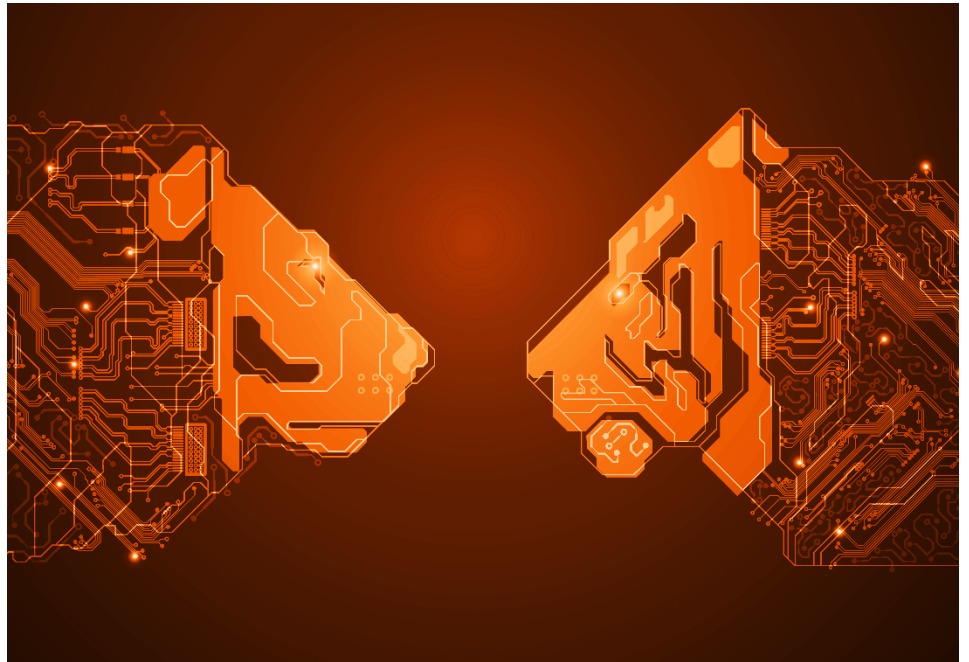


# CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2022

## DẪN khởi động cỗ máy tăng trưởng

Tháng 12/2021

# CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ



Trần Khánh Hiền  
T (84) 90 364 3900  
E [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)  
và Khối Phân tích VNDIRECT

**MỤC LỤC**

<b>DÀN KHỞI ĐỘNG CỔ MÁY TĂNG TRƯỞNG</b> .....	<b>3</b>
<b>CHỜ ĐỢI ĐIỀU GÌ TRONG NĂM “NHÂM DẦN” 2022?</b> .....	<b>4</b>
<b>NHÌN LẠI NĂM 2021: VƯỢT QUA ĐÁY KHỦNG HOẢNG</b> .....	<b>5</b>
<i>Kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng nặng nề bởi đợt bùng phát dịch lần thứ 4 vào Q3/21</i> .....	5
<i>Xuất khẩu tăng trưởng vững chắc bất chấp giãn cách xã hội và gián đoạn nguồn cung</i> .....	7
<i>Đầu tư công suy giảm trong khi FDI có tín hiệu phục hồi</i> .....	8
<i>Nền tảng vĩ mô duy trì ổn định bất chấp những tác động tiêu cực từ đại dịch</i> .....	9
<b>TRIỂN VỌNG TOÀN CẦU TRONG NĂM 2022</b> .....	<b>11</b>
<i>Mỹ và EU duy trì đà phục hồi tích cực, Trung Quốc tăng trưởng chậm lại</i> .....	11
<i>Có phân hóa giữa các quốc gia về định hướng chính sách tiền tệ trong năm 2022</i> .....	12
<b>2022 TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM: TÁI VẬN HÀNH CÁC ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG</b> .....	<b>14</b>
<i>Các bước đi vững chắc hướng tới “bình thường mới”</i> .....	14
<i>Động lực #1: Cầu nội địa phục hồi là bệ đỡ quan trọng cho tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2022</i> .....	14
<i>Động lực #2: Xuất khẩu duy trì đà tăng tích cực nhờ nhu cầu toàn cầu phục hồi</i> .....	16
<i>Động lực #3: Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) phục hồi vào năm 2022</i> .....	17
<i>Động lực #4: Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ là yếu tố quan trọng</i> .....	18
<i>Dự báo các chỉ tiêu vĩ mô năm 2022</i> .....	20
<i>Rủi ro vĩ mô trong năm 2022</i> .....	23
<b>TTCK VIỆT NAM 2021: KIÊN CƯỜNG TRƯỚC GIÔNG BÃO</b> .....	<b>25</b>
<i>VN-Index tăng 28,1% tính tới ngày 06/12/2021</i> .....	25
<i>Phân tích dòng tiền</i> .....	26
<b>TRIỂN VỌNG TTCK 2022: KỶ VỌNG MỚI CHO NĂM NHÂM DẦN</b> .....	<b>31</b>
<i>Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2022-23 bệ phóng vững chắc cho các chỉ số chứng khoán</i> .....	31
<i>Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản thị trường sẽ tiếp tục cải thiện hơn nữa trong năm 2022</i> .....	32
<i>Chúng tôi kỳ vọng VN-Index đạt 1.700-1.750 điểm trong năm 2022</i> .....	32
<i>Bước tiến mới trong lộ trình nâng hạng Việt Nam lên thị trường chứng khoán mới nổi</i> .....	33
<i>Cục Tài chính Doanh nghiệp dự kiến thu về 30.000 tỷ đồng từ thoái vốn nhà nước vào năm 2022</i> .....	33
<b>LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2022</b> .....	<b>36</b>
#1. <i>Giá hàng hoá dự kiến vẫn duy trì ở mức cao trong năm tới</i> .....	36
#2. <i>Câu chuyện phát triển cơ sở hạ tầng vẫn còn hứa hẹn trong những năm tới</i> .....	39
#3. <i>Sự trở dậy của kinh tế số trong “bình thường mới”</i> .....	40
#4. <i>Ngành dịch vụ lấy lại vị thế nhờ sự phục hồi của cầu nội địa</i> .....	41
<b>NGÂN HÀNG: CÂN ĐỐI GIỮA TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN</b> .....	<b>43</b>
<b>BDS NHÀ Ở: HỒI PHỤC MẠNH MẼ</b> .....	<b>56</b>
<b>BDS KHU CÔNG NGHIỆP: VẮN DUY TRÌ SỨC HÚT</b> .....	<b>69</b>
<b>NĂNG LƯỢNG: SẴN SÀNG CHO NĂNG LƯỢNG XANH</b> .....	<b>77</b>
<b>HÀNG KHÔNG: THẮT DÂY AN TOÀN &amp; CHUẨN BỊ CẮT CÁNH</b> .....	<b>89</b>
<b>THỰC PHẨM &amp; ĐỒ UỐNG: SAU CƠN MƯA TRỜI LẠI SÁNG</b> .....	<b>99</b>
<b>BÁN LẺ: TĂNG TRƯỞNG TRỞ LẠI TRONG “BÌNH THƯỜNG MỚI”</b> .....	<b>105</b>
<b>NGÀNH Ô TÔ: TRỞ LẠI ĐƯỜNG ĐUA</b> .....	<b>112</b>
<b>XÂY DỰNG &amp; VLXD: TRỢ LỰC TỪ ĐẦU TƯ CÔNG</b> .....	<b>117</b>
<b>DẦU KHÍ: KHI GIÓ ĐÔNG TỚI</b> .....	<b>126</b>
<b>DỆT MAY: VƯỢT QUA SÓNG GIÓ</b> .....	<b>136</b>
<i>NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (ACB)</i> .....	140
<i>TCT CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV)</i> .....	142
<i>CTCP BAMBOO CAPITAL (BCG)</i> .....	144
<i>CTCP BẤT ĐỘNG SẢN THẾ KỶ (CRE)</i> .....	146
<i>NH TM CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG)</i> .....	148

CTCP BỘT GIẶT & HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC).....	150
CTCP DỊCH VỤ BẤT ĐỘNG SẢN ĐẤT XANH (DXS).....	152
CTCP FECON (FCN).....	154
CÔNG TY CỔ PHẦN FPT (FPT).....	156
TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM – CTCP (GAS).....	158
CTCP GEMADEPT (GMD).....	160
CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG).....	162
TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (KBC).....	164
CTCP TẬP ĐOÀN KIDO (KDC).....	166
CTCP ĐT & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH).....	168
NHTMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB).....	170
NH TM CP QUẢN ĐỘI (MBB).....	172
CTCP HÀNG TIÊU DÙNG MASAN (MCH).....	174
CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH).....	176
CTCP ĐT THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG).....	178
CTCP ĐT NAM LONG (NLG).....	180
CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2).....	182
CTCP CẢNG HẢI PHÒNG (PHP).....	184
CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR).....	186
PETROLIMEX (PLX).....	188
CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ).....	190
TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW).....	192
CTCP PHÚ TÀI (PTB).....	194
TỔNG CTCP KHOAN & DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD).....	196
TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS).....	198
TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT).....	200
CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS).....	202
CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN (SCS).....	204
CTCP SỢI THÉ KỲ (STK).....	206
SONADEZI CHAU DUC JSC (SZC).....	208
TECHCOMBANK (TCB).....	210
NGÂN HÀNG TMCP TIỀN PHONG (TPB).....	212
NH TM CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB).....	214
CTCP VĨNH HOÀN (VHC).....	216
CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (VHM).....	218
NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUỐC TẾ (VIB).....	220
CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC).....	222
CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM).....	224
VPBANK (VPB).....	226
CTCP VINCOM RETAIL (VRE).....	228
TCT CỔ PHẦN BƯU CHÍNH VIETTEL (VTP).....	230

**Chiến lược đầu tư 2022**

10/12/2021

**DẪN KHỞI ĐỘNG CỔ MÁY TĂNG TRƯỞNG**

- Sau khi mất đà tăng trưởng vào Q3/21, kinh tế Việt Nam đang vận hành ở “trạng thái bình thường mới” với tỷ lệ phủ vaccine cao và từng bước mở cửa với thế giới.
- Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ đạt mức 1700-1750 điểm trong năm 2022; dựa trên định giá P/E vào khoảng 16 -16,5 lần và tăng trưởng lợi nhuận 23% so với cùng kỳ (svck).
- Các cổ phiếu tiêu biểu chúng tôi lựa chọn là **VNM, VHM, MWG, VCB, GAS, POW, ACV và DGC**.

**Tái khởi động các động lực tăng trưởng**

Sau khi mất đà tăng trưởng vào Q3/21, kinh tế Việt Nam đang vận hành ở “trạng thái bình thường mới” với tỷ lệ phủ vaccine cao và từng bước mở cửa với thế giới. Chúng tôi dự báo GDP năm 2022 tăng 7,5%, được thúc đẩy bởi bốn động lực chính: hoạt động sản xuất và xuất khẩu lấy lại đà tăng trưởng; FDI vẫn là điểm sáng trong bối cảnh khó khăn của dịch bệnh; và cầu nội địa phục hồi nhờ các gói hỗ trợ tài khóa sắp triển khai. Chúng tôi nhận thấy rủi ro vĩ mô lớn nhất là áp lực lạm phát gia tăng do cả 2 yếu tố chi phí đẩy và cầu kéo trong năm 2022. Các rủi ro khác bao gồm sự giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc ảnh hưởng đến tăng trưởng xuất khẩu; cũng sự xuất hiện của các biến thể mới.

**Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2022-23 là bộ phận vững chắc cho thị trường**

Tăng trưởng LN của các doanh nghiệp niêm yết giảm xuống còn 15,8% svck trong Q3/21 nhưng đạt mức ấn tượng 53,4% svck trong 9T21. Kết quả này rất tích cực trong bối cảnh cả nước bị ảnh hưởng nặng khi thực hiện giãn cách chặt chẽ trong Q3. Chúng tôi ước tính EPS của TTCK sẽ tăng 39% trong năm 2021 và duy trì mức tăng trưởng bình quân 20% svck trong giai đoạn 2022-23. Đà tăng của EPS thị trường chủ yếu sẽ đến từ kết quả ổn định của nhóm bất động sản và dầu khí, cũng như sự phục hồi tăng trưởng của nhóm bán lẻ và thực phẩm đồ uống (F&B).

**Bốn chủ điểm đầu tư nổi bật trong năm 2022**

Thứ nhất, chúng tôi cho rằng giá cả hàng hóa sẽ phân hóa trong năm 2022; trong đó nhóm dầu khí và hóa chất vẫn tiếp tục xu hướng tăng. Thứ hai là câu chuyện đẩy mạnh đầu tư công vào cơ sở hạ tầng sẽ hỗ trợ cho nhóm năng lượng, bất động sản và BĐS khu công nghiệp. Thứ ba, nhiều công ty sẽ được hưởng lợi nhờ sự thăng hoa của kinh tế số sau đại dịch. Cuối cùng, cầu nội địa phục hồi sẽ thúc đẩy các ngành bán lẻ, F&B và du lịch tăng trưởng mạnh nhanh hơn các ngành khác.

**Hy vọng mới, tầm cao mới**

Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ đạt mức 1700-1750 điểm trong năm 2022; trên cơ sở P/E khoảng 16 -16,5 lần và tăng trưởng lợi nhuận 23% svck. Chúng tôi cho rằng đà tăng của thị trường có thể kéo dài nhờ việc nền kinh tế lấy lại đà tăng trưởng và sự tham gia ngày càng nhiều của dòng vốn cá nhân trong nước. Rủi ro chính đối với thị trường năm 2022 vẫn là lạm phát cao hơn dự kiến có thể dẫn đến việc các chính sách thắt chặt được triển khai. Mặt khác, việc nâng hạng lên thị trường mới nổi MSCI của Việt Nam sớm hơn dự kiến cũng giúp thị trường có dư địa tăng giá.

**P/E hiện tại của VN-Index thấp hơn 9% so với mức đỉnh vào tháng 6 (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDS RESEARCH

VNDIRECT Research Team

[research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

## CHỜ ĐỢI ĐIỀU GÌ TRONG NĂM “NHÂM DẦN” 2022?

### Tái vận hành các động cơ tăng trưởng

Chúng tôi dự báo GDP năm 2022 tăng 7,5%, được thúc đẩy bởi bốn động lực chính: hoạt động sản xuất và xuất khẩu lấy lại đà tăng trưởng; FDI vẫn là điểm sáng trong bối cảnh các nhà sản xuất đa hóa chuỗi cung ứng toàn cầu; và cầu nội địa phục hồi nhờ các gói hỗ trợ tài khóa sắp triển khai. Nền tảng vĩ mô sẽ tiếp tục được gia cố vững chắc với thặng dư thương mại cũng như dự trữ ngoại hối ở mức cao

### Thị trường được yểm trợ bởi sự tham gia của các nhà đầu tư cá nhân trong nước

TTCK Việt Nam đang thu hút sự quan tâm ngày càng tăng của các nhà đầu tư cá nhân; những người đang tìm kiếm kênh đầu tư có lợi suất cao hơn khi lãi suất huy động đang giảm. Bất chấp thời điểm khó khăn do, số lượng tài khoản cá nhân mở mới liên tục đạt mức cao kỷ lục trong những tháng cuối năm 2021, giúp thanh khoản thị trường năm 2021 tăng gấp 2,5 lần so với năm ngoái. Chúng tôi tin tưởng rằng nhờ mức độ số hóa ngày càng tăng, TTCK sẽ ngày càng trở nên dễ tiếp cận đối với NĐT cá nhân, trong bối cảnh số lượng tài khoản chứng khoán ở Việt Nam chỉ ở mức 3,5% dân số, tương đối thấp trong nhóm ASEAN-6.

### Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2022-23 là bộ phận vững chắc cho thị trường

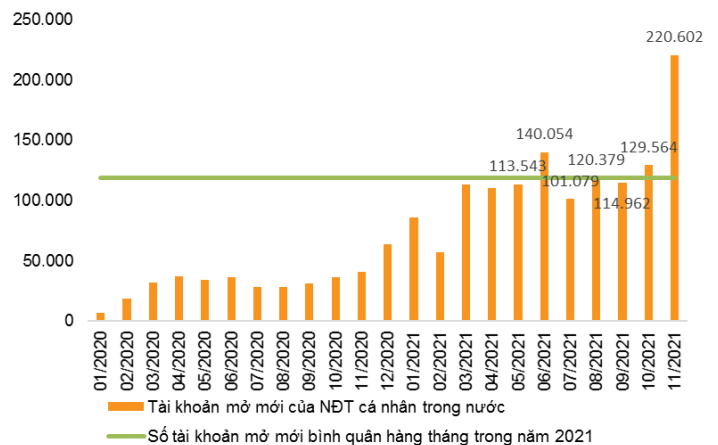
Tăng trưởng LN của các doanh nghiệp niêm yết giảm xuống còn 15,8% svck trong Q3/21 nhưng đạt mức ấn tượng 53,4% svck trong 9T21. Kết quả này rất tích cực trong bối cảnh cả nước bị ảnh hưởng nặng khi thực hiện giãn cách chặt chẽ trong Q3. Chúng tôi ước tính EPS của TTCK sẽ tăng 39% trong năm 2021 và duy trì mức tăng trưởng bình quân 20% svck trong giai đoạn 2022-23. Đà tăng của EPS thị trường chủ yếu sẽ đến từ kết quả ổn định của nhóm bất động sản và dầu khí, cũng như sự phục hồi tăng trưởng của nhóm bán lẻ và thực phẩm đồ uống (F&B).

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

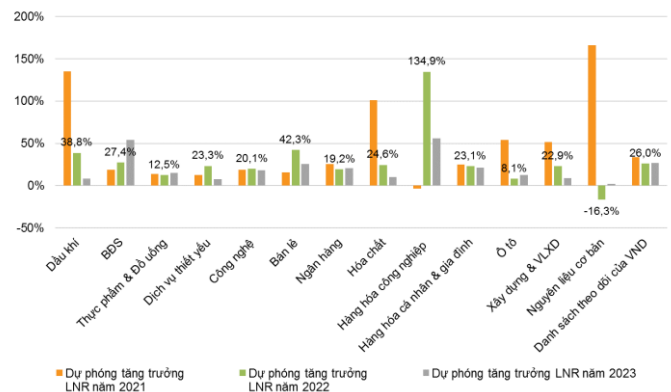
Tại thời điểm ngày 06/12/2021, theo dữ liệu của Bloomberg, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng (TTM P/E) là 16,7 lần, thấp hơn một chút so với mức P/E 17,3 lần vào đầu năm 2021. So với các nước trong khu vực, P/E dự phóng của Việt Nam đang rẻ so với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2022-23. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn là thị trường cận biên trong khi hầu hết các thị trường trong khu vực đều là thị trường mới nổi.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021 (dự báo)	2022 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,1	7,0	2,9	2,0	7,5
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,5	15,0	12,5
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	0,3	5,6
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-0,4	1,9
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	2,1	3,5
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	12,0	13,0-14,0
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	11,0	13,0-14,0
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,8	6,8	5,6	5,6	6,0
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	1,8	1,4	-0,3	-1,0	+/- 1,0

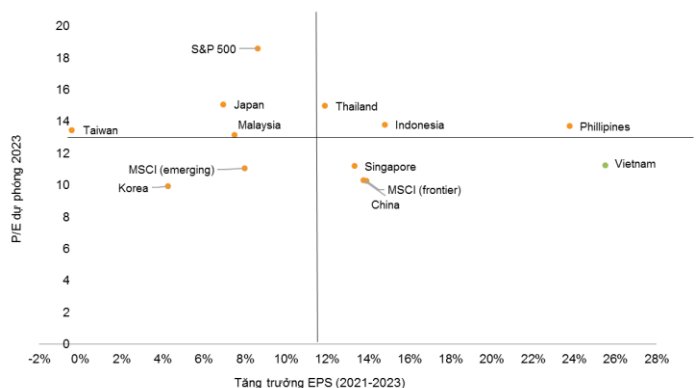
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: VSD, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

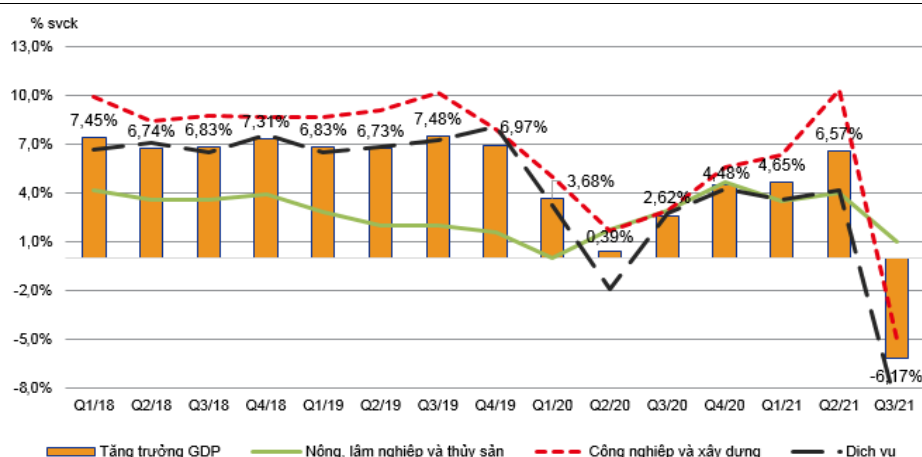
## NHÌN LẠI NĂM 2021: VƯỢT QUA ĐÁY KHÙNG HOẢNG

### Kinh tế Việt Nam bị ảnh hưởng nặng nề bởi đợt bùng phát dịch lần thứ 4 vào Q3/21

Kinh tế Việt Nam vững bước tiến vào năm 2021 nhờ nhu cầu tăng mạnh từ các nước phát triển, sự phục hồi của cầu tiêu dùng nội địa và nguồn vốn đầu tư trong nước. Nền kinh tế hoạt động khá ấn tượng trong nửa đầu năm nay với GDP trong nửa đầu năm 2021 tăng 5,6% svck.

Tuy nhiên, sự xuất hiện của biến thể virus Sars-Cov-2 mới (biến thể Delta) đã xóa bỏ gần như hoàn toàn những thành quả trước đó. Kể từ khi dịch bệnh bùng phát vào 27/4, làn sóng lây nhiễm COVID-19 lần thứ 4 đã gây thiệt hại nghiêm trọng cho tất cả các lĩnh vực của nền kinh tế Việt Nam. Trong Q3/21, số ca nhiễm COVID-19 tăng cao buộc Chính phủ tái áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội tại nhiều tỉnh, thành phố trên cả nước, trong đó có thủ đô Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh – đầu tàu kinh tế của cả nước. Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), GDP Việt Nam trong Q3/21 giảm 6,2% svck, đây là mức tăng trưởng hàng quý thấp nhất từng được TCTK ghi nhận. Trong 9T21, GDP của Việt Nam chỉ tăng nhẹ 1,4% svck, thấp hơn tốc độ tăng trưởng 2,2% svck trong 9T20.

**Hình 1: Tăng trưởng GDP tính tới Q3/21 (phân theo các lĩnh vực)**



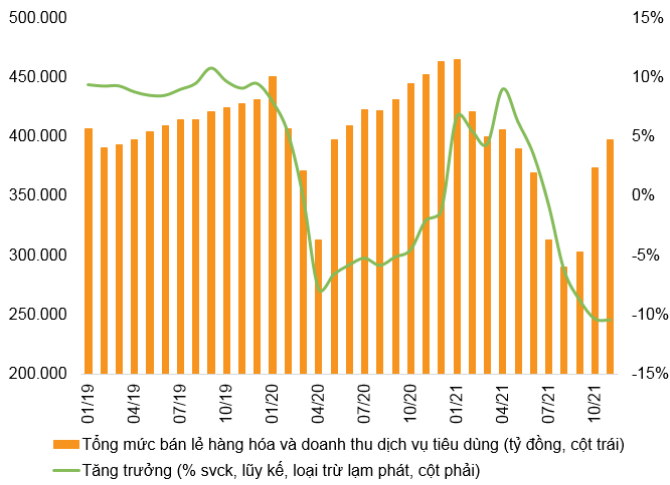
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Ngành dịch vụ bị ảnh hưởng nặng nề nhất và giảm 9,3% svck trong Q3/21 (sv tốc độ tăng trưởng 4,2% trong nửa đầu năm 2021) trong bối cảnh nhiều tỉnh/thành phố tạm thời dừng hoạt động các dịch vụ không thiết yếu. Tổng doanh thu bán lẻ hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng trong Q3/21 giảm 21,4% sv quý trước xuống còn 915.716 tỷ đồng (-28,3% svck) trong bối cảnh mức độ di chuyển của người dân đến các điểm bán lẻ và giải trí ở cấp quốc gia giảm trung bình 60% so với mức trước đại dịch. Trong 9T21, ngành dịch vụ sụt giảm 0,7% svck (so với mức tăng 1,4% svck trong 9T20)

Ngành công nghiệp và xây dựng giảm 5,0% svck trong Q3/21 (so với mức tăng 10,4% svck trong Q2/21) do thiếu hụt lao động và gián đoạn chuỗi cung ứng trong bối cảnh các biện pháp giãn cách xã hội được thắt chặt hơn. Nhiều khu công nghiệp và nhà máy ở các tỉnh phía Nam phải tạm dừng hoạt động để ngăn chặn sự lây lan của virus Corona, điều này làm đứt gãy chuỗi cung ứng và chậm lại hoạt động công nghiệp. Trong 9T21, khu công nghiệp và xây dựng tăng 3,6% svck, tăng từ mức 3,1% của 9T20.

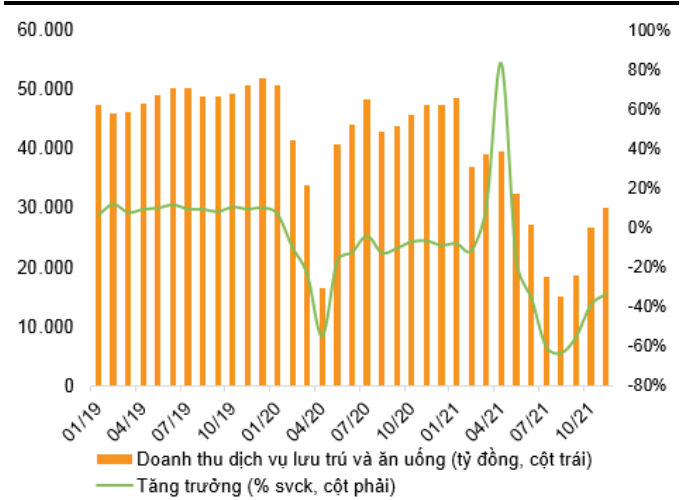
Cuối cùng, ngành nông, lâm và ngư nghiệp chỉ tăng 1,0% svck trong Q3/21, đây là mức tăng trưởng hàng quý thấp nhất từ Q2/20 do cầu tiêu dùng nội địa giảm khi nhiều tỉnh áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong Q3/21 để ngăn chặn sự lây lan của virus Corona. Trong 9T21, ngành này tăng 2,7% svck (so với mức 2,0% svck trong 9T20).

**Hình 2: Tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng chạm đáy trong Q3/21**



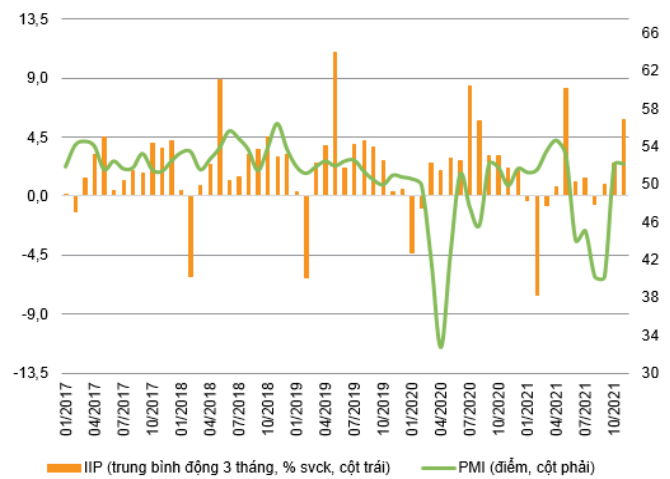
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống (01/2019-11/2021)**



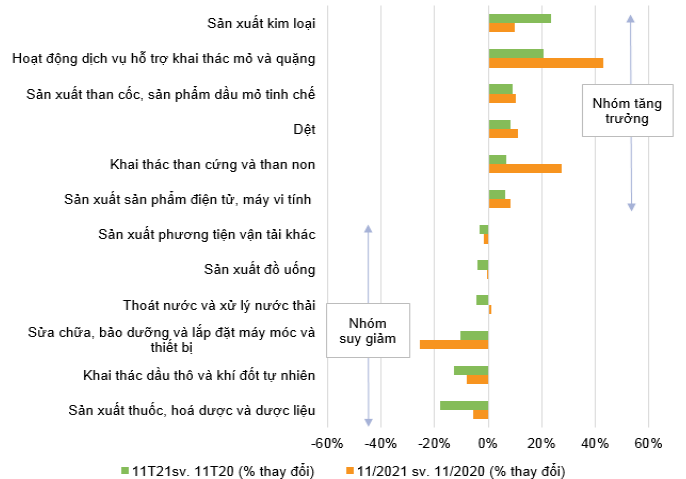
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: PMI giảm dưới mức 50 điểm (tháng 6-tháng 9)**



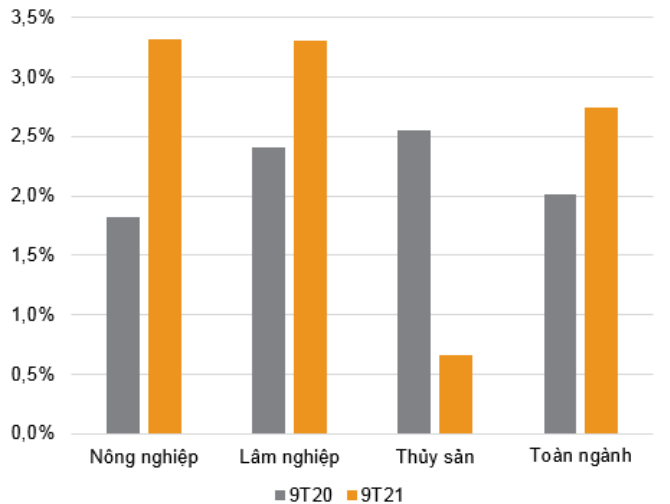
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo danh mục**



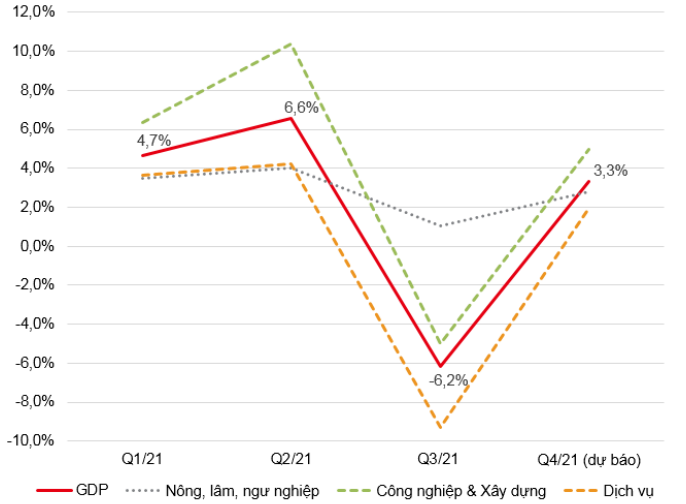
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Ngành nông, lâm và ngư nghiệp cải thiện tốc độ tăng trưởng trong 9T21**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Dự báo tăng trưởng GDP hàng quý theo từng lĩnh vực trong kịch bản cơ sở (% svck)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

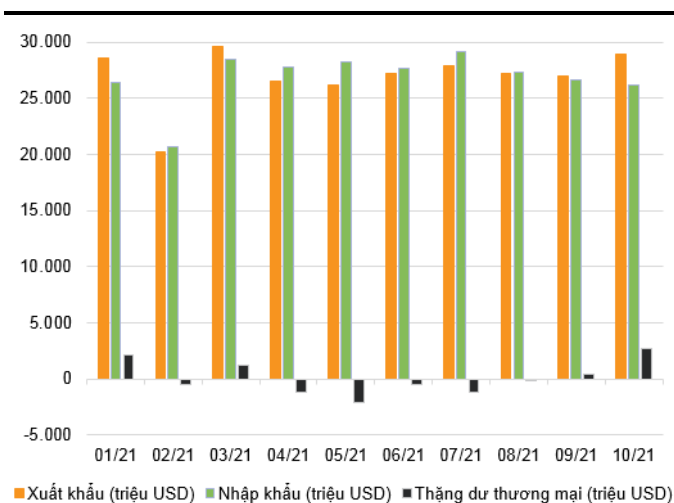
Ngày 11/10/2021, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 128/NQ-CP thông qua quy định tạm thời về “Thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch COVID-19”. Chính phủ cho biết cuộc chiến với COVID-19 vẫn là một nhiệm vụ quan trọng nhằm bảo vệ sức khỏe và tính mạng của người dân, đồng thời cố gắng chuyển đất nước sang trạng thái “bình thường mới” trong thời gian sớm nhất. Dựa trên hướng dẫn của Bộ Y tế, hầu hết các địa phương trên cả nước đã nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội và mở cửa trở lại nền kinh tế. Qua đó, chúng tôi đã chứng kiến sự phục hồi ổn định trong tiêu dùng nội địa, sản xuất công nghiệp và xuất khẩu kể từ tháng 10/2021. **Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng tốc phục hồi vào cuối năm nay và duy trì dự báo tăng trưởng GDP năm 2021 ở mức 2,0% theo kịch bản cơ sở.**

### Xuất khẩu tăng trưởng vững chắc bất chấp giãn cách xã hội và gián đoạn nguồn cung

Xuất khẩu khởi đầu năm Tân Sửu với đà tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu tăng cao tại các nước phát triển, những nước đã mở cửa trở lại nền kinh tế từ cuối năm 2020 nhờ tỷ lệ tiêm chủng cao. Xuất khẩu cũng được hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do (FTA) mà Việt Nam đã ký kết trong vài năm vừa qua như CPTPP và EVFTA. Mặc dù tốc độ tăng trưởng xuất khẩu có chậm lại kể từ cuối Q2/21 do tác động tiêu cực của biến thể Delta và chi phí vận chuyển tăng, xuất khẩu vẫn ghi nhận hiệu suất khá ấn tượng trong 10 tháng đầu năm nay, với giá trị tăng 17,4% svck lên 269,8 tỷ USD.

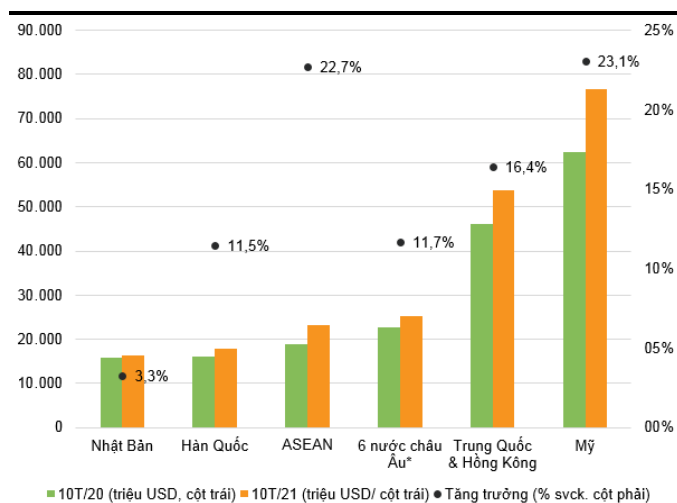
Tất cả các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam đều ghi nhận mức tăng trưởng dương trong 10 tháng đầu năm 2021, dẫn đầu là thị trường Hoa Kỳ với mức tăng 23,1% svck, tiếp đến là ASEAN tăng 22,7% svck, Trung Quốc và Hồng Kông tăng 16,4% svck.

Hình 8: Việt Nam xuất khẩu ròng 125 triệu USD trong 10T21



Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam (% svck)



\*E6 bao gồm Hà Lan, Đức, Anh, Italia, Bỉ và Pháp  
Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

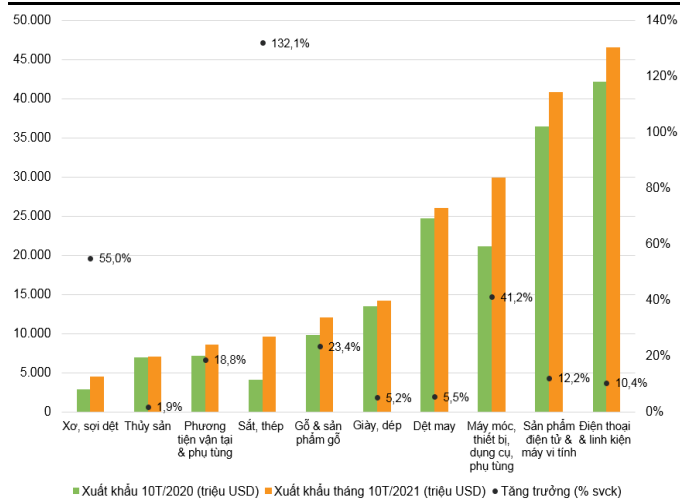
Trong nhóm mặt hàng xuất khẩu, các mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh trong 10T21 bao gồm thép (+131,1 svck), than (+125,1% svck), vật liệu nhựa (+71,2% svck), máy ảnh và máy quay phim (+56,1% svck), sợi dệt (+55,0% svck), cao su (+47,1% svck) và xăng dầu (+46,4% svck).

Đối với nhập khẩu, chi cho hàng hoá nhập khẩu của Việt Nam tăng lên 269,6 tỷ USD (+28,3% svck) trong 10T21. Việt Nam đã chứng kiến mức tăng trưởng mạnh đối với nhập khẩu trong năm nay do (1) nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu, máy móc và sản phẩm đầu vào gia tăng, (2) giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, đặc biệt là dầu mỏ, thép, cao su và (3) giá cước vận tải tăng mạnh. Do đó, thặng dư thương mại của Việt Nam đã giảm xuống 125 triệu USD trong 10T21 từ thặng dư 19,6 tỷ USD trong cùng kỳ năm ngoái.



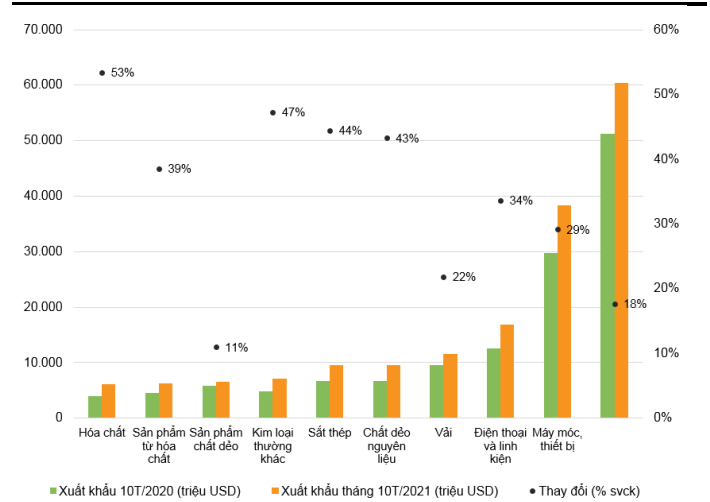
Đối với nhập khẩu, các mặt hàng chứng kiến mức tăng trưởng mạnh trong tháng 8/2021 bao gồm cao su (+137,6% svck), phân bón (+90,7% svck), bông (+64,4% svck), các sản phẩm hóa chất (+62,2% svck) và thép (+51,8% svck).

Hình 10: Giá trị các mặt hàng xuất khẩu chính trong 10T21 (% svck)



Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Giá trị các mặt hàng nhập khẩu chính trong 10T21 (% svck)



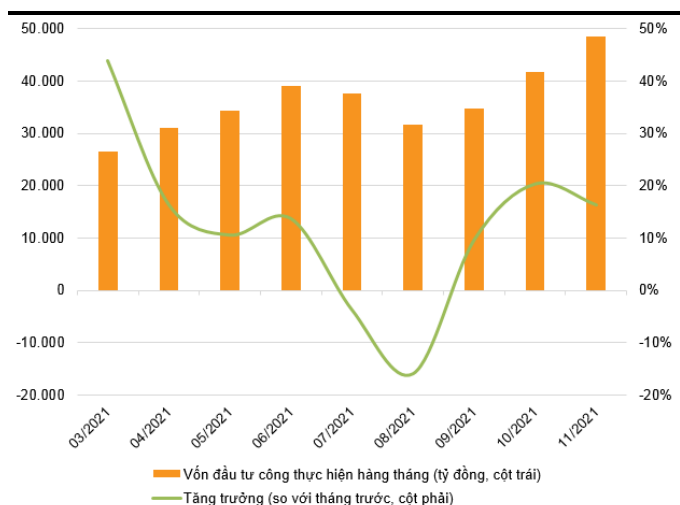
Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

Dựa trên kết quả hoạt động thực tế của ngành sản xuất và hoạt động xuất khẩu, chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng giá trị xuất khẩu của Việt Nam năm 2021 là 15% svck. Chúng tôi kỳ vọng giá trị nhập khẩu của Việt Nam tăng trưởng ở mức 23,2% svck và thặng dư thương mại của Việt Nam là 0,3 tỷ USD trong năm 2021 (so với thặng dư thương mại 19,9 tỷ USD trong năm 2020).

### Đầu tư công suy giảm trong khi FDI có tín hiệu phục hồi

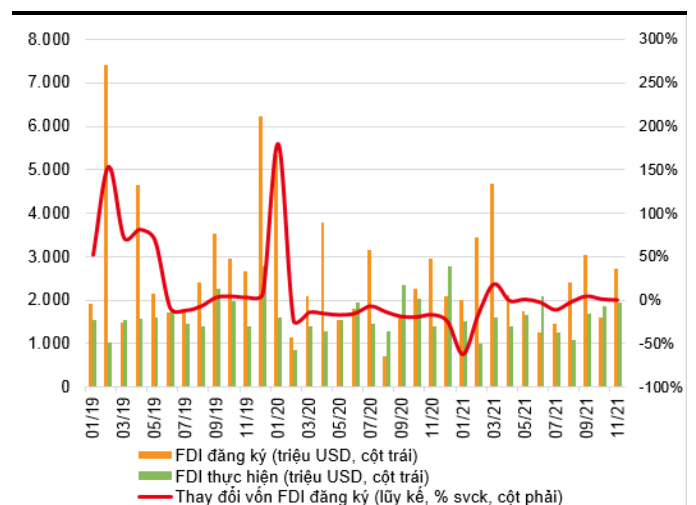
Các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt hơn và giá vật liệu xây dựng tăng cao đã khiến việc triển khai đầu tư công trong Q3/21 bị đình trệ. Theo số liệu của TCTK, uỷ ban vốn Nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong 11T21 giảm 8,7% svck xuống 367,7 tỷ đồng (so với mức tăng 34,0% svck năm ngoái), tương đương 73,8% mục tiêu cả năm.

Hình 12: Đầu tư công phục hồi trong tháng 10



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (tháng 1/2019-11/2021)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đạt kết quả khá khả quan trong Q3/21 bất chấp ảnh hưởng tiêu cực từ làn sóng COVID-19 thứ tư. Theo TCTK, tổng vốn

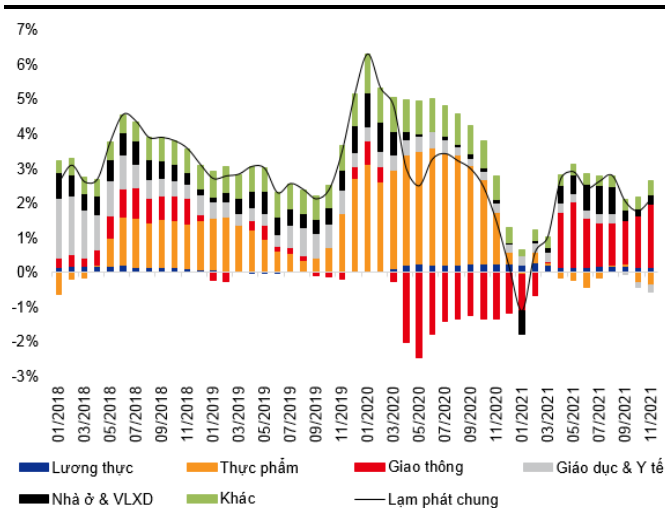
đăng ký của các dự án FDI trong Q3/21 tăng 24,3% svck lên 6,9 tỷ USD (so với mức giảm 2,6% svck trong nửa đầu năm 2021). Trong 11T21, tổng vốn đăng ký của các dự án FDI tăng lên 26,5 tỷ USD (+ 0,1% svck). Cụ thể, có 1.577 dự án được cấp phép mới với tổng vốn đăng ký là 14,1 tỷ USD, tăng 3,7% svck năm 2020; 877 dự án đã nhận cấp phép trong các năm trước được chấp thuận điều chỉnh vốn đầu tư (FDI gia tăng) với tổng vốn tăng thêm là 8,0 tỷ USD (+26,7% svck); 3.466 lượt góp vốn và mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài với tổng giá trị góp vốn là 4,4 tỷ USD, giảm 33,0% svck năm 2020.

Về tình hình giải ngân, vốn thực hiện của các dự án FDI trong 11T21 đạt 17,1 tỷ USD, giảm 4,2% svck (so với mức tăng 1,3% trong 11T20).

### Nền tảng vĩ mô duy trì ổn định bất chấp những tác động tiêu cực từ đại dịch

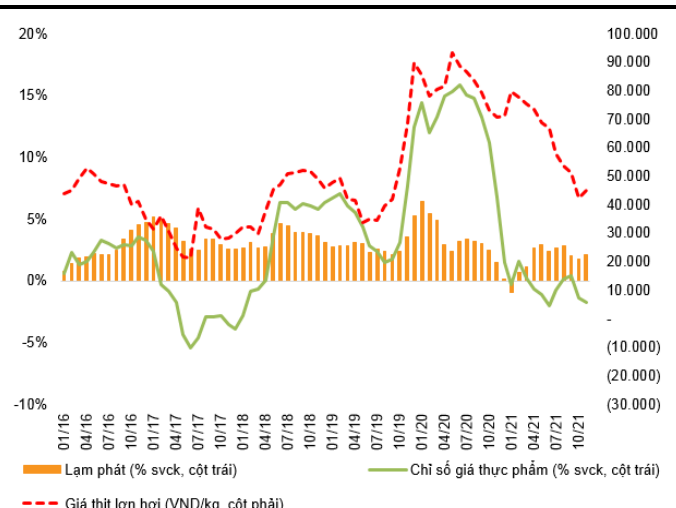
Lạm phát được kiểm soát tốt dưới 4% theo mục tiêu của Chính phủ, mặc dù giá năng lượng tăng cao. Cụ thể, giá dầu thô bình quân ở mức 71 USD/thùng trong 11T21 (+66% svck), đẩy chỉ số giá lĩnh vực giao thông tăng bình quân 10,1% svck trong 11T21 (so với mức giảm 11,2% svck trong 11T20). Tuy nhiên, lạm phát chung bình quân chỉ tăng 1,8% svck trong 11T21, mức thấp nhất kể từ năm 2016, nhờ (1) chỉ số CPI nhóm lương thực thực phẩm giảm trong bối cảnh giá thịt lợn hơi giảm mạnh, (2) sức cầu tiêu dùng suy yếu sau đợt COVID-19 lần thứ 4 bùng phát. Ngoài ra, việc Chính phủ đồng ý giảm giá và phí đối với các dịch vụ thiết yếu như điện, nước và viễn thông cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19 cũng giúp kiềm chế lạm phát trong năm 2021. Trong bối cảnh cầu tiêu dùng trong nước vẫn yếu, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ duy trì ở mức thấp vào cuối năm và duy trì dự báo lạm phát bình quân năm 2021 chỉ tăng nhẹ 2,1% svck (+/- 0,2 điểm phần trăm), thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4,0% của Chính phủ.

Hình 14: Lạm phát được kiểm soát tốt



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chỉ số giá lương thực thực phẩm giảm khi giá thịt lợn hơi lao dốc

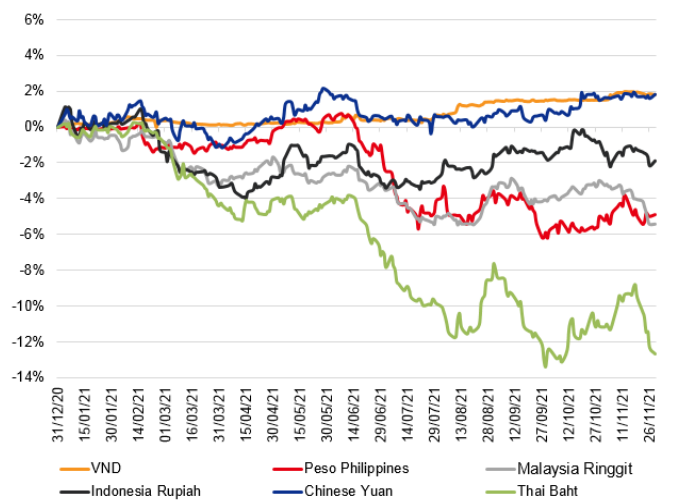


Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Đồng Việt Nam (VND) lên giá so với đồng Đô La (USD) trong 10T21 như chúng tôi đã đề cập lần đầu trong báo cáo Cập nhật Vĩ mô vào tháng 11/2020. Tính đến ngày 31/10/2021, tỷ giá liên ngân hàng đối với USD/VND giảm 1,5% so với đầu năm trong khi tỷ giá hối đoái duy trì ổn định với tỷ giá USD/VND trung tâm của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) ở mức 23.140 đồng/USD. Tỷ giá hối đoái được hỗ trợ bởi nhu cầu đối với đồng Việt Nam tăng do (1) áp lực lạm phát thấp, (2) chênh lệch lớn về lãi suất huy động giữa VND và USD, (3) dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vẫn duy trì khá tích cực và (4) dự trữ ngoại hối tăng cao.

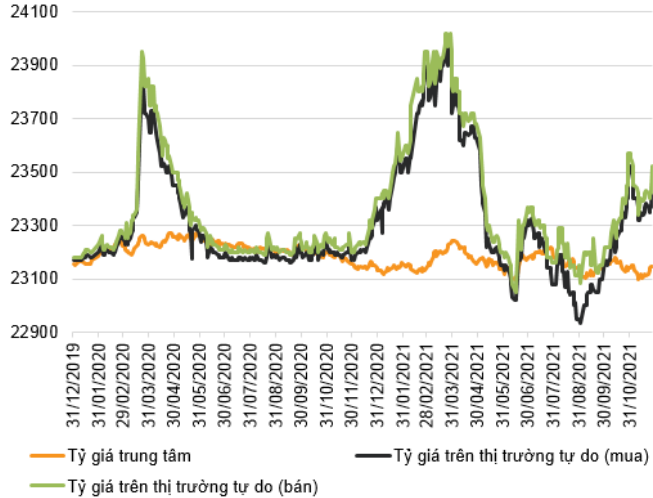
Chúng tôi dự báo dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ đạt khoảng 107,5 tỷ USD vào cuối năm 2021, từ khoảng 95 tỷ USD vào cuối năm 2020.

**Hình 16: Biến động của các đồng tiền trong khu vực so với USD (% thay đổi so với đầu năm)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 17: Diễn biến tỷ giá USD/VND (31/12/2019-26/11/2021)**



Nguồn: SBV, VNDIRECT RESEARCH

## TRIỂN VỌNG TOÀN CẦU TRONG NĂM 2022

### Mỹ và EU duy trì đà phục hồi tích cực, Trung Quốc tăng trưởng chậm lại

Trong khi các biến thể COVID-19 mới gia tăng rủi ro với nền kinh tế thế giới, hầu hết các tổ chức nghiên cứu hàng đầu vẫn tin rằng sự phục hồi của kinh tế toàn cầu sẽ tiếp diễn trong năm 2022, nhưng đà tăng sẽ chậm lại. Tăng trưởng sẽ tăng tốc ở một số quốc gia, bao gồm Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc và các nước Đông Nam Á khi các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt dần được dỡ bỏ nhờ vào nguồn cung vắc xin dồi dào. Trong khi đó, triển vọng đối với các nền kinh tế phát triển, bao gồm Hoa Kỳ và các nước châu Âu, được kỳ vọng sẽ duy trì đà phục hồi tích cực nhờ vào gia tăng đầu tư công, thị trường lao động hiệu quả hơn, đẩy mạnh sản xuất nhằm bù đắp thiếu hụt hàng tồn kho và cải thiện niềm tin của người tiêu dùng. Mặt khác, tăng trưởng của Trung Quốc, nền kinh tế lớn thứ hai, được dự báo sẽ chậm lại do giá nguyên liệu thô tăng cao, tình trạng thiếu điện cục bộ và các khoản nợ xấu gia tăng của các nhà phát triển bất động sản tại Trung Quốc.

Hình 18: Triển vọng kinh tế toàn cầu

	Tăng trưởng GDP			CPI		
	2020	2021 (dự báo)	2022 (dự báo)	2020	2021 (dự báo)	2022 (dự báo)
<b>Thế giới</b>	-3,1	5,9	4,9			
<b>Nền kinh tế phát triển</b>	-4,5	5,2	4,5	0,7	2,8	2,3
Mỹ	-3,4	6,0	5,2	1,2	4,3	3,5
Châu Âu	-6,3	5,0	4,3	0,3	2,2	1,7
Nhật Bản	-4,6	2,4	3,2	0,0	-0,2	0,5
<b>Nền kinh tế mới nổi và đang phát triển</b>	-2,1	6,4	5,1	3,1	2,3	2,7
Trung Quốc	2,3	8,0	5,6	2,4	1,1	1,8
Ấn Độ	-7,3	9,5	8,5	6,2	5,6	4,9
In-đô-nê-xi-a	-2,1	1,8	4,4	2,0	1,6	2,8
Ma-lay-xi-a	-5,6	3,5	6,0	-1,1	2,5	2,0
Phi-líp-pin	-9,6	3,2	6,3	2,6	4,3	3,0
Thái Lan	-6,1	1,0	4,5	-0,8	0,9	1,3
<b>Việt Nam</b>	2,9	3,8	6,6	3,2	2,0	2,3

Nguồn: IMF

Theo Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), nền kinh tế thế giới được dự báo sẽ tăng trưởng 4,9% svck năm 2022, từ mức cao bất thường vào năm 2021F (+ 5,9% svck). Sự phục hồi dự kiến sẽ chậm lại trong năm tới, tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng này vẫn được đánh giá là khả quan so với mức trung bình 2,8%/năm của giai đoạn trước đại dịch 2016-2019. Mỹ vẫn là trụ cột chính của sự phục hồi kinh tế thế giới, với dự báo tăng trưởng đạt 5,2% svck trong năm 2022, trong khi tăng trưởng của Trung Quốc có thể chậm lại xuống 5,6% svck vào năm 2022, từ mức nền cao của năm 2021 (+8,0% svck). Đối với châu Âu, nền kinh tế khu vực này có thể tăng 4,3% svck vào năm 2022 (so với mức tăng 5,0% vào năm 2021).

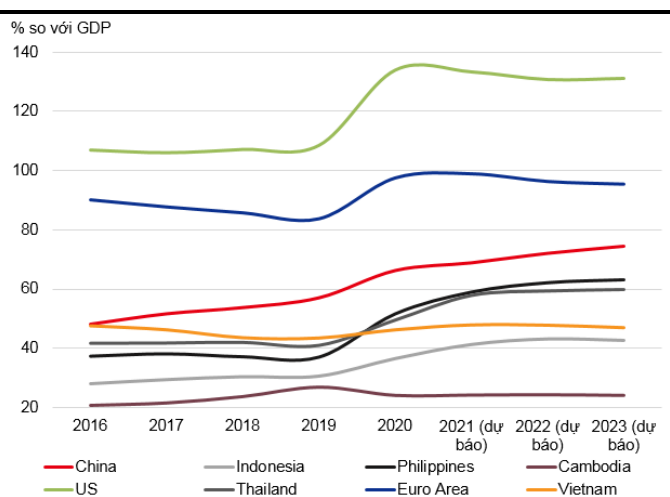
### Các chính sách tài khóa sẽ linh hoạt và phù hợp với từng giai đoạn của nền kinh tế

Với sự phục hồi không đồng đều giữa các quốc gia và khu vực trên thế giới, cũng như những rủi ro từ các biến thể COVID-19 mới, chính sách tài khóa cần phải linh hoạt và phù hợp với tình hình kinh tế cụ thể. Đối với các nền kinh tế có tỷ lệ thâm hụt cao và đã ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021, các chính sách tài khóa cần chuyển hướng tập trung vào các mục tiêu trung và dài hạn thay vì các mục tiêu ngắn hạn. Theo đó, các biện pháp không phổ biến như

cấp tiền trực tiếp cho những người bị ảnh hưởng bởi COVID-19 có thể được thay thế bằng các chương trình đầu tư công vào giao thông, giáo dục và y tế. Thượng viện Hoa Kỳ đã thông qua dự luật cơ sở hạ tầng trị giá 1 nghìn tỷ đô la Mỹ để xây dựng lại những con đường và cầu đang xuống cấp của quốc gia, đồng thời tài trợ cho các dự án về băng thông rộng (internet) và bảo vệ môi trường. Ngoài ra, Châu Âu cũng sẽ tăng mạnh giải ngân đầu tư công vào lĩnh vực phát triển giao thông, xây dựng cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2022-2023 để củng cố triển vọng tăng trưởng trung hạn. Đẩy mạnh đầu tư công ở các nước phát triển sẽ thúc đẩy nhu cầu lớn về vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng và nhựa đường.

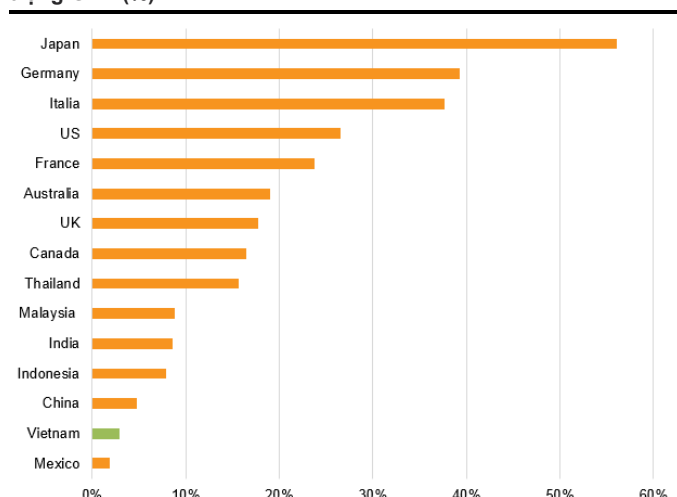
Đối với các nền kinh tế bị ảnh hưởng nặng nề bởi biến thể Delta trong năm 2021, việc duy trì chính sách tài khóa nới lỏng là điều cần thiết để duy trì thu nhập của người dân và hỗ trợ phục hồi kinh tế. Chính sách tài khóa cần tập trung vào việc hạn chế các tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19 với mức sống, việc làm và các hoạt động kinh tế của người dân. Các biện pháp tài khóa nhằm hỗ trợ thanh khoản cho các hộ gia đình và doanh nghiệp bằng cách cung cấp các khoản vay và bảo lãnh, cũng như bơm vốn vào nền kinh tế thông qua khu vực công. Các chính sách khác bao gồm các gói chi tiêu bổ sung và hoãn, giảm thuế.

**Hình 19: Tổng nợ chính phủ chung theo quốc gia (2016-2023)**



Nguồn: IMF

**Hình 20: Giá trị của các biện pháp kích thích tài khóa tính theo tỷ trọng GDP (%)**



Nguồn: IMF, MPI

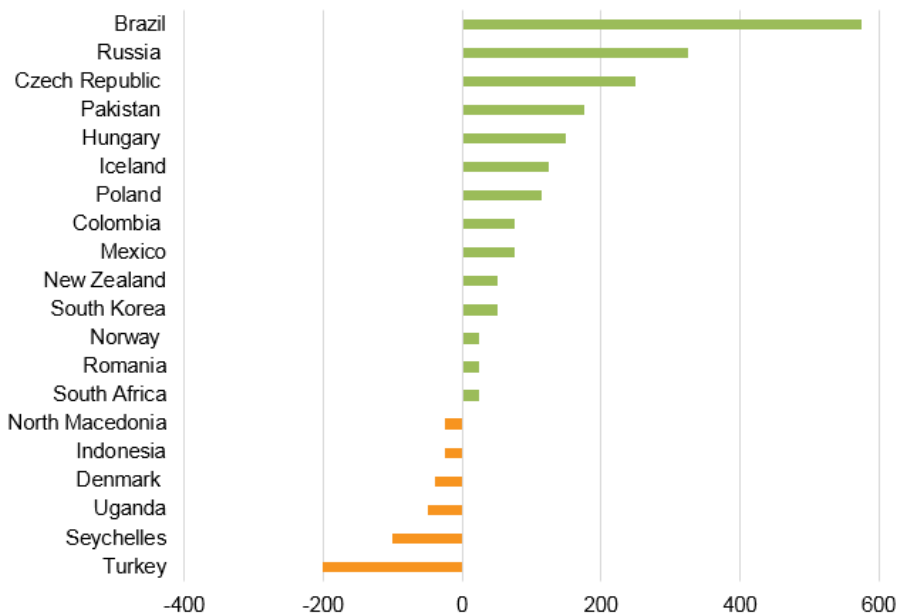
### Có phân hóa giữa các quốc gia về định hướng chính sách tiền tệ trong năm 2022

Các chính sách tiền tệ sẽ trở nên trung lập hơn ở một số thị trường phát triển. Tại cuộc họp của Cục Dự trữ Liên bang (FED) được tổ chức vào ngày 2 và 3 tháng 11, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ thông báo bắt đầu rút lại chương trình mua trái phiếu khẩn cấp (chương trình QE) kể từ giữa tháng 11 năm 2021. Họ dự định sẽ hoàn tất việc rút lại chương trình QE vào tháng 6 năm 2022. Về lãi suất chính sách, FED thông báo giữ mục tiêu quỹ FED về gần 0. Theo khảo sát của CME Group, thị trường kỳ vọng FED có thể nâng lãi suất điều hành khoảng 50-75 điểm cơ bản trong năm 2022, bắt đầu từ tháng 7/2022.

Liên quan đến Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB), sự phục hồi của khu vực đồng euro sẽ cho phép ECB kết thúc chương trình mua trái phiếu khẩn cấp trị giá 1,85 nghìn tỷ euro (2,2 nghìn tỷ USD) vào tháng 3 năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ECB sẽ giữ lãi suất chính sách của họ ở mức thấp lịch sử là 0% trong năm 2022 để tài trợ cho chính sách tài khóa phù hợp và hỗ trợ sự phục hồi kinh tế. Lưu ý rằng, ECB đã giữ lãi suất chính sách chủ chốt ở mức 0% kể từ tháng 3 năm 2016 để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Tại châu Á, các ngân hàng trung ương lớn như Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBOC) và Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) vẫn chưa tăng lãi suất chính sách chủ chốt để hỗ trợ phục hồi kinh tế. PBOC thậm chí đã nói lỏng hơn nữa chính sách tiền tệ bằng cách giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong tháng 7 và tháng 12 năm 2021. Chúng tôi cho rằng PBOC và BOJ sẽ giữ các lãi suất chính sách chủ chốt ở mức thấp vào năm 2022 để củng cố triển vọng kinh tế.

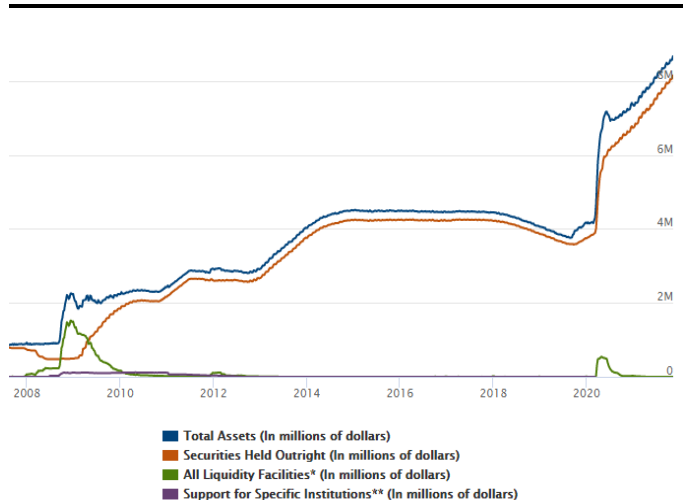
**Hình 21: Những thay đổi chính sách chính sách của một số ngân hàng trung ương trong 11T21**



Nguồn: CBSrates

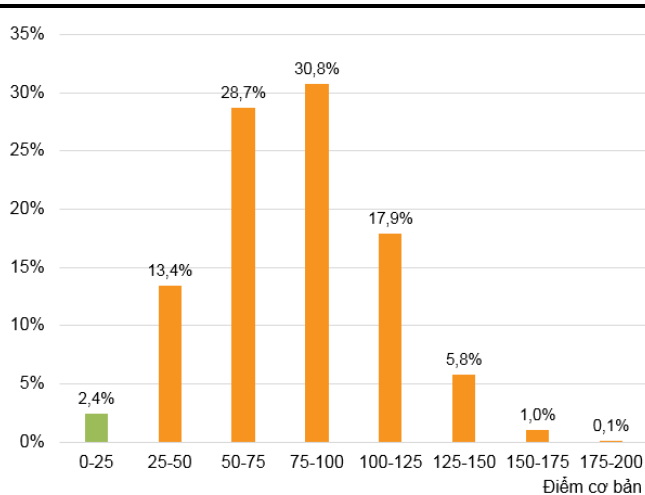
Tóm lại, việc bình thường hóa chính sách tiền tệ của một số ngân hàng trung ương như FED và ECB không nên được coi là thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu và chúng tôi nhận thấy các điều kiện trên thị trường tài chính toàn cầu vào năm 2022 sẽ vẫn thuận lợi hơn so với thời kỳ trước đại dịch. Đối với các nền kinh tế bị ảnh hưởng nặng nề bởi biến thể Delta vào năm 2021, chính sách tiền tệ nói lỏng nên được duy trì và kết hợp với chính sách tài khóa nói lỏng để hỗ trợ sự phục hồi kinh tế. Môi trường lãi suất thấp và thanh khoản thị trường tốt sẽ giúp các Chính phủ dễ dàng huy động vốn để bù đắp thâm hụt ngân sách.

**Hình 22: Bảng cân đối kế toán của FED (30/7/2007-9/11/2021) (triệu đô la)**



Nguồn: FED

**Hình 23: Xác suất lãi suất mục tiêu cho cuộc họp FED 14/12/2022**



Nguồn: CME Group

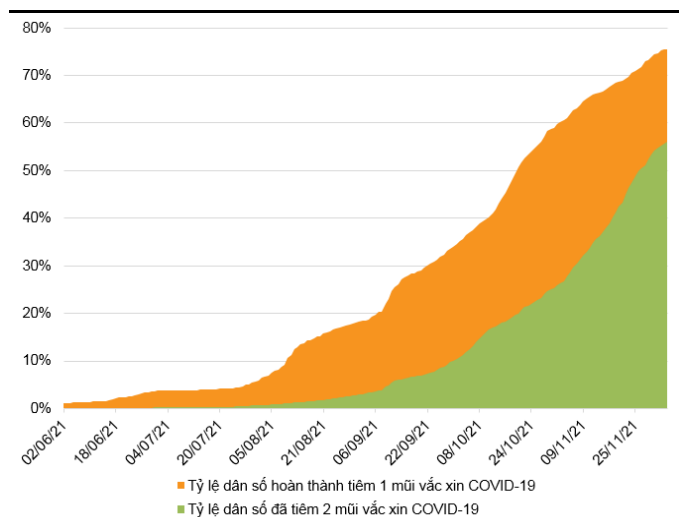
## 2022 TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM: TÁI VẬN HÀNH CÁC ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

### Các bước đi vững chắc hướng tới “bình thường mới”

Việt Nam đã tiêm chủng đầy đủ cho khoảng 56% dân số, trong khi khoảng 19,5% đã được tiêm chủng lần một (số liệu tính đến ngày 06/12/2021). Bộ Y tế cho biết, đến đầu tháng 12 năm 2021, Việt Nam đã nhận được khoảng 147,5 triệu liều vắc-xin ngừa COVID-19. Việt Nam cũng đã sản xuất thành công vắc-xin Sputnik-V trong nước sau khi nhận chuyển giao công nghệ từ đối tác Nga. Ngoài ra, vắc-xin sản xuất tại Việt Nam, Nanocovax, đang ở giai đoạn thử nghiệm cuối giai đoạn 3. Covivac đã được thử nghiệm giai đoạn 2 kể từ ngày 18/8/2021. Trong khi đó, vắc-xin ART-154 chống coronavirus đã được thử nghiệm từ tháng 8/2021 có thể được cấp phép sử dụng khẩn cấp vào Q4/21. ART-154 là loại vắc-xin hai liều tự khuếch đại STARR mRNA được sản xuất dưới sự hợp tác của VinBioCare (thành viên của Vingroup, VIC VN) và công ty Arcturus Therapeutics có trụ sở tại Hoa Kỳ. Nhờ những tiến bộ trong nghiên cứu và tự sản xuất vắc-xin, Việt Nam có thể tăng cường tự chủ về vắc-xin kể từ Q1/22. Chính phủ đặt mục tiêu trên 70% dân số sẽ được tiêm chủng đầy đủ vào nửa đầu năm 2022. Chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ hoàn thành vượt mức chỉ tiêu của Chính phủ và hoàn thành tiêm chủng cho hơn 70% dân số vào quý 1 năm 2022.

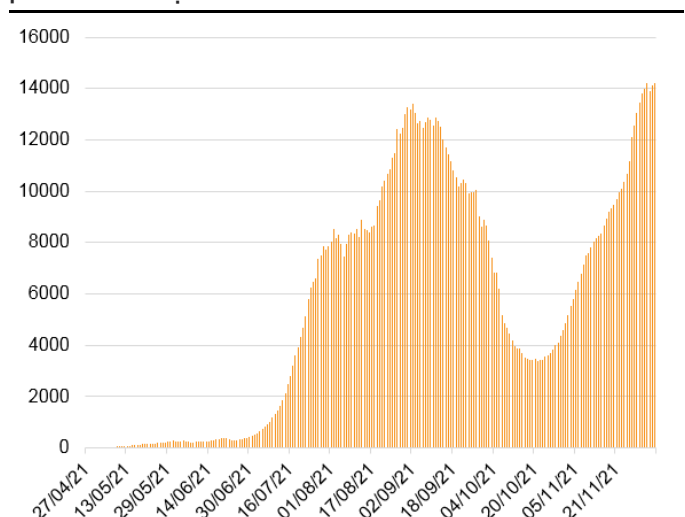
Với độ phủ rộng rãi của vắc-xin, chúng tôi tin rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ thích ứng với bình thường mới và quá trình mở cửa trở lại của nền kinh tế Việt Nam sẽ được đẩy nhanh kể từ quý đầu tiên của năm 2022.

Hình 24: Tỷ lệ tiêm chủng tiếp tục tăng



Nguồn: WHO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Các trường hợp mắc mới hàng ngày kể từ khi đợt bùng phát thứ tư ở Việt Nam

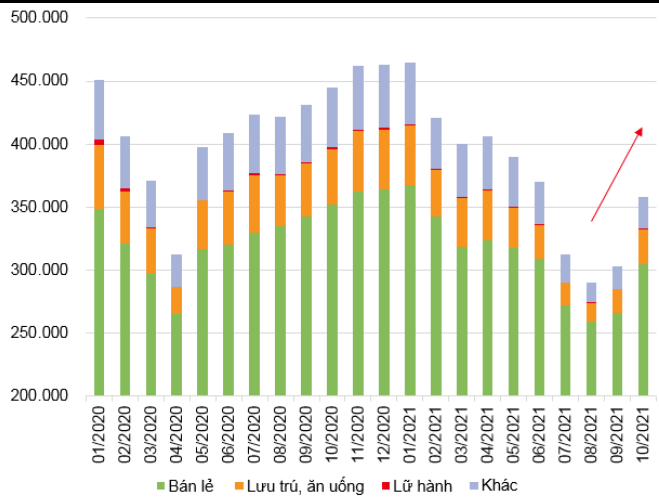


Nguồn: WHO, VNDIRECT RESEARCH

### Động lực #1: Cầu nội địa phục hồi là bộ đỡ quan trọng cho tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2022

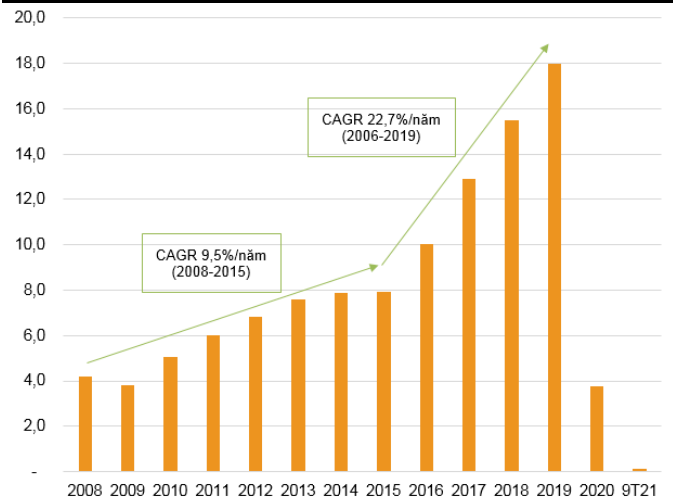
Ngành dịch vụ đóng góp tỷ trọng lớn nhất vào GDP của Việt Nam, chiếm 41,6% GDP danh nghĩa vào năm 2019. Thật không may, sự bùng phát của đại dịch COVID-19 đã khiến thu nhập và nhu cầu tiêu dùng của người dân suy giảm trong giai đoạn 2020-2021. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng giảm 8,7% svck trong 9T21 từ mức giảm 0,7% svck trong 9T20 (so với mức tăng mạnh 11,5% trong 9T19). Do tiêu dùng nội địa giảm, ngành dịch vụ ghi nhận mức suy giảm 0,7% svck trong 9T21 (so với mức tăng 1,4% svck trong 9T20 và tăng 6,9% trong 9T19).

Hình 26: Tổng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng phục hồi kể từ tháng 9 năm 2021 sau khi chính phủ nới lỏng giãn cách xã hội



Nguồn: Worldbank

Hình 27: Du khách nước ngoài đến Việt Nam (2008-9T21) (triệu người)



Nguồn: Vietnam National Administration of Tourism, TCTK

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ngành dịch vụ sẽ phục hồi và có tốc độ tăng trưởng cao hơn kể từ năm 2022, với động lực chính đến từ việc mở lại các dịch vụ không thiết yếu và sự phục hồi của cầu tiêu dùng nội địa. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tất cả các hoạt động dịch vụ, bao gồm du lịch, vận tải và vui chơi giải trí có thể được phép hoạt động hết công suất kể từ quý 2/22 sau khi Việt Nam đạt mục tiêu tiêm chủng đầy đủ cho hơn 70% dân số. Chúng tôi cũng kỳ vọng tiêu dùng sẽ tăng trở lại với tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng dự kiến tăng 10-12% svck trong năm 2022 nhờ nhiều yếu tố hỗ trợ, bao gồm:

- Thu nhập thực của người dân được cải thiện với dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 7,5% svck trong khi lạm phát dự kiến tăng 3,45% svck vào năm 2022, đạt mục tiêu của Chính phủ là kiểm soát lạm phát dưới 4,0%.
- Du lịch hồi sinh sau khi các chuyến bay quốc tế được cấp phép cho mục đích thương mại kể từ quý 4/21, kéo theo sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động du lịch, giải trí, lưu trú và ăn uống. Việt Nam đã triển khai thí điểm đón khách du lịch nước ngoài theo tour trọn gói từ giữa tháng 11/2021, thông qua các chuyến bay đến Phú Quốc (Kiên Giang), Khánh Hòa, Quảng Nam, Đà Nẵng và Quảng Ninh. Đây là điểm đánh dấu sự khởi đầu của du lịch Việt Nam sau gần 2 năm đóng cửa với du khách nước ngoài. Cần lưu ý rằng, ngành du lịch đã đóng góp hơn 9,5% vào GDP của Việt Nam vào năm 2019. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19, đóng góp của ngành du lịch đã giảm xuống còn 2,3% GDP trong 9T21.
- Chúng tôi tin rằng Chính phủ có thể tung ra gói kích thích tài khóa lớn hơn để hỗ trợ phục hồi kinh tế, tập trung vào: trợ cấp tiền mặt cho những người bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đại dịch COVID-19, giảm thuế (thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp) và gia tăng đầu tư công vào phát triển kết cấu hạ tầng giao thông và nhà ở xã hội. Các chính sách này nhằm phục hồi cầu tiêu dùng trong nước.
- Sự phổ biến ngày càng tăng và sự hiểu biết về công nghệ của dân số trẻ. Nhận định này được minh chứng bằng việc doanh số bán hàng công nghệ và điện tử tại Việt Nam đã tăng đáng kể trong những năm gần đây, nổi bật là điện thoại thông minh, máy tính xách tay, robot hút bụi và TV thông minh.
- Đô thị hóa gia tăng sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng ở các trung tâm đô thị lớn. Theo Bộ Xây dựng, tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam đã tăng nhanh chóng từ 30,5% năm 2010 lên 40,4% vào giữa năm 2021. Việt Nam cũng đặt mục tiêu nâng tỷ lệ đô thị hóa lên 45% vào năm 2025 và khoảng 50% vào năm 2030. Rõ ràng, đô thị hóa là động lực quan trọng của tăng trưởng



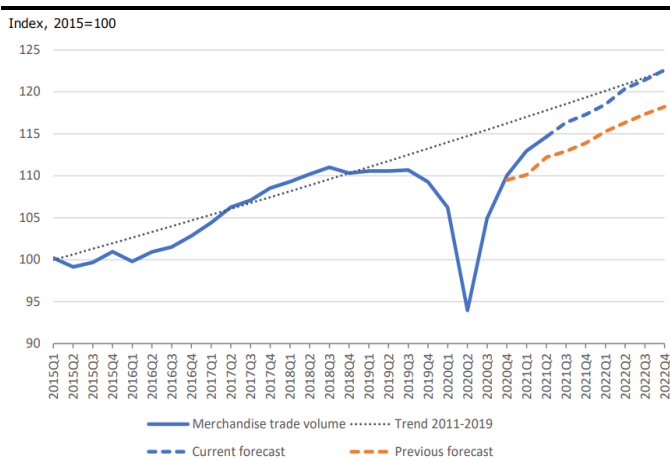
kinh tế, nâng cao thu nhập của người dân và là chất xúc tác để chuyển xu hướng tiêu dùng từ kênh truyền thống sang kênh bán lẻ hiện đại.

**Động lực #2: Xuất khẩu duy trì đà tăng tích cực nhờ nhu cầu toàn cầu phục hồi**

Chúng tôi lạc quan về triển vọng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2022, nhờ những lý do sau:

- Thương mại toàn cầu được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2022. Dựa trên báo cáo mới nhất của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), khối lượng thương mại toàn cầu dự kiến sẽ tăng trưởng 4,7% vào năm 2022, tăng từ mức dự báo 4,0% trong báo cáo trước đó và có thể quay trở lại mức trước đại dịch vào cuối năm 2022.
- Chi phí vận chuyển dự kiến sẽ dần bình thường hóa từ cuối năm 2021 do các biện pháp phòng chống Covid-19 được giảm thiểu nhờ tỷ lệ tiêm phòng cao cũng như tình trạng thiếu hụt container được giảm thiểu sau khi đơn đặt hàng sản xuất container tăng mạnh kể từ giữa năm 2021. Chúng tôi đã chứng kiến sự sụt giảm của một số chỉ số vận tải hàng hóa quan trọng kể từ tháng 10 năm 2021, bao gồm Chỉ số hàng khô Baltic và Chỉ số vận tải hàng hóa bằng container (xuất khẩu) Thượng Hải. Chi phí vận tải hạ nhiệt sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu trong năm 2022, đặc biệt là sang thị trường Mỹ và châu Âu.

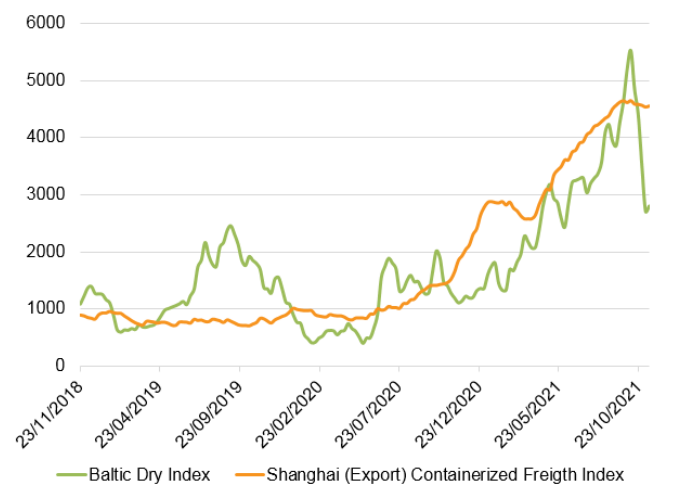
**Hình 28: Khối lượng thương mại hàng hóa thế giới, Q1/15-Q4/22**



Sources: WTO and UNCTAD for trade volume data; WTO for forecasts.

Nguồn: WTO, UNCTAD

**Hình 29: Chỉ số hàng khô Baltic và chỉ số vận tải bằng container ở Thượng Hải (xuất khẩu) (Từ tháng 11 năm 2018 đến tháng 11 năm 2021)**



\* E6 bao gồm Hà Lan, Đức, Anh, Italia, Bỉ và Pháp  
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

- Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) dự kiến có hiệu lực từ đầu năm 2022 sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam sang các nước đối tác vào năm 2022. Hiệp định bao gồm 10 nước ASEAN và 5 nước đã ký hiệp định FTA với ASEAN bao gồm: Hàn Quốc, Trung Quốc, Úc và New Zealand. RCEP được coi là một “hiệp định tâm cỡ hàng đầu”, bởi khi được thực hiện, nó sẽ tạo ra một trong những khu vực thương mại tự do lớn nhất thế giới với quy mô 2,2 tỷ người tiêu dùng, chiếm khoảng 30% dân số thế giới và khoảng 30% GDP toàn cầu. Không cần đợi đến khi hiệp định chính thức có hiệu lực, xuất khẩu của Việt Nam sang các nước trong khu vực Đông Nam Á đã tăng mạnh với giá trị xuất khẩu tăng 24% svck lên 24 tỷ USD trong 10T21.
- Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Liên minh châu Âu (EVFTA) chính thức có hiệu lực từ ngày 1/8/2020. Kể từ khi hiệp định có hiệu lực, bức tranh

xuất khẩu của Việt Nam sang liên minh Châu Âu đã được cải thiện đáng kể. Với việc thuế xuất khẩu của Việt Nam tiếp tục được cắt giảm vào năm tới theo lộ trình của hiệp định và triển vọng vững chắc của kinh tế châu Âu, chúng tôi cho rằng xuất khẩu của Việt Nam sang EU sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2022.

Kết luận, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu của Việt Nam sẽ duy trì tốc độ cao, tăng trưởng 12,5% svck vào năm 2022 (so với dự báo của chúng tôi là 15,0% svck cho năm 2021). Xuất khẩu sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho nền kinh tế Việt Nam vào năm 2022.

Đối với nhập khẩu, chúng tôi duy trì quan điểm rằng nhu cầu nhập khẩu của Việt Nam sẽ vẫn ở mức cao trong năm 2022, do các yếu tố sau: (1) nhu cầu trong nước phục hồi đối với các sản phẩm tiêu dùng nhập khẩu (2) nhu cầu cao về nguyên liệu và sản phẩm đầu vào trong bối cảnh hoạt động sản xuất phục hồi, (3) Giá cả hàng hóa, nguyên vật liệu nhập khẩu có thể vẫn ở mức cao trong năm 2022. Một số mặt hàng nhập khẩu sẽ có nhu cầu tăng mạnh trong năm 2022, bao gồm máy móc thiết bị, phụ liệu dệt may và giày dép, điện thoại và linh kiện, ô tô và sắt thép. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị nhập khẩu của Việt Nam sẽ tăng 10,9% svck vào năm 2022 và kỳ vọng thặng dư thương mại của Việt Nam sẽ tăng lên 5,6 tỷ USD vào năm 2022 từ mức thặng dư thương mại dự kiến là 0,3 tỷ USD vào năm 2021.

### Động lực #3: Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) phục hồi vào năm 2022

Chúng tôi tin rằng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam sẽ phục hồi mạnh trong năm 2022 nhờ (1) Việt Nam có kế hoạch nối lại các chuyến bay thương mại quốc tế từ đầu năm 2022, điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư và chuyên gia quay trở lại Việt Nam và thúc đẩy đầu tư trong năm tới (2) Việt Nam vẫn là một địa điểm hấp dẫn đối với các công ty nước ngoài trong chiến lược đa dạng hóa "Trung Quốc + 1" do các lợi thế như giá nhân công cạnh tranh và dân số lớn; và (3) cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, Việt Nam đã ký kết các hiệp định thương mại tự do (FTA) rất tiến bộ với các đối tác lớn trên thế giới như CPTPP, EVFTA, RCEP ... Do đó, các nhà đầu tư vào Việt Nam sẽ được hưởng những ưu đãi lớn về thuế khi xuất khẩu sản phẩm sang các nước đã có FTA với Việt Nam.

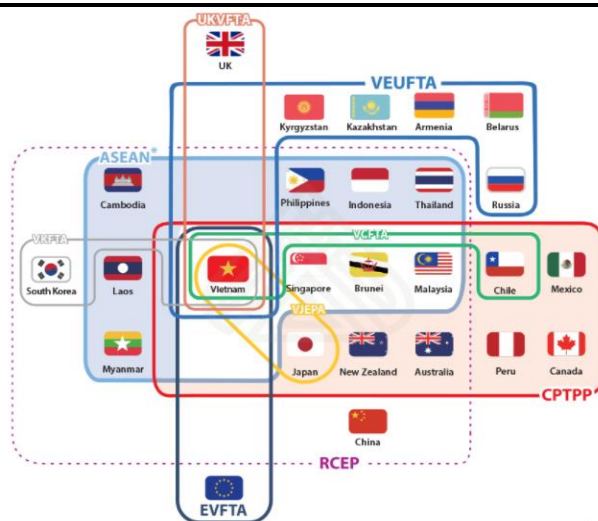
Với những lợi thế đó, chúng tôi kỳ vọng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam sẽ tăng khoảng 9-10% svck và vốn FDI giải ngân tăng 8-9% svck vào năm 2022.

Hình 30: Danh sách các dự án FDI lớn trong 10T21

Dự án FDI	Ngành	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh/Thành phố
Dự án điện khí (LNG) Long An 1, 2	Năng lượng	3.1	Long An
Dự án mở rộng nhà máy LG tại Hải Phòng	Chế biến chế tạo	2.2	Hải Phòng
Dự án nhiệt điện Ô Môn 2	Năng lượng	1.3	Cần Thơ
Nhà máy Polytex Far Eastern Vietnam	Chế biến chế tạo	0.6	Bình Dương
Nhà máy Jinko Solar PV Vietnam	Chế biến chế tạo	0.5	Quảng Ninh
Dự án mở rộng nhà máy chế tạo lớp Radian	Chế biến chế tạo	0.3	Tây Ninh
Dự án của Foxconn	Chế biến chế tạo	0.3	Bắc Giang
Dự án Fukang Technology	Chế biến chế tạo	0.3	Bắc Giang
Dự án JA Solar PV Vietnam	Chế biến chế tạo	0.2	Bắc Giang

Nguồn: MPI

Hình 31: Danh sách các hiệp định FTA chính mà Việt Nam tham gia



\* Nguồn: Graphics AsiaBriefingLtd

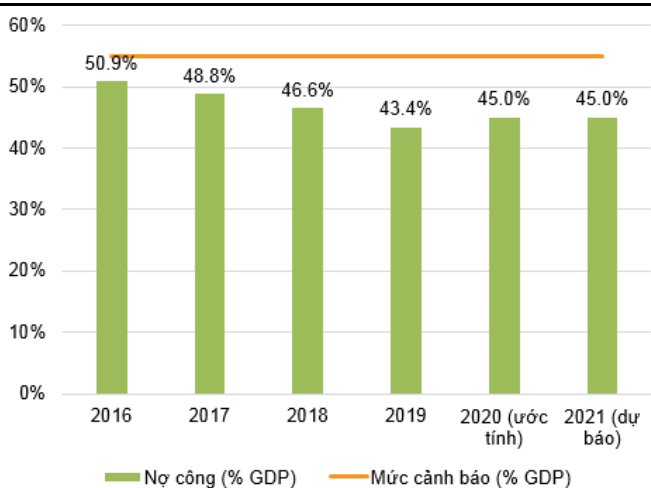
**Động lực #4: Các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ là yếu tố quan trọng**

**Theo chúng tôi, Việt Nam vẫn còn khá nhiều dư địa cho chính sách tài khóa**

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư quy mô các gói hỗ trợ tài khóa COVID-19 của Việt Nam trong giai đoạn vừa qua chỉ chiếm khoảng 2,85% GDP, thấp hơn nhiều so với các nền kinh tế phát triển và các nền kinh tế châu Á (xem Hình 20). Ngoài ra, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ công/GDP của Việt Nam vào cuối năm 2020 chỉ chiếm khoảng 45% GDP (GDP sau khi tính toán lại), thấp hơn nhiều so với mức trần nợ công của Việt Nam là 60% GDP. Do lãi suất trái phiếu Chính phủ đang ở mức thấp so với lịch sử và lạm phát được kiểm soát tốt, chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể tung ra nhiều gói hỗ trợ tài khóa hơn để hỗ trợ phục hồi kinh tế, tập trung vào: trợ cấp tiền mặt cho những người bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đại dịch COVID-19, giảm thuế (thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp) và tăng vốn đầu tư công vào phát triển hạ tầng giao thông và các dự án nhà ở xã hội. Chúng tôi kỳ vọng rằng quy mô của gói hỗ trợ tài khóa mới bổ sung có thể ở mức 3-4% GDP (không bao gồm chi phí y tế bổ sung cho phòng chống dịch COVID-19) và sẽ góp phần thúc đẩy sự phục hồi kinh tế Việt Nam vào năm 2022.

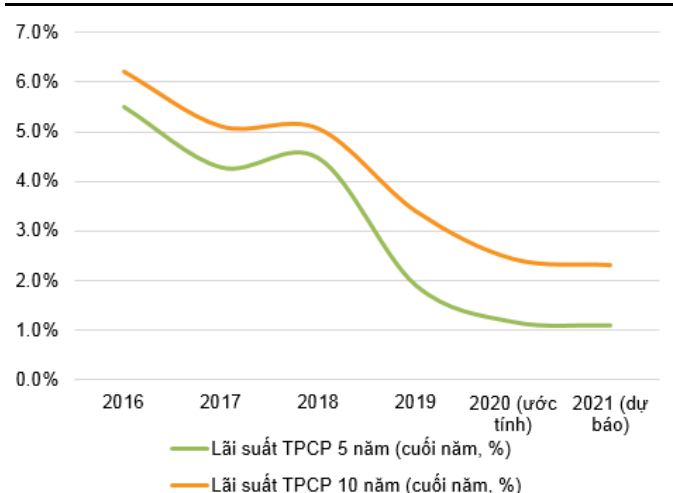
Cùng với các gói hỗ trợ tài khóa sắp tới, Chính phủ có kế hoạch tăng cường đầu tư công vào năm 2022 để bù đắp cho sự suy giảm của các động lực tăng trưởng khác. Chính phủ dự kiến chi 566 nghìn tỷ đồng cho đầu tư công vào năm 2022 (+10% so với kế hoạch đầu tư công năm 2021) để hỗ trợ phát triển. Chúng tôi cho rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 có thể tăng 15-25% so với giải ngân thực tế năm 2021 nhờ (1) điểm nghẽn về thiếu đá xây dựng đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép cho các mỏ mới, (2) giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng dự kiến sẽ hạ nhiệt trong năm tới, (3) giải ngân vốn đầu tư công thực tế năm 2021 đạt thấp, chỉ bằng 85-95% kế hoạch cả năm. Ngoài ra, Chính phủ dự kiến sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư công lớn trong năm 2022 như sân bay quốc tế Long Thành, đường cao tốc Bắc Nam phía Đông, qua đó đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công. Được biết, Chính phủ đã trình Quốc hội chủ trương chuyển toàn bộ 12 tiểu dự án đường cao tốc Bắc - Nam phía Đông sang hình thức đầu tư công để đẩy nhanh tiến độ thực hiện.

**Hình 32: Tỷ lệ nợ công vẫn thấp hơn nhiều so với mức cảnh báo (55% GDP)**



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 33: Lãi suất trái phiếu chính phủ thấp giúp chính phủ giảm chi phí cho các gói hỗ trợ kinh tế**



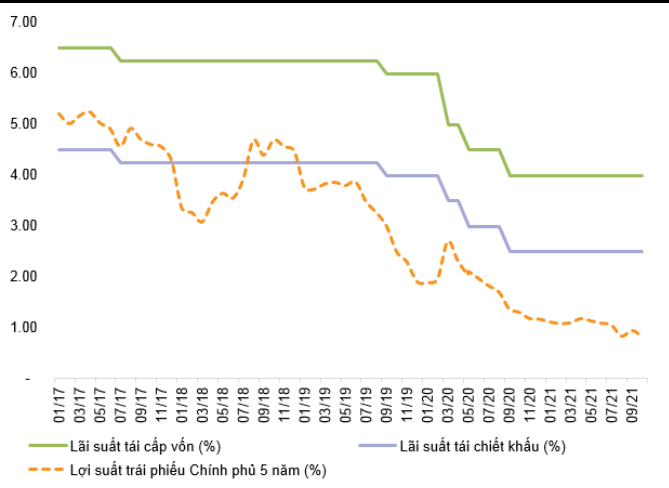
Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

**NHNN sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng ít nhất cho đến cuối Q2/22 để hỗ trợ phục hồi nền kinh tế**

Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tín dụng cải thiện nhẹ kể từ giữa tháng 9 sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại, với tín dụng tăng 8,7% sv đầu năm vào ngày 29/10 (tăng nhanh từ mức 6,4% sv đầu năm vào ngày 30/6). Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tín dụng sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi trong Q4/20 và dự báo tín dụng sẽ tăng khoảng 12% svck năm 2021. Trong tháng 7, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ doanh nghiệp phục hồi. Sau đó, các ngân hàng thương mại cam kết cắt giảm hơn 20,6 nghìn tỷ đồng lợi nhuận để giảm lãi suất cho vay 0,5-2,0% đối với dư nợ của các khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch. Theo NHNN, tổng số tiền các tổ chức tín dụng miễn, giảm lãi cho khách hàng từ ngày 15/7/2021 đến 30/9/2021 là khoảng 12.236 tỷ đồng, tương đương 59,4% cam kết.

Bất chấp áp lực lạm phát gia tăng, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng cho đến ít nhất là cuối Q2/22. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng NHNN sẽ cắt giảm thêm lãi suất điều hành chủ chốt, nhưng chúng tôi cũng cho rằng NHNN sẽ không nâng lãi suất trong 6 tháng đầu năm 2022 nhằm duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ phục hồi kinh tế. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ sử dụng các công cụ thông qua thị trường mở, chẳng hạn như mua ngoại hối và bơm tiền đồng ra thị trường để hỗ trợ trợ thanh khoản hoặc nâng trần tăng trưởng tín dụng cho các NHTM. Chúng tôi dự báo tín dụng năm 2022 tăng trưởng ở mức 13-14% svck.

**Hình 34: Lãi suất điều hành và trái phiếu chính phủ 5 năm (01/2017-10/2021)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 35: Tăng trưởng tín dụng và tiền gửi (01/2019-09/2021)**



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

**Dự báo các chỉ tiêu vĩ mô năm 2022**

**Kỳ vọng tăng trưởng bứt phá từ năm 2022**

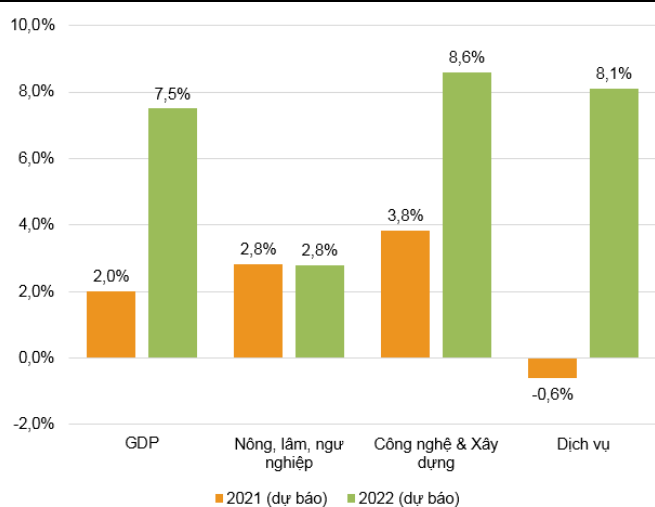
**Hình 36: Các dự báo chính cho giai đoạn 2021-2022**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021 (dự báo)	2022 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,1	7,0	2,9	2,0	7,5
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,5	15,0	12,5
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,6	23,2	10,9
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	0,3	5,6
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	-1,3	7,5
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	-0,4	1,9
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55,1	79,0	95,0	107,5	122,2
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,9	23,8	27,8	29,8	30,7
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	4,0	4,1
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	2,1	3,5
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	12,0	13,0-14,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	103,9	107,1	115,7	124,8	128,3
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	11,0	13,0-14,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	4,0-4,5
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,8	6,8	5,6	5,6	6,0
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,3	2,7
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	1,8	1,4	-0,3	-1,0	+/-1,0
Thâm hụt ngân sách	% GDP	2,2	2,7	3,1	3,0	3,9
Nợ công	% GDP	46,6	43,4	45,0	45,0	46,4

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

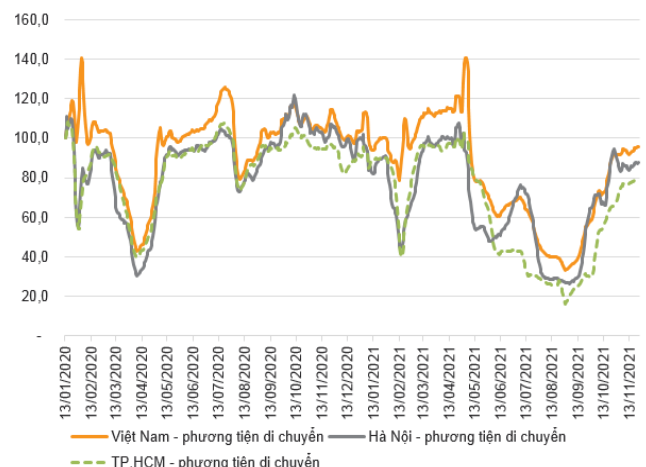
Chúng tôi cho rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ trở lại trạng thái “bình thường mới” vào năm 2022 với triển vọng tăng trưởng tươi sáng và vững chắc hơn nhờ đạt tỷ lệ tiêm chủng cao. GDP của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 7,5% svck vào năm 2022, với tốc độ phục hồi cao trên mọi phương diện. Các yếu tố nền tảng vĩ mô tiếp tục được củng cố với thặng dư thương mại cao hơn, cũng như thặng dư tài khoản vãng lai và dự trữ ngoại hối. Những yếu tố hỗ trợ này có thể giúp Việt Nam đối phó với những rủi ro bên trong và bên ngoài, bao gồm áp lực lạm phát cao hơn, đồng USD mạnh lên và điều kiện thị trường tài chính toàn cầu kém thuận lợi hơn so với năm 2021.

**Hình 37: Dự báo tăng trưởng GDP năm 2022 theo lĩnh vực**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 38: Xu hướng di chuyển bằng xe cộ tại Việt Nam (so với ngày 13/01/2020) (thống kê của Apple)**



Nguồn: APPLE, VNDIRECT RESEARCH

Dự báo của chúng tôi dựa trên các giả định chính sau:

- Nền kinh tế toàn cầu có thể duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2022. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo kinh tế toàn cầu sẽ tăng trưởng 4,9% svck vào năm 2022 (so với tốc độ tăng trưởng dự kiến năm 2021 là 5,9% svck). Cần lưu ý, tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu đạt trung bình khoảng 2,8%/năm trong giai đoạn 2016-2019 (trước đại dịch COVID-19). Nhờ triển vọng tăng trưởng toàn cầu bền vững, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu mạnh mẽ đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam vào năm 2022.
- 70-75% dân số Việt Nam sẽ được tiêm vắc xin COVID-19 đầy đủ trong quý đầu tiên của năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ tiêm chủng cao sẽ giúp Việt Nam ngăn chặn đại dịch thành công.
- Các chuyến bay thương mại quốc tế có thể được nối lại từ Q1/22, điều này sẽ hỗ trợ đáng kể cho hoạt động của ngành du lịch vào năm 2022, một trong hai động lực chính cho sự phục hồi lĩnh vực dịch vụ của Việt Nam, cùng với sự cải thiện của cầu tiêu dùng trong nước. Du lịch đóng góp hơn 9,5% vào GDP của Việt Nam vào năm 2019 và tạo ra 2,9 triệu việc làm, bao gồm 927 nghìn việc làm trực tiếp. Tuy nhiên, ngành du lịch đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch COVID-19 trong giai đoạn 2020-2021. Lượng khách quốc tế năm 2020 đạt 3,7 triệu lượt (-80% svck), trong khi khách nội địa đạt 56 triệu lượt (-34% svck). Tổng thu từ du khách năm 2020 đạt 312 nghìn tỷ đồng (-59% svck). Trong 9 tháng đầu năm 2021, tổng doanh thu từ khách du lịch tiếp tục sụt giảm 42% svck, còn khoảng 137 nghìn tỷ đồng. Bước sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng ngành du lịch sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ việc nối lại các chuyến bay thương mại quốc tế cũng như nới lỏng hơn nữa các biện pháp giãn cách xã hội. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính giúp nền kinh tế Việt Nam phục hồi mạnh mẽ kể từ năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ ban hành gói hỗ trợ kinh tế có quy mô lớn hơn và duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng cho đến ít nhất là cuối Q2/22 để thúc đẩy phục hồi kinh tế. Chúng tôi cũng kỳ vọng lượng tổng vốn đầu tư toàn xã hội sẽ phục hồi mạnh vào năm 2022 khi Chính phủ tiếp tục đẩy nhanh việc giải ngân vốn đầu tư công. Vốn đầu tư của khu vực ngoài nhà nước cũng như khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) cũng có thể phục hồi mạnh nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi hơn sau đại dịch.

Đối với từng lĩnh vực, chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 2,8% svck, lĩnh vực công nghiệp và xây dựng tăng 8,6% svck và lĩnh vực dịch vụ tăng 8,1% vào năm 2022.

### **Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ giảm hơn nữa, nhưng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ**

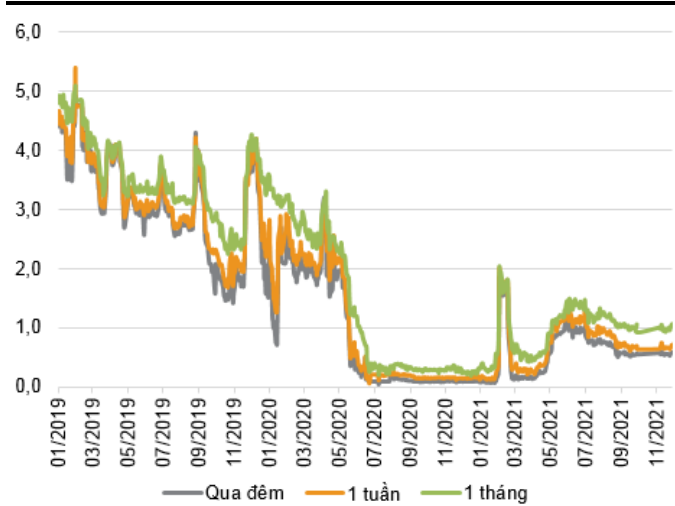
Tại thời điểm ngày 1/11/2021, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng không đổi so với mức cuối năm 2020 trong khi lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân ở mức 5,53%/năm, giảm khoảng 10 điểm cơ bản so với cuối năm 2020. Trong khi đó, lãi suất liên ngân hàng đã tăng trở lại từ mức thấp lịch sử vào cuối năm 2020, nhưng vẫn còn rất thấp so với mức trước đại dịch.

Về lãi suất cho vay, NHNN đang thực hiện gói cấp bù lãi suất với quy mô 3.000 tỷ đồng với mức lãi suất cho vay chỉ 3-4%/năm đối với các doanh nghiệp bị ảnh hưởng mạnh bởi đại dịch COVID-19. Ngoài ra, Chính phủ có kế hoạch mở rộng quy mô gói cấp bù lãi suất cho doanh nghiệp lên đến 10.000-20.000 tỷ đồng, tập trung vào một số đối tượng ưu tiên, bao gồm (1) doanh nghiệp nhỏ và vừa và (2) doanh nghiệp tham gia án trọng điểm quốc gia và (3) doanh nghiệp một số ngành nhất định (du lịch, hàng không, giao thông vận tải, ...). Nhờ những chính sách hỗ trợ này, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ giảm trung bình từ 10-30 điểm cơ bản vào năm 2022.

Về lãi suất huy động, lãi suất huy động khó có thể duy trì ở mức thấp lịch sử vào năm 2022 do các nguyên nhân sau (1) nhu cầu huy động vốn cao hơn khi tín dụng được đẩy mạnh, (2) áp lực lạm phát ở Việt Nam có thể gia tăng vào

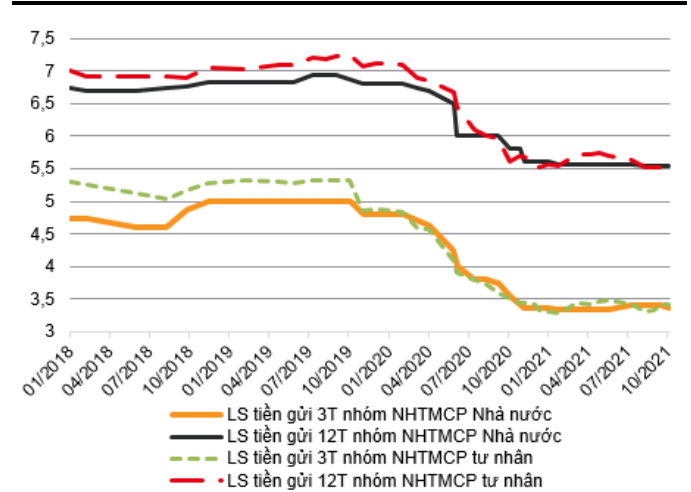
năm 2022, (3) kênh tiền gửi sẽ phải cạnh tranh gay gắt với các kênh đầu tư khác như bất động sản, chứng khoán để thu hút dòng vốn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ 30-50 điểm cơ bản vào năm 2022. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại có thể tăng lên 5,9-6,1%/năm vào cuối năm 2022, vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 6,8-7,0%/năm trước đại dịch.

**Hình 39: Lãi suất liên ngân hàng bật tăng nhẹ trở lại từ mức thấp lịch sử**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 40: Lãi suất huy động duy trì ở vùng thấp**

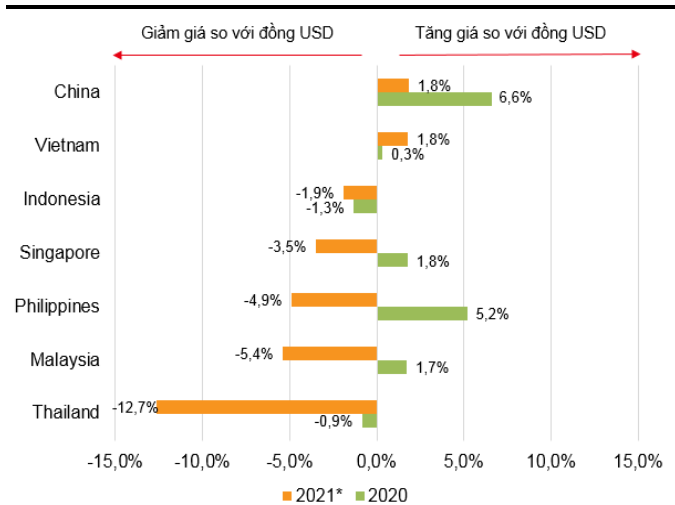


Nguồn: Commercial banks, VNDIRECT RESEARCH

**Quan điểm lạc quan của chúng tôi đối với đồng VND đã trở nên trung lập hơn trong năm 2022**

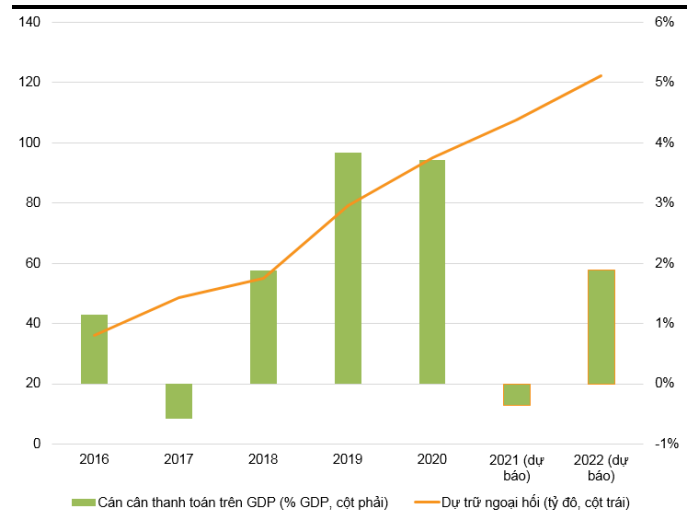
Quan điểm lạc quan của chúng tôi đối với đồng VND đã trở nên trung lập hơn trong năm 2022 do: (1) đồng USD có thể mạnh lên trong thời gian tới do Cục Dự trữ Liên bang (FED) bắt đầu giảm quy mô chương trình mua trái phiếu khẩn cấp (gói nới lỏng định lượng QE) kể từ tháng 11/2021, (2) áp lực lạm phát ở Việt Nam có thể tăng lên kể từ cuối năm 2021.

**Hình 41: Hầu hết các đồng tiền ASEAN giảm giá so với đồng USD trong năm 2021**



\*dữ liệu vào ngày 18/11/2021 Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 42: Cán cân thanh toán và dự trữ ngoại hối của Việt Nam**



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Về chính sách lãi suất, FED thông báo giữ lãi suất điều hành ở mức cận 0%. Theo khảo sát của CME Group, thị trường kỳ vọng rằng FED có thể nâng lãi suất điều hành khoảng 50-70 điểm cơ bản vào năm 2022, bắt đầu từ tháng 7 năm 2022. Trong khi đó, ECB và BOJ nhiều khả năng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành ở mức thấp trong năm 2022 để tài trợ cho chính sách tài khóa mở rộng và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng các yếu tố hỗ trợ cho đồng VND ổn định trong những năm gần đây vẫn được duy trì, bao gồm thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng thặng dư cán cân thanh toán sẽ tăng lên 1,9% GDP vào năm 2022 từ mức thâm hụt dự kiến là 0,4% GDP trong năm 2021. Chúng tôi cũng kỳ vọng dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ đạt 122,2 tỷ USD vào cuối năm 2022 (tương đương với 4,1 tháng nhập khẩu) từ mức hiện tại là 105 tỷ USD. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ ổn định trong vùng 22.600-23.100 trong năm 2022.

## Rủi ro vĩ mô trong năm 2022

### #1. Thận trọng nhưng không quá lo lắng về rủi ro lạm phát

Chúng tôi nhận thấy áp lực lạm phát sẽ tăng lên vào năm 2022, vì những lý do sau:

- Cầu tiêu dùng nội địa phục hồi và nguồn cung thặng dư thắt chặt hơn trong nửa cuối năm 2022 có thể khiến chỉ số giá lương thực, thực phẩm tăng đáng kể trong năm tới.
- Giá năng lượng dự kiến duy trì ở mức cao vào năm 2022 với dự báo giá dầu thô Brent trung bình ở mức 75 USD/thùng trong năm 2022 (+14,3% svck). Chúng tôi cũng kỳ vọng sự phục hồi mạnh mẽ về giao thông, du lịch vào năm 2022 khi Chính phủ nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội và nối lại các chuyến bay thương mại quốc tế từ Q1/22. Đây là yếu tố làm tăng chỉ số CPI nhóm giao thông.
- Có thể thấy rõ giá nhiều yếu tố đầu vào phục vụ cho sản xuất hàng hóa đã tăng mạnh trong 10T21 như giá xăng dầu, hóa chất, phân bón, than, sắt thép... Các yếu tố này sẽ được phản ánh vào giá của hàng tiêu dùng vào năm 2022 khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi.
- Áp lực lạm phát gia tăng do cung tiền dự kiến sẽ cao hơn và các gói hỗ trợ tài khóa quy mô lớn được thực thi vào năm 2022.

Tuy nhiên, chúng tôi không quá lo ngại về rủi ro lạm phát trong năm tới do (1) cầu tiêu dùng cần nhiều thời gian để phục hồi hoàn toàn, (2) thành tích kiểm soát lạm phát tốt của Chính phủ trong vài năm qua, qua đó làm giảm lạm phát kỳ vọng. Đáng chú ý, Chính phủ vẫn có những công cụ hiệu quả để kiểm soát lạm phát thông qua việc bình ổn giá các mặt hàng và dịch vụ thiết yếu như xăng dầu, giá điện bán lẻ, phân bón, thuốc trừ sâu, thực phẩm thiết yếu (gạo, đường, muối)... Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2022 tăng 3,45% svck (cao hơn mức dự báo về CPI bình quân năm 2021 là 2,1% svck). Chúng tôi đánh giá lạm phát năm tới sẽ vẫn trong tầm kiểm soát và đáp ứng mục tiêu của Chính phủ là giữ cho CPI bình quân năm 2022 tăng dưới 4,0% svck.

### #2 Yếu tố rủi ro thứ hai là Trung Quốc

Nền kinh tế toàn cầu và các thị trường tài chính đã chú ý đến đà sụt giảm tại thị trường chứng khoán Trung Quốc và triển vọng tăng trưởng suy yếu của quốc gia này trong nửa cuối năm 2021, tuy vậy hiệu ứng lan tỏa là không cao. Theo Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), tăng trưởng GDP của nền kinh tế Trung Quốc có thể giảm xuống 5,6% svck vào năm 2022, từ mức cao là 8,0% svck trong năm 2021. Chúng tôi lo ngại rằng nếu tăng trưởng của nền kinh tế Trung Quốc suy yếu mạnh hơn dự tính của thị trường, có thể là do tình hình dịch bệnh phức tạp trở lại, hay các chính sách quản lý kinh tế hà khắc của Chính phủ Trung Quốc đối với một số lĩnh vực, tình trạng thiếu điện hoặc nợ xấu gia tăng của các doanh nghiệp phát triển bất động sản Trung Quốc, có thể gây ảnh hưởng lớn đến triển

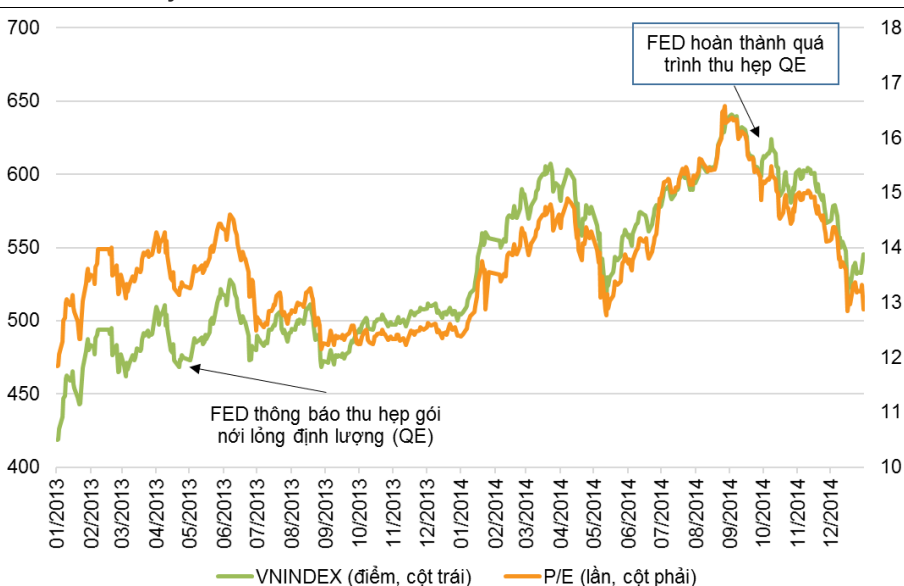


vọng xuất khẩu cũng như tâm lý nhà đầu tư tại Việt Nam. Lưu ý rằng, Trung Quốc hiện là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam, chiếm 17% giá trị xuất khẩu của Việt Nam (đứng thứ hai sau Mỹ) và 33% giá trị nhập khẩu của Việt Nam (đứng thứ nhất) trong 10T21. Ngoài ra, Trung Quốc đứng thứ tư trong số các nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam trong 11T21.

### #.3 Liệu Việt Nam có thể ứng phó với tác động của “taper tantrum”?

Như chúng tôi đã nói ở trên, việc bình thường hóa chính sách tiền tệ của một số ngân hàng trung ương như FED và ECB không nên được coi là thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu và chúng tôi tin rằng bối cảnh trên thị trường tài chính toàn cầu vào năm 2022 sẽ vẫn thuận lợi hơn so với thời kỳ trước đại dịch. Chúng tôi cho rằng việc cắt giảm các gói nới lỏng định lượng sẽ không tác động lớn đến chính sách tiền tệ cũng như thị trường tài chính của Việt Nam.

**Hình 43: Nhìn lại diễn biến của thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời kỳ “Taper tantrum” trước đây**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Về chính sách tiền tệ, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ vẫn duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng ít nhất đến hết Q2/2022 để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi. Bất kỳ hành động thắt chặt tiền tệ nào sẽ chỉ diễn ra sớm nhất là trong nửa cuối năm 2022 và mức độ tăng lãi suất (nếu có) sẽ rất hạn chế, chỉ ở mức 0,25-0,5%.

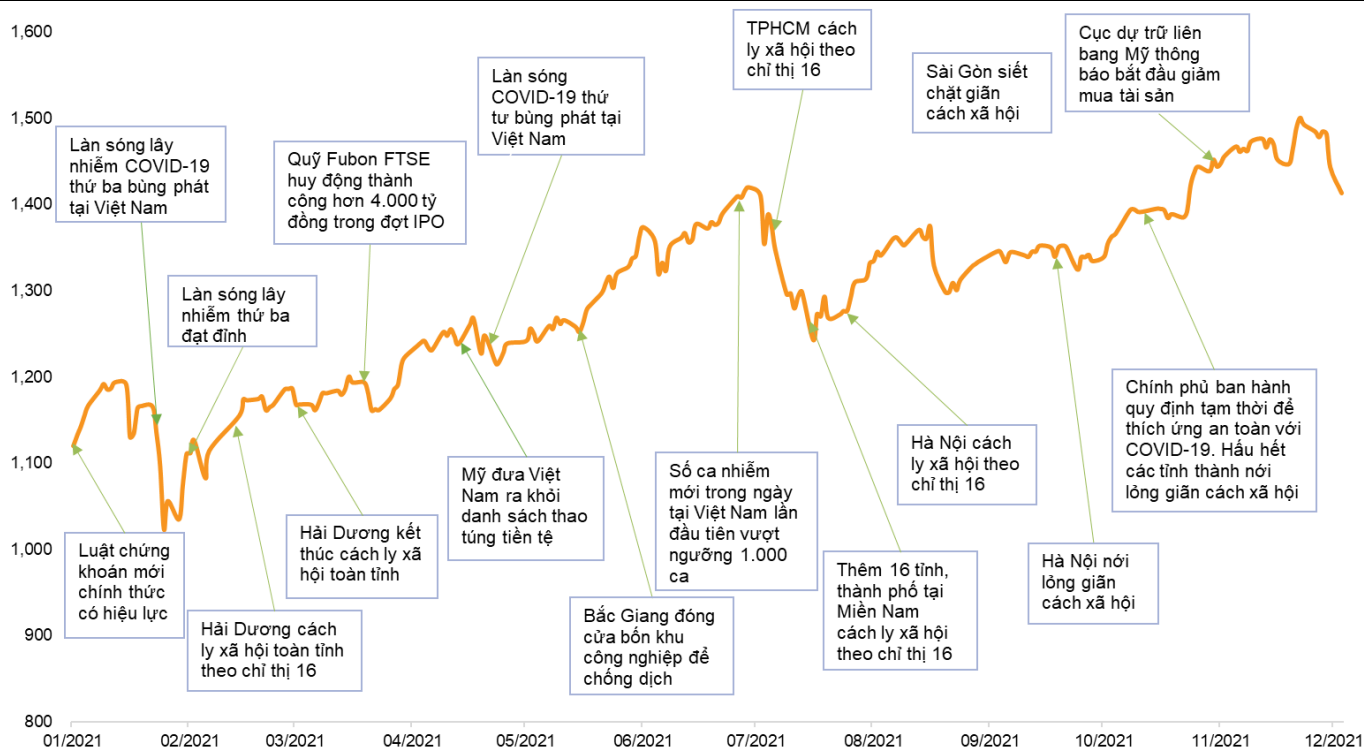
Về thị trường tài chính, vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài (FII) có thể tiếp tục bị hút ròng trong nửa đầu năm 2022 do ảnh hưởng của “taper tantrum”. Tuy nhiên, khối ngoại đã liên tục bán ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2 năm trở lại đây khiến tác động của việc khối ngoại bán ròng sẽ ở mức vừa phải do thị trường đã có sự chuẩn bị từ trước.

Về tỷ giá hối đoái đồng VND, việc cắt giảm các gói nới lỏng định lượng sắp tới có thể ít ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư nước ngoài (đặc biệt là đầu tư trực tiếp) vào Việt Nam trong năm 2022. Bên cạnh đó, đồng VND cũng được hỗ trợ mạnh bởi thặng dư thương mại và dự trữ ngoại hối tăng trong năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng việc các NHTW như FED và ECB cắt giảm các gói nới lỏng định lượng sẽ ít tác động đến tỷ giá hối đoái đồng VND.

**TTCK VIỆT NAM 2021: KIÊN CƯỜNG TRƯỚC GIÔNG BÃO**

**VN-Index tăng 28,1% tính tới ngày 06/12/2021**

**Hình 44: VN-Index ghi nhận đà tăng ấn tượng trong năm 2021 (dữ liệu vào 06/12/2021)**

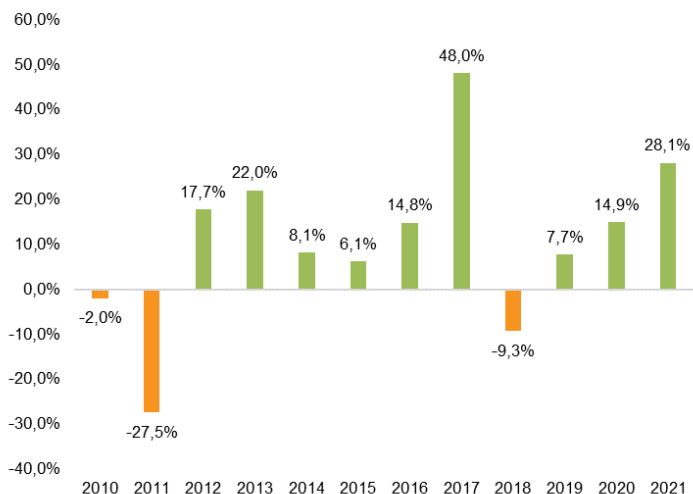


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TTCK Việt Nam khởi đầu năm 2021 một cách mạnh mẽ với chỉ số VN-Index tăng 8,2% chỉ trong 2 tuần đầu. Tuy nhiên, làn sóng Covid-19 thứ ba đã phủ bóng đen lên TTCK Việt Nam một vài tuần sau đó. Chỉ số VN-index đã giảm xuống mức thấp nhất năm 2021 tại 1.035,51 điểm vào ngày 01/02/2021, tương đương với mức giảm 13,3% so với mức đỉnh vào ngày 15/01/2021. Nhờ thành công trong việc kiểm soát làn sóng COVID-19 thứ ba trên cả nước, TTCK Việt Nam dần hồi phục, vượt qua đỉnh năm 2018 là 1.204 điểm và thiết lập mức cao mới là 1.420,3 điểm vào ngày 02/07/2021. Sự lây lan nhanh chóng của làn sóng COVID-19 thứ 4 trong quý 2/2021 do biến chủng Delta đã khiến thị trường điều chỉnh mạnh từ mức 1.420,3 điểm xuống còn 1.243,5 điểm vào ngày 19/07/2021 (-12,4% từ đỉnh). Tuy nhiên, thị trường không những đã phục hồi hoàn toàn sau đó mà còn thiết lập đỉnh lịch sử mới tại mức 1.500,8 điểm vào ngày 25/11/2021 trước khi điều chỉnh nhẹ và đóng cửa ở mức 1.413,6 điểm vào ngày 06/12/2021. Theo quan điểm của chúng tôi, sự bùng nổ của TTCK Việt Nam trong năm 2021 được hậu thuẫn bởi (1) sự tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của các công ty niêm yết trong 9T21 bất chấp đại dịch; (2) môi trường lãi suất thấp đã khiến các nhà đầu tư nhỏ lẻ quan tâm hơn đến TTCK và; (3) tốc độ bao phủ tiêm chủng tăng nhanh thúc đẩy quá trình phục hồi kinh tế. Chỉ số HNX-INDEX và UPCOM-INDEX cũng tăng trưởng lần lượt 114,6% và 46,7% so với mức đầu năm trong năm 2021.

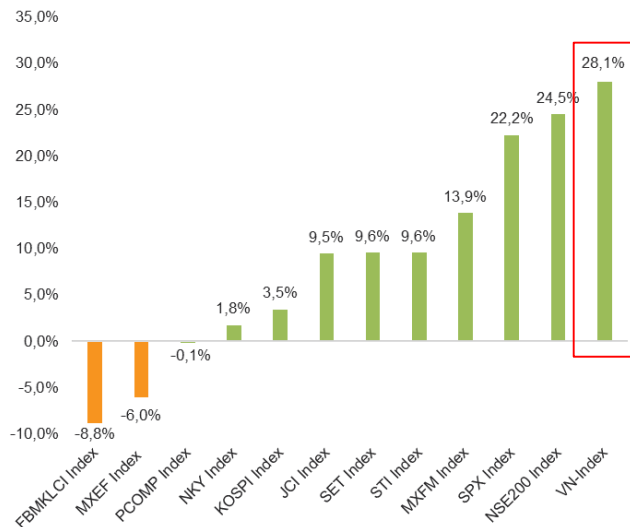
VN-INDEX đạt mức tăng ấn tượng 28,1% so với đầu năm 2021, vượt qua tất cả các thị trường chứng khoán Đông Nam Á, bao gồm SET Index (+9,6% từ đầu năm 2021), STI Index (+9,6% từ đầu năm), JCI Index (+9,5% từ đầu năm), Chỉ số PCOMP (-0,1% từ đầu năm) và Chỉ số FBMKLCL (-8,8% từ đầu năm).

**Hình 45: VN-Index tăng trưởng mạnh nhất trong vòng 4 năm trở lại đây (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 46: VN-Index vượt trội so với thị trường trong khu vực (% thay đổi từ đầu năm) (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### Phân tích dòng tiền

#### Nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ tăng tốc từ quý 2 và vượt trội trong năm 2021

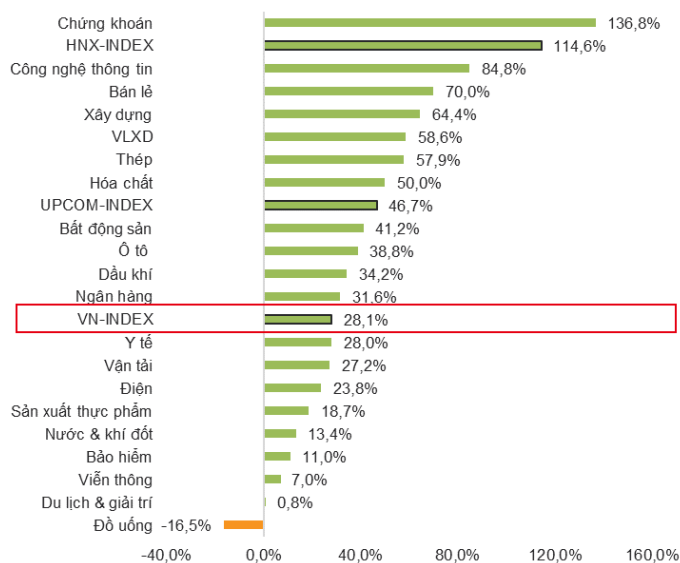
Trong nửa sau của năm 2021, dòng tiền chảy mạnh vào nhóm vốn hóa nhỏ và trung bình, giúp VNSML Index và VNMID Index vượt qua chỉ số VN-30 và VN-INDEX để trở thành những chỉ số tăng trưởng tốt nhất, lần lượt tăng 82,4% và 52,4% so với thời điểm đầu năm.

**Hình 47: Nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ tăng trưởng tốt nhất năm 2021 (% thay đổi từ đầu năm) (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 48: Hoạt động của các nhóm ngành trong năm 2021 (% từ đầu năm) (dữ liệu vào 06/12/2021)**



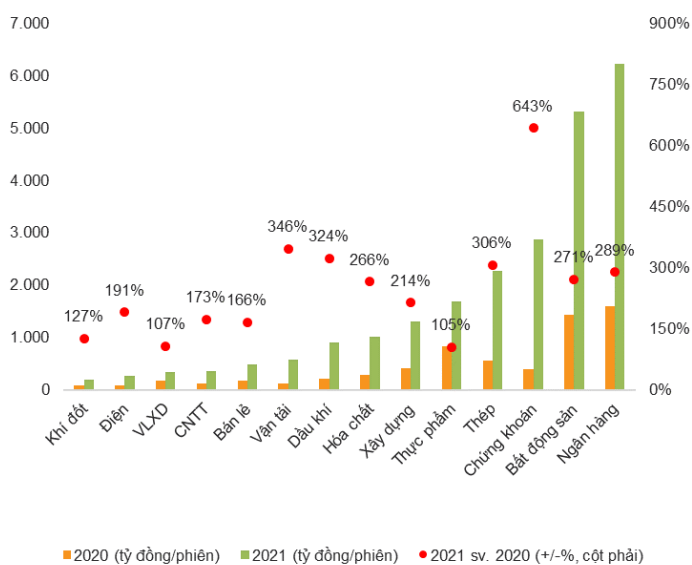
Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

Hầu hết các ngành chứng kiến đà tăng trong năm 2021 ngoại trừ ngành Đồ uống. Đáng chú ý, ngành Chứng khoán là ngành có mức tăng tốt nhất trong

năm 2021 với mức tăng ấn tượng 136,8% từ đầu năm, tiếp theo là CNTT (+84,4% từ đầu năm), Bán lẻ (+70,0% từ đầu năm), Xây dựng (+64,4% từ đầu năm) và Vật liệu xây dựng (+58,6% từ đầu năm). Ngược lại, Đồ uống là ngành duy nhất ghi nhận mức sụt giảm 16,5% từ đầu năm.

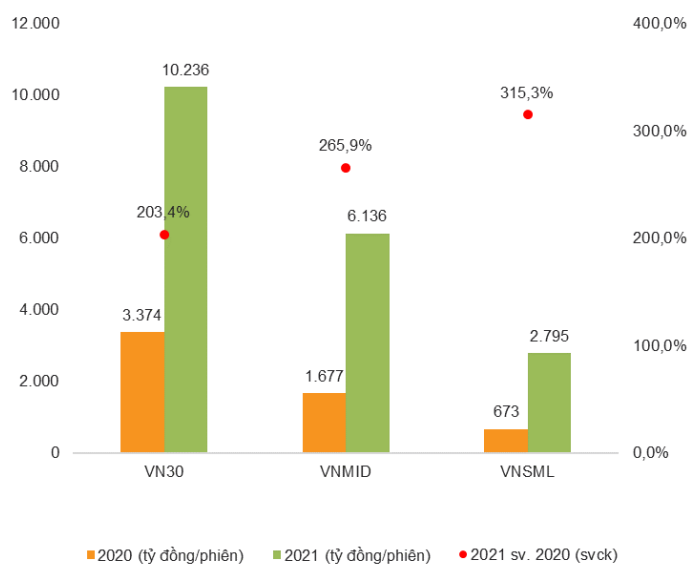
Thanh khoản của nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ tăng mạnh nhất trong năm 2021. Giá trị giao dịch bình quân phiên của VNSML (đại diện cho các cổ phiếu vốn hóa nhỏ) tăng 315,3% so với cùng kỳ năm 2020. Giá trị giao dịch bình quân phiên của VN30 (đại diện cho nhóm vốn hóa lớn) và VNMID (đại diện cho nhóm vốn hóa trung bình) lần lượt tăng 203,4% / 265,9% sv cùng kỳ. Các ngành Chứng khoán, Vận tải, Dầu khí và Thép có thanh khoản tăng mạnh nhất trong năm 2021.

**Hình 49: Dòng tiền chảy mạnh vào cổ phiếu Chứng khoán, Vận tải, Dầu khí và Thép (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

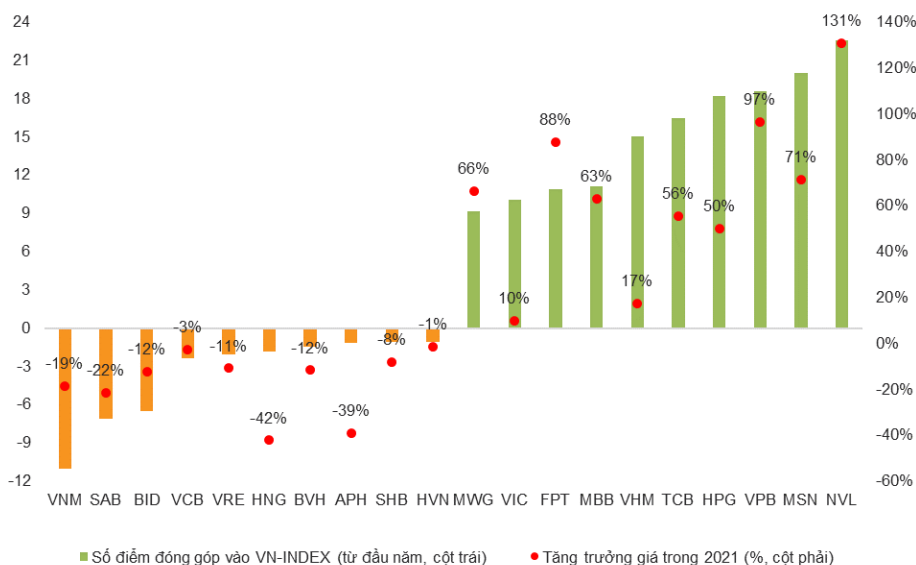
**Hình 50: Thanh khoản nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ tăng mạnh nhất (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

## Các cổ phiếu tác động mạnh nhất đến thị trường

Hình 51: Những mã tác động mạnh nhất đến chỉ số VN-Index trong 2021 (dữ liệu vào 06/12/2021)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

NVL (+130,8% từ đầu năm) đóng góp nhiều nhất cho VN-INDEX vào năm 2021, tiếp theo là MSN (+71,3% từ đầu năm), VPB (96,6% từ đầu năm), HPG (+50,1% từ đầu năm) và TCB (+55,6% từ đầu năm). Những cổ phiếu khác đóng góp lớn vào đà tăng của chỉ số bao gồm VHM (+17,4% từ đầu năm), MBB (+62,9% từ đầu năm), FPT (+87,8% từ đầu năm), VIC (+9,8% từ đầu năm), MWG (+62,3% từ đầu năm)

Ngược lại, VNM đã lấy đi nhiều điểm nhất của VN-INDEX, ghi nhận mức giảm 18,5% kể từ đầu năm. Các mã ảnh hưởng tiêu cực khác bao gồm SAB (-21,6% từ đầu năm), BID (-12,4% từ đầu năm), VCB (-2,6% từ đầu năm), VRE (-10,8% từ đầu năm), HNG (-42,3% từ đầu năm), BVH (-11,6% từ đầu năm), APH (-39,2% từ đầu năm), SHB (-8,1% từ đầu năm) và HVN (-1,5% từ đầu năm).

### Thanh khoản thị trường tăng mạnh nhờ “sự bùng nổ của nhà đầu tư cá nhân”

Thanh khoản bùng nổ là điểm nổi bật của thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2021. Giá trị giao dịch bình quân phiên năm 2021 tăng 258,0% so với năm 2020 lên 26.652 tỷ đồng do dòng tiền của nhà đầu tư cá nhân trong nước đổ mạnh vào thị trường chứng khoán. Giá trị giao dịch bình quân phiên trên HOSE đạt 21.834 tỷ đồng/phiên (+245,2% so với năm 2020) trong khi thanh khoản trên HNX và UPCOM cũng tăng lên tương ứng 3.138 tỷ đồng/phiên (+343,2% so với năm 2020) và 1.680 tỷ đồng/phiên (+307,2% so với năm 2020).

Theo số liệu từ Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD), nhà đầu tư cá nhân trong nước đã mở mới 1.306.497 tài khoản chứng khoán trong 11T21 (+297% so với năm 2020). Dòng tiền của các nhà đầu tư cá nhân trong nước đổ mạnh vào thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm qua có thể được giải thích bởi:

- Hiệu ứng FOMO (tâm lý sợ bỏ lỡ) tăng lên khi các chỉ số chứng khoán vượt đỉnh lịch sử và thu hút sự chú ý lớn của các nhà đầu tư.
- Môi trường lãi suất thấp. Hiện lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm của các ngân hàng thương mại bình quân ở mức 5,5%/năm, thấp hơn lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm bình quân giai đoạn 2017-2019 (trước đại dịch COVID-19) là 6,8%-7,0%/năm. Trong bối cảnh lãi suất huy động thấp, nhà đầu tư cá nhân đẩy mạnh tìm kiếm các kênh đầu tư khác có lợi suất cao hơn; tiêu biểu là cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp.

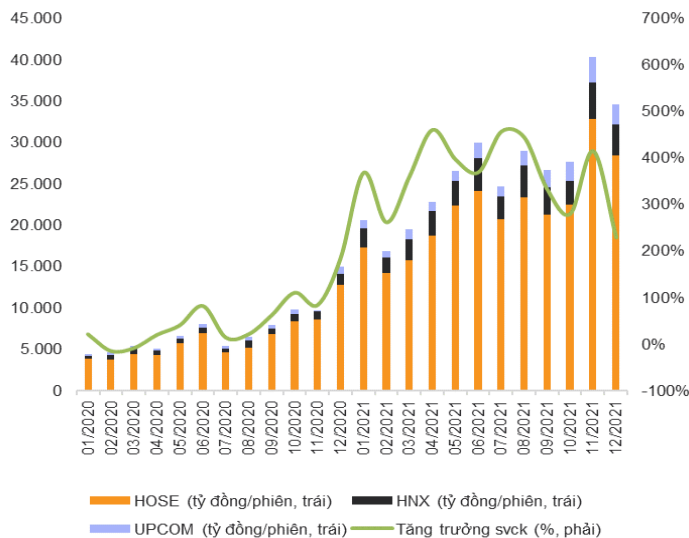
- HOSE nâng cấp thành công hệ thống giao dịch đã giải quyết tình trạng tắc nghẽn giao dịch trên thị trường, nâng cao niềm tin của nhà đầu tư.

**Hình 52: Giá trị giao dịch bình quân phiên tăng 258,0% svck trong 2021 (triệu USD, dữ liệu vào 06/12/2021)**



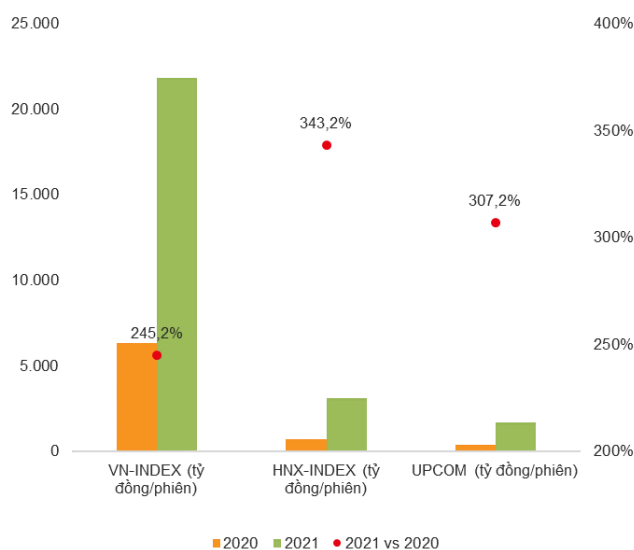
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 53: Thanh khoản thị trường bình quân theo tháng (01/2020-12/2021) (dữ liệu vào 06/12/2021)**



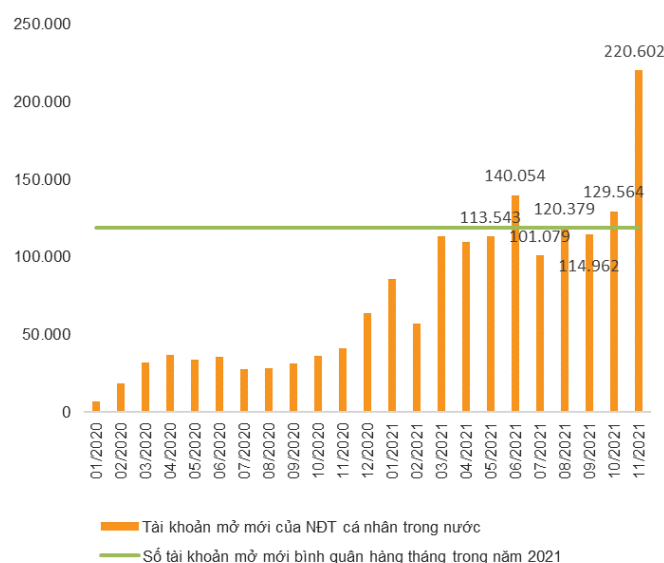
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 54: Thanh khoản tăng mạnh trên cả 3 sàn (dữ liệu vào 06/12/2021)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 55: Số lượng tài khoản mở mới tăng mạnh trong năm 2021 (dữ liệu vào 06/12/2021)**



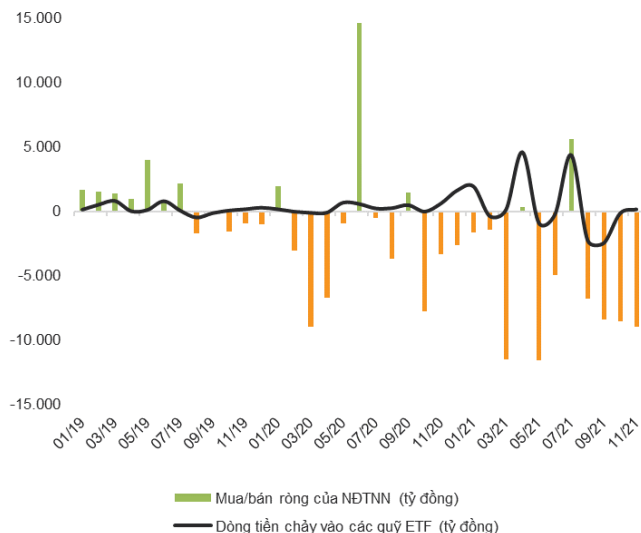
Nguồn: VSD

### Khối ngoại bán ròng mạnh trong năm 2021

Khối ngoại bán ròng khoảng 59.813 tỷ đồng trên 3 sàn trong năm 2021. Nguyên nhân khiến nhà đầu tư nước ngoài bán ròng mạnh trong năm 2021 liên quan trực tiếp đến việc họ lo ngại rằng các thị trường cận biên sẽ phản ứng tiêu cực hơn với diễn biến của đại dịch Covid-19 so với các thị trường phát triển như Mỹ và Châu Âu. Do đó, khi rủi ro gia tăng do đại dịch COVID-19, các nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng rút tiền khỏi các thị trường cận biên (rủi ro cao) và đầu tư vào các thị trường phát triển (rủi ro thấp), đặc biệt là Mỹ, trong bối cảnh lãi suất điều hành của FED tiệm cận mức 0%. Tuy nhiên, dòng tiền của nhà đầu tư nước ngoài được dự đoán sẽ quay trở lại Việt Nam nhờ tỷ lệ bao phủ vắc-xin

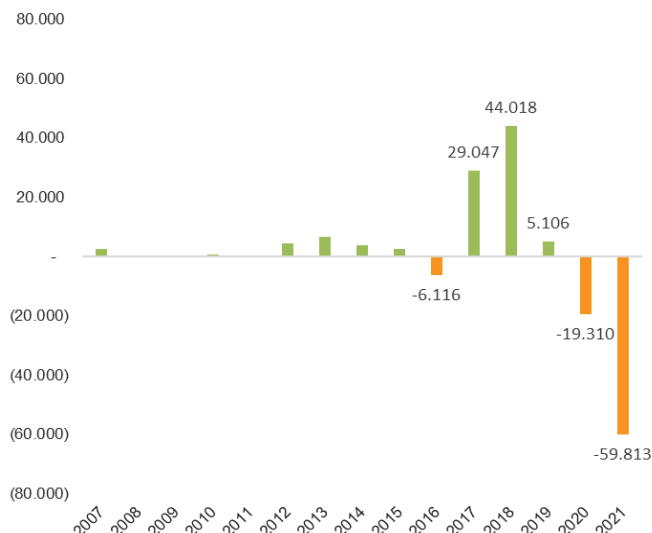
COVID-19 tăng nhanh tạo điều kiện để mở cửa và thúc đẩy phục hồi nền kinh tế cũng như cơ hội thị trường Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi trong 2-3 năm tới.

Hình 56: Giá trị giao dịch ròng theo tháng của khối ngoại (đơn vị: tỷ đồng) (dữ liệu vào 06/12/2021)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 57: Khối ngoại bán ròng 59.813 tỷ đồng trong năm 2021 (đơn vị: tỷ đồng) (dữ liệu vào 06/12/2021)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

STB là cổ phiếu được khối ngoại mua ròng nhiều nhất trong năm 2021. Khối ngoại cũng mua ròng các mã vốn hóa lớn khác như VHM, MWG, TPB, PLX, PDR và một số mã vốn hóa trung bình như OCB, DHC và DGC. Trong khi đó, khối ngoại bán ròng các cổ phiếu đáng chú ý như HPG, VPB, VNM, VIC và CTG.

Hình 58: Các cổ phiếu được khối ngoại mua ròng mạnh nhất năm 2021 (triệu USD, dữ liệu vào 06/12/2021)

Mã CP	Mua ròng	Mua	Bán
STB	180	405	-225
VHM	158	1.206	-1.048
MWG	67	574	-507
THD	53	74	-21
PLX	47	219	-172
TPB	45	85	-40
PDR	36	121	-85
OCB	32	50	-18
DHC	30	58	-27
DGC	26	90	-64

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 59: Các cổ phiếu bị khối ngoại bán ròng mạnh nhất năm 2021 (triệu USD, dữ liệu vào 06/12/2021)

Mã CP	Bán ròng	Mua	Bán
HPG	-770	1.114	-1.885
VPB	-350	273	-623
VIC	-303	768	-1.071
VNM	-299	963	-1.262
CTG	-253	370	-622
SSI	-173	401	-574
NLG	-123	94	-218
MML	-105	8	-114
PAN	-87	13	-100
MSN	-80	569	-649

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**TRIỂN VỌNG TTCK 2022: KỲ VỌNG MỚI CHO NĂM NHÂM DẦN**

**Tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2022-23 bệ phóng vững chắc cho các chỉ số chứng khoán**

Dựa trên ước tính của chúng tôi, lợi nhuận của các công ty niêm yết trên ba sàn (HOSE, HNX, UPCOM) tăng 15,8% svck trong Q3/21, thấp hơn so với mức tăng của Q1/21 và Q2/21, lần lượt là 92,0% svck và 72,3% svck. Tuy nhiên, mức tăng trưởng lợi nhuận của quý 3/2021 vẫn khiến chúng tôi hết sức ấn tượng trong bối cảnh GDP Q3/21 của Việt Nam suy giảm 6,2% svck do thất chặt giãn cách xã hội. Tổng lợi nhuận thị trường 9T21 tăng mạnh 53,4% svck. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của một số lĩnh vực, tiêu biểu như là Bán lẻ, Thực phẩm & Đồ uống và Ngân hàng, sẽ phục hồi mạnh mẽ trong Q4/21 trong khi tăng trưởng lợi nhuận của Dầu khí và Bất động sản vẫn duy trì khả quan. Do đó, chúng tôi đã nâng dự phóng tăng trưởng EPS năm 2021 của các công ty niêm yết trên HOSE lên 39% svck, từ mức dự báo trước đó là 26% svck.

**Hình 60: Lợi nhuận thị trường tính đến cuối Q3/21**

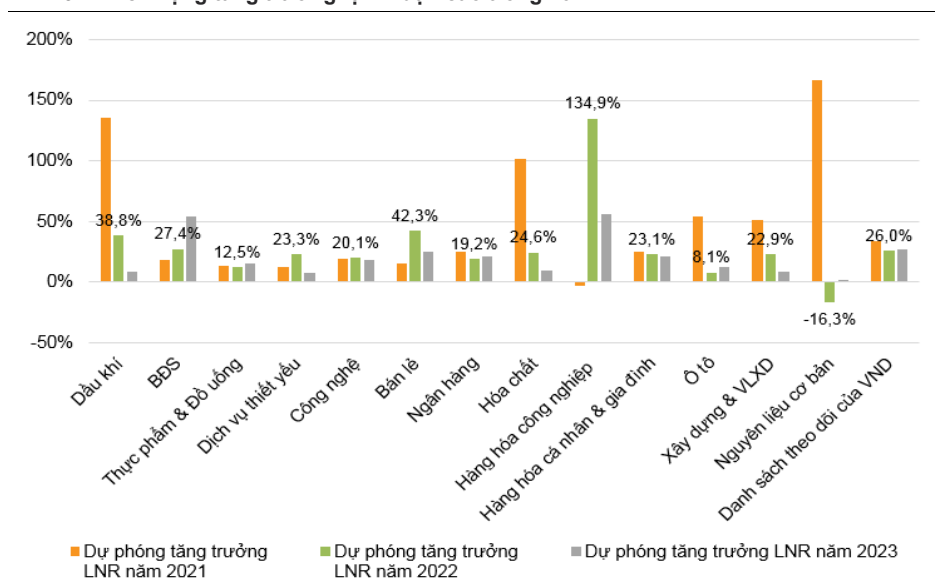
	Tăng trưởng DT Q3/21	Tăng trưởng DT Q3/20	Tăng trưởng LNR Q3/21	Tăng trưởng LNR Q3/20	Tăng trưởng LNR 9T21
Toàn thị trường	4,7%	-4,5%	15,8%	-1,8%	53,4%
HOSE	4,4%	-0,4%	19,9%	-2,1%	49,6%
VN30	6,4%	4,7%	21,3%	2,8%	44,5%
Vốn hóa lớn	11,2%	-5,1%	18,9%	-3,1%	53,1%
Vốn hóa vừa	-4,8%	-0,6%	8,7%	4,7%	59,8%
Vốn hóa nhỏ	-3,2%	-9,0%	-24,2%	-1,4%	28,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng EPS của các công ty niêm yết trên HOSE sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao 23% svck. Một số ngành dự kiến có sự cải thiện mạnh mẽ về tăng trưởng lợi nhuận, bao gồm Hàng hóa công nghiệp và Dịch vụ, Bán lẻ và Bất động sản trong khi tăng trưởng lợi nhuận của Dầu khí, Tiện ích công cộng và Công nghệ vẫn duy trì ở mức cao.

Đối với năm 2023, chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS của các công ty niêm yết trên HOSE là 19% svck, vẫn cao hơn mức tăng trưởng bình quân 12%/năm trong giai đoạn 2017-2020.

**Hình 61: Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận cao trong 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI



### Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản thị trường sẽ tiếp tục cải thiện hơn nữa trong năm 2022

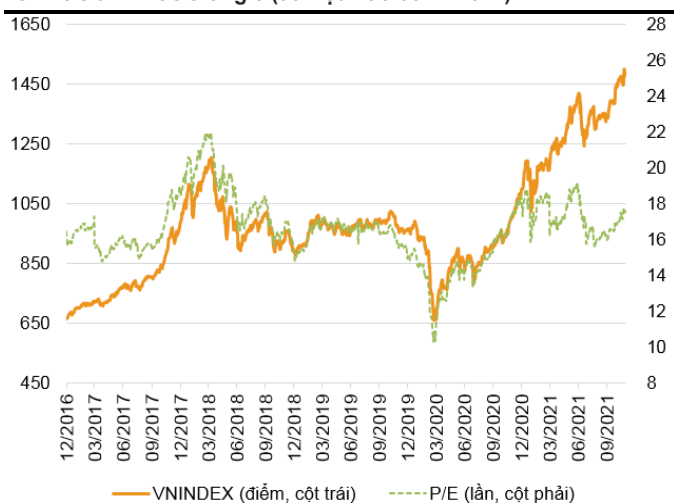
Chúng tôi kỳ vọng thanh khoản trên thị trường chứng khoán Việt Nam có thể tăng 10-15% svck vào năm 2022, được thúc đẩy bởi các chất xúc tác sau:

- Dòng tiền của nhà đầu tư cá nhân trong nước có thể tiếp tục chảy vào thị trường chứng khoán trong bối cảnh lãi suất huy động vẫn đang ở vùng thấp lịch sử. Hiện lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm của các ngân hàng thương mại bình quân ở mức 5,5%/năm, thấp hơn lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm bình quân giai đoạn 2017-2019 (trước đại dịch COVID-19) là 6,8%-7,0%/năm. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động có thể tăng nhẹ 30-50 điểm cơ bản vào năm 2022 và vẫn thấp hơn đáng kể so với mặt bằng lãi suất trước đại dịch. Trong bối cảnh lãi suất huy động thấp, nhà đầu tư cá nhân sẽ tiếp tục chuyển hướng sang các kênh đầu tư khác có lợi suất cao hơn; tiêu biểu là đầu tư chứng khoán.
- Một số tên tuổi đáng chú ý như Công ty Cổ phần Bách Hóa Xanh, Bamboo Airways, Tôn Đông Á có kế hoạch niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong thời gian tới, góp phần mở rộng quy mô thị trường chứng khoán.
- Các tính năng mới dự kiến sẽ được triển khai nếu hệ thống giao dịch chứng khoán mới (KRX) chính thức đi vào hoạt động trong nửa đầu năm 2022 như mua bán chứng khoán cùng phiên, bán chứng khoán chờ về. Hệ thống giao dịch mới cũng giúp giải quyết điểm nghẽn về tỷ lệ ký quỹ giao dịch bằng tiền mặt, từ đó có thể thúc đẩy dòng vốn nước ngoài trở lại Việt Nam
- TTCK Việt Nam có cơ hội được thông báo nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp FTSE trong đợt đánh giá phân loại thị trường hàng năm vào tháng 9 năm 2022 nếu hệ thống giao dịch chứng khoán mới (KRX) chính thức đi vào hoạt động trong nửa đầu năm 2022.

### Chúng tôi kỳ vọng VN-Index đạt 1.700-1.750 điểm trong năm 2022

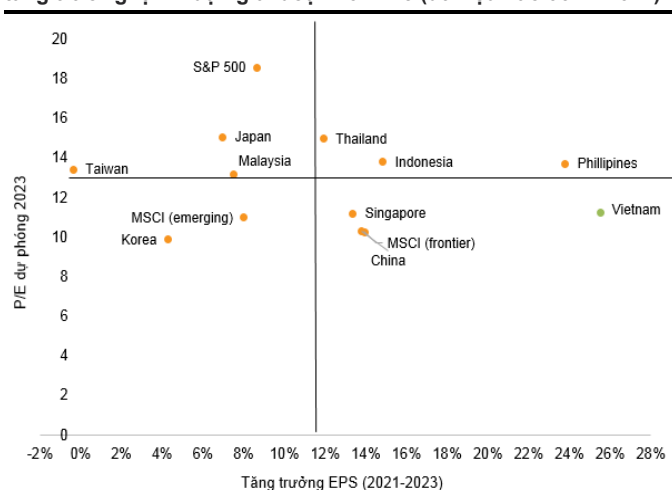
Tại thời điểm ngày 06/12/2021, theo dữ liệu của Bloomberg, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E trượt 12 tháng là 16,7 lần, thấp hơn một chút so với mức P/E hồi đầu năm 2021 ở mức 17,3 lần. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE trong năm 22/23 ở mức 23%/19% svck nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của các ngành xuất khẩu, dầu khí và bất động sản. Chúng tôi cho rằng định giá thị trường vẫn đang ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng 2022 và 2023 lần lượt ở mức là 13,4 lần và 11,5 lần (thấp hơn P/E trung bình 3 năm gần nhất là 16,1 lần).

Hình 62: P/E hiện tại của VN-Index đang chiết khấu khoảng 9% so với mức đỉnh vào tháng 6 (dữ liệu vào 06/12/2021)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 63: Việt Nam là thị trường được định giá rẻ so với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2021-23 (dữ liệu vào 06/12/2021)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng VN-Index đạt 1.700-1.750 điểm trong năm 2022, dựa trên các giả định sau: (1) chúng tôi kỳ vọng P/E của VN-Index vào khoảng 16,0-16,5 lần vào cuối năm 2022, (2) chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp trên HOSE sẽ tăng trưởng 23% svck và tỷ suất lợi tức cổ phần của VN-Index năm 2022 ở mức 1,4%.

Tiềm năng tăng giá bao gồm: (1) ngành hàng không và du lịch mở cửa trở lại sớm hơn dự kiến và (2) thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE vào kỳ đánh giá thị trường hàng năm vào tháng 9 năm 2022. Rủi ro của thị trường bao gồm: (1) Áp lực lạm phát tăng cao có thể khiến Fed tăng lãi suất sớm hơn dự kiến, điều này có thể dẫn đến dòng vốn ngoại tiếp tục rút ròng khỏi các thị trường mới nổi và cận biên; (2) áp lực lạm phát cao hơn kỳ vọng ở Việt Nam có thể khiến NHNN đảo ngược chính sách nới lỏng tiền tệ và (3) tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng của các công ty niêm yết.

### **Bước tiến mới trong lộ trình nâng hạng Việt Nam lên thị trường chứng khoán mới nổi**

#### **Việt Nam đang cố gắng tháo gỡ những nút thắt về Thanh toán bù trừ**

Việt Nam đang trong giai đoạn chuẩn bị để chính thức đưa vào hoạt động Sở Giao dịch chứng khoán Việt Nam (VNX) trong 6 tháng đầu năm 2022. Đây là cơ quan đầu mối quản lý chung thị trường chứng khoán Việt Nam, thay thế mô hình hai sở giao dịch riêng lẻ hiện nay là Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Ngoài ra, Việt Nam đang hợp tác với các đối tác Hàn Quốc để nâng cấp hệ thống giao dịch chứng khoán, dự kiến hoàn thành trong 6 tháng đầu năm 2022. Chính phủ cũng có kế hoạch thành lập trung tâm thanh toán bù trừ trung tâm (CCP) (trực thuộc VNX), dự kiến sẽ giải quyết điểm nghẽn về tỷ lệ ký quỹ giao dịch bằng tiền mặt mà cả FTSE và MSCI đều coi là nút thắt trong việc nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên thị trường mới nổi. Hệ thống giao dịch mới cũng giúp VNX cung cấp thêm các dịch vụ mới như mua bán chứng khoán cùng phiên, bán chứng khoán chờ về,...

#### **Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được công bố nâng hạng lên nhóm Thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE vào tháng 9 năm 2022**

Trong kịch bản lạc quan, chúng tôi hy vọng rằng FTSE có thể thông báo đưa TTCK Việt Nam vào nhóm Thị trường mới nổi thứ cấp trong kỳ đánh giá thị trường hàng năm vào tháng 9 năm 2022. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán của Việt Nam sẽ được thông báo để đưa vào Chỉ số thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong kỳ đánh giá thị trường hàng năm vào tháng 9 năm 2023.

#### **Chúng tôi kỳ vọng TTCK Việt Nam sẽ được công bố nâng hạng lên thị trường mới nổi (EM) của MSCI vào T5/24, trong kịch bản cơ sở**

Trong kịch bản cơ sở, nếu Việt Nam hoàn thành triển khai hệ thống giao dịch chứng khoán mới trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường chứng khoán mới nổi của MSCI trong kỳ đánh giá thị trường thường niên vào tháng 5/2023. Sau đó, Việt Nam có thể được thông báo nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ review thị trường thường niên của MSCI vào tháng 5/2024.

### **Cục Tài chính Doanh nghiệp dự kiến thu về 30.000 tỷ đồng từ thoái vốn nhà nước vào năm 2022**

Trong năm 2022, Cục Tài chính doanh nghiệp dự kiến thu về 10.000 tỷ đồng từ nguồn thu cổ phần hóa và thoái vốn giai đoạn trước chưa nộp ngân sách nhà

nước hoặc đang để tại địa phương và 20.000 tỷ đồng cho ngân sách trung ương từ thoái vốn nhà nước tại 6 doanh nghiệp thời gian tới bao gồm Công ty Cổ phần FPT (FPT), Công ty Cổ phần Bảo hiểm Bảo Minh (BMI), Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP), Công ty Cổ phần Hạ tầng và Bất động sản Việt Nam, Tập đoàn Bảo Việt (BVH) và Công ty Cổ phần Bia Rượu Nước giải khát Hà Nội (BHN).

**Hình 64: Danh sách một số doanh nghiệp nhà nước phải cổ phần hóa trong năm 2021 theo Quyết định số 26/2019/QĐ-TOT**

TT	Tên	Sở hữu của nhà nước sau khi cổ phần hóa và thoái vốn
1	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam (AGRIBANK)	65%
2	Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam - công ty mẹ (TKV)	65%
3	Tổng Công Ty Lương Thực Miền Bắc (Vinafood 1)	65%
4	Tổng công ty Viễn thông MobiFone (MOBIFONE)	>50% và <65%
5	Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam - công ty mẹ (VNPT)	>50% và <65%
6	Tổng công ty Cà phê Việt Nam (VINACAFE)	>50% và <65%
7	Tập đoàn Công nghiệp Hóa chất Việt Nam - công ty mẹ (VINACHEM)	>50% và <65%
8	Tổng Công ty Xi măng Việt Nam (VICEM)	>50% và <65%
9	Tổng công ty Giấy Việt Nam (Vinapaco)	<=50%
10	Tổng công ty Phát triển Nhà và Đô thị (HUD)	<=50%

Nguồn: Nghị quyết 26/2019/QĐ-TTg

**Hình 65: Danh sách các công ty có kế hoạch niêm yết tại Việt Nam**

TT	Tên DN	Thời gian dự kiến	Sàn	Vốn điều lệ (tỷ đồng)
1	Hãng hàng không Bamboo	01/2022	UPCOM	18.500
2	CTCP Tôn Đông Á	Q1/22	HOSE	1.000
3	CTCP Thương Mại Bách Hóa Xanh	N/A	N/A	3.600
4	CTCP The CrownX	N/A	N/A	N/A
5	Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam - công ty mẹ (VNPT)	2022	N/A	67.054
6	Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam (AGRIBANK)	2022	N/A	30.591
7	Tổng công ty Viễn thông MobiFone (MOBIFONE)	2022	N/A	15.000
8	CTCP Chứng khoán Kỹ Thương (TCBS)	N/A	N/A	1.124
9	Ngân hàng Thương Mại Cổ Phần Sài Gòn	N/A	UPCOM	20.232
10	Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam - công ty mẹ (TKV)	2022	N/A	35.000

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp

**Danh sách các cổ phiếu theo dõi của VNDIRECT (tính đến 06/12/2021)**

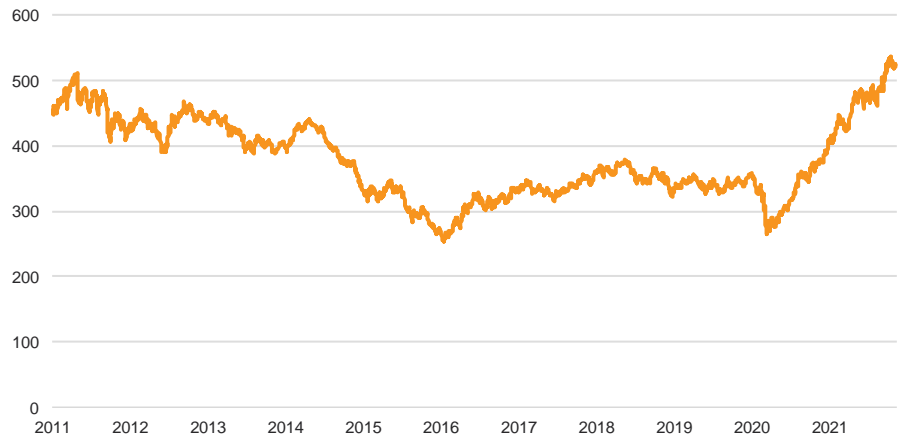
Mã CP	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Tỷ lệ cổ tức	Tiềm năng tăng giá	Khuyến nghị
ACB	32.300	41.800	0,0%	29,4%	KHẢ QUAN
ACV	78.500	86.400	0,0%	10,1%	KHẢ QUAN
CRE	37.500	36.100	2,6%	-1,1%	KHẢ QUAN
CTG	32.100	41.700	0,0%	29,9%	KHẢ QUAN
DBC	73.900	64.000	2,0%	-11,4%	KHẢ QUAN
DPM	45.250	24.100	3,1%	-43,7%	KHẢ QUAN
DRC	33.200	25.500	3,0%	-20,2%	KHẢ QUAN
FPT	94.500	118.500	2,1%	27,5%	KHẢ QUAN
GAS	92.000	130.800	3,9%	46,1%	KHẢ QUAN
GMD	47.400	52.700	3,5%	14,7%	TRUNG LẬP
HDG	74.000	50.300	1,6%	-30,5%	KHẢ QUAN
HPG	45.750	68.500	0,7%	50,5%	KHẢ QUAN
KBC	49.000	57.500	1,0%	18,4%	KHẢ QUAN
KDC	56.300	69.800	2,9%	26,9%	KHẢ QUAN
KDH	43.300	54.800	1,2%	27,7%	KHẢ QUAN
LPB	20.300	25.700	0,0%	26,6%	TRUNG LẬP
MBB	27.500	34.500	0,0%	25,5%	KHẢ QUAN
MML	85.500	81.400	0,0%	-4,8%	TRUNG LẬP
MSH	94.000	61.000	3,7%	-31,4%	KHẢ QUAN
MWG	131.400	180.500	0,0%	37,4%	KHẢ QUAN
NLG	52.900	61.200	2,4%	18,0%	TRUNG LẬP
NT2	21.600	29.200	9,2%	44,4%	KHẢ QUAN
NVL	111.000	107.700	0,0%	-3,0%	TRUNG LẬP
PHP	26.500	29.200	2,1%	12,3%	KHẢ QUAN
PLC	39.500	30.900	5,1%	-16,7%	KHẢ QUAN
PNJ	91.200	128.200	2,0%	42,5%	KHẢ QUAN
POW	13.900	15.000	0,0%	7,9%	KHẢ QUAN
PPC	22.500	27.400	9,7%	31,5%	KHẢ QUAN
PVD	26.450	32.800	0,0%	24,0%	KHẢ QUAN
PVS	24.400	30.200	4,3%	28,1%	KHẢ QUAN
PVT	22.000	28.200	4,4%	32,6%	KHẢ QUAN
SCS	145.000	170.700	6,0%	23,8%	KHẢ QUAN
STK	65.100	72.500	1,9%	13,3%	KHẢ QUAN
TCB	49.000	64.100	0,0%	30,8%	KHẢ QUAN
TCM	69.600	N/A	1,4%	N/A	N/A
VCB	95.400	118.700	0,0%	24,4%	KHẢ QUAN
VHC	58.500	69.500	3,5%	22,3%	TRUNG LẬP
VHM	79.700	115.000	1,9%	46,2%	KHẢ QUAN
VIB	40.600	46.400	0,0%	14,3%	KHẢ QUAN
VJC	120.500	138.900	0,0%	15,3%	KHẢ QUAN
VNM	85.300	116.000	4,7%	40,7%	KHẢ QUAN
VPB	35.500	41.000	0,0%	15,5%	KHẢ QUAN
VRE	28.000	36.600	0,0%	30,7%	KHẢ QUAN
VTP	73.400	95.300	2,1%	31,9%	KHẢ QUAN
BCG	23.200	24.000	3,4%	6,9%	KHẢ QUAN
SZC	56.000	58.800	1,9%	6,9%	KHẢ QUAN
PTB	93.500	129.700	3,4%	42,1%	KHẢ QUAN
PLX	51.700	64.900	5,7%	31,2%	KHẢ QUAN
MCH	116.900	146.800	3,8%	29,3%	KHẢ QUAN
FCN	22.950	18.400	2,2%	-17,7%	KHẢ QUAN
TPB	47.000	52.000	0,0%	10,6%	KHẢ QUAN
PHR	64.000	71.500	4,4%	16,1%	KHẢ QUAN

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ 2022**

**#1. Giá hàng hoá dự kiến vẫn duy trì ở mức cao trong năm tới**

**Giá hàng hoá tăng vọt theo sau sự mất cân bằng cung – cầu**

**Hình 66: Chỉ số giá hàng hoá Bloomberg Commodity Index vượt mức cao nhất trong 10 năm**



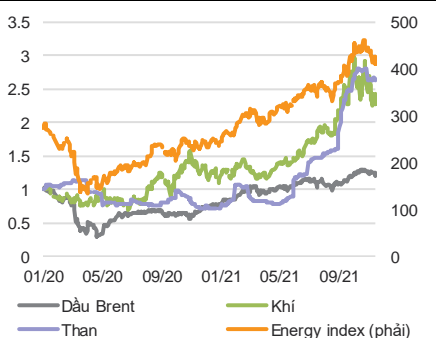
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hiện chỉ số giá hàng hoá Bloomberg Commodity Index đã vượt mức cao nhất trong 10 năm. Chúng tôi nhận thấy giá đã tăng ở hầu hết các mặt hàng, từ năng lượng, kim loại đến nông nghiệp do sự kết hợp của các yếu tố cung và cầu.

Chúng tôi nhận thấy giá hàng hoá đã tăng nhanh theo sau các biện pháp kích thích kinh tế trên toàn thế giới để hỗ trợ cho sự phục hồi kinh tế toàn cầu. Đặc biệt, thành công của Trung Quốc trong việc kiểm soát đại dịch cho phép nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng, thúc đẩy nhu cầu hàng hoá, cụ thể là kim loại công nghiệp và nông nghiệp. Năm 2022, IMF dự báo nền kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục tăng trưởng 4,9% sau khi tăng 5,9% vào năm 2021.

Mặt khác, nhiều nền kinh tế sản xuất và xuất khẩu hàng hoá bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch trong khi chi phí vận chuyển tăng mạnh, gây ra sự đóng băng nguồn cung. Tình hình này trở nên trầm trọng hơn do một loạt các yếu tố từ thời tiết bất lợi đe dọa mùa màng ở các quốc gia trồng trọt chủ chốt như Brazil và Pháp, cuộc đàn áp khí thải ở Trung Quốc khiến sản lượng kim loại bị cắt giảm, đến việc tồn kho dự trữ khí đốt ít ỏi tại châu Âu. Trong khi đó, trên thị trường dầu mỏ, OPEC+ vẫn giữ thái độ thận trọng trong việc gia tăng sản lượng khiến giá năng lượng tăng cao và tác động đến việc sản xuất các mặt hàng khác.

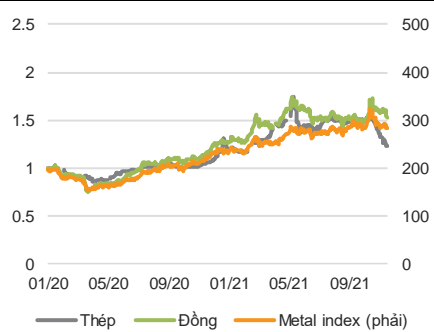
**Hình 67: Chỉ số giá năng lượng Bloomberg Energy Index**



Chỉ số: Tháng 1/2020 = 1 (trái)

Nguồn: BLOOMBERG, VND RESEARCH

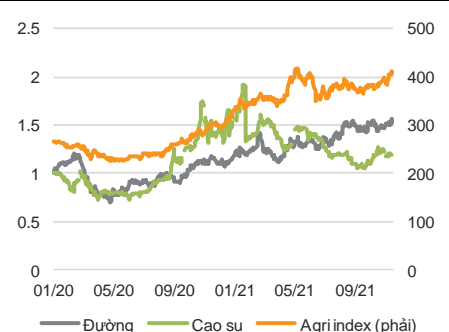
**Hình 68: Chỉ số giá kim loại công nghiệp Bloomberg Industrial Metals Index**



Chỉ số: Tháng 1/2020 = 1 (trái)

Nguồn: BLOOMBERG, VND RESEARCH

**Hình 69: Chỉ số giá nông nghiệp Bloomberg Agriculture Index**



Chỉ số: Tháng 1/2020 = 1 (trái)

Nguồn: BLOOMBERG, VND RESEARCH

Giá của tất cả các mặt hàng đã tăng vọt trong năm nay, và theo quan điểm của chúng tôi, các loại hàng hoá khác nhau sẽ có triển vọng khác nhau trong các giai đoạn tới như sau:

- Chúng tôi cho rằng giá năng lượng sẽ vẫn ở mức cao trong vài quý tới do cần thời gian để giải quyết các vấn đề liên quan đến việc thiếu hụt các khoản đầu tư mới, làm tăng áp lực lên giá các mặt hàng khác.
- Đối với kim loại công nghiệp, chúng tôi kỳ vọng giá kim loại (như thép) duy trì ở mức cao cho đến Q1/22 do tình trạng thiếu hụt năng lượng và vận chuyển cần thời gian để trở lại trạng thái bình thường, sau đó giảm dần xuống mức trung bình dài hạn cho đến cuối năm 2022 khi tình trạng gián đoạn nguồn cung được giải quyết.
- Đối với các mặt hàng nông nghiệp, giá được dự báo sẽ giảm nhẹ vào năm 2022 khi điều kiện nguồn cung cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro tăng giá đến từ giá nguyên vật liệu đầu vào cao (đặc biệt là phân bón) trong 6T22, có khả năng đẩy lạm phát giá thực phẩm lên cao.

**Chúng tôi tin rằng những công ty có mức độ phụ thuộc vào giá hàng hoá cao sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này, chẳng hạn như dầu khí và các công ty xuất khẩu hàng hoá.**

Bảng dưới đây trình bày cụ thể quan điểm của chúng tôi về một số mặt hàng mà chúng tôi cho rằng giá sẽ vẫn duy trì ở mức cao trong năm tới. Trong chủ đề này, chúng tôi ưa thích QNS, PVD, GAS, STK và DGC.

**Hình 70: Triển vọng giá hàng hoá năm 2022 và tác động với các ngành/cổ phiếu liên quan**

Ngành	Triển vọng 2022	Tác động đến ngành/cổ phiếu liên quan	Lựa chọn cổ phiếu
<b>Dầu khí</b>	Về nguồn cầu, nhu cầu dầu toàn cầu sẽ tăng lên vào năm 2022 nhờ tiêu thụ xăng tăng mạnh và hoạt động du lịch quốc tế phục hồi khi nhiều quốc gia mở cửa trở lại, bên cạnh động lực ngắn hạn đến từ việc xu hướng chuyển đổi từ khí sang dầu trong sản xuất điện tại Châu Á và Châu Âu. Về nguồn cung, giá dầu được hỗ trợ bởi sự thận trọng trong việc gia tăng sản lượng của OPEC+ và sự phục hồi chậm của ngành dầu mỏ Mỹ do thiếu các khoản đầu tư mới. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ tiếp tục duy trì mức cao trên 80 USD/thùng trong nửa đầu năm 2022, sau đó cân bằng quanh mức 70-75 USD/thùng trong nửa cuối 2022.	Chúng tôi tin rằng các công ty trung nguồn có thể thu được lợi ích từ giá dầu cao hơn như GAS vì giá bán sản phẩm được tính theo giá dầu và khí thế giới. Giá dầu tăng mạnh có thể tạo thêm động lực cho các đơn vị liên quan khởi động lại các dự án Thăm dò & Khai thác (E&P), trước hết mang lại cơ hội việc làm cho các công ty thương mại như PVD và PVS.	GAS, PVD
<b>Thép</b>	Nhu cầu thép của các TT xuất khẩu sẽ vẫn ở mức cao cho đến Q1/22 nhờ: (1) các nền kinh tế lớn thúc đẩy giải ngân đầu tư công, đặc biệt là Mỹ (dự luật đầu tư cơ sở hạ tầng trị giá 1,2 nghìn tỷ USD sẽ làm tăng nhu cầu thép khoảng 5 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2022-25); (2) Trung Quốc giảm sản xuất thép và hạn chế xuất khẩu để đảm bảo mục tiêu giảm phát thải. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao cho đến Q1/22, sau đó giảm dần về quanh mức 500-600 USD/tấn. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép trong nước sẽ phục hồi mạnh mẽ trong Q4/21-2022 nhờ: (1) nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội giúp hoạt động xây dựng trở lại bình thường; (2) tăng tốc phát triển cơ sở hạ tầng vào năm 2022 nhờ đẩy mạnh đầu tư công và (3) Nguồn cung mới bds được kỳ vọng sẽ tăng mạnh trong năm tới nhờ các nút thắt pháp lý được nới lỏng. Chúng tôi ước tính nguồn cung căn hộ tại TP.HCM và Hà Nội sẽ chậm dần vào năm 2021 và phục hồi mạnh mẽ 70%-40% svck trong năm 2022.	Theo chúng tôi, giá thép giảm có thể sẽ gây áp lực đáng kể lên biên lợi nhuận gộp (LNG) của các công ty thép trong Q4/21-2022 khi lượng hàng tồn kho giá rẻ đã hết, đặc biệt là đối với các công ty thương mại thép và tôn mạ. Trong khi đó, HPG sẽ là công ty thép niêm yết duy nhất có triển vọng duy trì biên LNG cao trong Q4/21-2022 nhờ lợi thế về quy mô và khả năng quản lý chi phí.	HPG
<b>Hóa chất (Phốt pho vàng)</b>	Từ tháng 5 đến tháng 8/2021, sản lượng khai thác phốt pho vàng ở Vân Nam giảm đáng kể do Trung Quốc tiếp tục thực hiện các biện pháp hạn chế sản xuất các sản phẩm gây ô nhiễm môi trường. Do đó, giá phốt pho vàng ở Trung Quốc đã tăng 73% kể từ tháng 7/2021. Vào năm 2022, khi Vân Nam dỡ bỏ biện pháp hạn chế sản xuất đối với phốt pho vàng, các tỉnh sản xuất phốt pho vàng lớn khác như Quý Châu, Tứ Xuyên sẽ bước vào mùa khô sau tháng 1/2022. Theo đó, chúng tôi dự đoán sản lượng và tồn kho phốt pho vàng ở Trung Quốc sẽ duy trì ở mức tương đối thấp vào năm 2022. Từ đó, giá phốt pho vàng có khả năng tiếp tục tăng vào năm 2022.	Chúng tôi kỳ vọng DGC sẽ tận dụng được lợi thế từ việc tăng giá phốt pho vàng do DGC hiện là nhà sản xuất phốt pho số 1 tại Việt Nam. Ngoài ra, ngày 21/9, DGC đã thử nghiệm thành công dây chuyền sản xuất axit phốt pho điện tử để xuất khẩu cho các nhà sản xuất linh kiện điện tử. Chúng tôi dự báo doanh thu phốt pho vàng và phốt pho điện tử của DGC sẽ tăng 42,2% svck và 93% svck trong năm 2022.	DGC

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 71: Triển vọng giá hàng hoá năm 2022 và tác động với các ngành/cổ phiếu liên quan (tiếp)**

Ngành	Triển vọng 2022	Tác động đến ngành/cổ phiếu liên quan	Lựa chọn cổ phiếu
<b>Đường</b>	<p>Chúng tôi cho rằng giá đường toàn cầu sẽ tiếp tục tăng trong năm 2022 do nhu cầu trên thế giới phục hồi mạnh sau đại dịch. Trong khi đó, thị trường đường thế giới niên vụ 2021-2022 được dự báo sẽ thiếu hụt nguồn cung với mức thiếu hụt là 3-4 triệu tấn. Ngoài ra, so với giá đường trong khu vực (bao gồm cả các nước ASEAN và Trung Quốc), giá đường của Việt Nam vẫn ở mức thấp hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ tiếp tục tăng theo xu hướng tăng giá toàn cầu trong năm 2022.</p> <p>Bên cạnh đó, từ tháng 9/2021, Bộ Công Thương chính thức điều tra việc nhập khẩu đường từ các nước ASEAN tăng đột biến sau khi đường Thái Lan bị áp thuế chống bán phá giá. Theo chúng tôi, thuế chống bán phá giá và hoạt động điều tra đường nhập lậu sẽ tiếp tục hỗ trợ giá đường trong nước trong năm tới.</p>	<p>Theo quan điểm của chúng tôi, các doanh nghiệp (DN) sản xuất đường như QNS có thể tận dụng xu hướng tăng của giá đường và gia tăng biên LNG mảng mía đường nhờ sở hữu quy mô lớn thứ hai về vùng nguyên liệu mía cho sản xuất đường.</p> <p>Bên cạnh đó, QNS cũng có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu tiêu thụ đường trong nước ngày càng tăng. Vào tháng 7 năm 2021, QNS đã đưa vào hoạt động dây chuyền sản xuất đường tinh luyện (đường RE) với giá bán cao hơn đường trắng (RS). Ngoài ra, QNS cũng kỳ vọng nguồn nguyên liệu mía đầu vào sẽ đạt 1,2 triệu tấn trong năm 2022 (+ 40%, theo ước tính của chúng tôi) do giá đường tăng trong năm 2021 sẽ tạo động lực để nông dân khôi phục diện tích trồng mía. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ đường sẽ tăng trưởng 35% svck trong năm 2022, đóng góp 25,6% vào tổng doanh thu của QNS.</p>	QNS
<b>Cao su</b>	<p>Giá cao su ở châu Á tiếp tục tăng mạnh trong Q3/21 do thâm hụt nguồn cung. Chúng tôi ước tính mức thiếu hụt cao su toàn cầu là 329.000 tấn vào năm 2021. Sự đi lên của cao su được hỗ trợ thêm bởi sự tăng mạnh của giá dầu, cũng như kỳ vọng phục hồi kinh tế sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát. Giá cao su thiên nhiên xuất khẩu bình quân trong Q3/21 tăng 23% svck. Nhìn chung, giá xuất khẩu cao su tự nhiên bình quân trong 9T21 tăng 29% svck.</p> <p>Khi cuộc khủng hoảng năng lượng được kiểm soát ở Trung Quốc và hoạt động sản xuất được khôi phục, chúng tôi dự báo Trung Quốc sẽ khoảng 2-2,2 triệu tấn cao su thiên nhiên để bù vào khoảng chênh lệch giữa tháng 1 và tháng 4/2022. Đây cũng là yếu tố giúp xuất khẩu cao su của Việt Nam giá duy trì ở mức cao cho đến hết Q1/21. Bên cạnh đó, giá cao su sẽ được thúc đẩy do giá dầu được dự báo vẫn sẽ ở mức cao trong năm 2022.</p>	<p>Các công ty cao su hàng đầu sẽ được hưởng lợi, đặc biệt là những công ty có doanh số xuất khẩu cao su cao như GVR, PHR</p>	GVR, PHR
<b>Gạo</b>	<p>Từ tháng 1 đến tháng 8, lượng gạo nhập khẩu của Trung Quốc đã tăng gấp đôi từ 1,52 triệu tấn năm 2020 lên 3,2 triệu tấn năm 2021. Nguyên nhân đến từ các nhà nhập khẩu Trung Quốc muốn kiếm lời trên cơ sở giá gạo nội địa Trung Quốc là 585 USD/tấn, cao hơn nhiều so với giá gạo chất lượng cao của Việt Nam và Thái Lan (lần lượt là 445 USD/tấn và 465 USD/tấn - số liệu T8/2021). Vào năm 2022, USDA dự báo sản lượng nhập khẩu gạo của Trung Quốc sẽ tăng 12,5% svck lên 4,5 triệu tấn. Trong khi đó, Việt Nam là nước xuất khẩu lớn thứ hai sang thị trường Trung Quốc, chiếm tới 22% tổng lượng gạo nhập khẩu của Trung Quốc trong năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng giá gạo 5% tấm Việt Nam xuất khẩu năm 2022 sẽ giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao so với giai đoạn 2015-2019. Do đó, các công ty xuất khẩu gạo Việt Nam sang thị trường Trung Quốc sẽ được hưởng lợi trong năm 2022.</p>	<p>Các công ty xuất khẩu gạo sang Trung Quốc sẽ được hưởng lợi sau đại dịch với kỳ vọng chuỗi cung ứng sẽ phục hồi, giá cước giảm và nhu cầu tiêu thụ gạo hồi phục.</p>	TAR
<b>Thủy sản</b>	<p>Chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân của các sản phẩm thủy sản sẽ tiếp tục tăng cho đến Q1/22 nhờ yếu tố môi trường bên ngoài và bên trong đều thuận lợi. Về yếu tố bên ngoài, nhu cầu dự kiến sẽ tăng lên trong Q4/21 do kênh dịch vụ (nhà hàng, khách sạn...) vốn chiếm tỷ trọng lớn trong mảng phân phối các sản phẩm thủy sản sẽ tiếp tục phục hồi về mức trước dịch. Mặt khác, nguồn cung đang bị thắt chặt do sự gián đoạn chuỗi cung ứng sau một số tác động tiêu cực trong ngắn hạn như thiếu nguyên liệu và việc công suất của các nhà máy chế biến thủy sản bị ảnh hưởng.</p>	<p>Năm 2022, khi tình hình dịch bệnh Covid-19 được kiểm soát, thị trường nhập khẩu phục hồi, sự nỗ lực của DN và người nông dân sẽ thúc đẩy sản lượng và kim ngạch xuất khẩu ngành thủy sản. Ngoài ra, chi phí vận tải đang có xu hướng giảm sau khi tăng cao trong 9T21 giúp cho các DN xuất khẩu thủy sản tiết giảm chi phí bán hàng &amp; QLDN. Những yếu tố này sẽ giúp các DN xuất khẩu thủy sản gia tăng doanh thu cũng như biên LN rộng, hứa hẹn một thời kỳ tươi sáng cho ngành, đặc biệt là đối với các DN dẫn đầu thị trường như VHC.</p>	VHC

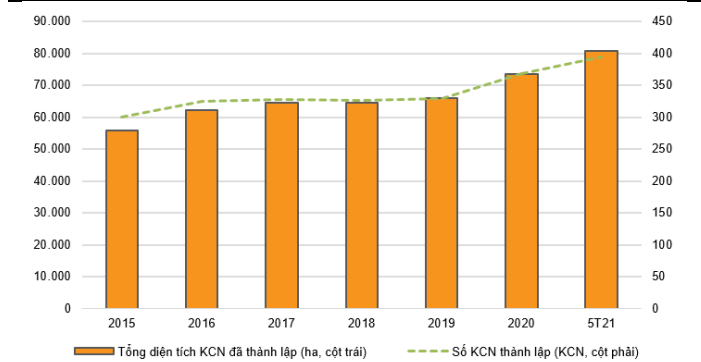
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## #2. Câu chuyện phát triển cơ sở hạ tầng vẫn còn hứa hẹn trong những năm tới

### Khu công nghiệp đón đầu làn sóng đầu tư mới

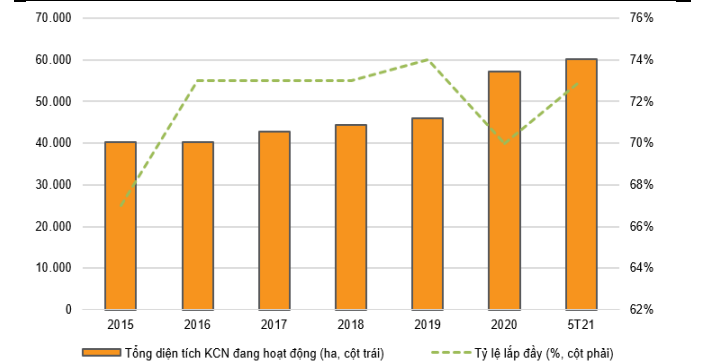
Chúng tôi nhận thấy Việt Nam đang đẩy mạnh bổ sung nguồn cung đất khu công nghiệp để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng. Trong 5T21, Việt Nam thành lập mới 25 khu công nghiệp (KCN), bổ sung 7.300ha diện tích đất công nghiệp, mức tăng diện tích đất cao nhất kể từ năm 2015. Tính đến T5/21, Việt Nam có 394 KCN được thành lập, với tổng diện tích đất công nghiệp là 80.900ha (+9,9% so với cuối năm 2020). Trong đó, 286 KCN với 57.300ha đất công nghiệp đang hoạt động, 108 KCN với 23.600ha đang xây dựng, đảm bảo nguồn cung trong tương lai. Chúng tôi quan sát thấy nhiều nhà phát triển lớn cả trong nước và quốc tế đã và đang có kế hoạch gia nhập thị trường khu công nghiệp như Vingroup với hai KCN tại Hải Phòng và Tập đoàn phát triển công nghiệp WHA của Thái Lan, Fraser, Capitaland, khẳng định tiềm năng của thị trường này.

**Hình 72: Việt Nam thành lập 25 khu công nghiệp với 7.300 ha đất công nghiệp trong 5T/21, mức tăng svck cao nhất kể từ năm 2015**



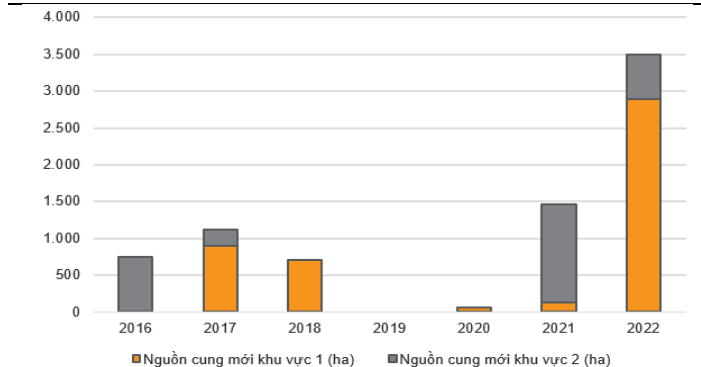
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

**Hình 73: Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao 72-74% trong giai đoạn 2021-22 khi nhu cầu tiếp tục vượt cung**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MPI, CBRE

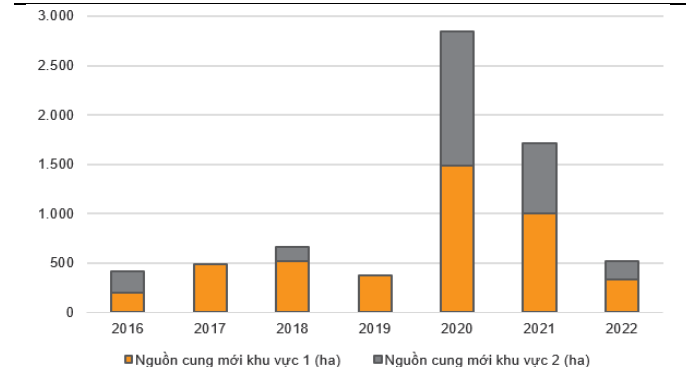
**Hình 74: Nguồn cung đất công nghiệp ở phía Nam dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 5.000 ha trong giai đoạn 2021-22**



Khu vực 1 phía Nam: TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An  
Khu vực 2 phía Nam: Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh, Tiền Giang, Vĩnh Long

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

**Hình 75: Nguồn cung mới có khả năng chuyển sang Hưng Yên, Hải Dương do quỹ đất hạn chế tại các trung tâm công nghiệp lớn**



Khu vực 1 phía Bắc: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Hải Phòng  
Khu vực 2 phía Bắc: Bắc Giang, Nam Định, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

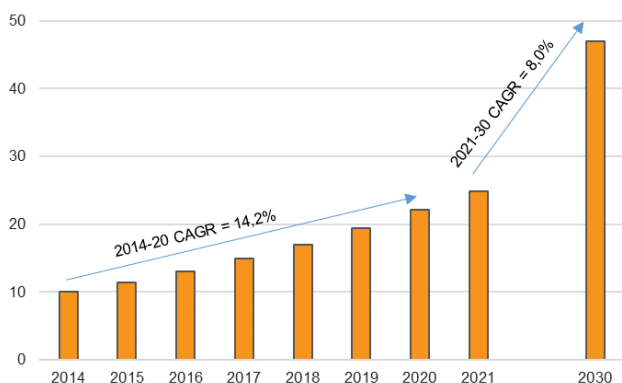
### Tăng cường cơ sở hạ tầng cảng biển phục vụ tăng trưởng thương mại

Trong 10T21, bất chấp những khó khăn từ hai đợt bùng phát dịch bệnh Covid-19, tổng sản lượng container thông quan của Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 12,0% svck. Theo quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng biển Việt Nam đến năm 2030 đã được phê duyệt, Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) dự kiến tổng sản lượng container thông quan sẽ đạt 47 triệu TEU trong năm 2030, với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 8,0% trong giai đoạn 2021-30. Để đáp ứng nhu cầu cho tốc độ tăng trưởng này, Bộ GTVT ước tính tổng mức



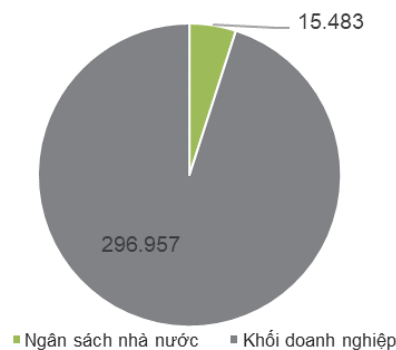
đầu tư cho hệ thống cảng biển trong giai đoạn 2021-30 là 312.440 tỷ đồng, trong đó phần lớn vốn đầu tư (95%) được huy động từ khối doanh nghiệp, phần còn lại là vốn ngân sách nhà nước. Các dự án ưu tiên trong quy hoạch bao gồm: xây dựng các bến cảng tại Cảng cửa ngõ quốc tế Hải Phòng và cụm cảng Cái Mép - Thị Vải, khởi công cảng Liên Chiểu (Đà Nẵng), di dời và chuyển đổi công năng các bến trên sông Cẩm tại cụm cảng Hải Phòng và các bến trên sông Sài Gòn tại cụm cảng Hồ Chí Minh nhằm đáp ứng sự phát triển của địa phương.

**Hình 76: Sản lượng container của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 8,0% trong 2021-30 (Đơn vị: trTEUs)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOT

**Hình 77: Tổng đầu tư cho hệ thống cảng biển của Việt Nam trong giai đoạn 2021-30 ước tính là 312.440 tỷ đồng**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOT

### Phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng để đảm bảo sản xuất công nghiệp

Giá điện khí và điện than tăng mạnh gần đây được coi như là một vấn đề toàn cầu, gây ra tình trạng thiếu hụt đầu vào ở một số quốc gia, đặc biệt là Trung Quốc và các nước châu Âu do nguồn cung tăng không đủ nhanh để theo kịp với sự phục hồi nhu cầu dự kiến. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng điện có vẻ còn tồi tệ hơn ở Trung Quốc khi chính phủ nước này định hướng cắt giảm điện than vì mục tiêu giảm khí thải carbon. Điều này hiện nay đã gây áp lực ngày càng lớn cho các doanh nghiệp và thậm chí một số công ty buộc phải ngừng hoạt động trong giờ cao điểm hoặc tạm ngừng hoạt động 2-3 ngày/tuần. Những bất ổn liên quan đến năng lượng ở Trung Quốc đã khiến nhiều nhà đầu tư tìm kiếm các giải pháp thay thế, và Việt Nam được cho là một lựa chọn sáng giá. Chúng tôi cho rằng sự ổn định trong hệ thống điện hiện tại của Việt Nam có thể là lợi thế, thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam và hơn nữa, nó có thể làm tăng mức tiêu thụ điện trong tương lai. Bên cạnh đó, việc giảm công suất của một số nhà máy tại Trung Quốc có thể cho phép hoạt động xuất khẩu của Việt Nam tăng lên do nhiều lĩnh vực sản xuất ở Trung Quốc ghi nhận sản lượng sụt giảm. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ có lợi cho các doanh nghiệp Việt Nam khi tăng sản lượng xuất khẩu và gián tiếp giúp tăng tiêu thụ điện năng khi các nhà máy hoạt động với công suất lớn.

### Câu chuyện phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là tiêu điểm trong các năm tới

Hoàn thiện cơ sở hạ tầng là một trong những cơ sở quan trọng để thúc đẩy nền kinh tế tăng trưởng và thu hút làn sóng đầu tư nước ngoài. Chúng tôi cho rằng cơ sở hạ tầng khu công nghiệp, cảng biển và năng lượng sẽ là điểm nhấn trong hai năm tới. Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp có dự án mở rộng công suất lớn để nắm bắt nhu cầu tăng trưởng trong những lĩnh vực này sẽ được hưởng lợi nhiều nhất. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi theo chủ đề này là **KBC, PHR, SZC, GMD, POW, NT2**.

### #3. Sự trỗi dậy của kinh tế số trong “bình thường mới”

Chúng tôi nhận thấy đại dịch đã thúc đẩy quá trình số hóa và tăng cường áp dụng công nghệ tại Việt Nam nhanh hơn gấp nhiều lần so với trước đây và vẫn tiếp tục diễn ra mạnh mẽ trong vài năm tới. Theo báo cáo của Google, Temasek và Bain, do cách biện pháp giãn cách hạn chế người tiêu dùng đi đến địa điểm các cửa hàng, số lượng người dùng chuyển sang sử dụng các dịch vụ kinh tế số như mua sắm hàng hóa, tham quan nhà mẫu trực tuyến, đi chợ hộ, học tập trực tuyến, ... tăng mạnh từ đầu năm 2021. Cũng theo báo cáo này, hơn 90% người tiêu dùng được khảo sát có ý định tiếp tục sử dụng các dịch vụ kinh tế số trên. Điều này phản ánh mức độ gắn kết với công nghệ cũng sự dịch chuyển thói quen của người tiêu dùng Việt Nam trong tương lai.

Vì vậy nền kinh tế số của Việt Nam có tiềm năng phát triển mạnh mẽ với mức tăng trưởng bình quân 29% mỗi năm giai đoạn 2020-25 để đạt mức 52 tỷ USD vào năm 2025. Năm 2020, lĩnh vực này chứng kiến mức tăng trưởng mạnh nhất trong ASEAN-6, tăng 16% so với 2019. Bên cạnh đó, Chính phủ đang đặt mục tiêu thúc đẩy vai trò nền kinh tế số trong 5 năm tới (ví dụ: tăng cường thanh toán không tiền mặt, thương mại điện tử và áp dụng cách mạng Công nghiệp 4.0 cho các lĩnh vực sản xuất, dịch vụ). Chính phủ đã phê duyệt "Chương trình Chuyển đổi số quốc gia đến năm 2025, định hướng đến năm 2030" vào tháng 6/2020 và đang đặt mục tiêu mở rộng nền kinh tế số từ mức chiếm 8,2% GDP như hiện nay lên 25% vào năm 2025 và 30% vào năm 2030. Trong chính sách công nghiệp quốc gia, các nhà chức trách cũng có kế hoạch tăng cường sản xuất công nghệ cao và áp dụng các công nghệ thông minh trên cơ sở Cách mạng Công nghiệp 4.0 trong những năm tới.

Theo luận điểm trên, chúng tôi tin rằng các công ty có vị thế nắm bắt các cơ hội từ sự trỗi dậy của kinh tế số cũng như các công ty có khả năng thay đổi mô hình kinh doanh để thích ứng với nhu cầu "digital" của người tiêu dùng sẽ vượt trội hơn so với các đối thủ khác. Do đó, chúng tôi ưa thích **FPT**, **VTP** và **MWG** cho cơ hội đầu tư dài hạn này.

#### #4. Ngành dịch vụ lấy lại vị thế nhờ sự phục hồi của cầu nội địa

Một số lĩnh vực dịch vụ, bao gồm: bán lẻ, du lịch,... đã bị ảnh hưởng nặng nề vào năm 2021 do sự kiểm soát chặt chẽ về chuyển dịch. Chúng tôi kỳ vọng những dịch vụ này sẽ phục hồi và có tốc độ tăng trưởng cao hơn từ năm 2022 trở đi, chủ yếu là đến từ các dịch vụ không thiết yếu được mở cửa trở lại và khả năng phục hồi tiêu dùng. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng tất cả các hoạt động dịch vụ, bao gồm du lịch, vận tải và vui chơi giải trí có thể được phép hoạt động hết công suất kể từ Q2/22 sau khi Việt Nam đạt mục tiêu tiêm chủng cho hơn 70% dân số. Chúng tôi cũng kỳ vọng sức tiêu thụ sẽ tăng trở lại mạnh mẽ với tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng dự kiến tăng 10-12% svck trong năm 2022 nhờ các tác động mạnh mẽ, bao gồm:

- Du lịch phục hồi sau khi các chuyến bay quốc tế được cấp phép cho mục đích thương mại từ Q4/21, kéo theo sự phục hồi mạnh mẽ của dịch vụ du lịch, giải trí, lưu trú và ăn uống. Việt Nam đã thí điểm đón khách du lịch nước ngoài theo các tour trọn gói từ giữa tháng 11/2021, thông qua các chuyến bay trọn gói đến một số điểm đến như Phú Quốc (Kiên Giang), Khánh Hòa, Quảng Nam, Đà Nẵng và Quảng Ninh. Đây là mốc đánh dấu sự khởi đầu của du lịch Việt Nam sau gần 2 năm đóng cửa với du khách nước ngoài. Cần lưu ý rằng, ngành du lịch đã đóng góp hơn 9,5% vào GDP của Việt Nam vào năm 2019. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của đại dịch COVID-19, đóng góp của ngành du lịch đã giảm xuống còn 2,3% GDP trong 9T21.
- Chính phủ có thể tung ra nhiều gói kích thích tài khóa hơn để hỗ trợ phục hồi kinh tế, tập trung vào: trợ cấp tiền mặt cho những người bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đại dịch COVID-19, giảm thuế (thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp) và nâng mức đầu tư công để phát triển kết cấu hạ tầng giao thông và nhà ở xã hội. Các chính sách này nhằm phục hồi nhu cầu trong nước và tiêu dùng.

Chúng tôi cho rằng ngành hàng không, bán lẻ, sản xuất thực phẩm và nước giải khát sẽ là những đối tượng hưởng lợi chính từ khả năng phục hồi tiêu dùng. Chúng tôi kỳ vọng ngành F&B của Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững vào năm 2021 nhờ thu nhập của người dân cao hơn và tỷ lệ đô thị hóa ngày càng tăng. Chúng tôi cũng tin tưởng vào triển vọng tăng trưởng tốt hơn của ngành bán lẻ trong năm 2022 nhờ nhu cầu trong nước phục hồi mạnh mẽ, thời kỳ dân số trẻ và sự thay đổi lối sống của người tiêu dùng theo hướng bán lẻ hiện đại hơn truyền thống. Với luận điểm này, chúng tôi ưa thích **ACV**, **MWG**, **VRE** và **VNM**.

Chuyên viên phân tích:

**Nguyễn Đặng Bảo Ngọc**

[ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn)

**Lê Quốc Việt**

[viet.lequoc2@vndirect.com.vn](mailto:viet.lequoc2@vndirect.com.vn)

**Trần Thị Thu Thảo**

[thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

## NGÂN HÀNG: CÂN ĐỐI GIỮA TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN VÀ CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

**Chúng tôi kỳ vọng tín dụng toàn ngành tăng ít nhất 13% năm 2022**

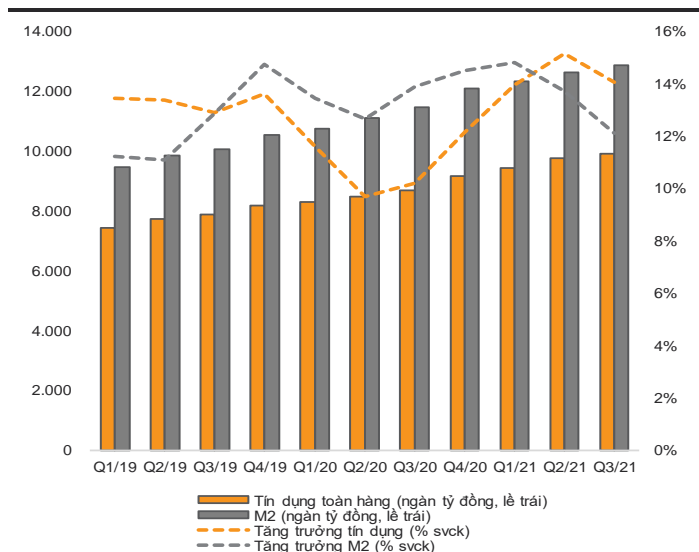
**Tăng trưởng tín dụng tăng tốc từ tháng 10 sau mức tăng thấp trong Q3/21**

Tính đến ngày 25/11, tín dụng hệ thống tăng 10,1% sv đầu năm, tăng 2,2% chỉ sau gần hai tháng, so với mức tăng 1,5% trong Q3/21, và cao hơn mức tăng 8,4% sv đầu năm trong 11T20. Việc nới lỏng giãn cách xã hội đã cho phép hoạt động kinh doanh phục hồi từ Q4/21.

Trong 9T21, tín dụng tăng nhẹ lên 7,9% sv đầu năm lên 9,9 triệu tỷ đồng, nhờ vào tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ của ngành công nghiệp và thương mại. Tăng trưởng tín dụng của ngành công nghiệp và thương mại đã phục hồi lên 12,2% sv đầu năm và 10,5% sv đầu năm, sau mức tăng kém hơn của cùng kỳ năm 2020. Trong khi đó, tín dụng lĩnh vực xây dựng gần như đi ngang (chỉ tăng 0,5% sv đầu năm) do giãn cách xã hội, gián đoạn chuỗi cung ứng vật tư và thiết bị, và việc tăng giá vật liệu kìm hãm việc thi công các công trình xây dựng trên toàn quốc.

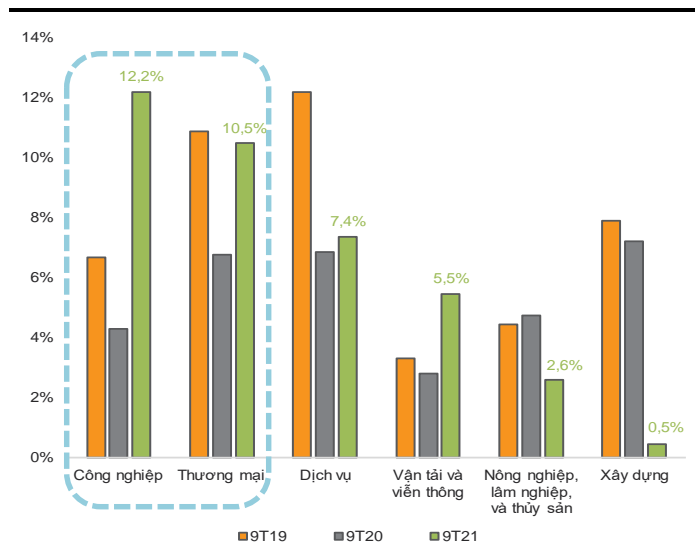
Ba ngân hàng niêm yết có vốn nhà nước (SOCBs - BID, VCB, CTG) chiếm 33,8% thị phần cho vay cả nước, ghi nhận tăng trưởng tín dụng 9,1% sv đầu năm tại cuối Q3/21, cao hơn mức tăng hệ thống. Tổng dư nợ cho vay của 17 ngân hàng niêm yết (chiếm 65,3% tín dụng toàn hệ thống) chỉ tăng đạt 9,5% sv đầu năm vào cuối 9T21 từ mức tăng 8% vào cuối 6T21, do việc áp dụng giãn cách xã hội trên toàn quốc đã làm gián đoạn hoạt động kinh doanh, hạn chế hoạt động tín dụng trong Q3/21. Trong 9T21, TCB, MBB và VCB ghi nhận mức tăng trưởng cho vay cao nhất lần lượt là 15,7%, 12,8% và 11,5%.

**Hình 78: Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống chậm lại trong Q3/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHNN

**Hình 79: Tăng trưởng tín dụng theo ngành (% sv đầu năm)**



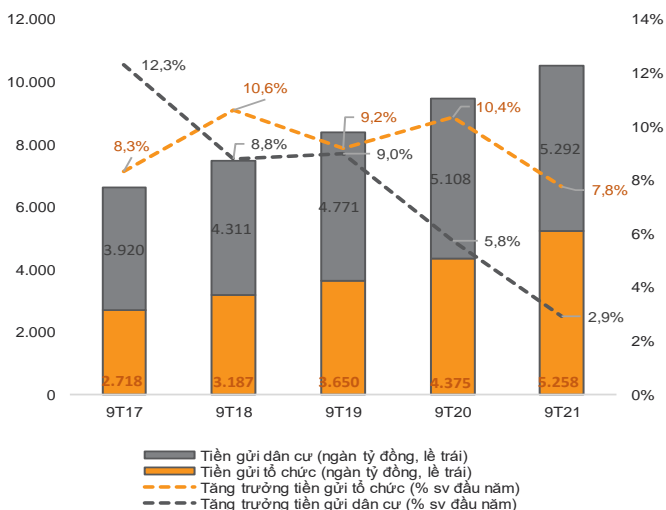
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHNN

Đối với tăng trưởng cung tiền trong 9T21, M2 cải thiện lên 6,4% sv đầu năm vào cuối Q3/21 từ mức tăng 4,4% sv đầu năm vào cuối Q2/21. Tuy nhiên tăng trưởng M2 thấp hơn mức tăng trưởng 7,9% sv đầu năm của tín dụng toàn ngành. Tổng huy động tiền gửi của tổ chức và dân cư (chiếm 82% M2) tăng 5,3% sv đầu năm (11,3% svck) lên 10.550 nghìn tỷ đồng vào cuối 9T21 từ mức tăng 3,8% vào cuối 6T21, thấp hơn mức tăng 7,9% (12,6% svck) của 9T20. Huy động tiền gửi của dân cư tăng chậm trong 9T21, chỉ tăng 2,9% sv đầu năm. Chúng tôi tin rằng các cá nhân đã và đang tìm kiếm các công cụ đầu tư có lợi suất cao hơn (trái phiếu doanh nghiệp, thị trường chứng khoán, thị trường bất động sản) trong bối cảnh lãi suất tiền gửi giảm trong 9T21.

Tổng huy động tiền gửi của khách hàng tại 3 ngân hàng SOCBs (chiếm 27,1% M2; hay 33,1% tiền gửi của tổ chức và dân cư) tăng 7,5% sv đầu năm, cao hơn

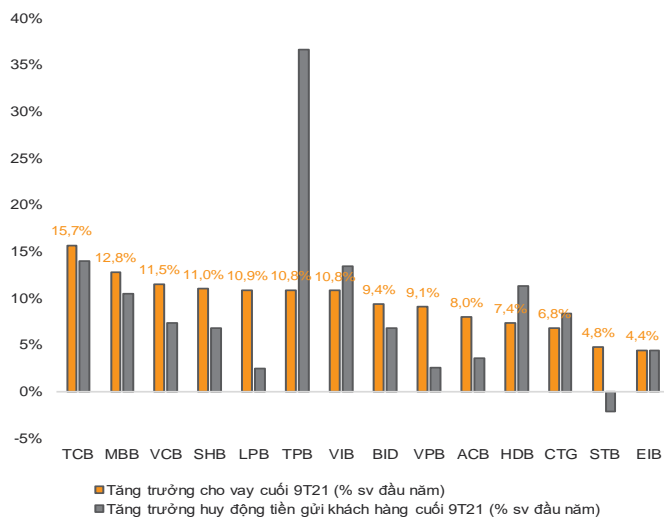
mức tăng hệ thống. Tổng huy động tiền gửi của khách hàng của 17 ngân hàng niêm yết (chiếm 51,3% M2; hay 62,7% tiền gửi của tổ chức và dân cư), tăng 7,1% sv đầu năm vào cuối 9T21 từ 4,8% vào cuối 6T21. 3 ngân hàng có tốc độ tăng trưởng huy động tiền gửi cao nhất trong 9T21 là TPB (36,7%), TCB (14,0%), VIB (13,5%). Chỉ có 4 ngân hàng có tốc độ tăng trưởng huy động tiền gửi của khách hàng cao hơn tốc độ tăng trưởng cho vay là TPB, VIB, HDB và CTG.

Hình 80: Cơ cấu huy động tiền gửi toàn ngành



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NHNN

Hình 81: Tăng trưởng cho vay và huy động tiền gửi tại cuối 9T21



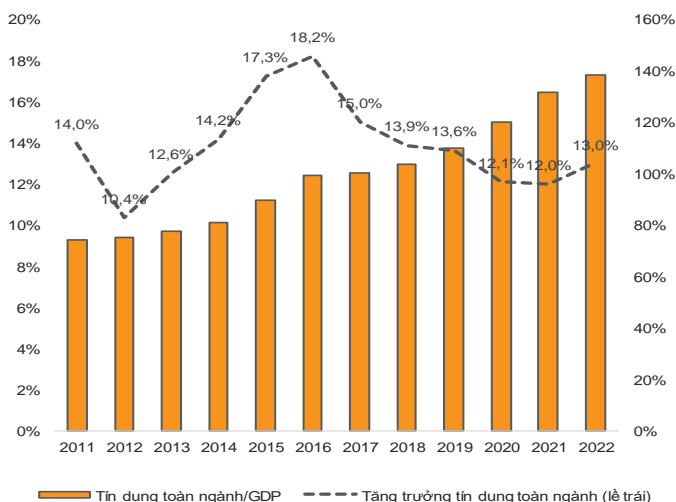
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tín dụng toàn ngành kỳ vọng đạt 12% năm 2021, tăng lên 13-14% năm 2022

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống kỳ vọng sẽ cải thiện trong Q4/21 và ít nhất đạt mức 12% cho cả năm 2021. Vì chúng tôi tin rằng việc Việt Nam bình thường hóa kể từ tháng 10 kết hợp với các gói hỗ trợ hiện tại của Chính phủ và lãi suất cho vay thấp sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp quay trở lại hoạt động và vay mới phục vụ cho hoạt động của họ, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

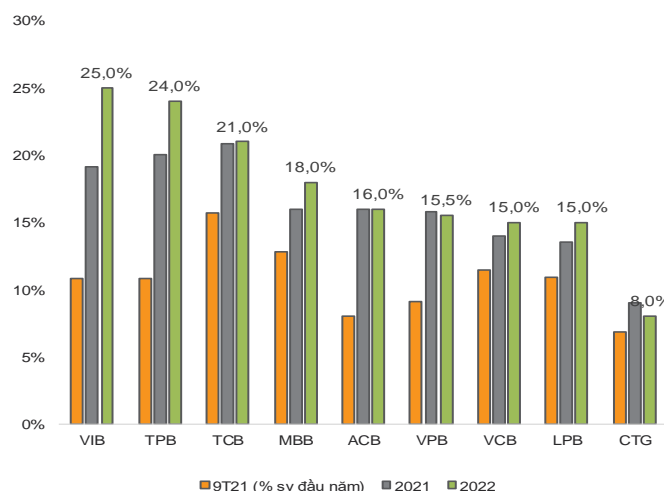
Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn ngành năm 2022 đạt mức 13-14%, được hỗ trợ bởi: (1) hoạt động sản xuất và thương mại phục hồi mạnh mẽ nhờ sự gia tăng của nhu cầu trong và ngoài nước; (2) lãi suất cho vay thấp kích thích nhu cầu vay mua nhà; và (3) tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công cao hơn.

Hình 82: Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt mức 12% năm 2021 và tăng lên mức 13-14% năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SBV

Hình 83: Dự báo tăng trưởng cho vay năm 2022 các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

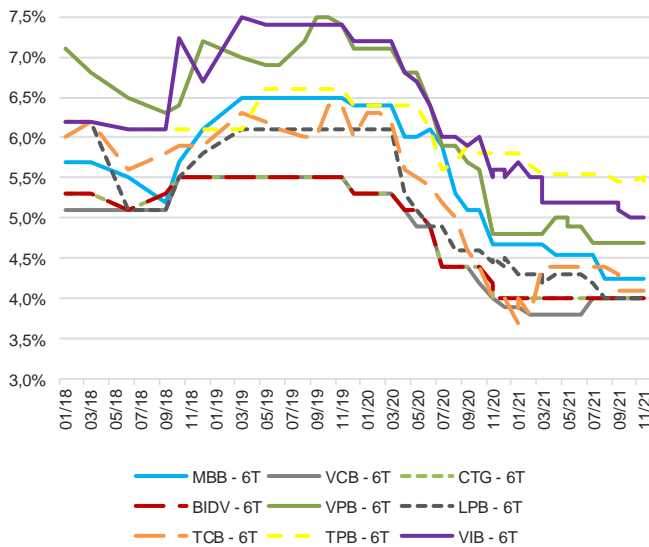
**NIM của các ngân hàng khó tăng mạnh trong năm 2022**

**NIM trong năm 2021 cải thiện nhờ vào chi phí vốn thấp**

Các ngân hàng tiếp tục ghi nhận tỷ suất sinh lợi trên tài sản sinh lãi giảm do động thái giảm lãi vay nhằm hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng từ dịch Covid-19 (như đã thực hiện trong năm 2020). Đối với các ngân hàng niêm yết có vốn nhà nước (SOCBs), tỷ suất này đã giảm 55 điểm cơ bản trong 9T21 xuống còn 5,8% từ mức 6,4% năm 2020 (-75 điểm cơ bản svck); trong khi đó các ngân hàng tư nhân niêm yết giảm 47 điểm cơ bản trong 9T21 xuống 8,3% từ mức 8,7% (-72 điểm cơ bản svck).

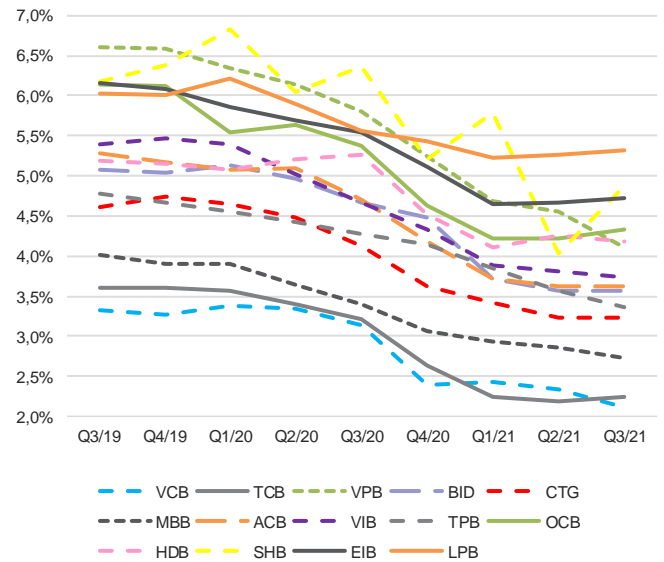
Thực hiện Nghị quyết số 63/NQ-CP của Chính phủ và chỉ đạo của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), các ngân hàng đã đồng thuận giảm lãi suất cho vay từ ngày 15/07/2021 đến hết năm 2021 với tổng số tiền lãi giảm cho khách hàng ước tính 20.613 tỷ đồng. Tính đến cuối tháng 10, tổng số tiền lãi đã giảm lũy kế của 16 ngân hàng thương mại (NHTM) là 15.559 tỷ đồng (75,48% cam kết). Cuối Q3/21, tổng nợ tái cơ cấu của các ngân hàng: ACB, TCB, VIB, TPB, VCB, VPB, BID, CTG, HDB và MBB đạt 82.441 tỷ đồng (chiếm 0,8% dư nợ toàn hệ thống cuối Q3/21).

**Hình 84: Lãi suất tiền gửi tiếp tục giảm trong 9T21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 85: ...theo đó chi phí vốn của các ngân hàng cũng giảm**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chi phí vốn (COF) trung bình của các SOCBs niêm yết giảm 56 điểm cơ bản còn 3,3% trong 9T21 (-85 điểm cơ bản svck); các ngân hàng tư nhân niêm yết cũng ghi nhận COF giảm 76 điểm cơ bản trong 9T21 xuống mức 3,9% (-106 điểm cơ bản svck). Chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN đã giúp các ngân hàng giảm chi phí vốn (COF).

Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 6 tháng dao động trong khoảng 4-6% trong 9T21, giảm 10% từ mức 14-15% trong 2010-2011 và đây cũng là mức giảm mạnh nhất trong khu vực Đông Nam Á do lạm phát tại Việt Nam hiện vẫn được kiểm soát tốt.

Kết quả của việc giảm COF và tỷ suất sinh lời trên tài sản trong 9T21, NIM của các ngân hàng vốn nhà nước giảm nhẹ 11 điểm cơ bản và đạt 3% trong 9T21 (+32 điểm cơ bản svck). Ngược lại, NIM trung bình của các ngân hàng tư nhân tăng 1 điểm cơ bản lên 4,6% (+28 điểm cơ bản svck), tuy nhiên mức tăng giảm của các ngân hàng có sự khác biệt. Chúng tôi nhận thấy những ngân hàng có lợi thế chi phí vốn dựa trên tỷ lệ CASA cao hoặc ghi nhận tăng trưởng tín dụng tốt đều đã duy trì/mở rộng NIM trong 9T21 – SHB +105 đcb, TCB +75 đcb, BID +72 đcb, ACB +67 đcb.

Một số ngân hàng đã cải thiện NIM trong 9T21. Chúng tôi dự kiến NIM Q4/21 của các ngân hàng sẽ tương đương với quý 3, do đó chúng tôi tin NIM trong năm 2021 cải thiện chủ yếu nhờ vào giai đoạn nửa đầu năm.

Hình 86: NIM cải thiện trong 9T21

	Lợi suất tài sản giảm	Chi phí vốn giảm	Biến động NIM
SHB	-49	-146	105
TCB	-20	-120	75
BID	-45	-128	72
ACB	-60	-128	67
CTG	-64	-104	32
LPB	-27	-61	32
TPB	-57	-84	28
VIB	-76	-117	28
MBB	-51	-81	26
EIB	-66	-80	5
VCB	-116	-22	(9)
VPB	-191	-171	(30)
HDB	-124	-76	(54)
<b>Trung bình</b>	<b>(73)</b>	<b>(101)</b>	<b>29</b>

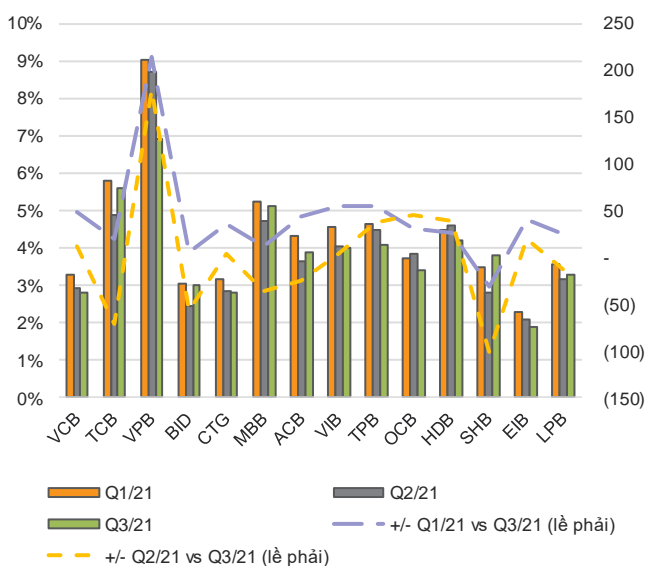
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 87: NIM của các ngân hàng từ năm 2018

NIM	2018	2019	2020	9T21
SHB	-3	49	31	105
TCB	36	22	55	75
BID	-3	-21	-19	72
ACB	11	0	11	67
CTG	-72	81	-1	32
LPB	-48	26	-20	32
TPB	75	43	36	28
VIB	67	16	11	28
MBB	39	36	-16	26
EIB	19	-14	1	5
VCB	29	34	-18	(9)
VPB	7	65	-64	(30)
HDB	-3	65	-1	(54)
<b>Trung bình</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>29</b>

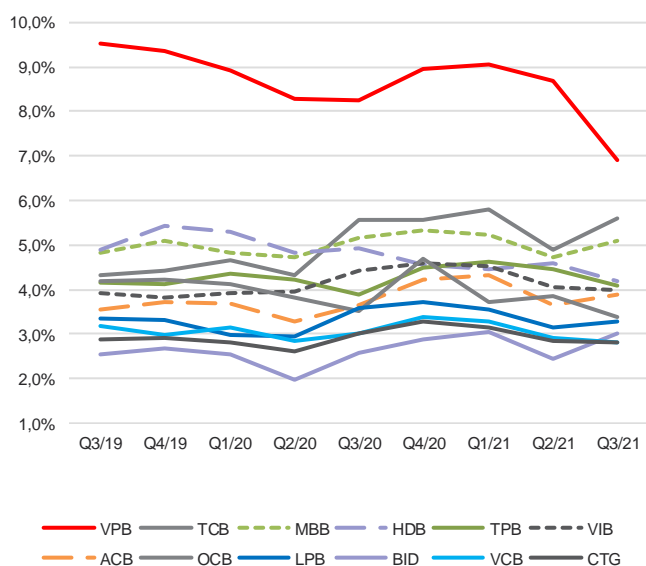
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 88: NIM trong Q3 thấp nhất trong 3 quý (ngoại trừ SHB)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 89: NIM của các ngân hàng theo quý

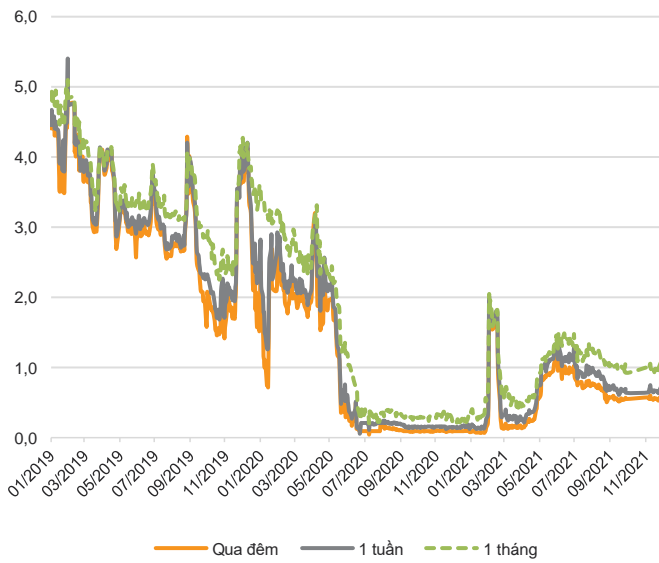


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm, tuy nhiên lãi suất tiền gửi sẽ tăng trở lại trong năm sau**

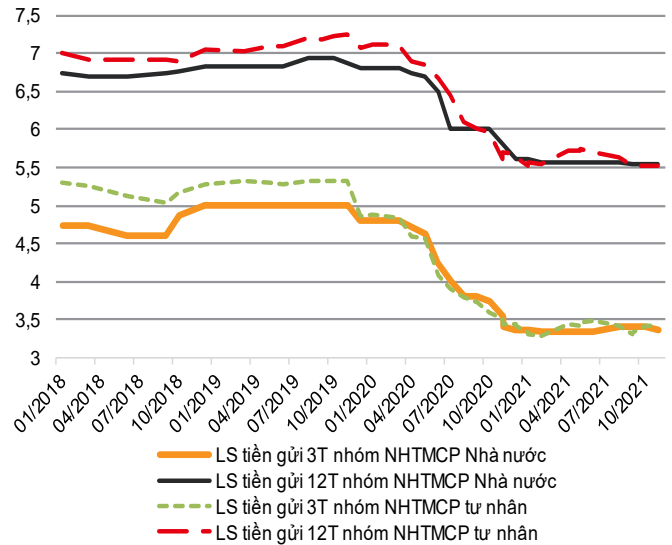
Tính đến 01/11/2021, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 tháng không đổi so với cuối năm 2020, trong khi đó lãi suất kỳ hạn 12 tháng giảm 10 điểm phần trăm (đạt 5,53%/năm) so với cuối năm 2020. Lãi suất liên ngân hàng đã phục hồi trở lại, dù vậy vẫn ghi nhận thấp so với giai đoạn trước dịch bệnh.

Hình 90: Lãi suất tiền gửi liên ngân hàng tăng trở lại (đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 91: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tiếp tục giảm (đơn vị: %)



Nguồn: Ngân hàng thương mại, VNDIRECT RESEARCH

Liên quan đến lãi suất cho vay, NHNN đã áp dụng “gói cấp bù lãi suất” 3.000 tỷ, tức các ngân hàng sẽ cho vay khoảng 100.000 tỷ với lãi suất 3-4%/năm đối với các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nặng nề từ dịch Covid-19. Thêm vào đó, Chính phủ cũng có dự định nâng quy mô gói lên 10.000-20.000 tỷ, tập trung hỗ trợ các khách hàng như (1) doanh nghiệp vừa và nhỏ, (2) các doanh nghiệp tham gia vào những dự án quốc gia, và (3) các doanh nghiệp trong ngành du lịch, hàng không, vận tải... Dựa trên các chính sách hỗ trợ này, chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay trung bình sẽ giảm 10-30 điểm cơ bản trong năm 2021.

Ngược lại, lãi suất tiền gửi sẽ khó duy trì ở mức thấp như hiện tại do (1) nhu cầu huy động vốn tăng dựa trên tín dụng tăng, (2) áp lực lạm phát trong năm 2022, (3) sự cạnh tranh từ các kênh đầu tư hấp dẫn như bất động sản và chứng khoán. Theo đó, lãi suất tiền gửi sẽ tăng 30-50 điểm cơ bản trong năm 2022. Chúng tôi dự đoán lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tại các NHTM sẽ tăng lên mức 5,9-6,1%/năm vào cuối năm 2022, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức 6,8%/năm trước giai đoạn dịch bệnh.

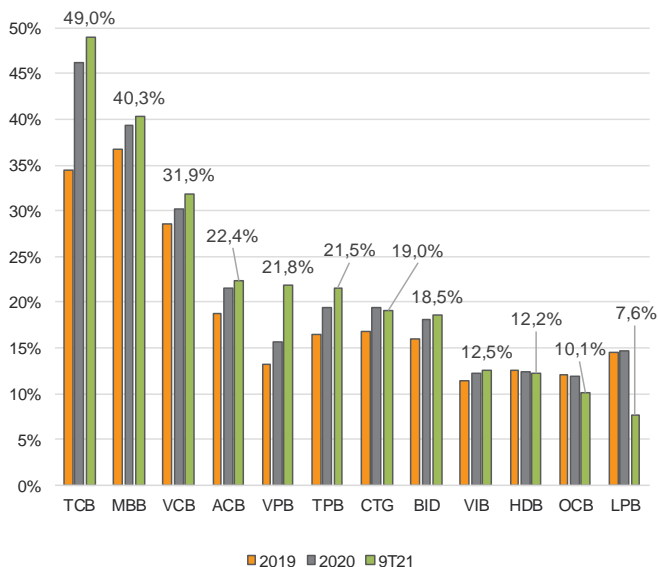
Trong trường hợp Thông tư 08/2021/TT-NHNN không được gia hạn thêm 1 năm nữa, tỷ lệ tối đa vốn ngắn hạn cho vay dài hạn sẽ giảm từ mức 37% xuống 34% bắt đầu từ ngày 01/10/2022; đồng nghĩa với việc các ngân hàng sẽ phải giảm nguồn vốn ngắn hạn hoặc tăng cho vay trung và dài hạn để đáp ứng yêu cầu nói trên.

Việc cải thiện hệ số NIM trong năm sau có thể sẽ không đồng đều giữa các ngân hàng. Theo chúng tôi, các ngân hàng có thể cải thiện NIM trong năm sau khi sở hữu những lợi thế cạnh tranh như:

- Hệ số CASA cao hoặc tỷ lệ LDR thấp: giúp giảm được chi phí vốn trong bối cảnh lãi suất cho vay giảm
- Có khả năng vay vốn nước ngoài: giúp các ngân hàng vay được vốn với lãi suất thấp trong bối cảnh tỷ giá ổn định.
- Có khả năng mở rộng cho vay cá nhân, theo đó gia tăng tỷ suất lợi nhuận.

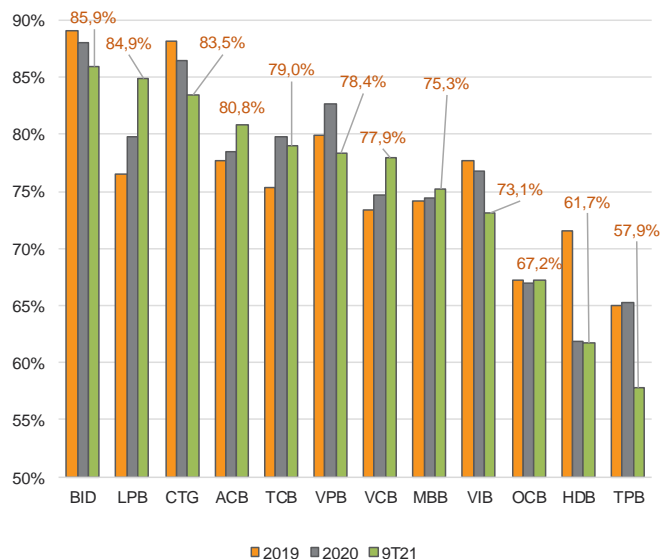


**Figure 92: TCB đạt hệ số CASA cao nhất trong số các ngân hàng tại cuối Q3/21**



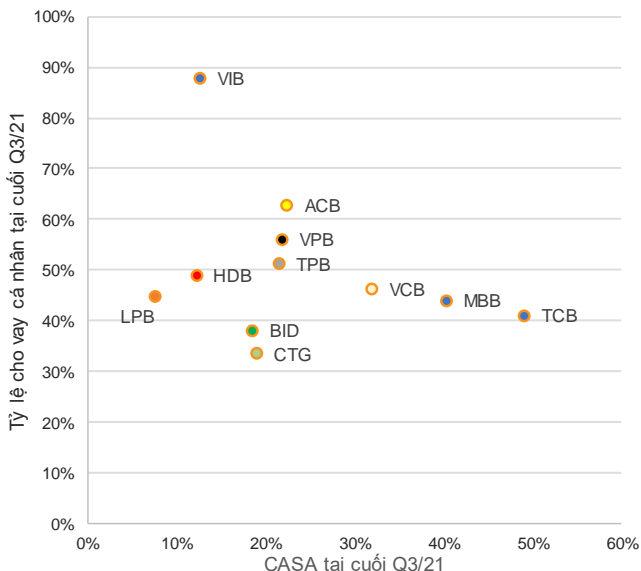
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Figure 93: Tỷ lệ cho vay trên tổng tiền gửi từ năm 2019**



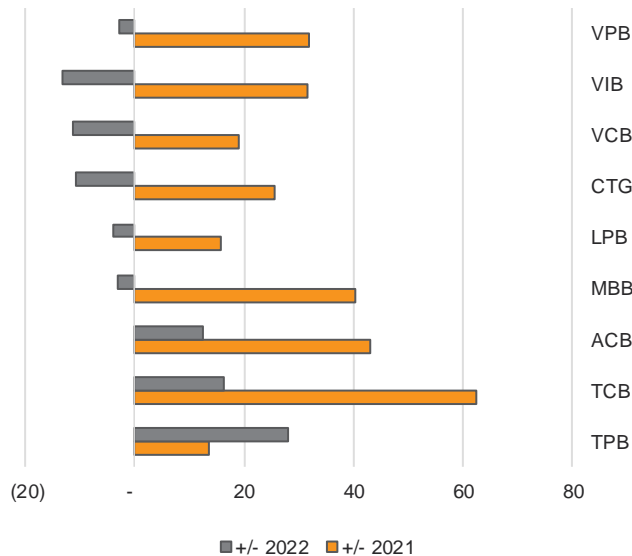
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 94: Tổng hợp hệ số CASA và tỷ lệ cho vay cá nhân của các ngân hàng tại cuối Q3/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 95: Dự phóng NIM năm 2022 đối với các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi (svck)**



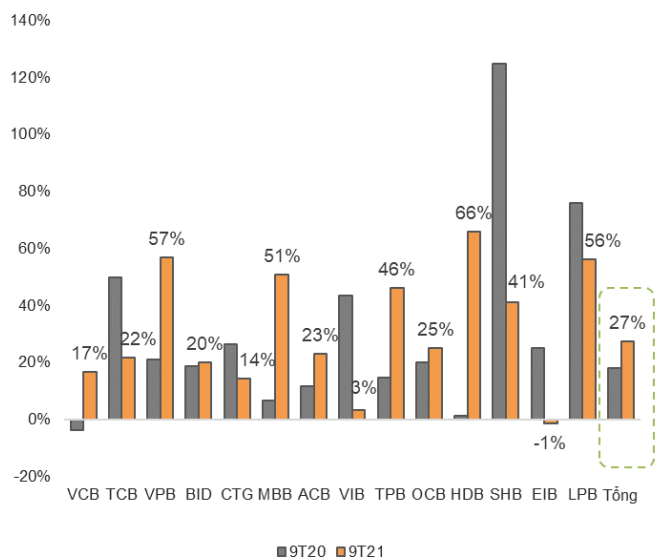
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Bảo hiểm tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng thu nhập ngoài lãi**

Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi 9T21 tăng 27% svck. Trong đó, thu nhập từ phí (đóng góp 47% trong tổng thu nhập ngoài lãi) tăng 30% svck. Nhìn chung, tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng có sự khác biệt. Trong khi đa phần các ngân hàng đều tăng trưởng 2 chữ số svck; riêng VIB và EIB chỉ tăng 3,2% svck và giảm 1,3% svck.

**Hình 96: Thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng tăng mạnh, trừ VIB và EIB**

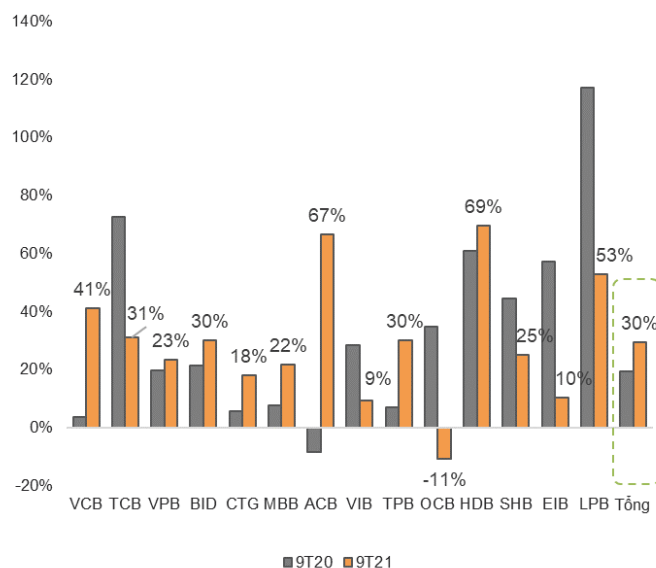
Số liệu cho giai đoạn 9T21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 97: Thu nhập từ phí toàn ngành tăng trưởng 30% svck**

Số liệu cho giai đoạn 9T21

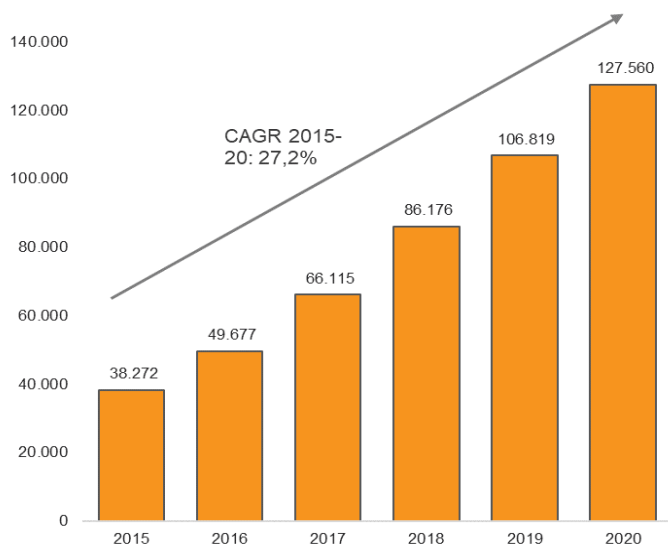


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng thu nhập ngoài lãi ổn định vào năm tới dựa vào thu nhập từ phí; và bảo hiểm sẽ là nhân tố chính đóng góp vào sự tăng trưởng nói trên. Đa số các ngân hàng đã tập trung phát triển và gia tăng thu nhập từ bảo hiểm trong vài năm qua bằng cách hợp tác với các đối tác như Prudential, Dai-ichi Life, Manulife, và FWD.

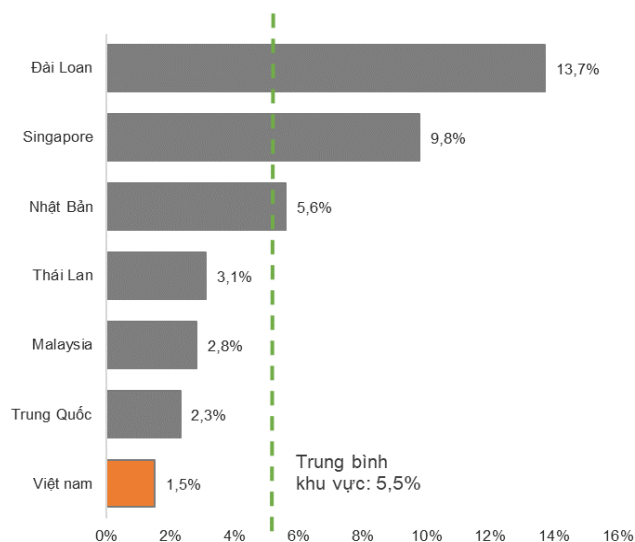
Thị trường bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam đã tăng trưởng rất mạnh trong 6 năm vừa qua (tăng trưởng kép 27%). Chúng tôi tin rằng với (1) tỷ lệ thâm nhập thị trường thấp so với các nước khác (1,5% so với mức trung bình khu vực 5,5%), (2) mức độ hiểu biết về các sản phẩm bảo hiểm được cải thiện, (3) xu hướng chuyển đổi số, (4) thu nhập bình quân trên đầu người gia tăng cùng với sự hồi phục của nền kinh tế hậu Covid-19, thị trường bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong tương lai.

**Hình 98: Tổng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ (GWP) tại Việt Nam (tỷ đồng)**



Nguồn: BỘ TÀI CHÍNH VIỆT NAM

**Hình 99: Tỷ lệ thâm nhập thị trường (GWP/GDP) so với khu vực, năm 2020**



Nguồn: FIINRESEARCH

**Nợ xấu đã gia tăng tại các ngân hàng vào cuối Q3/21**

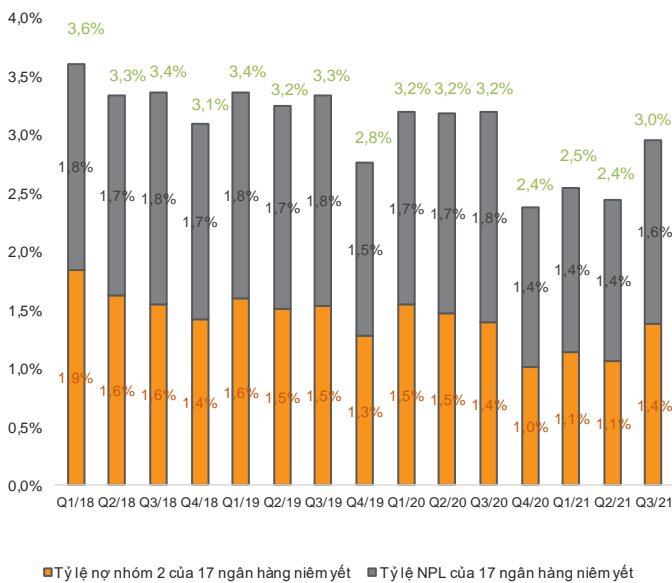
Chi phí tín dụng (dự báo cả năm) trung bình và tỷ lệ xóa nợ trong 9T21 cao hơn so với mức trong 6T21. Tuy nhiên so với mức ở cuối Q2/21, tỷ lệ nợ xấu (NPL) trung bình đã tăng trong khi tỷ lệ bao nợ xấu trung bình (LLR) giảm vào cuối Q3/21.

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) bình quân tăng lên 1,64% vào cuối Q3/21 từ mức 1,49% vào cuối Q2/21 hoặc 1,54% vào cuối năm 2020. Việc áp dụng giãn cách xã hội trên toàn quốc trong Q3/21 không chỉ kìm hãm tăng trưởng tín dụng mà còn khiến nợ xấu tăng nhanh. Cụ thể, trong khi tổng dư nợ cho vay của 17 ngân hàng niêm yết tăng 1,4% so với quý trước, thì tổng nợ xấu của các ngân hàng này lại tăng 15,8% so với quý trước trong Q3/21. Tuy nhiên, điểm tích cực là tỷ lệ nợ xấu nhóm 5 tiếp tục được cải thiện. Tỷ lệ nợ xấu nhóm 5 giảm nhẹ xuống 0,75% vào cuối Q3/21 từ mức 0,78% vào cuối Q2/21. Top 5 ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất không thay đổi vào cuối Q3/21, bao gồm TCB (0,6%), ACB (0,8%), MBB (0,9%), TPB (1%) và VCB (1,2%).

Nợ cơ cấu lại cũng tăng lên ở các ngân hàng vào cuối 9T21, làm tăng tỷ trọng của nó trong dư nợ vay của các ngân hàng. Tại thời điểm cuối Q3/21, tổng dư nợ cơ cấu lại của 10 ngân hàng, bao gồm 3 SOCBs (VCB, CTG, BID) và 7 ngân hàng tư nhân niêm yết hàng đầu (TCB, ACB, MBB, VPB, VIB, TPB, HDB), tăng lên 82.441 tỷ đồng (chiếm từ 0,7% đến 5% dư nợ vay các ngân hàng này) từ mức 43.031 tỷ đồng vào cuối Q2/21.

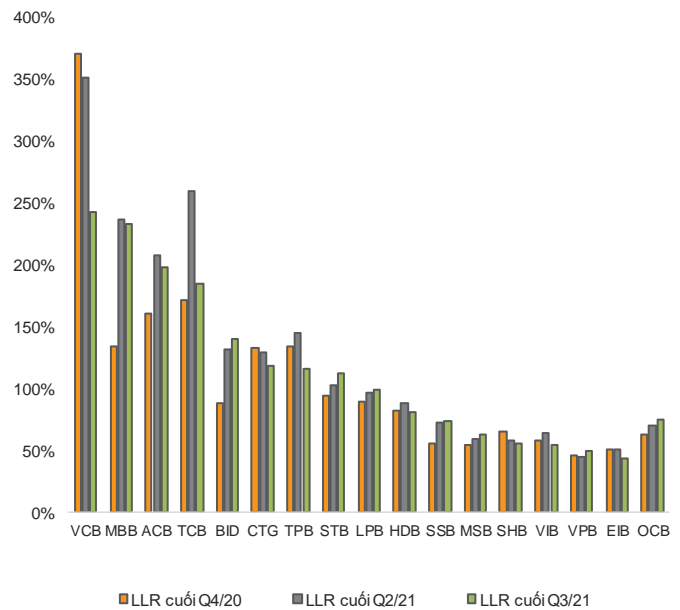
Chi phí tín dụng tiếp tục tăng mạnh trong Q3/21. Chi phí tín dụng bình quân (dự báo cả năm) của 17 ngân hàng niêm yết đã tăng lên 1,6% trong 9T21 từ mức 1,5% trong 6T21 hoặc 1,4% trong năm 2020. Tuy nhiên, bình quân tỷ lệ chi phí dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng giảm nhẹ xuống 31,9% trong 9T21 từ mức 32,3% trong 9T20, nhờ các ngân hàng đạt được tăng trưởng thu nhập cao hơn và hệ số CIR cải thiện. Các ngân hàng trích lập dự phòng nhiều nhất trong 9T21 bao gồm BID (68,4%), VPB (53,7%), CTG (50,2%). Trong khi đó, tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) bình quân giảm xuống 113,8% vào cuối Q3/21 từ mức 127,3% vào cuối Q2/21, nhưng cao hơn mức 108,6% vào cuối năm 2020. Top 5 ngân hàng có LLR cao nhất là VCB (242,9%), MBB (232,8%), ACB (197,7%), TCB (184,4%) và BID (140,2%).

**Hình 100: Nợ xấu gia tăng tại các ngân hàng cuối Q3/21**



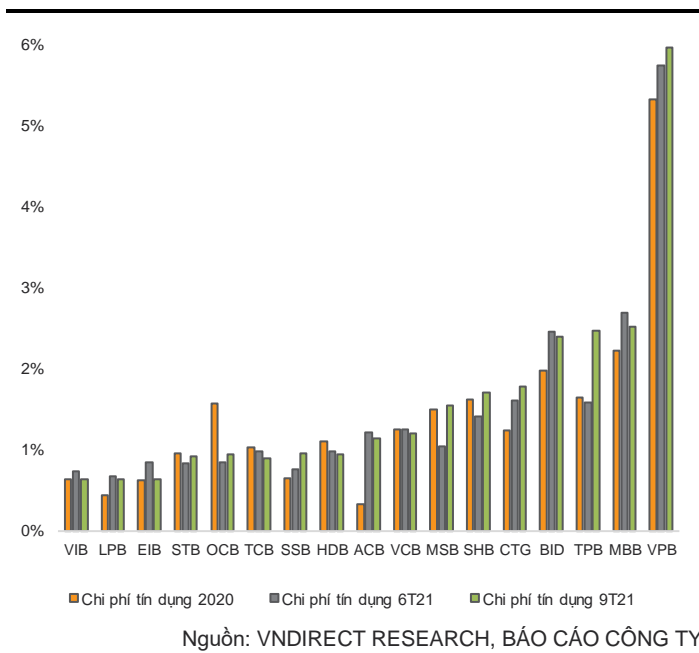
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 101: Tỷ lệ bao nợ xấu ngân hàng suy giảm cuối Q3/21**

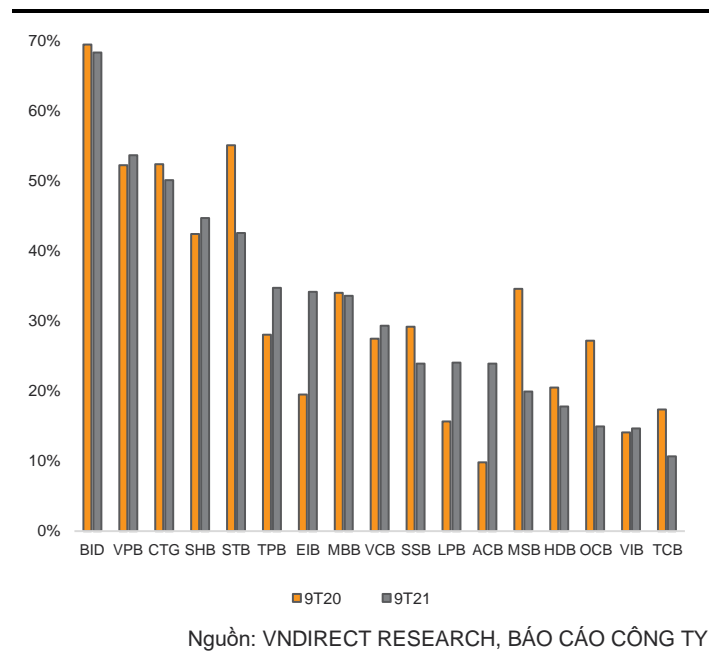


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 102: Chi phí tín dụng tiếp tục tăng trong 9T21**



**Hình 103: Tỷ lệ chi phí dự phòng/lợi nhuận trước dự phòng 9T21**



Chúng tôi kỳ vọng rằng dưới sự phục hồi của nền kinh tế, các doanh nghiệp sẽ hoạt động trở lại và thanh toán các nghĩa vụ nợ của mình, giúp giảm sự gia tăng nợ xấu của các ngân hàng. Trong khi đó, chúng tôi quan sát thấy các ngân hàng đã chủ động tăng trích lập dự phòng và xóa nợ xấu để duy trì chất lượng tài sản trong tầm kiểm soát, làm tăng chi phí tín dụng trong 9T21. Các ngân hàng có khẩu vị rủi ro thấp, mức độ tập trung khách hàng thấp hơn hoặc tệp khách hàng đa dạng hơn được kỳ vọng sẽ ít áp lực hơn trong việc đối mặt sự gia tăng nợ xấu. Chúng tôi yêu thích TCB, ACB, và VCB vì các ngân hàng này tiếp tục duy trì kiểm soát tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành và có nguồn dự phòng khổng lồ.

**Tái cân đối giữa mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận và kiểm soát chất lượng tài sản trong năm 2022**

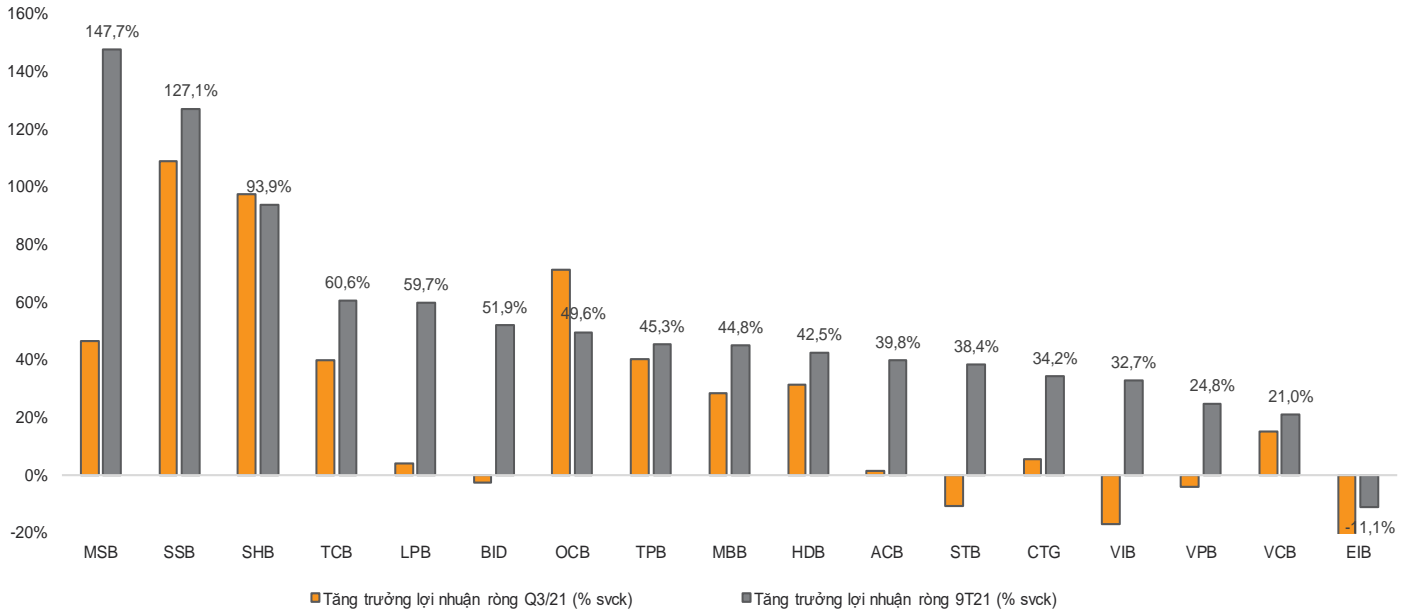
**Kết quả hoạt động kinh doanh của các ngân hàng niêm yết trong 9T21**

Tổng thu nhập lãi thuần (NII) trong Q3/21 của 17 ngân hàng niêm yết tăng 20% so với cùng kỳ nhờ dư nợ vay tăng 17,6% so với cùng kỳ và biên lãi ròng (NIM) bình quân không đổi svck ở mức 3,8%. Tổng thu nhập ngoài lãi (Non-II) chỉ tăng 7,2% svck do tổng thu nhập phí thuần (NFI) giảm 1% svck. Về chi phí, tỷ lệ chi phí trên thu nhập bình quân (CIR) giảm xuống 36,1% trong Q3/21 từ 40,1% trong Q3/20, trong khi chi phí dự phòng tăng 30,9% sv cùng kỳ. Do đó, lợi nhuận ròng tăng 17,9% svck trong Q3/21, thấp hơn mức 36,2% svck trong Q2/21.

Trong 9T21, tổng lợi nhuận ròng của 17 ngân hàng niêm yết (với tổng dư nợ cho vay chiếm 65,3% tín dụng hệ thống vào cuối Q3/21) tăng 42,6% svck, cao hơn mức tăng 11,9% svck trong 9T20. Tăng trưởng thu nhập hoạt động tốt hơn và hệ số CIR giảm hơn bù đắp cho việc gia tăng chi phí dự phòng ở các ngân hàng. Tổng lợi nhuận ròng của 3 SOCBs (chiếm 33,5% tổng lợi nhuận ròng của 17 ngân hàng niêm yết) tăng 31,5% svck trong 9T21, cao hơn mức tăng 0,7% svck trong 9T20.

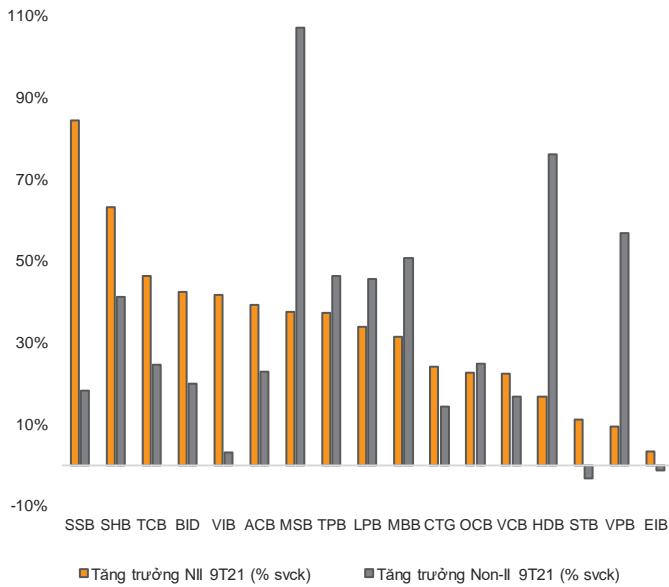
Do tác động của Covid-19, hầu hết các ngân hàng Việt Nam tập trung vào việc kiểm soát chi phí hoạt động, giúp hạ tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) và cải thiện tăng trưởng lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) trong 9T21. Chúng tôi kỳ vọng hệ số CIR của các ngân hàng 2021-22 sẽ duy trì ở mức 9T21.

**Hình 104: Việc giãn cách xã hội trên toàn quốc vừa qua đã làm ảnh hưởng lợi nhuận của 1 số ngân hàng trong Q3/21. Tuy nhiên, nhìn chung 9T21, các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn cùng kỳ**



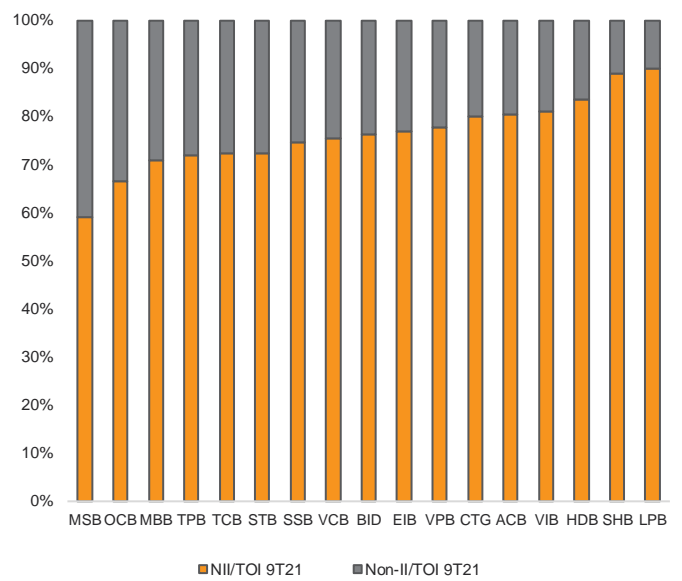
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 105: Hầu hết các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng NII và Non-II tốt hơn svck trong 9T21**



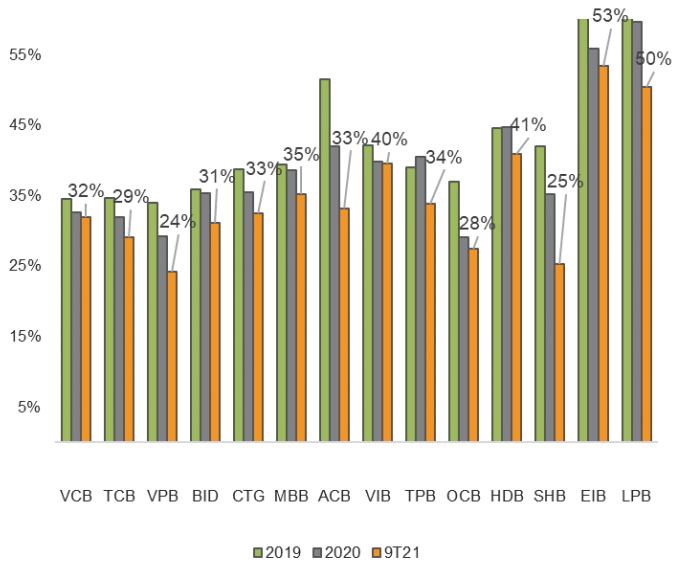
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 106: Cơ cấu tổng thu nhập hoạt động (TOI) của các ngân hàng 9T21**



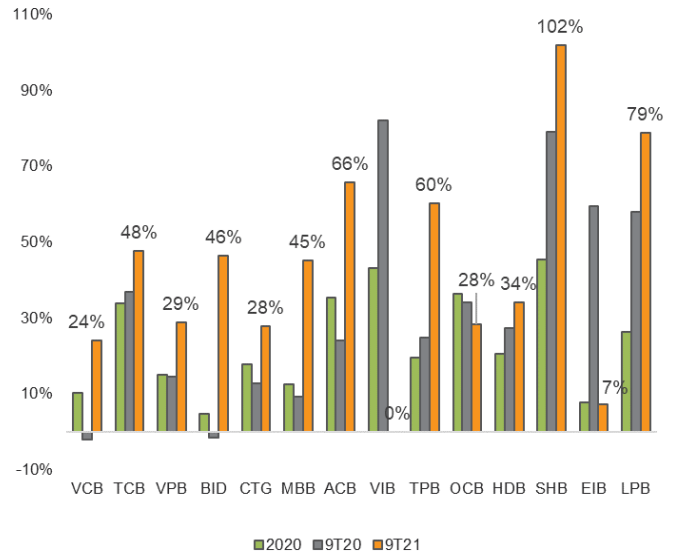
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 107: Tỷ lệ CIR thấp trong 9T21...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 108: ... đã hỗ trợ đà tăng của thu nhập trước trích lập dự phòng 9T21 (svck)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 của các ngân hàng sẽ chậm lại**

Chúng tôi cho rằng việc cải thiện NIM sẽ chậm lại trong nửa cuối năm 2021 và thậm chí giảm vào năm 2022 do các ngân hàng đã được yêu cầu thực hiện nghiêm túc việc hạ lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng. Mặt khác, chúng tôi thấy chất lượng tài sản của các ngân hàng có suy giảm nhẹ với tỷ lệ nợ xấu trung bình tăng lên 1,64% vào cuối Q3/21 từ mức 1,49% vào cuối Q2/21. Ngoài ra, nợ tái cơ cấu toàn hệ thống đã tăng lên 250 nghìn tỷ đồng (2,5% tín dụng hệ thống) vào cuối tháng 11 từ mức 227 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 8, theo NHNN. Do đó, các ngân hàng sẽ phải cân bằng lại giữa mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận và kiểm soát chất lượng tài sản trong bối cảnh NIM thấp hơn và khẩu vị rủi ro ngày càng tăng. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng trong danh mục của chúng tôi sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận 25% svck năm 2021 và 19% năm 2022.

Hình 109: Dự báo tăng trưởng của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi năm 2021-22

Kết quả hoạt động kinh doanh	VCB		CTG		TCB		VPB		MBB		ACB		VIB		TPB		LPB	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Thu nhập lãi thuần	10,8%	15,7%	12,3%	10,3%	31,3%	21,7%	17,8%	16,2%	26,8%	15,3%	29,4%	18,6%	35,5%	18,4%	24,7%	25,2%	21,7%	12,5%
Thu nhập ngoài lãi	31,8%	27,5%	17,8%	18,1%	20,7%	19,5%	38,1%	12,2%	32,3%	18,9%	52,6%	12,4%	5,9%	28,0%	2,0%	35,8%	-10,2%	17,8%
Tổng thu nhập hoạt động (TOI)	16,2%	19,2%	13,5%	12,1%	28,0%	21,1%	21,3%	15,4%	28,3%	16,3%	34,0%	17,2%	28,3%	20,3%	18,7%	27,6%	17,4%	13,1%
Tổng chi phí hoạt động	27,9%	19,2%	15,1%	14,4%	20,3%	25,1%	12,2%	24,0%	13,0%	19,7%	38,8%	17,2%	20,9%	21,9%	8,5%	34,5%	-4,9%	26,8%
LN trước dự phòng (PPOP)	10,6%	19,2%	12,6%	10,8%	31,6%	19,3%	25,0%	12,2%	37,8%	14,5%	30,5%	17,2%	33,3%	19,3%	25,6%	23,6%	50,6%	0,2%
Chi phí dự phòng (%/PPOP)	27,1%	23,7%	48,1%	47,0%	11,1%	9,3%	51,1%	50,8%	32,5%	28,7%	6,6%	6,4%	14,0%	16,1%	25,5%	25,3%	24,4%	14,4%
LN trước thuế	15,3%	24,8%	0,0%	13,0%	36,4%	21,7%	29,7%	12,9%	46,2%	21,0%	33,9%	17,5%	33,4%	16,4%	31,5%	24,0%	46,7%	13,4%
LN ròng	15,3%	24,8%	-3,2%	11,0%	39,2%	21,7%	29,7%	13,0%	47,5%	21,0%	33,9%	17,5%	33,4%	16,4%	31,5%	24,0%	49,2%	13,4%
<b>Các chỉ số chính</b>																		
Tăng trưởng cho vay	14,0%	15,0%	9,0%	8,0%	20,9%	21,0%	15,6%	17,1%	16,0%	18,0%	16,0%	16,0%	19,1%	25,0%	20,0%	24,0%	13,5%	15,0%
Tăng trưởng tiền gửi của KH	12,0%	13,0%	9,5%	10,5%	17,0%	15,0%	15,8%	15,5%	15,0%	13,5%	13,5%	15,0%	22,0%	23,0%	16,0%	20,0%	15,0%	16,0%
Biên lãi thuần (NIM)	3,1%	3,0%	3,1%	3,0%	5,5%	5,7%	9,0%	9,0%	5,1%	5,1%	4,1%	4,2%	4,4%	4,2%	4,6%	4,9%	3,3%	3,3%
Tỷ lệ NPL	1,2%	1,2%	0,6%	0,3%	0,6%	0,7%	2,8%	2,7%	0,7%	1,2%	0,6%	0,5%	1,5%	1,6%	1,1%	1,1%	1,1%	1,3%
Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	224,8%	229,0%	186,4%	311,8%	142,6%	139,5%	62,3%	69,5%	158,6%	103,6%	168,7%	174,7%	67,0%	71,3%	133,6%	109,8%	103,8%	97,2%
Chi phí tín dụng	1,1%	1,0%	1,5%	1,5%	0,9%	0,7%	5,6%	5,8%	2,3%	2,0%	0,3%	0,3%	0,7%	0,8%	1,5%	1,5%	0,6%	0,3%
Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR)	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	30,0%	31,0%	27,0%	30,0%	34,0%	35,0%	43,5%	43,5%	37,5%	38,0%	37,0%	39,0%	48,4%	54,3%
Tỷ lệ an toàn vốn (CAR)	9,9%	10,4%	8,1%	8,3%	15,4%	15,8%	16,8%	16,9%	10,3%	10,6%	12,5%	13,6%	10,6%	10,9%	13,9%	13,9%	8,2%	8,3%
ROA	1,5%	1,7%	0,9%	1,0%	3,6%	3,7%	3,0%	2,9%	2,3%	2,4%	2,2%	2,2%	2,3%	2,2%	2,1%	2,2%	1,1%	1,1%
ROE	19,7%	20,6%	14,8%	14,6%	20,7%	20,5%	19,3%	16,1%	23,1%	23,0%	25,3%	23,3%	29,4%	26,0%	21,7%	20,0%	17,8%	17,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Cổ phiếu yêu thích của chúng tôi là VCB, TCB, và ACB

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng tốc vào năm 2022 nhờ xuất khẩu tăng trưởng mạnh mẽ, nhu cầu phục hồi và các chính sách tài khóa hỗ trợ. Và, ngân hàng sẽ là đại diện tiêu biểu cho sự hồi sinh kinh tế Việt Nam. Ngoài ra, về phân tích dòng tiền, thanh khoản thị trường tăng ổn định từ đầu năm đến nay do bối cảnh môi trường lãi suất huy động thấp. Chúng tôi nhận thấy xu hướng này sẽ còn kéo dài hơn nữa, thậm chí đến năm 2022, được hỗ trợ bởi số lượng tài khoản cá nhân mở mới ngày càng tăng trong 2 tháng qua. Chiếm 1/4 giá trị vốn hóa thị trường, rõ ràng, ngành ngân hàng là một trong những ngành được hưởng lợi lớn nhất từ sự tham gia ngày càng tăng của các nhà đầu tư cá nhân.

Dự đoán tăng trưởng lợi nhuận của ngành ngân hàng nhiều khả năng chậm lại trong vài quý tới, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có các đặc điểm sau:

- Trong bối cảnh tín dụng phục hồi yếu, chúng tôi cho rằng các ngân hàng có khả năng đẩy mạnh tín dụng, hoặc có khả năng để nâng cao tỷ trọng thu nhập ngoài lãi (thông qua bancassurance, dịch vụ ngân hàng đầu tư, kinh doanh ngoại hối...) sẽ là những NH chiếm ưu thế.
- Trong bối cảnh cạnh tranh tiền gửi ít gay gắt hơn và thanh khoản dồi dào, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có khả năng thúc đẩy vay cá nhân để có được lợi suất tài sản tốt hơn.
- Do lo ngại về khả năng nợ xấu tăng cao trong một vài quý tiếp theo, chúng tôi cho rằng các ngân hàng có chất lượng tài sản vững chắc và có nguồn dự phòng dồi dào sẽ là sự lựa chọn hợp lý.

### Do đó VCB, TCB và ACB là cổ phiếu tiêu điểm của chúng tôi.

Rủi ro chính là việc xuất hiện các biến thể mới của chủng virus cản trở sự hồi phục của nền kinh tế; và lạm phát cao hơn dự kiến cản trở việc mở rộng cho vay.

Hình 110: So sánh các ngân hàng cùng vị thế (Giá tại ngày 26/11/2021)

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá	Giá	Vốn hóa	P/B (x)		P/E (x)		Tăng	ROE (%)		ROA (%)	
			đồng cửa	mục tiêu		Triệu USD	2021	2022	2021	2022	trưởng kép EPS 3 năm	2021	2022	2021
			(nội tệ)	(nội tệ)						%				
Agricultural Bank of China	1288 HK	N/A	2,7	3,79	192.462	0,4	0,3	3,3	3,1	7,1%	10,9%	10,9%	0,8%	0,8%
Bank of China	3988 HK	N/A	2,8	3,80	159.952	0,3	0,3	3,4	3,1	7,4%	10,4%	10,4%	0,8%	0,8%
China Merchants Bank	3968 HK	N/A	62,9	72,50	246.301	1,8	1,6	11,5	9,8	16,4%	16,6%	17,4%	1,3%	1,4%
Bank of Communications	3328 HK	N/A	4,7	5,58	60.801	0,4	0,3	3,5	3,3	7,7%	10,4%	10,4%	0,8%	0,8%
<b>Trung bình NH Trung Quốc</b>						<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>	<b>9,6%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,3%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>
Bank Central Asia	BBCA IJ	N/A	7.450	7.908	63.944	4,5	4,1	30,2	25,9	14,7%	15,8%	16,6%	2,7%	2,9%
Bank Rakyat Indonesia	BBRI IJ	N/A	4.160	4.861	43.816	2,2	2,0	20,7	15,0	27,1%	11,8%	14,0%	1,8%	2,3%
Bank Mandiri	BMRI IJ	N/A	7.225	8.367	23.475	1,7	1,5	13,4	10,8	19,4%	12,9%	14,8%	1,7%	1,9%
Bank Negara Indonesia	BBNI IJ	N/A	6.775	8.411	8.797	1,0	0,9	12,8	8,4	37,2%	8,5%	11,9%	1,1%	1,6%
<b>Trung bình NH Indonesia</b>						<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>19,3</b>	<b>15,0</b>	<b>24,6%</b>	<b>12,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,2%</b>
Malayan Banking Bhd	MAY MK	N/A	7,9	9,27	22.146	1,0	1,0	11,5	11,0	9,4%	9,0%	9,2%	0,9%	0,9%
Public Bank Bhd	PBK MK	N/A	3,9	4,32	17.988	1,5	1,4	13,6	12,9	9,4%	11,6%	11,4%	1,2%	1,2%
Hong Leong Bank	HLBK MK	N/A	18,2	21,62	9.306	1,2	1,1	12,3	10,7	12,3%	9,9%	10,9%	1,2%	1,4%
BIMB Holdings	BIMB MK	N/A	2,9	3,35	1.423	0,9	0,8	10,0	9,8	11,3%	9,6%	9,3%	0,9%	0,8%
<b>Trung bình NH Malaysia</b>						<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,1%</b>
Kasikombank	KBANK TB	N/A	133,0	161,50	9.318	0,7	0,6	9,0	8,1	13,3%	7,7%	8,3%	0,9%	1,0%
Siam Commercial Bank	SCB TB	N/A	124,5	141,79	12.500	1,0	0,9	12,1	10,9	13,2%	8,2%	8,8%	1,1%	1,2%
Bangkok Bank	BBL TB	N/A	114,0	149,85	6.434	0,5	0,4	8,2	7,2	12,7%	5,8%	6,2%	0,7%	0,7%
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB	N/A	58,0	69,17	1.452	1,0	0,9	8,6	7,7	11,5%	11,8%	12,2%	1,5%	1,6%
<b>Trung bình NH Thái Lan</b>						<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>9,5</b>	<b>8,5</b>	<b>12,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>
Vietcombank	VCB VN	KHẢ QUAN	105.000	118.700	17.080	3,3	2,8	21,6	17,3	22,4%	19,7%	20,6%	1,51%	1,69%
Vietinbank	CTG VN	KHẢ QUAN	34.300	41.700	7.230	1,7	1,5	15,9	13,3	13,4%	14,8%	14,6%	0,9%	1,0%
Techcombank	TCB VN	KHẢ QUAN	54.000	64.100	8.315	2,1	1,7	11,1	9,1	21,1%	20,7%	20,5%	3,6%	3,7%
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB VN	KHẢ QUAN	39.200	44.800	7.643	2,0	1,7	10,1	13,1	20,4%	19,3%	16,1%	3,0%	2,9%
Ngân hàng TMCP Quân Đội	MBB VN	KHẢ QUAN	30.300	34.500	5.021	2,0	1,6	10,0	8,3	19,3%	23,1%	23,0%	2,3%	2,4%
Ngân hàng TMCP Á Châu	ACB VN	KHẢ QUAN	34.600	41.800	4.100	2,0	1,6	9,2	7,8	18,8%	25,3%	23,3%	2,2%	2,2%
Ngân hàng TMCP Tiên Phong	TPB VN	KHẢ QUAN	47.500	52.000	2.441	2,2	1,8	11,8	9,7	23,1%	21,7%	20,0%	2,1%	2,2%
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	KHẢ QUAN	45.000	46.400	3.065	2,9	2,2	11,4	9,8	16,6%	29,4%	26,0%	2,3%	2,2%
Ngân hàng TMCP Bưu Điện Liên Việt	LPB VN	TRUNG LẬP	23.900	25.700	1.262	1,7	1,4	9,8	9,1	18,6%	17,8%	17,0%	1,1%	1,1%
<b>Trung bình NH Việt Nam</b>						<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>12,3</b>	<b>10,8</b>	<b>19,3%</b>	<b>21,3%</b>	<b>20,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Trung bình khu vực</b>						<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>11,7</b>	<b>10,0</b>	<b>15,4%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,2%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,5%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG



**Chuyên viên phân tích:**

Chu Đức Toàn

[toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

Nguyễn Thị Cẩm Tú

[tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

**BDS NHÀ Ở: HỒI PHỤC MẠNH MẼ**

**Chúng tôi nhận thấy có ba yếu tố thúc đẩy nhu cầu BDS nhà ở trong năm 2022**

**Thị trường phục hồi diện rộng giúp thúc đẩy ngành BDS trong năm 2022**

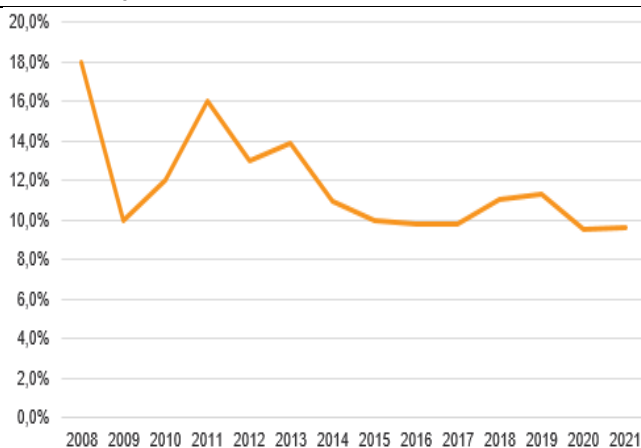
Kinh tế toàn cầu sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo kinh tế toàn cầu sẽ tăng trưởng 4,9% svck trong năm 2022. Lưu ý rằng, tốc độ tăng trưởng kinh tế toàn cầu đạt trung bình khoảng 2,8%/năm trong giai đoạn 2016 -2019 (trước đại dịch COVID-19). Là nền kinh tế có độ mở lớn, Việt Nam có nhiều dư địa để tận dụng cơ hội khi sức mua toàn cầu phục hồi. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ đạt được tỷ lệ lạm phát cao trong nửa đầu 2022. Từ đó, chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 7,5% vào năm 2022, với tốc độ tăng trưởng cao trong tất cả các ngành.

Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro lạm phát là không đáng lo ngại trong hai quý tới. Lạm phát Việt Nam đã giảm xuống 2,1% svck trong tháng 9 (so với 2,8% svck trong tháng trước). Trong 9 tháng đầu năm 2021, CPI trung bình đạt 1,8%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 4,0%. Chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ duy trì ở mức thấp trong hai quý tới trước khi tăng lên kể từ Q2/22 do (1) nhu cầu trong nước phục hồi, (2) Chính phủ không còn giảm giá điện, nước và viễn thông như trong nửa cuối năm 2021 và (3) dự kiến giá năng lượng cao trong năm 2022.

**Lãi suất vay mua nhà tiếp tục duy trì ở mức thấp giúp kích thích nhu cầu mua nhà**

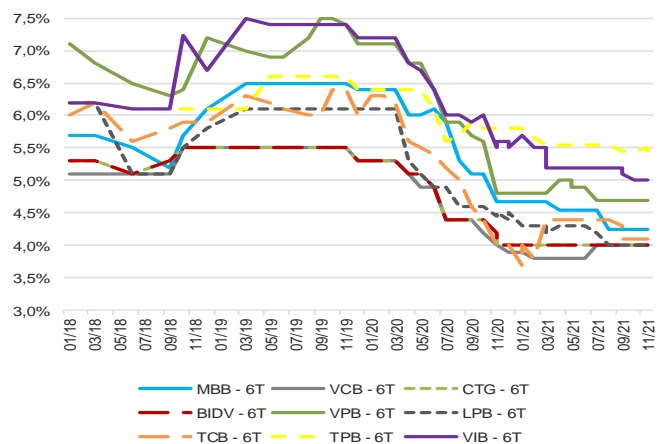
Chúng tôi nhận thấy lãi suất vay mua nhà ở các ngân hàng nội địa tương đối ổn định ở mức 9,2-9,5% trong 9T21, vẫn là mức thấp nhất trong 10 năm. Chúng tôi kỳ vọng Ngân hàng Nhà nước sẽ duy trì chính sách tiền tệ thích ứng vào năm 2022 nhờ lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát. Chúng tôi duy trì quan điểm lãi suất cho vay mua nhà sẽ vẫn được duy trì ở mức thấp ít nhất tới cuối Q2/22, từ đó sẽ hỗ trợ kích cầu bất động sản.

**Hình 111: Chúng tôi tin rằng lãi suất vay mua nhà sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp ít nhất tới cuối Q2/22**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG NỘI ĐỊA

**Hình 112: Lãi suất tiền gửi tiếp tục giảm trong 9T21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, NGÂN HÀNG NỘI ĐỊA

**Đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là động lực thúc đẩy thị trường bất động sản tăng trưởng trong tương lai**

Các biện pháp giãn cách xã hội cùng với giá nguyên vật liệu xây dựng tăng cao đã làm ảnh hưởng tiến độ thực hiện vốn đầu tư công trong Q3/21. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy đầu tư công phục hồi ổn định trong tháng 10/21 sau khi Chính phủ nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội trên toàn quốc kể từ cuối

tháng 9. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước thực hiện trong tháng 10/2021 (đầu tư công) tăng 20,4% so với tháng trước lên 41,7 nghìn tỷ đồng (-13,9% svck). Trong 10 tháng đầu năm 2021, vốn đầu tư công thực hiện giảm 8,3% svck xuống 318,6 nghìn tỷ đồng (cùng kỳ năm trước tăng trên 31,6% svck), tương đương 64,7% kế hoạch cả năm. Chính phủ đặt mục tiêu giải ngân 95% kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công năm 2021.

Do lãi suất trái phiếu chính phủ đang ở mức thấp lịch sử và lạm phát được kiểm soát tốt, chúng tôi tin rằng chính phủ có thể tung thêm các gói kích thích kinh tế mới để hỗ trợ phục hồi kinh tế, tập trung vào tăng chi tiêu đầu tư công vào phát triển cơ sở hạ tầng giao thông và nhà ở xã hội. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng việc thúc đẩy đầu tư công, đặc biệt phát triển cơ sở hạ tầng có tác động trực tiếp tới thị trường BĐS, sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của BĐS trong các năm tới.

**Hình 113: Các dự án cơ sở hạ tầng đáng chú ý giai đoạn 2021-26**

Dự án	Vị trí	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm 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
Dự án nạo vét Soài Rạp (giai đoạn 3)	TP HCM	8.977		2021-25
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 (Nhôn - Ga Hà Nội)	Hà Nội	6.500	2010	2021-22
Cao tốc Tuyên Quang - Phú Thọ	Hà Nội	3.271	2021	N/A
Cầu Vinh Tuy 2	Hà Nội	2.540	2021	2021-25

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GIAO THÔNG VẬN TẢI

Chúng tôi nhận thấy một số dự án có tác động tích cực tới thị trường BĐS đã/dự kiến khởi công trong 2021 như 1) sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1 (khởi công đầu năm 2021), 2) 6/11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam đang được thi công và 5 dự án còn lại được kỳ vọng sẽ khởi công trong 2021. Ngoài ra, có một số dự án đáng chú ý dự kiến sẽ hoàn thành trong nửa cuối 2021 và năm 2022 như 1) tuyến metro Nhôn – ga Hà Nội, 2) cầu Thủ Thiêm 2 và 3) tuyến metro số 1 (Bến Thành – Suối Tiên).

**Hình 114: Một số phê duyệt quy hoạch sắp tới có thể hỗ trợ cơ sở hạ tầng và giá nhà ở**

Đề xuất quy hoạch	Những 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 5 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: VNDIRECT RESEARCH

Thêm vào đó, chúng tôi nhận thấy một số phê duyệt quy hoạch sắp tới cũng sẽ hỗ trợ phát triển cơ sở hạ tầng và giá đất. Trong đó, việc đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn, cùng với thông tin chuyển các huyện Hóc

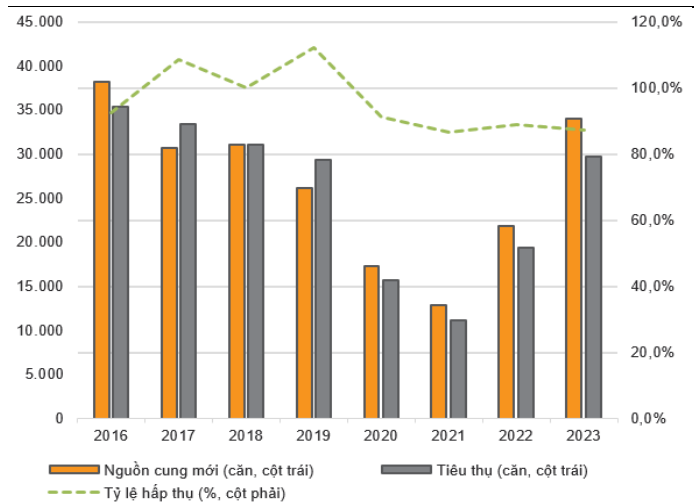
Môn, Củ Chi, Bình Chánh, Nhà Bè và Cần Giờ lên quận đã thúc đẩy giá nhà ở tại các khu vực này tăng mạnh trong nửa đầu 2021. **Chúng tôi tin rằng những chủ đầu tư sở hữu quỹ đất tại đây như VHM, NLG, KDH sẽ hưởng lợi giá nhà ở tăng.**

**Một số phê duyệt quy hoạch sắp tới có thể hỗ trợ cơ sở hạ tầng và giá nhà ở**

**Nguồn cung căn hộ tại TP HCM có khả năng chạm đáy**

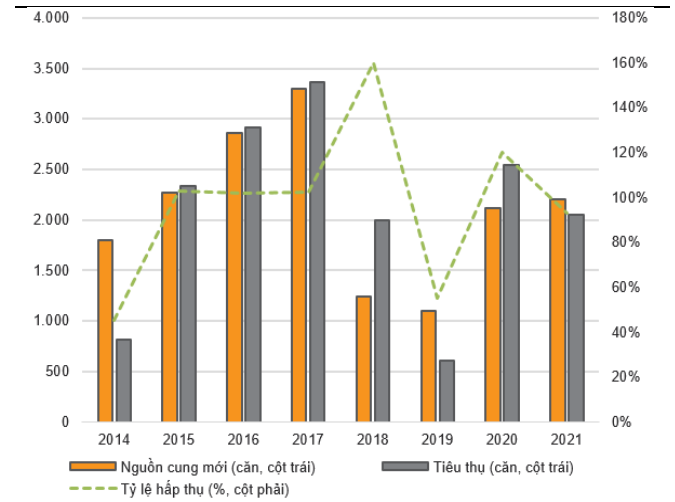
Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM sẽ chạm đáy vào năm 2021 và phục hồi mạnh mẽ 60-70% vào năm 2022-23, được hỗ trợ bởi các quy định mới tháo gỡ các nút thắt pháp lý như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi năm 2020. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM năm 2022 sẽ phục hồi 69,5% svck lên 22.000 căn và tăng 55,7% svck lên 34.000 căn vào năm 2023, trong đó phân khúc trung cấp tăng trở lại chiếm 30-50% tổng nguồn cung căn hộ. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở vùng ven tại TP HCM như Bình Chánh, Cần Giờ, Nhà Bè, Thủ Đức sẽ thu hút đầu tư vào năm 2022, nhờ sự phát triển cơ sở hạ tầng ở những khu vực này.

Hình 115: Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý



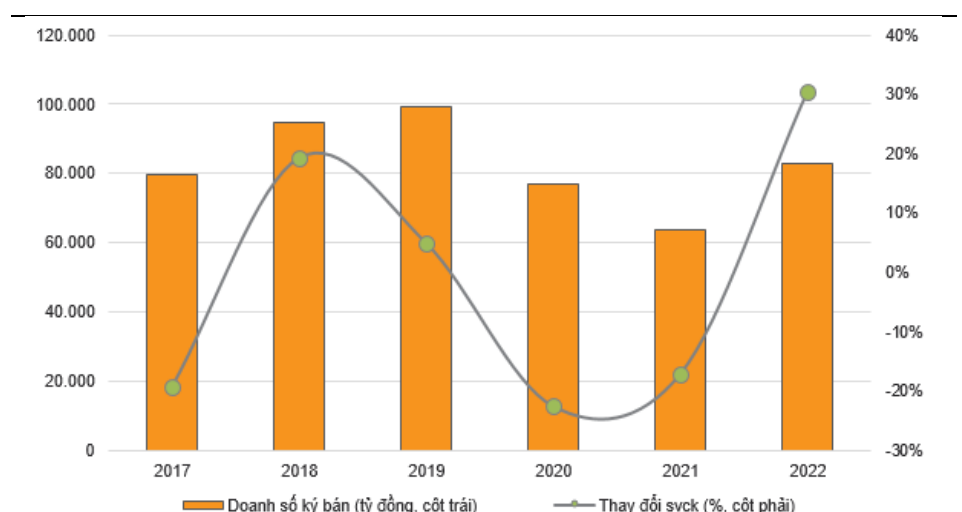
Nguồn: CBRE, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 116: Nguồn cung nhà liền thổ tại TP HCM trong nửa cuối 2021 sẽ đến từ các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 117: Kỳ vọng doanh số kí bán căn hộ tại TP HCM sẽ hồi phục 30,3% svck



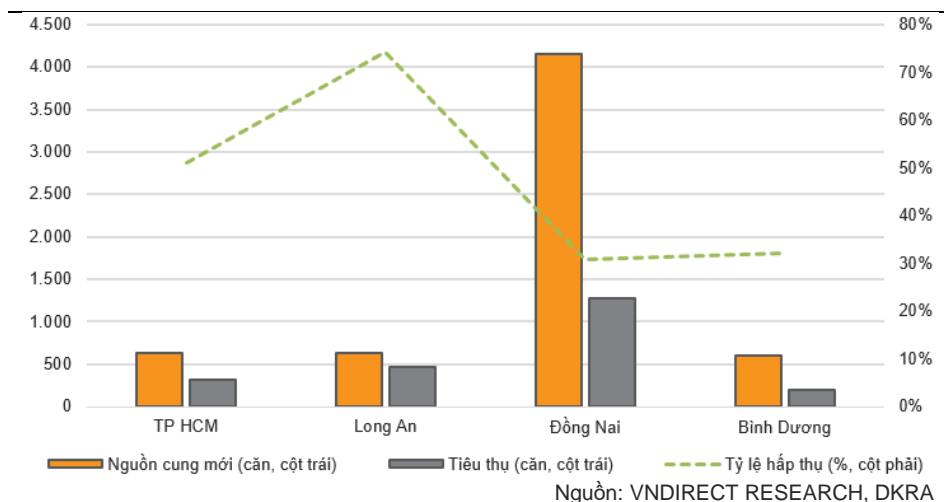
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

### Các tỉnh lân cận TP HCM sẽ tiếp tục là điểm sáng trong 2022

Chúng tôi duy trì triển vọng khả quan cho thị trường BĐS nhà ở tại các tỉnh lân cận của TP HCM trong năm 2022, đón nhận những tích cực từ cả cung cầu và giá bán. Sau những thời gian trải nghiệm làm việc tại nhà trong thời kỳ đại dịch, chúng tôi tin rằng người mua nhà sẽ chú ý tới những ngôi nhà có diện tích lớn hơn, hướng đến môi trường sống tích hợp, cung cấp đa dạng tiện ích giải trí, thể thao và làm việc. Trong bối cảnh giá nhà đất tăng cao tại TP HCM cùng với nguồn cung hạn chế kể từ năm 2018, chúng tôi nhận thấy cơ hội cho các tỉnh lân cận của TP.HCM như Long An và Đồng Nai. Ngoài ra, chúng tôi quan sát thấy cơ sở hạ tầng những khu vực vệ tinh này cũng đang dần được hoàn thiện giúp rút ngắn thời gian đến TP HCM, từ đó giúp củng cố quyết định mua nhà vùng ven.

Chúng tôi tin rằng các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn ở những khu vực này như **NLG và NVL** sẽ được hưởng lợi với các dự án khu đô thị như Izumi City, Southgate, Aqua City, dự kiến được mở bán trong Q4/21 và năm 2022. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và đạt được tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa, pháp lý minh bạch và sản phẩm chất lượng.

**Hình 118: Nguồn cung mới nhà ở xây sẵn tại Đồng Nai cao hơn 6,6 lần so với TP HCM trong 9T21**



### Các dự án được mở bán đáng chú ý ở khu vực phía Nam trong 2022

**Hình 119: Các tỉnh lân cận và vùng ven tại TP HCM tiếp tục là điểm sáng trong 2022**

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Mở bán
<b>Công ty niêm yết</b>					
Phoenix Island	NVL	Đồng Nai	Thấp tầng	286	2022
Aqua Riverside	NVL	Đồng Nai	Thấp tầng	77	2022
The Grand Manhatta	NVL	Quận 1, TP HCM	Cao tầng	14	Q4/21-2022
Izumi City	NLG	Đồng Nai	Cao tầng, Thấp tầng	170	Q4/21
Clarita	KDH	TP Thủ Đức	Thấp tầng	5,7	2022
Armena	KDH	TP Thủ Đức	Thấp tầng	4,3	Q4/21
158 An Duong Vuong	KDH	Bình Tân	Cao tầng	1,8	2022
Gem Riverside	DXG	TP Thủ Đức	Cao tầng	6,7	2022
Park City	DXG	Bình Dương	Cao tầng	10	2022
<b>Công ty không niêm yết</b>					
One Central Saigon (trước đó The Spirit of Saigon)	Masterise - The Ritz Carlton	Quận 1, TP HCM	BDS thương hiệu	0,86	2022
Empire 88 Tower	Keppel Land	TP Thủ Đức	Tòa nhà cao nhất Việt Nam	N/A	2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CẬP NHẬT

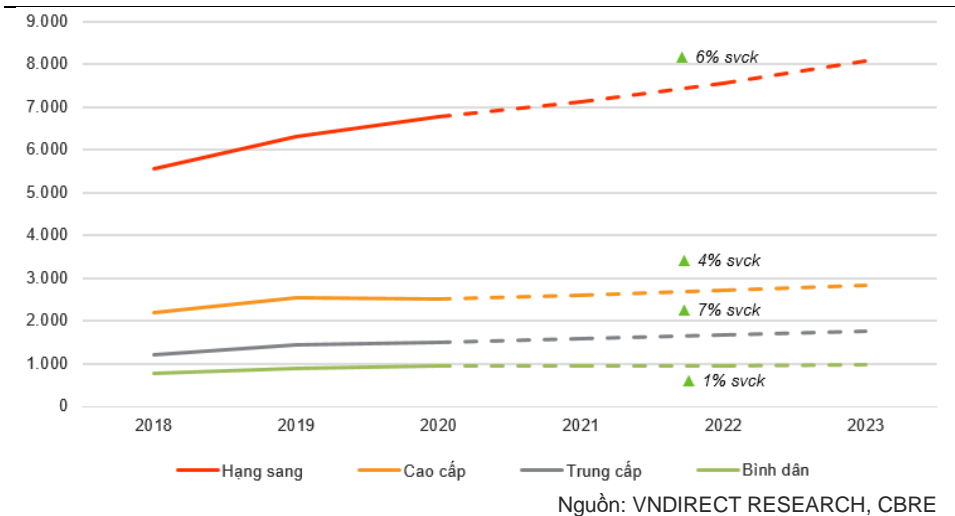
### Giá bán tiếp tục xu hướng tăng nhờ nhu cầu nhà ở vẫn mạnh mẽ

Chúng tôi tin rằng giá nhà ở sơ cấp sẽ khó có thể giảm trong năm 2022, do chi phí phát triển dự án gồm tiền đền bù và chi phí tài chính tăng cao trong bối cảnh dự án kéo dài trong các năm qua và chi phí nguyên vật liệu xây dựng đang tăng mạnh. Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục đưa ra các chính sách bàn giao tốt hơn, hỗ trợ kéo dài tiến độ thanh toán để kích cầu thay vì giảm giá bán sơ cấp.

Chúng tôi cho rằng 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 hạn chế. Phân khúc hạng sang sẽ tiếp tục sôi động trong 2022 với sự ra mắt của các dự án tọa lạc tại vị trí “vàng” tại quận 1, TP HCM và TP Thủ Đức, sau khi một dự án căn hộ thương hiệu đã thiết lập mức giá mới 16.500-18.000 USD/m<sup>2</sup> trong 2021.

Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng 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. Bên cạnh đó, đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn, song song với chuyển các huyện Hóc Môn, Củ Chi, Bình Chánh, Nhà Bè và Cần Giờ sẽ tiếp tục thúc đẩy giá đất tại các khu vực này tăng nhanh trong thời gian tới.

**Hình 120: Giá bán căn hộ sơ cấp tại TP HCM sẽ tiếp tục tăng ở mức 1%-7% svck tại tất cả các phân khúc trong 2022**



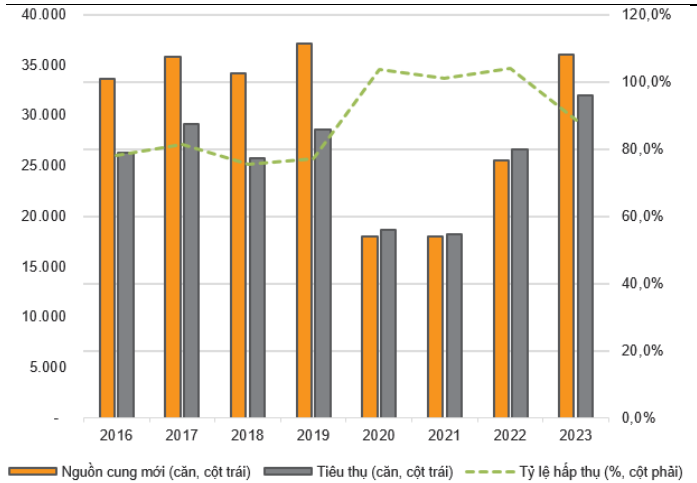
### Thị trường nhà ở phía Bắc: nguồn cung dồi dào ở cả căn hộ và nhà liền thổ

#### Nguồn cung dồi dào đến từ các dự án đại đô thị sắp tới trong 2022

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng khoảng 40% svck đạt 25.600 căn trong 2022, sau đó sẽ hồi phục về mức 2018-19 với 36.100 căn trong 2023, chủ yếu đến từ phía Tây và phía Đông Hà Nội. Tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ cải thiện lên mức 90%-110% trong 2022-23, cao hơn mức 75%-90% trong 2018-19, tương đương với khoảng 27.000-32.000 căn tiêu thụ mỗi năm.

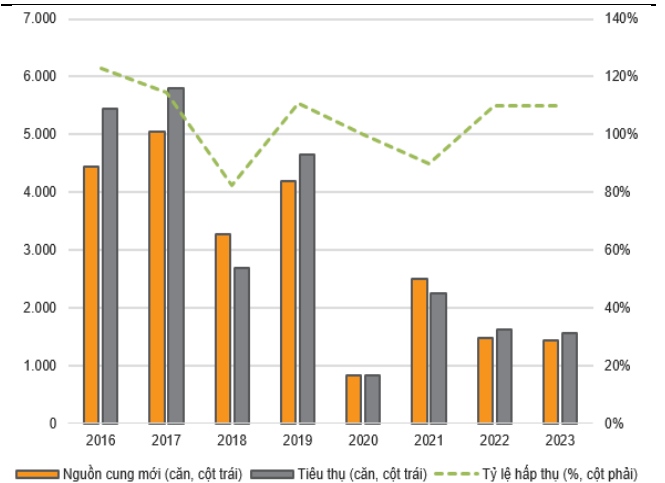
Đối với thị trường nhà liền thổ, nguồn cung mới tiếp tục phụ thuộc vào lượng mở bán tại các dự án lớn trong 2022. Theo CBRE, nguồn cung mới nhà liền thổ dự kiến giảm khoảng 40% svck còn 1.500 căn trong 2022 do sự đóng góp từ Vinhomes ít đi so với các năm trước. Thị trường được kỳ vọng sẽ có thêm các dự án lớn mở bán như Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Cổ Loa, các giai đoạn tiếp theo tại EcoPark và Gamuda City.

Hình 121: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2022 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes



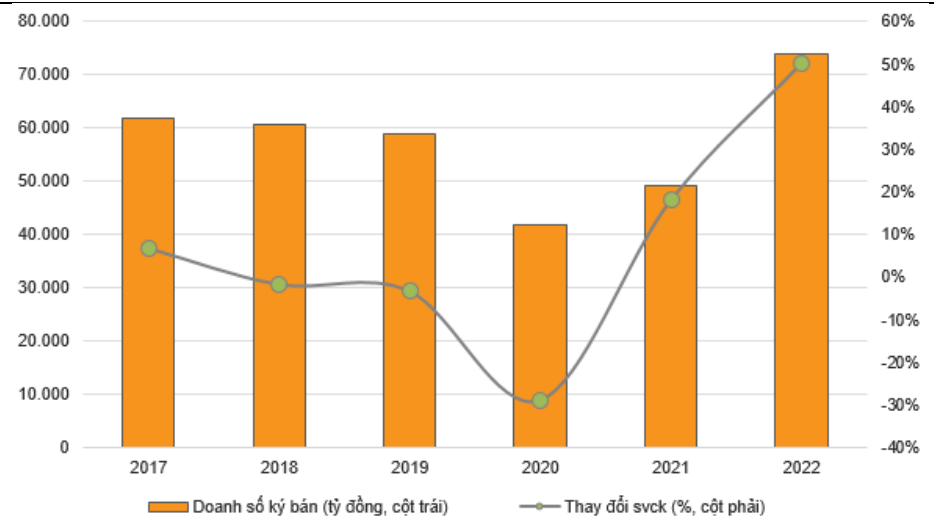
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 122: Nguồn cung nhà liền thổ âm đạm tại Hà Nội, các tỉnh lân cận là điểm sáng



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 123: Kỳ vọng doanh số kí bán căn hộ tại Hà Nội sẽ tăng 50% svck



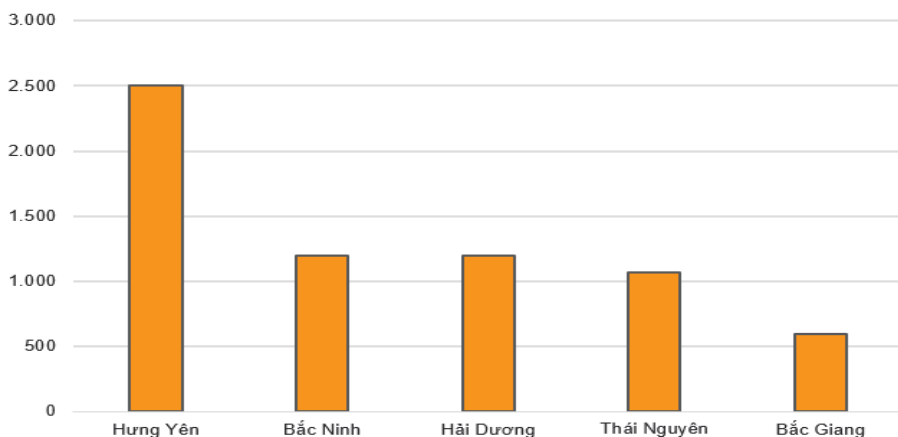
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

### Hưng Yên sẽ là điểm sáng đáng chú ý trong 2022

Chúng tôi cho rằng thị trường nhà đất tại các tỉnh lân cận có vị trí thuận lợi kết nối với Hà Nội như Hưng Yên sẽ là điểm sáng trong 2022. Vinhomes cũng dự kiến mở bán một khu đô thị **Vinhomes Dream City** (460ha) tại Hưng Yên trong 2022. Chúng tôi cho rằng Hưng Yên là một trong những khu vực đang nổi lên đáng chú ý tại thị trường BĐS miền Bắc, cùng với Bắc Ninh và Quảng Ninh. Hưng Yên nằm tại trung tâm của đồng bằng Bắc Bộ, sở hữu vị trí chiến lược dễ dàng kết nối với Hà Nội, Hải Phòng và Nam Định. Theo CBRE, giá đất tại Hưng Yên tăng 12% svck trong 2020, cao hơn mức tăng trung bình 7,6% svck của Hà Nội.

Nguồn cung nhà đất mới tại Hưng Yên có thể đạt 2.500 căn trong 2021, cao hơn nguồn cung tại Hà Nội 16,8%, nhờ sự đóng góp từ các khu đô thị lớn. Chúng tôi tin rằng những đợt mở bán tại các dự án này sẽ đạt được tỷ lệ hấp thụ cao khoảng 70%-80% trong 2021, được hỗ trợ bởi nhu cầu cao từ các chuyên gia, kĩ sư và công nhân làm việc tại đây.

Hình 124: Lượng lớn sản phẩm nhà liền thổ (khoảng 2.500 căn) từ các dự án lớn mở bán trong 2021 sẽ giúp thị trường BĐS Hưng Yên sôi động



Nguồn: VND RESEARCH, CBRE

### Các dự án được mở bán đáng chú ý ở khu vực phía Bắc trong 2022

Hình 125: VHM tiếp tục khẳng định vị thế với 3 dự án mở bán mới trong 2022

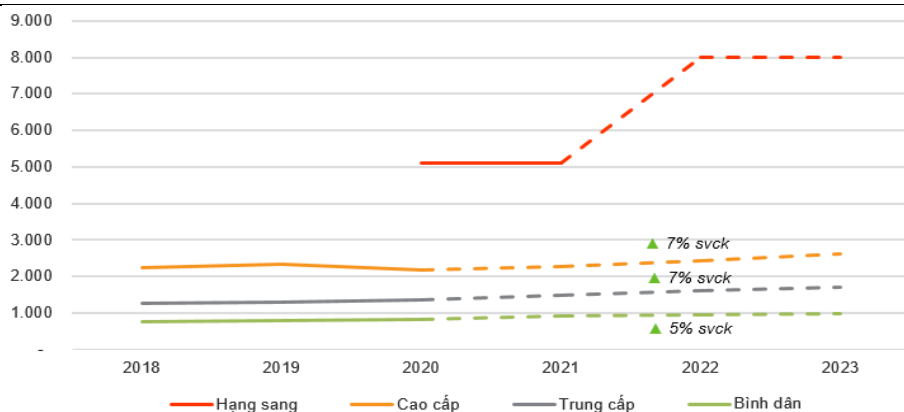
Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Diện tích đất (ha)	Dự kiến mở bán
<b>Công ty niêm yết</b>					
Vinhomes Dream City (Ocean Park 2)	VHM	Hưng Yên	Cao tầng, Thấp tầng	460	2022
Vinhomes Cổ Loa	VHM	Đông Anh, Hà Nội	Thấp tầng	385	2022
Vinhomes Wonder Park	VHM	Đan Phượng, Hà Nội	Cao tầng, Thấp tầng	133	2022
Dự án biệt thự biển An Biên	VPI	Quảng Ninh	Thấp tầng	145	2022
Sunshine Empire	SSH	Tây Hồ, Hà Nội	Cao tầng	5,2	2022
FLC Premier Park	FLC	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Cao tầng, Thấp tầng	6,4	2022
<b>Công ty không niêm yết</b>					
BRG Smart City	Sumitomo	Đông Anh, Hà Nội	Cao tầng	272	2022
Himlam Vinh Tuy	Him Lam	Long Biên, Hà Nội	Thấp tầng	16	2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COLLIERS, BÁO CÁO CẬP NHẬT

### Xu hướng tăng giá sẽ tiếp tục trong 2022

Chúng tôi cho rằng giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội sẽ duy trì đà tăng trưởng ổn định 5%-7% svck vào năm 2022. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng 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/m<sup>2</sup>. Đối với thị trường nhà đất, chúng tôi cho rằng giá đất tại khu vực ngoại thành Hà Nội sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2022 nhờ cơ sở hạ tầng phát triển, đặc biệt là metro Cát Linh - Hà Đông đã được đưa vào vận hành từ tháng 11/2021, sẽ thúc đẩy giá đất tại các khu vực lân cận như Hà Đông, Đống Đa.

Hình 126: Trong khi phân khúc căn hộ hạng sang được kỳ vọng thiết lập mức giá mới, các phân khúc còn lại sẽ duy trì đà tăng ổn định trong 2022

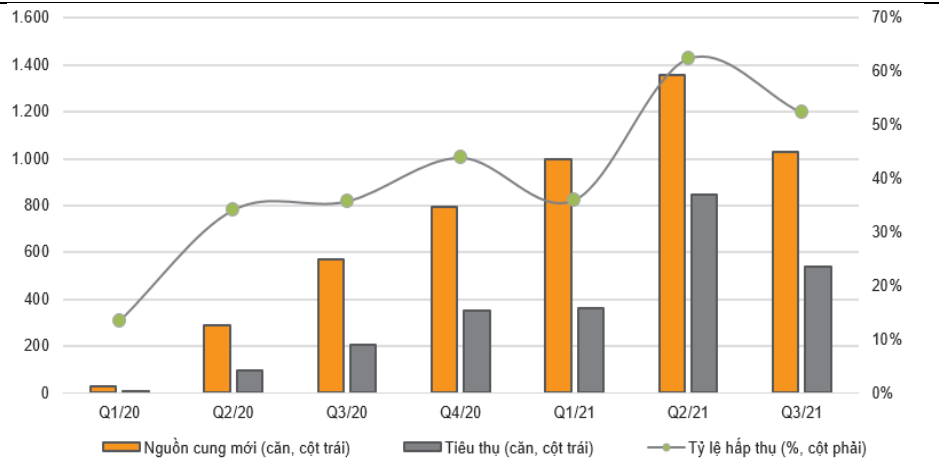


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

**BDS nghỉ dưỡng: Những điều xấu nhất đã qua**

Mặc dù trong Q3/21 bị giãn cách xã hội chặt chẽ, theo DKRA, thị trường BDS nghỉ dưỡng vẫn có dấu hiệu ấm lên với lượng tiêu thụ tăng 163,7% svck lên 528 căn, nhờ lượng mở bán mới tăng +80,2% svck lên 1.027 căn. Lũy kế nguồn cung mới BDS nghỉ dưỡng trong 9T21 tăng 281,3% svck lên 3.382 căn, chủ yếu đến từ Bà Rịa - Vũng Tàu, Phú Quốc, Bình Thuận và Khánh Hòa; dẫn đến lượng tiêu thụ phục hồi 469,9% svck lên 1.744 căn. Tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức thấp 51,6% (+17,1% điểm svck).

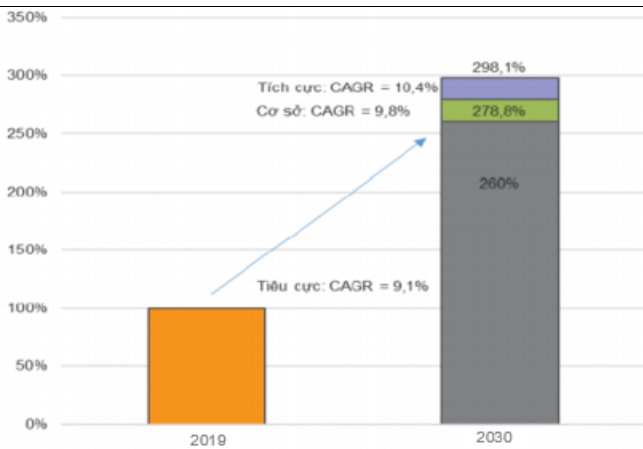
**Hình 127: Nguồn cung mới BDS nghỉ dưỡng ấm dần lên trong 9T21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DKRA

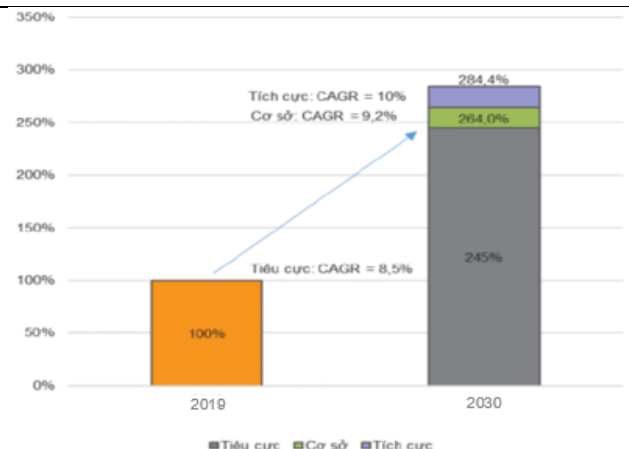
Chúng tôi tin rằng BDS nghỉ dưỡng sẽ hồi phục nhanh chóng trong tương lai nhờ hỗ trợ của vắc xin cùng với sự phục hồi của thị trường du lịch tại Việt Nam. Sóng gió của thị trường BDS nghỉ dưỡng do dịch COVID-19 gây ra có thể kết thúc từ cuối 2021. Chúng tôi tin rằng các sản phẩm BDS nghỉ dưỡng liền thổ sẽ là phân khúc đầu tiên được hưởng lợi từ sự phục hồi, khi người tiêu dùng tìm kiếm các địa điểm có sự tách biệt và môi trường ngoài trời trong bối cảnh dịch bệnh. Do đó, chúng tôi cho rằng **NVL, HDC, BCG và CEO** có vị thế tốt để nắm bắt các cơ hội này, với các dự án BDS nghỉ dưỡng đang được triển khai tại Bà Rịa - Vũng Tàu, Phan Thiết.

**Hình 128: Dự báo lượt khách nội địa đến Việt Nam 2019-2030**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

**Hình 129: Dự báo lượt khách quốc tế đến Việt Nam 2019-2030**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Theo Tổng cục Du lịch Việt Nam, lộ trình phục hồi của du lịch Việt Nam sẽ theo 4 bước: 1) du lịch nội địa phục hồi; 2) thí điểm tiếp nhận một lượng hạn chế khách quốc tế tại vài địa điểm du lịch nhất định; 3) tiếp nhận hành khách từ các



nước kiểm soát COVID-10 tốt; 4) lượng khách quốc tế phục hồi hoàn toàn. Trong đó, chúng tôi quan sát thấy du lịch Việt Nam đã bước sang giai đoạn thứ 2 với thí điểm cho phép Phú Quốc đón khách quốc tế có “hộ chiếu vắc xin”.

- **Giai đoạn 1: Các địa điểm du lịch có thị trường nội địa mạnh sẽ phục hồi mạnh mẽ từ 2021 nhờ nhu cầu bị dồn nén**

Chúng tôi cho rằng BĐS nghỉ dưỡng tại các địa điểm du lịch có thị trường nội địa mạnh như Vũng Tàu, Phan Thiết, Mũi Né, Hồ Tràm sẽ trở thành những nơi đầu tiên phục hồi kể từ năm 2021, nhờ nhu cầu du lịch bị dồn nén, công tác nội địa và xu hướng kỳ nghỉ tại chỗ tăng cao. Mặc dù sự phục hồi suy yếu từ Q3/21 do sự xuất hiện của biến thể delta, chúng tôi quan sát thấy thị trường du lịch đã có những dấu hiệu phục hồi tích cực với lượng khách du lịch nội địa đã đạt mức 67% trước đại dịch trong 6T21.

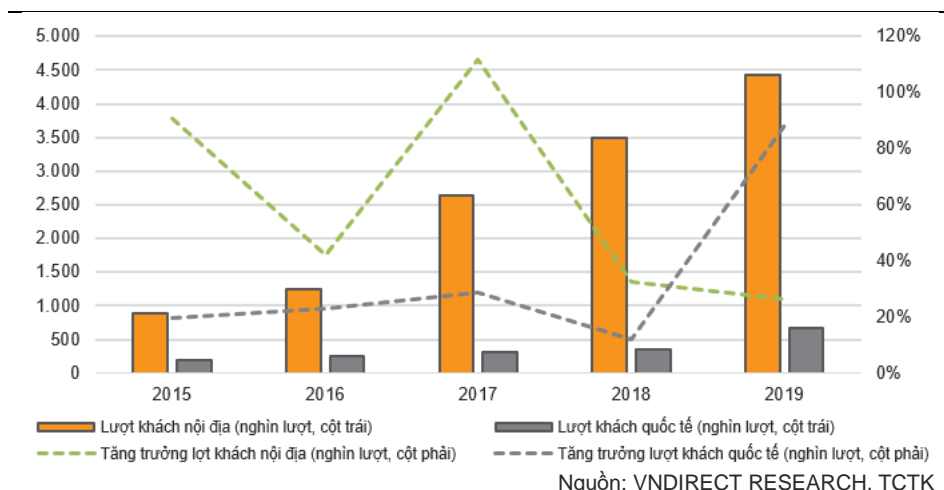
Thêm vào đó, các khu vực này còn được hưởng lợi từ cơ sở hạ tầng phát triển với các dự án đường cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết, sân bay quốc tế Long Thành, mang lại tiềm năng tăng trưởng cao cho các nhà đầu tư. Trong đó, chúng tôi nhận thấy NVL nổi bật với ba dự án BĐS nghỉ dưỡng tại những khu vực này đang được mở bán trong 2021-22. Chúng tôi tin rằng NVL sẽ là một trong những nhà phát triển đầu tiên phục hồi sau đại dịch tại thị trường BĐS nghỉ dưỡng.

- **Giai đoạn 2: Đón khách quốc tế có “hộ chiếu vắc xin” từ 2022 với Phú Quốc, Khánh Hòa sẽ là địa điểm du lịch thí điểm đầu tiên**

Ngày 13/06/2021, Bộ Chính trị cho phép Phú Quốc thí điểm đón khách quốc tế có “hộ chiếu vắc xin”. Điều này sẽ giúp thúc đẩy BĐS nghỉ dưỡng tại đây phục hồi từ Q4/21. Đặc biệt, Phú Quốc đã trở thành thành phố đảo đầu tiên của Việt Nam vào đầu 2021, giá nhà đất tại đây vẫn duy trì đà tăng trưởng dù COVID-19 đang diễn ra. Cùng với sự hồi phục của du lịch, chúng tôi tin rằng thị trường BĐS nghỉ dưỡng tại Phú Quốc còn rất nhiều dự địa để tăng trưởng sau đại dịch. Vingroup – một trong những chủ đầu tư lớn nhất tại Phú Quốc – sẽ được hưởng lợi nhất với các dự án Vinpearl đang hoạt động có thể phục hồi mạnh mẽ và ra mắt dự án mới Grand World trong 2021.

Theo sau Phú Quốc mở cửa cho khách du lịch tiêm phòng đầy đủ vào tháng 11/2021, Chính phủ cũng có kế hoạch áp dụng các chương trình tương tự cho các điểm du lịch khác như Khánh Hòa.

**Hình 130: Nhiều tiềm năng cho thị trường BĐS nghỉ dưỡng tại Phú Quốc với lượng khách quốc tế và khách nội địa tăng trưởng ấn tượng trước đại dịch**

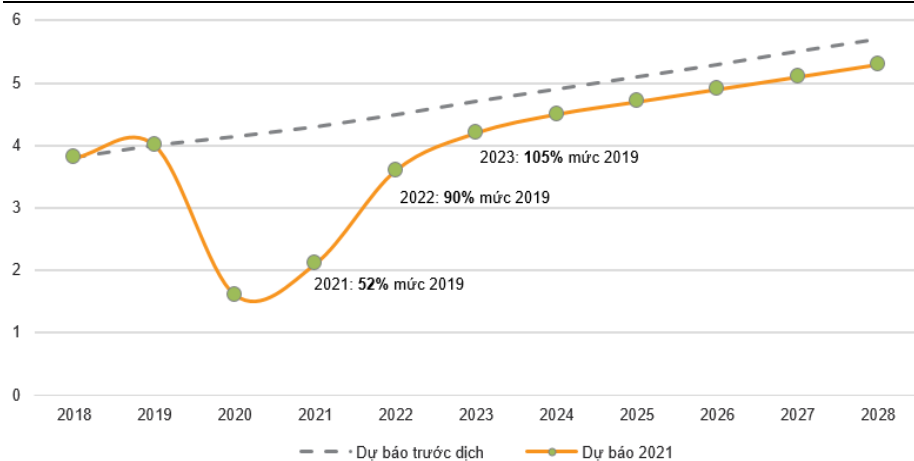


- **Giai đoạn 3&4: Phục hồi hoàn toàn kể từ năm 2023-24 với sự phục hồi của lượng khách quốc tế**

Chúng tôi quan sát thấy hiện nay các nước trên thế giới đang nỗ lực đẩy nhanh tiêm vắc xin. Một số nước nổi bật trong tốc độ tiêm chủng như Canada có tỷ lệ

dân số đã tiêm ít nhất 1 mũi vắc xin COVID-19 cao nhất (61,6%), sau đó là Anh (59,4%), Mỹ (50,9%), Đức (45,1%), Ý (43,1%), Pháp (41,2%) và Trung Quốc (ước đạt 36,0%). Theo dự báo của Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA), lượng hành khách hàng không toàn cầu sẽ phục hồi trở lại mức trước đại dịch vào khoảng năm 2023-24.

**Hình 131: IATA đang dự báo lượng hành khách hàng không toàn cầu sẽ phục hồi trở lại mức trước đại dịch vào khoảng năm 2023-24 (tỷ lượt khách)**



Nguồn: The International Air Transport Association (IATA), CBRE

Theo CBRE, Châu Á Thái Bình Dương ghi nhận sự sụt giảm lớn nhất về lượng khách quốc tế trong 7T21, giảm 81,0% svck do sự xuất hiện của biến thể delta và việc triển khai tiêm chủng chậm tại một số nước. Hiện nay, chúng tôi nhận thấy thị trường du lịch trong khu vực có dấu hiệu phục hồi kể từ Q4/21 với nhiều quốc gia đã bắt đầu mở cửa trở lại cho khách du lịch quốc tế đã được tiêm phòng đầy đủ.

**Lựa chọn cổ phiếu: Chúng tôi ưa thích VHM, KDH, DXS và CRE**

**Chúng tôi thích các nhà đầu tư sở hữu các tiêu chí sau: (1)** Sắp triển khai các dự án đã được cấp phép xây dựng hoặc giấy chứng nhận quyền sử dụng đất hoặc có khả năng cao được cấp phép trong năm 2022. **(2)** Có sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân do các phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân. **(3)** Sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh (tỷ lệ đòn bẩy thấp, thanh khoản cao) nhằm chống lại các rủi ro thắt chặt tài chính tín dụng đối với thị trường BĐS.

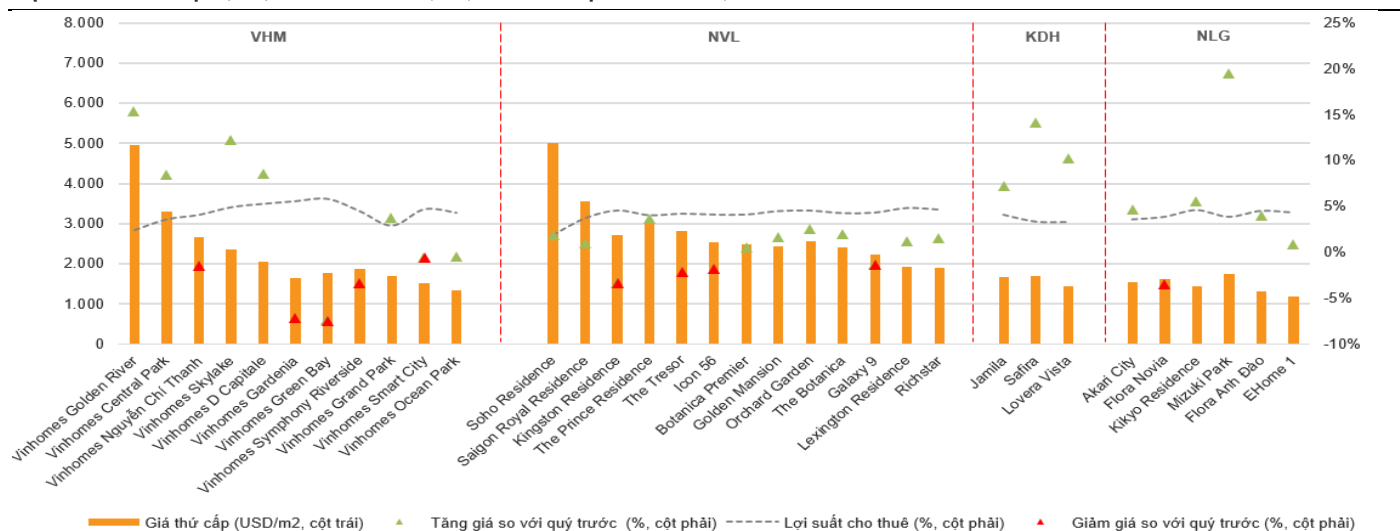
Dựa vào các tiêu chí trên, Vinhomes (VHM) và Khang Điền (KDH) hiện đang là các cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn.

**Vinhomes (VHM, Khả quan, Giá mục tiêu: 115.000 đ/cp).** Tổng quỹ đất của Vinhomes (VHM) bao gồm cả đất mua lại là 16.800ha tính đến tháng 9/2021, gấp khoảng 3 lần so với doanh nghiệp có quỹ đất lớn thứ hai là Novaland, tương đương với 16.400ha tổng diện tích sàn nhà ở. Điều này nhấn mạnh khả năng tích lũy quỹ đất và quy hoạch tổng thể ấn tượng của doanh nghiệp. Tính đến tháng 9/2021, có đến 90% tổng quỹ đất chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng khổng lồ của VHM trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán của VHM trong 2022 đạt 124,7 nghìn tỷ đồng (+71,7% svck) với 44.585 sản phẩm bán được (+27,8% svck) chủ yếu từ ba dự án mở bán Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Dream City và Vinhomes Wonder Park.

**Khang Điền (KDH, Khả quan, Giá mục tiêu: 54.800 đ/cp).** Chúng tôi ưa thích KDH vì quy mô công ty, năng lực tài chính, quỹ đất sẵn sàng phát triển lớn nằm tại các vị trí đắc địa của TP HCM (578ha đất phát triển nhà ở và 110ha cho khu công nghiệp (KCN) vào cuối Q3/21), cũng như pháp lý minh bạch tại các dự án của Khang Điền. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ giúp KDH là một trong những công ty được hưởng lợi nhất khi thị trường BĐS nhà ở tại TP HCM phục hồi từ 2022, giúp tăng trưởng lợi nhuận ổn định. Chúng tôi ước tính

doanh số ký bán của KDH sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 2022 nhờ mở bán bốn dự án nhà ở mới và một dự án KCN gồm Clarita (5,7ha), Armenia (4,3ha) tại thành phố Thủ Đức, một dự án căn hộ (1,8ha) tại quận Bình Tân, Corona (17,5ha) và KCN Lê Minh Xuân (110ha), với tổng giá trị phát triển chúng tôi ước tính đạt 30.853 tỷ đồng. Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại các dự án mới; trong trung và dài hạn phụ thuộc việc liệu KDH có thể giải quyết các rào cản pháp lý để khởi công dự án Tân Tạo. Rủi ro giảm giá 1) chậm trễ trong cấp phép và trì hoãn mở bán dự án mới và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Hình 132: Giá bán căn hộ tại các dự án của KDH tăng mạnh nhất trung bình +10,5% svck trong Q3/21, trong khi lợi suất cho thuê tại các dự án của VHM đạt 4,4%, cao hơn mức 3,6-4,1% ở các dự án của NVL, KDH và NLG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong bối cảnh thị trường BĐS nhà ở đón nhận những tích cực từ cả cung cầu và giá bán trong 2022, cùng với tính hiệu hồi phục của BĐS nghỉ dưỡng, chúng tôi tin rằng những những công ty môi giới như DXS, CRE, KHG, NRC sẽ được hưởng lợi và đạt kết quả kinh doanh ấn tượng trong 2022. Chúng tôi ưa thích các nhà môi giới đã và đang chuyển đổi hoạt động bán hàng truyền thống của họ sang kỹ thuật số để thích ứng với việc bị gián đoạn do các biện pháp giãn cách xã hội. Chẳng hạn như **DXS, CRE** có ứng dụng riêng của họ để duyệt nhà và đặt chỗ tham gia các chuyến tham quan BĐS trực tuyến, cũng như trò chuyện trực tiếp với các nhà môi giới để hỗ trợ các hoạt động mua bán.

**CTCP Dịch vụ BĐS Đất Xanh (DXS, Khả quan, Giá mục tiêu: 39.900 đ/cp).** Chúng tôi đánh giá cao DXS vì (1) DXS có vị thế tốt để nắm bắt sự phục hồi của thị trường BĐS kể từ 2022, với vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS với 28% thị phần, nhờ mạng lưới phân phối rộng khắp các tỉnh thành Việt Nam; (2) mô hình kinh doanh khác biệt tập trung vào môi giới trọn gói mang lại hiệu quả cao so với các đối thủ cạnh tranh; 3) nhờ nền tảng vững chắc ở môi giới sơ cấp cùng cơ sở dữ liệu khách hàng vượt trội với 7,5 triệu khách hàng, chúng tôi cho rằng DXS sẽ giữ vững vị trí dẫn đầu trong cả mảng môi giới sơ cấp, thứ cấp và cung cấp các dịch vụ phụ trợ và 4) nền tảng công nghệ DXRES O2O được kỳ vọng sẽ giúp DXS tối đa hóa lợi thế cạnh tranh, trở thành một hệ sinh thái đồng nhất. Chúng tôi ước tính lợi nhuận (LN) ròng của DXS 2022/23 đạt 1.579 tỷ đồng (+91,6% svck)/2.695 tỷ đồng (+70,6% svck), nhờ các hoạt động môi giới cũng như thị trường bất động sản phục hồi. Tiềm năng tăng giá là quy mô các hợp đồng phân phối sản phẩm sơ cấp của công ty lớn hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là các quy trình pháp lý, dịch bệnh kéo dài làm ảnh hưởng tiêu cực đến các hoạt động môi giới cũng như tiến độ mở bán của các dự án BĐS.

**CTCP BĐS Thế Kỳ (CRE, Khả quan, Giá mục tiêu: 36.100 đ/cp).** Chúng tôi đánh giá cao CRE vì (1) vị thế hàng đầu của công ty trong ngành môi giới BĐS (với khoảng 14% thị phần) sẽ giúp CRE được hưởng lợi khi nhu cầu mua nhà

hồi phục sau đại dịch; (2) việc hợp tác và phân phối sản phẩm của các chủ đầu tư lớn như Novaland (NVL) và Vinhomes (VHM) trong thời gian gần đây sẽ tiếp tục củng cố vị thế của CRE tại thị trường môi giới BĐS; và (3) danh mục dự án lớn đảm bảo mảng đầu tư thứ cấp bùng nổ trong giai đoạn 2022. Chúng tôi ước tính LN ròng của CRE 2022/23 lần lượt đạt 701 tỷ (+59,0% svck)/795 tỷ đồng (+13,4% svck), đóng góp chủ yếu từ mảng đầu tư thứ cấp. Động lực tăng giá là quy mô của các dự án đầu tư thứ cấp lớn hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là các quy trình pháp lý, dịch bệnh kéo dài làm ảnh hưởng tiêu cực đến các hoạt động môi giới cũng như tiến độ mở bán của các dự án BĐS.

Hình 133: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tăng trưởng kép 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)	Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH
							2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	
<b>BDS nhà ở, nghỉ dưỡng</b>														
Vinhomes	VHM VN	83.300	115.000	Khả quan	15.994	20,6	10,1	11,0	2,9	2,3	29,9	22,9	1,8	14,2
Novaland	NVL VN	110.700	107.700	Trung lập	7.193	51,4	26,7	16,3	3,7	3,0	14,7	20,1	-	100,9
Phát Đạt	PDR VN	95.800	KKN	KKN	2.082	29,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	23,9
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	69.900	KKN	KKN	1.541	39,8	31,2	36,0	N/A	N/A	15,4	13,0	N/A	18,4
Khang Điền	KDH VN	46.350	54.800	Khả quan	1.314	42,2	24,7	17,4	2,7	2,6	17,6	25,6	1,4	(0,5)
Nam Long	NLG VN	55.400	54.800	Trung lập	932	29,2	18,9	13,1	2,3	2,1	16,0	17,6	2,7	23,9
Đất Xanh	DXG VN	28.600	25.000	Trung lập	752	46,3	11,8	8,0	2,0	1,6	18,2	21,7	-	18,5
Hà Đô	HDG VN	73.000	50.300	Trung lập	527	7,3	11,2	10,3	2,8	2,2	28,6	24,8	2,8	124,9
Bà Rịa - Vũng Tàu	HDC VN	91.500	KKN	KKN	349	23,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	85,7
Bamboo Capital	BCG VN	21.910	27.800	Khả quan	356	82,2	12,2	4,6	1,9	1,4	23,9	35,2	3,7	192,3
C.E.O Group	CEO VN	42.500	KKN	KKN	482	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	59,1
Hạ tầng kỹ thuật	IJC VN	29.900	KKN	KKN	286	8,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30,7
An Gia	AGG VN	43.750	KKN	KKN	160	8,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	89,8
LDG	LDG VN	13.350	KKN	KKN	141	105,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30,2
Đầu khí Cửu Long	CCL VN	16.950	KKN	KKN	36	10,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	46,7
<b>Trung bình trong nước</b>						<b>36,0</b>	<b>18,3</b>	<b>14,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>20,5</b>	<b>22,6</b>	<b>1,8</b>	<b>57,2</b>
<b>Trung vị trong nước</b>						<b>29,4</b>	<b>15,6</b>	<b>12,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>17,9</b>	<b>22,3</b>	<b>1,8</b>	<b>30,7</b>
<b>Môi giới</b>														
Dịch vụ BĐS Đất Xanh	DXS VN	31.200	39.900	Khả quan	493	91,7	14,7	7,7	2,0	1,7	17,0	25,6	-	(5,2)
Văn Phú	VPI VN	51.800	KKN	KKN	503	36,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	87,3
BDS Thế Kỷ	CRE VN	29.800	36.100	Khả quan	259	35,8	15,1	9,4	1,7	1,4	15,6	17,5	3,4	89,8
Khải Hoàn	KHG VN	19.300	KKN	KKN	149	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11,3
Danh Khôi	NRC VN	28.900	KKN	KKN	107	18,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8,4
<b>Trung bình trong nước</b>						<b>45,6</b>	<b>14,9</b>	<b>8,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>16,3</b>	<b>21,6</b>	<b>1,7</b>	<b>38,3</b>
<b>Trung vị trong nước</b>						<b>36,0</b>	<b>14,9</b>	<b>8,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>16,3</b>	<b>21,6</b>	<b>1,7</b>	<b>11,3</b>
<b>Trung Quốc và Hồng Kông</b>														
China Vanke-A	000002 CH	32,8	KKN	KKN	33.394	5,7	5,6	3,9	0,9	0,8	14,6	13,7	6,0	28,6
Sun Hung Kai	16 HK	139,6	KKN	KKN	35.931	10,5	8,7	8,4	0,5	0,4	5,3	5,4	5,2	15,6
China Overseas Land	688 HK	30,5	KKN	KKN	25.992	3,8	4,1	2,6	0,5	0,4	12,2	12,1	7,4	32,3
China Resources Land	1109 HK	34,9	KKN	KKN	31.455	6,4	7,3	6,4	0,9	0,8	13,0	13,3	5,0	29,7
China Evergrande	3333 HK	26,3	KKN	KKN	4.248	1,7	3,1	3,5	0,2	0,1	(1,2)	0,5	6,6	159,8
Country Garden	2007 HK	13,3	KKN	KKN	20.293	3,5	3,5	3,2	0,6	0,6	18,8	17,8	8,5	59,7
<b>Indonesia</b>														
Pakuwon Jati	PWON IJ	740,0	KKN	KKN	1.670	22,9	18,9	14,8	1,5	1,4	7,9	9,4	0,7	6,0
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	1.410,0	KKN	KKN	1.585	21,6	14,8	12,7	0,7	0,6	4,8	5,3	0,2	5,6
Ciputra Development	CTRA IJ	1.130,0	KKN	KKN	1.332	9,1	14,4	14,8	1,2	1,1	8,1	7,0	0,8	26,3
Summarecon Agung	SMRA IJ	1.134,0	KKN	KKN	976	45,8	44,6	28,0	1,7	1,6	4,0	6,1	0,2	85,9
<b>Malaysia</b>														
KLCCP Stapled	KLCCSS MK	7,7	KKN	KKN	2.824	N/A	19,7	17,4	0,9	0,9	4,4	5,0	4,7	9,8
SP Setia	SPSB MK	2,3	KKN	KKN	1.248	62,2	26,5	13,4	0,4	0,4	1,5	2,7	0,9	68,8
Sime Darby Property	SDPR MK	1,1	KKN	KKN	1.043	188,0	29,1	16,0	0,5	0,5	1,6	2,8	1,9	28,4
<b>Singapore</b>														
CapitaLand	CAPL SP	3,4	KKN	KKN	N/A	N/A	17,2	15,5	N/A	N/A	5,1	5,8	N/A	68,1
Keppel Corp	KEP SP	6,7	KKN	KKN	7.010	29,0	13,9	11,7	0,9	0,8	6,0	7,3	3,9	89,5
City Developments	CIT SP	9,4	KKN	KKN	4.671	N/A	30,7	14,4	0,7	0,7	2,2	5,0	1,8	93,7
UOL Group	UOL SP	7,3	KKN	KKN	4.275	31,4	19,3	15,5	0,6	0,6	2,9	3,5	2,5	29,5
Frasers Property	FPL SP	1,9	KKN	KKN	3.286	5,2	18,1	17,0	0,5	0,4	2,7	2,8	2,8	78,7
Ascott Residence	ART SP	1,2	KKN	KKN	2.438	14,5	28,9	28,1	0,9	0,9	3,4	2,7	4,1	48,9
<b>Thái Lan</b>														
Land And Houses	LH TB	10,7	KKN	KKN	3.028	13,9	14,9	13,1	2,0	1,9	13,5	15,4	5,8	110,6
WHA Corporation	WHA TB	4,2	KKN	KKN	1.524	25,6	18,1	14,8	1,7	1,6	9,6	11,8	3,0	117,6
Pruksa Holding	PSH TB	18,2	KKN	KKN	830	12,8	11,6	9,4	0,6	0,6	5,6	6,8	6,6	55,5
Supalai	SPALI TB	20,0	KKN	KKN	1.265	7,0	7,5	7,2	1,1	1,0	15,7	14,5	5,1	53,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (ĐÓNG CỬA NGÀY 26/11/2021)

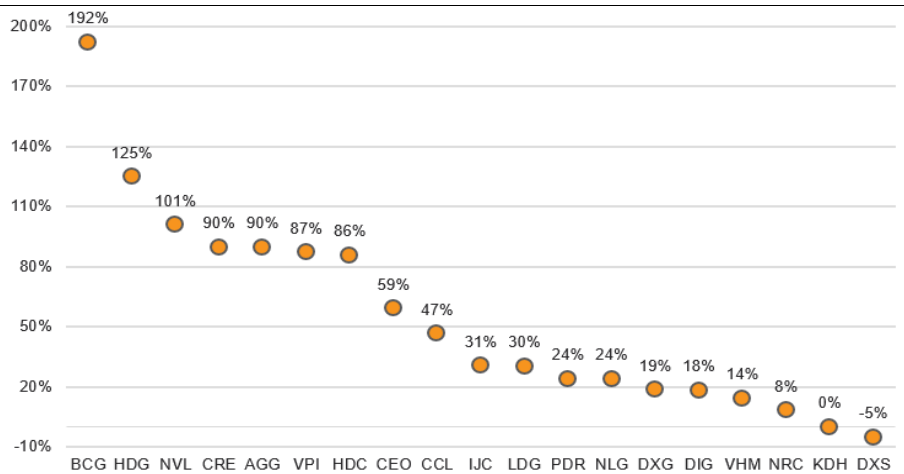
**Rủi ro đầu tư và tiềm năng của ngành**

**Chúng tôi nhận thấy rủi ro về khủng hoảng nợ là không đáng lo ngại tại các công ty BĐS niêm yết tại Việt Nam**

Cuộc khủng hoảng thanh khoản của Evergrande thu hút sự chú ý toàn cầu vì quy mô khổng lồ của khoản nợ 300 tỷ đô, lên tới ~2% GDP của Trung Quốc, làm gia tăng các lo ngại về rủi ro hệ thống đối với thị trường tài chính. Chúng tôi hiểu rằng chính phủ Trung Quốc đã xếp các vấn đề của Evergrande là vấn đề thanh khoản ngắn hạn chứ không phải vấn đề mất khả năng thanh toán. Theo ước tính của CIMB, tổng giá trị tài sản có thể bán của Evergrade khoảng 2,2 nghìn tỷ Rmb; đủ để thanh toán tổng nợ khoảng 1,8 nghìn tỷ Rmb. Chúng tôi cho rằng ngành BĐS tại Trung Quốc có thể sẽ hứng chịu sự ảnh hưởng nặng nề vì chính sách nhà ở thắt chặt, cùng với vấn đề Evergrande, đã khiến các nhà phát triển BĐS Trung Quốc vô cùng khó khăn trong việc tái cấp vốn các trái phiếu đô la Mỹ, nhưng khả năng Evergrande trở thành một khủng hoảng mang tính hệ thống không đáng lo ngại.

Sự kiện Evergrande đã làm dấy lên nỗi sợ hãi trên thị trường BĐS tại Châu Á. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy 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. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy hầu hết các chủ đầu tư Việt Nam đang hoạt động ổn định, không có các khoản nợ và tồn kho nào lớn đến đáng lo ngại, ngoài ra hầu hết có tỷ nợ ròng / vốn chủ sở hữu thấp hơn nhiều so với mức 153% tại Evergrande trong 2020.

**Hình 134: Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của các công ty BĐS niêm yết Việt Nam tại Q3/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CẬP NHẬT

**Tiềm năng tăng giá:** Các quy định mới được ban hành trong 2020 như Nghị định 148, Luật Xây dựng sửa đổi 2020 và Luật Đất đai sửa đổi sắp tới được kỳ vọng sẽ tháo gỡ được các nút thắt trong vấn đề phê duyệt các dự án nhà ở và rút ngắn thời gian cấp phép. Thị trường sẽ sôi động trở lại sau một thời gian ảm đạm và khó khăn.

**Rủi ro giảm giá:**

- Dịch bệnh kéo dài có thể ảnh hưởng đến hoạt động quảng cáo và bán hàng;
- Giá nhà đất tiếp tục tăng nhanh, đặc biệt là tại khu vực ngoại thành, khiến gia tăng các mối lo ngại và có thể vượt khả năng của người mua nhà;
- Chúng tôi nhận thấy chi phí xây dựng có thể tăng cao trong 2021, đặc biệt giá thép đã tăng hơn 40%-45% svck. Thép chiếm 12-15% tổng chi phí xây dựng (theo ước tính của các chuyên gia trong ngành), điều này sẽ kéo giá nhà tăng nếu giá vật liệu duy trì ở mức cao như hiện tại trong hai năm tới;

**Chuyên viên phân tích:**

**Chu Đức Toàn**

[toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Thị Cẩm Tú**

[tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

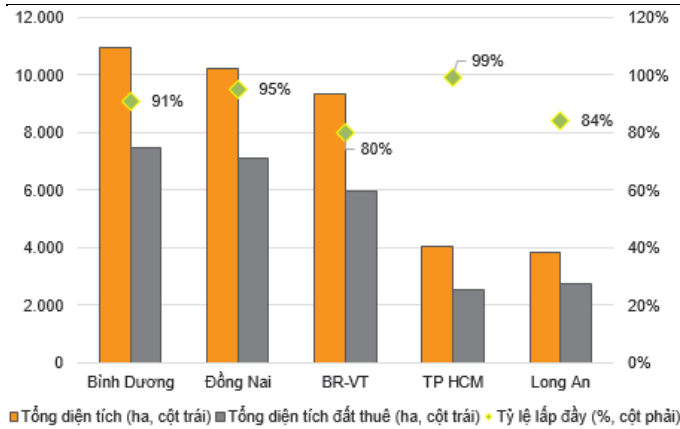
**BDS KHU CÔNG NGHIỆP: VẪN DUY TRÌ SỨC HÚT**

**Điểm lại thị trường bất động sản (BDS) khu công nghiệp (KCN) năm 2021**

**Thị trường phía Nam: giá thuê tại các thành phố vệ tinh tăng mạnh**

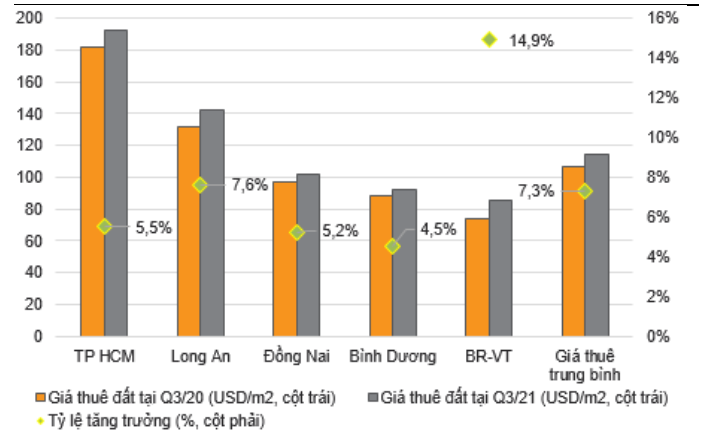
Tổng diện tích đất công nghiệp đã đưa vào hoạt động tại năm tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Nam tăng 3,6% so với đầu năm đạt 37.800ha trong 9T21, kéo theo đó là diện tích cho thuê tăng 4,4% lên 26.000ha. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ Bà Rịa-Vũng Tàu (BR-VT), Đồng Nai và Bình Dương. Nguồn cầu tiếp tục vượt cung mới với tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng 1,0% svck lên 89,8%. Trong bối cảnh nhu cầu cao và diện tích đất công nghiệp hạn chế, giá thuê đất trung bình tiếp tục tăng 7,3% svck lên 114 USD/m2/kỳ thuê. Trong đó, chúng tôi nhận thấy giá thuê tại BR-VT ghi nhận mức tăng ấn tượng 14,9% svck lên 85 USD/m2/kỳ thuê nhờ vào tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng.

**Hình 135: Tỷ lệ lấp đầy trung bình trong Q3/21 tại phía Nam vẫn ở mức cao 89,8% (+ 1,0% svck) do nhu cầu tiếp tục vượt cung mới**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, JLL

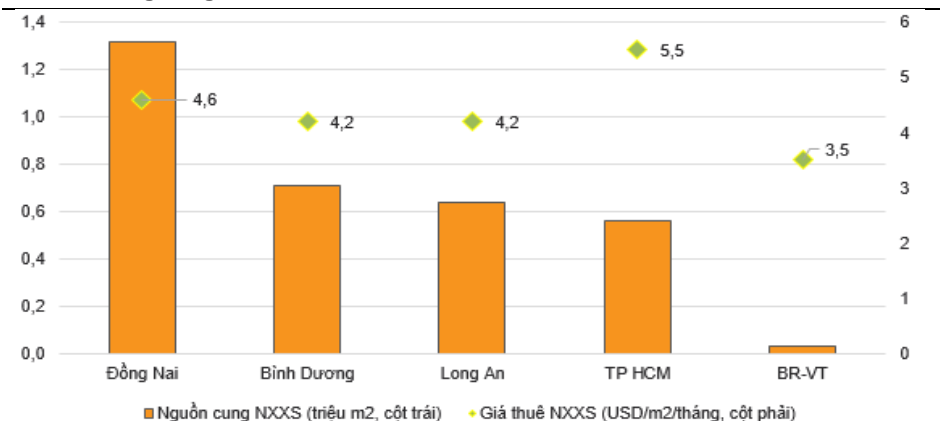
**Hình 136: Giá thuê đất tại BR-VT tăng cao nhất 14,9% svck trong các KCN phía Nam trong Q3/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy thị trường nhà kho (NK) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS) đang nổi lên với nguồn cung mới tăng đáng kể, lần lượt tăng 10% svck lên 3,5 triệu m2 và 8% svck lên 3,2 triệu m2 trong 6T21, theo CBRE. Giá cho thuê trung bình tương đối ổn định ở mức 3,5-5,5 USD/m2/tháng. Thị trường NK và NXXS cũng chứng kiến các thương vụ M&A mới như Boustead mua lại 49% cổ phần trong Công ty cổ phần công nghiệp logistics KTG và Boustead; ESR Cayman Limited và BW Industrial Development JSC (BWID) đã liên doanh để phát triển 240.000m2 tại KCN Mỹ Phước 4.

**Hình 137: Giá cho thuê NXXS tại miền Nam tương đối ổn định ở mức 3,5-5,5 USD/m2/tháng trong Q3/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, JLL

Hình 138: Cuộc đua đặt chân vào thị trường NK và NXXS ở phía Nam từ năm 2020, đặc biệt là ở Đồng Nai và Long An

Chủ đầu tư	Quốc gia	Diện tích (ha)	Vị trí
BW	Mỹ/Việt Nam	518	TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Hải Phòng
KCN Việt Nam	Việt Nam	260	Bắc Giang, Hải Phòng, Hải Dương, Đồng Nai, và Long An
KTG & Boustead	Việt Nam / Singapore	84	Đồng Nai, Hà Nội, Bắc Ninh
SLP logistics	Hong Kong	78	Bắc Giang, Bắc Ninh, Long An
Mapletree	Singapore	75	Đồng Nai, Bình Dương, Bắc Ninh
Kizuna	Việt Nam	24	Long An
Daiwahouse	Nhật Bản	24	Đồng Nai
Frasers	Singapore	7	Bình Dương

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Hình 139: Các giao dịch NK và NXXS đáng chú ý tại phía Nam trong 9T21

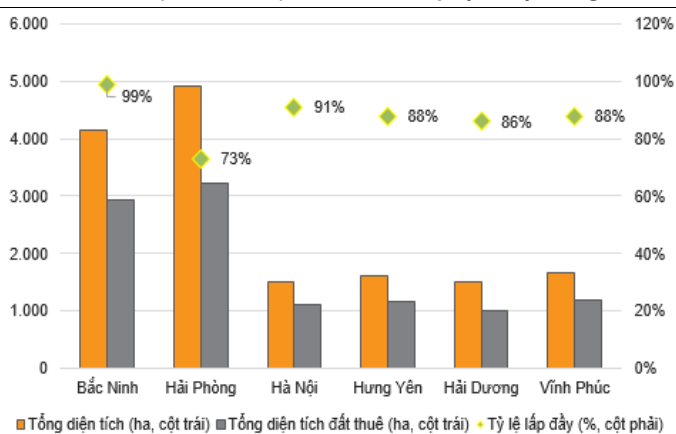
Giao dịch	Vị trí	Diện tích (m2)
Nội thất (NK)	Bình Dương	40.000
Logistics (NK)	TP HCM	25.000
Chế biến thực phẩm (NXXS)	Long An	20.000
3PL (NK)	Đồng Nai	17.000
Bán lẻ (NK)	TP HCM	10.000
Linh kiện điện tử (NXXS)	TP HCM	5.000
Sản xuất (NXXS)	Đồng Nai	5.000
3PL (NK)	Đồng Nai	5.000
Giày (NXXS)	Long An	2.700
Nhựa (NXXS)	Long An	2.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

### Thị trường miền Bắc: nhu cầu vẫn ở mức cao

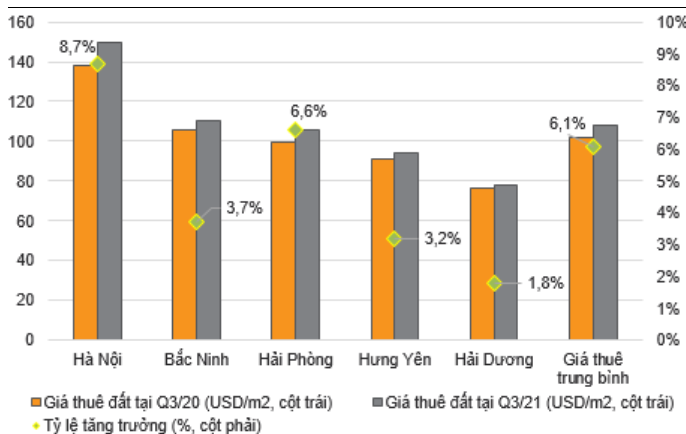
Tổng diện tích đất công nghiệp đã đưa vào hoạt động tại sáu tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Bắc tăng 5,7% kể từ đầu năm lên 15.300ha trong 9T21, kéo theo diện tích cho thuê tăng 5,7% kể từ đầu năm lên 10.600ha. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ Bắc Ninh và Hải Phòng. Nguồn cầu tiếp tục vượt cung mới với tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng 2,2% svck lên 87,5%. Trong bối cảnh nhu cầu cao và nguồn cung đất công nghiệp hạn chế, giá thuê đất tiếp tục tăng trong Q3/21, với mức tăng trung bình 6,1% svck lên 108 USD/m2/kỳ thuê. Trong đó, chúng tôi nhận thấy giá thuê tại Hà Nội và Hải Phòng tăng mạnh nhất với 8,7% svck lên 150USD/m2/kỳ thuê và 6,6% svck lên 106USD/m2/kỳ thuê, nhờ sự thúc đẩy của phát triển cơ sở hạ tầng tại những khu vực này.

Hình 140: Tỷ lệ lấp đầy trung bình trong Q3/21 tại miền Bắc vẫn ở mức cao 87,5% (+2,2% svck) do nhu cầu tiếp tục vượt cung mới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

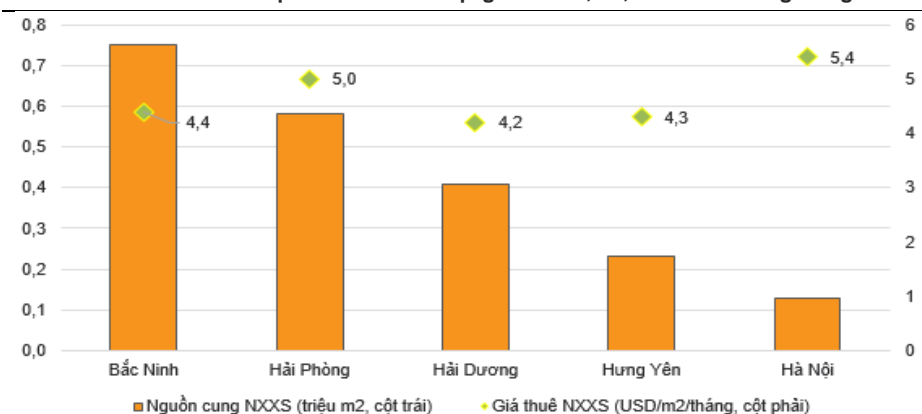
Hình 141: Giá thuê đất tiếp tục tăng trên toàn miền Bắc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

Đối với thị trường NK và NXXS, nguồn cung mới lần lượt tăng 4,4% svck lên 1,1 triệu m2 và 1,9% svck lên 2,3 triệu m2 trong 6 tháng đầu năm, theo CBRE. Giá cho thuê trung bình tương đối ổn định ở mức 4,2-5,4 USD/m2/tháng. Chúng tôi quan sát thấy nhiều chủ đầu tư nước ngoài lớn bắt đầu khởi công xây dựng các dự án mới trong 11T21 như Logos tại VSIP Bắc Ninh, liên doanh giữa SEA Logistic Partners (SLP) và GLP tại Hải Phòng. KCN Việt Nam đã mua lại 250ha quỹ đất để phát triển NXXS và NK cho thuê với danh mục đầu tư trải dài tại Bắc Giang, Hải Phòng, Hải Dương, Đồng Nai và Long An.

Hình 142: Giá thuê NXXS tại miền Bắc dao động ở mức 4,2-5,4 USD/m<sup>2</sup>/tháng trong Q3/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE, JLL

Hình 143: Cuộc đua đặt chân vào thị trường NK và NXXS ở miền Bắc từ năm 2020, đặc biệt là ở tỉnh Bắc Ninh

Chủ đầu tư	Quốc gia	Diện tích (ha)	Vị trí
BW	Mỹ/Việt Nam	518	TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Hải Phòng
KCN Việt Nam	Việt Nam	260	Bắc Giang, Hải Phòng, Hải Dương, Đồng Nai, và Long An
KTG & Boustead	Việt Nam / Singapore	84	Đồng Nai, Hà Nội, Bắc Ninh
SLP logistics	Hong Kong	78	Bắc Giang, Bắc Ninh, Long An
Mapletree	Singapore	75	Đồng Nai, Bình Dương, Bắc Ninh
Gaw NP Industrial	Hong Kong	13	Thái Nguyên
Logos	Úc	13	Bắc Ninh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Hình 144: Các giao dịch NK và NXXS cho các lĩnh vực 3PL, logistic và thương mại điện tử nổi bật ở miền Bắc trong 9T21

Giao dịch	Vị trí	Diện tích (m <sup>2</sup> )
3PL (NK)	Bắc Ninh	46.000
Logistics (NK)	Bắc Ninh	25.000
Bán lẻ (NK)	Bắc Ninh	20.000
Thương mại điện tử (NK)	Bắc Ninh	14.000
Sản xuất (NXXS)	Thái Nguyên	14.500
Logistics (NK)	Hải Phòng	14.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

### Nhiều doanh nghiệp KCN niêm yết đều có mức tăng trưởng hai chữ số trong 9T21

Chúng tôi quan sát thấy phần lớn các doanh nghiệp KCN niêm yết đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng hai chữ số trong 9T21. Doanh thu của KBC tăng mạnh nhất 231% svck lên 3.077 tỷ đồng từ mức cơ sở thấp trong 9T20, tiếp theo là D2D (+62% svck), SZC (+56% svck) và LHG (+56% svck) nhờ diện tích cho thuê đất tăng đáng kể. Trong khi đó, BCM ghi nhận khoản lỗ ròng 26% svck do đợt bùng phát COVID-19 nghiêm trọng lần thứ 4 tại Bình Dương kể từ tháng 5 năm 2021. NTC cũng công bố doanh thu 9T21 giảm 15% svck do thiếu diện tích đất công nghiệp cho thuê.

Hình 145: Nhiều doanh nghiệp KCN niêm yết đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu hai chữ số trong 9T21

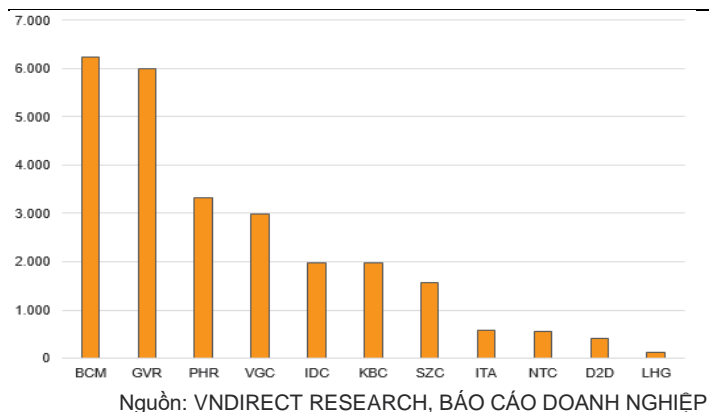
	Doanh thu 9T21 (tỷ đồng)	Doanh thu 9T20 (tỷ đồng)	Thay đổi svck (%)
GVR	16.695	12.117	38%
VGC	7.508	7.088	6%
SIP	4.129	3.417	21%
BCM	3.853	5.210	-26%
SNZ	3.745	3.513	7%
IDC	3.210	3.356	-4%
KBC	3.077	930	231%
PHR	1.280	886	44%
LHG	718	460	56%
ITA	665	549	21%
SZC	566	362	56%
D2D	344	212	62%
TIP	185	145	28%
NTC	165	195	-15%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

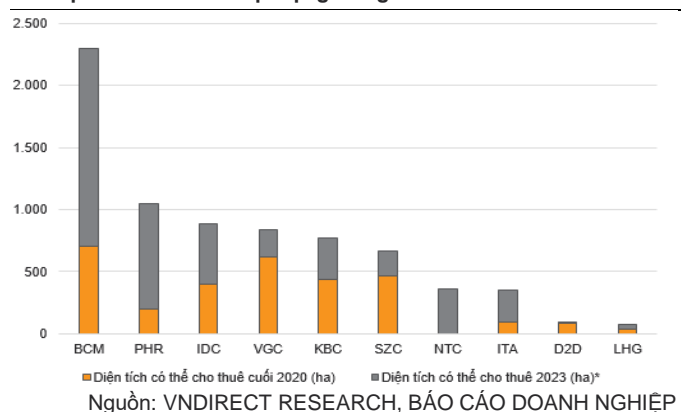


Chúng tôi quan sát thấy các công ty KCN niêm yết đang tăng tốc mở rộng quỹ đất để nắm bắt cơ hội nhu cầu ngày càng tăng. Tính đến cuối năm 2020, BCM với hơn 6.000ha là doanh nghiệp BĐS KCN niêm yết lớn nhất về quỹ đất tại miền Nam, gấp 2,2 lần so với doanh nghiệp lớn nhất miền Bắc là VGC với 2.800ha. Tuy nhiên, xét về diện tích cho thuê tiềm năng trong 3 năm tới, GVR có khả năng dẫn đầu với khoảng 4.000 ha diện tích có thể cho thuê đưa vào hoạt động trong giai đoạn 2022-24 nhờ chuyển đổi diện tích đất cao su thành KCN, theo đó là BCM với 2.200 ha và PHR với 1.000 ha.

Hình 146: Quỹ đất (ha) của các doanh nghiệp tính đến cuối năm 2020



Hình 147: Tiềm năng lớn cho GVR, BCM và PHR với diện tích dồi dào dự kiến đưa vào hoạt động trong ba năm tới



### Triển vọng năm 2022: Ba xu hướng định hình thị trường BĐS KCN

#### Mở rộng sản xuất được thúc đẩy bởi cả doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp trong nước

Chúng tôi tin rằng với lợi thế nguồn lực lao động trẻ và dồi dào, cùng với chi phí hoạt động thấp và các ưu đãi thuế, Việt Nam sẽ tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI trong dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh chiến lược “Trung Quốc+1”. Thêm vào đó với các hiệp định thương mại mới như RCEP và EVFTA bên cạnh các FTA hiện hữu khác, sẽ giúp thúc đẩy doanh nghiệp đầu tư sản xuất và duy trì dòng vốn FDI vào Việt Nam trong những năm tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ chảy vào Việt Nam mạnh mẽ hơn trong năm 2022.

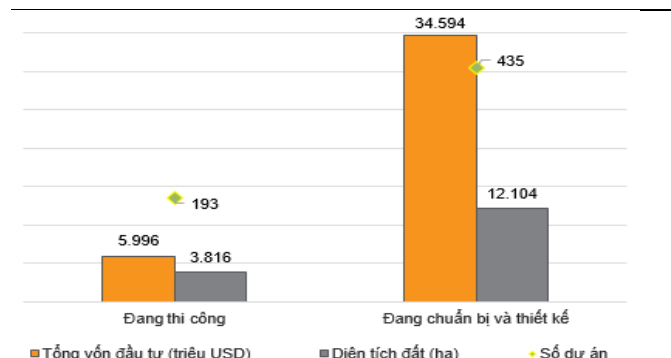
Bên cạnh đó, chúng tôi quan sát thấy cả doanh nghiệp nước ngoài và nội địa đang tích cực mở rộng sản xuất nhờ nền tảng sản xuất vững chắc của Việt Nam như LG Electronics, Intel, Mitsubishi Motors, O.N Vina. Theo Houselink, có 193 dự án mở rộng sản xuất (3.816ha diện tích đất) đang được xây dựng trong 8T21, với tổng vốn đầu tư là 6 tỷ USD. Bên cạnh đó, có 435 dự án mở rộng (12.104ha diện tích đất) đang trong giai đoạn chuẩn bị và thiết kế trong 8T21, cao hơn so với 387 dự án mới (6.597ha), do đó chúng tôi cho rằng xu hướng mở rộng sản xuất vẫn còn mạnh mẽ trong năm 2022.

Hình 148: Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn với chi phí hoạt động thấp và ưu đãi thuế

	Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m <sup>2</sup> )	Giá thuê đất trung bình (USD/m <sup>2</sup> /kỳ thuê)	Thuế TNDN (%)	Số KCN
Myanmar	162	0,110	na	80	25	63
Phillippines	205	0,110	na	122	30	323
Việt Nam	265	0,077	352	110	20	394
Indonesia	287	0,073	504	238	25	108
Thái Lan	440	0,121	na	183	20	86
Malaysia	844	0,099	533	225	24	340
Trung Quốc	1042	0,104	356	na	25	na

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SAVILLS, STATISTA, MPI

Hình 149: Xu hướng mở rộng sản xuất diễn ra mạnh mẽ trong 8T21

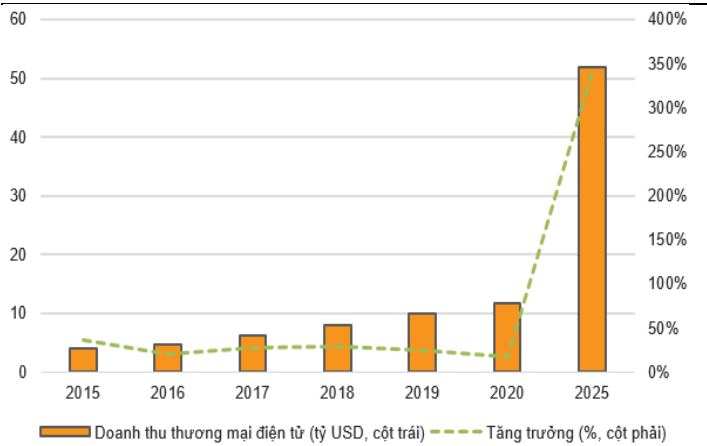


**Thương mại điện tử bùng nổ, yêu cầu hàng tồn kho tăng và đa dạng hóa chuỗi cung ứng giúp thúc đẩy nhu cầu đất KCN cho các dịch vụ kho bãi**

Theo Bộ Công Thương, 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.

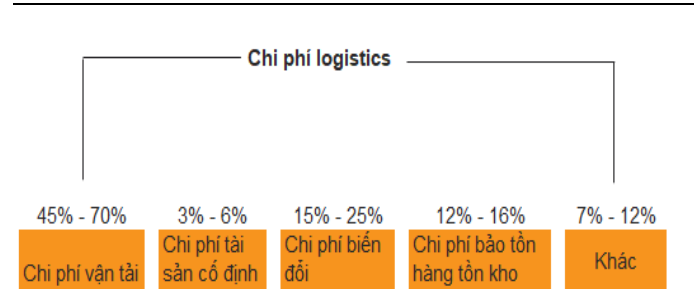
Bên cạnh đó, nhu cầu hàng hóa mạnh mẽ và sự gián đoạn chuỗi cung ứng cũng làm tăng nhu cầu về diện tích nhà kho để dự trữ hàng hóa và giảm thiểu gián đoạn trong tương lai, theo CBRE Econometric Advisors. Chi phí vận tải tăng cao hơn nhiều so với chi phí kho bãi, chi phí vận tải chiếm 45%-70% tổng chi phí chuỗi cung ứng, trong khi chi phí tài sản cố định (bao gồm cả bất động sản) chỉ chiếm 3%-6%. Chúng tôi tin rằng kho bãi có vị trí gần các đầu mối giao thông chính như các sân bay và bến cảng có mạng lưới kết nối giao thông tốt sẽ được săn đón mạnh mẽ. Chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất tại BR-VT, Hải Phòng như **SZC, IDC, KBC** sẽ được hưởng nhiều lợi thế nhất.

**Hình 150: Sự bùng nổ thương mại điện tử ở Việt Nam với doanh thu tăng trưởng kép ước đạt 44,9% trong giai đoạn 2020-25**



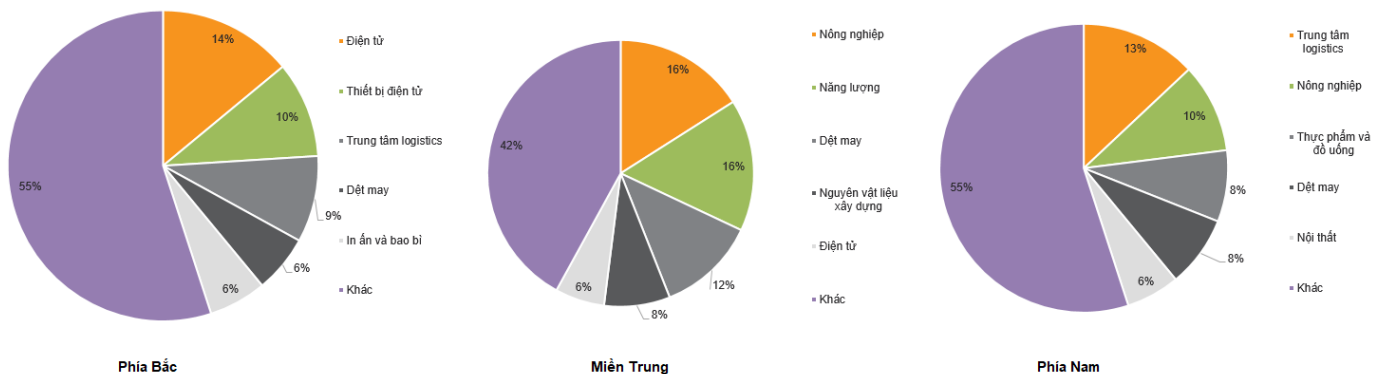
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOIT

**Hình 151: Chi phí vận chuyển tăng cao hơn nhiều so với tăng chi phí kho bãi**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE APAC

**Hình 152: Ngành Logistics chiếm tỷ trọng cao nhất ở phía Nam, tính theo số lượng dự án đang trong giai đoạn chuẩn bị và thiết kế**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, HOUSELINK

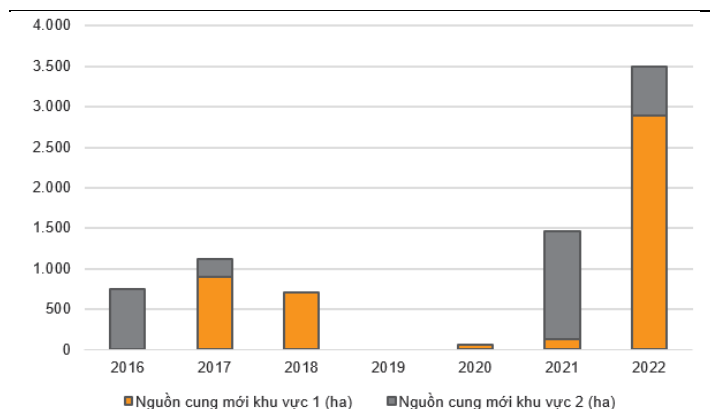
**Tập trung mở rộng nguồn cung KCN phía Nam vào năm 2022**

Diện tích đất KCN ở phía Nam dự kiến sẽ tăng thêm hơn 3.500ha trong năm 2022 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong khu vực, chủ yếu từ Đồng Nai, Bình Dương và Long An. Cơ sở hạ tầng đang được đẩy mạnh phát triển với các dự án sắp và đang được triển khai như 11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam,

đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và giai đoạn một của dự án sân bay quốc tế Long Thành.

Chúng tôi tin rằng nhà kho và nhà xưởng xây dựng sẵn sẽ tiếp tục thu hút trong năm 2022 với việc hàng loạt các chủ đầu tư cả trong nước và nước ngoài đang tìm kiếm cơ hội gia nhập vào thị trường này. CBRE dự báo tăng trưởng lợi nhuận kép của nguồn cung mới NK/NXXS lần lượt là 22%/14% ở phía Nam và 46%/10% tại phía Bắc trong giai đoạn 2021-23.

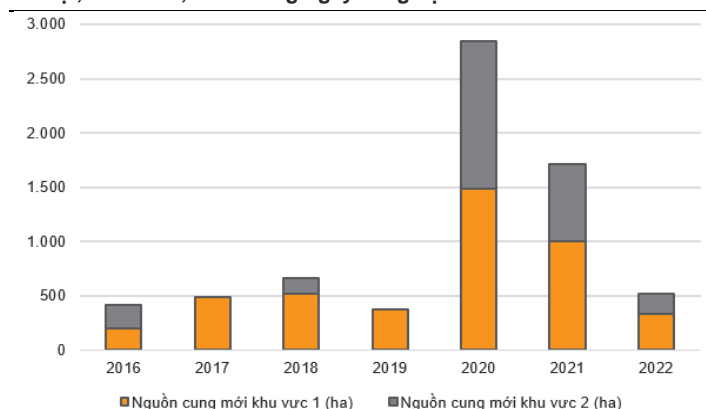
**Hình 153: Diện tích đất KCN phía Nam dự kiến tăng mạnh thêm 5.000ha trong 2021-22**



Khu vực 1 phía Nam: TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An  
Khu vực 2 phía Nam: Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh, Tiền Giang, Vĩnh Long

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

**Hình 154: Nguồn cung đất công nghiệp có thể dịch chuyển sang Hưng Yên, Hải Dương do quỹ đất tại các trung tâm công nghiệp như Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng ngày càng hạn chế**



Khu vực 1 phía Bắc: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Hải Phòng  
Khu vực 2 phía Bắc: Bắc Giang, Nam Định, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CBRE

### Lựa chọn cổ phiếu

Chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu của hầu hết các công ty KCN niêm yết đang ở mức hợp lý. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lựa chọn **KBC, PHR, SZC** để đầu tư dài hạn vì:

**TCT Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC, Trung lập, Giá mục tiêu: 56.100 đ/cp).** Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu BĐS KCN ngày càng tăng vì 1) KBC giữ vị thế dẫn đầu trong việc thu hút FDI với danh mục khách hàng là những tập đoàn công nghệ lớn, bao gồm Samsung Electronics Việt Nam tại KCN Quế Võ, LG Electronics tại KCN Trảng Duệ, Foxconn tại KCN Quang Châu và sắp tới là OPPO tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng kể từ 2022 sẽ là điểm rơi lợi nhuận cho hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của KBC. KBC hiện đang hoàn thành các thủ tục pháp lý cho dự án KĐT Trảng Cát (581ha) với tổng giá trị phát triển chúng tôi ước đạt 55.829 tỷ đồng và dự kiến sẽ mở bán buôn 50ha đất thành phẩm đầu tiên trong Q4/21-2022. KBC cũng dự kiến sẽ bàn giao 6ha đất tại KĐT Phúc Ninh trong Q4/21-2022, với doanh thu ước khoảng 1.300-1.400 tỷ đồng. Các dự án này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng doanh thu dài hạn cho KBC. Chúng tôi dự báo LN ròng của KBC năm 2022-23 sẽ đạt 1.723 tỷ đồng (+44,1% svck) / 3.612 tỷ đồng (+109,7% svck).

Tiềm năng tăng giá đến từ việc bán đất nhanh hơn và liệu KBC có thể xoá các rào cản pháp lý để bắt đầu các KCN mới hay không. Rủi ro giảm giá gồm 1) bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) chậm trễ hoàn tất thủ tục pháp lý tại các dự án KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3 và 3) chậm trễ ghi nhận doanh thu từ các dự án nhà ở.

**CTCP Cao su Phước Hoà (PHR, Trung lập, Giá mục tiêu: 77.100 đ/cp).** PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha quỹ đất cao su thành KCN tại Bình Dương, để nắm bắt nhu cầu thuê đất KCN đang ngày càng tăng tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng 4 KCN (tương đương 2.600ha) có thể đưa vào khai thác trong 3 năm tới. Chúng tôi tin rằng PHR có thể ghi nhận 898 tỷ đồng tiền bồi thường và hỗ

trợ tái định cư cho 691ha tại KCN VSIP 3 trong 2022, giúp LN ròng năm 2022 tăng mạnh mẽ 161,1% svck. Chúng tôi dự báo LN ròng của PHR sẽ đạt tăng trưởng kép 48,1% giai đoạn 2023-25, được hỗ trợ bởi 1) tăng trưởng kép doanh thu KCN đạt 85,7% và tăng trưởng kép thu nhập từ công ty liên kết đạt 43,8% nhờ sự đóng góp của 4 KCN mới và 2) tăng trưởng kép doanh thu mảng cao su tự nhiên đạt 9,6% nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường ô tô Hoa Kỳ và Trung Quốc.

Động lực tăng giá đến từ việc liệu PHR có thể giải quyết các rào cản pháp lý tại các KCN mới và nhận tiền đền bù đất sớm hơn dự kiến hay không. Rủi ro giảm giá: 1) dịch bùng phát kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, 2) sự chậm trễ trong phê duyệt pháp lý tại các KCN, dẫn đến việc trì hoãn đưa vào khai thác và nhận tiền đền bù đất, 3) rủi ro giá cao su giảm do cung vượt cầu và vấn đề tồn kho toàn cầu, mảng này vốn có biên lợi nhuận thấp.

**CTCP Sonadezi Châu Đức (SZC, Trung lập, Giá mục tiêu: 58.800 đ/cp).** SZC có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu BĐS KCN ngày càng tăng tại phía Nam nhờ: 1) sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ, Tổng Công ty Sonadezi; 2) quỹ đất lớn (660ha) và giá cho thuê cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Việt Nam; 3) khả năng thu hút tệp khách hàng đa dạng nhờ vị thế gần cảng biển, sân bay và các KCN khác của Bà Rịa – Vũng Tàu. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của SZC có thể đón điểm rơi lợi nhuận trong 2022-23 với giai đoạn đầu tiên - Sonadezi Hữu Phước (40,5ha) mở bán vào nửa cuối năm 2021. Chúng tôi tin rằng 2022 sẽ tiếp tục là một năm rực rỡ đối với SZC với lợi nhuận ròng tăng 66,6% svck, với động lực là tăng trưởng doanh thu tại các dự án BĐS KCN và dân cư.

Tiềm năng tăng giá là 1) doanh thu bán đất KCN và nhà ở tốt hơn dự kiến, 2) giải phóng mặt bằng nhanh hơn giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án. Rủi ro giảm giá là 1) dịch bùng phát kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, và 2) các dự án KĐT và sân golf hoãn mở bán, đưa vào khai thác.

#### Rủi ro tăng giá:

**1)** Chúng tôi tin rằng khi RCEP có hiệu lực từ ngày 1 tháng 1 năm 2022 có thể mang lại cho KCN một cú hích và đánh dấu cột mốc quan trọng cho các nước ASEAN có thể trở thành một trung tâm sản xuất toàn cầu. RCEP không chỉ duy trì sự cởi mở thương mại mà còn giúp tăng cường kết nối giữa ASEAN với Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản, vốn dẫn đầu về các ngành công nghiệp điện tử, ô tô, dệt và may mặc; và **2)** Nghị định mới về quản lý KCN và KKT công bố dự thảo vào 07/06/2021 sớm được phê duyệt, điều này sẽ tạo khung pháp lý cho các hoạt động đầu tư phát triển các KCN và KKT. Ngoài ra nghị định mới sẽ bổ sung quy định về việc xử lý các trường hợp chủ đầu tư tăng giá thuê trên 30% so với giá thuê đã đăng ký với địa phương quản lý; hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ, công nghiệp hỗ trợ và doanh nghiệp đổi mới sáng tạo; rút ngắn thời gian cấp giấy phép.

**Rủi ro giảm giá:** 1) một làn sóng khác của biến thể Covid-19 trên toàn cầu có thể hạn chế hoạt động bán hàng với các doanh nghiệp nước ngoài; 2) giá thuê đất tiếp tục tăng cao có thể làm mất lợi thế chi phí hoạt động thấp của Việt Nam và 3) cạnh tranh ngày càng tăng từ các nước trong khu vực. Không chỉ Việt Nam mà các nước lân cận cũng nhanh chóng bổ sung thành lập các khu công nghiệp mới. Indonesia thành lập KCN 4.000ha vào năm 2020, Myanmar hợp tác với Hàn Quốc, Thái Lan, Singapore thành lập KCN Myanmar Singapore (436ha), Yangon Amata Smart và Eco City (800ha) để thu hút thêm các công ty sản xuất nước ngoài.

**Hình 155: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên công ty	Mã	Giá cổ phiếu (đv bản địa)	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)			P/B (x)			ROE (%)			ROA (%)			Tỷ suất cổ tức
					TTM	2021	2022	Hiện tại	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	2021
Cao su Việt Nam	GVR VN	36.950	NA	6.517	29,7	31,7	28,8	3,0	N/A	N/A	10,6	9,4	9,9	6,3	5,6	5,8	1,7
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	54.000	NA	2.465	31,2	N/A	N/A	3,7	N/A	N/A	11,8	N/A	N/A	3,8	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	48.250	56.100	1.212	38,9	23,0	16,0	2,2	1,9	1,7	7,2	10,0	11,4	3,2	4,3	5,2	0
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	47.000	NA	929	22,2	26,9	20,7	3,2	2,8	2,9	14,7	13,1	14,5	4,8	N/A	N/A	2,4
Tổng Công ty IDICO	IDC VN	80.000	NA	1.058	44,1	23,7	17,9	5,9	4,7	4,7	13,0	16,0	31,8	3,6	5,1	8,9	5,2
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	153.000	NA	627	13,6	N/A	N/A	6,0	N/A	N/A	51,7	N/A	N/A	6,8	N/A	N/A	N/A
Tổng Công ty Phát triển Khu Công nghiệp	SNZ VN	36.000	NA	598	18,6	N/A	N/A	2,5	N/A	N/A	14,3	N/A	N/A	3,8	N/A	N/A	N/A
CTCP Cao su Phước Hòa	PHR VN	70.700	77.100	422	13,9	24,8	9,5	3,0	3,1	2,7	21,8	12,7	31,5	11,3	6,3	15,7	4,8
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC VN	54.900	58.800	242	21,4	21,1	13,3	3,9	4,0	3,2	20,5	20,6	29,6	5,3	5,4	7,0	2,0
CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên	NTC VN	191.500	NA	203	15,8	10,8	N/A	6,7	5,3	N/A	33,3	37,1	N/A	5,9	6,3	N/A	4,2
CTCP Long Hậu	LHG VN	48.750	NA	108	7,3	8,3	9,1	1,7	1,9	1,8	25,2	22,0	N/A	12,7	11,3	N/A	4,0
KCN Cao Su Việt Nam	VRG VN	25.000	NA	29	61,6	N/A	N/A	2,3	N/A	N/A	3,7	N/A	N/A	1,7	N/A	N/A	N/A
<b>Trung bình VN</b>					<b>26,5</b>	<b>21,3</b>	<b>16,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>19,0</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>8,5</b>	<b>3,0</b>
Waha Corp Pcl	WHA TB	3,3	NA	1.459	21,4	18,1	14,8	1,8	1,7	1,6	7,0	9,6	11,8	2,4	3,7	4,5	3,0
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	18,4	NA	633	18,9	19,3	13,9	1,2	1,4	1,3	6,7	7,1	9,4	2,6	3,2	4,3	1,8
Frasers Property Thailand Pc	FPT TB	11,8	NA	819	9,5	13,2	12,0	0,8	0,7	0,7	4,8	5,7	6,1	1,7	2,1	2,3	4,8
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	6,5	NA	303	9,4	10,1	21,5	0,9	0,9	0,9	14,8	6,6	5,6	4,5	2,0	1,8	3,6
<b>Trung bình Thái Lan</b>					<b>14,8</b>	<b>15,2</b>	<b>15,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	1.080,0	NA	1.585	21,6	15,0	12,9	0,7	0,7	0,6	3,5	4,8	5,3	1,8	3,1	3,3	0,2
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	1.035,0	NA	1.332	9,1	14,3	14,7	1,2	1,2	1,1	13,6	8,1	7,0	5,3	3,4	3,2	0,8
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	144,0	NA	708	N/A	119,2	29,1	0,6	0,5	0,5	(32,5)	1,8	1,2	(11,6)	(0,7)	0,2	0
<b>Trung bình Indonesia</b>					<b>15,4</b>	<b>49,5</b>	<b>18,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>(5,2)</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>(1,5)</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,4</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, BÁO CÁO DOANH NGHIỆP (ĐÓNG CỬA NGÀY 26/11/2021)

Chuyên viên phân tích:

**Nguyễn Hà Đức Tùng**

[tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@vndirect.com.vn)

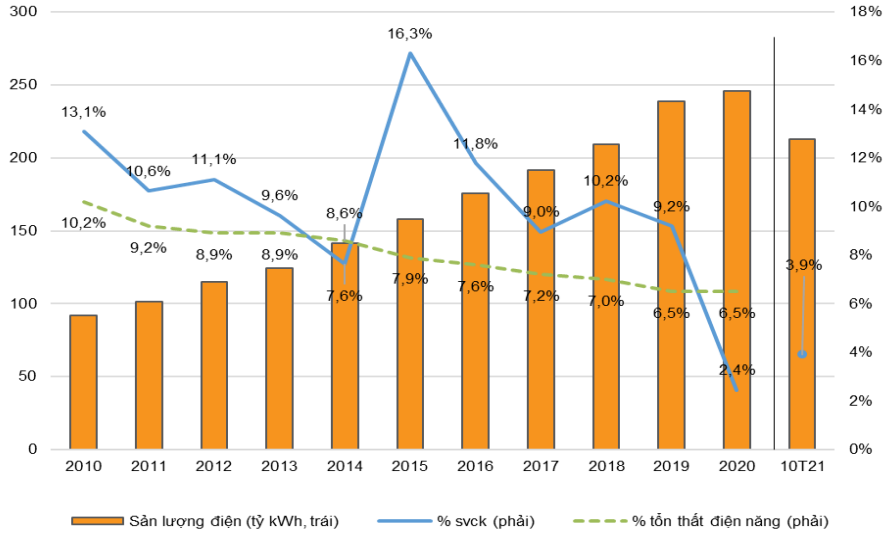
**Nguyễn Tiến Dũng**

[dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

## NĂNG LƯỢNG: SẴN SÀNG CHO NĂNG LƯỢNG XANH

Chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ điện trong nước sẽ phục hồi kể từ năm 2022

Hình 156: Tăng trưởng sản lượng điện từ 2010 đến 10T21 (Đơn vị: tỷ kWh)

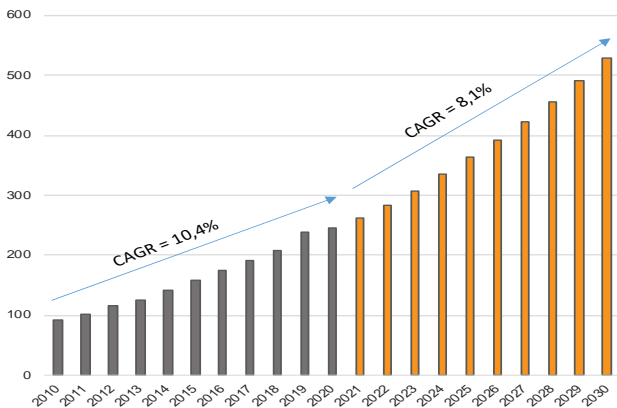


Nguồn: EVN, PDP8, VNDIRECT RESEARCH

Sản lượng điện của Việt Nam tăng trưởng trung bình 10% mỗi năm từ 2010 đến 2019 nhưng giảm tốc chỉ còn 2,4% svck vào năm 2020 do ảnh hưởng từ Covid-19, khiến tiêu thụ điện giảm sút. Trong 10T21, Việt Nam vẫn phải hứng chịu ảnh hưởng của đại dịch và phải áp dụng các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong nhiều tháng, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện chỉ đạt mức 3,9% svck, thấp hơn mức 8,5% dự kiến theo dự thảo Quy hoạch phát triển điện lực Quốc gia 8.

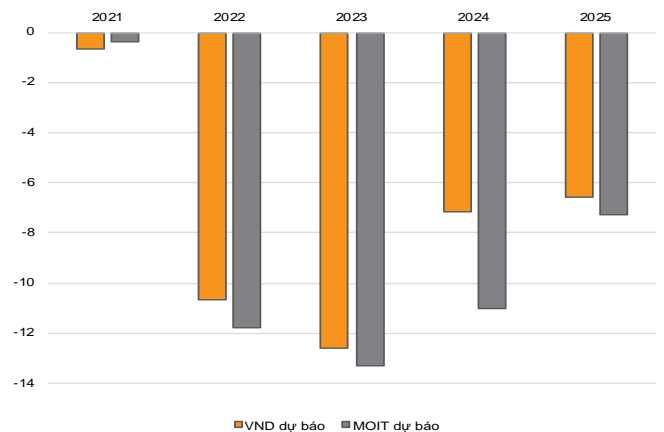
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ điện năng sẽ phục hồi từ 2022 khi Covid-19 được kiểm soát. Theo Bộ Công Thương Việt Nam (MOIT), tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ tăng trưởng kép 8,1% trong giai đoạn 2021-30. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo tình trạng thiếu điện có thể xảy ra trong giai đoạn 2022-25 do một số nhà máy điện truyền thống (thủy điện, điện khí và điện than) bị trì hoãn trong giai đoạn 2016-20 với công suất ước tính lên đến hơn 7.000MW.

Hình 157: Tăng trưởng kép sản lượng điện được dự báo đạt 8,1% trong giai đoạn 2021-30 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 158: Tình trạng thiếu điện có thể xảy ra từ năm 2022-25 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

## Chúng ta có thể mong đợi gì từ dự thảo Quy hoạch Phát triển Điện 8?

### Hướng tới một tương lai xanh hơn

Theo dự thảo, công suất lắp đặt cả nước có thể đạt khoảng 261.951 MW vào năm 2045, trong khi đó, tổng sản lượng từ nội địa và nhập khẩu có thể đạt 528,8 tỷ kWh vào năm 2030.

*Điều gì cần được quan tâm trong dự thảo Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia 8?*

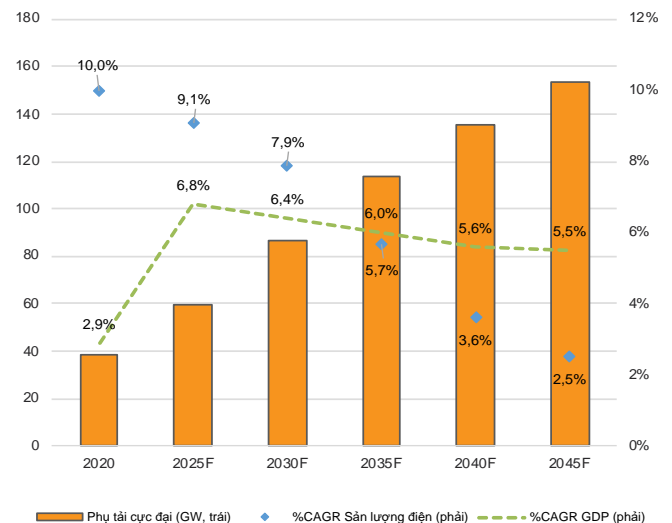
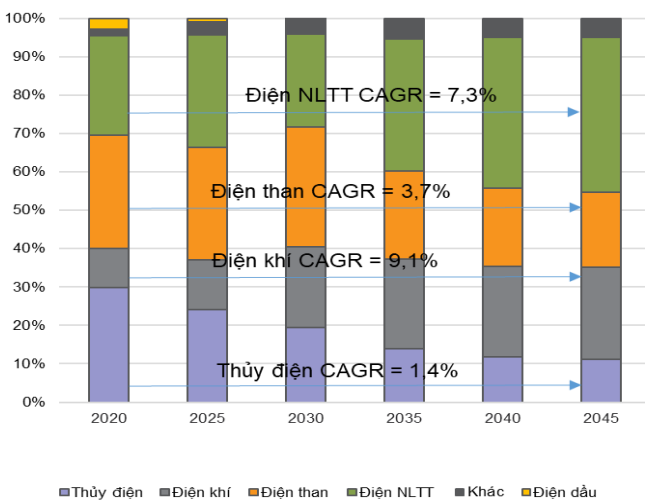
Thứ nhất, dự thảo nhấn mạnh quan điểm hiện tại của Chính phủ về việc ưu tiên các nguồn năng lượng tái tạo để giảm thiểu các tác động tiêu cực do sản xuất điện gây ra đối với môi trường. Năng lượng tái tạo (NLTT) được đặt mục tiêu tăng trưởng kép 7,3% trong giai đoạn 2020-45, nâng tỷ trọng lên 41% công suất cả nước vào năm 2045 từ 25,8% vào năm 2020. Trong đó, tăng trưởng kép điện gió đạt 19% trong giai đoạn 2020-45 và chiếm 18,6% tổng công suất vào năm 2045. Mặt khác, tăng trưởng kép công suất điện mặt trời sẽ giảm tốc xuống 4,6% trong giai đoạn 2020-45 và tỷ trọng giảm từ 24% vào năm 2020 xuống còn 19,9% tổng công suất vào năm 2045

Thứ hai, điện khí sẽ được thúc đẩy với tốc độ tăng trưởng kép cao đạt 9,1% trong giai đoạn 2020-45, chiếm 24% công suất cả nước vào năm 2045. Theo QHĐ8, các nhà máy điện khí sẽ chuyển dịch dần từ điện khí sửa dụng khí nội địa sang điện khí thiên nhiên hóa lỏng nhập khẩu (LNG) từ năm 2025 do nguồn khí tự nhiên trong nước đang cạn kiệt trong khi các mỏ khí mới đòi hỏi điều kiện khai thác phức tạp với giá khí cao hơn. Do đó, LNG nhập khẩu là sự thay thế tất yếu và ổn định hơn để thúc đẩy sự gia tăng mạnh mẽ của các nhà máy điện khí trong những năm tiếp theo.

Thứ ba, thủy điện không còn dư địa để phát triển và sẽ chỉ tăng 1,4% trong giai đoạn 2020-45 với tỷ trọng công suất nguồn điện giảm từ 29,9% vào năm 2020 xuống 11% vào năm 2045. Mặt khác, điện than sẽ vẫn đóng vai trò quan trọng trong giai đoạn 2021-30 nhằm phục vụ phát triển kinh tế. Tuy nhiên, nguồn điện này sẽ dần bị thay thế từ năm 2030 do các ảnh hưởng môi trường, đặc biệt là trong bối cảnh Việt Nam cam kết đạt mức phát thải ròng bằng "0" trong Hội nghị thượng đỉnh về biến đổi khí hậu lần thứ 26 (COP26) vừa qua. Dự báo công suất nhiệt điện than sẽ giảm xuống còn 20% tổng công suất vào năm 2045, với tốc độ tăng trưởng kép khoảng 3,7% vào năm 2020-45.

**Hình 159: Tỷ trọng công suất nguồn điện sẽ chuyển dần sang điện khí và NLTT trong giai đoạn 2020-45 (Đơn vị: %)**

**Hình 160: Phụ tải đạt khoảng 155GW trong 2045; tăng trưởng kép sản lượng điện giảm từ 10% trong 2020-25 xuống 2,5% trong 2040-45**



Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

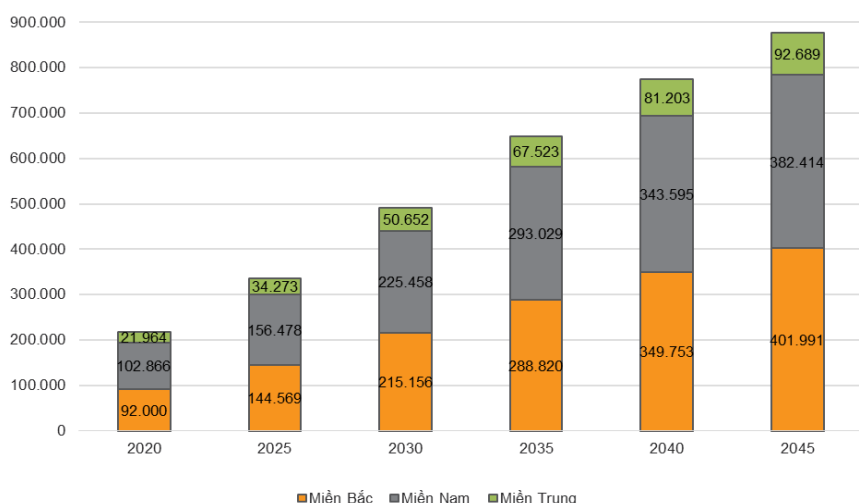
Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

### Phát triển lưới điện truyền tải cũng là một nhiệm vụ quan trọng

Theo QHĐ8, tỷ trọng điện thương phẩm miền Bắc sẽ tăng dần từ 42,4% vào năm 2020 lên 45,8% tổng điện cả nước vào năm 2045. Điện miền Nam sẽ giảm tỷ trọng từ 47,4% vào năm 2020 xuống 43,6% vào năm 2045. Đáng chú ý, vào năm 2040, điện thương phẩm của miền Bắc sẽ bắt đầu vượt miền Nam, nên sẽ dần có sự khác biệt về xu hướng truyền tải giữa các vùng miền vào năm 2025. Các tỉnh phía Bắc sẽ nhận được khoảng 10 tỷ kWh, trong đó điện truyền tải từ miền Trung và Tây Nguyên là 4 tỷ kWh, còn từ miền Nam là 6 tỷ kWh. Hơn nữa, sự bùng nổ công suất điện NLTT ở miền Nam và Tây Nguyên sẽ tiếp tục củng cố xu hướng truyền tải từ Nam ra Bắc do tình trạng dư thừa công suất. Vì vậy, cần mở rộng và nâng cấp hệ thống truyền tải liên vùng Nam Trung Bộ - Trung Trung Bộ - Bắc Trung Bộ - Bắc Bộ để giảm áp lực cho hệ thống điện.

Theo kế hoạch phát triển lưới điện truyền tải của EVNNPT, Việt Nam sẽ có khoảng 617 đường dây và trạm biến áp được đóng điện vào giai đoạn 2020-25, bao gồm 116 dự án 500kV và 501 dự án 220kV. Từ năm 2035, Bộ Công Thương dự kiến tiếp tục xây dựng 252 trạm biến áp 500-200 kV với tổng công suất bổ sung là 164GVA. Bên cạnh đó, tổng chiều dài đường dây xây dựng mới và cải tạo đạt 11.200km/315 dự án. Lưới điện truyền tải mới đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp đủ điện cho địa phương, đặc biệt là các trạm 220 kV.

**Hình 161: Sản lượng điện thương phẩm miền Bắc sẽ vượt miền Nam vào 2040 (triệu kWh)**



Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng của điện khí

#### Chúng tôi tin rằng sản lượng điện khí sẽ phục hồi từ năm 2022

Sản lượng điện khí ghi nhận xu hướng giảm từ năm 2016 khi nhiên liệu khí trong nước trở nên hiếm hơn trong khi các mỏ khí mới như Cá Voi Xanh, Lô B, Sao Vàng – Đại Nguyệt đòi hỏi giá cao hơn do điều kiện khai thác phức tạp. Bên cạnh đó, giá dầu quốc tế tăng mạnh cũng góp phần khiến giá khí tăng. Giá điện khí cao khiến khả năng cạnh tranh của nguồn điện này giảm mạnh kéo theo sản lượng điện được EVN giao trong những năm qua cũng thấp hơn. Trong 10T21, sản lượng khí đốt tiếp tục giảm 25% svck do: giá dầu cao hơn dẫn đến giá bán cao hơn. Do đó, EVN ưu tiên huy động từ các nguồn điện rẻ hơn như thủy điện khi điều kiện thời tiết lý tưởng đã hỗ trợ kể từ Q4/20.

Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố có thể sẽ hỗ trợ sản lượng điện khí phục hồi vào năm 2022, bao gồm:

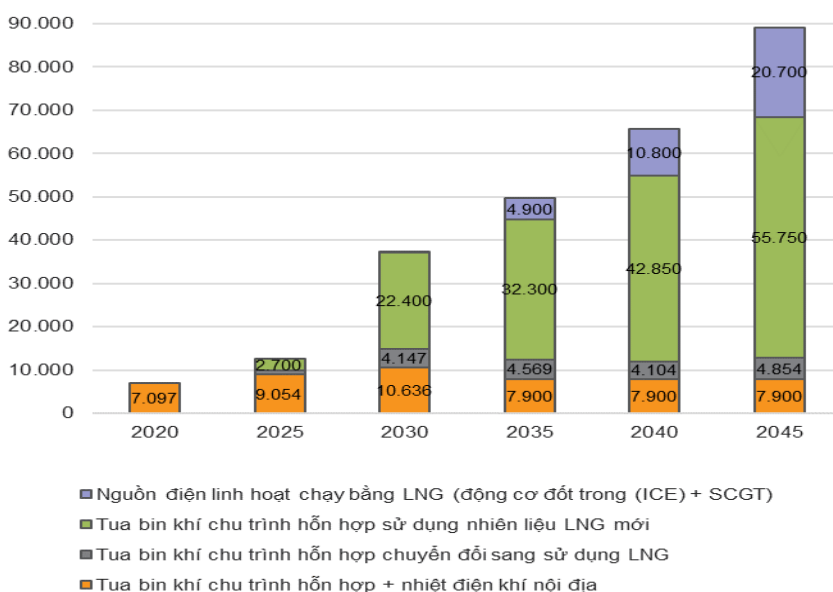


- Chúng tôi dự báo giá dầu Brent được dự báo sẽ ổn định lại và dao động quanh mức trung bình 75 USD/thùng, giảm áp lực cho giá khí từ năm 2022.
- Thủy điện sẽ kết thúc thời kỳ thuận lợi từ 2022 khi pha La Nina suy yếu từ năm 2022.
- Tiêu thụ điện sẽ phục hồi và tốc độ tăng trưởng sẽ trở lại mức kỳ vọng, đặc biệt là ở khu vực phía Nam và các khu công nghiệp khi Việt Nam đạt tỷ lệ tiêm vaccine tối ưu.

### Điện khí LNG sẽ là phân khúc đầy hứa hẹn

Cùng với năng lượng tái tạo, QHĐ8 cũng nhấn mạnh tầm quan trọng của điện khí đối với quy hoạch phát triển công suất nguồn điện của Việt Nam trong giai đoạn 2020-45. Hiện tại, nguồn khí đầu vào trong nước đang dần cạn kiệt, trong khi các mỏ khí mới cần điều kiện khai thác phức tạp. Do đó, đây là thời điểm thích hợp để Việt Nam bắt đầu phát triển điện khí sử dụng LNG nhập khẩu - một nguồn nguyên liệu ổn định hơn và dự kiến sẽ rẻ hơn trong dài hạn. Theo dự thảo QHĐ8, tổng công suất điện khí trong nước sẽ tăng từ 7GW lên 9,1GW trong giai đoạn 20-25 và bắt đầu chuyển sang các nhà máy điện khí sử dụng LNG từ năm 2030. Tổng công suất lắp đặt của các nhà máy điện khí sử dụng LNG sẽ tăng mạnh từ khoảng 2,7GW vào năm 2025 lên 22,4GW vào năm 2030 và tiếp tục tăng lên 55GW vào năm 2045.

**Hình 162: Nguồn điện khí sử dụng khí nội địa sẽ dần được thay thế bằng điện khí sử dụng LNG nhập khẩu trong giai đoạn 2020-45 (Đơn vị: MW)**



Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng điện khí sẽ phát triển nhanh trong những năm tiếp theo và đóng vai trò quan trọng trong lưới điện Việt Nam. Đáng chú ý, điện khí sử dụng LNG sẽ trở thành xu hướng chính và Nhơn Trạch 3&4 là dự án tiên phong với tư cách là nhà máy đầu tiên sử dụng LNG nhập khẩu tại Việt Nam. Nhờ tính chất ổn định, chúng tôi cho rằng các nhà máy nhiệt điện khí mới sẽ được ưu tiên huy động, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng điện và các nhà đầu tư điện khí sẽ có thể được hưởng lợi.

Hình 163: Các dự án điện khí nổi bật trong dự thảo QHĐ8

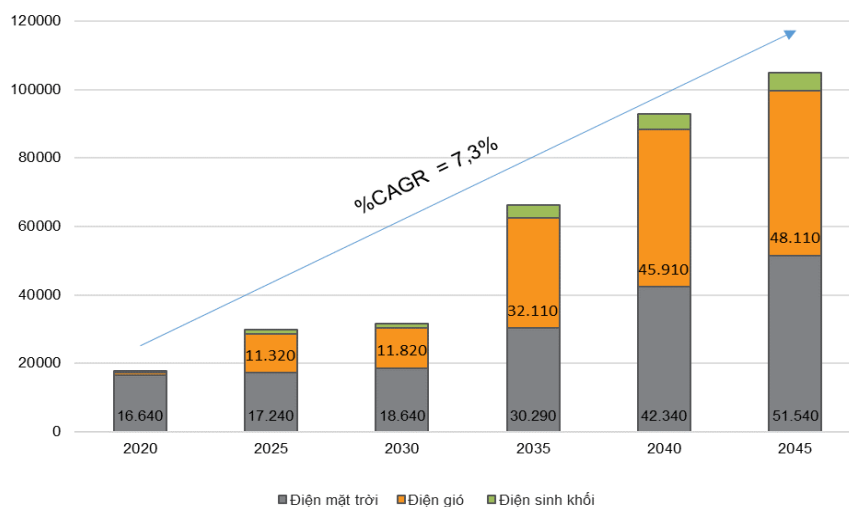
Dự án	Tỉnh	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Đánh giá tiến độ	Chủ đầu tư	Bình luận
Nhon Trạch 3&4	Đồng Nai	1.500	1.400	2023-24	PvPower	Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Thị Vải
Sơn Mỹ 2	Bình Thuận	2.200	4.000	2023-24	AES group	Sử dụng LNG nhập khẩu từ cảng Sơn Mỹ, hợp đồng BOT kỳ 20 năm
Sơn Mỹ 1	Bình Thuận	2.000		2026-28	EDF, Sojitz, Kyushu, Pacific Group	Sử dụng khí LNG từ cảng Sơn Mỹ
Bạc Liêu CCGT	Bạc Liêu	3.200	4.000	2025-27	Delta Offshore Energy	Nhà máy điện độc lập (IPP), giá bán điện dự báo khoảng 7UScent/kWh. Giai đoạn 1 đạt 800MW và dự kiến hoàn thành vào năm 2024
Long Sơn (GD1)	Bà Rịa - Vũng Tàu	1.200	3.780	2025-26	Mitsubishi Corp, General Electric, GTPP	Sử dụng LNG nhập khẩu từ cảng Long Sơn
Cà Ná 1	Ninh Thuận	1.500	3.850	2025-26	Tập đoàn Trung Nam	Đang xây dựng FS
LNG Long An 1&2	Long An	3.000	3.130	Giai đoạn 1: 2025-26 Giai đoạn 2: 2035	Vinacapital GS Energy Pte.Ltd	Đã được phê duyệt tất cả 3000MW
LNG Quảng Ninh	Quảng Ninh	1.500	1.998	2026-27	PVPower (VN), Colavi, Tokyo Gas, Marubeni	Đã phê duyệt đầu tư toàn bộ 1500MW trong tháng 11/2021

Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng ngành điện năng lượng tái tạo

#### Sự bùng nổ nguồn điện năng lượng tái tạo (NLTT) từ năm 2020

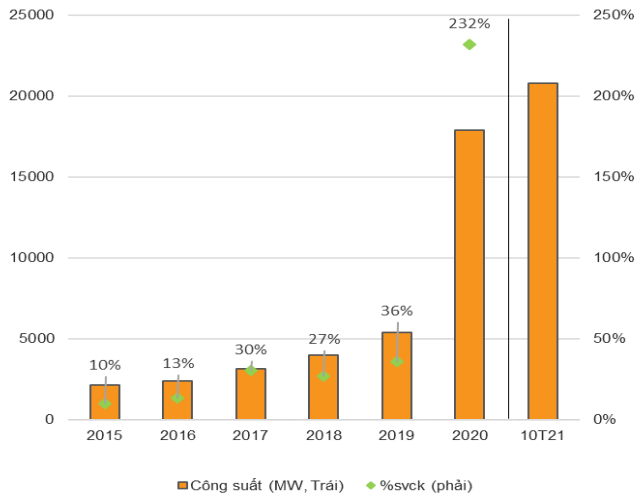
Hình 164: Công suất điện NLTT (không tính thủy điện) sẽ tăng mạnh trong 2020-45 (Đơn vị: MW)



Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

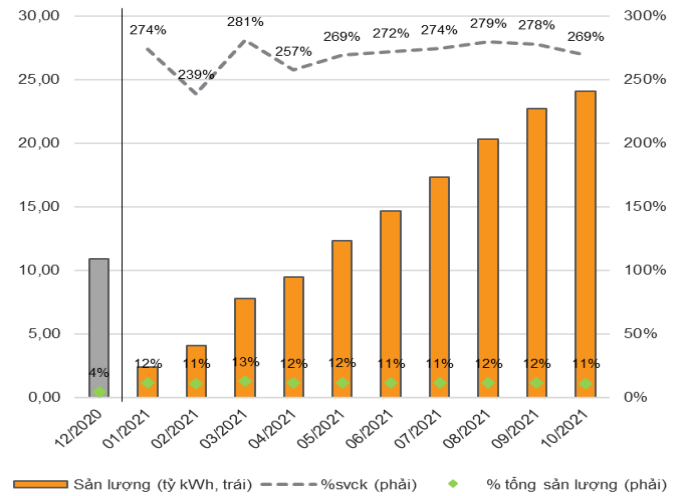
Công suất điện NLTT của cả nước đã tăng từ 5,5% tổng công suất năm 2015 lên gấp 4 lần vào năm 2020. Theo QHĐ8, dự kiến điện NLTT sẽ tăng mạnh và chiếm 40,6% tổng công suất hệ thống điện vào năm 2045. Trong đó, điện gió và điện mặt trời sẽ là động lực chính, trong khi điện sinh khối và thủy điện nhỏ (<30MW) sẽ chiếm tỷ trọng không đáng kể. Điện năng lượng tái tạo (không bao gồm thủy điện) đã trải qua một năm 2020 khởi sắc khi công suất tăng 232% so với năm trước lên 17.840MW. Trong đó, điện mặt trời đóng góp chính với 16.640MW (93,2% tổng công suất NLTT), còn điện gió và năng lượng tái tạo khác đóng góp 6,8%.

**Hình 165: Công suất nguồn điện NLTT đã tăng 232% svck lên mức 17.840MW trong năm 2020 (Đơn vị: MW)**



Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 166: Sản lượng điện NLTT tăng mạnh 274% svck trong 7T21, chiếm 11% tổng sản lượng điện toàn quốc (Đơn vị: tỷ kWh)**

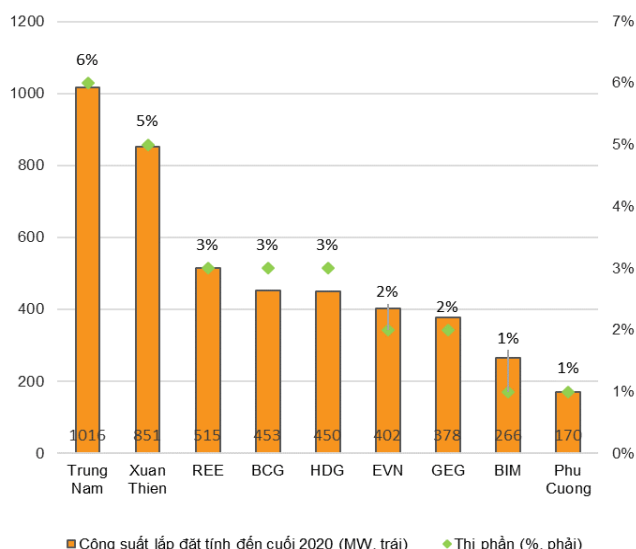


Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hơn nữa, trong 10T21, các công ty điện NLTT cũng được hưởng lợi từ tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ với sự ưu tiên từ Chính phủ và giá FIT hấp dẫn. Cụ thể, tổng sản lượng lũy kế của NLTT tăng mạnh 169% svck lên 24,1 tỷ kWh trong 10T21, chiếm khoảng 11.3% tổng sản lượng điện huy động (lớn hơn 3 lần so với tỷ lệ 4% của năm 2020).

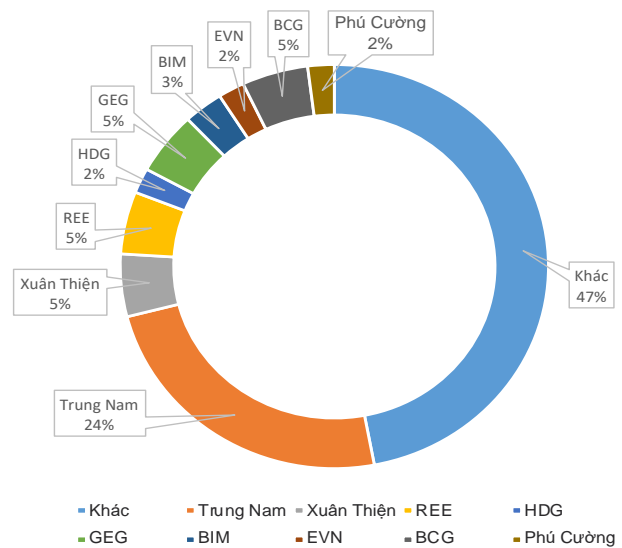
Hiện tại, một số công ty đang dẫn đầu về tổng công suất trong thị trường điện năng lượng tái tạo có thể kể đến như Trung Nam, Xuân Thiện, REE, BCG, GEG và HDG. Bên cạnh đó, các nhà đầu tư nước ngoài cũng đang tham gia vào phân khúc điện năng này, đặc biệt là Thái Lan và Trung Quốc. Một số nhà đầu tư nổi bật có thể kể tên bao gồm Sermang Power Corporation Public (Thái Lan), Super Wind Energy Group (Thái Lan), Envision Energy Group (Trung Quốc) và Wind Energy Development (Trung Quốc). Chúng tôi cho rằng sự xuất hiện của nhiều nhóm nhà đầu tư trong và ngoài nước sẽ giúp thúc đẩy sự tăng trưởng của nguồn điện NLTT trong tương lai.

**Hình 167: Công suất nguồn điện các công ty NLTT hàng đầu trên thị trường tính đến hết 2020 (Đơn vị: MW)**



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 168: Các công ty kỳ vọng nắm vị trí dẫn đầu trong NLTT, dựa theo kế hoạch phát triển doanh nghiệp đến năm 2030**



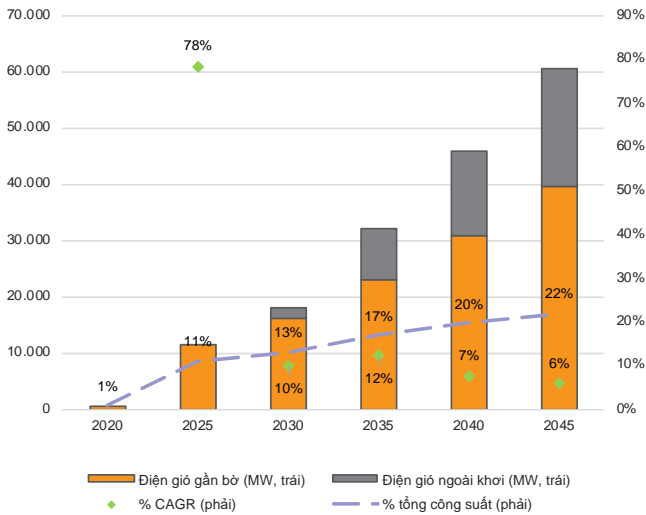
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

**Điện gió: Sân chơi dành cho những doanh nghiệp lớn**

QHD8 chỉ ra rằng Việt Nam có những đặc điểm phù hợp để phát triển điện gió bờ: (1) Việt Nam có đường bờ biển dài trên 3000km, và (2) tốc độ gió lớn trung bình 7m/s với tổng công suất kỹ thuật đạt 217GW đối với điện gió trên bờ và 162GW cho điện gió ngoài khơi. Do đó, nguồn năng lượng này đã được Chính phủ chú ý và bắt đầu phát triển khi các nhà chức trách ban hành cơ chế khuyến khích phát triển điện gió - Quyết định số 37/2011 và Quyết định số 39/2018. Vào cuối năm 2020, tổng công suất điện gió đạt 630MW, tăng gấp đôi so với 370MW vào năm 2019 và tiếp tục tăng mạnh lên mức 3.980MW trong 10T21, với 24 nhà máy đi vào hoạt động thương mại.

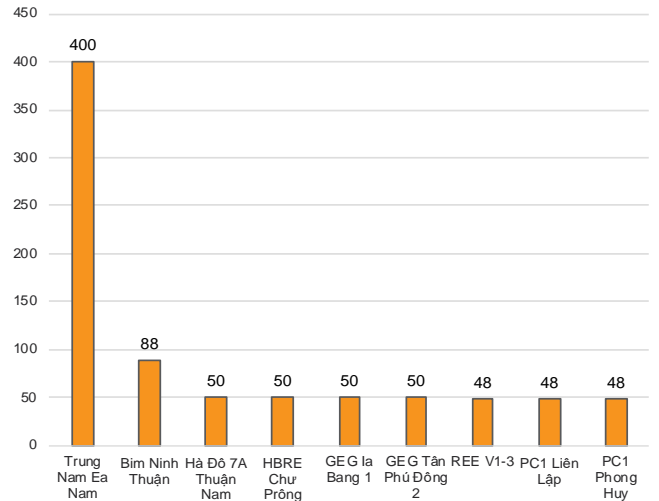
Theo định hướng trong QHD8, công suất điện gió sẽ đạt mức tăng trưởng kép 78% trong giai đoạn 2020-25 từ 630MW lên 11.320MW và nâng lên mức 60.160MW vào năm 2045, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng công suất điện NLTT và là nguồn điện lớn thứ hai của Việt Nam (chiếm 22% tổng công suất điện toàn quốc). Nhờ các ưu đãi giá và chính sách hỗ trợ của Chính phủ, chúng tôi kỳ vọng một số công ty phát triển điện gió sẽ có cơ hội tăng trưởng tốt trong tương lai, bao gồm Trung Nam, BIM, HDG, GEG, REE, PC1, BCG, ...

**Hình 169: Công suất điện gió sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2020-45 (Đơn vị: MW)**



Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 170: Một vài dự án điện gió tiêu biểu theo công suất (Đơn vị: MW)**

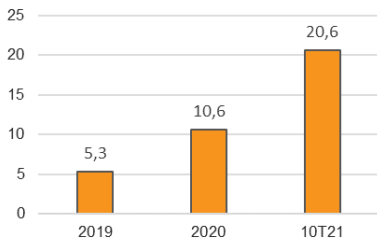


Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Theo Quyết định số 39/2018, các dự án điện gió hoàn thành phát điện thương mại trước ngày 31/10/2021 được hưởng giá FIT ưu đãi trong 20 năm. Tính đến cuối tháng 10, EVN cho biết trong số 106 nhà máy điện gió với tổng công suất 5.655MW đã nộp hồ sơ đăng ký COD trước thời hạn của giá FIT vào ngày 1/11/2021, có 84 nhà máy với tổng công suất 3.980MW đã đóng điện và hòa lưới đúng hạn, và các nhà đầu tư điện gió này sẽ được hỗ trợ giá FIT là 8,5 cent/kWh cho các dự án gió trên bờ và 9,8 cent/kWh cho các dự án gió ngoài khơi.

Chúng tôi đưa ra một số các doanh nghiệp niêm yết có dự án điện gió hoàn thành đúng hạn và được hưởng giá FIT bao gồm PC1, GEG, HDG, TV2, VNE và REE. Bên cạnh đó, một số nhà thầu cũng sẽ được hưởng lợi từ hoạt động xây dựng sôi nổi các nhà máy điện gió trong thời gian vừa qua, bao gồm PC1, FCN, TTA và TV2.

**Hình 171: Sản lượng điện mặt trời tăng mạnh từ năm 2019 (Đơn vị: tỷ kWh)**



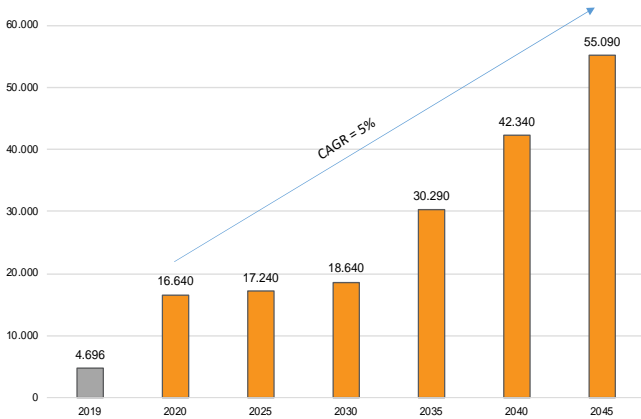
Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

**Điện mặt trời: Tăng trưởng chậm lại trong trung hạn**

Theo QHĐ8, công suất tiềm năng của điện mặt trời Việt Nam có thể đạt 1.646GW (1.569GW lắp trên mặt đất và 77GW nổi) do: (1) cường độ năng lượng mặt trời của Việt Nam khoảng 5kWh/m<sup>2</sup>, và (2) Năng trung bình khoảng 150kcal/m<sup>2</sup> và có thể kéo dài từ 2.000-5.000 giờ/năm. Tuy nhiên, xét về khả năng xây dựng và khía cạnh kinh tế, tiềm năng xây dựng dự án điện mặt trời lớn chỉ khoảng 368GW và có vị trí lý tưởng khá tập trung tại các tỉnh Nam Bộ, Nam Trung Bộ và Tây Nguyên như Ninh Thuận, Bình Thuận, Đắk Lắk.

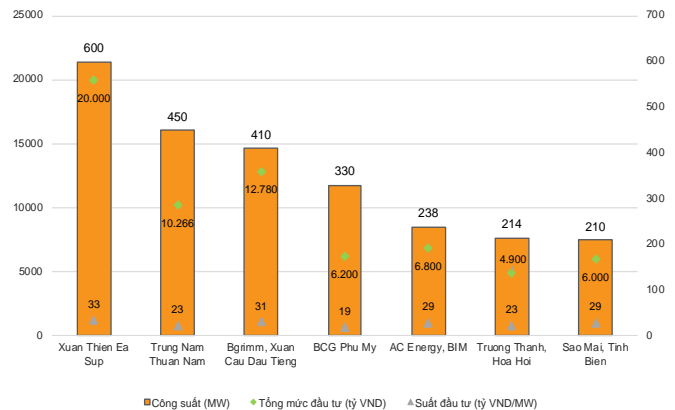
Năm 2020, tổng công suất điện mặt trời (bao gồm cả điện mặt trời trên mái nhà) tăng mạnh 256% svck từ 4.696MW lên 16.640MW. Hơn nữa, tỷ trọng sản lượng điện mặt trời cũng đạt mức ấn tượng khi tăng 98% lên mức 10,6% tổng sản lượng huy động vào năm 2020. Đáng chú ý, tổng sản lượng điện mặt trời tiếp tục tăng đáng kể trong 10T21, đạt 16,2 tỷ kWh và lớn hơn 50% so với toàn bộ sản lượng năm 2020. Cùng với các nguồn NLTT khác (không bao gồm thủy điện), sự phát triển mạnh mẽ của điện mặt trời là tất yếu khi các nguồn điện truyền thống đang dần cạn kiệt nhiên liệu đầu vào nội địa và thủy điện không còn dư địa tăng trưởng. Hơn nữa, việc chuyển đổi cơ cấu công suất là bước chuẩn bị cho một kỷ nguyên xanh hơn trong những năm tới, đúng theo tinh thần và những cam kết phát thải ròng bằng không trong COP26. Theo QHĐ8, điện mặt trời sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép 5% từ 16.640MW lên 55.090MW trong giai đoạn năm 2020-45, chiếm 20% tổng công suất nguồn điện vào năm 2045.

**Hình 172: Tăng trưởng công suất điện mặt trời sẽ chậm lại trong giai đoạn 2020-30 (Đơn vị: MW)**



Nguồn: EVN, PDP8, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 173: Các dự án điện mặt trời tiêu biểu theo công suất (Đơn vị: MW)**



Nguồn: Company reports, VNDIRECT RESEARCH

Tiếp nối cho sự phát triển mạnh mẽ vào năm 2020, một số công ty điện NLTT đã nắm bắt cơ hội và mở rộng công suất nhanh chóng, giúp cho sản lượng điện của các công ty này được hưởng lợi với sự ưu tiên của Chính phủ từ đầu năm 2021, bao gồm Trung Nam, Xuân Thiện, REE, HDG, GEG, BCG, BIM group và Phú Cường. Các công ty này hiện là doanh nghiệp hàng đầu trên thị trường năng lượng tái tạo và có sự tăng trưởng vững chắc trong 6T21.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc phát triển điện mặt trời sẽ chậm lại từ năm 2022 do việc loại bỏ giá FIT và hiện tại các nhà đầu tư vẫn đang chờ một cơ chế chính sách mới cho loại hình điện này. Trong năm 2020, giá điện mặt trời được quy định theo khung pháp lý 13/2020/QĐ-TTq với giá FIT thấp hơn khoảng 20-30% so với giá FIT trước đây trong quyết định 02/2019/QĐ-TTg. Tuy nhiên, chính sách giá FIT đã thể hiện điểm hạn chế của mình khi khuyến khích các nhà đầu tư tham gia vào phân khúc này nhiều hơn. Dẫn đến công suất điện mặt trời được phát triển ồ ạt trong thời gian ngắn, phá vỡ tiến độ quy hoạch và, gây áp lực lớn lên lưới điện truyền tải, buộc EVN phải cắt giảm công suất một số nhà máy điện mặt trời trong những tháng gần đây. Hiện tại, Bộ Công Thương đang xây dựng cơ chế chính sách giá chuyển tiếp cho điện mặt trời và chúng tôi tin

ràng với những chính sách mới này sẽ tiếp tục có lợi cho các nhà phát triển điện năng lượng tái tạo theo đúng tinh thần và những cam kết của Việt Nam trong hội nghị COP26 vừa qua.

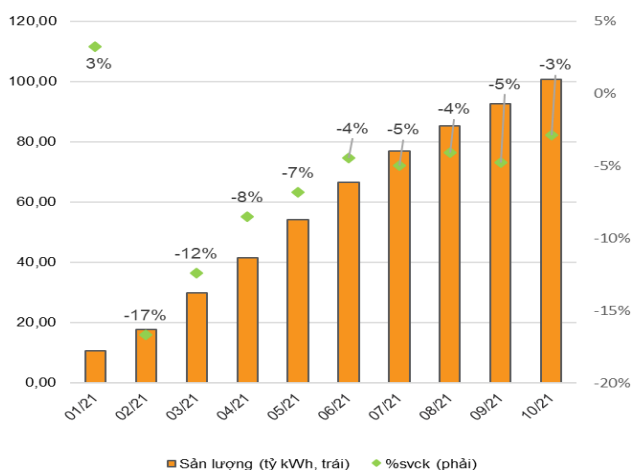
### Triển vọng ngành điện than

#### Chúng tôi kỳ vọng điện than sẽ tiếp tục ổn định vào năm 2022

Sản lượng điện than giảm 3% svck xuống 100,78 tỷ kWh trong 10T21 do (1) EVN ưu tiên huy động từ các nguồn năng lượng tái tạo, (2) phụ tải điện thấp do Việt Nam áp dụng phương án giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong làn sóng Covid-19 thứ tư, và (3) một số nhà máy nhiệt điện sử dụng than nhập khẩu bị ảnh hưởng tiêu cực do giá than thế giới tăng, đặc biệt là ở Indonesia và Australia - những nhà cung cấp chính của Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tiềm năng hồi phục của các nhà máy điện than từ 2022 do:

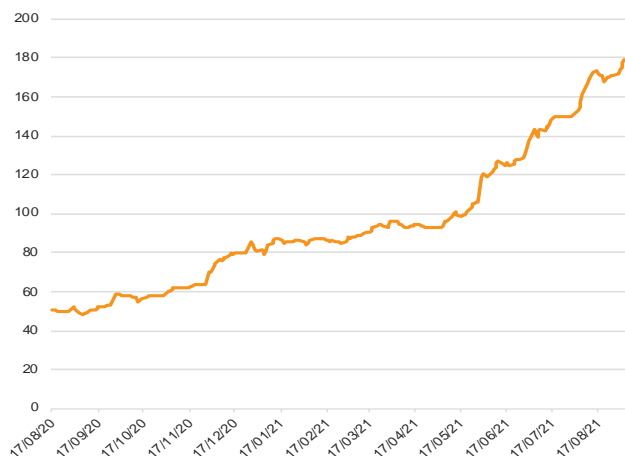
- Điện than sẽ được huy động với sản lượng cao hơn khi phụ tải điện phục hồi từ 2022, với mức tiêu thụ điện năng cao hơn.
- Điện than đóng vai trò là nguồn phát nền quan trọng trong hệ thống điện Việt Nam, chiếm 50-55% tổng sản lượng mỗi năm do tính chất ổn định và giá bán hợp lý vào khoảng 1.400-1.500VND/kWh.

Hình 174: Sản lượng điện than lũy kế dần phục hồi trong 10T21 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 175: Giá than thế giới đã tăng mạnh kể từ quý 4/2020 (Đơn vị: USD/tấn)



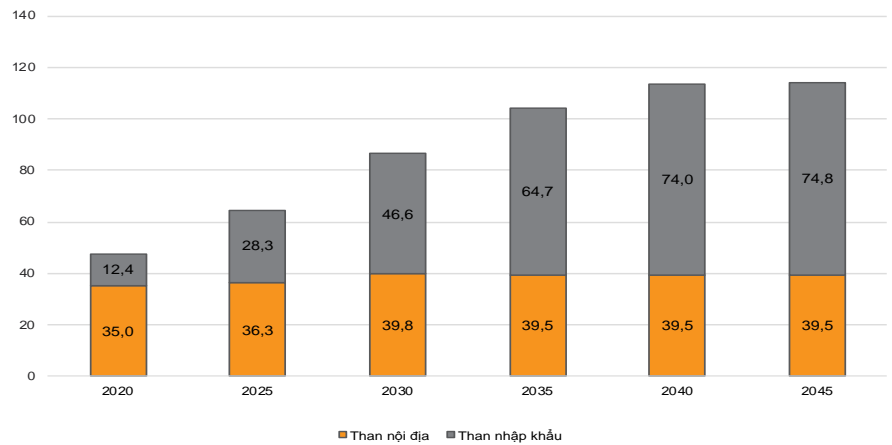
Nguồn: Bloomberg (dữ liệu ngày 07/09/2021)

### Triển vọng của điện than trong dài hạn

Mặc dù điện than gây ra lo ngại về tác động tiêu cực tới môi trường, nguồn năng lượng này vẫn đóng vai trò thiết yếu trong quy hoạch phát triển điện lực quốc gia do mức tiêu thụ điện được dự báo sẽ tăng nhanh trong những năm tới. Do đó, công suất điện than sẽ đạt mức tăng trưởng kép 6,2% trong giai đoạn 2021-30 và chiếm 27% tổng công suất vào năm 2030. Tuy nhiên, nhằm duy trì cả hai mục tiêu - tăng trưởng điện và bảo vệ môi trường, bản dự thảo nhấn mạnh tầm quan trọng của việc phát triển các nhà máy điện than mới với công nghệ hiện đại nhằm giảm thiểu phát thải và tăng hiệu quả sản xuất. Bên cạnh đó, Việt Nam hiện đang nhập khẩu than bitum và than lignite đen có nhiệt trị thấp, do vậy, dự thảo QHĐ8 đề xuất thay thế bằng nhiên liệu than có giá trị cao hơn trong tương lai. Hiện tại, lượng than khai thác trong nước đạt trung bình khoảng 35tr tấn/năm chỉ có thể cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện là 14GW, trong khi tổng công suất đạt 20GW vào năm 2020. Do đó, các nhà máy mới sẽ chủ yếu hoạt động sử dụng than nhập khẩu hoặc than trộn, với dự kiến lượng nhập khẩu sẽ tăng từ 12,4tr tấn/năm vào năm 2020 lên 74,8tr tấn/năm vào năm 2045.

Hiện tại rất nhiều nhà đầu tư đã dừng hoạt động cấp vốn cho nhà máy điện than mới như Nhật Bản và mới gần đây là Trung Quốc, do đó các nhà máy này sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc đi tìm nguồn vốn khi mà điện than được đánh giá đã không còn phù hợp với xu thế tăng trưởng xanh. Hơn nữa, với việc phần lớn các nhà máy mới sẽ phải sử dụng than nhập khẩu, điều này rầy lên lo ngại về tình hình an ninh năng lượng đặc biệt sau khi chứng kiến đợt tăng giá than mạnh trong thời gian vừa qua do nguồn cung thiếu hụt.

Hình 176: Việt Nam sẽ tăng than nhập khẩu trong giai đoạn 2020-45 (Đơn vị: Triệu tấn)



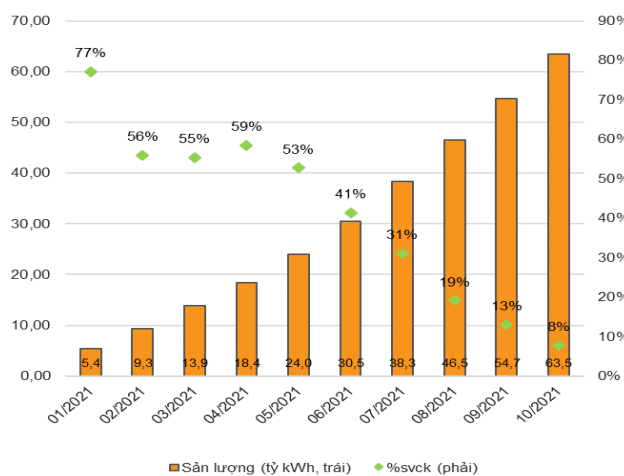
Nguồn: PDP8, VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng thủy điện

#### Duy trì mức tăng trưởng tốt cho đến đầu năm 2022

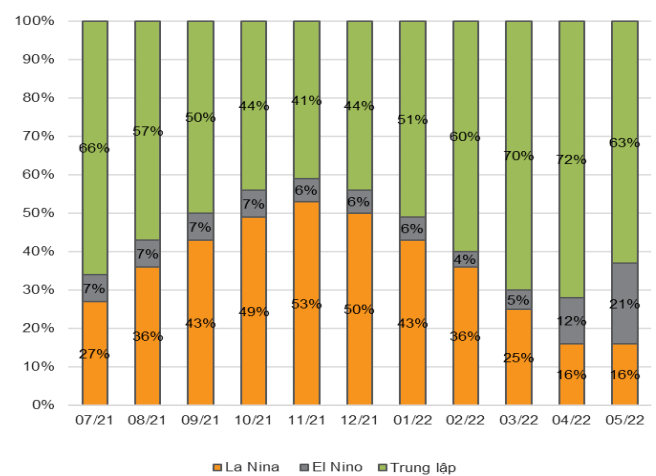
Trong 10T21, sản lượng thủy điện tăng 8% svck lên 63,5 tỷ kWh do điều kiện thời tiết lý tưởng nhờ pha La Nina. Theo Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương (NOAA), dự báo cho thấy khả năng cao pha La Nina sẽ suy yếu dần và kết thúc trong quý 1/2022. Bên cạnh đó, việc giá than và khí đốt tăng mạnh gần đây, sẽ giúp thủy điện sẽ tiếp tục được ưu tiên nhờ giá phát điện rẻ hơn cho đến khi giá điện khí và điện than ổn định lại vào năm 2022.

Hình 177: Sản lượng thủy điện tăng đáng kể trong 7T21 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 178: Pha La Nina dự báo sẽ kết thúc vào T2/22



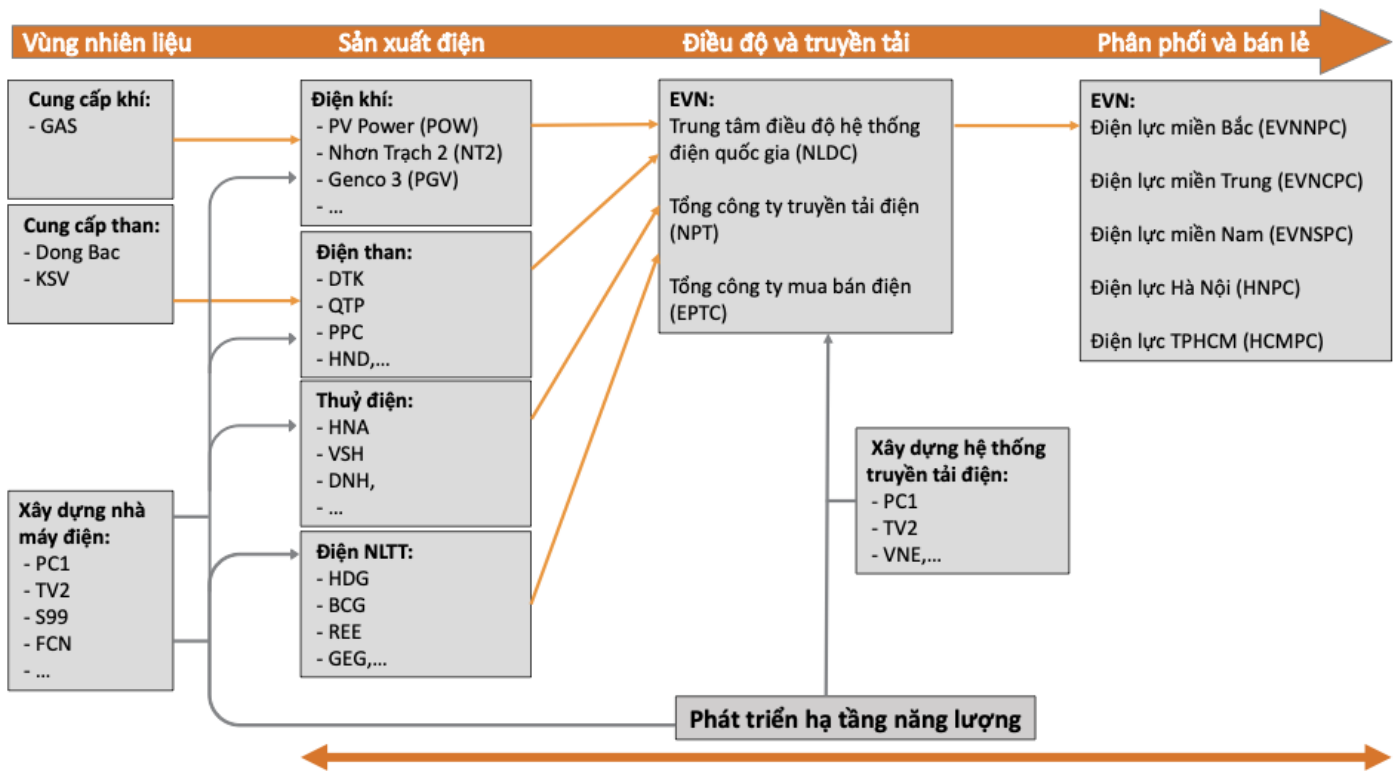
Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

### Tiềm năng của thủy điện đã cạn kiệt

Theo thống kê về thủy điện của Cục Điện lực và Năng lượng tái tạo, tiềm năng kinh tế và tiềm năng kỹ thuật của thủy điện vừa và lớn vào khoảng 75-80 tỷ kWh, tương đương với công suất lắp máy khoảng 20.000MW. Tuy nhiên, tổng công suất thủy điện vừa và lớn của Việt Nam đã đạt 18.200MW (91% công suất tiềm năng) vào năm 2020. Bên cạnh đó, tổng công suất thủy điện nhỏ hiện khoảng 3.200MW so với 6.000MW công suất tiềm năng. Vì vậy, về cơ bản, thủy điện đã được khai thác hết tiềm năng. Về triển vọng dài hạn, với tốc độ tăng trưởng kép công suất chỉ đạt mức khiêm tốn 0,9% trong giai đoạn 2020-45 sẽ hạn chế tăng trưởng sản lượng dài hạn. Bên cạnh đó, việc phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết, có thể làm giảm tầm quan trọng của nguồn năng lượng này khi Việt Nam phát triển đầy đủ các nguồn năng lượng khác có tính chất ổn định hơn.

### Cổ phiếu lựa chọn

Hình 179: Một số doanh nghiệp nổi bật theo chuỗi giá trị ngành điện Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ngành điện Việt Nam đang trải qua một quá trình chuyển đổi lớn do các ưu tiên của Chính phủ nhằm duy trì sự cân bằng giữa tăng trưởng kinh tế vĩ mô và tính bền vững của môi trường. Với quy mô lớn và tiến độ nhanh hơn dự kiến của quá trình chuyển đổi năng lượng này, chúng tôi tin rằng các cổ phiếu điện tập trung vào các giải pháp thay thế sạch hơn có thể có tiềm năng lớn trong thời gian tới. Chúng tôi cũng quan tâm tới các nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng vì chúng tôi tin rằng đầu tư nhiều hơn vào hệ thống lưới điện là điều kiện cần để thúc đẩy chuyển đổi năng lượng, hướng tới một quốc gia có lượng phát thải carbon thấp hơn. Chúng tôi quan sát thấy rằng các cổ phiếu năng lượng gần đây đã tăng giá trên các thị trường chứng khoán toàn cầu để phản ứng với tình trạng thiếu điện đang diễn ra ở EU và Trung Quốc. Như vậy, theo quan



điểm của chúng tôi, cổ phiếu ngành điện Việt Nam sẽ lấy lại vị thế trong thời gian tới.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện từ khí đốt sẽ tăng trở lại kể từ năm 2022 nhờ sự phục hồi của các hoạt động sản xuất. Ngoài ra, do hiện tượng El Nino khả năng cao sẽ xảy ra, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ giảm trong năm tới, điều này sẽ giúp tăng nhu cầu từ điện khí. Bên cạnh đó, một loạt siêu dự án trong chuỗi giá trị từ điện khí LNG đã được công bố gần đây, khiến nguồn năng lượng này trở thành phân khúc hứa hẹn trong vài năm tới. Do đó, chúng tôi cho rằng **POW**, **NT2** và các nhà phát triển cơ sở hạ tầng như **GAS** sẽ hưởng lợi theo xu hướng này.

Chúng tôi nhận thấy dòng vốn ESG vào các thị trường mới nổi trong khu vực có sự gia tăng đáng kể. Ngay tại Việt Nam, chúng tôi thấy ESG đang mở rộng đầu tư ở giai đoạn đầu. Chúng tôi ưu tiên các công ty có các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) đang triển khai được hưởng lợi từ mức thuế quan hấp dẫn và các công ty được phát triển cơ sở hạ tầng NLTT. Một số cái tên nổi bật bao gồm **BCG** và **FCN**.

Hình 180: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã	Vốn hóa Tr USD	P/E(x) TTM	P/BV(x) TTM	EV/EBITDA (x) TTM	ROE (%) TTM	ROA (%) TTM	Biên LN gộp (%) TTM	Tỷ suất cổ tức (%) TTM	D/E (%) TTM
<b>Điện khí</b>										
CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2 VN	293,5	11,3	1,6	4,9	14,5	9,1	14,7	8,5	18,0
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN	45,3	20,3	0,9	NA	4,3	3,0	12,5	6,4	32,0
<b>Điện than</b>										
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	398,7	6,4	1,3	3,1	21,9	12,1	17,3	7,7	49,6
Tổng Công ty Điện lực TKV	DTK VN	444,4	14,6	1,4	5,6	9,5	3,6	13,7	4,3	124,7
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	321,6	9,6	1,3	4,2	14,7	7,3	14,7	6,1	67,6
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	317,1	10,0	1,5	15,2	13,3	11,5	12,7	5,5	0,0
<b>Thủy điện</b>										
CTCP Thủy điện Đa Nhim - Hàm Thuận - Đa Mi	DNH VN	773,0	26,9	3,1	16,7	11,1	7,5	50,1	0,5	39,8
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	293,4	18,3	1,8	13,8	10,2	3,7	40,2	1,4	173,2
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	144,4	13,6	2,0	7,9	14,7	7,5	55,1	7,1	79,8
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	85,8	10,5	2,0	6,2	18,8	11,7	62,6	9,7	26,3
<b>Điện NLTT</b>										
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	256,1	24,7	1,8	11,9	8,5	2,6	50,9	1,9	109,6
CTCP Bamboo Capital	BCG VN	356,0	9,0	2,7	33,3	27,2	2,6	22,7	2,5	222,7
<b>Doanh nghiệp điện đa ngành</b>										
Tổng Công ty Phát điện 3	PGV VN	1.703,6	21,9	2,7	9,5	13,0	2,4	11,8	1,4	339,4
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	POW VN	1.581,7	12,5	1,2	6,0	10,0	5,2	15,4	1,3	39,7
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	900,9	12,1	1,7	15,0	14,7	6,8	28,5	NA	45,8
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	538,3	15,6	3,2	10,4	23,1	5,4	41,5	1,3	165,1
<b>Trung bình ngành điện</b>		<b>526,8</b>	<b>14,8</b>	<b>1,9</b>	<b>10,9</b>	<b>14,3</b>	<b>6,4</b>	<b>29,0</b>	<b>4,4</b>	<b>95,8</b>
<b>Doanh nghiệp phát triển hạ tầng điện</b>										
Tổng công ty Khí Việt Nam	GAS VN	9.262,9	27,0	4,5	15,2	16,2	11,1	17,8	2,7	6,0
CTCP Xây lắp Điện I	PC1 VN	330,6	11,4	1,7	13,8	17,5	5,6	17,4	NA	78,8
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN	111,8	9,5	2,1	7,1	24,3	9,5	12,8	1,4	6,2
CTCP FECON	FCN VN	80,2	13,0	0,8	11,4	6,3	2,0	15,0	3,0	63,7
<b>Trung bình doanh nghiệp hạ tầng điện</b>		<b>1.976,2</b>	<b>15,4</b>	<b>2,1</b>	<b>11,1</b>	<b>14,5</b>	<b>6,4</b>	<b>25,7</b>	<b>2,4</b>	<b>60,4</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg – Dữ liệu ngày 26/11/2021

**Chuyên viên phân tích:**

**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

**HÀNG KHÔNG: THẮT DÂY AN TOÀN & CHUẨN BỊ CẮT CÁNH**

**Sẵn sàng mở cửa lại bầu trời**

**Kế hoạch mở lại đường bay nội địa và quốc tế trong Q4/21**

Nhờ tỷ lệ tiêm chủng tăng mạnh, mới đây, Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) đã trình Chính phủ phương án nối lại hoạt động hàng không nội địa với 4 giai đoạn cụ thể. Hiện tại, hàng không Việt Nam đang trong giai đoạn 3 của kế hoạch mở cửa bầu trời, trong đó tần suất khai thác trên đường bay của từng hãng hàng không vượt quá 30% so với bình quân 10 ngày đầu tháng 4/21 của hãng hàng không đó. Theo kế hoạch, giao thông hàng không trong nước có khả năng sẽ hoạt động bình thường trở lại vào tháng 12/21.

Đối với hàng không quốc tế, mới đây nhất, Cục HKVN đã trình phương án nối lại hoạt động hàng không quốc tế theo 4 giai đoạn:

**Hình 181: Kế hoạch nối lại các chuyến bay quốc tế**

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Giai đoạn 3	Giai đoạn 4
Thời gian	Trong Q4/21	01/01/2022 - 31/03/2022	01/04/2022 - 30/06/2022	Kể từ 01/07/2022
Chi tiết	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đến các thành phố thuộc chương trình thí điểm du lịch trọn gói (Phú Quốc, Hạ Long, Hội An, Nha Trang, Đà Lạt).</li> <li>- Một chuyến/ngày trong tháng 11/21, hai chuyến/ngày trong tháng 12/21.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mở lại đường bay thường lệ đến các thành phố lớn như Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng</li> <li>- Bốn chuyến bay/đường bay/tuần.</li> <li>- Hành khách được yêu cầu tiêm chủng đầy đủ ít nhất sau 14 ngày kể từ ngày bắt đầu tiêm và có giấy chứng nhận âm tính với Covid-19.</li> <li>- Yêu cầu cách ly sau nhập cảnh.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mở lại toàn bộ các đường bay.</li> <li>- Bảy chuyến bay/đường bay/tuần.</li> <li>- Áp dụng cơ chế hệ chiếu vắc-xin.</li> <li>- Không yêu cầu cách ly sau nhập cảnh.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trở lại hoạt động bình thường</li> </ul>

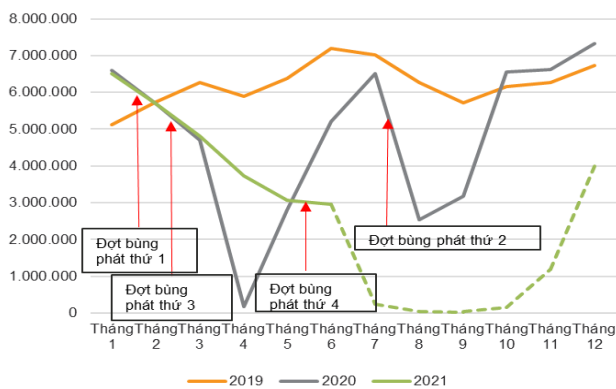
Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Để tái khởi động các chuyến bay quốc tế, Chính phủ đã đồng ý phương án thí điểm đón khách nước ngoài có hệ chiếu vaccine đến Phú Quốc, Hạ Long, Hội An, Nha Trang... khi các thành phố này đạt đủ tỷ lệ bao phủ vaccine. Theo kế hoạch, đường hàng không quốc tế Việt Nam sẽ có thể trở lại hoạt động bình thường kể từ Q3/22.

**Chúng tôi kỳ vọng hàng không Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ Q1/22**

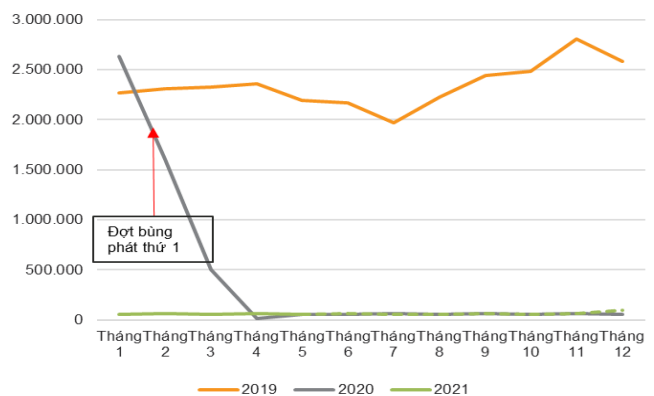
Với những kế hoạch cụ thể trong việc nối lại giao thông hàng không trong nước và quốc tế, cùng với những dấu hiệu tích cực gần đây trong việc kiểm soát đại dịch và nâng cao tỷ lệ tiêm chủng trên toàn quốc, chúng tôi kỳ vọng hàng không trong nước và quốc tế của Việt Nam có thể dần phục hồi từ Q4/21 và Q1/22. Do ảnh hưởng nặng nề của đợt bùng phát đại dịch lần thứ 4, tổng lượng khách nội địa của Việt Nam có thể giảm 43,9% so với cùng kỳ và tổng lượng khách quốc tế có thể giảm 85,7% so với cùng kỳ trong năm 2021.

**Hình 182: Lưu lượng khách nội địa 2019-21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 183: Lưu lượng khách quốc tế 2019-21**

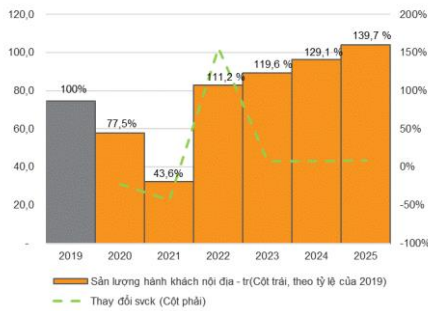


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo đà phục hồi từ quý Q4/21, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hành khách của Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ trong trung hạn, trong đó:

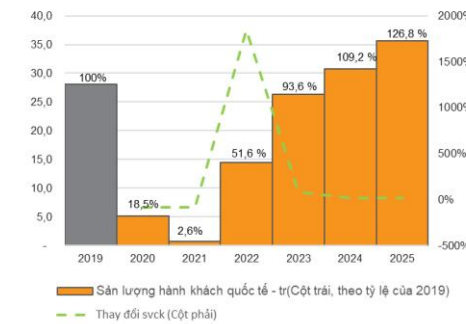
- Lưu lượng khách hàng nội địa sẽ phục hồi hoàn toàn về bằng mức trước đại dịch trong 2022 (bằng 111,2% so với mức 2019) và có thể bằng 139,7% so với năm 2019 vào năm 2025.
- Lượng khách quốc tế đến Việt Nam sẽ phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch trong năm 2024 (bằng 109,2% so với 2019) và có thể bằng 126,8% so với năm 2019 vào năm 2025. Hộ chiếu vaccine đóng vai trò quan trọng cho sự khởi động lại an toàn của hàng không quốc tế và tạo điều kiện thuận lợi cho hành khách đi lại dưới sự kiểm soát của chính phủ về xét nghiệm và tiêm chủng.

Hình 184: Dự phóng sản lượng khách nội địa



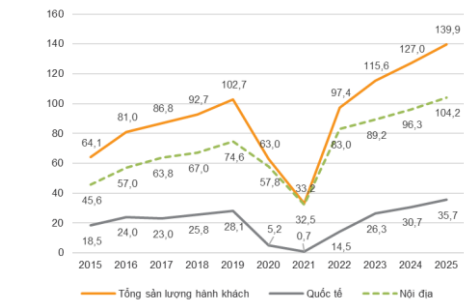
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 185: Dự phóng sản lượng khách quốc tế



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 186: Dự phóng tổng sản lượng hành khách



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Tăng tốc đầu tư cơ sở hạ tầng hàng không kể từ năm 2022

#### Nâng cấp cơ sở hạ tầng tại các sân bay trọng điểm để giải quyết tình trạng thiếu hụt công suất

Dự án bảo dưỡng các đường băng tại sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) và sân bay quốc tế Nội Bài (NIA) với tổng vốn đầu tư 4.000 tỷ đồng được khởi công từ tháng 7/20 và hoàn thành giai đoạn 1 vào ngày tháng 2/21. Hiện tại, tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) đã hoàn thành 75% khối lượng công việc giai đoạn 2 của dự án và dự kiến hoàn thành toàn bộ dự án vào tháng 1/22. Dự án khi hoàn thành sẽ giúp tăng công suất khai thác, giải quyết ùn tắc ở các đường băng tại TIA và NIA.

Bên cạnh bảo dưỡng tại TIA và NIA, ACV cũng đang chuẩn bị khởi công các dự án mới tại các sân bay quốc tế trọng điểm này để mở rộng năng lực khai thác:

- Theo TIA, nhà ga số 3 sân bay Tân Sơn Nhất sắp được khởi công xây dựng vào tháng 12/21 với công suất được thiết kế để đón 20 triệu lượt khách/năm (+67% công suất thiết kế của TIA trên tổng số 50 triệu lượt khách/năm) và dự kiến sẽ giúp giảm bớt tình trạng quá tải tại nhà ga số 1. ACV dự kiến hoàn thành dự án T3 trong vòng 24 tháng
- ACV cũng đã hoàn thành báo cáo nghiên cứu khả thi việc mở rộng Nhà ga số 2 của Cảng hàng không quốc tế Nội Bài từ 10 triệu lên 15 triệu khách/năm (nâng tổng công suất thiết kế của NIA từ 25 triệu khách/năm lên 30 triệu khách/năm) với tổng mức đầu tư là 4.983 tỷ đồng. Dự kiến, dự án sẽ được khởi công vào quý 4/22 và hoàn thành vào quý 3/24.

#### Siêu dự án Sân bay Quốc tế Long Thành (LTIA) đang bắt kịp tiến độ

Dự án bao gồm 3 giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 có thể phục vụ 25 triệu khách với chi phí đầu tư 4,3 tỷ USD (99.000 tỷ đồng). ACV đã bắt đầu xây dựng giai đoạn 1 vào tháng 12/20 và dự kiến hoàn thành vào năm 2025. Tiến độ xây dựng hiện tại của dự án như sau:

- Công tác đền bù, giải phóng mặt bằng để xây dựng LTIA đã hoàn thành 50% khối lượng công việc (1.200ha/2.500ha). Việc bồi thường bị chậm so với kế hoạch do đợt bùng phát Covid-19 lần thứ 4 và có khoảng 1.100 trường hợp chưa được bồi thường. Tuy nhiên, chính quyền đang hỗ trợ UBND tỉnh Đồng Nai nhanh chóng giải quyết và chúng tôi cho rằng việc giải phóng vẫn sẽ đúng tiến độ.
- Rà phá bom mìn và xây dựng hàng rào bao quanh đã hoàn thành 65% tiến độ và dự kiến sẽ hoàn thành đúng thời hạn để quá trình san lấp mặt bằng thoát nước có thể bắt đầu từ tháng 11/21 và xây dựng kết cấu hạ tầng bắt đầu vào tháng 2/22.

**Hình 187: Kế hoạch xây dựng LTIA**

Hạng mục	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
Đền bù và giải phóng mặt bằng	■	■								
Rà soát bom mìn	■	■								
Xây dựng tường rào cho 5.000 ha	■	■								
Thiết kế kỹ thuật	■	■	■	■						
San nền thoát nước		■	■	■						
Xây dựng móng			■	■	■					
Xây dựng nhà ga và các công trình liên quan			■	■	■	■	■	■	■	
Xây dựng khu bay			■	■	■	■	■	■	■	
Xây dựng các tòa nhà quản lý							■	■	■	
Xây dựng các công trình phục vụ quản lý bay							■	■	■	
Hệ thống hỗ trợ										■
Chính thức vận hành										■

Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

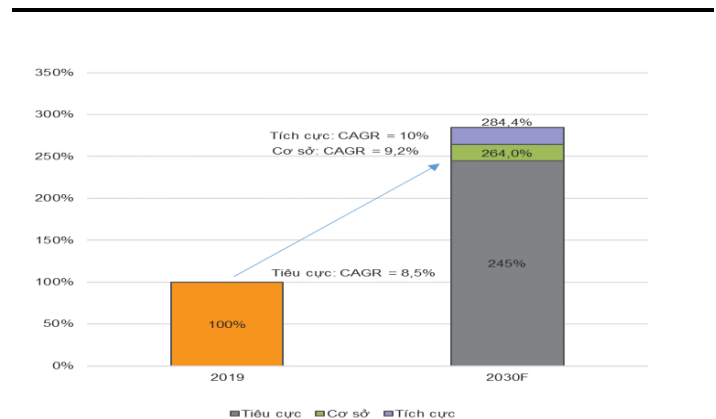
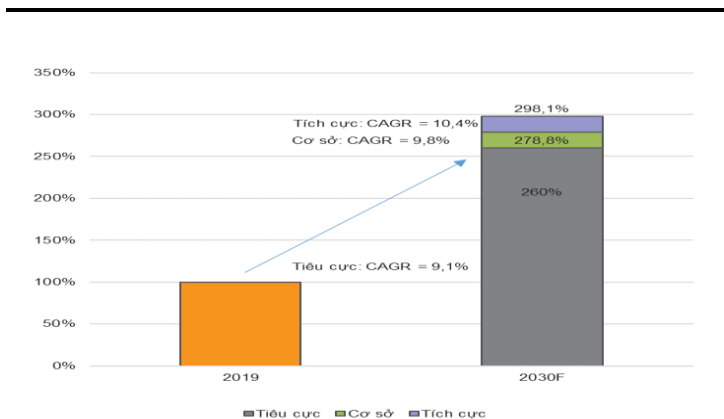
Nếu giai đoạn 1 hoàn thành đúng thời hạn vào cuối năm 2025, LTIA sẽ là động lực tăng trưởng của ngành hàng không từ năm 2025 trở đi. LTIA được định vị để trở thành một trung tâm trung chuyển mới ở Đông Nam Á, cạnh tranh với các trung tâm khác trong khu vực như Changi của Singapore, Suvarnabhumi của Bangkok và Sân bay Quốc tế Hồng Kông. Sau khi giai đoạn 3 hoàn thành, LTIA sẽ đảm nhiệm 80% lượng hành khách quốc tế và 20% lượng hành khách nội địa đi và đến TP.HCM, theo quy hoạch tổng thể của Cục Hàng không Việt Nam (CAAV), tầm nhìn đến năm 2050.

**Phát triển hạ tầng hàng không đảm bảo triển vọng tích cực trong dài hạn**

Với hạ tầng sân bay được nâng cấp để tháo gỡ nút thắt về thiếu công suất và các sân bay mới được phát triển cho đến năm 2030, chính phủ dự kiến tổng lượng hành khách sẽ tăng 9,6%/ năm giai đoạn 2019-2030, trong đó lượng khách nội địa sẽ tăng 9,8%/năm trong khi lượng hành khách quốc tế sẽ tăng 9,2%/năm, đối với kịch bản khả quan.

**Hình 188: Dự báo lưu lượng hành khách nội địa VN giai đoạn 2019-30**

**Hình 189: Dự báo lưu lượng hành khách quốc tế VN giai đoạn 2019-30**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Cục HKVN

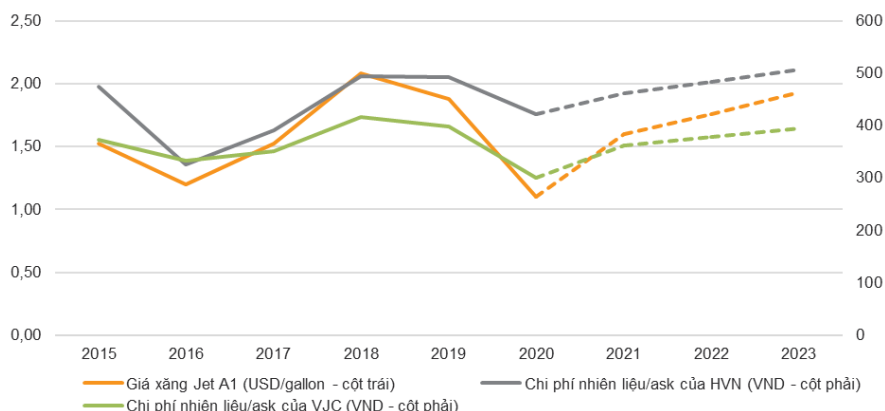
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Cục HKVN

### Các hãng hàng không: Ai sẽ là người giành được cơ hội sau đại dịch?

#### Tác động của việc tăng giá nhiên liệu lên các hãng hàng không giá rẻ ít hơn các hãng hàng không truyền thống

Trước tình hình giá nhiên liệu máy bay ngày càng tăng, chúng tôi cho rằng các hãng hàng không giá rẻ sẽ ít bị ảnh hưởng hơn so với các hãng hàng không truyền thống. Máy bay đường ngắn thường là máy bay thân hẹp, trọng lượng nhẹ hơn nên tốn ít nhiên liệu cất cánh và duy trì độ cao hơn so với máy bay đường dài. Đội bay của VJC là tất cả các máy bay thân hẹp sẽ có mức tiêu thụ nhiên liệu/ASK (Available Seat Kilometres) (Ghế luân chuyển) thấp hơn so với HVN với gần 30% đội bay là máy bay thân rộng. Với mức tăng giá nhiên liệu bay ước tính 10,0% bình quân mỗi năm giai đoạn 2022-2023, chúng tôi dự báo chi phí nhiên liệu/ASK của HVN sẽ tăng ở mức bình quân 5,0% trong khi chi phí nhiên liệu/ASK của VJC chỉ tăng ở mức trung bình 4,5% mỗi năm giai đoạn 2022-2023.

**Hình 190: Giá dầu tăng ít ảnh hưởng các hãng HK giá rẻ hơn so với các hãng HK truyền thống**

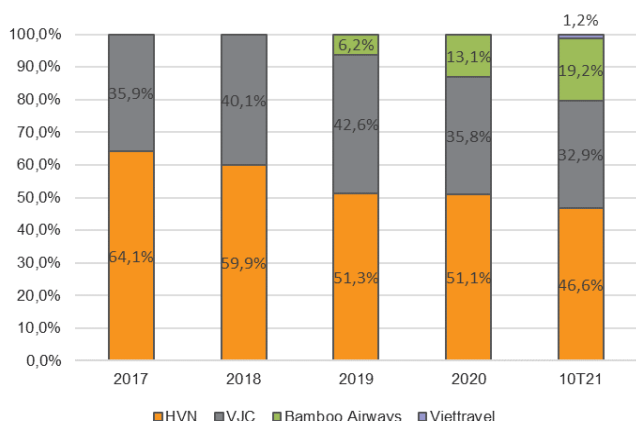


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

#### VJC và Bamboo Airways phục hồi mạnh mẽ hơn sau đại dịch

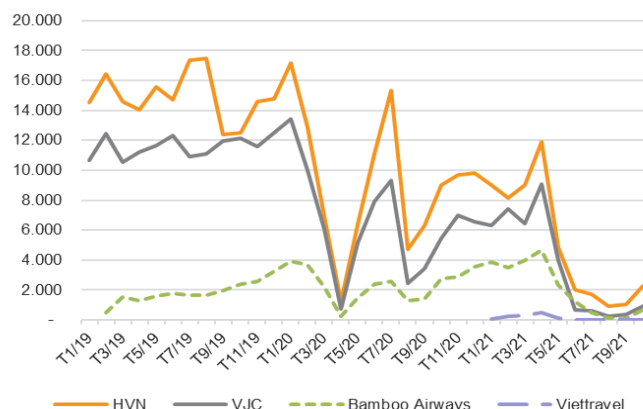
Thị phần của các hãng hàng không đã có sự thay đổi lớn so với năm 2017. HVN có thị phần giảm dần qua từng năm, từ 54,1% năm 2017 xuống 46,6% trong 10T21, trong khi VJC và Bamboo Airways đang dần chiếm thị phần. Tổng số chuyến bay của HVN trong 10T21 giảm 44,1% svck trong khi VJC giảm 43,7% so với cùng kỳ và Bamboo giảm nhẹ 4,3% so với năm trước.

**Hình 191: Thị phần các hãng HK theo số lượng chuyến bay**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

**Hình 192: Số lượng chuyến bay các hãng theo tháng**

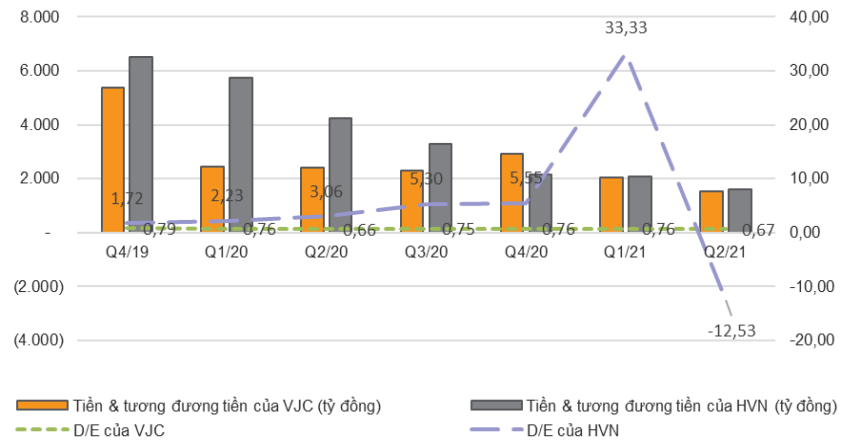


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV

Chúng tôi nhận định rằng các hãng hàng không sẽ phải đối mặt với tình trạng tăng giá nhiên liệu máy bay và khó khăn tài chính khi dịch bệnh diễn ra. Triển vọng phục hồi và tăng trưởng của mỗi hãng hàng không sẽ phụ thuộc vào cách họ giải quyết các vấn đề như sau:

- Với mô hình hàng không giá rẻ, VJC sẽ giảm giá vé và thu hút khách hàng, nhất là trong thời điểm người dân gặp khó khăn tài chính và ưa thích các chuyến bay giá rẻ. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng VJC sẽ ít bị ảnh hưởng hơn từ việc tăng giá nhiên liệu máy bay so với các hãng hàng không khác. Bên cạnh nỗ lực cắt giảm chi phí, VJC còn chủ động thanh lý tài sản nhằm cải thiện dòng tiền, ứng phó với đại dịch. Dòng tiền của VJC đủ để hoạt động trong giai đoạn đại dịch xảy ra với tỷ lệ D/E luôn duy trì lành mạnh 0,66-0,76, mức rất tốt để tăng tín dụng tài trợ cho việc mở rộng đội bay khi các đường bay trên thế giới mở trở lại. VJC có kế hoạch nhận 8/11/25 máy bay trong giai đoạn 2021-23, do đó, chúng tôi tin rằng VJC có thể nắm bắt được sự phục hồi của hàng không Việt Nam trong giai đoạn hậu đại dịch.
- Bamboo Airways theo đuổi mô hình truyền thống full-service nhưng chú trọng vào việc xây dựng các chính sách bán hàng đi kèm ở các điểm đến du lịch. Bamboo Airways tiếp tục mở rộng đội bay bất chấp tình hình bệnh phức tạp gần đây. Bamboo Airways đặt mục tiêu mở rộng quy mô đội bay lên ít nhất 40 máy bay vào 2021 và 100 máy bay vào 2025. Mới đây nhất, Bamboo Airways đã đưa vào khai thác đường bay thẳng kết nối Việt Nam - Hoa Kỳ, một đường bay tiềm năng với hơn hai triệu người Việt Nam sinh sống tại Mỹ với nhu cầu đi lại ngày càng tăng và Mỹ cũng là quốc gia dẫn đầu về lượng khách đến Đông Nam Á. Đường bay dự kiến khởi công vào đầu năm 2022 với tần suất 3 chuyến/tuần. Với kế hoạch mở rộng đội bay và khai trương nhiều đường bay mới, Bamboo Airways cũng sẽ có triển vọng phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ sau đại dịch.
- Đối với HVN, vào ngày 21/7, hãng hàng không đã ký hợp đồng tín dụng 4.000 tỷ đồng lãi suất 0% để tái cấp vốn cho khoản nợ của họ, đồng thời phát hành tăng vốn thành công vào tháng 8/21 và huy động được 7.961 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu động. Tuy nhiên, các hoạt động này chỉ giúp HVN cải thiện khả năng thanh toán ngắn hạn. Theo ước tính của chúng tôi, ngay cả khi phát hành thành công, tỷ lệ D/E Q3/21 của HVN vẫn duy trì ở mức cao trên 100x, điều này sẽ cản trở cho việc mở rộng đội bay khi dịch bệnh được kiểm soát. Không chỉ vậy, HVN dự kiến bán 11 máy bay do khó khăn về tài chính. Quy mô đội bay giảm sẽ làm giảm tiềm năng tăng trưởng của HVN khi ngành hàng không Việt Nam bước vào giai đoạn phục hồi sau đại dịch.

**Hình 193: Tỷ lệ nợ cao cản trở các hãng hàng không mở rộng đội bay sau đại dịch**



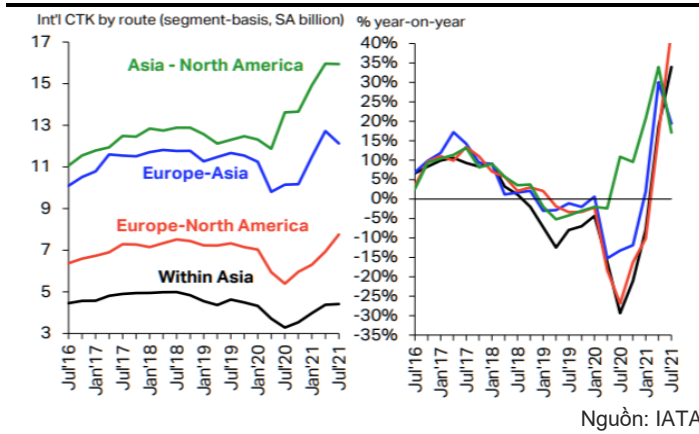
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, CAAV, TCTK

**Cảng hàng hóa hàng không: tăng trưởng vững chắc bất chấp đại dịch**

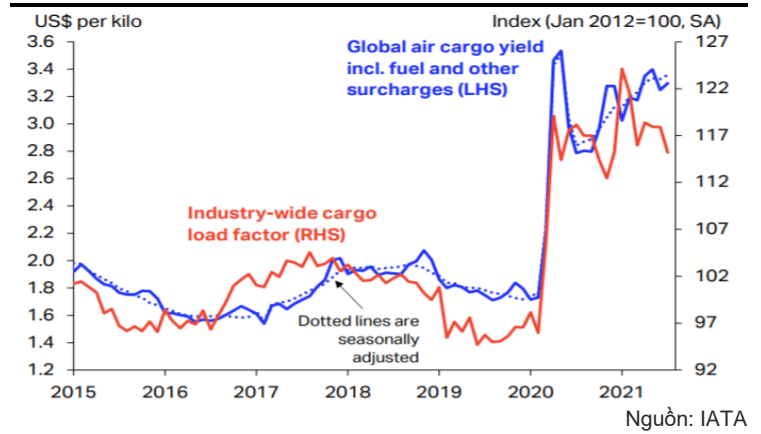
Hiện tại, hệ số lấp đầy hàng hóa hàng không đã tăng 19% trong khi lượng hàng hóa hàng không tăng 77% so với mức trước đại dịch do:

- Về nguồn cung, do 50% lượng hàng hóa vận chuyển trong các khoang chứa của máy bay chở khách, thị trường hàng hóa hàng không đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt công suất nghiêm trọng.
- Về nguồn cầu, nhu cầu vận tải hàng không phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch. Sự phục hồi mạnh mẽ ở Châu Á - Bắc Mỹ thể hiện nền kinh tế Trung Quốc và Hoa Kỳ đang hồi phục mạnh mẽ.

**Hình 194: Tăng trưởng sản lượng hàng hóa HK theo tuyến**



**Hình 195: Phí vận chuyển và hệ số lấp đầy tăng mạnh do thiếu công suất**

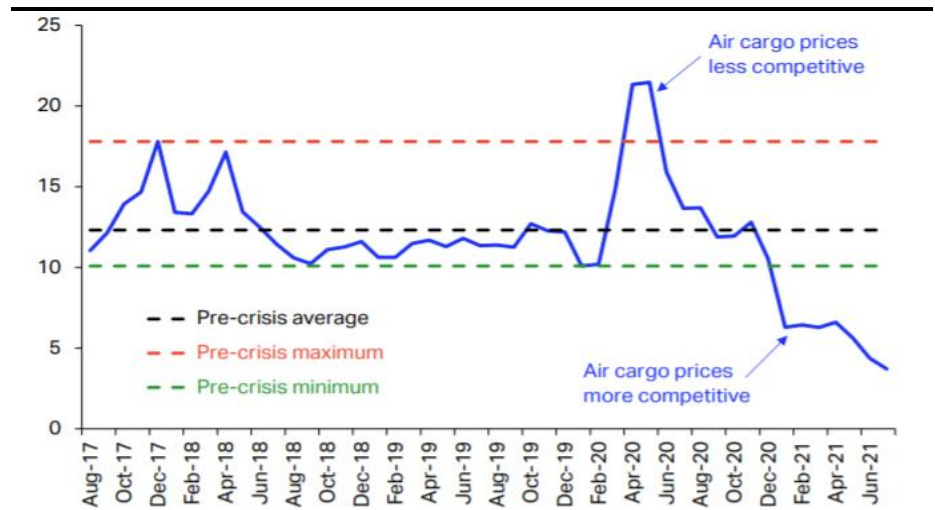


Giai đoạn sau đại dịch, chúng tôi kỳ vọng thị trường hàng hóa hàng không sẽ duy trì triển vọng mạnh mẽ như sau:

- Với tốc độ tiêm chủng hiện nay, sẽ mất một năm để đạt được mức độ miễn dịch toàn cầu, dẫn đến sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế toàn cầu và sẽ giúp gia tăng các hoạt động thương mại toàn cầu bao gồm cả vận tải hàng không.
- Khi đường bay quốc tế được mở lại, năng lực vận tải hàng không sẽ được tăng lên. Nhiều hãng hàng không cũng sẽ mở rộng sang vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không vì nhận thấy tiềm năng lớn của thị trường trong thời kỳ đại dịch. Những yếu tố này sẽ giúp giá cước vận tải hàng không trở nên hấp dẫn, dẫn đến sự gia tăng ổn định của lượng hàng hóa hàng không toàn cầu trong giai đoạn hậu đại dịch.

- Giá cước vận tải đường biển tăng vọt trong thời gian gần đây khiến giá cước hàng không cạnh tranh hơn so với giá cước đường biển.

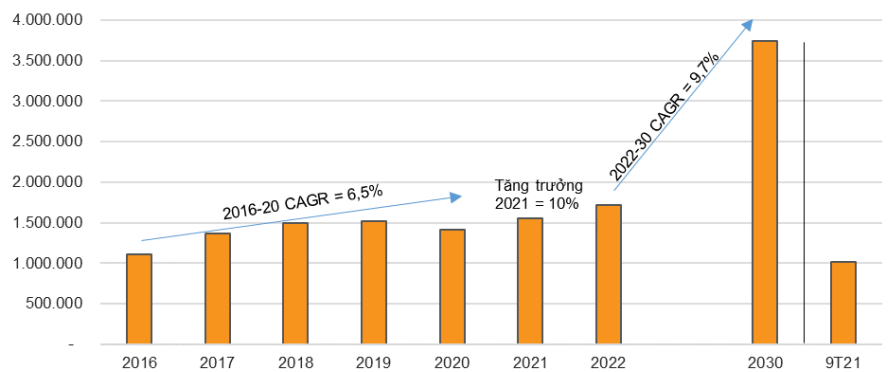
Hình 196: Tỷ lệ trọng lượng tính cước (trên 1 kg) đối với hàng hóa hàng không và container



Nguồn: IATA

Lượng hàng hóa đường hàng không của Việt Nam tăng 6,5% svck trong 9T21 bất chấp sự bùng phát dịch bệnh Covid-19 trong Q3/21. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lượng hàng hóa hàng không Việt Nam trong Q4/21 sẽ cải thiện do (1) Việt Nam đang dần kiểm soát đại dịch và (2) nhu cầu nhập khẩu của các nền kinh tế Hoa Kỳ, Châu Âu, Trung Quốc sẽ tăng mạnh vào cuối năm. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam sẽ tăng 10% trong năm 2021. Giai đoạn 2022-30, lượng hàng hóa hàng không của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng bình quân mỗi năm 9,7% theo Cục HKVN.

Hình 197: Lượng hàng hóa hàng không Việt Nam dự phóng sẽ tăng 10% svck năm 2021 và có thể tăng trưởng bình quân mỗi năm 9,7% trong 2022-30 (đơn vị: tấn)



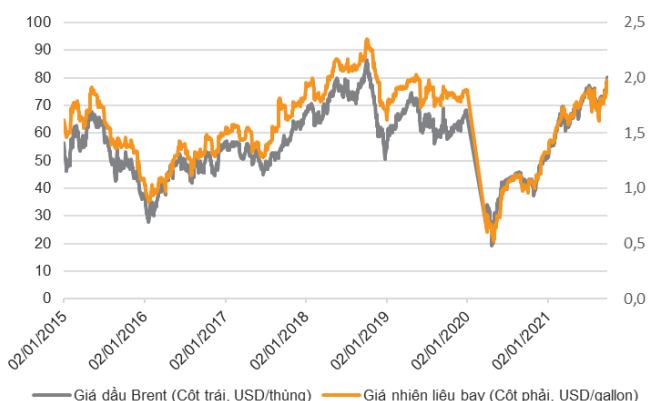
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Cục HKVN, Tổng cục thống kê

Trong 9T21, lượng hàng hóa hàng không của SCS tăng với tốc độ cao hơn 8,6% svck. SCS đang nắm bắt tăng trưởng lượng hàng hóa từ Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất (TIA) bằng cách mở rộng công suất nhà ga hiện tại từ 200.000 tấn/năm lên 350.000 tấn/năm trong khi đối thủ cạnh tranh duy nhất là Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) không còn khả năng mở rộng. Chúng tôi tin rằng các nhà ga hàng hóa hàng không có khả năng mở rộng công suất như SCS sẽ được hưởng lợi từ mức tăng trưởng vững chắc này.



## Ba rủi ro lớn có thể ảnh hưởng đến triển vọng ngành hàng không

Hình 198: Giá dầu cao hơn sẽ làm giảm nhu cầu đi lại bằng máy bay



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 199: Dự thảo phương án áp giá sàn vé máy bay nội địa

Độ dài chặng bay	Giá sàn (VND)
Dưới 500km	340.000
500 - 850 km	440.000
850 - 1.000 km	560.000
1.000 - 1.280 km	640.000
Trên 1.280 km	750.000

Nguồn: CAAV

Mặc dù hàng không Việt Nam có nhiều cơ hội phục hồi sau đại dịch, nhưng chúng tôi vẫn nhận thấy 3 rủi ro lớn có thể ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng ngành hàng không:

- Đợt bùng phát dịch Covid-19 lần thứ 4 đã được Chính phủ từng bước kiểm soát. Tuy nhiên, rủi ro tiềm ẩn của một đợt bùng phát khác vẫn tồn tại, có thể dẫn đến lượng hành khách nội địa thấp hơn dự kiến và việc nối lại lưu lượng quốc tế chậm hơn dự kiến, tiềm ẩn rủi ro ngắn hạn cho ngành hàng không.
- Hiện tại, giá dầu Brent đã tăng 67% lên khoảng 83 USD/thùng kể từ đầu năm 2021 do kinh tế toàn cầu phục hồi mạnh mẽ. Giá nhiên liệu cao hơn dự kiến dẫn đến chi phí khai thác của các hãng hàng không cao hơn, điều này có thể làm tăng giá vé và giảm nhu cầu đi máy bay.
- Mới đây, Cục HKVN đã trình dự thảo phương án áp giá sàn vé máy bay nội địa từ tháng 11/21 đến tháng 10/22. Theo chúng tôi, nếu dự thảo được thông qua, việc áp giá sàn đối với vé máy bay nội địa sẽ làm giảm lượng vé rẻ và giảm sức cạnh tranh của mô hình hãng hàng không giá rẻ, trong đó có VJC. Điều này cũng có thể cản trở kế hoạch kích cầu du lịch và hàng không của Chính phủ trong giai đoạn tới.

### Lựa chọn cổ phiếu đầu tư: ACV, VJC và SCS

#### Đã đến lúc tích lũy cổ phiếu hàng không

Vượt qua đại dịch chưa từng có trong lịch sử, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành hàng không bị ảnh hưởng nặng nề, kéo theo diễn biến giá cổ phiếu của ngành kém khả quan so với chỉ số Vn-index. Tuy nhiên, nhìn đến tương lai khi thế giới cũng như Việt Nam khống chế thành công dịch bệnh, ngành hàng không được dự báo sẽ có bước nhảy mạnh mẽ, đặc biệt trong năm 2022-23 khi các doanh nghiệp hàng không sẽ phục hồi mạnh và tăng trưởng trở lại. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để bắt đầu tích lũy cổ phiếu ngành hàng không cho triển vọng đầu tư trung và dài hạn. Chúng tôi lựa chọn các đại diện xuất sắc nhất của từng phân khúc với tốc độ tăng trưởng mạnh và nhiều tiềm năng trong 2022-23 bao gồm: ACV, SCS, VJC, AST.

#### TCT Cảng HK Việt Nam (ACV, Khả quan, Giá mục tiêu: 98.000 đ/cp)

Bất chấp những khó khăn mà công ty đang phải đối mặt trong năm 2021, ACV vẫn hấp dẫn với mục tiêu đầu tư dài hạn, dựa trên:

- Kết quả kinh doanh phục hồi vững chắc trong những năm tới. Đối với năm 2021, do ảnh hưởng nghiêm trọng của dịch bệnh, LNR của ACV trong năm 2021 có thể giảm 84,5% svck xuống còn 254 tỷ đồng. Đối với năm 2022, dự kiến thị trường trong nước (+155,7% svck) và thị trường quốc tế (+ 1.843,6% svck) sẽ phục hồi mạnh mẽ, dẫn đến LNST năm 2022 của ACV có thể tăng 1.794% svck lên 4.805 tỷ đồng.
- Khả năng niêm yết trên HSX vào năm 2022: Ban lãnh đạo cho biết đang làm việc với đơn vị kiểm toán để loại bỏ các ý kiến kiểm toán nhấn mạnh trong báo cáo tài chính, điều này giúp ACV đủ điều kiện niêm yết trên HSX vào năm 2022.
- Dự kiến chia cổ tức bằng cổ phiếu: Chính phủ đã chấp thuận cho ACV giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Tại thời điểm cuối năm 2020, lợi nhuận chưa phân phối của ACV là 9.705 tỷ đồng, tương đương với kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến là 44% vào năm 2021. Chúng tôi tin rằng đây là điểm nhấn mạnh mẽ cho ACV trong giai đoạn tới.
- Tiềm năng tăng trưởng của sân bay quốc tế Long Thành.

**CTCP DV Hàng hóa Sài Gòn (SCS, Khả quan, Giá mục tiêu: 161.400 đ/cp):**

- Chúng tôi tin rằng thị phần hàng hóa hàng không của SCS tại TIA sẽ tăng lên 55% trong giai đoạn 2021-30, trở thành nhà cung cấp dịch vụ hàng hóa hàng không hàng đầu Việt Nam với nhà ga hiện đại nhất và là nhà cung cấp duy nhất có khả năng mở rộng công suất tại TIA. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả hoạt động của SCS sẽ duy trì ở mức ổn định nhờ khả năng kiểm soát chi phí hiệu quả, bảng cân đối kế toán lành mạnh, không có nợ và thuế suất ưu đãi 10% cho đến năm 2023.
- Sau khi phục hồi, chúng tôi tin rằng KQKD quý sắp tới của SCS sẽ tăng trưởng mạnh. Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng hàng hóa trong năm 2021 sẽ tăng 17,6% svck với sản lượng hàng hóa trong nước tăng 19,7% svck và sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 16,8% svck trong năm 2021. Chúng tôi ước tính DT/LNR năm 2021 của SCS sẽ tăng trưởng 21,8% svck/26,5% svck.
- Đối với 2022, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa tăng 8,6% svck với sản lượng hàng hóa nội địa tăng 6,9% svck và sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 9,2% svck, dẫn đến tăng trưởng 16,7% svck/15,5% svck của DT/LNR 2022.

**CTCP Hàng không Vietjet (VJC, Khả quan, Giá mục tiêu: 158.000 đ/cp):**

- Vị thế là hãng hàng không giá rẻ hàng đầu Việt Nam - chiếm thị phần nội địa lớn nhất Việt Nam với 40% thị phần nội địa vào năm 2020. VJC cũng chiếm thị phần quốc tế lớn thứ hai của ngành hàng không Việt Nam.
- Dòng tiền cải thiện đáng kể nhờ thanh lý tài sản.
- Chúng tôi dự phóng hành khách nội địa/quốc tế trong năm 2021 sẽ giảm 41,2%/79,6% svck nhưng tăng mạnh trong năm 2022 với mức tăng trưởng 160,5%/1.575,0% svck. Cùng với sự đóng góp của các giao dịch S&LB và hoạt động thanh lý tài sản, chúng tôi dự phóng VJC có thể ghi nhận LNST 189 tỷ đồng/2.420 tỷ đồng trong năm 2021/22, bằng 30%/71% năm 2019.

**Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco (AST):**

- Các thương hiệu của AST gắn liền với hệ thống cửa hàng như: Lucky Café, Lucky restaurant, Lucky Souvenir Shop, Lucky Gift Store, Lucky Fast Food đã trở nên phổ biến đối với hành khách đi máy bay. Thị phần

của AST ước tính là 30% ở Cảng Hàng Không Quốc Tế Nội Bài (NIA) và Đà Nẵng.

- AST mở thêm 8 cửa hàng vào năm 2021, bao gồm 3 cửa hàng miễn thuế tại Phú Quốc và Tân Sơn Nhất, 1 Vip Lounge tại Đà Nẵng và 4 nhà hàng fastfood tại Cam Ranh và Tân Sơn Nhất, nâng tổng số cửa hàng lên 108 trong năm 2021. AST cũng có kế hoạch mua lại một số điểm bán hàng của các doanh nghiệp khác trong thời điểm khó khăn này, chúng tôi cho rằng AST có thể tận dụng đà phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ của hàng không Việt Nam trong giai đoạn tới.
- Khách sạn 4 sao của AST tại Đà Nẵng A La Carte cũng có cơ hội phục hồi nhờ chương trình thí điểm đón khách du lịch nước ngoài từ 2022.
- AST có tiềm lực tài chính mạnh với nợ vay thấp, đảm bảo cho kế hoạch mở rộng khi hàng không Việt Nam hoạt động bình thường trở lại.
- Giá cổ phiếu AST đã chiết khấu 40% kể từ mức cao nhất được thiết lập vào tháng 12 năm 2019, mang lại mức tăng trưởng hấp dẫn khi tình hình kinh doanh của AST phục hồi.

Hình 200: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị	Vốn hóa (tr USD)	CAGR 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA			
						2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022		
<b>Cảng hàng không</b>															
TCT Cảng hàng không Việt Nam	ACV VN	98.000	Khả quan	7.996,2	70,0	115,6	24,6	4,6	4,0	4,1	17,4	91,7	15,8		
Airport of Thailand	AOT TB	KKN	KKN	26.168,2	-20,7	NA	NA	7,1	7,4	-11,3	-3,0	NA	192,4		
Shanghai International Air-A	600009 CH	KKN	KKN	13.175,6	NA	NA	60,9	3,0	2,9	-3,8	5,5	NA	37,5		
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	KKN	KKN	2.682,7	NA	NA	NA	0,8	0,8	-6,6	0,4	NA	16,0		
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	KKN	KKN	4.403,2	NA	NA	90,7	3,1	3,0	-10,0	3,3	91,3	18,1		
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	KKN	KKN	2.353,4	-35,1	65,7	38,2	1,3	1,2	1,7	2,7	28,9	17,6		
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	KKN	KKN	2.696,9	NA	NA	NA	1,7	1,7	-11,1	-2,1	101,8	11,3		
<b>Trung Bình</b>								<b>90,6</b>	<b>53,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>78,4</b>	<b>44,1</b>
<b>Hãng hàng không giá rẻ</b>															
CTCP Hàng không Vietjet	VJC VN	153.800	Khả quan	2.727,8	-40,6	58,7	17,9	3,8	3,1	7,0	19,0	38,4	14,3		
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	KKN	KKN	830,0	NA	NA	NA	NA	NA	47,2	21,1	NA	12,6		
CEBU AIR INC	CEB PM	KKN	KKN	662,4	NA	NA	29,4	1,9	1,5	-45,5	24,4	57,0	4,4		
AIRASIA X BHD	AAX MK	KKN	KKN	79,8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	KKN	KKN	429,9	NA	NA	NA	1,2	1,3	-26,8	-0,3	NA	10,7		
<b>Trung bình</b>								<b>52,7</b>	<b>22,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>16,1</b>	<b>45,8</b>	<b>10,1</b>
<b>Cảng hàng hóa hàng không</b>															
Atlas Air Worldwide Holdings	AAWW US	KKN	KKN	2.018,7	NA	5,3	6,5	0,8	0,7	17,4	11,1	4,8	5,5		
Xiamen Interna-A	600897 CH	KKN	KKN	774,9	-13,8	13,9	11,4	1,3	1,2	9,3	10,7	5,6	5,3		
Macroasia Corporation	MAC PM	KKN	KKN	220,1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA		
Noibai Cargo Terminal Ser JSC	NCT VN	KKN	KKN	80,7	-8,2	9,2	8,3	NA	NA	50,7	51,3	5,7	4,7		
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	SCS VN	161.400	Khả quan	313,1	19,7	11,7	10,1	5,3	4,1	50,7	45,7	9,9	8,4		
<b>Trung bình</b>								<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>32,0</b>	<b>29,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Chuyên viên phân tích**

Hà Thu Hiền

hien.hathu@vndirect.com.vn

**THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG: SAU CƠN MƯA TRỜI LẠT SÁNG**

**Giá lương thực toàn cầu sẽ ổn định vào năm 2022**

**Chỉ số giá lương thực đã đạt mức cao nhất kể từ tháng 7/2011**

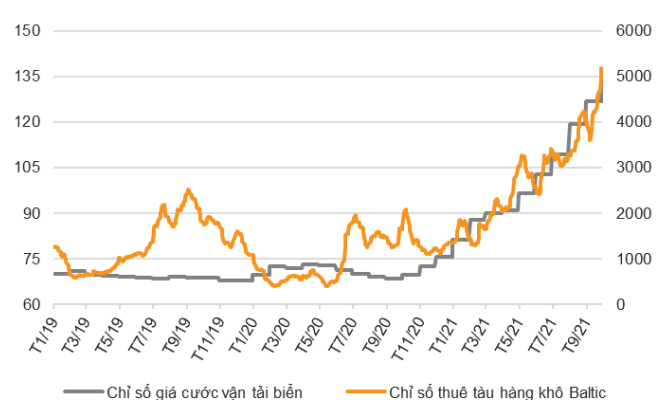
Giá lương thực toàn cầu đã có sự phục hồi mạnh mẽ sau đợt giảm mạnh vào T4/2020 do đại dịch COVID-19. Theo tổ chức Lương Thực Thế giới (FAO), chỉ số giá lương thực toàn cầu đã tăng 28,7% svck trong 10T21 lên mức cao nhất cao nhất kể từ T7/2011 và tăng liên tục từ T6/2020. Chúng tôi cho rằng giá lương thực tăng cao thời gian qua do 1) nguồn cung hàng hóa trên thế giới bị thiếu hụt, đặc biệt là ngô và đậu tương, 2) nhu cầu về thực phẩm và đồ uống phục hồi ở các nước đã kiểm soát tốt tốc độ lây lan của đại dịch Covid-19 cũng như nhu cầu về nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Trung Quốc tăng mạnh và 3) chuỗi cung ứng toàn cầu bị gián đoạn trong bối cảnh đại dịch khiến chi phí logistic leo thang tạo áp lực lên chi phí đầu vào. Hầu hết các doanh nghiệp tại Việt Nam phải nhập khẩu sữa bột, ngũ cốc và dầu để sản xuất sữa, thức ăn chăn nuôi và dầu ăn. Do đó, các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm và đồ uống đã phải chịu áp lực về chi phí nguyên vật liệu tăng cao và biên lợi nhuận gộp (LNG) thu hẹp trong 9T21. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực chi phí sẽ giảm bớt vào năm 2022 do giá lương thực toàn cầu được dự báo sẽ ổn định vào năm sau.

**Hình 201: Giá lương thực toàn cầu đã tăng mạnh từ T6/2020 (đơn vị: điểm)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FAO

**Hình 202: Chi phí logistic tăng đột biến trong 9T21 (đơn vị: điểm)**



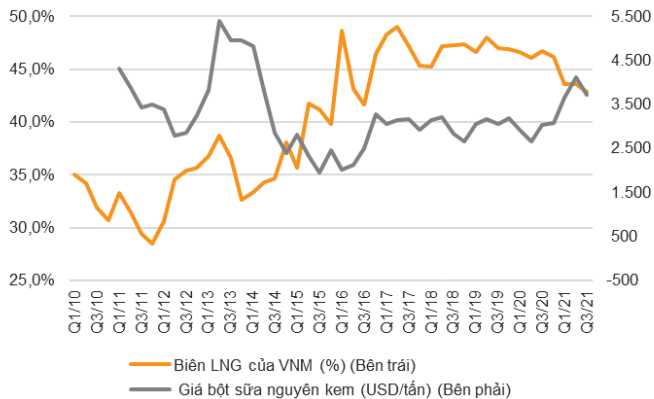
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Giá bột sữa ổn định giúp các doanh nghiệp sản xuất sữa giảm bớt áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào**

Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa sẽ hạ nhiệt vào năm 2022 nhờ nguồn cung phục hồi và nhu cầu sữa bột từ Trung Quốc giảm dần. Theo Eurostat, sản lượng sữa được dự báo sẽ phục hồi nhờ vào năng suất sản xuất cao hơn trong năm 2022. Bên cạnh đó, Rabo Research dự báo Trung Quốc sẽ hạ tỷ trọng mua và dự trữ bột sữa nguyên kem (WMP) và bột sữa tách béo (SMP) trong năm tới. Do Trung Quốc là khách hàng lớn nhất trên các thị trường sữa toàn cầu, chúng tôi cho rằng điều này sẽ làm hạ nhiệt giá bột sữa toàn cầu vào năm 2022 so với mức đỉnh vào Quý 2 năm nay.

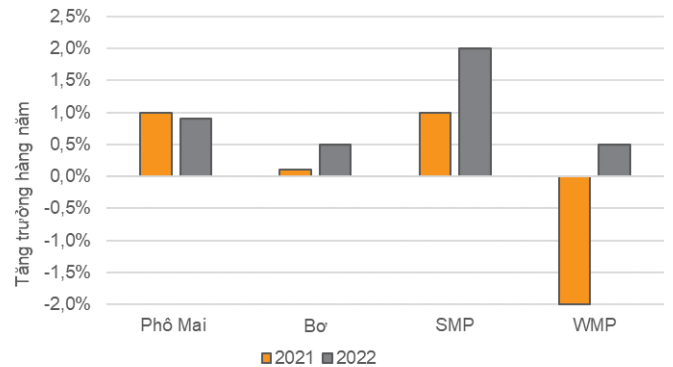
Theo quan điểm của chúng tôi, CTCP Sữa Việt Nam (VNM) sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng này khi gần 60% nguyên liệu bột sữa cho các sản phẩm sữa bột (trẻ em và người lớn) và bột dinh dưỡng được nhập khẩu từ Mỹ, Châu Âu và Châu Đại Dương. Trong 9T21, công ty ghi nhận biên lợi nhuận gộp giảm 3,8 điểm % chủ yếu do giá bột sữa nguyên kem tăng 33,5% svck.

**Hình 203: Giá bột sữa nguyên kem và biên lợi nhuận gộp của VNM từ Q1/10 đến Q3/21.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 204: Sản lượng sữa dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2022**

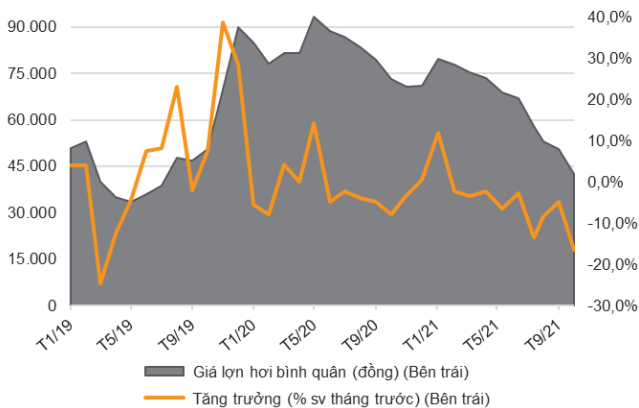


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EUROSTAT

### Doanh nghiệp sản xuất lương thực đón đợi triển vọng tích cực hơn nhờ giá nông sản ổn định

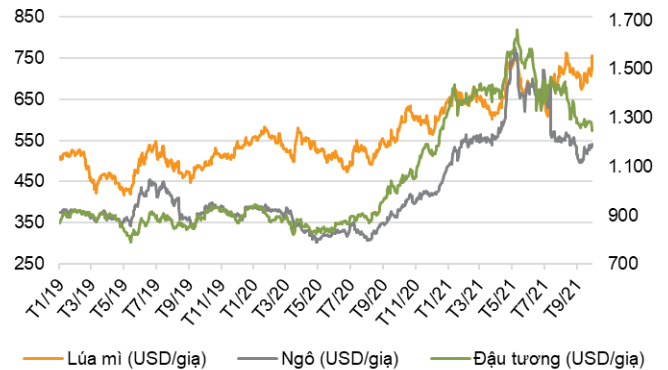
Chúng tôi cho rằng 2021 là một năm đầy thách thức với các công ty chăn nuôi khi giá lợn hơi giảm 25,4% svck trong 9T21 sau khi tăng mạnh vào năm 2020 do 1) nguồn cung dư thừa và 2) nhu cầu tiêu thụ thịt lợn bị ảnh hưởng bởi các làn sóng Covid-19 khiến trường học, nhà hàng, khách sạn phải đóng cửa trong thời gian dài. Bên cạnh đó, giá nông sản toàn cầu tăng cao trong năm 2021 cũng gây khó khăn cho các doanh nghiệp sản xuất lương thực vì phải nhập khẩu nguyên liệu đầu vào với giá cao hơn. Trong 9T21, giá ngô, đậu tương và lúa mì ghi nhận mức tăng mạnh lần lượt đạt 69,8%/58,6%/27,0% svck.

**Hình 205: Giá lợn hơi bình quân giảm 25,4% trong 9T21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ANOVA FEED

**Hình 206: Giá nông sản toàn cầu tăng đột biến trong 9T21**



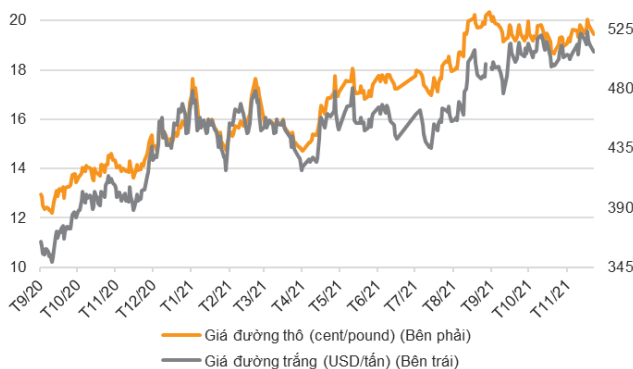
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Theo Ngân hàng thế giới, giá ngũ cốc toàn cầu tuy vẫn neo ở mức cao nhưng sẽ ổn định dần trong năm 2022. Trong đó, giá ngô dự kiến giảm 10% svck vào năm 2022 sau khi tăng mạnh 50% svck năm trước. Lúa mì được dự báo sẽ giữ ở mức giá ổn định trong năm tới, sau khi tăng 21% svck vào năm 2021, trong khi giá gạo được dự báo sẽ giảm vào năm 2022. Chúng tôi cho rằng các công ty chăn nuôi như CTCP Tập đoàn Dabaco (DBC) có thể hưởng lợi từ điều này do 70-80% nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi được nhập khẩu từ thị trường nước ngoài. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm như CTCP Tập đoàn KIDO (KDC) và CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH) cũng có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp trong năm 2022 nhờ chi phí giá nguyên liệu thấp hơn.

### Các doanh nghiệp sản xuất đường sẽ hưởng lợi từ xu hướng giá tăng

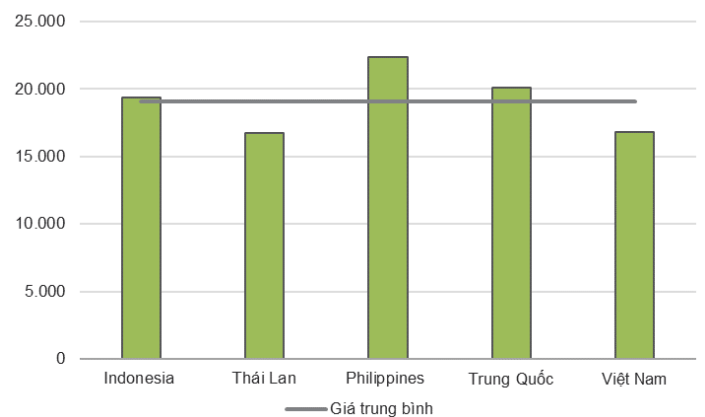
Chúng tôi cho rằng giá đường thế giới duy trì xu hướng tăng trong năm 2022 do nhu cầu phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch, trong khi nguồn cung trên thị trường đường thế giới niên vụ 2021-2022 được dự báo sẽ thiếu 3-4 triệu tấn. Ngoài ra, so với giá đường trong khu vực lân cận (bao gồm cả các nước ASEAN và Trung Quốc), giá đường của Việt Nam vẫn đang ở mức thấp hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ tăng theo xu hướng tăng giá toàn cầu vào năm 2022. Bên cạnh đó, từ T9/2021, Bộ Công Thương chính thức điều tra việc nhập khẩu đường từ một số quốc gia ASEAN tăng đột biến sau khi đường Thái Lan bị áp thuế chống bán phá giá. Theo chúng tôi, thuế chống bán phá giá và điều tra đường nhập lậu sẽ tiếp tục hỗ trợ giá đường nội địa trong năm tới.

Hình 207: Giá đường toàn cầu tăng cao từ cuối năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, ISO

Hình 208: Giá đường của Việt Nam vẫn ở mức thấp hơn giá thị trường trong khu vực ASEAN (đơn vị: VND)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSSA

Chúng tôi cho rằng CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS) có thể tận dụng xu hướng giá đường tăng và mở rộng biên lợi nhuận gộp mảng đường do QNS có quy mô lớn thứ hai về vùng mía nguyên liệu. Bên cạnh đó, QNS có vị thế tốt để nắm bắt được nhu cầu tiêu thụ đường trong nước ngày càng tăng. Vào T7/2021, QNS đã đưa dây chuyền sản xuất đường tinh luyện – có giá bán cao hơn đường trắng – đi vào hoạt động.

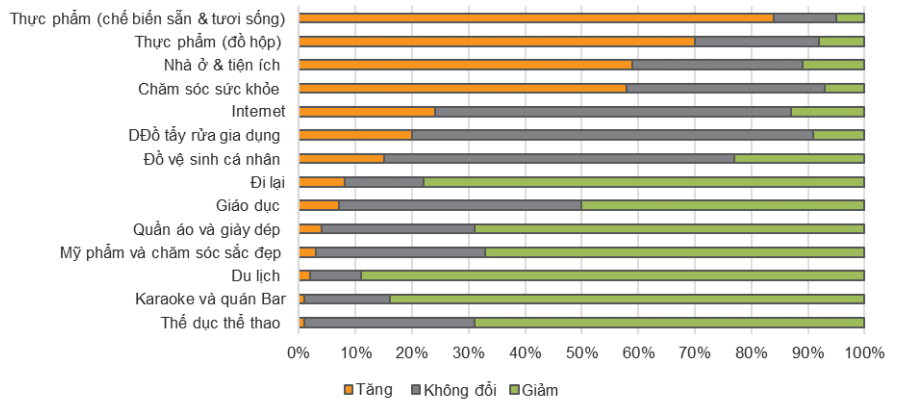
### Ngành F&B sẽ phục hồi vào năm 2022 nhờ sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng

#### Thay đổi chi tiêu của người tiêu dùng sang các thực phẩm tươi sống và đóng gói

Theo khảo sát do Deloitte thực hiện nhằm đo lường kế hoạch chi tiêu của người tiêu dùng dưới ảnh hưởng của dịch Covid-19, 84% và 70% người tiêu dùng sẽ tăng chi tiêu dành cho thực phẩm tươi sống và thực phẩm đóng gói do nhu cầu tích trữ hàng hóa trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 bùng phát.

Theo Fitch Solution, chi tiêu cho các mặt hàng thiết yếu của Việt Nam ước tính sẽ tăng lần lượt 8,0% svck và 10,0% svck trong 2022-2023, được thúc đẩy bởi sự điều chỉnh chi tiêu trong trạng thái “bình thường mới”, tập trung vào các mặt hàng thiết yếu (thực phẩm và đồ uống không cồn, nhà ở & tiện ích). Trong đó, các hộ gia đình Việt Nam chủ yếu chi tiêu cho thực phẩm và đồ uống không cồn (23%). Do đó, chúng tôi cho rằng xu hướng tiêu dùng mới này sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp ngành F&B trong năm 2022.

**Hình 209: Thay đổi trong kế hoạch chi tiêu hộ gia đình dưới tác động của COVID-19 (đơn vị: % người tiêu dùng)**



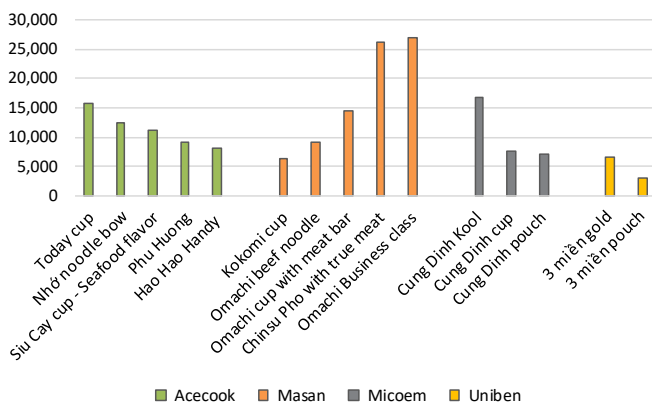
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, DELOITTE

**Nhu cầu hàng tiêu dùng cao cấp đang gia tăng**

Việt Nam là quốc gia đứng thứ 17 về dân số với 100 triệu người và đang đạt tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất trong ASEAN với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2018-20 là 6,9%. Theo Fitch Solutions, thu nhập khả dụng trên mỗi hộ gia đình của Việt Nam sẽ đạt 6.848 USD vào năm 2024, với tốc độ tăng trưởng kép là 8,0% trong giai đoạn 2020-24.

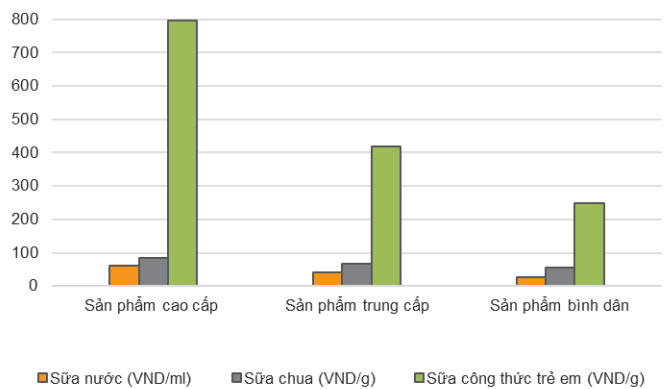
Tầng lớp trung lưu đang gia tăng nhanh chóng và thu nhập khả dụng tăng sẽ làm tăng nhu cầu đối với sản phẩm cao cấp. Chúng tôi cho rằng thu nhập bình quân đầu người tăng trưởng ổn định, đồng thời lạm phát và tỷ giá hối đoái được kiểm soát kịp thời sẽ giúp người dân tiếp cận gần hơn với các sản phẩm cao cấp. Họ trở nên hiểu biết hơn nhiều về những tiêu chuẩn cao cấp. Ngoài ra, đại dịch Covid-19 cũng sẽ ảnh hưởng đến nhận thức của người tiêu dùng về các vấn đề sức khỏe, do đó làm tăng nhu cầu về các sản phẩm chất lượng cao đáp ứng được các yêu cầu về sức khỏe.

**Hình 210: Masan Consumer là công ty tiên phong trong xu hướng cao cấp hóa sản phẩm thực phẩm tiện lợi (đơn vị: VND)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNET

**Hình 211: VNM có danh mục sản phẩm đa dạng với hơn 250 sản phẩm ở nhiều khúc giá**



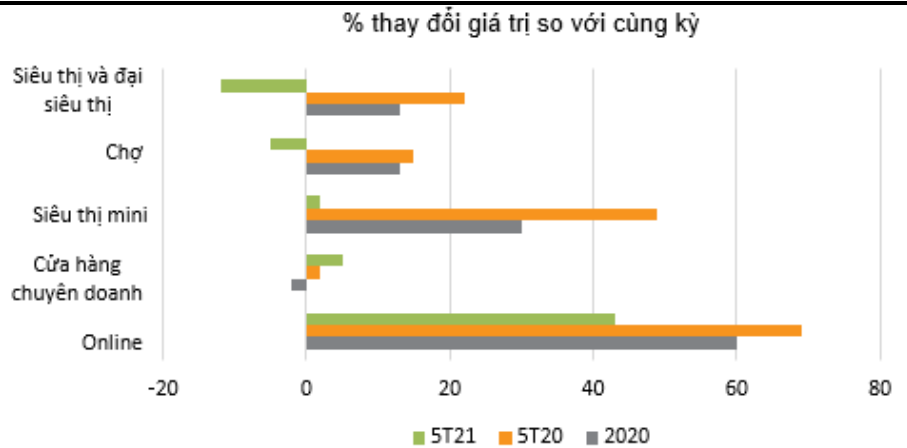
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, INTERNET

Chúng tôi cho rằng, Masan Consumer (MCH) đã có sẵn vị thế vững chắc trong phân khúc sản phẩm cao cấp và là doanh nghiệp dẫn đầu xu hướng này trong vòng một thập kỷ qua. Công ty được biết đến rộng rãi với các sản phẩm tiện lợi và giá vị cao cấp như Omachi Cup, Omachi Business Class, và nước mắm Chinsu với bao bì sang trọng. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng Vinamilk (VNM), công ty sở hữu chuỗi sản phẩm đa dạng nhất Việt Nam (với hơn 250 sản phẩm - đáp ứng hầu hết các loại sữa cho mọi lứa tuổi và giới tính), cũng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này. Sản phẩm của VNM bao phủ tất cả các phân khúc giá, bao gồm: giá bình dân, giá tầm trung và giá cao cấp.

### Các kênh bán hàng hiện đại sẽ tạo động lực tăng trưởng mới

Đại dịch Covid-19 đã làm thay đổi xu hướng tiêu dùng, tạo cơ hội cho các kênh phân phối hiện đại phát triển nhanh chóng khi người dân chọn mua sắm trực tuyến tại nhà và siêu thị với các sản phẩm đảm bảo về chất lượng và nguồn gốc. Năm 2020, các kênh bán lẻ hiện đại đã tăng trưởng ấn tượng, phủ khắp các thành phố lớn, và dần phủ rộng ra các vùng nông thôn trong khi kênh bán lẻ truyền thống vẫn được duy trì nhưng không còn phát triển mạnh mẽ.

**Hình 212: Giá trị mua sắm tại các kênh online và siêu thị mini có khả năng sẽ bắt kịp kênh mua sắm truyền thống**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, KANTAR WORLD PANNEL

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp trong ngành thực phẩm và đồ uống với hệ thống phân phối hiện đại mạnh mẽ có thể hưởng lợi từ điều này và tăng trưởng trong dài hạn. Chúng tôi tin rằng họ bao gồm Vinamilk (VNM) và Masan Consumer (MCH). Chúng tôi cho rằng VNM đã có sẵn lợi thế để tận dụng xu hướng này nhờ danh mục sản phẩm phong phú và mạng lưới phân phối rộng lớn. VNM có hơn 500 cửa hàng bán lẻ - "Giấc mơ Việt". Kết hợp với website và ứng dụng mua hàng sẵn có, các cửa hàng này đã và đang giúp trải nghiệm mua sắm của người tiêu dùng được xuyên suốt giữa các nền tảng. Trong khi đó, MCH cũng có đầy đủ lợi thế bao gồm hệ thống siêu thị Vinmart có được thông qua việc hợp nhất với Vincommerce vào năm 2020. VCM đã có hai chuỗi bán lẻ hiện đại, bao gồm 1) 123 siêu thị với thương hiệu VinMart và 2) 2.231 cửa hàng tiện lợi với thương hiệu VinMart +.

### Rủi ro ngành

Bên cạnh triển vọng tích cực, chúng tôi cũng nhận ra những rủi ro tiềm ẩn có thể ảnh hưởng đến ngành như: 1) dịch bệnh Covid-19 kéo dài hơn dự kiến, dẫn đến gián đoạn chuỗi cung ứng, phân phối và vận chuyển hàng hóa và 2) chi phí nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất.

Dịch Covid-19 kéo dài có thể mang đến những thách thức mới cho các công ty sản xuất thực phẩm đồ uống, bao gồm 1) đảm bảo an toàn y tế và lao động tại các nhà máy, 2) khả năng nhanh chóng điều chỉnh cơ cấu chi phí để bảo toàn biên lợi nhuận, 3) cắt giảm quy mô nhân sự/năng suất, và 4) khả năng quản lý hiệu quả mô hình làm việc từ xa. Do đó, nếu tình hình Covid-19 không được kiểm soát tốt vào năm 2022, những thách thức này sẽ gây áp lực lên chi phí hoạt động và kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành.

### Chúng tôi ưa thích cổ phiếu VNM, MCH và KDC

Chúng tôi ưa thích những công ty có vị thế dẫn đầu ngành, hệ thống phân phối rộng khắp và danh mục sản phẩm đa dạng, có thể nhanh chóng bắt kịp xu



hướng chỉ tiêu của người tiêu dùng. Dựa vào các tiêu chí trên, chúng tôi lựa chọn VNM, MCH và KDC.

**CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN, KHẢ QUAN, Giá mục tiêu: 116.000 đ/CP):** VNM là doanh nghiệp dẫn đầu ở cả bốn nhóm sản phẩm sữa chính. Chúng tôi cho rằng, vị thế dẫn đầu ngành sữa giúp công ty tăng trưởng trên sự phục hồi của nhu cầu tiêu dùng sau đại dịch. Sau khi chiếm lĩnh thị trường nội địa, VNM đang dần dịch chuyển sang thị trường nước ngoài thông qua xuất khẩu và các công ty con tại Mỹ, Cambodia, Philippines,... Chúng tôi cho rằng thị trường nước ngoài sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của VNM trong những năm tới khi tốc độ tăng trưởng của thị trường nội địa chậm lại.

**CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH VN, KHẢ QUAN, Giá mục tiêu: 146.800 đ/CP):** MCH giữ vị trí dẫn đầu thị trường gia vị với 29,8% thị phần, đồng thời đứng thứ hai trong ngành mì ăn liền (20,0% thị phần) - chỉ sau Công ty CP Acecook Việt Nam (chưa niêm yết). Chúng tôi cho rằng việc hợp nhất với Vincommerce sẽ mang lại cho MCH lợi thế lớn về hệ thống bán lẻ so với các đối thủ khác trong ngành. Trong năm 2022-23, lợi nhuận ròng dự báo tăng trưởng kép 12,0% nhờ cải thiện danh mục sản phẩm và thâm nhập sâu hơn vào ngành nước giải khát.

**CTCP Tập đoàn KIDO (KDC VN, KHẢ QUAN, Giá mục tiêu: 69.800 đ/CP):** KDC dẫn đầu trong ngành dầu ăn và kem Việt Nam. Trong Q3/21, công ty quyết định quay trở lại kinh doanh bánh kẹo khi tung ra thương hiệu "KIDO's Bakery", cung cấp các sản phẩm bánh tới mạng lưới 450.000 cửa hàng của doanh nghiệp. Do kinh doanh bánh kẹo là vốn thế mạnh của KDC kể từ khi thành lập, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ đóng góp 2,3%/2,6% vào doanh thu và 4,0%/4,4% vào lợi nhuận gộp của KDC trong năm 2022-23. Do đó, lợi nhuận của KDC dự kiến sẽ tăng 168,0% svck trong năm 2021 và đạt tăng trưởng kép 17,5% trong giai đoạn 2022-23.

Hình 213: So sánh các công ty sản xuất thực phẩm và đồ uống (dữ liệu ngày 26/11/2021)

	Mã Bloomberg	Giá mục tiêu (đv: tiền bản)	Vốn hóa (tr USD)	Tăng trưởng EPS 3	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
					2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
<b>Doanh nghiệp sản xuất sữa</b>												
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	N/a	22.245	21,6	27,7	22,9	3,9	3,5	14,4	15,6	6,4	7,2
Bright dairy & food Co Ltd-A	600597 CH	N/a	2.639	2,9	26,2	23,0	2,6	2,4	10,0	10,7	3,6	3,9
Inner Mongolia Yili Indus-A	600887 CH	N/a	36.620	7,3	27,3	23,2	7,0	6,0	26,4	27,0	11,7	12,8
Meiji Holdings Co Ltd	2269 JP	N/a	9.045	2,7	15,9	13,8	1,7	1,5	11,4	10,9	6,5	6,5
Universal Robina Corp	URC PM	N/a	5.672	1,0	25,3	24,0	2,9	2,7	11,7	11,5	7,0	7,9
CTCP sữa Việt Nam	VNM VN	116.000	8.037	2,7	18,4	17,2	5,6	5,3	33,8	35,6	23,6	25,3
<b>Doanh nghiệp 3F</b>												
Charoen Pokphand Foods	CPF TB	N/a	5.886	17,7	10,8	10,7	1,2	1,2	11,5	11,1	3,8	3,8
Wellhope Foods Co	603609 CH	N/a	1.329	44,2	7,2	6,5	1,4	1,2	19,5	18,6	11,3	10,9
Jiangxi Zhengbang	002157 CH	N/a	4.753	235,9	3,7	5,5	1,9	1,7	42,3	19,3	15,6	4,2
Wens Foodstuffs Group	300498 CH	N/a	16.710	45,3	6,8	6,3	1,9	1,6	24,9	20,1	13,4	11,1
CTCP Tập đoàn Dabaco	DBC VN	64.000	397	142,6	6,7	8,0	1,4	1,2	21,4	14,6	9,6	7,1
CTCP Masan MeatLife	MML VN	81.400	1.194	69,0	44,2	33,8	4,0	3,6	12,0	14,0	4,1	5,3
<b>Doanh nghiệp sản xuất thực phẩm đóng gói</b>												
Indofood CBP Sukses Makmur Tbk PT	ICBP IJ	N/a	7.161	20,4	15,9	14,2	3,1	2,8	19,1	18,5	6,2	6,5
Nissin Foods Holdings Co Ltd	2897 JP	N/a	7.721	19,0	26,3	24,1	2,2	2,0	8,4	8,6	5,2	5,0
Want Want China Holdings Ltd	151 HK	N/a	10.201	10,8	15,3	14,3	4,0	3,8	27,1	27,1	13,1	14,0
Uni-President Enterprises Corp	1216 TT	N/a	13.874	(11,3)	18,9	17,5	3,2	3,4	17,1	20,1	4,6	5,2
CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	146.800	3.622	29,0	21,2	19,2	5,4	4,7	33,9	33,7	18,6	18,5
<b>Doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống khác</b>												
khát Sài Gòn	SAB VN	N/a	4.486	1,9	26,4	21,7	4,9	4,4	20,3	22,5	13,9	15,1
khát Hà Nội	BHN VN	N/a	623	2,5	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	N/a	843	1,4	14,2	11,7	2,4	2,2	17,7	21,8	12,3	16,7
CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	N/a	687	13,5	17,8	N/a	1,7	N/a	10,4	N/a	4,1	N/a
CTCP Tập đoàn Kido	KDC VN	69.800	630	84,0	23,8	17,7	2,1	2,0	9,1	11,6	3,9	4,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Chuyên viên phân tích:

Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

## BÁN LẺ: TĂNG TRƯỞNG TRỞ LẠI TRONG “ BÌNH THƯỜNG MỚI ”

### Nhìn lại 2021: một năm đầy biến động

#### KQKD Q3/21 bị tác động mạnh bởi Covid-19

Doanh thu (DT) và lợi nhuận ròng (LNR) trong 3Q21 của các công ty bán lẻ và phân phối niêm yết trong danh sách theo dõi của chúng tôi lần lượt giảm 10,3% svck và 52% svck, cho thấy tác động của giãn cách xã hội trong Q3/21 do làn sóng Covid-19 lần thứ 4. Tuy nhiên, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 6T21 nên doanh thu và LNR trong 9T21 của các công ty này vẫn duy trì mức tăng trưởng dương lần lượt là 11,2% svck và 8,3% svck.

Trong danh sách theo dõi của chúng tôi, các công ty bán lẻ các sản phẩm không thiết yếu và công ty kinh doanh bất động sản thương mại bị ảnh hưởng nặng nề bởi thời gian giãn cách xã hội trong Q3/21, đại diện là CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN, Khả quan, 128.200 đ/cp) và CTCP Vincom Retail (VRE VN, Khả quan, 36.600 đ/cp) khi doanh thu giảm lần lượt 77,6% svck và 55,3% svck trong Q3/21, LNR VRE giảm 95,6% svck và PNJ ghi nhận lỗ ròng 160 tỷ đồng.

Ngược lại, các công ty phân phối và bán lẻ hàng điện tử tiêu dùng và hàng thiết yếu ít bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội trong Q3/21 và tiếp tục hoạt động tốt trong 9T21 do nhu cầu của các sản phẩm này vẫn duy trì, với các cổ phiếu đáng chú ý:

- CTCP Thế giới số (DGW VN, Không đánh giá) với DT và LNR trong 9T21 tăng 53,2% svck và 96,4% svck nhờ nhu cầu máy tính xách tay và điện thoại chính hãng cao cấp tăng mạnh trong thời gian gần đây.
- CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT VN, Không đánh giá) ghi nhận lãi ròng 108 tỷ đồng trong 9T21 (so với lỗ ròng 10 tỷ đồng trong 9T20) nhờ nhu cầu mua máy tính xách tay và điện thoại chính hãng cao cấp tăng mạnh trong thời gian gần đây cũng như hoạt động của chuỗi cửa hàng thuốc Long Châu tốt trong thời kỳ giãn cách xã hội.

Hình 214: Các công ty bán lẻ niêm yết có KQKD nhiều chiều trong 9T21

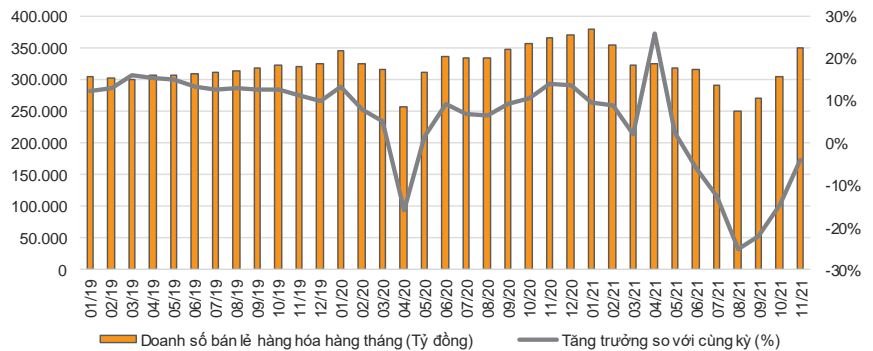
Cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Doanh thu Q3/20 (tỷ đồng)	Doanh thu Q3/21 (tỷ đồng)	% svck	Doanh thu 9T20 (tỷ đồng)	Doanh thu 9T21 (tỷ đồng)	% svck	LNR Q3/20 (tỷ đồng)	LNR Q3/21 (tỷ đồng)	% svck	LNR 9T20 (tỷ đồng)	LNR 9T21 (tỷ đồng)	% svck
MWG	100.876	25.714	24.333	-5,37%	81.352	86.820	6,72%	951	785	-17,37%	2.976	3.336	12,11%
VRE	67.487	1.760	787	-55,27%	5.076	4.524	-10,88%	572	24	-95,76%	1.407	1.193	-15,26%
PNJ	23.078	3.922	877	-77,64%	11.668	12.514	7,25%	202	(160)	Từ lãi ròng sang lỗ ròng	642	576	-10,32%
DGW	11.890	3.624	3.825	5,54%	8.518	13.049	53,19%	75	107	42,81%	168	330	96,41%
FRT	4.597	3.432	4.993	45,48%	10.729	14.018	30,65%	(0)	47	Từ lỗ ròng sang lãi ròng	(10)	108	Từ lỗ ròng sang lãi ròng
PET	2.691	4.368	3.873	-11,33%	9.726	11.485	18,09%	49	55	12,13%	105	155	46,83%
PSD	931	2.906	2.338	-19,57%	6.353	5.985	-5,78%	22	38	71,78%	52	88	67,58%
<b>Tổng</b>		<b>45.726</b>	<b>41.026</b>	<b>-10,28%</b>	<b>133.423</b>	<b>148.395</b>	<b>11,22%</b>	<b>1.871</b>	<b>898</b>	<b>-52,01%</b>	<b>5.342</b>	<b>5.786</b>	<b>8,32%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Fiipro

#### Doanh thu một số công ty bán lẻ tăng trưởng trở lại trong T10/21

Doanh số bán lẻ hàng hóa tại Việt Nam đã phục hồi nhanh chóng kể từ T10/21, ngay sau khi trạng thái “bình thường mới” được thiết lập và hoạt động kinh doanh ở khu vực phía Nam mở cửa trở lại kể từ giữa T9/21. Doanh số bán lẻ hàng hóa tăng 12,5% so với tháng trước trong T10/21 và 15,2% so với tháng trước trong T11/21, đạt 315.000 tỷ đồng trong T11/21. Trong 11T21, doanh số bán lẻ hàng hóa của Việt Nam đạt 3.430.600 tỷ đồng, giảm 5,5% svck.

**Hình 215: Doanh số bán lẻ hàng hóa tại Việt Nam từ năm 2019 – T11/21**

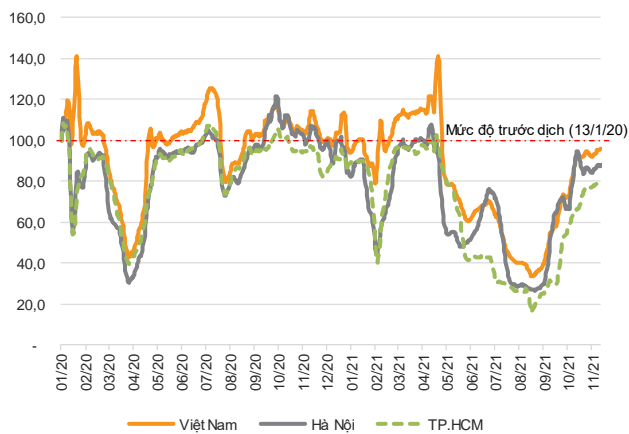


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Theo dữ liệu bản đồ của Apple, xu hướng di chuyển tại Việt Nam đang dần phục hồi về mức trước Covid-19 (13/01/2020), từ khoảng -70% vào T9/21 đã hồi phục về mức -12,1% vào 24/11/2021. Trong đó, xu hướng di chuyển ở Hà Nội đạt mức -4,1% so với trước dịch và tại TP.HCM đạt -21,7% so với dịch. Xu hướng này cho thấy sự phục hồi tốt của nền kinh tế Việt Nam để trở lại giai đoạn tăng trưởng trong năm 2022.

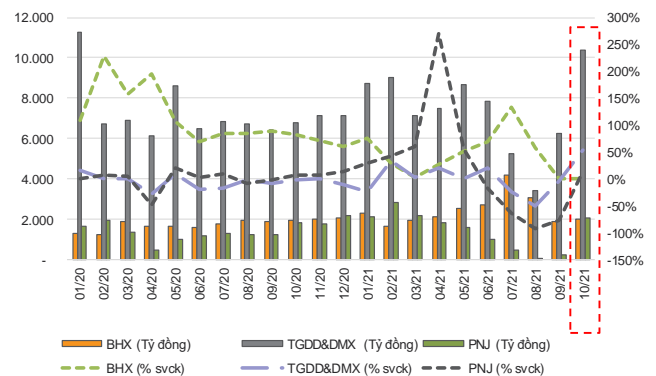
Đối với các doanh nghiệp niêm yết, doanh thu T10/21 của các chuỗi bán lẻ tăng trưởng mạnh nhờ tác động dồn nén của nhu cầu trong giai đoạn giãn cách xã hội và sự phục hồi nhanh chóng của nền kinh tế Việt Nam. Trong đó, doanh thu chuỗi TGDD&DMX của MWG (Chuỗi điện thoại di động và điện tử gia dụng) tăng 39% svck và doanh thu của PNJ tăng 13,8% svck trong T10/21 cho thấy kết quả khả quan trong trạng thái “bình thường mới”. Doanh thu của BHX (Bách Hóa Xanh - chuỗi cửa hàng bách hóa), vốn được hưởng lợi trong đợt đại dịch vì kinh doanh các mặt hàng thiết yếu, đã trở lại mức trước dịch.

**Hình 216: Xu hướng di chuyển từ 2020 – T11/21**



Nguồn: VNDIRECT Research, Apple maps

**Hình 217: Doanh thu hàng tháng của chuỗi BHX, TGDD&DMX, PNJ từ 2020 – T10/21**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Triển vọng 2022: Tăng trưởng trở lại trong “bình thường mới”**

Chúng tôi tin rằng các công ty bán lẻ và phân phối niêm yết là những công ty lớn và đã tồn tại được qua Covid-19 sẽ có tốc độ phục hồi mạnh mẽ và trở lại giai đoạn tăng trưởng vào năm 2022 nhờ 1) Trạng thái “bình thường mới” sẽ ngăn chặn các đợt giãn cách xã hội trong phạm vi rộng, vốn gây tổn hại các công ty bán lẻ và nhà phân phối trong Q3/21 vừa qua và 2) các công ty lớn sẽ chiếm thêm thị phần từ các công ty bán lẻ và phân phối khác đã rời khỏi thị trường.

**Chúng tôi kỳ vọng không giãn cách xã hội trong thời gian tới:** Sau khi từng bước mở cửa kinh tế ở các tỉnh phía nam vào đầu T10/21, Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 128/NQ-CP quy định "thích ứng an toàn, linh hoạt, kiểm soát hiệu quả dịch Covid-19", trong đó có 4 cấp độ đại dịch để áp dụng trên từng địa bàn với đơn vị nhỏ nhất là "cấp xã".

Với việc 1) việc áp dụng nghị quyết số 128/NQ-CP, 2) tỷ lệ tiêm chủng cao và 3) tác động khủng khiếp của việc gián đoạn chuỗi cung ứng trong Q3/21 là bài học kinh nghiệm lớn tới công tác chống dịch, chúng tôi tin rằng các công ty bán lẻ và phân phối sẽ không còn chịu giãn cách xã hội diện rộng trong giai đoạn tới. Tuy nhiên, nếu các chủng virus đột biến mới tạo thành một đợt đại dịch khác dẫn đến nhiều khu vực đạt mức độ 3-4 của đại dịch thì sẽ ảnh hưởng đến hoạt động của các doanh nghiệp bán lẻ ở các mức độ khác nhau như dưới đây.

**Hình 218: Mức độ chống chịu với các đợt Covid-19 mới của các công ty bán lẻ**

	Mức độ miễn dịch nếu có làn sóng Covid-19 mới	Ghi chú
MWG	●	Quá trình hoạt động của MWG sẽ không bị ảnh hưởng khi tất cả các cửa hàng của MWG đều được phép mở cửa xuyên suốt ở tất cả các cấp độ dịch. Chuỗi cửa hàng BHX có thể được hưởng lợi khi các kênh bán hàng khác như chợ truyền thống bị hạn chế mở cửa, bù đắp cho việc giảm doanh thu của chuỗi TGDD và DMX trong trường hợp nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm điện tử thấp hơn.
FRT	●	Quá trình hoạt động của FRT sẽ không bị ảnh hưởng khi tất cả các cửa hàng của FRT đều được phép mở cửa xuyên suốt ở tất cả các cấp độ của đại dịch. Chuỗi cửa hàng Long Châu có thể hưởng lợi khi người dân tích trữ thuốc trong thời kỳ đại dịch trong khi FPT Shop có thể duy trì mức doanh thu do nhu cầu điện thoại thông minh và máy tính xách tay vẫn tăng mạnh.
PNJ	◐	Quá trình hoạt động của PNJ sẽ không bị ảnh hưởng khi tất cả các cửa hàng của PNJ sẽ được phép mở cửa xuyên suốt ở tất cả các cấp độ dịch. Tuy nhiên, làn sóng đại dịch mới sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu của người tiêu dùng đối với các sản phẩm trang sức và khiến các lễ cưới tạm dừng.
VRE	◑	VRE bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong số các doanh nghiệp liên quan đến bán lẻ, mặc dù các trung tâm thương mại của VRE được phép mở cửa ở cả 4 cấp độ dịch nhưng hoạt động cho thuê của trung tâm thương mại có thể bị hạn chế hoặc hạn chế nếu hoạt động kinh doanh của khách thuê thuộc nhóm "rủi ro cao", chẳng hạn như phim rạp chiếu phim, có thể khiến VRE cung cấp nhiều gói hỗ trợ hơn cho những nhóm khách hàng này.
DGW	●	Quá trình hoạt động của nhà phân phối sẽ không bị ảnh hưởng bởi tất cả các cấp độ của đại dịch.
PET / PSD	●	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Các công ty lớn sẽ giành được nhiều thị phần hơn từ các công ty bán lẻ và phân phối khác đã rời khỏi thị trường

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, số công ty thành lập mới trong 10T21 là 93.716 công ty, giảm 15,7% svck và số công ty quay trở lại hoạt động là 35.339 công ty, giảm 6,3% svck. Điều này cho thấy rủi ro cạnh tranh từ các doanh nghiệp mới là thấp trong Q4/21 và giúp các công ty đang hoạt động tận dụng lợi thế để giành thêm thị phần trong các mảng kinh doanh của mình.

Mặt khác, có 97.089 công ty rời khỏi thị trường trong 10T21, tăng 13,5% svck, trong đó, hơn 31% công ty thuộc lĩnh vực bán buôn, bán lẻ và sửa chữa. Chúng tôi cho rằng phần lớn các công ty này là các công ty quy mô nhỏ, bị ảnh hưởng bởi giai đoạn giãn cách xã hội nhiều hơn so với các công ty quy mô lớn có thương hiệu mạnh, hệ thống quản lý mạnh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các công ty bán lẻ và phân phối quy mô lớn sẽ phục hồi nhanh chóng và tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2022.

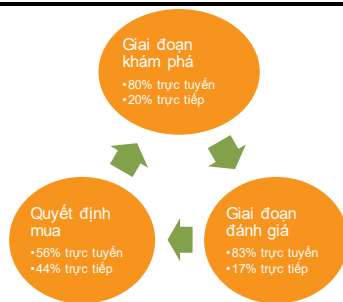
Trong số các công ty niêm yết mà chúng tôi có dự báo, chúng tôi kỳ vọng các công ty bán lẻ sẽ có lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh vào năm 2022 với dự phóng LNR của MWG đạt 6.598 tỷ đồng (+40,3% svck), LNR của PNJ là 1.616 tỷ đồng (+60,6% svck), LNR của VRE là 3.679 tỷ đồng (+68,9% svck).

### Chúng tôi nhận thấy ba xu hướng thúc đẩy tăng trưởng cho ngành bán lẻ sau đại dịch

#### # 1. Đa kênh và trực tuyến trở thành động lực chính cho công ty bán lẻ trong “Bình thường mới”

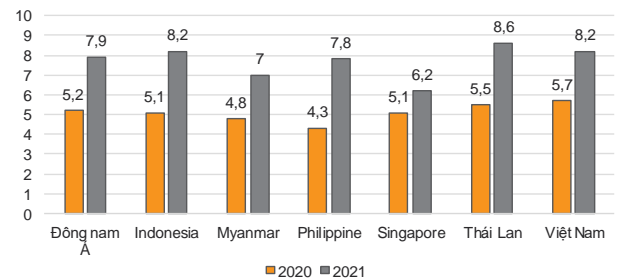
Việc lướt và nghiên cứu về sản phẩm hiện nay chủ yếu được thực hiện trực tuyến thay vì ngoại tuyến. Đồng thời, tỷ lệ chi tiêu dành cho các kênh ngoại tuyến đang thu hẹp lại, theo nghiên cứu của Facebook và Bain & Company. Trong hai giai đoạn đầu tiên của hành trình tiêu dùng — giai đoạn **Khám phá** và Giai đoạn **Đánh giá** — ít nhất 80% kênh được người tiêu dùng sử dụng là trực tuyến. Việc lướt qua các sản phẩm, so sánh các mặt hàng, kiểm tra đánh giá và thực hiện nghiên cứu hiện chủ yếu được thực hiện trên các kênh như truyền thông xã hội, trang web thương mại điện tử, trang web và video thuộc sở hữu của thương hiệu. Nhưng trong giai đoạn cuối cùng của hành trình tiêu dùng, giai đoạn **quyết định mua**, trực tuyến mới chỉ bắt đầu chiếm được thị phần ngày càng tăng trong doanh số bán hàng.

Hình 219: Các kênh trực tuyến đã trở nên phổ biến hơn ở mỗi bước trong hành trình tiêu dùng



Nguồn: VNDIRECT Research, Facebook and Bain&Company

Hình 220: Số lượng trang web trung bình được sử dụng cho mỗi người trả lời trong báo cáo của Facebook và Bain&Company (số trang)



Nguồn: VNDIRECT Research, Facebook and Bain&Company

Đối với các công ty bán lẻ niêm yết, chúng tôi tin rằng việc giới thiệu chiến lược đa kênh để hoàn thành hành trình tiêu dùng là chiến lược đúng đắn để tăng doanh thu. Theo dữ liệu từ iPrice, Shopee và Lazada là những trang thương mại điện tử hàng đầu tại Việt Nam với lượt truy cập hàng tháng trong Q3/21 lên đến 77,8 triệu và 21,4 triệu. Do đó, việc đưa các gian hàng lên các trang thương mại điện tử sẽ giúp các công ty bán lẻ và nhà phân phối mở rộng tệp khách hàng và tăng doanh thu bán hàng từ các tệp khách hàng mới này.

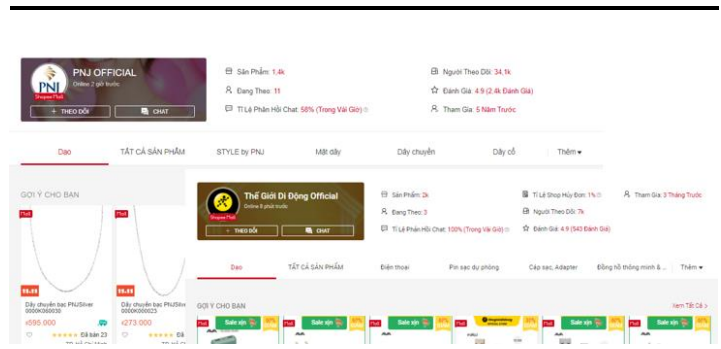
Với xu hướng này, chúng tôi kỳ vọng những công ty đã đầu tư và xây dựng nền tảng trực tuyến tốt, xây dựng trang cộng đồng và kênh bán hàng đa dạng trên các trang thương mại điện tử sẽ được hưởng lợi từ xu hướng đa kênh, trong đó MWG và PNJ là những công ty bán lẻ nổi bật.

Hình 221: Các quảng bá và quảng cáo của PNJ trên mạng xã hội



Nguồn: VNDIRECT Research, Trang mạng xã hội của công ty

Hình 222: Các công ty bán lẻ tham gia trang web thương mại điện tử



Nguồn: VNDIRECT Research, Shopee

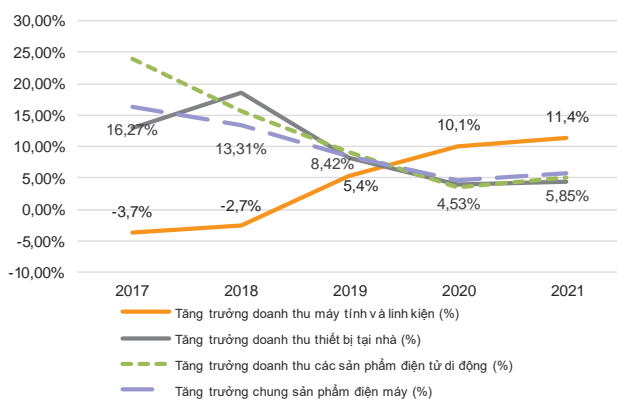
## # 2. Nhu cầu ngày càng tăng đối với điện thoại thông minh chính hãng cao cấp và các sản phẩm làm việc tại nhà sẽ tiếp tục sau đại dịch

**Đối với điện thoại thông minh cao cấp:** Mặc dù thị trường điện thoại di động đã dần bão hòa với mức tăng trưởng trong giai đoạn 2019-21 chỉ khoảng 5-7%/năm nhưng từ năm 2022, chúng tôi cho rằng các nhà phân phối điện thoại di động được ủy quyền sẽ duy trì mức tăng trưởng cao hơn nhờ 1) nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp ít bị ảnh hưởng bởi đại dịch, 2) việc thắt chặt các quy định về hàng xách tay giúp các nhà bán lẻ được ủy quyền đạt được nhiều thị phần hơn và 3) việc thắt chặt bảo hành với yêu cầu biên lai các sản phẩm chính hãng từ các nhà phân phối ủy quyền cho các sản phẩm Apple sẽ tập trung nhu cầu các sản phẩm của Apple hướng vào các đại lý được ủy quyền.

**Đối với sản phẩm làm việc tại nhà:** Theo điều tra dân số Việt Nam, chỉ có 30,7% hộ gia đình có máy tính (bao gồm cả máy tính để bàn và máy tính xách tay), cho thấy thị trường máy tính vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển, đặc biệt là trong giai đoạn trong và sau đại dịch khi nhu cầu về các sản phẩm máy tính sẽ tăng mạnh nhờ nhu cầu làm việc tại nhà và giải trí.

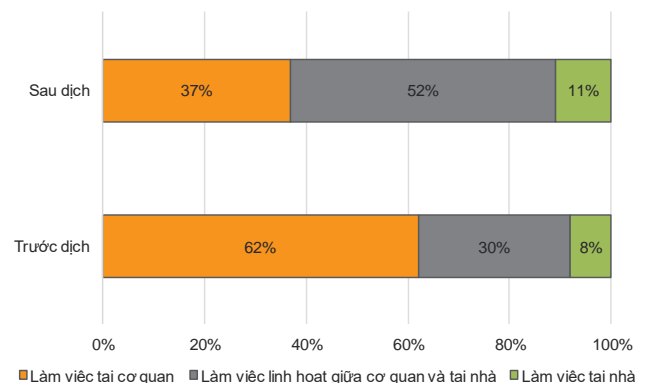
Với xu hướng này, chúng tôi kỳ vọng MWG và FRT sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ sự gia tăng mạnh mẽ về nhu cầu đối với các sản phẩm và máy tính xách tay chính hãng của Apple, trong khi DGW và PSD sẽ được hưởng lợi từ giai đoạn phân phối tới các nhà bán lẻ.

Hình 223: Tăng trưởng thị trường điện thoại di động và các sản phẩm điện tử giai đoạn 2016-2021



Nguồn: VNDIRECT Research, Euromonitor

Hình 224: Các mô hình làm việc trước và sau Covid-19 được mong muốn (% người tham gia khảo sát) tạo ra nhu cầu ngày càng tăng đối với các sản phẩm làm việc tại nhà

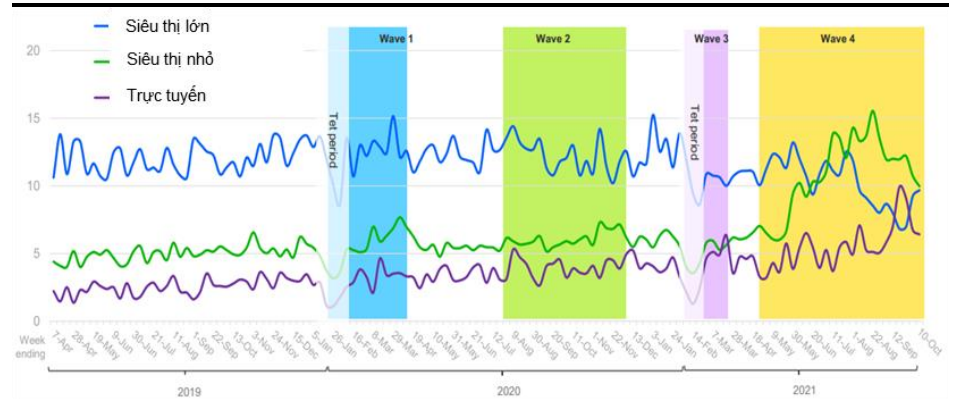


Nguồn: VNDIRECT Research, McKinsey

### # 3. Chuỗi cửa hàng bách hóa hiện đại được hưởng lợi từ sự chuyển dịch tiêu dùng sau đại dịch sang thương mại hiện đại

Theo Kantar Worldpanel, vào giữa T10/21, thị phần của các kênh trực tuyến và siêu thị nhỏ đã giảm trở lại khoảng 10%/6% sau khi đạt đỉnh trong khoảng thời gian từ T8-T9/21, tuy nhiên thị phần vẫn ở mức cao so với trước dịch (khoảng 3% đối với kênh trực tuyến và 5% đối với kênh siêu thị nhỏ) cho thấy khả năng duy trì hoạt động trong thời gian giãn cách xã hội của các kênh này và sự thay đổi xu hướng tiêu dùng sau đại dịch.

**Hình 225: Thị phần theo kênh – hàng hóa FMCG hàng tuần (4 thành phố lớn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Kantar Worldpanel

Theo dự báo của Bộ Công Thương, đến năm 2025, giá trị gia tăng của khu vực thương mại trong nước sẽ đóng góp khoảng 13,5% GDP và tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng khoảng 9-9,5%/năm trong giai đoạn từ năm 2021-25. Tỷ trọng tổng mức bán lẻ hàng hóa của kênh thương mại hiện đại đạt khoảng 35-40% vào năm 2025. Với dự báo này, ngành thương mại hiện đại có thể duy trì đà tăng trưởng trên hai con số trong suốt giai đoạn 2021-25.

Do đó, doanh nghiệp có chuỗi bán hàng hiện đại sẽ duy trì đà tăng trưởng tốt hơn thị trường chung. Chúng tôi tin rằng MWG là cổ phiếu dẫn đầu xu hướng này khi họ xây dựng chuỗi bán lẻ tạp hóa hiện đại - Bách Hóa Xanh - với độ phủ rộng khắp miền nam Việt Nam.

#### Cổ phiếu ưa thích: Chúng tôi chọn MWG, PNJ và VRE

**MWG (MWG VN, Khả quan, 180.500 đ/cp)** là nhà bán lẻ lớn nhất trên thị trường điện máy với hai chuỗi Thế Giới Di Động và Điện Máy Xanh, cũng như chuỗi cửa hàng bách hóa đang phát triển - Bách Hóa Xanh. Chúng tôi kỳ vọng MWG có thể tăng trưởng LNR 40,3% svck/26,2% svck trong năm 2022/23 nhờ tăng trưởng doanh thu từ các sản phẩm Apple chính hãng cũng như tăng thị phần trên thị trường bán lẻ sau đại dịch.

**PNJ (PNJ VN, Khả quan, 128.200 đ/cp)** là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, với thị phần trang sức hơn 30% trong các chuỗi trang sức tại Việt Nam và tiếp tục mở rộng sau đại dịch. PNJ báo cáo doanh thu T10/21 tăng trưởng mạnh 13,5% svck, khẳng định sự phục hồi mạnh mẽ của PNJ sau thời gian giãn cách xã hội. Chúng tôi kỳ vọng PNJ có thể tăng trưởng LNR mạnh mẽ 60,7% svck/22,6% svck trong năm 2022/23.

**VRE (VRE VN, Khả quan, 36.600 đ/cp)** VRE là nhà điều hành bất động sản thương mại lớn nhất Việt Nam, với hơn 1,7 triệu m<sup>2</sup> mặt bằng bán lẻ tại 80 trung tâm mua sắm trên toàn quốc theo bốn hình thức trung tâm thương mại để nhắm đến nhiều phân khúc khách hàng. Chúng tôi tin rằng VRE sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ sự tăng trưởng tiềm năng của thương mại hiện đại trong ngành bán lẻ Việt Nam khi rủi ro từ giãn cách xã hội được giảm bớt so với giai đoạn 2020-21.

Hình 226: So sánh ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2022	2023	CAGR (%)	TTM	2022	2023	TTM	2022	2023	TTM	2022	2023
<b>Bán lẻ điện máy và bách hóa</b>																		
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	KQ	141.500	180.500	4.448	22,7	15,9	12,9	18,0%	5,3	4,0	3,2	25,2%	25,6%	29,3%	9,4%	8,7%	10,4%
<b>Bán lẻ điện máy</b>																		
Erajaya Swasembada Tbk PT	ERAA J	na	610,0	na	675	9,4	9,3	7,9	58,8%	1,7	1,5	1,3	18,9%	17,4%	18,1%	9,9%	9,1%	9,6%
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	na	58.200	na	203	42,5	30,9	22,8	-36,4%	3,7	3,8	3,4	9,0%	12,9%	16,2%	1,7%	na	na
Challenger Technologies Ltd	CHLG SP	na	0,56	na	164	8,4	na	na	14,7%	1,6	na	na	19,6%	na	na	13,7%	na	na
Sunlar Computer Co Ltd	6154 TT	na	17,80	na	51	11,6	na	na	-13,1%	1,1	na	na	10,0%	na	na	5,9%	na	na
Tsann Kuen Enterprise Co Ltd	2430 TT	na	39,15	na	234	12,0	na	na	7,4%	1,3	na	na	11,5%	na	na	3,8%	na	na
<b>Trung bình bán lẻ điện máy</b>						<b>16,8</b>	<b>20,1</b>	<b>15,3</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>13,8%</b>	<b>15,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,6%</b>
<b>Bán lẻ bách hóa</b>																		
Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan	5903 TT	na	253,0	na	2.028	38,5	34,6	24,3	14,8%	9,6	9,0	7,5	24,4%	20,9%	31,8%	2,4%	3,0%	4,3%
Sumber Alfaría Trijaya Tbk PT	AMRT J	na	1.165	na	3.354	32,3	29,9	24,4	61,0%	6,1	5,8	5,1	20,5%	20,1%	21,4%	5,9%	6,0%	6,8%
<b>Trung bình bán lẻ bách hóa</b>						<b>35,4</b>	<b>32,3</b>	<b>24,3</b>	<b>37,9%</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>	<b>22,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>26,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Bán lẻ trang sức</b>																		
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	KQ	101.500	128.200	1.018	23,1	23,7	16,1	11,8%	4,0	3,9	3,3	18,3%	18,3%	23,3%	11,6%	11,8%	14,4%
Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd	1929 HK	na	14,68	6,00	18.824	18,8	19,1	16,3	27,7%	4,3	4,1	3,8	24,5%	21,8%	23,4%	10,1%	10,6%	11,0%
Chow Sang Sang Holdings Ltd	116 HK	na	11,22	na	975	8,2	0,4	3,0	-12,1%	0,6	0,6	0,5	7,4%	8,1%	8,6%	5,4%	5,9%	6,2%
<b>Trung bình</b>						<b>13,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8%</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>16,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>16,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,6%</b>
<b>Bất động sản bán lẻ</b>																		
CTCP Vincom Retail	VRE VN	KQ	30.400	36.600	3.046	31,1	35,8	20,5	25,2%	2,2	2,2	2,1	7,4%	6,2%	9,7%	5,6%	3,9%	6,8%
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM	na	36,60	na	20.937	53,3	45,4	29,0	-5,9%	3,2	3,1	2,9	6,1%	7,0%	10,0%	2,6%	3,0%	4,5%
Central Pattana PCL	CPN TB	na	54,00	63,25	7.156	33,1	39,3	26,4	-10,4%	3,4	3,2	2,9	10,7%	9,7%	12,0%	3,1%	3,0%	4,0%
Pakuwon Jati Tbk PT	PWON J	na	500,0	700,0	1.670	21,6	17,6	13,7	-7,7%	1,5	1,4	1,3	7,1%	7,9%	9,5%	3,8%	4,4%	5,3%
<b>Trung bình</b>						<b>36,0</b>	<b>34,1</b>	<b>23,0</b>	<b>-8,0%</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,6%</b>

Dữ liệu tại ngày 26/11/2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG



**Chuyên viên phân tích:**

Nguyễn Đức Hòa

Hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

**NGÀNH Ô TÔ: TRỞ LẠI ĐƯỜNG ĐUA**

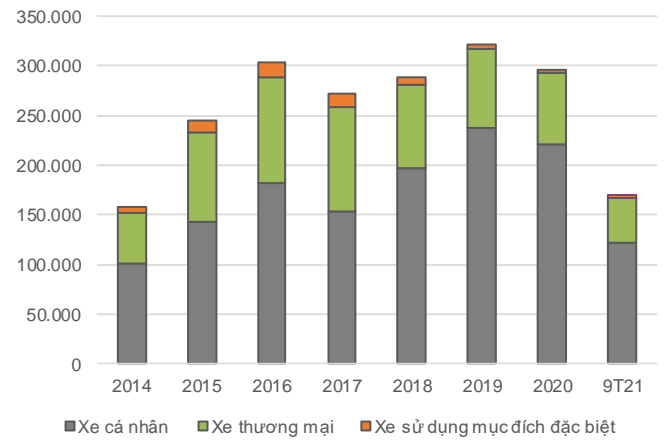
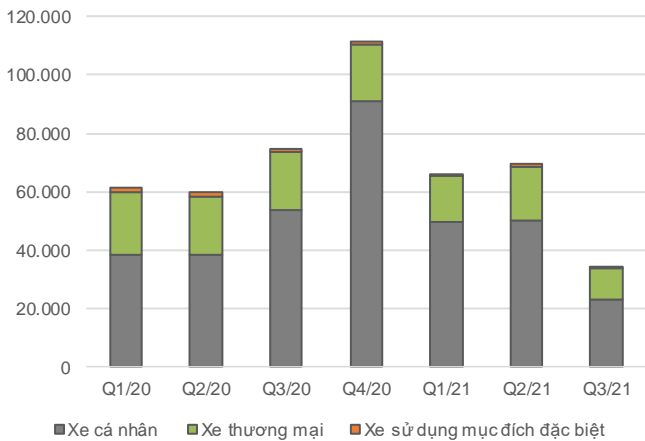
**Phục hồi nhẹ từ mức nền thấp trong 2020**

**Một trong những ngành bị ảnh hưởng nặng nhất bởi Covid-19 trong Q3/21**

Doanh số ô tô đã cho thấy tín hiệu khả quan trong 6T21, đạt 135.606 chiếc (+32% svck) nhờ mức nền thấp trong 6T/20, cũng như hàng loạt chương trình khuyến mại, giảm giá được các hãng xe tung ra để kích cầu tiêu dùng. Thêm vào đó, nhiều mẫu xe mới và bản nâng cấp giữa vòng đời cũng được ra mắt để thu hút thêm người mua. Tuy nhiên, Covid-19 đã phủ bóng đen lên ngành ô tô Việt Nam trong Q3/21. Theo VAMA, doanh số bán xe trong Q3/21 đạt 34.467 chiếc (-50,7% svck) do các nhà phân phối và đại lý ô tô phải đóng cửa hàng để thực hiện giãn cách xã hội. Đặc biệt, doanh số bán xe trong T8/21 chỉ đạt 8.884 chiếc - thấp nhất kể từ năm 2015.

**Hình 227: Doanh số ô tô Q3/21 ảnh hưởng nặng bởi Covid-19 (chiếc)**

**Hình 228: Xe du lịch chiếm 72% doanh số bán xe trong 9T21 (chiếc)**



Nguồn: VAMA, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn: VAMA, VNDIRECT RESEARCH

**Covid-19 phủ bóng thu nhập của các công ty niêm yết xe hơi trong Q3/21**

Các công ty ô tô niêm yết cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2021 nhờ các nhà sản xuất ô tô tung ra nhiều mẫu xe và bản nâng cấp mới và thực hiện nhiều chính sách khuyến mại để thu hút nhiều khách hàng hơn. Tuy nhiên, LN ròng của các công ty trong Q3/21 đã bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19. Sự bùng phát của dịch Covid-19 trong Q3/21 khiến nhiều tỉnh và thành phố phải thực hiện giãn cách xã hội. VAMA ước tính có hơn 200 đại lý ô tô thuộc các thành viên VAMA đã đóng cửa trong T8 và T9/21. Tuy nhiên, ngoại trừ HAX, LN ròng của các công ty ô tô niêm yết vẫn tăng trưởng dương svck trong 9T21 nhờ sự phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2020.

**Hình 229: Lợi nhuận của các công ty ô tô niêm yết vào 9T21 tại Việt Nam**

	LN ròng Q3/20	LN ròng Q3/21	Thay đổi svck (%)	LN ròng 9T20	LN ròng 9T21	Thay đổi svck (%)
VEA	1.566	746	-52,36%	3853	3906	1%
HAX	51	-33	na	63	34	-45%
CTF	1	-7	na	3	8	210%
SVC	45	-29	na	67	68	2%

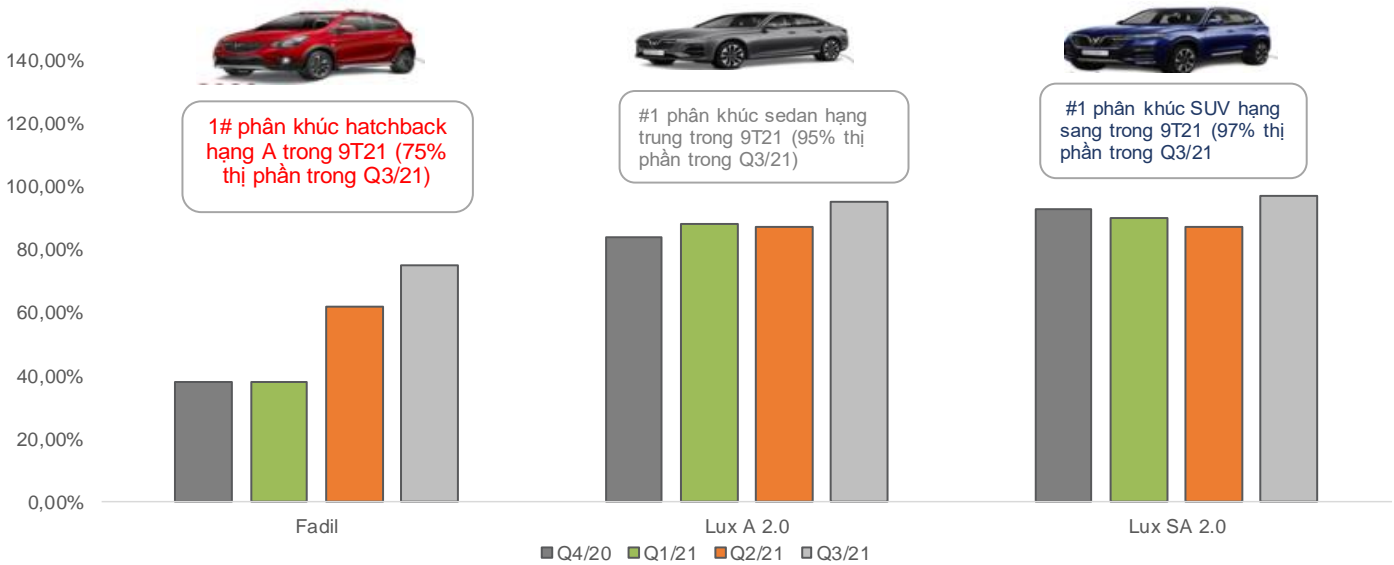
Nguồn: MOIT, VND RESEARCH

**VinFast - Nâng tầm Thương hiệu Việt Nam**

Mặc dù Covid-19 ảnh hưởng nặng nề đến ngành công nghiệp ô tô Việt Nam trong giai đoạn 2020-21, nhưng VinFast đã đạt được thành công ấn tượng với doanh số kỷ lục - gần 30.000 chiếc và 25.527 chiếc tại Việt Nam trong giai đoạn

2020-9T21. Đặc biệt, VinFast Fadil đạt vị trí dẫn đầu về lượng xe bán ra hàng tháng, chỉ sau 1,5 năm kể từ khi ra mắt. Trong 9T21, VinFast có lượng bán ra bùng nổ với mẫu Fadil với tổng số 17.668 chiếc, vượt qua Kia Morning và Hyundai Grand i10 – những mẫu xe bán chạy nhất của Hàn Quốc. Trong khi Sedan LuxA 2.0 và SUV LuxSA 2.0 cũng đứng thứ nhất trong phân khúc Sedan và SUV cao cấp hạng trung trong 9T21, lần lượt đạt 4.771 chiếc và 3.088 chiếc. Tổng cộng, VinFast chiếm 12% tổng thị phần trong 9T21, trở thành thương hiệu ô tô phổ biến thứ 4 tại Việt Nam.

Hình 230: VinFast Fadil chiếm 75% thị phần phân khúc hạng A trong Q3/21



Nguồn: VIC, VNDIRECT RESEARCH

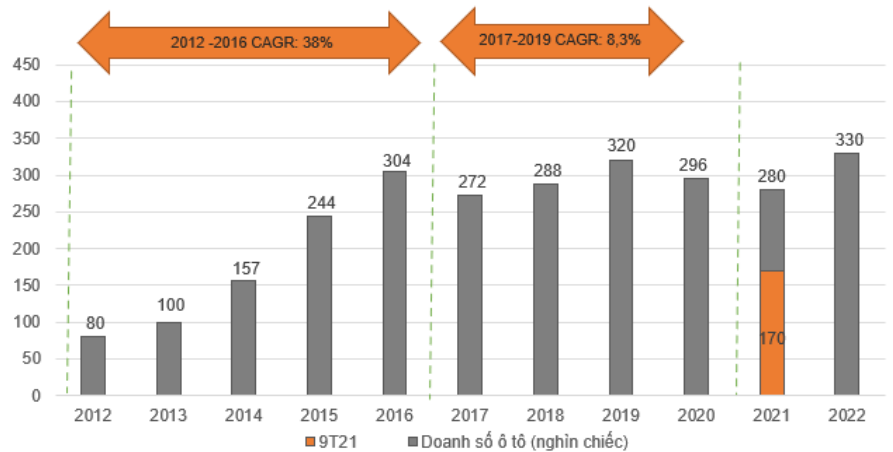
### Thị trường ô tô Việt Nam có thể phục hồi từ đáy trong năm 2022

**Chính sách ưu đãi từ Chính phủ là động lực chính cho sự phục hồi của ngành xe hơi vào năm 2022**

Vào ngày 15/10/2021, Bộ Tài chính đã lấy ý kiến của các bộ, ngành liên quan để giảm thuế trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước. Theo dự thảo, thuế trước bạ ô tô sẽ giảm 50% từ ngày 01/12/2021 đến hết ngày 31/5/2022. Như trước đó vào năm 2020, mặc dù doanh thu lệ phí trước bạ giảm 7.314 tỷ đồng nhưng đổi lại, việc giảm 50% thuế trước bạ đã làm tăng thu ngân sách nhà nước lên 14.110 tỷ đồng.

Theo VAMA, trong 6T20 (thời điểm chưa thực hiện giảm lệ phí trước bạ), lượng xe bán ra chỉ đạt khoảng 107.183 chiếc. Tuy nhiên, sau khi áp dụng giảm lệ phí trước bạ, tổng doanh số bán ô tô toàn thị trường 6 tháng cuối năm 2020 đạt 189.451 chiếc, tăng 76% so với 6T20 và 33,1% svck. Chúng tôi kỳ vọng chính sách ưu đãi của Chính phủ sẽ là động lực chính cho sự phục hồi của ngành ô tô vào năm 2022.

**Hình 231: Doanh số ô tô toàn ngành giảm 8% svck, xuống còn 296.634 chiếc vào năm 2020**

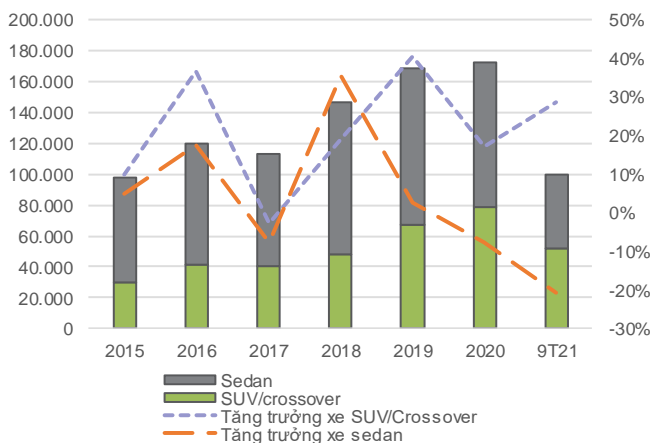


Nguồn: VAMA, VND RESEARCH

### Sự lên ngôi của Crossover và SUV

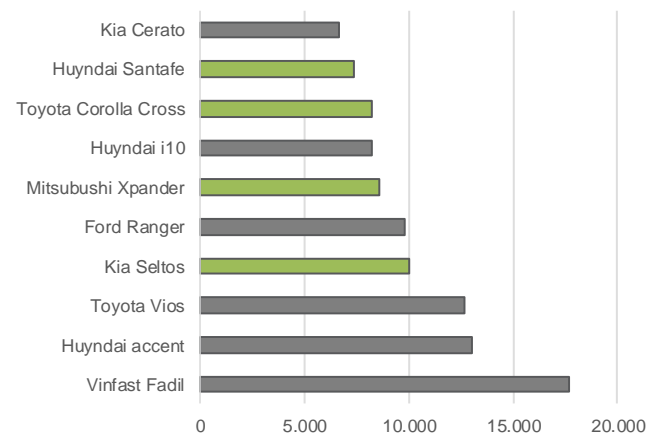
Dòng xe cao cấp 5 chỗ hoặc 7 chỗ (Crossover và SUV) đang trở thành xu hướng mới khi được khách hàng lựa chọn thay thế cho dòng xe sedan bởi sự năng động, tiện nghi, đa dụng cho việc di chuyển trong nội thành cũng như ngoại thành. Theo các nhà sản xuất xe hơi Mỹ, doanh số bán xe SUV/crossover tại Đông Nam Á tăng hơn 7% mỗi năm, trong khi doanh số xe sedan giảm 4% kể từ năm 2011. Số liệu từ VAMA cho thấy, trong năm 2017, SUV/crossover có doanh số bán ra chỉ đạt 40.075 chiếc và vào năm 2018 và 2019 lần lượt tăng lên 47.801 xe và 67.116 xe. Đặc biệt, trong khi doanh số bán xe sedan năm 2020 giảm 7,5% svck do ảnh hưởng của Covid-19, thì doanh số bán xe SUV/SUV đã tăng 17,3% svck.

**Hình 232: SUV/CUV chiếm 51,8% doanh số bán xe trong 9T21**



Nguồn: VNDIRECT

**Hình 233: 4/10 ô tô bán chạy nhất trong 9T21 là các mẫu xe SUV/CUV (chiếc)**



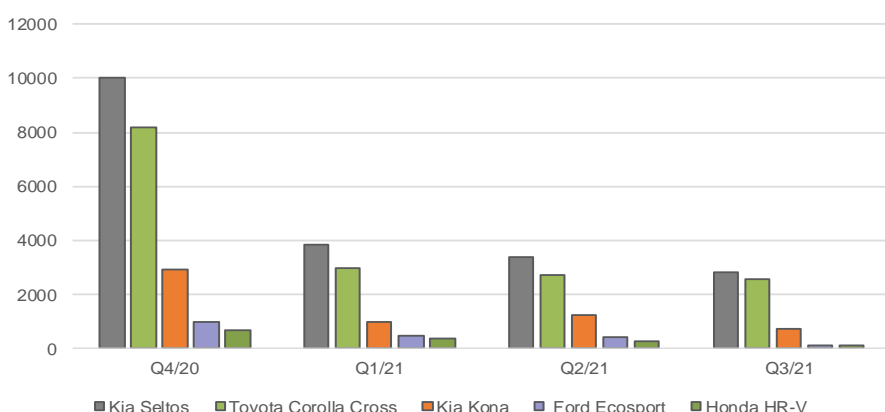
Nguồn: VAMA, VNDIRECT RESEARCH

Xu hướng sử dụng xe SUV/CUV thể hiện rõ nhất khi trong Top 10 xe bán chạy nhất trong 9T21, SUV/CUV đóng góp 4/10 vị trí với các mẫu xe phổ biến trên thị trường bao gồm Kia Seltos, Hyundai Santafe, Mitsubishi Xpander và Honda CR-V. Chúng tôi nghĩ rằng sự gia tăng nhu cầu về CUV và SUV đến từ tính linh hoạt của nó. SUV/CUV có thiết kế và cấu trúc thân xe tải và khoang gầm

cao, động cơ mạnh mẽ cho khả năng đa địa hình, nội thất rộng rãi cho 5-7 người bao gồm cả hành lý.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số CUV và SUV sẽ duy trì sự tăng trưởng tích cực vào năm 2022, đặc biệt là trong phân khúc CUV hạng B, khi các nhà sản xuất ô tô lớn liên tục ra mắt các mẫu xe mới. Trong Q3/20, Toyota và KIA đã lần lượt ra mắt hai mẫu xe là Kia Seltos và Toyota Corolla Cross và đạt được kết quả ấn tượng trong năm 2021. Kia Seltos và Toyota Corolla Cross là hai trong số mười chiếc xe bán chạy nhất trong 9T21 với lần lượt 10.008 chiếc và 8.197 chiếc. Hơn nữa, chúng tôi hy vọng CUV hạng A sẽ tăng mạnh trong Q4/21-22 khi hai mẫu xe mới (Kia Sonet và Toyota Raize) sẽ được ra mắt tại Việt Nam vào Q4/21.

Hình 234: Kia Seltos dẫn đầu CUV hạng B kể từ Q4/20 (Chiếc)

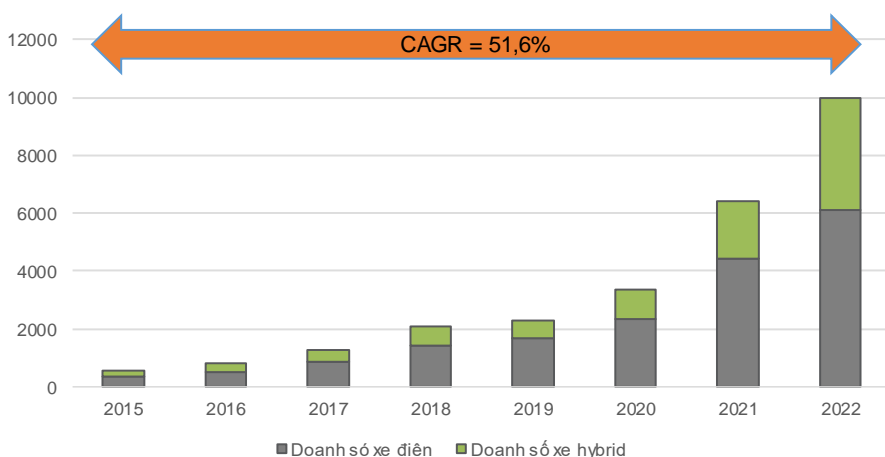


Nguồn: oto.com.vn, VNDIRECT RESEARCH

### Xe điện (EV) sẽ trở thành phương tiện phổ biến trong tương lai không xa

Doanh thu bán xe điện toàn cầu tăng 160% svck lên hơn 2,6 triệu chiếc trong 9T21, dù tổng doanh số bán xe hơi sụt giảm do đại dịch Covid-19. Nhiều quốc gia đã đề ra kế hoạch chấm dứt xe chạy bằng nhiên liệu hóa thạch trong giai đoạn 2021-2030. Cụ thể, Anh và Nhật Bản đã công bố kế hoạch cấm bán xe chạy xăng và dầu diesel vào năm 2030, sớm hơn 5 năm so với đề xuất trước đó. Trong khi Thái Lan cũng miễn thuế cho một số nhà sản xuất xe điện và pin và đặt mục tiêu trở thành nhà sản xuất xe điện số 1 Đông Nam Á vào năm 2030. IHS Markit dự báo doanh số EV toàn cầu sẽ tăng 56,3% svck trong năm 2022, đạt tăng trưởng doanh thu kép 51,6% trong năm 2015-22.

Hình 235: Doanh thu xe điện toàn cầu dự kiến sẽ đạt tăng trưởng kép 51,6% trong 2015-22



Nguồn: EVvolumes.com, VNDIRECT RESEARCH

Hơn nữa, 24/03/2021, VinFast đã chính thức công bố nhận đơn đặt hàng mẫu xe điện đầu tiên mang tên VF e34 với mức giá 690 triệu đồng. Về chi phí vận hành, người dùng VF e34 phải trả phí pin hàng tháng với mức phí 1,45 triệu đồng/tháng cho quãng đường tối đa 1.400 km. Chi phí vận hành của VF e34 (bao gồm cả cho thuê pin và sạc) tương đương với chi phí tiêu thụ của xe chạy bằng xăng trong cùng phân khúc (7,8 lít/100km), trong khi giá cả và tính năng vượt trội hơn so với xe chạy xăng. Chúng tôi kỳ vọng xe điện của Vinfast sẽ tạo ra một xu hướng mới cho thị trường ô tô Việt Nam trong năm 2022-23 khi các mẫu EV khác dự kiến sẽ ra mắt tại thị trường Việt Nam ở nửa đầu năm 2022 như Kia EV6, Mercedes Benz EQB, EQE, EQS.

### Chúng tôi ưa thích HAX và VEA

Chúng tôi kỳ vọng HAX sẽ được hưởng lợi từ chính sách ưu đãi từ Chính phủ khi hầu hết các mẫu xe của HAX đều được lắp ráp tại Việt Nam. Trong khi đó chúng tôi kỳ vọng Toyota Cross và Toyota Raize là những động lực tăng trưởng LN chính của VEA trong năm 2022 nhờ vào xu hướng sử dụng ngày càng tăng của người tiêu dùng đối với CUV và xe điện hybrid. Ngoài ra, HAX và VEA đang giao dịch với P/E trượt lần lượt là 14,3 lần và 10,1 lần, thấp hơn 12,5% và 39,5% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực. Rủi ro đầu tư là sự bùng phát của dịch Covid-19 có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của các công ty ô tô niêm yết.

Hình 236: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã (Triệu USD)	Vốn hóa		P/E(x)		Tăng trưởng CAGR 3 năm		P/BV (x)		EV/EBITDA		ROE (%)		ROA (%)	
		TTM	2021	CAGR	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	
China Meidong Auto Holdings Ltd	1268 HK	4.951	32,9	39,6	36,7	12,3	9,9	21,8	19,6	29,9	32,2	12,5	13,375		
Tunas Ridean Tbk PT	TURI IJ	730,0	12,3	26,4	-23,6	na	na	11,3	na	6,8	na	4,6	na		
Hubei Three Gorges Tourism Group Co Ltd	002627 CH	627,0	14,3	29,1	2,3	na	na	na	na	4	na	2,3	na		
CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	SVC VN	222,0	13,7	27,0	32,2	na	na	na	na	12,1	na	3,5	na		
CTCP Dịch vụ ô tô Hàng Xanh	HAX VN	76,8	15,1	15,8	47,1	2,1	2,0	12,2	na	15,7	19,9	6,2	11,5		
Competent Automobiles Co Ltd	CPA IN	21,8	6,6	na	-10,0	na	na	2,7	na	6,68	na	3,8	na		
CTCP Máy Nông nghiệp Việt Nam	VEA VN	117	10,9	12,2	6,3	2,4	2,4	na	273,0	21,4	20,6	18,3	19,1		
CTCP City Auto	CTF VN	182,1	163,0	171,0	-0,8	na	na	37,8	na	5,81	na	2,1	na		
<b>Trung bình</b>			<b>33,6</b>	<b>45,9</b>	<b>11,3</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>17,2</b>	<b>146,3</b>	<b>12,8</b>	<b>24,2</b>	<b>6,7</b>	<b>14,7</b>		
<b>Trung vị</b>			<b>14,0</b>	<b>27,0</b>	<b>4,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>12,2</b>	<b>146,3</b>	<b>9,5</b>	<b>20,6</b>	<b>4,2</b>	<b>13,4</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty (Dữ liệu từ ngày 26/11/21)

**Chuyên viên phân tích:**

Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

**XÂY DỰNG & VLXD: TRỢ LỰC TỪ ĐẦU TƯ CÔNG**

**Hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng**

Trong các gói kích thích kinh tế sắp tới, Chính phủ đang có kế hoạch đẩy mạnh đầu tư công vào năm 2022 nhằm bù đắp cho sự suy giảm của các động lực tăng trưởng khác. Dự kiến sẽ có 526 nghìn tỷ đồng giành cho giải ngân đầu tư công vào năm 2022 (+10% so với kế hoạch đầu tư công năm 2021).

Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 15-25% so với giải ngân thực tế năm 2021 nhờ (1) nút thắt thiếu đá xây dựng và đất đắp đã được giải quyết khi Chính phủ cấp phép khai thác cho các mỏ mới; (2) giá vật liệu xây dựng như sắt thép, xi măng, đá xây dựng được dự báo sẽ giảm trong năm tới; (3) thực tế giải ngân vốn đầu tư công năm 2021 ở mức thấp, chỉ đạt 85-95% kế hoạch cả năm; và (4) nhiều dự án hạ tầng giao thông trọng điểm đã hoàn thành công tác chuẩn bị, giải phóng mặt bằng và sẽ bắt đầu thi công các hạng mục chính vào năm sau. Chính phủ cũng cho biết sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng lớn trong năm 2022 như Cảng hàng không quốc tế Long Thành, cao tốc Bắc-Nam,...

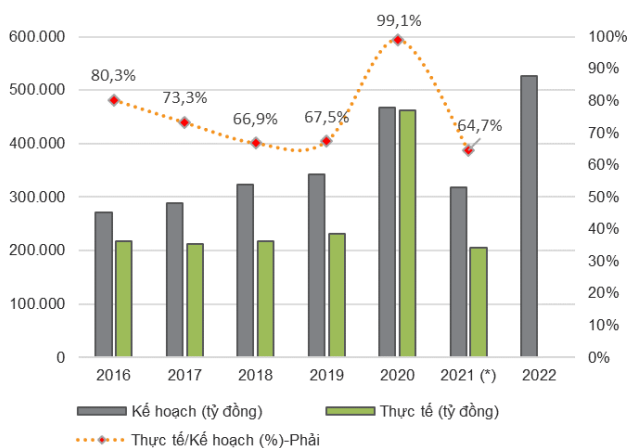
**Phát triển hạ tầng giao thông vẫn sẽ được ưu tiên trong giai đoạn 2022-25**

Chính phủ đã trình Quốc hội chủ trương chuyển toàn bộ 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 2) sang hình thức đầu tư công để đẩy nhanh tiến độ thực hiện.

Về dài hạn, nhu cầu đầu tư hạ tầng giao thông tại Việt Nam vẫn còn rất lớn. Theo Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) và Ủy ban Nhân dân Hà Nội & TP.HCM, tổng mức đầu tư của các dự án giao thông trọng điểm tại Việt Nam giai đoạn 2021-27 lên tới 23,5 tỷ USD.

Chúng tôi kỳ vọng việc giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh từ cuối năm 2021 và trong suốt cả năm 2022 sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho ngành xây dựng hạ tầng trong năm 2022. Các nhà thầu đã chứng minh được năng lực thi công và đang thực hiện hàng loạt dự án giao thông trọng điểm như CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (VCG VN, HOSE), CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV VN, UPCOM), Tập đoàn CIENCO4 (C4G VN, UPCOM),... đang đứng trước cơ hội bứt phá mạnh mẽ vào năm 2022. Bên cạnh đó, việc nhóm doanh nghiệp này đã vượt qua được những điều kiện đấu thầu khắt khe trước đây sẽ có tạo thêm ưu thế cho họ có thể tiếp tục tham gia các dự án hạ tầng lớn tiếp theo trong giai đoạn 2021-25.

**Hình 237: Chính phủ dự kiến chi 526 nghìn tỷ đồng cho đầu tư công vào năm 2022 (+10% svck)**



**Hình 238: 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 2) được đề xuất thực hiện theo hình thức đầu tư công**

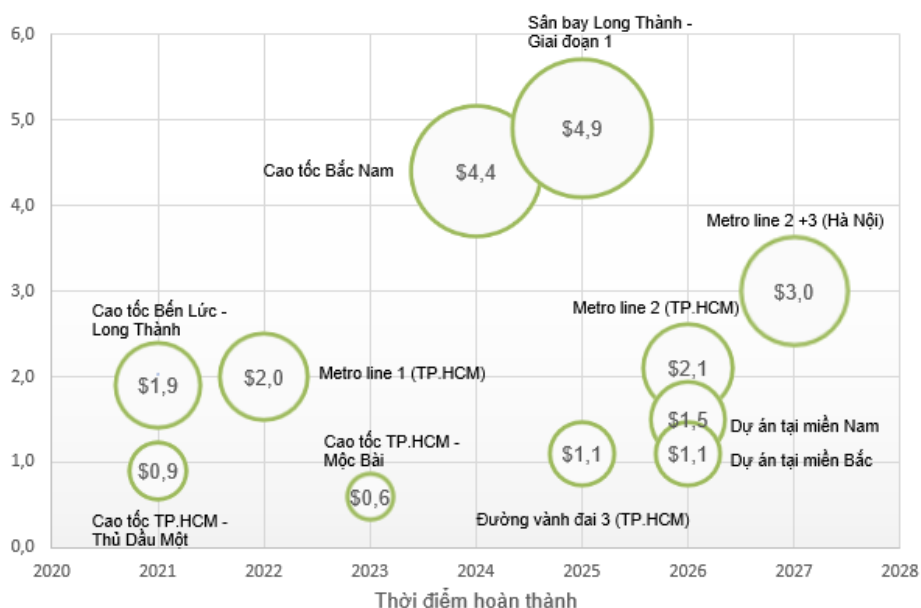
Cao tốc	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Quy mô (km)
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7.403	36
Hàm Nghi - Vũng Áng	10.185	54
Vũng Áng - Bùng	11.785	58
Bùng - Vạn Ninh	10.526	51
Vạn Ninh - Cam Lộ	10.591	68
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20.898	88
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12.544	69
Quy Nhơn - Chí Thạnh	12.298	62
Chí Thạnh - Vân Phong	10.601	51
Vân Phong - Nha Trang	12.906	83
Cần Thơ - Hậu Giang	9.768	37
Hậu Giang - Cà Mau	17.485	72
<b>Tổng</b>	<b>146.990</b>	<b>729</b>

(\*) Số liệu giải ngân thực tế mới tính đến cuối tháng 10/2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

Hình 239: Tổng mức đầu tư của các dự án giao thông trọng điểm tại Việt Nam lên tới 23,5 tỷ USD trong giai đoạn 2021-27 (tỷ USD)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH TỔNG HỢP

Hình 240: Các dự án giao thông đáng chú ý đang được thi công

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thi công	Đã hoàn thành (tính đến cuối tháng 10/2021)	Công ty niêm yết tham gia thi công
Cao tốc Cam Lộ - La Sơn	7.700	2019-22	61,0%	
Gói thầu XL-09	623			C4G
Cao tốc Mai Sơn - Quốc lộ 45	12.920	2020-22	26,1%	
Gói thầu XL-14	2.498			VCG
Cầu Vĩnh Tuy 2	2.500	2020-22	24,0%	
Gói thầu 01/VT2-XL	1.154			VCG
Gói thầu 04/VT2-XL	115			L18
Gói thầu 05/VT2-XL	101			VCG
Cao tốc Vĩnh Hảo - Phan Thiết	10.853	2020-23	14,3%	
Gói thầu XL-01	1.688			DPG
Gói thầu XL-04	3.225			VCG
Cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây	14.360	2020-23	15,0%	
Gói thầu XL-03	2.299			VCG
Gói thầu XL-02	1.910			C4G
Cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	4.827	2020-23	16,0%	
Gói thầu XL-02	705			C4G
Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu	8.380	2021-23	0,4%	
Gói thầu XL-03	1.266			VCG
Gói thầu XL-04	1.139			C4G
Cao tốc Quốc lộ 45 - Nghi Sơn	6.330	2021-23	0,1%	
Gói thầu XL-03	1.100			VCG
Gói thầu XL-02	1.193			LCG
Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt	13.340	2021-24	0,0%	C4G
Cao tốc Can Lâm - Vĩnh Hảo	13.690	2021-24	0,0%	
Gói thầu XL-1, XL-5, XL-8, XL-9	538			HHV
Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng	7.609	2022-24	0,0%	HHV

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Giao thông vận tải

### Xây dựng hạ tầng năng lượng: thời điểm chín muồi

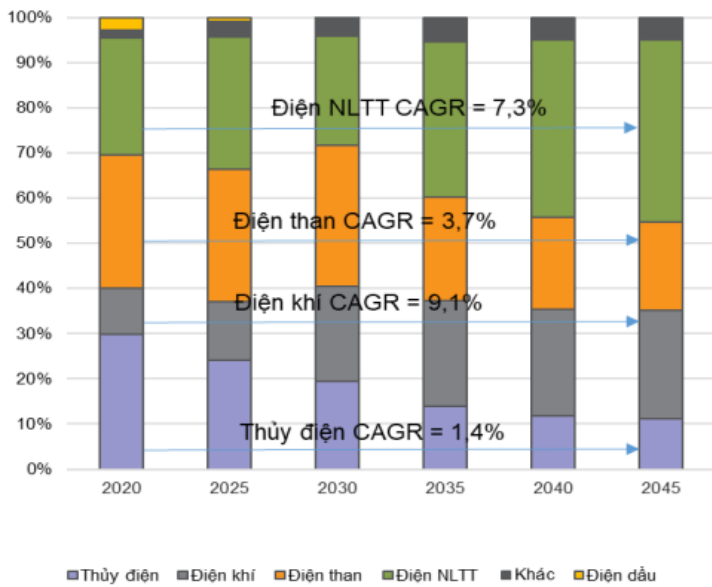
Các chính sách hiện tại của Chính phủ đang cho thấy sự ưu tiên phát triển các nguồn năng lượng tái tạo (NLTT) để giảm thiểu các tác động tiêu cực đến môi trường do sản xuất điện gây ra. Mục tiêu tăng trưởng kép công suất NLTT là

7,3% trong giai đoạn 2020-45, tương đương chiếm 41% tổng công suất điện cả nước năm 2045, tăng mạnh từ mức chỉ 25,8% trong năm 2020. Trong đó, điện gió sẽ tăng kếp 19% trong giai đoạn 2020-45 và chiếm 18,6% tổng công suất vào năm 2045. Mặt khác, tăng trưởng kếp công suất điện mặt trời sẽ giảm tốc xuống 4,6% trong giai đoạn 2020-45 và tỷ trọng giảm từ 24% vào năm 2020 xuống còn 19,9% tổng công suất vào năm 2045.

Chúng tôi tin rằng chính sách khuyến khích phát triển điện gió của Chính phủ sẽ tiếp tục thu hút đầu tư tư nhân vào loại hình NLTT này. Từ đó các nhà thầu xây dựng điện gió cũng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này.

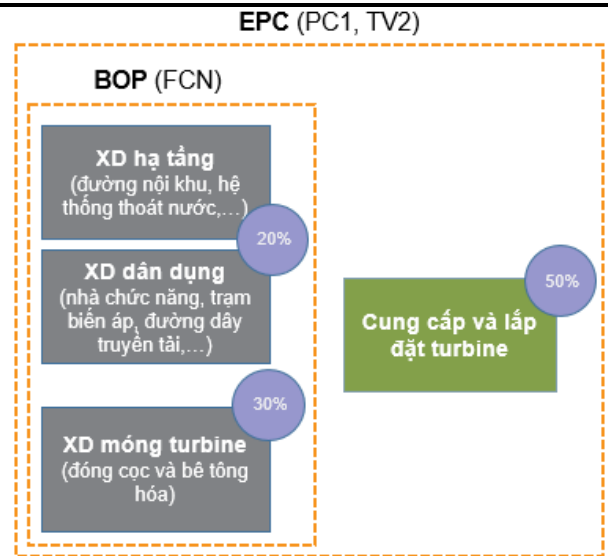
Tận dụng làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào NLTT tại Việt Nam, nhiều nhà thầu đã đẩy mạnh tham gia xây dựng hàng loạt dự án trong năm 2018-21. Đáng chú ý trong năm 2021, việc tham gia xây dựng các dự án điện gió với tư cách là tổng thầu BOP (Balance of Plants) và EPC (Engineering, Procurement and Construction) đã đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu xây dựng của các doanh nghiệp như FCN (với các dự án là B&T Quảng Bình, Quốc Vinh - Sóc Trăng, Lạc Hòa - Hòa Đông, V1.3 Trà Vinh), TV2 (Tân Thuận, Chính Thắng), PC1 (Ia Băng 1, Tân Phú Đông 2, Liên Lập - Phong Huy - Phong Nguyên).

Hình 241: Cơ cấu công suất sẽ chuyển dần sang NLTT và nhiệt điện khí trong giai đoạn 2020-45 (Đơn vị: %)



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 242: Chi phí xây dựng chiếm khoảng 50% tổng mức đầu tư của các dự án điện gió



Ghi chú: ● = tỷ trọng chi phí của từng bước trong tổng mức đầu tư

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

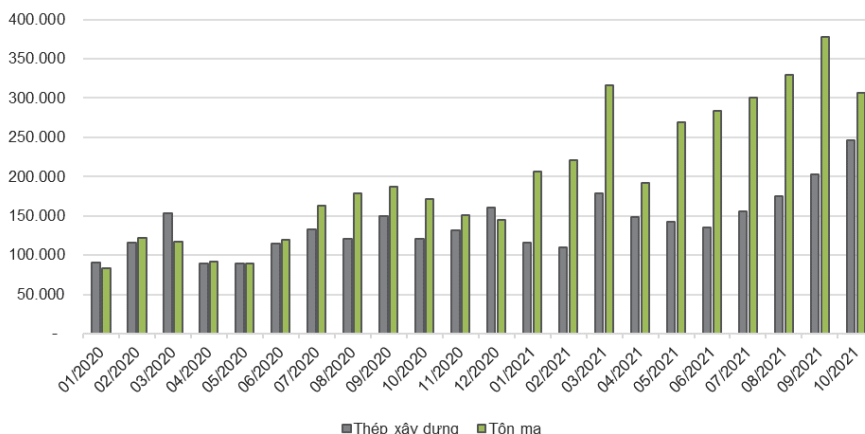
### Vật liệu xây dựng: nhu cầu cao hỗ trợ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ năm 2022-23

#### Thép: Nhu cầu cao hơn bù đắp cho giá bán đầu ra giảm

Theo số liệu của Hiệp hội Thép Việt Nam (VSA), xuất khẩu thép xây dựng và tôn mạ của Việt Nam đạt lần lượt 1,6 triệu-2,8 triệu tấn trong 10T21, tăng 37% svck-112% svck. Chúng tôi tin rằng nhu cầu thép thế giới đã tăng đáng kể từ Q1/21 khi hàng loạt quốc gia đã phê duyệt và đẩy nhanh tiến độ xây dựng các dự án cơ sở hạ tầng. Xu hướng này sẽ tiếp tục tiếp diễn tối thiểu đến hết nửa đầu năm 2022, qua đó kích thích các nhà sản xuất thép Việt Nam đẩy mạnh xuất khẩu.



**Hình 243: Trong 10T21, xuất khẩu thép xây dựng và tôn mạ của Việt Nam lần lượt tăng 37% svck và 112% svck (tấn)**



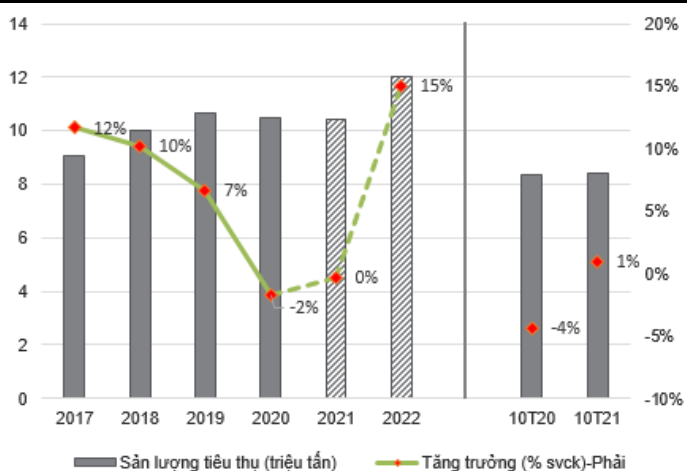
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Đáng chú ý vào ngày 15/11, gói đầu tư 1.200 tỷ USD giành cho cơ sở hạ tầng đã được Tổng thống Mỹ ký phê chuẩn, đánh dấu khoản đầu tư lớn nhất vào cơ sở hạ tầng của Hoa Kỳ kể từ Đạo luật Đường cao tốc Viện trợ Liên bang năm 1956. Trong đó, các dự án có nhu cầu huy động thép bao gồm 110 tỷ USD giành cho đường các dự án giao thông trọng điểm, 66 tỷ USD giành cho đường sắt, 39 tỷ USD giành cho phương tiện công cộng và 7,5 tỷ USD giành cho xe điện. Viện Sắt và Thép Hoa Kỳ ước tính cứ 100 tỷ USD đầu tư mới vào cơ sở hạ tầng thì sẽ làm tăng nhu cầu thép trong nước lên 5 triệu tấn.

Chính phủ Ấn Độ cũng đã thông báo khởi động kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng trị giá 1.350 tỷ USD vào đầu tháng 8. Gói đầu tư này sẽ tập trung thúc đẩy sản xuất công nghiệp và tăng trưởng kinh tế với trọng tâm là mở rộng cơ sở hạ tầng giao thông và sử dụng nhiên liệu sạch hơn.

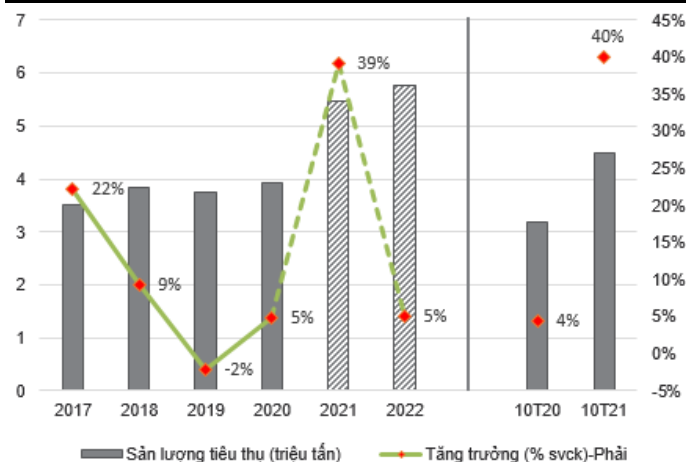
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng và sự nóng lên của thị trường bất động sản nhà ở sẽ giúp sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam tăng 10-15% svck vào năm 2022. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Việt Nam sẽ tăng nhẹ 5% svck vào năm 2022 từ mức cao là 39% svck trong năm nay, theo quan điểm của chúng tôi.

**Hình 244: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2022**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

**Hình 245: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ tôn mạ của Việt Nam sẽ chậm lại vào năm 2022**



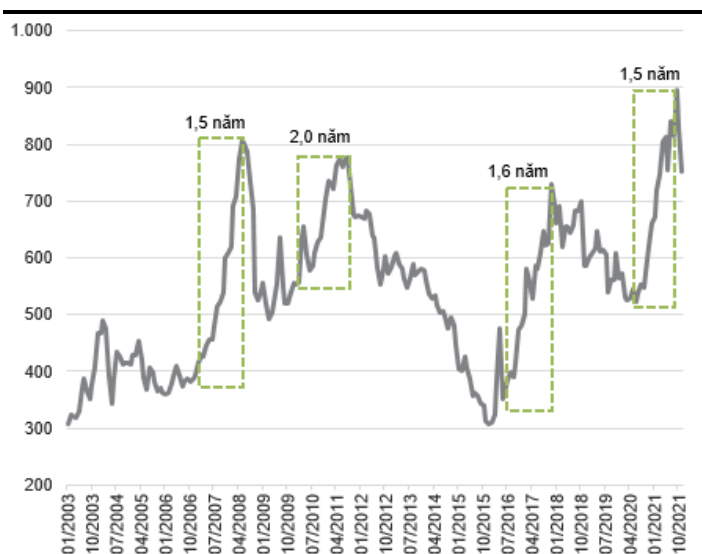
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Về giá thép, giá thép thanh và HRC của Trung Quốc gần đây đã giảm mạnh lần lượt 25% và 28% so với vùng đỉnh hồi tháng 5 năm nay do chính phủ Trung Quốc nỗ lực kiểm soát (1) giá thép trong nước bằng cách loại bỏ hoàn thuế xuất khẩu đối với các sản phẩm thép và (2) các vấn đề liên quan đến ngành bất động sản. Tại thị trường EU-Mỹ, giá HRC cũng giảm lần lượt 23,5%-7,0% xuống 1.116 USD/tấn-1.825 USD/tấn kể từ mức đỉnh vào cuối tháng 7/2021.

Trong giai đoạn 2005-19, giá thép thế giới đã trải qua ba chu kỳ tăng giá lớn. Với đặc thù của ngành thép là thường xuyên dư thừa công suất, việc tăng giá thép gần như ngay lập tức sẽ kích thích các nhà sản xuất tăng sản lượng, dẫn đến việc một chu kỳ tăng giá thường không kéo dài quá 2 năm. Trong chu kỳ tăng giá gần đây nhất, giá thép đã tăng trong khoảng 1,5 năm từ tháng 3/2020 đến tháng 9/2021. Theo báo cáo vào tháng 11/2021 của Fitch Solutions, tổ chức này dự báo giá thép toàn cầu sẽ giảm từ mức cao của hiện tại xuống mức trung bình 750 USD/tấn trong năm 2022 và 535 USD/tấn trong giai đoạn 2023-2025 do nhu cầu thép cho ngành xây dựng Trung Quốc được kỳ vọng sẽ suy yếu trong giai đoạn 2022-2025, thời điểm các dự án xây dựng hạ tầng giảm dần và rủi ro gia tăng trong ngành bất động sản của quốc gia này, điều này sẽ khiến giá thép trung bình toàn cầu giảm.

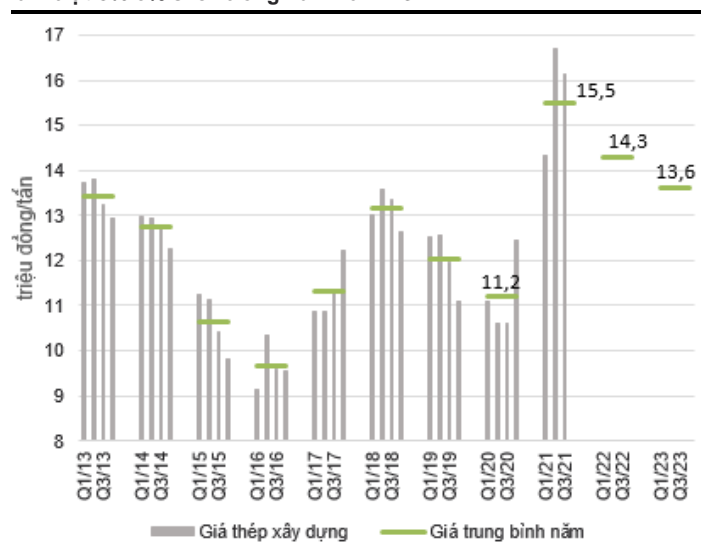
Theo diễn biến giá thép thế giới, chúng tôi dự báo giá thép xây dựng của Việt Nam sẽ đạt 15.500 đồng/kg vào năm 2021 (+38% svck), trước khi giảm xuống mức 14.300 đồng/kg-13.600 đồng/kg vào năm 2022-23, giảm lần lượt 8%-5% svck.

Hình 246: Giá thép thanh của Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

Hình 247: Chúng tôi dự phóng giá thép xây dựng của Việt Nam sẽ giảm lần lượt 8%-5% svck trong năm 2022-23

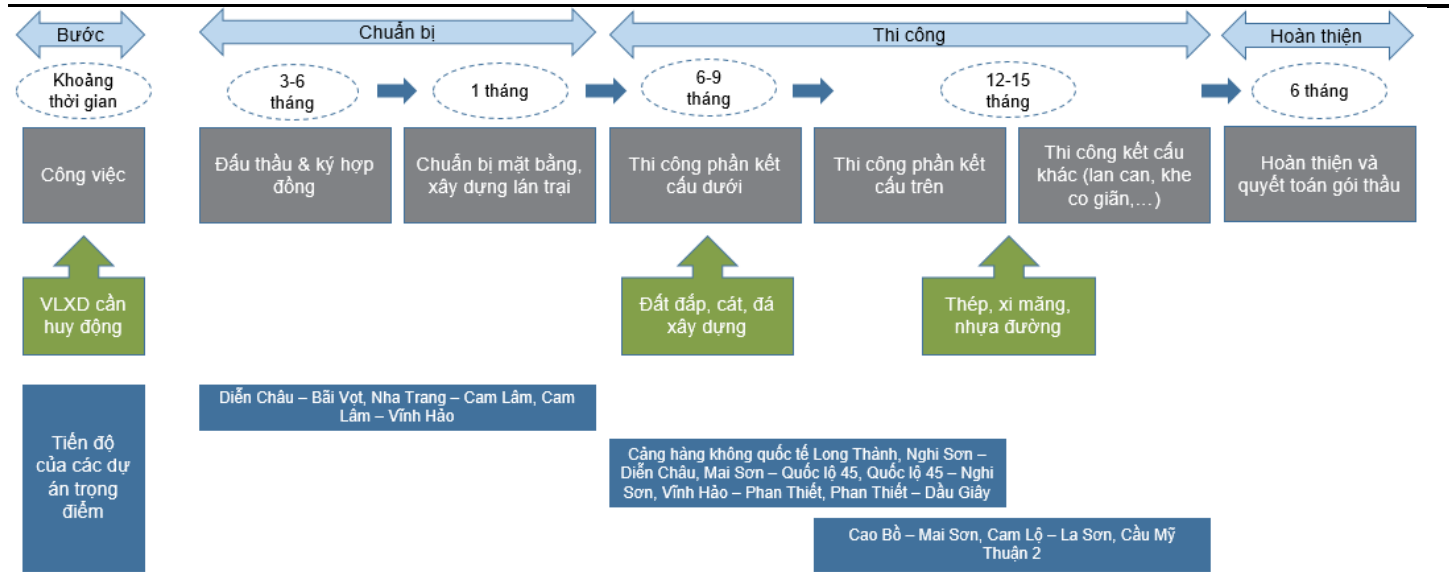


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA

### Đá xây dựng và Nhựa đường: Bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2022

Nhiều dự án lớn như 11 tiểu dự án đường cao tốc Bắc Nam, Cảng hàng không quốc tế Long Thành (LTIA), ... đã hoàn thành các bước chuẩn bị và đang triển khai xây dựng. Do đó, chúng tôi cho rằng giai đoạn 2022-23 là thời điểm ghi nhận lợi nhuận đối với các công ty sản xuất đá xây dựng và nhựa đường.

Hình 248: Tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Do chưa có số liệu thống kê về ngành nhựa đường Việt Nam, chúng tôi so sánh mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của ngành dựa trên Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex - CTCP (PLC, HNX), công ty đã duy trì khoảng 30% thị phần nhựa đường trong nước trong giai đoạn 2015-20, theo PLC.

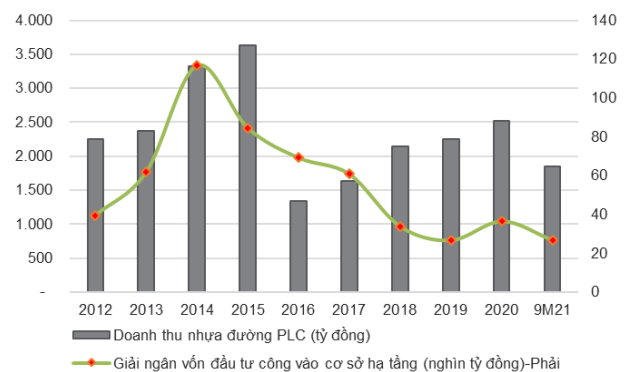
Doanh thu nhựa đường của PLC đã tăng vọt trong giai đoạn 2014-15, khi giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng giao thông tăng mạnh. Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng thấp trong năm 2016-19 được cho là do ngân sách chính phủ hạn chế và đầu tư tư nhân giảm nhiệt vào các dự án BOT, dẫn đến doanh thu nhựa đường của PLC giảm ~ 50% so với năm 2014-15.

Hình 249: Các nhà sản xuất nhựa đường chính ở Việt Nam

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 250: Doanh thu từ nhựa đường của PLC và giải ngân vốn đầu tư công vào hạ tầng giao thông



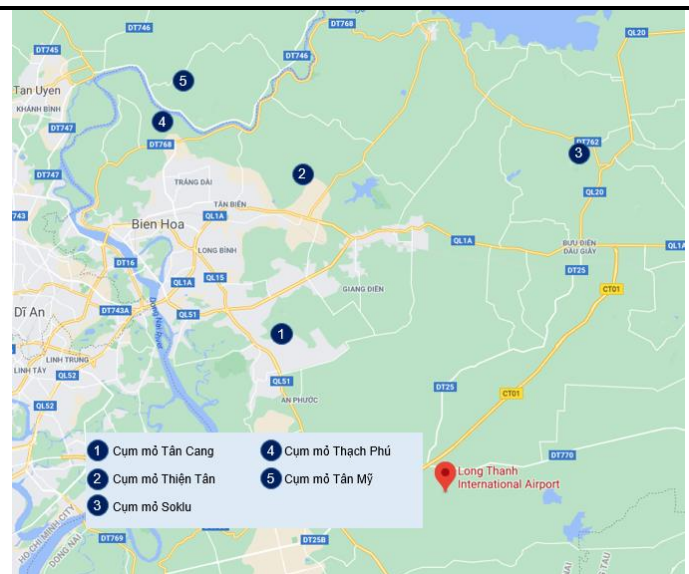
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Do việc rải nhựa đường thường diễn ra trong giai đoạn sau của các dự án xây dựng đường, nên chúng tôi kỳ vọng các công ty sản xuất nhựa đường sẽ được hưởng lợi nhiều hơn trong năm 2022-23. Chúng tôi tin rằng PLC có vị thế tốt để giành được các hợp đồng nhờ vào (1) hệ thống nhà kho lớn, phân bố rộng khắp và vị thế dẫn đầu thị trường, và (2) PLC có mối quan hệ lâu năm với các DNNN và thường xuyên hoàn thành tốt các hợp đồng.

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

Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp niêm yết sở hữu những mỏ đá nằm gần các dự án cao tốc sẽ được ưu tiên huy động nhờ sở hữu lợi thế và chất lượng sản phẩm. Chúng tôi ước tính các dự án hạ tầng lớn ở phía Nam (gồm cao tốc Mỹ Thuận-Cần Thơ, Phan Thiết-Dầu Giây và LTIA) sẽ cần từ 30-32 triệu m<sup>3</sup> đá xây dựng trong giai đoạn 2020-25, tương đương 150-160% công suất khai thác được cấp phép của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành.

Hình 251: Vị trí các mỏ đá xây dựng và LTIA



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 252: Các mỏ khai thác của các doanh nghiệp niêm yết

Công ty	Mỏ đá	Huyện	Tỉnh	Công suất cấp phép (m <sup>3</sup> /năm)	Năm hết hạn khai thác
KSB	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	08/2029
	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	01/2023
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	01/2035
	Gò Truong	Tĩnh Gia	Thanh Hóa	180.000	01/2045
	Bãi Giang	Nghi Lộc	Nghệ An	150.000	08/2043
C32	Tân Mỹ (*)	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.000.000	12/2025
	Thạch Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	09/2026
DHA	Tân Cảng 3	Biên Hòa	Đồng Nai	490.000	03/2037
	Núi Gió	Hớn Quản	Bình Phước	300.000	08/2038
NNC	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	01/2042
	Thạch Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	02/2023
VLB	Thiện Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	N/A
	Soklu 2	Thống Nhất	Đồng Nai	400.000	N/A
	Tân Cảng 2	Biên Hòa	Đồng Nai	1.500.000	N/A
DND	Tầng Cảng 5	Biên Hòa	Đồng Nai	1.000.000	01/2023
	Thiện Tân	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	354.000	01/2026

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi cho rằng các công ty niêm yết đang sở hữu những mỏ đá chất lượng cao với vị trí thuận lợi sẽ là nguồn cung chính cho LTIA, đặc biệt là cụm mỏ Tân Cảng và Thiện Tân (do KSB, DHA, VLB và DND sở hữu). Dự án trọng điểm này sẽ là động lực lớn thúc đẩy LN của các doanh nghiệp đá xây dựng trong năm 2022-23.

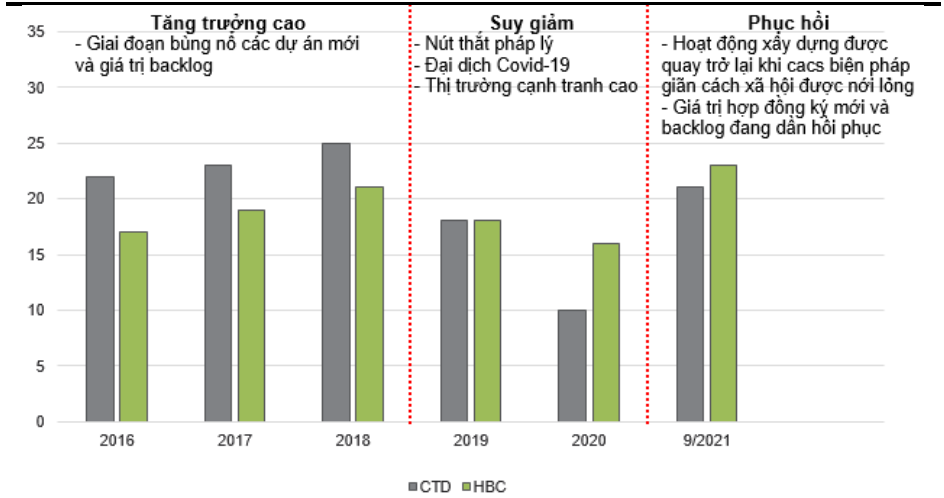
### Xây dựng dân dụng: hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở sẽ phục hồi từ 2022, dựa trên ba yếu tố: (1) nhu cầu BĐS năm sau sẽ được thúc đẩy bởi thị trường phục hồi trên diện rộng; (2) lãi suất vay mua nhà thấp hỗ trợ quyết định mua nhà; và (3) nguồn cung mới hồi phục ấn tượng nhờ nới lỏng pháp lý. Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM và Hà Nội được dự báo sẽ chạm đáy trong năm 2021 và phục hồi mạnh mẽ lần lượt 70%-40% svck trong năm 2022, theo quan điểm của chúng tôi. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022-23.

### Giá trị backlog lớn hiện tại sẽ đảm bảo tăng trưởng cho các công ty xây dựng dân dụng trong năm 2022

Giá trị backlog của các công ty xây dựng dân dụng dự kiến phục hồi từ mức thấp của năm 2020 và sẽ tăng mạnh vào năm 2022. Theo dữ liệu từ Công ty Xây dựng Coteccons (CTD VN, HOSE) và Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình (HBC VN, HOSE), giá trị các hợp đồng ký mới trong 9T21 đạt lần lượt 17,4 nghìn-14,0 nghìn tỷ đồng. Kết quả là giá trị backlog của CTD-HBC tính đến cuối Q3/21 là 21 nghìn-23 nghìn tỷ đồng, gấp 0,9x-1,3x lần doanh thu năm 2019 (thời điểm trước đại dịch Covid-19). Với việc các hoạt động xây dựng sẽ được đảm bảo không bị gián đoạn trong giai đoạn bình thường mới, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của các công ty xây dựng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2022 và trở lại mức trước đại dịch.

Hình 253: Giá trị backlog của CTD và HBC (nghìn tỷ đồng)

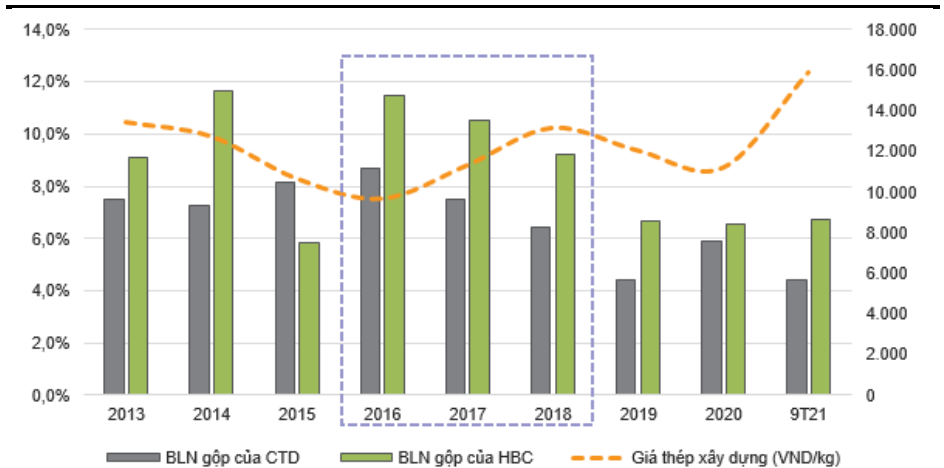


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Giá thép được kỳ vọng sẽ giảm từ Q2/22, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp của các công ty xây dựng

Theo ước tính của ngành, thép chiếm khoảng 12-15% tổng chi phí xây dựng, đồng nghĩa với việc giá thép có ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận (BLN) gộp của các công ty xây dựng. Trong giai đoạn 2016-18, trung bình giá bán thép xây dựng tăng từ 9.700 đồng/kg lên 13.100 đồng/kg, khiến BLN gộp của CTD-HBC giảm lần lượt 2,3 điểm %-2,2 điểm % bất chấp trong thời điểm đó - ngành xây dựng đang trong chu kỳ tăng trưởng. Với kỳ vọng ngành xây dựng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022-23, chúng tôi cho rằng BLN gộp của các công ty trong ngành có thể sẽ được cải thiện khoảng 0,5 điểm %-1,0 điểm % svck nhờ giá thép thấp hơn.

Hình 254: Tương quan giữa giá thép xây dựng và BLN gộp của các công ty xây dựng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VSA, Báo cáo công ty

### Lựa chọn cổ phiếu: HPG và FCN

#### CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG, Khả quan, Giá mục tiêu: 68.500 đồng/cp)

KLHDQ 2 (tổng công suất 5,6 triệu tấn) sẽ được khởi công từ đầu năm tới với thời gian xây dựng 36 tháng. HPG kỳ vọng sẽ nâng công suất sản xuất thép thô lên 14,6 triệu tấn/năm từ năm 2024, tăng 66% so với hiện nay. Chúng tôi dự phóng HPG sẽ đạt mức tăng trưởng kép doanh thu và LN ròng lần lượt 12%/9% trong giai đoạn 2022-25 nhờ nhu cầu xây dựng mạnh mẽ. Trong trung hạn, chúng tôi nhận thấy các động lực tăng giá bao gồm (1) đóng góp tốt hơn của

mở rộng sản xuất mới, (2) KQKD tốt hơn của các mảng kinh doanh mới (sản xuất container và điện máy gia dụng) và (3) kế hoạch mua cổ phiếu quỹ.

### CTCP FECON (FCN, Trung lập, Giá mục tiêu: 18.400 đồng/cp)

FCN là một trong số ít các nhà thầu trong nước sở hữu kỹ thuật chuyên sâu trong lĩnh vực xây dựng nền móng & công nghiệp nặng và đang định hướng để trở thành tổng thầu. Chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng của FCN sẽ hồi phục vào năm 2022-23 nhờ dòng vốn đầu tư công và FDI mạnh mẽ. Các dự án nhà máy điện và phát triển cơ sở hạ tầng đang chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục dự án xây dựng của FCN. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng CAGR 25,8% so với năm 2021-23, nhờ vào các đơn hàng hiện tại, đảm bảo 80% dự báo của chúng tôi.

#### Rủi ro:

- Đại dịch kéo dài có thể hạn chế các hoạt động xây dựng;
- Ngành Vật liệu xây dựng: (1) Chính phủ sử dụng các biện pháp thuế xuất-nhập khẩu để hạ nhiệt giá vật liệu xây dựng trong nước; và (2) giá nguyên liệu đầu vào cao hơn kỳ vọng khiến BLN gộp của ngành giảm;
- Ngành Xây dựng: (1) chính sách giá điện mới bất lợi hơn cho các nhà đầu tư & xây dựng điện gió; và (2) giải ngân vốn đầu tư công vào các dự án hạ tầng giao thông chậm hơn so với dự kiến.

Hình 255: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Ck	Giá Vốn hóa		P/E (x)		EPS 3 năm tăng trưởng kép (%)	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		VND triệu USD		2021	2022		2021	2022	2021	2022	2021	2022
<b>Thép</b>												
CTCP Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	49.050	9.652,7	6,4	6,5	17,8	2,3	1,7	5,5	5,6	43,1	30,3
CTCP Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	39.750	863,0	6,0	6,5	204,1	1,4	1,2	4,5	5,0	25,8	19,2
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	43.400	417,0	4,3	6,8	144,1	1,7	1,4	3,9	5,5	53,5	23,8
<i>Trung bình</i>			3.644,3	5,6	6,6	122,0	1,8	1,4	4,6	5,4	40,8	24,4
<b>Đá xây dựng</b>												
CTCP Khoáng sản và XD Bình Dương	KSB VN	40.400	130,3	na	na	6,4	na	na	na	na	na	na
CTCP Đá Núi Nhỏ	NNC VN	27.800	26,8	na	na	(16,2)	na	na	na	na	na	na
CTCP Hóa An	DHA VN	54.300	35,2	na	na	21,1	na	na	na	na	na	na
<i>Trung bình</i>			64,1	na	na	3,7	na	na	na	na	na	na
<b>Nhựa đường</b>												
TCT Hóa dầu Petrolimex - CTCP	PLC VN	42.600	151,4	14,9	12,1	(5,0)	2,6	2,4	8,2	7,0	17,9	20,4
<b>Xây dựng hạ tầng</b>												
TCTCP Xuất nhập khẩu và XD Việt Nam	VCG VN	46.600	899,3	na	na	42,9	na	na	na	na	na	na
CTCP Đạt Phương	DPG VN	89.000	246,7	na	na	10,0	na	na	na	na	na	na
CTCP ĐT Hạ tầng Giao thông Đèo Cả	HHV VN	23.500	276,5	na	na	91,8	na	na	na	na	na	na
CTCP Tập đoàn CIENCO4	C4G VN	21.000	103,8	na	na	(20,4)	na	na	na	na	na	na
CTCP FECON	FCN VN	18.600	102,7	15,6	12,1	1,2	1,0	0,9	9,2	8,5	6,8	7,8
CTCP Xây lắp Điện I	PC1 VN	36.550	378,2	14,7	16,6	31,1	1,5	1,5	11,1	9,0	14,0	10,2
<i>Trung bình</i>			334,5	15,1	14,3	26,1	1,3	1,2	10,1	8,7	10,4	9,0
<b>Xây dựng dân dụng</b>												
CTCP Xây dựng Coteccons	CTD VN	74.000	240,5	37,9	18,4	(38,3)	0,7	0,7	na	15,0	1,8	3,7
CTCP Tập đoàn Xây dựng Hòa Bình	HBC VN	25.150	268,2	na	na	(58,6)	na	na	na	na	na	na
<i>Trung bình</i>			254,4	37,9	18,4	(48,5)	0,7	0,7	na	15,0	1,8	3,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG, DỮ LIỆU từ ngày 26 tháng 11 năm 2021

Chuyên viên phân tích:

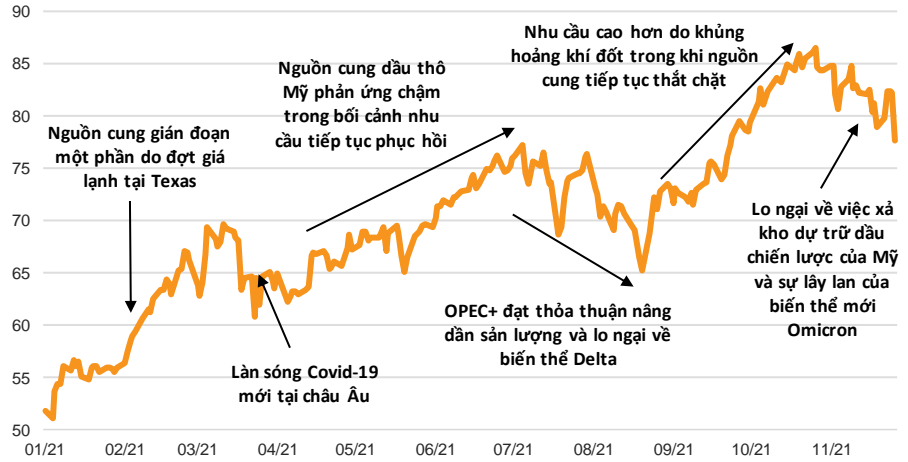
Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

**ĐẦU KHÍ: KHI GIÓ ĐÔNG TỚI**

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent đạt mức trung bình 75 USD/thùng trong năm 2022

Hình 256: Diễn biến giá dầu Brent trong 2021 (tính đến ngày 26/11)



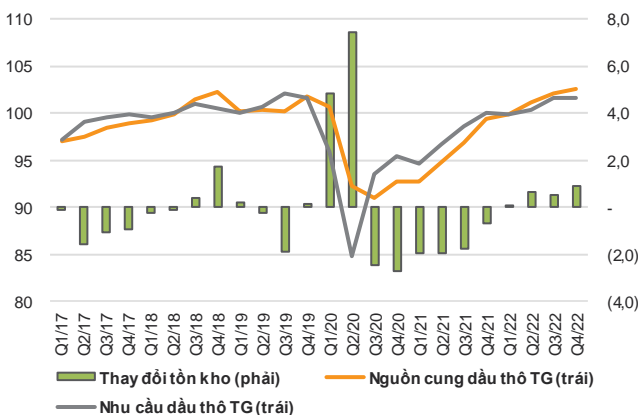
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giá dầu Brent đạt đỉnh 86 USD/thùng trong tháng 10 – mức cao nhất kể từ tháng 10/2018, dự kiến đạt mức trung bình cả năm 2021 là 71,5 USD/thùng (+60% svck). Sự phục hồi giá ấn tượng đến từ sự phục hồi nhu cầu dầu thô thế giới sau đại dịch cùng với cuộc khủng hoảng khí tự nhiên trong bối cảnh nguồn cung phản ứng chậm.

**Trong khi nhu cầu thế giới đang trên đà phục hồi...**

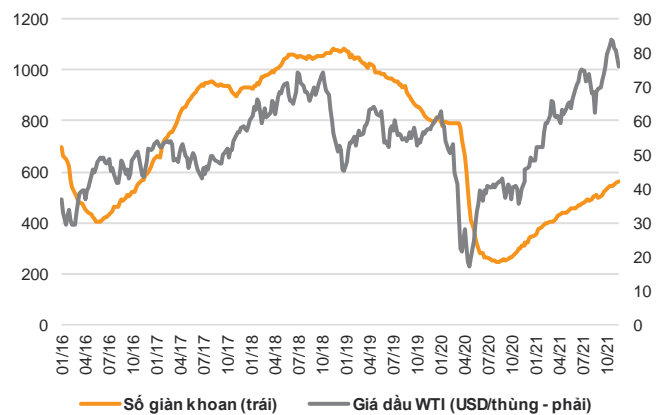
Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu dầu thô thế giới sẽ tiếp tục phục hồi sau đại dịch trong năm 2022. Nhu cầu dầu thô thế giới sẽ được thúc đẩy bởi mức tiêu thụ xăng dầu tăng mạnh và hoạt động du lịch quốc tế sôi động trở lại khi nhiều quốc gia mở lại biên giới bên cạnh đồng lực ngắn hạn đến từ việc chuyển đổi từ khí sang dầu trong ngành điện ở khu vực châu Á và châu Âu. Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) dự báo nhu cầu toàn cầu sẽ tăng 3,3 triệu thùng/ngày lên mức trung bình 100,9 triệu thùng/ngày cho cả năm 2022, tương đương nhu cầu dầu thô trước đại dịch.

Hình 257: Cán cân cung - cầu dầu thô toàn cầu (triệu thùng/ngày)



Nguồn: EIA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 258: Sự gia tăng số lượng giàn khoan của Mỹ đang lệch nhịp so với đà tăng mạnh mẽ của giá dầu trong năm 2021



Nguồn: BAKER HUGHES, BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### ... Nguồn cung dường như vẫn bị thắt chặt do OPEC+ thận trọng trong việc tăng sản lượng và sự phục hồi chậm của ngành dầu mỏ Mỹ

Về phía nguồn cung, giá được hỗ trợ bởi OPEC+ vẫn thận trọng trong việc tăng sản lượng cùng với sự phục hồi chậm của ngành công nghiệp dầu mỏ Mỹ. Một trong những nguyên nhân chính đến từ việc thiếu hụt các khoản đầu tư mới trong nhiều năm khiến việc tăng sản lượng khai thác dầu gặp nhiều khó khăn. Trong thực tế, mức độ tuân thủ cam kết sản lượng của OPEC+ đã tăng lên 116% trong tháng 11, từ mức 113% vào một tháng trước đó, cho thấy tổ chức này đã không thể cung cấp đủ dầu ra thị trường theo thoả thuận. Trong tháng 11, các nước tiêu thụ dầu lớn do Mỹ dẫn đầu đã tuyên bố giải phóng lượng dầu dự trữ chiến lược nhằm hạn chế đà tăng của giá dầu, nhưng chúng tôi cho rằng đây chỉ là yếu tố ngắn hạn và có tác động hạn chế đến cán cân toàn cầu. Mặc dù sự phục hồi nguồn cung theo sau đà tăng giá dầu có thể đang diễn ra, chúng tôi nhận thấy nguồn cung sẽ không tăng đủ nhanh để bắt kịp với sự phục hồi nhu cầu dầu thô toàn cầu, và điều này sẽ hỗ trợ cho giá dầu tiếp tục duy trì ở mức cao trong vài quý tới.

### Biến thể Omicron hiện đang đặt ra những bất ổn cho thị trường dầu thô

Hiện nay, sự xuất hiện của biến thể mới Omicron đã phủ bóng lên thị trường dầu thô toàn cầu vì nó có thể hạn chế các hoạt động đi lại và gây cản trở nhu cầu tiêu thụ dầu. Do đó, do tác động chưa rõ ràng của Omicron, chúng tôi đưa ra ba kịch bản giả định cho giá dầu Brent như sau:

**Hình 259: Kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 2022**

Kịch bản	Giả định	Giá dầu Brent trung bình
Kịch bản tích cực	Biến thể Omicron không nguy hiểm như những lo ngại. Do đó, các loại vắc xin hiện tại vẫn sẽ có hiệu quả với biến thể Omicron và giá dầu có thể nhanh chóng phục hồi	Giá dầu Brent tiếp tục duy trì ở mức cao trên 80 USD/thùng trong năm 2022
Kịch bản cơ sở	Nhờ khả năng sản xuất vắc xin và năng lực tiêm chủng cao, chúng tôi tin rằng chỉ mất một vài tháng để khống chế biến thể Omicron. Nhu cầu dầu toàn cầu có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn, trước khi tiếp tục phục hồi nhờ các hoạt động du lịch quốc tế ngày càng tăng	Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ đạt mức trung bình 75 USD/thùng trong năm 2022
Kịch bản tiêu cực	Sự phức tạp hơn dự kiến của biến thể Omicron dẫn đến các biện pháp hạn chế đi lại chặt chẽ hơn trên toàn thế giới, gây áp lực giảm giá dầu khi nhu cầu dầu toàn cầu sụt giảm	Giá dầu Brent trung bình năm 2022 kỳ vọng sẽ nằm trong khoảng 60-65 USD/thùng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng biến thể Omicron sẽ được giải quyết trong vài tháng tới (kịch bản cơ sở) và giá dầu sẽ chỉ bị ảnh hưởng trong ngắn hạn trước khi quay trở lại quỹ đạo tăng giá. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ đạt mức trung bình là 75 USD/thùng trong năm 2022.

Rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi đến từ các cuộc đàm phán hạt nhân Mỹ - Iran vì điều này có thể dẫn đến sự quay lại của Iran với vai trò là nhà cung cấp thêm khoảng 2,1 triệu thùng/ngày.

**Hình 260: Dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2022 của một số tổ chức lớn (USD/thùng)**

STT	Tổ chức	2022	Thời gian báo cáo
1	EIA	72,0	T11/2021
2	IEA	79,4	T11/2021
3	Barclays	80,0	T11/2021
4	Goldman Sachs	81,3	T10/2021
5	Bloomberg consensus	72,3	T11/2021

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

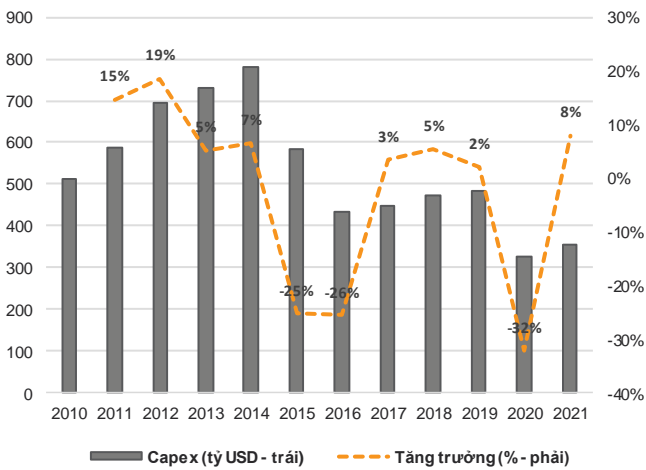


**Thượng nguồn: Giá dầu tăng mạnh sẽ tác động tích cực đến nền tảng cơ bản của các công ty thượng nguồn trong thời gian tới**

**Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động E&P toàn cầu sẽ khởi sắc vào năm 2022 do giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao**

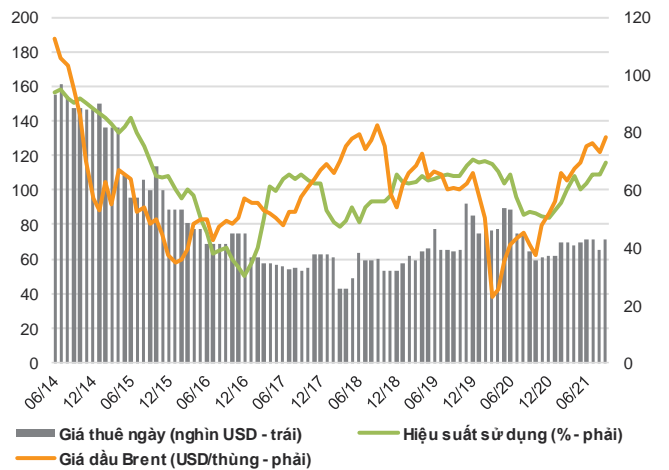
Sau khi giảm mạnh vào năm 2020, Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) ước tính tổng vốn đầu tư vào các hoạt động thượng nguồn trên toàn cầu sẽ tăng 8% trong năm 2021, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn đầu tư toàn cầu sẽ tiếp tục phục hồi trong hai năm tới do tình trạng thiếu hụt nguồn cung hiện tại và môi trường giá dầu cao. Theo đó, chúng tôi tin rằng hoạt động Thăm dò & Khai thác (E&P) tại Đông Nam Á cũng sẽ được thúc đẩy nhờ giá dầu tăng mạnh, giúp cho thị trường khoan trong khu vực sôi động trở lại trong trung hạn và mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khoan như PVD.

**Hình 261: Tổng vốn đầu tư vào các hoạt động thượng nguồn trên toàn cầu**



Nguồn: IEA

**Hình 262: Giá thuê ngày và hiệu suất sử dụng trung bình giàn tự nâng tại ĐNÁ**



Nguồn: IHS MARKIT, BLOOMBERG

**Khai thác khí tự nhiên sẽ là điểm sáng tại Việt Nam nhờ các dự án khổng lồ trong một vài năm tới**

Đối với năm 2022, nhà đầu tư nên để mắt đến dự án khai thác khí trọng điểm Lô B – Ô Môn. Có nhiều tín hiệu cho thấy Chính phủ vẫn sẽ ưu tiên triển khai dự án nhà máy điện Ô Môn III bằng nguồn vốn ODA. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ phê duyệt dự án Ô Môn III trong Q2/22 sau khi ban hành Nghị định mới liên quan đến vốn vay ODA, điều này đồng nghĩa với việc các dự án thượng nguồn và trung nguồn liên quan cũng có thể có quyết định đầu tư cuối cùng (FID), tạo tiền đề cho dự án Lô B – Ô Môn khởi công trong nửa cuối năm 2022. Với tổng vốn đầu tư cho dự án phát triển mỏ và dự án đường ống dẫn khí lần lượt là 6,7 tỷ USD và 1,3 tỷ USD, chúng tôi tin rằng đây sẽ là động lực tăng trưởng lớn cho các công ty trong chuỗi giá trị dầu khí tại Việt Nam trong dài hạn, củng cố nền tảng cơ bản của ngành và trước hết là cung cấp cơ hội việc làm cho các nhà thầu và nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn nội địa như PVS và PVD.

Đáng chú ý, trong trường hợp các dự án tiếp tục chậm tiến độ, Việt Nam sẽ chỉ sản xuất được 7 tỷ m<sup>3</sup> khí vào năm 2025 thay vì dự kiến sản xuất 11,1 tỷ m<sup>3</sup>, tạo ra khoảng chênh lệch thiếu hụt giữa nguồn cung trong nước và nhu cầu tiêu thụ dự kiến là 15,6 tỷ m<sup>3</sup>.

**Hình 263: Các dự án khai thác khí tiềm năng đang trong quá trình triển khai**

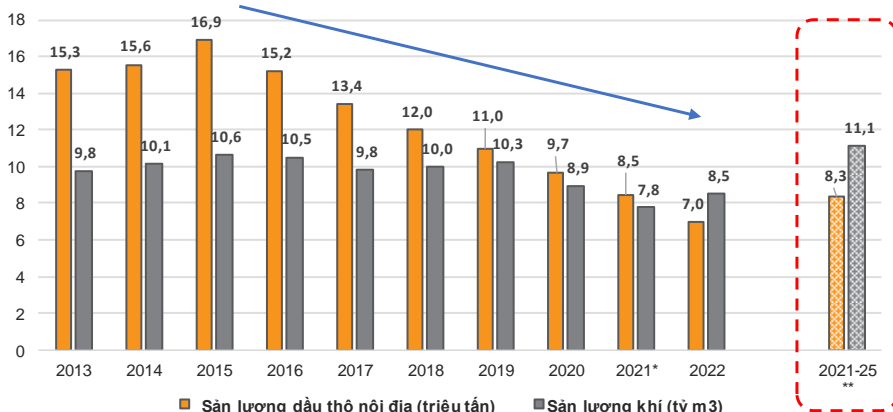
Dự án	Dự kiến triển khai	Chủ sở hữu	Vốn đầu tư ước tính (tr USD)	Trữ lượng ước tính	Tình trạng
Sư Tử Trắng giai đoạn 2A/2B	2021-2023	PVEP (50%), Perenco Cửu Long (23,25%), KNOC (14,25%), SK (9%), Geopetrol VN (3,5%)	2.000	Trữ lượng 2P: 317 tỷ bộ khối (bcf) khí và 435 triệu thùng condensate	Dòng khí đầu tiên giai đoạn 2A là vào tháng 6/2021. Giai đoạn 2B liên quan đến việc xây dựng cơ sở khí trung tâm (CGF) với 16 giếng, kết nối với giàn ST-PIP, với công suất dự kiến 52 bcf/năm. Vào ngày 20/8, hợp đồng mua bán khí cho giai đoạn 2A đã được ký kết giữa các đối tác. Dòng khí đầu tiên giai đoạn 2B dự kiến từ năm 2024
Nam Du - U Minh	2022-2023	Jadestone (100%)	NA	Trữ lượng 2C: 171 bcf khí (+31 bcf khí)	Vào đầu năm 2021, Jadestone tiết lộ rằng đã đạt được sự phê duyệt của chính phủ đối với kế hoạch phát triển mỏ. Đồng thời, Jadestone đang chuẩn bị phát hành lại gói thầu hợp đồng FPSO. Dòng khí đầu tiên dự kiến sẽ không sớm hơn năm 2023
Lạc Đà Vàng	2023	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SK Innovation (25%)	NA	Trữ lượng thu hồi được: 100tr thùng	Kế hoạch phát triển đại cường (ODP) được chấp thuận trong tháng 09/2019. Nhà điều hành Murphy cũng đang triển khai việc thăm dò tại các mỏ kế cận (Lạc Đà Trắng, Lạc Đà Nâu, v.v.) và Lô 15- 2/17
Lô B - Ô Môn	2024-2025	PVN (42,38%), MOECO (25,62%), PVEP (23,5%), PTTEP (8,5%)	6.700	2,7 nghìn tỷ bộ khối (tcf) khí	Hợp đồng FEED đã hoàn thành. Các gói thầu sẽ được mở cùng với tiến độ của các dự án nhà máy điện khí ở hạ nguồn. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ giải quyết được nút thắt tại dự án Ô Môn 3 trong 6 tháng đầu năm 2022, tạo tiền đề cho chuỗi dự án Lô B khởi công trong nửa cuối năm 2022. Dòng khí đầu tiên dự kiến vào cuối năm 2025
Cá Voi Xanh	2024-2025	Exxonmobil (64%)	10.000	5,3 tcf khí	Hợp đồng FEED được hoàn thành vào tháng 4/2020. Vào tháng 7/2020, PVN và EVN cho biết họ đang làm việc với ExxonMobil để hoàn tất các thỏa thuận bán khí và sản xuất điện. Dòng khí đầu tiên dự kiến vào năm 2025. Tuy nhiên, hiện có thông tin cho rằng Exxon đang muốn thoái 64% cổ phần tại mỏ Cá Voi Xanh sau khi không đạt được các điều khoản thương mại với Chính phủ Việt Nam sau nhiều năm đàm phán. Điều này có thể dẫn đến sự chậm trễ hơn nữa trong dự án khổng lồ này
Kèn Bàu	2027-2028	ENI (50%), ESSAR (50%)	NA	7-9 tcf of khí thô và 400-500 triệu thùng condensate	Mỏ này đang trong quá trình thăm dò. Hai giếng thăm dò đầu tiên được khoan vào tháng 7/2019 và tháng 7/2020 đã xác nhận lượng tích tụ hydrocacbon đáng kể, ước tính từ 7-9 tcf khí và 400-500 triệu thùng condensate

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Năm 2021, tổng sản lượng khai thác dầu khí trong nước ước tính giảm 12,7% svck xuống 18,4 triệu tấn quy dầu. Nhìn xa hơn, sản lượng khai thác dầu trong nước liên tục sụt giảm với tốc độ kép là 10,8% kể từ năm 2015. Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính là do không có dự án khai thác dầu khí lớn nào trong những năm gần đây. Trong khi đó, hầu hết các mỏ hiện hữu tại Việt Nam đã ở giai đoạn khai thác cuối đời mỏ, với sản lượng suy giảm tự nhiên 15-25% mỗi năm.

Hiện tại, Việt Nam còn khoảng 50% trữ lượng dầu khí chưa được khai thác, trong đó trữ lượng khí chiếm khoảng 60-70%. Theo Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng Lượng Quốc gia giai đoạn 2021-2030, sản lượng khai thác khí dự kiến sẽ vượt sản lượng dầu thô trong giai đoạn 2021-25 với mức sản lượng trung bình là 11,1 tỷ m3/năm. Do đó, chúng tôi tin rằng các dự án phát triển mỏ khí sẽ là điểm nhấn trong giai đoạn tới. Ngoài ra, do nhu cầu tiêu thụ điện ở Việt Nam được dự báo sẽ đạt tốc độ tăng trưởng hằng năm kép là 8,1% trong giai đoạn 2021-2030, chúng tôi cũng nhấn mạnh sự cấp thiết trong việc triển khai các dự án mỏ khí lớn như Lô B – Ô Môn, Nam Du – U Minh trong năm 2022, đặc biệt khi quyền tự chủ nguồn cung khí là vô cùng quan trọng sau cuộc khủng hoảng khí tự nhiên gần đây trên phạm vi toàn cầu.

Hình 264: Sản lượng khai thác dầu khí nội địa



(\*) ước tính

(\*\*) theo Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng Lượng Quốc gia giai đoạn 2021-2030

Nguồn: PVN, BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

### Trung nguồn: Chuyển đổi dần sang cung cấp LNG từ năm 2022

Cùng với kỳ vọng vào sự phát triển các mỏ khí lớn, chúng tôi nhận thấy nhập khẩu LNG là biện pháp khả thi để bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng nhanh chóng tại các mỏ khí hiện hữu trong bối cảnh nhu cầu điện ngày càng tăng ở Việt Nam. Sản xuất điện hiện đang tiêu thụ ~80% tổng sản lượng khí tại Việt Nam. Theo Chiến lược Phát triển Năng lượng Quốc gia, Chính phủ nhấn mạnh ưu tiên phát triển cơ sở hạ tầng LNG cho cả nhập khẩu và tiêu thụ, biến các nhà máy điện khí thành nguồn cung cấp điện quan trọng cho đến năm 2030 (chiếm 23% tổng công suất hệ thống năm 2030 từ mức 12% hiện tại). Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy tiềm năng lớn của lĩnh vực LNG nhờ sự ổn định trong quy trình sản xuất điện và khả năng gia tăng công suất thông qua nhập khẩu.

Hình 265: Các dự án kho cảng LNG đang trong quá trình triển khai

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

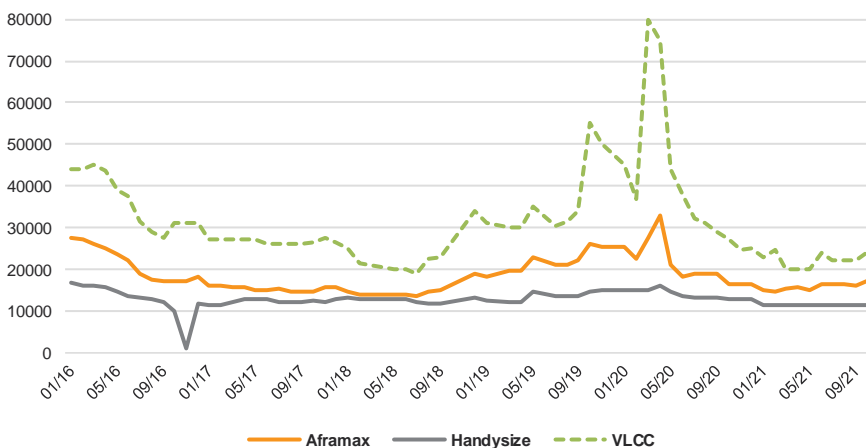
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong số các dự án đã đề cập ở trên, kho cảng LNG Thị Vải sẽ được hoàn thành trong nửa cuối năm 2022, đánh dấu một trong những dự án liên quan đến LNG đầu tiên được đưa vào hoạt động tại Việt Nam. LNG Thị Vải sẽ bổ sung nguồn cung khí cho các khách hàng tại khu vực Đông Nam Bộ, trước khi cung cấp cho hai nhà máy điện khí mới tại Nhơn Trạch vào cuối năm 2023. Dựa theo câu chuyện phát triển LNG, chúng tôi tin rằng GAS sẽ là người hưởng lợi lớn nhất với tư cách là nhà phát triển cơ sở hạ tầng cũng như nhà cung cấp LNG.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy một số trở ngại chính liên quan đến việc phát triển các dự án LNG tại Việt Nam như sau:

- Rủi ro phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu cũng như sự thiếu ổn định của giá LNG. Các sự kiện toàn cầu như cuộc khủng hoảng khí đốt gần đây có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh tế của các dự án liên quan đến LNG ở Việt Nam.
- Các quy định chưa rõ ràng về việc quyết toán của các dự án LNG tích hợp liên quan đến giá bán khí và giá bán điện có thể dẫn đến việc các dự án tiếp tục bị chậm tiến độ.

**Hình 266: Giá cước thuê định hạn 1 số loại tàu chở dầu - Giá thuê tàu vẫn ở mức thấp mặc dù giá dầu tăng mạnh trong năm 2021 (USD/ngày)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Đối với lĩnh vực vận tải dầu khí, chúng tôi cho rằng nhu cầu vận chuyển dầu thô có khả năng tăng nhờ được bảo đảm bởi sự gia tăng nhu cầu dầu thô, mà theo EIA dự báo sẽ vượt qua mức trước Covid-19 vào Q3/22. Chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất dầu thế giới sẽ nâng sản lượng khai thác dầu thô và từ đó tác động đến thị trường vận tải dầu khí trong năm 2022, có khả năng giúp thúc đẩy giá cước vận tải cao hơn. Theo dự báo của Clarksons, cán cân cung – cầu trên thị trường tàu chở dầu thô có thể tích cực hơn trong năm 2022 so với sự ảm đạm trong năm 2021. Ngoài ra, đối với các doanh nghiệp vận tải biển trong nước, chúng tôi cho rằng xu hướng đầu tư LNG có khả năng mở ra một hướng kinh doanh mới trong dài hạn và PVT có thể chiếm lĩnh thị trường nếu tham gia vào phân khúc này nhờ vị thế dẫn đầu doanh nghiệp.

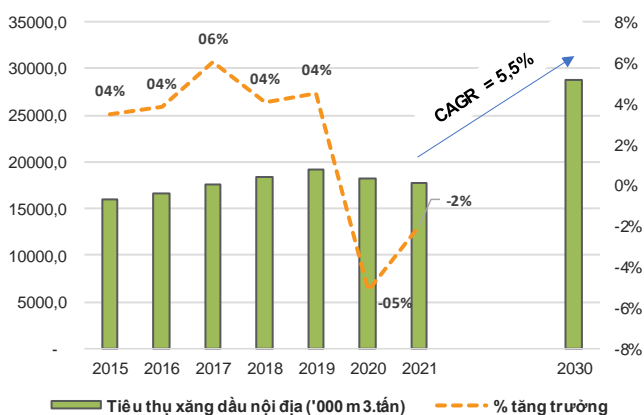
### Hạ nguồn: Hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi sau đại dịch

**Phân phối xăng dầu: Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước phục hồi trở lại trong trạng thái “bình thường mới”**

Năm 2021, tốc độ phục hồi của các công ty kinh doanh xăng dầu đã bị chậm lại trong nửa cuối năm do sự bùng phát của biến thể Delta. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường kinh doanh xăng dầu Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong năm 2022, được hỗ trợ bởi: (1) nhu cầu đi lại của người dân và

hoạt động sản xuất của Việt Nam phục hồi từ Q4/21 trở đi khi Chính phủ nói lỏng giãn cách xã hội, và (2) mức tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu tính theo đầu người ở mức thấp so với các nước trong khu vực. Bên cạnh đó, là một quốc gia đang phát triển với tốc độ tăng trưởng GDP cao khoảng 7%/năm và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng, chúng tôi cho rằng nhu cầu ô tô sẽ nhanh chóng phục hồi khi đại dịch được kiểm soát từ Q4/21, mang lại lợi ích cho các nhà phân phối xăng dầu lớn như PLX và PV Oil (OIL). Theo Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia giai đoạn 2021-2030, Chính phủ dự kiến nhu cầu xăng dầu của Việt Nam sẽ tăng trưởng 5,5%/năm trong cùng thời kỳ, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng toàn cầu là 1,3%/năm. Đáng chú ý, do tổng lượng xăng dầu tồn kho tăng mạnh do tiêu thụ nội địa sụt giảm trong Q3/21, chúng tôi cho rằng điều này có thể giúp các đơn vị phân phối xăng dầu cải thiện tỷ suất LNG trong quý sắp tới trong bối cảnh giá bán lẻ xăng dầu đang có xu hướng tăng.

Hình 267: Tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng 5,5% mỗi năm trong giai đoạn 2021-2030



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 268: Nghị định số 95/2021/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều kiện kinh doanh xăng dầu chính thức có hiệu lực từ ngày 02/01/2022

	NĐ 83	NĐ 95	Nhận định
Giá cơ sở	Dựa trên nguồn nhập khẩu	Dựa trên cả nguồn nhập khẩu và nguồn nội địa (theo quý)	Phù hợp với thực tế do nguồn cung nội địa hiện đã chiếm 70-75% tổng tiêu thụ nội địa (sv. dưới 30% trước 2017)
Số ngày tồn kho yêu cầu (ngày)	30	20	Giảm áp lực tồn kho, cải thiện dòng tiền của các DN phân phối
Thời gian điều chỉnh giá bán lẻ (ngày)	15	10	Giá bán lẻ trong nước diễn biến sát hơn với biến động giá dầu thế giới

Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

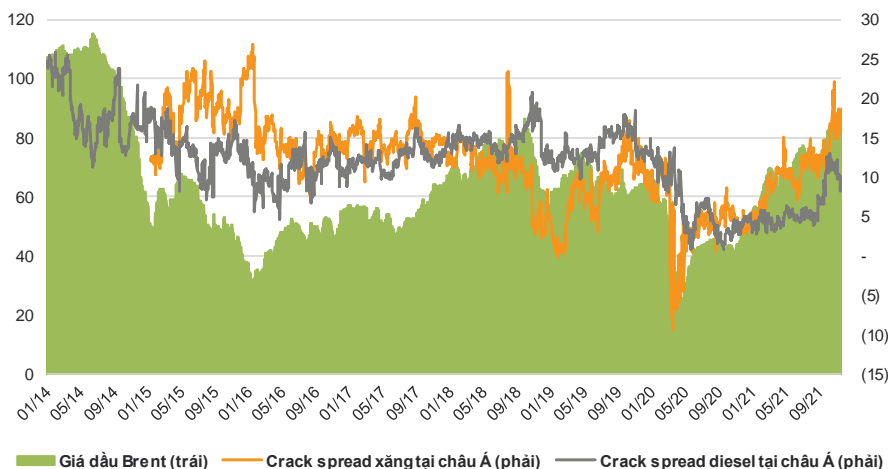
Ngoài ra, Chính phủ vừa ban hành Nghị định số 95/2021/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều kiện kinh doanh xăng dầu thay thế cho Nghị định 83. Hình 268 cho thấy một số thay đổi quan trọng của Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu. Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi này có thể sẽ giúp các nhà phân phối xăng dầu như PLX, OIL giảm bớt tác động tiêu cực của việc giảm giá hàng tồn kho trong trường hợp giá dầu thế giới sụt giảm mạnh như 6T20.

### Lọc dầu: Kỳ vọng vào sự cải thiện của crack spread xăng dầu

Chúng tôi cũng cho rằng các nhà máy lọc dầu, bao gồm nhà máy lọc dầu Dung Quất (BSR; công suất 6,5 triệu tấn) và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (công suất 10 triệu tấn), sẽ được hưởng lợi trong năm 2022 nhờ việc crack spread tiếp tục được cải thiện theo sau kỳ vọng giá dầu duy trì ở mức cao và sự phục hồi của các hoạt động vận tải sau đại dịch. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng BSR sẽ quay trở lại hoạt động hết công suất trong khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn có thể cải thiện hiệu suất sử dụng lên mức cao hơn (~90%) trong năm 2022.

Tương tự như các nhà phân phối xăng dầu, hàng tồn kho của BSR đã tăng 56% so với quý trước và tăng 108% so với đầu năm vào cuối Q3/21. Theo quan điểm của chúng tôi, nguồn nguyên liệu giá rẻ này có thể mang lại khoản LN tiềm năng cho BSR trong ngắn hạn do giá dầu dự kiến vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao.

Hình 269: Crack spread xăng dầu biến động theo giá dầu Brent (USD/thùng)

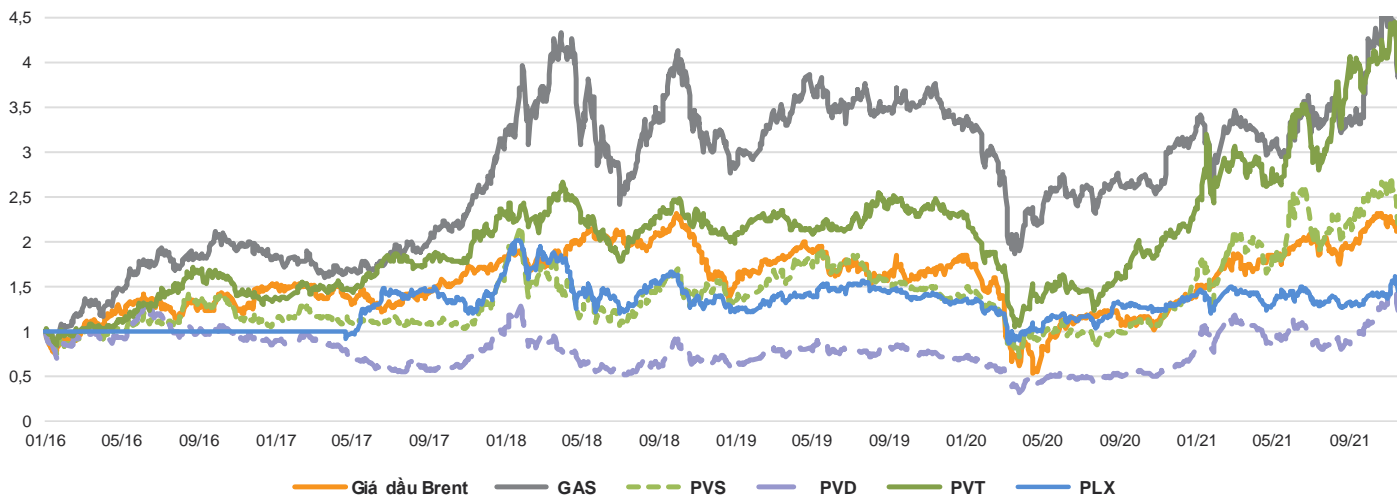


Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Chúng tôi ưa thích những DN có thể hưởng lợi từ cả câu chuyện đầu tư cơ sở hạ tầng năng lượng tại Việt Nam và đà tăng của giá dầu**

Do có mối tương quan cao với giá dầu Brent, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ vẫn là một trong những động lực chính đối với các cổ phiếu dầu khí trong năm tới. Giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao sẽ không chỉ thúc đẩy tâm lý giá cổ phiếu trong ngắn hạn mà còn cải thiện nền tảng cơ bản của ngành trong những năm tới. Điều này là do giá dầu tăng có thể mang lại nhiều động lực hơn cho các đơn vị liên quan để tái khởi động những dự án lớn tại Việt Nam, trước tiên là sẽ mang lại cơ hội lớn cho các công ty thượng nguồn như PVD và PVS.

Hình 270: Diễn biến giá cổ phiếu và giá dầu Brent từ năm 2016



Chỉ số tại 01/2016 = 1: Thời điểm giá dầu ở mức đáy của chu kỳ trước sau khi giảm từ mức 100 USD/thùng vào năm 2014  
 Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU ĐẾN NGÀY 26/11)

Nhìn chung, chúng tôi thích những công ty có khả năng hưởng lợi từ cả câu chuyện đầu tư cơ sở hạ tầng năng lượng tại Việt Nam và giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao như **GAS** và **PVD**. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tin rằng các công ty hạ nguồn như **PLX** sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sau đại dịch.

Hình 271: Độ nhạy của giá mục tiêu so với giá dầu Brent trung bình năm trong dài hạn. Giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi dựa trên giả định giá dầu Brent trung bình quanh mức 75 USD/thùng trong hai năm tới với giả định rằng biến thể Omicron sẽ nhanh chóng được kiểm soát

Giá dầu trung bình (USD/thùng)	60	65	70	75	80	85	Lượn điểm đầu tư
<b>GAS</b>	107.800	116.600	123.200	130.800	139.100	144.800	Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là <b>PVGas (GAS VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 130.800 đồng)</b> vì chúng tôi cho rằng GAS sẽ được hưởng lợi từ cả hai lượn điểm đầu tư chính của ngành trong năm 2022. Hiện tại, GAS là nhà đầu tư chính cho các dự án năng lượng lớn tại Việt Nam, bao gồm đường ống Sư Tử Trắng, đường ống Lô B - Ô Môn và các kho cảng LNG (Thị Vải, Sơn Mỹ). Do đó, chúng tôi lạc quan về triển vọng của GAS trong những năm tới nhờ sản lượng tiêu thụ khí khô dự kiến phục hồi mạnh từ năm 2022 trở đi trong bối cảnh giá năng lượng duy trì ở mức cao. Đáng chú ý, GAS dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận DT từ kho cảng LNG Thị Vải khi dự án sẽ đi vào hoạt động trong 6 tháng cuối năm. Nhìn chung, chúng tôi dự báo GAS sẽ ghi nhận mức tăng trưởng kép DT và LN ròng lần lượt là 18,2% và 18,9% trong giai đoạn 2021-23.
<i>Tiềm năng tăng giá</i>	6%	14%	21%	28%	36%	42%	
<b>PVD</b>	23.000	26.300	29.200	32.800	36.100	39.400	Chúng tôi ưa thích <b>PVDrilling (PVD VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 32.800 đồng)</b> vì chúng tôi tin rằng nền tảng cơ bản của công ty sẽ được củng cố nhờ môi trường giá dầu tăng cao. Đối với năm 2022, giàn khoan TAD của PVD chính thức bắt đầu chương trình khoan cho Shell Brunei với hợp đồng dài hạn (hợp đồng 6 năm và gia hạn tùy chọn 4 năm) sau hơn 4 năm dừng hoạt động, mở ra một chương mới cho HĐKD cốt lõi của công ty. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ bứt phá mạnh mẽ trong năm 2022-23 với mức tăng trưởng LN ròng lần lượt là 487,4%/28,1% svck nhờ: (1) sự phục hồi cả về hiệu suất sản dụng và giá thuê giàn tự nâng theo sau đà tăng của giá dầu, và (2) sự đóng góp của giàn khoan TAD.
<i>Tiềm năng tăng giá</i>	-13%	0%	11%	25%	37%	50%	
<b>PLX</b>	53.100	56.600	61.500	64.900	67.600	69.700	Chúng tôi cũng cho rằng một công ty hạ nguồn như <b>Petrolimex (PLX VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 64.900 đồng)</b> sẽ được hưởng lợi từ việc nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam phục hồi sau đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước của PLX sẽ tăng trở lại 5% mỗi năm trong giai đoạn 2022-23 nhờ các hoạt động vận chuyển và sản xuất tại Việt Nam trở lại trạng thái "bình thường mới" kể từ Q4/21 trở đi. Ngoài ra, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ xăng JetA1 sẽ tăng mạnh 65% svck trong năm 2022 sau khi hoạt động hàng không phục hồi. Điều này sẽ giúp LN ròng của PLX đạt mức tăng trưởng kép là 16,1% trong năm 2022-23. Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy rằng KQKD của PLX phụ thuộc vào sản lượng tiêu thụ nhiều hơn là giá bán nhiên liệu
<i>Tiềm năng tăng giá</i>	-7%	0%	8%	14%	19%	23%	
<b>PVS</b>	23.700	26.500	29.400	31.200	33.400	35.600	Nhờ đà tăng mạnh của giá dầu, chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tích cực của PVS với dự báo tăng trưởng kép LN ròng đạt 21,2% trong năm 2021-23, nhờ vào: (1) sự đóng góp vững chắc của các liên doanh FSO/FPSO do giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao có thể kích hoạt việc điều chỉnh tăng giá thuê ngày, và (2) triển vọng được cải thiện của mảng M&C từ năm 2022 nhờ các hợp đồng mới được trao trong năm 2021 và lượng backlog tiềm năng từ chuỗi các dự án khí trọng điểm như Lô B - Ô Môn
<i>Tiềm năng tăng giá</i>	-7%	4%	16%	23%	31%	40%	
<b>PVT</b>	23.200	25.100	26.800	28.200	29.400	30.800	Sự phục hồi mạnh mẽ của giá dầu và nhu cầu dầu toàn cầu sẽ tạo động lực thúc đẩy các nước OPEC+ gia tăng sản lượng, giúp cho giá cước thuê tàu được hưởng lợi. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vận tải sẽ phục hồi trong thời gian tới, đặc biệt là tại thị trường nội địa khi việc di chuyển tăng trở lại sau đại dịch. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng của PVT sẽ tăng trưởng 14,2%/11,8% svck trong năm 2022-23 nhờ việc tích cực trẻ hóa đội tàu và sự phục hồi của nhu cầu vận tải dầu khí
<i>Tiềm năng tăng giá</i>	-3%	5%	12%	18%	23%	29%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Rủi ro đầu tư

Theo quan điểm của chúng tôi, những rủi ro chính đối với ngành dầu khí Việt Nam bao gồm:

- Giá dầu thấp hơn dự kiến do việc giá dầu giảm sẽ cản trở sự phục hồi nền tảng cơ bản của ngành.
- Các dự án lớn tiếp tục bị trì hoãn do vấn đề thiếu nguồn lực tài chính có thể dẫn đến sự thiếu hụt nguồn cung khí đốt trong những năm tới.
- Đại dịch Covid-19 kéo dài làm ảnh hưởng đến nhu cầu đối với các sản phẩm dầu khí tại Việt Nam

Hình 272: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
						2021	2022		2021	2022	2021	2022	2021	2022
<b>Công ty phân phối khí</b>														
<b>PV GAS</b>	<b>GAS VN</b>	<b>Khả Quan</b>	<b>102.000</b>	<b>130.800</b>	<b>8.608</b>	<b>20,5</b>	<b>16,4</b>	<b>18,9%</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>19,2%</b>	<b>22,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,4%</b>
Indraprastha Gas	IGL IN	NR	486,4	NA	4.547	21,1	17,1		4,6	3,9	23,1%	24,0%	NA	NA
Toho Gas Ltd	9533 JP	NR	3.235	NA	2.997	33,2	22,3		0,9	0,9	3,3%	4,2%	2,0%	2,6%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	NR	16,4	NA	7.637	15,8	16,3		2,5	2,5	15,6%	14,7%	11,2%	10,5%
China Gas Holdings	384 HK	NR	17,6	NA	12.465	8,0	7,1		1,4	1,2	19,4%	18,7%	8,2%	8,4%
PTT Plc	PTT TB	NR	37,0	NA	31.410	9,6	9,2		1,1	1,1	11,1%	11,0%	4,9%	4,7%
<b>Trung bình (loại trừ GAS)</b>						<b>17,5</b>	<b>14,4</b>		<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,5%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>
<b>Công ty dịch vụ dầu khí</b>														
<b>PTSC</b>	<b>PVS VN</b>	<b>Khả Quan</b>	<b>25.400</b>	<b>31.200</b>	<b>535</b>	<b>16,8</b>	<b>12,1</b>	<b>21,2%</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,3%</b>
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	NR	0,37	NA	140	NA	28,6		0,3	0,3	-9,2%	0,9%	-5,0%	0,4%
Yinson Holdings	YNS MK	NR	5,65	NA	1.420	13,9	14,0		2,0	1,8	15,8%	15,5%	5,2%	4,7%
Sembcorp Marine	SMM SP	NR	0,08	NA	1.925	NA	NA		0,6	0,7	-25,0%	-5,4%	-11,1%	-2,2%
Hyundai Engineering	000720 KS	NR	46.450	NA	4.330	12,8	10,3		0,7	0,7	6,0%	7,3%	3,1%	3,7%
Keppel Corp	KEP SP	NR	5,28	NA	7.013	14,0	11,8		0,9	0,8	6,0%	7,3%	2,1%	2,6%
<b>Trung bình (loại trừ PVS)</b>						<b>13,6</b>	<b>16,2</b>		<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Công ty dịch vụ khoan dầu khí</b>														
<b>PV Drilling</b>	<b>PVD VN</b>	<b>Khả Quan</b>	<b>26.300</b>	<b>32.800</b>	<b>488</b>	<b>130,2</b>	<b>22,2</b>	<b>50,8%</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>2,4%</b>
Borr Drilling Ltd	BORR NO	NR	8,85	NA	269	NA	NA		0,3	0,4	-22,4%	-20,3%	NA	NA
Velesto Energy Bhd	VEB MK	NR	0,13	NA	252	32,5	16,3		0,5	0,5	-5,4%	1,8%	-3,3%	1,2%
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	NR	0,09	NA	339	NA	NA		0,2	0,2	-13,0%	-3,1%	-5,7%	-1,4%
Valaris Ltd	VAL US	NR	34,03	NA	2.552	NA	12,9		2,7	2,6	32,9%	0,7%	NA	NA
Transocean	RIG US	NR	3,22	NA	2.111	NA	NA		0,2	0,2	-3,3%	-4,1%	-2,0%	-1,7%
<b>Trung bình (loại trừ PVD)</b>						<b>32,5</b>	<b>14,6</b>		<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-0,6%</b>
<b>Công ty vận tải dầu khí</b>														
<b>PVTrans</b>	<b>PVT VN</b>	<b>Khả Quan</b>	<b>23.850</b>	<b>28.200</b>	<b>340</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>11,9%</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>15,2%</b>	<b>17,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,6%</b>
Vietnam Petroleum Trans	VIP VN	NR	11.200	NA	34	NA	NA		NA	NA	NA	NA	NA	NA
Vietnam Tanker JSC	VTO VN	NR	12.250	NA	43	NA	NA		NA	NA	NA	NA	NA	NA
Buana Lintas Lautan Tbk PT	BULL IJ	NR	248	NA	231	3,4	3,4		NA	NA	12,0%	12,5%	5,8%	6,8%
Thoresen Thai Agencies PCL	TTA TB	NR	10	NA	520	6,8	8,2		0,9	0,8	12,7%	9,8%	8,1%	6,6%
MISC Bhd	MISC MK	NR	7	NA	6.971	17,7	14,7		0,9	0,9	5,2%	6,1%	3,3%	3,8%
<b>Trung bình (loại trừ PVT)</b>						<b>9,3</b>	<b>8,8</b>		<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,8%</b>
<b>Công ty phân phối xăng dầu</b>														
<b>Petrolimex</b>	<b>PLX VN</b>	<b>Khả Quan</b>	<b>56.800</b>	<b>64.900</b>	<b>3.182</b>	<b>21,5</b>	<b>16,8</b>	<b>67,1%</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>16,0%</b>	<b>19,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>7,0%</b>
PVOil	OIL VN	NR	15.600,00	NA	711	27,6	33,6		1,5	1,5	5,6%	4,5%	NA	NA
PTT Oi I& Retail	OR TB	NR	25,50	NA	9.095	27,9	23,8		3,1	2,9	16,5%	12,5%	6,5%	6,2%
Petronas Dagangan Bhd	PETD MK	NR	19,90	NA	4.664	34,4	27,3		3,5	3,5	9,8%	12,4%	4,4%	6,6%
Thai Oil PCL	TOP TB	NR	50	NA	3.016	9,5	12,2		0,8	0,8	8,0%	6,8%	3,0%	2,9%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	NR	302,20	NA	5.725	6,3	5,6		1,1	1,0	17,8%	18,2%	5,4%	6,0%
<b>Trung bình (loại trừ PLX)</b>						<b>21,1</b>	<b>20,5</b>		<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>11,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,4%</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 26/11)



Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Đức Hào

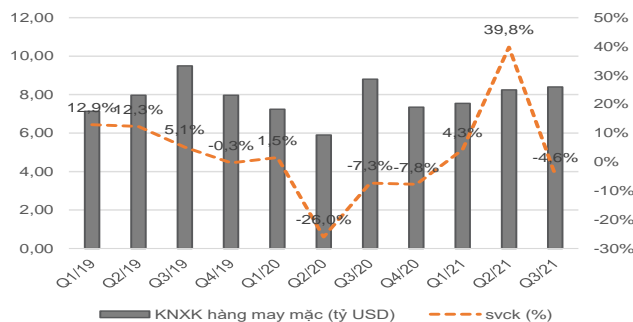
hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

## **ĐỆT MAY: VƯỢT QUA SÓNG GIÓ**

### **Tổng quan ngành dệt may Việt Nam 2021**

#### **Kim ngạch xuất khẩu vải và may mặc**

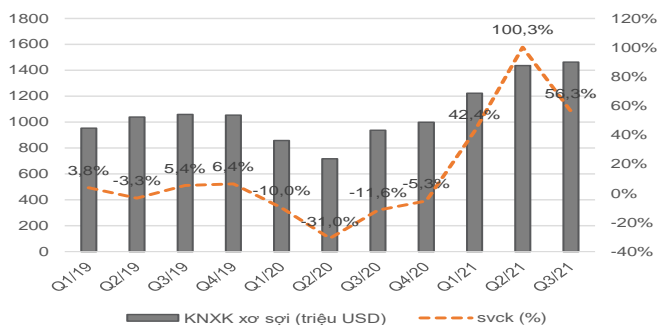
Trong Q3/21, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may bị ảnh hưởng nặng nề bởi Covid-19. Do đó, giá trị xuất khẩu vải và hàng may mặc trong Q3/21 giảm 4,6% svck xuống 8,3 tỷ USD. Trong đó, xuất khẩu vải đạt 618 triệu USD, chiếm 7,4% tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may (+30,3% svck). Nhìn chung, tổng giá trị dệt may xuất khẩu trong 10T21 tăng 10,8% svck, đạt 32,0 tỷ USD, hoàn thành 84,2% kế hoạch của Chính phủ Việt Nam cho năm 2021 (39 tỷ USD).



Nguồn: Bộ Công Thương, VNDIRECT RESEARCH

#### **Kim ngạch xuất khẩu xơ sợi**

Giá trị xuất khẩu sợi không bị ảnh hưởng bởi Covid-19 do là ngành không cần nhiều lao động. Ngoài ra, giá sợi trong Q3/21 tăng 20,8% svck do lượng sợi tồn kho ở Trung Quốc cạn kiệt do tình trạng thiếu điện trong T8/21 và T9/21 và nhu cầu sợi toàn cầu tăng lên. Kết quả, kim ngạch xuất khẩu sợi tăng mạnh trở lại, tăng 56,3% svck lên 1,46 tỷ USD. Đáng chú ý, giá trị xuất khẩu sợi polyester của Việt Nam trong 9T21 đạt 300 triệu USD (+30,0% svck).



Nguồn: Bộ Công Thương, VNDIRECT RESEARCH

#### **Tỷ trọng xuất khẩu dệt may 9T21**

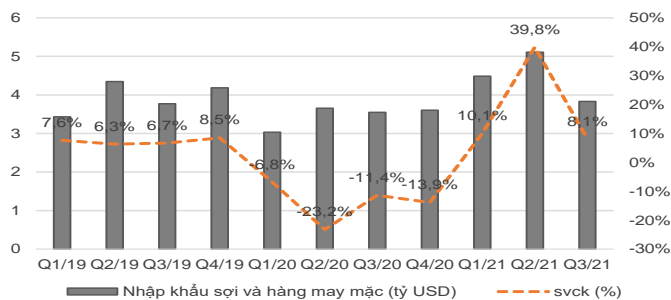
Theo Tổng Cục Hải Quan, Mỹ vẫn là nhà nhập khẩu lớn nhất của các sản phẩm dệt may của Việt Nam với giá trị nhập khẩu đạt 12,0 tỷ USD (+13,2% svck, chiếm 41,3% giá xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam). 9T21 xuất khẩu sang E.U. và thị trường Trung Quốc đạt 2,9 tỷ USD và 3,4 tỷ USD, tăng lần lượt 3,5% svck và 30,7% svck. Trong khi đó, xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản giảm 9,9% svck, xuống 2,5 tỷ USD trong 9T21.



Nguồn: TCHQ, VNDIRECT RESEARCH

#### **Kim ngạch nhập khẩu (NK) dệt may Việt Nam**

Theo Bộ Công Thương, tổng giá trị NK dệt may trong Q3/21 đạt 3,8 tỷ USD (+8,1% svck) nhờ mức nền thấp trong Q3/20 (hầu hết các công ty dệt may bị ảnh hưởng bởi Covid-19 vào năm 2020). Trung Quốc vẫn là thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam, chiếm 52,0% giá trị nhập khẩu dệt may. Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch nhập khẩu dệt may của Việt Nam sẽ duy trì đà tăng trưởng trong Q4/21-22 do các đơn hàng truyền thống sẽ tăng trở lại vào năm 2022 nhờ việc triển khai tiêm chủng nhanh chóng tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam.



Nguồn: Bộ Công Thương, VNDIRECT RESEARCH

Dựa trên ước tính của chúng tôi, tổng doanh thu Q3/21 của các công ty dệt may niêm yết giảm 4,8% svck do tác động của việc giãn cách xã hội trong suốt T7-T9/21. Do thực hiện chỉ thị 16 của Chính phủ, hầu hết các công ty may miền Nam đều chỉ chạy ở mức 50%-60% công suất trong Q3/21. Do đó, LN ròng chỉ tăng 1,8% svck trong Q3/21, thấp hơn so với mức +141,1% svck của Q2/21.

Trong 9T21, tổng doanh thu của các công ty dệt may niêm yết tăng nhẹ 1,4% svck. Các nhà sản xuất sợi như STK, ADS đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu cao trong 9T21 với lần lượt là 29,2% svck và 17,4% svck nhờ mức nền thấp trong Q3/20 và tận dụng lợi thế giá sợi tăng cao trong 3Q21 (+20,8% svck) do cạn kiệt tồn kho sợi ở Trung Quốc. Tổng LN ròng toàn ngành 9T21 tăng 63,2% svck và thậm chí cao hơn 12,1% so với 9T19.

Hình 273: Tóm tắt KQKD của các DN dệt may niêm yết (Đơn vị: tỷ đồng)

	Doanh thu		Thay đổi(% svck)	Doanh thu		Thay đổi(% svck)	LN ròng		Thay đổi biên LNG (điểm %)	LN ròng		Thay đổi biên LNG (điểm %)
	Q3/20	Q3/21		9T20	9T21		Q3/20	Q3/21		9T20	9T21	
VGT	3.307	4.076	23,3%	10.335	11.112	7,5%	68	187	4,3%	202	569	4,5%
TNG	1.690	1.710	1,2%	3.529	4.080	15,6%	65	85	1,0%	129	169	-1,3%
MSH	1.068	1.296	21,4%	2.970	3.448	16,1%	43	119	-3,9%	164	334	1,4%
VGG	1.934	834	-56,9%	5.170	4.390	-15,1%	40	-30	-1,8%	68	38	-0,2%
TCM	980	783	-20,1%	2.717	2.707	-0,4%	85	-3	-8,2%	200	118	-3,0%
MNB	1.363	766	-43,8%	3.126	2.109	-32,5%	39	3	-5,6%	28	-19	-3,0%
GIL	907	629	-30,7%	2.546	2.752	8,1%	87	18	-3,4%	189	204	1,8%
STK	328	469	43,0%	1.197	1.546	29,2%	20	62	6,6%	75	203	6,4%
PPH	490	350	-28,6%	1.570	1.172	-25,4%	79	15	3,5%	249	298	5,2%
ADS	192	333	73,4%	878	1.031	17,4%	15	21	-2,4%	2	64	6,7%

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Biên LN gộp 1 số doanh nghiệp đã được cải thiện mạnh mẽ trong 9T/21. Cụ thể, biên LN gộp của STK tăng 6,4 điểm % lên 19,4% trong 9T21 nhờ 1) đóng góp lớn hơn từ mảng sợi tái chế có biên LNG cao hơn (đóng góp 56% vào doanh thu 9T21 so với 38% trong 9T20). Biên lợi nhuận gộp của VGT trong 9T21 tăng 4,5% điểm % nhờ đóng góp lớn hơn từ mảng sợi (có biên LNG cao hơn). Trong khi biên LNG của MSH trong 9T21 tăng 1,4% điểm % do nhận thêm các đơn hàng FOB được chuyển từ các công ty Myanmar và miền Nam.

Mặt khác, biên LNG của TCM và MNB giảm 3,0 điểm % svck trong 9T21 do 1) tăng chi phí tổ chức "3 tại chỗ" và xét nghiệm Covid-19 cho lao động và 2) thiếu các đơn hàng khẩu trang và vải chống vi rút.

### Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi hoàn toàn vào Q2/22

#### Đà tăng trưởng LN Q4/21-Q1/22 có thể bị sụt giảm do thiếu lao động

Vitas dự báo, ngành dệt may sẽ thiếu hụt lao động trầm trọng do người lao động có xu hướng về quê để tránh dịch và chưa quay trở lại làm việc ngay. Hơn nữa, theo kết quả khảo sát ngày 21/9 của Vitas và Hiệp hội Da – Giày – Túi xách Việt Nam, 70% doanh nghiệp dệt may, da giày tham gia khảo sát đã bị nhả hàng phạt do giao hàng muộn trong năm 2021. Chúng tôi cho rằng sự thiếu hụt lao động có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu trong Q4/21-Q1/22 của các công ty phía Nam như TCM, GMC và VGG.

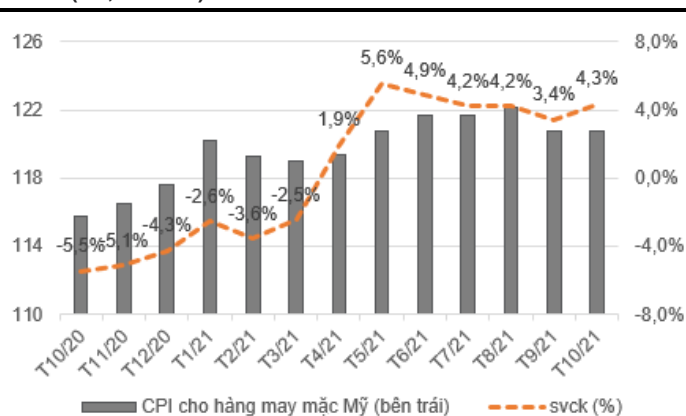
#### Phục hồi theo nhu cầu tăng mạnh tại thị trường Mỹ và EU

Người tiêu dùng Mỹ và E.U đã cho thấy một nhu cầu mua sắm bị dồn nén mạnh sau khi gỡ lệnh phong tỏa. Theo Cục Thống kê Lao động (BLS), CPI đối với hàng may mặc lần lượt tăng 3,4% svck và 4,3% svck trong T9/21 và T10/21. Gần một nửa dân số Mỹ đã được tiêm ngừa COVID-19, cho phép người Mỹ mua hàng hóa cá nhân trực tiếp tại cửa hàng, đi du lịch và tham dự các sự kiện thể thao. Kết quả là, kim ngạch nhập khẩu dệt may của Hoa Kỳ trong 9T21 đã

tăng 26,9% svck lên 82,2 tỷ USD, trong đó kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc đạt 58,5 tỷ USD (+24,5% svck).

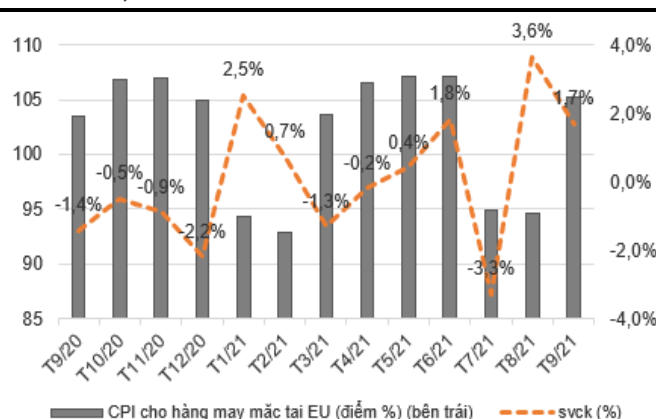
Trong khi đó, CPI đối với quần áo và phụ kiện của EU cũng tăng 3,6% và 1,7% svck trong T8 và T9/21. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng của ngành dệt may Việt Nam vào năm 2022 sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi của Hoa Kỳ và E.U. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Ngân hàng Thế giới (WB) dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu đạt 4,9% vào năm 2022 và nhu cầu dệt may thế giới trong năm 2022 sẽ quay trở lại mức 2019, đạt khoảng 740 tỷ USD. Ngoài ra, VITAS dự báo kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam đạt 38 tỷ USD (+8,5% svck) và 43 tỷ USD (13,1% svck) trong 2022/23.

Hình 274: Chỉ số CPI của Mỹ đối với hàng may mặc đạt 120,7 điểm vào T10/21 (+ 4,3% svck)



Nguồn: BLS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 275: Chỉ số CPI đối với quần áo và phụ kiện của EU tăng 1,7% svck lên 105,2 điểm vào T9/21



Nguồn: BLS, VNDIRECT RESEARCH

### Các doanh nghiệp sợi nội địa hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá

Trong Q3/21, các nhà sản xuất sợi nội địa đã phối hợp với các công ty tư vấn và làm việc với Cục Phòng vệ Thương mại Việt Nam về vụ kiện chống bán phá giá đối với sản phẩm sợi polyester filament xuất xứ từ Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia và Malaysia. Bộ Công Thương Việt Nam (MOIT) đã áp dụng mức thuế chống bán phá giá sơ bộ được áp dụng từ ngày 21/9, sau đó thuế suất chính thức được công bố vào ngày 13/10. Theo quyết định của Bộ Công Thương, hầu hết các nhà sản xuất Trung Quốc sẽ phải đối mặt với mức thuế chống bán phá giá 17,45%. Trong khi các nhà sản xuất sợi của Ấn Độ, Indonesia và Malaysia sẽ chịu mức thuế lần lượt là 54,9%, 21,9% và 21,3%.

Chúng tôi cho rằng mục tiêu chính của việc áp thuế chống bán phá giá là Trung Quốc - quốc gia xuất khẩu sợi tái chế chính vào Việt Nam. Trong 6T21, lượng sợi polyester nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 156.500 tấn, chiếm 60% tổng lượng sợi polyester nhập khẩu của Việt Nam, trong đó có 20.000 tấn là sợi tái chế.

Hình 276: Trung Quốc bị áp thuế chống bán phá giá 17,4% đối với sợi polyester

	Thuế chống bán phá giá	Sản lượng 2020	Sản lượng 6T21
Trung Quốc	3,36%-17,45%	237.939	156.600
Ấn Độ	54,90%	14.664	4.100
Indonesia	21,94%	10.649	9.300
Malaysia	21,23%	9.321	5.700
<b>Tổng</b>		<b>272.573</b>	<b>175.700</b>

Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Các nhà đầu tư nên dành sự chú ý đến các nhà sản xuất sợi polyester như STK. Theo ban lãnh đạo của STK, giá bán của sợi nhập khẩu từ Trung Quốc trong 6T21 thấp hơn 10-12% so với giá bán của STK. Chúng tôi kỳ vọng thuế chống bán phá giá sẽ hỗ trợ STK gia tăng thị phần tại thị trường nội địa và cải thiện biên lợi nhuận gộp trong năm 2022-23.

## Rủi ro

Biến thể Covid-19 (Omicron) đã lan rộng ra 19 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới. Theo Tổ chức Y tế Thế giới (WHO), những người đã bị nhiễm COVID-19 có khả năng bị tái nhiễm với biến thể Omicron. Diễn biến phức tạp hơn của biến thể mới tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất của các công ty dệt may. Chúng tôi kỳ vọng các nước cần đẩy nhanh quá trình tiêm chủng cho người dân để hạn chế dịch bệnh lây lan. Ngoài ra, việc tăng giá sợi trong Q4/21-22 có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các công ty may mặc

### Chúng tôi ưa thích STK và đưa MSH vào danh sách theo dõi

**Chúng tôi ưa thích CTCP Sợi Thế Kỳ (STK VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 72.500 đồng/cp) vì:**

- Chúng tôi kỳ vọng phân khúc sợi tái chế trong Q4/21-22 sẽ hưởng lợi lớn từ sự phục hồi nhu cầu của thị trường nội địa và tình hình thiếu điện ở Trung Quốc.
- Chúng tôi dự kiến nhà máy Unitex giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động thương mại trong Q1/23. Tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2023 dự kiến đạt 76.800 tấn/năm để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng đối với sợi tái chế và sợi nguyên sinh.
- Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ mở rộng thị phần tại thị trường nội địa nhờ thuế chống bán phá giá sơ bộ đối với sợi nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ, Malaysia và Indonesia.
- Lợi nhuận của STK dự kiến sẽ tăng 90,3% svck trong năm 2021 và đạt CAGR 37,0% trong giai đoạn 2021-23.

**CTCP May Sông Hồng (MSH VN, Trung lập, giá mục tiêu: 100.100 đồng/cp).** Chúng tôi kỳ vọng MSH sẽ tiếp tục duy trì triển vọng tích cực trong 2022-23. MSH đã bán các khoản phải thu từ New York & Company với giá trị thu hồi là 80 tỷ đồng. Hiện tại, MSH có đủ đơn đặt hàng cho đến T6/22 do lượng đơn đặt hàng từ các khách hàng Mỹ tăng trở lại. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng nhà máy SH10 sẽ giúp doanh thu FOB tăng trưởng 15%/20% svck trong 2022/23.

Hình 277: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã	Vốn hóa		P/E (x)		Tăng trưởng		P/BV (x)		EV/EBITDA		ROE (%)		ROA (%)	
		Triệu USD	TTM	2021	3 năm CAGR	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT VN	827,1	44,9	na	-4,3	na	na	19,3	na	3,9	na	1,5	na		
CTCP May Thành Công	TCM VN	250	34,9	26,3	13,8	2,8	2,6	17,4	13,9	10,2	14,225	6,2	8,0		
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	219,9	14,3	14,6	17,6	2,0	na	na	na	15,6	14,0	4,8	4,4		
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	195,7	11,8	11,9	-13,8	3,0	2,5	9,4	6,3	24,4	27,4	11,5	10,3		
CTCP Sợi Thế Kỳ	STK VN	182,1	15,9	18,6	21,1	3,6	2,8	10,0	8,8	24,8	19,8	14,9	12,7		
CTCP May Nhà Bè	MNB VN	72,3	12,3	na	5,1	na	na	8,2	na	11,5	na	1,5	na		
CTCP May Việt Tiến	VGG VN	47,8	20,6	10,9	-18,7	1,1	na	5,2	na	5,4	9,8	2,9	3,8		
CTCP Mirae	KMR VN	30,4	55,9	na	-39,9	na	na	9,2	na	1,6	na	0,8	na		
<b>Trung bình</b>			<b>26,3</b>	<b>16,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>11,2</b>	<b>9,7</b>	<b>12,2</b>	<b>17,0</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>		
<b>Trung vị</b>			<b>18,3</b>	<b>14,6</b>	<b>0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,8</b>	<b>14,2</b>	<b>3,9</b>	<b>8,0</b>		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 26/11/2021)

## NGÂN HÀNG TMCP Á CHÂU (ACB)

Giá thị trường

VND34.600

Giá mục tiêu

VND41.800

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

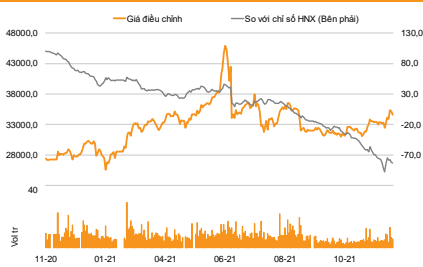
Consensus\*: Mua:11 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus:

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	45.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	170.734
Thị giá vốn (tỷ VND)	94.973
Free float (%)	76
P/E trượt (x)	11,1
P/B hiện tại (x)	2,51

Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch và những người liên quan	11,3%
Dragon Financial Holdings Limited	6,9%
Whistler Investments Limited	5,0%
Khác	76,8%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đặng Bảo Ngọc

ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Vững mạnh về mọi mặt

- Là NH bán lẻ hàng đầu với cơ sở khách hàng đa dạng giúp ACB bắt được xu hướng hồi phục nhu cầu tiêu dùng và duy trì NIM ổn định năm 2022.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận đạt ít nhất 18%/năm giai đoạn 2022-23 nhờ tăng trưởng cho vay 16%/năm và NIM ở mức 4,2% trở lên.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu là 41.800 đồng.

### Vững mạnh về mọi mặt

Thu nhập lãi thuần (NII) 9T21 tăng 39,2% svck nhờ dư nợ vay tăng 8% sv đầu năm và biên lãi suất (NIM) tăng 68 điểm cơ bản (đcb) svck lên 4,2%. Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) giảm xuống mức 33% trong 9T21. Tuy nhiên, chi phí dự phòng đã tăng 305% svck, giúp duy trì chất lượng tài sản vững chắc với tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp là 0,84% và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) dồi dào là 197,7% vào cuối Q3/21. Tóm lại, lợi nhuận ròng tăng 39,8% svck trong 9T21, hơn gấp đôi tốc độ tăng trưởng 15,4% svck trong 9T20.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép EPS đạt 18,8% giai đoạn 2021-23

Chúng tôi dự báo tín dụng tăng 16%/năm giai đoạn 2021-23. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ tăng 43 đcb svck lên 4,1% năm 2021 - thấp hơn mức 4,2% trong 9T21 do ngân hàng tiếp tục giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ các khách hàng bị ảnh hưởng đại dịch, sau đó tăng 27đcb giai đoạn 2021-23. Do đó, tăng trưởng kép NII ước tính đạt 18,8% giai đoạn 2021-23. Cùng với tăng trưởng kép Non-III là 8,3% chủ yếu nhờ tăng trưởng kép thu nhập phí thuần ở mức 20%, tăng trưởng kép thu nhập hoạt động được ước tính sẽ đạt 16,6%. Với tỷ lệ CIR ở mức 43% và chi phí tín dụng khoản 0,2% - 0,3%, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 18,5% giai đoạn 2021-23.

### ACB là một trong những ngân hàng dẫn đầu về chất lượng tài sản

ACB được ghi nhận là ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất ngành trong những năm gần đây, nhờ duy trì trong nhóm 3 dẫn đầu về tỷ lệ NPL thấp nhất và tỷ lệ LLR cao nhất. Cơ sở khách hàng đa dạng, chính sách phê duyệt tín dụng nghiêm ngặt và việc trích lập dự phòng tích cực đã giúp ACB duy trì chất lượng tài sản vững chắc. Thêm vào đó, ACB cũng đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ tái cơ cấu thay vì phân bổ trong khuôn khổ 3 năm, điều này giúp giảm áp lực trích lập dự phòng trong giai đoạn 2022-23 trong bối cảnh nợ xấu tăng cao ở các ngân hàng hiện nay, do đó đảm bảo được lợi nhuận.

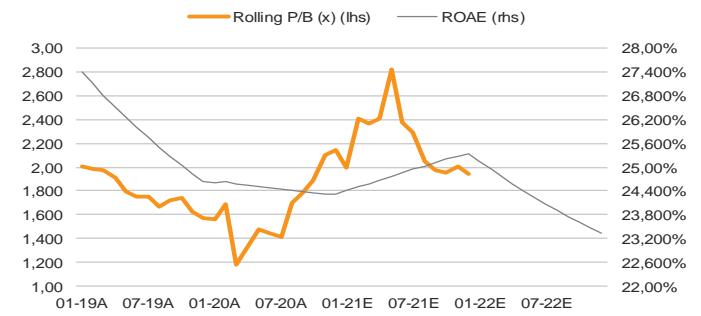
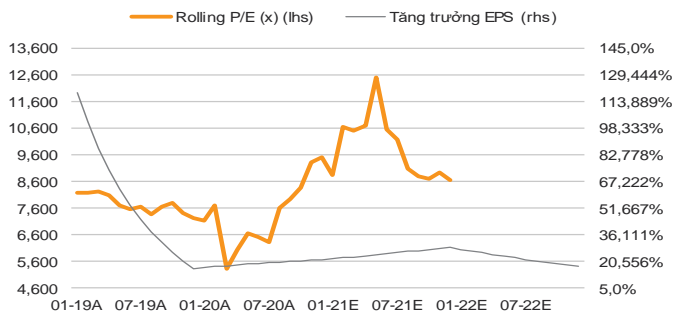
### ACB là lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi cho ngành

Chúng tôi thích ACB vì (1) khả năng mở rộng cho vay bán lẻ mạnh mẽ giúp duy trì NIM ổn định trong bối cảnh lợi suất tài sản có xu hướng giảm; (2) chất lượng tài sản vững chắc giúp ít bị ảnh hưởng trước sự gia tăng nợ xấu. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá thu nhập thặng dư (COE: 14%, LTG: 3%) và P/B trung bình 2021-22 2,2 lần, tỷ trọng bằng nhau. Tiềm năng tăng giá là tăng trưởng cho vay và cải thiện NIM cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là nợ xấu cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	14.582	18.874	22.392	26.655
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,7%	4,1%	4,2%	4,3%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	18.161	24.334	28.531	33.063
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(941)	(901)	(1.025)	(793)
LN ròng (tỷ)	7.683	10.287	12.085	14.454
Tăng trưởng LN ròng	27,8%	33,9%	17,5%	19,6%
EPS điều chỉnh	2.903	3.752	4.417	5.294
BVPS	13.120	16.927	21.399	26.249
ROAE	24,3%	25,3%	23,3%	22,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>18.874</b>	<b>22.392</b>	<b>26.655</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>5.460</b>	<b>6.139</b>	<b>6.408</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>24.334</b>	<b>28.531</b>	<b>33.063</b>
Tổng chi phí hoạt động	(10.585)	(12.411)	(14.217)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>13.749</b>	<b>16.120</b>	<b>18.846</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(901)</b>	<b>(1.025)</b>	<b>(793)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.848</b>	<b>15.094</b>	<b>18.053</b>
Thuế	(2.561)	(3.009)	(3.599)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>10.287</b>	<b>12.085</b>	<b>14.454</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>10.287</b>	<b>12.085</b>	<b>14.454</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>361.316</b>	<b>419.126</b>	<b>486.186</b>
Cho vay các ngân hàng khác	36.422	41.885	48.168
<b>Tổng cho vay</b>	<b>397.738</b>	<b>461.011</b>	<b>534.354</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	78.407	87.816	98.354
Các tài sản sinh lãi khác	18.672	20.912	23.422
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>494.817</b>	<b>569.740</b>	<b>656.130</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(3.880)</b>	<b>(4.466)</b>	<b>(5.155)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>357.928</b>	<b>415.212</b>	<b>481.649</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>490.937</b>	<b>565.274</b>	<b>650.975</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	7.281	7.609	7.952
Tổng đầu tư	468	490	512
Các tài sản khác	11.156	11.658	12.183
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>18.906</b>	<b>19.757</b>	<b>20.646</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>509.843</b>	<b>585.031</b>	<b>671.621</b>
Nợ khách hàng	400.877	461.009	530.160
Dư nợ tín dụng	22.491	22.941	23.399
Tài sản nợ chịu lãi	423.368	483.949	553.560
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	423.368	483.949	553.560
Các khoản nợ lãi suất khác	25.186	26.439	27.755
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>448.554</b>	<b>510.389</b>	<b>581.315</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	15.555	16.823	19.383
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>15.555</b>	<b>16.823</b>	<b>19.383</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>464.108</b>	<b>527.211</b>	<b>600.698</b>
Vốn điều lệ và	27.019	27.019	27.019
Thặng dư vốn cổ phần	272	272	272
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	12.702	24.787	37.890
Các quỹ thuộc VCSH	5.742	5.742	5.742
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>45.735</b>	<b>57.820</b>	<b>70.923</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(0)	(0)
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>45.735</b>	<b>57.820</b>	<b>70.923</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>509.843</b>	<b>585.031</b>	<b>671.621</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	13,5%	15,0%	15,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	16,0%	16,0%	16,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	29,4%	18,6%	19,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	30,5%	17,2%	16,9%
Tăng trưởng LN ròng	33,9%	17,5%	19,6%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	15,1%	15,1%	15,2%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.807	4.473	5.350
BVPS (VND)	16.927	21.399	26.249
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	28,6%	17,5%	19,6%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(43,5%)	(43,5%)	(43,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,6%	0,5%	0,5%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,6%	0,5%	0,5%
LN/ TB cho vay	0,3%	0,3%	0,2%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	12,5%	13,6%	14,3%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	85,3%	86,6%	87,8%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	7,9%	8,0%
Chi phí cho các quỹ	3,9%	4,1%	4,1%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,0%	4,1%	4,2%
ROAE	25,3%	23,3%	22,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## TCT CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM (ACV)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND84.100	VND98.000	0,00%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung bình</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

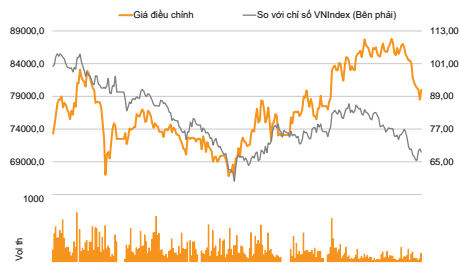
Consensus\*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 13,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	87.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	66.800
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	8.924tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	171.855
Free float (%)	5
P/E trượt (x)	106
P/B hiện tại (x)	4,64

### Cơ cấu sở hữu

Bộ Giao thông Vận tải	95,4%
Khác	4,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Cơ hội đang đến

- Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh ACV phục hồi mạnh trong 2022 nhờ các kế hoạch mở lại đường bay và tỷ lệ tiêm chủng cải thiện.
- Kế hoạch trả cổ tức 2021 và kế hoạch niêm yết trên HSX trong năm 2022 là những yếu tố tích cực trong ngắn hạn.
- ACV là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với ngành hàng không.

### Chờ đợi sự phục hồi mạnh

Với tốc độ tiêm chủng 1.000.000 mũi/ngày kể từ thời điểm hiện tại do nguồn cung vắc-xin đang cải thiện, chúng tôi kỳ vọng 58,5%/80,0% dân số Việt Nam sẽ được tiêm chủng đầy đủ trong Q4/21 và Q1/22, do đó mục tiêu đạt miễn dịch cộng đồng có thể đạt được trong Q1/22. Với tỷ lệ tiêm chủng cải thiện, chính phủ đặt mục tiêu dần mở lại đường bay nội địa trong Q4/21 và hoạt động bình thường trong Q1/22 trong khi đường bay quốc tế có thể hoạt động bình thường trong Q3/22. Sản lượng khách nội địa/quốc tế của ACV có thể giảm 43,9%/85,0% svck trong năm 2021, nhưng sẽ phục hồi mạnh trong trung hạn, trong đó sản lượng khách nội địa năm 2022-23 tăng 155,5%/7,5% svck trong khi sản lượng khách quốc tế tăng 1.752,2%/101,2% svck. ACV vẫn có thể ghi nhận lợi nhuận 254 tỷ năm 2021 nhờ thu nhập tài chính và lợi nhuận ròng có thể tăng 1.791,7%/79,5% svck trong năm 2022-23.

### Kế hoạch cổ tức và kế hoạch niêm yết là yếu tố tích cực trong ngắn hạn

ACV đã bắt đầu hợp nhất kết quả kinh doanh của khu bay từ năm 2021 thay vì ghi nhận trong khoản phải thu và phải trả như trước. Chúng tôi cho rằng ý kiến nhấn mạnh trong báo cáo kiểm toán của ACV kể từ 2021 sẽ được loại bỏ và sẽ giúp ACV đủ điều kiện niêm yết trên HSX trong năm 2022. Bên cạnh đó, Chính phủ đã đồng ý cho ACV giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Đến cuối 2020, lợi nhuận chưa phân phối của ACV là 9.705 tỷ đồng, tương đương khả năng chi trả cổ tức cổ phiếu ở mức 44% trong năm 2021.

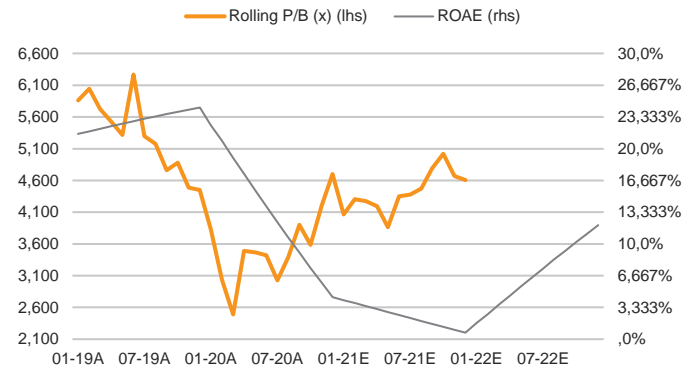
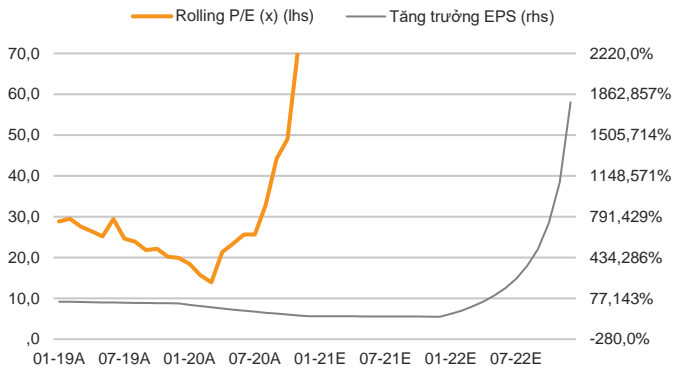
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 98.000 đ/cp

Theo chúng tôi, bất chấp những khó khăn công ty đối mặt trong năm 2021, ACV vẫn hấp dẫn cho mục tiêu dài hạn, dựa trên: (1) kết quả kinh doanh phục hồi mạnh trong các năm tới, (2) mở rộng công suất tại sân bay Nội Bài và Tân Sơn Nhất giải quyết vấn đề thiếu hụt công suất trước mắt, (3) tiềm năng tăng trưởng lớn của sân bay Long Thành, (4) kế hoạch chi trả cổ tức, (5) kế hoạch niêm yết. Rủi ro giảm giá gồm: (1) dịch bệnh kéo dài hơn dự kiến, (2) đồng Yên Nhật mạnh hơn dự kiến, và (3) xây dựng sân bay long thành lâu hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.767	4.293	16.481	24.201
Tăng trưởng DT thuần	(57,6%)	(44,7%)	283,9%	46,8%
Biên lợi nhuận gộp	17,9%	(52,8%)	47,8%	59,0%
Biên EBITDA	65,5%	87,2%	68,3%	73,0%
LN ròng (tỷ)	1.636	254	4.805	8.626
Tăng trưởng LN ròng	(80,1%)	(84,5%)	1794,6%	79,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(80,1%)	(84,5%)	1794,6%	79,5%
EPS cơ bản	751	116	2.207	3.962
EPS điều chỉnh	729	113	2.141	3.843
BVPS	17.235	17.378	19.475	23.239
ROAE	4,4%	0,7%	12,0%	18,6%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.293	16.481	24.201
Giá vốn hàng bán	(6.558)	(8.601)	(9.918)
Chi phí quản lý DN	(767)	(1.014)	(1.209)
Chi phí bán hàng	(77)	(329)	(439)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(3.109)</b>	<b>6.537</b>	<b>12.636</b>
EBITDA thuần	(87)	9.830	16.202
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(3.022)</b>	<b>(3.293)</b>	<b>(3.566)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(3.109)</b>	<b>6.537</b>	<b>12.636</b>
Thu nhập lãi	3.757	1.901	1.332
Chi phí tài chính	(226)	(1.559)	(1.728)
Thu nhập ròng khác	5	20	30
TN từ các Cty LK & LD	71	350	385
<b>LN trước thuế</b>	<b>497</b>	<b>7.250</b>	<b>12.655</b>
Thuế	(93)	(1.329)	(2.313)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(151)	(1.116)	(1.716)
<b>LN ròng</b>	<b>254</b>	<b>4.805</b>	<b>8.626</b>
Thu nhập trên vốn	254	4.805	8.626
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>254</b>	<b>4.805</b>	<b>8.626</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	5.004	4.193	6.986
Đầu tư ngắn hạn	33.185	24.185	15.185
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.403	4.827	6.995
Hàng tồn kho	116	444	652
Các tài sản ngắn hạn khác	53	146	205
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>39.760</b>	<b>33.795</b>	<b>30.023</b>
Tài sản cố định	24.174	56.981	91.479
Tổng đầu tư	2.924	2.924	2.924
Tài sản dài hạn khác	166	639	938
<b>Tổng tài sản</b>	<b>67.025</b>	<b>94.338</b>	<b>125.365</b>
Vay & nợ ngắn hạn	727	1.943	4.965
Phải trả người bán	836	1.181	1.340
Nợ ngắn hạn khác	2.792	4.217	5.217
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.355</b>	<b>7.341</b>	<b>11.522</b>
Vay & nợ dài hạn	22.352	42.711	62.858
Các khoản phải trả khác	2.441	1.845	348
Vốn điều lệ và	21.772	21.772	21.772
LN giữ lại	9.919	12.803	18.303
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>37.835</b>	<b>42.400</b>	<b>50.595</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	42	42	42
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>67.025</b>	<b>94.338</b>	<b>125.365</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>497</b>	<b>7.250</b>	<b>12.655</b>
Khấu hao	3.022	3.293	3.566
Thuế đã nộp	(93)	(1.329)	(2.313)
Các khoản điều chỉnh khác	(123)	(3.959)	(3.203)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>2.702</b>	<b>(2.075)</b>	<b>(1.277)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>6.006</b>	<b>3.181</b>	<b>9.427</b>
Đầu tư TSCĐ	(12.644)	(35.495)	(37.654)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	33	0	0
Các khoản khác	3.757	1.901	1.332
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	9.000	9.000
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(8.854)</b>	<b>(24.594)</b>	<b>(27.322)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	7.352	20.603	20.687
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>7.352</b>	<b>20.603</b>	<b>20.687</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	499	5.004	4.193
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>4.505</b>	<b>(810)</b>	<b>2.792</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.004	4.193	6.986

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,9%	29,2%	35,6%
Vòng quay TS	0,07	0,20	0,22
ROAA	0,4%	6,0%	7,9%
Đòn bẩy tài chính	1,64	2,01	2,36
ROAE	0,7%	12,0%	18,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	51,0	51,0	51,0
Số ngày nắm giữ HTK	6,4	18,8	24,0
Số ngày phải trả tiền bán	46,5	50,1	49,3
Vòng quay TSCĐ	0,22	0,41	0,33
ROIC	0,4%	5,5%	7,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	9,1	4,6	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	9,1	4,5	2,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	8,8	3,9	1,9
Vòng quay tiền	10,9	19,7	25,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(44,7%)	283,9%	46,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(638,7%)		93,3%
Tăng trưởng LN ròng	(84,5%)	1.794,6%	79,5%
Tăng trưởng EPS	(84,5%)	1.794,6%	79,5%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP BAMBOO CAPITAL (BCG)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND21.910	VND27.800	3,36%	KHẢ QUAN	Tập đoàn đa ngành

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

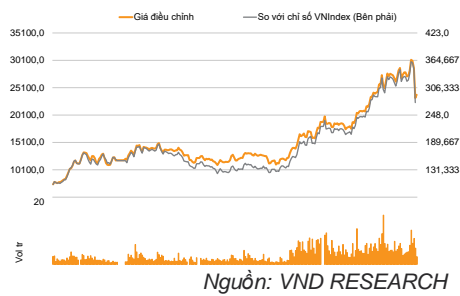
Consensus\*: Mua:1 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: N/A

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	26.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	5.510
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	125.019tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	10.354
Free float (%)	73
P/E trượt (x)	14,3
P/B hiện tại (x)	2,8

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Hồ Nam	29,3%
Nguyễn Thế Tài	3,2%
Nguyễn Ngọc Đoàn Trang	2,2%
Khác	65,3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



### Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## “Tre xanh xanh tự bao giờ”

- BCG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi theo chủ đề năng lượng bền vững với các dự án NLTT đang triển khai và danh mục BĐS đa dạng.
- Trong năm 2021-23, động lực tăng trưởng chính đến từ giá trị bàn giao lớn từ các dự án BĐS gói đầu và dòng tiền đến từ các dự án NLTT.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27.800 đồng.

### Hoạt động phát triển bất động sản vẫn là trụ cột chính trong năm 2022

Sau giai đoạn tái cơ cấu năm 2015-19, BCG đã mua lại hơn 10 dự án BĐS, tập trung vào hai phân khúc là BĐS nghỉ dưỡng tại Đà Nẵng, Quy Nhơn, Phan Thiết và BĐS nhà ở tại Thủ Đức, TP.HCM. Chúng tôi cho rằng điểm mạnh của BCG nằm ở khả năng tái cấu trúc các dự án, giải quyết các vấn đề pháp lý còn vướng mắc nhờ kinh nghiệm M&A và phát triển dự án. Chúng tôi kỳ vọng việc bàn giao BĐS sẽ mang lại doanh thu 5.406 tỷ đồng (chiếm 62,8% tổng doanh thu) trong năm 2022 từ các dự án Malibu Hội An, Hội An D'Or, Casa Premium, Casa Mũi Né, King Crown Infinity và Amor Riverside.

### Năng lượng tái tạo là mảng chiến lược cốt lõi trong dài hạn

Hiện tại, BCG đang hoàn thiện 500MW dự án điện gió và 164MWp điện mặt trời. Trong năm 2021, BCG đã hoàn thiện lắp đặt 114MW công suất còn lại của dự án Phù Mỹ và đang chuẩn bị thử nghiệm đóng điện trong thời gian tới. Trong năm 2022, BCG sẽ tập trung triển khai xây dựng 550MW các dự án điện gió với mục tiêu đóng điện 80MW của điện gió Đông Thanh GD1 và 100MW điện gió Khai Long GD1. Chúng tôi dự phóng DT mảng điện của BCG sẽ ghi nhận 1.513 tỷ đồng (chiếm 17,6% tổng DT) trong năm 2022 và 3.721 tỷ đồng (chiếm 43,8%) vào năm 2023.

### Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng kép 82,2% trong năm 2021-23

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của BCG sẽ tăng trưởng kép 82,2% trong giai đoạn 2021-23, nhờ vào việc bàn giao các dự án BĐS nghỉ dưỡng. Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS nghỉ dưỡng sẽ nhanh chóng phục hồi trong tương lai nhờ sự bao phủ của vắc-xin Covid-19 cùng với sự phục hồi của ngành du lịch Việt Nam. Những khó khăn do đại dịch gây ra có thể kết thúc đối với thị trường BĐS nghỉ dưỡng từ cuối năm 2021.

### BCG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong chủ đề năng lượng xanh

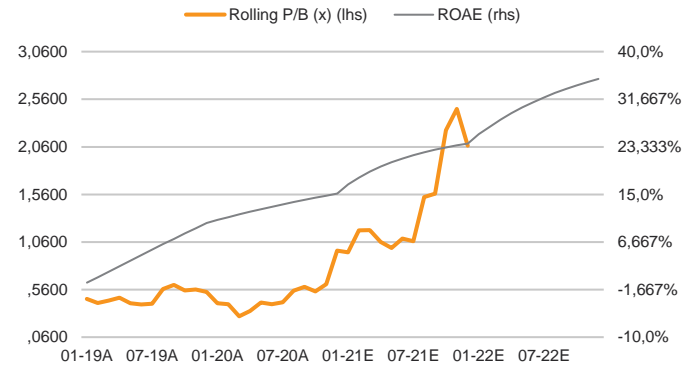
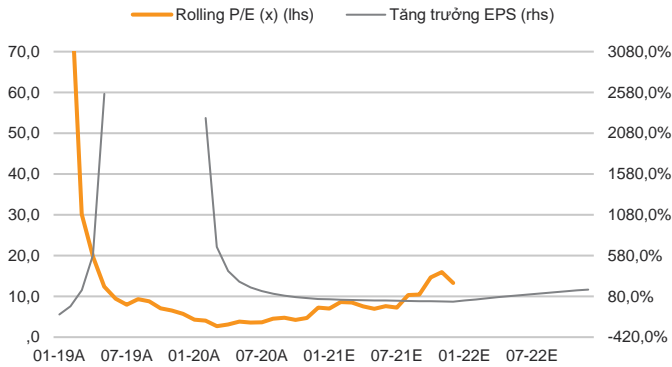
Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27.800 đồng/cp cho BCG dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP). Động lực tăng giá bao gồm: 1) doanh số ký bán mới tại các dự án BĐS cao hơn kỳ vọng, 2) mức giá FIT mới ưu đãi hơn so với kỳ vọng sau quy hoạch điện VIII. Rủi ro giảm giá đến từ 1) thị trường BĐS du lịch tăng trưởng chậm do dịch bệnh, 2) không hoàn thành kịp tiến độ để hưởng ưu đãi đối với các dự án NLTT và 3) rủi ro pha loãng do nhu cầu về vốn lớn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.855	3.060	8.606	8.494
Tăng trưởng DT thuần	17,7%	65,0%	181,3%	(1,3%)
Biên lợi nhuận gộp	22,7%	32,5%	32,7%	28,8%
Biên EBITDA	38,7%	79,3%	54,6%	76,1%
LN ròng (tỷ)	211	801	2.116	2.136
Tăng trưởng LN ròng	84,7%	279,1%	164,1%	1,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	84,7%	279,1%	164,1%	1,0%
EPS cơ bản	1.554	1.795	4.740	4.787
EPS điều chỉnh	1.554	1.795	4.740	4.787
BVPS	11.587	11.479	15.419	19.406
ROAE	15,1%	23,9%	35,2%	27,5%

144

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.060	8.606	8.494
Giá vốn hàng bán	(2.065)	(5.790)	(6.048)
Chi phí quản lý DN	(214)	(430)	(425)
Chi phí bán hàng	(61)	(172)	(170)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>720</b>	<b>2.214</b>	<b>1.851</b>
EBITDA thuần	1.032	3.554	4.768
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(312)</b>	<b>(1.340)</b>	<b>(2.917)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>720</b>	<b>2.214</b>	<b>1.851</b>
Thu nhập lãi	376	372	939
Chi phí tài chính	(1.257)	(1.057)	(999)
Thu nhập ròng khác	1.331	986	350
TN từ các Cty LK & LD	(60)	37	663
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.109</b>	<b>2.551</b>	<b>2.804</b>
Thuế	(222)	(512)	(562)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(86)	76	(105)
<b>LN ròng</b>	<b>801</b>	<b>2.116</b>	<b>2.136</b>
Thu nhập trên vốn	801	2.116	2.136
Cổ tức phổ thông	(357)	(357)	(357)
<b>LN giữ lại</b>	<b>444</b>	<b>1.759</b>	<b>1.779</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	3.886	3.818	13.276
Đầu tư ngắn hạn	2.375	2.375	2.375
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.569	16.079	13.700
Hàng tồn kho	2.262	4.759	4.971
Các tài sản ngắn hạn khác	481	481	481
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>15.573</b>	<b>27.512</b>	<b>34.803</b>
Tài sản cố định	10.251	19.378	28.308
Tổng đầu tư	1.189	1.189	1.189
Tài sản dài hạn khác	13.455	14.379	14.361
<b>Tổng tài sản</b>	<b>40.467</b>	<b>62.458</b>	<b>78.659</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.145	3.374	4.570
Phải trả người bán	363	362	402
Nợ ngắn hạn khác	9.065	20.492	25.411
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>11.573</b>	<b>24.228</b>	<b>30.384</b>
Vay & nợ dài hạn	11.251	18.905	27.066
Các khoản phải trả khác	11.047	11.047	11.047
Vốn điều lệ và	4.463	4.463	4.463
LN giữ lại	659	2.418	4.197
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.123</b>	<b>6.882</b>	<b>8.661</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.473	1.397	1.502
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>40.467</b>	<b>62.458</b>	<b>78.659</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.109</b>	<b>2.551</b>	<b>2.804</b>
Khấu hao	312	1.340	2.917
Thuế đã nộp	(222)	(512)	(562)
Các khoản điều chỉnh khác	(5.815)	(16.667)	(2.469)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>541</b>	<b>13.160</b>	<b>2.820</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(4.075)</b>	<b>(128)</b>	<b>5.510</b>
Đầu tư TSCĐ	(4.304)	(7.541)	(5.071)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(201)	(925)	19
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(4.505)</b>	<b>(8.466)</b>	<b>(5.052)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3.103	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	8.816	8.883	9.357
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(357)	(357)	(357)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>11.562</b>	<b>8.526</b>	<b>9.000</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	903	3.886	3.818
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>2.982</b>	<b>(68)</b>	<b>9.458</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.886	3.818	13.276

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	26,2%	24,6%	25,2%
Vòng quay TS	0,09	0,17	0,12
ROAA	2,5%	4,1%	3,0%
Đòn bẩy tài chính	9,64	8,57	9,08
ROAE	23,9%	35,2%	27,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	133,6	131,9	138,7
Số ngày nắm giữ HTK	400,0	300,0	300,0
Số ngày phải trả tiền bán	64,3	22,8	24,3
Vòng quay TSCĐ	0,42	0,58	0,36
ROIC	4,0%	6,9%	5,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,1	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,3	0,5
Vòng quay tiền	469,3	409,1	414,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	65,0%	181,3%	(1,3%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	724,1%	207,5%	(16,4%)
Tăng trưởng LN ròng	279,1%	164,1%	1,0%
Tăng trưởng EPS	15,5%	164,1%	1,0%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP BẤT ĐỘNG SẢN THỂ KỸ (CRE)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND29.800	VND36.100	3,36%	KHẢ QUAN	Bất động sản

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

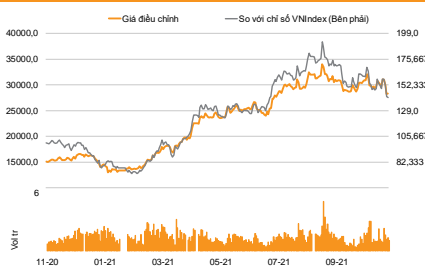
Consensus\*: Mua:2 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> na

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	34.050
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.016
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	45.875tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.421
Free float (%)	69
P/E trượt (x)	13,8
P/B hiện tại (x)	1,8

### Cơ cấu sở hữu

Cen Group	51,2%
Khác	48,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Bá Trung**

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Triển vọng tươi sáng

- Việc nắm giữ 14% thị phần môi giới cả nước sẽ giúp CRE hưởng lợi khi nhu cầu mua nhà hồi phục sau đại dịch.
- Việc tăng vốn thành công trong tháng 10/2021 làm tăng khả năng tham gia vào các dự án đầu tư thứ cấp quy mô lớn.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 36.100 đồng.

### Số lượng giao dịch môi giới được cải thiện nhờ nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động môi giới BĐS sẽ phục hồi mạnh mẽ từ Q4/21 nhờ các biện pháp giãn cách xã hội đã được nới lỏng đáng kể trong cuối tháng 9/2021. Thị trường BĐS Việt Nam sẽ sôi động hơn trong Q4/21-22. Do đó, chúng tôi tin rằng CRE sẽ tận dụng cơ hội này để tối ưu hóa số vốn mới huy động được. Bên cạnh đó, việc hợp tác và phân phối sản phẩm của các chủ đầu tư lớn như Novaland (NVL) và Vinhomes (VHM) trong thời gian gần đây sẽ tiếp tục củng cố vị thế của CRE tại thị trường môi giới BĐS. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu môi giới của công ty sẽ tăng lần lượt 42%-40% svck lên 1.473 tỷ đồng-2.065 tỷ đồng trong năm 2021-22.

### Cơ hội tham gia đầu tư các dự án quy mô lớn nhờ nguồn vốn tăng thêm

Chúng tôi tin rằng tỷ lệ hấp thụ ấn tượng 70% (chỉ sau 10 tháng mở bán) và tiềm năng tăng giá đáng kể của 2 dự án tháp tầng (bao gồm Louis City và Hinode Royal Park) đã chứng minh kinh nghiệm của ban lãnh đạo CRE trong việc lựa chọn dự án đầu tư. Với 960 tỷ đồng huy động thành công từ đợt phát hành cho cổ đông hiện hữu trong tháng 10/2021, CRE sẽ có nhiều dự địa để đẩy mạnh hoạt động đầu tư thứ cấp trong năm tới. Chúng tôi kỳ vọng DT đầu tư thứ cấp năm 2022 sẽ tăng 89,4% svck lên 7.955 tỷ đồng nhờ (1) ước tính tổng DT của các dự án hiện hữu là khoảng 3.700 tỷ đồng và (2) CRE sẽ mua lại và phân phối lại các dự án tiềm năng trong danh mục môi giới hiện tại của công ty (tổng giá trị 60.000 tỷ đồng).

### Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép LNR năm 2021-22 sẽ đạt 54,4%

Nhờ sự ấm lên của thị trường BĐS, chúng tôi kỳ vọng DT và LNR năm 2021 sẽ tăng lần lượt 170,8%-50,2% svck lên 5.735 tỷ đồng-441 tỷ đồng. Trong năm 2022, LNR dự phóng sẽ tiếp tục tăng mạnh 58,9% svck lên 701 tỷ đồng.

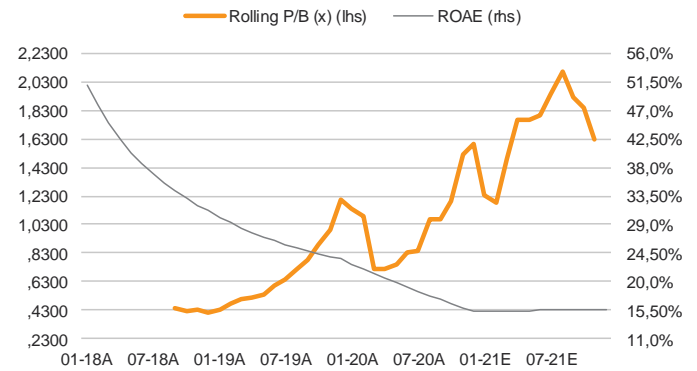
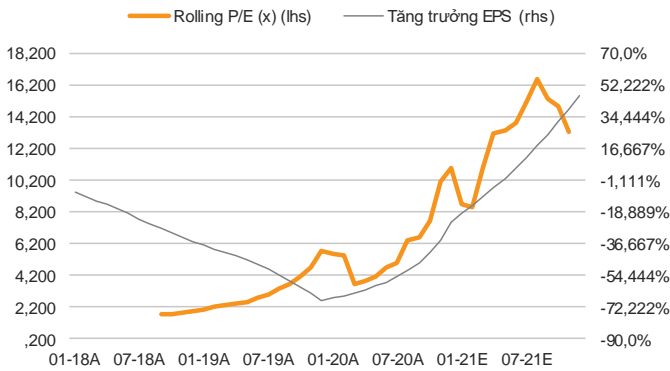
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 36.100 đồng

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp 2 phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu là 12,0x cho EPS 2022 và (2) P/B mục tiêu là 1,9x cho giá trị sổ sách 2022. Trong đó, P/B mục tiêu 1,9x của CRE vẫn đang được chiết khấu 10% so với mức trung bình của các công ty môi giới BĐS nội địa (bao gồm DXS, NRC và KHG). Tiềm năng tăng giá là quy mô của các đầu tư thứ cấp lớn hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là đại dịch kéo dài hơn dự kiến tác động tiêu cực đến hoạt động môi giới và mở bán các dự án BĐS.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.312	2.117	5.735	10.088
Tăng trưởng DT thuần	37,1%	(8,4%)	170,8%	75,9%
Biên lợi nhuận gộp	32,5%	28,3%	17,7%	15,3%
Biên EBITDA	21,3%	16,4%	11,6%	10,0%
LN ròng (tỷ)	389	294	441	701
Tăng trưởng LN ròng	23,3%	(24,4%)	50,2%	58,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	22,7%	(23,6%)	49,2%	58,1%
EPS cơ bản	1.975	1.493	2.189	3.479
EPS điều chỉnh	1.806	1.303	1.967	3.163
BVPS	9.318	10.238	18.035	21.633
ROAE	23,6%	15,3%	15,6%	17,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	2.117	5.735	10.088
Giá vốn hàng bán	(1.518)	(4.718)	(8.545)
Chi phí quản lý DN	(191)	(259)	(392)
Chi phí bán hàng	(43)	(103)	(144)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>364</b>	<b>656</b>	<b>1.007</b>
EBITDA thuần	330	620	966
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>41</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>364</b>	<b>656</b>	<b>1.007</b>
Thu nhập lãi	24	46	46
Chi phí tài chính	(17)	(146)	(174)
Thu nhập ròng khác	2	3	5
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>374</b>	<b>559</b>	<b>884</b>
Thuế	(74)	(112)	(177)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6)	(6)	(6)
<b>LN ròng</b>	<b>294</b>	<b>441</b>	<b>701</b>
Thu nhập trên vốn	294	441	701
Cổ tức phổ thông	(80)	(202)	(202)
<b>LN giữ lại</b>	<b>214</b>	<b>240</b>	<b>500</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	191	172	232
Đầu tư ngắn hạn	220	318	318
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.615	2.200	3.178
Hàng tồn kho	32	1.551	2.575
Các tài sản ngắn hạn khác	19	17	20
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.077</b>	<b>4.258</b>	<b>6.324</b>
Tài sản cố định	233	237	265
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1.502	1.663	1.816
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.811</b>	<b>6.158</b>	<b>8.405</b>
Vay & nợ ngắn hạn	371	682	1.569
Phải trả người bán	155	129	211
Nợ ngắn hạn khác	789	717	1.261
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.315</b>	<b>1.529</b>	<b>3.041</b>
Vay & nợ dài hạn	450	950	950
Các khoản phải trả khác	2	8	11
Vốn điều lệ và	800	2.016	2.016
LN giữ lại	950	1.190	1.689
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.015</b>	<b>3.636</b>	<b>4.361</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	30	36	42
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.811</b>	<b>6.158</b>	<b>8.405</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>374</b>	<b>559</b>	<b>884</b>
Khấu hao	35	36	41
Thuế đã nộp	(99)	(112)	(177)
Các khoản điều chỉnh khác	(47)	(3)	141
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(724)</b>	<b>(2.181)</b>	<b>(1.440)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(461)</b>	<b>(1.700)</b>	<b>(550)</b>
Đầu tư TSCĐ	(16)	(50)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	3	5
Các khoản khác	(133)	(98)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(28)	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(177)</b>	<b>(145)</b>	<b>(75)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	4	1.216	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	738	811	886
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(80)	(202)	(202)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>662</b>	<b>1.826</b>	<b>685</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	168	191	172
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>24</b>	<b>(19)</b>	<b>60</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	191	172	232

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	13,9%	7,7%	7,0%
Vòng quay TS	0,65	1,15	1,39
ROAA	9,0%	8,9%	9,6%
Đòn bẩy tài chính	1,69	1,76	1,82
ROAE	15,3%	15,6%	17,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	279,1	140,0	115,0
Số ngày nắm giữ HTK	7,7	120,0	110,0
Số ngày phải trả tiền bán	37,5	10,0	9,0
Vòng quay TSCĐ	9,15	24,45	40,19
ROIC	10,3%	8,3%	10,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	2,8	2,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	1,8	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,2
Vòng quay tiền	249,4	250,0	216,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(8,4%)	170,8%	75,9%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(28,6%)	80,0%	53,5%
Tăng trưởng LN ròng	(24,4%)	50,2%	58,9%
Tăng trưởng EPS	(24,4%)	46,6%	58,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## NH TM CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG VIỆT NAM (CTG)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND34.300	VND41.700	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

Consensus\*: Mua:9 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 2,2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	42.148
Thấp nhất 52 tuần (VND)	23.515
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	341.105
Thị giá vốn (tỷ VND)	157.148
Free float (%)	15
P/E trượt (x)	11,6
P/B hiện tại (x)	1,87

### Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam	64,5%
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BTMU)	19,7%
Khác	15,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Thời điểm chín muồi

- Tập khách hàng doanh nghiệp lớn của CTG sẽ giúp thúc đẩy chuyển dịch cho vay sang các mảng có tỷ suất cao hơn như cho vay cá nhân.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận (LN) ròng tăng 11%/15,8% năm 2022-2023 nhờ tăng thu nhập ngoài lãi.
- Khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu 41.700 đồng/cổ phiếu.

### Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên

(1) CTG có vị thế để mở rộng sang ngân hàng bán lẻ nhờ cơ sở khách hàng và mạng lưới chi nhánh rộng lớn. (2) Chúng tôi thấy cơ hội cho CTG nhờ việc được tháo nút thắt về tăng vốn đã cản trở tăng trưởng của CTG trong nhiều năm. (3) Chúng tôi kỳ vọng hợp đồng hợp tác độc quyền bán bảo hiểm với Manulife sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phí của NH trong tương lai.

### Chất lượng tài sản vẫn cần cải thiện

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng lên mức 1,67% vào cuối Q3/21 từ mức 1,34% vào cuối Q2/21 và 0,94% vào cuối Q4/20, cao hơn một chút so với mức trung bình ngành mức 1,64%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm về 118,6%% vào cuối Q3/21 từ mức 129% vào cuối Q2/21 và 132% vào cuối Q4/20, cao hơn mức trung bình ngành là 114%.

### LN dự kiến tăng 11.5%/15.8% năm 2022-2023 nhờ phí trả trước

Chúng tôi dự kiến CTG sẽ nhận được khoảng 250 triệu USD phí độc quyền trả trước đối với hợp đồng hợp tác bán bảo hiểm độc quyền với Manulife, phân bổ ghi nhận 5 năm từ năm 2022, giúp thu nhập ngoài lãi tăng lên 18,1%/19,6% năm 2022-2023. Mặt khác, chúng tôi dự báo cho vay tăng trưởng 8,0%/8,5% năm 2022-2023 phản ánh nhu cầu tín dụng cao hơn khi nền kinh tế phục hồi từ năm 2022 trong khi biên lãi ròng (NIM) sẽ dao động ở mức 2,9%-3,0% năm 2022-2023 trong bối cảnh giảm lãi vay để hỗ trợ khách hàng và tăng lãi tiền gửi từ Q4/21. Kết quả, chúng tôi dự báo tăng trưởng 11%/15,8% năm 2022-2023. ROE ở mức 14,6%/14,9% năm 2022-2023.

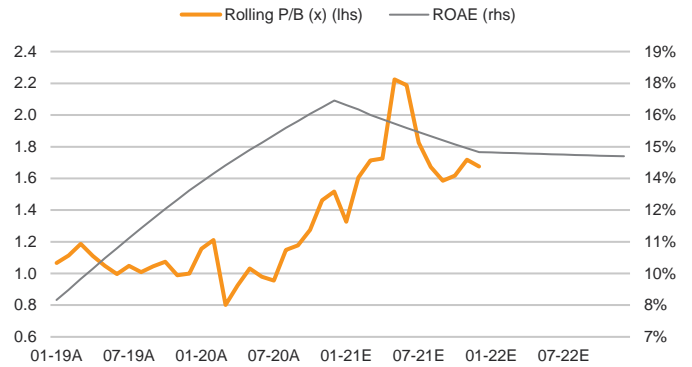
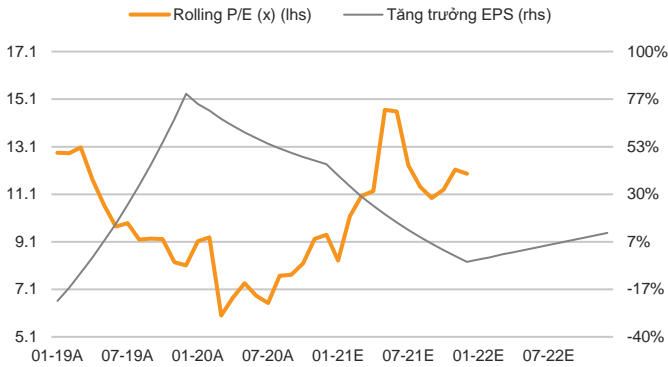
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 41.700 đồng/cp

Giá mục tiêu của chúng tôi là 41,700 đồng/ cổ phiếu dựa trên định giá thu nhập thẳng dư (Chi phí vốn: 13%, Tăng trưởng dài hạn: 4%) và P/B năm 2022 là 1,6x với tỷ trọng bằng nhau. Chúng tôi tin CTG phù hợp với dự báo 1,6x trong năm 2022 nhằm phản ánh chỉ số ROE của CTG giai đoạn 2021-2022 thấp hơn mức trung bình ngành. Tiềm năng tăng giá là NIM hoặc tín dụng tăng cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá là chi phí vốn cao hơn dự kiến

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	35.581	39.947	44.080	47.580
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2,8%	3,1%	3,0%	2,9%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	45.317	51.418	57.626	63.787
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(12.147)	(15.824)	(17.137)	(18.084)
LN ròng (tỷ)	13.694	13.257	14.717	17.042
Tăng trưởng LN ròng	44,7%	(3,2%)	11,0%	15,8%
EPS điều chỉnh	2.107	2.152	2.334	2.711
BVPS	17.645	19.696	22.260	25.271
ROAE	16,9%	14,8%	14,6%	14,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	39.947	44.080	47.580
Thu nhập lãi suất ròng	11.471	13.546	16.206
Tổng lợi nhuận hoạt động	51.418	57.626	63.787
Tổng chi phí hoạt động	(18.511)	(21.177)	(23.395)
LN trước dự phòng	32.908	36.449	40.391
Tổng trích lập dự phòng	(15.824)	(17.137)	(18.084)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	17.083	19.312	22.308
Thuế	(3.417)	(4.102)	(4.702)
Lợi nhuận sau thuế	13.667	15.209	17.606
Lợi ích cổ đông thiểu số	(410)	(492)	(564)
LN ròng	13.257	14.717	17.042

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	1.106.713	1.195.250	1.296.847
Cho vay các ngân hàng khác	107.660	125.962	144.856
<b>Tổng cho vay</b>	<b>1.214.373</b>	<b>1.321.212</b>	<b>1.441.703</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	126.941	145.982	160.581
Các tài sản sinh lãi khác	63.529	74.329	85.478
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>1.404.843</b>	<b>1.541.524</b>	<b>1.687.762</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(15.101)</b>	<b>(15.502)</b>	<b>(15.528)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>1.094.034</b>	<b>1.182.533</b>	<b>1.284.382</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>1.389.742</b>	<b>1.526.022</b>	<b>1.672.234</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	10.427	10.948	11.495
Tổng đầu tư	3.487	3.661	3.845
Các tài sản khác	46.767	49.106	51.561
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>60.681</b>	<b>63.715</b>	<b>66.901</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.450.424</b>	<b>1.589.737</b>	<b>1.739.135</b>
Nợ khách hàng	1.084.413	1.198.276	1.318.104
Dư nợ tín dụng	62.869	69.156	71.231
Tài sản nợ chịu lãi	1.147.282	1.267.433	1.389.335
Tiền gửi	173.116	182.113	186.759
Tổng tiền gửi	1.320.399	1.449.545	1.576.093
Các khoản nợ lãi suất khác	2.597	2.467	2.343
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>1.322.995</b>	<b>1.452.012</b>	<b>1.578.437</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	31.764	29.248	37.186
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>31.764</b>	<b>29.248</b>	<b>37.186</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.354.759</b>	<b>1.481.260</b>	<b>1.615.622</b>
Vốn điều lệ và	48.058	48.058	48.058
Thặng dư vốn cổ phần	9.491	9.491	9.491
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	23.098	33.111	44.936
Các quỹ thuộc VCSH	14.009	16.317	18.962
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>94.656</b>	<b>106.976</b>	<b>121.447</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.009	1.501	2.065
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>95.665</b>	<b>108.477</b>	<b>123.512</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.450.424</b>	<b>1.589.737</b>	<b>1.739.135</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	9,5%	10,5%	10,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	9,0%	8,0%	8,5%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	12,3%	10,3%	7,9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	12,6%	10,8%	10,8%
Tăng trưởng LN ròng	(3,2%)	11,0%	15,8%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	8,3%	9,8%	9,6%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.758	3.062	3.546
BVPS (VND)	19.696	22.260	25.271
Cổ tức / cp (VND)	500	500	500
Tăng trưởng EPS	(3,2%)	11,0%	15,8%

Các chỉ số chính

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	3,0%	2,9%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(36,0%)	(36,7%)	(36,7%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,6%	0,3%	0,3%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,6%	0,3%	0,3%
LN/ TB cho vay	1,5%	1,5%	1,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	8,0%	8,0%	8,1%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,5%	94,3%	93,3%
<b>Biên lợi và độ đàn trả</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,3%	7,0%	7,1%
Chi phí cho các quỹ	4,2%	4,3%	4,4%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,9%	2,9%	2,9%
ROAE	14,8%	14,6%	14,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP BỘT GIẶT & HÓA CHẤT ĐỨC GIANG (DGC)

Giá thị trường  
VND162.000

Giá mục tiêu  
VND199.800

Tỷ suất cổ tức  
0,0%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Vật liệu cơ bản

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

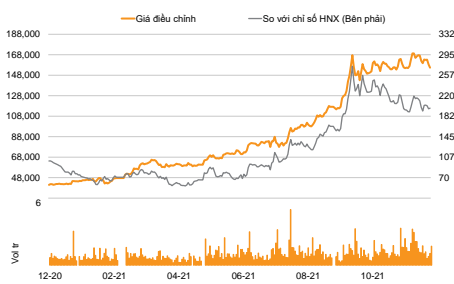
Consensus\*: Mua:4 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 5,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	169.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	39.661
GTĐBQ 3 tháng (tr VND)	205.544
Thị giá vốn (tỷ VND)	28.662
Free float (%)	47
P/E trượt (x)	30,6
P/B hiện tại (x)	7,08

### Cơ cấu sở hữu

Đào Hữu Huyền	18,5%
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	8,9%
Ngô Thị Ngọc Lan	6,8%
Khác	65,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn  
www.vndirect.com.vn

### Thiên thời, địa lợi, nhân hòa

- DGC là công ty số 1 Việt Nam về quy mô và công nghệ trong ngành sản xuất phốt pho của Việt Nam.
- Dự phóng LN ròng của DGC đạt CAGR 31,4% trong 2021-23 nhờ tăng nhu cầu về chất bán dẫn và hưởng lợi từ chính sách của Chính phủ.
- Chúng tôi lựa chọn DGC là cổ phiếu tiêu biểu cho ngành hóa chất.

### Nhà sản xuất photpho hàng đầu Việt Nam

DGC là công ty đứng đầu cả nước về quy mô và công nghệ trong ngành sản xuất phốt pho và các dẫn xuất của phốt pho. DGC chiếm ~ 50% công suất phốt pho vàng của Việt Nam và hiện là nhà sản xuất phụ gia và thức ăn chăn nuôi duy nhất trong nước. Công ty cũng là nhà sản xuất lớn nhất và là nhà xuất khẩu duy nhất của Việt Nam đối với axit photphoric trích ly và điện (WPA và TPA).

### Dự án Xút-Clo là động lực tăng trưởng DT chính của DGC trong 2023-24

Ban lãnh đạo DGC đã chấp thuận xây dựng dự án “xút-clo Nghi Sơn” (CAV) với chi phí đầu tư 521 triệu USD, trong đó giai đoạn 1 (GD1) là 434 triệu USD và GD2 là 87 triệu USD. Chúng tôi kỳ vọng GD1 sẽ vận hành 50%/75% công suất trong năm 2023/24 và các dây chuyền sản xuất đầu tiên có thể chạy thử trong 6 tháng cuối năm 2022. Chúng tôi dự báo doanh thu GD1 của DGC đạt 900 tỷ đồng/1.350 tỷ đồng trong năm 2023/24, tương ứng 12%/17% tổng doanh thu.

### Chúng tôi dự phóng LN ròng của DGC đạt CAGR 31,4% trong 2021-23

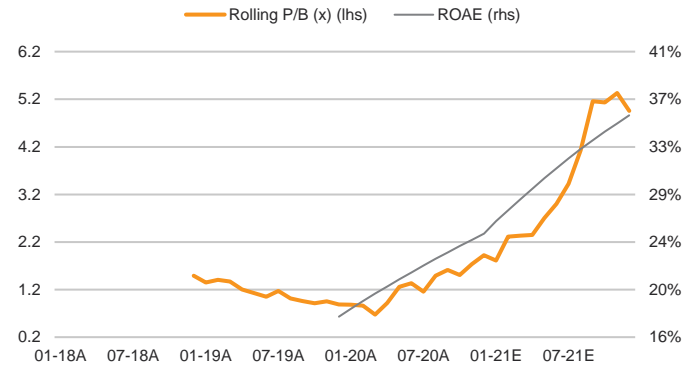
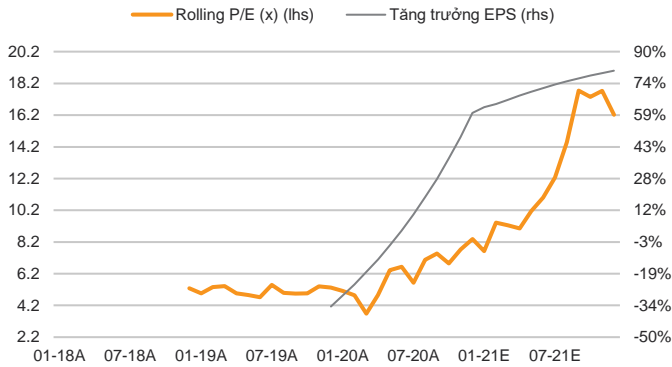
Trong 9T/21, DT của DGC đạt 6.094 tỷ đồng (+31% svck), trong khi LN ròng tăng 62% svck, đạt 1.180 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng DT phốt pho vàng sẽ giảm 11,7%/13,3% svck trong 2022/23 do chúng tôi cho rằng DGC sẽ ưu tiên sử dụng phốt pho để sản xuất các sản phẩm khác có biên LNG cao hơn. Trong khi chúng tôi dự báo doanh thu từ WPA và TPA sẽ tăng 80,1%/3,5% svck trong 2022/23 nhờ nhu cầu cao với chất bán dẫn trong 2022 và mở rộng công suất TPA từ 30.000 tấn/năm lên 100.000 tấn/năm vào T9/21. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng mảng phân bón và phụ gia thức ăn chăn nuôi sẽ tăng trưởng 29%/14% svck trong 2022/23 do phân bón MAP và DAP sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chính sách bảo hộ của Chính phủ. Do đó, chúng tôi dự phóng DT và LN ròng của DGC sẽ tăng 30%/8% svck và 44%/19% svck trong 2022-23.

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 199.800 đồng

Giá mục tiêu 1 năm dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa 2 phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (WACC 0,4%, COE 11,8%) và P/E với P/E mục tiêu 14,0x. Tiềm năng tăng giá bao gồm tăng giá phốt pho vàng có thể kéo dài đến năm 2023 do Trung Quốc có thể tiếp tục thắt chặt việc hạn chế sản xuất các sản phẩm ô nhiễm môi trường. Rủi ro giảm giá gồm giá bán phốt pho điều chỉnh mạnh hơn dự kiến và rủi ro về thuế xuất khẩu photpho có thể làm giảm biên LNG của DGC.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.236	9.157	12.060	12.978
Tăng trưởng DT thuần	22,5%	46,8%	31,7%	7,6%
Biên lợi nhuận gộp	23,7%	25,9%	28,1%	30,1%
Biên EBITDA	13,1%	17,9%	20,7%	22,6%
LN ròng (tỷ)	907	1.638	2.396	2.828
Tăng trưởng LN ròng	60,0%	80,7%	46,2%	18,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	65,9%	80,7%	46,2%	18,0%
EPS cơ bản	5.302	9.582	14.011	16.539
EPS điều chỉnh	4.847	8.981	13.132	15.501
BVPS	22.871	31.235	42.875	55.922
ROAE	25,1%	35,4%	37,8%	35,5%

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	6.236	9.157	12.060
Giá vốn hàng bán	(4.757)	(6.785)	(8.676)
Chi phí quản lý DN	(105)	(119)	(157)
Chi phí bán hàng	(388)	(504)	(663)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>987</b>	<b>1.749</b>	<b>2.565</b>
EBITDA thuần	785	1.536	2.363
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>201</b>	<b>213</b>	<b>202</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>987</b>	<b>1.749</b>	<b>2.565</b>
Thu nhập lãi	122	147	176
Chi phí tài chính	(85)	(105)	(119)
Thu nhập ròng khác	(22)	18	24
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.001</b>	<b>1.809</b>	<b>2.646</b>
Thuế	(53)	(96)	(140)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(41)	(75)	(109)
<b>LN ròng</b>	<b>907</b>	<b>1.638</b>	<b>2.396</b>
Thu nhập trên vốn	907	1.638	2.396
Cổ tức phổ thông	0	(256)	(302)
<b>LN giữ lại</b>	<b>907</b>	<b>1.382</b>	<b>2.094</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	282	503	625
Đầu tư ngắn hạn	1.558	2.025	2.227
Các khoản phải thu ngắn hạn	849	1.052	1.386
Hàng tồn kho	697	929	1.394
Các tài sản ngắn hạn khác	48	785	1.162
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.433</b>	<b>5.294</b>	<b>6.794</b>
Tài sản cố định	2.210	2.636	3.603
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	233	690	875
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.876</b>	<b>8.620</b>	<b>11.271</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.149	1.319	1.737
Phải trả người bán	137	194	248
Nợ ngắn hạn khác	523	680	832
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.809</b>	<b>2.192</b>	<b>2.816</b>
Vay & nợ dài hạn	0	700	560
Các khoản phải trả khác	0	219	324
Vốn điều lệ và	1.488	1.710	1.710
LN giữ lại	1.140	2.265	4.058
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.911</b>	<b>5.341</b>	<b>7.332</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	156	168	240
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.876</b>	<b>8.620</b>	<b>11.271</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.001</b>	<b>1.809</b>	<b>2.646</b>
Khấu hao	213	202	248
Thuế đã nộp	(53)	(96)	(140)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(153)</b>	<b>(459)</b>	<b>(852)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>1.008</b>	<b>1.456</b>	<b>1.901</b>
Đầu tư TSCĐ	(243)	(644)	(1.278)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	2	2
Các khoản khác	36	147	176
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(896)	(866)	(953)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.101)</b>	<b>(1.361)</b>	<b>(2.052)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	30	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	377	(52)	472
Dòng tiền từ HĐTC khác	(129)	401	101
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(256)	(302)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>248</b>	<b>123</b>	<b>271</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	128	282	503
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>155</b>	<b>218</b>	<b>120</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	282	500	623

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	14,5%	17,9%	19,9%
Vòng quay TS	1,18	1,26	1,21
ROAA	17,1%	22,6%	24,1%
Đòn bẩy tài chính	1,46	1,57	1,57
ROAE	25,1%	35,4%	37,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	44,0	37,8	37,8
Số ngày nắm giữ HTK	53,6	50,0	58,7
Số ngày phải trả tiền bán	10,5	10,4	10,4
Vòng quay TSCĐ	2,73	3,78	3,87
ROIC	17,4%	21,8%	24,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,9	2,4	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	2,0	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,2	1,0
Vòng quay tiền	87,1	77,4	86,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	22,5%	46,8%	31,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	66,7%	77,3%	46,6%
Tăng trưởng LN ròng	60,0%	80,7%	46,2%
Tăng trưởng EPS	60,0%	80,7%	46,2%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP DỊCH VỤ BẤT ĐỘNG SẢN ĐẤT XANH (DXS)

Giá thị trường  
VND30.650

Giá mục tiêu  
VND39.900

Tỷ suất cổ tức  
8,8%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Bất động sản

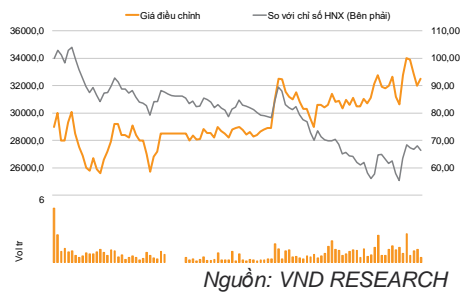
Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: Mua:1 Giữ:0 Bán:0  
Giá mục tiêu/Consensus:

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo  
➢ N/A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	32.750
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	24.640
Thị giá vốn (tỷ VND)	10.979
Free float (%)	30
P/E trượt (x)	N/A
P/B hiện tại (x)	1,9

### Cơ cấu sở hữu

DXG	56,3%
Victory Holding Investment Limited	8,1%
Khác	48,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Sóng giá đã qua

- DXS có vị thế tốt để nắm bắt sự phục hồi của thị trường BĐS từ 2022, với thị phần môi giới dẫn đầu cả nước.
- Chúng tôi ước tính LN ròng 2022-23 tăng 91,6% svck/70,6% svck thúc đẩy bởi sự phục hồi của hoạt động môi giới cũng như thị trường BĐS.
- Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu 39.900 đồng/cp.

### Lợi thế quy mô giúp DN duy trì thị phần môi giới dẫn đầu cả nước

Chúng tôi đánh giá cao DXS vì (1) DXS có vị thế tốt để nắm bắt sự phục hồi của thị trường BĐS từ 2022, với vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực môi giới BĐS với 28% thị phần, nhờ mạng lưới phân phối rộng khắp các tỉnh thành Việt Nam; (2) mô hình kinh doanh khác biệt tập trung vào môi giới trọn gói mang lại hiệu quả cao so với các đối thủ cạnh tranh; 3) nhờ nền tảng vững chắc ở môi giới sơ cấp cùng cơ sở dữ liệu khách hàng vượt trội 7,5 triệu khách hàng, chúng tôi cho rằng DXS sẽ giữ vững vị trí dẫn đầu trong cả mảng môi giới sơ cấp, thứ cấp và cung cấp các dịch vụ phụ trợ và 4) nền tảng công nghệ DXRES O2O được kỳ vọng sẽ giúp DXS tối đa hóa lợi thế cạnh tranh, trở thành hệ sinh thái đồng nhất.

### Triển vọng thị trường BĐS 2022: sẵn sàng phục hồi mạnh mẽ

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở phục hồi từ 2022, dựa trên ba yếu tố: 1) nguồn cầu được thúc đẩy mạnh mẽ bởi thị trường phục hồi trên diện rộng trong 2022; 2) lãi suất vay mua nhà thấp cùng cố quyết định mua nhà; và 3) nguồn cung mới hồi phục ấn tượng nhờ nới lỏng pháp lý. Thêm vào đó, chúng tôi tin rằng BĐS nghỉ dưỡng sẽ hồi phục nhanh chóng trong tương lai nhờ hỗ trợ của vắc xin cùng với sự phục hồi của thị trường du lịch tại Việt Nam. Sóng gió của BĐS nghỉ dưỡng do dịch COVID-19 gây ra có thể kết thúc từ cuối 2021.

### LN ròng 2022-23 tăng mạnh mẽ nhờ hoạt động môi giới BĐS phục hồi

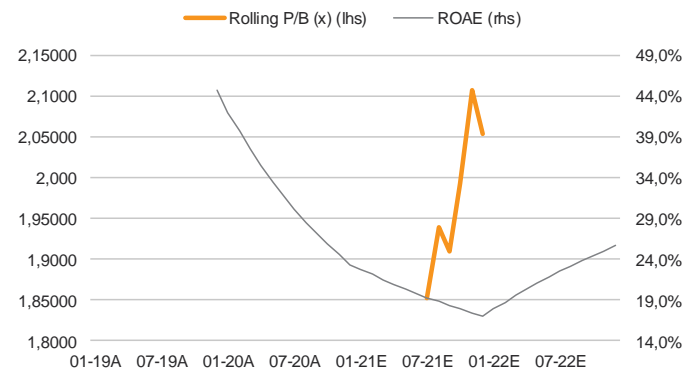
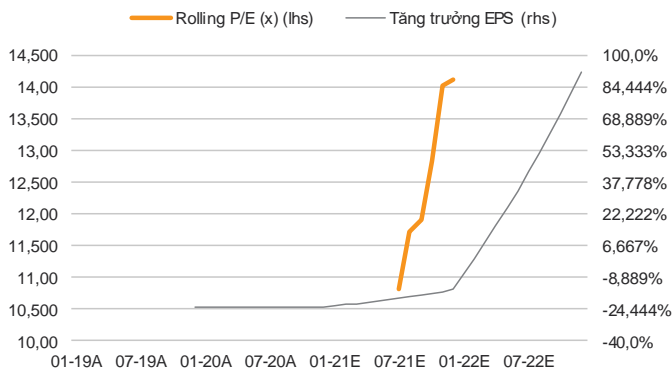
Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của DXS trong giai đoạn 2022-23 lần lượt đạt 1.579 tỷ đồng (+91,6% svck)/2.695 tỷ đồng (+70,6% svck) được hỗ trợ bởi (1) DXS đã ký hợp đồng phân phối cho hơn 212 dự án BĐS với hơn 100.000 sản phẩm, tổng giá trị hợp đồng ước tính 33.500 tỷ đồng, 2) sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ DXG, cung cấp các dịch vụ trọn gói cho các dự án lớn như Gem Sky World và 3) hoạt động môi giới BĐS sẽ phục hồi nhờ các biện pháp giãn cách xã hội đã được nới lỏng.

### Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với giá mục tiêu 39.900 đồng/cp

Động lực tăng giá cổ phiếu là quy mô các hợp đồng phân phối sản phẩm sơ cấp của công ty lớn hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá cổ phiếu là các quy trình pháp lý kéo dài và chậm hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng của doanh nghiệp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.249	4.304	7.665	12.862
Tăng trưởng DT thuần	(20,6%)	32,5%	78,1%	67,8%
Biên lợi nhuận gộp	71,9%	60,5%	55,8%	51,1%
Biên EBITDA	45,0%	38,8%	37,9%	37,7%
LN ròng (tỷ)	873	824	1.579	2.695
Tăng trưởng LN ròng	(17,7%)	(5,6%)	91,6%	70,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(21,3%)	(1,9%)	91,6%	70,6%
EPS cơ bản	2.708	2.302	4.409	7.523
EPS điều chỉnh	2.398	2.118	4.056	6.921
BVPS	12.456	15.820	18.619	23.393
ROAE	23,4%	17,0%	25,6%	35,8%

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.304	7.665	12.862
Giá vốn hàng bán	(1.700)	(3.384)	(6.286)
Chi phí quản lý DN	(430)	(652)	(772)
Chi phí bán hàng	(559)	(767)	(1.029)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.614</b>	<b>2.863</b>	<b>4.775</b>
EBITDA thuần	1.597	2.845	4.756
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.614</b>	<b>2.863</b>	<b>4.775</b>
Thu nhập lãi	60	60	60
Chi phí tài chính	(60)	(50)	(50)
Thu nhập ròng khác	12	20	28
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.626</b>	<b>2.892</b>	<b>4.812</b>
Thuế	(358)	(636)	(962)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(444)	(677)	(1.155)
<b>LN ròng</b>	<b>824</b>	<b>1.579</b>	<b>2.695</b>
Thu nhập trên vốn	824	1.579	2.695
Cổ tức phổ thông	(254)	(451)	(770)
<b>LN giữ lại</b>	<b>571</b>	<b>1.128</b>	<b>1.925</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	2.112	3.009	5.546
Đầu tư ngắn hạn	110	110	110
Các khoản phải thu ngắn hạn	8.192	9.893	12.367
Hàng tồn kho	1.999	2.299	2.599
Các tài sản ngắn hạn khác	148	155	163
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>12.562</b>	<b>15.467</b>	<b>20.786</b>
Tài sản cố định	193	203	217
Tổng đầu tư	30	30	30
Tài sản dài hạn khác	1.369	2.400	3.455
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.154</b>	<b>18.100</b>	<b>24.489</b>
Vay & nợ ngắn hạn	180	80	80
Phải trả người bán	539	1.073	1.993
Nợ ngắn hạn khác	5.450	7.324	9.927
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.169</b>	<b>8.477</b>	<b>12.000</b>
Vay & nợ dài hạn	45	5	5
Các khoản phải trả khác	6	6	6
Vốn điều lệ và	3.582	3.582	3.582
LN giữ lại	961	1.963	3.672
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.667</b>	<b>6.669</b>	<b>8.379</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.266	2.943	4.098
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.154</b>	<b>18.100</b>	<b>24.489</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.626</b>	<b>2.892</b>	<b>4.812</b>
Khấu hao	17	18	18
Thuế đã nộp	(358)	(636)	(962)
Các khoản điều chỉnh khác	(126)	(186)	(276)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(575)</b>	<b>(634)</b>	<b>(316)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>585</b>	<b>1.453</b>	<b>3.277</b>
Đầu tư TSCĐ	(21)	(25)	(30)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	60	60	60
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>30</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1.145	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	0	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(550)	(140)	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(254)	(451)	(770)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>341</b>	<b>(592)</b>	<b>(770)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.146	2.112	3.009
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>966</b>	<b>897</b>	<b>2.536</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.112	3.008	5.546

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	19,2%	20,6%	21,0%
Vòng quay TS	0,34	0,48	0,60
ROAA	6,5%	9,8%	12,7%
Đòn bẩy tài chính	2,61	2,61	2,83
ROAE	17,0%	25,6%	35,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	91,3	91,3	91,3
Số ngày nắm giữ HTK	429,2	248,0	150,9
Số ngày phải trả tiền bán	115,7	115,7	115,7
Vòng quay TSCĐ	22,61	38,69	61,23
ROIC	10,1%	16,3%	21,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	1,8	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,6	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,5
Vòng quay tiền	404,7	223,5	126,4
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	32,5%	78,1%	67,8%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	14,1%	77,4%	66,8%
Tăng trưởng LN ròng	(5,6%)	91,6%	70,6%
Tăng trưởng EPS	(15,0%)	91,6%	70,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP FECON (FCN)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND18.600	VND18.400	2,69%	TRUNG LẬP	Xây dựng

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung bình</b>

Consensus\*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: na

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> na

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	22.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.150
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	88.824
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.133
Free float (%)	54
P/E trượt (x)	21,1
P/B hiện tại (x)	1,0

### Cơ cấu sở hữu

Raito Kogyo Co., Ltd	25,5%
Red One Fund	10,2%
Khác	64,3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Nền móng vững chắc cho 2022

- FCN đang đẩy mạnh việc tham gia vào ngành năng lượng tái tạo (NLTT), đặc biệt là điện gió, đây sẽ là động lực tăng giá mạnh mẽ cho công ty.
- Đợt tăng vốn thành công trong tháng 11/2021 vừa qua sẽ giúp giảm rủi ro về tỷ lệ đòn bẩy cao và dòng tiền âm của FCN.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 18.400 đồng/cp

### Những khó khăn của mảng xây dựng đường như đã đi qua

FCN là một trong số ít các nhà thầu trong nước sở hữu kỹ thuật chuyên sâu trong lĩnh vực xây dựng nền móng & công nghiệp nặng và đang định hướng để trở thành tổng thầu. Chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng của FCN sẽ hồi phục vào năm 2022-23 nhờ dòng vốn đầu tư công và FDI mạnh mẽ. Các dự án nhà máy điện và phát triển cơ sở hạ tầng đang chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục dự án xây dựng của FCN, đảm bảo cho doanh thu mảng kinh doanh này tăng trưởng kép 14,4% trong giai đoạn 2021-23.

### Hưởng lợi từ xu hướng đầu tư năng lượng sạch tại Việt Nam

FCN đã rất nhanh chóng tận dụng cơ hội từ xu hướng đầu tư mạnh mẽ vào các dự án điện gió. Hiện tại, công ty đang thực hiện thi công 5 dự án điện gió lớn với tổng giá trị hợp đồng xây dựng lên tới 2.884 tỷ đồng. Bên cạnh đó, FCN cũng đang nắm giữ 40% và 51% cổ phần tại 2 nhà máy điện NLTT với tổng công suất 80MW. Công ty cũng đặt mục tiêu xây dựng danh mục đầu tư với 1.000MW công suất điện NLTT.

### Tăng vốn thành công trong tháng 11/2021

FCN đã huy động thành công 416 tỷ đồng thông qua phát hành riêng lẻ 32 triệu cổ phiếu (~25,5% SLCP đang lưu hành) trong năm nay. Chúng tôi ước tính việc tăng vốn sẽ giúp giảm bớt lo ngại về dòng tiền âm và đưa tỷ lệ đòn bẩy tài chính của công ty giảm từ 0,91x xuống chỉ còn 0,66x vào cuối năm 2021.

### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 18.400 đồng/cp

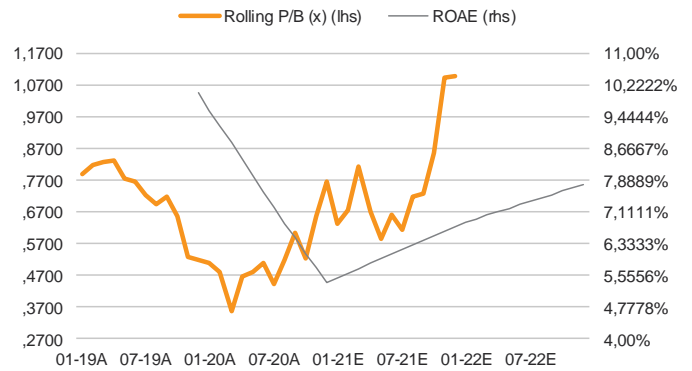
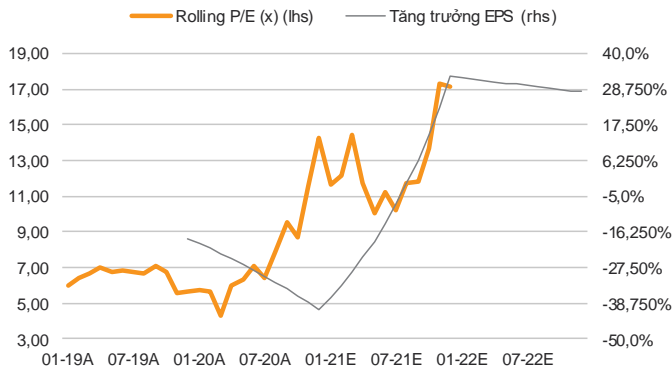
Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận (LN) ròng của công ty sẽ tăng trưởng kép 25,8% trong giai đoạn 2021-23 nhờ giá trị backlog lớn hiện tại, chiếm khoảng 80% dự phóng của chúng tôi. Trong dự phóng này, chúng tôi chưa tính đến khả năng FCN thoái vốn khỏi hai nhà máy NLTT. Nếu chuyển nhượng thành công, hai nhà máy trên sẽ đem lại cho công ty khoảng 80 tỷ đồng LN ròng trong năm 2021-2022. Giá mục tiêu của chúng tôi là 18.400 đồng/cp dựa trên phương pháp định giá từng phần cho mảng xây dựng và hai nhà máy NLTT.

**Động lực tăng giá** là giá trị các hợp đồng xây dựng và giá trị thoái vốn tốt hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) chính sách giá bán điện thấp hơn cho các nhà đầu tư và xây dựng điện gió và (2) rủi ro pha loãng do nhu cầu vốn lớn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.154	3.841	4.474	4.888
Tăng trưởng DT thuần	2,0%	21,8%	16,5%	9,2%
Biên lợi nhuận gộp	15,0%	15,7%	16,8%	16,7%
Biên EBITDA	9,2%	10,5%	11,4%	11,2%
LN ròng (tỷ)	119	158	202	236
Tăng trưởng LN ròng	(40,8%)	32,9%	27,9%	17,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(40,8%)	32,9%	27,9%	17,2%
EPS cơ bản	946	1.258	1.609	1.885
EPS điều chỉnh	888	1.194	1.542	1.799
BVPS	17.661	19.569	21.853	24.004
ROAE	5,4%	6,8%	7,8%	8,2%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.841	4.474	4.888
Giá vốn hàng bán	(3.238)	(3.724)	(4.070)
Chi phí quản lý DN	(35)	(40)	(44)
Chi phí bán hàng	(230)	(268)	(293)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>338</b>	<b>442</b>	<b>480</b>
EBITDA thuần	405	512	553
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(67)</b>	<b>(70)</b>	<b>(73)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>338</b>	<b>442</b>	<b>480</b>
Thu nhập lãi	14	15	17
Chi phí tài chính	(154)	(202)	(198)
Thu nhập ròng khác	1	2	2
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>200</b>	<b>257</b>	<b>301</b>
Thuế	(40)	(53)	(62)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(3)
<b>LN ròng</b>	<b>158</b>	<b>202</b>	<b>236</b>
Thu nhập trên vốn	158	202	236
Cổ tức phổ thông	(63)	(63)	(63)
<b>LN giữ lại</b>	<b>95</b>	<b>139</b>	<b>174</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	307	433	432
Đầu tư ngắn hạn	36	36	36
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.157	3.432	3.749
Hàng tồn kho	1.464	1.632	1.728
Các tài sản ngắn hạn khác	346	403	440
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.310</b>	<b>5.937</b>	<b>6.386</b>
Tài sản cố định	2.046	2.051	2.053
Tổng đầu tư	305	305	305
Tài sản dài hạn khác	192	224	244
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.853</b>	<b>8.516</b>	<b>8.988</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.296	1.508	1.623
Phải trả người bán	1.464	1.632	1.784
Nợ ngắn hạn khác	1.152	1.343	1.467
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.912</b>	<b>4.483</b>	<b>4.874</b>
Vay & nợ dài hạn	1.189	991	799
Các khoản phải trả khác	8	9	10
Vốn điều lệ và	1.254	1.254	1.254
LN giữ lại	307	446	620
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.455</b>	<b>2.741</b>	<b>3.011</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	290	292	295
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.853</b>	<b>8.516</b>	<b>8.988</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>200</b>	<b>257</b>	<b>301</b>
Khấu hao	73	75	78
Thuế đã nộp	(40)	(53)	(62)
Các khoản điều chỉnh khác	(98)	(92)	(87)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>189</b>	<b>(268)</b>	<b>(174)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>324</b>	<b>(80)</b>	<b>57</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.400)	(80)	(80)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.401)</b>	<b>(80)</b>	<b>(80)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.088	349	85
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(63)	(63)	(63)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.026</b>	<b>286</b>	<b>22</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	358	307	433
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(51)</b>	<b>126</b>	<b>(1)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	307	433	432

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	4,1%	4,5%	4,8%
Vòng quay TS	0,52	0,55	0,56
ROAA	2,2%	2,5%	2,7%
Đòn bẩy tài chính	3,13	3,15	3,04
ROAE	6,8%	7,8%	8,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	300,0	280,0	280,0
Số ngày nắm giữ HTK	165,0	160,0	155,0
Số ngày phải trả tiền bán	165,0	160,0	160,0
Vòng quay TSCĐ	2,78	2,18	2,38
ROIC	3,0%	3,6%	4,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,3	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1
Vòng quay tiền	300,0	280,0	275,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	21,8%	16,5%	9,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	30,3%	30,8%	8,6%
Tăng trưởng LN ròng	32,9%	27,9%	17,2%
Tăng trưởng EPS	32,9%	27,9%	17,2%

Nguồn: VND RESEARCH

## CÔNG TY CỔ PHẦN FPT (FPT)

Giá thị trường

VND98.900

Giá mục tiêu

VND118.500

Tỷ suất cổ tức

2,02%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghệ

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus\*: Mua:11 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 3,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	99.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	44.756
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	222.209tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	87.208
Free float (%)	60
P/E trượt (x)	22,3
P/B hiện tại (x)	5,3

Cơ cấu sở hữu

Trương Gia Bình	7,1%
Vietnam SCIC	5,9%
Macquarie Bank Limited OBU	5,4%
Khác	81,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Vững đà tăng trưởng trong năm 2022

- Chúng tôi tin rằng FPT là đơn vị hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng chuyển đổi số (Dx) mạnh mẽ của đất nước trong giai đoạn “bình thường mới”.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng trưởng kép 14,0% trong năm 2021-23 nhờ nhu cầu Dx gia tăng và tỷ trọng cao của các phần mềm sáng chế.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 118.500đ/cp.

### Hưởng lợi từ nhu cầu cao của dịch vụ CNTT trong và ngoài nước

Theo Gartner, doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu sẽ tăng trưởng 9% vào năm 2022 (so với 14% ở năm 2021 và 2% ở năm 2020). Trong khi đó, theo Fitch Solutions, chi tiêu cho CNTT tại Việt Nam sẽ tăng 13,1% vào năm 2022 lên hơn 179 nghìn tỷ đồng. Tăng trưởng nhu cầu CNTT trong doanh nghiệp ở Việt Nam trong giai đoạn 2022-23 sẽ được thúc đẩy bởi cả xu hướng “thông tin hóa” và các giải pháp công nghệ tiên tiến. Chúng tôi tin rằng FPT được trang bị tốt để nắm bắt các cơ hội với lợi thế về chi phí lao động, sự sẵn có của lực lượng lao động tự đào tạo và năng lực dịch vụ CNTT cạnh tranh.

### Giá trị hợp đồng CNTT ký mới mạnh mẽ đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận

Trong 9T21, FPT đã nhận được nhiều hợp đồng đặt hàng từ các khách hàng toàn cầu để thực hiện các dự án chuyển đổi số. Tổng cộng có 16 dự án với giá trị lớn hơn 5 triệu USD trong 9T21 (so với 6 dự án trong 9T20). Doanh thu chưa thực hiện của các hợp đồng dịch vụ CNTT trong nước và nước ngoài tăng 31,0% svck trong 9T21 lên 17.445 tỷ đồng.

### Tự tin tiến vào năm 2022

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng trong năm 2022 của FPT lần lượt tăng trưởng 19,3% và 20,1% svck. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp của FPT sẽ cải thiện hơn nữa nhờ tỷ trọng cao hơn của mảng kinh doanh chuyển đổi số trong doanh thu công nghệ. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của FPT tăng 0,7 điểm % lên 39,9% trong năm 2022, theo quan điểm của chúng tôi.

### FPT là sự lựa chọn hàng đầu trong chủ đề chuyển đổi số

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 118.500đ/cp. Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp Tổng giá trị các thành phần (SOTP) với định giá P/E cho ba mảng kinh doanh chính. Mức P/E áp dụng là cho từng ngành là P/E trung vị 2022 của các DN Công nghệ và Viễn thông sau khi chiết khấu 15% bởi chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và các quốc gia so sánh.

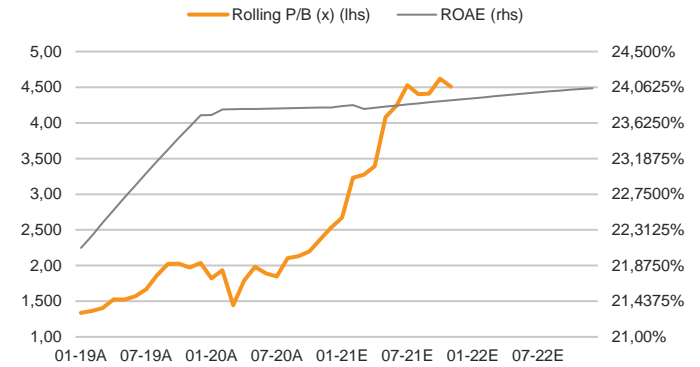
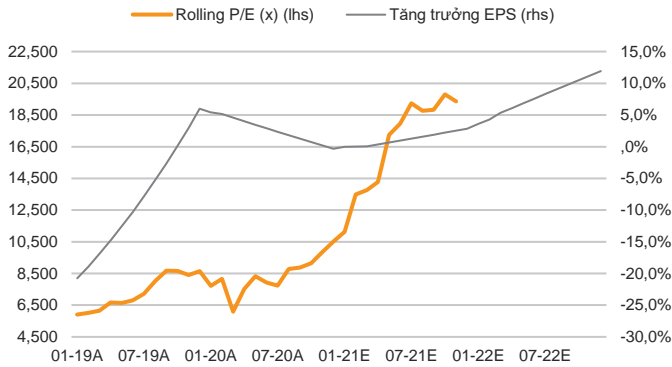
### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá đến từ một thương vụ M&A thành công với công ty công nghệ nước ngoài và doanh thu ký mới mảng dịch vụ CNTT cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm thiếu nhân lực CNTT chất lượng cao cho chiến lược dài hạn và ít hợp đồng CNTT nếu đại dịch kéo dài và diễn biến phức tạp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	29.830	35.016	41.762	49.408
Tăng trưởng DT thuần	7,6%	17,4%	19,3%	18,3%
Biên lợi nhuận gộp	39,6%	39,2%	39,9%	40,1%
Biên EBITDA	14,0%	15,0%	15,3%	15,4%
LN ròng (tỷ)	3.538	4.208	5.054	5.980
Tăng trưởng LN ròng	12,8%	19,0%	20,1%	18,3%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	4.838	4.975	5.569	6.589
EPS điều chỉnh	4.727	5.089	5.453	6.462
BVPS	20.081	21.430	24.881	29.341
ROAE	23,8%	23,9%	24,1%	24,3%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	35.016	41.762	49.408
Giá vốn hàng bán	(21.300)	(25.100)	(29.601)
Chi phí quản lý DN	(2.998)	(3.576)	(4.231)
Chi phí bán hàng	(5.329)	(6.355)	(7.519)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>5.389</b>	<b>6.731</b>	<b>8.058</b>
EBITDA thuần	3.687	4.824	5.934
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>1.702</b>	<b>1.907</b>	<b>2.124</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>5.389</b>	<b>6.731</b>	<b>8.058</b>
Thu nhập lãi	1.387	1.525	1.679
Chi phí tài chính	(1.113)	(1.242)	(1.386)
Thu nhập ròng khác	73	86	102
TN từ các Cty LK & LD	519	411	434
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.254</b>	<b>7.512</b>	<b>8.887</b>
Thuế	(1.008)	(1.211)	(1.433)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.037)	(1.246)	(1.474)
<b>LN ròng</b>	<b>4.208</b>	<b>5.054</b>	<b>5.980</b>
Thu nhập trên vốn	4.208	5.054	5.980
Cổ tức phổ thông	(1.815)	(1.815)	(1.815)
<b>LN giữ lại</b>	<b>2.393</b>	<b>3.239</b>	<b>4.165</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	5.162	8.486	12.939
Đầu tư ngắn hạn	13.623	14.899	16.321
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.557	9.013	10.663
Hàng tồn kho	1.630	1.921	2.266
Các tài sản ngắn hạn khác	1.695	2.021	2.391
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>29.667</b>	<b>36.341</b>	<b>44.581</b>
Tài sản cố định	12.431	14.277	16.269
Tổng đầu tư	3.052	3.418	3.804
Tài sản dài hạn khác	3.059	3.648	4.316
<b>Tổng tài sản</b>	<b>48.208</b>	<b>57.684</b>	<b>68.970</b>
Vay & nợ ngắn hạn	13.329	14.725	16.275
Phải trả người bán	3.252	3.832	4.519
Nợ ngắn hạn khác	7.570	10.781	14.380
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>24.150</b>	<b>29.338</b>	<b>35.175</b>
Vay & nợ dài hạn	813	976	1.171
Các khoản phải trả khác	178	210	248
Vốn điều lệ và	9.076	9.076	9.076
LN giữ lại	8.735	11.548	15.246
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>19.449</b>	<b>22.581</b>	<b>26.629</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.618	4.579	5.747
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>48.208</b>	<b>57.684</b>	<b>68.970</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.254</b>	<b>7.512</b>	<b>8.887</b>
Khấu hao	1.702	1.907	2.124
Thuế đã nộp	(1.008)	(1.211)	(1.433)
Các khoản điều chỉnh khác	(81)	(90)	(100)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.743)</b>	<b>58</b>	<b>101</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>5.123</b>	<b>8.176</b>	<b>9.579</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.592)	(2.865)	(3.180)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1.187)	(1.276)	(1.422)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(3.779)</b>	<b>(4.141)</b>	<b>(4.603)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.402	1.559	1.746
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.269)	(2.269)	(2.269)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(867)</b>	<b>(710)</b>	<b>(523)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4.685	5.162	8.486
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>477</b>	<b>3.325</b>	<b>4.453</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.162	8.486	12.939

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	12,0%	12,1%	12,1%
Vòng quay TS	0,78	0,79	0,78
ROAA	9,4%	9,5%	9,4%
Đòn bẩy tài chính	2,56	2,52	2,57
ROAE	23,9%	24,1%	24,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	68,2	68,2	68,2
Số ngày nắm giữ HTK	27,9	27,9	27,9
Số ngày phải trả tiền bán	55,7	55,7	55,7
Vòng quay TSCĐ	3,03	3,13	3,23
ROIC	11,3%	11,8%	12,0%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,2	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,8
Vòng quay tiền	40,4	40,4	40,4
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	17,4%	19,3%	18,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	17,1%	24,9%	19,7%
Tăng trưởng LN ròng	19,0%	20,1%	18,3%
Tăng trưởng EPS	2,8%	11,9%	18,3%

Nguồn: VND RESEARCH

## TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM – CTCP (GAS)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND102.000	VND130.800	3,93%	KHẢ QUAN	Dịch vụ tiện ích

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

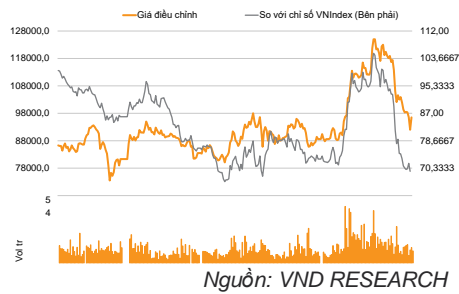
Consensus\*: Mua:10 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,0%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> NA

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	125.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	168.313
Thị giá vốn (tỷ VND)	198.859
Free float (%)	4
P/E trượt (x)	24,9
P/B hiện tại (x)	4,03

### Cơ cấu sở hữu

PVN	95,8%
Khác	4,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

## Nắm bắt câu chuyện năng lượng bền vững

- Theo sau câu chuyện cơ sở hạ tầng năng lượng, GAS sẽ là DN được hưởng lợi nhờ vị thế là nhà phát triển cơ sở hạ tầng chủ chốt tại Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng 2021-23 là 18,9% nhờ kỳ vọng giá dầu duy trì ở mức cao và sản lượng tiêu thụ khí phục hồi từ năm 2022.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 130.800 đồng.

### Nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng chủ chốt tại Việt Nam

Theo Quy hoạch Điện 8, các nhà máy điện khí sẽ là nguồn điện quan trọng tính đến năm 2030, chiếm 23% tổng công suất hệ thống vào năm 2030 từ mức 12% hiện nay. Do đó, chúng tôi tin rằng đây là phần khúc hứa hẹn nhất trong vài năm tới. Trong khi đó, GAS hiện là nhà đầu tư chính cho nhiều dự án hạ tầng năng lượng tại Việt Nam, từ các dự án liên quan đến phát triển mỏ khí nội địa (đường ống Sư Tử Trắng, Lô B - Ô Môn) đến các kho cảng LNG (Thị Vải, Sơn Mỹ). Điều này sẽ tạo tiền đề cho GAS tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

### Kho cảng LNG Thị Vải sẽ đi vào hoạt động trong 2022

Hiện tiến độ xây dựng kho cảng LNG Thị Vải (công suất 1 triệu tấn/năm) đã hoàn thành ~90% tổng khối lượng công việc. Kho cảng dự kiến sẽ hoạt động từ Q3/22, đánh dấu là một trong những dự án LNG đầu tiên đi vào vận hành tại Việt Nam. LNG Thị Vải sẽ bổ sung nguồn cung khí cho các khách hàng tại khu vực Đông Nam Bộ, bao gồm hai nhà máy điện khí mới tại Nhơn Trạch (dự kiến từ năm 2023). Với tư cách là đơn vị phân phối LNG, GAS sẽ kiếm được lợi nhuận từ chi phí vận chuyển và tái hóa khí. Chúng tôi ước tính LNG Thị Vải sẽ đóng góp đáng kể vào HĐKD của công ty từ năm 2023 trở đi, chiếm ~13,5% tổng sản lượng tiêu thụ khí khô năm 2023.

### Triển vọng tích cực trong hai năm tới

Sau khi bị ảnh hưởng nặng nề bởi sự bùng phát của biến thể Delta trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ khí khô sẽ tăng 18% svck lên 9,25 tỷ m<sup>3</sup> vào năm 2022 khi nhu cầu tiêu thụ điện khí phục hồi. Do đó, chúng tôi lạc quan về triển vọng của GAS trong những năm tới, nhờ sản lượng tiêu thụ khí phục hồi và môi trường giá năng lượng dự kiến duy trì ở mức cao. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN ròng của GAS sẽ tăng trưởng lần lượt là 25,1%/10,9% svck trong năm 2022-23.

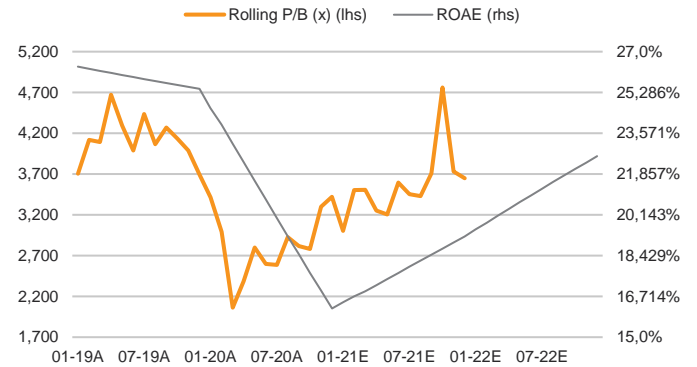
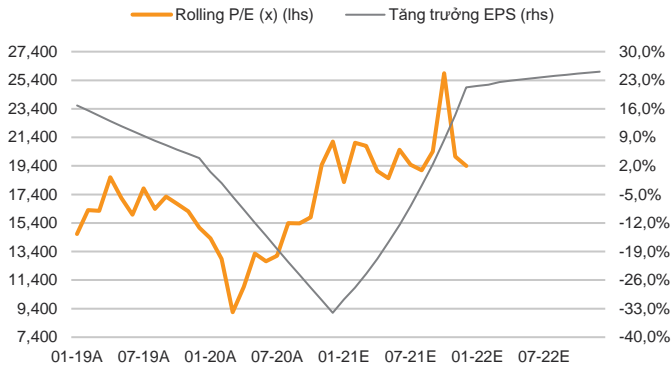
### GAS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành Dầu khí

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương định giá DCF và P/E mục tiêu 2022 là 21,4x. Động lực tăng giá là giá dầu cao hơn. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ trong việc triển khai các dự án hạ tầng năng lượng trọng điểm.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	64.135	79.745	95.564	105.830
Tăng trưởng DT thuần	(14,5%)	24,3%	19,8%	10,7%
Biên lợi nhuận gộp	17,8%	18,4%	18,9%	18,9%
Biên EBITDA	19,7%	20,4%	20,9%	21,4%
LN ròng (tỷ)	7.855	9.524	11.915	13.212
Tăng trưởng LN ròng	(34,0%)	21,2%	25,1%	10,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(34,9%)	21,8%	25,6%	11,1%
EPS cơ bản	4.104	4.976	6.225	6.903
EPS điều chỉnh	4.000	4.871	6.121	6.799
BVPS	25.307	26.443	28.623	31.411
ROAE	16,2%	19,2%	22,6%	23,0%

Nguồn: VND RESEARCH  
158

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	79.745	95.564	105.830
Giá vốn hàng bán	(65.056)	(77.501)	(85.853)
Chi phí quản lý DN	(1.292)	(1.242)	(1.270)
Chi phí bán hàng	(2.153)	(2.580)	(2.752)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>11.244</b>	<b>14.241</b>	<b>15.955</b>
EBITDA thuần	15.156	18.744	21.284
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(3.912)</b>	<b>(4.503)</b>	<b>(5.329)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>11.244</b>	<b>14.241</b>	<b>15.955</b>
Thu nhập lãi	1.247	1.414	1.552
Chi phí tài chính	(409)	(539)	(746)
Thu nhập ròng khác	17	20	22
TN từ các Cty LK & LD	(1)	(1)	(1)
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.098</b>	<b>15.135</b>	<b>16.783</b>
Thuế	(2.432)	(3.043)	(3.375)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(142)	(177)	(197)
<b>LN ròng</b>	<b>9.524</b>	<b>11.915</b>	<b>13.212</b>
Thu nhập trên vốn	9.524	11.915	13.212
Cổ tức phổ thông	(7.656)	(7.656)	(7.656)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.868</b>	<b>4.259</b>	<b>5.556</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	13.228	12.217	11.019
Đầu tư ngắn hạn	12.968	15.562	18.674
Các khoản phải thu ngắn hạn	11.871	14.226	15.754
Hàng tồn kho	1.985	2.365	2.619
Các tài sản ngắn hạn khác	726	731	737
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>40.778</b>	<b>45.101</b>	<b>48.804</b>
Tài sản cố định	24.254	26.918	31.999
Tổng đầu tư	517	495	474
Tài sản dài hạn khác	3.421	3.421	3.421
<b>Tổng tài sản</b>	<b>68.970</b>	<b>75.935</b>	<b>84.698</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.602	1.757	1.911
Phải trả người bán	2.644	3.168	3.508
Nợ ngắn hạn khác	6.628	7.247	7.897
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>10.874</b>	<b>12.172</b>	<b>13.316</b>
Vay & nợ dài hạn	4.069	5.364	7.415
Các khoản phải trả khác	2.495	2.869	3.300
Vốn điều lệ và	19.140	19.140	19.140
LN giữ lại	10.775	13.161	16.514
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>50.610</b>	<b>54.784</b>	<b>60.119</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	922	745	549
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>68.970</b>	<b>75.935</b>	<b>84.698</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>12.098</b>	<b>15.135</b>	<b>16.783</b>
Khấu hao	3.912	4.503	5.329
Thuế đã nộp	(2.432)	(3.043)	(3.375)
Các khoản điều chỉnh khác	6.640	(4.758)	(5.395)
<b>Thay đổi VLBĐ</b>	<b>(835)</b>	<b>(1.442)</b>	<b>(645)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>19.382</b>	<b>10.395</b>	<b>12.698</b>
Đầu tư TSCĐ	(8.392)	(7.166)	(10.410)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	16	16	15
Các khoản khác	1.951	1.951	1.951
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(6.425)</b>	<b>(5.200)</b>	<b>(8.444)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	2.690	1.450	2.204
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.656)	(7.656)	(7.656)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(4.966)</b>	<b>(6.206)</b>	<b>(5.452)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.237	13.228	12.217
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>7.991</b>	<b>(1.011)</b>	<b>(1.198)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13.228	12.217	11.019

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	11,9%	12,5%	12,5%
Vòng quay TS	1,21	1,32	1,32
ROAA	14,4%	16,4%	16,5%
Đòn bẩy tài chính	1,33	1,37	1,40
ROAE	19,2%	22,6%	23,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	54,3	54,3	54,3
Số ngày nắm giữ HTK	11,1	11,1	11,1
Số ngày phải trả tiền bán	14,8	14,9	14,9
Vòng quay TSCĐ	3,62	3,74	3,59
ROIC	16,6%	19,0%	18,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,8	3,7	3,7
Khả năng thanh toán nhanh	3,6	3,5	3,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,4	2,3	2,2
Vòng quay tiền	50,6	50,6	50,6
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	24,3%	19,8%	10,7%
Tăng trưởng LN từ HKKD	29,3%	26,7%	12,0%
Tăng trưởng LN ròng	21,2%	25,1%	10,9%
Tăng trưởng EPS	21,2%	25,1%	10,9%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP GEMADEPT (GMD)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND49.450	VND56.000	2,39%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

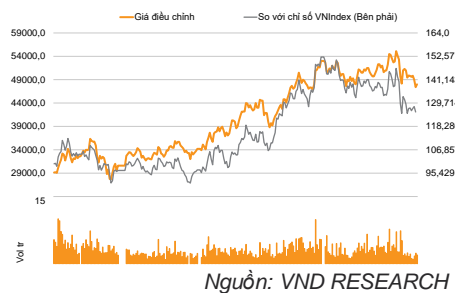
Consensus\*: Mua:5 Giữ:6 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -0,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	55.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	173.932tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	14.285
Free float (%)	85
P/E trượt (x)	39,0
P/B hiện tại (x)	2,45

### Cơ cấu sở hữu

Vietnam Investment Fund II, Limited	14.4%
SSJ Consulting Co., LTD	10.0%
KIM Vietnam Growth Equity Fund	5.2%
Khác	70.4%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

## Đến ngày hái quả

- Sản lượng container của Việt Nam ước tăng trung bình 8,0% giai đoạn 2021-30 nhờ xuất nhập khẩu bền vững và các FTA có hiệu lực.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu GMD tăng 12,3%/5,5% svck trong khi lợi nhuận ròng có thể tăng mạnh 68,3%/24,3% giai đoạn 2022-23.
- GMD là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành logistics.

### Cảng biển Việt Nam hưởng lợi từ tăng trưởng thương mại toàn cầu

Trong 11T21, tổng sản lượng container qua các cảng của Việt Nam tăng 8,0% svck nhờ hoạt động xuất nhập khẩu tăng trưởng mạnh (+22,3% svck). Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đạt mức tăng ấn tượng nhất 15,0% svck nhờ cảng Gemalink hoạt động từ tháng 1/21 thu hút hàng. Trong giai đoạn tới, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thương mại giữa Việt Nam và thế giới tiếp tục cải thiện, đặc biệt với Châu Âu nhờ EVFTA có hiệu lực kể từ tháng 8/20. Theo quy hoạch cảng biển Việt Nam, Bộ GTVT kỳ vọng tổng sản lượng container có thể đạt 47 triệu TEU vào năm 2030, tương ứng mức tăng trung bình 8,0% trong 2021-30.

### Lợi nhuận 2022-23 tăng trưởng mạnh nhờ Gemalink

Gemalink giai đoạn 1 đi vào hoạt động từ tháng 1/21 và có thể hoạt động từ 80-119% công suất thiết kế giai đoạn 2021-23, đóng góp chính cho tăng trưởng của GMD các năm tới. Cùng với tăng trưởng sản lượng cao ở các cảng khu vực Hải Phòng của GMD, chúng tôi kỳ vọng doanh thu GMD tăng 16,6%/12,3%/5,5% svck trong khi lợi nhuận tăng 61,3%/68,3%/24,3% svck trong các năm 2021/22/23.

### Mở rộng công suất cho tầm nhìn dài hạn

Dự án đáng chú ý nhất của GMD trong thời gian tới là Gemalink 2, khởi công trong Q4/21 và hoạt động trong năm 2023, sẽ bổ sung 900.000 TEU cho tổng công suất thiết kế của Gemalink (tăng lên 2.400.000 TEU/năm). Chúng tôi kỳ vọng Gemalink 1 & 2 sẽ hoạt động ở mức tối đa công suất là 110% vào năm 2025, đóng góp 734 tỷ LNR trong năm 2025, tương ứng 51,5% LNR 2025 của GMD. Ngoài ra, Nam Đình Vũ giai đoạn 2 cũng sẽ hoạt động trong 2023, bổ sung thêm 30% công suất cho các cảng của GMD ở Hải Phòng.

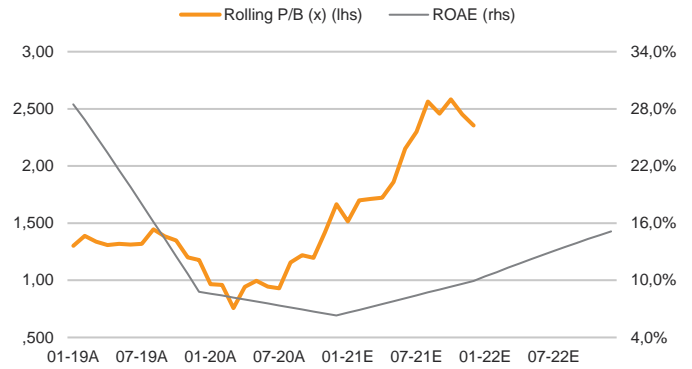
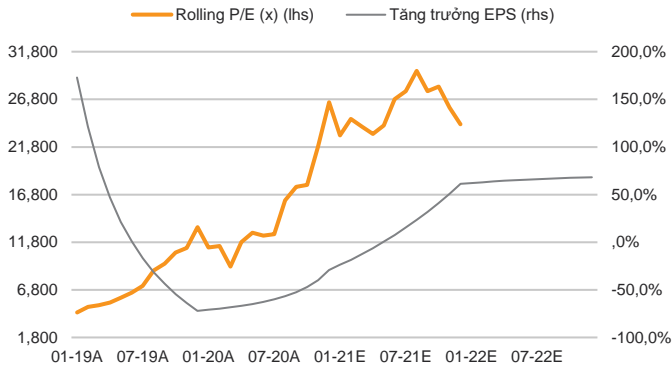
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 56.000 đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho GMD với giá mục tiêu theo phương pháp SOTP 56.000 đ/cp. Rủi ro tăng giá gồm (1) sản lượng và phí cảng biển cao hơn dự kiến, (2) thoái vốn ngoài ngành giá cao hơn dự kiến, và (3) đề xuất nâng phí dịch vụ cảng biển được Chính phủ phê duyệt. Rủi ro giảm giá gồm những bất ổn tự đại dịch hay địa chính trị ảnh hưởng tăng trưởng thương mại toàn cầu.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.606	3.039	3.412	3.600
Tăng trưởng DT thuần	(1,4%)	16,6%	12,3%	5,5%
Biên lợi nhuận gộp	36,4%	36,8%	36,2%	35,4%
Biên EBITDA	41,4%	44,4%	53,8%	58,0%
LN ròng (tỷ)	371	598	1.006	1.252
Tăng trưởng LN ròng	(28,3%)	61,3%	68,3%	24,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(28,3%)	61,3%	68,3%	24,4%
EPS cơ bản	1.231	1.985	3.340	4.153
EPS điều chỉnh	1.231	1.985	3.340	4.153
BVPS	19.582	20.384	23.724	27.877
ROAE	6,3%	9,9%	15,1%	16,1%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	3.039	3.412	3.600
Giá vốn hàng bán	(1.921)	(2.177)	(2.326)
Chi phí quản lý DN	(334)	(369)	(386)
Chi phí bán hàng	(160)	(180)	(190)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>624</b>	<b>687</b>	<b>698</b>
EBITDA thuần	1.006	1.107	1.119
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(382)</b>	<b>(421)</b>	<b>(421)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>624</b>	<b>687</b>	<b>698</b>
Thu nhập lãi	14	16	21
Chi phí tài chính	(156)	(177)	(180)
Thu nhập ròng khác	16	16	16
TN từ các Cty LK & LD	299	681	918
<b>LN trước thuế</b>	<b>797</b>	<b>1.222</b>	<b>1.473</b>
Thuế	(101)	(110)	(113)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(97)	(106)	(109)
<b>LN ròng</b>	<b>598</b>	<b>1.006</b>	<b>1.252</b>
Thu nhập trên vốn	598	1.006	1.252
Cổ tức phổ thông	(356)	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>242</b>	<b>1.006</b>	<b>1.252</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	273	517	556
Đầu tư ngắn hạn	23	23	23
Các khoản phải thu ngắn hạn	905	1.016	1.072
Hàng tồn kho	92	105	112
Các tài sản ngắn hạn khác	109	123	132
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.403</b>	<b>1.784</b>	<b>1.895</b>
Tài sản cố định	3.145	3.826	3.505
Tổng đầu tư	2.749	3.341	4.133
Tài sản dài hạn khác	3.045	3.070	3.600
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.342</b>	<b>12.021</b>	<b>13.134</b>
Vay & nợ ngắn hạn	858	921	887
Phải trả người bán	415	470	503
Nợ ngắn hạn khác	724	821	877
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.998</b>	<b>2.212</b>	<b>2.266</b>
Vay & nợ dài hạn	1.053	1.406	1.103
Các khoản phải trả khác	357	357	357
Vốn điều lệ và	3.014	3.014	3.014
LN giữ lại	629	1.555	2.707
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.143</b>	<b>7.150</b>	<b>8.402</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	791	897	1.006
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.342</b>	<b>12.021</b>	<b>13.134</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>797</b>	<b>1.222</b>	<b>1.473</b>
Khấu hao	382	421	421
Thuế đã nộp	(101)	(110)	(113)
Các khoản điều chỉnh khác	(328)	(712)	(954)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>(168)</b>	<b>(12)</b>	<b>(513)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>582</b>	<b>809</b>	<b>314</b>
Đầu tư TSCĐ	(501)	(1.102)	(100)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	110	121	162
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(391)</b>	<b>(981)</b>	<b>62</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	10	416	(336)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(356)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(346)</b>	<b>416</b>	<b>(336)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	273	517
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(155)</b>	<b>244</b>	<b>40</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	273	517	556

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	19,7%	29,5%	34,8%
Vòng quay TS	0,30	0,31	0,29
ROAA	5,9%	9,0%	10,0%
Đòn bẩy tài chính	1,68	1,68	1,62
ROAE	9,9%	15,1%	16,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	50,7	50,7	50,7
Số ngày nắm giữ HTK	17,6	17,6	17,6
Số ngày phải trả tiền bán	78,9	78,9	78,9
Vòng quay TSCĐ	0,98	0,98	0,98
ROIC	6,8%	9,7%	11,0%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,7	0,8	0,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,3
Vòng quay tiền	(10,7)	(10,7)	(10,7)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	16,6%	12,3%	5,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	32,5%	10,1%	1,7%
Tăng trưởng LN ròng	61,3%	68,3%	24,4%
Tăng trưởng EPS	61,3%	68,3%	24,4%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND49.050	VND68.500	1,02%	KHẢ QUAN	Thép

Ngày 12/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

Consensus\*: Mua:13 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> na

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	58.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.351
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.427.625tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	216.489
Free float (%)	29
P/E trượt (x)	6,9
P/B hiện tại (x)	3,0

### Cơ cấu sở hữu

Trần Đình Long	26,1%
Vũ Thị Hiền	7,3%
Khác	66,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Trần Bá Trung

trung.tranba@vndirect.com.vn

## Đón chờ cơ hội từ Dung Quất 2

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép của HPG sẽ tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2022-23 theo làn sóng phát triển hạ tầng mạnh mẽ.
- Chúng tôi tự tin vào triển vọng dài hạn của HPG nhờ sự bổ sung của Khu liên hợp Dung Quất 2 (KLHDQ 2).
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 68.500 đồng/cp.

### Vị thế tốt để được hưởng lợi từ nhu cầu thép tăng lên

Trong năm 2022-23, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG sẽ tăng trưởng kép 12,4% nhờ: (1) tăng tốc phát triển hạ tầng nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công; (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại từ năm 2022 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn; và (3) là nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam, HPG sẽ được hưởng lợi chính từ nhu cầu thép tăng thêm.

### Chúng tôi cho rằng giá thép sẽ giảm trong năm 2022

Theo Fitch Solutions, giá thép toàn cầu sẽ giảm từ mức cao hiện tại xuống mức trung bình là 750 USD/tấn trong năm 2022 và 535 USD/tấn trong năm 2023-25 do nhu cầu thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ chậm lại trong thập kỷ tới khi quốc gia này giảm dần công nghiệp nặng và định hướng phát triển ngành dịch vụ. Đi theo xu hướng đó, chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng nội địa trong năm 2022-23 sẽ giảm lần lượt 8%-5% svck xuống 14.000-13.300 đồng/kg. Kết quả là biên lợi nhuận gộp của HPG cũng sẽ giảm xuống mức 25,9%-26,2% trong năm 2022-23 từ mức cao 28,2% trong năm 2021.

### Chúng tôi tự tin về triển vọng dài hạn của HPG

Sau năm 2021 thành công rực rỡ, chúng tôi ước tính LN ròng của HPG năm 2022 sẽ giảm 11,3% svck, trước khi tăng nhẹ 2,0% svck trong năm 2023. Trong khi đó, KLHDQ 2 (tổng công suất 5,6 triệu tấn) sẽ được khởi công từ đầu năm tới với thời gian xây dựng 36 tháng. HPG kỳ vọng sẽ nâng công suất sản xuất thép thô lên 14,6 triệu tấn/năm từ năm 2024, tăng 66% sv hiện nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của công ty sẽ quay trở lại mức tăng trưởng 2 chữ số kể từ năm 2024 khi nhu cầu thép tăng và KLHDQ 2 bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh.

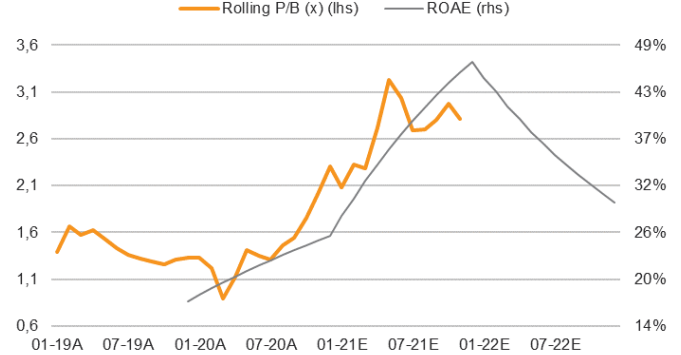
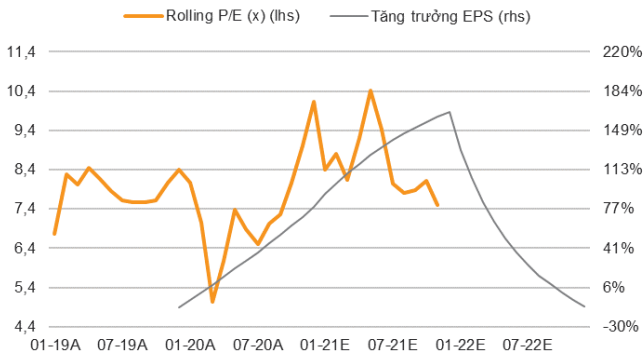
### Khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 68.500 đồng/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp hai phương pháp với tỷ trọng bằng nhau: (1) P/E mục tiêu 10,0x cho EPS 2022 và (2) mô hình định giá DCF 10 năm. HPG hiện đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng là 6,9x, thấp hơn sv mức trung bình của Top 20 doanh nghiệp thép có vốn hóa lớn nhất là 7,9x. Chúng tôi tin rằng HPG xứng đáng được trả mức định giá cao hơn nhờ khả năng sinh lời vượt trội. Rủi ro giảm giá là tăng trưởng nhu cầu thép thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	90.119	152.028	150.450	149.841
Tăng trưởng DT thuần	41,6%	68,7%	(1,0%)	(0,4%)
Biên lợi nhuận gộp	21,0%	28,2%	25,9%	26,3%
Biên EBITDA	24,4%	31,3%	29,6%	31,5%
LN ròng (tỷ)	13.450	35.674	31.639	32.260
Tăng trưởng LN ròng	78,7%	165,2%	(11,3%)	2,0%
Tăng trưởng LN cốt lõi	78,7%	165,2%	(11,3%)	2,0%
EPS cơ bản	3.007	7.975	7.073	7.212
EPS điều chỉnh	2.754	7.416	6.577	6.706
BVPS	13.206	20.775	27.337	34.046
ROAE	25,2%	46,9%	29,4%	23,5%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	152.028	150.450	149.841
Giá vốn hàng bán	(109.123)	(111.435)	(110.373)
Chi phí quản lý DN	(1.824)	(1.805)	(1.798)
Chi phí bán hàng	(1.216)	(1.204)	(1.199)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>39.864</b>	<b>36.006</b>	<b>36.471</b>
EBITDA thuần	46.015	43.337	46.163
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(6.150)</b>	<b>(7.331)</b>	<b>(9.692)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>39.864</b>	<b>36.006</b>	<b>36.471</b>
Thu nhập lãi	2.377	2.123	2.136
Chi phí tài chính	(4.146)	(4.139)	(4.014)
Thu nhập ròng khác	760	752	899
TN từ các Cty LK & LD	2	2	2
<b>LN trước thuế</b>	<b>38.858</b>	<b>34.744</b>	<b>35.494</b>
Thuế	(3.125)	(3.041)	(3.163)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(59)	(65)	(71)
<b>LN ròng</b>	<b>35.674</b>	<b>31.639</b>	<b>32.260</b>
Thu nhập trên vốn	35.674	31.639	32.260
Cổ tức phổ thông	(2.236)	(2.236)	(2.236)
<b>LN giữ lại</b>	<b>33.437</b>	<b>29.402</b>	<b>30.024</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	13.682	15.045	14.235
Đầu tư ngắn hạn	21.943	21.943	21.943
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.829	11.129	10.647
Hàng tồn kho	46.340	46.711	44.626
Các tài sản ngắn hạn khác	3.801	3.761	3.746
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>96.595</b>	<b>98.589</b>	<b>95.197</b>
Tài sản cố định	81.173	102.125	120.716
Tổng đầu tư	171	171	171
Tài sản dài hạn khác	3.745	3.706	3.691
<b>Tổng tài sản</b>	<b>181.684</b>	<b>204.592</b>	<b>219.775</b>
Vay & nợ ngắn hạn	42.325	30.743	13.286
Phải trả người bán	22.422	22.898	19.517
Nợ ngắn hạn khác	4.561	4.514	5.572
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>69.308</b>	<b>58.154</b>	<b>38.375</b>
Vay & nợ dài hạn	17.725	22.382	27.276
Các khoản phải trả khác	1.520	1.504	1.498
Vốn điều lệ và	44.729	44.729	44.729
LN giữ lại	43.633	73.036	103.059
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>92.923</b>	<b>122.278</b>	<b>152.284</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	207	272	343
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>181.684</b>	<b>204.592</b>	<b>219.775</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>38.858</b>	<b>34.744</b>	<b>35.494</b>
Khấu hao	6.169	7.350	9.711
Thuế đã nộp	(3.125)	(3.041)	(3.163)
Các khoản điều chỉnh khác	(463)	(503)	(524)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(14.226)</b>	<b>(1.566)</b>	<b>1.070</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>27.214</b>	<b>36.983</b>	<b>42.589</b>
Đầu tư TSCĐ	(15.000)	(28.333)	(28.333)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(13.816)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(28.816)</b>	<b>(28.333)</b>	<b>(28.333)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	3.825	(5.051)	(12.829)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(2.236)	(2.236)	(2.236)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.589</b>	<b>(7.288)</b>	<b>(15.066)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13.696	13.682	15.045
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(14)</b>	<b>1.362</b>	<b>(810)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13.682	15.045	14.235

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	23,5%	21,0%	21,5%
Vòng quay TS	0,97	0,78	0,71
ROAA	22,8%	16,4%	15,2%
Đòn bẩy tài chính	2,06	1,79	1,55
ROAE	46,9%	29,4%	23,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	26,0	27,0	25,9
Số ngày nắm giữ HTK	155,0	153,0	147,6
Số ngày phải trả tiền bán	75,0	75,0	64,5
Vòng quay TSCĐ	1,98	1,64	1,34
ROIC	23,3%	18,0%	16,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,7	2,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,9	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,9
Vòng quay tiền	106,0	105,0	109,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	68,7%	(1,0%)	(0,4%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	132,8%	(9,7%)	1,3%
Tăng trưởng LN ròng	165,2%	(11,3%)	2,0%
Tăng trưởng EPS	165,2%	(11,3%)	2,0%

Nguồn: VND RESEARCH

## TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (KBC)

<b>Giá thị trường</b> VND48.250	<b>Giá mục tiêu</b> VND56.100	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 0%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Bất động sản
------------------------------------	----------------------------------	-----------------------------	---------------------------------	------------------------------

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung lập

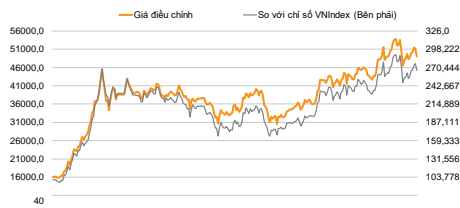
Consensus\*: Mua:8 Giữ:2 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 1,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	53.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.750
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	541.368
Thị giá vốn (tỷ VND)	29.286
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	38,9
P/B hiện tại (x)	2,2

### Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm	14,8%
Đầu tư và tư vấn Kinh Bắc	8,0%
Khác	77,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Lợi nhuận ròng năm 2022-23 tăng ấn tượng

- KBC là một trong những doanh nghiệp BĐS KCN dẫn đầu thị trường miền Bắc với quỹ đất có thể cho thuê hơn 807ha tính đến cuối Q3/21.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2022-23 lần lượt tăng 44,1% svck/109,7% svck thúc đẩy bởi các KCN mới và bàn giao tại các dự án KĐT.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 56.100 đ/cp.

### Doanh nghiệp BĐS KCN hàng đầu miền Bắc với quỹ đất dồi dào

Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu thuê đất KCN ngày càng, nhờ sự gia tăng của nguồn vốn FDI tại Việt Nam: 1) KBC sở hữu quỹ đất có thể cho thuê lớn với hơn 807ha tính tới cuối Q3/21, trong đó KCN Trảng Duệ 3 (687ha) được kỳ vọng có thể khai thác từ 2023, và 2) KBC giữ vị thế dẫn đầu trong việc thu hút FDI với danh mục khách hàng là những tập đoàn công nghệ lớn, bao gồm Samsung Electronics Việt Nam tại KCN Quế Võ, LG Electronics tại KCN Trảng Duệ, Foxconn tại KCN Quang Châu và sắp tới là OPPO tại KCN NSHL. Thêm vào đó, LG Display Việt Nam cũng sẽ đầu tư thêm 1,5 tỷ USD vào Hải Phòng với diện tích thuê đất kỳ vọng khoảng 100-150ha. Điều này không chỉ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ của các công ty này mà còn nâng cao và củng cố vị thế, thương hiệu của KBC với các nhà đầu tư quốc tế.

### Đón điểm rơi lợi nhuận tại các dự án KĐT của KBC từ 2022

Chúng tôi cho rằng điểm rơi lợi nhuận tại các dự án KĐT của KBC sẽ là từ 2022. KBC hiện đang hoàn tất các thủ tục pháp lý tại dự án KĐT Trảng Cát (581ha) với tổng giá trị phát triển chúng tôi ước đạt 55.829 tỷ đồng. KBC dự kiến sẽ mở bán buôn 50ha diện tích đất thương phẩm đầu tiên trong năm 2022. Bên cạnh đó, KBC cũng dự kiến bàn giao 6ha tại KĐT Phúc Ninh vào Q4/21-2022, với doanh thu ước khoảng 1.300-1.400 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng những dự án này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng doanh thu của KBC trong dài hạn.

### LN ròng 2022-23 tăng trưởng mạnh mẽ thúc đẩy bởi các KCN mới và bàn giao tại các dự án KĐT

Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2022 tăng 44,1% svck lên 1.723 tỷ đồng nhờ đẩy mạnh bàn giao KĐT Phúc Ninh và KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh. Chúng tôi dự phóng LN ròng 2023 tăng mạnh 109,7% svck lên 3.612 tỷ đồng thúc đẩy bởi DT bán buôn tại KĐT Trảng Cát và đóng góp của KCN Trảng Duệ 3.

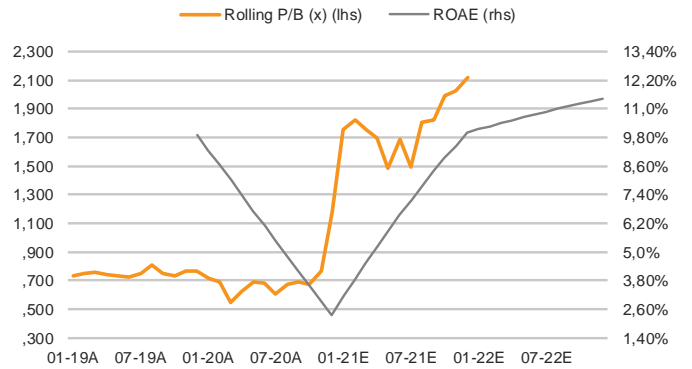
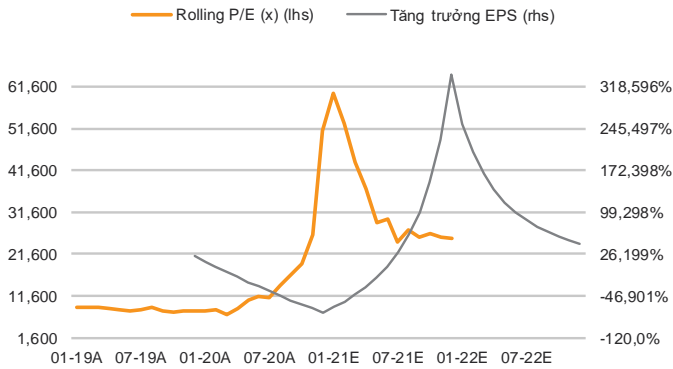
### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 56.100 đ/cp

Tiềm năng tăng giá đến từ việc bán đất nhanh hơn và liệu KBC có thể xoá các rào cản pháp lý để bắt đầu các dự án mới hay không. Rủi ro giảm giá gồm 1) bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) chậm trễ hoàn tất thủ tục pháp lý tại các dự án KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3 và 3) chậm trễ ghi nhận DT từ các dự án nhà ở.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.151	4.909	6.671	10.668
Tăng trưởng DT thuần	(33,0%)	128,2%	35,9%	59,9%
Biên lợi nhuận gộp	32,0%	56,7%	53,9%	63,2%
Biên EBITDA	26,0%	46,6%	35,9%	53,0%
LN ròng (tỷ)	224	1.196	1.723	3.612
Tăng trưởng LN ròng	(75,6%)	434,1%	44,1%	109,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(75,6%)	434,1%	44,1%	109,7%
EPS cơ bản	477	2.098	3.024	6.340
EPS điều chỉnh	477	2.098	3.024	6.340
BVPS	20.650	25.003	28.027	34.367
ROAE	2,3%	10,0%	11,4%	20,3%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.909	6.671	10.668
Giá vốn hàng bán	(2.128)	(3.078)	(3.930)
Chi phí quản lý DN	(319)	(293)	(302)
Chi phí bán hàng	(211)	(300)	(820)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2.251</b>	<b>3.001</b>	<b>5.615</b>
EBITDA thuần	2.190	2.944	5.557
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>61</b>	<b>57</b>	<b>59</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.251</b>	<b>3.001</b>	<b>5.615</b>
Thu nhập lãi	150	150	150
Chi phí tài chính	(574)	(711)	(793)
Thu nhập ròng khác	(13)	(16)	(14)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.814</b>	<b>2.423</b>	<b>4.958</b>
Thuế	(435)	(582)	(1.190)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(183)	(119)	(156)
<b>LN ròng</b>	<b>1.196</b>	<b>1.723</b>	<b>3.612</b>
Thu nhập trên vốn	1.196	1.723	3.612
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.196</b>	<b>1.723</b>	<b>3.612</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.348	2.712	4.771
Đầu tư ngắn hạn	1.939	1.939	1.939
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.001	11.337	12.695
Hàng tồn kho	12.276	15.504	16.469
Các tài sản ngắn hạn khác	254	267	280
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>28.817</b>	<b>31.759</b>	<b>36.154</b>
Tài sản cố định	1.129	1.161	1.195
Tổng đầu tư	821	781	754
Tài sản dài hạn khác	1.069	1.053	1.037
<b>Tổng tài sản</b>	<b>31.836</b>	<b>34.755</b>	<b>39.141</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.652	1.652	1.652
Phải trả người bán	226	327	418
Nợ ngắn hạn khác	5.416	6.413	8.153
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>7.294</b>	<b>8.392</b>	<b>10.223</b>
Vay & nợ dài hạn	6.057	6.006	4.805
Các khoản phải trả khác	1.929	1.959	1.946
Vốn điều lệ và	5.698	5.698	5.698
LN giữ lại	5.512	7.235	10.847
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.246</b>	<b>15.969</b>	<b>19.581</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.311	2.429	2.585
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>31.836</b>	<b>34.755</b>	<b>39.141</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.814</b>	<b>2.423</b>	<b>4.958</b>
Khấu hao	61	57	59
Thuế đã nộp	(458)	(552)	(1.202)
Các khoản điều chỉnh khác	(149)	(150)	(150)
<b>Thay đổi VLBĐ</b>	<b>(2.230)</b>	<b>(3.480)</b>	<b>(504)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(961)</b>	<b>(1.702)</b>	<b>3.161</b>
Đầu tư TSCĐ	91	(73)	(77)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(2.361)	190	177
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.269)</b>	<b>117</b>	<b>99</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	4.585	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.944	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(51)	(1.201)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>6.529</b>	<b>(51)</b>	<b>(1.201)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.050	4.348	2.712
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>3.298</b>	<b>(1.636)</b>	<b>2.059</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.348	2.712	4.771

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	24,4%	25,8%	33,9%
Vòng quay TS	0,18	0,20	0,29
ROAA	4,3%	5,2%	9,8%
Đòn bẩy tài chính	2,32	2,20	2,08
ROAE	10,0%	11,4%	20,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	110,9	81,4	51,0
Số ngày nắm giữ HTK	2.106,0	1.838,4	1.529,4
Số ngày phải trả tiền bán	38,8	38,8	38,8
Vòng quay TSCĐ	4,36	5,83	9,05
ROIC	4,9%	6,6%	12,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	4,0	3,8	3,5
Khả năng thanh toán nhanh	2,3	1,9	1,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	0,6	0,7
Vòng quay tiền	2.178,1	1.881,0	1.541,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	128,2%	35,9%	59,9%
Tăng trưởng LN từ HKKD	515,0%	33,3%	87,1%
Tăng trưởng LN ròng	434,1%	44,1%	109,7%
Tăng trưởng EPS	340,4%	44,1%	109,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP TẬP ĐOÀN KIDO (KDC)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND62.000	VND69.800	2,62%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

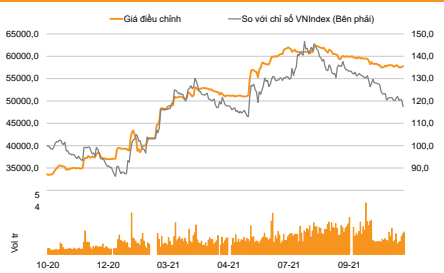
Consensus\*: Mua:3 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 7,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Không thay đổi

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	61.780
Thấp nhất 52 tuần (VND)	33.120
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	113.503
Thị giá vốn (tỷ VND)	13.222
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	27,8
P/B hiện tại (x)	2,3

### Cơ cấu sở hữu

Trần Lệ Nguyễn	11,1%
PPK One Member Co.,Ltd	7,5%
KIDO Investment Co.,Ltd	8,2%
Khác	73,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Phan Như Bách**

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Ngày trở về của Kido's Bakery.

- KDC ra mắt thương hiệu mới “KIDO’s Bakery” và chuỗi cửa hàng F&B - Chuk Chuk - vào Q3/21, đánh dấu sự trở lại lĩnh vực bánh kẹo.
- Dự phóng lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 17,5% giai đoạn 2022-23
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 69.800 đồng.

### Chính thức trở lại lĩnh vực bánh kẹo và triển khai chuỗi cửa hàng F&B

Ngày 19/10, KDC chính thức ra mắt thương hiệu “KIDO’s Bakery” chuyên cung cấp các sản phẩm bánh tới mạng lưới 450.000 điểm bán của mình. Ngoài ra, KDC thành lập chuỗi cửa hàng cà phê và trà sữa Chuk Chuk với mục tiêu mở 200/1000 cửa hàng đến 2023/25. Chúng tôi tin rằng Chuk Chuk sẽ giúp KDC hoàn thiện chuỗi phân phối theo mô hình B2C nhằm tìm kiếm động lực tăng trưởng cho tập đoàn trong thời gian tới. Trong khi đó, “KIDO’s Bakery” sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho công ty do ngành bánh kẹo vốn là thế mạnh của KDC từ khi thành lập. Trong năm 2022/23, chúng tôi kỳ vọng KIDO’s Bakery sẽ đóng góp 2,3%/2,6% vào DT và 4,0%/4,4% vào LNG của KDC.

### Mảng dầu ăn: Áp lực giá nguyên liệu đầu vào có khả năng giảm bớt vào năm 2022-23

Chúng tôi cho rằng sản lượng nguyên liệu dầu ăn sẽ dần phục hồi kể từ năm 2022 sau khi bị ảnh hưởng bởi Covid-19 trong năm 2021 giúp hạ bớt áp lực giá nguyên liệu và hỗ trợ biên LNG mảng dầu ăn của KDC trong năm 2022-23. Thêm vào đó, công ty cũng áp dụng các giải pháp nhằm hạn chế tác động của giá nguyên liệu tăng cao như 1) quay trở lại và tăng tỷ trọng của các sản phẩm bánh kẹo – có biên LNG cao hơn dầu ăn và 2) tập trung vào các sản phẩm cao cấp có giá bán cao hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của KDC sẽ cải thiện 1.0/0.8 điểm % svck trong 2022-23.

### Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 17,5% trong 2022-23

Chúng tôi dự phóng DT thuần của KDC tăng 17,0%/12,1% svck trong 2022-23 nhờ 1) DT nhóm hàng thực phẩm tăng 26,0%/15,9% svck và 2) DT mảng dầu ăn tăng 15,0%/11,2% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng biên LNG cải thiện 1,0/0,8 điểm % trong giai đoạn 2022-23 sau khi thu hẹp 1,4 điểm % trong năm 2021. Trong giai đoạn 2022-23, chúng tôi dự phóng LNR tăng 0,5%/34,5% svck.

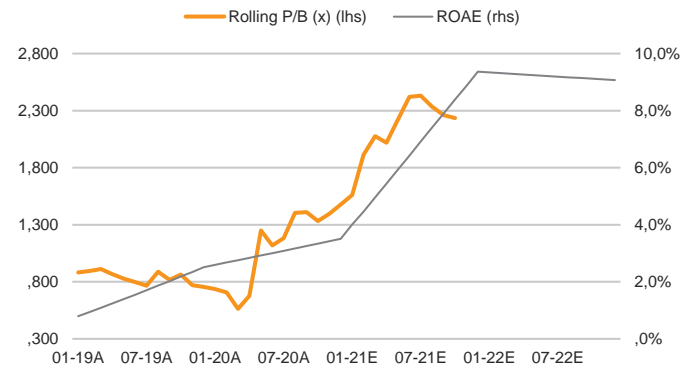
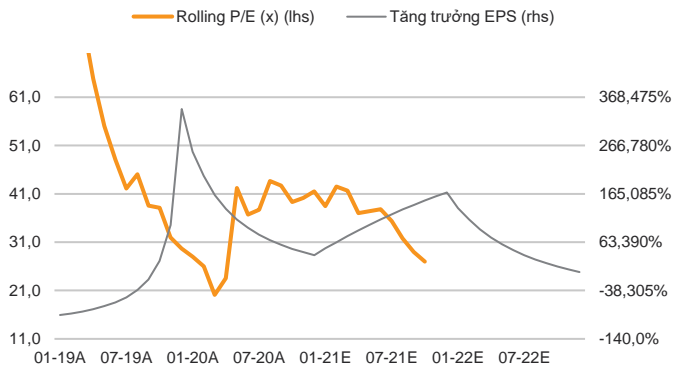
### Chúng tôi lựa chọn KDC cho ngành F&B với giá mục tiêu 69.800 đồng

Chúng tôi đánh giá cao KDC vì: 1) vị thế dẫn đầu trong thị trường dầu ăn và kem, 2) trở về kinh doanh ngành bánh kẹo sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho công ty và 3) LNR của KDC sẽ tăng trưởng kép 17,5% trong giai đoạn 2022-23. Động lực tăng giá gồm 1) quá trình M&A nhanh hơn dự kiến, 2) liên doanh với Vinamilk, KDC’ Bakery và chuỗi cửa hàng Chuk Chuk thành công. Rủi ro gồm 1) quá trình M&A chậm hơn dự kiến, 2) tăng trưởng các mảng kinh doanh thấp hơn dự kiến và 3) giá vốn hàng bán và chi phí bán hàng & quản lý cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.322	9.751	11.405	12.786
Tăng trưởng DT thuần	15,4%	17,2%	17,0%	12,1%
Biên lợi nhuận gộp	21,2%	19,8%	20,8%	21,6%
Biên EBITDA	9,9%	10,7%	10,5%	11,5%
LN ròng (tỷ)	204	547	550	740
Tăng trưởng LN ròng	36,0%	168,1%	0,5%	34,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	892	2.391	2.404	3.235
EPS điều chỉnh	892	2.391	2.404	3.235
BVPS	25.027	26.033	26.968	28.778
ROAE	3,5%	9,4%	9,1%	11,1%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	9.751	11.405	12.786
Giá vốn hàng bán	(7.821)	(9.034)	(10.026)
Chi phí quản lý DN	(1.157)	(1.283)	(1.372)
Chi phí bán hàng	(260)	(428)	(457)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>513</b>	<b>660</b>	<b>931</b>
EBITDA thuần	778	925	1.196
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(265)</b>	<b>(265)</b>	<b>(265)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>513</b>	<b>660</b>	<b>931</b>
Thu nhập lãi	89	89	89
Chi phí tài chính	(118)	(204)	(225)
Thu nhập ròng khác	7	7	7
TN từ các Cty LK & LD	172	172	172
<b>LN trước thuế</b>	<b>663</b>	<b>724</b>	<b>974</b>
Thuế	(68)	(145)	(195)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(48)	(29)	(39)
<b>LN ròng</b>	<b>547</b>	<b>550</b>	<b>740</b>
Thu nhập trên vốn	547	550	740
Cổ tức phổ thông	(366)	(366)	(366)
<b>LN giữ lại</b>	<b>181</b>	<b>184</b>	<b>374</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.758	3.081	3.887
Đầu tư ngắn hạn	687	687	687
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.082	1.595	1.800
Hàng tồn kho	1.447	1.671	1.855
Các tài sản ngắn hạn khác	215	251	281
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.189</b>	<b>7.285</b>	<b>8.510</b>
Tài sản cố định	2.495	2.313	2.131
Tổng đầu tư	4.727	4.727	4.727
Tài sản dài hạn khác	394	407	417
<b>Tổng tài sản</b>	<b>13.805</b>	<b>14.732</b>	<b>15.785</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.487	2.908	3.261
Phải trả người bán	644	753	844
Nợ ngắn hạn khác	859	1.010	1.163
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.990</b>	<b>4.671</b>	<b>5.268</b>
Vay & nợ dài hạn	1.000	1.000	1.000
Các khoản phải trả khác	837	840	843
Vốn điều lệ và	2.797	2.798	2.799
LN giữ lại	1.072	1.285	1.698
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.955</b>	<b>6.169</b>	<b>6.583</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.023	2.052	2.091
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.805</b>	<b>14.732</b>	<b>15.785</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>663</b>	<b>724</b>	<b>974</b>
Khấu hao	265	265	265
Thuế đã nộp	(68)	(145)	(195)
Các khoản điều chỉnh khác	269	385	(314)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>(231)</b>	<b>(124)</b>	<b>(74)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>898</b>	<b>1.105</b>	<b>656</b>
Đầu tư TSCĐ	0	0	0
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	2	3
Các khoản khác	(973)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	158	158	158
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(814)</b>	<b>160</b>	<b>161</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	1	2	3
Tiền vay ròng nhận được	938	422	352
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(366)	(366)	(366)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>573</b>	<b>58</b>	<b>(11)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.101	1.758	3.081
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>657</b>	<b>1.323</b>	<b>806</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.758	3.081	3.887

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,6%	4,8%	5,8%
Vòng quay TS	0,74	0,80	0,84
ROAA	4,2%	3,9%	4,8%
Đòn bẩy tài chính	2,24	2,35	2,39
ROAE	9,4%	9,1%	11,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	27,4	27,4	27,4
Số ngày nắm giữ HTK	67,5	67,5	67,5
Số ngày phải trả tiền bán	30,1	30,4	30,7
Vòng quay TSCĐ	3,73	4,74	5,75
ROIC	4,8%	4,5%	5,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,6	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,8	0,9
Vòng quay tiền	64,8	64,5	64,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	17,2%	17,0%	12,1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	68,2%	28,7%	41,1%
Tăng trưởng LN ròng	168,1%	0,5%	34,5%
Tăng trưởng EPS	168,1%	0,5%	34,5%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP ĐT & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND46.350	VND54.800	1,15%	KHẢ QUAN	Bất động sản

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

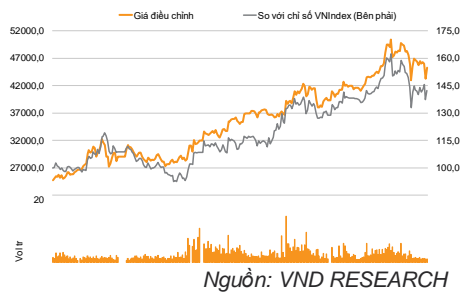
Consensus\*: Mua:7 Giữ:3 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 25,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	50.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24.137
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	125.074
Thị giá vốn (tỷ VND)	29.800
Free float (%)	37
P/E trượt (x)	25,1
P/B hiện tại (x)	3,0

### Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH đầu tư Tiến Lộc	11,1%
Công ty TNHH đầu tư Gam Ma	9,1%
Công ty TNHH đầu tư thương mại Á Âu	8,2%
Khác	71,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Đón chờ sự trở lại mạnh mẽ trong 2022

- Dự phóng doanh số ký bán 2022-23 lần lượt tăng 188,2% svck/31,5% svck nhờ ra mắt bốn dự án mới tại các vị trí đất địa của TP. HCM.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2022-23 lần lượt tăng 45,6% svck/38,9% svck, được thúc đẩy bởi các dự án thấp tầng mới.
- KDH là cổ phiếu tiêu biểu chúng tôi lựa chọn cho ngành BĐS nhà ở.

### Nắm bắt cơ hội từ sự phục hồi của thị trường BĐS TP HCM

Chúng tôi ưa thích KDH vì quy mô công ty, năng lực tài chính, quỹ đất lớn tọa lạc tại các vị trí đắc địa của TP. HCM (578ha diện tích phát triển nhà ở và 110ha diện tích đất KCN tính đến cuối Q3/21), cũng như tính minh bạch về mặt pháp lý tại các dự án của KDH. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ giúp KDH là một trong những công ty được hưởng lợi nhất khi thị trường BĐS nhà ở tại TP. HCM phục hồi từ 2022, giúp tăng trưởng lợi nhuận ổn định.

### Doanh số ký bán có thể chạm đáy từ 2021

Chúng tôi dự báo doanh số ký bán 2021 giảm 3,3% svck còn 2.359 tỷ đồng do siết chặt di chuyển tại phía Nam từ tháng 6-9 và kỳ vọng các hoạt động quảng cáo, bán hàng trở lại từ tháng 10. Chúng tôi dự phóng doanh số ký bán 2022-23 hồi phục mạnh mẽ tăng 188,2% svck và 31,5% svck, nhờ mở bán bốn dự án nhà ở mới và một dự án KCN gồm Clarita (5,7ha), Classia (4,3ha) tại thành phố Thủ Đức, một dự án căn hộ (1,8ha) tại quận Bình Tân, Corona (17,5ha) và KCN Lê Minh Xuân (110ha), với tổng giá trị phát triển ước đạt 30.853 tỷ đồng.

### LN ròng 2022-23 tăng tích cực nhờ mở bán các dự án thấp tầng mới

Chúng tôi dự báo LN ròng tăng 45,6% svck lên 1.707 tỷ đồng trong năm 2022 và tăng 38,9% svck lên 2.372 tỷ đồng trong 2023, chủ yếu từ các dự án Classia, Clarita và KCN Lê Minh Xuân. Chúng tôi ước tính biên LN gộp sẽ cải thiện +15,3 điểm % svck lên 59,6% năm 2022 và 63,7% năm 2023, nhờ sự đóng góp của các dự án thấp tầng có biên LN cao hơn. Giai đoạn sau năm 2023, chúng tôi cho rằng các dự án có quy mô lớn như Tân Tạo (330ha) tại Bình Tân và Green Village (133ha) tại Bình Chánh sẽ là những "bom tấn" và là động lực tăng trưởng chính cho KDH.

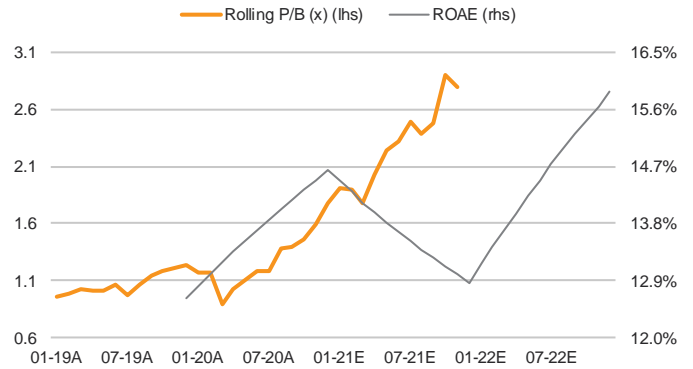
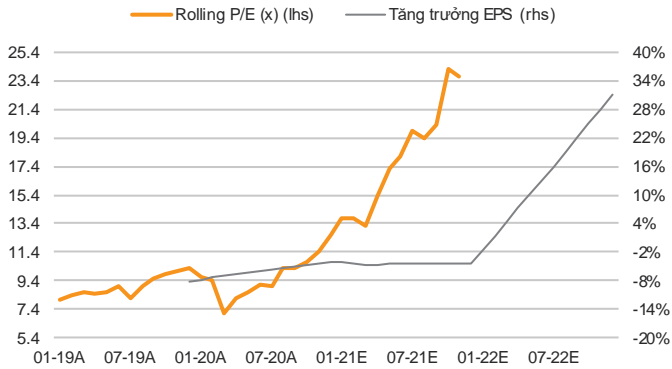
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 54.800 đ/cp

Tiềm năng tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại các dự án Classia, Clarita, 11A, 158 An Dương Vương; trong trung và dài hạn phụ thuộc việc liệu KDH có thể giải quyết các rào cản pháp lý để khởi công dự án Tân Tạo. Rủi ro giảm giá 1) chậm trễ trong cấp phép và trì hoãn mở bán dự án mới và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	4.617	4.298	4.466	5.774
Tăng trưởng DT thuần	99,7%	(6,9%)	3,9%	29,3%
Biên lợi nhuận gộp	43,3%	44,3%	59,6%	63,7%
Biên EBITDA	33,9%	36,1%	49,3%	53,8%
LN ròng (tỷ)	1.153	1.173	1.707	2.372
Tăng trưởng LN ròng	26,0%	1,7%	45,6%	38,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	28,6%	6,2%	46,1%	33,3%
EPS cơ bản	2.117	2.027	2.656	3.689
EPS điều chỉnh	1.880	1.879	2.471	3.293
BVPS	14.928	17.468	17.744	20.749
ROAE	17,3%	17,6%	25,6%	35,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.298	4.466	5.774
Giá vốn hàng bán	(2.395)	(1.804)	(2.096)
Chi phí quản lý DN	(176)	(178)	(205)
Chi phí bán hàng	(157)	(263)	(346)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.570</b>	<b>2.221</b>	<b>3.126</b>
EBITDA thuần	1.589	2.241	3.146
Chi phí khấu hao	19	19	20
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.570</b>	<b>2.221</b>	<b>3.126</b>
Thu nhập lãi	25	57	49
Chi phí tài chính	(85)	(98)	(124)
Thu nhập ròng khác	(42)	(44)	(46)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.468</b>	<b>2.137</b>	<b>3.005</b>
Thuế	(294)	(427)	(631)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2)	(2)	(2)
<b>LN ròng</b>	<b>1.173</b>	<b>1.707</b>	<b>2.372</b>
Thu nhập trên vốn	1.088	1.589	2.117
Cổ tức phổ thông	0	(321)	(321)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.173</b>	<b>1.386</b>	<b>2.050</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	3.011	2.710	3.038
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	596	619	800
Hàng tồn kho	6.653	8.648	12.435
Các tài sản ngắn hạn khác	82	86	90
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>13.508</b>	<b>15.555</b>	<b>20.314</b>
Tài sản cố định	805	875	952
Tổng đầu tư	14	14	14
Tài sản dài hạn khác	220	225	238
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.601</b>	<b>16.716</b>	<b>21.558</b>
Vay & nợ ngắn hạn	708	637	574
Phải trả người bán	226	170	198
Nợ ngắn hạn khác	1.388	2.569	5.326
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.345</b>	<b>3.394</b>	<b>6.117</b>
Vay & nợ dài hạn	1.989	1.750	1.914
Các khoản phải trả khác	127	130	150
Vốn điều lệ và	6.429	6.429	6.429
LN giữ lại	2.322	3.622	5.554
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.108</b>	<b>11.408</b>	<b>13.340</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.601</b>	<b>16.716</b>	<b>21.558</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.468</b>	<b>2.137</b>	<b>3.005</b>
Khấu hao	19	19	20
Thuế đã nộp	(294)	(427)	(631)
Các khoản điều chỉnh khác	(129)	(95)	(129)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.587)</b>	<b>(1.231)</b>	<b>(1.635)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>(563)</b>	<b>355</b>	<b>591</b>
Đầu tư TSCĐ	(75)	(83)	(90)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	25	57	49
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(50)</b>	<b>(25)</b>	<b>(42)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	517	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	419	0	0
Tiền vay ròng nhận được	852	0	101
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(310)	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	(321)	(321)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.789</b>	<b>(631)</b>	<b>(221)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.836	3.011	2.710
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>1.175</b>	<b>(301)</b>	<b>329</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3.011	2.710	3.038

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	27,3%	38,3%	41,1%
Vòng quay TS	0,42	0,43	0,56
ROAA	11,4%	16,6%	23,0%
Đòn bẩy tài chính	1,55	1,55	1,55
ROAE	17,6%	25,6%	35,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	50,6	50,6	50,6
Số ngày nắm giữ HTK	1.014,0	1.749,6	2.165,3
Số ngày phải trả tiền bán	34,4	34,4	34,4
Vòng quay TSCĐ	5,51	5,72	7,40
ROIC	9,1%	12,3%	15,0%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	5,8	4,6	3,3
Khả năng thanh toán nhanh	2,9	2,0	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,3	0,8	0,5
Vòng quay tiền	1.030,2	1.765,8	2.181,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(6,9%)	3,9%	29,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-	-	-
Tăng trưởng LN ròng	1,7%	45,6%	38,9%
Tăng trưởng EPS	1,7%	45,6%	38,9%

Nguồn: VND RESEARCH

## NHTMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT (LPB)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND23.900	VND25.700	0,00%	TRUNG LẬP	Tài chính

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung lập

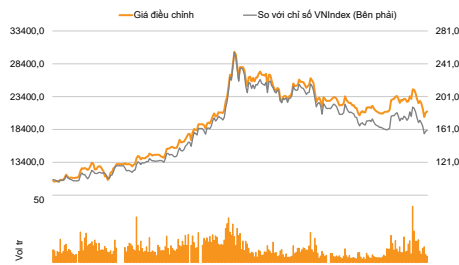
Consensus\*: Mua:3 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: -5,9%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	30.223
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.415
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	155.027
Thị giá vốn (tỷ VND)	25.456
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	11,8
P/B hiện tại (x)	1,62

### Cơ cấu sở hữu

Vietnam Post	12,7%
H.T.H Ltd. Co.	5,0%
Nguyễn Đình Thắng	3,6%
Khác	78,7%

Source: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Triển vọng tích cực đã phản ánh vào giá

- LPB là ngân hàng lớn thứ 13 xét về tổng tài sản và có mạng lưới lớn thứ hai trong các ngân hàng.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng 13,4%/24% năm 2020-23 nhờ tăng trưởng cho vay và thu nhập ngoài lãi.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 25.700 đồng/cổ phiếu.

### Ngân hàng có mạng lưới bán lẻ vững chắc

LPB là ngân hàng lớn thứ 13 tại Việt Nam xét về tổng tài sản, chiếm 2,0% thị phần cho vay và 1,7% thị phần tiền gửi khách hàng vào cuối Q3/21. Mặc dù có quy mô khiêm tốn nhưng ngân hàng có lợi thế cạnh tranh so với các ngân hàng khác nhờ mạng lưới hoạt động rộng khắp cả nước. Bằng cách sử dụng mạng lưới hiện có, LPB có thể tiếp cận các khu vực nông thôn, nơi sự hiện diện của ngân hàng còn hạn chế, với chi phí thấp hơn so với việc mở các phòng giao dịch mới.

### Chất lượng tài sản từng bước cải thiện

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm về 1,42% tại cuối Q3/21 từ mức 1,64% cuối Q3/20 và 1,43% cuối Q4/20 khi ngân hàng đã xóa 419 tỷ đồng nợ xấu, thấp hơn mức trung bình ngành là 1,64%. LPB ghi nhận chi phí dự phòng tăng 175,9% svck trong Q3/21, dẫn đến tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) đạt mức 98,2% cuối Q3/21 từ mức 96,5% cuối Q2/21 và 89,6% cuối Q4/20, thấp hơn mức trung bình ngành 114%.

### Dự kiến lợi nhuận tăng 13,4%/24% năm 2022-23

Chúng tôi dự báo thu nhập lãi thuần tăng 12,5%/13,3% nhờ 15% tăng trưởng cho vay trong năm 2022-23 phản ánh nhu cầu tín dụng tăng cao khi kinh tế phục hồi. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận ròng (NIM) sẽ khó cải thiện trong năm 2022 trong bối cảnh lãi suất cho vay tiếp tục giảm để hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi tăng 17,8%/18,4% năm 2022-23 chủ yếu nhờ thu nhập từ phí dịch vụ và từ bảo hiểm. Dự kiến tăng trưởng 13,4%/24% năm 2022-23, với ROE đạt 17,8%/17% tương ứng, thấp hơn một chút so với trung bình ngành.

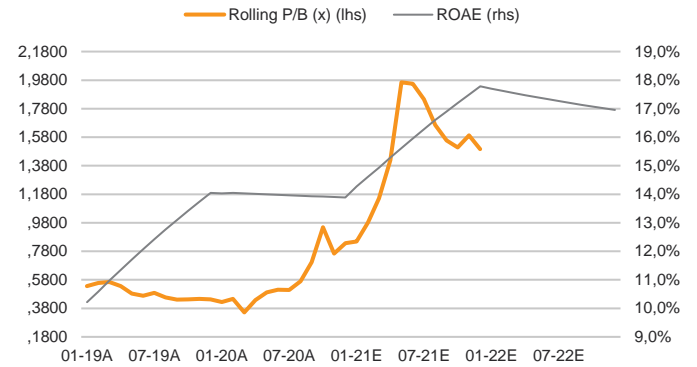
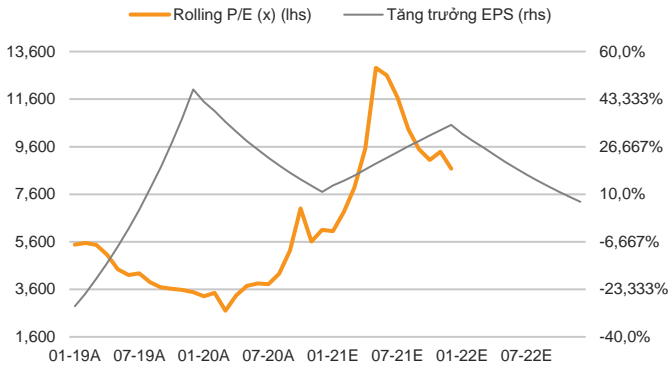
### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 25.700 đồng/cp

Giá mục tiêu dựa trên định giá thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14,6%; tăng trưởng dài hạn: 3,0%) và mục tiêu P/B đạt 1,6x cho năm 2022. Chúng tôi tin LPB phù hợp với dự báo 1,6x nhằm phản ánh chỉ số ROE của LPB giai đoạn 2021-22 thấp hơn mức trung bình ngành. Tiềm năng tăng giá đến từ sự thành công của đợt phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài và chi phí trả trước cho hợp đồng banca độc quyền cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đến từ việc chi phí tín dụng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	6.720	8.182	9.206	10.434
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,2%	3,3%	3,3%	3,2%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	7.771	9.125	10.318	11.751
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(699)	(1.148)	(680)	(868)
LN ròng (tỷ)	1.862	2.778	3.151	3.906
Tăng trưởng LN ròng	16,3%	49,2%	13,4%	24,0%
EPS điều chỉnh	1.610	2.127	2.284	2.831
BVPS	13.243	14.132	16.750	19.995
ROAE	13,9%	17,8%	17,0%	17,7%

Source: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>8.182</b>	<b>9.206</b>	<b>10.434</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>944</b>	<b>1.112</b>	<b>1.317</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>9.125</b>	<b>10.318</b>	<b>11.751</b>
Tổng chi phí hoạt động	(4.417)	(5.599)	(5.875)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>4.709</b>	<b>4.719</b>	<b>5.875</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(1.148)</b>	<b>(680)</b>	<b>(868)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.561</b>	<b>4.039</b>	<b>5.007</b>
Thuế	(783)	(889)	(1.102)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.778</b>	<b>3.151</b>	<b>3.906</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>2.778</b>	<b>3.151</b>	<b>3.906</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>200.465</b>	<b>230.535</b>	<b>265.116</b>
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>200.465</b>	<b>230.535</b>	<b>265.116</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	38.701	44.507	51.183
Các tài sản sinh lãi khác	22.627	24.902	28.637
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>261.793</b>	<b>299.944</b>	<b>344.935</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(2.562)</b>	<b>(3.090)</b>	<b>(3.656)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>198.076</b>	<b>227.622</b>	<b>261.638</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>259.231</b>	<b>296.854</b>	<b>341.280</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.709	4.006	4.407
Tổng đầu tư	335	362	398
Các tài sản khác	10.172	10.985	12.084
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>14.216</b>	<b>15.353</b>	<b>16.888</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>273.447</b>	<b>312.207</b>	<b>358.168</b>
Nợ khách hàng	200.705	232.818	270.068
Dư nợ tín dụng	35.476	39.733	45.694
Tài sản nợ chịu lãi	236.181	272.551	315.762
Tiền gửi	235	247	260
Tổng tiền gửi	236.417	272.798	316.022
Các khoản nợ lãi suất khác	16.220	19.139	22.010
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>252.636</b>	<b>291.937</b>	<b>338.032</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	3.801	109	(3.929)
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>3.801</b>	<b>109</b>	<b>(3.929)</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>256.438</b>	<b>292.047</b>	<b>334.102</b>
Vốn điều lệ và	12.036	12.036	12.036
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	3.221	6.371	10.277
Các quỹ thuộc VCSH	1.753	1.753	1.753
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.009</b>	<b>20.160</b>	<b>24.066</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.009</b>	<b>20.160</b>	<b>24.066</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>273.447</b>	<b>312.207</b>	<b>358.168</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,0%	16,0%	16,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	13,5%	15,0%	15,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	21,7%	12,5%	13,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	50,6%	0,2%	24,5%
Tăng trưởng LN ròng	49,2%	13,4%	24,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	13,2%	14,5%	15,0%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.438	2.618	3.245
BVPS (VND)	14.132	16.750	19.995
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	34,3%	7,4%	24,0%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,3%	3,3%	3,2%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(48,4%)	(54,3%)	(50,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,1%	1,3%	1,4%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,2%	1,3%	1,4%
LN/ TB cho vay	0,6%	0,3%	0,4%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	8,2%	8,3%	8,5%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	84,9%	84,6%	84,0%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,9%	9,1%	9,2%
Chi phí cho các quỹ	5,8%	6,0%	6,1%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	3,2%	3,1%	3,1%
ROAE	17,8%	17,0%	17,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## NH TM CP QUÂN ĐỘI (MBB)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND28.550	VND34.500	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

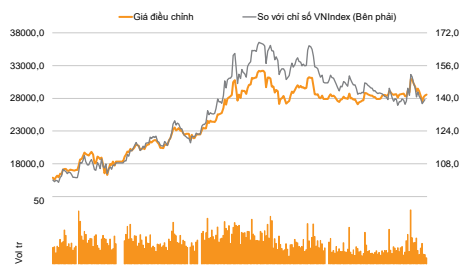
Consensus\*: Mua:14 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -2,7%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	32.185
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.481
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	360.609tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	106.927
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	12,6
P/B hiện tại (x)	2,19

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Viettel	14,6%
SCIC	9,8%
Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam	7,8%
Khác	67,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Vững vàng trước những biến động

- MBB là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi nhờ vào tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ cho vay cá nhân và bảo hiểm nhân thọ, bên cạnh chi phí vốn thấp.
- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận năm 2022-23 tăng 21%/18% dựa trên khả năng tăng trưởng cho vay tốt và duy trì biên LN cao.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 34.500 đồng/cp.

### Mô hình kinh doanh ổn định hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận và ROE

MBB đã thành công trong việc xây dựng được một nền tảng vững chắc với lợi thế chi phí vốn thấp để phát triển và mở rộng quy mô ở những lĩnh vực tiềm năng như cho vay cá nhân và bảo hiểm nhân thọ, từ đó giúp ngân hàng duy trì biên LN cao, tăng trưởng lợi nhuận (LN) và ROE trong tương lai. Mạng cho vay cá nhân của MBB sẽ tiếp tục là điểm sáng khi ngân hàng đã ghi nhận tăng trưởng kép 5 năm qua là 33% và chỉ chiếm 43% tổng cho vay. Mạng bảo hiểm sẽ đóng góp phần lớn trong tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của MBB khi thị trường bảo hiểm nhân thọ của Việt Nam vẫn còn non trẻ với tỷ lệ thâm nhập chỉ 1,5% (so với 5,5% trung bình khu vực).

### Chất lượng tài sản tốt so với toàn ngành

MBB đã tăng trích lập trong 9T21 (+43,5% svck) để dự phòng cho rủi ro tăng nợ xấu, chỉ số LLR theo đó tăng lên 232,8% (236,5% cuối Q2/21 và 134,1% cuối năm 2020). Tổng nợ xấu của ngân hàng giảm nhẹ 2% từ đầu năm, đạt 3,2 nghìn tỷ đồng; tương đương với NPL 0,95% cuối Q3/21 – tăng nhẹ từ 0,76% cuối Q2/21 nhưng vẫn thấp hơn mức 1,09% cuối năm ngoái. Các chỉ số về chất lượng tài sản của MBB đều khả quan hơn so với toàn ngành (trung bình ngành: NPL: 1,64%; LLR: 114% cuối Q3/21).

### Tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

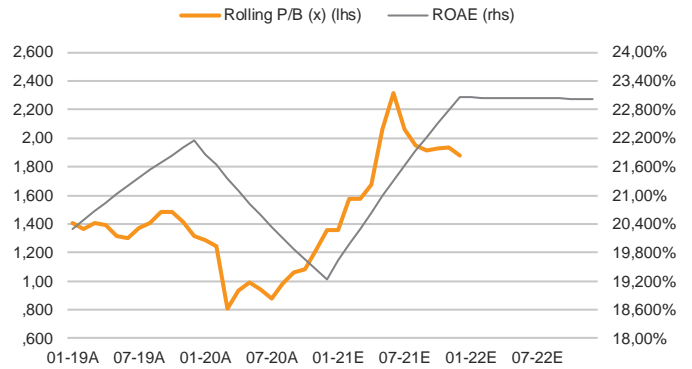
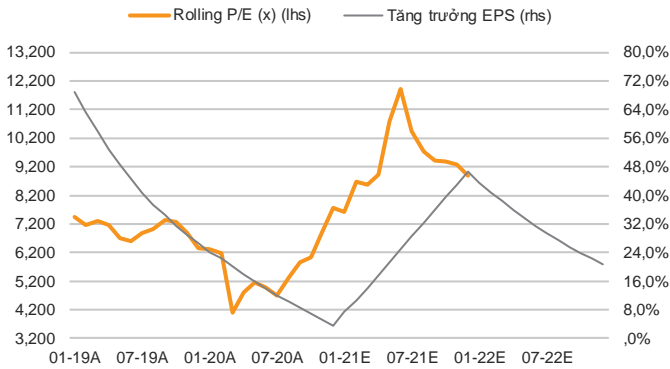
Chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay năm 2022/2023 của MBB sẽ tăng 18%/17% (2019-21 CAGR: 17%), phản ánh nhu cầu tín dụng lớn trong giai đoạn 2 năm tới. Tuy rằng lãi suất cho vay sẽ giảm và lãi suất tiền gửi sẽ bắt đầu tăng trở lại trong năm sau, chúng tôi tin rằng NIM của ngân hàng sẽ chỉ giảm 12 điểm cơ bản so với năm 2021 và vẫn duy trì ở mức cao 5,1%, nhờ vào khả năng mở rộng CASA và tăng trưởng cho vay cá nhân. LN ròng năm 2022-23 tăng lần lượt 21% svck và 18% svck. ROE vẫn duy trì ở mức 22,7% cho giai đoạn 2022-23.

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 34.500 đồng/cp

Chúng tôi ưa thích MBB nhờ vào khả năng duy trì biên LN cao, tăng trưởng LN tốt, và chất lượng tài sản ổn định giúp ngân hàng có thể vượt qua được rủi ro nợ xấu gia tăng trong năm tới. Giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 15,1%; tăng trưởng dài hạn: 3%) và 2x P/BV dự phóng năm 2022. Tiềm năng tăng giá của cổ phiếu sẽ đến từ tăng trưởng cho vay cao hơn; rủi ro giảm giá có thể sẽ là biên LN thấp hơn kỳ vọng và nợ xấu gia tăng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	20.278	25.722	29.665	34.375
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,7%	5,1%	5,1%	5,1%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	27.362	35.097	40.809	47.661
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(6.118)	(7.538)	(7.621)	(8.678)
LN ròng (tỷ)	8.263	12.188	14.746	17.395
Tăng trưởng LN ròng	5,6%	47,5%	21,0%	18,0%
EPS điều chỉnh	2.059	3.018	3.644	4.299
BVPS	12.563	15.198	18.475	22.448
ROAE	19,2%	23,1%	23,0%	22,3%

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>25.722</b>	<b>29.665</b>	<b>34.375</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>9.375</b>	<b>11.145</b>	<b>13.286</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>35.097</b>	<b>40.809</b>	<b>47.661</b>
Tổng chi phí hoạt động	(11.933)	(14.283)	(16.681)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>23.164</b>	<b>26.526</b>	<b>30.980</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(7.538)</b>	<b>(7.621)</b>	<b>(8.678)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>15.626</b>	<b>18.906</b>	<b>22.301</b>
Thuế	(3.125)	(3.781)	(4.460)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>12.500</b>	<b>15.124</b>	<b>17.841</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(313)	(378)	(446)
<b>LN ròng</b>	<b>12.188</b>	<b>14.746</b>	<b>17.395</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	346.025	408.309	477.722
Cho vay các ngân hàng khác	52.678	57.945	63.740
<b>Tổng cho vay</b>	<b>398.702</b>	<b>466.254</b>	<b>541.462</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	120.569	138.484	152.333
Các tài sản sinh lãi khác	19.067	20.974	23.071
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>538.338</b>	<b>625.713</b>	<b>716.865</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(4.432)</b>	<b>(10.659)</b>	<b>(7.648)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>342.001</b>	<b>403.040</b>	<b>470.591</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>533.906</b>	<b>615.054</b>	<b>709.217</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.327	3.560	3.809
Tổng đầu tư	1.212	1.297	1.388
Các tài sản khác	30.790	32.945	35.252
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>35.329</b>	<b>37.802</b>	<b>40.448</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>569.235</b>	<b>652.856</b>	<b>749.666</b>
Nợ khách hàng	357.604	405.881	462.704
Dư nợ tín dụng	56.016	61.618	67.779
Tài sản nợ chịu lãi	413.620	467.499	530.484
Tiền gửi	55.981	61.579	64.658
Tổng tiền gửi	469.601	529.078	595.142
Các khoản nợ lãi suất khác	207	207	207
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>469.809</b>	<b>529.285</b>	<b>595.349</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	39.109	50.411	65.598
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>39.109</b>	<b>50.411</b>	<b>65.598</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>508.918</b>	<b>579.696</b>	<b>660.947</b>
Vốn điều lệ và	38.039	38.039	38.039
Thặng dư vốn cổ phần	1.303	1.303	1.303
Cổ phiếu quỹ	(564)	(564)	(564)
LN giữ lại	12.810	25.274	40.387
Các quỹ thuộc VCSH	6.225	6.225	6.225
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>57.812</b>	<b>70.276</b>	<b>85.389</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.506	2.884	3.330
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>60.318</b>	<b>73.160</b>	<b>88.719</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>569.235</b>	<b>652.856</b>	<b>749.666</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,0%	13,5%	14,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	16,0%	18,0%	17,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	26,8%	15,3%	15,9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	37,8%	14,5%	16,8%
Tăng trưởng LN ròng	47,5%	21,0%	18,0%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	15,6%	15,2%	15,3%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.211	3.877	4.573
BVPS (VND)	15.198	18.475	22.448
Cổ tức / cp (VND)	600	600	600
Tăng trưởng EPS	46,6%	20,7%	18,0%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,1%	5,1%	5,1%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(34,0%)	(35,0%)	(35,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,7%	1,2%	1,3%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,7%	1,3%	1,3%
LN/ TB cho vay	2,3%	2,0%	2,0%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	10,3%	10,6%	11,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	83,7%	87,3%	90,1%
<b>Biên lợi và độ đàn trái</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,6%	7,5%	7,6%
Chi phí cho các quỹ	2,8%	2,8%	2,9%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,8%	4,9%	4,9%
ROAE	23,1%	23,0%	22,3%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP HÀNG TIÊU DÙNG MASAN (MCH)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND117.200	VND146.800	3,61%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

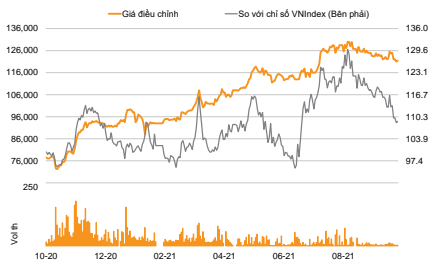
Consensus\*: Mua: 0 Giữ: 0 Bán: 0

Giá mục tiêu/Consensus: N/A

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	130.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	72.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.807
Thị giá vốn (tỷ VND)	86.575
Free float (%)	8
P/E trượt (x)	18,3
P/B hiện tại (x)	6,0

### Cơ cấu sở hữu

Masan Consumer Holdings	92,4%
Khác	7,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

## Lựa chọn hàng đầu của bữa ăn Việt

- MCH là ông lớn trong ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam với danh mục sản phẩm lớn và đa dạng.
- Chúng tôi kỳ vọng LNR năm 2021/22 của MCH sẽ tăng 12,2%/11,9% svck nhờ nâng cấp danh mục sản phẩm và tăng trưởng của ngành nước giải khát.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 146.800đ/cp.

### Dẫn đầu ngành hàng tiêu dùng Việt Nam với danh mục sản phẩm đa dạng

CTCP Hàng tiêu dùng Masan (Masan Consumer) là công ty con của Tập đoàn Masan (MSN) và là công ty dẫn đầu trong nhiều ngành hàng tiêu dùng. MCH có danh mục sản phẩm rộng với: thực phẩm tiện lợi (mì gói, cháo ăn liền), gia vị (nước tương, nước mắm, tương ớt), thịt chế biến (xúc xích tiết trùng, thịt viên), nước giải khát, cà phê, ngũ cốc, Hóa mỹ phẩm chăm sóc cá nhân và gia đình với nhiều thương hiệu nổi tiếng. Theo Kantar Worldpanel, 98% hộ gia đình Việt Nam có ít nhất một sản phẩm của Masan Consumer trong năm 2020.

### Bắt sóng xu hướng sản phẩm cao cấp

Nhu cầu về các sản phẩm cao cấp đang tăng mạnh ở Việt Nam nhờ sự gia tăng nhanh chóng của tầng lớp trung lưu, thu nhập cũng như nhận thức về sức khỏe cao hơn. MCH đã có vị thế vững chắc trong dòng sản phẩm cao cấp với mì ly Omachi và Omachi Business. Trong giai đoạn 2021-23, MCH có kế hoạch phát triển hơn nữa các sản phẩm bữa ăn hoàn chỉnh bằng cách tập trung vào bao bì hộp cao cấp (thay vì gói), phát triển các dòng sản phẩm mới (ví dụ như phở) và tăng khối lượng thịt trong mỗi sản phẩm.

### Lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng hai con số giai đoạn 2021-23

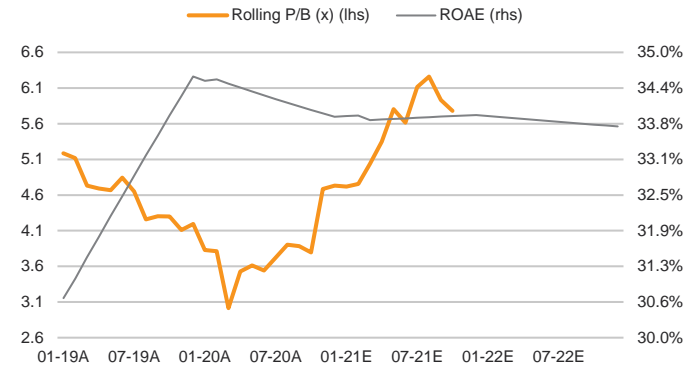
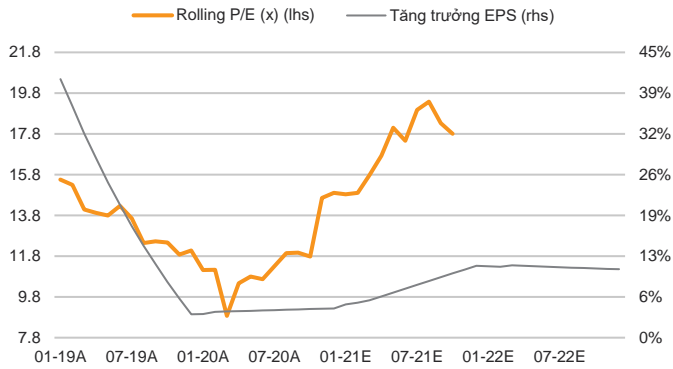
Chúng tôi kỳ vọng DT của MCH sẽ tăng trưởng 12,6%/9,7%/9,8% svck trong năm 2021-23 nhờ 1) DT từ thực phẩm tiện lợi tăng 17,2%/9,6%/10,8% svck, 2) DT mảng gia vị tăng 9,4%/7,9%/7,1% svck và 3) DT nước giải khát tăng 11,2%/11,3%/15,0% svck. Lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng hai con số 12,2%/11,9%/12,2% svck trong năm 2021-23 nhờ 1) chi phí bán hàng & quản lý DN giảm do việc sáp nhập với VCM sẽ giúp MCH tiết kiệm chi phí bán hàng và 2) tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện 0,1/ 0,3 điểm % trong năm 2022/23 sau khi thu hẹp 0,4 điểm % trong năm 2021 do sự thay đổi cơ cấu sản phẩm.

### Chúng tôi lựa chọn MCH cho ngành F&B với giá mục tiêu 146.800 đ/cp

Chúng tôi ưa thích MCH nhờ 1) vị thế dẫn đầu trên thị trường nước mắm và vị trí thứ hai trên thị trường mì ăn liền, 2) lợi thế lớn về hệ thống bán lẻ nhờ tận dụng từ công ty mẹ - Tập đoàn Masan và 3) Cổ tức tiền mặt luôn ổn định ở mức 4.500đ/cp. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) nhu cầu thực phẩm tiện lợi cao hơn dự kiến do tác động của các lệnh giãn cách xã hội và 2) giá nguyên liệu đầu vào thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) phát sinh biến thể Covid mới và 2) giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	23.343	26.275	28.827	31.649
Tăng trưởng DT thuần	26,3%	12,6%	9,7%	9,8%
Biên lợi nhuận gộp	42,5%	42,1%	42,2%	42,5%
Biên EBITDA	27,7%	27,6%	28,5%	29,3%
LN ròng (tỷ)	4.520	5.070	5.672	6.365
Tăng trưởng LN ròng	12,3%	12,2%	11,9%	12,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	6.236	6.942	7.691	8.545
EPS điều chỉnh	6.236	6.942	7.691	8.545
BVPS	19.652	21.290	24.331	27.192
ROAE	33,9%	33,9%	33,7%	33,2%

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(VNDtỷ)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	26.275	28.827	31.649
Giá vốn hàng bán	(15.215)	(16.665)	(18.192)
Chi phí quản lý DN	(1.109)	(1.217)	(1.336)
Chi phí bán hàng	(4.410)	(4.757)	(5.222)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>5.541</b>	<b>6.189</b>	<b>6.898</b>
EBITDA thuần	6.526	7.385	8.305
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(985)</b>	<b>(1.196)</b>	<b>(1.407)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>5.541</b>	<b>6.189</b>	<b>6.898</b>
Thu nhập lãi	745	855	980
Chi phí tài chính	(371)	(426)	(451)
Thu nhập ròng khác	(20)	(22)	(25)
TN từ các Cty LK & LD	15	16	18
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.910</b>	<b>6.612</b>	<b>7.421</b>
Thuế	(754)	(844)	(947)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(87)	(97)	(109)
<b>LN ròng</b>	<b>5.070</b>	<b>5.672</b>	<b>6.365</b>
Thu nhập trên vốn	5.070	5.672	6.365
Cổ tức phổ thông	(3.302)	(3.335)	(4.117)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.768</b>	<b>2.337</b>	<b>2.248</b>

Bảng cân đối kế toán

(VNDtỷ)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.113	5.069	6.010
Đầu tư ngắn hạn	263	317	383
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.394	3.724	4.089
Hàng tồn kho	2.293	2.511	2.741
Các tài sản ngắn hạn khác	89	97	107
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>10.152</b>	<b>11.719</b>	<b>13.330</b>
Tài sản cố định	6.755	7.304	7.651
Tổng đầu tư	249	249	249
Tài sản dài hạn khác	11.716	13.318	15.150
<b>Tổng tài sản</b>	<b>28.872</b>	<b>32.590</b>	<b>36.381</b>
Vay & nợ ngắn hạn	7.519	8.250	9.057
Phải trả người bán	1.471	1.613	1.771
Nợ ngắn hạn khác	2.450	2.688	2.952
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>11.440</b>	<b>12.552</b>	<b>13.780</b>
Vay & nợ dài hạn	1.314	1.441	1.582
Các khoản phải trả khác	495	565	664
Vốn điều lệ và	7.338	7.411	7.485
LN giữ lại	6.351	8.688	10.936
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>15.623</b>	<b>18.033</b>	<b>20.355</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>28.872</b>	<b>32.590</b>	<b>36.381</b>

Báo cáo LCTT

(VNDtỷ)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.910</b>	<b>6.612</b>	<b>7.421</b>
Khấu hao	985	1.196	1.407
Thuế đã nộp	(754)	(844)	(947)
Các khoản điều chỉnh khác	(394)	(406)	(417)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(229)</b>	<b>(24)</b>	<b>(14)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>5.519</b>	<b>6.535</b>	<b>7.450</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.801)	(1.809)	(1.809)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1.797)	(1.745)	(1.987)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	85	85	85
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(3.514)</b>	<b>(3.469)</b>	<b>(3.711)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	350	367	371
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.385	858	949
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3.302)	(3.335)	(4.117)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.567)</b>	<b>(2.110)</b>	<b>(2.798)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.818	4.113	5.069
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>438</b>	<b>956</b>	<b>941</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.257	5.069	6.010

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	19,3%	19,7%	20,1%
Vòng quay TS	0,97	0,94	0,92
ROAA	18,6%	18,5%	18,5%
Đòn bẩy tài chính	1,82	1,83	1,80
ROAE	33,9%	33,7%	33,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	6,6	6,6	6,6
Số ngày nắm giữ HTK	55,0	55,0	55,0
Số ngày phải trả tiền bán	35,3	35,3	35,5
Vòng quay TSCĐ	4,21	4,10	4,23
ROIC	20,7%	20,5%	20,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,9	0,9	1,0
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,7	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,5
Vòng quay tiền	26,3	26,2	26,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	12,6%	9,7%	9,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	11,8%	11,7%	11,5%
Tăng trưởng LN ròng	12,2%	11,9%	12,2%
Tăng trưởng EPS	11,3%	10,8%	11,1%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP MAY SÔNG HỒNG (MSH)

Giá thị trường  
VND94.900

Giá mục tiêu  
VND100.100

Tỷ suất cổ tức  
4,10%

Khuyến nghị  
TRUNG LẬP

Ngành  
Hàng tiêu dùng

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Trung lập**

Consensus\*: Mua:6 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 10,8%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N.A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	94.900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	37.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	13.052
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.701
Free float (%)	39
P/E trượt (x)	11,8
P/B hiện tại (x)	3,0

### Cơ cấu sở hữu

Bùi Đức Thịnh	21,6%
FPTS	13,6%
Bùi Viết Quân	10,9%
Khác	53,9%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## SH10 đảm bảo tăng trưởng LN trong 2022-23

- Chúng tôi kỳ vọng triển vọng đơn hàng của MSH sẽ tiếp tục khả quan trong 2022-23 nhờ sự phục hồi nhu cầu từ thị trường Mỹ.
- Chúng tôi dự báo nhà máy SH10 sẽ hỗ trợ doanh thu FOB của MSH tăng trưởng 15%/20% svck trong 2022/23.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 100.100 đ/cp.

### Phục hồi mạnh mẽ trong 9T/21

Doanh thu 9T21 của MSH đạt 3.448 tỷ đồng (+16,3% svck), trong khi lợi nhuận ròng tăng 103,1% svck, lên 335 tỷ đồng do sự tăng trưởng từ các đơn hàng FOB từ các khách hàng mới ở Mỹ (Haddad và Walmart), các đơn hàng chuyển từ các công ty Myanmar và phía Nam. Trong đó, doanh thu từ mảng FOB của MSH đạt 2.857 tỷ đồng (+23,9% svck), chiếm 82,8% doanh thu MSH trong 9T/21.

### Triển vọng tươi sáng trong 2022-23 nhờ hợp tác với các khách hàng lớn

Chúng tôi kỳ vọng các lượng đơn hàng của MSH sẽ tiếp tục khả quan trong 2022-23 nhờ sự phục hồi nhu cầu từ thị trường Mỹ với thương hiệu hàng đầu trên thị trường bán lẻ Mỹ như Columbia, G-III và đặc biệt là Walmart (khách hàng mới năm 2020). Chúng tôi dự báo đơn hàng FOB từ Walmart sẽ đóng góp 23%/26% vào doanh thu của MSH trong 2022-23.

### Chúng tôi kỳ vọng nhà máy SH10 sẽ chạy hết công suất trong 2022

Để đáp ứng đầu nhu cầu mạnh mẽ từ khách hàng Mỹ, ban lãnh đạo MSH đã phê duyệt kế hoạch đầu tư nhà máy SH10 với chi phí 600 tỷ đồng. SH10 được xây dựng từ T3/21 và dự kiến hoàn thành vào T11/21. SH10 chỉ sản xuất các đơn hàng FOB với công suất thiết kế là 70 triệu USD giá trị đơn hàng FOB mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng SH10 sẽ đạt công suất 50% trong T11-T12/21 và đạt hết công suất vào năm 2022-23. Chúng tôi dự báo nhà máy SH10 sẽ giúp doanh thu FOB tăng 15%/20% svck trong năm 2022/ 23 và đưa tỷ trọng đóng góp FOB trong tổng doanh thu lên 88%/92% trong 2022-23, từ mức 73,5% năm 2020.

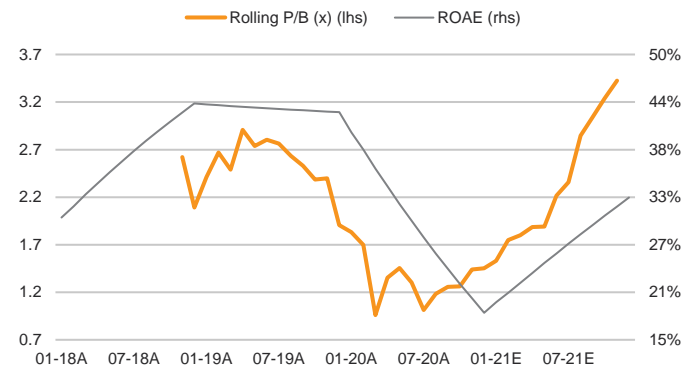
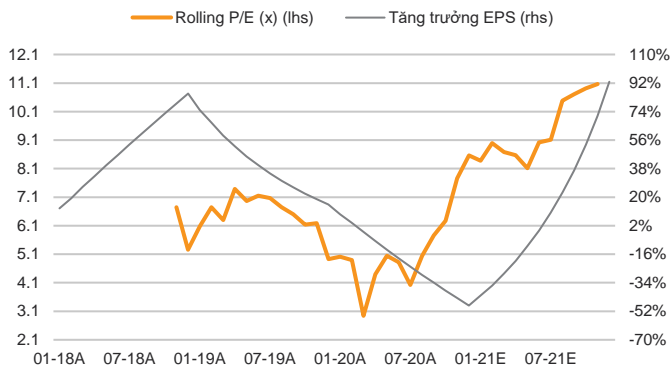
### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 100.100 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 100.100 đồng. Giá mục tiêu 1 năm dựa trên EPS 2022 10.713 đồng/cp và P/E mục tiêu 10,5x, tương đương với P/E trung bình 1 năm của MSH. Tiềm năng tăng giá là sự phục hồi tốt hơn về lượng đơn hàng nhờ nhu cầu thị trường phục hồi. Các rủi ro giảm giá là diễn biến tồi tệ hơn của dịch Covid-19 tại thị trường nội địa của MSH có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động của MSH và tăng giá nguyên liệu đầu vào và phí logistic cao có thể ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp của MSH.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	3.813	4.402	4.701	5.023
Tăng trưởng DT thuần	(13,6%)	15,4%	6,8%	6,9%
Biên lợi nhuận gộp	19,7%	20,2%	22,1%	23,4%
Biên EBITDA	11,3%	15,8%	17,1%	18,7%
LN ròng (tỷ)	232	447	536	647
Tăng trưởng LN ròng	(48,5%)	92,9%	19,8%	20,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(49,8%)	101,2%	19,8%	20,2%
EPS cơ bản	4.635	8.939	10.713	12.934
EPS điều chỉnh	4.329	8.348	10.002	12.074
BVPS	27.366	27.732	32.711	39.552
ROAE	18,3%	32,4%	35,6%	36,2%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	3.813	4.402	4.701
Giá vốn hàng bán	(3.062)	(3.514)	(3.661)
Chi phí quản lý DN	(376)	(220)	(235)
Chi phí bán hàng	(137)	(132)	(141)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>238</b>	<b>536</b>	<b>664</b>
EBITDA thuần	370	679	812
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(132)</b>	<b>(143)</b>	<b>(148)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>238</b>	<b>536</b>	<b>664</b>
Thu nhập lãi	63	64	68
Chi phí tài chính	(18)	(30)	(45)
Thu nhập ròng khác	1	(1)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>283</b>	<b>569</b>	<b>685</b>
Thuế	(51)	(121)	(146)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(1)	(3)
<b>LN ròng</b>	<b>232</b>	<b>447</b>	<b>536</b>
Thu nhập trên vốn	232	447	536
Cổ tức phổ thông	(171)	(175)	(200)
<b>LN giữ lại</b>	<b>61</b>	<b>272</b>	<b>336</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	136	179	209
Đầu tư ngắn hạn	754	792	832
Các khoản phải thu ngắn hạn	396	481	513
Hàng tồn kho	615	613	639
Các tài sản ngắn hạn khác	17	403	426
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.918</b>	<b>2.467</b>	<b>2.619</b>
Tài sản cố định	569	529	440
Tổng đầu tư	83	0	0
Tài sản dài hạn khác	58	35	37
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.628</b>	<b>3.031</b>	<b>3.097</b>
Vay & nợ ngắn hạn	497	669	470
Phải trả người bán	144	141	145
Nợ ngắn hạn khác	544	623	673
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.186</b>	<b>1.433</b>	<b>1.289</b>
Vay & nợ dài hạn	0	137	95
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	500	500	500
LN giữ lại	683	701	950
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.369</b>	<b>1.387</b>	<b>1.636</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	73	74	77
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.628</b>	<b>3.031</b>	<b>3.097</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>283</b>	<b>569</b>	<b>685</b>
Khấu hao	132	143	148
Thuế đã nộp	(62)	(121)	(146)
Các khoản điều chỉnh khác	357	259	(34)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(313)</b>	<b>(193)</b>	<b>(25)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>397</b>	<b>656</b>	<b>628</b>
Đầu tư TSCĐ	(75)	(117)	(60)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(127)	(38)	(40)
Các khoản khác	48	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	1	(133)	(140)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(153)</b>	<b>(288)</b>	<b>(239)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	5	309	(241)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(180)	(460)	82
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(171)	(175)	(200)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(346)</b>	<b>(326)</b>	<b>(359)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	238	136	179
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(102)</b>	<b>42</b>	<b>30</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	136	179	209

**Các chỉ số cơ bản**

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	6,1%	10,2%	11,4%
Vòng quay TS	1,47	1,56	1,54
ROAA	8,9%	15,8%	17,5%
Đòn bẩy tài chính	2,05	2,05	2,03
ROAE	18,3%	32,4%	35,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	52,6	36,5	36,5
Số ngày nắm giữ HTK	73,5	63,7	63,7
Số ngày phải trả tiền bán	17,2	14,6	14,5
Vòng quay TSCĐ	6,59	8,02	9,70
ROIC	12,0%	19,7%	23,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,6	1,7	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,7	0,8
Vòng quay tiền	108,8	85,6	85,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(13,6%)	15,4%	6,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(53,6%)	125,0%	23,9%
Tăng trưởng LN ròng	(48,5%)	92,9%	19,8%
Tăng trưởng EPS	(48,5%)	92,9%	19,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP ĐT THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND141.500	VND180.500	0,73%	KHẢ QUAN	Bán lẻ

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

Consensus\*: Mua:11 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 10,8%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	176.600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	110.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	180.080
Thị giá vốn (tỷ VND)	98.015
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	22,7
P/B hiện tại (x)	5,3

### Cơ cấu sở hữu

Dragon capital và liên quan	12,1%
Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ	11,4%
Amersham Industries Limited	10,0%
Khác	66,5%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Trở lại quỹ đạo tăng trưởng

- Trong T10/21, doanh thu (DT) và lợi nhuận ròng (LNR) của MWG đạt 12.186 tỷ đồng (+39% svck) và 568 tỷ đồng (+86% svck).
- Chúng tôi kỳ vọng LNR đạt tăng trưởng kép 33.3% trong 2022-23.
- Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 180.500 đồng.

### Doanh thu của DMX&TGDD tăng trưởng mạnh mẽ sau giãn cách xã hội

Trong T10/21, DT của MWG đạt 12.186 tỷ đồng (+39% svck) và LN ròng đạt 568 tỷ đồng (+86% svck) đánh dấu việc quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng sau khi bị tác động bởi Covid-19 khi (1) toàn bộ cửa hàng TGDD (Chuỗi điện thoại di động) & DMX (Chuỗi điện máy) hoạt động trở lại sau giãn cách xã hội; (2) hệ thống cửa hàng thống trị giúp đáp ứng nhu cầu bị dồn nén cao; và (3) doanh thu điện thoại thông minh tăng trưởng mạnh nhờ sự ra mắt của iPhone thế hệ 13 cùng với sự ra đời của chuỗi cửa hàng Topzone.

### Lần đầu tiên chuỗi Bách Hóa Xanh có lãi khẳng định tiềm năng của BHX

Với DT trung bình hàng tháng đạt 1,59 tỷ đồng/ cửa hàng, BHX lần đầu tiên có lợi nhuận ròng dương trong Q3/21, cho thấy khả năng đáp ứng nhu cầu cao với hệ thống hậu cần mạnh mẽ và khẳng định tiềm năng tăng trưởng của BHX. Chúng tôi kỳ vọng DT của BHX sẽ tăng trưởng 35% svck/30% svck, đóng góp 28%/30% vào DT của MWG trong năm 2022/23.

### DT các sản phẩm Apple sẽ là động lực tăng trưởng cho chuỗi TGDD

Vào T9/21, MWG đã ra mắt chuỗi cửa hàng ủy quyền của Apple - Topzone. Với 1) thị phần bán các sản phẩm Apple của MWG chỉ chiếm khoảng 23%, có thể mở rộng, 2) quy định mới siết chặt sản phẩm xách tay, và 3) Chính sách bảo hành mới của Apple chỉ áp dụng cho các sản phẩm chính hãng sẽ giúp DT các sản phẩm Apple của MWG trở thành động lực tăng trưởng cho chuỗi TGDD trong năm 2022/23 với đóng góp khoảng 2.700 tỷ, khoảng 10% doanh thu cho chuỗi TGDD mỗi năm trong 2 năm tới. Chúng tôi dự phóng DT của MWG sẽ đạt 149.513 tỷ đồng (+21,5% svck)/177.458 tỷ đồng (+18,7% svck) và LNR đạt 6.598 tỷ đồng (+40,3% svck)/8.329 tỷ đồng (+26,2% svck) trong 2022/23.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 180.500 đồng

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 180.500 đồng phương pháp tổng hợp thành phần để định giá hai mảng kinh doanh cốt lõi của MWG là điện máy (TGDD và DMX) ở mức 89.000 đồng và bách hóa (BHX) ở mức 91.500 đồng (WACC: 11,6%).

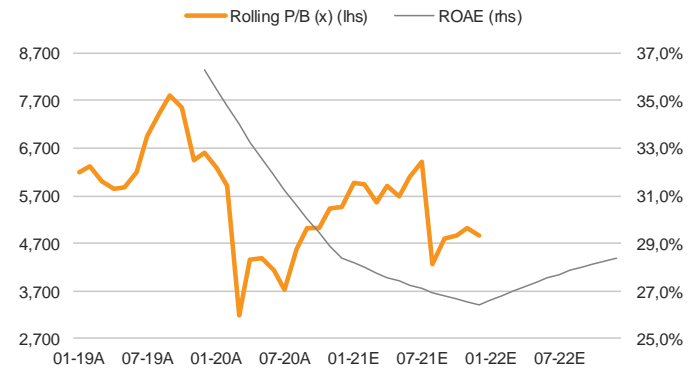
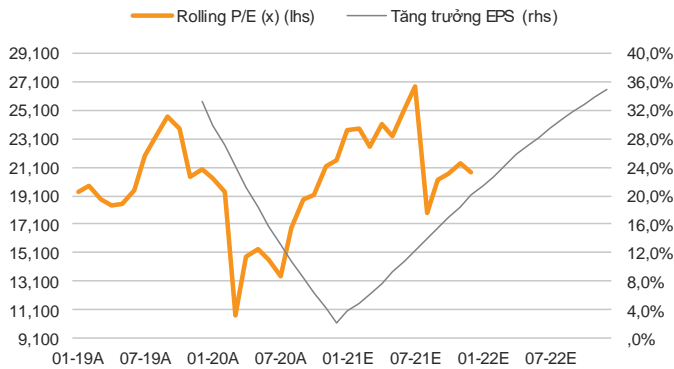
### Rủi ro giảm giá và tiềm năng tăng giá

Rủi ro giảm giá: đợt giãn cách xã hội trên diện rộng khiến MWG phải đóng cửa các cửa hàng DMX và TGDD và biên lợi nhuận gộp thấp hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá: tốc độ mở rộng chuỗi nhanh hơn dự kiến, DT trên mỗi cửa hàng hoặc biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến và thành công trong các chuỗi mới như BlueJi, BlueFashion, BlueKids hoặc BlueSports.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	108.546	123.071	149.513	177.459
Tăng trưởng DT thuần	6,2%	13,4%	21,5%	18,7%
Biên lợi nhuận gộp	22,1%	22,8%	22,9%	22,7%
Biên EBITDA	7,6%	6,7%	7,4%	7,6%
LN ròng (tỷ)	3.918	4.702	6.598	8.329
Tăng trưởng LN ròng	2,2%	20,0%	40,3%	26,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.494	6.594	8.894	10.942
EPS điều chỉnh	5.494	6.594	8.894	10.942
BVPS	21.698	28.273	35.460	44.278
ROAE	28,4%	26,4%	28,4%	27,8%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	123.071	149.513	177.459
Giá vốn hàng bán	(95.034)	(115.291)	(137.229)
Chi phí quản lý DN	(4.554)	(5.233)	(6.211)
Chi phí bán hàng	(17.954)	(21.240)	(24.338)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>5.529</b>	<b>7.749</b>	<b>9.681</b>
EBITDA thuần	7.077	9.555	11.674
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.548)</b>	<b>(1.806)</b>	<b>(1.993)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>5.529</b>	<b>7.749</b>	<b>9.681</b>
Thu nhập lãi	1.204	1.500	1.770
Chi phí tài chính	(699)	(889)	(1.029)
Thu nhập ròng khác	(0)	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.034</b>	<b>8.360</b>	<b>10.422</b>
Thuế	(1.327)	(1.756)	(2.084)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5)	(7)	(8)
<b>LN ròng</b>	<b>4.702</b>	<b>6.598</b>	<b>8.329</b>
Thu nhập trên vốn	4.702	6.598	8.329
Cổ tức phổ thông	(238)	(742)	(1.142)
<b>LN giữ lại</b>	<b>4.464</b>	<b>5.856</b>	<b>7.187</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	7.904	13.284	22.812
Đầu tư ngắn hạn	3.704	4.500	5.342
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.490	2.925	3.368
Hàng tồn kho	25.477	27.846	30.571
Các tài sản ngắn hạn khác	1.142	1.515	1.702
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>40.718</b>	<b>50.070</b>	<b>63.795</b>
Tài sản cố định	6.820	6.901	6.244
Tổng đầu tư	5.069	5.067	5.060
Tài sản dài hạn khác	990	1.381	1.686
<b>Tổng tài sản</b>	<b>53.597</b>	<b>63.418</b>	<b>76.784</b>
Vay & nợ ngắn hạn	15.527	15.630	17.949
Phải trả người bán	11.680	14.087	16.756
Nợ ngắn hạn khác	5.382	6.727	7.940
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>32.589</b>	<b>36.444</b>	<b>42.646</b>
Vay & nợ dài hạn	834	649	424
Các khoản phải trả khác			
Vốn điều lệ và	7.131	7.418	7.612
LN giữ lại	12.477	18.333	25.521
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.160</b>	<b>26.304</b>	<b>33.686</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	14	21	29
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>53.597</b>	<b>63.418</b>	<b>76.784</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>6.034</b>	<b>8.360</b>	<b>10.422</b>
Khấu hao	1.548	1.806	1.993
Thuế đã nộp	(1.327)	(1.756)	(2.084)
Các khoản điều chỉnh khác	(605)	(353)	(373)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(3.489)</b>	<b>928</b>	<b>901</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>2.260</b>	<b>8.985</b>	<b>10.858</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.875)	(1.892)	(1.264)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	4	4
Các khoản khác	(270)	(104)	(189)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(663)	(794)	(835)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.804)</b>	<b>(2.786)</b>	<b>(2.283)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1	3	2
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.276	(81)	2.094
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(238)	(742)	(1.142)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.039</b>	<b>(820)</b>	<b>954</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.410	7.904	13.284
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>495</b>	<b>5.379</b>	<b>9.529</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7.904	13.284	22.812

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	3,8%	4,4%	4,7%
Vòng quay TS	2,47	2,56	2,53
ROAA	9,4%	11,3%	11,9%
Đòn bẩy tài chính	2,80	2,52	2,34
ROAE	26,4%	28,4%	27,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	1,9	1,6	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	97,9	88,2	81,3
Số ngày phải trả tiền bán	44,9	44,6	44,6
Vòng quay TSCĐ	17,28	21,79	27,00
ROIC	12,9%	15,5%	16,0%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,4	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,7
Vòng quay tiền	54,9	45,2	38,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	13,4%	21,5%	18,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	6,0%	40,2%	24,9%
Tăng trưởng LN ròng	20,0%	40,3%	26,2%
Tăng trưởng EPS	20,0%	34,9%	23,0%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP ĐT NAM LONG (NLG)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND55.400	VND54.800	2,4%	TRUNG LẬP	Bất động sản

Ngày 26/11/2021

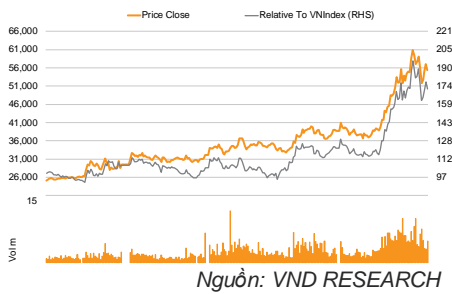
<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung bình</b>

Consensus\*: Mua:5 Giữ:7 Bán:1  
Giá mục tiêu/Consensus: 27,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	60.866
Thấp nhất 52 tuần (VND)	24.949
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	197.665
Thị giá vốn (tỷ VND)	21.757
Free float (%)	42
P/E trượt (x)	15,6
P/B hiện tại (x)	2,4

### Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang	12,5%
Ibeworthy Pte. Ltd.	8,2%
PYN Elite Fund	7,2%
Khác	72,1%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

### Tiềm năng tăng giá đã được phản ánh

- Chúng tôi dự báo doanh số ký bán 2022-23 tăng 70,2% svck/17,7% svck lên 16.332 tỷ đồng/19.230 tỷ đồng nhờ mở bán đồng thời sáu dự án.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2022-23 tăng 44,2% svck/15,8% svck nhờ lượng bàn giao mạnh mẽ từ sáu dự án và các khoản thu nhập một lần.
- Khuyến nghị Trung lập do chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu đang ở mức hợp lý.

### Nổi bật với quỹ đất lớn tại các tỉnh lân cận TP. HCM

Chúng tôi ưa thích NLG cho dài hạn vì 1) NLG sở hữu quỹ đất lớn 681ha tính đến cuối Q3/21. Phần lớn nằm ở các tỉnh lân cận TP.HCM như Đồng Nai, Long An, nơi đang thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nhờ phát triển cơ sở hạ tầng và 2) NLG sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân, những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực ở của người dân.

### Doanh số ký bán tiếp tục tăng ấn tượng trong Q4/21 và 2022-23

Trong 9T21, NLG đã bán 1.355 căn từ năm dự án, ước đạt 5.078 tỷ đồng, thấp hơn dự kiến nhưng cao ấn tượng so với 3.811 tỷ đồng trong cả năm 2020. Chúng tôi tin rằng triển vọng doanh số ký bán tăng trưởng tích cực tiếp tục được duy trì trong Q4/21 và 2022-23, nhờ mở bán thêm hai dự án mới Izumi City và Paragon Đại Phước, cùng với bốn dự án hiện đang triển khai. Chúng tôi dự báo doanh số ký bán 2021/22/23 lần lượt đạt 9.595 tỷ đồng (+151,8% svck), 16.332 tỷ đồng (+70,2% svck) và 19.230 tỷ đồng (+17,7% svck).

### Triển vọng LN ròng 2022-23 tích cực nhờ lượng lớn sản phẩm bàn giao

Chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ ghi nhận khoản thu nhập một lần 600 tỷ đồng sau khi hoàn tất việc chuyển nhượng 50% cổ phần tại Paragon Đại Phước trong 2022 (NLG đã hoàn tất chuyển nhượng 25% cổ phần tại dự án này trong Q3/21). Cùng với lượng lớn sản phẩm bàn giao từ bốn dự án gồm Akari, Southgate, Cần Thơ và Izumi City, chúng tôi dự báo LN ròng 2022 tăng 44,2% svck lên 1.695 tỷ đồng. Chúng tôi dự phóng LN ròng 2023 tăng 15,8% svck lên 1.962 tỷ đồng nhờ có thêm sự đóng góp từ dự án Paragon Đại Phước, bên cạnh bàn giao tại bốn dự án đang phát triển. Chúng tôi cho rằng NLG sẽ tập trung phát triển các dự án lớn tại phía Nam trong 2022 và sẽ “Bắc tiến” với dự án Hải Phòng Nam Long từ 2023.

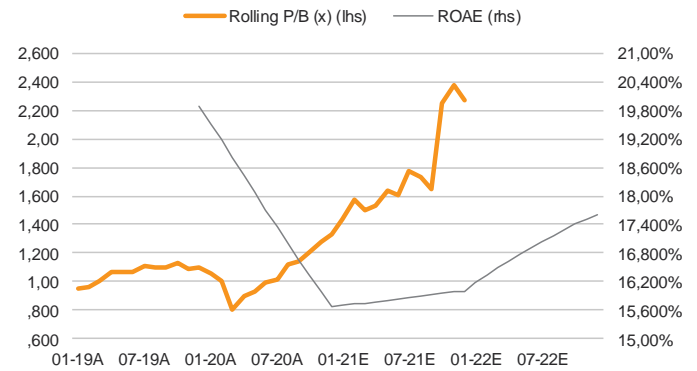
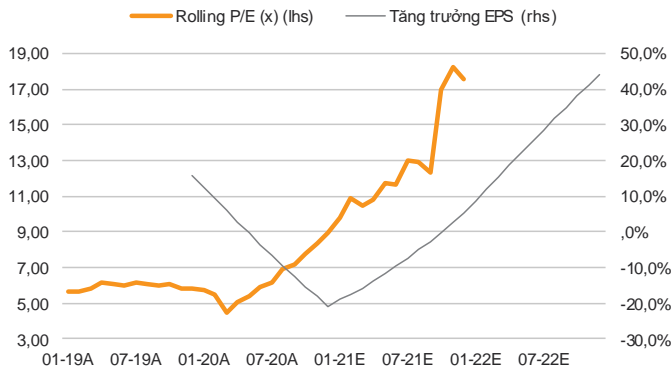
### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 54.800 đ/cp

Tiềm năng tăng giá là giá bán cao hơn dự kiến tại các dự án đang triển khai. Rủi ro giảm giá 1) pháp lý cấp phép mở bán bị trì hoãn, 2) lãi suất mua nhà tăng cao, ảnh hưởng tới hoạt động ký bán các căn hộ tầm trung của NLG và 3) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.217	4.587	7.265	11.089
Tăng trưởng DT thuần	(12,9%)	106,9%	58,4%	52,6%
Biên lợi nhuận gộp	30,3%	33,5%	41,1%	44,9%
Biên EBITDA	47,2%	33,3%	32,1%	34,7%
LN ròng (tỷ)	835	1.175	1.695	1.962
Tăng trưởng LN ròng	(13,1%)	40,8%	44,2%	15,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(14,0%)	40,8%	44,2%	15,8%
EPS cơ bản	2.927	3.079	4.440	5.141
EPS điều chỉnh	2.780	2.925	4.218	4.884
BVPS	19.641	23.814	26.601	30.021
ROAE	15,7%	16,0%	17,6%	18,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.587	7.265	11.089
Giá vốn hàng bán	(3.048)	(4.276)	(6.115)
Chi phí quản lý DN	(633)	(757)	(865)
Chi phí bán hàng	(257)	(438)	(702)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>649</b>	<b>1.794</b>	<b>3.407</b>
EBITDA thuần	588	1.733	3.345
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>62</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>649</b>	<b>1.794</b>	<b>3.407</b>
Thu nhập lãi	418	700	210
Chi phí tài chính	(110)	(139)	(144)
Thu nhập ròng khác	429	16	10
TN từ các Cty LK & LD	94	(14)	284
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.480</b>	<b>2.358</b>	<b>3.767</b>
Thuế	(148)	(291)	(641)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(157)	(372)	(1.163)
<b>LN ròng</b>	<b>1.175</b>	<b>1.695</b>	<b>1.962</b>
Thu nhập trên vốn	1.175	1.695	1.962
Cổ tức phổ thông	(573)	(573)	(573)
<b>LN giữ lại</b>	<b>603</b>	<b>1.122</b>	<b>1.390</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.894	1.001	4.184
Đầu tư ngắn hạn	1.393	1.393	1.393
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.436	2.868	3.515
Hàng tồn kho	16.660	21.622	24.630
Các tài sản ngắn hạn khác	330	345	397
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>22.712</b>	<b>27.229</b>	<b>34.119</b>
Tài sản cố định	111	101	90
Tổng đầu tư	867	854	854
Tài sản dài hạn khác	1.071	1.178	1.408
<b>Tổng tài sản</b>	<b>24.762</b>	<b>29.362</b>	<b>36.471</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.212	1.200	1.715
Phải trả người bán	570	799	1.143
Nợ ngắn hạn khác	5.003	7.449	11.349
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.784</b>	<b>9.448</b>	<b>14.207</b>
Vay & nợ dài hạn	2.684	3.134	3.084
Các khoản phải trả khác	1.804	1.854	1.785
Vốn điều lệ và	3.817	3.817	3.817
LN giữ lại	2.616	3.679	4.984
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.089</b>	<b>10.153</b>	<b>11.458</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	4.401	4.773	5.937
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.762</b>	<b>29.362</b>	<b>36.471</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.480</b>	<b>2.358</b>	<b>3.767</b>
Khấu hao	60	61	62
Thuế đã nộp	(148)	(291)	(641)
Các khoản điều chỉnh khác	(942)	(706)	(561)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.774)</b>	<b>(2.889)</b>	<b>165</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(1.324)</b>	<b>(1.467)</b>	<b>2.792</b>
Đầu tư TSCĐ	(162)	(7)	(7)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(1.252)	716	504
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.413)</b>	<b>709</b>	<b>497</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	2.255	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	383	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.439	438	466
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(573)	(573)	(573)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>3.504</b>	<b>(134)</b>	<b>(107)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.073	1.894	1.001
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>766</b>	<b>(892)</b>	<b>3.182</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.839	1.001	4.184

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	25,6%	23,3%	17,7%
Vòng quay TS	0,24	0,27	0,34
ROAA	6,1%	6,3%	6,0%
Đòn bẩy tài chính	2,61	2,81	3,05
ROAE	16,0%	17,6%	18,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	43,1	33,7	28,4
Số ngày nắm giữ HTK	1.994,9	1.845,6	1.470,2
Số ngày phải trả tiền bán	68,2	68,2	68,2
Vòng quay TSCĐ	40,46	68,56	116,28
ROIC	6,8%	8,8%	8,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	3,3	2,9	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,6	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,3	0,4
Vòng quay tiền	1.969,8	1.811,1	1.430,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	106,9%	58,4%	52,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	174,5%	176,6%	89,9%
Tăng trưởng LN ròng	40,8%	44,2%	15,8%
Tăng trưởng EPS	5,2%	44,2%	15,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND22.300	VND29.200	11,89%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

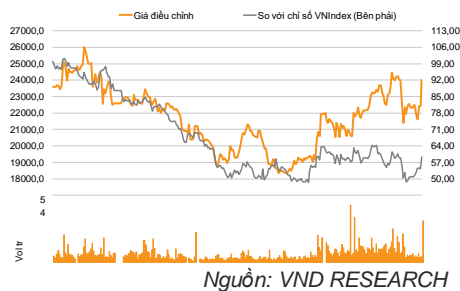
Consensus\*: Mua:7 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 15.2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	26,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	25,741tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	6,463
Free float (%)	9
P/E trượt (x)	11.0
P/B hiện tại (x)	1.61

### Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam Power	59.4%
CFTD Technologies	8.3%
Khác	32.3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:

**Nguyễn Hà Đức Tùng**  
Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

## Lựa chọn hàng đầu cho kỳ vọng cổ tức

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí của Việt Nam sẽ phục hồi vào 2022 nhờ giá dầu ổn định, La Nina suy yếu và tiêu thụ điện phục hồi từ 2022.
- LN ròng của NT2 được kỳ vọng tăng 3,9%/25,8% svck trong 2021-22 trước khi giảm 17,9% svck trong 2023 do kế hoạch bảo trì.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200 đồng.

### Chúng tôi tin rằng sản lượng điện khí của Việt Nam sẽ phục hồi từ 2022

Sản lượng điện khí Việt Nam có xu hướng giảm sv năm 2016 khi nguồn khí trong nước dần khan hiếm trong khi các mỏ khí mới như Cá Voi Xanh, Lô B, Sao Vàng Đại Nguyệt có mức giá cao hơn do điều kiện khai thác phức tạp. Bên cạnh đó, giá dầu thế giới tăng mạnh là nguyên nhân khác khiến giá khí tăng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng một số yếu tố tích cực sẽ hỗ trợ sản lượng khí đốt phục hồi vào năm 2022, bao gồm: (1) Giá dầu Brent được dự báo sẽ ổn định lại và ở mức trung bình 75USD/thùng trong 2022, (2) Sản lượng thủy điện sẽ giảm từ 2022 khi pha La Nina suy yếu, và (3) tiêu thụ điện sẽ phục hồi hậu Covid-19 và tốc độ tăng trưởng điện sẽ đạt mức kỳ vọng, đặc biệt là ở khu vực phía Nam và các khu công nghiệp khi Việt Nam đạt tỷ lệ tiêm chủng cao.

### Bước vào giai đoạn tăng trưởng từ 2022

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của NT2 sẽ giảm 12,5% svck trong 2021 rồi tăng trở lại 20% svck trong 2022 trước khi giảm 3,8% svck trong 2023 (kế hoạch bảo trì). Giá bán bình quân sẽ ghi nhận mức tăng 12,5% svck và tiếp tục duy trì ở mức cao ở khoảng 1.723-1.760 đồng/kWh trong 2022-23. Chúng tôi tin rằng việc hoàn thành trả nợ trong Q2/21 sẽ giúp giảm chi phí lãi vay và rủi ro tỷ giá, cũng như cải thiện dòng tiền từ hoạt động tài chính trong tương lai của NT2. Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính sẽ giảm 73,1% svck trong 2021, sau đó giữ ổn định ở mức 49 tỷ đồng và 35 tỷ đồng trong năm 2022-23. LN ròng của NT2 sẽ tăng 3,9%/25,8% svck trong 2021-22 trước khi giảm 17,9% svck trong năm 2023.

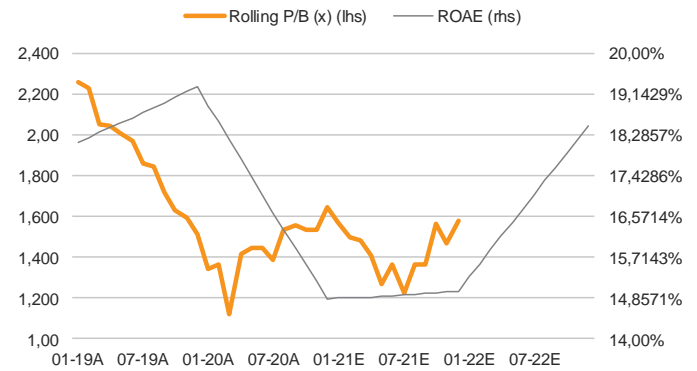
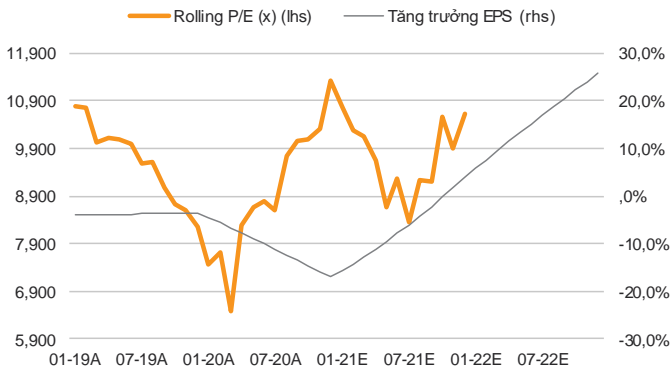
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200 đồng

Chúng tôi khuyến nghị Khả Quan với NT2 dựa trên sự kết hợp tỷ trọng bằng nhau của định giá DCF (WACC: 13,5%) và EV/EBITDA (EV/EBITDA mục tiêu: 5,7x). Chúng tôi cho rằng đây là lúc tích lũy cổ phiếu phòng thủ với rủi ro giảm giá thấp và chính sách cổ tức hấp dẫn như NT2. Tiềm năng tăng giá là sản lượng điện cao hơn dự kiến và khoản doanh thu bất thường 400 tỷ đồng của NT2 sẽ được giải quyết trong tương lai khi kết thúc đàm phán tỷ giá hối đoái tạm thời với EVN trong hợp đồng mua bán điện (PPA). Rủi ro giảm giá là giá nhiên liệu vẫn cao, cản trở việc huy động sản lượng, và tăng trưởng tiêu thụ điện năng thấp hơn dự kiến với rủi ro từ Covid-19.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.082	5.985	7.062	6.938
Tăng trưởng DT thuần	(20,5%)	(1,6%)	18,0%	(1,8%)
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	13,4%	14,1%	11,9%
Biên EBITDA	22,3%	23,1%	22,1%	20,2%
LN ròng (tỷ)	625	650	818	671
Tăng trưởng LN ròng	(17,1%)	3,9%	25,8%	(17,9%)
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.172	2.258	2.840	2.331
EPS điều chỉnh	2.172	2.258	2.840	2.331
BVPS	14.928	15.196	15.563	15.418
ROAE	14,8%	15,0%	18,5%	15,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	5.985	7.062	6.938
Giá vốn hàng bán	(5.186)	(6.066)	(6.110)
Chi phí quản lý DN	(77)	(89)	(91)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>723</b>	<b>907</b>	<b>737</b>
EBITDA thuần	1.417	1.600	1.427
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(694)</b>	<b>(693)</b>	<b>(690)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>723</b>	<b>907</b>	<b>737</b>
Thu nhập lãi	14	14	14
Chi phí tài chính	(43)	(49)	(35)
Thu nhập ròng khác	(4)	(4)	(4)
TN từ các Cty LK & LD			
<b>LN trước thuế</b>	<b>690</b>	<b>868</b>	<b>712</b>
Thuế	(40)	(50)	(41)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>650</b>	<b>818</b>	<b>671</b>
Thu nhập trên vốn	650	818	671
Cổ tức phổ thông	(576)	(720)	(720)
<b>LN giữ lại</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>(49)</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	481	1.228	1.883
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.563	1.813	1.796
Hàng tồn kho	264	335	324
Các tài sản ngắn hạn khác	11	18	15
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.320</b>	<b>3.394</b>	<b>4.019</b>
Tài sản cố định	3.501	2.814	2.131
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	259	333	314
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.080</b>	<b>6.542</b>	<b>6.463</b>
Vay & nợ ngắn hạn	283	283	283
Phải trả người bán	419	647	573
Nợ ngắn hạn khác	999	1.117	1.151
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.701</b>	<b>2.047</b>	<b>2.006</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	5	15	18
Vốn điều lệ và	2.879	2.879	2.879
LN giữ lại	1.356	1.454	1.405
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.375</b>	<b>4.480</b>	<b>4.438</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.080</b>	<b>6.542</b>	<b>6.463</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>690</b>	<b>868</b>	<b>712</b>
Khấu hao	694	693	690
Thuế đã nộp	(40)	(50)	(41)
Các khoản điều chỉnh khác	(76)	(26)	(14)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>212</b>	<b>(35)</b>	<b>12</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>1.480</b>	<b>1.449</b>	<b>1.359</b>
Đầu tư TSCĐ	(7)	(6)	(6)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	1	2
Các khoản khác	(4)	(0)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	14	14	14
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(492)	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	3	8	7
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(576)	(720)	(720)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.065)</b>	<b>(712)</b>	<b>(713)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	62	481	1.228
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>420</b>	<b>746</b>	<b>655</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	481	1.228	1.883

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10,9%	11,6%	9,7%
Vòng quay TS	0,96	1,12	1,07
ROAA	10,4%	13,0%	10,3%
Đòn bẩy tài chính	1,44	1,43	1,46
ROAE	15,0%	18,5%	15,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	91,7	90,1	90,9
Số ngày nắm giữ HTK	18,5	20,1	19,3
Số ngày phải trả tiền bán	29,5	38,9	34,2
Vòng quay TSCĐ	1,56	2,24	2,81
ROIC	14,0%	17,2%	14,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,7	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,5	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,9
Vòng quay tiền	80,7	71,3	76,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(1,6%)	18,0%	(1,8%)
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(10,7%)	25,4%	(18,7%)
Tăng trưởng LN ròng	3,9%	25,8%	(17,9%)
Tăng trưởng EPS	3,9%	25,8%	(17,9%)

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP CẢNG HẢI PHÒNG (PHP)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND29.000	VND29.200	2,1%	TRUNG LẬP	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung bình

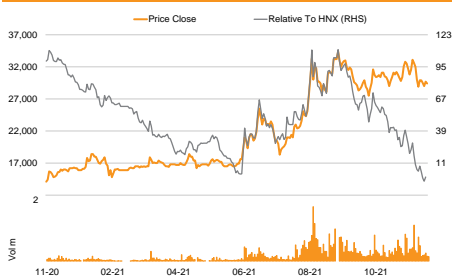
Consensus\*: Mua:1 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: NA

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	34.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	1.904tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.520
Free float (%)	7
P/E trượt (x)	19,8
P/B hiện tại (x)	2,21

### Cơ cấu sở hữu

Vinalines	92,6%
Khác	7,4%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Tiên Dũng

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

## Vươn ra biển lớn

- Sở hữu thị phần lớn nhất tại Hải Phòng – cụm cảng lớn thứ hai của Việt Nam, PHP có vị thế tốt để tận dụng dòng chảy thương mại toàn cầu.
- Dự án cảng nước sâu sẽ thúc đẩy tăng trưởng dài hạn trong khi kế hoạch di dời cảng Hoàng Diệu sẽ là yếu tố tích cực trong ngắn hạn.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 29.200 đ/cp.

### Vị thế vững chắc để tận dụng dòng chảy thương mại sôi động toàn cầu

Cảng Cửa ngõ Quốc tế Hải Phòng (HIGP) nằm trong khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, một trong 5 khu kinh tế ven biển trọng điểm của Việt Nam. Để củng cố vị trí dẫn đầu trong cụm cảng Hải Phòng, PHP sẽ đầu tư hai cầu cảng tại HIGP từ quý 3/2021. Việc xây dựng dự kiến sẽ bắt đầu vào quý 3/2021 và dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng cảng nước sâu của PHP sẽ đóng góp 33,3% vào tổng khối lượng container của PHP kể từ năm 2027.

### Kế hoạch di dời cảng Hoàng Diệu là yếu tố tích cực trong ngắn hạn

Theo đề án di dời trình Thủ tướng Chính phủ năm 2018, khu vực cảng Hoàng Diệu sẽ được chuyển đổi thành khu dân cư, thương mại. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được phê duyệt trong năm 2021 theo tiến độ thi công của cầu Nguyễn Trãi. Hiện tại, khu đất đang được trả tiền thuê hàng năm, do đó chúng tôi tin rằng giá trị thị trường của khu đất này sẽ cao hơn nhiều so với giá trị ghi nhận trong sổ sách và sẽ tạo ra khoản lợi nhuận bất thường cho PHP.

### Dự án cảng nước sâu là động lực tăng trưởng dài hạn

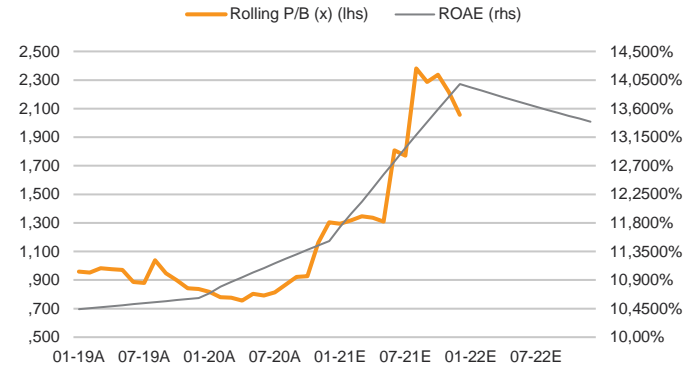
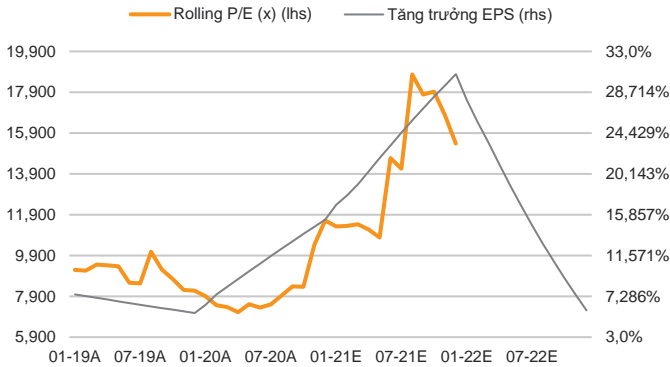
Nhờ vị trí đặc địa của cụm cảng Hải Phòng, chúng tôi kỳ vọng sản lượng container của PHP tăng trưởng 19,7% svck trong năm 2021. Tuy nhiên, các cảng của PHP đang gần đạt đến công suất thiết kế (ước tính 106% công suất vào cuối 2021), do đó chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng container của PHP chậm lại và đạt 6,3%/4,1% svck trong năm 2022-23. PHP sẽ đầu tư cảng nước sâu mới ở Cụm cảng Cửa Ngõ Quốc Tế Hải Phòng (HIGP) và nâng tổng công suất khai thác thêm 52,4% đạt 3,2 triệu TEU/năm. Với việc Bến số 3 của dự án dự kiến hoạt động vào Q3/23 và Bến số 4 của dự án hoạt động trong Q3/25, chúng tôi kỳ vọng sản lượng container của PHP tăng trưởng kép vững chắc 9,5%/năm trong giai đoạn 2024-27.

### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 29.200 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập cho cổ phiếu PHP với giá mục tiêu theo phương pháp SOTP 29.200 đ/cp. Rủi ro giảm giá gồm (1) bất ổn từ dịch bệnh hay khủng hoảng toàn cầu làm gián đoạn giao thương và ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của PHP, và (2) xây dựng dự án cảng nước sâu lâu hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá gồm (1) sản lượng và phí cao hơn dự kiến, và (2) dự án di dời cảng Hoàng Diệu và đề xuất tăng phí được thông qua.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	2.031	2.394	2.671	2.854
Tăng trưởng DT thuần	(4,1%)	17,9%	11,6%	6,8%
Biên lợi nhuận gộp	35,4%	38,2%	40,5%	41,4%
Biên EBITDA	46,0%	47,2%	47,8%	47,4%
LN ròng (tỷ)	447	584	618	640
Tăng trưởng LN ròng	15,4%	30,6%	5,8%	3,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	15,7%	27,3%	5,6%	3,4%
EPS cơ bản	1.368	1.788	1.891	1.958
EPS điều chỉnh	1.368	1.788	1.891	1.958
BVPS	12.186	13.374	14.865	16.423
ROAE	11,5%	14,0%	13,4%	12,5%

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	2.394	2.671	2.854
Giá vốn hàng bán	(1.480)	(1.589)	(1.673)
Chi phí quản lý DN	(211)	(235)	(250)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>703</b>	<b>848</b>	<b>931</b>
EBITDA thuần	913	1.052	1.131
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(210)</b>	<b>(205)</b>	<b>(200)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>703</b>	<b>848</b>	<b>931</b>
Thu nhập lãi	179	184	178
Chi phí tài chính	(36)	(144)	(193)
Thu nhập ròng khác	22	24	26
TN từ các Cty LK & LD	36	40	43
<b>LN trước thuế</b>	<b>905</b>	<b>952</b>	<b>984</b>
Thuế	(174)	(183)	(189)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(146)	(150)	(155)
<b>LN ròng</b>	<b>584</b>	<b>618</b>	<b>640</b>
Thu nhập trên vốn	584	618	640
Cổ tức phổ thông	(196)	(131)	(131)
<b>LN giữ lại</b>	<b>388</b>	<b>488</b>	<b>509</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	534	596	636
Đầu tư ngắn hạn	2.614	2.300	2.287
Các khoản phải thu ngắn hạn	449	501	535
Hàng tồn kho	71	76	80
Các tài sản ngắn hạn khác	21	23	24
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.689</b>	<b>3.495</b>	<b>3.562</b>
Tài sản cố định	2.210	2.153	5.604
Tổng đầu tư	270	270	270
Tài sản dài hạn khác	582	2.591	598
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.751</b>	<b>8.509</b>	<b>10.033</b>
Vay & nợ ngắn hạn	43	48	51
Phải trả người bán	100	108	114
Nợ ngắn hạn khác	404	437	462
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>548</b>	<b>593</b>	<b>627</b>
Vay & nợ dài hạn	999	2.073	2.899
Các khoản phải trả khác	9	10	10
Vốn điều lệ và	3.270	3.270	3.270
LN giữ lại	1.040	1.528	2.037
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.373</b>	<b>4.860</b>	<b>5.370</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	822	973	1.127
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.751</b>	<b>8.509</b>	<b>10.033</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>905</b>	<b>952</b>	<b>984</b>
Khấu hao	210	205	200
Thuế đã nộp	(174)	(183)	(189)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(15)</b>	<b>(18)</b>	<b>(9)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>926</b>	<b>955</b>	<b>986</b>
Đầu tư TSCĐ	(650)	(2.149)	(1.652)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(341)	307	8
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(991)</b>	<b>(1.843)</b>	<b>(1.644)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	342	1.080	829
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(196)	(131)	(131)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>145</b>	<b>949</b>	<b>699</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	453	534	596
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>81</b>	<b>62</b>	<b>41</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	534	596	636

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	24,4%	23,2%	22,4%
Vòng quay TS	0,38	0,35	0,31
ROAA	9,3%	8,1%	6,9%
Đòn bẩy tài chính	1,50	1,65	1,81
ROAE	14,0%	13,4%	12,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	55,5	55,5	55,5
Số ngày nắm giữ HTK	17,6	17,6	17,6
Số ngày phải trả tiền bán	24,8	24,8	24,8
Vòng quay TSCĐ	1,07	1,22	0,74
ROIC	9,4%	7,8%	6,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,7	5,9	5,7
Khả năng thanh toán nhanh	6,6	5,8	5,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	5,7	4,9	4,7
Vòng quay tiền	48,3	48,3	48,3
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	17,9%	11,6%	6,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	30,2%	20,6%	9,8%
Tăng trưởng LN ròng	30,6%	5,8%	3,5%
Tăng trưởng EPS	30,6%	5,8%	3,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA (PHR)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND70.700	VND77.100	4,83%	TRUNG LẬP	Bất động sản

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung lập</b>

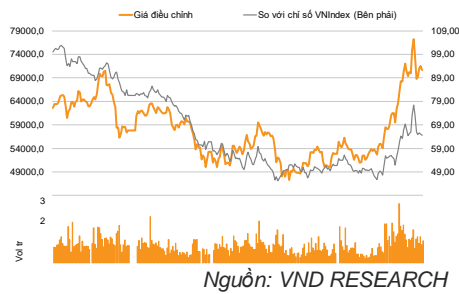
Consensus\*: Mua:4 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 12,0%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	77.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	56.568
Thị giá vốn (tỷ VND)	9.539
Free float (%)	18
P/E trượt (x)	13,9
P/B hiện tại (x)	3,0

### Cơ cấu sở hữu

Cao su Việt Nam	66,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tòa sáng sau cơn mưa

- PHR sở hữu hơn 22.500ha diện tích vườn cây cao su tại Việt Nam và Campuchia. Trong đó hơn 5.600ha sẽ được chuyển đổi sang KCN.
- Dự phóng LN ròng 2021-25 tăng trưởng kép 48,5%, với động lực là tăng trưởng doanh thu KCN, mảng cao su tự nhiên và các khoản đền bù đất.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 77.100 đ/cp.

### Một trong những nhà sản xuất cao su lớn nhất Việt Nam

PHR là nhà sản xuất cao su tự nhiên lớn thứ ba trong các DN niêm yết cùng ngành, sở hữu diện tích vườn cây cao su hơn 14.500ha tại Việt Nam và 8.000ha tại Campuchia. PHR đặt mục tiêu chuyển đổi hơn 5.600ha quỹ đất cao su thành KCN tại Bình Dương, để nắm bắt nhu cầu thuê đất KCN đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam. Chúng tôi kỳ vọng 4 KCN (tương đương 2.600ha) có thể khai thác trong 3 năm tới. Từ đó, chúng tôi dự báo DT mảng KCN sẽ đạt tăng trưởng kép (CAGR) 85,7% trong 2023-25.

### Triển vọng tích cực hơn ở mảng cao su tự nhiên nhờ đưa vào khai thác vườn cao su non

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực trong hoạt động kinh doanh cao su của PHR, với nhu cầu cao su tự nhiên được kỳ vọng tăng mạnh trong các năm tới, bên cạnh giá cao su tự nhiên được hỗ trợ bởi giá dầu Brent tăng cao. Chúng tôi dự báo giá bán cao su tự nhiên trung bình của PHR sẽ ở mức 43,4-47,5 triệu đồng/tấn trong 5 năm tới, do nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường ô tô Mỹ và Trung Quốc. Chúng tôi dự phóng DT mảng cao su tự nhiên của PHR sẽ đạt CAGR 10,0% với CAGR sản lượng tiêu thụ là 8,7% trong 2021-25.

### Triển vọng LN ròng 2022-25 tích cực nhờ sự đóng góp của các KCN

Chúng tôi kỳ vọng PHR có thể nhận 898 tỷ đồng tiền bồi thường và hỗ trợ tái định cư cho 691ha tại KCN VSIP 3 trong 2022, giúp LN ròng 2022 tăng mạnh mẽ 161,1% svck. Chúng tôi dự báo LN ròng của PHR sẽ đạt CAGR 48,1% giai đoạn 2023-25, được hỗ trợ bởi 1) CAGR doanh thu KCN đạt 85,7% và CAGR thu nhập từ công ty liên kết đạt 43,8%, nhờ sự đóng góp của 4 KCN mới và 2) CAGR doanh thu mảng cao su tự nhiên đạt 9,6% nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường ô tô Hoa Kỳ và Trung Quốc.

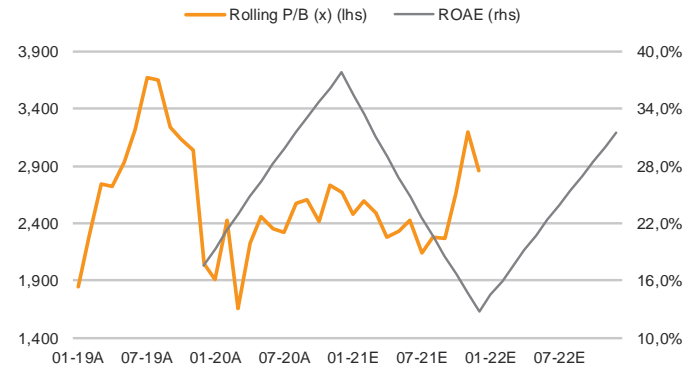
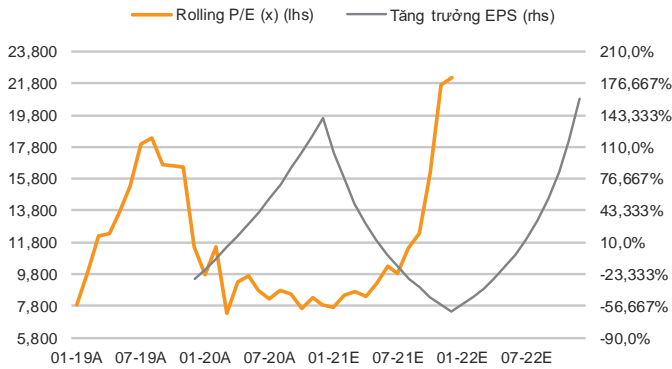
### Chúng tôi khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 77.100 đ/cp

Động lực tăng giá đến từ việc liệu PHR có thể giải quyết các rào cản pháp lý tại các KCN mới và nhận tiền đền bù đất sớm hơn dự kiến hay không. Rủi ro giảm giá: 1) dịch bùng phát kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, 2) sự chậm trễ trong phê duyệt pháp lý tại các KCN, dẫn đến việc trì hoãn đưa vào khai thác và nhận tiền đền bù đất, 3) rủi ro giá cao su giảm do cung vượt cầu và vấn đề tồn kho toàn cầu, mảng này vốn có biên lợi nhuận thấp.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.635	2.074	2.083	2.761
Tăng trưởng DT thuần	8,5%	26,9%	0,5%	32,5%
Biên lợi nhuận gộp	23,8%	21,5%	16,6%	25,2%
Biên EBITDA	23,2%	19,9%	15,0%	23,9%
LN ròng (tỷ)	1.082	403	1.052	893
Tăng trưởng LN ròng	140,5%	(62,8%)	161,1%	(15,2%)
Tăng trưởng LN cốt lõi	162,9%	(66,3%)	182,4%	(17,8%)
EPS cơ bản	7.985	2.974	7.766	6.588
EPS điều chỉnh	7.655	2.851	7.445	6.316
BVPS	23.620	23.047	26.308	28.626
ROAE	37,8%	12,7%	31,5%	24,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	2.074	2.083	2.761
Giá vốn hàng bán	(1.628)	(1.738)	(2.066)
Chi phí quản lý DN	(92)	(96)	(100)
Chi phí bán hàng	(28)	(28)	(29)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>326</b>	<b>221</b>	<b>565</b>
EBITDA thuần	413	312	660
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>87</b>	<b>91</b>	<b>95</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>326</b>	<b>221</b>	<b>565</b>
Thu nhập lãi	196	198	238
Chi phí tài chính	(39)	(60)	(72)
Thu nhập ròng khác	50	932	231
TN từ các Cty LK & LD	22	75	208
<b>LN trước thuế</b>	<b>554</b>	<b>1.366</b>	<b>1.171</b>
Thuế	(111)	(273)	(234)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(40)	(40)	(44)
<b>LN ròng</b>	<b>403</b>	<b>1.052</b>	<b>893</b>
Thu nhập trên vốn	360	1.015	834
Cổ tức phổ thông	(400)	(400)	(400)
<b>LN giữ lại</b>	<b>3</b>	<b>652</b>	<b>493</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	176	474	532
Đầu tư ngắn hạn	1.942	1.943	1.943
Các khoản phải thu ngắn hạn	45	97	107
Hàng tồn kho	390	429	472
Các tài sản ngắn hạn khác	106	114	123
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.880</b>	<b>3.259</b>	<b>3.413</b>
Tài sản cố định	2.346	2.773	3.023
Tổng đầu tư	404	478	687
Tài sản dài hạn khác	452	453	452
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.251</b>	<b>7.122</b>	<b>7.722</b>
Vay & nợ ngắn hạn	94	214	214
Phải trả người bán	20	21	25
Nợ ngắn hạn khác	787	884	855
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.159</b>	<b>1.397</b>	<b>1.417</b>
Vay & nợ dài hạn	330	551	840
Các khoản phải trả khác	1.488	1.418	1.351
Vốn điều lệ và	1.355	1.355	1.355
LN giữ lại	372	604	739
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.123</b>	<b>3.565</b>	<b>3.879</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.251</b>	<b>7.122</b>	<b>7.722</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>554</b>	<b>1.366</b>	<b>1.171</b>
Khấu hao	87	91	95
Thuế đã nộp	(111)	(273)	(234)
Các khoản điều chỉnh khác	(77)	(130)	(274)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(173)</b>	<b>(163)</b>	<b>(110)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>88</b>	<b>668</b>	<b>264</b>
Đầu tư TSCĐ	(72)	(508)	(334)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	353	198	238
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>281</b>	<b>(310)</b>	<b>(96)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	0	341	289
Dòng tiền từ HĐTC khác	(220)	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(400)	(400)	(400)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(620)</b>	<b>(59)</b>	<b>(111)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	428	176	474
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(252)</b>	<b>298</b>	<b>58</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	176	474	532

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	21,4%	52,4%	33,9%
Vòng quay TS	0,32	0,31	0,37
ROAA	6,3%	15,7%	12,0%
Đòn bẩy tài chính	2,02	2,00	1,99
ROAE	12,7%	31,5%	24,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	7,9	17,0	14,2
Số ngày nắm giữ HTK	87,4	90,1	83,4
Số ngày phải trả tiền bán	4,5	4,5	4,5
Vòng quay TSCĐ	1,05	1,06	1,40
ROIC	10,9%	23,3%	17,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,1	2,0	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,8	1,7	1,7
Vòng quay tiền	90,9	102,7	93,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	26,9%	0,5%	32,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	12,6%	(14,0%)	116,8%
Tăng trưởng LN ròng	(62,8%)	161,1%	(15,2%)
Tăng trưởng EPS	(62,8%)	161,1%	(15,2%)

Nguồn: VND RESEARCH

## PETROLIMEX (PLX)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND56.800	VND64.900	5,14%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

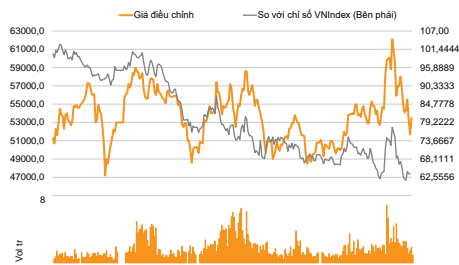
Consensus\*: Mua:5 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -1,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ NA

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	62.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	103.056
Thị giá vốn (tỷ VND)	73.694
Free float (%)	6
P/E trượt (x)	74,3
P/B hiện tại (x)	3,47

### Cơ cấu sở hữu

Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp	75,9%
Jx Nippon Oil & Energy Việt Nam	8,0%
Tập đoàn ENEOS	5,1%
Khác	11,0%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Khi gió Đông tới

- Petrolimex (PLX) là công ty dẫn đầu thị trường phân phối xăng dầu tại Việt Nam, chiếm lĩnh 50% tổng thị phần tiêu thụ nội địa.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng năm 2022 sẽ tăng trưởng 27,7% svck theo sau sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước sau đại dịch.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu là 64.900 đồng.

### Công ty dẫn đầu trong lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam

Sở hữu 50% tổng thị phần nội địa, PLX là công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực phân phối xăng dầu Việt Nam. Đáng chú ý, PLX sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh giúp công ty chiếm ưu thế trong ngành, bao gồm: (1) mạng lưới cửa hàng xăng dầu rộng khắp cả nước, (2) hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật lớn nhất trong các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu tại Việt Nam.

### KQKD 2021 phục hồi mạnh nhờ giá bán nhiều liệu tăng

DT 9T21 của PLX tăng 29% svck lên 119.741 tỷ đồng nhờ giá bán trung bình cao hơn (+c.24% svck). Trong khi đó, biên LN gộp 9T21 cải thiện 1,2 điểm % do PLX không trích lập dự phòng hàng tồn kho như 9T20. Kết quả là, LN ròng 9T21 tăng gần 60 lần svck từ mức thấp của 9T20 lên 2.235 tỷ đồng. Đối với năm 2021, chúng tôi tin tưởng Q4/21 sẽ khởi sắc hơn khi Chính phủ đã nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội và PLX có thể thu được lợi ích từ việc hàng tồn kho tăng tại thời điểm cuối Q3/21 trong bối cảnh giá nhiên liệu đang trên đà đi lên. Do đó, chúng tôi ước tính LN ròng 2021 tăng trưởng 245,8% svck.

### Triển vọng 2022: LN tăng trưởng nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi

Sau khi bị ảnh hưởng nặng nề trong Q3/21 do sự bùng phát của biến thể Delta, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước của PLX sẽ phục hồi trong năm 2022, tăng trưởng 5% svck về mức trước dịch Covid-19 nhờ hoạt động sản xuất và di chuyển tại Việt Nam trở lại trạng thái "bình thường mới". Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ xăng JetA1 năm 2022 sẽ tăng mạnh 65% svck khi hoạt động hàng không phục hồi sau đại dịch. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PLX sẽ tăng trưởng 27,7% svck trong năm 2022 nhờ: (1) sản lượng tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ, và (2) giá bán trung bình dự kiến sẽ vẫn ở mức cao trong năm tới. Đáng chú ý, chúng tôi cho rằng thương vụ thoái vốn khỏi PG Bank sẽ là động lực trong ngắn hạn đối với cổ phiếu PLX vì công ty có thể ghi nhận khoản thu nhập bất thường lên đến hơn 1.500 tỷ đồng.

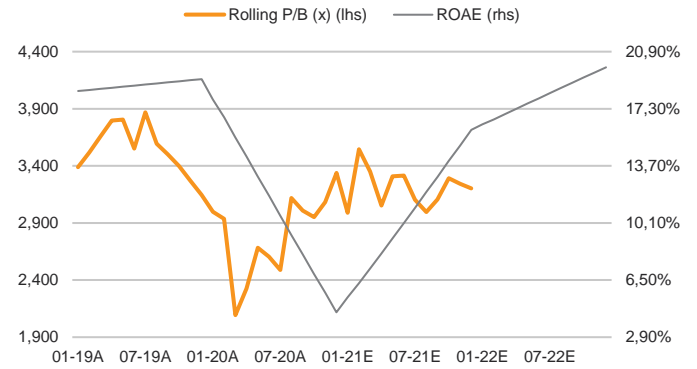
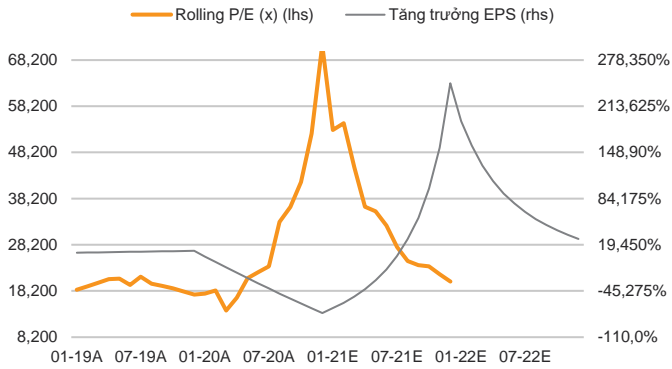
### PLX là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành Dầu khí

Giá mục tiêu của chúng tôi là 64.900 đồng dựa trên định giá DCF. Động lực tăng giá bao gồm doanh số tiêu thụ xăng dầu cao hơn dự kiến và thương vụ thoái vốn khỏi PG Bank. Rủi ro giảm giá đến từ đại dịch Covid-19 kéo dài có thể ảnh hưởng đến nhu cầu đối với các sản phẩm dầu khí.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	123.919	165.068	182.257	196.642
Tăng trưởng DT thuần	(34,6%)	33,2%	10,4%	7,9%
Biên lợi nhuận gộp	8,1%	7,8%	7,7%	7,5%
Biên EBITDA	3,4%	4,5%	4,9%	4,7%
LN ròng (tỷ)	988	3.418	4.367	4.609
Tăng trưởng LN ròng	(76,2%)	245,8%	27,7%	5,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	764	2.642	3.375	3.562
EPS điều chỉnh	764	2.642	3.375	3.562
BVPS	16.356	16.708	17.171	17.975
ROAE	4,5%	16,0%	19,9%	20,3%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	165.068	182.257	196.642
Giá vốn hàng bán	(152.243)	(168.303)	(181.879)
Chi phí quản lý DN	(714)	(710)	(766)
Chi phí bán hàng	(8.397)	(8.338)	(8.827)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>3.715</b>	<b>4.906</b>	<b>5.170</b>
EBITDA thuần	5.913	7.200	7.547
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(2.198)</b>	<b>(2.294)</b>	<b>(2.377)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3.715</b>	<b>4.906</b>	<b>5.170</b>
Thu nhập lãi	997	1.062	1.110
Chi phí tài chính	(906)	(1.049)	(1.085)
Thu nhập ròng khác	103	217	234
TN từ các Cty LK & LD	668	704	737
<b>LN trước thuế</b>	<b>4.577</b>	<b>5.841</b>	<b>6.167</b>
Thuế	(767)	(999)	(1.056)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(391)	(475)	(502)
<b>LN ròng</b>	<b>3.418</b>	<b>4.367</b>	<b>4.609</b>
Thu nhập trên vốn	3.418	4.367	4.609
Cổ tức phổ thông	(3.882)	(3.882)	(3.882)
<b>LN giữ lại</b>	<b>(463)</b>	<b>485</b>	<b>727</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	9.316	10.943	11.062
Đầu tư ngắn hạn	8.987	8.538	8.111
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.921	7.642	8.245
Hàng tồn kho	10.428	11.528	12.457
Các tài sản ngắn hạn khác	1.710	1.888	2.037
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>37.362</b>	<b>40.538</b>	<b>41.912</b>
Tài sản cố định	15.575	15.706	15.945
Tổng đầu tư	4.345	4.578	4.823
Tài sản dài hạn khác	3.679	3.753	3.828
<b>Tổng tài sản</b>	<b>60.962</b>	<b>64.575</b>	<b>66.508</b>
Vay & nợ ngắn hạn	14.823	14.797	14.755
Phải trả người bán	12.663	14.481	15.085
Nợ ngắn hạn khác	7.200	8.242	8.369
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>34.686</b>	<b>37.520</b>	<b>38.209</b>
Vay & nợ dài hạn	1.308	1.382	1.476
Các khoản phải trả khác	309	340	374
Vốn điều lệ và	12.939	12.939	12.939
LN giữ lại	2.516	2.854	3.619
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>21.618</b>	<b>22.218</b>	<b>23.258</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.040	3.116	3.193
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>60.962</b>	<b>64.575</b>	<b>66.508</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>4.577</b>	<b>5.841</b>	<b>6.167</b>
Khấu hao	2.198	2.294	2.377
Thuế đã nộp	(767)	(999)	(1.056)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.334)	(1.228)	(1.073)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.146)</b>	<b>834</b>	<b>(993)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>3.527</b>	<b>6.742</b>	<b>5.421</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.196)	(2.424)	(2.616)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	82	82	82
Các khoản khác	1.062	1.062	1.062
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.052)</b>	<b>(1.281)</b>	<b>(1.472)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	111	47	52
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3.882)	(3.882)	(3.882)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(3.771)</b>	<b>(3.835)</b>	<b>(3.830)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10.612	9.316	10.943
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1.295)</b>	<b>1.627</b>	<b>119</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	9.316	10.943	11.062

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	2,1%	2,4%	2,3%
Vòng quay TS	2,70	2,90	3,00
ROAA	5,6%	7,0%	7,0%
Đòn bẩy tài chính	2,85	2,86	2,88
ROAE	16,0%	19,9%	20,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	15,3	15,3	15,3
Số ngày nắm giữ HTK	25,0	25,0	25,0
Số ngày phải trả tiền bán	30,4	31,4	30,3
Vòng quay TSCĐ	10,60	11,65	12,43
ROIC	8,4%	10,5%	10,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	0,8	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,5
Vòng quay tiền	9,9	8,9	10,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	33,2%	10,4%	7,9%
Tăng trưởng LN từ HKKD	490,3%	32,1%	5,4%
Tăng trưởng LN ròng	245,8%	27,7%	5,5%
Tăng trưởng EPS	245,8%	27,7%	5,5%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND101.500	VND128.200	1,96%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung bình</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

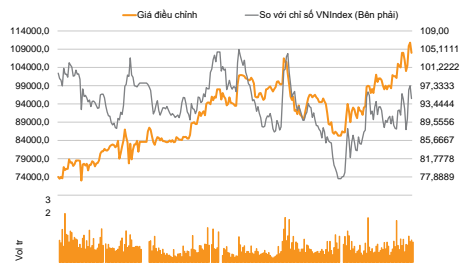
Consensus\*: Mua:11 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 15,2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	110.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	73.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	62.452
Thị giá vốn (tỷ VND)	24.988
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	23,1
P/B hiện tại (x)	4,0

### Cơ cấu sở hữu

Vietnam Enterprise Investments Limited	10,3%
Cao Thị Ngọc Dung	9,0%
Vinacapital	8,1%
Khác	72,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Lấp lánh trở lại

- PNJ là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, với thị phần hơn 30% trong các chuỗi bán lẻ trang sức hiện đại, theo ước tính của chúng tôi.
- Doanh thu của PNJ trong T10/21 tăng 13,8% svck, xác nhận đà phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn giãn cách xã hội.
- Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 128.200 đồng.

### PNJ đã lấp lánh trở lại từ tháng 10

Trong 2 tuần đầu tiên của T10/21, 94% cửa hàng PNJ đã mở cửa trở lại và PNJ không ngừng đẩy mạnh các hoạt động marketing cho concept Style by PNJ, đẩy mạnh quảng cáo trên các kênh xã hội như Facebook. Doanh thu của PNJ trong T10/21 tăng 13,8% svck và doanh thu trong ngày quốc tế phụ nữ - 20/10/21 – tiếp tục đạt kỷ lục với tăng trưởng khoảng 10% svck.

### Chúng tôi kỳ vọng PNJ đạt tăng trưởng kép 41,7% trong giai đoạn 2022-23

PNJ đã thực hiện các chiến lược để thúc đẩy bán lẻ, bao gồm: 1) đưa ra concept mới – Style by PNJ, 2) chiến dịch quảng cáo hiệu quả, và 3) hợp tác với Pandora để xây dựng các “Cửa hàng đa thương hiệu” và đã đạt được thành công bước đầu lớn trong 6T21 với LNR tăng trưởng đạt 67,4% svck. Tuy nhiên, giãn cách xã hội trong Q3/21 đã làm gián đoạn sự tăng trưởng này do hầu hết các cửa hàng của PNJ phải đóng cửa. Từ Q4/21, chúng tôi cho rằng các cửa hàng PNJ sẽ được phép hoạt động liên tục và các chiến lược của PNJ sẽ tiếp tục chứng minh sự thành công. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNR của PNJ sẽ đạt tăng trưởng kép 41,7% trong 2022-23 ở mức 1.616 tỷ đồng/1.982 tỷ đồng.

### Xu hướng giá vàng tăng chỉ tác động nhỏ tới PNJ trong 2022

Với lo ngại lạm phát gia tăng, giá vàng toàn cầu có thể biến động lớn theo xu hướng tăng vào năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng này sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của PNJ do 1) động lực tăng trưởng chính của PNJ thuộc về mảng trang sức bán lẻ với tương quan thấp đối với giá vàng, 2) doanh thu bán vàng miếng có biên lợi nhuận gộp rất thấp và 3) PNJ có khả năng quản lý tốt hàng tồn kho để kiểm soát chi phí sản xuất.

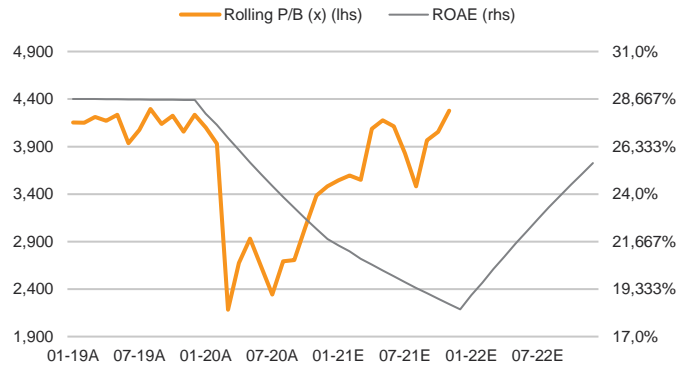
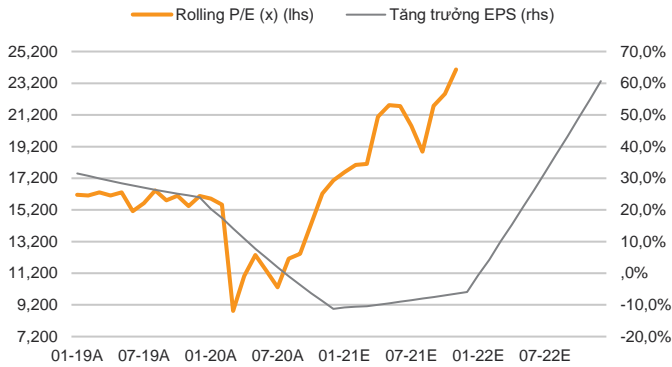
### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 128.200 đồng

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 128.200 đồng/cổ phiếu với giá định lãi suất phi rủi ro là 3% và WACC là 10,8%. Các tiềm năng tăng giá gồm 1) mở cửa hàng nhanh hơn dự kiến, 2) phục hồi tốt hơn mong đợi sau đại dịch và 3) các dự án mới thúc đẩy DT. Rủi ro giảm giá từ các đợt giãn cách xã hội diện rộng dẫn đến việc đóng cửa hàng hàng loạt.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	17.511	18.245	21.769	25.347
Tăng trưởng DT thuần	3,0%	4,2%	19,3%	16,4%
Biên lợi nhuận gộp	19,6%	19,1%	20,0%	20,4%
Biên EBITDA	8,9%	7,8%	10,2%	10,7%
LN ròng (tỷ)	1.070	1.006	1.616	1.982
Tăng trưởng LN ròng	(10,2%)	(5,9%)	60,7%	22,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(9,9%)	(6,2%)	60,7%	22,7%
EPS cơ bản	4.747	4.465	7.174	8.797
EPS điều chỉnh	4.210	3.880	6.553	8.148
BVPS	23.267	25.423	30.796	37.793
ROAE	21,8%	18,3%	25,5%	25,7%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	18.245	21.769	25.347
Giá vốn hàng bán	(14.758)	(17.410)	(20.174)
Chi phí quản lý DN	(612)	(727)	(836)
Chi phí bán hàng	(1.530)	(1.490)	(1.717)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.345</b>	<b>2.142</b>	<b>2.620</b>
EBITDA thuần	1.406	2.216	2.710
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(61)</b>	<b>(74)</b>	<b>(90)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.345</b>	<b>2.142</b>	<b>2.620</b>
Thu nhập lãi	9	10	12
Chi phí tài chính	(96)	(131)	(152)
Thu nhập ròng khác	(0)	(1)	(3)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.257</b>	<b>2.020</b>	<b>2.477</b>
Thuế	(251)	(404)	(495)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>1.006</b>	<b>1.616</b>	<b>1.982</b>
Thu nhập trên vốn	1.006	1.616	1.982
Cổ tức phổ thông	(406)	(406)	(406)
<b>LN giữ lại</b>	<b>600</b>	<b>1.211</b>	<b>1.576</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	685	1.224	3.120
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	174	203	237
Hàng tồn kho	7.820	7.920	8.140
Các tài sản ngắn hạn khác	112	137	173
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>8.791</b>	<b>9.483</b>	<b>11.671</b>
Tài sản cố định	1.186	1.463	1.664
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	80	95	111
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10.057</b>	<b>11.042</b>	<b>13.445</b>
Vay & nợ ngắn hạn	2.737	2.177	2.535
Phải trả người bán	595	624	726
Nợ ngắn hạn khác	994	1.299	1.666
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4.326</b>	<b>4.100</b>	<b>4.927</b>
Vay & nợ dài hạn	4	4	4
Các khoản phải trả khác			
Vốn điều lệ và	2.253	2.253	2.253
LN giữ lại	2.222	3.272	4.752
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.728</b>	<b>6.938</b>	<b>8.514</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>10.057</b>	<b>11.042</b>	<b>13.445</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.257</b>	<b>2.020</b>	<b>2.477</b>
Khấu hao	61	74	90
Thuế đã nộp	(251)	(404)	(495)
Các khoản điều chỉnh khác	389	153	124
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(1.166)</b>	<b>181</b>	<b>187</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>290</b>	<b>2.024</b>	<b>2.383</b>
Đầu tư TSCĐ	(267)	(352)	(293)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	2	2
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(340)	(168)	(146)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(606)</b>	<b>(518)</b>	<b>(437)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(1)	(1)	(1)
Tiền vay ròng nhận được	986	(560)	358
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(406)	(406)	(406)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>579</b>	<b>(967)</b>	<b>(49)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	685	1.224
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>263</b>	<b>538</b>	<b>1.897</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	685	1.224	3.120

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,5%	7,4%	7,8%
Vòng quay TS	1,97	2,06	2,07
ROAA	10,9%	15,3%	16,2%
Đòn bẩy tài chính	1,69	1,67	1,58
ROAE	18,3%	25,5%	25,7%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	1,4	1,4	1,4
Số ngày nắm giữ HTK	193,4	166,0	147,3
Số ngày phải trả tiền bán	14,7	13,1	13,1
Vòng quay TSCĐ	17,23	16,43	16,21
ROIC	11,9%	17,7%	17,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	2,3	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,2	0,4	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,6
Vòng quay tiền	180,0	154,3	135,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	4,2%	19,3%	16,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(10,8%)	59,3%	22,3%
Tăng trưởng LN ròng	(5,9%)	60,7%	22,6%
Tăng trưởng EPS	(5,9%)	60,7%	22,6%

Nguồn: VND RESEARCH



## TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND13.550	VND18.100	2.00%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

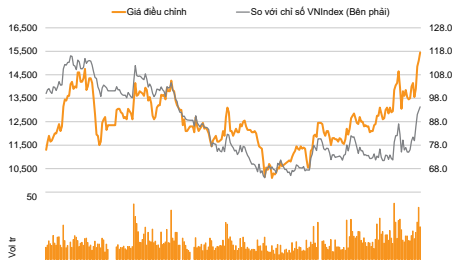
Consensus\*: Mua:7 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 20.1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	15,450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	234,373tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	35,362
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	15.3
P/B hiện tại (x)	1.27

### Cơ cấu sở hữu

PVN	79.9%
Khác	20.1%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:

**Nguyễn Hà Đức Tùng**

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

## Tích lũy cho những ngày giông bão

- Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn thiếu điện từ 2022 với nhu cầu điện tăng trưởng kép 8,5% trong 2020-26.
- Lợi nhuận ròng kỳ vọng tăng 11,0% svck trong năm 2021 và tăng 15,3%/17,5% svck vào năm 2022-23 chủ yếu nhờ các nhà máy nhiệt điện.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 18.100 đồng/cp.

### Tình trạng thiếu điện gia tăng từ năm 2022

Đại dịch Covid-19 sẽ sớm được kiểm soát và đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ điện, đặc biệt là ở miền Nam và các khu công nghiệp từ năm 2022. Theo Bộ Công Thương, Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn thiếu điện từ năm 2022 trở đi do nhu cầu điện cao hơn với tốc độ tăng trưởng kép 8,5% từ năm 2020-26.

### Doanh nghiệp dẫn đầu lĩnh vực điện khí Việt Nam

POW là một trong những nhà máy phát điện lớn nhất trên thị trường, với tổng công suất nguồn là 4.200MW. Bên cạnh đó, POW cũng là công ty dẫn đầu ngành nhiệt điện khí hiện nay, với 3 nhà máy điện khí (chiếm 38% tổng thị phần điện khí) và 2 dự án đang trong quá trình xây dựng bao gồm Nhơn Trạch 3 & 4 (750MW/nhà máy).

### Triển vọng 2021-23: Sản lượng điện sẽ dần được phục hồi

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của POW sẽ giảm 5% svck vào năm 2021 và tăng lại lần lượt 16%/1% svck trong năm 2022-23 nhờ sản lượng điện huy động cho các nhà máy nhiệt điện cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhiệt điện than tăng nhẹ, sản lượng thủy điện tăng 44% svck vào năm 2021 nhưng giảm 18%/4% svck vào năm 2022-23; sản lượng điện khí tăng 31%/3% svck vào năm 2022-23. Nhìn chung, LN ròng của POW dự báo sẽ tăng 11,0% svck trong năm 2021 và tiếp tục phục hồi 15,3%/17,5% svck trong năm 2022-23.

### Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3 và 4 sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn

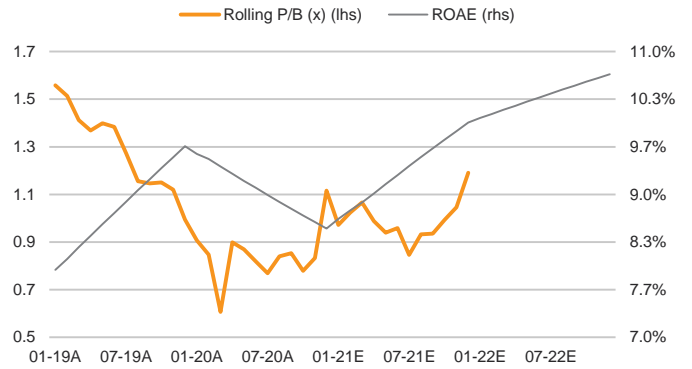
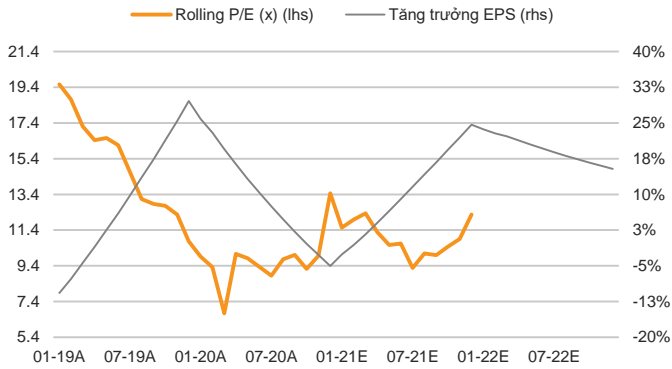
Đến cuối tháng 8, POW đã chốt gói thầu EPC Nhơn Trạch 3 và 4 – nhà máy điện LNG đầu tiên tại Việt Nam. Dự án bao gồm hai nhà máy với tổng công suất 1500MW, sử dụng khí LNG nhập khẩu từ kho cảng LNG Thị Vải, và dự kiến đi vào hoạt động từ Q4/23 và Q2/24. Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện này sẽ giúp doanh thu của POW đạt tăng trưởng kép 24,2% svck trong 2024-25.

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 18.100 đồng/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với POW dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp DCF (WACC: 12,4%) và EV/EBITDA mục tiêu là 7,3 lần. Rủi ro giảm giá là tình trạng thiếu nhiên liệu (than, khí LNG) có thể làm gián đoạn hoạt động và thời gian hoàn thành nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 kéo dài hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	29.732	29.533	32.747	36.662
Tăng trưởng DT thuần	(16,1%)	(0,7%)	10,9%	12,0%
Biên lợi nhuận gộp	15,4%	16,2%	16,3%	16,4%
Biên EBITDA	21,9%	24,5%	24,0%	23,4%
LN ròng (tỷ)	2.365	2.948	3.401	3.999
Tăng trưởng LN ròng	(5,0%)	24,7%	15,3%	17,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.010	1.259	1.452	1.708
EPS điều chỉnh	1.010	1.259	1.452	1.708
BVPS	12.186	12.973	14.212	15.709
ROAE	8,5%	10,0%	10,7%	11,4%

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	29.533	32.747	36.662
Giá vốn hàng bán	(24.742)	(27.396)	(30.641)
Chi phí quản lý DN	(806)	(811)	(899)
Chi phí bán hàng	(20)	(22)	(24)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>3.964</b>	<b>4.519</b>	<b>5.099</b>
EBITDA thuần	6.619	7.173	7.753
Chi phí khấu hao	(2.654)	(2.654)	(2.654)
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>3.964</b>	<b>4.519</b>	<b>5.099</b>
Thu nhập lãi	542	571	697
Chi phí tài chính	(782)	(752)	(710)
Thu nhập ròng khác	12	18	25
TN từ các Cty LK & LD	60	60	60
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.796</b>	<b>4.415</b>	<b>5.170</b>
Thuế	(558)	(681)	(779)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(290)	(334)	(393)
<b>LN ròng</b>	<b>2.948</b>	<b>3.401</b>	<b>3.999</b>
Thu nhập trên vốn	2.948	3.401	3.999
Cổ tức phổ thông			
<b>LN giữ lại</b>	<b>2.948</b>	<b>3.401</b>	<b>3.999</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	6.161	6.380	8.060
Đầu tư ngắn hạn	2.619	4.726	5.852
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.039	8.021	9.173
Hàng tồn kho	3.156	3.409	3.719
Các tài sản ngắn hạn khác	140	152	161
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>19.116</b>	<b>22.687</b>	<b>26.965</b>
Tài sản cố định	35.432	39.533	45.781
Tổng đầu tư	1.088	1.148	1.208
Tài sản dài hạn khác	1.307	1.415	1.582
<b>Tổng tài sản</b>	<b>56.943</b>	<b>64.783</b>	<b>75.536</b>
Vay & nợ ngắn hạn	8.790	9.857	11.047
Phải trả người bán	5.172	5.863	6.622
Nợ ngắn hạn khác	4.054	4.328	5.241
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>18.016</b>	<b>20.047</b>	<b>22.909</b>
Vay & nợ dài hạn	5.149	7.640	11.527
Các khoản phải trả khác	378	459	565
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	6.726	9.603	13.077
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>30.381</b>	<b>33.283</b>	<b>36.789</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.019	3.353	3.746
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>56.943</b>	<b>64.783</b>	<b>75.536</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>3.796</b>	<b>4.415</b>	<b>5.170</b>
Khấu hao	2.654	2.654	2.654
Thuế đã nộp	(558)	(681)	(779)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.186)	(682)	(858)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(1.532)</b>	<b>(282)</b>	<b>201</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>3.175</b>	<b>5.425</b>	<b>6.388</b>
Đầu tư TSCĐ	(3.221)	(6.755)	(8.902)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	542	571	697
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(1.831)	(2.107)	(1.126)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(4.510)</b>	<b>(8.291)</b>	<b>(9.332)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	1.475	3.527	5.060
Dòng tiền từ HĐTC khác	(580)	26	31
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(468)	(468)	(468)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>427</b>	<b>3.084</b>	<b>4.623</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.070	6.161	6.380
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(908)</b>	<b>218</b>	<b>1.680</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	6.161	6.380	8.060

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10,0%	10,4%	10,9%
Vòng quay TS	0,53	0,54	0,52
ROAA	5,3%	5,6%	5,7%
Đòn bẩy tài chính	1,88	1,91	2,00
ROAE	10,0%	10,7%	11,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	87,0	89,4	91,3
Số ngày nắm giữ HTK	46,6	45,4	44,3
Số ngày phải trả tiền bán	76,3	78,1	78,9
Vòng quay TSCĐ	0,84	0,87	0,86
ROIC	6,2%	6,3%	6,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,6
Vòng quay tiền	57,3	56,7	56,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(0,7%)	10,9%	12,0%
Tăng trưởng LN từ HKKD	17,6%	14,0%	12,8%
Tăng trưởng LN ròng	24,7%	15,3%	17,6%
Tăng trưởng EPS	24,7%	15,3%	17,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP PHÚ TÀI (PTB)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND101.700	VND129.700	2,73%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

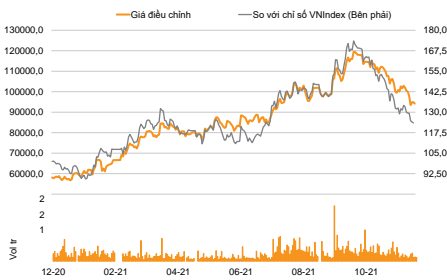
Consensus\*: Mua:2 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	119.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	55.967
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	36.724
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.247
Free float (%)	59
P/E trượt (x)	14,5
P/B hiện tại (x)	2,7

### Cơ cấu sở hữu

Lê Vỹ	11,7%
Le Văn Thảo	7,4%
Lê Văn Lộc	5,5%
Khác	75,4%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn  
www.vndirect.com.vn

### Vững chắc tương lai

- PTB là một trong mười nhà xuất khẩu gỗ lớn nhất Việt Nam, chiếm gần 1% kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ của Việt Nam vào năm 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng trong 2021/22 tăng 51,9%/19,9% svck nhờ tăng trưởng từ mảng gỗ và đóng góp doanh thu từ bất động sản (BDS).
- PTB là cổ phiếu tiêu biểu chúng tôi lựa chọn cho ngành gỗ.

### Tăng trưởng trên đà hồi phục của thị trường BĐS trong nước và quốc tế

Chúng tôi ưa thích PTB vì tiềm năng tăng trưởng của hai mảng kinh doanh cốt lõi là gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) và mảng đá, cả hai đều được hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu và nội địa nhờ sự phục hồi của thị trường nhà ở trong nước và quốc tế sau Covid-19. Chúng tôi tin rằng PTB có vị thế tốt để tận dụng được sự tăng trưởng của ngành. Thêm vào đó, PTB có kế hoạch nâng công suất nhà máy đá và gỗ lên 25%/60% vào năm 2022/23 sv năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu (DT) từ mảng gỗ/đá lần lượt đạt CAGR 13,0%/14,5% trong giai đoạn 2020-26.

### Dự án Phú Tài Residence là động lực tăng trưởng ngắn hạn trong 2022

PTB đang phát triển dự án Phú Tài Residence tại Quy Nhơn, tỉnh Bình Định. Vào tháng 10/20, PTB đã tổ chức sự kiện cất nóc và mở bán dự án. Theo ban lãnh đạo công ty, tiến độ xây dựng của dự án đang được tiến hành để bàn giao vào nửa cuối năm 2021. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ ghi nhận doanh thu lần lượt là 600 tỷ đồng và 653 tỷ đồng trong 2021/22.

### LN ròng vẫn tăng trưởng ổn định trong 2022 sau khi tăng mạnh năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng DT và LN ròng năm 2021 của PTB sẽ tăng trưởng lần lượt 26,1% và 51,9% svck từ mức thấp nền thấp của năm 2020 nhờ tăng trưởng 29,4% svck của mảng G&SPG và đóng góp 600 tỷ đồng DT từ dự án Phú Tài Residence với biên lợi nhuận gộp (LNG) cao. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng PTB sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định ở hai mảng kinh doanh cốt lõi trong năm 2022/23 (13,2%/19,8% svck với mảng G&SPG và 30,8%/28,5% svck với mảng đá). Bên cạnh đó, việc bàn giao dự án BĐS sẽ đóng góp 135 tỷ đồng vào LN ròng năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PTB sẽ đạt 15,6% CAGR trong giai đoạn 2021-23.

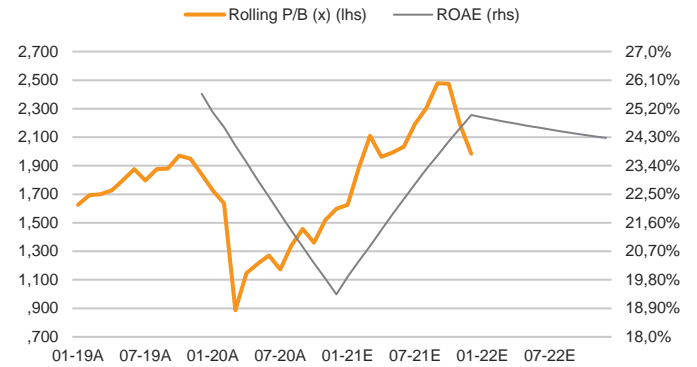
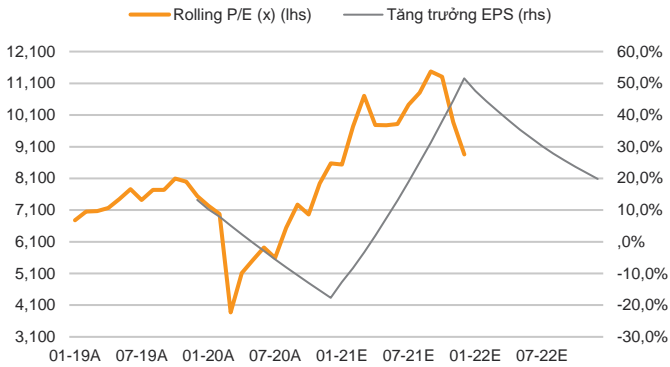
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 129.700 đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 129.700đ/cp, dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP). Tiềm năng tăng giá là nhu cầu về nhà ở tăng mạnh ở Mỹ dẫn đến doanh thu đồ nội thất của PTB cao hơn dự kiến. Các rủi ro giảm giá bao gồm 1) biến chủng mới Covid-19 và 2) chi phí logistic cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến biên LNG của PTB, đặc biệt là mảng đá.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.601	7.064	8.419	9.375
Tăng trưởng DT thuần	0,9%	26,1%	19,2%	11,4%
Biên lợi nhuận gộp	20,4%	22,7%	22,5%	22,5%
Biên EBITDA	6,3%	8,6%	10,1%	9,5%
LN ròng (tỷ)	359	544	651	728
Tăng trưởng LN ròng	(17,7%)	51,6%	19,9%	11,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(17,0%)	51,6%	19,9%	11,8%
EPS cơ bản	7.016	10.636	12.749	14.256
EPS điều chỉnh	6.267	9.961	11.940	13.351
BVPS	37.630	47.464	57.576	69.239
ROAE	19,3%	25,0%	24,3%	22,5%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	7.064	8.419	9.375
Giá vốn hàng bán	(5.461)	(6.522)	(7.270)
Chi phí quản lý DN	(261)	(312)	(347)
Chi phí bán hàng	(494)	(589)	(656)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>847</b>	<b>996</b>	<b>1.102</b>
EBITDA thuần	634	867	906
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>213</b>	<b>130</b>	<b>196</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>847</b>	<b>996</b>	<b>1.102</b>
Thu nhập lãi	16	18	19
Chi phí tài chính	(158)	(169)	(176)
Thu nhập ròng khác	14	17	19
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>719</b>	<b>862</b>	<b>963</b>
Thuế	(144)	(172)	(193)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(32)	(38)	(42)
<b>LN ròng</b>	<b>544</b>	<b>651</b>	<b>728</b>
Thu nhập trên vốn	544	651	728
Cổ tức phổ thông	(153)	(153)	(153)
<b>LN giữ lại</b>	<b>390</b>	<b>498</b>	<b>575</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	268	443	532
Đầu tư ngắn hạn	84	84	84
Các khoản phải thu ngắn hạn	898	1.070	1.192
Hàng tồn kho	1.560	1.794	2.153
Các tài sản ngắn hạn khác	377	616	876
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.187</b>	<b>4.008</b>	<b>4.838</b>
Tài sản cố định	1.920	1.920	1.810
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	232	277	308
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.350</b>	<b>6.216</b>	<b>6.967</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.625	1.936	2.156
Phải trả người bán	475	567	632
Nợ ngắn hạn khác	295	351	392
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.395</b>	<b>2.854</b>	<b>3.180</b>
Vay & nợ dài hạn	521	410	239
Các khoản phải trả khác	9	9	10
Vốn điều lệ và	511	511	511
LN giữ lại	751	1.212	1.727
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.425</b>	<b>2.942</b>	<b>3.538</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.350</b>	<b>6.216</b>	<b>6.967</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>719</b>	<b>862</b>	<b>963</b>
Khấu hao	130	196	222
Thuế đã nộp	(144)	(172)	(193)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>108</b>	<b>(444)</b>	<b>(445)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>813</b>	<b>442</b>	<b>548</b>
Đầu tư TSCĐ	(470)	(219)	(123)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	15	13	14
Các khoản khác	16	18	19
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(438)</b>	<b>(189)</b>	<b>(90)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	30	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	100	180	(65)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(251)	(105)	(150)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(153)	(153)	(153)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(274)</b>	<b>(78)</b>	<b>(369)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	168	268	443
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>100</b>	<b>175</b>	<b>89</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	268	443	532

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7,7%	7,7%	7,8%
Vòng quay TS	1,40	1,46	1,42
ROAA	10,8%	11,3%	11,1%
Đòn bẩy tài chính	2,31	2,15	2,03
ROAE	25,0%	24,3%	22,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	42,3	42,3	42,3
Số ngày nắm giữ HTK	104,3	100,4	108,1
Số ngày phải trả tiền bán	31,7	31,7	31,7
Vòng quay TSCĐ	3,89	4,38	5,03
ROIC	11,9%	12,3%	12,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,4	1,5
Khả năng thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2
Vòng quay tiền	114,8	111,0	118,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	26,1%	19,2%	11,4%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	62,2%	17,7%	10,6%
Tăng trưởng LN ròng	51,6%	19,9%	11,8%
Tăng trưởng EPS	51,6%	19,9%	11,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## TỔNG CTCP KHOAN & DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND26.300	VND32.800	0,0%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

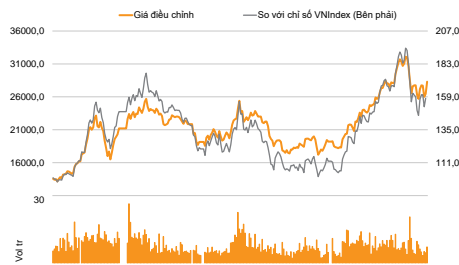
Consensus\*: Mua:3 Giữ:4 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 32,2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ NA

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	32,100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.950
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	210.608
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.686
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	59,4
P/B hiện tại (x)	0,80

### Cơ cấu sở hữu

PVN	50,5%
Khác	49,5%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Bắt đầu một thời kỳ mới

- Giàn khoan TAD bắt đầu chiến dịch khoan dài hạn tại Brunei vào tháng 11 này, mở ra một chương mới sau hơn 4 năm dừng hoạt động.
- Chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ bứt phá mạnh mẽ trong năm 2022 với mức tăng trưởng LN ròng là 487,4% svck khi giàn khoan TAD hoạt động trở lại.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu là 32.800 đồng.

### KQKD 2021 kém tích cực do thị trường khoan âm đạm trong nửa đầu năm

DT 9T21 giảm 39,6% svck xuống 2.661 tỷ đồng do: (1) không ghi nhận DT từ các giàn thuê ngoài như 9T20 và (2) giá thuê giàn tự nâng (JU) giảm 16% svck. Trong khi đó, chi phí QLDN 9T21 tăng 34% svck do không phát sinh hoàn nhập dự phòng như 9T20. Do đó, PVD ghi nhận lỗ ròng 30,4 tỷ đồng trong 9T21, chủ yếu do khởi đầu khó khăn trong 6T21 với khoản lỗ 97,6 tỷ đồng. Đối với năm 2021, chúng tôi tin rằng Q4/21 sẽ khởi sắc hơn nhờ thị trường khoan phục hồi và PVD sẽ ghi nhận LN ròng là 85 tỷ đồng trong năm nay (-54,4% svck).

### Môi trường giá dầu cao sẽ thúc đẩy thị trường khoan phục hồi

Sau khi giảm mạnh vào năm 2020, Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) ước tính tổng vốn đầu tư vào các dự án thượng nguồn trên toàn cầu sẽ tăng 8% trong 2021, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với 2019. Chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn đầu tư toàn cầu sẽ tiếp tục phục hồi trong 2 năm tới do tình trạng thiếu hụt nguồn cung hiện nay và môi trường giá dầu cao. Theo đó, chúng tôi tin rằng hoạt động Thăm dò & Khai thác (E&P) tại Đông Nam Á cũng sẽ được thúc đẩy nhờ giá dầu tăng mạnh, giúp cho thị trường khoan khu vực sôi động trở lại trong trung hạn và mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khoan như PVD.

### Sẵn sàng cho sự phục hồi từ năm 2022 khi giàn TAD tái hoạt động

Giàn TAD sẽ bắt đầu hợp đồng (HĐ) khoan dài hạn cho Shell Brunei từ tháng 11, mở ra một chương mới cho giàn khoan hiện đại nhất của PVD sau hơn 4 năm dừng hoạt động. Chúng tôi ước tính giàn TAD sẽ đóng góp ~24% LN gộp mảng khoan trong năm 2022-23. Khi giá dầu tăng giúp thúc đẩy các hoạt động E&P, chúng tôi tin rằng PVD có thể ký kết được nhiều HĐ hơn ở cả thị trường trong nước và khu vực, nâng hiệu suất sử dụng giàn JU năm 2022-23 lên 90%. Do đó, chúng tôi dự báo LN ròng của PVD sẽ phục hồi mạnh mẽ từ năm 2022, ghi nhận tốc độ tăng trưởng 487,4%/28,1% svck trong 2022-23.

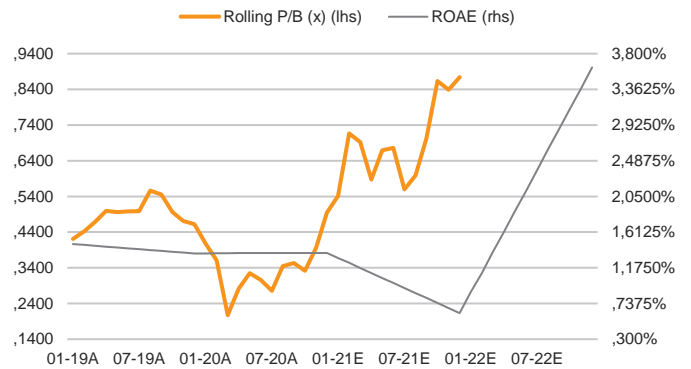
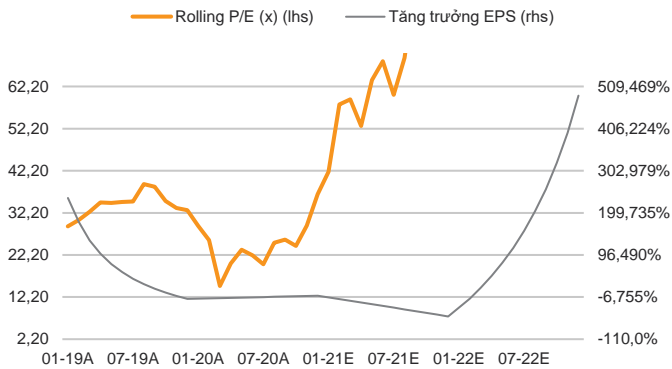
### PVD là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành Dầu khí

Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi dựa trên P/B mục tiêu 2022 là 1,0x. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng tươi sáng của PVD trong năm 2022 nhờ giàn khoan TAD hoạt động trở lại và triển vọng cải thiện của đội giàn JU theo sau đà tăng của giá dầu. Động lực tăng giá là giá dầu cao hơn. Rủi ro giảm giá là giá thuê giàn JU thấp hơn dự kiến và giá dầu giảm có thể cản trở các hoạt động E&P.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.229	4.056	5.860	5.843
Tăng trưởng DT thuần	19,7%	(22,4%)	44,5%	(0,3%)
Biên lợi nhuận gộp	6,3%	8,6%	15,0%	17,7%
Biên EBITDA	15,5%	14,3%	21,0%	23,6%
LN ròng (tỷ)	186	85	499	640
Tăng trưởng LN ròng	1,1%	(54,4%)	487,4%	28,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(51,5%)	(100,0%)		(100,0%)
EPS cơ bản	442	202	1.185	1.517
EPS điều chỉnh	282	129	755	967
BVPS	32.723	32.377	32.842	33.594
ROAE	1,4%	0,6%	3,6%	4,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	4.056	5.860	5.843
Giá vốn hàng bán	(3.705)	(4.981)	(4.807)
Chi phí quản lý DN	(388)	(439)	(467)
Chi phí bán hàng	(13)	(18)	(18)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(50)</b>	<b>421</b>	<b>550</b>
EBITDA thuần	321	995	1.123
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(370)</b>	<b>(573)</b>	<b>(573)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(50)</b>	<b>421</b>	<b>550</b>
Thu nhập lãi	180	148	161
Chi phí tài chính	(175)	(175)	(169)
Thu nhập ròng khác	24	33	33
TN từ các Cty LK & LD	114	117	123
<b>LN trước thuế</b>	<b>93</b>	<b>545</b>	<b>698</b>
Thuế	(9)	(53)	(68)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	7	9
<b>LN ròng</b>	<b>85</b>	<b>499</b>	<b>640</b>
Thu nhập trên vốn	85	499	640
Cổ tức phổ thông	(1)	(8)	(10)
<b>LN giữ lại</b>	<b>84</b>	<b>492</b>	<b>630</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.071	1.139	1.521
Đầu tư ngắn hạn	1.136	1.136	1.079
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.771	2.185	2.241
Hàng tồn kho	739	955	959
Các tài sản ngắn hạn khác	60	87	99
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.777</b>	<b>5.503</b>	<b>5.899</b>
Tài sản cố định	13.451	13.171	12.890
Tổng đầu tư	1.857	1.912	1.950
Tài sản dài hạn khác	404	404	404
<b>Tổng tài sản</b>	<b>20.489</b>	<b>20.990</b>	<b>21.143</b>
Vay & nợ ngắn hạn	784	757	732
Phải trả người bán	659	885	855
Nợ ngắn hạn khác	1.268	1.490	1.486
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.711</b>	<b>3.132</b>	<b>3.072</b>
Vay & nợ dài hạn	3.135	3.026	2.928
Các khoản phải trả khác	746	731	716
Vốn điều lệ và	4.215	4.215	4.215
LN giữ lại	1.792	1.988	2.305
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.648</b>	<b>13.844</b>	<b>14.161</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	249	256	265
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.489</b>	<b>20.990</b>	<b>21.143</b>

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>93</b>	<b>545</b>	<b>698</b>
Khấu hao	370	573	573
Thuế đã nộp	(9)	(53)	(68)
Các khoản điều chỉnh khác	(364)	(325)	(266)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>329</b>	<b>(236)</b>	<b>(132)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>418</b>	<b>505</b>	<b>806</b>
Đầu tư TSCĐ	(324)	(293)	(292)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	0	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(324)</b>	<b>(293)</b>	<b>(292)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	53	(135)	(123)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1)	(8)	(10)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>52</b>	<b>(143)</b>	<b>(132)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	925	1.071	1.139
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>146</b>	<b>69</b>	<b>382</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.071	1.139	1.521

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	2,1%	8,5%	10,9%
Vòng quay TS	0,20	0,28	0,28
ROAA	0,4%	2,4%	3,0%
Đòn bẩy tài chính	1,51	1,51	1,50
ROAE	0,6%	3,6%	4,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	159,3	136,1	140,0
Số ngày nắm giữ HTK	72,8	70,0	72,8
Số ngày phải trả tiền bán	64,9	64,9	64,9
Vòng quay TSCĐ	0,30	0,44	0,45
ROIC	0,5%	2,8%	3,5%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,8	1,9
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,7	0,8
Vòng quay tiền	167,2	141,2	147,9
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(22,4%)	44,5%	(0,3%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(4.436,8%)		30,6%
Tăng trưởng LN ròng	(54,4%)	487,4%	28,1%
Tăng trưởng EPS	(54,4%)	487,4%	28,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND25.400	VND31.200	3,94%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:4 Giữ:4 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 6,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ NA

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	31.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	285.208
Thị giá vốn (tỷ VND)	12.523
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	19,5
P/B hiện tại (x)	1,0

### Cơ cấu sở hữu

PVN	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Kỳ vọng mảng M&C khởi sắc trong năm 2022

- Khai thác các dự án năng lượng tái tạo sẽ mở ra nhiều cơ hội mới cho mảng Cơ khí và Xây lắp (M&C) trong những năm tới.
- Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép LN ròng năm 2022-23 là 23,9% nhờ đóng góp của các liên doanh FSO/FPSO và triển vọng cải thiện mảng M&C.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 31.200 đồng.

### KQKD 2021 được hỗ trợ bởi thu nhập từ các liên doanh FSO/FPSO

DT 9T21 giảm 34,5% svck xuống 9.651 tỷ đồng do khối lượng công việc giảm trên tất cả các mảng HĐKD. Mặc dù chi phí QLDN tăng 60% svck, LN ròng 9T21 của PVS chỉ giảm 10% svck xuống còn 518 tỷ đồng nhờ thu nhập từ các công ty liên doanh tăng mạnh (+306% svck lên 506 tỷ đồng). Đối với năm 2021, chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng 16% svck nhờ đóng góp chính của các liên doanh FSO/FPSO.

### Mảng M&C sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022

Sau KQKD mờ nhạt trong 2021 do các dự án lớn đã qua giai đoạn cao điểm, chúng tôi kỳ vọng mảng M&C tích cực hơn trong 2022 nhờ: (1) hợp đồng mới tại dự án Gallaf Batch 3, và (2) khai thác các dự án năng lượng tái tạo nhằm đa dạng hóa hoạt động M&C với việc ký kết Thỏa thuận ưu tiên (PSA) cung cấp hai trạm biến áp ngoài khơi tại dự án điện gió Hai Long ở Đà Loan. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng dự án khí Lô B – Ô Môn sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong 6T22, tạo tiền đề cho dự án khởi công vào nửa cuối 2022. Với vốn đầu tư cho dự án phát triển mỏ và đường ống dẫn khí lần lượt là 6,7 tỷ USD và 1,3 tỷ USD, chuỗi dự án này tiềm ẩn lượng backlog khổng lồ đối với PVS.

### Tăng trưởng kép LN ròng đạt 23,9% trong năm 2022-23

Theo đà tăng mạnh của giá dầu, chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tích cực của PVS với mức tăng trưởng kép LN ròng đạt 23,9% trong 2022-23, nhờ: (1) đóng góp vững chắc của các liên doanh FSO/FPSO do giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao có thể kích hoạt việc điều chỉnh tăng giá thuê ngày, và (2) triển vọng được cải thiện của mảng M&C từ năm 2022.

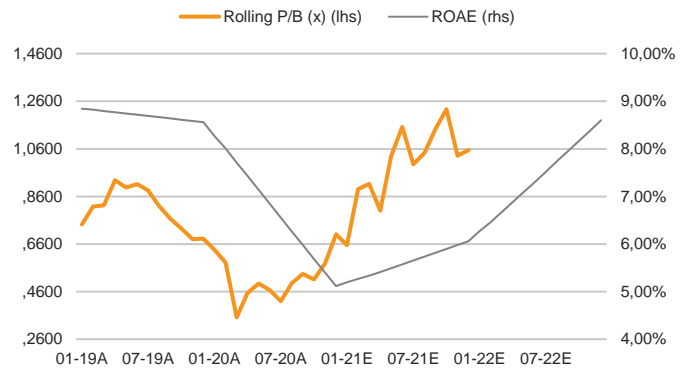
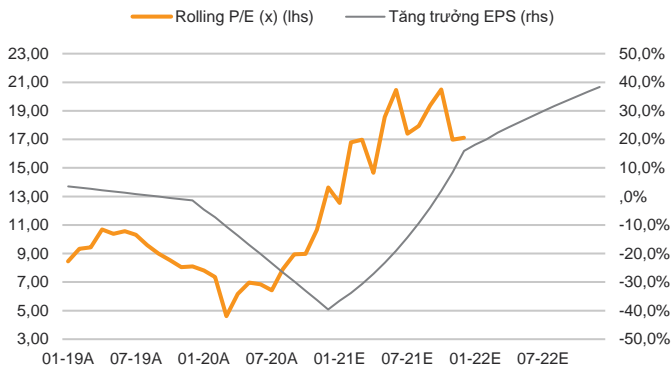
### Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 31.200 đồng

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương định giá DCF và P/E mục tiêu 2022 là 15,4x. Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với PVS khi nhấn mạnh tính cấp thiết trong việc triển khai các dự án mỏ khí trọng điểm như Lô B - Ô Môn, Nam Du - U Minh trong năm 2022, tiềm ẩn lượng backlog khổng lồ đối với mảng M&C của công ty. Động lực tăng giá đến từ sự phục hồi của giá dầu hiện tại. Rủi ro giảm giá là giá dầu thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	20.180	14.023	21.132	24.375
Tăng trưởng DT thuần	20,2%	(30,5%)	50,7%	15,3%
Biên lợi nhuận gộp	3,9%	6,3%	5,9%	6,1%
Biên EBITDA	8,0%	11,8%	9,6%	9,0%
LN ròng (tỷ)	624	724	1.001	1.110
Tăng trưởng LN ròng	(39,6%)	16,0%	38,3%	10,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(39,6%)	16,0%	38,3%	10,9%
EPS cơ bản	1.306	1.514	2.094	2.323
EPS điều chỉnh	1.149	1.332	1.843	2.044
BVPS	25.411	24.558	24.133	23.944
ROAE	5,1%	6,1%	8,6%	9,7%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	14.023	21.132	24.375
Giá vốn hàng bán	(13.144)	(19.884)	(22.900)
Chi phí quản lý DN	(778)	(744)	(858)
Chi phí bán hàng	(87)	(116)	(134)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>14</b>	<b>387</b>	<b>483</b>
EBITDA thuần	552	893	993
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(539)</b>	<b>(506)</b>	<b>(509)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>14</b>	<b>387</b>	<b>483</b>
Thu nhập lãi	363	352	330
Chi phí tài chính	(104)	(88)	(88)
Thu nhập ròng khác	154	190	122
TN từ các Cty LK & LD	646	642	799
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.073</b>	<b>1.484</b>	<b>1.646</b>
Thuế	(273)	(378)	(419)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76)	(105)	(117)
<b>LN ròng</b>	<b>724</b>	<b>1.001</b>	<b>1.110</b>
Thu nhập trên vốn	724	1.001	1.110
Cổ tức phổ thông	(478)	(478)	(478)
<b>LN giữ lại</b>	<b>246</b>	<b>523</b>	<b>632</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.857	4.529	4.185
Đầu tư ngắn hạn	3.311	3.311	3.311
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.803	5.211	6.010
Hàng tồn kho	1.179	1.580	1.819
Các tài sản ngắn hạn khác	213	321	370
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>13.363</b>	<b>14.951</b>	<b>15.696</b>
Tài sản cố định	2.945	2.965	3.062
Tổng đầu tư	5.003	5.024	5.034
Tài sản dài hạn khác	1.374	1.323	1.275
<b>Tổng tài sản</b>	<b>22.685</b>	<b>24.264</b>	<b>25.066</b>
Vay & nợ ngắn hạn	493	418	416
Phải trả người bán	3.549	5.145	5.935
Nợ ngắn hạn khác	2.688	3.027	3.088
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.730</b>	<b>8.590</b>	<b>9.440</b>
Vay & nợ dài hạn	436	463	506
Các khoản phải trả khác	3.119	3.119	3.119
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.563	3.360	3.270
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.738</b>	<b>11.535</b>	<b>11.444</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	663	558	558
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>22.685</b>	<b>24.264</b>	<b>25.066</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.073</b>	<b>1.484</b>	<b>1.646</b>
Khấu hao	539	506	509
Thuế đã nộp	(122)	(169)	(187)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.005)	(990)	(1.124)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>162</b>	<b>(211)</b>	<b>(250)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>646</b>	<b>621</b>	<b>595</b>
Đầu tư TSCĐ	(349)	(526)	(606)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	8	8
Các khoản khác	96	96	96
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(245)</b>	<b>(421)</b>	<b>(502)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(279)	(49)	41
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(478)	(478)	(478)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(757)</b>	<b>(527)</b>	<b>(437)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.212	4.857	4.529
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(355)</b>	<b>(327)</b>	<b>(344)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.857	4.529	4.185

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,2%	4,7%	4,6%
Vòng quay TS	0,57	0,90	0,99
ROAA	3,0%	4,3%	4,5%
Đòn bẩy tài chính	2,05	2,02	2,15
ROAE	6,1%	8,6%	9,7%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	99,0	90,0	90,0
Số ngày nắm giữ HTK	32,7	29,0	29,0
Số ngày phải trả tiền bán	98,5	94,5	94,6
Vòng quay TSCĐ	4,61	7,15	8,09
ROIC	5,4%	7,7%	8,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	1,7	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,6	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	0,9	0,8
Vòng quay tiền	33,2	24,5	24,4
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(30,5%)	50,7%	15,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD		2.763,7%	24,7%
Tăng trưởng LN ròng	16,0%	38,3%	10,9%
Tăng trưởng EPS	16,0%	38,3%	10,9%

Nguồn: VND RESEARCH



## TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND23.850	VND28.200	4,16%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

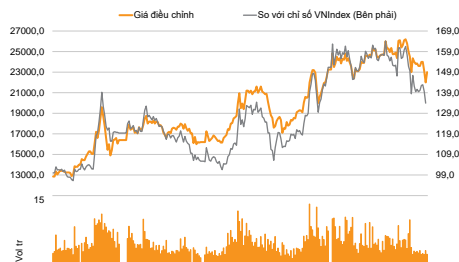
Consensus\*: Mua:4 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 6,0%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> NA

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	26.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.550
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	136.294
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.703
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	10,8
P/B hiện tại (x)	1,57

### Cơ cấu sở hữu

PVN	51,0%
PVCom Bank	5,1%
Yurie Vietnam Securities	4,1%
Khác	39,8%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

## Triển vọng tích cực trong năm 2022-23

- Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực của PVT trong 2 năm tới theo sau việc tích cực trẻ hóa đội tàu và sự phục hồi của nhu cầu vận tải dầu khí.
- LN ròng dự báo sẽ tăng trưởng 9,6%/14,2%/11,8% svck trong 2021-23.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 28.200 đồng.

### LN ròng 9T21 tích cực nhờ giá cước vận tải nội địa phục hồi

PVT công bố DT 9T21 đi ngang ở mức 5.288 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên LN gộp 9T21 tăng 3,4 điểm % lên 17,4% nhờ sự phục hồi của giá cước thuê tàu đối với các khách hàng chính trong nước như lọc dầu Dung Quất và giá thuê ngày đối với FSO Đại Hùng. Nhìn chung, LN ròng 9T21 tăng 32,6% svck lên 468,4 tỷ đồng nhờ: (1) biên LN gộp cải thiện, (2) đóng góp LN từ các tàu mua mới, và (3) thu nhập bất thường từ thanh lý tàu trong Q1/21. Đối với năm 2021, chúng tôi dự báo LNST của PVT tăng trưởng 9,6% svck.

### Giá cước vận tải tàu chở dầu dự kiến sẽ cải thiện vào năm 2022

Chúng tôi cho rằng nhu cầu vận tải dầu thô có khả năng tăng nhờ được bảo đảm bởi sự gia tăng nhu cầu dầu thô, mà theo EIA dự báo sẽ vượt qua mức trước Covid-19 vào Q3/22. Chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất dầu thế giới sẽ nâng sản lượng khai thác dầu thô và từ đó tác động đến thị trường vận tải dầu khí trong năm 2022, có khả năng giúp thúc đẩy giá cước vận tải cao hơn. Theo dự báo của Clarksons, cán cân cung – cầu trên thị trường tàu chở dầu thô có thể tích cực hơn trong năm 2022 so với sự ảm đạm trong năm 2021.

### Triển vọng tích cực trong 2022-23 theo sau việc trẻ hóa đội tàu

Trong tháng 11, PVT tiếp tục công bố mua thêm tàu chở dầu/hóa chất – PVT Oriana (13,056 DWT). Tổng cộng, PVT đã bổ sung thêm 5 tàu vào trong đội tàu của mình, bao gồm 4 tàu chở dầu/hóa chất, 1 tàu LPG (VLGC) và 1 tàu chở hàng rời trong 9T21. Theo đó, chúng tôi tin rằng công ty có thể nâng cao hiệu quả hoạt động nhờ sự đóng góp của các tàu mới và hiện đại này. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vận tải sẽ phục hồi trong thời gian tới, đặc biệt là ở thị trường nội địa khi việc di chuyển tăng trở lại sau đại dịch, kéo theo sự gia tăng nhu cầu vận tải của các khách hàng chính của PVT như nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn. Do đó, chúng tôi dự báo LN ròng của PVT sẽ tăng trưởng 14,2%/11,8% svck trong năm 2022-23.

### Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 28.200 đồng

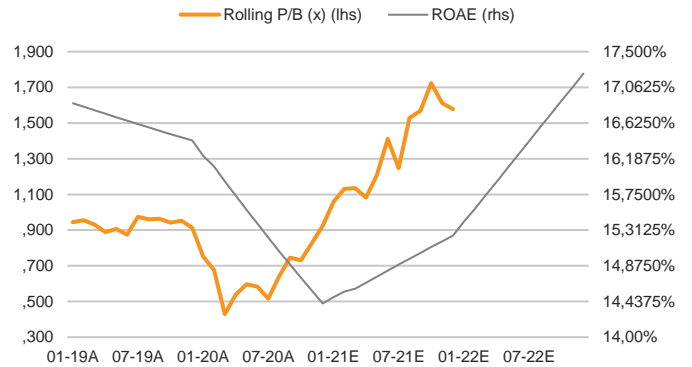
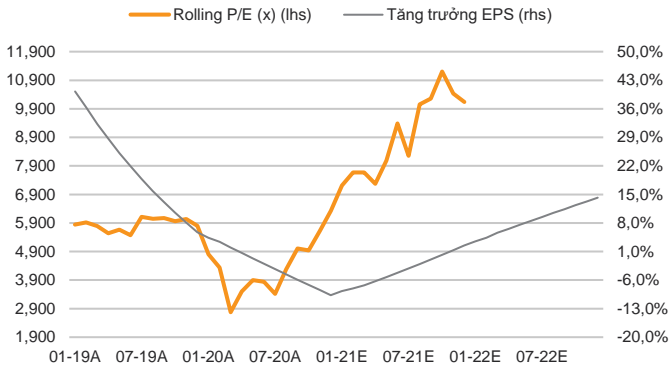
Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương định giá DCF và P/E mục tiêu 2022-23 là 10,4x. Động lực tăng giá là khối lượng vận tải cao hơn và thu nhập bất thường từ việc thanh lý tàu. Rủi ro giảm giá là giá dầu thấp hơn dự kiến vì nó có thể cản trở nhu cầu vận tải và sự phục hồi của giá thuê tàu.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.383	7.858	8.991	9.638
Tăng trưởng DT thuần	(4,8%)	6,4%	14,4%	7,2%
Biên lợi nhuận gộp	15,1%	16,7%	17,0%	17,5%
Biên EBITDA	27,9%	28,3%	27,5%	27,7%
LN ròng (tỷ)	669	734	838	937
Tăng trưởng LN ròng	(2,9%)	9,6%	14,2%	11,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(2,9%)	9,6%	14,2%	11,8%
EPS cơ bản	2.213	2.267	2.590	2.895
EPS điều chỉnh	2.213	2.267	2.590	2.895
BVPS	15.164	14.579	15.481	16.776
ROAE	14,4%	15,2%	17,2%	17,9%

Nguồn: VND RESEARCH

200

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	7.858	8.991	9.638
Giá vốn hàng bán	(6.543)	(7.460)	(7.954)
Chi phí quản lý DN	(283)	(311)	(333)
Chi phí bán hàng	(14)	(16)	(18)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.017</b>	<b>1.203</b>	<b>1.333</b>
EBITDA thuần	1.925	2.181	2.338
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(908)</b>	<b>(978)</b>	<b>(1.006)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.017</b>	<b>1.203</b>	<b>1.333</b>
Thu nhập lãi	224	256	290
Chi phí tài chính	(205)	(244)	(261)
Thu nhập ròng khác	76	32	34
TN từ các Cty LK & LD	32	36	39
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.144</b>	<b>1.284</b>	<b>1.435</b>
Thuế	(229)	(257)	(287)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(181)	(189)	(211)
<b>LN ròng</b>	<b>734</b>	<b>838</b>	<b>937</b>
Thu nhập trên vốn	734	838	937
Cổ tức phổ thông	(324)	(324)	(324)
<b>LN giữ lại</b>	<b>410</b>	<b>515</b>	<b>613</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.943	2.380	3.078
Đầu tư ngắn hạn	1.390	1.320	1.188
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.047	1.198	1.285
Hàng tồn kho	125	142	152
Các tài sản ngắn hạn khác	126	144	154
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.631</b>	<b>5.185</b>	<b>5.857</b>
Tài sản cố định	6.838	7.568	7.816
Tổng đầu tư	229	234	238
Tài sản dài hạn khác	388	427	470
<b>Tổng tài sản</b>	<b>12.086</b>	<b>13.414</b>	<b>14.381</b>
Vay & nợ ngắn hạn	808	962	1.031
Phải trả người bán	656	751	805
Nợ ngắn hạn khác	1.207	1.381	1.480
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.671</b>	<b>3.094</b>	<b>3.316</b>
Vay & nợ dài hạn	2.711	3.229	3.460
Các khoản phải trả khác	477	477	477
Vốn điều lệ và	3.237	3.237	3.237
LN giữ lại	709	1.001	1.420
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.718</b>	<b>5.011</b>	<b>5.430</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.509	1.603	1.698
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.086</b>	<b>13.414</b>	<b>14.381</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.144</b>	<b>1.284</b>	<b>1.435</b>
Khấu hao	908	978	1.006
Thuế đã nộp	(229)	(257)	(287)
Các khoản điều chỉnh khác	(339)	(345)	(347)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>70</b>	<b>(74)</b>	<b>(42)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.553</b>	<b>1.586</b>	<b>1.765</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.886)	(1.708)	(1.253)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	30	30	30
Các khoản khác	180	180	180
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.676)</b>	<b>(1.498)</b>	<b>(1.043)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	0	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(324)	(324)	(324)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(324)</b>	<b>(324)</b>	<b>(324)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.473	1.943	2.380
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(447)</b>	<b>(236)</b>	<b>398</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.026	1.707	2.778

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	9,3%	9,3%	9,7%
Vòng quay TS	0,68	0,71	0,69
ROAA	6,3%	6,6%	6,7%
Đòn bẩy tài chính	2,41	2,62	2,66
ROAE	15,2%	17,2%	17,9%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	48,7	48,7	48,7
Số ngày nắm giữ HTK	7,0	7,0	7,0
Số ngày phải trả tiền bán	36,6	36,7	36,9
Vòng quay TSCĐ	1,24	1,25	1,25
ROIC	7,5%	7,8%	8,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	1,7	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,6	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	1,2	1,3
Vòng quay tiền	19,0	18,9	18,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	6,4%	14,4%	7,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	19,2%	18,3%	10,8%
Tăng trưởng LN ròng	9,6%	14,2%	11,8%
Tăng trưởng EPS	2,5%	14,2%	11,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND55.400	VND62.000	4,79%	KHẢ QUAN	Hàng tiêu dùng

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Tích cực

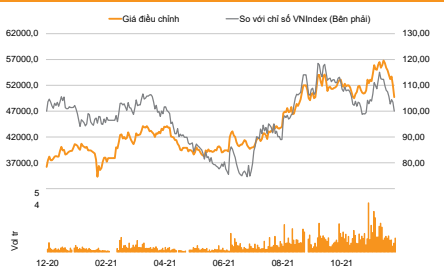
Consensus\*: Mua:3 Giữ:2 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 8,9%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	56.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	67.429
Thị giá vốn (tỷ VND)	19.324
Free float (%)	73
P/E trượt (x)	15,9
P/B hiện tại (x)	2,5

### Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH MTV Thành Phát	15,6%
Võ Thành Đăng	6,6%
Foremost Worldwide Limited	5,1%
Khác	72,7%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Một năm ngọt ngào lại tới

- QNS là doanh nghiệp sản xuất đường lớn thứ 2 cả nước và dẫn đầu thị trường sữa đậu nành với 87,3% thị phần (theo công ty).
- Dự phóng lợi nhuận ròng năm 2022 tăng 17,0% svck nhờ giá đường cao hơn và biên lợi nhuận gộp mảng sữa đậu nành cải thiện.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 62.000.

### Mảng đường sẽ tiếp tục là điểm nhấn trong năm 2022

Chúng tôi kỳ vọng giá đường nội địa tăng 2% svck trong 2022 nhờ 1) giá đường thế giới tăng 10% (theo chúng tôi ước tính) và 2) thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp được áp dụng. Với vị thế là DN sản xuất đường lớn thứ 2 cả nước, QNS đã sẵn sàng để tận dụng cơ hội này. Trong T7/2021, QNS đã đưa dây chuyền sản xuất đường tinh luyện (RE) – có giá bán cao hơn đường trắng (RS) – vào hoạt động. Bên cạnh đó, DN cũng kỳ vọng sản lượng mía đầu vào đạt 1,2 triệu tấn trong 2022 (+40%) do giá đường tăng cao trong 2021 sẽ tạo động lực cho nông dân mở rộng diện tích trồng mía. Do đó, DT mảng đường dự phóng tăng 34,8% svck trong năm 2022, đóng góp 25,6% vào tổng DT của QNS.

### Mảng sữa đậu nành duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định một con số

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sữa của Việt Nam tăng trưởng 7,0% về giá trị trong giai đoạn 2022-23 và mảng sữa đậu nành của QNS với vị thế dẫn đầu thị trường tăng ổn định 9,5% svck trong năm 2022. Bên cạnh đó, giá ngũ cốc toàn cầu được dự báo ổn định trong năm 2022 sẽ giúp giảm bớt áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào từ năm sau. Các sản phẩm hương vị mới (cà phê, phô mai) – ra mắt nửa cuối năm 2021 cũng góp phần giúp QNS cải thiện giá bán bình quân và bù đắp một phần chi phí nguyên vật liệu tăng cao. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LNG mảng sữa đậu nành sẽ cải thiện 1,6 điểm % trong năm 2022.

### Dự phóng lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 11,8% trong giai đoạn 2021-24

Chúng tôi dự phóng DT mảng đường duy trì đà tăng 35%/11% svck trong 2022/23 nhờ tăng giá bán và sản lượng. Trong khi đó mảng sữa đậu nành dự phóng tăng 9,5%/9,0% svck nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi và các sản phẩm mới ra mắt sẽ giúp QNS cải thiện giá bán bình quân trong năm 2022. Do đó, DT thuần và LNR sẽ tăng lần lượt 14,15/8,5% svck và 17,0%/10,1% svck trong năm 2022/23.

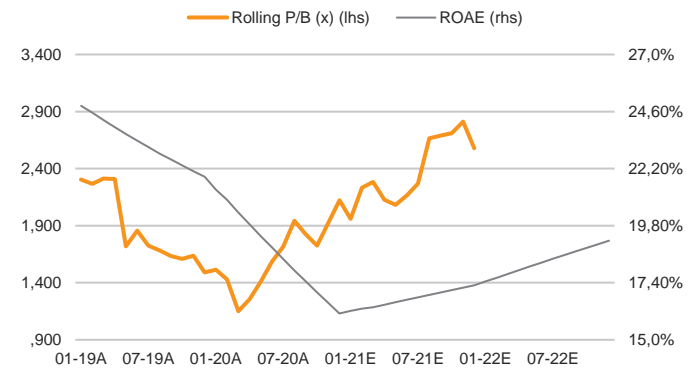
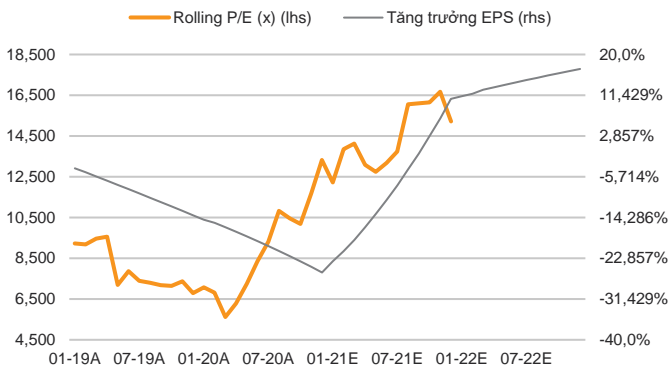
### Chúng tôi lựa chọn QNS cho ngành F&B với giá mục tiêu 62.000

Chúng tôi ưa thích QNS vì: 1) vị thế dẫn đầu thị trường sữa đậu nành và là DN sản xuất đường lớn thứ 2 cả nước 2) công ty sẽ được hưởng lợi từ xu hướng giá đường tăng cao trong thời gian tới. Tiềm năng tăng giá bao gồm: 1) giá đường trong nước cao hơn dự kiến và 2) giá đậu nành thế giới thấp hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm: 1) điều kiện thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến năng suất và hàm lượng đường của mía nguyên liệu và 2) giá đậu nành thế giới cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.490	7.519	8.581	9.313
Tăng trưởng DT thuần	(15,5%)	15,9%	14,1%	8,5%
Biên lợi nhuận gộp	31,6%	31,0%	31,4%	31,5%
Biên EBITDA	13,3%	14,4%	15,2%	15,7%
LN ròng (tỷ)	1.053	1.166	1.364	1.502
Tăng trưởng LN ròng	(18,5%)	10,7%	17,0%	10,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.950	3.266	3.820	4.207
EPS điều chỉnh	2.843	3.201	3.571	4.035
BVPS	18.506	19.271	20.591	22.298
ROAE	16,1%	17,3%	19,2%	19,6%

Nguồn: VND RESEARCH 202

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	7.519	8.581	9.313
Giá vốn hàng bán	(5.190)	(5.889)	(6.384)
Chi phí quản lý DN	(271)	(309)	(335)
Chi phí bán hàng	(812)	(927)	(997)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.246</b>	<b>1.456</b>	<b>1.597</b>
EBITDA thuần	892	1.095	1.228
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>354</b>	<b>362</b>	<b>370</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.246</b>	<b>1.456</b>	<b>1.597</b>
Thu nhập lãi	127	136	151
Chi phí tài chính	(95)	(95)	(99)
Thu nhập ròng khác	69	79	86
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.348</b>	<b>1.576</b>	<b>1.736</b>
Thuế	(182)	(213)	(234)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>1.166</b>	<b>1.364</b>	<b>1.502</b>
Thu nhập trên vốn	1.166	1.364	1.502
Cổ tức phổ thông	(892)	(892)	(892)
<b>LN giữ lại</b>	<b>273</b>	<b>471</b>	<b>609</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	484	595	897
Đầu tư ngắn hạn	2.632	3.003	3.260
Các khoản phải thu ngắn hạn	291	332	361
Hàng tồn kho	964	1.037	1.121
Các tài sản ngắn hạn khác	475	965	1.197
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.847</b>	<b>5.933</b>	<b>6.836</b>
Tài sản cố định	4.243	3.768	3.583
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	226	257	279
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9.315</b>	<b>9.959</b>	<b>10.698</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.654	1.716	1.770
Phải trả người bán	376	429	466
Nợ ngắn hạn khác	379	433	470
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.410</b>	<b>2.578</b>	<b>2.705</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	27	31	33
Vốn điều lệ và	3.569	3.569	3.569
LN giữ lại	3.161	3.543	4.091
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.879</b>	<b>7.350</b>	<b>7.959</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.315</b>	<b>9.959</b>	<b>10.698</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.348</b>	<b>1.576</b>	<b>1.736</b>
Khấu hao	354	362	370
Thuế đã nộp	(182)	(213)	(234)
Các khoản điều chỉnh khác	(102)	(120)	(139)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(186)</b>	<b>(8)</b>	<b>(38)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.232</b>	<b>1.598</b>	<b>1.695</b>
Đầu tư TSCĐ	(226)	(257)	(279)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	4	4
Các khoản khác	7	(372)	(256)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2	(32)	(22)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(208)</b>	<b>(657)</b>	<b>(553)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(69)	62	53
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(892)	(892)	(892)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(961)</b>	<b>(830)</b>	<b>(839)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	422	484	595
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>62</b>	<b>111</b>	<b>302</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	484	595	897

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	15,5%	15,9%	16,1%
Vòng quay TS	0,81	0,89	0,90
ROAA	12,6%	14,1%	14,5%
Đòn bẩy tài chính	1,37	1,35	1,35
ROAE	17,3%	19,2%	19,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	3,8	3,8	3,8
Số ngày nắm giữ HTK	67,8	64,3	64,1
Số ngày phải trả tiền bán	26,4	26,6	26,6
Vòng quay TSCĐ	1,67	2,14	2,53
ROIC	13,7%	15,0%	15,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	2,3	2,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	1,9	2,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,3	1,4	1,5
Vòng quay tiền	45,2	41,5	41,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	15,9%	14,1%	8,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	7,1%	16,9%	9,7%
Tăng trưởng LN ròng	10,7%	17,0%	10,1%
Tăng trưởng EPS	10,7%	17,0%	10,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN (SCS)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND147.900	VND170.700	6,27%	KHẢ QUAN	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

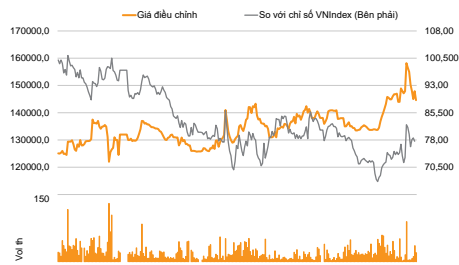
Consensus\*: Mua:5 Giữ:3 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,2%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	158.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	122.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	3.148tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.505
Free float (%)	42
P/E trượt (x)	15,8
P/B hiện tại (x)	7,22

### Cơ cấu sở hữu

CTCP Gemadept	32,0%
TCT Cảng Hàng không Việt Nam	13,0%
Công ty TNHH Bảo dưỡng & sửa chữa máy bay 41	12,5%
Khác	42,5%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tăng trưởng vững chắc trong đại dịch

- Trong 2022-30, lượng hàng đường không Việt Nam có thể tăng 9,7%/năm nhờ xuất nhập khẩu bền vững và dịch chuyển chuỗi cung ứng về Việt Nam.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng SCS tăng 26,5%/15,5%/8,9% svck trong 2021-23 nhờ mức tăng 12,5%/3,5% mỗi năm về sản lượng và giá dịch vụ.
- SCS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với ngành hàng không.

### Hàng hóa hàng không Việt Nam tăng trưởng vững chắc giai đoạn 2022-30

Khi đường bay quốc tế mở lại, công suất vận chuyển hàng đường không sẽ tăng và giúp giá cước trở nên hấp dẫn, kéo theo mức tăng trưởng vững chắc của sản lượng hàng hóa. Bên cạnh đó, giá cước vận tải biển đã tăng mạnh gần đây, khiến giá cước đường không trở nên hấp dẫn tương đối so với vận tải biển. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng đường không của Việt Nam tăng trưởng 10% trong năm 2021 do Việt Nam đang dần kiểm soát dịch bệnh và nhu cầu nhập khẩu của Mỹ, Châu Âu, Trung Quốc sẽ tăng mạnh vào cuối năm. Giai đoạn 2022-30, sản lượng hàng đường không có thể tăng 9,7%/năm theo cục HKVN.

### Sản lượng và giá cước sẽ tăng trong năm 2022-23

Chúng tôi cho rằng thị phần của SCS tại sân bay Tân Sơn Nhất sẽ tăng lên 55% đến năm 2030, biến SCS trở thành nhà khai thác cảng hàng hóa hàng không hàng đầu Việt Nam nhờ công nghệ tối tân và là đơn vị duy nhất có thể mở rộng công suất tại Tân Sơn Nhất. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động của SCS duy trì hiệu quả cao nhờ kiểm soát tốt chi phí, bảng cân đối lành mạnh không nợ vay và mức ưu đãi thuế TNDN 10% đến năm 2023. Ngoài ra, SCS đã áp dụng giá cước mới với mức tăng tương đối về giá dịch vụ xử lý hàng hóa kể từ tháng 5/21, theo đó chúng tôi kỳ vọng giá cước của SCS có thể tăng trung bình 3,5% trong 2021-23. Theo đà phục hồi, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa 2021 tăng trưởng 17,6% svck với sản lượng nội địa tăng 19,7% svck và sản lượng quốc tế tăng 16,8% svck. Chúng tôi ước tính doanh thu/LNR của SCS năm 2021 tăng 21,8%/26,5% svck. Trong 2022-23, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa SCS tăng 8,6%/12,0% svck kéo theo lợi nhuận ròng có thể tăng 15,5%/8,9% svck.

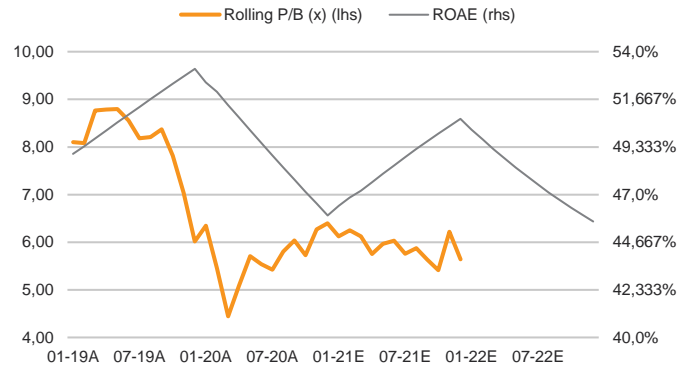
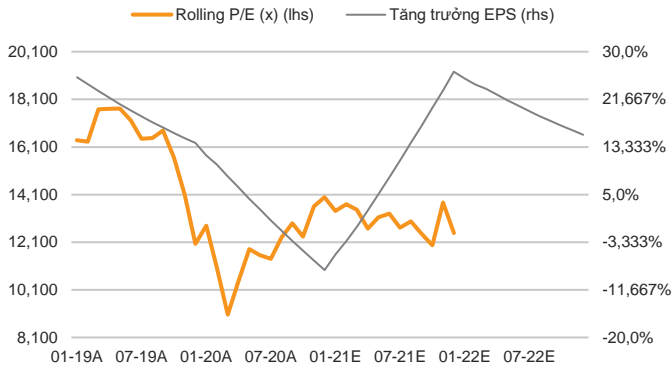
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 170.700 đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho cổ phiếu SCS với giá mục tiêu 170.700 đ/cp. Tiềm tăng giá gồm (1) kế hoạch M&A được phê duyệt và công bố, theo đó SCS đang có kế hoạch M&A một nhà ga hàng hóa ở Nội Bài, (2) kế hoạch đầu tư nhà ga mới ở sân bay Long Thành được phê duyệt. Rủi ro giảm giá là những bất ổn từ đại dịch có thể cản trở giao thông hàng không.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	693	844	985	1.142
Tăng trưởng DT thuần	(7,4%)	21,8%	16,7%	15,9%
Biên lợi nhuận gộp	77,6%	79,6%	79,1%	78,1%
Biên EBITDA	79,8%	81,0%	80,8%	82,1%
LN ròng (tỷ)	464	587	678	738
Tăng trưởng LN ròng	(7,5%)	26,5%	15,5%	8,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(7,5%)	26,9%	15,5%	8,9%
EPS cơ bản	9.152	11.576	13.368	14.549
EPS điều chỉnh	9.152	11.576	13.368	14.549
BVPS	20.016	25.641	32.894	41.231
ROAE	46,0%	50,7%	45,7%	39,3%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	844	985	1.142
Giá vốn hàng bán	(172)	(206)	(249)
Chi phí quản lý DN	(74)	(86)	(98)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>598</b>	<b>694</b>	<b>794</b>
EBITDA thuần	653	765	884
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(56)</b>	<b>(71)</b>	<b>(89)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>598</b>	<b>694</b>	<b>794</b>
Thu nhập lãi	36	38	62
Chi phí tài chính	(1)	(1)	(1)
Thu nhập ròng khác	(5)	(6)	(7)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>628</b>	<b>725</b>	<b>848</b>
Thuế	(41)	(47)	(110)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>587</b>	<b>678</b>	<b>738</b>
Thu nhập trên vốn	587	678	738
Cổ tức phổ thông	(303)	(310)	(315)
<b>LN giữ lại</b>	<b>285</b>	<b>368</b>	<b>423</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	126	176	331
Đầu tư ngắn hạn	211	296	571
Các khoản phải thu ngắn hạn	155	181	210
Hàng tồn kho	0	0	0
Các tài sản ngắn hạn khác	59	69	81
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>551</b>	<b>721</b>	<b>1.192</b>
Tài sản cố định	437	661	639
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	401	392	387
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.389</b>	<b>1.774</b>	<b>2.218</b>
Vay & nợ ngắn hạn	0	0	0
Phải trả người bán	5	6	7
Nợ ngắn hạn khác	78	92	111
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>83</b>	<b>99</b>	<b>119</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	5	6	7
Vốn điều lệ và	579	579	579
LN giữ lại	670	1.038	1.461
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.301</b>	<b>1.669</b>	<b>2.092</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.389</b>	<b>1.774</b>	<b>2.218</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>628</b>	<b>725</b>	<b>848</b>
Khấu hao	56	71	89
Thuế đã nộp	(41)	(47)	(110)
Các khoản điều chỉnh khác	(1)	0	0
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>40</b>	<b>(20)</b>	<b>(20)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>683</b>	<b>729</b>	<b>808</b>
Đầu tư TSCĐ	(267)	(272)	(48)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(23)	(97)	(289)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(290)</b>	<b>(369)</b>	<b>(337)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	0	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(303)	(310)	(315)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(303)</b>	<b>(310)</b>	<b>(315)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	36	126	176
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>90</b>	<b>49</b>	<b>155</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	126	176	331

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	69,6%	68,9%	64,7%
Vòng quay TS	0,68	0,62	0,57
ROAA	47,3%	42,9%	37,0%
Đòn bẩy tài chính	1,07	1,06	1,06
ROAE	50,7%	45,7%	39,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	34,9	34,9	34,9
Số ngày nắm giữ HTK	0,0	0,0	0,0
Số ngày phải trả tiền bán	10,7	10,7	10,7
Vòng quay TSCĐ	1,90	1,79	1,76
ROIC	45,1%	40,6%	35,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	6,7	7,3	10,0
Khả năng thanh toán nhanh	6,7	7,3	10,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	4,1	4,8	7,6
Vòng quay tiền	24,2	24,2	24,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	21,8%	16,7%	15,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	26,2%	16,1%	14,4%
Tăng trưởng LN ròng	26,5%	15,5%	8,8%
Tăng trưởng EPS	26,5%	15,5%	8,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP SỢI THỂ KỶ (STK)

Giá thị trường  
VND63.700

Giá mục tiêu  
VND72.500

Tỷ suất cổ tức  
2,84%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Vật liệu cơ bản

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

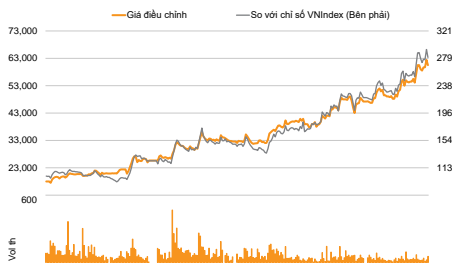
Consensus\*: Mua:6 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 33,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	63.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	2.007tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.084
Free float (%)	50
P/E trượt (x)	15,9
P/B hiện tại (x)	3,6

### Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư Hướng Việt	20,0%
Đặng Mỹ Linh	14,3%
Đặng Triệu Hòa	13,8%
Khác	51,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Sợi tái chế thúc đẩy tăng trưởng LN 2022

- STK trở thành nhà sản xuất sợi lớn thứ hai tại Việt Nam với tổng công suất 123.000 tấn/năm vào 2025.
- Chúng tôi kỳ vọng STK sẽ được hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá đối với Trung Quốc và các nhà sản xuất sợi nước ngoài khác kể từ T10/21.
- khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 72.500 đồng.

### KQKD 9T21 tích cực bất chấp đứt gãy chuỗi cung ứng

STK ghi nhận doanh thu và LN ròng 9T/21 lần lượt đạt 1.577 tỷ đồng (+29,3% svck) và 203 tỷ đồng (+171,2% svck). KQKD tích cực trong 9T/21 một phần đến từ 1) mức nền thấp trong 9T/20, 2) STK ưu tiên sản xuất những đơn đặt hàng với các sản phẩm cao cấp (sợi tái chế và sợi nguyên chất chất lượng cao), giúp cải thiện biên LNG và 3) giá bán trung bình của sợi (ASP) tăng 20% svck nhờ lượng sợi tồn kho giảm mạnh ở Trung Quốc.

### Chúng tôi giữ vững triển vọng tích cực với sợi tái chế trong 2022-25

Tái chế sợi là cách tốt nhất để sử dụng các loại vải phế thải được tạo ra từ ngành dệt may và không có bất kỳ tác động xấu nào đến môi trường. Theo Sở Giao dịch Dệt may, mức tiêu thụ sợi polyester tái chế sẽ tăng từ 4,5 triệu tấn/năm lên 17,1 triệu tấn/năm vào năm 2025 nhờ các thương hiệu thời trang nổi tiếng như H&M, Uniqlo, và Adidas đã cam kết tăng cường sử dụng nguyên liệu tái chế. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu từ sợi tái chế của STK đạt 93%/15%/30% svck trong 2021/2022/2023 vì H&M và Adidas đang là khách hàng trung thành của STK kể từ năm 2017.

### Chúng tôi tự tin vào triển vọng của STK trong 2022-25

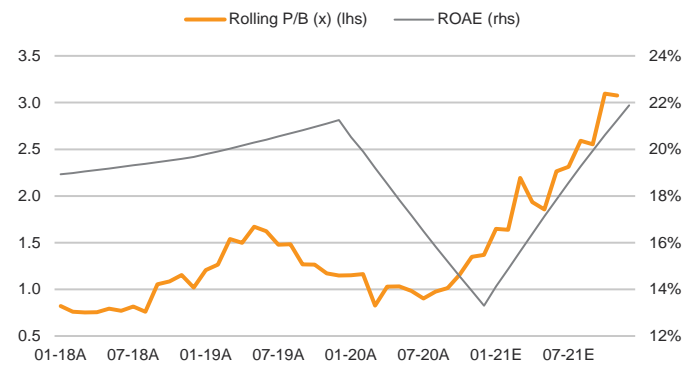
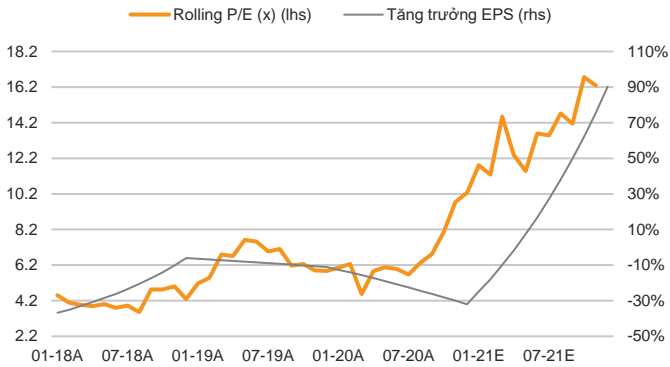
Đầu tiên, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của STK sẽ tăng 10,7% svck trong Q4/21 và 18,2% svck Q1/22 do phân khúc sợi tái chế sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi nhu cầu của thị trường nội địa. Hơn nữa, STK là một trong những nhà sản xuất sợi được hưởng lợi từ thuế chống bán phá giá đối với sợi nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Cuối cùng, chúng tôi dự kiến GD1 của nhà máy Unitex sẽ đi vào hoạt động thương mại vào Q1/23 và đạt 80% công suất trong 2023 với sản lượng 28.400 tấn. Chúng tôi cho rằng P/E năm 2022 của STK là 13,5 lần vẫn rất hấp dẫn với một công ty có tốc độ tăng trưởng kép 37,0% trong 2021-23.

### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 72.500 đồng

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 72.500 đồng. Giá mục tiêu 1 năm dựa trên EPS 2022 5.366 đồng/cp và P/E mục tiêu 13,5x, tương đương với P/E trung bình 1 năm của STK. Tiềm năng tăng giá là sản lượng sợi tái chế tăng trưởng mạnh hơn nhờ nhu cầu thị trường phục hồi. Rủi ro giảm giá gồm phát sinh biến chứng mới và diễn biến dịch Covid-19 phức tạp hơn ở thị trường nội địa có thể ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất kinh doanh của STK.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.766	2.353	2.879	3.839
Tăng trưởng DT thuần	(20,8%)	33,3%	22,4%	33,4%
Biên lợi nhuận gộp	14,5%	19,5%	21,3%	21,7%
Biên EBITDA	17,8%	23,1%	25,2%	25,2%
LN ròng (tỷ)	144	274	379	549
Tăng trưởng LN ròng	(32,0%)	90,3%	38,7%	44,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(32,9%)	102,7%	37,2%	37,1%
EPS cơ bản	2.033	3.869	5.366	7.766
EPS điều chỉnh	2.033	3.869	5.366	7.766
BVPS	15.279	20.080	23.848	29.286
ROAE	13,3%	21,9%	24,4%	29,2%

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	1.766	2.353	2.879
Giá vốn hàng bán	(1.510)	(1.894)	(2.267)
Chi phí quản lý DN	(57)	(72)	(80)
Chi phí bán hàng	(24)	(33)	(36)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>175</b>	<b>355</b>	<b>496</b>
EBITDA thuần	308	555	732
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(133)</b>	<b>(200)</b>	<b>(236)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>175</b>	<b>355</b>	<b>496</b>
Thu nhập lãi	12	10	11
Chi phí tài chính	(23)	(51)	(72)
Thu nhập ròng khác	1	2	2
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>165</b>	<b>316</b>	<b>437</b>
Thuế	(21)	(42)	(58)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>144</b>	<b>274</b>	<b>379</b>
Thu nhập trên vốn	144	274	379
Cổ tức phổ thông	(98)	(108)	(135)
<b>LN giữ lại</b>	<b>45</b>	<b>166</b>	<b>245</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	95	90	240
Đầu tư ngắn hạn	26	47	58
Các khoản phải thu ngắn hạn	98	73	94
Hàng tồn kho	401	588	617
Các tài sản ngắn hạn khác	23	9	11
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>642</b>	<b>808</b>	<b>1.021</b>
Tài sản cố định	914	1.165	1.380
Tổng đầu tư	155	144	145
Tài sản dài hạn khác	0	10	(0)
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.712</b>	<b>2.127</b>	<b>2.545</b>
Vay & nợ ngắn hạn	223	309	285
Phải trả người bán	262	88	115
Nợ ngắn hạn khác	85	110	135
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>569</b>	<b>508</b>	<b>535</b>
Vay & nợ dài hạn	52	188	230
Các khoản phải trả khác	11	11	93
Vốn điều lệ và	707	813	813
LN giữ lại	381	566	833
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.081</b>	<b>1.420</b>	<b>1.687</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.712</b>	<b>2.127</b>	<b>2.545</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVNĐ)	12-20A	12-21E	12-22E
<b>LN trước thuế</b>	<b>165</b>	<b>316</b>	<b>437</b>
Khấu hao	133	200	236
Thuế đã nộp	(18)	(42)	(58)
Các khoản điều chỉnh khác	1	(5)	(6)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>178</b>	<b>(272)</b>	<b>(3)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>458</b>	<b>196</b>	<b>607</b>
Đầu tư TSCĐ	0	(450)	(450)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	54	59	65
Các khoản khác	(13)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>41</b>	<b>(391)</b>	<b>(385)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	(42)	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(398)	266	189
Dòng tiền từ HĐTC khác	(15)	32	(126)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(98)	(108)	(135)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(554)</b>	<b>189</b>	<b>(72)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	150	95	90
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(55)</b>	<b>(5)</b>	<b>150</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	95	90	240

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	8,1%	11,6%	13,2%
Vòng quay TS	0,93	1,23	1,23
ROAA	7,6%	14,3%	16,2%
Đòn bẩy tài chính	1,75	1,54	1,50
ROAE	13,3%	21,9%	24,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	19,2	12,4	12,9
Số ngày nắm giữ HTK	97,1	113,3	99,4
Số ngày phải trả tiền bán	63,4	17,0	18,6
Vòng quay TSCĐ	1,80	2,26	2,26
ROIC	10,6%	14,3%	17,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,6	1,9
Khả năng thanh toán nhanh	0,4	0,4	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,6
Vòng quay tiền	52,9	108,7	93,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(20,8%)	33,3%	22,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(35,1%)	102,9%	39,7%
Tăng trưởng LN ròng	(32,0%)	90,3%	38,7%
Tăng trưởng EPS	(32,0%)	90,3%	38,7%

Nguồn: VND RESEARCH



## SONADEZI CHAU DUC JSC (SZC)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND54.900	VND58.800	2,04%	TRUNG LẬP	Bất động sản

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung lập</b>

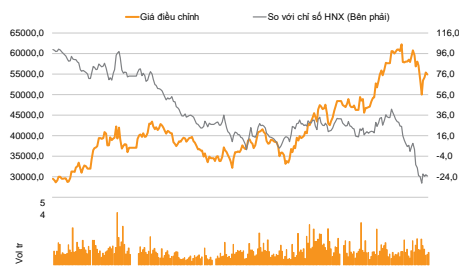
Consensus\*: Mua:0 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: na

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	62.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	28.700
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	61.348
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.490
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	21,4
P/B hiện tại (x)	3,9

### Cơ cấu sở hữu

Sonadezi	46,8%
Sonadezi Long Thành	10,1%
Khác	43,1%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Cẩm Tú

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Sẵn sàng bút phá

- Nằm ở vùng trọng điểm phía Nam, Bà Rịa – Vũng Tàu, khu công nghiệp của SZC nổi bật với quỹ đất lớn 2.287ha và giá cho thuê cạnh tranh.
- Dự phóng LN ròng 2022 tăng 66,6% svck, với động lực là tăng trưởng doanh thu tại các dự án khu công nghiệp và khu đô thị.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 58.800 đ/cp.

### Sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn thứ hai trong các công ty niêm yết cùng ngành

Chúng tôi tin rằng SZC có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội từ nhu cầu thuê đất khu công nghiệp (KCN) đang ngày càng tăng tại các tỉnh phía Nam, được thúc đẩy bởi xu hướng dịch chuyển sản xuất với chiến lược “Trung Quốc+1”. SZC có lợi thế nhờ: 1) sự hỗ trợ mạnh mẽ từ công ty mẹ, tổng công ty Sonadezi; 2) quỹ đất sẵn sàng cho thuê tại cuối 2020 lớn thứ hai cùng giá thuê đất cạnh tranh trong các công ty niêm yết trong ngành; và 3) khả năng thu hút tệp khách hàng đa dạng nhờ vị thế gần cảng biển, sân bay và các KCN khác của Bà Rịa – Vũng Tàu (BR-VT).

### BR-VT giữ vững vị thế trung tâm công nghiệp trọng điểm phía Nam

BR-VT nổi lên với vai trò là một trong những trung tâm công nghiệp trọng điểm của phía Nam, nhờ vị thế gần TP HCM, giá thuê đất cạnh tranh và quỹ đất còn lại lớn. Cùng với cụm cảng Cái Mép-Thị Vải, sân bay quốc tế Long Thành và các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm sắp tới, BR-VT là điểm đến lý tưởng cho hầu hết lĩnh vực sản xuất từ công nghiệp nặng, hóa chất, ô tô đến công nghiệp phụ trợ. Chúng tôi tin rằng BR-VT là một trong những tỉnh được hưởng lợi lớn nhất nhờ dòng vốn đầu tư mạnh mẽ và giá thuê đất KCN ngày càng tăng.

### Chúng tôi tin rằng lợi nhuận 2022 sẽ tiếp tục bút phá

Chúng tôi dự phóng giá thuê đất tại KCN Châu Đức đạt tăng trưởng kép 17,5% trong 2021-22 lên 65-80 USD/m2/kỳ thuê, từ đó dự phóng doanh thu từ BĐS KCN tăng lần lượt 56,6%/29,0% svck trong 2021 và 2022. Cùng với đóng góp doanh thu của các dự án KĐT và sân gôn từ 2021, chúng tôi dự báo LN ròng 2022 tăng 66,6% svck.

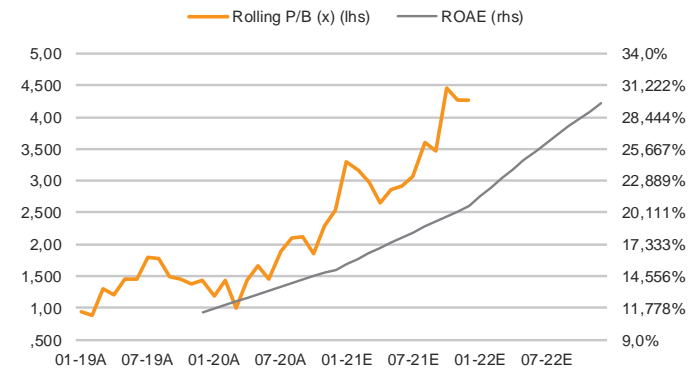
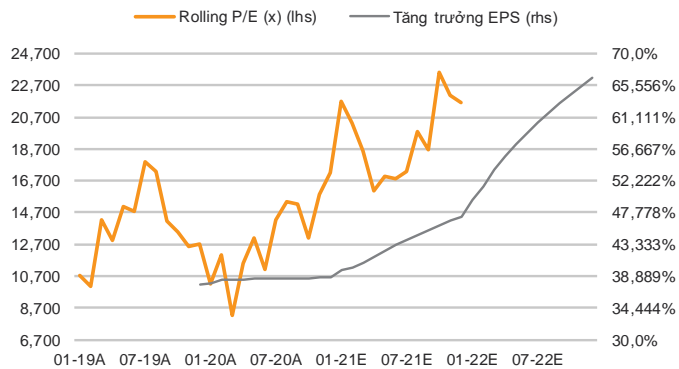
### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 58.800 đ/cp

Động lực tăng giá 1) bán và cho thuê đất KCN và KĐT nhanh hơn dự kiến, và 2) việc đền bù, GPMB nhanh hơn giúp đẩy nhanh quá trình phát triển dự án. Rủi ro giảm giá 1) dịch bùng phát kéo dài làm ảnh hưởng tiến độ đầu tư và bán hàng, và 2) các dự án KĐT và sân gôn hoãn mở bán, đưa vào khai thác.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	433	631	1.026	1.459
Tăng trưởng DT thuần	31,4%	45,8%	62,6%	42,2%
Biên lợi nhuận gộp	54,0%	58,6%	58,9%	57,2%
Biên EBITDA	87,0%	88,0%	77,5%	75,7%
LN ròng (tỷ)	186	274	456	614
Tăng trưởng LN ròng	38,7%	47,2%	66,6%	34,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	37,4%	44,0%	72,7%	34,9%
EPS cơ bản	1.860	2.738	4.562	6.143
EPS điều chỉnh	1.681	2.475	4.123	5.551
BVPS	12.642	13.895	16.910	21.316
ROAE	15,1%	20,6%	29,6%	32,1%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	631	1.026	1.459
Giá vốn hàng bán	(261)	(422)	(624)
Chi phí quản lý DN	(40)	(46)	(49)
Chi phí bán hàng	(6)	(12)	(12)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>324</b>	<b>547</b>	<b>773</b>
EBITDA thuần	555	796	1.105
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>231</b>	<b>249</b>	<b>332</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>324</b>	<b>547</b>	<b>773</b>
Thu nhập lãi	21	23	22
Chi phí tài chính	(16)	(32)	(31)
Thu nhập ròng khác	5	3	4
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>334</b>	<b>537</b>	<b>768</b>
Thuế	(60)	(81)	(154)
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>LN ròng</b>	<b>274</b>	<b>456</b>	<b>614</b>
Thu nhập trên vốn	230	397	536
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
<b>LN giữ lại</b>	<b>174</b>	<b>356</b>	<b>514</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	89	170	653
Đầu tư ngắn hạn	120	120	120
Các khoản phải thu ngắn hạn	14	22	36
Hàng tồn kho	3	4	4
Các tài sản ngắn hạn khác	20	22	23
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>302</b>	<b>426</b>	<b>966</b>
Tài sản cố định	5.381	6.817	7.527
Tổng đầu tư	53	53	53
Tài sản dài hạn khác	10	10	10
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5.764</b>	<b>7.306</b>	<b>8.555</b>
Vay & nợ ngắn hạn	126	100	100
Phải trả người bán	270	436	644
Nợ ngắn hạn khác	705	1.102	1.608
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.113</b>	<b>1.651</b>	<b>2.368</b>
Vay & nợ dài hạn	2.365	2.651	2.235
Các khoản phải trả khác	897	1.313	1.821
Vốn điều lệ và	1.000	1.000	1.000
LN giữ lại	340	641	1.082
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.390</b>	<b>1.691</b>	<b>2.132</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số			
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.764</b>	<b>7.306</b>	<b>8.555</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>334</b>	<b>537</b>	<b>768</b>
Khấu hao	231	249	332
Thuế đã nộp	(60)	(81)	(154)
Các khoản điều chỉnh khác	(42)	(80)	(90)
<b>Thay đổi VLB</b>	<b>157</b>	<b>711</b>	<b>840</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>615</b>	<b>1.349</b>	<b>1.705</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.329)	(1.440)	(714)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(19)	23	22
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1.349)</b>	<b>(1.417)</b>	<b>(692)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.383	680	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	(547)	(420)	(415)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(100)	(100)	(100)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>736</b>	<b>160</b>	<b>(515)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	89	89	170
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>2</b>	<b>92</b>	<b>497</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	91	181	667

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	43,4%	44,5%	42,1%
Vòng quay TS	0,12	0,16	0,18
ROAA	5,4%	7,0%	7,7%
Đòn bẩy tài chính	3,84	4,24	4,15
ROAE	20,6%	29,6%	32,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	8,1	8,0	9,1
Số ngày nắm giữ HTK	4,4	3,7	2,8
Số ngày phải trả tiền bán	376,7	377,2	377,1
Vòng quay TSCĐ	0,14	0,18	0,21
ROIC	7,1%	10,3%	13,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	0,3	0,3	0,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,3	0,3	0,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,2	0,2	0,3
Vòng quay tiền	(364,2)	(365,4)	(365,2)
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	45,8%	62,6%	42,2%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	62,7%	68,7%	41,4%
Tăng trưởng LN ròng	47,2%	66,6%	34,6%
Tăng trưởng EPS	47,2%	66,6%	34,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## TECHCOMBANK (TCB)

Giá thị trường

VND54.000

Giá mục tiêu

VND64.100

Tỷ suất cổ tức

0,00%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Tài chính

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

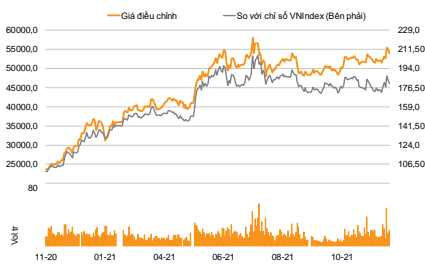
Consensus\*: Mua:14 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus:

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	58.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	757.771
Thị giá vốn (tỷ VND)	192.749
Free float (%)	70
P/E trượt (x)	14,2
P/B hiện tại (x)	2,36

Cơ cấu sở hữu

Masan Group	15,0%
Hồ Hùng Anh	10,0%
Nguyễn Cảnh Sơn	3,3%
Khác	71,7%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đăng Bảo Ngọc

ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Dẫn đầu toàn ngành

- Chúng tôi dự báo TCB sẽ dẫn đầu ngành về mở rộng cho vay với tốc độ tăng trưởng 21%/năm và NIM cao đạt ít nhất 5,5% giai đoạn 2021-23.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng tăng đạt 21%/năm giai đoạn 2022-23.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu là 64.100 đồng/cp.

### 9T21 Kết quả kinh doanh tốt nhất ngành

Thu nhập lãi thuần (NII) 9T21 tăng 46,3% svck, nhờ tín dụng tăng 17% svck và biên lãi suất (NIM) 9T21 tăng 89 điểm cơ bản (đcb) svck lên 5,7%. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi (Non-II) tăng 24,7% svck nhờ thu nhập phí thuần (NFI) tăng 37,2% svck. Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) giảm xuống 28,9%; trong khi đó, chi phí dự phòng giảm 9,2% svck vẫn giúp TCB duy trì trong nhóm các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất với tỷ lệ nợ xấu (NPL) thấp nhất ngành là 0,57% và tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) dồi dào ở mức 184,4% vào cuối Q3/21. Vì vậy, lợi nhuận ròng tăng 60,6% svck trong 9T21.

### Chúng tôi thích TCB vì triển vọng tăng trưởng nội tại mạnh mẽ

Mối quan hệ tương hỗ với các tập đoàn lớn như Vingroup, Masan Group, CTCP đầu tư Thảo Điền, và sự phục hồi của thị trường bất động sản nhờ lãi suất cho vay thấp sẽ giúp TCB duy trì tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ. Trên thực tế, TCB là một trong số ít ngân hàng được nâng hạn mức tín dụng trong thời gian gần đây, tăng lên 22,1% cho năm 2021. Bên cạnh đó, việc mở rộng mảng cho vay bán lẻ được cải thiện, đặc biệt là cho vay mua nhà, giúp tăng lợi suất tài sản; trong khi tỷ lệ CASA cao giúp TCB duy trì chi phí vốn thấp nhất ngành, tăng lợi thế cạnh tranh trong việc tiếp cận khách hàng. Mặt khác, tỷ lệ CIR thấp nhờ hiệu quả hoạt động cao và chất lượng tài sản vững chắc giúp TCB có vị thế tốt hơn trong việc đảm bảo lợi nhuận vững chắc.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép EPS đạt 21% giai đoạn 2021-23

Chúng tôi dự báo NIM sẽ tăng 63 điểm cơ bản svck lên 5,5% năm 2021 sau đó cải thiện 23 điểm cơ bản giai đoạn 2021-23. Cùng với mức tăng trưởng tín dụng dự báo là 20%/năm, NII dự kiến sẽ đạt tăng trưởng kép (CAGR) là 21% trong giai đoạn này. Trong khi đó, tăng trưởng kép Non-II được ước tính là 20,6% nhờ tăng trưởng kép NFI đạt 30%. Cùng với hệ số CIR khoản 31% và chi phí tín dụng là 0,7-0,9%, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng kép là 21,1% giai đoạn 2021-23.

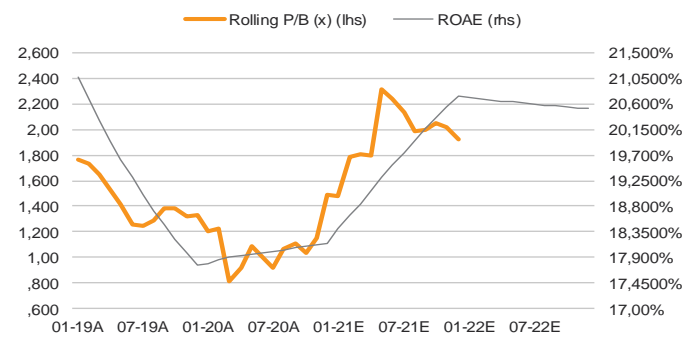
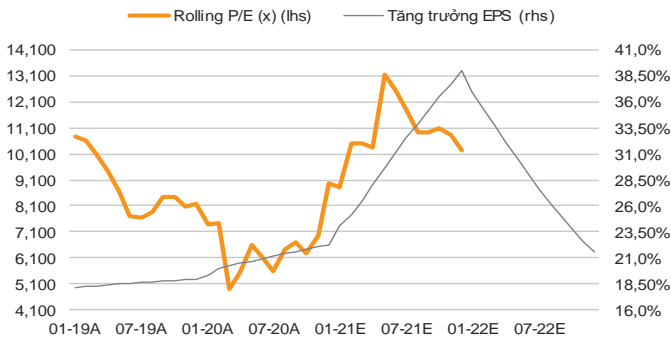
### Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu là 64.100 đồng/cp

Giá mục tiêu là 64.100 đồng/cp dựa theo định giá thu nhập thặng dư (COE: 12,7%, LTG: 4%) và P/B 2,2 lần trung bình giá trị sổ sách 2021-22, tỷ trọng bằng nhau. Tiềm năng tăng giá là tăng trưởng tín dụng và NIM cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá là nợ xấu cao hơn dự báo.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	18.751	24.616	29.959	35.952
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,9%	5,5%	5,7%	5,7%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	27.042	34.625	41.921	50.509
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(2.611)	(2.684)	(2.696)	(3.259)
LN ròng (tỷ)	12.325	17.157	20.879	25.148
Tăng trưởng LN ròng	22,3%	39,2%	21,7%	20,4%
EPS điều chỉnh	3.515	4.885	5.936	7.149
BVPS	21.179	26.018	31.965	39.128
ROAE	18,1%	20,7%	20,5%	20,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TỶ

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>24.616</b>	<b>29.959</b>	<b>35.952</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>10.009</b>	<b>11.962</b>	<b>14.557</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>34.625</b>	<b>41.921</b>	<b>50.509</b>
Tổng chi phí hoạt động	(10.387)	(12.996)	(15.658)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>24.237</b>	<b>28.926</b>	<b>34.851</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(2.684)</b>	<b>(2.696)</b>	<b>(3.259)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>21.554</b>	<b>26.230</b>	<b>31.592</b>
Thuế	(4.311)	(5.246)	(6.318)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>17.243</b>	<b>20.984</b>	<b>25.274</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(86)	(105)	(126)
<b>LN ròng</b>	<b>17.157</b>	<b>20.879</b>	<b>25.148</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>335.458</b>	<b>405.870</b>	<b>490.926</b>
Cho vay các ngân hàng khác	31.894	35.084	39.294
<b>Tổng cho vay</b>	<b>367.352</b>	<b>440.954</b>	<b>530.220</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	105.717	119.968	136.364
Các tài sản sinh lãi khác	11.074	11.959	13.155
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>484.143</b>	<b>572.881</b>	<b>679.739</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(3.476)</b>	<b>(4.166)</b>	<b>(5.003)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>332.399</b>	<b>402.154</b>	<b>486.417</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>480.667</b>	<b>568.715</b>	<b>674.736</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.954	4.267	4.604
Tổng đầu tư	1.227	1.324	1.428
Các tài sản khác	29.622	31.742	34.013
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>34.803</b>	<b>37.332</b>	<b>40.046</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>515.470</b>	<b>606.047</b>	<b>714.781</b>
Nợ khách hàng	324.627	373.321	431.185
Dư nợ tín dụng	34.317	41.866	51.077
Tài sản nợ chịu lãi	358.943	415.187	482.262
Tiền gửi	56.982	69.518	87.592
Tổng tiền gửi	415.925	484.705	569.854
Các khoản nợ lãi suất khác	267	267	267
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>416.192</b>	<b>484.972</b>	<b>570.121</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7.360	8.173	6.484
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>7.360</b>	<b>8.173</b>	<b>6.484</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>423.552</b>	<b>493.145</b>	<b>576.605</b>
Vốn điều lệ và	35.109	35.109	35.109
Thặng dư vốn cổ phần	477	477	477
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	48.972	69.852	94.999
Các quỹ thuộc VCSH	6.790	6.790	6.790
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>91.348</b>	<b>112.227</b>	<b>137.374</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	570	675	801
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>91.918</b>	<b>112.902</b>	<b>138.176</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>515.470</b>	<b>606.047</b>	<b>714.781</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	17,0%	15,0%	15,5%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	20,9%	21,0%	21,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	31,3%	21,7%	20,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	31,6%	19,3%	20,5%
Tăng trưởng LN ròng	39,2%	21,7%	20,4%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	18,0%	18,3%	18,6%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.894	5.947	7.163
BVPS (VND)	26.018	31.965	39.128
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	39,0%	21,5%	20,4%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	5,5%	5,7%	5,7%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(30,0%)	(31,0%)	(31,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	0,6%	0,7%	0,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	0,6%	0,7%	0,7%
LN/ TB cho vay	0,9%	0,7%	0,7%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	15,4%	15,8%	16,3%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	93,5%	97,8%	101,8%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,5%	7,7%	7,8%
Chi phí cho các quỹ	2,3%	2,3%	2,5%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	5,2%	5,3%	5,4%
ROAE	20,7%	20,5%	20,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## NGÂN HÀNG TMCP TIỀN PHONG (TPB)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND47.500	VND52.000	0,00%	KHẢ QUAN	Tài chính

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

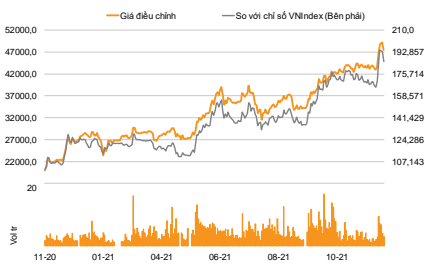
Consensus\*: Mua:6 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus:

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	51.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.200
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	233.622
Thị giá vốn (tỷ VND)	57.646
Free float (%)	60
P/E trượt (x)	16,3
P/B hiện tại (x)	3,58

### Cơ cấu sở hữu

FPT Group	6,8%
Doji Gold & Gems Group	5,9%
Khác	87,3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Đặng Bảo Ngọc**

ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Đi “Tiền Phong” để dẫn đầu

- Vị thế hàng đầu trong lĩnh vực ngân hàng số với Livebank giúp TPB tăng khả năng tiếp cận khách hàng trẻ và khả năng cho vay, dù mạng lưới mỏng.
- Chúng tôi dự báo TPB sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận cao, ít nhất 24%/năm giai đoạn 2022-23 nhờ tín dụng tăng 24%/năm và NIM cao ở mức 4.9%.
- Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu là 52.000 đồng/cp.

### Tóm tắt 9T21: Vững mạnh về mọi mặt

Thu nhập lãi thuần (NII) tăng 37,2% svck trong 9T21 nhờ dư nợ vay tăng 10,8% sv đầu năm vào cuối 9T21 và biên lãi suất (NIM) 9T21 tăng 28 điểm cơ bản lên 4,5%. Trong khi đó, thu nhập ngoài lãi (Non-II) tăng 46,3% svck nhờ thu nhập phí thuần (NFI) tăng 30% svck và lãi thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư tăng 152,4% svck. Tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR) giảm xuống 31,9%. Tuy nhiên, chi phí dự phòng tăng 98,8% svck, giúp giảm tỷ lệ nợ xấu (NPL) xuống 1% và duy trì tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) dồi dào là 115,4% vào cuối Q3/21. Do đó, lợi nhuận ròng tăng 45,3% svck trong 9T21.

### Livebank đưa TPB dẫn đầu làn sóng ứng dụng Fintech

Việt Nam đang thúc đẩy phát triển quy định về ứng dụng Fintech trong lĩnh vực ngân hàng sẽ giúp gia tăng khả năng mở rộng cơ sở khách hàng và khả năng huy động tiền gửi của TPB. Do khác với hệ thống mạng lưới của các ngân hàng khác, ngân hàng tự động Livebank của TPB, ngoại trừ chức năng cho vay, vận hành như một đơn vị giao dịch vật lý, và quan trọng nhất là hoạt động 24/7, do đó có thể phục vụ khách hàng bất cứ lúc nào, mang lại cho TPB lợi thế trong việc thu hút khách hàng.

### Dự báo tăng trưởng kép LN ròng ở mức cao đạt 24,2% năm 2021-23

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng cho vay đạt 20% năm 2021 và tăng lên mức 24% giai đoạn 2022-23 được hỗ trợ bởi chính sách tiền tệ nới lỏng và kinh tế phục hồi. Biên lãi suất NIM được kỳ vọng tăng 32 điểm cơ bản giai đoạn 2021-23 nhờ lợi suất tài sản tăng do mở rộng cho vay mua nhà và nhờ chi phí vốn cải thiện do tỷ lệ CASA tốt hơn. Từ đó, tăng trưởng kép thu nhập lãi thuần được kỳ vọng tăng 22,6%. Cùng với tăng trưởng kép (CAGR) của thu nhập ngoài lãi đạt 36,5% hỗ trợ bởi tăng trưởng kép của thu nhập phí thuần đạt 50%, và tỷ lệ CIR ở mức 39%, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng đạt mức tăng trưởng kép 24,2% giai đoạn 2021-23.

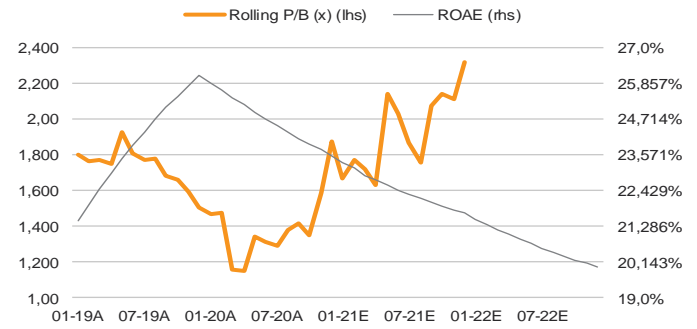
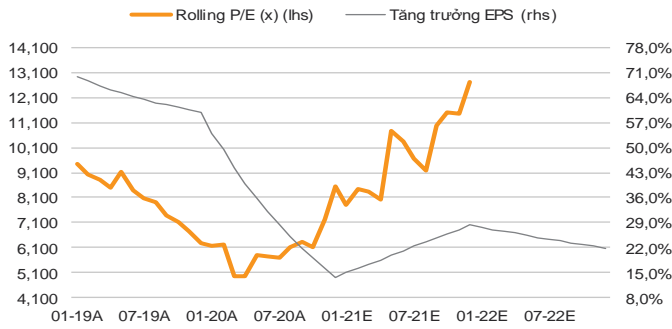
### Khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu 52.000 đồng

Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên: i) Livebank đưa TPB dẫn đầu làn sóng ứng dụng Fintech; ii) Năng lực mở rộng cho vay mạnh nhờ tiếp cận đại chúng và quy trình cho vay đơn giản; và iii) Chất lượng tài sản vững chắc. Giá mục tiêu là 52.000đ/cp dựa trên định giá thu nhập thặng dư (COE: 14%, LTG: 3%) và P/BV 2x FY22F, với tỷ trọng bằng nhau. Tiềm năng tăng giá bao gồm NIM cải thiện tốt hơn dự báo và/hoặc tín dụng tăng cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá đến từ nợ

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	7.619	9.499	11.892	14.276
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,5%	4,6%	4,9%	4,9%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	10.369	12.303	15.700	19.501
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(1.783)	(1.980)	(2.419)	(3.000)
LN ròng (tỷ)	3.510	4.617	5.727	7.117
Tăng trưởng LN ròng	13,5%	31,5%	24,0%	24,3%
EPS điều chỉnh	3.126	4.009	4.887	6.074
BVPS	14.291	22.017	26.904	32.978
ROAE	23,5%	21,7%	20,0%	20,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>9.499</b>	<b>11.892</b>	<b>14.276</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>2.804</b>	<b>3.808</b>	<b>5.225</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>12.303</b>	<b>15.700</b>	<b>19.501</b>
Tổng chi phí hoạt động	(4.552)	(6.123)	(7.605)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>7.751</b>	<b>9.577</b>	<b>11.896</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(1.980)</b>	<b>(2.419)</b>	<b>(3.000)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>5.771</b>	<b>7.158</b>	<b>8.896</b>
Thuế	(1.154)	(1.432)	(1.779)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>4.617</b>	<b>5.727</b>	<b>7.117</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>4.617</b>	<b>5.727</b>	<b>7.117</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>143.989</b>	<b>178.547</b>	<b>221.398</b>
Cho vay các ngân hàng khác	13.968	15.365	16.440
<b>Tổng cho vay</b>	<b>157.957</b>	<b>193.912</b>	<b>237.838</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	54.031	59.434	65.378
Các tài sản sinh lãi khác	10.097	11.099	11.870
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>222.085</b>	<b>264.445</b>	<b>315.086</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(2.441)</b>	<b>(2.548)</b>	<b>(3.078)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>141.819</b>	<b>176.296</b>	<b>218.647</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>219.645</b>	<b>261.897</b>	<b>312.009</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	2.369	2.535	2.713
Tổng đầu tư	0	0	0
Các tài sản khác	17.159	18.360	19.645
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>19.528</b>	<b>20.895</b>	<b>22.358</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>239.173</b>	<b>282.791</b>	<b>334.366</b>
Nợ khách hàng	134.448	161.338	193.605
Dư nợ tín dụng	29.360	30.828	32.369
Tài sản nợ chịu lãi	163.808	192.165	225.974
Tiền gửi	698	698	698
Tổng tiền gửi	164.506	192.863	226.672
Các khoản nợ lãi suất khác	44.839	53.669	64.265
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>209.344</b>	<b>246.532</b>	<b>290.937</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	4.032	4.736	4.789
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>4.032</b>	<b>4.736</b>	<b>4.789</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>213.376</b>	<b>251.269</b>	<b>295.726</b>
Vốn điều lệ và	11.717	11.717	11.717
Thặng dư vốn cổ phần	2.577	2.577	2.577
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
LN giữ lại	10.640	16.366	23.483
Các quỹ thuộc VCSH	862	862	862
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>25.796</b>	<b>31.523</b>	<b>38.640</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>25.796</b>	<b>31.523</b>	<b>38.640</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>239.173</b>	<b>282.791</b>	<b>334.366</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	16,0%	20,0%	20,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	20,0%	24,0%	24,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	24,7%	25,2%	20,0%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,6%	23,6%	24,2%
Tăng trưởng LN ròng	31,5%	24,0%	24,3%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	16,8%	19,2%	19,1%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	4.009	4.887	6.074
BVPS (VND)	22.017	26.904	32.978
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	28,3%	21,9%	24,3%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,6%	4,9%	4,9%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(37,0%)	(39,0%)	(39,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,1%	1,1%	1,2%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,1%	1,2%	1,2%
LN/ TB cho vay	1,5%	1,5%	1,5%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	13,9%	13,9%	13,9%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	87,9%	92,9%	98,0%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	8,1%	8,5%	8,8%
Chi phí cho các quỹ	3,7%	3,8%	4,2%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,3%	4,6%	4,6%
ROAE	21,7%	20,0%	20,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## NH TM CỔ PHẦN NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB)

Giá thị trường  
VND105.000

Giá mục tiêu  
VND118.700

Tỷ suất cổ tức  
0,00%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Tài chính

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

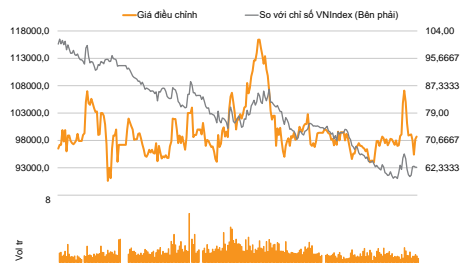
Consensus\*: Mua:11 Giữ:5 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 3,2%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	116.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	90.600
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	93.290
Thị giá vốn (tỷ VND)	364.212
Free float (%)	8
P/E trượt (x)	19,8
P/B hiện tại (x)	3,71

### Cơ cấu sở hữu

State Bank of Vietnam	74,8%
Mizuho Corporate Bank	15,0%
GIC Private Limited	2,6%
Khác	7,6%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tiếp tục tăng trưởng hai chữ số giai đoạn 2022-23

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng 24,8%/20,1% năm 2022-23 nhờ tăng trưởng cho vay và thu nhập ngoài lãi.
- VCB là cổ phiếu chúng tôi lựa chọn cho ngành Ngân hàng với giá mục tiêu 118.700 đồng/cổ phiếu.

### Lợi nhuận (LN) ròng cao nhất trong số các ngân hàng Việt Nam 9T21

9M21 LN ròng đạt 15.457 tỷ đồng (+21% svck) – cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam. Bên cạnh đó, VCB là ngân hàng lớn thứ ba xếp về tổng tài sản, với 11,5% thị phần cho vay và 9,4% thị phần tiền gửi vào cuối Q3/21.

### Thu nhập ngoài lãi tiếp tục tăng trưởng tốt

Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi năm 2022-23 tăng 36,5% và 19,8%, chủ yếu nhờ nguồn thu ổn định từ hợp đồng độc quyền bảo hiểm, thu nhập từ cổ tức và thu nhập từ chứng khoán kinh doanh. Chúng tôi tin hợp đồng với FWD sẽ tiếp tục mang về một nguồn thu nhập ổn định với giá trị hơn 600 tỷ đồng mỗi năm. Bên cạnh đó, thu nhập từ cổ tức và chứng khoán kinh doanh sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2022-23 nhờ phục hồi kinh tế.

### Chất lượng tài sản tốt

Chất lượng tài sản của VCB vẫn tiếp tục duy trì ở mức tốt trong ngành. Tỷ lệ nợ xấu (NPL) ở mức 1,16% tại cuối Q3/21 từ mức 0,74% cuối Q2/21 và 0,62% cuối Q4/20, nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình ngành là 1,4%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm về 242,9% tại cuối Q3/21 từ mức 351,8% cuối Q2/21 và 370,4% cuối Q4/20, vẫn cao hơn so với mức trung bình ngành 126% tại cuối Q3/21.

### Tiếp tục tăng trưởng cao hơn 20% trong năm 2022-23

Chúng tôi dự báo cho vay tăng 15%/11% năm 2022-23 phản ánh nhu cầu tín dụng tăng cao khi kinh tế phục hồi. Biên lợi nhuận ròng (NIM) ở mức 3,0%-3,1% trong năm 2022-23 nhờ tỷ lệ CASA cao thứ 3 và khả năng mở rộng cho vay bán lẻ. Chúng tôi dự kiến tăng trưởng 24,8%/20,1% năm 2022-23 với mức ROE trung bình 20,6%.

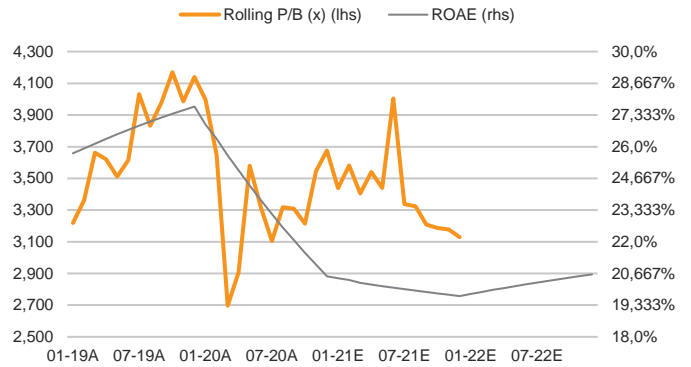
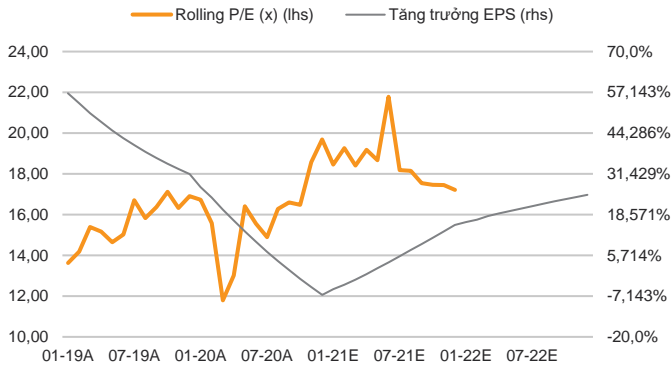
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 118.700 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi ưa thích VCB bởi (1) khả năng mở rộng hoạt động cho vay (2) đủ điều kiện để nâng cao thu nhập ngoài lãi và (3) chất lượng tài sản vững chắc và vùng đệm trích lập dự phòng đủ mạnh để đối phó với nợ xấu. Giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14,6%; tăng trưởng dài hạn: 3%) và hệ số P/B dự phóng năm 2022 ở mức 3,1. Tiềm năng tăng giá đến từ NIM hoặc tăng trưởng tín dụng cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá đến từ việc chi phí tín dụng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	36.225	40.125	46.425	52.886
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	2,9%	3,1%	3,0%	3,1%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	48.998	56.959	67.897	77.344
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(9.917)	(9.884)	(10.292)	(10.454)
LN ròng (tỷ)	18.446	21.268	26.545	31.875
Tăng trưởng LN ròng	(6,8%)	15,3%	24,8%	20,1%
EPS điều chỉnh	4.974	5.734	7.157	8.594
BVPS	26.632	31.538	37.859	45.610
ROAE	20,5%	19,7%	20,6%	20,6%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>40.125</b>	<b>46.425</b>	<b>52.886</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>16.834</b>	<b>21.472</b>	<b>24.458</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>56.959</b>	<b>67.897</b>	<b>77.344</b>
Tổng chi phí hoạt động	(20.505)	(24.443)	(27.070)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>36.454</b>	<b>43.454</b>	<b>50.273</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(9.884)</b>	<b>(10.292)</b>	<b>(10.454)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>26.570</b>	<b>33.162</b>	<b>39.820</b>
Thuế	(5.277)	(6.586)	(7.908)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>21.293</b>	<b>26.576</b>	<b>31.911</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	(24)	(31)	(37)
<b>LN ròng</b>	<b>21.268</b>	<b>26.545</b>	<b>31.875</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	957.359	1.100.962	1.222.068
Cho vay các ngân hàng khác	283.841	300.871	318.924
<b>Tổng cho vay</b>	<b>1.241.199</b>	<b>1.401.834</b>	<b>1.540.992</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	180.219	203.647	228.085
Các tài sản sinh lãi khác	37.447	42.316	47.394
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>1.458.866</b>	<b>1.647.796</b>	<b>1.816.470</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(26.345)</b>	<b>(31.580)</b>	<b>(33.996)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>931.701</b>	<b>1.070.159</b>	<b>1.188.941</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>1.432.521</b>	<b>1.616.217</b>	<b>1.782.474</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	15.653	16.232	16.832
Tổng đầu tư	2.318	2.404	2.493
Các tài sản khác	31.095	32.245	33.436
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>49.067</b>	<b>50.880</b>	<b>52.761</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.481.587</b>	<b>1.667.097</b>	<b>1.835.235</b>
Nợ khách hàng	1.155.967	1.306.243	1.436.867
Dư nợ tín dụng	22.302	23.640	25.059
Tài sản nợ chịu lãi	1.178.269	1.329.883	1.461.926
Tiền gửi	150.764	158.302	164.894
Tổng tiền gửi	1.329.033	1.488.185	1.626.820
Các khoản nợ lãi suất khác	68	69	71
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>1.329.101</b>	<b>1.488.254</b>	<b>1.626.891</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	35.432	38.342	39.096
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>35.432</b>	<b>38.342</b>	<b>39.096</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.364.533</b>	<b>1.526.597</b>	<b>1.665.987</b>
Vốn điều lệ và	37.089	37.089	37.089
Thặng dư vốn cổ phần	4.995	4.995	4.995
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	59.229	78.826	102.952
Các quỹ thuộc VCSH	15.656	19.505	24.127
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>116.969</b>	<b>140.415</b>	<b>169.163</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	85	85	85
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>117.054</b>	<b>140.500</b>	<b>169.248</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.481.587</b>	<b>1.667.097</b>	<b>1.835.235</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	12,0%	13,0%	10,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	14,0%	15,0%	11,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	10,8%	15,7%	13,9%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	10,6%	19,2%	15,7%
Tăng trưởng LN ròng	15,3%	24,8%	20,1%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	11,9%	12,8%	10,3%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	5.734	7.157	8.594
BVPS (VND)	31.538	37.859	45.610
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	15,3%	24,8%	20,1%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	3,1%	3,0%	3,1%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(36,0%)	(36,0%)	(35,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,2%	1,2%	1,2%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,2%	1,3%	1,2%
LN/ TB cho vay	1,1%	1,0%	0,9%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	81,3%	82,8%	83,6%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	6,2%	5,9%	6,0%
Chi phí cho các quỹ	3,1%	3,2%	3,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	2,9%	2,9%	3,0%
ROAE	19,7%	20,6%	20,6%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP VĨNH HOÀN (VHC)

<b>Giá thị trường</b> VND62.000	<b>Giá mục tiêu</b> VND69.500	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 3,3%	<b>Khuyến nghị</b> TRUNG LẬP	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------------	--------------------------------

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** Trung bình  
**Triển vọng dài hạn:** Tích cực  
**Định giá:** Trung bình

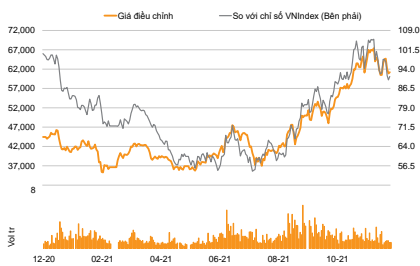
Consensus\*: Mua:8 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -3,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	67.400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	35.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	100.170
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.081
Free float (%)	40
P/E trượt (x)	15,9
P/B hiện tại (x)	2,17

### Cơ cấu sở hữu

Bà Trương Thị Lệ Khanh	43,2%
Tập đoàn Mitsubishi	6,5%
Khác	50,3%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Thị Thanh Hằng**

hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

## Gian nan tỏ mặt anh hào

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu và giá bán cá tra trung bình sẽ tăng cao vào năm 2022 do nhu cầu hồi phục.
- Lợi nhuận ròng dự kiến tăng trưởng 34,4%/40,4%/6,7% trong 2021-23.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 1 năm là 69.500 đồng.

### Tiềm năng tăng trưởng cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra từ Q4/21

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng cao sau khi nhà hàng và dịch vụ lưu trú tại các thị trường mục tiêu trở lại mức trước đại dịch, dẫn đến giá bán cá tra trung bình tăng. Người tiêu dùng ở Mỹ và EU đã cho thấy nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau giãn cách. Đặc biệt, cuối năm thường là mùa cao điểm của ngành thủy sản do các thị trường mục tiêu có nhu cầu tiêu dùng lớn cho các dịp lễ cuối năm. Trong năm 2022, chúng tôi cũng kỳ vọng các rào cản thương mại với Trung Quốc sẽ được giải quyết sau đại dịch. Sau khi vắc-xin được tiêm phủ rộng rãi trên toàn thế giới vào năm 2022, chúng tôi tin rằng nhu cầu của Trung Quốc đối với các sản phẩm thủy sản, bao gồm cả cá tra, sẽ phục hồi. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra trong thời gian tới.

### Chúng tôi kỳ vọng LNR sẽ tăng trưởng mạnh 40,4% svck trong năm 2022

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNR năm 2021 sẽ tăng trưởng lần lượt 27,4% và 34,4% svck. Nhưng những ngày tươi đẹp nhất có thể vẫn còn ở phía trước, năm 2022 sẽ còn là một năm rực rỡ hơn đối với VHC với LN ròng dự kiến tăng 40,4% svck. Triển vọng tăng trưởng nhờ: 1) nhu cầu phục hồi từ các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, EU, Trung Quốc), 2) giá bán cá tra trung bình ước tính tăng 9,0% svck và 3) Đồng bằng sông Cửu Long được tiêm phủ vắc-xin sẽ hạn chế tác động của gián đoạn chuỗi cung ứng, giúp năng lực sản xuất của VHC trở lại đạt mức trước dịch.

### Chúng tôi ưa thích VHC để đầu tư dài hạn

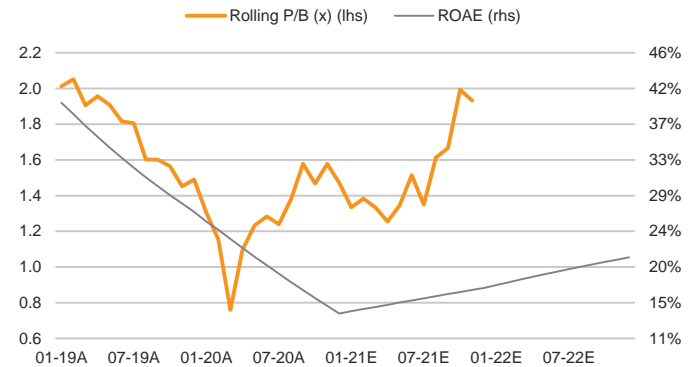
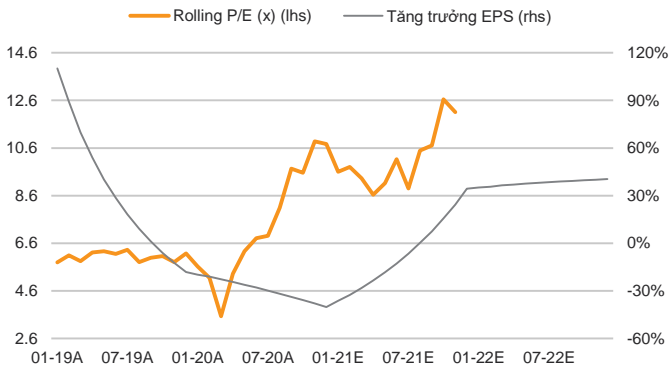
Chúng tôi đánh giá cao VHC vì: 1) là nhà xuất khẩu cá tra hàng đầu tại Việt Nam, 2) nhu cầu tăng cao tại các thị trường xuất khẩu chính sẽ là động lực chính giúp doanh thu của VHC tăng trưởng tốt trong thời gian tới, và 3) Mạng Collagen & Gelatin (C&G) của VHC được dự kiến sẽ được tăng trưởng mạnh trở lại sau khi bị chững lại trong năm 2021. Tuy nhiên, trong thời gian đầu tư 1 năm, chúng tôi khuyến nghị Trung lập do giá thị trường gần với giá hợp lý.

### Tiềm năng tăng giá/rủi ro giảm giá

Tiềm năng tăng giá bao gồm giá bán trung bình cao hơn và nhu cầu cá tra mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm những thay đổi bất lợi trong quy định của thị trường mục tiêu và tác động kéo dài của COVID-19.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.037	8.968	10.438	11.836
Tăng trưởng DT thuần	(10,5%)	27,4%	16,4%	13,4%
Biên lợi nhuận gộp	14,2%	16,4%	18,3%	17,3%
Biên EBITDA	14,6%	15,3%	17,0%	15,8%
LN ròng (tỷ)	705	947	1.330	1.419
Tăng trưởng LN ròng	(40,2%)	34,4%	40,4%	6,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(38,6%)	35,7%	39,9%	6,8%
EPS cơ bản	3.844	5.166	7.254	7.738
EPS điều chỉnh	3.735	5.063	7.109	7.583
BVPS	28.146	31.995	37.294	43.029
ROAE	14,0%	17,2%	20,9%	19,3%

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	8.968	10.438	11.836
Giá vốn hàng bán	(7.494)	(8.529)	(9.788)
Chi phí quản lý DN	(188)	(214)	(238)
Chi phí bán hàng	(296)	(324)	(366)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>990</b>	<b>1.371</b>	<b>1.444</b>
EBITDA thuần	1.244	1.627	1.720
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(254)</b>	<b>(256)</b>	<b>(276)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>990</b>	<b>1.371</b>	<b>1.444</b>
Thu nhập lãi	219	238	257
Chi phí tài chính	(127)	(99)	(93)
Thu nhập ròng khác	(25)	(29)	(33)
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.058</b>	<b>1.481</b>	<b>1.576</b>
Thuế	(110)	(151)	(157)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>947</b>	<b>1.330</b>	<b>1.419</b>
Thu nhập trên vốn	947	1.330	1.419
Cổ tức phổ thông	(367)	(381)	(381)
<b>LN giữ lại</b>	<b>581</b>	<b>949</b>	<b>1.038</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	67	156	162
Đầu tư ngắn hạn	1.308	1.674	1.872
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.926	1.996	2.294
Hàng tồn kho	1.724	1.862	2.200
Các tài sản ngắn hạn khác	98	115	131
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.123</b>	<b>5.803</b>	<b>6.659</b>
Tài sản cố định	2.033	2.199	2.316
Tổng đầu tư	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	860	950	1.022
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8.017</b>	<b>8.954</b>	<b>9.998</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.119	954	813
Phải trả người bán	377	421	489
Nợ ngắn hạn khác	579	676	752
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.075</b>	<b>2.050</b>	<b>2.054</b>
Vay & nợ dài hạn	55	42	28
Các khoản phải trả khác	24	27	31
Vốn điều lệ và	1.905	1.905	1.905
LN giữ lại	3.768	4.710	5.740
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.863</b>	<b>6.835</b>	<b>7.886</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8.017</b>	<b>8.954</b>	<b>9.998</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.058</b>	<b>1.481</b>	<b>1.576</b>
Khấu hao	254	256	276
Thuế đã nộp	(110)	(151)	(157)
Các khoản điều chỉnh khác	(44)	(91)	(112)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(395)</b>	<b>(107)</b>	<b>(512)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>763</b>	<b>1.388</b>	<b>1.071</b>
Đầu tư TSCĐ	(453)	(423)	(392)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	11	10	9
Các khoản khác	(69)	(167)	(145)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(14)	(180)	(155)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(367)	(381)	(381)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(381)</b>	<b>(561)</b>	<b>(536)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	41	(88)	160
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(129)</b>	<b>248</b>	<b>7</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	(88)	160	167

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10,6%	12,7%	12,0%
Vòng quay TS	1,18	1,23	1,25
ROAA	12,5%	15,7%	15,0%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,34	1,29
ROAE	17,2%	20,9%	19,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	70,5	62,0	62,9
Số ngày nắm giữ HTK	84,0	79,7	82,0
Số ngày phải trả tiền bán	18,4	18,0	18,2
Vòng quay TSCĐ	4,67	4,93	5,24
ROIC	13,5%	17,0%	16,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,8	3,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,6	1,9	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,7	0,9	1,0
Vòng quay tiền	136,1	123,7	126,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	27,4%	16,4%	13,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	45,0%	38,5%	5,3%
Tăng trưởng LN ròng	34,4%	40,4%	6,7%
Tăng trưởng EPS	34,4%	40,4%	6,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (VHM)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND83.300	VND115.000	1,80%	KHẢ QUAN	BẤT ĐỘNG SẢN

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

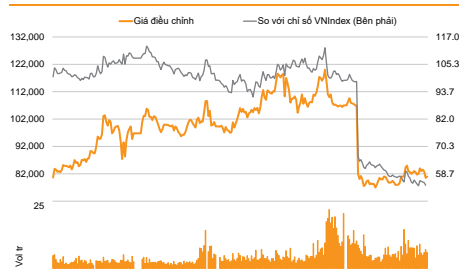
Consensus\*: Mua:17 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 13,6%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A.

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	92.500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62.000
GTGD BQ 3 tháng (triệu VND)	834.831
Thị giá vốn (tỷ VND)	365.767
Free float (%)	24
P/E trượt (x)	9,3
P/B hiện tại (x)	3,2

### Cơ cấu sở hữu

Vingroup JSC.	66,7%
Government of Singapore	5,8%
Viking Asia Holdings II Pte. Ltd.	5,5%
Khác	22,0%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



### Chu Đức Toàn

toan.chuduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Xứng đáng mức định giá cao hơn

- Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán mới 2022 sẽ tăng 71,7% svck nhờ mở bán ba đại dự án bao gồm Dream City, Cổ Loa và Wonder Park.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng năm 2021/2022/2023 của VHM sẽ tăng lần lượt 22,6%/7,7%/33,5% và 16,3%/3,2%/59,2% svck.
- VHM là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành BĐS nhà ở.

### Quỹ đất lớn đảm bảo tăng trưởng trong 15 năm tới

Quỹ đất của Vinhomes (VHM) là 16.800ha tính đến T9/2021, cao nhất trong các nhà phát triển BĐS đang niêm yết. Điều này làm nổi bật khả năng thu mua đất và năng lực quy hoạch tổng thể của doanh nghiệp, theo quan điểm của chúng tôi. Tính đến T9/2021, 90% quỹ đất của công ty vẫn chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng rất lớn của VHM trong tương lai. Đáng chú ý, VHM đóng góp một phần đáng kể vào nguồn cung tại miền Bắc Việt Nam trong năm 2022 với các dự án mới như Vinhomes Wonder Park tại Đan Phượng, Vinhomes Cổ Loa tại Đông Anh và Vinhomes Dream City tại Hưng Yên.

### Thị trường BĐS hồi phục thúc đẩy tăng trưởng doanh số ký bán từ Q4/21

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS nhà ở Việt Nam sẽ phục hồi từ Q4/21, dựa trên: 1) sự phục hồi của các yếu tố vĩ mô cơ bản thúc đẩy thị trường BĐS; 2) quyết định mua nhà được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất thấp, và 3) nguồn cung mới cải thiện nhờ nới lỏng các nút thắt pháp lý. Trong đó, VHM sẽ đóng góp một phần đáng kể vào tổng nguồn cung tại thị trường BĐS miền Bắc Việt Nam trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng số lượng/giá trị ký bán mới năm 2022 sẽ tăng tương ứng 27,8%/71,7% svck.

### Kỳ vọng LN ròng tăng trưởng kép là 18,4% trong giai đoạn 2021-23

Chúng tôi dự phóng DT và LN ròng năm 2021/22/23 của VHM lần lượt tăng 22,6%/7,7%/33,5% và 16,3%/3,2%/59,2% svck từ việc ghi nhận lượng căn hộ bán lẻ tại Ocean Park, Grand Park, Smart City và việc mở bán 3 dự án mới là Dream City, Cổ Loa, và Wonder Park. Chúng tôi kỳ vọng EPS sẽ tăng trưởng kép 18,4% trong giai đoạn 2021-23 nhờ bàn giao các đại dự án lớn. Sau năm 2022, chúng tôi cho rằng Vinhomes Green Hạ Long và Vinhomes Long Beach Cần Giờ sẽ là những "bom tấn" và là động lực tăng trưởng chính cho VHM.

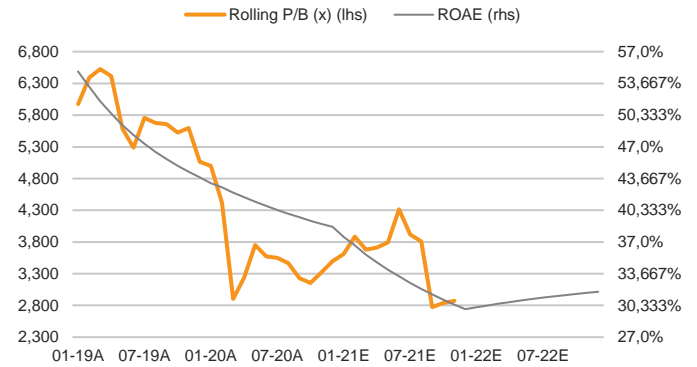
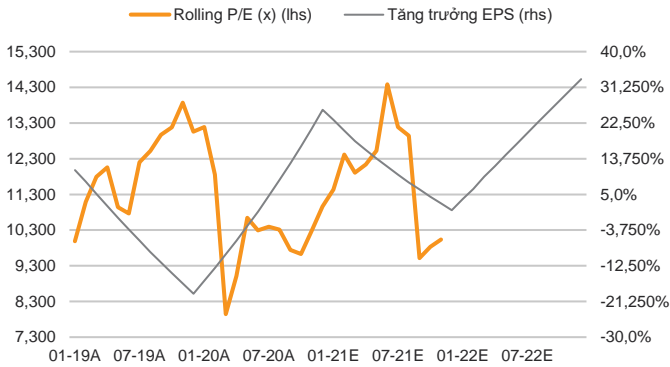
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 115.000 đồng/cp

Chúng tôi thích VHM trong cả ngắn hạn và dài hạn nhờ quỹ đất lớn, bảng cân đối kế toán lành mạnh, kết quả kinh doanh khả quan và khả năng bán hàng tốt trong bối cảnh đại dịch Covid-19. Với khả năng sinh lời vượt trội so với ngành (ROE 12 tháng đạt 38,3%), chúng tôi cho rằng VHM xứng đáng được định giá cao hơn tương xứng vị thế dẫn đầu của mình. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm tốt để tích lũy cổ phiếu VHM. Tiềm năng tăng giá đến từ việc doanh thu bán buôn tăng nhanh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá đến từ sự chậm trễ trong quá trình xin cấp giấy phép cho các dự án mới và đại dịch kéo dài.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	71.547	87.716	94.461	126.133
Tăng trưởng DT thuần	38,6%	22,6%	7,7%	33,5%
Biên lợi nhuận gộp	36,3%	49,1%	47,0%	59,9%
Biên EBITDA	56,0%	53,6%	51,6%	60,0%
LN ròng (tỷ)	27.351	31.812	32.846	52.301
Tăng trưởng LN ròng	25,8%	16,3%	3,2%	59,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	28,8%	13,7%	3,2%	59,2%
EPS cơ bản	8.166	8.259	7.543	12.011
EPS điều chỉnh	8.166	8.259	7.543	12.011
BVPS	25.586	29.137	36.680	48.691
ROAE	38,6%	29,9%	22,9%	28,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	87.716	94.461	126.133
Giá vốn hàng bán	(44.645)	(50.107)	(50.578)
Chi phí quản lý DN	(2.295)	(1.836)	(3.688)
Chi phí bán hàng	(2.077)	(2.208)	(2.767)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>38.699</b>	<b>40.310</b>	<b>69.099</b>
EBITDA thuần	39.812	41.454	70.276
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.113)</b>	<b>(1.144)</b>	<b>(1.177)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>38.699</b>	<b>40.310</b>	<b>69.099</b>
Thu nhập lãi	7.202	7.294	5.431
Chi phí tài chính	(3.879)	(3.835)	(5.356)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>42.022</b>	<b>43.769</b>	<b>69.175</b>
Thuế	(8.404)	(8.754)	(13.835)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.805)	(2.170)	(3.039)
<b>LN ròng</b>	<b>31.812</b>	<b>32.846</b>	<b>52.301</b>
Thu nhập trên vốn	31.812	32.846	52.301
Cổ tức phổ thông			
<b>LN giữ lại</b>	<b>31.812</b>	<b>32.846</b>	<b>52.301</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	12.584	13.335	26.912
Đầu tư ngắn hạn	7.098	4.540	5.902
Các khoản phải thu ngắn hạn	44.629	52.583	67.554
Hàng tồn kho	34.387	69.078	92.947
Các tài sản ngắn hạn khác	7.471	7.820	8.617
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>106.169</b>	<b>147.355</b>	<b>201.933</b>
Tài sản cố định	44.391	51.787	60.719
Tổng đầu tư	10.074	10.074	10.074
Tài sản dài hạn khác	71.417	74.504	92.658
<b>Tổng tài sản</b>	<b>232.051</b>	<b>283.719</b>	<b>365.383</b>
Vay & nợ ngắn hạn	8.209	12.673	16.755
Phải trả người bán	11.160	12.526	12.643
Nợ ngắn hạn khác	56.035	64.956	84.991
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>75.404</b>	<b>90.155</b>	<b>114.388</b>
Vay & nợ dài hạn	15.354	16.889	18.578
Các khoản phải trả khác	9.186	9.552	9.954
Vốn điều lệ và	43.544	43.544	43.544
LN giữ lại	81.540	114.386	166.687
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>126.873</b>	<b>159.719</b>	<b>212.020</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	5.234	7.404	10.443
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>232.051</b>	<b>283.719</b>	<b>365.383</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>42.022</b>	<b>43.769</b>	<b>69.175</b>
Khấu hao	1.113	1.144	1.177
Thuế đã nộp	(8.404)	(8.754)	(13.835)
Các khoản điều chỉnh khác	6.958	7.325	5.452
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(28.222)</b>	<b>(35.922)</b>	<b>(37.724)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>13.467</b>	<b>7.562</b>	<b>24.244</b>
Đầu tư TSCĐ	(10.237)	(8.075)	(9.644)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	(7.202)	(7.294)	(5.431)
Các khoản khác	3.709	2.558	(1.362)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(13.730)</b>	<b>(12.811)</b>	<b>(16.437)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	10.049	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	5.550	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(1.393)	5.999	5.770
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(15.073)	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(867)</b>	<b>5.999</b>	<b>5.770</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	13.714	12.584	13.335
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1.129)</b>	<b>751</b>	<b>13.578</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	12.584	13.335	26.912

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	36,3%	34,8%	41,5%
Vòng quay TS	0,39	0,37	0,39
ROAA	14,2%	12,7%	16,1%
Đòn bẩy tài chính	2,10	1,80	1,75
ROAE	29,9%	22,9%	28,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	39,5	35,6	31,7
Số ngày nắm giữ HTK	281,1	503,2	670,8
Số ngày phải trả tiền bán	91,2	91,2	91,2
Vòng quay TSCĐ	2,12	1,96	2,24
ROIC	20,4%	16,7%	20,3%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,6	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,9	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,3
Vòng quay tiền	229,4	447,6	611,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	22,6%	7,7%	33,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	83,7%	4,2%	71,4%
Tăng trưởng LN ròng	16,3%	3,2%	59,2%
Tăng trưởng EPS	1,1%	(8,7%)	59,2%

Nguồn: VND RESEARCH

## NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN QUỐC TẾ (VIB)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND42.500	VND46.400	0,00%	TRUNG LẬP	Tài chính

Ngày 26/11/2021

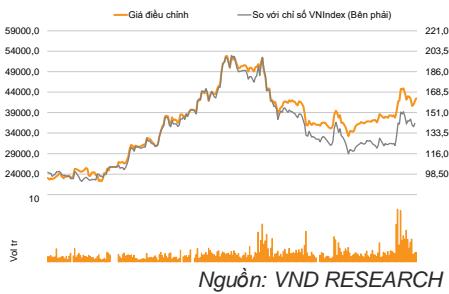
<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Trung lập</b>

Consensus\*: Mua:2 Giữ:3 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 7,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo: N/A

### Diễn biến giá



### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	52.858
Thấp nhất 52 tuần (VND)	22.179
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	76.516
Thị giá vốn (tỷ VND)	64.921
Free float (%)	20
P/E trượt (x)	13,0
P/B hiện tại (x)	3,67

### Cơ cấu sở hữu

Chủ tịch và người có liên quan	14,9%
Commonwealth Bank of Australia	20,0%
Thành viên HĐQT và người liên quan	12,9%
Khác	52,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Trần Thị Thu Thảo**

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Tiếp tục tiến lên

- Mô hình ngân hàng tập trung vào bán lẻ với trên 85% tổng số cho vay bán lẻ, đặc biệt là vay thế chấp và vay mua ô tô.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của VIB là 16%/17% năm 2022-2023 nhờ tăng trưởng cho vay mạnh mẽ bất chấp NIM suy giảm.
- Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 46.400 VND/cổ phiếu.

### Mô hình ngân hàng bán lẻ với tăng trưởng cho vay mạnh mẽ 2022-2023

VIB là một trong những ngân hàng có hiệu quả kinh doanh tốt nhất so với toàn ngành với tỷ suất ROE ở mức 28% (trung bình ngành 21%). Dựa trên các sản phẩm cho vay mảng bán lẻ, đặc biệt là vay thế chấp và vay mua ô tô (85% tổng dư nợ cho vay), ngân hàng có thể khai thác nhu cầu cho vay tăng mạnh trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính tăng trưởng cho vay của ngân hàng đạt mức 25% svck vào năm 2022 và 23% svck vào năm 2023. Thêm vào đó, thu nhập từ bảo hiểm sẽ tạo tiền đề cho thu nhập ngoài lãi tăng trưởng kép đạt mức 23% giai đoạn 2021-2023.

### NIM chịu áp lực giai đoạn 2022-2023 khi lãi suất huy động tăng

Chúng tôi dự báo NIM giai đoạn 2022-2023 giảm về mức 4,2% (giai đoạn 2020-2021: 4,0%/4,4%) khi lãi suất cho vay tiếp tục giảm trong vài quý tiếp theo để hỗ trợ doanh nghiệp hậu Covid-19. Chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi sẽ tăng, bởi (i) tỷ lệ lạm phát cao hơn (ii) tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho khoản vay trung và dài hạn bị kiểm soát chặt chẽ hơn đối với các ngân hàng thương mại. Do đó, VIB sẽ đối mặt với áp lực giảm NIM khi ngân hàng không còn dư địa để giảm thiểu rủi ro trên (tỷ lệ cho vay bán lẻ đã ở mức cao 85% và CASA chỉ đạt 12,5%). Chúng tôi dự kiến VIB lợi nhuận (LN) ròng của VIB tăng 16%/17% svck trong giai đoạn 2022-2023 (giai đoạn 2019-2021 CAGR đạt 37%).

### Chất lượng tài sản vẫn là mối quan tâm

Chất lượng tài sản của VIB trong Q3/21 vẫn thấp hơn so với các ngân hàng khác. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 2,1% vào cuối Q3/21 từ mức 1,7% cuối Q2/21 và Q4/20, cao hơn mức trung bình ngành là 1,6%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm về 54,1% tại cuối Q3/21 từ mức 63,8% vào cuối Q2/21 và 58,2% vào cuối năm 2020, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình ngành tại 114%.

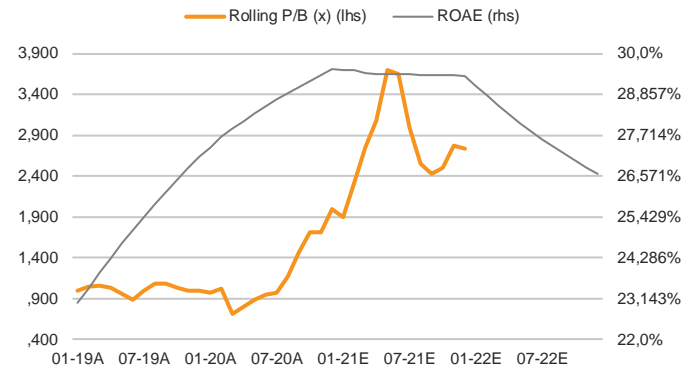
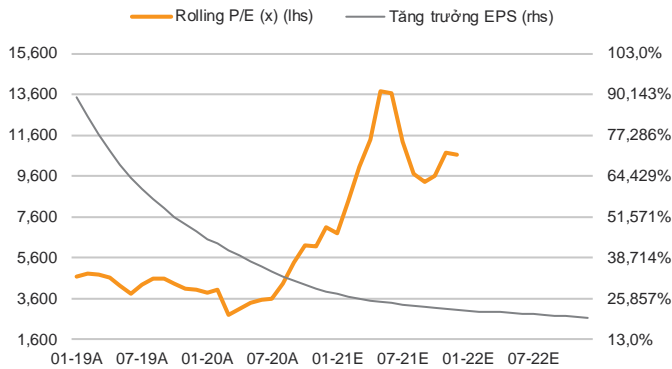
### Khuyến nghị Trung lập với giá mục tiêu 46.400 VND/cổ phiếu

Giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau của phương pháp thu nhập thặng dư (chi phí vốn: 14,3%; tăng trưởng dài hạn: 3%) và hệ số P/B dự phóng năm 2022 ở mức 2,5x. Tiềm năng tăng giá đến từ tăng trưởng tín dụng cao hơn kỳ vọng và CIR thấp hơn. Rủi ro giảm giá đến từ việc nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	8.496	11.519	13.625	16.709
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	4,0%	4,4%	4,2%	4,2%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	11.216	14.400	17.313	21.101
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(950)	(1.264)	(1.726)	(2.558)
LN ròng (tỷ)	4.641	6.189	7.206	8.420
Tăng trưởng LN ròng	42,1%	33,4%	16,4%	16,8%
EPS điều chỉnh	3.266	3.947	4.596	5.371
BVPS	11.571	15.556	20.196	25.117
ROAE	29,6%	29,4%	26,0%	23,9%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Thu nhập lãi thuần</b>	<b>11.550</b>	<b>14.287</b>	<b>17.619</b>
<b>Thu nhập lãi suất ròng</b>	<b>2.881</b>	<b>3.688</b>	<b>4.392</b>
<b>Tổng lợi nhuận hoạt động</b>	<b>14.431</b>	<b>17.975</b>	<b>22.011</b>
Tổng chi phí hoạt động	(5.412)	(6.831)	(8.364)
<b>LN trước dự phòng</b>	<b>9.019</b>	<b>11.145</b>	<b>13.647</b>
<b>Tổng trích lập dự phòng</b>	<b>(1.282)</b>	<b>(1.863)</b>	<b>(2.706)</b>
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
<b>LN trước thuế</b>	<b>7.737</b>	<b>9.281</b>	<b>10.941</b>
Thuế	(1.547)	(1.856)	(2.188)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>6.189</b>	<b>7.425</b>	<b>8.753</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>6.189</b>	<b>7.425</b>	<b>8.753</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>211.900</b>	<b>266.994</b>	<b>328.403</b>
Cho vay các ngân hàng khác			
<b>Tổng cho vay</b>	<b>211.900</b>	<b>266.994</b>	<b>328.403</b>
Chứng khoán - Tổng cộng	49.753	58.702	69.263
Các tài sản sinh lãi khác	37.896	49.556	64.817
<b>Tổng các tài sản sinh lãi</b>	<b>299.549</b>	<b>375.253</b>	<b>462.482</b>
<b>Tổng dự phòng</b>	<b>(2.453)</b>	<b>(3.403)</b>	<b>(4.673)</b>
<b>Tổng cho vay khách hàng</b>	<b>209.696</b>	<b>263.885</b>	<b>324.077</b>
<b>Tổng tài sản sinh lãi ròng</b>	<b>297.096</b>	<b>371.850</b>	<b>457.810</b>
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	1.507	1.598	1.694
Tổng đầu tư	78	83	88
Các tài sản khác	5.355	5.677	6.017
<b>Tổng tài sản không sinh lãi</b>	<b>6.941</b>	<b>7.357</b>	<b>7.799</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>304.037</b>	<b>379.207</b>	<b>465.608</b>
Nợ khách hàng	183.440	225.631	277.526
Dư nợ tín dụng	35.699	44.623	53.548
Tài sản nợ chịu lãi	219.138	270.254	331.074
Tiền gửi	0	0	0
Tổng tiền gửi	219.138	270.254	331.074
Các khoản nợ lãi suất khác	53.105	66.379	79.653
<b>Tổng các khoản nợ lãi suất</b>	<b>272.244</b>	<b>336.633</b>	<b>410.727</b>
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	7.632	10.987	15.319
<b>Tổng nợ không lãi suất</b>	<b>7.632</b>	<b>10.987</b>	<b>15.319</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>279.875</b>	<b>347.620</b>	<b>426.046</b>
Vốn điều lệ và	15.531	15.531	15.531
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Cổ phiếu quỹ			
LN giữ lại	7.376	14.801	22.777
Các quỹ thuộc VCSH	1.254	1.254	1.254
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.162</b>	<b>31.587</b>	<b>39.563</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.162</b>	<b>31.587</b>	<b>39.563</b>
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>304.037</b>	<b>379.207</b>	<b>465.608</b>

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chi số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	22,0%	23,0%	23,0%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	25,0%	26,0%	23,0%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	35,9%	23,7%	23,3%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	33,6%	23,6%	22,5%
Tăng trưởng LN ròng	33,4%	20,0%	17,9%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	24,7%	25,2%	23,1%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	3.985	4.781	5.635
BVPS (VND)	15.557	20.337	25.473
Cổ tức / cp (VND)	0	0	500
Tăng trưởng EPS	22,3%	20,0%	17,9%

**Các chỉ số chính**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>
<b>Tỷ lệ chi phí thu nhập</b>	<b>(37,5%)</b>	<b>(38,0%)</b>	<b>(38,0%)</b>
Nợ xấu/ Tổng cho vay	1,6%	1,7%	1,7%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	1,7%	1,7%	1,7%
LN/ TB cho vay	0,7%	0,8%	0,9%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	10,3%	10,5%	10,7%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	96,7%	98,8%	99,2%
<b>Biên lợi và độ đàn trái</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	7,9%	7,8%	7,9%
Chi phí cho các quỹ	3,9%	4,0%	4,1%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	4,2%	4,2%	4,2%
ROAE	29,4%	26,6%	24,6%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP HÀNG KHÔNG VIETJET (VJC)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND129.500	VND158.000	0,00%	KHẢ QUAN	Hàng không

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung bình</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

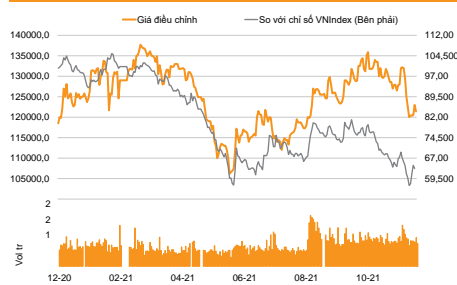
Consensus\*: Mua:1 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 53,7%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	137.700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	106.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	112.945
Thị giá vốn (tỷ VND)	71.493
Free float (%)	55
P/E trượt (x)	989
P/B hiện tại (x)	4,53

### Cơ cấu sở hữu

Công ty TNHH Đầu tư Hướng Dương Sunny	28,6%
Nguyễn Thị Phương Thảo	8,8%
CTCP Sovico	7,6%
Khác	55,0%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiên Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

## Ánh sáng cuối đường hầm

- Chúng tôi cho rằng VJC sẽ phục hồi nhanh hơn các hãng hàng không khác khi đối mặt vấn đề nhiên liệu tăng giá và khó khăn tài chính sau đại dịch.
- Chúng tôi kỳ vọng VJC ghi nhận lợi nhuận ròng 2.420/6.969 tỷ đồng từ mức thấp 189 tỷ năm 2021.
- VJC là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành hàng không.

### Triển vọng tích cực trong số các hãng hàng không giai đoạn sau đại dịch

Theo chúng tôi, các hãng hàng không sẽ đối mặt với vấn đề nhiên liệu tăng giá và khó khăn về tài chính giai đoạn sau đại dịch. VJC với mô hình hàng không giá rẻ giúp giảm giá vé thu hút khách hàng, đặc biệt giai đoạn sau đại dịch khi phần lớn người dân gặp khó khăn và ưa chuộng vé giá rẻ. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng VJC sẽ ít bị ảnh hưởng từ việc nhiên liệu tăng giá hơn so với các hãng khác nhờ đội bay thân hẹp với mức độ tiêu thụ nhiên liệu thấp. Bên cạnh các biện pháp cắt giảm chi phí, VJC cũng chủ động thanh lý các tài sản cùng hoạt động tài chính để cải thiện dòng tiền vượt qua đại dịch. VJC lên kế hoạch nhận 8/11/25 máy bay giai đoạn 2021-23, do đó chúng tôi cho rằng VJC có thể nắm bắt sự phục hồi của ngành hàng không Việt Nam sau đại dịch.

### Hồi phục tất yếu trong thời gian tới

Chính phủ đặt kế hoạch dần mở lại hàng không nội địa trong Q4/21 và trở lại hoạt động bình thường trong Q1/22 trong khi hàng không quốc tế có thể trở lại hoạt động bình thường từ Q3/22. Theo kế hoạch, chúng tôi dự báo sản lượng khách nội địa/quốc tế năm 2021 có thể giảm 45,0%/86,0% svck do các đợt bùng phát dịch bệnh vào mùa cao điểm, tuy nhiên sẽ hồi phục mạnh trong 2022-23 với lượng khách nội địa có thể tăng 135,4%/12,0% svck và lượng khách quốc tế có thể tăng 2.850,0%/123,0% svck. Kết quả là, VJC có thể ghi nhận lợi nhuận dương 189 tỷ năm 2021 nhờ hoạt động bán tái thuê và thu nhập tài chính, sau đó LNR của VJC có thể tăng 1.179,0%/187,9% svck năm 2022-23.

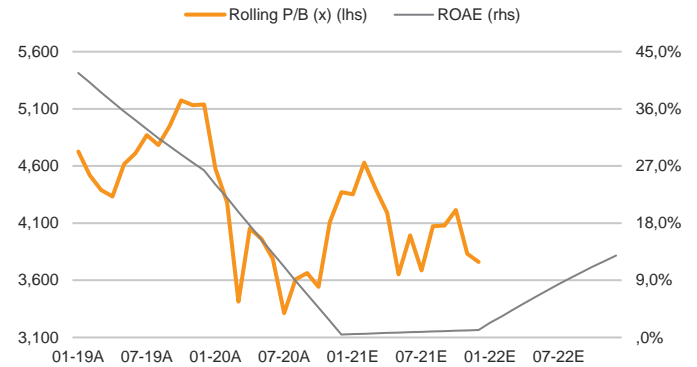
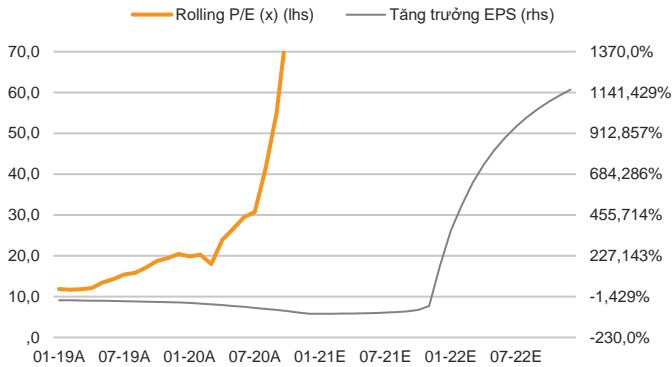
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 158.000 đ/cp

Trong kịch bản xấu nhất khi biến thể Covid-19 Omicron có thể kháng vắc-xin hiện tại, chúng tôi cho rằng khả năng nghiên cứu và sản xuất vắc-xin đã cải thiện rất nhiều có thể giúp thế giới đương đầu với biến chủng mới nhanh và hiệu quả. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng đường bay quốc tế của Việt Nam có thể trở lại hoạt động bình thường kể từ Q3/22 và sẽ giúp kết quả kinh doanh của VJC phục hồi mạnh kể từ 2022. Rủi ro giảm giá gồm: (1) dịch bệnh kéo dài hơn dự kiến, (2) hạ tầng hàng không xây dựng lâu hơn dự kiến, và (3) giá nhiên liệu tăng cao hơn dự kiến đẩy chi phí hoạt động tăng cao.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	18.220	22.721	50.762	86.380
Tăng trưởng DT thuần	(64,0%)	24,7%	123,4%	70,2%
Biên lợi nhuận gộp	(7,7%)	(9,7%)	8,4%	11,3%
Biên EBITDA	1,9%	2,8%	5,8%	9,1%
LN ròng (tỷ)	69	189	2.420	6.969
Tăng trưởng LN ròng	(98,2%)	175,9%	1179,0%	187,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(151,2%)	(7,3%)		197,5%
EPS cơ bản	131	355	4.469	12.868
EPS điều chỉnh	111	302	3.798	10.938
BVPS	28.592	32.284	36.984	49.991
ROAE	0,5%	1,2%	12,9%	29,6%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	22.721	50.762	86.380
Giá vốn hàng bán	(24.933)	(46.481)	(76.624)
Chi phí quản lý DN	(123)	(466)	(672)
Chi phí bán hàng	(354)	(1.337)	(1.929)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(2.690)</b>	<b>2.479</b>	<b>7.156</b>
EBITDA thuần	(2.562)	2.635	7.345
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(127)</b>	<b>(156)</b>	<b>(189)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(2.690)</b>	<b>2.479</b>	<b>7.156</b>
Thu nhập lãi	1.585	508	864
Chi phí tài chính	(483)	(756)	(1.371)
Thu nhập ròng khác	1.777	193	328
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>189</b>	<b>2.423</b>	<b>6.977</b>
Thuế	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(3)	(8)
<b>LN ròng</b>	<b>189</b>	<b>2.420</b>	<b>6.969</b>
Thu nhập trên vốn	189	2.420	6.969
Cổ tức phổ thông	0	0	0
<b>LN giữ lại</b>	<b>189</b>	<b>2.420</b>	<b>6.969</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1.910	6.547	7.408
Đầu tư ngắn hạn	602	609	613
Các khoản phải thu ngắn hạn	18.099	23.550	33.949
Hàng tồn kho	306	670	934
Các tài sản ngắn hạn khác	212	504	707
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>21.130</b>	<b>31.881</b>	<b>43.612</b>
Tài sản cố định	922	999	1.083
Tổng đầu tư	198	198	198
Tài sản dài hạn khác	10.498	25.047	35.397
<b>Tổng tài sản</b>	<b>32.748</b>	<b>58.125</b>	<b>80.290</b>
Vay & nợ ngắn hạn	3.166	11.950	17.234
Phải trả người bán	1.168	2.559	3.565
Nợ ngắn hạn khác	4.912	9.422	12.565
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>9.246</b>	<b>23.931</b>	<b>33.364</b>
Vay & nợ dài hạn	620	2.340	3.374
Các khoản phải trả khác	5.395	11.820	16.466
Vốn điều lệ và	5.416	5.416	5.416
LN giữ lại	11.778	14.199	21.168
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.486</b>	<b>20.031</b>	<b>27.076</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	3	11
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>32.748</b>	<b>58.125</b>	<b>80.290</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>189</b>	<b>2.423</b>	<b>6.977</b>
Khấu hao	127	156	189
Thuế đã nộp	0	0	0
Các khoản điều chỉnh khác	(27)	118	71
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(424)</b>	<b>(207)</b>	<b>(6.716)</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>(134)</b>	<b>2.490</b>	<b>521</b>
Đầu tư TSCĐ	4.384	(8.540)	(6.110)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	43	183	132
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>4.427</b>	<b>(8.357)</b>	<b>(5.978)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	2.347	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(7.656)	10.504	6.318
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(5.309)</b>	<b>10.504</b>	<b>6.318</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.926	1.910	6.547
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(1.016)</b>	<b>4.636</b>	<b>862</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.910	6.547	7.408

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	0,8%	4,8%	8,1%
Vòng quay TS	0,58	1,12	1,25
ROAA	0,5%	5,3%	10,1%
Đòn bẩy tài chính	2,40	2,42	2,94
ROAE	1,2%	12,9%	29,6%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	169,2	71,4	60,5
Số ngày nắm giữ HTK	4,5	5,3	4,4
Số ngày phải trả tiền bán	17,1	20,1	17,0
Vòng quay TSCĐ	25,64	52,85	82,97
ROIC	0,9%	7,1%	14,6%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,3	1,3	1,3
Khả năng thanh toán nhanh	2,3	1,3	1,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,2
Vòng quay tiền	156,6	56,5	47,9
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	24,7%	123,4%	70,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	5,4%		188,7%
Tăng trưởng LN ròng	175,9%	1.179,0%	187,9%
Tăng trưởng EPS	171,3%	1.158,0%	187,9%

Nguồn: VND RESEARCH



## CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM)

<b>Giá thị trường</b> VND88.300	<b>Giá mục tiêu</b> VND116.000	<b>Tỷ suất cổ tức</b> 4,52%	<b>Khuyến nghị</b> KHẢ QUAN	<b>Ngành</b> Hàng tiêu dùng
------------------------------------	-----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	--------------------------------

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

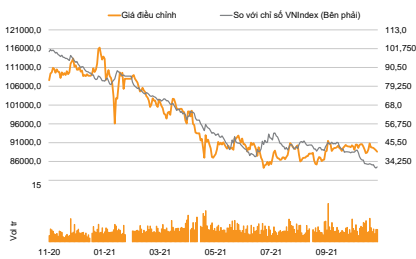
Consensus\*: Mua:14 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 9,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	116.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	84.300
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	298.072
Thị giá vốn (tỷ VND)	186.006
Free float (%)	33
P/E trượt (x)	18,3
P/B hiện tại (x)	5,9

### Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte, Ltd	20,0%
Platinum Victory Pte Ltd	10,6%
Khác	33,4%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Hà Thu Hiền**

hien.hathu@vndirect.com.vn

## Bình minh sẽ đến

- Giá bột sữa dần hạ nhiệt sẽ giảm bớt áp lực lên biên LN gộp từ năm 2022.
- Dự phóng lợi nhuận ròng tăng 7,0%/11,1% svck trong giai đoạn 2022-23.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 116.000đ/cp.

### Tiềm năng tăng trưởng doanh thu từ các dự án mới

Vào T10/2021, công ty liên doanh Del Monte - Vinamilk đã ra mắt thương hiệu với 4 dòng sản phẩm đầu tiên. Bên cạnh đó, Vibev - liên doanh giữa Vinamilk và Kido đã chính thức ra mắt hai sản phẩm đầu tiên thuộc thương hiệu Oh Fresh: Sữa bắp tươi và sữa đậu xanh tươi vào T11/21. Chúng tôi kỳ vọng Del Monte sẽ là động lực tăng trưởng cho doanh thu từ các công ty con ở nước ngoài của VNM trong khi Vibev sẽ là bước đệm cho công ty tiến vào thị trường nước giải khát Việt Nam.

### Áp lực lên biên LN gộp có khả năng giảm bớt từ năm 2022

Chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ giảm 2,8 điểm % trong năm 2021 do giá bột sữa tăng cao (+21,5% kể từ đầu năm). Chúng tôi cho rằng giá bột sữa sẽ giảm nhẹ nhưng vẫn neo ở mức cao trong năm 2022. Do đó, biên LN gộp có khả năng tăng trở lại 1,7 điểm % trong 2022 do 1) giá bột sữa giảm 8,0% svck 2) mức độ tự chủ về sữa nguyên liệu tăng 4% sau khi hai dự án trang trại bò sữa tại Quảng Ngãi và Lào được đưa vào khai thác từ T11/21 và Q1/22 và 3) công ty vẫn có khả năng tăng giá bán 3-5%/năm để bù đắp cho chi phí đầu vào tăng.

### Dự phóng lợi nhuận ròng tăng 7,0%/11,1% svck trong giai đoạn 2022-23

Chúng tôi dự phóng DT thuần tăng 5,7%/6,5% svck trong 2022/23, đóng góp bởi 1) DT nội địa tăng 4,9%/5,9% svck và 2) DT từ các công ty con tại nước ngoài tăng 12,9%/10,8% svck. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện 1,7/1,1 điểm % trong năm 2022/23 sau khi giảm 2,8 điểm % trong năm 2021. Kết quả, LN ròng dự kiến sẽ tăng 7,0%/11,1% svck trong 2022/23 sau khi đi ngang trong năm 2021 (+0,6% svck).

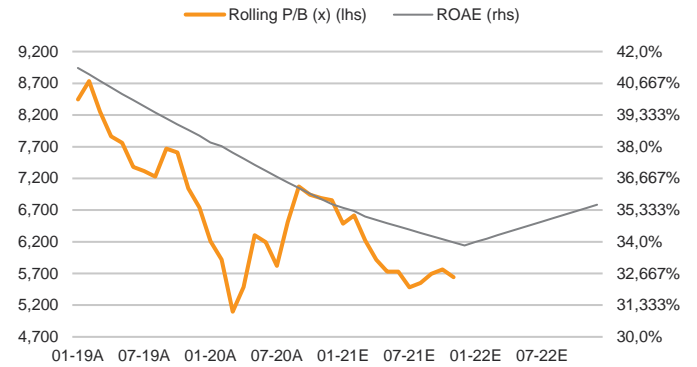
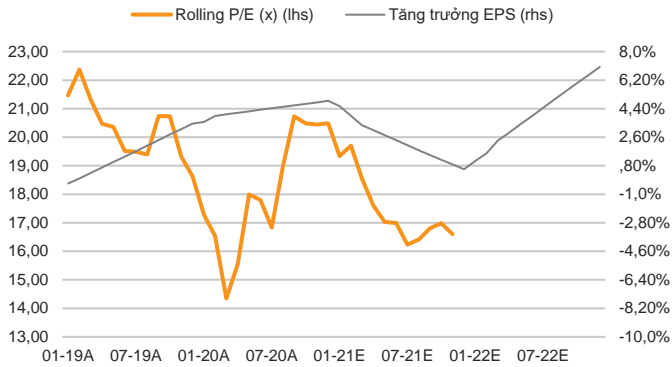
### Chúng tôi lựa chọn VNM cho ngành F&B với giá mục tiêu 116.000đ/cp

Chúng tôi ưa thích VNM nhờ 1) vị thế là DN dẫn đầu ngành sữa, 2) thị trường nước ngoài sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của VNM trong những năm tới khi tốc độ tăng trưởng của thị trường nội địa chậm lại, 3) biên LN gộp có khả năng phục hồi trong 2022-23 và 4) đợt điều chỉnh giá thời gian gần đây là cơ hội để tích lũy một cổ phiếu chất lượng cao như VNM. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với VNM do chúng tôi cho rằng thời điểm khó khăn nhất đã qua và LN ròng của VNM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7,0% trong 2022-24 sau khi đi ngang trong năm 2021. Tiềm năng tăng giá là sức tiêu thụ sữa tại thị trường nội địa tăng mạnh hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) phát sinh biến thể Covid mới và 2) giá bột sữa cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	59.636	62.927	66.584	70.900
Tăng trưởng DT thuần	5,9%	5,5%	5,8%	6,5%
Biên lợi nhuận gộp	46,4%	43,6%	45,3%	46,4%
Biên EBITDA	26,6%	25,1%	25,3%	26,1%
LN ròng (tỷ)	11.099	11.162	11.948	13.271
Tăng trưởng LN ròng	4,9%	0,6%	7,0%	11,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	5.311	5.342	5.717	6.351
EPS điều chỉnh	4.770	4.818	5.146	5.716
BVPS	15.867	15.695	16.460	17.818
ROAE	35,6%	33,8%	35,6%	37,1%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	62.927	66.584	70.900
Giá vốn hàng bán	(35.509)	(36.393)	(38.015)
Chi phí quản lý DN	(1.726)	(2.081)	(2.217)
Chi phí bán hàng	(12.860)	(14.177)	(15.229)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>12.831</b>	<b>13.933</b>	<b>15.439</b>
EBITDA thuần	14.721	15.875	17.455
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.890)</b>	<b>(1.942)</b>	<b>(2.016)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>12.831</b>	<b>13.933</b>	<b>15.439</b>
Thu nhập lãi	1.164	1.033	1.176
Chi phí tài chính	(268)	(152)	(159)
Thu nhập ròng khác	(2)	(2)	(2)
TN từ các Cty LK & LD	10	10	10
<b>LN trước thuế</b>	<b>13.736</b>	<b>14.823</b>	<b>16.465</b>
Thuế	(2.404)	(2.594)	(2.881)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(170)	(281)	(312)
<b>LN ròng</b>	<b>11.162</b>	<b>11.948</b>	<b>13.271</b>
Thu nhập trên vốn	11.162	11.948	13.271
Cổ tức phổ thông	(9.405)	(9.405)	(9.405)
<b>LN giữ lại</b>	<b>1.757</b>	<b>2.543</b>	<b>3.866</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.277	6.172	7.942
Đầu tư ngắn hạn	12.585	13.317	14.180
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.554	5.877	6.258
Hàng tồn kho	6.757	7.150	7.613
Các tài sản ngắn hạn khác	237	251	267
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>29.410</b>	<b>32.766</b>	<b>36.260</b>
Tài sản cố định	13.964	13.055	12.936
Tổng đầu tư	779	780	781
Tài sản dài hạn khác	2.063	1.573	1.665
<b>Tổng tài sản</b>	<b>46.216</b>	<b>48.174</b>	<b>51.643</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.321	1.332	1.418
Phải trả người bán	3.376	3.572	3.803
Nợ ngắn hạn khác	6.912	7.314	7.788
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>11.609</b>	<b>12.217</b>	<b>13.009</b>
Vay & nợ dài hạn	29	31	33
Các khoản phải trả khác	1.291	1.038	876
Vốn điều lệ và	20.900	20.900	20.900
LN giữ lại	7.573	8.921	11.461
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>32.797</b>	<b>34.397</b>	<b>37.234</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	490	490	490
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>46.216</b>	<b>48.174</b>	<b>51.643</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>13.736</b>	<b>14.823</b>	<b>16.465</b>
Khấu hao	2.879	2.479	1.981
Thuế đã nộp	(2.404)	(2.594)	(2.881)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.124)	(1.166)	(1.302)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>1.173</b>	<b>(118)</b>	<b>(139)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>14.260</b>	<b>13.425</b>	<b>14.124</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.290)	(1.365)	(2.127)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	16	14	16
Các khoản khác	4.923	(732)	(864)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(204)	(54)	(63)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>3.445</b>	<b>(2.137)</b>	<b>(3.038)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(6.134)	13	88
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(9.405)	(9.405)	(9.405)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(15.539)</b>	<b>(9.392)</b>	<b>(9.316)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.111	4.277	6.172
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>2.166</b>	<b>1.895</b>	<b>1.770</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.277	6.172	7.942

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	17,7%	17,9%	18,7%
Vòng quay TS	1,33	1,41	1,42
ROAA	23,6%	25,3%	26,6%
Đòn bẩy tài chính	1,44	1,40	1,39
ROAE	33,8%	35,6%	37,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	23,5	23,5	23,5
Số ngày nắm giữ HTK	69,5	71,7	73,1
Số ngày phải trả tiền bán	34,7	35,8	36,5
Vòng quay TSCĐ	4,36	4,93	5,46
ROIC	32,2%	33,0%	33,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,5	2,7	2,8
Khả năng thanh toán nhanh	2,0	2,1	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,5	1,6	1,7
Vòng quay tiền	58,2	59,4	60,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	5,5%	5,8%	6,5%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	4,6%	8,6%	10,8%
Tăng trưởng LN ròng	0,6%	7,0%	11,1%
Tăng trưởng EPS	0,6%	7,0%	11,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## VPBANK (VPB)

Giá thị trường  
VND39.200

Giá mục tiêu  
VND44.800

Tỷ suất cổ tức  
0,00%

Khuyến nghị  
KHẢ QUAN

Ngành  
Tài chính

Ngày 26/11/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**  
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**  
Định giá: **Tích cực**

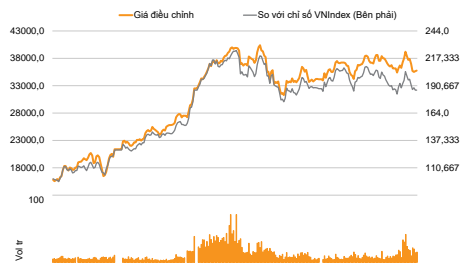
Consensus\*: Mua:8 Giữ:8 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 4,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	40.389
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.444
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	396.626
Thị giá vốn (tỷ VND)	164.483
Free float (%)	73
P/E trượt (x)	8,67
P/B hiện tại (x)	1,71

### Cơ cấu sở hữu

Ngô Chí Dũng	4,5%
Bùi Hải Quân	2,3%
Lô Bằng Giang	0,1%
Khác	93,1%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Lê Quốc Việt

Viet.lequoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Thiết lập để tạo đà tăng trưởng vững chắc

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng 13%/28,4% năm 2022-23 nhờ tăng trưởng tín dụng và thu nhập ngoài lãi.
- Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 44.800 đồng/cp.

### Ngân hàng bán lẻ tiêu biểu có biên lợi nhuận ròng (NIM) cao nhất

VPB là một trong những ngân hàng bán lẻ tiêu biểu tại Việt Nam với thị phần cho vay cá nhân khoảng 56% vào cuối Q3/21. Ngân hàng có biên lợi nhuận ròng (NIM) đạt mức 8,2% trong 9T21 – mức cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam nhờ sự đóng góp của FE Credit.

### Chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm

Mặc dù ngân hàng đã tích cực xóa nợ xấu trong 9T21 (5,3%, 57 điểm cơ bản); tỷ lệ nợ xấu (NPL) toàn ngân hàng tăng lên 4% tại cuối Q3/21 từ mức 3,5% cuối Q2/21 và 3,4% cuối Q4/20. Nợ xấu nhóm 4 tăng 146,5% svck trong khi nợ xấu nhóm 5 giảm 47,4% svck tại cuối Q3/21. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) toàn ngân hàng tăng 48,9% tại cuối Q3/21 từ mức 44,7% cuối Q2/21 và 45,3% cuối Q4/20.

### Nguồn vốn mạnh mẽ thúc đẩy ngân hàng mẹ tăng trưởng

Vào ngày 28/10/2021, VPB thông báo đã hoàn tất thương vụ thoái vốn FE Credit với giá trị chúng tôi ước tính khoảng 20.837 tỷ đồng và được ghi nhận trong Q4/21. Ngoài ra, VPB đã phát hành thêm cổ phiếu để cải thiện vốn với tỷ lệ 10:8 vào tháng 10/2021, nâng tổng vốn điều lệ khoảng 45.000 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tổng vốn ở mức 87.000 tỷ đồng vào cuối năm 2021, nâng hệ số an toàn vốn (CAR) lên 16,8%. Đây là một yếu tố quan trọng giúp Ngân hàng Nhà nước xem xét tăng hạn mức tín dụng cho VPB từ năm 2022.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng 13%/28,4% trong năm 2022-23

Chúng tôi dự báo thu nhập lãi tăng 16,2%/24,6% svck năm 2022-23, một phần nhờ cho vay tăng 17,5%/17,4% và NIM tăng 50 điểm cơ bản trong năm 2023. Chúng tôi dự báo thu nhập ngoài lãi tăng 12,2%/10,7% năm 2022-23 nhờ thu nhập từ phí dịch vụ và nguồn thu từ bảo hiểm. Chúng tôi tin ngân hàng sẽ duy trì tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) quanh mức 28% trong năm 2022-23 nhờ ứng dụng kỹ thuật số. Dự kiến lợi nhuận ròng tăng 13%/28,4% năm 2022-23.

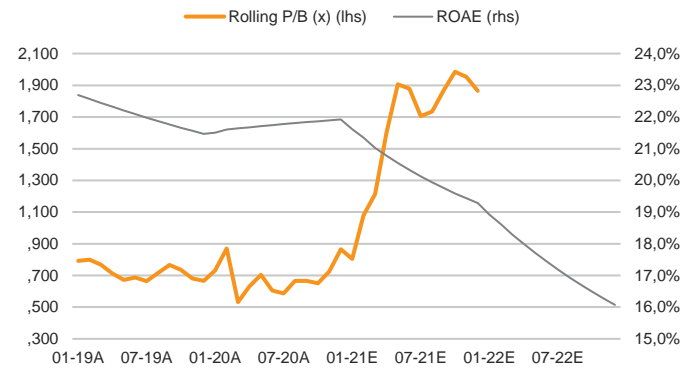
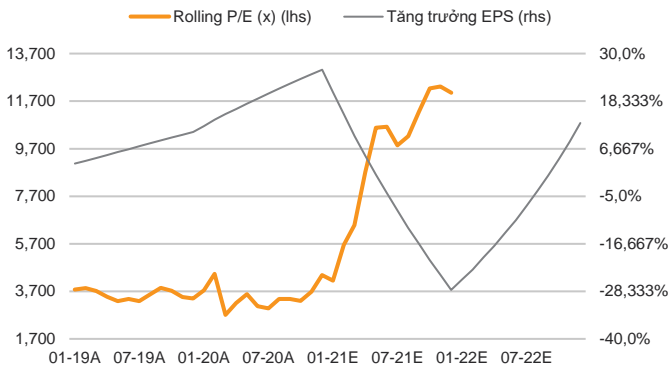
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 44.800 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi ưa thích VPB bởi CIR thấp, NIM mở rộng sau đại dịch Covid-19 và thu nhập từ phí tăng mạnh nhờ hoa hồng. Giá mục tiêu 1 năm mới của chúng tôi dựa trên P/BV mục tiêu là 1,95 lần cho giá trị sổ sách năm tài chính 2022. Rủi ro giảm giá đến từ chi phí tín dụng cao hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá là khả năng phát hành riêng lẻ cho các nhà đầu tư chiến lược.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần (tỷ)	32.346	38.097	44.263	55.146
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	8,7%	9,0%	9,0%	9,6%
Tổng lợi nhuận hoạt động (tỷ)	39.033	47.334	54.626	66.614
Tổng trích lập dự phòng (tỷ)	(14.622)	(17.674)	(19.722)	(22.156)
LN ròng (tỷ)	10.414	13.502	15.250	19.579
Tăng trưởng LN ròng	26,1%	29,7%	13,0%	28,4%
EPS điều chỉnh	4.116	2.965	3.349	4.299
BVPS	20.867	19.158	22.507	26.807
ROAE	21,9%	19,3%	16,1%	17,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Thu nhập lãi thuần	38.097	44.263	55.146
Thu nhập lãi suất ròng	9.237	10.363	11.468
Tổng lợi nhuận hoạt động	47.334	54.626	66.614
Tổng chi phí hoạt động	(12.780)	(15.842)	(19.984)
LN trước dự phòng	34.554	38.785	46.630
Tổng trích lập dự phòng	(17.674)	(19.722)	(22.156)
TN từ các Cty LK & LD			
Thu nhập ròng khác			
LN trước thuế	16.880	19.063	24.474
Thuế	(3.378)	(3.813)	(4.895)
Lợi nhuận sau thuế	13.502	15.250	19.579
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	13.502	15.250	19.579

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tổng cho vay khách hàng	336.761	395.813	464.663
Cho vay các ngân hàng khác	31.668	39.585	45.523
Tổng cho vay	368.429	435.398	510.186
Chứng khoán - Tổng cộng	84.265	97.748	107.522
Các tài sản sinh lãi khác	0	0	0
Tổng các tài sản sinh lãi	452.694	533.146	617.708
Tổng dự phòng	(6.169)	(6.286)	(7.307)
Tổng cho vay khách hàng	330.953	389.723	457.571
Tổng tài sản sinh lãi ròng	446.525	526.860	610.401
Tiền mặt và các khoản tiền gửi	3.611	4.044	4.529
Tổng đầu tư	262	294	329
Các tài sản khác	29.276	32.789	36.724
Tổng tài sản không sinh lãi	33.149	37.127	41.583
Tổng tài sản	479.675	563.987	651.984
Nợ khách hàng	269.755	318.792	374.369
Dư nợ tín dụng	73.757	83.505	87.681
Tài sản nợ chịu lãi	343.513	402.297	462.050
Tiền gửi	65.016	69.650	69.253
Tổng tiền gửi	408.529	471.947	531.303
Các khoản nợ lãi suất khác	327	327	327
Tổng các khoản nợ lãi suất	408.856	472.274	531.630
Thuế TNDN hoãn lại			
Các khoản nợ không lãi suất khác	(16.426)	(10.782)	(1.721)
Tổng nợ không lãi suất	(16.426)	(10.782)	(1.721)
Tổng nợ	392.430	461.492	529.909
Vốn điều lệ và	25.300	25.300	25.300
Thặng dư vốn cổ phần	21.316	21.316	21.316
Cổ phiếu quỹ	(2.199)	(2.199)	(2.199)
LN giữ lại	30.917	46.167	65.747
Các quỹ thuộc VCSH	11.912	11.912	11.912
Vốn chủ sở hữu	87.245	102.495	122.075
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	87.245	102.495	122.075
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	479.675	563.987	651.984

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng tiền gửi khách hàng	15,6%	18,2%	17,4%
Tổng tăng trưởng cho vay khách hàng	15,8%	17,5%	17,4%
Tăng trưởng thu nhập lãi ròng	17,8%	16,2%	24,6%
Tăng trưởng LN trước dự phòng	25,0%	12,2%	20,2%
Tăng trưởng LN ròng	29,7%	13,0%	28,4%
Tăng trưởng các tài sản sinh lãi	14,8%	18,0%	15,9%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>			
EPS cơ bản (VND)	2.965	3.349	4.299
BVPS (VND)	19.158	22.507	26.807
Cổ tức / cp (VND)	0	0	0
Tăng trưởng EPS	(28,0%)	13,0%	28,4%

Các chỉ số chính

	12-21E	12-22E	12-23E
Tỷ lệ thu nhập lãi cận biên	9,0%	9,0%	9,6%
Tỷ lệ chi phí thu nhập	(27,0%)	(29,0%)	(30,0%)
Nợ xấu/ Tổng cho vay	2,8%	2,8%	2,6%
Nợ xấu/ Cho vay ròng	2,8%	2,9%	2,7%
LN/ TB cho vay	5,6%	5,4%	5,1%
Tổng tỷ lệ an toàn vốn	0,0%	0,0%	0,0%
Cấp tín dụng/ nguồn vốn	98,0%	98,4%	100,6%
<b>Biên lợi và độ đàn hồi</b>			
Thu nhập/ TS sinh lãi	14,3%	14,3%	15,1%
Chi phí cho các quỹ	5,8%	6,0%	6,3%
Lãi ròng/ Tài sản trung bình	8,5%	8,5%	9,1%
ROAE	19,3%	16,1%	17,4%

Nguồn: VND RESEARCH

## CTCP VINCOM RETAIL (VRE)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND30.400	VND36.600	0,00%	KHẢ QUAN	Bất động sản

Ngày 26/11/2021

**Triển vọng ngắn hạn:** **Trung lập**  
**Triển vọng dài hạn:** **Tích cực**  
**Định giá:** **Tích cực**

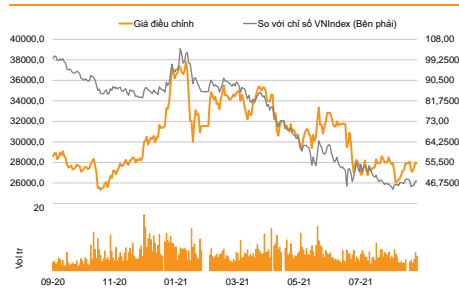
Consensus\*: Mua:11 Giữ:2 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 5,8%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	37.800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	26.050
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	199.649
Thị giá vốn (tỷ VND)	70.101
Free float (%)	31
P/E trượt (x)	31,1
P/B hiện tại (x)	2,2

### Cơ cấu sở hữu

CTCP Đầu tư và phát triển SADO	40,5%
CTCP Vingroup	18,3%
Khác	41,2%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Phan Như Bách

bach.phannhu@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Bình minh sau đêm tối

- VRE là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn đạt 1,7 triệu m<sup>2</sup> tính đến Q3/21, dựa trên ước tính của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng (LNR) của VRE sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2022 ở mức 68,9% svck từ mức cơ sở thấp trong năm 2021.
- Khuyến nghị KHẢ QUAN với TP là 36.600 đồng.

### Nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam

VRE là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn đạt 1,7 triệu m<sup>2</sup> với 80 trung tâm thương mại (TTTTM) trên toàn quốc vào Q3/21, sẽ phát triển đồng đều với tăng trưởng mạnh mẽ của bán lẻ hiện đại và thu nhập của người dân trong dài hạn. Trong 11T21, các thương hiệu quốc tế lớn đã khai trương như Uniqlo (Vincom Phan Văn Trị), MUJI (Vincom Center Metropolis) cho thấy thị trường Việt Nam vẫn hấp dẫn các thương hiệu nổi tiếng.

### Tính di động của Việt Nam đã dần hồi phục vào T11/21

Với việc vắc-xin được phổ biến rộng rãi, Việt Nam sẽ dần mở cửa hoàn toàn từ năm 2022 trong điều kiện sống chung với đại dịch, khiến chúng tôi cho rằng sẽ không giãn cách xã hội diện rộng trong tương lai. Theo dữ liệu bản đồ của Apple, xu hướng di chuyển tại Việt Nam đang dần phục hồi về mức trước Covid-19 (13/1/2020), từ mức -70% vào T9/21 hồi phục về mức -12,1% vào 24/11/21. Xu hướng này cho thấy một dấu hiệu phục hồi tốt cho VRE trong 4Q21 và FY22.

### Chúng tôi kỳ vọng LNR sẽ tăng trưởng kép 44,4% trong giai đoạn 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ duy trì giá thuê ổn định trong năm 2022/23 và tổng diện tích sàn tăng 10,8% svck với hai dự án nổi bật là Vincom Megamall Smart City (68.000 m<sup>2</sup>) và Vincom Megamall Grand park (48.000 m<sup>2</sup>). Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu của VRE đạt 10.497 tỷ đồng/12.381 tỷ đồng và LNR đạt 3.679 tỷ đồng (+68,9% svck)/4.406 tỷ đồng (+19,8% svck) trong năm 2022/23.

### VRE duy trì kế hoạch mở rộng diện tích sàn mạnh mẽ đến năm 2026

VRE đã công bố và vẫn tập trung vào kế hoạch mở rộng tổng diện tích sàn lên 4,7 triệu m<sup>2</sup> vào năm 2026, tập trung xung quanh các dự án TTTM Vincom Mega malls. Theo kế hoạch của VRE, họ sẽ vận hành 49 TTTM mới, bao gồm 27 TTTM Vincom Mega Mall, 19 TTTM Vincom Plaza, 2 TTTM Vincom Center và 1 TTTM Vincom+ để nâng tổng số TTTM đang hoạt động lên 129 TTTM vào 2026, với diện tích sàn gấp 2,8 lần so với Q3/21.

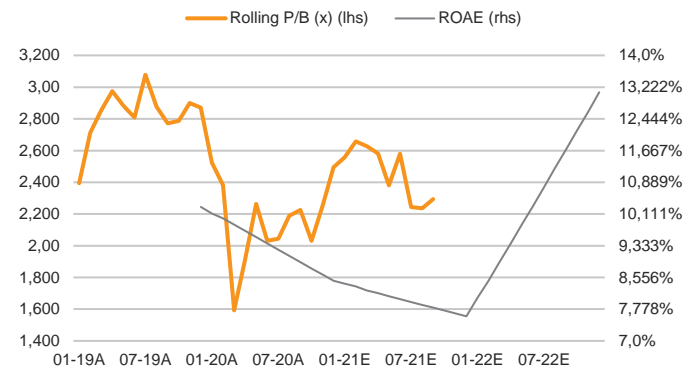
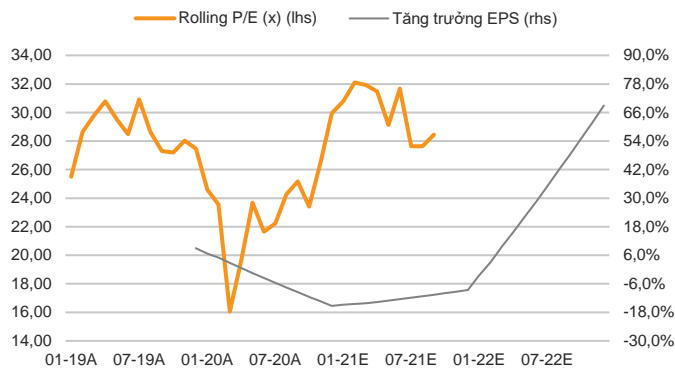
### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 36.600 đồng

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu là 36.600 đồng (WACC: 11,7%). Giá mục tiêu dựa trên dự phóng tổng diện tích sàn đạt 3,2 triệu m<sup>2</sup> năm 2026. Rủi ro giảm giá: 1) mở rộng các TTTM chậm hơn dự kiến, 2) tỷ lệ lấp đầy và giá thuê thấp hơn dự kiến và 3) giãn cách xã hội diện rộng. Tiềm năng tăng giá gồm 1) TTTM mở rộng nhanh hơn dự kiến hoặc phục hồi trong lĩnh vực bán lẻ, dẫn đến tăng trưởng mạnh mẽ trong mảng cho thuê.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	8.329	7.687	10.497	12.381
Tăng trưởng DT thuần	(10,0%)	(7,7%)	36,6%	17,9%
Biên lợi nhuận gộp	45,9%	44,8%	52,7%	52,9%
Biên EBITDA	58,6%	64,7%	67,2%	66,2%
LN ròng (tỷ)	2.382	2.178	3.679	4.406
Tăng trưởng LN ròng	(16,4%)	(8,6%)	68,9%	19,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.048	958	1.619	1.939
EPS điều chỉnh	1.048	958	1.619	1.939
BVPS	12.582	12.021	12.101	12.492
ROAE	8,5%	7,6%	13,1%	15,4%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HĐKD**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	7.687	10.497	12.381
Giá vốn hàng bán	(4.243)	(4.961)	(5.832)
Chi phí quản lý DN	(295)	(427)	(512)
Chi phí bán hàng	(277)	(398)	(471)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>2.872</b>	<b>4.711</b>	<b>5.566</b>
EBITDA thuần	4.731	6.719	7.807
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.859)</b>	<b>(2.008)</b>	<b>(2.241)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>2.872</b>	<b>4.711</b>	<b>5.566</b>
Thu nhập lãi	220	300	354
Chi phí tài chính	(381)	(423)	(425)
Thu nhập ròng khác	25	35	41
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.736</b>	<b>4.623</b>	<b>5.536</b>
Thuế	(558)	(943)	(1.129)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(1)	(1)
<b>LN ròng</b>	<b>2.178</b>	<b>3.679</b>	<b>4.406</b>
Thu nhập trên vốn	2.178	3.679	4.406
Cổ tức phổ thông	(3.493)	(3.493)	(3.493)
<b>LN giữ lại</b>	<b>(1.315)</b>	<b>186</b>	<b>913</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.571	2.868	654
Đầu tư ngắn hạn	74	101	119
Các khoản phải thu ngắn hạn	423	563	665
Hàng tồn kho	679	713	748
Các tài sản ngắn hạn khác	1.153	1.575	1.857
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.900</b>	<b>5.820</b>	<b>4.043</b>
Tài sản cố định	1.214	1.378	1.673
Tổng đầu tư	592	808	954
Tài sản dài hạn khác	30.862	33.408	36.026
<b>Tổng tài sản</b>	<b>39.568</b>	<b>41.414</b>	<b>42.696</b>
Vay & nợ ngắn hạn	77	105	124
Phải trả người bán	696	814	956
Nợ ngắn hạn khác	5.299	5.915	6.555
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.072</b>	<b>6.834</b>	<b>7.635</b>
Vay & nợ dài hạn	4.295	4.995	4.322
Các khoản phải trả khác	1.171	1.369	1.610
Vốn điều lệ và	23.288	23.288	23.288
LN giữ lại	6.655	6.870	7.796
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>27.995</b>	<b>28.181</b>	<b>29.093</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	35	35	36
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>39.568</b>	<b>41.414</b>	<b>42.696</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>2.736</b>	<b>4.623</b>	<b>5.536</b>
Khấu hao	1.865	2.017	2.248
Thuế đã nộp			
Các khoản điều chỉnh khác	(2.855)	(723)	(860)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>1.844</b>	<b>143</b>	<b>373</b>
<b>LC tiền thuần HĐKD</b>	<b>3.590</b>	<b>6.060</b>	<b>7.297</b>
Đầu tư TSCĐ	(2.340)	(4.159)	(4.574)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	14	15	17
Các khoản khác	1.236	(241)	(161)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	2.274	(287)	(251)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>1.184</b>	<b>(4.672)</b>	<b>(4.969)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	218	728	(654)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(66)	198	240
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3.493)	(3.493)	(3.493)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(3.341)</b>	<b>(2.567)</b>	<b>(3.907)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3.051	4.571	2.868
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>1.433</b>	<b>(1.179)</b>	<b>(1.579)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.484	3.392	1.289

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	28,3%	35,0%	35,6%
Vòng quay TS	0,19	0,26	0,29
ROAA	5,5%	9,1%	10,5%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,44	1,47
ROAE	7,6%	13,1%	15,4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	16,6	16,8	16,8
Số ngày nắm giữ HTK	58,4	52,5	46,8
Số ngày phải trả tiền bán	59,9	59,9	59,8
Vòng quay TSCĐ	5,86	8,10	8,11
ROIC	6,7%	11,0%	13,1%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	0,9	0,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	0,7	0,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,4	0,1
Vòng quay tiền	15,1	9,4	3,8
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(7,7%)	36,6%	17,9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(7,1%)	64,0%	18,1%
Tăng trưởng LN ròng	(8,6%)	68,9%	19,8%
Tăng trưởng EPS	(8,6%)	68,9%	19,8%

Nguồn: VND RESEARCH

## TCT CỔ PHẦN BƯU CHÍNH VIETTEL (VTP)

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND79.300	VND95.300	1,85%	Khả quan	Công nghiệp

Ngày 26/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Trung bình</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

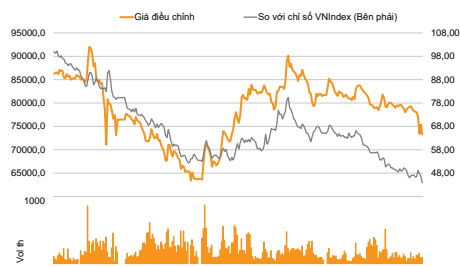
Consensus\*: Mua:6 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -2,3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	92.024
Thấp nhất 52 tuần (VND)	63.429
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	12.175tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.782
Free float (%)	28
P/E trượt (x)	15,9
P/B hiện tại (x)	5,04

### Cơ cấu sở hữu

Viettel Group	68.1%
Khác	31.90%

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Tiến Dũng**

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong 2022-23

- Với vị thế hàng đầu ở lĩnh vực giao nhận liên tỉnh, VTP đang nắm bắt sự bùng nổ thương mại điện tử Việt Nam với mức tăng 28%/năm từ 2022-25.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng VTP tăng 1,9% svck năm 2021 và tăng mạnh 30,1%/năm giai đoạn 2022-23 nhờ thương mại điện tử bùng nổ.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 95.300 đ/cp.

### Vị thế dẫn đầu trong thị trường tăng trưởng hai chữ số

Chúng tôi cho rằng thị trường thương mại điện tử Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa. Theo Google, thị trường TMĐT Việt Nam ước tính tăng trưởng trung bình 28%/năm và đạt quy mô 52 tỷ USD vào 2025. VTP với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực giao nhận liên tỉnh đang có ưu thế nhờ triển khai các bưu cục số kể từ tháng 2/21 kết hợp với hạ tầng bưu chính toàn quốc. VTP đặt kế hoạch xây dựng thêm 17 trung tâm logistics khắp cả nước để cải thiện biên lợi nhuận và nâng cao dịch vụ tới khách hàng. VTP cũng đã phát triển Voso.vn để nắm bắt nhu cầu mua sắm trực tuyến bùng nổ trong thời điểm giãn cách xã hội.

### Vượt qua thách thức trong ngắn hạn, hướng tới phục hồi và tăng trưởng

Do giãn cách xã hội trong Q3/21, nhiều công ty giao hàng phải giảm quy mô như Giao Hàng Tiết Kiệm, Grab, Be hay các ứng dụng xe công nghệ khác. Trong thời điểm khó khăn, VTP vẫn đáp ứng nhu cầu hoạt động và mở rộng dịch vụ cung cấp tới khách hàng như phát triển trang voso.vn, qua đó giúp tăng thị phần cho VTP trong thời điểm giãn cách xã hội. Trong năm 2021, do ảnh hưởng nghiêm trọng từ đợt bùng phát dịch trong Quý 3, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận VTP tăng nhẹ 5,2%/1,9% svck. Chúng tôi kỳ vọng thị trường giao nhận sẽ phục hồi và tăng trưởng trung bình 19,4%/năm trong 2022-23 nhờ sự phát triển của thương mại điện tử, giúp doanh thu giao nhận của VTP tăng 25,2%/năm trong giai đoạn này. Lợi nhuận ròng của VTP được kỳ vọng tăng trưởng trung bình 30,1%/năm giai đoạn 2022-23.

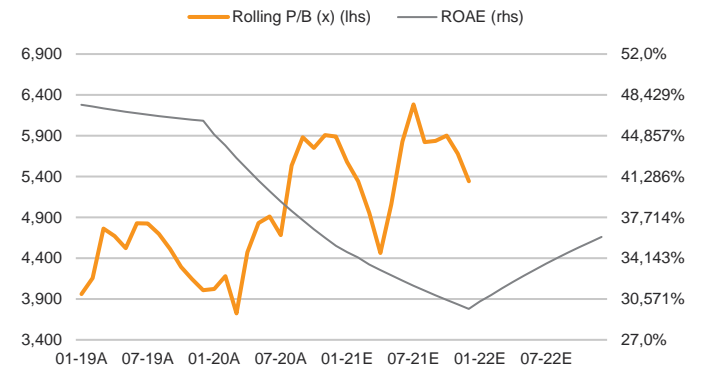
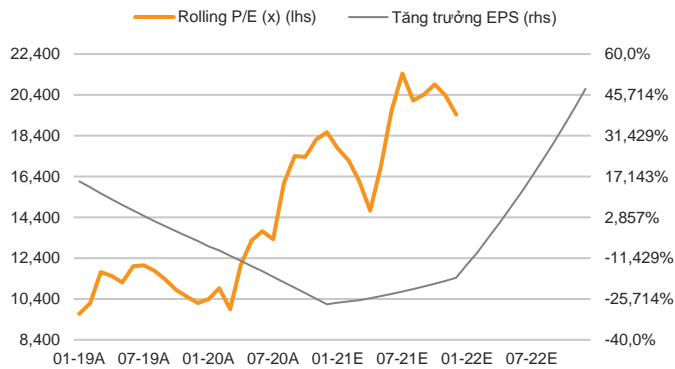
### Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 95.300

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho VTP với giá mục tiêu 95.300 đ/cp. VTP đã tận dụng cơ hội để mở rộng thị phần nhờ hệ sinh thái toàn diện từ nền tảng thương mại điện tử đến hạ tầng bưu chính toàn quốc. Ngoài ra, kế hoạch niêm yết trên HSX cũng là yếu tố tích cực trong ngắn hạn. Tiềm năng tăng giá gồm: (1) sản lượng và giá cước cao hơn dự kiến, (2) tiến triển mới trong việc niêm yết trên HSX. Rủi ro giảm giá gồm: (1) dịch bệnh hay rủi ro địa chính trị khiến các nước đóng cửa biên giới và ảnh hưởng đến sản lượng giao nhận quốc tế, (2) giá dịch vụ thấp hơn dự kiến do cạnh tranh gay gắt.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	17.234	18.130	21.336	23.216
Tăng trưởng DT thuần	120,6%	5,2%	17,7%	8,8%
Biên lợi nhuận gộp	4,1%	3,6%	4,4%	4,7%
Biên EBITDA	3,5%	3,5%	4,0%	4,3%
LN ròng (tỷ)	383	391	578	654
Tăng trưởng LN ròng	0,8%	1,9%	47,9%	13,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(3,9%)	1,8%	48,5%	13,3%
EPS cơ bản	4.615	3.771	5.578	6.315
EPS điều chỉnh	3.955	3.232	4.780	5.412
BVPS	14.553	13.717	17.263	21.287
ROAE	35,2%	29,7%	36,0%	32,8%

Nguồn: VND RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	18.130	21.336	23.216
Giá vốn hàng bán	(17.469)	(20.392)	(22.114)
Chi phí quản lý DN	(209)	(274)	(326)
Chi phí bán hàng	(21)	(28)	(33)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>430</b>	<b>642</b>	<b>742</b>
EBITDA thuần	493	689	817
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(63)</b>	<b>(47)</b>	<b>(74)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>430</b>	<b>642</b>	<b>742</b>
Thu nhập lãi	126	151	168
Chi phí tài chính	(74)	(77)	(100)
Thu nhập ròng khác	7	8	9
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>489</b>	<b>724</b>	<b>819</b>
Thuế	(99)	(146)	(165)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>391</b>	<b>578</b>	<b>654</b>
Thu nhập trên vốn	391	578	654
Cổ tức phổ thông	(155)	(155)	(155)
<b>LN giữ lại</b>	<b>235</b>	<b>422</b>	<b>499</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	281	369	440
Đầu tư ngắn hạn	2.070	2.269	2.583
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.088	1.431	1.704
Hàng tồn kho	595	775	925
Các tài sản ngắn hạn khác	116	151	181
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.149</b>	<b>4.995</b>	<b>5.832</b>
Tài sản cố định	297	451	537
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	72	95	113
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.518</b>	<b>5.540</b>	<b>6.482</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.065	1.387	1.656
Phải trả người bán	330	441	523
Nợ ngắn hạn khác	1.702	1.924	2.099
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.097</b>	<b>3.752</b>	<b>4.277</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	1.036	1.036	1.036
LN giữ lại	356	724	1.140
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.421</b>	<b>1.788</b>	<b>2.204</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.518</b>	<b>5.540</b>	<b>6.482</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>489</b>	<b>724</b>	<b>819</b>
Khấu hao	63	47	74
Thuế đã nộp	(99)	(146)	(165)
Các khoản điều chỉnh khác	(180)	(205)	(250)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>227</b>	<b>225</b>	<b>(196)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>500</b>	<b>195</b>	<b>282</b>
Đầu tư TSCĐ	15	(182)	(145)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(371)	(49)	(146)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	3	(42)	(33)
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(352)</b>	<b>(272)</b>	<b>(324)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(30)	322	269
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(125)	(155)	(155)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(155)</b>	<b>166</b>	<b>113</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	288	281	369
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(7)</b>	<b>89</b>	<b>71</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	281	370	440

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	2,2%	2,7%	2,8%
Vòng quay TS	4,07	4,24	3,86
ROAA	8,8%	11,5%	10,9%
Đòn bẩy tài chính	3,39	3,14	3,01
ROAE	29,7%	36,0%	32,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	15,8	17,7	19,4
Số ngày nắm giữ HTK	12,4	13,9	15,3
Số ngày phải trả tiền bán	6,9	7,9	8,6
Vòng quay TSCĐ	53,83	57,05	47,01
ROIC	15,7%	18,2%	16,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,7	0,7
Vòng quay tiền	21,4	23,7	26,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	5,2%	17,7%	8,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	0,3%	49,3%	15,6%
Tăng trưởng LN ròng	1,9%	47,9%	13,2%
Tăng trưởng EPS	(18,3%)	47,9%	13,2%

Nguồn: VND RESEARCH



## Khối Phân tích VNDIRECT

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Khối Phân tích

[hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

#### Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận vĩ mô và Chiến lược thị trường

[hinh.dinh@vndirect.com.vn](mailto:hinh.dinh@vndirect.com.vn)

#### Ngân hàng – Tài chính

Nguyễn Đặng Bảo Ngọc – CV Phân tích Cao cấp

[ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn](mailto:ngoc.nguyendang@vndirect.com.vn)

Lê Quốc Việt – CV Phân tích

[viet.lequoc2@vndirect.com.vn](mailto:viet.lequoc2@vndirect.com.vn)

Trần Thị Thu Thảo – CV Phân tích

[thao.tranthu2@vndirect.com.vn](mailto:thao.tranthu2@vndirect.com.vn)

#### Công nghiệp – Bán lẻ - Tiêu dùng

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

[tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn)

Phan Như Bách – CV Phân tích

[bach.phannhu@vndirect.com.vn](mailto:bach.phannhu@vndirect.com.vn)

Hà Thu Hiền – CV Phân tích

[hien.hathu@vndirect.com.vn](mailto:hien.hathu@vndirect.com.vn)

Nguyễn Đức Hào – CV Phân tích

[hao.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:hao.nguyenduc@vndirect.com.vn)

#### BDS – Xây dựng – Vật liệu

Chu Đức Toàn – CV Phân tích Cao cấp

[toan.chuduc@vndirect.com.vn](mailto:toan.chuduc@vndirect.com.vn)

Trần Bá Trung – CV Phân tích

[trung.tranba@vndirect.com.vn](mailto:trung.tranba@vndirect.com.vn)

Nguyễn Thị Cẩm Tú – CV Phân tích

[tu.nguyencam2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyencam2@vndirect.com.vn)

#### Hàng không – Logistic – Điện – Dầu khí

Nguyễn Tiến Dũng – CV Phân tích Cao cấp

[dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

Nguyễn Ngọc Hải – CV Phân tích

[hai.nguyennqoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennqoc2@vndirect.com.vn)

Nguyễn Hà Đức Tùng – CV Phân tích

[tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@vndirect.com.vn)

#### Nông nghiệp – Hóa chất

Lê Anh Sơn – CV Phân tích

[son.leanh@vndirect.com.vn](mailto:son.leanh@vndirect.com.vn)

Vũ Mạnh Hùng – CV Phân tích

[hung.vumanh3@vndirect.com.vn](mailto:hung.vumanh3@vndirect.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Hằng – CV Phân tích

[hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn](mailto:hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn)

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>