

2021

**KỲ VỌNG TỪ CƠ HỘI NÂNG HẠNG
TTCK Việt Nam bước vào giai đoạn tăng tốc!**

| MBS Research



Năm 2020 là một năm đầy những bất ngờ từ sự bùng phát của đại dịch toàn cầu khiến hàng loạt các quốc gia ban hành lệnh phong tỏa, đóng cửa nền kinh tế đến làn sóng kích thích kinh tế khổng lồ từ chính phủ và NHTW các nước cũng như đà bật tăng mạnh mẽ của thị trường chứng khoán thế giới. Và khi những tia sáng từ triển vọng vắc-xin mang đến niềm hy vọng đẩy lùi bóng đen đại dịch Covid-19, nhà đầu tư có nhiều lý do để lạc quan về khả năng phục hồi của nền kinh tế toàn cầu.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng:

- Nhờ khả năng kiểm chế dịch bệnh tốt và khu vực xuất khẩu khả quan, kinh tế Việt Nam năm 2021 dự kiến phục hồi hình chữ V với mức tăng trưởng 6,5% so với mức thấp của năm 2020 và khả quan nhất Đông Nam Á.
- Thị trường chứng khoán phần lớn đã phục hồi nhanh chóng về mức "bình thường mới" trước đại dịch, tuy nhiên mức tăng trưởng lợi nhuận có thể sẽ chưa theo kịp khiến định giá trở nên đắt đỏ hơn.
- Các giải pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Chính phủ khi gia nhập các hiệp định thương mại tự do lớn như EVFTA và RCEP, cùng với đó là đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng (cầu đường, sân bay, cảng...) ngoài việc nâng cao chất lượng cuộc sống sẽ giúp nhiều ngành nghề phụ trợ phát triển như vật liệu xây dựng, bất động sản, vận tải...

Về diễn biến thị trường:

- TTCK Việt Nam đã phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch, với thanh khoản cải thiện rõ rệt, nhờ sự tham gia tích cực hơn của nhà đầu tư cá nhân trong nước. Với vị thế thị trường cận biên và triển vọng được nâng hạng lên thị trường mới nổi trước năm 2025, thị trường Việt Nam còn nhiều dư địa để phát triển trên cơ sở thu hút cả dòng vốn đầu tư nội địa và nước ngoài.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS năm 2021 so với 2020 bình quân ở mức 16.7%. Trên cơ sở đó kịch bản cơ sở của năm 2021, chỉ số VN-Index sẽ dao động trong khoảng 965 – 1.165 điểm (tương đương mức P/E bình quân trong khoảng này 14.94 lần)
- Với kịch bản lạc quan, tăng trưởng EPS năm 2021 dự báo có thể đạt 19.4%. Trên cơ sở đó, kịch bản lạc quan trong năm 2021 chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng 995 – 1.230 điểm.

Vì vậy, năm 2021, nhà đầu tư nên tập trung ưu tiên nhóm cổ phiếu đầu ngành lớn, được hưởng lợi từ đà phục hồi kinh tế và sức mua tiêu dùng trong nước, hưởng lợi từ đầu tư công, và định giá còn hấp dẫn: **i) Ngân hàng, ii) Ngành tiêu dùng, Bán lẻ; iii) Ngành BĐS; iv) Ngành Thép; v) Ngành Dầu khí**

Cổ phiếu được khuyến nghị: MBB, MWG, VNM, GTN, FPT, VHM, NLG, HDG, VRE, NTL, CTR, HPG, TCL, VTP, GAS, PVS, NT2, POW...

Quan điểm của MBS về các Ngành chính trong năm 2021:

- **Hàng tiêu dùng/Bán lẻ - Tăng tỷ trọng:** Chúng tôi nhận định rằng nhu cầu cho các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, thực phẩm tươi sống và dược phẩm, các mặt hàng chăm sóc sức khỏe gia tăng. Ngược lại, các nhóm sản phẩm tiêu dùng cao cấp như trang sức, điện thoại, ô tô, quần áo sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch bệnh. Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng sẽ hồi phục nhưng vẫn duy trì ở mức thấp so với cùng kỳ. Kỳ vọng đến 2021, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp sẽ phản ánh triển vọng tươi sáng hơn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng cuối 2020 là thời điểm phù hợp để xem xét tích lũy các cổ phiếu trong ngành khi giá cổ phiếu về vùng thấp tương ứng với kết quả kinh doanh 2020 và kỳ vọng vào triển vọng tăng trưởng dài hạn của ngành quay trở lại từ 2021.
- **Công nghệ - Tăng tỷ trọng:** Chúng tôi cho rằng các ngành hoạt động đặc thù của FPT là một trong những ngành ít chịu tác động tiêu cực của dịch bệnh. Cụ thể, bối cảnh dịch bệnh đã thúc đẩy nhu cầu học và họp trực tuyến, thúc đẩy tăng trưởng mảng viễn thông, làm việc từ xa dẫn tới nhu cầu chuyển đổi số của các doanh nghiệp trong nước tăng mạnh. Tốc độ tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm đạt 12% cùng kỳ trong 10 tháng đầu 2020, thấp hơn so với mức tăng trưởng 32% CK 2019. Tuy nhiên, so với tốc độ chung của ngành, FPT vẫn thể hiện năng lực cạnh tranh tốt. Statista dự báo tăng trưởng mảng phần mềm toàn cầu giảm 10% trong năm 2020 và sẽ hồi phục từ 2021.
- **Bất động sản – Tăng tỷ trọng:** Trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô tích cực, đầu tư công và đầu tư cơ sở hạ tầng được Chính phủ đẩy mạnh, triển vọng ngành trong dài hạn là tích cực. Dịch Covid-19 không ảnh hưởng nhiều đến tiến độ của những dự án lớn và nhu cầu chung của ngành. Ngoại trừ BĐS nghỉ dưỡng, khách sạn, condotel và văn phòng vẫn đang chật vật, BĐS KCN, căn hộ và bán lẻ đều đã phục hồi nhẹ và nhận được nhiều sự quan tâm của thị trường.
- **Dầu khí – Tăng tỷ trọng:** Năm 2021, khi dịch Covid được kiểm soát, nền kinh tế tiếp tục phục hồi, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu sẽ tăng thêm khoảng 6-8% so với năm 2020 đạt mức 19.4-19.6 triệu tấn. Cùng với đà phục hồi của giá dầu, chúng tôi đánh giá triển vọng sáng sủa hơn cho Ngành dầu khí khi các dự án lớn hoàn thành trong cuối năm 2020 (Sao Vàng-Đại Nguyệt, NCS 2 giai đoạn 2, bảo dưỡng tổng thể nhà máy lọc dầu Dung Quất) và kỳ vọng tiến độ các dự án khai thác được thúc đẩy nhanh hơn (Lô B, đường ống Lô B-Ô môn, Nam Du U minh)... sẽ tác động tích cực đến các doanh nghiệp dầu khí niêm yết trên sàn như PVGAS, PETROLIMEX, PTSC, BSR...
- **Điện – Tăng tỷ trọng:** Đối với nhóm thủy điện, chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2020 ở mức giảm bình quân 30% CK. Với mức cơ sở thấp trong 2020, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các công ty thủy điện sẽ tăng mạnh (+120% CK) trong 2021 khi Việt Nam bước vào chu kỳ 2 năm thuận lợi về thủy văn. Về triển vọng trung hạn, chúng tôi cho rằng các dự án điện gió sẽ được tập trung phát triển trong thời gian tới. Tính đến tháng 10/2020, Thủ tướng Chính phủ (TTCP) đã dừng bổ sung quy hoạch các dự án điện gió. Cụ thể, tổng công suất quy hoạch điện gió cho giai đoạn 2020-2025 là 11,800 MW từ 174 dự án, trong đó 11 dự án đã được vận hành phát điện với tổng công suất 377 MW.
- **Ngành Thép – Tăng tỷ trọng:** Hoạt động đẩy mạnh đầu tư công trong nước cũng như hoạt động tích trữ thép của Trung Quốc khiến giá thép tăng hơn 20% từ quý 3/2020. Năm 2021, nhiều dự án trọng điểm của quốc gia sẽ được triển khai như sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam... dự kiến kéo mức tiêu thụ thép của thị trường tăng mạnh.
- **Ngành ngân hàng – Theo dõi:** Thông tư 01/2020 ra đời cho phép tái cơ cấu giữ nguyên nhóm nợ trong vòng 01 năm đối với các khoản vay bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, tuy nhiên nhiều ngân hàng vẫn chủ động trích lập và tăng chi phí dự phòng nợ xấu trong 9 tháng đầu năm. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tiếp tục theo dõi các ngân hàng có quản trị rủi ro tốt, tập khách hàng đa dạng, đã chủ động trích lập dự phòng mạnh trong năm và thận trọng khi xem xét mua thêm CP mới.
- **Dệt May – Theo dõi:** Chúng tôi kỳ vọng hoạt động sản xuất sẽ hồi phục khi dịch được kiểm soát nhưng nhu cầu tiêu dùng sẽ giảm do kinh tế thế giới bước vào thời kỳ tăng trưởng âm. Trong khi đó, triển vọng tăng trưởng từ các FTAs đòi hỏi các DN phải tăng tính chủ động trong nguồn nguyên liệu và dịch chuyển cao hơn trong chuỗi giá trị. Chúng tôi đánh giá triển vọng ngành hiện tại còn nhiều bất ổn và cần theo dõi thêm.

Triển vọng kinh tế năm 2021

- **Kinh tế thế giới:** Suy thoái sâu nhưng cũng hồi phục rất nhanh.....05
- **Kinh tế Việt Nam:** Tăng trưởng cao nhất khu vực.....13

Xu hướng thị trường chứng khoán năm 2021

- **TTCK thế giới:** Nền tảng vĩ mô hỗ trợ sự phục hồi của TTCK.....25
- **TTCK Việt Nam:** Bước vào giai đoạn tăng tốc.....32

Triển vọng Ngành và cổ phiếu trong năm 2021

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ▪ Ngân hàng: Hệ thống đã bền vững hơn để vượt qua khủng hoảng54 ▪ Tiêu dùng - Bán lẻ: Bắt đầu hồi phục và tiếp tục phân mảnh.....62 ▪ Công nghệ thông tin: Bị ảnh hưởng gián tiếp nhưng không nghiêm trọng74 ▪ BDS: Tiềm năng tăng trưởng dài hạn77 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Xây lắp: Hưởng lợi từ đầu tư công và năng lượng tái tạo108 ▪ Thép: Hưởng lợi từ đầu tư công.....116 ▪ Gỗ đá: Tiềm năng xuất khẩu mang lại ổn định lâu dài.....125 ▪ Điện: Tiềm năng cung ứng điện từ nguồn năng lượng gió128 ▪ Logistic:.....136 ▪ Dầu khí:146 |
|--|---|

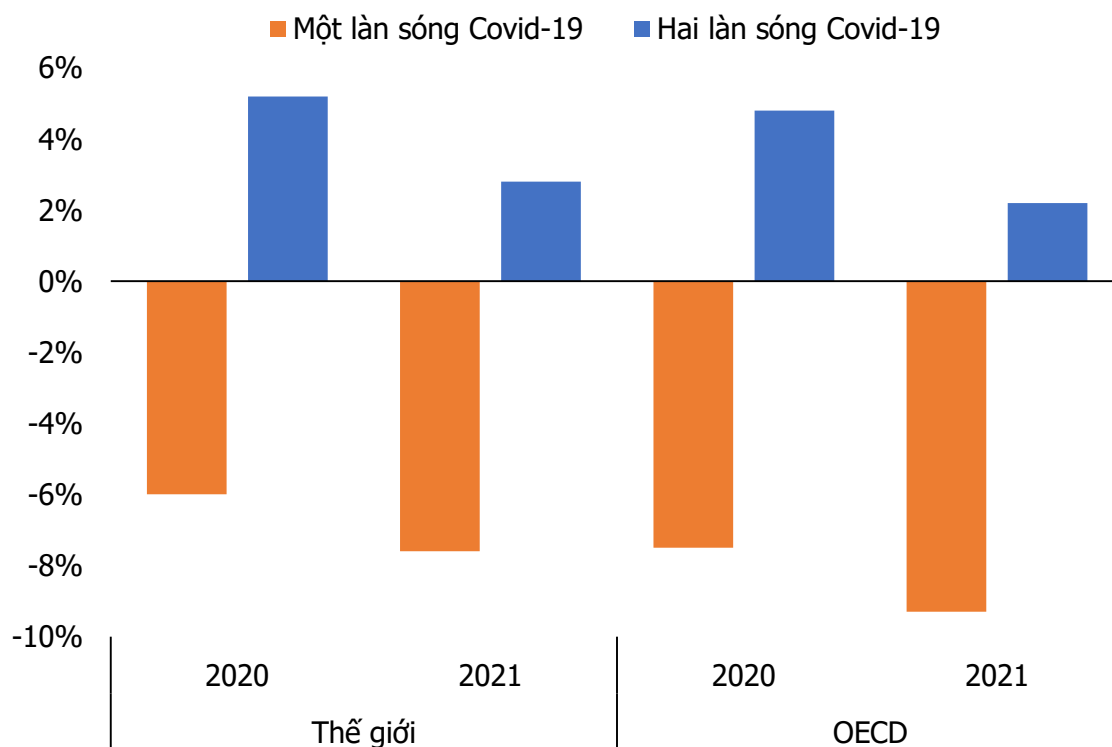
Triển vọng kinh tế thế giới 2021

- **Kinh tế thế giới: năm 2020 suy thoái sâu nhưng cũng hồi phục rất nhanh**
 - ✓ Kinh tế Mỹ: Tổng thống mới Joe Biden sẽ có nhiều chính sách thay đổi so với Donald Trump.
 - ✓ Khu vực EU: hoạt động kinh tế gặp khó khăn trong việc phục hồi khi một số nước ban hành lệnh tái phong tỏa do làn sóng thứ 2 của Covid-19 tràn quét.
 - ✓ Trung Quốc: Công tác chống dịch khá thành công đã đưa nền kinh tế hồi phục mạnh mẽ và nhanh chóng.

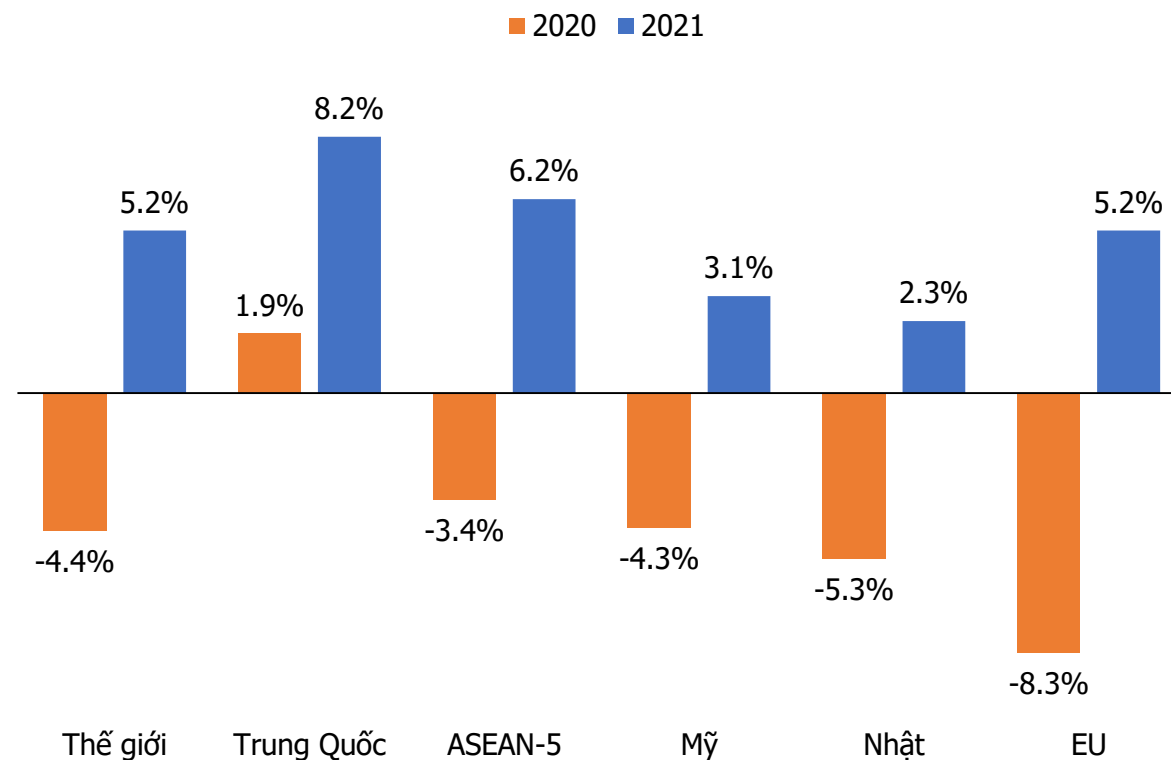
Kinh tế thế giới hồi phục tốt hơn dự báo trong quý 3 năm 2020

- Kinh tế toàn cầu ghi nhận mức hồi phục khá tốt trong Q3 năm nay. IMF đã cải thiện mức dự báo tăng trưởng kinh tế trong năm 2020.
- Nhiều yếu tố của nền kinh tế trong đại dịch vẫn trong trạng thái tích cực nhờ môi trường lãi suất thấp: thị trường nhà ở vẫn hoạt động bình thường, chi tiêu bán lẻ tăng trở lại sau lệnh phong tỏa được gỡ bỏ trong khi lạm phát vẫn ở mức thấp, hệ thống tài chính ngân hàng ổn định.

Dự báo tăng trưởng GDP với giả định về dịch bệnh



Dự báo tăng trưởng GDP - IMF



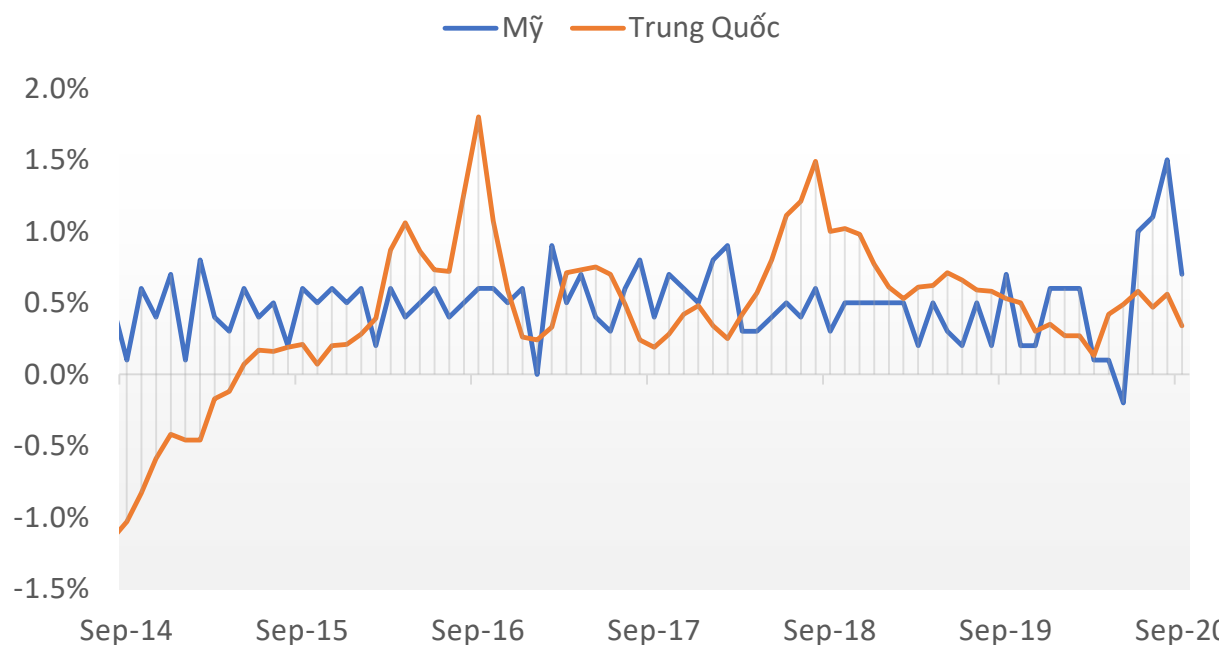
Nguồn: Bloomberg, IMF, MBS tổng hợp

Các chỉ số kinh tế đang dần phục hồi trong mùa hè trước khi bắt đầu làn sóng Covid-19 thứ 2

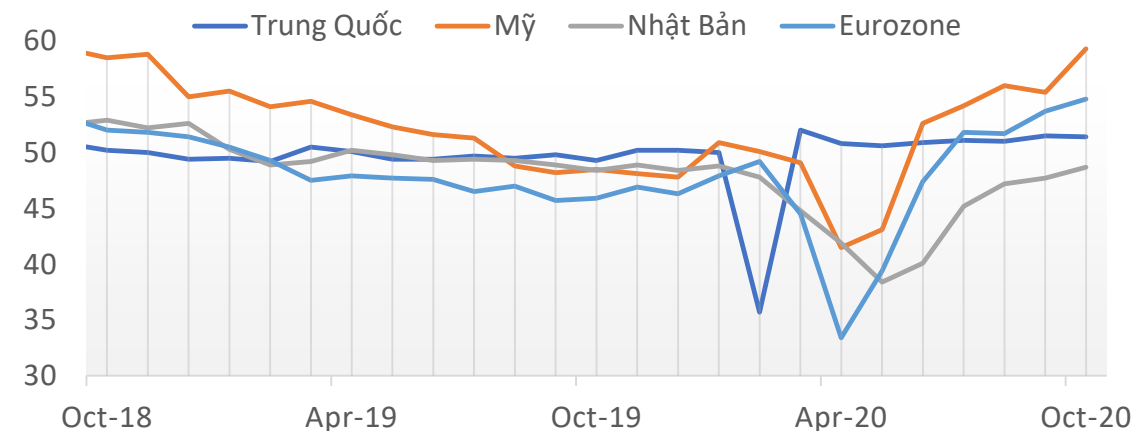
Sau giai đoạn phong tỏa ở hầu hết các quốc gia, các chỉ báo kinh tế đang tốt dần:

- Chỉ số PMI sản xuất đều tăng trở lại từ tháng 5/2020.
- Thị trường nhà ở vẫn đứng vững, giá nhà tại Mỹ và Trung Quốc vẫn liên tục tăng do môi trường lãi suất thấp tạo cơ hội lý tưởng để mua nhà.

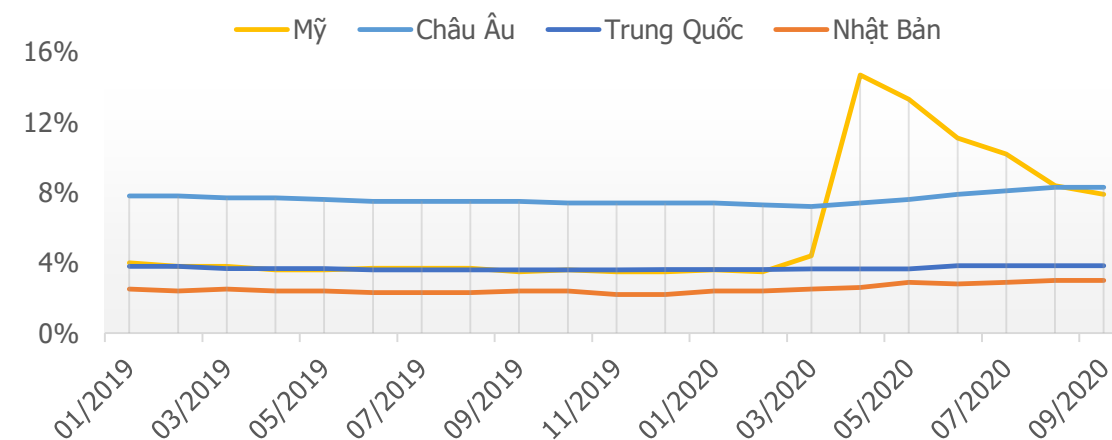
Tăng trưởng hàng tháng chỉ số giá nhà tại Mỹ và Trung Quốc



PMI sản xuất công nghiệp



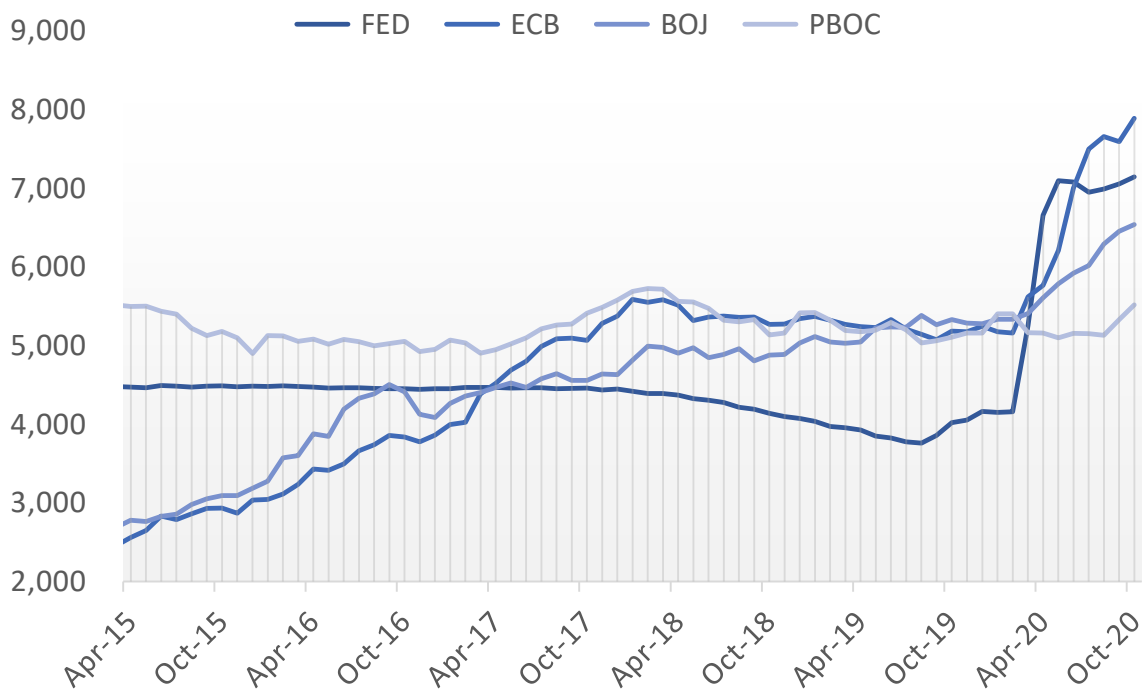
Tỷ lệ thất nghiệp



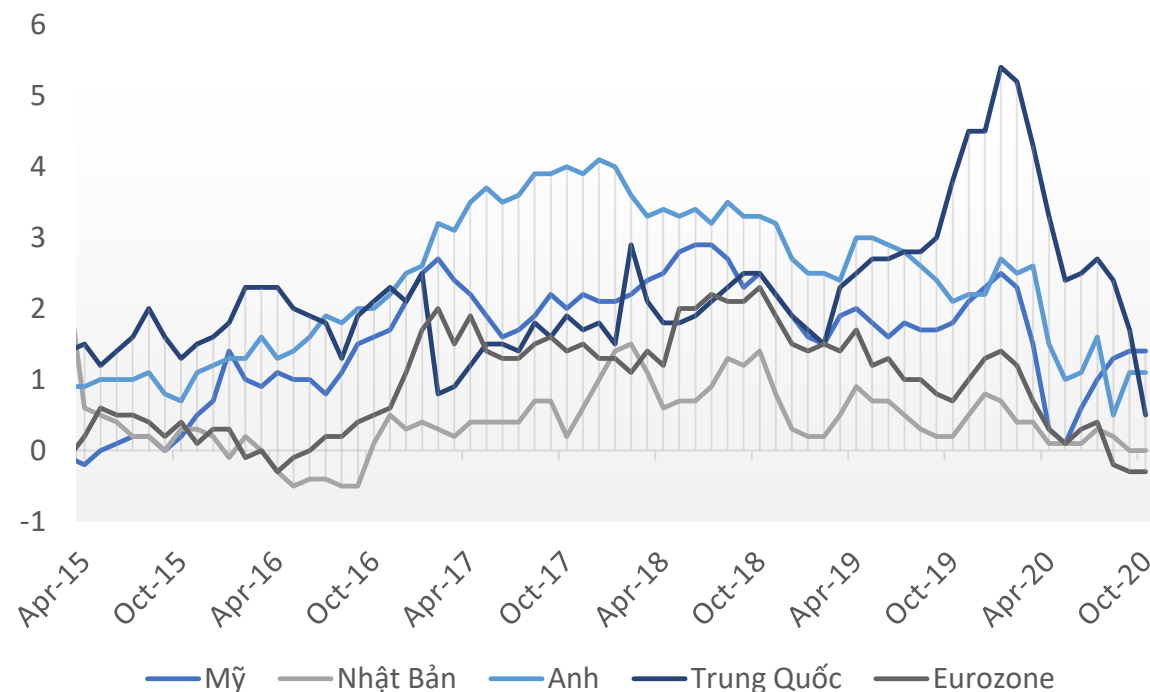
Các gói kích thích quy mô lớn đã và đang giúp kinh tế toàn cầu hồi phục từ nửa cuối năm 2020

- Bảng cân đối của 4 NHTW lớn nhất thế giới đã tăng 35% từ tháng 3/2020, từ mức 20 nghìn tỷ lên 27,1 nghìn tỷ USD.
- Nhiều NHTW tiếp tục nới lỏng tiền tệ: BoE bổ sung 150 tỷ bảng cho gói QE khi Anh tái phong tỏa.
- Các lãnh đạo NHTW luôn nhấn mạnh tầm quan trọng của việc các chính sách nới lỏng tài khóa cần phải được áp dụng đi đôi với chính sách nới lỏng tiền tệ.

Bảng cân đối kế toán của 4 NHTW lớn (nghìn tỷ USD)



Lạm phát thấp vẫn tiếp diễn dù các NHTW thực hiện nới lỏng tiền tệ (% yoy)

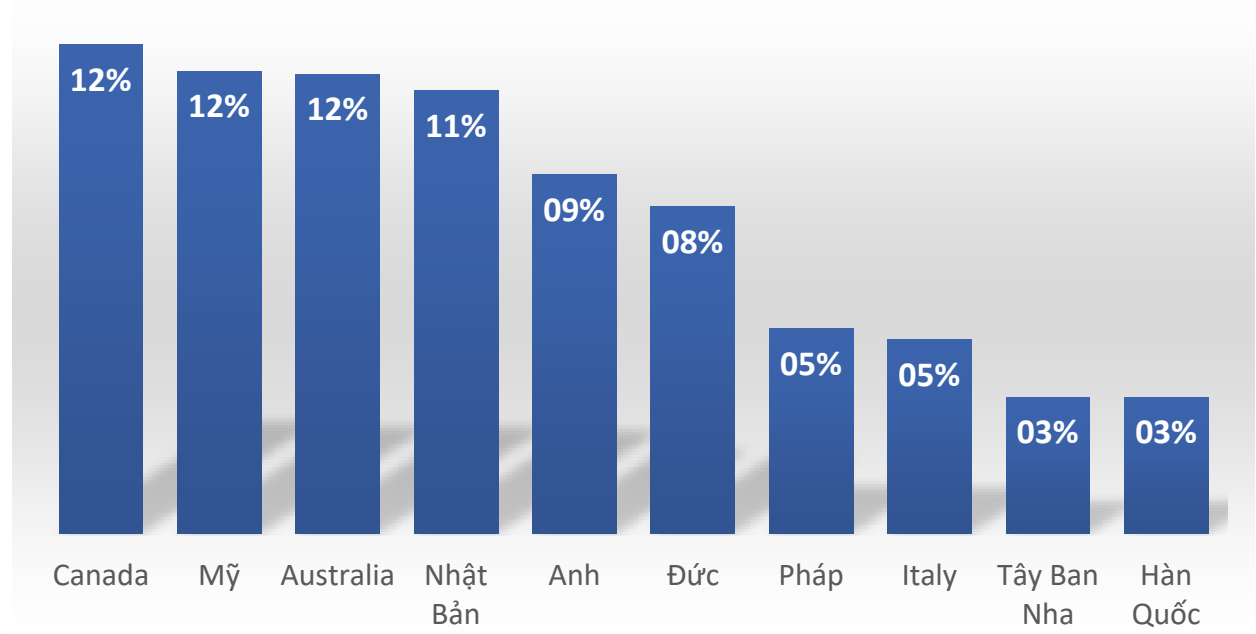


Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp

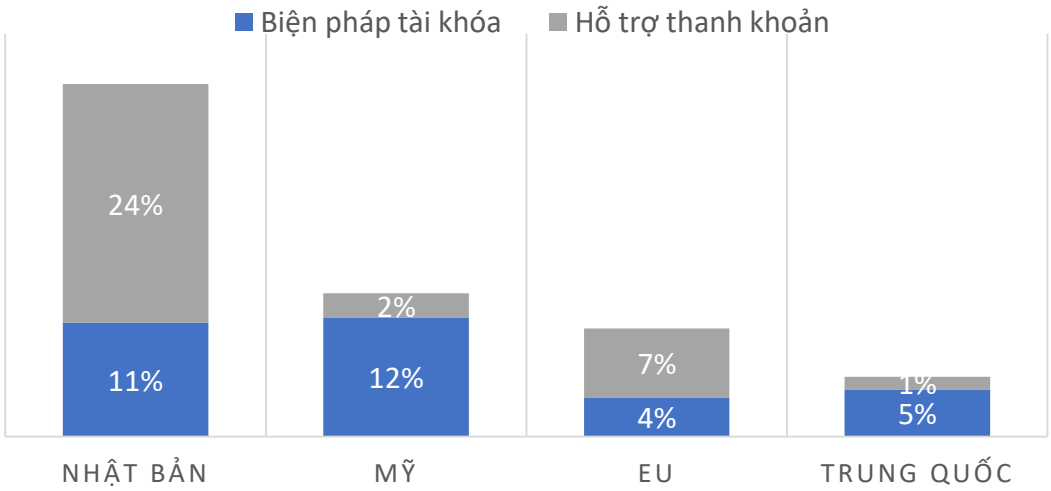
Một số gói hỗ trợ tài khóa mới tiếp tục được tung ra

- Liên minh châu Âu EU thông qua gói kích thích tài khóa trị giá 750 tỷ EUR.
- Tuy nhiên, ở Mỹ, không có thêm gói hỗ trợ nào có quy mô đáng kể kể từ Quý 1. Tranh cãi về quy mô và cách thức chi tiêu gói hỗ trợ mới khiến gói hỗ trợ này bị trì hoãn từ tháng 8 cho đến sớm nhất là tháng 1/2021.

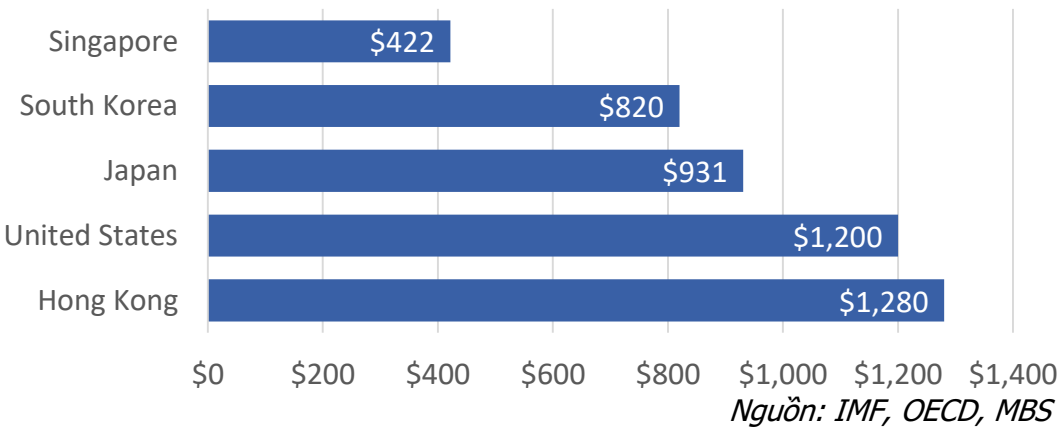
Kích thước biện pháp tài khoá của nền KT phát triển nhóm G20 (% GDP)



Quy mô chính sách hỗ trợ tại các nền KT lớn (%GDP)



Khoản trợ cấp cá nhân hỗ trợ Covid tại các quốc gia



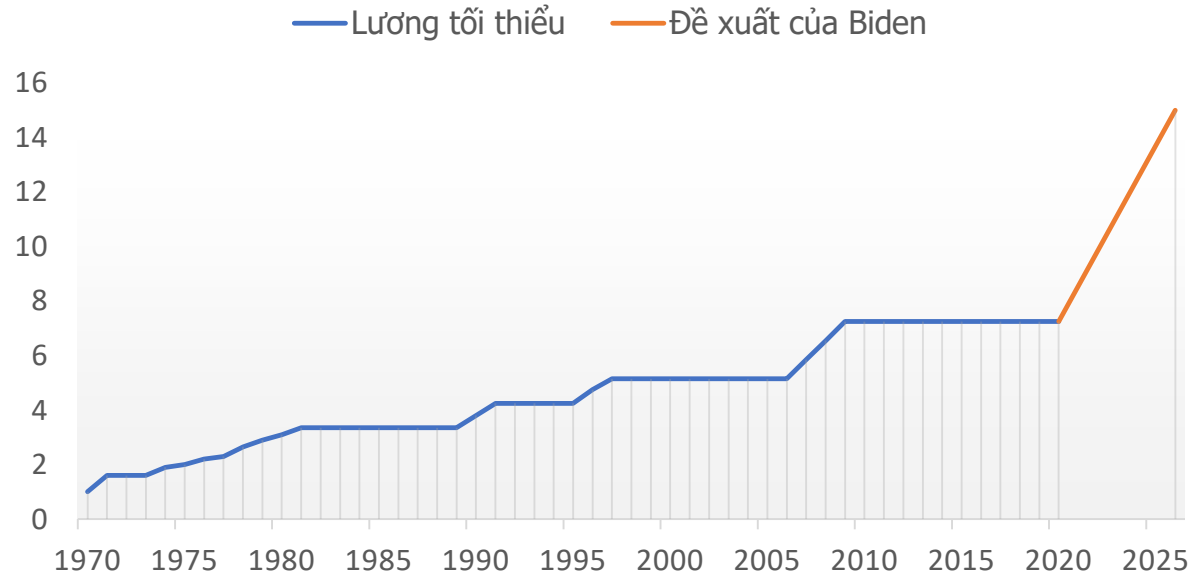
Tổng thống mới Joe Biden với nhiều chính sách thay đổi so với người tiền nhiệm Donald Trump

Chính sách đối nội:

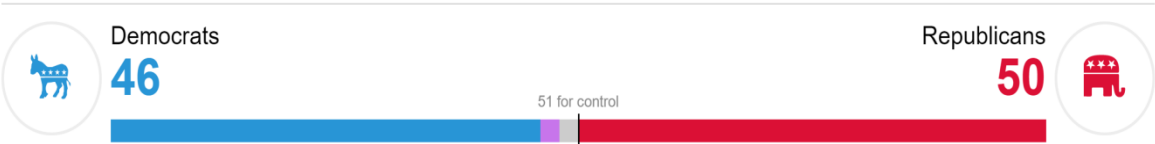
- Tăng thuế TNCN đối với người có thu nhập trên 400.000 USD/năm.
- Tăng thuế TNDN từ 21% lên 28%.
- Tung gói hỗ trợ Covid-19 mới.
- Tăng lương tối thiểu.

Khi Đảng Cộng hòa chiếm đa số ở Thượng viện, nhiều chính sách đối nội sẽ khó được thông qua (Quy mô gói hỗ trợ Covid-19, lộ trình tăng thuế...).

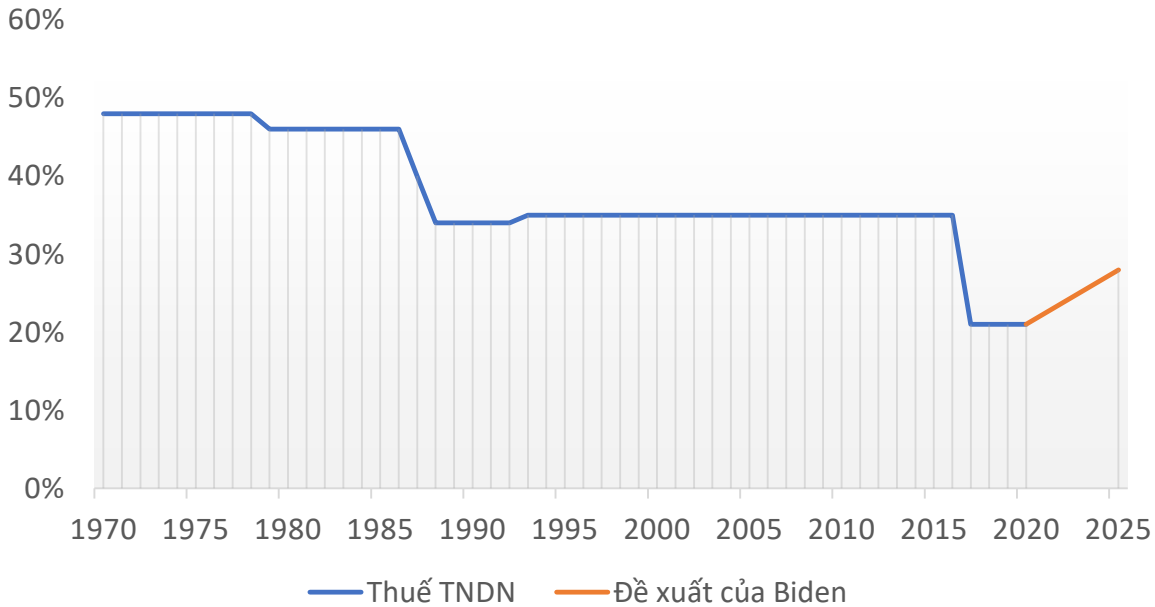
Lương tối thiểu tại Mỹ (\$/giờ)



Đảng Cộng hòa vẫn chiếm đa số ở Thượng viện



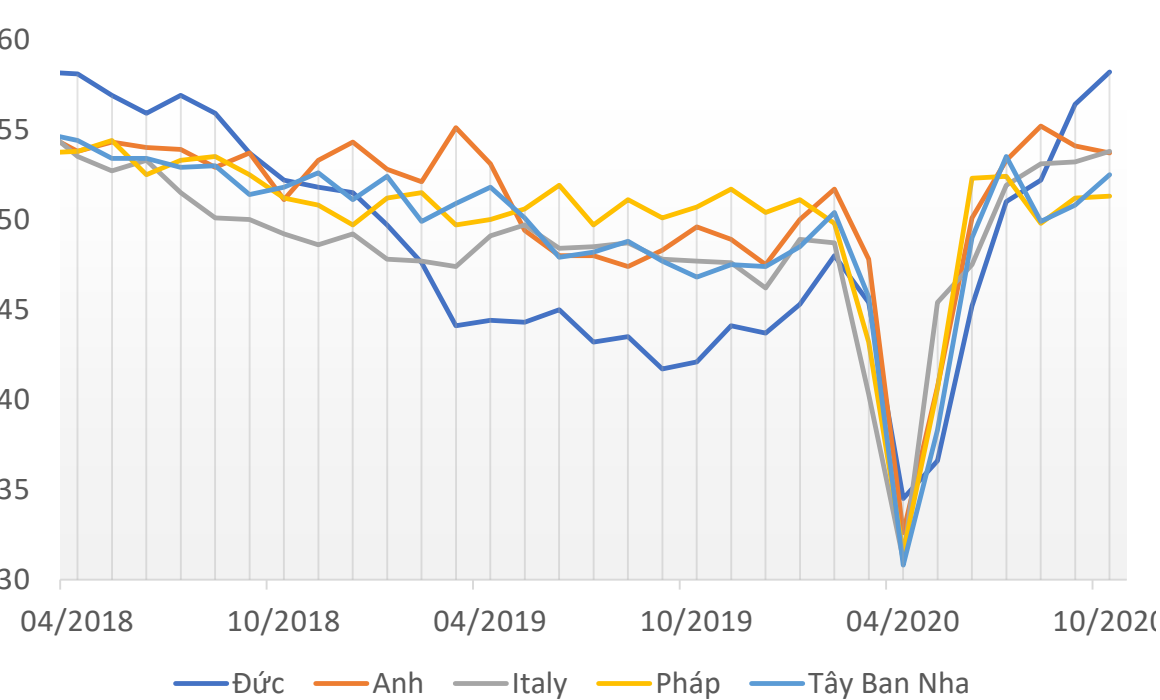
Lịch sử thuế suất TNDN tại Mỹ



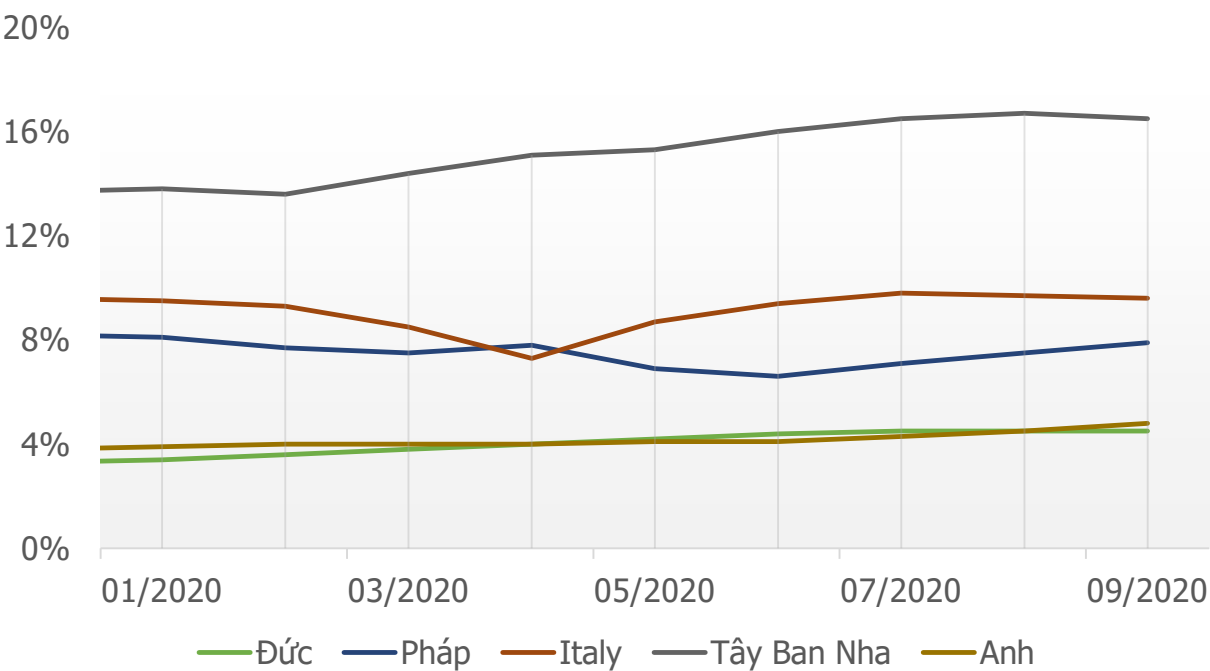
Mùa hè mở cửa giúp kinh tế hồi phục tuy nhiên làn sóng thứ hai sẽ gây nhiều trở ngại

- Mùa hè vừa qua, nhiều nước EU đã mở cửa nhằm kích cầu du lịch nên nền kinh tế được hưởng lợi. Tuy nhiên, hệ quả là Covid-19 đang hoành hành trở lại với làn sóng thứ hai.
- Châu Âu ban hành nhiều chính sách giúp doanh nghiệp tránh sa thải người lao động vì vậy tỷ lệ thất nghiệp không quá biến động trong những tháng đại dịch. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của Covid-19 kéo dài, các chính sách này cũng dần hết hiệu lực. Nếu không có các biện pháp chống dịch dứt điểm, tỷ lệ thất nghiệp sẽ ngày càng tăng.

PMI sản xuất hồi phục mạnh sau tháng 4



Tỷ lệ thất nghiệp tại châu Âu có xu hướng tăng trở lại

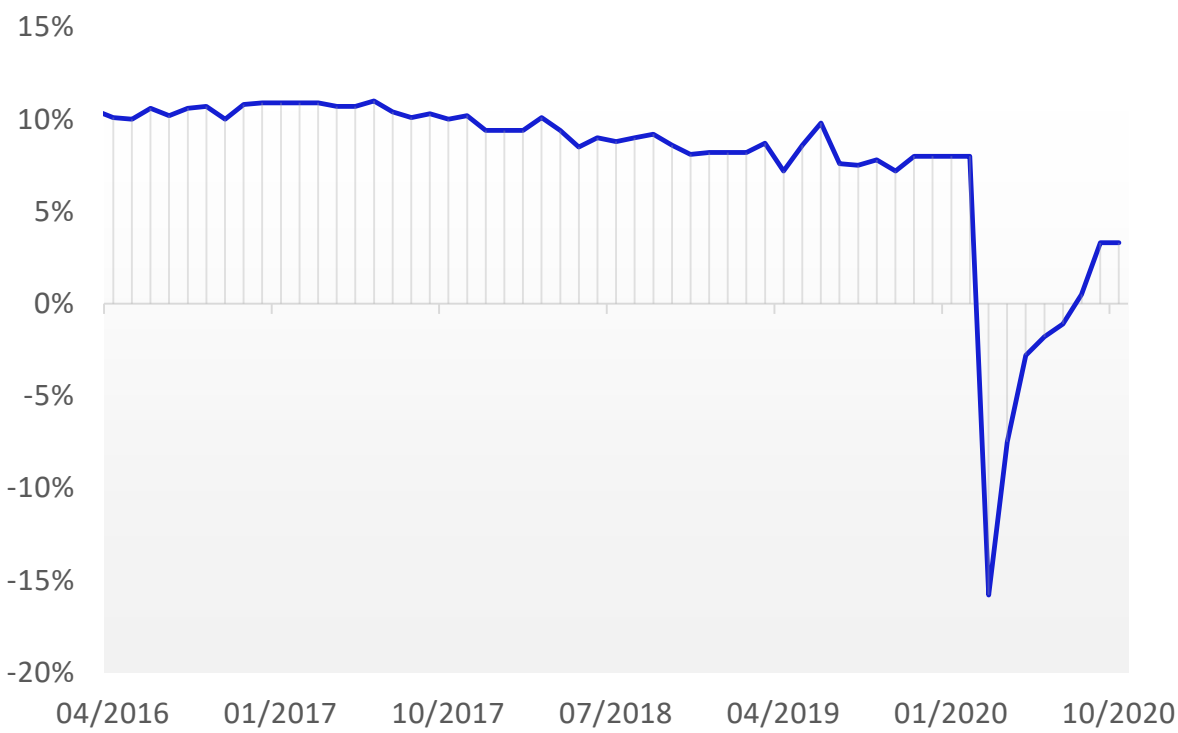


Nguồn: Bloomberg, MBS

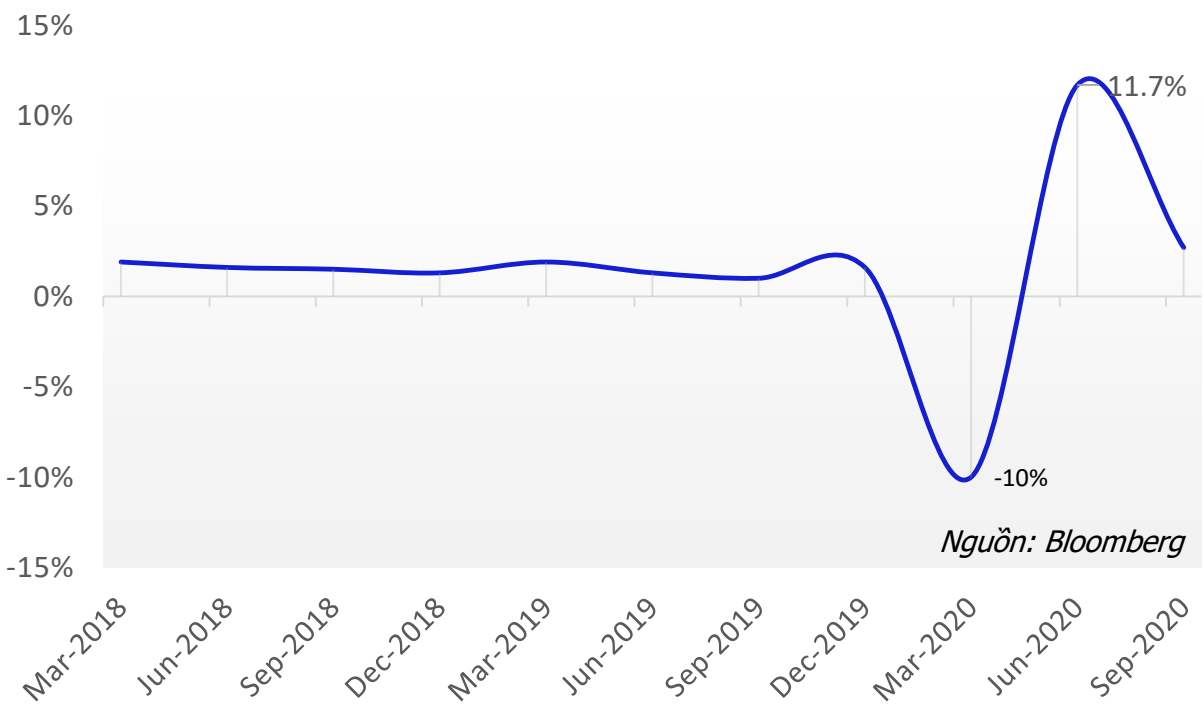
Kinh tế Trung Quốc giảm mạnh trong Q1 nhưng đã hồi phục mạnh mẽ trong 2 quý tiếp theo

- Công cuộc chống dịch Covid-19 tương đối thành công ở Trung Quốc giúp quốc gia này hồi phục mạnh mẽ. GDP sau khi giảm 10% QoQ hồi Q1 thì hai quý gần đây đều ghi nhận tăng trưởng dương. Trung Quốc là nền kinh tế lớn hiếm hoi không rơi vào suy thoái.
- Lực cầu nội địa khỏe với hơn 1,3 tỷ người tiêu dùng góp phần quan trọng kéo nền kinh tế vực dậy nhanh chóng. Doanh số bán lẻ nói chung và nhu cầu mua nhà, ô tô sau đã hồi phục về mức trước đại dịch.

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ (% yoy)



Tăng trưởng GDP Trung Quốc theo quý (%)



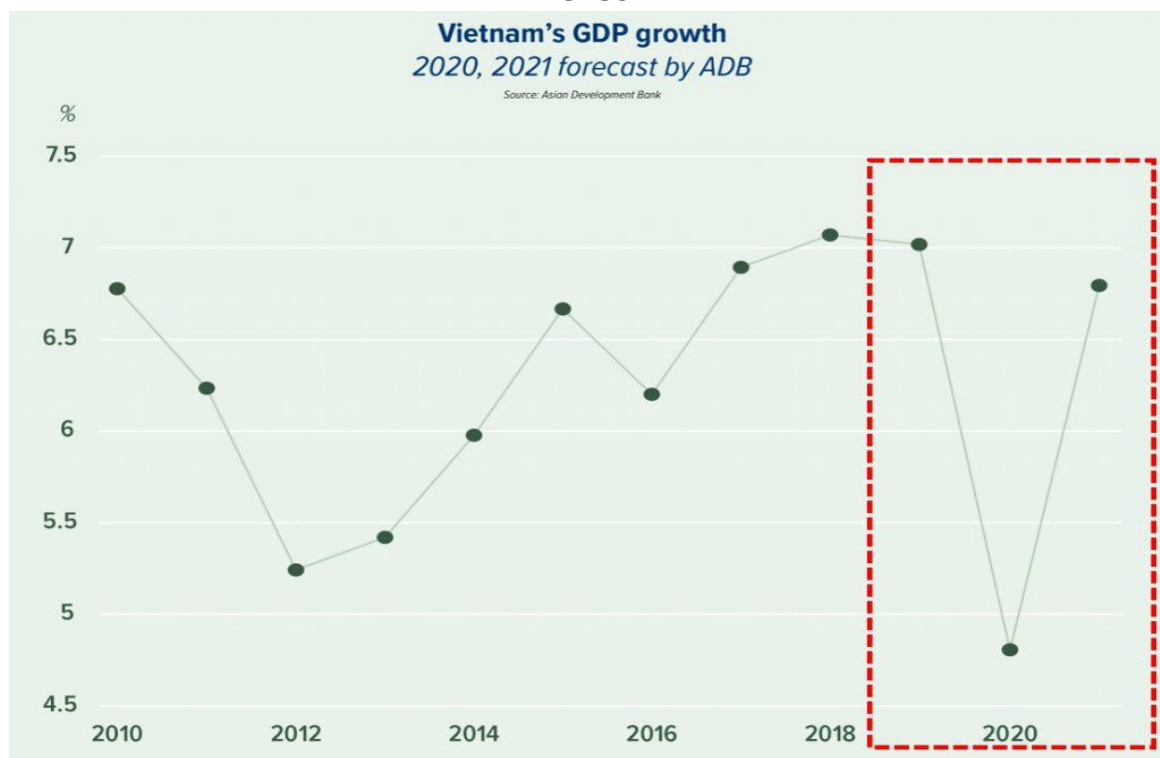
Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2021

- **Kinh tế Việt Nam dự báo sẽ tăng trưởng cao nhất khu vực trong năm nay**
 - ✓ Kinh tế Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ với đáy chữ V nhờ kìm chế dịch bệnh tốt và các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ và NHNN.
 - ✓ Nhiều yếu tố vĩ mô tích cực là động lực cho nền kinh tế hậu Covid-19

Kinh tế Việt Nam phục hồi hình chữ V, đứng đầu Đông Nam Á

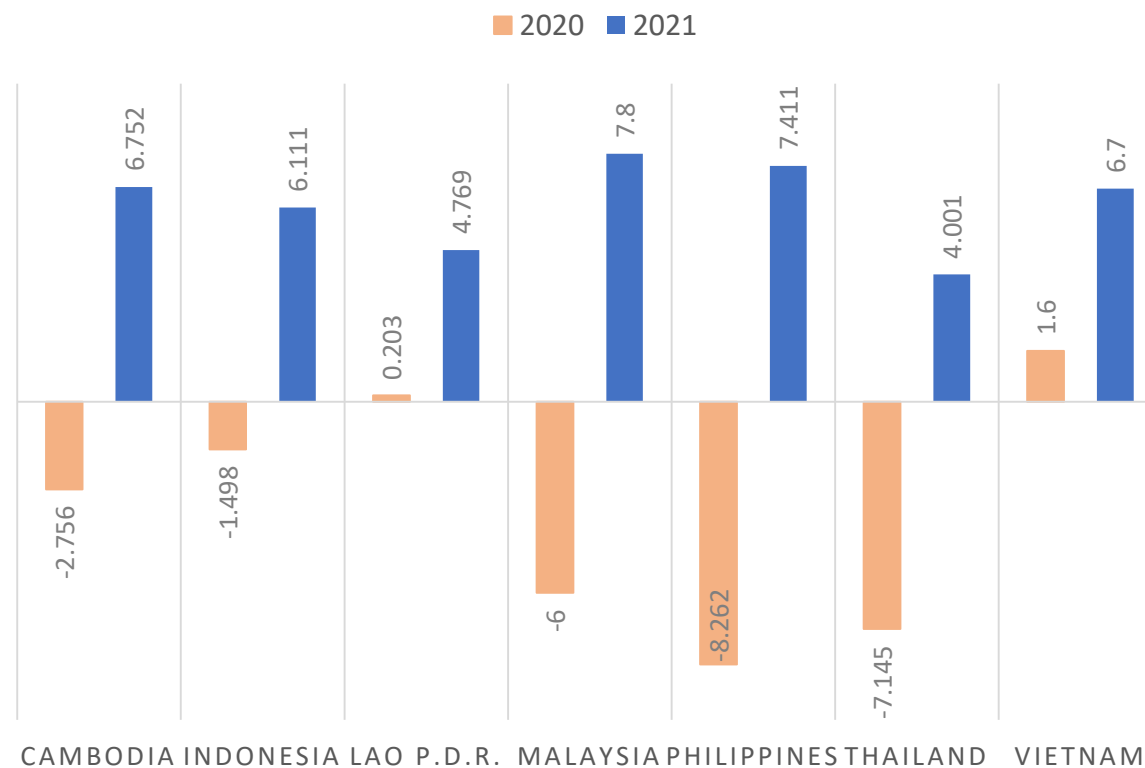
- Nhờ khả năng kìm chế dịch bệnh tốt và khu vực xuất khẩu khả quan, kinh tế Việt Nam dự kiến phục hồi hình chữ V với mức tăng trưởng 2021 tăng mạnh so với mức thấp của năm nay và khả quan nhất Đông Nam Á.

Dự báo Tăng trưởng GDP của Việt Nam phục hồi hình chữ V theo ADB



Nguồn: ADB, Bloomberg

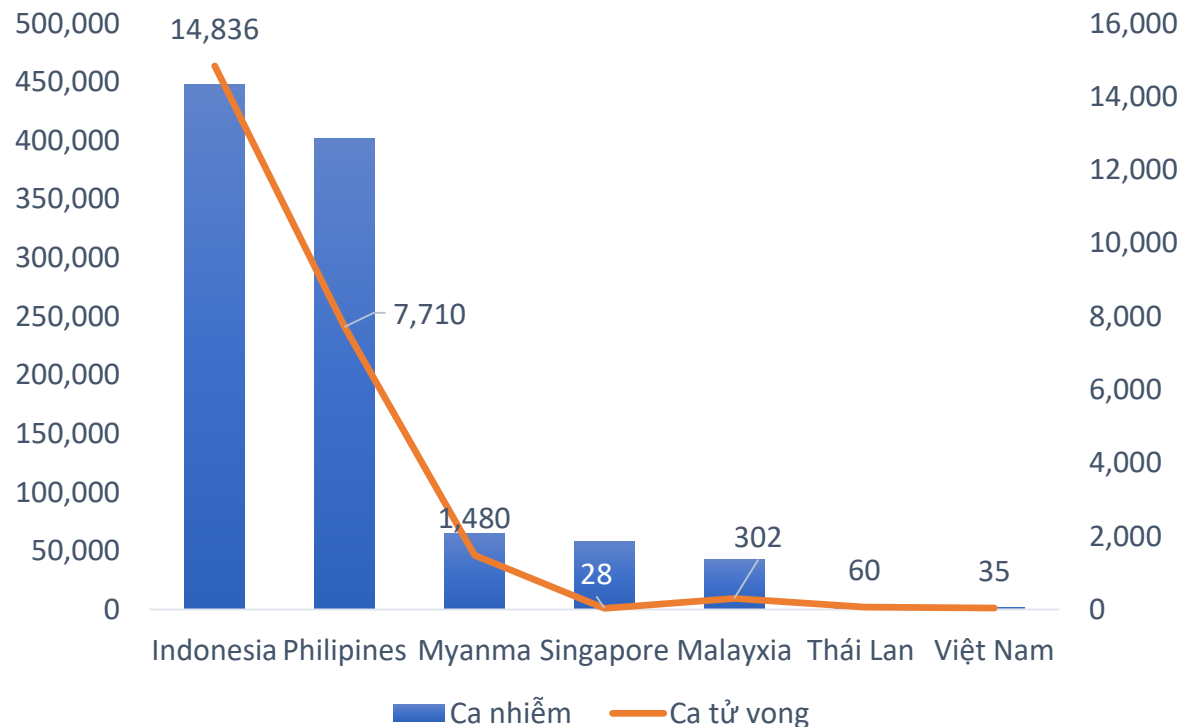
Tăng trưởng GDP của các quốc gia Đông Nam Á



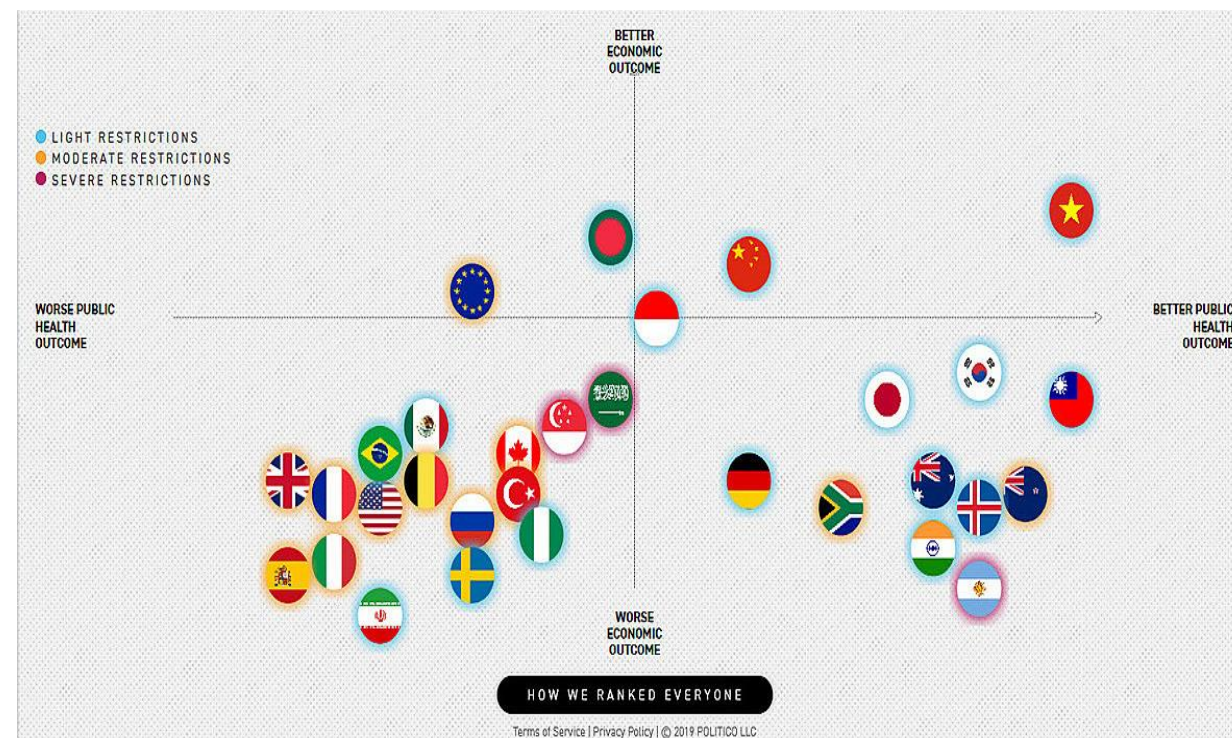
Việt Nam dẫn đầu thế giới về khả năng phòng dịch

- Dịch bệnh ảnh hưởng sâu rộng và nặng nề lên nền kinh tế của các quốc gia trên thế giới nói chung và các quốc gia Đông Nam Á nổi riêng, tuy nhiên nhờ khả năng phòng dịch tốt Việt Nam sẽ là điểm đến an toàn cho hoạt động sản xuất và đầu tư.

**Số người ca nhiễm bệnh và tử vong vì Covid 19
Tại các quốc gia Đông Nam Á**



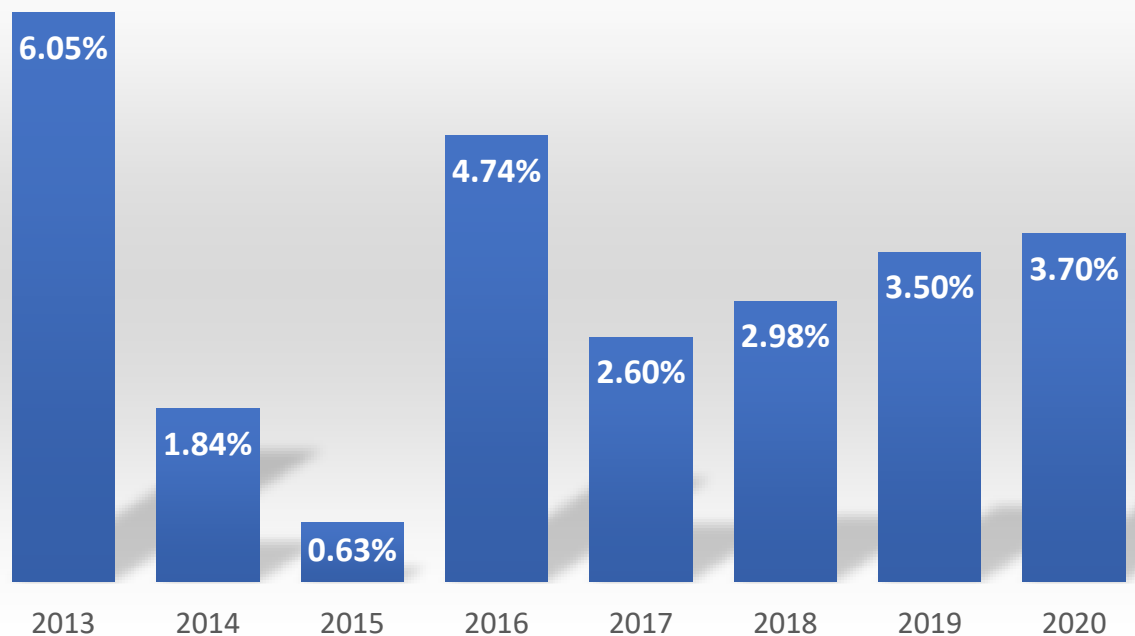
Năng lực phòng dịch của Việt Nam



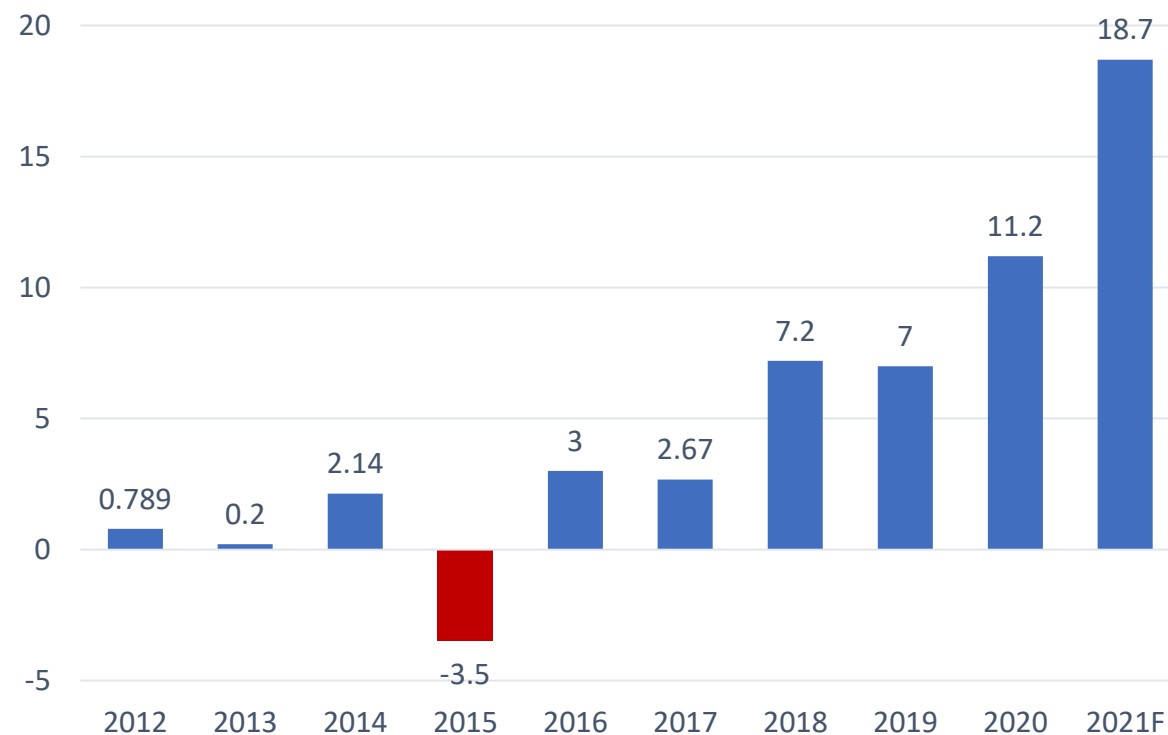
Kinh tế Việt Nam dẫn đầu thế giới về mức độ ổn định

- Các cân đối vĩ mô của Việt Nam gặp các thách thức không nhỏ trong năm 2020 tuy nhiên các nhân tố cơ bản đều được giữ vững bao gồm lạm phát ổn định, Đồng nội tệ vững vàng, cán cân thanh toán thặng dư và khu vực xuất khẩu nổi bật.

Lạm phát của Việt Nam qua các năm



Cán cân thương mại qua các năm

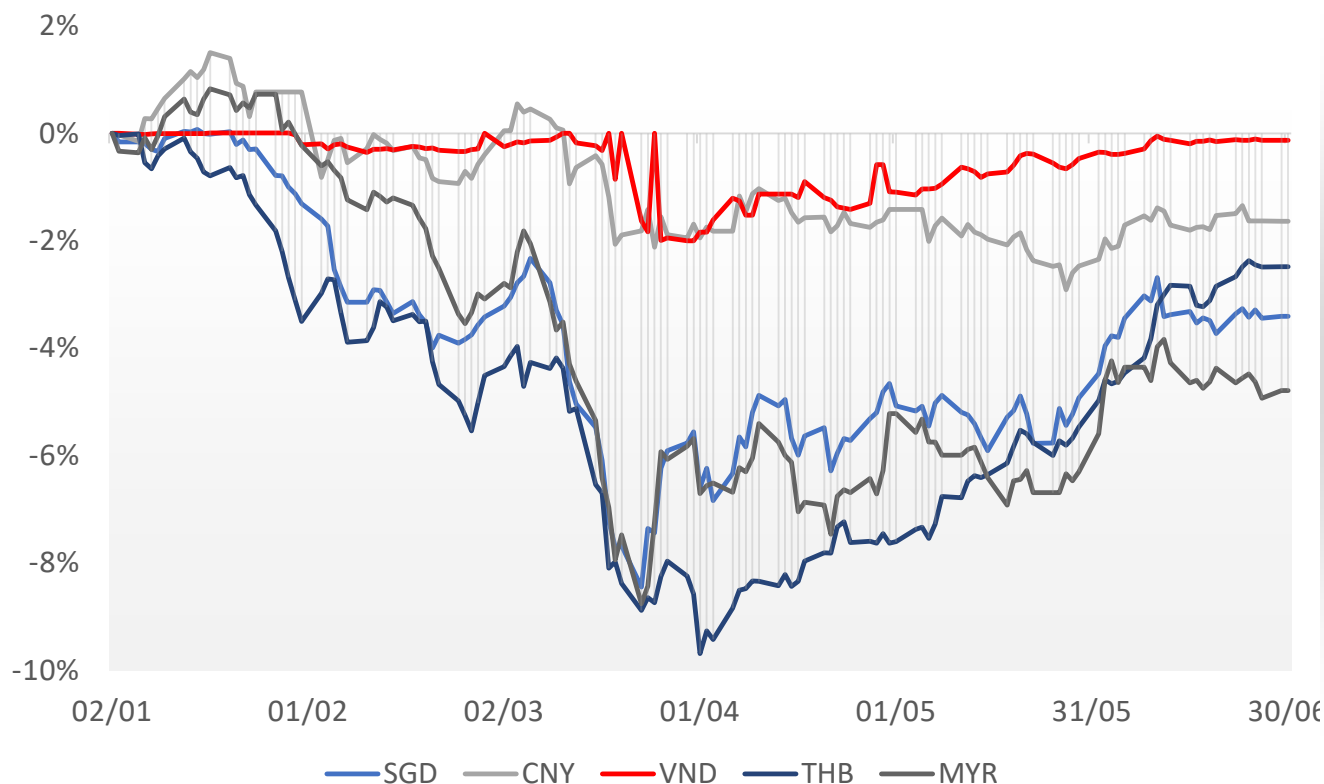


Nguồn: Politico, IMF

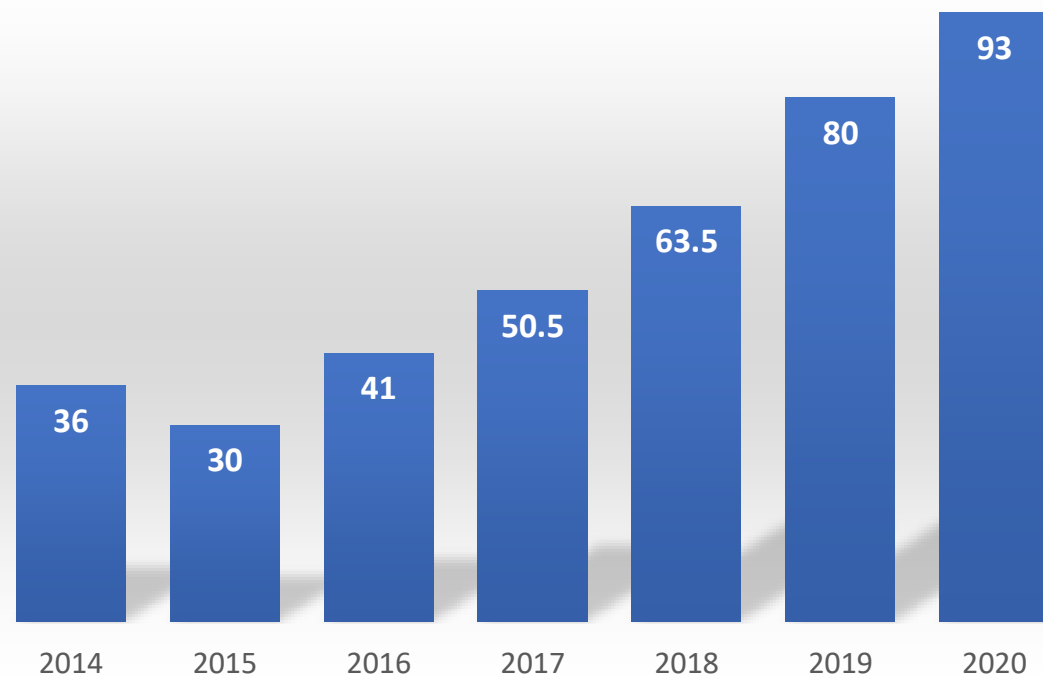
Kinh tế Việt Nam dẫn đầu thế giới về mức độ ổn định

- Các cân đối vĩ mô của Việt Nam gặp các thách thức không nhỏ trong năm 2020 tuy nhiên các nhân tố cơ bản đều được giữ vững bao gồm lạm phát ổn định, Đồng nội tệ vững vàng, cán cân thanh toán thặng dư và khu vực xuất khẩu nổi bật.

Biến động tỷ giá của Việt Nam so với các quốc gia khác



Dự trữ ngoại hối (Tỷ USD)

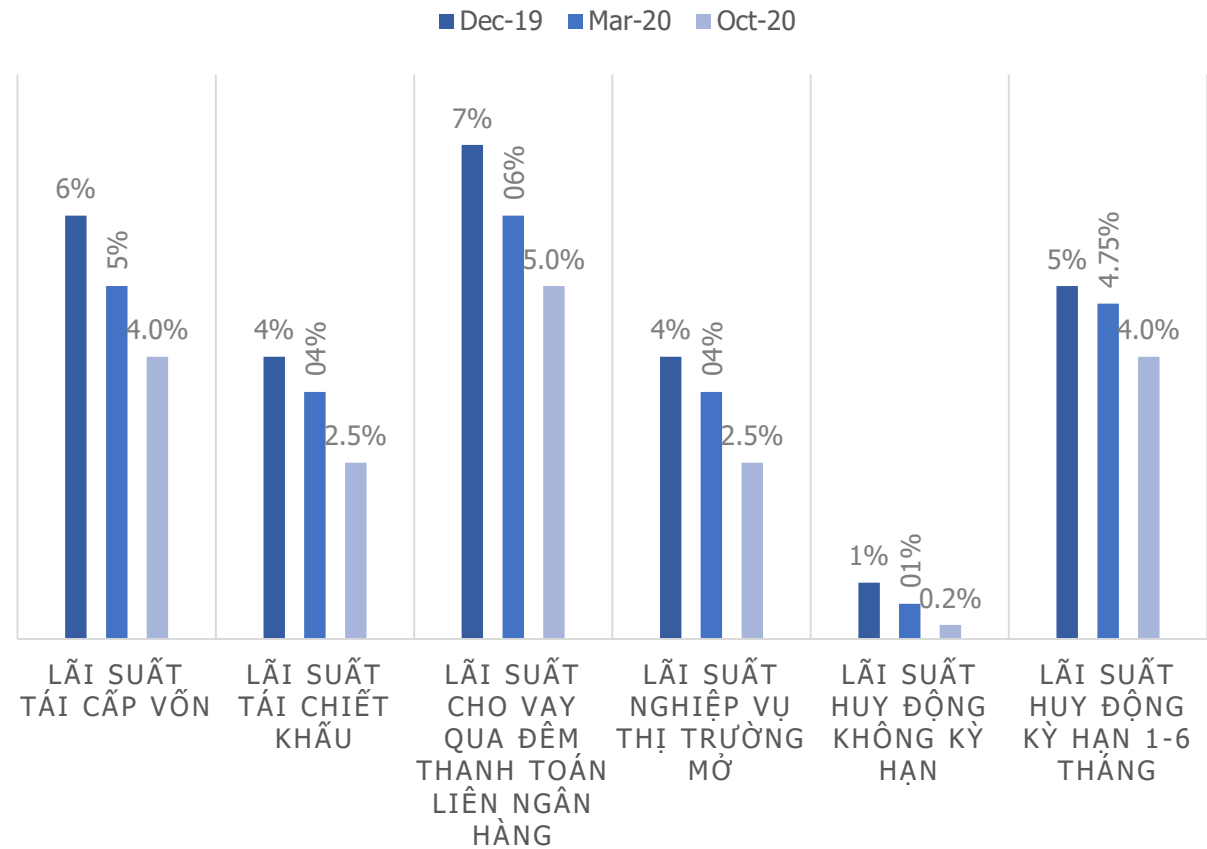


Nguồn: Politico, IMF

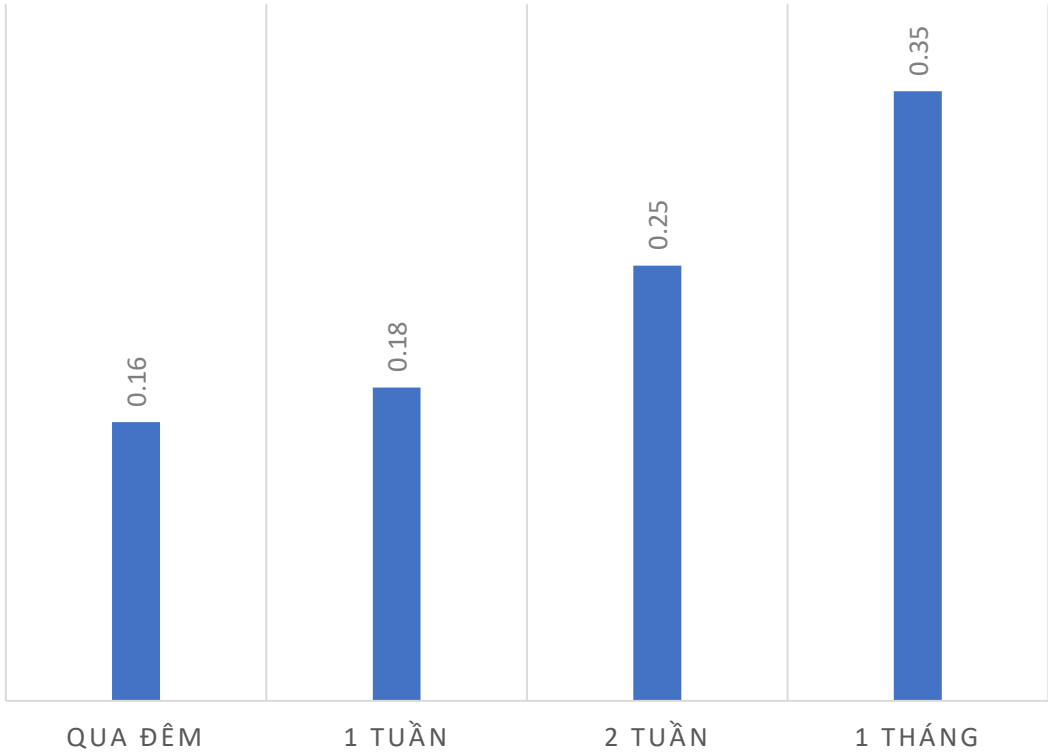
Chính sách tiền tệ tiếp tục xu hướng nới lỏng

- Các cân đối vĩ mô của Việt Nam ổn định, tạo điều kiện cho NHNN tiếp tục chính sách nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và các thị trường tài sản.

Mặt bằng các mức lãi suất điều hành của NHNN



Lãi suất qua đêm trên thị trường liên ngân hàng

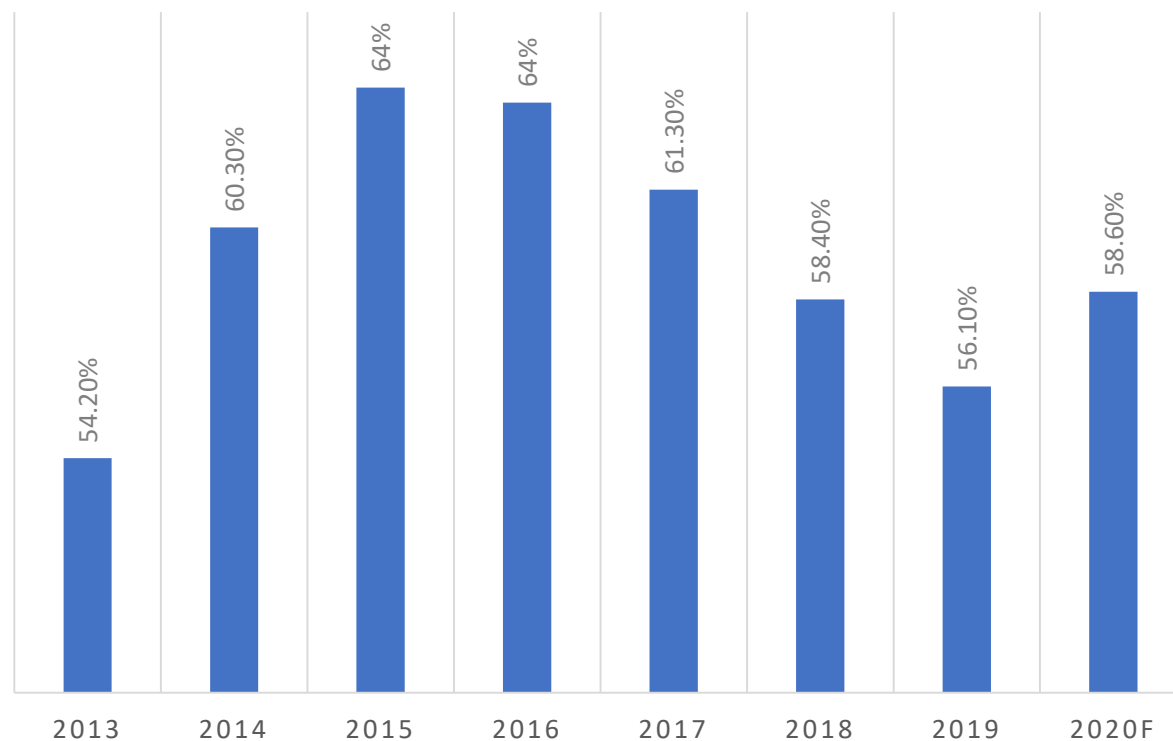


Nguồn: NHNN

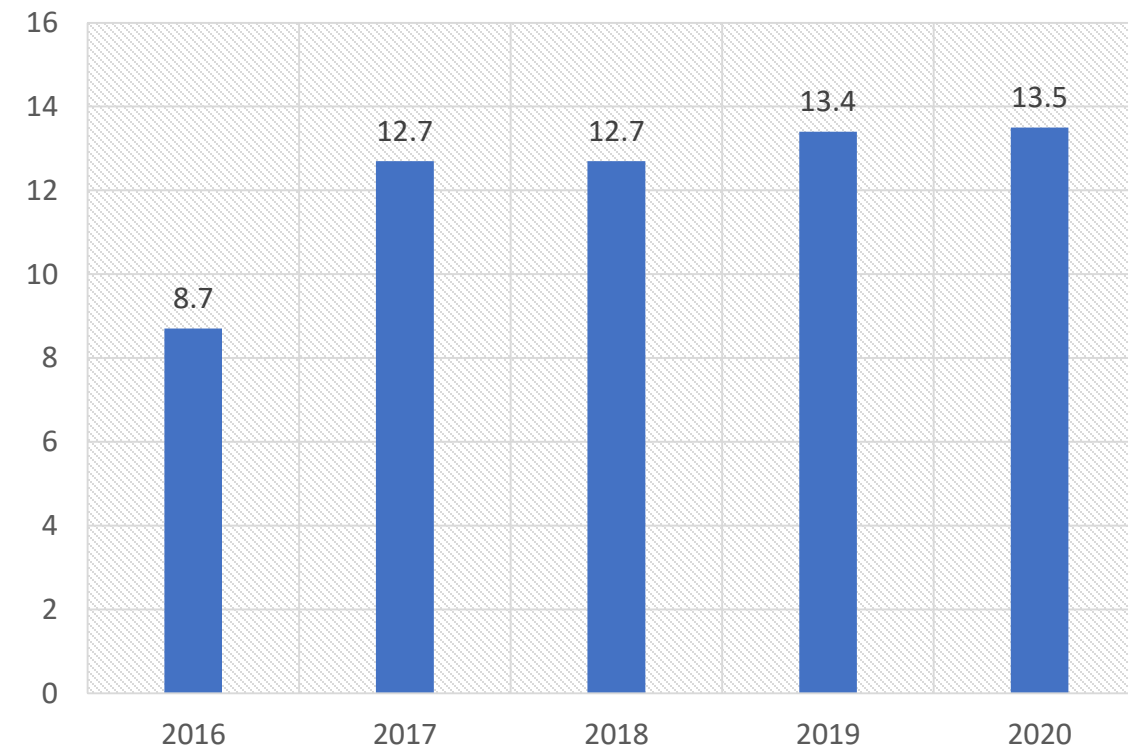
Chính sách tài khóa hỗ trợ nền kinh tế trong năm 2020, sẽ giảm dần trong năm 2021

- Mức nợ/GDP giảm trong các năm trước tạo điều kiện cho Chính Phủ áp dụng các biện pháp tài khóa hỗ trợ nền kinh tế. Thâm hụt ngân sách dự kiến tăng khi ngân sách dự hụt thu 150 nghìn tỷ do Covid 19 và chi ngân sách tăng mạnh do các biện pháp tài khóa hỗ trợ nền kinh tế. Mặt bằng lãi suất thấp đảm bảo khả năng huy động của Chính Phủ để cân đối ngân sách.

Nợ công/GDP Việt Nam năm 2021



Kỳ hạn trung bình huy động trái phiếu



Nguồn: NHNN

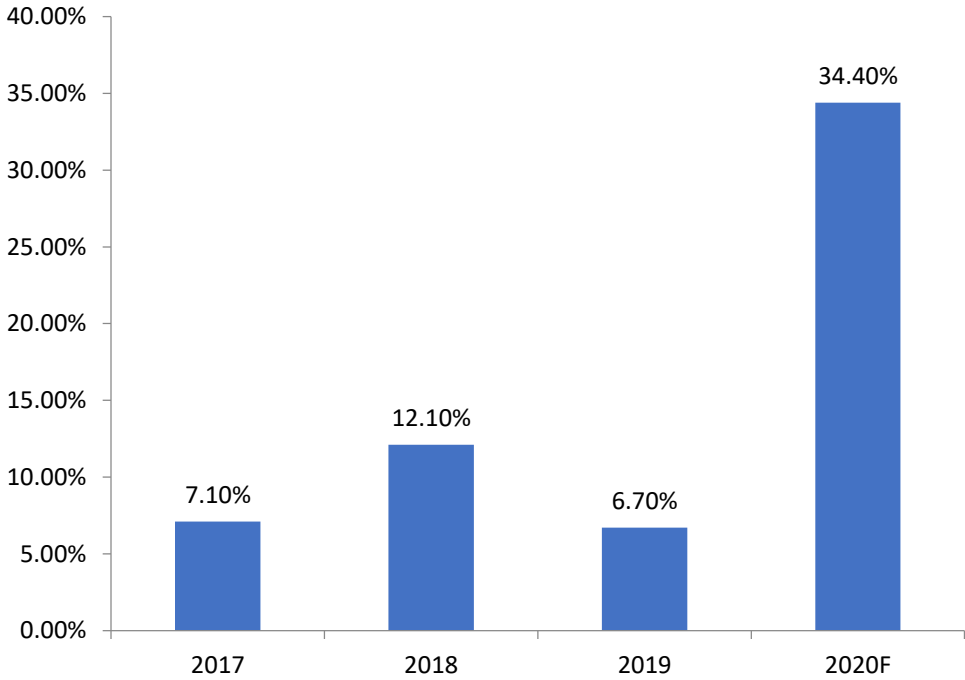
Các chính sách hỗ trợ kinh tế của chính phủ:

Chính phủ kịp thời tung ra nhiều gói hỗ trợ tài khóa đa dạng

Chương trình hỗ trợ	Nội dung	Quy mô (nghìn tỷ đồng)
Cá nhân/Hộ gia đình	▪ Trợ cấp bằng tiền mặt	62
	▪ Giảm tiền điện, cước viễn thông	26
	▪ Giảm 50% lệ phí trước bạ ô tô lắp ráp trong nước	6
Doanh nghiệp	▪ NHTM hỗ trợ lãi vay	280
	▪ Gia hạn thời gian nộp thuế, thuê đất	180
	▪ Giảm 30% thuế TNDN cho doanh nghiệp vừa và nhỏ	23
	▪ Cho vay lãi suất 0% để trả lương	16
Đầu tư công	▪ Giải ngân đầu tư công theo kế hoạch	550
	▪ Chuyển đổi 3 dự án cao tốc Bắc – Nam từ hình thức PPP sang đầu tư công	100
	▪ Tích cực tháo gỡ vướng mắc pháp lý bất động sản	

354.4 Nghìn tỷ

Mức độ gia tăng vốn đầu tư từ ngân sách



Nguồn: Ceyhun Elgin

Các hiệp định thương mại tự do liên tục được đàm phán và ký kết

Các hiệp định thương mại đã ký kết và đang tham gia



AFTA, 1993
Partner: ASEAN



ACFTA, 2003
Partner: ASEAN, China



AKFTA, 2003
Partner: ASEAN, Korea



AANZFTA, 2010
Partner: ASEAN, Australia, New Zealand



VCFTA, 2014
Partner: Vietnam, Chile



VKFTA, 2015
Partner: Vietnam, Korea



AJCEP, 2008
Partner: ASEAN, Japan



VJEPA, 2009
Partner: Vietnam, Japan



AIFTA, 2010
Partner: Vietnam, India



VN-EAEU FTA, 2016
Partner: Vietnam, Russia, Belarus, Armenia, Kazakhstan, Kyrgyzstan (Eurasian FTA)



CPTPP, 2019
Partner: Vietnam, Canada, Mexico, Peru, Chile, New Zealand, Australia, Japan, Singapore, Brunei, Malaysia



AHKFTA, 2019
Partner: ASEAN, Hongkong

Các hiệp định thương mại đã ký kết và sắp đi vào hoạt động



EVFTA, 2019
Partner: EU



EVIPA, 2019
Partner: EU

Các hiệp định thương mại đang đàm phán



RCEP, 2013
Partner: ASEAN, China, Korea, Japan, India, Australia, New Zealand



VN-EFTA FTA, 2012
Partner: Vietnam, EFTA (Switzerland, Norway, Liechtenstein)



VN-ISRAEL FTA, 2015
Partner: Vietnam, Israel

Nguồn: VCCI.

Hiệp định EVFTA mở ra thị trường đầy tiềm năng

- Hiệp định EVFTA và EVIPA
- Lộ trình miễn thuế nhập khẩu EU (từ 0 đến 7 năm) cho 99,7% kim ngạch xuất khẩu
- Cho phép các tổ chức tín dụng của EU sở hữu tối đa 49% 2 ngân hàng thương mại.
- Tạo điều kiện để các nhà đầu tư EU tham gia tích cực hơn vào thị trường Việt Nam

Lộ trình xóa thuế nhập khẩu một số mặt hàng theo EVFTA

Mặt hàng	Kim ngạch 2019 (triệu USD)	Mức thuế nhập khẩu hiện hành	Lộ trình xóa thuế
▪ Giấy dép	5.029	8%	0-8 năm (tùy sản phẩm)
▪ Hàng dệt may	4.262	12%	0-6 năm (tùy sản phẩm)
▪ Thủy sản	1.248	8% (cá da trơn) 20% (tôm)	4 năm (cá da trơn) Ngay lập tức (tôm)
▪ Cà phê	1.164	0% (chưa rang) 7,5% (đã rang)	Ngay lập tức
▪ Túi xách, ví, vali, mũ & ô dù	966	3-10% (đồ da)	Ngay lập tức
▪ Gỗ và sản phẩm gỗ	847	0% (nội thất) 7% (ván gỗ)	6 năm (ván gỗ)

Nguồn: VCCI, TCTK

Các chỉ tiêu kinh tế chủ yếu	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
1. GDP, dân số và thu nhập							
GDP danh nghĩa	186,2	193,2	205,3	223,8	245,2	262,4	275
Tăng trưởng GDP thực	6,0	6,7	6,2	6,8	7,1	7,0	3,0
Xuất khẩu (% yoy)	13,8	7,9	9,0	21,8	13,2	8,4	5
Nhập khẩu (% yoy)	12,0	12,0	5,6	21,9	11,1	6,8	1,5
Dân số(mn people)	91,7	92,7	93,6	94,6	95,5	96,4	97,3
GDP bình quân (USD)	2.047	2.086	2.172	2.353	2.551	2.740	2.826
Thất nghiệp (%)	2,1	2,33	2,33	2,2	2,2	2,2	2,9
2. Các chỉ tiêu tài khóa (%GDP)							
Nợ Chính phủ	46,4	49,2	52,7	51,7	50	49,2	48,5
Nợ công	58	61	63,7	61,4	58,4	56,1	58,6
Nợ nước ngoài của quốc gia	38,3	42	44,8	48,9	46	45,8	45,5
3. Các chỉ tiêu tài chính							
USD/VND	21.373	22.485	22.740	22.690	23.180	23.228	23.260
Lạm phát(%)	4,1	0,6	2,7	3,5	3,5	2,8	3,7
Tăng trưởng tín dụng	14,2	17,1	18,7	18,2	13,9	12,1	10,5
Lãi suất cho vay 1 2 tháng	8,8	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,0
Cán cân thanh toán(tỷ USD)	2.368	-3.759	1.602	1.903	6.795	11.100	18.500
Dự trữ ngoại hối (Tỷ USD)	34.575	28.616	36.906	49.497	54.491	79.000	93.000

Triển vọng thị trường chứng khoán 2021

▪ TTCK thế giới: Nền tảng vĩ mô hỗ trợ sự phục hồi của TTCK

- ✓ Các NHTW hỗ trợ thanh khoản mạnh mẽ giúp TTCK vượt qua ảnh hưởng đại dịch Covid-19.
- ✓ Định giá TTCK Mỹ đang ở mức thấp so với lịch sử, các nhịp điều chỉnh có thể diễn ra.
- ✓ Dòng vốn quốc tế có xu hướng trở lại khu vực Emerging Market.

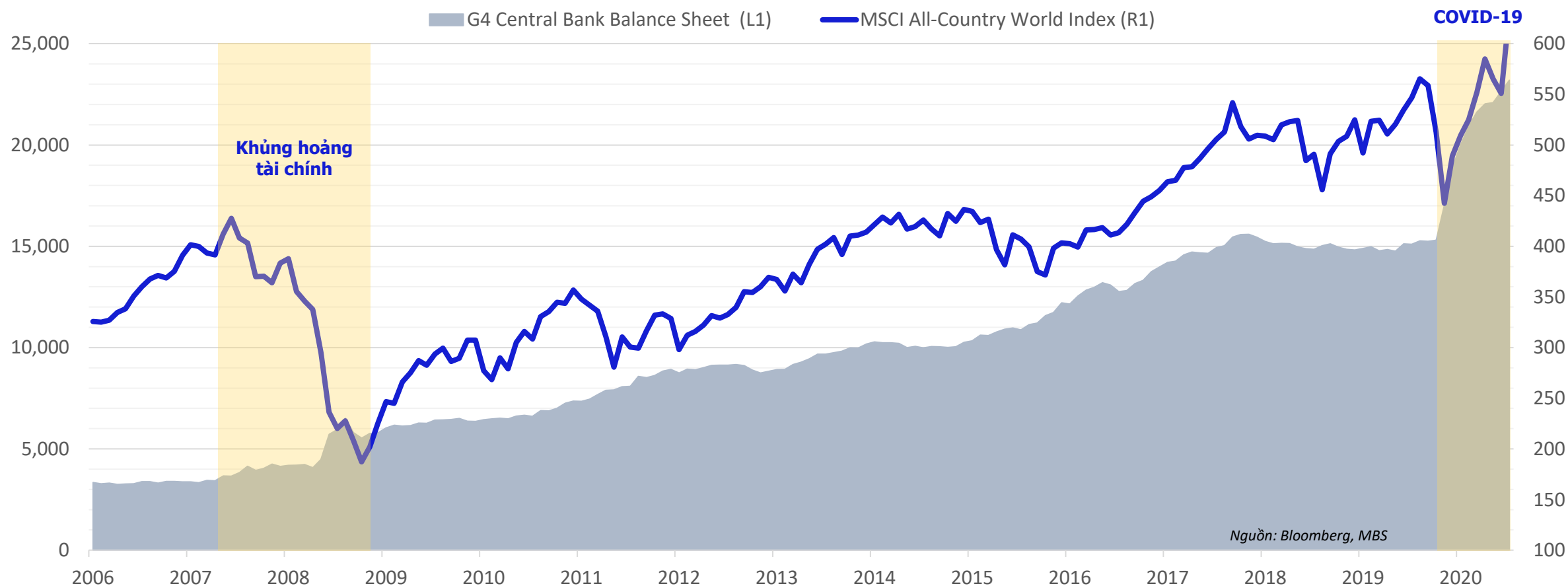
▪ TTCK Việt Nam: Bước vào giai đoạn tăng tốc

- ✓ Xu thế tăng dài hạn theo năm được xác lập trong chu kỳ 20 năm vừa qua.
- ✓ Thanh khoản thị trường tăng nhờ dòng tiền mới, số lượng TK mở mới tăng đạt gần mức đỉnh 2018.
- ✓ Kết quả kinh doanh Q3/2020: Sự phục hồi đang diễn ra trên hầu hết các ngành.
- ✓ **Câu chuyện nâng hạng:** Trong kịch bản lạc quan, chúng tôi kỳ vọng FTSE sẽ công bố Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào kỳ đánh giá thường niên tháng 9/2021 và chính thức từ tháng 3/2022; MSCI có thể đưa Việt Nam vào danh sách theo dõi nâng hạng từ kỳ đánh giá tháng 6/2022.

Các NHTW hỗ trợ thanh khoản mạnh mẽ giúp TTCK vượt qua ảnh hưởng đại dịch Covid-19

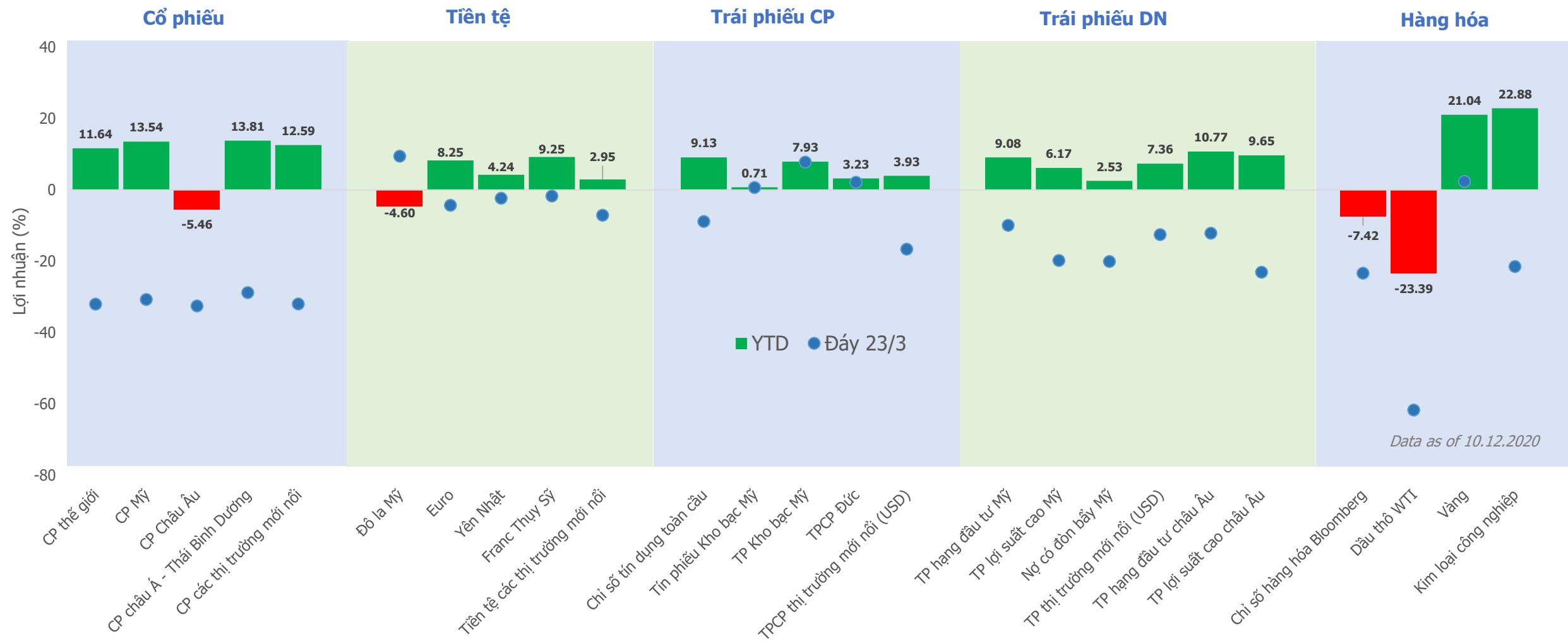
- TTCK toàn cầu đã vượt qua những ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch Covid-19 với mức phục hồi của chỉ số MSCI All - Country World Index đã tăng cao hơn mức điểm số trước khi xảy ra đại dịch.
- Trong đó, các gói kích thích tiền tệ mạnh mẽ của các NHTW mà đại diện là nhóm G4 là một trong những động lực mạnh mẽ giúp thị trường tài chính nhanh chóng ổn định và phục hồi sau đợt bán tháo vào tháng 3. Hiện tại, tổng tài sản của nhóm NHTW G4 đã lên mức kỷ lục với 23.200 tỷ USD theo số liệu của Bloomberg.

Tổng tài sản của nhóm ngân hàng G4 và chỉ số MSCI All-Country



- Thị trường chứng khoán hầu hết đã phục hồi mạnh mẽ vượt qua ảnh hưởng suy giảm nặng nề của đại dịch Covid-19 và trở lại mức tăng trưởng dương so với đầu năm. Trong khi đó, nhóm tài sản trú ẩn an toàn như trái phiếu kho bạc Mỹ, vàng... tiếp tục thu hút dòng tiền của nhà đầu tư. Riêng Dollar Mỹ đang có xu hướng giảm nhẹ và dầu thô vẫn chưa trở về lại mức giá trước đại dịch.

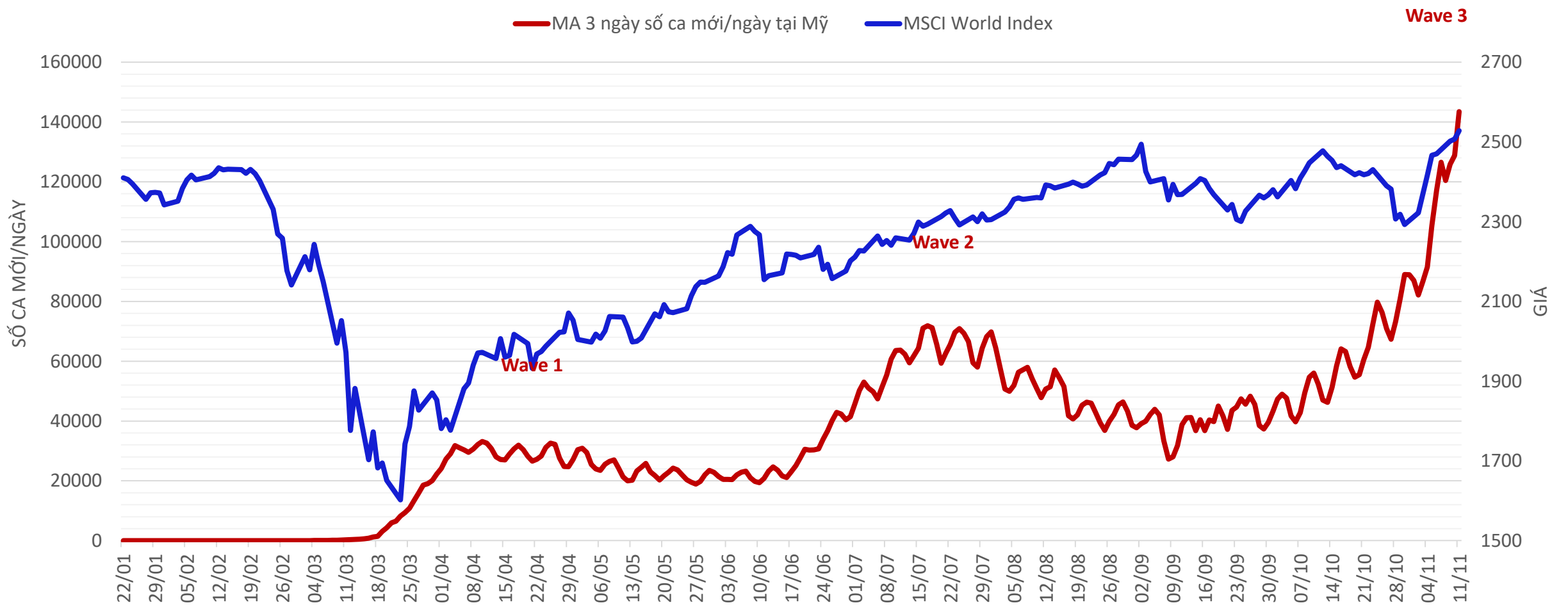
Lợi nhuận các nhóm tài sản YTD



Ảnh hưởng của dịch Covid-19 lên TTCK giảm dần...

- Các tác động của Đại dịch Covid-19 lên TTCK toàn cầu đang giảm dần mặc dù số ca nhiễm mới tiếp tục tăng mạnh và bước vào làn sóng lây nhiễm thứ 3 tại Mỹ và rất nhiều quốc gia Châu Âu. Mặc dù vậy trong trường hợp dịch bệnh bùng phát mạnh trở lại có thể sẽ là một yếu tố kích hoạt các nhịp điều chỉnh của TTCK khi các chỉ số đã về sát vùng đỉnh gần nhất khi lo ngại nhiều nền kinh tế có thể sẽ phải tạm thời đóng cửa để chống dịch trước khi có vắc-xin.

Làn sóng Covid-19 tại Mỹ và diễn biến chỉ số MSCI World Index

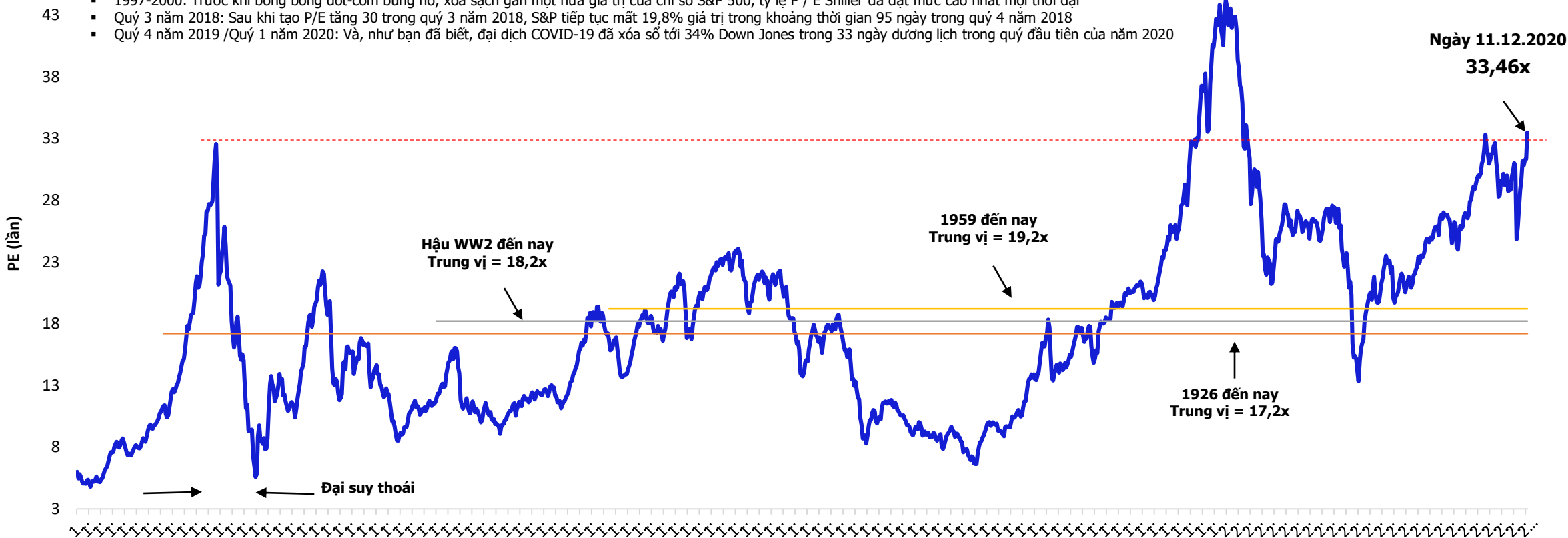


Thị trường chứng khoán Mỹ đang ở mức đắt so với lịch sử, các nhịp điều chỉnh có thể diễn ra

- **Thị trường cổ phiếu Mỹ đang ở mức đắt đỏ như vậy 4 lần trong 100 năm qua:** Một trong những cách đo lường giá trị là hệ số P/E và trên cơ sở đó dữ liệu P/E mang tính lịch sử của Shiller phát huy tác dụng. Tỷ lệ P/E của Shiller dựa trên thu nhập đã điều chỉnh lạm phát trung bình trong 10 năm trước đã đạt mức 32.57x lần thứ 4 trong 100 năm qua và cao hơn nhiều mức trung vị 17.2x từ 1926 đến nay.

Chỉ trong 2 tháng, thị trường cổ phiếu Mỹ đã quay trở lại mức P/E mà trước đây phải mất hơn 8 năm mới đạt được

- Năm 1929: Sau ngày Thứ Ba Đen tối, thị trường chứng khoán sẽ mất 89% giá trị (được đo bằng Chỉ số Công nghiệp Dow Jones).
- 1997-2000: Trước khi bong bóng dot-com bùng nổ, xóa sạch gần một nửa giá trị của chỉ số S&P 500, tỷ lệ P / E Shiller đã đạt mức cao nhất mọi thời đại
- Quý 3 năm 2018: Sau khi tạo P/E tăng 30 trong quý 3 năm 2018, S&P tiếp tục mất 19,8% giá trị trong khoảng thời gian 95 ngày trong quý 4 năm 2018
- Quý 4 năm 2019 /Quý 1 năm 2020: Và, như bạn đã biết, đại dịch COVID-19 đã xóa sổ tới 34% Dow Jones trong 33 ngày dương lịch trong quý đầu tiên của năm 2020



S&P 500 tiếp tục xu hướng tăng, nhưng các nhịp điều chỉnh có thể diễn ra

- Về xu hướng, chỉ số S&P 500 vẫn đang trong xu hướng tăng nhưng đang gặp khó tại vùng kháng cự Trendline kẻ theo năm kể từ 2008. Do đó, trong ngắn hạn các vùng điều chỉnh và rung lắc xoay quanh ngưỡng 3.600 điểm trước khi vượt qua vùng cản mạnh này hướng lên các mức điểm cao hơn.

Walk the Line

U.S. stocks look to break past their last major resistance line



Source: Bloomberg, Saut Strategy

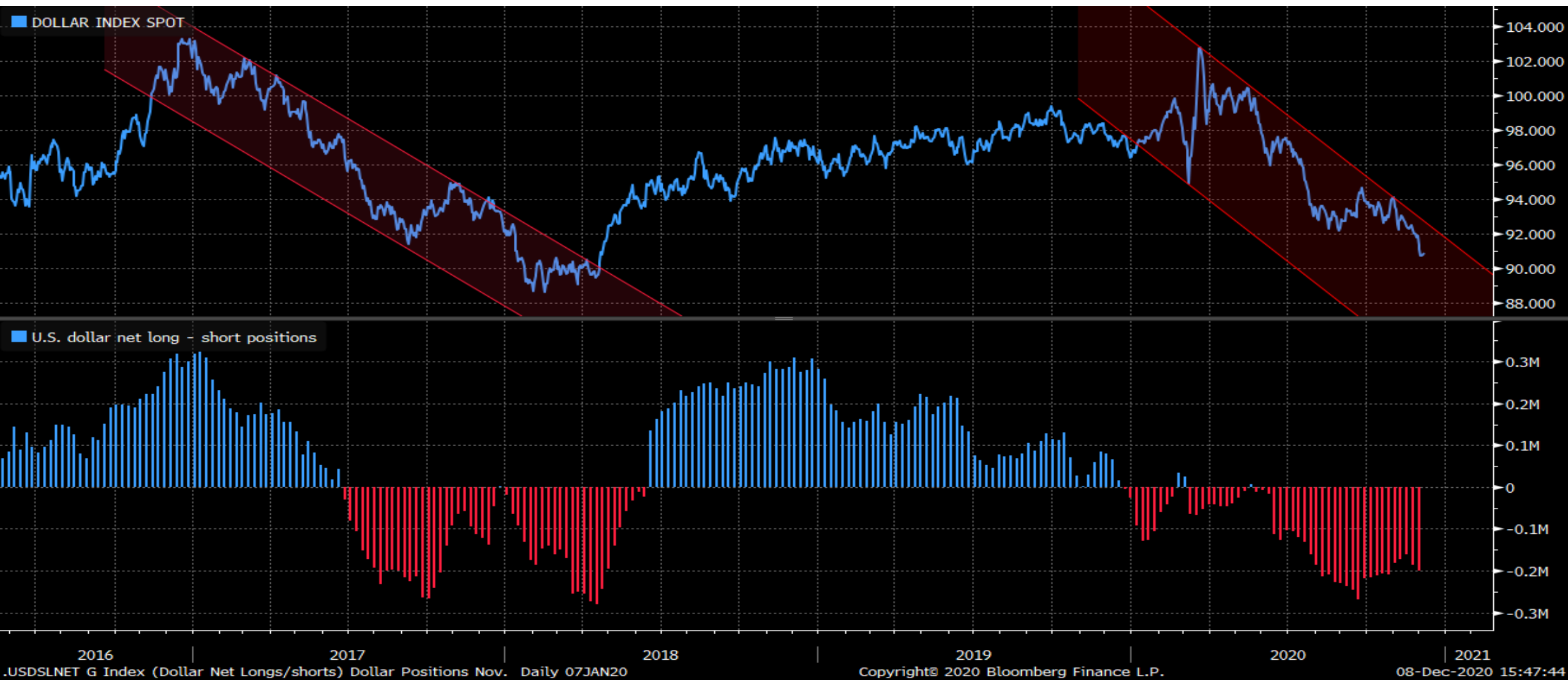
SPX Index (S&P 500 INDEX) S&P key level Weekly 23JAN2000-14DEC2020

Copyright© 2020 Bloomberg Finance L.P.

14-Dec-2020 17:07:05

USD Index giảm sâu, tín hiệu tích cực cho thị trường mới nổi

- Chỉ số USD Index sau khi tăng mạnh nửa đầu năm do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 ở mức trên 102 đã giảm sâu trở lại về vùng 93 điểm. Đây là một tín hiệu tương đối tích cực đối với xu hướng dòng vốn có thể sẽ quay trở lại thị trường mới nổi (Emerging Market) sau khi khu vực này bị rút vốn mạnh trong hơn 10 tháng qua.



Xu hướng dòng vốn đầu tư quốc tế bắt đầu có xu hướng quay lại thị trường mới nổi

- Với tín hiệu sụt giảm sâu của USD Index và đà phục hồi kinh tế của nhiều nước trong khu vực thị trường mới nổi, đồng thời với đó là khả năng chống dịch tốt của một số quốc gia như Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, dòng vốn quốc tế đã bắt đầu quay trở lại mua ròng kể từ đầu tháng 11 trở lại đây.

Show Me the Money

Asian equity markets are on pace for their biggest influx of foreign money since 2013

■ Quarterly foreign fund flows for Asian stocks (excluding China)



Source: Bloomberg

Note: Includes Japan, India, South Korea, Taiwan, Thailand, Indonesia, Malaysia, Philippines and Vietnam. China excluded because data not available for most recent quarter.

Bloomberg

Triển vọng tăng trưởng 2021

Kinh tế hồi phục

- Các NHTW, chính phủ các nước duy trì nới lỏng tiền tệ đồng thời tung gói kích thích kinh tế.
- Việt Nam thành công trong công tác kiểm soát dịch bệnh giúp quá trình hồi phục kinh tế thuận lợi.
- Các gói kích thích đa dạng cùng đẩy mạnh giai ngân đầu tư công sẽ là động lực hỗ trợ kinh tế phục hồi.
- Thanh khoản dồi dào ở hệ thống ngân hàng và môi trường lãi suất thấp.
- Triển vọng từ EVFTA, RCEP và xu hướng dịch chuyển đầu tư của chuỗi cung ứng.

TTCK phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch

- **VN-Index tăng 7% YTD với thanh khoản cải thiện rõ rệt.** Tính đến ngày 08/12/2020, chỉ số VN-Index đạt 1.028,56 điểm, tăng 7% YTD và tăng mạnh 58,46% so với thời điểm cuối tháng 3. Quy mô vốn hóa đạt 208,7 tỷ USD.
- **Thanh khoản tăng mạnh.** Bình quân trong 11 tháng năm 2020 (tính đến ngày 30/11), thanh khoản của thị trường đạt 6.582 tỷ đồng/phiên, tăng 42% n/n
- **Sự tham gia tích cực hơn của nhà đầu tư cá nhân trong nước** với số lượng tài khoản mở mới đạt bình quân trên 30.000 tài khoản/ngày.

Tham gia tích cực của các quỹ ETF

- **Nhiều quỹ ETF mới được thành lập trong nửa đầu năm 2020**, đặc biệt là quỹ VFMVN Diamond ETF – quỹ tập trung đầu tư vào các cổ phiếu đã hết “room ngoại”.
⇒ mở ra một kênh đầu tư hấp dẫn cho NĐT nước ngoài muốn đầu tư vào các cổ phiếu đã kín room
- ⇒ gia tăng dòng vốn của NĐTNN vào TTCK Việt Nam.

Tăng tỷ trọng trong MSCI FM Index

- **Việt Nam được tăng tỷ trọng trong rổ MSCI FM Index**
- Kuwait được nâng hạng trong tháng 11, Việt Nam trở thành TTCK có tỷ trọng lớn nhất trong nhóm chỉ số thị trường cận biên của MSCI
⇒ có thể hút ròng thêm một lượng vốn đáng kể từ các quỹ đầu tư vào thị trường cận biên.
- Thị trường Việt Nam sẽ chiếm tỷ trọng 28,76% trong rổ MSCI Frontier Markets 100 Index vào tháng 11/2021, bỏ khá xa thị trường đứng thứ 2 là Morocco với tỷ trọng 12,47%.

Triển vọng nâng hạng trong 2 năm tới

- **Trong kịch bản lạc quan, chúng tôi kỳ vọng:**
- FTSE sẽ công bố Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp vào kỳ đánh giá thường niên tháng 9/2021 và chính thức từ tháng 3/2022;
- MSCI có thể đưa Việt Nam vào danh sách theo dõi nâng hạng từ kỳ đánh giá tháng 6/2022.

TTCK Việt Nam: Xu thế tăng dài hạn theo năm trong chu kỳ 20 năm vừa qua

- **Thị trường chứng khoán trong nước chứng kiến hồi phục đáng kể từ Q2 2020 nhờ:** (i) dịch Covid-19 được kiểm soát hiệu quả, (ii) sự tham gia tích cực hơn của nhà đầu tư cá nhân trong nước với số lượng tài khoản mở mới đạt bình quân trên 30.000 tài khoản/ngày, (iii) NHNN hạ lãi suất khiến dòng tiền nhàn rỗi chuyển sang các kênh tài sản có giá trị sinh lời cao hơn, và (iv) VNĐ nước ngoài mua ròng đối với nhóm ETF.



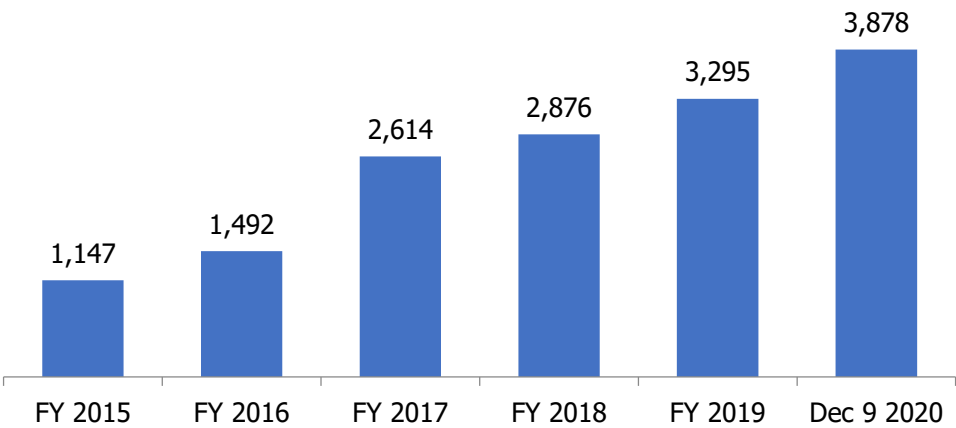
Quy mô thị trường ngày càng tăng với số lượng tài khoản tăng mạnh...

- **TTCK đã chứng tỏ là kênh dẫn vốn hiệu quả đối với các DN.** Tnh từ khi thành lập thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam đến tháng 06/2020, thông qua TTCK, Chính phủ và các doanh nghiệp đã huy động được trên 2,4 triệu tỷ đồng để đưa vào sản xuất kinh doanh.
- **Quy mô vốn hóa tăng dần qua các năm.** Tính đến 09/12/2020, TTCK Việt Nam đạt mức vốn hóa 3.878 nghìn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng bình quân năm khoảng 28% trong giai đoạn 2015 – 2020. Tính chung, giá trị vốn hóa TTCK đạt >100% GDP đã góp phần định hình hệ thống tài chính hiện đại trên nền tảng hài hòa giữa TTCK và thị trường tiền tệ - tín dụng
- **TTCK Việt Nam hiện tại vẫn là thị trường cận biên và có nhiều dư địa để phát triển** trong bối cảnh (i) số tài khoản còn thấp, và (ii) nhà đầu tư cá nhân chiếm ~99% số lượng tài khoản.

Thông số TTCK Việt Nam

	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Số lượng tài khoản (triệu)	2,18	2,43	2,73	3,06	3,40	3,76
Giá trị GDBQ (tỷ đồng)	6.591	4.664	6.246	6.828	7.465	8.161
GTGDBQ khớp lệnh (tỷ đồng)	5.255	3.477	5.038	5.314	5.605	5.912
KLGDBQ toàn TT (Triệu CP)	272	228	383	395	408	420
KLGDBQ khớp lệnh (Triệu CP)	231	179	333	332	330	329

Quy mô vốn hóa TTCK Việt Nam (nghìn tỷ VND)



So sánh quy mô 1 số TTCK

	Việt Nam	Thái Lan	Hàn Quốc	Trung Quốc
Dân số (triệu người)	96,5	69	52	1.393
Số lượng tài khoản (triệu)	2,73	1,87	30	163,34
Tài khoản active (triệu)	0,2 - 0,4 (*)	0,35	5,5	N/A
Tỷ lệ SL tài khoản/dân số	2,5%	3,0%	57,6%	11,7%
GDP (tỷ USD)	300	505	1.619	13.610
Vốn hóa cổ phiếu/GDP	70%	99%	89,50%	68,14%

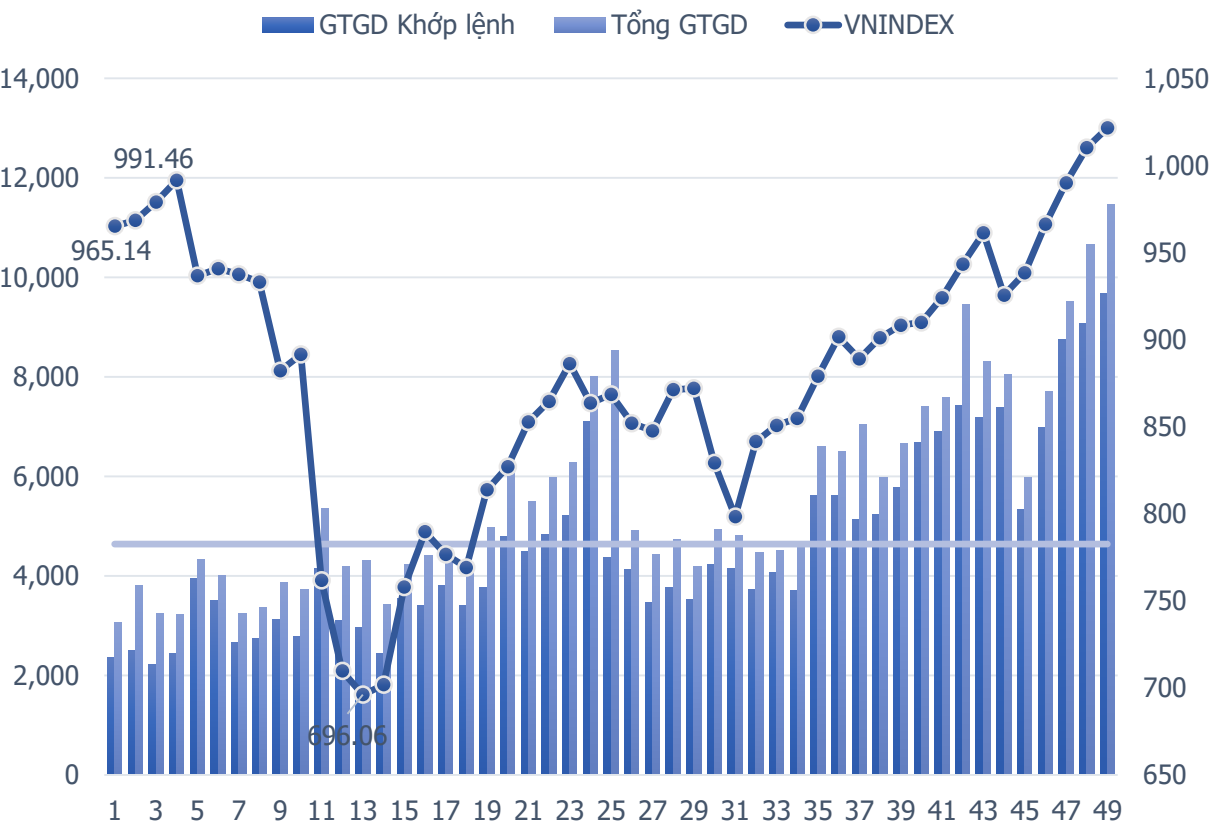
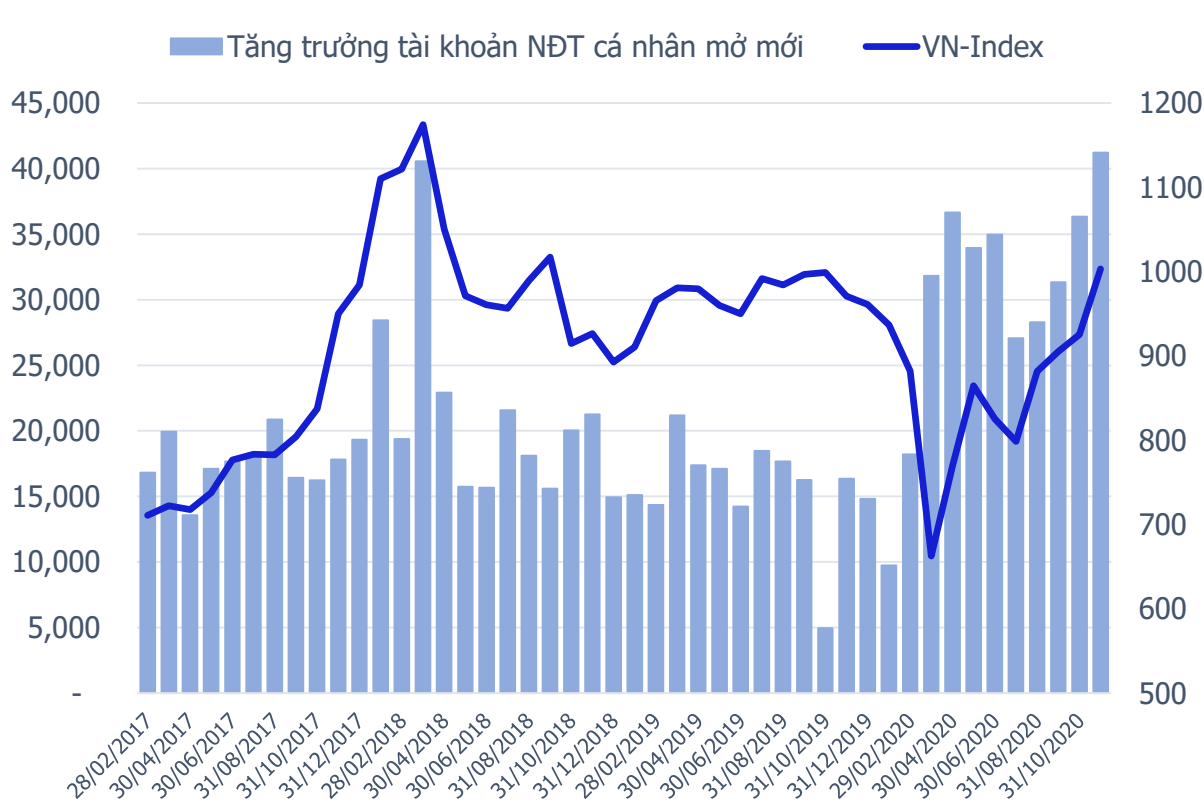
(*) Số liệu Việt Nam là số liệu ước tính 2020, số liệu của Thái Lan và Hàn Quốc là số liệu cuối năm 2019.

(Nguồn: MBS Research)

... trong đó Nhà đầu tư cá nhân đang đóng vai trò quan trọng trong quá trình hồi phục của TTCK

- VN-Index tăng 7% YTD với thanh khoản cải thiện rõ rệt. Tính đến ngày 08/12/2020, chỉ số VN-Index đạt 1.028,56 điểm, tăng 7% YTD và tăng mạnh 58,46% so với thời điểm cuối tháng 3. Quy mô vốn hóa đạt 208,7 tỷ USD.
- Bình quân trong 11 tháng năm 2020 (tính đến ngày 30/11), thanh khoản của thị trường đạt 6.582 tỷ đồng/phiên, tăng 42% n/n. Trong đó, giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân đạt 5.378 tỷ đồng/phiên, tăng 54% n/n, giá trị giao dịch thỏa thuận bình quân đạt 1.200 tỷ đồng/phiên, tăng 6% n/n.
- Mức tăng của thanh khoản nhờ số lượng tài khoản mở mới tăng mạnh. Lũy kế đến hết tháng 11, có gần 329.500 tài khoản cá nhân trong nước được mở mới, cao hơn 75% năm trước. Tổng số tài khoản chứng khoán tại Việt Nam đạt 2,71 triệu tài khoản.

Tài khoản mở mới của NĐT cá nhân

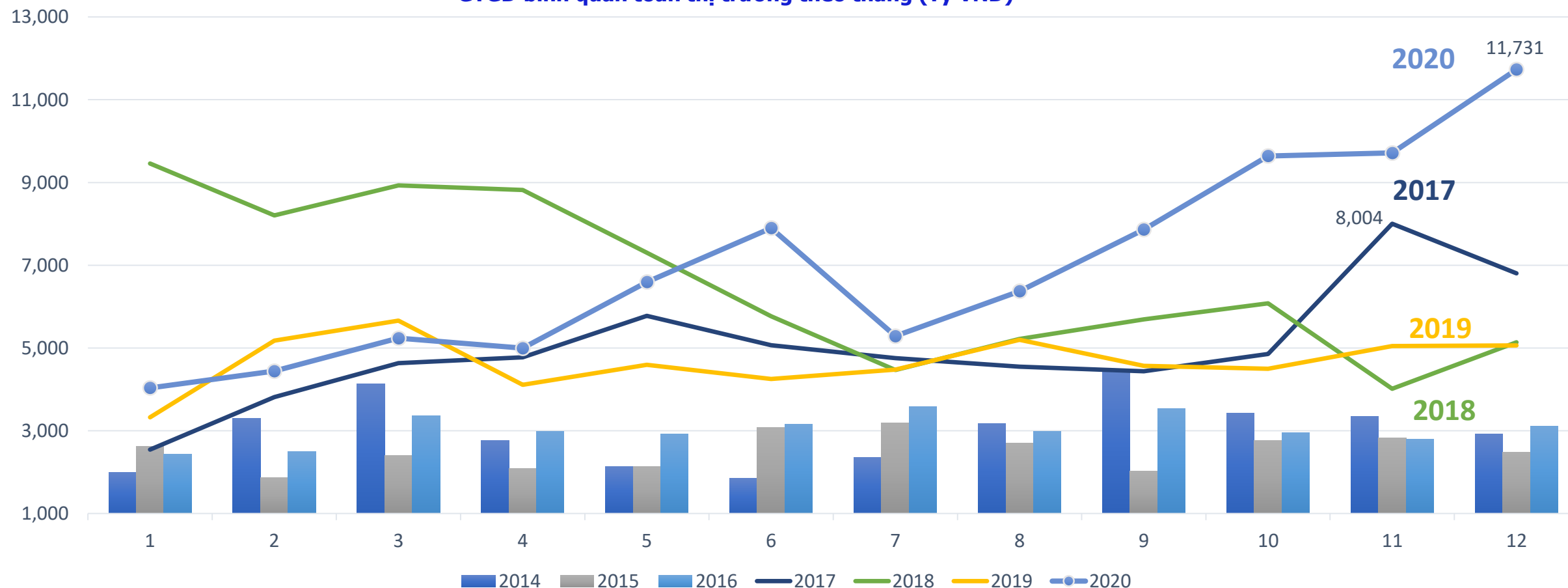


(Nguồn: FinnPro, VSD)

Dòng tiền vào thị trường tăng mạnh, thanh khoản lên mức kỷ lục trong chu kỳ 10 năm

- Thanh khoản giao dịch bình quân cả 3 sàn theo tháng đang ở mức cao kỷ lục Từ mức 7.800 tỷ trong tháng 9 đã lên mức 11.700 tỷ trong tháng 12 và đang ở mức cao nhất theo tháng trong chu kỳ 10 năm trở lại đây.
- Về thanh khoản, xu hướng tăng đang tiếp tục rõ ràng nhờ lượng mở tài khoản mới và sự tham gia mạnh mẽ của NĐT cá nhân. Vùng thanh khoản tại tháng 12 hiện tại đã cao hơn 46% so với đỉnh thanh khoản 2017 và 25% so với đỉnh thanh khoản của Tháng 1/2018.

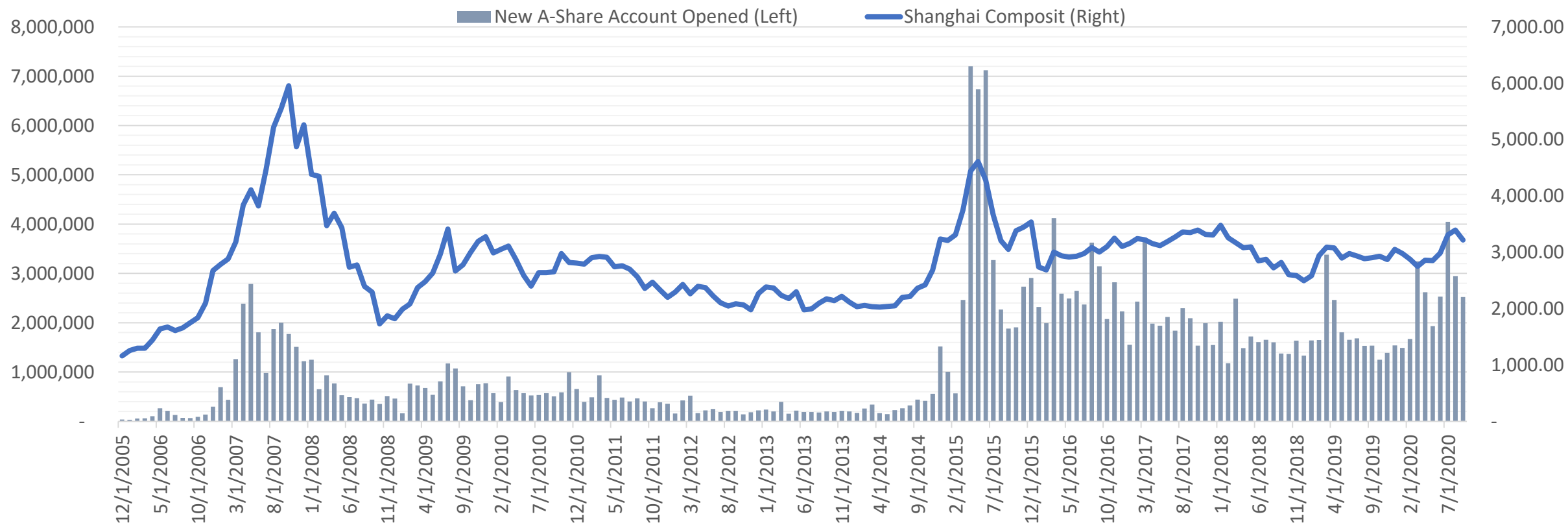
GTGD bình quân toàn thị trường theo tháng (Tỷ VND)



Làn sóng mở TK của NĐT cá nhân tại Trung Quốc giai đoạn 2015 giúp chỉ số Shanghai Composit tăng gấp đôi

- Sự bùng nổ về thanh khoản tại TTCK Việt Nam giai đoạn này có đôi nét tương đồng với làn sóng mở tài khoản mới của NĐT cá nhân tại Trung Quốc giai đoạn 2014-2015. Lượng tài khoản mở mới tăng đột biến và sự tham gia bùng nổ của NĐT cá nhân trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc gặp khó khăn đã giúp chỉ số Shanghai Composit tăng gấp đôi.
- Tuy nhiên điểm khác biệt là giai đoạn sau đại dịch, Việt Nam kiểm soát dịch bệnh tốt, kinh tế vĩ mô và LN doanh nghiệp nhanh chóng phục hồi, mặt bằng lãi suất thấp đã hút dòng tiền vào kênh chứng khoán

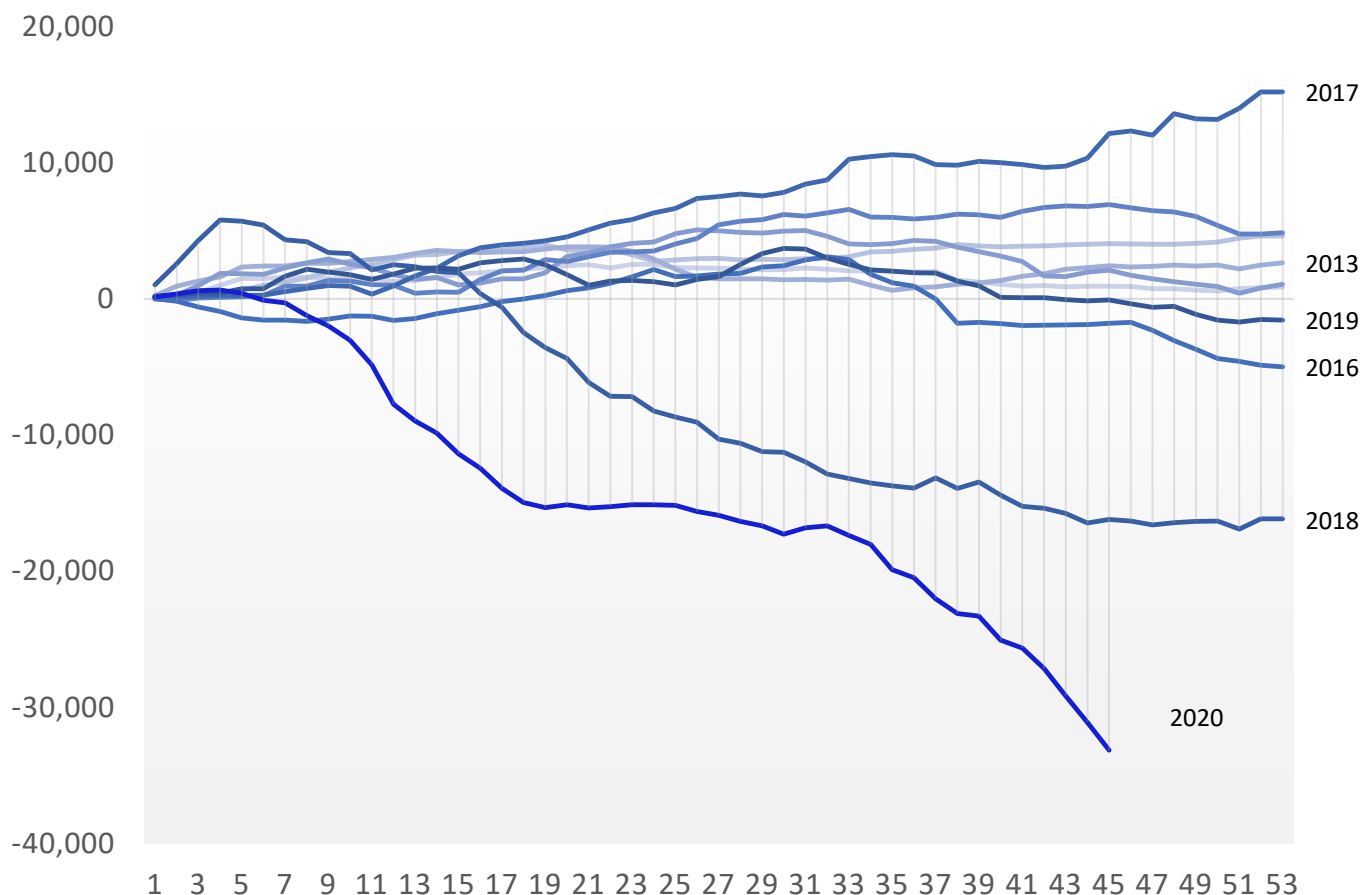
CHỈ SỐ SHANGHAI COMPOSIT VÀ SỐ LƯỢNG TÀI KHOẢN MỞ MỚI TẠI TRUNG QUỐC



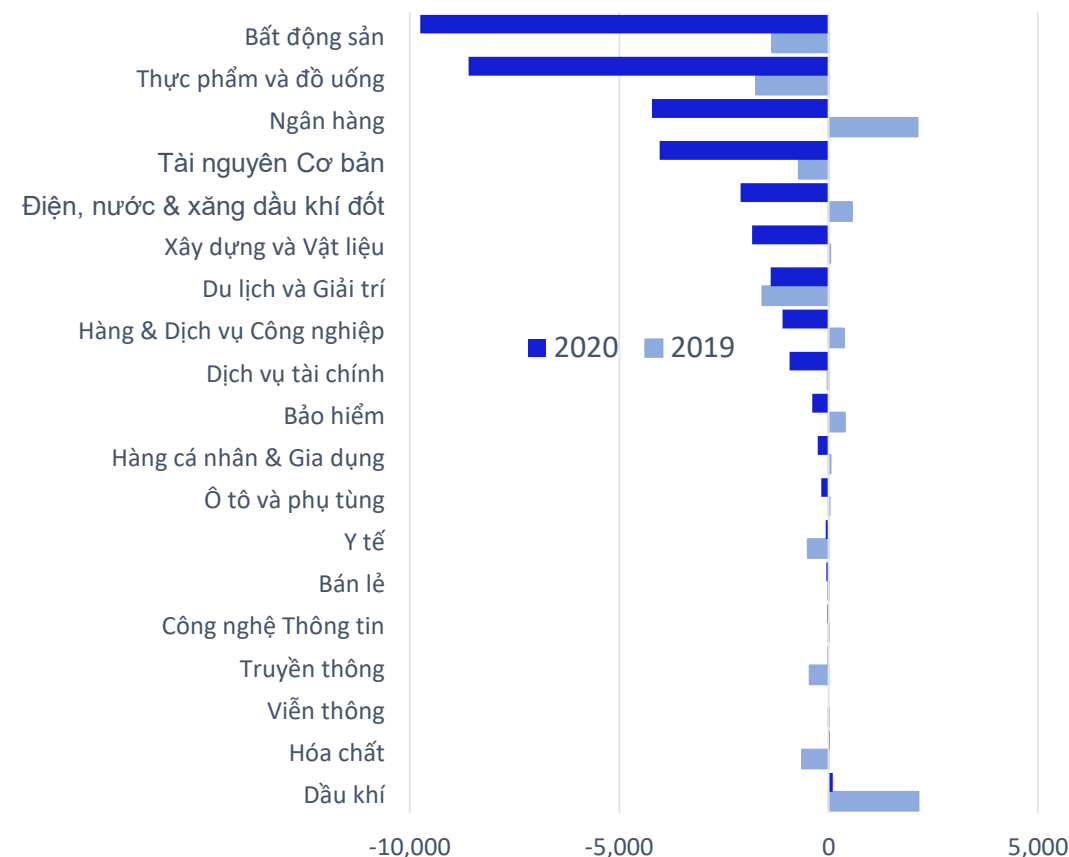
Trong bối cảnh NĐTNN liên tục bán ròng mạnh...

- Do ảnh hưởng của dịch Covid-19 và áp lực rút vốn của NĐTNN tại nhiều thị trường, trong đó có thị trường mới nổi và thị trường biên. TTCK Việt Nam đã bị rút vốn ròng thông qua khớp lệnh lớn nhất kể từ đợt rút ròng năm 2018. Kể từ đầu năm cho tới nay, khối ngoại đã bán ròng **thông qua khớp lệnh là -35.000 tỷ đồng**.

NĐTNN duy trì bán ròng mạnh thông qua khớp lệnh nửa đầu năm 2020



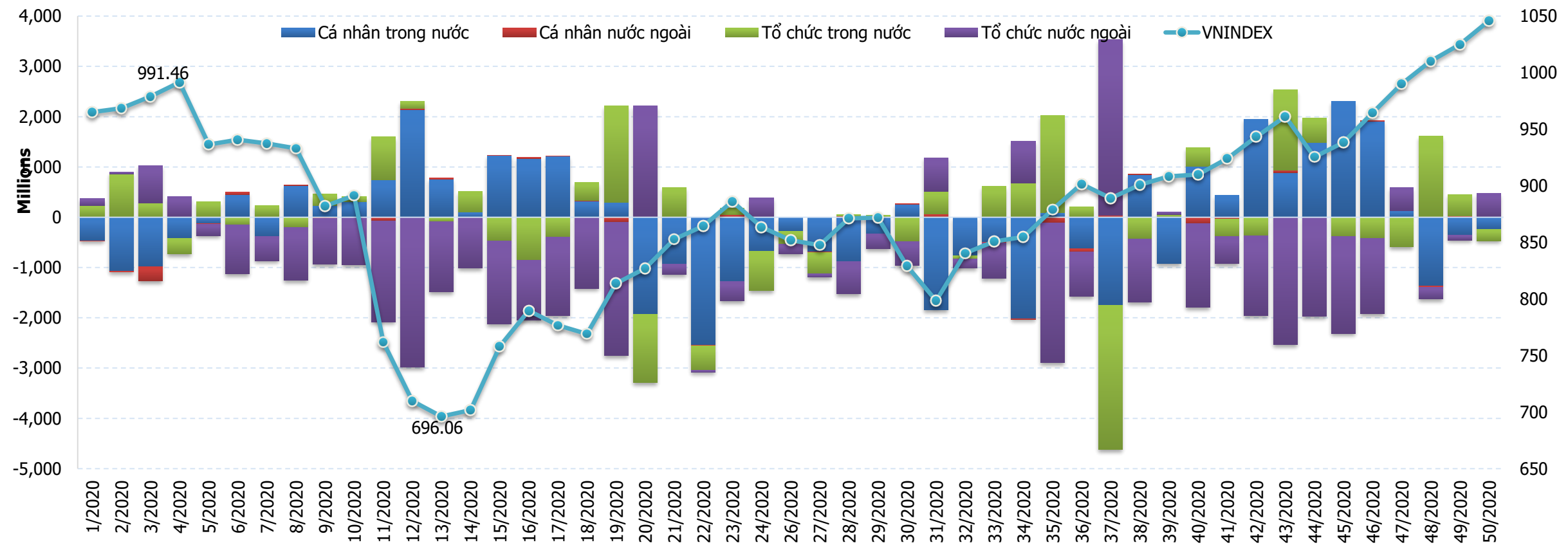
GTGD Khớp lệnh NĐTNN 2019 & 2020 (Tỷ VND)



NĐT cá nhân là động lực chính cho thị trường...

- So với đáy, nhiều nhóm cổ phiếu đã tăng mạnh thậm chí vượt mức 100% như: Chứng khoán, Xây dựng & VLXD, Tài Nguyên, chứng khoán... Tuy nhiên, so với thời điểm đầu năm thì nhóm cổ phiếu: **Tài nguyên, Xây dựng và VLXD, Hóa chất, BĐS khu công nghiệp và Chứng khoán** là những nhóm có mức tăng vượt trội nhất. **Tuy nhiên một số ngành chưa trở về được mặt bằng giá như thời điểm đầu năm còn lại là: Vingroup, Dầu khí, Bảo hiểm và dịch vụ...**
- Đây là những nhóm ngành được kỳ vọng hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất thấp, chính sách đầu tư công, hưởng lợi từ sự dịch chuyển chuỗi cung ứng, giá nguyên liệu đầu vào thấp...

Thanh khoản ròng của NĐT (Theo tuần)



Giao dịch nhóm quỹ ETFs: Xu hướng vẫn vào ròng!

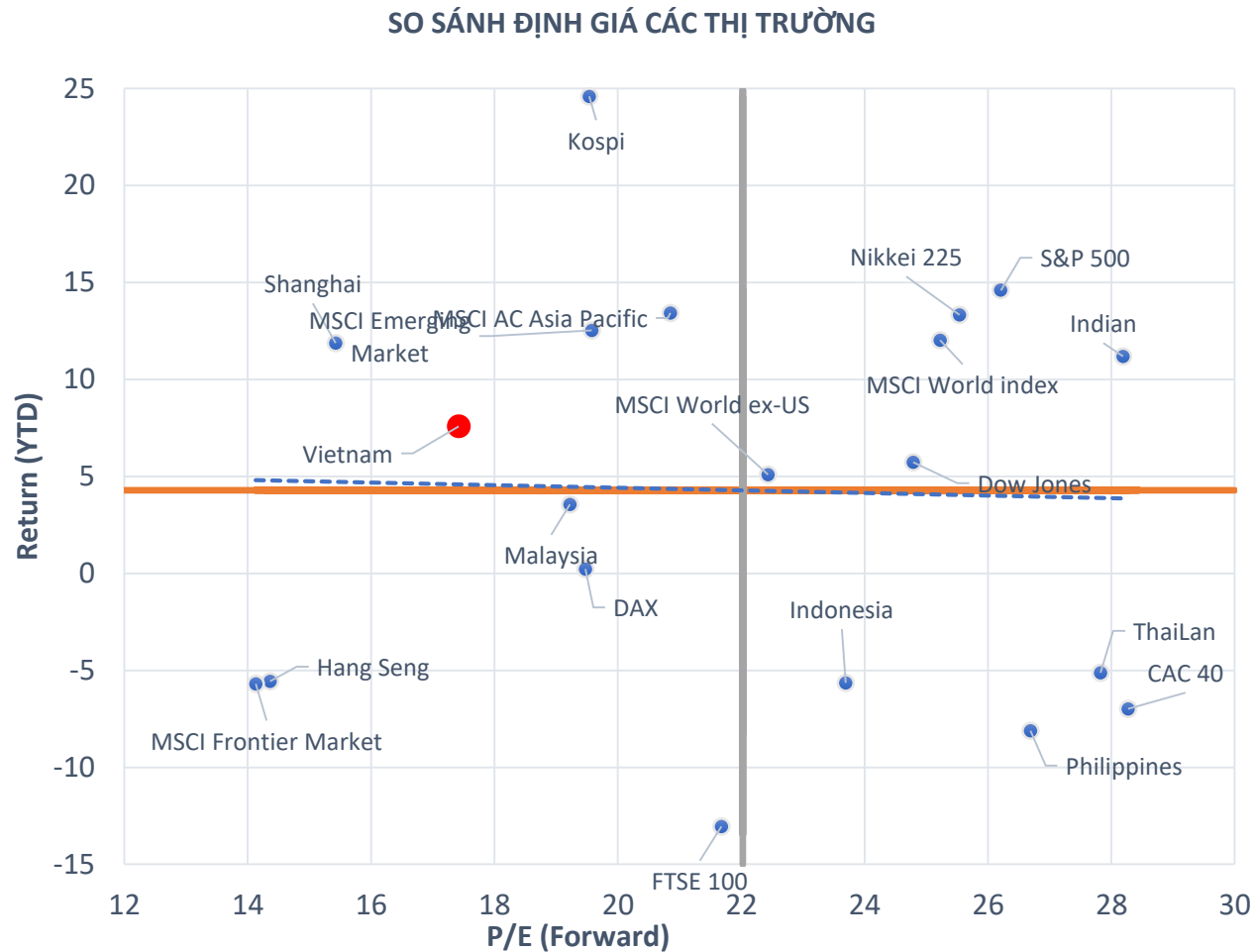
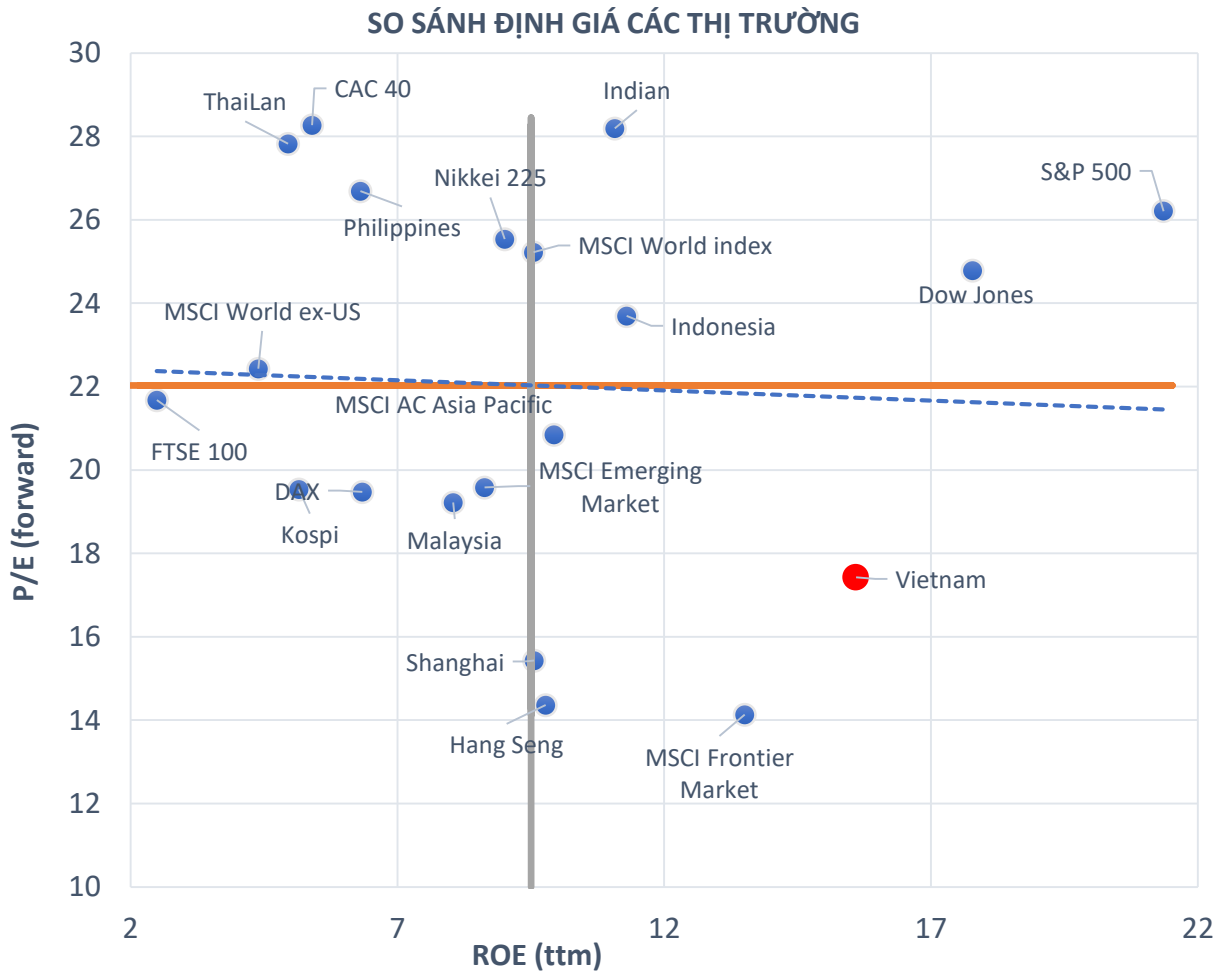
- Nếu như năm 2019, dòng vốn qua kênh ETF chiếm hơn 2/3 lượng mua ròng của khối ngoại (khoảng 250 triệu USD) thì trong gần nửa đầu năm 2020, dòng vốn này bị rút ròng mạnh hơn 64,64 triệu USD, tập trung ở quỹ ETF VanEck, VFMVN30 và FTSE Vietnam.
- Sau ảnh hưởng của dịch Covid-19, xu hướng dòng vốn tiếp tục quay lại các quỹ ETFs nội mới thành lập như VFMVN Diamond (+64 triệu USD), Finlead (+22.50 triệu USD) là một trong những tín hiệu tích cực. Theo số liệu kể từ đầu năm, các quỹ ETF đã trở lại mua ròng 60,8 triệu USD. Và về dài hạn, xu hướng dòng vốn vào TTCK Việt Nam vẫn hấp dẫn và trong 3 năm gần nhất, Việt Nam đã thu hút được 513.58 triệu USD.

Giao dịch ròng các quỹ ETFs lũy kế

U.S. Dollar	Summary				Fund Flows (\$Millions)			
Name	Fund Size (\$mm)	NAV	Latest Price	% Premium	3 Month	6 Month	1 Year	3 Year
SSIAM VNFIN LEAD ETF	38.33	0.46	0.52	1.00	1.15	12.40	22.54	22.54
VanEck Vectors Vietnam ETF	419.75	16.33	16.49	0.61	-3.09	19.52	-19.17	115.28
VFMVN30 ETF Fund	298.17	0.72	0.72	0.22	0.62	-10.18	-7.14	182.52
Xtrackers FTSE Vietnam Swap UC	287.41	33.25	33.53	1.25	12.72	17.55	-6.30	-16.18
SSIAM VNX50 ETF	8.47	0.63	0.63	-0.30	0.00	-0.37	-0.31	2.08
KIM KINDEX Vietnam VN30 ETF Sy	197.11	12.64	12.54	-0.79	-0.63	2.95	10.51	136.60
Premia MSCI Vietnam ETF	24.15	10.50	10.49	0.21	0.41	-3.70	-1.22	3.02
Premia MSCI Vietnam ETF	24.15	10.50	10.49	-0.19	0.41	-3.70	-1.22	3.02
VFMVN Diamond ETF	-	0.58	0.68	0.62	2.40	38.82	64.70	64.70
VinaCapital VN100 ETF	-	-	0.56	-	-	-	-	-
TOTAL	1,297				13.99	73.31	62.38	513.58

Về định giá tương quan với ROE và mức tăng trưởng của TTCK Việt Nam so với khu vực

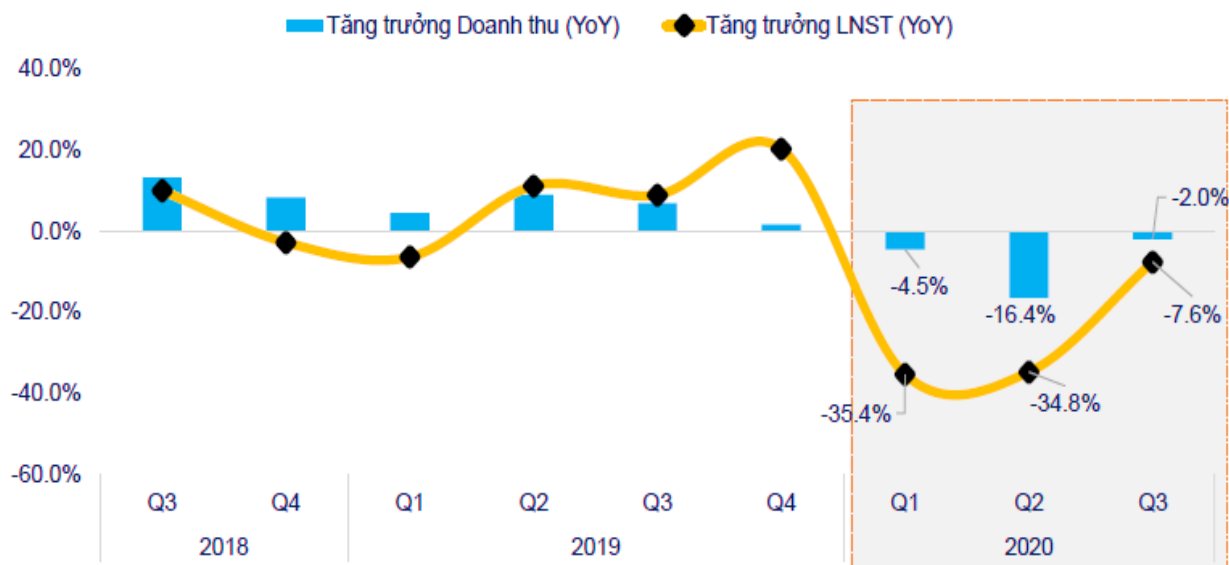
- Về định giá, thị trường Việt nam là một trong số các thị trường có mức hồi phục nhanh dưới tác động của đại dịch covid-19, bên cạnh đó hệ số P/E (forward) hiện đang ở mức 16.5 lần thấp hơn so với các nước Asean 6, thấp hơn so với bình quân các thị trường Emerging. Tuy nhiên về mức ROE của Việt Nam đang ở mức cao hơn hẳn so với mặt bằng chung khu vực Emerging market.



Kết quả kinh doanh Q3/2020: Sự phục hồi đang diễn ra trên hầu hết các ngành

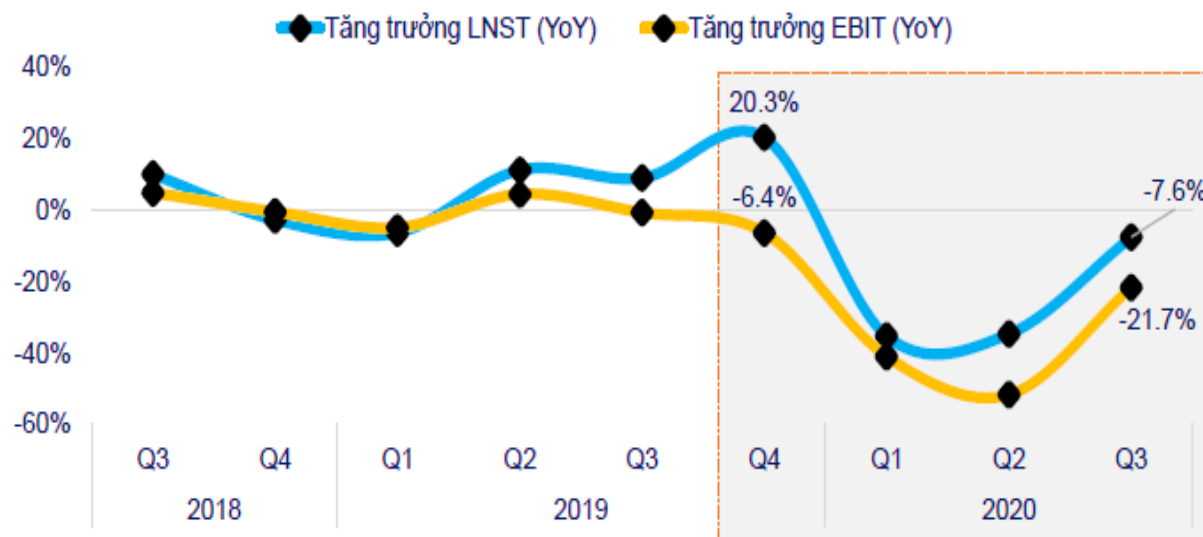
- Bức tranh kết quả kinh doanh trong Q3 2020 của nhóm Phi tài chính đã thay đổi khá tích cực. Cụ thể, tốc độ suy giảm lợi nhuận lùi về mức một con số giảm 7,6%) và đây là mức suy giảm thấp nhất trong 3 quý vừa qua kể từ đầu năm.
- Tốc độ suy giảm tăng trưởng lợi nhuận trước thuế và lãi vay EBIT (chỉ số phản ánh lợi nhuận kinh doanh cốt lõi) vẫn giảm 21,7% trong Q3 2020 so với cùng kỳ năm trước mặc dù đã tăng trưởng 45,5% so với quý liền kề trước đó. Trong khi LNST Q3 2020 hồi phục khá ấn tượng (chỉ giảm 7,6 % YoY) thì EBIT vẫn giảm ở mức hai con số giảm 21,7% YoY). **Điều này có nghĩa là doanh nghiệp đã có nguồn thu khác, bao gồm thu nhập tài chính tăng trưởng rất mạnh và bù đắp phần sụt giảm từ hoạt động cốt lõi.**

Tăng trưởng Doanh thu và Lợi nhuận Q3 2020 của nhóm Doanh nghiệp Phi tài chính



Nguồn: FiinPro Platform. Ghi chú: Số liệu Quý 3/2020 được tính toán từ BCTC của 742 doanh nghiệp niêm yết phi tài chính (chiếm 92,2% tổng vốn hóa)

Tăng trưởng EBIT và LNST Q3 2020 của nhóm Phi tài chính (YoY)

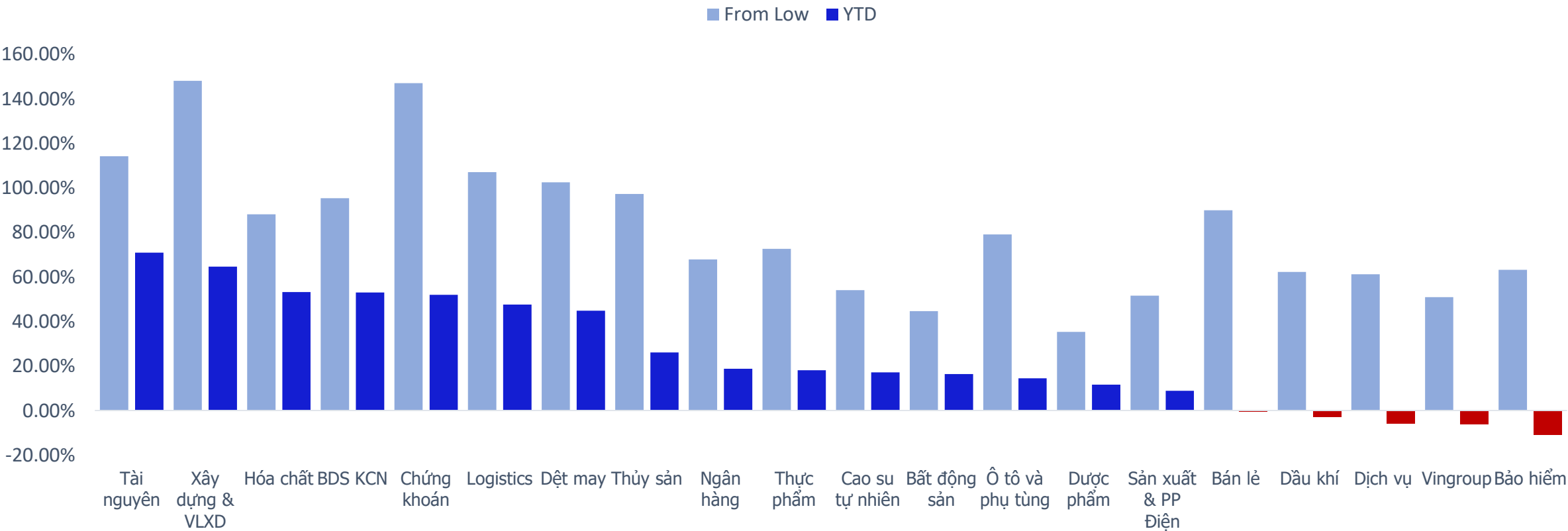


Nguồn: FiinPro Platform. Ghi chú: Số liệu Quý 3/2020 được tính toán từ BCTC của 742 doanh nghiệp niêm yết phi tài chính (chiếm 92,2% tổng vốn hóa)

Đa phần các ngành đều hồi phục mạnh so với đáy và thời điểm đầu năm 2020...

- So với đáy, nhiều nhóm cổ phiếu đã tăng mạnh thậm chí vượt mức 100% như: Chứng khoán, Xây dựng & VLXD, Tài Nguyên, chứng khoán... Tuy nhiên, so với thời điểm đầu năm thì nhóm cổ phiếu: **Tài nguyên, Xây dựng và VLXD, Hóa chất, BĐS khu công nghiệp và Chứng khoán** là những nhóm có mức tăng vượt trội nhất. **Tuy nhiên một số ngành chưa trở về được mặt bằng giá như thời điểm đầu năm còn lại là: Vingroup, Dầu khí, Bảo hiểm và dịch vụ...**
- Đây là những nhóm ngành được kỳ vọng hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất thấp, chính sách đầu tư công, hưởng lợi từ sự dịch chuyển chuỗi cung ứng, giá nguyên liệu đầu vào thấp...

Tăng trưởng giá theo nhóm ngành



Triển vọng nâng hạng thị trường Việt Nam

Việt Nam cần gì để đạt được mục tiêu nâng hạng thị trường mới nổi?

- **Mở rộng giới hạn sở hữu của NĐTNN:** Giúp tăng quy mô vốn hóa thị trường NĐTNN có thể đầu tư, tăng tỷ trọng Việt Nam trong rổ chỉ số EM. Là vấn đề được nhắc đến nhiều, nhưng không phải rào cản lớn nhất đối với triển vọng nâng hạng của Việt Nam. Một quốc gia vẫn có khả năng được nâng hạng chỉ với 3 cổ phiếu thỏa mãn các điều kiện về vốn hóa và thanh khoản. **Bên cạnh đó, có những biện pháp thay thế khác cải thiện vấn đề này như:** Cổ phiếu không có quyền biểu quyết (NVS), chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR)...
- **Cơ chế thanh toán DvP (Delivery versus payment), không yêu cầu ký quỹ thanh toán (pre-fund trades)** Các nhà quản lý quỹ nước ngoài không thể nắm giữ ngoại tệ trong danh mục do đó yêu cầu ký quỹ thanh toán để mua cổ phiếu là một điểm trừ cho tiêu chí vận hành thị trường. Ngay cả chu kỳ giao dịch T+0 cũng không góp phần cải thiện tiêu chí này do những hạn chế về chênh lệch múi giờ, và khả năng sửa lỗi giao dịch. Các nhà quản lý quỹ nước ngoài cần cơ chế thanh toán DvP (tức chứng khoán được chuyển giao đối ứng với tiền được thanh toán) trong một chu kỳ giao dịch T+2 hoặc T+3 để họ vẫn có khả năng sửa lỗi giao dịch (nếu phát sinh). **Dự kiến hạ tỷ lệ ký quỹ thanh toán từ 100% xuống 10-20% của VSD được kỳ vọng sẽ cải thiện đánh giá của các NĐTNN cho tiêu chí này.**
- **Cấu trúc tài khoản tổng (omnibus account):** Cho phép đại diện các quỹ đầu tư nước ngoài được giao dịch đồng thời cho nhiều tài khoản ẩn danh. Cấu trúc tài khoản tổng đã trở thành một điều kiện nâng hạng đối với trường hợp của Kuwait, trong khi các quốc gia được nâng hạng trước đây như UAE, Qatar và Arab Saudi không cần điều kiện này.

Ví dụ về các quốc gia đã được nâng hạng EM:

Arab Saudi được nâng hạng trong năm 2018 sau khi được đưa vào Watchlist của MSCI năm 2017

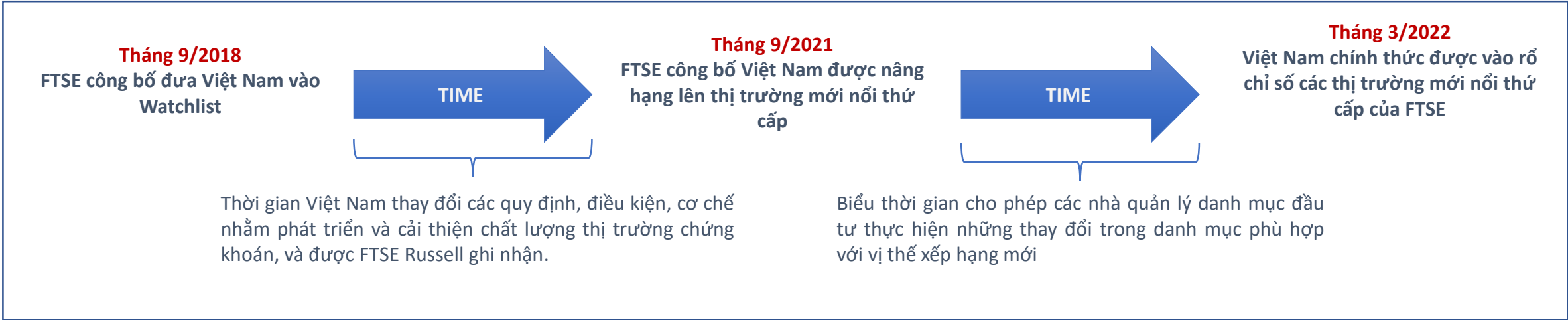
- Năm 2016, thị trường chứng khoán nước này đẩy mạnh cải cách với những thay đổi lớn như: Nâng FOLs, thay đổi chu kỳ thanh toán T+, không yêu cầu ký quỹ trước giao dịch, đơn giản hóa các quy trình đăng ký tài khoản giao dịch...

Kuwait được FTSE nâng hạng vào cuối năm 2017 và MSCI công bố quyết định nâng hạng vào tháng 6/2019.

- Trước đó, thị trường này đã triển khai cơ chế thanh toán DvP với chu kỳ thanh toán T+3, cho phép hoạt động của tài khoản tổng, đơn giản hóa quy trình đăng ký tài khoản giao dịch chéo (cho phép nhà quản lý quỹ nước ngoài có thể giao dịch mà không cần mở tài khoản riêng cho từng quỹ tại các công ty môi giới chứng khoán nội địa)...

Triển vọng nâng hạng thị trường Việt Nam

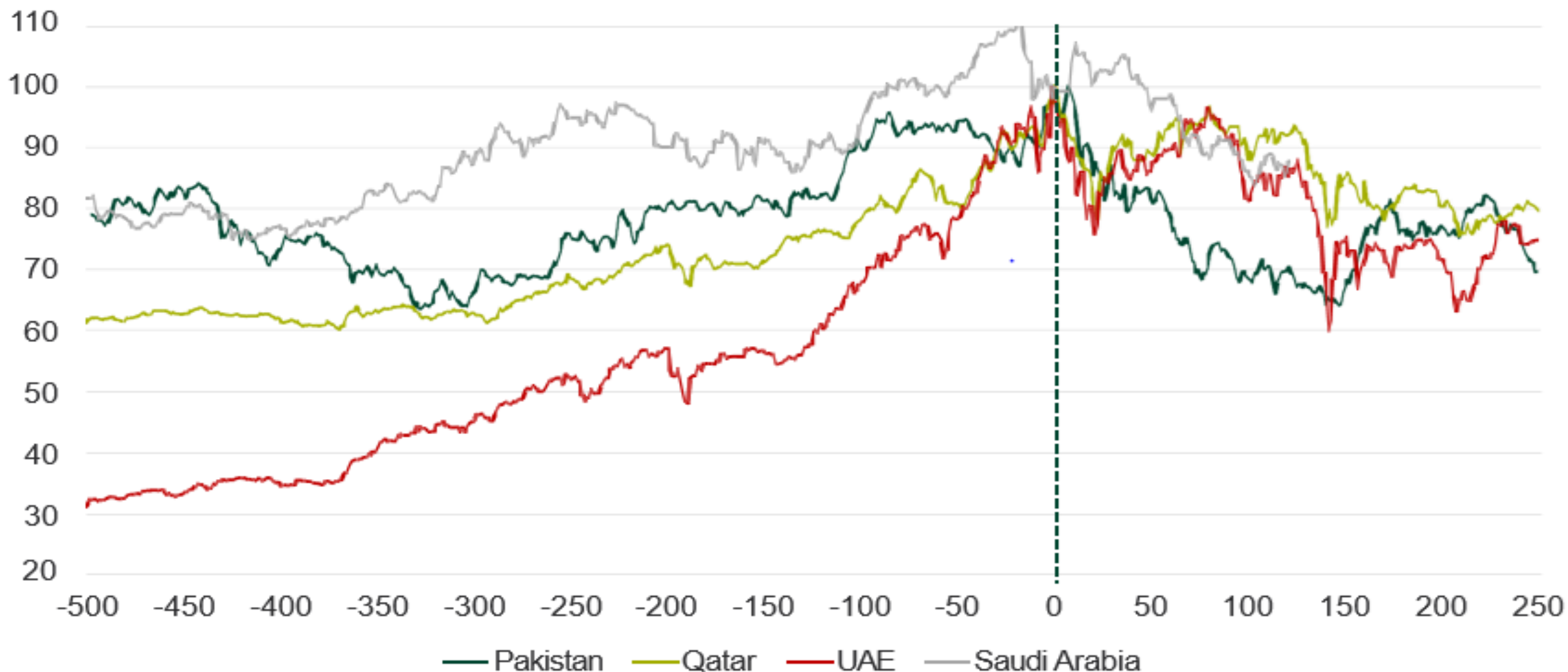
Kịch bản cho triển vọng FTSE Russell nâng hạng thị trường Việt Nam:



Kịch bản cho triển vọng MSCI nâng hạng thị trường Việt Nam:



Diễn biến các thị trường trước và sau thời điểm quyết định nâng hạng của MSCI có hiệu lực



Kịch bản thị trường chứng khoán Việt Nam dự báo cho năm 2020

- Trong bối cảnh kinh tế thế giới đã ghi nhận mức phục hồi khá tốt trong Q3 năm nay. IMF đã cải thiện mức dự báo tăng trưởng kinh tế trong năm 2020 ở mức -4.4% và dự kiến phục hồi 5.2% trong 2021. Nhiều yếu tố của nền kinh tế trong đại dịch vẫn trong trạng thái tích cực nhờ môi trường lãi suất thấp: thị trường nhà ở vẫn hoạt động bình thường, chi tiêu bán lẻ tăng trở lại sau lệnh phong tỏa được gỡ bỏ trong khi lạm phát vẫn ở mức thấp, hệ thống tài chính ngân hàng ổn định.
- Về kinh tế vĩ mô, tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2021 dự kiến phục hồi hình chữ V với tốc độ tăng trưởng 6,5% cao hơn mức đáy của năm 2020 khi dịch bệnh trong nước đã được kiểm soát tốt và nền kinh tế thế giới đang đi vào pha phục hồi. Chúng tôi đánh giá giải pháp thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Chính phủ khi gia nhập các hiệp định thương mại tự do lớn như EVFTA, và tiến tới là RCEP. Cùng với đó là đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng (cầu đường, sân bay, cảng...) ngoài việc nâng cao chất lượng cuộc sống sẽ giúp nhiều ngành nghề phục vụ phát triển như vật liệu xây dựng, bất động sản, vận tải...
- Thị trường chứng khoán thế giới phần lớn đã phục hồi nhanh chóng về mức "bình thường mới" trước đại dịch, tuy nhiên mức tăng trưởng lợi nhuận có thể sẽ chưa theo kịp khiến định giá trở nên đắt đỏ hơn.

Về chỉ số VN-Index dự báo trong năm 2021:

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS năm 2021 so với 2020 bình quân ở mức 16.7%. Trên cơ sở đó kịch bản cơ sở của năm 2021, chỉ số VN-Index sẽ dao động trong khoảng 965 – 1.165 điểm (tương đương mức P/E bình quân trong khoảng này 14.94 lần)
- Với kịch bản lạc quan, tăng trưởng EPS năm 2021 dự báo có thể đạt 19.4%. Trên cơ sở đó, kịch bản lạc quan trong năm 2021 chỉ số VN-Index có thể dao động trong khoảng 995 – 1.230 điểm.

Năm	Điểm số VN-Index	Hệ số P/E (lần)	ROE (%)	Tăng trưởng VN-Index
2015	579.03	12.53	13.8	6.12%
2016	664.87	16.46	11.74	14.82%
2017	984.24	18.96	14.24	48.03%
2018	892.54	15.77	14.84	-9.32%
2019	960.99	15.83	14.71	7.67%
2020	992.06	16.40	12.86	3.23%
2021 - Cơ bản	965 - 1.165	14.94	15.48	6.34%
2021 - Lạc quan	995 - 1.230	15.29	16.71	11.35%
2021 - Thận trọng	875 - 1.020	14.15	13.15	-4.48%

VN-Index theo sóng Elliot
Vùng kháng cự 1.135 - 1.165 điểm



VN-Index theo sóng Elliot
Vùng kháng cự 1.135 - 1.165 điểm



Chiến lược và danh mục đầu tư cho 2021

- Kinh tế vĩ mô thế giới và Việt Nam được dự báo đang bước vào nhịp hồi phục mặc dù dịch Covid-19 vẫn đang diễn biến khó lường. Đối với Việt Nam, việc khống chế dịch bệnh tốt cũng là một trong những nền tảng giúp kinh tế nhanh chóng lấy lại đà tăng trưởng, trong bối cảnh các cân đối vĩ mô tương đối ổn định với mặt bằng lạm phát thấp. Lãi suất điều hành tiếp tục giảm đang hỗ trợ tích cực cho đà phục hồi của kinh tế nói chung và TTCK nói riêng.
- Do đó, chúng tôi cho rằng nên tập trung ưu tiên nhóm cổ phiếu đầu ngành lớn, được hưởng lợi từ đà phục hồi kinh tế và sức mua tiêu dùng trong nước, hưởng lợi từ đầu tư công, và định giá còn hấp dẫn: **i) Ngân hàng, ii) Ngành tiêu dùng, Bán lẻ; iii) Ngành BĐS; iv) Ngành Thép; v) Ngành Dầu khí**

1. Chiến lược đầu tư 2021

- **Chọn lọc danh mục cổ phiếu:**
1) Nhóm cổ phiếu tài chính có dư địa tăng trưởng tốt; 2) Nhóm cổ phiếu được hưởng lợi từ đầu tư công 3) Nhóm cổ phiếu được hưởng lợi từ thị trường nội địa...
- **Chiến lược đầu tư:**
- Mua tích lũy trong Uptrend, ưu tiên giải ngân tại các vùng điều chỉnh gần các ngưỡng hỗ trợ mạnh.

2. Ý tưởng đầu tư

- **CP hưởng lợi từ thị trường tiêu dùng nội địa:** Hàng tiêu dùng, Bán lẻ...
- **Nhóm cổ phiếu công nghệ:** Công nghệ thông tin, phần mềm, viễn thông
- **Nhóm hưởng lợi từ đầu tư công:** Vật liệu xây dựng, Thép, xi măng...

3. Danh mục cổ phiếu

- Ngân hàng: **MBB**
- Hàng tiêu dùng, bán lẻ: **MWG, VNM, GTN**
- Công nghệ: **FPT**
- BĐS : **VHM, NLG, HDG, VRE, NTL**
- Xây dựng & VLXD: **CTR, HPG**
- Logistic: **TCL, VTP**
- Dầu khí: **GAS, PVS**
- Điện: **NT2, POW**

4. Kịch bản thị trường

- **Kịch bản TT 2021:**
- Kịch bản cơ sở của năm 2021, chỉ số VN-Index sẽ dao động trong khoảng 965 – 1.165 điểm (tương đương mức P/E bình quân trong khoảng này 14.94 lần).
- Các vùng đỉnh kỹ thuật trong xu hướng tăng này có thể chú ý các mốc điểm 1.100 - 1.134 – 1.165 điểm.

Ngành ngân hàng THEO DÕI

- Thông tư 01/2020 ra đời cho phép tái cơ cấu giữ nguyên nhóm nợ trong vòng 01 năm đối với các khoản vay bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, tuy nhiên nhiều ngân hàng vẫn chủ động trích lập và tăng chi phí dự phòng nợ xấu trong 9 tháng đầu năm.
- Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tiếp tục theo dõi các ngân hàng có quản trị rủi ro tốt, tập khách hàng đa dạng, đã chủ động trích lập dự phòng mạnh trong năm và thận trọng khi xem xét mua thêm CP mới.

**Khuyến nghị:
MBB**

Ngành BĐS TĂNG TỶ TRỌNG

- Trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô tích cực, đầu tư công và đầu tư cơ sở hạ tầng được Chính phủ đẩy mạnh, triển vọng ngành trong dài hạn là tích cực. Dịch Covid-19 không ảnh hưởng nhiều đến tiến độ của những dự án lớn và nhu cầu chung của ngành. Ngoại trừ BĐS nghỉ dưỡng, khách sạn, condotel và văn phòng vẫn đang chật vật, BĐS KCN, căn hộ và bán lẻ đều đã phục hồi nhẹ và nhận được nhiều sự quan tâm của thị trường.

**Khuyến nghị:
VHM, NLG,
VRE, NTL**

Ngành Thép TĂNG TỶ TRỌNG

- Hoạt động đẩy mạnh đầu tư công trong nước cũng như hoạt động tích trữ thép của Trung Quốc khiến giá thép tăng hơn 20% từ quý 3. Trong năm 2021, nhiều dự án trọng điểm của quốc gia sẽ được triển khai như sân bay Long Thành, cao tốc Bắc Nam... dự kiến kéo mức tiêu thụ thép của thị trường tăng mạnh.

**Khuyến nghị:
HPG**

Dầu khí TĂNG TỶ TRỌNG

- Trong năm 2021, cùng với đà phục hồi của giá dầu, chúng tôi đánh giá triển vọng sáng sủa hơn cho Ngành dầu khí khi các dự án lớn hoàn thành trong cuối năm 2020 (Sao Vàng-Đại Nguyệt, NCS 2 giai đoạn 2, bảo dưỡng tổng thể nhà máy lọc dầu Dung Quất) và kỳ vọng tiến độ các dự án khai thác được thúc đẩy nhanh hơn (Lô B, đường ống Lô B-Ô môn, Nam Du U minh)... sẽ tác động tích cực đến các doanh nghiệp dầu khí niêm yết trên sàn như PVGAS, PETROLIMEX, PTSC, BSR...

**Khuyến nghị:
GAS, PVS**

Danh mục đầu tư cho năm 2021

STT	Mã CP	Ngành	Sàn NY	Các chỉ số chính				Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Upside
				EPS (VND)	BVPS (VND)	ROE	ROA			
1	MBB	Ngân hàng	HSX	2.994	17.400	18,4%	2,0%	GIỮ	23.300	10,7%
2	MWG	Bán lẻ	HSX	8.519	33.628	27,9%	9,7%	MUA	152.600	34,1%
3	VNM	Tiêu dùng	HSX	5.320	15.166	35,3%	23,3%	GIỮ	122.700	9,6%
4	GTN	Tiêu dùng	HSX	16	14.825	0,1%	0,1%	MUA	30.800	22,5%
5	FPT	Công nghệ	HSX	4.234	23.193	18,8%	9,4%	GIỮ	64.300	13,8%
6	VHM	Bất động sản	HSX	6.762	23.948	30,6%	10,6%	MUA	126.500	51,3%
7	NLG	Bất động sản	HSX	2.760	22.610	12,1%	6,7%	MUA	37.950	29,1%
8	HDG	Bất động sản	HSX	6.235	25.388	26,9%	7,0%	GIỮ	31.800	1,1%
9	NTL	Bất động sản	HSX	3.737	18.009	21,5%	13,6%	GIỮ	24.400	9,2%
10	VRE	Bất động sản bán lẻ	HSX	1.002	12.481	8,3%	6,0%	MUA	38.100	35,1%
11	CTR	Xây lắp	UpCom	3.184	13.568	23,9%	7,7%	MUA	85.200	47,2%
12	HPG	Vật liệu xây dựng	HSX	3.235	16.596	20,9%	9,8%	MUA	46.000	22,3%
13	PTB	Gỗ, đá	HSX	8.004	40.636	20,0%	8,6%	MUA	70.000	18,4%
14	NT2	Điện	HSX	2.199	14.223	14,8%	8,6%	MUA	27.300	15,7%
15	POW	Điện	HSX	671	13.137	5,2%	2,7%	GIỮ	12.700	12,4%
16	VTP	Logistics	HSX	5.056	13.788	39,6%	11,3%	MUA	131.900	20,3%
17	TCL	Logistics	HSX	2.710	19.976	11,9%	7,6%	MUA	37.900	35,4%
18	GAS	Dầu khí	HSX	4.774	24.971	18,0%	14,3%	GIỮ	81.600	-3,3%
19	PVS	Dầu khí	HSX	1.373	27.685	5,1%	2,5%	GIỮ	17.100	11,8%

Danh mục đầu tư cho năm 2021

1. MBB

Target Price: 23.300

Upside: 10,7%

2. MWG

Target Price: 152.600

Upside: 34,1%

3. VNM

Target Price: 122.700

Upside: 9,6%

4. GTN

Target Price: 31.200

Upside: 24,1%

5. FPT

Target Price: 64.300

Upside: 13,8%

6. VHM

Target Price: 126.500

Upside: 51,3%

7. NLG

Target Price: 37.950

Upside: 29,1%

8. HDG

Target Price: 31.800

Upside: 1,1%

9. NTL

Target Price: 24.400

Upside: 9,2%

10. VRE

Target Price: 38.100

Upside: 35,1%

11. CTR

Target Price: 85.200

Upside: 47,2%

12. HPG

Target Price: 46.000

Upside: 22%

13. PTB

Target Price: 70.000

Upside: 18,4%

14. NT2

Target Price: 27.300

Upside: 15,7%

15. POW

Target Price: 12.700

Upside: 12,4%

16. VTP

Target Price: 131.900

Upside: 20,3%

17. TCL

Target Price: 37.900

Upside: 35,4%

18. GAS

Target Price: 81.600

Upside: -3,3%

19. PVS

Target Price: 17.100

Upside: 11,8%

Ngành ngân hàng

“Hệ thống đã bền vững hơn để vượt qua khủng hoảng”

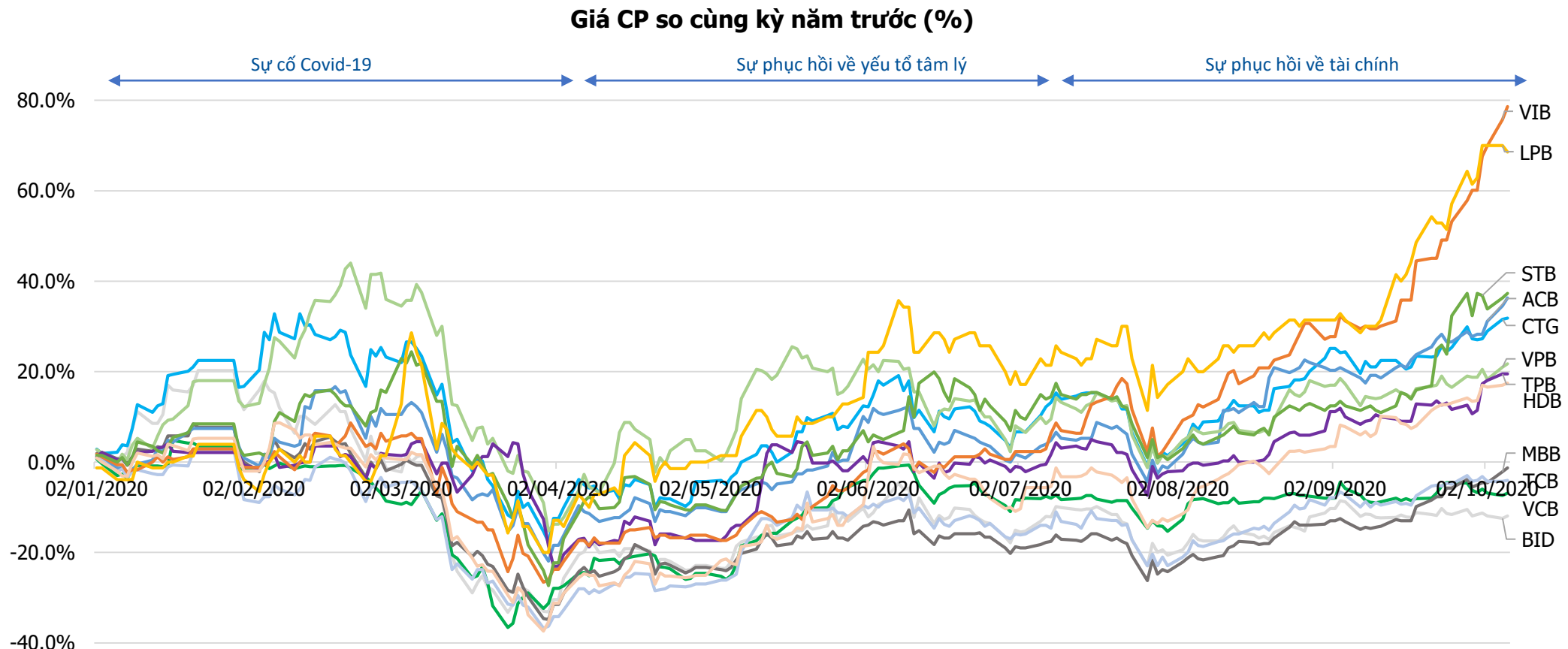
Kiều Thị Huyền Trang

Trang.kieuthihuyen@mbs.com.vn

(+84) 982 209 621

Sự phân hóa của cổ phiếu ngân hàng

- Giá cổ phiếu ngân hàng Việt Nam đã có sự phục hồi hình chữ V từ mức đáy vào đầu tháng 4/2020, P/B trung bình của ngành vào đầu tháng 10 ở mức 1,3 lần, ngang với mức đầu tháng 1/2020. Chúng tôi nhận thấy 2 yếu tố vĩ mô chính đối với sự phục hồi, cụ thể là sự kiểm soát đại dịch thành công vượt trội của Chính phủ đã giúp nền kinh tế nội địa cũng như xuất khẩu phục hồi trong 9T2020 (+1,8% so cùng kỳ), dự trữ ngoại hối tiếp tục được cải thiện.
- Sự phục hồi được chia thành 2 nhóm: Một nhóm gồm các CP có mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể trong 9T2020, có kết quả hoạt động tốt (8 ngân hàng trên) nhờ tác động từ Thông tư 01 (cho phép ngân hàng tái cơ cấu dư nợ cho vay các KH bị ảnh hưởng bởi Covid 19 nhưng không phải chuyển nhóm nợ và chưa phải trích dự phòng trong vòng 01 năm tới). Mặt khác, nhóm này có giá cổ phiếu thời điểm cuối tháng 10.2020 giảm so với đầu năm, lợi nhuận giảm so với cùng kỳ năm 2019 (VCB, MBB, TCB và BID). Những ngân hàng chuyển niêm yết cổ phiếu sang HSX có hoạt động kinh doanh mạnh mẽ, bao gồm VIB, ACB, LPB.



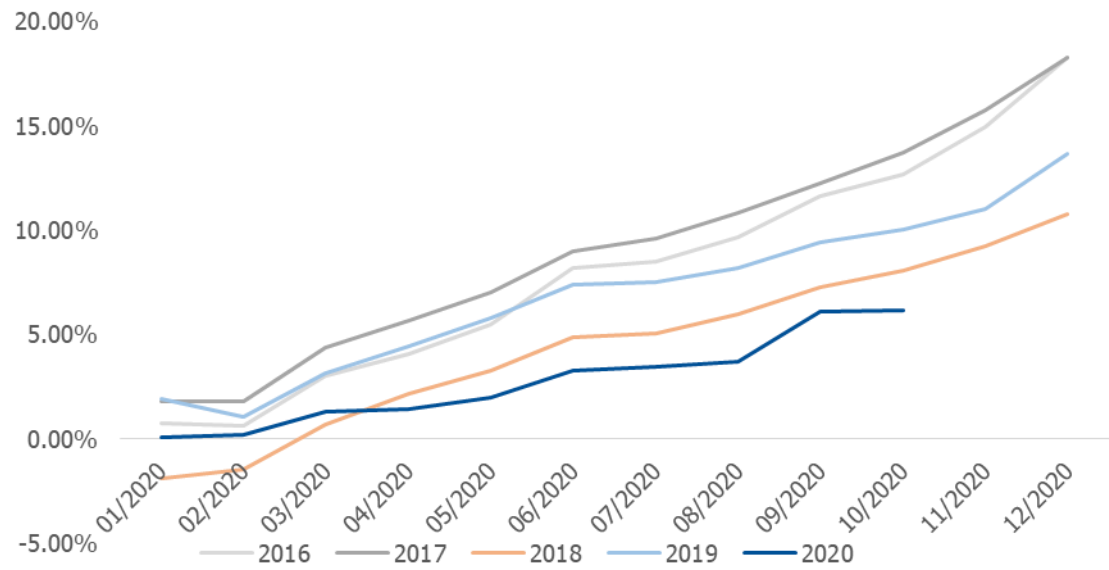
Chính sách hỗ trợ của NHNNVN và các đợt IPO mới

	Nội dung	Kỳ vọng	Ảnh hưởng
Chính sách			
➤ Gói cho vay hỗ trợ 600.000 tỷ đồng	Cho vay với lãi suất hỗ trợ		Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng: Cho đến tháng 9 năm 2020, trong khi xuất khẩu và kinh tế nội địa phục hồi đáng kể, các ngân hàng đã bớt hoài nghi hơn trong việc triển khai cho vay. Tăng trưởng tín dụng trong tháng 9 năm 2020 là 2,4%, trong khi tăng trưởng lũy kế 8T2020 là 3,6%.
➤ Giảm lãi suất tái chiết khấu	NHNN đã cắt giảm lãi suất tái chiết khấu từ 4% năm 2019 xuống còn 3,5% trong quý 2/2020.	Kể từ ngày 1 tháng 10 năm 2020, tỷ lệ là 2,5%, giảm 1%, lãi suất được kỳ vọng sẽ giữ ở mức thấp đến cuối năm 2020.	Giảm chi phí cho khách hàng vay: NHNN cắt giảm lãi suất cơ bản nhằm giảm lãi suất cho vay đối với khách hàng vay.
➤ Thông tư 01	- Thời gian: <u>1 năm</u> (dự kiến kết thúc: <u>tháng 4 năm 2021</u>)	NHNN được kỳ vọng sẽ gia hạn thời hạn của Thông tư 01.	Cơ cấu lại nợ xấu cho các ngân hàng: Mặc dù đại dịch đã được kiểm soát tốt nhưng vẫn gây ra những thiệt hại lớn và phức tạp cho nền kinh tế, đặc biệt là đối với lĩnh vực du lịch và hàng không quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng khả năng NHNN có thể hoãn ngày hiệu lực cuối cùng của Thông tư sau tháng 4 năm 2021.
Hoạt động ngân hàng			
➤ Các ngân hàng IPO	MSB (NH Hàng Hải), OCB (NH Phương Đông), NH Nam Á	Agribank (NH Nông nghiệp & PTNT)	IPO của các ngân hàng mới, đặc biệt là của Agribank, sẽ làm tăng đáng kể vốn hóa thị trường của lĩnh vực ngân hàng, mở rộng khả năng đầu tư cho các nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, MSB và OCB là những ngân hàng có lợi nhuận tương đối đáng chú ý.

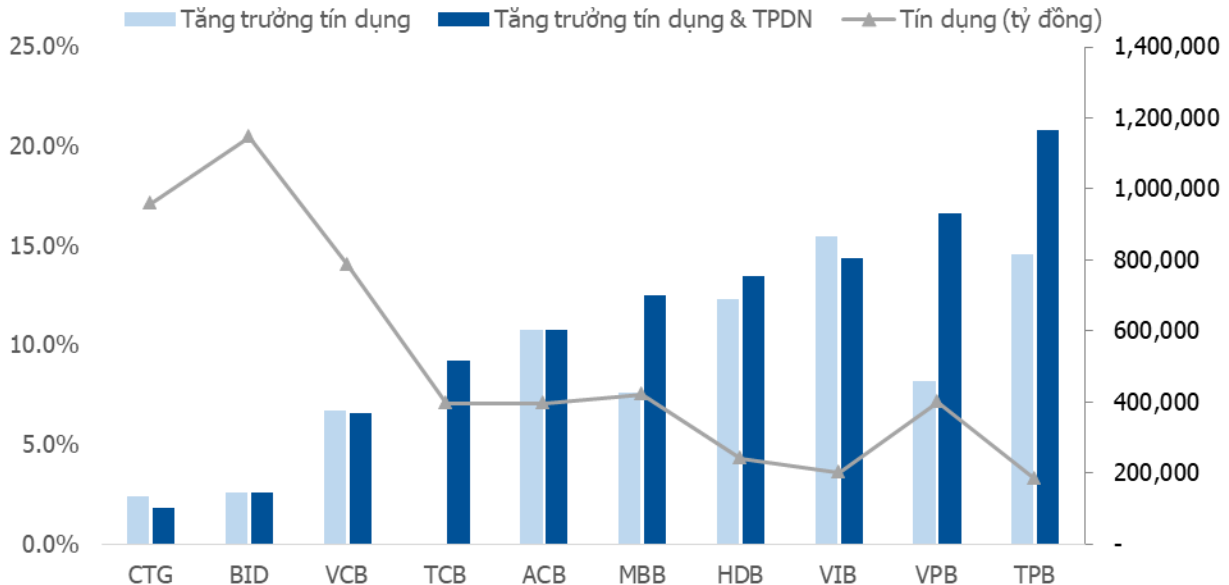
Tăng trưởng tín dụng so với 6T2020

- Đại dịch Covid-19 bùng phát đã làm tăng trưởng kinh tế bị chững lại. Do đó, tăng trưởng tín dụng đã bị kìm hãm đáng kể, đạt 6,1% cho đến tháng 9 năm 2020 so với mức 8 - 10% cùng kỳ của các năm trước. Theo Thông tư 01 của NHNN, các ngân hàng đã thực hiện tái cơ cấu, điều chỉnh lịch trả nợ các khoản vay cũ nhưng họ vẫn nghi ngại cho các doanh nghiệp vay mới. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng cho năm 2020 là 9,8% so với 14% theo chỉ đạo ban đầu của NHNN, do nền kinh tế tăng trưởng yếu và các doanh nghiệp thận trọng khi vay vốn.
- Tăng trưởng tín dụng được phân thành 2 nhóm: nhóm tăng trưởng thấp (0% - 6%) và nhóm tăng trưởng cao (8% - 11%). Nhóm đầu bao gồm các ngân hàng quốc doanh VCB, CTG, BID, một số NHTM như ACB, VIB và TCB; và nhóm sau bao gồm MBB, VPB, HDB và TPB. Chúng tôi không quá chú trọng vào các tín hiệu tích cực ở nhóm tăng trưởng cao, mà cho rằng số liệu tăng trưởng cao chủ yếu là do nhu cầu thanh khoản từ các bên liên quan của các ngân hàng này, thể hiện ở sự gia tăng mạnh của trái phiếu doanh nghiệp, thay vì tăng trưởng tín dụng thuần túy.
- Chúng tôi đánh giá cao các ngân hàng có mức tăng trưởng dư nợ tín dụng khiêm tốn. Họ đã thận trọng trong giai đoạn nhạy cảm này để phục hồi vào cuối năm và lấy lại tăng trưởng cao vào năm 2021.

Tăng trưởng tín dụng lũy kế hàng năm (%)

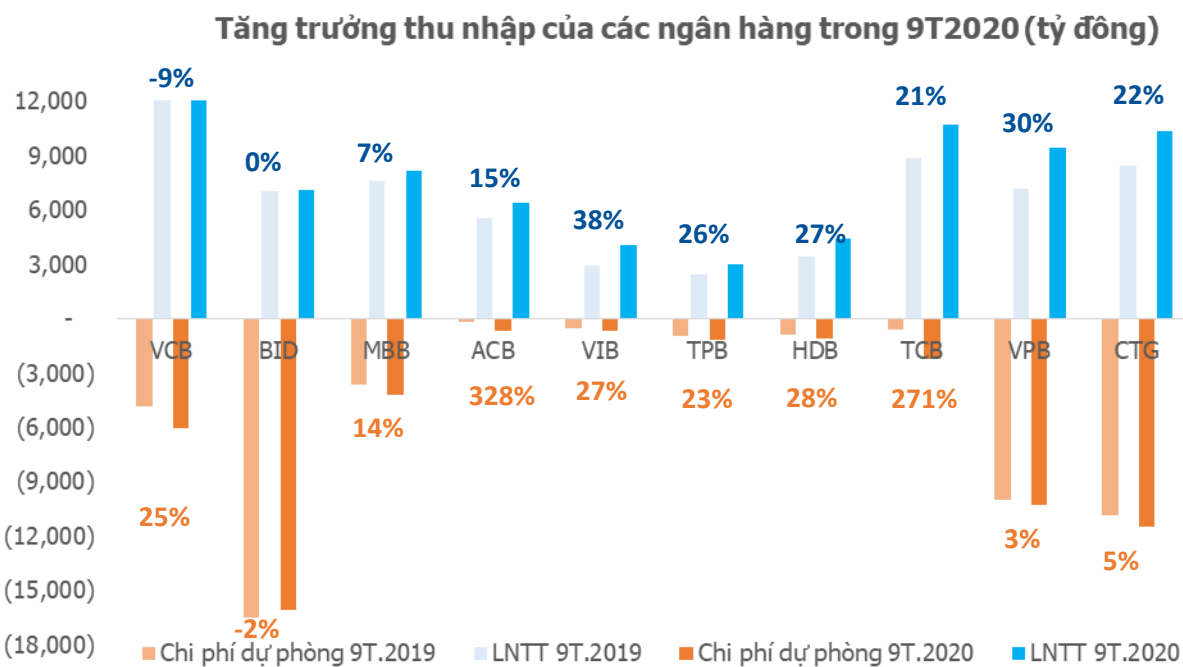
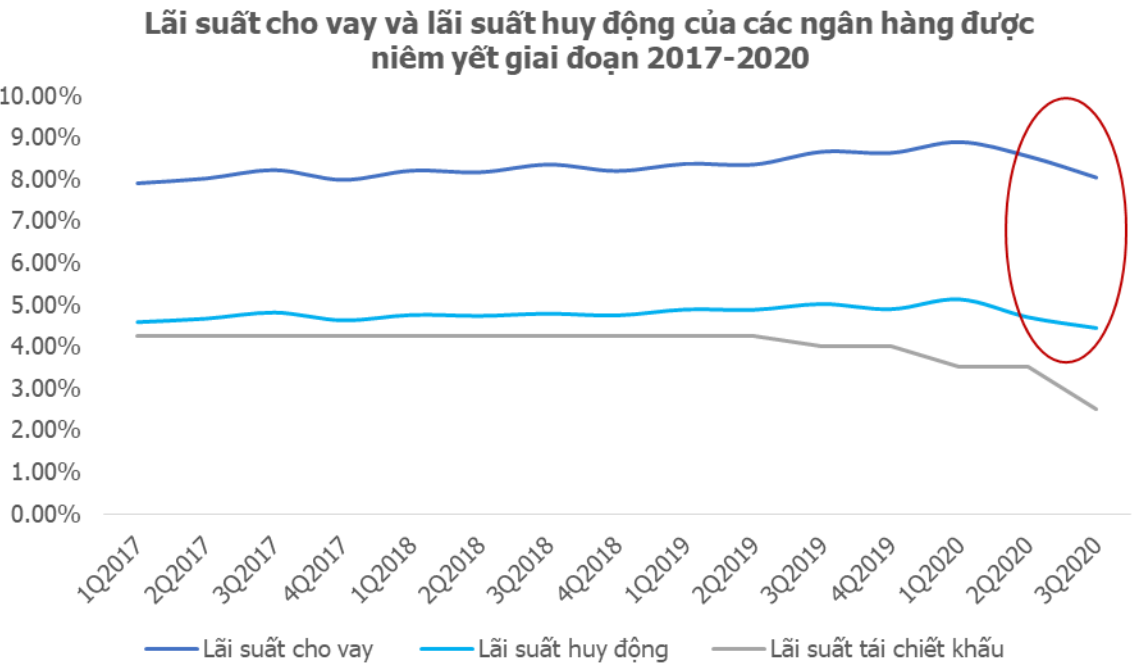


Tăng trưởng tín dụng theo ngân hàng (%)



Lãi suất và lợi nhuận đối với ngân hàng niêm yết

- Để hỗ trợ nền kinh tế, NHNN đã thực hiện 2 đợt giảm lãi suất liên tiếp, bao gồm giảm lãi suất tái chiết khấu từ 4% năm 2019 xuống 3,5% vào tháng 3/2020 và 2,5% vào tháng 10/2020:
- **Lãi suất:** Lãi suất cho vay và lãi suất huy động bình quân của 10 ngân hàng niêm yết trong Quý 1/2020, phản ánh đà kinh doanh trước đại dịch; lãi suất huy động có xu hướng giảm trong các tháng của Quý 2 và 3/2020. Chúng tôi nhận thấy việc tăng lãi suất trong quý 1/2020 đã được đảo ngược trong các quý tiếp theo, dựa trên tỷ lệ NIM. NIM trung bình của các ngân hàng niêm yết trong năm 2020 dự kiến là 4,18%, giảm 12 điểm phần trăm so với năm 2019.
- **Lợi nhuận:** Chi phí dự phòng nợ xấu của các ngân hàng 9 tháng đầu năm 2020 đều đã tăng, với mức tăng hơn 14% so với cùng kỳ năm 2019 do thiệt hại của Covid-19. Chúng tôi dự báo mức chi phí dự phòng lớn hơn sẽ được ghi nhận trong quý 4.2020. Nợ xấu trung bình tại các ngân hàng niêm yết năm 2020 dự báo là 1,9% so với 1,5% năm 2019. Đáng chú ý, chúng tôi không thật sự đánh giá cao các ngân hàng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ vào năm 2020, thay vào đó là các ngân hàng đã mạnh dạn ghi nhận chi phí dự phòng để phản ánh chính xác tình hình tài chính của họ.



Xếp hạng và cổ phiếu ngân hàng Việt Nam được khuyến nghị

- Xếp hạng tín nhiệm:** Theo đánh giá của Moody's, xếp hạng tín nhiệm của các ngân hàng Việt Nam chủ yếu nằm trong khoảng Ba3-B1, ngoại trừ SHB và STB do quản lý vốn không tốt. Chúng tôi đánh giá cao các ngân hàng ở mức Ba3, bao gồm các NHTMNN (BID, CTG và VCB), MBB, ACB và TCB.
- Đánh giá tài chính:** Chênh lệch giữa lãi suất huy động so với lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm của Việt Nam (2,2%) của VCB, MBB và TCB là mức thấp nhất nhờ hệ sinh thái khách hàng tốt lâu đời. ACB là ngân hàng bán lẻ phục vụ chủ yếu là khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ và khách hàng cá nhân có rủi ro cao hơn các công ty lớn, đồng nghĩa với việc chênh lệch lợi suất cao. BID và CTG tuy là những NHTMNN lớn nhưng vẫn đang trong giai đoạn tái cơ cấu để giải quyết nợ xấu chu kỳ trước; có chênh lệch lợi suất cao hơn.
- Danh mục đầu tư đa dạng:** TCB có cơ sở khách hàng vững mạnh, là các tập đoàn lớn của Việt Nam như Vingroup và Masan, nhưng điều này làm tăng rủi ro tập trung trong khi đòn bẩy tài chính của khách hàng TCB tương đối cao. VCB, ACB, MBB và VIB sở hữu lượng khách hàng đa dạng và tốt.

Định giá:

- VCB với vị thế dẫn đầu được giao dịch ở mức định giá cao nhất (P/B ở mức 3,5 lần). Mức trung bình của ngành là 1,3 lần.
- P/B của VIB, ACB, MBB lần lượt là 2,0x, 1,6x và 0,9x. VCB, ACB và MBB, với khả năng sinh lời cao, tỷ lệ LDR (cho vay/tổng huy động) và tỷ lệ nợ xấu tương đối thấp, cơ sở khách hàng đa dạng, là những cổ phiếu tốt so với các cổ phiếu cùng ngành.

Mã CK	QUY MÔ TÀI SẢN		XẾP HẠNG THEO MOODY'S		CHỈ SỐ TÀI CHÍNH								ĐỊNH GIÁ
	Tổng TS (triệu USD)	Thị phần (%)	Đánh giá tín dụng cơ bản	Xếp hạng/Triển vọng tín dụng dài hạn	Mức chênh lệch lợi suất so với lãi suất TP Chính phủ kỳ hạn 5 năm	NIM (%)	Dư nợ cho vay/Tổng huy động(%)	Chi phí hoạt động/Tổng Thu nhập hoạt động(%)	Nợ xấu/tổng dư nợ	Dự phòng cho vay KH/nợ xấu	Khoản phải thu, lãi và phí phải thu	ROAE (%)	P/B
BID	64,294	12.0%	B2	Ba3/NEG	2.50%	2.7%	88.0%	36.0%	1.74%	72.2%	1.6%	12.0%	2.08
CTG	53,539	10.0%	B1	Ba3/NEG	2.33%	2.3%	89.4%	38.8%	1.83%	119.7%	2.6%	12.6%	1.24
VCB	52,763	10.0%	Ba3	Ba3/NEG	0.95%	3.1%	72.4%	34.6%	0.82%	182.0%	1.6%	22.8%	3.52
MBB	17,756	3.3%	Ba3	Ba3/NEG	1.77%	4.7%	75.8%	39.4%	1.62%	110.5%	4.5%	20.1%	0.97
ACB	16,549	3.1%	Ba3	Ba3/NEG	2.78%	3.5%	77.1%	51.6%	0.65%	175.0%	2.0%	23.9%	1.64
TCB	16,557	3.1%	Ba3	Ba3/NEG	1.59%	3.8%	84.2%	34.7%	1.10%	94.8%	4.1%	17.7%	1.13
VPB	16,277	3.0%	B1	B1/STA	4.19%	8.7%	84.1%	33.9%	3.03%	46.4%	4.8%	22.7%	1.22
TPB	7,096	1.3%	B1	B1/STA	2.37%	4.0%	70.0%	39.8%	1.87%	97.8%	5.8%	25.6%	1.41
VIB	7,963	1.5%	B1	B1/STA	3.04%	3.9%	79.0%	42.1%	2.19%	49.6%	1.8%	26.6%	2.04
HDB	9,902	1.9%	B2	B1/NEG	2.80%	4.5%	75.9%	44.7%	1.08%	81.4%	2.8%	20.8%	1.25
LPB	8,719	1.6%	B2	B1/NEG	3.90%	3.3%	88.0%	62.0%	1.08%	72.9%	2.8%	12.1%	0.87
SHB	15,761	3.0%	B3	B2/STA	4.19%	2.4%	83.6%	42.1%	2.17%	64.4%	6.8%	13.4%	1.19
STB	19,573	3.7%	Caa2	Caa1/STA	3.27%	2.5%	72.7%	63.3%	1.97%	69.3%	9.3%	9.0%	0.89

MUA - Giá mục tiêu: 27,500 VND

Luận điểm đầu tư

Lợi nhuận trước thuế trong Quý 3/2020 của MBB đạt 3,015 tỷ đồng, tăng 10% so cùng kỳ, nhờ thu nhập lãi thuần tăng 13% và thu nhập dịch vụ tăng mạnh 59%, một mặt khác chi phí dự phòng rủi ro cũng giảm mạnh. Chúng tôi đánh giá cao MBB với cơ cấu nguồn thu đa dạng cho phép ngân hàng chống chịu tốt với tác động của dịch bệnh, lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi khi nền kinh tế nội địa mở cửa trở lại và xuất khẩu tăng mạnh. LNTT của MBB dự kiến sẽ tăng lần lượt 3% và 20%.

Cập nhật doanh nghiệp

Tăng trưởng tín dụng có phần chậm lại. Tín dụng tới 9T2020 tăng 12.6% so với đầu năm, vượt kế hoạch cả năm (12%). Tín dụng tăng cao cùng với huy động giảm nhẹ giúp thúc đẩy NIM lên 4.98%. Dự kiến trong cả năm 2020 NIM trung bình sẽ đạt 4.71% do ngân hàng cam kết giảm lãi suất cho vay hỗ trợ khách hàng. Về mặt dài hạn, nền tảng khách hàng vững mạnh và việc mở rộng mảng tài chính tiêu dùng sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng NIM.

Tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng, tỷ lệ dự phòng rủi ro tín dụng được duy trì. Trong 9T2020 tỷ lệ NPL tăng lên 1.5% so với 1.2% vào đầu năm. Chúng tôi dự phóng NPL cuối năm 2020 sẽ chỉ đạt 1.4% nhờ việc kiểm chế dịch tích cực của chính phủ và nền kinh tế bắt đầu phục hồi. Tỷ lệ LLR duy trì ở mức 111%, chi phí dự phòng tín dụng tăng 27% so với năm 2019.

Việc gia nhập quỹ ngoại dự kiến sẽ thúc đẩy giá cổ phiếu MBB. Quỹ China Trust Vietnam Opportunity Fund do CTBC Investments điều hành sẽ đưa dòng vốn của nhà đầu tư Đài Loan (Trung Quốc) vào Việt Nam. Một trong các vị thể của quỹ CTBC là chứng chỉ quỹ VFMVN Diamond ETF. Việc MBB chiếm hơn 10% trong rổ ETF này sẽ là chất xúc tác tích cực cho giá cổ phiếu MBB trong thời gian tới.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu 27,500 đồng/CP (+25% upside) với phương pháp so sánh P/B và chiết khấu thu nhập thẳng dư (RI), với mức P/B dự kiến là 1.4x.



Ngày báo cáo	17/12/2020
Giá hiện tại	VND 22,100
Giá mục tiêu	VND 27,500
Upside	+25%
Bloomberg	MBB VN Equity
Vốn hóa thị trường	VND 52,437bn
	USD 2,268mn
Biến động 52 tuần	VND 21,050
	VND 22,100
Giá trị giao dịch trung bình	VND 138bn
	USD 6mn
Giới hạn sở hữu NGTNN	23.00%
Tỷ lệ sở hữu NGTNN	23.00%

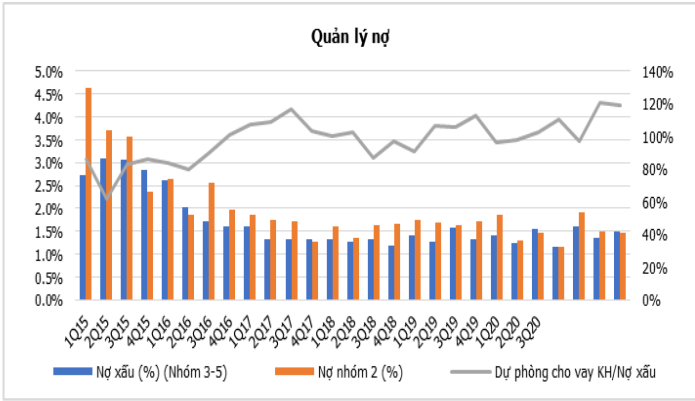
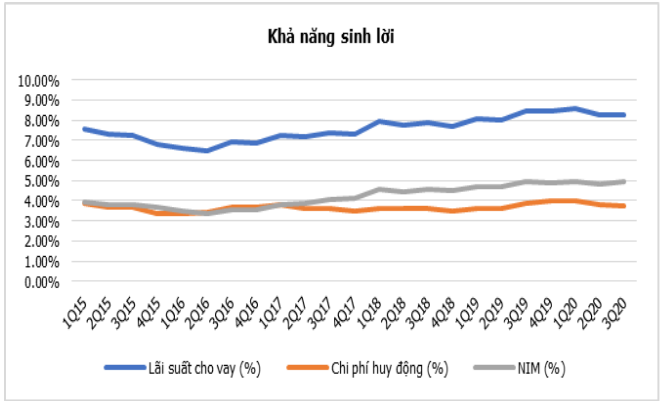
Chỉ tiêu	ĐVT	2019	2020F	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	24,650	26,859	30,631	34,219
Lợi nhuận trước thuế và chi phí dự phòng	Tỷ đồng	14,927	16,630	19,534	22,175
Tăng trưởng so cùng kỳ	%	38%	11%	17%	14%
Chi phí dự phòng	Tỷ đồng	4,891	6,217	7,033	7,519
Tăng trưởng so cùng kỳ	%	61%	27%	13%	7%
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	10,036	10,413	12,501	14,656
Tăng trưởng so cùng kỳ	%	29%	4%	20%	17%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	7,823	8,076	9,696	11,368
Tăng trưởng so cùng kỳ	%	28%	3%	20%	17%
EPS (cơ bản)	đồng	3,297	3,308	3,971	4,656
BVPS	đồng	16,014	19,859	23,830	27,985
ROAA	%	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%
ROAE	%	22.1%	18.7%	18.2%	18.0%
P/E	lân	5.6	8.5	7.1	6.0
P/B	lân	1.2	1.4	1.2	1.0

Source: MBS Research

MUA - Giá mục tiêu: 27,500 VND

Chỉ số tài chính	ĐVT	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng TS & LN					
TT về tài sản	%	13.6%	13.2%	14.4%	14.3%
TT dư nợ & đầu tư	%	16.7%	11.0%	12.5%	13.7%
TT tiền gửi của KH & Phát hành GTCG	%	19.0%	11.8%	13.8%	14.0%
TT LN trước chi phí dự phòng & thuế	%	38.2%	11.4%	17.5%	13.5%
TT lợi nhuận trước thuế	%	29.2%	3.8%	20.1%	17.2%
An toàn vốn					
CAR	%	10.9%	11.0%	11.5%	12.0%
Vốn CSH/Tổng TS	%	9.2%	10.4%	10.9%	11.2%
Tổng TS/Vốn CSH	lần	10.83	9.61	9.16	8.92
Chất lượng TS					
Nợ xấu (nhóm 3 -5)	%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%
Nợ nhóm 2	%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Dự phòng cho vay KH/Nợ xấu	%	110.5%	110.7%	113.5%	113.5%
Thanh khoản					
Dư nợ/vốn huy động	%	75.8%	76.3%	76.6%	76.8%
TS thanh khoản cao/Tổng TS	%	13.7%	15.5%	16.9%	17.4%
TS thanh khoản cao/Tiền gửi KH	%	20.7%	23.5%	25.5%	25.9%
Lợi nhuận					
ROAA	%	2.0%	1.8%	1.9%	2.0%
ROAE	%	22.1%	18.7%	18.2%	18.0%
NIM	%	4.9%	4.7%	4.9%	4.9%
Thu nhập lãi thuần/Tổng thu nhập hoạt động	%	73.0%	72.4%	73.8%	74.7%
Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập hoạt động	%	39.4%	38.1%	36.2%	35.2%
Định giá					
EPS (cơ bản)	đồng	3,297	3,308	3,971	4,656
BVPS	đồng	16,014	19,859	23,830	27,985
P/E	lần	5.6	8.6	7.1	6.1
P/B	lần	1.2	1.4	1.2	1.0

Chỉ số tài chính theo quý (tỷ đồng)	Quý 3.2019	Quý 3.2020	So cùng kỳ (%)	Lũy kế 9 tháng 2019	Lũy kế 9 tháng 2020	So cùng kỳ (%)	% Hoàn thành kế hoạch
Thu nhập lãi thuần	4,582	5,165	12.7%	13,111	14,484	10.5%	
Thu nhập ngoài lãi	1,764	1,571	-10.9%	4,846	5,164	6.6%	
Tổng thu nhập hoạt động	6,345	6,735	6.1%	17,957	19,648	9.4%	
Chi phí hoạt động	-2,292	-2,836	23.7%	-6,665	-7,321	9.8%	
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	4,053	3,899	-3.8%	11,293	12,327	9.2%	
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	1,312	884	-32.7%	3,676	4,193	14.1%	
Lợi nhuận trước thuế	2,741	3,015	10.0%	7,616	8,134	6.8%	78.1%
Tăng trưởng tín dụng so với đầu kỳ (%)	14.3%	11.3%		14.3%	11.3%		93.9%
Tăng trưởng tiền gửi KH so với đầu kỳ (%)	5.9%	-1.3%		5.9%	-1.3%		-10.8%
Chi phí hoạt động/Tổng thu nhập hoạt động (%)	36.1%	42.1%		37.1%	37.3%		



Ngành Tiêu dùng & Bán lẻ

“Bắt đầu hồi phục và tiếp tục phân mảnh”

Trần Minh Phương

(+84) 869 083 297

Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

Đinh Công Luyện

(+84) 978 877 784

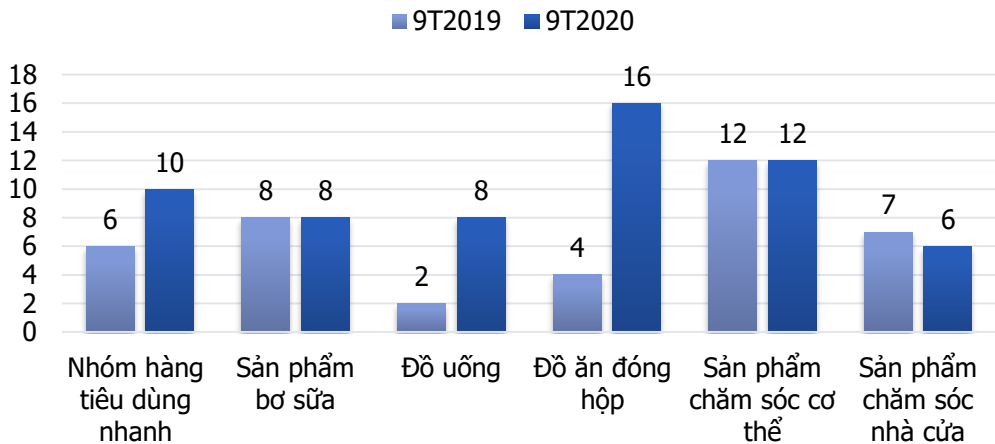
Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Cập nhật thị trường

- Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong quý 3 đạt 1,305 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với quý trước (qoq), tăng 4,5% so với cùng kì năm trước. Điều này cho thấy làn sóng Covid-19 thứ 2 vào cuối tháng 7 không tác động nhiều đến người tiêu dùng. Tăng trưởng thị trường đang trở lại mức trước Covid 19 và có thể giảm tốc trong quý cuối cùng của năm 2020, do ảnh hưởng bởi lũ lụt và bão ở miền Trung.
- Về phân khúc các sản phẩm, chúng tôi nhận định nhóm ngành tiêu dùng phân hóa thành 2 nhóm: (1) được hưởng lợi và (2) bị sụt giảm. Nhu cầu cho các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, thực phẩm tươi sống và dược phẩm, các mặt hàng chăm sóc sức khỏe gia tăng trong giai đoạn Covid-19. Các sản phẩm đồ đóng hộp cũng tăng trưởng tốt trong quý 3 do ảnh hưởng của lũ lụt và Covid-19 khiến người dân tích trữ nhiều hơn. Ngược lại, các nhóm sản phẩm tiêu dùng cao cấp như trang sức, điện thoại, ô tô, quần áo sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch bệnh đến 2021. Nhu cầu cho mặt hàng điện thoại, thiết bị điện tử; điện máy lần lượt ghi nhận sự sụt giảm 16% CK và 3% - 9% CK trong Q3/2020.
- Năm 2021, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu dùng sẽ phục hồi trong điều kiện: (1) kinh tế nội địa phục hồi, thu nhập người dân được cải thiện, (2) Dịch covid-19 cơ bản được kiểm soát, đi kèm vacxin được nghiên cứu thành công và (3) Việt Nam mở lại các chuyến bay nước ngoài (dự kiến 2020 mở lại 6 đường bay quốc tế). Tuy nhiên, mức tiêu thụ chưa thể trở lại mức trước Covid-19 và phụ thuộc phần nhiều vào dòng khách du lịch trong nước.

Nguồn: Nielsen, MWG, MBS Research

% tăng trưởng cùng kì của các ngành



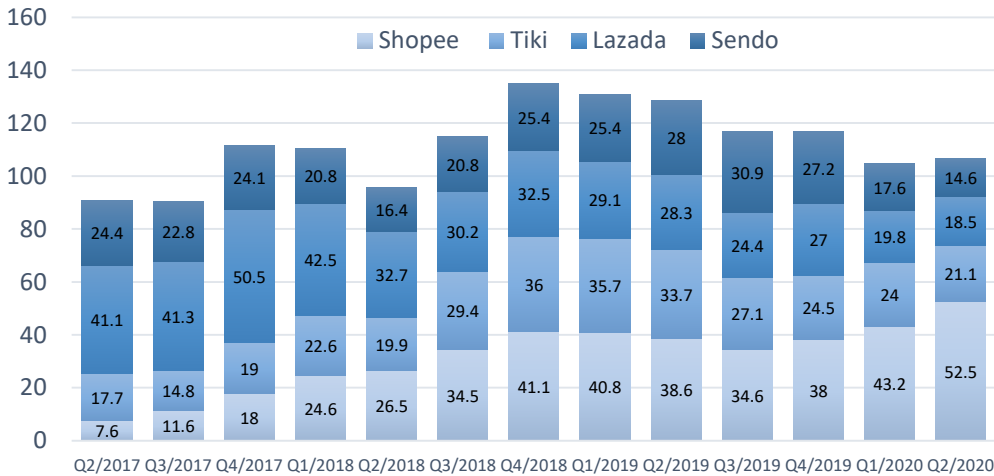
Tăng trưởng bán lẻ (% ytd, yoy)



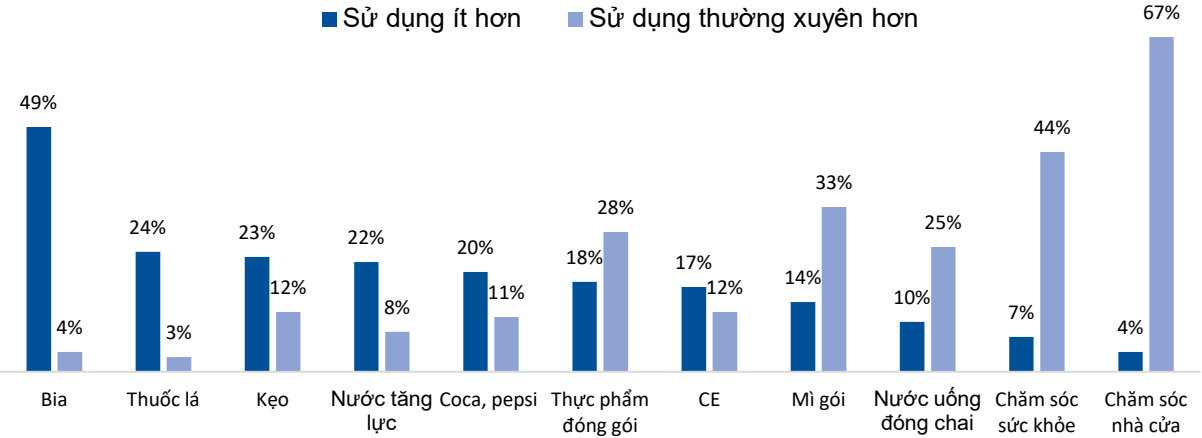
Xu hướng mua sắm online phát triển mạnh sau Covid-19

- Lượng khách hàng mua sắm qua kênh trực tuyến ghi nhận mức tăng trưởng 25% CK trong Q2/2020. Hiện nay tỷ lệ người Việt Nam thực hiện hình thức tiêu dùng online đã chiếm 30% dân số. Nielsen cho biết có đến 64% người tiêu dùng sau dịch bệnh sẽ vẫn tiếp tục sử dụng kênh online làm kênh mua sắm chính của mình.
- Theo báo cáo của Google-Temasek năm 2018, TMDT Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng kép 35% trong giai đoạn 2015-2018 và có giá trị 2,8 tỷ USD (chỉ tính giá trị của kênh Doanh nghiệp tới người tiêu dùng-B2C). Thị trường được dự báo tiếp tục bùng nổ trong giai đoạn 2018-2025, với tốc độ tăng trưởng kép 27% nhờ sự phổ biến của internet và điện thoại thông minh cùng với thế hệ người tiêu dùng mới am hiểu công nghệ hơn.
- Số lượt truy cập website có xu hướng tăng đối với Shopee nhưng giảm đối với Lazada, Tiki và Sendo cho thấy Shopee đang dần chiếm vị thế tốt hơn các chuỗi bán lẻ hiện đại trên thị trường thương mại điện tử với mức giá hàng hóa khá cạnh tranh. Các chương trình sale 9.9,10.10,11.11 mang lại lượng truy cập và đơn hàng cao gấp nhiều lần các ngày thường. Đơn cử như Shopee 9.9 lượng đơn đặt hàng cao gấp 3 lần so với ngày thường.
- Mặc dù thị phần thương mại điện tử đang phát triển tại thị trường Việt Nam, mô hình kinh doanh này vẫn đang tiếp tục ghi nhận kết quả lỗ. Hiện tại, thị phần thương mại điện tử chỉ đạt 4.3% nhu cầu mua sắm, chủ yếu tập trung ở thành phố, nơi có hạ tầng giao thông phát triển

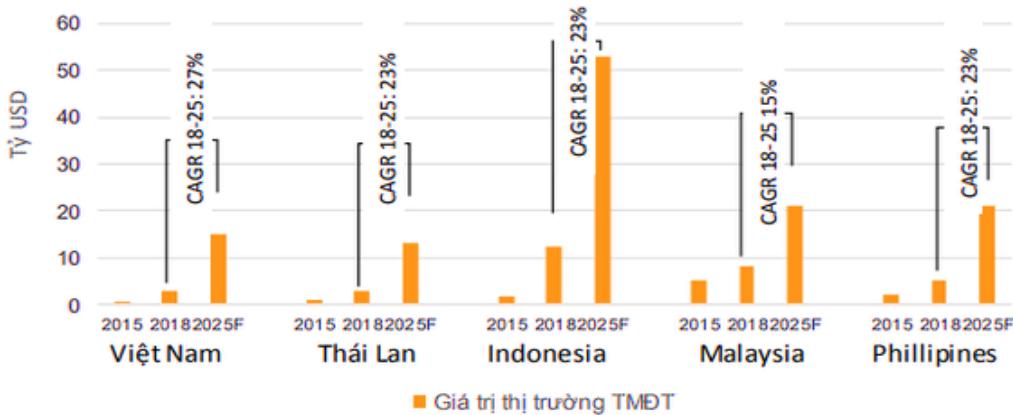
Lượng truy cập các trang thương mại điện tử
Đơn vị: Triệu lượt



Xu hướng sử dụng các sản phẩm tiêu dùng dưới tác động COVID-19



Hình 1: Việt Nam được dự báo là điểm sáng TMDT trong khu vực Đông Nam Á trong giai đoạn 2018-2025



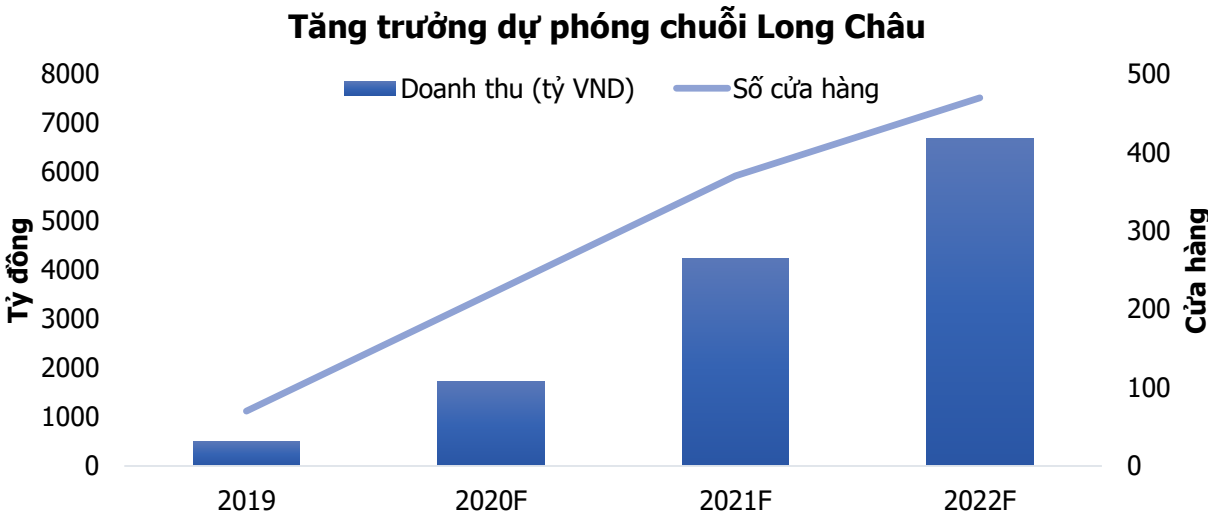
Sức khỏe là mối quan tâm chính

Nhu cầu sản phẩm chăm sóc sức khỏe

- Các sản phẩm chăm sóc sức khỏe vẫn được người tiêu dùng quan tâm sau dịch Covid. 49% người tiêu dùng Việt Nam lo ngại và quan tâm đến sức khỏe hơn sau dịch bệnh. Theo đó, các nhà thuốc hưởng lợi từ việc bán khẩu trang và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe trong thời gian này. Doanh số chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT tăng trưởng 164% CK trong 9T2020.

Nhu cầu tiêu thụ bia

- Ảnh hưởng của nghị định 100 cùng với tác động của dịch COVID-19 ảnh hưởng tới sức tiêu thụ của rượu bia trong nửa đầu năm 2020. Tổng sản lượng tiêu thụ bia 9 tháng đầu năm đã giảm 24% CK, đạt 3.2 triệu lít, theo Tổng cục Thống kê.
- Các doanh nghiệp niêm yết như SAB và BHN ghi nhận doanh thu khởi sắc hơn trong quý 3. Doanh thu của SAB trong Q3 đang dần được cải thiện với mức giảm 17.3% CK, ít hơn so với 47% và 21.7% trong Q1 và Q2. BHN đã có doanh thu tăng trưởng dương trở lại trong Q3 (+1.7% CK).
- Chúng tôi nhận định trong 3 tháng cuối năm 2020, nhu cầu tiêu thụ bia tăng nhẹ do cuối năm có nhiều ngày lễ lớn và dịch bệnh Covid-19 ở Việt Nam được kiểm soát tốt. Trong năm 2021, ngành này có thể phục hồi 20% do sự phục hồi từ mức cơ sở thấp ước tính trong năm 2020. Mặc dù vậy, mức tiêu thụ bia khó sẽ đạt mức trước khi có dịch Covid-19 trong năm 2021.

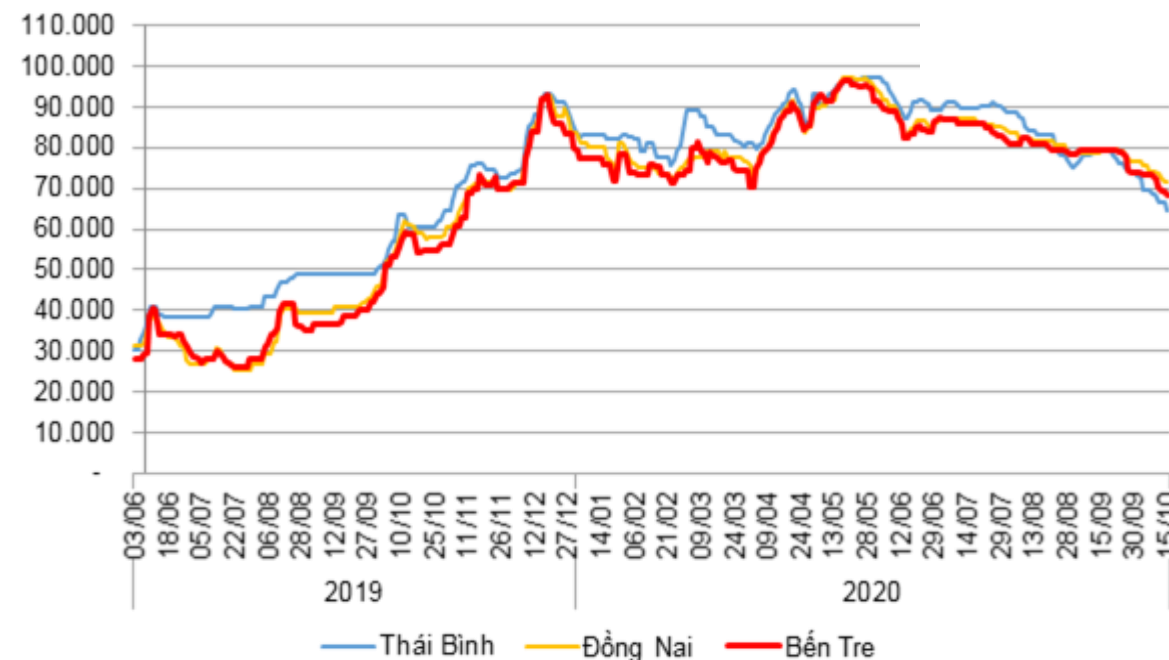


Mã chứng khoán	Doanh thu (tỷ đồng)			Lợi nhuận sau thuế		
	Q3/2019	Q3/2020	%	Q3/2019	Q3/2020	%
SAB	9,804	8,106	-17.3%	1,459	1470	0.8%
BHN	2,695	2,741	1.7%	169.4	340.7	101.2%
SMB	378	311	-17.7%	53.5	49.6	-7.3%
WSB	265	193	-27.3%	41.2	21.6	-47.6%
STD	108	157	45.4%	6.5	17	161.5%
BSQ	262	289	10.3%	35	26.9	-23.1%

Nhu cầu thịt heo

- Nguồn cung thịt heo có xu hướng tăng mạnh. Tính riêng Q3, sản lượng thịt heo xuất chuồng đạt 846.200 tấn, tăng 9,7% CK, nhưng tính chung 9 tháng đầu năm thì sản lượng giảm 3,2% đạt 2.48 triệu tấn, đáp ứng được 90% nhu cầu tiêu dùng nội địa.
- Theo Tổng cục Hải quan, trong 8 tháng đầu năm 2020, VN nhập khẩu 64.660 tấn thịt heo tươi ướp lạnh hoặc đông lạnh, trị giá 152,56 triệu USD, tăng 272,6% về lượng và tăng 352,6% về trị giá so với cùng kỳ.
- Giá thịt heo giảm khoảng 30% từ mức 95,000-100,000 đồng/kg trong T9/2020 xuống còn 60,000-70,000 đồng/kg trong T10/2020 khi nguồn cung chăn nuôi trong nước và nhập khẩu đang khôi phục và dần đáp ứng được nhu cầu của người tiêu dùng.
- Cục Chăn nuôi cho biết dù sản lượng tái đàn chưa đạt mức kỳ vọng, nhất là trong bối cảnh dịch ASF diễn biến phức tạp, nhưng nguồn cung heo trong nước đang khôi phục dần và sẽ tăng mạnh vào thời gian tới. Chúng tôi dự kiến giá thịt heo sẽ tiếp tục đà giảm trong những tháng cuối 2020.

Giá thịt heo hơi thị trường nội địa



Nguồn: AGRO, MBS Research

MUA - Giá mục tiêu: VND 152,600

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu MWG với **giá mục tiêu 152,600 đồng/CP** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền và đánh giá PE.

- Kết quả kinh doanh 9T2020 của MWG đạt 81,352 tỷ doanh thu (+6% CK) và 2,978 tỷ lợi nhuận sau thuế (+0.05% CK)**, hoàn thành 74% kế hoạch doanh thu và 86% kế hoạch LNST cả năm, duy trì biên lợi nhuận ròng của công ty là 3,7% (+0,7% CK). Lợi nhuận ghi nhận mức tăng trưởng nhẹ do sự đóng góp của hầu hết các ngành hàng, đặc biệt là thực phẩm và FMCGs. Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu hàng năm cho thấy sự phục hồi tích cực, tăng trưởng dương so với tháng trước nhờ sự thành công của mô hình mới Bách hóa xanh (BHX) và đẩy mạnh phát triển ĐMX.
- Chúng tôi dự kiến năm 2020 và 2021 doanh thu của MWG lần lượt đạt 119,197 tỷ đồng (+16.6% CK) và 139,849 tỷ đồng (+17.3% CK) và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 4,411 tỷ đồng (+14.9% CK) và 4,894 tỷ đồng (10.9% CK).
- Về chuỗi Điện Máy Xanh (ĐMX), tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 1% CK trong 9T2020. Số lượng cửa hàng mở mới ước đạt 280 trong 2020 và 100 trong 2021, tăng tổng lượng cửa hàng cuối 2021 đạt 1,400 cửa hàng. Theo đó, tốc độ tăng trưởng doanh thu kỳ vọng ở mức 14.6% CK trong 2020 và 17.1% CK trong 2021. Thử nghiệm thành công chuỗi ĐMX Supermini (ĐMS), sau 3 tháng đã có mặt tại 12 tỉnh thành với 52 cửa hàng. Luỹ kế đến hết tháng 9, ĐMS đóng góp hơn 100 tỷ đồng, tương đương doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đạt 1 tỷ đồng/tháng, đúng với kế hoạch đề ra của công ty.
- Về chuỗi Thế Giới Di Động (TGDD), chúng tôi dự phóng doanh thu giảm 12.5% CK trong 2020 và 10% CK trong 2021 dựa trên quá trình chuyển đổi từ cửa hàng TGDD sang ĐMX và nhu cầu bị tác động từ dịch bệnh.
- Về chuỗi BHX, số lượng cửa hàng mở mới dự kiến đạt 700 trong 2020 và 500 trong 2021, dự kiến hết năm 2021, BHX sẽ có 2,200 cửa hàng. Doanh thu trung bình 1 cửa hàng dự phóng tăng 2.7% CK đạt 1.3 tỷ đồng/tháng và tăng 11.5% CK đạt 1.45 tỷ đồng/tháng trong 2020 và 2021. Tốc độ tăng trưởng doanh thu kỳ vọng đạt 97% CK trong 2020 và 61% CK trong 2021.

Diễn biến giá



Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 113,800
Giá mục tiêu	VND 152,600
Upside	34.1%
Bloomberg	MWG VN
Vốn hóa	VND 51,512 tỷ
	USD 2,222 triệu
Giá biến động trong 52 tuần	VND 55,523 – VND 118,837
Giá trị giao dịch trung bình	VND 97 tỷ
	USD 4.24 triệu
Tối đa NĐTNN	49%
NĐTNN	49%

Đơn vị: Tỷ VND	Đơn vị	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	Tỷ VND	102,174	119,197	145,724	161,785
EBIT	Tỷ VND	4,977	6,650	8,137	9,203
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	3,836	4,411	5,484	6,497
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	Tỷ VND	3,836	4,411	5,484	6,497
EPS (VND)	VND	8,471	9,741	12,110	14,346
Tăng trưởng EPS (%)	%	33.2%	15.0%	24.3%	18.5%
P/E (x)	Lần	9.9	8.6	6.9	5.8
EV/EBITDA (x)	Lần	6.4	5.4	4.8	4.5
Lợi tức (%)	%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
P/B (x)	Lần	1.9	1.5	1.2	1.0
ROE (%)	%	31.6%	30.2%	28.6%	26.2%
Nợ/vốn chủ (%)	%	107.3%	112.1%	103.9%	87.4%

Nguồn: MBS Research

MUA - Giá mục tiêu: VND 152,600

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	102,174	119,197	145,724	161,785
Giá vốn hàng bán	82,686	95,467	116,155	128,677
Lợi nhuận gộp	19,488	23,730	29,569	33,108
Doanh thu tài chính	631	450	550	611
Chi phí tài chính	570	1,203	1,451	1,656
Chi phí bán hàng và quản lý	14,511	17,324	21,566	23,734
Lợi nhuận trước thuế	5,053	5,670	7,122	8,351
Lợi nhuận sau thuế	3,836	4,411	5,484	6,497
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	3,835	4,409	5,482	6,494
Lợi nhuận không kiểm soát	2	2	2	3
Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2022E
Tài sản ngắn hạn	36,021	43,150	53,572	62,494
I. Tiền & tương đương tiền	3,115	6,992	10,089	14,577
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,137	1,938	1,938	1,938
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,815	2,117	2,589	2,874
IV. Hàng tồn kho	25,745	29,741	36,185	40,086
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,199	1,399	1,710	1,899
Tài sản dài hạn	5,687	6,836	8,185	8,900
I. Các khoản Phải thu dài hạn	5,404	6,506	7,782	8,452
II. Tài sản cố định	5,375	6,481	7,757	8,428
1. Tài sản cố định hữu hình	28	25	25	24
2. Tài sản cố định vô hình	-	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	87	35	35	35
V. Đầu tư tài chính dài hạn	60	56	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	283	330	403	448
Tổng tài sản	41,708	49,986	61,757	71,394
Nợ phải trả	29,565	35,371	42,565	46,612
I. Nợ ngắn hạn	28,442	34,192	41,611	45,657
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	15,411	17,803	21,662	23,998
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	13,031	16,389	19,949	21,659
II. Nợ dài hạn	1,122	1,180	954	955
1. Các khoản phải trả dài hạn	-	1	2	3
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,122	1,179	952	952
Vốn chủ sở hữu	12,142	14,616	19,194	24,785
1. Vốn điều lệ	4,435	4,435	4,435	4,435
2. Thặng dư vốn cổ phần	555	555	555	555
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,150	9,615	14,191	19,779
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	8	10	12	15
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	41,708	49,986	61,757	71,394

	2019	2020E	2021E	2022E
Định giá				
EPS	8,471	9,741	12,110	14,346
Giá trị sổ sách (BVPS)	27,376	32,952	43,275	55,880
P/E	9.9	8.6	6.9	5.8
P/B	1.9	1.5	1.2	1
P/S	0.4	0.3	0.3	0.2
Lợi tức	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	19.1%	19.9%	20.3%	20.5%
Biên EBITDA	19.1%	19.3%	19.7%	19.8%
Biên lợi nhuận ròng	3.8%	3.7%	3.8%	4.0%
ROE	31.6%	30.2%	28.6%	26.2%
ROA	9.2%	8.8%	8.9%	9.1%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	18.1%	16.7%	22.3%	11.0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	33.5%	12.2%	25.6%	17.2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	33.2%	15.0%	24.3%	18.5%
Tăng trưởng EPS	33.2%	15.0%	24.3%	18.5%
Tăng trưởng tài sản	48.6%	19.8%	23.5%	15.6%
Tăng trưởng vốn chủ	35.2%	20.4%	31.3%	29.1%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	1.3	1.3	1.3	1.4
Chỉ số thanh toán nhanh	0.3	0.3	0.4	0.4
Nợ/Tổng tài sản	0.3	0.4	0.3	0.3
Nợ/Vốn chủ	1.1	1.1	1.0	0.9
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	8.7	5.5	5.6	5.6
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	56	56	56	56
Số ngày phải thu	7	7	7	7
Vòng quay hàng tồn kho	3	3	3	3
Số ngày tồn kho	114	114	114	114
Vòng quay phải trả	5	5	5	5
Số ngày phải trả	68	68	68	68

Nguồn: MBS Research

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 122,700

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với VNM nhưng thay đổi **giá mục tiêu từ 127,100 đồng/cp xuống 122,700 đồng/cp** do tăng chi phí sử dụng vốn cổ phần từ mức 9.5% lên mức 10.2%.

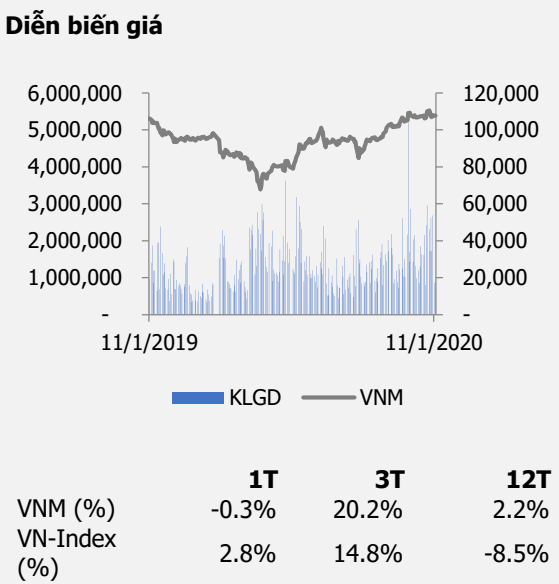
Cập nhật doanh nghiệp

Q3/2020, VNM ghi nhận 15,563 tỷ đồng doanh thu thuần (+8.9% cùng kì - CK) và 3,138 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (LNST +17.3% CK). Lũy kế, 9T2020 VNM đạt doanh thu thuần 45,211 tỷ đồng (+7.4% CK), và LNST 9,000 tỷ (+7.4% CK). Trong Q1/2020 sau khi sáp nhập GTN chi phí bán hàng và quản lý của VNM tăng nhẹ lên mức 22.1%, tuy nhiên trong Q2/2020 và Q3/2020 hoạt động của GTN hiệu quả hơn giúp cải thiện nhẹ biên lợi nhuận của VNM. Chúng tôi ước tính VNM sẽ đạt doanh thu thuần 59,681 tỷ đồng (+5.6% CK) và 11,011 tỷ đồng LNST (+4.1% CK) trong năm 2020.

Hiện tại, VNM đang lên kế hoạch hợp tác với KIDO trong mảng kem và thức uống. Dự báo những mảng này không chỉ mang lại biên lợi nhuận gộp cao ngang bằng với mảng sữa (+52%) mà còn có thể đạt tốc độ tăng trưởng cao và ổn định khoảng 7%/năm. Đây được nhận định sẽ là động lực tăng trưởng chính của VNM trong những năm tới.

Trong các phân khúc sản phẩm, chúng tôi kỳ vọng nhóm sản phẩm sữa chua và sữa hạt (27% tỷ trọng doanh thu) ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao nhất ~ 11% trong 2020 nhờ nhu cầu tiêu thụ gia tăng đối với các sản phẩm giúp tăng sức đề kháng. Từ 2021, tốc độ tăng trưởng các sản phẩm này sẽ quay về mức 6%/năm. Phân khúc sữa uống (35% tỷ trọng doanh thu) dự phóng tăng trưởng 6.6% CK trong 2020 (2019 +7.5% CK), tương ứng với tốc độ dự báo tăng trưởng chung trong mảng này tại thị trường Việt Nam. Sự tăng trưởng của các nhóm sản phẩm trên góp phần bù đắp cho mức giảm 3.1% CK trong doanh thu mảng sữa bột.

Biên lợi nhuận gộp 9T2020 của VNM đạt 46.5% giảm nhẹ so với mức 47.3% của 9T2019 và 47.2% của cả năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (LNG) 2020 dự phóng đạt 46.6% dựa trên (i) biên LNG của GTN tuy có cải thiện nhưng vẫn còn rất thấp so với VNM (31% so với 46.5%); (ii) giá nguyên vật liệu được kỳ vọng sẽ không giảm nhiều trong Q4/2020 so với Q4/2019.



Ngày cập nhật	10/12/2020
Thị giá	112,000 VND
Giá mục tiêu	122,700 VND
Upside	9.6%
Bloomberg	VNM VN
Vốn hóa	234,040 tỷ đồng
	10.1 tỷ USD
Diễn biến giá 52 tuần	67,773 VND
	113,900 VND
Giá trị giao dịch/ngày	122 tỷ VND
	5.2 triệu USD
FOL	100%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	58.79%

Đơn vị: Tỷ VND	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	56,318	59,681	63,330	67,310
EBIT	12,905	13,546	14,391	15,285
Lợi nhuận sau thuế	10,554	11,011	11,698	12,424
EPS (VND)	6,060	6,322	6,717	7,133
Tăng trưởng EPS (%)		4.33%	6.24%	6.21%
P/E (x)	17.7	17.0	16.0	15.1
EV/EBITDA (x)	15.5	14.8	13.8	12.9
Tỷ suất cổ tức (%)	3.07%	4.73%	4.73%	4.73%
P/B (x)	7.1	6	5.6	5.2
ROE (%)	37.73%	33.71%	33.85%	33.47%
Nợ/vốn chủ (%)	53.48%	52.44%	51.58%	54.30%

Nguồn: MBS Research

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 122,700

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	56,318	59,681	63,330	67,310
Giá vốn hàng bán	29,746	31,895	33,482	35,586
Lợi nhuận gộp	26,572	27,785	29,848	31,724
Doanh thu tài chính	807	1,081	799	838
Chi phí tài chính	187	180	190	202
Chi phí bán hàng và quản lý	14,390	15,249	16,181	17,198
Lợi nhuận trước thuế	12,796	13,431	14,269	15,155
Lợi nhuận sau thuế	10,554	11,011	11,698	12,424
Lợi nhuận ròng	10,576	11,033	11,722	12,450
Lợi ích cổ đông thiểu số	(22)	(23)	(24)	(25)
Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2022E
Tài sản ngắn hạn	24,722	30,559	30,325	34,530
I. Tiền & tương đương tiền	2,665	7,889	7,030	10,552
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	12,436	12,436	12,436	12,436
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	4,503	5,268	5,590	5,941
IV. Hàng tồn kho	4,983	4,824	5,118	5,440
V. Tài sản ngắn hạn khác	134	142	151	161
Tài sản dài hạn	19,978	19,234	22,063	22,743
I. Các khoản Phải thu dài hạn	21	21	21	21
II. Tài sản cố định	16,043	15,298	18,128	18,807
1. Tài sản cố định hữu hình	14,894	14,149	16,979	17,658
2. Tài sản cố định vô hình	1,150	1,150	1,150	1,150
III. Bất động sản đầu tư	-	1	2	3
IV. Tài sản dở dang dài hạn	944	944	944	944
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	60	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	3,071	3,071	3,071	3,071
Tổng tài sản	44,700	49,793	52,388	57,273
Nợ phải trả	14,958	17,129	17,827	20,155
I. Nợ ngắn hạn	14,433	16,603	17,301	19,629
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,648	3,321	3,486	3,705
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	5,351	6,513	5,619	6,204
II. Nợ dài hạn	526	526	526	526
1. Các khoản phải trả dài hạn	526	526	526	526
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	27,971	32,663	34,561	37,118
1. Vốn điều lệ	17,417	17,417	17,417	17,417
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
3. Các khoản dự trữ khác	7,875	14,211	17,868	22,291
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	490	490	490	490
5. Nguồn vốn khác	2,189	545	(1,213)	(3,081)
Tổng nguồn vốn	44,700	49,793	52,388	57,273

Chỉ số tài chính	2019	2020E	2021E	2022E
Định giá				
EPS	6,060	6,322	6,717	7,133
Giá trị sổ sách	16,060	18,754	19,844	21,311
P/E	17.7	17.0	16.0	15.1
P/B	6.7	5.7	5.4	5.0
P/S	4.0	3.8	3.6	3.3
Tỷ suất cổ tức	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Chỉ số sinh lời				
Biên gộp	47.2%	46.6%	47.1%	47.1%
Biên EBITDA	25.8%	25.5%	25.7%	25.9%
Biên ròng	18.7%	18.4%	18.5%	18.5%
ROE	37.7%	33.7%	33.8%	33.5%
ROA	23.6%	22.1%	22.3%	21.7%
Chỉ số tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	7.1%	6.0%	6.1%	6.3%
Tăng trưởng LNTT	5.4%	5.0%	6.2%	6.2%
Tăng trưởng LNST	2.5%	4.3%	6.2%	6.2%
EPS	2.5%	4.3%	6.2%	6.2%
Tổng tài sản	19.6%	11.4%	5.2%	9.3%
Vốn chủ	8.6%	16.8%	5.8%	7.4%
Chỉ số thanh toán				
Thanh toán hiện hành	1.71	1.84	1.75	1.76
Thanh toán nhanh	1.36	1.54	1.45	1.47
Nợ/TTS	0.12	0.13	0.11	0.11
Nợ/Vốn chủ	0.53	0.52	0.52	0.54
Khả năng thanh toán lãi vay	118.58	117.46	117.60	117.52
Chỉ số hoạt động				
Vòng quay phải thu	12.51	11.33	11.33	11.33
Số ngày phải thu	29.19	32.22	32.22	32.22
Vòng quay tồn kho	5.97	6.61	6.54	6.54
Số ngày tồn kho	61.14	55.20	55.80	55.80
Vòng quay phải trả	8.15	9.61	9.61	9.61
Số ngày phải trả	44.77	38.00	38.00	38.00

MUA; Giá mục tiêu: VND 31.200

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GTN của CTCP GTNfoods với **giá mục tiêu VND31.200**. Hoạt động kinh doanh của DN được đánh giá khả quan trên cơ sở ở (i) nâng cao hiệu quả hoạt động nhờ sự tham gia quản trị của VN & thoái vốn khỏi các hoạt động ngoài ngành, (ii) giá nguyên liệu có xu hướng giảm khi nhu cầu toàn cầu yếu đi dưới tác động của dịch bệnh, và (iii) cơ hội xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng việc MCM niêm yết trên UpCom sẽ là yếu tố tác động đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Tiêu điểm đầu tư

- **Tập trung vào hoạt động cốt lõi tạo tiền đề tăng trưởng.** Hoạt động thoái vốn đem lại cho GTN khoản tiền nhàn rỗi khoảng 2.000 tỷ đồng. Trong 9 tháng đầu năm 2020, DN ghi nhận khoản lãi tiền gửi 95 tỷ đồng LNST 9T tăng 174% n/n bên cạnh việc cải thiện biên LN gộp và hoạt động của Mộc Châu Milk.
- **Đẩy mạnh tham gia của VNM trong hệ thống quản trị của GTN.** Tính đến thời điểm hiện tại, VNM đang sở hữu 75% vốn của GTN. Nhờ có sự tham gia của VNM, Mộc Châu Milk được tái cơ cấu và đem lại hiệu quả hoạt động tốt trong thời gian vừa qua. Biên LN gộp trong 9T2020 đạt 28,5%, cải thiện rõ rệt so với mức 15,2% cùng kỳ năm ngoái.
- **Phát hành cổ phiếu tăng vốn đầu tư vào hoạt động cốt lõi.** MCM đang có kế hoạch phát hành 39,2 triệu cổ phiếu cho 2 cổ đông chiến lược là VNM và GTN nhằm bổ sung vốn cho hoạt động đầu tư trang trại mới và dây chuyền sản xuất mới. Việc này sẽ giúp GTN nắm giữ 51% cổ phần tại MCM. Số tiền thu về được dự kiến sẽ dùng cho việc mở rộng trang trại hiện tại lên thêm 2.000 con bò cũng như đầu tư thêm trang trại mới 200ha với 4.000 con bò.

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu vào khoảng **VND31.200** dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/B và chiết khấu dòng tiền, trong đó P/B mục tiêu được xác định dựa trên mức P/B bình quân của các doanh nghiệp hoạt động cùng lĩnh vực trong khu vực.



Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 25.150
Giá mục tiêu	VND 31.200
Upside	24,1%
Vốn hóa thị trường	6.262 Tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 12.600 - VND 27.400
KLGD bình quân	2.114.680 CP
Giới hạn sở hữu NĐTNN	100,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	0,28%

Đơn vị: Tỷ VND	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	2.976	2.711	2.922	3.465
LN hoạt động	21	291	363	550
LNST	7	242	299	449
LNST của công ty mẹ	(66)	123	153	229
EPS (VND)	(302)	421	520	781
Tăng trưởng EPS (%)	-674%	N/A	24%	50%
P/E (x)		59,7x	48,4x	32,2x
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/B (x)		1,7x	1,6x	1,5x
ROE (%)	0,2%	5,3%	6,0%	8,2%
ROA (%)	0,2%	5,0%	5,8%	8,0%
Nợ/VCSH (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: GTN, MBS Research

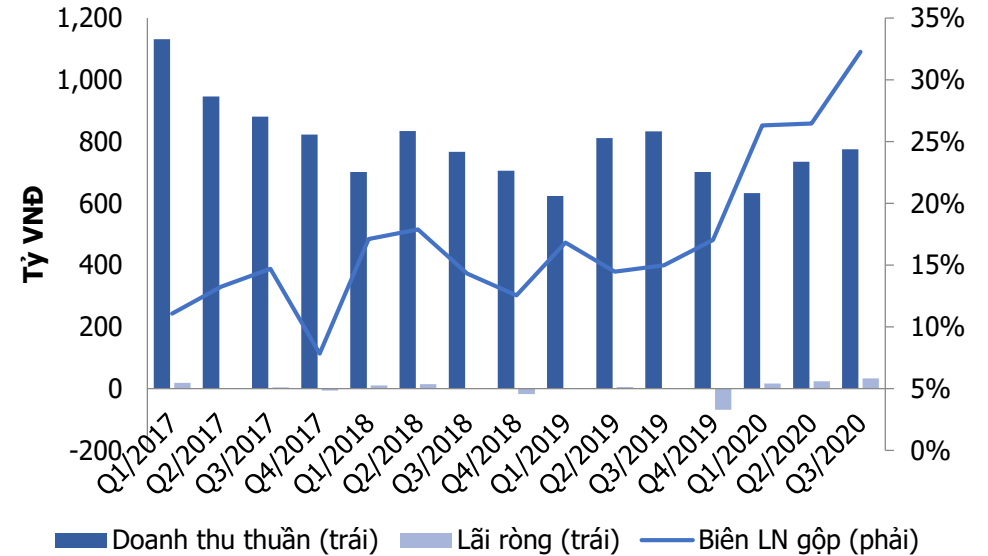
(Nguồn: MBS Research)

MUA; Giá mục tiêu: VND 31.200**Thông tin cập nhật**

- **LNST Q3 tăng 290% n/n.** Trong Q3/2020, GTN ghi nhận doanh thu thuần giảm nhẹ 7% n/n xuống còn 776 tỷ đồng nhưng LNST tăng mạnh 290% n/n lên 87 tỷ đồng nhờ (i) biên LN đạt 32,1%, cao hơn mức 15% trong Q3 2019, (ii) lợi nhuận từ Công ty con gián tiếp là CTCP Giống bò sữa Mộc Châu (MCM) trong Q3 2020 gấp gần 4 lần so với cùng kỳ, và (iii) DN ghi nhận 1 khoản lớn từ thu nhập lãi tiền gửi.
- **Lũy kế 9T2020,** GTN ghi nhận doanh thu thuần 2.144 tỷ đồng, giảm nhẹ 5,5% n/n do không còn ghi nhận doanh thu từ mảng chè của VINATEA vốn chiếm 11,6% doanh thu 2019. Tuy nhiên, nhờ cải thiện đáng kể trong hiệu quả hoạt động của MCM, biên LN của GTN gia tăng đáng kể. LNST 9T đầu năm đạt 176 tỷ đồng, tăng 174% n/n.
- **KQKD của MCM.** Trong Q3/2020, MCM ghi nhận doanh thu thuần 775 tỷ đồng, tăng ~14% n/n, LNST tăng 112,3% n/n. Biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 19,4% tại Q3/2019 lên mức 34,6% trong Q3/2020 nhờ công tác quản trị chi phí hiệu quả, các chính sách hỗ trợ nhà phân phối, hỗ trợ khách hàng với giá bán hợp lý.

Lũy kế 9T2020, MCM ghi nhận 2.142 doanh thu thuần tỷ đồng và 209 tỷ đồng LNST, tăng tương ứng ~10% n/n và ~70% n/n.. BLNG cũng tăng từ mức 19% trong năm 2019 lên mức 31% trong 9T2020 thể hiện sự cải thiện hiệu quả hoạt động rõ rệt của MCM sau khi có sự tham gia của HDQT của Vinamilk.

- **MCM chào sàn UpCom với giá tham chiếu VND 30.000/CP.** Sở GDCK Hà Nội vừa chấp thuận cho CTCP Giống bò sữa Mộc Châu được đăng ký giao dịch 66,8 triệu cổ phiếu trên Upcom với mã chứng khoán MCM. Ngày giao dịch đầu tiên được thực hiện vào 18/12/2020 với giá tham chiếu là VND 30.000
- **MCM cũng đã có kế hoạch phát hành 39,2 triệu cổ phiếu cho 2 cổ đông chiến lược** là VNM và GTN nhằm bổ sung vốn cho hoạt động đầu tư trang trại mới và dây chuyền sản xuất mới. Việc này sẽ giúp GTN nắm giữ 51% cổ phần tại MCM.

KQKD theo quý GTN

(Nguồn: MBS Research)

MUA; Giá mục tiêu: VND 31.200

BÁO CÁO KQKD (TỶ VND)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	2.976	2.711	2.922	3.465
Giá vốn hàng bán	(2.504)	(1.927)	(2.027)	(2.276)
Lợi nhuận gộp	467	785	895	1.189
Doanh thu tài chính	84	140	147	158
Chi phí tài chính	(21)	-	-	-
Chi phí bán hàng	(343)	(557)	(601)	(712)
Chi phí QLDN	(166)	(76)	(78)	(84)
Lợi nhuận trước thuế	9	302	374	561
Lợi nhuận sau thuế	7	242	299	449

Bảng CĐKT (TỶ VND)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	2.363	3.198	3.510	3.825
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	1.289	467	503	597
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	690	1.997	2.217	2.293
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	102	339	365	433
IV. Hàng tồn kho	264	387	417	495
V. Tài sản ngắn hạn khác	18	7	7	7
Tài sản dài hạn	1.661	1.610	1.618	1.806
II. Tài sản cố định	1.062	1.097	1.151	1.385
1. Tài sản cố định hữu hình	478	443	418	571
2. Tài sản cố định vô hình	585	655	734	813
IV. Xây dựng cơ bản dở dang	33	-	-	-
V. Đầu tư tài chính dài hạn	234	227	227	227
VI. Tài sản dài hạn khác	332	286	240	194
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4.025	4.808	5.129	5.631
Nợ phải trả	469	582	603	656
I. Nợ ngắn hạn	288	410	431	484
1. Phải trả ngắn hạn	288	410	431	484
II. Nợ dài hạn	181	172	172	172
1. Phải trả dài hạn	181	172	172	172
Vốn chủ sở hữu	3.556	4.226	4.526	4.975
1. Cổ phiếu thường	2.500	2.932	2.932	2.932
2. Lợi nhuận chưa phân phối	(209)	(85)	67	296
3. Vốn cổ phần khác	1.265	1.380	1.526	1.746
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	4.025	4.808	5.129	5.631

Tỷ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	-302	421	520	781
BVPS (VND)	14.224	14.415	15.436	16.967
P/E		59,7x	48,4x	32,2x
P/B		1,7x	1,6x	1,5x
Khả năng sinh lợi				
Biên lợi nhuận gộp	16%	29%	31%	34%
Biên lợi nhuận EBITDA	17%	20%	23%	23%
Biên lợi nhuận ròng	9%	10%	13%	13%
ROE	0%	5%	6%	8%
ROA	0%	5%	6%	8%
Tỷ lệ tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1%	-9%	8%	19%
Tăng trưởng LNTT	-92%	3229%	24%	50%
Tăng trưởng LNST	-94%	3505%	24%	50%
Tăng trưởng EPS	-674%	N/A	24%	50%
Tăng trưởng Tổng Tài sản	-15%	19%	7%	10%
Tăng trưởng VCSH	-6%	19%	7%	10%
Tỷ số thanh khoản và khả năng trả nợ				
Tỷ số thanh toán hiện hành	8,20	7,80	8,14	7,90
Tỷ số thanh toán nhanh	7,29	6,86	7,17	6,88
Nợ/Tổng Tài sản	0%	0%	0%	0%
Nợ/VCSH	0%	0%	0%	0%
Tỷ số hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	41,02	29,46	29,46	29,46
Số ngày thu tiền bình quân	9	12	12	12
Vòng quay HTK	7,08	8,07	8,07	8,07
Số ngày tồn kho bình quân	52	45	45	45
Vòng quay khoản phải trả	27,53	28,02	28,02	28,02
Số ngày trả tiền bình quân	13	13	13	13

Ngành Công nghệ Thông tin

“Bị ảnh hưởng gián tiếp nhưng không nghiêm trọng”

Trần Minh Phương

+84 869083297

Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

MUA - Giá mục tiêu: VND 64,300

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho cổ phiếu FPT với các luận điểm sau: (1) Doanh thu chuyển đổi số tăng mạnh (+41%) trong bối cảnh “bình thường mới”; (2) FPT có lợi thế cạnh tranh về nguồn lực nhân công với chất lượng cao và giá thành rẻ so với đối thủ; (3) giá trị hợp đồng dài hạn được kí trong quý 3 tăng 48% so với cùng kỳ 2019.

Cập nhật doanh nghiệp

10T/2020, doanh thu hợp nhất và LNTT của FPT lần lượt đạt 23,635 tỷ đồng và 4,349 tỷ đồng, tăng 7.4% và 8.9% so với cùng kì 2019. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế được cải thiện so cùng kỳ, đạt 18.4% (năm 2019 đạt 17.6%) do tỉ trọng mảng dịch vụ chuyển đổi số và xuất khẩu phần mềm tiếp tục tăng lên.

Dịch vụ CNTT nước ngoài của FPT dường như không bị ảnh hưởng bởi Covid-19, tăng trưởng 12.6% từ 8,727 tỷ đồng 10T2019 lên 10,944 tỷ đồng 10T2020. Thị trường nội địa cũng ghi nhận nhiều hợp đồng dịch vụ CNTT mới trong tháng 10, đặc biệt là các sản phẩm Made-by-FPT có doanh thu tăng 40% so với cùng kì. Chúng tôi dự phóng năm 2020 và 2021 FPT đạt lần lượt 12,549 tỷ đồng và 15,116 tỷ đồng doanh thu mảng Xuất khẩu phần mềm, tăng 19% và 20.5% cùng kỳ.

Xu hướng chuyển đổi số tiếp tục là động lực dẫn dắt tăng trưởng khối Công nghệ của FPT. Trong 10T2020, dịch vụ chuyển đổi số tăng trưởng % so với cùng kì, đạt 2,704 tỷ đồng. FPT có những lợi thế về đa dạng sản phẩm và giá thành rẻ hơn các công ty nước ngoài, chính vì vậy FPT trúng thầu nhiều hợp đồng chuyển đổi số mới và đem về nguồn doanh thu lớn cho công ty, chiếm lần lượt 35% và 40% doanh thu mảng Xuất khẩu phần mềm năm 2020 và 2021.

Dự phóng doanh thu của FPT sẽ đạt 31,656 tỷ đồng và 35,829 tỷ đồng năm 2020 và 2021. Biên lợi nhuận ròng khoảng 13.7% năm 2020. Doanh thu chủ yếu tăng trưởng từ dịch vụ công nghệ chuyển đổi số, mang về lần lượt 4,392 tỷ đồng và 6,149 tỷ đồng năm 2020 và 2021, tăng khoảng 37% và 40% yoy.

Định giá

Dựa trên phương pháp định giá từng phần và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 64,300/cổ phần, upsize 20.6%.

Diễn biến giá



Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 53,300
Giá mục tiêu	VND 64,300
Upside	20.6%
Bloomberg	FPT VN Equity
Vốn hóa	VND 44,291 bn
	USD 1.91 bn
Giá biến động trong 52 tuần	VND 33,514
	VND 57,800
Giá trị giao dịch trung bình	VND 36.57 bn
	USD 1.59 mn
Tối đa NĐTNN	49.0%
NĐTNN	49.0%

	Đơn vị	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	Tỷ VND	27,717	31,917	36,143	40,939
EBIT	Tỷ VND	4,118	5,283	6,028	6,889
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	3,912	4,383	4,972	5,642
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	Tỷ VND	3,912	4,383	4,972	5,642
EPS (VND)	VND	4,623	5,194	5,928	6,800
Tăng trưởng EPS (%)	%	20%	12.4%	14.1%	14.7%
P/E (x)	X	10.47	9.32	8.16	7.12
EV/EBITDA (x)	X	8.89	6.93	6.08	5.32
Lợi tức (%)	%	4.1%	5.17%	6.20%	7.23%
P/B (x)	X	2.4	2.34	2.07	1.81
ROE (%)	%	22.3%	23.6%	23.6%	22.2%
Nợ/vốn chủ (%)	%	56.0%	52.0%	51.1%	50.4%

Nguồn: TTNC MBS

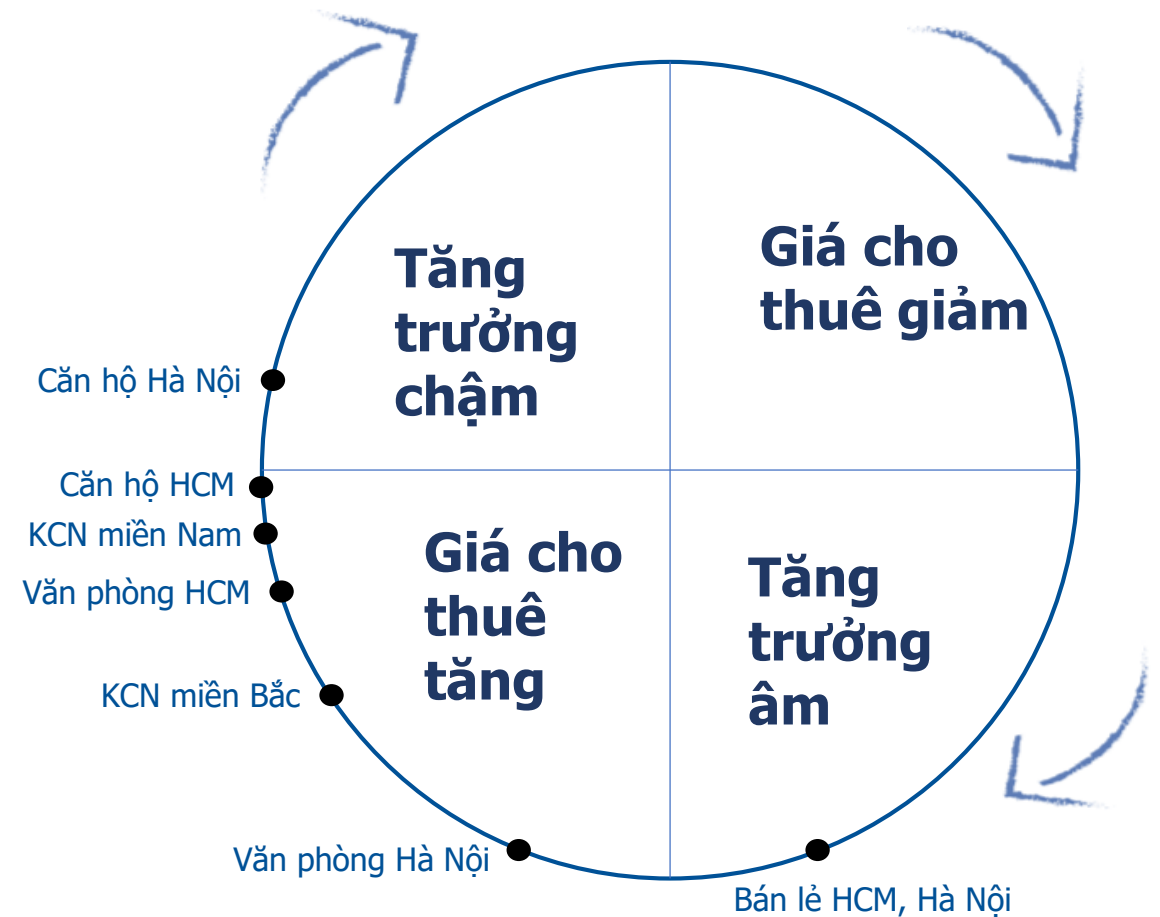
MUA - Giá mục tiêu: VND 64,300

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2019	2020E	2021E	2022E
Doanh thu	27,717	31,917	36,143	40,939
Giá vốn hàng bán	17,006	19,069	21,549	24,347
Lợi nhuận gộp	10,711	12,848	14,594	16,592
Doanh thu tài chính	690	287	325	368
Chi phí tài chính	628	714	809	916
Chi phí bán hàng và quản lý	6,593	7,564	8,566	9,703
Lợi nhuận trước thuế	4,665	5,201	5,907	6,713
Lợi nhuận sau thuế	3,912	4,383	4,972	5,642
Lợi nhuận ròng	3,136	3,524	4,022	4,613
Lợi ích cổ đông thiểu số	776	859	950	1,029
Bảng cân đối kế toán	2019	2020E	2021E	2022E
Tài sản ngắn hạn	19,038	23,954	26,523	29,517
I. Tiền & tương đương tiền	3,458	7,083	7,565	8,191
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	6,778	6,383	7,229	8,188
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	6,520	6,383	7,229	8,188
IV. Hàng tồn kho	1,284	1,655	1,878	2,132
V. Tài sản ngắn hạn khác	998	2,449	2,623	2,819
Tài sản dài hạn	14,621	13,242	16,203	19,372
I. Các khoản Phải thu dài hạn	222	256	295.2072072	340.4191218
II. Tài sản cố định	7,488	9,470	11,658	13,999
1. Tài sản cố định hữu hình	6,294	8,329	10,497	12,818
2. Tài sản cố định vô hình	1,194	1,141	1,161	1,181
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,650	2,233	2,233	2,233
V. Đầu tư tài chính dài hạn	2,497	1,721	2,091	2,460
VI. Tài sản dài hạn khác	4,188	3,192	3,614	4,094
Tổng tài sản	33,659	37,196	42,725	48,889
Nợ phải trả	16,784	17,638	19,894	22,453
I. Nợ ngắn hạn	16,291	17,145	19,386	21,928
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	8,775	9,268	10,464	11,818
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	7,516	7,876	8,922	10,110
II. Nợ dài hạn	493	494	508	525
1. Các khoản phải trả dài hạn	143	127	141	158
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	350	367	367	367
Vốn chủ sở hữu	14,037	15,865	18,191	20,769
1. Vốn điều lệ	6,784	6,784	6,784	6,784
2. Thặng dư vốn cổ phần	76	76	76	76
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	5,999	7,827	10,153	12,731
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,179	2,038	2,129	2,207
5. Nguồn vốn khác	2,835	3,693	4,643	5,671
Tổng nguồn vốn	33,659	37,196	42,725	48,889

Ratios	2019	2020E	2021E	2022E
Định giá				
EPS	4,623	5,194	5,928	6,800
Giá trị sổ sách (BVPS)	20,691	23,386	26,814	30,614
P/E	12.6	10.5	9.3	8.2
P/B	2.4	2.3	2.1	1.8
P/S	1.2	1.0	0.9	0.8
Lợi tức	4.13%	5.17%	6.20%	7.23%
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	39%	40%	40%	41%
Biên EBITDA	41%	40%	40%	40%
Biên lợi nhuận ròng	14%	14%	14%	14%
ROE	22%	24%	24%	22%
ROA	12%	12%	12%	12%
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	19%	15%	13%	13%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	21%	11%	14%	14%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	21%	12%	13%	13%
Tăng trưởng EPS	20%	12%	14%	15%
Tăng trưởng tài sản	13%	11%	15%	14%
Tăng trưởng vốn chủ	13%	13%	15%	14%
Thanh khoản				
Chỉ số thanh toán hiện hữu	117%	140%	137%	135%
Chỉ số thanh toán nhanh	103%	116%	114%	112%
Nợ/Tổng tài sản	23%	22%	22%	21%
Nợ/Vốn chủ	56%	52%	51%	50%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay	14.78	20.15	37.81	47.28
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu	4.3	5.0	5.3	5.0
Số ngày phải thu	85.9	73.0	69.5	73.0
Vòng quay hàng tồn kho	13.2	11.5	11.5	11.4
Số ngày tồn kho	27.6	31.7	31.8	32.0
Vòng quay phải trả	1.9	2.1	2.1	2.1
Số ngày phải trả	188.3	177.4	177.2	177.2

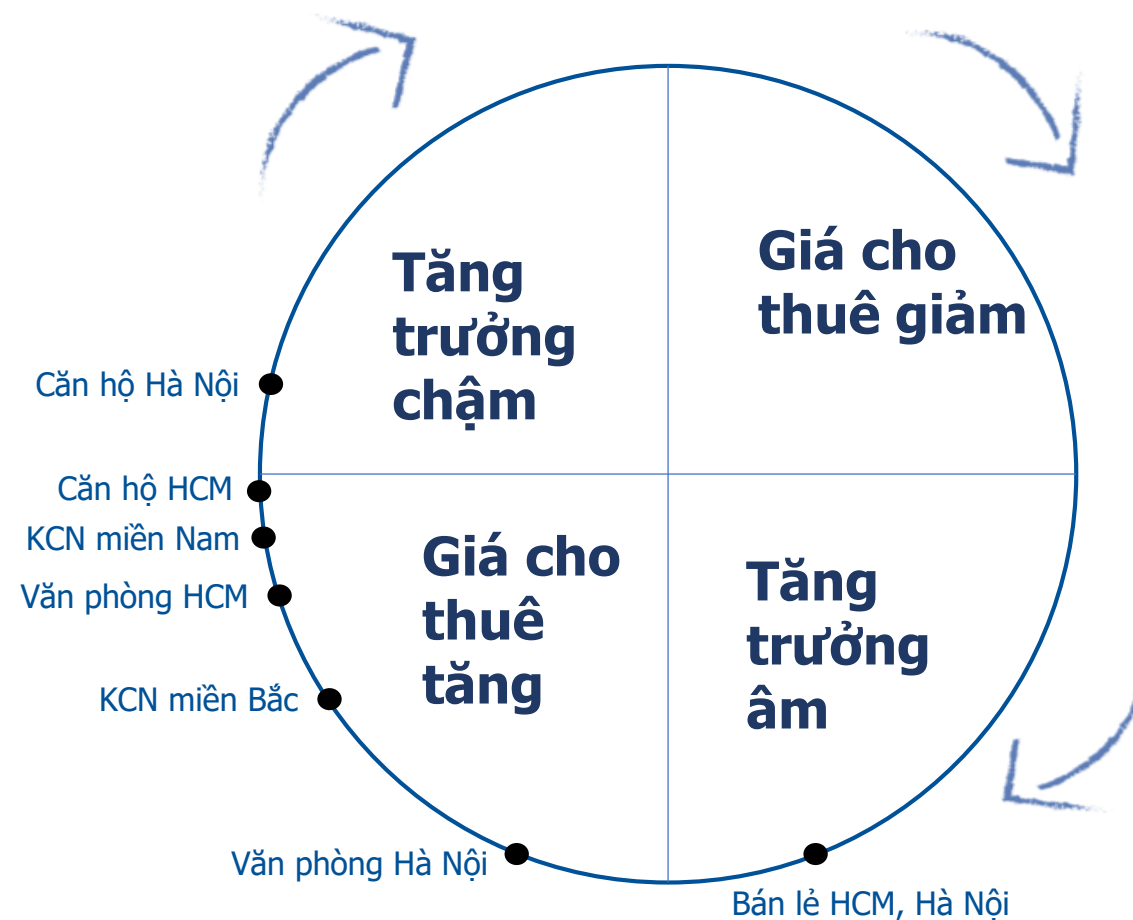
Ngành Bất động sản

- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn khả quan nhờ tình hình vĩ mô thuận lợi
- Tác động hỗn hợp từ dịch bệnh Covid-19



Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

- Dịch Covid-19 không ảnh hưởng nhiều tới hoạt động bán hàng & tiến độ
- Chính phủ thúc đẩy đầu tư công, nâng cao cơ sở hạ tầng sẽ thúc đẩy quá trình đô thị hóa
- Tình hình vĩ mô thuận lợi cho các hoạt động của ngành BDS, xây dựng.



Ảnh hưởng của Covid tới nhiều mảng bất động sản

	Ảnh hưởng bởi Covid-19	Cập nhật
Khu công nghiệp	Hỗn hợp	- FDI đăng ký 9 tháng đầu năm giảm 18,9% so với cùng kỳ, thuộc loại tốt trong khu vực trong giai đoạn suy giảm kinh tế. - Trong tháng 9, Các chuyến bay thương mại quốc tế được mở lại (Hà Nội - Tokyo, Seoul - Hà Nội) và dự kiến mở các chuyến bay đến Đài Loan, Trung Quốc, Lào, Campuchia, cho phép các chuyên gia, kỹ sư sang Việt Nam làm việc. - Việt Nam đang kiểm soát tốt dịch bệnh, hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi cùng yếu tố vĩ mô tốt, tạo điều kiện cho kinh tế phục hồi và phát triển. Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công tháng 9 và 9 tháng đều đạt mức cao nhất trong giai đoạn 2016-2020.
Căn hộ	nhẹ	Lượng mở bán mới ở mức khiêm tốn, ở HCM chủ yếu mở bán các dự án hạng sang và cao cấp, trong khi ở HN mở bán phân khúc trung cấp và bình dân. Giá bán ổn định và tăng nhẹ, cùng với ảnh hưởng của Covid-19 dẫn đến khả năng hấp thụ khá chậm. Các dự án hạ tầng mới tiếp tục được thúc đẩy sự phát triển của bờ Đông Hà Nội và HCM.
Bán lẻ	lớn	Theo khảo sát Q3 2020 của CBRE, lượng người đến các địa điểm bán lẻ đã phục hồi gần với mức trước Covid-19. Trừ 1 số điểm du lịch như Đà Nẵng, Khánh Hòa, doanh thu bán hàng ở các thành phố lớn đã phục hồi gần về bằng mức 9T 2019. Tỷ lệ bỏ trống ở các khu vực trung tâm tăng nhẹ, đạt 11% ở HN và 1,6% ở HCM. Giá thuê ở HCM ổn định, trong khi ở HN tăng nhẹ 0.5% CK do không có nguồn cung mới. Nguồn cung tương lai được lùi lại, đồng thời các chủ thuê cũng triển khai các chính sách hỗ trợ người thuê như giảm phí dịch vụ, giảm giá thuê 1 số tháng phải đóng cửa vì Covid-19.
Nghỉ dưỡng, khách sạn, condotel	lớn	- Theo Savills Việt Nam, động lực phục hồi trong năm tới sẽ đến từ du lịch nội địa. Ghi nhận trong quý 3, giá thuê khách sạn ở HCM giảm 34% CK, tỷ lệ lấp đầy còn 12%, một số dự án khách sạn cao cấp đã rời ngày khánh thành sang năm 2021. - Thị trường condotel tiếp tục ảm đạm trong Q3. Theo thống kê của hiệp hội môi giới BĐS Việt Nam, trong quý 3 có 4,000 sản phẩm mới chào bán nhưng thị trường gần như đóng băng. 2/3 các dự án không phát sinh giao dịch.
Văn phòng	nhẹ	Tiếp tục chịu ảnh hưởng khi dịch Covid-19 bùng phát trở lại, tỷ lệ trống ở văn phòng hạng A ở HN tăng lên 24,1% trong khi giá thuê tăng nhẹ 1,3% CK. Thêm nhiều dự án mới ngoài trung tâm khiến giá thuê vp hạng A ở HCM giảm 5% CK. Giá thuê dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2021. Văn phòng linh hoạt duy trì tỷ lệ lấp đầy trên 70%, đồng thời cũng trì hoãn mở rộng và tập trung vào các địa điểm hiện hữu.

Khác biệt giữa các phân khúc

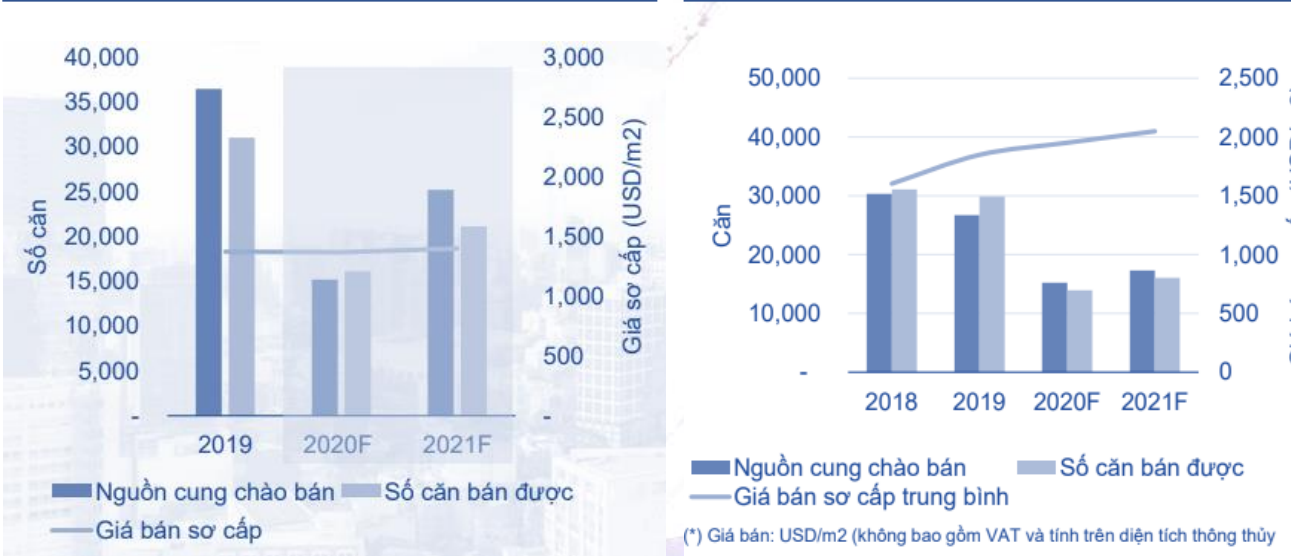
Giá bán tại Q3 2020	Siêu sang	Cao cấp	Trung cấp	Thấp cấp
Hà Nội	N/A	2.335 USD/m2 ▲ 2% YoY ▲ 1% QoQ	1.323 USD/m2 ▲ 5% YoY ▼ -1% QoQ	824 USD/m2 ▲ 4% YoY ▲ 2% QoQ
HCM	6.371 USD/m2 ▲ 3% YoY ▲ 0% QoQ	2.518 USD/m2 ▲ 1% YoY ▲ 0% QoQ	1.499 USD/m2 ▲ 7% YoY ▲ 1% QoQ	935 USD/m2 ▲ 4% YoY ▲ 0% QoQ

Source: CBRE, JLL

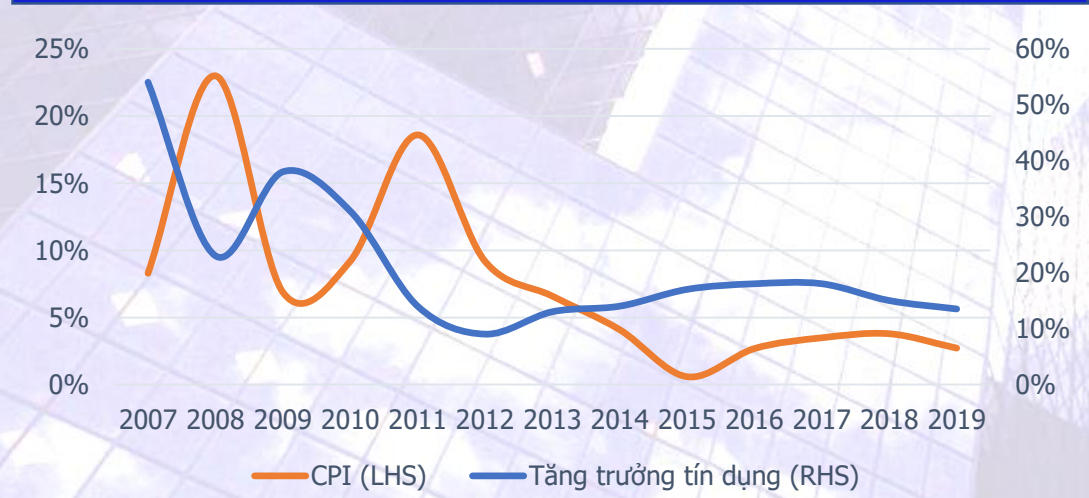
Thị trường căn hộ bán và dự phóng

Hà Nội

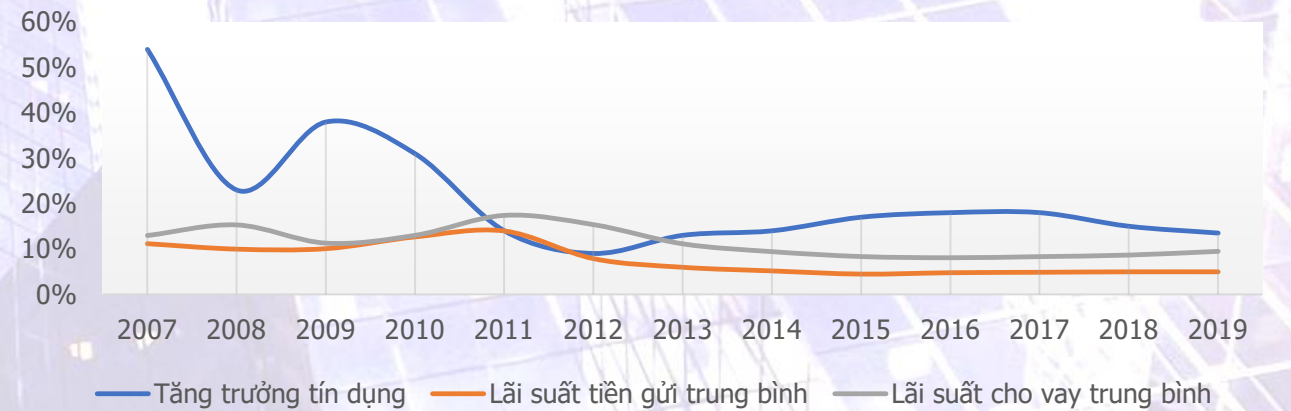
Tp. HCM



CPI, tăng trưởng tín dụng và lãi suất



Lãi suất cho vay



Triển vọng 2021

Phía cung

Các nhà phát triển phải tập trung vào các sản phẩm chất lượng cao hơn, với các quỹ đất chính mở rộng ra các khu vực ngoại thành quanh thành phố lớn như Hà Nội và TP HCM, và các tỉnh có xu hướng như Quảng Ninh, Phú Quốc, Bình Dương, Đồng Nai, Long An v.v.

Nguồn cung sẽ tiếp tục khan hiếm, ít nhất là cho đến nửa cuối năm 2020, do rất ít dự án mới được phê duyệt trong năm 2019. Dự báo số lượng dự án trong giai đoạn 2020-2022 cũng sẽ thấp hơn giai đoạn 2017-2018.

Cơ sở hạ tầng sẽ là nhân tố chính quyết định tốc độ tăng trưởng của ngành BDS trong 10 năm tới. Tốc độ cung cấp cho các dự án mới sẽ phụ thuộc nhiều vào kế hoạch triển khai của cơ sở hạ tầng như các tuyến đường cao tốc quanh thành phố lớn, tuyến cao tốc Bắc Nam và các cơ sở hạ tầng khác như điện, cấp thoát nước v.v... ở các thành phố lớn, đặc biệt là TP HCM.

Sự thắt chặt chính phủ trong việc cấp quyền sử dụng đất và giấy phép xây dựng, sẽ khiến nguồn cung trong những năm tới trở nên khá khó đoán. Ngoài ra nhà nước cũng đã và đang thắt chặt chính sách từ phía cho vay BDS.

Việc tăng vốn thông qua trái phiếu cho các nhà phát triển BDS cũng trở nên khó khăn hơn, với lãi suất trái phiếu hiện ở mức khoảng 10-13%, một số trường hợp lên tới 14-15%.

Phía cầu

Nhu cầu BDS trong nước hiện vẫn còn tương đối nóng do tốc độ đô thị hóa cao và các yếu tố kinh tế vĩ mô thuận lợi bao gồm tăng trưởng GDP cao, dòng vốn FDI vào và lãi suất và lạm phát thấp.

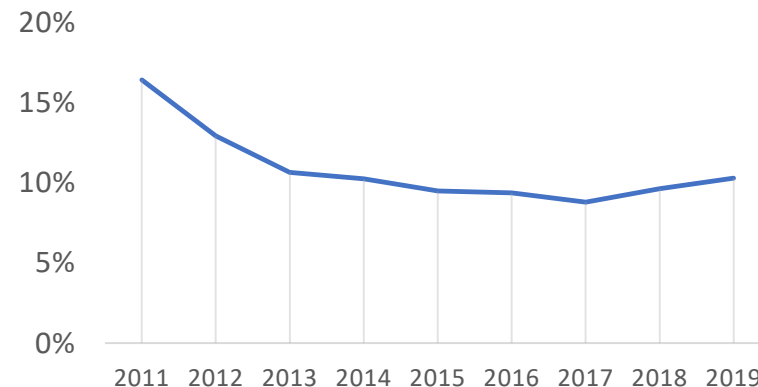
Đối với TP HCM, phân khúc trung cấp và cấp thấp sẽ tiếp tục là động lực chính. Địa điểm cho các dự án mới sẽ phải di chuyển xa hơn về phía đông và nam của thành phố. Trong khi đó, phân khúc cao cấp dự kiến sẽ có sự chậm lại, do giá hiện tại đã ở mức khá cao khiến cho việc mua đầu tư trở nên kém hấp dẫn.

Đối với Hà Nội, quỹ đất hạn chế và nhu cầu mua vẫn còn khá tập trung trong khu vực trung tâm thành phố so với TP HCM sẽ buộc các nhà phát triển phải chú ý hơn tới chất lượng của sản phẩm.

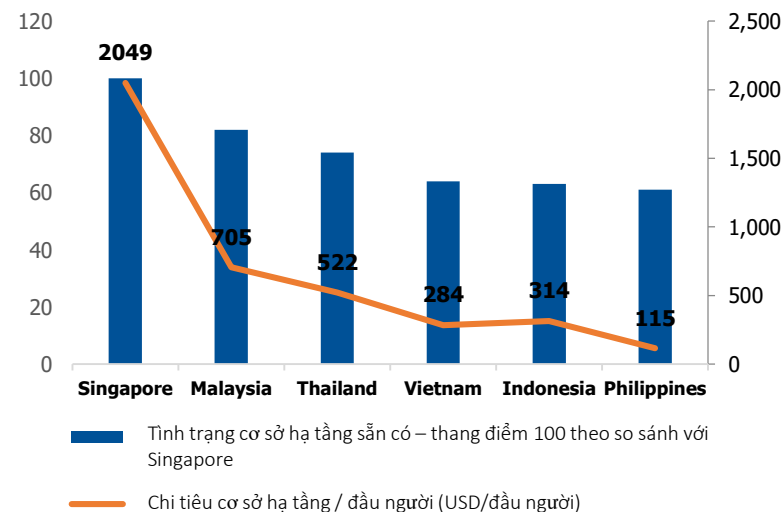
Tuy thị trường phía bắc phân mảnh hơn, nguồn cung chính trong các năm tới cũng đến từ các dự án lớn, từ các nhà phát triển như BRG Group và Vinroup.

Các nhà đầu tư từ các quốc gia châu Á khác như Nhật Bản, Hàn Quốc và Trung Quốc là nhân tố khó đoán biết, có thể khiến giá tại các khu vực trọng điểm như Hà Nội, TP HCM và các tỉnh như Quảng Ninh tăng nóng trong thời gian tới.

Lãi suất vay cho người mua nhà



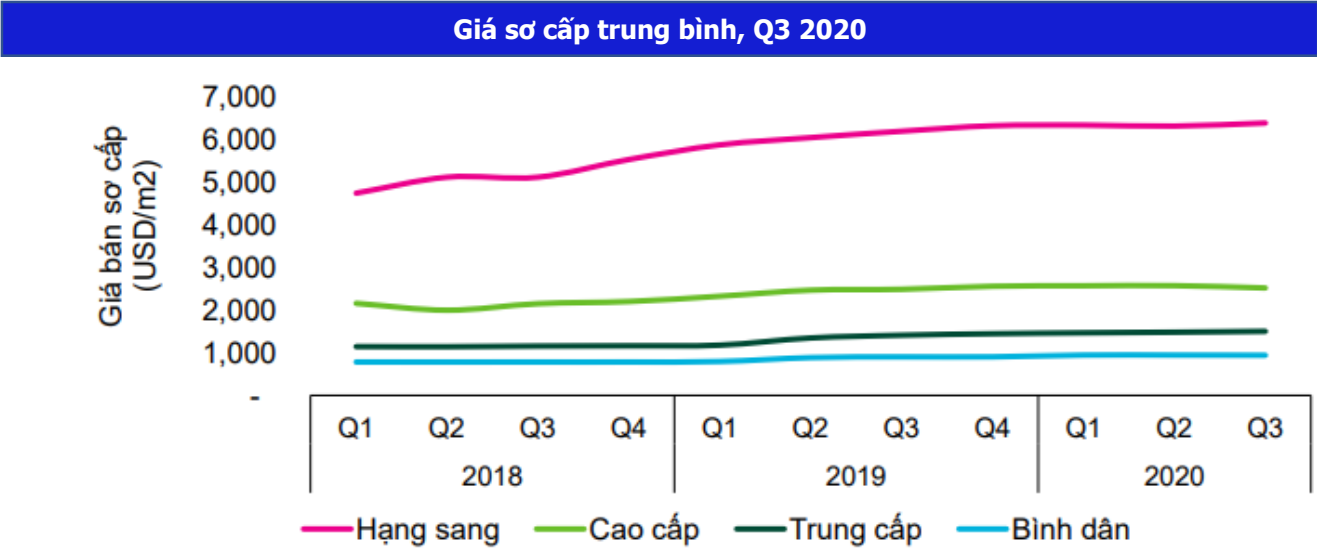
ASEAN-6: cơ sở hạ tầng & chi tiêu CSHT



Thị trường tại thành phố

Tại Tp. HCM:

- Cập nhật Q3 2020, nguồn cung chào bán phần lớn đến từ phân khúc cao cấp ở phía Đông thành phố (quận 2, quận 9, Thủ Đức) và căn hộ trung cấp ở Bình Dương. Theo CBRE, giá sơ cấp ở Bình Dương tăng 21% CK. Trong Q3, toàn thị trường có hơn 3,500 căn hộ được hấp thụ, giảm 73% CK và chủ yếu đến từ phân khúc cao cấp. Do nguồn cung hạn chế, giá bán sơ cấp ở các phân khúc tăng nhẹ, dẫn đầu và phân khúc trung cấp (+7% CK) do nhu cầu của người dân với phân khúc này còn lớn.
- Do ảnh hưởng của Covid-19, nguồn cung toàn thị trường tăng trưởng chậm, tập trung chủ yếu ở khu Đông thành phố. Trong 5 năm qua, giá đất tại khu vực này tăng mạnh mẽ, dẫn đầu là Thủ Thiêm (+50%), An Phú (+20%), Thạch Mỹ Lợi (+20%), Thảo Điền (+20%). Dự kiến đến 2025, sẽ có 198,000 căn hộ tại khu Đông chào bán ra thị trường.



(*) Giá bán: USD/m2 (không bao gồm VAT và tính trên diện tích thông thủy)

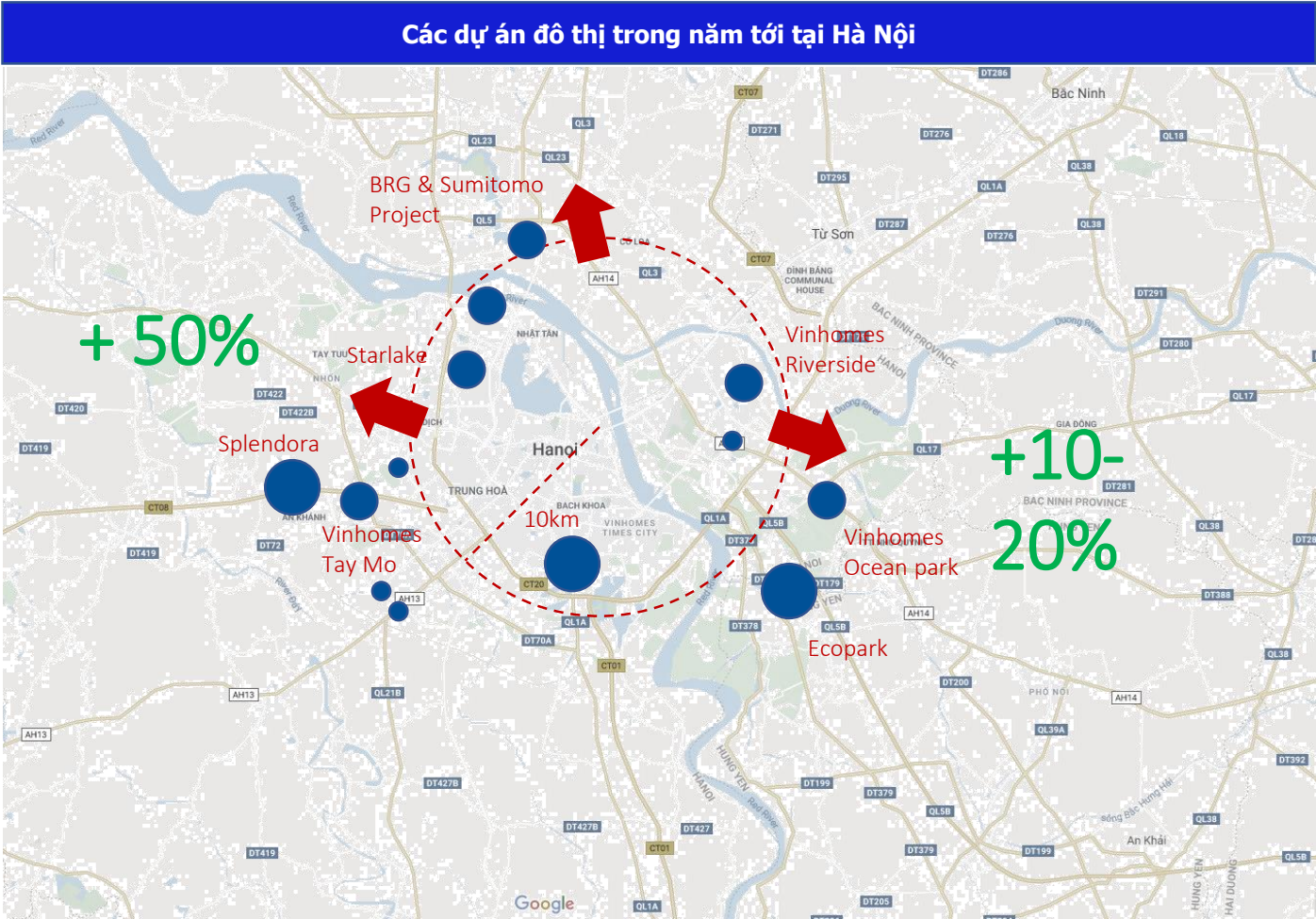
Source: CBRE

Thị trường tại thành phố

Tại Hà Nội:

- Trong Q3 2020, thị trường mở bán khoảng 3,500 căn đến từ phân khúc trung cấp và bình dân, phần lớn nằm ngoài vành đai 3. Giá sơ cấp trung bình giảm 4% so với quý trước. Các dự án hạ tầng mới tiếp tục thúc đẩy sự phát triển của phía Đông Hà Nội và các dự án lân cận.

Giá sơ cấp trung bình, Q3 2020



MUA, Giá mục tiêu: VND 126,500

Điểm nhấn đầu tư

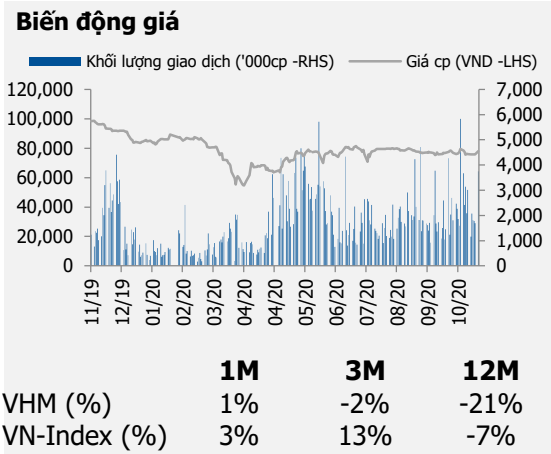
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với **giá mục tiêu 126,500 VND /CP** (+51%) dựa trên:

- VHM đi đầu** trong lĩnh vực phát triển bds nhà ở, bỏ xa các đối thủ trên thị trường. Các dự án đang có sẽ mang lại nguồn thu ổn định cho tập đoàn trong ít nhất 5-10 năm tới. VHM đã xây dựng thành công tiêu chuẩn chất lượng trong các phân khúc nhà ở cùng với tiến độ bàn giao vượt bậc trên thị trường.
- Năng lực vượt trội** trong việc thu tóm các vị trí đẹp đi cùng năng lực pháp lý vững chắc giúp các dự án của VHM được thị trường hấp thụ tốt. Hiện tại, nguồn đất của VHM trải rộng hơn 15,000 ha.
- Hệ sinh thái Vingroup đa dạng**, cung cấp dịch vụ chất lượng và toàn diện cho toàn bộ dự án. Trong tương lai, chỉ các công ty lớn có khả năng xây dựng tổ hợp nhà ở toàn diện, chất lượng mới có thể đáp ứng được nhu cầu từ tầng lớp trung lưu ở các khu vực ngoại thành. Quỹ đất hạn chế cũng là trở ngại lớn cho các công ty nhỏ và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty.
- Một trong các cổ phiếu VN30** hưởng lợi từ dòng vốn ngoại vào Việt Nam, thị trường tiềm năng với tầng lớp trung lưu đang gia tăng và điều kiện kinh tế ổn định.

Cập nhật

Trong 9T đầu năm 2020, VHM ghi nhận 49,378 tỷ VND Doanh thu (+31.2% CK) và 17,208 tỷ VND LNST (-0.8% CK), hoàn thành 50.9% và 55.5% kế hoạch kinh doanh 2020. Trong Q3, 10,400 căn hộ, biệt thự, nhà liền kề từ 4 dự án Ocean Park, Grand Park, Smart City và Marina được bàn giao. Tiến độ bàn giao này dự kiến sẽ được duy trì trong Q4 2020 và doanh nghiệp kỳ vọng sẽ vượt mục tiêu kinh doanh năm nay.

Theo nghiên cứu của CBRE, Lãi suất cho vay mua nhà hiện tại đã giảm 100-150bps, do nguồn cầu còn lớn nên giá bán các phân khúc tăng nhẹ, riêng ở thị trường HCM trong quý 3 đã bán hơn 5,000 căn hộ, tăng 217% so với quý trước. Các dự án của VHM mở bán luôn được thị trường đón nhận tích cực như Grand Park (tỷ lệ tiêu thụ 92% trong ngày mở bán). Hiện tại, lượng căn hộ đặt trước của VHM đạt 25,000 căn, dự kiến sẽ mang lại 81,300 tỷ VND doanh thu trong tương lai.



Ngày báo cáo	10/12/2020
Thị giá ngày báo cáo	83,600 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	126,600 VND/cp
Tăng / giảm (%)	51.3%
Mã Bloomberg	VHM VN
Vốn hóa	275,004 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 52,000 – VND 91,500
KLGDBQ	132 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu nước ngoài	21,96%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ VND	51,826	89,834	90,944	110,927
EBIT	Tỷ VND	23,111	29,818	29,589	37,454
LNST	Tỷ VND	24,206	39,295	42,675	50,427
EPS (VND)	VND	6,361	10,325	11,213	13,250
Tăng trưởng EPS (%)	%	49%	62%	9%	18%
P/E (x)	Lần	13.3	7.6	7.0	5.9
EV/EBITDA (x)	Lần	9.7	5.1	4.1	3.0
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	1.101	-	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	1%	0%	1%	1%
P/B (x)	Lần	4.4	2.4	1.7	1.2
ROE (%)	%	33%	31%	24%	21%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	41%	24%	18%	13%

Nguồn: MBS Research

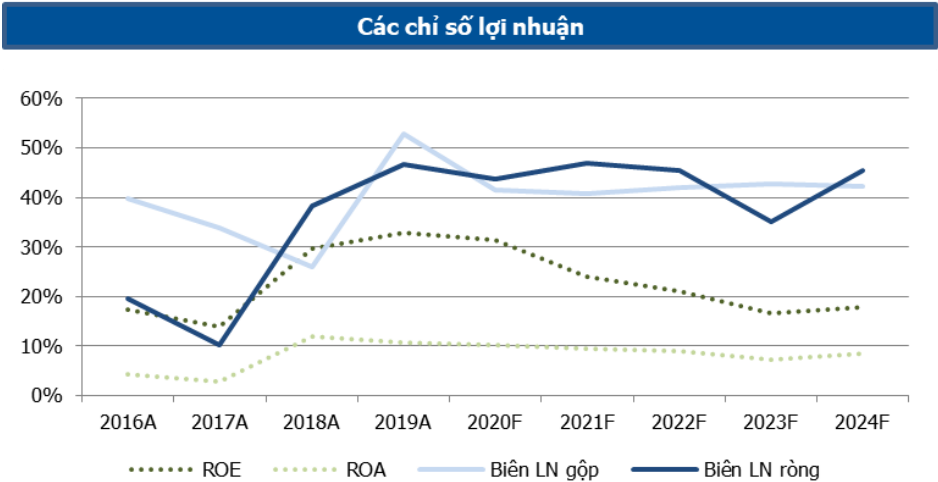
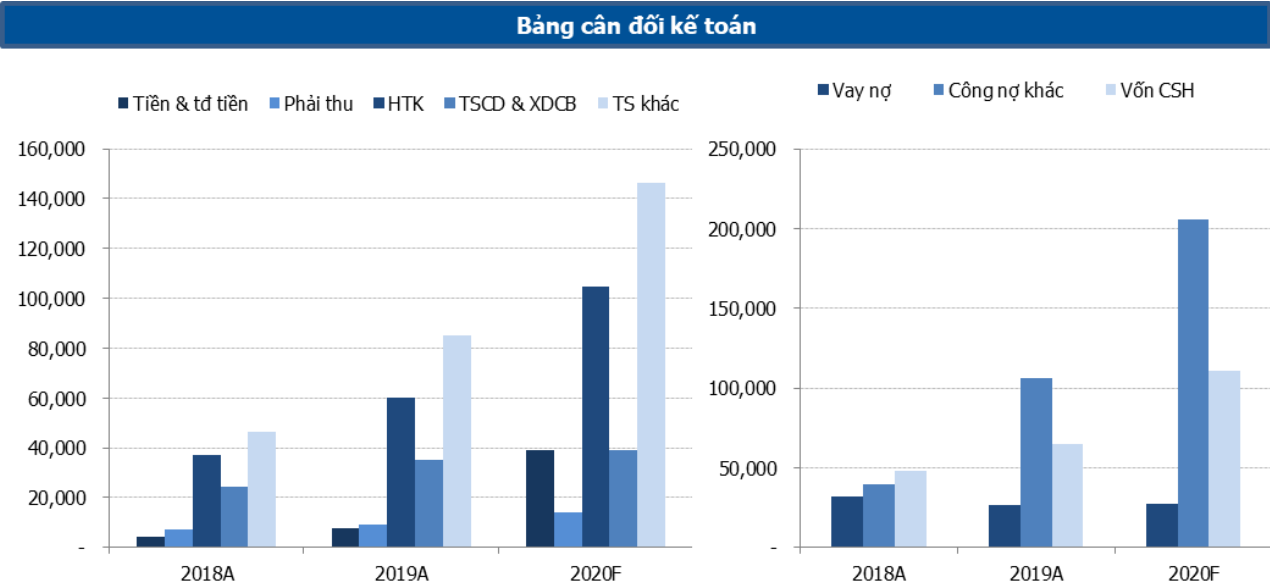
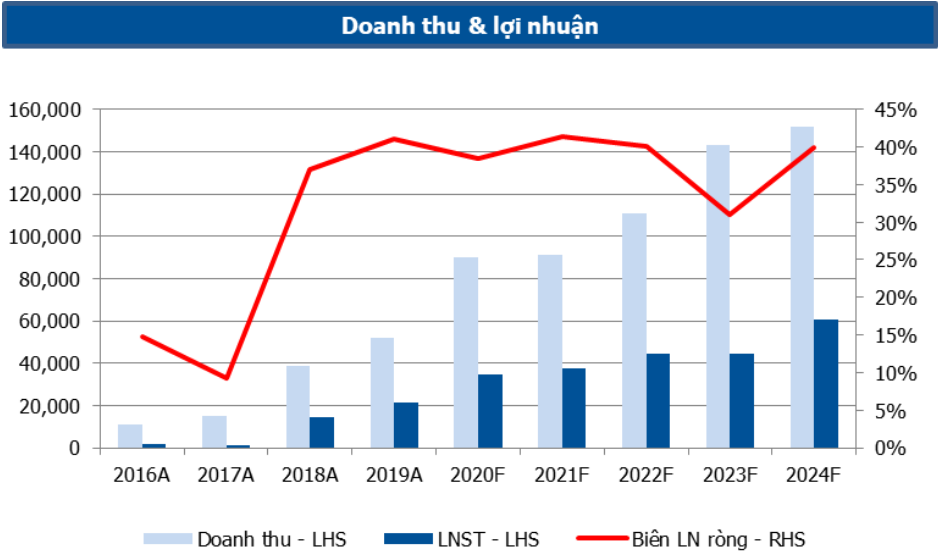
MUA, Giá mục tiêu: VND 126,500

Dự án bất động sản	NSA ('000 m2)	Sở hữu	Ngày khởi công	Ngày bàn giao	GDV	Phương pháp	NAV
Bất động sản nhà ở							392,425
Vinhomes Ocean Park	3,170	84%	2020	2023	76,576	DCF	36,563
Vinhomes Smart City	2,750	90%	2020	2023	67,324	DCF	29,193
Vinhomes Grand Park	3,331	90%	2020	2023	87,051	DCF	50,458
Vinhomes Symphony	106	100%	2020	2021	4,167	DCF	1,673
Vinhomes West Point	134	100%	2020	2020	5,838	DCF	3,412
Vinhomes Marina	596	100%	2019	2027	10,617	DCF	4,903
Vinhomes Hà Tĩnh	1,450	100%	2019	2027	23,940	DCF	5,006
Vinhomes Star City	1,060	99%	2019	2027	21,492	DCF	7,142
Vinhomes Wonder Park (Vinhomes Đan Phượng)	958	100%	2021	2025	25,659	DCF	6,676
Vinhomes Project A - (Vinhomes Gallery (Vinhomes Giảng Võ))	648	55%	2022	2024	42,396	DCF	5,327
Vinhomes Project B - (Vinhomes Galaxy)	392	43%	2022	2024	30,626	DCF	1,656
Vinhomes Project C - (Vinhomes Me Tri)	739	83%	2022	2025	34,674	DCF	5,479
Vinhomes Project D - (Vinhomes Co Loa)	3,316	83%	2022	2027	81,778	DCF	11,990
Vinhomes Project E - (Vinhomes Lang Van)	758	96%	2022	2025	32,273	DCF	3,792
Vinhomes Project F - (Vinhomes Vu Yen)	4,097	100%	2023	2027	73,916	DCF	14,414
Vinhomes Project G - Phase 1 - (Vinhomes Cu Chi - Phase 1)	5,734	88%	2022	2027	68,902	DCF	13,318
Vinhomes Project G - Phase 2 - (Vinhomes Cu Chi - Phase 2)	8,601	88%	2025	2031	112,757	DCF	13,494
Vinhomes Project H - Phase 1 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 1)	7,843	99%	2022	2027	90,464	DCF	30,723
Vinhomes Project H - Phase 2 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 2)	8,157	99%	2025	2031	101,340	DCF	14,951
Vinhomes Project H - Phase 3 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 3)	5,542	99%	2027	2034	82,578	DCF	6,910
Vinhomes Project H - Phase 4 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 4)	5,385	99%	2030	2037	103,576	DCF	3,579
Vinhomes Project I - (Vinhomes Tây Tàng Long)	853	90%	2022	2027	20,409	DCF	1,939
Vinhomes Project J - (Vinhomes Học Môn)	1,498	100%	2022	2027	29,660	DCF	8,773
Vinhomes Project K - (Vinhomes Dream City)	6,003	100%	2022	2027	133,943	DCF	24,468
Vinhomes Project L - Phase 1 - (Green Hà Long - Phase 1)	9,534	100%	2023	2027	95,572	DCF	18,144
Vinhomes Project L - Phase 2 - (Green Hà Long - Phase 2)	13,738	100%	2025	2033	155,176	DCF	18,515
Vinhomes Project L - Phase 3 - (Green Hà Long - Phase 3)	18,936	100%	2028	2034	233,022	DCF	23,456
Vinhomes Project L - Phase 4 - (Green Hà Long - Phase 4)	15,063	100%	2031	2037	214,379	DCF	13,854
Vinhomes Project L - Phase 5 - (Green Hà Long - Phase 5)	12,907	100%	2035	2040	235,282	DCF	12,615

Dự án	NSA ('000 m2)	Effective stake	Ngày hoạt động	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Phương pháp	NAV
BDS cho thuê						43,420
VinOffice Dong Khoi	77	100%	2010	97%	DCF	7,876
VinOffice Times City (T13+T26)	17	100%	2014	100%	DCF	952
VinOffice Symphony	20	100%	2019	88%	DCF	731
VinOffice Central Park	2	100%	2019	100%	DCF	170
Pipeline projects	4,219	90 - 100%	2020 - 2035	0%	DCF	33,691
BDS khu công nghiệp						16,186
Hải Dương	14,000	90 - 100%			DCF	7,296
Hải Phòng	7,101	90 - 100%			DCF	7,057
Quảng Ninh	3,189	90 - 100%			DCF	1,833
Tổng tài sản						452,031
Tiền và tương đương tiền						7,231
Đầu tư ngắn hạn						331
Nợ						(26,505)
Lợi ích cổ đông thiểu số						(9,159)
Tổng giá trị vốn doanh nghiệp						423,930
Số cổ phiếu đang lưu hành						3,349,513,900
Giá trị cổ phiếu						126,600

Dự phóng KQKD						
Tỷ VND	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	51,826	89,834	90,944	110,927	143,096	151,858
Tăng trưởng	34%	73%	1%	22%	29%	6%
Giá vốn	24,466	52,652	53,899	64,379	81,961	87,754
Lợi nhuận gộp	27,360	37,183	37,044	46,548	61,135	64,104
Tăng trưởng	172%	36%	0%	26%	31%	5%
LNST	24,206	39,295	42,675	50,427	50,326	68,942
Tăng trưởng	64%	62%	9%	18%	0%	37%
EPS	6,361	10,325	11,213	13,250	13,224	18,116
Tăng trưởng	49%	62%	9%	18%	0%	37%
BVPS	19,333	32,997	46,672	63,042	79,377	102,186
ROE	32.9%	31.3%	24.0%	21.0%	16.7%	17.7%
ROA	10.8%	10.1%	9.5%	9.0%	7.2%	8.5%

MUA, Giá mục tiêu: VND 126,500



Các chỉ số tài chính

Dupont	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
LNST / Doanh thu	0.47x	0.44x	0.47x	0.45x	0.35x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	3.04x	3.11x	2.52x	2.33x	2.32x
Doanh thu / Tài sản	0.26x	0.26x	0.23x	0.23x	0.23x
ROE	32.9%	31.3%	24.0%	21.0%	16.7%

Số ngày vòng quay	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Thời gian thu tiền khách hàng bìn	57 ngày	47 ngày	57 ngày	52 ngày	51 ngày
Thời gian tồn kho bình quân	725 ngày	571 ngày	716 ngày	666 ngày	647 ngày
Thời gian trả tiền bình quân	63 ngày	52 ngày	62 ngày	57 ngày	56 ngày
Chu kỳ tiền mặt	720 ngày	566 ngày	712 ngày	661 ngày	642 ngày

MUA, Giá mục tiêu: VND 126,500

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	51,826	89,834	90,944	110,927
Giá vốn hàng bán	24,466	52,652	53,899	64,379
Lợi nhuận gộp	27,360	37,183	37,044	46,548
Doanh thu hoạt động tài chính	9,046	21,987	26,493	28,457
Chi phí tài chính	2,542	2,686	2,738	2,878
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4,249	7,365	7,456	9,094
Lợi nhuận trước thuế	29,658	49,119	53,343	63,033
Lợi nhuận sau thuế	24,206	39,295	42,675	50,427
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	21,305	34,585	37,560	44,383
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	2,901	4,710	5,115	6,044
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	133,822	256,512	302,710	387,022
I. Tiền & tương đương tiền	7,231	38,680	81,005	119,380
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	331	331	331	331
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	9,062	13,966	14,138	17,245
IV. Hàng tồn kho	60,075	104,520	106,997	127,801
V. Tài sản ngắn hạn khác	57,122	99,015	100,238	122,264
Tài sản dài hạn	63,348	86,755	90,923	104,766
I. Các khoản Phải thu dài hạn	7,944	13,770	13,940	17,004
II. Tài sản cố định	282	584	556	530
1. Tài sản cố định hữu hình	216	584	556	530
2. Tài sản cố định vô hình	66	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	6,613	9,403	12,159	14,894
IV. Tài sản dở dang dài hạn	28,179	29,024	29,895	30,792
V. Đầu tư tài chính dài hạn	773	773	773	773
VI. Tài sản dài hạn khác	19,557	33,201	33,599	40,772
Tổng tài sản	197,170	343,268	393,632	491,787
Nợ phải trả	132,414	232,743	237,305	280,628
I. Nợ ngắn hạn	121,053	218,573	223,028	265,126
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	102,891	199,866	203,760	245,280
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	18,162	18,707	19,268	19,846
II. Nợ dài hạn	11,361	14,170	14,277	15,502
1. Các khoản phải trả dài hạn	3,018	5,827	5,934	7,159
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	8,343	8,343	8,343	8,343
Vốn chủ sở hữu	64,756	110,524	156,327	211,160
1. Vốn điều lệ	33,495	33,495	33,495	33,495
2. Thặng dư vốn cổ phần	295	295	295	295
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	25,541	63,704	102,775	149,271
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	9,159	15,632	22,110	29,865
5. Vốn khác	-3,734	-2,602	-2,348	-1,766
Tổng nguồn vốn	197,170	343,268	393,632	491,787

Nguồn: VHM, MBS Research

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F	2022F
Định giá				
EPS	6,361	10,325	11,213	13,250
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	19,333	32,997	46,672	63,042
P/E	13.3	7.6	7.0	5.9
P/B	4.4	2.4	1.7	1.2
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	53%	41%	41%	42%
Biên EBITDA	45%	33%	33%	34%
Biên lợi nhuận sau thuế	47%	44%	47%	45%
ROE	33%	31%	24%	21%
ROA	11%	10%	10%	9%
Tăng trưởng				
Doanh thu	34%	73%	1%	22%
Lợi nhuận trước thuế	50%	66%	9%	18%
Lợi nhuận sau thuế	64%	62%	9%	18%
EPS	49%	62%	9%	18%
Tổng tài sản	65%	74%	15%	25%
Vốn chủ sở hữu	35%	71%	41%	35%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.11	1.17	1.36	1.46
Thanh toán nhanh	0.06	0.18	0.36	0.45
Nợ/tài sản	13%	8%	7%	6%
Nợ/vốn chủ sở hữu	41%	24%	18%	13%
Khả năng thanh toán lãi vay	10.02	13.10	12.74	15.79
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu khách hàng	6.3	7.7	6.4	7.0
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	57 ngày	47 ngày	57 ngày	52 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.5	0.6	0.5	0.5
Thời gian tồn kho bình quân	725 ngày	571 ngày	716 ngày	666 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.8	7.1	5.9	6.4
Thời gian trả tiền bình quân	63 ngày	52 ngày	62 ngày	57 ngày

MUA, Giá mục tiêu: 37,950 VNĐ

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NLG với **giá mục tiêu VND 37,950** trên cơ sở:

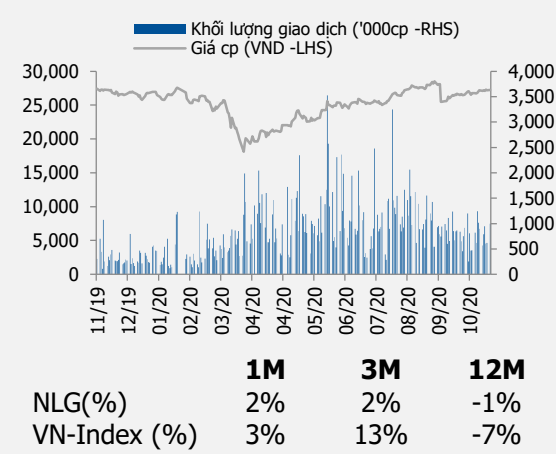
- **Sở hữu quỹ đất lớn** (681ha), tạo tiền đề tăng trưởng mạnh mẽ kinh doanh bất động sản, trong đó các dự án lớn như Akari, Mizuki, Southgate đóng góp chính vào KQKD của 2020-2021, và quỹ đất dài hạn tại các dự án Waterpoint (GDD2), Waterfront, Paragon Đại Phước sẽ đảm bảo cho hoạt động kinh doanh của NLG trong 5-10 năm tới.
- Mỗi năm, Nam Long sẽ dành khoảng 2.000 tỷ đồng để **thâu tóm quỹ đất mới**, năm 2020, kế hoạch mở rộng quỹ đất mới tại Hà Nội và TP HCM với tổng diện tích 34 ha (Hà Nội khoảng 25 ha và TP HCM là 9 ha).
- **Công ty hầu như không chịu áp lực nợ vay**, chỉ số nợ vay /Vốn CSH chỉ ở mức khoảng 26% (tại 30/09/2020).
- **NLG là đối tác của nhiều tập đoàn quốc tế**, đa số các dự án đều liên doanh 50% với các đối tác Nhật Bản. Điều này khiến các dự án của NLG có được sự an toàn về thu hồi vốn, đồng thời chất lượng và tiến độ pháp lý & xây dựng luôn được đảm bảo.

Cập nhật

- Ghi nhận 9 tháng đầu năm 2020, doanh thu của NLG đạt 683 tỷ (+74% CK) và lợi nhuận thuần 42 tỷ (-76% CK). Điểm rơi của NLG sẽ nằm ở Q4/2020 và năm 2021, với dòng tiền mạnh từ việc tiếp tục mở bán Mizuki (nửa cuối 2020), Akari (2021) và Waterpoint GD1 (bắt đầu mở bán từ T6,7 – 2020 và dự kiến ghi nhận 640 căn hộ trong Q4).
- Với 2 dự án tại Đồng Nai (Waterfront, Paragon), công ty đã thực hiện san lấp xong. Nam Long dự kiến sẽ chuyển nhượng ½ số vốn sở hữu tại 2 dự án này để triển khai cùng các đối tác nước ngoài, sẽ diễn ra trong 2020-2021. Waterfront đã có đối tác, và Paragon hiện NLG đang lựa chọn trong 3 đối tác tiềm năng. NLG sẽ ghi nhận lợi nhuận bán vốn khi thực hiện các hợp tác trên.
- Công ty thực hiện M&A 2 khu đất ở khu Đông Sài Gòn (Q9, Thủ Đức) với tổng diện tích 100 ha, dự kiến thực hiện trong giai đoạn 2020-2021. Giá trị mỗi dự án dự kiến đạt 2,000 tỷ VND.

Rủi ro chính: Tiến độ bán hàng / bàn giao dự án có thể bị ảnh hưởng nếu Covid-19 quay trở lại.

Diễn biến giá



Chỉ số chính

Ngày báo cáo	10/12/2020
Thị giá ngày báo cáo	29,400 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	37,950 VND/cp
Tăng / giảm (%)	29%
Mã Bloomberg	NLG VN
Vốn hóa	8,116 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 15,837 – VND 29,750
KLGDBQ	21 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.00%
Sở hữu nước ngoài	47.85%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ VND	2,546	1,576	5,605	1,084
Thu nhập từ cty liên doanh/ liên kết	Tỷ VND	126	782	1,408	1,783
LNST	Tỷ VND	1,007	821	2,302	1,462
EPS (VND)	VND	3,475	2,823	7,921	5,030
Tăng trưởng EPS (%)	%	16%	-19%	181%	-36%
P/E (x)	Lần	7.9	9.7	3.4	5.4
EV/EBITDA (x)	Lần	5.7	5.1	0.7	3.5
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	938	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	3%	4%	4%	4%
P/B (x)	Lần	1.2	1.0	0.8	0.7
ROE (%)	%	15%	11%	24%	13%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	14%	12%	9%	8%

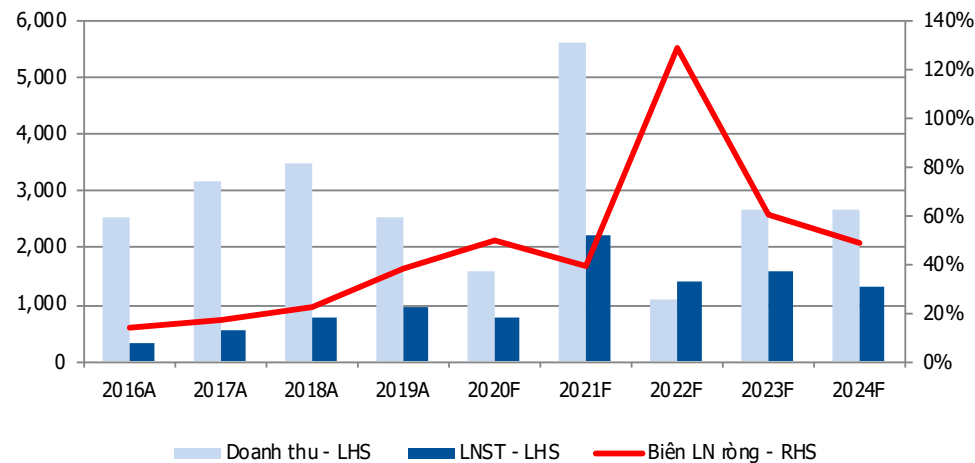
Nguồn: MBS Research

Dự án	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	NAV - NLG
Akari City	DCF	50%	1,834
Mizuki Park	DCF	50%	1,846
Waterpoint - South Gate (GD1)	DCF	50%	2,082
Waterpoint - GD 2	DCF	100%	1,034
VSIP Hai Phong	DCF	50%	369
Can Tho 43ha (Nam Long 2)	DCF	100%	263
Waterfront	DCF	70%	663
Paragon Dai Phuoc	DCF	100%	941
Khác			872
Tổng			9,903
Tiền & tương đương tiền			1,901
Đầu tư ngắn hạn			67
Nợ vay			(870)
Lợi ích của cổ đông thiểu số			(1,145)
Tổng giá trị vốn doanh nghiệp			9,856
Số lượng cổ phiếu			259,702,575
Giá trị mỗi cổ phiếu			37,950

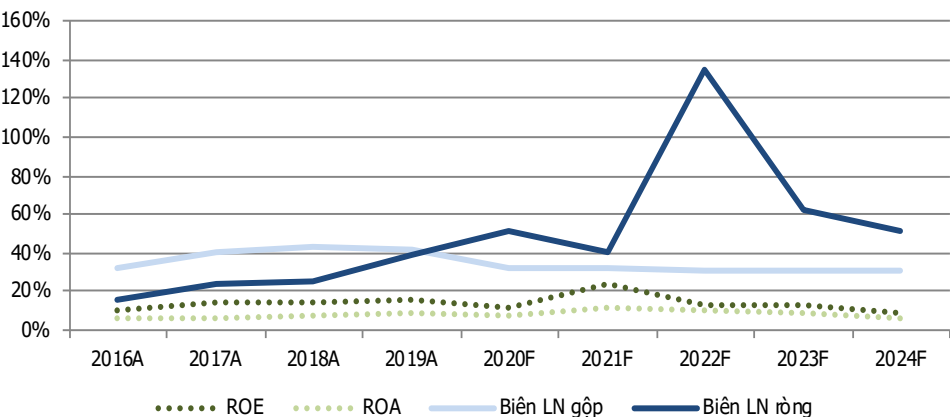
Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	Sở hữu	GDV	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Akari City	9	HCM - Bình Tân	50%	11,235									
Nguyễn Sơn (Mizuki)	11	HCM - Bình Chánh	87%	1,443									
Mizuki Park	26	HCM - Bình Chánh	50%	13,541									
Waterpoint - South Gate (GD1)	165	Long An	50%	18,452									
Waterpoint - GD 2	190	Long An	100%	9,807									
VSIP Hai Phong	22	Hải Phòng	50%	5,563									
Can Tho 43ha (Nam Long 2)	43	Cần Thơ	100%	2,274									
Waterfront	170	Đồng Nai	70%	28,385									
Paragon Dai Phuoc	45	HCM - Đại Phước	100%	3,874									
Tổng	681												

MUA - Giá mục tiêu: 37,950 VNĐ

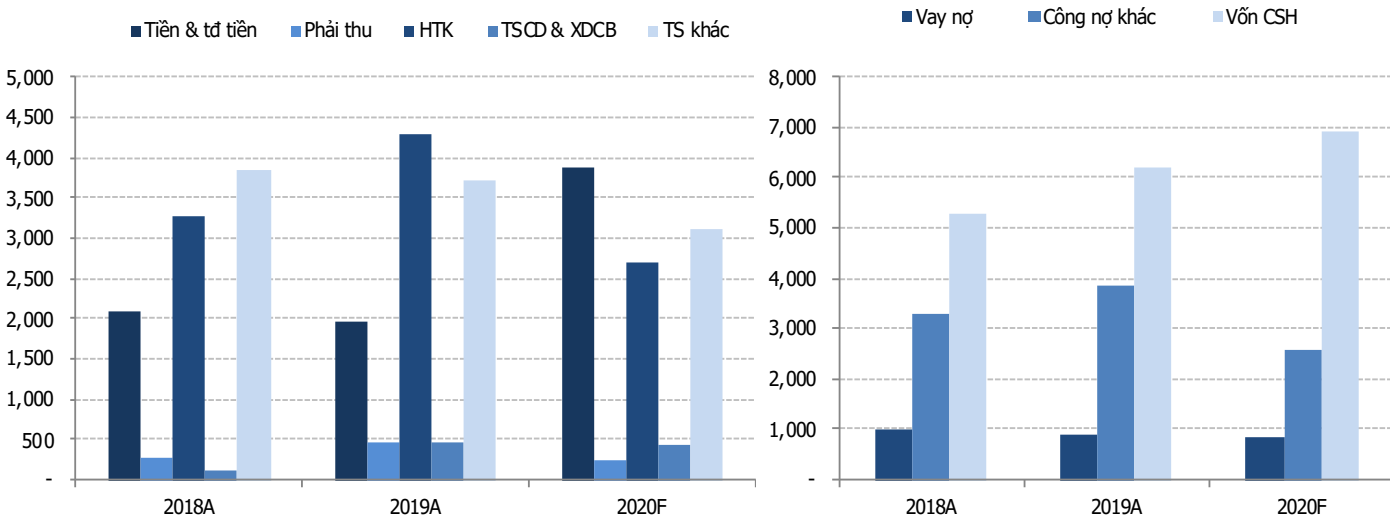
Doanh thu & lợi nhuận



Các chỉ số lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Các chỉ số tài chính

Dupont	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
LNST / Doanh thu	0.40x	0.52x	0.41x	1.35x	0.63x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	1.76x	1.50x	2.07x	1.25x	1.42x
Doanh thu / Tài sản	0.23x	0.15x	0.29x	0.08x	0.15x
ROE	15.5%	11.3%	23.6%	12.9%	12.8%

Số ngày vòng quay	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Thời gian thu tiền khách hàng bình quâ	52 ngày	79 ngày	33 ngày	160 ngày	36 ngày
Thời gian tồn kho bình quân	932 ngày	1199 ngày	256 ngày	1300 ngày	465 ngày
Thời gian trả tiền bình quân	55 ngày	57 ngày	35 ngày	167 ngày	39 ngày
Chu kỳ tiền mặt	930 ngày	1221 ngày	255 ngày	1293 ngày	463 ngày

NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 35,400 VNĐ

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu HDG với giá mục tiêu VND 35,500 trên cơ sở (i) Sở hữu quỹ đất lớn, tạo tiền đề tăng trưởng mạnh mẽ kinh doanh bất động sản, trong đó dự án Hado Charm Villas sẽ tạo nguồn thu lớn trong giai đoạn 2020-2021, (ii) các dự án năng lượng sạch đem lại nguồn thu ổn định cho doanh nghiệp, và (iii) hoạt động M&A sẽ tác động tích cực đến việc mở rộng quỹ đất và các dự án năng lượng tái tạo.

Cập nhật

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2020 hợp nhất đạt 3,831 tỷ VND (+22.9% CK), hoàn thành 71% kế hoạch cả năm. LNST đạt 962 tỷ VND (+20.9% CK) và hoàn thành 82% kế hoạch cả năm. Mạng kinh doanh BĐS đóng góp 68% doanh thu, đến từ dự án Hado Centrosa với 95% căn hộ đã được bàn giao. Dự án Charm Villa mở bán trong Q4 2020 và kì vọng mang lại 3,300 tỷ VND doanh thu. Trong năm 2021, doanh nghiệp dự kiến mở bán Hado Green Lane (doanh thu dự kiến: 2,200 tỷ VND), Hado Minh Long (doanh thu dự kiến: 2,700 VND).

Trong tháng 9, dự án điện mặt trời Infra bắt đầu mở bán thương mại và mang về 13 tỷ VND doanh thu trong tháng đầu tiên. Thủy điện Sông Tranh 4 với công suất 48MW cũng bắt đầu đi vào hoạt động từ Q4 2020. Sản lượng điện tăng 2% và giá bán trung bình tăng 9% so với cùng kỳ. Mạng năng lượng sẽ là động lực tăng trưởng và dòng tiền cho HDG trong dài hạn, HDG liên tục nâng tỷ lệ sở hữu tại các dự án năng lượng cũng như kiểm soát đúng tiến độ xây dựng các dự án mới. Các nhà máy thủy điện và điện mặt trời của HDG có thể mạnh chi phí vận hành thấp và suất đầu tư thấp. Tổng công suất điện của HDG được dự báo sẽ tăng trưởng 3-4 lần trong 3 năm tới, doanh thu bán điện đạt khoảng 2.500 tỷ đồng trong 2021.

Rủi ro chính:

Chính sách và rủi ro quá tải điện có thể ảnh hưởng đến các dự án điện mặt trời trong tương lai của công ty.

Diễn biến giá



Ngày báo cáo	10/12/2020
Thị giá ngày báo cáo	31,500 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	35,400 VND/cp
Tăng / giảm (%)	12.7%
Mã Bloomberg	HDG VN
Vốn hóa	4,868 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 12,307 – VND 32,300
KLGDBQ	19 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%
Sở hữu nước ngoài	10.8%

Đơn vị: tỷ đồng	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	4,327	6,698	5,126	5,369
EBIT	1,505	2,612	2,315	2,657
LNST	1,026	1,865	1,838	2,422
EPS (VND)	6,923	9,624	9,423	12,415
Tăng trưởng EPS (%)	6%	39%	-2%	32%
P/E (x)	4.3	2.0	2.0	1.6
EV/EBITDA (x)	5.6	3.0	2.0	0.8
Có tức trên thị trường giá	1,000	1,000	1,000	1,000
(VNĐ) có tức trên thị trường	3%	5%	5%	5%
P/B (x)	1.1	0.5	0.4	0.3
ROE (%)	26%	26%	18%	18%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	183%	94%	65%	46%

Nguồn: MBS Research

NĂM GIỮ - Giá mục tiêu: 35,400 VNĐ

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	4,327	6,698	5,126	5,369
Giá vốn hàng bán	2,542	3,654	2,481	2,366
Lợi nhuận gộp	1,784	3,044	2,645	3,003
Doanh thu hoạt động tài chính	59	110	351	734
Chi phí tài chính	285	393	364	354
Chi phí quản lý doanh nghiệp	279	432	330	346
Lợi nhuận trước thuế	1,294	2,352	2,318	3,055
Lợi nhuận sau thuế	1,026	1,865	1,838	2,422
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	842	1,531	1,509	1,988
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	184	334	330	434

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	5,941	10,332	11,214	14,590
I. Tiền & tương đương tiền	409	1,311	4,728	8,112
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	38	38	38	38
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	561	1,109	849	889
IV. Hàng tồn kho	3,037	4,938	3,353	3,198
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,896	2,934	2,246	2,352
Tài sản dài hạn	7,455	7,831	7,345	6,968
I. Các khoản Phải thu dài hạn	108	167	128	134
II. Tài sản cố định	3,216	3,186	3,101	3,013
1. Tài sản cố định hữu hình	3,100	2,938	2,859	2,776
2. Tài sản cố định vô hình	116	248	242	237
III. Bất động sản đầu tư	730	1,343	1,301	1,259
IV. Tài sản dở dang dài hạn	3,181	2,863	2,577	2,319
V. Đầu tư tài chính dài hạn	39	39	39	39
VI. Tài sản dài hạn khác	181	233	198	204
Tổng tài sản	13,397	18,163	18,559	21,558
Nợ phải trả	10,211	12,202	10,297	10,229
I. Nợ ngắn hạn	5,282	7,477	5,839	5,992
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	4,306	6,491	4,843	4,986
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	976	986	996	1,006
II. Nợ dài hạn	4,929	4,725	4,457	4,236
1. Các khoản phải trả dài hạn	85	123	85	83
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	4,844	4,602	4,372	4,153
Vốn chủ sở hữu	3,185	5,960	8,262	11,329
1. Vốn điều lệ	1,187	1,543	1,543	1,543
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,005	2,564	4,253	6,414
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	848	1,587	2,199	3,016
5. Vốn khác	145	268	268	356
Tổng nguồn vốn	13,397	18,163	18,559	21,558

Nguồn: HDG, MBS Research

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Định giá			
EPS	6,923	9,624	9,423
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	26,839	38,634	53,554
P/E	4.3	2.0	2.0
P/B	1.1	0.5	0.4
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	41%	45%	52%
Biên EBITDA	40%	42%	50%
Biên lợi nhuận sau thuế	24%	28%	36%
ROE	26%	26%	18%
ROA	6%	8%	8%
Tăng trưởng			
Doanh thu	34%	55%	-23%
Lợi nhuận trước thuế	36%	82%	-1%
Lợi nhuận sau thuế	30%	82%	-1%
EPS	6%	39%	-2%
Tổng tài sản	21%	36%	2%
Vốn chủ sở hữu	18%	87%	39%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.12	1.38	1.92
Thanh toán nhanh	0.08	0.18	0.82
Nợ/tài sản	43%	31%	29%
Nợ/vốn chủ sở hữu	183%	94%	65%
Khả năng thanh toán lãi vay	6.21	7.99	7.37
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay phải thu khách hàng	5.8	7.7	5.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	63 ngày	47 ngày	72 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.7	0.9	0.6
Thời gian tồn kho bình quân	493 ngày	398 ngày	610 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	4.8	5.5	3.9
Thời gian trả tiền bình quân	75 ngày	66 ngày	93 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F
LCTT từ HĐ kinh doanh	398	701	2,998
LCTT từ HĐ đầu tư	-2,555	-501	176
LCTT từ HĐ tài chính	2,186	702	242
LCTT trong kỳ	29	902	3,416
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	388	409	1,311
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	417	1,311	4,728

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu NTL với **giá mục tiêu 24,400 đồng** trên cơ sở: (i) việc đẩy mạnh bán sản phẩm tại dự án Bắc Quốc Lộ 32 sẽ tạo ra lợi nhuận sau thuế khoảng 600 tỷ đồng trong hai năm 2020-2021, (ii) dự án Bãi Muối, Hạ Long sẽ tạo ra lợi nhuận thuần khoảng 700 tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2023, (iii) dự án KĐT mới Dịch Vọng dự kiến sẽ triển khai xây dựng vào cuối năm 2021 nếu điều kiện GPMB thuận lợi, và (iv) cơ cấu tài chính lành mạnh với cổ tức tiền mặt đều đặn.

Tiêu điểm đầu tư

- Giá đất nền tại Hoài Đức tăng mạnh làm gia tăng nguồn thu từ dự án Bắc Quốc lộ 32.** Dự án Bắc QL 32 được hưởng lợi khi giá đất nền tại Hoài Đức tăng mạnh trong bối cảnh (i) huyện Hoài Đức được UBND TP. Hà Nội phê duyệt xây dựng thành Quận vào năm 2022, và (ii) Vingroup phát triển KĐT Vinhomes Đan Phượng (cách Trạm Trôi dưới 3km).
Theo khảo sát thực địa, NTL còn khoảng hơn 60 lô đất còn trống của dự án BQL 32, tương đương 20,000 m2 còn lại, dự kiến bán trong năm 2021. Các căn đã bán trong Q3 hiện đang được xây dựng, ép cọc móng, khoảng hơn 30 căn.
- Dự án 23ha tại Bãi Muối, Hạ Long là dự án sẽ mang lại doanh thu đáng kể cho NTL trong giai đoạn 2021-2023** khi dự án nằm ở vị trí khá đắc địa (cách quần thể Sunworld Hạ Long chỉ 3km) và giao thông thuận tiện. Dự án dự kiến mang lại lợi nhuận gộp khoảng 900 tỷ đồng trong giai đoạn 2021-2023.
- Tiềm năng trong dài hạn từ dự án KĐT Mới Dịch Vọng.** UBND quận Cầu Giấy quyết tâm thông đường Dương Đình Nghệ với giao lộ Cầu Giấy - Nguyễn Văn Huyền ngay trong năm 2020.

Định giá

Sử dụng phương pháp định giá tài sản ròng (RNAV), chúng tôi xác định giá mục tiêu của NTL vào khoảng **VND24,400** (40% Upside).



Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 22,350
Giá mục tiêu	VND 24,400
Upside	9.2%
Lợi tức	6.7%
Tổng mức sinh lời	15.9%
Vốn hóa thị trường	VND 1,363 bn
Biến động 52 tuần	VND 13,221 - VND 23,100
Giá trị giao dịch trung bình	VND 5bn
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	4.28%

Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	835	767	865	1,060
EBIT	422	418	399	226
Lợi nhuận thuần	234	334	334	345
Lợi nhuận thuần cho công ty mẹ	234	334	334	345
EPS (VND)	3,676	5,250	5,257	5,422
Tăng trưởng EPS (%)		43%	357%	52%
P/E		3.3x	3.3x	3.2x
EV/EBITDA	3.5	2.4	1.5	1.1
Cổ tức bằng tiền (VND)	2,500	1,500	1,500	2,000
P/B	1.0	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	22%	25%	21%	18%
Vay ròng/VCSH (%)	16%	13%	10%	9%

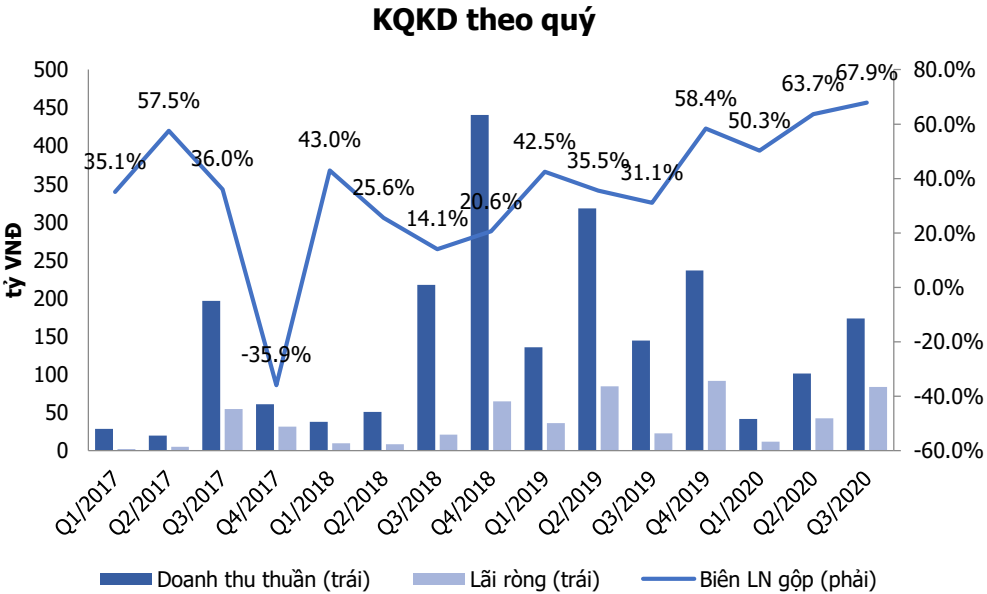
Nguồn: MBS Research

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Thông tin cập nhật

- **LNST quý 3/2020 của NTL gấp 3.6 lần cùng kỳ**, đạt tương ứng 84 tỷ đồng, nhờ công tác bán hàng và thu tiền tại dự án khu ĐTM Bắc Quốc lộ 32 được đẩy mạnh. Đến đầu năm 2020, NTL còn sở hữu khoảng 35,000 m2 đất nền/biệt thự tại khu BQL 32 (khoảng 120 lô). Tới hết tháng 9, NTL đã bán dc khoảng 15,000 m2, trong đó đã bàn giao (hạch toán lên BCTC 3 quý đầu năm) 7,000m2. Dự kiến Q4 sẽ hạch toán nốt phần còn lại (~30 căn bán trong Q3, tương đương 8,000m2).
- **Lũy kế 9 tháng năm 2020**, doanh thu thuần đạt 316.7 tỷ đồng và LNST đạt gần 138 tỷ đồng lần lượt giảm 47% và 4% so với cùng kỳ 2019

Hiện công ty còn 381 tỷ hàng hóa sẵn sàng để bán tại dự án BQL 32. Nếu thực hiện đẩy mạnh kế hoạch bán hàng, chúng tôi cho rằng kế hoạch LNTT 450 tỷ đồng có thể đạt được.
- **Trong quý 3/2020, công ty đã chi thêm 80 tỷ đồng vào dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng**. Theo chúng tôi dự đoán, khoản tiền này chủ yếu để GPMB, cho thấy kỳ vọng của công ty vào việc đầu tư đồng bộ với chủ trương thông đường của UBND quận Cầu Giấy.



Tỷ VNĐ	Q3 2020	Q3 2019	Q3 2020/Q3 2019	9T2020	9T2019	9T2020/9T2019
Doanh thu	174	145	20.0%	317	598	-47.1%
LN gộp	118	45	162.1%	203	216	-5.7%
Biên LN gộp	67.9%	31.1%	36.8pps	64.2%	36.1%	28.1pps
Lãi từ HĐKD	104	35	195.6%	172	186	-7.9%
LNTT	104	30	247.7%	173	181	-4.5%
Lãi ròng	84	23	264.8%	138	144	-3.8%

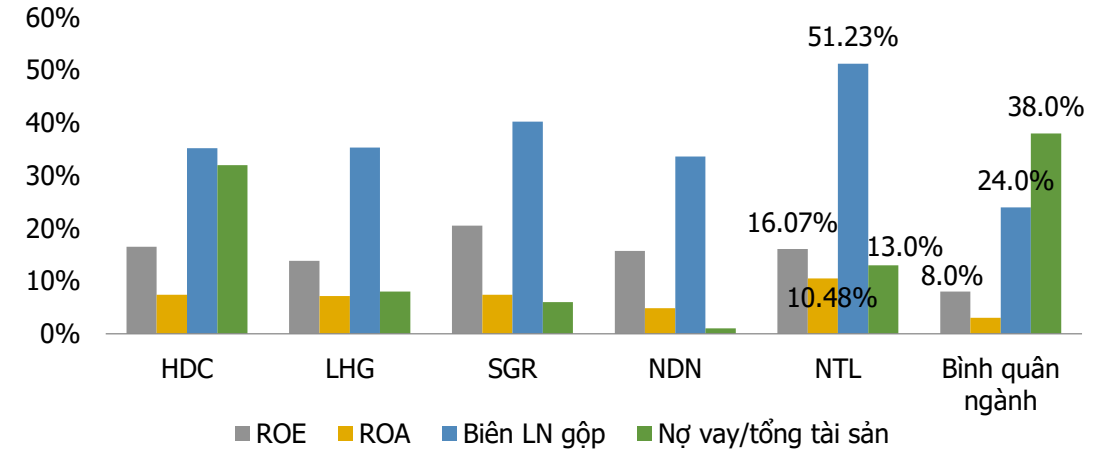
(Nguồn: NTL)

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

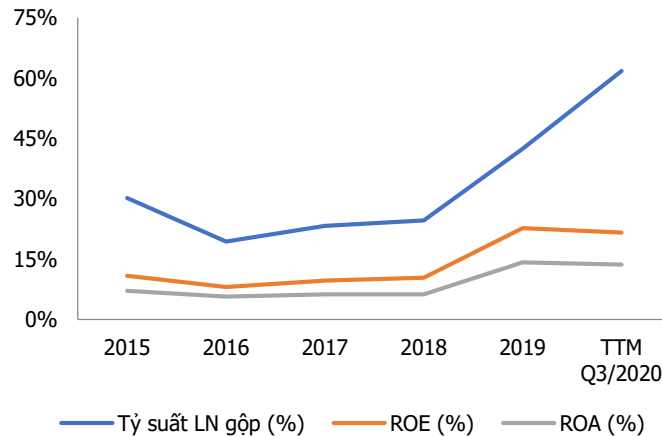
Thông tin doanh nghiệp

- **Sức khỏe tài chính lành mạnh.** Cụ thể, tỷ lệ vốn vay/tổng tài sản của NTL ở mức khá thấp, khoảng 13%, thấp hơn nhiều so với 38% bình quân ngành.
- **Hiệu quả kinh doanh tốt với chỉ số sinh lời ở mức cao** so với các DN hoạt động trong ngành với cùng quy mô. Biên LN gộp duy trì >50% trong 1 năm trở lại đây trong bối cảnh hoạt động kinh doanh bất động sản khởi sắc.
- **Cổ tức tiền mặt cao & đều.** Mức cổ tức tăng dần từ năm 2018. Dự kiến cổ tức tiền mặt 2020 khoảng VND 2,500/CP, tương ứng lợi tức 14.3%.

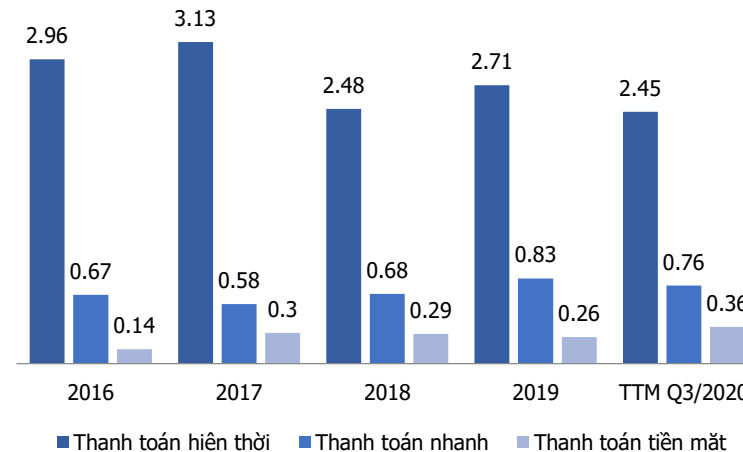
So sánh hiệu quả hoạt động giữa công ty BĐS có cùng quy mô (TTM Q2 2020)



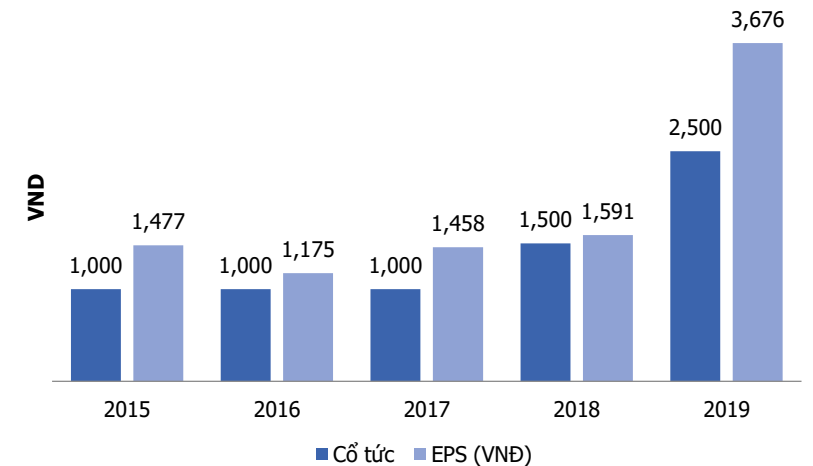
Tỷ suất sinh lời



Hệ số thanh toán



EPS & cổ tức tiền mặt



(Nguồn: NTL)

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Các dự án của NTL

- NTL phát triển các dự án tại Hà Nội và Quảng Ninh. Hiện tại các dự án chính của công ty bao gồm BQL 32, khu đô thị 23ha tại Bãi Muối, v.v. Chúng tôi đánh giá rằng 2 dự án này sẽ đóng góp lợi nhuận chủ yếu cho NTL trong giai đoạn 2020-2023, các dự án khác sẽ bắt đầu triển khai và có lợi nhuận sau đó.
- Dự án của NTL hiện nay chủ yếu đã được đầu tư trong nhiều năm trước do đó các chi phí đầu tư thấp, giúp cho dự án có thể đạt được biên lợi nhuận cao khi bán sản phẩm thành công.

Các dự án	Vị trí	Diện tích đất	Thông tin dự án	Giá bán	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ dự án
Dự án đã & đang phát triển						
Khu Đô thị mới Bắc Quốc Lộ 32	Trạm Trôi – Hoài Đức – Hà Nội	38.9ha	- 648 biệt thự đơn lập, song lập - 136 căn nhà liền kề	30-35 triệu/m2	780 tỷ đồng	Đầu năm 2020, còn khoảng hơn 120 căn. Dự kiến bán 60 căn trong năm 2020 và nốt số căn còn lại trong năm 2021.
Dự án 23ha Bãi Muối	Cao Thắng – Hạ Long	23ha	- Ước tính 11ha đất bán	20-25 triệu/m2	Ước tính: 1,200 tỷ đồng	Sẽ triển khai bán hàng từ năm 2021
Lideco Hạ Long	Trần Hưng Đạo – Hạ Long		- 784 căn hộ	18-20 triệu/m2	915 tỷ đồng	Đã bán khoảng 95% số sản phẩm Sẽ bán hết trong năm 2020
Dự án sẽ phát triển trong tương lai						
Khu đô thị mới Dịch Vọng	Cầu Giấy – Hà Nội	-	Chung cư, tháp văn phòng	Dự kiến: 45-50 triệu/m2		Chuẩn bị triển khai xây dựng trong điều kiện quá trình GPMB thuận lợi. Nhận chuyển nhượng ô đất CC2 với 2,200m2 từ CTCP Hà Đô
Khu đô thị mới Núi Hạm	Hồng Hà – Hạ Long	68ha	Khu phức hợp TTTM – Biệt thự - Chung cư	-		Lập quy hoạch 1:500, chuẩn bị thủ tục tham gia đấu giá, đấu thầu dự án

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Dự án Bắc Quốc Lộ 32 (Trạm Trôi)

- Dự án BQL 32 tại Trạm Trôi – Hoài Đức được NTL chú trọng đầu tư từ năm 2007, đến năm 2018 công ty quyết định đầu tư thêm 200 tỷ đồng để sửa chữa, cải tạo kiến trúc dự án.
- Hiện công ty còn 381 tỷ hàng hóa sẵn sàng để bán tại dự án BQL 32, và 52 tỷ tại dự án chung cư lô 4, 5 thành phố Hạ Long. Nếu thực hiện đẩy mạnh kế hoạch bán hàng tại 2 dự án này, kế hoạch LNTT 450 tỷ đồng có thể đạt được.

Hiệu quả tài chính của dự án

- Đầu năm 2020, công ty còn khoảng hơn 120 căn. Dự kiến NTL sẽ bán 60 căn trong năm 2020 và nốt số căn còn lại trong năm 2021. Giá bán của sản phẩm cũng đã tăng từ 20 triệu đồng/m² vào cuối năm 2018 lên 30-35 triệu đồng/m² hiện tại. Số căn còn lại dự kiến sẽ đem lại khoảng 1,000-1,100 tỷ đồng doanh thu trong 2 năm tới.
- Hàng tồn kho dự án này của NTL tới hết quý 3 là 381 tỷ đồng, như vậy biên lợi nhuận gộp của dự án có thể lên tới 65-70%. Lợi nhuận sau thuế cả dự án ước tính khoảng 600 tỷ đồng.
- Hiện tại công ty đã đầu tư toàn bộ dự án, do đó dòng tiền thu về sau khi loại bỏ thuế TNDN và hàng tồn kho ước tính khoảng hơn 900 tỷ đồng.



GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Dự án Khu đô thị Bãi Muối (Cao Thắng – Hạ Long)

- Khu đô thị Bãi Muối là dự án đất nền tại Quảng Ninh, có diện tích 23ha, nằm trên trục đường Cao Thắng, cách cầu Bãi Cháy và quần thể Sunworld Hạ Long chưa đến 3km về phía Đông. Dự án kỳ vọng sẽ đóng góp nguồn thu đáng kể cho NTL trong giai đoạn 2021-2023.
- Dự án được hưởng lợi từ các yếu tố lớn như: du lịch tại Quảng Ninh tăng mạnh, nhu cầu đất các tỉnh tăng trưởng, kỳ vọng vào việc thành lập đặc khu Vân Đồn và xây dựng sân bay Vân Đồn.

Hiệu quả tài chính của dự án

- Hàng tồn kho dự án này của NTL tới hết quý 3/2020 là 500 tỷ đồng, chúng tôi dự phóng công ty cần đầu tư thêm gần 600 tỷ để hoàn thiện dự án. Thời điểm bắt đầu mở bán có thể thực hiện vào cuối năm 2021, đầu năm 2022.
- Dự án dự kiến bán khoảng 11ha đất nền (mật độ xây dựng khoảng 50%) với giá bán 18-20 triệu đồng/m², như vậy doanh thu dự án dự kiến đạt 2,100 tỷ đồng, lợi nhuận gộp dự kiến khoảng 900 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp trên 40%.



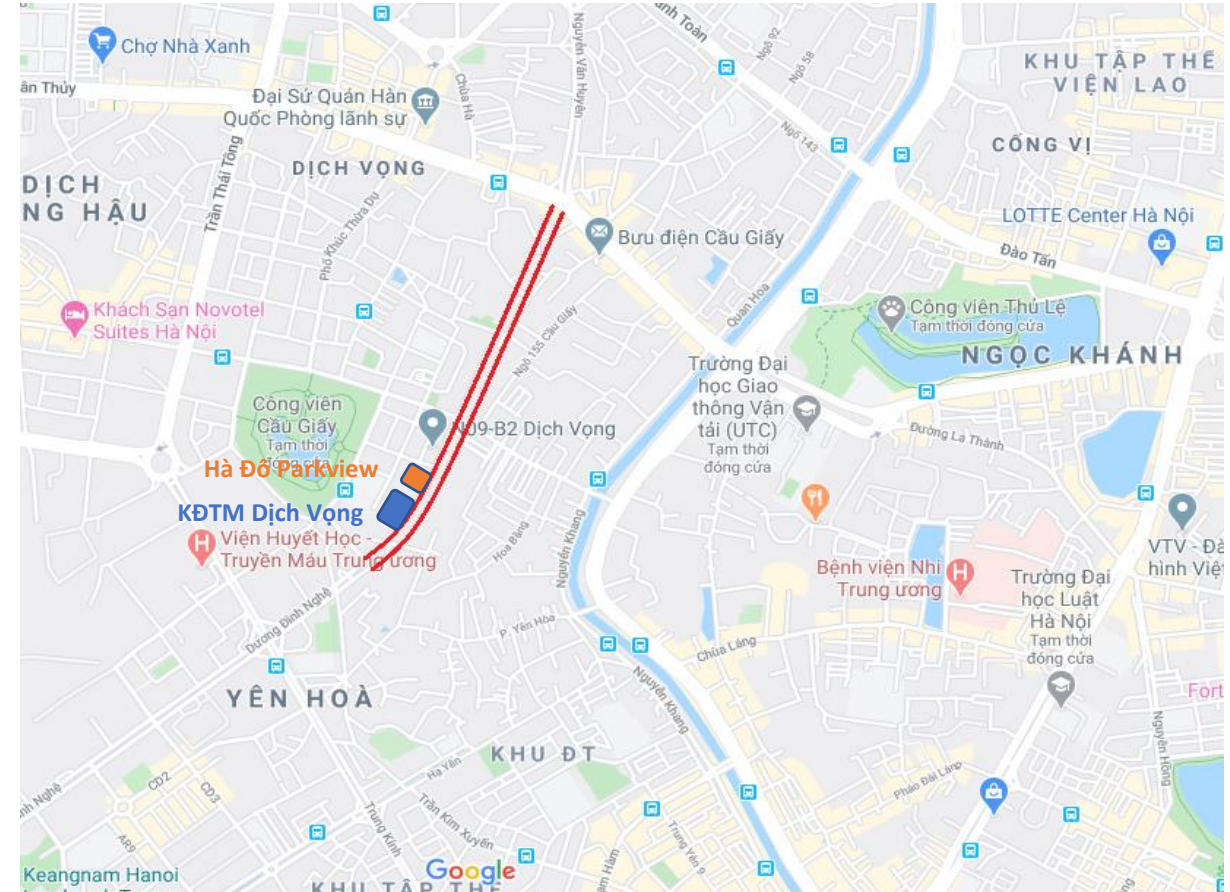
GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Dự án Khu đô thị mới Dịch Vọng

- KĐT Dịch Vọng ở vị trí cạnh Hà Đô Parkview, hướng về công viên Cầu Giấy. Đây là dự án chung cư đặc địa với vị trí gần trung tâm thành phố, cạnh công viên Cầu Giấy, hạ tầng giao thông hoàn thiện, nên kỳ vọng có giá bán cao.
- Dự án này được UBND thành phố Hà Nội phê duyệt chủ trương đầu tư từ năm 2004, tuy nhiên do vướng mắc về hạ tầng giao thông (do quy hoạch thông tuyến phố Dương Đình Nghệ với giao lộ Cầu Giấy – Nguyễn Văn Huyền chậm tiến độ) nên tiến độ triển khai dự án chưa có tiến triển.
- Trong năm 2020, UBND quận Cầu Giấy đưa ra chủ trương quyết liệt thúc đẩy GPMB trong năm 2020, đến hiện tại 90%-95% hộ dân trong diện GPMB đã đồng ý với phương án đền bù và theo quan sát thực địa việc phá dỡ đã thực hiện khoảng 30%. Chúng tôi đánh giá rằng công tác GPMB sẽ hoàn thành vào giữa năm 2021, và NTL sẽ đầu tư trở lại đồng bộ với việc thông đường để có thể bán dự án với mức giá tối ưu.
- Trong quý 3/2020, công ty đã chi thêm 80 tỷ đồng vào dự án (theo chúng tôi chủ yếu là để GPMB), cho thấy kỳ vọng của công ty vào việc đầu tư đồng bộ với chủ trương thông đường của UBND quận Cầu Giấy.

Hiệu quả tài chính của dự án

- Hiện tại NTL chưa công bố chi tiết thông tin dự án do việc triển khai có sự chững lại trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên tiềm năng trong dài hạn của dự án là lớn.



GIỮ; Giá mục tiêu: VND 24,400

Định giá

- 2 dự án KĐTĐM Dịch Vọng (Hà Nội) và Núi Hạm (Hạ Long) dự kiến có giá trị rất lớn, tuy nhiên vì chưa có chủ trương triển khai đầu tư cũng như thông tin dự án chưa đầy đủ, do đó chúng tôi không đưa giá trị hai dự án này vào định giá doanh nghiệp
- Chúng tôi định giá NTL dựa trên các dự án mà NTL đang phát triển, chủ yếu là: dự án Bắc Quốc Lộ 32 và dự án Bãi Muối.
- Dự án BQL 32 sẽ mang lại dòng tiền trong giai đoạn 2020-2021, và dự án bãi Muối chủ yếu sẽ đóng góp từ năm 2021 tới năm 2023.

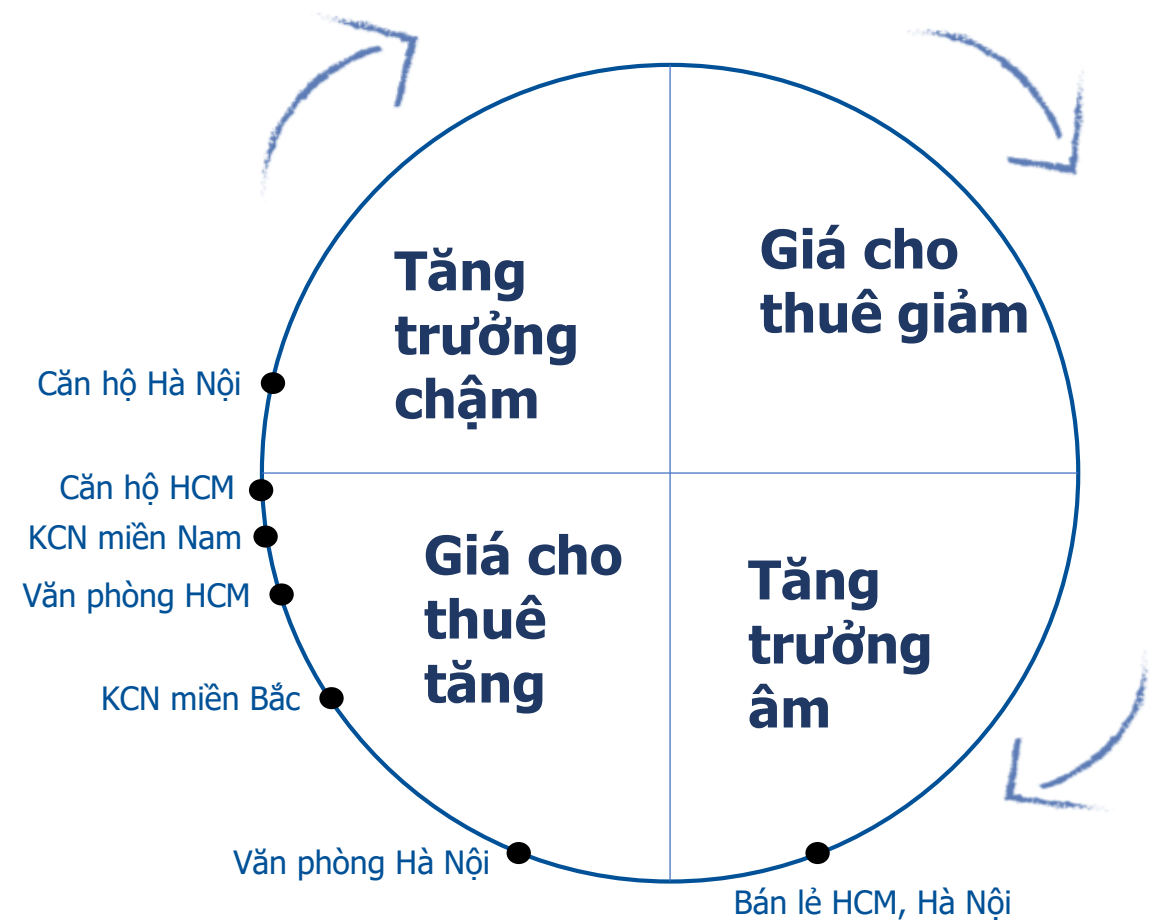
Định giá doanh nghiệp

- Chúng tôi đưa ra mức định giá 24,400 đồng/CP đối với NTL. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị GIỮ đối với cổ phiếu NTL.

Lợi nhuận gộp của dự án				
Tỷ VND	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Bắc Quốc Lộ 32	364	225		
Bãi Muối, Hạ Long		142	356	214
Lideco Hạ Long	6			
Tổng	370	367	356	214
Chi phí Bán hàng & QLDN	37	40	44	40
Lợi nhuận sau thuế	334	334	345	277
EPS	5,250	5,257	5,422	4,363
Định giá RNAV (tỷ đồng)				
Bắc Quốc Lộ 32	589			
Bãi Muối, Hạ Long	712			
Lideco Hạ Long	6			
Tổng	1,307			
Giá trị chiết khấu của các dự án	983			
Giá trị hàng tồn kho của dự án	594			
Tiền mặt ròng	(25)			
Giá trị nội tại doanh nghiệp	1,552			
Giá mục tiêu (VND/CP)	24,400			

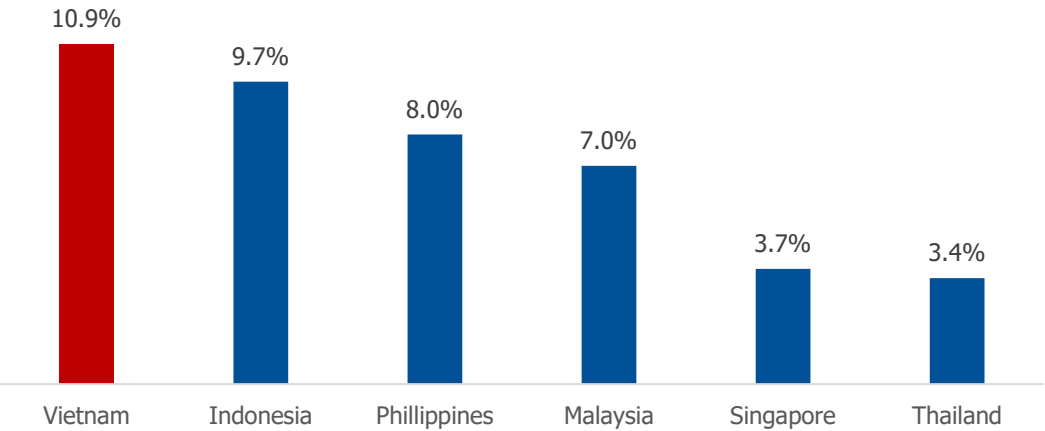
Ngành Bất động sản – bán lẻ

- Covid-19 ảnh hưởng lớn tới ngành bán lẻ, tuy nhiên đã có nhiều dấu hiệu phục hồi tích cực.
- Về dài hạn, xu hướng tiêu dùng tại VN sẽ hưởng lợi lớn từ tình hình vĩ mô và cơ cấu dân số vàng tại Việt Nam.

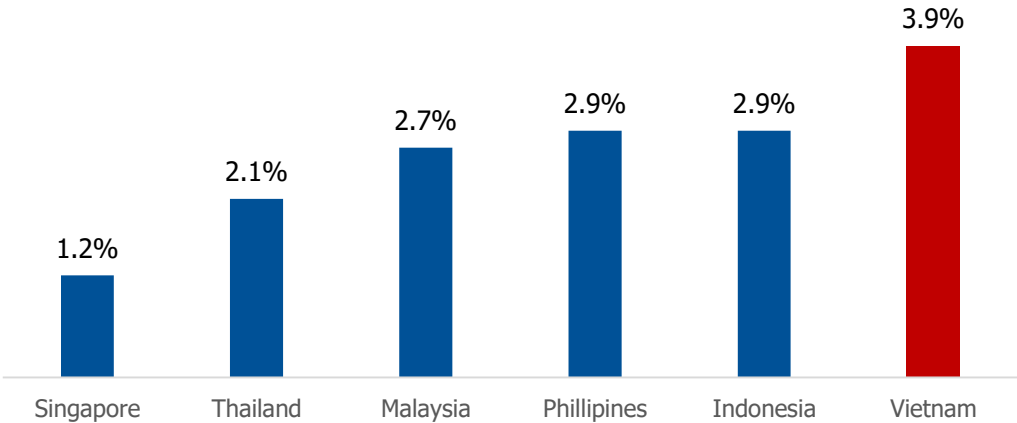


Tiềm năng dài hạn từ các yếu tố vĩ mô & dân số

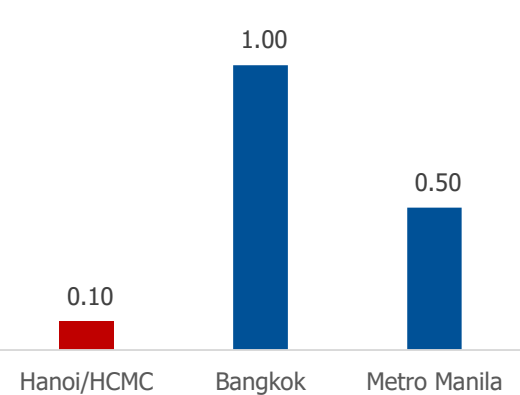
Tăng trưởng kép ngành bán lẻ trong giai đoạn 2017 – 2021E



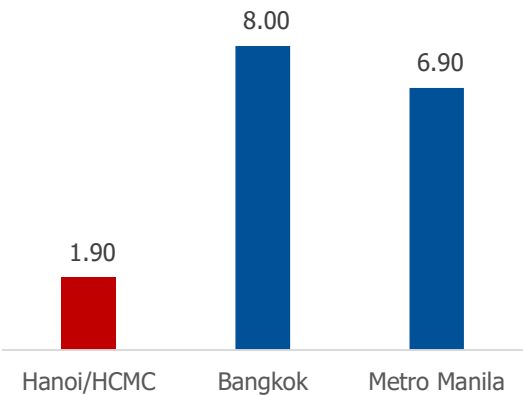
Tăng trưởng dân số đô thị 2018A - 2025E (%)



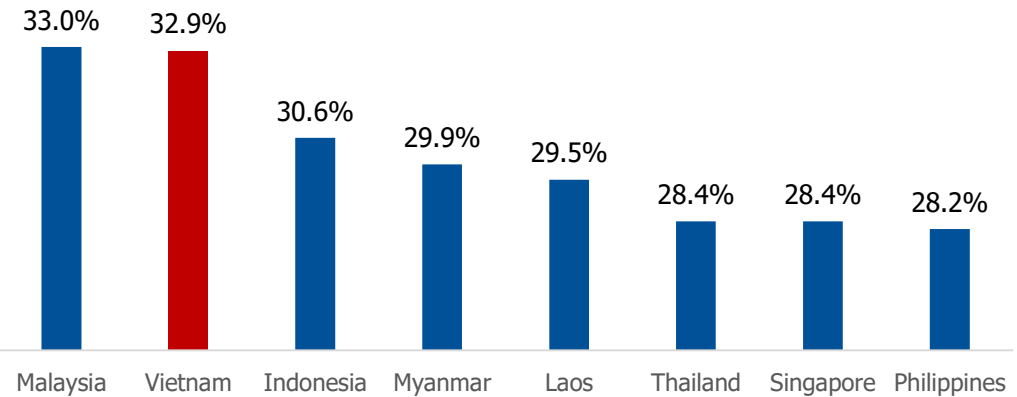
GFA/ đầu người (m2)



Tổng GFA (triệu m2)



Dân số có Độ tuổi từ 25 - 44% / Tổng dân số (2018)



Nguồn: JLL Research, EIU, Euromonitor, Oxford Economics 2018, CBRE Vietnam, BIM, World Bank, Colliers

MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE với giá mục tiêu **VND 38.100** trên cơ sở (i) Vincom Retail là DN hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và vận hành bất động sản bán lẻ, (ii) Thị trường bán lẻ Việt Nam duy trì triển vọng khả quan, (iii) VRE hưởng lợi từ hệ sinh thái VinGroup, và (iv) Việc phát triển shophouse, tháp văn phòng và căn hộ để bán tại một số TTTM Vincom Center bổ sung nguồn thu và dòng tiền cho VRE.

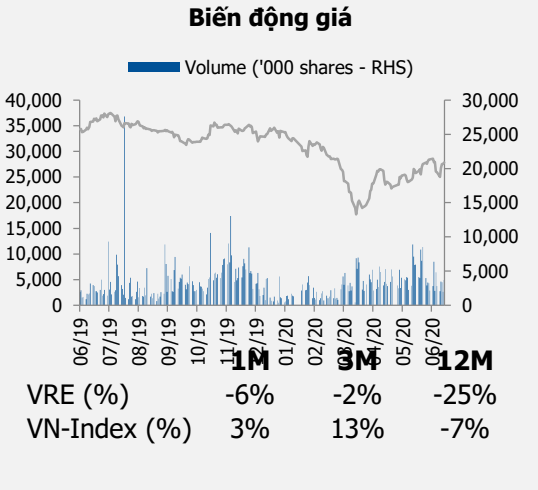
Thông tin cập nhật

- **Lãi ròng 9T2020 giảm 28,5% CK.** 9T2020, VRE ghi nhận 5.076 tỷ VND doanh thu (-21,6% n/n) và LNST đạt 1.408 tỷ VND (-28,5% n/n). Trong quý 3, VRE tiếp tục chi 145 tỷ VND để hỗ trợ khách thuê (lũy kế 9T hỗ trợ 820 tỷ VND).
- **Lượng khách đến các TTTM phục hồi khá tốt nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát.** Hoạt động cho thuê trong Q3 ghi nhận giảm 11% CK, thấp hơn so với mức giảm >15% CK trong 1H2020, cho thấy tình hình hoạt động của TTTM vẫn ổn định khi làn sóng Covid thứ 2 diễn ra trong nước vào tháng 8/2020.

Đại diện DN cho biết, nhờ dịch Covid-19 được kiểm soát tốt, lượng khách đến các TTTM ở HN và HCM đã phục hồi và đạt 88% và 80% so với mức trước dịch. Doanh thu của các cửa hàng thời trang và ăn uống đã phục hồi mạnh mẽ, còn các gian hàng giải trí phục hồi chậm hơn. Giá thuê nhìn chung giữ nguyên, khách thuê được hỗ trợ giảm giá phí dịch vụ, miễn phí thuê 1 số thời điểm phải đóng cửa vì Covid-19.
- **Dự kiến trong quý cuối năm 2020, VRE sẽ khai trương TTTM Ocean Park và bàn giao các shophouse cho người mua.** Thời điểm quý 4 với nhiều ngày lễ lớn và kỳ vọng mang lại kết quả kinh doanh tốt nhất năm, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh và đạt LNST khoảng 2.300-2.400 tỷ VND.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu VRE vào khoảng VND 38.100** dựa trên phương pháp giá trị tài sản ròng NAV. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 26 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 1.460).



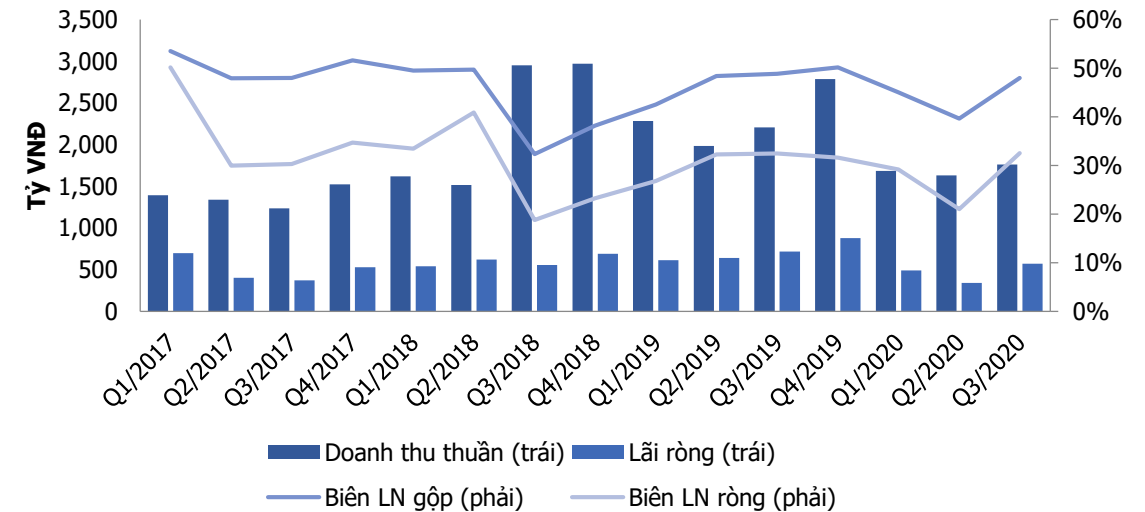
Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 28.200
Giá mục tiêu	VND 38.100
Upside	35,1%
Vốn hóa thị trường	64.079 tỷ VND
Biến động 52 tuần	16.900 VND
	35.150 VND
KLGD bình quân (CP)	3.773.932 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,0%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	30,9%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ VND	9.259	9.212	11.407	12.792
EBIT	Tỷ VND	3.585	3.145	4.632	5.255
LNST	Tỷ VND	2.849	2.306	3.413	3.895
EPS (VND)	VND	1.223	987	1.460	1.666
Tăng trưởng EPS (%)	%	18%	-19%	48%	14%
P/E (x)	Lần		28,0x	18,9x	16,6x
ROE (%)	%	11%	9%	12%	13%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	10%	16%	18%	19%

Nguồn: MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100**Thông tin cập nhật (cont.)**

- **Doanh thu cho thuê trong Q3 giảm 11,1% n/n do DN hỗ trợ khách thuê 145 tỷ đồng.** Mặc dù vậy, có thể nhận thấy rằng giá trị hỗ trợ khách thuê đã giảm khá so với Q2 2020 (230 tỷ đồng). Tình hình hoạt động của các TTTM vẫn ổn định khi làn sóng Covid thứ 2 diễn ra chủ yếu tại Đà Nẵng và các tỉnh miền Trung trong tháng 8. Biên LN gộp mảng cho thuê cải thiện khá so với nửa đầu năm, tăng từ 46% lên 52%.
- **Doanh thu kinh doanh BĐS trong Q3 giảm ~70% n/n,** ghi nhận 107 tỷ đồng chủ yếu do thời điểm hạch toán. Biên LN gộp mảng shop house tăng khá so với cùng kỳ, đạt ~46%, cao hơn mức ~39% năm ngoái. DN cho biết doanh thu lớn từ shop house sẽ được ghi nhận trong Q4 2020, bao gồm các dự án tại Mỹ Tho, Bạc Liêu, Cẩm Phả, Cao Lãnh, Sa Đéc, và Kon Tum.
- **Lũy kế 9T2020,** VRE ghi nhận doanh thu giảm 26% n/n chủ yếu do mảng kinh doanh shop house thấp hơn so với cùng kỳ. Biên LN gộp giảm nhẹ từ 46,5% trong 9T2019 xuống còn ~44,3% chủ yếu do chi phí hỗ trợ khách thuê trong thời gian diễn ra dịch Covid-19. LNST giảm 29% n/n.
- **Bổ sung thêm TTTM chuỗi Mega Mall tại Hà Nội và Hồ Chí Minh trong Q4 2020,** bao gồm: Vincom Mega Mall Smart City (Nam Từ Liêm, Hà Nội) với diện tích cho thuê 68.000 m2, Vincom Mega Mall Ocean Park (Gia Lâm, Hà Nội) với 56.000 m2, và Vincom Megamall Grand Park (Quận 9, HCM) với 45.000 m2. DN cho biết Vincom Mega Mall Ocean Park sẽ khai trương trong tháng 12 với tỷ lệ lấp đầy ước tính ~85%.
- **Tỷ lệ lấp đầy tại hệ thống TTTM trong Q3 nhìn chung giảm nhẹ 1pps q/q,** trong đó chủ yếu tại HN do diện tích sử dụng khối để tại các KV trung tâm thấp hơn, trong khi đó tại HCM vẫn có xu hướng gia tăng.

Kết quả kinh doanh theo Quý

	Số lượng TTTM	Diện tích/sàn (m2)	Diện tích sàn bán lẻ (m2)	Tỷ lệ hấp thụ
Vincom Center	7	40.000 – 60.000	280.026	92,9%
Vincom Mega Mall	3	60.000 – 150.000+	388.082	86,0%
Vincom Plaza	54	10.000 – 40.000	857.517	81,2%
Vincom+	15	3.000 – 5.000	71.936	74,6%
Tổng			1.605.561	84,0%

(Nguồn: VRE)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100

Bảng so sánh giá cho thuê và tỷ lệ hấp thụ tại một số TTTM lớn

TTTM	Vị trí	Năm hoàn thành	DT cho thuê (m2)	Giá thuê	Tỷ lệ lấp đầy
Hệ thống TTTM của VRE					
Vinhome Center Bà Triệu, Tower C	Bà Triệu, Hà Nội	2004	10.974	180	99%
Vincom Center Metropolis	Liễu Giai, Hà Nội	2018	38.000	38	95%
Vincom Nguyễn Chí Thanh	Nguyễn Chí Thanh, Hà Nội	2015	65.328	65	98%
Vincom Center Phạm Ngọc Thạch	Phạm Ngọc Thạch, Hà Nội	2016	20.250	60	99%
Vincom Center Trần Duy Hưng	Trần Duy Hưng, Hà Nội	2019	45.000	50	90%
Vincom Center Landmark 81	Điện Biên Phủ, HCM	2018	50.000	100	100%
Vincom Mega Mall Thảo Điền	Xa lộ Hà Nội, HCM	2015	90.000	70	95%
Vincom Center Đồng Khởi	Lê Thánh Tôn, HCM	2010	45.000	150	93%
TTTM khác					
Trang Tien Plaza	Hai Bà Trưng, Hà Nội	2008	12.000	160	70%
Aeon Mall Long Biên	Long Biên, Hà Nội	2015	72.000	20	100%
Aeon Mall Ha Dong	Hà Đông, Hà Nội	2019	74.000	34	92%
Parkson Saigontourist Plaza	Lê Thánh Tôn, HCM	2002	17.000	150	95%
GigaMall	Phạm Văn Đồng, HCM	2019	110.000	30	100%
Vạn Hạnh Mall	Sư Vạn Hạnh, HCM	2018	55.000	55	100%

(Nguồn: Colliers International)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100

Giá định	
%NFA/GFA	75%
Tỷ lệ Thu nhập hoạt động ròng (NOI) trong cho thuê (%)	68%
WACC	12,5%
Số năm hoạt động giả định cho các TTTM	50

Định giá	Phương pháp	NAV (tỷ đồng)
NAV - các TTTM hiện có		67.792
Vincom Center	DCF	30.560
Vincom Mega Mall	DCF	15.812
Vincom Plaza	DCF	20.241
VINCOM+	DCF	1.179
NAV - các TTTM trong tương lai		20.726
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bán BDS		1.610
Giá trị tài sản thuần (tỷ đồng)		90.128
Nợ vay (tỷ đồng)		(1.396)
Giá trị tài sản ròng (tỷ đồng)		88.732
Số lượng cổ phiếu		2.328.818.400
Giá cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)		38.100

Mô hình dự phóng						
Tỷ VND	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
GFA (triệu m2)	1,60	1,77	2,03	2,28	2,53	2,71
Doanh thu cho thuê	7.017	7.212	9.407	10.799	12.154	13.441
Tổng doanh thu	9.259	9.212	11.407	12.792	14.146	14.882
Tăng trưởng	1%	-1%	24%	12%	11%	5%
Giá vốn	4.854	5.289	5.821	6.470	7.107	7.326
Lợi nhuận gộp	4.405	3.922	5.586	6.321	7.039	7.556
Tăng trưởng	21%	-11%	42%	13%	11%	7%
LNST	2.849	2.306	3.413	3.895	4.417	4.853
Tăng trưởng	18%	-19%	48%	14%	13%	10%
EPS	1.223	987	1.460	1.666	1.890	2.076
Tăng trưởng	18%	-19%	48%	14%	13%	10%
BVPS	11.572	11.565	12.031	12.704	13.602	14.687
ROE	10,6%	8,5%	12,1%	13,1%	13,9%	14,1%
ROA	8,0%	6,2%	8,5%	9,1%	9,6%	9,9%

(Nguồn: MBS Research)

MUA; Giá mục tiêu: VND 38.100

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	9.259	9.212	11.407	12.792
Giá vốn hàng bán	4.854	5.289	5.821	6.470
Lợi nhuận gộp	4.405	3.922	5.586	6.321
Doanh thu hoạt động tài chính	265	73	85	122
Chi phí tài chính	303	362	474	535
Chi phí quản lý doanh nghiệp	820	777	954	1.066
Lợi nhuận trước thuế	3.578	2.917	4.318	4.927
Lợi nhuận sau thuế	2.849	2.306	3.413	3.895
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2.848	2.298	3.401	3.881

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	4.368	5.951	7.335	8.965
I. Tiền & tương đương tiền	1.388	1.451	1.944	2.934
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	89	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	420	497	615	690
IV. Hàng tồn kho	986	1.322	1.455	1.617
V. Tài sản ngắn hạn khác	1.485	2.681	3.321	3.724
Tài sản dài hạn	31.454	31.349	32.600	33.778
I. Các khoản Phải thu dài hạn	9	10	13	14
II. Tài sản cố định	474	283	250	227
III. Bất động sản đầu tư	28.064	27.750	28.891	29.987
IV. Tài sản dở dang dài hạn	640	1.029	964	964
V. Đầu tư tài chính dài hạn	700	700	700	700
VI. Tài sản dài hạn khác	1.568	1.577	1.783	1.886
Tổng tài sản	35.823	37.300	39.935	42.743
Nợ phải trả	8.872	10.367	11.917	13.157
I. Nợ ngắn hạn	4.768	4.936	5.596	6.234
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	4.748	4.936	5.596	6.234
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	19	0	0	0
II. Nợ dài hạn	4.105	5.430	6.321	6.923
1. Các khoản phải trả dài hạn	1.340	1.121	1.264	1.407
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2.765	4.309	5.057	5.515
Vốn chủ sở hữu	26.950	26.933	28.018	29.586
1. Vốn điều lệ	23.288	23.288	23.288	23.288
2. Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	5.589	5.736	6.872	8.471
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	34	39	41	43
5. Vốn khác	-2.008	-2.177	-2.230	-2.264
Tổng nguồn vốn	35.823	37.300	39.935	42.743

Nguồn: VRE, MBS Research

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F	2022F
Định giá				
EPS	1.223	987	1.460	1.666
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	11.572	11.565	12.031	12.704
P/E	27,8	26,5	17,9	15,7
P/B	2,9	2,3	2,2	2,1
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	48%	43%	49%	49%
Biên EBITDA	54%	43%	48%	48%
Biên lợi nhuận sau thuế	31%	25%	30%	30%
ROE	11%	9%	12%	13%
ROA	8%	6%	9%	9%
Tăng trưởng				
Doanh thu	1%	-1%	24%	12%
Lợi nhuận trước thuế	17%	-18%	48%	14%
Lợi nhuận sau thuế	18%	-19%	48%	14%
EPS	18%	-19%	48%	14%
Tổng tài sản	-7%	4%	7%	7%
Vốn chủ sở hữu	-5%	0%	4%	6%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0.92	1.21	1.31	1.44
Thanh toán nhanh	0.31	0.29	0.35	0.47
Nợ/tài sản	8%	12%	13%	13%
Nợ/vốn chủ sở hữu	10%	16%	18%	19%
Khả năng thanh toán lãi vay	11.99	9.85	10.99	11.05
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu khách hàng	21.1	19.5	19.9	19.1
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	17 ngày	19 ngày	18 ngày	19 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	5.1	4.6	4.2	4.2
Thời gian tồn kho bình quân	71 ngày	80 ngày	87 ngày	87 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	1,8	2,5	2,6	2,6
Thời gian trả tiền bình quân	206 ngày	146 ngày	143 ngày	142 ngày

Ngành xây lắp

“Tiếp tục hưởng lợi từ đầu tư công và năng lượng tái tạo”

(MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTR với **giá mục tiêu 85,200 đồng** trên cơ sở (i) CTR là một trong những trụ cột quan trọng của Tập đoàn Viettel, hưởng lợi độc quyền nhóm của ngành viễn thông Việt Nam, (ii) là DN dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp hạ tầng viễn thông & vận hành hạ tầng viễn thông, (iii) triển vọng khả quan của ngành công nghệ - viễn thông và năng lượng sạch, tạo tiền đề tăng trưởng bền vững hoạt động Xây lắp và Giải pháp tích hợp, và (iv) sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh kết hợp với tính chủ động cao về nguồn vốn.

Tập đoàn Viettel dự kiến sẽ thoái vốn 7.75 triệu cổ phiếu CTR, tương đương với 11% tỷ lệ sở hữu sẽ là yếu tố tác động đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Tiêu điểm đầu tư

- Hưởng lợi độc quyền nhóm của ngành viễn thông VN.** Tập đoàn Viettel dẫn đầu toàn ngành viễn thông với 60% thị phần. Với 85% doanh thu liên quan tới Viettel, CTR là DN được hưởng lợi độc quyền không chỉ từ Viettel mà còn từ các Tập đoàn viễn thông lớn trong nước.
- Là DN dẫn đầu về khối lượng công trình và vận hành viễn thông.** CTR đã thi công 142,000 km cáp quang, chiếm 45% các tuyến cáp quang của Viettel trên toàn cầu; xây dựng 50,000 trạm phát sóng, đưa Viettel trở thành mạng di động có mạng lưới số 1 tại Việt Nam.
CTR hiện đang triển khai vận hành khai thác tại 62 tỉnh thành với 34,000 trạm BTS, 3,000 đôi dây thuê bao. DN cũng đẩy mạnh hoạt động vận hành mạng cáp quang cho các đơn vị bên ngoài như Bộ Công An, CMC, Mobifone và tại Cambodia, Myanmar.
- Triển vọng khả quan ngành công nghệ - viễn thông và năng lượng sạch** trong bối cảnh: (i) tỷ lệ đô thị hóa cao, (ii) nhu cầu cao về chuyển đổi số của các DN, và (iii) công nghệ 5G và các chính sách phát triển các nguồn năng lượng sạch, năng lượng tái tạo được đẩy mạnh trong giai đoạn 2020-2025.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh.** DN có tính chủ động cao về nguồn vốn, nợ vay chiếm tỷ trọng rất thấp. KQKD ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao với CAGR 35% doanh thu và 13% LNTT trong giai đoạn 2015 – 2019. Tỷ suất sinh lời duy trì ở mức cao với ROE >20%.



Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 57,900
Giá mục tiêu	VND 85,200
Upside	47.2 %
Vốn hóa thị trường	4,156 Tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 21,902
	VND 65,000
KLGD bình quân	394,410 CP
Giới hạn sở hữu NGTNN	49.00%
Tỷ lệ sở hữu NGTNN	1.03%

Chỉ tiêu	Đơn vị	FY17	FY18	FY19	FY20F	FY21F
Doanh thu thuần	Tỷ VNĐ	4,277	5,054	5,786	7,124	8,862
Biên LN gộp	%	6.06%	5.82%	6.76%	9.10%	10.41%
LN trước thuế	Tỷ VNĐ	191	229	299	436	503
Lãi ròng	Tỷ VNĐ	148	180	239	349	402
EPS	VNĐ	2,273	2,834	2,980	3,395	4,957
P/E forward	Lần				17.0x	11.6x
ROE	%	17.44	19.91	23.93	25.40	26.50

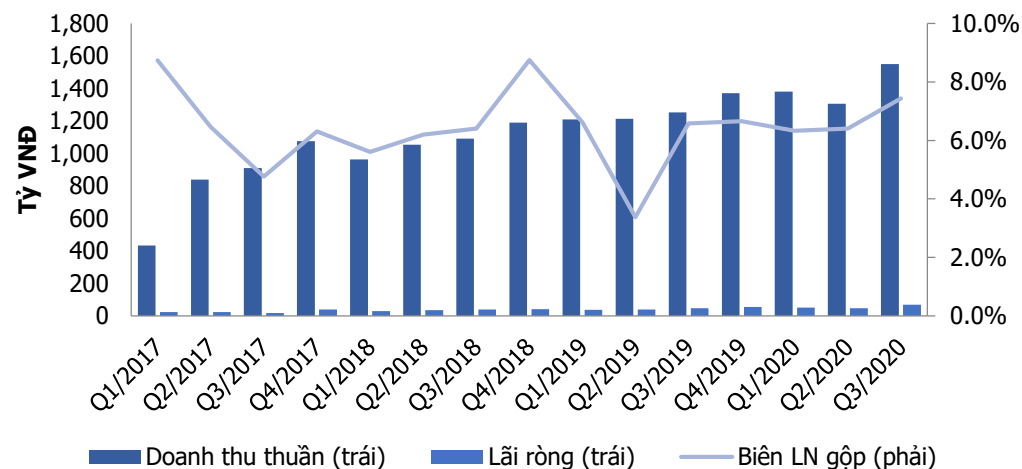
(Nguồn: MBS Research)

MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200

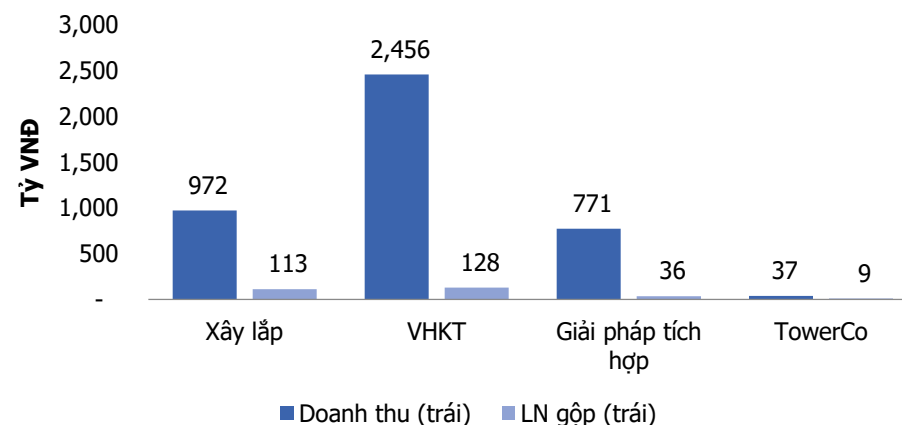
Thông tin cập nhật

- **Lãi ròng Q3 2020 tăng 46% n/n.** Bất chấp những khó khăn của dịch Covid-19, hoạt động kinh doanh của CTR vẫn vượt trội với mức lãi cao kỷ lục, đạt tương ứng 70 tỷ đồng. Doanh thu trong kỳ đạt 1,550 tỷ đồng, tăng 24% n/n nhờ tăng trưởng khá ở tất cả các mảng kinh doanh của DN. Mảng vận hành khai thác tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu với 55%.
- **Lũy kế 9T2020,** tổng doanh thu đạt 4,235 tỷ đồng, tăng 15% và lợi nhuận sau thuế đạt 168.3 tỷ đồng – tăng 35% so với cùng kỳ năm 2019. Với kế hoạch doanh thu 6,000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 199 tỷ đồng năm 2020, CTR đã hoàn thành 70.6% chỉ tiêu doanh thu và 84.6% chỉ tiêu lợi nhuận.
- **Mảng hạ tầng cho thuê (TowerCo) chứng kiến tăng trưởng vượt bậc** với 22 tỷ đồng doanh thu trong Q3 và 36.7 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm, cao hơn so với mức 1.7 tỷ đồng và ~3.5 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.
Về chiến lược đến năm 2025 trở thành TowerCo số 1 Việt Nam, CTR cho biết công ty sẽ đầu tư khoảng 10,000 tỷ cho lĩnh vực này. DN cho biết công ty sẽ vừa xây mới trạm phát sóng (BTS), vừa nhận thêm trạm từ Tập đoàn Viettel. Theo kế hoạch, CTR sẽ mua lại 10 nghìn trạm từ Viettel và xây mới (chưa tính 5G) mỗi năm 1,500 đến 3,000 trạm.
- **Mục tiêu đến 2025:** CTR đặt mục tiêu chuyển dịch từ đơn vị xây lắp và vận hành khai thác viễn thông thành nhà đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông số một Việt Nam vào năm 2025. Doanh thu đến năm 2025 kỳ vọng đạt 2,550 tỷ đồng, chiếm 22% doanh thu, với mức tăng trưởng bình quân cao hơn 50%.

KQKD theo quý



Cơ cấu doanh thu 9T2020



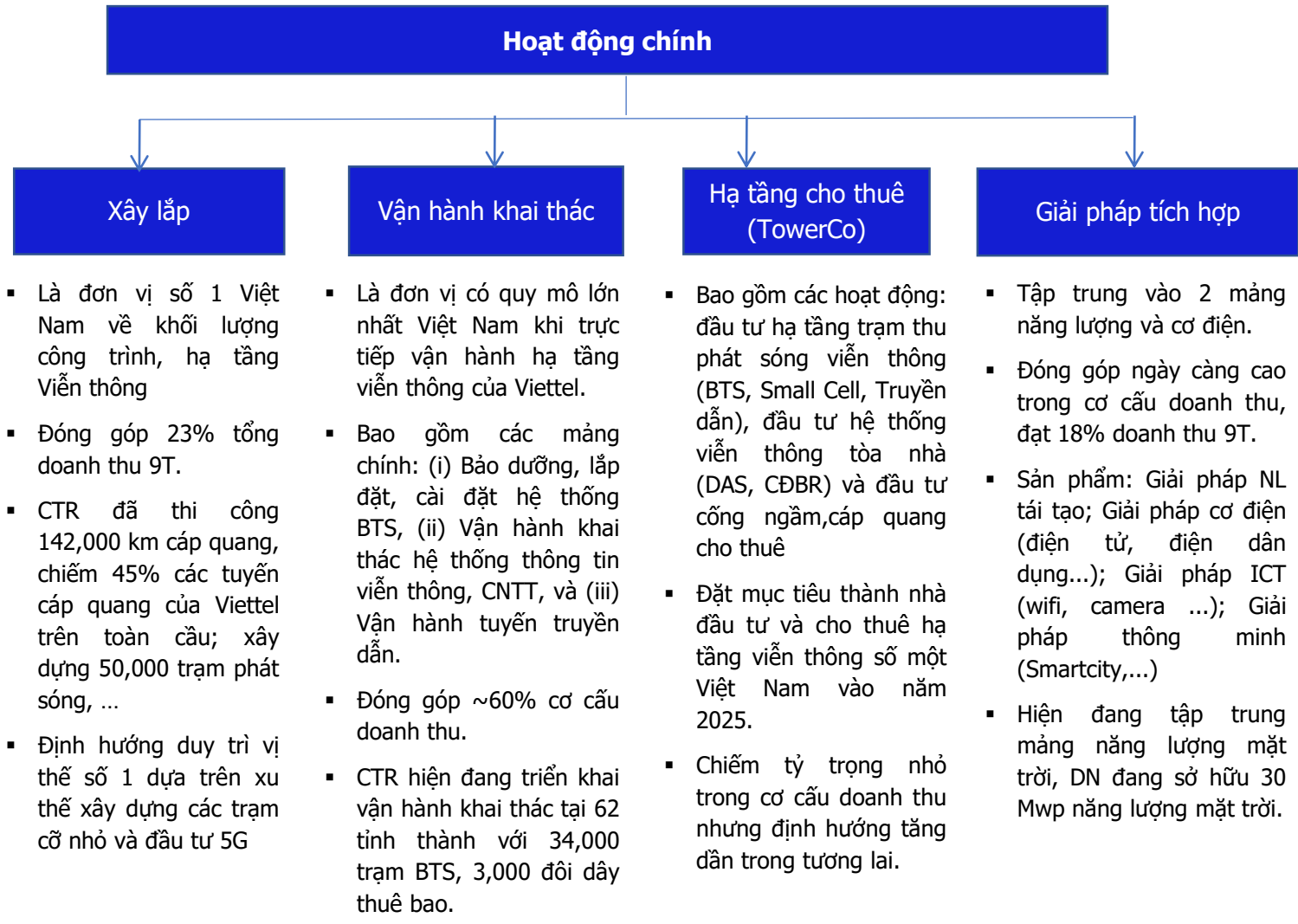
(Nguồn: CTR)

MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200

CTR là một trong những trụ cột quan trọng của Tập đoàn Viettel, và là DN dẫn đầu về khối lượng công trình và vận hành viễn thông...

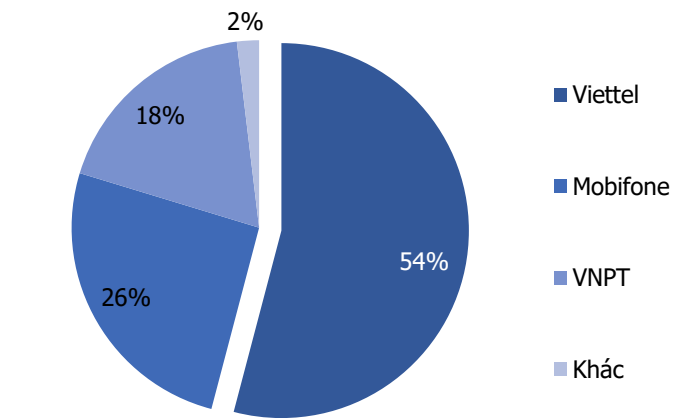
- **DN hưởng lợi độc quyền từ nhóm ngành viễn thông.**
Ngành viễn thông Việt Nam có sự tham gia của 3 Tập đoàn lớn với thị phần trên 90%, gồm: Viettel, Mobiphone và Vinaphone. Trong đó, Viettel là tập đoàn viễn thông dẫn đầu ngành, chiếm hơn 54% thị phần của toàn ngành viễn thông.

85% doanh thu của CTR liên quan tới Viettel. DN được hưởng lợi độc quyền không chỉ từ Viettel mà còn từ các Tập đoàn viễn thông lớn trong nước khi trực tiếp tham gia thi công các công trình viễn thông và vận hành hạ tầng viễn thông như Mobifone, Bộ Công an, CMC...
- **KQKD ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao với CAGR 39% doanh thu và 13% LNTT trong giai đoạn 2015 – 2019.**
Trong năm 2019, CTR ghi nhận doanh thu 5,054 tỷ đồng, tăng 18%; Lợi nhuận sau thuế 181 tỷ đồng, tăng 23% so với năm trước đó.
- **Chiến lược phát triển:** tập trung 4 trụ cột chiến lược gồm: Vận hành khai thác, Xây lắp, Hạ tầng cho thuê và Giải pháp tích hợp. Định hướng duy trì.
- **Biên LN gộp mảng TowerCo cao nhất trong 4 hoạt động chính của CTR** với ~25%. Chúng tôi nhận thấy các công ty lớn hoạt động trong mảng này đều ghi nhận mức biên LN gộp cao với >50%.
- **DN sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh.** Nợ vay chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu nguồn vốn. Hiệu quả hoạt động ổn định và tăng dần qua các năm với ROE duy trì cao, >20%.

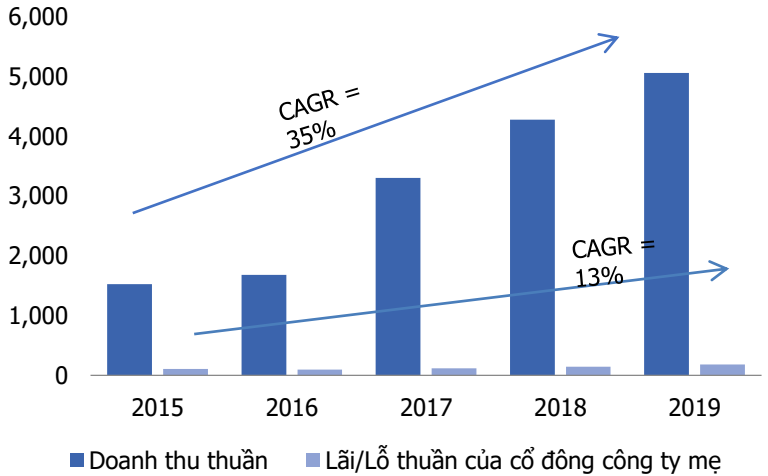


MUA; Giá mục tiêu: VND 85.200

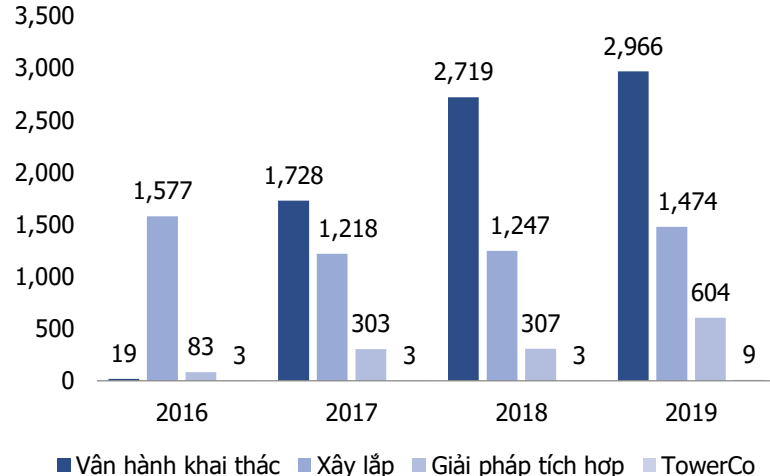
Thị phần dịch vụ viễn thông mặt đất



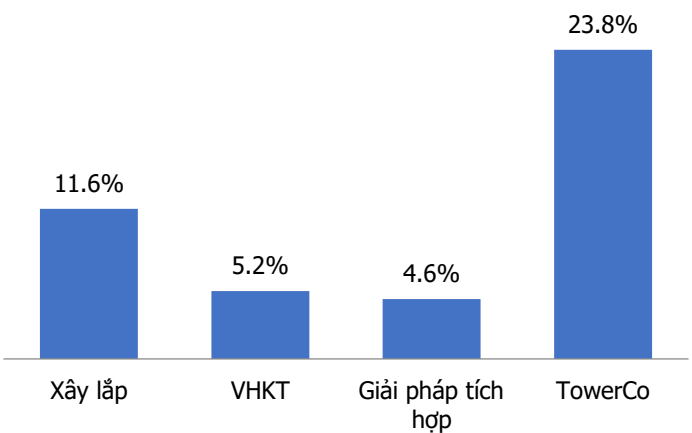
Kết quả kinh doanh theo năm



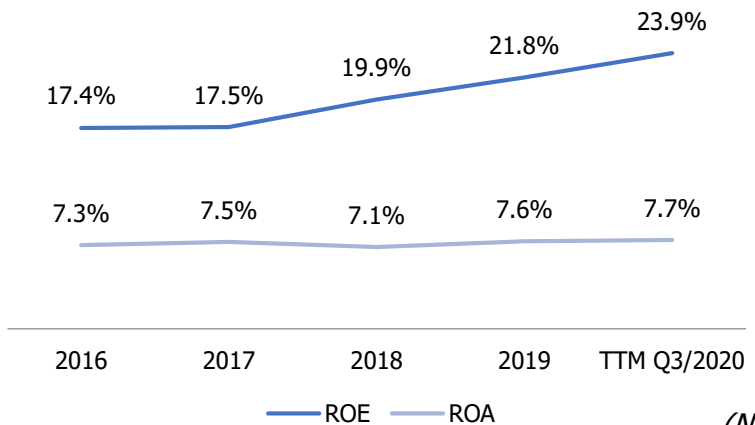
Cơ cấu doanh thu theo năm (tỷ VNĐ)



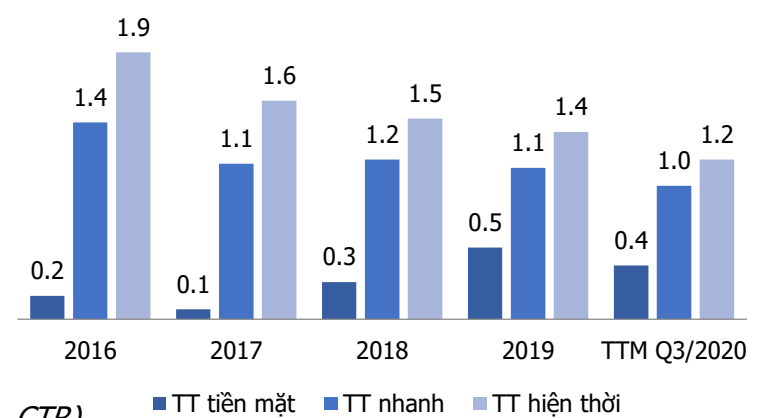
Biên LN gộp 9T2020 theo HĐKD



Hiệu quả sinh lời



Hệ số thanh toán



(Nguồn: CTR)

MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200

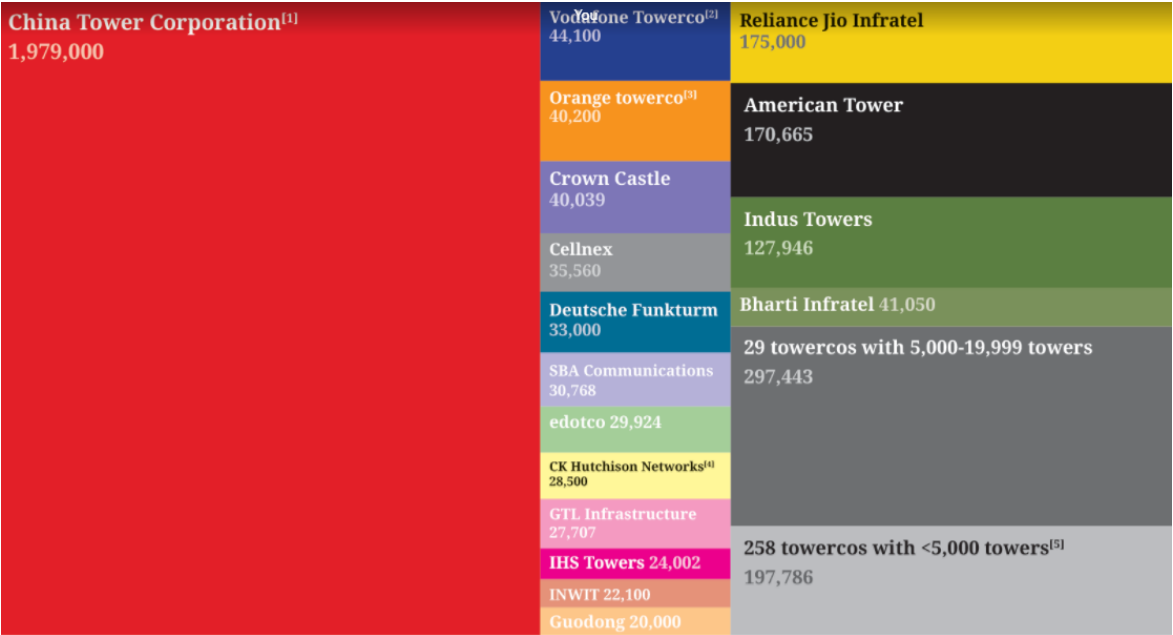
... với định hướng trở thành nhà đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông số một Việt Nam vào năm 2025

- **Biên LN gộp mảng TowerCo cao nhất trong 4 hoạt động chính của CTR** với ~25%.
- Chúng tôi nhận thấy các công ty lớn hoạt động trong mảng này đều ghi nhận mức biên LN gộp cao với >50%.
- **Việc phát triển TowerCo hiện được đánh giá là xu thế tất yếu** bởi các nhà mạng đang dần từ bỏ sở hữu các tài sản cố định để tập trung đầu tư vào các hoạt động cốt lõi, giảm chi phí đầu tư, và tăng vùng phủ sóng.

Theo TowerExchange, các TowerCo trên thế giới sở hữu tới 84% trạm BTS trên thế giới với biên lợi nhuận gộp từ 50-70%. Các TowerCo lớn có thể kể đến bao gồm như American Tower Co, SBA Communications...

- **Dư địa tăng trưởng lớn của thị trường TowerCo tại Việt Nam** nhờ (i) thị trường khá phân mảnh, (ii) mật độ thâm nhập của TowerCo thấp, chỉ 12% số trạm BTS do các TowerCo sở hữu, và (iii) Chỉ thị 52/CT-BTTTT ngày 11/11/2019 về việc tăng cường chia sẻ, sử dụng chung cơ sở hạ tầng viễn thông thụ động.
- **Mục tiêu trở thành TowerCo số 1 tại Việt Nam đến năm 2025.** CTR đặt mục tiêu chuyển dịch từ đơn vị xây lắp và vận hành khai thác viễn thông thành nhà đầu tư và cho thuê hạ tầng viễn thông số một Việt Nam vào năm 2025. Doanh thu đến năm 2025 kỳ vọng đạt 2,550 tỷ đồng, chiếm 22% doanh thu, với mức tăng trưởng bình quân cao hơn 50%.
- DN cho biết công ty sẽ vừa xây mới trạm phát sóng (BTS), vừa nhận thêm trạm từ Tập đoàn Viettel. Theo kế hoạch, CTR sẽ mua lại 10 nghìn trạm từ Viettel và xây mới (chưa tính 5G) mỗi năm 1,500 đến 3,000 trạm.

Hệ thống TowerCo trên thế giới Q3 2019



Biên LN gộp 1 số TowerCo lớn trên thế giới

	2019	9T2020
Crown Castle International Corp (CCI US)	66,2%	67,8%
Equinix Inc (EQIX US)	50,5%	49,4%
American Tower Corp (AMT US)	70,9%	72,2%
Digital Realty Trust Inc (DLR US)	62,7%	61,3%
SBA Communications Corp (SBAC US)	75,5%	77,5%

(Nguồn: TowerExchange, Bloomberg)

MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200

Mô hình dự phóng

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng phát triển của công ty trong những năm tới dựa trên xu hướng phát triển của thị trường trong lĩnh vực công nghệ thông tin và năng lực, thể mạnh của công ty trong những lĩnh vực này.

Chúng tôi cũng đưa ra các kịch bản phát triển của công ty, đặc biệt là nhu cầu về nguồn vốn tài trợ cho các dự án phát triển trong tương lai. Cụ thể chúng tôi cho rằng với chiến lược phát triển mở rộng sang đầu tư và trở thành một TowerCo dẫn đầu trên thị trường, công ty cần nguồn vốn khoảng 10,600 tỷ đồng cho đầu tư hạ tầng trong giai đoạn 2021-2025, chúng tôi dự phóng ngoài lợi nhuận tích lũy hàng năm, công ty cần bổ sung nguồn vốn phát hành cổ phiếu và đi vay với giá trị lần lượt là 1,042 tỷ đồng và 6,800 tỷ đồng (tương đương tỷ lệ vốn vay là 65%).

Định giá

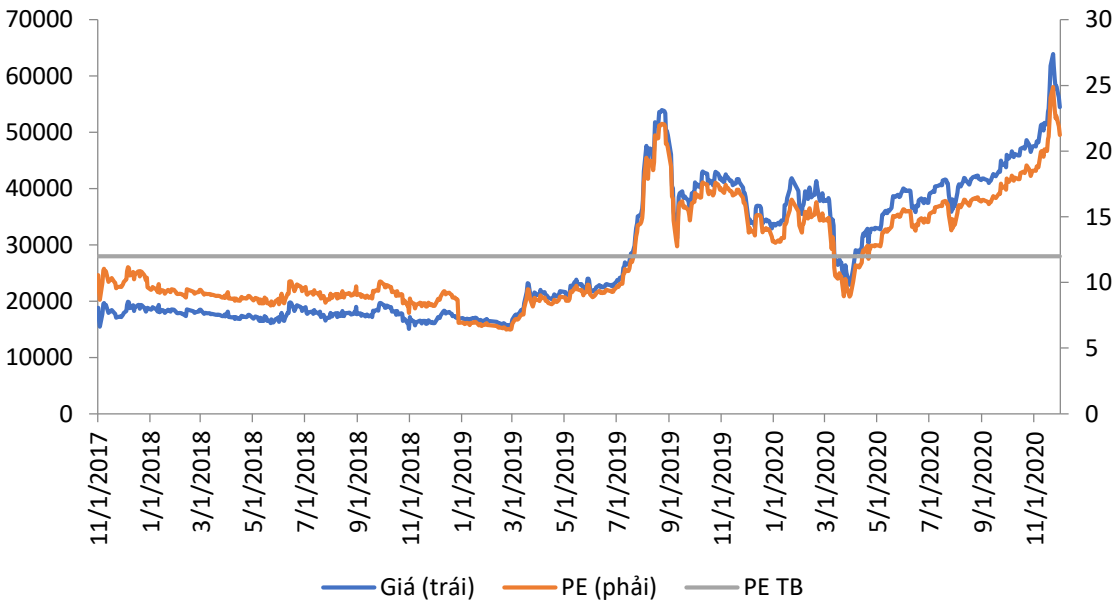
Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu CTR vào khoảng 85,200 đồng/cổ phần** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền với giả định chi phí sử dụng vốn là 13.45% và tăng trưởng hàng năm sau năm 2026 đạt 2.5%.

Chúng tôi đánh giá cao khả năng phát triển mạnh mẽ trong những năm tới của CRT với chiến lược phát triển tập trung vào 4 lĩnh vực dựa trên xu hướng phát triển thị trường viễn thông nói chung và thể mạnh, năng lực hoạt động của CTR nói riêng trong những năm qua và tương lai. **Do đó, có thể thực hiện chiến lược đầu tư dài hạn cổ phiếu CTR trong thời điểm hiện tại.**

Dự phóng Giá trị đầu tư – Vốn CP và vay nợ

Chi tiêu	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Giá trị đầu tư	157	2,487	3,344	1,544	1,544	1,544
- Vốn chủ sở hữu	55	870	1,170	540	540	540
- Vốn vay	102	1,616	2,174	1,004	1,004	1,004

P/E lịch sử



(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)

MUA; Giá mục tiêu: VND 85,200

Mô hình dự phóng

Chỉ tiêu	2018A	2019A	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,277	5,054	5,786	7,124	8,862	9,778	10,694	11,646	12,207
Xây lắp công trình viễn thông	1,247	1,474	1,430	1,544	1,668	1,801	1,909	2,024	2,145
Vận hành khai thác ht viễn thông	2,719	2,966	3,203	3,460	3,667	3,887	4,120	4,368	4,630
Giải pháp tích hợp và thương mại	307	593	1,103	1,213	1,335	1,468	1,615	1,776	1,954
Kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông	-	-	50	907	2,193	2,621	3,050	3,479	3,479
Giá vốn hàng bán	(4,018)	(4,760)	(5,395)	(6,476)	(7,940)	(8,732)	(9,526)	(10,352)	(10,870)
Lợi nhuận gộp	259	294	391	648	922	1,046	1,168	1,294	1,337
Biên lợi nhuận gộp	6.06%	5.82%	6.76%	9.10%	10.41%	10.69%	10.93%	11.11%	10.95%
Xây lắp công trình viễn thông	9.9%	9.3%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Vận hành khai thác ht viễn thông	4.7%	4.6%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Giải pháp tích hợp và thương mại	1.3%	3.4%	4.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Kinh doanh cho thuê hạ tầng viễn thông	Na	na	22.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Doanh thu tài chính	18	21	10	6	6	5	5	4	4
Chi phí tài chính	0	(2)	(11)	(101)	(273)	(375)	(388)	(380)	(303)
- Chi phí lãi vay	0	0	(10)	(100)	(271)	(374)	(387)	(379)	(302)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(105)	(101)	(116)	(142)	(177)	(196)	(214)	(233)	(244)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	172	212	274	411	478	480	571	685	793
EBIT	191	229	309	536	774	879	983	1,089	1,120
Lợi nhuận trước thuế	191	229	299	436	503	505	596	710	818
Lợi nhuận sau thuế	148	180	239	349	402	404	477	568	655
Cổ tức mỗi cổ phần	0	0	1,000	1,000	1,500	1,500	1,500	2,000	2,000

(Nguồn: CTR, MBS Research)

Ngành thép

“Tiếp tục hưởng lợi từ đầu tư công”

- **Ngành xương sống của công nghiệp trong nước, tiêu thụ trên đầu người tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với khu vực.**
- **Nhu cầu trong nước duy trì tăng trưởng, tuy nhiên có dấu hiệu chậm lại.**
- **Các rủi ro: (1) Các DN trong ngành đồng thời tăng công suất, dẫn đến cạnh tranh tang; (2) rủi ro từ chu kỳ của ngành BDS & xây dựng; (3) sức ép nợ vay và lãi suất đối với các DN sử dụng nợ vay để đầu tư mở rộng.**
- **Đánh giá các doanh nghiệp niêm yết:**
 - ❖ Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG) – khuyến nghị MUA

Duong Truong

(+84) 942 434 432

Duong.TruongThuy@mbs.com.vn

Dinh Cong Luyen

(+84) 978 877 784

Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

PHÍA CUNG

Các doanh nghiệp mở rộng sản xuất, đáng chú ý nhất là HPG tăng gấp đôi quy mô trong 2019-2020.

Ngoại trừ doanh nghiệp lớn là HPG với nhiều ưu thế về giá thành và quy mô, đa số các doanh nghiệp hiện sản xuất và tiêu thụ khoảng 70-80% công suất.

Nhiều DN như HSG và NKG đã đầu tư khá nhiều trong giai đoạn trước đó, do vậy tỷ lệ Nợ / vốn chủ sở hữu của hai công ty này hiện vẫn còn khá lớn, chịu áp lực về dòng tiền. Chúng tôi cho rằng **cạnh tranh về giá** sẽ diễn ra trong những năm tới, đặc biệt là đối với các phân khúc thép dẹt và tôn mạ.

Về lĩnh vực sử dụng, khoảng trên một nửa sản lượng thép tiêu thụ cho các mục đích dân dụng, còn lại là công trình và các mục đích khác. Kỳ vọng tiêu thụ của các công trình công nghiệp có thể tăng lên nhờ vốn FDI tăng và chi tiêu công cho cơ sở hạ tầng.

9T2020, tổng sản lượng thép sản xuất đạt 18.48 triệu tấn (+5% CK). Trong đó, thép xây dựng đạt 7.5 triệu tấn (-1.7% CK), thép ống đạt 1.8 triệu tấn (-5.7% CK), tôn mạ đạt 3.2 triệu tấn (+1.4% CK) và thép cán nóng, cán nguội đạt 6 triệu tấn (+1.4% CK). Nhập khẩu thép 8T2020 đạt 9.35 triệu tấn (-3% CK).

Các doanh nghiệp đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ thép trong Q3/2020 nhờ các công trình đang xây được đẩy nhanh tiến độ hoàn thành. Tuy nhiên, các chuyên gia khuyến cáo nên theo dõi thị trường nhằm tránh dư cung.

PHÍA CẦU

9T2020, tổng tiêu thụ thép đạt 16.5 triệu tấn (-3.1% CK). Trong đó, thép xây dựng tiêu thụ đạt 7.6 triệu tấn (-3.1% CK), thép ống đạt 1.8 triệu tấn (+14.5% CK), thép cán nóng, cán nguội đạt 4.2 triệu tấn (-13.2% CK) và tôn mạ đạt 2.8 triệu tấn (+4.5% CK). Xuất khẩu thép đạt 3.2 triệu tấn (-8.6% CK).

Nhu cầu tiêu thụ thép tại Việt Nam về dài hạn vẫn tích cực đến từ nhu cầu xây dựng và tốc độ đô thị hóa cao. Đối với thép dài, hầu hết tiêu thụ là trong nước, trong khi đối với thép dẹt khoảng 1/3 - 1/2 tổng sản lượng được xuất khẩu.

Đối với thép dài, chúng tôi dự báo tiêu thụ ở mức ~ 10-11 triệu tấn trong năm 2020 (đi ngang so với mức 10,7 triệu tấn năm 2019), tiêu thụ / tổng công suất ngành ở mức khoảng 70%. Cạnh tranh ở mảng này sẽ gia tăng lên so với năm trước, do hoạt động tăng công suất từ HPG.

Đối với sản phẩm tôn mạ, tổng tiêu thụ ở mức khoảng 3,5 triệu tấn, trong khi tổng công suất ngành ở mức 7 – 8 triệu tấn. Do vậy sẽ tiếp tục có cạnh tranh gay gắt trong mảng sản phẩm này.

Với HRC, tổng công suất của HPG và Formosa khi đạt tối đa công suất sẽ ở mức ~ 8 triệu tấn (HPG 3.5 triệu tấn, Formosa 4.5 triệu tấn), thấp hơn khối lượng nhập khẩu HRC hiện tại khoảng trên 10 triệu tấn. Vì vậy với sản phẩm này, tiêu thụ trong nước sẽ ở mức tích cực và cạnh tranh không nhiều.

Tiêu thụ trong Q4/2020 có nhiều tín hiệu khả quan do các hoạt động sản xuất của TQ và các nước ASEAN chững lại. Cùng với đó hoạt động xây dựng có nhiều dấu hiệu phục hồi.

CHÍNH PHỦ

Chi tiêu cơ sở hạ tầng ở Việt Nam về dài hạn được dự báo sẽ tăng trưởng ở mức hai con số. Nhiều dự án cơ sở hạ tầng sẽ được triển khai, ví dụ như tuyến Metro TP HCM, sân bay Long Thành, đường cao tốc Bắc Nam, nhiều đường cao tốc và cầu quanh tp. Hà Nội và tp. Hồ Chí Minh, v.v...

Thuế tự vệ đối với thép nhập khẩu đã được gia hạn, ở mức 15,3% với thép dài và 9,4% với phôi thép trong năm 2020, và giảm dần về 0% từ 2023.

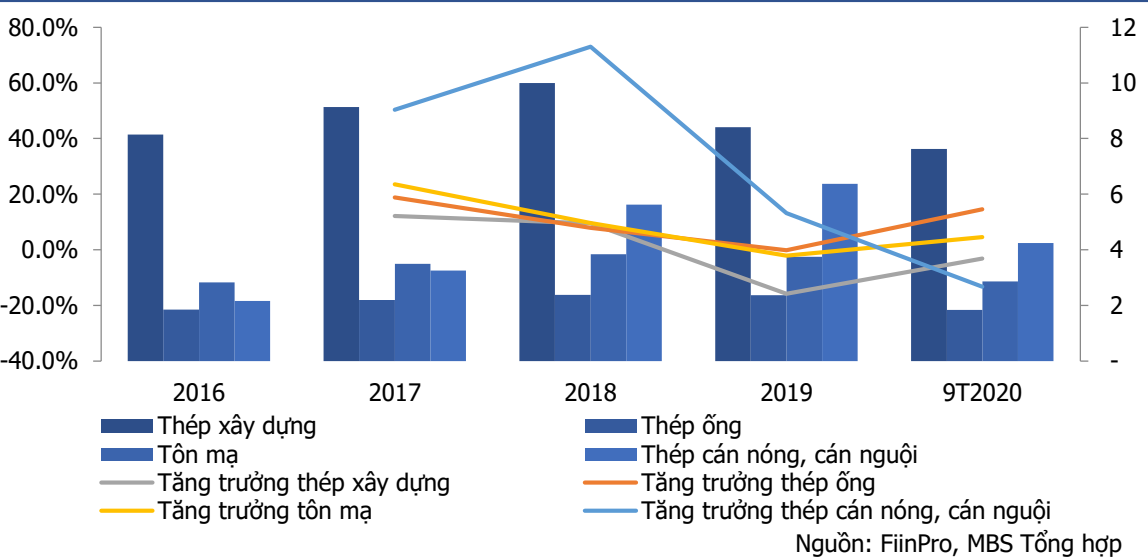
KẾT LUẬN

Mặc dù cạnh tranh trong ngành gia tăng có phần gay gắt, với năng lực từ phía cung gia tăng và áp lực từ thép thế giới, chúng tôi vẫn đánh giá ngành thép ở Việt Nam là tích cực trong dài hạn do môi trường kinh tế vĩ mô thuận lợi, các dự án cơ sở hạ tầng đầy tham vọng của chính phủ và dòng vốn FDI tiềm năng chảy vào Quốc gia.

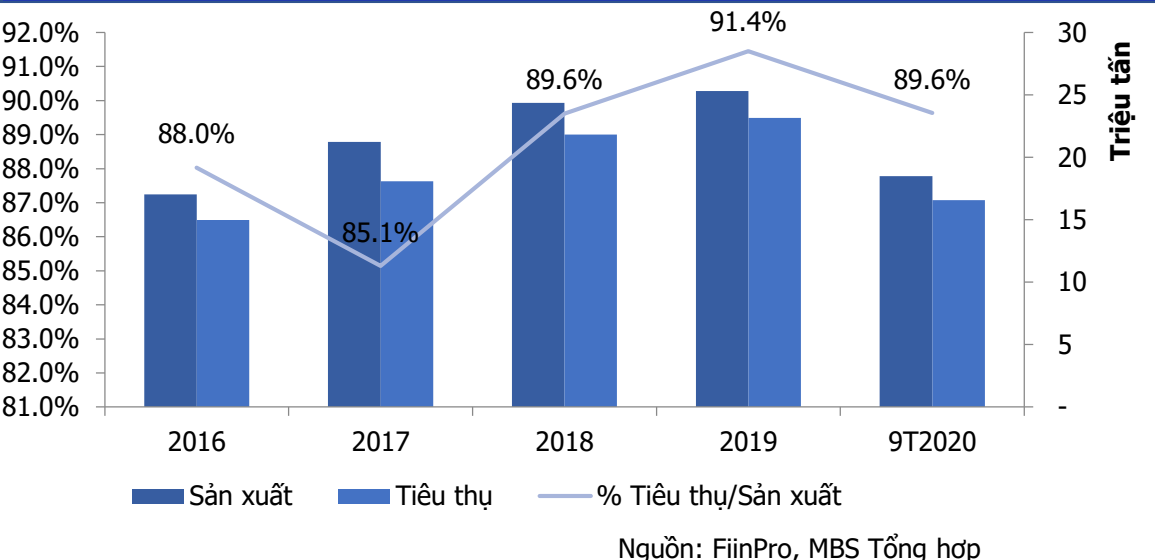
Ngành thép Việt Nam có sự ổn định cao hơn thế giới do có tốc độ tăng trưởng và mức độ tập trung cao, các DN lớn vẫn chiếm đa số thị phần, do vậy giá thép trong nước khá ổn định.

Mức cạnh tranh gia tăng trong những năm tới sẽ là bài kiểm tra với các DN về sức mạnh tranh giành thị phần và khả năng duy trì lợi nhuận và dòng tiền. Những DN yếu kém sẽ có nguy cơ bị gạt bỏ và DN mạnh sẽ có cơ hội giành lấy thị phần.

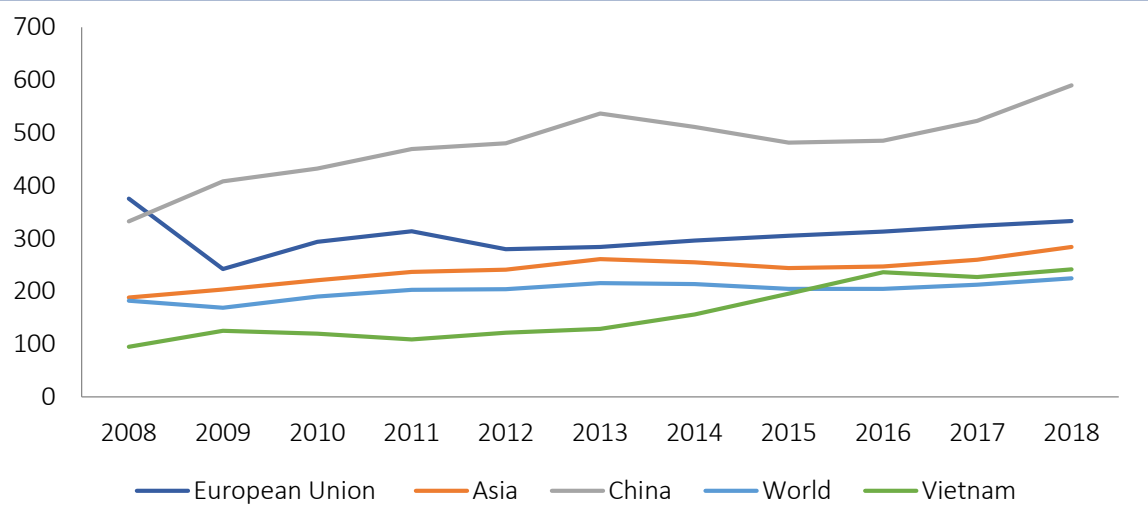
Tăng trưởng tiêu thụ thép theo mảng tại Việt Nam



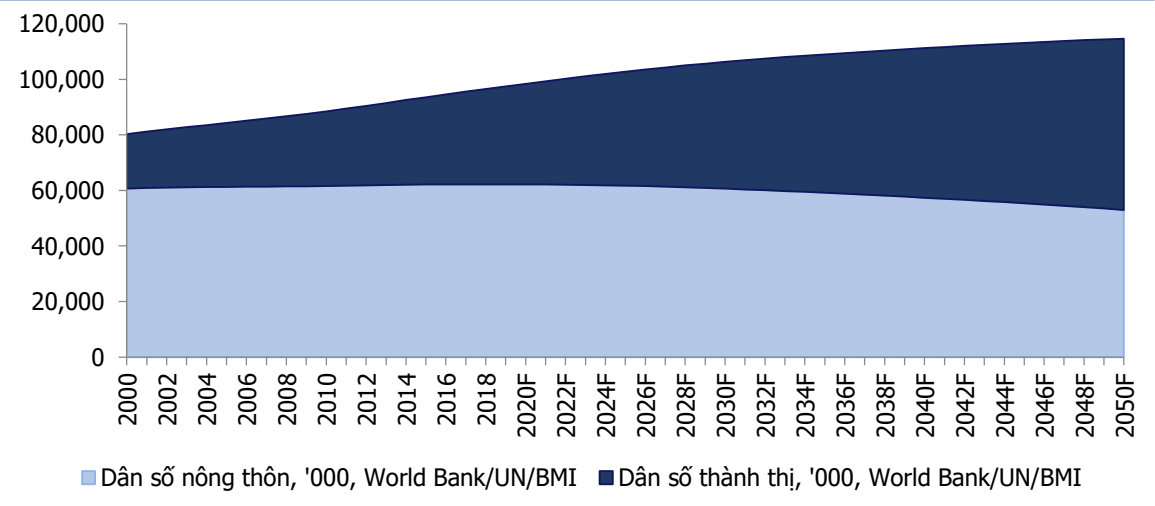
Sản lượng sản xuất / tiêu thụ thép Việt Nam



Tiêu thụ thép trên đầu người



Tốc độ đô thị hóa: Dân số thành thị và nông thôn tại Việt Nam

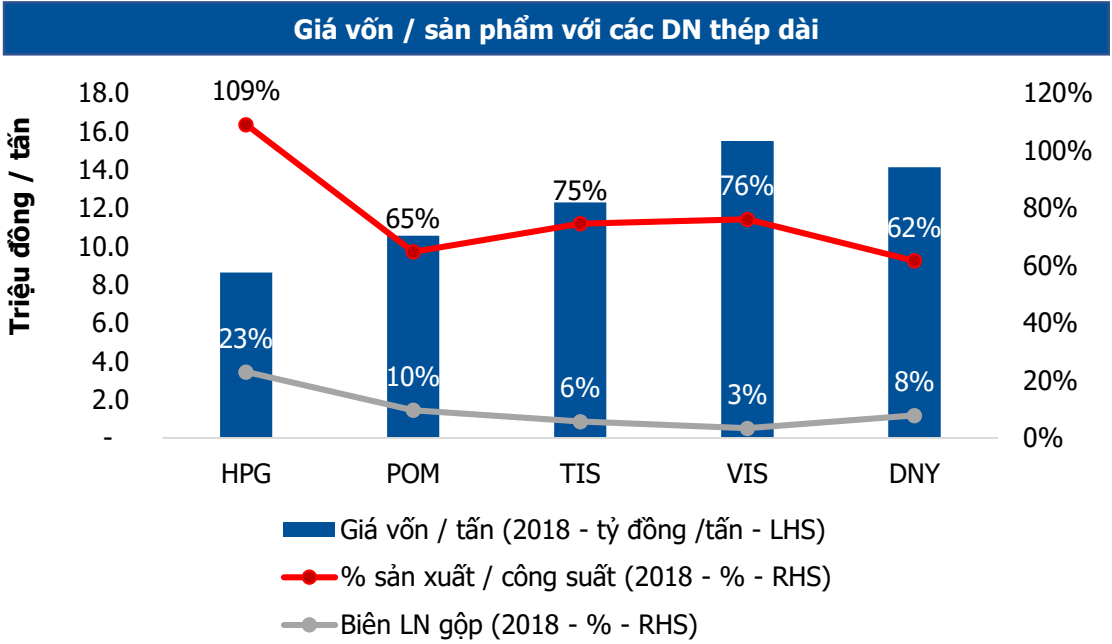


Mã cổ phiếu	Vốn hóa (Tỷ VND)	Doanh thu (Tỷ VND)	Nợ/VCSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE (%)	ROA (%)	P/E	P/B
Thép dài - sử dụng lò BOF (lò cao & lò thổi Oxy)									
HPG	100,724	64,340	0.82	18.8%	13.7%	20.9%	9.8%	9.4	1.8
TIS	1,785	7,020	2.33	4.7%	0.2%	0.8%	0.2%	90.7	0.9
Thép dài - sử dụng lò EAF (lò điện)									
POM	1,518	7,324	1.88	3.6%	-1.7%	-5.6%	-1.7%	(7.9)	0.5
VIS	952	2,851	3.74	1.2%	0.4%	-13.8%	-2.6%	(14.1)	1.9
Tôn mạ									
HSG	7,486	8,438	1.24	16.8%	5.3%	19.0%	6.8%	6.5	1.1
NKG	1,433	8,175	1.32	6.1%	1.7%	4.9%	1.9%	10.1	0.5
DTL	368	1,051	1.23	0.7%	-13.8%	-21.6%	-7.5%	(1.9)	0.4
Thương mại thép									
SMC	755	11,265	1.82	4.3%	1.4%	10.7%	2.8%	8.8	0.6
TLH	408	2,862	0.84	4.4%	0.0%	0.1%	0.0%	(2.1)	0.3
Trung bình			1.69	6.7%	0.8%	1.7%	1.1%	11.1	0.9
Trung vị			1.32	5.4%	-0.6%	-0.4%	0.1%	11.2	0.8

Dữ liệu tháng 9/2020, nguồn: FinPro, MBS Tổng hợp

Quan điểm đầu tư:

- Tập trung vào các doanh nghiệp: (1) DN đầu ngành, có lợi thế về quy mô và công nghệ, (2) Thị phần cao và sức cạnh tranh cao (3) tình hình tài chính lành mạnh => Tập trung vào HPG
- Các công ty khác không khuyến nghị do: (1) hoạt động chưa hiệu quả và biên lợi nhuận thấp; (2) quy mô nhỏ và do đó lợi thế cạnh tranh thấp; (3) DN có sở hữu nhà nước và triển vọng tư nhân hóa chưa rõ ràng. Các công ty này sẽ phải đối mặt với những thách thức lớn trong môi trường cạnh tranh đang gia tăng, cần theo dõi thêm.



Doanh nghiệp	Ticker	Công suất (Tr tấn)	Sản phẩm	Phương pháp sản xuất
Formosa Hà Tĩnh	Chưa NY	7.5	HRC, phôi thép, thép dài	BOF
Hòa Phát Group	HPG	7	Thép dài, ống thép	BOF
VinaKoei	Chưa NY	1	Thép dài	BOF
Pomina Steel	POM	1.8	Thép dài, phôi thép	EAF
POSCO SS	Chưa NY	1	Thép dài, CRC	EAF
Thép Thái Nguyên	TIS	1	Thép dài, ống thép	BOF
Hoa Sen	HSG	3	Ống thép, tôn mạ	N/A
Nam Kim	NKG	1.5	Tôn mạ	N/A

Source: Bloomberg, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: VND 46,000

Luận điểm đầu tư

- HPG là công ty dẫn đầu thị trường thép tại Việt Nam, với sức khỏe tài chính và khả năng cạnh tranh mạnh mẽ. HPG có giá thành sản xuất thấp hơn hẳn so với các đối thủ trong nước và nhiều DN nước ngoài, vì vậy ngay cả trong hoàn cảnh khó khăn của ngành, HPG sẽ có cơ hội lớn để giành thị phần và có tiềm năng tăng trưởng dài hạn lớn.
- HPG sẽ có mức tăng trưởng ổn định trong 2-3 năm tới từ dự án Dung Quất, và những năm sau sẽ có hiệu quả và biên lợi nhuận ngày càng cao do giảm dần sức ép từ chi phí vay và khấu hao.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ kinh tế vĩ mô thuận lợi: tăng trưởng GDP cao, lãi suất duy trì thấp và ổn định, đầu tư công tăng trưởng trong những năm tới và tỷ lệ sử dụng thép trên đầu người của Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp.

Cập nhật

- Trong quý 3/2020, sản lượng thép xây dựng đạt 972,000 tấn (+ 56.4% CK, + 24.5% so với quý 2). Thị phần của HPG đã tăng lên hơn 35% trong quý này (so với thị phần năm 2019 là 26%). Chúng tôi dự báo tổng sản lượng thép xây dựng năm 2020 sẽ đạt khoảng 3.3 triệu tấn (+ 23% CK).
- 9 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 65,114 tỷ VND (+40.3% CK) và LNST đạt khoảng 8,845 tỷ đồng (+ 56.4% CK), hoàn thành 75.7% và 98.3 % kế hoạch cả năm. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2020 đạt LNST cả năm đạt khoảng 10,500 tỷ đồng (+ 40% CK).

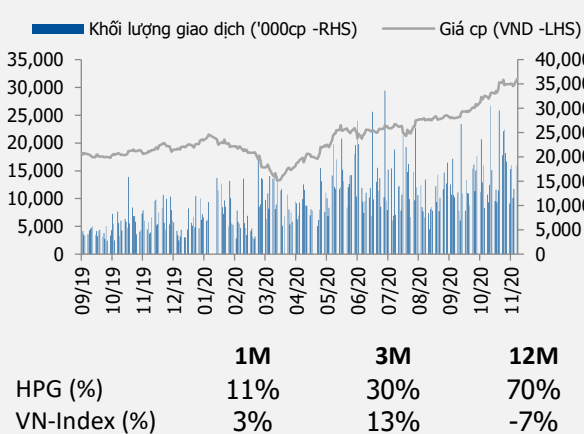
Rủi ro chính

- Virus Corona gây suy giảm tới kinh tế toàn cầu, có thể ảnh hưởng tới nhu cầu và giá thép thế giới cũng như trong nước.
- Rủi ro chung đối với thép Việt Nam: (1) tính chất biến động chu kỳ và ngắn hạn của giá thép và giá quặng sắt; (2) rủi ro từ thặng dư cung toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc; và (3) cạnh tranh trong nước do các DN gia tăng năng lực sản xuất.

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu 1 năm là 46,000 đồng dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 13.2% và tăng trưởng dài hạn là 2% với kỳ vọng giá HRC duy trì trung bình trên 600 USD/tấn. Trong trường hợp giá HRC duy trì trung bình trên 700 USD/tấn, giá mục tiêu của HPG được điều chỉnh là 60,000 đồng.

Biến động giá cổ phiếu



Ngày báo cáo	10/12/2020
Thị giá ngày báo cáo	37,600 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	46,000 VND/cp
Tăng / giảm (%)	22.3%
Mã Bloomberg	HPG VN
Vốn hóa	124,579 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 12,476 – VND 38,800
KLGDBQ	263 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.00%
Sở hữu nước ngoài	33.17%

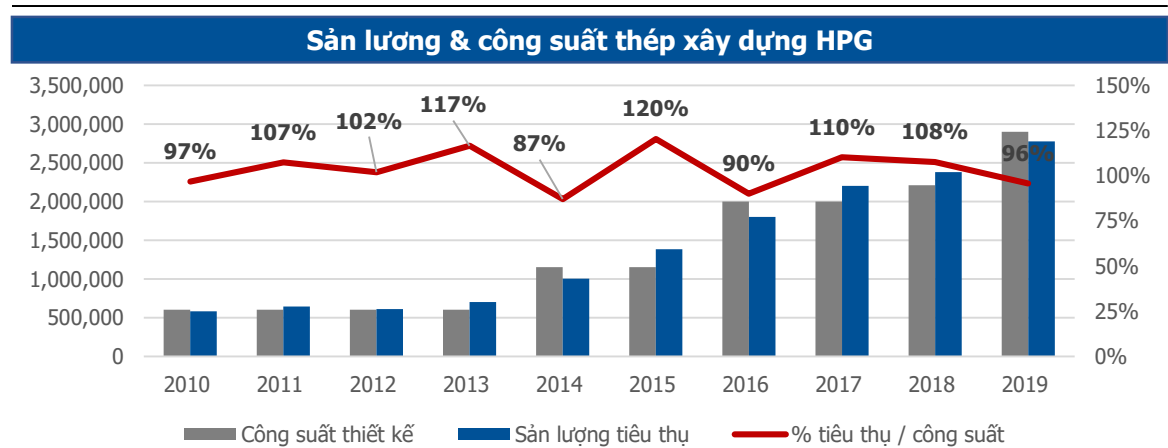
	Đơn vị	2019A	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ VND	63,658	76,978	98,488	106,330
EBIT	Tỷ VND	9,743	13,811	15,955	17,481
LNST	Tỷ VND	7,578	10,482	11,908	13,809
EPS (VND)	VND	2,582	2,976	3,381	3,921
Tăng trưởng EPS (%)	%	-33%	15%	14%	16%
P/E (x)	Lần	9.1	10.6	9.3	8.0
EV/EBITDA (x)	Lần	7.7	6.6	4.7	3.6
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	0%	0%	5%
P/B (x)	Lần	1.4	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	%	16%	16%	16%	16%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	77%	50%	43%	34%

Nguồn: MBS Research

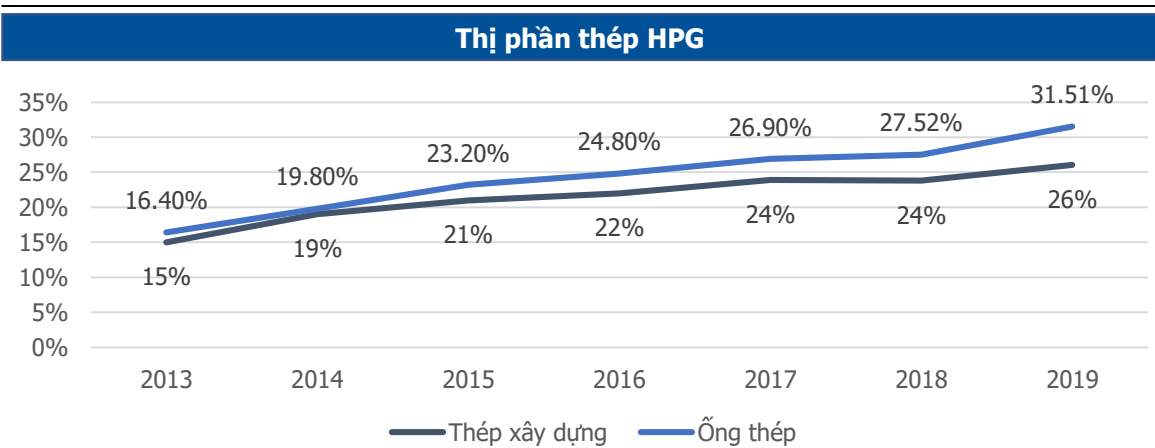
Nguồn: HPG, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: VND 46,000

Thép XD	2018 (tấn)	2019 (tấn)	2020 (tấn)	Thay đổi (%)	Thị phần 2019	Thị phần 2020
Tháng 1	197,861	249,574	175,806	-30%	27%	29%
Tháng 2	163,549	200,355	205,491	3%	25%	31%
Tháng 3	180,083	246,904	351,136	42%	25%	34%
Tháng 4	177,996	236,793	269,682	14%	26%	30%
Tháng 5	228,089	226,037	258,518	14%	25%	29%
Tháng 6	146,901	185,943	252,204	36%	23%	32%
Tháng 7	199,209	235,166	300,258	28%	26%	35%
Tháng 8	179,400	193,321	321,554	66%	24%	35%
Tháng 9	220,998	193,067	352,268	82%	24%	37%
Tháng 10	250,060	221,277			26%	
Tháng 11	220,000	301,266			31%	
Tháng 12	213,013	285,363			30%	
Total	2,377,159	2,775,066	3,300,000 (dự phóng)	19%	26%	



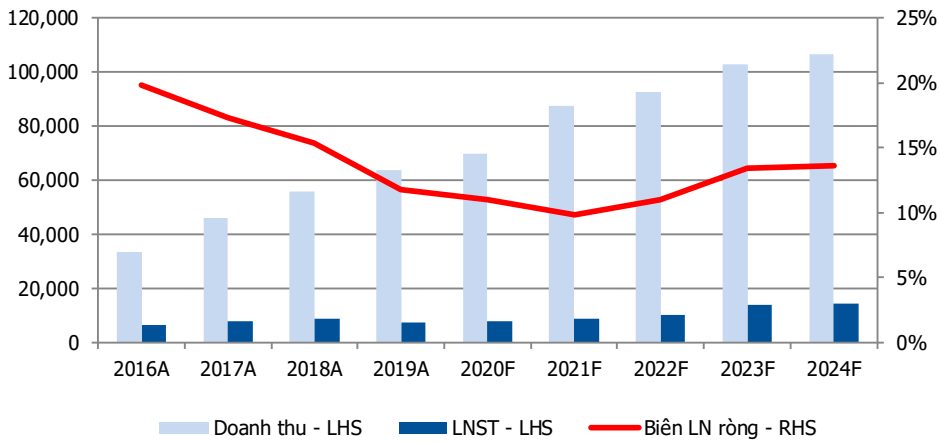
Ống thép	2018 (tấn)	2019 (tấn)	2020 (tấn)	Thay đổi (%)	Thị phần 2019	Thị phần 2020
Tháng 1	55,500	59,600	44,500	-25%	30%	35%
Tháng 2	40,200	54,000	47,900	-11%	35%	30%
Tháng 3	52,500	58,400	52,500	-10%	29%	30%
Tháng 4	53,000	54,000	60,200	11%	28%	33%
Tháng 5	58,500	65,700	70,500	7%	29%	30%
Tháng 6	54,500	66,200	71,500	8%	30%	31%
Tháng 7	53,200	70,600	75,200	7%	33%	31%
Tháng 8	58,500	55,300	76,468	38%	30%	31%
Tháng 9	54,400	62,923			33%	
Tháng 10	61,300	65,700			34%	
Tháng 11	56,800	72,500			34%	
Tháng 12	55,500	62,500			34%	
Total	653,900	747,423	710,052 (dự phóng)	-5%	32%	



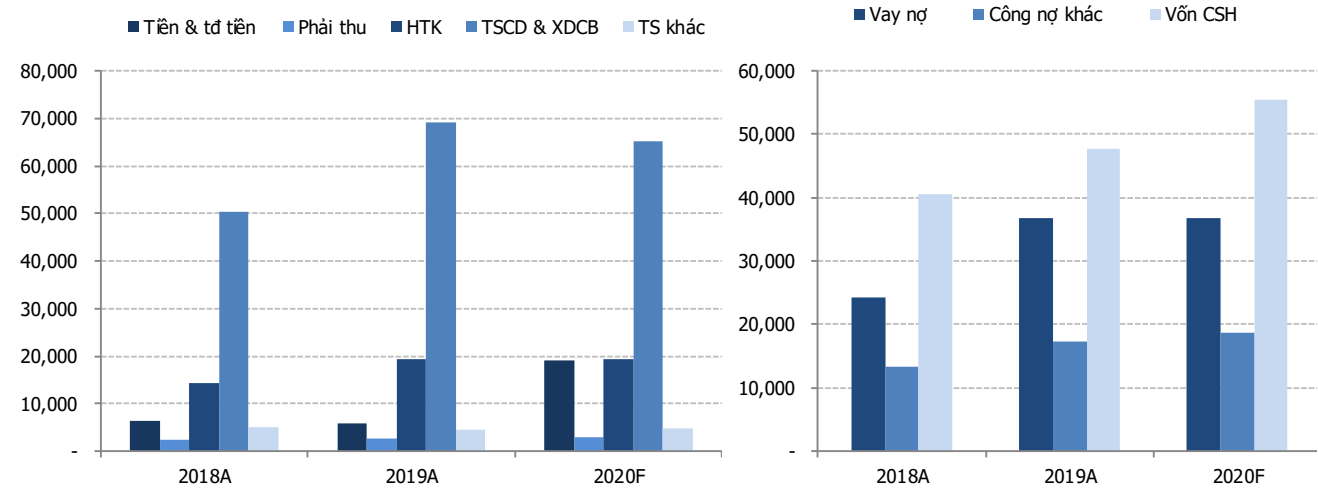
Nguồn : HPG, Bloomberg, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: VND 46,000

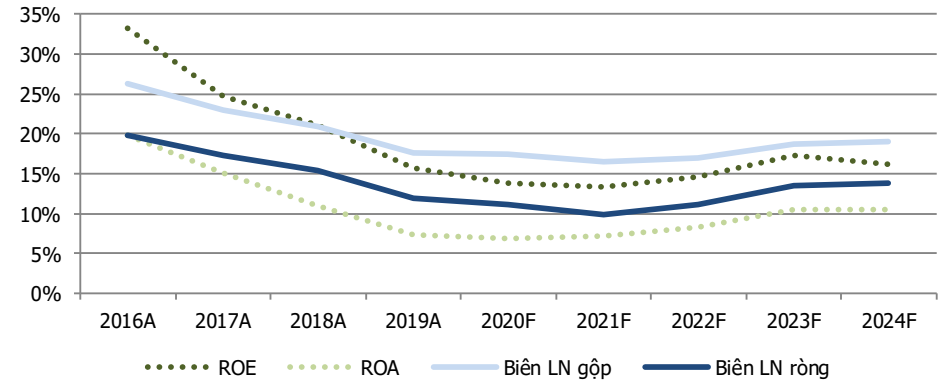
Doanh thu & lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Các chỉ số lợi nhuận



Các chỉ số tài chính

Dupont	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
LNST / Doanh thu	0.12x	0.11x	0.10x	0.11x	0.14x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	2.13x	2.00x	1.87x	1.76x	1.65x
Doanh thu / Tài sản	0.63x	0.63x	0.73x	0.75x	0.79x
ROE	15.7%	13.8%	13.4%	14.6%	17.3%

Số ngày vòng quay	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Thời gian thu tiền khách hàng bình	14 ngày	14 ngày	13 ngày	14 ngày	14 ngày
Thời gian tồn kho bình quân	117 ngày	122 ngày	109 ngày	119 ngày	117 ngày
Thời gian trả tiền bình quân	57 ngày	40 ngày	36 ngày	40 ngày	39 ngày
Chu kỳ tiền mặt	74 ngày	97 ngày	86 ngày	93 ngày	92 ngày

MUA; Giá mục tiêu: VND 46,000

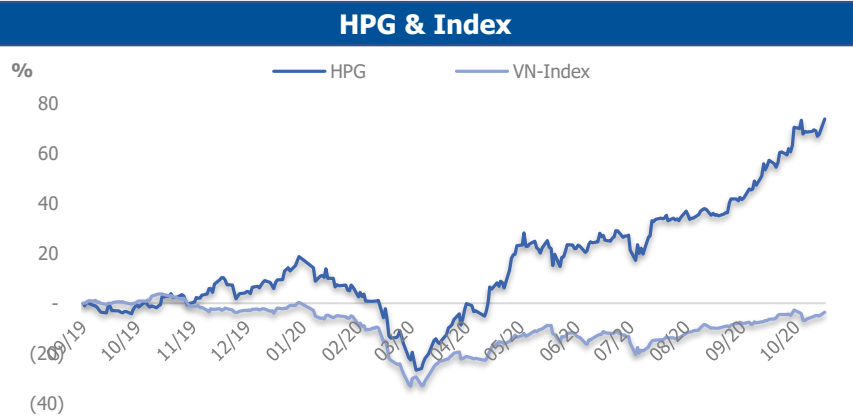
ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 1 năm là 46,000 đồng bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, với WACC là 13.3% (Re 16.4% và Rd 9%), tương đương P/E năm 2020 khoảng 11 lần.

Phương pháp FCFF	Tỷ suất lựa chọn
WACC	13.3%

Tốc độ tăng trưởng cuối 2%

Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	46,000
-----------------------------	--------



DỰ PHÓNG

- **Chúng tôi hạ dự phóng năm 2020-2021** từ ảnh hưởng của Virus Corona và suy giảm kinh tế đối với các khối kinh tế lớn trên thế giới như EU, Mỹ, Trung Quốc.
- **Sau khi dự án Dung Quất đi vào hoạt động**, chúng tôi dự phóng doanh thu và thị phần của HPG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ, do HPG là doanh nghiệp có vị thế hàng đầu trên thị trường, sức cạnh tranh cao và sức khỏe tài chính tốt.
- Tuy nhiên, **biên lợi nhuận của công ty** trong những năm đầu Dung Quất đi vào hoạt động giảm sút do: (1) áp lực lên giá bán do cạnh tranh về thị phần; (2) cạnh tranh tăng lên tại thị trường trong nước, đặc biệt khi HPG đầu tư vào 2 mảng mới là thị trường Miền Nam và thị trường tôn mạ; (3) rủi ro tính chu kỳ và sức ép từ thép thế giới, đặc biệt là Trung Quốc

Dự phóng KQKD

Tỷ VND	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Sản lượng thép XD	2,377,159	2,775,066	3,300,000	3,600,000	4,000,000	4,400,000	4,460,000
Tăng trưởng	8%	17%	19%	9%	11%	10%	1%
Sản lượng ống thép	653,900	747,423	710,052	745,554	782,832	821,974	863,072
Tăng trưởng	11%	14%	-5%	5%	5%	5%	5%
Doanh thu	55,836	63,658	76,978	98,488	106,330	114,470	118,253
Tăng trưởng	21%	14%	21%	28%	8%	8%	3%
Giá vốn	44,166	52,473	61,386	80,245	86,367	91,680	94,358
Lợi nhuận gộp	11,671	11,185	15,592	18,244	19,963	22,790	23,894
Tăng trưởng	10%	-4%	39%	17%	9%	14%	5%
LNST	8,601	7,578	10,482	11,908	13,809	16,790	17,738
Tăng trưởng	7%	-12%	38%	14%	16%	22%	6%
EPS	3,866	2,582	2,976	3,381	3,921	4,767	5,036
Tăng trưởng	-26%	-33%	15%	14%	16%	22%	6%
BVPS	19,120	17,308	19,177	22,738	25,354	28,837	32,675
ROE	21.1%	15.7%	16.3%	15.7%	16.3%	17.4%	16.2%
ROA	11.0%	7.4%	9.0%	8.8%	9.7%	11.1%	11.0%

Nguồn : HPG, MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: VND 46,000

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	63,658	76,978	98,488	106,330
Giá vốn hàng bán	52,473	61,386	80,245	86,367
Lợi nhuận gộp	11,185	15,592	18,244	19,963
Doanh thu hoạt động tài chính	471	633	1,195	1,717
Chi phí tài chính	1,182	2,394	3,461	3,323
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,442	1,780	2,289	2,482
Lợi nhuận trước thuế	9,097	12,049	13,687	15,872
Lợi nhuận sau thuế	7,578	10,482	11,908	13,809
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	7,508	10,385	11,797	13,681
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	71	98	111	128

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	30,472	42,999	65,877	78,724
I. Tiền & tương đương tiền	4,565	15,184	30,077	40,235
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,374	1,416	1,458	1,502
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,663	3,037	3,885	4,195
IV. Hàng tồn kho	19,412	20,390	26,654	28,687
V. Tài sản ngắn hạn khác	2,458	2,972	3,802	4,105
Tài sản dài hạn	71,319	72,415	67,904	61,600
I. Các khoản Phải thu dài hạn	28	34	43	46
II. Tài sản cố định	31,244	48,305	58,796	55,182
1. Tài sản cố định hữu hình	30,974	48,055	58,564	54,969
2. Tài sản cố định vô hình	269	250	232	214
III. Bất động sản đầu tư	577	552	528	504
IV. Tài sản dở dang dài hạn	37,441	21,087	5,444	2,535
V. Đầu tư tài chính dài hạn	26	26	26	26
VI. Tài sản dài hạn khác	2,004	2,411	3,067	3,307
Tổng tài sản	101,791	115,413	133,781	140,323
Nợ phải trả	54,003	51,875	58,444	56,319
I. Nợ ngắn hạn	26,998	26,843	28,695	28,592
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	10,160	11,690	15,057	16,317
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	16,838	15,154	13,638	12,275
II. Nợ dài hạn	27,005	25,032	29,749	27,727
1. Các khoản phải trả dài hạn	7,163	8,380	10,954	11,790
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	19,842	16,651	18,794	15,937
Vốn chủ sở hữu	47,788	63,538	75,337	84,004
1. Vốn điều lệ	27,611	33,133	33,133	33,133
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	15,858	25,673	37,252	45,654
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	183	243	288	322
5. Vốn khác	924	1,278	1,452	1,684
Tổng nguồn vốn	101,791	115,413	133,781	140,323

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F	2022F
Định giá				
EPS	2,582	2,976	3,381	3,921
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	17,308	19,177	22,738	25,354
P/E	9.1	10.6	9.3	8.0
P/B	1.4	1.6	1.4	1.2
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	18%	20%	19%	19%
Biên EBITDA	19%	24%	22%	23%
Biên lợi nhuận sau thuế	12%	14%	12%	13%
ROE	16%	16%	16%	16%
ROA	7%	9%	9%	10%
Tăng trưởng				
Doanh thu	14%	21%	28%	8%
Lợi nhuận trước thuế	-10%	32%	14%	16%
Lợi nhuận sau thuế	-12%	38%	14%	16%
EPS	-33%	15%	14%	16%
Tổng tài sản	30%	13%	16%	5%
Vốn chủ sở hữu	18%	33%	19%	12%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.13	1.60	2.30	2.75
Thanh toán nhanh	0.22	0.62	1.10	1.46
Nợ/tài sản	36%	28%	24%	20%
Nợ/vốn chủ sở hữu	77%	50%	43%	34%
Khả năng thanh toán lãi vay	10.40	6.66	5.23	6.07
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu khách hàng	25.6	26.6	28.1	26.0
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14 ngày	14 ngày	13 ngày	14 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	3.1	3.1	3.4	3.1
Thời gian tồn kho bình quân	117 ngày	119 ngày	107 ngày	117 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	6.3	9.4	10.2	9.3
Thời gian trả tiền bình quân	57 ngày	39 ngày	36 ngày	39 ngày

Ngành gỗ đá

“Tiềm năng xuất khẩu mang lại ổn định lâu dài”

Dinh Cong Luyen

(+84) 978 877 784

Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

MUA – Giá mục tiêu: 70,000 đồng

Luận điểm đầu tư

- **Mảng xuất khẩu gỗ được hưởng lợi chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.** Sự dịch chuyển mạnh mẽ đơn hàng ra khỏi Trung Quốc của các khách hàng Mỹ do lo ngại CTM Mỹ-Trung. Mỹ là thị trường XK lớn nhất với 70% DT XK gỗ của PTB. Ước tính DT xuất khẩu gỗ 9T2020 của PTB đạt 2,056 tỷ VNĐ (+45.5% so với cùng kỳ).
- **Công suất mảng gỗ tăng 30% sau khi nhà máy gỗ Phù Cát được đưa vào hoạt động.** Nhà máy gỗ Phù Cát với công suất 120 cont/tháng (+30% công suất hiện tại) đang được khai thác 80% công suất GĐ1 và hoàn thành vào Q2/2021 dự báo sẽ giúp mảng gỗ tăng trưởng 30%/năm trong giai đoạn 2022-2025 với biên lợi nhuận gộp (BLNG) 19%.
- **Nhà máy đá thạch anh mới sẽ duy trì tăng trưởng cho mảng đá.** Nhà máy đá thạch anh nhân tạo Phú Tài Đồng Nai với công suất 450,000 m3/năm đã hoàn thành thử nghiệm và xuất 7 cont hàng đầu tiên sang Mỹ trong tháng 9/2020. Dự kiến nhà máy sẽ sản xuất thương mại vào năm 2021, và đạt công suất tối đa từ 2-3 năm và đem lại doanh thu khoảng 420 tỷ đồng/năm.
- **Ghi nhận doanh thu của dự án Phú Tài Residences trong Q3/2021.** Hiện tại, 35% căn hộ đã được bán, theo kế hoạch sẽ được ghi nhận vào bảng cân đối kế toán vào quý 3/2021 và PTB dự kiến tất cả các căn hộ sẽ được bán vào năm 2022. Dự án dự kiến sẽ gia tăng giá trị của PTB khoảng 192 tỷ đồng.

Cập nhật KQKD Q3/2020 và 9T2020

Doanh thu hợp nhất 9T2020 đạt 4,021 tỷ đồng, trong đó mảng gỗ đạt 2,133 tỷ đồng (chiếm 53% tổng doanh thu), mảng đá đạt 1,098 tỷ đồng (+7% so với cùng kỳ). LNTT đạt 316 tỷ đồng (+17% so với cùng kỳ) do sự sụt giảm mạnh của lợi nhuận mảng đá (-33% so với cùng kỳ) và mảng ô tô (lỗ 7.4 tỷ trong 9T2020). Tuy nhiên, mảng gỗ đạt LNTT 152 tỷ đồng (+73% so với cùng kỳ).

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PTB tại mức giá mục tiêu 70,000 đồng/CP dựa vào 2 phương pháp định giá DCF và so sánh P/B.



Unit: VND bn	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Revenue	5,549	5,494	6,768	8,231
EBIT	642	531	685	847
Net profit	457	366	476	591
EPS (VND)	9,109	7,533	9,791	12,153
EPS's growth rate (%)	9%	-17%	30%	24%
P/E (x)	6.0x	7.3x	5.6x	4.5x
EV/EBITDA (x)	3.0x	3.4x	2.7x	2.2x
Dividend (VND)	3,000	2,500	3,200	4,000
Dividend yield (%)	5%	5%	6%	7%
P/B (x)	1.5x	1.3x	1.1x	1.0x
ROE (%)	25%	18%	20%	22%
Debt/Equity (%)	97%	91%	84%	69%

Source: PTB, MBS Research

MUA – Giá mục tiêu: 70,000 đồng/CP

BÁO CÁO KQKD (Tỷ VND)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	5,549	5,494	6,768	8,231
Giá vốn hàng bán	(4,518)	(4,445)	(5,445)	(6,606)
Lợi nhuận gộp	1,031	1,049	1,323	1,625
Doanh thu tài chính	16	14	15	14
Chi phí tài chính	(97)	(84)	(100)	(119)
Chi phí bán hàng	(224)	(302)	(372)	(453)
Chi phí QLDN	(185)	(220)	(271)	(329)
Lợi nhuận trước thuế	550	458	595	738
Lợi nhuận sau thuế	457	366	476	591

Bảng CĐKT (Tỷ VND)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	2,441	2,343	2,783	3,090
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	127	110	135	165
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	50	50	50	50
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	739	793	977	1,044
IV. Hàng tồn kho	1,322	1,218	1,417	1,629
V. Tài sản ngắn hạn khác	203	172	203	202
Tài sản dài hạn	1,888	2,157	2,242	2,302
II. Tài sản cố định	1,480	1,894	1,985	2,048
1. Tài sản cố định hữu hình	1,450	1,862	1,951	2,012
2. Tài sản cố định vô hình	30	32	34	36
IV. Xây dựng cơ bản dở dang	158	3	-	-
V. Đầu tư tài chính dài hạn	5	10	10	10
VI. Tài sản dài hạn khác	226	231	228	225
TỔNG CÔNG TÀI SẢN	4,329	4,500	5,025	5,393
Nợ phải trả	2,483	2,459	2,687	2,649
I. Nợ ngắn hạn	2,203	2,146	2,392	2,366
1. Phải trả ngắn hạn	684	591	715	751
2. Vay ngắn hạn	1,519	1,555	1,677	1,615
II. Nợ dài hạn	280	313	295	283
1. Phải trả dài hạn	9	5	5	5
1. Vay dài hạn	271	308	290	277
Vốn chủ sở hữu	1,846	2,041	2,338	2,744
TỔNG CÔNG NGUỒN VỐN	4,329	4,500	5,025	5,393

Tỷ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	9,109	7,533	9,791	12,153
BVPS (VND)	37,974	41,990	48,112	56,452
P/E	6.0x	7.3x	5.6x	4.5x
P/B	1.5x	1.3x	1.1x	1.0x
Khả năng sinh lợi				
Biên lợi nhuận gộp	19%	19%	20%	20%
Biên lợi nhuận EBITDA	15%	14%	14%	14%
Biên lợi nhuận ròng	8%	7%	7%	7%
ROE	26%	19%	22%	23%
ROA	12%	8%	10%	11%
Tỷ lệ tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	18%	-1%	23%	22%
Tăng trưởng LNTT	16%	-17%	30%	24%
Tăng trưởng LNST	14%	-20%	30%	24%
Tăng trưởng EPS	9%	-17%	30%	24%
Tăng trưởng Tổng Tài sản	27%	4%	12%	7%
Tăng trưởng VCSH	11%	11%	15%	17%
Tỷ số thanh khoản và khả năng trả nợ				
Tỷ số thanh toán hiện hành	1.11	1.09	1.16	1.31
Tỷ số thanh toán nhanh	0.51	0.52	0.57	0.62
Nợ/Tổng Tài sản	0.41	0.41	0.39	0.35
Nợ/VCSH	0.97	0.91	0.84	0.69
Tỷ số hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	8.11	8.11	9.13	9.13
Số ngày thu tiền bình quân	45	45	40	40
Vòng quay HTK	3.65	3.84	4.06	4.06
Số ngày tồn kho bình quân	100	95	90	90
Vòng quay khoản phải trả	12.17	12.17	14.60	18.25
Số ngày trả tiền bình quân	30	30	25	20

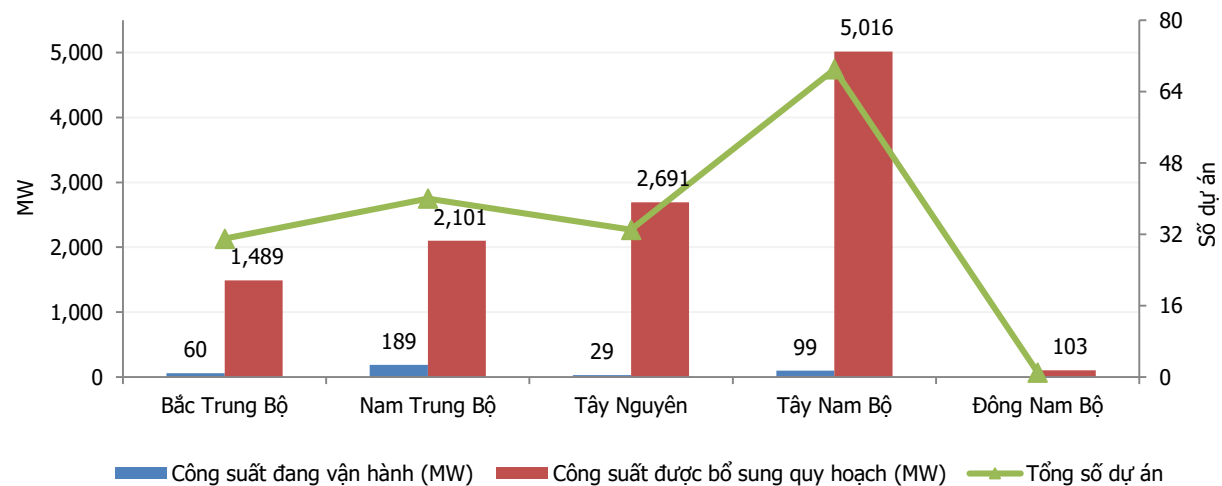
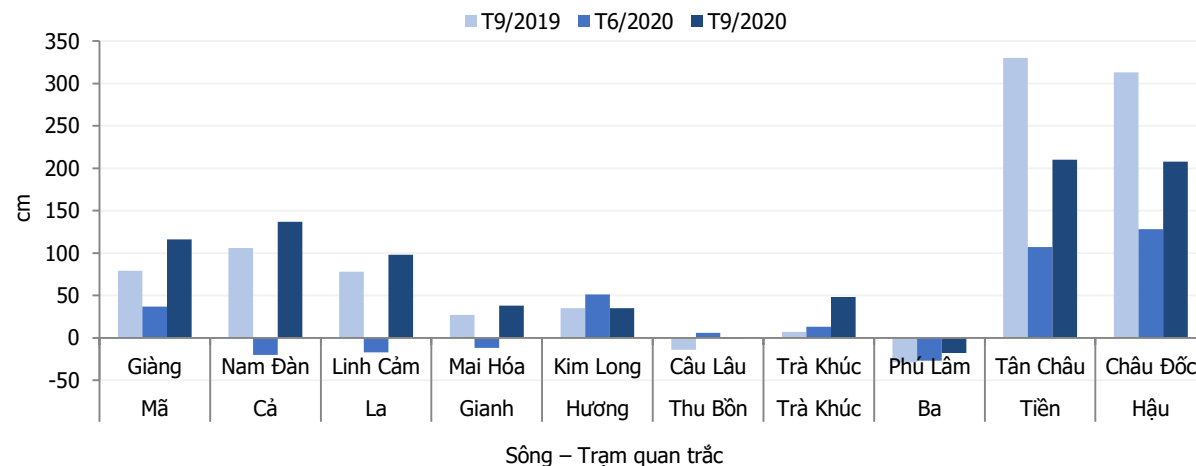
Ngành điện

“Tiềm năng cung ứng điện từ nguồn năng lượng gió”

Tiềm năng cung ứng điện từ nguồn năng lượng gió tại Việt Nam

- Tăng trưởng tiêu thụ điện Việt Nam trong 9 tháng đầu 2020 đạt mức 3.09% so với cùng kỳ 2019 (CK). Sự tăng trưởng đến từ nhu cầu điện tăng do các hoạt động kinh tế - xã hội được phục hồi sau dịch Covid-19. Trong tháng 9, sản lượng điện thương phẩm tăng 1.05% so với tháng 8 và tăng 8.41% so với CK năm 2019, phần lớn đến từ thủy điện và nhiệt điện than. Cụ thể, lũy kế 9 tháng đầu 2020, sản lượng thủy điện đạt 48.4 tỷ kWh (-6.9% CK), chiếm 26% tổng sản lượng điện. Thủy điện đã dần phục hồi trong quý 3 2020 khi diễn biến thời tiết trở nên thuận lợi với lượng mưa lớn. Sản lượng điện khí cũng đạt 27.4 tỷ kWh (-16.5% CK), do sự cố ngừng cấp khí Lô 11.2 trong nửa đầu năm 2020. Theo đó, EVN đã tăng huy động nhóm nhiệt điện than 10.5% CK với tổng sản lượng đạt 97.3 tỷ kWh để đáp ứng nhu cầu sử dụng. Dự kiến, sản lượng thương phẩm cả năm 2020 dự báo ở mức 214 tỷ kWh, tăng 2.16% CK.
- Đối với nhóm thủy điện, tính đến hết Q3 2020, doanh thu và lợi nhuận ghi nhận sự sụt giảm lần lượt 12% và 38% CK. Do đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận 2020 ở mức giảm bình quân 30% CK, do kết quả kinh doanh phần nào đã dần phục hồi trong Q3 và dự kiến trong Q4. Cùng với đó, với mức cơ sở thấp trong 2020, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận các công ty thủy điện sẽ tăng mạnh (+120% CK) trong 2021 khi Việt Nam bước vào chu kỳ 2 năm thuận lợi về thủy văn. Tính đến quý 3 2020, mực nước tại một số sông chính tại khu vực miền Trung và miền Nam đã phục hồi mạnh mẽ. Cụ thể, mực nước đo tại ngày 30/9 đã tăng trở lại 227% so với T6/2020 và chỉ thấp hơn 6.5% so với CK 2019.
- Về triển vọng trung hạn, chúng tôi cho rằng các dự án điện gió sẽ được tập trung phát triển trong thời gian tới. Trong T6/2020, Thủ Tướng Chính Phủ (TTCP) đã đồng ý thông qua đề xuất bổ sung 91 nhà máy điện gió vào quy hoạch phát triển quốc gia theo đề xuất của Bộ Công Thương (BCT) với tổng quy mô lên đến gần 7,000 MW, đồng thời dừng bổ sung quy hoạch các dự án điện gió từ T10/2020. Như vậy, tổng công suất quy hoạch điện gió cho giai đoạn 2020-2025 là 11,800 MW từ 174 dự án, trong đó 11 dự án đã được vận hành phát điện với tổng công suất 377 MW. Ngoài ra, trong năm 2020 và 2021, dự kiến sẽ vận hành 31 dự án đã ký hợp đồng mua bán điện với tổng công suất 1,662 MW.

Mực nước một số sông chính khu vực miền Trung & miền Nam



CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)



MUA; Giá mục tiêu: 27.300 VND

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu NT2 với **giá mục tiêu 27.300 đồng/CP**. Với khả năng duy trì tỷ suất cổ tức 8%-10%/năm trong bối cảnh lãi suất tiếp tục được hạ cùng với việc nhu cầu phụ tải điện được dự báo phục hồi mạnh trong năm 2021 và giá nhiên liệu đầu vào đang ở mức thấp, chúng tôi đánh giá tiềm năng của NT2 hấp dẫn trong trung và dài hạn.

Thông tin cập nhật

- **Q3 2020 lỗ ~6 tỷ đồng do thực hiện trung tu và lỗ chênh lệch tỷ giá.** Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 dừng máy tiến hành trung tu mở rộng định kỳ tại 75.000 giờ vận hành trong tháng 9/2020 khiến doanh thu điện và lợi nhuận gộp bị sụt giảm mạnh trong kỳ, tương ứng giảm 35,7% n/n và 62,1% n/n. Ngoài ra, trong kỳ DN cũng ghi nhận khoản lỗ tỷ giá ~21 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm ngoái lãi ~50 tỷ đồng, kéo theo Q3 lỗ ~6 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức lãi 162 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.
- **Lũy kế 9T2020, LNST giảm 23% n/n.** Sản lượng điện thương phẩm đạt 3.183 triệu kWh (-14% n/n), doanh thu ghi nhận 4.751 tỷ đồng (-16% n/n). LNST 9T2020 giảm 23% n/n còn 422 tỷ.
- **KQKD năm 2021 sẽ phục hồi** nhờ (i) nhu cầu phụ tải điện tăng mạnh nhờ kinh tế phục hồi khiến giá bán điện trên thị trường cạnh tranh tăng 10% n/n, (ii) chi phí nhiên liệu đầu vào (khí và dầu DO) được kì vọng sẽ chưa thể phục hồi nhanh trong 2021, và (iii) sự bổ sung nguồn khí mới từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyện, giảm thiểu rủi ro thiếu khí.
- **Tất toán hết các khoản vay dài hạn trong 1H2021,** giúp dòng tiền trở nên ổn định và đảm bảo khả năng chi trả cổ tức cao

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu vào khoảng VND 27.300 dựa trên PP chiết khấu dòng cổ tức. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 11,6 lần (EPS 2021F khoảng VND 2.358).



Ngày cập nhật	10/12/2020
Thị giá	VND 23.600
Giá mục tiêu	VND 27.300
Upside	15,7%
Bloomberg	NT2 VN
Vốn hóa	6.851 tỷ VND
	USD 281 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 14.962
	VND 24.400
Giá trị giao dịch/ngày	6,0 tỷ VND
	0,26 triệu USD
FOL	49,0%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	19,3%

Đơn vị tính		FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	Tỷ đồng	7.654	6.528	7.442	7.556	7.319
EBIT	Tỷ đồng	885	661	758	775	715
Lợi nhuận ròng	Tỷ đồng	754	579	700	725	668
EPS	VND	2.540	1.952	2.358	2.442	2.251
Tăng trưởng EPS	%	-3%	-23%	21%	4%	-8%
BVPS	Lần	14.333	14.435	14.535	14.635	14.333
P/E	Lần		12,3x	10,2x	9,8x	10,7x
P/B	Lần		1,7x	1,7x	1,6x	1,7x
Cổ tức	VND	2.500	1.900	2.300	2.300	2.200
Tỷ suất cổ tức	%		8%	10%	10%	9%
ROE	%	19%	14%	17%	17%	16%
Nợ ròng/vốn CSH	%	72%	56%	44%	27%	12%

Nguồn: MBS Research

MUA; Giá mục tiêu: 27.300 VND

Mô hình dự phóng

Trong năm 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng điện thương phẩm chỉ đạt 4.344 triệu kWh (-12% CK) do đợt trung tu mở rộng kéo dài đến cuối tháng 10. Cùng với đó, doanh thu và LNST của NT2 trong 2020 được dự phóng lần lượt đạt 6.528 tỷ (-14% CK) và 579 tỷ (-23% CK).

Cho năm 2021, chúng tôi kì vọng sản lượng điện thương phẩm của NT2 sẽ phục hồi mạnh mẽ và tăng trưởng 15% CK ở mức 5.010 triệu kWh đến từ nhu cầu phụ tải điện tăng mạnh nhờ kinh tế phục hồi và sự bổ sung nguồn khí mới từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt. Cụ thể, chúng tôi điều chỉnh tăng 11% sản lượng khí bổ sung từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt kể từ năm 2021, giảm thiểu rủi ro thiếu khí.

Do đó, doanh thu và LNST trong 2021 được dự phóng lần lượt đạt 7.442 tỷ (+14% CK) và 700 tỷ (+21% CK). Sự phục hồi đến từ việc giá bán điện trên thị trường cạnh tranh dự kiến tăng trưởng 10% CK do nhu cầu phụ tải, cùng với chi phí nhiên liệu đầu vào (khí và dầu DO) được kì vọng sẽ chưa thể phục hồi nhanh trong 2021. Ngoài ra, NT2 sẽ tất toán hết các khoản vay dài hạn trong 6 tháng đầu 2021, dẫn đến việc dòng tiền trở nên ổn định và đảm bảo khả năng chi trả cổ tức cao, dự kiến ít nhất 22% kể từ năm 2021.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu NT2 vào khoảng VND 27.300** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng cổ tức. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 11,6 lần (EPS 2021F khoảng VND 2.358).

Dự phóng sản lượng điện thương phẩm

	Đơn vị	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Qc	Triệu kWh	3.780	3.788	4.083	4.083
Qm	Triệu kWh	1.172	556	928	928
Qc + Qm	Triệu kWh	4.952	4.344	5.010	5.010
Giá bán BQ	VND/kWh	1.546	1.503	1.485	1.508
Doanh thu	Tỷ VNĐ	7.654	6.528	7.442	7.556

(Nguồn: MBS Research)

MUA; Giá mục tiêu: 27.300 VND

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	7.654	6.528	7.442	7.556
Giá vốn bán hàng	6.679	5.716	6.560	6.693
Lợi nhuận gộp	975	812	883	863
Doanh thu tài chính	48	37	23	37
Chi phí tài chính	168	145	65	22
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	87	96	105	116
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	767	609	736	762
Lợi nhuận khác	30	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	797	610	737	763
Lợi nhuận sau thuế	754	579	700	725
Lợi nhuận ròng	754	579	700	725

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	2.416	2.276	2.892	3.675
I. Tiền & tương đương tiền	451	104	446	1.183
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	200	200	200
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1.459	1.674	1.908	1.937
IV. Hàng tồn kho	302	238	273	279
V. Tài sản ngắn hạn khác	4	60	65	75
Tài sản dài hạn	5.148	4.315	3.579	2.870
I. Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	4.876	4.198	3.521	2.843
III. Tài sản dở dang dài hạn	1	1	1	1
IV. Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
V. Tài sản dài hạn khác	270	116	58	27
Tổng tài sản	7.564	6.591	6.471	6.545
Nợ phải trả	3.437	2.435	2.286	2.331
I. Nợ ngắn hạn	2.944	2.434	2.285	2.330
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1.594	1.681	1.988	2.028
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1.350	753	298	302
II. Nợ dài hạn	493	1	1	1
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	1	1	1
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	492	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.127	4.156	4.185	4.213
1. Vốn điều lệ	2.879	2.879	2.879	2.879
2. Thặng dư vốn cổ phần	-1	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1.249	1.277	1.306	1.334
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	7.564	6.591	6.471	6.545

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	2.540	1.952	2.358	2.442
BVPS (VND)	14.333	14.435	14.535	14.635
P/E		12,3	10,2	9,8
P/B		1,7	1,7	1,6
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	13%	12%	12%	11%
Biên EBITDA	21%	21%	19%	19%
Biên lợi nhuận ròng	10%	9%	9%	10%
ROE	19%	14%	17%	17%
ROA	9,2%	8,2%	10,7%	11,1%
Tăng trưởng				
Doanh thu	0%	-15%	14%	2%
Lợi nhuận trước thuế	-3%	-23%	21%	4%
Lợi nhuận ròng	-4%	-23%	21%	4%
EPS	-3%	-23%	21%	4%
Tổng tài sản	-15%	-13%	-2%	1%
Vốn chủ sở hữu	12%	1%	1%	1%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0,82	0,94	1,27	1,58
Thanh toán nhanh	0,72	0,84	1,15	1,46
Nợ/Tài sản	45%	37%	35%	36%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,83	0,59	0,55	0,55
Khả năng thanh toán lãi vay	9,66	12,93	34,88	64,11
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3,8	3,9	3,9	3,9
Số ngày thu tiền bán hàng	95	94	94	94
Vòng quay hàng tồn kho	24	24	24	24
Số ngày tồn kho	15	15	15	15
Vòng quay các khoản phải trả	3,5	3,4	3,3	3,3
Số ngày phải trả	103	107	111	111

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 12.700

Luận điểm đầu tư

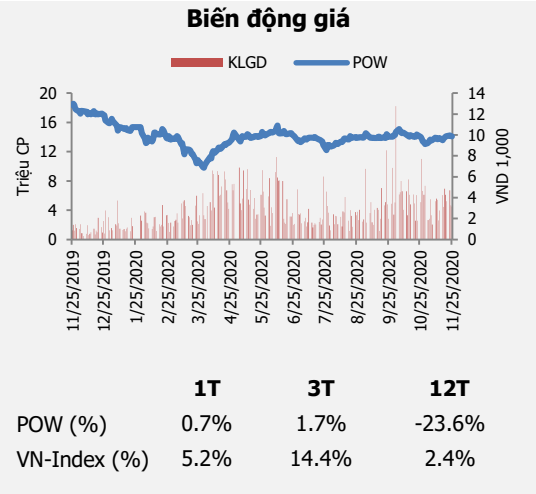
Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu POW với **giá mục tiêu 12.700 đồng** do nhu cầu phụ tải điện dự kiến phục hồi trong năm 2021 với mức tăng trưởng 8-10%, cùng với điều kiện thủy văn thuận lợi cho thủy điện và giá nhiên liệu đầu vào đang ở mức thấp cho nhiệt điện khí.

Thông tin cập nhật

- Lãi ròng Q3 2020 giảm 85% n/n còn 105 tỷ đồng** do (i) sản lượng điện sản xuất trong kỳ giảm, trong đó Nhà máy điện Cà Mau 1&2 giảm 5,5% n/n, nhà máy Nhơn Trạch 1 giảm 45,6% n/n, nhà máy Nhơn Trạch 2 giảm 31,5% n/n do thực hiện trung tu từ 15/09, (ii) biên LN gộp giảm mạnh từ 15% xuống còn ~9% do phát sinh chi phí bảo dưỡng định kỳ nhà máy điện Vũng Áng, và (iii) tăng trích lập dự phòng ~68 tỷ đồng đối với các khoản phải thu khó đòi từ tiền điện của EPTC/EVN. Doanh thu hợp nhất Q3 giảm ~23% n/n còn 6.112 tỷ đồng.
- Lũy kế 9T2020, lãi ròng giảm 41% n/n.** Tổng sản lượng điện giảm 8% n/n còn 15.104 triệu do (i) dịch COVID-19 làm giảm nhu cầu tiêu thụ điện, (ii) tình hình thủy văn không thuận lợi trong nửa đầu năm 2020 ảnh hưởng đến sản lượng của nhà máy thủy điện Hòa Na (-33% n/n) và Đakđinh (-15% n/n), (iii) sản lượng Qc được phân bổ cho NMĐ Nhơn Trạch 1 rất thấp (-63% n/n), (iv) thực hiện trung tu nhà máy Nhơn Trạch 2 khiến sản lượng điện giảm 14% n/n, và (v) trích lập dự phòng 332 tỷ đồng với khoản phải thu khó đòi từ EPTC/EVN. Doanh thu hợp nhất đạt 21.795 tỷ đồng, giảm ~17% n/n.
- Chúng tôi kì vọng sản lượng điện của POW sẽ phục hồi và tăng trưởng ở mức 9,4% n/n trong năm 2021** đến từ nhu cầu phụ tải điện tăng mạnh nhờ kinh tế phục hồi, tình hình thủy văn thuận lợi và sự bổ sung nguồn khí mới từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu POW vào khoảng VND 12.700** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 16,6 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 764).



Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 11.300
Giá mục tiêu	VND 12.700
Upside	12,4%
Vốn hóa thị trường	26.463 tỷ VND
Biến động 52 tuần	6.870 VND
	12.990 VND
Giá trị giao dịch/ngày	39,3 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	9,18%

Đơn vị tính		FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	Tỷ đồng	35.374	29.616	32.730	38.601	38.339
EBIT	Tỷ đồng	4.319	3.315	3.229	4.064	4.473
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	2.855	2.050	2.210	3.071	3.525
EPS	VND	1.028	719	764	1.111	1.306
Tăng trưởng EPS	%	26%	-30%	6%	45%	18%
P/E	Lần		14,3x	13,4x	9,2x	7,8x
Cổ tức	VND	-	300	600	600	600
Tỷ suất cổ tức	%	0%	2,9%	5,9%	5,9%	5,9%
ROE	%	9%	6%	6%	9%	10%
Nợ ròng/vốn CSH	%	72%	60%	71%	99%	116%

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 12.700

Mô hình dự phóng

Trong năm 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng điện đạt 19.062 triệu kWh, đạt 88% KH 2020 và 85% sản lượng n/n 2019. Doanh thu dự kiến đạt 29.616 tỷ đồng (-16% n/n) và LNST ước đạt 2.050 tỷ đồng (-28% n/n). Qua đó, doanh thu và LNST lần lượt đạt 84% và 100% KH năm 2020.

Cho năm 2021, chúng tôi kì vọng sản lượng điện của POW sẽ phục hồi và tăng trưởng ở mức 9,4% n/n. Cụ thể, sản lượng điện cụm điện khí NT1 và NT2 dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 170% và 15%, đóng góp 39% cho tổng sản lượng điện của POW. Sự phục hồi đến từ nhu cầu phụ tải điện tăng mạnh nhờ kinh tế phục hồi và sự bổ sung nguồn khí mới từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt. Thêm vào đó, thủy điện Hòa Na và Đakdrinh dự kiến cũng sẽ phục hồi với mức tăng trưởng sản lượng 62% và 17% n/n, nhờ điều kiện khí hậu thuận lợi với 2 năm mưa bắt đầu từ 2021. Tuy nhiên, NMD Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1 dự kiến sẽ tiến hành đại tu trong 45 – 90 ngày, do đó sản lượng điện 2021 dự kiến giảm lần lượt 6% và 13% n/n.

Do đó, doanh thu và LNST trong 2021 được dự phóng lần lượt đạt 32.730 tỷ đồng (+10,5% n/n) và 2.210 tỷ đồng (+7,8 % n/n).

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu POW vào khoảng VND 12.700** dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 16,6 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 764).

Dự phóng sản lượng điện sản xuất

Triệu kWh	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Ca Mau 1&2	7.556	6.454	6.050	7.227
NT1	3.255	1.121	3.024	3.154
NT2	4.952	4.344	5.010	5.010
Vung Ang 1	5.770	6.150	5.382	7.358
Nậm Cắt	14	-	-	-
Hua Na	560	497	804	804
DakDrinh	433	496	580	580
Tổng	22.540	19.062	20.851	24.134

(Nguồn: PVPower, MBS Research)

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 12.700

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	35.374	29.616	32.730	38.601
Giá vốn bán hàng	30.237	25.493	28.547	33.411
Lợi nhuận gộp	5.137	4.123	4.183	5.190
Doanh thu tài chính	453	553	452	452
Chi phí tài chính	1.324	1.170	916	723
Chi phí quản lý	1.203	1.211	1.218	1.446
Lợi nhuận trước thuế	3.165	2.306	2.502	3.473
Lợi nhuận sau thuế	2.855	2.050	2.210	3.071
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	2.510	1.775	1.886	2.737

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	16.075	15.711	16.812	20.351
I. Tiền & tương đương tiền	5.083	4.470	4.357	5.748
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	658	658	658	658
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	8.714	6.969	7.850	9.429
IV. Hàng tồn kho	1.428	3.399	3.806	4.455
V. Tài sản ngắn hạn khác	192	215	141	62
Tài sản dài hạn	39.621	37.456	40.438	49.339
I. Các khoản phải thu dài hạn	3	35	35	35
II. Tài sản cố định	37.320	34.783	32.071	29.309
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	217	744	6.593	18.384
V. Đầu tư dài hạn	983	983	983	983
VI. Tài sản dài hạn khác	1.098	911	756	628
Tổng tài sản	55.696	53.168	57.250	69.690
Nợ phải trả	26.186	22.675	26.374	37.617
I. Nợ ngắn hạn	17.064	17.102	18.014	21.523
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	7.906	10.313	12.669	16.002
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	9.158	6.789	5.346	5.522
II. Nợ dài hạn	9.123	5.573	8.360	16.094
1. Các khoản phải trả dài hạn	729	729	729	729
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	8.394	4.844	7.631	15.365
Vốn chủ sở hữu	29.509	30.492	30.876	32.073
1. Vốn điều lệ	23.419	23.419	23.419	23.419
2. Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	3.467	4.451	4.834	6.031
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	2.623	2.623	2.623	2.623
Tổng nguồn vốn	55.696	53.168	57.250	69.690

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	1.028	719	764	1.111
BVPS (VND)	12.600	13.020	13.184	13.695
P/E	10	14	13	9
P/B	0,8	0,8	0,7	0,7
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	15%	14%	13%	13%
Biên EBITDA	21%	20%	18%	18%
Biên lợi nhuận ròng	7%	6%	6%	7%
ROE	9%	6%	6%	9%
ROA	4%	3%	3%	4%
Tăng trưởng				
Doanh thu	8%	-16%	11%	18%
Lợi nhuận trước thuế	27%	-27%	8%	39%
Lợi nhuận ròng	25%	-28%	8%	39%
EPS	26%	-30%	6%	45%
Tổng tài sản	-4%	-5%	8%	22%
Vốn chủ sở hữu	10%	3%	1%	4%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	0,9	0,9	0,9	0,9
Thanh toán nhanh	0,9	0,7	0,7	0,7
Nợ/Tài sản	47%	43%	46%	54%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	89%	74%	85%	117%
Khả năng thanh toán lãi vay	3,6	3,3	4,4	6,9
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	5	4	4	4
Số ngày thu tiền bán hàng	81	83	85	87
Vòng quay hàng tồn kho	11	8	8	8
Số ngày tồn kho	34	49	49	49
Vòng quay các khoản phải trả	3	3	3	3
Số ngày phải trả	114	135	140	146

Ngành Logistic

MUA - Giá mục tiêu: 131.900 VND

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VTP với **giá mục tiêu VND131.900** trên cơ sở: **(i) là doanh nghiệp chiếm thị phần lớn thứ 2 trong ngành chuyển phát, (ii) đà tăng trưởng mạnh mẽ của ngành thương mại điện tử và chuyển dịch sang kênh bán hàng online, và (iii) lợi thế về cơ sở hạ tầng với mạng lưới phủ rộng khắp cả nước.**

Tiêu điểm đầu tư

- **Doanh nghiệp đầu ngành với kế hoạch phát triển hệ sinh thái khép kín.** Thị phần của VTP tăng mạnh từ 8% (2010) lên 20,9% (2018), lớn thứ 2 trong ngành và bỏ xa thị phần của DN lớn thứ 3 là DHL (7%). VTP chứng kiến tăng trưởng cao nhất nhờ thay đổi chiến lược kinh doanh và tập trung nguồn lực vào mảng thương mại điện tử. Trong 2019, VTP mới ra mắt 2 nền tảng mới là ứng dụng gọi xe MyGo và nền tảng TMĐT Voso.vn, với mục đích khép kín hệ sinh thái của mình.
- **Lợi thế về cơ sở hạ tầng với mạng lưới phủ rộng khắp cả nước.** VTP sở hữu cơ sở hạ tầng bưu chính lớn thứ 2 tại Việt Nam, chỉ xếp sau VNPost với mạng lưới hoạt động phủ khắp 63/63 tỉnh thành và cả nước ngoài nhờ tận dụng được lợi thế hạ tầng sẵn có của tập đoàn Viettel. Tính đến hết 2019, Viettel Post sở hữu 2.200 bưu cục, tăng trưởng 37,6% n/n. Ngoài ra, DN còn sở hữu năng lực vận chuyển tốt với hơn 600 xe tải, cùng với 12 toa trong 22 toa tàu container nhanh chạy tuyến Bắc – Nam.
- **Hưởng lợi từ tăng trưởng thương mại điện tử và bán lẻ qua kênh online:** Ngành chuyển phát tại Việt Nam kỳ vọng tiếp tục tăng 20-30%/năm nhờ triển vọng từ ngành bán lẻ và TMĐT. Trên thực tế, thị trường TMĐT tại Việt Nam dù mới phát triển nhưng đã đạt được tốc độ phát triển rất nhanh so với khu vực, ghi nhận tăng trưởng kép 25,4% trong giai đoạn 2015-2019, tạo ra nhu cầu lớn cho ngành chuyển phát và các DN như VTP.
- **Dịch Covid-19 được kiểm soát tốt ở Việt Nam.** Dịch Covid được kiểm soát tốt giúp nền kinh tế dần phục hồi. Thu nhập và hoạt động mua sắm của người dân bình thường trở lại.



Ngày cập nhật	10/12/2020
Thị giá	VND 109.600
Giá mục tiêu	VND 131.900
Upside	20,3%
Bloomberg	VTP VN
Vốn hóa	9.135 tỷ VND
	394 triệu USD
Diễn biến giá 52 tuần	VND 60.700
	VND 114.000
Giá trị giao dịch/ngày	6,1 tỷ VND
	0,26 triệu USD
FOL	49,0%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	20,9%

	Đơn vị tính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	7.811.591	17.555.753	20.380.166	23.708.585
Tăng trưởng doanh thu	%	58,7%	124,7%	16,1%	16,3%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	775.283	841.082	904.445	1.105.673
EBIT	Tỷ đồng	441.387	492.921	518.509	677.571
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	477.094	546.314	633.385	821.676
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	380.143	435.297	504.674	654.702
EPS	Đồng	5.718	5.241	6.077	7.883
Tăng trưởng EPS	%	30%	-8%	16%	30%
Cổ tức bằng tiền	Đồng	1.500	1.500	1.500	1.500
P/E	Lần	15,3	25,2	21,7	16,7
ROE	%	46,2%	38,2%	33,6%	33,4%
ROA	%	12,2%	9,3%	7,8%	8,6%

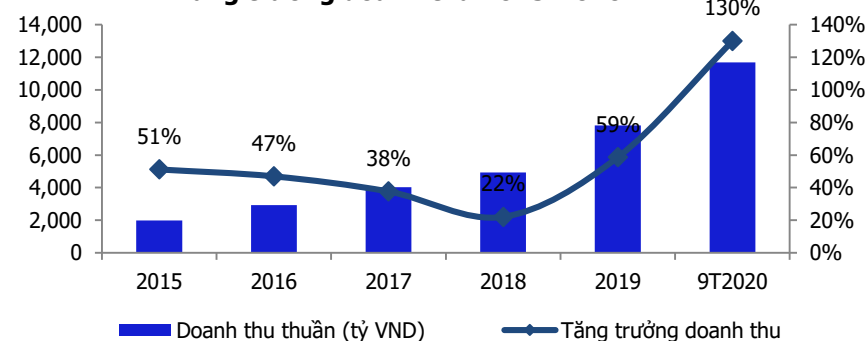
Nguồn: MBS Research

MUA - Giá mục tiêu: 131.900 VND

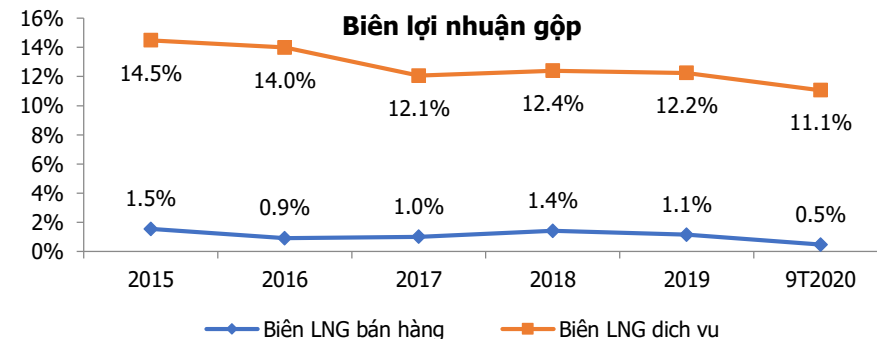
VTP duy trì lợi nhuận ấn tượng trên 30% nhờ sự phát triển của TMĐT, dân số gia tăng cùng lượng người sử dụng internet phát triển vượt bậc

- **VTP sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao nhờ thị phần lớn và mạng lưới rộng khắp cả nước.** Sự phát triển mạnh mẽ của TMĐT kéo theo nhiều start-up cung cấp dịch vụ giao nhận ra đời. Tuy nhiên, do mới thành lập nên các công ty này mới tập trung phát triển ở các thành phố lớn, dẫn đến các doanh nghiệp lâu năm như VNP và Viettel vẫn giữ được thị phần vì có mạng lưới rộng khắp cả nước. Trong giai đoạn 2015-2018, VTP chứng kiến tăng trưởng kép doanh thu từ mảng dịch vụ, chủ yếu là chuyển phát, đạt mức 58%. Do đó, tỷ trọng doanh thu mảng dịch vụ tăng từ 55% (2015) lên đến 79% (2019).
- Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy biên lợi nhuận gộp của mảng này đang giảm dần do cạnh tranh gia tăng từ các công ty start-up như Giao Hàng Nhanh, Giao Hàng Tiết Kiệm. Chúng tôi kỳ vọng với vị thế là 1 trong 2 doanh nghiệp giao nhận lâu đầu và phát triển nhất nước, VTP có thể duy trì thị phần hiện có, tương đương với tăng trưởng cùng tốc độ ngành (~23%), đổi lại biên lợi nhuận gộp từ mảng này sẽ giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì được trên 10%.
- **Sự gia tăng dân số đi cùng sự gia tăng số người sử dụng internet kỳ vọng sẽ khiến doanh thu mảng bán hàng tăng trưởng trong các năm tới.** Trong năm 2020, VTP tiếp nhận mảng kinh doanh thẻ cào từ Viettel Telecom. 9T2020, doanh thu mảng bán hàng đạt 7.031 tỷ VND, chiếm 60,2% doanh thu thuần. Ghi nhận năm 2019, Việt Nam có khoảng 97 triệu người dân, tuy nhiên số thuê bao đăng ký đã đạt 143 triệu số. Nhu cầu sử dụng internet tăng trưởng vượt bậc kéo theo doanh thu của các nhà mạng tiếp tục tăng trưởng. Hiện tại ở Việt Nam, 3 nhà mạng chính Viettel, Vinaphone và Mobifone đang chiếm 97% thị phần ngành viễn thông với các gói cước và ưu đãi khá tương đương nhau.
- Dù biên lợi nhuận của mảng bán hàng liên tục giảm trong 3 năm qua, chúng tôi tin rằng VTP có thể tận dụng hệ sinh thái đa dạng đang phát triển để bắt kịp xu hướng tương lai (thanh toán online, truyền hình số, ví điện tử...) để tiếp tục tăng trưởng 10% trong các năm tới.
- **Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của doanh nghiệp khá an toàn.** Tiền và tương đương tiền cũng các khoản đầu tư tiền gửi tại ngày 30/09/2020 đạt 1.813 tỷ VND trong khi tổng dư nợ đạt 1.000 tỷ VND. Hiện tại công ty đang duy trì chính sách trả cổ tức bằng tiền 15% và chúng tôi cho rằng tình hình tài chính ổn định cho phép doanh nghiệp duy trì chính sách này trong các năm tới.

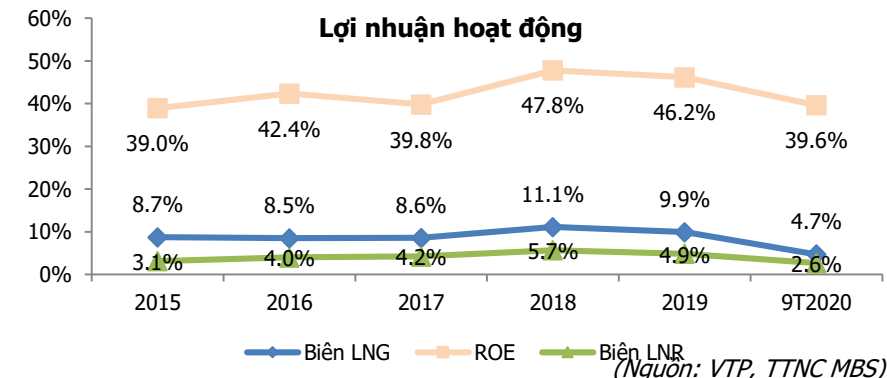
Tăng trưởng doanh thu 2015-2020



Biên lợi nhuận gộp



Lợi nhuận hoạt động



(Nguồn: VTP, TTNC MBS)

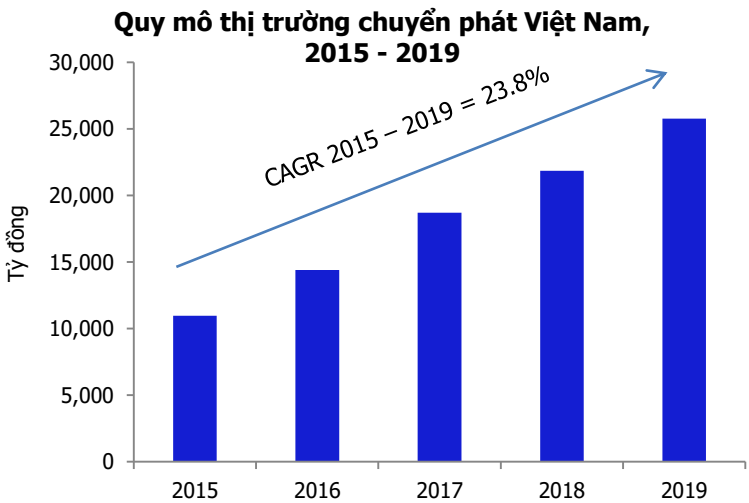
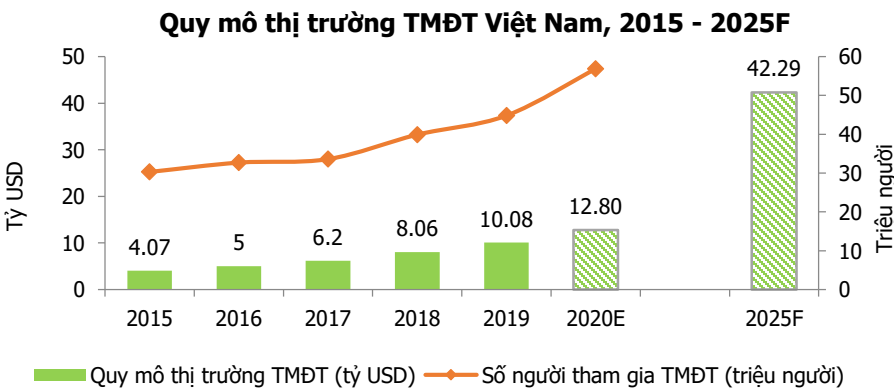
MUA - Giá mục tiêu: 131.900 VND

Nhu cầu chuyển phát dự kiến tiếp tục tăng trưởng mạnh

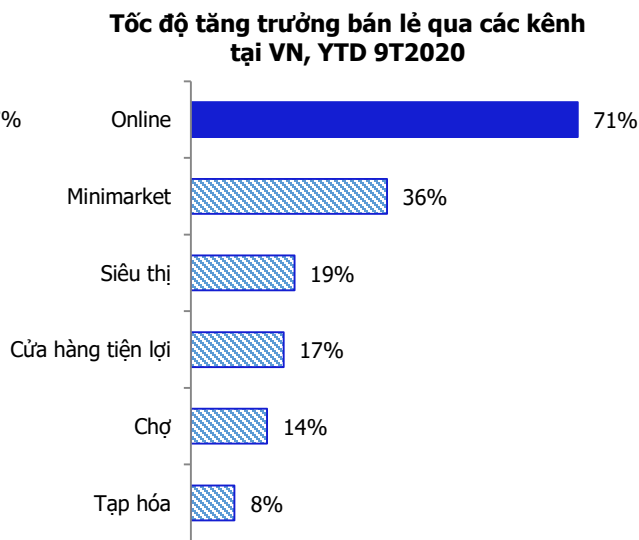
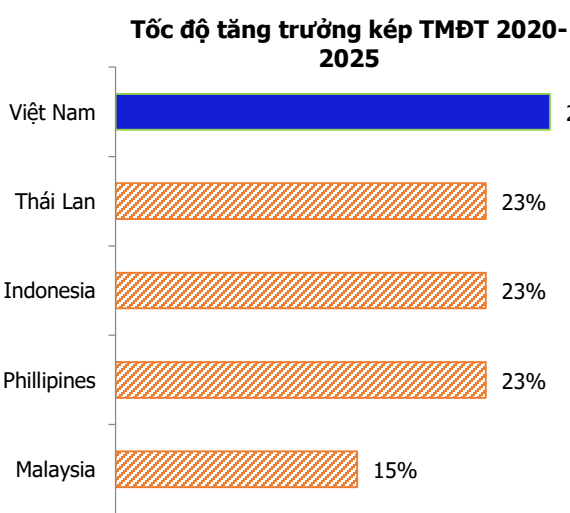
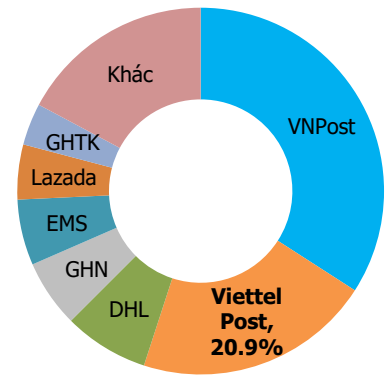
Thị trường chuyển phát tại Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong những năm gần đây. Trong bối cảnh dịch vụ bưu chính truyền thống sụt giảm sản lượng do các dịch vụ công đã chuyển sang số hóa và các hình thức liên lạc trên nền tảng công nghệ phát triển nhanh, các DN bưu chính đã chuyển mình và tham gia sâu vào chuỗi cung ứng TMĐT. Giá trị thị trường chuyển phát ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép ấn tượng 23,8% trong giai đoạn 2015 - 2019, tương đương tốc độ tăng trưởng ngành TMĐT. Tính đến 2019, quy mô ngành chuyển phát tại Việt Nam đạt xấp xỉ 25.778 tỷ đồng.

Triển vọng tăng trưởng của ngành chuyển phát Việt Nam gắn liền với triển vọng của ngành bán lẻ. Tính đến hết 2019, quy mô thị trường bán lẻ tại Việt Nam đạt xấp xỉ 109 tỷ USD với dự kiến tăng trưởng 7,3% mỗi năm trong giai đoạn 2021–2025. Với xu hướng mua sắm online phát triển mạnh sau dịch Covid-19, lượng khách hàng mua sắm qua kênh này ghi nhận mức tăng trưởng 25% CK trong Q2/2020. Tỷ lệ người Việt Nam thực hiện hình thức tiêu dùng online đã chiếm 30% dân số, và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi các nhà bán lẻ như BHX hay Vinmart mở rộng kênh bán hàng online, qua đó thúc đẩy nhu cầu dịch vụ của ngành chuyển phát.

Sự bùng nổ của ngành TMĐT tại Việt Nam góp phần tạo điều kiện tăng trưởng cho ngành chuyển phát với lượng mua sắm lớn qua các sàn TMĐT và mạng xã hội. Bắt đầu từ năm 2015, thị trường TMĐT ở Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng kép 25,5% và đạt giá trị 10,08 tỷ USD vào năm 2019. Với tầng lớp dân số trẻ, thị trường TMĐT Việt Nam được dự báo tiếp tục đạt mức tăng trưởng kép 27% trong giai đoạn 2020-2025, cao nhất trong khu vực Đông Nam Á.



Thị phần thị trường chuyển phát theo doanh thu, 2018



(Nguồn: Tổng cục thống kê, Google – Temasek, Kantar, VECOM, TTNC MBS)

MUA - Giá mục tiêu: 131.900 VND

Mô hình dự phóng

Năm 2020 Công ty đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 19.232 tỷ đồng, tăng 143,2% so với doanh thu năm 2019 do việc tiếp nhận thêm 600 cửa hàng từ Viettel Telecom. LNST dự kiến đạt 495 tỷ đồng, tăng 30,4% so với CK 2019. ROE dự kiến giảm nhẹ xuống 44,2% so với mức 46,0% của CK 2019.

Trong 9T2020, Công ty ghi nhận 11.687 tỷ đồng doanh thu (+130% CK), đạt 60% KH cả năm. Trong đó doanh thu dịch vụ đạt 4.656 tỷ đồng (+9% CK) và doanh thu bán hàng thương mại đạt 7.031 tỷ đồng (+774% CK), đến từ việc bắt đầu ghi nhận doanh thu bán thẻ cào, SIM điện thoại từ mạng lưới 300.000 điểm bán nhận chuyển giao từ Viettel Telecom từ cuối Q1/2020. LNST 9T2020 đạt 306 tỷ đồng (+15% CK), đạt 62% KH cả năm. Tính riêng Q3/2020, VTP đạt doanh thu và LNST lần lượt là 4.889 tỷ đồng và 107 tỷ đồng, đạt kết quả theo Q3 cao nhất trong lịch sử công ty.

Với nhiều dịp lễ cuối năm cùng các chương trình giảm giá của sàn TMĐT (ngày 10/10, 11/11, 12/12, 24/12...), chúng tôi kỳ vọng doanh thu quý 4 sẽ đạt 5.868 nghìn tỷ VND và cả năm đạt 17.556 nghìn tỷ VND, hoàn thành 91,3% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận sau thuế cả năm 2020 đạt 435 nghìn tỷ VND, hoàn thành 87,8% kế hoạch.

Định giá

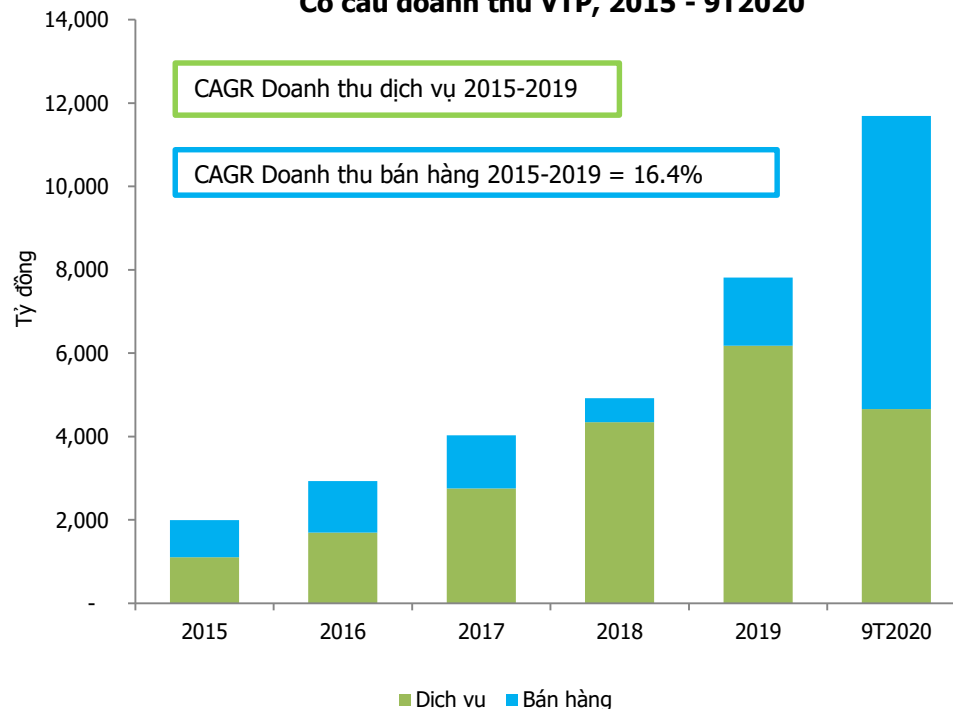
Chúng tôi xác định giá mục tiêu của VTP ở mức 131.900 VND/cổ phần thông qua định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (WACC: 11,2%, g: 1%).

Rủi ro

Áp lực cạnh tranh gia tăng từ các startup về chuyển phát nhanh: Với tiềm năng lớn của ngành chuyển phát, VTP vấp phải sự cạnh tranh lớn từ các startup về chuyển phát nhanh và các franchise chuyển phát đến từ nước ngoài. Cụ thể, một số các startup đang nổi lên như GHN hay GHTK sở hữu lợi thế về nền tảng công nghệ, vốn đầu tư các quỹ nhằm tập trung phục vụ thị trường TMĐT ở các thành phố lớn. Ngược lại, công ty chuyển phát nước ngoài như Best Inc (Mỹ) hay InExpress (Anh) thường chọn cách nhượng quyền thương hiệu để mở rộng mạng lưới, với lợi thế sẵn về hệ thống, thương hiệu và khách hàng cho đơn vị đầu tư.

Dịch bệnh Covid có thể làm gián đoạn chuỗi cung ứng và nhu cầu của ngành chuyển phát: Mặc dù dịch Covid đã được kiểm soát tốt ở Việt Nam với kì vọng sản xuất thành công về vaccine, rủi ro về làn sóng dịch thứ 3 vẫn hiện hữu.

Cơ cấu doanh thu VTP, 2015 - 9T2020



(Nguồn: VTP, TTNC MBS)

MUA - Giá mục tiêu: 131.900 VND

Kết quả kinh doanh	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	7.812	17.556	20.380	23.709
Giá vốn hàng bán	(7.036)	(16.715)	(19.476)	(22.603)
Lợi nhuận gộp	775	841	904	1.106
Doanh thu tài chính	94	97	159	188
Chi phí tài chính	(49)	(44)	(44)	(44)
Chi phí bán hàng	(49)	(49)	(56)	(66)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(285)	(300)	(330)	(362)
Lợi nhuận kinh doanh thuần	487	546	633	822
Lợi nhuận trước thuế	477	546	633	822
Lợi nhuận sau thuế	382	437	507	657

Tài sản – Nguồn vốn	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	2.858	5.286	6.180	7.323
Tài sản dài hạn	536	670	788	892
Tổng tài sản	3.394	5.956	6.968	8.215
Nợ phải trả	2.426	4.642	5.275	5.991
I. Nợ phải trả ngắn hạn	2.426	4.642	5.274	5.990
II. Nợ phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	968	1.314	1.694	2.224
Tổng nguồn vốn	3.394	5.956	6.968	8.215

Hệ số tài chính	2019	2020F	2021F	2022F
Hệ số lợi nhuận				
Biên lợi nhuận gộp	10%	5%	4%	5%
Biên lợi nhuận ròng	5%	2%	2%	3%
ROE	46%	38%	34%	33%

Hệ số tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	59%	125%	16%	16%
Tăng trưởng LNTT	36%	15%	16%	30%
Tăng trưởng LNST	36%	15%	16%	30%
Tăng trưởng EPS	30%	-8%	16%	30%

Hệ số thanh khoản				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2	1,1	1,2	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,2	1,1	1,1	1,2
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,7	0,8	0,8	0,7
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2,5	3,5	3,1	2,7

Hệ số định giá				
EPS (VND)	5.718	5.241	6.077	7.883
BVPS (VND)	16.236	15.820	20.397	26.780

MUA - Giá mục tiêu: VND 37.900

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TCL với **giá mục tiêu 37.900 đồng** với động lực tăng trưởng chính đến từ việc DN mở rộng ICD Nhơn Trạch và các Depots quanh cảng Cát Lái trong bối cảnh (i) gia tăng sản lượng container qua cảng Cát Lái từ sự khởi sắc của hoạt động xuất nhập khẩu, và (ii) xu hướng hàng hoá container thông qua Depot để giảm thiểu ùn tắc hàng tại cảng biển.

Tiêu điểm đầu tư

- **Trong 9T2020, TCL ghi nhận mức doanh thu tăng trưởng 14,5% n/n**, tăng mạnh mẽ doanh thu từ hoạt động khai thác Depot (+30,4% n/n). Chúng tôi ước tính hết năm 2020, doanh thu của TCL đạt 1.091 tỷ đồng tương đương mức tăng trưởng 14,7% do sự gia tăng của sản lượng container qua cảng Cát Lái từ sự khởi sắc của hoạt động XNK vào Q3 – Q4/2020.
- **Mở rộng diện tích ICD Nhơn Trạch và các Depots quanh khu vực cảng Cát Lái là động lực tăng trưởng chính trong tương lai của TCL.** TCL tập trung phát triển mảng kinh doanh khai thác depot với dự án đầu tư mới Kho Depot trong 5 năm tới với tổng vốn đầu tư dự kiến 523 tỷ đồng. Năm 2021, TCL sẽ đầu tư giai đoạn 2 của ICD Nhơn Trạch, nâng công suất hiện tại từ 0,22 triệu TEU lên 0,36 triệu TEU / năm. Với xu hướng gia tăng các nhà máy sản xuất ở khu vực Bà Rịa - Vũng Tàu và Đồng Nai, chúng tôi ước tính hoạt động xếp dỡ container Depot sẽ tăng từ 0,21 triệu TEU năm 2018 lên 0,32 triệu TEU vào năm 2023.
- **TCL có mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao** với tỷ lệ chi trả cổ tức 18% - 20% mệnh giá trong 10 năm qua và dự kiến sẽ duy trì chính sách chi trả với tỷ lệ này trong vòng 5 năm tới. Sức khỏe tài chính lành mạnh với tỷ trọng nợ vay thấp trong khi hiệu quả sinh lời duy trì ở mức cao.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu TCL vào khoảng VND 37.900** dựa trên kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 12,0 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 3.153).



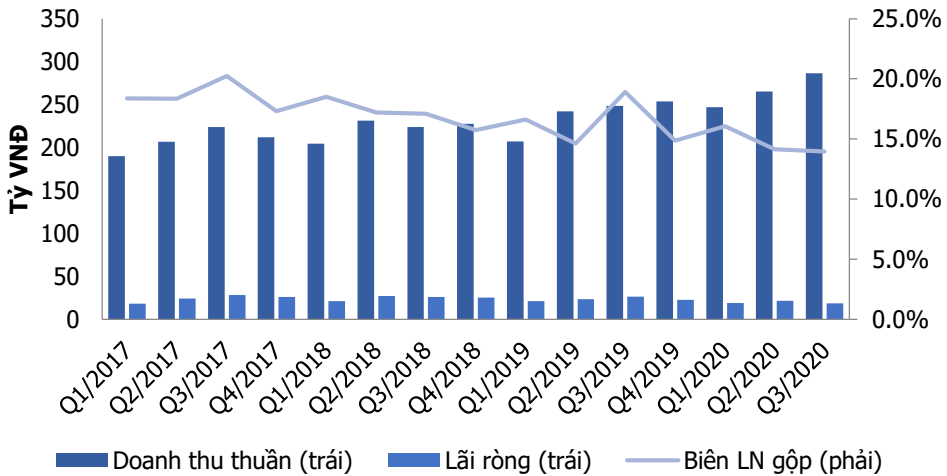
Ngày báo cáo	10/12/2020
Giá hiện tại	VND 28.000
Giá mục tiêu	VND 37.900
Upside	35,4%
Vốn hóa thị trường	844 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 12.300
	VND 29.500
Giá trị giao dịch/ngày	1 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	5,46%

	Đơn vị	2019	2020	2021	2022
Doanh thu	Tỷ đồng	952	1.091	1.163	1.257
EBIT	Tỷ đồng	94	94	102	111
LNST	Tỷ đồng	100	97	95	100
EPS	VND	3.312	3.205	3.153	3.302
Tăng trưởng EPS	%	-30%	-3%	-2%	5%
P/E	Lần		8,7x	8,9x	8,5x
P/B	Lần		1,3x	1,3x	1,2x
ROE	%	13%	15%	14%	15%
Nợ vay/ Vốn CSH	%	6%	7%	52%	43%

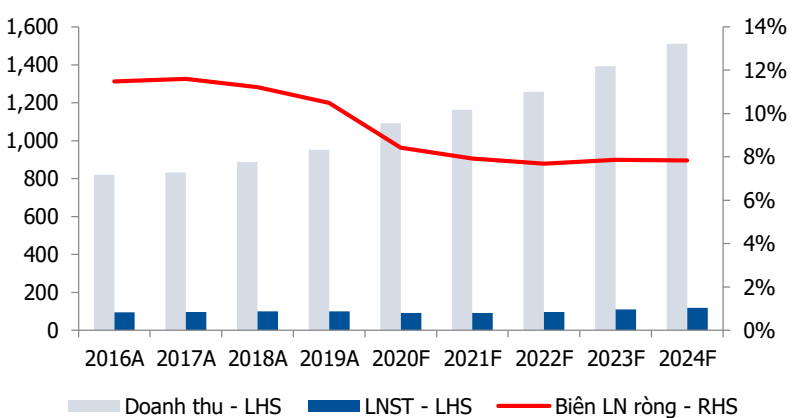
MUA - Giá mục tiêu: VND 37.900

Biên LN gộp đang có xu hướng giảm do (i) cạnh tranh cao trong ngành logistics, và (ii) gia tăng đầu tư kho bãi, thiết bị khiến chi phí khấu hao tăng.

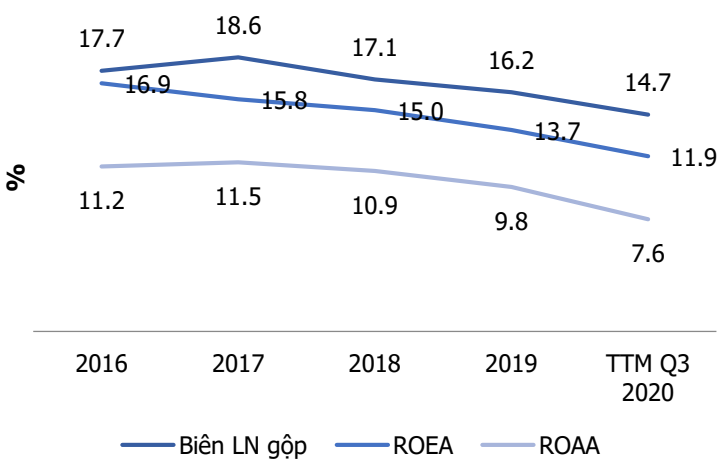
Kết quả kinh doanh theo quý



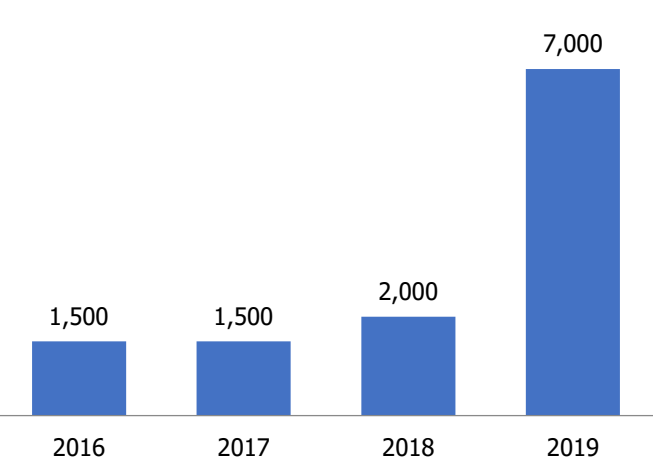
Doanh thu và lợi nhuận



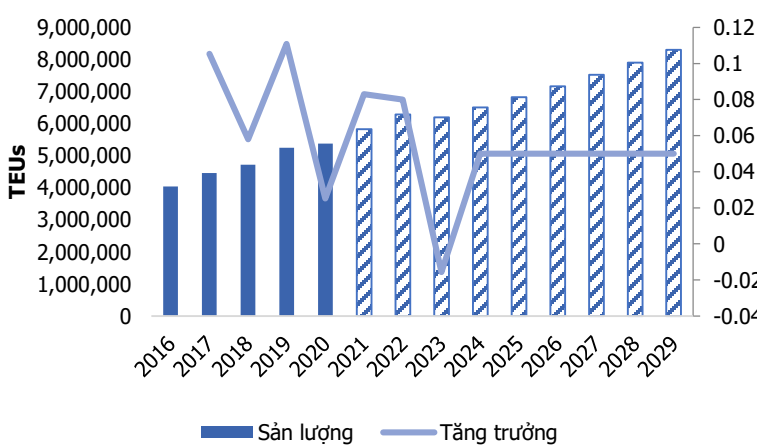
Tỷ suất sinh lời



Cổ tức tiền mặt



Sản lượng container thông qua cảng Cát Lái



(Nguồn: Vinamarine, TCL, MBS Research)

MUA - Giá mục tiêu: VND 37.900

Mô hình dự phóng

Chúng tôi dự phóng hoạt động kinh doanh tại Tân Cảng Mỹ Thủy và Tân Cảng Nhơn Trạch dự kiến sẽ hoà vốn vào năm 2023, vì vậy doanh thu và LNST năm 2023 lần lượt tăng trưởng 10,7% và 13,2%. Với việc gia tăng xu hướng hàng hoá container thông qua Depot để giảm thiểu ùn tắc hàng tại cảng biển, chúng tôi ước tính doanh thu khai thác Depot sẽ tăng trưởng bình quân 14% trong 5 năm tới.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu TCL vào khoảng VND 37.900** dựa trên kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 12,0 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 3.153).

WACC áp dụng đối với DN ở mức 9,8% và tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định 1,5%.

Rủi ro chính

- Phụ thuộc nhiều vào hoạt động thương mại của quốc gia vì vậy chịu ảnh hưởng trực tiếp rủi ro từ quan hệ chính trị với các nước.
- Mọi kho bãi của TCL diễn ra trên đất đi thuê nên có thể gặp rủi ro bị thu hồi đất của chủ đất khi họ có phương án khai thác tốt hơn.

Các mảng doanh thu	9T2019	9T2020	Tăng trưởng (%)	2019	2020F	Tăng trưởng (%)	Giả định
Dịch vụ xếp dỡ container	118,49	20,90	2%	157,79	166,30	5%	Với xu hướng container qua cảng tại khu vực Cát Lái sẽ chuyển về Cái Mép, chúng tôi ước tính thị phần container thông qua cảng biển Việt Nam của cảng Cát Lái sẽ ở mức bình quân 31% trong giai đoạn 2021-2029.
Dịch vụ xếp dỡ tại bến Nhơn Trạch	98,18	73,13	-26%	123,45	102,00	-17%	Chúng tôi ước tính doanh thu từ ICD Nhơn Trạch sẽ tăng trung bình 11%/năm trong 10 năm tới với kỳ vọng từ việc mở rộng công suất phục vụ.
Dịch vụ chuyển cảng	7,28	9,30	28%	9,29	11,30	22%	Chúng tôi giả định doanh thu dịch vụ chuyển cảng sẽ tăng theo tốc độ tăng của sản lượng container thông qua Depot với mức tăng trung bình 5%/năm giai đoạn 2021 – 2029.
Dịch vụ Depot	343,50	447,91	30%	489,30	627,91	28%	Hiện trạng thông quan quá tải ở cảng Cát Lái và xu hướng thông quan, lưu rỗng tại Depot, chúng tôi ước tính doanh thu hoạt động Depot sẽ tăng trưởng ở mức trung bình 9%/năm trong vòng 10 năm tới.
Dịch vụ đóng rút hàng	62,17	67,60	9%	79,70	89,60	12%	Với kỳ vọng sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam tăng trưởng 4% / năm, chúng tôi ước tính doanh thu đóng rút hàng của TCL sẽ tăng trưởng bình quân 4% / năm.
Doanh thu khác	68,04	63,23	-7%	92,03	94,27	2%	

MUA - Giá mục tiêu: VND 37.900

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	952	1.091	1.163	1.257
Giá vốn hàng bán	797	931	988	1.069
Lợi nhuận gộp	155	160	174	188
Doanh thu hoạt động tài chính	17	21	25	32
Chi phí tài chính	2	3	16	26
Chi phí quản lý doanh nghiệp	60	67	72	77
Lợi nhuận trước thuế	122	112	112	118
Lợi nhuận sau thuế	100	92	92	97

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	501	401	771	749
I. Tiền & tương đương tiền	146	16	370	325
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	131	131	131	131
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	174	198	212	229
IV. Hàng tồn kho	8	6	6	7
V. Tài sản ngắn hạn khác	43	50	53	57
Tài sản dài hạn	564	557	532	558
I. Các khoản Phải thu dài hạn	20	23	24	26
II. Tài sản cố định	354	381	353	373
III. Tài sản dở dang dài hạn	2	2	2	2
IV. Đầu tư tài chính dài hạn	157	116	116	116
V. Tài sản dài hạn khác	31	35	38	41
Tổng tài sản	1.065	958	1.303	1.307
Nợ phải trả	289	314	632	609
I. Nợ ngắn hạn	215	241	256	277
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	205	227	241	261
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	10	13	15	16
II. Nợ dài hạn	74	74	376	332
1. Các khoản phải trả dài hạn	40	44	47	51
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	34	29	329	281
Vốn chủ sở hữu	776	644	671	698
1. Vốn điều lệ	302	302	302	302
2. Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	393	246	255	263
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	22	19	20	20
5. Vốn khác	38	57	74	92
Tổng nguồn vốn	1.065	958	1.303	1.307

Nguồn: TCL, MBS Research

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F	2022F
Định giá				
EPS	4.770	3.052	3.054	3.206
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	37.055	21.339	22.263	23.133
P/E		8,7x	8,9x	8,5x
P/B		1,3x	1,3x	1,2x
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	16%	15%	15%	15%
Biên EBITDA	16%	15%	15%	15%
Biên lợi nhuận sau thuế	10%	8%	8%	8%
ROE	13%	14%	14%	14%
ROA	9%	10%	7%	7%
Tăng trưởng				
Doanh thu	7%	15%	7%	8%
Lợi nhuận trước thuế	1%	-8%	0%	5%
Lợi nhuận sau thuế	0%	-8%	0%	5%
EPS	0%	-36%	0%	5%
Tổng tài sản	9%	-10%	36%	0%
Vốn chủ sở hữu	13%	-17%	4%	4%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	2,34	1,67	3,01	2,71
Thanh toán nhanh	1,29	0,61	1,95	1,65
Nợ/tài sản	4%	4%	26%	23%
Nợ/vốn chủ sở hữu	6%	7%	51%	43%
Khả năng thanh toán lãi vay	38,38	37,50	6,62	4,33
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay phải thu khách hàng	5,0	5,9	5,7	5,7
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	73 ngày	62 ngày	64 ngày	64 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	155,2	132,1	159,6	161,1
Thời gian tồn kho bình quân	2 ngày	3 ngày	2 ngày	2 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5,9	6,3	6,2	6,2
Thời gian trả tiền bình quân	61 ngày	58 ngày	59 ngày	59 ngày

Ngành Dầu Khí

Thị trường dầu khí thế giới:

- Giá dầu tiếp tục phục hồi tích cực trong những ngày đầu tháng 12 nhờ thông tin về Vaccine phòng chống dịch Covid-19 sớm được phê chuẩn và thực hiện tiêm phòng tại Mỹ, Châu Âu, Nga... cũng như thỏa thuận đạt được của nhóm OPEC+ về việc nới lỏng nhẹ thỏa thuận cắt giảm sản lượng, theo đó, sản lượng cắt giảm được giảm từ mức 7.7 triệu thùng/ngày hiện tại xuống còn 7.2 triệu thùng từ 1.1.2021, bên cạnh đó sẽ thực hiện cuộc họp tháng để theo dõi thị trường. Giá dầu Brent đang ở mức 48-49 usd/thùng, trong khi dầu WTI ở mức 44-46 usd/thùng. Trong dài hạn, EIA dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức 43 usd/thùng vào cuối năm 2020 và tiếp tục tăng lên trong 2021 khi đạt mức 48 usd/thùng vào 6.2021 và 49 usd/thùng vào 12.2021. Goldman Sachs hồi đầu tháng 9 còn dự báo lạc quan triển vọng giá dầu khi dự báo giá dầu Brent sẽ tăng lên và đạt mức 49 usd/thùng vào cuối năm 2020, và có thể đạt mức 65 usd/thùng vào quý III.2021 trước khi giảm về mức 58 usd/thùng vào cuối năm
- Theo báo cáo tháng 11 của EIA, tiêu thụ dầu toàn cầu tiếp tục tăng lên, trong tháng 10.2020 đạt mức 95.9 tth/ng. EIA dự báo, tiêu thụ dầu trung bình cả năm 2020 đạt 92.8 tth/ng, giảm 8.6 tth/ng của năm 2019 trước khi tăng thêm 6 tth/ng đạt mức 98.8 tth/ng vào năm 2021. Trong khi đó IEA (cơ quan năng lượng quốc tế) nhu cầu dầu sẽ tăng thêm 5.8 tth/ng trong năm 2021 khi đạt mức 97.1 tth/ng, nhưng vẫn thấp hơn 2,2 tth/ng của năm 2019.
- Sản lượng dầu thô khai thác trong tháng 10.2020 đạt 91.9 tth/ng, trung bình 10 tháng đạt 94.5 tth/ng, lần lượt bằng 92.5% và 94.5% cùng kỳ năm trước. Sản lượng khai thác tiếp tục được dự báo tăng lên các tháng cuối năm 2020 với 94.8tth/ng và đạt mức 100 tth/ng vào cuối năm 2021.

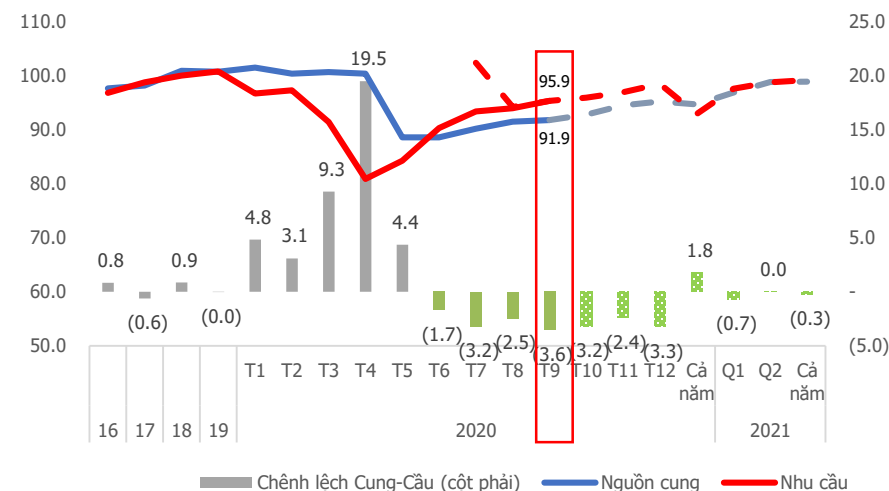
Ngành dầu khí Việt Nam

- Năm 2020, ngành dầu khí trong nước gặp nhiều khó khăn do nhu cầu tiêu thụ và giá dầu sụt giảm mạnh, mặc dù vậy, những nỗ lực kiểm soát dịch bệnh và tổ chức sản xuất hợp lý trong điều kiện khó khăn đã mang lại những kết quả tích cực. Giá tăng dự trữ dầu thô đạt phương án cao với 15 triệu tấn sau 9 tháng, sản lượng dầu khai thác 11 tháng đạt 10.42 triệu tấn, hoàn thành 98.1% kế hoạch năm, sản lượng khai thác khí đạt 8.40 tỷ m3, đạt 86.2% kế hoạch cả năm. Phát hiện dầu khí mỏ Kèn Bầu với trữ lượng lớn khoảng 220 tỷ m3 khí và 450 triệu thùng condensate là một thành công lớn trong nhiều 5 năm gần đây.
- Tại khâu hạ nguồn, sản lượng xăng dầu sản xuất lũy kế 11 tháng đạt 10.98 triệu tấn, bằng 105% cùng kỳ năm trước, đạt 92.9% kế hoạch, sản lượng tiêu thụ (bỏ qua tồn kho) đạt 16.5 triệu tấn 98% cùng kỳ năm trước. Dự báo sản lượng xăng dầu sản xuất cả năm có thể đạt mức 12 triệu tấn tăng 4% so với 2019, sản lượng tiêu thụ xăng dầu là khoảng 17.9 triệu tấn, bằng 98.5% của năm 2019. Trong năm 2021, khi dịch covid được kiểm soát, nền kinh tế tiếp tục phục hồi, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu sẽ tăng thêm khoảng 6-8% so với năm 2020 đạt mức 19.4-19.6 triệu tấn.
- Trong năm 2021, cùng với đà phục hồi của giá dầu, chúng tôi đánh giá triển vọng sáng sủa hơn cho Ngành dầu khí khi các dự án lớn hoàn thành trong cuối năm 2020 (Sao Vàng-Đại Nguyệt, NCS 2 giai đoạn 2, bảo dưỡng tổng thể nhà máy lọc dầu Dung Quất) và kỳ vọng tiến độ các dự án khai thác được thúc đẩy nhanh hơn (Lô B, đường ống Lô B-Ô môn, Nam Du U minh)... sẽ tác động tích cực đến các doanh nghiệp dầu khí niêm yết trên sàn như PVGAS, PETROLIMEX, PTSC, BSR...

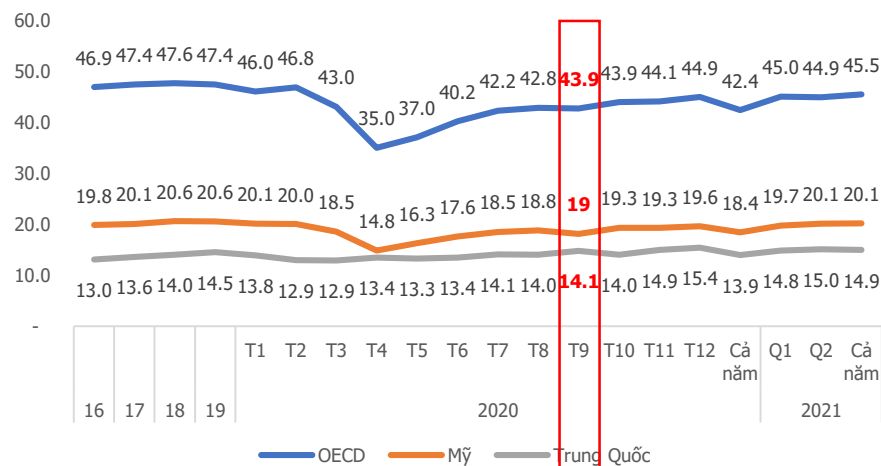
Thị trường dầu khí thế giới

- Nhu cầu đã tăng lên mức 95.9 triệu thùng/ngày (tth/ng) trong tháng 10 và tiếp tục được dự báo tăng lên mức 98.4 tth/ng vào tháng 12.2020, nhưng trung bình cả năm vẫn thấp hơn 7.9 tth/ng so với năm 2019 khi chỉ đạt 92.8 tth/ng. Năm 2021, EIA dự báo nhu cầu dầu thế giới tăng thêm 6 tth/ng và đạt 98.8 tth/ng, trong khi IEA dự báo nhu cầu dầu cả năm 2021 là khoảng 97.1 tth/ng, tăng thêm 5.8 tth/ng.
- Tiêu thụ dầu thế giới đang tăng trở lại nhờ các nước dần bãi bỏ các biện pháp phong tỏa và giãn cách xã hội. Theo EIA, tiêu thụ dầu toàn cầu trong tháng 10 tăng lên mức 95.9 tth/ng, mức cao nhất kể từ tháng 3.2020. EIA dự báo, tiêu thụ dầu trung bình cả năm 2020 đạt 92.8 tth/ng, giảm 8.6 tth/ng của năm 2019 trước khi tăng thêm 6 tth/ng đạt mức 98.8 tth/ng vào năm 2021.
- Trong tháng 10, tiêu thụ dầu nhóm OECD tiếp tục hồi phục và đạt 43.4 tth/ng, so với mức thấp kỷ lục trong tháng 4 với 35 tth/ng, dự báo, tiêu thụ dầu nhóm trung bình năm 2020 đạt mức 42.3tth/ng, thấp hơn 10.8% so với mức trung bình 47.4 tth/ng của năm 2019.
- Tiêu thụ dầu thô của Mỹ cũng tăng lên 19.01 tth/ng trong tháng 10 so với mức thấp 14.8 tth/ng của tháng 4. EIA dự báo, nhu cầu dầu tại Mỹ sẽ tăng lên mức 19.4 tth/ng vào tháng 12.2020 đưa trung bình cả năm đạt mức 18.3 tth/ng, vẫn thấp hơn mức trung bình của 2019 là 2,3 tth/ng, tương đương 10.7%
- Tiêu thụ dầu tại Trung Quốc bất ngờ giảm trong tháng 10 xuống 14.15 tth/ng sau khi tăng mạnh lên 14.8 tth/ng trong tháng 9. EIA dự báo nhu cầu dầu tại Trung Quốc tiếp tục tăng lên mức 15.5 tth/ng trong tháng 12, đưa trung bình cả năm là 14.1 tth/ng, thấp hơn 2.7% so với mức 14.5 tth/ng của năm 2019.
- Trong khi đó, Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo nhu cầu **dầu trung bình cả năm 2020 đạt 91.3 tth/ng, giảm 8.8 tth/ng so với mức trung bình của năm 2019**, và tăng thêm 5.8 tth/ng trong năm 2021 lên mức 97.1 tth/ng, nhưng vẫn thấp hơn 2,2 tth/ng của năm 2019.

Cung – Cầu dầu thô thế giới



Tiêu thụ dầu tại một số nước, khu vực

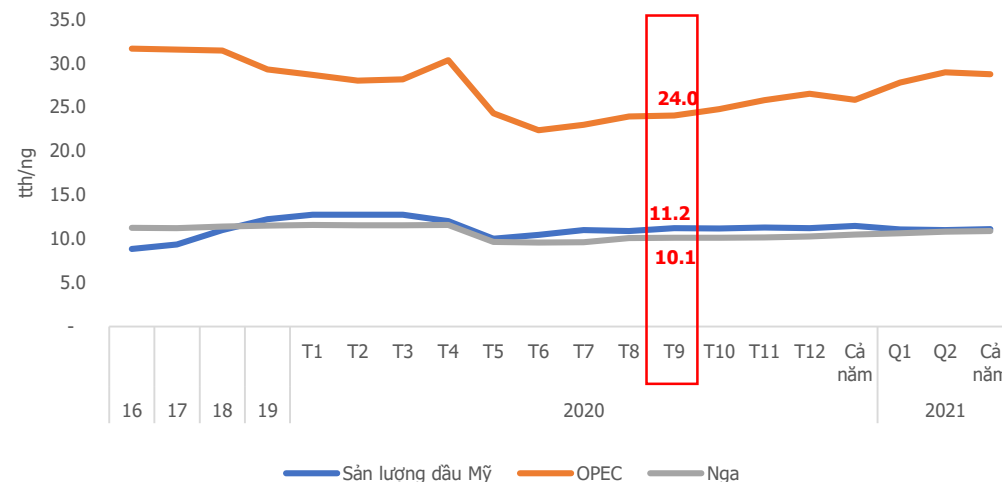


Nguồn: EIA, MBS research

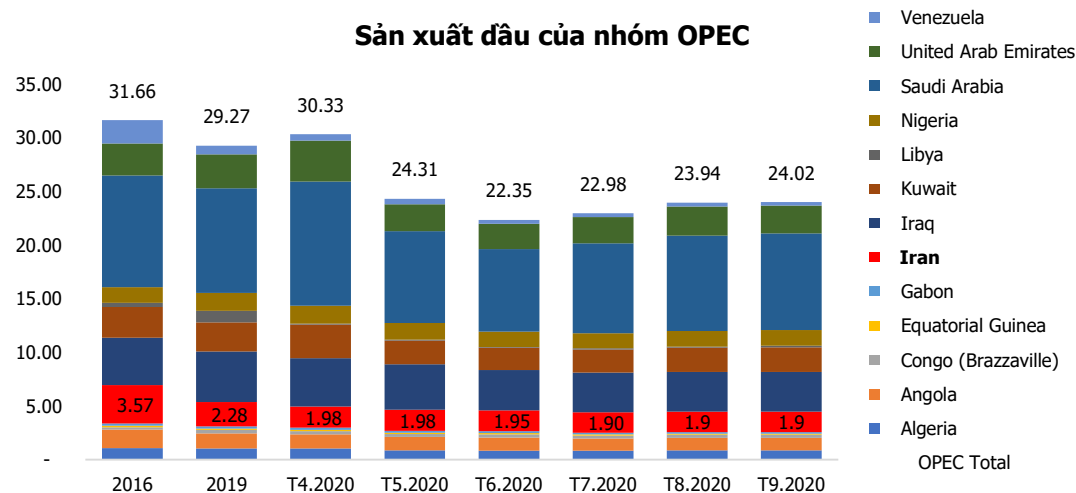
Thị trường dầu khí thế giới

- **Nỗ lực ổn định thị trường dầu bằng thỏa thuận cắt giảm lịch sử ngày 9.4 của nhóm OPEC+ sản lượng dầu sản xuất toàn cầu đã giảm xuống mức 88.5 tth/ng trong tháng 5-6.2020 và hiện đang tăng trở lại ở mức 91.9 tth/ng trong tháng 10 theo số liệu của EIA. So với tháng 4.2020 là thời điểm trước khi có thỏa thuận của nhóm OPEC+, sản lượng dầu sản xuất đã giảm 8.6% và bằng 90.4% cùng kỳ năm trước.**
- Theo EIA, sản lượng dầu khai thác trong tháng 10.2020 đạt 91.9 tth/ng, tăng thêm 3.7% so với mức thấp nhất trong tháng 5.2020. Trung bình 10 tháng, sản lượng khai thác đạt 94.5 tth/ng, bằng 94.1% cùng kỳ năm trước. EIA dự báo sản lượng khai thác sẽ đạt 94.8 tth/ng vào tháng 12.2020, nhưng với thỏa thuận đạt được hồi đầu tháng 12.2020 của nhóm OPEC, sản lượng khai thác cơ bản sẽ không tăng mạnh đến hết năm 2020.
- Sản lượng dầu thô sản xuất tại Mỹ tăng trở lại với mức 10.8 tth/ng trong tháng 10.2020, sau khi đã tăng lên mức cao nhất kể từ tháng 5.2020 với 11.3tth/ng. EIA dự báo, sản lượng dầu thô sản xuất tại Mỹ tiếp tục ổn định ở mức 11.2 tth/ng các tháng cuối năm 2020, trung bình cả năm đạt 11.4 tth/ng, bằng 93,1% của năm 2019.
- Sản lượng dầu thô các nước OPEC sản xuất trong tháng 10.2020 đạt 24.2 tth/ng, tăng thêm 0.3tth/ng so với tháng 9, đây là tháng thứ 4 nhóm OPEC+ thực hiện thỏa thuận cắt giảm 7.7 tth/ng. Với thỏa thuận đạt được mới đây, sản lượng dầu của nhóm OPEC cơ bản sẽ ổn định những tháng cuối năm 2020.
- Bầu cử tổng thống Mỹ và câu chuyện sản xuất dầu của IRAN
- Sản xuất dầu của Iran (thành viên nhóm OPEC) đã bị giảm mạnh từ cuối năm 2018 khi Tổng thống Mỹ Donald Trump rút khỏi thỏa thuận hạt nhân 6 bên với Iran (P5+1) và áp đặt lệnh trừng phạt, hạn chế xuất khẩu dầu của Iran.
- Sản lượng dầu của Iran đã giảm từ mức 3.8 tth/ngày trong nửa đầu năm 2018 xuống còn 2.7tth trong cuối năm 2018 và hiện còn khoảng 1.9 tth/ng. Rất có thể, sau cuộc bầu cử tổng thống Mỹ năm 2020, khi ông Biden, ứng cử viên đảng Dân chủ lên nắm quyền, sẽ quay lại thực hiện hiệp ước 6 bên với Iran và dỡ bỏ dần lệnh trừng phạt, khi đó, sản lượng dầu sản xuất và xuất khẩu của Iran sẽ tăng thêm, nếu trở lại mức cũ 3.5-3.8 tth/ng, lượng dầu này sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến tình hình sản xuất dầu của nhóm OPEC nói riêng và thế giới nói chung, giá dầu cũng sẽ bị ảnh hưởng do nguồn cung tăng lên

Sản xuất dầu thô tại một số nước



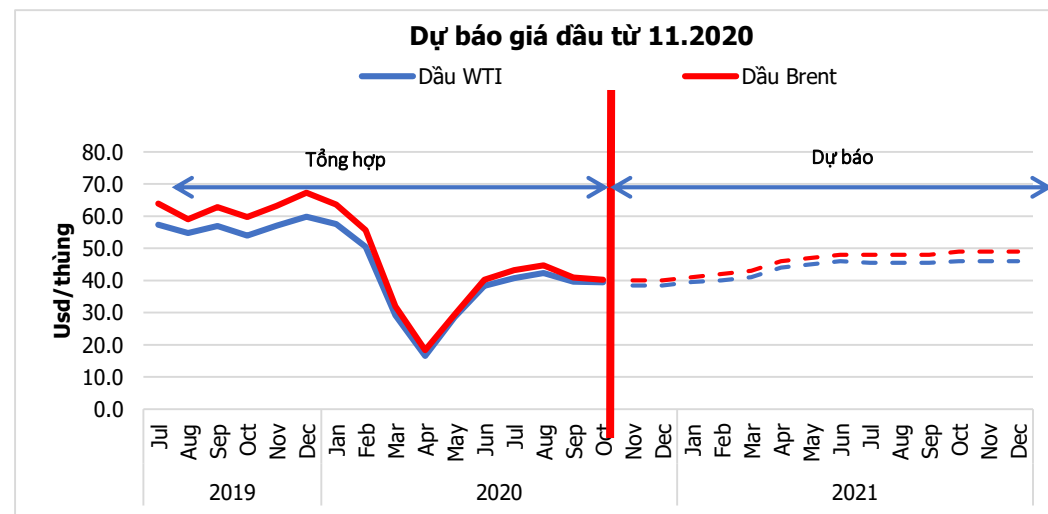
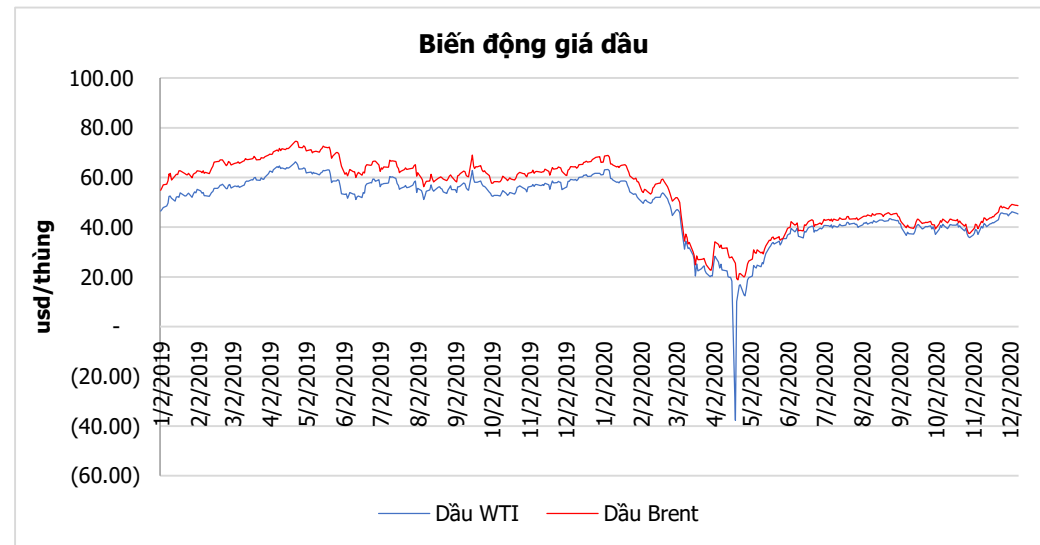
Sản xuất dầu của nhóm OPEC



Thị trường dầu khí thế giới

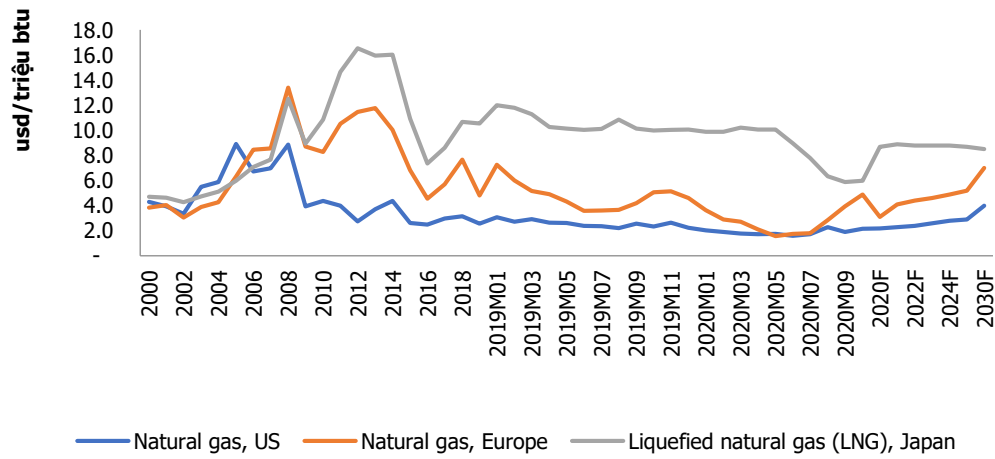
Biến động giá dầu trong 10 tháng năm 2020

- Giá dầu đã phục hồi tốt trở lại nhờ tình hình dịch Covid19 dần được kiểm soát trong tháng 6 và nỗ lực ổn định thị trường dầu của nhóm OPEC+ và G20 khi đạt được thỏa thuận cắt giảm sản lượng 9.7 tth/ng từ tháng 5.2020 và 7.7 tth/ng từ tháng 8.2020, OPEC+ cũng thỏa thuận quan sát chặt chẽ thị trường dầu và có những hành động phù hợp tiếp theo.
- Giá dầu tăng tốt trong tháng 11 và đầu tháng 12, hiện đang ở mức 48-49 usd/thùng đối với dầu Brent và 45-47 usd/thùng với dầu WTI nhờ những thông tin tích cực từ Vaccine phòng bệnh Covid19 sớm được phê duyệt và áp dụng tiêm đại trà tại Mỹ và Châu Âu.
- Trong dài hạn, các tổ chức dự báo giá dầu sẽ tiếp tục hồi phục trong những tháng cuối năm 2020 và sang năm 2021 nhờ tình hình dịch Covid19 sẽ được kiểm soát, cũng như Vaccine phòng bệnh sớm được sản xuất và đưa ra thị trường.
- EIA dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức 43 usd/thùng vào cuối năm 2020 và tiếp tục tăng lên trong 2021 khi đạt mức 48 usd/thùng vào 6.2021 và 49 usd/thùng vào 12.2021, đối với dầu WTI là 41.5 usd/thùng vào tháng 12.2020 và 46 usd/thùng vào cuối năm 2021.
- Trong khi đó, theo khảo sát của Reuters hồi tháng 9.2020 từ 43 chuyên gia và nhà kinh tế cho thấy giá dầu Brent trung bình đạt mức 42.75 usd/th trong năm 2020 và tăng lên 50.45 usd/thùng vào năm 2021, đối với dầu WTI, giá trung bình của năm 2020 đạt mức 38.82 usd/th.
- Goldman Sachs hồi đầu tháng 9 còn dự báo lạc quan triển vọng giá dầu khi dự báo giá dầu Brent sẽ tăng lên và đạt mức 49 usd/thùng vào cuối năm 2020, và có thể đạt mức 65 usd/thùng vào quý III.2021 trước khi giảm về mức 58 usd/thùng vào cuối năm. Đối với dầu WTI, GS dự báo giá sẽ đạt mức 55.9 usd/thùng vào quý III.2021.

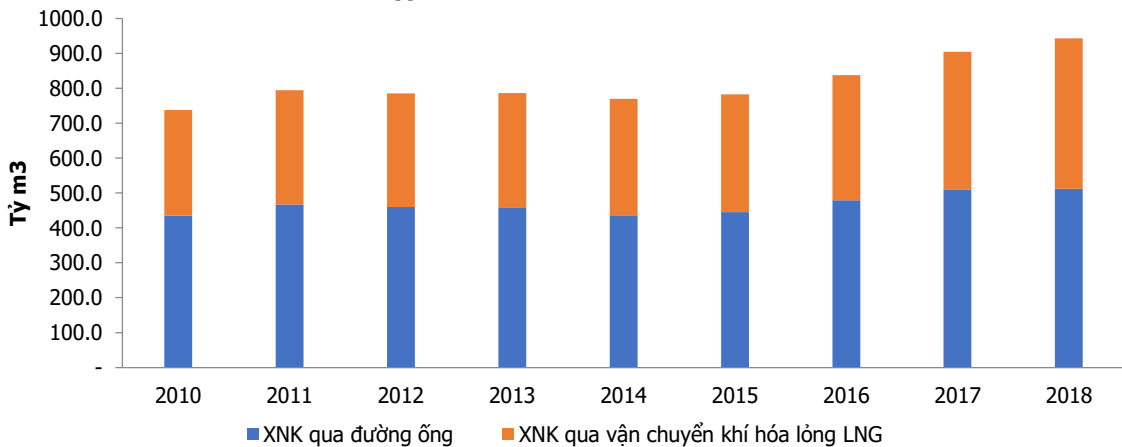


Thị trường khí tự nhiên thế giới

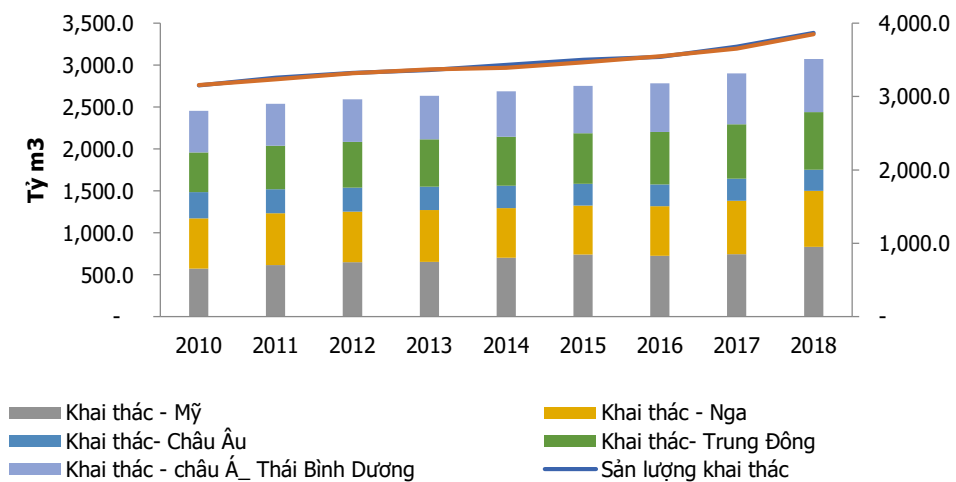
Biến động giá Natural Gas



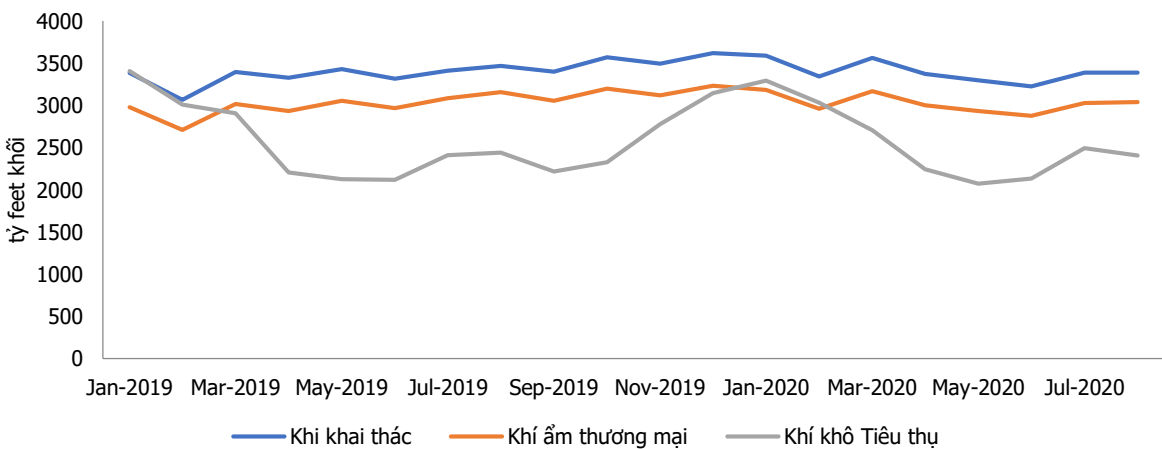
Xuất nhập khẩu khí thiên nhiên toàn cầu



Khai thác và sử dụng khí thiên nhiên toàn cầu

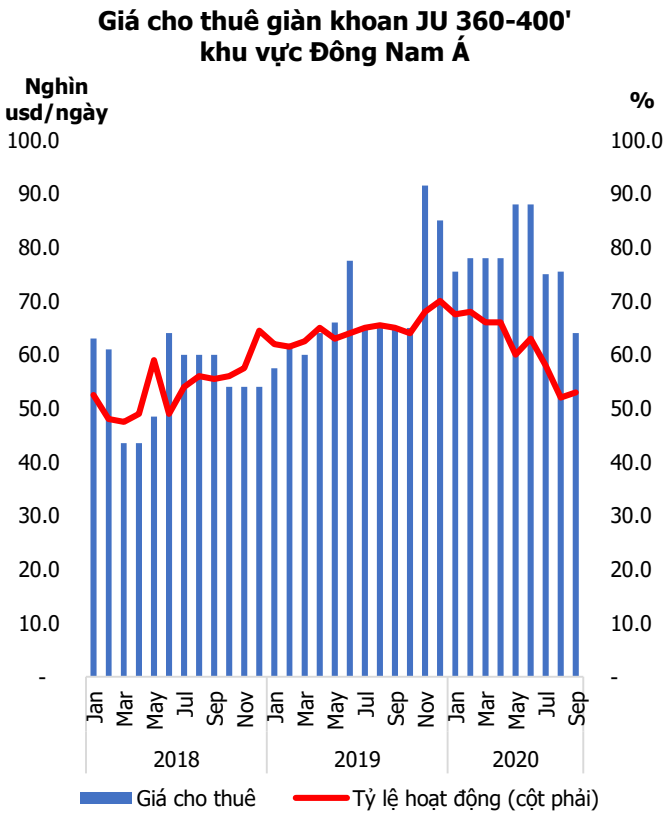
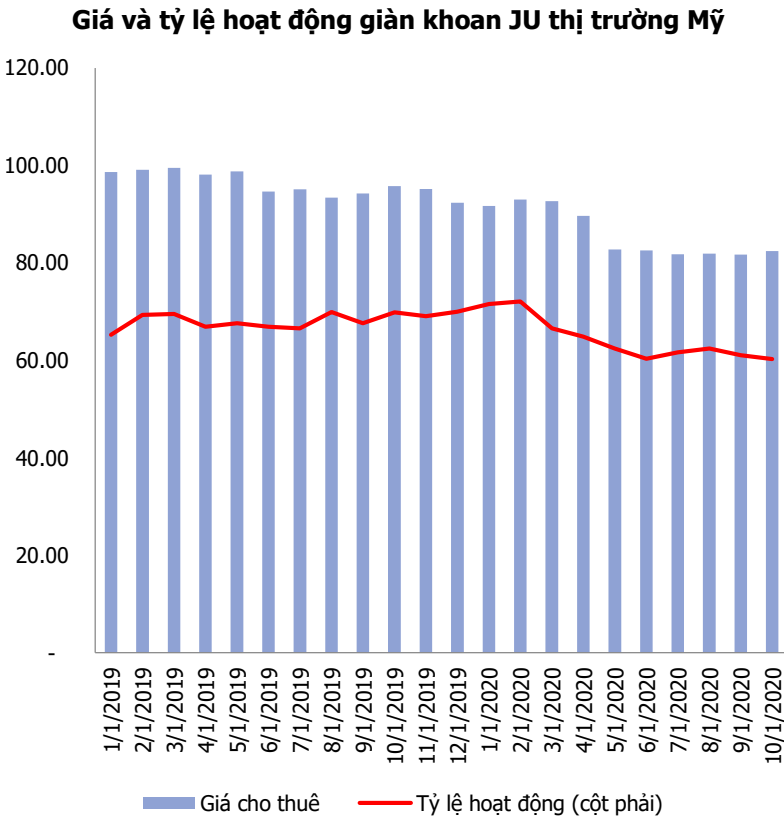
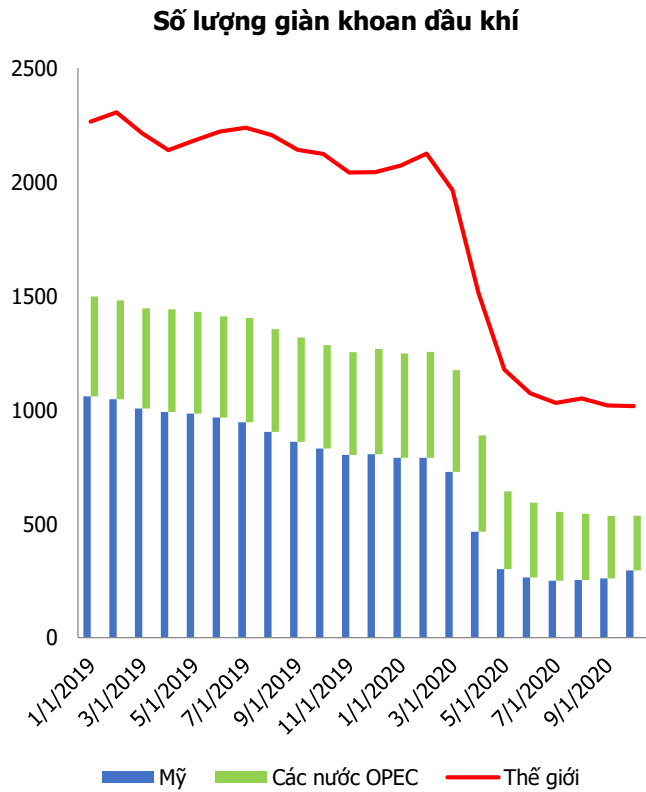


Sản xuất và tiêu thụ khí thiên nhiên tại Mỹ



Thị trường dầu khí thế giới

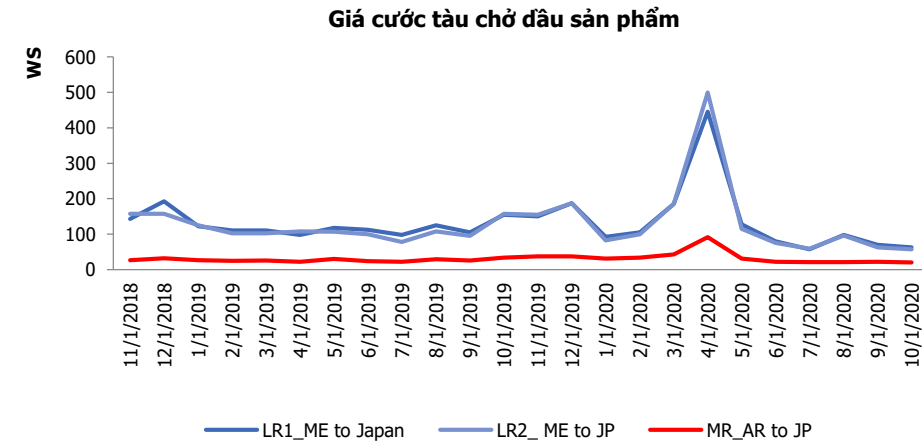
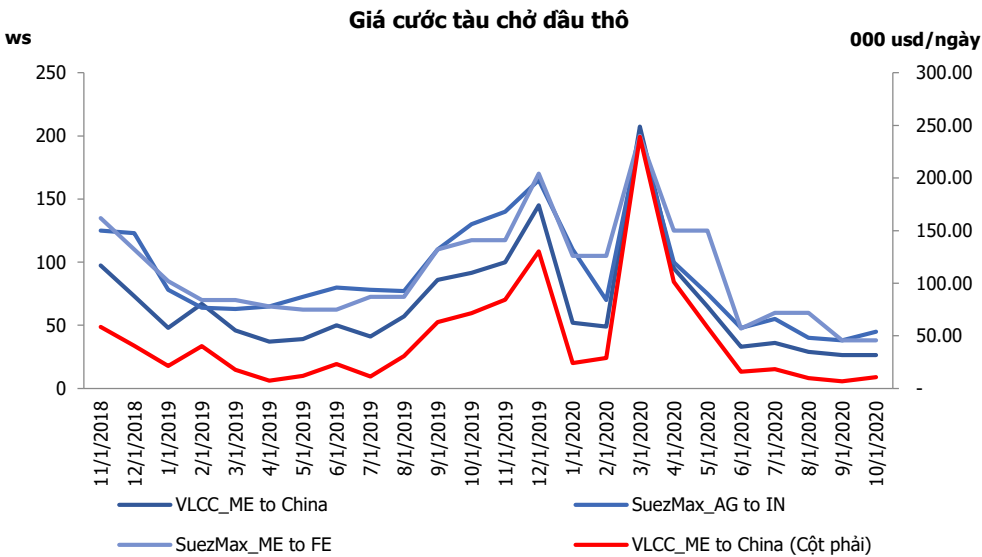
Thị trường khoan dầu- Tỷ lệ hoạt động và giá cước phí



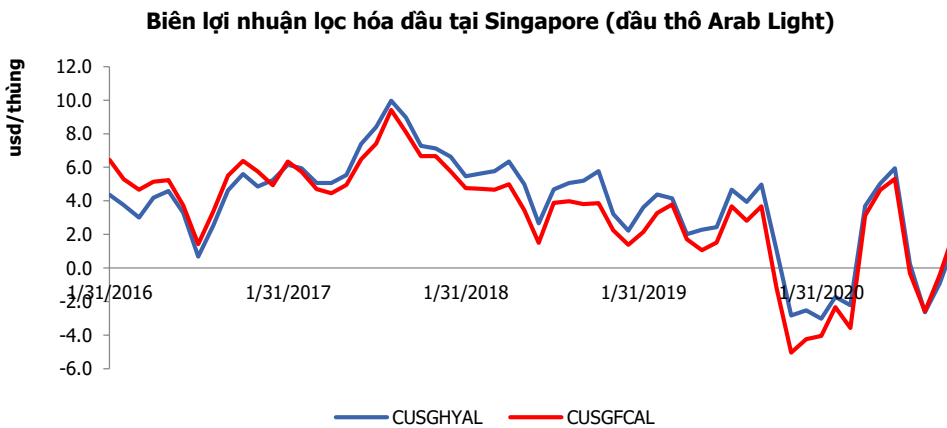
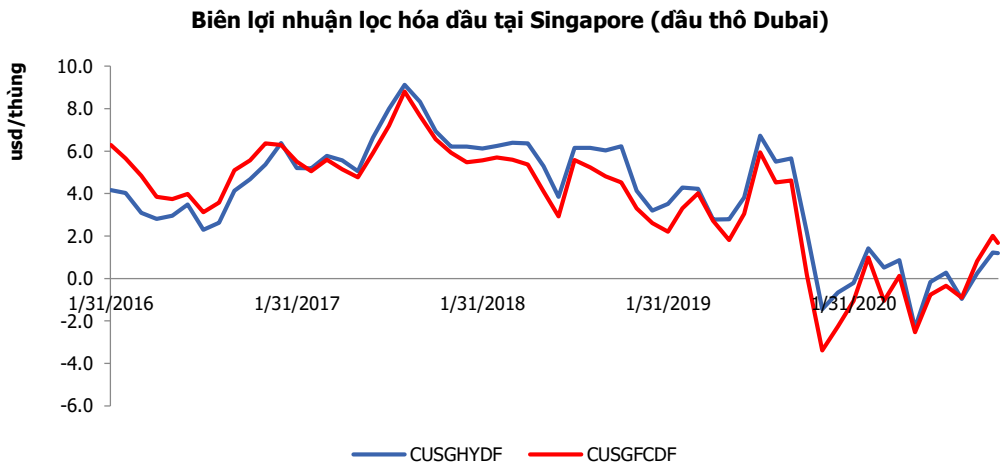
Nguồn: Bloomberg, IHSMarkit, TTNC MBS

Thị trường dầu khí thế giới

Vận tải Dầu khí- Chỉ số cước vận tải



Tỷ lệ hoạt động và biên lợi nhuận lọc hóa dầu



Ngành dầu khí Việt Nam

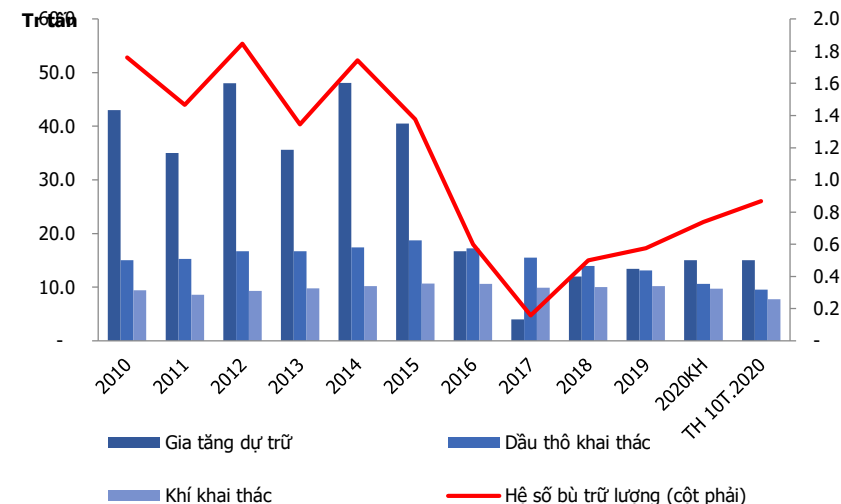
Dịch Covid 19 bùng phát và lây lan mạnh trên toàn cầu, giá dầu giảm mạnh từ đầu tháng 3.2020 do nhu cầu tiêu thụ sụt giảm đã gây sức ép rất lớn đến hoạt động sản xuất kinh doanh của ngành dầu khí trong nước.

Hoạt động trong khâu thượng nguồn gặp khó khăn khi giá dầu sụt giảm mạnh, tác động dây chuyền đến các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí như Tổng Công ty khoan và dịch vụ khoan dầu khí (PVD); Tổng công ty dịch vụ kỹ thuật dầu khí (PVS). Giá cước phí chịu sức ép giảm mạnh cũng như khối lượng công việc bị thu hẹp do hoạt động tìm kiếm thăm dò bị hạn chế.

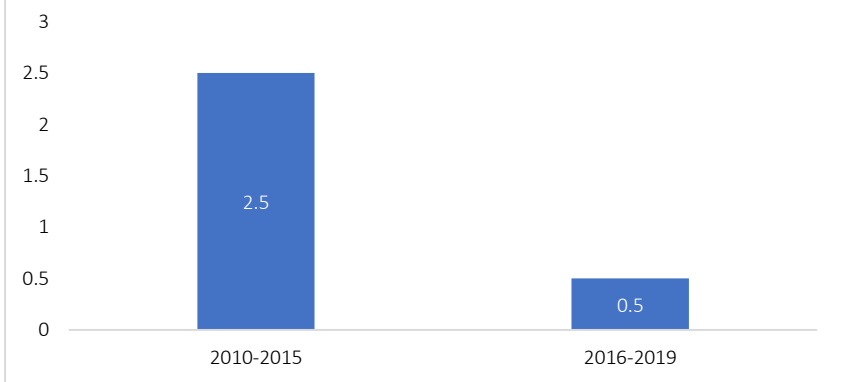
Hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí

- Hoạt động thăm dò tìm kiếm dầu khí các năm qua đã giảm sút mạnh khi giá dầu giảm từ 2015 chưa kịp phục hồi thì với việc giá dầu giảm mạnh từ đầu năm nay hoạt động thăm dò tìm kiếm sẽ lại gặp nhiều khó khăn do nguồn vốn hạn hẹp, các khu vực có tiềm năng dầu khí lớn ngày càng ít, phải mở rộng ra các khu vực khó khăn về địa chất, tiềm năng dầu thấp. Theo PVN, trước giai đoạn 2014, đầu tư cho công tác thăm dò tìm kiếm gia tăng trữ lượng đạt từ 2,5-3 tỷ usd/năm, trong khi đó, giai đoạn từ 2015-2019 giá trị giảm xuống chỉ khoảng 500 triệu usd.
- Phát hiện lịch sử mỏ Kèn Bầu (lô 114- bể Sông Hồng) trong tháng 7.2020 là một kết quả quan trọng trong lĩnh vực tìm kiếm thăm dò của ngành dầu khí trong năm 2020 và nhiều năm qua, với trữ lượng ước tính từ 7-9 nghìn tỷ feet khối khí tự nhiên và khoảng 400-500 triệu thùng Condensate
- Trong 10 tháng đầu năm, sản lượng khai thác quy dầu đạt 17.32 triệu tấn, vượt 2.3% kế hoạch, trong đó sản lượng dầu đạt 9.55 triệu tấn, khí thiên nhiên đạt 7.73 tỷ m3.
- Dự án khai thác khí Sao Vàng Đại Nguyệt và đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 hoàn thành vào cuối năm 2020 sẽ có tác động tích cực đến việc bổ sung, ổn định nguồn khí cho nhu cầu thị trường với sản lượng hàng năm khoảng từ 1,5 tỷ mét khối khí từ năm 2021.
- Hiện tại, một số dự án khí lớn vẫn đang bị chậm tiến độ như Dự án Lô B- Ô môn vẫn chưa có kết quả mở thầu và tiến độ mới nhất sẽ bị lùi lại đến quý IV.2024. Trong khi những dự án khác như Nam Du- U Minh của nhà điều hành Jadestone, Cá Voi Xanh của Exxol Mobil cũng chưa có những tiến triển tích cực nào khi năm 2020 sắp trôi qua.

Gia tăng dự trữ và khai thác dầu khí của Việt Nam



Đầu tư cho thăm dò tìm kiếm dầu khí hàng năm (tỷ usd)



Source: Moit, MBS Research

Ngành dầu khí Việt Nam

Khâu trung hạ nguồn: hoạt động chế biến và phân phối khí, xăng dầu

Giai đoạn khó khăn nhất trong hoạt động chế biến và kinh doanh xăng dầu đã qua, mặc dù vậy, còn không ít thách thức phía trước khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu vẫn ở mức thấp, đặc biệt là nhiên liệu hàng không. Lợi nhuận biên của chế biến kinh doanh xăng dầu vẫn ở mức thấp.

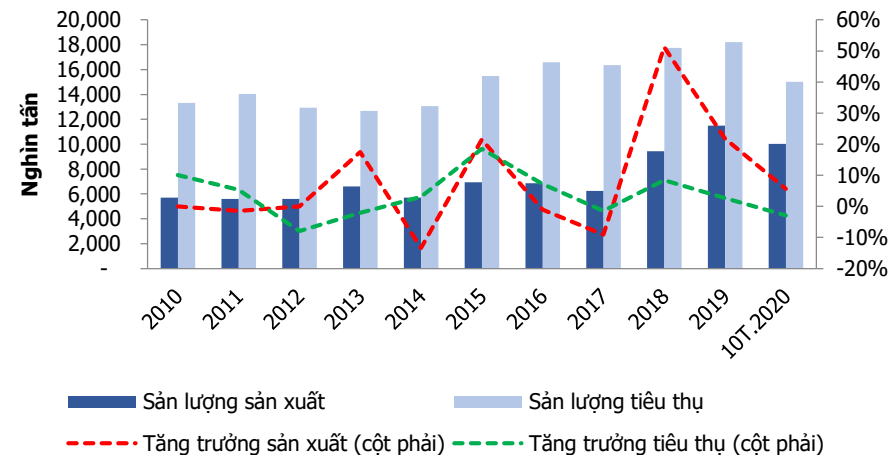
Tình hình hoạt động và kết quả kinh doanh của Tổng công ty khí Việt Nam, Tập đoàn xăng dầu Việt Nam (PLX), Công ty cổ phần lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR), Tổng công ty dầu Việt Nam (PVOIL) đã hồi phục trở lại trong quý III.2020.

Trong quý III, sản lượng khí sản xuất và kinh doanh đạt 2.24 tỷ m³, bằng 94% cùng kỳ 2019, lũy kế 10 tháng đạt 7.73 tỷ m³, bằng 90% cùng kỳ năm 2019. Tổng công ty khí Việt Nam cho biết, sản lượng khí thu hồi cả năm dự kiến đạt 9,5 tỷ m³, hoàn thành 98% kế hoạch năm. Trong năm 2021, cùng với nhu cầu sử dụng khí tăng thêm cho phát điện và nguồn khí được bổ sung thêm từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt, chúng tôi dự báo sản lượng khí có thể đạt mức 10.5-10.7 tỷ m³.

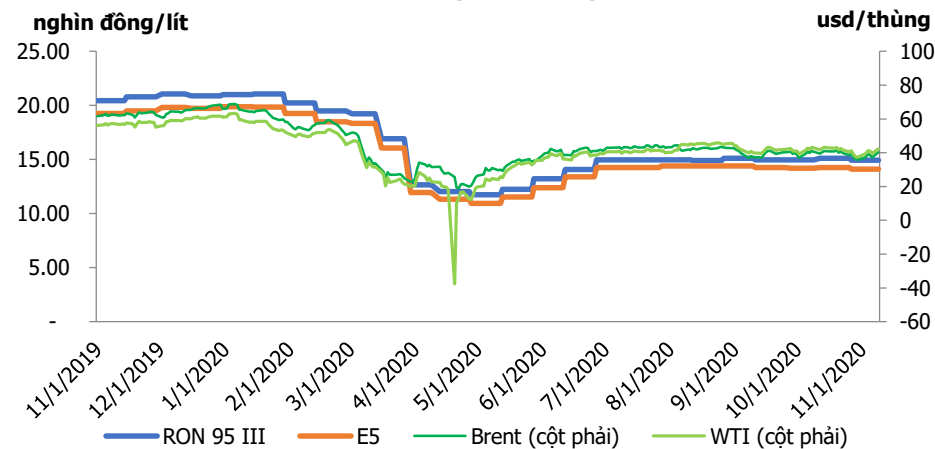
Sản lượng xăng dầu sản xuất quý III đạt 2,35 triệu tấn, bằng 79.7% cùng kỳ 2019, do trong kỳ nhà máy lọc dầu Bình Sơn dừng sản xuất để thực hiện bảo dưỡng tổng thể. Lũy kế 10 tháng, sản lượng xăng dầu sản xuất đạt 10,02 triệu tấn, bằng 99.7% cùng kỳ năm trước. Dự báo sản lượng xăng dầu sản xuất trong nước cả năm có thể đạt mức 12 triệu tấn tăng 4% so với 2019, trong khi tiêu thụ xăng dầu là khoảng 17.8 triệu tấn, bằng 96% của năm 2019.

Trong năm 2021, khi dịch covid được kiểm soát tốt hơn, nền kinh tế phục hồi, nhu cầu sử dụng xăng dầu sẽ tăng lên hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp khâu hạ nguồn dầu khí. Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu sẽ tăng thêm khoảng 8-10% so với năm 2020 đạt mức 19.6 triệu tấn.

Sản xuất và Tiêu thụ xăng dầu trong nước



Giá bán lẻ xăng dầu trong nước



Nguồn: MOIT, MBS research

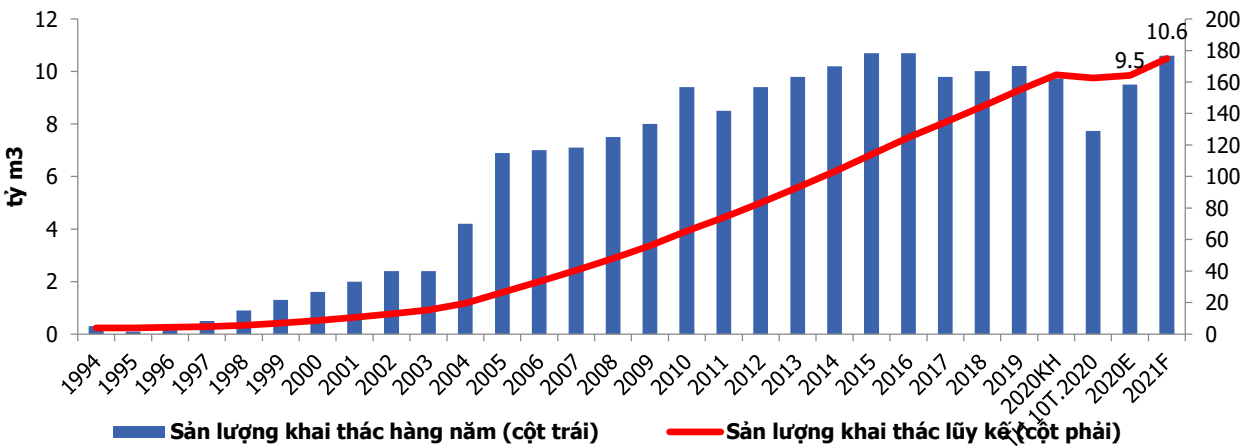
Ngành dầu khí Việt Nam

Giá dầu giảm tác động tiêu cực đến các dự án đầu tư khai thác khí trong nước . Nhưng cũng là động lực thúc đẩy tiến độ trong trung hạn với các dự án nhập khẩu khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) cho nhu cầu phát điện ngày càng tăng.

Tập trung đầu tư các dự án khí, đảm bảo nhu cầu cho phát điện, gia tăng sản lượng từ năm 2022

- Tập trung đầu tư dự án khí Nam Côn Sơn giai đoạn 2: Đầu tư hoàn thành hệ thống đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2, khai thác khí từ mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt từ quý IV năm 2020, mỏ Sư tử trắng sau năm 2022. Mặc dù vậy, dịch bệnh đang làm cho tiến độ thực hiện dự án bị ảnh hưởng, PVN, PVGAS và các nhà thầu đang tập trung nguồn lực để đạt được tiến độ đã đề ra, dòng khí đầu tiên sẽ được đưa vào bờ trong quý VI.2020 từ mỏ Sao Vàng.
- Đầu tư kho cảng LNG Thị Vải với công suất giai đoạn 1 là 1 triệu tấn/năm, hoàn thành vào năm 2022 để cung cấp khí cho dự án điện Nhơn Trạch 3&4.
- Trong dài hạn, PVN cũng tập trung nguồn vốn đầu tư cho các dự án khai thác khí mới tại khu vực Ma Lay- Thổ Chu, bao gồm dự án Lô B- Ô Môn, dự án Nam Du- U Minh, nơi có trữ lượng khí lớn đảm bảo cho phát triển dài hạn.

Sản lượng khai thác khí thiên nhiên của Việt Nam



Các dự án đầu tư kho - cảng khí hóa lỏng (LNG) nhập khẩu

Dự án	Chủ đầu tư	Quy mô	Tình trạng
Dự án LNG Hải Linh	Công ty TNHH Hải Linh	220 nghìn tấn/năm	Đang thực hiện đầu tư
Dự án LNG Thị Vải	PVN-PVGAS	GD1: 1 triệu tấn/năm- Hoàn thành 3-6tr tấn/năm	Đang thực hiện đầu tư
Dự án LNG Sơn Mỹ	PVN-PVGAS		Đang chuẩn bị
Dự án LNG Bạc Liêu	Delta Offshore Energy Pte	150-174 nghìn m3	Đã được phê duyệt
Dự án LNG Cái Mép Hạ	Tập đoàn T&T và GEN X Energy	9 triệu tấn/năm	Đang xem xét
Dự án LNG Vân Phong	Petrolimex		Đang xem xét
Dự án LNG Long Sơn	EVN-GENCO3	GD1: 3.5tr tấn- GD2: 6.5 tr tấn/năm	Đang xem xét
Dự án LNG Cà Ná	Gulf Energy Development	6 tr tấn/năm	Đang xem xét
Dự án LNG Vũng Áng	Siemens	Đảm bảo lượng khí cho nhà máy điện CS 1.500MW	Đang xem xét

Nguồn: Moit, MBS Research

Ngành dầu khí Việt Nam - Kết quả kinh doanh

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PVN

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018	2019	KH	2020	
						TH	11T % KH năm
Gia tăng dự trữ dầu khí	Triệu tấn	4.00	12.00	13.38	10-15	15	100.0%
Sản lượng dầu khai thác	Triệu tấn	15.50	14.00	13.11	10.62	10.42	98.1%
Sản lượng khí khai thác	Triệu tấn	9.90	10.00	10.21	9.74	8.40	86.2%
Sản lượng xăng dầu sản xuất	Triệu tấn	6.80	11.80	11.49	11.82	10.98	92.9%
Sản lượng điện sản xuất	Tỷ kwh	20.58	21.00	22.60	21.60	16.11	74.6%
Sản lượng đạm sản xuất	Triệu tấn	1.65	1.63	1.58	1.56	1.48	94.6%
Doanh thu	Nghìn tỷ VND	267.2	320.9	396.9	560.0	509.0	90.9%
Lợi nhuận trước thuế	Nghìn tỷ VND	46.9	50.6	43.8	32.3	na	na
Lợi nhuận sau thuế	Nghìn tỷ VND	37.2	38.6	35.2	27.5	na	na
Nộp ngân sách	Nghìn tỷ VND	97.5	121.3	108.0	67.8	66.0	97.3%

*: - Kế hoạch 2020 được PVN xây dựng trên kịch bản giá dầu Brent 60 usd/thùng.
- Doanh thu 2017-2019 lấy theo báo cáo tài chính hợp nhất

Nguồn: PVN, MBS Research

Ngành dầu khí Việt Nam - Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp dầu khí

MÃ CK	Đơn vị	Tình hình Tài chính đến Q3.2020			TH 2019		KH 2020		TH 9T.2020		Ước TH cả năm 2020		Đánh giá triển vọng 2021
		Tổng Tài sản	Nợ phải trả	Vốn hóa 10.11.2020	DT	LNTT	DT	LNTT	DT	LNTT	DT	LNTT	
GAS	Tỷ đồng	61,704	13,910	138,187	75,310	15,068	66,164	8,294	48,625	7,851	64,748	10,638	Khả quan
PLX	Tỷ đồng	57,472	34,167	58,562	189,656	5,648	122,000	1,570	92,647	193	126,240	1,670	Khả quan
BSR	Tỷ đồng	42,858	13,028	21,704	102,824	3,054	80,686	1,364	40,824	-4,090	55,217	-3,670	Trung lập
PVS	Tỷ đồng	27,066	13,834	6,835	17,233	948	15,000	800	14,725	890	17,872	1,016	Khả quan
PVD	Tỷ đồng	20,972	6,927	4,906	4,368	189	4,680	68	4,409	148	5,318	150	Trung lập
PVT	Tỷ đồng	11,216	5,215	3,996	7,758	1,016	6,200	550	5,250	589	6,850	800	Khả quan
DPM	Tỷ đồng	11,296	3,101	6,809	7,757	467	9,237	512	5,832	718	7,898	875	Trung lập
DCM	Tỷ đồng	9,236	2,726	6,538	7,177	463	5,940	55	5,295	494	6,600	600	Trung lập
OIL	Tỷ đồng	20,429	10,071	8,925	79,872	412	52,200	470	40,919	-305	52,000	-250	Trung lập

Nguồn: BCTC các DN, TTNC MBS dự báo

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 81,600

Chúng tôi thực hiện điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu xuống mức 81,600 đồng/CP so với báo cáo gần nhất. Giá mục tiêu điều chỉnh dựa trên dự phóng lợi nhuận năm 2020 giảm 29.6% đạt mức 8,526 tỷ đồng, áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và so sánh PE-PB bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực Châu Á.

Thông tin cập nhật:

- Doanh thu và lợi nhuận ròng quý III.2020 lần lượt đạt 15.937 tỷ đồng và 2.068 tỷ đồng, bằng 84% và 71% so với CK 2019. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 48.625 tỷ đồng, lợi nhuận ròng đạt 6.247 tỷ đồng, bằng 84% và 69% cùng kỳ năm trước, hoàn thành 73% kế hoạch doanh thu và 94% kế hoạch lợi nhuận.
- Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng sản lượng khí kinh doanh có thể đạt 10.2 tỷ m3, tăng 10% nhờ nguồn khí bổ sung thêm từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt và nhu cầu sử dụng khí tăng thêm cho sản xuất điện, sẽ thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận gộp (LNG) riêng mảng kinh doanh khí tăng lần lượt 12% và 42% cùng kỳ 2020.
- Doanh thu và lợi nhuận ròng dự phóng năm 2021 đạt mức 71.890 tỷ đồng và 11.250 tỷ đồng, lần lượt tăng 11% và 33% so với năm 2020, dựa trên kịch bản giá dầu Brent trung bình đạt mức 45 usd/thùng.
- Trường hợp giá dầu Brent tăng trưởng tốt hơn kỳ vọng của chúng tôi lên mức bình quân 55 USD/thùng trong 2021, so với mức giá định hiện tại 45 USD/thùng, theo đó, giá cơ sở MFO và LPG tăng tương ứng 50 USD/tấn, LNR 2021 sẽ điều chỉnh tăng 13% so với dự phóng hiện tại. Giá trị hợp lý của CP GAS sẽ điều chỉnh tăng 12% lên mức 92,000 đồng/CP.
- Theo thông tin chia sẻ cuối tháng 10 vừa qua, sản lượng khí kinh doanh năm 2020 của công ty dự kiến đạt khoảng 9 tỷ m3, bằng 90% thực hiện của năm 2019 và bằng 98% kế hoạch cả năm. Sản lượng khí kinh doanh giảm do nguồn khí trong 6 tháng đầu năm bị gián đoạn do sự cố kỹ thuật, mặt khác do nhu cầu khí cho điện năng không tăng nhiều bởi ảnh hưởng của tình hình dịch Covid19. Trong quý IV, nguồn khí đã ổn định trở lại, mặc dù vậy, nhu cầu khí cho điện vẫn ở mức thấp do phụ tải tăng chậm và EVN ưu tiên huy động thủy điện gia rẻ hơn.
- Dự án Đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 đang được thực hiện ở những giai đoạn cuối cùng, công ty dự kiến sẽ first gas vào giữa tháng 12.2020. Trong khi đó, dự án thu gom khí mỏ Sao vàng Đại Nguyệt cũng hoàn thành và first gas vào giữa tháng 11.2020. Mỏ Sao Vàng sẽ bổ sung khí cho khu vực Đông Nam bộ từ đầu năm 2021 và mỏ Đại Nguyệt sẽ từ cuối năm 2021.
- Dự án LNG Thị Vải cũng đang được triển khai quyết liệt, dự kiến sẽ hoàn thành vào quý III.2022, vượt tiến độ khoảng 2 tháng để chuẩn bị đồng bộ với dự án Điện khí Nhơn Trạch 3-4 của PVPower.
- Các dự án LNG khác như Sơn Mỹ, Long An, Hải Phòng cũng đang trong quá trình chuẩn bị hồ sơ pháp lý để sớm thực hiện triển khai trong các năm 2021-2024.



Ngày cập nhật	10/12/2020
Thị giá	VND 84,400
Giá mục tiêu	VND 81,600
Upside	-3.3%
Bloomberg	GAS VN
Vốn hóa	VND 161,537 tỷ
	USD 5,969 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 51,383
	VND 94,567
Giá trị giao dịch/ngày	VND 42 tỷ
	USD 1.83 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	3.05%

Đơn vị: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu thuần	75,005	64,748	71,890	83,395	94,917
Tăng trưởng doanh thu	-0.8%	-13.7%	11.0%	16.0%	13.8%
Lợi nhuận gộp	16,918	12,113	16,122	18,266	20,463
EBIT	15,266	10,783	14,186	15,698	17,152
Lợi nhuận trước thuế	15,068	10,638	14,044	15,559	16,967
Lợi nhuận sau thuế	12,085	8,526	11,250	12,463	13,589
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	11,902	8,379	11,133	12,369	13,514
EPS (VND)	6,219	4,378	5,817	6,462	7,061
Tăng trưởng EPS (%)	3.9%	-29.6%	32.9%	11.1%	9.3%
P/E (x)	11.4	16.2	12.2	11.0	10.0
EV/EBITDA	8.2	11.3	8.7	7.9	7.3
Cổ tức bằng tiền (VND/CP)	4,500	4,000	4,000	4,000	4,000
Tỷ suất cổ tức (%)	6.4%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
P/B (x)	27.94	25.81	23.98	22.40	21.01
ROE (%)	24.4%	15.9%	19.5%	20.2%	20.7%
ROA (%)	19.4%	12.8%	15.8%	16.2%	16.1%

GIỮ; Giá mục tiêu: VND 81,600

Kết quả kinh doanh	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	75,005	64,748	71,890	83,395	94,917
Giá vốn hàng bán	-58,087	-52,635	-55,768	-65,129	-74,454
Lợi nhuận gộp	16,918	12,113	16,122	18,266	20,463
Doanh thu tài chính	1,665	1,571	1,571	1,571	1,571
Chi phí tài chính	-241	-225	-262	-261	-310
Lợi nhuận liên doanh liên kết	-1	-14	5	5	5
Chi phí bán hàng	-2,394	-1,942	-2,300	-2,669	-3,037
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-875	-842	-1,078	-1,334	-1,708
Lợi nhuận kinh doanh thuần	15,072	10,661	14,057	15,577	16,982
Lợi nhuận trước thuế	15,068	10,638	14,044	15,559	16,967
Lợi nhuận sau thuế	12,085	8,526	11,250	12,463	13,589
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	11,902	8,379	11,133	12,369	13,514
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	183	147	117	94	75
Tài sản- Nguồn vốn	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	41,815	44,060	50,075	57,174	65,917
Tài sản dài hạn	20,364	22,586	21,234	19,882	18,530
Tổng tài sản	62,179	66,646	71,309	77,056	84,447
Nợ phải trả	12,564	13,031	13,694	15,441	18,832
I. Nợ phải trả ngắn hạn	9,965	10,731	11,194	12,741	14,432
II. Nợ phải trả dài hạn	2,600	2,300	2,500	2,700	4,400
Vốn chủ sở hữu	49,615	53,615	57,615	61,615	65,615
Tổng nguồn vốn	62,179	66,646	71,309	77,056	84,447

Hệ số tài chính	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Hệ số lợi nhuận					
Biên lợi nhuận gộp	22.6%	18.7%	22.4%	21.9%	21.6%
EBITDA	21.9%	18.5%	21.6%	20.4%	19.5%
Biên lợi nhuận ròng	15.9%	12.9%	15.5%	14.8%	14.2%
ROE	24.4%	15.9%	19.5%	20.2%	20.7%
ROA	19.4%	12.8%	15.8%	16.2%	16.1%
Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-1%	-13.7%	11.0%	16.0%	13.8%
Tăng trưởng LNTT	4%	-29.4%	32.0%	10.8%	9.0%
Tăng trưởng LNST	4%	-29.6%	32.9%	11.1%	9.3%
Tăng trưởng EPS	4%	-29.6%	32.9%	11.1%	9.3%
Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.78	4.11	4.47	4.49	4.57
Hệ số thanh toán nhanh	1.64	3.94	4.31	4.28	4.14
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.20	0.20	0.19	0.20	0.22
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.25	0.24	0.24	0.25	0.29
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	63.37	47.94	54.16	60.07	55.28
Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
EPS (VND)	6,219	4,378	5,817	6,462	7,061
BVPS (VND)	25,344	27,434	29,524	31,614	33,704

GIỮ, Giá mục tiêu 12 tháng: 17,100 VND

Thông tin cập nhật

Kết quả kinh doanh quý III và 9 tháng đầu năm 2020

Doanh thu quý III đạt 5,966 tỷ đồng, tăng 28.4% so với cùng kỳ 2019, chủ yếu nhờ lĩnh vực chế tạo cơ khí tăng mạnh 62% và kho nổi tăng 34%. Lợi nhuận gộp quý III đạt 433 tỷ đồng, tăng 94% so với cùng kỳ năm trước, nhờ lợi nhuận gộp lĩnh vực chế tạo cơ khí tăng mạnh lên mức 277 tỷ đồng. Nhờ doanh thu và lợi nhuận gộp tăng, Lợi nhuận trước thuế quý III đạt 284 tỷ đồng, tăng 104.3% so với cùng kỳ 2019

Lũy kế 9 tháng doanh thu đạt 14,725 tỷ đồng, tăng 8.5% so với cùng kỳ năm trước và đạt 98.2% kế hoạch cả năm. Biên LN gộp đạt 5.9%. LNST 9T2020 đạt 634 tỷ đồng, bằng 99.4% cùng kỳ và hoàn thành 113.3% kế hoạch năm.

Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh

Lĩnh vực chế tạo cơ khí đầu khí: Trong 9T2020, PTSC tiếp tục tập trung hoàn thành các hạng mục công việc của Dự án Thiết kế chi tiết, Mua sắm, Chế tạo, Vận chuyển, Lắp đặt và Chạy thử giàn Sao Vàng CPP (tiến độ của Dự án đạt 99,28%) và Đại Nguyệt WHP (tiến độ của Dự án đạt 46,48%); Dự án GALLAF – Al Shaheen (tiến độ tổng thể của Dự án đạt 74,42%); Dự án chế tạo và hạ thủy chân đế LQ Jacket (tiến độ tổng thể của Dự án đạt 54,18%); Dự án Linde Pre-Dressing of Columns (tiến độ tổng thể của Dự án đạt 75,83%). Bên cạnh đó, Công ty mẹ PTSC trực tiếp thực hiện Dự án đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt cho PV Gas (tiến độ tổng thể đạt 95,21%).

Lĩnh vực kho nổi FSO/FPSO: giữa tháng 9, kho chứa nổi FSO Golden Star đã cập mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt ở lô 05.1b (bể Nam Côn Sơn), đây là kho chứa nổi mà liên doanh PTSC (Việt Nam) và MISC (Malaysia) là chủ sở hữu, tương ứng tỷ lệ PTSC 51% và MISC 49%. Hiện tại, các nhà thầu đang đấu nối FSO này với hệ thống neo đậu và giàn xử lý trung tâm Sao Vàng để chạy thử vận hành vào cuối tháng 10. Sau đó, các cơ quan đăng kiểm trong nước và quốc tế sẽ cấp phép hoạt động để FSO kịp đón dòng dầu đầu tiên từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt dự kiến trong tháng 11/2020. Việc theo kịp tiến độ là nỗ lực không nhỏ của liên doanh khi vượt qua những khó khăn về dịch Covid và nguồn cung ứng, để kéo FSO từ xưởng đóng tàu MISC Malaysia về kịp thời, bảo đảm thành công của chuỗi dự án Sao Vàng Đại Nguyệt. FSO SVDN sẽ mang lại doanh thu khoảng 25 triệu usd mỗi năm từ 2021 đến 2028.



Giá hiện tại 10/12/2020	15,000 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	17,100 VND
Upside (%)	14.0%
Bloomberg	PVS VN
Giá trị vốn hóa	7,169 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần (VND)	7,584-18,164
Khối lượng GDBQ (000cp/ngày)	3,868
Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND)	51.62
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Tỷ lệ SHNN hiện tại (%)	10.63%

Đơn vị: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu thuần	16,968	17,872	16,563	18,386	20,615
Tăng trưởng doanh thu	15.9%	5.3%	-7.3%	11.0%	12.1%
Lợi nhuận gộp	897	1,080	878	1,044	1,181
EBIT	1,170	1,136	1,016	1,170	1,274
Lợi nhuận trước thuế	1,103	1,016	901	1,055	1,162
Lợi nhuận sau thuế	808	813	721	844	929
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	849	792	636	745	820
EPS (VND)	1,776	1,656	1,330	1,558	1,716
Tăng trưởng EPS (%)	-19%	-7%	-20%	17%	10%
P/E (x)	6.9	8.2	10.1	8.7	7.9
EV/EBITDA	2.4	2.1	2.3	1.9	1.6
Cổ tức bằng tiền (VND/CP)	700	700	1,000	1,000	1,000
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	5%	7%	7%	7%
P/B (x)	4.83	5.14	5.04	4.90	4.74
ROE (%)	6%	6%	5%	6%	6%
Nợ ròng/vốn chủ sở hữu (%)	-37%	-40%	-39%	-40%	-41%

GIỮ, Giá mục tiêu 12 tháng: 17,100 VND

Dự báo tình hình hoạt động và kết quả kinh doanh năm 2020-2021:

Trong quý VI.2020, hoạt động chế tạo cơ khí vẫn tập trung vào các dự án lớn như giàn Đại Nguyệt, dự án Gallaf, dự án Vopak-Galaxy Expansion Phase III, LNG Thị Vải, Tổ hợp hóa dầu miền Nam- gói A1... Trong khi tiếp tục chờ đợi kết quả dự thầu các dự án lớn khác như Nam Du U Minh, Lô B- Ô môn...

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu cả năm 2020 có thể đạt mức 17,872 tỷ đồng, tăng 5.3% so với năm 2019, chủ yếu do lĩnh vực chế tạo cơ khí tại dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đạt tiến độ và hạch toán doanh thu lớn trong năm. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt có thể đạt mức 1,016 tỷ đồng và 813 tỷ, bằng 92% và 106% so với năm 2019.

Trong dài hạn 2021-2025, công ty có cơ hội tham gia nhiều dự án lớn của ngành dầu khí như: Lô B- Ô Môn, Nam Du –U Minh, Cá Voi Xanh, Báo Vàng, Sư tử Trắng giai đoạn 2, các dự án trên bờ như LNG Thị Vải Mở rộng, LNG Sơn Mỹ, LNG Long An, dự án Đường ống Đông-Tây nam bộ, dự án điện khí NT3&4, dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất.

Định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu-FCFE, so sánh PE, PB ngành, giá trị cổ phiếu được xác định là 17.100 đồng/cổ phần.

Rủi ro

Rủi ro giá dầu ở mức thấp sẽ làm cho dòng vốn đầu tư vào các dự án dầu khí giảm, các dự án có thể bị chậm tiến độ ảnh hưởng đến nguồn công việc và giá cước phí dịch vụ công ty đang thực hiện.

Kết quả kinh doanh quý III và 9 tháng đầu năm 2020

Chỉ tiêu	Q3.2019	Q3.2020	9T.2020		So sánh YoY	
			Giá trị	Tỷ trọng	Q3	9T
Doanh thu thuần	4,648	5,966	14,725	100.0%	128.4%	108.5%
Tàu kỹ thuật	528	514	1,493	10.1%	97.3%	105.9%
FPSO, FSO	413	555	2,467	16.8%	134.4%	201.1%
Khảo sát địa chất, địa chấn	198	154	306	2.1%	77.8%	55.7%
Cần cẩu cảng	420	397	1,181	8.0%	94.5%	102.1%
Cơ khí, xây lắp	2,364	3,824	7,997	54.3%	161.8%	103.2%
Sửa chữa, lắp đặt, bảo dưỡng	563	376	870	5.9%	66.8%	83.3%
Khác	160	146	410	2.8%	91.3%	94.7%
Lợi nhuận gộp	223	433	870	100.0%	194.2%	85.0%
Tàu kỹ thuật	46	43	99	11.4%	93.5%	75.6%
FPSO, FSO	34	23	86	9.9%	67.6%	68.8%
Khảo sát địa chất, địa chấn	17	4	11	1.3%	23.5%	21.2%
Cần cẩu cảng	27	72	190	21.8%	266.7%	94.5%
Cơ khí, xây lắp	86	277	402	46.2%	322.1%	95.3%
Sửa chữa, lắp đặt, bảo dưỡng	31	10	60	6.9%	32.3%	85.7%
Khác	(20)	3	20	2.3%	-15.0%	95.2%
Biên LNG	4.8%	7.3%	5.9%		151.3%	78.4%
Tàu kỹ thuật	8.7%	8.4%	6.6%		96.0%	71.4%
FPSO, FSO	8.2%	4.1%	3.5%		50.3%	34.2%
Khảo sát địa chất, địa chấn	8.6%	2.6%	3.6%		30.3%	38.0%
Cần cẩu cảng	6.4%	18.1%	16.1%		282.1%	92.6%
Cơ khí, xây lắp	3.6%	7.2%	5.0%		199.1%	92.3%
Sửa chữa, lắp đặt, bảo dưỡng	5.5%	2.7%	6.9%		48.3%	102.9%
Khác	-12.5%	2.1%	4.9%		-16.4%	100.6%
Doanh thu tài chính	96	94	276		97.9%	118.5%
Chi phí tài chính	26	21	95		80.8%	179.2%
Lãi lỗ trong công ty liên doanh liên kết	7	(36)	124		-514.3%	30.3%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	143	152	385		106.3%	68.3%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	131	286	711		218.3%	72.5%
Lợi nhuận trước thuế	139	284	889		204.3%	104.0%
Lợi nhuận sau thuế	84	223	634		265.5%	99.4%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	62	197	573		317.7%	88.4%

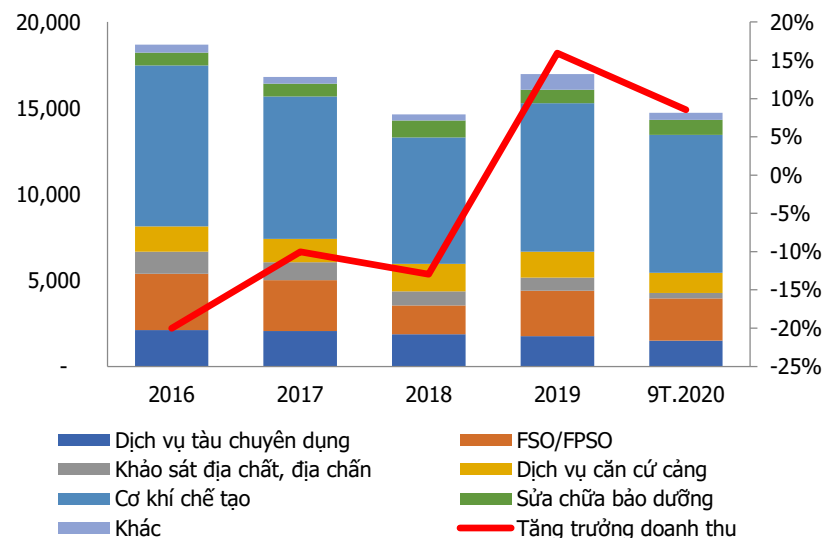
Nguồn: PVS, TTNC MBS

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ (HNX-PVS)

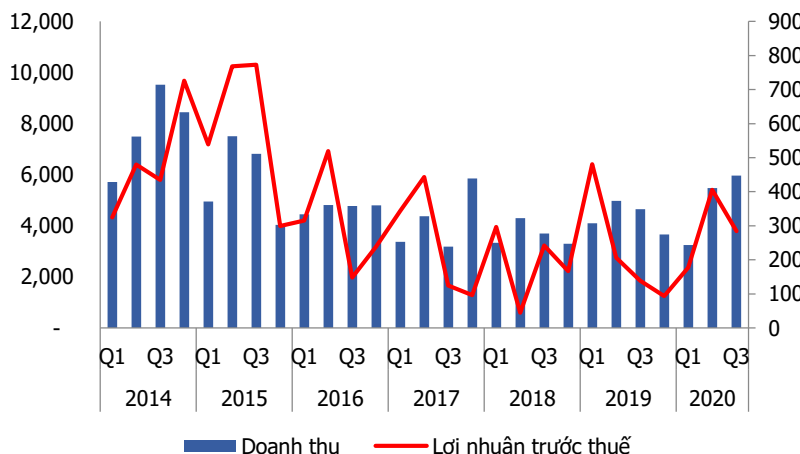


GIỮ, Giá mục tiêu 12 tháng: 17,100 VND

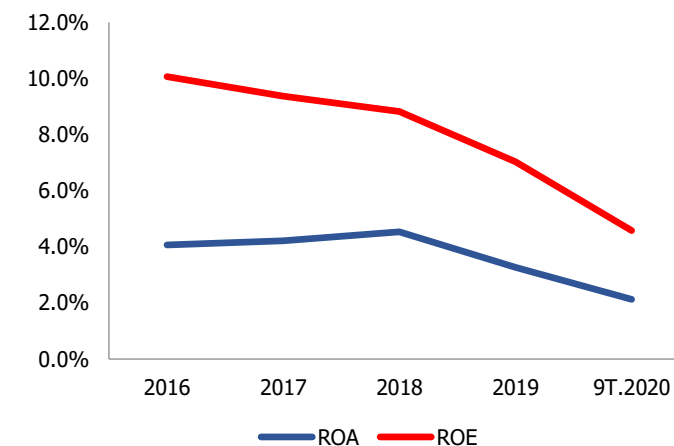
Cơ cấu doanh thu



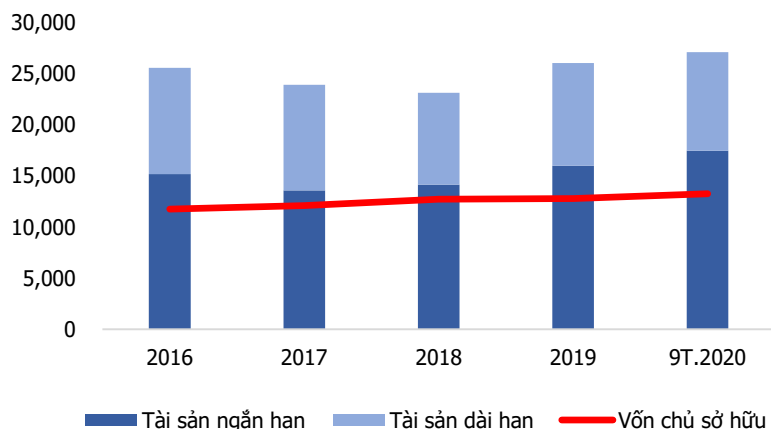
Doanh thu và Lợi nhuận theo Quý



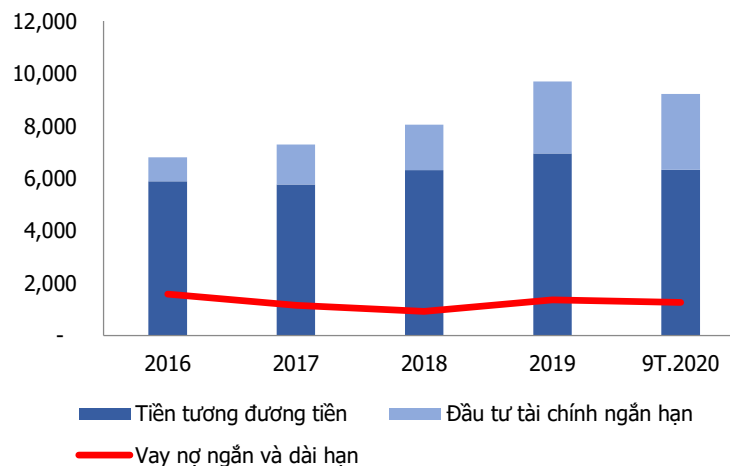
Hiệu quả kinh doanh



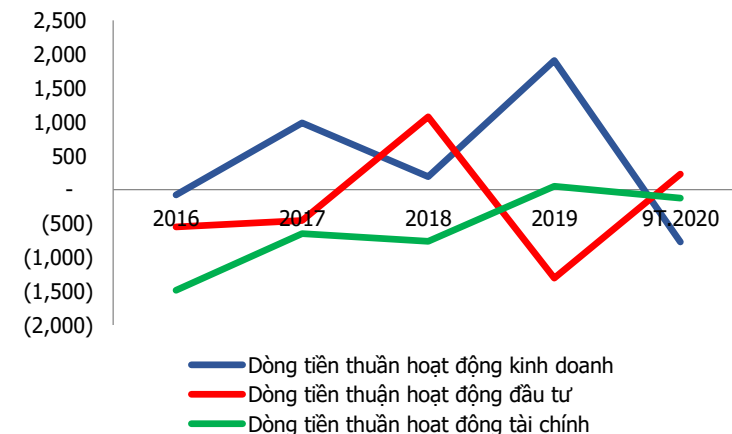
Cơ cấu Tài sản- Nguồn vốn



Tiền tương đương tiền và Nợ vay



Dòng tiền



Nguồn: PVS, TTNC MBS

GIỮ, Giá mục tiêu 12 tháng: 17,100 VND

Kết quả kinh doanh	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	Hệ số tài chính	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	16,968	17,872	16,563	18,386	20,615	21,734	Hệ số lợi nhuận						
Giá vốn hàng bán	-16,071	-16,792	-15,685	-17,342	-19,434	-20,487	Biên lợi nhuận gộp	5.3%	6.0%	5.3%	5.7%	5.7%	5.7%
Lợi nhuận gộp	897	1,080	878	1,044	1,181	1,247	EBITDA	9.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.4%	8.2%
Doanh thu tài chính	320	357	357	357	357	357	Biên lợi nhuận ròng	5.0%	4.4%	3.8%	4.1%	4.0%	3.9%
Chi phí tài chính	-67	-120	-115	-114	-112	-113	ROE	6.3%	6.1%	5.3%	6.1%	6.5%	6.5%
Lợi nhuận liên doanh liên kết	581	200	450	540	551	562	ROA	3.1%	3.1%	2.9%	3.3%	3.5%	3.5%
Chi phí bán hàng	-108	-89	-83	-92	-103	-109	Hệ số tăng trưởng						
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-649	-572	-596	-689	-722	-761	Tăng trưởng doanh thu	16%	5.3%	-7.3%	11.0%	12.1%	5.4%
Lợi nhuận kinh doanh thuần	974	856	891	1,045	1,152	1,184	Tăng trưởng LNNT	13%	-7.9%	-11.3%	17.1%	10.1%	2.8%
Lợi nhuận trước thuế	1,103	1,016	901	1,055	1,162	1,194	Tăng trưởng LNST	-19%	-6.8%	-19.7%	17.1%	10.1%	2.8%
Lợi nhuận sau thuế	808	813	721	844	929	955	Tăng trưởng EPS	-19%	-6.8%	-19.7%	17.1%	10.1%	2.8%
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	849	792	657	770	847	871	Hệ số thanh khoản						
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-41	21	64	74	82	84	Hệ số thanh toán hiện hành	1.78	1.83	1.97	2.00	2.04	2.02
Tài sản- Nguồn vốn	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	Hệ số thanh toán nhanh	1.64	1.73	1.86	1.89	1.91	1.90
Tài sản ngắn hạn	15,873	15,206	15,984	16,931	18,330	15,873	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.51	0.49	0.46	0.46	0.45	0.46
Tài sản dài hạn	10,083	9,838	9,587	9,328	9,159	10,083	Nợ phải trả/Vốn chủ sơ hữu	1.03	0.96	0.85	0.84	0.83	0.86
Tổng tài sản	25,956	25,045	25,571	26,259	27,489	25,956	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	17.46	9.49	8.83	10.22	11.33	11.59
Nợ phải trả	12,693	11,539	11,699	11,936	12,689	12,693	Hệ số định giá						
I. Nợ phải trả ngắn hạn	8,668	7,714	7,974	8,311	9,064	8,668	Lợi suất cổ tức	6%	5.2%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
II. Nợ phải trả dài hạn	4,025	3,825	3,725	3,625	3,625	4,025	EPS (VND)	1,776	1,656	1,330	1,558	1,716	1,763
Vốn chủ sở hữu	13,263	13,506	13,872	14,323	14,800	13,263	BVPS (VND)	25,253	26,254	26,761	27,527	28,471	29,469
Tổng nguồn vốn	25,956	25,045	25,571	26,259	27,489	25,956							

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**