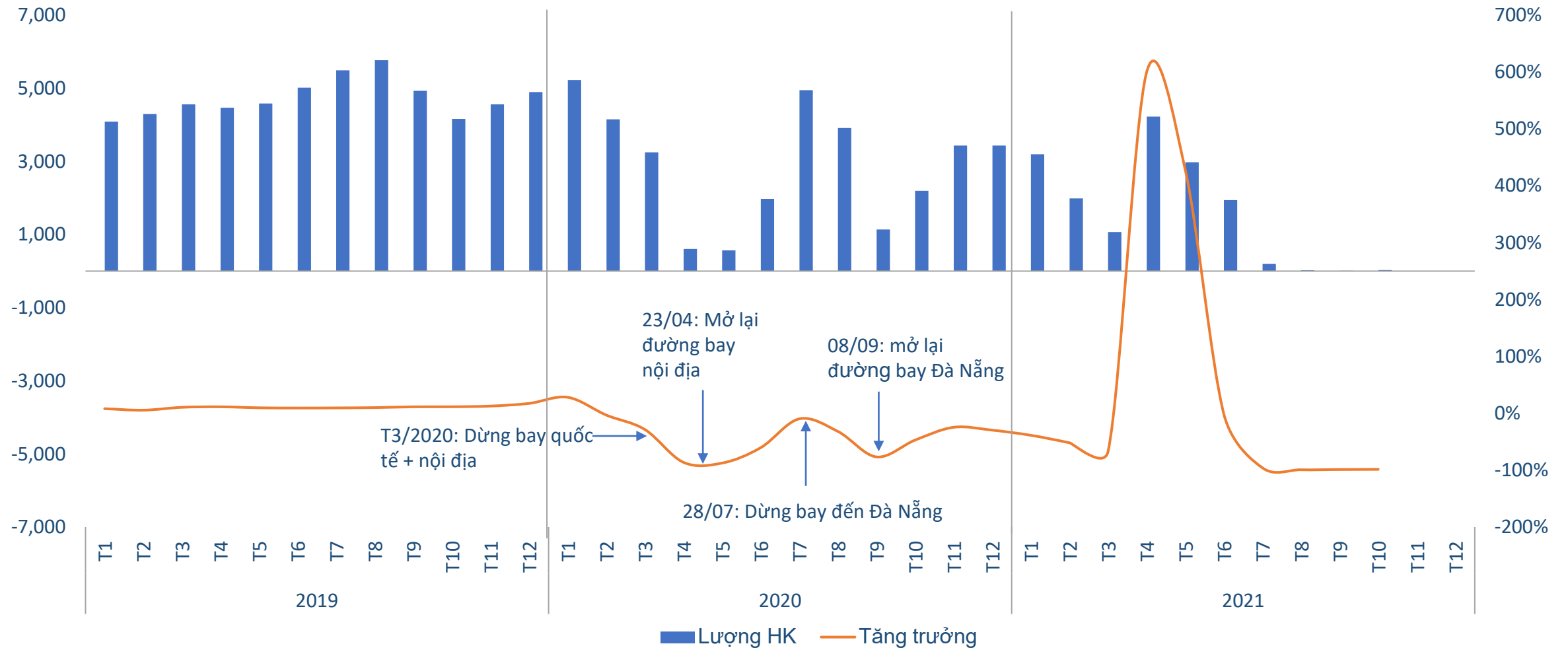
HÀNG KHÔNG

Triển vọng hồi phục chậm sau đại dịch



LƯỢNG KHÁCH THẤP ẢNH HƯỞNG HOẠT ĐỘNG TOÀN NGÀNH

LƯỢNG HÀNH KHÁCH TĂNG TRƯỞNG CHẬM ('000 HK)



TĂNG TRƯỞNG DOANH THU CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SO VỚI CÙNG KỲ

- Các doanh nghiệp vận tải hàng hóa ít bị ảnh hưởng nhất do dịch bệnh

	2019				2020				2021		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
VẬN TẢI HÀNG KHÁCH											
VJC	8,6%	26,1%	6,8%	-24,5%	-47%	-65,7%	-79,3%	-68,2%	-44,0%	-6,2%	
HVN	4,6%	4,3%	0,2%	-3,4%	-26,3%	-75,2%	-70,1%	-64,5%	-60,3%	9,0%	
VẬN TẢI HÀNG HÓA											
SCS	17,4%	13,2%	7,7%	6,1%	6,3%	-23,7%	-10,4%	-0,9%	6,8%	44,6%	2,5%
NCT	-6,8%	6,2%	-1,9%	8,8%	-2,6%	-15,0%	-2,2%	1,7%	4,8%	21,4%	7,3%
DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG											
SAS	4,7%	10,6%	12,2%	8,6%	-28,3%	-91,5%	-84,5%	-70,7%	-79,2%	56,3%	-45,6%
AST	18,5%	42,7%	33,5%	33,0%	-21,1%	-84,5%	-81,8%	-78,9%	-70,3%	9,8%	-68,2%
SGN	14,9%	25,4%	21,8%	34,3%	-8,3%	-70,6%	-68,3%	-64,2%	-47,4%	27,7%	-56,8%
CIA	-44,8%	3,7%	42,6%	47,8%	-25,2%	-80,6%	-77,1%	-74,5%	-72,5%	3,2%	-69,9%
ASG		66,4%		19,2%	0,4%	-33,2%	-26,1%	-26,7%	-15,4%	9,2%	2,7%
SUẤT ẪN HÀNG KHÔNG											
NCS	0,1%	7,0%	1,0%	0,6%	-30,1%	-80,8%	-71,9%	-59,9%	-61,6%	1,3%	-39,7%
NAS											
MAS	6,9%	3,6%	3,7%	8,6%	-29,3%	-77,9%	-76,5%	-58,6%	-55,7%	-7,9%	-69,1%

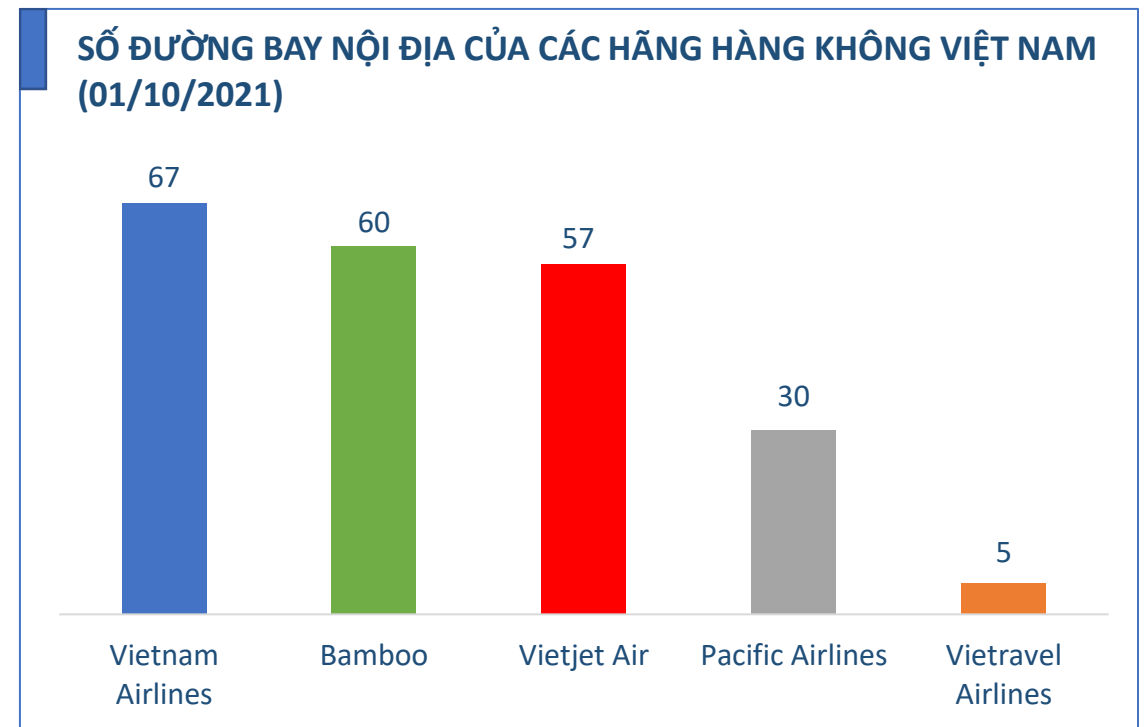
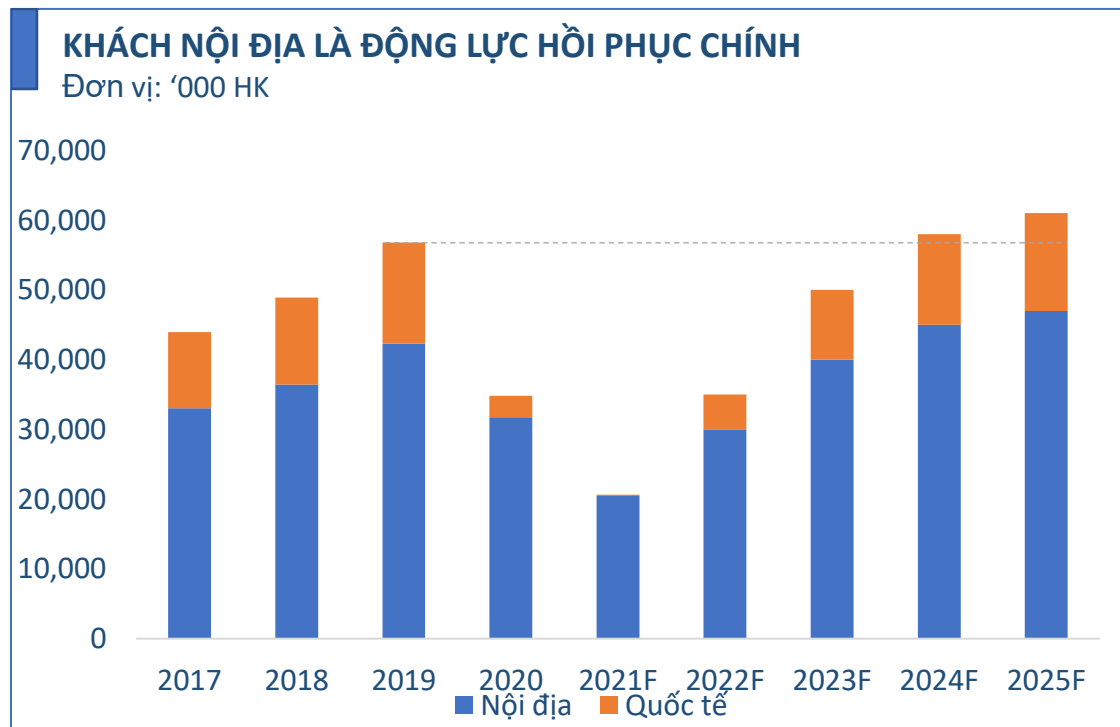
TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SO VỚI CÙNG KỲ

- Nhờ lợi thế độc quyền, cùng nền tảng tài chính tốt, hoạt động kinh doanh với biên lợi nhuận cao giúp SCS duy trì được mức tăng trưởng tốt so với các doanh nghiệp khác.
- Vận tải hành khách đã cho thấy dự cạnh tranh lớn từ ngay thời điểm trước dịch, khi lợi nhuận của VJC và HVN đều ghi nhận tăng trưởng âm so với cùng kỳ.

	2019				2020				2021		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
VẬN TẢI HÀNH KHÁCH											
VJC	24,1%	-5,5%	-4,5%	-44,4%	-137,4%	-154,7%	-129,7%	-62,7%	20,5%	204,2%	
HVN	10,8%	-20,4%	7,1%	-42,4%	-115,7%	-259,0%	-196,7%	-63,2%	512,1%	-35,4%	
VẬN TẢI HÀNG HÓA											
SCS	22,8%	13,6%	11,7%	24,2%	8,6%	-25,2%	-9,9%	-5,2%	13,0%	47,7%	5,5%
NCT	-9,4%	-9,4%	-8,9%	-4,9%	-7,0%	-20,4%	-7,8%	13,6%	-5,3%	21,9%	13,3%
DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG											
SAS	17,9%	46,1%	30,5%	-50,7%	-81,1%	-79,0%	-35,6%	10,4%	-20,1%	-139,6%	-95,0%
AST	22,9%	77,1%	28,7%	-0,2%	-68,7%	-123,6%	-153,0%	-154,3%	-298,0%	N/A	N/A
SGN	4,8%	10,0%	19,7%	96,5%	-16,2%	-96,8%	-95,6%	-95,8%	-55,8%	579,7%	-463,1%
CIA	-78,1%	-36,5%	244,6%	2824,4%	-159,0%	-307,2%	-181,1%	-368,7%	N/A	N/A	N/A
ASG		-2,7%		-46,0%	-39,3%	-78,9%	-56,3%	-63,7%	-55,7%	-100,1%	-45,8%
SUẤT ĂN HÀNG KHÔNG											
NCS	-17,2%	-15,6%	14,9%	-64,2%	-92,4%	-266,0%	-425,3%	-322,4%	-2065,1%	N/A	N/A
NAS											
MAS	12,2%	-24,7%	22,0%	15,8%	-127,4%	-284,2%	-217,1%	-74,0%	N/A	N/A	N/A

TRIỂN VỌNG HỒI PHỤC CHẬM SAU DỊCH - KHÁCH NỘI ĐỊA LÀ ĐỘNG LỰC

- Theo Vietnam Airlines, thị trường hàng không Việt Nam dự báo hồi phục về tương đương mức năm 2019 vào năm 2023 với kịch bản lạc quan và năm 2024 với kịch bản thận trọng, Trong khi đó, theo dự báo của Fitch Solutions về ngành du lịch Việt Nam, đến năm 2024, lượng khách du lịch quốc tế mới đạt mức tương đương mức năm 2019 (~107,3% năm 2019).
- Khách du lịch nội địa kì vọng hồi phục và tiếp tục tăng trưởng trong trung và dài hạn nhờ tăng trưởng của dân số, thu nhập bình quân và cơ cấu dân số trẻ.
- Khách quốc tế hồi phục chậm theo từng giai đoạn mở cửa của Chính phủ.
- Tuy vậy, tốc độ hồi phục của ngành sẽ tiếp tục đứng trước rủi ro hồi phục chậm hơn so với dự kiến do sự xuất hiện của nhiều biến thể trên thế giới.



SỰ HỒI PHỤC GIỮA CÁC DOANH NGHIỆP SẼ KHÔNG TƯƠNG ĐỒNG

- Tuy hoạt động ngành sẽ có sự hồi phục, nhưng chúng tôi cho rằng mức độ hồi phục của các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị ngành sẽ khác nhau.
- Các doanh nghiệp phục vụ hàng hóa sẽ có sự hồi phục đầu tiên khi tần suất các chuyến bay thương mại được tăng lên, do nhu cầu lớn cùng sự cạnh tranh trong ngành ở mức thấp.
- Các doanh nghiệp phục vụ mặt đất, dịch vụ hàng không và suất ăn hàng không sẽ có tốc độ hồi phục chậm hơn 40-50% số lượng chuyến bay phục vụ đến từ khách quốc tế, đồng thời sự cạnh tranh cũng đang dần tăng lên trong nội bộ ngành.
- Các doanh nghiệp vận tải hành khách sẽ có tốc độ hồi phục chậm nhất do sự cạnh tranh là khá cao khi các doanh nghiệp tập trung đẩy mạnh khai thác nội địa trước khi hướng tới các thị trường quốc tế.

Q1/2022

GĐ1

Nối lại đường bay giữa Việt Nam và Trung Quốc, Hong Kong, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan, Singapore, Malaysia, Lào, Campuchia, Pháp, Đức, Nga, Anh, Australia.

Khách nhập cảnh tiêm đủ liều vaccine hoặc đã khỏi bệnh Covid phải cách ly 7 ngày tại các cơ sở cách ly có thu phí; khách chưa tiêm vaccine phải cách ly 14 ngày.

Dự kiến tần suất 4 chuyến mỗi tuần cho mỗi nước với tổng lượng khách nhập cảnh Việt Nam khoảng 12.000 người mỗi tuần.

Q2/2022

GĐ2

Triển khai các chuyến bay thường lệ chở khách vào Việt Nam **không yêu cầu cách ly tập trung đối với hành khách mang "hộ chiếu vaccine"**. Các thị trường triển khai theo nhu cầu của các hãng hàng không với tần suất dự kiến 7 chuyến mỗi tuần cho mỗi nước.

Hành khách mang "hộ chiếu vaccine" sẽ tự cách ly tại nơi cư trú từ 3 đến 7 ngày theo hướng dẫn của Bộ Y tế. Khách không mang "hộ chiếu vaccine" phải cách ly tập trung 14 ngày, có thu phí.

Q3/2022

GĐ3

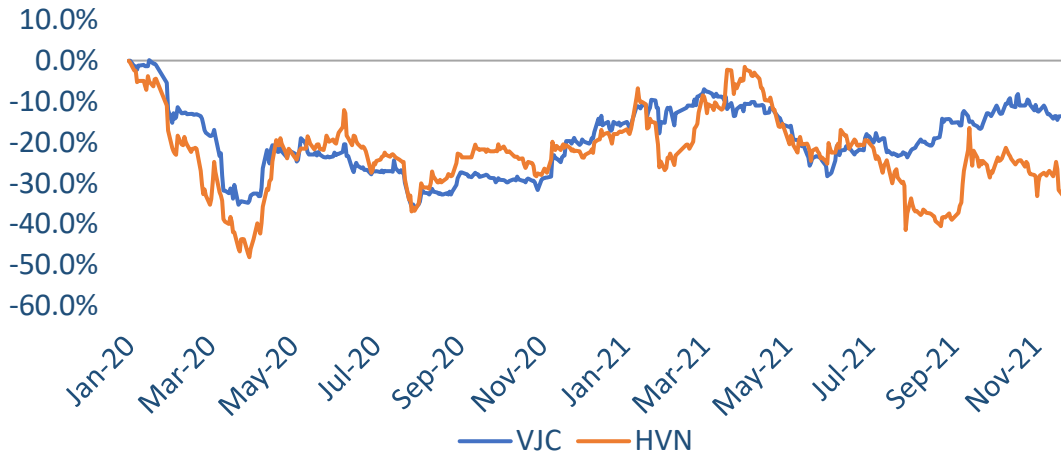
Khai thác chuyến bay quốc tế thường lệ với tần suất theo nhu cầu của hãng hàng không.

Kiến nghị cho phép các chuyến bay đưa công dân về nước dạng combo gồm: vé máy bay, khách sạn, chi phí kiểm dịch và các chuyến bay đón khách du lịch quốc tế đến một số địa phương (Kiên Giang, Khánh Hòa, Quảng Ninh, Đà Nẵng, Quảng Nam).. Hành khách nhập cảnh vào Việt Nam là phải có xét nghiệm âm tính bằng phương pháp PCR trong 72 giờ trước chuyến bay, khai báo y tế điện tử khi đến.

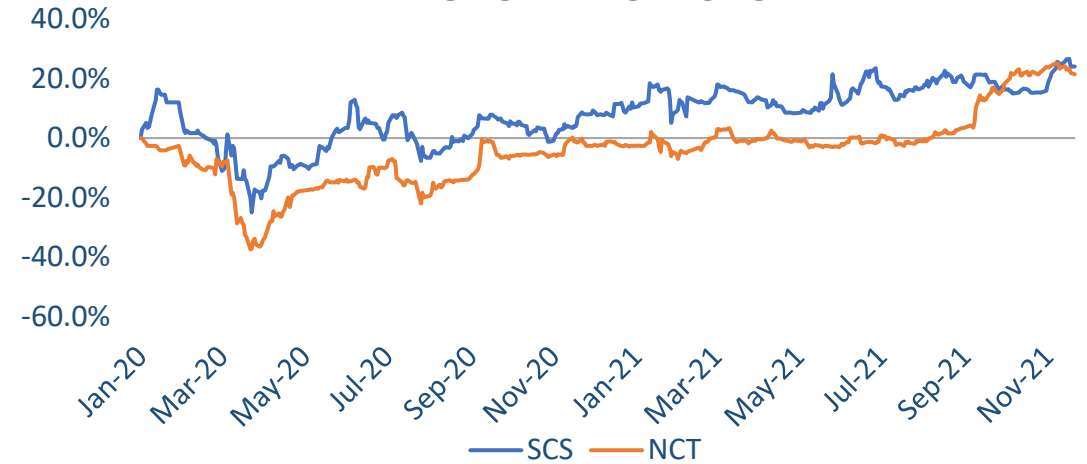
CƠ HỘI ĐẾN TỪ NHỮNG DOANH NGHIỆP ĐÃ GIẢM MẠNH

- Những doanh nghiệp đã có giá giảm mạnh so với năm 2020, với nền tảng tài chính an toàn sẽ là những cơ hội đầu tư tốt để đón sóng hồi phục của ngành.

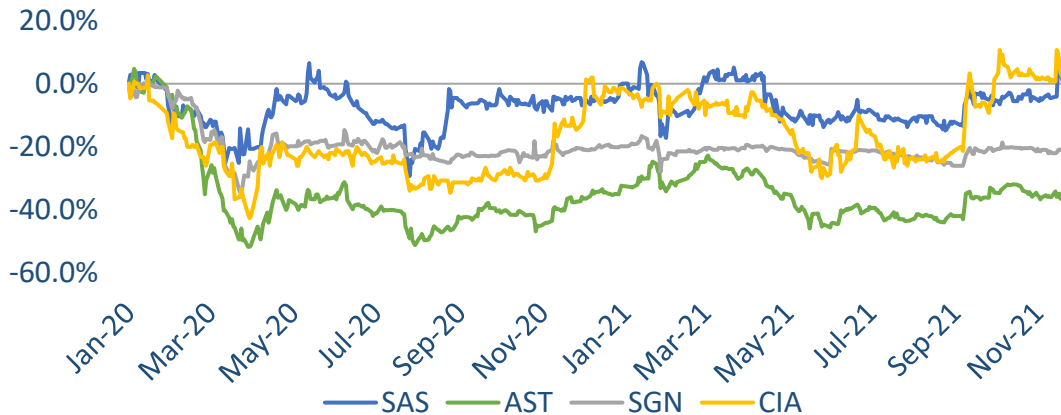
VẬN TẢI HÀNG KHÁCH



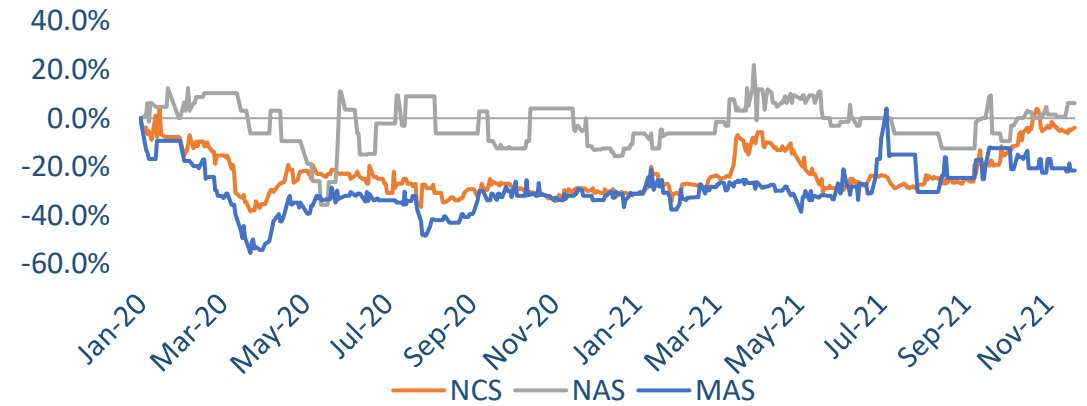
HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG



DỊCH VỤ HÀNG KHÔNG

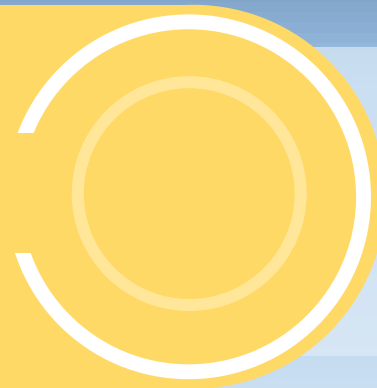


SUẤT ẪN HÀNG KHÔNG



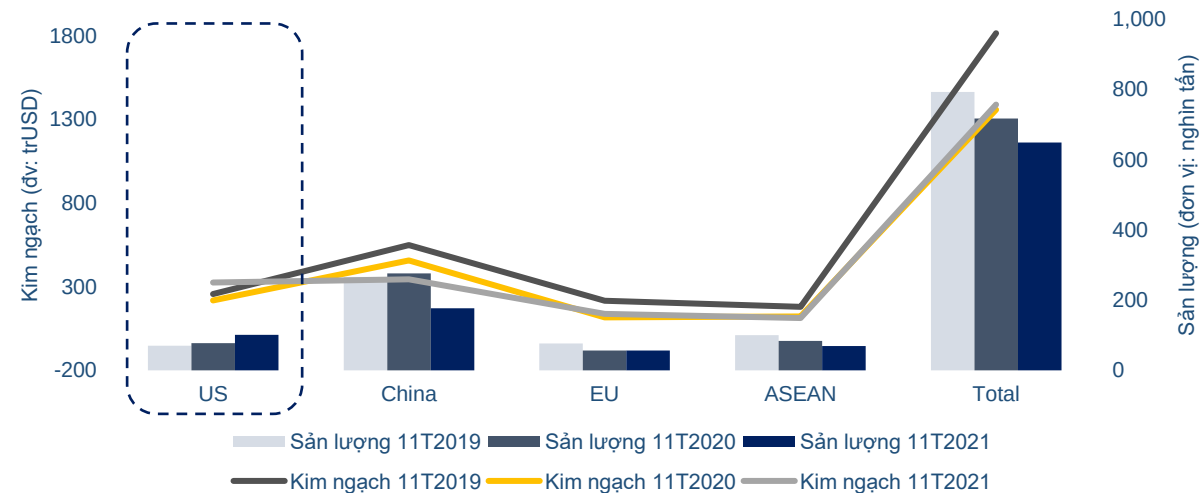
THỦY SẢN

Xuất khẩu đang từng bước hồi phục

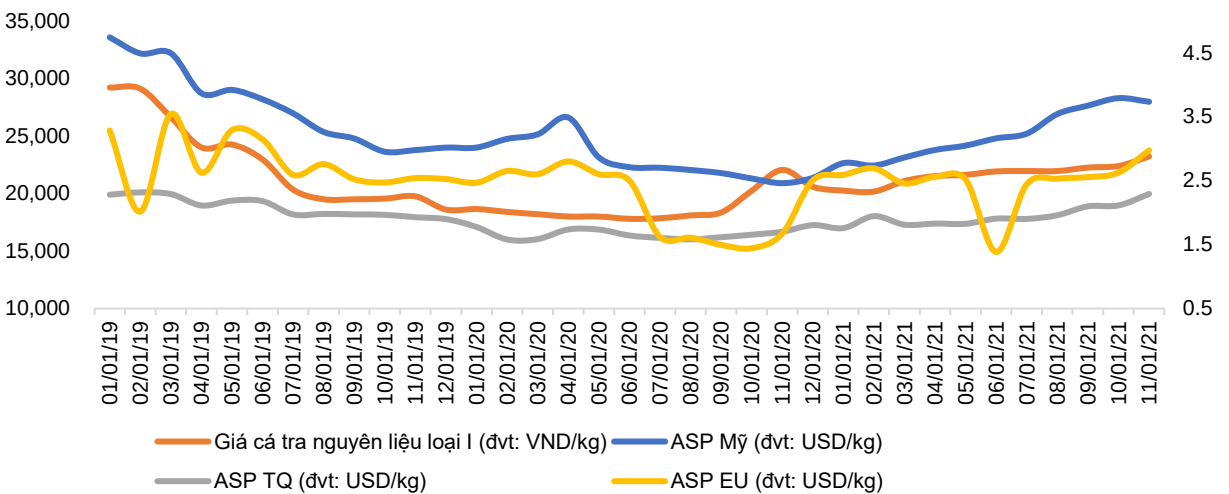


Ngành Cá Tra

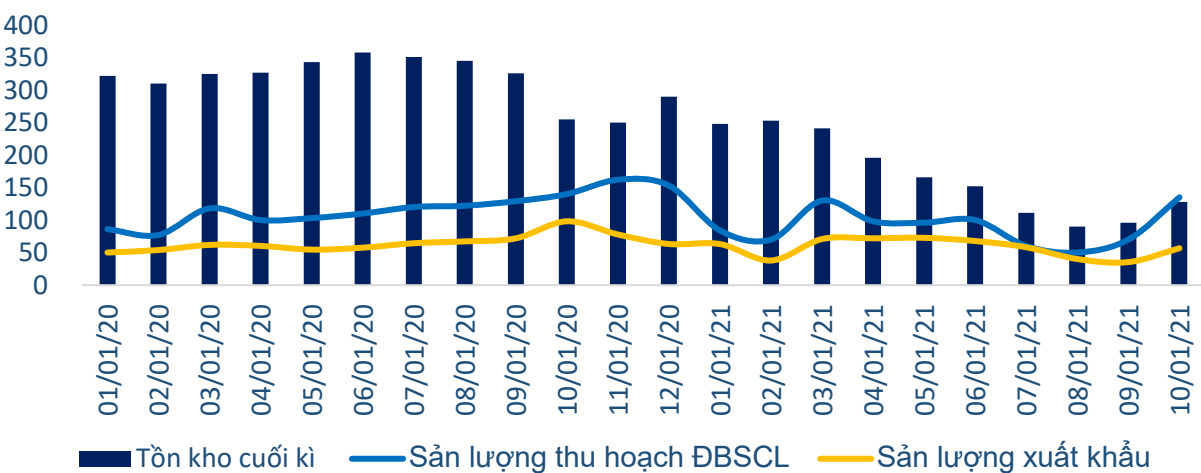
Xuất khẩu cá tra Việt Nam đi thị trường chính



Tương quan Giá nguyên liệu và Giá bán



Tương quan tồn kho cuối kì và sản lượng (đvt: nghìn tấn)

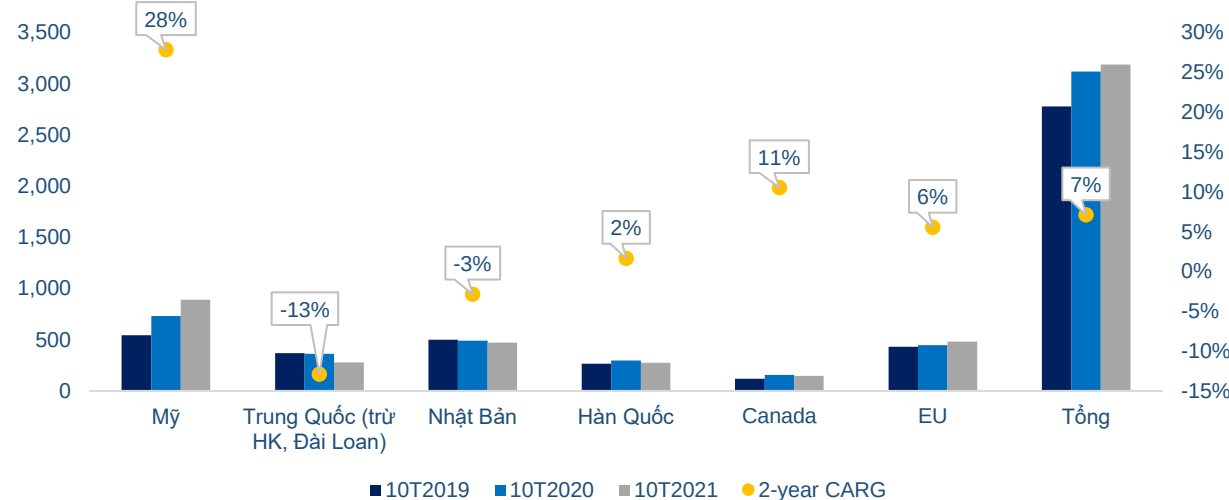


EVFTA						
Mã HS	Miêu tả	Việt Nam 2021	Việt Nam 2022	Việt Nam 2023	Trung Quốc	Ấn Độ
03027200	Cá tra, tươi/ướp lạnh	4,00%	2,00%	0,0%	8,00%	4,50%
03032400	Cá tra, đông lạnh	4,00%	2,00%	0,0%	8,00%	4,50%
03043200	Fillet cá tra, tươi/ướp lạnh	4,50%	2,25%	0,0%	9,00%	5,50%
03046200	Fillet cá tra, đông lạnh	2,75%	1,38%	0,0%	9,00%	5,50%
16042090	Cá chế biến khác	7,00%	3,50%	0,0%	14,00%	10,50%
Thuế CBPG Mỹ (đvt: USD/kg)						
Doanh nghiệp	POR 12 (chính thức)	POR13 (chính thức)	POR14 (chính thức)	POR15 (chính thức)	POR16 (chính thức)	POR17 (sơ bộ)
CT CP Vĩnh Hoàn	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CT CP Nam Việt	0,69	3,87	2,39	Không có đơn hàng	0,00	0, Không đơn hàng
CT CP thủy sản NTSF	0,69	3,87	1,37	0,15	0,15	0,00
Vạn Đức Tiền Giang	0,00	0,00	2,39	2,39	0,09	0,09
CT TNHH TS Biển Đông	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
CT CP Hùng Vương	0,41	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87
CT CP XNK TS Cửu Long	0,69	3,87	1,37	2,39	2,39	2,39
Mức thuế toàn quốc	2,39	3,87	2,39	2,39	2,39	2,39

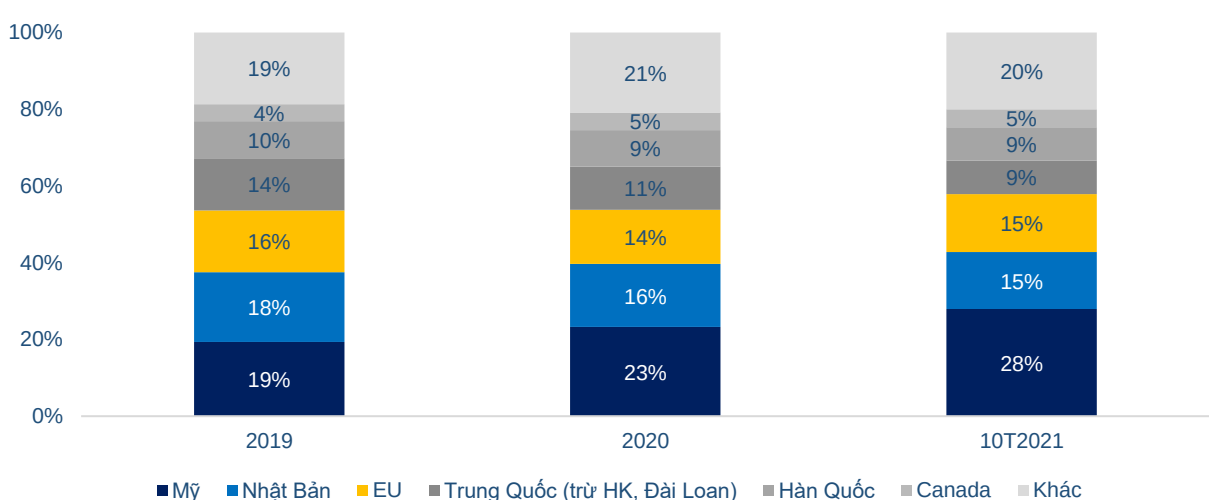
Nguồn: Agromonitor, VASEP, Eurostats, NOAA

Ngành Tôm

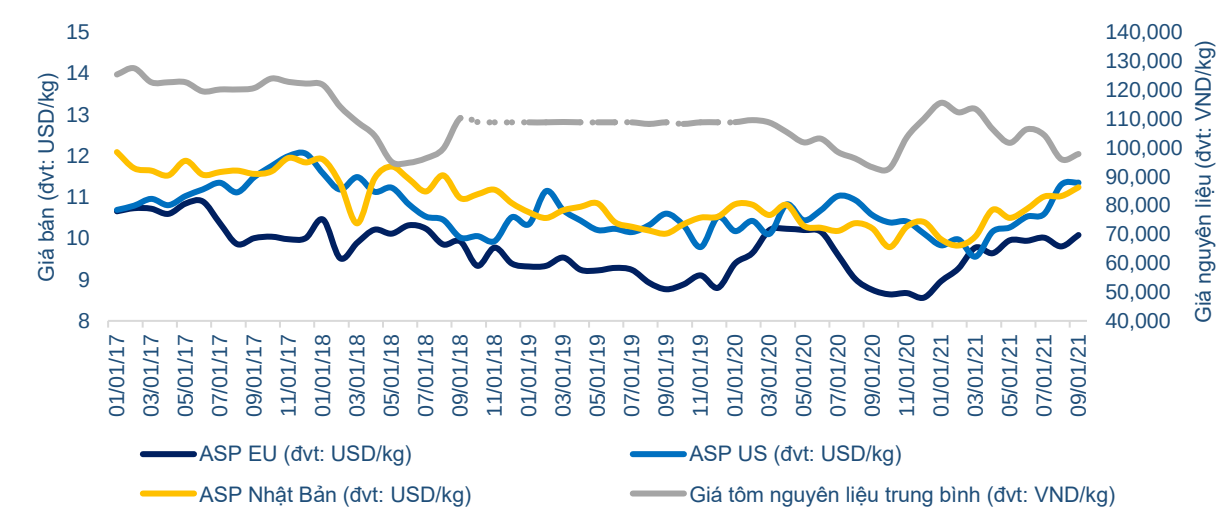
Kim ngạch xuất khẩu 10T (đvt: trUSD)



Kim ngạch xuất khẩu theo thị trường



Giá bán từ Việt Nam đi thị trường chính



EVFTA

Mã HS	Miêu tả	Việt Nam 2021-2026 (EVFTA)	Việt Nam 2027 (EVFTA)	Ecuador (EU-Ecuador FTA)	Ấn Độ (GSP)	Indonesia (GSP)
030617	Tôm nguyên liệu đông lạnh	0,00%	0,00%	0,00%	4,20%	4,20%
160521	Tôm chế biến	7,00% - 2,50%	0,00%	0,00%	7,00%	7,00%
160529	Tôm chế biến khác	7,00% - 2,50%	0,00%	0,00%	7,00%	7,00%

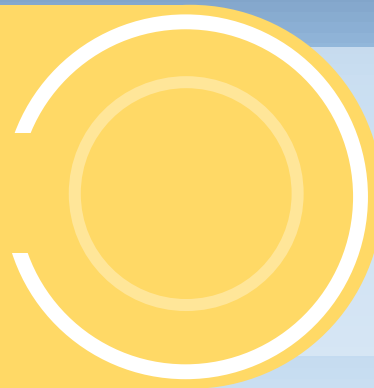
Thuế CBPG Mỹ

Doanh nghiệp	POR13 (chính thức)	POR14 (chính thức)	POR15 (chính thức)
Việt Nam	0,00%	0,00%	0,00%
Ấn Độ	1,87%	3,06%	7,15%

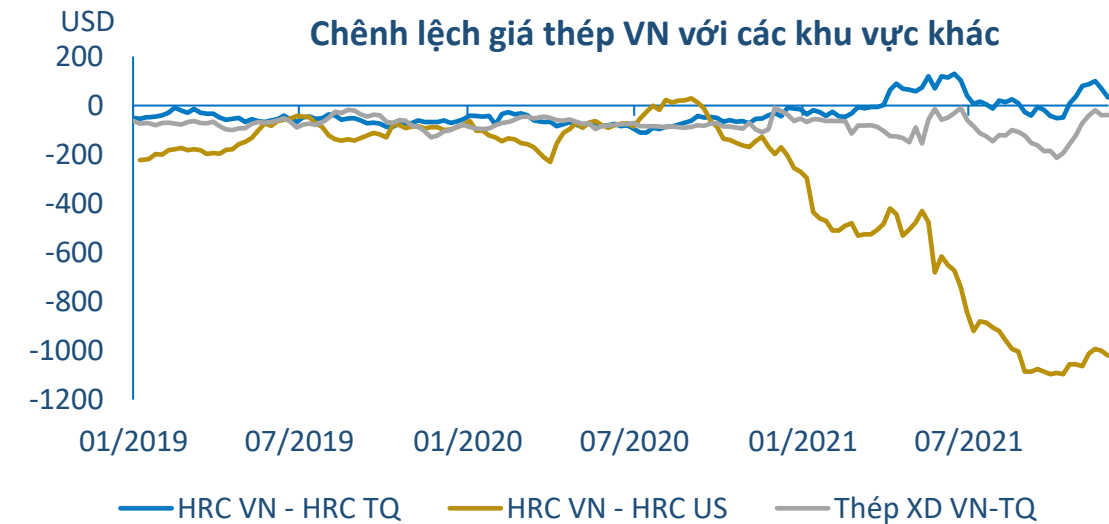
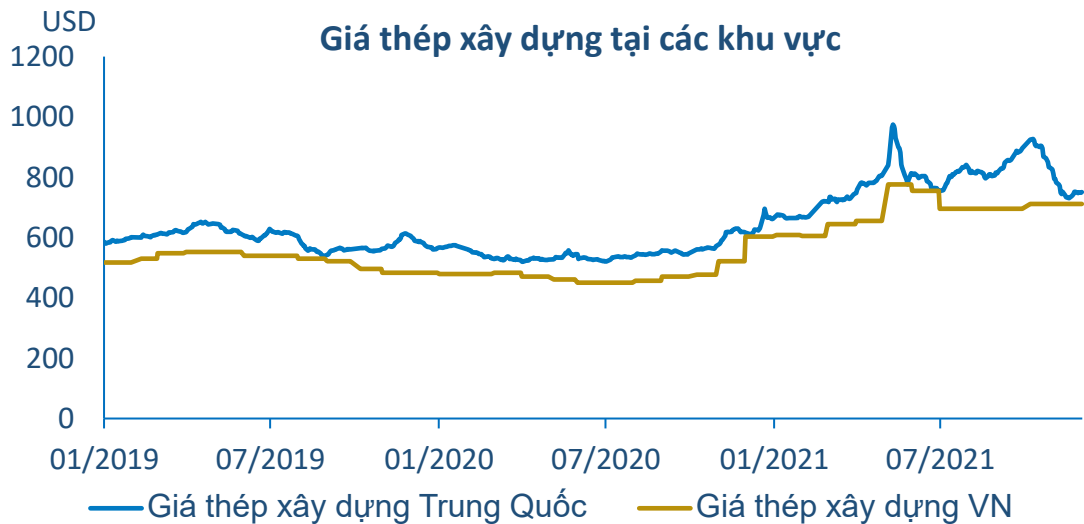
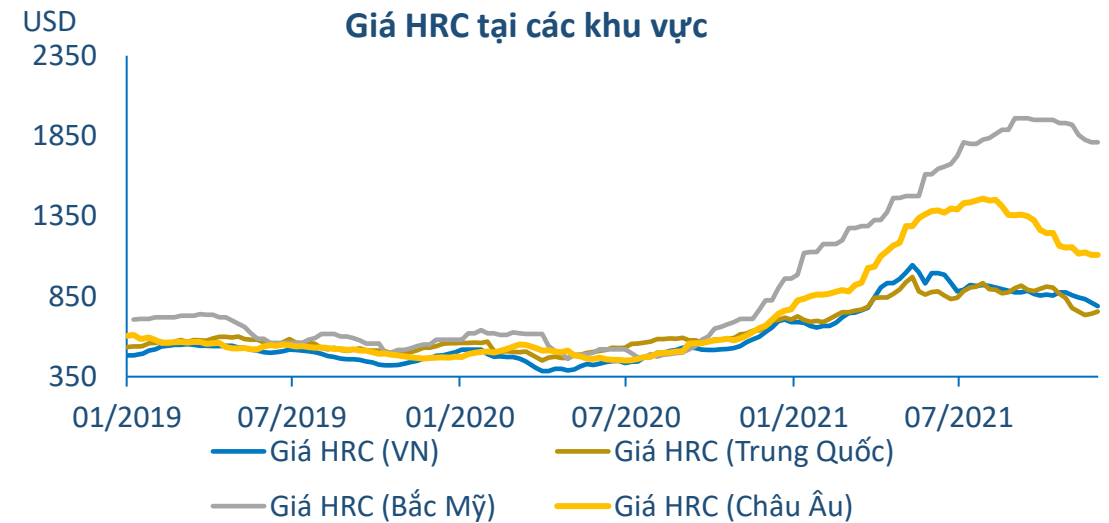
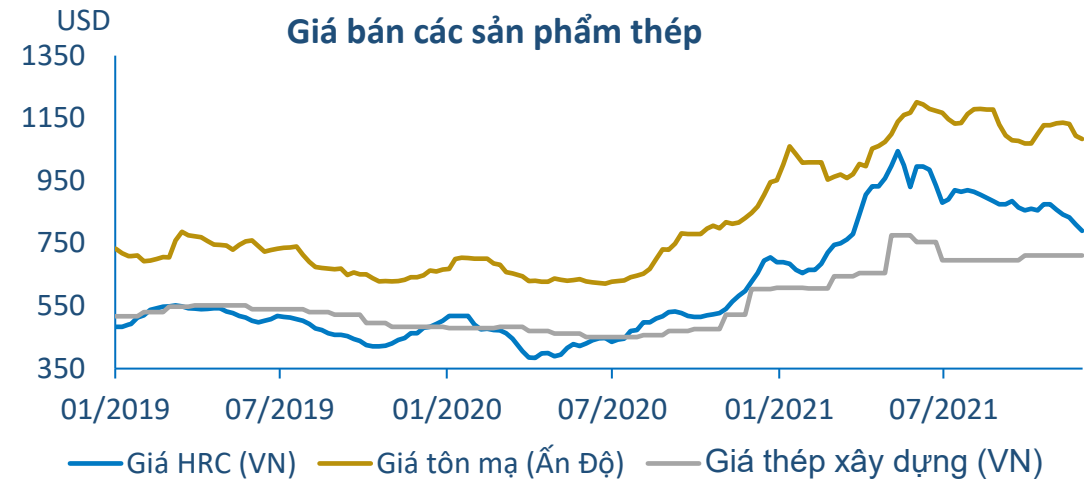
Nguồn: VASEP, Eurostats, NOAA, JP Customs

THÉP

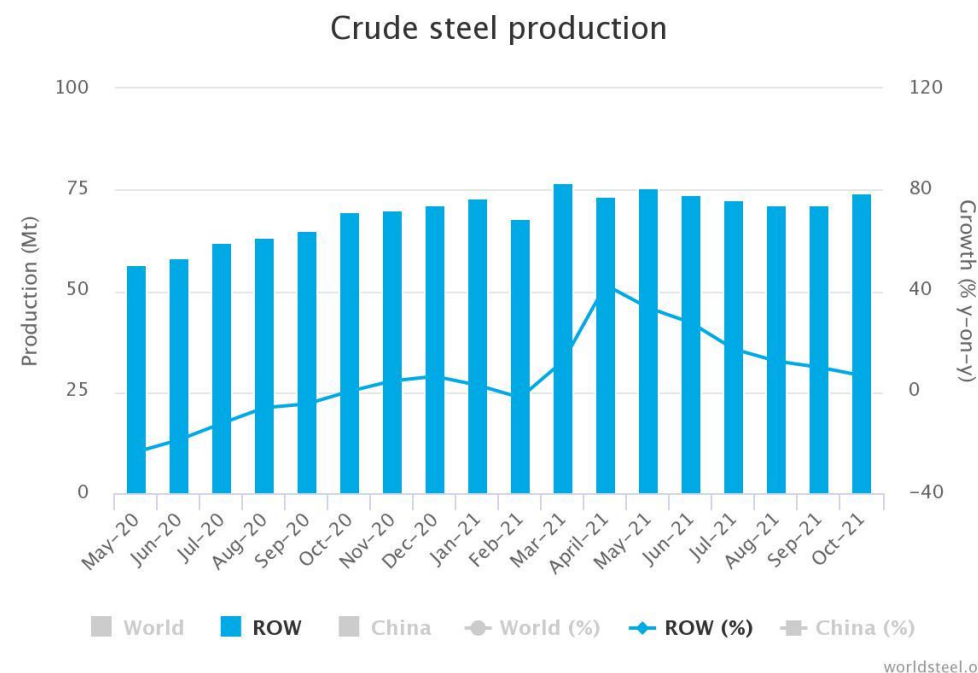
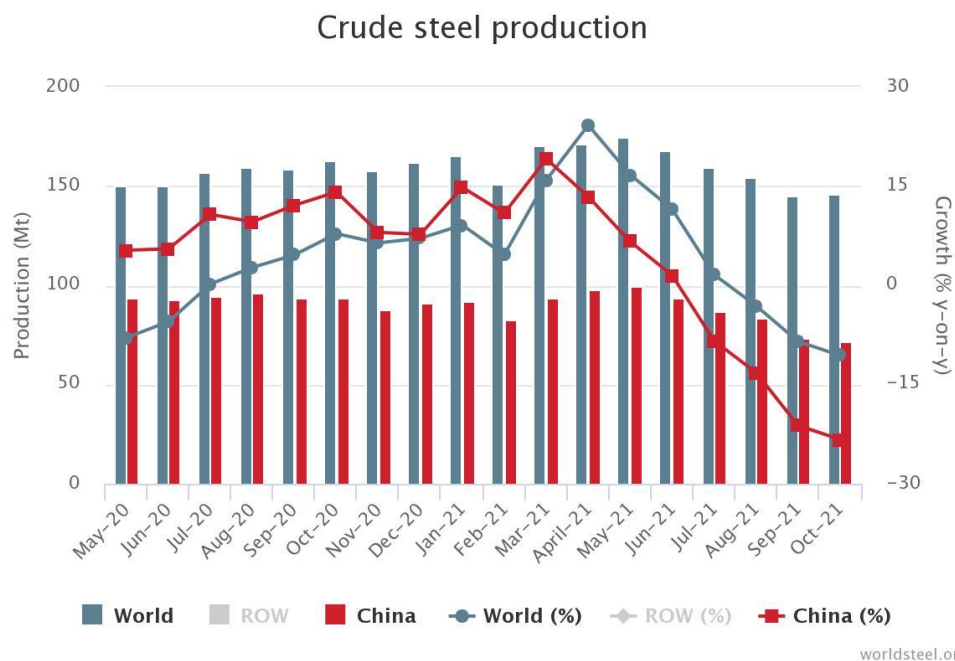
Xuất khẩu đang từng bước hồi phục



Ngành thép – giá thành phẩm/bán thành phẩm

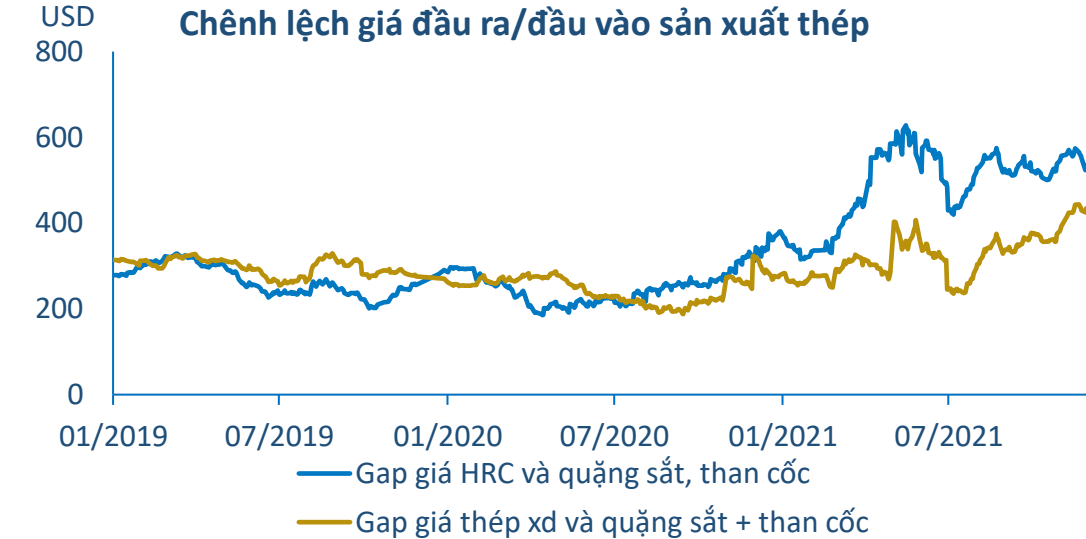
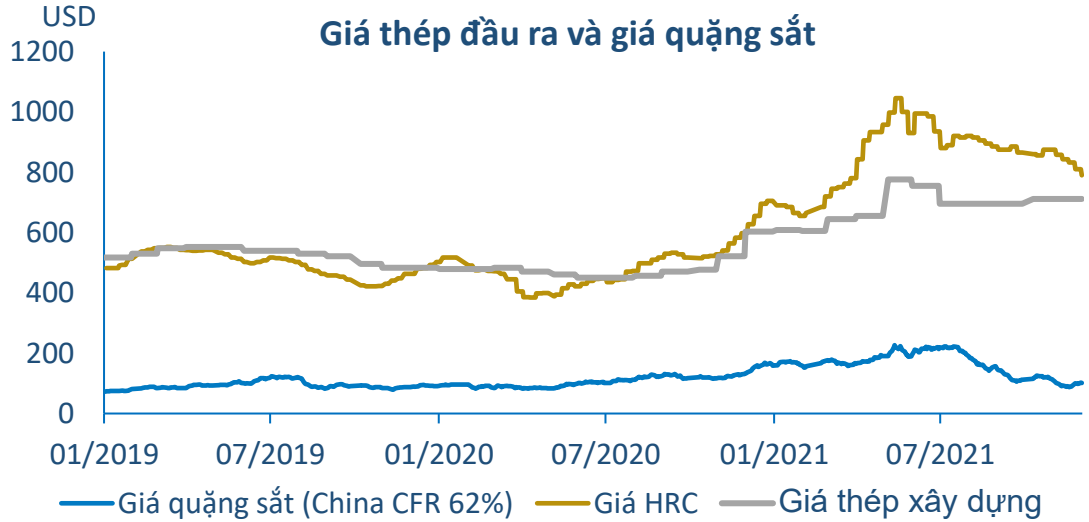
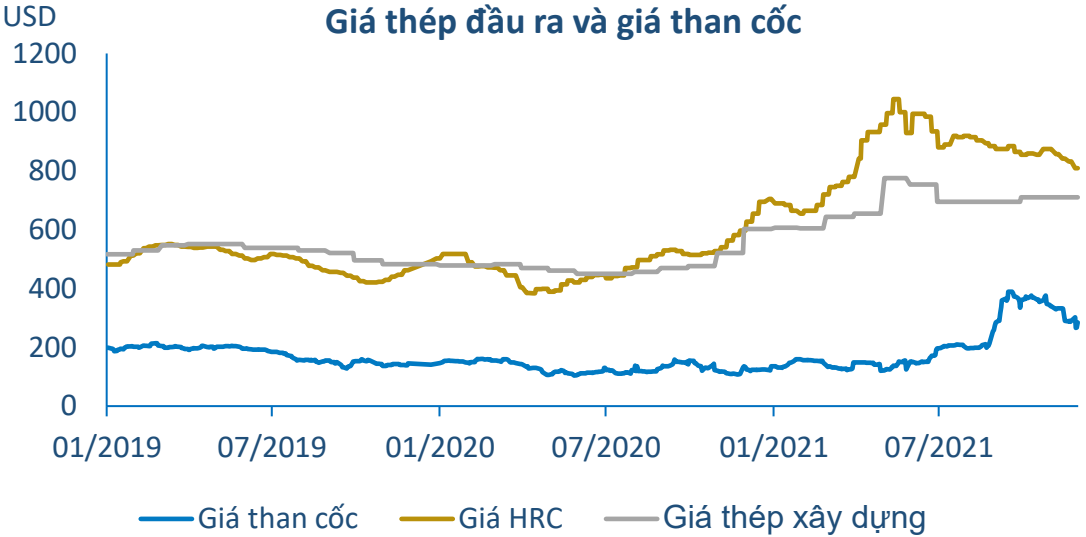
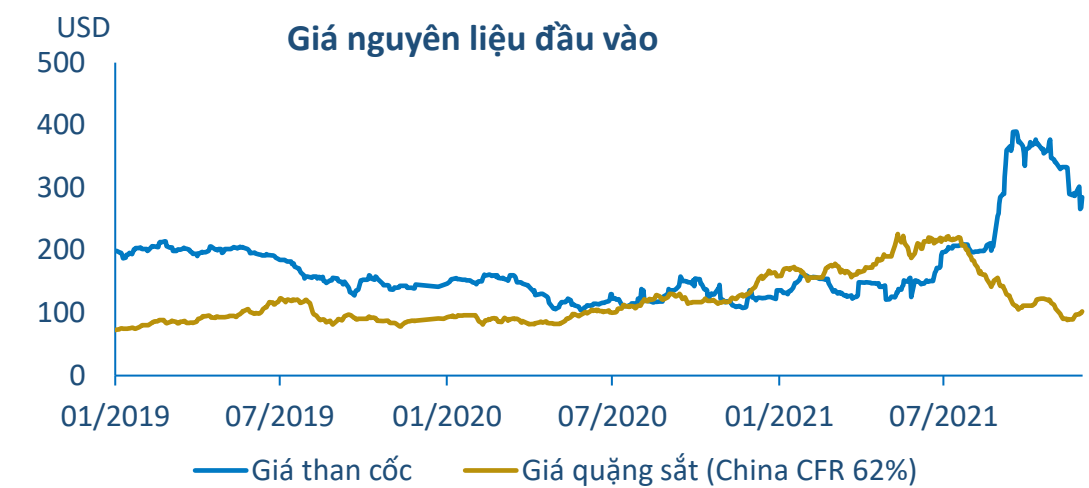


Ngành thép – cung/cầu thế giới



- ❖ **Cung và cầu thép suy giảm tại thị trường Trung Quốc.** Nguyên nhân sự sụt giảm (1) Mảng BĐS tại Trung Quốc có dấu hiệu suy yếu khi tăng trưởng tín dụng giảm mạnh trong Q1 và Q2/2021. (2) Trung Quốc thực hiện chính sách 3 lần ranh đỏ (Three Red Lines) để kiểm soát chặt chẽ hơn các hoạt động vay nợ và tài chính của các doanh nghiệp phát triển BĐS. (3) Các yếu tố về thời tiết và các làn sóng lây nhiễm Covid khiến hoạt động sản xuất, đầu tư bị gián đoạn, tuy nhiên chỉ trong một khoảng thời gian ngắn và mang tính chất cục bộ.
- ❖ **Tại các quốc gia khác: khu vực các nước phát triển** có nhu cầu thép hồi phục mạnh mẽ trong cả năm 2021 và dự báo tiếp tục duy trì đà phục hồi trong năm 2022. **Khu vực các nước đang phát triển (trừ Trung Quốc):** nhu cầu thép hồi phục trong nhưng không quá mạnh do vẫn chịu ảnh hưởng bởi các làn sóng Covid do chưa đạt được tỷ lệ tiêm chủng cao. Dự kiến trong 2022, những nhu cầu dồn nén, việc kiểm soát Covid sẽ giúp khu vực này có tốc độ tăng trưởng về nhu cầu thép nhanh nhất so với các khu vực khác, đặc biệt là thép xây dựng để phục vụ xây dựng cơ sở hạ tầng.

Ngành thép – giá NVL đầu vào



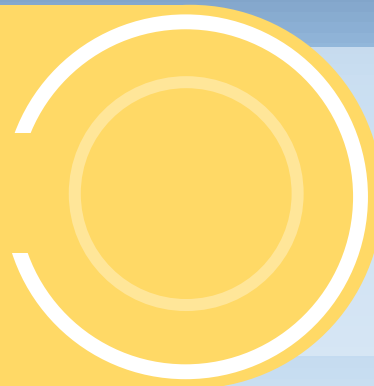
Ngành thép – KQKD các doanh nghiệp

Doanh nghiệp	Định giá	Upside	Khuyến nghị	LNST 2021	LNST 2022	LNST 2021 (% yoy)	LNST 2022 (% yoy)	P/E forward 2021	P/E forward 2022
HPG	74.183	61%	OUTPERFORM	37.893	33.181	182%	-12%	5,4	6,2
HSG	38.719	8%	NEUTRAL	4.570	2.730	196%	-40%	3,9	6,5
NKG	44.231	20%	OUTPERFORM	2.291	1.380	677%	-40%	3,5	5,9

Doanh nghiệp	Sản lượng tiêu thụ dự báo 2022	Điểm nhấn chính
HPG	- Thép xây dựng: 4.600.000 tấn - HRC: 3.500.000 tấn (tính cả tiêu thụ nội bộ) - Tôn mạ: 420.000 tấn - Ống thép: 891.000 tấn	- Sản lượng tiêu thụ và sản xuất HRC dự kiến tăng lên nhờ nhà máy chạy full công suất - Tiêu thụ thép xây dựng tăng lên nhờ tăng thị phần trong nước và tăng xuất khẩu thép xây dựng - Tôn mạ tăng mạnh nhờ chạy full công suất nhà máy.
HSG	- Ống thép: 400.000 tấn - Tôn mạ: 1.600.000 tấn	- Xu hướng giá HRC giảm trong 2022 khiến biên lợi nhuận HSG bị ảnh hưởng - Tiêu thụ năm 2022 sụt giảm so với 2021 khi các đứt gãy về nguồn cung ứng toàn cầu được giải quyết
NKG	- Ống thép: 150.000 tấn - Tôn mạ: 850.000 tấn	- Tăng trưởng tiêu thụ HRC tại các thị trường Bắc Mỹ và EU suy giảm mạnh khiến gap giá HRC giữa các thị trường này và Việt Nam thu hẹp lại khiến biên lợi nhuận NKG suy giảm. - Tiêu thụ năm 2022 sụt giảm so với 2021 khi các đứt gãy về nguồn cung ứng toàn cầu được giải quyết

BẢO HIỂM

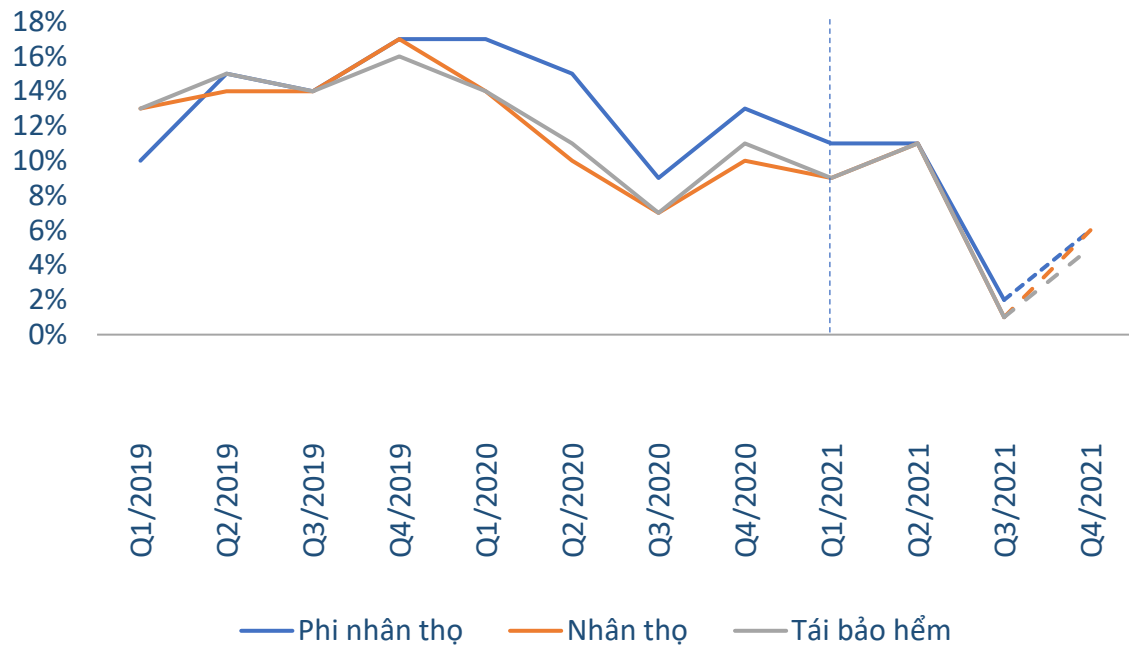
Cơ hội đến cùng câu chuyện thoái vốn



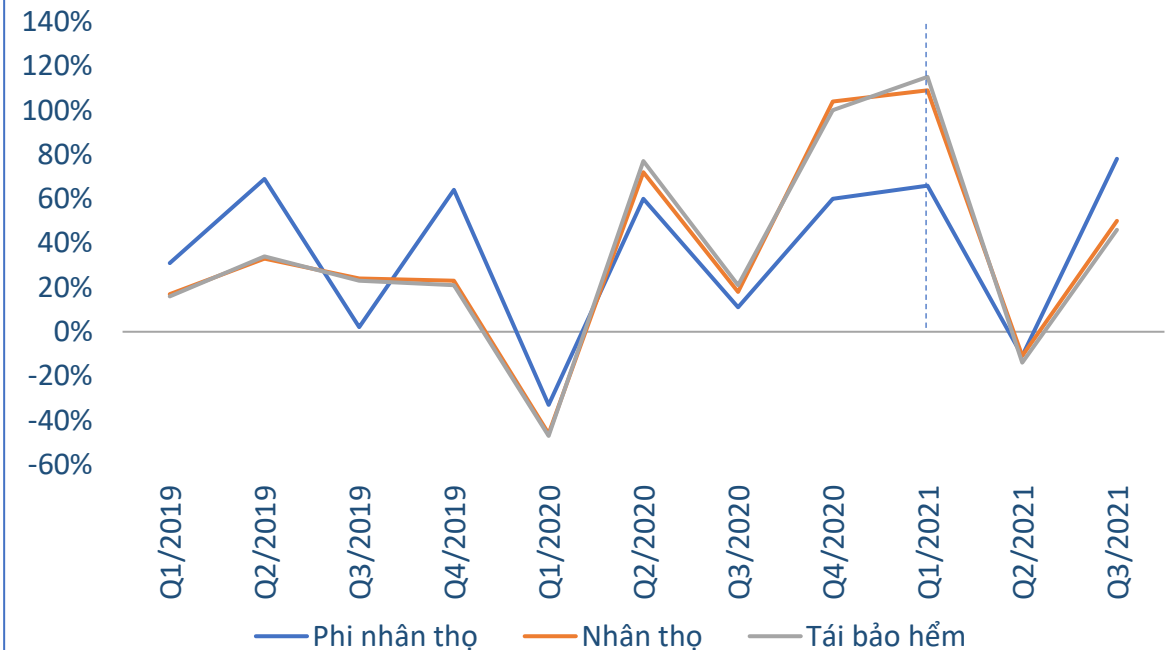
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2021 BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI DỊCH BỆNH

- Tuy bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh, nhưng doanh thu phí vẫn giữ được mức tăng trưởng dương, cho thấy năng lực khai thác cũng như nhu cầu về các sản phẩm bảo hiểm của người dân và các doanh nghiệp tương đối tốt. Đây là nền tảng giúp doanh thu có thể hồi phục nhanh khi các hoạt động kinh tế ổn định trở lại. **Ước tính tăng trưởng doanh thu toàn ngành trong Q4 đạt 5-6%, giúp tăng trưởng doanh thu bình quân năm 2021 ở mức 8%, thấp hơn so với trung bình năm 2020 là 14%.**
- Lợi nhuận sau thuế có sự biến động tương đối lớn, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư khi thị trường giảm và ghi hoàn nhập khi thị trường tăng. Bên cạnh đó, chi phí bồi thường giảm cũng góp phần làm biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh bảo hiểm tăng cao hơn.

TĂNG TRƯỞNG DOANH THU PHÍ BẢO HIỂM



TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN SAU THUẾ



TĂNG TRƯỞNG DOANH THU CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

- Hầu hết các doanh nghiệp đều bị ảnh hưởng, đặc biệt là những doanh nghiệp có tỉ trọng sản phẩm bảo hiểm cá nhân lớn như ABI, PTI, PGI, BMI. Trong khi đó các doanh nghiệp có tỉ trọng sản phẩm bán buôn lớn như **PVI với bảo hiểm dầu khí bị ảnh hưởng ít hơn.**
- Tuy nhiên, vẫn có những doanh nghiệp nhỏ giữ được mức tăng trưởng tốt, điển hình là **BLI**

	2019				2020				2021		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
PHI NHÂN THỌ											
ABI	20%	24%	37%	-1%	18%	7%	23%	23%	11%	1%	7%
AIC	35%	39%	33%	33%	28%	36%	41%	42%	38%	29%	16%
BIC	-2%	31%	18%	5%	6%	12%	13%	11%	28%	11%	0%
BLI	27%	22%	14%	12%	5%	10%	10%	9%	23%	13%	11%
BMI	-2%	6%	15%	19%	25%	9%	3%	-9%	-4%	6%	-10%
MIG	9%	8%	5%	45%	31%	33%	32%	25%	27%	46%	7%
PGI	5%	5%	11%	15%	15%	17%	10%	5%	19%	8%	-3%
PTI	11%	37%	38%	21%	41%	34%	10%	27%	0%	-10%	0%
PVI	13%	8%	-1%	9%	3%	2%	-4%	9%	12%	19%	4%
NHÂN THỌ											
BVH	18%	15%	15%	16%	9%	4%	6%	7%	7%	11%	0%
TÁI BẢO HIỂM											
PRE									4%	11%	18%
VNR	20%	24%	17%	7%	24%	20%	-13%	38%	-5%	-7%	19%

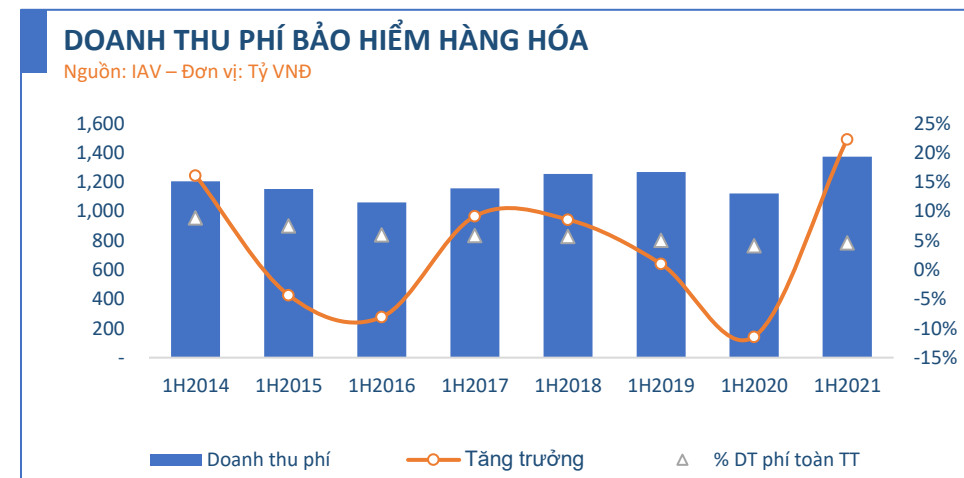
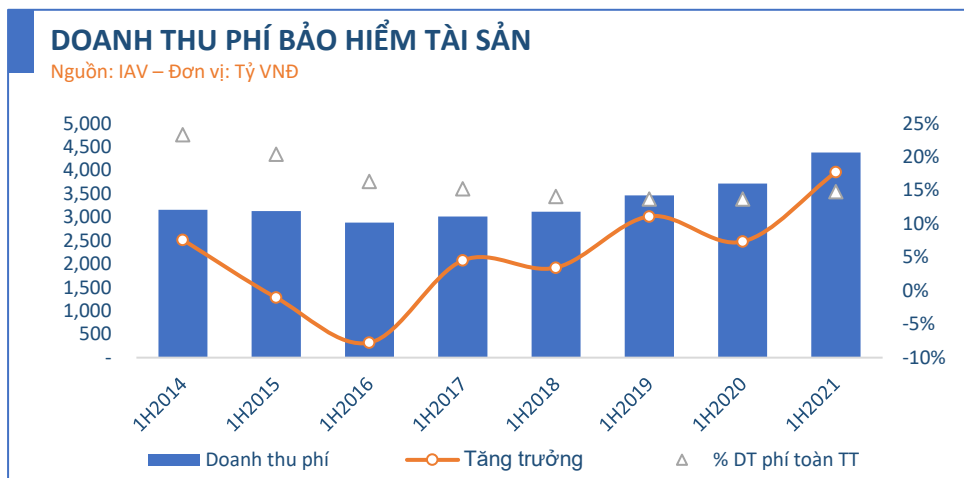
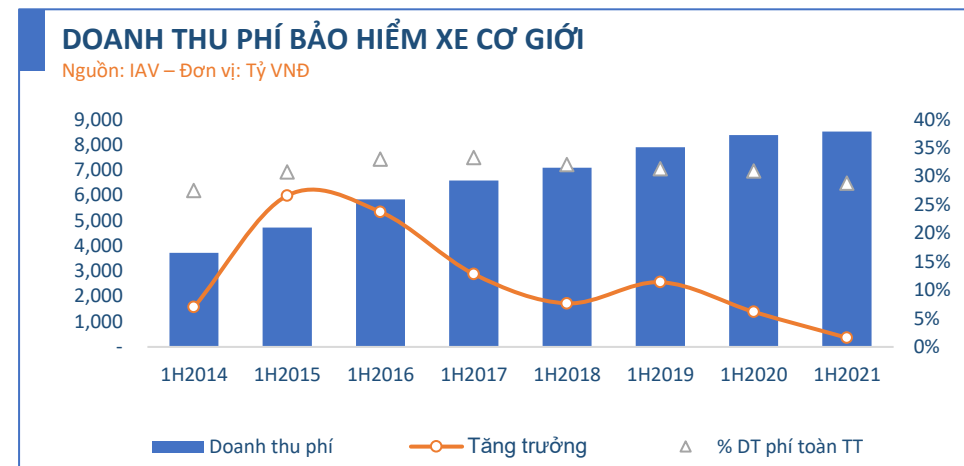
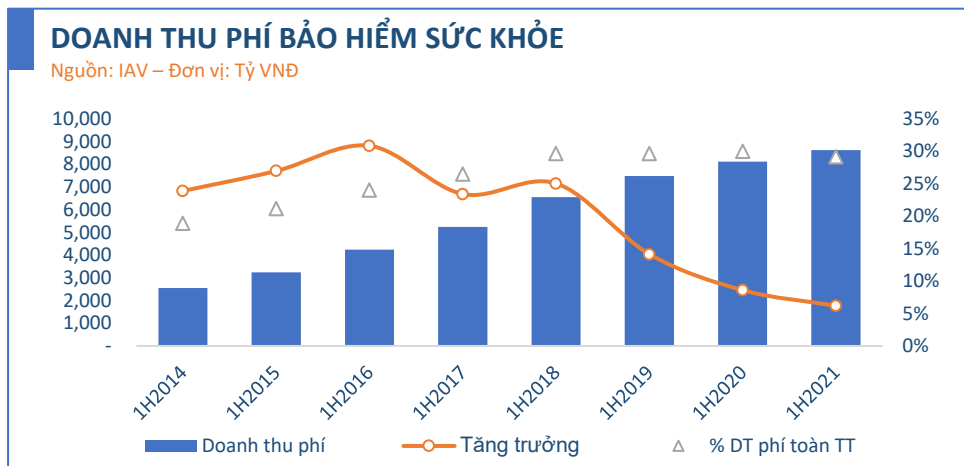
TĂNG TRƯỞNG LNST CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

- Lợi nhuận nhìn chung có sự biến động tương đối lớn, đến từ 2 nguyên nhân: **(1)** base cùng kỳ thấp khi ghi nhận trích lập dự phòng đầu tư, trong khi năm nay ghi hoàn nhập; **(2)** tỉ lệ bồi thường thấp do giãn cách xã hội (tỉ lệ bồi thường phí gốc 8 tháng đầu năm giảm xuống còn 31% từ mức 35% trong năm 2020).

	2019				2020				2021		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
PHI NHÂN THỌ											
ABI	49%	32%	168%	-28%	30%	18%	-4%	61%	-2%	3%	72%
AIC	-106%	-110%	-108%	-78%	-10.336%	1.239%	-204%	6%	-105%	-96%	1.067%
BIC	5%	40%	42%	-4070%	13%	43%	21%	86%	27%	4%	44%
BLI	151%	426%	-28%	98%	-72%	74%	15%	-26%	197%	-37%	30%
BMI	-31%	-25%	29%	299%	-13%	10%	46%	-20%	71%	32%	-22%
MIG	146%	-5%	417%	-7%	-1%	-11%	-35%	265%	28%	51%	86%
PGI	13%	7%	9%	48%	6%	59%	-21%	-26%	36%	58%	257%
PTI	18%	-2.160%	8%	-286%	27%	-804%	77%	10%	44%	-64%	128%
PVI	39%	221%	-30%	14%	-61%	54%	5%	62%	102%	-24%	100%
NHÂN THỌ											
BVH	-7%	-23%	268%	-55%	-72%	110%	33%	347%	335%	-14%	-7%
TÁI BẢO HIỂM											
PRE									-11%	-14%	-20%
VNR	14%	-21%	-11%	-1%	-71%	73%	65%	-10%	421%	-30%	-19%

NGHIỆP VỤ BÁN LẺ TÁC ĐỘNG NHIỀU ĐẾN TỔNG DOANH THU PHÍ

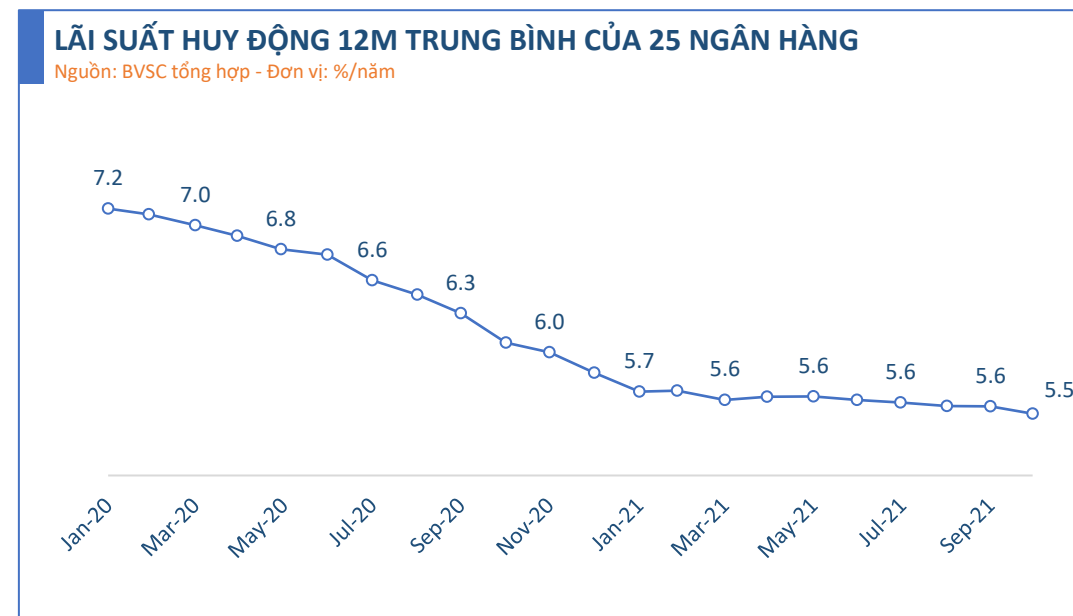
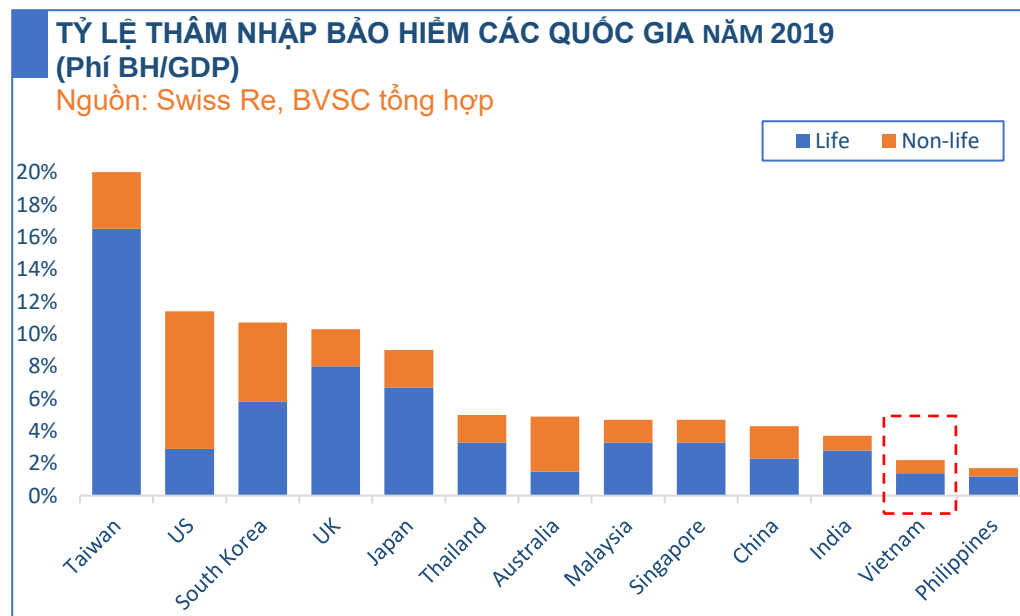
- Nghiệp vụ bảo hiểm sức khỏe và xe cơ giới có tổng tỉ trọng doanh thu là 57,9%; do đó tốc độ tăng trưởng 2 nghiệp vụ này có ảnh hưởng trọng yếu đến



TRIỂN VỌNG NGÀNH TÍCH CỰC TRONG DÀI HẠN

- Ngành bảo hiểm vẫn sẽ giữ được **tốc độ tăng trưởng 5-10%** nhờ:

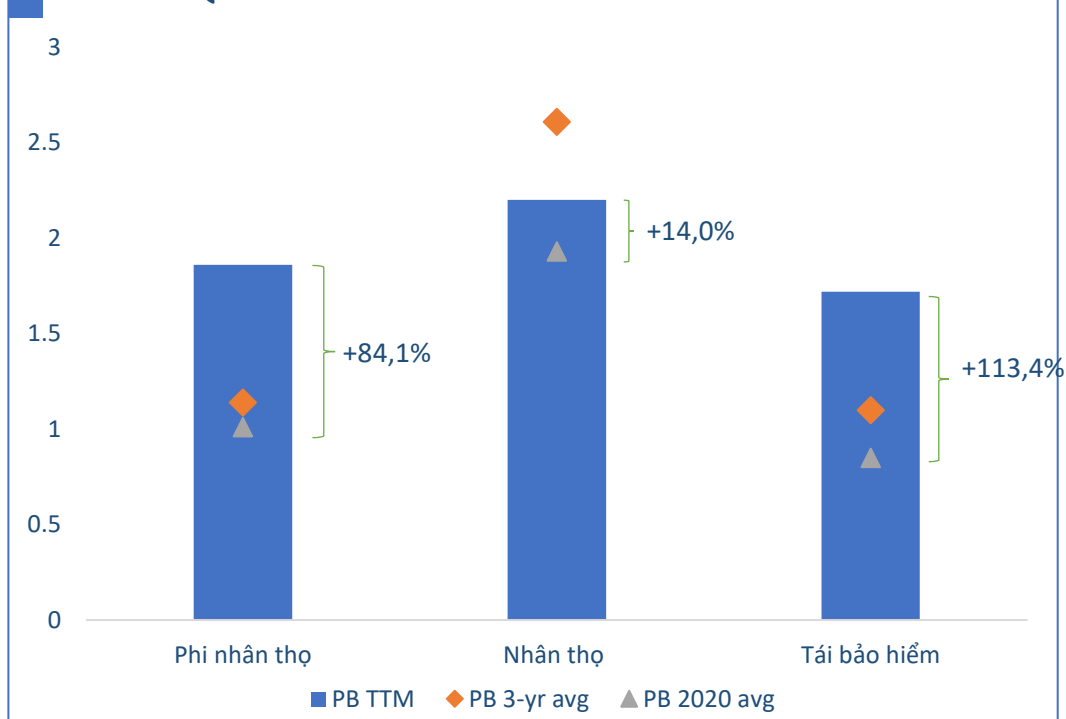
- (1) Sự hồi phục của nhu cầu bảo hiểm cá nhân khi kinh tế phục hồi
 - (2) Tăng trưởng doanh thu bảo hiểm bán buôn như tài sản, cháy nổ được hỗ trợ bởi giá dầu duy trì ở mức cao, các dự án đầu tư công có giá trị lớn, cùng giao thương quốc tế phục hồi.
 - (3) Trong dài hạn, ngành bảo hiểm vẫn tương đối tích cực khi tỉ lệ thâm nhập bảo hiểm đang ở mức khác thấp so với khu vực, trong khi thu nhập bình quân đầu người nhìn chung có xu hướng gia tăng.
- Lợi nhuận tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm trong năm 2022 có thể cải thiện so với năm 2021 khi lãi suất sẽ không còn nhiều khả năng có thể giảm thêm, và kì vọng gia tăng nhẹ từ cuối 2H2022.



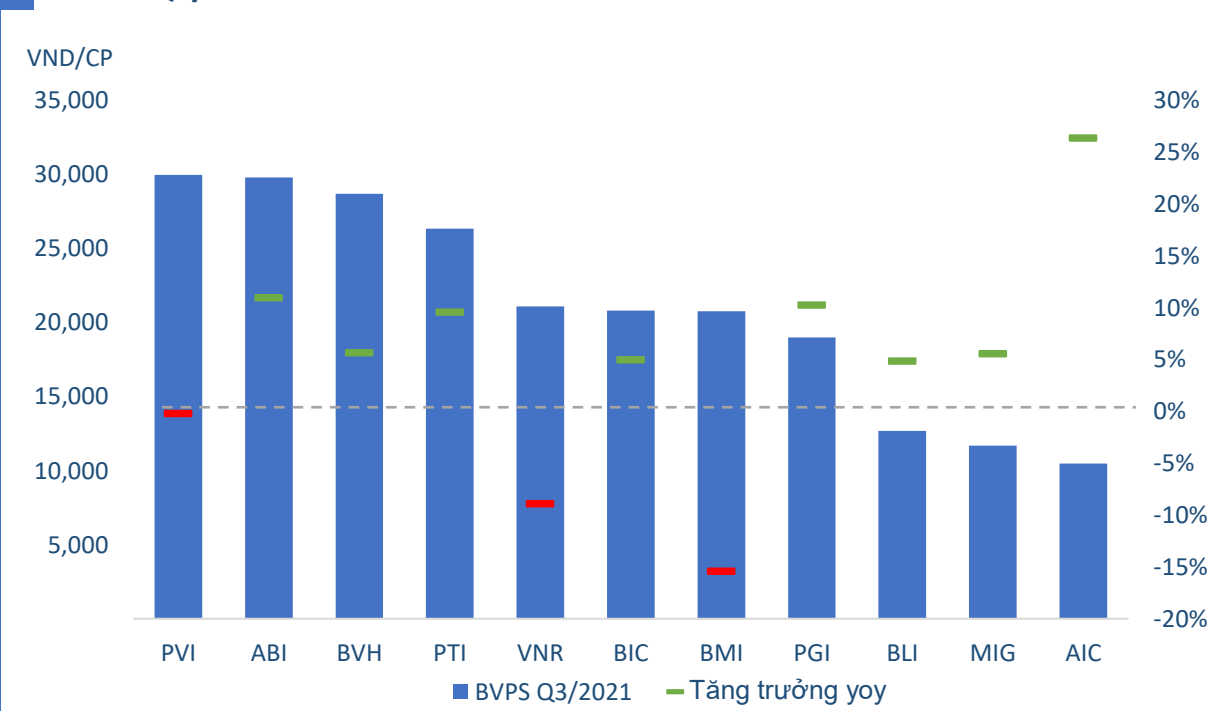
ĐỊNH GIÁ PB ĐANG Ở MỨC CAO SO VỚI TRUNG BÌNH

- Tuy giá trị sổ sách trung bình tính tới thời điểm Q3/2021 chỉ tăng trưởng trung bình 6-10%, nhưng giá cổ phiếu của các doanh nghiệp đang được niêm yết trên sàn đã tăng khá mạnh so với thời điểm cùng kỳ. Trong khi bảo hiểm nhân thọ, đại diện là BVH chỉ tăng 14%, thì các **doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ đã tăng 84% (gấp 8 lần mức tăng giá trị sổ sách) và tái bảo hiểm tăng 113% (trong khi giá trị sổ sách suy giảm nhẹ).**
- Sự tăng giá mạnh, đặc biệt trong điều kiện lãi suất duy trì ở mức thấp như trong năm 2021 đến từ: **(1)** Dự thảo sửa đổi Luật bảo hiểm giúp hoàn thiện khung pháp lý, thúc đẩy thị trường bảo hiểm; **(2)** áp dụng quy định “không hạn chế” đối với tỷ lệ sở hữu nước ngoài, tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp nói room ngoại lên 100%; **(3)** kỳ vọng thoái vốn tại một số doanh nghiệp.

TƯƠNG QUAN PB SO VỚI TRUNG BÌNH 3 NĂM VÀ 2020

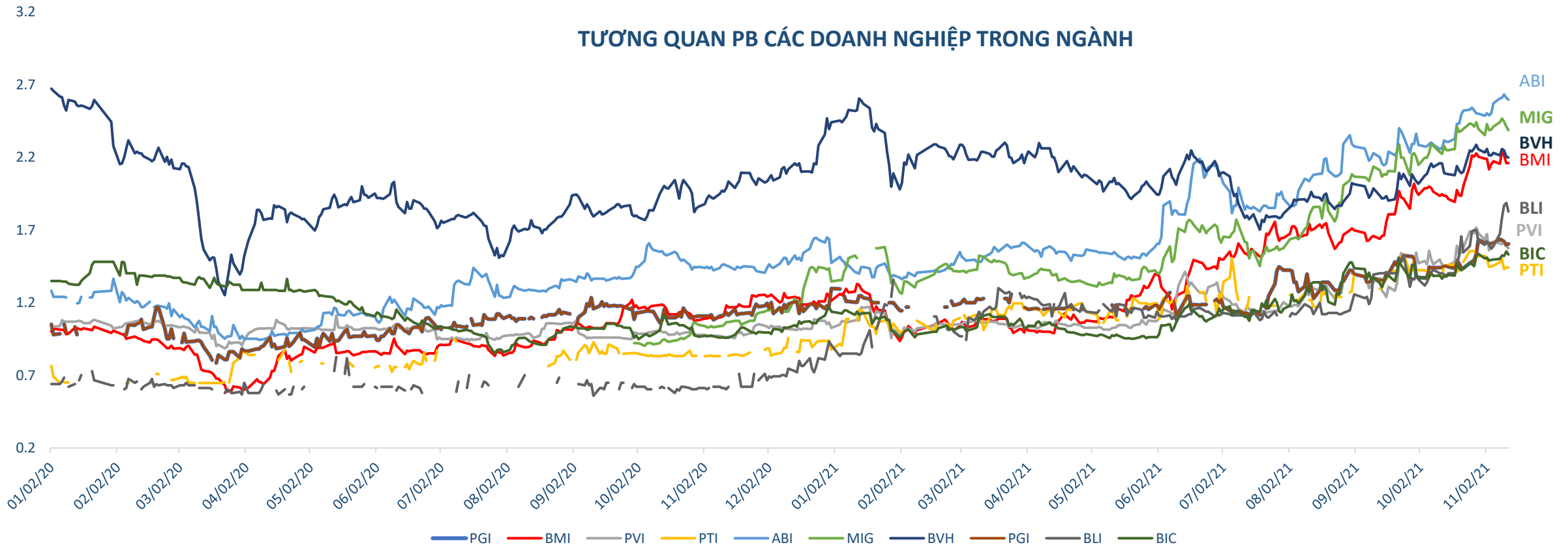


BVPS Q3/2021



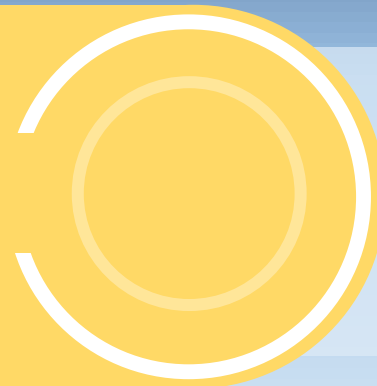
CƠ HỘI ĐẾN TỪ DOANH NGHIỆP CÓ PB THẤP CÙNG CÂU CHUYỆN THOÁI VỐN

- Theo quan sát các giao dịch M&A của doanh nghiệp bảo hiểm trong quá khứ, các công ty thuộc top đầu khi bán cổ phần trên 10% thường được các nhà đầu tư trả giá trung bình 2,15x. Như vậy mức định giá hiện tại cho các doanh nghiệp có kì vọng thoái vốn như MIG và BMI, hay gần đây nhất là PTI (với PB~2x) là hợp lý.
- Tuy vậy, việc tăng nóng của những cổ phiếu đầu ngành đã kéo theo sự tăng giá của các cổ phiếu khác, khiến mức định giá trung bình toàn ngành tăng lên 1,7x từ mức 1,2x. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá tương đối cao do đó sẽ không được bền vững, khi mức định giá phần nào đã phản ánh trước những yếu tố cơ bản trong năm 2022.
- Do đó, cơ hội đầu tư trong ngành sẽ đến từ những doanh nghiệp còn câu chuyện thoái vốn và đang có mức PB thấp so với ngành, cùng năng lực cạnh tranh tốt nhờ lợi thế thị phần như: **PVI**



BẤT ĐỘNG SẢN

Lãi suất thấp cùng với chính sách tài khóa mở rộng sẽ hỗ trợ cho bức tranh chung 2022

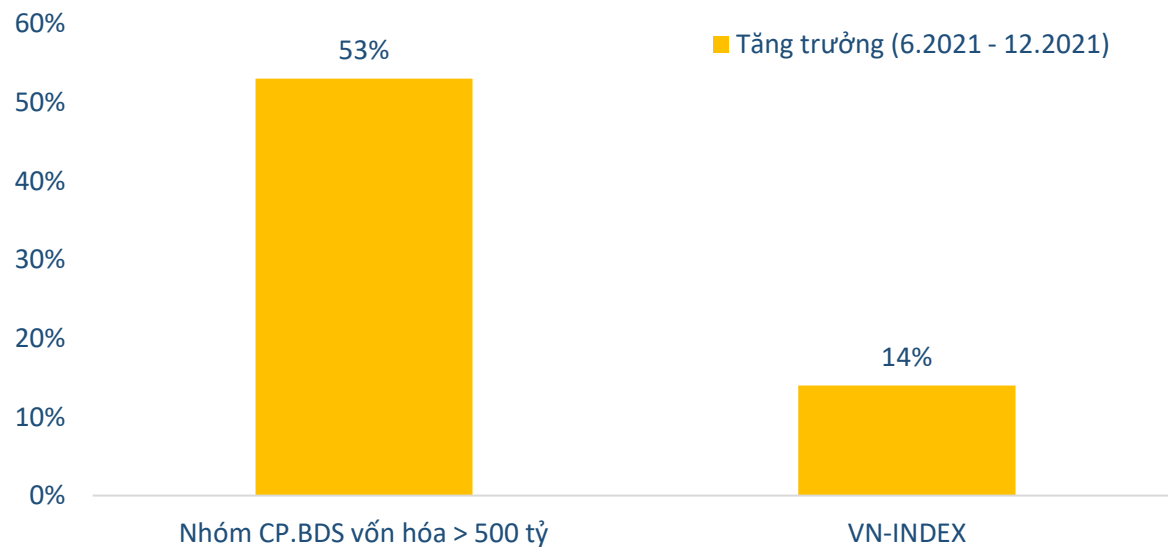


Cổ phiếu ngành gia tăng dẫn đến chỉ tiêu định giá lên mức lịch sử

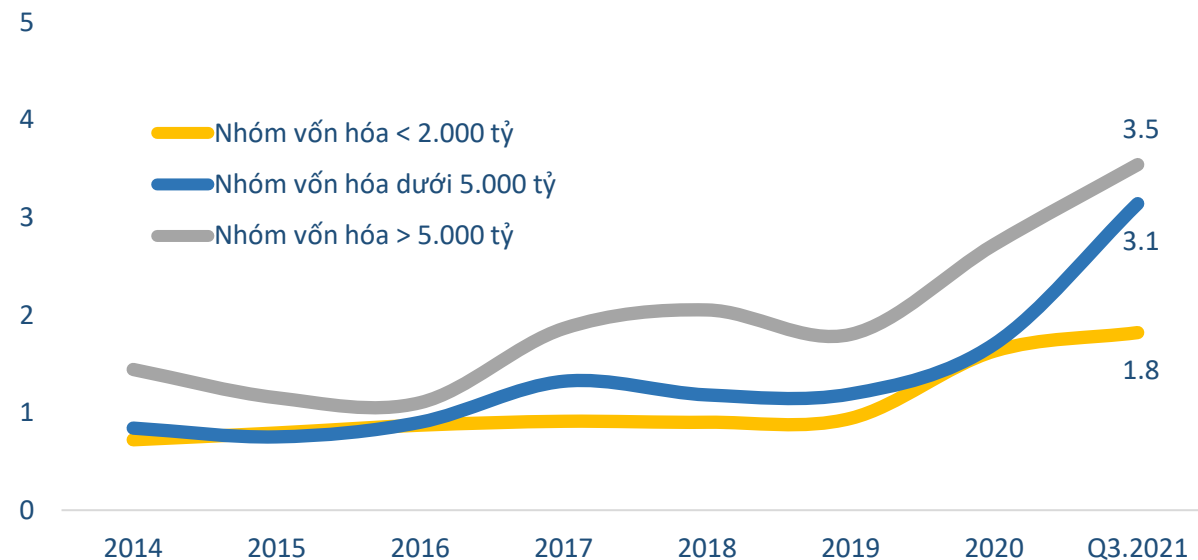
Giá cổ phiếu nhóm BDS dân dụng tăng trưởng vượt trội so với VN-Index trong 2H.2021

- Bất động sản dân dụng là ngành ít chịu tác động do giãn cách kéo dài ở các tỉnh phía Nam.
- Hoạt động mở cửa trở lại cùng với kỳ vọng hoạt động bán hàng phục hồi, gia tăng thu hút dòng vốn đầu tư lớn vào nhóm CP BDS.
- Định giá PB nhóm BDS có sự gia tăng nhanh, đặc biệt, nhóm cổ phiếu BDS quy mô vốn hóa vừa từ 2.000 – 5.000 tỷ.
- Nhóm BDS vốn hóa nhỏ dù ở mức thấp 1.8x nhưng đã tăng gấp đôi so với cuối 2019.

Tăng trưởng giá nhóm CP.BDS vs VN-Index (%)



PB nhóm vốn hóa vừa được định giá lại nhanh trong 2021

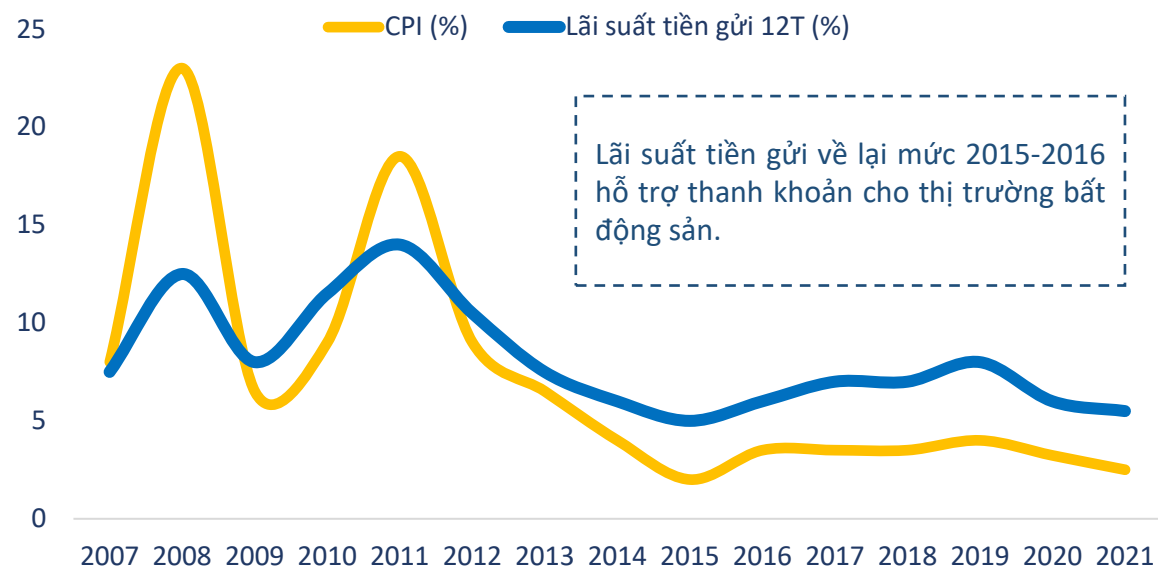


Chính sách tài khóa mở rộng hỗ trợ cho thị trường bất động sản 2022

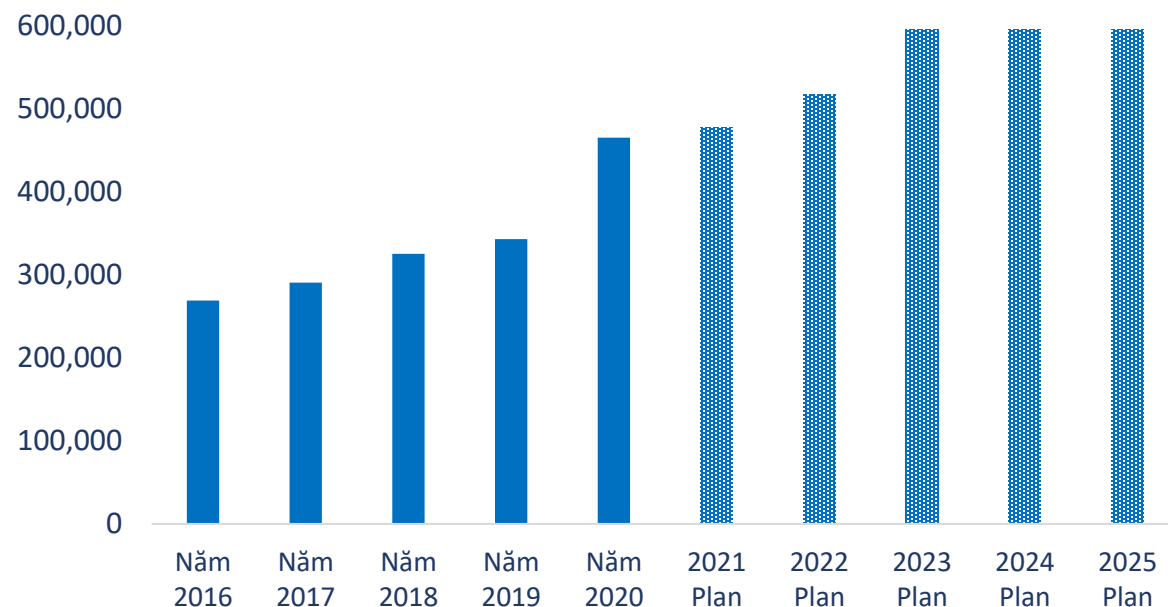
Lãi suất thấp cùng với chính sách tài khóa mở rộng sẽ hỗ trợ cho bức tranh chung TT.BDS trong 2022

- Chúng tôi nhận thấy rằng Chính Phủ sẽ vẫn tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế bằng việc duy trì lãi suất thấp trong 2022.
- Chính sách tài khóa được mở rộng thông qua gói Phục hồi kinh tế bao gồm i) hỗ trợ lãi suất ii) chương trình Đầu tư công.
- Môi trường lãi suất thấp cùng với chính sách tài khóa mở rộng thúc đẩy nhu cầu với bất động sản như là kênh đầu tư, tích lũy tài sản.
- BVSC cho rằng TT.BDS trong 2022 sẽ tiếp tục hấp dẫn, đặc biệt, là khu vực có các dự án hạ tầng được khởi công và sản phẩm thấp tầng.

Thống kê lãi suất và lạm phát qua từng năm (%)



Kế hoạch đầu tư công 2021-2025 (tỷ VND)



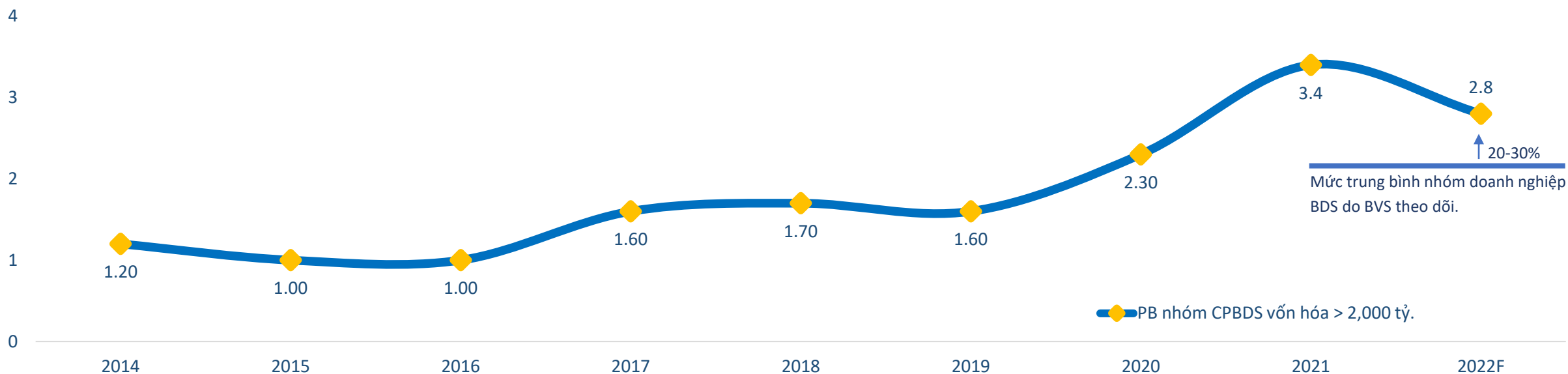
Doanh nghiệp cơ bản tốt, và định giá hợp lý sẽ được lựa chọn

Sự điều chỉnh về giá nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và lớn giúp triển vọng nhóm này hấp dẫn hơn trong 2022

- Nhóm cổ phiếu BDS quy mô vừa và lớn được BVSC theo dõi dự báo tăng lợi nhuận 44% so với năm 2021.
- Kết quả kinh doanh tăng trưởng trong 2022 giúp PB2022 trung bình là 2.2 lần.
- Một số doanh nghiệp có mức PB dự phóng hấp dẫn như VHM (2.2x); NLG (2x); NTL (1.3x); AGG (1.4x).
- BVSC cho rằng mức PB hợp lý của nhóm cổ phiếu BDS sẽ vẫn duy trì trong mức 2.5-3 lần.

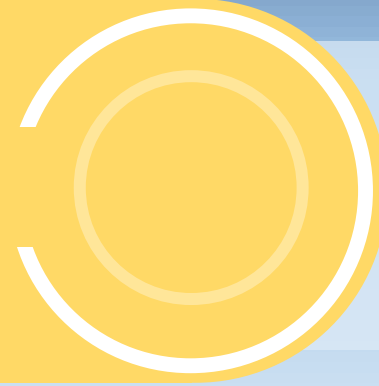
PB mục tiêu cho 2022 ở mức 2.5 – 3x cho nhóm bất động sản

Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp

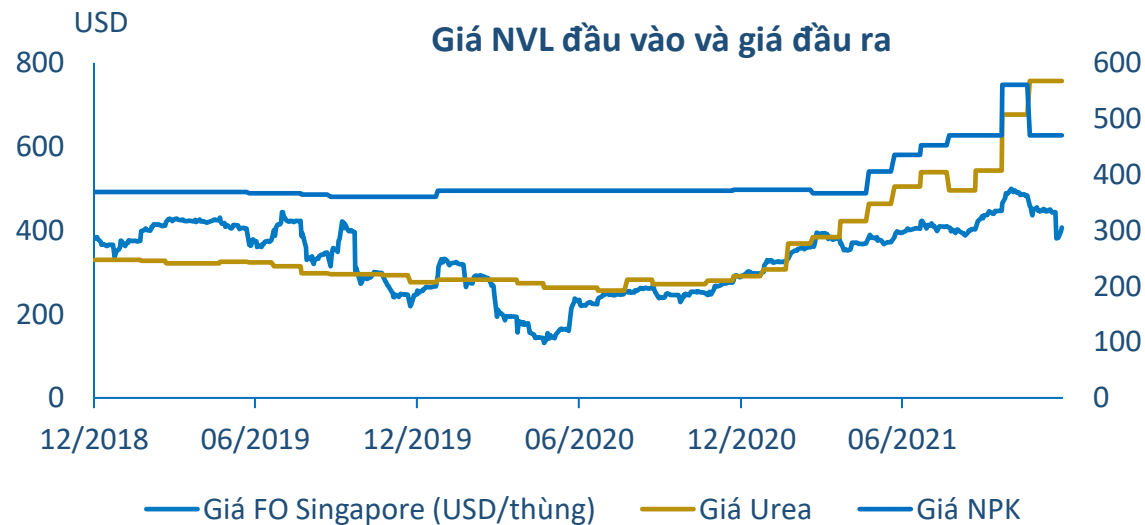
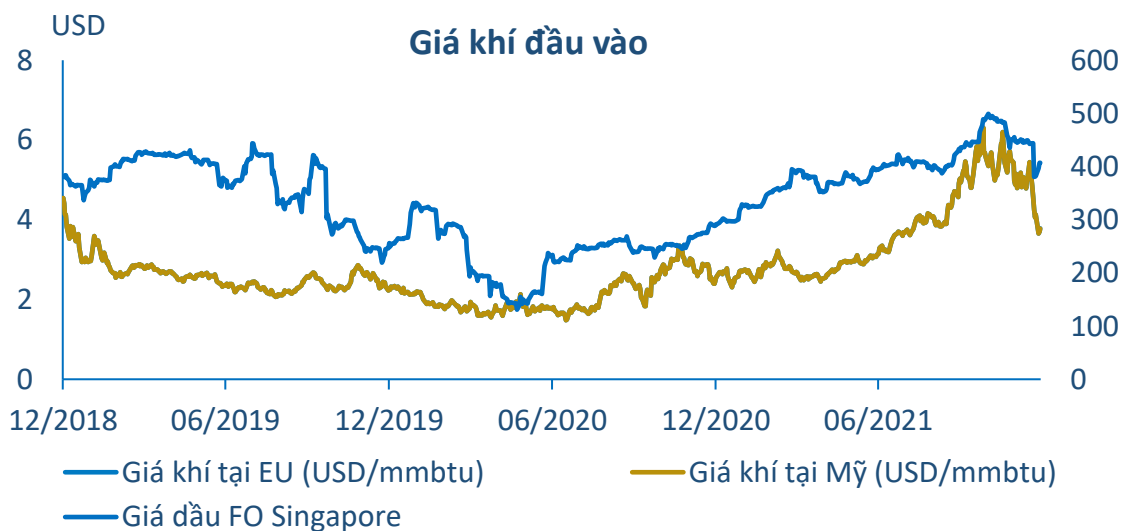
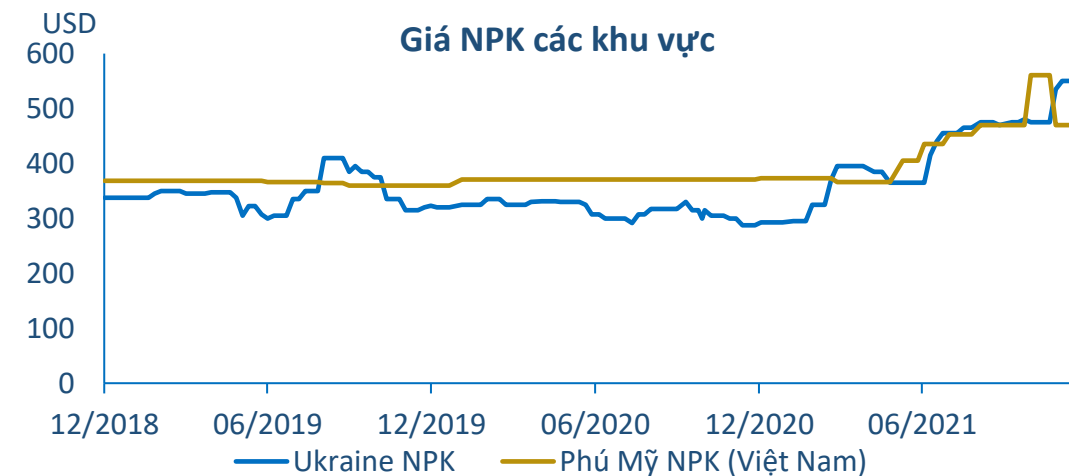
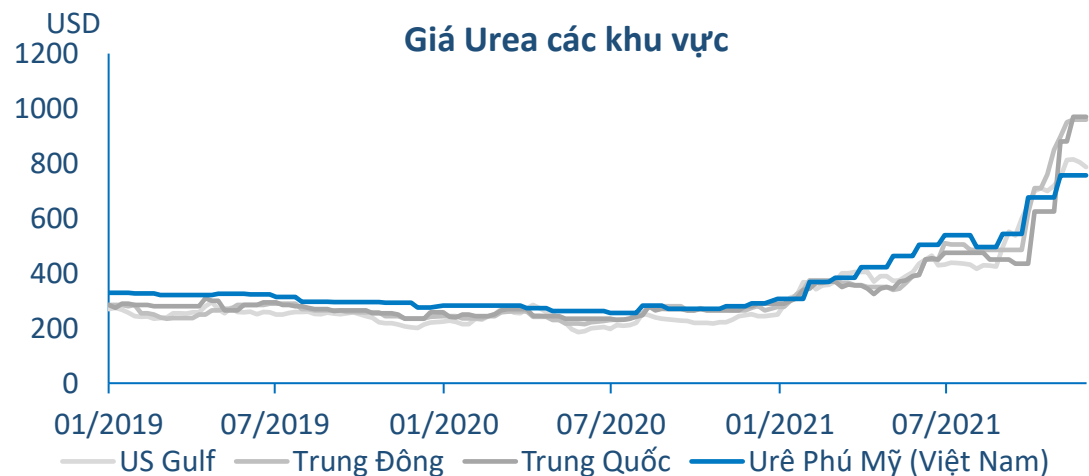


PHÂN BÓN

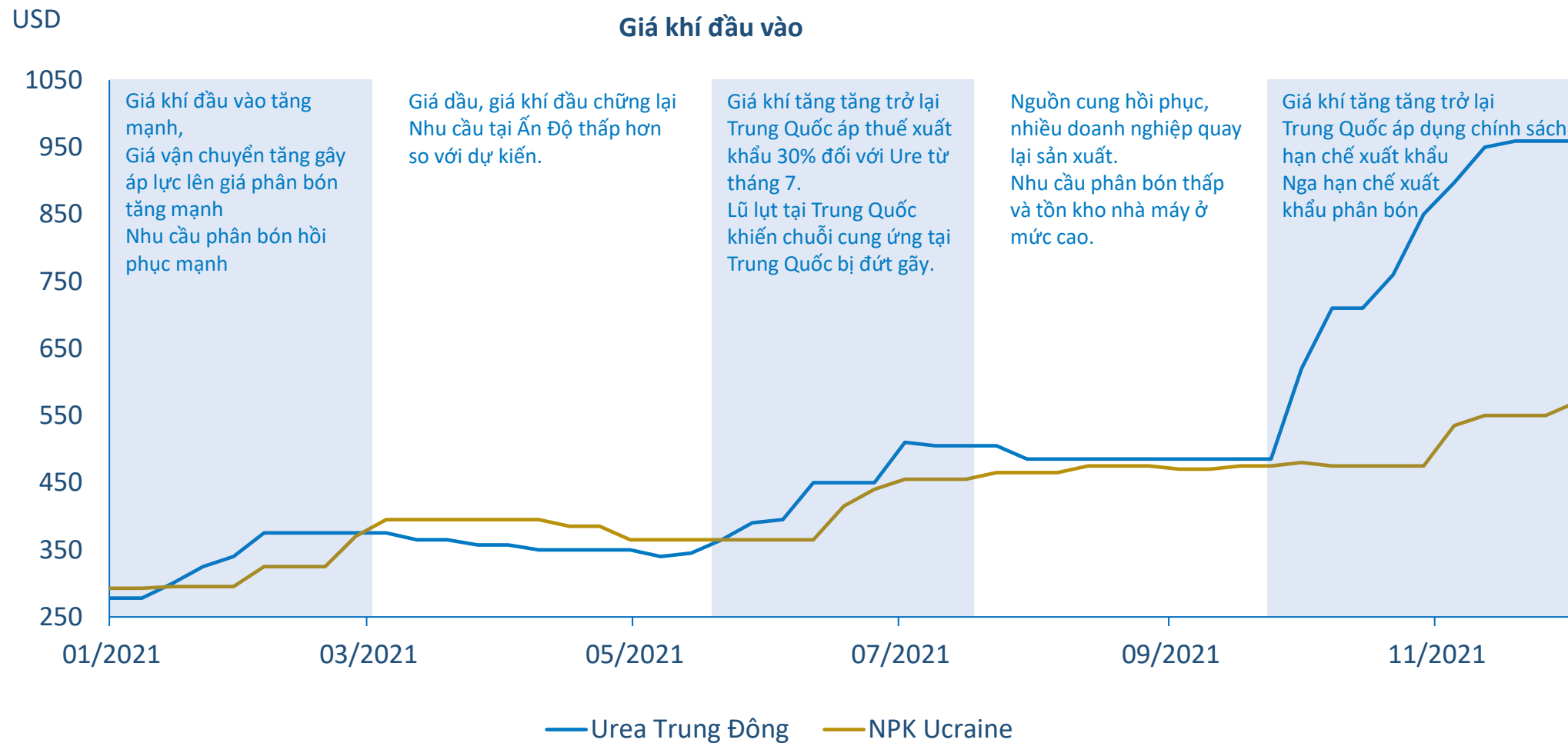
Nhu cầu phân bón toàn cầu giảm tốc, tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng giảm



Ngành phân bón – tổng quan diễn biến giá thành phẩm và NVL



Ngành phân bón – tổng quan diễn biến giá thành phẩm và NVL



Ngành phân bón – các yếu tố chính tác động giá phân bón 2022

Nhu cầu phân bón toàn cầu dự báo tăng trưởng giảm tốc xuống chỉ đạt 0,9% YoY. Duy trì được đà tăng trưởng nhờ:

- Giá nông sản dự kiến duy trì mức giá cao. Nhu cầu thức ăn chăn nuôi lớn.
- Diện tích trồng nông sản tăng, chủ yếu tại khu vực Nam Mỹ và Đông Á.

Các lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón tại nhiều quốc gia.

Trung Quốc:

- Không có quy định cụ thể, các doanh nghiệp khi xuất khẩu sẽ bị kiểm tra, kiểm soát đặc biệt. Dự kiến kéo dài đến hết Q2/2022

Nga:

- Hạn ngạch xuất khẩu phân bón nitơ: 5,9 triệu tấn
- Hạn ngạch xuất khẩu phân bón tổng hợp chứa nitơ
- Thời gian áp dụng: 6 tháng (01/12/2021-31/05/2022)

Tình trạng đứt gãy nguồn cung được giải quyết

- Chi phí vận chuyển/logistics giảm trong năm 2022
- Nguồn cung hồi phục.

Giá dầu, giá khí

- Kịch bản dự báo giá dầu 75 USD/thùng (+6,1% YoY). Chi phí sản xuất đầu vào tiếp tục tăng lên so với 2021.

Tích cực

Tích cực 1H2022, Tiêu cực 2H 2022

Tiêu cực

Tiêu cực

Ngành phân bón – KQKD các doanh nghiệp

Doanh nghiệp	Định giá	Upside	Khuyến nghị	LNST 2021	LNST 2022	LNST 2021 (% yoy)	LNST 2022 (% yoy)	P/E forward 2021	P/E forward 2022
DPM	47.913	-13%	NEUTRAL	2.345	1.875	239%	-20%	9,2	11,5
DCM	40.700	6%	NEUTRAL	1.452	1.274	120%	-12%	14,0	15,9
BFC	19.766	-42%	NEUTRAL	197	113	48%	-43%	9,9	17,2

Doanh nghiệp	Sản lượng tiêu thụ dự báo 2022	Điểm nhấn chính
DPM	- Urê: 760.000 tấn - NPK: 200.000 tấn - NH3: 70.000 tấn	• Sản lượng tiêu thụ tăng lên so với 2021 khi không còn bảo dưỡng nhà máy • Biên lợi nhuận giảm so với năm 2021 khi giá phân bón trung bình sụt giảm và giá khí duy trì mức giá cao
DCM	- Urê: 900.000 tấn - NPK: 80.000 tấn	• Sản lượng tiêu thụ tăng lên so với 2021 khi không còn bảo dưỡng nhà máy. • Biên lợi nhuận giảm so với năm 2021 khi giá phân bón trung bình sụt giảm và giá khí duy trì mức giá cao
BFC	- NPK: 600.000 tấn	• Sản lượng tiêu thụ BFC dự kiến sụt giảm khi chịu áp lực cạnh tranh các sản phẩm NPK của DPM và DCM • Việc xu hướng giá phân bón giảm có thể khiến BFC phải chịu áp lực hàng tồn kho giá cao và làm biên lợi nhuận bị thu hẹp

Phần 2: Danh mục cổ phiếu



Cổ phiếu khuyến nghị 2022

■ Outperform

■ Theo dõi

MWG

Target: 185.700 | + 38,2%

PNJ

Target: 121.800 | + 30,7%

DGW

Target: 155.685 | + 22,7%

PET

Target: 39.180 | + 7,0%

ACV

Target: 83.200 | + 1,3%

SCS

Target: 177.000 | + 16,5%

VNM

Target: 105.500 | + 23,8%

SAB

Target: 189.000 | + 27,4%

MSN

Target: 181.000 | + 5,2%

QNS

Target: 63.000 | + 33,8%

VHC

Target: 73.724 | + 16,1%

FMC

Target: 57.100 | + 11,1%

DRC

Target: 38.291 | + 17,5%

GDT

Target: 71.800 | + 15,8%

BMP

Target: 68.699 | + 16,8%

HPG

Target: 74.180 | + 62,0%

HHV

Target: 28.120 | + 5,3%

VTP

Target: 103.800 | + 43,6%

CTG

Target: 40.800 | + 19,5%

TCB

Target: 63.300 | + 28,9%

MBB

Target: 33.000 | + 16,7%

VCB

Target: 90.300 | + 15,2%

ACB

Target: 41.914 | + 24,0%

TPB

Target: 38.000 | - 8,6%

OCB

Target: 32.098 | + 21,1%

POW

Target: 18.100 | + 0,6%

NT2

Target: 30.500 | + 15,7%

HND

Target: 24.100 | + 27,5%

GEG

Target: 26.100 | + 7,2%

DSN

Target: 64.000 | + 28,3%

VHM

Target: 105.000 | + 28,5%

NLG

Target: 71.000 | + 12,2%

KDH

Target: 55.000 | + 3,8%

HDG

Target: 70.100 | + 5,1%

DXG

Target: 38.054 | + 6,6%

NTL

Target: 55.960 | + 31,7%

AGG

Target: 64.000 | + 21,8%

PHR

Target: 72.800 | + 2,8%

DTD

Target: 57.000 | + 7,5%

SZC

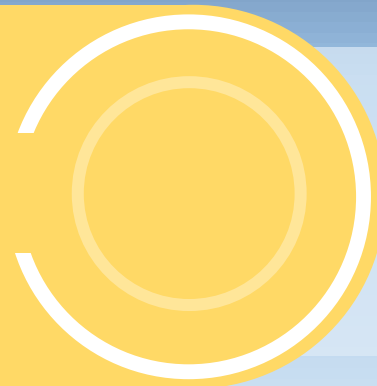
Target: 69.500 | + 1,2%

FPT

Target: 120.000 | + 28,2%

MWG

OUTPERFORM | Target: 185.700 VND/cp | Upside: 38,2%

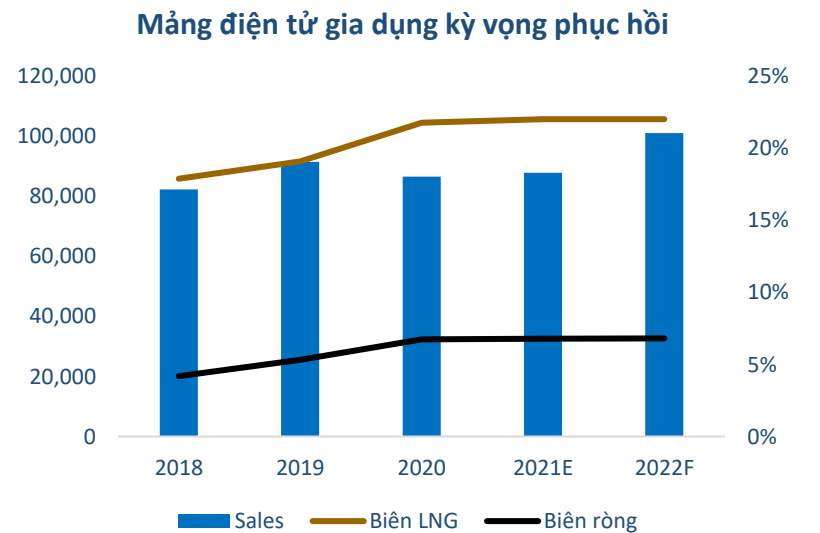
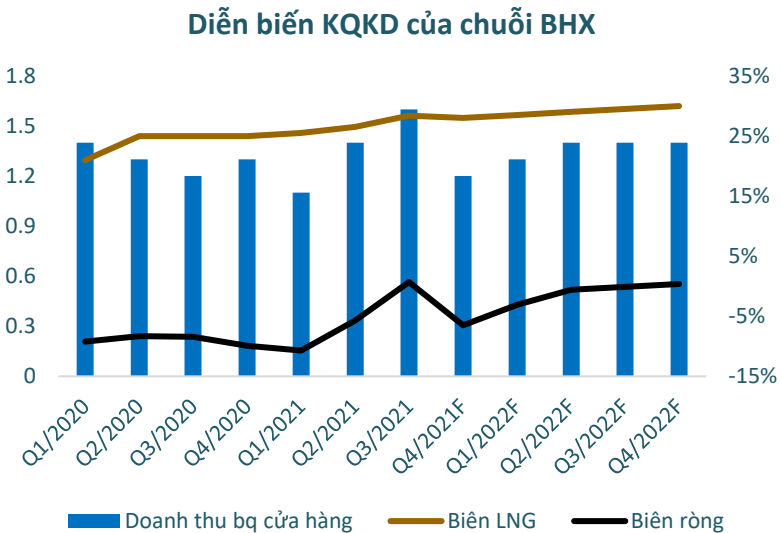


Tập trung thúc đẩy hiệu quả chuỗi BHX

Điểm nhấn đầu tư:

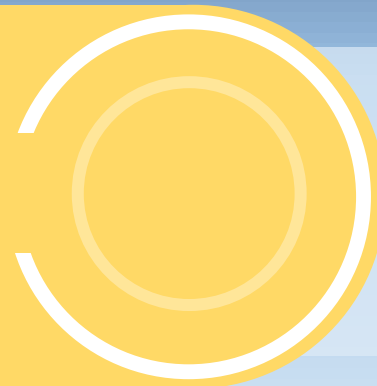
- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **185.700 VND/cp**, với hệ số so sánh mục tiêu cho Lĩnh vực Điện tử gia dụng và Bách hóa lần lượt là PE 14x và PS 1x.
- Mảng Bách hóa kỳ vọng là động lực mạnh mẽ thúc đẩy tăng trưởng KQKD 2022 của MWG nhờ (1) biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện và (2) hiệu quả hoạt động được tối ưu nhờ tập trung mở mới cửa hàng tại các khu vực hiện hữu và triển khai các chính sách thúc đẩy năng suất tại cửa hàng.
- Chuỗi hàng điện tử gia dụng dự báo hồi phục đà tăng trưởng nhờ (1) gián đoạn kinh tế xã hội như 2020 & 2021 được hạn chế khi tỷ lệ phủ vắc xin được đẩy mạnh, đặc biệt là tại các TP lớn, (2) những sáng kiến kinh doanh (ngành hàng mới) như chuỗi Topzone, ngành hàng xe đạp (shop-in-shop).
- MWG đang giao dịch tại mức PE dự phóng 2022 là 13x, mức định giá hấp dẫn với doanh nghiệp đầu ngành, với năng lực triển khai các chuỗi bán lẻ đều sở hữu thị phần hàng đầu trong mỗi lĩnh vực bên cạnh triển vọng tích cực của lĩnh vực bán lẻ hiện đại của Việt Nam trong trung và dài hạn.

tỷ VNĐ	2020	2021F	2022F
Doanh thu	108,546	117,324	138,934
% yoy	6%	8%	18%
LNG	23,954	27,289	33,226
Biên LNG	22.1%	23.3%	23.9%
LNST-CĐTS	3,918	4,417	6,632
% yoy	2%	13%	50%
EPS (VNĐ/CP)	5,495	6,196	9,186



PNJ

OUTPERFORM | Target: 121,800 VND/cp | Upside: 30.7%



Chiếm lĩnh thị trường bán lẻ trang sức Việt Nam

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	121,800 đồng/cp
Giá thị trường:	93,200 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+30.7%

Dự báo KQKD	2020	2021F	% yoy	2022F	% yoy
Số CH vàng	303	323	20	353	30

Doanh thu	17,511	19,176	10%	23,454	22%
Bán lẻ	10,472	11,710	12%	15,390	31%
Bán sỉ	2,767	2,767	0%	3,320	20%
Vàng miếng	3,870	4,257	10%	4,257	0%
Khác	403	443	10%	487	10%

LN gộp	3,435	3,526	3%	4,886	39%
Biên gộp (%)	19.6%	18.4%	-1.2%	20.8%	2.4%

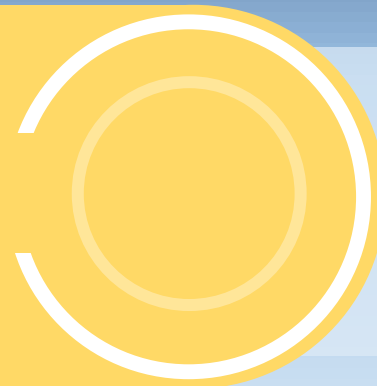
LNST	1,069	1,010	-6%	1,494	48%
Biên ròng (%)	6.1%	5.3%	-0.8%	6.4%	1.1%
EPS (VNĐ/CP)	4,244	3,971		6,056	

Điểm nhấn đầu tư:

- Về trung và dài hạn, kinh tế của Việt Nam và mức thu nhập khả dụng của người dân sở hữu triển vọng tăng trưởng tích cực, từ đó thúc đẩy tăng trưởng sức mua đối với thị trường trang sức, đặc biệt với nhóm thị trường trung cao cấp.
- Thị trường trang sức tại Việt Nam kỳ vọng sẽ trở nên cô đặc hơn, đặc biệt sau các đợt ảnh hưởng do giãn cách xã hội. Nổi bật hơn cả, nhóm bán lẻ trang sức có thương hiệu tiếp tục gia tăng uy tín nhờ việc luôn đảm bảo được tính thanh khoản và cam kết hậu mãi đối với khách hàng trong suốt giai đoạn khó khăn.
- PNJ với các sức mạnh nội tại đã được chứng minh gồm (1) năng lực chế tác, (2) sức mạnh thương hiệu cùng nhóm khách hàng trung thành thuộc nhóm trung cao cấp với khả năng chịu đựng các cú sốc kinh tế tốt hơn, (3) khả năng vận dụng công nghệ số vào sản xuất và bán hàng giúp cải thiện hiệu quả, tiết giảm chi phí. Thực tế, trong 2020, lợi thế về tập khách hàng trung thành cũng như việc triển khai các chính sách bán hàng hiệu quả nhờ vận dụng năng lực phân tích và đánh giá dữ liệu khách hàng đã giúp doanh nghiệp đạt được kết quả rất đáng khích lệ.

DGW

OUTPERFORM | Target: VND 155.685 | Upside: 22,7%



Tăng trưởng tích cực tiếp tục thúc đẩy đánh giá lại định giá

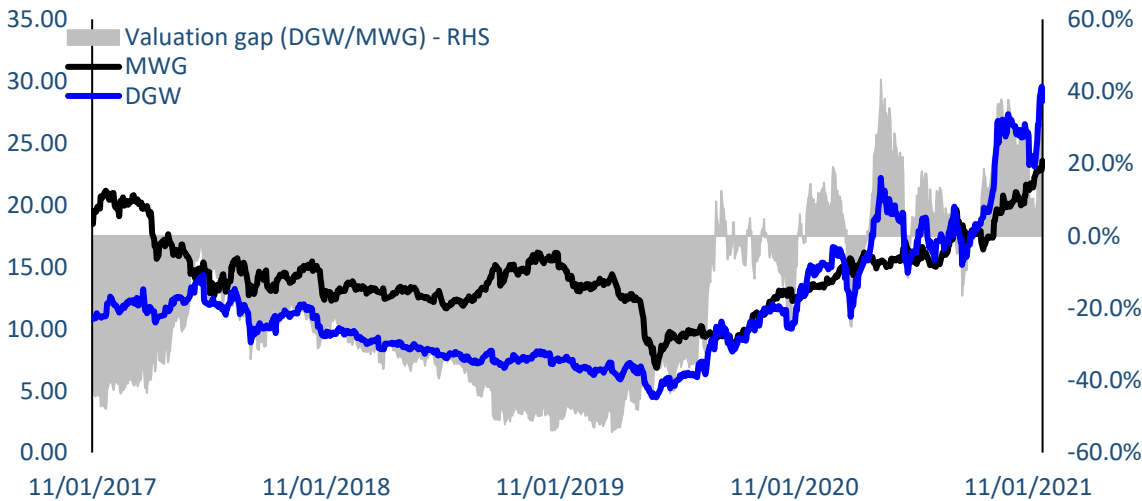
- ❑ **Các mảng ICT hưởng lợi từ những thay đổi cấu trúc của ngành**, bao gồm: (1) Ngừng sử dụng ĐTDĐ 2G/3G, thúc đẩy chuyển đổi hơn nữa sang ĐTDĐ thông minh; (2) Việc rút lui của Vsmart giá rẻ vào đầu Tháng 5/2021; (3) Những nỗ lực rõ ràng của Apple nhằm giành thị phần tại Việt Nam qua sản phẩm chính hãng; and (4) Người tiêu dùng xu hướng ngày càng số hóa, dành nhiều thời gian hơn cho ĐTDĐ.
- ❑ **Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ cho mảng thiết bị văn phòng nhờ mối quan hệ độc quyền mới với thương hiệu hàng gia dụng Mỹ**. Quy mô thị trường thiết bị gia dụng của Việt Nam ước tính đạt 1,0 tỷ USD, trong đó DGW đang đặt mục tiêu chiếm 10% thị phần trong năm đầu tiên phân phối.
- ❑ **Triển vọng BLN lạc quan nhờ cơ cấu doanh thu tốt hơn** chủ yếu nhờ vào: (1) đóng góp lớn hơn từ các phân khúc có BLN cao hơn; (2) Đóng góp nhiều hơn từ mảng kinh doanh trực tiếp đến người tiêu dùng.
- ❑ **Bối cảnh định giá**. Theo quan sát của BVSC, định giá của DGW đã bắt đầu thu hẹp khoảng cách rõ rệt so với công ty cùng ngành trực tiếp - MWG, kể từ đầu năm 2021, chủ yếu được hỗ trợ bởi các hợp đồng độc quyền của DGW để phân phối các sản phẩm Xiaomi, mở rộng thị phần vững chắc tại Việt Nam và do đó, thúc đẩy tăng trưởng KQKD nhanh chóng và quản lý dòng vốn lưu động rõ rệt.

Những thay đổi cơ cấu đang giúp đánh giá lại định giá của toàn Ngành ICT; tuy nhiên, BVSC tin rằng DGW có vị trí cạnh tranh để duy trì premium dựa trên triển vọng mở rộng thị phần sáng sủa từ cả Xiaomi và Apple, giúp DGW outperform so với thị trường chung. Việc đánh giá lại định giá hơn nữa của DGW được hỗ trợ bởi việc thâm nhập sắp tới của DGW vào thị trường hàng gia dụng có quy mô là 1,0 tỷ USD tại Việt Nam.

Hình 1: Dự báo KQKD của chúng tôi đối với DGW: Tóm tắt

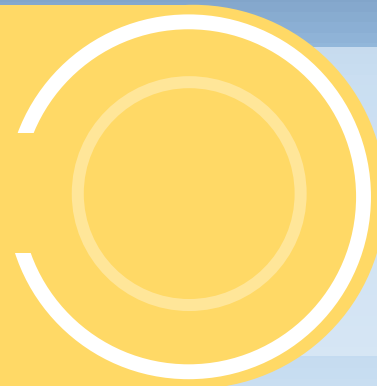
Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	8,493	12,535	19,067	25,881	30,308
Lợi nhuận ròng	162	265	503	727	908
Tăng trưởng doanh thu%	43.1%	47.6%	52.1%	35.7%	17.1%
Tăng trưởng lợi nhuận%	48.6%	64.2%	89.6%	44.4%	25.0%
GPM %	6.5%	6.4%	6.9%	7.2%	7.5%
OPM %	2.4%	2.2%	2.5%	2.9%	3.2%
NPM %	1.9%	2.1%	2.6%	2.8%	3.0%

Hình 2: Định giá của DGW đã bắt đầu thu hẹp hoàn toàn khoảng cách với MWG kể từ ngày Tháng 7/2020, duy trì giao dịch premium so với MWG khá bền vững



PET

NEUTRAL | Target: VND 39.180 | Upside: 7,0%



Tăng trưởng lạc quan; Cổ tức hấp dẫn

- PET có vị trí thuận lợi để hưởng lợi từ những thay đổi cơ cấu của ngành, nhờ:**
(1) Sự tiếp xúc lớn nhất của Samsung đối với thị trường điện thoại di động của Việt Nam; và (2) Hiệu quả hoạt động hàng đầu của PET trong số các nhà phân phối được Apple ủy quyền tại Việt Nam.
- Cổ tức hấp dẫn bằng tiền mặt.** PET duy trì chính sách chi trả cổ tức cao và nhất quán. Trong giai đoạn 2015-20, PET đã duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao, dao động 65,5-96,5%. Chúng tôi dự báo DPS FY21-22 của PET sẽ dao động trong khoảng 2.000-3.000 đồng/ cổ phiếu. Lợi tức cổ tức hấp dẫn.
- Dự án Thanh Đa và việc PVN thoái vốn vẫn là catalyst trung hạn.** Chúng tôi duy trì quan điểm rằng bất kỳ tiến độ nào của dự án Thanh Đa sau khi được cấp sổ hồng (kêu gọi hợp tác từ một chủ đầu tư uy tín hoặc thoái vốn) và việc PVN thoái vốn đều là catalyst trung hạn của PET, hỗ trợ để thúc đẩy việc đánh giá lại định giá của cổ phiếu mạnh mẽ.
- Hồ sơ risk-reward hấp dẫn.** Ở mức giá cổ phiếu hiện tại, PET đang giao dịch ở mức P/Es 2021-22 tương ứng là 14,1x và 11,2x, chiết khấu đáng kể so với công ty ngang hàng trực tiếp - DGW, để có triển vọng tăng trưởng vững chắc, lợi tức cổ tức hấp dẫn và lợi nhuận tiềm năng dài hạn từ Dự án bất động sản Thanh Đa và việc PVN thoái vốn.

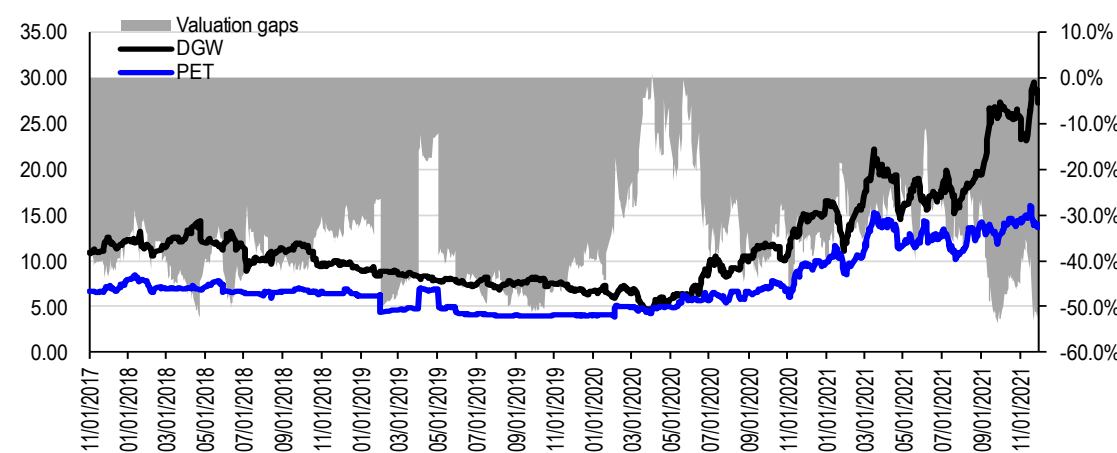
Hình 1: Dự báo KQKD của chúng tôi với PET: Tóm tắt

Tỷ VNĐ	2018	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	11,092	10,008	13,453	16,264	19,348
Lợi nhuận ròng	113.1	122.1	137.3	236.7	298.4
Tăng trưởng doanh thu %	3.6%	-9.8%	34.4%	20.9%	19.0%
Tăng trưởng lợi nhuận %	-13.9%	7.9%	12.4%	72.6%	26.0%
GPM%	6.0%	6.1%	5.0%	5.5%	5.7%
OPM%	2.0%	1.4%	1.7%	2.4%	2.5%
NPM%	1.0%	1.2%	1.0%	1.5%	1.5%

Hình 2: Chính sách cổ tức tiền mặt dự báo và lịch sử của PET: Tóm tắt

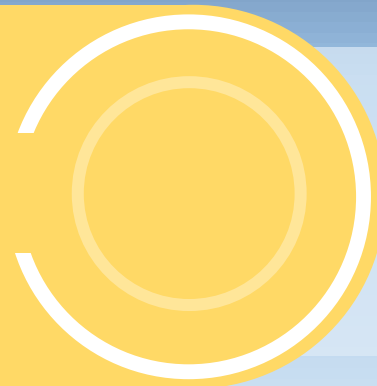
	2018	2019	2020	2021F	2022F
EPS (VNĐ/ share)	1,243	1,321	1,526	2,589	3,261
DPS (VNĐ/ share)	1,200	1,000	1,000	2,000	3,000
Payout ratio %	96.5%	75.7%	65.5%	77.2%	92.0%

Hình 3: Khoảng cách định giá giữa DGW và PET:



VNM

OUTPERFORM | Target: 105,500 VNĐ/cp | Upside: 23.8%



VNM: Kỳ vọng tiêu thụ sữa phục hồi trong 2022

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	105,500 đồng/cp
Giá thị trường:	85,200 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+23.8%

Bảng dự báo

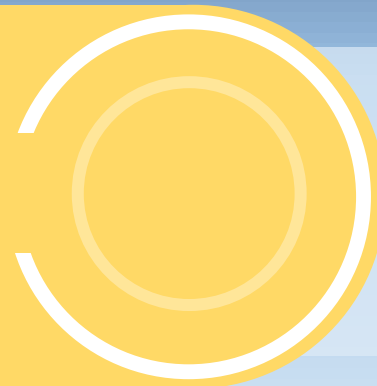
VND tỷ FY 31/12	2020	2021F	2022F	2023F	4YR CAGR
Doanh thu	59,636	61,606	65,652	70,367	5.7%
% T.Trưởng	5.9%	3.3%	6.6%	7.2%	
Lợi nhuận gộp	27,669	26,911	28,947	32,067	5.0%
% T.Trưởng	4.1%	-2.7%	7.6%	10.8%	
Lợi nhuận ròng	11,099	10,774	11,381	12,785	4.8%
% T.Trưởng	4.9%	-2.9%	5.6%	12.3%	
EPS (VND/cp)	4,838	4,707	4,974	5,584	
P/E	17.6	18.1	17.3	15.3	

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Việt Nam vẫn là một trong những thị trường sữa hấp dẫn nhất khu vực châu Á.
- ❖ VNM giữ vững vị thế là nhà vô địch ngành sữa tại Việt Nam. Đề cao xu hướng cao cấp hoá, đa dạng hoá sản phẩm và tấn công vào các phân khúc ngách.
- ❖ Cơ cấu tài chính khoẻ mạnh và tiền mặt dồi dào, sẵn sàng cho các cơ hội M&A mới để tăng trưởng.
- ❖ Những khó khăn trong ngắn hạn như nhu cầu giảm do COVID-19, giá hàng hoá tăng chỉ mang tính thời điểm. Nhờ duy trì tốt chuỗi cung ứng, VNM đã tận dụng để tăng thêm thị phần trong Q3 2021.
- ❖ Điểm rơi lợi nhuận của VNM sẽ vào 2H 2022 và 1H 2023 khi giá hàng hoá có sự điều chỉnh rõ nét hơn.
- ❖ Định giá hấp dẫn và hiệu quả hoạt động của VNM vẫn tốt hơn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực.

SAB

OUTPERFORM | Target: 189,000 VNĐ/cp | Upside: 27.4%



SAB: Kỳ vọng tiêu thụ bia phục hồi mạnh mẽ theo đà mở cửa nền kinh tế

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	189,000 đồng/cp
Giá thị trường:	148,300 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+27.4%

Bảng dự báo

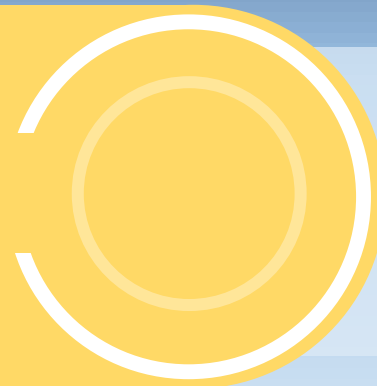
VND tỷ FY 31/12	2020	2021F	2022F	2023F	4YR CAGR
Doanh thu	27,961	22,886	26,467	29,472	1.8%
% T.Trưởng	-26.2%	-18.2%	15.6%	11.4%	
Lợi nhuận gộp	8,501	6,665	7,628	8,796	1.1%
% T.Trưởng	-11.0%	-21.6%	14.5%	15.3%	
Lợi nhuận ròng	4,723	3,001	3,698	4,474	-1.8%
% T.Trưởng	-6.5%	-36.5%	23.2%	21.0%	
EPS (VND/cp)	6,776	4,306	5,305	6,418	
P/E	21.9	34.4	30.0	23.1	

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Việt Nam là một trong 10 thị trường bia lớn nhất thế giới.
- ❖ Kỳ vọng tiêu thụ bia sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ 2022 khi vaccine COVID-19 được triển khai rộng rãi hơn.
- ❖ Trong ngắn hạn, người tiêu dùng bị ảnh hưởng thu nhập có xu hướng down-trading giúp SAB tăng thị phần ở phân khúc mainstream - vốn là thế mạnh.
- ❖ Trong trung – dài hạn, SAB tập trung phát triển portfolio sản phẩm toàn diện hơn, khắc phục các điểm yếu trước đó so với Heineken tại thành thị, các kênh MT và phân khúc cao cấp.
- ❖ Nỗ lực cơ cấu, tiết kiệm chi phí sản xuất tiếp tục phát huy hiệu quả. Ngoài ra, giá nguyên vật liệu được chốt trước kỳ hạn xa, giảm ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận trong ngắn hạn.

MSN

NEUTRAL | Target: 181,000 VNĐ/cp | Upside: 5.2%



MSN: Tiếp tục tập trung vào ngành Hàng tiêu dùng

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	181,000 đồng/cp
Giá thị trường:	172,000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+5.2%

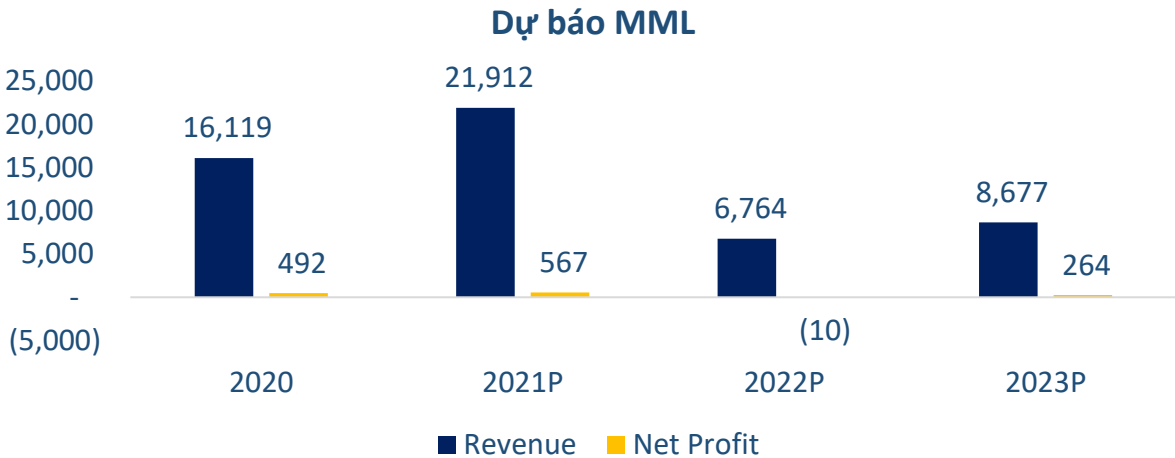
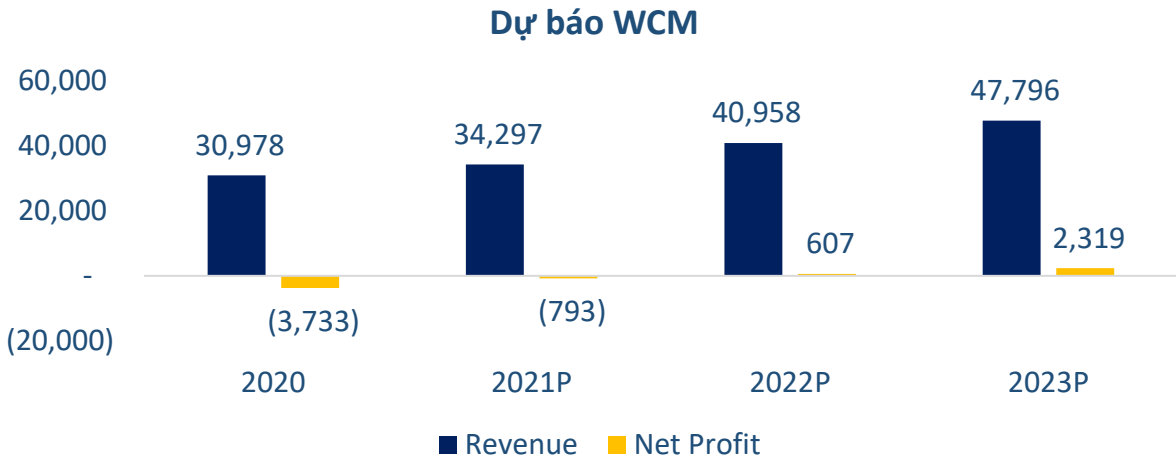
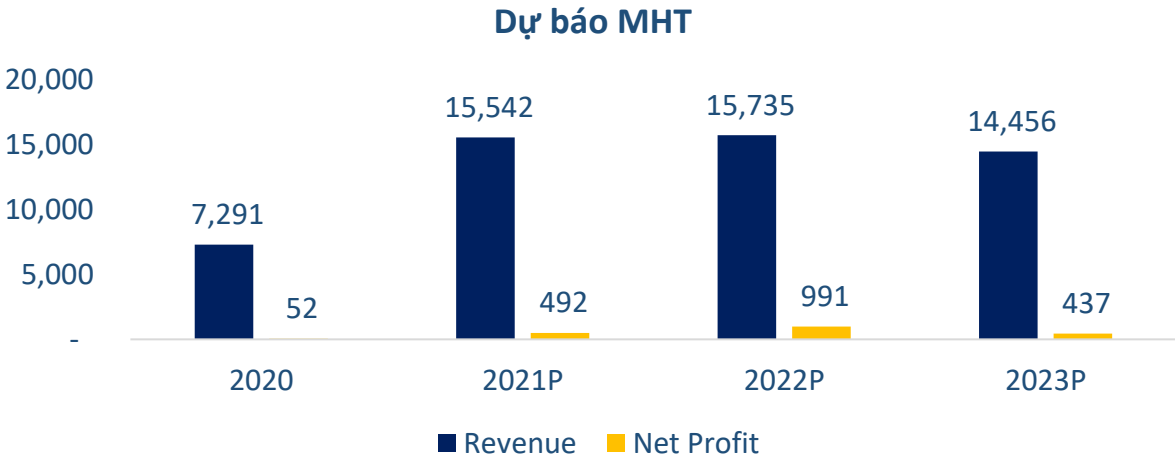
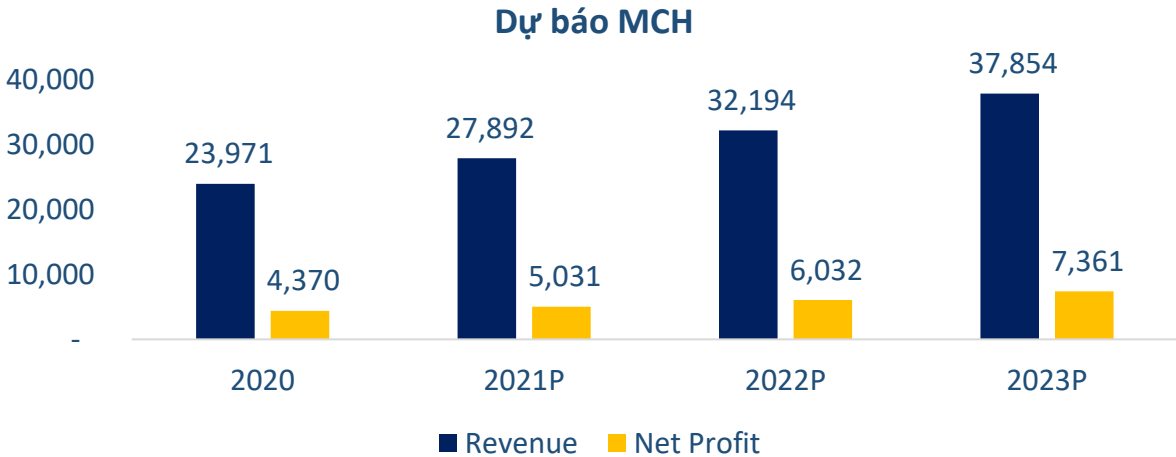
Bảng dự báo

VND tỷ FY 31/12	2020	2021F	2022F	2023F	4YR CAGR
Doanh thu	77,218	98,191	94,258	107,198	11.6%
% T.Trưởng	106.7%	27.2%	-4.0%	13.7%	
Lợi nhuận gộp	17,889	24,390	27,252	32,022	21.4%
% T.Trưởng	63.5%	36.3%	11.7%	17.5%	
Lợi nhuận ròng	1,234	3,740	6,529	8,150	87.6%
% T.Trưởng	-77.8%	203.1%	74.6%	24.8%	
EPS (VND/cp)	1,045	3,168	5,531	6,904	
P/E	164.6	54.3	31.1	24.9	

Điểm nhấn đầu tư:

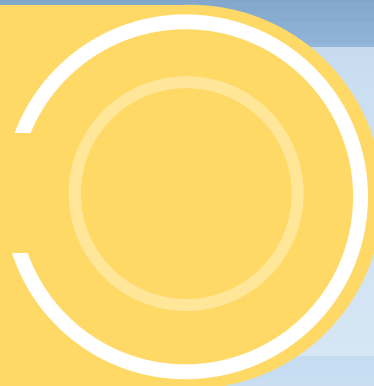
- ❖ Tiền thu về từ các thương vụ M&A sẽ giúp MSN cải thiện cơ cấu tài chính và tìm các cơ hội mở rộng mới.
- ❖ MCH dẫn dắt tăng trưởng khi nắm bắt xu hướng cao cấp hoá và tiện lợi hoá của các mặt hàng FMCGs.
- ❖ VCM hiệu quả cải thiện rõ rệt khi chuỗi VM/VMP vượt ngưỡng hòa vốn và chính thức có lợi nhuận trong Q3 2021. Việc nhân rộng mô hình PL Kiosk, cải thiện biên thương mại và quản lý tốt các chi phí cửa hàng kỳ vọng sẽ tiếp tục nâng cao hiệu quả của WCM, giúp DN lần đầu đóng góp lợi nhuận dương trong cả năm 2022.
- ❖ Đóng góp lợi nhuận của MML dự báo giảm trong 2022 do thoái vốn mảng Thức ăn chăn nuôi. Tuy nhiên việc hợp tác với De Heus để giảm thiểu rủi ro biến động giá mang tính chu kỳ của mảng chăn nuôi và tập trung vào xây dựng thương hiệu FMCGs là một điểm cộng lớn. Nếu đạt được thành công, đây sẽ là một trong các cơ sở chính để đánh giá lại định giá của MML và MSN nói chung.
- ❖ MHT có sự hồi phục đáng kể về hoạt động kinh doanh cốt lõi khi giá các loại khoáng sản tăng mạnh trở lại theo chu kỳ giá hàng hoá thế giới.

MSN: Tiếp tục tập trung vào ngành Hàng tiêu dùng



QNS

OUTPERFORM | Target: 63,000 VNĐ/cp | Upside: 33.8%



QNS: Hiệu quả mǎng Đường cải thiện rõ rệt nhờ giá đường khả quan

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	63,000 đồng/cp
Giá thị trường:	47,100 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+33.8%

Bảng dự báo

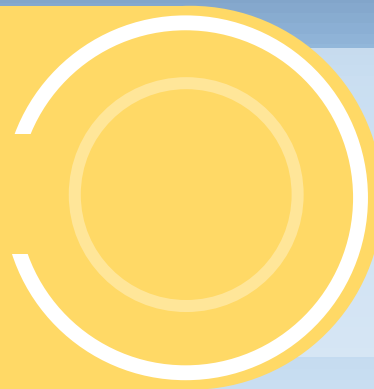
VND tỷ FY 31/12	2020	2021F	2022F	2023F	4YR CAGR
Doanh thu	6,490	7,673	9,389	11,070	19.5%
% T.Trưởng	-15.5%	18.2%	22.4%	17.9%	
Lợi nhuận gộp	2,051	2,392	2,809	3,174	15.7%
% T.Trưởng	-16.5%	16.6%	17.5%	13.0%	
Lợi nhuận ròng	1,053	1,254	1,576	1,788	19.3%
% T.Trưởng	-18.5%	19.1%	25.7%	13.4%	
EPS (VND/cp)	3,494	4,159	5,230	5,933	
P/E	13.5	11.3	9.0	7.9	

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Sản lượng mía vụ 2021/2022 tiếp tục tăng trưởng tốt giúp cho khối nhà máy đường và điện sinh khối hoạt động hiệu quả hơn
- ❖ Cung – cầu thế giới trong vụ 2021/2022 thâm hụt 3,8 triệu tấn kỳ vọng giúp giá đường duy trì ở mức cao. Ngoài ra, giá dầu tăng mạnh cũng khiến sản xuất đường bị cạnh tranh bởi Ethanol, đặc biệt là từ Brazil khi tổng sản lượng đang được dự báo giảm do La Nina.
- ❖ Sửa đầu nành tiếp tục đứng đầu thị trường với thị phần tăng từ 85% lên 89% và tích cực đưa ra thị trường nhiều sản phẩm mới. Giá đầu nành giảm mở ra cơ hội để cải thiện biên lợi nhuận trong năm 2022.

VHC

OUTPERFORM | Target: 73.724 VND/cp | Upside: 16,1%

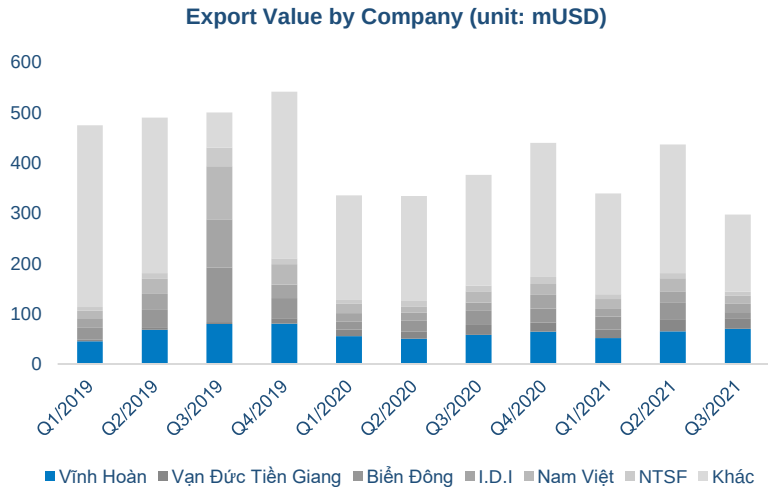
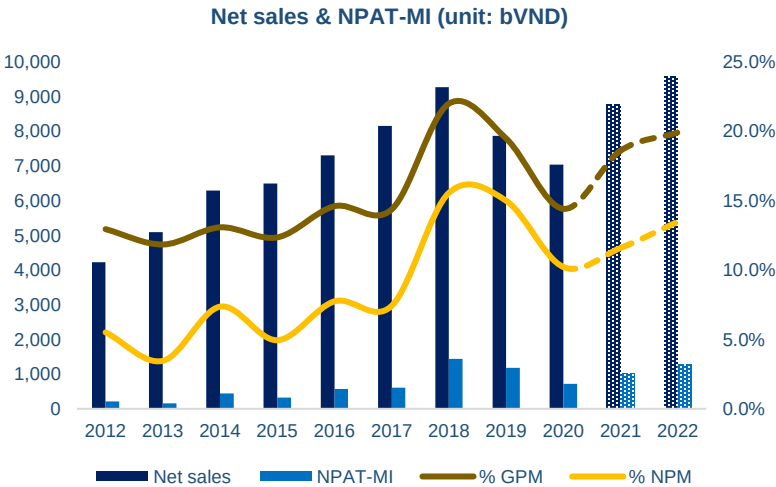


Tăng trưởng ấn tượng cho thấy nhu cầu tiêu thụ mạnh mẽ.

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **73.724 VND/cp**, sử dụng phương pháp DCF và P/E.
- Kim ngạch và sản lượng xuất khẩu cá tra 11T2021 của VHC ghi nhận mức tăng trưởng lần lượt là +15% và +3% yoy, nhờ ASP fillet tại Mỹ tiếp tục gia tăng và doanh nghiệp nhận được đơn hàng của doanh nghiệp thủy sản khác trong thời gian giãn cách xã hội. BVSC đánh giá nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Mỹ sẽ tiếp tục duy trì ở mức trong khi nguồn cung chưa thể phục hồi hoàn toàn trong năm 2022, hỗ trợ đà tăng của ASP.
- Về trung và dài hạn, chiến lược mở rộng chuỗi nông nghiệp-thủy sản của VHC có tiềm năng thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận, giảm thiểu phụ thuộc vào ngành cá tra vốn biến động theo chu kỳ.
- **Triển vọng 2021 và 2022:** Doanh thu năm 2021 của VHC có khả năng tăng trưởng từ nền thấp của năm trước nhờ sự phục hồi tiêu thụ của thị trường Mỹ và đóng góp đến từ Sa Giang. Đà tăng được kỳ vọng sẽ duy trì sang năm 2022 nhờ sự dẫn dắt của 3 thị trường chính là Mỹ, EU, và Trung Quốc.

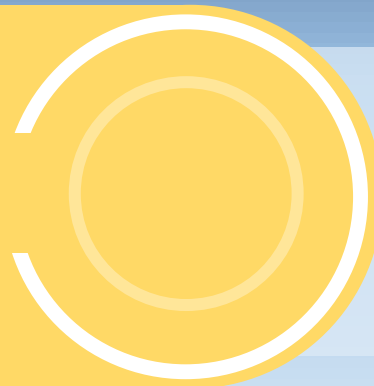
Chỉ số (tỷ VND)	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7.037	8.776	9.565
Tăng trưởng (%)	-10,5%	24,7%	9,0%
LNST sau CĐTS	719	1.010	1.281
Tăng trưởng (%)	-39,0%	41,5%	26,6%
BLNG (%)	14,4%	18,6%	19,9%
Forward P/E (x)	9,4	11,5	9,1
EPS (VND/cp)	3.923	5.506	6.983



Nguồn: VHC, Agromonitor

FMC

NEUTRAL | Target: 57.100 VND/cp | Upside: 11,1%

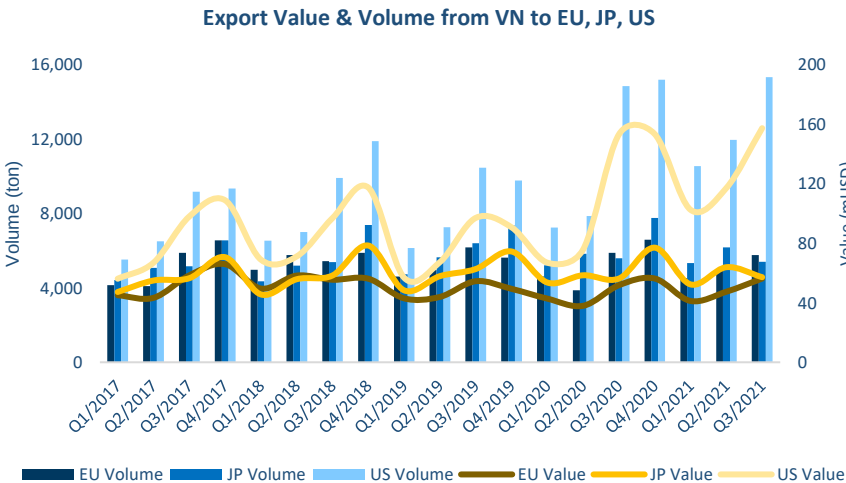
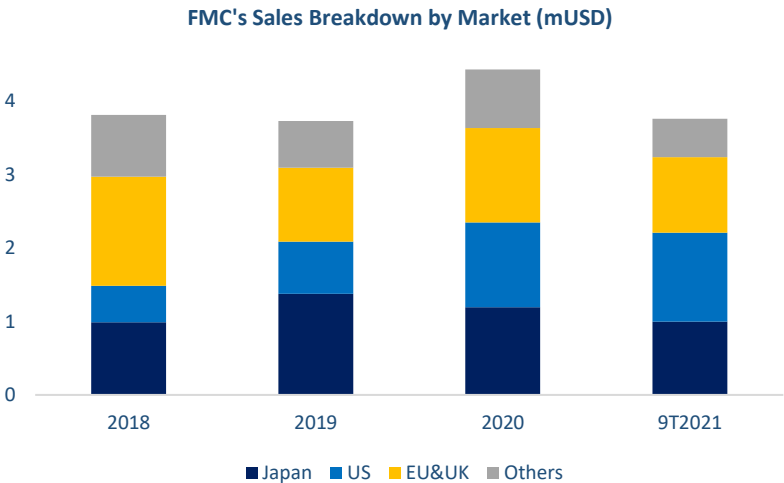


Tiềm năng tăng trưởng bền vững từ thị trường mũi nhọn.

Khuyến nghị:

- ▶ **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu 57.100 VND/cp, sử dụng phương pháp FCFF và FCFE.
- ▶ **Doanh thu phản ánh sự phục hồi khả quan của xuất khẩu.** Kim ngạch xuất khẩu 11H/2021 của FMC đạt 198,2 triệu USD (+10% yoy), điểm sáng trong bối cảnh dịch bệnh phức tạp tại các tỉnh miền Tây Nam Bộ. Doanh nghiệp tận dụng nguồn nguyên liệu tồn kho dồi dào nhằm tăng tốc chế biến đơn hàng Q4/2021-Q1/2022.
- ▶ **Nâng cao năng lực cung ứng nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường mũi nhọn.** Nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ và EU được kì vọng tiếp tục gia tăng trong năm 2022, khi chuỗi HORECA phục hồi về mức bình thường trong khi hoạt động bán lẻ vẫn khả quan. Trong bối cảnh sức mua mạnh mẽ, FMC đang đầu tư 2 nhà máy mới nhằm tăng thêm 80% tổng công suất thiết kế, dự kiến đi vào hoạt động trong Q1-Q2/2022.
- ▶ **Mở rộng vùng nuôi, nâng cao tự chủ nguồn nguyên liệu.** Doanh nghiệp dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng thêm 50 ha (trên 100 ha) vùng nuôi trong năm 2022, nâng tỷ lệ tự chủ tôm nguyên liệu lên mức 20-30% vào năm 2022, 50% vào năm 2025.
- ▶ **Sự xuất hiện của CP Việt Nam trong cơ cấu cổ đông được kì vọng sẽ giúp FMC phát triển chuỗi giá trị.** CP Việt Nam hiện là công ty TACN hàng đầu Việt Nam, có khả năng hỗ trợ FMC tăng tự chủ về con giống và thức ăn thủy sản (vốn chiếm 60-70% chi phí nuôi), nâng cao biên lợi nhuận. Ngoài ra, CP Việt Nam là một mắt xích trong mạng lưới kinh doanh của CP Group, có năng lực mở rộng hệ thống phân phối của FMC.

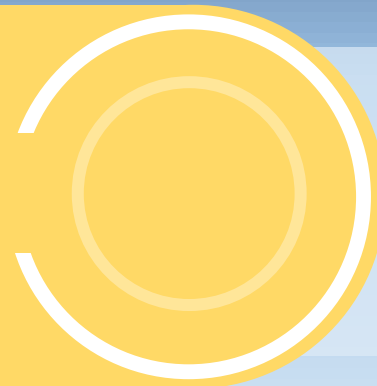
Chỉ số (tỷ VND)	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	4.415	5.089	5.835
Tăng trưởng (%)	19,0%	15,3%	14,7%
LNST sau CĐTS	226	259	328
Tăng trưởng (%)	-1,7%	14,6%	26,6%
BLNG (%)	9,7%	9,8%	10,9%
Forward P/E (x)	7,8	13,0	10,3
EPS (VND/cp)	4.607	3.960	5.013



* Bao gồm các sản phẩm tôm theo mã HS 160521 và 160529
Nguồn: FMC, Eurostats, NOAA, JP Customs

DRC

OUTPERFORM | Target: VND 38.291 | Upside: 17,5%



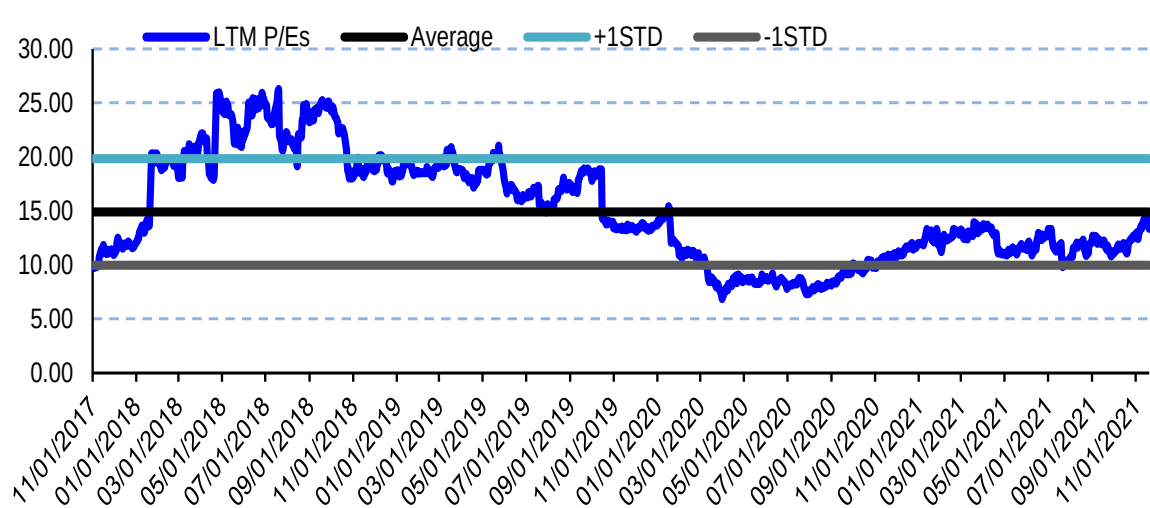
Định giá hấp dẫn hơn sau khi giá điều chỉnh

- Doanh thu đang phục hồi có ý nghĩa hậu giãn cách.** Theo DRC, doanh thu Tháng 10 đã tăng trở lại rõ ràng lên hơn 400 tỷ, cao hơn 30% so với mức 310 tỷ của Tháng 9. Trong đó, xuất khẩu vẫn ổn định ở mức 9-10 triệu USD, trong khi doanh thu nội địa tăng trở lại mạnh mẽ. Sự đóng góp lớn hơn từ nội địa sẽ giúp ổn định chi phí hoạt động do xuất khẩu đang chịu áp lực lạm phát của chi phí vận chuyển toàn cầu.
- Nhiều động lực hỗ trợ triển vọng phục hồi Quý 4/2021.** Chúng tôi kỳ vọng KQKD của DRC sẽ phục hồi tốt trong Quý 4/2021, chủ yếu được hỗ trợ bởi: (1) Sản lượng tiêu thụ phục hồi rõ ràng từ cả thị trường nội địa và xuất khẩu; (2) tăng giá bán gần đây; và (3) hàng tồn kho chi phí thấp một số nguyên vật liệu chính.
- Triển vọng tích cực duy trì...** Chúng tôi đưa ra dự báo KQKD năm 2022 cho DRC: Doanh thu thuần đạt 5.086,3 tỷ (+10,7% YoY) và LNST là 361,7 tỷ (+29,2% YoY). Cho năm 2023, chúng tôi đưa ra dự báo 419,6 tỷ (+16,0% YoY).
- ...trong khi đó, định giá đang trở nên hấp dẫn hơn sau khi giá cổ phiếu điều chỉnh.** Với giá cổ phiếu hiện tại, DRC đang giao dịch ở mức P/Es tương ứng năm 2022-23 là 10,7 lần và 9,2 lần, so với 15,0 lần so với mức lịch sử 5 năm, với triển vọng tăng trưởng KQKD tích cực và tình hình tài chính vững mạnh.
- DRC vẫn đáng đầu tư dài hạn** với mức định giá hấp dẫn hiện tại, việc đưa Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 3 đi vào hoạt động và chi phí nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt sau khi tăng mạnh trong một năm qua.

Hình 1: Dự báo KQKD của chúng tôi cho DRC: Tóm tắt

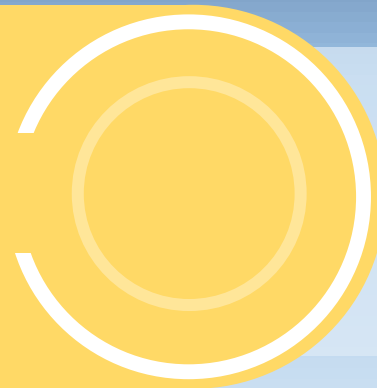
	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	3.858,1	3.646,6	4.595.0	5.086,3
Lợi nhuận ròng (Tỷ VNĐ)	250,4	256,5	279,9	361,7
Tăng trưởng doanh thu %	8,6%	-5,5%	26,0%	10,7%
Tăng trưởng lợi nhuận %	77,6%	2,5%	9,2%	29,2%
NPM %	6,5%	7,0%	6,1%	7,1%

Hình 2: P/E lịch sử 5 năm của DRC: Tóm tắt



BMP

OUTPERFORM | Target: VND 68.699 | Upside: 16,8%



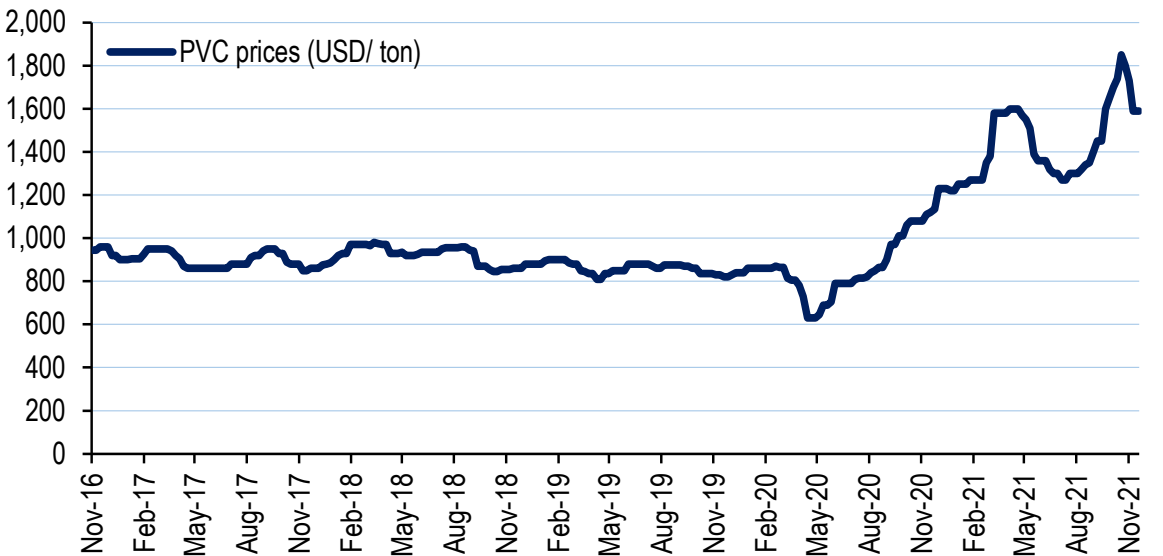
Triển vọng tươi sáng hơn hậu giãn cách

- Triển vọng Quý 4/2021 sáng sủa hơn nhiều. Chúng tôi kỳ vọng KQKD của BMP sẽ phục hồi đáng kể trong Quý 4/2021, được hỗ trợ chủ yếu bởi: (1) Sản lượng tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ; (2) giá bán tăng; và (3) hàng tồn kho chi phí thấp..
- và quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2022. BVSC đưa ra dự báo KQKD năm 2022 cho BMP: Doanh thu thuần đạt 6.354,5 tỷ (+30,2% YoY) và lợi nhuận ròng đạt 396,1 tỷ (+ 99,9% YoY). Cho năm 2023, BVSC đưa ra dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng là 6.472,0 tỷ (+1,9% YoY) và 456,6 tỷ (+15,3% YoY).
- Cổ tức tiền mặt dự báo tăng trở lại nhờ KQKD phục hồi. Với nền tảng tài chính vững chắc, kế hoạch đầu tư thấp và lợi nhuận phục hồi, BVSC kỳ vọng cổ tức tiền mặt của BMP năm 2022-23 sẽ tăng trở lại rõ ràng lên 4.800-5.500 đồng/cổ phiếu từ mức ước tính 2.400 đồng/cp năm 2021 và 4.000-6.320 đồng/cp giai đoạn 2016-20.
- BMP duy trì là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi cho nhiều chủ đề đầu tư, như: (1) phục hồi hậu giãn cách; (2) tăng tốc đầu tư công; (3) hợp nhất ngành, giảm áp lực cạnh tranh; và (4) Rủi ro phòng thủ, được trang bị nền tảng tài chính mạnh mẽ, chính sách cổ tức tiền mặt cao và ban lãnh đạo tâm huyết..

Hình 1: Dự báo KQKD 3 năm tới của chúng tôi cho DRC: Tóm tắt

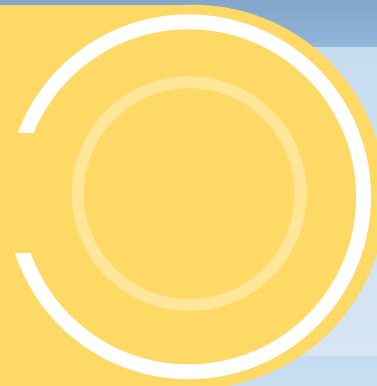
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	4,337.3	4,685.6	4,880.8	6,354.5	6,472.1
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	105,020	110,571	100,105	121,848	127,941
ASP (Triệu đồng/ tấn)	41.4	42.5	48.9	52.3	50.7
Lợi nhuận ròng (Tỷ VNĐ)	528.6	522.6	198.2	396.1	482.5
Tăng trưởng doanh thu %	10.7%	8.0%	4.2%	30.2%	1.9%
Tăng trưởng lợi nhuận %	23.6%	-1.1%	-62.1%	99.9%	21.8%
GPM %	22.8%	26.6%	13.7%	16.3%	17.6%
OPEX/Net sales %	8.9%	11.7%	7.8%	8.1%	7.8%
OPM %	13.9%	14.9%	5.9%	8.2%	9.8%
NPM %	12.2%	11.2%	4.1%	6.2%	7.5%

Hình 2: Giá hạt nhựa đang cho dấu hiệu hạ nhiệt sau khi tăng nóng:



GDT

OUTPERFORM | Target: VND 71.800 | Upside: 15,8%



Công ty xuất khẩu trong thị trường ngách

- Doanh thu và BLN đang phục hồi rõ ràng hậu giãn cách... Doanh thu Tháng 10 đạt khoảng 80% mức bình thường, theo GDT. Trong khi đó, BLN được cải thiện so với 9T21 là do: (1) năng suất lao động tăng nhờ cả yếu tố lao động và máy móc hiện đại; và (2) giá bán cao hơn bù đắp cho: (i) chi phí nhân công tăng; và (ii) các chi phí không thường xuyên liên quan đến COVID-19.
- Các đơn đặt hàng mới cho thấy tiềm năng tăng trưởng lạc quan. Giá trị đơn đặt hàng vào cuối tháng 11 của GDT mạnh mẽ, ở mức 5,5 triệu USD. GDT đã không để mất bất kỳ khách hàng nào trong thời gian đóng cửa gần đây và nhận thấy tiềm năng nhận được nhiều đơn đặt hàng lớn hơn từ các khách hàng mới ở Mỹ.
- Tái cơ cấu chiến lược cho thị trường nội địa được kỳ vọng sẽ cải thiện BLN. GDT đang có kế hoạch tái cơ cấu thị trường nội địa để mở rộng danh mục sản phẩm và tiết giảm chi phí bán hàng. Điều này chắc chắn có lợi cho BLN trong nước, vốn cao hơn xuất khẩu, nhưng có BLN ròng thấp hơn do chi phí bán hàng cao hơn.
- Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn. Cho năm 2022-23, chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt của GDT sẽ nằm trong vùng từ 4.900-6.000 đồng/ cổ phiếu, suất cổ tức hấp dẫn từ 7,9-9,5%.
- GDT vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho nhiều chủ đề đầu tư, chẳng hạn như: (1) phục hồi xuất khẩu; (2) phòng thủ, được hỗ trợ bởi vị thế tài chính mạnh, cổ tức tiền mặt cao, quản lý tận tâm và thị trường ngách hạn chế áp lực cạnh tranh.

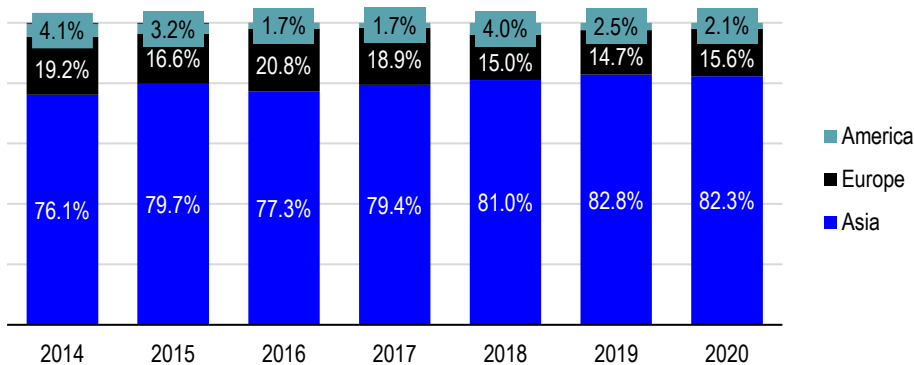
Hình 1: Dự báo KQKD 3 năm tới của chúng tôi cho GDT:

	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Net revenue (VND bn)	341.8	400.4	342.4	474.0	573.3
Net profit (VND bn)	74.2	80.0	63.1	90.8	109.9
Net revenue growth %	-12.3%	17.1%	-14.5%	38.4%	20.9%
Net profit growth %	-17.3%	7.8%	-21.2%	43.9%	21.0%
GPM %	32.8%	31.2%	30.0%	31.5%	31.7%
OPEX/ Net revenue%	9.5%	9.6%	10.3%	9.9%	9.6%
OPM %	23.3%	21.6%	19.6%	21.6%	22.1%
NPM %	21.7%	20.0%	18.4%	19.1%	19.2%

Hình 2: Chính sách cổ tức tiền mặt dự báo và lịch sử của GDT:

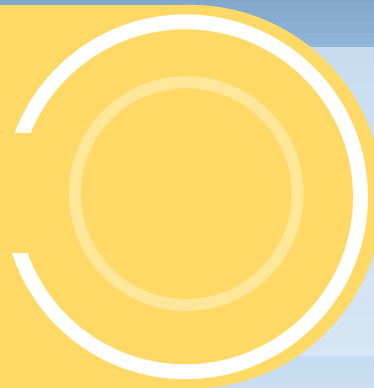
Unit: (VND)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
EPS	5,492	4,276	4,584	3,454	4,970	6,017	6,930
DPS	5,000	5,000	4,000	5,000	4,900	6,000	6,500
Payout %	91.0%	116.9%	87.3%	144.8%	98.6%	99.7%	93.8%

Hình 3: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu của GDT:



FPT

OUTPERFORM | Target: 120,000 VNĐ/cp | Upside: 28.2%



FPT: Hưởng lợi từ xu hướng & nhu cầu chuyển đổi số

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	120,000 đồng/cp
Giá thị trường:	93,600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+28.2%

Bảng dự báo

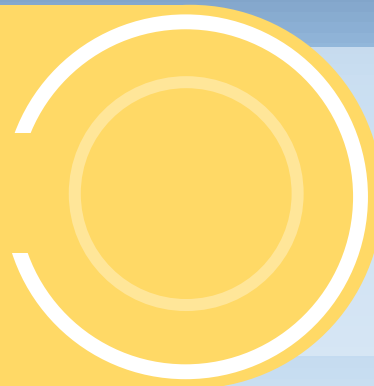
VND tỷ FY 31/12	2019	2020	2021F	2022F	4YR CAGR
Doanh thu	29,830	35,343	42,534	51,984	20.3%
% T.Trưởng	7.6%	18.5%	20.3%	22.2%	
Lợi nhuận gộp	11,814	13,539	16,104	19,451	18.1%
% T.Trưởng	10.3%	14.6%	18.9%	20.8%	
Lợi nhuận ròng	3,538	4,249	5,260	6,399	21.8%
% T.Trưởng	12.8%	20.1%	23.8%	21.6%	
EPS (VND/cp)	4,120	4,307	5,333	6,487	
P/E	22.7	21.7	17.6	14.4	

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Chi tiêu cho IT trên đà hồi phục từ đáy dịch COVID-19. Dịch bệnh đã nâng cao nhận thức về đầu tư cho công nghệ của các doanh nghiệp trong và ngoài nước.
- ❖ Cải thiện năng suất lao động, duy trì lợi thế cạnh tranh về chi phí, nâng cao khả năng tư vấn chuyên sâu và thực hiện toàn phần các hợp đồng lớn.
- ❖ Riêng tại Việt Nam, việc mua Base.vn giúp FPT tiếp cận đến khối doanh nghiệp vừa và nhỏ bên cạnh nhu cầu đang tăng rất mạnh của khối doanh nghiệp tư nhân lớn và khối khách hàng công.
- ❖ Tỷ trọng doanh thu chuyển đổi số và doanh thu sản phẩm Made-by-FPT tăng nhanh hứa hẹn xu hướng mở rộng biên lợi nhuận vẫn còn tiếp diễn.
- ❖ Viễn thông tăng trưởng thuê bao ổn định và các dịch vụ GTGT. Mở rộng thị trường xuống khu vực nông thôn.
- ❖ Giáo dục tăng trưởng cao & ổn định đảm bảo nguồn nhân lực cho tương lai

CTG

OUTPERFORM | Target: 40.800 | Upside: 19.5%



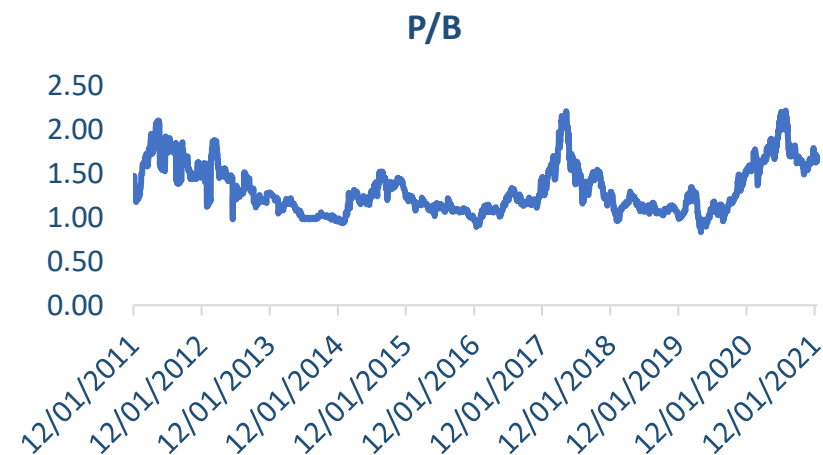
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 2022

Current price: **34,150 VND/share** - Target price: **40,800 VND/share** – Upside: **19,5%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

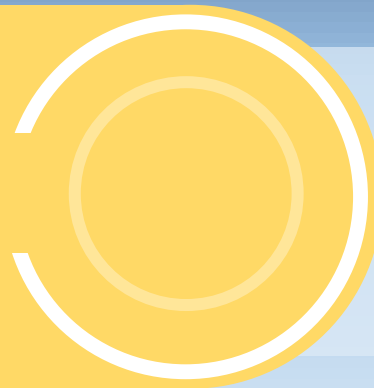
- CTG đã chính thức tăng vốn thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu cho các năm 2017 2018 và 2019 giúp CTG cải thiện CAR và tăng trưởng tín dụng tốt hơn trong tương lai.
- Hiệu quả hoạt động được cải thiện với ROA và ROE tăng lên đáng kể. Dự kiến ROE của CTG đạt khoảng 18,3% trong 2022.
- Trích lập dự phòng mạnh mẽ tạo ra bộ đệm lợi nhuận. Q2/2021, nợ tái cơ cấu của CTG là 5.600 tỷ đồng và Ngân hàng đã thực hiện trích lập lên tới 5.000 tỷ đồng.
- CTG ký hợp đồng hợp tác độc quyền Banca với Manulife. Giá trị phí trả trước mà CTG nhận được dự kiến khoảng 240 triệu USD. Dự kiến CTG sẽ bắt đầu ghi nhận phí trả trước của hợp đồng Banca trong năm 2022
- Vietinbank sẽ thoái vốn công ty cho thuê tài chính và dự kiến ghi nhận lợi nhuận khoảng 2.000 tỷ đồng trong năm 2022
- Định giá: P/B forward 2022 chỉ 1,37 lần là mức thấp so với trung bình ngành.

	2019	2020	2021F	2022F
TOI (VND bil)	40,519	45,280	51,995	59,075
POPP (VND bil)	24,785	29,219	35,252	40,112
PAT (VND bil)	9,461	13,679	13,767	20,826
NIM	2.70%	2.72%	2.84%	2.81%
NPL	1.16%	0.94%	1.47%	1.22%
CIR	38.8%	35.5%	32.2%	32.1%
P/B	1.6	1.4	1.7	1.4



TCB

OUTPERFORM | Target: 63.300 | Upside: 28,9%



TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **49,100 VND/share** - Target price: **63,300 VND/share** – Upside: **28,9%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

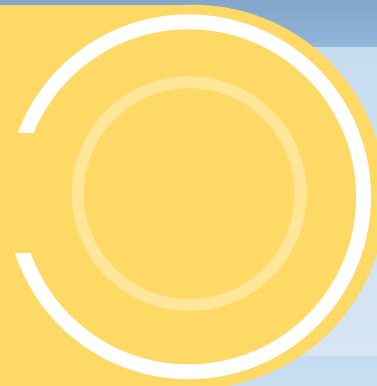
- TCB là ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao với ROA cao vượt trội so với các ngân hàng khác trong hệ thống và ROE bình quân 5 năm gần đây trên 20%. Với hệ số đòn bẩy tài chính chỉ 5,9, là mức rất thấp so với bình quân hệ thống, TCB có nhiều tiềm năng gia tăng hiệu quả hoạt động.
- CASA của TCB đã liên tục tăng qua từng năm và vươn lên dẫn đầu hệ thống với tỷ lệ CASA Q3.2021 là 49%. Điều này đã giúp cho TCB vượt lên VCB trở thành ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất hệ thống.
- NIM cao nhất hệ thống. Nếu không tính tới các ngân hàng có tham gia hoạt động cho vay tiêu dùng thì TCB là ngân hàng có NIM cao nhất hệ thống
- Ngân hàng tư vấn phát hành và môi giới trái phiếu hàng đầu giúp cho TCB có doanh thu phí cao, linh hoạt trong việc điều tiết tăng trưởng tín dụng cũng như gia tăng sản phẩm đầu tư cho khách hàng.
- Chất lượng tài sản tốt và có khả năng chống chọi cao trước đại dịch
- IPO TCBS. Techcombank có thể sẽ thực hiện IPO TCBS trong năm 2023.

	2019	2020	2021F	2022F
TOI (VND bil)	21,068	27,042	36,471	41,718
POPP (VND bil)	13,756	18,411	25,530	29,245
PAT (VND bil)	10,075	12,325	17,699	20,717
NIM	4.15%	4.74%	5.45%	5.50%
NPL	1.3%	0.5%	0.8%	0.8%
CIR	34.7%	31.9%	30.0%	29.9%
P/B	2.8	2.4	2.0	1.7



MBB

OUTPERFORM | Target: 33,000 | Upside: 16,7%



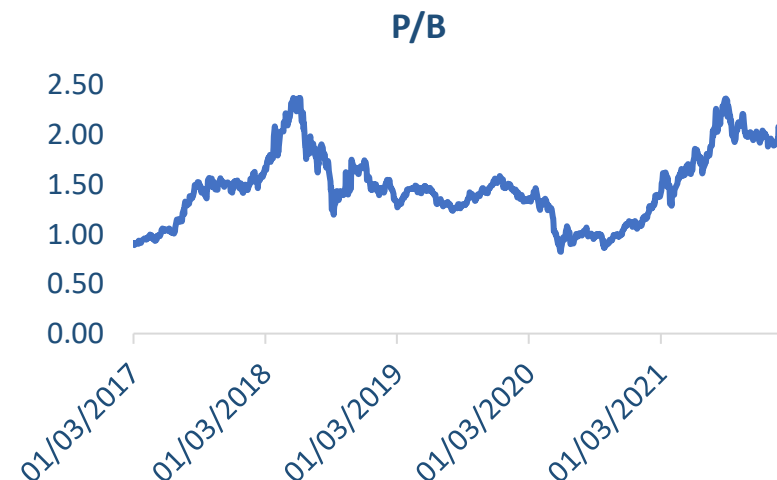
MBB – Ngân hàng có hệ sinh thái toàn diện

Current price: **28,300 VND/share** - Target price: **33,000 VND/share** – Upside: **16,7%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

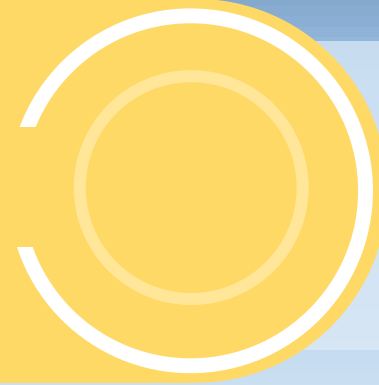
- ❑ **MBBank là ngân hàng cung cấp sản phẩm và giải pháp tài chính toàn diện** từ sản phẩm ngân hàng truyền thống tới các sản phẩm tài chính khác như quản lý tài sản, môi giới chứng khoán, bảo hiểm...
- ❑ **Doanh thu phí có nhiều tiềm năng tăng trưởng** nhờ hoạt động bảo hiểm
- ❑ **MBB có hiệu quả hoạt động cao** với ROE bình quân 10 năm đạt 17%
- ❑ **CASA đạt 37% cao thứ 2 trong hệ thống** giúp cho chi phí vốn của MBB nằm trong top 3 hệ thống và NIM của MBB cũng nằm trong top 3 hệ thống.
- ❑ **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu thấp ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao
- ❑ **Một số catalyst hỗ trợ tăng giá có thể sẽ xuất hiện** trong thời gian tới như: thoái vốn MIG.

	2019	2020	2021F	2022F
TOI (VND bil)	24,650	27,362	34,956	40,674
POPP (VND bil)	14,927	16,807	22,127	25,791
PAT (VND bil)	7,823	8,263	11,779	14,881
NIM	4.67%	4.50%	4.91%	5.03%
NPL	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
CIR	39.4%	38.6%	36.7%	36.6%
P/B	1.8	1.7	1.8	1.6



VCB

OUTPERFORM | Target: 90.300 | Upside: 15.2%



VCB – Trở lại đà tăng trưởng

Current price: **78,400 VND/share** - Target price: **90,300 VND/share** – Upside: **15,2%** - Recommendation: **Outperform**

Điểm nhấn đầu tư:

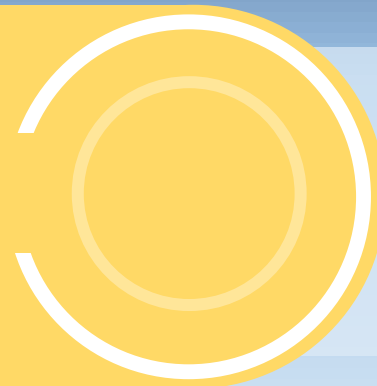
- ❑ **Hiệu quả hoạt động cao.** Mặc dù là ngân hàng có tổng tài sản lớn thứ tư trong hệ thống nhưng VCB vẫn có ROE ở mức cao. ROE bình quân 3 năm gần đây đạt trên 23% và thường xuyên nằm trong top 3 ngân hàng có ROE cao nhất hệ thống.
- ❑ **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu thấp ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao nhất hệ thống.
- ❑ **CASA đã bắt đầu có sự cải thiện** và CASA của Vietcombank có thể tiếp tục cải thiện nhờ chính sách miễn và giảm phí giao dịch.
- ❑ **VCB là ngân hàng có chi phí vốn thấp thứ 2 hệ thống.** Đây là thế mạnh giúp VCB có lợi nhuận cao trong giai đoạn thuận lợi và duy trì lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn. Chi phí vốn thấp và chiến lược dịch chuyển sang khách hàng cá nhân giúp duy trì xu hướng mở rộng NIM.
- ❑ **Banca thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phí.** Cuối năm 2019, Vietcombank ký hợp đồng độc quyền phân phối sản phẩm bảo hiểm với FWD với giá trị khoảng 400 triệu USD. Ước tính, từ năm 2020, mỗi năm Vietcombank sẽ ghi nhận khoảng 1.800 tỷ phí trả trước trong vòng 5 năm. Mức độ thâm nhập bảo hiểm ở Việt Nam còn thấp và nhiều tiềm năng hỗ trợ doanh thu phí VCB tăng trưởng.

	2019	2020	2021F	2022F
TOI (VND bil)	45,730	48,999	56,226	63,583
POPP (VND bil)	29,913	32,961	37,531	42,474
PAT (VND bil)	18,511	18,447	21,321	27,253
NIM	2.98%	2.76%	2.96%	3.08%
NPL	0.8%	0.6%	0.9%	1.0%
CIR	34.6%	32.7%	33.3%	33.2%
P/B	4.6	3.9	3.2	2.6



ACB

OUTPERFORM | Target: VND 41,914 | Upside: 24.0%



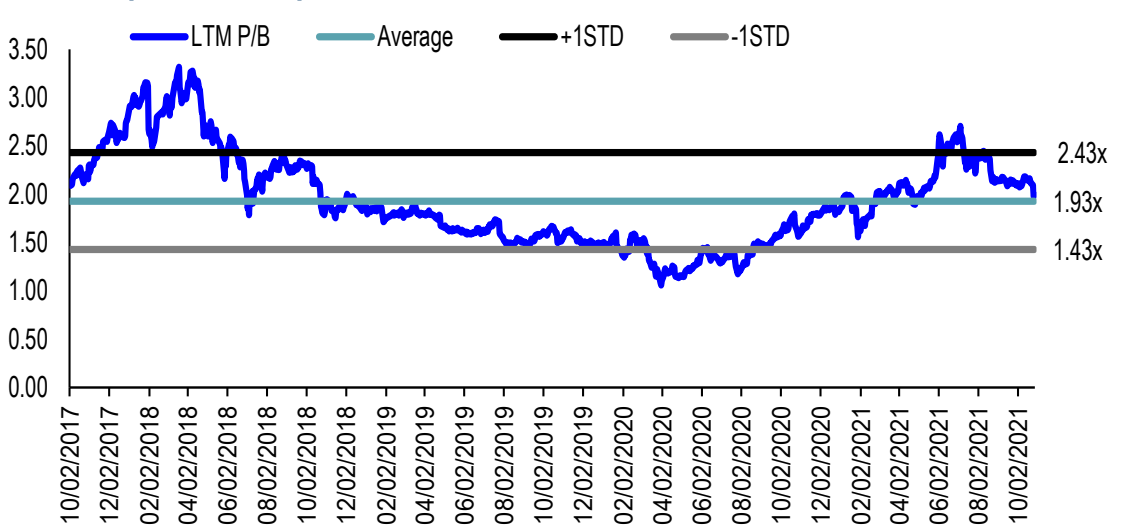
Triển vọng tăng trưởng bền vững

- Thận trọng trong việc kiểm soát chi phí hoạt động và chi phí dự phòng. ACB đã trích lập 2.069 tỷ chi phí dự phòng cho các khoản vay được cơ cấu lại cuối Quý 3/2021, đồng thời tái khẳng định sẽ trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản vay được cơ cấu lại trong năm 2021. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng hệ số CIR cốt lõi của ACB sẽ được kiểm soát tốt nhờ việc tối ưu hóa các chi nhánh hoạt động hiệu quả và kế hoạch không tuyển nhân viên mới trong năm 2022. Ban lãnh đạo mục tiêu duy trì hệ số CIR năm 2022 là dưới 40,0%.
- Risk-reward hấp dẫn. Với giá cổ phiếu hiện tại, ACB đang giao dịch ở mức P/B 2022 là 1,59x, hấp dẫn với: (1) 1,93 lần trung bình lịch sử 5 năm; (2) ROE mạnh mẽ; và (3) Triển vọng tăng trưởng dài hạn bền vững.
- ACB vẫn là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi với: (1) Quyền kinh doanh ngân hàng bán lẻ ưu việt, (2) Chất lượng tài sản hàng đầu, (3) Khả năng sinh lời cao và bền vững; và (4) Đội ngũ quản lý thận trọng với chính sách dự phòng chủ động, sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của công ty..

Hình 1: Dự báo KQKD của chúng tôi cho ACB: Tóm tắt

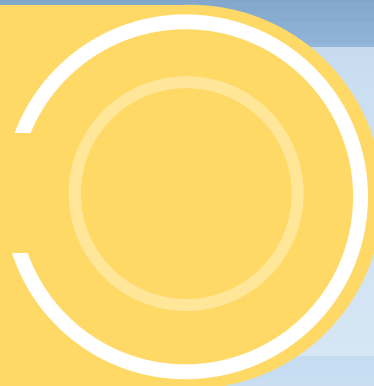
Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
TOI	16,097	18,161	23,777	26,798
OPEX	(8,308)	(7,624)	(7,778)	(10,049)
PPOP	7,790	10,537	16,000	16,749
Pretax profits	7,516	9,596	12,368	15,570
Net profits	6,010	7,683	9,802	12,446
NIM %	3.55%	3.66%	4.12%	4.25%
ROAE %	24.6%	24.3%	24.3%	24.3%
BVPS (VND/ share)	10,283	13,119	16,692	21,246
P/B at current prices			2.02x	1.59x

Hình 2: Định giá P/B lịch sử của ACB trong 5 năm: Tóm tắt



TPB

NEUTRAL | Target: VND 38,000 | Upside: -8.6%



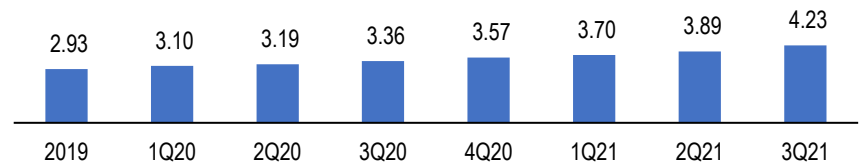
Ngân hàng số vững chắc với nền tảng cơ bản tốt

- ❑ **Những nỗ lực số hóa đang mang lại thành quả.** Mạng lưới LiveBanks của TPB và nền tảng ngân hàng kỹ thuật số vượt trội đã giúp TPB mở rộng cơ sở khách hàng đáng kể từ 2,9 triệu trong năm 2019 lên 4,2 triệu vào cuối Quý 3/2021, cao hơn mức 3,6 triệu so với ngân hàng bán lẻ trực tiếp - ACB. Việc mở rộng cơ sở khách hàng mạnh mẽ hơn sẽ giúp nâng cao thu nhập phí, phát triển cơ sở CASA bền vững và tối ưu hóa đa dạng hóa rủi ro.
- ❑ **Cơ cấu lại chiến lược danh mục cho vay và chủ động xóa nợ để xử lý nợ xấu.** Hiểu được những bất ổn của COVID-19, TPB đã tích cực cơ cấu lại danh mục cho vay của mình (giảm rủi ro đối với các nhóm dễ bị tổn thương, cụ thể là: cho vay mua ô tô, cho vay tiêu dùng). Trong 9T21, TPB cũng đã tích cực write off 2,7 nghìn tỷ nợ xấu.
- ❑ **Tỷ lệ vốn và khả năng thanh toán ở mức tốt hỗ trợ cho việc thâm nhập sâu hơn vào hoạt động cho vay bán lẻ.** Đến cuối Quý 3/2021, hệ số CAR của TPB (Basel II) ở mức 14,6%, một trong những mức cao nhất trong ngành; trong khi hệ số LDR quy định ở mức 61,35% và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn ở mức 20,75%, thấp hơn nhiều so với giới hạn quy định.
- ❑ **Lần tăng vốn thứ hai của TPB là catalyst ngắn hạn của cổ phiếu,** thông qua cổ tức 35% bằng cổ phiếu, dự kiến sẽ diễn ra trong năm 2021. Cổ tức bằng cổ phiếu tất nhiên sẽ cải thiện tính thanh khoản, giúp TPB thúc đẩy việc đánh giá lại định giá hơn nữa.

Hình 1: Dự báo KQKD năm 2021-22 của chúng tôi cho TPB: Tóm tắt

	2019	2020	2021F	2022F
TOI	8,469	10,369	13,387	15,762
OPEX	(3,303)	(4,197)	(4,402)	(6,147)
PPOP	5,166	6,172	8,986	9,615
Pretax profits	3,868	4,389	6,035	7,639
Net profits	3,094	3,510	4,830	6,111
NIM %	4.21%	4.32%	4.61%	4.68%
ROAE %	26.1%	23.5%	22.6%	20.6%
BVPS (VND/ share)			22,222	27,326
P/B at current price			2.51x	2.05x

Hình 2: Tập khách hàng của TPB đã vượt ACB:

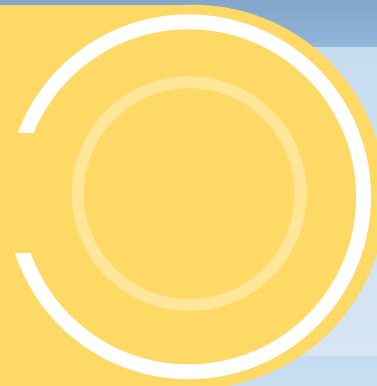


Hình 3: Tỷ lệ NPL của TPB theo nhóm khách hàng: Tóm tắt

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
MMLCs	1.87%	0.42%	0.06%	0.05%	0.08%	0.10%	0.07%
SMEs	0.45%	0.17%	0.33%	0.18%	0.19%	0.27%	0.22%
Individuals	1.07%	0.88%	1.38%	0.94%	0.90%	0.78%	0.74%

OCB

OUTPERFORM | Target: VND 32.098 | Upside: 21.1%



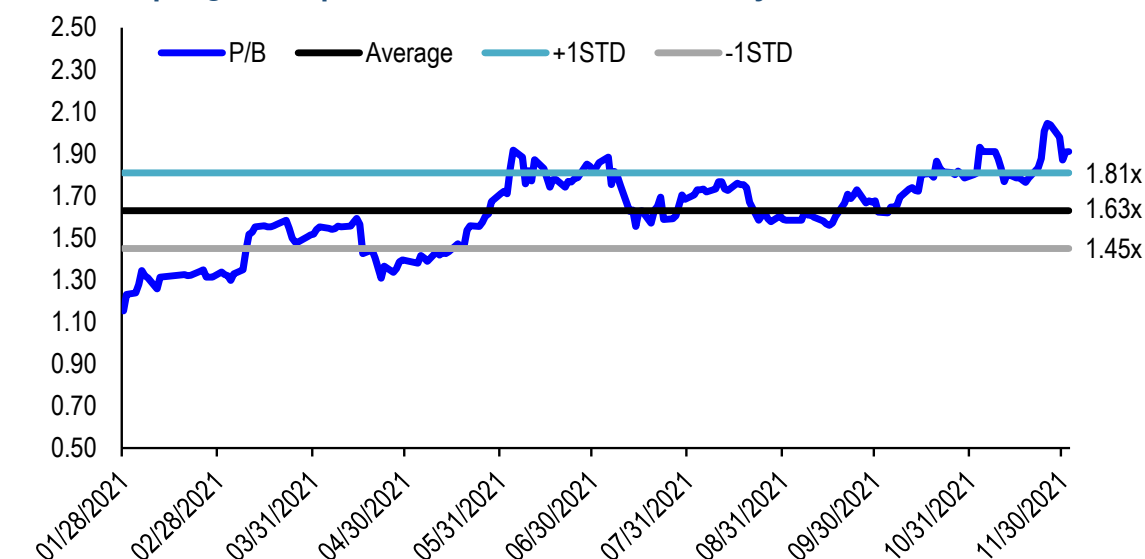
Ngân hàng nhỏ, nhưng tăng trưởng nhanh

- ❑ **OCB là một ngân hàng nhỏ nhưng có tốc độ phát triển nhanh**, tập trung vào mảng bán lẻ đại chúng và doanh nghiệp vừa và nhỏ. OCB là một trong những ngân hàng đầu tiên tuân thủ đầy đủ Basel 2.
- ❑ **Cơ bản vững chắc để thâm nhập sâu hơn vào phân khúc bán lẻ.** Tính đến cuối Quý 3/2021, hệ số CAR của OCB (Basel 2) ở mức 13,4%; tỷ lệ LDR theo quy định ở mức 71,8%; tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn là 71,8%.
- ❑ **Cải tiến chất lượng tài sản được đánh dấu.** Khoản cho vay có rủi ro vào cuối Quý 3/2021 của OCB đã giảm xuống mức thấp nhất từ trước đến nay là 2,95%, mà Ban lãnh đạo cho rằng nhờ vào việc thu hồi nợ tích cực và quản lý tích cực danh mục cho vay. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đã tăng lên 75%, mà Ban lãnh đạo đang nhắm mục tiêu xây dựng mạnh mẽ hơn trong những quý sắp tới.
- ❑ **Tăng vốn vẫn là một chất xúc tác trong ngắn hạn.** Chúng tôi kỳ vọng đợt tăng vốn sắp tới của OCB (phát hành riêng lẻ 5,1%), dự kiến hoàn thành vào Quý 4/2021, không chỉ giúp duy trì tăng trưởng tín dụng ở quỹ đạo nhanh mà còn cải thiện khả năng quản lý rủi ro, thúc đẩy việc đánh giá lại định giá OCB hơn nữa.

Hình 1: Dự báo KQKD năm 2021-22 của chúng tôi cho TPB: Tóm tắt

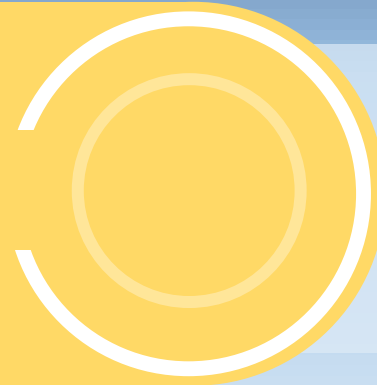
Unit: VND bn	2019	2020	2021F	2022F
TOI	6,613	8,013	8,874	10,050
OPEX	(2,449)	(2,330)	(2,440)	(2,814)
PPOP	4,164	5,683	6,434	7,236
Pretax profits	3,231	4,419	5,500	6,302
Net profits	2,582	3,535	4,399	5,040
NIM %	3.96%	3.94%	4.33%	4.33%
ROAE %	25.4%	24.4%	22.4%	20.7%
BVPS (VND/ share)			15,916	19,577
P/B at current prices			1.66	1.35

Hình 2: Định giá P/B lịch sử của OCB kể từ khi niêm yết:



ACV

Target: 83.200 | Upside: 1.3%



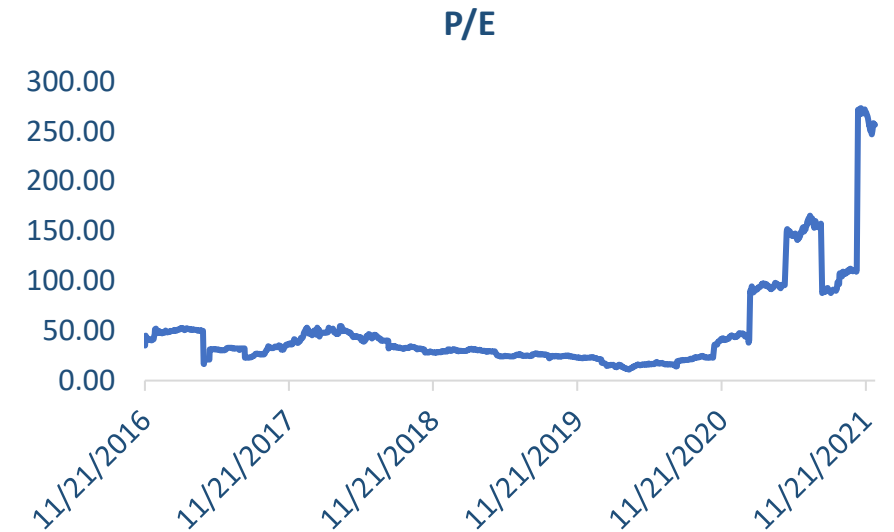
ACV – KQKD bắt đầu phục hồi từ 2022 nhưng cánh cửa chuyển sàn thu hẹp

Current price: **82.100 VND/share** - Target price: **83.200 VND/share** – Upside: **1,3%** - Recommendation: **NEUTRAL**

Điểm nhấn đầu tư:

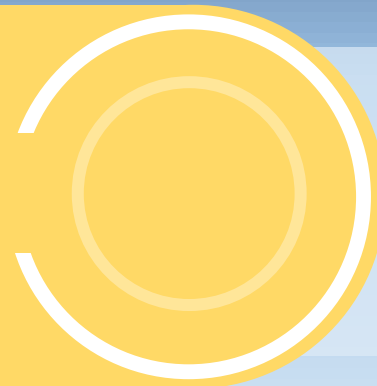
- ❑ **Dịch bệnh covid tác động nặng nề lên kết quả kinh doanh của ACV** do thiếu vắng sản lượng hành khách quốc tế.
- ❑ **Dự án Sân bay Long Thành hỗ trợ tăng trưởng trong dài hạn.** Dự án dự kiến sẽ được khởi công vào đầu năm 2021 và bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2025.
- ❑ **Kỳ vọng Việt Nam sẽ mở cửa đối với các hành khách quốc tế từ cuối năm 2021** khi Việt Nam hoàn thành tiêm phòng rộng rãi vaccine covid19.
- ❑ **Cánh cửa chuyển sàn trong năm 2022 thu hẹp** khi kết quả kinh doanh 9T2021 của ACV chỉ đạt 501 tỷ đồng và nhiều khả năng sẽ không đạt ROE 5% trong năm 2021 dẫn tới không đáp ứng đúng điều kiện ROE ít nhất 5%.
- ❑ **Định giá:** Dự kiến ACV sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2022 trong bối cảnh nền thấp của 2021 tuy nhiên giá cổ phiếu ACV đã không diễn biến đồng pha với kết quả kinh doanh khi KQKD sụt giảm mạnh dẫn tới định giá của ACV không thực sự hấp dẫn.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	18,329	7,767	4,734	8,297
Tăng trưởng (%)	13.7%	-57.6%	-39.1%	75.3%
NPAT (tỷ VND)	8,201	1,647	303	2,012
Tăng trưởng (%)	32.9%	-79.9%	-81.6%	564.0%
P/E (x)	24.3	142.8	589.9	88.8
P/B (x)	4.9	4.8	4.7	4.7
EPS (VND/share)	3,389	577	139	924



SCS

OUTPERFORM | Target: 177.000 VNĐ/cp | Upside: 16,5%



Duy trì tăng trưởng bất chấp dịch bệnh

Vận tải hàng hóa bằng hàng không duy trì tăng trưởng 2 con số. Dư địa tăng trưởng của ngành còn rất lớn, với mức tăng trưởng dự kiến trung bình hàng năm có thể đạt trung bình trên 12% trong 5 năm tiếp theo, và ước đạt 15% trong năm 2022, nhờ những yếu tố:

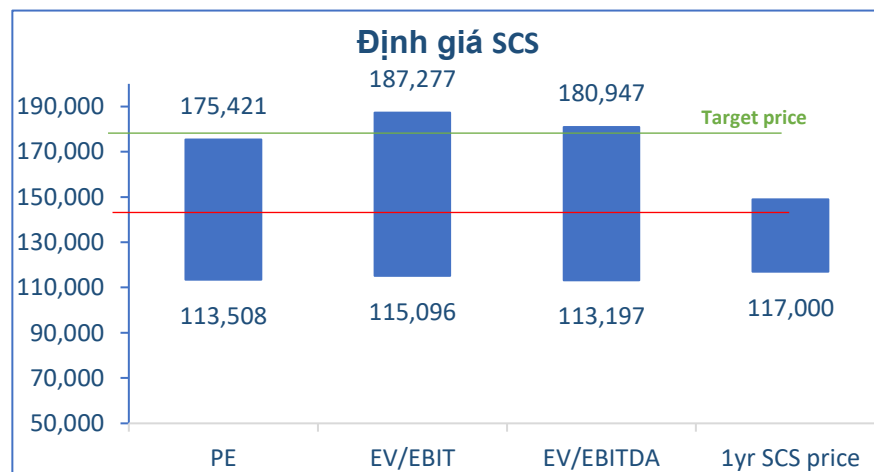
- Thương mại điện tử phát triển khiến nhu cầu vận chuyển hàng hóa giữa các tỉnh thành gia tăng
- Trong ngắn hạn, chi phí vận chuyển đường thủy cao khiến một vài doanh nghiệp tạm thời chuyển sang vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không nhằm giảm thời gian chờ đợi.
- Các sân bay được nâng cấp và sửa chữa kịp thời trong thời gian dịch bệnh diễn ra, giúp nâng cao năng lực khai thác của các cảng hàng không, từ đó gia tăng sản lượng hàng hóa qua các cảng.
- Tần suất chuyến bay hành khách kỳ vọng hồi phục dần giúp gia tăng lượng hàng hóa phục vụ
- Trong dài hạn, nhu cầu đi lại bằng đường hàng không của người dân ngày càng cao, giúp gia tăng số lượng chuyến bay.

Lợi thế cạnh tranh lớn nhờ vị thế độc quyền. Hiện tại SCS còn 15.000m2 đất chưa sử dụng tại sân bay Tân Sơn Nhất (trong đó 5.000m2 được sử dụng để mở rộng kho bãi, giúp công suất tăng thêm 72%) – là **doanh nghiệp duy nhất còn khả năng mở rộng** hoạt động kinh doanh, trong khi đối thủ cạnh tranh chính là TCS đang khai thác 136% công suất. Với dư địa tăng trưởng ngành lớn, trong khi cảng hàng hóa Tân Sơn Nhất (TIA) là cửa ngõ giao thông lớn nhất Việt Nam (chiếm 48% thị phần hàng hóa năm 2020), giúp thị phần của SCS tại TIA sẽ dần được cải thiện và ước đạt 50% thị phần vào năm 2025.

Nền tảng tài chính lành mạnh. Mô hình hoạt động hiệu quả với biên gộp hơn 70%, biên ròng hơn 60% và tỉ suất ROIC trên 40%, nằm trong top những doanh nghiệp hiệu quả nhất trên sàn chứng khoán, thậm chí trong thời điểm giãn cách do dịch bệnh. Nhờ đó, SCS đã tích lũy được lượng tiền mặt tương đương hơn 20% tổng tài sản, đồng thời trả hết nợ vay của doanh nghiệp. Nền tảng tài chính tốt giúp SCS sẵn sàng đầu tư ngay lập tức khi có nhu cầu.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2021 & 2022

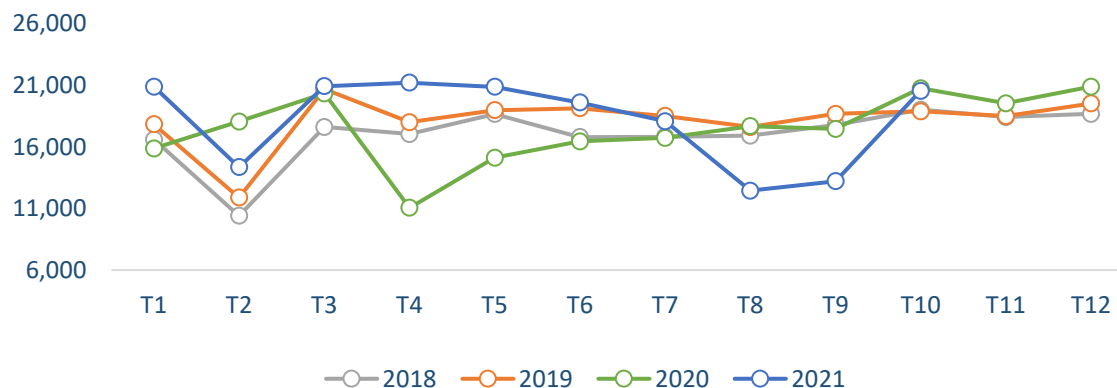
Chỉ tiêu	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng doanh thu (tỷ VNĐ)	747,9	692,9	805,4	894,1
Tổng giá vốn	153,1	155,1	162,8	181,2
Lợi nhuận gộp	79,5%	77,6%	79,8%	79,8%
Lợi nhuận sau thuế	502,2	464,3	549,1	600,5
EPS (VNĐ/cp)	9.216	9.150	10.800	11.823
Target price (PE=15x)			162.000	177.345



Duy trì tăng trưởng bất chấp dịch bệnh

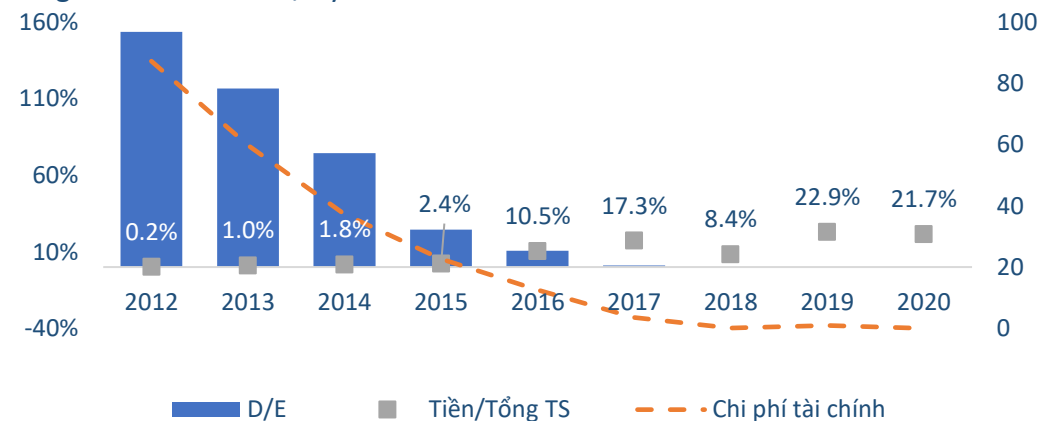
SẢN LƯỢNG HÀNG HÓA NHÌN CHUNG TĂNG TRƯỞNG TỐT

Nguồn: SCS – Đơn vị: Tấn

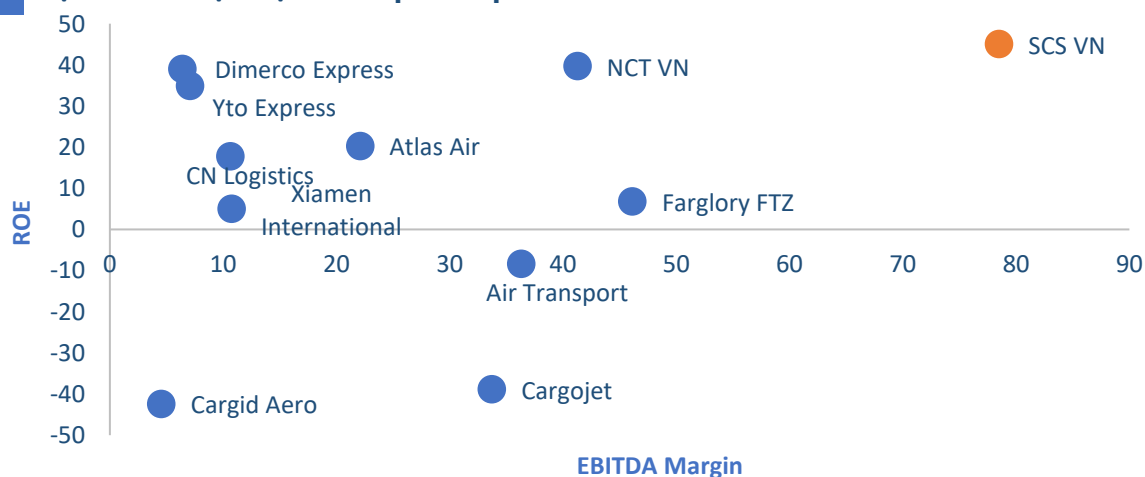


HOẠT ĐỘNG KINH DOANH KHÔNG NỢ VAY

Nguồn: SCS – Đơn vị: Tỷ VNĐ



HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG VƯỢT TRỘI

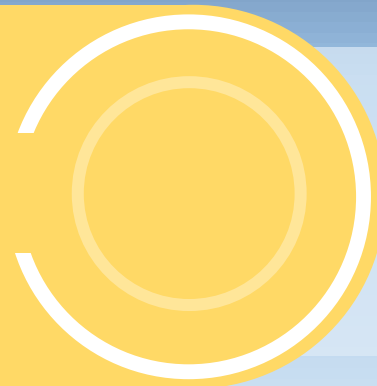


PE TRAILING Ở MỨC HỢP LÝ



DSN

OUTPERFORM | Target: 64.000VNĐ | Upside: 28,3%



Hồi phục – Tài chính tốt - Cổ tức cao

Hoạt động vui chơi giải trí hồi phục khi dịch bệnh ổn định hơn. Chúng tôi cho rằng 2021 vẫn là năm tương đối khó khăn với hoạt động kinh doanh của DSN, khi lượng khách đến công viên trong năm 2021 có thể chỉ đạt khoảng 415 nghìn người (-11,3% yoy) do ảnh hưởng bởi đợt bùng phát dịch bệnh lần thứ 4 tại Thành phố Hồ Chí Minh trong Q2/2021 (*Q2 thường là thời điểm đóng góp hơn 40% doanh thu cả năm của DSN*). Tuy nhiên, **lượng khách có thể hồi phục lại mức 1,0 triệu khách trong năm 2022 (+141% yoy)** khi Vaccine đã được tiêm rộng rãi cho người dân.

Cơ cấu tài chính lành mạnh, nợ vay thấp giúp DSN dễ dàng vượt qua đại dịch. Mô hình hoạt động đơn giản, không cần đầu tư nhiều đã giúp DSN tích lũy một lượng tài sản lên đến hơn 220 tỷ VNĐ trong năm 2020, trong đó hơn 88% là tiền, tương đương tiền và các khoản tiền gửi có kì hạn. Ngoài dự án sản xuất rượu từ trái thanh long và dự án nghiên cứu vi sinh với tổng mức đầu tư vào khoảng 20 tỷ VNĐ đang trong giai đoạn hoàn thiện, DSN không còn kế hoạch đầu tư lớn nào trong thời gian sắp tới. Cùng với biện lợi nhuận có thể duy trì được ở mức cao (30%-40% kể cả trong điều kiện dịch bệnh), DSN hoàn toàn đủ khả năng để có thể dễ dàng vượt qua đợt dịch này.

Tỷ lệ cổ tức cao được duy trì. Nhờ hoạt động ổn định cũng nền tảng tài chính tốt, DSN luôn chia cổ tức bằng tiền với tỉ lệ 50%-60% trong giai đoạn từ 2017-2019, 25% trong năm 2020 và ít nhất 15% trong năm 2021 (*theo kế hoạch ĐHCĐ*). Khi hoạt động kinh doanh được ổn định trở lại, mức chi trả cổ tức có thể tăng lên 35%/50% trong năm 2022 và 2023, tương ứng mức dividend yield lần lượt là 8,3% và 11,9%.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Lượng khách giảm do các dịch vụ thay thế. Sự xuất hiện ngày càng nhiều của các Trung tâm thương mại và Đại siêu thị khiến người dân có nhiều lựa chọn vui chơi hơn

Rủi ro về quyền sở hữu đất. Hiện tại khu đất đang khai thác tại Q11 đã hết hạn thuê từ năm 2018, nhưng vẫn chưa có quyết định được thuê tiếp. Công ty vẫn tiếp tục trích lập tiền thuê từ năm 2018 đến nay.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2021 & 2022

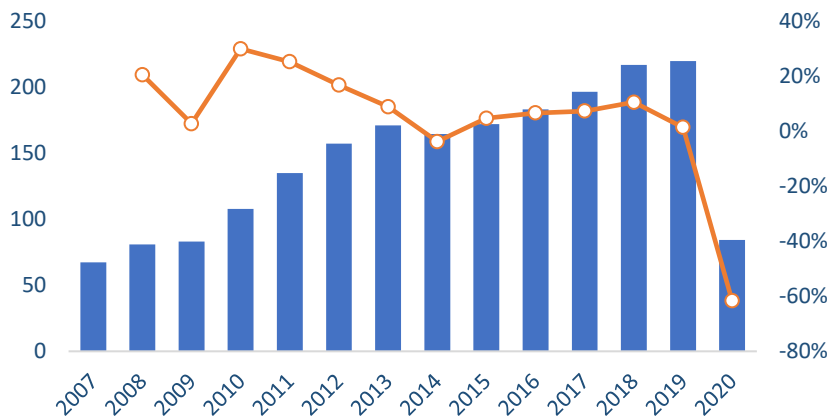
Chỉ tiêu	2019A	2020	2021F	2022F
Tổng doanh thu (tỷ VNĐ)	219	84	73	180
Tổng chi phí	116	51	41	96
Lợi nhuận sau thuế	95	41	33	75
EPS (VNĐ/cp)	7.882	3.403	2.777	6.232
BVPS (VNĐ/cp)	20.532	16.753	17.031	22.564

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

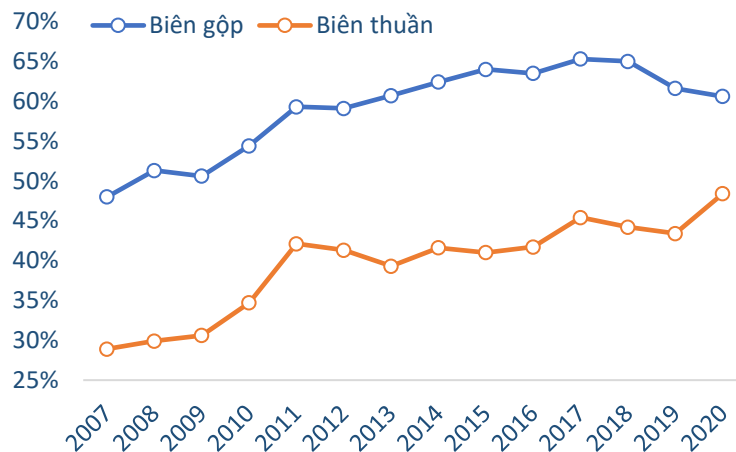
	2019A	2020	2021F	2022F
Target price (50:50)				
PE Method			39.992	52.369
PB Method			<u>57.053</u>	<u>75.590</u>
			48.523	63.980

Hồi phục – Tài chính tốt - Cổ tức cao

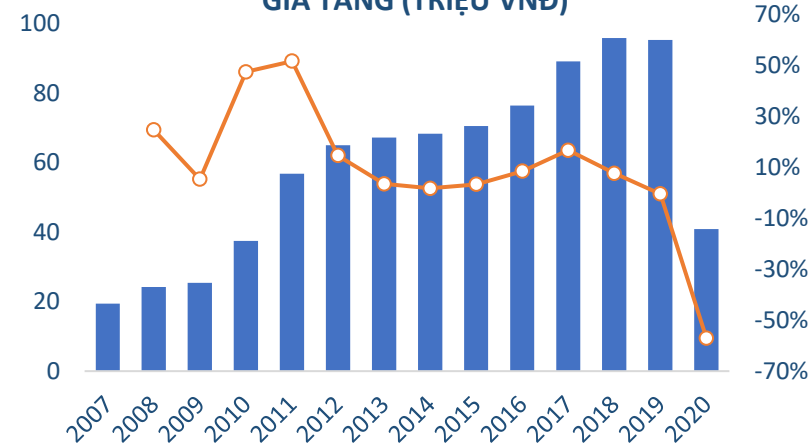
DOANH THU TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH (TRIỆU VNĐ)



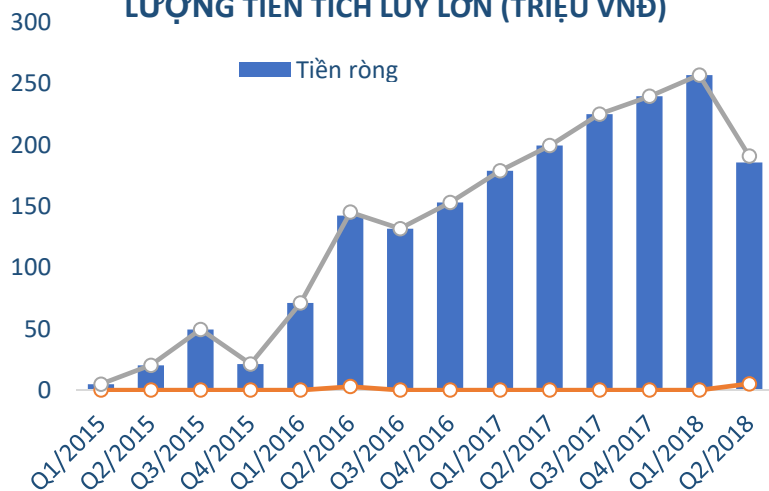
BIÊN LỢI NHUẬN DUY TRÌ Ở MỨC CAO



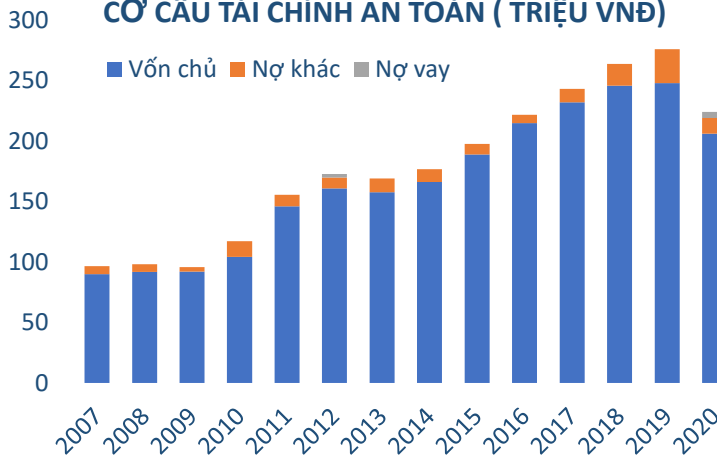
TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN CHẬM LẠI DO CHI PHÍ GIA TĂNG (TRIỆU VNĐ)



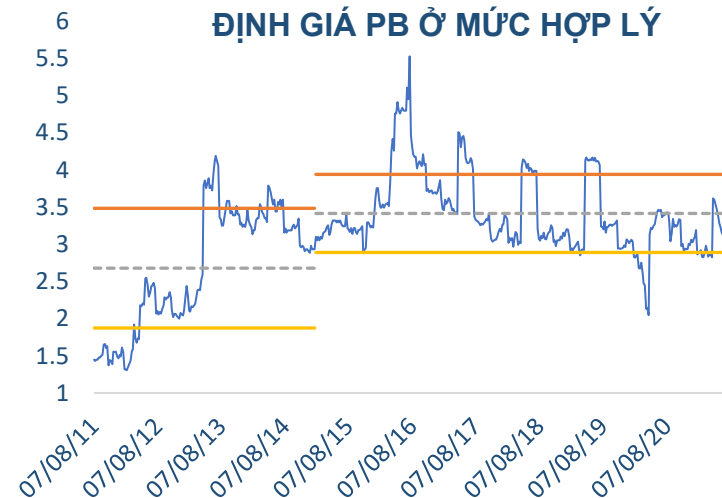
LƯỢNG TIỀN TÍCH LŨY LỚN (TRIỆU VNĐ)



CƠ CẤU TÀI CHÍNH AN TOÀN (TRIỆU VNĐ)

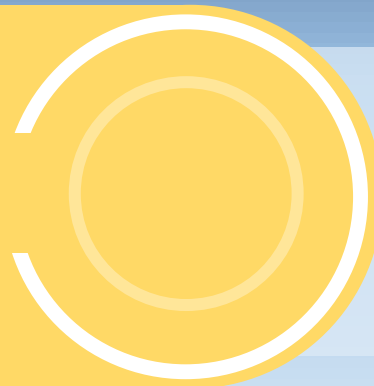


ĐỊNH GIÁ PB Ở MỨC HỢP LÝ



HPG

OUTPERFORM | Target: VND74.180/cp | Upside: 62%



2021 dự báo tiếp tục tăng trưởng ấn tượng

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Quý 4 dự kiến sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG tăng mạnh lên **1,18 triệu tấn (+30% YoY; +24% QoQ)** nhờ (1) Nhu cầu xây dựng dồn tích sau khi bị dừng lại trong nhiều tháng để thực hiện giãn cách (2) Quý 4 đồng thời cũng là quý cao điểm về tiêu thụ thép của HPG khi nhu cầu xây dựng cuối năm rất lớn (3) HPG thực hiện đẩy mạnh xuất khẩu thép xây dựng (4) Nhu cầu đầu tư công lớn trong thời gian tới giúp tiêu thụ thép xây dựng của HPG tăng
- ❖ **Dự báo sản lượng tiêu thụ HPG trong năm 2022:** Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng ước đạt 4,6 triệu tấn (+15%YoY); phôi thép đạt 0,4 triệu tấn (-71% YoY) và tiêu thụ HRC nội bộ và bán ra ngoài đạt 3,5 triệu tấn (+23%YoY).
- ❖ **Giá thép sẽ chịu áp lực điều chỉnh giảm so với 2021 nhưng mức giảm sẽ không quá lớn.** Chúng tôi đang giả định mức giảm quanh -10%YoY. Chi phí vận chuyển NVL và thành phẩm thép sẽ thấp hơn năm 2021.
 - ❑ Nhu cầu tiêu thụ thép yếu tại Trung Quốc gây áp lực lên giá thép trong ngắn hạn và trung hạn
 - ❑ Chiến lược cắt giảm khí thải của Trung Quốc, khu vực EU và Mỹ sẽ khiến nguồn cung thép cũng sẽ bị suy giảm giúp hỗ trợ giá thép

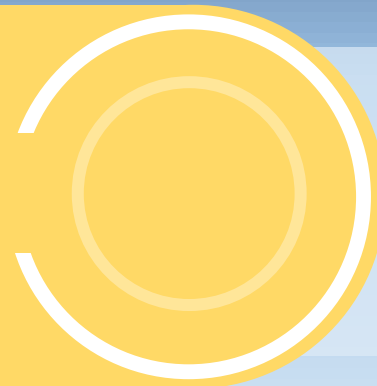
BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với **giá mục tiêu là 74.180VND/cổ phiếu, tiềm năng tăng trưởng 62%**

Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021E	2022E
Doanh thu	63.658	90.119	150.992	147.932
Giá vốn	-52.473	-71.214	-105.803	106.895
Lợi nhuận gộp	11.185	18.904	45.189	41.037
Chi phí bán hàng	-873,33	-1.090,80	-2.040,91	-2.032,20
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-569,01	-690,30	-1.219,85	-1.300,01
Doanh thu tài chính	471,05	1.004,79	2.588,39	1.671,13
Chi phí tài chính	-937	-2.192	0	0
Lợi nhuận sau thuế	7.527	13.450	37.894	33.182

Định giá		
Năm	2021	2022
LNST	37.894	33.182
Số lượng cổ phần (triệu cp)	4.473	4.473
P/E mục tiêu	9	10
Giá trị/cổ phần	76.250	74.180

HHV

NEUTRAL | Target: VND28.120/cp | Upside:5,3%



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư

Reco 1:

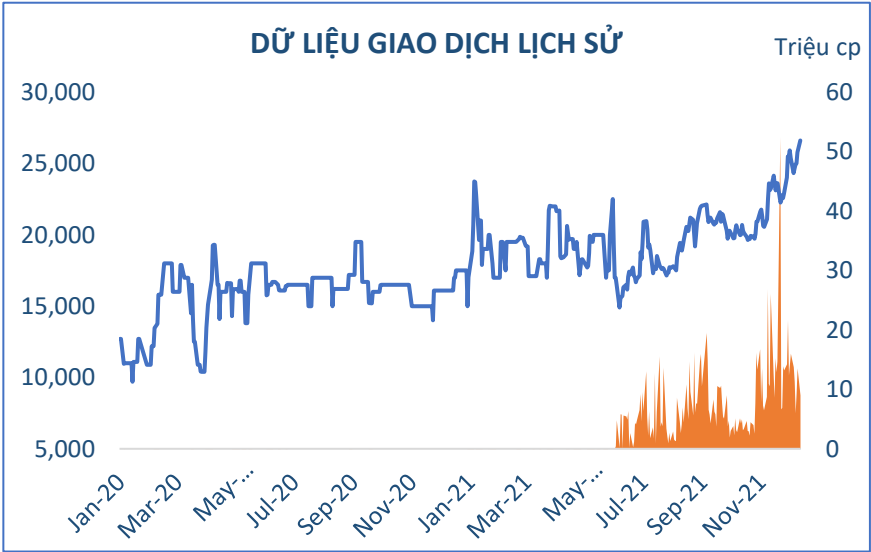
Nhu cầu đầu tư công, đặc biệt là cơ sở hạ tầng đường bộ tại Việt Nam vẫn còn rất lớn. Tổng mức đầu tư công được Quốc hội phê duyệt cho giai đoạn 2021-2025 là 2,87 triệu tỷ đồng, **tăng 44% so với giai đoạn 2016-2020** là 2 triệu tỷ đồng, đặc biệt là đầu tư cơ sở hạ tầng đường bộ. Trong giai đoạn từ 2000-2020, Việt Nam chỉ xây được 1.200km đường bộ cao tốc. Trong khi đó, theo Quy hoạch mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021-2030 sẽ tăng thêm 3.841 km. Giai đoạn 2030-2050 sẽ tăng thêm 5.000 km, tổng chiều dài cao tốc là 9.014km.

Reco 2:

Năng lực thi công tốt đã được chứng minh từ các dự án trong quá khứ là lợi thế giúp tập đoàn Đèo Cả có thể nhận được các dự án lớn trong tương lai, mở ra cơ hội cho các công ty thành viên như HHV. Trong 7 dự án đã và đang thi công với tổng mức đầu tư lên tới 47.403 tỷ đồng, tập đoàn luôn đảm bảo tiến độ, thậm chí thường hoàn thành sớm hơn so với kế hoạch dự kiến. Tiến độ thi công nhanh, cùng với năng lực kiểm soát dự án tốt khiến chi phí thi công thường sát với dự toán (hoặc thấp hơn). Bên cạnh đó, nhờ kinh nghiệm tại các dự án lớn và phức tạp, Đèo Cả còn được mời tham gia để gỡ rối cho các dự án hoạt động yếu kém (điển hình là dự án cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn).

Reco 3:

Các dự án trong tương lai tạo cơ hội tăng trưởng cho HHV. Hiện tại tập đoàn Đèo Cả và HHV đang tham gia đấu thầu xây dựng 4 dự án cao tốc lớn bao gồm dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo; Đồng Đăng – Trà Lĩnh; Tân Phú - Bảo Lộc và Hữu Nghị - Chi Lăng. Trong đó 1 dự án đang chuẩn bị triển khai thực hiện, 2 dự án đang trong quá trình phê duyệt, và 1 dự án đang trong giai đoạn lập báo cáo tiền khả thi

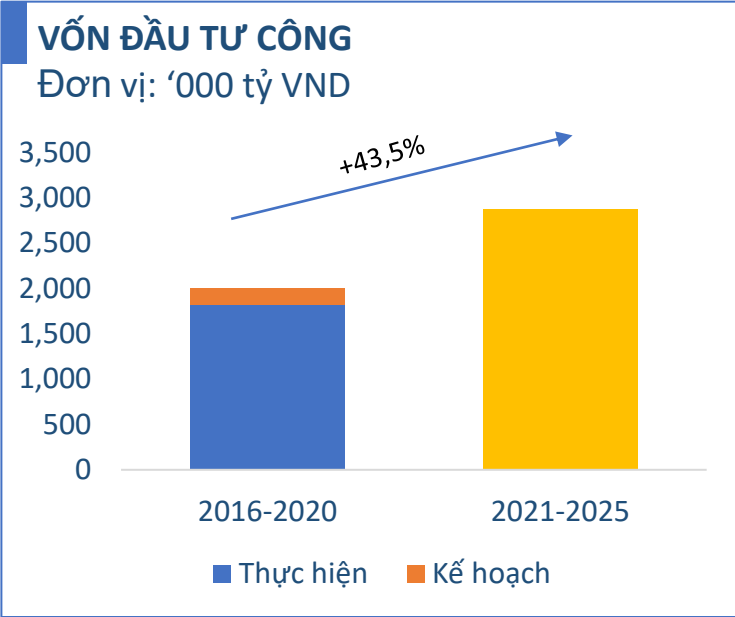


CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Biên gộp	10,8%	8,6%	44,8%	58,4%
Biên LN thuần	2,9%	3,3%	32,5%	14,6%
ROE	21,6%	16,1%	4,4%	2,4%
ROA	2,9%	2,9%	1,0%	0,6%
Đòn bẩy tài chính	7,4	5,6	4,3	4,3
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,3	0,2

NHU CẦU ĐẦU TƯ CÁC DỰ ÁN ĐƯỜNG BỘ CÒN LỚN

- Tổng mức đầu tư công được Quốc hội phê duyệt cho giai đoạn 2021-2025 là 2,87 triệu tỷ đồng, tăng 44% so với giai đoạn 2016-2020 là 2 triệu tỷ đồng.
- Đầu tư công tăng mạnh, trong đó, đầu tư về cơ sở hạ tầng đường bộ cũng được chú trọng. Đường cao tốc Bắc Nam tuyến phía Đông là một trong những dự án trọng điểm trong giai đoạn 2021-2025 với tổng mức đầu tư giai đoạn 1 và giai đoạn 2 đạt 99.400 tỷ đồng.
- Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của nhà nước vẫn rất lớn khi **trong giai đoạn từ 2000-2020, Việt Nam chỉ xây được 1.200km đường bộ cao tốc**. Trong khi đó, theo Quy hoạch mạng lưới đường bộ **thời kỳ 2021-2030 sẽ tăng thêm 3.841 km**. Giai đoạn 2030-2050 sẽ tăng thêm 5.000 km, tổng chiều dài cao tốc là 9.014km



Các dự án GĐ1 được phê duyệt (Đơn vị: tỷ VND)	Tổng mức đầu tư	NSNN	Hình thức
Cam Lâm - Vĩnh Hảo	13.687	9.311	BOT
Diễn Châu Bãi Vọt	13.338	6.618	BOT
Phan Thiết - Dầu giầy	12.577	12.577	NSNN
Mai Sơn-QL45	12.111	12.111	NSNN
Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10.853	10.853	NSNN
Cam Lộ - La Sơn	7.669	7.669	NSNN
Nha Trang - Cam Lâm	7.615	5.058	BOT
Nghi Sơn - Diễn Châu	7.293	7.293	NSNN
QL45 - Nghi Sơn	5.534	5.534	NSNN
Cầu Mỹ Thuận 2 và đường dẫn	5.003	5.003	NSNN
Cao Bồ - Mai Sơn	1.607	1.607	NSNN



LỢI THẾ CẠNH TRANH NHỜ NĂNG LỰC THI CÔNG TỐT

- Năng lực thi công là một trong những điểm mạnh nhất của Tập Đoàn Đèo Cả. Tập đoàn đã và đang thi công 7 dự án BOT với tổng mức đầu tư lên tới 47.403 tỷ đồng. Các điểm nhấn chính trong năng lực thi công của tập đoàn đèo cả là: (1) Tiến độ thi công luôn được đảm bảo, các dự án thường hoàn thành sớm hơn dự kiến; (2) Có khả năng thi công những dự án có độ phức tạp cao như hầm, đèo; (3) Chi phí thi công thường sát với dự toán nhờ hoàn thành sớm hơn so với tiến độ và tập đoàn quản lý tốt dự án
- Tập đoàn Đèo Cả xây dựng dự án với tiến độ rất tốt. Thậm chí, ban đầu Đèo Cả không phải chủ đầu tư dự án cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn. Tuy nhiên, do dự án bị đình trệ hoàn toàn vào năm 2017 vì các nhà đầu tư yếu kém về nguồn lực và năng lực quản trị nên tiến độ sau 2 năm chỉ đạt 13% sản lượng. Do đó, Tập đoàn Đèo Cả đã được mời tham gia để gỡ rối cho dự án. Kết quả là dự án đã hoàn thành hợp phần cao tốc vào năm 2019, về đích sớm hơn so với kế hoạch bộ GTVT phê duyệt.
- Chi phí xây dựng thường sát với dự toán. Thậm chí đối với công trình hầm Đèo Cả, tập đoàn đã giảm tốc mức đầu tư từ 15.603 tỷ đồng xuống còn hơn 11.000 tỷ đồng nhờ việc nghiên cứu, điều chỉnh rút ngắn chiều dài hầm. Đây cũng là công trình đầu tiên tiết kiệm được hơn 1.000 tỷ đồng. Các công trình khác đều đảm bảo bám sát dự kiến phương án tài chính. Việc tiến độ dự án được đảm bảo là yếu tố then chốt giúp chi phí không bị tăng cao hơn.

Các dự án của tập đoàn Đèo Cả	Tổng mức đầu tư	Thời gian thi công	Thời gian thi công	Thời gian thông xe	Chi phí
Hầm đường bộ qua Đèo Cả	26,154	5 năm	11/2012-8/2017	Thông xe sớm 4 tháng	Tiết kiệm 4.000 tỷ đồng
Cao tốc Bắc Giang - Lạng Sơn	12,188	2 năm	6/2017-9/2019	Thông xe sớm 3 tháng, dù tiếp nhận lại dự án bị đình trệ	Tương đương mức ký kết
QL1 đoạn Khánh Hòa	2,644	2 năm	12/2013-9/2015	Thông xe sớm 3 tháng	Tương đương mức ký kết
Cầu cửa lục	2,110	1.5 năm	4/2020-11/2021	Dự kiến hoàn thành sớm 1 tháng vào 11/2021	
Cầu cửa lục 3	1,743	1,5 năm	10/2020-6/2022	Dự kiến hoàn thành đúng tiến độ vào Q2/2022	

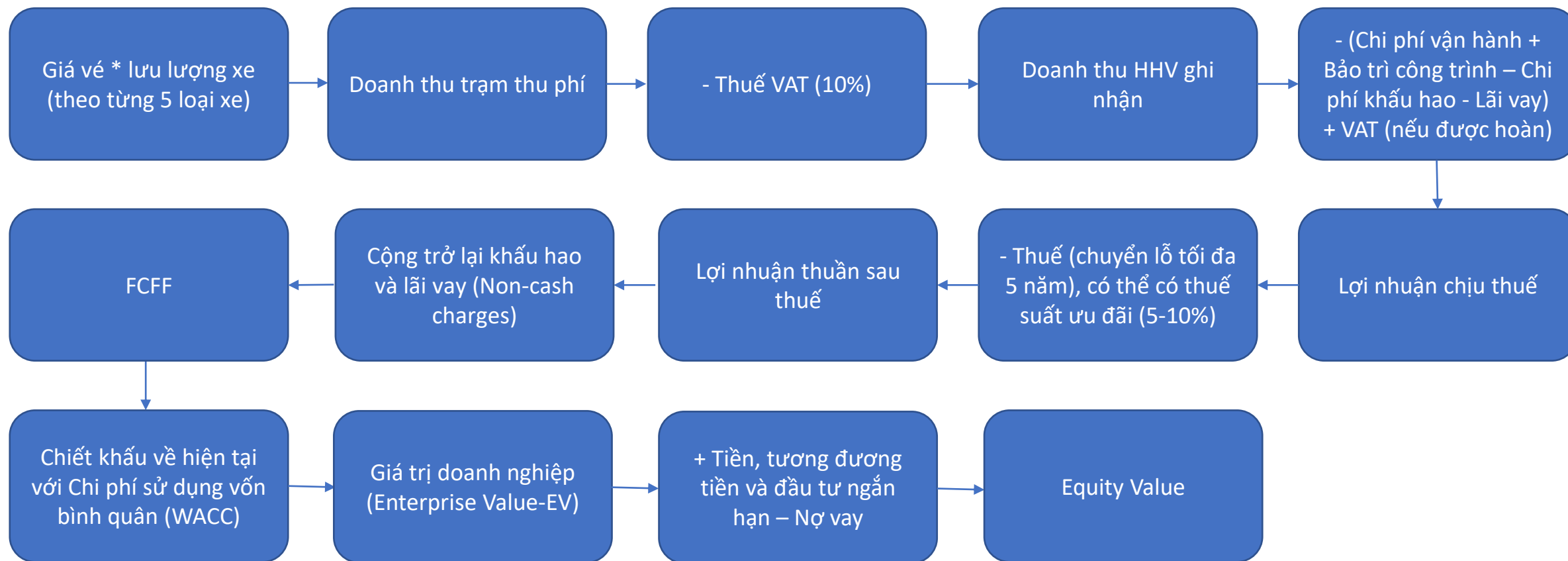
DỰ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG TỪ CÁC DỰ ÁN TRONG TƯƠNG LAI

- Hiện tại tập đoàn Đèo Cả và HHV đang tham gia đấu thầu xây dựng 4 dự án cao tốc lớn bao gồm dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo; Đồng Đăng – Trà Lĩnh; Tân Phú - Bảo Lộc và Hữu Nghị - Chi Lăng. Trong đó 1 dự án đang chuẩn bị triển khai thực hiện, 2 dự án đang trong quá trình phê duyệt, và 1 dự án đang trong giai đoạn lập báo cáo tiền khả thi.

Dự án	Dự án Hữu Nghị - Chi Lăng	Dự án Đồng Đăng - Trà Lĩnh	Dự án Cam Lâm - Vĩnh Hảo	Dự án Tân Phú - Bảo Lộc
Tổng vốn đầu tư, trong đó:	7.609	11.240	8.925	16.408
- Vốn chủ sở hữu	822	1031	1030	1486
- Vốn Ngân sách Nhà nước hỗ trợ	3.500	5.500	5.139	6.500
- Vốn vay ngân hàng	3.287	4.709	2.756	8.422
Tình hình thực hiện	Bộ KHĐT đang lấy ý kiến đóng góp.	Đang hoàn thiện hồ sơ trình thẩm định	Đã hoàn thiện đàm phán hợp đồng. Đang huy động vốn và triển khai dự án	Đang thẩm định tiền khả thi
Thời gian dự kiến xây dựng	2022-2024		2022-2025	2022-2024

PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

DỰ ÁN BOT BẮC GIANG – LẠNG SƠN



ĐỊNH GIÁ CÁC DỰ ÁN HIỆN TẠI

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ CÁC DỰ ÁN HIỆN TẠI

BOT	Equity value	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị sở hữu	Định giá theo phương pháp
Đèo cả	5.107	70%	3.593	DCF
BG-LS	1.391	66%	913	DCF
Đèo cả KH	1.718	47%	808	DCF
PT-PG	349	99%	347	DCF
ICV Việt Nam	77	22%	17	Giá gốc
BOT Bắc Giang - Lạng Sơn Hữu Nghị	-		-	Dự án đã dừng do thiếu vốn, đang chờ điều chỉnh dự án
Tổng cộng	8.643	0	5.678	

ĐỊNH GIÁ CÁC DỰ ÁN TƯƠNG LAI VÀ HHV

TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN TRONG TƯƠNG LAI

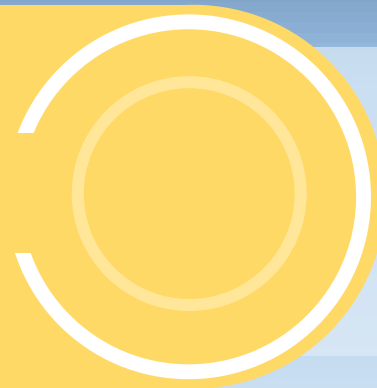


ĐỊNH GIÁ DỰ ÁN TƯƠNG LAI VÀ GIÁ TRỊ HHV

Dự án	Tỉ lệ EV/tổng mức đầu tư	Tổng mức đầu tư	EV tương ứng	Equity value tương ứng	Giá trị tăng thêm của các dự án mới (Đơn vị: tỷ đồng)		Định giá HHV có tính dự án mới (Đơn vị: tỷ đồng)	
Dự án Hữu Nghị - Chi Lăng	1,1	7.609	8.370	1.583	Tổng NPV các dự án tương lai8.149		Tổng giá trị doanh nghiệp5.932	
Dự án Đồng Đăng - Trà Lĩnh	1,2	11.240	13.488	2.248	Ước tính tỷ lệ sở hữu của Tập đoàn Đèo Cả70%		Phần Equity Value tăng thêm3.423	
Dự án Cam Lâm - Vĩnh Hảo	1,3	8.925	11.603	2.678	Chiết khấu các rủi ro40%		Tổng giá trị9.354	
Dự án Tân Phú - Bảo Lộc	1,1	16.408	18.049	1.641			Số cổ phiếu trước khi tăng thêm267.384.090	
Tổng		44.182	51.509	8.149	Giá trị NPV của tập đoàn Đèo Cả3.423		Số cổ phiếu sau khi tăng thêm (tương ứng phần tăng vốn để đầu tư dự án)332.687.295	
							Giá trị mục tiêu cổ phiếu HHV	28.120

VTP

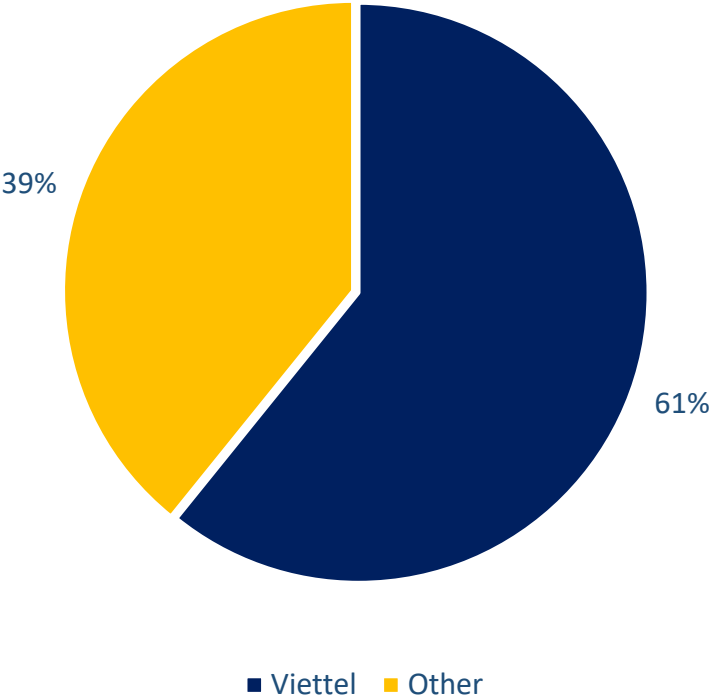
OUTPERFORM | Target: VND 103.800 | Upside: 43,6%



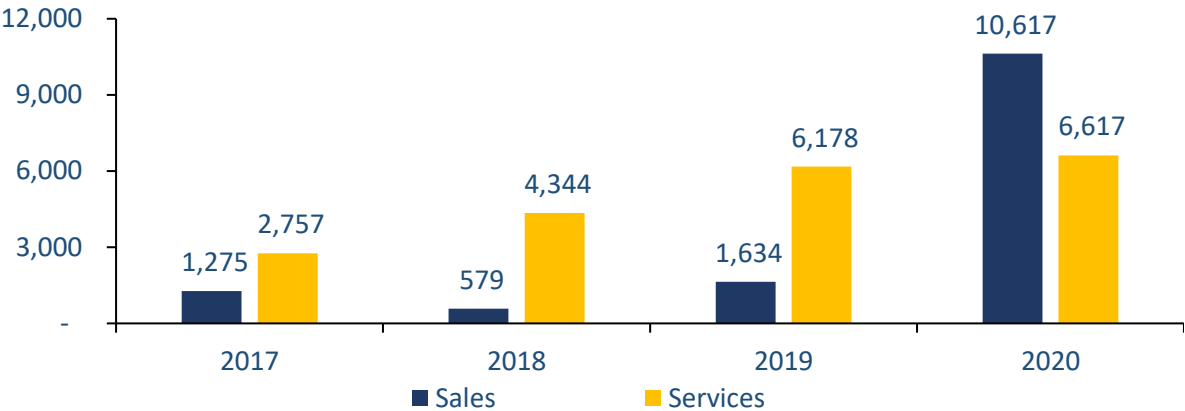
Tổng CTCP Bưu chính Viettel

Cơ cấu cổ đông:

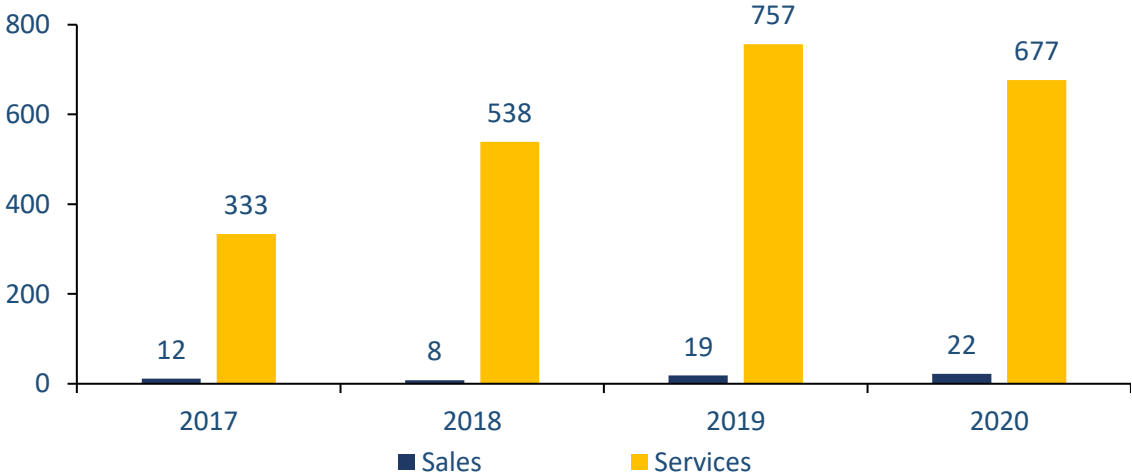
- Vốn điều lệ: 1.036 tỷ VNĐ
- Niêm yết: UPCOM
- Cơ cấu cổ đông: Cổ đông lớn Tập đoàn Viettel sở hữu 61%.



Cơ cấu doanh thu (tỷ VNĐ)



Cơ cấu lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)



Hệ sinh thái khép kín

Tạo giá trị gia tăng xuyên suốt chuỗi giá trị với sự hậu thuẫn từ Tập đoàn Viettel



Lợi nhuận được dẫn dắt bởi mạng logistics

Điểm nhấn đầu tư:

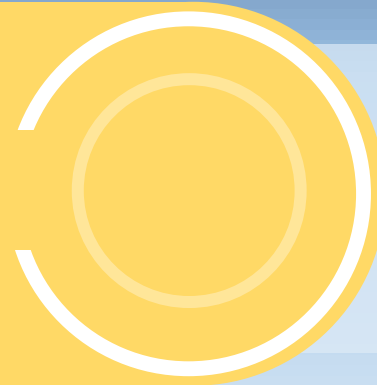
- ❑ **Tốc độ tăng trưởng của TMĐT sẽ là điểm nhấn quan trọng:** TMĐT được dự phóng sẽ tăng với CAGR 28% đến 2025. Doanh thu và lợi nhuận của VTP sẽ gia tăng theo nhu cầu chuyển phát.
- ❑ **Doanh nghiệp dẫn đầu mảng e-fulfillment trong tương lai:** VTP đang đầu tư xây dựng 17 trung tâm logistics khắp Việt Nam để giảm thời gian và tăng độ hiệu quả của việc phân phối hàng hóa
- ❑ **Mạng lưới bưu cục & điểm giao nhận:** VTP, cùng với VN Post sẽ có lợi thế khi xu hướng người dân các tỉnh nhỏ tham gia TMĐT nhiều hơn với việc sở hữu bưu cục ở tất cả các huyện xã.
- ❑ **So với các đối thủ, VTP được đánh giá tích cực nhất:** Tuy có giá thành cao hơn, VTP được đánh giá cao nhờ chất lượng và chăm sóc khách hàng chuyên nghiệp.
- ❑ Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cho VTP với mức giá mục tiêu 1 năm là 103.800 đồng/CP (Upside: 43,6%), định giá công ty tại mức P/E forward 2022 là 21x.

Reviews	Google Play	Reviews	Apple Store	Reviews	Average
VTP	3,8	18.712	3,9	12.000	3,8
VNPost	2,0	1.972	2,1	417	2,0
GHN	1,8	5.238	3,1	5.200	2,4
GHTK	2,6	15.445	2,3	9.600	2,5
Best	2,1	167	2,6	76	2,3
J&T	3,5	2.329	2,1	800	3,1

Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh Thu (tỷ VNĐ)	7.812	17.234	21.080	28.096
Tăng trưởng (%)	59%	121%	22%	33%
Lợi nhuận gộp	775	699	675	1.041
Tăng trưởng (%)	42%	-10%	-4%	54%
Lợi nhuận thuần	380	383	350	551
Tăng trưởng (%)	36%	1%	-9%	57%
ROA (%)	11%	9%	7%	10%
ROE (%)	39%	32%	22%	28%
EPS (VNĐ / share)	5.866	4.246	3.109	4.895

VHM

OUTPERFORM | Target: VND 105.000 | Upside: 28,5%



Gói kích thích kinh tế sẽ tạo cú hích cho doanh nghiệp lớn

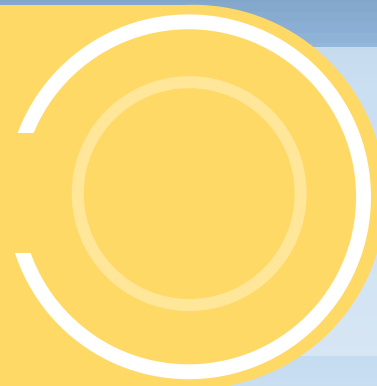
Điểm nhấn đầu tư:

- ▶ VHM là doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn ở các tỉnh trọng điểm ở phía Bắc và Nam. Sự phát triển cơ sở hạ tầng sẽ tạo sự gia tăng về giá trị cho quỹ đất của VHM trong 2021-2025.
- ▶ Hai dự án là Vinhomes Long Beach và Hạ Long Xanh kỳ vọng sẽ tạo cú hích lớn và hấp dẫn vào cuối năm. Trong đó, với tình hình kiểm soát dịch tốt và hoạt động kinh tế tại Hải Phòng đang duy trì tốt, dự án Hạ Long Xanh kỳ vọng sẽ nhận được sự quan tâm lớn từ nhà đầu tư phía Bắc.
- ▶ Công ty vẫn duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận ròng 13-15% trong 2022 dù một số dự án lớn chưa triển khai như Vinhomes Galaxy, Vinhomes Long Beach, Hạ Long Xanh... Với giá cổ phiếu tích lũy ở vùng thấp, chỉ số định giá PE và PB của VHM trong 2022 là 9,8x và 2,2x, rất hấp dẫn với vị thế doanh nghiệp đầu ngành.
- ▶ Các dự án khu công nghiệp sẽ có nhiều thông tin về triển khai, kinh doanh trong 2022. Đây là điểm nhấn với VHM khi ngành khu công nghiệp vẫn đang thu hút sự quan tâm nhà đầu tư. Các dự án này kỳ vọng sẽ đóng góp lớn từ 2022.
- ▶ Từ điểm nhấn trên, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với VHM với giá mục tiêu là 105.000 VND/cp, tương đương mức PE và PB mục tiêu là 12x, và 3x.
- ▶ **Rủi ro:** hoạt động giảm tỷ lệ sở hữu của VIC tại VHM trong 2021 là rủi ro có thể duy trì trong 2022.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	51.627	70.593	85.501	119.496
Tăng trưởng (%)	34%	37%	21%	40%
NPAT MI (billion VND)	21.747	27.351	32.653	36.880
Tăng trưởng (%)	52%	26%	19%	13%
P/E (x)	13	10,7	11	9,8
P/B (x)	4,3	3,3	2,8	2,2
EPS (VND/share)	6.611	8.315	7.499	8.470
Giá mục tiêu (VND)	105.000VND/cp			

NLG

NEUTRAL | Target: VND 71.000 | Upside: 12,2%



Quỹ đất lớn sẽ hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công

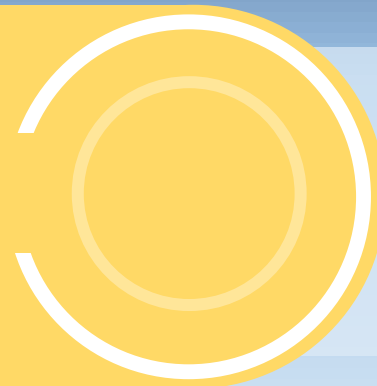
Điểm nhấn đầu tư:

- ▶ Chúng tôi luôn duy trì đánh giá khả quan với NLG trong những năm qua do i) sở hữu quỹ đất lớn ii) tài chính vững mạnh iii) khả năng phát triển dự án tốt.
- ▶ BVSC kỳ vọng hoạt động kinh doanh, cũng như, lợi nhuận của NLG trong 2022 sẽ sôi động và bức phá nhanh hơn. Công ty hiện sở hữu lượng quỹ đất sẵn sàng kinh doanh rất lớn. Tuy nhiên, sự gián đoạn do làn sóng Covid 4 làm cho hoạt động mở bán bị ảnh hưởng trong 2H.2021. Sự phục hồi sẽ sớm trở lại trong Q4.2021 với 4 dự án sẵn sàng kinh doanh là Izumi, Southgate, Mizuki, và Akari. Hiện tại, sản phẩm đầu tiên của Izumi, và block mới của Mizuki nhận được sự booking lớn từ nhà đầu tư.
- ▶ Về ghi nhận, các dự án sẽ đóng góp chính cho NLG trong 2022 là Akari GD1, Izumi và Southgate chiếm 87% doanh thu. Biên lợi nhuận gộp kinh doanh BDS là 50,3%, so với 43,8% của 2021. Lợi nhuận ròng sau thuế 2022 là 1.548 tỷ, tăng 86% yoy. Cổ phiếu đang giao dịch với PE 12 lần.
- ▶ Về quan điểm đầu tư, chính sách đầu tư công với trọng tâm là phát triển hạ tầng trong 2021-2025 là động lực rất lớn cho thị trường bất động sản nói chung, và doanh nghiệp có quỹ đất lớn ở tỉnh như Nam Long. BVSC cho rằng giá hợp lý cho NLG trong 2022 là **71.000 đồng/cp**.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	2.546	2.216	3.130	7.786
Tăng trưởng (%)	-26%	-13%	41%	148%
NPAT MI (bil VND)	960	834	832	1.548
Tăng trưởng (%)	26%	-13%	0%	86%
P/E (x)	6,9	9,0	22	12
P/B (x)	1,1	1,2	2,2	2,0
EPS (VND/share)	4.017	3.024	2.477	4.609
Giá mục tiêu (VND)	71.000 VND/cp			

KDH

NEUTRAL | Target: VND 55.000 | Upside: 3,8%



Kỳ vọng dự án KCN Lê Minh Xuân triển khai trong 2022

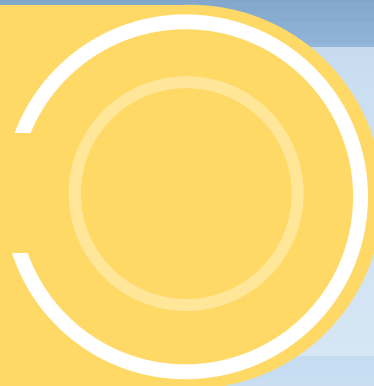
Điểm nhấn đầu tư:

- ▶ KDH là doanh nghiệp có quỹ đất sạch và năng lực triển khai pháp lý tốt. Công ty ít chịu ảnh hưởng từ khó khăn về pháp lý trong thời gian qua. Triển vọng dài hạn của KDH còn rất lớn khi quỹ đất phía Nam vẫn chưa được giải phóng giá trị.
- ▶ BVSC kỳ vọng những tiến triển cụ thể hơn ở KDC 11A và KCN Lê Minh Xuân cũng sẽ là điểm nhấn hấp dẫn cho KDH trong 2022 vì chi phí vốn hai dự án này thấp, trong khi, vị trí nhiều tiềm năng và giá trị.
- ▶ Năm 2022, BVSC dự báo lợi nhuận sau thuế KDH là 1.347 tỷ, tăng 29% so với LNST điều chỉnh của 2021. BVSC điều chỉnh giảm LNST 2021 do các dự án gối đầu chậm tiến độ so với kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh này không ảnh hưởng đến triển vọng KDH trong dài hạn.
- ▶ Thị trường đất nền phân lô kiểm soát chặt cũng giúp giá đất ở Bình Tân, Bình Chánh khó có sự tăng đột biến, hỗ trợ cho tiến độ đền bù KDC Tân Tạo thuận lợi. Ngoài ra, Bình Chánh đang xây dựng đề án để lên Thành phố cũng là câu chuyện đáng quan tâm cho KDH.
- ▶ Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** với KDH với giá mục tiêu là **55.000 đồng/cp** theo phương pháp NAV.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	2.809	4.532	4.254	3.651
Tăng trưởng (%)	-4%	61%	-6%	-14%
NPAT MI (bil VND)	915	1.152	1.048	1.347
Tăng trưởng (%)	13%	26%	-9%	29%
P/E (x)	14,3	14	27,6	21,9
P/B (x)	1,9	2,0	2,9	2,6
EPS (VND/share)	1.681	2.092	1.667	2.096
Giá mục tiêu (VND)	55.000 VND/cp			

DXG

NEUTRAL | Target: VND 38.054 | Upside: 6,6%



Quỹ đất hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công

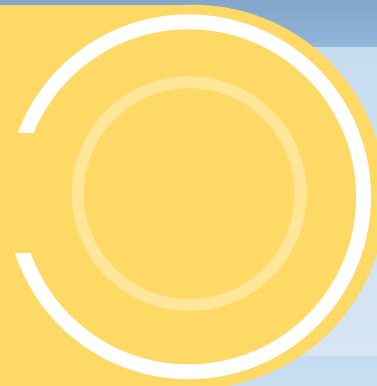
Điểm nhấn đầu tư:

- ▶ Hoạt động của DXG hiện tại với 2 mảng kinh doanh chính là đầu tư thứ cấp & phát triển dự án. Sự phát triển về hạ tầng qua các dự án đầu tư công lớn sẽ mang đến cơ hội cho quỹ đất phát triển (Gem Sky World). Với mục tiêu tập trung vốn cho sân bay Long Thành, dự án Gem Sky World sẽ duy trì sự quan tâm nhà đầu tư trong 2022-2023.
- ▶ Sự phát triển hạ tầng sẽ giúp thị trường bất động sản tỉnh sôi động là cơ hội cho hoạt động đầu tư thứ cấp của DXG. Hệ thống của DXG trải dài và có độ phủ ở các vùng trọng điểm kinh tế Bắc – Trung – Nam. Và với tính chất mô hình đầu tư thứ cấp, DXG sẽ hưởng lợi nhanh hơn so với việc tự phát triển dự án.
- ▶ Công ty đang triển khai huy động vốn quy mô lớn 300 triệu trái phiếu quốc tế và cân nhắc phương án khách thay thế kế hoạch riêng lẻ 200 triệu USD. Xét dài hạn, nguồn vốn lớn huy động được sẽ giúp DXG nắm bắt được xu hướng đầu tư công lớn trong 2022-2025.
- ▶ BVSC xác định giá mục tiêu là **38.054 VND/cp** theo trung bình các phương pháp. Giá cổ phiếu DXG gia tăng nhanh khi phương án riêng lẻ được hủy bỏ. Ở mức giá hiện tại, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL**. Chúng tôi sẽ có cập nhật mới khi công ty có phương án phát hành mới để thay thế.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	5.813	2.890	9.094	11.431
Tăng trưởng (%)	25%	-50%	218%	25.7%
NPAT MI (bil VND)	1.216	-495	1.252	1.611
Tăng trưởng (%)	14%	-98%	-	29%
P/E (x)	4,7	-	15	13
P/B (x)	0,8	0,9	2,2	2,2
EPS (VND/share)	2.340	(831)	2.102	2.703
Giá mục tiêu (VND)	38.054 VND/cp			

AGG

OUTPERFORM | Target: VND 64.000 | Upside: 21,8%



Lợi nhuận tăng trưởng nhanh trong 2022-2023

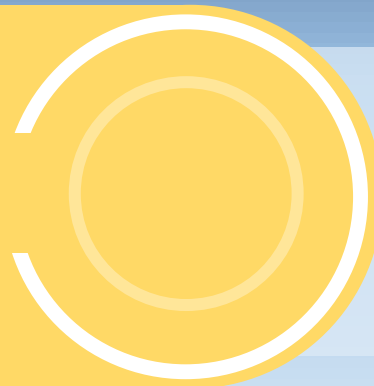
Điểm nhấn đầu tư:

- An Gia là đơn vị phát triển mới nhưng có năng lực triển khai tốt, sản phẩm hoàn thành được đánh giá cao về chất lượng. Công ty đang từng bước khẳng định thương hiệu và có định hướng phát triển tương đồng với hai doanh nghiệp lớn khác là Nam Long và Khang Điền.
- Quy mô vốn nhỏ nhưng công ty sở quỹ đất đảm bảo lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 2022-2024. Tính đến hiện tại, quy mô quỹ đất An Gia khoảng 40-45ha với 2 dự án lớn là Bình Chánh (27ha) và 1 dự án Bình Dương (7ha). Hai quỹ đất này sẽ đóng góp lợi nhuận từ 2023.
- Lợi nhuận sau thuế 2022 dự báo sẽ tăng trưởng mạnh khi là điểm rơi bàn giao các dự án là The Standard, The Sóng. BVSC ước tính LNST-MI là 577 tỷ, tăng 36% so với 2021. Năm 2023, dự án West Gate với doanh số 7.000 tỷ sẽ bán đầu bàn giao sẽ đảm bảo LNST gia tăng trên 30% yoy.
- Các kế hoạch tăng vốn thời gian tới sẽ là động lực cho cổ phiếu AGG.
- Giá cổ phiếu đang hấp dẫn so với định giá trung bình (NAV,PE,PB) của BVSC. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của AGG cho 2022 là **64.000 đồng/cp**. Ở định giá này, PE và PB mục tiêu là 9x và 2x của AGG, vẫn thấp hơn nhiều so với mức trung bình các doanh nghiệp tương đồng là 12x và 2.5x lần.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	384	1.753	2.298	3.548
Tăng trưởng (%)	-66%	356%	31%	54%
NPAT MI (bil VND)	326	414	425	577
Tăng trưởng (%)	12%	27%	3%	36%
P/E (x)	-	5,3	8,6	6,3
P/B (x)	-	1,02	1,7	1,4
EPS (VND/share)	4.353	5.027	5.126	6.996
Giá mục tiêu (VND)	64.000 VND/cp			

NTL

OUTPERFORM | Target: VND55.960/cp | Upside: 31,7%



Quỹ đất lớn sẽ hưởng lợi từ xu hướng đầu tư công

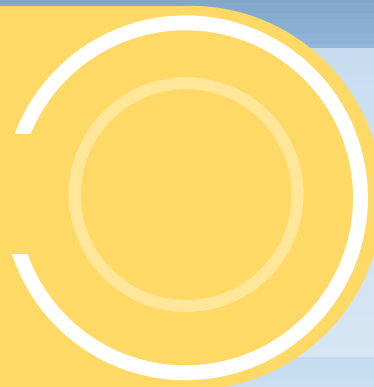
Điểm nhấn đầu tư:

- Các dự án đang triển khai giúp doanh thu và lợi nhuận 2022 tăng trưởng ấn tượng: Khu đô thị Bắc Quốc Lộ 23 sẽ đem lại 877 tỷ đồng tiền doanh thu ghi nhận phần lớn trong 2021 và 2022. Khu 23ha Bãi Muối, Hạ Long là dự án bao gồm khu 1 với 11ha đất nền chia ra 629 lô sẽ đem lại doanh thu gần 2.000 tỷ đồng bắt đầu ghi nhận từ 2021.
- Quỹ đất chưa triển khai lớn đảm bảo tăng trưởng vững chắc trong các năm tiếp theo: Với gần 100ha đất từ hai dự án là KĐT Dịch Vọng, Cầu Giấy và KĐT mới Núi Hạm, Hạ Long, Lideco được tiếp sức để tiếp tục tăng trưởng trong những năm từ 2023 trở đi.
- Định giá hấp dẫn: NTL hiện đang giao dịch với mức P/E forward là 4,2, rất hấp dẫn so với mức P/E trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành là 12x. Với định giá hợp lý theo phương pháp NAV và so sánh P/E, P/B, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với NTL với giá mục tiêu cho 2022 là **55.960 đồng/cp**, tương ứng với P/E là 5,7x.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	835	653	633	1.009
Tăng trưởng (%)	17%	-22%	-3%	59%
NPAT MI (bil VND)	234	295	325	556
Tăng trưởng (%)	31%	26%	10%	71%
P/E (x)	5,5	5,2	4,2	5,7
P/B (x)	2,3	2,2	2,0	2,2
EPS (VND/share)	3.839	4.851	5.331	9.133
Giá mục tiêu (VND)	55.960 VND/cp			

HDG

Neutral | Target: VND 70.100 | Upside: 5,1%



Mảng năng lượng sẽ dẫn dắt lợi nhuận trong 2022

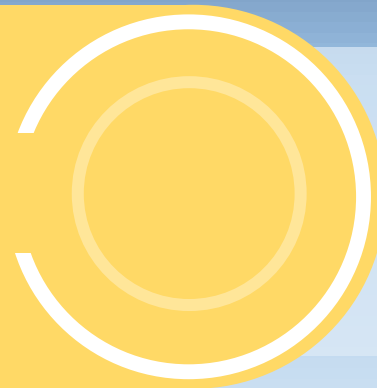
Điểm nhấn đầu tư:

- ▶ Chúng tôi duy trì quan điểm trung lập với HDG do giá cổ phiếu gia tăng nhanh và phù hợp với định giá hợp lý của BVSC. Mặc dù vậy, BVSC cho rằng HDG là doanh nghiệp có tính bền vững, hoạt động an toàn.
- ▶ Hoạt động kinh doanh bất động sản dự án sẽ ổn định và duy trì lợi nhuận gộp 1.000 – 1.2000 tỷ đến 2023. Lợi nhuận này đảm bảo từ dự án Hado Charm Villa. Các dự án gối đầu sau 2023 sẽ là Bình An Riverside, Linh Trung và 62 Phan Đình Giót.
- ▶ Năng lượng sẽ là hoạt động dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận cho HDG trong 2022-2023. Với đóng góp thêm từ Dakmi 3 và 7A, doanh thu năng lượng 2022 là 1.705 tỷ, tăng 54% yoy. Lợi nhuận gộp đạt 1.047 tỷ, tương ứng GPM là 64%.
- ▶ Kế hoạch IPO mảng năng lượng tái tạo tiếp tục là điểm nhấn cho HDG cho đến 2023.
- ▶ Tình hình tài chính của HDG dự báo sẽ cải thiện khả quan hơn khi i) Nhu cầu vốn đầu tư cho 2022 sẽ bớt áp lực hơn 2021 ii) Dòng tiền bán hàng từ Charm Villa iii) dòng tiền lớn khi dự án Dakmi3, 7A, Sông Tranh 4 hoạt động ổn định.
- ▶ Khuyến nghị: NĐT quan sát và chờ các nhịp điều chỉnh để tham gia để gia tăng lợi nhuận kỳ vọng. Giá mục tiêu cho HDG trong 2022 là **70.100 đồng/cp**.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	4.342	4.999	3.835	4.272
Tăng trưởng (%)	35%	15%	-23%	11%
NPAT MI (billion VND)	931	979	954	1.125
Tăng trưởng (%)	47%	5%	-3%	18%
P/E (x)	3,7	5,5	14	12
P/B (x)	1,1	1,5	2,7	2,3
EPS (VND/share)	8.686	7.120	5.073	5.152
Giá mục tiêu (VND)	70.100 VND/cp			

DTD

NEUTRAL | Target: VND 57.000 | Upside: 7,5%



Quỹ đất sạch hấp dẫn so với quy mô vốn doanh nghiệp

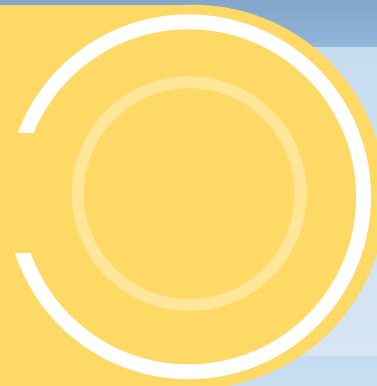
Điểm nhấn đầu tư:

- ▶ DTD là doanh nghiệp hoạt động lĩnh vực KCN và dân dụng với các dự án đang triển khai là KCN Đồng Văn 3 (GD2); khu đô thị Thành Đạt, khu nhà ở dịch vụ công nhân...Các dự án đang và sẽ đóng góp lợi nhuận 2021-2024.
- ▶ Dự án KCN Đồng Văn 3 giai đoạn 2 còn lại 83ha thương phẩm. DTD sẽ tiếp tục cho thuê phần còn lại trong 2021-2023. Doanh thu sẽ ghi nhận toàn phần theo diện tích cho thuê với giá khoảng 80-90 USD/m2. Dự kiến giá trị hợp đồng quỹ đất còn lại là 2.000 – 2.100 tỷ.
- ▶ Dự án Khu đô thị Thành Đạt với quy mô 8,7ha bắt đầu triển khai hạ tầng vào 2021 để kinh doanh vào năm 2022. Dự án phát triển theo hình thức đấu giá từ năm 2019 với vị trí tiếp giáp với BV Bạch Mai 2, BV Hoài Đức. Với giá thị trường hiện tại, doanh thu từ dự án là khoảng 1.000 tỷ với lợi nhuận sau thuế là 500-550 tỷ sẽ ghi nhận từ 2022-2024.
- ▶ Doanh thu và lợi nhuận 2021-2023 sẽ duy trì tăng trưởng tốt ở mức cao với sự đóng góp từ KCN Đồng Văn 3 – GD2 và KĐT Thành Đạt. Lợi nhuận sau thuế 2021/2022/2023 dự phóng tăng lần lượt 18%/34%/45%.
- ▶ Và theo phương pháp trung bình NAV và so sánh, giá trị hợp lý của DTD là 57.000 đồng/cp. Giá trị trường cổ phiếu DTD gia tăng nhanh thời gian qua dẫn đến upside ở mức 7,5% với giá mục tiêu. BVSC khuyến nghị NEUTRAL với DTD.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	454	747	719	726
Tăng trưởng (%)	-	64%	-4%	6%
NPAT MI (bil VND)	128	115	136	182
Tăng trưởng (%)	-	-10%	18%	34%
P/E (x)	3,2	6,1	10,3	7,8
P/B (x)	0,6	1,1	2,3	1,9
EPS (VND/share)	5.212	4.208	4.525	6.043
Giá mục tiêu (VND)	57.000 VND/cp			

PHR

NEUTRAL | Target: VND72.800/cp | Upside: 2,8%



Triển vọng dài hạn tốt, định giá phù hợp trong ngắn hạn

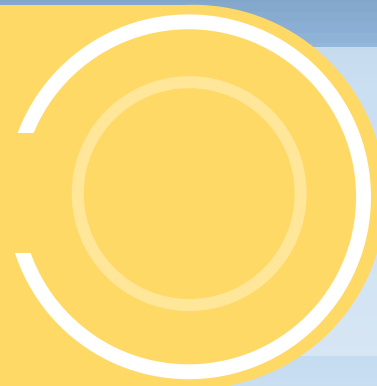
Điểm nhấn đầu tư:

- Chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng của PHR trong dài hạn. Đặc biệt, hai dự án lớn là KCN Tân Bình 2 và Khu CN-DT Hội Nghĩa với tổng quy mô lên đến 2.700ha. Hai dự án này nếu được thông qua chủ trương đầu tư sẽ mang đến động lực lớn trong dài hạn. Điểm rơi pháp lý hai dự án này kỳ vọng từ 2022 về sau.
- Năm 2021, BVSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận sau thuế trừ thiểu số là 721 tỷ, giảm 33% yoy, với giả định thận trọng trong dự án VSIP 3 sẽ không kịp ghi nhận trong năm. KCN Tân Bình 1 với khoảng 30-40ha đất thương phẩm còn lại sẽ bù lại sự thiếu hụt từ VSIP 3.
- Năm 2022, câu chuyện lợi nhuận của PHR phụ thuộc lớn vào tiến độ VSIP3 vì khoản bồi thường đất lên đến 898 tỷ. Do đó, P.PT xây dựng 2 kịch bản lợi nhuận cho PHR trong 2022. Kịch bản tích cực, LNST-MI của PHR là 1.218 tỷ, tương đương EPS là 8.991 đồng/cp. Kịch bản dự án vẫn trì hoãn sang 2023, LNST – MI năm 2022 là 776 tỷ, tăng nhẹ 7% yoy. BVSC lựa chọn kịch bản thận trọng cho PHR trong 2022.
- Giá cổ phiếu gia tăng mạnh trong thời gian qua có thể phản ánh kỳ vọng dự án VSIP 3 sẽ triển khai trong 2022. Với định giá hợp lý theo SOTP & PB, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với PHR.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	1.638	1.634	2.060	2.261
Tăng trưởng (%)	5,2%	-0,4%	26%	10%
NPAT MI (bił VND)	628	1.082	722	776
Tăng trưởng (%)	-28%	127%	-33%	7%
P/E (x)	11,5	7,9	10,5	9,3
P/B (x)	1,99	2,58	2,6	2,2
EPS (VND/share)	3.320	7.985	5.328	5.725
Giá mục tiêu (VND)	72.800 VND/cp			

SZC

NEUTRAL | Target: VND 69.500 | Upside: 1,2%



Lợi nhuận duy trì tăng trưởng cao từ dự án KDC Hữu Phước

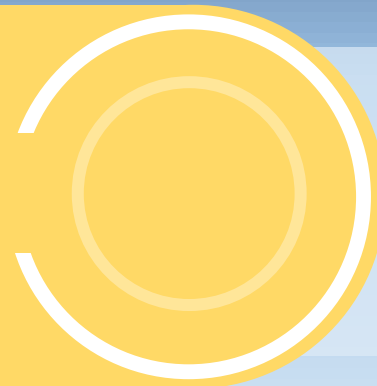
Điểm nhấn đầu tư:

- BVSC vẫn duy trì quan điểm khả quan cho các khu công nghiệp BR-VT nói chung và KCN Châu Đức nói riêng. Giá chào thuê ở KCN Châu Đức dù có gia tăng ở mức 60-65 USD/m2 vẫn rất cạnh tranh so với các khu vực như Tân Uyên, Bến Cát. Với quỹ đất dồi dào, SZC sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong năm 2022.
- Dự án KDC Hữu Phước GD1 sẽ có đóng góp về doanh thu trong 2022. Dự án đang triển khai hạ tầng và sẽ mở bán chính thức vào trong 2022. Giá thị trường khu vực đã gia tăng đáng kể và hiện trung bình khoảng 15 triệu/m2. BVSC ước tính doanh thu từ KDC Hữu Phước trong 2022 là 419 tỷ. Lợi nhuận gộp ghi nhận là 258 tỷ.
- Doanh thu và lợi nhuận 2022 kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao với biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao khoảng 61%. Theo đó, BVSC dự báo LNST của SZC trong 2022 là 488 tỷ, tăng 58% yoy. Lợi nhuận tăng trưởng được dẫn dắt bởi i) nguồn thu ổn định từ cho thuê KCN ii) đóng góp từ KDC Hữu Phước trong 2022.
- Về định giá, theo trung bình 3 phương pháp, giá hợp lý của SZC trong 2022 là 69.500 đồng/cp. Mức PE, PB mục tiêu là 15x và 3.5x. BVSC cho rằng triển vọng SZC là tích cực nhưng giá cổ phiếu đã phản ánh sớm trong nửa sau 2021. Giá thị trường hiện tại, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** với SZC do upside ở mức 1,2%.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	329	433	706	1.146
Tăng trưởng (%)	14%	32%	63%	62%
NPAT MI (bił VND)	177	234	309	488
Tăng trưởng (%)	38%	39%	66%	58%
P/E (x)	13	17	21	13
P/B (x)	1,5	2,5	4,4	3,6
EPS (VND/share)	1.341	1.869	3.093	4.889
Giá mục tiêu (VND)	69.500 VND/cp			

NT2

Target: 30.500 | Upside: 15,7%



NT2 – Những thông tin bất lợi đã ở phía sau

Current price: 26,350 VND/share - Target price: 30,500 VND/share – Upside: 15,7% - Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

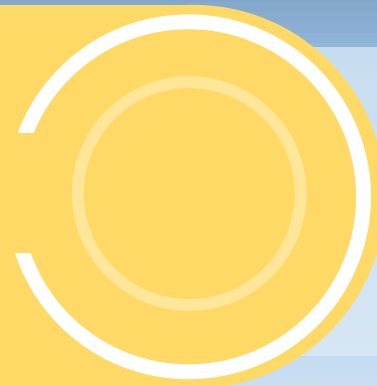
- Những thông tin bất lợi đã ở phía sau:** Những năm gần đây NT2 đã có nhiều thông tin bất lợi như giá khí cao, đàm phán lại hợp đồng PPA làm giá cổ định giảm, La Nina, công suất đặt hệ thống tăng nhanh nhờ năng lượng tái tạo, đại dịch Covid19...tuy nhiên ngoại trừ giá khí còn ở mức khá cao thì những thông tin thiếu tích cực khác đã là quá khứ.
- NT2 duy trì trả cổ tức cao trong nhiều năm.** NT2 có thể trả cổ tức tối thiểu 20% cho năm 2021 và có thể duy trì tỷ lệ cổ tức từ 20% trở lên đến năm 2025. Từ năm 2026, tỷ lệ cổ tức có thể tăng lên trên 40% khi NT2 thực hiện khấu hao xong máy móc thiết bị.
- Giá điện trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn trong những năm tới** nhờ nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi cũng như tình hình thủy văn có thể kém đi trong năm tới.
- Khoản thanh toán tỷ giá giúp NT2 tăng trưởng trong năm tới.** Nhiều khả năng EVN sẽ thanh toán 200 tỷ trong năm 2022 trong tổng số 400 tỷ liên quan đến tỷ giá sau khi đàm phán lại hợp đồng PPA. 200 tỷ còn lại sẽ được thanh toán trong các năm tới.
- Định giá:** Mức định giá cho NT2 là 27.500 VND (tiềm năng tăng giá 25.28%)

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	7,654	6,082	6,258	8,067
Tăng trưởng (%)	-0.2%	-20.5%	2.9%	28.9%
NPAT (bil VND)	754	625	507	626
Tăng trưởng (%)	-3.6%	-17.1%	-18.8%	23.4%
P/E (x)	8.8	10.7	15.2	12.4
P/B (x)	1.6	1.5	1.7	1.7
EPS (VND/share)	2,540	2,095	1,705	2,104



HND

Target: 24.100 | Upside: 27,5%



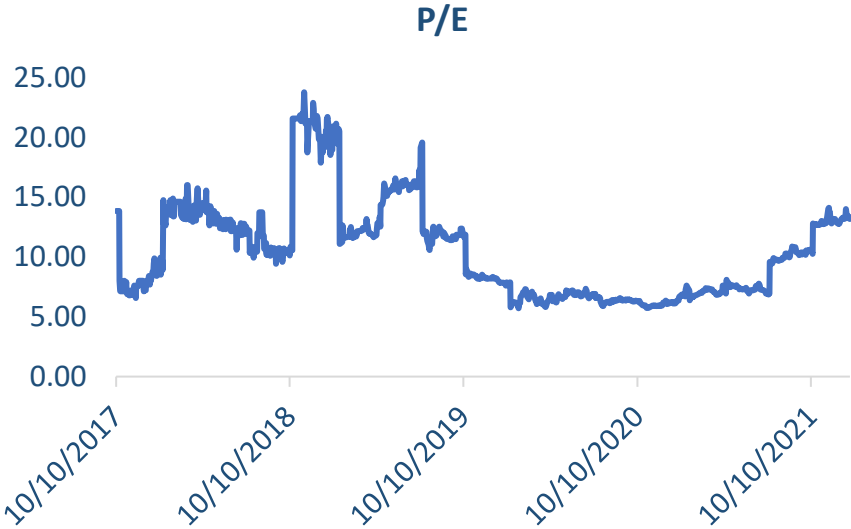
HND – Tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022

Current price: 18,900 VND/share - Target price: 24,100 VND/share – Upside: 27,5% - Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

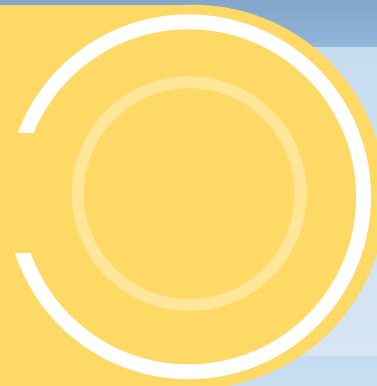
- ❑ **Giá cổ định giảm sau khi hết thời gian profile tạo ra nền thấp trong 2021:** Giá cổ định bình quân của Hải Phòng 1 và Hải Phòng 2 giảm 31,8% so với 2020 làm cho lợi nhuận từ sản lượng bán theo hợp đồng sụt giảm mạnh.
- ❑ **Sản lượng Qc năm 2021 giảm 13,3%** so với năm 2020 cũng làm cho lợi nhuận của HND sụt giảm. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sản lượng Qc sẽ tăng 11% trong năm 2022.
- ❑ **Hiện tượng thời tiết La Nina sẽ chuyển thành El Nino trong 2022.** Cùng với đó, tình hình thủy văn kém tích cực ở miền Bắc trong năm 2021 khi lượng nước về các hồ thủy điện phía bắc chỉ đạt khoảng 50% mức bình quân nhiều năm.
- ❑ **Sản lượng điện thương phẩm dự kiến tăng 11% trong 2022** do nền kinh tế phục hồi, hiện tượng thời tiết El Nino cũng như sự cố nghiêm trọng ở nhà máy Vũng Áng 1 và Phả Lại.
- ❑ **Cổ tức HND tăng dần trong các năm qua** và sẽ tiếp tục tăng lên trong những năm tới khi HND giảm mạnh khấu hao trong 2023 và thanh toán hết nợ vay vào năm 2024 .
- ❑ **Định giá:** Mức định giá FCFF cho HND là 24.100 VND (tiềm năng tăng giá 27.5%)

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	11,301	10,900	8,873	9,960
Tăng trưởng (%)	18.63%	-3.55%	-18.60%	12.25%
NPAT (bil VND)	1,173	1,470	315	709
Tăng trưởng (%)	176.01%	25.33%	-78.58%	125.26%
P/E (x)	8.3	6.8	30.0	13.3
P/B (x)	1.5	1.4	1.6	1.5
EPS (VND/share)	2,256	2,759	630	1,418



POW

Target: 18.100 | Upside: 0.6%



POW – Nhiệt điện gặp nhiều trở ngại

Current price: **18,000 VND/share** - Target price: **18,100 VND/share** – Upside: **0.6%** - Recommendation: **Neutral**

Điểm nhấn đầu tư:

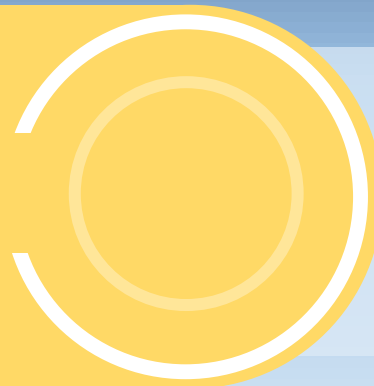
- ❑ **Chính thức ký lại hợp đồng PPA cho nhà máy Cà Mau.** Hợp đồng có hiệu lực từ 1/7/2021 và nhà máy Cà Mau sẽ tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ 2022. Nhiều khả năng lợi nhuận của nhà máy Cà Mau sẽ sụt giảm so với trước đây.
- ❑ **POW hoàn nhập dự phòng từ khoản phải thu** tuy nhiên sự cố kỹ thuật ở Vũng Áng cũng như trích lập dự phòng sửa chữa lớn dài hạn đã làm cho POW lỗ khoảng 100 tỷ đồng trong Quý 4/2021.
- ❑ **Tổ máy số 1 của nhà máy Vũng Áng 1 gặp sự cố kỹ thuật nghiêm trọng** từ ngày 17/09/2021 làm hư hại trục gối và turbine. Dự kiến đến Quý 3/2022 mới có thể khắc phục xong sự cố này. POW cho biết đã mua bảo hiểm thiết bị cũng như mua bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh.
- ❑ **Trong năm 2022, POW thực hiện Đại tu một số nhà máy** như Cà Mau 1, Đakdrin, tổ máy 1 Vũng Áng và Trung tu 2 tổ máy của Nhơn Trạch 1
- ❑ **Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn** khi POW đầu tư các nhà máy mới như NT3 và NT4.

Key Metrics	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	35,374	29,732	26,284	28,956
Tăng trưởng (%)	8.3%	-16.0%	-11.6%	10.2%
NPAT (tỷ VND)	2,510	2,365	1,955	2,253
Tăng trưởng (%)	31.0%	-6.0%	-17.3%	15.2%
P/E (x)	14.5	11.6	20.6	17.9
P/B (x)	1.14	1.04	1.21	1.19
EPS (VND/share)	820	1,029	835	962



GEG

OUTPERFORM | Target: 26.100 VND/cp | Upside: 26%



Cái tên nổi bật trong lĩnh vực năng lượng tái tạo

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	OUTPERFORM
Giá mục tiêu:	26.100 đồng/cp
Giá thị trường:	20.050 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+24%

Dự báo KQKD	Đơn vị	2020	2021F	2022F
Sản lượng điện	triệu Kwh	703	793	1,187
Thủy điện	triệu Kwh	322	363	363
Điện mặt trời	triệu Kwh	381	364	428
Điện gió	triệu Kwh	-	66	396
Doanh thu	tỷ VNĐ	1,495	1,395	2,222
Sản xuất điện	tỷ VNĐ	1,249	1,395	2,222
Thủy điện	tỷ VNĐ	417	449	449
Điện mặt trời	tỷ VNĐ	832	803	917
Điện gió	tỷ VNĐ	-	143	856
Doanh thu khác	tỷ VNĐ	245	-	-
EBITDA	tỷ VNĐ	999	1,213	1,884
EBITDA margin	%	66.8%	86.9%	84.8%
LNST-CĐTS	tỷ VNĐ	257	278	428
Tăng trưởng (% yoy)				
Doanh thu	%		-7%	59%
EBITDA	%		21%	55%
LNST-CĐTS	%		8%	53%

Điểm nhấn đầu tư:

- Xu hướng xanh hóa Toàn cầu và Kế hoạch đảm bảo an ninh năng lượng tạo điều kiện cho năng lượng tái tạo phát triển, đến 2045.
- GEG sở hữu và vận hành các nhà máy thủy điện, điện mặt trời và điện gió với giá bán ưu đãi, hạn chế được biến động so với giá bán điện trên thị trường cạnh tranh => Cơ cấu tài sản hấp dẫn.
- Kết quả kinh doanh 2022 kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào (1) đóng góp cả năm của 3 dự án điện gió vận hành thương mại cuối 2021, (2) tiêu thụ điện phục hồi hỗ trợ sản lượng điện mặt trời về mức bình quân và (3) chi phí lãi vay từ các dự án đã đi hoạt động giảm.
- Nhu cầu phát hành tăng vốn CSH để tài trợ các dự án triển khai trong 2022-2023, tổng vốn đầu tư ước khoảng 6.500-7.000 tỷ VNĐ, tương đương vốn chủ đối ứng tối thiểu vào khoảng 2.000 tỷ VNĐ.
- Cơ cấu sở hữu hiện tại, theo chúng tôi, tương đối thuận lợi cho GEG phát triển thêm các dự án trong tương lai, với sự tổng hòa giữa năng lực triển khai địa phương – quốc tế và năng lực tài chính.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 24) 3 928 8080

Fax: (84 24) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 28) 3 914 6888

Fax: (84 28) 3 914 7999

