

Vietnam Investment Outlook



| MBS Research

2022

TRIỂN VỌNG KINH TẾ NĂM 2022	3 - 24
▪ Kinh tế thế giới	4 - 11
▪ Kinh tế Việt Nam	12 - 24
XU HƯỚNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2022	25 - 55
▪ Thị trường chứng khoán Thế giới	25 - 37
▪ Thị trường chứng khoán Việt Nam	38 - 56
TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ	57 - 255
▪ Ngành dầu khí	62 - 93
▪ Ngành điện	94 - 123
▪ Ngành Bất động sản	124 - 183
- BĐS – phân khúc nhà ở và dân cư	
- BĐS – phân khúc bán lẻ	
- BĐS – phân khúc BĐS Khu công nghiệp	
▪ Ngân hàng	184 - 206
▪ Ngành thép	207 - 241
▪ Ngành Bán lẻ	242 - 246
▪ Ngành Dệt May	247 - 255

Triển vọng kinh tế Thế giới 2022

KINH TẾ THẾ GIỚI: PHỤC HỒI TỐT TRONG 2021 VÀ HỨA HẸN NHIỀU TRIỂN VỌNG CHO NĂM 2022!

- ▶ ***Sự phục hồi tăng trưởng kinh tế năm 2021 và 2022 với động lực của các nền kinh tế hàng đầu bao gồm Mỹ TQ, EU và Nhật Bản***
- ▶ ***Lãi suất thấp và các gói kích thích tài khóa, cùng giải pháp vacxin đã là yếu tố hỗ trợ nền tảng trong năm 2021***
- ▶ ***Lạm phát tăng cao khiến nhiều ngân hàng trung ương lớn phải thắt chặt chính sách tiền tệ và sớm tăng lãi suất vào nửa đầu 2022***

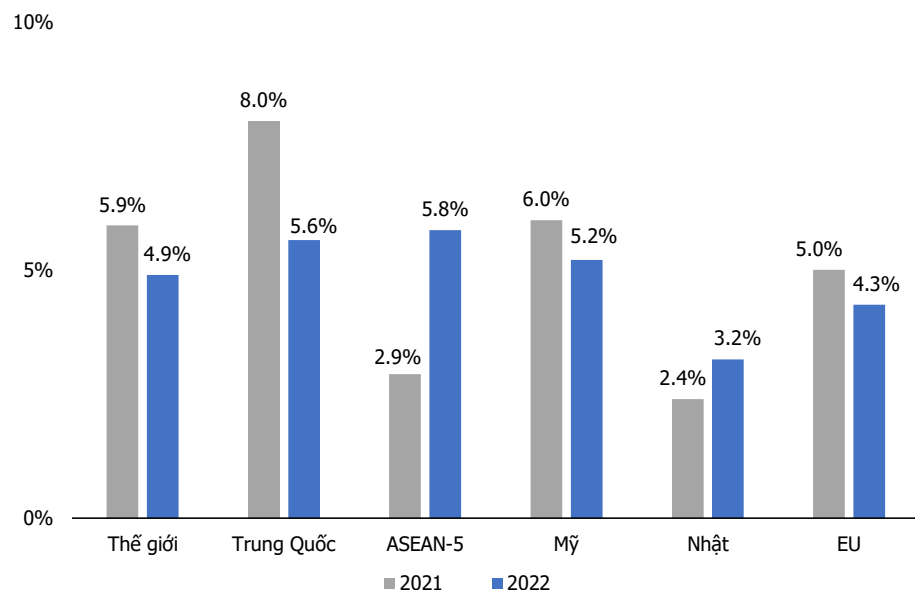
TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI



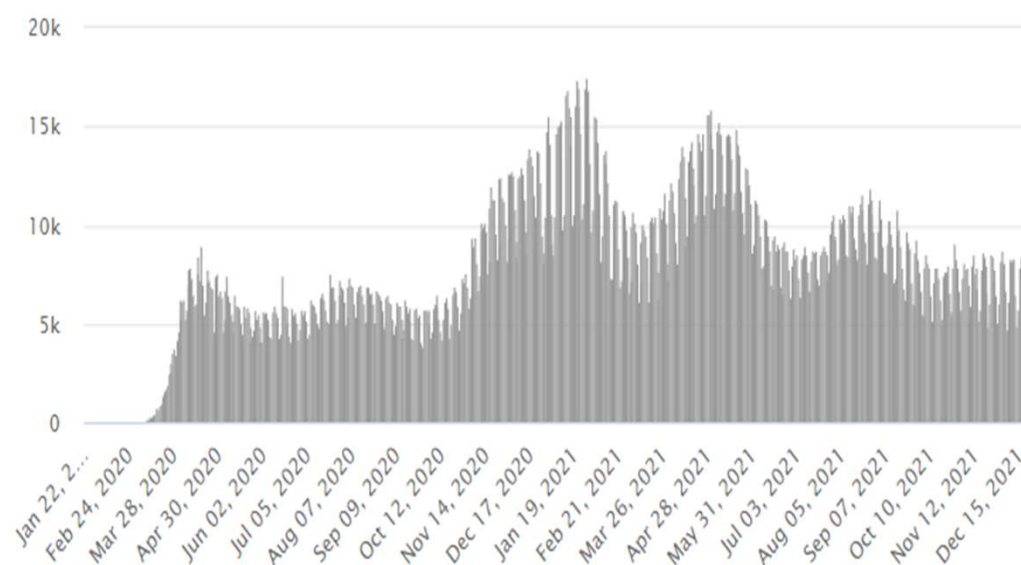
Kinh tế thế giới hồi phục tốt hơn dự báo trong năm 2021 và hứa hẹn nhiều triển vọng cho năm 2022

- IMF đã cải thiện mức dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2022 với động lực của các nền kinh tế hàng đầu bao gồm Mỹ, Trung Quốc, EU và Nhật Bản.
- Nhiều yếu tố hỗ trợ nền kinh tế thế giới phục hồi mạnh bao gồm lãi suất thấp và các gói kích thích tài khóa, đi cùng tỷ lệ tiêm chủng ngừa dịch bệnh Covid-19 tăng cao.
- Chương trình tiêm chủng vaccine được đẩy mạnh triển khai tại nhiều quốc gia và chứng tỏ hiệu quả trong việc kiểm chế dịch bệnh.

Dự báo tăng trưởng GDP - IMF



Số ca tử vong do Covid 19 toàn cầu

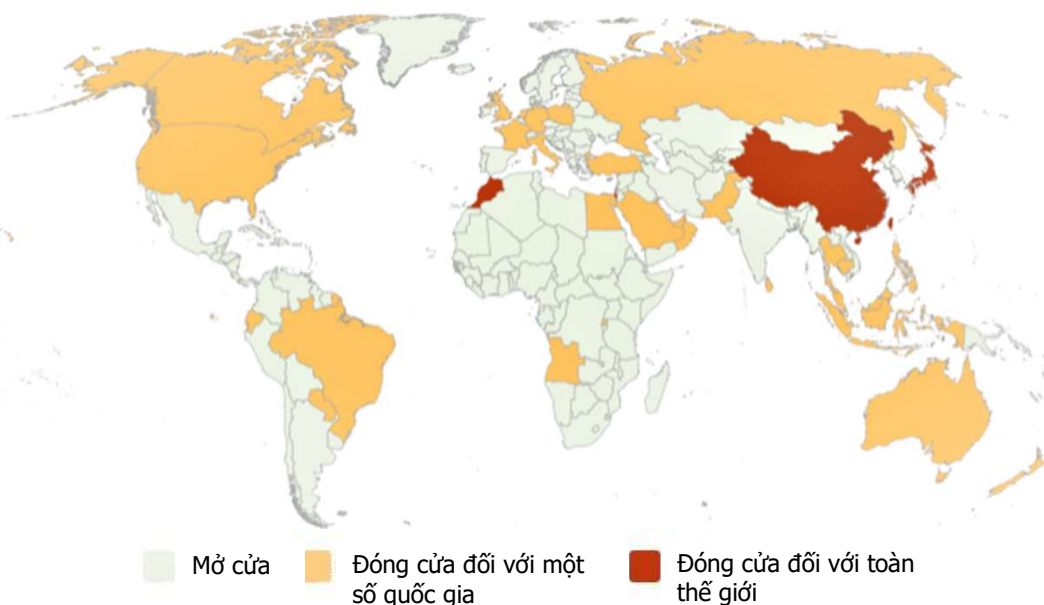


Nguồn: Bloomberg, IMF, MBS tổng hợp

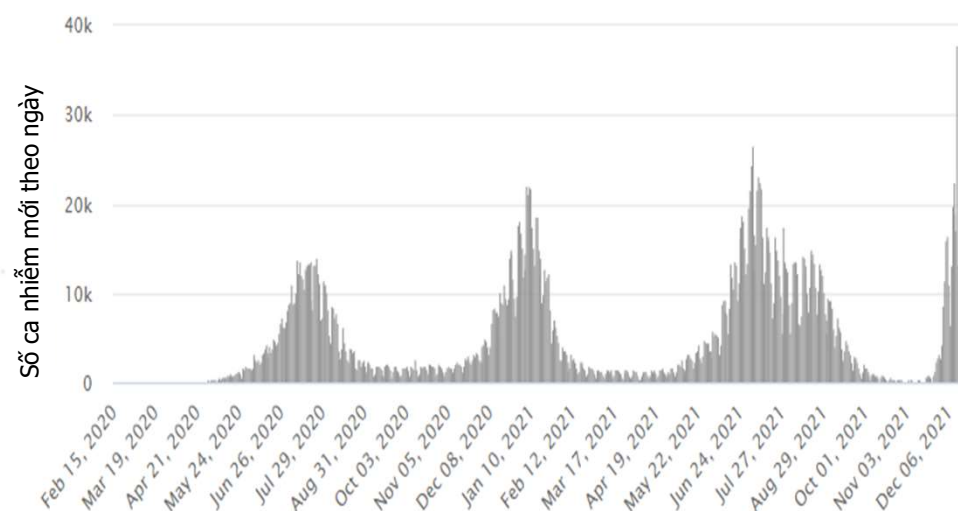
Siêu biến chủng Omicron đã lây lan ra thế giới

- Kể từ khi biến chủng Omicron được phát hiện, số ca nhiễm mới tại Nam Phi đã tăng lên đến chóng mặt. Số ca nhiễm mới tại Nam Phi đã chạm mức cao nhất trong tuần với hơn 30,000 ca nhiễm/ngày vào tháng 12 – chính thức bước vào làn sóng thứ IV của dịch bệnh Covid-19.
- Biến chủng Omicron đã có mặt tại 38 quốc gia trên thế giới với tốc độ lây lan đáng báo động. Các nhà khoa học công bố, Omicron có khoảng 50 đột biến, trong đó 32 đột biến trên protein gai, gấp đôi số đột biến ở biến chủng Delta. Ngày 26/11, WHO đã xếp Omicron vào danh sách biến chủng đáng lo ngại với nguy cơ lây nhiễm cao hơn biến chủng Delta. Tuy nhiên, vẫn chưa có ca tử vong nào liên quan đến biến chủng này được ghi nhận.
- Tính đến ngày 24/12, hơn 100,000 ca nhiễm liên quan đến biến chủng này đã được ghi nhận tại các quốc gia ngoài khu vực Châu Phi. Hàng loạt các quốc gia trên thế giới như Mỹ, Canada, Anh, Úc, Trung Quốc,... đã lần lượt công bố đóng cửa biên giới nhằm kiểm soát sự lây lan của dịch bệnh.

Chính sách kiểm soát biên giới trên toàn cầu (10/12/2021)



Số ca nhiễm mới tại Nam Phi

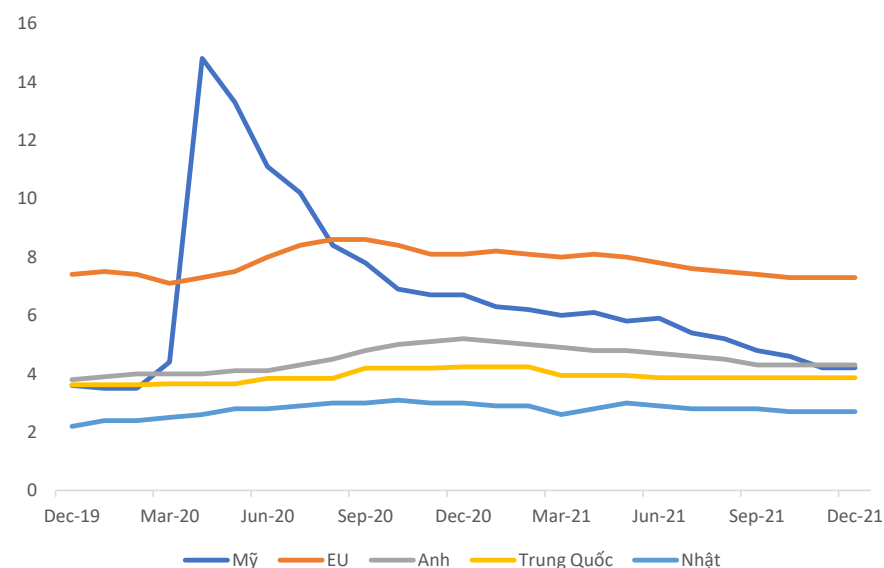


Nguồn: Worldometers, MBS tổng hợp

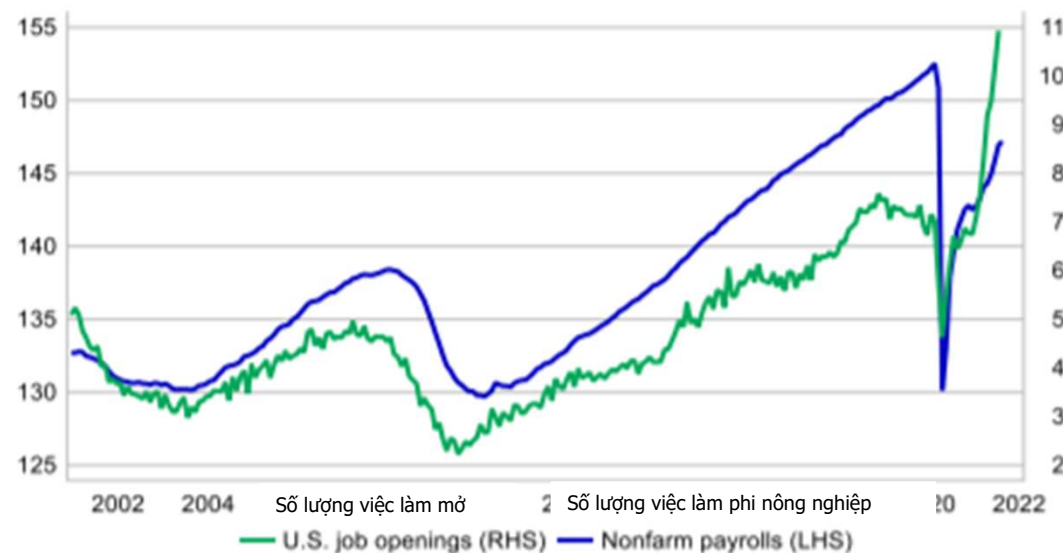
Kinh tế thế giới hồi phục tốt hơn dự báo trong năm 2021 và hứa hẹn nhiều triển vọng cho năm 2022

- Vào tháng 11, số người Mỹ nghỉ việc đã tăng khoảng 164.000 người, nâng tổng số người nghỉ việc lên mức cao mới đạt 4,4 triệu người. Hơn 30.000 người nghỉ việc tại các trường học thuộc tiểu bang và địa phương. Trong lĩnh vực nghệ thuật và giải trí, 56.000 người đã rời đi. Trong khi 47.000 người đã nghỉ việc ở các ngành dịch vụ khác.
- Tính đến hết tháng 11, số lượng vị trí tuyển dụng đã giảm 191.000 xuống 10,4 triệu vị trí. Năm nay, tăng trưởng việc làm trung bình là 582.000 mỗi tháng. Trong cả bốn lĩnh vực, số lượng việc làm vẫn ổn định, với mức tăng cao nhất trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe và hỗ trợ xã hội, cũng như chính quyền tiểu bang và địa phương, ngoại trừ lĩnh vực giáo dục.

Tỷ lệ thất nghiệp tại một số nền kinh tế lớn



Số lượng việc làm mở tại Mỹ (triệu việc làm)

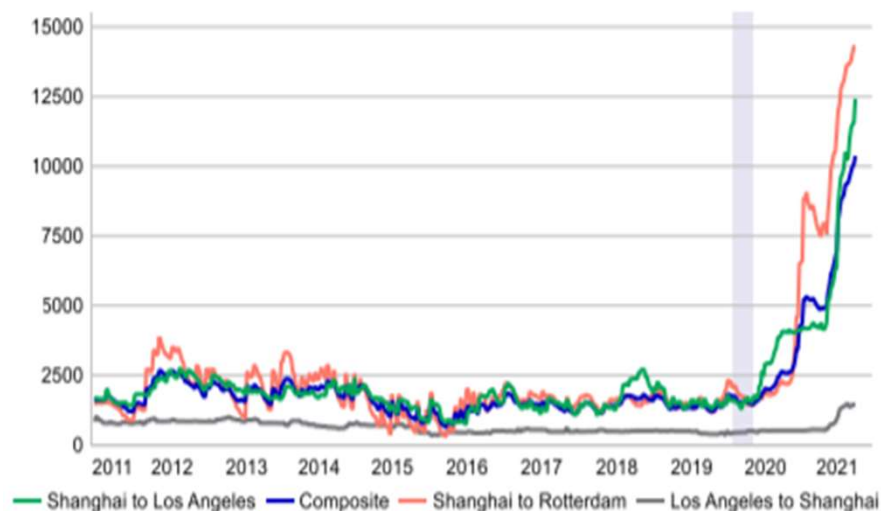


Nguồn: Bloomberg, IMF, MBS tổng hợp

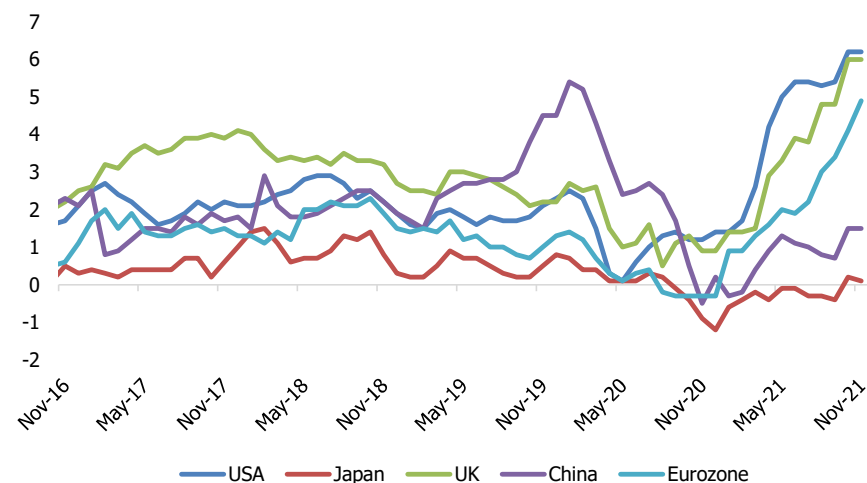
Các gói kích thích quy mô lớn đã và đang giúp kinh tế toàn cầu hồi phục

- Theo Bloomberg, Bộ Lao động Mỹ công bố ngày 10-12 cho thấy Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Mỹ trong tháng 11-2021 tăng lên tới 6,8% so với cùng kỳ năm ngoái, mức cao nhất kể từ năm 1982. Lạm phát tăng mạnh trên 5% liên tục trong nửa năm qua. CPI trong tháng 11 cao hơn 0,8% so với tháng 10 vốn đã tăng 0,9% so với tháng trước đó. Mức lạm phát phản ánh giá cả một loạt mặt hàng tăng mạnh khi kinh tế Mỹ đang dần phục hồi sau thời gian dài bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19. Trong tháng trước, giá thực phẩm tại Mỹ đã tăng 4,9%, giá xăng tăng 6,1% trong khi giá xe hơi tăng hơn 11%.
- Lạm phát tăng không chỉ gây áp lực lên người tiêu dùng Mỹ, nhất là trong đợt mua sắm cuối năm, mà còn buộc Cục Dự trữ liên bang (FED) phải tăng tốc hành động nhằm ngăn hàng hóa leo thang sẽ khiến tiền lương tăng mạnh và đẩy lạm phát tiếp tục tăng lên.

Chi phí Vận tải quốc tế (USD/container)



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



Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp

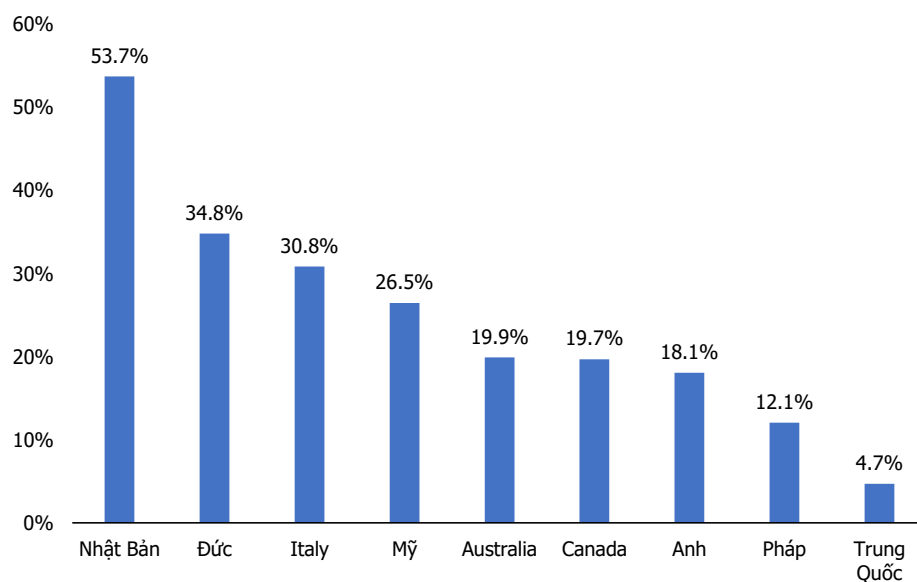
TRIỂN VỌNG KINH TẾ THẾ GIỚI



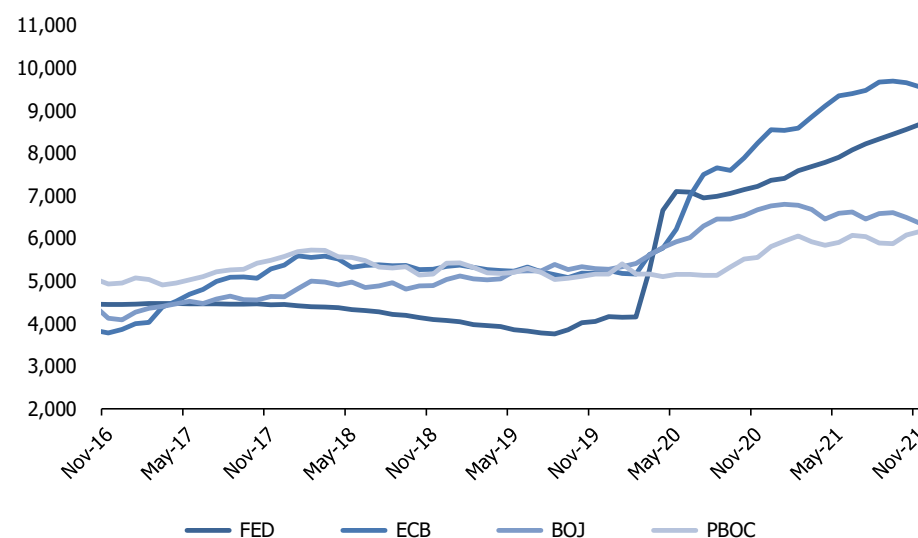
Các gói kích thích quy mô lớn đã và đang giúp kinh tế toàn cầu hồi phục

- Bảng cân đối của 4 NHTW lớn nhất thế giới đã tăng 54% từ tháng 3/2020 đến nay, từ mức 20 nghìn tỷ lên 30,7 nghìn tỷ USD.
- Các biện pháp nới lỏng hiện tại đã là mức tối đa khi các nền kinh tế dần phục hồi và áp lực lạm phát đã tăng lên.
- Nhiều lãnh đạo NHTW đã bắt đầu chuẩn bị cho quá trình thắt chặt chính sách tài khóa và tiền tệ trong năm 2022.

Tổng giá các trị chính sách tài khóa liên quan đến dịch bệnh Covid-19 (% GDP)



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



Nguồn: Bloomberg, MBS tổng hợp

Quan điểm của đa số NHTW đã bắt đầu cắt giảm chính sách nới lỏng tiền tệ và dự kiến sớm tăng lãi suất.

- Trong năm 2021, các ngân hàng trung ương lớn vẫn duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ tuy nhiên đã có động thái cho thấy định hướng rút bớt quy mô của các gói QE. Ngoài ra, các thống đốc ngân hàng trung ương luôn nhấn mạnh tầm quan trọng của các gói kích thích tài khóa từ chính phủ các nước phải được ban hành để phát huy tối đa hiệu quả của chính sách nới lỏng tiền tệ, đẩy nhanh tốc độ phục hồi kinh tế.
- (1) Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ đã bắt đầu giảm tốc việc mua lại tài sản từ ngân hàng trung ương và dự kiến sẽ tăng lãi suất 3 lần trong nửa đầu 2022. (2) Ngân hàng Trung ương Anh đã củng cố dự báo lãi suất và chính sách nới lỏng được lên kế hoạch thực hiện vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau. (3) Ngân hàng Trung ương Châu Âu đã thay đổi nhận định về mức độ tăng trưởng từ bên giảm sang trung lập. (4) Ngân hàng Trung ương Nhật Bản tiếp tục đưa ra triển vọng về việc mở rộng mục tiêu cho lợi suất trái phiếu 10 năm. (5) Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc đã tăng lãi suất từ 0,50% lên 1% hồi cuối tháng 8.

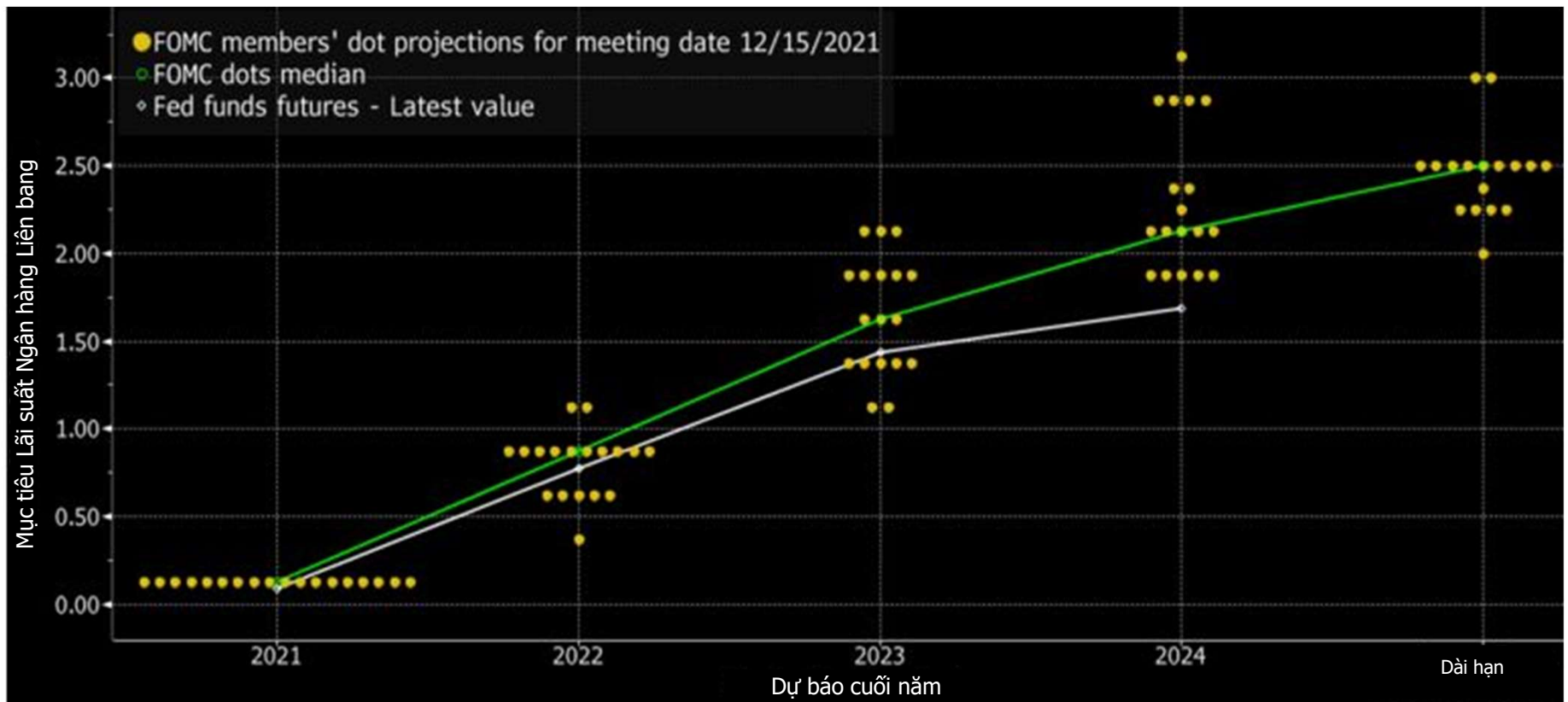
Ngân hàng trung ương	Nền kinh tế	Lãi suất hiện tại	Tăng/giảm	Lãi suất trước đó	Ngày thay đổi gần nhất	Lãi suất kỳ vọng cuối năm 2022
Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ - FED	Mỹ	0,250 %	Giảm	1,250 %	15-03-2020	0,250 %
Ngân hàng Trung ương Anh - BOE	Anh	0,100 %	Giảm	0,250 %	19-03-2020	0,250 %
Ngân hàng Trung ương Châu Âu - ECB	Euro	0,000 %	Giảm	0,050 %	10-03-2016	-0,500 %
Ngân hàng Trung ương Nhật bản – BOJ	Nhật Bản	-0,100 %	Giảm	0,000 %	01-02-2016	-0,100 %
Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc – BOK	Hàn Quốc	0,750 %	Tăng	0,500 %	26-08-2021	1,000 %
Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc - PBoC	Trung Quốc	3,850 %	Giảm	4,050 %	20-04-2020	3,850 %

Nguồn: MBS tổng hợp

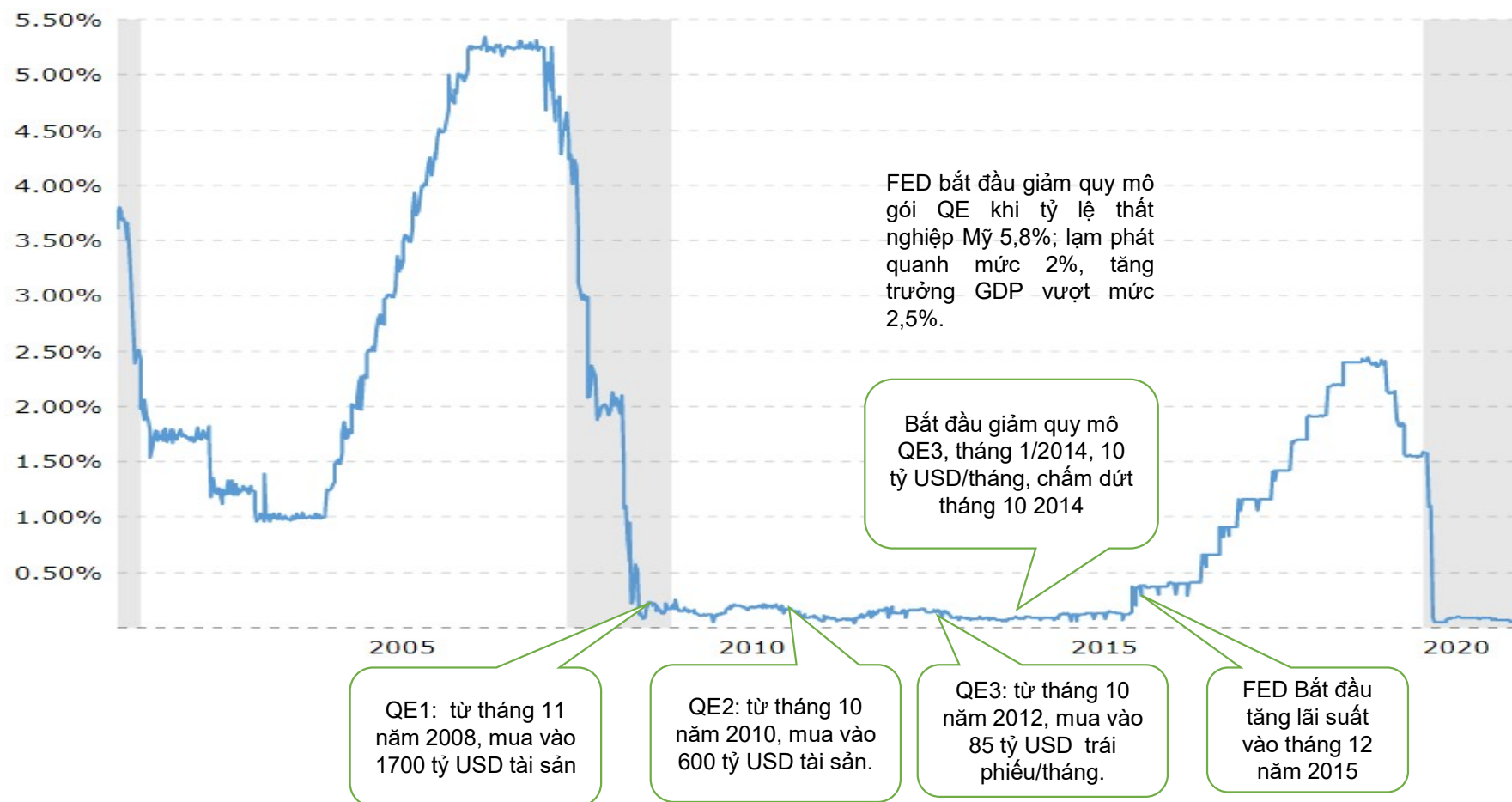
CÁC ĐIỂM CHÍNH TRONG BIÊN BẢN HỌP FED VÀ TUYÊN BỐ ECB



Lãi suất Ngân hàng Liên bang Mỹ



Nguồn: Bloomberg



Triển vọng kinh tế Việt Nam 2022

KINH TẾ VIỆT NAM: XU HƯỚNG PHỤC HỒI RÕ NÉT HƠN TRONG NĂM 2022

- ▶ *Kinh tế Việt Nam gặp khó khăn trong năm 2021 do ảnh hưởng bởi việc giãn cách xã hội kéo dài tại các thành phố kinh tế trọng điểm. Triển vọng tăng trưởng GDP giảm xuống mức 2-2,5% cả năm. Triển vọng GDP của 2022 là 6-6,5%.*
- ▶ *Xuất khẩu, công nghiệp và xây dựng, dịch vụ khả quan sẽ là bộ đỡ trong kinh tế năm 2022.*
- ▶ *Lạm phát có khả năng cao hơn trong 2022, tuy nhiên vẫn ở mức dưới 4%.*
- ▶ *Chính phủ chỉ đạo siết chặt kỷ luật tài chính - ngân sách, nhằm đẩy mạnh vốn đầu tư công và đáp ứng nguồn cung vắc-xin.*
- ▶ *NHNN tích cực triển khai tín dụng ưu đãi, đề xuất hỗ trợ doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi Covid-19.*

Quan điểm điều hành của Chính Phủ về dịch Covid 19



Công tác phòng chống Covid-19 năm 2022

Phần đầu hoàn thành tiêm mũi 2 cho người từ 18 tuổi trở lên, chậm nhất hoàn thành trước 31-12-2021; hoàn thành tiêm mũi 2 cho người từ 12 đến 18 tuổi trước 31-1-2022; hoàn thành tiêm mũi bổ sung cho người từ 18 tuổi trở lên trước ngày 31-1-2022

Triển khai tiêm mũi 3 tăng cường vaccine phòng COVID-19 trên phạm vi toàn tỉnh và phần đầu cơ bản hoàn thành trong Quý I/2022 với các đối tượng có chỉ định tiêm trên 18 tuổi, đảm bảo an toàn, hiệu quả, nhanh gọn.

Các địa phương căn cứ tình hình dịch bệnh ở từng địa bàn và điều kiện cụ thể của từng trường hợp, chủ động cách ly F0, F1 tập trung hoặc tại nhà, không để lây nhiễm chéo và lây ra cộng đồng.

Độ phủ vaccin của Việt Nam

Tỷ lệ bao phủ 01 liều vaccine là 97,9% và tỷ lệ tiêm đủ 02 liều là 86,3% dân số từ 18 tuổi trở lên.

Theo khu vực, tỷ lệ này lần lượt ở miền Bắc là 94,5% và 81,8%; miền Trung là 96,3% và 85,9%; Tây Nguyên là 90,8% và 72,3%; miền Nam là 100% và 90,9%.

Tỷ lệ bao phủ đủ liều vaccine cho dân số từ 18 tuổi trở lên: 22/63 tỉnh, thành phố có tỷ lệ bao phủ trên 90%; 35/63 tỉnh, thành phố có tỷ lệ bao phủ đủ 02 liều từ 70 – dưới 90%; 6/63 tỉnh, thành phố còn lại có tỷ lệ bao phủ đủ 02 liều dưới 70%.

Quan điểm chỉ đạo của Thủ tướng về công tác tiêm chủng

Thực hiện hiệu quả nguyên tắc: 5K + vắc xin, thuốc điều trị + công nghệ + ý thức của nhân dân đồng thời chủ động xây dựng các kịch bản, phương án để sẵn sàng đáp ứng với các tình huống dịch COVID-19 trên địa bàn

Chỉ đạo việc tăng cường giám sát, quản lý các trường hợp nhập cảnh từ nước ngoài, đặc biệt các trường hợp đến/đi về từ các quốc gia, khu vực đã ghi nhận và lây lan biến chủng mới như khu vực Nam châu Phi

Tăng cường giám sát trọng điểm hội chứng cúm (ILI), viêm phổi nặng do vi rút (SVP), giám sát dựa vào sự kiện (EBS), thực hiện lấy mẫu xét nghiệm các trường hợp nghi ngờ có biểu hiện ho, sốt nhằm phát hiện sớm các trường hợp mắc COVID-19

Đẩy nhanh tiến độ tiêm chủng vắc xin cho các đối tượng từ 12 tuổi trở lên (ưu tiên cho các đối tượng từ 50 tuổi trở lên, người có bệnh nền); khẩn trương hoàn thành việc tiêm chủng đủ liều cơ bản với các trường hợp từ 18 tuổi trở lên và triển khai tiêm mũi bổ sung

Điều trị toàn diện, phân tầng điều trị, giảm tối đa các trường hợp tử vong. Thực hiện phân luồng, khai báo y tế; tổ chức tốt việc điều phối và công tác phân tầng điều trị; bảo đảm đủ oxy, máy thở, giường cấp cứu, các điều kiện cần thiết khác trong thời gian sớm nhất

Đảm bảo an toàn phòng chống dịch COVID-19 trong khu công nghiệp, trường học. Tăng cường kiểm tra công tác phòng, chống dịch tại các cơ quan, đơn vị, tổ chức, doanh nghiệp, nhất là tại bệnh viện, cơ sở sản xuất, chợ, siêu thị, nhà ga, sân bay, bến xe...

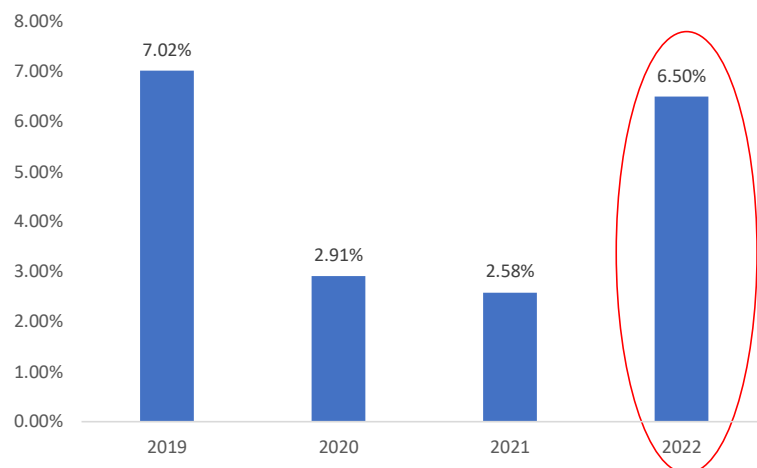
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM



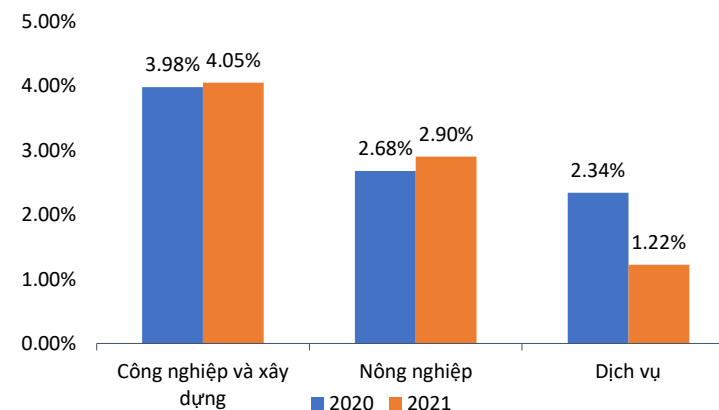
Tăng trưởng Kinh tế Việt Nam đạt 2,58%

- Làn sóng thứ tư của đại dịch COVID-19 ập đến vào cuối tháng 4/2021, khiến nhiều hoạt động kinh tế phải gián đoạn. GDP kinh tế Việt Nam đạt mức tăng trưởng 5,22% trong quý 4 và đạt 2,58% trong cả năm 2021.
- Tuy nhiên, tăng trưởng kinh tế có khả năng sẽ phục hồi trong năm 2022 và hoạt động thương mại toàn cầu được cải thiện sẽ hỗ trợ cho hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam kết hợp, chúng tôi dự phóng GDP của Việt Nam 2022 sẽ tăng mạnh trở lại ở mức 6-6,5% khi toàn bộ nền kinh tế trở lại trạng thái bình thường, việc mở cửa trở lại nền kinh tế diễn ra thuận lợi để cho phép các doanh nghiệp và nhà máy bắt kịp sản lượng bị mất và tỉ lệ tiêu dùng tăng theo kế hoạch.

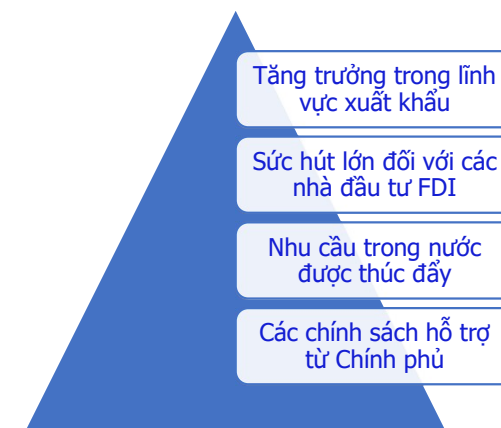
Dự báo tăng trưởng GDP Việt nam



Tăng trưởng các ngành 2021



Động lực tăng trưởng và định hướng 2022

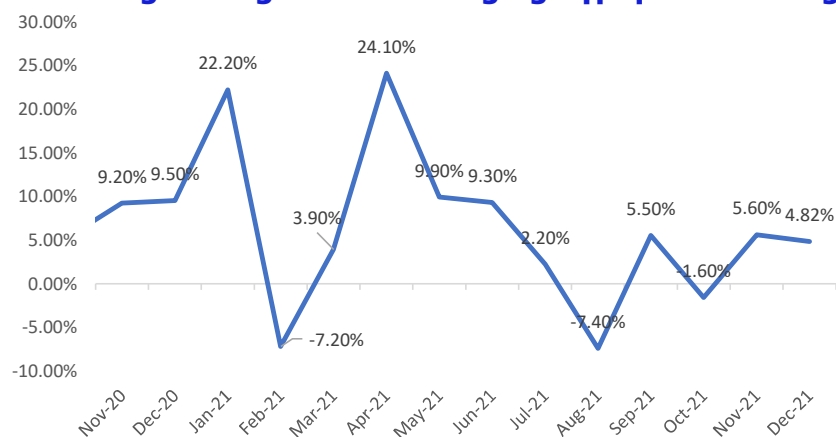


Nguồn: Chính Phủ, IMF

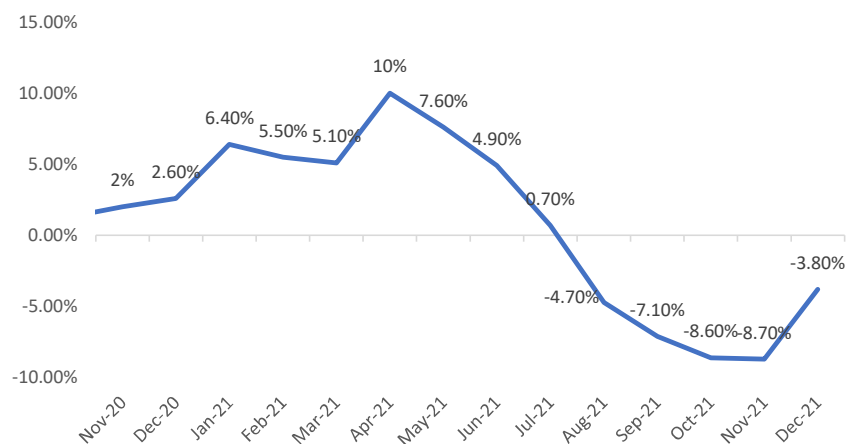
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM



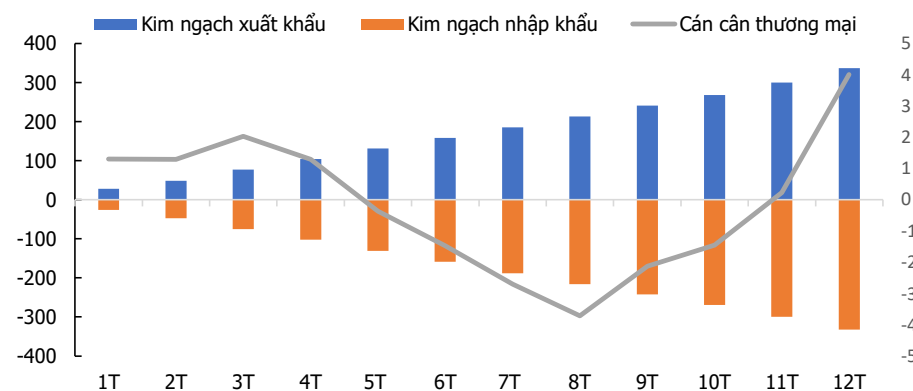
Tăng trưởng sản xuất công nghiệp qua các tháng



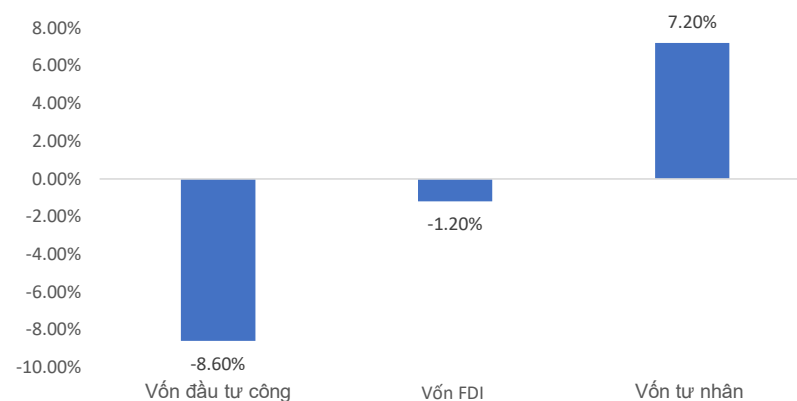
Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng



Kim ngạch xuất, nhập khẩu và cán cân TM 2021 Đơn vị: Tỷ USD



Tăng trưởng vốn đầu tư các khu vực 2021

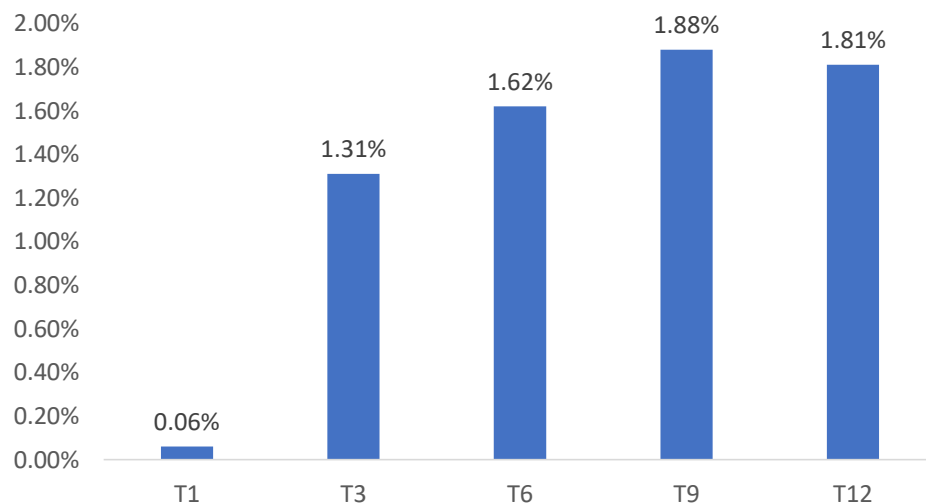


Nguồn: Tổng cục thống kê

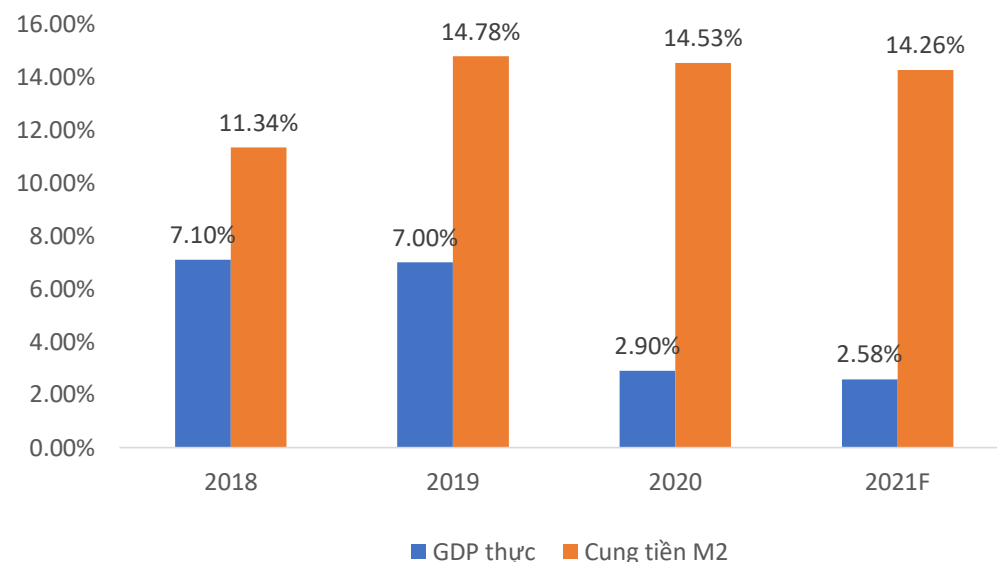
Lạm phát vẫn ở mức 1,84% năm 2021, tuy nhiên có khả năng cao hơn trong 2022

- Lạm phát trong năm 2021 sẽ dao động ở mức 1,84% nhờ chính sách tài khóa chủ động, kịp thời, chính sách tiền tệ linh hoạt, đồng bộ và công tác điều hành một số mặt hàng thiết yếu nhập nhàn nên khả năng lạm phát năm 2021 được kiểm soát ở mức thấp.
- Năm 2022 lạm phát dự kiến tăng cao do tình trạng thiếu hàng hóa, tắc nghẽn chuỗi cung ứng, trong khi nhu cầu sản xuất và tiêu dùng tăng mạnh khi hoạt động kinh tế nổi lại khiến nguồn cung chưa theo kịp nhu cầu dẫn đến lạm phát tăng. Bên cạnh đó, áp lực rủi ro lạm phát nhập khẩu rất lớn bởi nền kinh tế Việt Nam còn phụ thuộc nhiều vào đầu vào nhập khẩu. Tuy nhiên, nếu điều hành vĩ mô hợp lý, đặc biệt là kiểm soát cung tiền ở mức vừa phải, CPI năm 2022 dù cao hơn năm nay nhưng vẫn có khả năng kiểm soát dưới 4%.

Dự báo tăng trưởng CPI các tháng so với đầu năm

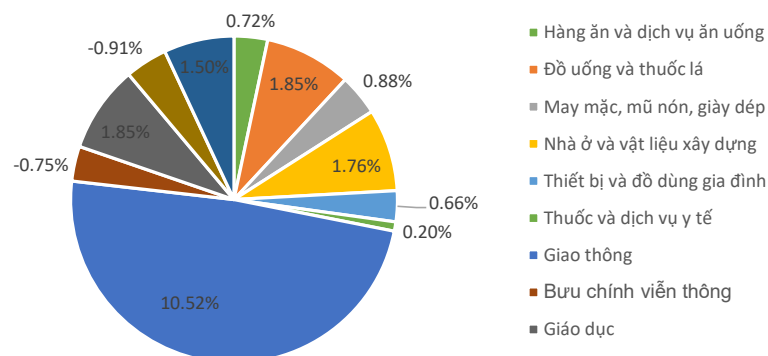


Mức tăng cung tiền và mức tăng GDP thực



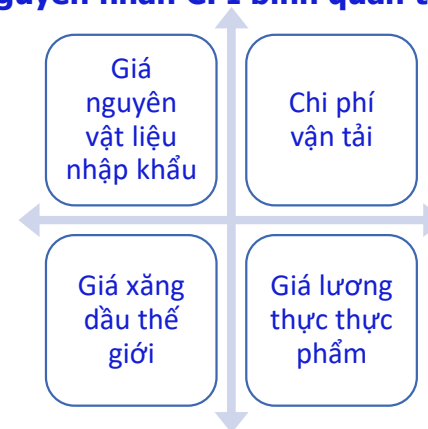
Nguồn: Politico, IMF

Tăng trưởng CPI so với đầu năm của các nhóm ngành



Nguồn: Tổng cục thống kê, MBS tổng hợp

Nguyên nhân CPI bình quân tăng



Dự đoán yếu tố hỗ trợ kiểm soát lạm phát 2022

Đà tăng giá cả hàng hóa thế giới dự báo sẽ chậm lại từ giữa năm 2022

- Chỉ số giá hàng hóa dự báo sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2023-2025 sau cú sốc giá năm 2021 và đi ngang năm 2022 khi đã hồi phục được định hình và vững chắc hơn
- Khủng hoảng năng lượng tại các nước cung ứng năng lượng, nguyên liệu hàng đầu thế giới như Mỹ, Trung Quốc, OPEC... đã và đang được chú trọng khắc phục

Nền tảng vĩ mô khá vững chắc, lạm phát đang ở mức thấp và tỷ giá cơ bản ổn định

- Các cân đối lớn của nền kinh tế (nợ công, thâm hụt ngân sách, cán cân thương mại...) vẫn đang được kiểm soát khá tốt.
- Chính sách điều hành tỷ giá ngày càng linh hoạt, chủ động hơn, đã và đang giúp tỷ giá cơ bản ổn định, hỗ trợ ổn định vĩ mô, kiềm chế lạm phát

Sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ, chính sách tài khóa và giá cả

- Phối hợp trong phát hành TPCP cũng như trung hòa lượng tiền vào-ra
- Phối hợp điều hành chính sách vừa tạo dư địa mở rộng ở mức phù hợp chính sách tài khóa và tiền tệ trong trung hạn, từ đó hỗ trợ nền kinh tế phục hồi bền vững hơn.

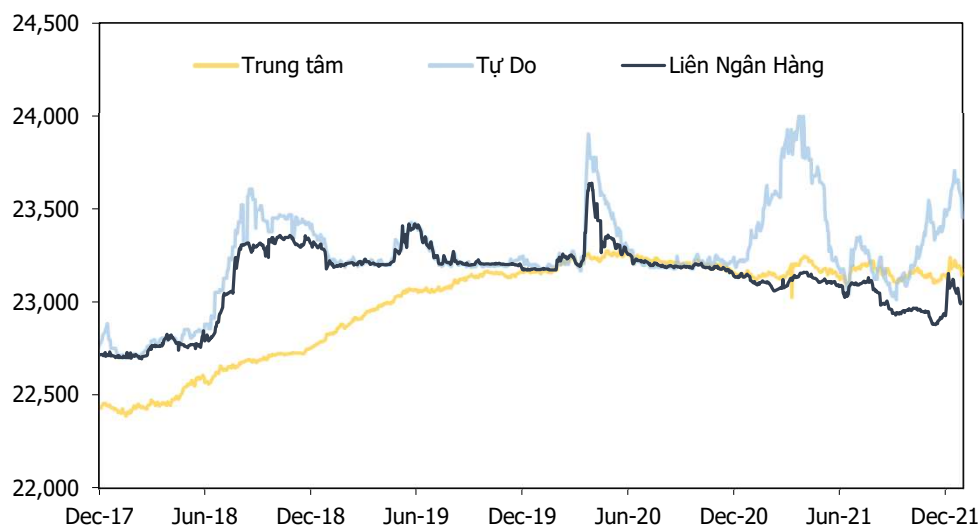
Cơ cấu rổ hàng hóa tính CPI ngày càng tiệm cận quốc tế

- Xu hướng giảm tỷ trọng nhóm hàng thiết yếu lương thực, thực phẩm – nhóm hàng tác động lớn tới rổ hàng hóa tính CPI sẽ giúp mặt bằng lạm phát dài hạn ổn định hơn
- Xu hướng ổn định của giá lương thực, thực phẩm trong nước nhờ chủ động nguồn cung dồi dào cũng là nền tảng để chống đỡ áp lực tăng giá lương thực, thực phẩm

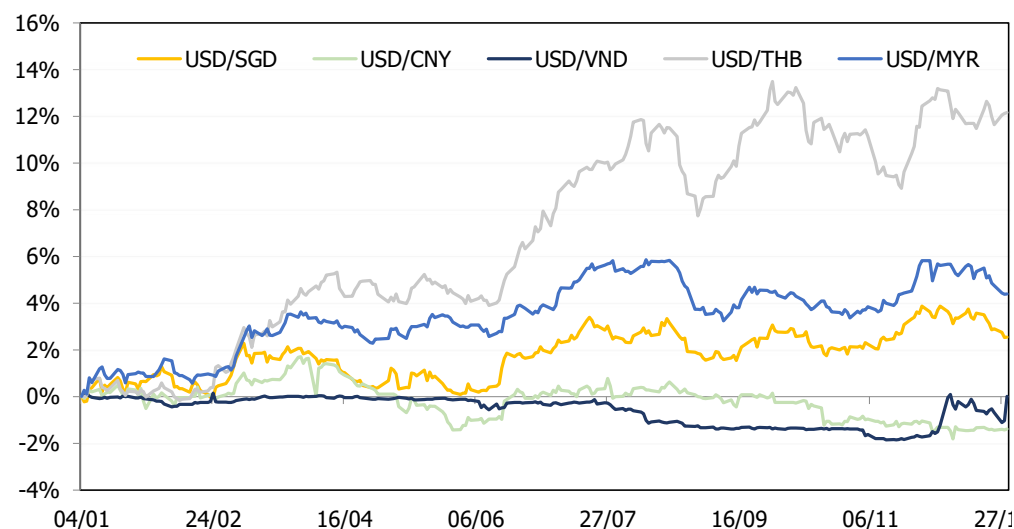
Tỷ giá hối đoái dự kiến duy trì xu hướng tăng giá trong năm 2022

- Tỷ giá cuối năm đang chịu khá nhiều sức ép, cầu ngoại tệ cuối năm được dự báo sẽ tăng cao, một phần do tính mùa vụ, một phần do hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi kéo theo nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu tăng cao. Bên cạnh đó, việc chính sách tiền tệ và tài khóa được nới khá lỏng, tạo áp lực cho tỷ giá. Để thấy nhất là mặt bằng lãi suất đã giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều năm qua, khiến dòng tiền tìm kiếm các kênh đầu tư khác, trong đó có USD.
- Tuy nhiên tỷ giá sẽ tăng không quá mạnh cuối năm nay nhờ kiều hối và giải ngân vốn FDI tăng trở lại, khi niềm tin nhà đầu tư được cải thiện trong kịch bản dịch được kiểm soát. Trong viễn cảnh năm 2022, khi Fed bình thường hóa chính sách tiền tệ sẽ tăng lãi suất, đồng VND có thể đứng trước áp lực đối diện với một đồng bạc xanh mạnh hơn trên thị trường quốc tế, tỷ giá USD/VND sẽ đảo chiều về trên mức 23.000.

Biến động tỷ giá VND/USD



Diễn biến giá trị VND so với các đồng tiền lớn khác

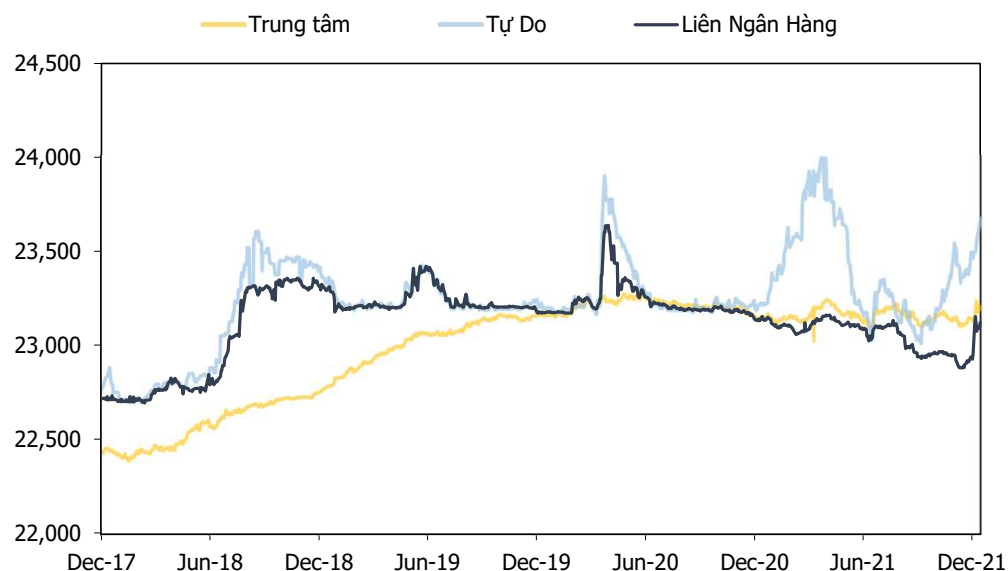


Nguồn: NHNN, Bloomberg

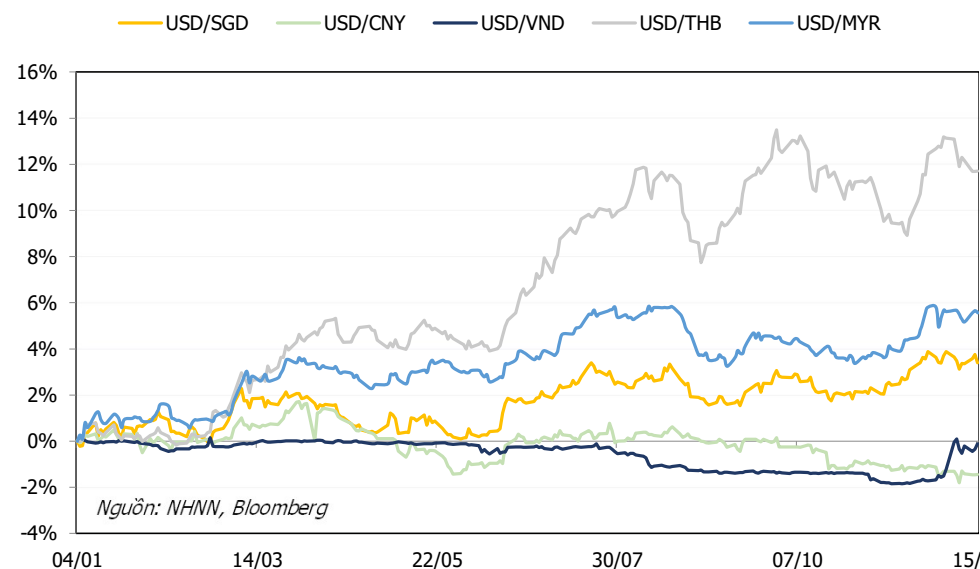
Tỷ giá hối đoái dự kiến duy trì xu hướng tăng giá trong năm 2022

- Tỷ giá cuối năm đang chịu khá nhiều sức ép, cầu ngoại tệ cuối năm được dự báo sẽ tăng cao, một phần do tính mùa vụ, một phần do hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi kéo theo cầu nhập khẩu nguyên vật liệu tăng cao. Bên cạnh đó, việc chính sách tiền tệ và tài khóa được nới khá lỏng, tạo áp lực cho tỷ giá. Để thấy nhất là mặt bằng lãi suất đã giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều năm qua, khiến dòng tiền tìm kiếm các kênh đầu tư khác, trong đó có USD.
- Tuy nhiên tỷ giá sẽ tăng không quá mạnh cuối năm nay nhờ kiều hối và giải ngân vốn FDI tăng trở lại, khi niềm tin nhà đầu tư được cải thiện trong kịch bản dịch được kiểm soát. Trong viễn cảnh năm 2022, khi Fed bình thường hóa chính sách tiền tệ sẽ tăng lãi suất, đồng VND có thể đứng trước áp lực đối diện với một đồng bạc xanh mạnh hơn trên thị trường quốc tế, tỷ giá USD/VND sẽ đảo chiều về trên mức 23.000.

Biến động tỷ giá VND/USD



Diễn biến giá trị VND so với các đồng tiền lớn khác



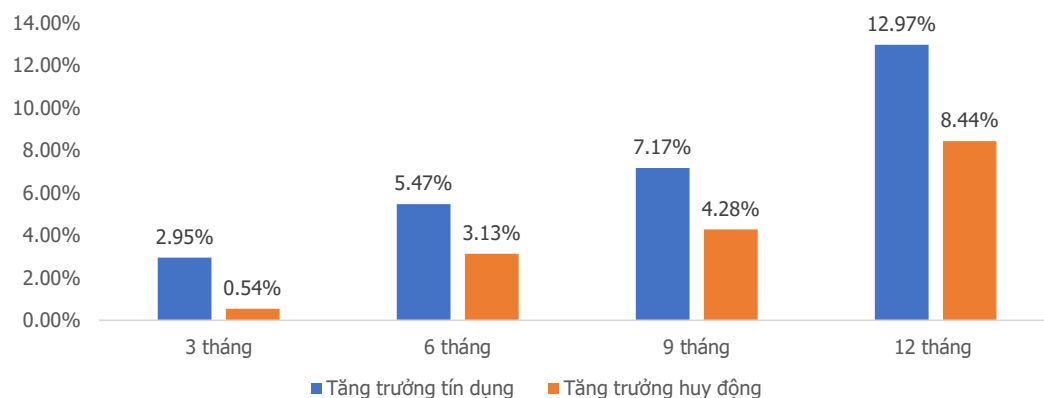
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM



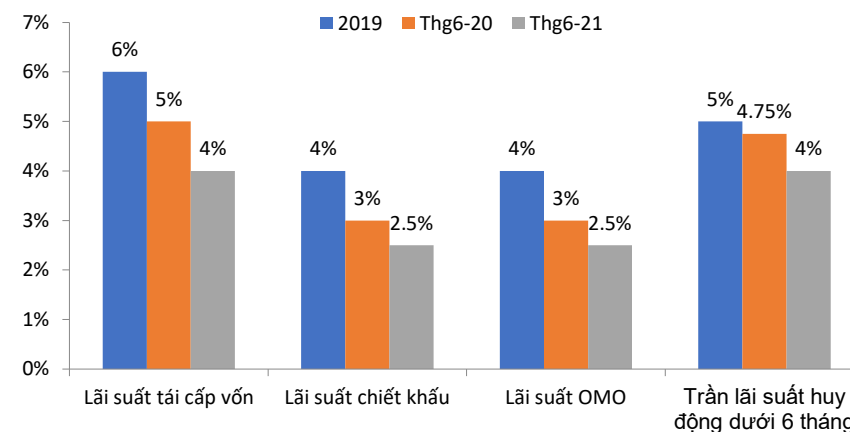
Mặt bằng lãi suất, xu hướng tạo đáy và không giảm tiếp

- Dự kiến chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục được thực hiện giúp nới lỏng với mặt bằng lãi suất duy trì thấp như hiện tại để hỗ trợ nền kinh tế khi lạm phát vẫn đang ở mức thấp nên Việt Nam còn nhiều dư địa để kiểm chế lạm phát.
- Nhờ tái khởi động nền kinh tế từ tháng 10, tăng trưởng tín dụng đang được tăng tốc quý 4, với mức dự báo tăng trưởng xấp xỉ gần 14% trong năm nay. Lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm, tuy nhiên lãi suất tiền gửi sẽ khó duy trì ở mức thấp như hiện tại và dự kiến sẽ tăng trở lại trong năm sau trong bối cảnh nhu cầu huy động vốn tăng dựa trên tín dụng tăng, áp lực lạm phát trong năm 2022 và sự cạnh tranh từ các kênh đầu tư hấp dẫn như bất động sản và chứng khoán.
- Dự kiến trong năm 2022, nhu cầu tín dụng sẽ tiếp tục ở mức cao khoảng 13%, được hỗ trợ từ việc kiểm soát dịch bệnh, nhu cầu tiêu dùng và sản xuất kinh doanh tăng cao trở lại.

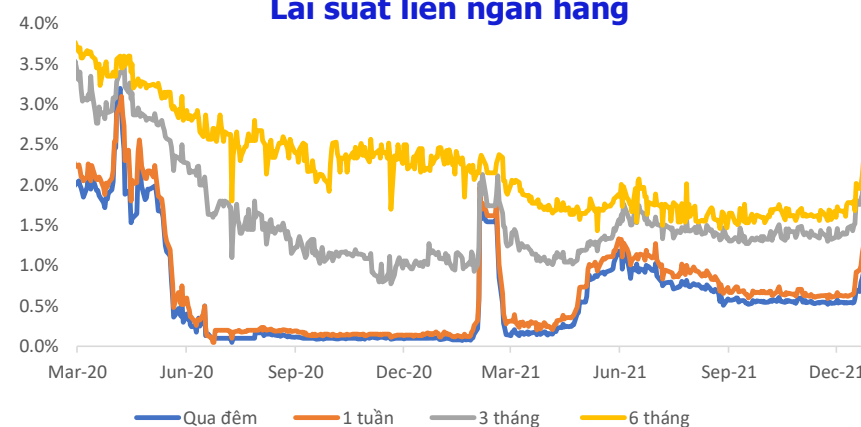
Tăng trưởng tín dụng và huy động vốn



Mặt bằng các mức lãi suất điều hành của NHNN



Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: NHNN, Bloomberg, MBS tổng hợp

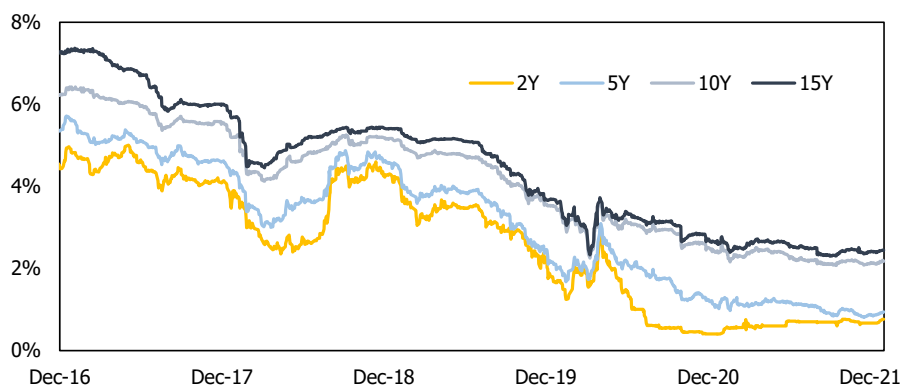
TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM



Thị trường TPCP phát triển ổn định trong khi thị trường TPDN Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn mới phát triển

- Thị trường TPCP tiếp tục phát huy vai trò huy động vốn cho ngân sách Nhà nước và đầu tư phát triển với giá trị huy động được là 301.017 tỷ đồng, lãi suất giảm trên tất cả các kỳ hạn, thanh khoản trên thị trường thứ cấp tăng lên mức cao nhất trong 10 năm qua. Tuy nhiên, Chính việc không thể giải ngân được vốn đầu tư từ TPCP đã khiến lãi suất TPCP ở Việt Nam hiện thấp kỷ lục. Năm 2022, TPCP vẫn là công cụ để huy động vốn của ngân sách Nhà nước.
- Tổng cộng trong năm 2021, khối ngoại đã mua ròng đã mua ròng tổng cộng 10.806 tỷ đồng TPCP.

Đường cong lợi suất TPCP – TT thứ cấp

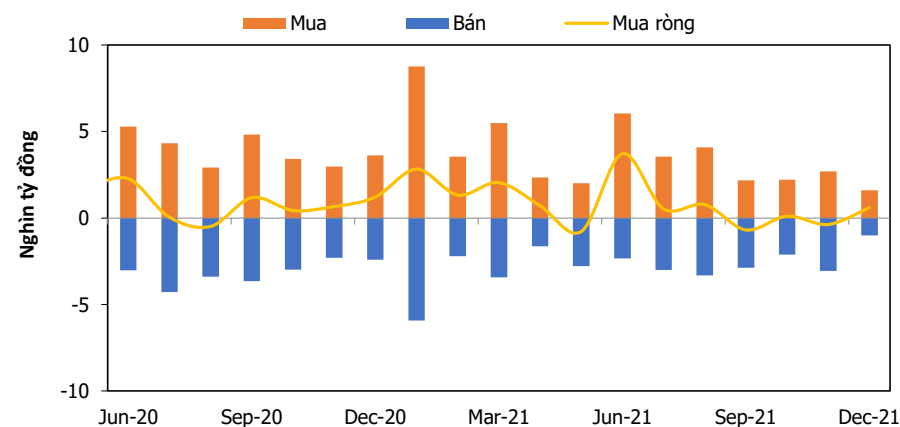


Tình hình phát hành TPCP năm 2021

Đơn vị: Tỷ đồng

Kỳ hạn	Kế hoạch KBNN 2021	KBNN đã phát hành 2021	% Kế hoạch KBNN 2021
5 Năm	35.000	22.268	64%
7 Năm	10.000	6.681	67%
10 Năm	145.000	149.106	103%
15 Năm	125.000	107.328	86%
20 Năm	23.000	23.885	104%
30 Năm	35.000	30.469	87%
Tổng	373.000	339.737	91%

Giao dịch khối ngoại trên thị trường thứ cấp

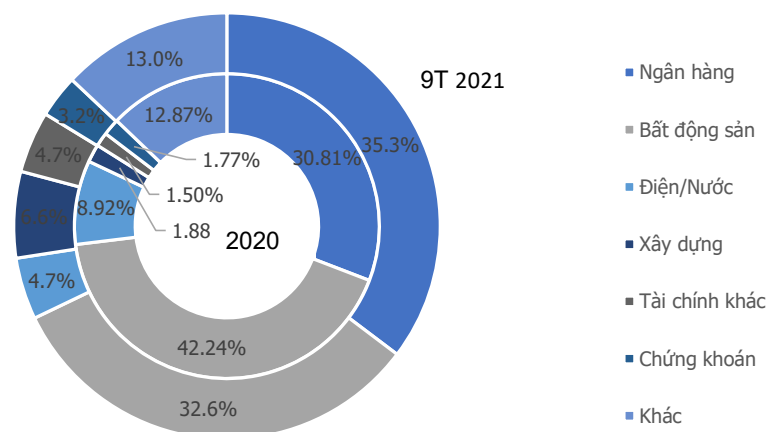


Nguồn: HNX, Bloomberg

TPDN trong nửa đầu năm 2022 có thể sẽ chứng lại

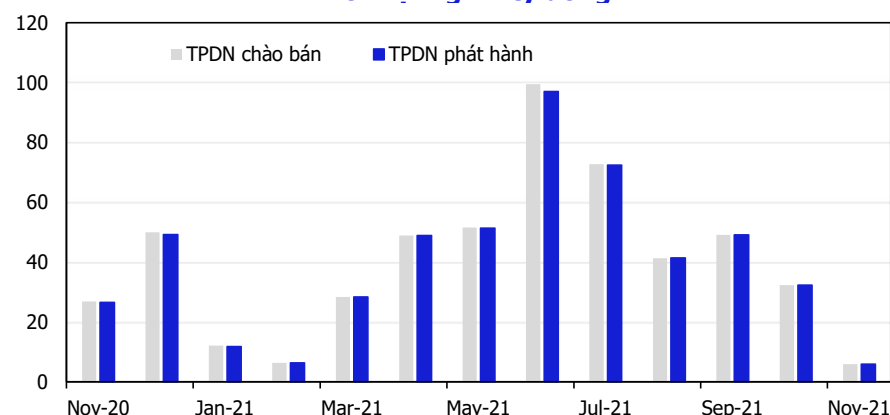
- Trái phiếu doanh nghiệp năm 2021 bùng nổ, tỷ lệ phát hành thành công với con số cao khoảng 800 đợt phát hành và chiếm tới gần 500.000 tỷ đồng được phát hành ra thị trường.
- Trong nửa đầu năm 2022, TPDN có thể có độ chứng lại nhất định để thích ứng với các văn bản hành lang pháp lý mới khi Nghị định 153 được sửa đổi về xếp hạng tín nhiệm của doanh nghiệp phát hành và Thông tư của 16/2021/TT-NHNN vừa được ban hành với quy định dành cho tổ chức tín dụng.
- Việc siết chặt quản lý, giám sát TPDN có thể làm tăng chất lượng thị trường TPDN nhưng đồng thời làm giảm lượng phát hành khi nhiều doanh nghiệp "3 không" tiềm ẩn rủi ro không còn cơ hội phát hành trái phiếu.

Cơ cấu phát hành trái phiếu doanh nghiệp của các ngành 2020 và 9T 2021

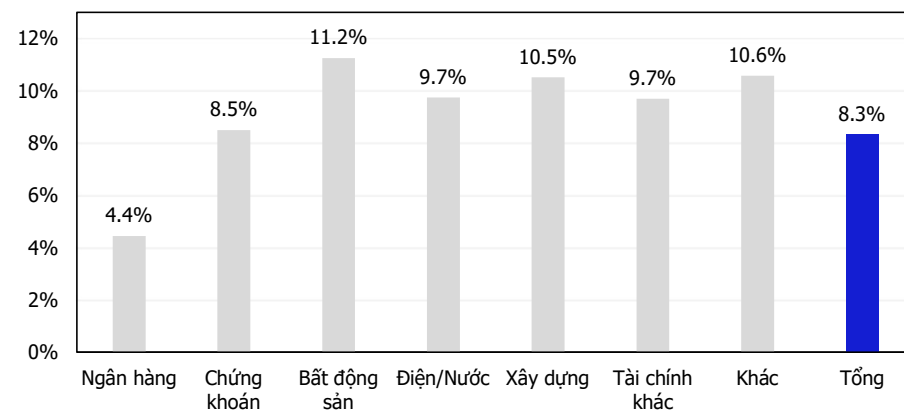


Khối lượng TPDN chào bán và phát hành năm 2021

Đơn vị: Nghìn tỷ đồng

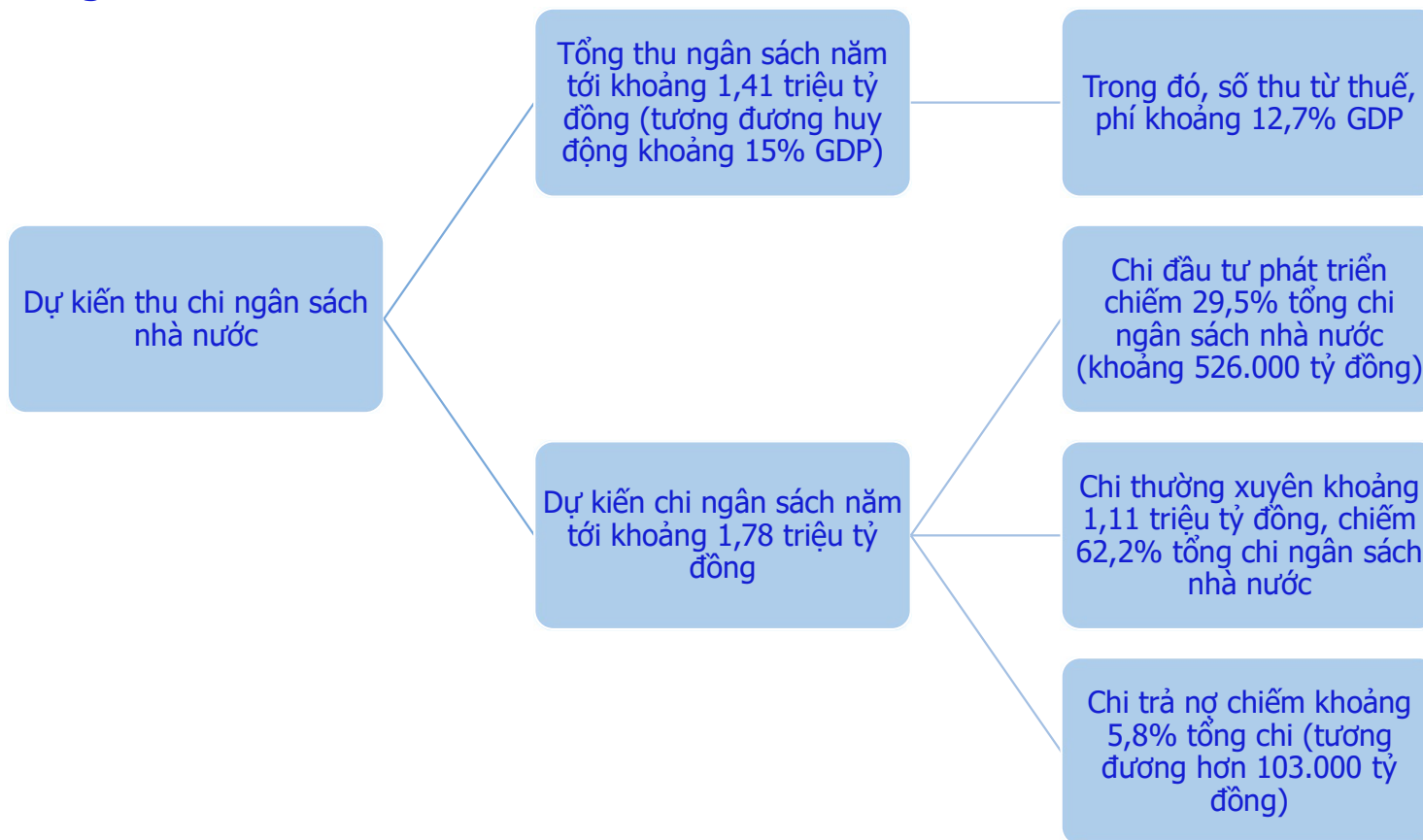


Lãi suất trung bình theo nhóm doanh nghiệp năm 2021 (%/năm)



Nguồn: HNX, Fiinpro, MBS tổng hợp

Dự kiến thu chi ngân sách nhà nước năm 2022



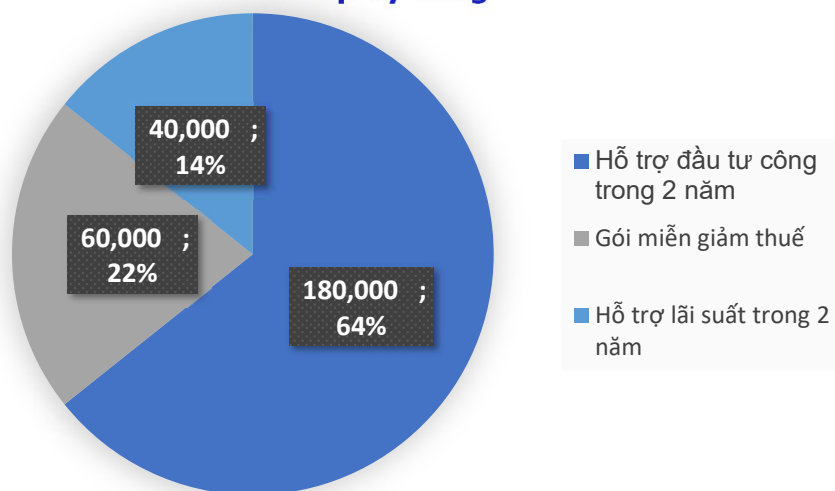
Nguồn: Bộ Tài chính, MBS tổng hợp

Đề xuất gói hỗ trợ kinh tế khoảng 400.000 tỷ đồng trong 2 năm

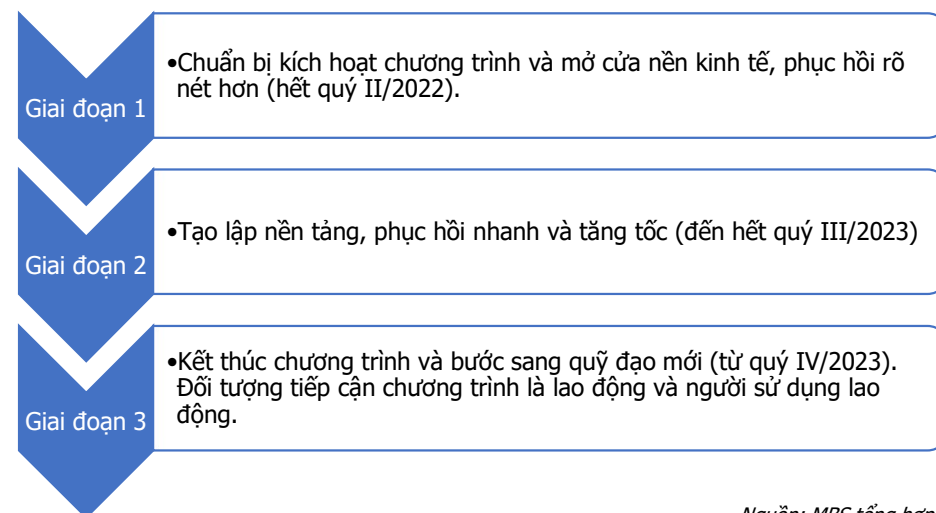
Xem xét nguồn tiền cho gói hỗ trợ:

- Ngân hàng Nhà nước có thể xem xét mua trái phiếu Chính phủ trực tiếp và gián tiếp, trái phiếu và công trái ngoại tệ. Nhà điều hành có thể dùng tiền cung ứng hoặc tiền gửi của các ngân hàng, gồm tiền gửi dự trữ bắt buộc hay tiền gửi thanh toán để mua trái phiếu Chính phủ.
- Mức lạm phát đến cuối tháng 12/2021 vẫn thấp (CPI tăng 1,84%, lạm phát cơ bản tăng 0,81%), dư địa chính sách tiền tệ vẫn còn. Ngân hàng Nhà nước có thể giảm lãi suất điều hành ít nhất 1%, mở rộng và nới lỏng điều kiện cho vay tái chiết khấu, tái cấp vốn... để đưa lãi suất cho vay thương mại bình quân giảm xuống.
- Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn nên được duy trì từ nay đến ít nhất cuối năm 2023 nhằm giảm áp lực về tăng lãi suất huy động. Tiếp tục cơ chế khoanh nợ, giãn nợ đến giữa năm 2023.

Dự kiến phân bổ chính sách hỗ trợ
Đơn vị: Tỷ đồng



Đề xuất thời gian thực hiện chương trình hỗ trợ



Nguồn: MBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2022

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG

► XU HƯỚNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THẾ GIỚI

- Thị trường chứng khoán thế giới diễn biến tích cực trong năm 2021 tuy nhiên xu hướng tăng sẽ chậm dần trước kỳ tăng lãi suất đầu tiên vào đầu năm 2022.
- FED thay đổi chính sách tiền tệ sẽ tác động ngắn hạn đến thị trường tuy nhiên không tiêu cực. Lịch sử cho thấy sau khi FED tăng lãi suất thị trường đều tăng điểm trong 3 đến 6 tháng sau đó.
- Thị trường sẽ tiếp đà phục hồi nhờ tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp sau đại dịch.

► XU HƯỚNG DÒNG VỐN QUỐC TẾ

- Dòng vốn sẽ giảm bớt ở thị trường mới nổi (EM) và quay về các thị trường phát triển (DM).

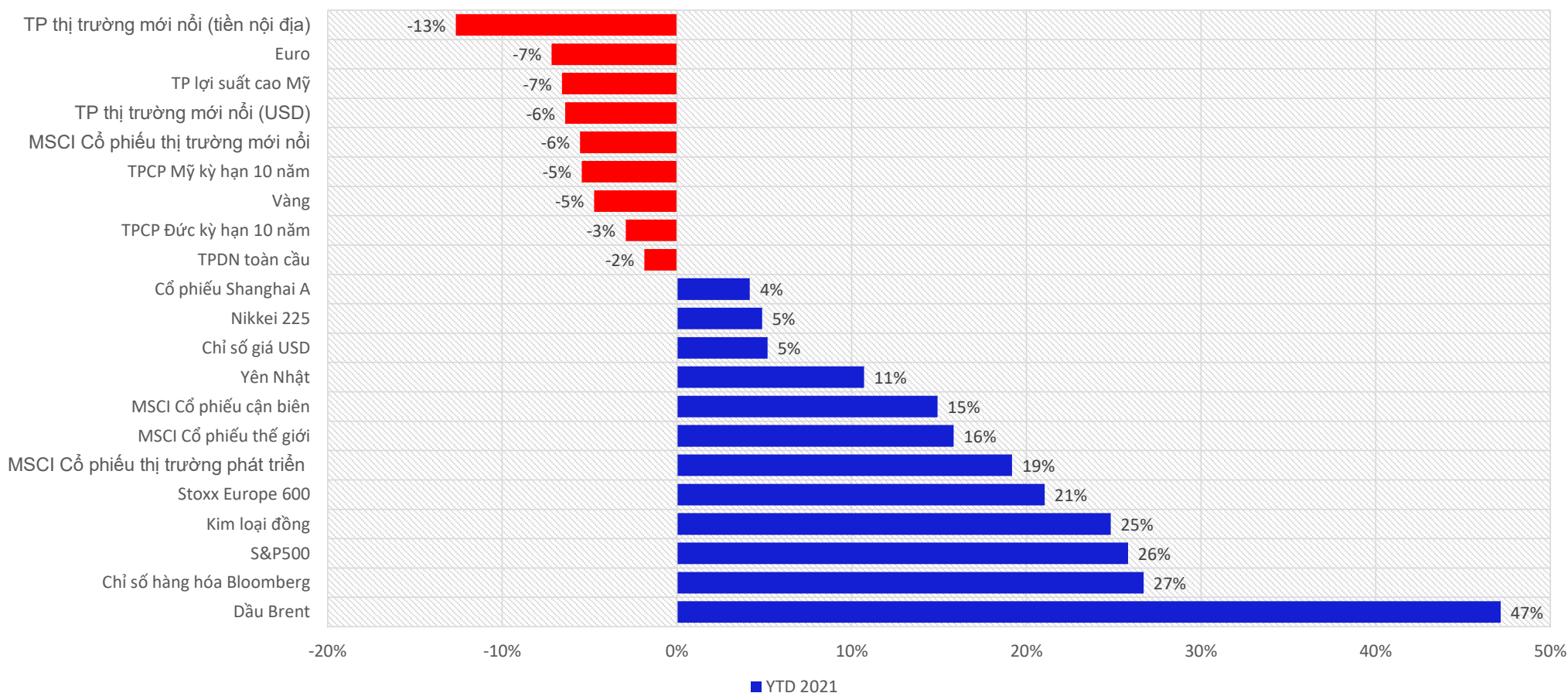
► XU HƯỚNG CỦA CÁC NHÓM TÀI SẢN & HÀNG HÓA

- Giá cả hàng hóa vẫn sẽ neo giữ ở mức cao nhưng có thể giảm dần về giữa và cuối năm 2022.

Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Thị trường toàn cầu duy trì xu hướng tích cực!



Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Chính sách nới lỏng của FED vẫn được duy trì nhưng tốc độ có thể giảm dần...



Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Thị trường chứng khoán có thể có biến động mạnh khi điều kiện nới lỏng thay đổi



Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới

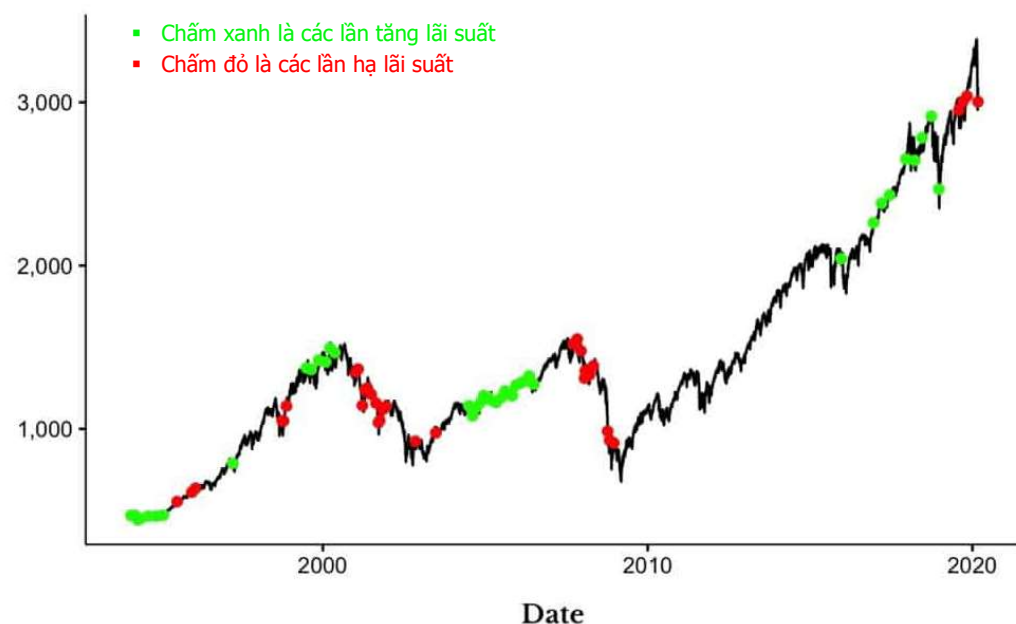


Lịch sử cho thấy thị trường phản ứng khá tích cực khi Fed thay tăng lãi suất với mức độ chậm...

- Theo thống kê lịch sử điều chỉnh lãi suất của FED từ 1990 đến nay thị trường thường phản ứng tiêu cực với các lần hạ lãi suất khẩn cấp (0.5% trở lên) và đều gắn liền với các giai đoạn khó khăn của kinh tế như suy thoái hay khủng hoảng...
- Tuy nhiên, thị trường thường phản ứng khá tích cực với các lần hạ lãi suất nhỏ (-0,25%) hoặc tăng lãi suất (từ 0.25% - 0.5%) một cách có kế hoạch trước và với mức độ chậm chạp.

Thống kê lợi nhuận trung bình của thị trường khi Fed thay đổi lãi suất

S&P 500 và các lần thay đổi lãi suất của FED



Thay đổi lãi suất	Số lần	S&P500				Dow Jones			
		Ngày thay đổi	1 tháng sau	3 tháng sau	6 tháng sau	Ngày thay đổi	1 tháng sau	3 tháng sau	6 tháng sau
- 0,75%	3	2,76%	3,14%	-1,53%	-1,71%	2,22%	2,24%	-3,38%	-4,49%
- 0,50%	17	0,33%	1,54%	-1,07%	-3,04%	0,03%	2,06%	0,29%	-1,39%
- 0,25%	32	0,14%	0,61%	3,39%	5,32%	0,06%	0,20%	2,82%	5,95%
+ 0,25%	37	0,11%	-0,50%	1,89%	1,03%	0,05%	-0,72%	4,86%	3,87%
+ 0,50%	4	0,72%	1,62%	3,51%	5,27%	0,82%	1,21%	4,24%	6,87%

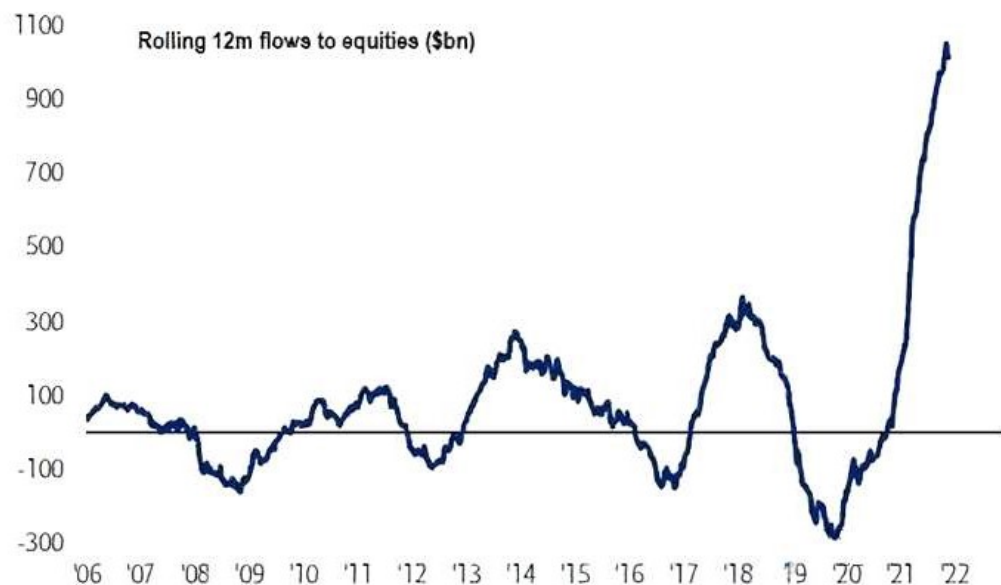
Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Dòng vốn vào thị trường chứng khoán tích cực, động lực tăng trưởng nhờ lợi nhuận doanh nghiệp

Dòng vốn vào cổ phiếu tăng cao nhất trong vòng 20 năm trở lại đây

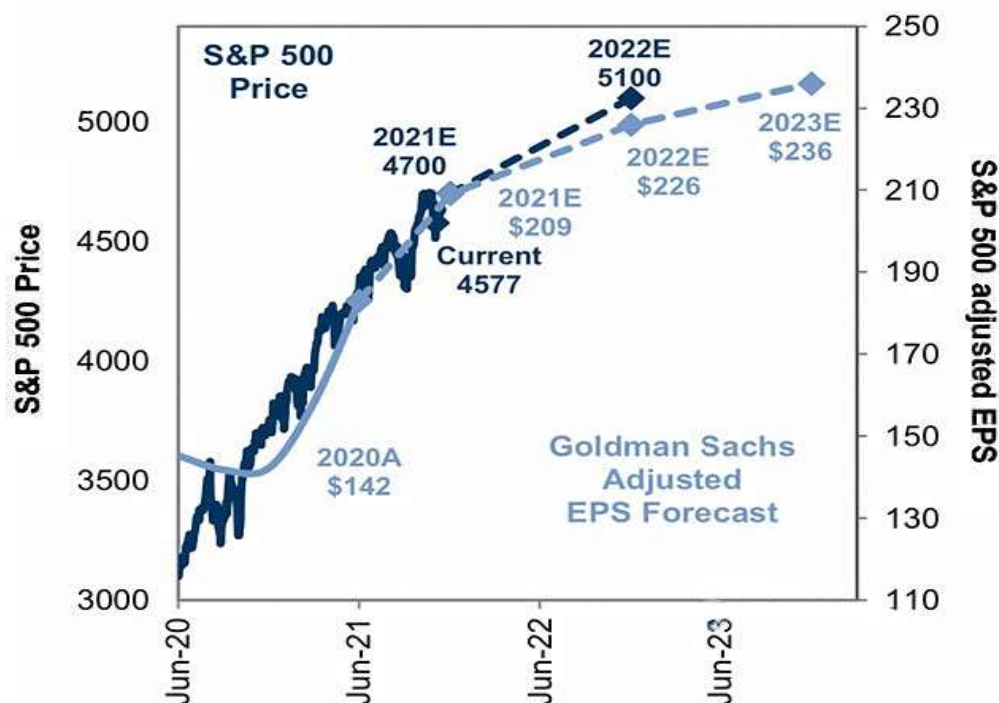
Chart 4: \$1.0tn to stocks in '21
Rolling 12 month flows to equities



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

Goldman Sachs dự báo cho S&P 500 EPS là \$226 trong 2022, và dựa báp S&P 500 lên mức 5,100 vào cuối 2022

S&P 500 level and EPS



source: Goldman Sachs

Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Động lực tăng trưởng nhờ lợi nhuận doanh nghiệp...



Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Động lực tăng trưởng nhờ lợi nhuận doanh nghiệp...



Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Sự phân hóa rõ nét giữa thị trường Phát triển, cận biên và thị trường mới nổi

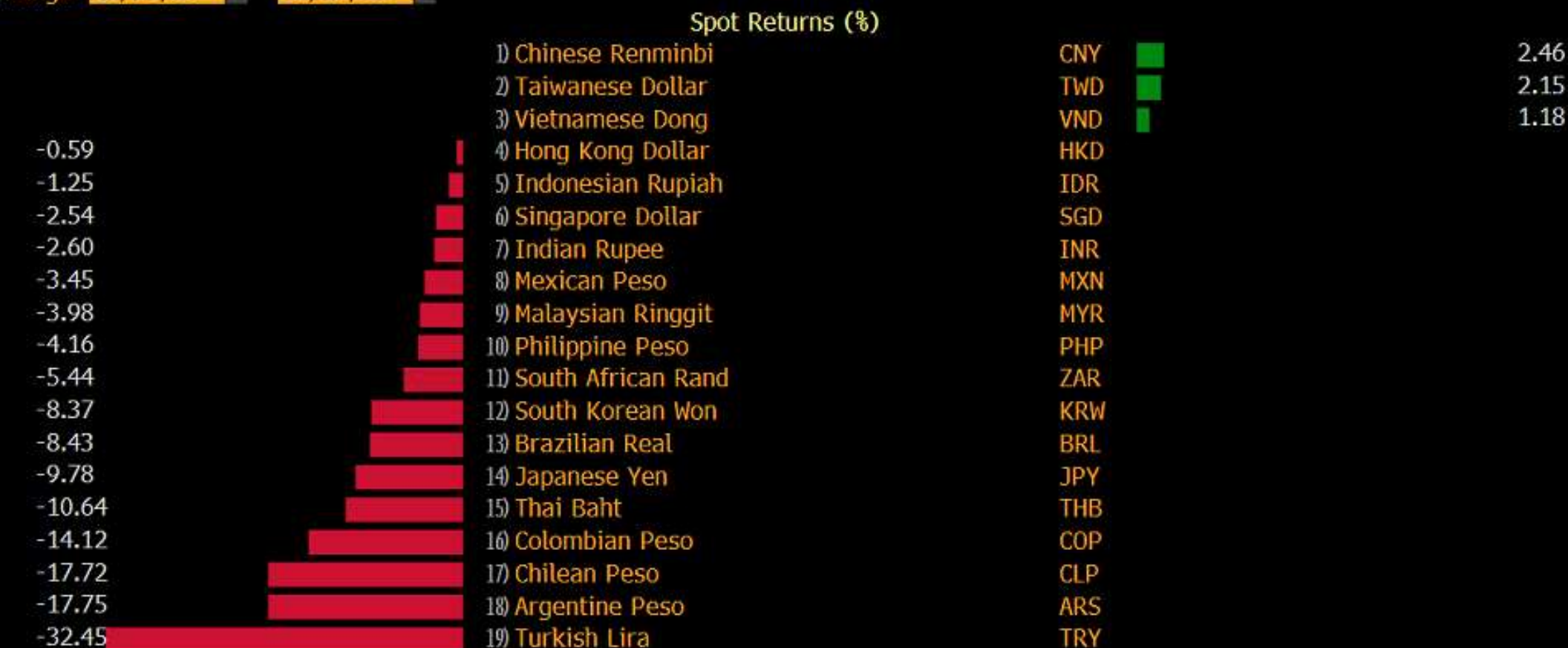


Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Tiền tệ thị trường mới nổi mất giá sẽ gây áp lực lên dòng vốn và thị trường chứng khoán

Period Year To Date Basket Emerging Markets.mt Base USD
Range 12/31/20 - 12/27/21



Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Dòng vốn giảm rõ rệt tại khu vực Châu Á

Foreign Portfolio Investment								
Equity		Currency: USD						
No	Country	Daily	Weekly	MTD	QTD	YTD	12M	YOY Lvl
Asia		Mln	Mln	Mln	Mln	Mln	Mln	Mln
China	9/30/2021			10,945.83	-34,043.58	30,655.58	147,727.84	
India	12/23/2021	41.79	-462.78	-1,666.06	-4,693.50	3,836.43	4,721.26	-17,635.50
Indonesia	12/24/2021	14.45	-0.85	65.44	777.58	2,653.32	2,648.18	5,784.15
Malaysia	12/23/2021	18.30	-7.50	-272.80	145.70	-769.90	-767.90	5,049.40
Philippines	12/24/2021	-0.57	-10.61	1,710.38	1,723.39	-18.43	-18.65	2,502.08
Thailand	12/24/2021	39.46	135.26	229.28	378.89	-2,098.27	-2,085.58	6,258.02
Vietnam	12/24/2021	1.77	-16.09	-182.08	-832.01	-2,777.45	-2,820.70	-1,984.80
Taiwan	12/24/2021	243.65	674.73	927.24	-776.22	-17,456.40	-15,867.10	1,360.09
S.Korea	12/24/2021	310.84	489.34	2,783.13	2,598.09	-22,865.20	-22,552.00	-2,306.89
Japan	12/17/2021		-7,403.86	-13,380.80	6,277.80	28,596.60	28,956.10	95,043.00
Sri Lanka	12/24/2021	-0.20	-0.50	-3.20	-30.06	-257.40	-259.04	14.50
EMA								
Euro Area	10/31/2021			39,781.50	39,781.50	439,764.80	458,885.10	286,356.60
Germany	8/31/2021			-965.41	806.96	952.82	1,188.16	19,751.66
France	10/31/2021			9,763.00	9,812.00	28,632.00	45,403.00	50,756.00
Americas								
United State	10/31/2021			-21,827.00	-21,827.00	9,071.00	149,567.00	-112,411.00
Canada	9/30/2021			1,254.14	21,829.80	1,254.14	31,067.90	52,768.70
Brazil	12/21/2021	11.10	254.87	1,630.23	4,157.65	12,255.70	12,874.40	21,943.80

Thị Trường Chứng Khoán Thế Giới



Giá hàng hóa có xu hướng điều chỉnh sau khi tạo đỉnh cao trong năm 2021



TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG

- ▶ *VN-INDEX VƯỢT CÁC ĐỈNH CAO LỊCH SỬ NHỜ THẾ HỆ NĐT FO*
- ▶ *THANH KHOẢN LÀ YẾU TỐ THAY ĐỔI VỀ CHẤT!*
- ▶ *NĐTNN KHI NÀO SẼ TRỞ LẠI?*
- ▶ *ĐỊNH GIÁ ĐANG ĐẮT HAY RẺ?*
- ▶ *CÂU CHUYỆN NÀO CHO NĂM 2022*
- ▶ *PHÂN TÍCH KỸ THUẬT XU HƯỚNG THỊ TRƯỜNG*

TTCK Việt Nam đã vượt lên vùng đỉnh cao mới nhờ thể hệ NĐT F0 ...

Diễn biến chỉ số Vn-Index giai đoạn 2000 -2021

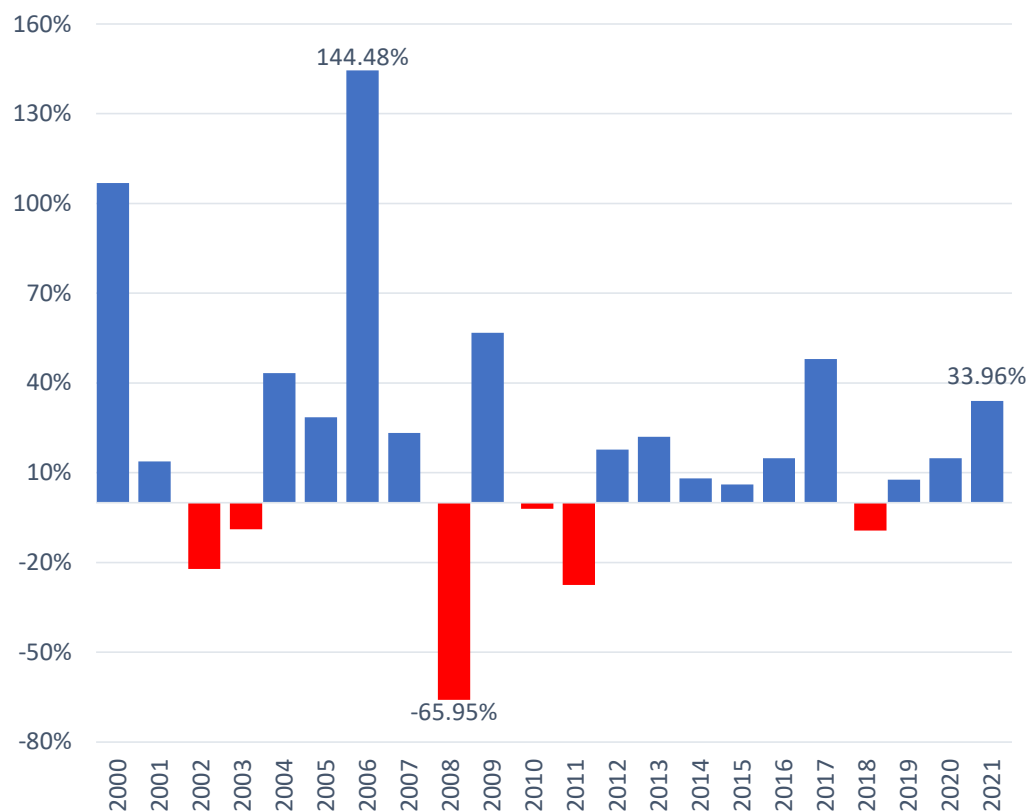


Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam

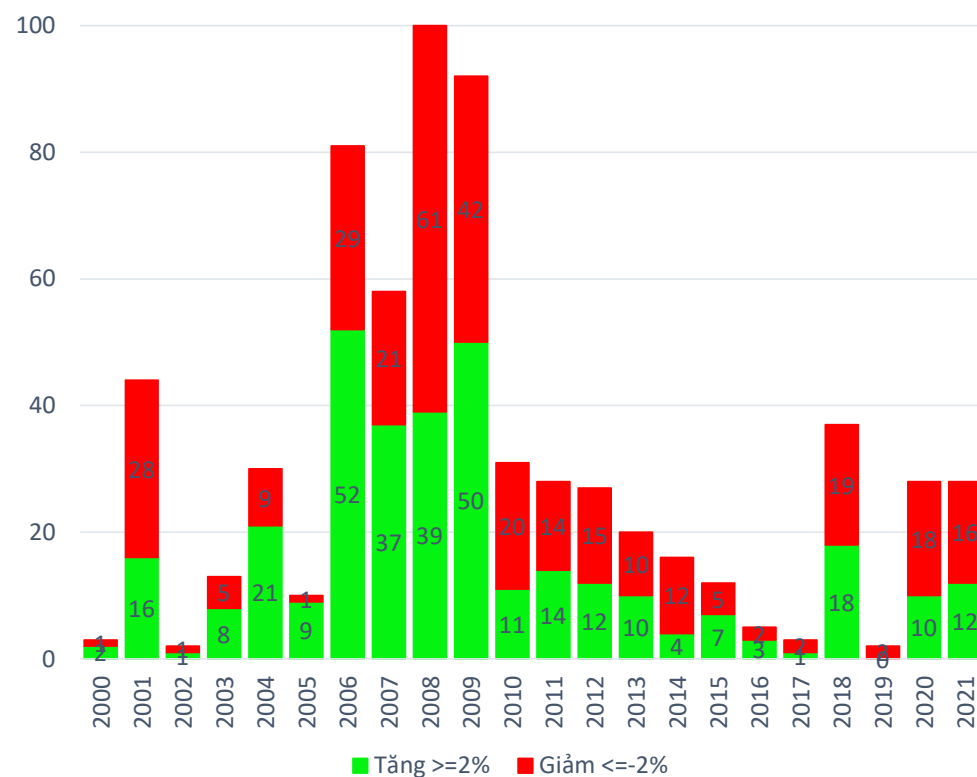


Mặc dù vậy vẫn chưa bằng giai đoạn 2006 – 2007...

Tăng trưởng VN-Index hàng năm



Số phiên tăng/giảm trên 2% của VNINDEX

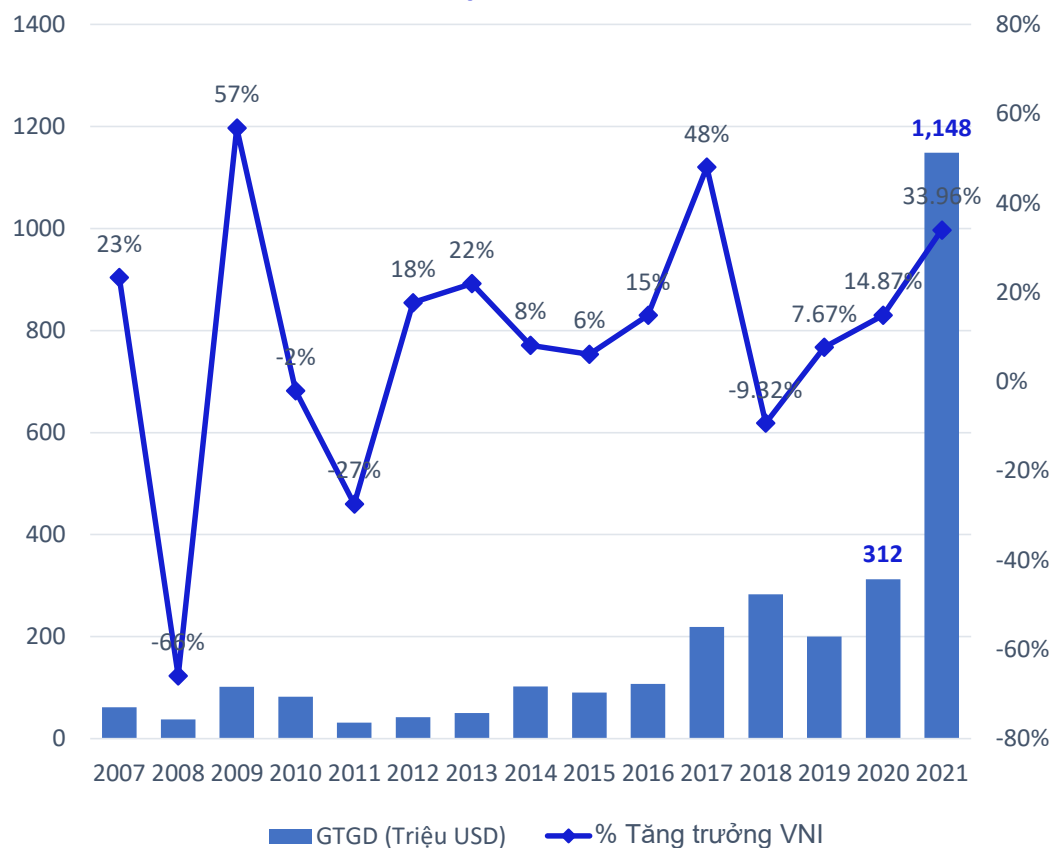


Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam

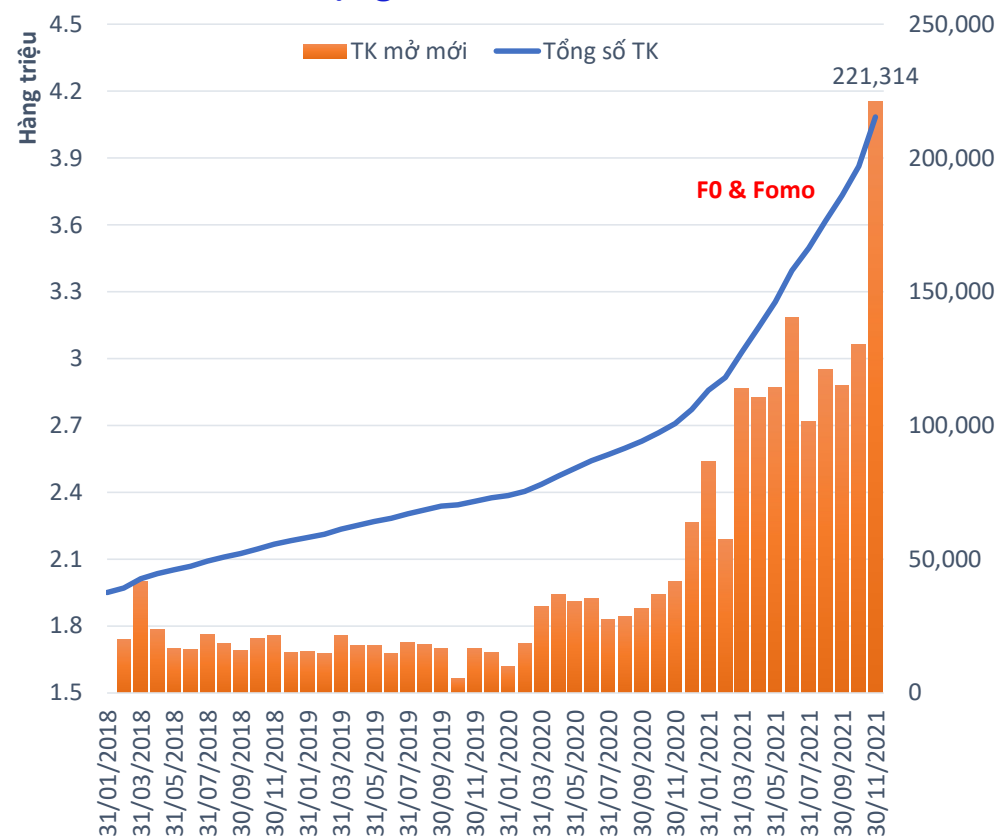


Làn sóng đầu tư vào TTCK tăng trưởng mạnh mẽ nhất lịch sử...

GTGD Bình quân: 2007 -2021



Số lượng tài khoản của nhà đầu tư



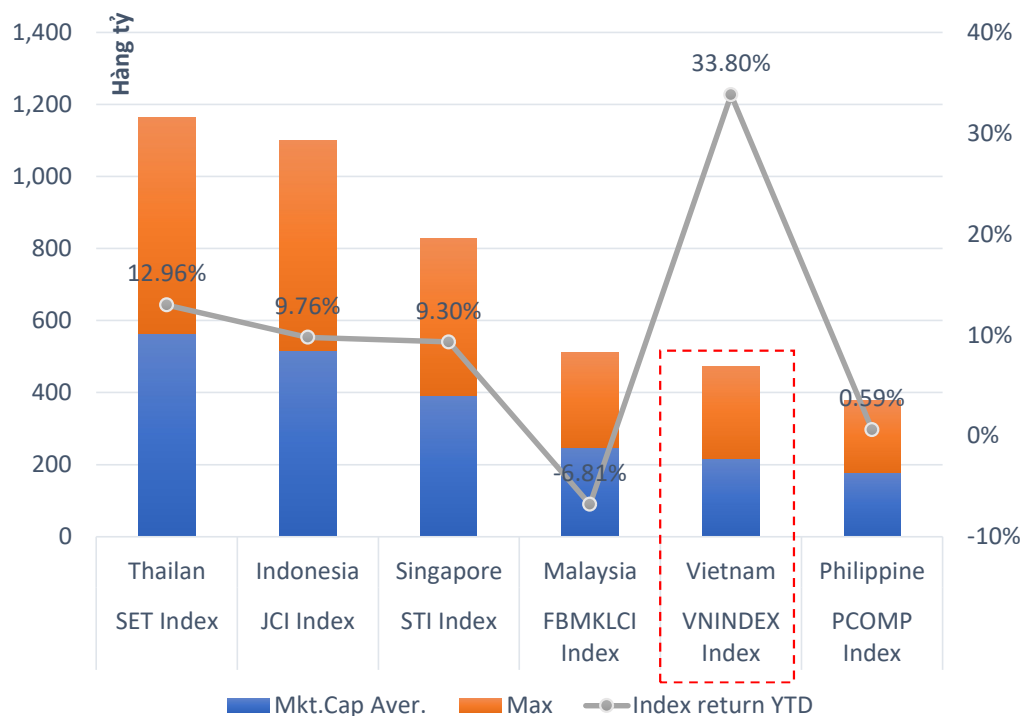
Thị trường Chứng khoán Việt Nam



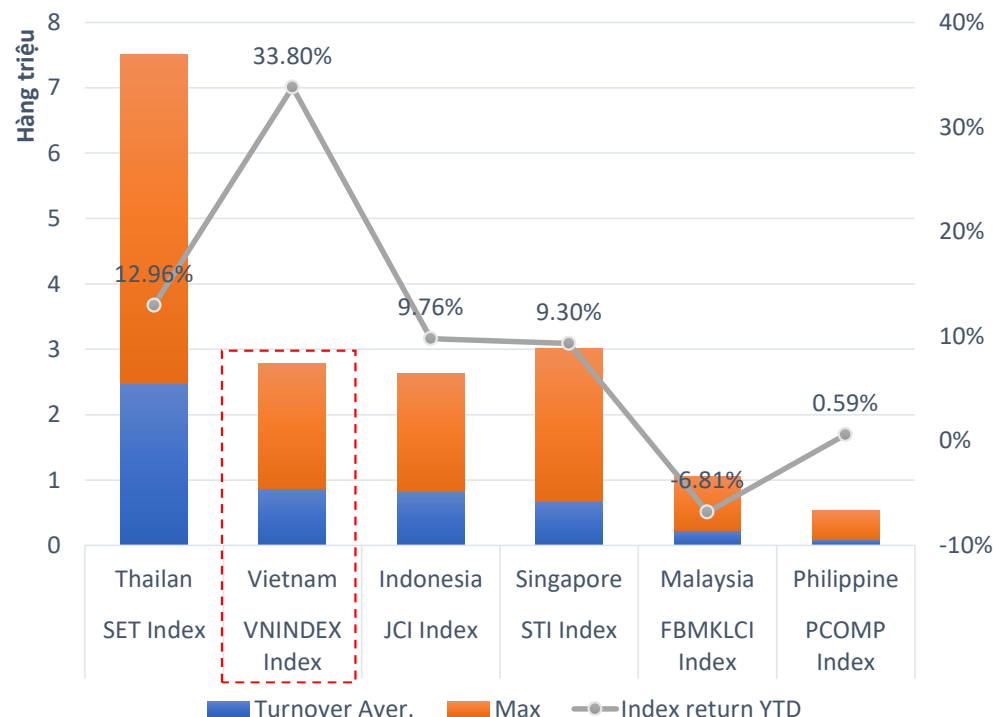
Vốn hóa thị trường cải thiện, thanh khoản nằm trong top khu vực

- Xét về vốn hóa, hiện tại vốn hóa trên HSX đang cao hơn so với thị trường Philippines và tiệm cận gần sát với thị trường Malaysia
- Về thanh khoản bình quân ngày trên HSX đang gần như ngang bằng với các thị trường như Indonesia, Singapore và cao hơn so với Malaysia và Philippines

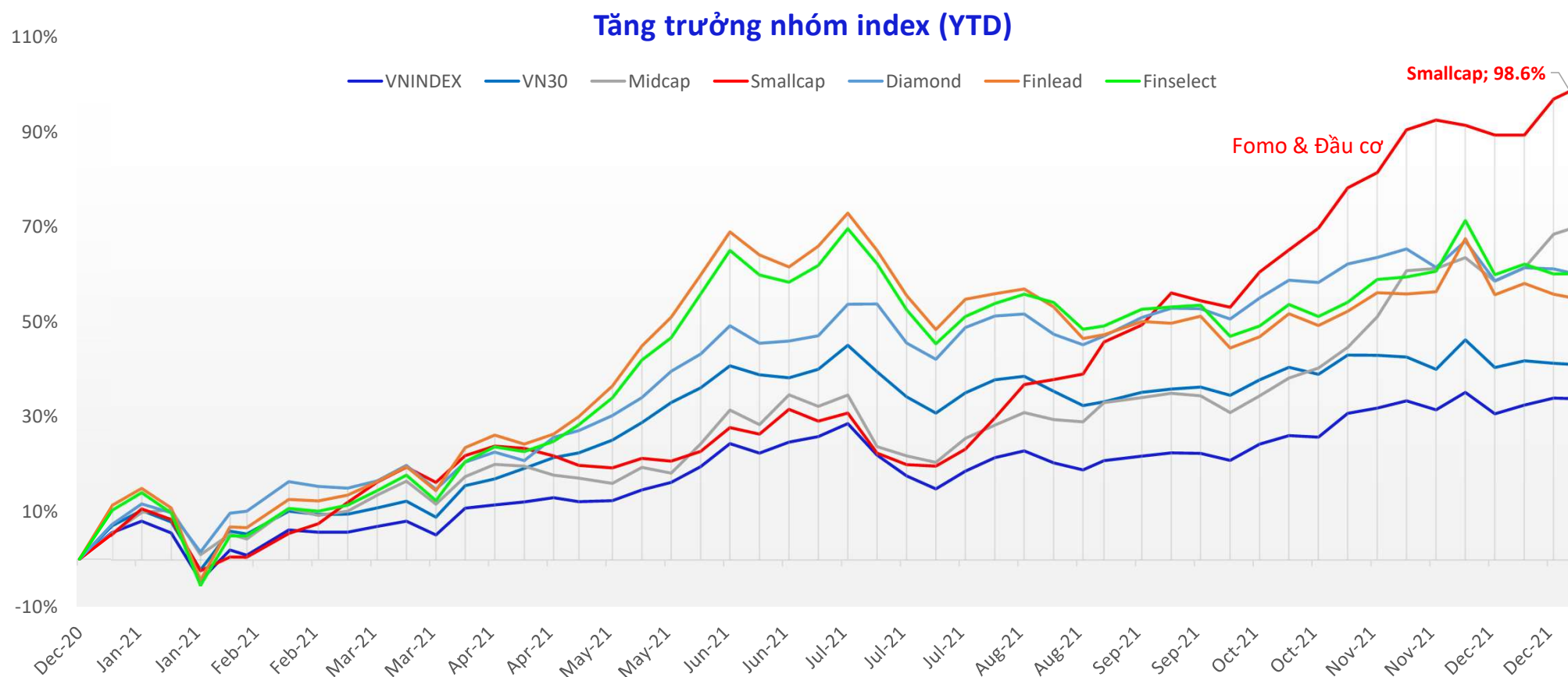
Vốn hóa các thị trường Đông Nam Á



Thanh khoản bình quân ngày của các thị trường ĐNA (YTD, USD)



Các chỉ số chính tăng tốt kể từ đầu năm, tăng mạnh ở nhóm Smallcap

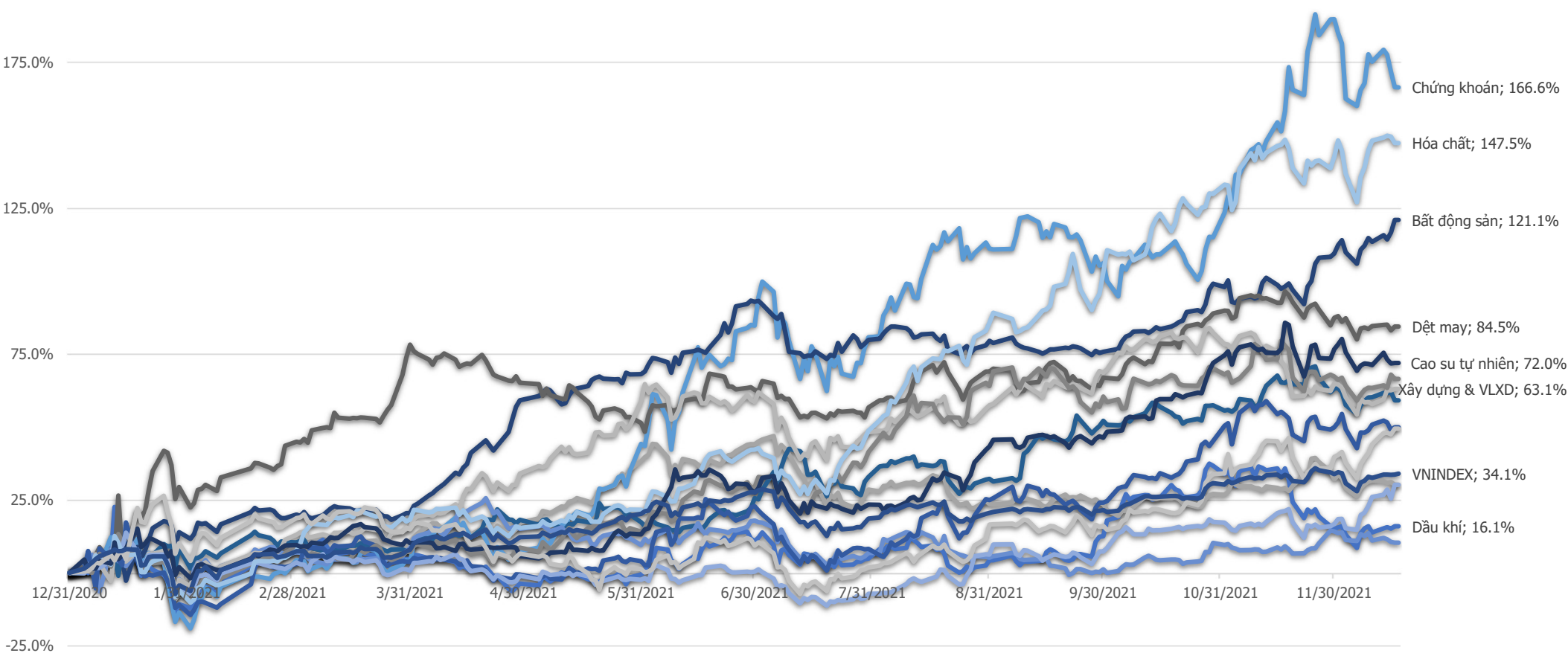


Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam



Chứng khoán, Hóa chất, BĐS, Dệt May có một năm thăng hoa !

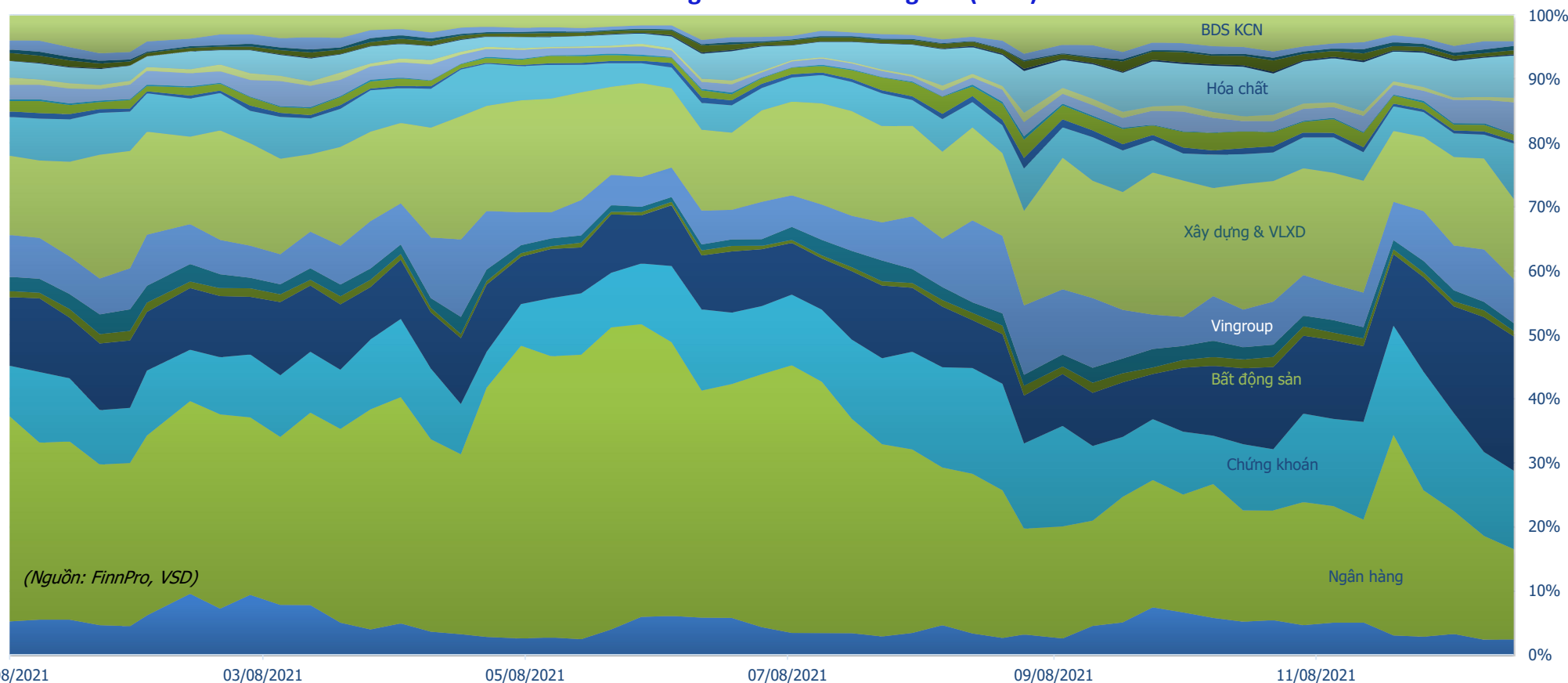
Tăng trưởng các nhóm ngành kể từ đầu năm



Cơ cấu dòng tiền theo ngành

- Ngân hàng, VLXD, Chứng khoán, BĐS...thay nhau dẫn dắt xu hướng dòng tiền vào thị trường

Cơ cấu dòng tiền theo nhóm ngành (tuần)

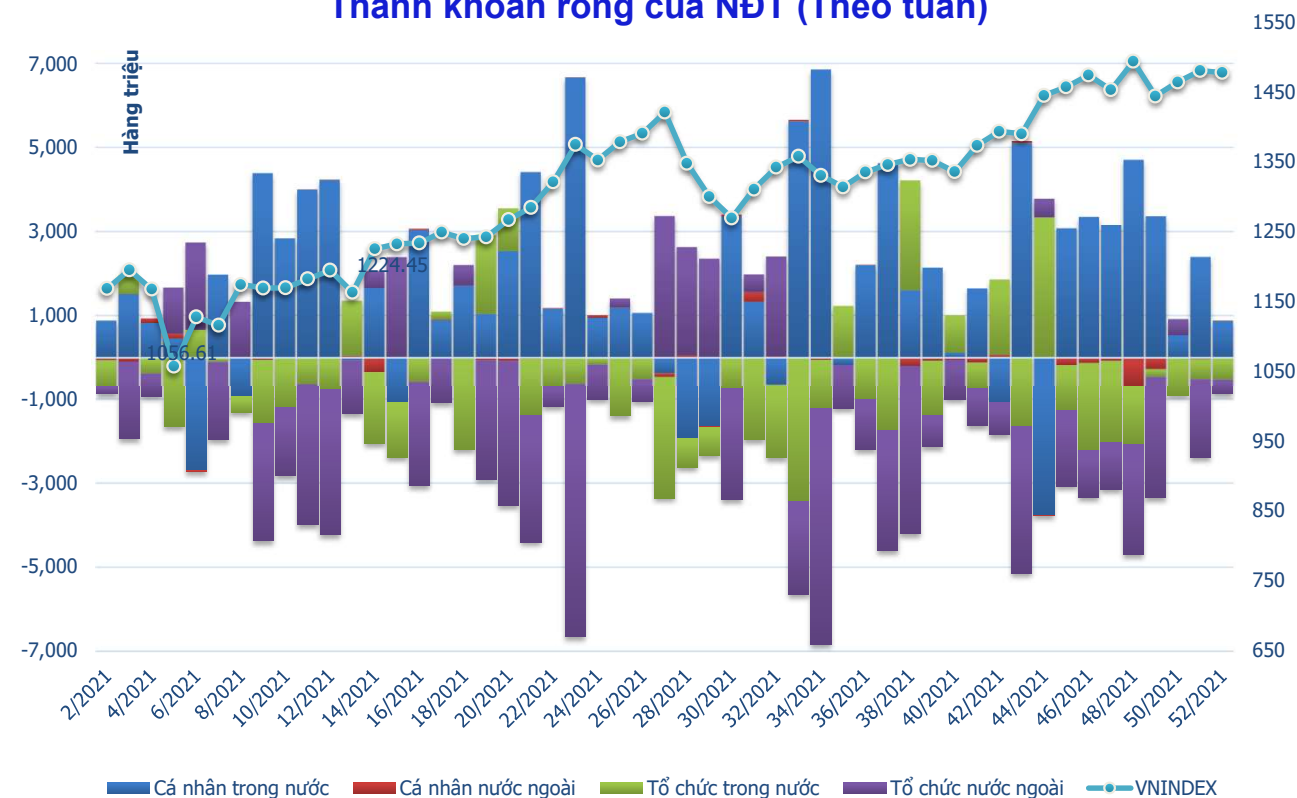


Thị trường Chứng khoán Việt Nam

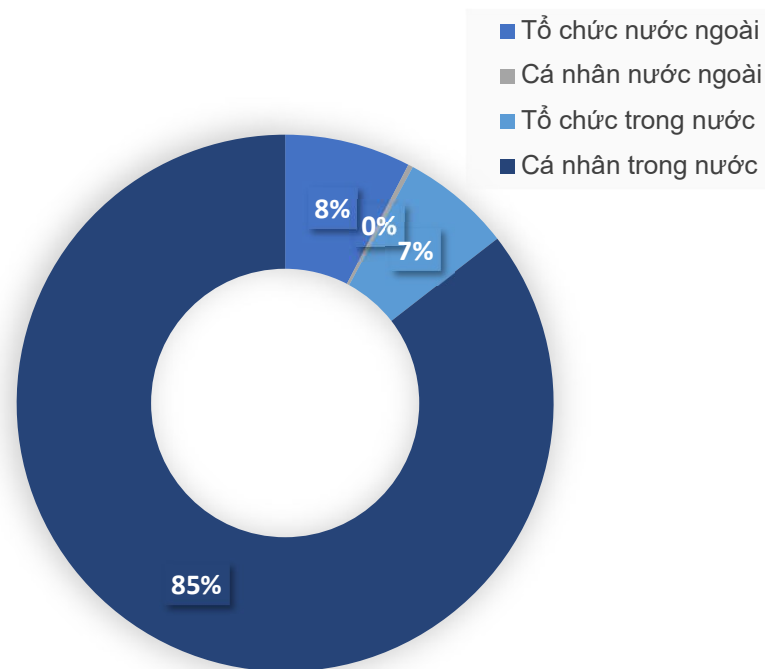


NĐT cá nhân vẫn là động lực chính

Thanh khoản ròng của NĐT (Theo tuần)



CƠ CẤU THANH KHOẢN THEO NHÓM NĐT

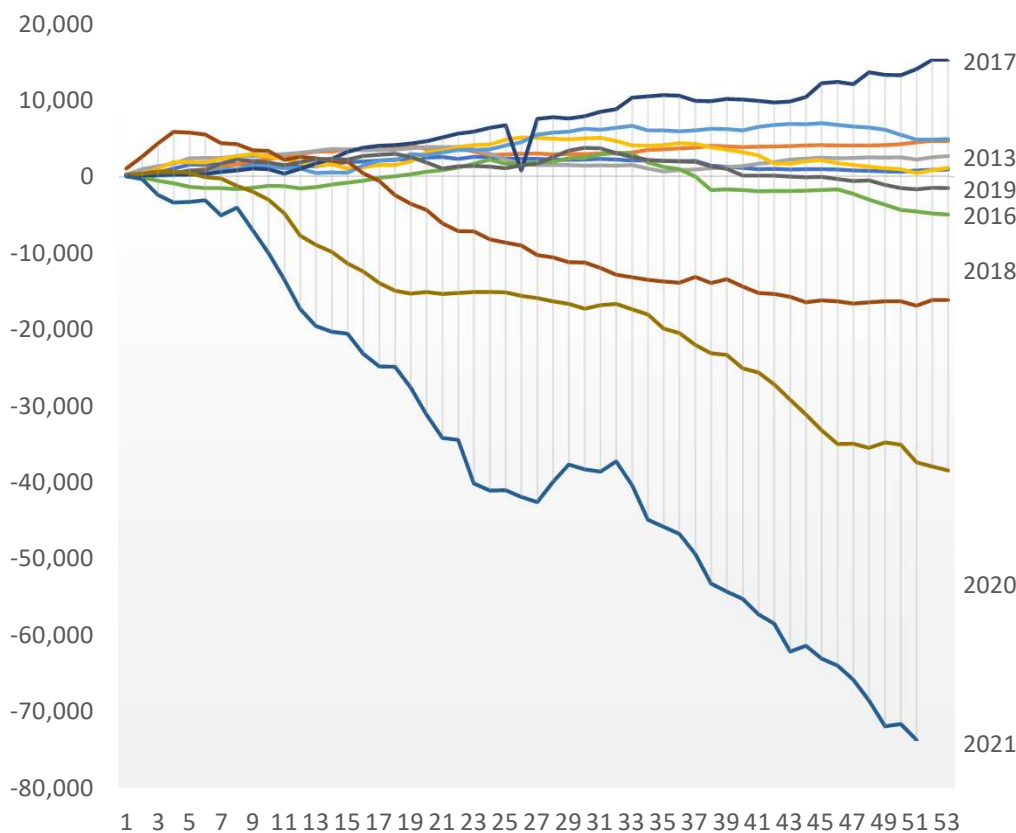


Thị trường Chứng khoán Việt Nam

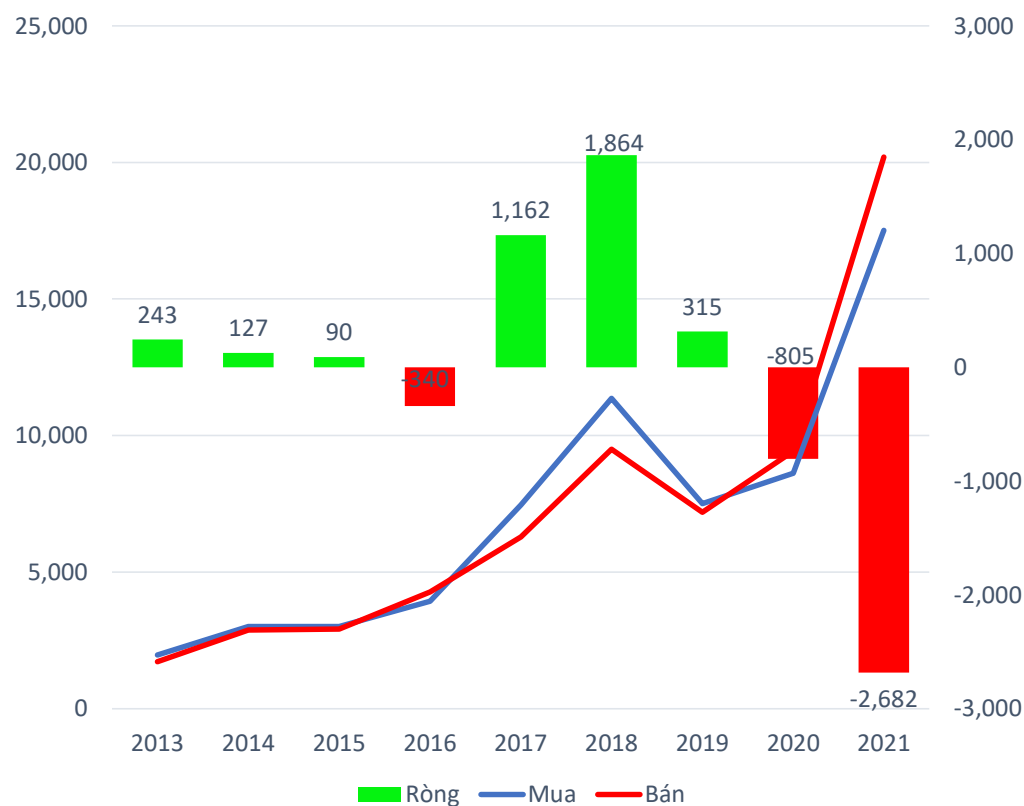


NĐTNN liên tục bán ròng, lũy kế lên đến hơn 73 nghìn tỷ

GD NĐTNN theo tuần (nghìn tỷ VNĐ)



Giao dịch NĐTNN (Triệu USD)

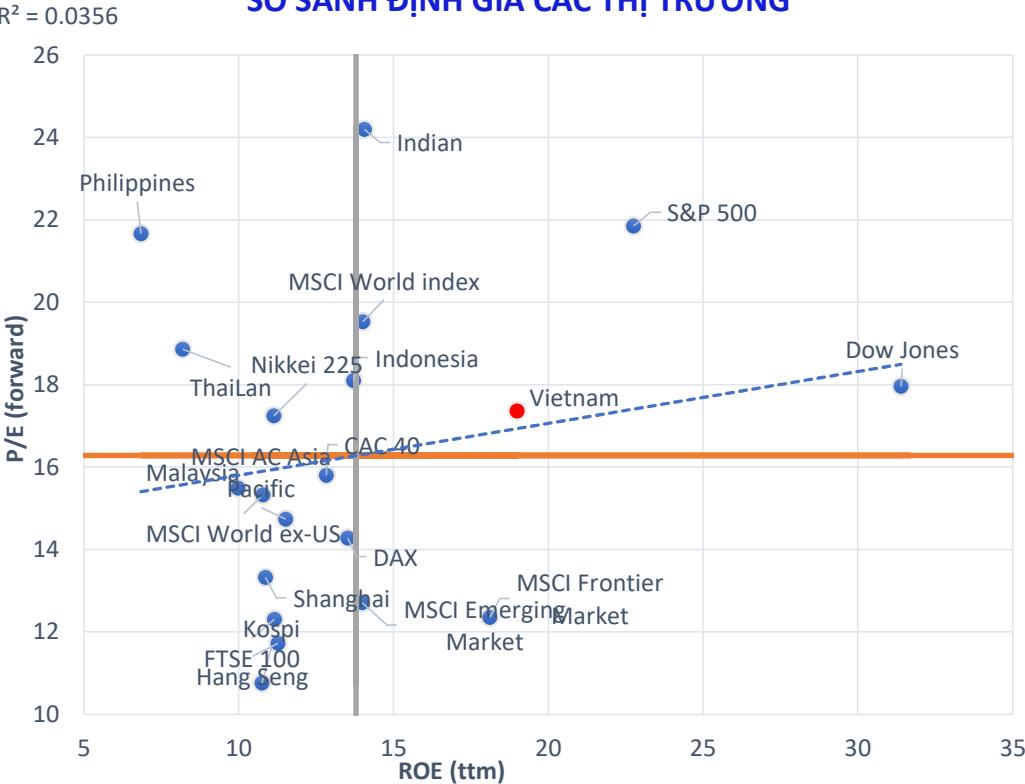


Thị trường Chứng khoán Việt Nam

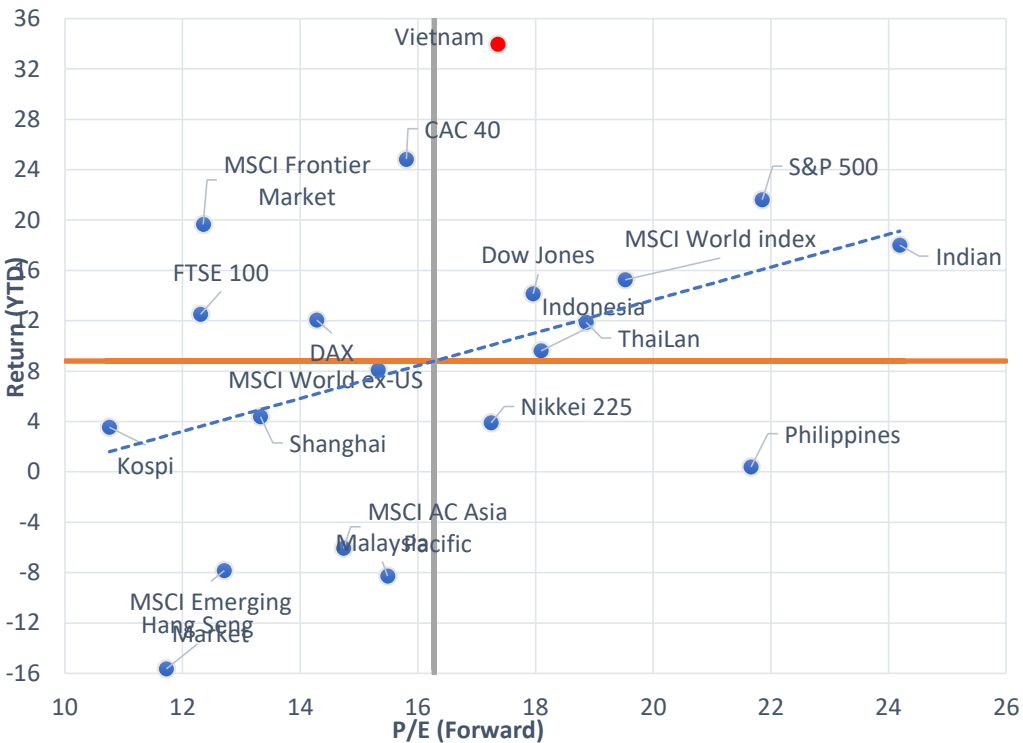


Định giá VN-Index so với mặt bằng chung khu vực

SO SÁNH ĐỊNH GIÁ CÁC THỊ TRƯỜNG



SO SÁNH ĐỊNH GIÁ CÁC THỊ TRƯỜNG



Thị trường Chứng khoán Việt Nam



Định giá hiện tại ở mức "hợp lý"



NHỮNG ĐỘNG LỰC CHÍNH CỦA THỊ TRƯỜNG TRONG THỜI GIAN TỚI

- ▶ *TIẾP TỤC THOÁI VỐN CÁC DNNN*
- ▶ *CƠ HỘI NÂNG HẠNG THỊ TRƯỜNG*

Thị trường Chứng khoán Việt Nam



Cổ phần hóa và thoái vốn DNNN cùng với kỳ vọng vào thị trường mới nổi là động lực tăng trưởng dài hạn của thị trường

- Hoạt động cổ phần hóa, thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước mở ra những cơ hội đầu tư hấp dẫn và góp phần mở rộng quy mô và gia tăng thanh khoản thị trường. Chúng ta có thể kỳ vọng một sóng thoái vốn diễn ra mạnh mẽ hơn trong năm 2022 giống như giai đoạn 2016-2017.
- Do đó, dư địa các doanh nghiệp cổ phần hóa và thoái vốn nhà nước tại Việt Nam còn rất lớn; trong đó, một số doanh nghiệp lớn đang được tập trung hoàn thành IPO (bán cổ phần lần đầu ra công chúng) và thoái vốn trong 2 năm tới đây như:

DN triển khai bán vốn đáng chú ý					
STT	Mã	Tên công ty	Ngành	Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ vốn nhà nước (%)
1	FPT	FPT Corp	Công nghệ thông tin	9,076	4,41
2	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	Tài chính	7,423	67,98
3	SAB	SABECO	Hàng tiêu dùng	6,413	36
4	VGT	VINATEX	Hàng tiêu dùng	5,000	53,49
5	SJG	Tổng Công ty Sông Đà	Công nghiệp	4,495	99,79
6	BHN	HABECO	Hàng tiêu dùng	2,318	81,79
7	FIC	VLXD số 1	Công nghiệp	1,270	40,08
8	SEA	SEAPRODEX	Hàng tiêu dùng	1,250	63,38
9	VOC	Dầu thực vật Việt Nam	Hàng tiêu dùng	1,218	36
10	NTP	Nhựa Tiền Phong	Công nghiệp	1,178	30,92
11	BMI	Bảo hiểm Bảo Minh	Tài chính	914	42,25
12	LIC	LICOGI	Công nghiệp	900	40,71
13	BMP	Nhựa Bình Minh	Công nghiệp	819	0,02
30	VNB	Sách Việt Nam	Dịch vụ tiêu dùng	679	10
11	VIW	Đầu tư nước và môi trường VN - Viwaseen	Tiện ích cộng đồng	580	98,16

Source: SCIC, MBS Research

Thị trường Chứng khoán Việt Nam



Cổ phần hóa và thoái vốn DNNN cùng với kỳ vọng vào thị trường mới nổi là động lực tăng trưởng dài hạn của thị trường

- Bên cạnh đó, hàng loạt các doanh nghiệp lớn dự kiến sẽ được cổ phần hóa và giảm sở hữu nhà nước cũng là câu chuyện đáng lưu tâm trong những năm tới về quy mô vốn hóa.
- Bên cạnh đó, làn sóng niêm yết mới trong năm 2022 ở một số cổ phiếu lớn như CTCP Tôn Đông Á hay CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCBS) cũng là những câu chuyện được nhà đầu tư rất quan tâm...

DOANH NGHIỆP DỰ KIẾN CỔ PHẦN HÓA		
STT	Tên DN	Sở hữu nhà nước sau cổ phần hóa
1	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn VN	65%
2	Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam - công ty mẹ (VNPT)	<65%
3	Tổng Công ty Lương thực miền Bắc (Vinafood 1)	65%
4	Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản VN - công ty mẹ (TKV)	65%
5	Tổng Công ty Viễn thông Mobifone	<65%
6	Tổng Công ty Xi măng VN (VICEM)	<65%
7	Tập đoàn Công nghiệp Hoá chất VN - công ty mẹ (VINACHEM)	<65%
8	Tổng công ty Cà phê Việt Nam (VINACAFE)	<65%
9	Tổng công ty Giấy VN (Vinapaco)	<=50%
10	Tổng công ty Phát triển Nhà và Đô thị (HUD)	<=50%

KẾ HOẠCH NIÊM YẾT MỚI NĂM 2022				
STT	Tên DN	Thời gian dự kiến	Sàn niêm yết	Vốn điều lệ
1	CTCP Tôn Đông Á	2022	HSX	1,000
2	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn VN	2022	N/A	30,591
3	Tập đoàn Bưu chính viễn thông VN - công ty mẹ (VNPT)	2022	N/A	67,054
4	Tổng Công ty Viễn thông Mobifone	2022	N/A	15,000
5	CTCP Chứng khoán Kỹ thương (TCBS)	N/A	N/A	1,124

Source: MBS Research

Thị trường Chứng khoán Việt Nam



Cổ phần hóa và thoái vốn DNNN cùng với kỳ vọng vào thị trường mới nổi là động lực tăng trưởng dài hạn của thị trường

- Trong nỗ lực đạt được vị thế thị trường mới nổi, các sáng kiến của Việt Nam nhằm nâng cao tính minh bạch của thị trường chứng khoán sẽ thu hút nhiều dòng vốn đầu tư ra nước ngoài hơn. Thị trường chứng khoán Việt Nam có thể ở vị trí thuận lợi để được nâng hạng lên trạng thái mới nổi sớm nhất vào năm 2022 hoặc muộn nhất vào năm 2025. Theo ước tính của chúng tôi, việc Việt Nam đưa vào Chỉ số FTSE EM sẽ thu hút ít nhất 355 triệu USD dòng vốn thụ động nước ngoài, theo tỷ trọng của thị trường sẽ vào khoảng 0,36% – 0,41%. Trong khi đó, việc Việt Nam được đưa vào Chỉ số MSCI EM có thể thu hút ít nhất 327 triệu USD dòng vốn thụ động nước ngoài, vì tỷ trọng của thị trường dự kiến vào khoảng 0,69% – 0,78%.

Scenario of FTSE upgrade	Upgrade announcement	FTSE Emerging Index official inclusion	Implementaion duration
OPTIMISTIC	Sep 2022	Mar 2023	2 years
BASE CASE	Mar 2023	Sep 2023	2.5 – 3.5 years
PESSIMISTIC	After Mar 2024	After Sep 2024	> 4 years

Scenario of MSCI upgrade	Wachlist for EM upgrade	Upgrade announcement	EM Index official inclusion	Implementation duration
OPTIMISTIC	Jun 2022	Jun 2023	Jun 2024	2 years (starting from May – Sep 2024)
BASE CASE	Jun 2023	Jun 2024	Jun 2025	
PESSIMISTIC	After 2023	After 2024	After 2025	

Kịch bản thị trường chạy theo thanh khoản

Cho năm 2021: VNI kết thúc ở 1.497 điểm		VNI 2021	GTGD 2021		
& Thanh khoản toàn tt là 26.600 tỷ/phiên		1,497	26,644		
Kịch bản	GTGD (Min - Max,Tỷ VND)		VNI (Min - Max, Điểm)		Note
Thận trọng	25,115	26,644	1,461	1,522	▪ Kịch bản thanh khoản năm 2022 tương đương năm 2021
Cơ bản	27,443	29,988	1,536	1,630	▪ VNI tăng 8,8%, thanh khoản tăng 12,5%
Lạc quan	30,888	31,814	1,646	1,688	▪ VNI tăng 12,8%, thanh khoản tăng 19,4%

Thị trường Chứng khoán Việt Nam



Phân tích kỹ thuật:



Thị trường Chứng khoán Việt Nam



Phân tích kỹ thuật:



TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Triển vọng ngành 6 tháng đầu năm 2022



Ngành	CP khuyến nghị	Triển vọng ngành
Bất động sản – phân khúc nhà ở và chung cư	VHM, NLG, KDH	- Ngành đầu tư hấp dẫn bất chấp dịch Covid-19 với tỷ trọng FDI ổn định qua các năm. - Lãi suất vay mua nhà thấp giúp gia tăng nhu cầu mua nhà. - Chính phủ ban hành nhiều văn bản pháp lý hỗ trợ sự phục hồi của thị trường BĐS. - Chủ đầu tư BĐS đang thích nghi với nhiều giải pháp tốt hơn trong hoạt động bán hàng. - Phát triển cơ sở hạ tầng là động lực cho BĐS năm 2022 – 2025.
BĐS – phân khúc bán lẻ	VRE	- Hưởng lợi khi thị trường tiêu dùng tại Việt Nam hồi phục cùng với chính sách kích cầu của Chính phủ. - Các dự án được khởi động lại đón đầu chiến lược phát triển của các tập đoàn bán lẻ. - Tiềm năng dài hạn từ tình hình vĩ mô và cơ cấu dân số tại Việt Nam.
Bất động sản – phân khúc BĐS KCN	SZC, KBC	- Tỷ lệ lấp đầy cao do nguồn cung mới hạn chế, giá thuê đất trung bình tiếp tục tăng trong năm 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch Covid 19. - Thương mại điện tử bùng nổ, yêu cầu hàng tồn kho tăng thúc đẩy nhu cầu đất KCN cho các dịch vụ kho bãi. - Nhu cầu dài hạn được thúc đẩy bởi triển vọng tích cực từ thu hút dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam.
Ngân hàng	TCB, MBB, VPB, BID	- Các yếu tố vĩ mô thuận lợi như nền kinh tế đang phát triển nhanh, thị trường tiêu thụ lớn, nguồn vốn FDI dồi dào, tình hình chính trị ổn định, tham gia vào nhiều hiệp định thương mại tự do,... giúp nền kinh tế và ngành ngân hàng tiếp đà tăng trưởng cao sau sự gián đoạn bởi dịch Covid-19. - Chất lượng tài sản tiếp tục được nâng cao nhờ các chính sách hỗ trợ của NHNN cũng như chiến lược chủ động đảm bảo chất lượng tài sản của các NHTM. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ cải thiện trong năm 2022 cũng như tỷ lệ bao nợ xấu sẽ tiếp tục được duy trì. - NIM tiếp tục được kỳ vọng sẽ gia tăng trong năm 2022 khi mà NHNN tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm duy trì lãi suất thấp, đồng thời việc hỗ trợ giảm lãi suất cho vay sẽ dần được giảm lại, cùng với hạn mức tín dụng được nâng lên nhằm thúc đẩy kinh tế phát triển. Điều này sẽ giúp bức tranh lợi nhuận của các ngân hàng trong năm 2022 sẽ càng khả quan hơn. - Hoạt động tăng vốn cũng là một trong những điểm nhấn chú ý của ngành trong năm 2022 khi hàng loạt các ngân hàng công bố kế hoạch bán vốn cho các cổ đông chiến lược như VPB, OCB, VIB,... Ngoài ra, việc hầu hết các ngân hàng đã áp dụng và đáp ứng chuẩn Basel II cũng cho thấy sự vững mạnh hơn của hệ thống cho sự phát triển bền vững trong dài hạn.

Triển vọng ngành 6 tháng đầu năm 2022



Ngành	CP khuyến nghị	Triển vọng ngành
Thép	HPG, HSG, TonDongA	- Nhu cầu thép nội địa sẽ được đẩy mạnh từ sự phục hồi kinh tế trong nước cũng như các chính sách đầu tư công. - Hưởng lợi tăng trưởng xuất khẩu đến từ việc hạn chế sản xuất từ Trung Quốc các nước phát triển khác với chính sách giảm khí thải. - Một số nguyên vật liệu đầu vào như quặng sắt được dự báo có xu hướng giảm trong dài hạn.
Dầu khí	GAS, PVS, PVT	- Giá dầu khép lại năm 2021 với mức tăng trên 53% với dầu Brent và 57% với dầu WTI, đây là mức tăng mạnh nhất kể từ 2009, nhờ nhu cầu dầu tăng lên trong khi nguồn cung tiếp tục được kiểm soát. Dự báo giá dầu tiếp tục neo cao ở mức trung bình năm từ 65-70 usd/thùng trong năm 2022 khi nhu cầu tiếp tục tăng lên và dự kiến đạt 102,5 triệu thùng vào cuối năm 2022, quay trở lại mức trước đại dịch Covid19. - Giá dầu ở mức cao tạo ra thuận lợi to lớn với ngành dầu khí trong nước. Tuy sản lượng khai thác không tăng, kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dầu khí có sự hồi phục và tăng trưởng mạnh mẽ với doanh thu 9 tháng tăng 22% trong khi lợi nhuận tăng đến 236% so với cùng kỳ. Triển vọng năm 2022 sáng sủa với các doanh nghiệp ngành dầu khí khi giá dầu ở mức cao, dịch covid19 được kiểm soát, tiêu thụ dầu tăng lên.
Điện và SX điện	POW, REE, QTP	- Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm năm 2021 tăng chậm do tình hình dịch Covid19 diễn biến phức tạp đặc biệt trong quý 3.2021 khi nhiều tỉnh thành phải thực hiện phong tỏa. Đến hết 11 tháng đầu năm, sản lượng điện sản xuất đạt 233.7 tỷ kwh (+ 3.6 %yoy) trong khi điện thương phẩm đạt 206.6 tỷ kwh (+ 3.9% yoy). Triển vọng ngành Điện khả quan trong năm 2022 khi nền kinh tế hồi phục và kế hoạch tăng trưởng GDP khoảng 6%-6.5%, đưa nhu cầu điện dự kiến tăng trưởng 8%-10%. - Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp điện niêm yết 9 tháng đầu năm 2021 sụt giảm 7% về doanh thu nhưng tăng 45% về lợi nhuận trước thuế. Triển vọng phát triển các doanh nghiệp điện khá sang sủa khi dự báo nhu cầu điện tăng trưởng khoảng 9-10%, đặc biệt là các doanh nghiệp điện năng lượng tái tạo, nhiệt điện, trong khi thủy điện bị hạn chế do điều kiện khí hậu, thủy văn.
Bán lẻ	PNJ	Chúng tôi dự kiến sức mua dành cho các mặt hàng không thiết yếu như trang sức sẽ phục hồi tốt sau làn sóng Covid thứ 4. Trong đó, PNJ có cơ hội tăng thị phần do những cửa hàng trang sức nhỏ lẻ phải đóng cửa. Lũy kế 11 tháng, PNJ đã mở mới 21 cửa hàng (trong đó 20 CH PNJ Gold, 1 CH PNJStyle), nhãn hàng Pandora đã đạt mốc 12 cửa hàng và PNJ Style đạt 7 cửa hàng ở các thành phố lớn. Tổng mạng lưới bán lẻ của PNJ có 342 cửa hàng trên toàn quốc. Trong trung và dài hạn, chúng tôi dự đoán PNJ sẽ tái cơ cấu lại hệ thống cửa hàng nhằm tối ưu hoá vận hành và giảm thiểu chi phí.
Dệt May	TNG, STK	Những ưu đãi thuế quan sẽ là động lực để thúc đẩy các đơn hàng dịch chuyển sang Việt Nam. Chúng tôi kì vọng các đơn hàng từ châu Âu và các nước thành viên CPTPP sẽ tăng mạnh trong thời gian tới. Chi phí lao động phải chăng và lợi thế về mặt kỹ thuật so với các nước khác (Bangladesh).

Danh mục đầu tư 2022



STT	Mã CP	Ngành	Sàn NY	Chỉ số FY2021F				Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Tiềm năng tăng giá (%)
				EPS (VND)	BVPS (VND)	ROE	ROA			
1	GAS	Dầu khí	HSX	4,856	27,945	18.1%	13.4%	GIỮ	106,200	12%
2	PVS	Dầu khí	HNX	1,167	25,988	5.7%	3.1%	MUA	29,500	15%
3	PVT	Dầu khí	HSX	2,100	20,853	13.4%	7.2%	MUA	28,500	+25%
4	POW	Điện	HSX	866	13,842	7.0%	4.4%	GIỮ	18,100	5%
5	REE	Tiện ích- Điện	HSX	5,447	44,835	10.5%	5.5%	MUA	82,900	18%
6	QTP	Điện	UPCOM	1,584	14,114	11.2%	7.3%	MUA	22,800	24%
7	PNJ	Bán lẻ	HSX	5,228	26,934	20.9%	12.1%	MUA	114,000	20%
8	TNG	Dệt may	HNX	3,546	18,373	20%	8%	MUA	45,600	45%
9	STK	Dệt may	HSX	3,697	18,089	6%	4%	MUA	73,200	27%
10	VHM	BDS nhà ở & chung cư	HSX	6,788	27,966	24%	11%	MUA	99,400	15%
11	NLG	BDS nhà ở & chung cư	HSX	3,715	23,986	17%	8%	NẮM GIỮ	61,700	3%
12	KDH	BDS nhà ở & chung cư	HSX	1,433	15,894	9%	6%	NẮM GIỮ	57,100	14%
13	VRE	BDS bán lẻ	HSX	699	13,304	5%	4%	MUA	39,000	24%
14	KBC	BDS Khu công nghiệp	HSX	4,254	26,933	16%	7%	NẮM GIỮ	52,800	-10%
15	SZC	BDS Khu công nghiệp	HSX	2,778	14,418	27.6%	7.3%	NẮM GIỮ	59,800	-8%
16	TCB	Ngân hàng	HSX	4,590	25,818	19.8%	3.2%	MUA	74,400	52.1%
17	MBB	Ngân hàng	HSX	3,791	18,974	21.4%	2.2%	MUA	53,200	89.0%
18	VPB	Ngân hàng	HSX	2,992	19,608	18.5%	3.0%	MUA	53,800	57.1%
19	BID	Ngân hàng	HSX	1,986	17,572	11.3%	0.6%	MUA	53,800	57.1%
20	HPG	Thép	HSX	7,505	20,519	36.6%	18.4%	MUA	65,300	42%
21	HSG	Thép	HSX	8,589	21,950	39.8%	16.2%	MUA	44,700	20%
22	TDA	Thép	OTC	11,399	33,407	34.1%	9.3%	MUA	55,400	-

CÁC MÃ KHUYẾN NGHỊ



GAS

Giá mục tiêu: 106,200
Tiềm năng tăng giá: 12%

PVS

Giá mục tiêu: 29,500
Tiềm năng tăng giá: 15%

PVT

Giá mục tiêu: 28,500
Tiềm năng tăng giá: 25%

POW

Giá mục tiêu: 18,100
Tiềm năng tăng giá: 5%

REE

Giá mục tiêu: 82,900
Tiềm năng tăng giá: 18%

PNJ

Giá mục tiêu: 114,000
Tiềm năng tăng giá: 20%

TNG

Giá mục tiêu: 45,600
Tiềm năng tăng giá: 45%

STK

Giá mục tiêu: 73,200
Tiềm năng tăng giá: 27%

VHM

Giá mục tiêu: 99,400
Tiềm năng tăng giá: 15%

NLG

Giá mục tiêu: 67,100
Tiềm năng tăng giá: 3%

KDH

Giá mục tiêu: 57,100
Tiềm năng tăng giá: 14%

VRE

Giá mục tiêu: 39,000
Tiềm năng tăng giá: 24%

KBC

Giá mục tiêu: 52,800
Tiềm năng tăng giá: -10%

SZC

Giá mục tiêu: 59,800
Tiềm năng tăng giá: -8.4%

TCB

Giá mục tiêu: 74,400
Tiềm năng tăng giá: 52%

MBB

Giá mục tiêu: 53,200
Tiềm năng tăng giá: 89%

VPB

Giá mục tiêu: 53,800
Tiềm năng tăng giá: 57%

BID

Giá mục tiêu: 41,000
Tiềm năng tăng giá: 19%

HPG

Giá mục tiêu: 65,300
Tiềm năng tăng giá: 42%

HSG

Giá mục tiêu: 44,700
Tiềm năng tăng giá: 20%

QTP

Giá mục tiêu: 22,800
Tiềm năng tăng giá: 24%

TDA

Giá mục tiêu: 55,400
Tiềm năng tăng giá: %

Ngành dầu khí

Chu Thế Huynh

Huynh.chuthe@mbs.com.vn

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



TÓM TẮT

Thị trường dầu khí thế giới

- *Giá dầu tăng mạnh trong năm 2021 do nhu cầu sử dụng dầu tăng lên trong khi nguồn cung được kiểm soát chặt chẽ. Giá dầu đã lên mức 86 usd/thùng trong tháng 10, mức cao nhất trong 7 năm qua.*
- *Tiêu thụ dầu toàn cầu năm 2021 đạt 96.7 triệu thùng/ngày, tăng 4.6 tr th/ngày (5%) so với 2020, trong khi Sản xuất đạt 95.6 tr th/ng, tăng 1.4 tr th/ng (1.5%). Dự báo Nhu cầu và Sản xuất năm 2022 dự báo tiếp tục tăng lên, đến cuối năm 2022 Nhu cầu đạt 102.6 tr th/ng, đưa trung bình cả năm đạt 101 tr th/ng (4%), trong khi Sản xuất đạt 102 tr th/ng, đưa mức trung bình cả năm đạt 101 tr th/ng (lần lượt đạt 101 tr th/ng (5.6%).*

Ngành dầu khí Việt Nam

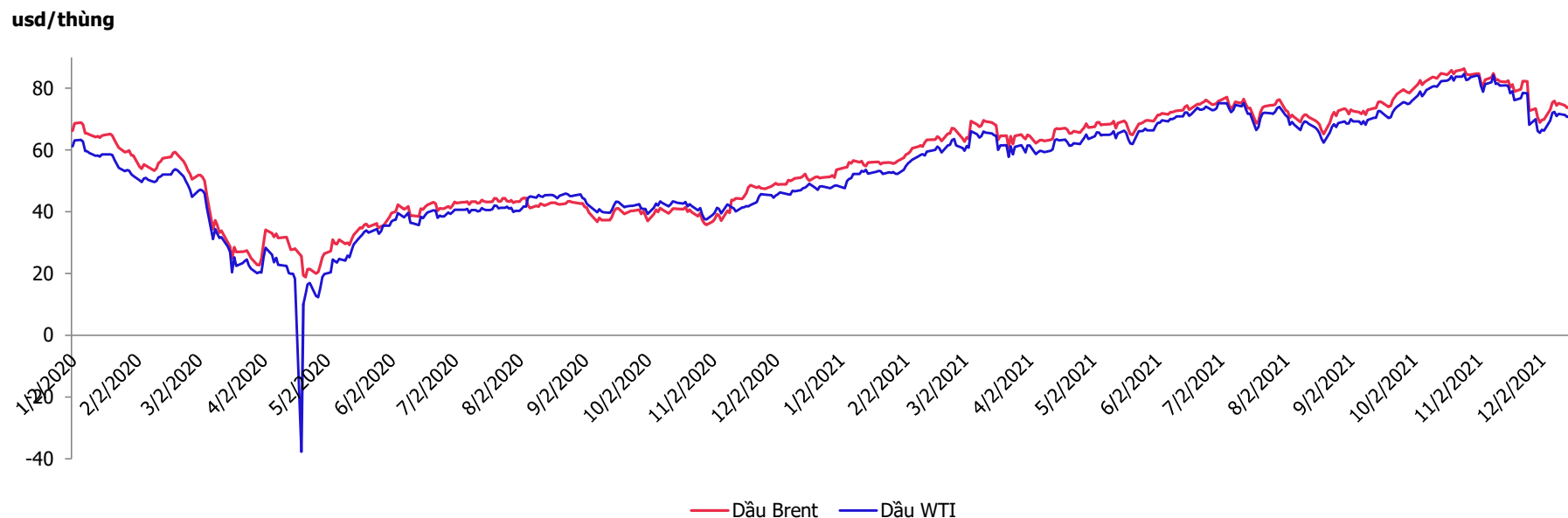
- *Giá dầu hồi phục và tăng mạnh trong năm 2021 giúp hoạt động của ngành dầu khí trong nước gặp nhiều thuận lợi. Mặc dù sản lượng dầu khí khai thác ở mức thấp nhưng vẫn đạt và vượt kế hoạch đặt ra, đặc biệt doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh, vượt xa kế hoạch năm. Cụ thể, doanh thu 9 tháng đạt 438 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 89% kế hoạch năm, giá trị nộp ngân sách đạt 66 nghìn tỷ đồng (11 tháng đạt 84.7 nghìn tỷ vượt 36% kế hoạch năm (+ 27%yoy)).*
- *Tại khâu thượng nguồn, hoạt động đầu tư thăm dò và khai thác của các nhà thầu diễn ra tích cực hơn trong bối cảnh giá dầu tăng. Kết thúc năm 2021, sản lượng khai thác dầu đạt 10.97 triệu tấn, vượt 13% kế hoạch năm, sản lượng khí đạt 7.4 tỷ m3, bằng 80% cùng kỳ và hoàn thành 75% kế hoạch năm. Khai thác khí giảm do nhu cầu hạ nguồn đang ở mức thấp. Dự báo khai thác dầu năm 2022 có thể đạt mức 10.5 triệu tấn, tương đương của năm 2021, trong khi sản lượng khí tăng thêm 20% đạt mức 9-9.2 tỷ m3.*
- *Tại khâu trung và hạ nguồn, các dự án đầu tư như nhà máy hóa dầu Long Sơn, kho cảng LNG Thị Vải... vẫn đang được tập trung thực hiện. Trong khi đó, hoạt động sản xuất đạt kết quả khả quan, trong 11 tháng, sản lượng xăng dầu sản xuất đạt 11.2 triệu tấn, bằng 102% cùng kỳ năm trước, sản lượng tiêu thụ (bỏ qua tồn kho) đạt 15.4 triệu tấn, bằng 93% so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu năm 2022 sẽ tăng khoảng 4-6%, đưa sản lượng 2022 đạt mức 18.0-18.6 triệu tấn.*
- *Hoạt động của các doanh nghiệp ngành dầu khí niêm yết trên sàn chứng khoán gặp nhiều thuận lợi khi giá dầu tăng, theo số liệu tổng hợp 9 tháng doanh thu nhóm dầu khí tăng khoảng 22%, trong khi lợi nhuận tăng đến 236% (do BSR và PLX 6 tháng đầu năm 2020 bị thua lỗ). Nhóm doanh nghiệp dịch vụ kỹ thuật dầu khí (PVS, PVD) vượt qua khó khăn và có triển vọng sáng khi các dự án đầu tư ngành dầu khí có thể sớm triển khai, trong khi đó, các doanh nghiệp trung và hạ nguồn (PVT, GAS, BSR, PLX...) đang được hưởng lợi lớn khi giá dầu tăng. Chúng tôi đánh giá triển vọng kinh doanh năm 2022 của doanh nghiệp dầu khí cơ bản vẫn tiếp tục tích cực khi giá dầu ở mức cao như hiện nay.*

Phần I. Thị trường dầu khí thế giới - Diễn biến giá dầu 2021

1. Giá dầu tăng mạnh trong 2021

- Giá dầu trong tháng 10.2021 đã tăng lên mức bình quân 84usd/thùng (Brent), tăng 102% so với cùng kỳ 2020 và 52% so với trung bình tháng 1.2021, lên mức cao nhất trong vòng 7 năm qua.

Biến động giá dầu 2 năm qua



Nguồn: Bloomberg, TTNC MBS

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ VÀ CƠ HỘI ĐẦU TƯ



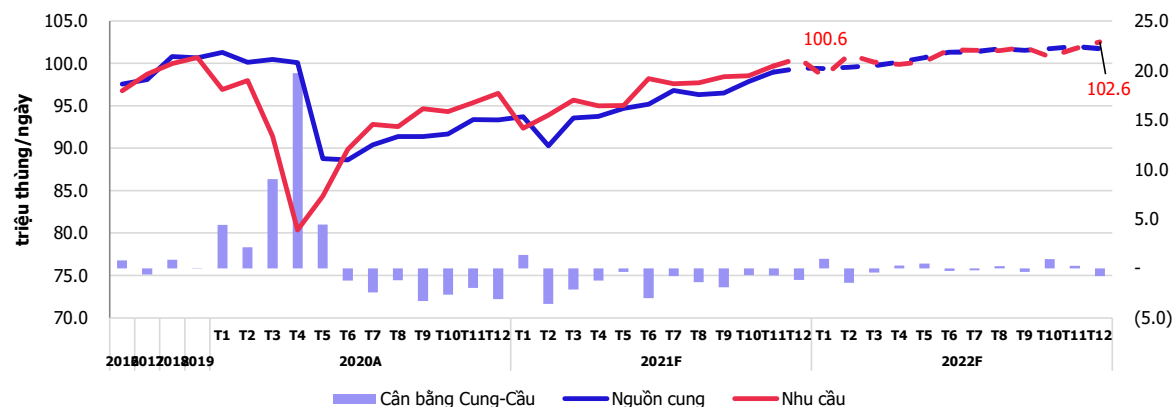
Phần I. Thị trường dầu khí thế giới - Diễn biến giá dầu 2021

2. Những yếu tố tác động

2.1 Nhu cầu dầu

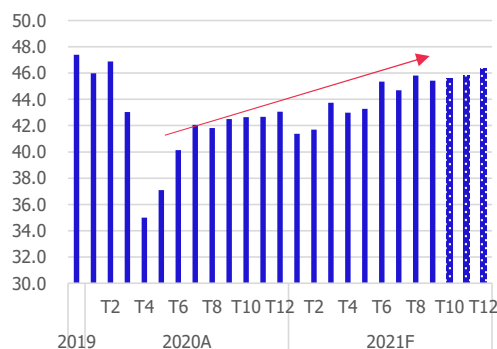
- Nhu cầu dầu tăng trở lại sau khi kiểm soát được dịch Covid 19: 2021 đạt 97 triệu thùng/ngày, tăng 5.0%. Năm 2022 dự kiến tăng lên 101 triệu thùng (4.2%).
- Nhu cầu nhiên liệu tăng theo mùa khi bước vào mùa đông được dự báo là giá lạnh gay gắt

Cân bằng Nguồn Cung- Nhu cầu dầu thế giới



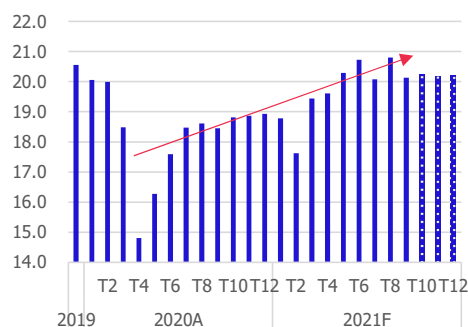
• Nhóm OECD

Tiêu thụ dầu của nhóm OECD



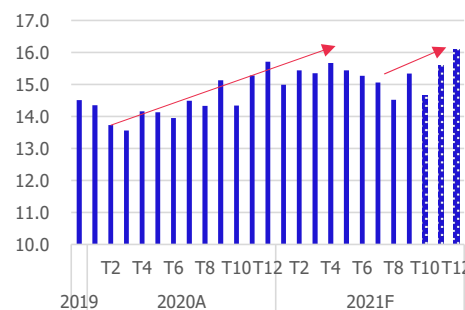
• Mỹ (35%)

Tiêu thụ dầu của Mỹ



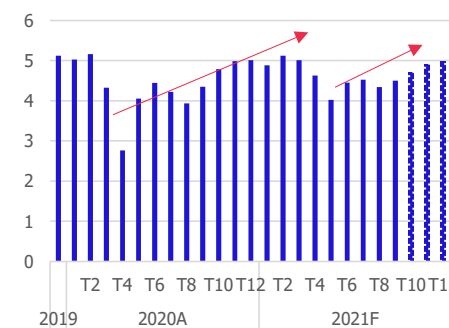
• Trung Quốc (12%)

Tiêu thụ dầu của Trung Quốc



• Ấn độ (15%)

Tiêu thụ dầu của Ấn độ



Nguồn: EIA, TTNC MBS

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ VÀ CƠ HỘI ĐẦU TƯ



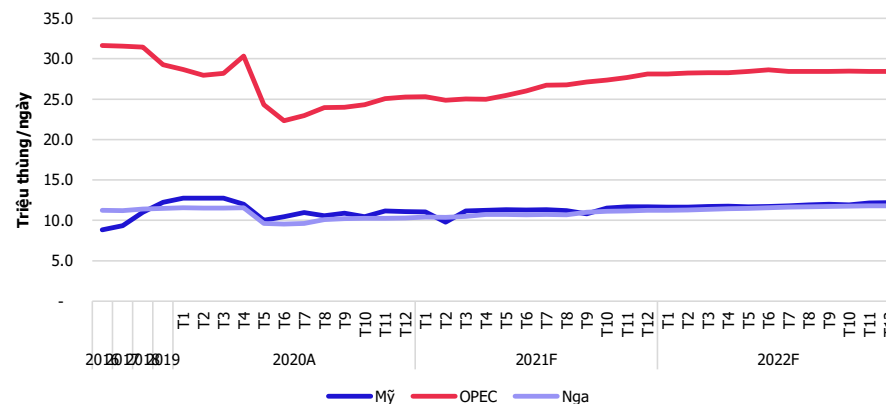
Phần I. Thị trường dầu khí thế giới - Diễn biến giá dầu 2021

2. Những yếu tố tác động

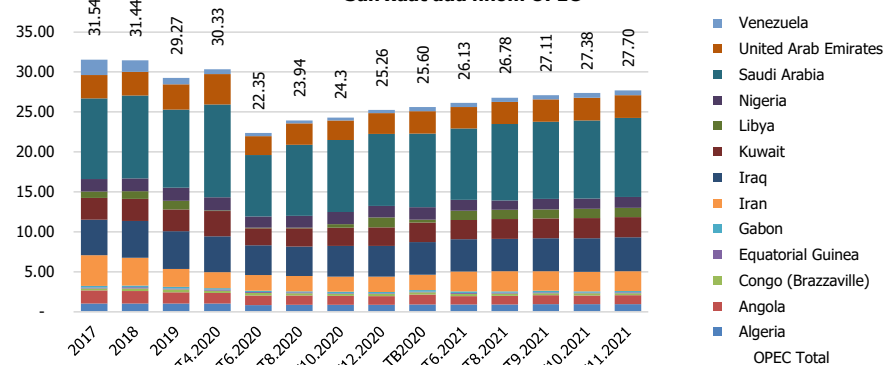
2.2 Nguồn cung:

- Nguồn cung trung bình 2021 đạt 95.6 triệu thùng/ng (1.4%yoy), thấp hơn nhu cầu 1.3 triệu thùng/ng.
- Được Kiểm soát chặt chẽ từ nhóm OPEC+: Giữ nguyên quyết định tăng 0.4 triệu thùng/ngày/tháng từ 8.2021 trên tổng số 5.8 triệu thùng cắt giảm.
- Nguồn cung từ Mỹ tăng chậm do nhiều công ty dầu chưa quay trở lại sau cú sụt giảm mạnh năm 2020. Sản lượng dầu đến cuối 2021 là 11.7 triệu thùng/ngày, cuối 2022 là 12.2 triệu thùng/ngày, vẫn thấp hơn 13 tr thùng/ngày đạt được vào cuối 2019.
- Sang năm 2022, nguồn cung dần tăng lên và đến cuối năm dự kiến đạt mức 102.02 triệu thùng/ngày, khá cân bằng với nhu cầu (102.55). Trung bình cả năm đạt mức 100.9 triệu thùng/ngày (nhu cầu 101 triệu thùng/ng).

Sản xuất dầu thô tại một số nước, khu vực



Sản xuất dầu nhóm OPEC



Nguồn: EIA, TTNC MBS

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ VÀ CƠ HỘI ĐẦU TƯ

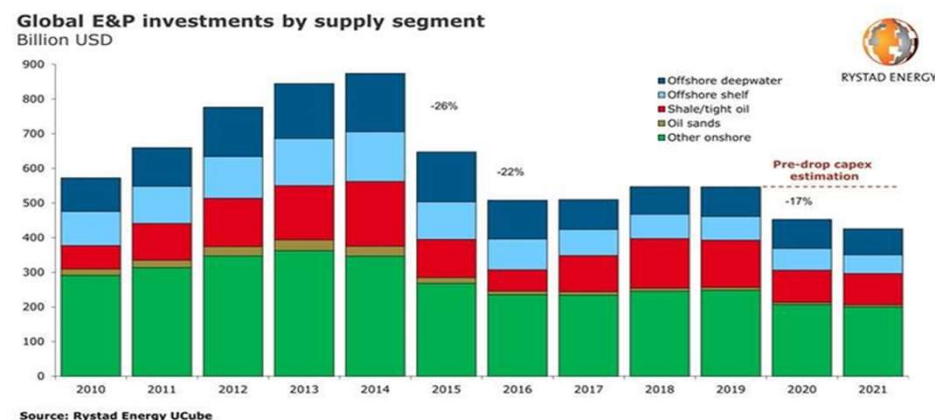


Phần I. Thị trường dầu khí thế giới - Diễn biến giá dầu 2021

2. Những yếu tố tác động

2.3 Đầu tư cho khâu thượng nguồn bị chậm lại

- Cắt giảm năm 2020 và tăng chậm lại trong 2021
- Một số tập đoàn dầu khí lớn thực hiện mục tiêu đảm bảo môi trường (Net Zero CO2): giảm đầu tư nhiên liệu hóa thạch, gia tăng đầu tư vào năng lượng tái tạo

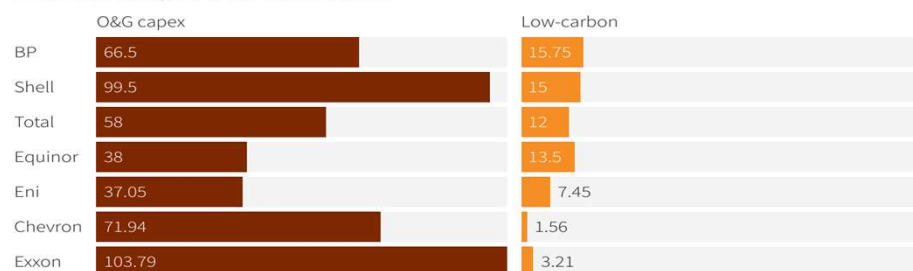


2.4 Các yếu tố khác:

- Cuộc khủng hoảng khí đốt tại châu Âu tạo sức ép lên giá dầu
- Cuộc khủng hoảng than đá tại Trung Quốc
- Bơm tiền trên toàn cầu

Big Oil's energy transition

The Oil Majors' spending on oil and gas will continue to dwarf spending on low-carbon and renewable energy over the next five years



Note: Cumulative spending for 2021-2025 in billions of \$
Source: Company presentations, Reuters estimates

Nguồn: Rystad Energy, Reuters, TTNC MBS

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ VÀ CƠ HỘI ĐẦU TƯ



Phần I. Thị trường dầu khí thế giới – Triển vọng năm 2022

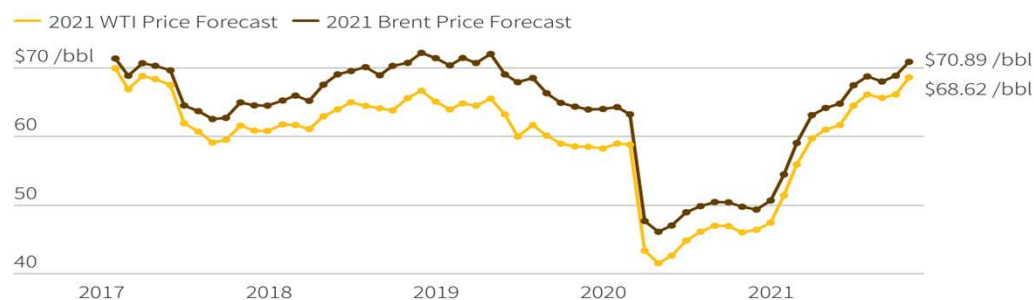
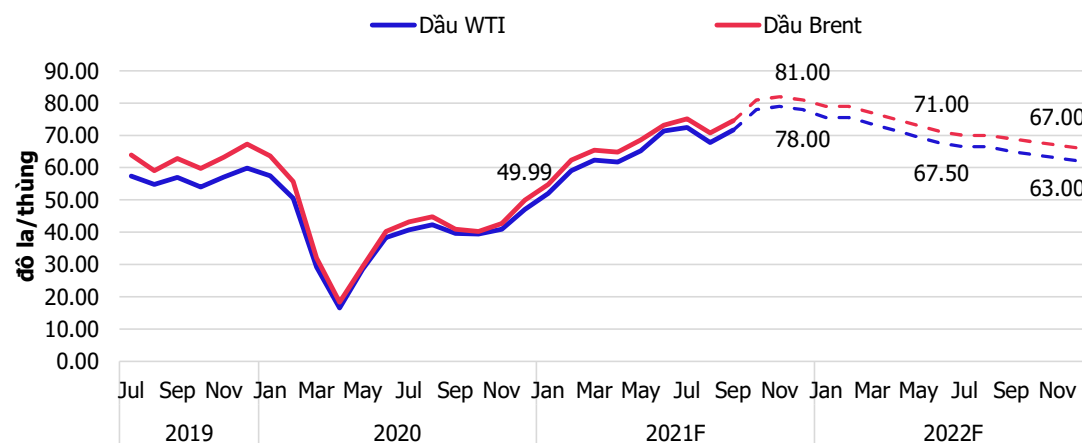
3. Những thách thức giá dầu năm 2022

- Giá dầu tăng quá cao, làm chậm lại tăng trưởng kinh tế, tác động ngược lại đến nhu cầu tiêu thụ
- Nguồn cung tăng lên từ OPEC+
- Nguồn cung tăng lên từ Iran: 2-2.5 triệu thùng xuất khẩu nếu thỏa thuận hạt nhân với Mỹ đạt được.
- Dịch Covid19 vẫn tiếp tục diễn biến khó lường

Nhiều quan điểm dự báo giá dầu trong năm 2022

- Các ngân hàng đầu tư Mỹ đưa ra dự báo giá dầu tăng mạnh, có thể lên đến 100-120 usd (BofA, GS,...)
- EIA, cơ quan năng lượng Mỹ đưa ra mức giá trung bình Q4.2021 đạt 81 usd/thùng, xu hướng giảm dầu trong năm 2022.
- Khảo sát của Reuters dự báo giá dầu Brent trung bình 2021 đạt 70.9 usd/thùng và dầu WTI đạt 68.6 usd/thùng, mức cao nhất từ 4.2019 và 3.2017.

Biến động và dự báo giá dầu 2021 - 2022



Source: Reuters monthly oil price polls/Swati Verma

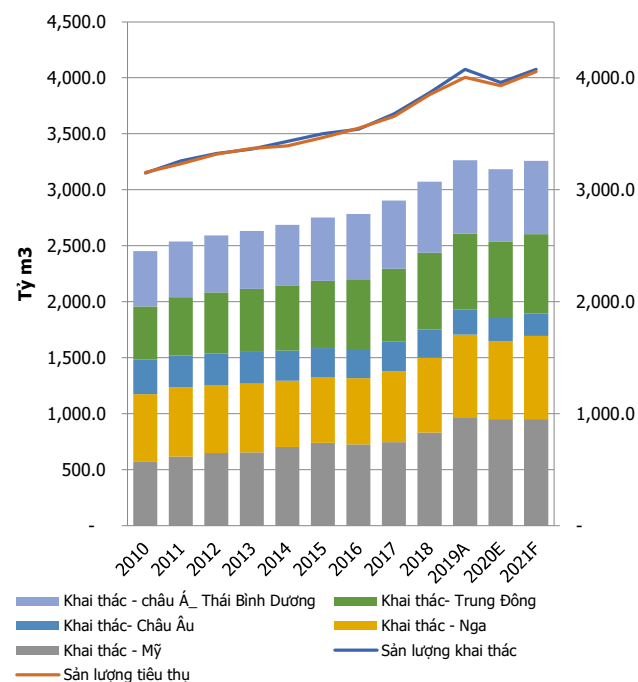
Nguồn: EIA Energy, Reuters, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022

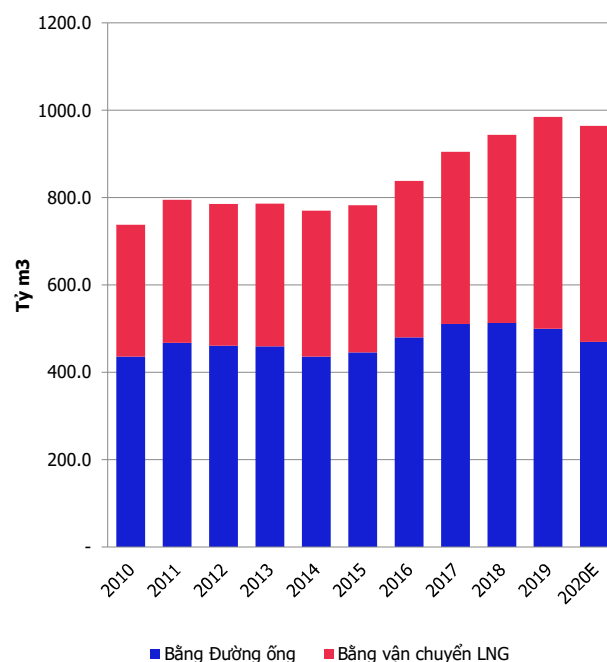


Phần I. Thị trường dầu khí thế giới - Diễn biến giá khí đốt (phụ lục)

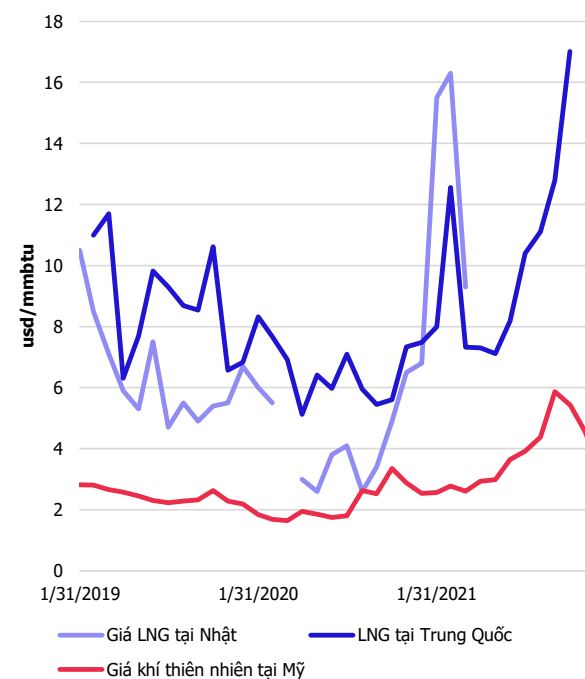
Khai thác- Tiêu thụ



Giao dịch thương mại



Biến động giá



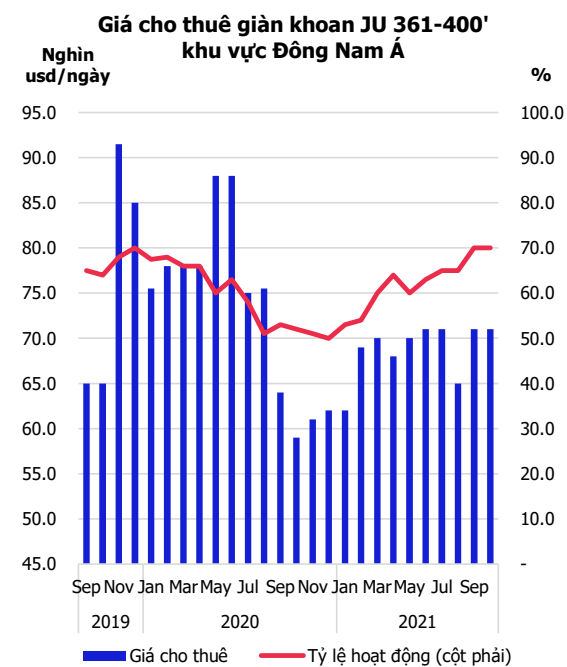
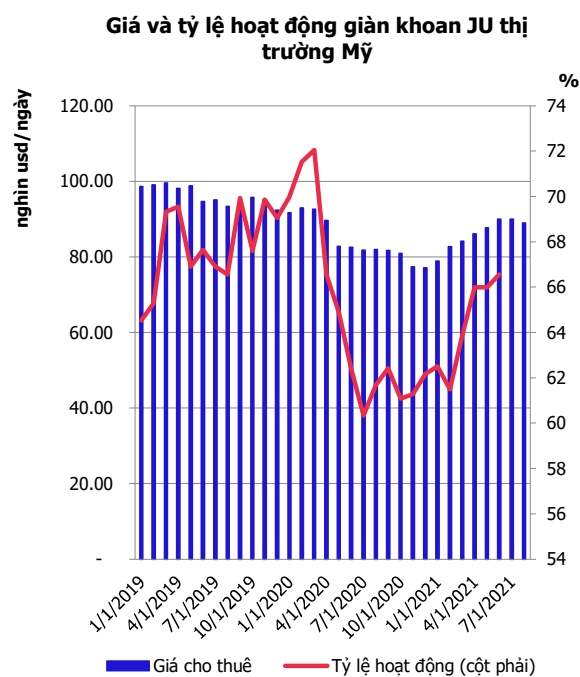
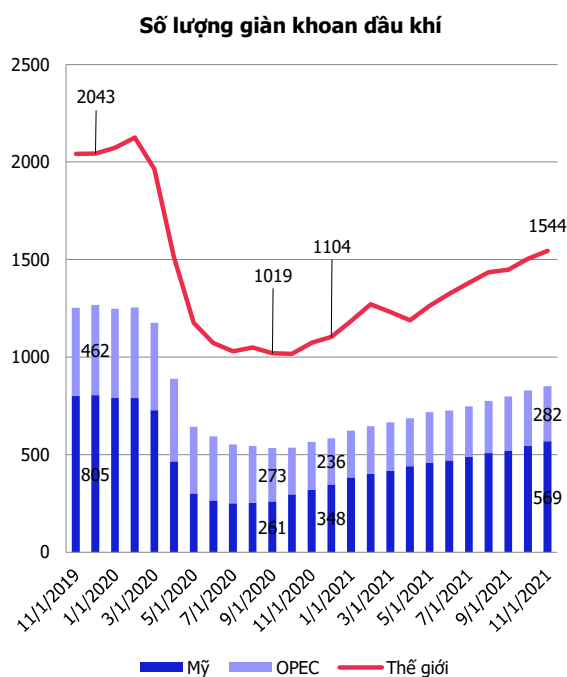
Nguồn: Bloomberg, BP, WB, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



Phần I. Thị trường dầu khí thế giới – Thị trường khoan dầu (phụ lục)

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



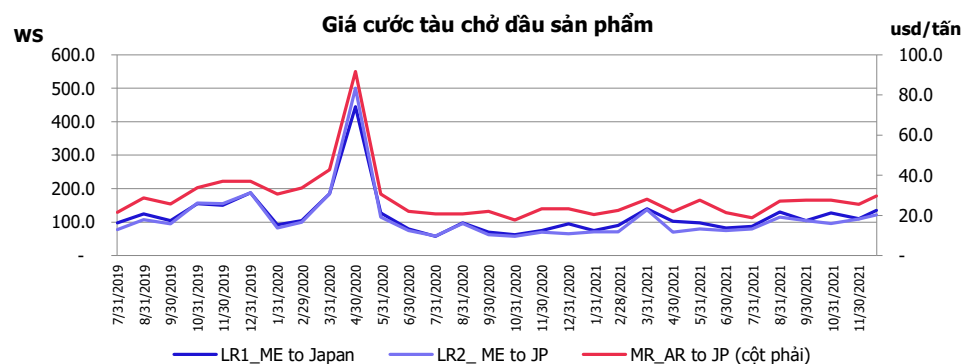
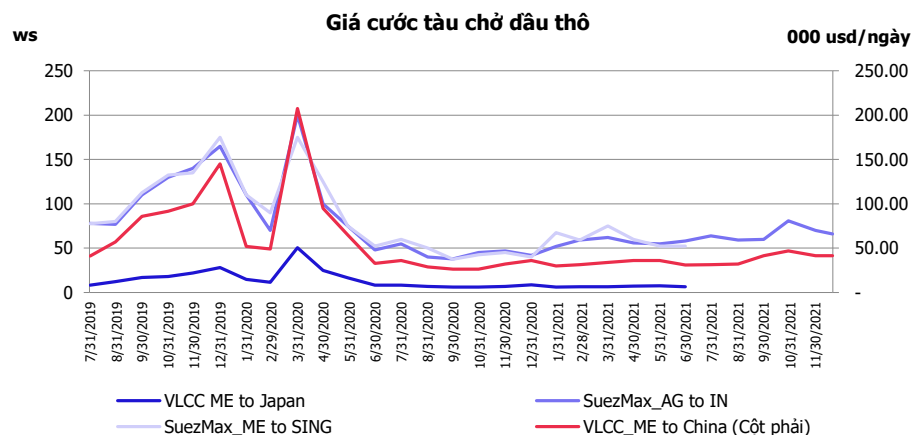
Nguồn: Bloomberg, IHSMarkit, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022

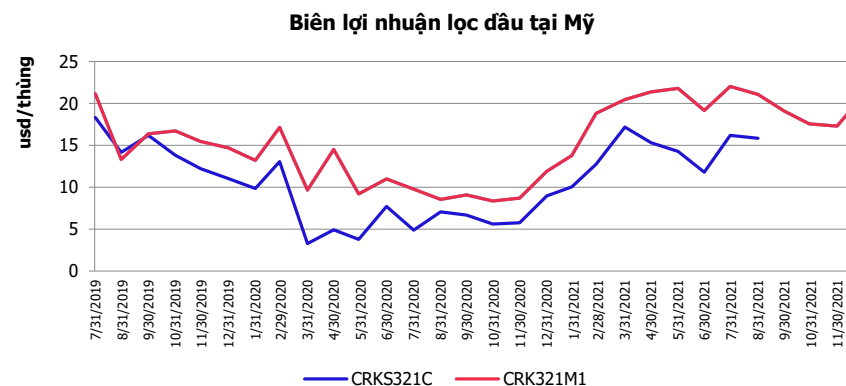
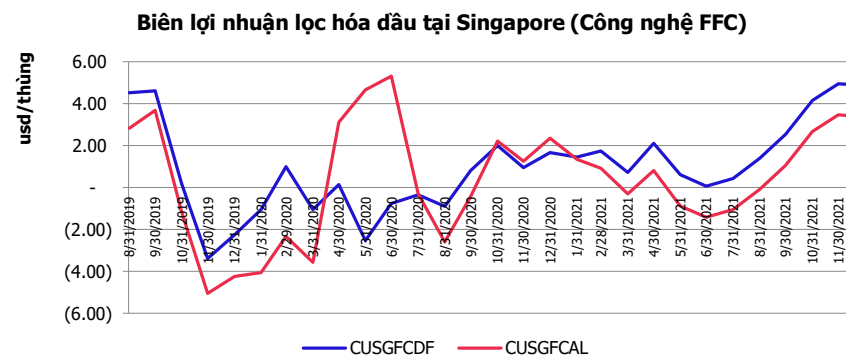


Phần I. Thị trường dầu khí thế giới – Thị trường Vận tải dầu khí và Lọc dầu (phụ lục)

Vận tải Dầu khí- Chỉ số cước vận tải



Biên lợi nhuận lọc hóa dầu



Nguồn: Bloomberg, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



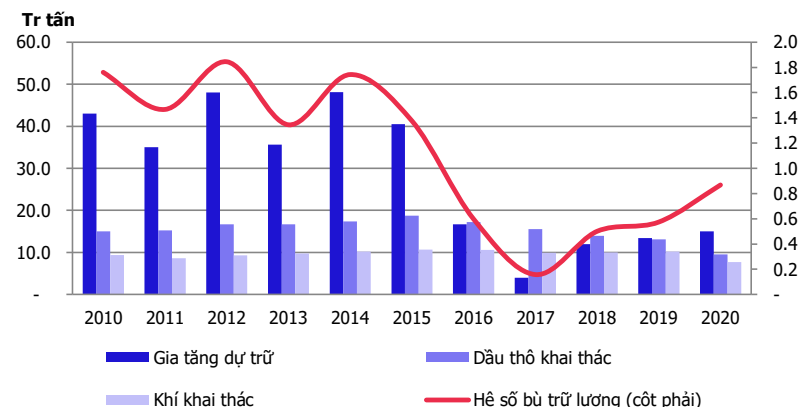
Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam – Hoạt động thượng nguồn

Giá dầu hồi phục và tăng mạnh trong năm 2021 giúp hoạt động của ngành dầu khí trong nước gặp nhiều thuận lợi, mặc dù sản lượng dầu khí khai thác vẫn ở mức thấp nhưng vẫn đạt và vượt kế hoạch đặt ra, đặc biệt doanh thu và nộp ngân sách tăng mạnh vượt xa kế hoạch trong 9 tháng đầu năm. Cụ thể, doanh thu 9 tháng đạt 438 nghìn tỷ đồng, đạt 89% kế hoạch năm và bằng 116% so với cùng kỳ, nộp ngân sách 65.9 nghìn tỷ đồng, vượt 5% kế hoạch cả năm.

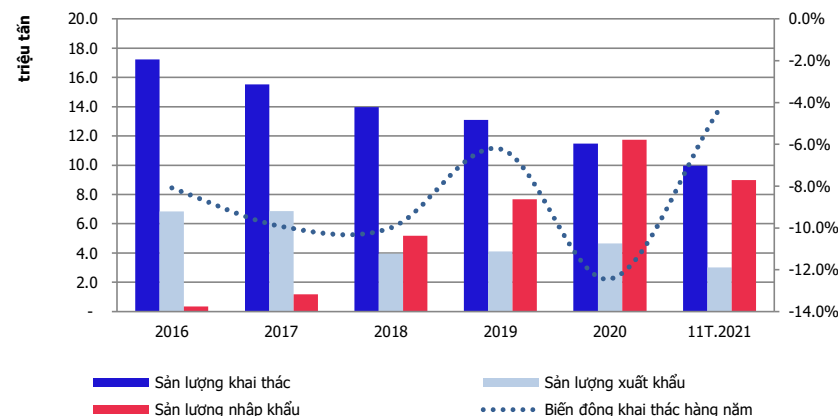
Hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí

- Trong năm 2021 Ngành dầu khí đặt kế hoạch khai thác 9,72 triệu tấn dầu thô, trong đó khai thác trong nước là 7,99 triệu tấn, khai thác nước ngoài là 1,73 triệu tấn. **Sản lượng dầu thực hiện đạt 10.97 triệu tấn, vượt 13% kế hoạch năm, trong đó sản lượng khai thác trong nước đạt 9.1 trT, nước ngoài đạt 1.87 trT. Sản lượng khí thiên nhiên khai thác đạt 7.4 tỷ m3, đạt 75% kế hoạch năm và bằng 80% cùng kỳ 2020.**
- Trong năm 2021, hoạt động tìm kiếm thăm dò, khai thác dầu khí được triển khai tích cực; PVN có 1 phát hiện dầu khí mới tại giếng khoan Sỏi Vàng-1X; đưa 3 mỏ và công trình vào khai thác gồm: mỏ Sư Tử Trắng pha 2A và các công trình BK-18A, BK-19.
- Hoạt động của các đơn vị thành viên, liên doanh liên kết trong lĩnh vực khai thác đạt kết quả khả quan. Đối với **Tổng Công ty thăm dò và khai thác dầu khí Việt Nam (PVEP)**, sản lượng khai thác đạt **3.49 triệu tấn dầu quy đổi, đạt 103% kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt ước đạt 31,900 tỷ đồng (160%kh) và 12,400 tỷ đồng.** Đối với Liên doanh dầu khí Vietsovpetro, các chỉ tiêu sản xuất chính của Vietsovpetro đều hoàn thành vượt mức kế hoạch, dự kiến sản lượng khai thác dầu, condensate đạt trên 3.16 triệu tấn (bằng 105,5% KH) và 0.93 tỷ m3 khí. Doanh thu bán dầu khí đạt 1,68 tỷ USD (149% kế hoạch), lợi nhuận đạt 282.5 tr usd (173%kh), nộp ngân sách nhà nước đạt trên 922 tr usd (vượt gần 317 tr usd và đạt 150 % so với kế hoạch).
- Đối với dự án Lô B- Ô Môn, khâu hạ nguồn sử dụng khí tiếp tục là trở ngại nhưng có vẻ dự án cũng đang từng bước được tháo gỡ khi nhà máy nhiệt điện Ô Môn 3 (1 trong 4 nhà máy) đang được EVN và các bộ ngành phối hợp xem xét giải quyết về cơ chế tài chính nguồn vốn cho dự án.
- Một số dự án đầu tư khai thác khí khác vẫn đang bị chậm tiến độ như Nam Du- U Minh, trong khi dự án Cá Voi Xanh cũng có thêm thông tin mới về tiến trình thực hiện, hy vọng giá dầu ở mức cao sẽ góp thêm động lực thúc đẩy tiến độ phê duyệt, thực hiện dự án nhanh hơn.

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



Sản lượng dầu thô khai thác, xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: Moit, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam – Hoạt động trung và hạ nguồn

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

Tại khâu trung và hạ nguồn, các dự án đầu tư như nhà máy hóa dầu Long Sơn, kho cảng LNG Thị Vải... vẫn đang được tập trung thực hiện.

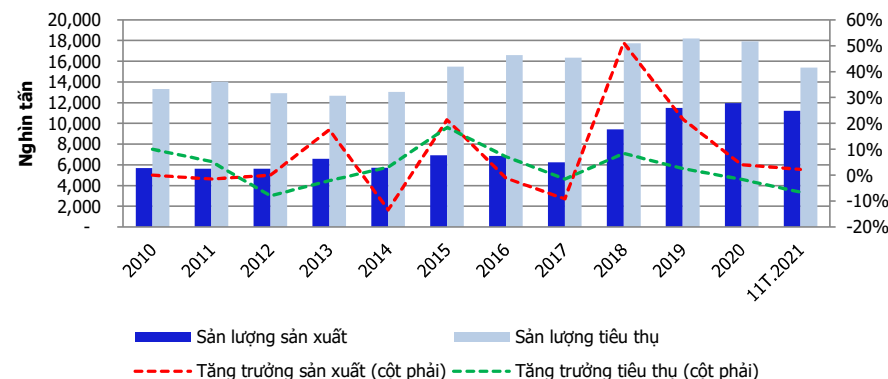
Dự án Tổ hợp hóa dầu Long Sơn do Tập đoàn SCG (Thái Lan) làm chủ đầu tư, với tổng vốn đăng ký khoảng 5,4 tỷ USD, được khởi công xây dựng từ đầu 2018 và dự kiến đi vào hoạt động từ 2023. Dự án có công suất 998.000 tấn ethylene, 420.000 tấn Propylene, 113.000 tấn Butadiene, 483.000 tấn PP, 525.000 tấn HDPE, 525.000 tấn LDPE mỗi 1 năm, khi hoàn thành đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy công nghiệp hóa dầu trong nước phát triển, góp phần đảm bảo nguồn nguyên liệu cho công nghiệp nhựa.

Sản lượng sản xuất khâu hạ nguồn

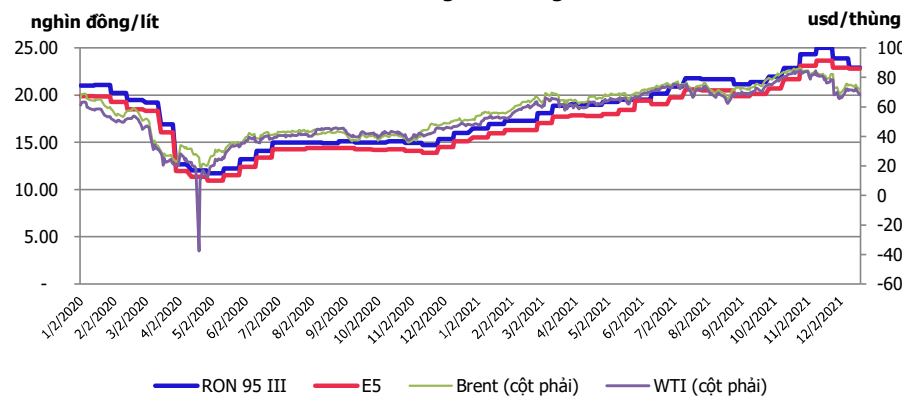
Sản lượng khí thiên nhiên khai thác trong năm 2021 đạt 7.4 tỷ m³, đạt 75% kế hoạch năm và bằng 80% cùng kỳ 2020. Sản lượng khí khai thác giảm chủ yếu do nhu cầu khí cho sản xuất điện ở mức thấp khi EVN ưu tiên thực hiện huy động nguồn thủy điện và năng lượng tái tạo. **Triển vọng khai thác và tiêu thụ khí năm 2022 sẽ sáng sủa hơn, chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng khoảng 18-20%.**

Về chế biến xăng dầu, sản lượng xăng dầu sản xuất trong 11 tháng đầu năm đạt 11.2 triệu tấn, bằng 102% cùng kỳ năm trước. Sản lượng tiêu thụ (bỏ qua tồn kho) đạt 15.4 triệu tấn, bằng 93% so với cùng kỳ năm trước. Dự báo cả năm, sản lượng xăng dầu sản xuất đạt khoảng 12.5 triệu tấn, sản lượng xăng dầu tiêu thụ đạt khoảng 17.5 triệu tấn.

Sản xuất và Tiêu thụ xăng dầu trong nước



Giá bán lẻ xăng dầu trong nước



Nguồn: MOIT, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam- Hoạt động trung và hạ nguồn

Triển vọng tươi sáng với các dự án khí nhập khẩu (LNG)

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.

Theo số liệu thống kê, các dự án Điện khí LNG đang được nghiên cứu và xin phép đầu tư trong giai đoạn 2020-2030 lên đến gần 48.000 MW.

- PVGAS tiếp tục tập trung nguồn lực cho dự án cụm kho cảng LNG Thị Vải với công suất giai đoạn 1 là 1 triệu tấn/năm để cung cấp khí cho dự án điện Nhơn Trạch 3&4. Dự kiến hoàn thành vào quý 3.2022
- Dự án LNG Sơn Mỹ với tổng công suất giai đoạn 1 là 3.6 triệu tấn/năm với tổng giá trị đầu tư khoảng 1.3 tỷ usd cũng đang được tập trung thực hiện các hồ sơ pháp lý để sớm triển khai đầu tư xây dựng. Các dự án điện khí khác cũng đang được xem xét đầu tư như Điện khí LNG Long An, Điện khí LNG Hải Phòng, Điện khí LNG Quảng Ninh (PVPOWER)
- Trong quý IV, hai Tổ hợp khí điện LNG tại Quảng Ninh và Quảng Trị đã thực hiện thủ tục khởi động đầu tư: Trung tâm điện khí LNG Cẩm Phả - Quảng Ninh có công suất 1.500MW, tổng vốn đầu tư 48 nghìn tỷ đồng; Trung tâm điện khí LNG Hải Lăng Quảng Trị giai đoạn I có công suất 1.500MW với giá trị đầu tư 2.3 tỷ usd.
- Cùng với giá dầu giảm và xu hướng chuyển đổi sang sử dụng nguồn năng lượng sạch cho phát triển bền vững, số liệu thống kê cho thấy các dự án điện sử dụng khí thiên nhiên hóa lỏng LNG đang được xin chủ trương đầu tư trong giai đoạn 2020-2030 lên đến 47.650 MW.

Các dự án tổ hợp điện - khí hóa lỏng

TT	Dự án	Chủ đầu tư	Nhà máy điện	Công suất (MW)
1	Dự án Điện khí LNG Thị Vải	PVGAS-PVPOWER	Nhà máy điện NT3+4: 1.500 MW	1,500
			NMND Sơn Mỹ 1(3x750MW)	2,250
2	Dự án Điện khí LNG Sơn Mỹ	PVGAS-AES	NMND Sơn Mỹ 2 (3x750MW)	2,250
3	Dự án Điện khí LNG Long An	PVGAS-Vinacapital	LA1, LA2	3,000
4	Dự án Điện khí LNG Hải Phòng	ExxonMobil	KCN Tiên Lãng, HP	4,500
			LNG Cấp Tráp, HP	1,600
5	Dự án LNG Quảng Ninh	PVPOWER- TokyoGas-Marubeni		1,500
		PVPOWER- CTCP TTG- Quantum Infrastructure Capital LLC (Mỹ)		
6	Dự án LNG Vũng Áng			3,000
7	Dự án Tổ hợp điện khí hóa lỏngTập đoàn T&T và GEN X Energy (LNG) Cái Mép Hạ			6,000
8	Dự án LNG Vân Phong	Petrolimex- JX Energy		1,500
9	Dự án LNG Long Sơn	EVN-GENCO3		4,500
10	Dự án NMDK Long Sơn	Marubeni (Nhật bản)	NMDK Long Sơn	4,800
11	Dự án Điện khí Bà Rịa 2	CTCP nhiệt điện Bà rịa	NDK Bà Rịa 2	1,200
12	NDK Phú Mỹ 3.1	TNHH BOT Phú Mỹ 3		850
13	Dự án LNG Cà Ná	Gulf Energy Development	TT điện khí Cà Ná- Bình Thuận	6,000
14	LNG Bạc Liêu	Delta Offshore Energy (Singapore)	Điện khí Bạc Liêu	3,200
15	Tổng			47,650

Nguồn: Moit, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam – Triển vọng năm 2022

Triển vọng Ngành dầu khí năm 2022

Trong năm 2022, với giá dầu được dự báo tiếp tục neo ở mức cao từ 65-85 usd/thùng, chúng tôi tiếp tục đánh giá triển vọng sáng sủa cho Ngành dầu khí và kỳ vọng tiến độ các dự án thăm dò 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, PVS, BSR, PVD, PVT...

Khâu Thương nguồn:

Trong năm 2022, ngành dầu khí sẽ tiếp tục đẩy nhanh tiến độ phê duyệt dự án đầu tư khai thác như Lô B, Nam Du – U minh, Cá Voi xanh... để thực hiện đầu tư kịp tiến độ trong giai đoạn 2022-2025. Nguồn khí được bổ sung từ dự án Sư tử Trắng 2A khi hoạt động cả năm và dự án LNG Thị Vải dự kiến hoạt động từ quý 3.2022

Khâu Trung và Hạ nguồn:

Các dự án đầu tư: Nhà máy Hóa dầu Long Sơn, Dự án LNG Thị Vải, dự án LNG Sơn Mỹ, các dự án LNG của các nhà đầu tư tư nhân trong và ngoài nước khác; Dự án Nâng cấp mở rộng nhà máy lọc hóa dầu Bình Sơn, Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4...

Dự báo sản lượng sản xuất chính của ngành dầu khí:

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021E	2022F
Gia tăng dự trữ dầu khí	Triệu tấn	4.00	12.00	10-15	15	10	10
Sản lượng dầu khai thác	Triệu tấn	15.50	14.00	12.40	11.47	10.97	10.5
Sản lượng khí khai thác	Tỷ m3	9.90	10.00	9.70	9.16	7.4	8.9
Sản lượng xăng dầu sản xuất	Triệu tấn	6.80	11.80	11.35	11.87	12.30	14.00

Nguồn: Moit, PVN, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam - Kết quả kinh doanh

Kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PVN 2017-2021

Chỉ tiêu	Đơn vị	2017	2018	2019	2020	2021		
						KH	TH	%KH
Gia tăng dự trữ dầu khí	Triệu tấn	4.00	12.00	13.38	15	15	na	na
Sản lượng dầu khai thác	Triệu tấn	15.50	14.00	13.11	11.47	9.72	10.97	102.6%
Sản lượng khí khai thác	tỷ m3	9.90	10.00	10.21	9.16	9.76	7.40	75%
Sản lượng xăng dầu sx	Triệu tấn	6.80	11.80	11.49	11.87	6.37	6.50	102%
Sản lượng điện	tỷ kwh	20.58	21.00	22.60	19.17	22.71	14.50	63.8%
Sản lượng đạm	triệu tấn	1.65	1.63	1.58	1.80	1.62	1.91	118.0%
Doanh thu	Nghìn tỷ VND	267.2	320.9	396.9	566.0	490.7	620.2	126.4%
Lợi nhuận trước thuế	Nghìn tỷ VND	46.9	50.6	43.8	17.5	17.2	45.0	260.1%
Lợi nhuận sau thuế	Nghìn tỷ VND	37.2	38.6	35.2	Na	Na		
Nộp ngân sách	Nghìn tỷ VND	97.5	121.3	108.0	83.0	62.5	112.5	180.0%

*: - Kế hoạch 2021 được PVN xây dựng trên kịch bản giá dầu Brent 45 usd/thùng, tỷ giá usd/vnd 23.500vnd.

Nguồn: PVN, MBS Research

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam - Kết quả kinh doanh

Đánh giá – Dự báo KQKD một số doanh nghiệp dầu khí

MÃ CK	Đơn vị	Tình hình Tài chính đến 9.2021			TH 9T.2021		Tăng trưởng 9T.2021		Ước TH 2021		Triển vọng 2022				
		TTS	Vốn CSH	Vốn hóa 20.12.2021	DT	LNTT	DT	LNTT	DT	LNTT	Tăng trưởng doanh thu	Tăng trưởng LNTT	Trung - dài hạn >12T	Định giá Cơ bản	Định giá Kỹ thuật - dòng tiền
GAS	Tỷ đồng	73,218	50,193	185,079	58,815	8,654	21.0%	10.2%	79,282	12,408	15.0%	8.0%	Khả quan	106	125-135
PLX	Tỷ đồng	61,580	27,594	67,341	119,741	2,952	29.2%	1429.5%	172,511	4,250	15%-18%	25.0%	Khả quan	64	70-72
BSR	Tỷ đồng	62,553	35,057	67,675	66,588	4,099	63.1%	-200.2%	91,760	5,250	5-8%	-15.0%	Trung lập	18	21-22
PVS	Tỷ đồng	24,883	13,088	12,140	9,651	698	-34.5%	-21.6%	16,569	920	15.0%	6.0%	Khả quan	26	28-30
PVD	Tỷ đồng	20,478	13,806	11,265	2,661	8	-39.6%	-94.6%	4,250	60	40.0%	300.0%	Khả quan	22	26-30
PVT	Tỷ đồng	12,985	6,639	7,386	5,288	767	0.7%	30.2%	8,092	1,050	15.0%	20.0%	Khả quan	28	28-30
OIL	Tỷ đồng	25,907	11,064	17,178	37,801	615	-7.6%	-301.6%	58,000	700	8.0%	-10.0%	Trung lập	15	18-20
PVC	Tỷ đồng	1,624	1,699	689	1,699	21	20.0%	-25.0%	2,100	40	6.0%	20.0%	Trung lập	12	15-16
PVP	Tỷ đồng	2,390	1,500	1,725	891	193	-15.1%	4.9%	1,250	220	20.0%	10.0%	Khả quan	16	20-22
Tổng nhóm ngành	Tỷ đồng	291,567		377,839	328,752	17,770	22%	238%							

Nguồn: Finnpro, BCTC các DN, TTNC MBS

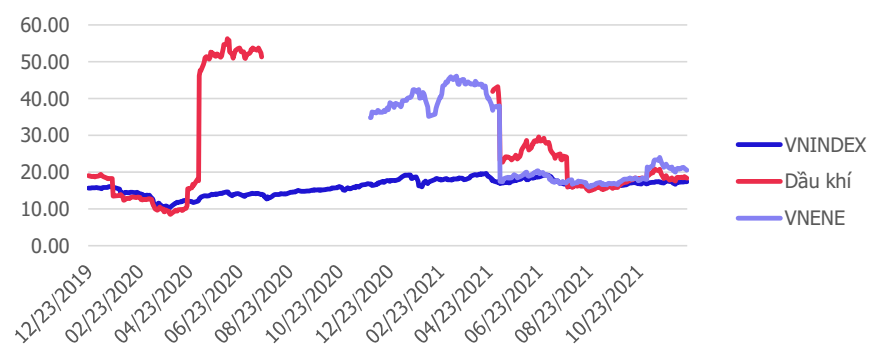
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ NĂM 2022



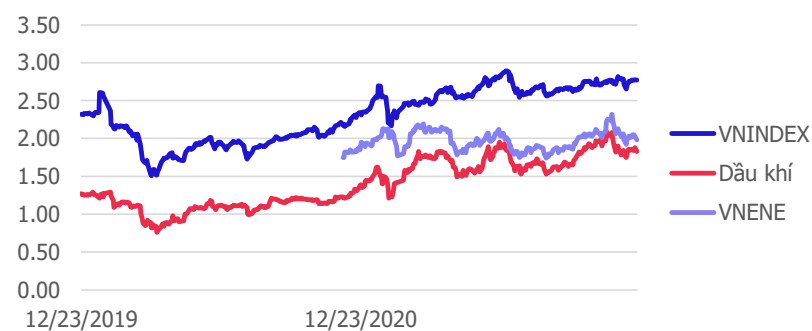
Phần II: Ngành dầu khí Việt Nam - Kết quả kinh doanh

PE- PB Ngành dầu khí

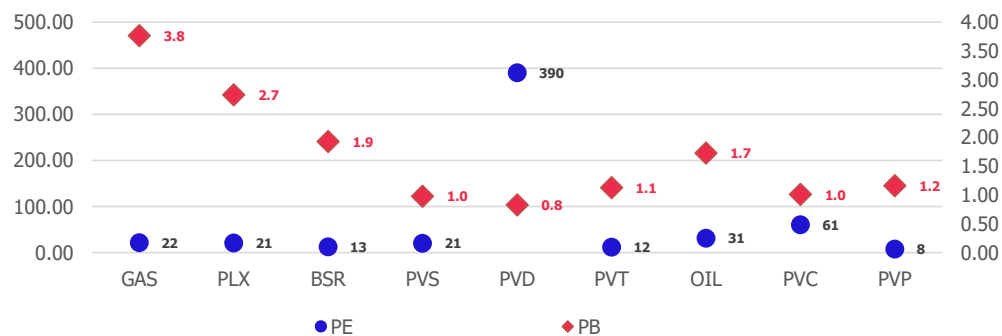
PE ngành Dầu khí



PB ngành Dầu khí



PE- PB một số doanh nghiệp



Nguồn: Finnpro, BCTC các DN, TTNC MBS

Phần III: Cơ hội đầu tư cổ phiếu

1. TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - PVGAS

2. TỔNG CÔNG TY DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ – PTSC

3. TỔNG CÔNG TY VẬN TẢI DẦU KHÍ- PVTRANS

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)



MUA - Giá mục tiêu: 106,200VND

Giá dầu tiếp tục tăng mạnh trong quý 4, đạt trung bình 81 đôla/thùng, tăng 86% so với cùng kỳ 2020 và 52% so với đầu năm 2021, là yếu tố tác động tích cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty, hỗ trợ cho việc sản lượng kinh doanh khí tự nhiên sụt giảm mạnh trong 9 tháng đầu năm. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng khí cả năm về mức 7.3 tỷ m3 cho năm 2021 và 9 tỷ m3 cho 2022, doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2021 lần lượt đạt 78,400 tỷ và 12,100 tỷ, tăng 22% và 21% so với năm 2020. Định giá cổ phiếu ở mức 106,200 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu GAS.

Thông tin cập nhật

Giá dầu khí tăng cao trong quý 3 và hiện tại là yếu tố hỗ trợ mạnh cho hoạt động kinh doanh của công ty, bù lại cho việc sản lượng khí thu gom, chế biến và kinh doanh sụt giảm do nhu cầu điện khí ở mức thấp. Nhu cầu khí thấp có thể tiếp tục là yếu tố tạo áp lực lên hoạt động kinh doanh của công ty trong năm 2022

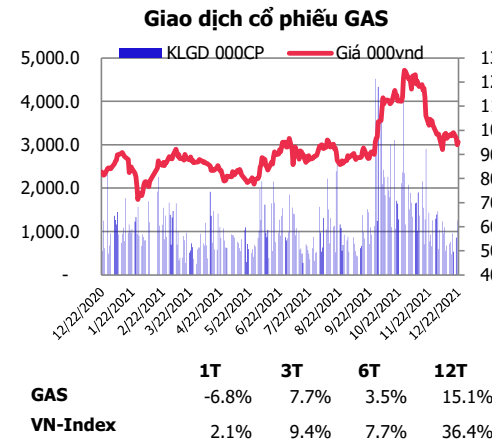
- Theo Tổng công ty, trong 9 tháng đầu năm 2021 đã thực hiện tiếp nhận 5,761 triệu m3 khí ẩm, bằng 78% kế hoạch 9 tháng, bằng 84% so với cùng kỳ năm 2020; Sản xuất và cung cấp 5,555 triệu m3 khí khô, bằng 78% kế hoạch 9 tháng, bằng 82% so với cùng kỳ năm 2020.
- Trong lĩnh vực LPG, GAS sản xuất và cung cấp 1,518 nghìn tấn LPG (xuất khẩu và kinh doanh quốc tế 337 nghìn tấn), bằng 127% kế hoạch 9 tháng, bằng 104% so với cùng kỳ năm 2020, chiếm khoảng 70% thị phần bán buôn và khoảng 12% thị phần bán lẻ toàn quốc. GAS cũng sản xuất và cung cấp trên 47 nghìn tấn condensate, bằng 60% kế hoạch 9 tháng, bằng 109% so với cùng kỳ năm 2020.

Kết quả kinh doanh quý 3 và 9 tháng 2021

- Doanh thu quý 3 đạt 18,543 tỷ đồng, tăng 16% so với Q2.2020, lũy kế 9 tháng đạt 58,815 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ 2020 (svck) và đạt 84% kế hoạch cả năm. Mặc dù sản lượng khí khô kinh doanh thấp, nhưng giá bán tăng mạnh là nguyên nhân chính dẫn đến doanh thu tăng tốt.
- Lợi nhuận gộp quý 3,408 tỷ đồng, tăng 17% so với quý 3.2020, lũy kế 9 tháng, lợi nhuận gộp đạt 10,459 tỷ đồng, tăng 20% svck 2020. Biên lợi nhuận gộp đạt 17.8%, giảm 1% svck 2020.
- Lợi nhuận trước thuế quý 3 đạt 3,084 tỷ đồng, tăng 18% svck 2020, lũy kế 9 tháng, lợi nhuận trước thuế đạt 8,654 tỷ đồng, tăng 10% svck 2020 và hoàn thành 98.4% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 6,822 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 3,505 đồng.
- Trong kỳ 9 tháng, chi phí tài chính tăng 114% svck đạt 289 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay là 208 tỷ, tăng 174% do công ty tăng thêm 5000 tỷ nợ vay dài hạn tài trợ các dự án đầu tư. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 84% khi đạt 950 tỷ đồng, chủ yếu do phát sinh thêm khoản chi phí sử dụng thương hiệu Tập đoàn dầu khí là 248 tỷ đồng và chi phí phòng chống dịch Covid19 là 154 tỷ. Chi phí bán hàng cũng tăng 7% lên 1.493 tỷ đồng. Trong khi đó, doanh thu tài chính lại giảm 24% và đạt 883 tỷ đồng, chủ yếu do giảm lãi tiền gửi.

Triển vọng năm 2022

- Trong năm 2022, chúng tôi đánh giá triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của GAS sáng sủa hơn khi dự báo nhu cầu khí đốt tăng lên cùng với giá dầu cơ bản duy trì ở mức cao. Chúng tôi dự báo sản lượng khí khô kinh doanh trong năm 2022 sẽ tăng trưởng khoảng 18-20%, doanh thu và lợi nhuận dự báo đạt mức 90,772 tỷ và 13,996 tỷ đồng, tăng 16% so với 2021.



Ngày cập nhật	22/12/2021
Thị giá	VND 95,200
Giá mục tiêu	VND 106,200
Tăng/giảm	12.0%
Bloomberg	GAS VN
Vốn hóa	VND 183,165 tỷ
	USD 7,912 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 71,250
	VND 125,000
KLGDBQ ngày	1,145 nghìn cp
GTGDBQ ngày	108.9 tỷ đồng
FOL	49.00%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	2.82%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	64,135	78,372	90,772	100,711	118,103
Tăng trưởng doanh thu	%	-14.5%	22.2%	15.8%	10.9%	17.3%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	11,406	14,499	17,281	19,650	22,031
Biên lợi nhuận gộp	%	17.8%	18.5%	19.0%	19.5%	18.7%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	10,079	12,372	14,333	16,155	17,496
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	9,978	12,091	13,966	15,704	16,843
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	7,972	9,672	11,173	12,564	13,474
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	4,104	4,856	5,632	6,357	6,832
Tăng trưởng EPS	%	-34.0%	18.3%	16.0%	12.9%	7.5%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	3,000	3,000	4,000	4,000	4,000
Lợi tức cổ phần	%	4.3%	2.5%	3.3%	3.3%	3.3%
P/E	Lần	29.8	25.2	21.7	19.3	17.9
P/B	Lần	4.73	4.38	4.11	3.78	3.45
EV/EBITDA	Lần	18.9	17.0	14.9	13.3	12.3
ROE	%	15.8%	17.7%	19.2%	19.9%	19.5%
ROA	%	12.6%	13.4%	14.4%	14.5%	13.8%

Trong ngắn hạn, hoạt động kinh doanh chịu sức ép từ nhu cầu khí cho điện ở mức thấp, bù lại, giá đầu khí ở mức cao sẽ hỗ trợ tích cực đến kết quả kinh doanh của công ty

Trong quý 3, khi nhiều tỉnh thành phía Nam bị phong tỏa do dịch Covid19 lan rộng, nhu cầu khí cho điện vì vậy sụt giảm và sản lượng kinh doanh của công ty đạt mức thấp với 1.49 tỷ m3, lũy kế 9 tháng đạt 5,56 tỷ m3, bằng 82% cùng kỳ 2020.

Trong năm 2022, nhu cầu khí được kỳ vọng tăng trưởng nhờ nhu cầu thị trường tiếp tục tăng lên. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng, nhu cầu khí tự nhiên có thể chỉ đạt mức tăng trưởng tối đa ở mức từ 20%-25% so với 2021 (do cân đối cung cầu điện khí trong tổng nguồn điện năm 2022), tương đương sản lượng khí thu gom và kinh doanh đạt mức 9.4-9.6 tỷ m3, vẫn ở mức thấp hơn so với mức trước năm 2020. Điều này có thể sẽ làm hiệu quả kinh doanh của PVGAS tăng chậm lại.

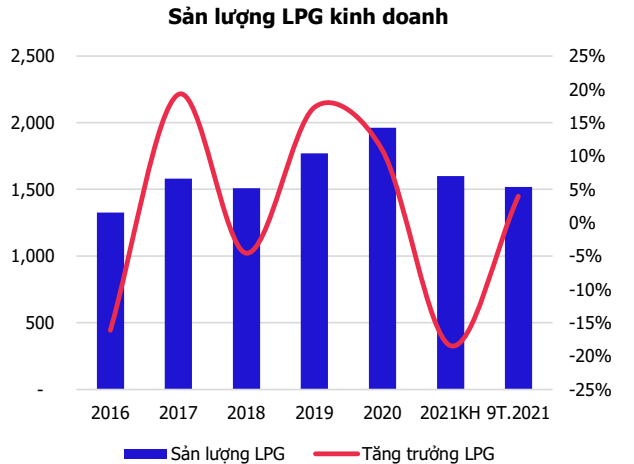
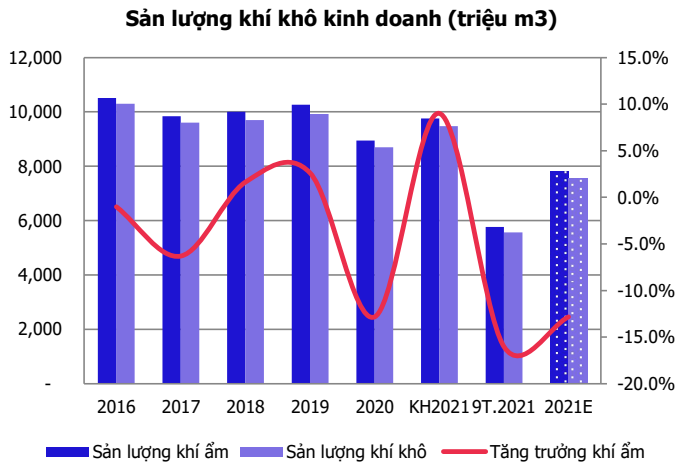
Yếu tố tích cực là giá đầu tiếp tục tăng lên trong quý 4.2021 và kỳ vọng tiếp tục neo ở mức cao sẽ là yếu tố tích cực, hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong năm 2022.

Tiếp tục phát triển mạnh mẽ trong trung và dài hạn

Trong dài hạn, PVGAS đã xây dựng chiến lược phát triển 2020-2025, định hướng đến 2035 với mục tiêu cụ thể là đa dạng hóa nguồn cung, giữ vai trò chủ đạo trong thu gom khí toàn quốc; sản lượng khí thu gom đạt 185,5 tỷ m3; Sản phẩm gia tăng thu gom khí trong nước theo khả năng khai thác; Tham gia đầu tư thượng nguồn trong và ngoài nước; sau năm 2023 có khí/LNG khai thác; sau năm 2030 khí/LNG khai thác/sản xuất đạt 5 – 10 tỷ m3/năm.

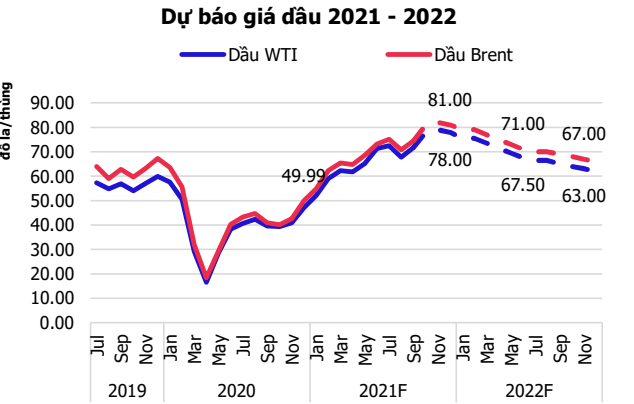
Giai đoạn 2021-2025, PVGAS tiếp tục thực hiện các dự án đầu tư thu gom, kinh doanh khí khai thác trong nước và khí nhập khẩu để cung cấp khí cho các dự án điện trong nước sau khi hoàn thành dự án đường ống Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 trong năm 2020, bao gồm: Kho cảng LNG Thị Vải 1 triệu tấn năm 2022; đường ống thu gom khí Sư Tử Trắng năm 2024; Mở rộng, nâng cấp Kho LNG Thị Vải lên 3 triệu tấn năm 2023/2024; Kho LNG/LPG Bắc Bộ; Kho cảng LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1; Đường ống Lô B-Ô Môn; Nâng tổng công suất kho chứa LPG đạt 150 nghìn tấn năm 2025 ...

Chúng tôi dự báo sản lượng khí khô kinh doanh đến năm 2023 sẽ tăng lên mức 12 tỷ m3 nhờ dự án LNG Thị Vải đi vào hoạt động, năm 2025 sẽ tăng lên mức 14.5-15 tỷ m3 với các dự án Lô B, LNG Sơn Mỹ.



Một số dự án đầu tư lớn của PVGAS

TT	Dự án	Chủ đầu tư	Vốn đầu tư	Công suất	Thời gian
I Dự án đường ống dẫn khí					
1	Đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sư tử trắng	PVGAS	145		Dự kiến 2023
2	Dự án đường ống dẫn khí Tây Nam bộ (Lô B-Ô Môn)	PVN, PVGAS, MOECO, PTTEP	1,280		Dự kiến 2024
II Dự án LNG					
3	LNG Thị Vải	PVGAS	285	1 MMTPA	GD1: 2019-2022
4	LNG Sơn Mỹ	PVGAS-AES	220	2 MMPTA	GD2: 2024-2025
5	LNG Long An	PVGAS-Vinacapital	1,400	3 triệu tấn	GD1: 2024-2026
6	LNG Sơn Mỹ	PVGAS-AES	na	3 triệu tấn	GD 2: na
7	LNG Long An	PVGAS-Vinacapital	na	2-3 triệu tấn	2024-2026



Nguồn: PVGAS, EIA, TTNC MBS

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)



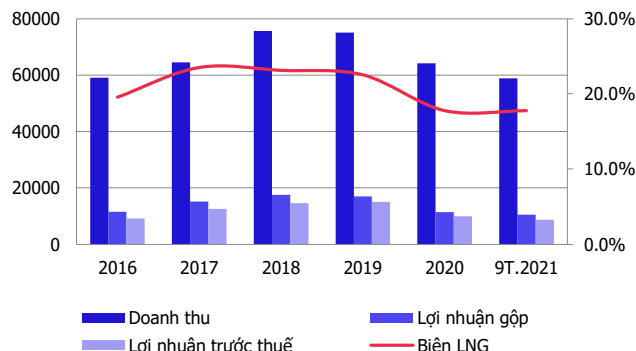
Kết quả kinh doanh sớm phục hồi sau đại dịch Covid 19

- Kết quả kinh doanh năm 2020 bị ảnh hưởng mạnh của dịch Covid19, doanh thu đạt 64.135 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 9.978 tỷ đồng, giảm 15% và 34% so với 2019. Mặc dù vậy hoạt động năm 2021 đang dần hồi phục khi năng lực cung cấp khí tăng lên và giá dầu đang hồi phục tăng mạnh mẽ.
- Trong 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 58,815 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ 2020, hoàn thành 84% kế hoạch cả năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 8,654 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ 2020, đạt 98.4% kế hoạch cả năm. Dự báo doanh thu cả năm 2021 có thể đạt mức 78,372 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 12,091 tỷ đồng, tăng lần lượt 22% và 21% so với năm 2020.
- Dự báo đến năm 2023, sản lượng cung cấp khí khô của công ty có thể đạt 11 tỷ m3, tăng 44% so với mức hiện tại, năm 2025 sản lượng khí có thể đạt mức 14.5-15 tỷ m3. Doanh thu và lợi nhuận cũng tăng theo, năm 2023, lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 15,700 tỷ đồng, đến năm 2025 dự báo đạt 18,700 tỷ đồng.

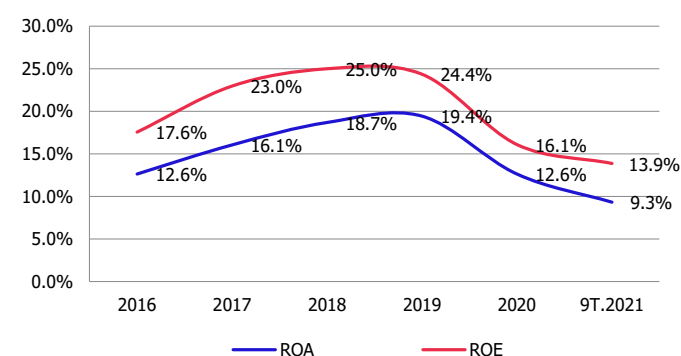
Nguồn lực tài chính vững mạnh

- Nguồn lực tài chính mạnh với giá trị tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn luôn ở mức cao, hàng năm từ 26,000-27,000 tỷ đồng.
- Doanh thu hàng năm lớn tới 75,000-80,000 tỷ đồng, mặc dù vậy khoản phải thu và hàng tồn kho luôn được kiểm soát ở mức thấp, chỉ từ 9-12 nghìn tỷ đối với khoản phải thu và 1.5-2 nghìn tỷ đồng hàng tồn kho. Vòng quay khoản phải thu và hàng tồn kho đều rất tốt.
- Trong khi đó, cơ cấu nguồn vốn ổn định và vững mạnh. Nguồn vốn được tài trợ lớn từ nguồn vốn chủ sở hữu, với giá trị chiếm từ 65%-80% tổng nguồn vốn. Vốn Nợ và vay tài chính ở mức thấp.
- Quản trị phải thu, hàng tồn kho và khoản phải trả tốt, giúp cho dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn ở mức cao, đảm bảo chất lượng lợi nhuận hàng năm, tài trợ cho các dự án đầu tư lớn, cũng như thực hiện chính sách cổ tức bằng tiền hấp dẫn.

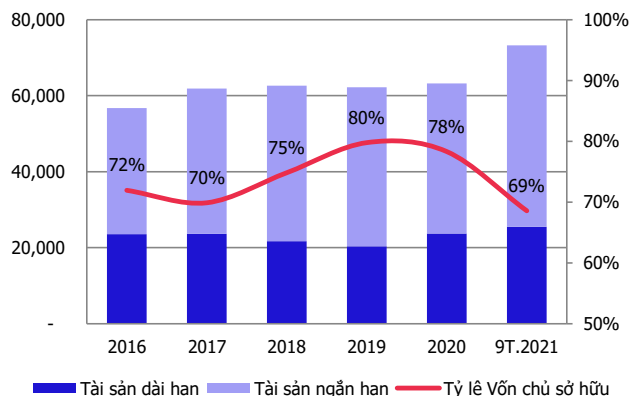
Doanh thu và lợi nhuận



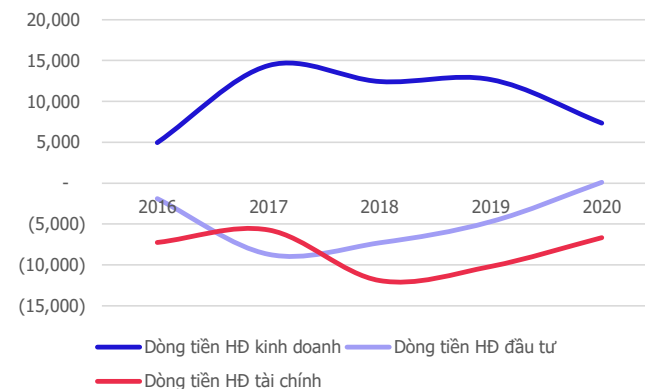
Hiệu quả hoạt động



Cơ cấu Tài sản và Nguồn vốn



Dòng tiền hoạt động và giá trị chi trả cổ tức



Nguồn: PVGAS, TTNC MBS tổng hợp

Dự báo hoạt động và kết quả kinh doanh 2021-2022

- Do tình hình dịch Covid19 diễn biến phức tạp trong quý 3, nhu cầu khí cho sản xuất điện giảm mạnh, sản lượng khí thu gom, chế biến và kinh doanh trong 9 tháng đầu năm đạt mức thấp, bằng 84% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng khí thu gom và kinh doanh cả năm 2021 xuống mức 7.6 và 7.38 tỷ m3, bằng 85% so với 2020. Trong khi đó, sản lượng LPG kinh doanh cơ bản ổn định với mức 1,95 triệu tấn, trong khi Condensate đạt 65 nghìn tấn.
- Với giả thiết giá dầu trung bình năm là 71 usd/thùng (dầu Brent), tương đương với mức 82 usd/thùng trong quý 4, dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế của công ty lần lượt đạt 78,372 tỷ đồng và 12.091 tỷ đồng, lần lượt tăng 22% và 21% so với năm 2020.
- Năm 2022, chúng tôi lạc quan về triển vọng kinh doanh của công ty khi dự báo nhu cầu điện khí tăng lên, sản lượng khí kinh doanh có thể tăng trưởng 18-20% lên mức 8.8-9 tỷ m3. Doanh thu và lợi nhuận lần lượt đạt 90,772 tỷ đồng và 13,996 tỷ đồng, tăng 16% so với 2021.
- Từ 2023 trở đi, triển vọng phát triển của công ty tiếp tục tăng trưởng lạc quan nhờ các dự án đầu tư khai thác khí trong nước cũng như dự án kho cảng nhập khẩu khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) hoàn thành, đưa sản lượng bán hàng và kết quả kinh doanh tăng lên mạnh mẽ.

Định giá cổ phiếu:

- Kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DCF và so sánh PE, PB,

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFE	112,368
- PB	103,133
- PE	103,140
- EV/EBITDA	99,718
Giá trị trung bình	106,213

Dự báo sản lượng kinh doanh và kết quả hoạt động của công ty giai đoạn 2021-2026

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng khí khô	Tỷ m3	8.69	7.38	9.10	10.90	12.08	13.54	15.48
Sản lượng LPG	Nghìn tấn	1.96	1.95	1.84	1.87	1.91	1.95	1.99
Giá dầu trung bình (Brent)	Usd/thùng	43	71	72	72	75	75	75
Doanh thu	Tỷ đồng	64,135	78,372	90,772	100,711	118,103	129,116	143,688
Tăng trưởng doanh thu	%	-14.5%	26.1%	8.4%	13.4%	17.2%	8.7%	11%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-52,729	-63,873	-73,491	-81,061	-96,072	-104,533	-115,908
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	11,406	14,499	17,281	19,650	22,031	24,583	27,780
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	1,451	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233	1,233
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-169	-361	-487	-573	-778	-921	-1,028
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	-1,943	-2,194	-2,723	-3,021	-3,543	-3,873	-4,311
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-769	-1,097	-1,362	-1,611	-2,126	-2,324	-2,586
Lợi nhuận hđ kinh doanh	Tỷ đồng	9,965	12,066	13,947	15,682	16,822	18,703	21,093
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	9,978	12,091	13,966	15,704	16,843	18,724	21,114
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	7,972	9,672	11,173	12,564	13,474	14,980	16,891
Lợi nhuận cổ công ty mẹ	Tỷ đồng	7,855	9,532	11,030	12,417	13,325	14,828	16,736
Thu nhập mỗi cổ phần	Đồng/cp	4,104	4,856	5,632	6,357	6,832	7,616	8,614

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn chủ sở hữu	%	12.56%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	3.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021F-2026F	tỷ đồng	59,471
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	tỷ đồng	149,790
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	tỷ đồng	11,338
Giá trị Công ty	tỷ đồng	220,598
Nợ dài hạn hiện tại	tỷ đồng	5,532
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	215,066
Số lượng cổ phần	triệu cp	1,914
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	112,368

Công ty	Quốc gia	P/B	P/E	EV/EBITDA
TOKYO GAS CO LTD	Japan	0.73	16.76	7.06
GUJARAT GAS LTD	India	9.39	33.15	19.92
OSAKA GAS CO LTD	Japan	0.67	9.44	6.18
PETRONAS GAS BHD	Malaysia	2.60	16.16	9.49
SHENZHEN GAS CORP LTD-A	China	2.12	18.23	
GUIZHOU GAS GROUP CORP LTD-A	China	4.00	55.71	
NIPPON GAS CO LTD	Japan	2.40	17.59	7.88
S-OIL CORP	South Korea	1.80	9.76	8.44
PETRONET LNG LTD	India	2.94	11.83	6.95
INDRAPRASTHA GAS LTD	India	5.21	28.15	20.08
GUJARAT GAS LTD	India	9.39	33.15	19.92
VIETNAM NATIONAL PETROLEUM G	Vietnam	2.76	16.82	10.90
KOREA GAS CORPORATION	South Korea		15.38	10.68
Trung bình		3.94	21.24	13.53

Nguồn: PVGAS, Bloomberg, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)



Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	64,135	78,372	90,772	100,711	118,103
Giá vốn hàng bán	-52,729	-63,873	-73,491	-81,061	-96,072
Lợi nhuận gộp	11,406	14,499	17,281	19,650	22,031
Doanh thu tài chính	1,451	1,233	1,233	1,233	1,233
Chi phí tài chính	-169	-361	-487	-573	-778
Chi phí bán hàng	-1,943	-2,194	-2,723	-3,021	-3,543
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-769	-1,097	-1,362	-1,611	-2,126
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	9,965	12,066	13,947	15,682	16,822
Lợi nhuận trước thuế	9,978	12,091	13,966	15,704	16,843
Lợi nhuận sau thuế	7,972	9,672	11,173	12,564	13,474
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	7,855	9,532	11,030	12,417	13,325
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	117	140	143	146	149

Tài sản- Nguồn vốn	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	39,472	46,666	50,088	60,239	72,324
Tiền tương đương tiền	5,237	11,338	12,606	20,368	25,310
Đầu tư tài chính ngắn hạn	21,613	21,613	21,613	21,613	21,613
Khoản phải thu	10,239	10,736	12,435	13,796	16,178
Hàng tồn kho	1,663	2,100	2,416	3,331	7,896
Tài sản ngắn hạn khác	720	880	1,019	1,131	1,326
Tài sản dài hạn	23,736	25,762	27,691	26,367	25,331
Tài sản cố định	19,796	18,607	17,414	21,090	20,054
Tài sản dở dang dài hạn	2,303	5,600	8,800	3,800	3,800
Tài sản dài hạn khác	1,637	1,555	1,477	1,477	1,477
Tổng tài sản	63,208	72,429	77,779	86,606	97,655
Nợ phải trả	13,709	18,943	20,719	24,579	29,750
Nợ phải trả ngắn hạn	9,749	12,283	13,859	16,219	19,890
Phải trả người bán ngắn hạn	7,982	10,500	12,081	13,325	15,793
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,018	868	718	1,718	2,718
Phải trả ngắn hạn khác	749	915	1,060	1,176	1,379
Nợ phải trả dài hạn	3,960	6,660	6,860	8,360	9,860
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1,964	4,664	4,864	6,364	7,864
Phải trả dài hạn khác	1,996	1,996	1,996	1,996	1,996
Vốn chủ sở hữu	49,499	53,486	57,061	62,027	67,905
Vốn góp của chủ sở hữu	19,140	19,140	19,140	19,140	19,140
Vốn quỹ khác	217	217	217	217	217
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	10,029	13,959	17,477	22,384	28,203
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,064	1,120	1,177	1,236	1,295
Tổng nguồn vốn	63,208	72,429	77,779	86,606	97,655

Lưu chuyển dòng tiền	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	7,330	12,652	12,139	13,059	10,538
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	99	-3,359	-3,265	-6,142	-4,440
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-6,668	-3,192	-7,606	-5,156	-5,156

Hệ số tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Hệ số hiệu quả					
Biên lợi nhuận gộp	17.8%	18.5%	19.0%	19.5%	18.7%
EBITDA Margin	19.4%	17.6%	17.3%	17.6%	16.1%
Biên lợi nhuận ròng	12.2%	12.2%	12.2%	12.3%	11.3%
ROE	16.1%	18.1%	19.6%	20.3%	19.8%
ROA	12.6%	13.4%	14.4%	14.5%	13.8%

Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-14%	22.2%	15.8%	10.9%	17.3%
Tăng trưởng LNTT	-34%	21.2%	15.5%	12.4%	7.2%
Tăng trưởng LNST	-34%	21.4%	15.7%	12.6%	7.3%
Tăng trưởng EPS	-34%	18.3%	16.0%	12.9%	7.5%

Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.78	3.80	3.61	3.71	3.64
Hệ số thanh toán nhanh	1.64	3.63	3.44	3.51	3.24
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.22	0.26	0.27	0.28	0.30
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.28	0.35	0.36	0.40	0.44
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	59.64	34.27	29.45	28.18	22.49

Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	4.3%	2.5%	3.3%	3.3%	3.3%
EPS (VND)	4,104	4,856	5,632	6,357	6,832
BVPS (VND)	25,862	27,945	29,813	32,408	35,479

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



MUA, Giá mục tiêu 12 tháng: 29,500 VND

Trong 9 tháng đầu năm, hoạt động của công ty cơ bản ổn định nhờ giá dầu tăng hỗ trợ các hoạt động ngành dầu khí thuận lợi. Công ty đã ký kết được thêm các hợp đồng chế tạo cơ khí mới và hợp đồng thăm dò khảo sát lĩnh vực điện gió trên biển. Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao cơ hội đầu tư trung và dài hạn vào cổ phiếu PVS trong giai đoạn 2021-2025 với các dự án đầu khí lớn đang được hỗ trợ bởi giá dầu ở mức cao. Định giá cổ phiếu ở mức 29,500 đồng/cổ phần, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PVS.

Thông tin cập nhật

Hoạt động sản xuất kinh doanh 9 tháng đầu năm 2021: ký thêm hợp đồng chế tạo cơ khí dầu khí, mở rộng cung cấp dịch vụ khảo sát điện gió trên biển đầy tiềm năng

Trong 9 tháng đầu năm, các lĩnh vực hoạt động của công ty cơ bản ổn định hơn do giá dầu tăng trở lại hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp ngành dầu khí. Hoạt động cung cấp tàu chuyên dụng, khai thác vận hành kho nổi FSO/FPSO đảm bảo nhu cầu phát triển của các chủ thuê.

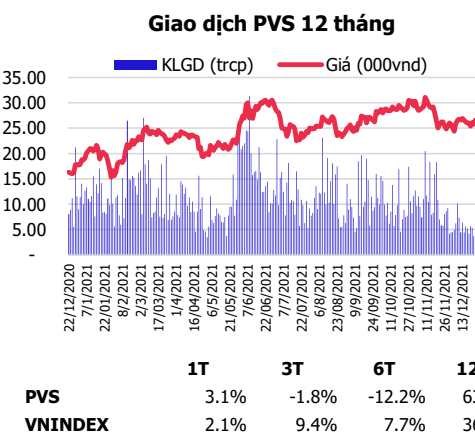
Lĩnh vực cơ khí dầu khí tuy có những khó khăn nhất định trong giai đoạn thấp điểm, các dự án hiện tại vẫn được thực hiện đúng tiến độ. Công ty cũng đã trúng thầu gói chế tạo chân đế giàn công nghệ trung tâm cho dự án tại Myanmar và tổng thầu EPCIC 2 giàn đầu giếng dự án Gallaf Batch3 với khối lượng chế tạo 18.000 tấn, thực hiện từ Q2.2021-Q4.2023. Công ty cũng ký kết hợp đồng mới cung cấp và vận hành kho lạnh LPG với PVGas tại miền Bắc.

Doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 9,651 tỷ đồng, bằng 66% cùng kỳ 2020 và đạt 97% kế hoạch năm. Điểm trùng hoạt động chế tạo cơ khí và doanh thu FPSO giảm svck là nguyên nhân chính dẫn đến doanh thu giảm mạnh (cùng kỳ 2020 lĩnh vực FPSO có doanh thu hồi tố từ FPSO Cá rồng đỏ và FPSO Lam Sơn). Chi phí giá vốn hàng bán được kiểm soát tốt, dẫn đến lợi nhuận gộp 9 tháng giảm chậm hơn doanh thu và đạt 622 tỷ đồng bằng 72% svck 2020. Biên lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ mức 6.0% lên 6.5%, trong đó lĩnh vực Sửa chữa bảo dưỡng lắp đặt và FSO/FPSO có biên lợi nhuận gộp cải thiện tốt nhất với lần lượt tăng 67% và 65%. Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết trong kỳ đạt 506 tỷ đồng, tăng mạnh 307% svck nhờ các liên doanh hoạt động ổn định, trong khi cùng kỳ 2020 công ty phải trích lập dự phòng cho CTLD Rồng Đỏ_MV12.

Chi phí quản lý trong kỳ tăng mạnh 60% lên 615 tỷ đồng và không có khoản thu nhập từ hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình dẫn đến Lợi nhuận trước thuế giảm 21% svck, đạt 698 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 576 tỷ đồng, hoàn thành 103% kế hoạch năm.

Triển vọng năm 2022

Trong năm 2022, dựa trên nền tảng giá dầu giữ ở mức cao trên 70 usd/thùng, hoạt động của công ty cơ bản khởi sắc hơn, các hợp đồng chế tạo cơ khí hy vọng tiếp tục được ký mới, trong khi các dự án khí lớn trong nước được kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ sẽ là cơ sở để công ty phát triển mạnh mẽ hơn. Chúng tôi dự báo doanh thu có thể tăng trưởng ở mức 25% trong khi lợi nhuận tăng trưởng 12% lần lượt đạt 17,600 và 1,015 tỷ đồng.



Giá hiện tại	22.12.2021	25,800 VND
Giá mục tiêu 12 tháng		29,500 VND
Tiềm năng tăng giá (%)		15 %
Bloomberg		PVS VN
Giá trị vốn hóa		11,520 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần (VND)		15.300-31.100
Khối lượng GDBQ (000cp/ngày)		11.274
Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND)		281
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		49.00%
Tỷ lệ SHNN hiện tại (%)		7.32%

Đơn vị: Tỷ đồng	Đơn vị	FY20	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	20,180	13,665	17,081	21,368	23,098
Tăng trưởng doanh thu	Tỷ đồng	18.9%	-26.8%	24.8%	25.1%	8.1%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	778	822	1,005	1,217	1,309
EBIT	Tỷ đồng	1,168	1,040	1,149	1,261	1,721
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,025	920	1,015	1,133	1,590
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	710	754	832	929	1,272
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	Tỷ đồng	624	663	732	817	1,118
EPS	Đồng	1,046	1,167	1,311	1,479	2,088
Tăng trưởng EPS	%	-20.4%	11.6%	12.3%	12.8%	41.2%
Cổ tức bằng tiền	Đồng	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức	%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
PE	Lần	17.2	21.9	19.5	17.3	12.3
PB	Lần	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	Lần	6.6	7.1	6.3	6.0	3.9
ROE	%	5.5%	5.7%	6.2%	6.7%	8.6%
ROA	%	2.7%	3.1%	3.3%	3.5%	4.5%

Nguồn: PVS, TTNC MBS

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



Dự báo tình hình hoạt động và kết quả kinh doanh cả năm 2021 và 2022

Trong quý 4, các lĩnh vực hoạt động cốt lõi của công ty vẫn đảm bảo ổn định, trong đó hoạt động FSO/FPSO tiếp tục là điểm sáng mang lại kết quả kinh doanh tốt cho công ty nhờ các liên doanh hoạt động ổn định. Lĩnh vực tàu chuyên dụng, khảo sát địa vật lý cũng được thực mở rộng với các hợp đồng mới cho năng lượng gió ngoài khơi và vận hành kho LPG trên biển.

Hoạt động chế tạo cơ khí có thêm hợp đồng mới, bên cạnh đó 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... Hoạt động đấu thầu dự án mới vẫn tiếp tục thực hiện và chờ đợi kết quả dự thầu các dự án lớn khác như NT3&4 dự kiến tổ chức đấu thầu EPC vào cuối năm 2021 hay các dự án Nam Du U Minh, Lô B- Ô Môn...cho kỳ trung và dài hạn.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021 có thể đạt mức 13,665 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 920 tỷ đồng, lần lượt bằng 70% và 90% của năm 2020. Cụ thể:

- Doanh thu đạt 13.665 tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 856 tỷ đồng, lần lượt bằng 82% và 110% cùng kỳ 2020
- Lợi nhuận công ty liên doanh liên kết đạt 650 tỷ đồng, bằng 250% so với 2020 do có thêm FSO Sao vàng đi vào hoạt động, MV12 khắc phục được sự cố và các dự án khác hoạt động ổn định.
- Thu nhập khác từ hoàn nhập dự phòng các công trình xây dựng đạt 150 tỷ đồng, bằng 20% của năm 2020. Năm 2021, các dự án có thể được hoàn nhập một phần là Daman và Sứ tử trắng fullfield

Trong dài hạn 2021-2025, Chúng tôi đánh giá tiềm năng phát triển của công ty còn rất lớn khi nhiều dự án lớn của ngành dầu khí sẽ được triển khai như: Lô B- Ô Môn, Nam Du –U Minh, Cá Voi Xanh, Bảo Vàng,... 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.

Định giá cổ phiếu

Định giá cổ phiếu theo phương pháp chiết khấu dòng FCFE-FCFF, so sánh PE, PB ngành, giá trị cổ phiếu được xác định là 29,500 đồng/cổ phần. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PVS cho 12 tháng.

Chi tiêu	Q3.2020	Q3.2021	9T.2021		So sánh		
			Giá trị	Tỷ trọng	Q3	9T	KH 2021
Doanh thu thuần	5,966	3,980	9,651	100.0%	66.7%	65.5%	96.5%
- Tàu kỹ thuật	514	377	1,204	12.5%	73.3%	80.6%	
- FPSO, FSO	555	516	1,446	15.0%	93.0%	58.6%	
- Khảo sát địa chất, địa chấn	154	91	234	2.4%	59.1%	76.5%	
- Cản cứ cảng	397	368	1,193	12.4%	92.7%	101.0%	
- Cơ khí, xây lắp	3,824	1,998	4,696	48.7%	52.2%	58.7%	
- Sửa chữa, lắp đặt, bảo dưỡng	376	377	495	5.1%	100.3%	56.9%	
Lãi gộp	433	204	622	100.0%	47.1%	71.5%	
- Tàu kỹ thuật	43	16	81	13.0%	37.2%	81.8%	
- FPSO, FSO	23	26	83	13.3%	113.0%	96.5%	
- Khảo sát địa chất, địa chấn	4	2	10	1.6%	50.0%	90.9%	
- Cản cứ cảng	72	69	203	32.6%	95.8%	106.8%	
- Cơ khí, xây lắp	277	50	169	27.2%	18.1%	42.0%	
- Sửa chữa, lắp đặt, bảo dưỡng	10	13	57	9.2%	130.0%	95.0%	
Biên LNG	7%	5%	6.4%		70.6%	109.1%	
- Tàu kỹ thuật	8%	4%	7%		50.7%	101.5%	
- FPSO, FSO	4%	5%	6%		121.6%	164.7%	
- Khảo sát địa chất, địa chấn	3%	2%	4%		84.6%	118.9%	
- Cản cứ cảng	18%	19%	17%		103.4%	105.8%	
- Cơ khí, xây lắp	7%	3%	4%		34.5%	71.6%	
- Sửa chữa, lắp đặt, bảo dưỡng	3%	3%	12%		129.7%	167.0%	
Thu tài chính	73	35	142		47.9%	78.5%	
Chi tài chính	94	51	191		54.3%	69.2%	
Lãi lỗ trong công ty liên doanh liên kết	(36)	198	506		550.0%	406.8%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	152	196	615		128.9%	159.7%	
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	286	227	592		79.4%	83.2%	
Lợi nhuận trước thuế	284	281	698		98.9%	78.5%	99.7%
Lợi nhuận sau thuế	223	240	576		107.6%	90.8%	102.9%

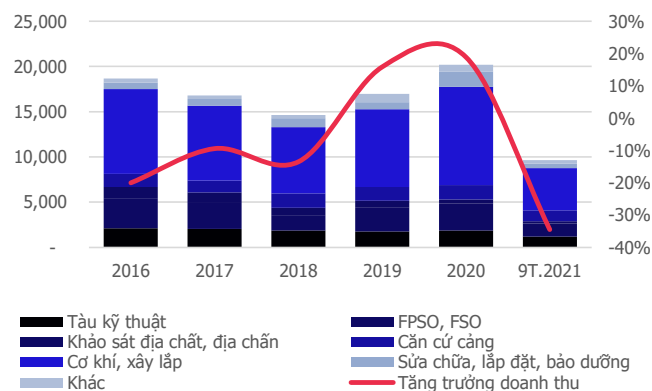
Nguồn: BCTC PVS

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

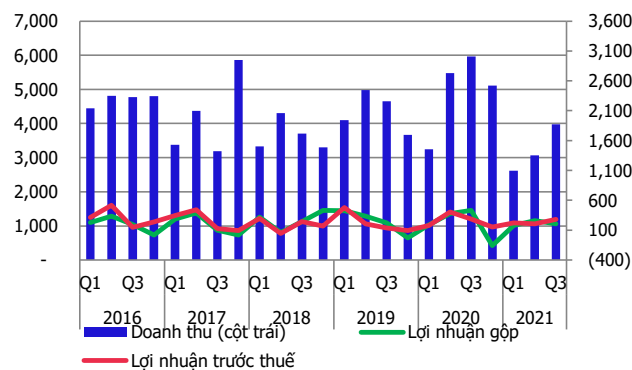


Kết quả kinh doanh và tình hình tài chính

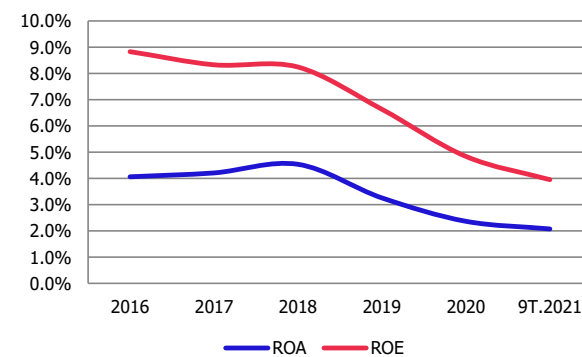
Cơ cấu doanh thu



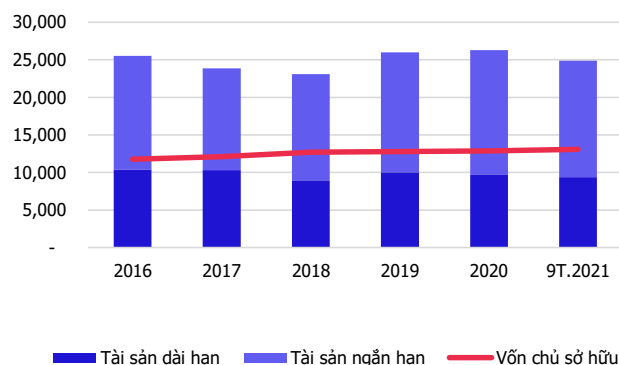
Doanh thu và Lợi nhuận theo Quý



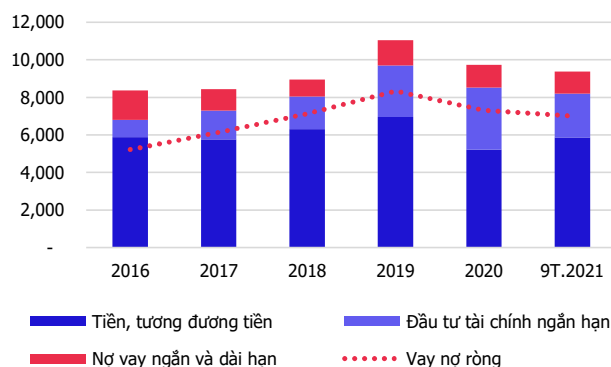
Hiệu quả kinh doanh



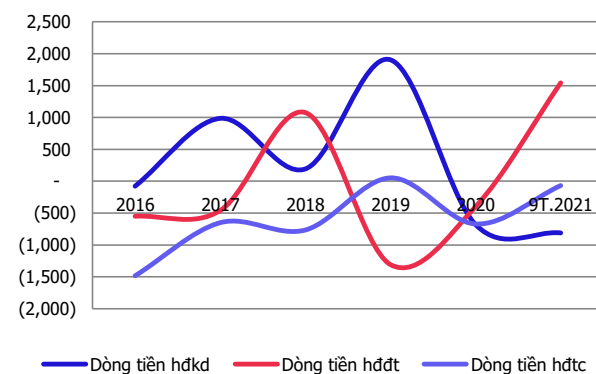
Cơ cấu Tài sản- Nguồn vốn



Vay nợ ròng



Dòng tiền



Nguồn: PVS, TTNC MBS

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



Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	20,180	13,665	17,081	21,368	23,098
Giá vốn hàng bán	-19,402	-12,876	-16,115	-20,151	-21,790
Lợi nhuận gộp	778	789	966	1,217	1,309
Doanh thu tài chính	399	290	319	325	332
Chi phí tài chính	-143	-120	-134	-127	-131
Lợi nhuận liên doanh liên kết	191	650	663	585	597
Chi phí bán hàng	-118	-82	-102	-128	-139
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-797	-752	-683	-769	-808
Lợi nhuận kinh doanh thuần	310	775	1,028	1,103	1,160
Lợi nhuận trước thuế	1,025	920	1,040	1,133	1,590
Lợi nhuận sau thuế	710	754	853	929	1,272
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	624	663	750	817	1,118
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	86	91	103	113	154

Tài sản- Nguồn vốn	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	16,603	14,506	16,243	17,129	18,866
Tài sản dài hạn	9,676	9,535	9,288	9,533	9,271
Tổng tài sản	26,279	24,041	25,531	26,662	28,137
Nợ phải trả	13,395	10,881	12,016	12,696	13,377
I. Nợ phải trả ngắn hạn	9,803	7,289	8,424	9,104	9,785
II. Nợ phải trả dài hạn	3,592	3,592	3,592	3,592	3,592
Vốn chủ sở hữu	12,884	13,160	13,515	13,966	14,761
Tổng nguồn vốn	26,279	24,041	25,531	26,662	28,137

Lưu chuyển dòng tiền	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	-680	1,346	1,089	971	2,412
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-398	-16	-200	-700	-200
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-673	(478)	(478)	(478)	(478)
Tiền tương đương tiền cuối kỳ	5,212	6,064	6,475	6,268	8,002

Hệ số tài chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Hệ số lợi nhuận					
Biên lợi nhuận gộp	3.9%	5.6%	5.5%	5.7%	5.7%
EBITDA	8.5%	10.0%	8.7%	8.0%	9.4%
Biên lợi nhuận ròng	3.1%	4.5%	4.0%	3.8%	4.8%
ROE	5.5%	5.7%	6.2%	6.7%	8.6%
ROA	2.7%	3.1%	3.3%	3.5%	4.5%

Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	19%	-26.8%	24.5%	16.3%	8.1%
Tăng trưởng LNTT	-7%	-10.2%	10.4%	11.6%	40.3%
Tăng trưởng LNST	-27%	6.3%	10.4%	11.6%	36.9%
Tăng trưởng EPS	-20%	11.6%	12.3%	12.8%	41.2%

Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.69	1.99	1.93	1.88	1.93
Hệ số thanh toán nhanh	1.48	1.83	1.76	1.70	1.75
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.51	0.45	0.47	0.48	0.48
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.04	0.83	0.89	0.91	0.91
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	8.17	8.64	8.58	9.91	13.18

Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	85%	98.5%	95.8%	92.5%	87.3%
EPS (VND)	1,046	1,167	1,311	1,479	2,088
BVPS (VND)	25,410	25,988	26,730	27,674	29,336

TỔNG CÔNG TY VẬN TẢI DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVT-HSX)



MUA; Giá mục tiêu: VND 28,500

5Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PVT với giá mục tiêu VND 28,500 trên cơ sở (i) Hiệu quả kinh doanh tiếp tục tăng lên ngay cả khi giá cước vận tải dầu vẫn đang ở mức thấp; ii) Đội tàu vận tải tiếp tục được đầu tư trẻ hóa và gia tăng năng lực chuyên chở; iii) Giá cước thuê tàu kỳ vọng sẽ tăng lên từ cuối 2021 sang đầu năm 2022 khi sản lượng khai thác và chế biến dầu toàn cầu tăng; iv) Khả năng mở rộng sang lĩnh vực vận tải khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) đầy tiềm năng trong trung và dài hạn.

Điểm nhấn đầu tư

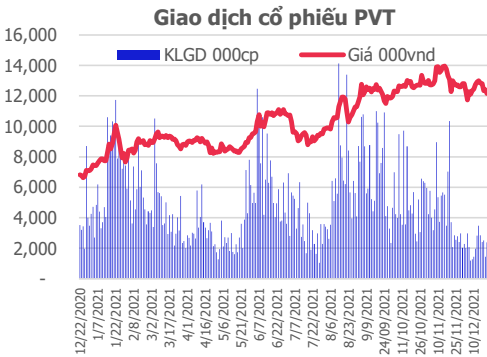
- Kết quả hoạt động kinh doanh duy trì ổn định trong bối cảnh dịch Covid19 diễn biến phức tạp: Theo thông tin mới nhất từ công ty, doanh thu hợp nhất năm 2021 ước đạt trên 7.500 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế hợp nhất ước đạt trên 950 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 125% và 190% kế hoạch năm và bằng 102% và 92% thực hiện 2020.
- Trong năm 2021, công ty đã đầu tư và thuê mua thêm 06 tàu mới với tải trọng gần 173,000 DWT và tiếp tục nhận thêm khoảng 3-4 tàu mới trong năm 2022. Theo kế hoạch, Tổng công ty mẹ và các công ty thành viên sẽ đầu tư thêm khoảng 14 tàu mới với tổng giá trị đầu tư khoảng 7,600 tỷ đồng, trong đó nhắm tới các tàu vận tải dầu thô lớn cỡ VLCC, Aframax, tàu khí hóa lỏng VLGC và các tàu sản phẩm cỡ trung 15,000-20,000 DWT.
- Giá cước vận tải dầu khí dự báo sẽ hồi phục từ cuối năm 2021 sang đầu năm 2022: Nhu cầu dầu được dự báo tăng lên mức 101 triệu thùng/ngày vào cuối năm 2021 và tăng lên mức 103 triệu thùng/ngày vào cuối 2022. Nhóm OPEC+ cũng đã quyết định gia tăng sản lượng khai thác dầu thêm 0.4 triệu thùng/ngày mỗi tháng từ tháng 8.2021 đến tháng 9.2022 nhằm đáp ứng nhu cầu dầu toàn cầu. Điều này làm tăng nhu cầu vận tải dầu thô và dầu sản phẩm, kỳ vọng sẽ làm tăng giá cước vận tải dầu trên thị trường.
- Phát triển mở rộng sang lĩnh vực vận tải khí tự nhiên hóa lỏng đầy tiềm năng: Theo dự thảo Quy hoạch phát triển ngành điện 8, quy mô các nhà máy điện khí hóa lỏng nhập khẩu đạt 4,000 MW vào năm 2025 và tăng lên 18,000 MW vào năm 2030, tương ứng với nhu cầu sử dụng LNG khoảng 2.8 triệu tấn năm 2025 và tăng lên 12 triệu tấn vào năm 2030. Chúng tôi đánh giá đây là thị trường vận tải mới đầy tiềm năng đối với công ty trong chiến lược phát triển trung và dài hạn.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2021 và 2022

Cho cả năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu của công ty có thể đạt mức 7,952 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,128 tỷ đồng, lần lượt tăng 7.7% và 8.6% so với 2020. Cho năm 2022, với việc tiếp tục đầu tư gia tăng năng lực đội tàu, chúng tôi cũng kỳ vọng giá cước vận tải dầu khí sẽ tăng thêm từ 5-6%, đưa tổng doanh thu của công ty lên mức 9,406 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 1,294 tỷ đồng, lần lượt tăng 18% và 15% so với 2021.

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của PVT vào khoảng VND 28,500 dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh PE, PB với nhóm các công ty vận tải dầu khí quốc tế. Giá mục tiêu tương ứng với P/E forward 2022 là 11.3 lần.



	1T	3T	6T	12T
PVT	-5%	0%	11%	81%
VNIndex	2%	9%	7%	37%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021E	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	7,383	7,952	9,406	10,586	11,562
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,119	1,387	1,658	1,844	2,016
Biên lợi nhuận gộp	%	15.2%	17.4%	17.6%	17.4%	17.4%
LNTT và lãi vay (EBIT)	Tỷ đồng	1,213	1,336	1,562	1,716	1,864
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,039	1,128	1,294	1,388	1,546
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	830	902	1,035	1,111	1,237
Thu nhập mỗi cp (EPS)	Đồng	1,983	2,151	2,496	2,691	3,041
Tăng trưởng EPS	%	-14.3%	8.5%	18.8%	7.8%	13.0%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	1,000	1,000	1,000	1,000	1,200
Lợi tức cổ phần	%	4.2%	4.2%	3.5%	3.5%	4.2%
P/E	Lần	12.1	14.2	11.4	10.6	9.4
P/B	Lần	1.2	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	Lần	4.92	5.73	4.39	3.79	3.56
ROE	%	13.2%	13.4%	14.1%	13.9%	14.2%
ROA	%	7.5%	7.2%	6.9%	6.6%	7.5%

Ngày báo cáo	22/12/2021
Giá hiện tại	22,800 VND
Giá mục tiêu	28,500 VND
Tỷ lệ Tăng/giảm	24.8%
Mã Bloomberg	PVT VN Equity
Giá trị vốn hóa	7,865 tỷ vnd
Biến động giá 52 tuần	12,400-26,200 vnd
Khối lượng GDBQ 52 tuần	4,943 nghìn cp
Giá trị GDBQ 52 tuần	96.8 tỷ vnd
Sở hữu nước ngoài	13.9%

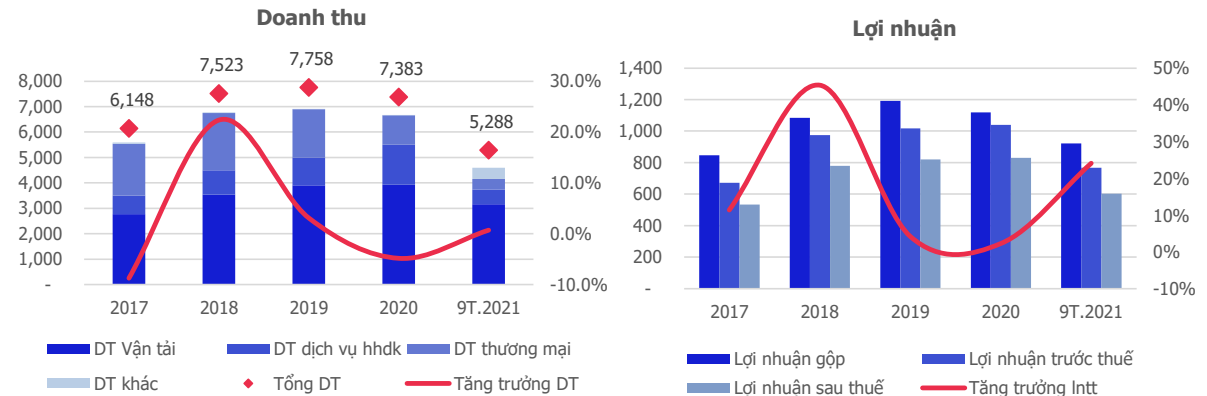
(Nguồn: PVT, TTNC MBS tổng hợp) 89

TỔNG CÔNG TY VẬN TẢI DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVT-HSX)



Thông tin cập nhật

- Kết quả hoạt động kinh doanh duy trì ổn định trong bối cảnh dịch Covid19 diễn biến phức tạp:** Theo thông tin mới nhất từ công ty, doanh thu hợp nhất năm 2021 ước đạt trên 7.500 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế hợp nhất ước đạt trên 950 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 125% và 190% kế hoạch năm và bằng 102% và 92% thực hiện 2020.
- PVT lên kế hoạch trẻ hóa đội tàu nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh, cải thiện hiệu quả hoạt động & đón đầu sự phục hồi của thị trường vận tải biển những năm tới đây.** Vào đầu tháng 11.2021, PVT tiếp tục nhận thêm tàu chở dầu/hoá chất PVT Oriana với tải trọng 13.056 DWT. Tính đến thời điểm hiện tại, PVT đang sở hữu 36 chiếc tàu với tổng trọng tải lên tới gần 1,2 triệu DWT khi tiếp nhận thêm 05 tàu chở dầu/hoá chất trong năm 2021 và thuê mua 01 tàu hàng rời. Theo kế hoạch, công ty sẽ tiếp tục đầu tư thêm khoảng 10-12 tàu mới trong năm 2022-2025.
- Hoạt động ổn định của NMLD Dung Quất sau bảo dưỡng định kỳ năm 2020 giúp hoạt động vận chuyển dầu & SP dầu cho NM cải thiện khá trong năm 2021.** Năm 2020, NM dừng sản xuất 52 ngày để thực hiện bảo dưỡng định kỳ lần 4 (TA4), làm cho sản lượng vận chuyển dầu thô của PVT cho BSR từ các mỏ nội địa về NMLD Dung Quất giảm khoảng 35% so với năm 2019. Trong 6 tháng đầu năm, NMLD Dung Quất đã hoạt động ổn định với ~105% công suất thiết kế, kéo theo gia tăng nhu cầu tiêu thụ tại đây & tạo điều kiện cải thiện kết quả hoạt động đối với mảng vận tải của PVT.
- Giá thuê ngày FSO Đại Hùng Queen tiếp tục ổn định theo giá dầu tăng ở mức cao.** Giá cho thuê FSO Đại Hùng Queen được đàm phán lại khi giá dầu tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm và dự kiến sẽ tiếp tục giữ ở mức 65-70 usd/thùng trong năm 2022. Bên cạnh đó, hoạt động O&M giàn khai thác Sao vàng - Đại nguyên cũng được thúc đẩy khi đi vào hoạt động đúng tiến độ từ cuối năm 2020, góp phần tạo ra lợi nhuận tốt hơn cho công ty.



Năng lực đội tàu & kế hoạch đầu tư mới

Loại tàu	Tàu hiện tại		Tàu thêm mới		Tàu sau nâng cấp
	Số lượng	Trọng tải ('000 DWT)	Số lượng	Trọng tải ('000 DWT)	Số lượng
Tàu dầu thô	4	418	5	500 - 800	9
Tàu SP/hoá chất	14	235	7	99 - 129	21
Tàu LPG	14	N/A		N/A	14
Tàu hàng rời	2	83	1	50 - 80	3
FSO/FPSO	2	199	0	0	2
Tổng cộng	36	1,165	13	N/A	49

(Nguồn: PVT, TTNC MBS tổng hợp)

TỔNG CÔNG TY VẬN TẢI DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVT-HSX)



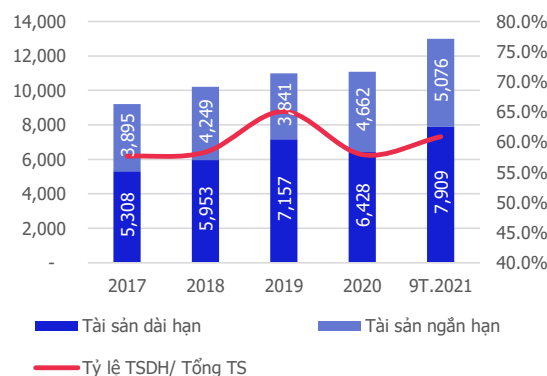
Tình hình tài chính lành mạnh với cơ cấu tài sản và nguồn vốn phù hợp, tạo điều kiện phát triển ổn định, gia tăng hiệu quả.

- **Tổng tài sản tiếp tục tăng lên cùng kế hoạch gia tăng đầu tư nâng cao năng lực vận tải của đội tàu:** Tổng tài sản đến cuối tháng 6.2021 đạt 12,452 tỷ đồng, tăng thêm 1,362 tỷ đồng so với đầu năm. Cơ cấu tài sản phù hợp với mô hình kinh doanh vận tải, khi Giá trị tài sản cố định là đội tàu vận tải luôn chiếm tỷ trọng cao 60%-62% Tổng tài sản. Bên cạnh đó, nguồn tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính dồi dào giúp công ty hoạt động ổn định và tiếp tục mở rộng đầu tư nâng cao năng lực kinh doanh.
- Cơ cấu nguồn vốn đảm bảo tài trợ ổn định cho hoạt động kinh doanh liên tục. Vốn chủ sở hữu luôn chiếm trên 50% Tổng nguồn vốn. Trong khi Nguồn vốn dài hạn (Vốn chủ sở hữu, Vay dài hạn) luôn lớn hơn Tài sản dài hạn. Đây cơ sở thuận lợi để công ty có thể tiếp tục gia tăng đầu tư khi có cơ hội phát triển.

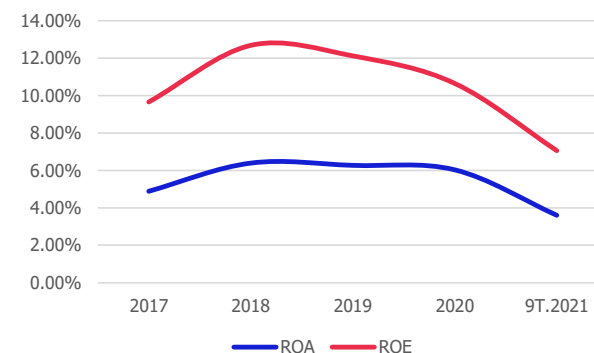
Dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn dương nhờ kiểm soát tốt hoạt động kinh doanh giúp nâng cao chất lượng hiệu quả hoạt động, đẩy mạnh tài đầu tư và chi trả cổ tức bằng tiền hấp dẫn

- Dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh luôn dương và liên tục tăng lên trong 4 năm qua, đảm bảo chất lượng hiệu quả kinh doanh, mặt khác tài trợ vốn cho các hoạt động đầu tư.
- Dòng tiền hoạt động kinh doanh dương, cũng đem đến chính sách cổ tức bằng tiền mặt đều các năm qua. Cổ tức năm 2020 sẽ được trả bằng tiền với tỷ lệ 10% và thực hiện vào quý IV.2021 ngay cả trong thời điểm công ty gia tăng đầu tư đội tàu với giá trị dự kiến lên đến hơn 7.500 tỷ đồng.

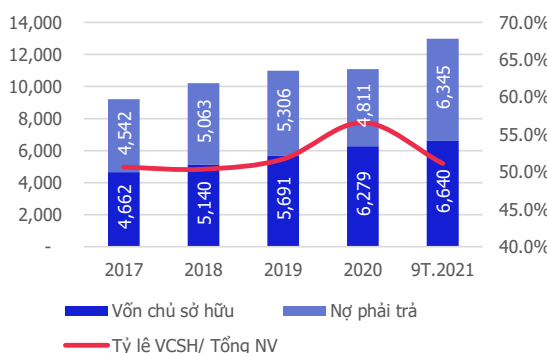
Cơ cấu Tài sản



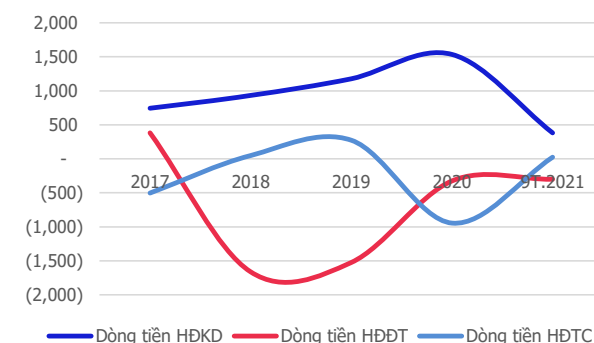
Hiệu quả kinh doanh



Cơ cấu Nguồn vốn



Lưu chuyển dòng tiền



(Nguồn: PVT, TTNC MBS tổng hợp)

TỔNG CÔNG TY VẬN TẢI DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVT-HSX)

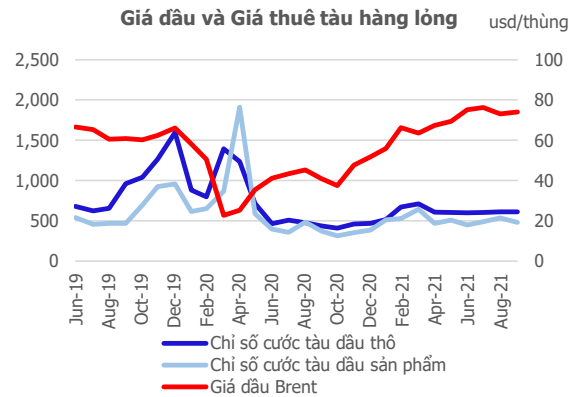


Giá cước vận tải dự báo hồi phục từ cuối năm 2021 và đầu năm 2022

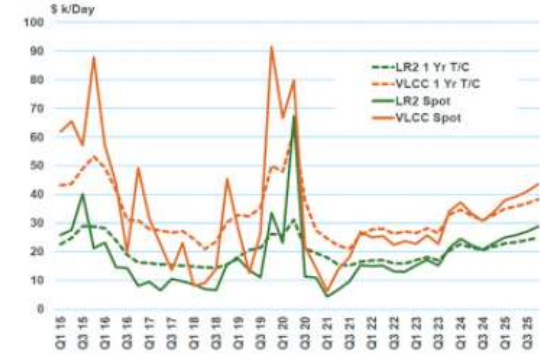
- Cước vận tải dầu & SP dầu đã có chuyển biến tích cực từ cuối tháng 2/2021.** Trái ngược với diễn biến tăng của giá dầu, giá cước spot ở tất cả các phân khúc duy trì ở mức thấp trong 6T 2021 trước tác động của việc cắt giảm sản lượng dầu thô và giá nhiên liệu tăng cao, tuy nhiên hiện đã có những tín hiệu tích cực hơn có thể làm tăng giá cước vận tải dầu khí từ cuối năm 2021 đầu năm 2022.
- OPEC dự báo nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ 2021 tăng 6,6% n/n** trong bối cảnh (i) kinh tế thế giới dần hồi phục nhờ đẩy nhanh các chương trình tiêm chủng, (ii) nhu cầu nhiên liệu tăng trên toàn thế giới, và (iii) các gói hỗ trợ, kích thích kinh tế được triển khai nhằm ứng phó tác động của dịch bệnh. OPEC dự báo nhu cầu tiêu thụ dầu thế giới năm 2021 tăng 6 tth/ng (6.6%) lên mức 96,7 tth/ng, năm 2022 tăng thêm 4 tth/ng (4.1%) lên mức 100.7 tth/ng, quay trở lại trước khi đại dịch Covid19 xuất hiện. Nhóm OPEC+ cũng đã đạt được thỏa thuận bơm thêm 0.4 tth/ng mỗi tháng từ tháng 8.2021-9.2022 để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ.
- Giá cước vận tải dầu & SP dầu dự báo sẽ hồi phục từ cuối 2021 và đầu 2022.** OPEC dự báo giá cước vận tải sẽ trở nên tích cực hơn từ nửa cuối 2021 sang đầu năm 2022 khi hoạt động thương mại đường biển và tiêu thụ nhiên liệu gia tăng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu tăng trưởng trở lại sau dịch. Công ty tư vấn Maritime Strategies International cũng đưa ra dự báo tương tự khi nhận định thị trường tàu chở dầu sẽ dần hồi phục từ năm 2022.

Tiềm năng thị trường vận tải khí tự nhiên hóa lỏng (LNG)

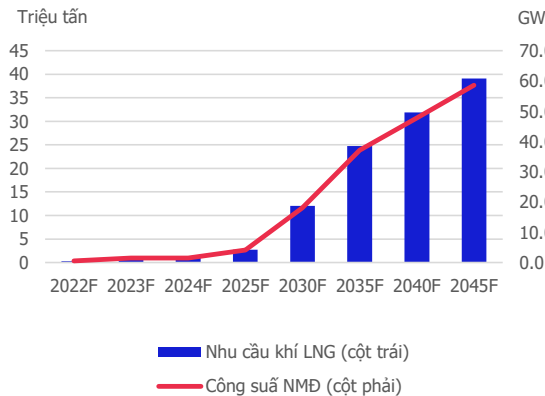
- Tiêu thụ khí tự nhiên toàn cầu tiếp tục tăng lên:** OPEC cho biết, khí tự nhiên sẽ là nhiên liệu hóa thạch phát triển nhanh nhất từ năm 2020 đến năm 2045 do mức độ đô thị hóa gia tăng, nhu cầu công nghiệp tăng và khả năng cạnh tranh cao hơn (sạch) so với than trong nhiên liệu sản xuất điện. Nhu cầu khí đốt toàn cầu được dự báo sẽ tăng từ gần 67 mboe/ngày (triệu thùng tương đương dầu) năm 2019 lên 91 mboe/ngày vào năm 2045, khiến khí tự nhiên trở thành nguồn đóng góp lớn thứ hai trong hỗn hợp năng lượng sơ cấp.
- Sản lượng Thương mại và vận chuyển LNG tiếp tục tăng lên:** Nhu cầu sử dụng khí tự nhiên tăng lên đã đẩy sản lượng thương mại và vận chuyển khí lên cao, trong đó có vận chuyển khí bằng đường ống và tàu vận tải LNG. Năm 2020 sản lượng thương mại LNG toàn cầu đạt 488 tỷ m3, chiếm 52% tổng sản lượng vận chuyển.
- Nhu cầu khí LNG nhập khẩu của Việt Nam tăng lên cùng với chiến lược phát triển của ngành điện:** Từ cuối năm 2022 khi dự án LNG Thị Vải hoàn thành Việt Nam sẽ thực hiện nhập khẩu LNG với sản lượng hàng năm khoảng 1 triệu tấn, và tiếp tục tăng lên với giai đoạn 2 từ 2025. Theo Dự thảo Quy hoạch phát triển ngành điện 8 đang trình các bộ ngành, quy mô các nhà máy điện sử dụng LNG nhập khẩu đạt 4,000 MW vào năm 2025 và tăng lên 18,000 MW vào năm 2030, tương ứng với nhu cầu LNG khoảng 2.8 triệu tấn/năm và tăng lên 12 triệu tấn/năm. Chúng tôi đánh giá đây là thị trường vận tải mới đầy tiềm năng mà công ty, với năng lực và kinh nghiệm trong lĩnh vực vận tải dầu khí, sẽ có kế hoạch tham gia phù hợp trong trung và dài hạn để nắm bắt cơ hội phát triển.



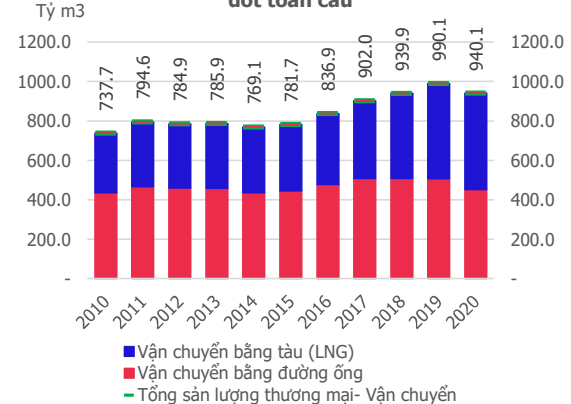
Dự báo giá cước vận tải spot



Công suất nguồn điện và Nhu cầu LNG nhập khẩu của Việt Nam



Sản lượng Thương mại - Vận chuyển khí đốt toàn cầu



(Nguồn: Bộ Công thương, BP, Bloomberg Clarksons, Maritime Strategies International)

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2021 và các năm tiếp theo

Trong nửa cuối năm 2021 chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh của công ty tiếp tục có sự phát triển ổn định khi năng lực vận tải được gia tăng với việc đầu tư thêm tàu VLGC từ đầu tháng 7.2021. Mặc dù thị trường vận tải dầu khí trong nước bị ảnh hưởng của dịch Covid khiến nhà máy lọc dầu Bình Sơn có thời điểm phải hoạt động với công suất thấp 85-90%, song đó chỉ là thời gian ngắn, mặt khác hiện nay, hơn 60% đội tàu của công ty hoạt động trên thị trường quốc tế nên tránh được phụ thuộc vào thị trường nội địa.

Cho cả năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu của công ty có thể đạt mức 7,952 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,128 tỷ đồng, lần lượt tăng 7.7% và 8.6% so với 2020. Lợi nhuận sau thuế đạt 902 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 723 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 2,100 đồng, tăng 6% so với 2020.

Cho năm 2022, với việc tiếp tục đầu tư gia tăng năng lực đội tàu, chúng tôi cũng kỳ vọng giá cước vận tải dầu khí sẽ tăng thêm từ 5-6%, đưa tổng doanh thu của công ty lên mức 9,406 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 1,294 tỷ đồng, lần lượt tăng 18% và 15% so với 2021.

Định giá cổ phiếu

Chúng tôi thực hiện xác định giá trị cổ phiếu của công ty, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền công ty (FCFF) kết hợp PE, PB, giá trị cổ phiếu PVT đạt mức 28,500 đồng/cổ phần, tương ứng với PE Forward 2022 là 11.3 lần.

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFF	40,395
- PB	16,308
- PE	28,694
Giá trị trung bình	28,466

Dự báo kết quả kinh doanh 2021F-2025F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	Tỷ đồng	7,383	7,952	9,406	10,586	11,562	12,538
Tăng trưởng doanh thu	%	-4.8%	7.7%	18.3%	12.5%	9.2%	8.4%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-6,264	-6,566	-7,748	-8,742	-9,546	-10,354
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,119	1,387	1,658	1,844	2,016	2,184
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	272	163	173	183	194	206
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-174	-209	-268	-328	-319	-263
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	-14	-12	-14	-16	-17	-19
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-251	-278	-334	-376	-410	-445
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	982	1,083	1,249	1,343	1,501	1,702
EBIT	Tỷ đồng	1,213	1,336	1,562	1,716	1,864	2,010
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,039	1,128	1,294	1,388	1,546	1,747
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	830	902	1,035	1,111	1,237	1,398
Lợi nhuận dành cho cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	669	723	835	898	1,011	1,164

Định giá theo chiết khấu dòng tiền FCFF

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân-WACC	%	11.95%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	2.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026	Tỷ đồng	986
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	Tỷ đồng	11,942
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	Tỷ đồng	633
Giá trị Công ty	Tỷ đồng	13,561
Số lượng cổ phần	Triệu cp	323.70
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	40,395

Hệ số PE-PB ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tr usd)	P/B	P/E
VIETNAM TANKER JSC	Vietnam	39	0.8	9.8
VIETNAM PETROLEUM TRANSPORT	Vietnam	28	0.6	
PETROVIETNAM TRANSPORTATION	Vietnam	535	1.0	22.5
CSC NANJING TANKER CORPORA-A	China	1,642	1.9	25.6
YINSON HOLDINGS BHD	Malaysia	1,277	1.4	14.1
BUANA LINTAS LAUTAN TBK PT	Indonesia	247	0.7	7.9
THORESEN THAI AGENCIES PCL	Thailand	864	1.6	
SHIPPING CORP OF INDIA LTD	India	699	0.6	7.4
GREAT EASTERN SHIPPING CO	India	707	0.7	5.7
FRONTLINE LTD	Norway	1,542	1.0	30.0
DHT HOLDINGS INC	Bermuda	976	0.9	14.5
Trung bình			1.0	13.5

| **Ngành điện**

Chu Thế Huynh

Huynh.chuthe@mbs.com.vn

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



TÓM TẮT

- Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm năm 2021 tăng chậm do tình hình dịch Covid19 diễn biến phức tạp đặc biệt trong quý 3.2021 khi nhiều tỉnh thành phải thực hiện phong toả. Đến hết 11 tháng đầu năm, sản lượng điện sản xuất đạt 233.7 tỷ kwh (+ 3.6 %yoy) trong khi điện thương phẩm đạt 206.6 tỷ kwh (+ 3.9% yoy).
- Cơ cấu sản lượng điện cho thấy nguồn điện năng lượng tái tạo tăng mạnh trong kỳ lên mức 27 tỷ kwh, chiếm 11.5% tổng sản lượng, thủy điện cũng được hưởng lợi nhờ nguồn nước tốt khi đạt 72 tỷ kwh chiếm 30.8% TSL. Điện than dẫn đầu về sản lượng với 108 tỷ kwh, nhưng tỷ trọng giảm về mức 46,4%. Điện khí giảm mạnh về sản lượng khi đạt 24.4 tỷ kwh chiếm 10.4% TSL do nhu cầu giảm và giá thành cao hơn.
- Năm 2021 công suất nguồn được gia tăng mạnh mẽ từ các nhà máy điện gió với khoảng 3.300 MW đưa Tổng công suất đặt toàn hệ thống đạt 75.746 MW, tăng 6.750 MW so với 2020. Hiện tại còn khoảng 2.460 MW điện gió chưa thực hiện COD kịp thời điểm 31/10/2021 dự kiến sẽ tiếp tục được thực hiện đưa vào vận hành trong năm 2022 nhưng chưa có cơ chế giá điện rõ ràng.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp điện niêm yết 9 tháng đầu năm 2021 sụt giảm 7% về doanh thu nhưng tăng 45% về lợi nhuận trước thuế, trong đó nhóm doanh nghiệp thủy điện và năng lượng tái tạo có doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng lần lượt 31% và 79%, trong khi nhóm doanh nghiệp nhiệt điện giảm 10% doanh thu và lợi nhuận tăng 26% so với cùng kỳ năm trước.
- Triển vọng ngành Điện khả quan trong năm 2022 khi kinh tế hồi phục và tăng trưởng khoảng 6-6.5%, đưa nhu cầu điện dự kiến tăng trưởng 8-9%. Trong đó chúng tôi đánh giá cơ hội cho lĩnh vực điện năng lượng tái tạo và nhiệt điện khí với lần lượt tăng trưởng 28% và 22%, trong khi điện than ổn định với mức tăng trưởng 9%, thủy điện duy trì mức 97%-100% sản lượng của năm 2021.

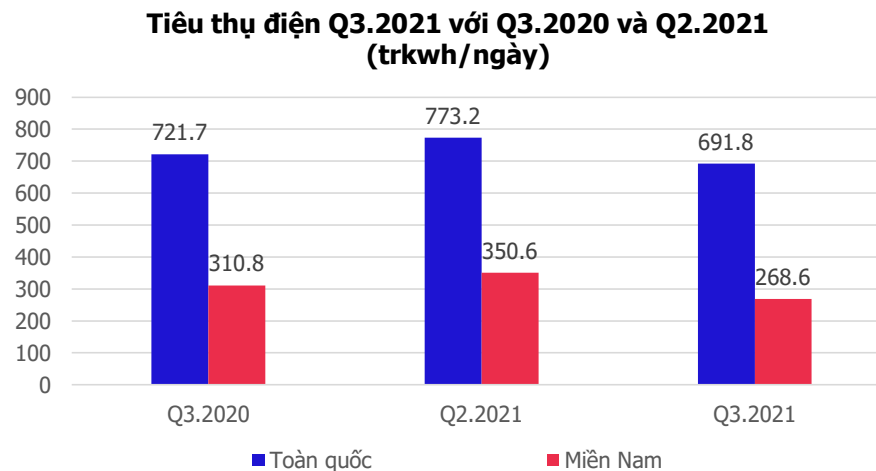
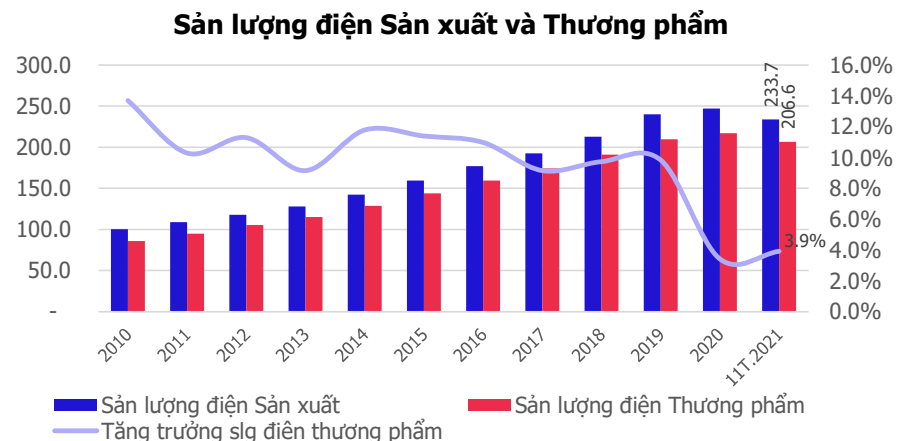
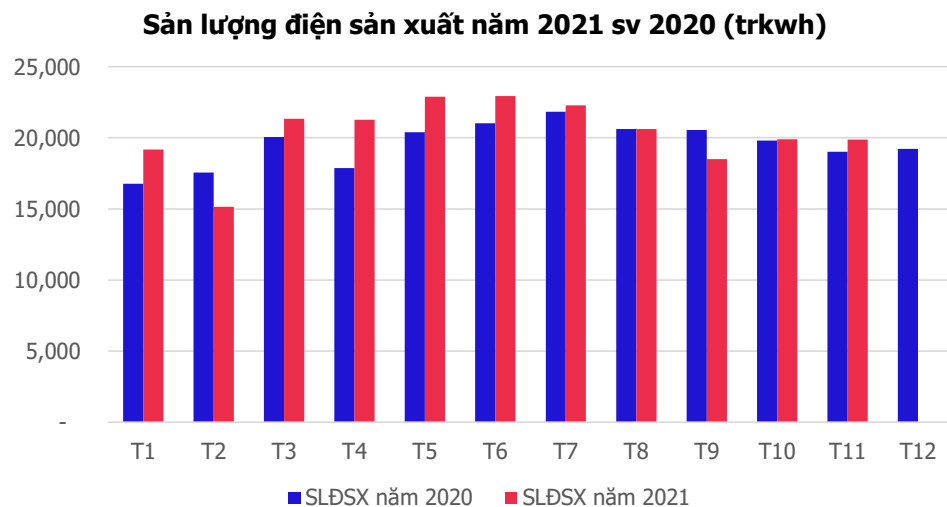
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



PHẦN I: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NĂM 2021

Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm

- Diễn biến dịch Covid 19 phức tạp, nhu cầu điện tăng chậm xấp xỉ 4%. Đặc biệt sụt giảm mạnh trong Q3.2021 (Toàn quốc giảm 4%, Miền Nam giảm 13.5%)



Nguồn: MOIT, EVN, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



PHẦN I: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NĂM 2021

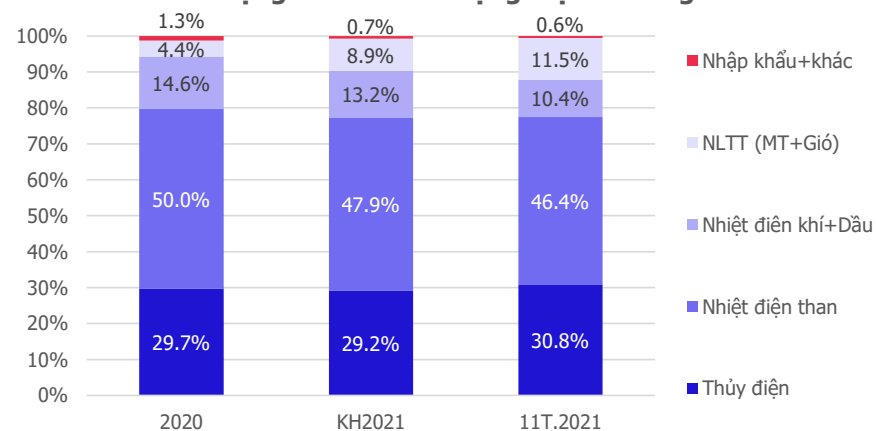
Biến động Cơ cấu sản lượng điện

- Thủy điện tiếp tục đóng góp ~ 80 tỷ kwh, tăng 10% và chiếm 31.4% tỷ trọng
- Điện Than, Khí vẫn đóng góp sản lượng lớn nhưng giảm so với 2020 (116 tỷ kwh -5%yoy; 27 tỷ kwh -25%yoy), chiếm tỉ trọng 46% và 10.5%. Nhu cầu phụ tải tăng chậm cùng với giá khí, than tăng mạnh là nguyên nhân chính.
- Nguồn điện năng lượng tái tạo (điện mặt trời, gió) đã tăng nhanh về sản lượng khi đạt 29,9 tỷ kwh, tăng mạnh 174% và chiếm 11.5% tổng nguồn.

Tổng công suất đặt hệ thống điện: Điện Gió phát triển mạnh trong năm 2021

- Đến cuối năm 2021, tổng công suất đặt các nhà máy điện đạt 75.750MW, tăng thêm gần 5.200 MW so với 2020.
- Đến cuối tháng 10.2021 có thêm 3.300 MW công suất điện gió từ 69 nhà máy, đưa tổng công suất điện gió hoạt động lên đến 3.980 MW
- Vẫn còn khoảng 2.456 MW công suất điện gió từ 37 nhà máy chưa kịp vận hành thương mại (COD) tại thời điểm 31/10/2021.
- Công suất nguồn điện năng lượng tái tạo đạt 20.500 MW (điện mặt trời 19.400 MWp ~ 16.500MW, điện gió 3.980MW) chiếm 27% công suất đặt toàn hệ thống.

Biến động cơ cấu Sản lượng điện theo nguồn



Giá mua điện NLTT

Điện mặt trời	Công suất	Giá mua điện (cents/kwh) (chưa bao gồm VAT)			Thời điểm áp dụng	Vòng đời dự án
		Mặt đất	Mặt nước	Áp mái		
FIT 1	Toàn bộ	9.35	9.35	9.35	Trước 30.6.2019	20 năm
FIT 2	Toàn bộ	7.09	7.69	8.38	Trước 31.12.2020	20 năm
FIT Dự thảo tiếp theo. Hoặc bán theo giá đấu thầu, bảng giá quy định của EVN	1. <20Kwp			6.84	Sau 2020	
	2. 20Kwp-<100Kwp			6.35		
	3. 100Kwp-1.250Kwp			5.89		
Điện Gió	Công suất	Giá mua điện (cents/kwh) (chưa bao gồm VAT)			Thời điểm áp dụng	Vòng đời dự án
		Trên bờ	Ngoài khơi			
FIT 1	Toàn bộ	8.5	9.8		trước 30.10.2021	20 năm
FIT 2 (dự kiến). Hoặc có thể đấu thầu		7.02	8.47		trước 31.12.2022	
		6.81	8.21		Trước 31.12.2023	
		Giảm 2.5%/quý			Sau 2023	

Nguồn: MOIT, EVN, TTNC MBS

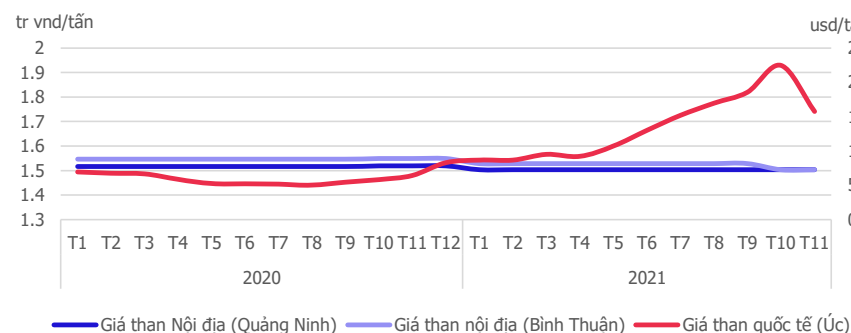
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



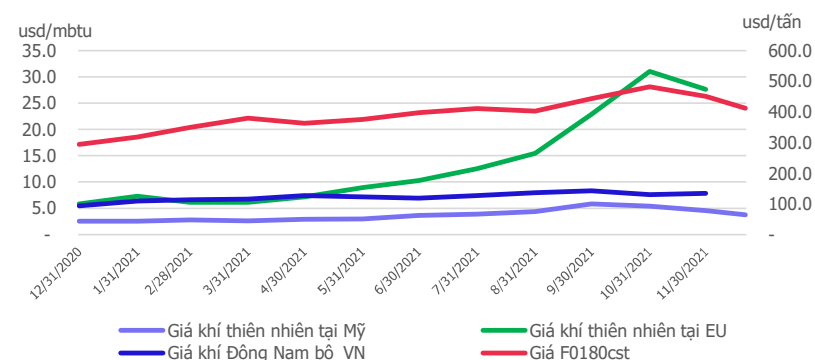
PHẦN I: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NĂM 2021

Biến động giá năng lượng cơ sở

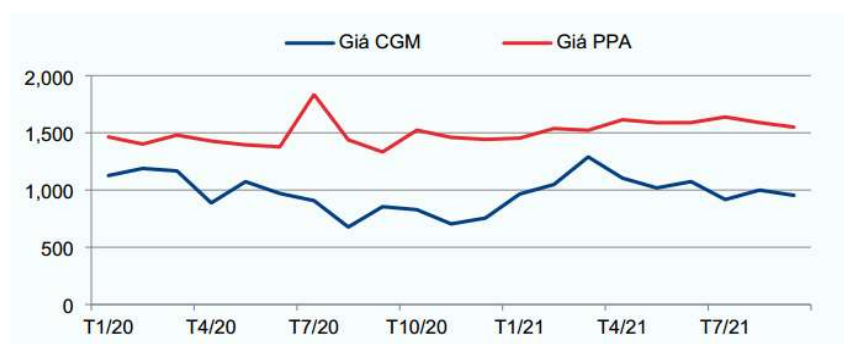
Biến động giá than



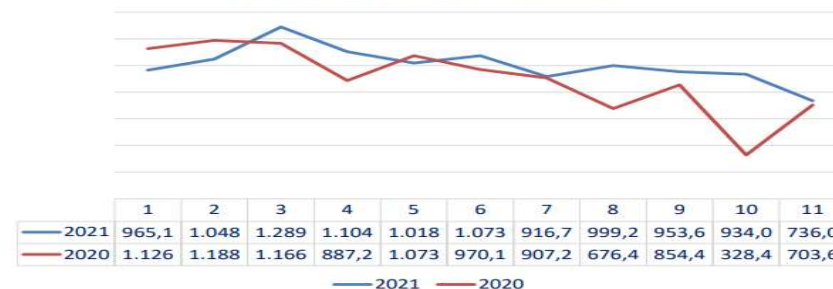
Biến động giá khí



Giá thị trường điện



Giá toàn phần thị trường điện (FMP) bình quân tháng 1-11/2020 & 2021 (VND/kWh)



Nguồn: MOIT, EVN, PGV, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



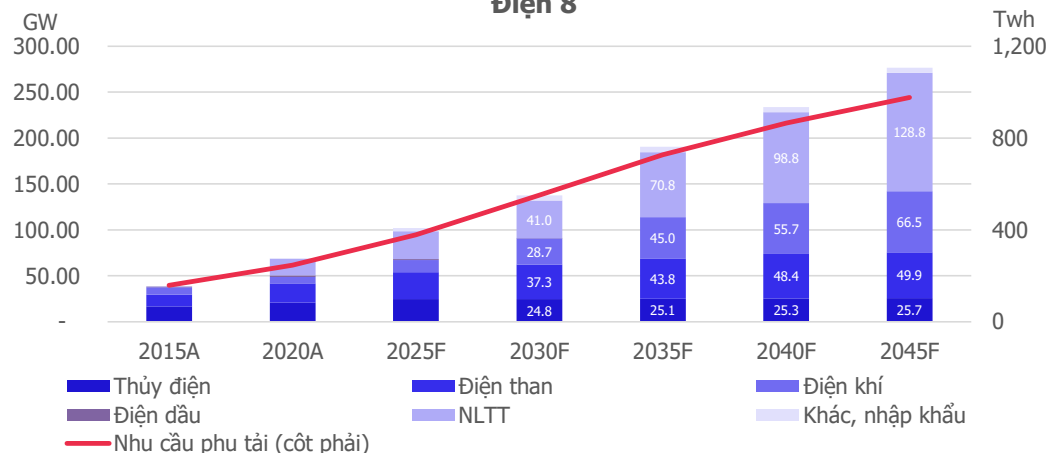
PHẦN I: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NĂM 2021

Dự thảo Quy hoạch điện VIII: dự kiến sẽ được phê duyệt trong tháng 12.2021

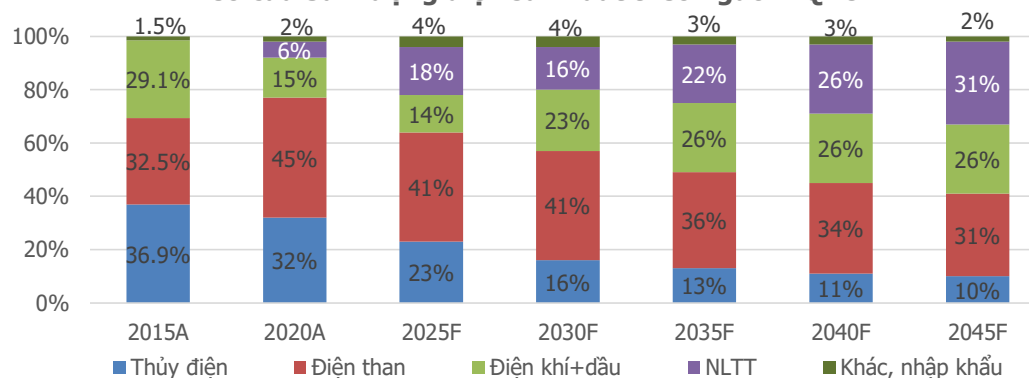
Tạo cơ hội lớn cho nguồn năng lượng sạch phát triển gồm Điện khí và Năng lượng tái tạo.

- **Nhu cầu phụ tải tiếp tục tăng 8% giai đoạn 2025-2030 và 6% đến 2045**
- **Thủy điện, Điện Than, Điện khí tiếp tục vai trò công suất nền**
- **Hạn chế Điện than, trong khi gia tăng điện khí và điện Năng lượng tái tạo (Mặt trời, Điện Gió)**
- **Cơ hội cho phát triển nguồn năng lượng tái tạo.**

Công suất và Sản lượng điện toàn hệ thống theo Dự thảo QH Điện 8



Cơ cấu Sản lượng điện sản xuất theo nguồn- QH8



Nguồn: MOIT, EVN, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



PHẦN I: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NĂM 2021

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành điện

MÃ CK	Đơn vị	Tình hình Tài chính đến 9.2021			TH 9T.2021		Tăng trưởng 9T.2021		ROA	ROE	PE	PB	Triển vọng 2022
		TTS	Vốn CSH	Vốn hóa 20.12.2021	DT	LNTT	DT	LNTT					
PGV	Tỷ đồng	70,557	50,193	42,894	28,397	2,975	-8.00%	104.00%	3.60%	15.00%	13.21	2.61	Khả quan
POW	Tỷ đồng	55,783	27,594	42,739	20,967	2,308	-4.00%	32.00%	3.60%	9.00%	15.63	1.42	Khả quan
DTK	Tỷ đồng	18,665	35,057	10,064	9,273	680	-2.00%	14.00%	3.20%	8.00%	14.27	1.35	Trung lập
GEG	Tỷ đồng	12,560	13,088	5,892	938	230	-2.00%	9.00%	1.70%	6.00%	20.96	1.77	Khả quan
QTP	Tỷ đồng	10,077	13,806	8,054	6,238	417	-7.00%	1143.00%	3.90%	7.00%	6.71	1.34	Khả quan
VSH	Tỷ đồng	9,942	6,639	6,780	977	235	425.00%	612.00%	2.00%	5.00%	18.46	1.78	Khả quan
HND	Tỷ đồng	9,025	11,064	9,422	6,809	193	-19.00%	-80.00%	2.00%	3.00%	13.19	1.58	Trung lập
DNH	Tỷ đồng	8,328	1,699	20,402	1,651	1,054	30.00%	73.00%	10.50%	14.50%	19.82	3.43	Trung lập
NT2	Tỷ đồng	6,700	1,500	7,773	4515	436	-5.00%	-2.00%	6.20%	14.00%	12.62	1.89	Khả quan
PPC	Tỷ đồng	5,817	3,262	7,599	3,346	223	-45.00%	-63.00%	3.80%	7.00%	10.47	1.56	Trung lập
Toàn ngành	Tỷ đồng	295,189	121,688	240,670	96,042	10,925	-7.00%	45.00%	3.30%	7.90%	13.79	1.87	Khả quan
- Nhiệt điện		184,076	67,493	131,552	83,365	7248	-10.00%	26.00%	4.00%	10.00%			Khả quan
- Thủy điện		62,208	32,900	71,208	9,277	3642	31.00%	79.00%	5.00%	10.00%			Trung lập

Nguồn: FinnPro, BCTC các DN, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022

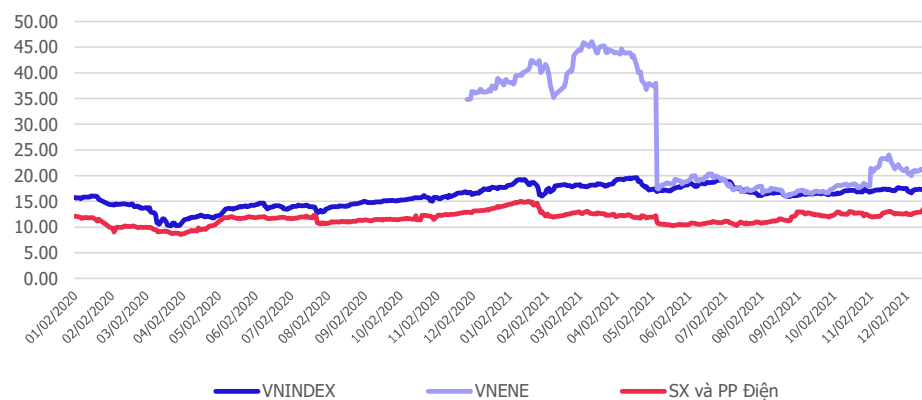


PHẦN I: TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG NĂM 2021

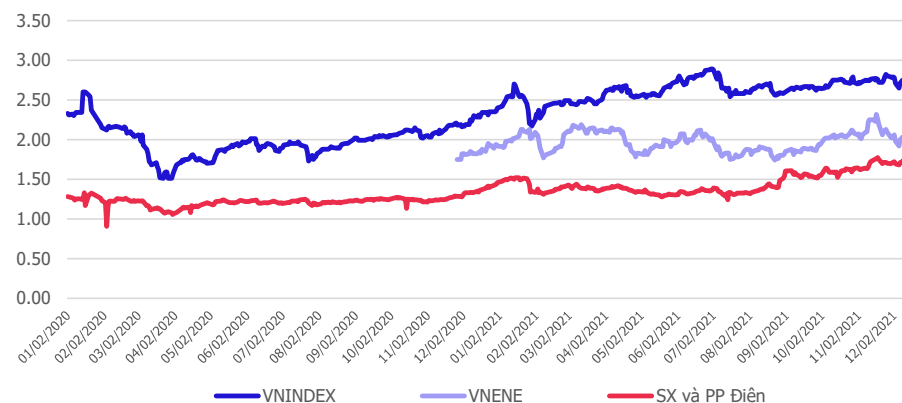
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành điện

Định giá thị trường

PE Ngành Sản xuất và Phân phối điện



PB Ngành Sản xuất và Phân phối điện



Nguồn: FinnPro, TTNC MBS

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN NĂM 2022



PHẦN II: TRIỂN VỌNG NĂM 2022

Tăng trưởng kinh tế dự báo ở mức từ 6.5-6.8% trong năm 2022. Nhu cầu tiêu thụ điện dự báo tăng từ 8-10% khi dịch Covid19 được kiểm soát, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng kinh tế.

- Thủy điện tuy gặp khó khăn về nguồn nước do điều kiện thời tiết đi vào pha ENSO trung tính, nhưng cơ bản hoạt động ổn định, sản lượng đạt mức xấp xỉ 2021, chiếm hoạt động cơ bản ổn định
- Nhiệt điện Than tiếp tục giữ vai trò nền tảng, dự kiến tăng trưởng khoảng 8-10%. Các nhà máy điện than tại miền Bắc có cơ hội tốt trong 6 tháng đầu năm
- Nhiệt điện khí phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022 với mức tăng trưởng khoảng 18-20%.
- Năng lượng tái tạo tiếp tục đóng góp lớn vào sản lượng toàn hệ thống, dự kiến tăng trưởng khoảng 25-28%

Chỉ tiêu	2021E	2022F	Tăng trưởng	Tỷ trọng
Tổng sản lượng điện sx (tỷ kwh)	254.66	277.58	9%	100.0%
Thủy điện	80.04	78.00	-3%	28.1%
Nhiệt điện than	116.34	126.34	9%	45.5%
Nhiệt điện khí+Dầu	26.86	32.86	22%	11.8%
NLTT (MT+Gió)	29.88	38.38	28%	13.8%
Nhập khẩu+khác	1.54	2.00	30%	0.7%

Nguồn: EVN, TTNC MBS

PHẦN III: CƠ HỘI ĐẦU TƯ

- 1. TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ**
- 2. CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH REE**
- 3. CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH**

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX - POW)



GIỮ – Giá mục tiêu: VND 18,100

Điểm nhấn

Giá cổ phiếu POW đã có sự bứt phát mạnh mẽ từ tháng 11 đến nay và hiện đạt mức 17.250 đồng, Chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu POW với giá mục tiêu 18,100 đồng/cổ phần trong 12 tháng tới dựa trên các điểm nhấn sau:

- TOP 5 doanh nghiệp sản xuất điện lớn Việt Nam:** hiện tại POW đang sở hữu vận hành 6 nhà máy điện với tổng công suất 4,205 MW, sản lượng điện hàng năm khoảng 20-22 tỷ kwh, chiếm 8% tổng nhu cầu thị trường. Chiến lược phát triển trong những năm tới POW sẽ đầu tư thêm các dự án nhiệt điện khí NT3&4 (1,500MW), Miền Trung 1&2 (1,500MW), LNG Cà Mau, LNG Quảng Ninh.
- Hiệu quả kinh doanh sẽ tiếp tục được cải thiện khi các nhà máy điện đi vào giai đoạn giảm bớt chi phí khấu hao và nợ vay:** Các nhà máy của POW đã đi vào giai đoạn trả nợ xong vốn vay đầu tư, khấu hao giảm (CM1&2, NT1) dự kiến sẽ mang lại hiệu quả kinh doanh tốt hơn trong những năm tới cùng với sản lượng điện gia tăng. Chúng tôi dự báo năm 2021 lợi nhuận sau thuế đạt 2.269 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận kinh doanh cốt lõi đạt mức 1960 tỷ đồng, tăng 20% so với 2020 bất chấp sản lượng điện sản xuất trong năm giảm.
- Tình hình tài chính lành mạnh:** Tổng tài sản đến cuối Q3.2021 đạt 55,783 tỷ đồng, trong đó Tiền tương đương tiền và đầu tư tài chính (tiền gửi) đạt 10,551 tỷ đồng (16.6% Tổng ts). Nợ phải trả đạt 23,055 tỷ đồng (41% Tổng nguồn vốn), trong đó vay và nợ ngắn hạn các tctd chỉ là 10,058 tỷ đồng (18% Tổng nguồn vốn) giảm 2,352 tỷ đồng so với đầu năm, đây là tỷ lệ vay nợ rất an toàn đối với doanh nghiệp phát điện lớn.
- Nhu cầu điện tiếp tục tăng lên trong những năm tới:** nhu cầu điện tăng chậm 3.6% trong 11 tháng đầu năm 2021 do tình hình dịch Covid19 diễn biến phức tạp. Từ 2022, chúng tôi cho rằng nhu cầu điện sẽ tăng nhanh hơn lên mức 8-9% khi dịch được kiểm soát, kinh tế hồi phục và phát triển với kế hoạch tăng trưởng GDP từ 6%-6.5%.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro lớn nhất của công ty hiện nay là sự cố tổ máy 1 nhà máy Vũng Áng1 sẽ làm suy giảm năng lực sản xuất điện khi đã bước vào mùa khô mà lợi thế thường dành cho các công ty nhiệt điện. Quá trình sửa chữa cũng tiếp tục kéo dài đến hết nửa đầu năm 2022, làm suy giảm kết quả kinh doanh của công ty trong năm 2022.

Cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh

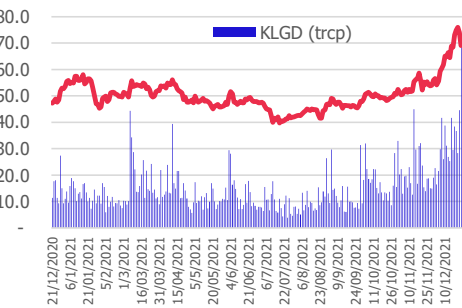
Trong 11 tháng đầu năm 2021, tổng sản lượng điện đạt 13,652 Tr.kWh, hoàn thành 73% kế hoạch năm. Sản lượng 11 tháng đầu năm đạt mức thấp là do nhu cầu thị trường điện không cao kéo dài từ quý 3 đến nay, trong khi điện khí với chi phí cao không được ưu tiên huy động, từ tháng 10, công ty còn chịu ảnh hưởng khi tổ máy 1 của nhà máy điện than Vũng Áng1 bị trục trặc kỹ thuật phải dừng phát điện.

Theo chia sẻ gần đây nhất, sản lượng điện cả năm 2021 có thể chỉ đạt 14,500 trkwh, bằng 77.5% kế hoạch năm. Doanh thu và lợi nhuận cả năm ước đạt 25,175 tỷ đồng và 2,184 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 89% và 141% kế hoạch nhưng sụt giảm 15% và 24% so với thực hiện 2020. Với lợi nhuận ước thực hiện cả năm như vậy, có nghĩa là trong quý 4, công ty chịu thua lỗ trước thuế là 124 tỷ đồng, bởi đến hết quý 3, công ty đã đạt lợi nhuận trước thuế là 2,308 tỷ đồng.

Định giá

Kết hợp phương pháp định giá DCF và so sánh PE, PB, giá trị cổ phiếu POW được xác định ở mức 18,100 đồng/cổ phần.

Giao dịch cổ phiếu POW



	1M	3M	12M
POW	26.8%	51.2%	45.0%
VN-Index	2.1%	9.4%	36.4%

Đơn vị: Tỷ đồng	Đơn vị	FY20A	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	29,732	25,614	30,776	37,851	51,444
Tăng trưởng doanh thu	Tỷ đồng	-16.0%	-13.8%	20.2%	23.0%	35.9%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	4,581	3,558	4,127	4,893	6,147
EBIT	Tỷ đồng	3,685	3,145	3,301	3,852	4,777
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	2,876	2,579	2,850	3,050	3,295
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	2,664	2,269	2,480	2,623	2,833
Lợi nhuận CB công ty mẹ	Tỷ đồng	2,366	2,029	2,228	2,354	2,546
EPS	Đồng	571	866	952	1,005	1,087
Tăng trưởng EPS	%	-44.0%	51.6%	9.8%	5.6%	8.1%
Cổ tức bằng tiền	Đồng	200	300	500	500	500
Lợi suất cổ tức	%	2.0%	1.7%	2.9%	2.9%	2.9%
PE	Lần	17.9	19.9	18.1	17.2	15.9
PB	Lần	0.8	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	Lần	4.6	7.5	8.0	8.6	6.7
ROE	%	8.5%	7.0%	7.3%	7.4%	7.6%
ROA	%	4.9%	4.4%	4.3%	3.6%	3.5%

Nguồn: Bloomberg, POW, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Giá hiện tại 24.12.2021	17,250 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	18,100 VND
Tiềm năng tăng giá (%)	5%
Bloomberg	POW VN
Giá trị vốn hóa	40,397 tỷ VND
Biến động giá 52 tuần (vnd)	9,930-19,000
KLGD BQ (000cp/ngày)	15,379
Giá trị GDBQ ngày (tỷ VND)	206
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.00%
Tỷ lệ SHNN hiện tại (%)	2.87%

Doanh nghiệp sản xuất điện TOP 5 tại Việt Nam

POW xếp thứ 4 các nhà sản xuất điện lớn nhất Việt Nam, sở hữu và vận hành 6 nhà máy điện với tổng công suất là 4,205 MW, trong đó 3 nhà máy nhiệt điện khí (2,700MW), 01 nhà máy nhiệt điện than (1,200 MW) và 02 nhà máy thủy điện công suất 305 MW

Trong giai đoạn 2021-2025, POW tiếp tục đầu tư thêm 02 nhà máy nhiệt điện khí là NT3&4 với tổng công suất 1,500MW, trong đó NT3 dự kiến hoạt động thương mại từ Q3.2023, NT4 từ Q3.2024. Ngoài ra còn đầu tư khoảng 50MW nguồn điện năng lượng tái tạo.

Trong tháng 11.2021, POW cùng các đối tác cũng thực hiện khởi động dự án Trung tâm điện khí LNG Quảng Ninh với quy mô giai đoạn 1 dự kiến là 1.500 MW với tổng vốn đầu tư gần 2 tỷ USD. Dự án dự kiến đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2024-2026, đáp ứng nhu cầu điện của miền bắc.

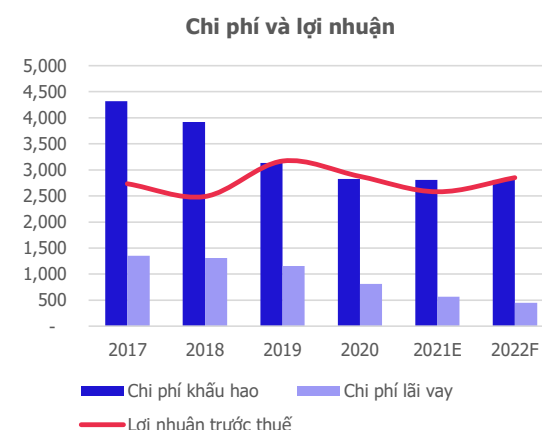
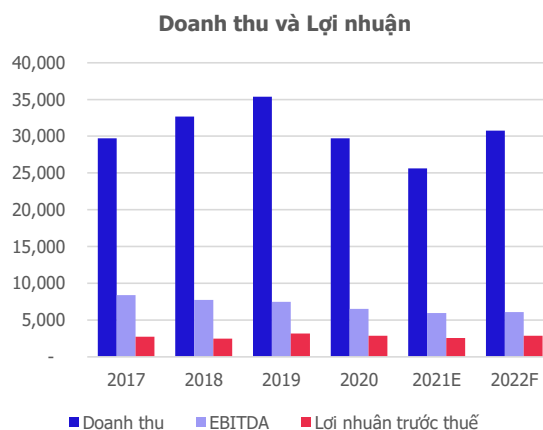
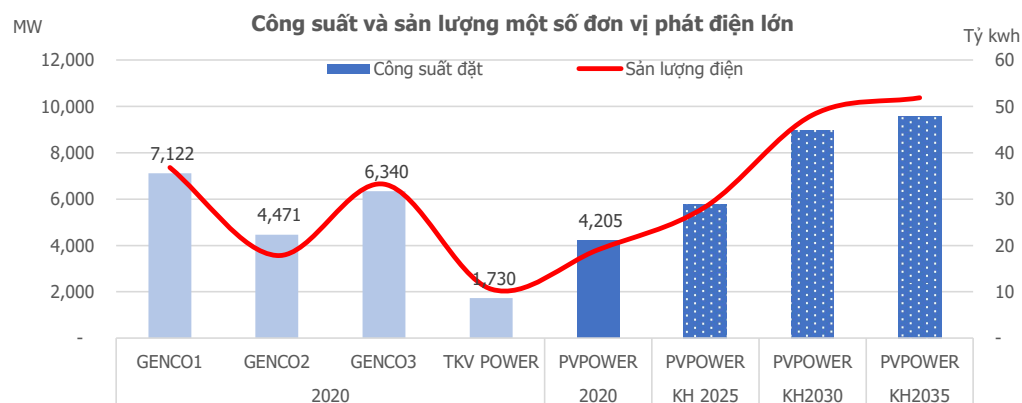
Chiến lược phát triển dài hạn dự kiến đến 2025 tổng công suất là khoảng 5,760MW, đến năm 2030 là 8,960 MW, tập trung chủ yếu vào lĩnh vực điện khí.

Hiệu quả kinh doanh tốt lên khi khấu hao và nợ vay giảm

Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 với công suất 1,500MW đã hoạt động 13 năm, hiện nay phần máy móc thiết bị đã được khấu hao hết, chi phí khấu hao hàng năm còn khoảng 85 tỷ đồng cho công trình xây dựng, bên cạnh đó nợ vay đầu tư cũng đã được trả toàn bộ. Hiện công ty đang phối hợp với EVN để chuyển đổi sang hợp đồng mua bán điện mà có thể tham gia thị trường điện cạnh tranh. Như vậy với nhà máy cơ bản đã khấu hao hết thì hiệu quả kỳ vọng sẽ tăng lên.

Nhà máy điện NT1 cũng đã cơ bản hoàn thành khấu hao và trả nợ, với thuận lợi nằm trong khu vực nhu cầu điện cao, cũng sẽ mang lại hiệu quả tốt hơn trong những năm tới.

Năm 2021, dự báo tổng sản lượng điện sẽ đạt khoảng 15,140 triệu kwh, giảm 21% do nhu cầu thị trường giảm và một số tổ máy thực hiện đại tu và bảo dưỡng, năm 2022 tăng 21% lên mức 18,343 triệu kwh. Lợi nhuận hoạt động cốt lõi từ sản xuất điện năm 2021 dự báo đạt 1,958 tỷ đồng, tăng 20% so với 2020, năm 2022 là 2,382 tỷ đồng, tăng 22%.



Nguồn: GENCO1,2,3, TKV POWER, POW, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM (HSX - POW)



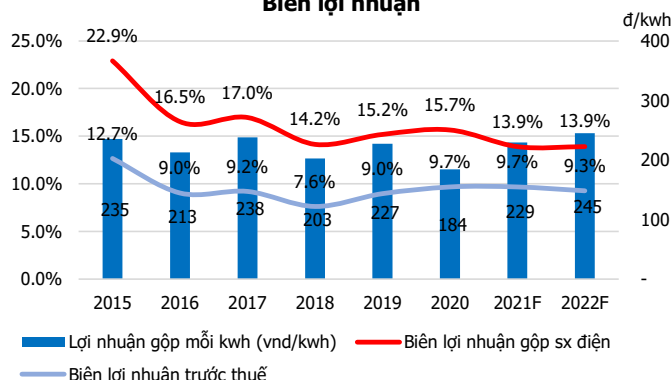
Hiệu quả kinh doanh tiếp tục tăng lên

Năm 2020, mặc dù sản lượng điện giảm đến 15% trong bối cảnh dịch Covid 19 bùng phát, lợi nhuận trước thuế vẫn đạt 2,876 tỷ đồng, bằng 93% so với 2019.

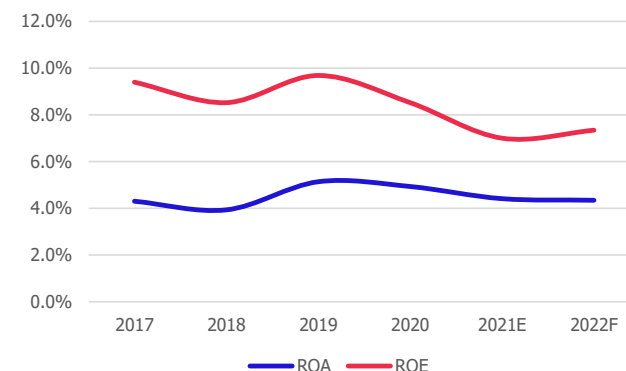
Chúng tôi dự báo năm 2021 lợi nhuận sau thuế đạt 2.269 tỷ đồng, trong đó lợi nhuận kinh doanh cốt lõi đạt mức 1960 tỷ đồng, tăng 20% so với 2020 bất chấp sản lượng điện sản xuất trong năm giảm.

Cho năm 2022, cùng với dự báo nhu cầu điện tăng trở lại, chúng tôi dự báo sản lượng điện của công ty sẽ tăng khoảng 20% lên mức 18,340 triệu kwh. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 30,776 tỷ đồng và 2,850 tỷ đồng, tăng lần lượt 20% và 11 % so với 2021.

Biên lợi nhuận



Hiệu quả kinh doanh



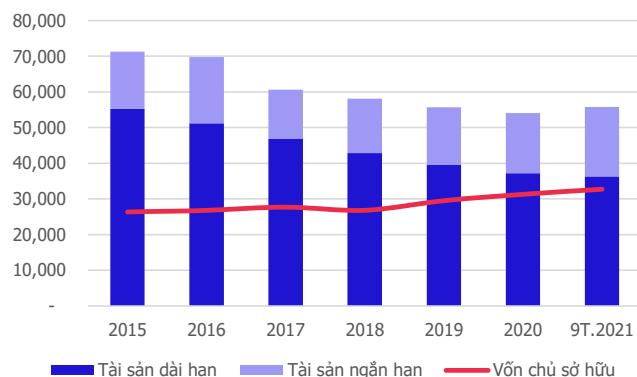
Tình hình tài chính lành mạnh

Tình hình tài chính lành mạnh: Tổng tài sản đến cuối Q3.2021 đạt 55,783 tỷ đồng, trong đó Tiền tương đương tiền và đầu tư tài chính (tiền gửi) đạt 10,551 tỷ đồng (16.6% Tổng ts).

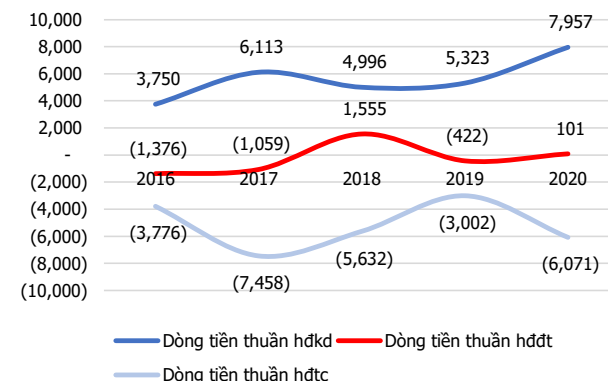
Nợ phải trả đạt 23,055 tỷ đồng (41% Tổng nguồn vốn), trong đó vay và nợ ngắn hạn các tctd chỉ là 10,058 tỷ đồng (18% Tổng nguồn vốn) giảm 2,352 tỷ đồng so với đầu năm, đây là tỷ lệ vay nợ rất an toàn đối với doanh nghiệp phát điện lớn.

Dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh hàng năm luôn dương lớn nhờ quản trị tốt hoạt động kinh doanh, khấu hao lớn đảm bảo chất lượng lợi nhuận hàng năm, mặt khác giúp công ty thực hiện trả nợ vay đúng hạn và số dư tiền, tương đương tiền luôn lớn.

Cơ cấu Tài sản- Nguồn vốn



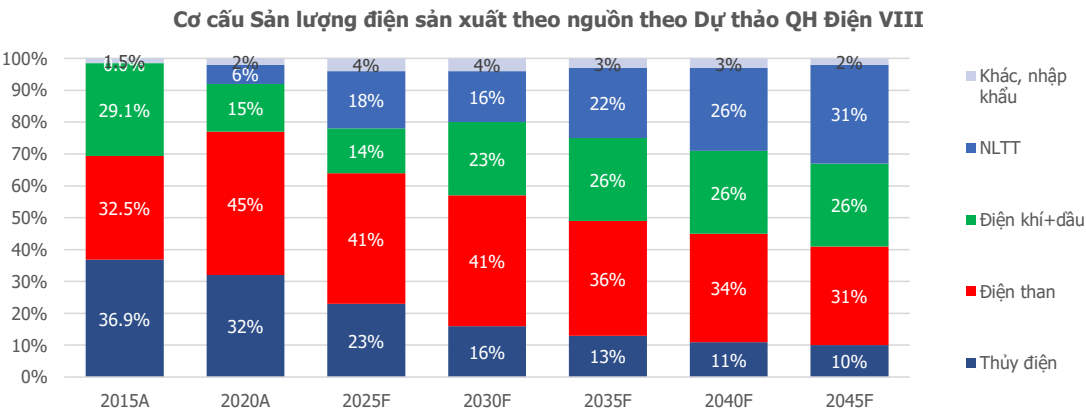
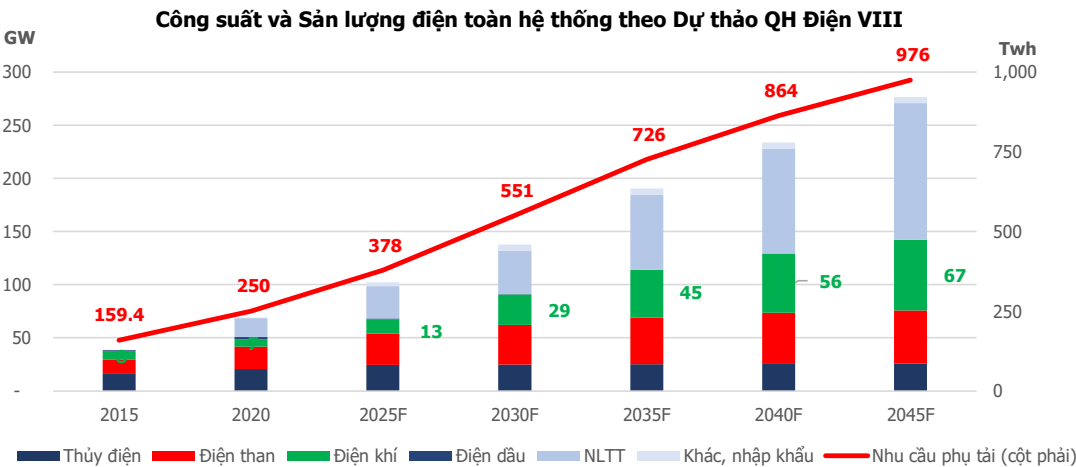
Lưu chuyển dòng tiền



Nguồn: POW, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Nhu cầu điện tiếp tục tăng lên trong trung và dài hạn

- Nhu cầu điện tiếp tục tăng lên trong những năm tới:** nhu cầu điện tăng chậm 3.6% trong 11 tháng đầu năm 2021 do tình hình dịch Covid19 diễn biến phức tạp. Từ 2022, chúng tôi cho rằng nhu cầu điện sẽ tăng nhanh hơn lên mức 8-9% khi dịch được kiểm soát, kinh tế hồi phục và phát triển với kế hoạch tăng trưởng GDP từ 6%-6.5%.
- Giai đoạn 2021 - 2025, EVN dự báo 2 kịch bản nhu cầu phụ tải điện:** Phương án cơ sở, tăng trưởng nhu cầu điện khoảng 8,6%/năm và Phương án cao (với kịch bản kinh tế phục hồi mạnh sau COVID-19, đồng thời có xem xét đến khả năng có làn sóng dịch chuyển đầu tư của các doanh nghiệp FDI vào Việt Nam) tăng trưởng 9,4%/năm. Theo EVN, với hai kịch bản tăng trưởng này, hệ thống đảm điện sẽ bảo cung ứng đủ điện trong toàn bộ giai đoạn 2021 – 2025
- Tăng trưởng kép 8.6% giai đoạn 2020-2025 và 7.8% giai đoạn 2025-2030:** Theo Quy hoạch điện VIII đang được xây dựng, dự kiến đến 2025 công suất nguồn và sản lượng điện lần lượt là 97.66 GW và 378.37Twh, đến 2030 là 136GW và 550.73 Twh, lần lượt tăng trưởng kép CAGR là 8.6% và 7.8% từng giai đoạn.



Nguồn: MOIT, EVN, TTNC MBS tổng hợp

Dự phóng kết quả kinh doanh và Định giá

- Năm 2021, Tổng công ty xây dựng kế hoạch sản lượng điện sản xuất là 18,700 triệu kwh. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 28,404 tỷ đồng và 1,549 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự báo, tổng sản lượng điện cả năm 2021 sẽ đạt khoảng 15.140 triệu kwh, hoàn thành 81% kế hoạch cả năm. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 25,614 tỷ đồng và 2579 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 866 đồng, tăng 52% so với 2020.
- Cho năm 2022, cùng với dự báo nhu cầu điện tăng trở lại, chúng tôi dự báo sản lượng điện của công ty sẽ tăng khoảng 20% lên mức 18,340 triệu kwh. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 30,776 tỷ đồng và 2,850 tỷ đồng, tăng lần lượt 20% và 11 % so với 2021.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Sản lượng điện	Triệu kwh	19,166	15,140	18,340	21,131	25,600	29,178	29,178
Tăng trưởng	%	-15%	-21.0%	21.2%	15.2%	21.1%	14.0%	0.0%
Doanh thu	Tỷ đồng	29,732	25,614	30,776	37,851	51,444	61,100	61,578
Tăng trưởng doanh thu	%	-16.0%	-13.8%	20.2%	23.0%	35.9%	18.8%	0.8%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-25,151	-22,056	-26,649	-32,958	-45,296	-53,795	-54,218
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	4,581	3,558	4,127	4,893	6,147	7,305	7,360
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	440	720	365	328	328	328	328
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-999	-688	-527	-832	-1,504	-1,505	-1,337
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	-35	-30	-36	-45	-61	-72	-73
Chi phí quản lý dn	Tỷ đồng	-1,174	-1,012	-1,108	-1,325	-1,646	-1,955	-1,970
Lợi nhuận hđ kinh doanh	Tỷ đồng	2,812	2,559	2,830	3,030	3,275	4,110	4,318
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	2,876	2,579	2,850	3,050	3,295	4,130	4,338
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	2,664	2,269	2,480	2,623	2,833	3,552	3,731
Lợi nhuận cơ công ty mẹ	Tỷ đồng	2,366	2,029	2,228	2,354	2,546	3,244	3,420
Thu nhập mỗi cổ phần	Đồng/cp	571	866	952	1,005	1,087	1,385	1,460

Định giá cổ phiếu

Kết hợp các Phương pháp định giá DCF, FCFE, so sánh PE, PB, giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 18.100 đồng.

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFF	24,615
- PB	16,484
- PE	13,102
Giá trị trung bình	18,067

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn bình quân WACC	%	10.45%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2026	%	1.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2027	tỷ đồng	3,532
Hiện giá dòng tiền sau năm 2027	tỷ đồng	58,402
Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	5,975
Giá trị Công ty	tỷ đồng	57,646
Số lượng cổ phần	triệu cp	2,341,87
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	24,615

Nguồn: POW, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

MUA, Giá mục tiêu: 22,800 VND

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu QTP với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 22,800 đồng dựa trên các luận điểm chính: 1) Hiệu quả kinh doanh tăng lên khi chi phí khấu hao và tài chính giảm xuống; 3) Nhu cầu hệ thống điện dự báo tăng mạnh trở lại từ 2022 khi dịch Covid được kiểm soát; 3) Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn trong những năm tới khi lợi nhuận tăng;

Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2021

- Sản lượng điện sản xuất trong quý 3 tăng 34% so với cùng kỳ: sản lượng điện 9 tháng đầu năm đạt 5.3 tỷ kwh, sản lượng điện thương phẩm đạt 4.8 tỷ kwh, hoàn thành 74% kế hoạch cả năm. Riêng trong quý 3, sản lượng điện thương phẩm đạt 1.46 tỷ kwh, tăng mạnh 34% so với cùng kỳ năm trước, đưa kết quả kinh doanh từ mức lỗ cùng kỳ năm trước thành lãi.
- Lợi nhuận 9 tháng đầu năm vượt 25% kế hoạch cả năm: Doanh thu 9 tháng đạt 6,238 tỷ đồng, bằng 93% cùng kỳ năm trước và hoàn thành 75% kế hoạch năm. Đặc biệt nhờ tiết giảm chi phí khấu hao, chi phí lãi vay, trong khi sản lượng điện tốt lên, Lợi nhuận trước thuế đạt 421 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức lỗ 40 tỷ đồng cùng kỳ năm 2020 và vượt 25% kế hoạch cả năm.

Điểm nhấn

- Nhà máy hoạt động ổn định, duy trì sản lượng cao, gia tăng hiệu quả kinh doanh: Năm 2021 dự kiến sản lượng điện sản xuất vượt kế hoạch 7.17 tỷ kwh. Năm 2022 chúng tôi đánh giá công ty có thể đạt sản lượng từ 7.2-7.3 tỷ kwh do nhu cầu điện tăng, nguồn thủy điện dự báo bị hạn chế do thời tiết, trong khi một số nhà máy nhiệt điện than trong khu vực gặp sự cố kỹ thuật.
- Giảm chi phí khấu hao và lãi vay: Từ 2020 khi nhà máy QN1 cơ bản khấu hao xong phần máy móc thiết bị, chi phí khấu hao của công ty được điều chỉnh và giảm tương đối lớn từ mức gần 2,000 tỷ/năm về mức 1,100 tỷ/năm. Từ 2022, chi phí khấu hao tiếp tục giảm thêm khoảng 250 tỷ đồng. Cùng với đó, chi phí lãi vay cũng giảm xuống khi công ty cơ bản sẽ trả xong Vay nợ dài hạn trong năm 2022.
- Nhu cầu tiêu thụ điện hồi phục và tăng khoảng 9%-10% trong 2022: Nhu cầu điện có khả năng tăng 9-10% sau khi có mức tăng chậm dưới 4% trong năm 2021. Trong dài hạn đến 2025 nhu cầu tiêu thụ điện vẫn được dự báo ở mức từ 8.6%-9.4%/năm, là cơ hội để công ty tiếp tục phát triển ổn định.

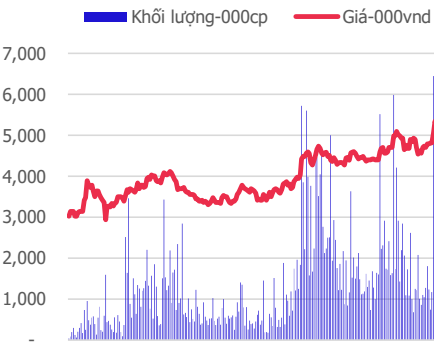
Ước kết quả kinh doanh năm 2021 và dự báo năm 2022

- Chúng tôi dự báo sản lượng điện cả năm sẽ đạt mức 7.2 tỷ kwh, hoàn thành 100% kế hoạch năm. Tổng doanh thu cả năm đạt mức 9.265 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 750 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 1.584 đồng.
- Trong năm 2022, chúng tôi dự báo sản lượng điện tiếp tục duy trì mức tối thiểu 7.2 tỷ kwh, doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 10,167 tỷ đồng và 1,054 tỷ đồng, tăng 10% và 40% so với 2021.

Định giá cổ phiếu

Kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu và so sánh PE-PB, giá trị cổ phiếu QTP được xác định ở mức 22,800 đồng/cổ phần.

Giao dịch của QTP 12 tháng



	1T	3T	6T	12T
QTP	10.2%	18.8%	39.4%	70.4%
VNIndex	2.1%	9.4%	7.1%	37.2%

Giá hiện tại (24/12/2021)	18,400 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	22,800 VND
Upside (%)	24%
Bloomberg	QTP VN Equity
Giá trị vốn hóa	8,220 tỷ VND
Biến động giá 12 tháng(VND)	10,500-19,100
Khối lượng GDBQ trong 12 tháng (000cp/ngày)	1,352
Giá trị GDBQ trong 12 tháng (tỷ VND/ngày)	21.53
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại(%)	0.3%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021E	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	9,182	9,265	10,167	10,328	10,491
- Tăng trưởng doanh thu	%	-9.3%	0.9%	9.7%	1.6%	1.6%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,834	1,021	1,222	1,448	1,575
- Biên lợi nhuận gộp	%	20.0%	11.0%	12.0%	14.0%	15.0%
EBIT	Tỷ đồng	1,770	958	1,147	1,374	1,503
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,375	750	1,054	1,343	1,481
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,306	713	1,001	1,276	1,407
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	2,901	1,584	2,224	2,835	3,126
Tăng trưởng EPS	%	100.6%	-45.4%	40.4%	27.4%	10.3%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	1,000	1,000	1,500	1,500	1,500
Tỷ suất cổ tức	%	6.5%	5.4%	8.2%	8.2%	8.2%
P/E	Lần	6.1	11.6	8.3	6.5	5.9
P/B	Lần	1.30	1.30	1.24	1.14	1.03
EV/EBITDA	Lần	3.7	3.9	4.1	4.2	3.9
ROE	%	21.4%	11.2%	15.0%	17.5%	17.6%
ROA	%	12.4%	7.3%	10.7%	14.0%	14.3%

Nguồn: QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

Điểm nhấn đầu tư

Nhà máy hoạt động ổn định – EVN huy động sản lượng điện ở mức cao

Là đơn vị phát triển nằm trong tứ giác phát triển kinh tế năng động của miền bắc gồm Quảng Ninh- Hải Phòng- Bắc Giang- Hà Nội, nhu cầu điện năng luôn ở mức cao nên công ty luôn được EVN xếp vào danh sách các nhà máy chạy nền, đáp ứng nhu cầu phụ tải, huy động phát điện ở công suất và sản lượng cao

Năm 2019 sản lượng điện đạt 7.580 triệu kwh, bằng 108% sản lượng thiết kế, năm 2020 sản lượng đạt 6.387 triệu kwh, bằng 89% sản lượng thiết kế do ảnh hưởng chung của dịch Covid19. Năm 2021, EVN dự kiến huy động sản lượng 7.172 triệu kwh từ QTP, sản lượng điện 9 tháng đầu năm đạt 5.3 tỷ kwh, sản lượng điện thương phẩm đạt 4.8 tỷ kwh, hoàn thành 74% kế hoạch cả năm. Riêng trong quý 3, sản lượng điện thương phẩm đạt 1.46 tỷ kwh, tăng mạnh 34% so với cùng kỳ năm trước, đưa kết quả kinh doanh từ mức lỗ cùng kỳ năm trước thành lãi.

Trong năm 2022, chúng tôi dự báo sản lượng điện của công ty sẽ đạt mức 7.2 tỷ kwh, tương đương sản lượng của năm 2021, các năm tiếp theo cơ bản duy trì ổn định tại mức sản lượng này.

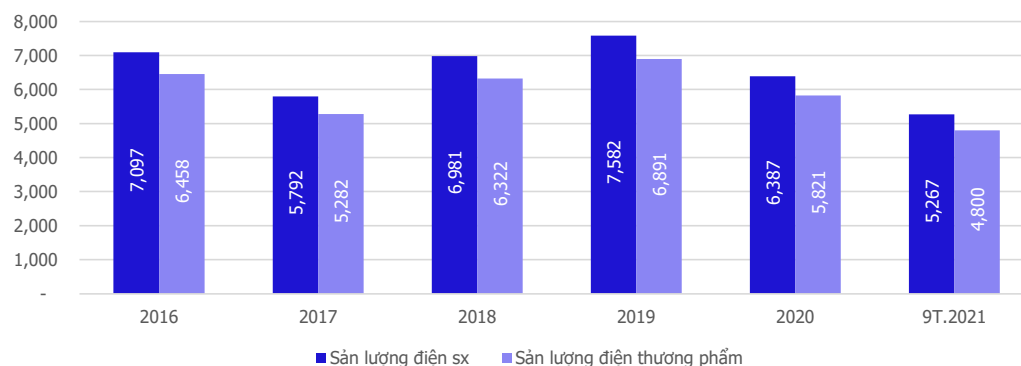
Hiệu quả kinh doanh tăng lên khi chi phí sản xuất và tài chính giảm

Năm 2020, công ty ghi nhận lợi nhuận trước thuế đột biến với 1.375 tỷ đồng, nhờ hoạt động kinh doanh trong năm mang lại hiệu quả cao khi chi phí tài chính và chi phí khấu hao giảm (điều chỉnh chính sách khấu hao máy móc thiết bị từ 10 năm lên 15 năm, làm chi phí khấu hao giảm 750 tỷ đồng), cùng với đó là ghi nhận khoản lợi nhuận chênh lệch tỷ giá trong giá bán điện năm 2015 và 2018 là 568 tỷ đồng.

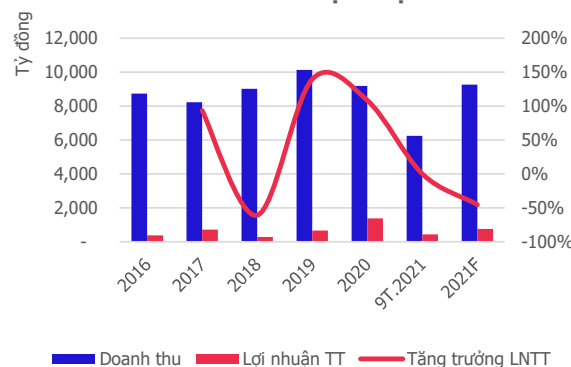
Chúng tôi cũng nhận thấy, nhà máy QN1 sau 10 năm hoạt động, MMTB đã được khấu hao gần hết và sẽ hết vào năm 2022, chi phí khấu hao MMTB năm 2022 sẽ chỉ còn khoảng 780 tỷ và đến năm 2023 là 530 tỷ, điều này làm cho hiệu quả kinh doanh tăng lên.

Chi phí tài chính cũng giảm đáng kể, năm 2020, chi phí tài chính giảm xuống còn 395 tỷ đồng, so với mức 857 tỷ đồng của năm 2018, điều này do chi phí lãi vay giảm khi nợ vay giảm nhanh, cùng với đó là chi phí tỷ giá trong thời kỳ xây dựng đã được công ty phân bổ hết từ năm 2019. Chúng tôi dự báo chi phí tài chính năm 2021 ở mức 208 tỷ đồng, do trong năm công ty tiếp tục trả gốc nợ vay khoảng 1.300 tỷ đồng và ít chịu sức ép lỗ chênh lệch tỷ giá.

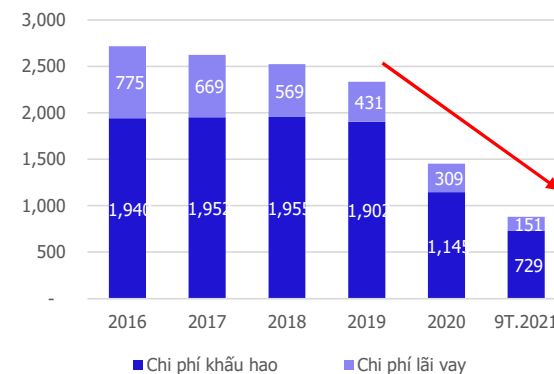
Sản lượng điện sản xuất và thương phẩm hàng năm (trkwh)



Doanh thu và lợi nhuận



Chi phí Khấu hao và Tài chính



Nguồn: QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH (Upcom - QTP)



Điểm nhấn đầu tư

Nguồn lực tài chính ổn định cho phép công ty thực hiện chính sách cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn từ năm 2020

Tổng tài sản giảm đều do khấu hao tài sản cố định hàng năm. Cơ cấu tài sản cân đối khi công ty kiểm soát tốt khoản Nợ phải thu, hàng tồn kho, trong khi nhà máy vận hành ổn định và khấu hao đều.

Bên nguồn vốn, Nợ vay giảm liên tục trong khi nguồn vốn chủ sở hữu được gia tăng. Nợ phải trả đến 9.2021 là 4,088 tỷ đồng, chiếm 40.5% tổng nguồn vốn, trong đó vay nợ ngắn và dài hạn là 2.764 tỷ đồng, bằng 27.5% tổng nguồn vốn. Chúng tôi dự tính Nợ vay ngắn và dài hạn tiếp tục giảm thêm 1.800 tỷ đồng trong năm 2021, đến năm 2022 cơ bản công ty trả hết nợ vay dài hạn đầu tư nhà máy.

Dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn đảm bảo khả năng chi trả các khoản Nợ gốc hàng năm, trong khi hoạt động đầu tư chủ yếu là khoản đầu tư tài chính ngắn hạn làm gia tăng hiệu quả sử dụng nguồn vốn.

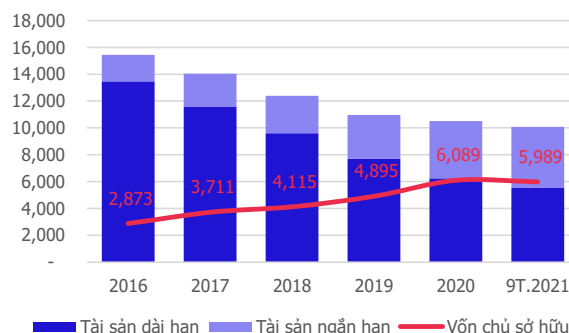
Với khả năng tài chính tốt, chúng tôi dự báo công ty sẽ thực hiện chính sách cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn từ năm 2020 trở đi với tỷ lệ từ 10%-15% mỗi năm

Nhu cầu điện tăng mạnh trong năm 2022 và các năm tiếp theo

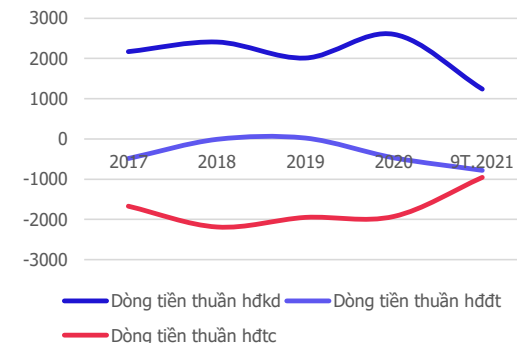
Nhu cầu điện dự báo tăng mạnh 9%-10% trong năm 2022: Nhu cầu điện tăng chậm dưới 4% trong 2021 do tình hình dịch Covid19 bùng phát trong quý 3. Theo EVN, điện thương phẩm 11 tháng năm 2021 đạt 206.59 tỷ kWh, tăng 3,92% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù vậy, 27 tỉnh miền Bắc vẫn là khu vực tăng trưởng cao, với mức tăng 9,48%, gấp 2,42 lần cả nước. Trong năm 2022, EVN đã xây dựng phương án phụ tải tăng trưởng ở mức cơ bản là 8,3% theo kịch bản tăng trưởng kinh tế ở mức 6-6,5% và chuẩn bị cả kịch bản tăng trưởng cao với 12,4% khi nền kinh tế có sự bứt phá mạnh mẽ hơn. Trong khi đó, cũng theo EVN, hiện tại tình hình nước về hồ tại các tỉnh miền Bắc hạn chế, một số hồ thủy điện vẫn chưa tích đủ nước (Lai Châu còn hụt 2,7m, Hòa Bình hụt 3,6m, Thác Bà hụt 2,7m, Bản Vẽ còn hụt 3,5 m...). Như vậy có thể thấy nhu cầu điện năm 2022 cơ bản tăng lên, thủy điện miền Bắc lại hạn chế nên cơ hội đối với các nhà máy nhiệt điện phía Bắc là khá rõ ràng trong mùa khô 2022, trong đó có QTP.

Về giai đoạn 2021-2025, EVN đưa ra 2 kịch bản với tăng trưởng lần lượt là 8,6% và 9,4%: giai đoạn 2021 - 2025, EVN dự báo 2 kịch bản nhu cầu phụ tải điện: Phương án cơ sở, tăng trưởng nhu cầu điện khoảng 8,6%/năm và Phương án cao là 9,4%/năm. Theo EVN, với hai kịch bản tăng trưởng này, hệ thống đảm bảo sẽ bảo cung ứng đủ điện trong toàn bộ giai đoạn 2021 – 2025

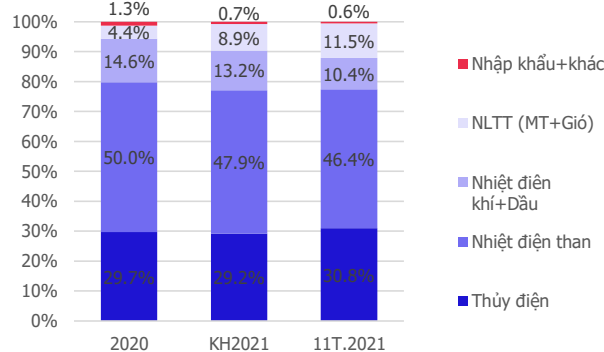
Cơ cấu tài sản và nguồn vốn



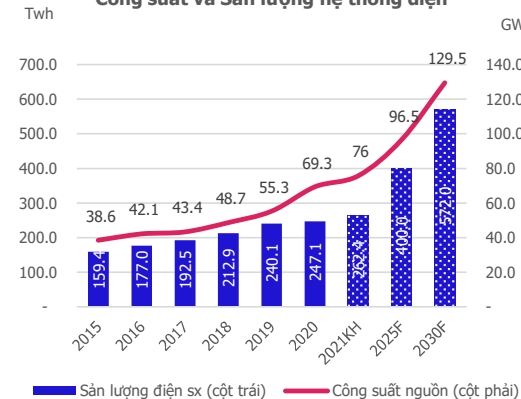
Lưu chuyển dòng tiền



Biến động Cơ cấu sản lượng điện theo nguồn



Công suất và Sản lượng hệ thống điện



Nguồn: Bộ Công thương, EVN, QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2021-2022

- Cho năm 2021, chúng tôi dự báo sản lượng điện cả năm sẽ đạt mức 7.2 tỷ kwh, hoàn thành 100% kế hoạch năm. Tổng doanh thu cả năm đạt mức 9.265 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 750 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 713 tỷ đồng, thu nhập mỗi cổ phần đạt 1.584 đồng.
- Trong năm 2022, Với những thuận lợi về nhu cầu thị trường điện tăng trở lại, chúng tôi dự báo sản lượng điện tiếp tục duy trì mức 7.2 tỷ kwh, doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 10,167 tỷ đồng và 1,054 tỷ đồng, tăng 10% và 40% so với 2021. Thu nhập mỗi cổ phần đạt trên 2,200 đồng.

Định giá cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu và so sánh PE, PB trung bình các doanh nghiệp nhiệt điện trên thị trường, giá trị cổ phiếu QTP xác định ở mức 22,800 đồng/cổ phần.

Kết quả định giá	Giá trị (vnd/cp)
- DCF_FCFE	25,813
- PB	21,647
- PE	21,044
Giá trị trung bình	22,834

Dự báo kết quả kinh doanh 2021F-2025F

Kết quả kinh doanh	Đơn vị	2020	2021E	2022F	2023F	2024F	2025F
Sản lượng điện sản xuất	Triệu kwh	6,387	7,200	7,222	7,222	7,222	7,222
Doanh thu	Tỷ đồng	9,182	9,265	10,167	10,328	10,491	10,656
Tăng trưởng doanh thu	%	-9.3%	0.9%	9.7%	1.6%	1.6%	1.6%
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	-7,348	-8,244	-8,945	-8,880	-8,915	-9,056
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,834	1,021	1,222	1,448	1,575	1,600
Doanh thu tài chính	Tỷ đồng	49	50	53	56	60	63
Chi phí tài chính	Tỷ đồng	-396	-208	-94	-31	-22	-22
Chi phí quản lý doanh nghiệp	Tỷ đồng	-105	-111	-127	-129	-131	-133
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	Tỷ đồng	1,381	752	1,055	1,344	1,482	1,508
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,375	750	1,054	1,343	1,481	1,507
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,306	713	1,001	1,276	1,407	1,356
Thu nhập mỗi cổ phần	đồng	2,901	1,584	2,224	2,835	3,126	3,014

Định giá theo DCF

Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí vốn chủ sở hữu	%	12.98%
Tăng trưởng dòng tiền sau năm 2027	%	1.00%
Hiện giá dòng tiền thuần giai đoạn 2021-2026	tỷ đồng	6,856
Hiện giá dòng tiền sau năm 2026	tỷ đồng	4,346
Tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn hiện tại	tỷ đồng	1,528
Giá trị Công ty	tỷ đồng	12,730
Nợ dài hạn hiện tại	tỷ đồng	1,114
Giá trị vốn chủ sở hữu	tỷ đồng	11,616
Số lượng cổ phần	triệu cp	450
Giá trị mỗi cổ phần	đồng	25,813

Hệ số PE-PB ngành

Mã CK	PE	PB
PPC	11.50	1.64
HND	13.40	1.58
PGV	13.30	2.51
DTK	15.80	1.48
POW	14.80	1.37
BTP	18.3	0.93
QTP	7.00	1.43
Trung bình	13.76	1.59

Nguồn: QTP, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH (Upcom - QTP)



Kết quả kinh doanh	2020A	2021E	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	9,182	9,265	10,167	10,328	10,491
Giá vốn hàng bán	-7,348	-8,244	-8,945	-8,880	-8,915
Lợi nhuận gộp	1,834	1,021	1,222	1,448	1,575
Doanh thu tài chính	49	50	53	56	60
Chi phí tài chính	-396	-208	-94	-31	-22
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-105	-111	-127	-129	-131
Lợi nhuận kinh doanh thuần	1,381	752	1,055	1,344	1,482
Lợi nhuận trước thuế	1,375	750	1,054	1,343	1,481
Lợi nhuận sau thuế	1,306	713	1,001	1,276	1,407

Tài sản – Nguồn vốn	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	4,269	4,658	5,004	5,358	6,665
Tài sản dài hạn	6,238	5,143	4,312	3,744	3,176
Tổng tài sản	10,508	9,802	9,316	9,102	9,841
Nợ phải trả	4,419	3,450	2,639	1,824	1,832
I. Nợ phải trả ngắn hạn	2,006	2,337	2,425	1,824	1,832
II. Nợ phải trả dài hạn	2,414	1,114	214	0	0
Vốn chủ sở hữu	6,088	6,351	6,677	7,278	8,009
Tổng nguồn vốn	10,508	9,802	9,316	9,102	9,841

Lưu chuyển dòng tiền	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	2,604	2,491	1,722	1,862	1,994
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-465	-50	-50	-50	-50
Dòng tiền thuần hđ tài chính	-1,924	-1,750	-1,575	-1,489	-675

Hệ số tài chính	2020A	2021E	2022F	2023F	2024F
Hệ số lợi nhuận					
Biên lợi nhuận gộp	20.0%	11.0%	12.0%	14.0%	15.0%
EBITDA Margin	31.8%	22.7%	20.0%	19.3%	20.2%
Biên lợi nhuận ròng	14.2%	7.7%	9.8%	12.4%	13.4%
ROE	21.4%	11.2%	15.0%	17.5%	17.6%
ROA	12.4%	7.3%	10.7%	14.0%	14.3%

Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	-9%	0.9%	9.7%	1.6%	1.6%
Tăng trưởng LNTT	108%	-45.4%	40.4%	27.4%	10.3%
Tăng trưởng LNST	101%	-45.4%	40.4%	27.4%	10.3%
Tăng trưởng EPS	101%	-45.4%	40.4%	27.4%	10.3%

Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	2.13	1.99	2.06	2.94	3.64
Hệ số thanh toán nhanh	1.87	1.74	1.80	2.59	3.29
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.42	0.35	0.28	0.20	0.19
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.73	0.54	0.40	0.25	0.23
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	4.47	4.61	12.23	44.20	68.07

Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	5.7%	5.4%	8.2%	8.2%	8.2%
EPS (VND)	2,901	1,584	2,224	2,835	3,126
BVPS (VND)	13,530	14,114	14,838	16,173	17,799

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



MUA - Giá mục tiêu: VND 82,900 (+18%)

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với REE với giá mục tiêu là 82,900 đồng (tăng 18% so với mức tham chiếu ngày 23/12/2021) bằng phương pháp định giá từng phần SOTP, phản ánh kỳ vọng về triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành điện sau khi sát nhập VSH và ba dự án điện gió lớn của REE đi vào vận hành thương mại và dòng tiền lớn về dài hạn đến từ cho thuê văn phòng e.Town 6, dự kiến hoàn thành vào 04/2023. Thêm vào đó, REE được dự đoán sẽ có khả năng thắng thầu cho dự án M&E tại sân bay Long Thành, khởi động vào năm 2023.

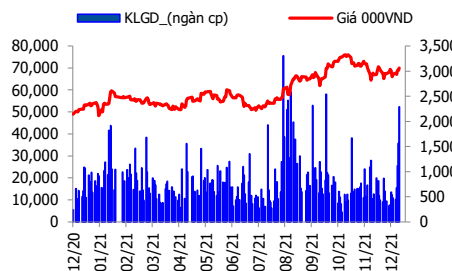
Cập nhật thông tin

- Kết thúc Q3/2021, REE duy trì kết quả kinh doanh tương đương với năm 2020, **doanh thu hợp nhất giảm hơn 1.5% so với cùng kỳ, đạt 3,915 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ doanh thu tài chính tăng mạnh gần 51% do lãi lớn từ các khoản thoái vốn và cổ tức được nhận, LNST tăng mạnh gần 16%, đạt hơn 1,212 tỷ đồng.**
- Bất chấp tình hình dịch bệnh, **tỷ lệ lấp đầy** của tất cả các tòa nhà cho thuê của REE (tổng diện tích hơn 150,000 m²) **duy trì trên 98%**, trong đó e.Town Central & REE Tower (2 tòa nhà với mức giá cho thuê cao nhất của REE) có tỷ lệ lấp đầy ở mức 100%.
- Ba dự án điện gió của REE (Trà Vinh, Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2) với tổng công suất 102 MW đã vận hành thương mại từ cuối tháng 10/2021** và dự kiến sẽ đóng góp khoảng hơn 200 tỷ LNST cho REE vào năm 2022.
- Tổng nợ vay từ các ngân hàng Việt Nam của REE đang ở mức hơn 11,500 tỷ đồng, với **chính sách giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ doanh nghiệp** trong thời điểm dịch Covid bùng phát, mức trung bình giảm 1% sẽ tác động tích cực tới chi phí lãi vay của REE trong thời gian tới.

Quan điểm đầu tư

- Dòng tiền ổn định đến từ mảng cho thuê văn phòng và việc không chi trả cổ tức năm 2020 sẽ là nguồn lực để REE đầu tư thêm cho mảng năng lượng tái tạo. e.Town 6 đã được khởi công vào đầu năm 2021 và dự kiến sẽ có doanh thu vào nửa sau 2023. Theo dự phóng của chúng tôi, e.Town 6 có thể đóng góp trên 200 tỷ đồng vào doanh thu của REE mỗi năm.
- Dự án Thượng Kon Tum và các dự án phong điện và điện mặt trời sẽ được nhận mức ưu đãi về thuế 10% trong 15 năm.
- Mảng sản xuất và cấp nước của REE có lợi nhuận ổn định qua các năm. Thêm vào đó, việc đa dạng danh mục đầu tư vào các công ty/dự án ở mảng năng lượng: thủy điện, nhiệt điện, phong điện và điện mặt trời giúp duy trì lợi nhuận trong những thời kỳ thời tiết không thuận lợi cho thủy điện và điện mặt trời.
- Với kinh nghiệm trong nhiều năm về mảng M&E tại các sân bay, REE có cơ hội cao để thắng thầu M&E cho dự án sân bay Long Thành, dự kiến khởi động vào năm 2023.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
REE (%)	5%	3%	44%
VN-Index (%)	0%	8%	0%

Thông tin doanh nghiệp

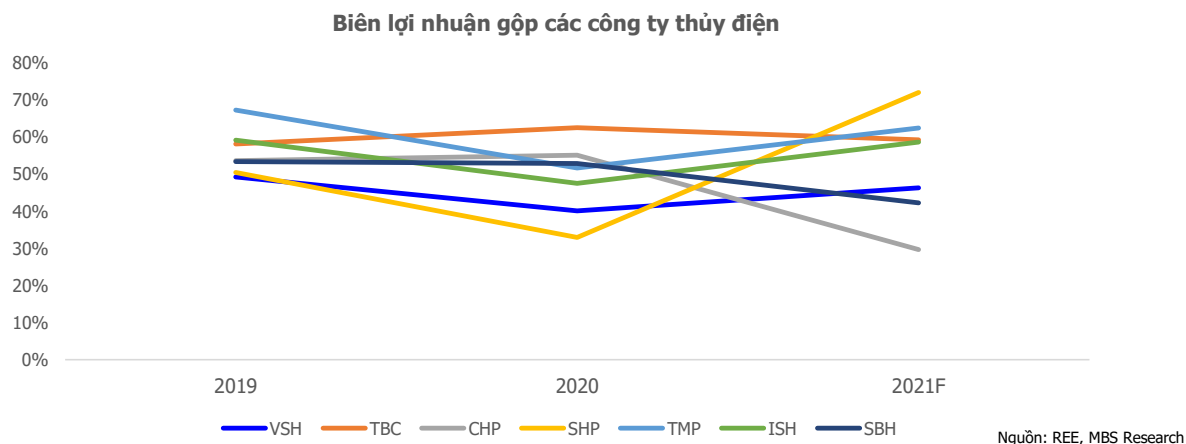
Giá hiện tại	VND 70,000
Giá mục tiêu	VND 82,900
Upside	18%
Bloomberg	REE VN
Vốn hóa	21,704 tỷ VND
	947 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 47,650 – VND 76,000
Giá trị giao dịch bình quân	46 tỷ VND
	2 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	5,640	6,131	7,497	8,398	9,020
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,962	2,313	2,776	2,939	3,094
Biên lợi nhuận gộp	%	28.47%	32.01%	30.85%	33.05%	32.58%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	1,239	1,584	1,871	2,395	2,358
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	1,924	2,476	2,529	3,252	3,226
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,714	2,204	2,251	2,895	2,839
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	4,975	5,676	5,798	7,455	7,312
Tăng trưởng EPS	%	-1.55%	14.10%	2.14%	28.59%	-1.92%
Lợi tức cổ phần	%	0.00%	0.00%	0.00%	2.14%	2.14%
P/E	Lần	4.72	12.33	12.07	9.39	9.57
P/B	Lần	0.60	1.26	1.09	0.94	0.83
EV/EBITDA	Lần	4.88	8.91	7.32	6.09	5.90
ROE	%	13.33%	10.90%	9.56%	10.66%	9.26%
ROA	%	7.93%	5.69%	5.50%	6.61%	6.09%

II. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

1. Thủy điện

Triển vọng ngành Thủy điện trong những năm tới

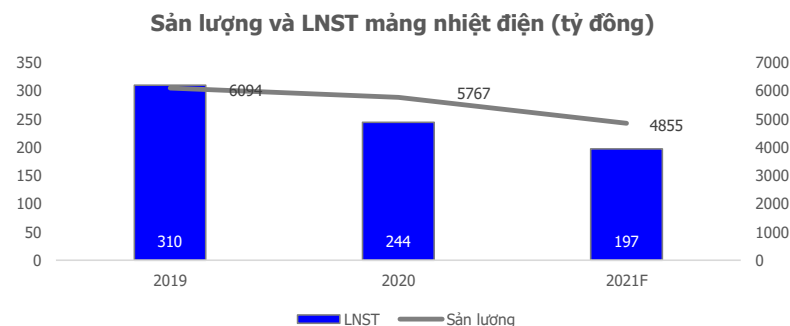


- Theo dự báo về hiện tượng ENSO của Viện Nghiên cứu quốc tế khí hậu và xã hội Mỹ (NOAA), Enso tiếp tục có xu hướng chuyển dần từ La Nina sang trạng thái trung tính từ tháng 7 đến tháng 10/2021 với xác suất khoảng 48-75%, sau đó tiếp tục duy trì trạng thái trung tính nhưng nghiêng về pha nóng vào những tháng đầu 2022. **Xác suất xảy ra El Nino cao hơn vào năm 2022**, và hiện tượng này sẽ kéo dài từ 11-24 tháng. Sản lượng thủy điện trong năm 2022 dự kiến sẽ giảm dưới tác động của El Nino và tăng nhẹ trở lại vào giữa năm 2023.
- Dự án Thượng Kon Tum mới đi vào hoạt động sẽ được hưởng mức thuế ưu đãi 10% trong 10 năm tiếp theo**, cải thiện lợi nhuận và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cho REE.
- Thủy điện có mức chi phí nguyên liệu đầu vào chỉ chiếm khoảng 3% chi phí sxkd. Do vậy, các doanh nghiệp thủy điện **ít chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào** (than, dầu, khí) như nhiệt điện và điện khí. Chiếm tỷ trọng cao nhất trong chi phí sxkd của thủy điện là chi phí khấu hao và sửa chữa máy móc, và giá thành sản xuất của thủy điện là thấp nhất trong nhóm ngành điện, so với nhiệt điện, điện khí hay năng lượng tái tạo khác.
- Thời gian vận hành tối đa của thủy điện trong 1 năm là khoảng hơn 4000 giờ, trong khi thời gian vận hành trung bình của nhiệt điện là khoảng hơn 6000 giờ một năm. Vì vậy, chi phí cố định bình quân của các nhà máy thủy điện cao hơn các nhà máy nhiệt điện, nhưng do chi phí nguyên vật liệu đầu vào lớn của nhiệt điện, **tổng chi phí phát điện bình quân của các nhà máy nhiệt điện cao hơn thủy điện và nhận được mức giá bán điện cao hơn**. Trong những năm nhiệt điện hoạt động không hiệu quả, EVN sẽ ưu tiên huy động nguồn điện giá rẻ từ thủy điện.
- Thủy điện có thể giảm và tăng công suất nhanh trong ngày do có khả năng khởi động nhanh, đặc biệt là khi chạy không tải. Đặc tính này có thể giúp thủy điện chạy hết công suất vào khung giờ cao điểm trong ngày, vốn là khung giờ không hoạt động của điện mặt trời và giảm công suất vào thời gian điện mặt trời đang chạy.
- Biên lợi nhuận gộp của nhóm các công ty thủy điện của REE chủ yếu từ 50-65%**, cao hơn hẳn nhiều lần so với biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp nhiệt điện và doanh nghiệp điện khí (10-15%).

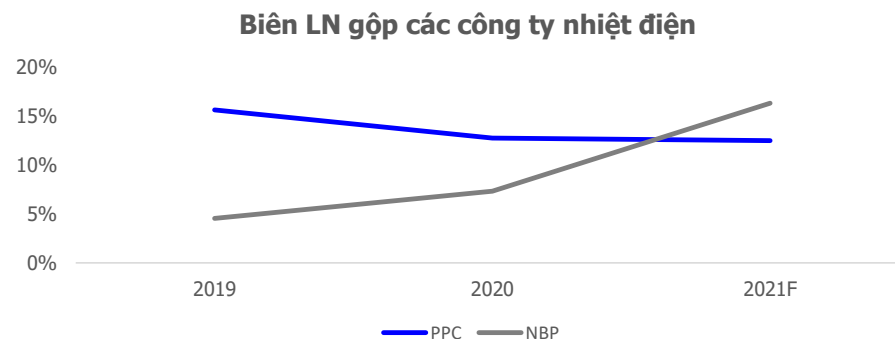
Nguồn: REE

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

2. Nhiệt điện



Nguồn: REE, MBS Research



Nguồn: REE, MBS Research

Tình hình kinh doanh 9T2021

- 9T2021: Sản lượng nhiệt điện đạt mức **2636 triệu kWh (-44% cùng kỳ)**, LN ghi nhận là **91 tỷ đồng (-21% cùng kỳ)**
- REE đã giảm tỷ lệ sở hữu tại QTP xuống còn 1.7% vào tháng 5/2021 để lấy nguồn vốn tập trung cho năng lượng tái tạo. Công ty cũng bày tỏ quan điểm không có ý định thoái vốn tại PPC, do mức cổ tức nhận được ổn định hàng năm và cũng như vị trí thuận lợi của PPC trong việc truyền tải điện năng

Triển vọng trong thời gian tới

- Những nguyên nhân khiến sản lượng điện của PPC sụt giảm trong thời gian vừa qua:
 - ❖ 2021 là năm có nguồn cung điện dồi dào đến từ thủy điện (thủy văn thuận lợi) và năng lượng tái tạo (đặc biệt là điện mặt trời), EVN giảm huy động từ nhiệt điện
 - ❖ Nhà máy Phả Lại 1 đã xuống cấp, sản lượng đầu ra thấp. Trong khi đó, Phả Lại 2 đang gặp sự cố phải sửa chữa.
- **Tỷ lệ sản lượng điện năng thanh toán theo hợp đồng (Qc) của PPC đã bị hạ xuống mức thấp, chỉ còn 80%**, tương ứng với sản lượng được giao là **3,238 triệu kWh**, giảm 32% so với 2020.
- 2 nhà máy hiện tại PPC của PPC đang có tổng công suất hơn 1,040 MW, đều đã xuống cấp và chịu chi phí sửa chữa lớn, đặc biệt là nhà máy Phả Lại 1. Nhà máy Phả Lại 1 với công suất 440 MW có tuổi thọ gần 40 năm, đã qua nhiều lần đại tu nhưng các thiết bị chính như tua bin, máy phát, lò hơi và hệ thống lọc bụi đều đã xuống cấp, sản lượng than tiêu thụ và sản lượng điện tự dùng cao. Chi phí biến đổi cao làm tăng giá điện từ nhà máy này, khó cạnh tranh trên thị trường điện. **Năm 2021, sản lượng kế hoạch cho Phả Lại 1 chỉ là 726 triệu kWh, giảm gần 70%** so với sản lượng thực tế của nhà máy trong năm 2020. Ngoài ra, **Phả Lại 1 đã bị chuyển từ tổ máy chạy nền sang chạy lưng** (tổ máy phát điện có hệ số tải trung bình năm lớn hơn 25% và nhỏ hơn 60%) cũng trong năm nay.
- Nhà máy Phả Lại 2 có công suất 600 MW, bắt đầu được vận hành vào 2003 và là nhà máy chủ lực của PPC. **1 trong 2 tổ máy tại nhà máy Phả Lại 2 đã ngưng hoạt động vào tháng 4/2021** do sự cố kỹ thuật. PPC đã tiến hành sửa chữa tổ máy này, theo kế hoạch sẽ hoàn thành và đưa tổ máy vào sử dụng lại vào tháng 9/2021. Tuy nhiên, hiện tại chưa có thông tin gì về tình trạng sửa chữa của tổ máy, và ban lãnh đạo có đề cập về việc thời hạn sửa chữa có thể kéo dài sang nửa đầu năm 2022. Nếu PPC chậm trễ trong việc sửa chữa này, EVN có thể sẽ tiếp tục giảm bớt sản lượng hợp đồng Qc của PPC.

III. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

2. Nhiệt điện

Triển vọng trong thời gian tới

- Dây chuyền sản xuất PPC được hoàn thiện theo công nghệ lọc bụi tĩnh điện ESP đã cũ để lọc tro từ khí thải, thiếu các thiết bị khử lưu huỳnh trong khói thải (FGD) cũng như hệ thống giám sát phát thải liên tục (CEMS) để khử các chất độc hại SO₂, NO_x trong khí thải. Việc **đầu tư cho hệ thống xử lý khí thải để bảo vệ môi trường** cũng như các chi phí vận hành và bảo dưỡng tăng thêm giai đoạn sau sẽ lấy đi một phần lợi nhuận của PPC trong những năm tới.
- Theo như kế hoạch từ năm 2020, PPC sẽ tiến hành đại tu 2 tổ máy 1 và 5 với tổng ngân sách 567 tỷ đồng. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19, tiến độ sửa chữa đã chậm lại, chỉ kịp đại tu tổ máy 1 trong năm 2020 với chi phí 352.4 tỷ đồng. **Đại tu được xử lý chậm trễ ảnh hưởng tới sản lượng đầu ra cũng như làm tăng thêm chi phí sửa chữa của PPC trong năm 2021 và có thể là năm 2022 tới đây.**
- 85% chi phí sản xuất kinh doanh của PPC là chi phí nguyên liệu đầu vào, trong đó nguyên liệu chính là than, được cung cấp bởi TKV và Tổng Công ty Đông Bắc và là than pha trộn giữa than khai thác trong nước và than nhập khẩu. PPC không ký hợp đồng mua bán than dài hạn với TKV như các doanh nghiệp điện khác, nhưng vẫn được TKV đảm bảo đủ nguồn cung than do là công ty con của EVN. 2 nhà cung cấp than riêng biệt sẽ đảm bảo nguồn cung cũng như cạnh tranh về giá than cho PPC. Giá than trong nước do TKV và Tổng Công ty Đông Bắc cung cấp hiện đang thấp hơn ở mức của thế giới trong khi vẫn phải duy trì lượng than nhập khẩu lớn từ Indonesia và Australia. Từ đầu năm đến nay, giá than thế giới đã tăng gấp hơn 2 lần từ \$87 lên \$171 ở thời điểm hiện tại. Trong khi đó, **Bộ Công Thương vừa ra khuyến cáo các doanh nghiệp Việt Nam trong việc mua than từ thị trường Indonesia. Bộ Tài Nguyên và Khoáng sản Indonesia đã công bố danh sách 34 doanh nghiệp khai thác, kinh doanh than của nước này “tạm thời bị cấm xuất khẩu” do vi phạm quy định về nghĩa vụ tỷ lệ bán than tại nội địa** khi không hoàn thành nghĩa vụ cung cấp than theo hợp đồng cho công ty nhà nước. Indonesia vốn là nước có tiềm năng tài nguyên trữ lượng than và cũng là nước sản xuất than lớn nhất Đông Nam Á, có tiềm năng phong phú các loại than lò hơi (than bitum, than á bitum), phù hợp với các nhà máy nhiệt điện. Trong những năm gần đây xuất khẩu than năng lượng của nước này tăng mạnh với giá thấp hơn so với than của Australia có cùng nhiệt trị, nên việc nhập khẩu than từ Indonesia để phục vụ cho nhu cầu của các nhà máy điện có tính khả thi kinh tế cao hơn so với nhập khẩu than từ thị trường khác. **Việc hạn chế than xuất khẩu để ưu tiên cho sử dụng trong nước của Indonesia sẽ tăng giá than nhập khẩu cho Việt Nam**, tạo áp lực tăng giá than cho TKV và Tổng Công ty Đông Bắc, ảnh hưởng mạnh đến chi phí đầu vào cho PPC.
- Hiện dự báo cho tình hình thủy văn vào cuối năm 2021 đang là trung tính và chuyển hướng sang El Nino** trong năm 2022, có thể kéo dài sang năm 2023. Bất lợi cho ngành thủy điện lại là cơ hội để cơ hội cho ngành nhiệt điện nói chung và PPC nói riêng, do tính ổn định của năng lượng tái tạo không cao, không đảm bảo sản xuất kinh doanh.
- Tỷ trọng điện mặt trời trong hệ thống ở mức cao theo xu hướng hiện tại (17-20%) đã gây ra tình trạng thừa công suất ở khung giờ trưa (10h-14h) và thiếu công suất ở khung giờ cao điểm tối (18-20h). **Yếu tố vận hành theo khung giờ của điện mặt trời làm ảnh hưởng đến sản xuất của các nhà máy nhiệt điện, các nhà máy phải điều chỉnh tăng giảm công suất tương ứng bằng cách tắt và khởi động lại các tổ máy, tăng chi phí phát điện và tăng cả nguy cơ xảy ra sự cố ở các tổ máy.** Theo thống kê của cơ quan điều độ, số lần khởi động tổ máy nhiệt điện do thừa nguồn năm 2019 là 74 lần, tăng lên 192 lần năm 2020 và 334 lần chỉ trong 4 tháng đầu năm 2021. Điện than muốn nhóm lò cần ít nhất 3 giờ, nhiều hơn là 10 giờ, mỗi lần nhóm lò tốn kém chi phí và ô nhiễm môi trường.
- PPC đang có kế hoạch triển khai xây dựng nhà máy Phả Lại 3**, với công suất 600 MW tại Chí Linh – Hải Dương, nằm trong khuôn viên của PPC, gần các khu công nghiệp của tỉnh Hải Dương và Hải Phòng, để truyền tải điện công nghiệp. Phả Lại 3 được xem như dự án để thay thế cho nhà máy Phả Lại 1 và cũng dự kiến được đưa vào Quy hoạch điện VIII trong năm nay. Con số đầu tư cụ thể của dự án chưa được công bố, nhưng theo ước tính sẽ từ 20,000-27,000 tỷ đồng, và có thể vận hành sớm nhất vào năm 2026. Để huy động vốn cho dự án, dòng cổ tức của PPC dự báo sẽ bị ảnh hưởng trong những năm tới.

Do tình hình thủy văn dự kiến bất lợi hơn trong năm 2022, sản lượng huy động từ các nhà máy nhiệt điện sẽ tăng lên, tạo cơ hội cho ngành nhiệt điện. Sau khi PPC hoàn tất việc đại tu các tổ máy, sản lượng điện thương mại của công ty có thể dần hồi phục và quay trở lại mức như trước đây.

II. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

3. Điện mặt trời

Ưu điểm của điện mặt trời:

- **Hệ thống pin mặt trời có độ chắc chắn cao và chỉ cần thay thế linh kiện ở mức tối thiểu trong suốt vòng đời dự án. Các tấm pin mặt trời có tuổi thọ dài hơn 30 năm và có thể tái chế được.** Bộ biến đổi điện thông thường cần được thay thế sau 10 – 15 năm. Tốc độ xuống cấp hàng năm được xác định ở mức 0,25- 0,5% /năm đối với tổng công suất đầu ra của hệ thống, gia tăng vào cuối vòng đời của sản phẩm.
- **Vận hành và bảo dưỡng các nhà máy điện mặt trời được thực hiện đơn giản** vì không có các phần tử quay, không bị hao mòn và không bị rách, trừ hệ thống điều chỉnh hướng theo mặt trời. Các bộ biến đổi điện chỉ phải thay thế một hoặc hai lần trong cả tuổi thọ vận hành của hệ thống.
- Những nhà máy pin mặt trời quy mô lớn có thể được lắp đặt trên mặt đất ở chỗ không có mục đích sử dụng thương mại (như bãi chôn lấp rác, khu vực hạn chế tiếp cận hoặc khu vực bị ô nhiễm hóa học).
- Điện được sản xuất ban ngày là thời gian nhu cầu điện thường cao nhất.

Nhược điểm của điện mặt trời:

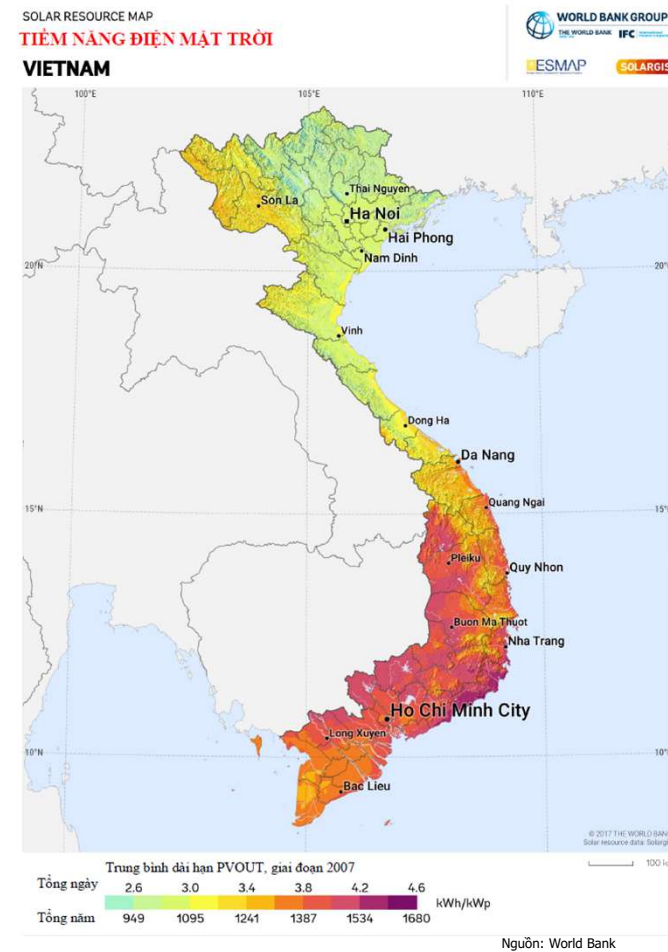
- Hệ thống pin mặt trời có **chi phí ban đầu tương đối cao và hệ số công suất thấp.**
- Chỉ sản xuất điện khi có mặt trời, có nghĩa là **cần điều tiết sản lượng điện hoặc tích trữ điện.**
- **Dự báo công suất của các nhà máy điện mặt trời khó khăn do sự bất định đầu vào của bức xạ mặt trời**
- Điện mặt trời là không có quán tính nên không thể hỗ trợ điều tần như những nhà máy điện truyền thống.

Theo REE, tiềm năng về năng lượng tái tạo ở miền Nam vẫn dồi dào, do nguồn cung điện chưa đáp ứng đủ cũng như ít nhà máy thủy điện với công suất lớn nằm tại địa bàn này. Khí hậu miền Nam đặc biệt phù hợp để triển khai các dự án pin mặt trời, như chúng ta có thể thấy ở ảnh bên. Trong tương lai, doanh nghiệp dự tính sẽ chọn lọc khách hàng cho mảng đầu tư điện mặt trời, tập trung hơn vào nhóm khách hàng có công suất tiêu thụ điện thấp vào giờ cao điểm.

Hiện tại, hệ số công suất bình quân của pin mặt trời đạt 16.5% và **tổng sản lượng 9T2021 đạt 208 triệu kWh. Lợi nhuận của mảng điện mặt trời trong 9T2021 đạt 65 tỷ đồng, tăng gấp 2.6 lần so với cùng kỳ.** Tuy do sự bùng phát trở lại của dịch Covid-19 dẫn tới không có công suất ký hợp đồng mới trong Q3/2021, **sản lượng điện thương mại năng lượng mặt trời áp mái 9T2021 vẫn tăng 1.5 lần so với cùng kỳ, đạt 82.9 triệu kWh.**

REE SE đã mới ký hợp đồng thêm 16.3 MWp, nâng **tổng công suất từ 86 MWp vào cuối năm 2020 lên 102 MWp** và đặt mục tiêu mục tiêu nâng tổng công suất pin mặt trời lên 500 MWp vào năm 2025.

Trong trung hạn, chiến lược năng lượng mặt trời của REE được tập trung vào cung cấp cho các khu công nghiệp để giảm bớt sự phụ thuộc vốn có của điện mặt trời vào chính sách huy động và phát điện của EVN cũng như chính sách về phí. REE đang cân nhắc những cơ hội M&A để mở rộng phát triển mảng điện mặt trời. Tỷ lệ IRR hiện tại cho các dự án pin mặt trời của REE là 20% và công ty muốn duy trì tỷ lệ này ở mức tối thiểu 15% trong khi tiếp tục tăng công suất.



Số giờ đầy tải (kWh/kW_p) đối với pin mặt trời ở Việt Nam. 118

II. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

4. Phong điện

Ưu điểm của phong điện:

- Chi phí ổn định và có thể dự báo được do chi phí vận hành thấp và không mất chi phí nhiên liệu.
- Công nghệ có tính mô đun cho phép mở rộng công suất theo nhu cầu, tránh phát triển quá nhiều và bị kẹt vì các chi phí.
- Thời gian thực hiện ngắn so với hầu hết các công nghệ khác.
- Phong điện phát triển ở khu vực phía Nam cũng góp phần giảm bớt sự thiếu hụt nguồn cung điện tại địa bàn này.

Nhược điểm của phong điện:

- Đóng góp công suất khiêm tốn so với các nhà máy nhiệt điện.
- Chỉ có thể phát triển ở những vùng hoang vu không bị địa hình và nhà cửa xung quanh cản gió với diện tích lớn. Mật độ dân số cao của Việt Nam khiến phong điện khó triển khai hơn. Với khoảng cách giữa các tua bin là 6-8 lần đường kính của rotor, thì tổng diện tích đất chiếm của một trang trại điện gió là 0,2 m²/W. Tuy nhiên, sau khi lắp đặt, hơn 90% tổng diện tích đất vẫn có thể sử dụng cho mục đích khác, như nông nghiệp. Do đó diện tích trực tiếp sẽ là < 0,02 m²/W.
- Do tính chất bất định của tốc độ gió trong tương lai nên dự báo sản lượng điện phát có thể là một thách thức

Ba dự án điện gió với tổng công suất 102 MW đã chính thức vận hành thương mại vào cuối tháng 10/2021, chi tiết như sau:

Dự án	Địa điểm	Công suất	Sản lượng
Nhà máy điện gió tại Trà Vinh số 3 tại vị trí V1-3	Huyện Duyên Hải, tỉnh Trà Vinh	48 MW	158 triệu kWh/năm
Nhà máy điện gió Phú Lạc 2	Huyện Tuy Phong, Tỉnh Bình Thuận	25.2 MW	70 triệu kWh/năm
Nhà máy điện gió Lợi Hải 2	Huyện Thuận Bắc, tỉnh Ninh Thuận	28.9 MW	100 triệu kWh/năm

- Nhờ tốc độ gió cải thiện, lợi nhuận mảng điện gió tăng mạnh, đạt 31 tỷ đồng so với mức lỗ 9 tỷ đồng cùng kỳ năm 2020.
- REE ước tính đạt 185 – hơn 200 tỷ đồng lợi nhuận cho mảng phong điện vào năm 2022. Lợi nhuận từ mảng phong điện sẽ bù lại cho mảng thủy điện có nguy cơ giảm sút trong năm 2022.
- Nhà máy điện gió tại Trà Vinh số 3 là nhà máy điện gió gần bờ, có chi phí đầu tư thấp hơn so với điện gió xa bờ nhưng cao hơn điện gió trên bờ, và cũng có mức công suất cao hơn 2 nhà máy điện gió trên bờ còn lại là Phú Lạc 2 và Lợi Hải 2.

Chúng tôi đánh giá phong điện là mảng kinh doanh tiềm năng của REE trong những năm tới với chi phí vận hành thấp và thời gian xây dựng nhanh hơn các nhà máy điện khác. Tuy nhiên, do công suất thấp của phong điện, cùng với chi phí đầu tư xây dựng cao và việc Việt Nam hiếm có nguồn gió trên bờ tốt, chúng tôi dự đoán mảng Phong điện sẽ không có mức tăng trưởng đột phá hay chiếm tỷ trọng dẫn đầu trong doanh thu của REE.

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



II. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

5. Sản xuất và cấp nước

Bảng KQKD các công ty con và công ty liên kết của REE trong 9T2021

Công ty	Mã CP	Lĩnh vực	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (m3/ngày)	Sản lượng 2020 (triệu m3)	Tỷ lệ thất thoát nước 2020 (%)	Doanh thu 9T2021 (tỷ đồng)	Doanh thu 9T2020 (tỷ đồng)	% thay đổi
CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà	VCW	Xử lý nước	42.6%	300,000	103.215	N/A	383.84	394.68	-2.75%
CTCP Đầu tư và KD Nước sạch Sài Gòn	SWIC	Xử lý nước	30%	300,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP B.O.O Nước Thủ Đức	B.O.O Thủ Đức	Xử lý nước	42%	300,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Đầu tư nước sạch Tân Hiệp	TH2	Xử lý nước	32%	265,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP Cấp nước Thủ Đức	TDW	Phân phối nước sạch	44.2%		96.652	12%	791.84	744.66	6.34%
CTCP Cấp nước Gia Định	GDW	Phân phối nước sạch	20.1%		53.852	15.36%	425.41	423.27	0.31%
CTCP Cấp nước Nhà Bè	NBW	Phân phối nước sạch	20%		72.008	13.12%	564.12	559.24	0.87%
CTCP Cấp thoát nước Khánh Hòa	KHW	Phân phối nước sạch	43.8%		404.575	15.74%	219.94	266.19	-17.37%

Nguồn: REE, MBS Research

- Tại quý 2/2021, **REE hợp nhất thêm công ty TK TNHH Cộng**, chuyên cung cấp các dịch vụ tư vấn về kỹ thuật, nghiên cứu kỹ thuật và tư vấn đầu tư trong lĩnh vực cấp nước và xử lý nước.
- Trong 9T2021, các công ty xử lý nước và phân phối nước sạch của REE **hoạt động ổn định. LNST đạt 210 tỷ đồng (+13.4% cùng kỳ)**. Tổng sản lượng nước được xử lý là **311.2 triệu m3 (+1% cùng kỳ)**, còn tổng sản lượng nước được phân phối là **194.3 triệu kWh (-2.9% cùng kỳ)**. **Thực hiện chính sách của UBND thành phố HCM, các nhà máy và công ty cấp nước trong danh mục của REE đã thực hiện miễn giảm tiền nước cho người dân trong nửa cuối năm 2021**. Do đó, chúng tôi dự đoán LNST mảng sản xuất và cấp nước của REE trong năm 2021 sẽ tương đương với năm 2020, không có tăng trưởng lớn.
- Sản lượng nước phân phối giảm **2.9% chủ yếu là do KHW giảm 12% sản lượng** so với cùng kỳ do nhu cầu sử dụng nước tại các cơ sở du lịch tại Khánh Hòa giảm mạnh bởi hoạt động du lịch ngưng lại dưới tác động của Covid-19.
- Trong quý 1/2021, công suất phát nước bình quân của Nhà máy xử lý nước Tân Hiệp II tăng từ 250,000 m3/ngày lên 265,000 m3/ngày do có cam kết do có cam kết tiếp nhận nước tăng thêm từ SAWACO.
- 90% tổng lượng nước của VCW được bán cho 3 khách hàng chính là Viwaco, Hawaco và Nước sạch Hà Đông, sau đó được phân phối cho toàn bộ phía Tây Nam Hà Nội và mở rộng theo chuỗi đô thị Miếu Môn – Xuân Mai - Hòa Lạc - Sơn Tây. Hiện tại VCW đang đẩy nhanh việc đầu tư dự án giai đoạn 2 để nâng công suất lên 600,000 m3/ngày và phát triển dự án tuyến ống truyền tải cấp 2 - hệ thống đường ống nổi có chức năng điều hoà lưu lượng cho các tuyến ống chính và bảo đảm sự làm việc an toàn của hệ thống cấp nước. Cả 2 dự án này đang xin phê duyệt từ cơ quan có thẩm quyền.
- Giá nước sạch thường được điều chỉnh để tăng hàng năm theo lộ trình, trung bình 5-8%/năm. Kinh tế càng phát triển, tốc độ đô thị hóa cao thì nhu cầu nước sạch phục vụ đời sống ngày càng tăng, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp phát triển.
- Theo quan sát của chúng tôi, doanh thu và sản lượng nước sạch của các nhà máy ổn định và không biến đổi nhiều qua các năm, đi theo xu hướng tăng chậm. Sản lượng tồn kho gần như bằng 0 của ngành do lượng nước sản xuất ra được tiêu thụ ngay giúp ngành nước sạch có biên lợi nhuận cao hơn các ngành sản xuất khác.

Chúng tôi đánh giá ngành sản xuất và cấp nước là một ngành có doanh thu ổn định và ít biến động, nguồn cầu lớn và liên tục mở rộng theo các chuỗi đô thị. Do đó, lợi nhuận từ mảng kinh doanh này sẽ là nguồn lực lâu dài để đầu tư các dự án của REE.

II. Triển vọng sản xuất và kinh doanh

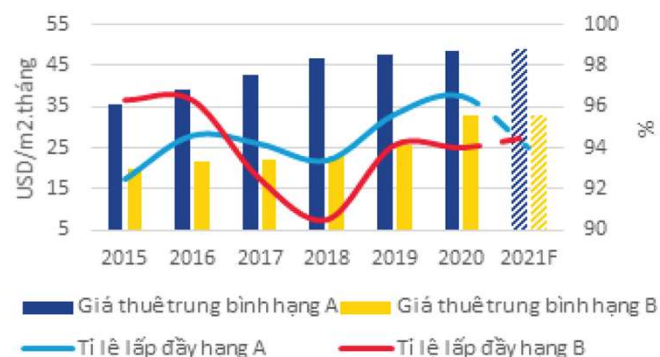
6. BĐS và văn phòng cho thuê BĐS

- Kết quả kinh doanh của mảng BĐS trong năm 2020 và 9T2021 khá ảm đạm. **Năm 2020 và 6T2021, REE Land không có nhiều hoạt động cũng như không chào bán sản phẩm mới ra thị trường.**
- Doanh thu mảng này chủ yếu đến từ chuyển nhượng, nhưng **trong quý 2/2021, SGR đã không có thêm dự án mới** nào dưới ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19.
- REE Land đang nắm giữ khoảng 7 ha đất tại Hóc Môn** từ một dự án không thể triển khai và đang có ý định thanh lý thu hồi vốn từ mảnh đất này với ước tính giá trị thu về khoảng 100 tỷ đồng.
- Doanh thu mảng BĐS 9T2021 chỉ đạt 7 tỷ đồng (-53.5% cùng kỳ)** và hiện đang **lỗ sau thuế -5 tỷ đồng (-114.4% cùng kỳ)**. Dưới diễn biến xấu và tình trạng cách ly kéo dài trong quý 3 2021, **chúng tôi dự đoán REE sẽ không nhận được lợi nhuận từ mảng BĐS trong năm nay.**

Cho thuê VP

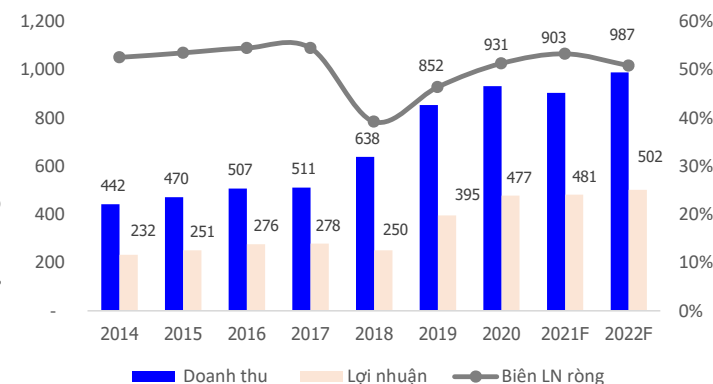
- Trái ngược với mảng BĐS, bất chấp tình hình dịch bệnh, **tỷ lệ lấp đầy của các tòa nhà văn phòng của REE vẫn duy trì trên 98%**. Trong đó, **tỷ lệ lấp đầy tại 2 tòa nhà có giá thuê cao hơn của REE là e.Town Central và REE Tower ở mức 100%.**
- Tỷ lệ lấp đầy các tòa nhà văn phòng của REE ở mức cao qua các năm và duy trì ở mức 97 – 100% theo từng tòa nhà.** Theo thống kê từ Colliers, tỷ lệ lấp đầy này cao hơn tỷ lệ lấp đầy trung bình của văn phòng hạng B tại Hồ Chí Minh. Do đó, dòng tiền từ cho thuê văn phòng của REE ổn định qua các năm, tạo điều kiện đầu tư cho các dự án khác.
- Sau 2 năm kể từ khi e.Town 5 hoàn thành và chính thức đi vào hoạt động, **REE đã khởi công dự án e.Town 6 tại quận Tân Bình với diện tích 40,000 m2 vào đầu năm 2021.** Vốn đầu tư giải ngân trong năm 2021 dự kiến là 17 triệu USD và là vốn vay từ ngân hàng HSBC.
- E.Town 6 đã được xin giấy phép xây dựng và hoàn thành xây móng và tường vây trong tháng 7/2021. Theo kế hoạch, **tòa nhà này sẽ đi vào vận hành vào quý 2 năm 2023**, nâng tổng diện tích cho thuê văn phòng của REE lên gần 200,000 m2. Theo dự tính của chúng tôi, doanh thu năm 2023 của REE ở mảng cho thuê VP có thể đạt mức hơn 1,200 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự đoán giá cho thuê văn phòng của REE có thể giảm nhẹ từ 0.3-1% do ảnh hưởng của Covid-19 khá nặng nề tại Hồ Chí Minh. Doanh thu từ hoạt động cho thuê văn phòng dự kiến tăng nhẹ ở mức gần 1% lên 940 tỷ đồng do tỷ lệ lấp đầy đang được duy trì cao hơn 1% so với năm 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của REE sẽ duy trì ở mức 99% như hiện tại và không nâng mức giá cho thuê văn phòng dự phóng cho năm 2022 lên so với 2021 do lo ngại dịch bệnh Covid-19 sẽ làm khả năng tăng giá thuê văn phòng hạng B trở nên khó khăn hơn.
- Theo khảo sát của CBRE, trong quý 2/2021, đối với phân khúc hạng B, tỷ lệ trống ổn định và thị trường chứng kiến nhiều khách thuê trả mặt bằng tại các dự án cũ và chuyển sang các dự án mới hơn tại Quận Tân Bình, Quận 1, Quận 2, Quận 7 và Quận Bình Thạnh. Do đó, khi e.Town 6 đi vào hoạt động vào năm 2023, chúng tôi cho rằng mặt bằng tòa nhà mới với nhiều tiện ích sẽ được ưa chuộng bởi các doanh nghiệp và đạt mức tỷ lệ lấp đầy 100%.

Biểu đồ 1: Văn phòng HCM, Giá chào thuê trung bình và tỷ lệ lấp đầy



Nguồn: Colliers Việt Nam

Doanh thu và LN của mảng cho thuê VP



Nguồn: REE, MBS Research 121

Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



III. Đánh giá rủi ro

Chúng tôi đánh giá REE hiện tại đang có những rủi ro chính sau đây:

- **Rủi ro tỷ giá:** REE hiện đang có gần 683 tỷ đồng dư nợ vay USD và gần 500 tỷ đồng dư nợ vay EUR. Nếu giá đồng USD và EUR tăng mạnh, sẽ phát sinh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện lớn cho REE.
- Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện của REE phụ thuộc mật thiết vào chính sách về giá, huy động nguồn điện cũng như các chính sách hỗ trợ về giá nguyên liệu đầu vào của nhà nước.
- Một số chính sách hỗ trợ người dân trong thời điểm dịch Covid-19 như miễn giảm tiền nước và gia hạn phí cho thuê văn phòng có thể gây ảnh hưởng tới biên LN của REE. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tác động của các chính sách này là ngắn hạn và trong tầm kiểm soát của công ty.
- Màng thủy điện và điện mặt trời của REE chịu **rủi ro về thay đổi thời tiết** gây bất lợi cho sản xuất.
- Các nhà máy điện có **rủi ro về sự cố kỹ thuật** gây ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất đồng thời tăng thêm lượng lớn chi phí sửa chữa máy móc.

IV. Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP để định giá cổ phiếu REE, dựa theo dự phóng LNST từng mảng hoạt động kinh doanh của công ty trong năm 2022.

MBS đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu REE, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu REE là **82,900 VND/cp, upside 18%** so với mức giá tham chiếu ngày 23/12/2021 là 70,000 VND/cp.

Mảng hoạt động	LNST (tỷ đồng)	Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị
Thủy điện	509	P/E	12.0	5,480
Nhiệt điện	239	P/E	11.0	2,628
Nước	300	P/E	12.0	3,605
Điện mặt trời	103	P/E	12.0	1,232
Phong điện	185	P/E	12.0	2,220
Điện bán lẻ	23	P/E	10.0	233
BDS	508	P/E	14.0	7,118
Cơ điện lạnh	213	P/E	12.0	2,555
Tổng				25,698
Số lượng cổ phiếu				310,058,841
Định giá				82,882

CTCP Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (HOSE: REE)



Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	Lưu chuyển dòng tiền	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5,640	6,131	7,497	8,398	9,020	Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	613	7,066	2,531	2,533	1,931
Giá vốn hàng bán	4,034	4,168	5,184	5,622	6,081	Dòng tiền thuần hđ đầu tư	(827)	(14,806)	(1,334)	(624)	(338)
Lợi nhuận gộp	1,606	1,962	2,313	2,776	2,939	Dòng tiền thuần hđ tài chính	(674)	9,227	(1,174)	(874)	(785)
Doanh thu tài chính	222	550	677	599	621						
Chi phí tài chính	475	599	729	639	576						
Chi phí bán hàng	83	90	110	90	132						
Chi phí quản lý doanh nghiệp	284	288	332	291	448						
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	1,239	1,584	1,871	2,395	2,358						
Lợi nhuận trước thuế	1,924	2,476	2,529	3,252	3,226						
Lợi nhuận sau thuế	1,714	2,204	2,251	2,895	2,839						
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,628	1,870	1,910	2,456	2,409						
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	85	334	341	438	430						
Tài sản- Nguồn vốn	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	Hệ số tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	6,009	6,467	7,618	9,970	12,756	Hệ số hiệu quả					
Tiền tương đương tiền	652	2,139	2,163	3,197	4,005	Biên lợi nhuận gộp	28.5%	32.0%	30.9%	33.1%	32.6%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,329	529	793	1,586	3,171	EBITDA Margin	27.7%	40.4%	43.5%	45.8%	43.0%
Khoản phải thu	1,254	1,588	1,942	2,175	2,336	Biên lợi nhuận ròng	30.4%	35.9%	30.0%	34.5%	31.5%
Hàng tồn kho	808	807	1,004	1,089	1,178	ROE	13.3%	10.9%	9.6%	10.7%	9.3%
Tài sản ngắn hạn khác	1,967	1,404	1,717	1,923	2,066	ROA	7.9%	5.7%	5.5%	6.6%	6.1%
Tài sản dài hạn	14,522	26,388	27,093	27,183	26,832	Hệ số tăng trưởng					
Tài sản cố định	2,585	16,087	15,405	14,624	13,761	Tăng trưởng doanh thu	15.3%	8.7%	22.3%	12.0%	7.4%
Tài sản dở dang dài hạn	276	1,114	2,200	681	693	Tăng trưởng LNTT	0.2%	28.7%	2.1%	28.6%	-0.8%
Bất động sản đầu tư	1,773	1,649	1,525	3,201	3,027	Tăng trưởng LNST	-0.4%	28.6%	2.1%	28.6%	-1.9%
Đầu tư tài chính dài hạn	9,287	6,916	7,309	8,015	8,696	Tăng trưởng EPS	-1.5%	14.1%	2.1%	28.6%	-1.9%
Tài sản dài hạn khác	601	622	654	662	655						
Tổng tài sản	20,530	32,855	34,712	37,153	39,588	Hệ số thanh khoản					
Nợ phải trả	8,318	15,694	14,722	14,112	13,563	Hệ số thanh toán hiện hành	1.74x	1.61x	1.69x	2.11x	2.59x
Nợ phải trả ngắn hạn	3,443	4,026	4,498	4,720	4,918	Hệ số thanh toán nhanh	0.58x	0.66x	0.66x	1.02x	1.46x
Phải trả người bán ngắn hạn	633	994	1,236	1,340	1,450	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.27x	0.37x	0.30x	0.25x	0.21x
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,265	1,201	1,081	973	876	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.46x	0.70x	0.52x	0.40x	0.32x
Phải trả ngắn hạn khác	1,546	1,831	2,181	2,406	2,592	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	2.98x	2.77x	2.58x	3.77x	4.13x
Nợ phải trả dài hạn	4,874	11,668	10,224	9,392	8,645						
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	4,335	10,879	9,247	8,322	7,490						
Phải trả dài hạn khác	540	789	977	1,070	1,155						
Vốn chủ sở hữu	12,213	17,161	19,990	23,041	26,025	Hệ số định giá					
Vốn góp của chủ sở hữu	3,101	3,101	3,101	3,101	3,101	Lợi suất cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
Thặng dư vốn cổ phần	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	EPS (VND)	4,975	5,676	5,798	7,455	7,312
Cổ phiếu quỹ	(48)	(48)	(48)	(48)	(48)	BVPS (VND)	39,388	55,347	64,470	74,312	83,935
Quỹ đầu tư phát triển	235	269	274	353	346						
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	7,115	9,283	11,528	13,877	16,258						
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	760	3,506	4,084	4,707	5,317						
Tổng nguồn vốn	12,213	17,161	19,990	23,041	26,025						

Ngành bất động sản

Trần Thái Bình

Binh.tranthai@mbs.com.vn

Huỳnh Kim Quan Vũ

Vu.HuynhKimQuan@mbs.com.vn

Phần 1 > **Ngành BDS – phân khúc nhà ở và chung cư**

- **Tổng quan ngành (snapshot/ key view)**
- **Định giá cổ phiếu tiềm năng**

Phần 2 > **Ngành BDS – phân khúc bán lẻ**

- **Tổng quan ngành (snapshot/ key view)**
- **Định giá cổ phiếu tiềm năng**

Phần 3 > **Ngành BDS – phân khúc BĐS khu công nghiệp**

- **Tổng quan ngành (snapshot/ key view)**
- **Định giá cổ phiếu tiềm năng**

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Tổng quan ngành:

- Ngành đầu tư hấp dẫn bất chấp dịch Covid-19
- Lãi suất vay mua nhà thấp giúp gia tăng nhu cầu mua nhà
- Chính phủ ban hành nhiều văn bản pháp lý hỗ trợ sự phục hồi của thị trường BĐS
- Chủ đầu tư BĐS đang thích nghi với nhiều giải pháp tốt hơn trong hoạt động bán hàng
- Phát triển cơ sở hạ tầng là động lực cho BĐS năm 2022 - 2025

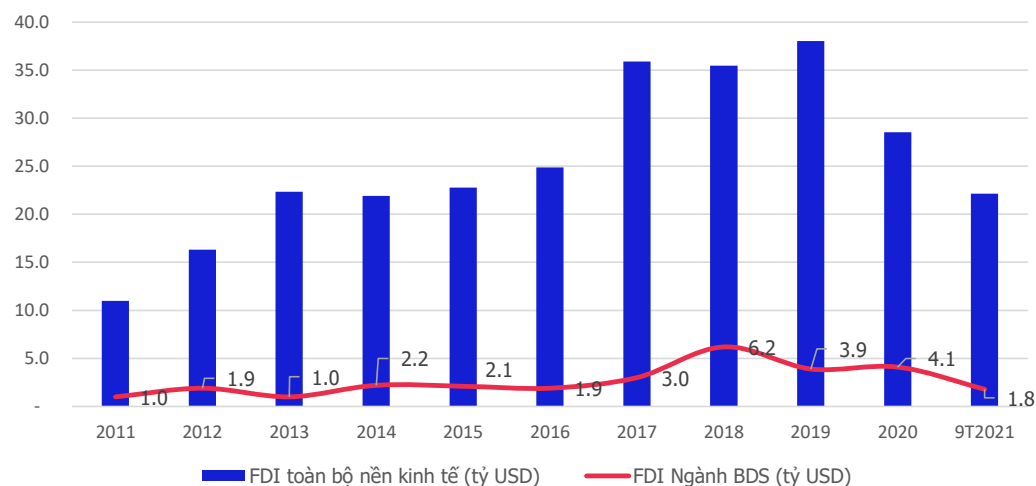
Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư



Ngành đầu tư hấp dẫn bất chấp dịch Covid-19

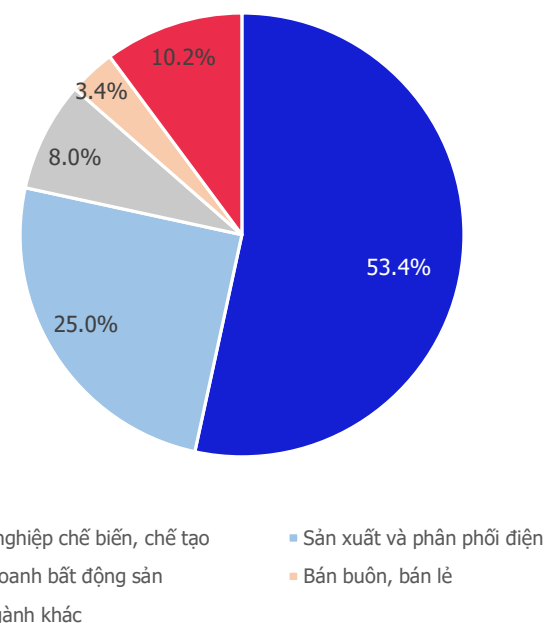
- **BDS luôn nằm trong top 3** ngành thu hút vốn FDI ký mới và tăng thêm suốt 10 năm qua cũng như 9M2021. Dù tổng vốn FDI đăng ký năm 2020 giảm 25% YoY (còn 28.5 tỷ USD) nhưng ngành BDS vẫn tăng trưởng 8% YoY (đạt 4.1 tỷ USD). Do ảnh hưởng của dịch Covid lần 4, ngành BDS bị ảnh hưởng nhiều nhất khi ghi nhận tăng trưởng vốn FDI -44.4% YoY (đạt 1.78 tỷ USD) trong khi tổng vốn FDI Việt Nam tăng 4.5% YoY trong 9M2021.
- Ngành BDS là ngành có số lượng DN thành lập mới (+11.5%) cũng như DN quay lại hoạt động (+14.6%) tăng trưởng nhanh nhất trong 9M2021.

FDI đăng ký trong toàn bộ nền kinh tế Việt Nam và ngành BDS



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài, MBS Research

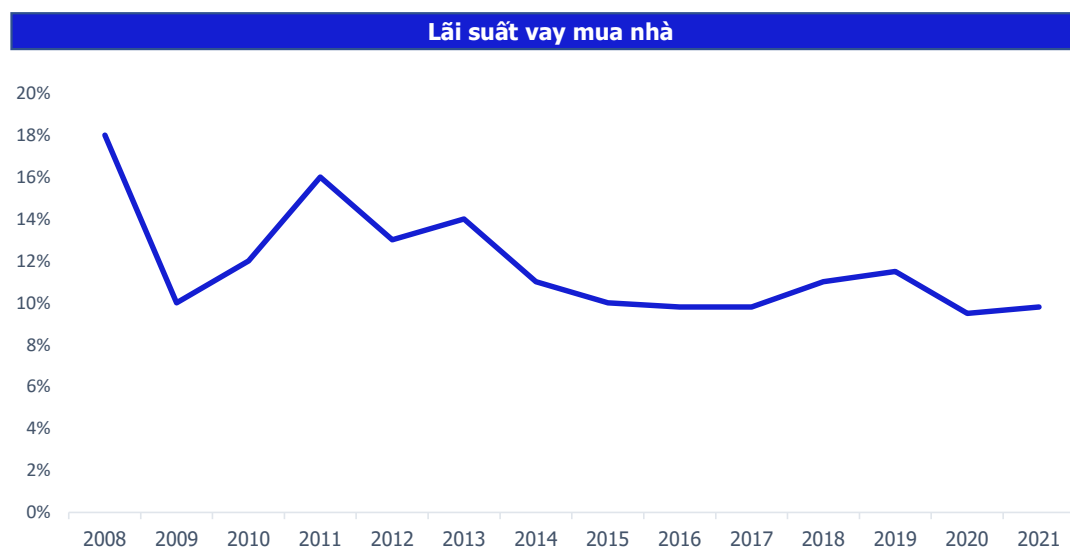
Tỷ trọng FDI đăng ký 9M2021



Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Lãi suất vay mua nhà thấp giúp gia tăng nhu cầu mua nhà

- Lãi suất vay mua nhà ở các ngân hàng trong nước tương đối ổn định ở mức 9,2-9,5% trong 9M2021, là mức thấp nhất trong 10 năm.
- Kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước (NHNN) duy trì chính sách tiền tệ thích ứng vào năm 2022 nhờ lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát. Mặc dù không kỳ vọng NHNN sẽ cắt giảm thêm lãi suất điều hành, nhưng chúng tôi tin rằng NHNN sẽ không nâng lãi suất năm 2022 nhằm tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế bằng cách duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng.
- Lãi suất cho vay thế chấp được kỳ vọng sẽ vẫn được duy trì** ở mức thấp trong năm 2022, từ đó sẽ hỗ trợ kích cầu bất động sản. Từ ngày 1/1/2022, mức lãi suất cho vay hỗ trợ nhà ở theo quy định của NHNN là 4,8%/năm giảm 0,2% so với năm 2019 và năm 2020, nhưng vẫn được giữ ổn định như năm 2021.



Nguồn: Các ngân hàng trong nước, MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư



Chính phủ ban hành nhiều văn bản pháp lý hỗ trợ sự phục hồi của thị trường BĐS

Tên VBPL	Hiệu lực từ	Nội dung chính
Luật Đầu tư 2020	1/1/2021	Đơn giản hoá điều kiện làm CĐT dự án nhà ở thương mại, bổ sung thêm hình thức sử dụng đất để thực hiện dự án đầu tư xây dựng nhà ở thương mại
Luật Xây dựng sửa đổi 2020	1/1/2021	Giảm thời gian cấp GPXD từ 30 xuống 20 ngày, bổ sung thêm GPXD có thời hạn, bỏ điều kiện bố trí đủ vốn theo tiến độ xây dựng khi khởi công
Nghị định 148/2020/NĐ-CP	8/2/2021	Cho phép giao, cho thuê đất công xen kẽ trong dự án BĐS không cần thông qua đấu giá
Nghị định 25/2020/NĐ-CP	20/4/2020	Cho phép giao đất cho bên trúng đấu giá ngay sau khi hoàn thành công tác GPMB, bồi thường, tái định cư và nộp tiền sử dụng đất
Nghị quyết 164/NQ-CP	5/11/2020	Tháo gỡ vướng mắc trong việc triển khai các dự án đầu tư xây dựng KĐT
Thông tư 47/2021/TT-BTC	24/06/2021	Giảm 50% phí thẩm định dự án, thiết kế theo Thông tư 209 & 210/2016/TT-BTC được tiếp tục kéo dài đến hết ngày 31/12/2021

Nguồn: MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư



Chủ đầu tư BĐS đang thích nghi với nhiều giải pháp tốt hơn trong hoạt động bán hàng

- Chủ đầu tư (CĐT) đang đưa ra nhiều chính sách mới nhằm hỗ trợ cũng như tăng tính hấp dẫn và thu hút người mua nhà: **kéo dài thời gian thanh toán**, cho phép người mua **chuyển đến ở sau khi thanh toán 15-30%** giá trị (New City Thủ Thiêm, dự án của Vinhomes,...). Masterise hợp tác Techcombank ra mắt giải pháp nhà ở mới **“Nhà đổi nhà”** thu hút các nhà đầu tư.
- Chuyển đổi hoạt động bán hàng truyền thống sang **kỹ thuật số**: Vinhomes và Sunshine Group đã ra mắt ứng dụng di động để duyệt nhà và đặt chỗ, cho phép nhà đầu tư có thể tham quan nhà ở trực tuyến và trò chuyện trực tiếp với môi giới để hỗ trợ bán hàng.



Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư



Phát triển cơ sở hạ tầng là động lực cho BĐS năm 2022 -2025

- Chính phủ đang có các động thái quyết liệt hơn **thúc đẩy đầu tư công** trong nửa cuối 2021, đặc biệt là đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng nhằm thúc đẩy nền kinh tế hồi phục.
- Vào ngày 09/07/2021, Bộ Xây dựng đã ban hành Chỉ thị 01/CT-BXD về việc **đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giải ngân kế hoạch vốn đầu tư công năm 2021**: việc giải ngân vốn đầu tư công được chỉ đạo phải hoàn thành 100% mục tiêu năm 2021.

Dự án	Vị trí	Tổng VĐT (tỷ VND)	Khởi công	Hoàn thành
11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam phía Đông	TP HCM	118.716	2019	2021-25
Dự án sân bay Long Thành	TP HCM	109.112	2021	2025
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	TP HCM	47.800	2021	2026
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	TP HCM	43.757	2012	2022
Cao tốc TP HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	TP HCM	24.150		2021-25
Đường vành đai 3	TP HCM	19.871		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước	TP HCM	11.282	2015	2021
Cao tốc TP HCM - Mộc Bài	TP HCM	10.668	2021	2026
Đường vành đai 2	TP HCM	6.500		2021-25
Đường song hành QL50	TP HCM	3.816		2021-25
Tuyến metro số 5 (Văn Cao - Ngọc Khánh - Láng - Hòa Lạc)	Hà Nội	65.400	2022	2026
Tuyến metro số 2A (Cát Linh - Hà Đông)	Hà Nội	18.000	2011	2021-22
Đường vành đai 2 (Vinh Tuy - Ngã Tư Vọng)	Hà Nội	9.400	2018	2021
Đường vành đai 1 (Hoàng Cầu - Voi Phục)	Hà Nội	7.700	2021	2021-25
Tuyến metro số 3 (Nhổn - Ga Hà Nội)	Hà Nội	6.500	2010	2021-22
Cao tốc Tuyên Quang - Phú Thọ	Hà Nội	3.271	2021	
Cầu Vĩnh Tuy 2	Hà Nội	2.540	2021	2021-25

Nguồn: MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư



Phê duyệt quy hoạch hỗ trợ CSHT và giá nhà ở

- **Phê duyệt quy hoạch** hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng và giá đất: đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn, cùng với thông tin chuyển các huyện Hóc Môn, Củ Chi, Bình Chánh, Nhà Bè và Cần Giờ lên quận đã thúc đẩy giá nhà ở tại các khu vực này tăng mạnh trong nửa đầu 2021.

Đề xuất quy hoạch	Điểm chính
Hà Nội công bố quy hoạch phân khu nội đô lịch sử	Quy hoạch phân khu nội đô thuộc địa bàn 4 quận Hoàn Kiếm, Ba Đình, Đống Đa và Hai Bà Trưng sẽ là cơ sở pháp lý cho thành phố, giúp chỉnh trang đô thị và thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội.
Dự thảo quy hoạch sông Hồng	Quy hoạch được thực hiện trải dài 40 km sông Hồng từ cầu Hồng Hà đến cầu Mễ Sở, diện tích khoảng 11.000 ha gồm 55 phường, xã và 13 quận, huyện. Hà Nội dự kiến sẽ phê duyệt và ban hành quy hoạch phân khu sông Hồng vào tháng 6/2021.
Hà Nội đặt mục tiêu đưa 8 huyện lên quận giai đoạn 2021-2030	Hà Nội đề xuất đưa 5 huyện Hoài Đức, Gia Lâm, Đông Anh, Thanh Trì và Đan Phượng lên quận giai đoạn 2021-2025 và 3 huyện Thanh Oai, Thường Tín and Mê Linh giai đoạn 2026-2030.
TP HCM đề xuất đưa 5 huyện lên quận giai đoạn 2021-2030	TP HCM đề xuất đưa 5 huyện lên quận trong giai đoạn 2021-2030, gồm Cần Giờ, Củ Chi, Bình Chánh, Hóc Môn và Nhà Bè.
TP HCM đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc	TP HCM đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn.

Nguồn: MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Thị trường bất động sản – Thị trường căn hộ

Quý 3 2021, Lượng bán và nguồn cung của thị trường căn hộ khắp các tỉnh và thành phố đều chịu ảnh hưởng bởi diễn biến dịch phức tạp cũng như biện pháp giãn cách xã hội kéo dài. Tuy nhiên, trong tình trạng “bình thường mới”, thị trường căn hộ được dự đoán sẽ dần phục hồi trong quý 4.

Tại Hà Nội

Nguồn cung: Lượng căn hộ mở bán mới trong quý là hơn 1000 căn, giảm 50% so với lượng mở bán trong quý 2. Phần lớn nguồn cung mới nằm tại quận Nam Từ Liêm với 2 dự án The Matrix One và Masteri Smart City với 370 căn và 300 căn mở bán, lần lượt là 36.3% và 29.4% tổng nguồn cung mới.

Lượng bán: Tổng lượng bán trong quý 3 đạt 1,449 căn, giảm 46.8% so với quý 2, chủ yếu là do hoạt động giao dịch trực tiếp bị gián đoạn. Mặc dù một số sàn giao dịch đã chủ động chuyển đổi mô hình tiếp cận khách hàng sang hình thức trực tuyến, tuy nhiên do tâm lý lo ngại của người mua nên hình thức này chưa tạo ra hiệu quả như mong đợi.

Giá bán: Giá bán sơ cấp trung bình tăng 9.3% theo năm, đạt 1,650 USD/m² trong quý 3, nhờ có các dự án chất lượng cao được bổ sung vào phân khúc hàng sơ cấp trong khi các dự án giá thấp đã bán hết. Tuy nhiên, nếu tính trên các dự án hiện hữu, thị trường ghi nhận giá bán mức ổn định, trung bình ở mức 1.4% theo năm và 0.9% theo quý.

Tại Tp. HCM

Nguồn cung: Nguồn cung mới trong quý 3 đạt 1,610 căn, giảm mạnh 73.4% theo quý và 67.6% yoy. Đây là lượng mở bán thấp kỷ lục kể từ năm 2014.

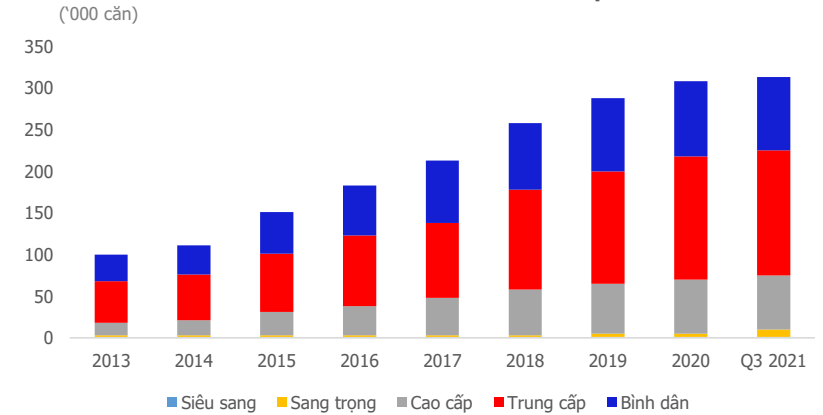
Lượng bán: Tổng lượng bán giảm 40.3% so với cùng kỳ (2,968 căn hộ), do nguồn cung mới hạn chế. Phân khúc Trung cấp vẫn được ưa chuộng nhất, chiếm 77% tổng lượng căn bán, đóng góp bởi dự án quy mô lớn như Vinhomes Grand Park_Origami.

Giá bán: Giá bán sơ cấp trung bình tăng 4.4% theo quý và 10.9% yoy, lên 2,683 USD/m². Giá bán tăng mạnh trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm và các dự án mới gia nhập thị trường đều ở phân khúc Trung cấp trở lên. Giá bán có xu hướng tăng đều khắp các quận huyện nội thành và khả năng lan rộng ra các quận huyện vùng ven với nhiều dự án mới chào bán với mức giá cao kỷ lục so với mặt bằng chung của khu vực.

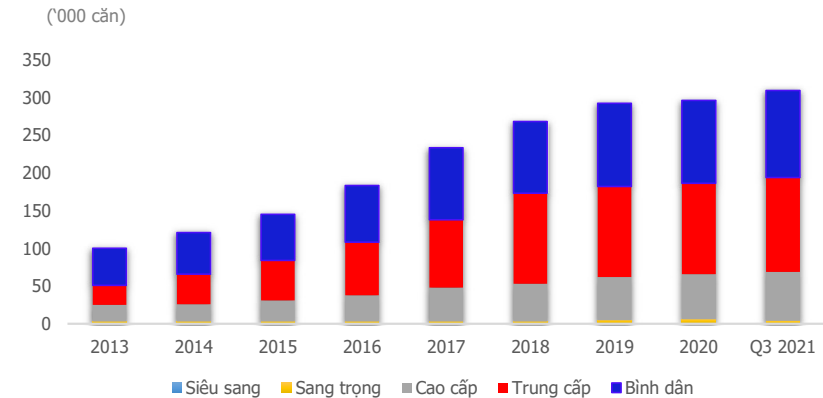
Triển vọng: Trong ba tháng cuối năm, thị trường căn hộ ở Hà Nội và Hồ Chí Minh được dự đoán sẽ dần hồi phục khi các biện pháp hạn chế tiếp xúc để chống dịch dần được gỡ bỏ. Tại Hà Nội, khoảng 2,600 căn hộ sẽ được mở bán trong quý 4, nâng nguồn cung Tại HCM, trong giá định tình trạng “bình thường mới” được diễn ra không gián đoạn, dự kiến mở bán tổng cộng gần 10,000 căn hộ trong quý 4.



TỔNG NGUỒN CUNG LUỸ KẾ HÀ NỘI



TỔNG NGUỒN CUNG LUỸ KẾ TP HCM



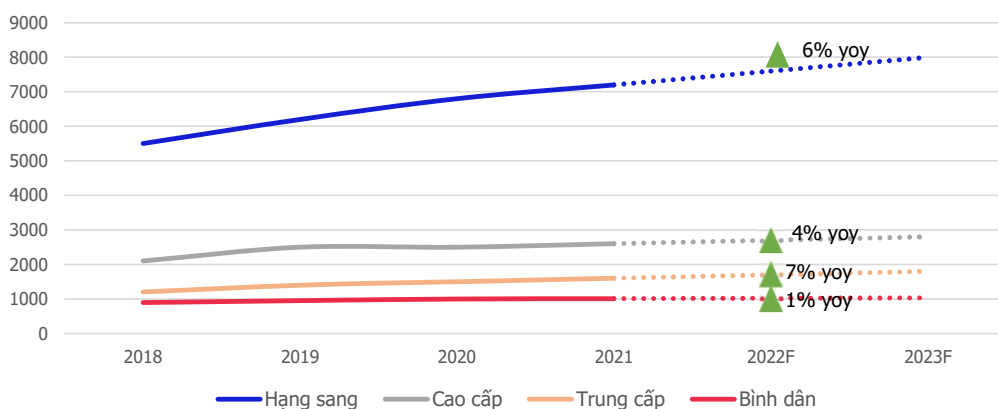
Nguồn: MBS Research, JLL

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Thị trường Tp.HCM: ảm đạm từ 2022 với nguồn cung tăng và mức giá cao hơn

- Sau khi một số quy định mới được ban hành (Nghị định 148 và Luật XD sửa đổi năm 2020), nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng có thể phục hồi từ 2022, trong đó **phân khúc trung cấp** sẽ đóng góp 30-50% vào tổng nguồn cung.
- Giá nhà ở sơ cấp sẽ khó có thể giảm trong năm 2022.** giá bán căn hộ sơ cấp tại TP HCM sẽ tiếp tục **xu hướng tăng 1%-7%** svck ở tất cả phân khúc, trong đó phân khúc trung cấp sẽ tăng mạnh nhất 7% svck do **nhu cầu cao trong khi nguồn cung vẫn đang hạn chế**. Chúng tôi cho rằng điều này dẫn đến các khu vực có giá căn hộ thứ cấp dưới 2.000 USD/m2 sẽ tăng nhanh.
- Ngày 10/12/2021, TP.HCM đã đấu giá thành công 4 lô đất, với tổng diện tích hơn 30.000m2, thuộc khu chức năng số 3, khu đô thị mới Thủ Thiêm (TP. Thủ Đức, TP.HCM). Tổng giá khởi điểm của 4 lô đất là 5.300 tỷ đồng, giá đấu thành công đã thu về 37.350 tỷ đồng với mức giá đấu cao nhất là 2,43 tỷ đồng/m2 cho thấy sự quan tâm của Nhà đầu tư với thị trường BĐS tại TP.HCM là rất lớn.

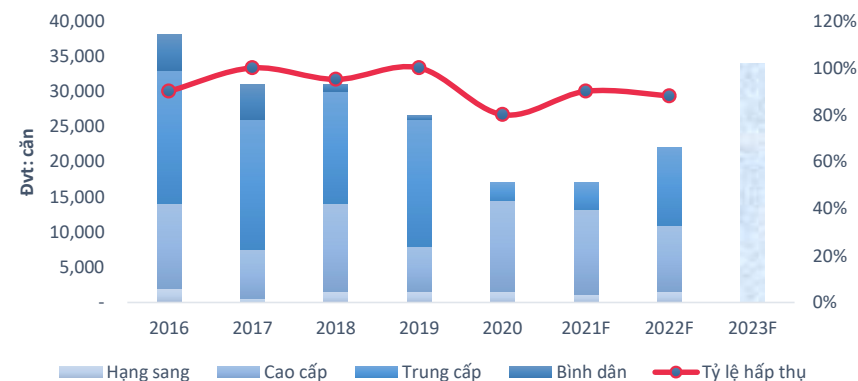
Giá căn hộ sơ cấp tại TP HCM dự kiến tiếp tục tăng ở mức 1%-7% svck năm 2022



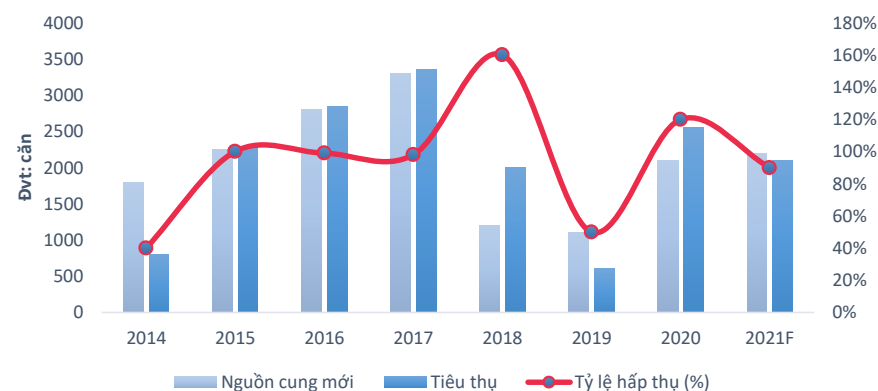
Nguồn: CBRE, Savills, MBS Research



Nguồn cung căn hộ tại Tp. HCM



Nguồn cung nhà liên thổ tại Tp. HCM



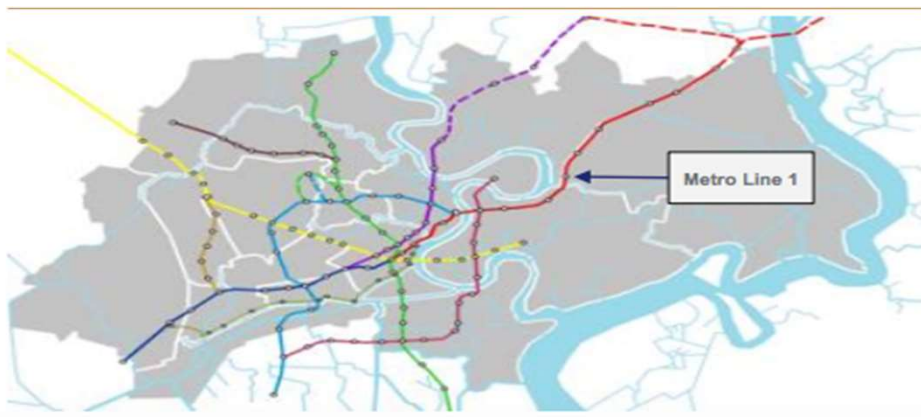
Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Thị trường tại Tp.HCM: CSHT phát triển thúc đẩy thị trường BĐS vùng ven

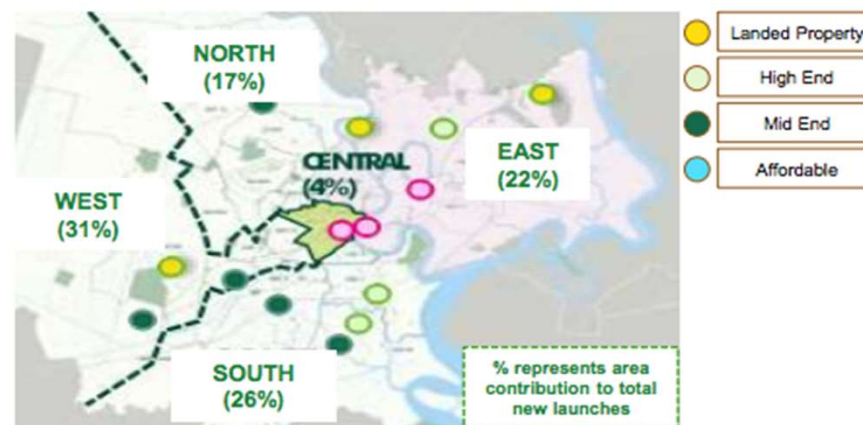
Tai Tp. HCM:

- **Thị trường nhà ở tại ngoại thành TP HCM sẽ tiếp tục đáng chú ý trong giai đoạn 2022 – 2024 nhờ vào các dự án cơ sở hạ tầng.** Nhiều dự án cơ sở hạ tầng tăng kết nối đại đô thị ngoại trung tâm. **Hệ thống metro** đang hoàn thành và dự kiến chạy thử nghiệm đến cuối 2023. Trong khi đó, phương án xây dựng **đường vành đai 3** kết nối TP.HCM, Long An, Đồng Nai và Bình Dương đang được thúc đẩy triển khai.
- **Giá đất tại các vùng lân cận TP HCM sẽ tiếp tục tăng ấn tượng trong 2022**, nhờ việc mở rộng đường cao tốc đến khu vực phía Tây và ven biển với các dự án hạ tầng đang triển khai như cao tốc Bến Lức – Long Thành, Dầu Giây – Phan Thiết, sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1. Đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn, cùng với quy hoạch đưa Củ Chi, Hóc Môn, Bình Chánh, Nhà Bè, Cần Giờ lên quân cũng sẽ thúc đẩy giá đất tại các khu vực này tăng mạnh.

Hệ thống metro số 1 đang hoàn thiện, chạy thử nghiệm cuối 2023



Vùng phía Đông và Tây dẫn đầu lượng mở bán mới



Phát triển CSHT tăng kết nối đại đô thị với quận trung tâm



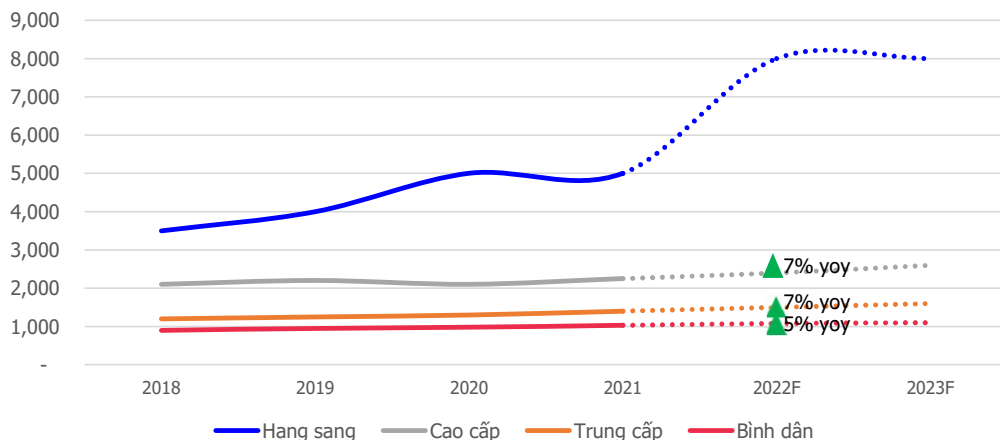
Nguồn: CBRE, Savills, MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

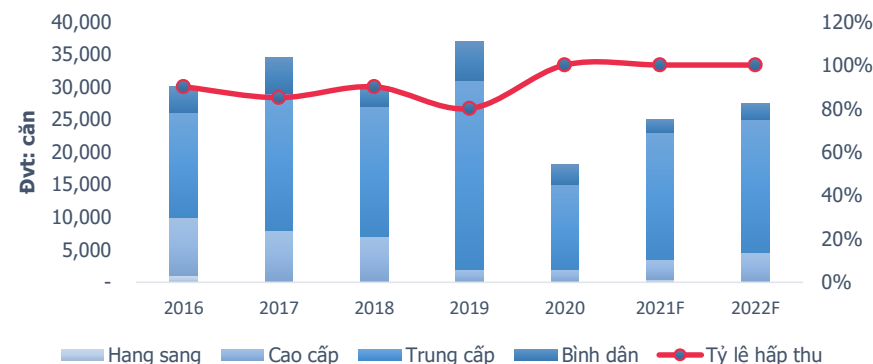
Thị trường Hà Nội: nguồn cung dồi dào nhờ các dự án đại đô thị

- Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội kỳ vọng tăng 40% svck đạt hơn 25.000 căn trong 2022, nhờ **đóng góp ổn định từ các đại dự án** của Vinhomes, theo đó là Sunshine Empire (2.200 căn) và Gamuda City (2.000 căn). Các dự án phần lớn đến từ phía Tây và phía Đông Hà Nội. Đối với **thị trường nhà liên thổ, các tỉnh lân cận Hà Nội như Hưng Yên, Thái Nguyên sẽ là điểm sáng** của thị trường trong 2022. Tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ cải thiện lên mức 90%-110% trong 2022-23, tương đương với khoảng 27.000-32.000 căn tiêu thụ mỗi năm.
- **Giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội dự kiến sẽ duy trì đà tăng trưởng ổn định +5%-7% svck vào năm 2022.** Trong khi đó, phân khúc căn hộ hạng sang sẽ thiết lập mức giá mới với dự án Masterise ở Hàng Bài có giá bán dựa theo ước tính trên thị trường khoảng 8.000-10.000 USD/m2.
- Hà Nội vừa trải qua cơn sốt đất diện rộng với giá bán tăng trung bình 14,5% svck trong 6T21, chủ yếu do dự thảo quy hoạch sông Hồng. Giá bán nhà đất tại Hà Nội kỳ vọng tăng trưởng chậm lại trong năm 2022 nhờ chính quyền quản lý chặt chẽ hơn tại các khu vực sốt đất.

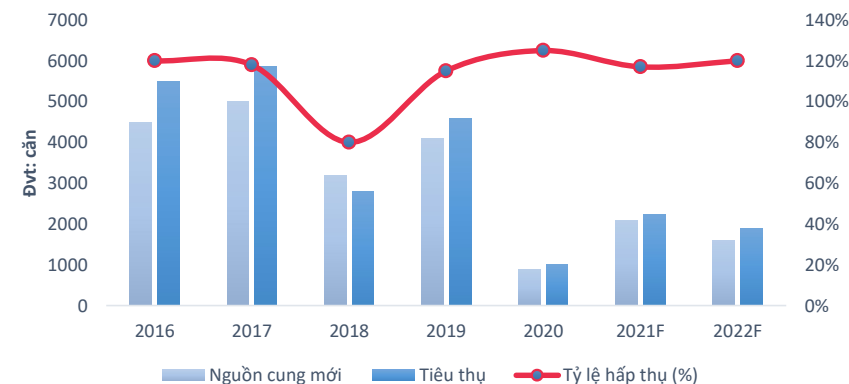
Căn hộ cao cấp thiết lập mức giá mới trong khi các phân khúc khác tăng ổn định tại Hà Nội



Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội



Nguồn cung nhà liên thổ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE, Savills, MBS Research

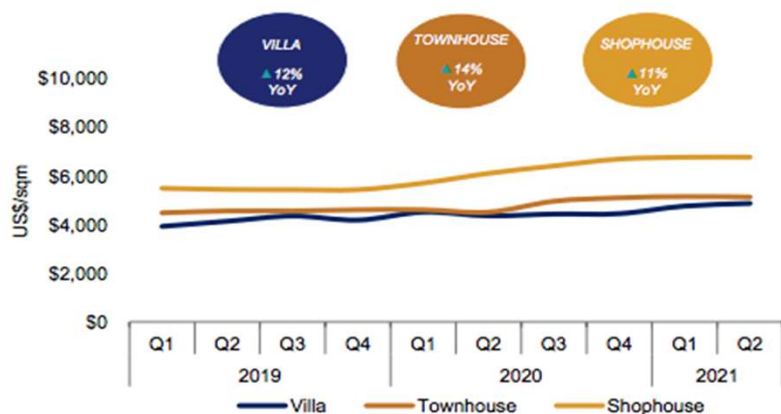
Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Thị trường tại Hà Nội: CSHT phát triển và quy hoạch đô thị làm nền cho tăng trưởng giá cả và lượng hấp thụ

Tại Hà Nội:

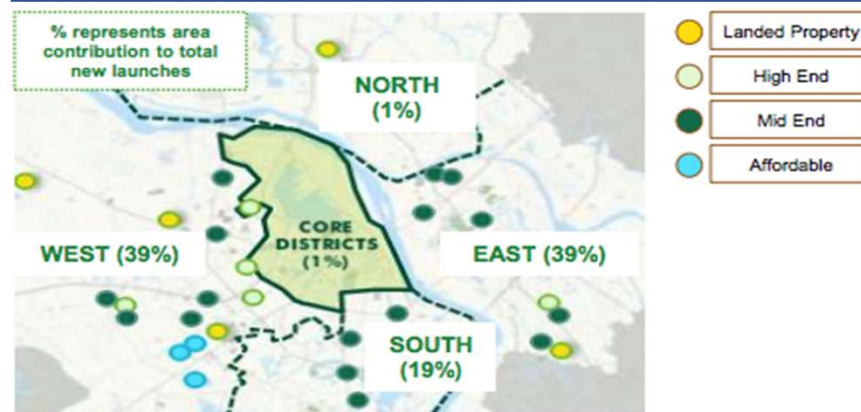
- **Giá tăng tại các dự án ngoại thành năm gần hệ thống đường huyết mạch.** Sự phát triển cơ sở hạ tầng như đường vành đai 3, số 3,5 và tuyến đường sắt đô thị số 3, sự sản phẩm đa dạng và cải thiện chất lượng là những động lực chính thúc đẩy sự bùng nổ của khu vực phía Tây. Giá sơ cấp tại quận Từ Liêm đã tăng 10% mỗi năm kể từ năm 2017; giá sơ cấp ở quận Cầu Giấy đã tăng 17% mỗi năm. Khu vực phía Tây sẽ vẫn tiếp tục dẫn đầu nguồn cung tương lai với 26.300 căn từ 29 dự án, chiếm 29% nguồn cung tương lai.
- **Cầu mạnh đôi với sản phẩm liên thổ làm tăng ASP.** Hà Nội dự kiến quy hoạch năm huyện ngoại thành Hoài Đức, Đông Anh, Thanh Trì, Gia Lâm, và Đan Phượng thành các quận nội thành vào năm 2025. Với quỹ đất lớn, từ năm 2023 trở đi, theo Savills, các huyện này sẽ trở thành mục tiêu phát triển khu dân cư trọng điểm, chiếm 36% nguồn cung BĐS.
- Cung mới ở các đại đô thị để thỏa mãn cầu tăng mạnh.

Giá BĐS liên thổ thứ cấp tăng mạnh nhờ cầu mạnh



Nguồn: CBRE, Savills, MBS Research

Vùng phía Đông và Tây dẫn đầu lượng mở bán mới



Phát triển CSHT tăng kết nối đại đô thị gần hệ thống đường huyết mạch



Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Triển vọng & Thách thức 2022 -2026F

Triển vọng

Việt Nam có nền kinh tế phục hồi và tăng trưởng nhanh thứ hai ở ĐNA, chỉ sau Malaysia (2.9% so với 3.3%). 1H2021 Việt Nam đã tăng trưởng 5.64% mặc dù làn sóng Covid lần thứ 4 đã bắt đầu phức tạp từ cuối tháng 4.

Lãi suất tiết kiệm thấp, thúc đẩy tìm kiếm các cơ hội sinh lời cao hơn ở các kênh như CK hay BĐS.

Dân số lớn (98.2 triệu người), đứng thứ 3 ĐNA và 15 thế giới với 68% dân số trong độ tuổi 15-64.

Tầng lớp trung lưu tăng nhanh, hiện tại đang chiếm 13% dân số và dự kiến sẽ tăng lên 26% vào 2026.

Sự dịch chuyển khỏi truyền thống “tam đại đồng đường”, quy mô hộ gia đình giảm từ 4.6 người/hộ năm 1999 còn 3.8 người/hộ năm 2009 và 3.6 người/hộ năm 2019.

Tỷ lệ đô thị hoá thấp, 38.1% dân số sống ở thành thị vào 2021 tuy nhiên kỳ vọng sẽ tăng trung bình 2.7%/năm giai đoạn 2021-2025.

Chính phủ thúc đẩy dự án CSHT, hỗ trợ nền kinh tế và thị trường BĐS.

Hộ chiếu vắc xin và tỷ lệ tiêm vắc xin tăng, sẽ hỗ trợ thúc đẩy người mua nước ngoài quay lại Việt Nam.

Thách thức

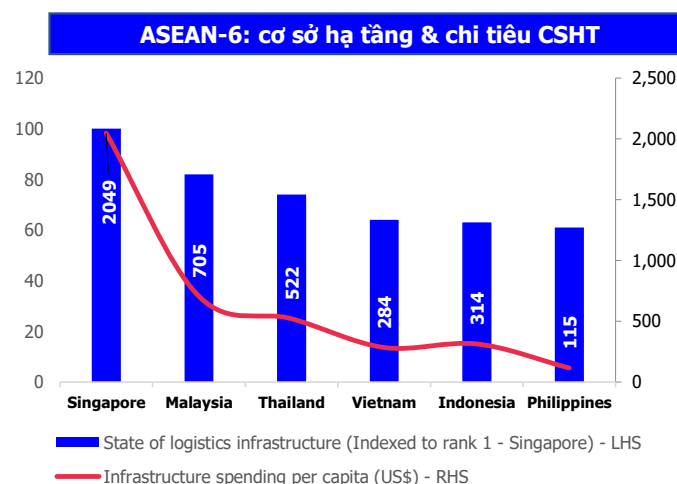
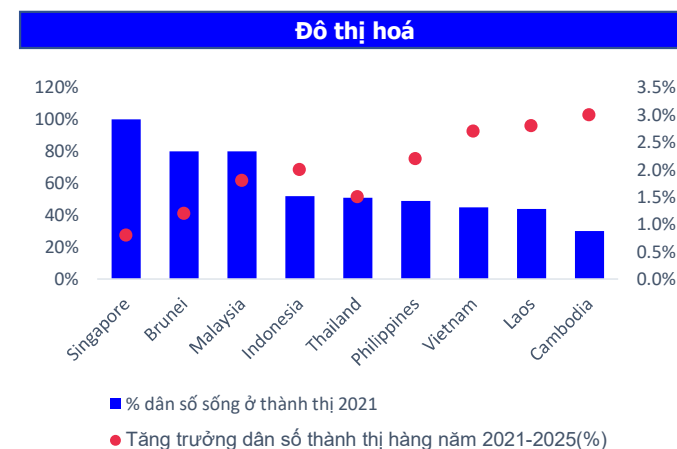
Dịch Covid diễn biến phức tạp, ảnh hưởng sự kiện bán hàng, tham quan dự án và tiến độ xây dựng đặc biệt trong Q4/2021 là quý cao điểm đối với thị trường BĐS Việt Nam. Trong những năm sau Việt Nam vẫn cần những kịch bản để phát triển kinh tế bên cạnh chống dịch trong tình hình “bình thường mới”.

Các văn bản pháp lý còn chống chéo, ví dụ Luật Đất đai và Luật Kinh doanh BĐS chưa đồng bộ làm chậm trễ quá trình phê duyệt dự án và ảnh hưởng hiệu quả các dự án. Tuy nhiên các quy định mới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ khó khăn trong phê duyệt giúp thị trường sôi động trở lại.

Hoạt động đầu cơ đất đai, làm giá nhà đất tiếp tục tăng nhanh đặc biệt là khu vực ngoại thành làm gia tăng lo ngại vượt khỏi khả năng người có nhu cầu thực.

Chi phí nguyên vật liệu tăng cao, sẽ kéo giá nhà tăng nếu giá NVL duy trì cao trong 2 năm tới.

TT 40/2021/TT-BTC hiệu lực từ 1/8/2021, nhà cho thuê từ 8.33 triệu/ tháng dù không đủ 12 tháng vẫn đóng thuế TNCN. Điều này có thể ảnh hưởng đến thị trường thuê nhà khi thị trường này đã và đang/ sẽ chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh.



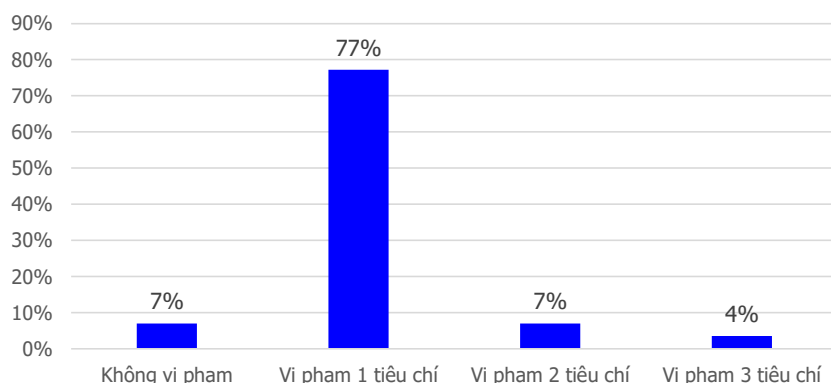
Nguồn: CIA, MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

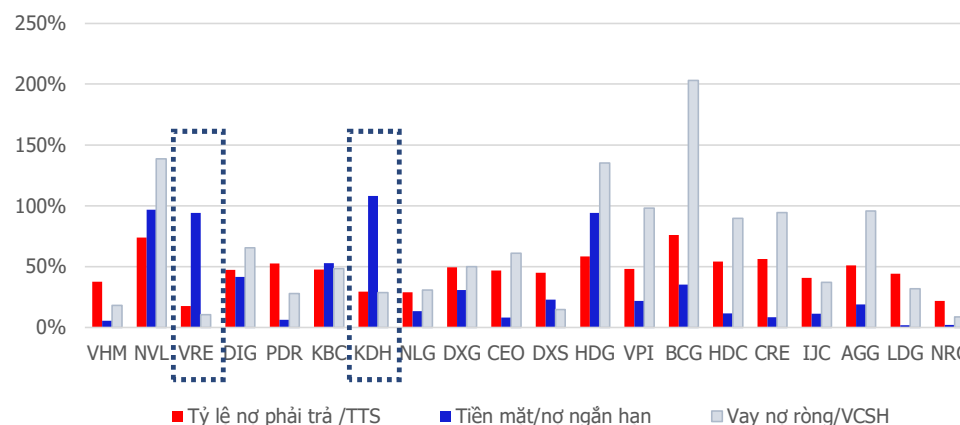
Chính sách "3 lần ranh đỏ" của Trung Quốc

- Tháng 8/2020, Trung Quốc áp đặt hướng dẫn **"3 lần ranh đỏ"**, theo đó tình hình tài chính của các nhà phát triển BĐS được đánh giá dựa trên ba tiêu chí: (1) Tỷ lệ nợ phải trả (không bao gồm các khoản trả trước và doanh thu chưa thực hiện) / tổng tài sản dưới 70%; (2) Tỷ lệ nợ vay ròng/ vốn chủ sở hữu dưới 100%; và (3) Tỷ lệ tiền mặt trên nợ vay ngắn hạn lớn hơn 1. Nếu các nhà phát triển không đáp ứng được một, hai hoặc cả ba lần ranh đỏ, các cơ quan quản lý sẽ đưa ra các giới hạn về tỷ lệ tăng nợ có thể của các doanh nghiệp.
- Với khoản nợ lên tới 300 tỷ USD vào cuối năm 2020, gần bằng 2% GDP của Trung Quốc, Evergrande là công ty bất động sản vi phạm cả 3 tiêu chí trên và chịu tác động nặng nề nhất của chính sách **"3 lần ranh đỏ"**. Sự kiện Evergrande đã làm dấy lên nỗi sợ hãi về nợ diện rộng trên thị trường BĐS tại Châu Á.
- Tại Việt Nam, chúng tôi nhận thấy tác động của chính sách "3 lần ranh đỏ" và sự kiện Evergrande sẽ ít có tác động đến thị trường BĐS Việt Nam bởi (1) sức khỏe tài chính của các doanh nghiệp BĐS Việt Nam tại thời điểm 30/09/2021 ổn định, không có các khoản nợ và tồn kho nào lớn đến đáng lo ngại; (2) chính sách tiền tệ của Việt Nam đã được kiểm soát tốt và Ngân hàng Nhà nước cũng đã tăng cường giám sát các khoản cho vay BĐS trong vài năm qua.

Sức khỏe tài chính của các Cty BĐS niêm yết Việt Nam theo "3 lần ranh đỏ"



VRE và KDH là hai Cty BĐS có vốn hóa lớn đáp ứng cả 3 tiêu chí tại ngày 30/09/2021



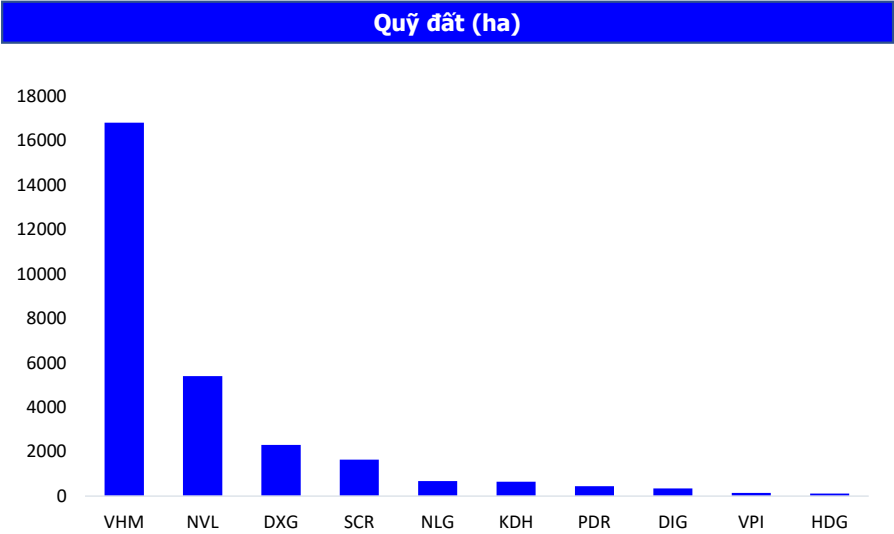
Nguồn: FiinGroup, MBS Research

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư



Các công ty niêm yết

Mã CK	Vốn hoá (tỷ VND)	Nợ/ VCSH	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	P/E	P/B
VHM	363,590	1.42	36.25%	39.42%	35.56%	13.26%	9.59	3.28
NVL	169,592	3.53	36.47%	77.72%	13.90%	3.34%	55.97	5.02
DIG	50,016	1.47	25.75%	29.02%	16.17%	7.10%	61.72	7.10
PDR	47,060	2.01	46.58%	31.20%	25.52%	8.25%	28.95	7.49
KDH	31,747	0.71	43.33%	25.47%	14.57%	8.49%	26.59	3.30
NLG	23,934	1.03	30.26%	38.36%	12.92%	6.80%	15.69	2.85
DXG	21,159	1.57	64.85%	-6.02%	-5.41%	-2.30%	25.49	2.51
HDG	12,109	2.49	41.54%	25.08%	26.98%	7.06%	15.61	3.29
VPI	11,814	2.28	31.56%	14.17%	10.65%	3.22%	37.16	4.19
CRE	7,884	0.86	28.29%	14.17%	14.90%	9.05%	10.77	2.46
Trung bình		1.74	38.5%	28.9%	16.6%	6.4%	28.75	4.15
Trung vị		1.52	36.4%	27.2%	14.7%	7.1%	26.04	3.29



Nguồn: MBS Research

Quỹ đất: xu hướng các năm tới

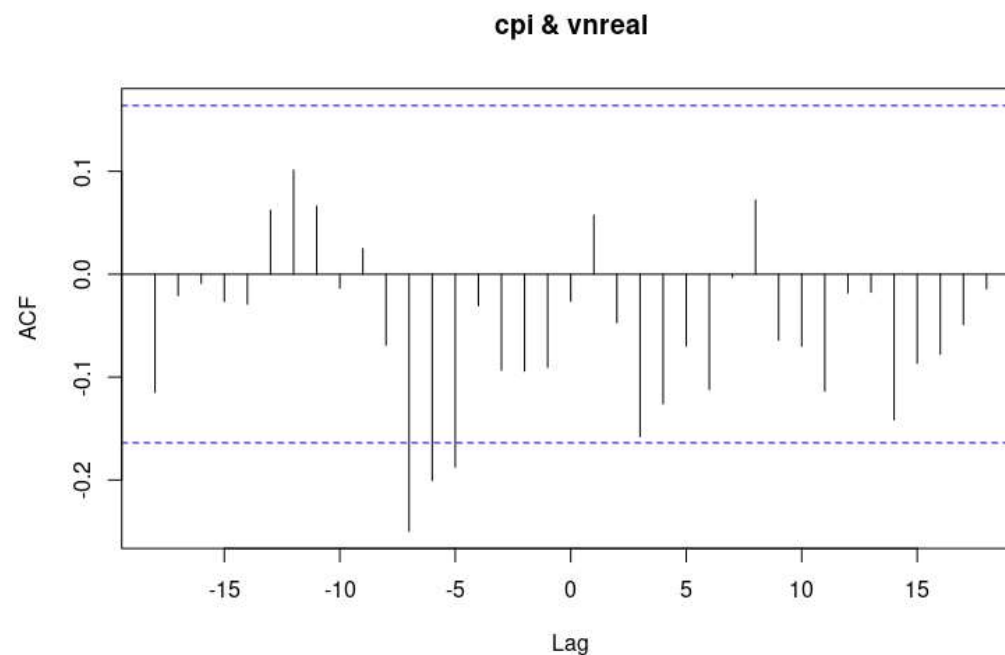
- VHM: Hà Nội, Tp. HCM – các khu vực cách trung tâm 10-20km, Quảng Ninh, Hải Phòng, Cần Giờ
- NLG: Long An, Đồng Nai, Hải Phòng
- KDH: Tp. Thủ Đức, Bình Chánh (Tp.HCM)
- NVL: Tp. Thủ Đức, Đồng Nai, BDS nghỉ dưỡng
- Các đơn vị khác: tập trung các khu vực xung quanh HN và HCM, và BDS nghỉ dưỡng dọc các bờ biển

Phần 1: Ngành Bất động sản – nhà ở và chung cư

Thảo luận: Có hay không mối quan hệ giữa lạm phát và thay đổi giá (performance) của cổ phiếu các công ty BĐS?

- Chúng tôi muốn tìm hiểu liệu có hay không mối quan hệ giữa lạm phát (đo lường bằng thay đổi của chỉ số CPI MoM) và thay đổi giá MoM của các công ty BĐS niêm yết (đo lường bằng Chỉ số ngành BĐS Ivl 2).
- Quan sát biểu đồ CCF, có thể thấy mối quan hệ giữa lạm phát và thay đổi giá (performance) của các công ty BĐS là ngược chiều (negative), hàm ý rằng khi lạm phát tăng lên có khả năng dẫn đến sự giảm giá (underperformance) của cổ phiếu nhóm các công ty BĐS sau khoảng 6 tháng.
- Tuy vậy, hệ số tương quan giữa lạm phát và giá cổ phiếu nhóm công ty BĐS không cao, hàm ý ngoài lạm phát còn có nhiều yếu tố khác có thể tác động đến diễn biến giá của nhóm công ty này. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi đối với nhóm cổ phiếu BĐS bên cạnh chu kỳ ngành (phụ thuộc các biến số vĩ mô) còn phụ thuộc vào chu kỳ riêng của từng công ty.

Cross Correlation Functions: CPI & Real Estate (Ivl 2)



Nguồn: MBS Research

CTCP VINHOMES (HSX: VHM)

MUA, Giá mục tiêu: 99,400 VND (+15%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VHM, với giá mục tiêu 99,400 VND/cổ phiếu (+15%), dựa trên 3 luận điểm chính:

- VHM là đơn vị phát triển bất động sản dẫn đầu tại Việt Nam với thị phần tổng hợp các phân khúc 25% (2016-2Q2021), bỏ xa các đối thủ cạnh tranh khác. Số lượng và quy mô các dự án khổng lồ với trên 16.8 nghìn ha và còn tiếp tục gia tăng cho phép công ty phát triển mạnh mẽ trong dài hạn với hiệu quả kinh doanh vượt trội. Lợi thế rất lớn từ các sản phẩm mới như The Miami tại đại dự án Vinhomes Smart City hay The Pavillion tại Vinhomes Ocean Park (ra mắt Q3/2021) hay dự án mới như Vinhomes Dream City, Vinhomes Wonder Park (kỳ vọng 2022). Giao dịch bán buôn kỳ vọng tiếp tục thúc đẩy doanh thu ghi nhận và pre-sales trong Q4/2021 và sang 2022.
- Xây dựng các chuẩn mực đời sống đô thị hiện đại, khẳng định đẳng cấp cư dân tại các khu đô thị: Ưu thế các dự án lớn cho phép công ty phát triển các chuỗi giá trị khép kín với các sản phẩm bất động sản chất lượng cao, dịch vụ tiện ích đồng bộ, đầy đủ, đáp ứng các tiêu chuẩn và khẳng định đẳng cấp cư dân khi lựa chọn các khu đô thị, sản phẩm thương hiệu Vinhomes.
- Hưởng lợi từ hệ sinh thái của Vingroup: Cung cấp các dịch vụ tiện ích chất lượng cao cho các dự án bất động sản thương hiệu Vinhomes. Điều này tạo lợi thế cạnh tranh trong việc đạt được các quyết định đầu tư dự án bất động sản lớn trước các đối thủ khi ngày càng khó khăn trong việc phát triển quỹ đất. Mặc khác thúc đẩy hoạt động kinh doanh bán hàng, thu hút các nhà đầu tư, khách hàng mua sản phẩm.

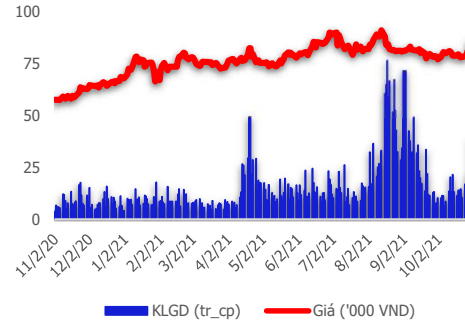
Rủi ro đầu tư

Các rủi ro đầu tư khi các yếu tố như chu kỳ ngành, chi phí vật liệu xây dựng, pháp lý hay tiến độ các dự án không đạt được như kế hoạch sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Mặc dù vậy, là đơn vị đầu ngành, có nguồn lực phát triển dự án tốt và kế hoạch chuẩn bị chu đáo, chúng tôi cho rằng những rủi ro trên đã được Công ty quản trị chặt chẽ đảm bảo kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ.

Rủi ro dịch bệnh: Vinhomes vẫn duy trì ổn định hoạt động kinh doanh nhờ chuyển đổi từ nền tảng offline (bán hàng trực tiếp) sang nền tảng online (bán hàng trực tuyến) với chiến lược Vinhomes Online trong đó nền tảng số được đầu tư, củng cố nhằm thích ứng với dịch bệnh và tạo tiền đề bứt phá mạnh mẽ cho các giai đoạn tiếp theo.



BIẾN ĐỘNG GIÁ



	1M	3M	12M
VHM (%)	3%	-1%	44%
VNIndex (%)	6%	9%	55%

Nguồn: Bloomberg

Ngày báo cáo	21/12/2021
Thị giá ngày báo cáo	86.0000 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	99,400 VND/cp
Tăng / giảm (%)	15%
Mã Bloomberg	VHM VN
Vốn hóa	374.475 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 57,411 – VND 91,008
KLGDBQ	429 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	100%
Sở hữu nước ngoài	20.8%

Đơn vị: tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	71,547	86,723	113,891	139,183	154,581
EBIT	21,062	28,294	38,468	52,956	58,950
LNST	28,206	33,584	44,717	59,602	63,963
EPS (VND)	6,281	6,788	9,038	12,047	12,929
Tăng trưởng EPS (%)	26%	8%	33%	33%	7%
P/E (x)	14.2	12.2	9.1	6.9	6.4
EV/EBITDA (x)	10.1	8.2	6.0	4.2	3.4
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	1,101	1,500	1,500	1,500	1,500
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	1%	2%	2%	2%	2%
P/B (x)	4.4	3.0	2.2	1.6	1.3
ROE (%)	31%	24%	24%	24%	20%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	28%	21%	17%	13%	11%

Nguồn: MBS Research

CTCP VINHOMES (HSX: VHM)

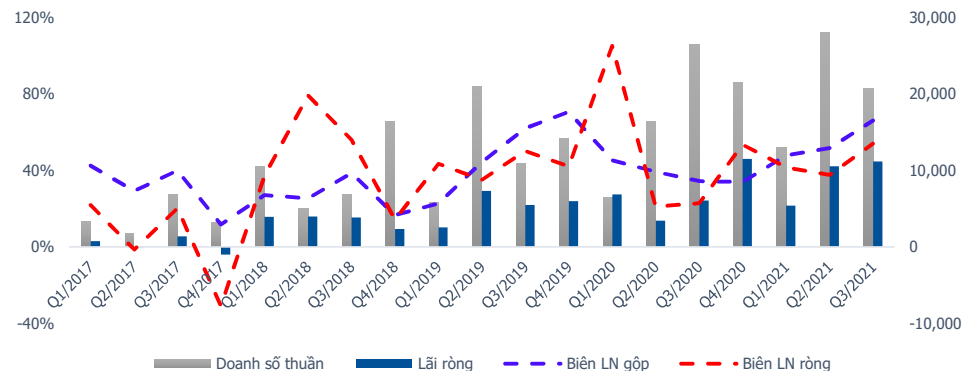


MUA, Giá mục tiêu: 99,400 VND (+15%)

Cập nhật kết quả kinh doanh

- Trong Q3/2021, VHM ghi nhận doanh thu thuần đạt 20.679 tỷ đồng, giảm 22% so với cùng kỳ năm trước. Kết quả này chủ yếu nhờ vào việc ghi nhận hai giao dịch bán buôn với tổng doanh thu là 13 nghìn tỷ cùng với việc bàn giao các căn hộ bán lẻ tại dự án Ocean Park và Smart City.
- Lãi ròng 9T2021 tăng 66% so với cùng kỳ, từ 16 nghìn tỉ trong 9T2020 lên 27 nghìn tỷ đồng. Vinhomes ghi nhận 61.681 tỷ đồng doanh thu (+25% yoy) và LNST đạt 27.244 tỷ đồng (+58% yoy). Lũy kế 9T2021 VHM đã bàn giao 8.700 căn hộ, chủ yếu từ 3 đại dự án và ghi nhận giao dịch bán buôn tại Ocean Park (2,9 nghìn tỷ), tại Grand Park (5,6 nghìn tỷ) và 2 giao dịch bán buôn khác (13 nghìn tỷ).
- Động lực chính thúc đẩy đà tăng lợi nhuận quý 3 của VHM đến từ sự cải thiện của biên lãi gộp. Giá vốn giảm mạnh 60% giúp biên lãi gộp tăng từ 34% lên 66% (so với cùng kỳ), chủ yếu nhờ các giao dịch bán buôn.
- Hoạt động tài chính giúp VHM ghi nhận thêm 881 tỷ đồng lợi nhuận. Doanh thu từ hoạt động tài chính đạt gần 1.392 tỷ đồng, tăng 24.5%. Trong đó, chủ yếu biến động ở khoản thu nhập từ hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh, được đóng góp chủ yếu bởi Vinhomes Star City (939 tỷ đồng), Vinhomes Harmony (75 tỷ đồng) và Vinhomes Imperia (1 tỷ đồng).
- Năm 2021, Vinhomes đề ra mục tiêu doanh thu đạt 90.000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế ở mức 35.000 tỷ đồng. Như vậy, sau 9 tháng đầu năm, doanh nghiệp đã thực hiện được 69% kế hoạch doanh thu và 78% chỉ tiêu lợi nhuận.
- Dự kiến VHM sẽ hoàn thành việc bán hàng dự án Ocean Park và Grand Park trong năm 2022, trong khi dự án Smart City sẽ hoàn thành việc bán hàng vào năm 2023. Đối với các dự án dài hạn hơn, VHM hiện đang trong quá trình giải tỏa mặt bằng cho dự án Vinhomes Green Hạ Long và đang lập quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1/500 cho dự án Vinhomes Cần Giờ.

KẾT QUẢ KINH DOANH THEO QUÝ



CÁC DỰ ÁN CHÍNH

	Ocean Park	Smart City	Grand Park
Tổng diện tích	3,500,000	2,601,000	3,241,000
Số lượng căn hộ đã bán	38,300	34,500	39,300
Tổng số lượng căn hộ	47,300	47,000	45,500
Doanh thu chưa hạch toán	6,970	8,960	14,280
Tiến độ xây dựng	70%	47%	60%

Nguồn: MBS Research, VHM

CTCP VINHOMES (HSX: VHM)

MUA, Giá mục tiêu: 99,400 VND (+15%)

Tình hình tài chính

Tổng tài sản 9T2021 đạt 219 tỷ đồng, tăng 4% so với cuối năm 2020. Trong đó vốn chủ sở hữu đạt 119 tỷ đồng, tăng 34% so với thời điểm 31 tháng 12 năm 2020.

Khoản đầu tư tài chính ngắn hạn từ trái phiếu doanh nghiệp và tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn tăng gấp 3 lần so với đầu năm, lên hơn 7.000 tỷ đồng. Các khoản phải thu ngắn hạn cũng tăng lên 50.375 tỷ đồng, tăng 48% so với đầu năm.

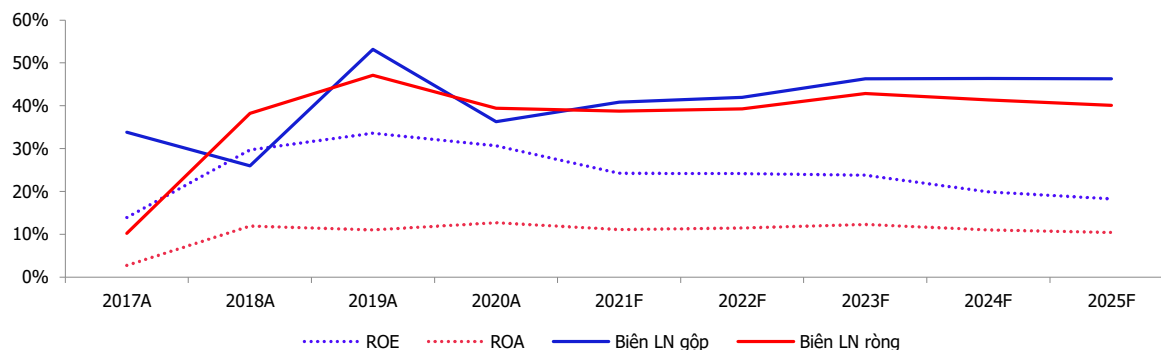
Khoản mục hàng tồn kho giảm 26% so với đầu năm, xuống còn gần 32 nghìn tỷ đồng. Trong đó, bất động sản để bán đang xây dựng chiếm tỉ trọng 91%, chủ yếu bao gồm tiền sử dụng đất, chi phí giải phóng mặt bằng, chi phí xây dựng và phát triển dự án Vinhomes Grand Park, Vinhomes Smart City, Vinhomes Ocean Park và các dự án khác.

Ngoài ra, tại thời điểm cuối tháng 9 2021, nợ phải trả cũng giảm 21%, còn hơn 100 nghìn tỷ đồng. Trong đó, nợ vay ngắn hạn giảm 46% và nợ vay dài hạn tăng 11%.

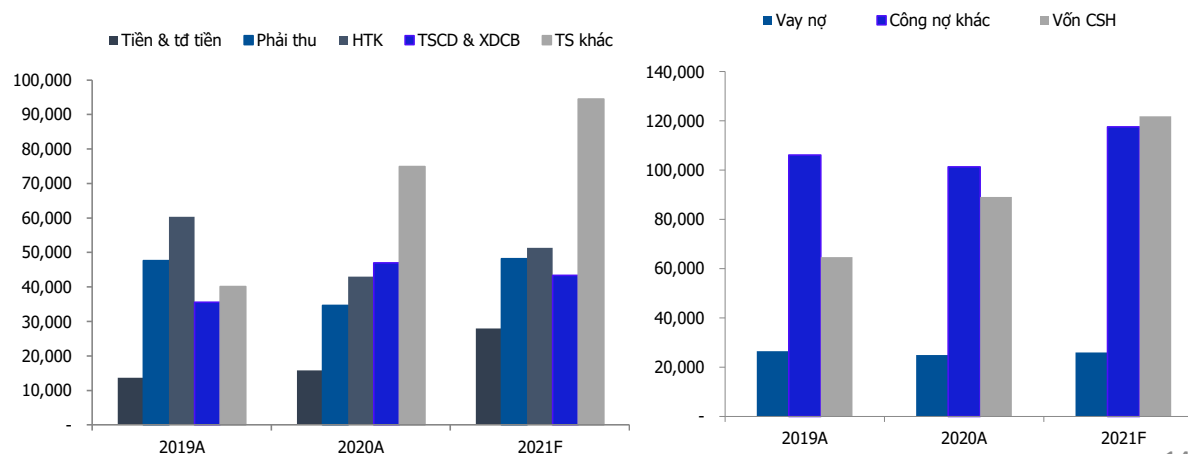
Bên cạnh đó, khoản người mua trả tiền trước ngắn hạn giảm 41% so với đầu năm, xuống còn 15,806 tỷ đồng, do giảm thanh toán theo các hợp đồng chuyển nhượng bất động sản.



Các chỉ số lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, VHM

CTCP VINHOMES (HSX: VHM)



MUA, Giá mục tiêu: 99,400 VND (+15%)

Định giá

- Sử dụng phương pháp định giá RNAV, chúng tôi xác định giá trị mỗi cổ phiếu VHM ở mức VND 99,400, tương ứng với PE forward ở mức 12.2, khá hấp dẫn đối với cổ phiếu BĐS đầu ngành.

Bất động sản						379,573
Dự án	Diện tích bán ('000 m2)	Tỷ lệ sở hữu	Năm bàn giao	Năm kết thúc	Giá trị thuần	
Vinhomes Ocean Park	3,170	84%	2020	2023	11,937	
Vinhomes Smart City	2,750	90%	2020	2023	11,444	
Vinhomes Grand Park	3,331	90%	2020	2023	17,204	
Vinhomes Project D - (Vinhomes Co Loa)	3,316	83%	2022	2027	13,156	
Vinhomes Project E - (Vinhomes Lang Van)	758	96%	2022	2025	4,664	
Vinhomes Project F - (Vinhomes Vu Yen)	4,097	100%	2023	2027	17,648	
Vinhomes Project G - Phase 1 - (Vinhomes Cu Chi - Phase 1)	5,734	88%	2022	2027	12,782	
Vinhomes Project G - Phase 2 - (Vinhomes Cu Chi - Phase 2)	8,601	88%	2025	2031	16,723	
Vinhomes Project H - Phase 1 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 1)	7,843	99%	2022	2027	27,847	
Vinhomes Project H - Phase 2 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 2)	8,157	99%	2025	2031	17,499	
Vinhomes Project H - Phase 3 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 3)	5,542	99%	2027	2034	9,766	
Vinhomes Project H - Phase 4 - (Vinhomes Long Beach Can Gio - Phase 4)	5,385	99%	2030	2037	5,831	
Vinhomes Project K - (Vinhomes Dream City)	6,003	100%	2022	2027	33,179	
Vinhomes Project L - Phase 1 - (Green Ha Long - Phase 1)	9,534	100%	2023	2027	20,791	
Vinhomes Project L - Phase 2 - (Green Ha Long - Phase 2)	13,738	100%	2025	2033	23,086	
Vinhomes Project L - Phase 3 - (Green Ha Long - Phase 3)	18,936	100%	2028	2034	31,962	
Vinhomes Project L - Phase 4 - (Green Ha Long - Phase 4)	15,063	100%	2031	2037	21,446	
Vinhomes Project L - Phase 5 - (Green Ha Long - Phase 5)	12,907	100%	2035	2040	20,804	
Vinhomes Project M - (Vinhomes Đại An)	3,406	100%	2022	2027	17,175	
Khác					90,963	
Văn phòng						59,250
Dự án	NSA ('000m2)	Tỷ lệ sở hữu	Năm bắt đầu	Tỷ lệ hấp thụ (%)	Giá trị thuần	
VinOffice Dong Khoi	77	100%	2010	97%	11,444	
VinOffice Times City (T13+T26)	17	100%	2014	100%	1,384	
VinOffice Symphony	20	100%	2019	88%	1,062	
VinOffice Central Park	2	100%	2019	100%	248	
Pipeline projects	4,219	90 - 100%	2020 - 2035	0%	45,113	
Khu công nghiệp						9,567
Dự án	NSA ('000m2)	Tỷ lệ sở hữu	Năm bắt đầu	Tỷ lệ hấp thụ (%)	Giá trị thuần	
Hải Dương	14,000	90 - 100%			4,919	
Hải Phòng	7,101	90 - 100%			4,425	
Quảng Ninh	3,189	90 - 100%			223	
Thái Bình	4,725	90 - 100%			250	
Tổng giá trị tài sản						448,390
Tiền & tương đương tiền					4,505	
Đầu tư ngắn hạn					7,098	
Nợ vay					(21,509)	
Lợi ích CĐTS					(5,472)	
NAV						433,012
Số CP lưu hành					4,354,368,093	
NAV/CP						99,400

Nguồn: MBS Research, VHM

CTCP VINHOMES (HSX: VHM)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	71,547	86,723	113,891	139,183	154,581
Giá vốn hàng bán	45,611	51,319	66,086	74,816	82,958
Lợi nhuận gộp	25,936	35,404	47,805	64,367	71,623
Doanh thu hoạt động tài chính	20,245	18,436	22,894	27,724	27,667
Chi phí tài chính	4,019	4,230	4,783	5,343	5,736
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4,874	7,110	9,337	11,410	12,673
Lợi nhuận trước thuế	36,517	41,980	55,896	74,503	79,954
Lợi nhuận sau thuế	28,206	33,584	44,717	59,602	63,963
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	27,351	29,559	39,357	52,458	56,296
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	855	4,025	5,360	7,144	7,667

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	102,312	161,555	220,508	287,130	357,594
I. Tiền & tương đương tiền	13,714	26,152	44,576	78,484	126,204
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,054	1,849	1,849	1,849	1,849
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	34,593	47,554	62,451	76,320	84,764
IV. Hàng tồn kho	42,984	51,311	66,076	74,804	82,945
V. Tài sản ngắn hạn khác	8,968	34,689	45,556	55,673	61,833
Tài sản dài hạn	113,014	103,737	122,497	140,230	152,499
I. Các khoản Phải thu dài hạn	11,084	13,294	17,458	21,335	23,695
II. Tài sản cố định	5,907	584	556	530	504
1. Tài sản cố định hữu hình	5,683	584	556	530	504
2. Tài sản cố định vô hình	223	0	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	8,700	9,403	12,159	14,894	17,609
IV. Tài sản dở dang dài hạn	32,361	33,332	34,332	35,362	36,423
V. Đầu tư tài chính dài hạn	9,756	9,756	9,756	9,756	9,756
VI. Tài sản dài hạn khác	45,207	37,368	48,236	58,352	64,512
Tổng tài sản	215,326	265,292	343,005	427,360	510,093
Nợ phải trả	126,197	143,519	179,992	207,030	227,737
I. Nợ ngắn hạn	103,385	121,802	154,982	179,131	197,798
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	92,388	110,475	143,315	167,114	185,420
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	10,998	11,328	11,667	12,017	12,378
II. Nợ dài hạn	22,811	21,717	25,010	27,899	29,939
1. Các khoản phải trả dài hạn	8,854	7,061	9,182	10,804	11,990
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	13,958	14,656	15,828	17,094	17,949
Vốn chủ sở hữu	89,130	121,773	163,013	220,330	282,356
1. Vốn điều lệ	43,544	43,544	43,544	43,544	43,544
2. Thặng dư vốn cổ phần	295	295	295	295	295
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	46,211	71,944	109,294	161,248	218,352
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,429	9,020	12,075	16,321	20,915
5. Vốn khác	-4,349	-3,030	-2,195	-1,078	-751
Tổng nguồn vốn	215,326	265,292	343,005	427,360	510,093

Nguồn: VHM, MBS Research

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	6,281	6,788	9,038	12,047	12,929
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	20,469	27,966	37,437	50,600	64,844
P/E	14.2	12.2	9.1	6.9	6.4
P/B	4.4	3.0	2.2	1.6	1.3
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	36%	41%	42%	46%	46%
Biên EBITDA	30%	33%	34%	38%	38%
Biên lợi nhuận sau thuế	39%	39%	39%	43%	41%
ROE	31%	24%	24%	24%	20%
ROA	13%	11%	11%	12%	11%
Tăng trưởng					
Doanh thu	39%	21%	31%	22%	11%
Lợi nhuận trước thuế	23%	15%	33%	33%	7%
Lợi nhuận sau thuế	16%	19%	33%	33%	7%
EPS	26%	8%	33%	33%	7%
Tổng tài sản	9%	23%	29%	25%	19%
Vốn chủ sở hữu	38%	37%	34%	35%	28%
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	0.99	1.33	1.42	1.60	1.81
Thanh toán nhanh	0.15	0.23	0.30	0.45	0.65
Nợ/tài sản	12%	10%	8%	7%	6%
Nợ/vốn chủ sở hữu	28%	21%	17%	13%	11%
Khả năng thanh toán lãi vay	7.02	9.66	12.51	16.27	17.25
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay phải thu khách hàng	1.7	2.1	2.0	2.0	1.9
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	210 ngày	174 ngày	179 ngày	184 ngày	193 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
Thời gian tồn kho bình quân	413 ngày	335 ngày	324 ngày	344 ngày	347 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.2	4.2	4.5	4.2	4.2
Thời gian trả tiền bình quân	70 ngày	86 ngày	81 ngày	86 ngày	87 ngày

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
LCTT từ HĐ kinh doanh	24,882	8,546	24,461	38,741	52,700
LCTT từ HĐ đầu tư	-22,420	3,805	-4,072	-4,164	-4,258
LCTT từ HĐ tài chính	-2,081	87	-1,964	-670	-722
LCTT trong kỳ	382	12,439	18,424	33,907	47,721
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	13,332	13,714	26,152	44,576	78,484
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	13,714	26,152	44,576	78,484	126,204

CTCP Đầu tư Nam Long (HSX: NLG)

GIỮ, Giá mục tiêu: 67,100 VND (+3%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu NLG, với giá mục tiêu 67,100 VND/cổ phiếu (+3%), dựa trên 4 luận điểm chính:

1. Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng khả quan từ 2021 sau khi hợp nhất dự án Southgate và thoái vốn một phần dự án Paragon Đại Phước. NLG cũng được hưởng lợi từ giá bán dự án bình quân tăng và pre-sales tăng trưởng khả quan nhờ kế hoạch mở bán tích cực, đặc biệt là các sản phẩm thấp tầng trong bối cảnh mặt bằng lãi suất còn thấp và đầu tư công vào CSHT tại TPHCM và các tỉnh lân cận được đẩy mạnh.
2. NLG sở hữu quỹ đất sạch quy mô lớn (681 ha) với giá vốn thấp. Các dự án của NLG phần lớn ở vùng ven TPHCM với vị trí chiến lược ở các cửa ngõ vào thành phố, đáng chú ý nhất là Waterpoint (Long An) và Izumi City (Đồng Nai).
3. Định giá hấp dẫn xét trong dài hạn trên giá trị thị trường của quỹ đất, tiềm năng lợi nhuận cũng như so với các doanh nghiệp trong ngành.
4. 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.

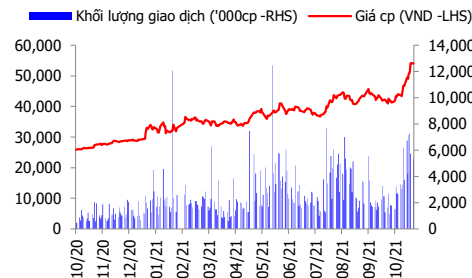
Rủi ro đầu tư

Rủi ro lớn nhất chúng tôi thấy tại thời điểm này là diễn biến phức tạp của dịch Covid-19 đã và sẽ gây khó khăn trong việc mở bán và bàn giao. Ngoài ra, cũng phải nhắc đến một số rủi ro như:

1. Lãi suất tăng mạnh hơn dự kiến: Việc thay đổi điều hành chính sách tiền tệ sẽ ảnh hưởng tới kênh tín dụng dẫn vốn vào thị trường BĐS. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ hiện tại tương đối ổn định, không gian chính sách tiền tệ vẫn còn dư địa để nới lỏng tiền tệ hỗ trợ nền kinh tế.
2. Rủi ro pha loãng: Sau khi phát hành cổ phiếu thưởng (24 triệu CP), cổ tức bằng cổ phiếu (12.5 triệu CP) và phát hành riêng lẻ (60 triệu CP) số lượng CP lưu hành cuối 2021 lên đến gần 382.95 triệu CP. Dù vậy với LNST được kỳ vọng tăng trưởng ấn tượng vào các năm 2021-2023 đây không phải là rủi ro trọng yếu, theo quan điểm của chúng tôi.



Giao dịch của NLG trong 12 tháng



	1M	3M	12M
NLG (%)	28%	36%	109%
VNIndex (%)	3%	9%	46%
Nguồn: Bloomberg			

Ngày báo cáo	21/12/2021
Giá hiện tại	VND 65,200
Giá mục tiêu	VND 67,100
Tiềm năng tăng giá	+2.9%
Bloomberg	NLG VN Equity
Vốn hóa thị trường	24.968 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 25,830
	VND 65,200
Giá trị giao dịch trung bình YTD	96 tỷ VND
Giới hạn sở hữu NĐTNN	51%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	44%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	Tỷ VND	2,217	4,500	7,333	9,590
Thu nhập từ cty liên doanh/ liên kết	Tỷ VND	142	94	-	284
LNST	Tỷ VND	850	1,435	1,952	2,840
EPS (VND)	VND	2,723	3,715	5,053	7,351
Tăng trưởng EPS (%)	%	-22%	36%	36%	45%
P/E (x)	Lần	10.1	14.5	10.7	7.3
EV/EBITDA (x)	Lần	9.5	10.3	8.6	6.3
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	900	1,000	1,000	1,000
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	3%	2%	2%	2%
P/B (x)	Lần	1.2	2.3	1.8	1.4
ROE (%)	%	12%	17%	18%	20%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	37%	29%	23%	17%

Nguồn: MBS Research

CTCP Đầu tư Nam Long (HSX: NLG)

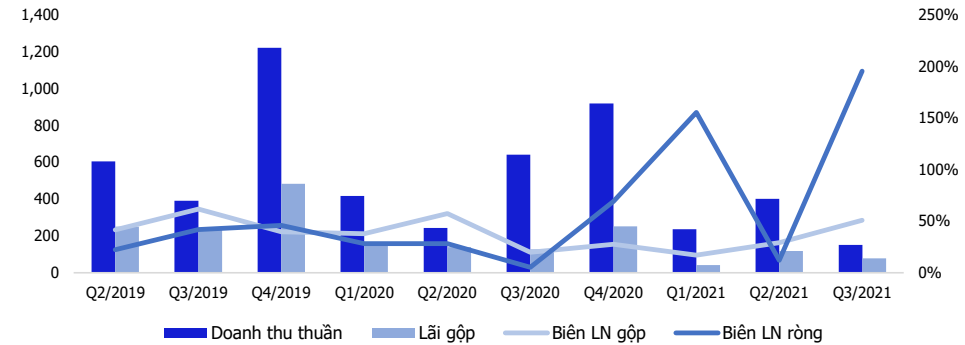
GIỮ, Giá mục tiêu: 67,100 VND (+3%)

Cập nhật kết quả kinh doanh

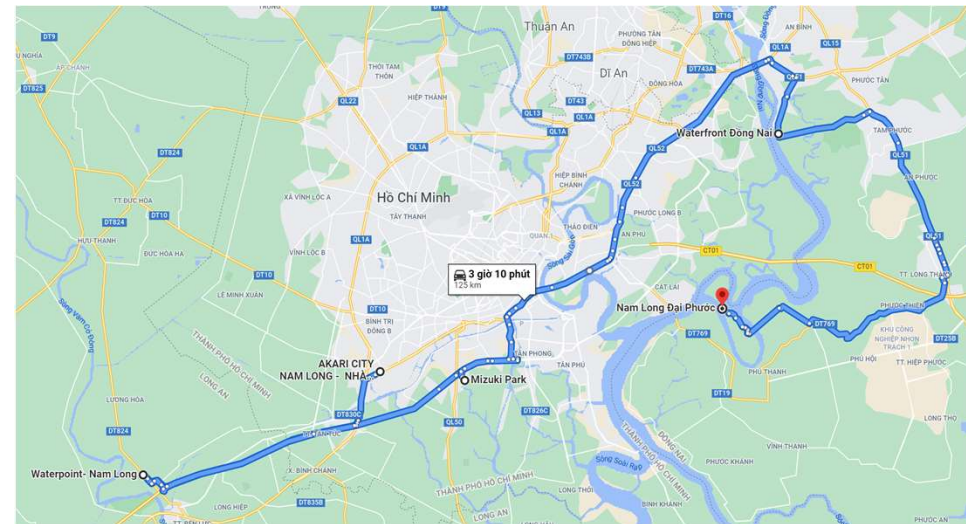
- Trong Q3/2021, NLG ghi nhận doanh thu thuần đạt gần 151 tỷ VND, giảm hơn 76% so với cùng kỳ, do dự án Flora Mizuki MP 9-10 đã bị hoãn bán sang Q4/2021 cũng như hoạt động bàn giao bất động sản bị trì hoãn do dịch Covid-19, làm ảnh hưởng trực tiếp tới doanh thu. Tuy nhiên, **LNST của quý 3 đã tăng gần 813% so với cùng kỳ** nhờ ghi nhận khoản doanh thu từ hoạt động tài chính gần 372 tỷ VND nhờ hợp nhất với Southgate.
- Lũy kế 9T2021, doanh thu thuần đạt gần 788 tỷ VND, giảm hơn 39% so với cùng kỳ, nhưng **LNST tăng hơn 226%** với khoản thu nhập khác gần 431 tỷ sau khi mua 30% cổ phần của dự án Waterfront Đồng Nai từ Keppel Land để nâng tỷ lệ sở hữu lên 65.1%. **Hàng tồn kho rộng tăng hơn 3,900 tỷ VND (tương đương gần 29%) lên gần 17,655 tỷ VND.** Lượng lớn hàng tồn kho này phần lớn đến từ các dự án Izumi City (Đồng Nai), Southgate Rivera 2 & Aquaria (Long An), Ehome Southgate (Long An), dự án 43 ha ở Cần Thơ, Flora Mizuki MP 9-10 (Bình Chánh).
- Trong quý 3/2021, do ảnh hưởng của dịch bệnh, NLG chỉ mở bán online được 2 dự án: dự án Valora 43 ha ở Cần Thơ (08/2021) và dự án Ehome Southgate (09/2021). Lũy kế 9T21, NLG đã bán được 1.355 căn từ 5 dự án là Southgate, Flora Mizuki, Flora Akari, Ehome Southgate, Cần Thơ 43ha. Pre-sales đạt 5.078 tỷ cao hơn 3.811 tỷ năm 2020.
- Dự kiến trong quý 4/2021, NLG sẽ mở bán 275 căn hộ thấp tầng (2.000 tỷ đồng) tại dự án Izumi, 110 căn hộ thấp tầng (1.000 tỷ đồng) tại dự án Southgate, 250 căn hộ cao tầng (800 tỷ đồng) tại dự án Mizuki Park (MP9-10) và tiếp tục mở bán căn hộ thấp tầng tại dự án Cần Thơ (43ha) và căn hộ cao tầng Ehome Southgate.
- Dự kiến trong quý cuối năm 2021, **NLG sẽ bàn giao 1000 căn hộ tại Akira City, và và 300 sản phẩm thấp tầng tại dự án Southgate** so với kế hoạch trước đó là bàn giao 3.247 căn hộ.
- Giá trị hợp đồng đã bán trong năm 2021 chủ yếu sẽ được thúc đẩy nhờ dự án Southgate và dự án Mizuki Park, trong khi đối với năm 2022 sẽ là dự án Southgate, Mizuki Park, Akari, Izumi, Cần Thơ. Từ năm 2023, dự kiến NLG sẽ mở bán dự án Paragon và dự án VSIP Hải Phòng.
- Vào thời điểm đầu tháng 9/2021, **NLG đã phát hành thành công 60 triệu cổ phiếu và thu về gần 1,997 tỷ VND.** Thêm vào đó, với việc thoái 50% vốn tại công ty Paragon Đại Phước, kỳ vọng NLG thu được 1.300 tỷ đồng và cũng sẽ được sử dụng để mở rộng quỹ đất.



Kết quả kinh doanh theo quý (tỷ VND)



Bản đồ các dự án trọng điểm khu vực phía Nam của NLG



Nguồn: MBS Research, NLG

CTCP Đầu tư Nam Long (HSX: NLG)

GIỮ, Giá mục tiêu: 67,100 VND (+3%)



Tình hình tài chính

Tổng tài sản tại 30/09/2021 tăng mạnh gần 21% so với thời điểm cuối quý 2/2021 lên gần 24,116 tỷ VND, chủ yếu đến từ khoản tăng hơn 3,900 tỷ VND **hàng tồn kho** sau khi hợp nhất Southgate và tiền gửi ngân hàng ngắn hạn tăng hơn 1,200 tỷ (gần 975%), thể hiện dòng tiền của NLG đã tăng mạnh trong quý vừa rồi. Các dự án còn lại của NLG có số dư tồn kho không thay đổi nhiều, do tình hình dịch bệnh ở quý 3 vừa qua khiến hoạt động bàn giao căn hộ bị đình trệ.

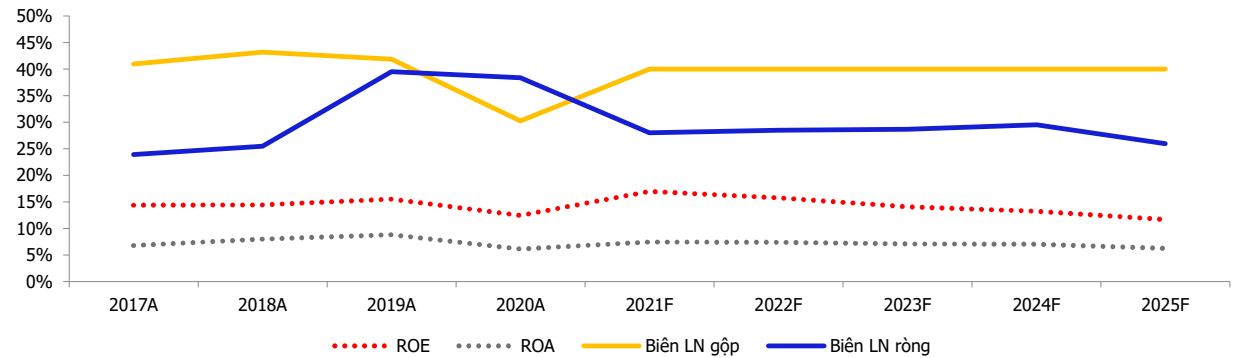
Tại thời điểm 30/09/2021, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn** trên bảng cân đối kế toán đã đạt hơn 3,820 tỷ VND, tăng gần 40% so với thời điểm kết thúc quý 2/2021. Sự gia tăng này chủ yếu đến từ việc khách hàng đặt cọc trước cho các dự án Akari City, Southgate Waterpoint (giai đoạn 1) và Mizuki Park.

Tài sản ngắn hạn chiếm gần 91% tổng tài sản, tài sản dài hạn chỉ chiếm hơn 8%. Tài sản tập trung chủ yếu ở hàng tồn kho, quyền sử dụng đất, tiền gửi ngắn hạn, tiền và các khoản phải thu ngắn hạn. Lượng căn hộ tồn kho lớn trong thời điểm giá căn hộ tại khu vực phía Nam đang trong đà tăng do khan hiếm nguồn cung là lợi thế gia tăng doanh thu cho NLG ở quý 4/2021 và năm 2022.

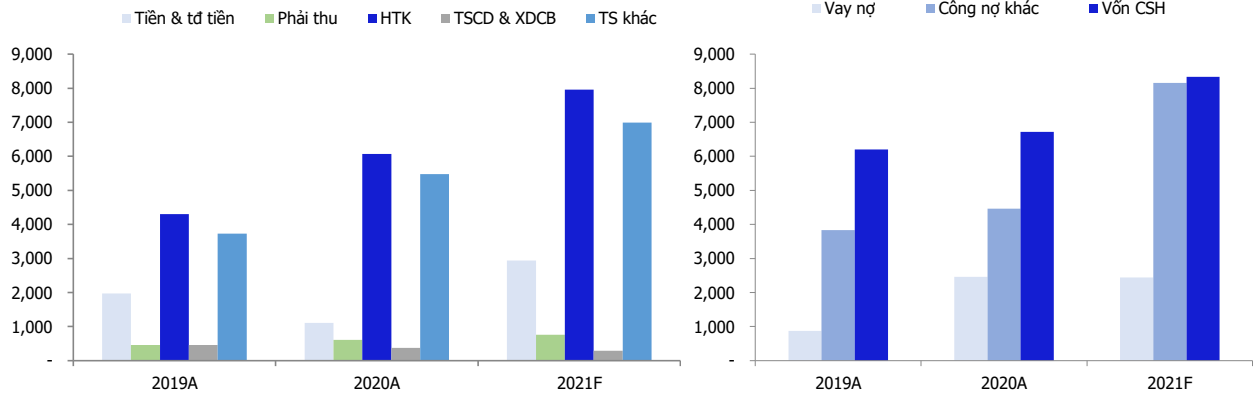
Nợ vay chiếm gần 17% tổng tài sản, tăng gần 2.6% so với cuối quý 2/2021. Dư nợ vay tăng thêm chủ yếu đến từ khoản phát hành trái phiếu riêng lẻ với giá trị 950 tỷ VND và khoản vay phát sinh do hợp nhất Southgate là hơn 716 tỷ VND. **Tỷ lệ D/E của NLG hiện tại vẫn duy trì khoảng 0.46, cao hơn KDH (0.38) nhưng thấp hơn VHM (0.53), NVL (0.77) và DXG (0.53), ở mức trung bình của ngành.**

ROE và ROA chỉ giảm nhẹ trong năm 2020 và 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng nặng nề từ những lần sóng Covid 19. ROE và ROA lần lượt đạt 12.4% và 6.1% trong 2020 và dự phóng năm 2021 sẽ đạt 17% và 7.5%.

Các chỉ số lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, NLG

CTCP Đầu tư Nam Long (HSX: NLG)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2,546	2,217	4,500	7,333	9,590	11,908
Giá vốn hàng bán	1,480	1,546	2,700	4,400	5,754	7,145
Lợi nhuận gộp	1,066	671	1,800	2,933	3,836	4,763
Doanh thu hoạt động tài chính	97	727	438	80	32	26
Chi phí tài chính	21	103	54	54	53	54
Chi phí quản lý doanh nghiệp	425	434	443	452	461	470
Lợi nhuận trước thuế	1,226	1,015	1,794	2,441	3,550	4,457
Lợi nhuận sau thuế	1,007	850	1,435	1,952	2,840	3,565
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	961	835	1,369	1,862	2,709	3,400
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	47	15	67	91	132	165

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	7,923	9,570	13,013	16,786	20,918	26,082
I. Tiền & tương đương tiền	1,901	1,073	3,462	1,244	605	866
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	67	35	35	35	35	35
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	453	607	636	1,037	1,356	1,684
IV. Hàng tồn kho	4,298	6,069	6,750	11,000	14,385	17,863
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,204	1,785	2,129	3,469	4,537	5,634
Tài sản dài hạn	2,981	4,073	4,641	7,101	9,466	11,842
I. Các khoản Phải thu dài hạn	427	102	756	1,231	1,610	1,999
II. Tài sản cố định	77	77	78	74	72	71
1. Tài sản cố định hữu hình	58	58	61	60	60	60
2. Tài sản cố định vô hình	19	20	16	14	11	11
III. Bất động sản đầu tư	185	260	174	162	150	138
IV. Tài sản dở dang dài hạn	194	38	38	38	38	38
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,809	3,262	3,262	3,262	3,262	3,262
VI. Tài sản dài hạn khác	289	333	333	2,333	4,333	6,333
Tổng tài sản	10,904	13,643	17,654	23,887	30,384	37,924
Nợ phải trả	4,704	6,922	9,372	13,599	17,026	20,596
I. Nợ ngắn hạn	3,024	4,439	6,317	9,689	12,404	15,174
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,961	3,507	5,376	8,738	11,443	14,213
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	63	932	941	951	961	961
II. Nợ dài hạn	1,680	2,483	3,055	3,910	4,621	5,422
1. Các khoản phải trả dài hạn	874	958	1,555	2,534	3,313	4,114
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	806	1,525	1,500	1,376	1,308	1,308
Vốn chủ sở hữu	6,200	6,720	8,282	10,289	13,358	17,328
1. Vốn điều lệ	2,597	2,853	2,853	2,853	2,853	2,853
2. Thặng dư vốn cổ phần	989	989	989	989	989	989
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,839	2,132	3,275	4,905	7,396	10,624
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,145	1,117	1,530	1,900	2,467	3,200
5. Vốn khác	-370	-370	-365	-358	-346	-337
Tổng nguồn vốn	10,904	13,643	17,654	23,887	30,384	37,924

Nguồn: NLG, MBS Research

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	2,723	3,715	5,053	7,351	9,228
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	23,558	23,986	29,799	38,688	50,188
P/E	10.1	14.5	10.7	7.3	5.9
P/B	1.2	2.3	1.8	1.4	1.1
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	30%	40%	40%	40%	40%
Biên EBITDA	12%	31%	34%	35%	36%
Biên lợi nhuận sau thuế	38%	32%	27%	30%	30%
ROE	12%	17%	18%	20%	20%
ROA	6%	8%	8%	9%	9%
Tăng trưởng					
Doanh thu	-13%	103%	63%	31%	24%
Lợi nhuận trước thuế	-17%	77%	36%	45%	26%
Lợi nhuận sau thuế	-16%	69%	36%	45%	26%
EPS	-22%	36%	36%	45%	26%
Tổng tài sản	25%	29%	35%	27%	25%
Vốn chủ sở hữu	8%	23%	24%	30%	30%
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	2.16	2.06	1.73	1.69	1.72
Thanh toán nhanh	0.25	0.55	0.13	0.05	0.06
Nợ/tài sản	18%	14%	10%	7%	6%
Nợ/vốn chủ sở hữu	37%	29%	23%	17%	13%
Khả năng thanh toán lãi vay	4.43	26.34	49.48	69.82	89.95
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay phải thu khách hàng	4.2	7.2	8.7	8.0	7.8
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	88 ngày	51 ngày	42 ngày	46 ngày	47 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
Thời gian tồn kho bình quân	1224 ngày	866 ngày	736 ngày	805 ngày	824 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.5	6.8	8.2	7.5	7.4
Thời gian trả tiền bình quân	67 ngày	54 ngày	44 ngày	48 ngày	50 ngày
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
LCTT từ HĐ kinh doanh	-1,111	2,099	-2,180	-1,138	-478
LCTT từ HĐ đầu tư	-1,043	178	-8	275	291
LCTT từ HĐ tài chính	1,326	111	-29	224	448
LCTT trong kỳ	-827	2,389	-2,217	-639	261
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	1,901	1,073	3,462	1,244	605
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	1,073	3,462	1,244	605	866

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)



GIỮ, Giá mục tiêu: 57,100 VND (+14%)

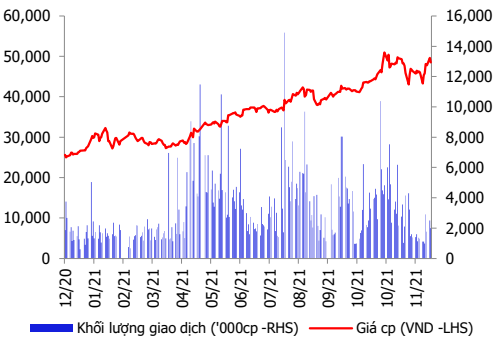
Điểm nhấn đầu tư

- Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu KDH, với giá mục tiêu 57,100 VND/cổ phiếu (+14%), dựa trên 4 luận điểm chính:
- Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2022-2024 trong đó doanh thu 2022 sẽ chủ yếu đến từ bàn giao dự án Armena và Clarita (TP. Thủ Đức) cùng doanh thu từ dự án KCN Lê Minh Xuân (mở rộng), trong khi doanh thu 2023 sẽ bắt đầu được đóng góp từ phần thấp tầng của dự án KDC 11A (Corona City) khi KDH đã hoàn thành việc giải phóng mặt bằng ở khu thấp tầng theo kế hoạch.
 - KDH có thương hiệu tốt với uy tín cao trong việc bàn giao giấy chứng nhận QSDĐ giúp giá bán cao hơn trung bình ở các vị trí lân cận. KDH đồng thời sở hữu quỹ đất sạch quy mô lớn (~650 ha) ở khu Đông và khu Nam TPHCM (phần nội thành) với giá vốn tốt.
 - Định giá vẫn còn hấp dẫn trong dài hạn xét trên giá trị thị trường của quỹ đất, tiềm năng lợi nhuận cũng như so với các doanh nghiệp trong ngành.
 - Trong ngắn hạn KDH được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ đà tăng giá BĐS tại khu vực TPHCM, đặc biệt là lợi thế sở hữu 2 dự án thấp tầng sẵn sàng mở bán ở khu Đông TPHCM (Q4.2021 và 2022) trong khi câu chuyện lên Quận đang hâm nóng khu vực Bình Chánh.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro lớn nhất chúng tôi thấy tại thời điểm này là diễn biến phức tạp của dịch Covid-19 đã và sẽ gây khó khăn trong việc mở bán và bàn giao. Ngoài ra, cũng phải nhắc đến một số rủi ro như:
- Rủi ro pháp lý và tiến độ dự án Tân Tạo: Dự án Tân Tạo là dự án rất lớn về cả quỹ đất và tổng vốn đầu tư. Trong dài hạn dự án này được kỳ vọng là động lực lớn nhất giúp KDH vươn mình trở thành công ty hàng đầu trên thị trường, tuy nhiên trong ngắn hạn việc triển khai có thể còn nhiều phức tạp do quy mô lớn làm tổng mức đầu tư có thể cao hơn dự tính (7700 tỷ đồng).
 - Cơ cấu cổ đông "loãng", với tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo không cao.

Biểu đồ giá CP



	1M	3M	12M
KDH (%)	5%	18%	95%
VNIndex (%)	1%	9%	40%

Nguồn: Bloomberg

Đơn vị: tỷ đồng	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4,532	3,517	4,248	6,968	7,236
EBIT	1,547	1,270	2,285	3,374	3,369
LNST	1,154	952	1,738	2,560	2,573
EPS (VND)	1,931	1,433	2,616	3,853	3,872
Tăng trưởng EPS (%)	20%	-26%	83%	47%	1%
P/E (x)	16.0	34.9	19.1	13.0	12.9
EV/EBITDA (x)	12.2	24.5	12.8	7.8	7.0
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	500	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	2%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	2.2	3.1	2.7	2.2	1.9
ROE (%)	14%	9%	15%	18%	15%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	23%	18%	15%	13%	11%

Nguồn: MBS Research

Ngày báo cáo	20/12/2021
Giá hiện tại	VND 50,000
Giá mục tiêu	VND 57,100
Tăng/Giảm	14%
Bloomberg	KDH EQUITY VN
Vốn hoá thị trường	32,147 tỷ đồng
Biến động 52 tuần	VND 25,000
	VND 51,000
Giá trị giao dịch trung bình (tỷ VND)	120
Sở hữu nước ngoài	32.1%

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)

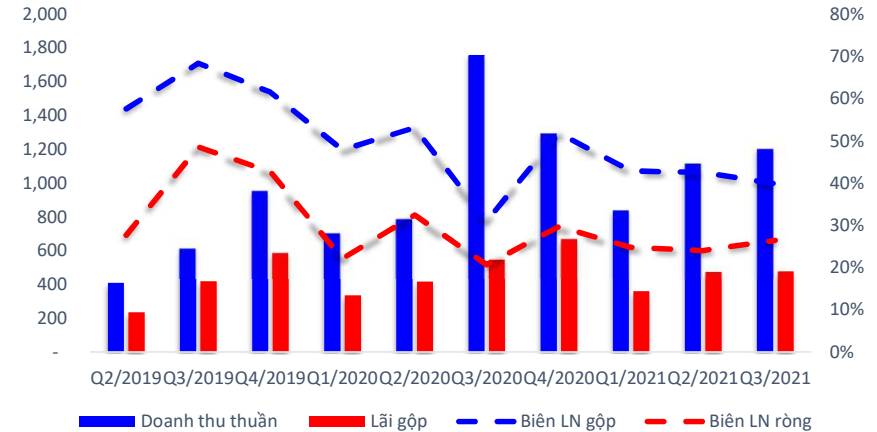
GIỮ, Giá mục tiêu: 57,100 VND (+14%)

Cập nhật kết quả kinh doanh

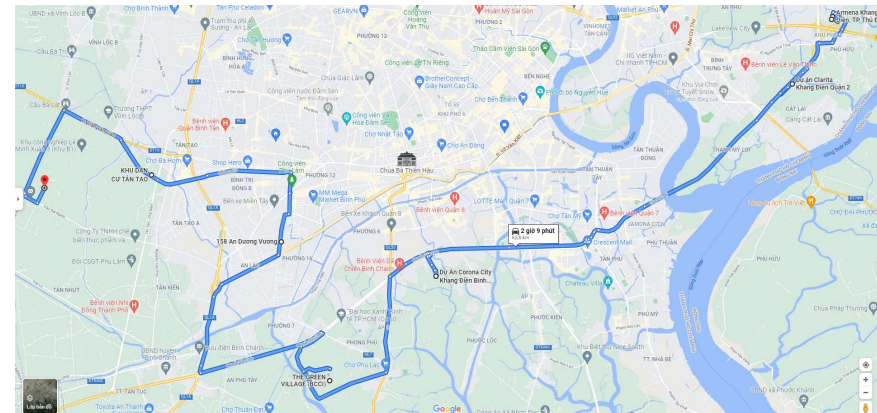
- Trong 9T2021, KDH ghi nhận doanh thu 3,148 tỷ đồng (-3% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 788 tỷ đồng (+2% YoY), đạt 65.6% kế hoạch năm cả về doanh thu và lợi nhuận sau thuế. Kết quả này có được từ việc bàn giao 1,311 sản phẩm từ 3 dự án chính - Safira (234 căn), Verosa Park (29 căn), Lovera Vista (1,048 căn). Biên LN gộp được cải thiện nhẹ nhờ vào bàn giao nhiều sản phẩm có biên lợi nhuận gộp tốt hơn (Lovera Vista). Cho đến hiện nay, KDH đã hoàn thành việc bàn giao sản phẩm tại dự án Safira và bắt đầu quá trình cung cấp sổ đỏ cho khách hàng tại dự án Lovera Vista.
- Trong quý 3 công ty ghi nhận doanh thu đạt 1,199 tỷ đồng, giảm 32% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 316.5 tỷ đồng, giảm 12.5% so với cùng kỳ. Trong quý 3, hoạt động bán hàng gặp khó khăn khi giãn cách kéo dài và KDH chỉ bán thêm 2 sản phẩm tại dự án Verosa Park.
- Dự kiến trong quý cuối năm 2021, KDH sẽ bàn giao các căn còn lại của hai dự án Lovera Vista (98 căn) và Verosa Park (3 căn). Kể từ 30/09/2021, Sài Gòn đã nới lỏng giãn cách xã hội khiến việc bàn giao căn hộ và ghi nhận doanh thu được dễ dàng hơn.
- Một sự kiện đáng chú ý trong quý 3 là việc bán cổ phiếu quỹ của KDH. Cụ thể, Công ty đã bán hơn 19.8 triệu cổ phiếu quỹ với mức giá bình quân là 40,866 đồng/cổ phiếu và thu về khoảng 808 tỷ đồng. Khoản tiền này sẽ giúp KDH đẩy nhanh quá trình giải phóng mặt bằng trong các dự án có quy mô lớn như Tân Tạo (330 ha).



Kết quả kinh doanh theo quý (tỷ VND)



Bản đồ các dự án trọng điểm của KDH



Nguồn: KDH, MBS Research 153

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)

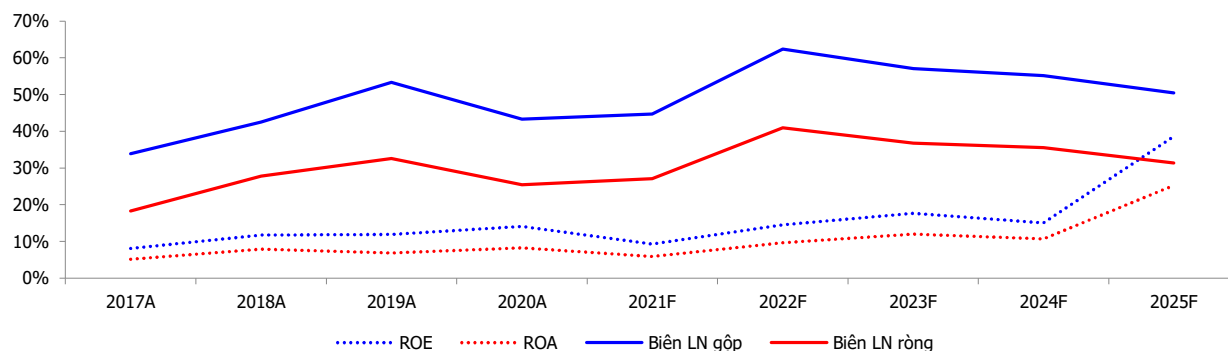


GIỮ, Giá mục tiêu: 57,100 VND (+14%)

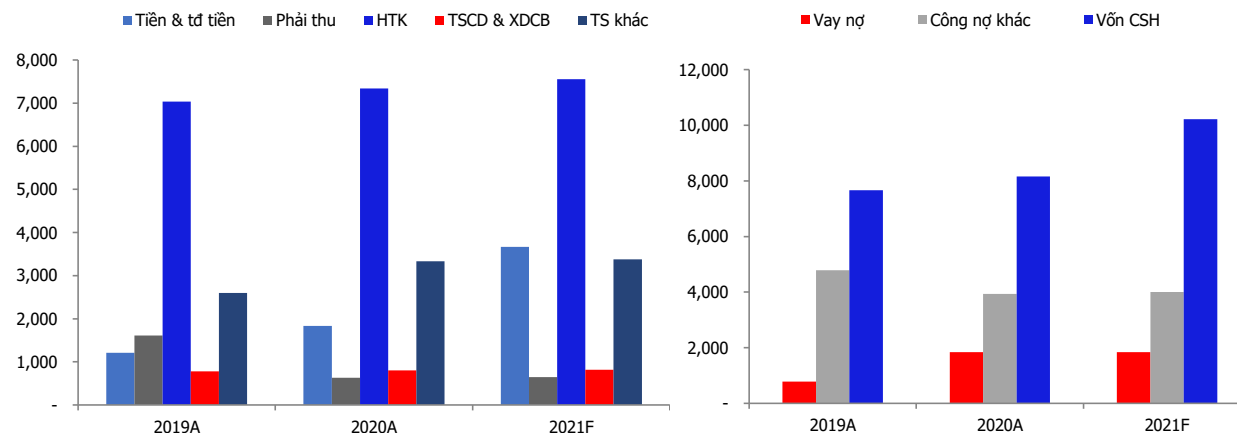
Tình hình tài chính

- **Tổng tài sản** tại 30/09/2021 gần như đi ngang so với thời điểm cuối quý 2/2021, đạt 14,524 tỷ VND.
- Tại thời điểm 30/09/2021, khoản mục **Người mua trả tiền trước ngắn hạn** trên bảng cân đối kế toán giảm xuống còn 433 tỷ VND, trong khi đầu năm con số này là 2,171 tỷ đồng. Trong ngắn hạn rõ ràng điều này có thể ảnh hưởng khi các dự án dần được hạch toán hết trong khi các dự án gối đầu chưa kịp mở bán.
- Tại thời điểm 30/09/2021, khoản mục **Hàng tồn kho** trên bảng cân đối kế toán giảm xuống còn 6,849 tỷ VND, trong khi đầu năm con số này là 7,337 tỷ đồng do các dự án từ đầu năm được hạch toán nhiều vào doanh thu và lợi nhuận còn các dự án đang triển khai chưa tăng lên được vào mục tồn kho ngoài dự án KDC Tân Tạo do tình hình dịch bệnh phức tạp tại TP.HCM. Cần theo dõi các quý tới công ty sẽ triển khai ra sao để bù đắp lại tiến độ do quý 3-2021.
- **Tài sản ngắn hạn chiếm gần 93% tổng tài sản, tài sản dài hạn chỉ chiếm hơn 7%.** Tài sản tập trung chủ yếu ở hàng tồn kho, xây dựng CBDD, tiền và các khoản phải thu ngắn hạn.
- **Nợ vay chiếm hơn 19% tổng tài sản, tăng hơn 8% so với cuối quý 2/2021.** Tỷ lệ Nợ vay/ VCSH hiện tại vẫn duy trì khoảng 0.29, xấp xỉ NLG (0.31) nhưng cao hơn VHM (0.18), dù thấp hơn đáng kể so với NVL (1.38) và DXG (0.5), ở mức khỏe mạnh so với ngành.
- **ROE và ROA giảm trong năm 2020 và 2021 do chịu ảnh hưởng từ những làn sóng Covid 19.** ROE và ROA lần lượt đạt 14.7% và 8.3% trong 2020 và dự phóng năm 2021 sẽ đạt 9.3% và 5.9%.

Các chỉ số lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, KDH
154

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)



GIỮ, Giá mục tiêu: 57,100 VND (+14%)

Dự án	Phương pháp	Giá trị
Safira	DCF	160
Lovera Vista	DCF	929
Verosa Park	DCF	135
Armena	DCF	1,159
Clarita	DCF	1,618
Bình Tân	DCF	731
Corona City (Khu dân cư 11A)	DCF	1,916
Khu đô thị Tân Tạo	DCF	12,488
Phong Phú 2 (The Green Village)	DCF	4,995
Le Minh Xuan IP (expansion phase)	DCF	2,802
Tổng giá trị gia tăng		26,935
Giá trị sổ sách		9,804
Tổng giá trị công ty		36,739
Cổ phiếu lưu hành		642,937,069
Giá trị / cổ phiếu		57,100

Định giá

- Chúng tôi điều chỉnh giá các dự án sắp mở bán ở khu Đông (Armena và Clarita) cũng như ở khu Tây Nam (căn hộ Bình Tân) khi nhận thấy giá bán đang tăng nhanh ở các khu vực này trong bối cảnh nguồn cung thiếu hụt ở TPHCM. Trong khi việc đẩy nhanh tiến độ các dự án cơ sở hạ tầng ở khu Đông cũng như tác động tích cực từ việc đấu giá đất đạt mức rất cao ở Q2 cũ thuộc TPHCM sẽ là trợ lực cho các dự án thuộc khu Đông, câu chuyện lên Quận đang hâm nóng khu vực Bình Chánh và có tác động tích cực đến các dự án ở khu Nam.
- Sử dụng Phương pháp RNAV, chúng tôi xác định giá trị mỗi cổ phiếu KDH ở mức VND 57,100, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng +14% và khuyến nghị **GIỮ** đối với KDH.

Dự án	Diện tích (ha)	Địa điểm	Sản phẩm	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Safira	2.7	Q.9 - HCM	1.570 căn hộ và 23 căn TMDV						
Lovera Vista	1.8	H. Bình Chánh - HCM	1.310 căn hộ						
Verosa Park	8.1	Q.9 - HCM	293 căn nhà liên kế, 3 căn biệt thự						
Armena	4.3	Q.9 - HCM	Nhà liên kế có sân vườn và biệt thự						
Clarita	5.8	Q.2 - HCM	Nhà liên kế, biệt thự và căn hộ						
Bình Tân	18.3	158 ADV, Q. Bình Tân, HCM	1026 căn hộ						
Corona City (Khu dân cư 11A)	17.5	H. Bình Chánh - HCM	97 căn nhà phố, 121 căn biệt thự cùng 7 block căn hộ						
Khu đô thị Tân Tạo	330.0	Q. Bình Tân, HCM	Biệt thự, nhà phố, căn hộ						
Phong Phú 2 (The Green Village)	130.0	H. Bình Chánh - HCM	Nhà liên kế và biệt thự						
Le Minh Xuan IP (expansion phase)	109.9	H. Bình Chánh - HCM	Khu công nghiệp						
Tổng	628								

CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền (HSX:KDH)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2,813	4,532	3,517	4,248	6,968	7,236
Giá vốn hàng bán	1,313	2,568	1,944	1,597	2,994	3,244
Lợi nhuận gộp	1,500	1,964	1,573	2,651	3,975	3,992
Doanh thu hoạt động tài chính	41	35	60	84	131	161
Chi phí tài chính	42	85	53	64	103	106
Chi phí quản lý doanh nghiệp	278	416	303	366	600	623
Lợi nhuận trước thuế	1,190	1,458	1,236	2,256	3,322	3,339
Lợi nhuận sau thuế	917	1,154	952	1,738	2,560	2,573
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	915	1,153	950	1,735	2,555	2,568
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	2	2	2	3	5	5

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	12,327	13,022	15,092	16,854	20,104	22,859
I. Tiền & tương đương tiền	1,175	1,836	3,666	5,182	8,179	10,673
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	32	0	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,614	627	647	666	686	707
IV. Hàng tồn kho	7,037	7,338	7,558	7,785	8,018	8,259
V. Tài sản ngắn hạn khác	2,469	3,221	3,221	3,221	3,221	3,221
Tài sản dài hạn	910	913	980	1,029	1,161	1,192
I. Các khoản Phải thu dài hạn	96	80	120	145	237	246
II. Tài sản cố định	48	47	48	49	49	50
1. Tài sản cố định hữu hình	48	47	48	49	49	50
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	100	60	57	54	50	47
IV. Tài sản dở dang dài hạn	629	695	715	737	759	782
V. Đầu tư tài chính dài hạn	14	14	14	14	14	14
VI. Tài sản dài hạn khác	23	17	26	31	51	53
Tổng tài sản	13,237	13,934	16,071	17,882	21,265	24,051
Nợ phải trả	5,573	5,776	5,852	5,946	6,787	6,987
I. Nợ ngắn hạn	4,572	4,208	4,263	4,339	5,154	5,337
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	4,194	3,421	3,476	3,552	4,367	4,550
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	377	787	787	787	787	787
II. Nợ dài hạn	1,001	1,568	1,589	1,607	1,633	1,650
1. Các khoản phải trả dài hạn	596	510	531	549	575	592
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	405	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058
Vốn chủ sở hữu	7,664	8,158	10,219	11,936	14,478	17,064
1. Vốn điều lệ	5,444	5,787	6,429	6,429	6,429	6,429
2. Thặng dư vốn cổ phần	720	744	1,177	1,177	1,177	1,177
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,327	1,836	2,840	4,434	6,843	9,414
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	39	31	52	61	74	87
5. Vốn khác	134	-240	-280	-166	-46	-44
Tổng nguồn vốn	13,237	13,934	16,071	17,882	21,265	24,051

Nguồn: KDH, MBS Research

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	1,931	1,433	2,616	3,853	3,872
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	14,098	15,894	18,565	22,519	26,540
P/E	16.0	34.9	19.1	13.0	12.9
P/B	2.2	3.1	2.7	2.2	1.9
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	43%	45%	62%	57%	55%
Biên EBITDA	34%	36%	54%	48%	47%
Biên lợi nhuận sau thuế	25%	27%	41%	37%	36%
ROE	14%	9%	15%	18%	15%
ROA	8%	6%	10%	12%	11%
Tăng trưởng					
Doanh thu	61%	-22%	21%	64%	4%
Lợi nhuận trước thuế	23%	-15%	83%	47%	1%
Lợi nhuận sau thuế	26%	-18%	83%	47%	1%
EPS	20%	-26%	83%	47%	1%
Tổng tài sản	5%	15%	11%	19%	13%
Vốn chủ sở hữu	6%	25%	17%	21%	18%
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	3.09	3.54	3.88	3.90	4.28
Thanh toán nhanh	0.44	0.86	1.19	1.59	2.00
Nợ/tài sản	13%	11%	10%	9%	8%
Nợ/vốn chủ sở hữu	23%	18%	15%	13%	11%
Khả năng thanh toán lãi vay	N/A	396.46	713.58	1053.60	1051.78
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay phải thu khách hàng	4.0	5.5	6.5	10.3	10.4
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	90 ngày	66 ngày	56 ngày	35 ngày	35 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4
Thời gian tồn kho bình quân	1021 ngày	1398 ngày	1754 ngày	963 ngày	916 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.5	7.9	6.3	11.5	12.1
Thời gian trả tiền bình quân	67 ngày	46 ngày	58 ngày	32 ngày	30 ngày
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
LCTT từ HĐ kinh doanh	163	757	1,532	3,010	2,507
LCTT từ HĐ đầu tư	12	-24	-25	-26	-27
LCTT từ HĐ tài chính	486	1,098	9	13	13
LCTT trong kỳ	661	1,830	1,516	2,997	2,494
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	1,175	1,836	3,666	5,182	8,179
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	1,836	3,666	5,182	8,179	10,673

156

Tổng quan ngành:

- Hưởng lợi khi thị trường tiêu dùng tại Việt Nam hồi phục cùng với chính sách kích cầu của Chính phủ
- Các dự án được khởi động lại đón đầu chiến lược phát triển của các tập đoàn bán lẻ
- Tiềm năng dài hạn từ tình hình vĩ mô và cơ cấu dân số tại Việt Nam.

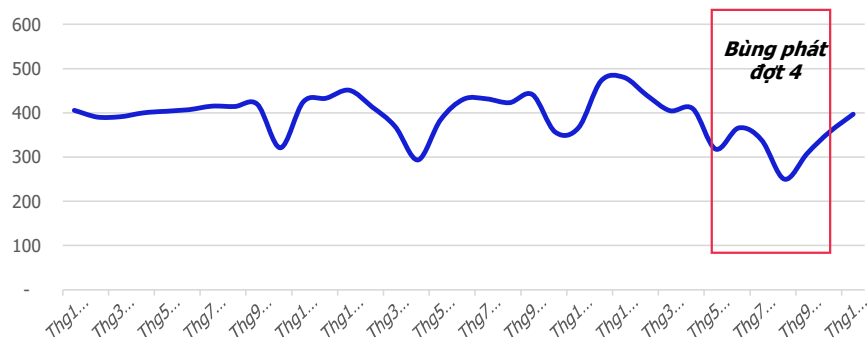
Phần 2: Ngành Bất động sản – bán lẻ



Hưởng lợi khi thị trường tiêu dùng tại Việt Nam hồi phục và chính sách kích cầu của Chính phủ

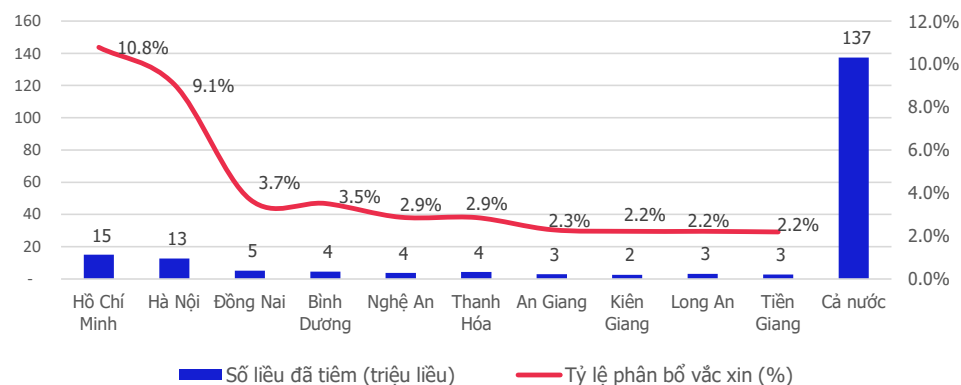
- Việt Nam đã trải qua 4 làn sóng dịch COVID-19, trong đó đáng kể nhất là đợt dịch lần 4 từ 4/2021 đến 9/2021 đã gây ra tác động suy giảm đối với nền kinh tế. Với việc ngăn chặn hiệu quả sự lây lan và tỷ lệ tiêm chủng tăng tốc, nhiều tỉnh/ thành phố đã bắt đầu nới lỏng các hạn chế vào đầu tháng 10/2021. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 10/2021 ước tính đạt 357.9 ngàn tỷ VND, tăng 18.1% so với tháng trước. Trong đó, chi số giả nhóm ăn uống ngoài gia đình tháng 10/2021 tăng 0.18% so với tháng trước, đồ ăn nhanh mang đi tăng 0.24% do giãn cách xã hội được nới lỏng ở nhiều địa phương và nhu cầu ăn uống tại nhà hàng, quán ăn tăng trở lại.
- Chúng tôi dự đoán nhu cầu đi ăn tại các nhà hàng và quán cafe sẽ tiếp tục tăng sau dịch, tạo nên điểm tích cực trong tình hình kinh doanh tại các nhà hàng, trung tâm thương mại. Hơn nữa, chúng tôi tin tưởng rằng một khi dịch COVID-19 ở Việt Nam được kiểm soát phần lớn thông qua việc tăng tốc tiêm chủng, ngành bán lẻ sẽ phục hồi mạnh mẽ trở lại được dẫn dắt bởi xu hướng “mua sắm bù” (“revenge shopping”).
- Bên cạnh đó, Chính phủ đã triển khai các chương trình, biện pháp cụ thể để kích cầu tiêu dùng, phát triển thị trường trong nước, cụ thể là Nghị định 92/2021/NĐ-CP về giảm thuế VAT từ **10% xuống còn 7%** kể từ ngày 01/11/2021 đến hết 31/12/2021 đối với hàng hóa, dịch vụ vận tải nhằm hỗ trợ người dân, doanh nghiệp chịu tác động của dịch Covid-19. Ngoài ra, dự thảo về chính sách kích cầu phát triển kinh tế cũng tạo ra động lực tích cực cho sự hồi phục của ngành bán lẻ Việt Nam trong năm 2022 và các năm sau.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (nghìn tỷ VND)



Nguồn: GSO, MBS Tổng hợp

Tiêm chủng Covid 19 tại 10 địa phương có tỷ lệ phân bổ cao nhất (18/12/2021)



Phần 2: Ngành Bất động sản – bán lẻ



Các dự án được khởi động lại đón đầu chiến lược phát triển của các tập đoàn bán lẻ

- Việt Nam hiện có hơn 200 TTTM trên toàn quốc. Theo ước tính, Hà Nội và TP. HCM hiện chiếm hơn 80% tổng diện tích bán lẻ của cả nước. Tổng nguồn cung bán lẻ hiện đại ở cả Hà Nội và TP. HCM là khoảng 2,1 triệu m2 NLA vào thời điểm cuối quý 2/2021, tăng trưởng với tốc độ CAGR 15% trong giai đoạn 2010 - 2020. Do tác động của dịch Covid 19, TP.HCM và Hà Nội hầu như không có nguồn cung mới trong năm 2021. Giai đoạn 2022 – 2024, Hà Nội và TP. HCM dự kiến sẽ tiếp tục có thêm khoảng **500.000 m2 diện tích bán lẻ mới** được hoàn thành để cung ứng cho thị trường.
- Nhu cầu thuê mặt bằng bán lẻ thời gian qua đã sụt giảm do ảnh hưởng từ Covid 19 và xu hướng chuyển dịch sang thương mại điện tử. Trong các năm tới, thị trường bán lẻ Việt Nam kỳ vọng sẽ khôi phục lại sức hút nhờ lượng lớn các thương hiệu nước ngoài thuộc tất cả các phân khúc bán lẻ, từ thời trang, mỹ phẩm, gia dụng đến F&B. Trong xu hướng này, các cửa hàng vật lý thuộc phân khúc trung và cao cấp là không thể thiếu đối với các nhãn hiệu lớn trong việc quảng bá sản phẩm và cung cấp trải nghiệm dùng thử sản phẩm của khách hàng.



Nguồn: MBS Tổng hợp

Các dự án nổi bật tại TP.HCM giai đoạn 2022 - 2024		
Tên dự án	Quận	DT cho thuê (m2)
Socar Mall	TP. Thủ Đức	40,000
Central Premium Mall East Saigon	TP. Thủ Đức	39,000
Sense City East Saigon	TP. Thủ Đức	50,000
Vincom Mega Mall Grand Park	TP. Thủ Đức	45,000
Satra Mall (Centre Mall)	Quận 6	29,161
Elite Mall	Quận 8	42,000
Các dự án nổi bật tại Hà Nội giai đoạn 2022 - 2024		
Tên dự án	Quận	DT cho thuê (m2)
Vincom Megamall Smart City	Nam Từ Liêm	68,000
Lotte Ciputra Mall	Tây Hồ	72,000
Aeon Mall Hoàng Mai	Thanh Xuân	60,000
Park City	Hà Nội	17,200
Toshin – Starlake	Hà Nội	17,000

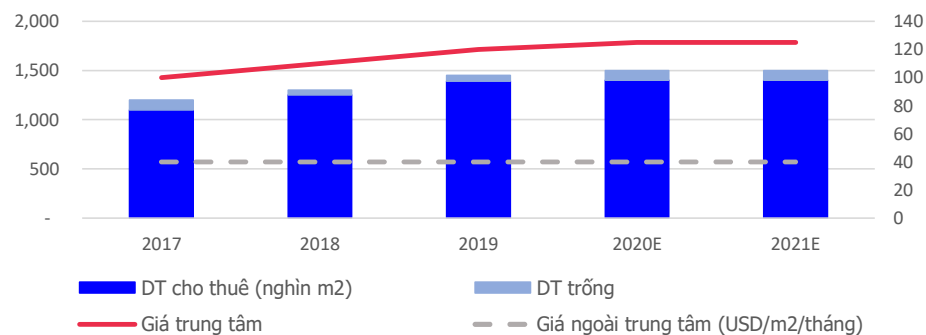
Nguồn: Colliers

Phần 2: Ngành Bất động sản – bán lẻ

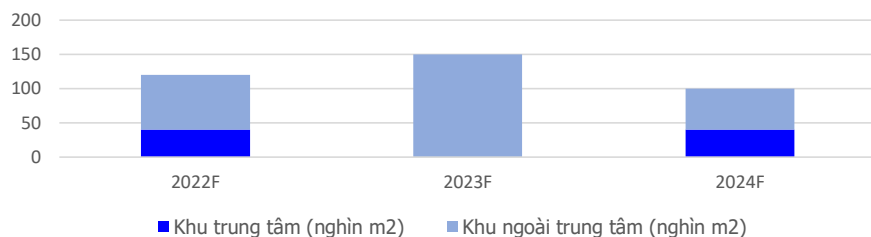
Thị trường TP.HCM:

- Khách thuê vừa và nhỏ gặp khó khăn, một số đã phải kết thúc hợp đồng sớm hoặc ngưng tái ký hợp đồng.
- Hầu hết chủ cho thuê vẫn duy trì giá chào thuê. Thay vì giảm trực tiếp trên giá chào thuê, hầu hết các chủ nhà sẽ áp dụng các chính sách ưu đãi khác.
- Nhà phố cho thuê gặp khó khăn.

Tình hình hoạt động BĐS bán lẻ



Nguồn cung dự kiến đến 2024

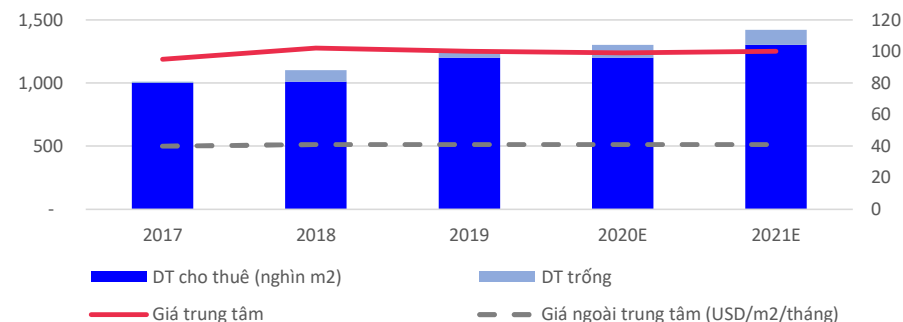


Nguồn: Savills, MBS Tổng hợp

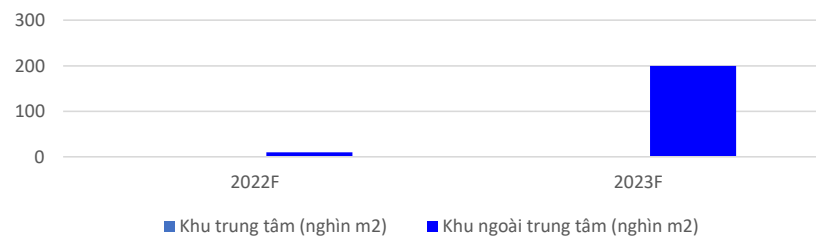
Thị trường Hà Nội:

- Nguồn cung duy trì ổn định. Nguồn cung mới bị trì hoãn tiến độ trong thời gian qua và chủ yếu tập trung ở khu vực ngoại thành.
- Giá thuê ổn định. Công suất thuê mảng bán lẻ giảm -2% điểm theo quý, đạt 93% và duy trì ổn định theo năm. Trung tâm mua sắm giảm mạnh nhất.
- Vẫn thu hút thương hiệu cao cấp như: Tiffany & Co; Porsche Studio

Tình hình hoạt động BĐS bán lẻ



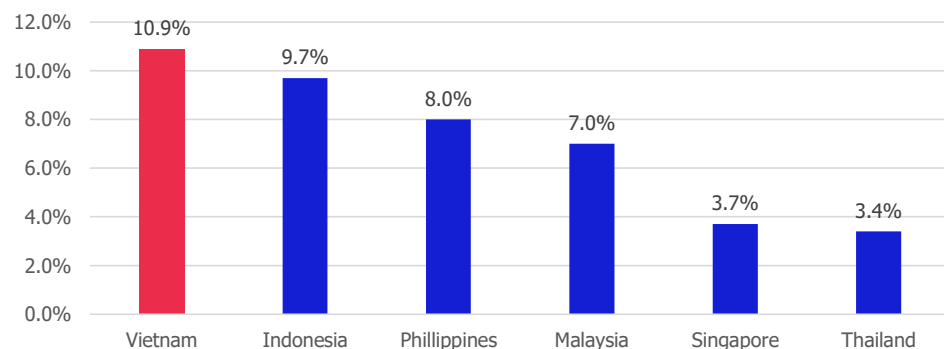
Nguồn cung dự kiến đến 2023



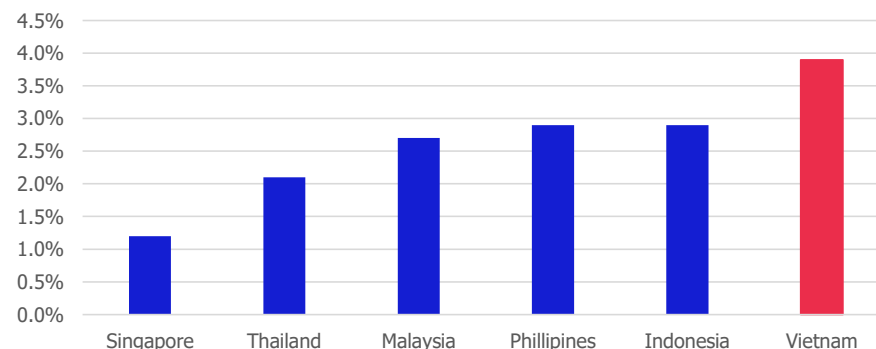
Phần 2: Ngành Bất động sản – bán lẻ

Tiềm năng dài hạn từ các yếu tố vĩ mô và cơ cấu dân số

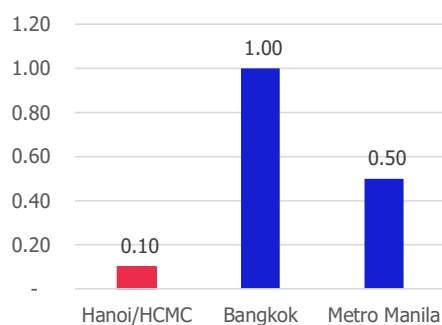
Tăng trưởng kép ngành bán lẻ giai đoạn 2017 – 2021E



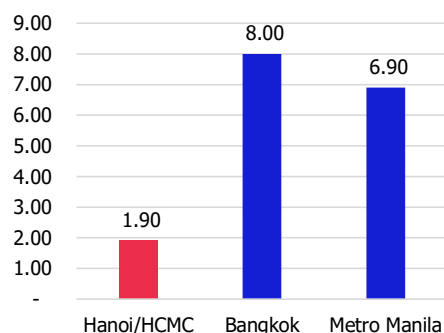
Tăng trưởng dân số đô thị 2018 – 2025E



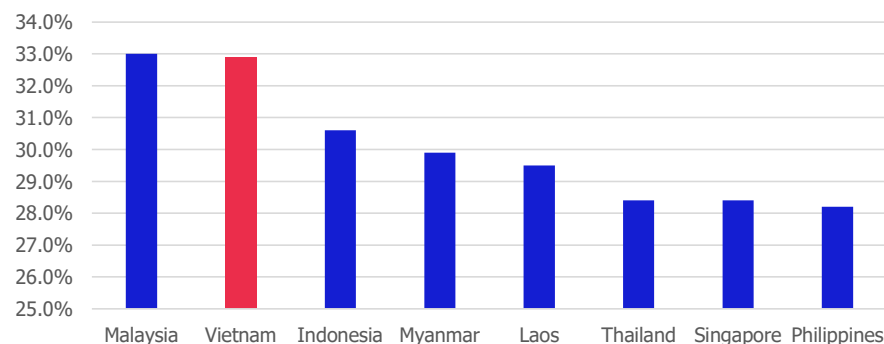
GFA/ đầu người (m2)



Tổng GFA (triệu m2)



% Dân số có độ tuổi từ 25 – 44/Tổng dân số (2018)



Nguồn: GSO, Cục đầu tư nước ngoài, MBS Research

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)



MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+24%)

Điểm nhấn đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VRE, với giá mục tiêu 39,000 VND/cổ phiếu (+25%), dựa trên 3 luận điểm chính:

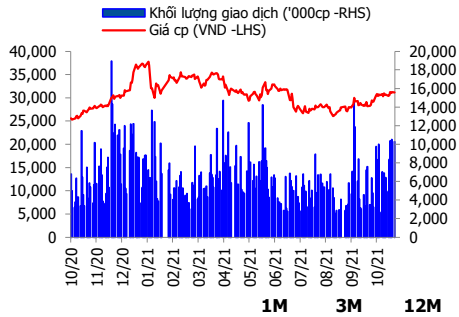
- 1. Lợi thế rất lớn từ hệ sinh thái Vingroup và các dự án lớn vừa triển khai như trung tâm thương mại (TTTM) Vincom Mega Mall (VMM) Ocean Park (tháng 12/2020) hay sắp triển khai như VMM Smart City (mở cửa 1 phần Q4), Vincom Plaza (VCP) Mỹ Tho, Bạc Liêu, VMM Grand Park (kỳ vọng 2022). Rào cản tương đối cao: (1) nguồn cung đất đai rất hạn chế ở các thành phố lớn như Hà Nội và TP HCM, (2) rất ít các dự án khu đô thị lớn như các dự án của Vinhomes và (3) thương hiệu của Vingroup là nhà phát triển dự án chất lượng cao đã chứng minh trong 10 năm qua.
- 2. Nhà phát triển và điều hành bất động sản bán lẻ lớn nhất và phát triển nhanh nhất tại Việt Nam, vượt xa các đối thủ khác. Mạng bán lẻ hiện tại có tỷ lệ thâm nhập thấp với dư địa tăng trưởng lớn trong khi VRE có vị thế đầu ngành để tận dụng được sự tăng trưởng này.
- 3. Sự tăng trưởng dài hạn của VRE được kỳ vọng với sự dịch chuyển chiến lược tập trung vào các TTTM quy mô lớn (Vincom Center – VCC và VMM) do (i) thị trường bán lẻ Việt Nam đã phát triển hơn do đó nhu cầu về TTTM lớn và tích hợp sẽ tăng lên, và (ii) dễ dàng thu hút các thương hiệu quốc tế và khách thuê cố định với sức chống chịu tốt hơn với các gián đoạn như thời điểm dịch.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro lớn nhất chúng tôi thấy tại thời điểm này là diễn biến phức tạp của dịch Covid-19 đã và sẽ làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của VRE. Trong năm 2021, VRE dự kiến chi 2.000 tỷ đồng để hỗ trợ khách thuê. Tuy nhiên chúng tôi có 3 luận điểm như sau:

- 1. Dù tình hình dịch bệnh còn phức tạp nhưng với quyết tâm của chính phủ trong việc tăng độ phủ của vắc xin toàn dân cũng như các chính sách thúc đẩy kinh tế, chúng tôi quan sát quá trình phục hồi đã bắt đầu. 78/80 TTTM đã quay lại hoạt động với lượng khách tham quan trong nửa đầu tháng 10/2021 đã xấp xỉ gấp 2 lần lượng khách cả tháng 9/2021. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng ngành bán lẻ phục hồi mạnh mẽ hơn dần dần về mức trước dịch bệnh đồng thời hưởng lợi từ tâm lý “Revenge shopping” (tạm dịch “Mua sắm trả thù”) sau khi thị trường được mở cửa trở lại.
- 2. Chúng tôi cho rằng thị giá của VRE vẫn chịu áp lực từ tác động tiêu cực từ làn sóng dịch lần thứ tư và đã chiết khấu những thông tin không thuận lợi từ dịch bệnh cũng như các gói hỗ trợ khách thuê mới.
- 3. VRE được hưởng lợi từ dòng tiền dài hạn (50 năm cho 1 trung tâm thương mại), tăng trưởng ổn định qua các năm nên thời gian dịch dù có kéo dài đến đơn vị năm thì triển vọng dài hạn vẫn còn đó, đồng thời với kế hoạch và thực tế mở mới các trung tâm thương mại như hiện tại sẽ giúp kết quả kinh doanh VRE bật mạnh sau khi tình hình dịch bệnh cơ bản được kiểm soát.

Giao dịch của VRE



VRE (%)	10%	13%	22%
VNIndex (%)	8%	10%	57%
Nguồn: Bloomberg			

Ngày báo cáo	21/12/2021
Giá hiện tại	VND 31.400
Giá mục tiêu	VND 39,000
Tiềm năng tăng giá	+24%
Bloomberg	VRE VN Equity
Vốn hóa thị trường	71.350 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 25,300
	VND 37,800
Giá trị giao dịch trung bình từ đầu năm đến nay	171 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nhà đầu tư nước ngoài	49%
Tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài	29.89%

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	Tỷ VND	8,329	6,845	8,611	10,373	14,060
EBIT	Tỷ VND	3,093	2,255	3,532	4,291	5,687
LNST	Tỷ VND	2,382	1,635	2,688	3,185	4,163
EPS (VND)	VND	1,023	699	1,150	1,363	1,781
Tăng trưởng EPS (%)	%	-16%	-32%	64%	19%	31%
P/E (x)	Lần	33.2	44.5	27.1	22.9	17.5
EV/EBITDA (x)	Lần	16.6	21.8	15.3	13.4	10.5
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	-	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	Lần	2.7	2.3	2.2	2.0	1.8
ROE (%)	%	8%	5%	8%	9%	10%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	20%	13%	15%	20%	23%

Nguồn: MBS Research

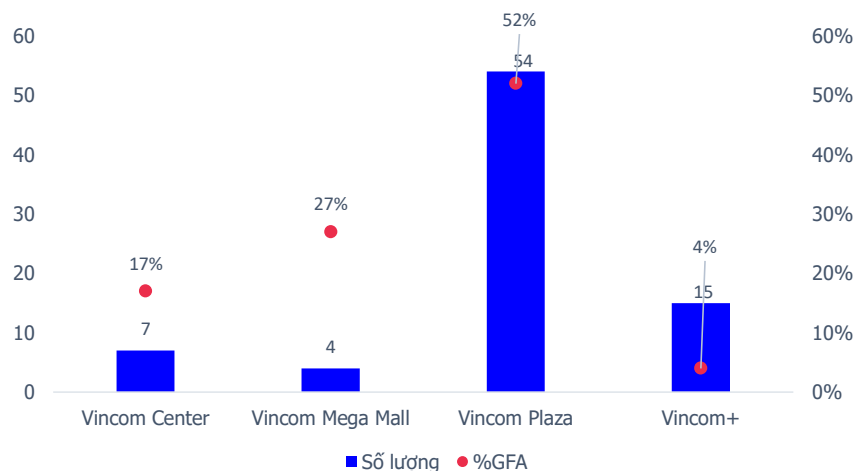
CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+24%)

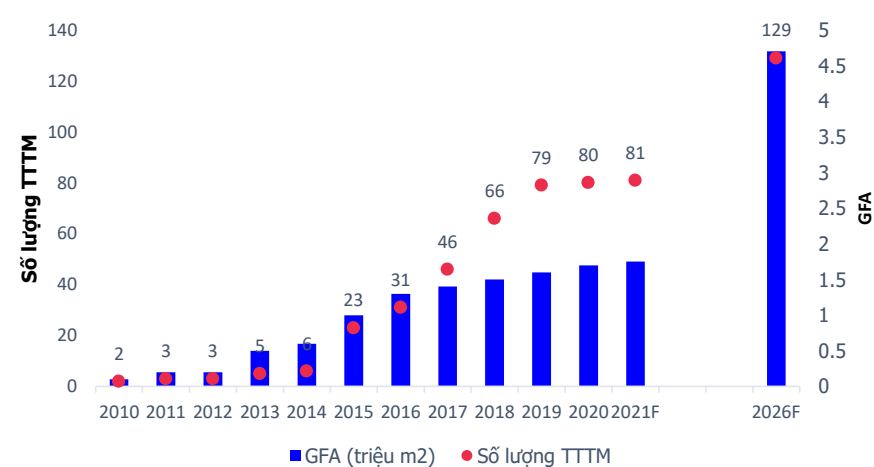
Chiến lược phủ sóng đảm bảo sự hiện diện trên khắp Việt Nam đã hoàn thành vai trò lịch sử ...

- Trước năm 2021, chiến lược quan trọng của VRE là tích cực mở rộng phạm vi phủ sóng TTTM để đảm bảo vị thế trên thị trường và quỹ đất trên khắp Việt Nam. Chiến lược này được thể hiện qua tốc độ CAGR tổng GFA bán lẻ giai đoạn 2010-2020 của VRE đạt 33% với tổng số TTTM tăng từ 2 trong năm 2010 lên 80 vào năm 2020.
- VRE đã phát triển 4 loại TTTM để phục vụ cho các nhóm khách hàng khác nhau: Vincom Center (VCC), Vincom Mega Mall (VMM), Vincom Plaza (VCP), Vincom+ (VC+).
- Mô hình VCP hướng đến khách hàng phổ thông ở những vị trí có mật độ dân cư cao nằm ở ngoài trung tâm TPHCM và Hà Nội hay những vị trí đặc địa ở những tỉnh thành khác là mũi nhọn VRE dùng để mở rộng quy mô và gia tăng mức độ nhận biết. Không yêu cầu vị trí đặc địa ở TPHCM và Hà Nội như VCC hay diện tích lớn như VMM, VCP lại có thể mang lại trải nghiệm của TTTM so với VC+. Do đó, VCP đã trở thành hình thức phổ biến nhất của VRE với 54 TTTM trong tổng số 80 trung tâm thương mại của VRE.

Mô hình TTTM của VRE (Q3/2021)



Chiến lược phủ sóng của VRE



Nguồn: MBS Research, VRE

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

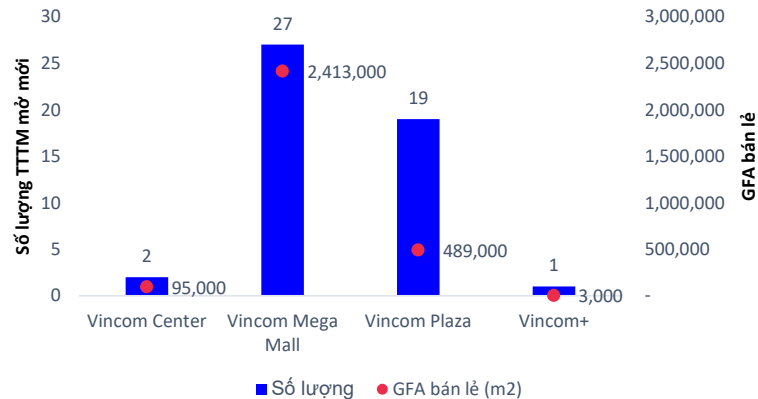
MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+24%)



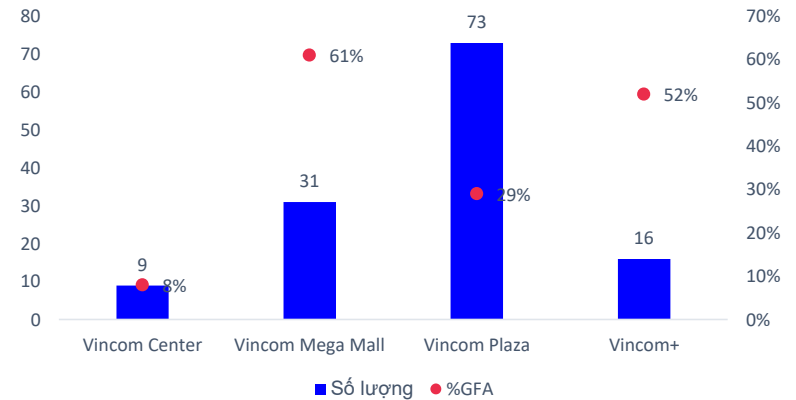
... và từ 2021 là sự dịch chuyển chiến lược tập trung vào các TTTM lớn

- Chiến lược mở rộng mạnh mẽ độ phủ sóng TTTM của VRE thông qua VCP trong 10 năm qua đã thành công trong việc đảm bảo quỹ đất của công ty cũng như thiết lập vị thế hàng đầu trên khắp Việt Nam.
- Khi thị trường bán lẻ Việt Nam đã đạt đến mức độ phát triển nhất định, nhu cầu TTTM tích hợp đầy đủ sẽ tăng lên. Do vậy, sự dịch chuyển chiến lược của VRE là cần thiết để đảm bảo sự tăng trưởng trong tương lai. Theo kế hoạch của ban lãnh đạo, VRE sẽ chuyển trọng tâm sang phát triển TTTM lớn (VCC và VMM) và theo đó, chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ đem đến nhiều trải nghiệm thú vị cho cộng đồng dân cư Vinhomes cũng như các khu vực kế cận. Chiến lược này tương ứng với kế hoạch phát triển 2021-2026 của VRE khi GFA của VMM sẽ chiếm 61% (31 TTTM) thay vì 27% (4 TTTM) như hiện nay.
- Như đã phân tích, VCP đem đến trải nghiệm của một TTTM và tạo ra sự cân bằng giữa chi phí phát triển của VRE, nhu cầu của khách hàng trong khu vực và yêu cầu của khách thuê đối với khu vực. Tuy nhiên, do đặc thù cơ cấu khách thuê nhỏ và cửa hàng chuyên biệt vốn nhạy cảm và dễ chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh của VCP cao hơn so với VCC và VMM với tỷ lệ thương hiệu quốc tế và khách thuê dài hạn chiếm tỷ lệ cao hơn, tỷ lệ diện tích trống của VCP đã tăng lên mức 19% từ mức 11% trước dịch bệnh trong khi VCC và VMM đều ghi nhận tỷ lệ trống ổn định trong thời gian dịch. Vì vậy, với cơ cấu VCC và VMM chiếm tỷ lệ cao hơn từ 2021F-2026F, chúng tôi kỳ vọng kế hoạch phát triển mới của VRE đem đến sự ổn định và chống chịu tốt hơn cho KQKD của VRE qua đó nâng cao hiệu quả kinh doanh trong dài hạn.

Kế hoạch mở TTTM 2021-2026



Mô hình TTTM của VRE (2026F)



Nguồn: MBS Research, VRE

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

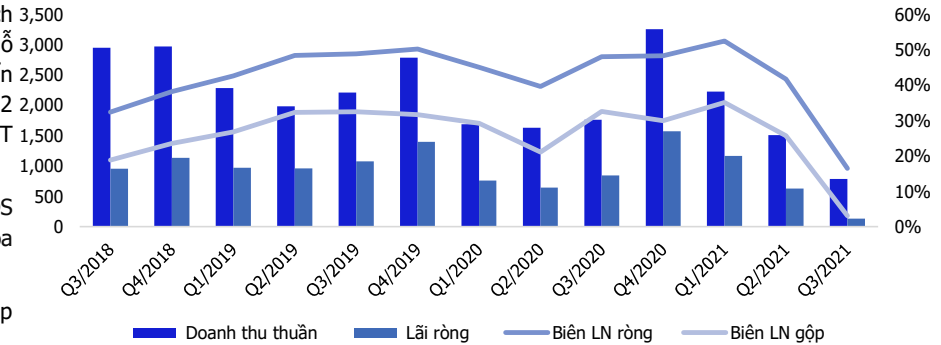
MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+24%)



Cập nhật kết quả kinh doanh

- **Trong Q3/2021**, VRE ghi nhận doanh thu đạt hơn 787 tỷ VND - giảm 55.3% so với cùng kỳ, do giãn cách 3,500 xã hội, VRE đã hỗ trợ khách hàng bằng cách miễn giảm tiền thuê mặt bằng kinh doanh, tổng giá trị gói hỗ trợ lên tới 925 tỷ VND. Doanh thu cho thuê giảm gần 55% xuống 728 tỷ VND, trong khi doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm gần 81% xuống chỉ còn 20 tỷ VND – chỉ có 5 căn được chuyển nhượng so với mức 22 căn của cùng kỳ năm ngoái. Biên LN gộp giảm mạnh từ mức 48% trong Q3/2020 xuống gần 17%. LNST giảm ở mức kỷ lục – 548 tỷ VND, tương đương gần 96% so với cùng kỳ, chỉ còn hơn 24 tỷ VND.
- **Lãi ròng 9T2021 giảm 14.3% so với cùng kỳ.** Trong khi doanh thu cho thuê và chuyển nhượng BĐS đều giảm lần lượt 12.7% và 5.6% so với 9T2020, mảng doanh thu khác đã tăng gần 32% nhờ phí hoa hồng quản lý chuỗi shophouse và condotel tại Grand World Phú Quốc.
- **78/80 TTTM tại HN và HCM đã được quay lại hoạt động**, các hoạt động giải trí tập trung như rạp chiếu phim được dự kiến sẽ từ từ mở lại.
- Theo thống kê, lượt khách trung bình trong tháng 9/2021 chỉ đạt khoảng 80 ngàn người/ngày, chỉ bằng khoảng gần 1/4 so với cùng kỳ. **Lượt khách trung bình của nửa đầu tháng 10/2021 đã tiến triển tích cực hơn sau thời kỳ giãn cách**, với lượng khách trung bình ngày khoảng 140 ngàn người, tăng khoảng 75% so với tháng 9/2021.
- **Cuối năm là thời điểm vàng cho hoạt động bán lẻ**, với các chương trình sale lớn cho dịp lễ cuối năm như 20/10, Black Friday, Giáng Sinh và chào đón năm mới.
- Trong thời gian vừa qua, **VRE đã nâng cấp cơ sở vật chất cho các TTTM, cũng như mở thêm các Vincom Mega Mall tại các thành phố lớn** như HN, HCM, Long An, Hưng Yên, Cam Ranh và **tập trung vào ứng dụng công nghệ số** để mang lại trải nghiệm tốt hơn cho KH cũng như nghiên cứu hành vi KH: CamAI quan sát hành vi KH, Virtual Assistant là robot tối tân giới thiệu cho KH về các chương trình KM, hay ứng dụng gửi xe thông minh...
- **Vincom Mega Mall Smart City sẽ bắt đầu mở cửa một số gian hàng thiết yếu từ quý 4/2021 và mở cửa hoàn toàn vào năm 2022.** TTTM này có quy mô lên tới 68,000 m2 sàn GFA và 49,000 m2 sàn NLA và được kỳ vọng sẽ tạo nguồn doanh thu lớn cho VRE.
- Giữa tình hình ảm đạm do dịch Covid-19, cửa hàng flagship rộng hơn 2000 m2 của Muji tại Vincom Center Metropolis, một nhãn hiệu rất được ưa chuộng bởi giới trẻ là sự kiện nổi bật của thị trường bán lẻ trong quý 3/2021.

Kết quả kinh doanh theo Quý



Các thương hiệu hợp tác cùng VRE



Kế hoạch mở rộng KH chuỗi bán lẻ



Nguồn: MBS Research, VRE

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+24%)

Tình hình tài chính

Tổng tài sản tại thời điểm 30/09/2021 giảm gần 6% so với cùng kỳ do Công ty đã thực hiện trả nợ gốc vay gần 2,600 tỷ VND.

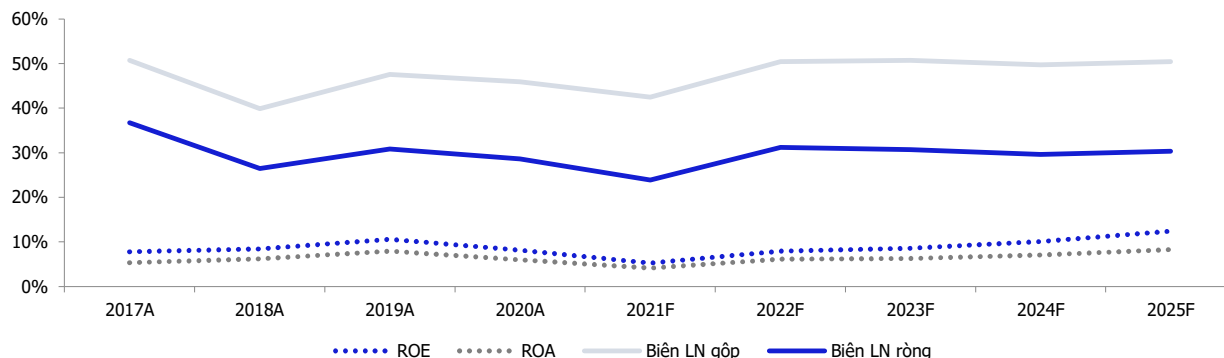
Tài sản ngắn hạn chiếm gần 16% tổng tài sản, tài sản dài hạn chiếm 84%. Tài sản tập trung chủ yếu ở quyền sử dụng đất, nhà cửa, vật kiến trúc, máy móc, thiết bị. Điều này là hoàn toàn phù hợp với một đơn vị bất động sản bán lẻ quy mô lớn với nhiều công ty con, dự án đang triển khai và gói đầu chuẩn bị.

Cơ cấu nguồn vốn với Nợ phải trả chiếm 19%, giảm từ tỷ lệ 35% vào đầu năm 2021. Nợ ngắn hạn chiếm chỉ 8% Nợ phải trả, trong đó chủ yếu là khoản chi phí phải trả ngắn hạn và phải trả ngắn hạn khác. **Theo thảo luận tại buổi Gặp gỡ NĐT (AM) vào 29/7/2021, DN cho biết với cơ cấu tài chính lành mạnh như hiện tại thì dù dịch có kéo dài thêm, DN vẫn hoạt động bình thường ít nhất 1 năm từ nguồn tiền mặt dồi dào mà không cần nguồn tài chính bên ngoài.**

ROE và ROA chỉ giảm nhẹ trong năm 2020 và 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng nặng nề từ những làn sóng Covid 19. ROE và ROA lần lượt đạt 8.1% và 6% trong 2020 và dự phóng năm 2021 sẽ đạt 5.3% và 4.1%.



Các chỉ số lợi nhuận



Bảng cân đối kế toán



Nguồn: MBS Research, VRE

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)

MUA - Giá mục tiêu: 39,000 (+24%)



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					
Vinhomes 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: MBS Research, VRE

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8,329	6,845	8,611	10,373	14,060
Giá vốn hàng bán	4,508	3,940	4,270	5,112	7,070
Lợi nhuận gộp	3,821	2,906	4,341	5,261	6,990
Doanh thu hoạt động tài chính	276	231	256	284	315
Chi phí tài chính	467	464	445	614	829
Chi phí quản lý doanh nghiệp	729	650	810	970	1,303
Lợi nhuận trước thuế	2,993	2,068	3,400	4,029	5,267
Lợi nhuận sau thuế	2,382	1,635	2,688	3,185	4,163
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	2,382	1,629	2,678	3,173	4,148
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	0	6	10	12	15
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	7,012	7,640	9,992	10,258	13,817
I. Tiền & tương đương tiền	3,051	4,294	5,954	5,401	7,198
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,894	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	804	369	465	560	758
IV. Hàng tồn kho	520	985	1,067	1,278	1,767
V. Tài sản ngắn hạn khác	744	1,993	2,507	3,020	4,093
Tài sản dài hạn	32,804	31,726	33,879	40,129	45,108
I. Các khoản Phải thu dài hạn	8	8	10	11	16
II. Tài sản cố định	450	283	250	227	203
1. Tài sản cố định hữu hình	430	270	249	227	203
2. Tài sản cố định vô hình	20	13	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	27,732	28,666	30,743	35,482	40,084
IV. Tài sản dở dang dài hạn	959	1,493	1,448	2,830	2,830
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
VI. Tài sản dài hạn khác	3,654	1,276	1,428	1,579	1,975
Tổng tài sản	39,816	39,367	43,871	50,387	58,925
Nợ phải trả	10,481	8,384	10,198	13,525	17,895
I. Nợ ngắn hạn	3,538	3,675	4,136	4,960	6,822
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	3,518	3,675	4,136	4,960	6,822
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	20	0	0	0	0
II. Nợ dài hạn	6,943	4,710	6,062	8,565	11,072
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,237	835	933	1,118	1,540
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	5,706	3,875	5,129	7,447	9,533
Vốn chủ sở hữu	29,336	30,983	33,673	36,862	41,030
1. Vốn điều lệ	23,288	23,288	23,288	23,288	23,288
2. Thặng dư vốn cổ phần	47	47	47	47	47
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	7,974	9,722	12,451	15,678	19,930
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	34	45	49	54	60
5. Vốn khác	-2,008	-2,120	-2,163	-2,205	-2,295
Tổng nguồn vốn	39,816	39,367	43,871	50,387	58,925

Nguồn: VRE, MBS Research

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	1,023	699	1,150	1,363	1,781
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	12,597	13,304	14,459	15,829	17,618
P/E	33.2	44.5	27.1	22.9	17.5
P/B	2.7	2.3	2.2	2.0	1.8
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	46%	42%	50%	51%	50%
Biên EBITDA	55%	45%	51%	51%	48%
Biên lợi nhuận sau thuế	29%	24%	31%	31%	30%
ROE	8%	5%	8%	9%	10%
ROA	6%	4%	6%	6%	7%
Tăng trưởng					
Doanh thu	-10%	-18%	26%	20%	36%
Lợi nhuận trước thuế	-16%	-31%	64%	19%	31%
Lợi nhuận sau thuế	-16%	-31%	64%	19%	31%
EPS	-16%	-32%	64%	19%	31%
Tổng tài sản	11%	-1%	11%	15%	17%
Vốn chủ sở hữu	9%	6%	9%	9%	11%
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	1.98	2.08	2.42	2.07	2.03
Thanh toán nhanh	1.40	1.17	1.44	1.09	1.06
Nợ/tài sản	14%	10%	12%	15%	16%
Nợ/vốn chủ sở hữu	20%	13%	15%	20%	23%
Khả năng thanh toán lãi vay	6.67	5.22	8.72	7.58	7.44
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay phải thu khách hàng	13.3	11.4	20.1	19.7	20.7
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	27 ngày	32 ngày	18 ngày	19 ngày	18 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	6.0	5.2	4.2	4.4	4.6
Thời gian tồn kho bình quân	61 ngày	70 ngày	88 ngày	84 ngày	79 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	3.2	3.3	2.5	2.7	2.8
Thời gian trả tiền bình quân	115 ngày	111 ngày	144 ngày	137 ngày	129 ngày

Tổng quan ngành:

- Tỷ lệ lấp đầy cao do nguồn cung mới hạn chế, giá thuê đất trung bình tiếp tục tăng trong năm 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch Covid 19
- Thương mại điện tử bùng nổ, yêu cầu hàng tồn kho tăng thúc đẩy nhu cầu đất KCN cho các dịch vụ kho bãi
- Nhu cầu dài hạn được thúc đẩy bởi triển vọng tích cực đối với sản xuất công nghiệp và thu hút dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam

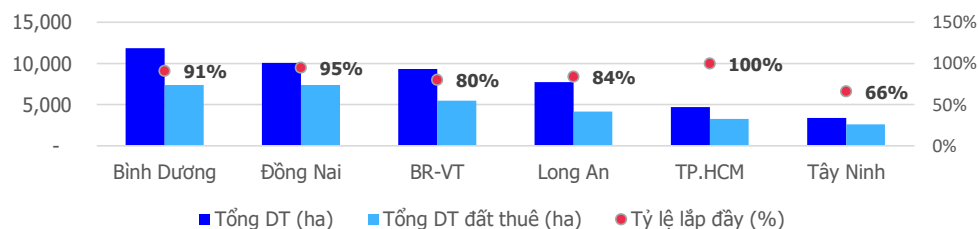
Phần 3: Ngành Bất động sản – phân khúc BĐS khu công nghiệp



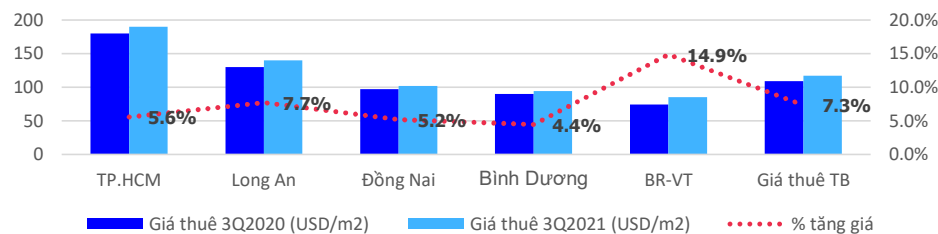
Tỷ lệ lấp đầy cao do nguồn cung mới hạn chế, giá thuê đất trung bình vẫn tiếp tục tăng trong năm 2021 mặc dù chịu ảnh hưởng của Covid 19

Thị trường phía Nam:

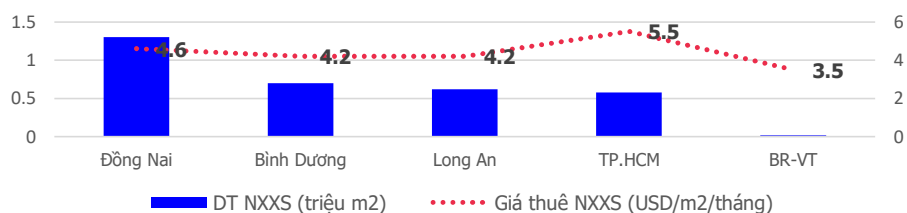
Tỷ lệ lấp đầy ở mức cao trong 9M2021



Giá thuê đất vẫn tăng ổn định

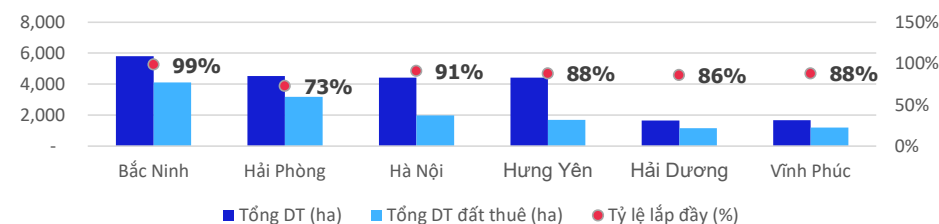


Giá cho thuê nhà xưởng xây sẵn ổn định

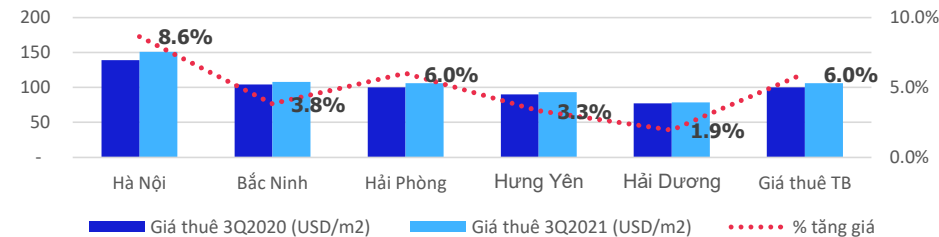


Thị trường phía Bắc:

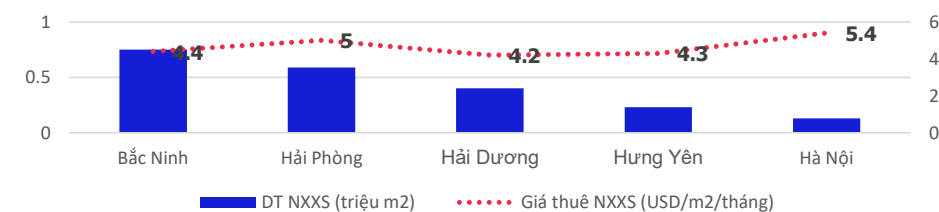
Tỷ lệ lấp đầy ở mức cao trong 9M2021



Giá thuê đất vẫn tăng ổn định



Giá cho thuê nhà xưởng xây sẵn ổn định



Nguồn: Savills, Colliers, MBS Research

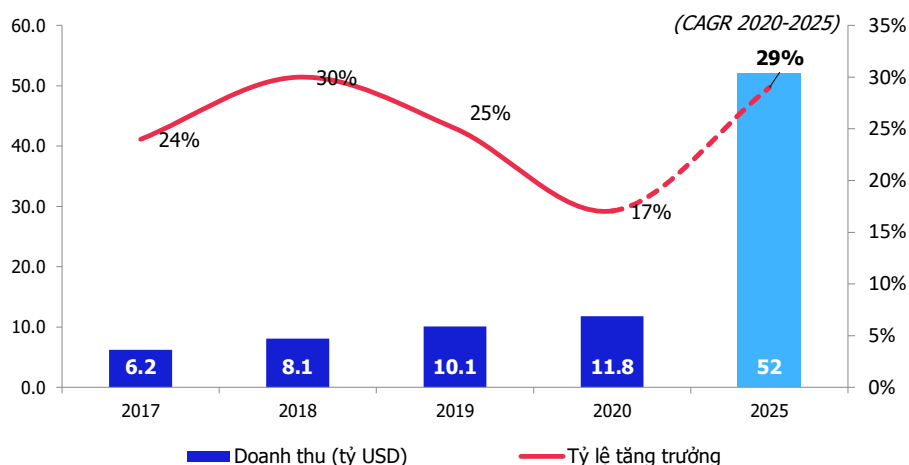
Phần 3: Ngành Bất động sản – phân khúc BĐS khu công nghiệp



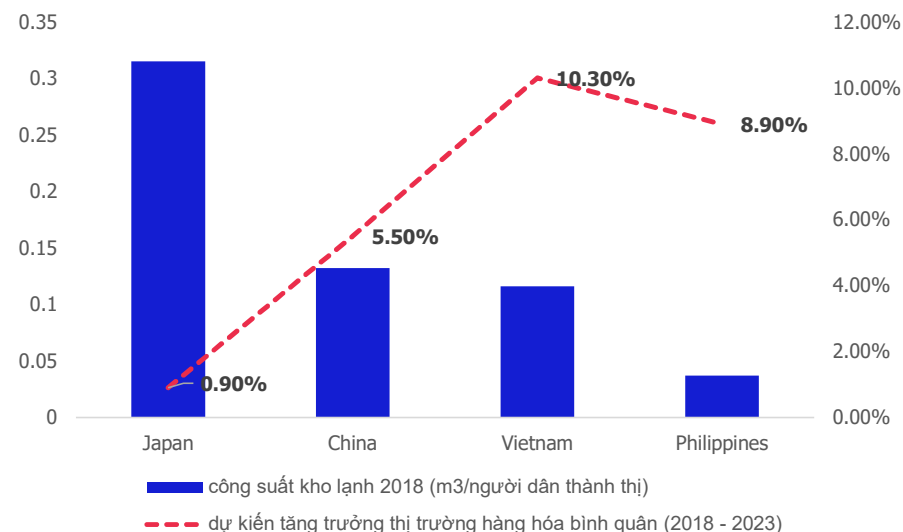
Thương mại điện tử bùng nổ, yêu cầu hàng tồn kho tăng phục vụ tiêu dùng giúp thúc đẩy nhu cầu đất KCN cho các dịch vụ kho bãi

- Theo Google, Temasek và Bain & Company, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ, với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, doanh thu từ thương mại điện tử đạt khoảng 25-27 tỷ USD ước tính sẽ yêu cầu thêm khoảng 350.000m² diện tích kho mới, tương đương với yêu cầu hơn 700.000m² kho bãi trong năm 2025 cho Việt Nam.
- Bên cạnh đó, nhu cầu hàng hóa mạnh mẽ và sự gián đoạn chuỗi cung ứng làm tăng nhu cầu về diện tích nhà kho để dự trữ hàng hóa và giảm thiểu gián đoạn trong tương lai, nhất là xu hướng dự trữ lạnh và mát. Theo Savills, dịch vụ hậu cần chuỗi lạnh của Việt Nam đang ngày càng phát triển và dự báo sẽ đạt giá trị 295 triệu đô la Mỹ vào năm 2025 với mức tăng trưởng 12% mỗi năm. Mặc dù nhu cầu ngày càng tăng nhưng nguồn cung cấp kho lạnh vẫn thiếu, chỉ có **48 cơ sở trong năm 2019**. Thời gian xây dựng kéo dài và chi phí cao đã dẫn đến nguồn cung hạn chế và giá thuê tăng nhanh từ 52 USD vào đầu năm 2020 lên 87 USD / tấn vào năm 2021.

Quy mô thị trường thương mại điện tử của Việt Nam



Công suất kho lạnh và tốc độ tăng trưởng hàng hóa dự kiến



Nguồn: Temasek và Bain & Company, MBS Research

Phần 3: Ngành Bất động sản – phân khúc BĐS khu công nghiệp



Nhu cầu dài hạn được thúc đẩy bởi triển vọng tích cực từ việc thu hút dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam

- Do tác động của dịch bệnh, trong Q32021 ngoài việc số lượng dự án FDI đăng kí mới ghi nhận xu hướng giảm, thị trường cũng ghi nhận một số doanh nghiệp sản xuất đã phải chuyển dịch đơn hàng khỏi Việt Nam để ứng phó với tình hình. Tuy nhiên, việc dịch chuyển đơn hàng hiện chỉ mang tính tạm thời và chưa có doanh nghiệp FDI nào rời Việt Nam.
- Mặc dù giãn cách xã hội dài ngày đã làm dấy lên những lo ngại trong cộng đồng doanh nghiệp nước ngoài, Việt Nam vẫn được đánh giá là điểm đến hấp dẫn nhờ những lợi thế về nguồn nhân lực, các hiệp định thương mại tự do đa dạng và những cam kết của chính phủ trong việc phát triển hạ tầng. Nếu đại dịch sớm được kiểm soát, Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục hưởng lợi từ những thay đổi trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

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

	Tiền lương NV sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng công nghiệp (USD/m2)	Giá thuê đất TB (USD/m2/kỳ thuê)	Thuế TNDN chung (%)	Số KCN
Myanmar	162	0.11	n/a	80	25	63
Philippines	205	0.11	n/a	122	30	323
Vietnam	265	0.077	352	110	20	394
Indonesia	287	0.073	504	238	25	108
Thailand	440	0.121	n/a	183	20	86
Malayasia	844	0.099	533	225	24	340
China	1042	0.104	356	n/a	25	n/a

Việt Nam ký kết nhiều hiệp định thương mại tự do với các đối tác lớn

	Vietnam	Malaysia	Thailand	Philipines	India	Cambodia	China
AFTA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	X
AFTA-CN	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
India	✓	✓	✓	✓	✓	✓	X
Korea	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Japan	✓	✓	✓	✓	✓	✓	X
CPTPP	✓	✓	X	X	Đàm phán	X	X
EU	✓	Đàm phán	Đàm phán	Đàm phán	Đàm phán	X	X
US	X	Đàm phán	Đàm phán	X	Đàm phán	X	X

Nguồn: Savills, Statista, MPI, MBS Research

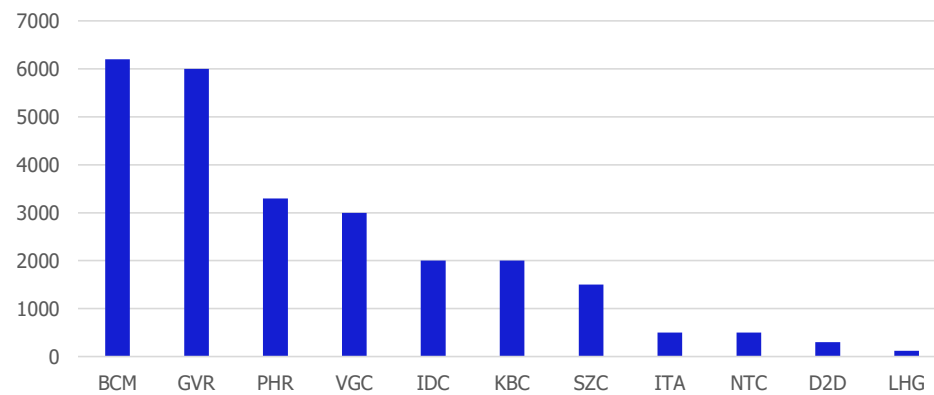
Phần 3: Ngành Bất động sản – phân khúc BĐS khu công nghiệp



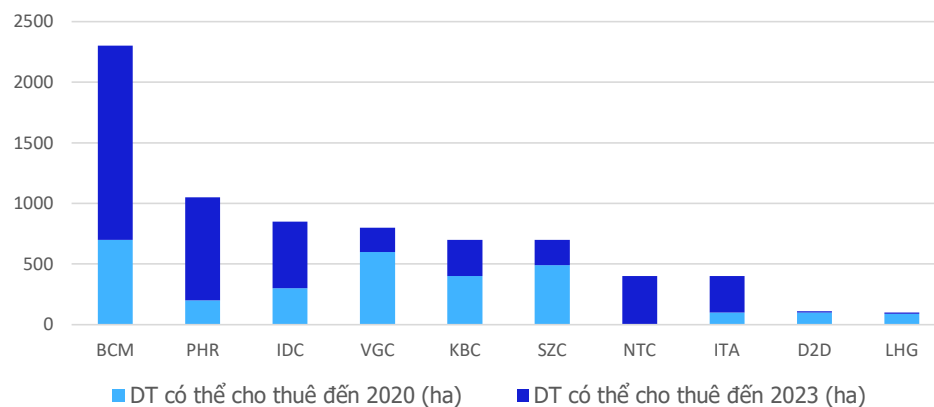
Mã CK	Vốn hoá (tỷ VND)	Nợ/ TTS	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	ROA	P/E	P/B
BCM	66,240	0.65	50.13%	33.61%	12.1%	4.3%	37.6	4.3
GVR	147,600	0.36	21.78%	24.04%	7.4%	4.7%	26.9	3.0
PHR	9,593	0.49	23.82%	68.95%	36.6%	17.5%	14.1	3.1
VGC	22,686	0.67	24.68%	7.07%	8.5%	2.9%	25.0	3.4
IDC	21,570	0.70	17.06%	9.46%	7.1%	2.1%	39.8	5.3
KBC	34,470	0.55	32.03%	14.87%	2.1%	1.1%	39.9	2.1
SZC	6,870	0.71	53.98%	42.96%	15.1%	5.0%	24.6	4.9
ITA	16,092	0.20	40.79%	27.61%	1.6%	1.3%	98.8	1.5
NTC	4,454	0.85	66.29%	110.39%	46.0%	7.3%	17.5	6.0
D2D	1,806	0.52	70.99%	75.04%	30.4%	13.1%	6.5	1.7
LHG	2,679	0.51	45.60%	30.87%	16.1%	8.2%	8.0	1.9
Trung bình		0.56	40.6%	40.4%	16.6%	6.1%	30.8	3.4
Trung vị		0.55	40.8%	30.9%	12.1%	4.7%	25.0	3.1

Nguồn: FiinGroup, MBS Research

Quỹ đất của các doanh nghiệp phát triển BĐS KCN (ha)



Nguồn cung quỹ đất của các doanh nghiệp BĐS KCN niêm yết đến 2023



TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC-CTCP (HSX: KBC)



GIỮ - Giá mục tiêu: 52,800 VND/cp (-10%)

Trong Q3/2021, với diễn biến phức tạp của đợt bùng dịch Covid-19 lần thứ 4, KQKD của KBC vẫn tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ mặc dù tỷ lệ hoàn thành kế hoạch còn thấp. Cụ thể, trong 9T2021, KBC chỉ mới hoàn thành lần lượt 46.6% và 37.8% kế hoạch doanh thu và LNST năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng công ty có thể ghi nhận được doanh thu từ các dự án lớn như KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và KĐT Phúc Ninh, và do đó điều chỉnh mức giá khuyến nghị với cổ phiếu KBC là 52,800 VND/cp với việc điều chỉnh số lượng cổ phiếu lưu hành tăng thêm 100 triệu cổ phiếu theo Phương án phát hành mới nhất.

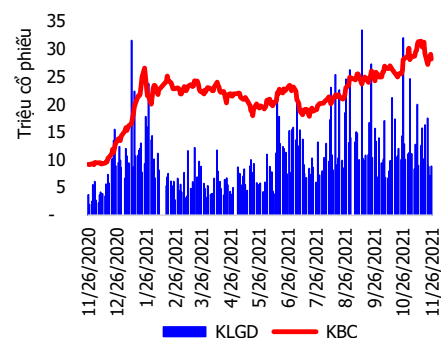
Luận điểm đầu tư

- Hưởng lợi từ xu hướng thu hút FDI của Việt Nam và chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi TQ nhờ vị thế lớn trong ngành BĐS KCN.** Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ hưởng lợi từ nguồn FDI lớn vào Việt Nam và làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi TQ dựa vào kinh nghiệm hợp tác với các đối tác lớn như Samsung, LG, Heesung Electronics...
- Một trong những nhà phát triển BĐS KCN lớn nhất Việt Nam.** KBC đang quản lý một diện tích BĐS KCN lớn, hơn **4,713 ha**, tập trung chủ yếu ở miền Bắc Việt Nam với nhiều Khu công nghiệp (KCN) có lợi thế cạnh tranh thu hút được đối tác nước ngoài như KCN Quế Võ (Bắc Ninh), KCN Trảng Duệ (Hải Phòng),... Ngoài ra cũng có những KCN lớn ở HCM như Tân Phú Trung, hiện đang là 1 trong những KCN lớn có tỷ lệ lấp đầy cao nhất khu vực miền Nam.
- Những đại dự án như KCN Trảng Duệ hay KĐT Trảng Cát sẽ đem lại nguồn thu lớn.** KCN Trảng Duệ III (687ha) nhận phê duyệt quan trọng sau 3.5 năm và dự án KĐT Trảng Cát gần như hoàn tất việc đền bù và nộp tiền sử dụng đất và được chính quyền Thành Phố Hải Phòng bàn giao hiện trạng đất trên thực địa cho Công ty để làm các thủ tục triển khai, đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng của dự án để đưa vào vận hành khai thác kinh doanh. Những dự án này dự kiến sẽ đem lại nguồn thu cực lớn cho KBC trong 10 năm tới.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu KBC với giá mục tiêu là **52,800 VND** (+9.4% Tiềm năng tăng giá) sử dụng Phương pháp RNAV.

Giao dịch của KBC trong 12 tháng



	3T	6T	12T
KBC (%)	29.7%	44.9%	207.3%
VN-Index (%)	14.7%	13.4%	48.4%
Nguồn: Bloomberg			

Đơn vị: tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	2,151	6,758	6,698	8,588	5,349
EBIT	366	3,214	3,130	4,048	2,501
LNST	320	2,166	2,034	2,656	1,309
EPS (VND)	477	4,254	3,995	5,215	2,571
Tăng trưởng EPS (%)	-75%	792%	-6%	31%	-51%
P/E (x)	89.1x	10.0x	10.6x	8.1x	16.5x
EV/EBITDA (x)	36.9	7.9	7.8	7.0	10.4
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	500	500	500	501	502
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B (x)	1.9x	1.6x	1.4x	1.2x	1.1x
ROE (%)	2%	16%	13%	14%	7%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	54%	62%	51%	58%	61%

Nguồn: MBS Research

Ngày báo cáo	21/12/2021
Giá tại ngày báo cáo	58,400
Giá mục tiêu	VND 52,800
Tiềm năng tăng giá	-10%
Bloomberg	KBC VN
Vốn hóa	27,491 tỷ đồng 1.17 tỷ USD
Biến động giá 52 tuần	24,720 VND 62,500 VND
GTGD bình quân	362 tỷ đồng 15.41 triệu USD
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49%
Tỷ lệ sở hữu NN	16.1%

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC-CTCP (HSX: KBC)



GIỮ - Giá mục tiêu: 52,800 VND/cp (-10%)

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2021 và 9T2021

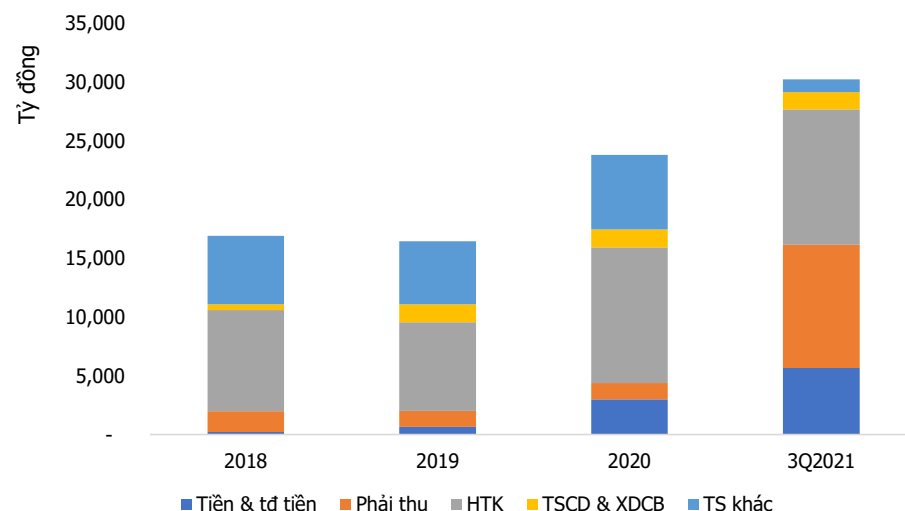
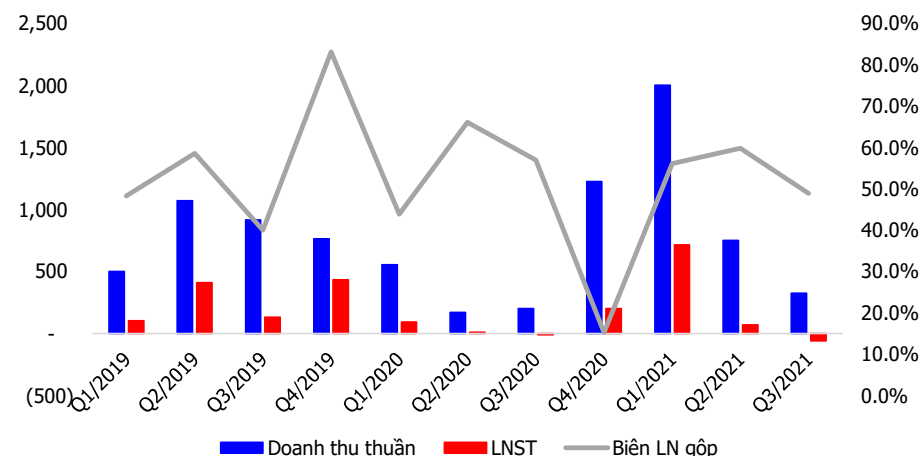
Trong Q3/2021, KBC ghi nhận doanh thu thuần đạt 325 tỷ đồng (+60.9% YoY), trong đó mảng bán nhà xưởng đóng góp lớn nhất với doanh thu hơn 145 tỷ đồng. 2 mảng chính còn lại là cho thuê đất KCN và chuyển nhượng BĐS đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu giảm so với cùng kỳ năm 2020. Biên lợi nhuận gộp (BLNG) trong Q3/2021 đạt 48.9%, thấp hơn mức 56.9% của Q3/2020 do BLNG của các mảng chủ lực như cho thuê đất KCN, cho thuê nhà xưởng đều giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng có sự nhầm lẫn về vấn đề kế toán trong việc ghi nhận giá vốn hàng bán của hai mảng bán nhà xưởng và chuyển nhượng BĐS trong quý này khiến cho giá vốn của mảng bán nhà xưởng bằng 0 và giá vốn của mảng BĐS cao gần gấp 3 lần so với doanh thu.

Chi phí tài chính trong Q3/2021 đạt hơn 178 tỷ đồng (+234.2% YoY), trong đó chi phí lãi vay tăng mạnh lên mức hơn 155 tỷ đồng (+238.5% YoY). Điều này là do công ty đã gia tăng nợ vay dài hạn lên hơn 4,000 tỷ so với thời điểm cuối Q3/2020, nhằm thanh toán tiền thuê đất cho dự án Trảng Cát cũng như đầu tư vào KCN Quang Châu.

Lũy kế 9T2021, doanh thu thuần của KBC đạt 3,077 tỷ đồng (+231.0% YoY) và đạt 46.6% so với kế hoạch năm 2021. Nguyên nhân do ảnh hưởng của dịch Covid khiến cho việc ghi nhận doanh thu từ các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh cũng như KĐT Phúc Ninh gặp nhiều khó khăn, chúng tôi vẫn kỳ vọng KBC sẽ ghi nhận được doanh thu từ 2 dự án này trong năm nay. Tổng quan, mảng cho thuê đất KCN chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu 9T2021, với 2,114 tỷ đồng (+306.5% YoY), bên cạnh mảng chuyển nhượng BĐS với doanh thu 263 tỷ đồng (+115.6% YoY). Biên lợi nhuận gộp cũng gia tăng từ mức 50.8% trong 9T2020 lên mức 56.2% trong 9T2021, nhờ hầu hết các mảng kinh doanh đều có BLNG gia tăng đáng kể.

Về cơ cấu tài sản, tổng tài sản tại thời điểm cuối Q3/2021 đạt hơn 30,200 tỷ đồng, tăng hơn 6,414 tỷ đồng so với thời điểm cuối năm 2020, chủ yếu đến từ gia tăng khoản phải thu, tiền và tương đương tiền. Nguồn vốn được gia tăng đáng kể đến từ cả 2 nguồn VCSH và vốn vay dài hạn. Cụ thể, với việc phát hành thêm hơn 100 triệu cổ phiếu với giá 34,000đ/cp, với mục đích huy động thêm 3,400 tỷ đồng vốn chủ; tuy nhiên, hiện nay việc phát hành vẫn đang diễn ra do đó, KBC chỉ ghi nhận hơn 2,865 tỷ đồng từ việc phát hành này. Ngoài ra, vốn vay dài hạn cũng gia tăng hơn 1,600 tỷ dùng để tài trợ cho các dự án của công ty.

Với việc khoản phải thu tiếp tục gia tăng, dòng tiền từ HĐKD của công ty tiếp tục âm. Điều này là đặc điểm của các doanh nghiệp BĐS đang trong quá trình đầu tư các dự án lớn như KBC cũng như việc thu tiền bị ảnh hưởng do dịch Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền hoạt động sẽ có sự cải thiện khi tình hình thu tiền sẽ được thúc đẩy khi mà dịch Covid-19 dần được kiểm soát.



TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC-CTCP (HSX: KBC)



GIỮ - Giá mục tiêu: 52,800 VND/cp (-10%)

Dự phóng và định giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu của KBC đạt mức 6,757 tỷ đồng (+214.2% YoY), LNST đạt 2,166 tỷ đồng (+577.4% YoY). Trong đó, mảng cho thuê đất KCN ghi nhận hơn 1,319 tỷ đồng, đến từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, KCN Quang Châu và KCN Tân Phú Trung; mảng BĐS thương mại ghi nhận doanh thu lớn từ KĐT Phúc Ninh và KĐT Trảng Duệ đang hiện hữu. Biên LN gộp cũng được kỳ vọng sẽ tăng lên mức 59.4%. Chi phí bán hàng và chi phí QLDN được kỳ vọng ở mức lần lượt là 3.2% và 8.6%.

Với những dự phóng trên, chúng tôi định giá cổ phiếu KBC với mức giá mục tiêu **52,800 VND/cp** (+9.4% Tiềm năng tăng giá) dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền nhằm xác định RNAV cho các dự án của KBC. Chúng tôi sử dụng WACC=11.8% với beta=0.99 nhằm phản ánh rủi ro mức giá của KBC đã có sự gia tăng đáng kể trong năm 2021. Bên cạnh đó, việc KBC sử dụng vốn vay với chi phí khá cao ở mức trên 10% cũng khiến chúng tôi xác định mức premium cho cổ phiếu này ở mức 11.7%.

Tóm tắt Định giá	% sở hữu	NPV
BĐS Công nghiệp		3,194
Nam Sơn Hạp Lĩnh	100.0%	1,017
Quang Châu	88.1%	296
Trảng Duệ III	86.5%	1,241
Tân Phú Trung	72.4%	570
Đại Đồng Hoàn Sơn	21.5%	70
BĐS Thương mại		25,505
KĐT Phúc Ninh	100.0%	4,721
Trảng Cát	100.0%	18,826
Nhà ở công nhân Củ Chi	72.4%	678
KĐT Trảng Duệ	86.5%	1,280
Tổng giá trị		28,700
Trừ: Nợ		(7,376)
Cộng: Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn		5,652
Cộng: Tài sản khác		5,403
Trừ: Lợi ích cổ đông không kiểm soát		(2,289)
Giá trị VCSH		30,091
Cổ phiếu lưu hành		569,760,189
Giá trị mỗi cổ phiếu		52,800

Dự án	Địa điểm	% sở hữu	Năm mở bán	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
BĐS Khu Công Nghiệp											
Nam Sơn Hạp Lĩnh GĐ 1	Bắc Ninh	100%	2021	300	204.1						
Quang Châu	Bắc Giang	88%	2006	426	60.7						
Trảng Duệ III	Hải Phòng	87%	2023	687	456.0						
Tân Phú Trung	Củ Chi	72%	2004	542	171.6						
Đại Đồng Hoàn Sơn GĐ 2	Bắc Ninh	21%	2023	96	62.0						
BĐS Thương Mại											
KĐT Phúc Ninh	Bắc Ninh	100%	2019	115	41.9						
Trảng Cát	Hải Phòng	100%	2025	585	321.7						
Nhà ở công nhân Củ Chi	Hồ Chí Minh	72%	2023	48	11.5						
KĐT Trảng Duệ	Hải Phòng	87%	2019	42	16.7						

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC-CTCP (HSX: KBC)



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2,151	6,758	6,698	8,588	5,349
Giá vốn hàng bán	1,462	2,747	2,725	3,484	2,190
Lợi nhuận gộp	689	4,011	3,973	5,105	3,159
Doanh thu hoạt động tài chính	314	292	292	292	292
Chi phí tài chính	230	715	806	920	1,116
Chi phí quản lý doanh nghiệp	323	797	843	1,056	658
LNTT	453	2,805	2,634	3,438	1,695
LNST	320	2,166	2,034	2,656	1,309
LNST của cổ đông công ty mẹ	224	1,998	1,877	2,450	1,208
LNST của cổ đông không kiểm soát	96	168	158	206	102

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	21,403	27,276	30,713	36,339	37,882
I. Tiền & tương đương tiền	1,050	769	1,381	799	2,859
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,940	1,945	1,945	1,945	1,945
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,378	4,284	4,246	5,445	3,391
IV. Hàng tồn kho	11,534	15,260	18,168	21,773	24,338
V. Tài sản ngắn hạn khác	5,502	5,018	4,973	6,377	5,349
Tài sản dài hạn	2,383	2,192	2,210	2,315	2,188
I. Các khoản Phải thu dài hạn	182	269	267	342	213
II. Tài sản cố định	256	108	84	58	31
1. Tài sản cố định hữu hình	256	108	84	58	31
2. Tài sản cố định vô hình	0	0	0	0	0
III. Bất động sản đầu tư	394	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	869	895	922	950	978
V. Đầu tư tài chính dài hạn	683	900	918	936	955
VI. Tài sản dài hạn khác	(2)	20	19	29	11
Tổng tài sản	23,786	29,468	32,923	38,654	40,071
Nợ phải trả	13,133	16,816	18,310	21,411	21,645
I. Nợ ngắn hạn	6,962	9,254	9,176	11,747	10,692
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	5,416	7,227	7,167	9,170	7,482
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,547	2,027	2,009	2,576	3,210
II. Nợ dài hạn	6,171	7,561	9,134	9,665	10,953
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,953	1,742	3,644	2,209	2,929
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	4,218	5,820	5,489	7,456	8,024
Vốn chủ sở hữu	10,653	12,652	14,613	17,243	18,426
1. Vốn điều lệ	4,698	4,698	4,698	4,698	4,698
2. Thặng dư vốn cổ phần	989	989	989	989	989
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	4,316	6,232	8,033	10,447	11,537
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	953	1,032	1,192	1,407	1,504
5. Vốn khác	-303	-299	-299	-298	-301
Tổng nguồn vốn	23,786	29,468	32,923	38,654	40,071

Nguồn: KBC, MBS Research

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá					
EPS	477	4,254	3,995	5,215	2,571
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	22,678	26,933	31,107	36,706	39,224
P/E	89.1	10.0	10.6	8.1	16.5
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
Khả năng sinh lời					
Biên lợi nhuận gộp	32%	59%	59%	59%	59%
Biên EBITDA	19%	48%	47%	48%	48%
Biên lợi nhuận sau thuế	15%	32%	30%	31%	24%
ROE	2%	16%	13%	14%	7%
ROA	1%	7%	6%	6%	3%
Tăng trưởng					
Doanh thu	-33%	214%	-1%	28%	-38%
Lợi nhuận trước thuế	-67%	519%	-6%	31%	-51%
Lợi nhuận sau thuế	-69%	577%	-6%	31%	-51%
EPS	-75%	792%	-6%	31%	-51%
Tổng tài sản	45%	24%	12%	17%	4%
Vốn chủ sở hữu	3%	19%	15%	18%	7%
Thanh khoản					
Thanh toán hiện hành	3.07	2.95	3.35	3.09	3.54
Thanh toán nhanh	0.43	0.29	0.36	0.23	0.45
Nợ/tài sản	24%	27%	23%	26%	28%
Nợ/vốn chủ sở hữu	54%	62%	51%	58%	61%
Khả năng thanh toán lãi vay	1.87	4.50	3.88	4.40	2.24
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay phải thu khách hàng	1.6	2.4	1.6	1.8	1.2
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân (ngày)	232	154	233	207	303
Vòng quay hàng tồn kho	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Thời gian tồn kho bình quân (ngày)	2,382	1,780	2,239	2,092	3,842
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	5.6	8.6	5.6	6.4	4.4
Thời gian trả tiền bình quân (ngày)	66	42	65	57	83

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
LCTT từ HĐ kinh doanh	-2,942	-2,600	1,089	-3,039	1,053
LCTT từ HĐ đầu tư	-480	392	-54	-55	-57
LCTT từ HĐ tài chính	3,791	1,927	-423	2,513	1,063
LCTT trong kỳ	369	-281	612	-581	2,059
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	652	1,050	769	1,381	799
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	1,021	769	1,381	799	2,859

CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX – SZC)



GIỮ - Giá mục tiêu: 59,800 VND/cp (-8.4%)

Cập nhật tình hình thị trường và hoạt động đầu tư kinh doanh của công ty, chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu cổ phiếu SZC lên mức 59,800 đồng/cổ phần, dựa trên cơ sở: 1) Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng 56% so với cùng kỳ; 2) Quý đất sạch sẵn sàng kinh doanh còn rất lớn và tiếp tục tăng lên khi công ty đẩy nhanh tiến độ đền bù giải tỏa và đầu tư hạ tầng; 3) Triển vọng kinh doanh sáng sủa hơn sau khi làn sóng Covid 19 thứ tư được kiểm soát và hoạt động sản xuất thương mại dần mở cửa trở lại từ cuối 2021. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu SZC cho mục tiêu trung và dài hạn.

Thông tin cập nhật

Thực hiện hợp tác đầu tư sản phẩm đất nền tại giai đoạn 1 dự án KDC Hữu Phước

- Trong tháng 7, công ty đã triển khai đợt đầu tiên bán sản phẩm dự án KDC Hữu Phước bằng hình thức Hợp đồng hợp tác đầu tư góp vốn xây dựng hạ tầng khu đô thị, nhà đầu tư sẽ nhận lại bằng sản phẩm đất nền hoặc nhà ở được xây dựng hoàn chỉnh theo quy định. Bằng hình thức này, công ty đã đưa sản phẩm ra thị trường trong khi vẫn tiếp tục chờ phê duyệt từ UBND tỉnh cho phép bán hàng.
- Theo trao đổi, trong đợt đầu thực hiện, công ty đã hoàn thành các Hợp đồng hợp tác với khoảng 170 sản phẩm. Đây là các căn nhà liền kề tại giai đoạn 1 với diện tích từ 175m2-196m2. Hợp đồng hợp tác có thời gian thực hiện 12 tháng, với 4 đợt thanh toán chi phí đầu tư để nhận lại sản phẩm đất nền. CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 là một trong những khách hàng lớn tham gia.

Kết quả kinh doanh tăng trưởng 56% so với cùng kỳ 2020

- Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ, doanh thu đạt 402 tỷ đồng, tăng 47% so với cùng kỳ, lợi nhuận trước thuế đạt 229 tỷ đồng, tăng 56% so với cùng kỳ, lần lượt hoàn thành 69% và 106% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm.
- Bất chấp chi phí đền bù giải tỏa thu hồi đất tăng mạnh trong năm 2020 cũng như 6 tháng đầu năm 2021, biên lợi nhuận gộp cho thuê đất công nghiệp vẫn đạt mức cao hấp dẫn với 62% trong quý 1 và tăng lên 68% trong quý 2.2021, đưa trung bình 6 tháng đầu năm lên mức 65.2%, tăng mạnh 13% so với cùng kỳ năm trước.
- Các chi phí về tài chính, bán hàng và quản lý tiếp tục được kiểm soát tốt, chi phí tài chính và bán hàng bằng mức 2020, trong khi chi phí quản lý tăng 150%, nhưng giá trị thấp với tổng giá trị là 27 tỷ đồng.

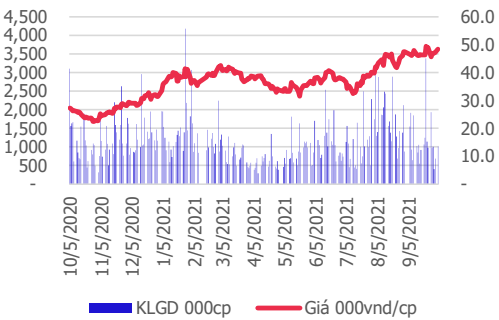
Diện tích đất sạch có khả năng cho thuê, kinh doanh còn rất lớn

- Khu công nghiệp được quy hoạch với diện tích 1,556 ha, trong đó diện tích đất cho thuê là 1,109ha. Diện tích khu đô thị quy hoạch với 537ha, trong đó tỷ lệ đất thương phẩm là khoảng 40%. Công ty đang đẩy nhanh công tác đền bù và thu hồi.
- Ước tính diện tích đất cho thuê khu công nghiệp đến cuối 2021 là còn khoảng 620ha, trong đó diện tích sẵn sàng cho thuê là gần 300 ha. Đối với khu đô thị, toàn bộ diện tích đất thương phẩm với khoảng 220ha là tiềm năng tăng trưởng mạnh trong những năm tới, khi giá cho thuê đất khu công nghiệp và đô thị đang tăng nhanh tại khu vực.

Tiềm năng và lợi thế lớn cho các khu công nghiệp tại Bà Rịa Vũng Tàu phát triển

- Bà Rịa Vũng Tàu (BRVT) ngày càng phát triển mạnh mẽ và trở thành địa chỉ hấp dẫn cho phát triển các khu công nghiệp với lợi thế vô cùng to lớn như hệ thống cảng nước sâu Cái Mép- Thị Vải, cụm điện khí Phú Mỹ, thành phố biển Vũng Tàu, khu du lịch nghỉ dưỡng biển Long Hải- Hồ Tràm- Bình Châu... Trong 9 tháng đầu năm 2011, đầu tư vào BRVT đạt 39 dự án gồm 11 dự án FDI và 28 dự án trong nước với tổng vốn đầu tư 950 tr usd, hoàn thành 150% kế hoạch năm và vượt 52% cùng kỳ.
- Hiện tại BRVT có 15 khu công nghiệp đang hoạt động với tổng diện tích trên 8.700 ha với tỷ lệ lấp đầy tăng cao. Để nắm bắt cơ hội dòng vốn đầu tư nước ngoài đang tăng lên, tỉnh cũng đang xây dựng kế hoạch phát triển thêm 4 KCN mới với tổng diện tích khoảng 5.700 ha trong giai đoạn 2020-2025, định hướng 2030.

Giao dịch của SZC 12 tháng



Giá hiện tại (21/12/2021)	65,300 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	59,800 VND
Tiềm năng tăng giá(%)	-8.4%
Bloomberg	SZC VN
Vốn hóa thị trường	4,920 tỷ VND
Biến động 52 tuần	29,338-69,600
KLGD trung bình ngày trong 12 tháng (000cp)	1,160
Giá trị giao dịch/ngày (tỷ VND)	44.3
Giới hạn Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
TLSH nước ngoài hiện tại(%)	3.36%

	1T	3T	6T	12T
SZC VNIndex	2% 0%	28% -6%	25% 9%	81% 46%

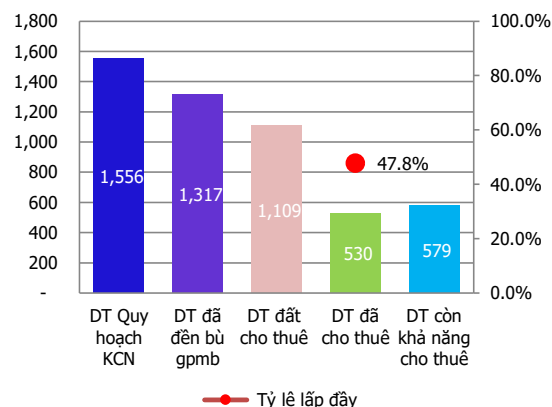
Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	433	660	1,331	1,790	2,665
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	234	422	751	986	1,416
Biên lợi nhuận gộp	%	54.0%	63.9%	56.4%	55.1%	53.2%
EBIT	Tỷ đồng	228	377	660	873	1,263
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	220	347	616	828	1,221
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	186	278	493	662	977
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	1,860	2,778	4,930	6,624	9,770
Tăng trưởng EPS	%	38.8%	49.4%	77.5%	34.4%	47.5%
Cổ tức mỗi cổ phần	Đồng	1,000	1,500	1,500	2,000	2,000
Lợi tức cổ phần	%	2%	2.0%	3.0%	4.1%	4.1%
P/E	Lần	9.4	17.7	10.0	7.4	5.0
P/B	Lần	1.4	3.4	2.8	2.2	1.6
EV/EBITDA	Lần	13.1	12.6	7.3	5.6	3.9
ROE	%	14.7%	19.3%	27.6%	29.5%	32.3%
ROA	%	4.2%	4.7%	7.3%	8.9%	11.9%
Nợ ròng/Vốn CSH	Lần	117.5%	171.7%	88.5%	35.7%	-13.5%

Nguồn: SZC, TTNC MBS 178

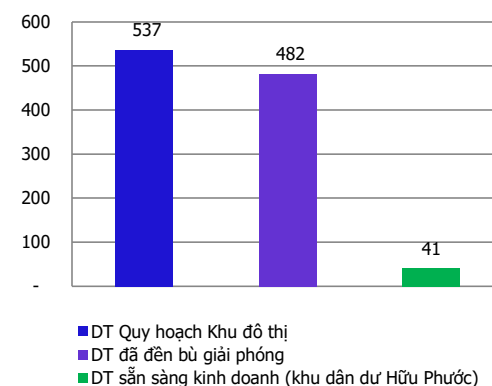
Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng mạnh

- Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ: Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021 đạt 402 tỷ đồng, tăng mạnh 47% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế đạt 229 tỷ đồng, tăng 56% so với cùng kỳ, lần lượt hoàn thành 69% và 106% kế hoạch cả năm. Trong quý 3, do dịch Covid19 nên khu vực hoạt động của công ty cũng bị phong tỏa, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh sẽ bị chững lại.
- Biên lợi nhuận gộp mảng cho thuê bất động sản KCN tiếp tục tăng tốt, đạt 68.0% trong quý 2, đưa trung bình 6 tháng lên mức 65.2%, cao hơn 13% so với cùng kỳ 2020, điều này là nhờ giá cho thuê đất tiếp tục tăng lên.
- Từ tháng 7.2021, công ty thực hiện mở bán lần đầu sản phẩm Giai đoạn 1 dự án khu dân cư Hữu Phước bằng hình thức Hợp đồng hợp tác đầu tư góp vốn phát triển dự án, sản phẩm nhận được là đất nền. Theo thông tin chia sẻ, đợt bán hàng đã thành công với khoảng 170 căn được thực hiện với diện tích từ 175m2-196m2 mỗi căn, tổng diện tích kinh doanh ước khoảng 3 ha.
- Về công tác giải phóng mặt bằng và đầu tư hạ tầng, công ty tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đền bù thu hồi đất để hưởng chi phí giá đất đền bù thấp, đẩy mạnh đầu tư hạ tầng khu công nghiệp để khi dịch Covid được kiểm soát sẽ đẩy mạnh hoạt động kinh doanh trở lại từ cuối năm 2021. Giá trị xây dựng cơ bản dở dang đến cuối tháng 6.2021 đạt 4,486 tỷ đồng, tăng 19% so với đầu năm.
- Trong 6 tháng đầu năm, công ty cũng thực hiện phát hành 500 tỷ đồng trái phiếu dài hạn đến 2025 để đảm bảo nguồn vốn thực hiện công tác giải phóng mặt bằng. Tổng vay nợ ngắn và dài hạn đến 6.2021 đạt 2,175 tỷ đồng, chiếm 42% tổng nguồn vốn.
- Trong năm 2021, chúng tôi dự tính kết quả kinh doanh sẽ tăng nhanh khi hoạt động cho thuê khu công nghiệp vẫn trên đà tăng trưởng, trong khi hoạt động kinh doanh khu đô thị bắt đầu được thực hiện nhưng sẽ hành toán vào năm 2022. Doanh thu dự báo đạt 660 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 347 tỷ đồng, lần lượt tăng 52% và 48% so với 2020.

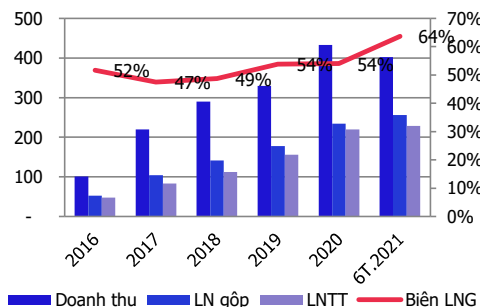
Tình hình đất Khu công nghiệp của SZC đến T6.2021 (ha)



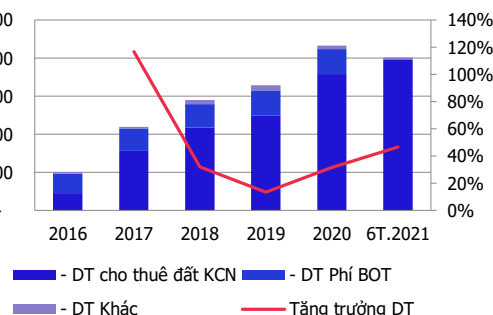
Tình hình đất Khu đô thị của SZC đến T6.2021 (ha)



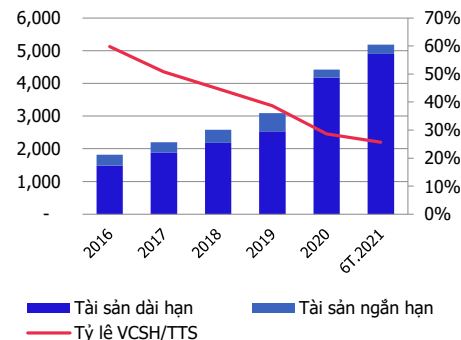
Doanh thu và lợi nhuận



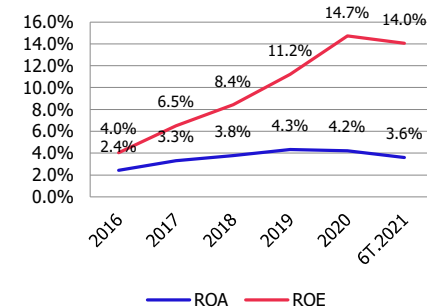
Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu Tài sản và Nguồn vốn



ROA-ROE



Nguồn: SZC, TTNC MBS tổng hợp và ước tính

CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX - SZC)



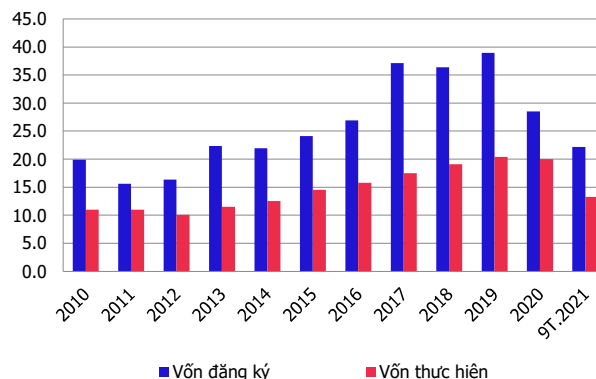
Triển vọng ngành sáng sủa với xu hướng chuyển dịch dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam:

- Chi phí nguồn nhân công cạnh tranh hơn so với các nước trong khu vực, cơ cấu dân số trẻ (52% dân số trong độ tuổi lao động)
- Kinh tế sớm tăng trưởng trở lại khi Việt Nam đẩy mạnh chiến dịch tiêm chủng, kiểm soát Covid 19 và mở cửa nền kinh tế từ quý 4.2021
- Thị trường tiêu dùng lớn với 95 triệu dân, tầng lớp trung lưu tăng mạnh với nguồn lực tiêu dùng cao.
- Vị trí địa lý chiến lược: Nằm sát Trung Quốc, Việt Nam hứa hẹn là lựa chọn lý tưởng cho các nhà đầu tư tìm kiếm mở rộng chuỗi cung ứng dịch chuyển từ Trung Quốc.
- Gia tăng hội nhập quốc tế: Việt Nam gia nhập các thị trường lớn bằng các hiệp định thương mại tự do như, CPTPP, EU-Vietnam FTA, AFTA.
- Hỗ trợ từ môi trường pháp lý: Chính phủ đang ngày càng hoàn thiện môi trường đầu tư thông thoáng và bình đẳng.

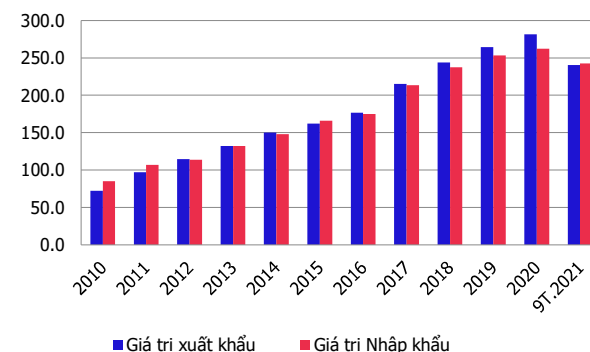
Các khu công nghiệp trong nước tiếp tục đầu tư mở rộng – Giá cho thuê và tỷ lệ lấp đầy gia tăng tốt.

- Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, hiện cả nước có 394 KCN đã được thành lập, có 286 KCN đang hoạt động: Tổng diện tích đất tự nhiên đạt khoảng 86 nghìn ha, diện tích đất công nghiệp đạt khoảng 57.3 nghìn ha và 108 KCN đang trong quá trình xây dựng cơ bản với tổng diện tích đất tự nhiên khoảng 35.9 nghìn ha, diện tích đất công nghiệp đạt khoảng 23.6 nghìn ha.
- Tỷ lệ lấp đầy KCN trên toàn quốc tiếp tục tăng lên trước làn sóng dịch chuyển sản xuất đến Việt Nam: Tại khu vực phía Bắc tăng lên mức 85.5%, tại phía Nam là 87.5%, một số tỉnh có tỷ lệ cao như: Hà Nội 90%, Bắc Ninh 95%, Hải Phòng 73%. Tại phía Nam, Tp HCM 88%, Bình Dương 99%, Đồng Nai 94%, Long An 84%, Bà Rịa Vũng Tàu 79%.
- Giá cho thuê đất tăng trung bình 5.9% đối với KCN các tỉnh phía Bắc, trong khi ở phía Nam là 7.5%: Mặt bằng giá cho thuê tại phía Bắc đạt 107 usd/m²/kỳ thuê, trong khi phía Nam đạt 113 usd/m²/chu kỳ thuê. Hà Nội và Tp Hồ Chí Minh là 2 thành phố có mức giá cho thuê cao nhất tại miền khi lần lượt đạt 140 usd và 190 usd/m²/chu kỳ thuê.

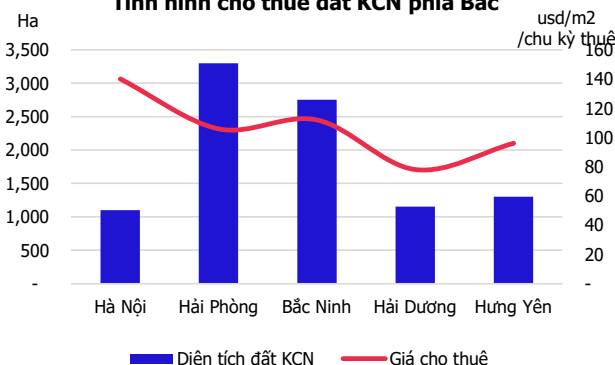
Vốn FDI vào Việt Nam (tỷ usd)



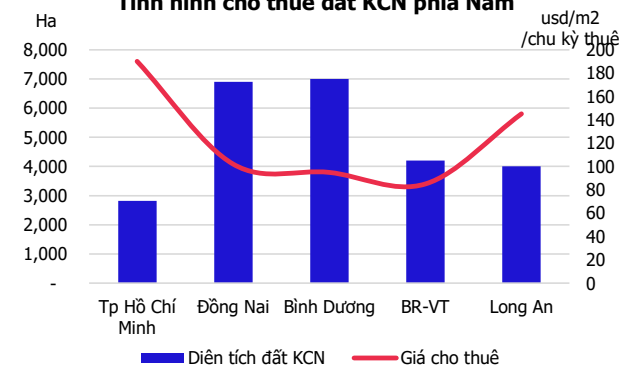
Kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam (tỷ usd)



Tình hình cho thuê đất KCN phía Bắc



Tình hình cho thuê đất KCN phía Nam



Nguồn: GSO, Savill Vietnam, TTNC MBS tổng hợp

CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX - SZC)

Đầu tư và kinh doanh tại dự án Khu dân cư Hữu Phước

Quy hoạch dự án Khu dân cư Hữu Phước

- Tổng diện tích: 40.5 ha
- Tổng vốn đầu tư: 652 tỉ đồng
- Thời gian thực hiện: từ 2020-2023
- Dự án được chia làm 2 giai đoạn:
 - ✓ Giai đoạn 1: 25.2 ha, vốn đầu tư 380 tỉ đồng, thời gian thực hiện: 2020 – 2021
 - ✓ Giai đoạn 2: 15.3 ha, vốn đầu tư khoảng 271 tỉ đồng, thời gian thực hiện: 2021 – 2023
- Nhà liên kề: 657 căn, cao 4 tầng
- Căn hộ chung cư cao 5 tầng: 1.212 căn
- Quy mô dân số dự kiến khoảng 7.552 người

Tiến độ đầu tư xây dựng

Đến hết 2020, giai đoạn 1 đã được công ty đầu tư hoàn chỉnh toàn bộ hệ thống hạ tầng kỹ thuật, thực hiện thiết kế các block shophouse và chuẩn bị thực hiện đầu tư hạ tầng kỹ thuật giai đoạn 2.

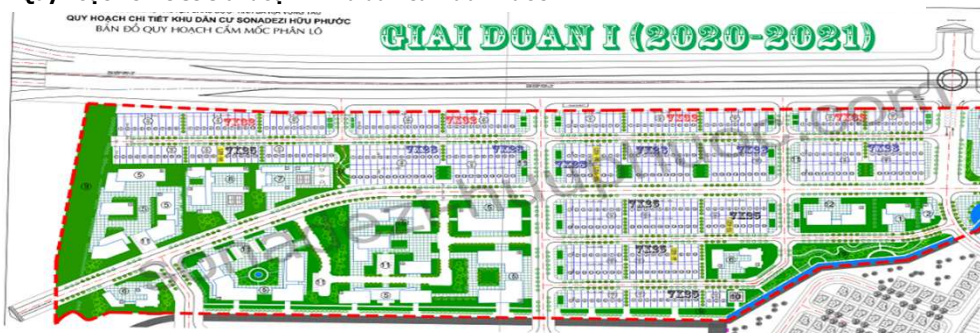
Công tác kinh doanh bán hàng

Từ tháng 7.2021, công ty đã thực hiện công tác kinh doanh sản phẩm Giai đoạn 1 trong khi chờ các quyết định chấp thuận bán hàng của UBND tỉnh BRVT. Thông qua các hợp đồng hợp tác đầu tư góp vốn, công ty đã cơ bản hoàn thành khoảng 170 căn với diện tích từ 175m²-196m²/căn, tổng diện tích kinh doanh ước khoảng 3 ha.

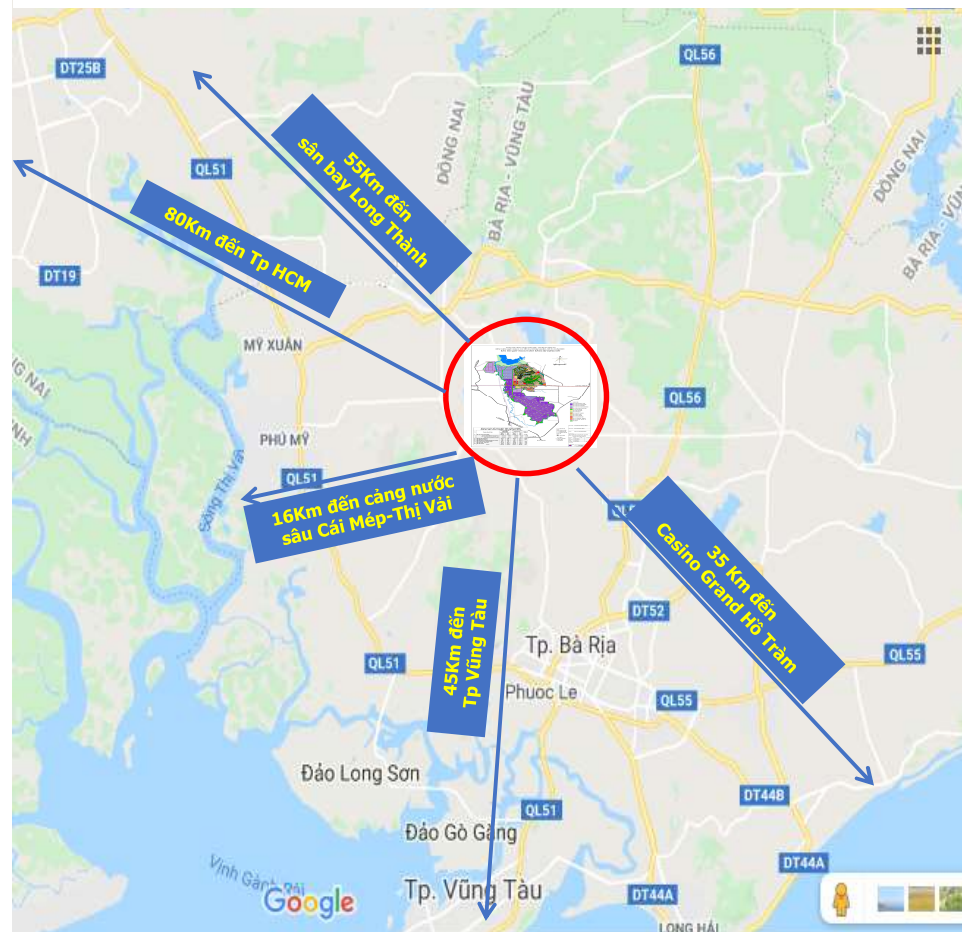
Một trong những khách hàng lớn tham gia là CTCP Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2 (D2D), bằng việc hợp tác đầu tư kinh doanh với 40 căn nhà liên kề thương mại.

Chúng tôi cho rằng Hợp đồng hợp tác đầu tư sẽ sớm được thực hiện chuyển sang Hợp đồng mua bán trong năm 2022 khi công ty đạt được quyết định cho phép bán hàng tại dự án của cơ quan quản lý và khi đó công ty có thể hạch toán doanh thu bán nhà trong năm 2022 trở đi.

Quy hoạch chi tiết Giai đoạn I Khu dân cư Hữu Phước



Vị trí thuận lợi của Khu công nghiệp và đô thị Sonadezi Châu Đức



Dự báo và Định giá cổ phiếu

- Trong năm 2020, mặc dù ảnh hưởng của dịch Covid19, công ty vẫn thực hiện ký kết được thêm 20 hợp đồng với diện tích đặt chỗ và cho thuê là 82.1ha, tương đương mức của năm 2019. Chúng tôi dự báo, trong năm 2021, diện tích cho thuê có thể đạt 40-50ha.
- Đối với hoạt động khu đô thị, công ty đã triển khai bán hàng bằng hình thức Hợp đồng hợp tác đầu tư tại khu đô thị Hữu Phước từ tháng 7.2021, đợt bán hàng đã thành công. Chúng tôi cho rằng các thủ tục pháp lý để chuyển thành hợp đồng mua bán sẽ sớm đạt chấp thuận và Công ty có thể hạch toán doanh thu bán hàng từ năm 2022.
- Chúng tôi dự báo, doanh thu năm 2021 có thể đạt mức 660 tỷ đồng, tăng 52% so với năm 2020, trong đó chủ yếu là doanh thu cho thuê khu công nghiệp với 650 tỷ đồng. Lợi nhuận trước và sau thuế lần lượt đạt 347 và 278 tỷ đồng, tăng 56% so với năm 2020.
- Từ năm 2022, hoạt động bán hàng và ghi nhận doanh thu từ KDC Hữu Phước sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ hơn. Chúng tôi dự báo trong giai đoạn 2021-2025, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của công ty sẽ đạt mức tăng trưởng kép CAGR mạnh mẽ với lần lượt 43% và 38%.

Kết hợp phương pháp định giá so sánh PE theo ngành và chiết khấu dòng tiền NPV theo từng dự án và lĩnh vực kinh doanh của công ty. Chúng tôi cho rằng đây là phương pháp định giá phù hợp với hoạt động kinh doanh của công ty khi PE phản ánh hiệu quả kinh doanh trong ngắn hạn, trong khi NPV phản ánh tiềm năng dài hạn của các dự án. Tổng hợp lại, giá trị cổ phiếu SZC đạt mức 59,800 đồng/cổ phần.

Với EPS 2021 dự phóng ở mức 2.780 đồng/cổ phiếu, PE fw 2021 đạt mức 21.5 lần, tuy nhiên với dự báo mức tăng trưởng lợi nhuận 2022 78%, PE fw 2022 giảm nhanh xuống 12 lần, đây là mức hấp dẫn.

Phương pháp	Giá trị
- PE	55,320
- NAV	64,357
Giá trung bình	59,838

Dự phóng kế hoạch kinh doanh và Định giá theo NAV

Dự án đầu tư	Quy mô		NPV (tỷ đồng)	Thời gian thực hiện đầu tư và kinh doanh				
	Diện tích (ha)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)		2008-2019	2020-2024	2025-2030	2031-2035	2036-2044
Khu công nghiệp	1,556	8,602	4,650					
Dự án KDC Hữu Phước	41	652	247					
Dự án Khu đô thị phía Bắc	496	9,750	3,024					
Dự án Sân golf	152	1,000	350					
Dự án BOT		339	125					
Tổng giá trị tài sản			8,396					
Vay nợ ngắn và dài hạn			2,175					
Tiền tương đương tiền			95					
Đầu tư tài chính ngắn hạn			120					
Giá trị Vốn chủ sở hữu			6,436					
Số lượng cổ phần			100,000,000					
Giá trị mỗi cổ phần (đồng)			64,357					

Hệ số PE- PB các doanh nghiệp ngành bất động sản KCN

Mã cổ phiếu	PE	PB
KBC	25.20	1.95
ITA	38.90	0.65
BCM	20.00	3.00
IDC	52.40	4.15
VGC	16.60	2.40
NTC	13.20	4.77
SNZ	16.10	1.93
SIP	11.00	3.89
SZL	9.34	1.78
LHG	7.70	1.36
IDV	8.60	2.53
Trung bình	19.91	2.58

Nguồn: TTNC MBS tổng hợp và dự báo

CTCP SONADEZI CHÂU ĐỨC (HSX - SZC)



Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	433	660	1,331	1,790	2,665
Giá vốn hàng bán	-199	-238	-580	-804	-1,248
Lợi nhuận gộp	234	422	751	986	1,416
Doanh thu tài chính	22	15	15	30	60
Chi phí tài chính	-8	-30	-43	-45	-42
Chi phí bán hàng	-4	-20	-40	-54	-80
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-31	-40	-67	-89	-133
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	213	347	616	828	1,221
Lợi nhuận trước thuế	220	347	616	828	1,221
Lợi nhuận sau thuế	186	278	493	662	977

Tài sản- Nguồn vốn	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	237	374	1,788	2,879	4,029
Tiền tương đương tiền	90	80	1,225	1,678	2,063
Đầu tư tài chính ngắn hạn	80	100	100	600	1,100
Khoản phải thu	46	163	328	417	584
Hàng tồn kho	3	4	79	110	171
Tài sản ngắn hạn khác	18	27	55	74	111
Tài sản dài hạn	4,181	5,507	5,006	4,555	4,150
Tài sản cố định	352	360	367	374	381
Tài sản dở dang dài hạn	3,767	5,085	4,577	4,119	3,707
Tài sản dài hạn khác	62	62	62	62	62
Tổng tài sản	4,418	5,881	6,794	7,434	8,179
Nợ phải trả					
Nợ phải trả ngắn hạn	1,043	1,319	1,589	1,567	1,835
Phải trả người bán ngắn hạn	818	913	1,112	1,101	1,368
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	187	387	437	412	387
Phải trả ngắn hạn khác	38	20	40	54	80
Nợ phải trả dài hạn	2,111	3,120	3,420	3,620	3,320
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1,468	2,268	2,468	2,668	2,368
Phải trả dài hạn khác	241	250	500	500	500
Vốn chủ sở hữu	1,264	1,442	1,785	2,247	3,024
Vốn góp của chủ sở hữu	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Quỹ đầu tư phát triển	49	49	49	49	49
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	215	393	736	1,198	1,975
Tổng nguồn vốn	4,418	5,881	6,794	7,434	8,179

Lưu chuyển dòng tiền	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	611	239	457	540	1,018
Dòng tiền thuần hđ đầu tư	-1,416	-1,358	489	-62	-108
Dòng tiền thuần hđ tài chính	602	1,109	200	-25	-525

Hệ số tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Hệ số hiệu quả					
Biên lợi nhuận gộp	54.0%	63.9%	56.4%	55.1%	53.2%
EBITDA Margin	87.1%	59.1%	50.5%	49.5%	47.9%
Biên lợi nhuận ròng	43.0%	42.1%	37.0%	37.0%	36.7%
ROE	14.7%	19.3%	27.6%	29.5%	32.3%
ROA	4.2%	4.7%	7.3%	8.9%	11.9%

Hệ số tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	31.6%	52.4%	101.8%	34.5%	48.9%
Tăng trưởng LNTT	41.0%	57.8%	77.5%	34.4%	47.5%
Tăng trưởng LNST	38.8%	49.4%	77.5%	34.4%	47.5%
Tăng trưởng EPS	38.8%	49.4%	77.5%	34.4%	47.5%

Hệ số thanh khoản					
Hệ số thanh toán hiện hành	0.23	0.28	1.13	1.84	2.20
Hệ số thanh toán nhanh	0.22	0.28	1.08	1.77	2.10
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.71	0.75	0.74	0.70	0.63
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	2.50	3.08	2.81	2.31	1.70
Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	28.50	12.52	15.25	19.58	30.11

Hệ số định giá					
Lợi suất cổ tức	2%	2%	3%	4%	4%
EPS (VND)	1,860	2,778	4,930	6,624	9,770
BVPS (VND)	12,640	14,418	17,849	22,473	30,243

Ngành ngân hàng

Đinh Công Luyện

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Đỗ Lan Phương

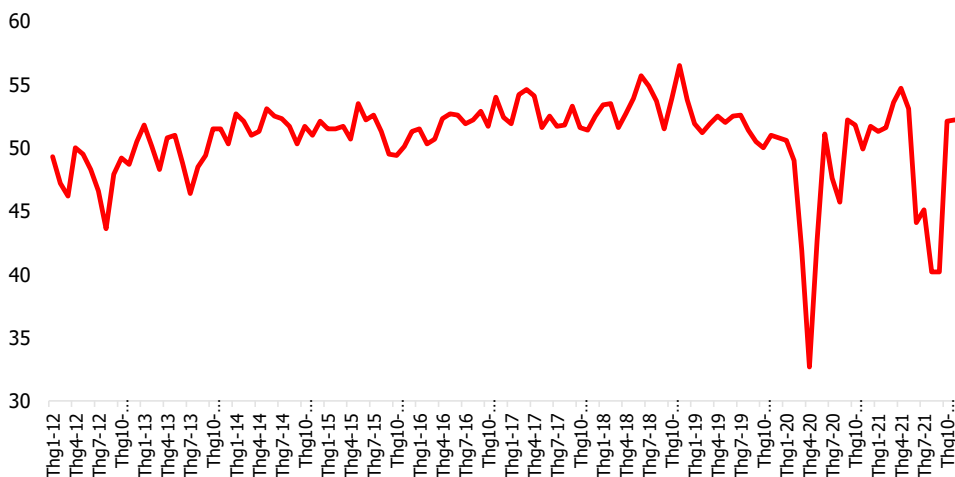
Phuong.dolan@mbs.com.vn

NGÀNH NGÂN HÀNG

Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng gia tăng đáng kể trong Q4/2021

- Tăng trưởng tín dụng năm 2021 đạt 12.97%, với GDP tăng trưởng 2.58%. Nền kinh tế mở cửa từ đầu Q4/2021 với những dấu hiệu phục hồi rõ rệt của các hoạt động bán lẻ, vận chuyển hàng hóa nội địa cũng như hoạt động sản xuất, dự báo nhu cầu tín dụng sẽ được gia tăng mạnh trong năm 2022. Trong năm 2022, với dự báo tăng trưởng GDP sẽ phục hồi về mức 6.5-7%, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của năm 2022 sẽ đạt trên 14%.
- Tỷ lệ tiêm vắc xin của Việt Nam khá cao, do đó rủi ro giãn cách xã hội trở lại là rất thấp và do đó tiềm năng phục hồi của nền kinh tế và ngành ngân hàng là rất cao.
- Mặc dù diễn biến dịch phức tạp, nhưng hầu hết các NHTM đều sử dụng phần lớn room tín dụng được cấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiến hành nới room tín dụng cho các NHTM trong quý cuối năm nhằm đảm bảo cho nhu cầu tín dụng tăng mạnh trong thời gian còn lại của năm 2021.

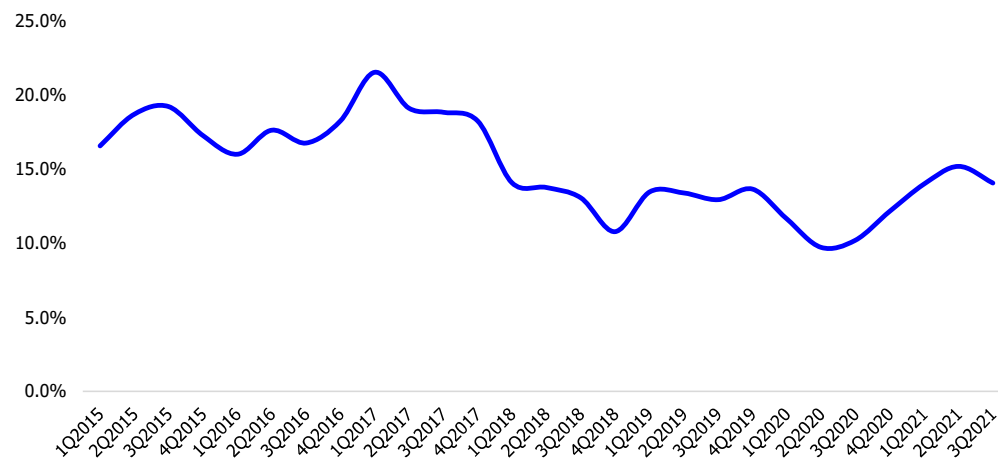
Chỉ số PMI Việt Nam



Nguồn: IHS Markit, MBS Tổng hợp

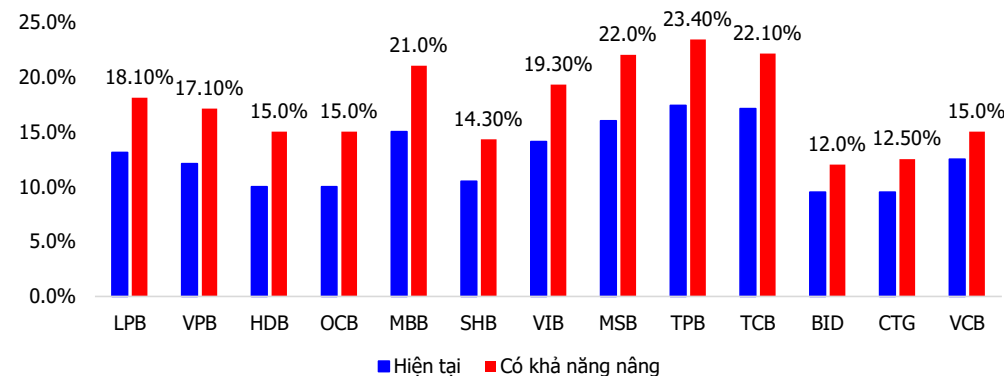


Tăng trưởng tín dụng (YoY)



Nguồn: NHNN, MBS Tổng hợp

Thay đổi hạn mức tín dụng của các ngân hàng niêm yết



Nguồn: MBS Tổng hợp

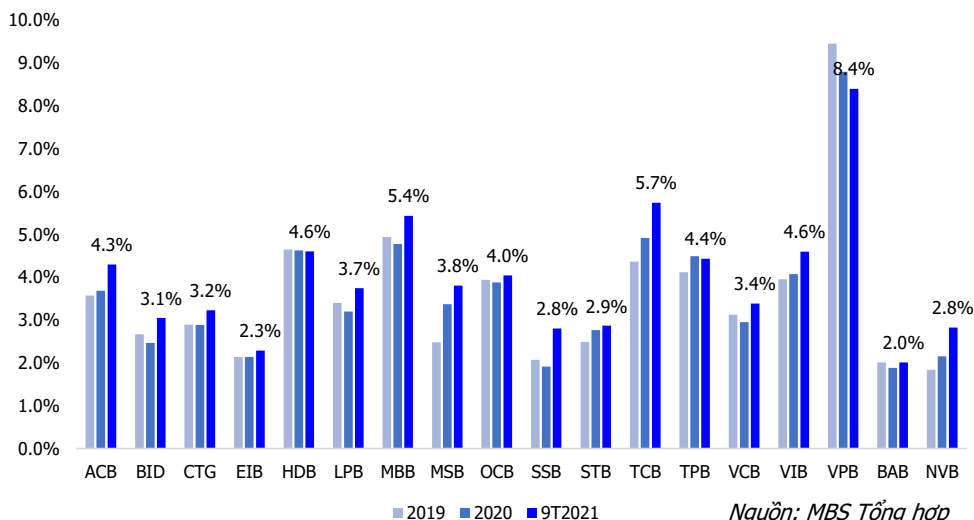
NGÀNH NGÂN HÀNG



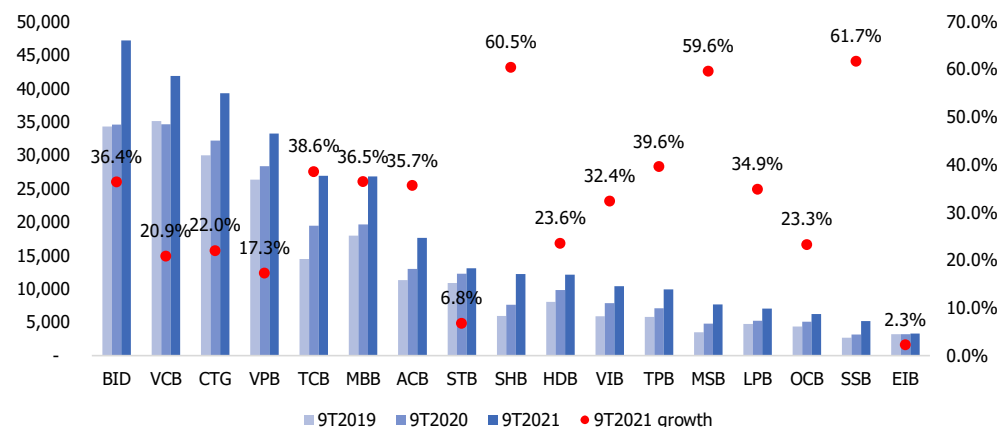
Kết quả kinh doanh khả quan ngay cả trong thời gian đại dịch Covid-19, dù không còn gia tăng mạnh như trong nửa đầu năm 2021

- TOI của 27 ngân hàng niêm yết +29.% YoY. Trong đó, Thu nhập từ lãi (NII) của 27 ngân hàng niêm yết trong 9T2021 tăng 29.8% so với cùng kỳ. Thu nhập ngoài lãi (NOI) tăng 26.4% so với cùng kỳ với đóng góp đáng kể của doanh thu phí và các khoản đầu tư tài chính nhờ lãi suất thấp.
- NIM của các ngân hàng có sự gia tăng đáng kể trong nửa đầu năm 2021 nhờ tăng trưởng tín dụng tăng cao và chi phí vốn giảm mạnh nhờ môi trường lãi suất thấp. Bên cạnh đó, các ngân hàng đã chủ động giảm lãi suất nhằm hỗ trợ cho KH bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 cũng làm ảnh hưởng đến NIM của các ngân hàng bù trừ với sự suy giảm của chi phí vốn.
- Nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng chủ động của NHNN đã giúp cho các NHTM có được mức chi phí vốn khá thấp trong cả năm 2020 và dự kiến kéo dài đến hết năm 2021. Trong đó các ngân hàng có tỷ lệ CASA cao như TCB, MBB hay VCB có sự cải thiện chi phí vốn khá đáng kể dù sở hữu một nền chi phí vốn vốn dĩ đã thấp so với các ngân hàng cùng ngành.

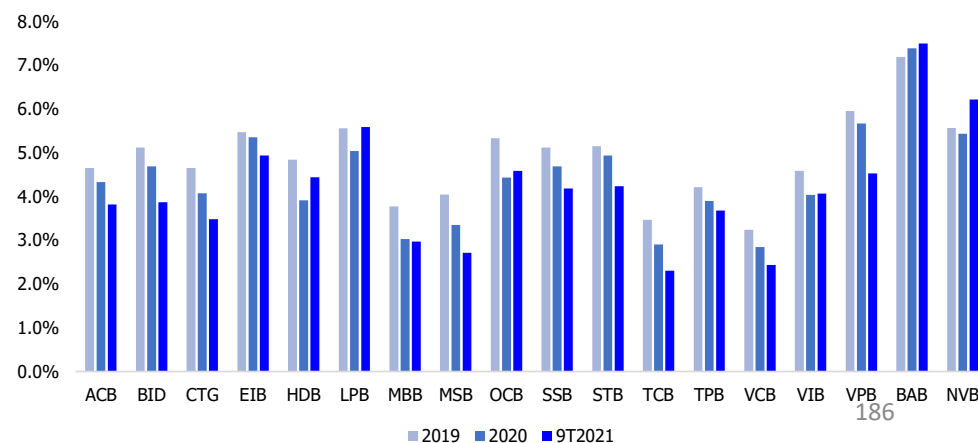
NIM



Tổng thu nhập hoạt động



Chi phí vốn

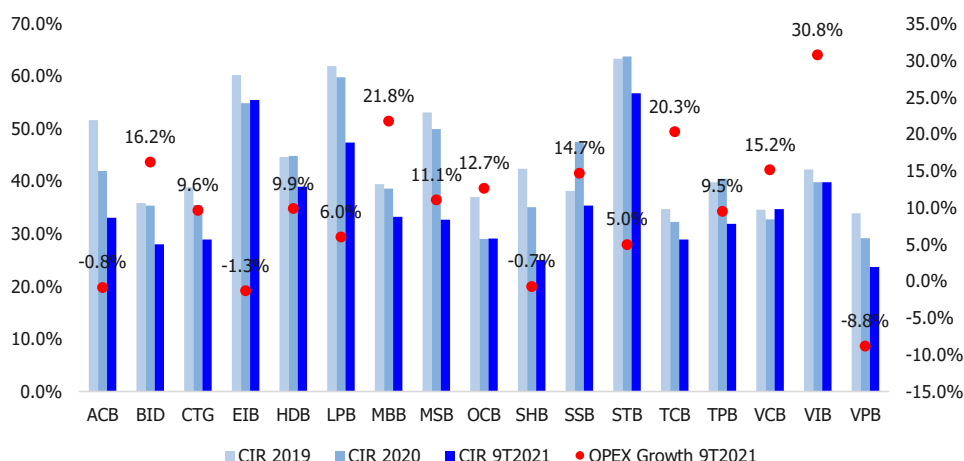


NGÀNH NGÂN HÀNG

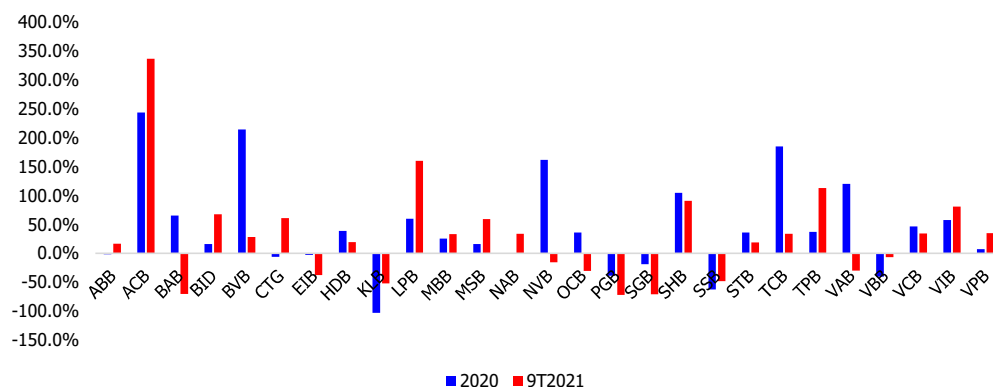


Kết quả kinh doanh khả quan ngay cả trong thời gian đại dịch Covid-19, dù không còn gia tăng mạnh như trong nửa đầu năm 2021

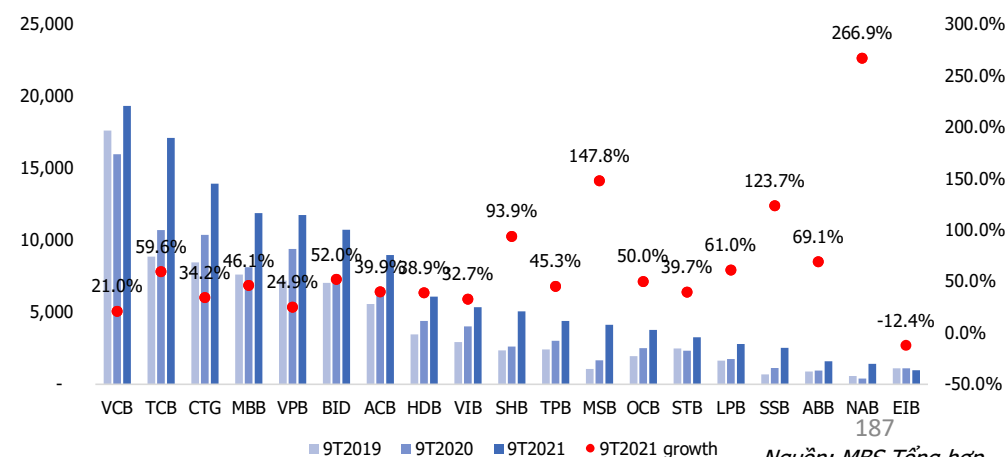
- LNTT của 27 NH niêm yết trong Q3/2021 vẫn đạt mức tăng trưởng +19.3% mặc dù . Lũy kế 9T2021, LNTT toàn ngành tăng trưởng 15.7% (trong đó LNTT của 19 ngân hàng niêm yết trên 2 sàn HSX và HNX trong 9T2021 tăng +28.9% so với cùng kỳ).
- Với việc giãn cách kéo dài gần như toàn bộ thời gian trong Q3/2021, chi phí hoạt động của các ngân hàng có sự gia tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2020. Do đó, chi phí hoạt động của các ngân hàng niêm yết tăng 10.5% so với cùng kỳ, thấp hơn mức gia tăng của TOI điều này giúp tỷ lệ CIR được cải thiện từ mức 38.7% của năm 2020 xuống còn 33.1% trong 9T2021.
- Một số ngân hàng cải thiện đáng kể CIR như VPB và đạt mức CIR chỉ 23.7% trong 9T2021, thấp nhất toàn ngành. Hiện nay các ngân hàng đang chủ động đầu tư mạnh mẽ vào chuyển đổi số và công nghệ nhằm cải thiện hơn nữa hiệu quả hoạt động, điển hình như VCB, TCB, MBB, TPB hay VIB. Điều này còn giúp các ngân hàng có lợi thế trong việc giành thị phần các mảng cho vay bán lẻ và SMEs, nơi mà việc chuyển đổi số được áp dụng hiệu quả hơn hẳn và mang lại lợi suất cao, giúp gia tăng lợi nhuận cho các ngân hàng.
- Chi phí trích lập dự phòng tăng +27.6% YoY trong Q3/2021 và +34.5% YoY trong 9T2021. Với KQKD khả quan cho cả năm 2020 và nửa đầu năm 2021 giúp các ngân hàng có khả năng trích lập dự phòng nhiều cho các khoản nợ xấu phát sinh trong thời gian giãn cách nhưng vẫn duy trì bức tranh KQKD khả quan trong năm 2021.



Tăng trưởng CPDPRTD



Lợi nhuận trước thuế



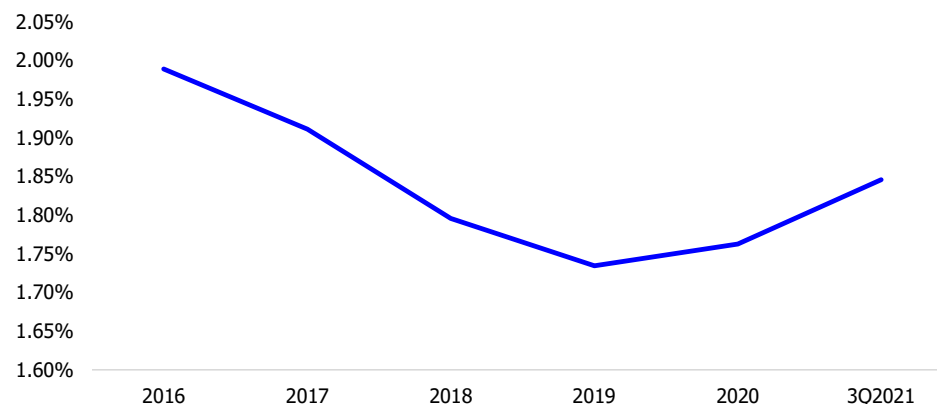
Nguồn: MBS Tổng hợp

NGÀNH NGÂN HÀNG

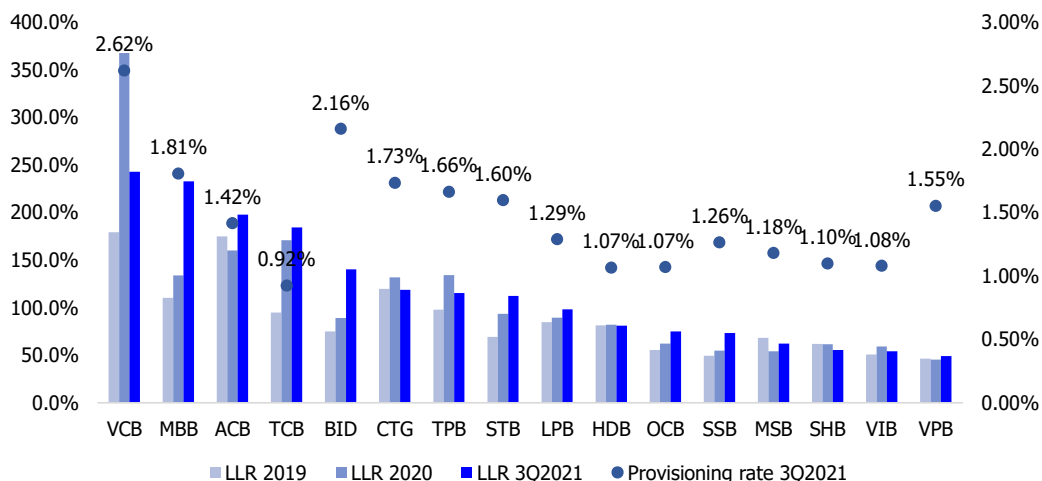
Chất lượng tài sản vẫn ở mức cao và được kỳ vọng sẽ nâng cao hơn trong năm 2022

- Tỷ lệ nợ xấu tang mạnh trong Q3/2021, đặc biệt đối với các ngân hàng có tỷ lệ bán lẻ cao trong danh mục cho vay, so với trong Q2/2021 cũng như năm 2020.
- Tỷ lệ bao nợ xấu có sự suy giảm nhẹ so với Q2 nhưng vẫn ở mức rất an toàn đối với toàn hệ thống. Xét cụ thể từng ngân hàng thì có sự phân hóa trong chính sách trích lập dự phòng, các ngân hàng có chất lượng tài sản vượt trội hơn đáng kể so với toàn ngành như VCB, TCB, ACB, MBB.
- Tổng huy động của các TCTD tăng 4.28% so với cuối năm 2020, thấp hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng. Do đó, tỷ lệ LDR của toàn ngành có sự tăng nhẹ. Điều này một phần được lý giải bởi môi trường lãi suất thấp, do vậy các khoản tiền gửi ngân hàng không phải là kênh hút dòng tiền hấp dẫn trong thời gian vừa qua.
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng áp lực gia tăng tỷ lệ nợ xấu sẽ được giảm đáng kể nhờ các hoạt động kinh tế được phục hồi giúp, giúp dòng tiền của người đi vay được cải thiện; cùng với đó việc Thông tư 14 giúp kéo dài thời hạn tái cơ cấu và thời hạn trả lãi sẽ giúp các khoản nợ tái cơ cấu được phục hồi thành các khoản nợ đủ tiêu chuẩn và các khoản dự thụ sẽ được thu hồi giúp cải thiện bảng CĐKT của các ngân hàng.

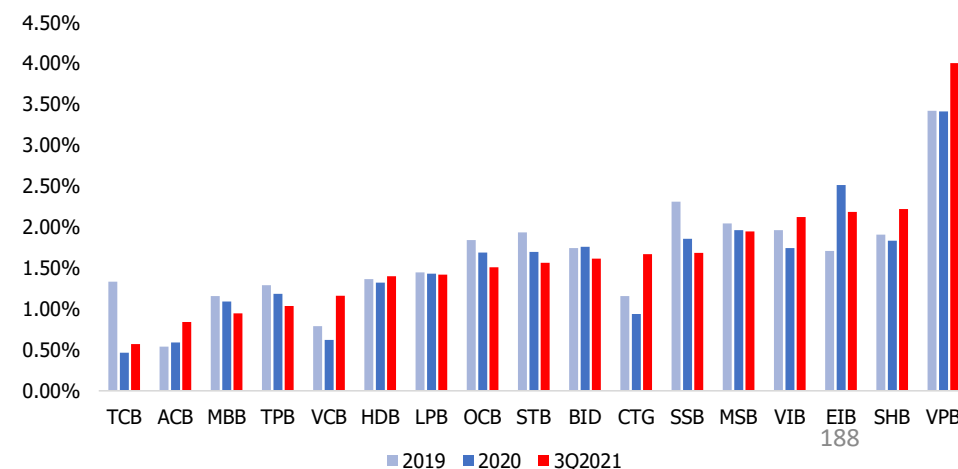
Tỷ lệ nợ xấu bình quân các ngân hàng niêm yết



Tỷ lệ LLR



Tỷ lệ nợ xấu từng ngân hàng



NGÀNH NGÂN HÀNG



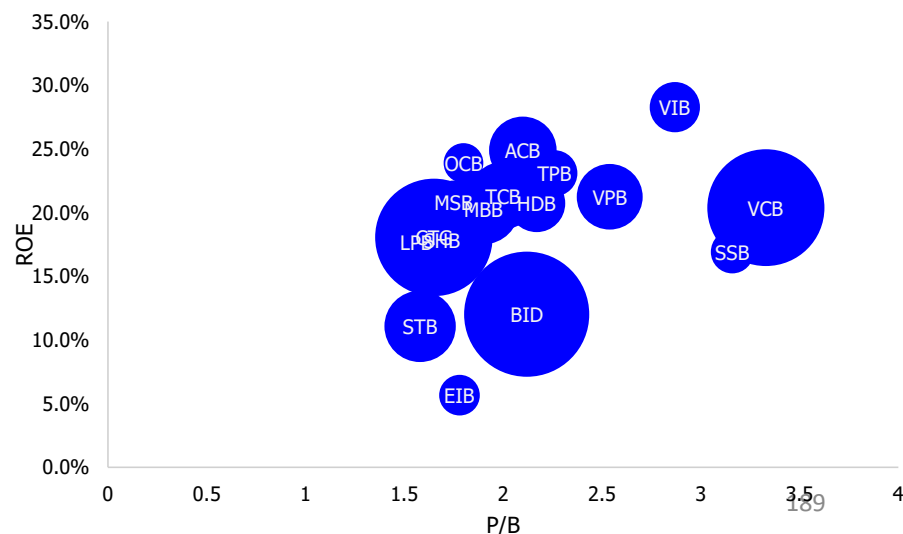
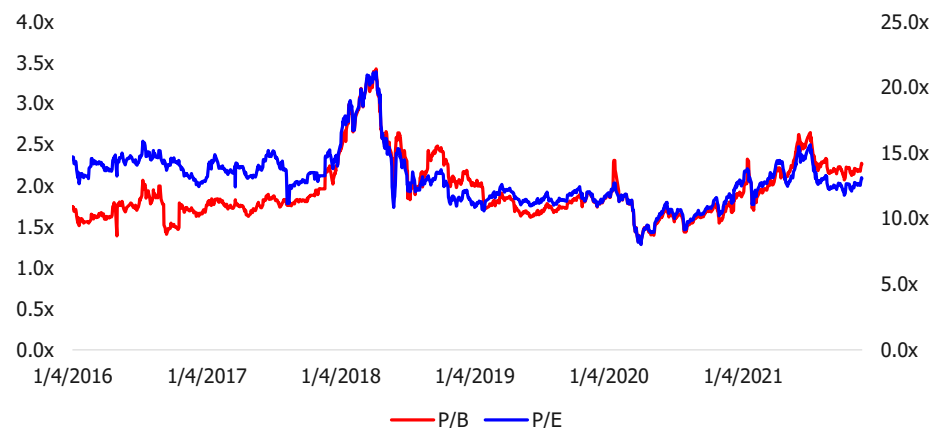
Định giá ngành ngân hàng đang ở mức hấp dẫn trong mối tương quan với tỷ lệ ROE toàn ngành

- Với sự bùng phát của dịch Covid trong Q2/2021 khiến giá ngân hàng có sự sụt giảm mạnh vào đầu Q3/2021 sau đợt tăng nóng giai đoạn đầu năm nhờ phản ánh KQKD khả quan. Giá cổ phiếu ngành ngân hàng đã có sự điều chỉnh khoảng 20% từ mức đỉnh trong Q2/2021. Hiện tại P/B trung bình của ngành đạt hơn 1.9x, tương đối hấp dẫn so với mức ROE xấp xỉ 18% của trung bình ngành.
- VCB luôn được định giá cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết dựa trên chất lượng tài sản cao, khả năng tạo ra lợi nhuận vượt trội dù có quy mô khổng lồ. Trong nhóm các ngân hàng TMCP được xếp hạng tín nhiệm B1 trở lên, VIB là ngân hàng được định giá cao nhất nhờ vào ROE vượt trội trong nhiều năm (luôn cao hơn 25% trong 5 năm gần đây)
- Dựa trên việc đánh giá khả năng sinh lợi, chất lượng tài sản, triển vọng tương lai trong mối tương quan với mức định giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị 3 mã cổ phiếu nổi bật trong ngành là: TCB, MBB và VPB.

Triển vọng ngành ngân hàng trong năm 2022

- Các yếu tố vĩ mô thuận lợi như nền kinh tế đang phát triển nhanh, thị trường tiêu thụ lớn, nguồn vốn FDI dồi dào, tình hình chính trị ổn định, tham gia vào nhiều hiệp định thương mại tự do,... giúp nền kinh tế và ngành ngân hàng tiếp tục tăng trưởng cao sau sự gián đoạn bởi dịch Covid-19.
- Chất lượng tài sản tiếp tục được nâng cao nhờ các chính sách hỗ trợ của NHNN cũng như chiến lược chủ động đảm bảo chất lượng tài sản của các NHTM. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ cải thiện trong năm 2022 cũng như tỷ lệ bao nợ xấu sẽ tiếp tục được duy trì.
- NIM tiếp tục được kỳ vọng sẽ gia tăng trong năm 2022 khi mà NHNN tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm duy trì lãi suất thấp, đồng thời việc hỗ trợ giảm lãi suất cho vay sẽ dần được giảm lại, cùng với hạn mức tín dụng được nâng lên nhằm thúc đẩy kinh tế phát triển. Điều này sẽ giúp bức tranh lợi nhuận của các ngân hàng trong năm 2022 sẽ càng khả quan hơn.
- Hoạt động tăng vốn cũng là một trong những điểm nhấn chú ý của ngành trong năm 2022 khi hàng loạt các ngân hàng công bố kế hoạch bán vốn cho các cổ đông chiến lược như VPB, OCB, VIB,... Ngoài ra, việc hầu hết các ngân hàng đã áp dụng và đáp ứng chuẩn Basel II cũng cho thấy sự vững mạnh hơn của hệ thống cho sự phát triển bền vững trong dài hạn.
- Rủi ro đầu tư:** Lạm phát khiến cho việc thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN gặp nhiều khó khăn, gây áp lực gia tăng lãi suất từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến mức NIM của nền kinh tế.

P/E và P/B của ngành ngân hàng qua các năm



NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)

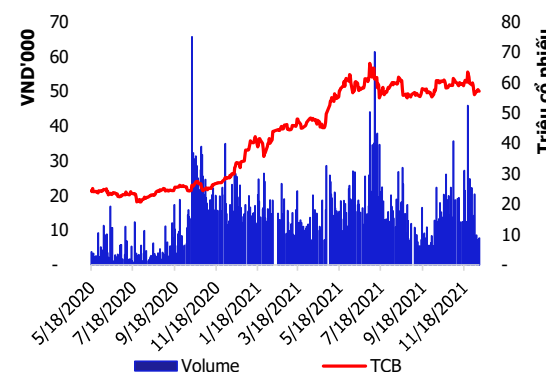


MUA - Giá mục tiêu: 74,400 VND/cp (+52%)

Cập nhật KQKD Q3/2021

- Trong Q3/2021, TCB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động 9,206 tỷ đồng (+17.1% YoY), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 6,742 tỷ đồng (+31.0% YoY); thu nhập ngoài lãi đạt 2,036 tỷ đồng (-13.3% YOY). Thu nhập ngoài lãi có sự suy giảm do các nguồn thu từ phí và bảo hiểm bị giảm đáng kể do giãn cách xã hội. Lũy kế 9T/2021, TCB ghi nhận tổng TN hoạt động 26,917 tỷ đồng (+38.6% YoY), thu nhập từ lãi và ngoài lãi đạt lần lượt 19,454 tỷ đồng (+46.3% YoY) và 7,463 tỷ đồng (+21.8% YoY).
- LNTT đạt 17,098 tỷ đồng (+59.6% YoY) trong 9T2021. Chi phí hoạt động trong Q3/2021 tăng nhẹ +5.6% YoY, điều này giúp tỷ lệ CIR trong quý duy trì ở mức 23.2%, giảm nhẹ so với 6T2021. Lũy kế, tổng chi phí hoạt động của TCB đạt 7,781 tỷ đồng (+20.3% YoY). CIR 9T2021 đạt 27.7% (giảm 4.2% so với mức 31.9% của năm 2020), là một trong những ngân hàng có tỷ lệ CIR thấp nhất toàn ngành. Nhờ đó, ROE và ROA lần lượt đạt 22.9% và 3.8% (so với mức chỉ 18.5% và 3.1% trong năm 2020), thuộc nhóm trong ngành.
- Thu nhập lãi gia tăng mạnh nhờ NIM được cải thiện đáng kể dù lãi vay bị suy giảm nhẹ do chính sách giảm lãi hỗ trợ cho KH bị Covid-19. NIM trong 9T2021 đạt 5.7%, cao hơn mức 5% của năm 2020. Chi phí vốn tiếp tục được cải thiện về mức 2.31% so với mức 3.1% trong năm 2020.
- Tăng trưởng tín dụng 9T2021 đạt +14.1% so với cuối năm 2020, là một trong những ngân hàng có tăng trưởng tín dụng cao nhất ngành. Hạn mức tín dụng hiện tại của TCB là 17.1%, do đó chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục có sự điều chỉnh tăng hạn mức cho ngân hàng này. Mức tăng trưởng tín dụng kỳ vọng trong năm 2021 của TCB vào khoảng 22%.
- Tổng tài sản gia tăng mạnh lên mức 541,635 tỷ đồng (+34.9% YoY), tăng +23.2% so với thời điểm cuối năm 2020. Trong đó, các khoản tiền gửi và vay TCTD khác gia tăng mạnh từ mức 28,995 tỷ đồng lên hơn 77,628 tỷ đồng (+167.7%). Tiền gửi khách hàng +13.6%. Huy động từ các TCTD khác +90.3% so với cuối năm 2020. CASA đạt 49.6% tăng nhẹ so với mức 46.1% trong nửa đầu năm 2021, vẫn đang ở mức rất cao so với trung bình ngành.

Diễn biến giá 12 tháng



Ngày báo cáo 24/12/2021

Giá hiện tại 48,900 VND

Giá mục tiêu 74,400 VND

% Tăng 52.1%

Vốn hóa thị trường 175,106 tỷ đồng
~7.45 tỷ USD

Diễn biến giá 52 tuần gần đây 28,000-58,000 VND

Giá trị giao dịch hàng ngày TB 812 tỷ VND
34.6 tr USD

	1T	3T	12T		
TCB (%)	-2.9%	2.1%	94.9%	Giới hạn sở hữu NN	22.47%
VNIndex (%)	-0.1%	8.8%	42.0%	Tỷ lệ sở hữu NN	22.47%
Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	21,068	27,043	34,082	40,056
LN trước thuế và DPRRTD	VND bn	13,756	18,411	24,880	29,441
Tăng trưởng (%)	%	10.0%	33.8%	35.1%	18.3%
Chi phí DPRRTD	VND bn	917	2,611	4,313	5,487
Tăng trưởng (%)	%	-50.3%	184.6%	65.2%	27.2%
LNTT	VND bn	12,838	15,800	20,567	23,953
Tăng trưởng (%)	%	20.4%	23.1%	30.2%	16.5%
LNST	VND bn	10,226	12,582	16,453	19,163
Tăng trưởng (%)	%	20.7%	23.0%	30.8%	16.5%
EPS cơ bản (VND)	VND	2,871	3,515	4,590	5,346
Giá trị sổ sách (VND)	VND	17,734	21,151	25,818	31,276
ROAA (%)	%	2.9%	3.1%	3.2%	3.0%
ROAE (%)	%	18.0%	18.4%	19.8%	18.9%
P/E	times	15.2x	12.3x	9.4x	8.1x
P/B	times	2.5x	2.0x	1.7x	1.4x

Nguồn: TCB FS, MBS Research

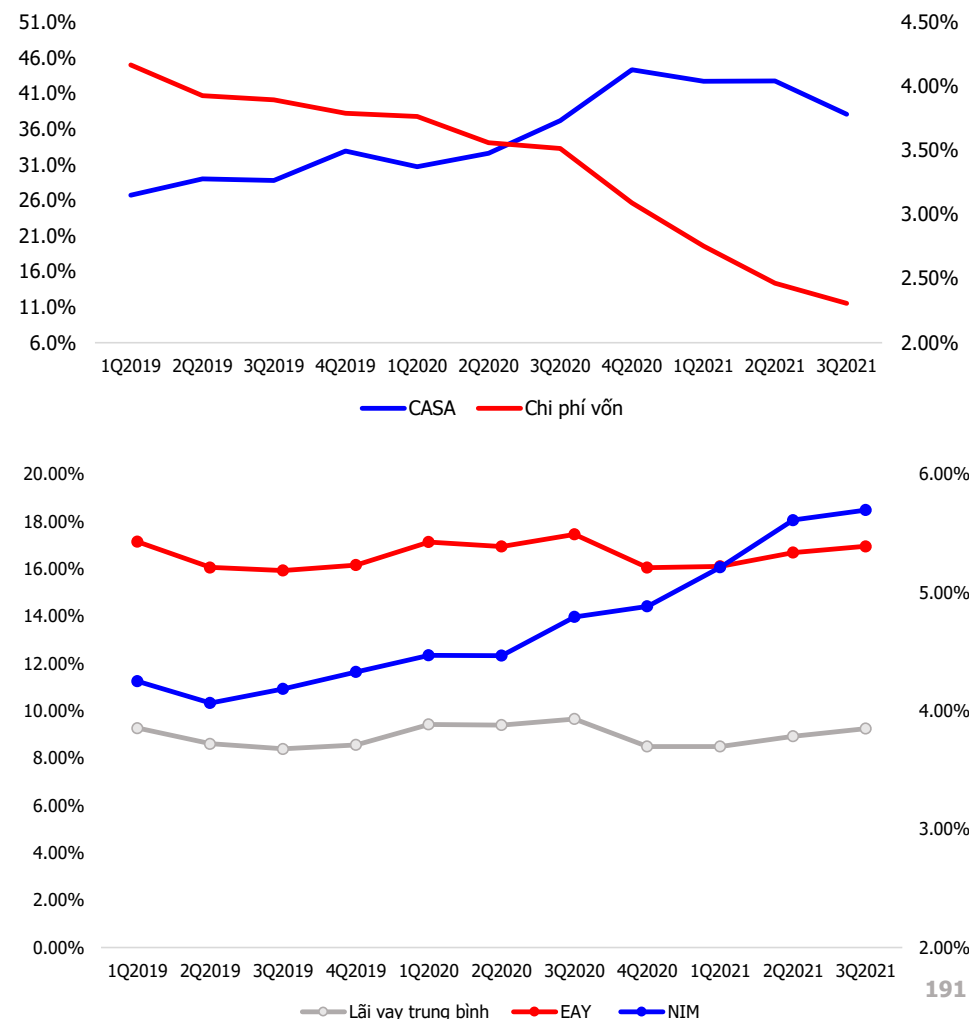
NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)



MUA - Giá mục tiêu: 74,400 VND/cp (+52%)

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng tín dụng cao tập trung vào phân khúc bán lẻ.** Với tốc độ tăng trưởng của mảng cho vay bán lẻ tại cuối Q3 đạt hơn 35% so với cùng kỳ năm 2020, đây được xem là động lực tăng trưởng chính của TCB trong tương lai. Cho vay bán lẻ trong Q3 không có sự gia tăng so với Q2 do giãn cách xã hội, do đó chúng tôi kỳ vọng Q4 sẽ có sự bùng nổ của mảng cho vay này. Trong đó, các mảng chủ lực như cho vay BĐS hay cho vay thẻ sẽ có sự phục hồi mạnh do các hoạt động thanh toán và giao dịch BĐS có dấu hiệu phục hồi từ thời điểm mở cửa trở lại nền kinh tế.
- **Chất lượng tài sản vượt trội.** Tỷ lệ nợ xấu của TCB có sự cải thiện vượt bậc qua từng năm, và hiện tại là một trong những ngân hàng có tỷ lệ NPL thấp nhất hệ thống. Cuối Q3/2021, tỷ lệ NPL của TCB đạt 0.57%, tăng so với mức thấp kỷ lục 0.36% cuối Q2/2021 và mức 0.47% của năm 2020. Tỷ lệ bao nợ xấu của TCB thuộc top 3 toàn ngành, đạt 184.4% vào cuối Q3/2021, giảm so với mức cao kỷ lục 258.9% trong Q2. Tỷ lệ trích lập dự phòng/dư nợ cho vay giảm từ mức 1.1% trong năm 2020 về 0.6% trong 9T2021. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ trích lập dự phòng trong năm 2021 sẽ đạt 0.8%.
- **Hiệu quả chuyển đổi số đi đầu.** Sự cải thiện vượt trội trong tỷ lệ CIR là minh chứng rõ nhất thể hiện hiệu quả chuyển đổi số của TCB. Ngoài ra, việc áp dụng chuyển đổi số vào các hoạt động banca, thanh toán, và xử lý nợ cùng giúp ngân hàng có được thêm nguồn thu nhập ngoài lãi ổn định. Mặc dù giãn cách kéo dài nhưng thu nhập ngoài lãi của TCB vẫn tăng trưởng +20.3% trong 9T2021. Trong những năm tới TCB tiếp tục thực hiện hợp tác với AWS nhằm xây dựng hệ thống dữ liệu đám mây, nâng cao hơn nữa hiệu quả chuyển đổi số.
- **Có lợi thế về chi phí vốn nhờ CASA và các khoản vay hợp vốn nước ngoài.** Lợi thế về chi phí vốn nhờ tỷ trọng CASA cao đã giúp TCB có được khoản vay hợp vốn nước ngoài hơn 800 triệu USD với chi phí thấp. Điều này giúp TCB có được lợi thế về chi phí vốn trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng CASA sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao nhờ các nỗ lực về chuyển đổi số của TCB, đi cùng với khả năng huy động được các nguồn vốn nước ngoài chi phí thấp. Chi phí vốn của TCB tiếp tục được kỳ vọng cải thiện hơn nữa trong những năm tới.
- **Vốn chủ được gia tăng nhờ IPO TCBS.** Hiện tại TCB đang là ngân hàng có hệ số CAR theo Basel II cao nhất toàn ngành, hơn 15.2%. Chúng tôi kỳ vọng việc IPO TCBS sẽ đem về cho TCB một khoảng thắng dư vốn lớn để tiếp tục nâng mức CAR của ngân hàng này. Đây sẽ là một trong những yếu tố then chốt giúp TCB có được hạn mức tăng trưởng cao trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của TCB trong năm 2022 sẽ đạt trên 24%.



NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)

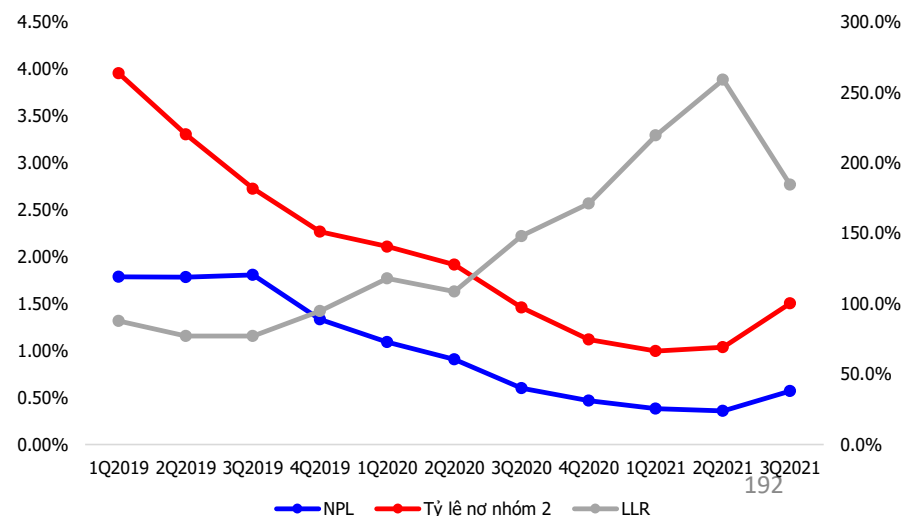
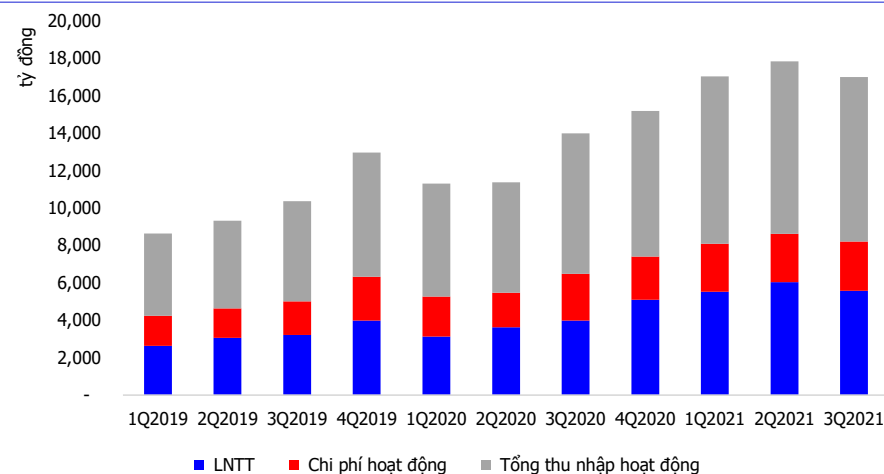
MUA - Giá mục tiêu: 74,400 VND/cp (+52%)

Rủi ro đầu tư

Việc siết chặt các quy định về phát hành trái phiếu cho các DN BĐS sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến các hoạt động phát hành trái phiếu của ngân hàng này tới các đối tác liên quan như Vinhomes hay Masteri. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng với định hướng bán lẻ sẽ là ngành dẫn dắt chính tăng trưởng tín dụng cũng như việc đa dạng hóa các nguồn thu nhập đang diễn ra rất thuận lợi. Rủi ro đầu tư từ chính sách này sẽ dần được loại bỏ trong những năm sau.

Dự phóng và khuyến nghị

- Chúng tôi dự phóng trong năm 2021, tổng TNHĐ của TCB đạt 34,081 tỷ đồng (+26.0% YoY), LNTT đạt 20,566 tỷ đồng (+30.2% YoY). Chi phí trích lập dự phòng đạt 4,313 tỷ đồng (+65.2% YoY). Chi phí hoạt động đạt 9,202 tỷ đồng (+6.6% YoY). Tỷ lệ CIR được duy trì ở mức 27%. ROE và ROA lần lượt đạt 20% và 3.2%.
- Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB với mức giá mục tiêu **74,400đ/cp** theo 2 phương pháp Thu nhập thặng dư và so sánh P/B. Trong đó, chi phí vốn cổ phần được sử dụng ở mức 12.6%, g=5%; trong khi đó P/B được sử dụng là 2.58 (mức premium 15% so với trung bình ngành, dựa trên định giá trong quá khứ cũng như chất lượng tài sản và khả năng sinh lợi vượt trội của TCB).



NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (HSX: TCB)



Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	14,258	18,751	26,324	30,855
Thu nhập thuần từ HĐDV	3,253	4,189	2,868	3,536
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	105	1	(200)	(295)
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	398	321	1,368	1,785
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	1,244	1,497	1,030	1,369
Lãi thuần từ HĐKD khác	1,807	2,279	2,692	2,806
Tổng thu nhập hoạt động	21,068	27,043	34,082	40,056
Chi phí hoạt động	7,313	8,631	9,202	10,615
LNTT và trước DPRRTD	13,756	18,411	24,880	29,441
Chi phí DPRRTD	917	2,611	4,313	5,487
LNTT	12,838	15,800	20,567	23,953
Chi phí thuế TNDN	2,612	3,218	4,113	4,791
LNST	10,226	12,582	16,453	19,163
LN cổ đông thiểu số	(151)	(257)	(337)	(392)
LNST cho Ngân hàng	10,075	12,325	16,117	18,771

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	4,821	3,664	3,198	3,258
Tiền gửi tại NHNN	3,192	10,253	3,763	6,773
Tiền gửi và cho vay các TCTD	47,990	28,995	85,638	85,362
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	10,042	8,348	10,809	14,374
Hoạt động mua nợ	-	-	-	-
Cho vay khách hàng	230,802	277,525	338,719	420,863
Dự phòng cho vay	(2,917)	(2,214)	(3,008)	(3,973)
Chứng khoán đầu tư	66,055	84,447	100,320	128,262
Đầu tư dài hạn khác	12	12	12	12
Tài sản cố định	3,208	4,613	7,795	9,680
BĐS đầu tư	1,161	1,125	1,089	1,053
Tài sản Cố khác	19,334	22,836	33,161	33,060
TỔNG TÀI SẢN	383,699	439,603	581,496	698,723
NỢ PHẢI TRẢ	321,627	364,988	490,031	587,704
Nợ NHNN, Chính phủ	-	-	-	-
Tiền gửi, vay các TCTD khác	61,267	47,485	101,726	118,790
Tiền gửi của khách hàng	231,297	277,459	340,168	408,202
Phải sinh và các công cụ TC khác	434	267	267	267
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	-	-	-	-
Phát hành giấy tờ có giá	17,461	27,900	33,872	42,086
Các khoản nợ khác	11,169	11,878	13,998	18,359
VỐN CHỦ SỞ HỮU	62,073	74,615	91,465	111,020
Vốn điều lệ	35,001	35,049	35,109	35,109
Thặng dư vốn cổ phần	477	477	477	477
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-
Quỹ của TCTD	5,173	6,790	8,912	11,384
LN chưa phân phối	21,131	31,816	46,147	62,837
Lợi ích CĐ không kiểm soát	291	484	821	1,213
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	383,699	439,603	581,496	698,723

Tỷ số tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng tài sản	19.5%	14.6%	32.3%	20.2%
Tăng trưởng cho vay và đầu tư	20.8%	21.1%	21.4%	25.2%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	20.6%	13.7%	34.8%	19.6%
Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	10.0%	33.8%	35.1%	18.3%
Tăng trưởng LNTT	20.4%	23.1%	30.2%	16.5%
An toàn vốn				
CAR	15.5%	16.0%	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	16.2%	16.6%	16.3%	15.8%
Đòn bẩy tài chính	6.19	6.02	6.15	6.32
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.33%	0.47%	0.60%	0.60%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	0.92%	0.65%	0.80%	0.80%
Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	94.76%	170.96%	147.99%	157.34%
Thanh khoản				
Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	83.1%	91.2%	88.4%	91.2%
TS thanh khoản cao/Tổng TS	34.4%	30.9%	35.0%	34.1%
TS thanh khoản/tiền gửi KH	45.2%	41.8%	46.1%	45.2%
Khả năng sinh lợi				
ROA	2.9%	3.1%	3.2%	3.0%
ROE	18.0%	18.4%	19.8%	18.9%
NIM	4.5%	5.0%	5.8%	5.4%
TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	67.7%	69.3%	77.2%	77.0%
Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	34.7%	31.9%	27.0%	26.5%
Định giá				
EPS cơ bản (VND)	2,871	3,515	4,590	5,346
Giá trị sổ sách (VND)	17,734	21,151	25,818	31,276
P/E	15.2x	12.3x	9.4x	8.1x
P/B	2.5x	2.0x	1.7x	1.4x

NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)

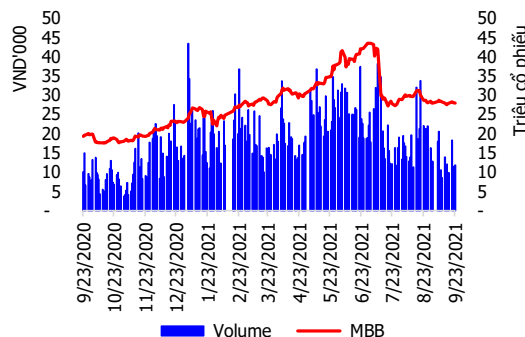


MUA - Giá mục tiêu: 53,200 VND/cp (+89%)

Cập nhật KQKD Q3/2021

- Trong Q3/2021, MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động hợp nhất 8,700 tỷ đồng (+29.2% YoY), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 6,515 tỷ đồng (+26.1% YoY) và thu nhập ngoài lãi đạt 2,185 tỷ đồng (+39.1% YoY). Lũy kế 9T/2021, MBB ghi nhận tổng TN hoạt động 26,818 tỷ đồng (+36.5% YoY), trong đó thu nhập từ lãi (NII) và thu nhập ngoài lãi (NOI) lần lượt +31.9% YoY và +50.8% YoY. Các khoản thu nhập ngoài lãi gia tăng mạnh nhờ hoạt động kinh doanh bảo hiểm được đẩy mạnh dù trong thời gian đại dịch thông qua bán chéo và các kênh Sở của ngân hàng. Ngoài ra, các khoản xử lý nợ xấu cũng tăng gấp đôi so với năm 2020 cũng giúp gia tăng nguồn thu nhập ngoài lãi của MBB.
- Trong 9T2021, LNTT hợp nhất đạt 11,884 tỷ đồng (+46.1% YoY). Chi phí hoạt động trong Q3/2021 tăng nhẹ +6.6% YoY, điều này giúp tỷ lệ CIR trong quý đạt 34.8%, tương đương với Q2/2021. Lũy kế 9T2021, tỷ lệ CIR hợp nhất đạt 33.2%, giảm hơn 5% so với mức 38.6% của năm 2020. Chi phí dự phòng đạt 6,018 tỷ đồng (+43.5% YoY), điều này giúp đảm bảo mục tiêu kép của ngân hàng: cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận. ROE và ROA lần lượt đạt 21.5% và 2.3% (so với mức chỉ 19.1% và 1.9% trong năm 2020).
- Tăng trưởng tín dụng đạt +15% so với cuối năm 2020, đạt 100% hạn mức tín dụng được cấp đến hiện tại trong năm 2021 của MBB. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ có sự điều chỉnh tăng hạn mức tín dụng của MBB trong quý cuối năm 2021 lên mức tối thiểu 20% nhằm đáp ứng nhu cầu tín dụng gia tăng mạnh cũng như đảm bảo được các quy định về tỷ lệ cho vay và an toàn vốn.
- NIM có sự gia tăng đáng kể so với 2 quý đầu năm khi đạt 5.4% trong Q3/2021 nhờ chi phí vốn tiếp tục giảm được hỗ trợ bởi lãi suất huy động thấp. Trong quý, ngân hàng cũng đã có động thái giảm lãi suất nhằm hỗ trợ cho các khách hàng chịu ảnh hưởng của đại dịch khiến lãi suất cho vay trung bình giảm nhẹ so với đầu năm.
- Tỷ lệ nợ xấu có sự tăng nhẹ so với Q2 lên mức 0.95%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng có sự gia tăng đáng kể lên mức 1.1% so với 0.75% của Q2/2021. Tuy vậy, đây vẫn là mức khá thấp so với trung bình ngành. Với chính sách trích lập dự phòng chủ động, tỷ lệ LLR của MBB trong Q3/2021 đạt hơn 232.8%, trở thành ngân hàng có tỷ lệ LLR cao thứ 2 toàn ngành, sau VCB.
- Tổng tài sản đạt 555,595 tỷ đồng (+30.1% YoY). Danh mục cho vay không có nhiều thay đổi so với Q2 khi tỷ lệ cho vay KHCN vẫn chiếm hơn 44%. Về mặt huy động, tiền gửi khách hàng tăng 27.8%, CASA đạt 41.7% (tăng 8% so với mức 33.8% trong năm 2020). Tỷ lệ an toàn vốn đạt 11%, cao hơn đáng kể so với mức 10.4% trong năm 2020.

Diễn biến giá 12 tháng



	1M	3M	12M
MBB (%)	-2.4%	1.6%	80.3%
VNIndex (%)	-2.0%	-1.8%	48.2%

	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	24,650	27,362	37,010	44,147
LN trước thuế và DPRRTD	tỷ đồng	14,927	16,807	24,242	28,696
Tăng trưởng (%)	%	38.2%	12.6%	44.2%	18.4%
Chi phí DPRRTD	tỷ đồng	4,891	6,118	9,057	10,604
Tăng trưởng (%)	%	61.1%	25.1%	48.0%	17.1%
LNTT	tỷ đồng	10,036	10,688	15,184	18,092
Tăng trưởng (%)	%	29.2%	6.5%	42.1%	19.1%
LNST	tỷ đồng	8,069	8,606	12,148	14,473
Tăng trưởng (%)	%	30.4%	6.7%	41.2%	19.1%
EPS cơ bản	VND/cp	3,596	2,993	3,791	3,979
Giá trị sổ sách	VND/cp	16,810	17,901	18,974	20,906
ROAA	%	2.1%	1.9%	2.2%	2.2%
ROAE	%	21.8%	19.1%	21.4%	20.7%
P/E	lần	12.1x	14.6x	11.5x	11.0x
P/B	lần	2.6x	2.4x	2.3x	2.1x

Nguồn: MBB FS, MBS Research

Ngày báo cáo	24/12/2021
Giá hiện tại	28,150 VND
Giá mục tiêu	53,200 VND
% Tăng	+89.0%
Vốn hóa thị trường	106,171 tỷ đồng ~4.5 tỷ USD
Diễn biến giá 52 tuần gần đây	15,500-32,200 VND
Giá trị giao dịch hàng ngày TB	552 tỷ đồng ~23.5 triệu USD
Giới hạn sở hữu NN	23.24%
Tỷ lệ sở hữu NN	23.24%

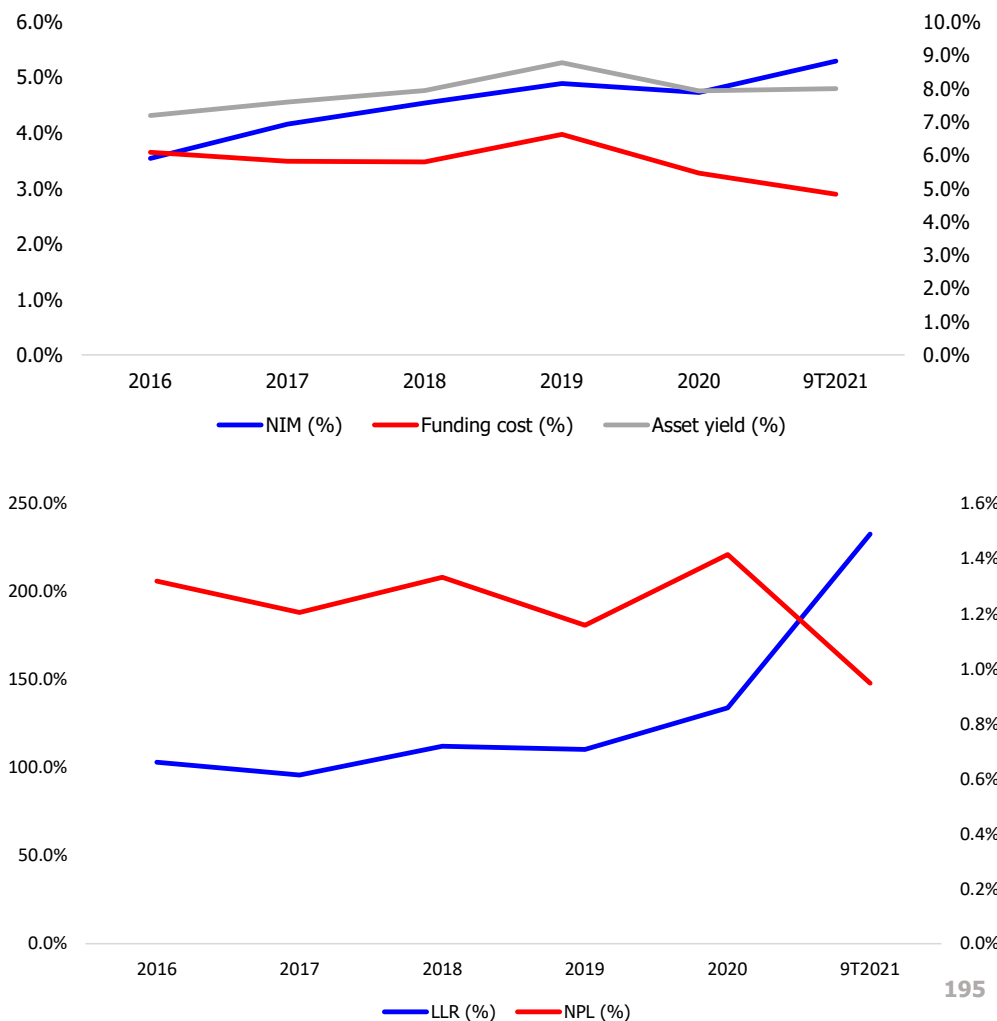
NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)



MUA - Giá mục tiêu: 53,200 VND/cp (+89%)

Luận điểm đầu tư

- **Hệ sinh thái hoàn chỉnh giúp bổ sung được nhiều nguồn thu nhập.** Là ngân hàng có duy nhất có hệ sinh thái tài chính hoàn chỉnh. Bên cạnh ngân hàng mẹ, các công ty con cũng có được mức tăng trưởng cao trong những năm gần đây. MBB cũng đặt mục tiêu các công ty thành viên sẽ đạt mức tăng trưởng tối thiểu 25%/năm. Chúng tôi cho rằng việc xây dựng hệ sinh thái không chỉ hỗ trợ lẫn nhau giữa các thành viên, còn giúp tối ưu hóa việc chuyển đổi số. Ngoài ra, việc hàng loạt các thương vụ bán vốn các công ty con nhằm bổ sung vốn cho ngân hàng mẹ khi điều kiện thuận lợi diễn ra gần đây cho thấy MBB hiện đang còn rất nhiều tài nguyên để phát triển cho chiến lược dài hạn.
- **Tiềm năng tăng trưởng tín dụng cao.** Với việc room ngoại vẫn còn và có thể sẽ được mở thêm trong tương lai, cùng với hệ sinh thái các công ty thành viên đang có được tăng trưởng cao. Chúng tôi cho rằng, MBB có nhiều tài nguyên để có thể gia tăng thêm độ dày vốn khi cần thiết. Đây sẽ là một trong những yếu tố then chốt giúp ngân hàng duy trì được tăng trưởng tín dụng cao trong tương lai. Ngoài ra, việc duy trì chất lượng tài sản hàng đầu trong ngành cũng sẽ là lợi thế giúp NHNN phê duyệt các hạn mức tín dụng cao hơn cho ngân hàng này.
- **Hiệu quả cải thiện rõ rệt nhờ tập trung vào chuyển đổi số.** Tỷ lệ CIR liên tục được cải thiện, và hiện tại là một trong những ngân hàng có CIR thấp nhất. Cùng với đó, tỷ lệ CASA liên tục gia tăng được thúc đẩy bởi động lực chính là CASA từ các KHCN nhờ liên tục đầu tư vào chuyển đổi số. Ngoài ra, các nguồn thu nhập từ phí bảo hiểm được gia tăng nhờ thúc đẩy bán chéo thông qua hệ thống số của ngân hàng đi cùng với thủ tục thu hồi nợ xấu được cải thiện giúp mang lại nguồn thu nhập ngoài lãi ổn định cho MBB. Tỷ lệ NOI/TOI đạt hơn 29% trong 9T2021.
- **Khả năng sinh lợi tiếp tục gia tăng.** NIM liên tục được gia tăng nhờ chi phí vốn thấp đến từ tăng trưởng CASA vượt trội và mảng cho vay KHCN liên tục tăng trưởng. Với định hướng chuyển đổi số toàn diện, đi cùng với tăng trưởng tín dụng cao thúc đẩy bởi mảng bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng NIM của MBB sẽ được duy trì trên mức 5% trong những năm tiếp theo. Trong năm 2022, với kỳ vọng lãi suất sẽ được duy trì hoặc tăng không đáng kể vì nền kinh tế vẫn cần được hỗ trợ, chúng tôi ước tính mức NIM của MBB sẽ đạt 5.7%.
- **Chất lượng tài sản hàng đầu.** Với chính sách chủ động thực hiện mục tiêu cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận, cùng với kết quả kinh doanh rất khả quan trong giai đoạn đại dịch. Chúng tôi cho rằng MBB có đủ năng lực đảm bảo được chất lượng tài sản của mình trong dài hạn, qua đó giúp ngân hàng duy trì được khả năng sinh lợi của mình.



NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)

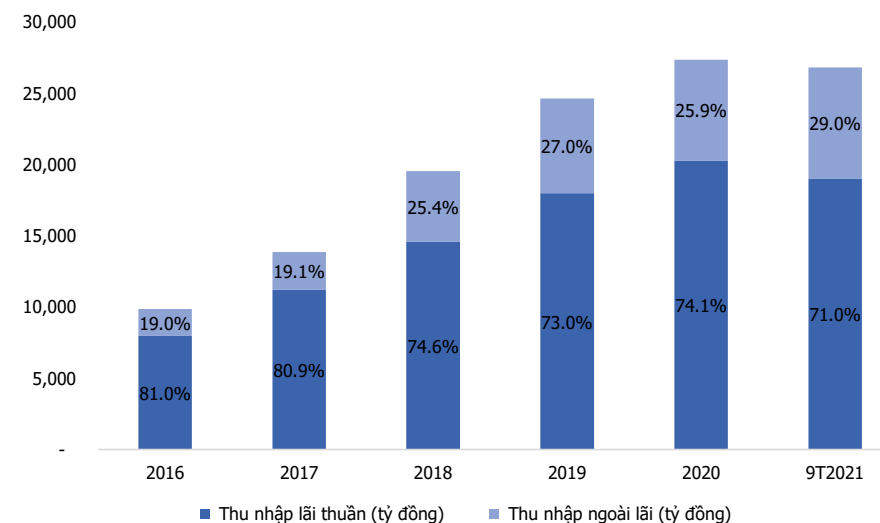
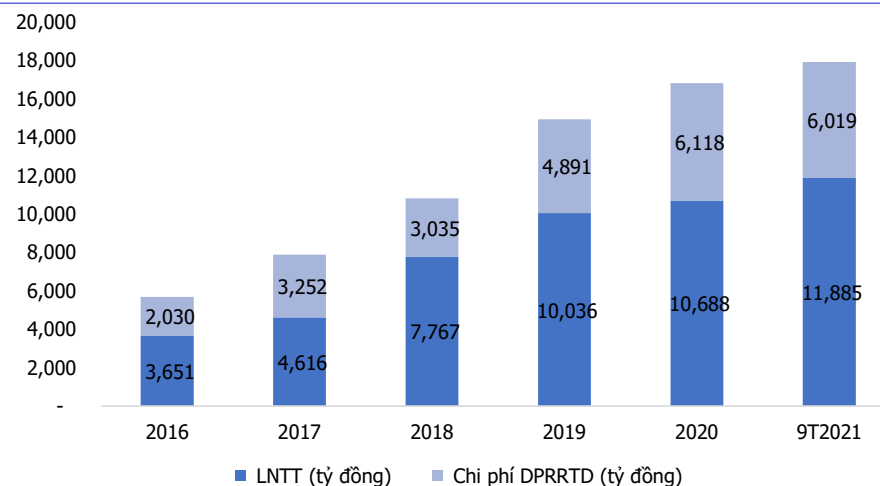
MUA - Giá mục tiêu: 53,200 VND/cp (+89%)

Rủi ro đầu tư

- Việc phát hành thêm 2% cổ phiếu cho Viettel sẽ ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông hiện hữu cũng như ảnh hưởng tiêu cực tới giá cổ phiếu. Tuy nhiên, điều này sẽ có mang lại lợi ích cho hoạt động chuyển đổi số của MBB trong dài hạn.
- Luôn bị định giá chiết khấu so với trung bình của ngành dù chất lượng tài sản, tiềm năng tăng trưởng cùng khả năng sinh lợi nằm trong top đầu của ngành. Chúng tôi cho rằng vì MBB là một ngân hàng semi-SOE dẫn đến việc quản lý có thiên hướng đảm bảo lợi ích cho cổ đông liên quan đến quân đội nhiều hơn khiến giá cổ phiếu có xu hướng bị định giá thấp so với các ngân hàng tư nhân khác.

Dự phóng và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng trong năm 2021, tổng TNHĐ đạt 36,595 tỷ đồng (+33.7% YoY), LNTT đạt 15,289 tỷ đồng (+43% YoY). ROE và ROA lần lượt đạt 21.5% và 2.6% nhờ NIM được duy trì ở mức 5.3% cho cả năm 2021. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB với mức giá mục tiêu **53,200đ/cp** (+89.0% Tiềm năng tăng giá) theo 2 phương pháp Thu nhập thẳng dư và so sánh P/B.



NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (HSX: MBB)



Báo cáo KQKD (Tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	18,000	20,278	27,117	35,931
Thu nhập thuần từ HĐDV	3,186	3,576	5,850	7,029
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	647	786	943	1,132
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	27	85	132	169
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	612	866	537	734
Lãi thuần từ HĐKD khác	2,099	1,680	2,015	2,419
Tổng thu nhập hoạt động	24,650	27,362	36,595	47,414
Chi phí hoạt động	9,724	10,555	12,259	15,646
Lợi nhuận trước thuế và trước DPRRTD	14,927	16,807	24,336	31,767
Chi phí DPRRTD	4,891	6,118	9,046	10,629
LNTT	10,036	10,688	15,289	21,138
Chi phí thuế TNDN	1,968	2,082	3,058	4,228
LNST	8,069	8,606	12,231	16,911
LN cổ đông thiểu số	246	343	488	675
LNST cho Ngân hàng	7,823	8,263	11,743	16,236

Cân Đối Kế Toán	2019A	2020A	2021F	2022F
Tiền và tương đương tiền	2,344	3,109	4,138	4,402
Tiền gửi tại NHNN	14,347	17,297	19,862	23,759
Tiền gửi và cho vay các TCTD	39,691	47,889	56,273	67,944
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	1,168	3,085	4,480	5,200
Phái sinh và các TSTC khác	15	37	-	-
Cho vay khách hàng	250,331	298,297	358,920	435,270
Dự phòng cho vay	(3,201)	(4,354)	(5,631)	(7,188)
Chứng khoán đầu tư	85,629	99,714	121,345	148,723
Đầu tư dài hạn khác	887	885	870	835
Tài sản cố định	2,798	4,311	4,438	4,577
BĐS đầu tư	31	248	258	268
Tài sản Cố khác	17,447	24,465	22,968	29,970
TỔNG TÀI SẢN	411,488	494,982	587,920	713,761
NỢ PHẢI TRẢ	371,602	444,883	524,211	635,694
Nợ NHNN, Chính phủ	17	15	15	15
Tiền gửi, vay các TCTD khác	50,314	50,876	52,198	62,638
Tiền gửi của khách hàng	272,710	310,960	376,114	449,835
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	302	207	337	354
Phát hành giấy tờ có giá	26,289	50,924	61,016	78,349
Các khoản nợ khác	21,971	31,900	34,530	44,503
VỐN CHỦ SỞ HỮU	39,886	50,099	63,710	78,067
Vốn điều lệ	23,727	27,988	33,562	36,809
Thặng dư vốn cổ phần	-	1,178	1,178	1,178
Cổ phiếu quỹ	(1,037)	(564)	-	-
Vốn khác	28	125	125	125
Quỹ của TCTD	4,937	6,225	7,986	10,422
LN chưa phân phối	10,342	12,956	18,263	26,381
Lợi ích CĐ không kiểm soát	1,888	2,193	2,596	3,153
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	411,488	494,982	587,920	713,761

Tỷ số tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng tài sản	13.6%	20.3%	18.8%	21.4%
Tăng trưởng cho vay và đầu tư	16.8%	18.8%	20.8%	21.5%
Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	11.2%	18.1%	18.6%	20.7%
Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	38.2%	12.6%	44.8%	30.5%
Tăng trưởng LNTT	29.2%	6.5%	43.0%	38.3%
An toàn vốn				
CAR	10.7%	10.4%	N/A	N/A
VCSH/Tổng tài sản	9.6%	9.9%	10.5%	10.9%
Đòn bẩy tài chính	10.45	10.07	9.52	9.18
Chất lượng tài sản				
Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	1.2%	1.1%	1.1%	1.4%
Tỷ lệ nợ nhóm 2	1.2%	0.8%	0.8%	1.0%
Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	110.5%	134.1%	142.5%	116.6%
Thanh khoản				
Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	80.1%	83.7%	78.3%	78.6%
TS thanh khoản cao/Tổng TS	34.8%	34.6%	35.1%	35.0%
TS thanh khoản/tiền gửi KH	44.3%	47.3%	48.1%	48.8%
Khả năng sinh lợi				
ROA	2.1%	1.9%	2.3%	2.6%
ROE	21.8%	19.1%	21.5%	23.9%
NIM	4.9%	4.7%	5.3%	5.8%
TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	73.0%	74.1%	74.1%	75.8%
Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	39.4%	38.6%	33.5%	33.0%
Định giá				
EPS cơ bản (VND)	3,596	2,993	3,816	4,614
Giá trị sổ sách (VND)	16,810	17,901	18,983	21,209
P/E	12.1x	14.6x	11.4x	9.4x
P/B	2.6x	2.4x	2.3x	2.1x

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

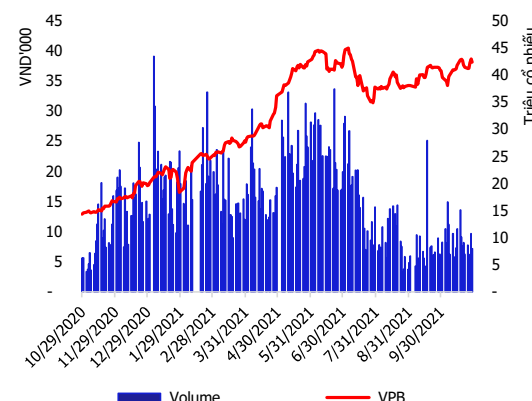


MUA - Giá mục tiêu: 53,800 VND/cp (+57%)

Cập nhật KQKD Q3/2021

- Trong Q3/2021, VPB đạt tổng thu nhập hoạt động (TOI) hợp nhất 10,133 tỷ đồng (+7.0% YoY), trong đó thu nhập thuần từ lãi (NII) đạt 7,474 tỷ đồng (-5.2% YoY), chiếm 73.8% TOI. Nguyên nhân làm giảm NII chủ yếu đến từ việc tăng trưởng cho vay khách hàng trong Q3/2021 chỉ tăng 2.1% so với mức 2.9% trong Q3/2020, đồng thời ngân hàng cũng tiến hành giảm lãi suất nhằm hỗ trợ khách hàng khiến NIM trong Q3 giảm nhẹ từ mức 8.7% tại cuối Q3/2020 xuống 8.5% cuối Q3/2021. Thu nhập ngoài lãi (NoII) đạt 2,659 tỷ đồng (+67.4% YoY) nhờ thu nhập từ nợ đã xử lý tăng hơn +73.8% YoY.
- Lũy kế 9T2021, TOI hợp nhất của VPB đạt 33,231 tỷ đồng (+17.3% YoY), trong đó NII và NoII đạt lần lượt 25,826 tỷ đồng (+9.4% YoY) và 7,405 tỷ đồng (+56.9%) nhờ các nguồn thu từ xử lý nợ và chứng khoán đầu tư gia tăng mạnh. Đặc biệt, chi phí hoạt động trong 9T2021 đạt 7,864 tỷ đồng (-8.3% YoY), là một trong số ít các ngân hàng có chi phí hoạt động giảm so với cùng kỳ giúp đưa tỷ lệ CIR của ngân hàng tiếp tục giảm xuống mức 23.7%, thấp hơn rất đáng kể so với mức 30.4% trong 9T2020, và tiếp tục là một trong ngân hàng có tỷ lệ CIR thấp nhất toàn ngành. Điều này đã giúp LNTT hợp nhất của ngân hàng đạt hơn 11,736 tỷ đồng (+24.9% YoY), hoàn thành hơn 70% kế hoạch LNTT của năm 2021.
- Tính đến cuối Q3/2021, tăng trưởng tín dụng hợp nhất của VPB đạt 8.1%, đạt 67% hạn mức tín dụng hiện tại được cấp của VPB, trong đó ngân hàng mẹ có tốc độ tăng trưởng tín dụng 11.6%, và tỷ trọng cho vay của FE Credit (FEC) giảm xuống 18% so với mức 20% trong nửa đầu năm 2021. Với việc tập trung vào phân khúc khách hàng cho vay bán lẻ và cho vay tiêu dùng, những đối tượng khác hàng chịu ảnh hưởng nặng nhất bởi đại dịch Covid-19 khiến VPB kiểm soát các khoản vay mới nhằm đảm bảo chất lượng tài sản, đồng thời ngân hàng cũng ưu tiên hỗ trợ khách hàng theo hướng dẫn của NHNN với việc tiến hành giảm lãi cho hơn 238,500 khách hàng và cơ cấu nợ cho tổng dư nợ hơn 15.9 ngàn tỷ đồng, tăng 2.4 lần so với Q2/2021.
- Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất của VPB đạt 3.3%, chủ yếu đến từ việc gia tăng nợ xấu của mảng cho vay tiêu dùng do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ được duy trì ở mức 1.78%, tương đương với Q2/2021 và thấp hơn đáng kể so với mức 2% của Q3/2020. Với việc gia tăng tỷ lệ nợ xấu hợp nhất, VPB cũng đồng thời gia tăng trích lập dự phòng nhằm đảm bảo chất lượng tài sản. Chi phí trích lập dự phòng đạt hơn 13,631 tỷ đồng (+32.3% YoY), điều này giúp LLR hợp nhất đạt 73.6%, tương đương với 9T2020.

Diễn biến giá 12 tháng



	1T	3T	12T
VPB (%)	3.7%	18.5%	195.0%
VNIndex (%)	7.8%	11.6%	57.1%

Đơn vị: tỷ đồng	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	36,356	39,033	46,561	59,988
LN trước thuế và DPRRTD	24,012	27,641	35,619	45,891
Tăng trưởng (%)	17.4%	15.1%	28.9%	28.8%
Chi phí DPRRTD	13,688	14,622	18,345	21,765
Tăng trưởng (%)	21.6%	6.8%	25.5%	18.6%
LNTT	10,324	13,019	17,274	24,126
Tăng trưởng (%)	12.2%	26.1%	32.7%	39.7%
LNST	8,260	10,414	13,819	19,301
Tăng trưởng (%)	12.3%	26.1%	32.7%	39.7%
EPS cơ bản (VND)	3,376	4,271	2,992	3,366
Giá trị sổ sách (VND)	16,684	20,867	19,608	20,137
ROAA (%)	2.4%	2.6%	3.0%	3.5%
ROAE (%)	21.5%	21.9%	18.5%	18.3%
P/E	18.3x	14.4x	11.4x	10.2x
P/B	3.7x	3.0x	1.7x	1.7x

Nguồn: VPB FS, MBS Research

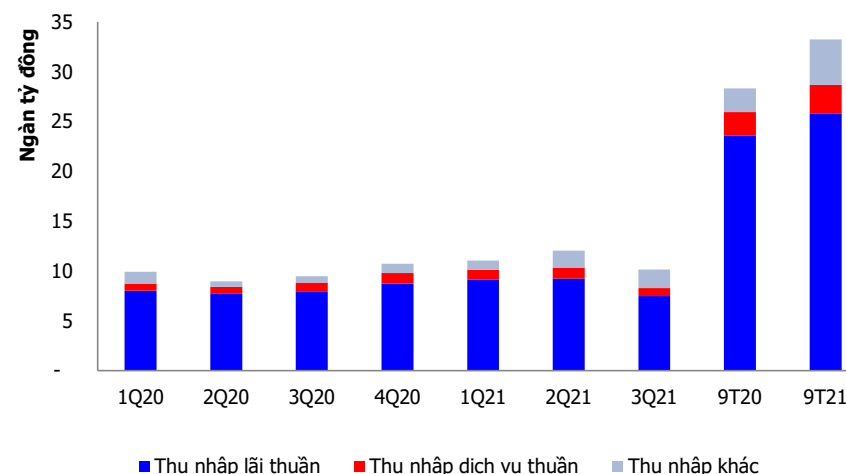
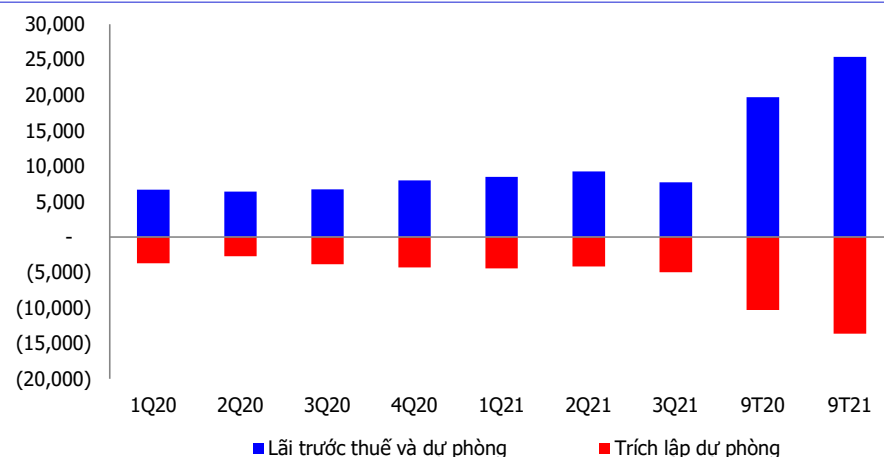
Ngày báo cáo	24/12/2021
Giá hiện tại	34,250 VND
Giá mục tiêu	53,800 VND
% Tăng	57.1%
Vốn hóa thị trường	151,196 tỷ đồng ~6.4 tỷ USD
Diễn biến giá 52 tuần gần đây	23,300-72,700 VND
Giá trị giao dịch hàng ngày TB	596 tỷ VND 25.4 tr USD
Giới hạn sở hữu NN	15%
Tỷ lệ sở hữu NN	17.11%

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

MUA - Giá mục tiêu: 53,800 VND/cp (+57%)

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng tín dụng cao nhờ nguồn vốn được bổ sung đáng kể.** Với việc hoàn thành thương vụ bán 49% vốn điều lệ FEC trong tháng 10/2021 dự kiến đem về cho VPBank khoảng 1.4 tỷ USD và theo đó vốn chủ sở hữu (VCSH) của VPBank kỳ vọng đạt mức hơn 96 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2021. CAR dự kiến đạt 17%, một phần giúp VPBank có được phê duyệt hạn mức hoạt động từ NHNN, trong đó có hạn mức tín dụng - yếu tố cốt lõi cho sự tăng trưởng của VPBank trong tương lai.
- **Khả năng sinh lợi hàng đầu.** NIM 9T/2021 hợp nhất đạt 8.5%, riêng NH mẹ ghi nhận con số đầy khả quan ở mức 5.4% so với 4.6% trong 9T/2020. Chúng tôi kỳ vọng NIM của ngân hàng sẽ tiếp tục gia tăng trong những năm tiếp theo nhờ duy trì vị thế độc tôn trong mảng cho vay tiêu dùng. Nguồn thu từ phí bảo hiểm chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu nguồn thu ngoài lãi, kỳ vọng VPBank sẽ đàm phán lại hợp đồng thương vụ bancassurance độc quyền với AIA để thu về khoản phí “trả trước” cao hơn. Dù vậy, vì chưa có kế hoạch cụ thể nên chúng tôi tạm chưa yếu tố này vào mô hình định giá nhưng chúng tôi kỳ vọng giao dịch này sẽ diễn ra trong năm 2022. ROA và ROE tiếp tục nằm trong nhóm các ngân hàng có khả năng sinh lợi cao nhất ngành.
- **Tăng trưởng CASA khả quan nhờ chuyển đổi số hiệu quả.** Tỷ lệ CASA liên tục tăng trưởng từ cuối năm 2020 đến Q3/2021 ghi nhận đạt mức 22.1% nhờ những thay đổi trong chiến lược tiếp cận khách hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng cổ đông chiến lược SMBC sẽ thay thế khoản vay ngoại tệ liên ngân hàng bằng tiền gửi bằng ngoại tệ có chi phí vốn rẻ hơn. Ngoài ra, với việc đẩy mạnh chuyển đổi số nhằm phát triển đa dạng hệ sinh thái và quy mô tệp khách hàng trong các mảng cho vay KHCN và SMEs, tỷ lệ CASA của VPB dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ, giúp cải thiện chi phí vốn.
- **Nguồn vốn mới từ phát hành thêm vốn cho cổ đông chiến lược.** Với động thái khóa room ngoại ở mức 17.5%, cho thấy VPB đang từng bước thực hiện việc phát hành với giá cao cho cổ đông chiến lược nhằm thu về một khoản thặng dư lớn, nhằm gia tăng hơn nữa quy mô vốn chủ. Chúng tôi cho rằng, việc phát hành thành công 15% vốn cho cổ đông chiến lược sẽ có tác động tích cực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn cũng như đảm bảo được lợi thế tăng trưởng dài hạn cho VPB.



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)



MUA - Giá mục tiêu: 53,800 VND/cp (+57%)

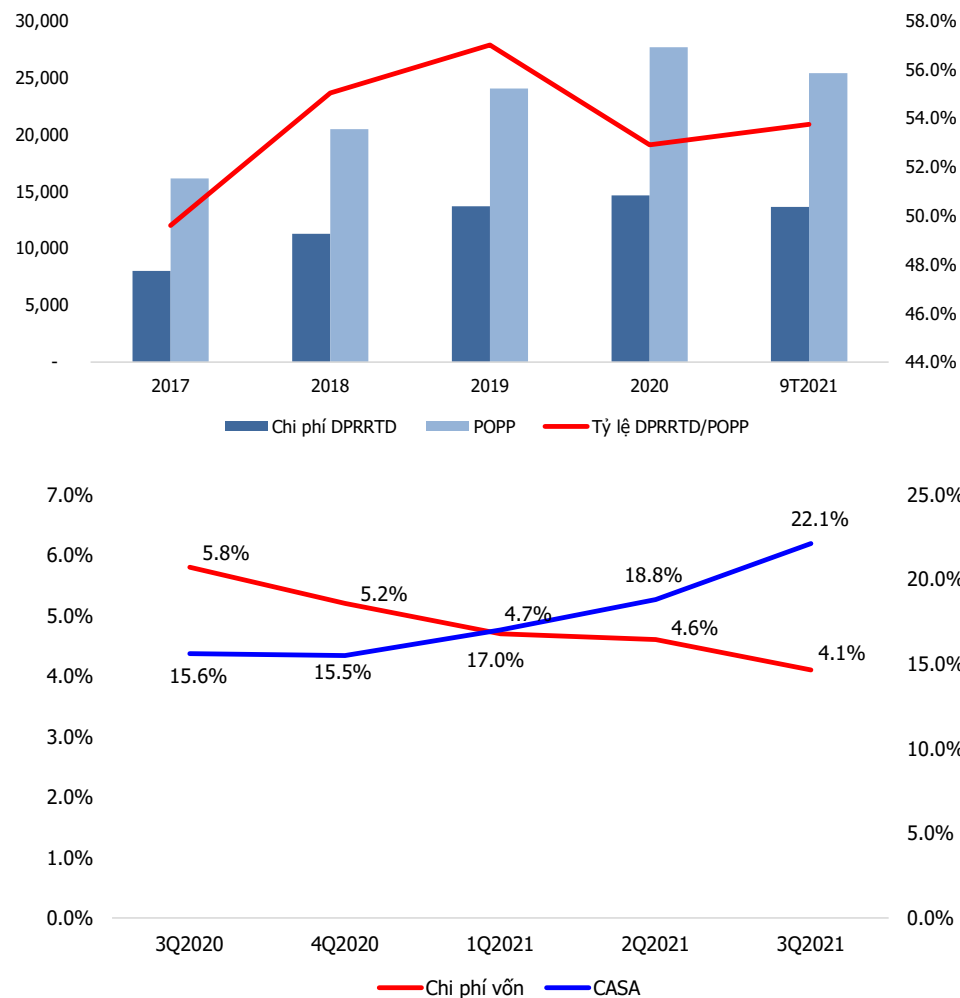
Rủi ro đầu tư

Chất lượng tài sản tuy có sự cải thiện nhưng vẫn còn thấp so với trung bình ngành. Với chiến lược tập trung vào tăng trưởng cho vay tiêu dùng và cho vay bán lẻ, tỷ lệ nợ xấu của VPB tương đối cao so với trung bình ngành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc ngân hàng có thể cân bằng giữa đảm bảo chất lượng tài sản theo quy định của NHNN và khả năng sinh lợi vượt trội trong nhiều năm cho thấy đây không phải là rủi ro quá lớn đối với ngân hàng trong dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh nguồn vốn được gia tăng liên tục trong thời gian tới.

Tăng trưởng nhanh của VCSH sẽ gây áp lực lên ROE và ROA. Chúng tôi cho rằng, việc nâng tỷ lệ CAR của VPB sẽ giúp ngân hàng có được hạn mức tín dụng cao hơn từ NHNN cùng với NIM được gia tăng sẽ giải quyết được áp lực gia tăng ROE và ROA.

Dự phóng và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng trong năm 2021, tổng TNHĐ đạt 46,561 tỷ đồng (+19.3% YoY), LNTT đạt 17,274 tỷ đồng (+32.7% YoY). ROE và ROA lần lượt đạt 19.6% và 2.7%. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **53,800đ/cp** (+57.1% Tiềm năng tăng giá) theo 2 phương pháp Thu nhập thặng dư và so sánh P/B.



NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)



Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F	Tỷ số tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	30,670	32,346	38,581	50,006	Tăng trưởng				
Thu nhập thuần từ HĐDV	2,792	3,356	4,264	5,451	Tăng trưởng tài sản	16.7%	11.1%	20.5%	18.4%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	(217)	(307)	(202)	(9)	Tăng trưởng cho vay và đầu tư	17.8%	12.3%	18.5%	23.1%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	285	226	133	235	Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	16.2%	9.4%	11.6%	18.1%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	803	1,171	1,325	1,601	Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	17.4%	15.1%	28.9%	28.8%
Lãi thuần từ HĐKD khác	2,020	2,236	2,460	2,706	Tăng trưởng LNTT	12.2%	26.1%	32.7%	39.7%
Tổng thu nhập hoạt động	36,356	39,033	46,561	59,988	An toàn vốn				
Chi phí hoạt động	12,344	11,392	10,942	14,097	CAR	11.1%	12.0%	N/A	N/A
LNTT và trước DPRRTD	24,012	27,641	35,619	45,891	VCSH/Tổng tài sản	11.0%	11.9%	16.2%	19.1%
Chi phí DPRRTD	13,688	14,622	18,345	21,765	Đòn bẩy tài chính	9.10	8.38	6.19	5.24
LNTT	10,324	13,019	17,274	24,126	Chất lượng tài sản				
Chi phí thuế TNDN	2,064	2,606	3,455	4,825	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	3.42%	3.41%	3.30%	3.00%
LNST	8,260	10,414	13,819	19,301	Tỷ lệ nợ nhóm 2	4.76%	5.15%	5.00%	5.00%
LN cổ đông thiểu số	-	-	339	1,891	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	77.95%	77.51%	79.39%	81.40%
LNST cho Ngân hàng	8,260	10,414	13,481	17,409	Thanh khoản				
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021F	2022F	Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	95.7%	105.6%	110.0%	113.5%
Tiền và tương đương tiền	2,459	3,283	3,245	4,733	TS thanh khoản cao/Tổng TS	25.5%	25.3%	28.5%	25.9%
Tiền gửi tại NHNN	3,454	5,780	6,834	8,070	TS thanh khoản/tiền gửi KH	36.4%	36.5%	44.2%	40.7%
Tiền gửi và cho vay các TCTD	20,098	19,555	39,354	25,566	Khả năng sinh lợi				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	1,567	493	1,704	2,093	ROA	2.4%	2.6%	3.0%	3.5%
Hoạt động mua nợ	-	258	-	-	ROE	21.5%	21.9%	18.5%	18.3%
Cho vay khách hàng	257,184	290,816	341,698	419,745	NIM	9.4%	8.8%	9.1%	9.8%
Dự phòng cho vay	(4,084)	(4,497)	(5,370)	(6,427)	TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	84.4%	82.9%	82.9%	83.4%
Chứng khoán đầu tư	68,729	76,485	92,562	114,608	Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	34.0%	29.2%	23.5%	23.5%
Đầu tư dài hạn khác	164	239	213	218	Định giá				
Tài sản cố định	1,923	1,863	1,725	1,581	EPS cơ bản (VND)	3,376	4,271	2,992	3,366
BĐS đầu tư	-	-	-	-	Giá trị sổ sách (VND)	16,684	20,867	19,608	20,137
Tài sản Có khác	25,710	24,752	22,975	27,850	P/E	18.3x	14.4x	11.4x	10.2x
TỔNG TÀI SẢN	377,204	419,027	504,940	598,037	P/B	3.7x	3.0x	1.7x	1.7x
NỢ PHẢI TRẢ	334,994	366,233	408,508	483,904					
Nợ NHNN, Chính phủ	19	14	14	14					
Tiền gửi, vay các TCTD khác	50,868	56,511	62,162	70,240					
Tiền gửi của khách hàng	213,950	233,428	263,042	310,642					
Phải sinh và các công cụ TC khác	46	140	140	140					
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	292	187	311	436					
Phát hành giấy tờ có giá	57,600	62,845	68,340	83,949					
Các khoản nợ khác	12,220	13,107	14,499	18,483					
VỐN CHỦ SỞ HỮU	42,210	52,794	96,433	114,132					
Vốn điều lệ	25,300	25,300	45,057	51,725					
Thặng dư vốn cổ phần	693	366	-	-					
Cổ phiếu quỹ	(2,696)	(2,199)	(1,761)	(1,761)					
Vốn khác	-	-	-	-					
Quỹ của TCTD	7,107	11,912	14,271	17,318					
LN chưa phân phối	11,806	17,415	30,782	36,875					
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	-	8,083	9,975					
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	377,204	419,027	504,940	598,037					

NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (HSX: BID)

MUA, Giá mục tiêu: 41,000 VND

Kết quả kinh doanh tăng trưởng khả quan trong 9 tháng đầu năm 2021, động lực chính đến từ khoản thu nhập lãi thuần tăng 43% lần so với 9 tháng đầu năm 2020. Lợi nhuận sau thuế đạt hơn 8,300 tỷ đồng, vượt 52% so với 9 tháng đầu năm 2020. Định giá cổ phiếu ở mức 41,000 đồng/cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu BID.

Thông tin cập nhật

Kết quả kinh doanh tăng trưởng khả quan. Thu nhập lãi thuần của 9 tháng đầu năm 2021 tăng trưởng 43% so với 9 tháng đầu năm ngoái, với động lực chính đến từ việc giảm chi phí duy động vốn khiến NIM có sự cải thiện. Ngoài ra, Thu nhập ngoài lãi tăng 20% so với 9T2020.

Chất lượng tài sản cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu giảm nhẹ so với quý 2, ở mức 1.61%. Tỷ lệ nợ nhóm 2 chỉ còn 1.1%, giảm 0.02% so với cuối năm 2020.

NIM duy trì ở mức ổn định nhờ giảm chi phí vốn cũng như đẩy mạnh cho vay bán lẻ. So với cùng kỳ, chi phí vốn đã giảm hơn 1%, mức giảm cao so với trung bình ngành.

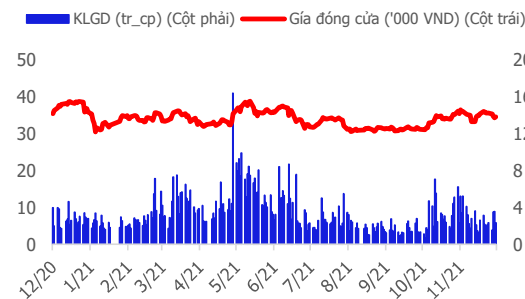
Tăng vốn thông qua phát hành cổ phiếu trả cổ tức năm 2021. Vốn điều lệ của BID dự kiến sẽ được tăng lên hơn 50.5 ngàn tỷ đồng, tương ứng với mức tăng thêm 10,400 tỷ đồng trong năm nay. Nguồn vốn tăng thêm được tin rằng sẽ giúp BID quản trị rủi ro cũng như tạo tiền đề cho sự phát triển vững chắc sau này

Những vấn đề còn tồn tại, thách thức: Trong diễn biến phức tạp của dịch bệnh Covid 19 đang diễn ra, tỉ lệ bao phủ nợ xấu của BID hiện tại đã được cải thiện đáng kể nhờ động thái quyết liệt trong việc xử lý nợ xấu của ngân hàng. Chi phí dự phòng được dự báo trong các quý sau có khả năng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của BID, đặc biệt khi dư nợ tái cơ cấu đã tăng mạnh trong Q3/2021.

Định giá cổ phiếu: Tại mức giá hiện tại 34,500 đồng/ cổ phiếu, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu BID, với giá mục tiêu sau 12 tháng là 41,000 đồng/ cổ phiếu theo phương pháp kết hợp R/I và P/B



BIẾN ĐỘNG GIÁ



	1T	3T	9T	12T
BID (%)	-0.3%	-5.6%	-11.3%	-2.6%
VN Index (%)	9.2%	9.0%	26.6%	36.5%

Ngày báo cáo	23/12/21
Giá hiện tại	VND 34,500
Giá mục tiêu	VND 41,000
Tiềm năng tăng giá	18.8%
Bloomberg	BID VN EQUITY
Vốn hoá thị trường	174,520
Biến động 52 tuần	VND 30,430
	VND 38,780
KLGD trung bình	3,343,736
Sở hữu nước ngoài tối đa	30%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	16.7%

Chỉ tiêu	ĐVT	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	Tỷ đồng	50,037	60,189	66,878	72,970	81,039
Lợi nhuận trước thuế và chi phí	Tỷ đồng	32,344	42,041	48,149	53,530	60,859
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	0%	30%	15%	11%	14%
Chi phí dự phòng	Tỷ đồng	23,318	29,198	34,163	32,557	30,225
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	0%	25%	17%	-5%	-7%
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	9,026	12,842	13,986	20,973	30,634
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	0%	42%	0%	0%	0%
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	7,224	10,274	11,189	16,779	24,507
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	0%	42%	9%	50%	46%
EPS (cơ bản)	đồng	1,740	1,986	2,167	3,272	4,800
BVPS	đồng	19,803	17,572	19,539	22,611	27,211
ROAA	%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
ROEA	%	8.8%	11.3%	11.1%	14.5%	17.6%
P/E	lần	19.8	17.4	15.9	10.5	7.2
P/B	lần	1.74	1.96	1.77	1.53	1.27

Nguồn: BID, Trung tâm nghiên cứu MBS 202

NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (HSX: BID)

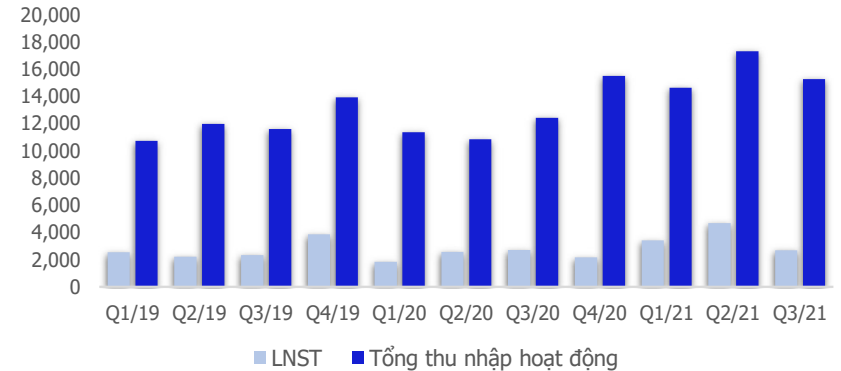


MUA, Giá mục tiêu: 41,000 VND

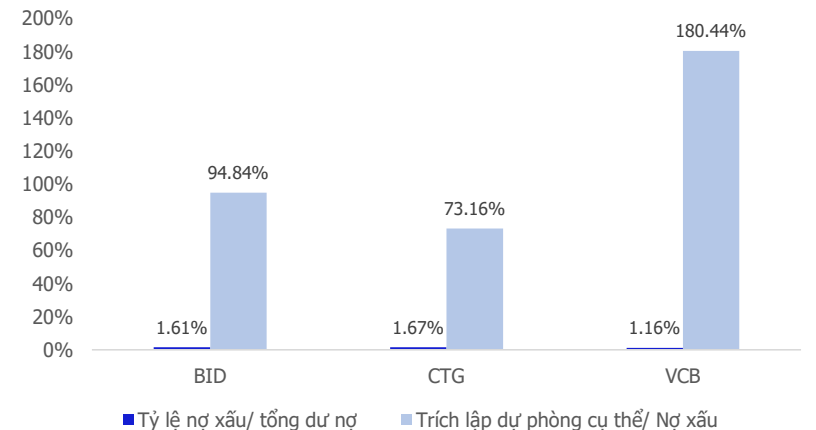
Thành công trong việc quản lý nợ xấu trong thời điểm đại dịch

- **Lũy kế 9T2021, LNST của BID đạt gần 8,600 tỷ đồng, tăng 51.5% so với cùng kỳ năm ngoái.** Thu nhập lãi thuần đạt hơn 12,200 tỷ đồng trong Q3/2021, tăng 33.5% so với Q3/2020. Mặc dù BID đã đưa ra các gói hỗ trợ cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, NIM vẫn duy trì ở mức ổn định (3.05%) và tổng thu nhập hoạt động 9T2021 đạt hơn 15,200 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ 2020.
- **BID đã xóa thêm hơn 5,400 tỷ đồng nợ xấu trong Q3/2021 và tăng chi phí dự phòng lên thêm hơn 7,500 tỷ đồng, đưa tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm 30/09/2021 về mức 1.61%, giảm 0.15% so với thời điểm cuối năm 2020.** Tỷ lệ nợ nhóm 2 chỉ còn 1.1%, giảm 0.02% trong khi tỷ lệ trích lập dự phòng/Tổng dư nợ đạt 0.73% so, tăng 0.03% so với 31/12/2020. Nhìn chung, chất lượng tài sản của BID đã được cải thiện rõ rệt trong năm 2021, khi lũy kế 9T2021, BID đã xóa bỏ hơn 12.2 ngàn tỷ đồng nợ xấu và trích lập dự phòng thêm khoảng 23 ngàn tỷ đồng, dư nợ vay tái cơ cấu tăng gần gấp đôi trong Q3/2021.
- Chúng tôi dự báo chi phí huy động của BID sẽ giảm khoảng 0.14% trong năm 2021, từ mức 4.72% của năm 2020 xuống còn 4.58% cho cả năm 2021. Chi phí huy động giảm trong năm nay chủ yếu đến từ những đợt cắt giảm lãi suất huy động của NHNN cũng như tỷ lệ CASA của BID đã được cải thiện lên mức gần 18.5% tính đến cuối Q3/2020 so với mức 18.04% của năm 2020. Chi phí huy động giảm là động thái tích cực làm giảm bớt ảnh hưởng của các gói hỗ trợ lãi suất cho vay để giúp đỡ khách hàng trong dịch Covid-19, với mức giảm lãi suất trung bình lên tới 1%.
- **Trong Q3/2021, BID đã phát hành thêm hơn 7.4 ngàn tỷ đồng trái phiếu cấp 2 để nâng vốn, lượng trái phiếu cấp 2 phát hành mới này cao hơn 19.5% so với cùng kỳ. Thêm vào đó, BID cũng đã chốt quyền trả cổ tức bằng cổ phiếu vào 24/12/2021, với lượng cổ phiếu phát hành thêm lên tới gần 10,400 tỷ đồng, nâng vốn điều lệ của ngân hàng lên hơn 50.5 ngàn tỷ đồng.** Trước khi phát hành, vốn điều lệ của BID đang đứng thứ 3 toàn ngành ở mức hơn 40 ngàn tỷ đồng, sau CTG (hơn 48 ngàn tỷ đồng) và VCB (gần 44.5 ngàn tỷ đồng). Đợt tăng vốn này dự kiến sẽ hỗ trợ rất lớn cho đà tăng trưởng của ngân hàng cũng như đáp ứng biên độ an toàn vốn tốt hơn trong thời gian tới.
- BID hiện đang kinh doanh các sản phẩm bancassurance ở cả lĩnh vực nhân thọ và phi nhân thọ trong thời điểm hiện tại. Ở lĩnh vực phi nhân thọ, BID đang duy trì kết quả kinh doanh tốt với mức tăng của LNNT Q3/2021 đạt 46% so với cùng kỳ. Trong khi đó, bên mảng bảo hiểm nhân thọ, các sản phẩm bảo hiểm và sản phẩm bán chéo của BIDV Metlife đang được khách hàng đón nhận nhiều hơn nhờ quy trình số hóa.

KẾT QUẢ KINH DOANH



DỰ PHÒNG VÀ NỢ XẤU



Nguồn: MSB, Trung tâm nghiên cứu MBS 203

NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (HSX: BID)

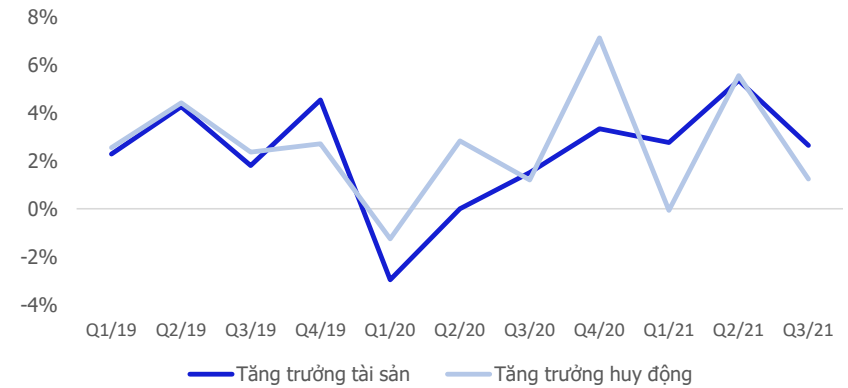


MUA, Giá mục tiêu: 41,000 VND

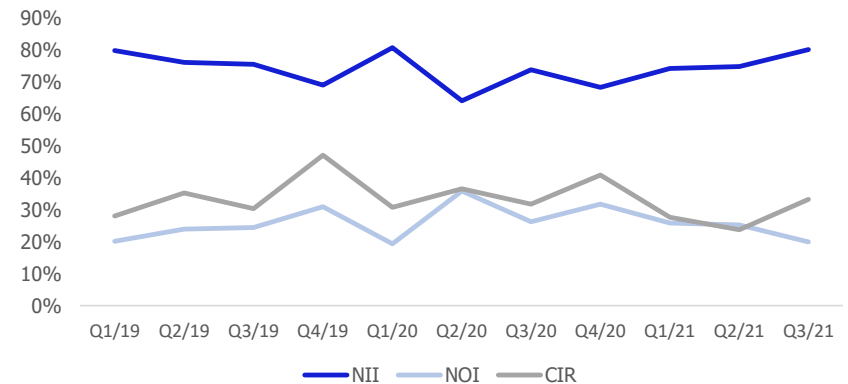
Tăng trưởng tín dụng và huy động ổn định

- **Tốc độ tăng trưởng tín dụng của BID trong Q3/2021 đạt 16.01%, cao hơn CTG (13.21%).** Mức tăng này cũng cao hơn so với quý liền kề Q2/2021 (13.89%) và cao hơn mức tăng trưởng tín dụng tính cho toàn năm 2020 là 8.71%. Dư nợ cho vay tăng nhiều nhất ở nhóm khách hàng cá nhân, chủ yếu là cho vay tiêu dùng.
- **NIM Q3/2021 đạt 3.05%, cao hơn so với cùng kỳ nhưng thấp hơn so với quý liền kề, chủ yếu là do giảm lãi suất cho vay cho khách hàng chịu ảnh hưởng từ Covid-19, và giảm một phần lãi dự thu liên quan tới nợ tái cơ cấu.** Tuy nhiên, với sự hồi phục của nền kinh tế và nhu cầu tiêu dùng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ được cải thiện hơn trong Q4/2021.
- Tổng tiền gửi huy động của Q3/2021 tăng hơn 14.4% so với cùng kỳ, đạt hơn 1,300 tỷ đồng. Đặc biệt, tiền gửi không kỳ hạn đã tăng gần 27% so với Q3/2020. **CASA của Q3/2021 đạt 16.62%, tăng nhẹ 0.48% so với Q3/2020. Tỷ lệ CASA được duy trì với mức tăng ổn định chủ yếu đến từ sự phát triển của dịch vụ ngân hàng số.** Cho đến Q3/2021, các kênh giao dịch số và tự phục vụ đã chiếm tới 91% tổng giao dịch toàn ngân hàng, đưa tỷ trọng giao dịch tại quầy giảm xuống 9% (2020: 13%). Số lượng người dùng cá nhân qua kênh Smart banking trên điện thoại tăng gần 39% so với năm 2020, đạt 6.1 triệu khách hàng, trong khi số lượng khách hàng doanh nghiệp sử dụng kênh iBank tăng gần 32% so với đầu năm, đạt 71,500 khách.
- **Thu nhập từ hoạt động dịch vụ của BID tăng 17% so với cùng kỳ, tập trung chủ yếu ở mảng ngân hàng số, tài trợ thương mại và bảo hiểm.** Trong khi đó, **CIR trong Q3/2021 tăng lên hơn 33% so với mức thấp kỷ lục của Q2/2021 là gần 24%, chủ yếu do mức tăng từ chi phí lương và phụ cấp cho nhân viên** (tăng hơn 66% so với Q2/2021 và tăng hơn 72% so với Q3/2020. Tuy nhiên, theo dự báo của chúng tôi, CIR cả năm 2021 sẽ ở mức khoảng 30%, thấp hơn khoảng 5% so với năm ngoái.
- **Dư nợ tái cơ cấu của BIDV tiếp tục tăng mạnh trong Q3/2021 lên hơn 25 ngàn tỷ đồng, và BIDV dự kiến sẽ phải trích lập dự phòng bổ sung cho nợ tái cơ cấu.** Trước đó, ngân hàng đã ước tính tổng mức dự phòng cho nợ tái cơ cấu trong năm 2021 sẽ lên tới 7 ngàn tỷ đồng, do vậy, chi phí dự phòng tại cuối năm 2021 dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh để đảm bảo cho chất lượng tài sản của BID.

TĂNG TRƯỞNG TÀI SẢN & HUY ĐỘNG



NII & NOI



Nguồn: MSB, Trung tâm nghiên cứu MBS 204

NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (HSX: BID)

MUA, Giá mục tiêu: 41,000 VND

Mô hình dự phóng và Định giá

Năm 2021, do ảnh hưởng của dịch Covid-19 và cũng như Thông tư 03 của NHNN trong việc trích lập dự phòng cho nợ xấu, chúng tôi ước tính chi phí dự phòng của BIDV đạt 30,000 tỷ đồng cho cả năm. Ngoài ra, khoản chi phí này được chúng tôi hoạch tính sẽ tiếp tục tăng lên trong 2 năm tới theo yêu cầu của NHNN và cũng như giúp BIDV có thể giảm thiểu độ rủi ro khi nền kinh tế xảy ra biến động trong tương lai.

Ngoài ra, tăng trưởng tín dụng năm 2021 của BIDV được dự tính là 12% cho cả năm. Đồng thời, với sự thành công trong việc nâng vốn điều lệ lên đứng đầu toàn ngành ngân hàng trong tháng 12, hạn mức tăng trưởng tín dụng của BIDV được dự đoán sẽ có sự cải thiện hơn trong các năm sau, nhằm đem lại thêm lợi nhuận về cho BID.

Chúng tôi định giá BID đạt giá mục tiêu là 41,000 VNĐ, dự phóng kết hợp 2 phương pháp định giá RI và so sánh P/B của các ngân hàng ở Việt Nam và những ngân hàng thương mại cổ phần khác có vốn hoá thị trường lớn và ROEA năm 2021 tương đương. Giá mục tiêu được tính theo phương pháp định giá theo P/B là 40,700 VNĐ (BVPS dự phóng là 17,572 VNĐ và P/B của BID là 2.x) và với phương pháp định giá RI kết quả là 41,200 VNĐ với Re 13.6% và tăng trưởng dài hạn là 5%.

Định giá theo giá trị sổ sách

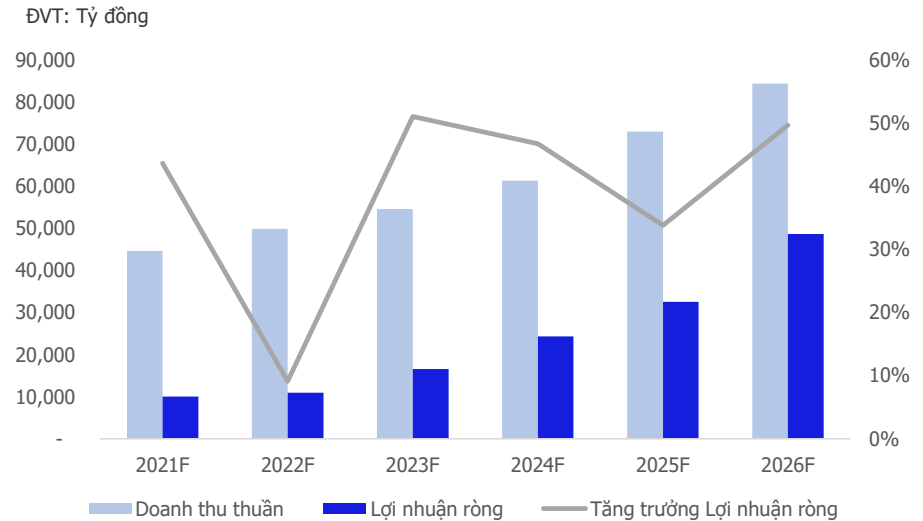
Theo phương pháp P/B, chúng tôi sử dụng P/B bình quân các ngân hàng Việt Nam có vốn hoá lớn hoặc ROEA trên 20%. P/B trung bình ngành là 2.3. Ngoài ra, với lợi thế về mặt tổng tài sản và Vốn điều lệ của BIDV hiện tại, chúng tôi kì vọng P/B của BIDV có mức premium 10% so với toàn ngành.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (RI)

Chúng tôi sử dụng phương pháp này do phần lớn giá trị của ngân hàng phụ thuộc vào giá trị sổ sách tại thời điểm định giá vì vậy giá trị của ngân hàng được định giá sẽ phản ánh gần chính xác nhất giá trị sổ sách thực tế của ngân hàng và ít biến động khi thay đổi các điều kiện dự phóng. Lợi nhuận thặng dư cho cổ đông khá khả quan và tăng lên, đặc biệt là khả năng sinh lời trong những năm sau rất khả quan (tỷ suất sinh lời yêu cầu là Re là 13.6% và tốc độ tăng trưởng đều g là 5%).



MỨC TĂNG TRƯỞNG DOANH THU



Phương pháp	Kết quả	Tỷ trọng	Đóng góp
RI	41,200	50%	20,600
P/B	40,700	50%	20,350
Giá mục tiêu 1 năm			VND 40,950
Giá thị trường (23/12/2021)			VND 34,500
P/B trung bình			2.33

Nguồn: BID, Trung tâm nghiên cứu MBS

NGÂN HÀNG TMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM (HSX: BID)



KẾT QUẢ KINH DOANH		ĐVT	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	tỷ đồng		35,797	44,531	49,843	54,517	61,242
Lãi/Lỗ thuần từ hoạt động dịch vụ	tỷ đồng		5,266	5,388	5,858	6,473	6,951
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	tỷ đồng		1,732	1,906	2,096	2,306	2,536
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	tỷ đồng		479	527	579	637	701
Lãi/(lỗ) thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	tỷ đồng		1,516	1,819	2,183	2,402	2,642
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	tỷ đồng		154	162	170	179	188
Lãi/(lỗ) thuần từ hoạt động khác	tỷ đồng		5,093	5,856	6,149	6,457	6,780
Thu nhập ngoài lãi	tỷ đồng		14,240	15,658	17,036	18,453	19,797
TỔNG THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	tỷ đồng		50,037	60,189	66,878	72,970	81,039
TỔNG CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG	tỷ đồng		17,693	18,148	18,729	19,439	20,180
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CF dự phòng rủi ro tín dụng	tỷ đồng		32,344	42,041	48,149	53,530	60,859
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	tỷ đồng		23,318	29,198	34,163	32,557	30,225
TỔNG LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	tỷ đồng		9,026	12,842	13,986	20,973	30,634
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	tỷ đồng		1,803	2,568	2,797	4,195	6,127
TỔNG LỢI NHUẬN SAU THUẾ	tỷ đồng		7,224	10,274	11,189	16,779	24,507
Lợi ích của cổ đông thiểu số	tỷ đồng		227	227	227	227	227
Cổ đông của Công ty mẹ	tỷ đồng		7,450	10,501	11,416	17,006	24,734
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	đồng		1,447	-	-	-	-

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN		2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	tỷ đồng	12,294	14,960	17,206	19,648	21,403
Tiền gửi tại Ngân hàng nhà nước Việt Nam	tỷ đồng	49,432	93,165	37,225	44,982	82,347
Tiền gửi tại các TCTD khác và cho vay các TCTD khác	tỷ đồng	85,348	135,708	173,888	200,975	191,473
Chứng khoán kinh doanh	tỷ đồng	10,170	9,555	11,938	12,899	14,843
Các công cụ tài chính phái sinh và các tài sản tài chính khác	tỷ đồng	168	168	168	168	168
Cho vay khách hàng	tỷ đồng	1,195,240	1,340,274	1,525,047	1,724,560	1,940,854
Hoạt động mua nợ	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Chứng khoán đầu tư	tỷ đồng	125,115	126,572	132,136	139,645	148,515
Góp vốn, đầu tư dài hạn	tỷ đồng	2,761	3,352	3,717	4,166	4,757
Tài sản cố định	tỷ đồng	10,422	11,154	11,436	11,981	12,419
Bất động sản đầu tư	tỷ đồng	-	-	-	-	-
Tài sản Cố khác	tỷ đồng	25,736	31,442	34,869	39,013	44,595
TỔNG TÀI SẢN	tỷ đồng	1,516,686	1,766,350	1,947,630	2,198,038	2,461,374

TỔNG NỢ PHẢI TRẢ		tỷ đồng	1,437,039	1,677,461	1,848,791	2,083,658	2,323,725
Các khoản nợ chính phủ và NHNN Việt Nam	tỷ đồng		17,223	75,856	54,233	79,500	79,191
Tiền gửi và vay các TCTD khác	tỷ đồng		82,261	92,749	105,382	119,281	134,079
Tiền gửi của khách hàng	tỷ đồng		1,226,674	1,381,061	1,543,396	1,720,570	1,926,004
Công cụ tài chính phái sinh và các khoản nợ tài chính khác	tỷ đồng		-	-	-	-	-
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư của Chính phủ và các tổ chức tín dụng khác	tỷ đồng		12,853	14,738	16,606	18,876	21,173
Phát hành giấy tờ có giá	tỷ đồng		63,237	70,721	82,830	91,979	103,755
Các khoản nợ khác	tỷ đồng		34,792	42,337	46,343	53,453	59,524
VỐN CHỦ SỞ HỮU	tỷ đồng		79,647	88,889	98,839	114,379	137,648
Vốn điều lệ	tỷ đồng		54,780	65,146	65,146	65,146	65,146
Cổ phiếu quỹ	tỷ đồng		8,064	10,405	13,490	17,748	24,288
Vốn khác	tỷ đồng		50	50	50	50	50
Quỹ của tổ chức tín dụng	tỷ đồng		-	-	-	-	-
Lợi nhuận chưa phân phối	tỷ đồng		13,517	10,054	16,919	28,202	44,930
Lợi ích của cổ đông thiểu số	tỷ đồng		3,235	3,235	3,235	3,235	3,235
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	tỷ đồng		1,516,686	1,766,350	1,947,630	2,198,038	2,461,374

Nguồn: BID, MBS tổng hợp

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH THEO QUÝ	ĐVT	Quý 2 2020	Quý 3 2021	YoY
Thu nhập lãi thuần	tỷ đồng	9,144	12,205	33%
Thu nhập ngoài lãi	tỷ đồng	3,248	3,042	-6%
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	12,393	15,247	23%
Chi phí hoạt động	tỷ đồng	3,931	5,071	29%
Lợi nhuận trước chi phí dự phòng	tỷ đồng	8,461	10,176	20%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	tỷ đồng	5,758	7,502	30%
Lợi nhuận trước thuế	tỷ đồng	2,703	2,674	-1%
Tăng trưởng tín dụng so với đầu kỳ		3%	9%	
Tăng trưởng tiền gửi KH so với đầu kỳ		3%	7%	
Chi phí hoạt động/ Tổng thu nhập hoạt động		32%	33%	

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	ĐVT	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng TS & LN						
TT về tài sản	%	1.79	16.46	10.26	12.86	11.98
TT dư nợ & đầu tư	%	6.17	10.98	13.18	12.42	12.04
TT tiền gửi của KH & Phát hành GTCC	%	9.60	12.55	12.02	11.46	11.98
TT LN trước chi phí dự phòng & thuế	%	4.80	29.98	14.53	11.18	13.69
TT lợi nhuận trước thuế	%	(15.90)	42.28	8.91	49.96	46.06

An toàn vốn						
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	lần	18.04	18.87	18.70	18.22	16.88
Vốn CSH/Tổng TS	%	5.25	5.03	5.07	5.20	5.59
Tổng TS/Vốn CSH	lần	0.19	0.20	0.20	0.19	0.18

Chất lượng TS						
Nợ xấu (nhóm 3-5)	%	1.76	1.50	1.67	1.64	1.60
Nợ nhóm 2	%	1.12	1.40	1.59	1.37	1.45
Dự phòng cho vay KH/ Nợ xấu	%	89.17	96.75	98.06	95.23	95.25

Thanh khoản						
Dư nợ/ vốn huy động	%	89.68	89.21	90.67	91.81	92.19
TS thanh khoản cao/ Tổng TS	%	9.71	13.82	11.74	12.10	12.01
TS thanh khoản cao/ Tiền gửi KH	%	12.00	17.68	14.81	15.46	15.35

Lợi nhuận						
ROA	%	0.46	0.57	0.56	0.75	0.99
ROE	%	8.78	11.30	11.09	14.47	17.64
NIM	%	2.43	2.77	2.74	2.69	2.69
Thu nhập lãi thuần/Tổng thu nhập hoạt động	%	71.54	73.99	74.53	74.71	75.57
Chi phí hoạt động/ Tổng thu nhập hoạt động	%	35.36	30.15	28.01	26.64	24.90

Định giá						
EPS (cơ bản)	đồng	1,740	1,986	2,167	3,272	4,800
BVPS	đồng	19,803	17,572	19,539	22,611	27,211
P/E	lần	19.83	17.37	15.92	10.54	7.19
P/B	lần	1.74	1.96	1.77	1.53	1.27

Ngành thép

Dương thiện chí

Chi.duongthien@mbs.com.vn

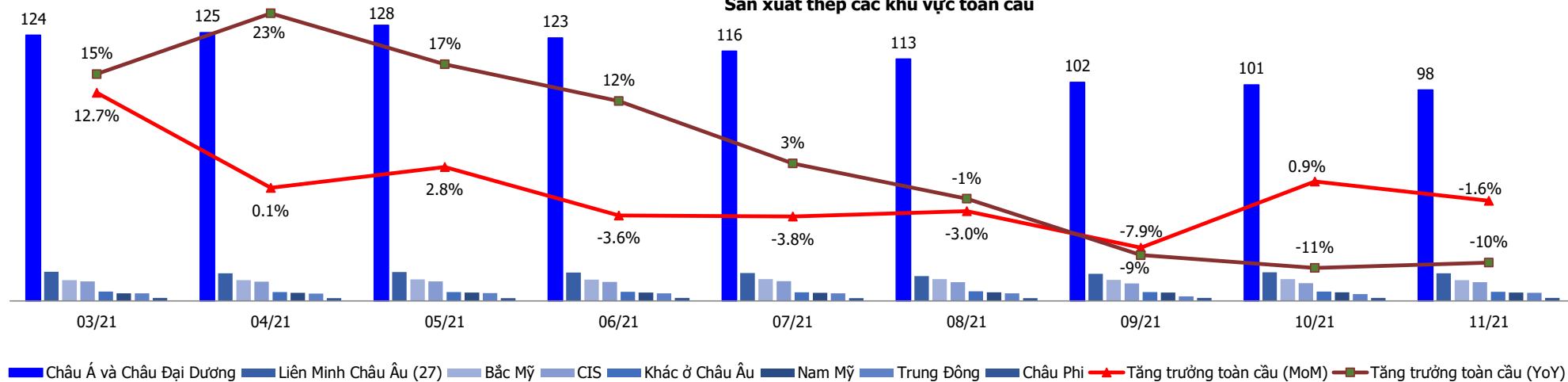
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP THẾ GIỚI



Sản lượng sản xuất và nhu cầu thép các khu vực toàn cầu

- Mặc dù tốc độ tiêm chủng trên toàn thế giới đang dần được bao phủ, nhưng tốc độ lây lan cao của biến thể mới Omicron đang gây ra nhiều lo ngại trên toàn cầu. Sản lượng sản xuất thép ở đa số các khu vực toàn cầu đang có dấu hiệu phục hồi trong tháng 10 so với tháng trước liền kề nhưng tiếp tục có dấu hiệu suy giảm trong tháng 11.
- Nhu cầu thép tại các quốc gia Châu Âu đã bắt đầu phục hồi từ nửa cuối năm 2020, tất cả các lĩnh vực sử dụng thép tại các quốc gia này đang có dấu hiệu phục hồi tích cực mặc dù tình hình dịch bệnh vẫn còn đang tiếp tục diễn ra. Điển hình là nền kinh tế nước Anh đang có số ca nhiễm về biến thể Omicron cao kỷ lục.
- Dù chiến dịch tiêm chủng ở một số nước châu Á được khởi động sau châu Âu và Mỹ, một phần do khó tiếp cận nguồn cung, tốc độ triển khai tiêm vaccine ở khu vực nhanh chóng sụt giảm trong những tháng gần đây. Điều này dẫn đến tình hình dịch bệnh ở các nước tại Châu Á đã duy trì tỷ lệ lây nhiễm thấp và dần mở cửa thích ứng với bình thường mới. Nhu cầu thép vẫn có dấu hiệu tích cực nhờ các chương trình cơ sở hạ tầng và thương mại toàn cầu của chính phủ đang được phục hồi.
- Sự phục hồi của khu vực ASEAN được dự kiến sẽ chỉ ở mức trung bình do các dự án cơ sở hạ tầng bị trì hoãn cũng như sự di chuyển lao động bị hạn chế. Trong năm 2020, các quốc gia ở Mỹ Latinh bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch dẫn đến nhu cầu về thép có dấu hiệu không được khả quan. Theo dự báo trong năm 2022 tăng trưởng của các khu vực này có thể bị suy yếu do tác động từ các vấn đề cơ cấu phức tạp bao gồm lạm phát cao, thâm hụt tài khóa gia tăng và bất ổn chính trị.

Sản xuất thép các khu vực toàn cầu



Nguồn: worldsteel, MBS Research

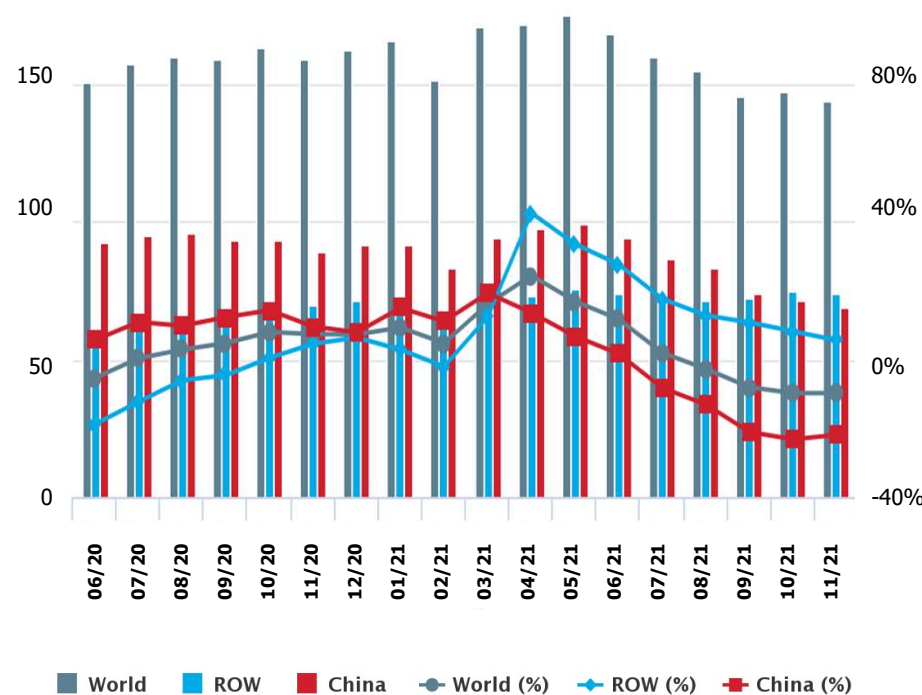
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP THẾ GIỚI



Sản lượng sản xuất và nhu cầu thép các khu vực toàn cầu

- Trong giai đoạn từ năm 2020 đến đầu năm 2021, nền kinh tế Trung Quốc vẫn tiếp tục duy trì đà phục hồi mạnh mẽ. Tuy nhiên, kể từ tháng 6/2021 tốc độ phục hồi đã hạ dần dẫn đến nhu cầu thép từ đó cũng suy giảm. Sự suy giảm một phần là do ảnh hưởng bởi các yếu tố không thường xuyên như thời tiết bất lợi, nhưng nguyên nhân chính vẫn đến từ sự tăng trưởng chậm lại trong lĩnh vực bất động sản và sự kiểm soát sản lượng sản xuất thép của chính phủ với mục tiêu tái cân bằng và bảo vệ môi trường. Bên cạnh đó, đầu tư cơ sở hạ tầng không được thu hút vào năm 2021 do cạn kiệt cơ hội đầu tư cũng như khả năng tài trợ của chính quyền địa phương bị hạn chế. Với các tác động này, nhu cầu thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ tăng trưởng âm trong thời gian còn lại của năm 2021 và sẽ không tăng trưởng vào năm 2022.
- Tại Đức, nhu cầu thép đang được vực dậy nhờ xuất khẩu của đất nước này, đồng thời nền tảng của các hoạt động sản xuất cũng đến từ xuất khẩu.
- Mặt khác, dù chịu ảnh hưởng nặng nề nhất trong các quốc gia ở EU, nhưng Ý đang có tốc độ phục hồi nhanh hơn hẳn so với các quốc gia trong khu vực, sự phục hồi mạnh mẽ này đến từ các lĩnh vực xây dựng và thiết bị gia dụng. Trong năm 2021, Ý được dự báo sẽ phục hồi về mức trước khi đại dịch diễn ra.
- Mexico có sự phục hồi mạnh hơn dự kiến nhờ các hoạt động công nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực ô tô.
- Với việc tạm dừng cấp phép xây dựng tại các khu vực đô thị quá đông đúc, nhu cầu thép của Ai Cập bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Tuy nhiên, các tác động tiêu cực của đại dịch phần nào được thuyên giảm nhờ các dự án lớn khác của chính phủ đồng thời hỗ trợ phục hồi vào năm 2021.
- Lĩnh vực sản xuất ô tô của Nga phục hồi mạnh mẽ hỗ trợ cho nhu cầu về thép gia tăng trở lại sau khi có đà suy giảm vào năm 2020. Bên cạnh đó, lĩnh vực xây dựng cũng đang được hỗ trợ bởi những chương trình trợ cấp thế chấp từ chính phủ.

Sản xuất thép tại Trung Quốc và thế giới



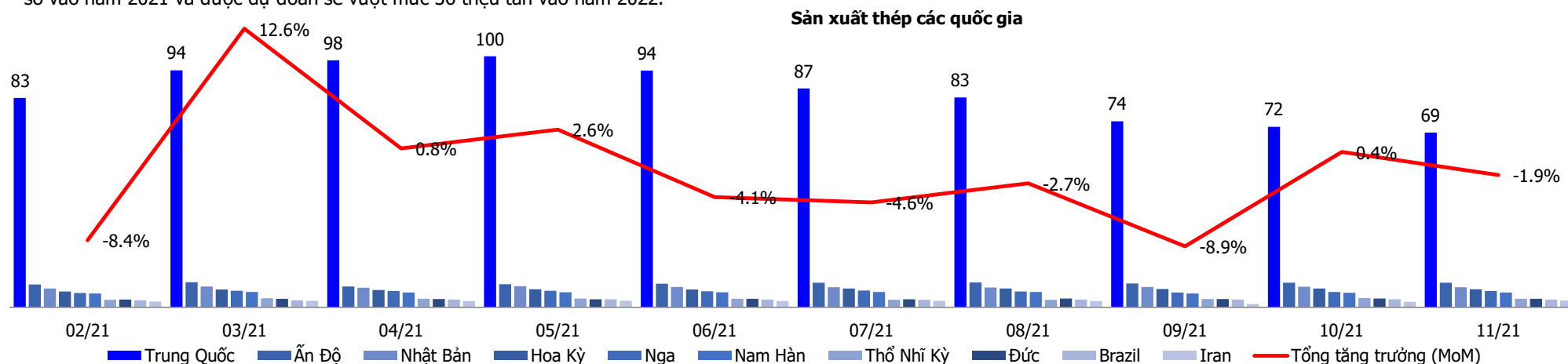
Nguồn: worldsteel, MBS Research

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP THẾ GIỚI



Sản lượng sản xuất và nhu cầu thép các khu vực toàn cầu

- Bằng việc cải thiện xuất khẩu và đầu tư vào các cơ sở sản xuất, nhu cầu về thép tại Hàn Quốc dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2021 ở mức tương đương năm 2019. Trong đó, xây dựng sẽ được hỗ trợ bởi các chương trình xây dựng dân dụng công cộng và khu dân cư. Đồng thời, các đơn đặt hàng hàng vận chuyển mới đã tăng vọt vào năm 2021, điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu thép của Hàn Quốc trong những năm tới.
- Từ tháng 4/2021-6/2021, nền kinh tế Ấn Độ tiếp tục hứng chịu đợt sóng thứ 2 từ đại dịch có mức độ nghiêm trọng hơn khiến cho tăng trưởng tất cả các lĩnh vực đều suy giảm. Sau đợt sóng này, tất cả các ngành nghề tại Ấn Độ đã phục hồi trở lại và dự kiến nhu cầu về thép cũng sẽ phục hồi mạnh mẽ với mục tiêu ước tính đạt mốc 100 triệu tấn trong năm 2021. Hưởng ứng từ chính sách kích thích của chính phủ và hoạt động xây dựng mạnh mẽ, Brazil đã ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong năm 2020, song song đó nhu cầu về thép được dự báo sẽ tiếp tục có tốc độ tăng trưởng vượt trội vào cuối năm cao hơn tốc độ tăng trưởng nửa đầu năm 2021. Theo dự báo của hiệp hội thép thế giới, nhu cầu về thép sẽ tăng 4.5% vào năm 2021 và 2.2% vào năm 2022.
- Lĩnh vực xuất khẩu, đầu tư và tiêu dùng đang phát triển trở lại tại Nhật Bản thúc đẩy nhu cầu thép tại quốc gia này đang dần được phục hồi. Xây dựng tư nhân vẫn đang suy giảm, tuy nhiên nhà kho, trung tâm phân phối, sản xuất ô tô, máy móc và xây dựng dân dụng đang tiếp tục củng cố nhu cầu thép tại Nhật. Trong năm 2022, tiêu dùng và đầu tư được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ trở lại qua đó hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng tất cả các ngành sử dụng thép. Nền kinh tế Thổ Nhĩ Kỳ đang có xu hướng phục hồi mạnh mẽ từ quý 3/2020 và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2021. Với các dự án cơ sở hạ tầng và hoạt động công nghiệp, nhu cầu thép của Thổ Nhĩ Kỳ sẽ tiếp tục cho thấy mức tăng trưởng cao hai con số vào năm 2021 và được dự đoán sẽ vượt mức 36 triệu tấn vào năm 2022.



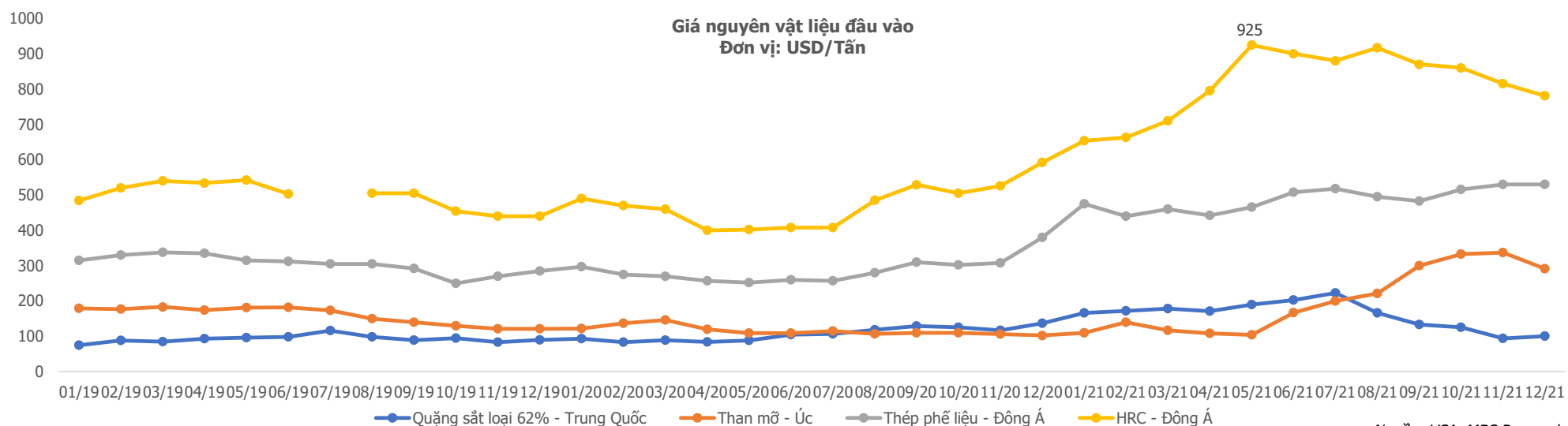
Nguồn: worldsteel, MBS Research

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP THẾ GIỚI



Tình hình giá nguyên vật liệu đầu vào

- Nhập khẩu quặng sắt tại Trung Quốc liên tục giảm đến từ việc cắt giảm sản lượng thép và các hạn chế về năng lượng cũng như mùa đông đang đến gần. Tuy nhiên, có nhiều giao dịch giá ổn định hơn do giá được cho là đã tạm thời chạm đáy. Trong khi đó, nhu cầu về quặng sắt cao cấp tăng lên do Trung Quốc đang tìm cách tiết kiệm chi phí cho các hoạt động của lò cao.
- Các quốc gia lớn như Úc và Brazil đang tăng cường xuất khẩu quặng sắt điều này sẽ góp phần dẫn đến sự suy giảm về giá quặng sắt trong thời gian tới. Nhu cầu về quặng sắt không tăng cao nên phần nào đã tác động lên sự suy giảm của giá quặng sắt trong giai đoạn cuối năm 2021.
- Tại Mỹ và Châu Âu thị trường thép cuộn cán nóng (HRC) đang có dấu hiệu khả quan hơn vào giai đoạn cuối năm 2021 cũng như đầu năm 2022 thì thị trường HRC tại châu Á đang có dấu hiệu suy yếu dần bắt đầu vào giữa tháng 11.
- Do nhu cầu về thép thành phẩm kém nên thị trường nhập khẩu thép phế tại Thổ Nhĩ Kỳ đang có sự suy giảm. Mặt khác, thép phế liệu vùng Trung Tây của Mỹ vẫn giữ mức ổn định. Tại Châu Á – Thái Bình Dương, nhu cầu về nguyên liệu suy yếu đến từ việc cắt giảm sản lượng thép và nguồn cung than trong nước tăng lên dẫn đến giá than từ các quốc gia này giao cho Trung Quốc tiếp tục đà giảm.

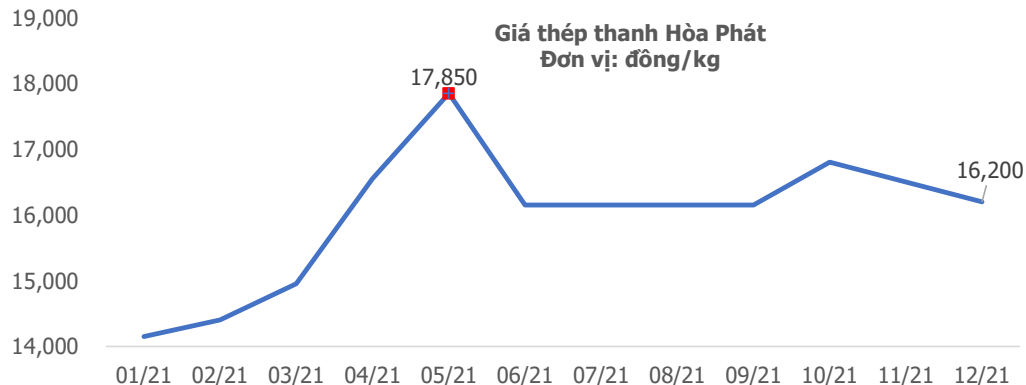
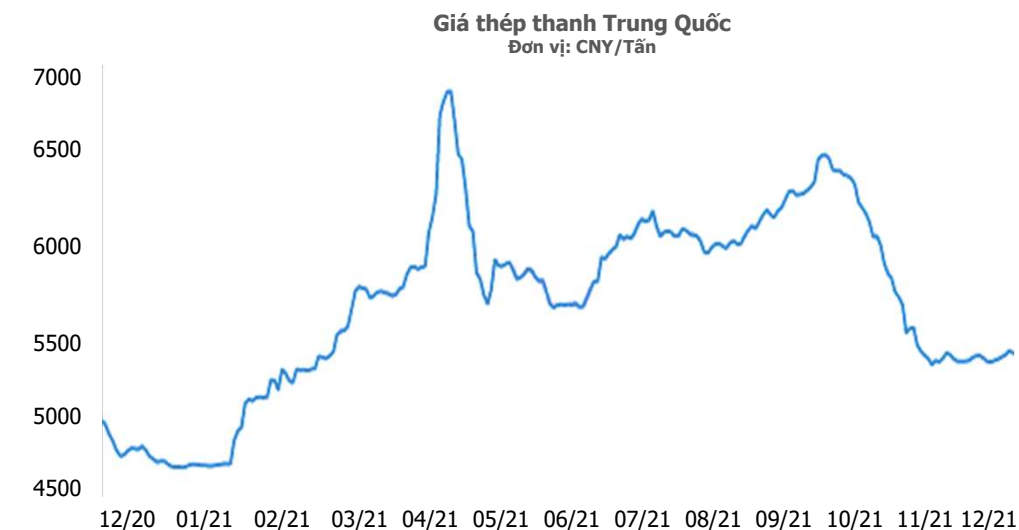


TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP THẾ GIỚI



Tình hình giá thép

- Sau đà tăng mạnh giá thép từ đầu năm do giá nguyên vật liệu thô đầu vào cũng như giá cước vận tải biển tăng mạnh thì những tháng cuối năm giá thép tại Trung Quốc đang tiếp tục suy giảm và chưa có dấu hiệu tăng trở lại. Nhiều dự đoán cho rằng lượng cung thép có thể vượt quá nguồn cầu, điều này do tình hình doanh số bán nhà và mua đất trong năm 2021 có dấu hiệu suy giảm và sự kiện vỡ nợ từ Evergrande dẫn đến thị trường bất động sản và xây dựng trong Quý 1/2022 có thể không được khả quan.
- Giá thép tại thị trường EU đang có mức giá cao hơn trung bình thế giới đến từ các hạn mức quota với các sản phẩm thép nhập khẩu. Tuy nhiên, EU sẽ có cơ hội tăng sản lượng bán thép thanh sang thị trường Hoa Kỳ sau khi thỏa thuận mới được thực hiện vào đầu tháng 11.
- Tương tự, giá thép tại thị trường Mỹ cao hơn mức trung bình thế giới đến từ mức thuế suất 25% đối với các sản phẩm thép nhập khẩu từ quốc gia này nhập ròng thép lớn nhất thế giới.
- Thị trường thép tấm tại Mỹ và Châu Âu đang có dấu hiệu phục hồi vào cuối năm 2021.
- Giá thép tại các thị trường hiện nay chịu ảnh hưởng nhiều bởi công nghệ sản xuất và giá cước vận chuyển nguyên vật liệu tăng cao.
- Giá thép Việt Nam đang giữ vững ở mức 16.000 -16500 VNĐ/kg do cạnh tranh thị phần giữa các doanh nghiệp trong nước.



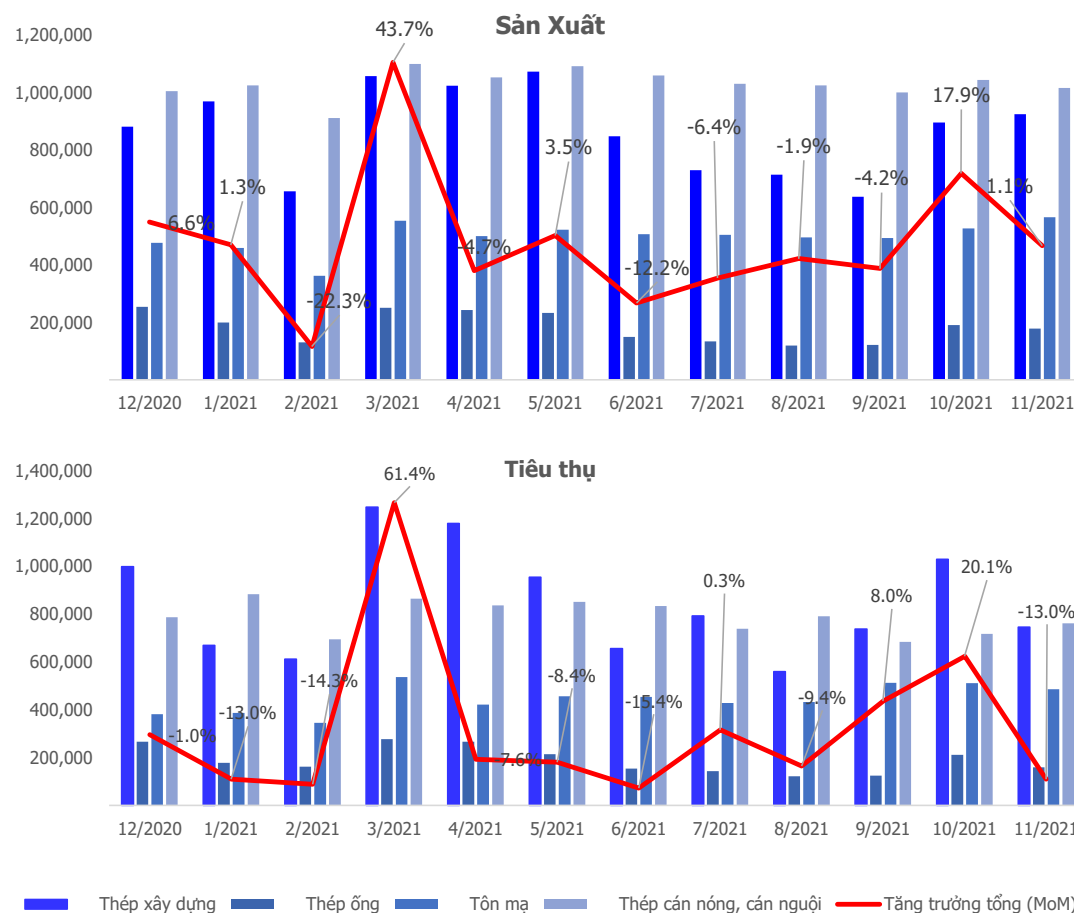
Nguồn: Fiinpro, tradeeconomics, MBS Research

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP VIỆT NAM



Sản xuất và tiêu thụ

- Trong giai đoạn quý 3 năm 2021, sản xuất thép tại Việt nam vẫn giữ mức tương đối ổn định mặc dù tác động tiêu từ việc giãn cách xã hội là rất lớn. Cụ thể, sản xuất thép thành phẩm trong tháng 9 đạt 2,4 triệu tấn, giảm 3,97% so với tháng 8/2021 và tương đương với mức sản lượng cùng kỳ năm 2020. Trong đó, thép xây dựng trong Q3/2021 ghi nhận mức suy giảm -15% YoY và -29% QoQ, trong khi đó chiếm tỉ trọng lớn nhất là HRC ghi nhận mức tăng trưởng 24% YoY nhưng lại giảm so với quý 2/2021 là -5%.
- Tổng 9 tháng đầu năm 2021, sản lượng sản xuất đạt hơn 24 triệu tấn, tăng hơn 34% YoY. Với việc xóa bỏ giãn cách xã hội, sản xuất thép trong tháng 10 đã tăng trưởng mạnh trở lại đạt tốc độ gần 18% so với tháng 9. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sản xuất có phần suy giảm, điển hình là ống thép có mức suy giảm -7% so với tháng 10.
- Trong quý 3/2021, tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng suy giảm -25% QoQ và -24% YoY đạt hơn 2 triệu tấn, sản lượng tiêu thụ thép ống ghi nhận mức giảm sâu hơn ở con số -39% QoQ và -24% YoY đạt gần 400 nghìn tấn. Trong khi đó, HRC ghi nhận mức tăng trưởng 38% YoY tuy nhiên so với quý 2/2021 đã có sự suy giảm. Sản lượng tiêu thụ trong tháng 10 đang có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ đạt mức tăng trưởng hơn 20% so với tháng 9 liền kề. Dù vậy, tình hình tiêu thụ trong tháng 11 có mức tăng trưởng -13% so với tháng 10 và -8.6% so với cùng kỳ, trong đó suy giảm nhiều nhất là thép xây dựng và thép ống lần lượt là -28% và -25% so với tháng 10.
- Nền kinh tế Việt Nam đã hứng chịu rất nhiều thiệt hại trong quý 3/2021, do vậy sản lượng sản xuất và tiêu thụ đã suy giảm đáng kể. Tình hình sản xuất và tiêu thụ trong tháng 9 và 10 đang có dấu hiệu rất tích cực, tuy nhiên trong tháng 11 đang có dấu hiệu suy giảm về cả sản xuất và tiêu thụ. Dù vậy, với khả năng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ thép trong năm 2022 sẽ sớm tăng trưởng mạnh trở lại với các chính sách hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng từ chính phủ nhằm vực dậy nền kinh tế.



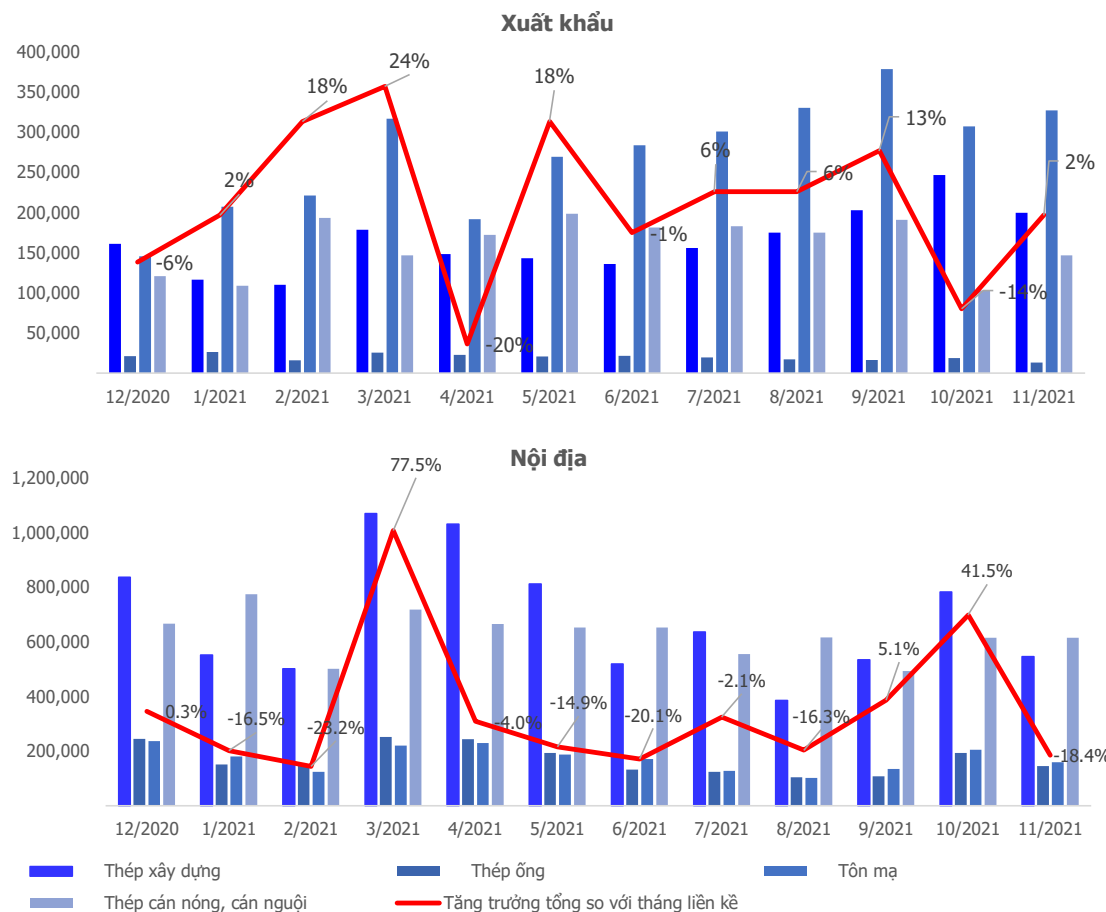
Nguồn: Finpro, MBS Research

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP VIỆT NAM



Tiêu thụ xuất khẩu và nội địa

- Sản lượng xuất khẩu thép tại Việt Nam đã vực dậy từ tháng 7/2021 với tổng sản lượng hơn 600 nghìn tấn, tăng 55% YoY và 15% so với tháng 6/2021. Xu thế này tiếp tục được duy trì và kéo dài đến tháng 9/2021 đạt sản lượng xuất khẩu đến gần 800 nghìn tấn, tăng 58% YoY và 16% so với tháng 8. Trong đó, thép xây dựng ghi nhận mức tăng trưởng 13% YoY và 16% so với tháng liền kề trước đó. Đặc biệt, chiếm tỉ trọng lớn nhất là lượng xuất khẩu tôn mạ chiếm tỉ trọng gần 50% tổng sản lượng xuất khẩu đạt hơn 370 nghìn tấn tăng trưởng 102% YoY và 15% so với tháng liền kề trước đó. Tôn mạ là sản phẩm hay được ưa dùng trong các dự án khu công nghiệp, do vậy việc sản lượng xuất khẩu tôn mạ được tăng mạnh đến từ việc tái hoạt động các khu công nghiệp sản xuất của nền kinh tế toàn cầu.
- Tổng sản lượng xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm đạt gần 6 triệu tấn tăng hơn 78% YoY. Trong đó, chiếm tỉ trọng cao nhất là tôn mạ với gần 45% tổng sản lượng xuất khẩu đạt hơn 2.5 triệu tấn, kể đến là HRC và thép xây dựng với tỉ trọng lần lượt là 28% và 24%. Sản lượng xuất khẩu trong tháng 10 có phần suy giảm nhẹ so với tháng 9 phần nào do sự phục hồi mạnh mẽ từ nhu cầu nội địa tăng mạnh gần 42% so với tháng 9 liền kề. Tuy nhiên sản lượng sản xuất đã vực dậy trở lại trong tháng 11 với mức tăng trưởng 2% so với tháng 10. Trong đó, thép cán nóng cán nguội ghi nhận mức tăng trưởng mạnh là 42% nhưng thép ống có đà suy giảm với mức tăng trưởng -30% so với tháng 10.
- Tiêu thụ nội địa đáng có đà phục hồi từ tháng 8 đến tháng 10 trong đó thép xây dựng có mức tăng trưởng cao nhất. Tuy nhiên trong tháng 11 tiêu thụ nội địa ghi nhận mức suy giảm -18% so với tháng 10. Trong đó, thép ống và thép xây dựng ghi nhận mức suy giảm lần lượt là -30% và -19% so với tháng 10 và tiêu thụ về thép cán nóng và cán nguội không thay đổi. Dù vậy, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ nội địa sẽ nhanh chóng được phục hồi dựa trên cơ sở thúc đẩy phát triển kinh tế từ chính phủ trong năm 2022 với nhiều chính sách đầu tư công và phát triển cơ sở hạ tầng.

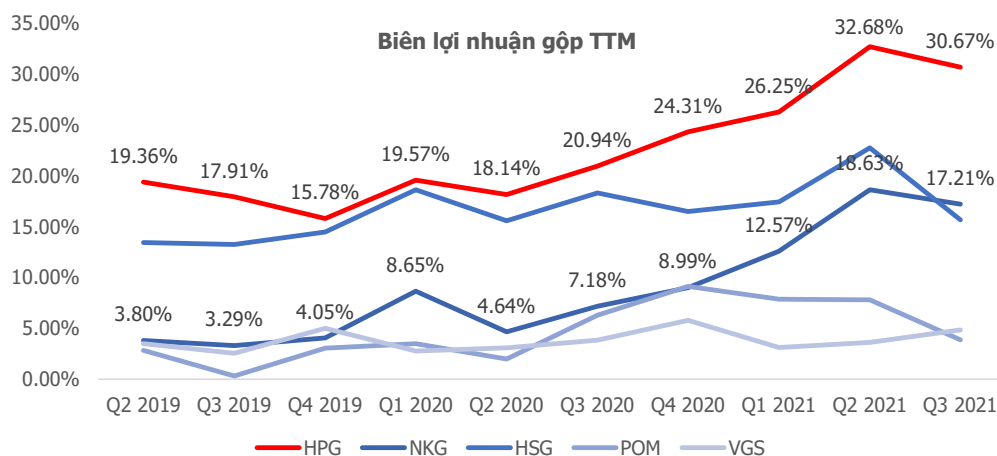
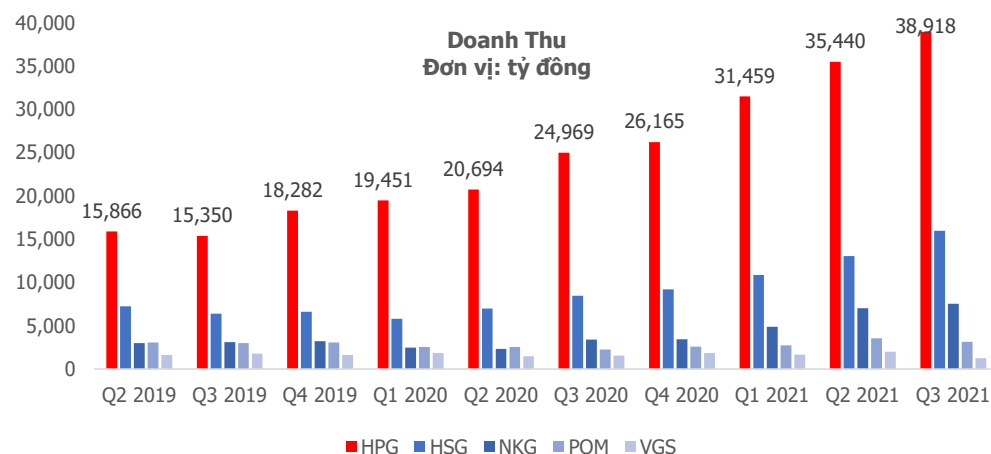
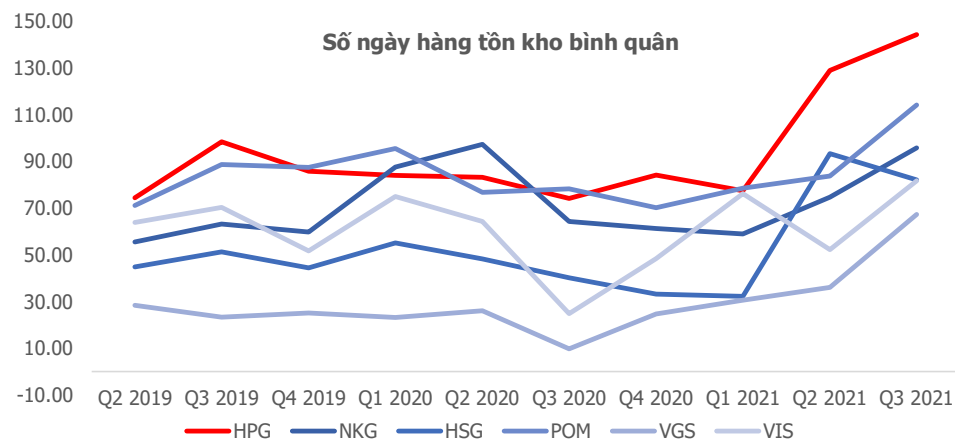


Nguồn: Fiinpro, sunsirs, MBS Research

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP VIỆT NAM

Tổng quan hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp

- Doanh thu các doanh nghiệp thép tại Việt Nam vẫn đạt mức tăng trưởng đều theo quý. Trong đó dẫn đầu ngành là Hòa Phát với mức doanh thu ghi nhận trong quý 3 đạt gần 40 nghìn tỷ đồng.
- Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thép đều tăng mạnh trong quý 2 bởi giá thép trong khoản thời gian này ghi nhận sự tăng trưởng đột biến, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp có sự suy giảm nhẹ trong quý 3 do giá thép phần nào trên thị trường đã suy giảm cộng với sự tăng nhẹ của giá nguyên vật liệu đầu vào cũng như chi phí vận chuyển tăng cao. Dù vậy, với một số doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh cũng như kế hoạch kinh doanh tốt đã kiểm soát được đà suy giảm biên lợi nhuận gộp. Điển hình là Hòa Phát chỉ suy giảm 2% từ hơn 32% về chỉ còn hơn 30% và Nam Kim từ gần 19% giảm về còn hơn 17%.



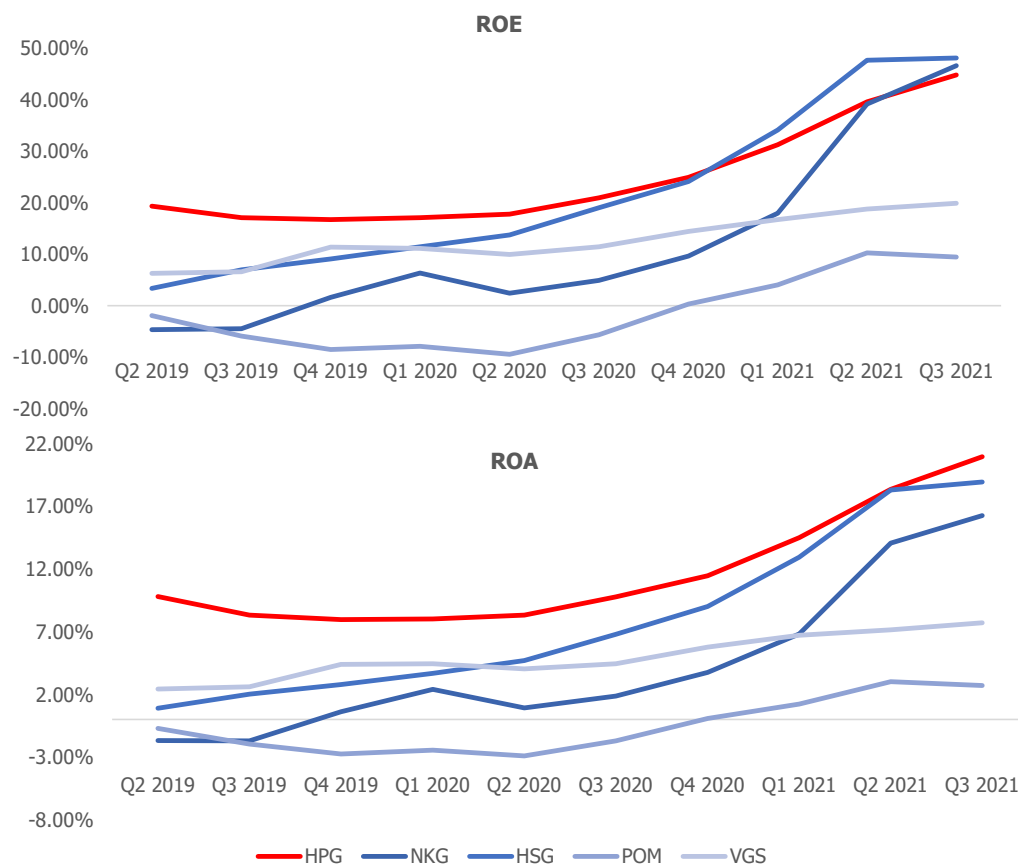
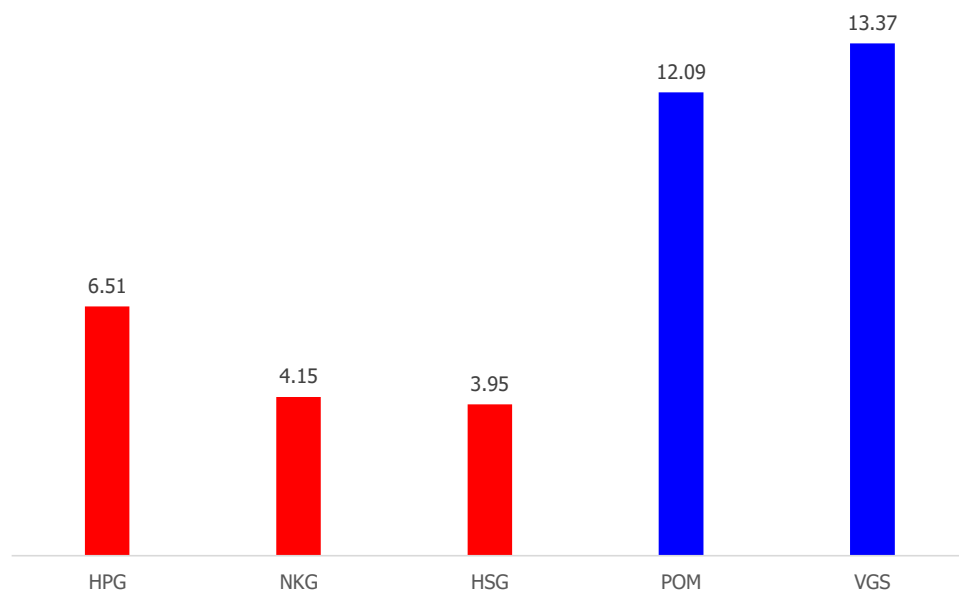
Nguồn: Fiintrade, MBS Research

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP VIỆT NAM

Tổng quan hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp

- Tỷ suất sinh lợi ROE và ROA của doanh nghiệp đều có đà tăng trưởng mạnh từ quý 2/2020 đến nay. Trong đó điển hình là 3 doanh nghiệp đầu ngành Hòa Phát, Nam Kim và Hoa Sen với tỷ suất sinh lợi ROE trong quý 3 lần lượt là 44%, 46% và 48%. Bên cạnh đó, ROA lần lượt là 21%, 16% và 19%. Bên cạnh đó, mức P/E tại thời điểm quý 3/2021 cho cả 3 doanh nghiệp này lần lượt đều khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành lần lượt là 6.51 lần, 4.15 lần và 3.95 lần.

P/E quý 3/2021



Nguồn: Fiiitrade, MBS Research

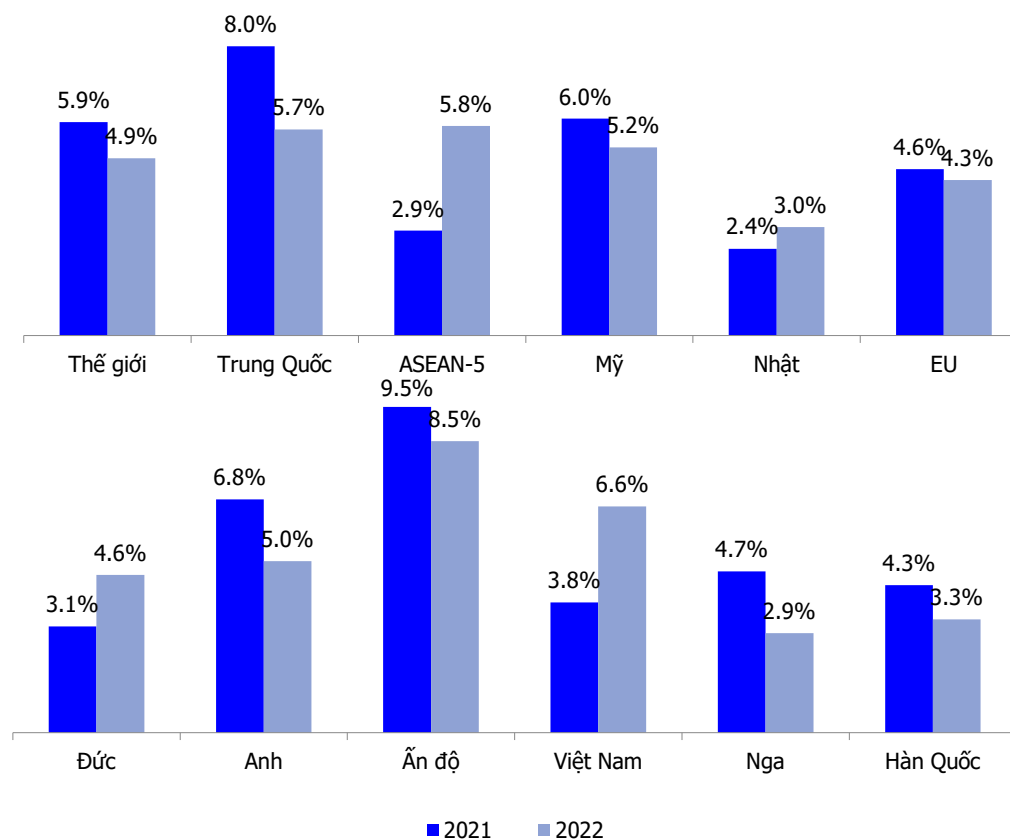
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG THÉP VIỆT NAM



Triển vọng từ nền kinh tế thế giới và Việt Nam

- **Thị trường nội địa:** Tại Việt Nam, nền kinh tế đã mở cửa trở lại sau nhiều tháng giãn cách vì covid. Song song đó việc kiểm soát tình hình dịch luôn được chú trọng từ đó giúp cho hầu hết các khu vực kinh tế dần hồi phục trong quý 4/2021 và cả năm 2022. GDP năm 2022 được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng ấn tượng là 6.6% thuộc trong nhóm dẫn đầu khu vực ASEAN. Với kỳ vọng lạc quan vào tình hình phục hồi và phát triển nền kinh tế Việt Nam nhu cầu thép tại thị trường nội địa sẽ có xu hướng tăng mạnh nhờ:
 - ✓ Đầu tư công nhằm phát triển cơ sở hạ tầng được thúc đẩy mạnh mẽ.
 - ✓ Nguồn cung bất động sản nhà ở, chung cư, bất động sản bán lẻ và các dự án đại đô thị trong năm 2022 được phục hồi.
- **Thị trường xuất khẩu:** Trung Quốc được dự báo có mức tăng trưởng GDP cao bậc nhất trên thế giới vào năm 2021, tuy nhiên chính phủ nước này đang theo đuổi chính sách vì mục tiêu xanh và kiểm soát lượng chất thải gây ô nhiễm cho nước này. Từ đầu năm 2021, Chính phủ Trung Quốc đã cam kết tiếp tục cắt giảm sản lượng thép và cảnh báo sẽ áp dụng các biện pháp trừng phạt nếu một số nhà máy luyện thép không tuân theo chính sách này. Với chính sách này sẽ tạo điều kiện cho các nước sản xuất thép khác trên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ hưởng lợi lớn từ việc đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường nước ngoài.
- **Rủi ro:** thị trường bất động sản tại Trung Quốc đang có dấu hiệu suy giảm trong năm 2022 bởi sự kiện Evergrande và chính sách 3 lần ranh đỏ. Mặt khác, thông tư 16 sẽ kiểm soát chặt chẽ hơn về việc phát hành trái phiếu, điều này sẽ gây nhiều khó khăn cho việc gia tăng vốn vay của các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam trong thời gian tới.

Dự báo tăng trưởng GDP – IMF tháng 10/2021



Nguồn: IMF, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)



MUA - Giá mục tiêu: 65,300 VND/cp (+42%)

Luận điểm đầu tư

Công ty cổ phần tập đoàn Hòa Phát đã và đang tiếp tục cho thấy sự hoạt động hiệu quả của mình trong giai đoạn quý 3 cũng như 9 tháng đầu năm 2021. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu HPG với các luận điểm sau đây : (1) Tận dụng và duy trì vị thế dẫn đầu ngành, (2) kiểm soát chi phí tốt với biên lợi nhuận gộp cao, (3) kết hoạch phát triển, mở rộng năng lực sản xuất với các dự án Dung Quất 2 và 3 đồng thời chủ động trong nguyên liệu đầu vào trong tương lai và (4) tăng trưởng tiêu thụ nội địa khi nền kinh tế Việt Nam phục hồi và hưởng lợi tăng trưởng xuất khẩu khi Trung Quốc đang hạn chế sản xuất.

Cập nhật doanh nghiệp

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ duy trì khả quan : Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG cho 9T/2021 đạt gần 2.8 triệu tấn (+13% YoY) và thép cuộn cán nóng (HRC) đạt hơn 2.3 triệu tấn.

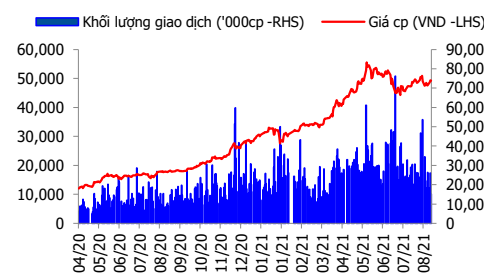
Kết quả kinh doanh ấn tượng . Doanh thu và lợi nhuận quý 3 của Tập đoàn Hòa Phát đạt lần lượt là 38.900 tỷ đồng (+90% YoY), và 10.350 tỷ đồng (+174% YoY). Biên LN gộp (BLNG) Q3/21 đạt 11.800 tỷ đồng (+129% YoY). Lũy kế 9T21, HPG ghi nhận 104.900 tỷ đồng doanh thu (+68% YoY) và 27.000 tỷ đồng LN ròng (+207% YoY).

Phát triển chuỗi giá trị và qui mô sản xuất : Dung Quất 2 sẽ bắt đầu khởi công vào năm 2022 và HPG có kế hoạch sản xuất container và điện máy gia dụng nhằm mở rộng chuỗi giá trị. Đồng thời có kế hoạch đầu tư xây dựng Dung Quất 3.

Định giá : Chúng tôi kết hợp đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị MUA mã cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 63,000 đồng/CP tức Tiềm năng tăng giá 28% so với thị giá.

Rủi ro : dịch Covid toàn cầu vẫn đang đặt nhiều nghi vấn ảnh hưởng nghiêm trọng đến nền kinh tế, các doanh nghiệp chưa thể hoạt động lại bình thường cũng như gây khó khăn cho các dự án bất động sản và đầu tư công trong cuối năm 2021.

Biểu đồ giá cổ phiếu



Ngày báo cáo	24/12/2021
Thị giá ngày báo cáo	46,050 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	65,300 VND/cp
Tăng / giảm (%)	42%
Mã Bloomberg	HPG VN
Vốn hóa	205,978 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 27,570 - VND 58,000
KLGDBQ	1,211 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	24%

Diễn biến giá

	1M	3M	12M
HPG	-14%	-10%	57%
VNIndex (%)	0%	7%	38%

	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	Tỷ VND	90,119	151,455	153,237	157,715	162,382
EBIT	Tỷ VND	17,123	39,658	38,826	39,052	39,756
LNST	Tỷ VND	13,506	33,568	33,186	33,911	34,923
EPS (VND)	VND	4,076	7,505	7,419	7,581	7,808
Tăng trưởng EPS (%)	%	49%	84%	-1%	2%	3%
P/E (x)	Lần	10.5	8.4	8.5	8.3	8.1
EV/EBITDA (x)	Lần	8.4	7.2	6.7	6.5	6.2
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	428	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	1%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	Lần	2.4	3.1	2.3	1.8	1.5
ROE (%)	%	23%	37%	27%	22%	18%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	91%	65%	38%	28%	23%

Nguồn: MBS Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

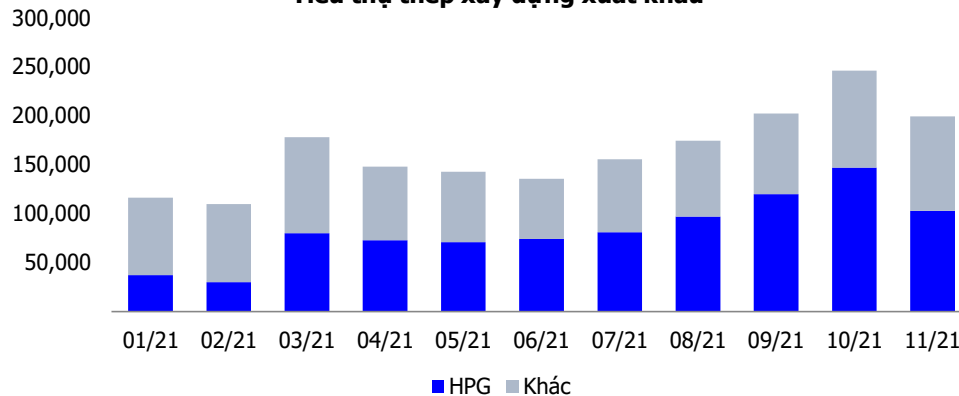


MUA - Giá mục tiêu: 65,300 VND/cp (+42%)

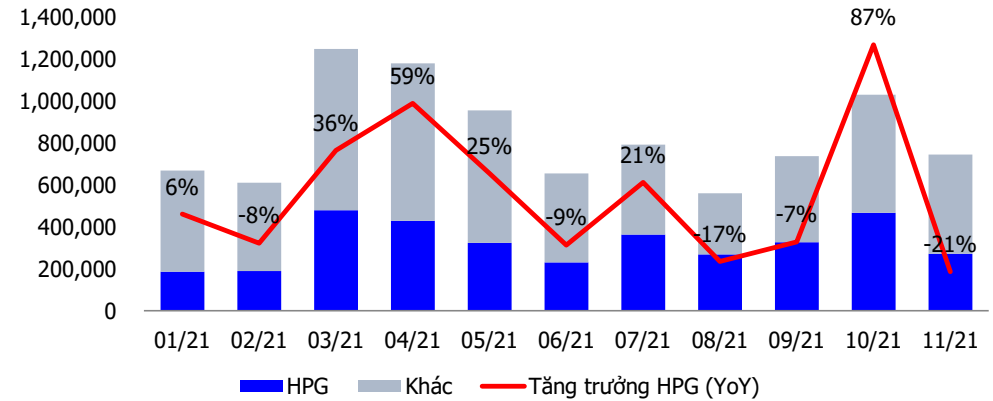
Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng

- Tỷ trọng thép xây dựng của Hòa Phát đi đầu thị trường với mức giao động từ 35-45%.
- Tổng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng trưởng vượt trội trong tháng 10 đạt hơn 467 nghìn tấn, trong đó hơn 320 nghìn tấn là tiêu thụ nội địa chiếm khoảng 2/3. Tuy nhiên, Hòa Phát lại ghi nhận sự sụt giảm trong tháng 11 chỉ với hơn 271 nghìn tấn và tỷ trọng xuất khẩu chiếm phần lớn tổng lượng tiêu thụ của Hòa Phát trong tháng này.
- Sản lượng tiêu thụ nội địa về thép xây dựng tăng trở lại cao nhất trong tháng 10 do đây là khoảng thời gian Việt Nam vừa xóa bỏ giãn cách. Sản lượng xuất khẩu cũng tương tự cao nhất trong tháng 10 và có sự suy giảm ở tháng 11. Sản lượng xuất khẩu trong tháng 10 cũng là sản lượng đỉnh điểm tính từ đầu năm đến nay. Điều này có thể giải thích phần nào do việc hạn chế nguồn cung từ phía Trung Quốc.

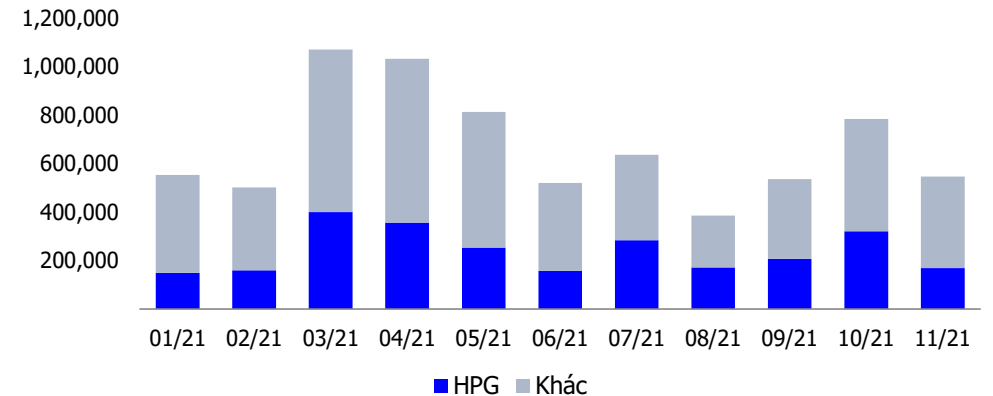
Tiêu thụ thép xây dựng xuất khẩu



Tiêu thụ thép xây dựng



Tiêu thụ thép xây dựng nội địa



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

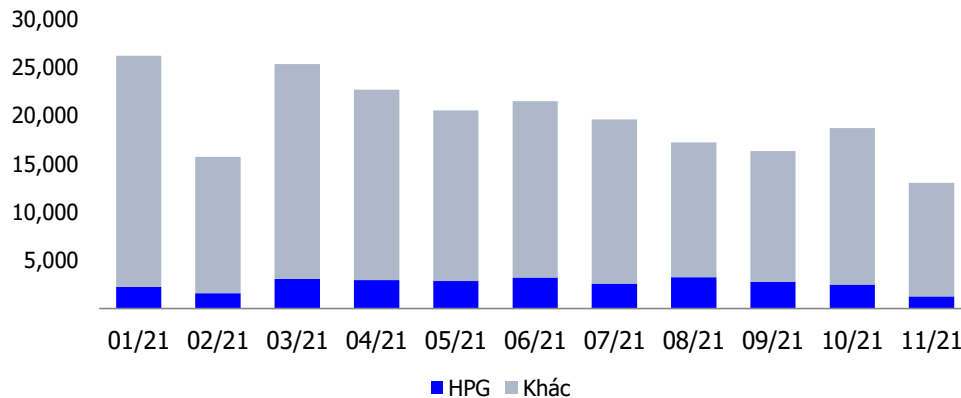


MUA - Giá mục tiêu: 65,300 VND/cp (+42%)

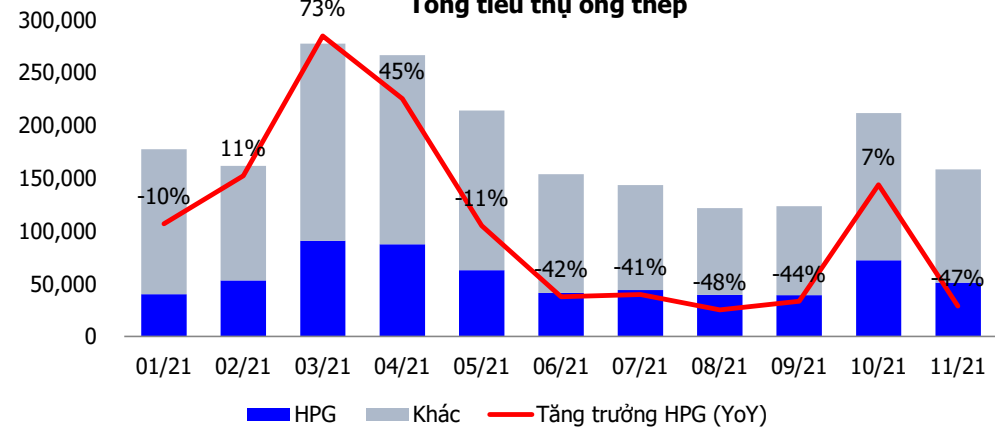
Sản lượng tiêu thụ ống thép

- Tương tự thép xây dựng, tỷ trọng thép xây dựng của Hòa Phát chiếm tỷ trọng khá cao với mức giao động từ 31-34% toàn thị trường.
- Tổng sản lượng tiêu thụ ống thép cũng tăng trưởng vượt trội trong tháng 10 đạt hơn 72 nghìn tấn, trong đó phần lớn là tiêu thụ nội địa gần 70 nghìn tấn. Trong tháng 11, Hòa Phát cũng ghi nhận sự sụt giảm với hơn 50 nghìn tấn và đa phần vẫn là tiêu thụ nội địa.
- Ở sản phẩm thép ống Hòa Phát chiếm tỷ trọng rất thấp ở thị trường xuất khẩu và chủ yếu tiêu thụ nội địa.

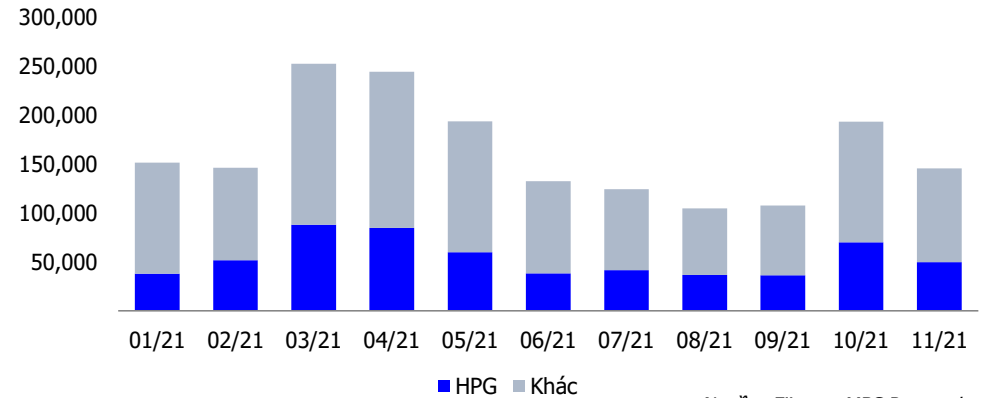
Tiêu thụ thép ống thép xuất khẩu



Tổng tiêu thụ ống thép



Tiêu thụ thép ống thép nội địa



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)

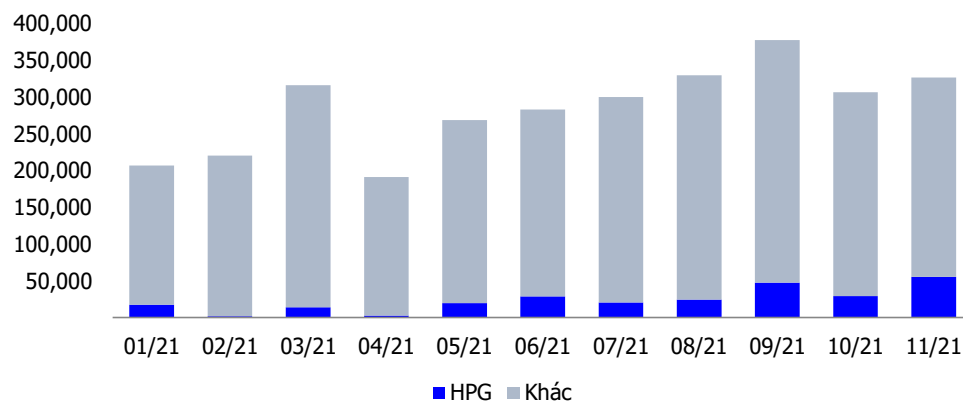


MUA - Giá mục tiêu: 65,300 VND/cp (+42%)

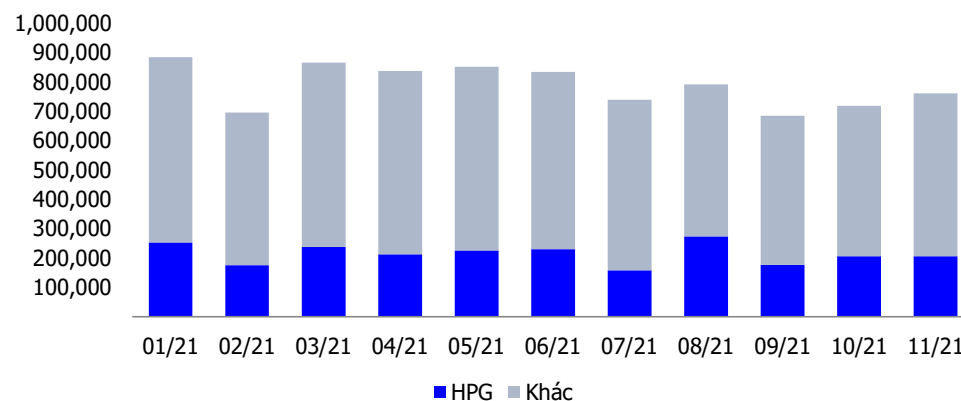
Sản lượng tiêu thụ thép cán nóng và tôn mạ

- Thép cán nóng HRC và tôn mạ được xem là 2 mảng vừa được Hòa Phát sản xuất và tiêu thụ trong 1 năm trở lại đây.
- Hòa Phát không chú trọng trong mảng sản xuất và tiêu thụ tôn mạ, thay vào đó là đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ về HRC. Cụ thể, tỷ trọng tiêu thụ thép cán nóng của Hòa Phát giao động từ 30%-35% thị phần cả nước. Trong đó toàn bộ là tiêu thụ nội địa và chưa có dấu hiệu xuất khẩu do nhu cầu về HRC của thị trường nội địa hiện đang rất cao và tổng cung nội địa đang thâm hụt so với cầu nội địa.

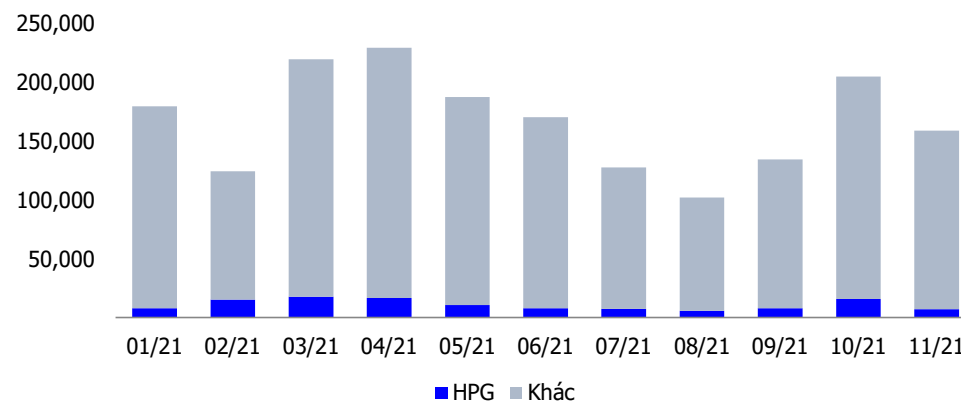
Tiêu thụ tôn mạ xuất khẩu



Tổng tiêu thụ thép cán nóng



Tiêu thụ tôn mạ nội địa



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

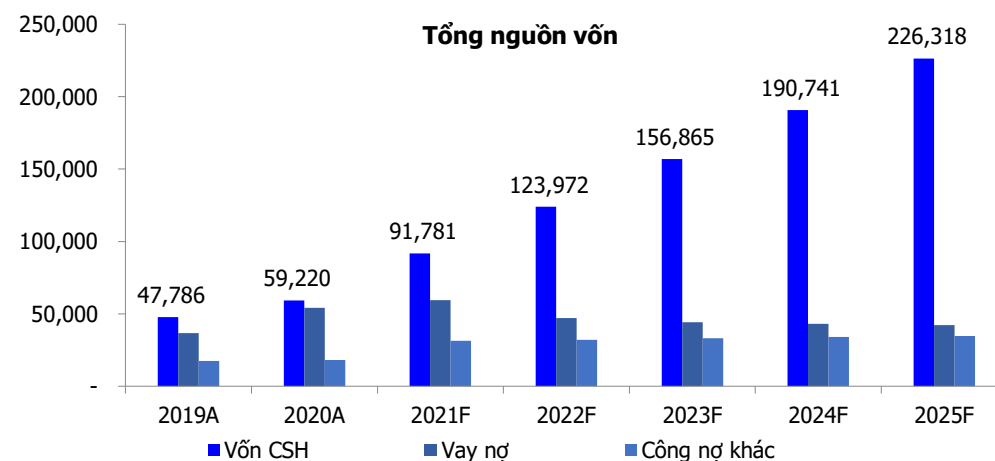
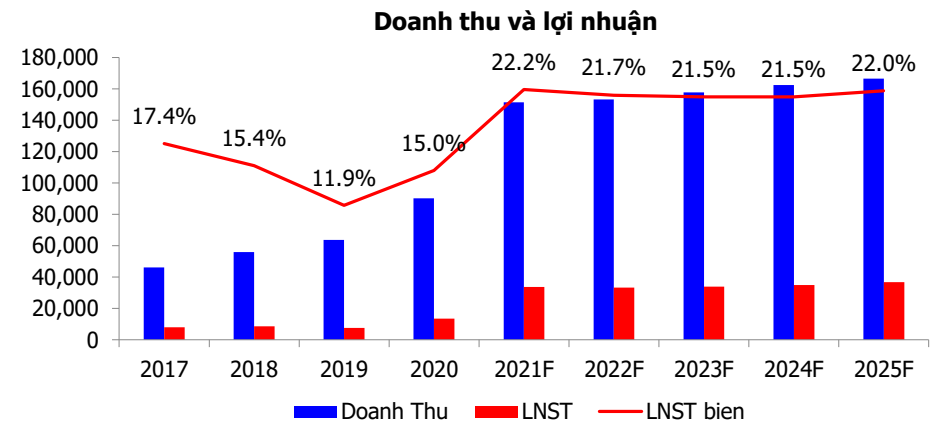
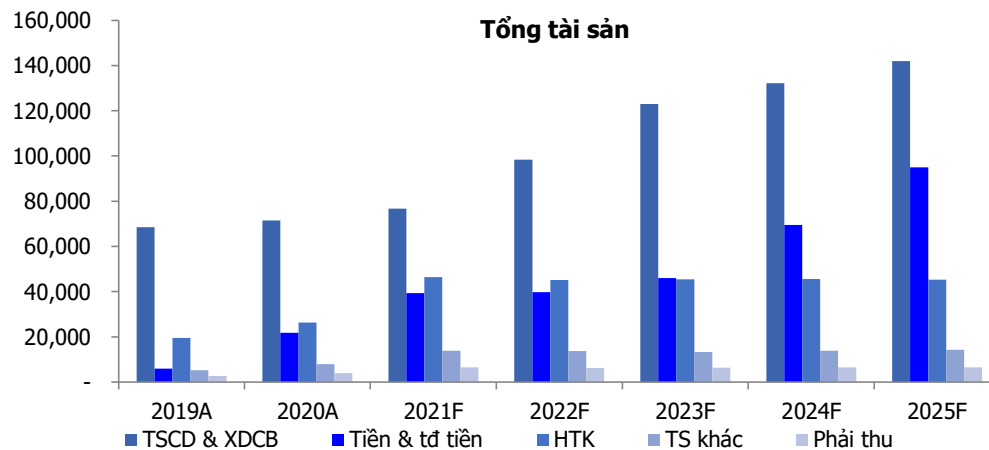
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)



MUA - Giá mục tiêu: 65,300 VND/cp (+42%)

Kết quả hoạt động kinh doanh

- Lợi nhuận quý 3/2021 của Hòa Phát đạt 10.350 tỷ đồng (+174% YoY). Biên LN gộp (BLNG) Q3/2021 đạt 30,7%, tăng đáng kể từ mức 20,9% của cùng kỳ năm ngoái và giảm nhẹ từ 32,7% của Q2/21. Lũy kế 9T21, HPG ghi nhận 104.969 tỷ đồng doanh thu (+68% YoY) và 27.051 tỷ đồng LN ròng (+207% YoY). Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho cả năm 2021 lần lượt là 151 nghìn tỷ đồng và 33.5 nghìn tỷ đồng.
- Tổng tài sản thời điểm cuối Q3/21 có lượng tổng tiền và khoản tương đương tiền dồi dào đạt 34,8 nghìn tỷ đồng, chiếm 19,7% tổng tài sản của công ty và các khoản phải thu đạt hơn 10 nghìn tỷ đồng. Với nguồn lực tốt từ lượng tiền mặt sẽ hỗ trợ tốt cho việc triển khai các dự án mới của Hòa Phát trong thời gian tới.



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG)



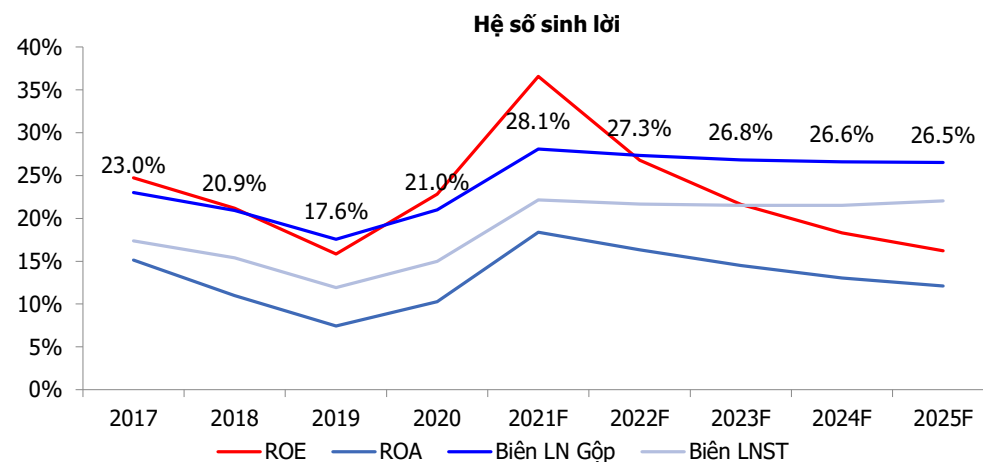
MUA - Giá mục tiêu: 65,300 VND/cp (+42%)

Dự phóng và định giá

- Tiềm năng xuất khẩu khi Trung Quốc đang mạnh tay giải quyết tình trạng giá bất động sản tăng cao trong những tháng gần đây, các biện pháp đang làm hạ nhiệt sự bùng nổ của hoạt động xây dựng dân dụng. Bên cạnh đó, quốc gia này cũng đã phát đi mục tiêu cắt giảm phát thải, đảm bảo chất lượng không khí cho Thế vận hội mùa đông (diễn ra tại Bắc Kinh vào tháng 2/2022). Các tỉnh phía Bắc đã bị yêu cầu hạn chế sản xuất đến cuối tháng 3/2022. Tác động của các chính sách này đang làm giảm nhu cầu thép trong lĩnh vực xây dựng Trung Quốc (thường chiếm 50-60% nhu cầu thép) những tháng gần đây.
- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi từ đầu tư công được đẩy mạnh và kích thích nền kinh tế.
- Chi phí nguyên vật liệu sẽ được chủ động kiểm soát tốt trong thời gian tới khi HPG đã mua lại thành công mỏ quặng đồng thời ban lãnh đạo cũng vạch ra kế hoạch để tiếp tục thu mua thêm mỏ quặng và mỏ than cốc.
- Sản lượng sản xuất và tiêu thụ sẽ tăng trưởng vượt trội khi dự án Dung Quất 2 hoàn thành với công suất là 5 triệu tấn/ năm và tập trung chủ lực vào sản xuất HRC khi nhu cầu HRC trong nước đang rất cao mà phải nhập khẩu đến 60%.
- Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của Hòa Phát sẽ duy trì ở mức 28% cho cả năm 2021 và giảm nhẹ trong các năm sau do giá thép có thể suy giảm nhẹ sau đợt tăng nóng vừa qua.
- Chúng tôi kết hợp đồng thời 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E để đưa ra mức giá khuyến nghị là 65,300 VND với khả năng Tiềm năng tăng giá là 42%.

Phân tích Dupont	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
LNST / Doanh thu	0.12x	0.15x	0.22x	0.22x	0.22x	0.22x
Tổng TS/VCSH	2.13x	2.22x	1.99x	1.64x	1.49x	1.40x
Doanh thu/Tổng TS	0.63x	0.69x	0.83x	0.75x	0.67x	0.61x
ROE	15.9%	22.8%	36.6%	26.8%	21.6%	18.3%

Vòng quay kinh doanh	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Thời gian thu tiền KH	14 ngày	13 ngày	16 ngày	15 ngày	15 ngày	14 ngày
Thời gian tồn kho	117 ngày	118 ngày	155 ngày	148 ngày	144 ngày	139 ngày
Thời gian phải trả	56 ngày	47 ngày	76 ngày	75 ngày	75 ngày	74 ngày
Chu kỳ tiền mặt	75 ngày	84 ngày	95 ngày	87 ngày	84 ngày	80 ngày



Nguồn: Finpro, MBS Research

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	63,658	90,119	151,455	153,237	157,715	162,382
Giá vốn hàng bán	52,473	71,214	108,904	111,347	115,413	119,172
Lợi nhuận gộp	11,185	18,904	42,551	41,890	42,302	43,210
Doanh thu hoạt động tài chính	471	1,005	2,213	2,838	2,882	3,233
Chi phí tài chính	1,182	2,837	3,698	3,969	3,400	3,294
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,442	1,781	2,893	3,064	3,250	3,454
Lợi nhuận trước thuế	9,097	15,357	38,168	37,734	38,558	39,708
Lợi nhuận sau thuế	7,578	13,506	33,568	33,186	33,911	34,923

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	30,437	56,747	100,382	98,739	104,541	128,558
I. Tiền & tương đương tiền	4,545	13,696	17,873	17,229	21,218	27,453
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,374	8,127	21,441	22,513	24,764	42,099
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,700	3,949	6,441	6,207	6,325	6,448
IV. Hàng tồn kho	19,481	26,373	46,342	45,126	45,411	45,524
V. Tài sản ngắn hạn khác	2,337	4,601	8,285	7,665	6,823	7,035
Tài sản dài hạn	71,339	74,765	82,281	104,306	129,518	139,135
I. Các khoản Phải thu dài hạn	28	305	1,035	1,047	1,077	1,109
II. Tài sản cố định	31,249	65,562	69,397	82,675	101,949	115,605
1. Tài sản cố định hữu hình	30,980	65,308	68,922	81,941	100,968	114,389
2. Tài sản cố định vô hình	269	254	475	734	981	1,216
III. Tài sản cho thuê tài chính	577	564	521	495	477	441
IV. Tài sản dở dang dài hạn	36,685	5,329	6,775	15,133	20,560	16,208
V. Đầu tư tài chính dài hạn	46	171	198	201	206	213
VI. Tài sản dài hạn khác	2,755	2,833	4,355	4,755	5,248	5,559

Tổng tài sản	101,776	131,512	182,663	203,045	234,058	267,693
Nợ phải trả	53,989	72,292	90,881	79,073	77,193	76,952
I. Nợ ngắn hạn	26,984	51,975	70,942	58,491	55,797	54,751
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	10,147	15,177	29,012	29,601	30,503	31,290
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	16,838	36,798	41,930	28,889	25,294	23,462
II. Nợ dài hạn	27,005	20,316	19,940	20,583	21,396	22,201
1. Các khoản phải trả dài hạn	7,163	2,973	2,392	2,450	2,543	2,633
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	19,842	17,343	17,548	18,133	18,853	19,568
Vốn chủ sở hữu	47,786	59,220	91,781	123,972	156,865	190,741
1. Vốn điều lệ	27,611	33,133	44,729	44,729	44,729	44,729
2. Thặng dư vốn cổ phần	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212	3,212
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	15,877	21,792	42,757	74,947	107,841	141,716
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	163	148	148	148	148	148
5. Vốn khác	925	936	936	936	936	936

Chỉ số chính	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Định giá						
EPS	2,745	4,076	7,505	7,419	7,581	7,808
Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	17,307	17,874	20,519	27,716	35,070	42,643
P/E	8.6	10.5	8.4	8.5	8.4	8.1
P/B	1.4	2.4	3.1	2.3	1.8	1.5
Khả năng sinh lời						
Biên lợi nhuận gộp	18%	21%	28%	27%	27%	27%
Biên EBITDA	19%	24%	30%	30%	30%	30%
Biên lợi nhuận sau thuế	12%	15%	22%	22%	22%	22%
ROE	16%	23%	37%	27%	22%	18%
ROA	7%	10%	18%	16%	14%	13%

Tăng trưởng						
Doanh thu	14%	42%	68%	1%	3%	3%
Lợi nhuận trước thuế	-10%	69%	149%	-1%	2%	3%
Lợi nhuận sau thuế	-12%	78%	149%	-1%	2%	3%
EPS	-32%	49%	84%	-1%	2%	3%
Tổng tài sản	30%	29%	39%	11%	15%	14%
Vốn chủ sở hữu	18%	24%	55%	35%	27%	22%
Thanh khoản						
Thanh toán hiện hành	1.13	1.09	1.41	1.69	1.87	2.35
Thanh toán nhanh	0.22	0.42	0.55	0.68	0.82	1.27
Nợ/tài sản	36%	41%	33%	23%	19%	16%
Nợ/vốn chủ sở hữu	77%	91%	65%	38%	28%	23%
Khả năng thanh toán lãi vay	10.40	7.81	15.18	13.53	17.21	18.66

Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay phải thu khách hàng	25.6	27.1	23.5	24.7	24.9	25.2
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	14 ngày	13 ngày	16 ngày	15 ngày	15 ngày	14 ngày
Vòng quay hàng tồn kho	3.1	3.1	2.4	2.5	2.5	2.6
Thời gian tồn kho bình quân	117 ngày	118 ngày	155 ngày	148 ngày	144 ngày	139 ngày
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	6.5	7.7	4.8	4.8	4.9	4.9
Thời gian trả tiền bình quân	56 ngày	47 ngày	76 ngày	75 ngày	75 ngày	74 ngày

Cashflow Statement (VND bn)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	7,715	11,587	21,741	40,365	40,268	40,531
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-18,064	-18,495	-22,900	-28,554	-33,403	-33,180
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	12,378	16,059	5,336	-12,456	-2,876	-1,117
Dòng tiền trong kỳ	2,029	9,151	4,177	-644	3,989	6,234
Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ	2,516	4,545	13,696	17,873	17,229	21,218
Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ	4,545	13,696	17,873	17,229	21,218	27,453

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)



MUA - Giá mục tiêu: 44,700 VND/cp (+20%)

Luận điểm đầu tư

Hưởng lợi từ làn sóng phục hồi kinh tế trong nước và toàn cầu: sản lượng tiêu thụ thép trong năm tài chính 2021 ghi nhận hơn 2.2 triệu tấn tăng trưởng gần 41% YoY, trong đó tôn mạ đạt hơn 1.8 triệu tấn tăng 47% YoY và ống thép đạt hơn 471 nghìn tấn tăng gần 20% YoY. Sản lượng xuất khẩu đạt gần 1.3 triệu tấn tăng 84.2% YoY, đóng góp chủ yếu bởi các sản phẩm tôn mạ đạt 1.24 triệu tấn. Tận dụng đà phục hồi nhu cầu trong nước chúng tôi kỳ vọng Hoa sen sẽ tăng trưởng tiêu thụ trong năm tài chính 2022 đạt gần 2,4 triệu tấn tăng trưởng 5% YoY.

Kiểm soát giá bán tốt trong tình trạng giá nguyên vật liệu gia tăng: Mặc dù doanh thu trong năm 2019 và 2020 có mức tăng trưởng âm (2019: -18.6%; 2020: -1.8%) nhưng doanh thu năm tài chính 2021 đạt gần 49 nghìn tỷ đồng tăng trưởng gần 77% YoY. Chứng tỏ doanh nghiệp đã kiểm soát tốt về việc tăng giá bán bù đắp cho việc tăng giá nguyên liệu đầu vào trong tình cảnh đại dịch toàn cầu diễn ra.

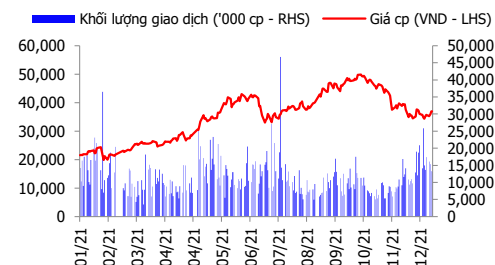
Biên lợi nhuận cải thiện: Trong năm 2020, biên LN gộp tăng lên mức 16.8% sau 2 năm liên tiếp giảm (2019: 11.4%, 2018: 11.5%). Ghi nhận trong 5 năm gần đây, vào thời điểm thuận lợi, bên lợi nhuận gộp của HSG đạt 16.9% năm 2017. Tuy nhiên sang năm 2021, biên lợi nhuận gộp đã cải thiện vượt trội ở mức 18.2%.

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ kinh tế vĩ mô phục hồi: nền kinh tế trong giai đoạn phục hồi và 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.

Rủi ro : 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 chính sách sản xuất thép của chính phủ Trung Quốc; (3) cạnh tranh trong nước do các DN gia tăng năng lực sản xuất; và (4) thuế suất áp lên sản phẩm xuất khẩu.

Định giá : Chúng tôi kết hợp đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị MUA mã cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 44,700 đồng/CP tức Tiềm năng tăng giá 20% so với thị giá.

Biểu đồ giá cổ phiếu



Diễn biến giá

	1M	3M	12M
HSG	-7%	-21%	71%
VNIndex (%)	1%	11%	33%

	Đơn vị	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	Tỷ VND	27,531	48,727	48,414	49,768	50,265
EBIT	Tỷ VND	1,946	5,103	4,217	4,395	4,431
LNST	Tỷ VND	1,153	4,313	3,188	3,336	3,396
EPS (VND)	VND	2,496	8,589	6,043	6,324	6,438
Tăng trưởng EPS (%)	%	226%	244%	-30%	5%	2%
P/E (x)	Lần	8.9	5.2	7.3	7.0	6.9
EV/EBITDA (x)	Lần	5.5	5.5	4.7	4.0	3.4
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	VND	0	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	%	0%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	Lần	1.5	2.0	1.6	1.3	1.1
ROE (%)	%	17%	40%	23%	19%	16%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	%	124%	63%	56%	47%	40%

Nguồn: MBS Research

Ngày báo cáo	30-12-2021
Thị giá ngày báo cáo	36,900 VND/cp
Giá mục tiêu (VND)	44,700 VND/cp
Tăng / giảm (%)	20%
Mã Bloomberg	HSG VN
Vốn hóa	18,209 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 19,864 – VND 49,850
KLGDĐQ	397 tỷ VND
Giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Sở hữu nước ngoài	8%

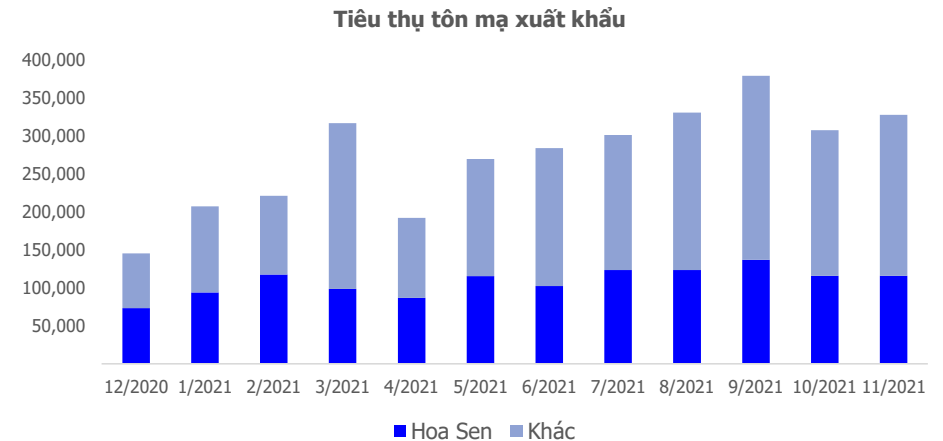
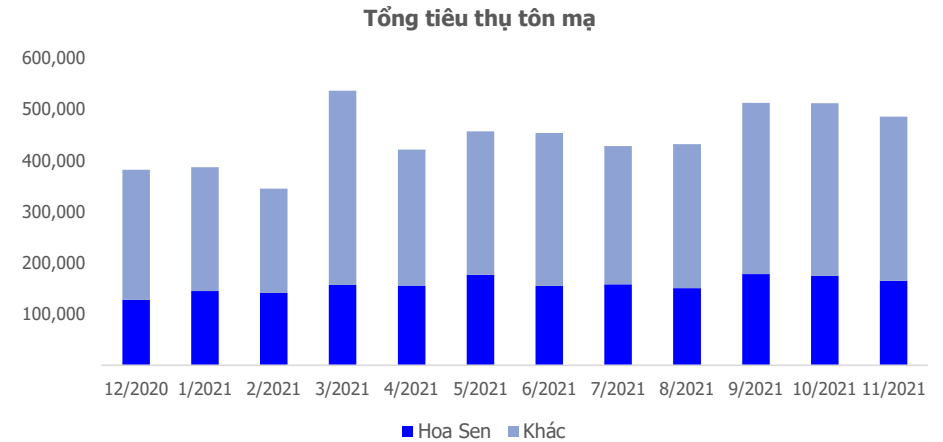
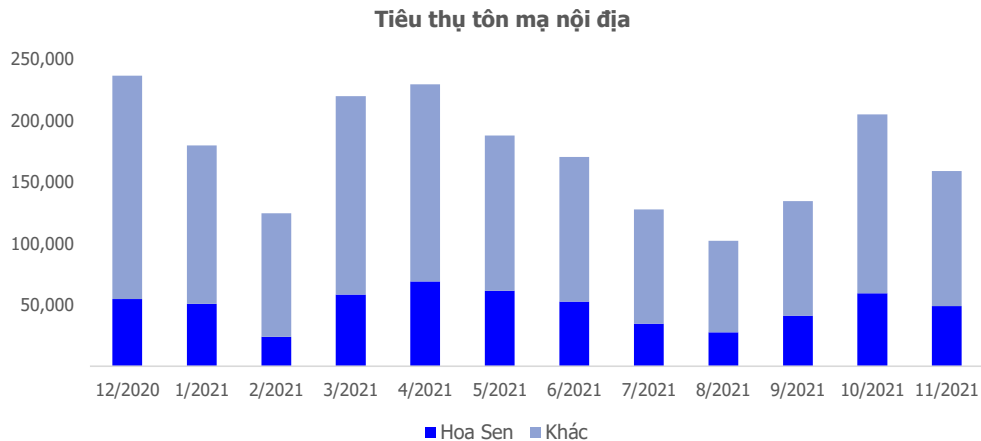
CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)



MUA - Giá mục tiêu: 44,700 VND/cp (+20%)

Sản lượng tiêu thụ tôn mạ HSG

- Tôn mạ là sản phẩm chủ lực của tập đoàn Hoa Sen trong suốt khoảng thời gian hoạt động vừa qua. Thị phần tiêu thụ luôn giao động từ mức 35-40% toàn thị trường Việt Nam. Trong giai đoạn bùng nổ của thị trường thép toàn cầu, Hoa Sen đã nhanh chóng tăng mạnh về sản lượng tiêu thụ tôn mạ kéo dài đến tháng 11/2021 đạt tổng sản lượng tiêu thụ cho cả năm tài chính 2021 là 1,8 triệu tấn tăng trưởng 48% YoY. Tình hình giãn cách xã hội kéo dài gần như toàn bộ thời gian Q4/2021 ở các tỉnh phía Nam khiến sản lượng tiêu thụ nội địa bị ảnh hưởng nặng nề với mức tăng trưởng âm -43.6% YoY và -53.5% QoQ.
- Sản lượng xuất khẩu chiếm tỷ trọng khá lớn trong tổng sản lượng tiêu thụ của Hoa Sen, đây là điểm mạnh và là lợi thế của Hoa Sen khi quốc gia sản xuất thép hàng đầu thế giới là Trung Quốc đang theo hạn chế sản xuất nhằm giảm khí thải CO2 với mục tiêu môi trường của chính phủ nước này.



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)

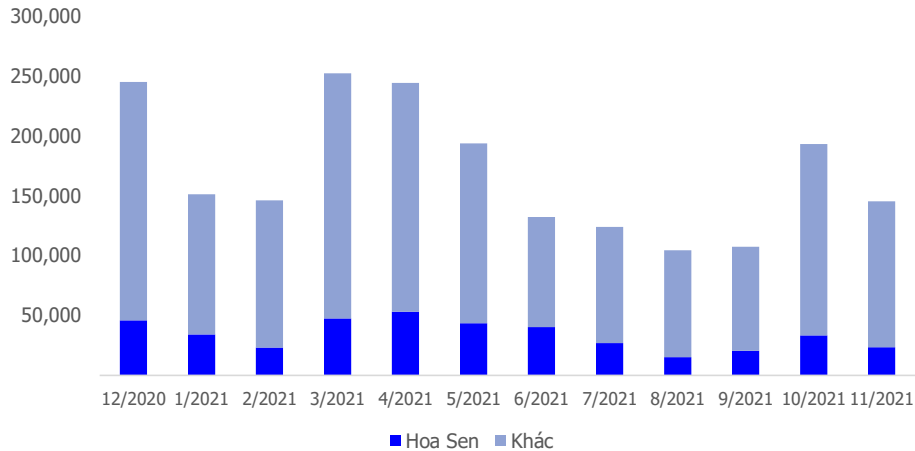


MUA - Giá mục tiêu: 44,700 VND/cp (+20%)

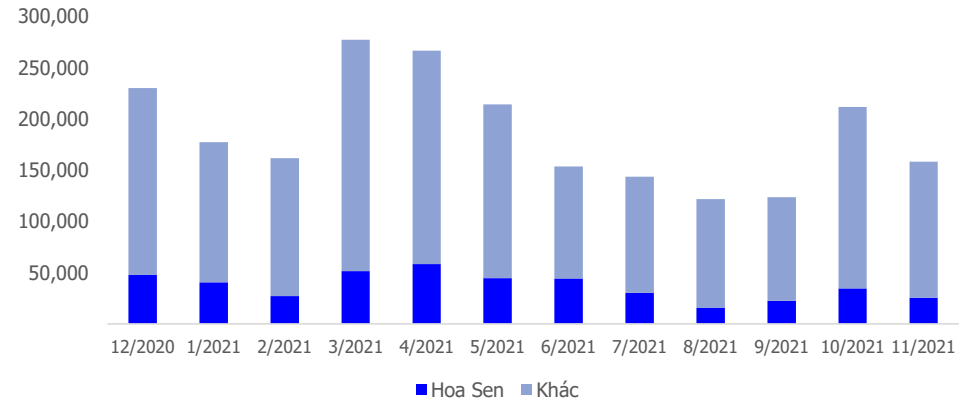
Sản lượng tiêu thụ thép ống HSG

- Thép ống tuy không phải sản phẩm chủ lực của Hoa Sen tuy nhiên vẫn đạt mức tăng trưởng qua các năm. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ thép ống trong năm tài chính 2021 đạt hơn 471 nghìn tấn tăng trưởng gần 20% YoY. Trong giai đoạn này, sản lượng tiêu thụ cao nhất ở tháng 4 và tháng 5 vì đây là khoảng thời gian mà nhu cầu bùng nổ toàn cầu đến từ việc phục hồi của nền kinh tế các nước phát triển.
- Trái ngược với sản phẩm tôn mạ, thép ống của Hoa Sen đa phần tiêu thụ tại thị trường nội địa. Cụ thể trong 9 tháng đầu năm 2021 đạt mức tiêu thụ là hơn 361 nghìn tấn và thị trường xuất khẩu chỉ hơn 33 nghìn tấn.
- Với sự phục hồi từ nền kinh tế Việt Nam sau đại dịch, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ ống thép của Hoa Sen trong năm tài chính 2022 đạt hơn 486 nghìn tấn.

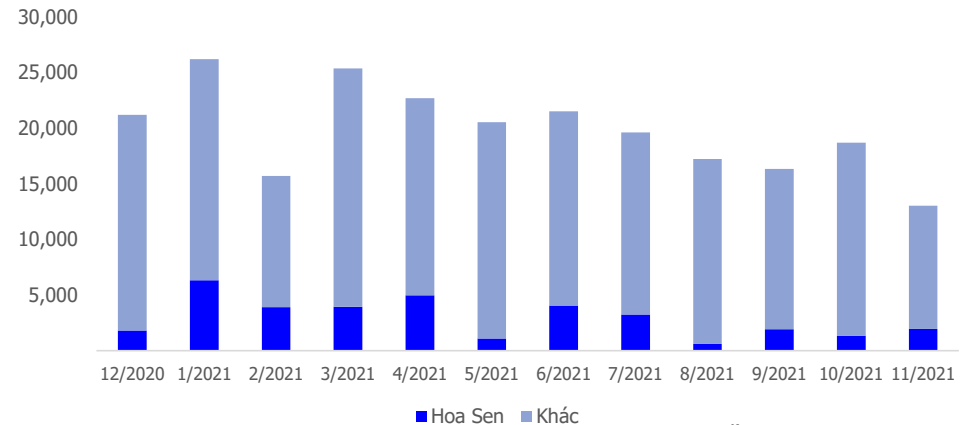
Tiêu thụ thép ống nội địa



Tổng tiêu thụ thép ống



Tiêu thụ thép ống xuất khẩu



Nguồn: Finpro, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)

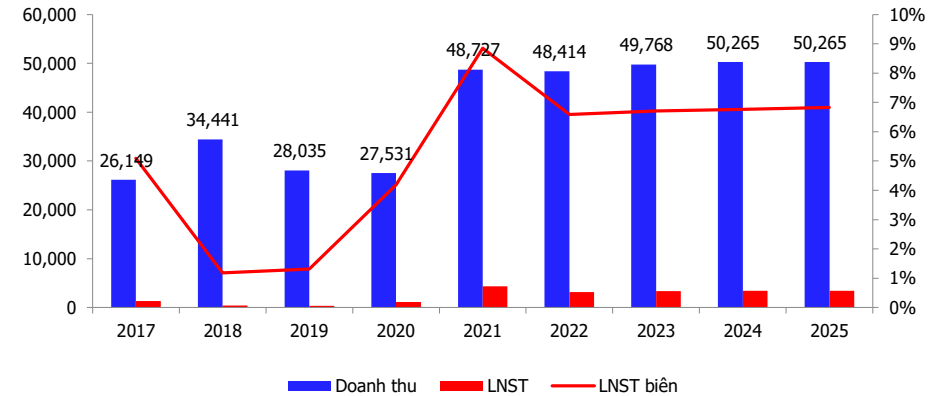


MUA - Giá mục tiêu: 44,700 VND/cp (+20%)

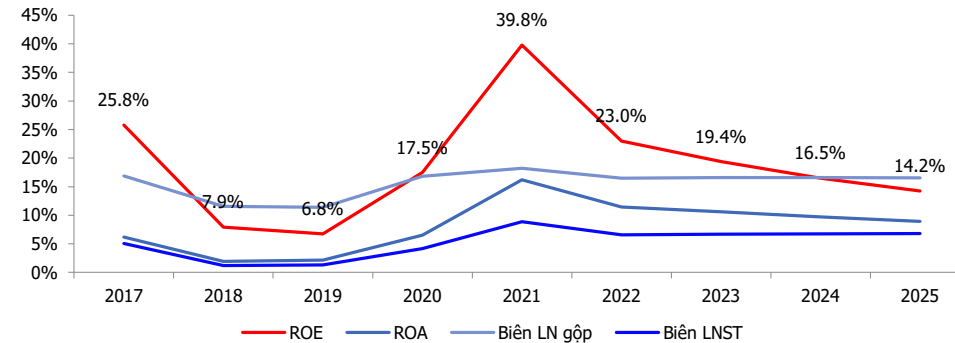
Kết quả hoạt động kinh doanh

- Doanh thu HSG ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội trong năm 2018 với mức doanh thu đạt hơn 34 nghìn tỷ tăng trưởng gần 32% YoY nhưng sau đó có đà suy giảm dần ở các năm 2019 và 2020. Dù đạt mức doanh thu rất cao trong năm 2018 nhưng lợi nhuận sau thuế trong năm này chỉ đạt 409 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế trong năm 2019 cũng tương tự không mấy khả quan khi ghi nhận con số chỉ đạt 369 tỷ đồng. Nguyên nhân chính do chi phí giá vốn hàng bán trong giai đoạn này khá cao đa phần đến từ nguyên vật liệu đầu vào. Biên lợi nhuận gộp trong năm 2018 và 2019 chỉ đạt tương đương 11.5% và cải thiện dần trong năm 2020 với con số 16.8%.
- Tính riêng Q4/2021, HSG đạt doanh thu thuần 15,797 tỷ đồng tăng trưởng 89.4% YoY. Lợi nhuận gộp đạt 2,474 tỷ đồng tăng trưởng 61.2% YoY, biên LN gộp đạt 15.7%.
- Luỹ kế cả năm 2021, HSG đạt tổng doanh thu thuần 48,727 tỷ đồng tăng trưởng 77% YoY. LN ròng đạt 4,313 tỷ đồng tăng trưởng +274% YoY, hoàn thành 288% kế hoạch đề ra. Biên lợi nhuận gộp trong năm 2021 cải thiện rõ rệt ở con số 18.2%. Sự cải thiện này phần nào đến từ sự hiệu quả trong quy trình sản xuất cũng như giá bán thành phẩm có phần tăng trưởng mạnh trong giai đoạn phục hồi của nền kinh tế toàn cầu.
- Theo dự phóng của chúng tôi, trong thời gian tới dù giá thép được cho là có đà suy giảm nhưng chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cho các năm tiếp theo sẽ duy trì tăng trưởng dẫn đến doanh thu tiếp tục khả quan. Cụ thể, doanh thu dự phóng trong năm 2022 đạt 48.414 nghìn tỷ đồng với mức lợi nhuận gộp biên 16.5% và mức lợi nhuận ròng biên đạt 6.6%.
- Tỷ suất sinh lợi ROE cải thiện rõ rệt trong năm 2021 đạt gần 40%, tuy nhiên chúng tôi cho rằng ROE sẽ bị suy giảm dần cho các năm kế tiếp do tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế sẽ thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng vốn chủ sở hữu đến từ nguồn thu nhập giữ lại.

Doanh thu và lợi nhuận



Tỷ suất sinh lợi



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

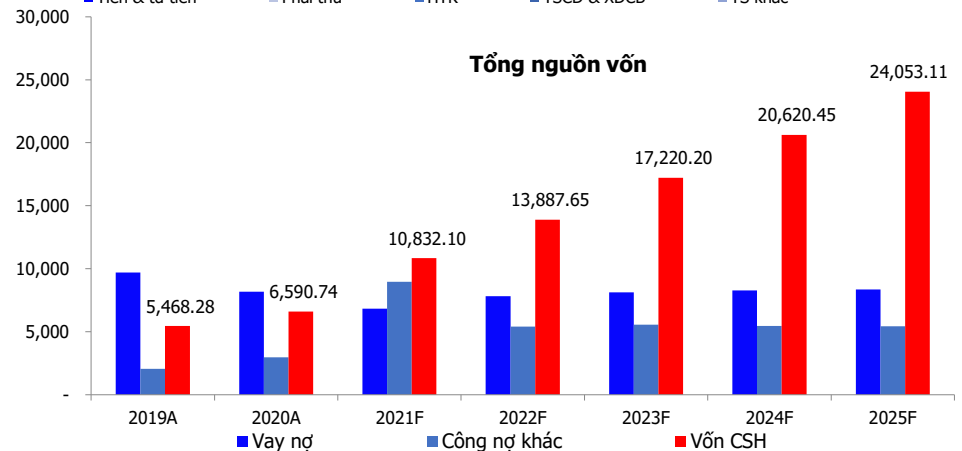
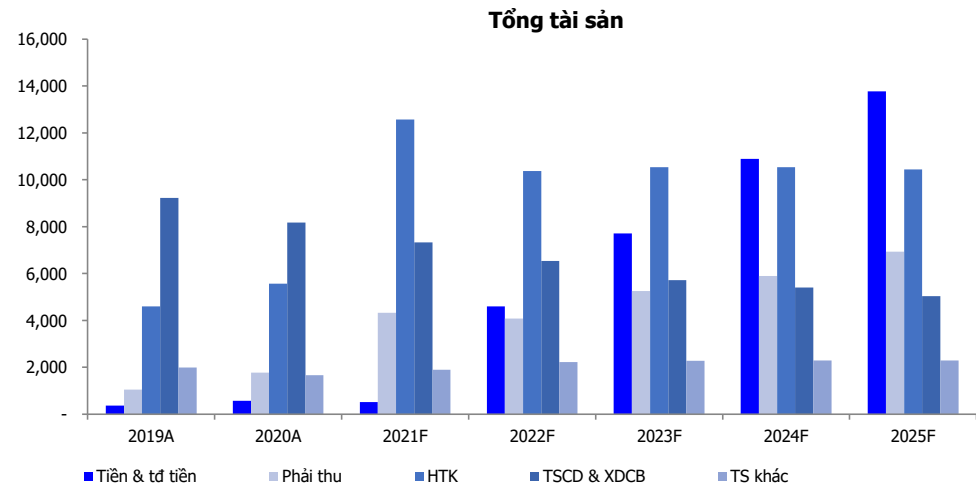
CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)



MUA - Giá mục tiêu: 44,700 VND/cp (+20%)

Bảng cân đối kế toán

- Tổng tài sản tại thời điểm 30/09/2021 đạt 26,620 tỷ đồng tăng trưởng 49.9% YoY. Vốn chủ sở hữu có sự gia tăng mạnh mẽ nhờ KQKD rất khả quan trong năm tài chính 2021, giúp đòn bẩy tài chính được giảm xuống từ mức 1.24 trong năm 2020 xuống còn 0.63 trong năm 2021.
- Tăng trưởng tổng tài sản trong năm tài chính 2021 góp phần lớn đến từ tăng trưởng của các khoản phải thu cũng như hàng tồn kho trong năm. Cụ thể, các khoản phải thu đạt 4,5 nghìn tỷ đồng tăng trưởng 124% YoY, theo chúng tôi sở dĩ các khoản phải thu tăng mạnh do trong giai đoạn này đến từ sự tăng trưởng vượt trội của doanh thu đồng thời Hoa Sen cũng nới rộng hạn mức cho khách hàng trong giai đoạn này.
- Bên cạnh đó, lượng hàng tồn kho của Hoa Sen cũng gia tăng đáng kể đạt đến hơn 12,5 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng do yếu tố mùa vụ cũng như gia tăng mạnh lượng hàng tồn kho trong giai đoạn phục vụ nhu cầu tăng cao trên toàn cầu nên HSG đã chủ động gia tăng lượng hàng tồn kho trong giai đoạn này.
- Chúng tôi dự phóng rằng lượng hàng tồn kho sẽ giảm nhẹ cho các năm tiếp theo do nhu cầu toàn cầu đang giảm dần.
- Mặt khác, các khoản phải trả trong năm tài chính 2021 cũng ghi nhận con số tăng trưởng vượt trội. Cụ thể, các khoản phải trả trong năm đạt gần 4.3 nghìn tỷ đồng tăng gần 200% YoY. Chúng tôi cho rằng sự gia tăng này nhằm phục vụ tốt hơn tình hình tăng cường sản xuất để có thể đáp ứng nhu cầu tăng cao trong giai đoạn 2021 và theo dự phóng của chúng tôi thì các khoản phải trả này sẽ giảm dần trong tương lai khi doanh nghiệp có đủ nguồn lực về tài chính.
- Các khoản vay ngắn hạn và dài hạn đều suy giảm trong năm 2021. Điều này cho thấy rằng doanh nghiệp đang tích cực giảm áp lực lãi vay khi tình hình kinh doanh cải thiện với mức lợi nhuận tốt nhằm giảm áp lực đòn bẩy trong tương lai.



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG)



MUA - Giá mục tiêu: 44,700 VND/cp (+20%)

Dự phóng và định giá

Nền kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn phục hồi với nhiều chính sách đầu tư công, do đó nhu cầu nội địa sẽ nhanh chóng phục hồi và tăng trưởng trong năm 2022. Bên cạnh đó, theo Hoa Sen chia sẻ, doanh nghiệp đã có đơn hàng xuất khẩu lớn trong 3 tháng tới với khoảng 130 nghìn tấn mỗi tháng. Do vậy, sản lượng tiêu thụ trong giai đoạn tới của doanh nghiệp là khá khả quan với ước tính của chúng tôi là gần 2,4 triệu tấn.

Trung Quốc đang theo đuổi chính sách giảm thải CO2 nhằm bảo vệ môi trường với mục tiêu xanh trước thể vận hội 2022. Điều này sẽ mang lại nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và Hoa Sen nói riêng có cơ hội tăng cường xuất khẩu trên thị trường thế giới

Chúng tôi kết hợp đồng thời phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF với mức giá là 44,200 đồng/cp và phương pháp so sánh P/E với mức giá là 45,300 đồng/cp. Áp dụng tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA mã cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 44,700 đồng/CP tức Tiềm năng tăng giá 20% so với thị giá.

Dupont	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
LNST / Doanh thu	0.04x	0.09x	0.07x	0.07x	0.07x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	2.69x	2.46x	1.95x	1.79x	1.67x
Doanh thu / Tài sản	1.55x	1.83x	1.78x	1.61x	1.46x
ROE	17.5%	39.8%	23.0%	19.4%	16.5%

Số ngày vòng quay	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	19 ngày	23 ngày	31 ngày	38 ngày	38 ngày
Thời gian tồn kho bình quân	81 ngày	83 ngày	82 ngày	82 ngày	82 ngày
Thời gian trả tiền bình quân	23 ngày	26 ngày	24 ngày	25 ngày	25 ngày
Chu kỳ tiền mặt	77 ngày	80 ngày	89 ngày	95 ngày	96 ngày

		Terminal FCFF Growth Rate:								
WACC		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
	9.0%	41,900	42,737	43,621	44,556	45,546	46,596	47,713	48,903	50,173
	9.5%	41,605	42,425	43,290	44,205	45,173	46,200	47,291	48,452	49,689
	10.0%	41,316	42,120	42,967	43,863	44,810	45,814	46,879	48,012	49,219
	10.5%	41,033	41,821	42,651	43,528	44,455	45,436	46,477	47,583	48,761
	11.0%	40,756	41,528	42,342	43,200	44,107	45,067	46,085	47,165	48,314
	11.5%	40,485	41,242	42,039	42,880	43,768	44,707	45,701	46,757	47,879
	12.0%	40,218	40,961	41,743	42,566	43,436	44,355	45,327	46,359	47,454
	12.5%	39,957	40,686	41,452	42,260	43,111	44,010	44,962	45,970	47,040
	13.0%	39,702	40,417	41,168	41,959	42,793	43,674	44,605	45,591	46,636

Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2020	2021F	2022F	2022F	2022F	2022F		2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	9,022	18,658	20,621	25,101	28,938	32,759	Định giá						
I. Tiền & tương đương tiền	575	493	4,546	7,611	10,694	13,390	EPS	2,496	8,589	6,043	6,324	6,438	6,489
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	24	47	94	188	377	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	14,823	21,950	28,140	34,888	41,770	48,710
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,778	4,324	4,083	5,247	5,888	6,927	P/E	8.9	5.2	7.3	7.0	6.9	6.8
IV. Hàng tồn kho	5,569	12,563	10,367	10,539	10,540	10,439	P/B	1.5	2.0	1.6	1.3	1.1	0.9
V. Tài sản ngắn hạn khác	1,100	1,255	1,577	1,610	1,628	1,627	Khả năng sinh lời						
Tài sản dài hạn	8,734	7,963	7,184	6,375	6,072	5,695	Biên lợi nhuận gộp	16.81%	18.21%	16.49%	16.58%	16.58%	16.55%
I. Các khoản Phải thu dài hạn	185	180	188	193	195	195	Biên EBITDA	11.54%	10.47%	11.12%	11.22%	11.30%	11.37%
II. Tài sản cố định	7,482	6,662	5,742	4,807	4,287	3,740	Biên lợi nhuận sau thuế	4.19%	8.85%	6.59%	6.70%	6.76%	6.81%
1. Tài sản cố định hữu hình	7,262	6,443	5,529	4,600	4,086	3,545	ROE	17.49%	39.82%	22.96%	19.38%	16.48%	14.24%
2. Tài sản cố định vô hình	220	219	213	207	201	195	ROA	6.49%	16.20%	11.47%	10.60%	9.70%	8.90%
III. Tài sản cho thuê tài chính	112	0	0	0	0	0	Thanh khoản						
IV. Tài sản dở dang dài hạn	576	660	794	907	1,120	1,289	Thanh toán hiện hành	1.00	1.30	1.67	1.99	2.29	2.60
V. Đầu tư tài chính dài hạn	26	21	24	25	25	25	Thanh toán nhanh	0.06	0.04	0.37	0.61	0.86	1.09
VI. Tài sản dài hạn khác	352	439	436	443	446	446	Nợ/tài sản	46%	26%	28%	26%	24%	22%
Tổng tài sản	17,756	26,620	27,804	31,476	35,010	38,454	Nợ/vốn chủ sở hữu	124%	63%	56%	47%	40%	35%
Nợ phải trả	11,166	15,788	13,918	14,260	14,397	14,417	Khả năng thanh toán lãi vay	3.47	11.26	9.27	8.88	8.71	8.54
I. Nợ ngắn hạn	8,991	14,374	12,366	12,592	12,636	12,580	Hiệu quả hoạt động						
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,968	8,938	6,072	6,122	6,101	6,046	Vòng quay phải thu khách hàng	19.5	16.0	11.9	9.5	8.5	7.3
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	6,023	5,437	6,294	6,470	6,534	6,534	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	19 ngày	23 ngày	31 ngày	38 ngày	43 ngày	50 ngày
II. Nợ dài hạn	2,174	1,414	1,552	1,668	1,762	1,836	Vòng quay hàng tồn kho	4.5	4.4	3.9	3.9	4.0	4.0
1. Các khoản phải trả dài hạn	11	15	12	13	14	15	Thời gian tồn kho bình quân	81 ngày	83 ngày	94 ngày	93 ngày	92 ngày	91 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,163	1,399	1,539	1,655	1,748	1,822	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	16.2	13.9	12.0	12.0	12.0	12.0
Vốn chủ sở hữu	6,591	10,832	13,887	17,217	20,613	24,038	Thời gian trả tiền bình quân	23 ngày	26 ngày	30 ngày	30 ngày	30 ngày	30 ngày
1. Vốn điều lệ	4,446	4,935	4,935	4,935	4,935	4,935	Bảng lưu chuyển tiền tệ (VND bn)	2020	2021F	2022F	2022F	2022F	2022F
2. Thặng dư vốn cổ phần	152	157	157	157	157	157	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	2,110	0	3,440	3,136	3,863	3,555
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,954	5,633	8,682	12,004	15,395	18,816	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-311	0	-380	-366	-942	-936
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	7	17	14	17	21	24	Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1,513	0	994	295	161	77
5. Vốn khác	32	91	98	103	105	106	Dòng tiền trong kỳ	286	0	4,053	3,065	3,082	2,697
Tổng nguồn vốn	17,756	26,620	27,804	31,476	35,010	38,454	Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ	289	575	493	4,546	7,611	10,694
Nguồn: HSG, MBS Research							Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ	575	575	4,546	7,611	10,694	13,390

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Luận điểm đầu tư

Công ty cổ phần Tôn Đông Á đã cho thấy sự hoạt động cực kỳ hiệu quả của mình trong khoảng thời gian gần đây và có kế hoạch IPO trong thời gian sắp tới. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu Tôn Đông Á với các luận điểm sau đây: (1) Tập dụng và duy trì thế mạnh ở thị trường Miền Nam, (2) Mở rộng đầu tư và phát triển nhà máy mới phục vụ sản xuất và tăng cường xuất khẩu, (3) Tập dụng nguồn cung đang thiếu hụt trên thị trường toàn cầu (4) Kế hoạch phát triển, mở rộng nhận diện thương hiệu với bộ nhận diện độc quyền và mạng lưới cung ứng lớn.

Cập nhật doanh nghiệp

Sản lượng tiêu thụ nội địa duy trì và sản lượng xuất khẩu tăng trưởng mạnh: Trong 6 tháng đầu năm 2021, sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trưởng 4% YoY đạt gần 200 nghìn tấn. Bên cạnh đó, sản lượng xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ đạt hơn 300 nghìn tấn tăng trưởng 130% YoY.

Kết quả kinh doanh cực kỳ ấn tượng: Trong 1H/2021 doanh thu tăng trưởng 90% YoY đạt hơn 10 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 1.1 nghìn tỷ đồng tăng trưởng 222% YoY và lợi nhuận ròng đạt 618 tỷ đồng tăng trưởng gần 900% YoY.

Biên lợi nhuận cải thiện vượt trội: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong 1H/2021 đạt lần lượt 11.2% và 6.1% cải thiện hơn rất nhiều so với con số 7.4% và 2.3% trong năm 2020.

Phát triển độ nhận diện và mở rộng công suất: Tôn Đông Á đang tiến hành và đầu tư xây dựng nhà máy mới với công suất tối đa 1,2 triệu tấn/ năm, bên cạnh đó Tôn Đông Á đang tận dụng bộ nhận diện thương hiệu KING, WIN, S để phát triển dự án KingShop nhằm tăng quy mô nhận diện thương hiệu trên thị trường.

Khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp đồng thời 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do DCF và phương pháp so sánh P/E đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu Tôn Đông Á với giá mục tiêu 55,400 đồng/cp đến từ triển vọng về tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, sự phục hồi vĩ mô của nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói riêng sẽ vực dậy nhu cầu tiêu thụ tôn thép trên toàn cầu.



	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	Tỷ VND	12,571	12,361	21,178	21,342	24,829	28,355
EBIT	Tỷ VND	365	521	1,743	1,885	2,193	2,367
LNST	Tỷ VND	77	286	1,227	1,276	1,486	1,613
EPS	VND	866	2,933	11,399	10,838	12,629	13,709
Tăng trưởng EPS	%	50%	239%	255%	4%	17%	9%
BVPS	VND	24,128	24,846	33,407	40,838	52,835	65,858
Tăng trưởng BVPS	%	3%	3%	23%	34%	29%	25%
P/E	Lần			5.4x	5.7x	4.9x	4.5x
P/B	Lần			1.8x	1.5x	1.2x	0.9x
EV/EBITDA	Lần	10.2x	5.7x	5.5x	5.3x	4.5x	4.1x
Cổ tức trên mệnh giá	VND	-	-	1,428	-	-	-
Lợi suất cổ tức tiền mặt	%	0%	0%	2%	0%	0%	0%
ROE	%	4%	12%	34%	27%	24%	21%
ROA	%	1%	3%	9%	9%	8%	8%
Nợ vay / Vốn CSH	%	183%	138%	139%	117%	102%	82%

Nguồn: Tôn Đông Á, MBS Research 232

CTCP Tôn Đông Á (TDA)



TỔNG QUAN VỀ TÔN ĐÔNG Á

Công ty Cổ phần Tôn Đông Á tiền thân là Công ty TNHH Đông Á được thành lập vào 5/11/1998, sau đó được đổi tên thành Công ty TNHH Tôn Đông Á vào tháng 06 năm 2005.

Năm 2009, Công ty TNHH Tôn Đông Á được chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Tôn Đông Á. Nhà máy sản xuất đặt tại tỉnh Bình Dương với tổng diện tích nhà xưởng hơn 35.000 m2

Năm 2010, Dây chuyền mạ kẽm/hợp kim nhôm kẽm công nghệ NOF chính thức đi vào hoạt động. Tôn Đông Á thâm nhập vào thị trường thép lá mạ với các sản phẩm tôn kẽm, tôn lạnh, tôn lạnh màu chất lượng cao phục vụ cho ngành xây dựng dân dụng và công nghiệp.

Năm 2013, Nhà máy sản xuất thép lá mạ thứ hai tại KCN Đồng An 2, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương, được khởi công xây dựng. Nhà máy có tổng diện tích 125.800 m2 với số vốn đầu tư 160 triệu USD.

Năm 2012, Tôn Đông Á đầu tư dự án ERP trên 1 triệu USD nhằm mục đích nâng cao hiệu quả hoạt động và quản lý toàn diện trong sản xuất, kinh doanh.

Năm 2011, Dây chuyền mạ màu thứ ba ra đời, nâng tổng công suất nhà máy tại Khu Công nghiệp Sóng Thần 1 lên 150.000 tấn/năm.

Năm 2015, Hoàn thiện giai đoạn 1 của nhà máy Thủ Dầu Một có công suất 250.000 tấn/năm với vốn đầu tư 70 triệu USD. Toàn bộ dây chuyền có công nghệ tiên tiến bậc nhất đến từ Châu Âu và Nhật Bản.

Năm 2017, Hoàn thiện giai đoạn 2 của nhà máy Thủ Dầu Một có công suất tăng thêm 600.000 tấn/năm với vốn đầu tư 90 triệu USD.

Năm 2018 – Nay, Tôn Đông Á nâng tổng công suất của hai nhà máy lên 850.000 tấn/năm bao gồm 4 dây chuyền mạ kẽm/nhôm kẽm với công nghệ lò ủ NOF, 4 dây chuyền mạ màu, 1 dây chuyền tẩy rỉ, 2 dây chuyền cán nguội, 2 dây chuyền xà băng và 1 dây chuyền chia cuộn

Hội Đồng Quản Trị	Chức vụ
1. Ông Nguyễn Thanh Trung	Chủ tịch HĐQT
2. Bà Lê Thị Phương Loan	Thành viên HĐQT
3. Bà Nguyễn Thị Ngọc Quỳnh	Thành viên HĐQT
4. Ông Hồ Song Ngọc	Thành viên HĐQT
5. Ông Phạm Quốc Thắng	Thành viên HĐQT
6. Ông Đoàn Vĩnh Phước	Thành viên HĐQT
7. Ông Đoàn Danh Tuấn	Thành viên độc lập HĐQT
8. Ông Ngô Văn Sinh	Thành viên độc lập HĐQT
Ban Kiểm Soát	Chức vụ
1. Bà Lê Thị Khoa Nguyễn	Trưởng ban
2. Ông Nguyễn Năng Tín	Thành viên
3. Bà Lâm Duy Thùy Linh	Thành viên
Ban Điều Hành	Chức vụ
1. Ông Hồ Song Ngọc	Tổng GD
2. Ông Đoàn Vĩnh Phước	Phó TGD
3. Ông Phạm Quốc Thắng	Phó TGD
4. Ông Nguyễn Văn Đại	Phó TGD

Nguồn: Tôn Đông Á, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

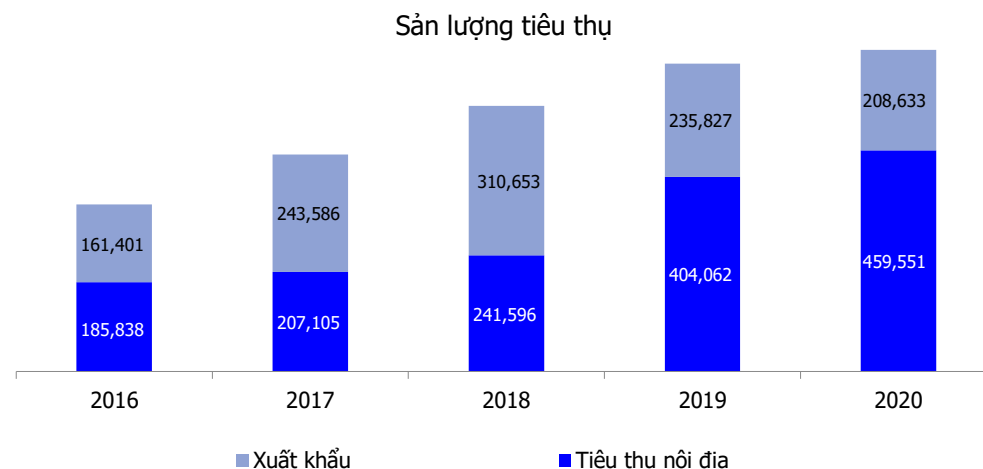


MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Công suất và sản lượng tiêu thụ Tôn Đông Á

- Tính đến thời điểm hiện tại, Tôn Đông Á (TDA) sở hữu và vận hành 2 nhà máy bao gồm: Nhà máy Thủ Dầu Một (TDM) và Nhà máy Sóng Thần 1 (ST1) với tổng công suất sản phẩm tôn 850.000 tấn/năm.
- TDA có nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào hằng năm ổn định cho hoạt động sản xuất cũng như giá nhập hàng ưu đãi so với giá bán thị trường thông qua mối quan hệ đã được xây dựng từ trước với các nhà sản xuất thép lớn cả trong và ngoài nước.
- Ngoài ra, TDA đã xây dựng mối quan hệ hợp tác chiến lược cùng các doanh nghiệp quốc tế lớn và cũng là cổ đông của Tôn Đông Á như JFE, Posco, Hanwha, và Poong Jeon nhằm hỗ trợ đưa sản phẩm đến các thị trường nước ngoài.
- Về thị trường nội địa, TDA có hệ thống bán hàng trải dài từ Bắc tới Nam gồm các văn phòng đại diện ở các thành phố lớn như Hà Nội, Đà Nẵng, Long An, Thành phố Hồ Chí Minh. Mạng lưới nội địa của Công ty bao gồm hơn 600 đại lý và cửa hàng bán lẻ, và hơn 25 khách hàng doanh nghiệp.
- Thị trường xuất khẩu của TDA khá đa dạng bao gồm Châu Á, Châu Mỹ, Châu Âu và Úc. Trong đó 2 khu vực trọng tâm là Châu Âu và Hoa Kỳ luôn được duy trì ở mức tỉ trọng 55-60% nhờ vào chất lượng sản phẩm vượt trội so với các đối thủ nội địa khác.
- Sản phẩm chính của Tôn Đông Á bao gồm: thép mạ kẽm (tôn kẽm/kẽm màu) và thép mạ nhôm kẽm (tôn lạnh/lạnh màu). Tôn Đông Á là doanh nghiệp sản xuất tôn đầu tiên tại Việt Nam có bộ nhận diện thương hiệu, khẳng định chất lượng sản phẩm cũng như uy tín của Doanh nghiệp.
- TDA duy trì mục tiêu tiếp tục phát triển mảng kinh doanh nội địa và duy trì ở vị thế dẫn đầu ở thị trường miền Nam. Công ty tập trung cải thiện và đa dạng hóa chuỗi giá trị của mình, trong đó bao gồm chuỗi cung ứng cũng như hệ thống phân phối và bán hàng.

Dây chuyền	Công suất (nghìn tấn/năm)	Nhà máy
Tẩy rỉ	600	Thủ Dầu Một
Cán nguội 1	200	Thủ Dầu Một
Cán nguội 2	400	Thủ Dầu Một
Mạ lạnh/mạ kẽm CK4	200	Thủ Dầu Một
Mạ lạnh CK5	200	Thủ Dầu Một
Mạ lạnh/mạ kẽm CK6	350	Thủ Dầu Một
Mạ màu CM4	120	Thủ Dầu Một
Mạ màu CM1	40	Sóng Thần 1
Mạ màu CM2	40	Sóng Thần 1
Mạ màu CM3	40	Sóng Thần 1
Mạ lạnh CK3	100	Sóng Thần 1
Tổng công suất	800	



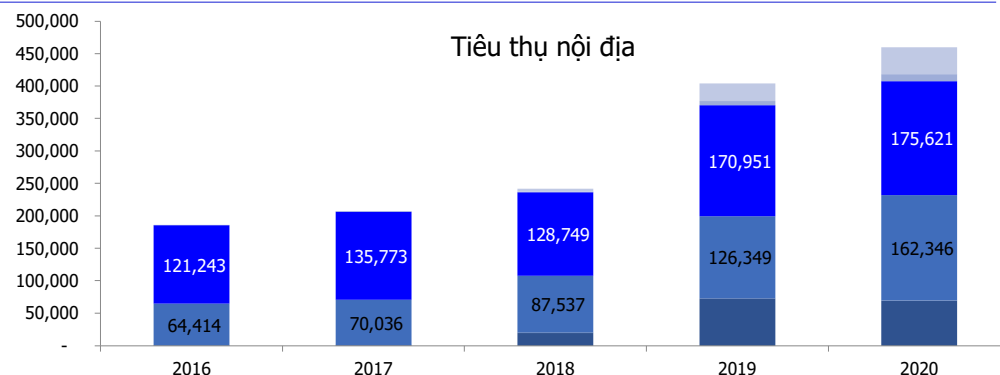
Nguồn: Tôn Đông Á, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

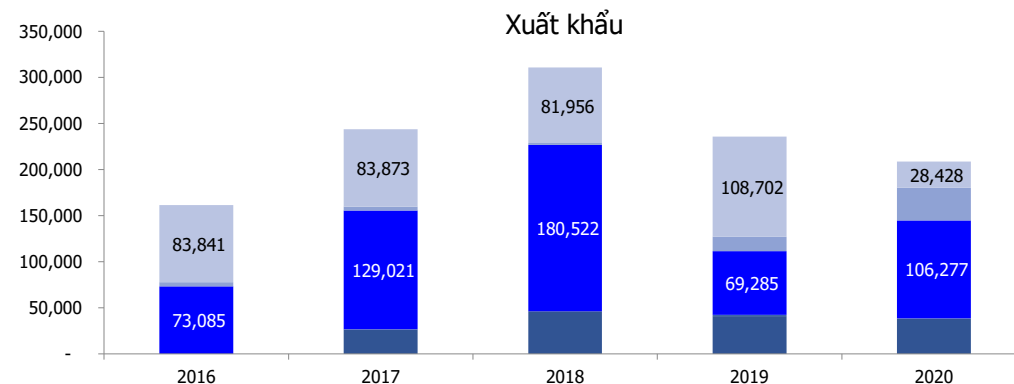
MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Cấu thành sản lượng tiêu thụ

- Với chiến lược tập trung vào thị trường nội địa dẫn đến sản lượng tiêu thụ vẫn tăng trưởng qua các năm mặc dù tốc độ có suy giảm. Trong đó, năm 2019 TDA đã đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất với hơn 67% YoY đạt hơn 400 nghìn tấn. Sang năm 2020, với sự ảnh hưởng tiêu cực của đại dịch covid sản lượng tiêu thụ vẫn duy trì tăng trưởng nhưng tốc độ có phần suy giảm chỉ đạt hơn 13% YoY ghi nhận mức 460 nghìn tấn. Phân khúc sản phẩm cốt lõi trong cấu thành của sản lượng tiêu thụ TDA là tôn lạnh và tôn lạnh màu, trong đó tỉ trọng tôn lạnh chiếm 35% trong giai đoạn 2016 đến 2020. Trong năm 2016, tôn lạnh màu chiếm đến hơn 65% tỉ trọng tiêu thụ nội địa tuy nhiên đã giảm dần chỉ còn 38% trong năm 2020, điều này đến từ việc TDA đã đẩy mạnh và tiêu thụ sản lượng tôn kẽm trong năm 2019 và 2020. Trong năm 2021, tác động dịch bệnh ảnh hưởng nhiều đến tiêu thụ nội địa tuy nhiên TDA vẫn đạt mức tiêu thụ 403 nghìn tấn trong 9 tháng đầu năm 2021.
- Sản lượng xuất khẩu của TDA trong năm 2019 và 2020 suy giảm đáng kể, điều này khá dễ hiểu khi đây là giai đoạn dịch covid tác động mạnh nhất lên nền kinh tế toàn cầu đặc biệt là các nước phát triển khiến cho nền kinh tế các nước này phải ghi nhận mức tăng trưởng âm. Trong tổng sản lượng xuất khẩu, sản lượng tôn lạnh chiếm tỉ trọng cao nhất ở mức giao động 50% đạt hơn 106 nghìn tấn trong năm 2020. Tôn lạnh màu đồng thời cũng ghi nhận sản lượng xuất khẩu hơn 35 nghìn tấn chiếm 17% tỉ trọng. Bên cạnh đó, tôn kẽm chiếm tỉ trọng khá lớn trong sản lượng xuất khẩu với mức tỉ trọng duy trì từ 15%-18% trong năm 2018-2020. 9 tháng đầu năm 2021, TDA đẩy mạnh xuất khẩu đạt đến hơn 366 nghìn tấn nhờ sự phục hồi của nền kinh tế các nước phát triển.
- Phân khúc sản phẩm tôn lạnh và lạnh màu là 2 phân khúc chủ đạo của TDA. Theo chia sẻ, tôn lạnh có tính ứng dụng cao hơn, không chỉ được dùng trong ngành công nghiệp xây dựng và dân dụng (như tấm lợp, vách ngăn, ván trần, cửa cuốn,...) mà còn được dùng trong điện công nghiệp (như nhà, vỏ bọc của các thiết bị điện...) và trang trí nội thất. Trong kế hoạch năm 2021, dòng sản phẩm tôn lạnh và tôn lạnh màu sẽ chiếm khoảng 76% tổng sản lượng bán nội địa trong năm. Đồng thời TDA sẽ tiếp tục tập trung phát triển các thế mạnh của mình như chất lượng sản phẩm vượt bậc và hệ thống phân phối phủ rộng. Ngoài ra, TDA cũng đang khai thác thêm thị phần ở các mảng tôn kẽm, khung xương trần, panel, nguyên liệu mạ màu,...



■ Pipe - ống thép
■ PPGL - (thép mạ hợp kim nhôm kẽm - tôn lạnh) + màu
■ PPGI (thép mạ kẽm- tôn kẽm) + màu
■ Slits - xẻ thép
■ GL (thép mạ hợp kim nhôm kẽm - tôn lạnh)
■ GI (thép mạ kẽm- tôn kẽm)



■ Slits - xẻ thép
■ PPGL - (thép mạ hợp kim nhôm kẽm - tôn lạnh) + màu
■ PPGI (thép mạ kẽm- tôn kẽm) + màu
■ GI (thép mạ kẽm- tôn kẽm)

Nguồn: Tôn Đông Á, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

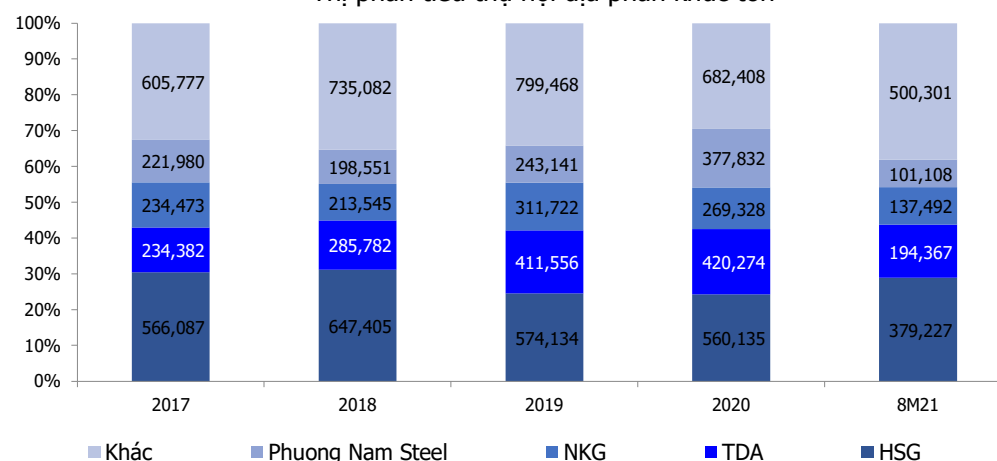


MUA - Giá mục tiêu: 55,400

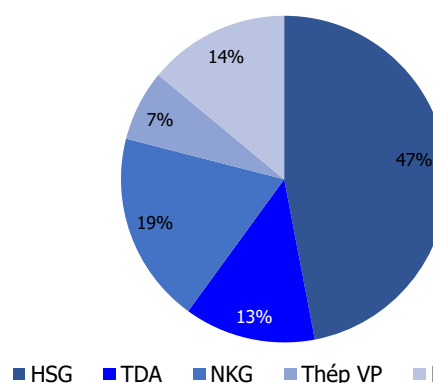
Thị phần Tôn Đông Á trên thị trường Việt Nam

- Tổng thị phần tiêu thụ tôn nội địa, tỉ trọng tiêu thụ của TDA chỉ xếp sau HSG và cang được mở rộng, cụ thể trong năm 2017 với sản lượng tiêu thụ tôn nội địa TDA chiếm tỉ trọng 13% đạt hơn 234 nghìn tấn và con số này dần được cải thiện qua các năm 2019 và 2020 đạt tỉ trọng lên đến 18% trong năm 2020 xếp sau HSG với tỉ trọng 24%. Mặc dù thị phần trong 8 tháng đầu năm ghi nhận gần 200 nghìn tấn chiếm tỉ trọng chỉ còn 15% tuy nhiên với sản phẩm chủ lực tôn lạnh và tôn lạnh màu với nhãn hàng KING/WIN/S thì theo kế hoạch TDA sẽ tiếp tục làm chủ thị trường miền Nam và gia tăng tối đa thị phần nội địa. Chiến lược phát triển thị trường nội địa của TDA rất rõ ràng và xuyên suốt, trong khi các đối thủ cạnh tranh đang tập trung vào mảng tôn kẽm và kẽm màu thì TDA với chiến lược khác biệt sẽ tập trung và chiếm vị thế số một trong mảng tôn lạnh và tôn lạnh màu. Đây là dòng sản phẩm có những đặc tính riêng biệt có chất lượng cao cấp hơn dành cho những công trình dự án đòi hỏi kỹ thuật cao.
- Ở thị phần xuất khẩu, TDA đặt mục tiêu kiểm soát sản lượng xuất khẩu ở mức 33-35% của tổng sản lượng tiêu thụ của mình. Trong năm 2020, thị phần xuất khẩu TDA chiếm 13% tổng sản lượng xuất khẩu tôn của Việt Nam và con số này có gia tăng trong 8 tháng đầu năm 2021 đạt tỉ trọng 14%. Trong đó, dòng sản phẩm xuất khẩu chủ lực tiêu 2 dòng sản phẩm này sẽ chiếm tỉ trọng 81% cho tổng sản lượng xuất khẩu của TDA. Ngay trong Quý 1/2021, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ của Tôn Đông Á đã đạt 67% so tổng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2020 và chiếm tỷ trọng 55% trong cơ cấu xuất khẩu. Bên cạnh đó, tỉ trọng xuất khẩu ở thị trường Châu Âu chiếm 27% trong tổng doanh thu xuất khẩu Quý 1/2021, tăng đáng kể so với mức 19% trong năm 2020.
- TDA luôn tự tin với dòng sản phẩm chất lượng cao của mình ở thị trường thế giới, cùng với đó là thương hiệu tôn nội địa đầu tiên xây dựng được bộ nhận diện thương hiệu hoàn chỉnh, nâng cao tầm vóc của sản phẩm. TDA có mạng lưới phân phối chủ yếu là B2B (Business-to-Business – Doanh nghiệp-Doanh nghiệp). Thị trường nội địa được phủ rộng khắp với gần 1500 đại lý bán hàng cấp 1 và cấp 2, trong đó có 1052 đại lý có gắn bảng hiệu của Tôn Đông Á.

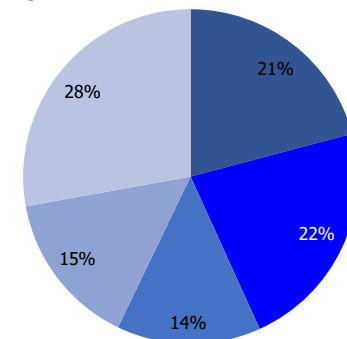
Thị phần tiêu thụ nội địa phân khúc tôn



Tổng Xuất khẩu thị trường tôn 2020



Tổng tiêu thụ tôn miền Nam 2020



Nguồn: VSA, Fiinpro, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

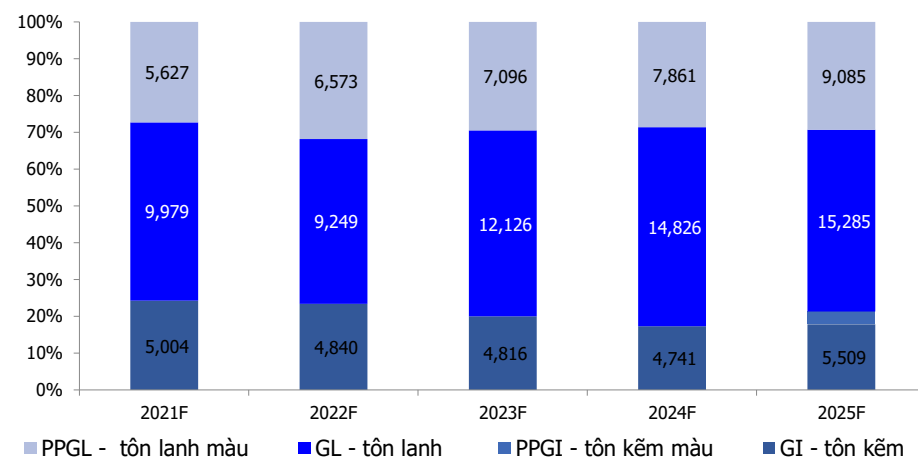
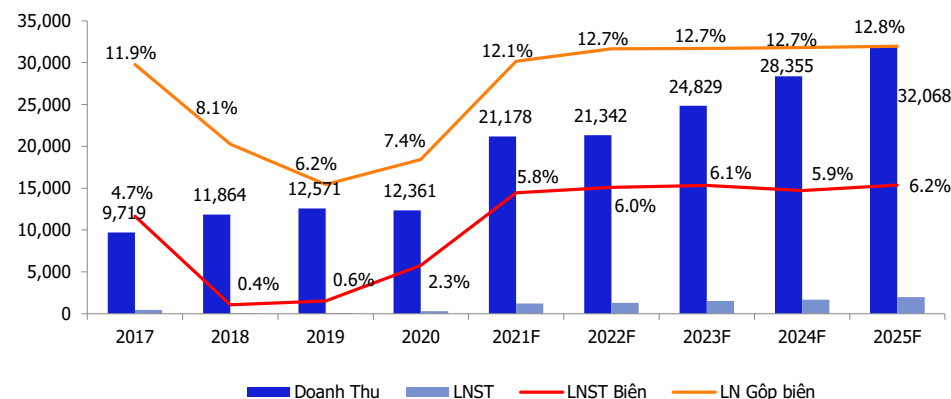


MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Tổng quan hoạt động kinh doanh

- Tổng doanh thu của TDA trong giai đoạn 2018 đến 2020 giữ ở mức bình ổn, trong đó chiếm tỉ trọng lớn nhất đến từ mảng bán sản phẩm tôn lạnh và lạnh màu. Trong năm 2020 nền kinh tế toàn cầu nói chung bị tác động rất lớn từ đại dịch covid và nền kinh tế Việt Nam nói riêng cũng chịu bị ảnh hưởng khá lớn khiến cho việc tiêu thụ thép trong và ngoài nước có phần không được khả quan. Tuy nhiên, TDA vẫn duy trì khá tốt và chỉ giảm nhẹ so với doanh thu năm 2019.
- TDA ghi nhận tổng doanh thu 9 tháng đầu năm 2021 đạt hơn 17 nghìn tỷ đồng tăng trưởng 101% YoY với lợi nhuận sau thuế đạt 945 tỷ đồng (+545 YoY), tận dụng xu thế nguồn cung thép toàn cầu đang có phần suy yếu do sự kiểm soát từ phía chính phủ Trung Quốc đồng thời hưởng lợi từ sự phục hồi của các nền kinh tế phát triển dẫn đến nhu cầu thép tăng cao và được dự đoán là sẽ tăng mạnh trong thời gian sắp tới. Tôn Đông Á vì vậy sẽ tận dụng để đẩy mạnh xuất khẩu nhiều hơn nhưng song song đó vẫn duy trì tốt thị phần nội địa. Vì vậy theo kế hoạch đề ra của TDA, chúng tôi đưa ra mức dự phóng cho tổng doanh thu của TDA trong năm 2021 ước tính là hơn 21 nghìn tỷ đồng đạt mức tăng trưởng 71% YoY dựa vào khả năng có thể đẩy mạnh sản lượng xuất khẩu đạt gần 550 nghìn tấn trong năm 2021 tức tăng trưởng 162% YoY, trong đó phân khúc sản phẩm chủ lực sẽ là tôn lạnh và lạnh màu với doanh thu ước tính cho 2 phân khúc sản phẩm này lần lượt là gần 10 nghìn tỷ đồng và 5.6 nghìn tỷ đồng.
- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2018 đến 2020 giao động ở mức độ khá thấp, việc này phần nào ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại năm 2018 và sự điều chỉnh của giá thép đã dẫn đến sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường nội địa dẫn đến việc thúc đẩy các công ty phải cắt giảm tỷ suất lợi nhuận của mình. Mặt khác, một phần ảnh hưởng tiêu cực từ phía đại dịch, đồng thời đây là khoảng thời gian mà nhà máy thứ 2 vừa đi vào qui trình vận hành dẫn đến các hoạt động sản xuất kinh doanh chưa được xuyên suốt và vận hành đúng mục tiêu đề ra. 9 tháng đầu năm 2021, TDA đã quản trị sản xuất tốt hơn và các dòng sản phẩm đã được cải thiện rất nhiều từ đó dẫn đến cải thiện tốt kết quả hoạt động kinh doanh. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp trong quý 3 đạt lần lượt đạt 11.2% và 5%. Với mục tiêu và kế hoạch quản trị sản xuất và hoạt động kinh doanh mà TDA đã đề ra, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2021 đến 2025 được duy trì ở mức 12% và 6%.

Doanh thu và lợi nhuận biên



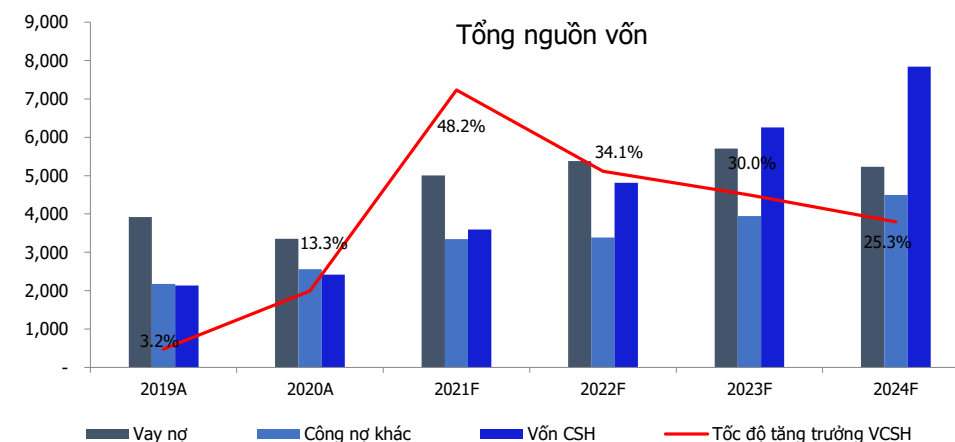
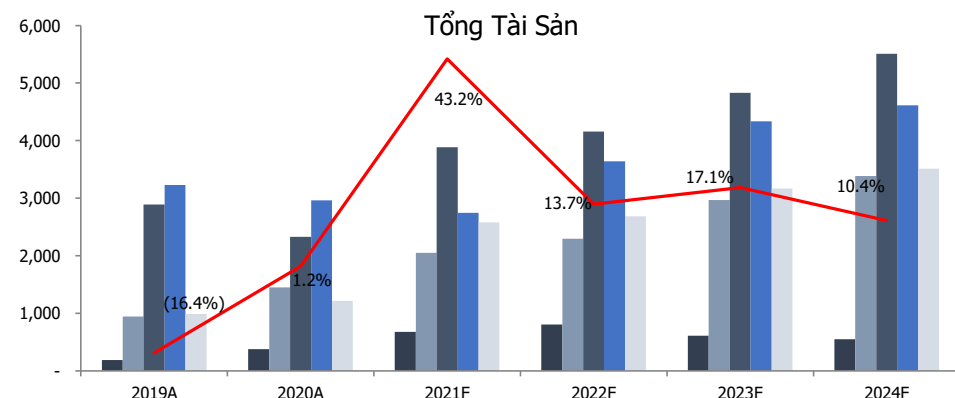
Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Tăng trưởng tổng tài sản và quản trị hoạt động

- Tổng tài sản trong năm 2019 và 2020 ở mức ổn định, trong đó sản lượng hàng tồn kho, và các khoản phải thu được duy trì ở tỉ lệ ổn định, bên cạnh đó TDA cũng đã nâng cao được uy tín với nhà cung cấp khi thời gian các khoản phải trả được nới rộng.
- 6 tháng đầu năm 2021, tổng tài sản TDA đạt 11,500 tỷ đồng tăng trưởng 38% YoY. Chúng tôi dự phóng cuối năm 2021 sẽ có mức tăng trưởng 43.2% YoY, trong đó phần lớn là lượng hàng tồn kho tăng mạnh nhằm phục vụ cho tăng trưởng mạnh từ hoạt động sản xuất và tiêu thụ, đồng thời chúng tôi dự phóng TDA sẽ duy trì vòng hay hàng tồn kho hay duy trì thời gian hàng tồn kho là 90 ngày trong dài hạn.
- Nguồn vốn chủ sở hữu sẽ được dự phóng sẽ tăng mạnh nếu TDA thành công trong đợt IPO sắp tới, với số lượng cổ phiếu dự định phát hành là hơn 15 triệu cổ phiếu sẽ bổ sung vào vốn điều lệ tương đương hơn 150 tỷ đồng sẽ là nguồn tiền để hỗ trợ TDA trong việc phát triển và mở rộng thêm các nhà máy mới từ đó đẩy mạnh tăng trưởng về quy mô trong tương lai.
- Theo kế hoạch, TDA sẽ thanh toán phần lớn nợ dài hạn trong giai đoạn năm 2023 và duy trì tỉ lệ nợ ngắn hạn ở mức độ hợp lí nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)

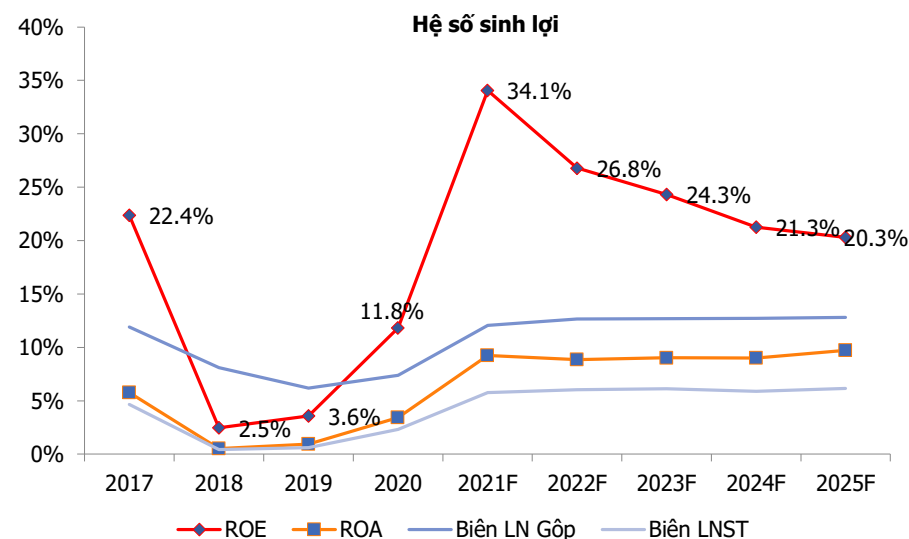


MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Tỷ suất sinh lợi và chiến lược dài hạn

- TDA ghi nhận tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE đạt 22.4%, sau đó trong giai đoạn 2018 và 2019 với kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng từ kinh tế vĩ mô nên tỷ suất sinh lời bị suy giảm đáng kể. Tuy nhiên trong năm 2020, ROE của TDA đã khả quan trở lại đạt gần 12% dù bị tác động rất lớn từ đại dịch covid.
- Trong năm 2021, TDA đặt mục tiêu tăng trưởng vượt bậc về doanh thu và lợi nhuận dựa trên nền tảng phục hồi và hưởng lợi từ các yếu tố vĩ mô và vi mô. Bên cạnh đó, TDA sẽ tập trung cải thiện hoạt động kinh doanh và sản xuất nhằm tối ưu hóa hoạt động kinh doanh. Đồng thời, đầu tư cho hoạt động nghiên cứu và phát triển, tiếp tục tập trung sản xuất các sản phẩm có biên lợi nhuận cao để đẩy mạnh tối đa tỷ suất lợi nhuận. Tập trung đẩy mạnh đầu tư và phát triển nguyên liệu đầu nguồn, mở rộng các sản phẩm thép lá mạ ứng dụng trong lĩnh vực xây dựng, thiết bị gia dụng, công nghiệp, giao thông vận tải. Trong dài hạn, TDA đặt mục tiêu trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu của Việt Nam về ngành thép lá mạ với các dòng sản phẩm chất lượng cao.
- Mặt khác, với khẩu hiệu "cùng xây cuộc sống xanh", TDA chú trọng đầu tư các thiết bị có công nghệ hiện đại và thân thiện với môi trường.
- Trong khoảng thời gian vừa qua, công suất sản xuất của TDA còn khá nhỏ nên chưa thể đáp ứng đủ nhu cầu lớn từ thị trường dẫn đến tăng trưởng chưa được như mong muốn. Vì vậy, TDA đang đầu tư và phát triển để gia tăng công suất sản xuất thông qua việc đầu tư vào nhà máy thứ 3 và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2023.
- Chất lượng sản phẩm là nền tảng cho sự phát triển bền vững, TDA luôn tuân theo những chuẩn mực khắt khe trên toàn thế giới từ đó xây dựng và duy trì vị thế thương hiệu của Công ty. Đồng thời, đảm bảo chất lượng dịch vụ hỗ trợ khách hàng tận tâm và công bằng, xây dựng mối quan hệ lâu dài trong tương lai.
- Mỹ vẫn là thị trường mục tiêu chiếm tỉ trọng cao nhất trong sản lượng xuất khẩu của TDA trong dài hạn, bên cạnh đó TDA cũng đang dần mở rộng mạng lưới xuất khẩu sang thị trường Châu Âu.

Dupont	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
LNST / Doanh thu	0.01x	0.02x	0.06x	0.06x	0.06x	0.06x
Tài sản / Vốn chủ sở hữu	3.85x	3.44x	3.68x	3.08x	2.82x	2.52x
Doanh thu / Tài sản	1.53x	1.48x	1.60x	1.44x	1.42x	1.45x
ROE	3.6%	11.8%	34.1%	26.5%	23.9%	20.8%



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

CTCP Tôn Đông Á (TDA)



MUA - Giá mục tiêu: 55,400

Dự phóng và định giá

- Năm 2023 nhà máy mới tại Bà Rịa Vũng Tàu sẽ chính thức đi vào hoạt động với dự kiến tổng công suất có thể đạt được là 1,2 triệu tấn/ năm và năm 2026 nhanh chóng hoàn thiện toàn bộ nhà máy với tổng công suất hoạt động là hơn 2 triệu tấn/ năm. Mục tiêu trong năm 2025 – 2026 trở thành công ty dẫn đầu về thép lá mạ tại Việt Nam.
- MBS sử dụng đồng thời 2 phương pháp định giá nhằm đảm bảo tính khách quan bao gồm: phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do (DCF) và phương pháp so sánh với hệ số P/E (comparable). Với tỉ trọng là 50% cho mỗi phương pháp chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu Tôn Đông Á với giá mục tiêu 55,400 đồng/cp đến từ triển vọng về tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp đến từ kế hoạch mở rộng qui mô sản xuất và tiềm năng gia tăng sản lượng tiêu thụ với thế mạnh vốn có. Bên cạnh đó, sự phục hồi vĩ mô của nền kinh tế thế giới nói chung và nền kinh tế Việt Nam nói riêng sẽ vực dậy nhu cầu tiêu thụ tôn thép trên toàn cầu.

Số ngày vòng quay	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Thời gian thu tiền khách hàng	30 ngày	35 ngày	35 ngày	39 ngày	46 ngày	46 ngày
Thời gian tồn kho	89 ngày	74 ngày	95 ngày	94 ngày	89 ngày	89 ngày
Thời gian trả tiền	36 ngày	40 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày
Chu kỳ tiền mặt	83 ngày	69 ngày	84 ngày	88 ngày	89 ngày	89 ngày

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Net Sales:	12,571	12,361	21,178	21,342	24,829	28,355
Costs of sales	11,795	11,450	18,622	18,639	21,682	24,748
Gross profit	777	911	2,555	2,703	3,147	3,607
Operating Expenses:						
Selling expenses	283	292	615	620	716	972
Admin expenses	128	97	197	199	238	267
Total Operating Expenses:	411	390	812	818	954	1,240
Operating income (EBIT)	365	521	1,743	1,885	2,193	2,367
Net Interest Income / (Expense):	283	176	235	315	360	376
Net Other Income / (Expense):	6	3	15	15	15	15
Pre-Tax Income:	89	348	1,523	1,584	1,848	2,077
Income Taxes:	12	62	297	309	362	393
Net Income:	77	286	1,227	1,276	1,486	1,613

		Terminal FCFF Growth Rate								
WACC		2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%
	9.7%	57,999	59,372	60,819	62,347	63,961	65,670	67,483	69,408	71,457
	10.2%	57,515	58,862	60,280	61,776	63,356	65,028	66,799	68,680	70,680
	10.7%	57,042	58,362	59,752	61,217	62,764	64,400	66,132	67,970	69,922
	11.2%	56,577	57,872	59,235	60,671	62,186	63,786	65,480	67,276	69,183
	11.7%	56,122	57,393	58,729	60,136	61,620	63,186	64,844	66,599	68,462
	12.2%	55,676	56,922	58,233	59,612	61,066	62,600	64,222	65,938	67,759
	12.7%	55,238	56,462	57,747	59,099	60,524	62,026	63,613	65,293	67,072
	13.2%	54,809	56,010	57,271	58,597	59,993	61,465	63,019	64,662	66,402
	13.7%	54,387	55,567	56,804	58,105	59,474	60,916	62,438	64,045	65,747

Nguồn: MBS Research

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)							Chỉ số chính						
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F		2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	12,571	12,361	21,178	21,342	24,829	28,355	Định giá						
Giá vốn hàng bán	11,795	11,450	18,622	18,639	21,682	24,748	EPS	866	2,933	11,399	10,838	12,629	13,709
Lợi nhuận gộp	777	911	2,555	2,703	3,147	3,607	Giá trị sổ sách của cổ phiếu (BVPS)	24,128	24,846	33,407	40,838	52,835	65,858
Doanh thu hoạt động tài chính	72	95	70	87	102	113	P/E	0.0 x	0.0 x	5.4 x	5.7 x	4.9 x	4.5 x
Chi phí tài chính	355	271	305	402	461	488	P/B	0.0 x	0.0 x	1.8 x	1.5 x	1.2 x	0.9 x
Chi phí quản lý doanh nghiệp	411	390	812	818	954	1,240	Khả năng sinh lời						
Lợi nhuận trước thuế	89	348	1,523	1,584	1,848	2,007	Biên lợi nhuận gộp	6%	7%	12%	13%	13%	13%
Lợi nhuận sau thuế	77	286	1,227	1,276	1,486	1,613	Biên EBITDA	3%	4%	10%	11%	11%	11%
							Biên lợi nhuận sau thuế	1%	2%	6%	6%	6%	6%
							ROE	4%	12%	34%	27%	24%	21%
							ROA	1%	3%	9%	9%	8%	8%
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	Tăng trưởng						
Tài sản ngắn hạn	4,687	5,037	9,630	10,289	12,218	13,839	Doanh thu	6%	-2%	71%	1%	16%	14%
I. Tiền & tương đương tiền	186	379	403	778	1,138	1,430	Lợi nhuận trước thuế	35%	292%	338%	4%	17%	9%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	334	659	1,365	1,641	1,787	1,805	Lợi nhuận sau thuế	50%	273%	329%	4%	17%	9%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	942	1,449	2,048	2,294	3,139	3,585	EPS	50%	239%	255%	4%	17%	9%
IV. Hàng tồn kho	2,890	2,326	4,837	4,825	5,279	6,019	Tổng tài sản	-16%	1%	59%	12%	18%	11%
V. Tài sản ngắn hạn khác	335	223	976	752	875	999	Vốn chủ sở hữu	3%	13%	48%	34%	29%	25%
Tài sản dài hạn	3,548	3,297	3,591	4,491	5,295	5,682	Thanh khoản						
I. Các khoản Phải thu dài hạn	4	5	21	22	25	29	Thanh toán hiện hành	0.9 x	1.0 x	1.1 x	1.2 x	1.3 x	1.4 x
II. Tài sản cố định	3,185	2,896	2,627	2,326	4,196	3,725	Thanh toán nhanh	0.1 x	0.2 x	0.2 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x
1. Tài sản cố định hữu hình	3,178	2,891	2,622	2,322	4,193	3,722	Nợ/tài sản	48%	40%	38%	38%	36%	32%
2. Tài sản cố định vô hình	7	5	5	4	3	2	Nợ/vốn chủ sở hữu	183%	138%	139%	117%	102%	82%
III. Tài sản cho thuê tài chính	41	36	42	48	54	62	Khả năng thanh toán lãi vay	1.1 x	2.0 x	6.0 x	4.8 x	4.9 x	5.0 x
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1	32	76	1,267	85	824	Hiệu quả hoạt động						
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	180	180	180	180	Vòng quay phải thu khách hàng	12.1 x	10.4 x	10.4 x	9.4 x	8.0 x	8.0 x
VI. Tài sản dài hạn khác	316	328	644	649	755	862	Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	30 ngày	35 ngày	35 ngày	39 ngày	46 ngày	46 ngày
Tổng tài sản	8,235	8,334	13,220	14,780	17,514	19,520	Vòng quay hàng tồn kho	4.1 x	4.9 x	3.8 x	3.9 x	4.1 x	4.1 x
Nợ phải trả	6,096	5,911	9,626	9,974	11,295	11,769	Thời gian tồn kho bình quân	89 ngày	74 ngày	95 ngày	94 ngày	89 ngày	89 ngày
I. Nợ ngắn hạn	5,000	5,157	8,943	8,637	9,561	10,121	Vòng quay phải trả nhà cung cấp	10.0 x	9.0 x	8.0 x	8.0 x	8.0 x	8.0 x
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	2,094	2,499	4,546	4,290	4,841	5,361	Thời gian trả tiền bình quân	36 ngày	40 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày	46 ngày
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	2,905	2,658	4,397	4,348	4,720	4,759	Cashflow Statement (VND bn)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
II. Nợ dài hạn	1,097	754	683	1,337	1,734	1,649	Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	928	1,195	(640)	1,268	941	1,134
1. Các khoản phải trả dài hạn	80	61	79	79	83	87	Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	252	(416)	(993)	(1,497)	(1,347)	(791)
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,017	693	604	1,258	1,651	1,562	Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(1,182)	(586)	1,657	604	766	(50)
Vốn chủ sở hữu	2,139	2,423	3,595	4,806	6,218	7,751	Dòng tiền trong kỳ	(2)	193	24	375	360	292
1. Vốn điều lệ	886	975	1,177	1,177	1,177	1,177	Tiền và các khoản tương đương tiền - Đầu kỳ	188	186	379	403	778	1,138
2. Thặng dư vốn cổ phần	464	464	464	464	464	464	Tiền và các khoản tương đương tiền - Cuối kỳ	186	379	403	778	1,138	1,430
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	694	977	1,948	3,159	4,571	6,104							
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0	0							
5. Vốn khác	94	6	6	6	6	6							
Tổng nguồn vốn	8,235	8,334	13,220	14,780	17,514	19,520							

Ngành bán lẻ

Trần Minh Phương

Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

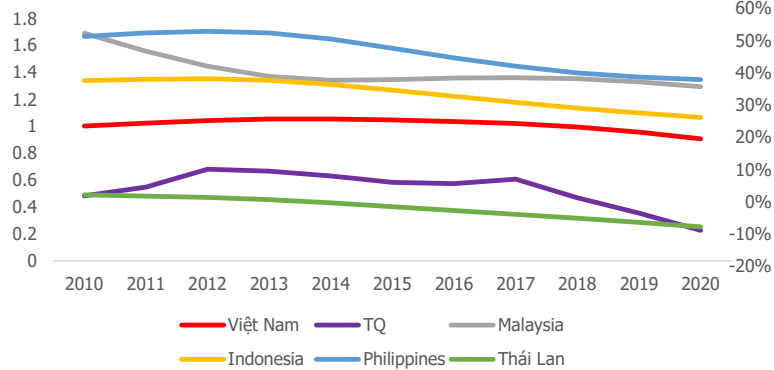
Ngành Bán lẻ

Diễn biến vĩ mô thuận lợi cho ngành bán lẻ trong tương lai

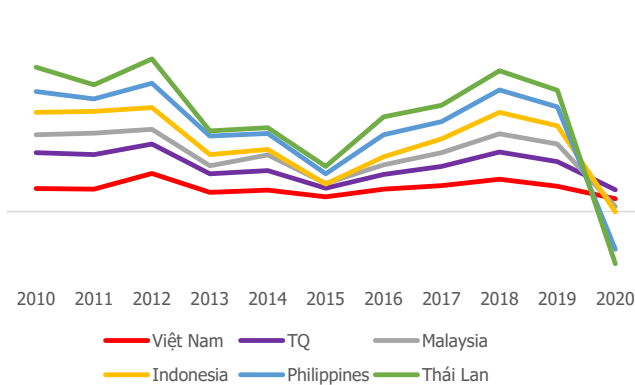
Với mức tăng trưởng cao cả về thu nhập lẫn chi tiêu dùng của người VN trong những năm gần đây, nhu cầu cho các sản phẩm và dịch vụ. Tăng trưởng GDP hàng năm của Việt Nam duy trì ở mức cao hơn các nước Đông Nam Á, và đặc biệt năm 2020, nhờ khống chế tốt tác động của dịch bệnh Covid-19, tăng trưởng GDP của Việt Nam vẫn đạt hơn 2.9%, cao nhất trong nhóm các đang phát triển khu vực Đông Nam Á. Giai đoạn 2010-2019, GDP của Việt Nam duy trì mức tăng ổn định từ 5-7% hàng năm, không biến động nhiều như các nước trong khu vực. Việt Nam vẫn đang ở thời kỳ dân số vàng với mức tăng trưởng dân số hàng năm khoảng 1%, mức trung bình so với khu vực và là tiền đề cho việc phát triển của ngành bán lẻ. Tuy mức tăng trưởng của tổng thu nhập (GNI) của người dân không cao, **quá trình đô thị hóa diễn ra nhanh chóng giúp phát triển thị trường bán lẻ theo hướng hiện đại và linh hoạt hơn. Thêm vào đó, với cơ cấu dân số phần lớn là dân số trẻ và là những người đang trong độ tuổi lao động, dư địa cho ngành bán lẻ và tiêu dùng là còn rất lớn.**

Theo số liệu từ Bộ Công Thương, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ của tháng 10/2021 tăng 18.5% so với tháng 9/2021, thể hiện nỗ lực phục hồi của ngành bán lẻ và dịch vụ sau đợt giãn cách xã hội do Covid-19 kéo dài. Thời điểm cuối năm cũng là thời điểm sôi động với thị trường bán lẻ trong nước với nhiều ngày hội mua sắm như Black Friday, Christmas và chào đón năm mới. Cùng với xu thế mua sắm online và các tiện ích và ưu đãi về thanh toán được các ngân hàng đưa ra, thị trường bán lẻ dự kiến sẽ có sự phục hồi tại thời điểm gần tết Nguyên đán, bên cạnh việc sản xuất kinh doanh đã dần hồi phục sau khi người dân ở các tỉnh thành lớn phần đông đều đã được tiêm 2 mũi vaccine.

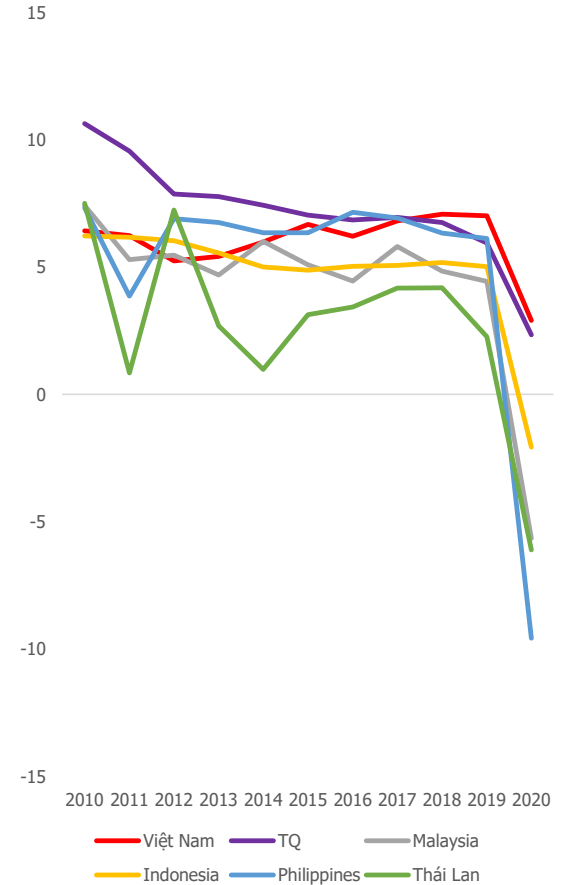
Tăng trưởng dân số (% hàng năm)



Tăng trưởng GNI (% hàng năm)



Tăng trưởng GDP (% hàng năm)

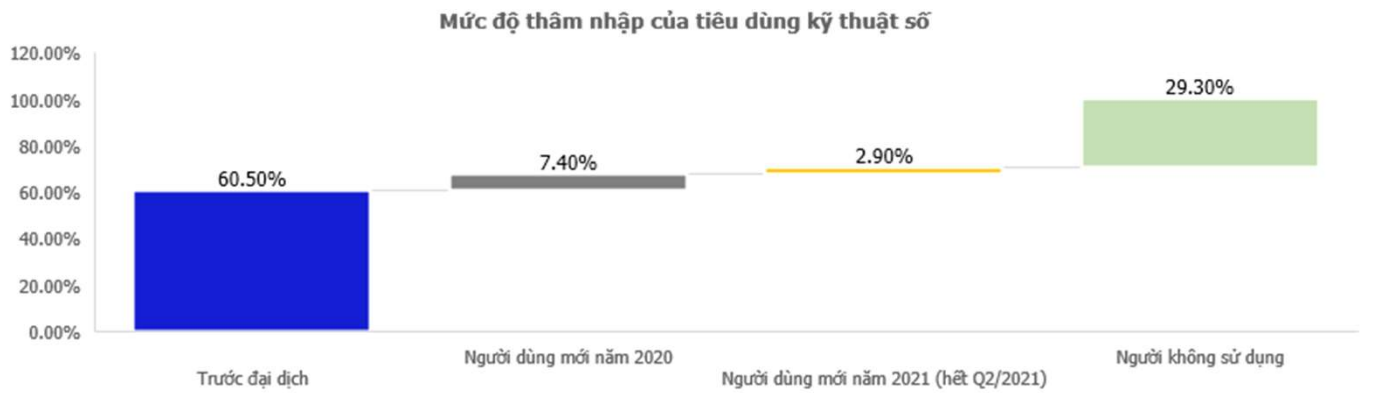


Xu hướng mua hàng online dân nổi trội

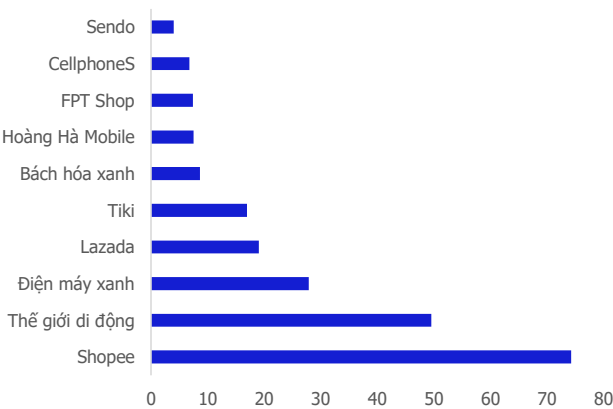
Theo khảo sát của Kantar, mức chi tiêu của người dân cho các sản phẩm tiêu dùng thiết yếu tăng cao trong đợt dịch Covid-19 lần thứ 4. Tính đến thời điểm cuối tháng 7, chi tiêu trong ngành FMCG vẫn duy trì ở mức rất cao nhờ nhu cầu dự trữ của người dân, khi Chỉ thị 16 vẫn đang được kéo dài. Chi tiêu đã có sự phục hồi trở lại trong tuần cuối tháng 8 và chưa có dấu hiệu dừng lại tính đến cuối tháng 11 năm nay. Khác hẳn so với 3 đợt dịch trước đó, hiện nay, những siêu thị mini đang là kênh mua hàng được lựa chọn nhiều nhất và có sự tăng trưởng vượt bậc trong đợt dịch này Tiếp theo đó, các siêu thị lớn và mua sắm trực tuyến cũng rất được ưa chuộng.

Theo báo cáo của Facebook năm 2021, trong các quốc gia của Đông Nam Á, Việt Nam đứng thứ hai trong số lượng tăng trưởng người tiêu dùng kỹ thuật số, tăng 8% trong năm 2021. Những hạn chế đi lại trong đợt dịch cùng sự tiện lợi của các trang thương mại điện tử khi cho phép người mua có thể đọc được các nhận xét về mặt hàng sau khi mua của những người mua trước đã giúp mua sắm online phổ biến hơn. Không những thế, người tiêu dùng có thể so sánh giá và các khuyến mại cũng như các mặt hàng tương tự tại các trang bán hàng khác nhau để tìm ra lựa chọn tối ưu cho quyết định mua sắm của mình. Công nghệ thông minh giúp người bán nghiên cứu tâm lý và hành vi của khách hàng để có thể giới thiệu đúng sản phẩm đến đúng đối tượng tiềm năng, thúc đẩy hành vi mua sắm.

Đại dịch Covid-19 đã khiến người dân thắt chặt chi tiêu trong một thời gian dài. Khi các dịp lễ lớn đang gần tới, người tiêu dùng có nhu cầu chi tiêu mạnh để bù lại cho quãng thời gian mà việc mua sắm đã bị hạn chế. Do vậy, các doanh nghiệp bán lẻ có thể kỳ vọng vào một sự bùng nổ về mặt ngắn hạn về nhu cầu mua sắm trong thời điểm cuối năm và trước tết Nguyên đán.



Top 10 website có lượng truy cập nhiều nhất 2021 (đv: triệu lượt xem, tính tới 31/08/2021)



Thông kê lượng siêu thị mở mới năm 2021

Siêu thị	HN	HCM	Khác	Tổng
AEON	16	2	2	20
BigC	7	7	14	28
Coop Mart	43	6	79	128
Emart	1	0	0	1
Fujimart	1	2	0	3
Lanchi Mart	0	11	14	25
Mega Market	4	4	13	21
Sakuko	3	14	16	33
Satra Mart	1	0	0	1
Vinmart	18	42	29	89

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)



MUA - Giá mục tiêu: VND 114,000 (+20%)

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA và thay đổi giá mục tiêu của PNJ lên 114,000 đồng/cổ phần (20% Tiềm năng tăng giá, sử dụng phương pháp P/E và triết khấu dòng tiền). Các yếu tố thúc đẩy giá: (1) dự kiến sức mua giành cho các mặt hàng không thiết yếu như trang sức sẽ phục hồi tốt sau làn sóng Covid thứ 4, (2) tăng thị phần do những cửa hàng trang sức nhỏ lẻ phải đóng cửa, (3) tái cơ cấu nhằm tối ưu hoá vận hành.

Cập nhật kết quả kinh doanh 11T2021

PNJ công bố KQKD tháng 11 ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,160 tỷ (tăng 18.9% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 140 tỷ đồng (tăng 18.3% yoy). Lũy kế 11 tháng đầu năm, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 16,755 tỷ đồng (tăng 9.4% yoy) hoàn thành 79.8% kế hoạch năm 2021 và LNST đạt 837 tỷ đồng (giảm 10.4% yoy), hoàn thành 68.1% kế hoạch năm 2021.

Biên lợi nhuận gộp trong tháng 11/2021 đạt 18.3% giảm nhẹ so với mức 20.3% cùng kỳ. Lũy kế 11 tháng, tỷ lệ LNG/DTT đạt 18.4% so với mức 19.8% cùng kỳ 2020.

Trong bối cảnh nền kinh tế chung sụt giảm 8.7% so với cùng kỳ, doanh thu kênh lẻ lũy kế 11 tháng đầu năm vẫn đạt được doanh thu tăng trưởng 8.4% so với cùng kỳ 2020. Các chương trình thúc đẩy bán hàng (Black Friday, Ưu đãi đặc quyền VIP...) trong tháng 11 đều vượt kế hoạch. Doanh thu bán hàng online lũy kế 11 tháng tăng trưởng 137% so với cùng kỳ. Doanh thu kênh sỉ lũy kế 11 tháng năm 2021 giảm 7% so với cùng kỳ. Doanh thu từ vàng miếng lũy kế 11 tháng năm 2021 tăng trưởng 22.2%.

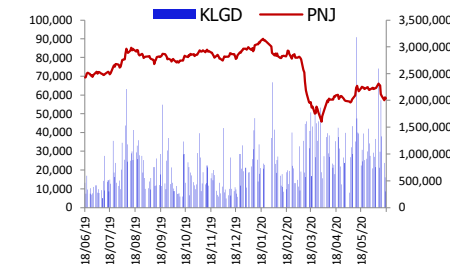
Lũy kế 11 tháng, PNJ đã mở mới 21 cửa hàng (trong đó 20 CH PNJ Gold, 1 CH PNJStyle), nhãn hàng Pandora đã đạt mốc 12 cửa hàng và PNJ Style đạt 7 cửa hàng ở các thành phố lớn. Tổng mạng lưới bán lẻ của PNJ có 342 cửa hàng trên toàn quốc.

Tổng chi phí hoạt động trong tháng 11 giảm 11.5% so với cùng kỳ 2020. Lũy kế 11 tháng, tỷ lệ CPHĐ/LNG đạt 62.5%

Định giá

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu 2021 ở mức 19,688 tỷ đồng (+12.5% ck) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,189 tỷ đồng (+11.2% ck). Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng đạt 23.1 nghìn tỷ đồng (+17.8% YoY) và 1.7 nghìn tỷ đồng (+19.5% YoY). Giá mục tiêu 1 năm cho cổ phiếu là 114.000 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 26.9%) và chúng tôi nhắc lại khuyến nghị MUA. Tại mức giá 88.200 đồng/cp. Trong ngắn hạn, KQKD Q3 có thể tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng tăng trưởng của PNJ trong dài hạn.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
PNJ (%)	- 10%	+ 7.2%	- 16.5%
VN-Index (%)	- 4.3%	+ 16.9%	- 12.2%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 94,700
Giá mục tiêu	VND 114,000
Tiềm năng tăng giá	20%
Bloomberg	PNJ VN
Vốn hóa	13,038 tỷ VND
	560 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 57,000 – VND 92,000
Giá trị giao dịch bình quân	26 tỷ VND
	1.2 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	49%

	Đơn vị	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	Tỷ VND	17,511	19,688	23,133	27,177
EBIT	Tỷ VND	1,508	1,605	2,307	3,131
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	1,069	1,189	1,721	2,378
Lợi nhuận sau thuế (cơ bản)	Tỷ VND	1,079	1,185	1,716	2,372
EPS (VND)	VND	4,746	5,228	7,566	10,453
Tăng trưởng EPS (%)	%	-10.4%	10.2%	44.7%	38.2%
P/E (x)	Lần	18.6	16.9	11.7	8.4
EV/EBITDA (x)	Lần	11.9	11.2	7.8	5.8
Lợi tức (%)	%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%
P/B (x)	Lần	3.8	3.3	2.7	2.1
ROE (%)	%	21.8%	20.9%	25.2%	27.9%
Nợ/vốn chủ (%)	%	61.8%	70.4%	58.0%	53.1%

Nguồn: MBS Research

CTCP Vàng Bạc Đá Quý Phú Nhuận (HSX: PNJ)



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2020	2021E	2022E	2023E	Chỉ số tài chính	2020	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	17,511	19,688	23,133	27,177	Định giá				
Giá vốn hàng bán	14,076	15,985	18,481	21,539	EPS	4,746	5,228	7,566	10,453
Lợi nhuận gộp	3,435	3,703	4,652	5,639	Giá trị sổ sách	23,030	26,934	33,000	41,953
Doanh thu tài chính	3	19	23	27	P/E	18.6	16.9	11.7	8.4
Chi phí tài chính	162	140	181	188	P/B	3.8	3.3	2.7	2.1
Chi phí bán hàng và quản lý	1,926	2,098	2,344	2,508	P/S	1.1	1.0	0.9	0.7
Lợi nhuận trước thuế	1,346	1,486	2,151	2,972	Lợi tức	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
Lợi nhuận sau thuế	1,069	1,189	1,721	2,378	Chỉ số sinh lời				
Lợi nhuận ròng	1,069	1,189	1,721	2,378	Biên gộp	19.6%	18.8%	20.1%	20.7%
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Biên EBITDA	18.7%	18.2%	19.4%	20.2%
Bảng cân đối kế toán	2020	2021E	2022E	2023E	Biên ròng	6.1%	6.0%	7.4%	8.7%
Tài sản ngắn hạn	7,254	8,616	9,943	12,653	ROE	21.8%	20.9%	25.2%	27.9%
I. Tiền & tương đương tiền	422	2,143	2,499	3,987	ROA	12.6%	12.1%	15.3%	17.0%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0	Chỉ số tăng trưởng				
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	100	135	159	187	Tăng trưởng doanh thu	3.0%	12.4%	17.5%	17.5%
IV. Hàng tồn kho	6,545	6,148	7,108	8,284	Tăng trưởng LNTT	-10.7%	10.4%	44.7%	38.2%
V. Tài sản ngắn hạn khác	77	90	106	125	Tăng trưởng LNST	-10.4%	11.2%	44.7%	38.2%
Tài sản dài hạn	1,229	1,229	1,289	1,328	EPS	-10.4%	10.2%	44.7%	38.2%
I. Các khoản Phải thu dài hạn					Tổng tài sản	-1.4%	16.0%	14.1%	24.5%
II. Tài sản cố định	932	943	953	934	Vốn chủ	14.5%	16.9%	22.5%	27.1%
1. Tài sản cố định hữu hình	281	309	332	326	Chỉ số thanh toán				
2. Tài sản cố định vô hình	650	634	621	608	Thanh toán hiện hành	224.4%	200.0%	228.9%	250.2%
III. Bất động sản đầu tư	1	2	3	4	Thanh toán nhanh	16.2%	52.9%	61.2%	82.5%
IV. Tài sản dở dang dài hạn	33	28	0	0	Nợ/TTTS	21.7%	27.1%	21.9%	20.5%
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	Nợ/Vốn chủ	61.8%	70.4%	58.0%	53.1%
VI. Tài sản dài hạn khác	297	286	335	394	Khả năng thanh toán lãi vay	9.3	11.5	12.8	16.6
Tổng tài sản	8,483	9,845	11,232	13,981	Chỉ số hoạt động				
Nợ phải trả	3,242	4,315	4,351	5,064	Vòng quay phải thu	174.5	145.7	145.7	145.7
I. Nợ ngắn hạn	3,232	4,308	4,344	5,057	Số ngày phải thu	2.1	2.5	2.5	2.5
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,393	1,640	1,887	2,186	Vòng quay tồn kho	2.2	2.6	2.6	2.6
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,839	2,668	2,457	2,871	Số ngày tồn kho	169.7	140.4	140.4	140.4
II. Nợ dài hạn	9	7	7	7	Vòng quay phải trả	10.1	9.7	9.8	9.9
1. Các khoản phải trả dài hạn	9	5	6	7	Số ngày phải trả	36.1	37.5	37.3	37.0
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	0	2	1	1					
Vốn chủ sở hữu	5,242	6,126	7,506	9,542					
1. Vốn điều lệ	2,276	2,274	2,274	2,274					
2. Thặng dư vốn cổ phần	991	968	968	968					
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,605	2,346	3,607	5,471					
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0					
5. Nguồn vốn khác	-	-	-	-					
Tổng nguồn vốn	8,483	9,845	11,232	13,981					

Nguồn: MBS

Ngành dệt may

Trần Minh Phương

Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

Tổng quan ngành

- **Top 5 nhà sản xuất dệt may** lớn nhất thế giới
- **Từng bước tuân thủ các quy tắc xuất xứ trong các hiệp định thương mại tự do** với sản lượng tự sản xuất có thể đạt 65-68% trong giai đoạn 2030-2035
- **Chi phí lao động phải chăng và lợi thế về mặt kỹ thuật** so với các nước khác (Bangladesh)

THẾ MẠNH

ĐIỂM YẾU

- **Phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu**, đặc biệt là nguồn nguyên liệu đến từ Trung Quốc.
- **Chi phí lao động có xu hướng tăng và lực lượng lao động chưa đủ tiêu chuẩn.**
- **Hơn 80% doanh nghiệp** trong nền kinh tế được xếp ở nửa cuối của chuỗi giá trị.
- 75% lực lượng lao động chưa từng tham gia đào tạo.

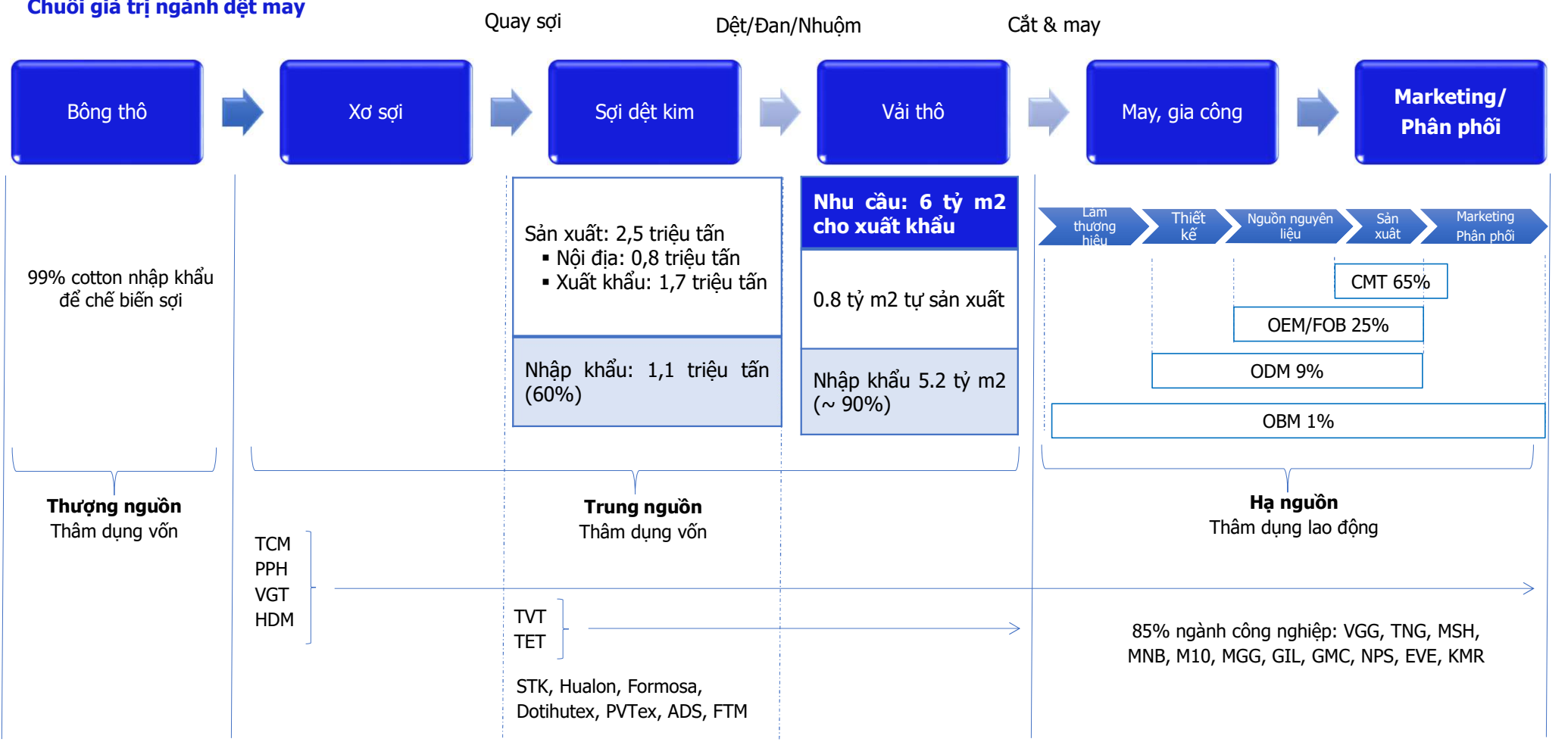
- Hiệp định thương mại tự do và chi phí lao động thấp sẽ **thu hút đầu tư nước ngoài** vào ngành dệt may, với mục tiêu phát triển một **chuỗi giá trị gia tăng khép kín**
- Có cơ hội tiếp cận các thị trường mới nhờ EVFTA và CPTPP (Canada, Australia, ...)
- Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung tạo ra 1 cơ hội để **tăng giá trị xuất khẩu đến thị trường Mỹ**, đặc biệt khi Mỹ áp dụng thuế vào mặt hàng dệt may có xuất xứ Trung Quốc

CƠ HỘI

THÁCH THỨC

- **Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp nội địa và các doanh nghiệp FDI** (Về nhân lực, về công nghệ, ...) và **giữa các quốc gia cũng có chi phí thấp.**
- **Các vấn đề về tính bền vững** đặt ra mối quan tâm nhất định đối với phân khúc nhuộm và may.
- **Lo ngại về suy thoái** bắt nguồn từ chiến tranh thương mại và đại dịch kéo dài làm căng thẳng về nhu cầu hàng may mặc

Chuỗi giá trị ngành dệt may



Tác động của các hiệp định thương mại tới ngành dệt may

Hiệp định	Trạng thái	Cơ hội	Thách thức
EVFTA	- Ký ngày 30/06/2019 - Được phê duyệt và có hiệu lực ngày 1/8/2022	Giá trị xuất khẩu vào thị trường EU tăng 6-7% (theo Bộ Công thương) - Tiếp cận được thị trường may mặc có giá trị lên tới 250 tỷ USD, gấp đôi thị trường Mỹ - Thuế suất ưu đãi đối với mặt hàng dệt may từ mức trung bình 9.6% về 0%. Cụ thể, trong vòng 5 năm kể từ ngày hiệp định có hiệu lực, EU sẽ xóa bỏ thuế quan đối với 77.3% đối với hàng may mặc xuất khẩu của Việt Nam, 22.7% còn lại sẽ xóa bỏ dần trong 7 năm. - Tăng nguồn vốn đầu tư từ EU vào Việt Nam - Đồng bộ công nghệ góp phần nâng cao hiệu quả sản xuất và kiểm soát chất lượng.	- Yêu cầu khắt khe về chất lượng - Quy tắc xuất xứ vải là một trở ngại vì 60% vải được nhập khẩu từ Trung Quốc - Cạnh tranh trong nội bộ ngành tăng - Các công ty vừa và nhỏ có hệ thống quản trị kém hiệu quả, đi sau về mặt công nghệ có nguy cơ bị phá sản hoặc giảm quy mô khi áp lực cạnh tranh quá lớn.
	Có hiệu lực kể từ 1/2019 - Bao gồm các quốc gia: Mexico, Peru, Chile, New Zealand, Canada, Australia, Japan, Singapore, Brunei, Malaysia and Vietnam	Giá trị xuất khẩu vào các quốc gia thành viên tăng 4% (Theo Vitas) - Được hưởng thuế suất ưu đãi đối với mặt hàng dệt may từ 17.3% về 0% - Mở rộng xuất khẩu đến Canada và Australia - Thương mại hóa công nghệ và đầu tư	- Quy tắc xuất xứ vải đặt ra những thách thức khi nguồn vải chính dùng để sản xuất là vải Trung Quốc - Các công ty vừa và nhỏ đối mặt với nguy cơ phá sản và giảm quy mô.

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)



MUA - Giá mục tiêu: 45,600 VND (+45%)
Luận điểm đầu tư

- Hưởng lợi từ EVFTA, CPTPP.** Những ưu đãi thuế quan sẽ là động lực để thúc đẩy các đơn hàng dịch chuyển sang Việt Nam. Chúng tôi kì vọng các đơn hàng từ châu Âu và các nước thành viên CPTPP sẽ tăng mạnh trong thời gian tới.
- Mở rộng sản xuất.** Nhằm đáp ứng nhu cầu đơn hàng tăng cao, TNG đang có những dự án mở rộng nhà máy, tăng dây chuyền sản xuất. Trong 2021, TNG đã đưa vào hoạt động nhà máy Võ Nhai 2 (20 chuyền may), dây chuyền bông số 3, nhà máy Sông Công mở rộng (22 chuyền may) và Phú Bình mở rộng (22 chuyền may). Trong tương lai, dự án Đồng Hỷ 2 với 20 chuyền may dự kiến sẽ được xây dựng và đưa vào hoạt động từ 2023. Dự án Đại Từ 2 với 22 chuyền may dự kiến đi vào hoạt động từ 2024.
- Mảng bất động sản với nhiều dự án triển vọng.** Về bất động sản khu công nghiệp, dự án Sơn Cẩm đã bắt đầu ghi nhận doanh thu và khả năng lấp đầy nhanh chóng. Về bất động sản thương mại, sau thành công dự án TNG Village 1, TNG đang lên kế hoạch ra mắt TNG Village 2. Bên cạnh đó, TNG còn có các dự án trọng điểm, tọa lạc trên vị trí đặc địa như TNG Landmark, Khu đô thị Đại Thăng, Khu đô thị Hồng Tiến.

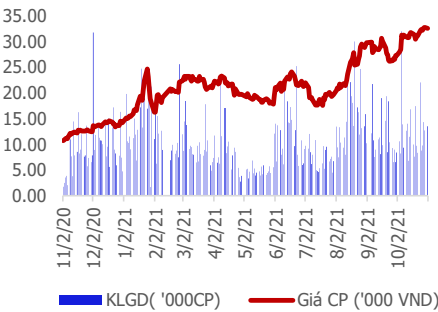
Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu là **45,600 VND** (+45% Tiềm năng tăng giá) sử dụng Phương pháp DCF với mảng dệt may và RNAV với mảng bất động sản.

Rủi ro đầu tư

- Những yêu cầu cần và đủ để được hưởng ưu đãi thuế quan từ EVFTA và CPTPP rất chặt chẽ, đặc biệt là nguồn gốc xuất xứ của nguyên phụ liệu.
- TNG từ trước đến nay đều tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là dệt may. Lấn sân sang một mảng hoàn toàn mới là bất động sản sẽ tiềm ẩn nhiều rủi ro bất ổn vì (1) doanh nghiệp chưa có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này, (2) nguồn vốn cần để phát triển bất động sản rất lớn.

Giao dịch của TNG trong 12 tháng



	1T	3T	6T	12T
TNG (%)	-4%	-17%	-5%	-2%
VNIndex (%)	2%	-1%	4%	52%
Nguồn: Bloomberg				

Ngày báo cáo	24/12/2021
Giá tại ngày báo cáo	VND 31,500
Giá mục tiêu	VND 45,600
Tiềm năng tăng giá	45%
Bloomberg	TNG VN
Vốn hóa	2,671 tỷ VND
	111 triệu USD
Biến động giá 52 tuần	VND 10,700
	VND 33,500
Giá trị giao dịch bình quân	63.7 tỷ VND
	2.7 triệu USD
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49%
Tỷ lệ sở hữu NN	4.76%

Đơn vị: tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4,480	5,460	7,432	7,509	8,637
EBIT	312	446	734	597	687
LNST	154	268	524	420	505
EPS (VND)	2,012	3,564	7,029	5,616	6,770
Tăng trưởng EPS (%)	65%	177%	197%	80%	121%
P/E (x)	6.4	3.6	1.8	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	10.7	8.6	5.5	6.2	5.6
Cổ tức trên mệnh giá (VND)	800	800	800	800	800
Lợi suất cổ tức tiền mặt (%)	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
P/B (x)	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
ROE (%)	13%	20%	29%	19%	20%
Nợ vay / Vốn CSH (%)	161%	122%	79%	59%	44%

Nguồn: MBS Research

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)



MUA - Giá mục tiêu: 45,600 VND (+45%)

Cập nhật kết quả kinh doanh

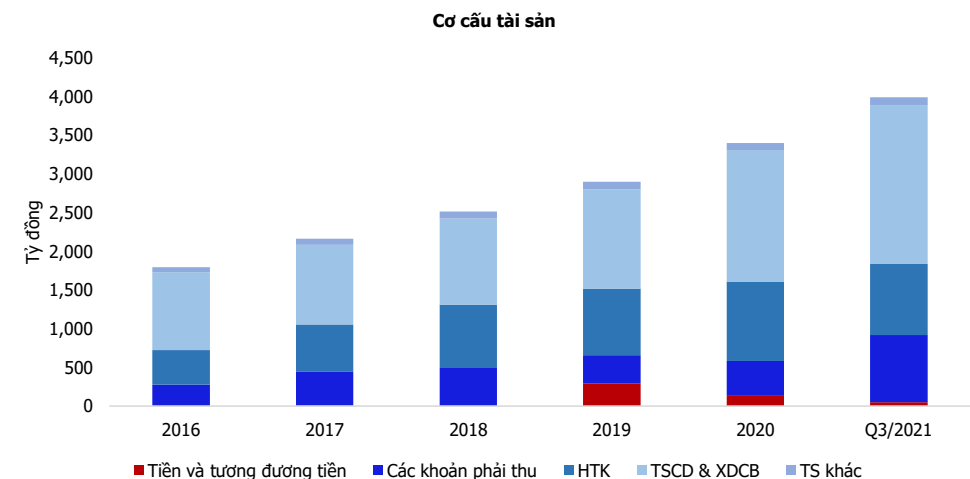
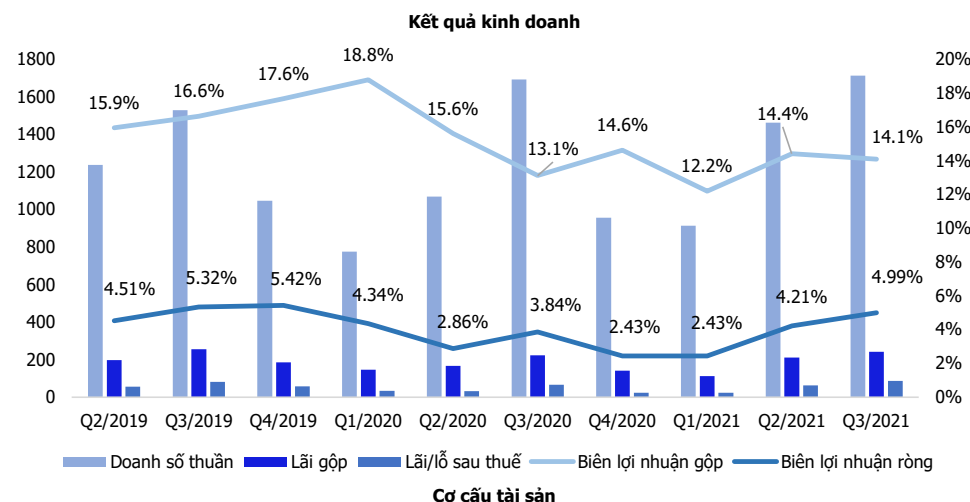
Trong T11/2021, TNG ghi nhận doanh thu ở mức gần 450 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế đạt gần 21 tỷ đồng, tăng 259% so với cùng kỳ năm 2020. Trong đó, biên lợi nhuận gộp tăng 13% lên 16%. Chi phí tài chính tăng 33%, tương ứng tăng từ 11 tỷ đồng lên hơn 14 tỷ đồng. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng khoảng 91%, tương ứng tăng từ 14 tỷ đồng lên 27 tỷ đồng.

TNG báo cáo kết quả kinh doanh với doanh thu và lợi nhuận lũy kế 11 tháng lần lượt là 4,978 tỷ đồng và 214 tỷ đồng tương đương 122% và 122% kế hoạch năm. Dự kiến KQKD 2021 của TNG với tổng doanh thu là 5,459 tỷ đồng, lợi nhuận là 249 tỷ đồng, trong đó 220 tỷ đồng đến từ mảng dệt may và 29 tỷ đồng đến từ bất động sản.

TNG cũng đã giải trình khi lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp giữa báo cáo quý của kỳ công bố so với báo cáo cùng kỳ năm trước có biến động từ 10% trở lên hoặc kết quả kinh doanh trong quý bị lỗ do ngay từ đầu năm TNG đã định hướng được việc tập chung vào khai thác, tăng tỷ trọng các khách hàng FOB chủ đạo cùng với việc khách hàng dịch chuyển đơn hàng từ các nước bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh sang Việt Nam cũng như xác định được rõ dòng hàng mục tiêu do vậy TNG tập chung vào các dòng sản phẩm kỹ thuật, dòng sản phẩm cao cấp hơn cùng với việc áp dụng triệt để các giải pháp quản trị tăng NSLĐ nâng cao hiệu quả SXKD.

Biên lợi nhuận ròng hàng may mặc bị co hẹp trong quý 4/2020 và quý 1/2021 khi chỉ đạt khoảng 2.43%, giảm từ 3.84% trong quý 3/2020. Nhưng đến quý 2 và 3/2021 đã tăng trở lại lên 4.21% và 4.99%. Trước khi dịch Covid 19 xảy ra, biên lợi nhuận ròng đã đạt mức hơn 5.4%, chúng tôi kỳ vọng cuối năm 2021, biên lợi nhuận ròng sẽ trở về sắp xỉ ngưỡng trước Covid 19. Theo như thông tin từ công ty, có nhiều lý do dẫn đến sự giảm sút trong quý 4/2020 và quý 1/2021. Một vài lý do tiêu biểu là: (1) giảm giá đơn hàng (khoảng 3%) nhằm duy trì hoạt động và tạo công ăn việc làm cho người lao động, (2) chi phí nhập nguyên phụ liệu tăng khoảng 0.2%, (3) chi phí vận chuyển tăng cao, (4) nhà máy mới, công nhân mới, nên chưa thể đạt dc năng xuất như nhà máy cũ.

Trong T11/2021, tổng tài sản của TNG tăng 18% so với đầu năm lên 4,200 tỷ đồng. Trong đó, tài sản chủ yếu là tài sản cố định đạt 1,427 tỷ đồng, chiếm 33.9% tổng tài sản; các khoản phải thu ngắn hạn đạt 712 tỷ đồng, chiếm 17% tổng tài sản.



Nguồn: TNG, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)						Chỉ số tài chính					
	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	Định giá	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4,480	5,460	7,432	7,509	8,637	EPS	2,012	3,564	7,029	5,616	6,770
Tăng trưởng doanh thu	-2.9%	21.9%	36.1%	1.0%	15.0%	Giá trị sổ sách	15,543	18,373	24,468	29,150	34,985
Giá vốn hàng bán	3,804	4,561	6,078	6,281	7,225	P/E	6.4	3.6	1.8	2.3	1.9
Lợi nhuận gộp	676	899	1,355	1,228	1,412	P/B	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
Chi phí bán hàng và quản lý	146	153	204	210	242	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Chi phí quản lý	219	300	416	421	484	Lợi tức	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
Lợi nhuận trước thuế	312	446	734	597	687	Chỉ số sinh lời					
Lợi nhuận tài chính	(111)	(123)	(104)	(92)	(80)	Biên gộp	15%	16%	18%	16%	16%
Lợi nhuận trước thuế	186	322	630	505	607	Biên EBITDA	10%	10%	12%	11%	10%
Thuế TNDN	32	54	106	85	102	Biên ròng	3%	5%	7%	6%	6%
Lợi nhuận ròng	154	268	524	420	505	ROE	13%	20%	29%	19%	20%
Lợi nhuận về công ty mẹ	154	268	524	420	505	ROA	4%	8%	14%	11%	12%
Lợi nhuận không kiểm soát	-	-	-	-	-	Growth					
Bảng cân đối kế toán						Tăng trưởng doanh thu	-3%	22%	36%	1%	15%
Tài sản ngắn hạn	1,701	1,611	1,969	2,229	2,617	Tăng trưởng LNNT	-36%	74%	95%	-20%	20%
I. Tiền & tương đương tiền	133	157	59	289	386	Tăng trưởng LNST	-33%	75%	95%	-20%	20%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	EPS	-35%	77%	97%	-20%	21%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	451	515	676	647	745	Tổng tài sản	17%	-5%	10%	5%	9%
IV. Hàng tồn kho	1,026	829	1,085	1,142	1,314	Vốn chủ	8%	18%	33%	19%	20%
V. Tài sản ngắn hạn khác	92	109	149	150	173	Chỉ số thanh toán					
Tài sản dài hạn	1,854	1,777	1,756	1,696	1,662	Thanh toán hiện hành	0.93	1.09	1.42	1.80	2.25
I. Các khoản Phải thu dài hạn	13	16	22	22	25	Thanh toán nhanh	0.37	0.53	0.64	0.88	1.12
II. Tài sản cố định	1,250	980	1,340	1,255	1,468	Nợ/TTS	52%	49%	38%	33%	26%
III. Bất động sản đầu tư	50	-	-	-	-	Nợ/Vốn chủ	161%	122%	79%	59%	44%
IV. Tài sản dở dang dài hạn	451	687	295	315	60	Khả năng thanh toán lãi vay	2.6	3.5	6.6	6.0	7.8
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	Chỉ số hoạt động					
VI. Tài sản dài hạn khác	89	94	98	103	109	Vòng quay phải thu	11	11	12	11	12
Tổng tài sản	3,555	3,388	3,724	3,924	4,279	Số ngày phải thu	33	32	29	32	29
Nợ phải trả	2,407	2,031	1,917	1,771	1,695	Vòng quay tồn kho	4	5	6	6	6
I. Nợ ngắn hạn	1,836	1,480	1,386	1,241	1,164	Số ngày tồn kho	90	74	57	65	62
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	554	380	486	491	564	Vòng quay phải trả	8	10	14	13	14
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,282	1,100	900	750	600	Số ngày phải trả	44	37	26	28	27
II. Nợ dài hạn	571	551	531	531	531						
1. Các khoản phải trả dài hạn	-	-	-	-	-						
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	571	551	531	531	531						
Vốn chủ sở hữu	1,148	1,357	1,807	2,153	2,584						
1. Vốn điều lệ	740	740	740	740	740						
2. Thặng dư vốn cổ phần	37	37	37	37	37						
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	124	333	783	1,129	1,560						
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-	-						
5. Nguồn vốn khác	247	247	247	247	247						
Tổng nguồn vốn	3,555	3,388	3,724	3,924	4,279						

Nguồn: TNG, Trung tâm nghiên cứu MBS

CTCP Sợi Thế Kỷ (HSX: STK)



MUA; Giá mục tiêu: 73,200 VND (27.2%)

Thông tin cập nhật:

KQKD 9M/2021: doanh thu 1,545 tỷ đồng (+29% yoy) và LNST 203.4 tỷ đồng (+171% yoy). Trong đó, quý 3 ghi nhận doanh thu 468 tỷ đồng (giảm 92% so với quý 2/2021, -8% qoq) và LNST 62.4 tỷ đồng (88% so với quý 2, -12% qoq). Lợi nhuận gộp tăng từ 12% Q3/2020 lên 19% Q3/2021 nhờ thực hiện quản lý chi phí tài chính và tiết giảm lãng phí tại công ty.

Quan điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu STK dựa trên: (1) Mạng sợi tái chế với biên lợi nhuận cao 22% sẽ vẫn là động lực tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp. Nhu cầu sản phẩm thể thao và athleisure vẫn tăng cao là yếu tố thuận lợi. (2) Lợi thế về mặt công nghệ chip spinning tạo lợi thế cạnh tranh. (3) Dự án nhà máy tại Củ Chi và Tây Ninh góp phần tăng công suất lên gấp đôi trong 2025 và đáp ứng nhu cầu sợi tái chế từ phía khách hàng.

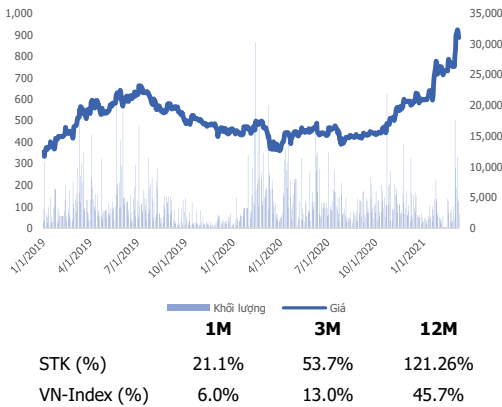
Rủi ro chính:

- (1) Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đẩy giá sợi sụt giảm sâu trong ngắn hạn nhưng lại mở ra cơ hội chuyển dịch đơn hàng vào Việt Nam.
- (2) Tiêu thụ may mặc tại 2 thị trường lớn Mỹ và Châu Âu sẽ mất thời gian để hồi lại mức trước đại dịch.

Định giá:

Dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền và giả định về tiềm năng của sợi tái chế trong tương lai, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu STK với mức giá mục tiêu 73,200 VND (Tiềm năng tăng giá: 27.2%).

Biến động giá



Ngày báo cáo	24/12/2021
Thị giá ngày báo cáo	57,500 VND/cp
Giá mục tiêu	73,200 VND/cp
Tăng/giảm (%)	27.2%
Mã Bloomberg	STK VN
Vốn hóa	2,133.74 tỷ đồng
Biến động 52 tuần	12,600 -32,400 VND
KLGDĐQ	114,532
Giới hạn sở hữu nước ngoài	7.12%
Sở hữu nước ngoài	49%

Báo cáo lãi lỗ (tỷ đồng)	Đơn vị	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	Tỷ đồng	1,766	2,309	2,636	3,568	4,396	6,251
Tăng trưởng doanh thu	%	-20.8%	30.8%	14.2%	35.4%	23.2%	42.2%
Giá vốn	Tỷ đồng	1,510	1,873	2,047	2,550	3,083	4,371
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	255	435	589	1,017	1,313	1,880
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	24	30	35	47	58	82
Chi phí quản lý	Tỷ đồng	57	78	71	96	119	169
EBIT	Tỷ đồng	174	327	483	874	1,137	1,629
Lợi nhuận tài chính	Tỷ đồng	-11	-32	-27	-22	-14	2
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	163	295	456	852	1,123	1,630
Chi phí thuế	Tỷ đồng	20	44	68	128	168	245
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	143	251	388	724	955	1,386
Lợi nhuận của công ty mẹ	Tỷ đồng	106	71	29	100	178	214
Lợi ích cổ đông thiểu số	Tỷ đồng	-	-	-	-	-	-

Nguồn: STK, TTNC MBS

MUA; Giá mục tiêu: 43,000 VND (27.2%)

Bản cân đối (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Chỉ số	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	634	730	872	1,198	1,696	2,536	Định giá						
I. Tiền và tương đương tiền	95	64	53	195	461	1,072	EPS	2,115	3,697	5,717	10,685	14,081	20,440
II. Đầu tư ngắn hạn	26	26	26	26	26	26	BVPS	15,956	18,089	22,241	31,362	43,878	62,753
III. Phải thu ngắn hạn	98	100	132	198	293	417	P/E	12.9	7.4	4.8	2.5	1.9	1.3
IV. Hàng tồn kho	401	520	640	750	881	971	P/B	1.7	1.5	1.2	0.9	0.6	0.4
V. Tài sản ngắn hạn khác	14	19	21	29	36	51	P/S	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3
Tài sản dài hạn	1,070	1,092	1,177	1,473	1,832	2,388	Tỷ suất cổ tức	2%	2%	2%	2%	2%	2%
I. Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	Lợi nhuận						
II. Tài sản cố định	914	891	954	1,181	1,478	1,889	Biên LN gộp	14%	19%	22%	29%	30%	30%
III. Bất động sản	-	-	-	-	-	-	Biên EBITDA	17%	20%	24%	29%	30%	29%
IV. Tài sản dở dang	1	1	1	1	1	1	Biên LN ròng	8%	11%	15%	20%	22%	22%
V. Đầu tư tài chính dài hạn	19	22	18	15	13	15	ROE	10%	6%	2%	5%	6%	5%
VI. Tài sản dài hạn khác	137	179	204	276	340	484	ROA	6%	4%	1%	4%	5%	4%
Tổng tài sản	1,703	1,822	2,049	2,672	3,528	4,924	Tăng trưởng						
Nợ phải trả	621	595	541	545	553	670	Doanh thu	-21%	31%	14%	35%	23%	42%
I. Nợ phải trả ngắn hạn	569	543	489	493	501	617	LNTT	-35%	81%	55%	87%	32%	45%
1. Phải trả người bán ngắn hạn	347	243	269	293	321	437	LNST	-33%	75%	55%	87%	32%	45%
2. Vay nợ ngắn hạn	223	300	220	200	180	180	EPS	-33%	75%	55%	87%	32%	45%
II. Nợ phải trả dài hạn	52	52	52	52	52	53	Tổng tài sản	-18%	7%	12%	30%	32%	40%
1. Phải trả người bán dài hạn	0	0	0	1	1	1	VCSH	0%	13%	23%	41%	40%	43%
2. Vay nợ dài hạn	52	52	52	52	52	52	Thanh khoản						
Vốn chủ sở hữu	1,082	1,226	1,508	2,126	2,975	4,255	Hệ số hiện thời	1.1	1.3	1.8	2.4	3.4	4.1
1. Vốn góp của chủ sở hữu	707	707	707	707	707	707	Hệ số nhanh	0.4	0.4	0.5	0.9	1.6	2.5
2. Thặng dư vốn cổ phần	35	35	35	35	35	35	Nợ/ tài sản	16%	19%	13%	9%	7%	5%
3. LNST chưa phân phối	381	525	807	1,425	2,274	3,553	Nợ/ VCSH	25%	29%	18%	12%	8%	5%
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-	-	-	Tỉ lệ lãi vay	10.1	11.0	21.1	41.3	58.3	83.6
5. Nguồn kinh phí và quỹ khác	(41)	(41)	(41)	(41)	(41)	(41)	Hiệu quả hoạt động						
Tổng cộng nguồn vốn	1,703	1,822	2,049	2,672	3,528	4,924	Vòng quay khoản phải thu	18	23	23	22	18	18
							Thời gian thu hồi tiền hàng tồn đọng	20	16	16	17	20	21
							Vòng quay hàng tồn kho	3	4	4	4	4	5
							thanh lý hàng tồn đọng	112	90	103	99	97	77
							Vòng quay khoản phải trả	5	6	8	9	10	12
							Kỳ chuyển đổi các khoản phải trả	80	57	46	40	36	32

Nguồn: STK, TTNC MBS

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huynh Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Trần Minh Phương Phuong.TranMinh@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đinh Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

MB SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. 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, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn