

# Triển vọng TTCK Việt Nam 2021

## Chân trời mới

Các yếu tố hỗ trợ thị trường trong năm sau sẽ trở nên nổi bật hơn, bao gồm: 1) Chính sách tiền tệ nới lỏng toàn cầu và đồng USD suy yếu; 2) Kinh tế Việt Nam và thế giới phục hồi hậu Covid-19; 3) Triển vọng nâng hạng thị trường theo phân hạng của FTSE; và 4) đẩy nhanh giải ngân đầu tư công.

Các yếu tố rủi ro chính nhiều khả năng sẽ tập trung vào Q1 2021, bao gồm: 1) TTCK Việt Nam có thể đối mặt với nhịp điều chỉnh ngắn hạn sau một nhịp tăng kéo dài trước đó; 2) làn sóng Covid-19 toàn cầu tiếp tục gia tăng sau đợt nghỉ lễ Giáng sinh và năm mới; 3) việc chuyển giao chính quyền mới ở Mỹ có thể không diễn ra suôn sẻ; 4) rủi ro bị Mỹ áp thuế lên các mặt hàng của Việt Nam.

Chúng tôi kì vọng VNIndex sẽ vượt vùng đỉnh lịch sử quanh 1,200 trong năm 2021 trước khi chịu áp lực điều chỉnh và quay trở lại quanh mốc này, tương ứng với mặt bằng P/E forward xấp xỉ 16.5.

### Các ngành/mã khuyến nghị:

- Ngành BĐS nhà ở - Mã cổ phiếu: VHM, DXG
- Ngành Năng lượng - Mã cổ phiếu: HND
- Ngành Ngân hàng - Mã cổ phiếu: MBB, TCB
- Ngành Cảng biển - Mã cổ phiếu: NCT, SCS
- Ngành Công nghệ thông tin - Mã cổ phiếu: FPT
- Ngành Thủy sản - Mã cổ phiếu: VHC
- Ngành Dầu khí - Mã cổ phiếu: GAS
- Ngành Bán lẻ - Mã cổ phiếu: MWG, PNJ

29/12/2020

## Mục Lục

<b>I. Các yếu tố tác động thị trường 2021</b>	<b>3</b>
1. Chính sách tiền tệ nới lỏng toàn cầu và đồng USD suy yếu	3
2. Kinh tế thế giới và Việt Nam phục hồi hậu Covid-19	4
3. Rủi ro bị Mỹ áp thuế	5
4. Triển vọng nâng hạng thị trường theo phân hạng của FTSE	6
5. Đẩy nhanh giải ngân đầu tư công	7
<b>II. Nhận định thị trường</b>	<b>9</b>
<b>III. Chủ đề đầu tư 2021</b>	<b>11</b>
1. Dòng vốn FDI	11
2. Thoái vốn – cổ phần hóa	12
3. Chính sách tiền tệ nới lỏng & đẩy nhanh giải ngân đầu tư công	12
4. EVFTA	13
<b>V. Triển vọng ngành</b>	<b>15</b>
1. Ngành BĐS nhà ở - Mã cổ phiếu: VHM, DXG	15
2. Ngành BĐS Khu công nghiệp	19
2. Ngành Năng lượng – Mã cổ phiếu: HND	21
3. Ngành Ngân hàng – Mã cổ phiếu: MBB, TCB	24
4. Ngành Cảng biển – Mã cổ phiếu: NCT, SCS	28
5. Ngành Công nghệ thông tin – Mã cổ phiếu: FPT	33
2. Ngành Thủy sản – Mã cổ phiếu: VHC	36
3. Ngành Dầu khí – Mã cổ phiếu: GAS	39
4. Ngành Bán lẻ – Mã cổ phiếu: MWG, PNJ	42

## CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG THỊ TRƯỜNG 2021

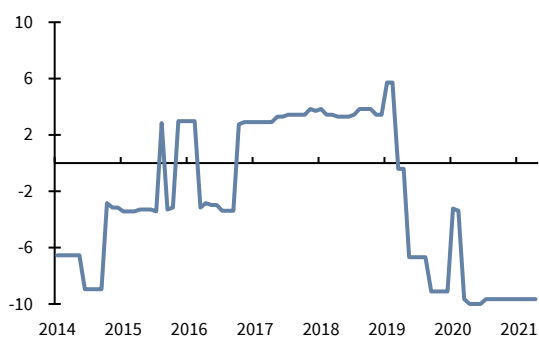
### 1. Chính sách tiền tệ nới lỏng toàn cầu và đồng USD suy yếu

Trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang hứng chịu tác động tiêu cực từ dịch Covid-19, gần như toàn bộ các nền kinh tế lớn đã áp dụng các chính sách kích thích tài khóa và tiền tệ mở rộng chưa từng có tiền lệ (Biểu đồ 1). Điều này đã trở thành động lực quan trọng hỗ trợ TTCK toàn cầu tăng mạnh trong nửa sau năm 2020.

Các chính sách hỗ trợ này được dự báo sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2021, đặc biệt trong bối cảnh bà Yellen (cựu Chủ tịch FED – người có khuynh hướng tăng cường nới lỏng chính sách để hỗ trợ kinh tế) được đề bạt lên làm Bộ trưởng Tài chính Mỹ dưới thời tân tổng thống Biden, kết hợp với các tín hiệu của ông Powell cho thấy FED chưa có ý định cân nhắc việc hạn chế các chính sách tiền tệ mở rộng.

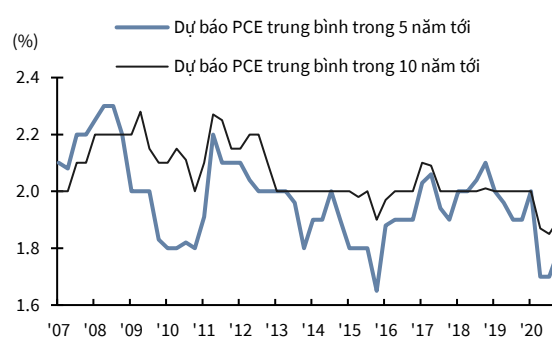
Trong bối cảnh hiện tại, yếu tố duy nhất có thể cản trở việc các Chính phủ và NHTW tăng cường các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng là rủi ro lạm phát quay trở lại. Dù vậy, các dự báo của các tổ chức đều cho thấy lạm phát sẽ duy trì ở mức thấp trong năm sau (Biểu đồ 2).

**Biểu đồ 1. Chỉ số theo dõi chính sách tiền tệ toàn cầu (điểm)**



Nguồn: Bloomberg, IMF, CFR, KB Securities Vietnam; 10 = thắt chặt hoàn toàn; -10 = nới lỏng hoàn toàn

**Biểu đồ 2. Dự báo chỉ số PCE trung bình của Mỹ trong 5-10 năm tới (%)**

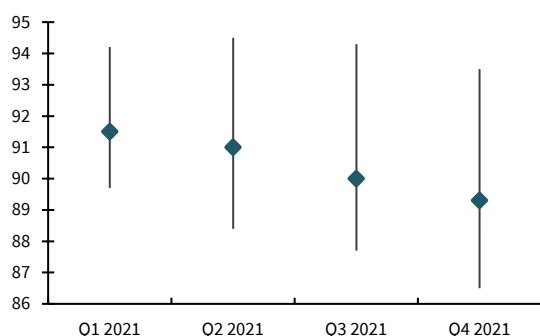


Nguồn: Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters, KB Securities Vietnam

Với kỳ vọng nền kinh tế Mỹ phục hồi tốt nhưng không quá nóng, lạm phát duy trì ở mức thấp, các chính sách nới lỏng mạnh mẽ, cùng thực trạng thâm hụt kép (twin deficit) đối với cả ngân sách và tài khoản vãng lai của Mỹ duy trì ở mức cao, chúng tôi có cơ sở mạnh để nhận định đồng USD sẽ tiếp tục suy yếu trong năm 2021. Tổng hợp dự báo của các tổ chức cũng cho thấy sự đồng thuận về việc đồng USD sẽ suy yếu trong các năm tiếp theo (Biểu đồ 3).

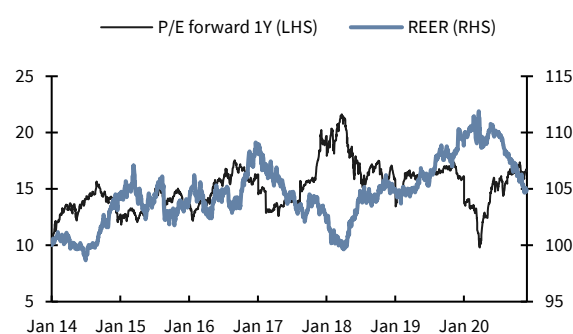
Đồng USD suy yếu là yếu tố hỗ trợ mạnh cho các TTCK mới nổi và cận biên. Riêng đối với TTCK Việt Nam, model quan sát biến động đường REER (Real Effective Exchange Rate – biến động gần tương đồng với biến động đồng USD) có mối tương quan khá rõ nét và ngược chiều với biến động P/E của chỉ số VNIndex (Biểu đồ 4). Điều này cho thấy, với chính sách neo tỷ giá trong biên độ cho phép, mỗi khi đồng USD mất giá, đường REER đi xuống đồng nghĩa VND giảm giá so với rổ tiền tệ, kéo theo đó là việc TTCK Việt Nam thường được định giá cao (theo P/E). Nguyên nhân bên cạnh việc khối ngoại thường có xu hướng mua ròng nhờ nguồn tiền rẻ dồi dào, còn đến từ việc kinh tế Việt Nam, vốn là 1 nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào hoạt động xuất khẩu, được hưởng lợi nhờ VND ở mức thấp tương đối so với đồng tiền của các đối tác thương mại.

**Biểu đồ 3. Trung vị dự báo của chỉ số DXY trong năm 2021**



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

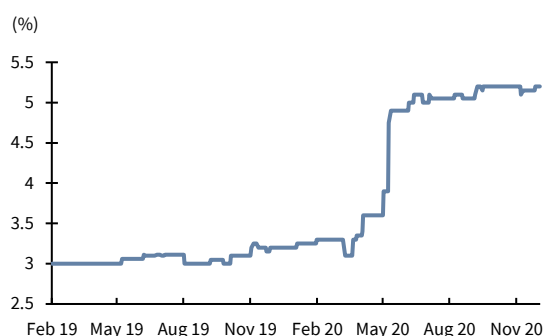
**Biểu đồ 4. Tương quan giữa P/E VNIndex và REER**



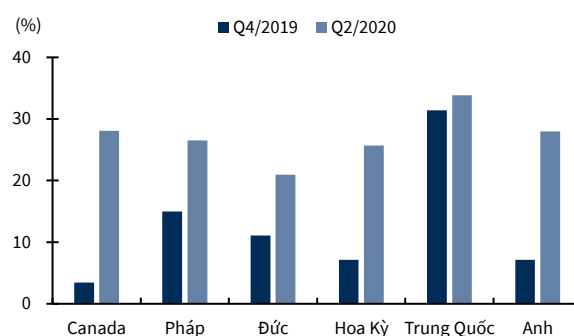
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## 2. Kinh tế thế giới và Việt Nam phục hồi hậu Covid-19

Tăng trưởng kinh tế toàn cầu nói chung đã nhận được sự đồng thuận của các nhà kinh tế học toàn cầu về triển vọng phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021 (Biểu đồ 5) từ mức nền thấp của năm nay do tác động của dịch Covid-19. Cơ sở cho những nhận định trên chủ yếu xuất phát từ kỳ vọng vaccine chống dịch sẽ sớm được phân phối rộng rãi giúp chấm dứt dịch bệnh, bên cạnh các yếu tố hỗ trợ khác như chính sách tài khóa và tiền tệ siêu nới lỏng của các nền kinh tế chủ chốt, sự gia tăng tỷ lệ tiết kiệm (Saving ratio) trên toàn cầu năm 2020 (Biểu đồ 6) giúp thúc đẩy chi tiêu mạnh mẽ trong năm sau.

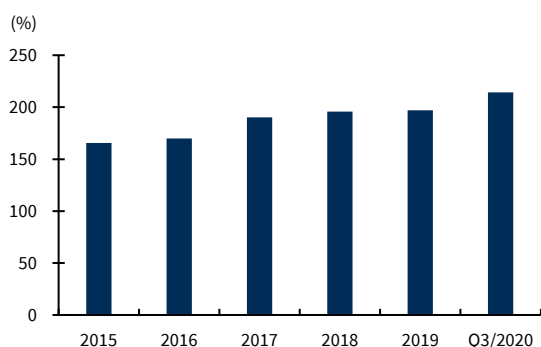
**Biểu đồ 5. Trung vị dự báo tăng trưởng GDP toàn cầu 2021 (%)**

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

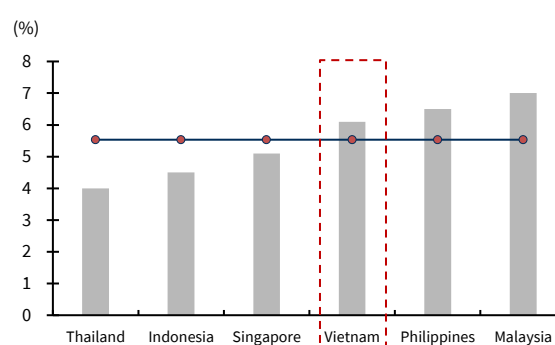
**Biểu đồ 6. Tỷ lệ tiết kiệm của các nước (%)**

Nguồn: Haver Analytics, KB Securities Vietnam

Đối với kinh tế trong nước, không cần chờ đến sự xuất hiện của vaccine Covid-19, trên thực tế, tăng trưởng kinh tế đã từng bước có sự phục hồi mạnh mẽ trong nửa sau năm 2020 nhờ khả năng kiểm soát tốt dịch bệnh, cùng các chính sách tài khóa và tiền tệ mở rộng của Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước. Mới đây trong kế hoạch kinh tế xã hội 2021 được Quốc hội thông qua, mức GDP mục tiêu 6% đã cho thấy sự tự tin của Chính phủ đối với triển vọng kinh tế trong nước trong năm sau. Mức mục tiêu cao này, theo chúng tôi đánh giá, là hoàn toàn có cơ sở khi kinh tế Việt Nam, vốn là 1 nền kinh tế có độ mở cao (Biểu đồ 7), sẽ được hỗ trợ mạnh bởi sự phục hồi kinh tế toàn cầu khi dịch Covid-19 được đẩy lùi nhờ vaccine, giúp hoạt động xuất khẩu, thu hút vốn FDI thêm phần khởi sắc.

**Biểu đồ 7. Độ mở nền kinh tế Việt Nam (%)**

Nguồn: Tổng cục thống kê, KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 8. Dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam 2021 trong khu vực ASEAN (%)**

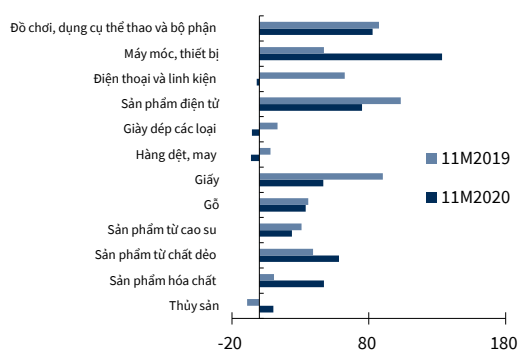
Nguồn: ADB, KB Securities Vietnam

### 3. Rủi ro bị Mỹ áp thuế

Diễn biến giá cổ phiếu nhóm doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu chủ yếu sang Mỹ bị kìm hãm trong thời gian vừa qua trước các lo ngại về quan hệ thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ xấu đi sau khi Việt Nam chính thức bị gắn mác thao túng tiền tệ, kéo theo các rủi ro bị áp thuế nhập khẩu, hạn ngạch vào thị trường nước này. Mặc dù vậy, việc bị gắn mác thao túng tiền tệ không đồng nghĩa với việc bị áp thuế ngay sau đó bởi chính phủ Mỹ và Việt Nam sẽ có tối đa 1 năm để thương

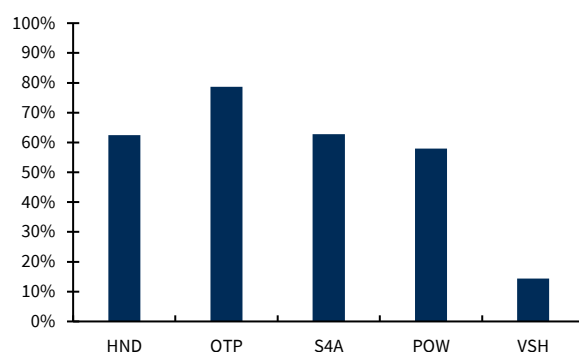
lượng nhằm tìm ra giải pháp làm giảm các bất đồng thương mại.

**Biểu đồ 9. Tăng trưởng xuất khẩu 11 tháng một số mặt hàng sang Mỹ (%)**



Nguồn: Thống kê hải quan, KB Securities Vietnam

**Biểu đồ 10. Tỷ lệ nợ bằng đồng USD trên tổng nợ của các doanh nghiệp ngành năng lượng (%)**



Nguồn: Báo cáo tài chính các công ty, KB Securities Vietnam

Trong trung và dài hạn, việc bị hạn chế công cụ mua ngoại tệ có thể khiến đồng VND trở nên mạnh hơn trong thời gian tới khi đồng USD trên toàn cầu có dấu hiệu suy yếu và dòng tiền USD chảy vào Việt Nam khá dồi dào. Đồng VND mạnh lên sẽ mang tới tác động tiêu cực trực tiếp tới các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, đây sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho những doanh nghiệp có tỷ trọng dư nợ bằng đồng USD ở mức cao, tiêu biểu như doanh nghiệp ngành năng lượng (Biểu đồ 10).

#### 4. Triển vọng nâng hạng thị trường theo phân hạng của FTSE

Trong kỳ review mới đây nhất (9/2020) của FTSE, TTCK Việt Nam hiện vẫn đang được duy trì trong danh sách xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp. Tuy nhiên, với những cải thiện được kỳ vọng diễn ra trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ có cơ hội được nâng hạng trong kì xét duyệt tháng 9/2021. Theo những thông tin từ UBCK, việc nâng cấp hệ thống giao dịch, lưu ký, bù trừ toàn diện đang ở vào những giai đoạn triển khai cuối cùng và có thể bắt đầu chạy thử nghiệm vào năm sau. Hạ tầng mới cùng với sự xuất hiện của mô hình Đối tác thanh toán bù trừ trung tâm (CCP) sẽ mở đường cho giao dịch trong ngày (T+0) và giảm tỷ lệ ký quỹ thanh toán (tương tự như chứng khoán phái sinh). Khi đó, Việt Nam sẽ có thể đáp ứng tiêu chí trọng yếu “thanh toán, bù trừ (DvP)” của FTSE (Bảng 1).

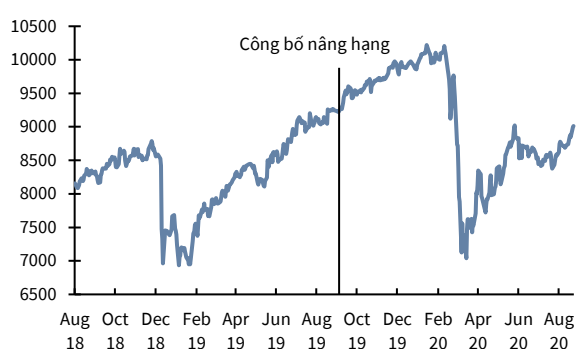
**Bảng 1. Việt Nam FTSE xét duyệt – Tiêu chí chưa đáp ứng để nâng hạng lên thị trường thứ cấp**

TIÊU CHÍ	Mới nổi thứ cấp	Việt Nam	Cận Biên
Lưu ký, thanh toán bù trừ và hệ thống giao dịch			
Hoạt động thanh toán chứng khoán thông suốt, không có lỗi	X	N/A	X
Chu kì thanh toán (DvP)	X	T+2	

Nguồn: FTSE

Trên thực tế và trong quá trình triển khai thường sẽ phát sinh một số vấn đề gây trì hoãn và chậm tiến độ, tuy nhiên chúng tôi cho rằng yếu tố này vẫn sẽ đóng vai trò “tạo kỳ vọng” cho thị trường trong năm sau. Việc nâng hạng TTCK Việt Nam sẽ là cú huých tích cực, giúp thị trường có thể thu hút dòng tiền của NĐTNN với quy mô lớn hơn cũng như giúp tâm lý NĐT hưng phấn, kéo thị trường tăng điểm trước giai đoạn được công bố nâng hạng. Trong 2 trường hợp nâng hạng gần đây, TTCK Romania và Saudi Arabia đều ghi nhận diễn biến khởi sắc trước giai đoạn được nâng hạng (Biểu đồ 11 – 12).

**Biểu đồ 11. Romania – Diễn biến chỉ số BET trong giai đoạn công bố nâng hạng**



Nguồn: V\_KBSource

**Biểu đồ 12. Saudi Arabia – Diễn biến chỉ số Tadawul trong giai đoạn công bố nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp**

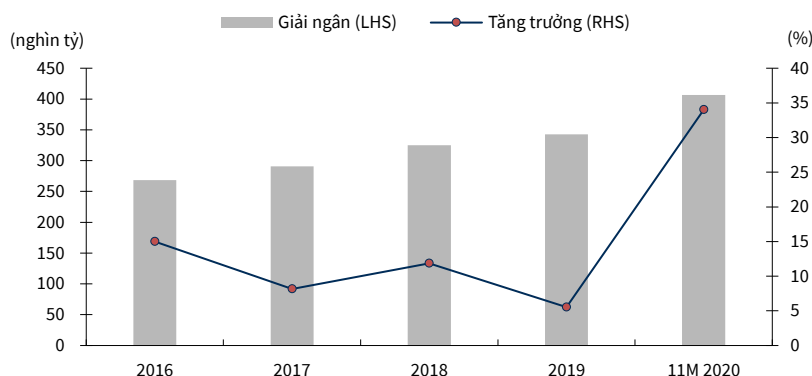


Nguồn: V\_KBSource

## 5. Đẩy nhanh giải ngân đầu tư công

Đầu tư công 2020 đã chuyển biến tích cực trong các tháng cuối năm với vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước lũy kế đến hết tháng 11 đạt 406.8 nghìn tỷ VND, tăng 34% so với cùng kỳ năm trước, tốc độ tăng trưởng cao nhất giai đoạn 2011-2020, bất chấp tác động của dịch Covid-19. Bước sang năm 2021, tổng số vốn đầu tư nguồn ngân sách nhà nước (NSNN) dự kiến là 477,300 tỷ đồng, tăng 1.4% so với kế hoạch đầu tư vốn NSNN năm 2020.

**Biểu đồ 13. Việt Nam – Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước (nghìn tỷ, %)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, KB Securities Vietnam

Đầu tư công vẫn là trụ đỡ quan trọng trong quá trình hồi phục nền kinh tế Việt Nam trong năm tới và chúng tôi khá lạc quan với tốc độ giải ngân đầu tư công trong năm 2021 nhờ một số lí do: 1) Kỳ vọng vào sự chỉ đạo quyết liệt của bộ máy chính phủ mới; 2) Luật đầu tư công sửa đổi sẽ mang tới hiệu quả rõ nét hơn khi các bên đã bắt nhịp nhuần nhuyễn hơn và cũng đã có thêm những nghị định, thông tư hướng dẫn; 3) Luật Đầu tư công sửa đổi đã phân cấp triệt để quy trình thẩm định nguồn vốn và khả năng cân đối vốn cho các cán bộ, cơ quan, địa phương thẩm định, do đó đẩy nhanh được tiến độ phân bổ vốn; và 4) quy định giải ngân 1 năm khiến cho bộ, ngành, địa phương nào không giải ngân hết kế hoạch vốn sẽ bị “cắt vốn” và giảm kế hoạch, giúp loại bỏ tình trạng đăng kí vốn không sát với khả năng thực hiện.

Năm tới dự kiến sẽ khởi công 2 dự án trọng điểm quốc gia bao gồm 5 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam theo hình thức PPP và sân bay Long Thành.

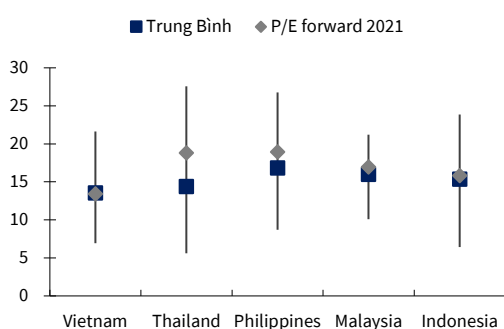


## NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG

Sau khi lao dốc vào tháng 3 với cú shock Covid-19, thị trường đã nhanh chóng lấy lại đà phục hồi mạnh mẽ, vượt qua cột mốc trước dịch nhờ những biện pháp kiểm soát dịch bệnh hiệu quả; bộ đệm hỗ trợ mạnh mẽ đến từ chính sách nới lỏng tiền tệ và mở rộng tài khóa ở trong nước cũng như quốc tế; và kì vọng vào việc vaccine sớm được phân phối vào năm sau.

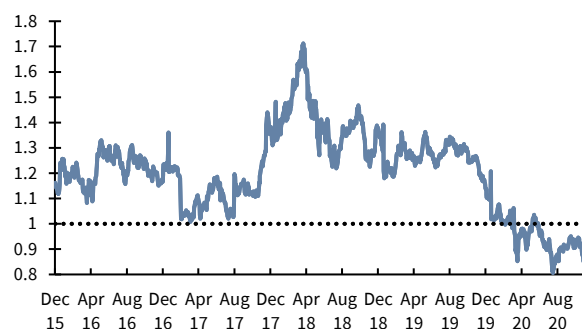
So sánh P/E của các thị trường trong khu vực, có thể thấy P/E forward 2021 của VN-Index thấp hơn tương đối so với các nước khác (Biểu đồ 14). Ngoài ra, tương quan P/E forward 12 tháng với 2 chỉ số tiêu chuẩn khác là FTSE EM Index thì giá trị so sánh của VNIndex đang ở mức thấp trong nhiều năm qua (Biểu đồ 15).

Biểu đồ 14. Diễn biến P/E forward 12 tháng của VN-Index và các nước khu vực (2009 – 2020)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 15. Diễn biến P/E forward 12 tháng của VNIndex so với FTSE EM Index

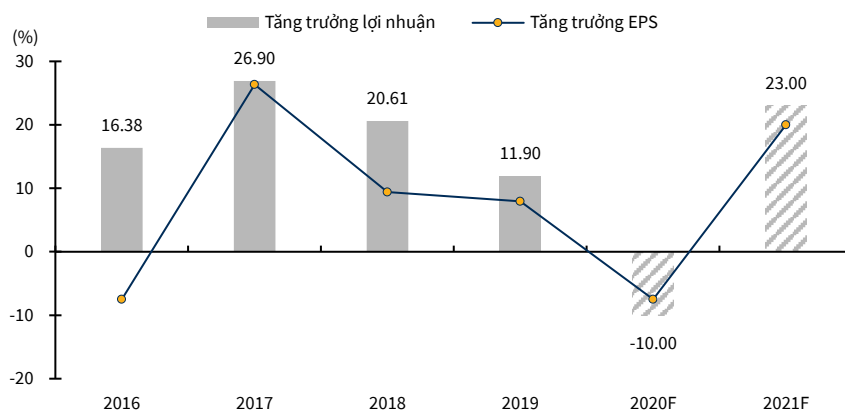


Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Đối với kì vọng thị trường năm 2021, chúng tôi tiếp tục nghiêng về khả năng mở rộng đà tăng của chỉ số khi hội tụ nhiều yếu tố hỗ trợ tích cực. Mặc dù đã phục hồi mạnh và vượt qua mức trước dịch bệnh nhưng chúng tôi đánh giá nền giá hiện tại vẫn ở mức hợp lý và còn nhiều dư địa để phản ánh thêm nhưng cơ hội trong năm 2021. Trong đó, kì vọng của chúng tôi bao gồm việc dịch bệnh Covid-19 vẫn được kiểm soát tốt ở Việt Nam; phân phối vaccine có thể diễn ra vào giữa năm 2021, qua đó chấm dứt dịch bệnh; nền kinh tế và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sẽ hồi phục về giai đoạn bình thường trước dịch trong môi trường nới lỏng tiền tệ; cùng với những căng thẳng thương mại có phần hạ nhiệt khi tổng thống Mỹ, ông Biden, có thể sẽ tiếp cận một cách ôn hòa hơn.

Chúng tôi kì vọng VNIndex sẽ vượt vùng đỉnh lịch sử quanh 1,200 trong năm 2021 trước khi chịu áp lực điều chỉnh và quay trở lại giao dịch ổn định quanh mốc này, tương ứng với mặt bằng P/E forward xấp xỉ 16.5 và EPS dự kiến tăng 20% (Biểu đồ 16).

**Biểu đồ 16. Dự phóng tăng trưởng LNST và tăng trưởng EPS của doanh nghiệp trên sàn HSX**



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KB Securities Vietnam

Giai đoạn trong Q1 2021 được xem là giai đoạn tiềm ẩn nhiều rủi ro nhất với thị trường bởi số ca nhiễm dịch bệnh trên toàn cầu vẫn diễn biến phức tạp, có thể làm chậm quá trình hồi phục kinh tế toàn cầu, trong khi việc chuyển giao chính quyền mới ở Mỹ có thể không diễn ra suôn sẻ. Đây được xem là cơ hội tốt để NĐT có thể gia tăng/mở lại tỷ trọng, kì vọng đà tăng tốt của thị trường sau Q1 khi vaccine được phổ cập.

**Bảng 2. Các yếu tố chính tác động đến thị trường trong năm 2021**

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Chính sách nới lỏng của các NHTW, bao gồm Việt Nam	Mạnh	Cao	Hoạt động kinh tế, sản xuất kinh doanh phục hồi chậm hơn kì vọng	Mạnh	Trung Bình
Triển vọng nâng hạng thị trường theo phân hạng FTSE	Mạnh	Trung Bình	Rủi ro bị Mỹ áp thuế toàn diện	Mạnh	Trung Bình
Đẩy mạnh đầu tư công	Trung Bình	Cao	Dịch bệnh tiếp tục bùng phát	Trung Bình	Cao
Xu hướng nới lỏng cách ly và thông tin về sản xuất vaccine	Trung Bình	Trung Bình	Phân phối vaccine rộng rãi chậm và gặp khó khăn	Trung Bình	Trung Bình
Dòng tiền mới dồi dào	Trung Bình	Trung Bình	Rủi ro địa chính trị trong khu vực	Trung Bình	Thấp

Nguồn: KB Securities Vietnam

## CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2021

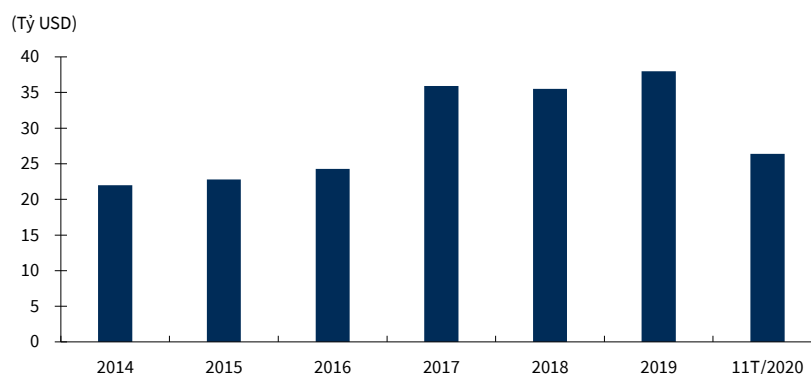
### 1. Dòng vốn FDI

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp: Bất động sản khu công nghiệp, Logistics.

Việt Nam, trong gần 10 năm trở lại đây, đã luôn là điểm đến hấp dẫn đối với dòng vốn FDI nhờ kinh tế tăng trưởng cao, tham gia hàng loạt các Hiệp định thương mại tự do FTA, nền chính trị ổn định, vị trí địa lý thuận lợi, chi phí nhân công thấp và hạ tầng đang từng bước được cải thiện. Trong 3 năm gần đây đây, sức hút của Việt Nam đã được gia tăng đáng kể trước ảnh hưởng của 2 yếu tố là chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và đại dịch Covid-19.

Với việc dòng vốn FDI vào Việt Nam giảm mạnh trong năm nay do dịch bệnh cản trở hoạt động đi lại của các nhà đầu tư khiến nhiều dự án lớn bị trì hoãn sang năm sau, cùng kỳ vọng dịch Covid-19 sẽ sớm được kiểm soát trên quy mô toàn cầu giúp các hoạt động kinh tế phục hồi, kết hợp với sức hút từ các FTA mới đây được ký kết (RCEP, EVFTA), chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ quay trở lại mạnh mẽ trong năm sau và là động lực quan trọng hỗ trợ nền kinh tế.

**Biểu đồ 17. Việt Nam – FDI đăng ký vào Việt Nam (Tỷ USD)**



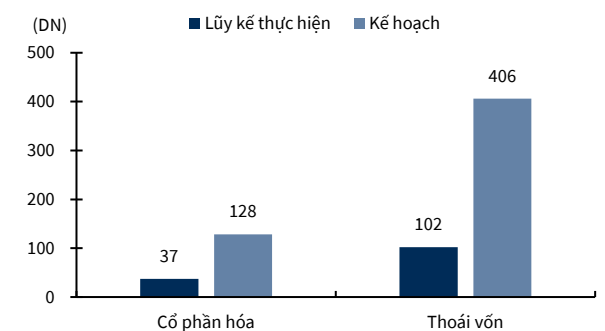
Nguồn: Tổng cục thống kê, KB Securities Vietnam

## 2. Thoái vốn – cổ phần hóa

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp: Doanh nghiệp có vốn nhà nước nằm trong danh sách thoái vốn của Chính phủ

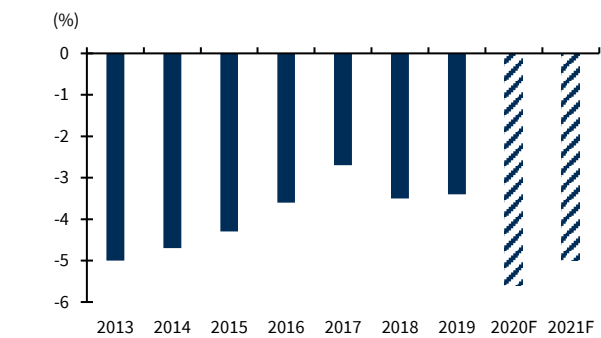
Chúng tôi kì vọng hoạt động thoái vốn, cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước trong năm sau sẽ có nhiều khởi sắc dựa trên một số cơ sở: 1) do tác động của dịch Covid-19, hoạt động thoái vốn doanh nghiệp nhà nước trong năm 2020 diễn ra chậm chạp, phần lớn các doanh nghiệp trong danh sách được Thủ tướng phê duyệt tại Quyết định số 908/QĐ-TTg chưa thoái được vốn trong năm nay; 2) nhu cầu cấp thiết bổ sung nguồn thu ngân sách sau năm 2020 thâm hụt cao do dịch bệnh Covid-19, trong khi Chính phủ tiếp tục có định hướng đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm 2021; 3) Bộ Tài chính đang hoàn thiện Dự thảo nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định 126/2017/NĐ-CP tháo gỡ vướng mắc quan trọng liên quan tới phương án sử dụng đất; 4) mức độ hấp thụ của NĐT với các thương vụ thoái vốn, cổ phần hóa được cải thiện khi TTCK năm tới được kì vọng ở trong điều kiện thuận lợi với thanh khoản được duy trì ở mức cao, dòng tiền dồi dào, khối ngoại quay trở lại mua ròng trong bối cảnh các yếu tố rủi ro toàn cầu suy giảm.

Biểu đồ 18. Tiến độ cổ phần hóa, thoái vốn 2016 - 2020



Nguồn: Bộ tài chính, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 19. Việt Nam – Cân đối tài khóa (% GDP)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Một số thương vụ cổ phần hóa, thoái vốn lớn có tác động mạnh tới thị trường có thể diễn ra trong năm sau bao gồm: Cổ phần hóa Agribank, Mobifone và thoái vốn VGC, VGT, TVN.

## 3. Chính sách tiền tệ nới lỏng & đẩy nhanh giải ngân đầu tư công

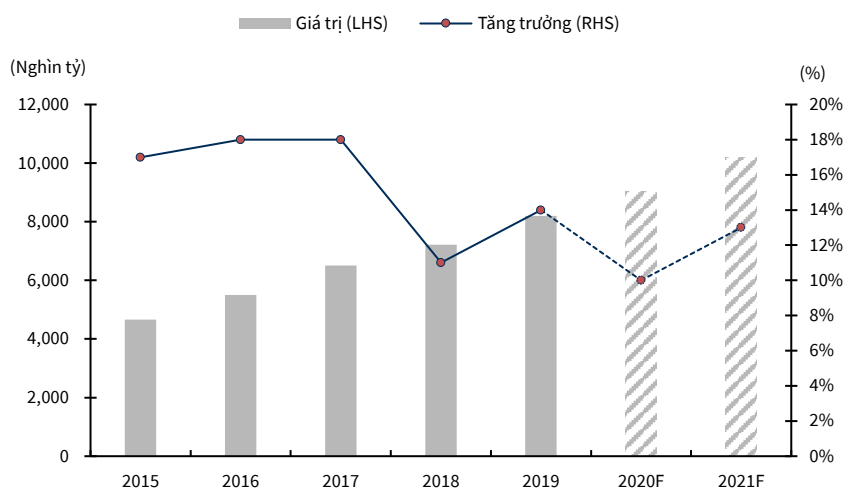
Đối tượng hưởng lợi trực tiếp: nhóm ngân hàng, bất động sản, Các nhóm cổ phiếu xây dựng hạ tầng, nguyên vật liệu

Chúng tôi kì vọng tăng trưởng tín dụng sẽ diễn biến thuận lợi hơn trong năm 2021 nhờ cầu tín dụng phục hồi sau đại dịch cùng với việc các ngân hàng cũng cởi mở hơn trong việc cho vay khi các điều kiện vĩ mô được cải thiện giúp giảm thiểu rủi ro nợ xấu (Biểu đồ 20). Kết hợp với chính sách nới lỏng tiền tệ được NHNN duy trì trong bối cảnh lạm phát dự báo không có biến động bất thường, kéo theo NIM của các ngân hàng được giữ ở mức cao, nhóm ngân hàng thương mại sẽ có điều kiện thuận lợi để gia tăng thu nhập lãi thuần; bên cạnh thu nhập về phí, dịch vụ, được hỗ trợ bởi mảng bancassurance, tiếp tục xu hướng tăng trưởng. Mặc dù khi thông tư 01/2020 hết hiệu lực có thể làm gia tăng nợ xấu và trích lập dự phòng của các ngân hàng, nhưng với việc kiểm soát tốt dịch bệnh, những tác động này sẽ không quá lớn và các ngân hàng sẽ có sự chủ động

trong việc ghi nhận và trích lập dự phòng.

Kênh tín dụng tích cực sẽ là yếu tố hỗ trợ cho nhóm ngành bất động sản, kéo theo động lực tăng trưởng cho nhóm ngành liên quan như xây dựng, nguyên vật liệu..., đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung bất động sản năm sau được kì vọng sẽ diễn biến khởi sắc.

**Biểu đồ 20. Việt Nam – Tăng trưởng tín dụng (nghìn tỷ, %)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, KB Securities Vietnam

Ngoài ra, chính sách tài khóa mở rộng với việc đầu tư công tiếp tục được chính phủ đẩy mạnh trong năm sau sẽ giúp cho nhu cầu vật liệu xây dựng duy trì ở mức tốt. Đối dự án đầu tư công trọng điểm như đường cao tốc Bắc – Nam, việc trúng thầu PPP sẽ là cú huých hoạt động kinh doanh cho một số doanh nghiệp xây dựng, hạ tầng.

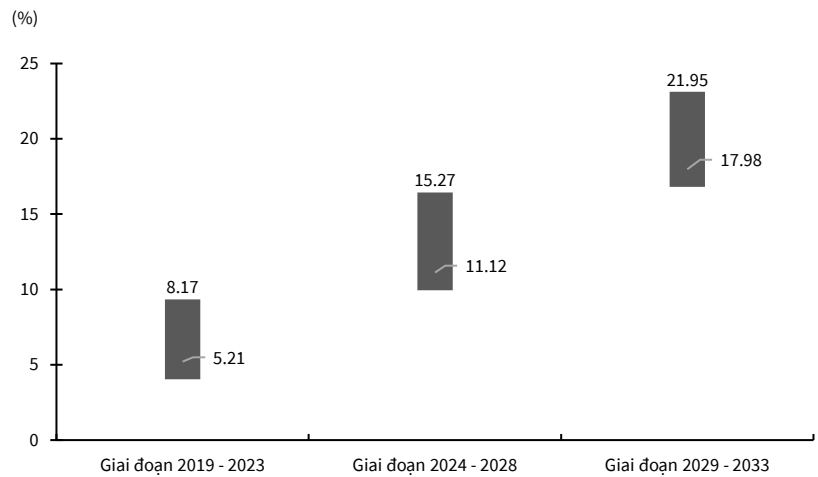
#### 4. Tác động từ các Hiệp định FTA

Nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp: nông nghiệp, thủy sản, dệt may, hóa chất.

Với việc 2 Hiệp định FTA lớn được ký kết trong năm nay là RCEP và EVFTA, cùng với Hiệp định CPTPP trước đó, nhóm cổ phiếu xuất khẩu được kỳ vọng hưởng lợi mạnh mẽ khi hàng loạt các loại thuế quan vào các thị trường lớn được cắt giảm theo lộ trình (Biểu đồ 21).

Các hiệu ứng thực tế nhìn chung chưa đáng kể trong giai đoạn đầu do lực cầu từ các nền kinh tế đối tác thương mại lớn suy yếu trước tác động của dịch Covid-19, bên cạnh việc một số mặt hàng xuất khẩu sẽ giảm theo lộ trình có thể kéo dài tối đa lên đến 7 năm (theo EVFTA). Với kỳ vọng dịch bệnh sẽ được kiểm soát tốt hơn trong năm 2021, hiệu ứng thực tế của các Hiệp định FTA đến các doanh nghiệp xuất khẩu trên sàn dự kiến sẽ rõ nét hơn và là động lực quan trọng hỗ trợ giá cổ phiếu các doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp.

**Biểu đồ 21. Việt Nam – Dự báo tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu sang EU sau hiệp định EVFTA**



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bộ Công Thương, KB Securities Vietnam

# Ngành Bất động sản nhà ở

## Kì vọng tăng tốc

Chuyên viên phân tích  
Phạm Hoàng Bảo Nga  
(+84) 24-7303-5333 ngaphb@kbsec.com.vn

Giám đốc phân tích doanh nghiệp  
Dương Đức Hiếu  
(+84) 24-7303-5333 hieudd@kbsec.com.vn

24/12/2020

### Thị trường BĐS phát triển ổn định trong 2020 mặc dù chịu nhiều ảnh hưởng bởi dịch bệnh

Covid 19 cùng với các khó khăn trong thủ tục pháp lý dự án đã ảnh hưởng tiêu cực tới thị trường BĐS nhà ở tại cả Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh khi số lượng căn hộ mở bán và tiêu thụ trong 9 tháng đầu năm 2020 chỉ bằng khoảng 30% so với cả năm 2019. Điểm tích cực là tỷ lệ tiêu thụ/mở bán mới vẫn ở mức cao, khoảng 96% tại HCM và 107% tại Hà Nội, mức giá bán duy trì đi ngang tại HN và tăng khoảng 6% tại HCM. Sự sôi động của thị trường BĐS nhà ở chủ yếu nằm tại các tỉnh ven đô thị lớn hoặc ven biển như Đồng Nai, Bình Dương, Bình Định, Quảng Ninh... khi các sản phẩm đất nền, biệt thự nghỉ dưỡng hoặc căn hộ nghỉ dưỡng thu hút được dòng tiền đầu tư và có giao dịch khá sôi động.

### Nguồn vốn đầu tư công vào cơ sở hạ tầng, mặt bằng lãi suất giảm tiếp tục là động lực cho nhu cầu BĐS trong năm 2021

Việc chính thức khởi công sân bay Long Thành cùng việc triển khai cao tốc Bắc Nam và các dự án cầu đường khác kì vọng tiếp tục thúc đẩy nhu cầu BĐS của người dân. Môi trường lãi suất thấp cũng là một yếu tố quan trọng thúc đẩy nhu cầu vay vốn mua nhà hoặc đầu tư BĐS trong năm 2021.

### Các vấn đề về pháp lý dự án được kì vọng sẽ được tháo gỡ trong năm 2021, giải quyết nút thắt nguồn cung, đặc biệt tại thị trường Tp. HCM

Chúng tôi kì vọng nguồn cung BĐS tại thị trường Tp.HCM sẽ hồi phục trở lại từ 2021, sau 2 năm suy giảm mạnh. Các cơ quan Chính phủ cũng như chính quyền Tp.HCM đã có nhiều đề xuất đưa ra các giải pháp để thúc đẩy quá trình phê duyệt cấp phép dự án. Với việc các cấp chính quyền khóa mới sẽ đi vào hoạt động, chúng tôi cho rằng tiến trình phê duyệt pháp lý sẽ được đẩy mạnh hơn từ nửa sau năm 2021.

### Khuyến nghị đầu tư

Cơ hội đầu tư nằm ở những doanh nghiệp có quỹ đất sạch lớn với đầy đủ pháp lý, có các dự án đang mở bán và có doanh số bán hàng tích cực, sẵn sàng ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trong năm 2021, tiêu biểu như VHM, KDH, NLG, DXG.

## Tích cực Duy trì

Khuyến nghị

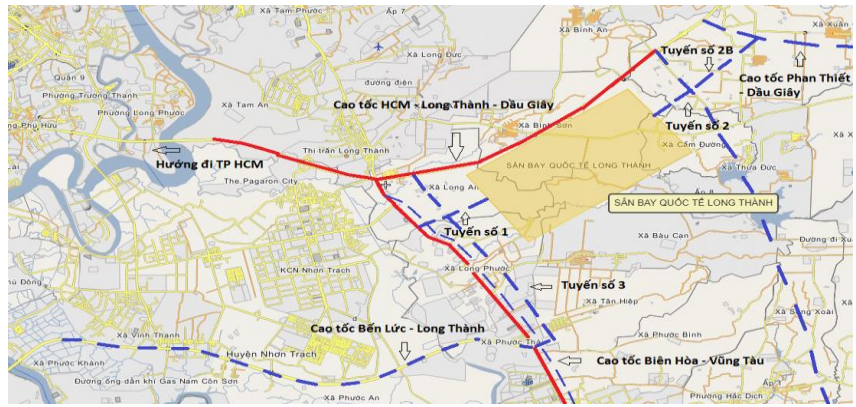
CTCP TĐ Đất Xanh (DXG)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 15,000
Giá mục tiêu	VNĐ 17,300

CTCP Vinhomes (VHM)

Giá hiện tại	VNĐ 86,300
Giá mục tiêu	VNĐ 111,000

**Biểu đồ 22: Hạ tầng đang được đầu tư quanh sân bay Long Thành**

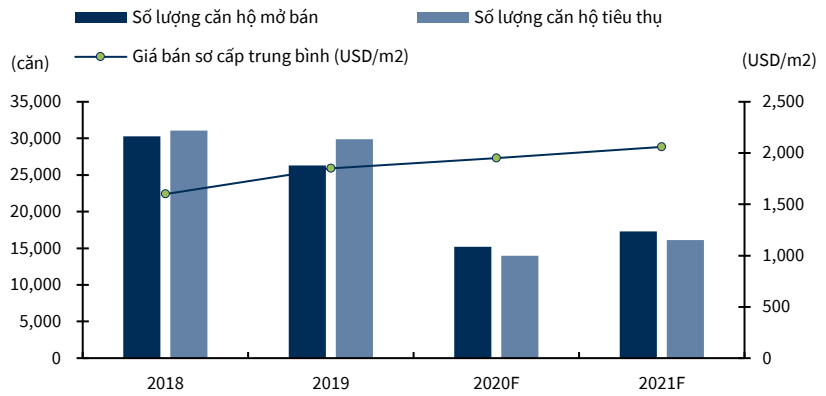
- Khu vực hạ tầng sân bay Long Thành đang và sẽ được đầu tư mạnh mẽ.
- Thị trường BĐS Đồng Nai, Vũng Tàu, Bình Dương dự báo tiếp tục duy trì đà sôi động từ giai đoạn 2019-2020.



Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 23: Dự báo thị trường căn hộ Tp.HCM**

- Nguồn cung căn hộ tại Tp.HCM dự báo tăng trưởng trở lại sau hai năm sụt giảm
- Giá bán sơ cấp vẫn duy trì mức tăng 5-7%/năm



Nguồn: CBRE



# CTCP Vinhomes (VHM)

## Đẩy mạnh bàn giao tại ba đại dự án

Chuyên viên phân tích Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

24/12/2020

### Vinhomes tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu thị trường Bất động sản (BDS).

Vinhomes tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu phân khúc BDS nhà ở với quỹ đất lên tới 153 triệu m<sup>2</sup> sàn. Bên cạnh đó, danh mục gồm 22 dự án, đặc biệt là 3 dự án đại đô thị tại Hà Nội, TP HCM và các thành phố trọng điểm giúp Vinhomes đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận và giữ vững thị phần trong các năm tới. Các dự án BDS của Vinhomes có lợi thế cạnh tranh lớn nhờ được thừa hưởng từ các sản phẩm và dịch vụ của hệ sinh thái Vingroup.

### Động lực tăng trưởng đến từ ba đại dự án và một số dự án thấp tầng tại Hà Nội

Động lực tăng trưởng đến từ ba đại dự án với kết quả bán hàng khả quan và tiến độ triển khai nhanh hơn so với kế hoạch. Năm 2020, chúng tôi ước tính công ty dự kiến mở bán 41,800 sản phẩm, trong đó có 40,700 căn đến từ ba đại dự án đang được triển khai. Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm từ ba đại dự án và dự án Symphony ước tính đạt 83 nghìn tỷ VND. Năm 2021, VHM dự kiến mở bán thêm một số dự án thấp tầng tại khu vực Hà Nội như Wonder Park (Đan Phượng), Dream City (Hưng Yên).

### Trong năm 2020-2021, Vinhomes sẽ đẩy mạnh bàn giao căn hộ tại ba đại dự án.

Số lượng căn hộ được bàn giao và ghi nhận doanh thu trong năm 2020 đạt 38,709 căn hộ, cao hơn 28% so với kế hoạch ban đầu, trong đó có 35,200 căn đến từ ba đại dự án và 3,509 căn đến từ các dự án khác. Chúng tôi dự báo LNST 2020 và 2021 của VHM lần lượt đạt 26,199 tỷ và 26,572 tỷ; tăng trưởng lần lượt 20% và 1.4%.

### Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 111,000VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 111,000/cp, cao hơn 29% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2020.

## Mua duy trì

Giá mục tiêu	111,000VND
Tăng/giảm (%)	29%
Giá hiện tại (Dec 24)	86,300
Giá mục tiêu đồng thuận	101,800 VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	283.9/12.3

#### Dữ liệu giao dịch

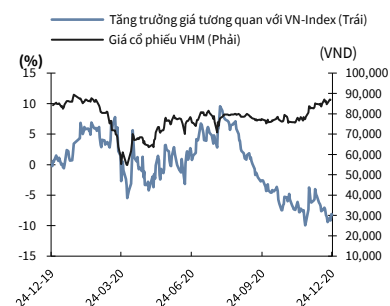
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	29.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, tỷ USD)	121.9/5.2
Sở hữu nước ngoài (%)	13.8
Cổ đông lớn	Vingroup (72.31%)

#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
VHM	4.4%	13.7%	12.2%	2.5%
VN-INDEX	6.1%	17.3%	25.3%	11.4%

FY-end	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh số thuần (tỷ VND)	38,664	51,626	82,284	89,099
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	19,725	29,715	37,557	37,834
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	14,284	21,747	26,199	26,572
EPS (VND)	4,503	6,502	7,822	7,933
Tăng trưởng EPS (%)	139.6	44.4	20.3	1.4
P/E (x)	18.6	12.2	11.0	11.0
P/B (x)	6.1	4.7	3.4	2.5
ROE (%)	49.0	38.5	37.2	26.5
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3	na	na	na

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP TĐ Đất Xanh (DXG)

## Kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ 2021

24/12/2020

Chuyên viên phân tích Bất động sản  
Phạm Hoàng Bảo Nga  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2020 sụt giảm mạnh do khoản lỗ từ thoái vốn LDG.**

**Lợi nhuận sẽ hồi phục tích cực từ năm 2021 khi nhiều dự án hoàn thiện và bàn giao.**

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 17,300VND/cổ phiếu**

Kết quả kinh doanh Quý 3 của DXG chưa có nhiều khởi sắc do chưa ghi nhận doanh thu từ dự án Gem Sky World. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 1,877 tỷ VND (-49%/yoy), lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ âm 388 tỷ VND. Kết quả hoạt động kinh doanh kém tích cực là do các mảng hoạt động cốt lõi đều sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ do (1) Hoạt động môi giới bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19 (2) Hoạt động chuyển nhượng BĐS chưa đến thời điểm bàn giao để có thể ghi nhận doanh thu (3) DXG phải trích lập dự phòng 526 tỷ VND cho khoản lỗ từ chuyển nhượng 88 triệu cổ phiếu LDG trong tháng 7.

Lợi nhuận bắt đầu tăng trưởng tích cực từ năm 2021 khi bàn giao hơn 2,100 căn hộ tại ba dự án Gem Sky World, St. Moritz và Opal Boulevard. Chúng tôi ước tính trong năm 2021, Đất Xanh sẽ ghi nhận hơn 5,500 tỷ VND doanh thu từ ba dự án trên. Bên cạnh đó, để tránh tiếp tục bị ảnh hưởng bởi quá trình rà soát pháp lý tại TP HCM, DXG đã đẩy mạnh phát triển dự án tại các tỉnh khác như Bình Dương, Đồng Nai nhằm đảm bảo cho kết quả hoạt động cũng như dòng tiền của doanh nghiệp.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG với giá mục tiêu là 17,300/cp, cao hơn 29% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2020.

## Mua duy trì

Giá mục tiêu	17,300VND
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (24/12/2020)	15,000VND
Giá mục tiêu đồng thuận	13,600VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ triệu USD)	8/347

### Dữ liệu giao dịch

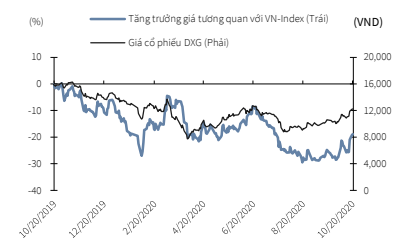
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	48.3/2.1
Sở hữu nước ngoài (%)	14%
Cổ đông lớn	Ông Lương Trí Thìn (6.25%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
DXG	16	14	16	-23
VN-INDEX	5	10	19	-5

FY-end	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,645	5,814	4,724	7,426
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,107	2,310	1,178	2,227
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	1,178	1,217	703	1,395
EPS (VND)	3,265	2,269	1,352	2,682
Tăng trưởng EPS (%)	36	-31	-40	98
P/E (x)	3.05	4.39	8.73	4.40
P/B (x)	0.70	0.74	0.64	0.54
ROE (%)	22	16	10	16
Tỷ suất cổ tức (%)	0	5	0	0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Ngành Bất động sản

## Khu công nghiệp

### Triển vọng trung dài hạn khả quan

Chuyên viên phân tích  
Phạm Hoàng Bảo Nga  
(+84) 24-7303-5333 ngaphb@kbsec.com.vn

Giám đốc phân tích doanh nghiệp  
Dương Đức Hiếu  
(+84) 24-7303-5333 hieudd@kbsec.com.vn

24/12/2020

#### Covid 19 làm ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh ngắn hạn

Trong ngắn hạn, đại dịch Covid 19 đã và sẽ làm chậm lại dòng vốn FDI trong năm 2020 và nửa đầu 2021. Tổng vốn FDI đăng ký 11 tháng đầu năm đạt 26.4 tỷ USD, giảm 16.9% so với cùng kỳ năm 2019. Trong đó, vốn FDI đăng ký mới đạt 13.6 tỷ USD, giảm 7.6% yoy, tuy nhiên, nếu trừ đi dự án khí LNG ở Bạc Liêu với tổng vốn đầu tư 4 tỷ USD trong tháng 1, vốn đầu tư đăng ký mới giảm 34% yoy. Vốn FDI giải ngân đạt 17.2 tỷ USD, giảm 2.4% yoy. Những con số này phản ánh ảnh hưởng của dịch Covid 19 đến quyết định đầu tư mới/mở rộng dự án hoặc quá trình thương thảo của các nhà đầu tư nước ngoài. Chúng tôi cho rằng, dịch bệnh có thể tiếp tục ảnh hưởng đến nhu cầu thuê đất KCN trong nửa đầu năm 2021 khi các đường bay quốc tế vẫn chưa được mở lại đầy đủ.

#### Hưởng lợi trong trung hạn nhờ làn sóng FDI

Trong trung dài hạn, ngành BĐS KCN Việt Nam tiếp tục được hưởng lợi từ làn sóng FDI đổ vào Việt Nam nhờ các hiệp định thương mại tự do như CPTPP, EVFTA và RCEP và làn sóng dịch chuyển của các công ty khỏi Trung Quốc. Cùng với đó, các doanh nghiệp trong nước cũng khôi phục và mở rộng hoạt động trở lại sau dịch. Theo đó, nhu cầu cho đất KCN và nhà xưởng xây sẵn tăng cao. Nguồn cung hạn chế khiến giá cho thuê đất và nhà xưởng xây sẵn đều tăng mạnh. Tỷ lệ lấp đầy ở các khu kinh tế trọng điểm duy trì tích cực.

#### Giá đất khu công nghiệp duy trì xu hướng gia tăng trong các năm tới

Trong năm vừa qua, giá đất KCN tại hầu hết địa phương ở Việt Nam đều tăng trưởng tốt, một vài tỉnh thành giá đất KCN có mức tăng 50-100%. Nguyên nhân chủ yếu là do nhu cầu gia tăng của khách hàng cũng như mức độ khan hiếm nguồn cung tại các địa bàn có điều kiện thuận lợi về logistics, nguồn lao động. Chúng tôi cho rằng xu thế này sẽ tiếp tục tiếp diễn khi các khách thuê tăng cường đến Việt Nam sau khi Covid-19 trên thế giới được kiểm soát tốt.

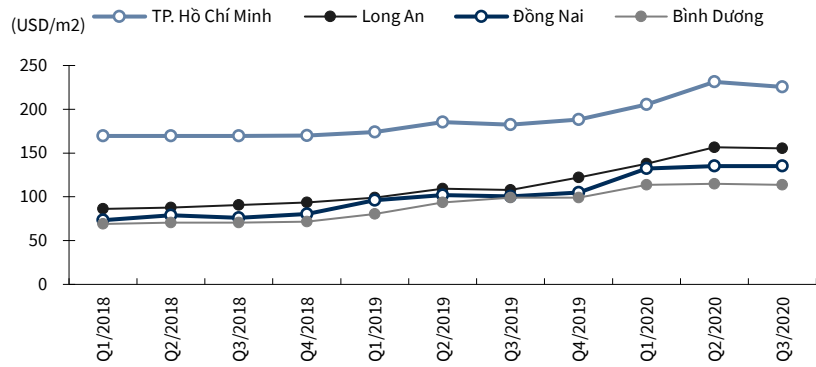
#### Giá cổ phiếu KCN đã tăng mạnh mẽ trong thời gian qua

Cổ phiếu ngành BĐS khu công nghiệp đã bật tăng mạnh mẽ trong năm 2020, mặc dù nhiều doanh nghiệp có kết quả kinh doanh không mấy tích cực. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh một phần lớn triển vọng kinh doanh 2021 của nhóm ngành này. Một số cổ phiếu nhà đầu tư có thể tham khảo cho năm 2021 bao gồm: KBC, VGC, PHR.

## Tích cực duy trì

- Giá thuê đất KCN tại khu vực Tp.HCM và lân cận tăng mạnh từ năm 2018
- Giá đất KCN tại Long An có mức tăng mạnh nhất, ~77% trong 2 năm.

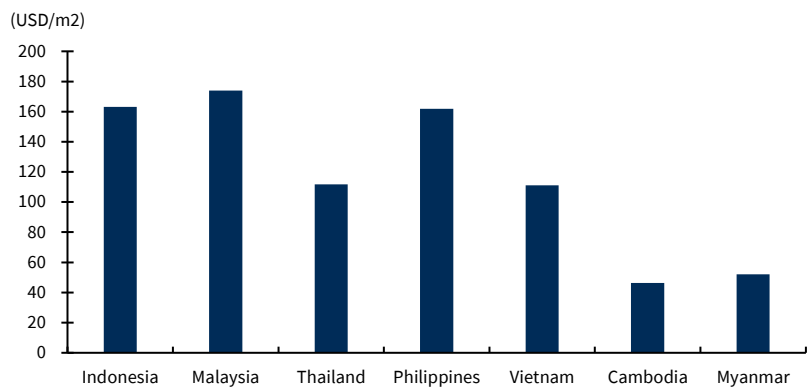
**Biểu đồ 24: Giá thuê đất Khu công nghiệp 1 chu kỳ (USD/m<sup>2</sup>)**



Nguồn: CBRE

- Giá thuê đất KCN tại Việt Nam vẫn ở mức hợp lý so với nhiều quốc gia khác trong khu vực Asean

**Biểu đồ 25: Giá đất Khu công nghiệp trung bình tại một số quốc gia (USD/m<sup>2</sup>)**



Nguồn: Cushman & Wakefield

# Năng Lượng

## Triển vọng dài hạn tích cực

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Ngọc Hiếu  
(+84) 24-7303-5333 hieunn@kbsec.com.vn

24/12/2020

## Tích cực Theo dõi

### Khuyến nghị

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (HND)	<b>MUA</b>
Giá hiện tại	VNĐ 18,700
Giá mục tiêu	VNĐ 22,500
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	<b>Theo Dõi</b>
Giá hiện tại	VNĐ 11,000
CTCP Nhơn Trạch 2 (NT2)	<b>Theo Dõi</b>
Giá hiện tại	VNĐ 23,450
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh (VSH)	<b>Theo Dõi</b>
Giá hiện tại	VNĐ 18,600

### Tiêu thụ điện năng được cải thiện nhờ các biện pháp chống dịch hiệu quả

Dịch Covid-19 ảnh hưởng tiêu cực tới nhu cầu tiêu thụ điện, tuy nhiên nhờ những biện pháp chống dịch quyết liệt và hiệu quả của Chính phủ Việt Nam, do đó hoạt động sản xuất kinh doanh được nối lại dẫn theo đó là nhu cầu sử dụng điện có dấu hiệu hồi phục và duy trì đà tăng. Trong tháng 10/2020 sản lượng đạt 20.23 tỉ kWh, giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ do thiên tai bão lũ đã ảnh hưởng đến hệ thống điện và cung ứng điện khu vực miền Trung, tuy nhiên lũy kế 10T/2020, sản lượng sản xuất và nhập khẩu toàn hệ thống đạt 205.6 tỉ kWh, tăng trưởng 2.3% yoy.

### La Nina trở lại và là động lực cho các doanh nghiệp thủy điện

Theo dự báo của Cơ quan Quản lý khí quyển và Đại dương Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA) thì hiện tượng El Nino đã chấm dứt và hiện tượng La Nina đã và đang xuất hiện với xác suất 95% xảy ra vào Q1/2021 và xác suất 65% vào Q2/2021, kéo theo lượng mưa sẽ cao hơn, thuận lợi cho các nhà máy thủy điện.

### Các rủi ro đối với hoạt động kinh doanh

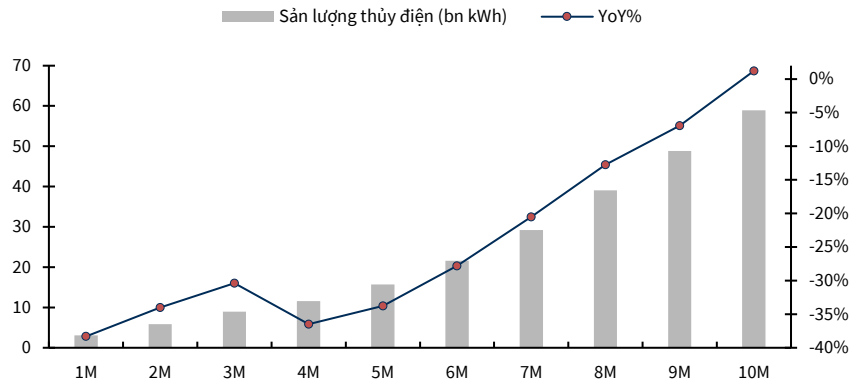
Theo chúng tôi, có 3 rủi ro lớn đối với hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp phát điện là: 1) rủi ro về sự thay đổi của thời tiết do thủy điện là nguồn điện chi phí rẻ nên luôn được ưu tiên phát điện. Khi tình hình thủy văn tốt thì các doanh nghiệp thủy điện được hưởng lợi, các doanh nghiệp nhiệt điện bị ảnh hưởng và ngược lại; 2) Rủi ro liên quan đến nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào là than và khí do các nguồn cung cấp trong nước đang dần cạn kiệt dẫn đến nhiều thời điểm, các nhà máy điện không có đủ nguồn nguyên liệu đầu vào để phát điện; 3) Rủi ro kí lại hợp đồng mua bán điện sau khi các nhà máy đã qua giai đoạn trả nợ vay.

### Điểm nhấn đầu tư đối với các doanh nghiệp ngành điện năm 2021

Điểm nhấn đầu tư đối với ngành điện bao gồm: 1) Hiện tượng La nina trở lại với xác suất xảy ra trên 95% vào quý 1/2021 và trên 65% vào quý 2/2021, sẽ thuận lợi cho các nhà máy điện sau 2 năm bị ảnh hưởng nặng nề như bởi hiện tượng El Nino như SJD, TMP, CHP...; 2) Nhiều nhà máy điện đang từng ngày giảm bớt phần lớn nợ vay, giúp cải thiện chi phí lãi vay và kết quả kinh doanh. Sau khi trả hết nợ vay, dòng tiền cho vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp sẽ là rất lớn và nhiều khả năng sẽ tăng khả năng chi trả cổ tức tiền mặt như PPC, NT2, HND, QTP, POW...; 3) một số doanh nghiệp cũng đã hết khấu hao tài sản cố định hoặc phân bổ xong phần chênh lệch tỉ giá phát sinh từ giai đoạn xây dựng cơ bản và xóa hết lỗ lũy kế từ những năm trước cũng sẽ góp phần cải thiện kết quả kinh doanh một cách mạnh mẽ như HND, PPC, QTP, NT2,...; 4) Dòng khí từ 2 mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt thuộc lô 05-1b và 05-1c, bể Nam Côn Sơn đã được kinh doanh thương mại từ 16/11/2020 theo đúng kế hoạch, góp phần cung cấp đầy đủ khí cho các nhà máy điện sử dụng khí là nguyên liệu đầu vào như NT2, POW,... hoạt động ổn định.

Do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino trong 7 tháng đầu năm 2020 khiến cho sản lượng thủy điện suy giảm nghiêm trọng, tuy nhiên hiện tượng El Nino đã chấm dứt cùng với đó là sự trở lại của hiện tượng La Nina vào cuối năm 2020, và 2021 từ đó dẫn tới các doanh nghiệp thủy điện được hưởng lợi

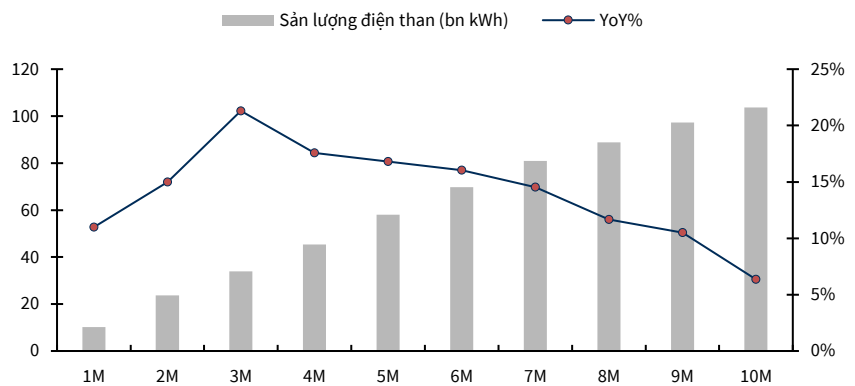
**Biểu đồ 26. Tăng trưởng sản lượng thủy điện lũy kế theo tháng trong năm 2020 (bn kWh, %YoY)**



Nguồn: EVN, KBSV

Sản lượng huy động từ nhiệt điện tăng trưởng cao trong 6 tháng đầu năm 2020, tuy nhiên đã có sự giảm tốc, dầu vậy nhiệt than vẫn được chú trọng huy động do tình trạng thiếu hụt điện năng

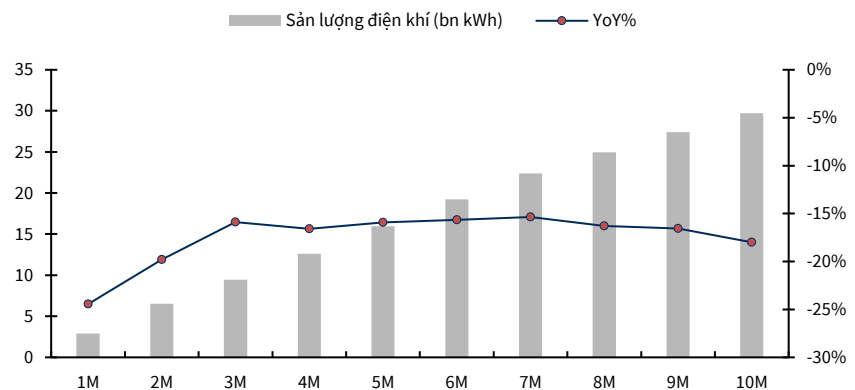
**Biểu đồ 27. Tăng trưởng sản lượng nhiệt điện than lũy kế theo tháng trong năm 2020 (bn kWh, %YoY)**



Nguồn: EVN, KBSV

Tình trạng thiếu hụt khí vẫn tiếp diễn, sản lượng điện khí được huy động duy trì mức giảm khoảng 17% yoy

**Biểu đồ 28. Tăng trưởng sản lượng nhiệt điện khí lũy kế theo tháng trong năm 2020 (bn kWh, %YoY)**



Nguồn: EVN, KBSV

24/12/2020

### Lũy kế doanh thu và lợi nhuận

9T2020 của HND đạt 2,286 tỉ đồng và 921 tỉ đồng, tăng lần lượt 4.4% yoy, 51.5% yoy

Biên lợi nhuận quý 3/2020 đạt 11.6% so với mức 9% của quý 3/2019, cao hơn 2.6%

Trả nợ đều nợ vay có nguồn gốc ngoại tệ giúp cải thiện tình hình tài chính của công ty

Rủi ro về công tác đàm phán giá điện đang được thực hiện và dự kiến hoàn thành trong năm 2021.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HND

Kết quả kinh doanh quý 3/2020 của Nhiệt điện Hải Phòng, doanh thu đạt 2,286 tỉ đồng giảm 1.7% do sản lượng điện thực phát giảm 162 triệu kWh so với quý 3/2019, lũy kế doanh thu 9T2020 đạt 8,437 tỉ đồng tăng 4.4% so với cùng kì. Lợi nhuận quý 3/2020 đạt 175 tỉ đồng tăng 88.4% so với cùng kì, lũy kế lợi nhuận sau thuế 9T2020 đạt 921 tỉ đồng tăng 51.5% YoY.

Biên lợi nhuận quý 3/2020 của Nhiệt điện Hải Phòng đạt 11.6% so với mức 9% của quý 3/2019, cao hơn 2.6%. Doanh thu giảm nhẹ so với cùng kì tuy nhiên giá vốn hàng bán lại giảm nhiều hơn so với mức giảm của doanh thu nên lợi nhuận gộp của HND đạt 266 tỉ đồng tăng 26.7% so với quý 3/2019.

Trả đều dư nợ vay có nguồn gốc ngoại tệ giúp chi phí lãi vay giảm và rủi ro chênh lệch tỉ giá. Mỗi năm HND trả nợ gần 1800 tỉ đồng, xu hướng này sẽ tiếp tục được duy trì khiến cho tình hình tài chính của công ty ngày càng lành mạnh hơn.

Sau khi trả xong nợ vay, HND sẽ đàm phán lại giá điện với EVN với giá thấp hơn. Hiện tại, các công tác chuẩn bị đàm phán giá điện đang được HND tiến hành và dự kiến hoàn thành trong năm 2021. Chúng tôi ước tính giá điện trong hợp đồng PPA năm 2021 đạt 1,534 VNĐ/kWh giảm 50 đồng, do đó doanh thu năm 2021 ước tính đạt 10,590 tỉ đồng giảm 6.7% so với 2020.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HND, giá mục tiêu là 22,500VNĐ/Cổ phiếu, cao hơn 22.2% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2020.

## MUA

Giá mục tiêu	22,500
	VND
Tăng/giảm (%)	21%
Giá hiện tại (24/12/2020)	VND 18,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 23,500

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu (tỉ đồng)	9,527	11,301	11,349	10,590
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh (tỉ VNĐ)	450	1,240	1,357	936
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỉ VNĐ)	425	1,173	1,281	884
EPS (VNĐ)	850	2,345	2,562	1,767
Tăng trưởng EPS (%)	7.5%	175.9%	9.2%	-31%
P/E (x)	21.7	7.8	7.2	10
P/B (x)	1.6	1.5	1.4	1.5
ROE (%)	7.8%	19.7%	19.8%	14.2%

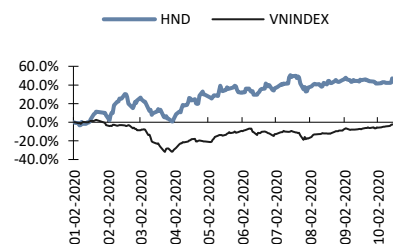
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	14.03%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VNĐ)	3.37
Sở hữu nước ngoài (%)	0.04%

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
HND	-1.1	-4.1	15.4	40.5
VNINDEX	4.7	9.6	18.7	-4.0



# Ngân hàng

## Kì vọng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng và NIM trong 2021

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

24/12/2020

### Kì vọng tăng trưởng tín dụng năm 2021 đạt mức 12-14%, theo đà phục hồi của nền kinh tế

Theo thông tin từ NHNN, tính đến ngày 27/11/2020, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế đạt 8.46% so với cuối năm 2019, trong đó giai đoạn từ tháng 9 đến tháng 11 đã đóng góp 3.71%. Dịch Covid-19 được kiểm soát tốt tại Việt Nam, các doanh nghiệp quay trở lại đẩy mạnh hoạt động sản xuất kinh doanh cuối năm cùng với chính sách cắt giảm lãi suất điều hành từ NHNN là cơ sở để KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng năm 2020 đạt mức 11%. Cho năm 2021, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 12-14% khi hầu hết các ngành nghề kinh tế dự báo có sự phục hồi.

## Tích cực

### Khuyến nghị

Techcombank (TCB)	Nắm giữ
Giá hiện tại	27,950
Giá mục tiêu	29,920

MB Bank (MBB)	Mua
Giá hiện tại	22,800
Giá mục tiêu	28,900

### NIM 3Q2020 đạt 3.54%, giảm 0.02% điểm YTD

Trong phạm vi 15 ngân hàng niêm yết được nghiên cứu, CASA được cải thiện mạnh mẽ giúp lãi suất huy động nhóm NH TMCP hàng đầu đều có mức giảm tương đối cao tuy nhiên nhóm NH TMCP NN không có nhiều thay đổi, riêng VCB tăng khiến Lãi suất huy động bình quân theo trọng số 3Q2020 đạt 4.72%, không thay đổi so với đầu năm. Trong khi đó, lãi suất bình quân đầu ra 3Q2020 đạt 8.08%, giảm 0.09% điểm YTD khiến NIM 3Q2020 đạt 3.54%, giảm 0.02% điểm YTD. Chúng tôi kỳ vọng NIM 2021 của toàn ngành sẽ có sự tăng trưởng trở lại trong bối cảnh lãi suất huy động thấp.

### Tổng mức trích lập 9M2020 tăng 22.9% YoY. Áp lực trích lập sẽ tiếp tục cao trong năm 2021

9M2020 các ngân hàng đã đẩy mạnh trích lập dự phòng, chủ yếu được sử dụng để xử lý nợ với tổng trích lập mới trong 9M2020 tăng 22.9% YoY và xử lý nợ tăng 22.8%. Tuy nhiên, dưới ảnh hưởng của dịch Covid-19, diễn biến nợ xấu tiếp tục phức tạp với tỷ lệ nợ xấu 3Q2020 đạt 1.78%, tăng 0.09% điểm QoQ trong đó TCB, VIB và NVB là những ngân hàng hiếm hoi có mức giảm tỷ lệ nợ xấu đáng kể. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu 3Q2020 đạt 89.3%, tăng 0.5% điểm QoQ trong đó TCB, VCB và ACB có tỷ lệ bao phủ cao nhất (>100%), phần còn lại đều khá rè rặt trong việc nâng cao trích lập do dư địa lợi nhuận không lớn. Theo quan điểm của KBSV, áp lực trích lập dự phòng sẽ tiếp tục cao trong năm 2021 sau khi các khoản nợ tái cơ cấu bị chuyển nhóm theo thông tư 01/2020/TT-NHNN.

### Thu nhập ngoài lãi 2021 dự báo tích cực nhờ động lực của bancassurance và thu nhập bất thường.

Thu nhập ngoài lãi 2021 dự báo sẽ tích cực: 1) phí dịch vụ và bancassurance hồi phục nhờ nhận thức nâng cao về mức độ rủi ro sau khi dịch Covid diễn ra và tỷ lệ dân số sử dụng bảo hiểm còn thấp hơn nhiều so với các quốc gia khác trong khu vực, 2) thu nhập bất thường có thể đến ở phí upfront fee từ hợp tác độc quyền bancassurance (CTG, ACB, TPB) cũng như thoái vốn khỏi các công ty con (VPB, SHB)



### Nhu cầu tăng vốn cấp thiết hơn do ảnh hưởng của dịch Covid

Các thách thức về vốn hóa vẫn còn khi các khoản nợ xấu mới phát sinh từ các khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID sẽ làm tăng giá trị tài sản rủi ro, từ đó sẽ đặt ra những thách thức về vốn hóa hơn cho các ngân hàng và đẩy mạnh nhu cầu tăng vốn trong năm 2021, đặc biệt các ngân hàng có CAR dưới 10%.

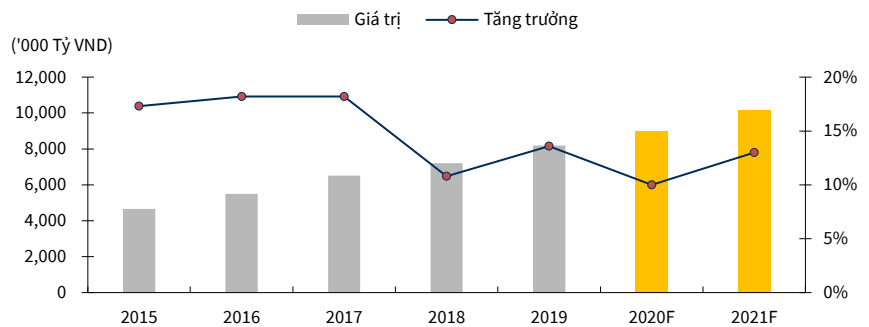
### VCB, TCB, CTG, VPB, ACB là các cơ hội đầu tư thích hợp trong năm 2021

Những ngân hàng có cơ bản tốt, đã trích lập dự phòng lớn và có nhiều điểm nhấn đầu tư như chuyển sàn, ghi nhập thu nhập bất thường... trong năm 2021 là các cơ hội đầu tư thích hợp theo lựa chọn của chúng tôi, tiêu biểu như VCB, TCB, CTG, VPB, ACB

KBSV kì vọng tăng trưởng tín dụng năm 2020 sẽ đạt 10% dựa trên diễn biến đẩy mạnh giải ngân của các ngân hàng vào các tháng cuối năm.

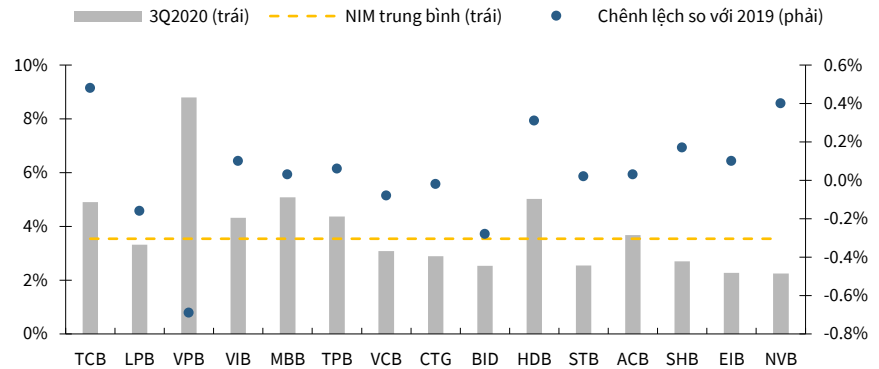
Chúng tôi kì vọng năm 2021, tăng trưởng tín dụng đạt 13% dựa trên: (1) sự khôi phục hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp sau dịch, thúc đẩy nhu cầu vay vốn; (2) nền tín dụng thấp trong năm 2020

**Biểu đồ 29. Dự phóng tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống 2020-2021**



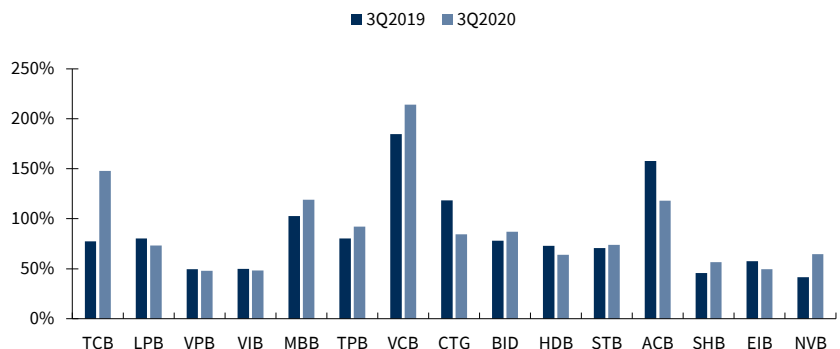
Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Biểu đồ 30. Diễn biến NIM toàn hệ thống 3Q2020**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 31. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu các ngân hàng 3Q2020**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

TCB, MBB, VCB và ACB là các ngân hàng hiện đang duy trì tỷ lệ bao phủ nợ xấu > 100%.

Lưu ý nhóm các ngân hàng trích lập thấp như VPB, VIB, SHB, EIB, NVB sẽ phải chịu áp lực trích lập đáng kể trong năm 2021.

24/12/2020

Chuyên viên phân tích Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

**Lũy kế 9M2020, LNST đạt 6,596 tỷ VND, tăng 7.4% YoY**

Lũy kế 9M2020, thu nhập lãi thuần đạt 14,484 tỷ VND, tăng 10.5% yoy, LNST đạt 6,596 tỷ VND, tăng 7.4% YoY. Kết quả có được nhờ: (1) Tín dụng tăng trưởng; (2) Lãi từ dịch vụ môi giới bảo hiểm (Bancassurance) tăng trưởng tốt.

**Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.5%, tăng 0.3% điểm YTD. Đẩy mạnh trích lập với tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 118.9%**

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2020 đạt 1.5%, tăng 0.1% điểm QoQ và tăng 0.3% điểm YTD, nguyên nhân do nợ nhóm 4 và nợ nhóm 5 tăng mạnh. Trước ảnh hưởng của dịch Covid-19 đến nền kinh tế, MBB đẩy mạnh trích lập dự phòng trong 9M2020 với tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 118.9% (+8.4% YTD), là mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.

**MBB đang được giao dịch ở mức P/B thấp hơn so với các ngân hàng TMCP top đầu**

MBB hiện được giao dịch với mức P/B đạt 1.29, thấp hơn so với trung bình các ngân hàng TMCP top đầu đạt 1.50 và trung bình toàn hệ thống đạt 1.60.

**Đẩy mạnh ngân hàng số, LNST 2020 dự kiến tăng 3.3% YoY, LNST năm 2021 tăng 14.7% YoY**

KBSV dự phóng tăng trưởng tín dụng của MBB đạt lần lượt 16.7% năm 2020 và 17% trong năm 2021 khi các doanh nghiệp đẩy mạnh vay nợ để hồi phục sau dịch Covid-19. LNST năm 2020 dự kiến tăng 3.3% YoY, đạt 8,331 tỷ VND; LNST năm 2021 đạt 9,554 tỷ VND, tăng 14.7% YoY.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 28,900 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MBB. Giá mục tiêu là 28,900 VND/cp, cao hơn 27% so với giá tại ngày 24/12/2020.

## Mua

Giá mục tiêu	VND 28,900
Tăng/Giảm	27%
Giá hiện tại (24/12/2020)	VND 22,800
Giá mục tiêu thị trường	VND 25,100
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	59,622

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	61.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	180/7.8
Sở hữu nước ngoài (%)	23.01%
Cơ cấu cổ đông	

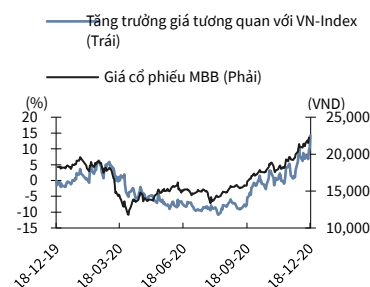
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
MBB	14.7	32.8	53.1	26.5
VNIndex	7.8	17.0	22.1	11.6

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	14,583	18,000	19,797	23,058
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	10,803	14,927	16,099	18,528
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	6,113	7,823	8,123	9,315
EPS (VND)	2,829	3,596	3,418	3,921
Tăng trưởng EPS (%)	45%	27%	-5%	15%
PER (x)	7.6	6.0	6.3	5.5
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,817	16,810	20,957	24,780
PBR (x)	1.36	1.28	1.03	0.87
ROE (%)	19.4%	21.8%	18.3%	17.1%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0.9%	0.9%	0.87%	0.87%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# TechcomBank (TCB)

## Đẩy mạnh trích lập dự phòng nhưng vẫn duy trì tăng trưởng lợi nhuận

Chuyên viên phân tích Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

24/12/2020

Lũy kế 9M2020, LNST đạt 8,575 tỷ VND, tăng 20.6% YoY

Kì vọng tăng trưởng tín dụng từ bất động sản trong giai đoạn 2021-2023

CASA cải thiện, đạt 38.6%, cao nhất hệ thống

TCB đứng đầu về dư nợ trái phiếu doanh nghiệp và doanh thu phí phát hành và bảo lãnh chứng khoán.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 29,920 VND/cp

Lũy kế 9M2020, thu nhập lãi thuần đạt 13,295 tỷ VND, tăng 28.4% yoy, LNST đạt 8,575 tỷ VND, tăng 20.6% YoY. Kết quả có được do: (1) NIM được cải thiện; (2) Lãi từ dịch vụ thanh toán và dịch vụ bảo lãnh, phát hành chứng khoán tăng trưởng tốt.

Dư nợ cho vay bất động sản của TCB (không tính các khoản cho vay thế chấp mua nhà cho cá nhân) tăng mạnh trong năm 2019 và tiếp tục tăng 37.8% YTD. Với kì vọng tăng trưởng BĐS tốt trong các năm tới, còn rất nhiều dư địa để tăng trưởng dư nợ cho vay bất động sản.

Tỷ lệ CASA 3Q2020 của TCB đạt 38.6%, tăng 1.4% điểm Ytd. Tính đến 3Q2020, TCB có tỷ lệ CASA cao nhất hệ thống cùng với mức tăng trưởng CASA tốt nhất trong 9 tháng đầu năm đến từ tăng trưởng E-Banking cùng với các chính sách khách hàng hấp dẫn

TCB là ngân hàng đứng đầu về dư nợ trái phiếu doanh nghiệp, chiếm 22.6% tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp toàn hệ thống và đi đầu về doanh thu phí bảo lãnh và phát hành chứng khoán (chủ yếu là trái phiếu) với thị phần đạt 81% trong 9M2020. Dư địa phát triển mảng trái phiếu doanh nghiệp đối với TCB còn rất nhiều khi quy mô thị trường vẫn thấp hơn rất nhiều so với các quốc gia khác.

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu TCB. Giá mục tiêu là 29,920 VND/cp, cao hơn 7% so với giá tại ngày 24/12/2020.

## Năm giữ

Giá mục tiêu	VND 29,920
Tăng/Giảm	7%
Giá hiện tại (18/12/2020)	VND 27,950
Giá mục tiêu đồng thuận	30,300 VND
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	104,387

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	85%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	286/12.3
Sở hữu nước ngoài (%)	22.51%
Cơ cấu cổ đông	Masan (14.98%)

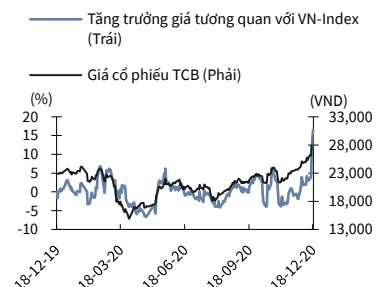
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
TCB	24.8	27.8	43.5	28.1
VNIndex	7.8	17.0	22.1	11.6

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	11,390	14,258	17,969	19,700
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	12,507	13,756	17,289	20,252
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	8,463	10,075	11,016	13,067
EPS (VND)	3,816	2,871	3,228	3,829
Tăng trưởng EPS (%)	-35.9%	19.8%	17.7%	17.9%
PER (x)	6.2	8.2	7.3	6.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	14,809	17,734	20,882	24,615
PBR (x)	1.6	1.3	1.1	1.0
ROE (%)	21.5%	18.0%	16.7%	16.8%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

# Cảng Việt Nam

## Hưởng lợi từ dịch chuyển chuỗi cung ứng và tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

24/12/2020

## Tích cực

### Khuyến nghị

NCT	Mua
Giá hiện tại	69,900
Giá mục tiêu	87,000

### SCS

Giá hiện tại	126,500
Giá mục tiêu	148,500

### Ngành khai thác cảng biển có triển vọng tăng trưởng tích cực trong dài hạn

Việt Nam là một trong các quốc gia có tốc độ tăng trưởng lưu lượng Container ấn tượng nhất thế giới. Lưu lượng container qua cảng của Việt Nam có mức tăng trưởng kép đạt 10.9%, cao nhất trong top 6 các nước Đông Nam Á có sản lượng container cập cảng lớn nhất. Chúng tôi kì vọng mức tăng trưởng kép đạt 9%/năm vẫn sẽ được duy trì trong 5 năm tới dựa trên: (1) Hoạt động giao thương thế giới hồi phục sau dịch Covid-19; (2) Dòng vốn FDI tiếp tục chảy vào Việt Nam; (3) Ảnh hưởng các hiệp định FTA; (4) Chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu.

### Hoạt động tại cụm cảng Hải Phòng hồi phục tốt trong 3Q2020

Tính trong Q32020, tổng trọng tải cập cụm cảng Hải Phòng tăng 7.1% YoY nhờ đà hồi phục của tổng kim ngạch xuất nhập khẩu, tăng 9.9% YoY so với Q2020 giảm 8.4% YoY. Đây là tín hiệu tốt cho thấy hoạt động thương mại đã bắt đầu tăng trưởng trở lại sau khi bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch Covid-19. Ngoài ra, trong thời gian gần đây, hệ thống giao thông đã được cải thiện nhờ nguồn từ việc thu phí hạ tầng cảng biển tại Hải Phòng, qua đó đẩy nhanh tốc độ lưu chuyển hàng hóa.

### Các cảng Hạ nguồn chịu áp lực cạnh tranh mạnh mẽ từ cụm cảng Lạch Huyện

Tổng trọng tải cập cảng Lạch Huyện 3Q2020 tiếp tục tăng 37.4% yoy, khiến nhiều cảng hạ nguồn như DVP, VSC, GMD bị cạnh tranh, suy giảm sản lượng. Theo kế hoạch từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư, cầu cảng 3,4 Lạch Huyện sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2023 và cầu cảng 5,6 sẽ hoạt động vào năm 2025 gây nhiều sức ép với các doanh nghiệp cảng hạ nguồn. Đáng chú ý, trong năm 2021 sẽ là thời điểm UBND TP Hải Phòng chọn nhà thầu cho dự án cầu cảng 5-6 khu vực Lạch Huyện, nếu các doanh nghiệp như VSC, GMD có được dự án này sẽ là yếu tố tích cực trong dài hạn.

### Triển vọng tích cực của cụm cảng Cái Mép-Thị Vải với sự xuất hiện của Gemalink

Vấn đề cơ sở hạ tầng kết nối tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đang từng bước được giải quyết. Mới đây, dự án xây cầu Phước An kết nối cảng biển Cái Mép – Thị Vải với cao tốc phía Nam đã được phê duyệt chủ trương với vốn đầu tư 5,000 tỷ VND. Cùng với đó, phương án đầu tư cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu cũng đã được chốt theo 2 giai đoạn với tổng vốn đầu tư 23,693 tỷ VND. Bài toán hạ tầng đang được giải quyết giúp triển vọng tăng trưởng của cụm cảng Cái Mép-Thị Vải vốn đã tích cực trở nên hấp dẫn hơn. Theo thông tin KBSV thu thập được, bất chấp dịch Covid-19, 9M2020, tổng sản lượng cập cảng đạt 5.4 triệu TEU và dự kiến đạt 7.2 triệu TEU, vượt công suất thiết kế là 6.8 triệu TEU. Trong khi đó, dự án cảng Gemalink với công suất 1.5 triệu TEU đang hoàn thành những bước cuối cùng để đi vào vận hành đầu năm 2021.

## Ngành cảng Hàng Không hưởng lợi từ tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu

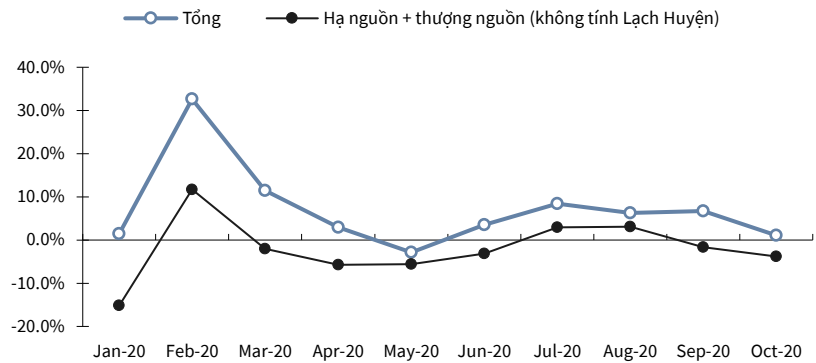
Tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam duy trì tăng trưởng đều đặn trong những năm vừa qua với CAGR xuất khẩu 4 năm đạt 13.0% , CAGR nhập khẩu 4 năm đạt 11.2%. 11T/2020, mặc dù chịu tác động của dịch Covid-19, kim ngạch nhập khẩu vẫn tăng 1.6% YoY và xuất khẩu tăng 5.4% YoY.

Một số sản phẩm thường được vận chuyển qua đường hàng không có tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu cao bao gồm các nhóm sản phẩm có giá trị cao, dễ hư hỏng như nhóm hàng điện thoại, máy tính điện tử hoặc cần thời gian vận chuyển nhanh để đảm bảo chất lượng, xu hướng thị trường như hàng thủy sản, dệt may. Trong thời gian tới, theo quan điểm của KBSV, ngành cảng hàng không sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực dựa trên: (1) Các hiệp định FTA được kí kết thúc đẩy tăng trưởng XNK; (2) Chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc về Việt Nam. Ví dụ điển hình là mới đây, Apple đã quyết định chuyển một phần dây chuyền sản xuất Macbook và Ipad từ Trung Quốc về Việt Nam.

Tổng trọng tải tại cụm cảng Hải Phòng vẫn duy trì tăng trưởng 6.3% YoY.

Động lực tăng trưởng vẫn đến từ cụm cảng Lạch Huyện, trong khi đó các cảng còn lại chỉ tăng trưởng trong 3 tháng, còn lại đều suy giảm so với cùng kì, đặc biệt là các tháng có dịch

**Biểu đồ 32. Tăng trưởng tổng trọng tải cụm cảng Hải Phòng 10M2020**

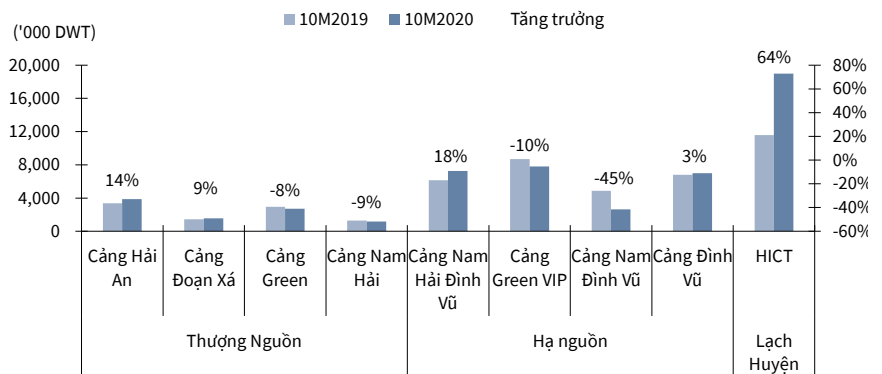


Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, KBSV

Diễn biến phân hóa diễn ra tại các cảng hạ nguồn cũng như thượng nguồn.

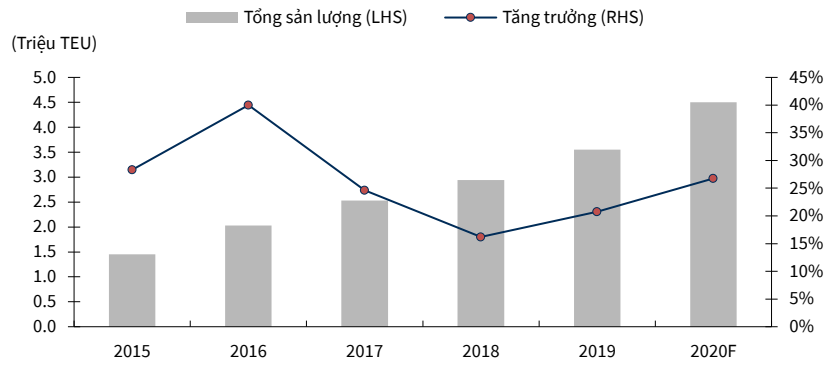
Các cảng của VSC đều có sự sụt giảm trọng tải cụm cảng. Trong khi đó cảng Nam Đình Vũ của GMD suy giảm mạnh do mất khách hàng lớn.

**Biểu đồ 33. Tăng trưởng trọng tải các cảng Hải Phòng**



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, KBSV

**Biểu đồ 34. Tăng trưởng sản lượng cụm cảng Cái Mép – Thị Vải**

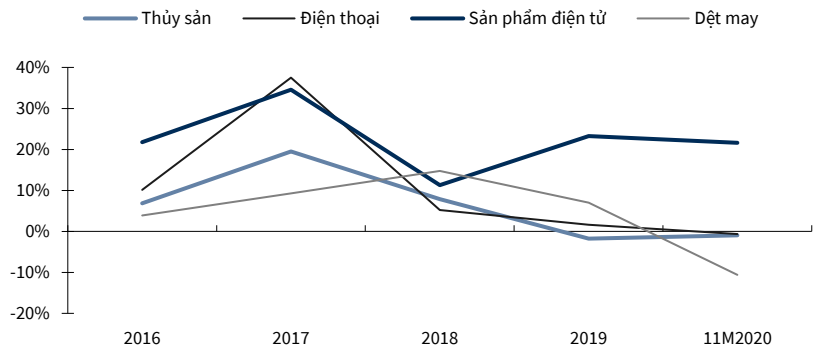


Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 35. Tăng trưởng kim ngạch XNK một số mặt hàng vận chuyển bằng đường hàng không**

Ngoại trừ sản phẩm điện tử vẫn duy trì mức tăng trưởng cao (+22%), các sản phẩm khác như Thủy Sản, Dệt May, Điện Thoại đều suy giảm kim ngạch XNK do ảnh hưởng của dịch Covid-19

KBSV đánh giá cao triển vọng tăng trưởng trở lại đối với các sản phẩm này trong năm 2021 dựa trên: (1) Dịch Covid-19 có diễn biến tích cực trên thế giới sau khi có vaccin; (2) Nền giá trị thấp trong năm 2020.



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

# DV Hàng hóa Nội Bài (NCT)

## Duy trì tỷ suất cổ tức cao

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

24/12/2020

**NCT hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không lớn nhất tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài**

NCT hiện là đơn vị khai thác ga hàng hóa hàng không số 1 tại cảng hàng không quốc tế Nội Bài với thị phần đạt khoảng 57% năm 2019. Với rào cản gia nhập ngành lớn, các đơn vị khai thác ga hàng hóa đều đã có tệp khách hàng quen thuộc, NCT được kì vọng vẫn giữ được thị phần ở mức cao trong các năm tới.

**Q1/2020, Doanh thu đạt 158.4 tỷ VND, giảm 2.6% yoy; LNST đạt 54 tỷ VND, giảm 6.9% yoy**

9 tháng đầu năm, doanh thu thuần đạt 476 tỷ VND, giảm 6.6% yoy trong khi biên lợi nhuận gộp đạt 47.6% giảm so với cùng kỳ năm 2019 đạt 50.1% là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 154 tỷ VND, giảm 11.6% yoy.

**Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ dự án mở rộng nhà ga hàng hóa ACSV – CT2, đón đầu hồi phục sản lượng hàng hóa sau dịch Covid-19**

Nhà ga hàng hóa ACSV - CT2 là dự án mở rộng ga hàng hóa của ACSV có tổng công suất 200,000 tấn/năm gồm 2 tầng. Nhiều khả năng ACSV sẽ cho NCT thuê toàn bộ mặt bằng tầng 1 và 1 phần mặt bằng tầng 2 để khai thác. Việc có thêm mặt bằng kinh doanh sẽ là động lực tăng trưởng của NCT trong dài hạn khi nhu cầu sử dụng dịch vụ tăng cao. Dự kiến ACSV – CT2 sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2021.

**NCT có lịch sử chi trả cổ tức cao**

NCT là một trong những doanh nghiệp chi trả cổ tức cao nhất trên sàn chứng khoán Việt Nam với tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình đạt 91% trong 5 năm gần đây. NCT đã chi trả cổ tức năm 2019 là 85% và dự kiến chi trả cho năm 2020 là 75% (đã ứng trước 30% vào tháng 9/2020).

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NCT**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NCT, giá mục tiêu là 87,000 VND/Cổ phiếu, cao hơn 24.4% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2020.

## MUA

Giá mục tiêu	87,000
Tăng/giảm (%)	24.4%
Giá hiện tại (Dec 24)	VND 69,900
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/triệu USD)	1,857/80

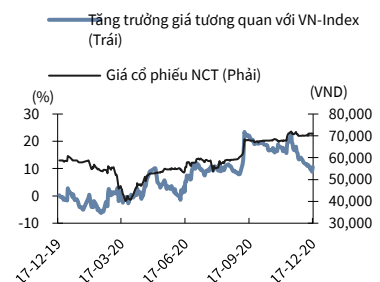
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	37.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	1.9/0.08
Sở hữu nước ngoài (%)	11.2%
Cơ cấu cổ đông	HVN (55.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
NCT	0.3	5.8	26.2	20.9
VN-Index	7.0	15.8	20.4	10.4

### Dự phóng KQKD & định giá

	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh số thuần (tỷ VND)	690	699	630	692
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VND)	298	274	228	262
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VND)	241	221	183	210
EPS (VND)	9,210	8,422	6,983	8,032
Tăng trưởng EPS (%)	-11.7%	-8.6%	-17.1%	15%
P/E (x)	7.7	8.4	8.9	7.7
P/B (x)	4.3	3.6	3.4	3.4
ROE (%)	55.5%	42.9%	38.5%	44.2%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	13%	7%	12%	11%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam

# Saigon Cargo service (SCS)

## Suy giảm trong ngắn hạn do dịch Covid-19

24/12/2020

Chuyên viên phân tích Công nghệ & Logistic  
 Nguyễn Anh Tùng  
 (+84) 24-7303-5333 tungna@kbsec.com.vn

**9M2020, doanh thu giảm 9.7% yoy, LNST giảm 8.5% yoy**

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 495.4 tỷ VND, giảm 9.7% yoy; biên lợi nhuận gộp đạt 78.2%, giảm nhẹ 1.1% điểm so với cùng kỳ; lợi nhuận sau thuế đạt 221.2 tỷ VND, giảm 8.5% yoy.

**Dự án mở rộng ga hàng hóa bị hoãn lại do dịch Covid**

Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, kế hoạch đầu tư giai đoạn 2 ga hàng hóa nâng công suất từ 200,000 tấn/năm lên 350,000 tấn/năm nhiều khả năng sẽ không được thực hiện cho đến khi sản lượng tăng trưởng trở lại. Việc mở rộng ga hàng hóa trong tương lai sẽ đảm bảo đáp ứng các nhu cầu phát sinh tăng thêm, qua đó duy trì tăng trưởng trong dài hạn của SCS.

**Các kế hoạch mua bán & sáp nhập vẫn đang trong giai đoạn đàm phán**

SCS đang trong quá trình đàm phán để tiến hành đầu tư vào (1) một công ty hoạt động khai thác ga hàng hóa tại sân bay Quốc tế Nội Bài và (2) một doanh nghiệp hoạt động trong chuỗi logistic hàng không khu vực phía Nam. Hiện tại chưa có thông tin cụ thể về công ty đang đàm phán với SCS. Các thương vụ M&A nếu thành công sẽ đem lại động lực tăng trưởng trong dài hạn mới cho SCS.

**SCS có lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn**

SCS có lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ giao động khoảng 60% - 80% tương đương tỷ suất cổ tức đạt 4.7% - 6.2% tại mức giá ngày 18/12. Với dòng tiền mạnh mẽ và không phát sinh nợ vay trong hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng SCS sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao trong các năm tới.

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SCS**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SCS, giá mục tiêu là 148,500VND/Cổ phiếu, cao hơn 17.5% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2020

## Mua

Giá mục tiêu	148,500
	VND
Tăng/giảm (%)	17.5%
Giá hiện tại (Dec 24)	VND 126,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 130,500

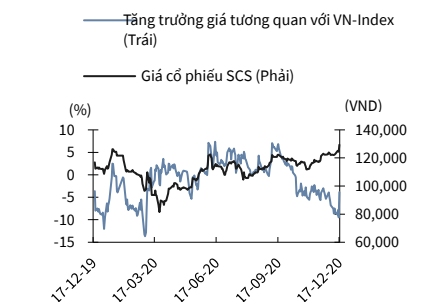
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	3,8/0.16
Sở hữu nước ngoài (%)	25.1%
Cơ cấu cổ đông	Gemadep (32.58%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
SCS	9.2	8.2	15.3	10.7
VNINDEX	-3.4	0.5	-13.2	-13.6

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2018A	2019A	2020A	2021E
Doanh số thuần (tỷ VND)	675	748	647	739
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VND)	469	540	474	540
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VND)	437	502	439	501
EPS (VND)	7,645	8,725	7,625	8,702
Tăng trưởng EPS (%)	26.9%	14.1%	-12.6%	14.1%
P/E (x)	16.9	14.8	17.0	14.9
P/B (x)	8.4	7.4	6.8	6.3
ROE (%)	49.40%	50.01%	40.19%	42.01%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	6.1%	5.6%	5.4%	6.2%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



# Công nghệ Thông tin

## Dự địa tăng trưởng rộng mở cho năm 2021

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

24/12/2020

## Tích cực

### Khuyến nghị

CTCP FPT (FPT)	Mua
Giá hiện tại	57,000
Giá mục tiêu	76,000

**Mảng xuất khẩu phần mềm chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19 tuy nhiên đang có những tín hiệu hồi phục tốt từ số lượng hợp đồng ký mới**

Tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm có phần suy giảm trong 3Q2020 do ảnh hưởng tiêu cực từ dịch covid-19 khiến nhu cầu chi tiêu công nghệ của các doanh nghiệp nước ngoài suy giảm. Tuy nhiên, số lượng hợp đồng ký mới trong 3Q2020 cao hứa hẹn một sự hồi phục tăng trưởng tốt trong năm 2021. Như trong trường hợp của FPT, doanh thu ký mới 11M2020 đạt 11,581 tỷ VND, tăng 23.6% YoY.

### Còn nhiều dư địa tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm trong dài hạn

Tiềm năng tăng trưởng mảng gia công phần mềm vẫn khả quan do (1) Nhu cầu cao trên thế giới. Mảng gia công phần mềm không đòi hỏi hàm lượng chất xám cao nhưng số lượng nhân sự lớn, hiện các nước đều đang có tình trạng thiếu hụt nhân sự. (2) Chi phí nhân công kỹ sư phần mềm của Việt Nam đang ở mức thấp so với các quốc gia khác (nhỏ hơn 24% so với Ấn Độ, 54% so với Trung Quốc), là lợi thế cạnh tranh lớn. Tuy nhiên, chi phí nhân sự đang tăng mạnh trong thời gian gần đây do áp lực cạnh tranh nhân sự, là yếu tố cần theo dõi, có thể ảnh hưởng đến khả năng tăng trưởng dài hạn của các doanh nghiệp.

### Hiệu quả hoạt động được cải thiện nhờ chuyển đổi số

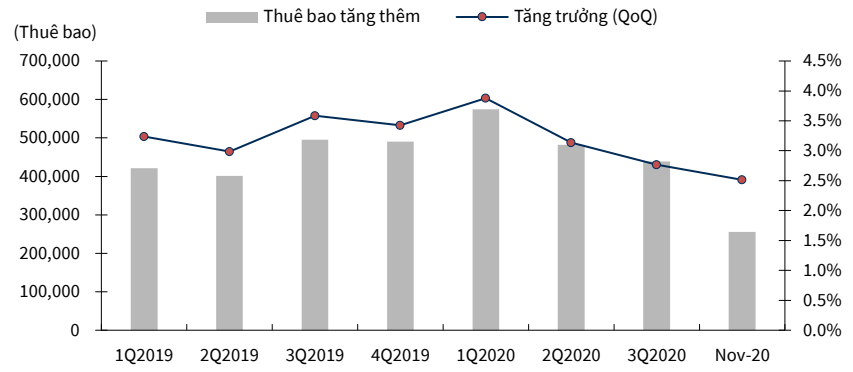
KBSV kì vọng biên lợi nhuận gộp khối công nghệ sẽ được cải thiện trong trung hạn khi các doanh nghiệp đang đẩy mạnh chuyển đổi số, qua đó tinh gọn chi phí, nâng cao chất lượng sản phẩm, được đối tác tin tưởng, có nhiều hợp đồng hàm lượng chất xám và giá trị gia tăng cao hơn

### Mảng internet băng thông rộng vẫn là động lực tăng trưởng chính của mảng Viễn Thông

Mảng internet băng thông rộng vẫn duy trì tăng trưởng bất chấp dịch Covid-19. Lũy kế 11 tháng đầu năm, số lượng thuê bao mới đạt 1.75 triệu thuê bao, tăng 8.6% so với 11M2019. Trong dài hạn, KBSV cho rằng dư địa tăng trưởng vẫn còn tuy nhiên biên lợi nhuận gộp sẽ giảm do (1) Giá cước tại thị trường tỉnh thấp hơn do mặt bằng thu nhập thấp; (2) Các doanh nghiệp chưa có hạ tầng sẽ phải thuê ngoài qua đó tăng chi phí vận hành.

Tăng trưởng thuê bao băng rộng mới trong 3Q2020 và tháng 10-11 có phần suy giảm sau khi tăng mạnh trong 6M2020

**Biểu đồ 36. Tăng trưởng thuê bao băng rộng cố định (QoQ)**

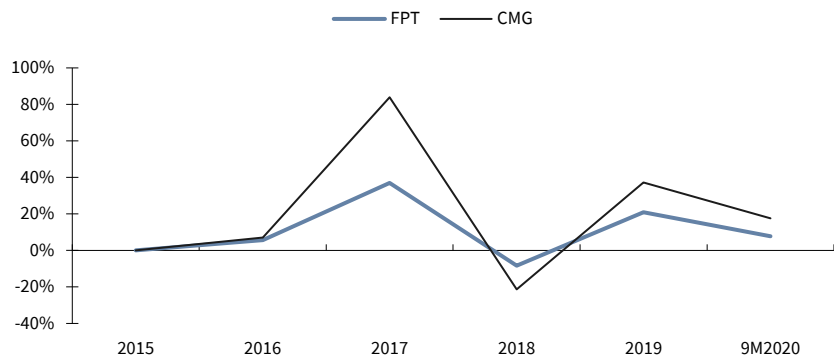


Nguồn: KBSV tổng hợp

FPT & CMG vẫn duy trì được tăng trưởng LNST tuy nhiên mức tăng trưởng phần nào bị suy giảm do nhu cầu về xuất khẩu phần mềm của các đối tác bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19

KBSV cho rằng tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 của 2 doanh nghiệp sẽ khởi sắc hơn so với năm 2020 dựa trên: (1) Số lượng hợp đồng kí mới tăng mạnh; (2) Nền lợi nhuận thấp của năm 2020

**Biểu đồ 37. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của FPT & CMG 2015 – 9M2020 (YoY)**



Nguồn: KBSV tổng hợp

# CTCP FPT (FPT)

## Duy trì tăng trưởng bất chấp Covid-19

24/12/2020

Chuyên viên phân tích  
Nguyễn Anh Tùng  
tungna@kbsec.com.vn

**Doanh thu 9M2020 tăng 8% yoy;  
LNST tăng 7.9% yoy**

Doanh thu 3Q2020 đạt 7,553 tỷ VND, tăng 5.9% yoy, LNST đạt 1,148 tỷ VND, giảm 1% YoY. Lũy kế 9M2020, doanh thu đạt 21,164 tỷ VND, tăng 8% YoY. Trong đó, doanh thu khối công nghệ tăng 5.8% YoY, khối Viễn Thông tăng 9.9% YoY và khối Giáo dục-Đầu tư tăng 18% YoY. LNST 9M2020 đạt 3,170 tỷ VND, tăng 7.9% YoY.

**Tăng trưởng xuất khẩu phần mềm  
hầu như không bị tác động bởi dịch  
Covid-19**

Các thị trường xuất khẩu phần mềm chính của FPT như Nhật Bản, Mỹ vẫn tăng trưởng tuy nhiên phần nào suy giảm do ảnh hưởng của dịch Covid-19. Trong khi đó thị trường APAC tăng trưởng ấn tượng 44% YoY. Số hợp đồng kí mới tính đến 9M2020 đạt 9,595 tỷ VND, tăng 21% YoY. KBSV kì vọng, sau khi dịch Covid-19 có những tín hiệu tích cực khi có vaccin, doanh thu xuất khẩu phần mềm của FPT sẽ quay trở lại tăng trưởng ở mức 2 con số.

**Khối Viễn Thông tăng trưởng đạt  
9.9% yoy, động lực đến từ mảng  
Internet băng thông rộng**

Tăng trưởng doanh thu khối Viễn Thông duy trì tăng 9.9% YoY nhờ tăng trưởng thuê bao toàn ngành vẫn duy trì tăng, đặc biệt là vào đợt dịch khi nhu cầu lắp mạng tăng mạnh. Ngoài ra mảng Pay TV đã đạt điểm hòa vốn và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của khối Viễn Thông.

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với  
cổ phiếu FPT**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT, giá mục tiêu là 76,000 VND/Cổ phiếu, cao hơn 33.6% so với giá đóng cửa ngày 24/12/2020.

## Mua

Giá mục tiêu 76,000  
VND

Tăng/giảm (%) 33.6%  
Giá hiện tại (Dec 24) VND 57,000  
Giá mục tiêu đồng thuận VND 67,900

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh số thuần (tỷ VND)	23,214	27,717	29,937	35,565
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VND)	3,361	4,205	4,952	5,754
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VND)	2,620	3,135	3,562	4,177
EPS (VND)	4,270	4,622	4,544	5,329
Tăng trưởng EPS (%)	-22.7%	8.2%	-1.7%	17.3%
P/E (x)	13.3	12.3	12.5	10.7
P/B (x)	2.8	2.8	2.7	2.3
ROE (%)	21.9%	23.3%	23.0%	23.3%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	3.8%	3.3%	4.3%	5.0%

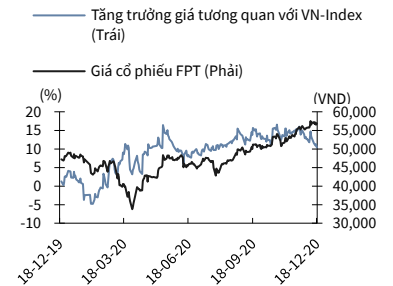
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	75.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	112.9/4.9
Sở hữu nước ngoài còn lại (%)	0.0%
Cơ cấu cổ đông	Truong Gia Binh (7.1%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
FPT	3.1	11.4	24.0	20.5
VNINDEX	7.8	17.0	22.1	11.6



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

# Thủy sản Việt Nam

## Tôm tiếp tục tăng tốt, cá tra chuyển biến tích cực

Chuyên viên phân tích Thủy sản  
 Nguyễn Thanh Danh  
 danhnt@kbsec.com.vn

24/12/2020

### Tôm dự kiến sẽ tiếp tục đà tăng trưởng tốt trong năm 2021E

Xuất khẩu tôm Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tốt trong năm 2021E nhờ: 1) tăng thị phần tại thị trường Trung Quốc và Mỹ khi các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam (Ấn Độ, Ecuador) vẫn còn gặp khó khăn do đại dịch, 2) tiếp tục được hưởng lợi từ hiệp định EVFTA khi được xóa bỏ thuế 4.2% đối với tôm đông lạnh nhập khẩu vào thị trường EU vốn khá nhạy cảm về giá (thuận lợi cho CTCP Sao Ta (FMC, N/A) với doanh thu tập trung vào EU), và 3) tăng tiêu thụ tôm tại Nhật Bản nhờ Olympic Tokyo vào giữa năm 2021E. Xuất khẩu tôm đã liên tục duy trì đà tăng trưởng dương từ tháng 2 tới nay và đạt 395 triệu USD trong tháng 11 vừa qua, tăng mạnh 28% YoY khi quý 4 là thời điểm diễn ra mùa lễ hội tại các thị trường chính. Lũy kế 11 tháng đầu năm, xuất khẩu tôm Việt Nam đạt 3.5 tỷ USD (+14% YoY).

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)	MUA
Giá hiện tại	41,000 VND
Giá mục tiêu	56,100 VND

### CTCP Nam Việt (ANV)

Giá hiện tại	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu	22,450 VND
	21,700 VND

### Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC)

Giá hiện tại	NẮM GIỮ
Giá mục tiêu	28,300 VND
	31,700 VND

### Xuất khẩu cá tra bắt đầu đi lên nhờ giá cá tra tăng trở lại

Xuất khẩu cá tra Việt Nam tháng 11 chỉ còn giảm nhẹ 4% YoY đạt 168 triệu USD và kỳ vọng sẽ quay lại tăng trưởng dương trong năm 2021E nhờ: 1) giá cá tra bắt đầu phục hồi từ Q4/2020, hiện ở mức 22,000 VND/kg (tăng 3,500 VND/kg so với tháng trước đó); và 2) sản lượng xuất khẩu kỳ vọng sẽ hồi phục trở lại khi đại dịch dần được kiểm soát nhờ vắc xin. Thị trường Mỹ năm 2021E kỳ vọng sẽ ổn định hơn so với năm bầu cử 2020 và khi đại dịch dần được kiểm soát nhờ vắc xin. Hiệp định EVFTA và UKVFTA tạo cơ hội để xuất khẩu cá tra Việt Nam phục hồi tại thị trường EU và Anh. Xuất khẩu cá tra Việt Nam lũy kế 11 tháng đầu năm đạt 1.34 tỷ USD, giảm 24% YoY chủ yếu do giá xuất khẩu thấp hơn so cùng kỳ năm trước và tiêu thụ cá tra ở các thị trường bị sụt giảm mạnh bởi đại dịch từ đầu năm nay.

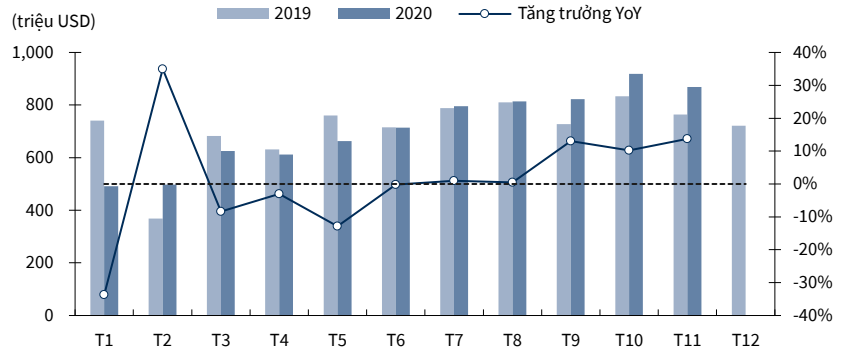
### Tiếp tục khuyến nghị chốt lời MPC và chuyển vị thế sang VHC

Mặc dù xuất khẩu tôm tăng mạnh, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị nhà đầu tư chốt lời đối với Tập đoàn Thủy sản Minh Phú (MPC, NẮM GIỮ, giá MT 31,700 VND/cp) do kết quả vụ kiện bán phá giá bất lợi và chuyển vị thế sang CTCP Vĩnh Hoàn (VHC, MUA, giá mục tiêu 56,100 VND/cp) với kỳ vọng VHC sẽ hưởng lợi nhiều nhất khi ngành cá tra chuyển biến tích cực trong năm 2021E (đa số vùng nuôi của VHC thỏa mãn yêu cầu của hiệp định EVFTA và đang được hưởng thuế chống bán phá giá 0% tại Mỹ).

### Rủi ro: bị áp thuế nhập khẩu 25% tại Mỹ; thắt chặt hải quan tại Trung Quốc

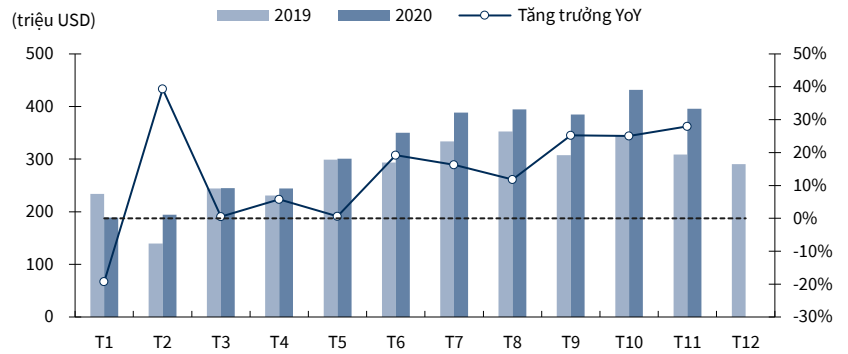
Các doanh nghiệp thủy sản chịu rủi ro bị áp thuế xuất khẩu 25% sang Mỹ sau khi Việt Nam chính thức bị Mỹ gắn mác thao túng tiền tệ. Ngoài ra, xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc đang gặp khó khăn khi nước này tăng cường siết chặt kiểm tra kiểm soát hàng thủy sản đông lạnh nhập khẩu, gây tắc nghẽn hàng hóa tại cửa khẩu.

**Biểu đồ 38. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu thủy sản hàng tháng & tăng trưởng YoY, T1/2019-T11/2020 (triệu USD, % YoY)**



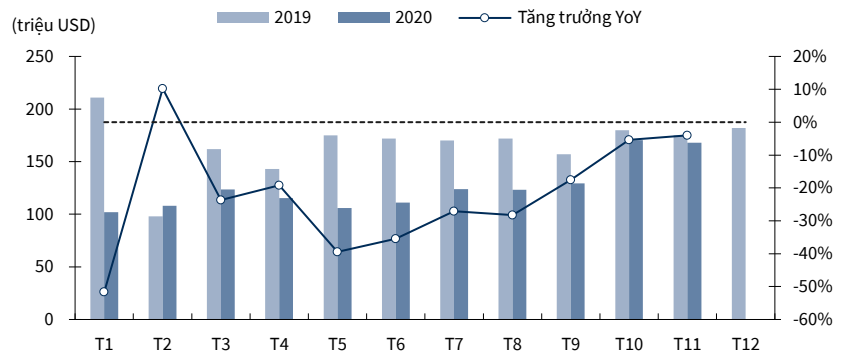
Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 39. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu tôm hàng tháng & tăng trưởng YoY, T1/2019-T11/2020 (triệu USD, % YoY)**



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 40. Thủy sản Việt Nam – Giá trị xuất khẩu cá tra hàng tháng & tăng trưởng YoY, T1/2019-T11/2020 (triệu USD, % YoY)**



Nguồn: Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

24/12/2020

### Doanh thu cá tra đi ngang nhưng tổng doanh thu giảm nhẹ do mảng thức ăn cho cá sụt giảm

Doanh thu tháng 11 đạt 660 tỷ VND (-6% YoY), chủ yếu do mảng thức ăn cho cá vẫn giảm mạnh 64% YoY xuống còn 15 tỷ VND, trong khi mảng cá tra hầu như chỉ đi ngang và đạt 475 tỷ đồng (-1% YoY). Nông dân vẫn còn lo ngại tình hình xuất khẩu không ổn định nên chưa muốn thả nuôi nhiều, dù giá cá tra nguyên liệu đã được cải thiện từ 18,000 VND/kg hồi quý 3 lên mức 22,000 VND/kg. Doanh thu collagen & gelatin đạt 42 tỷ VND (-10% YoY) và duy trì tiêu thụ tốt từ tháng 10/2019.

### Tắc nghẽn tại cửa khẩu Trung Quốc; dấu hiệu phục hồi tại thị trường EU

Doanh thu tháng 11 giảm 10% MoM do xuất khẩu bị tắc nghẽn tại cửa khẩu Trung Quốc. Trung Quốc đang siết chặt nhập khẩu thủy sản đông lạnh từ ngày 10/11 để phòng dịch COVID-19, làm kéo dài thời gian thông quan và khiến xuất khẩu tháng 11 của VHC sang Trung Quốc chỉ đạt 150 tỷ VND, giảm 28% MoM và 20% YoY. Xuất khẩu sang Mỹ đạt 250 tỷ VND (+3% MoM) do giá xuất khẩu cải thiện, nhưng vẫn giảm 8% YoY do đại dịch năm nay. Xuất khẩu sang EU đạt 89 tỷ VND, tăng 27% MoM và 85% YoY, tiếp tục đà hồi phục kể từ làn sóng đại dịch thứ 2 diễn ra vào tháng 9.

### Đã đạt kế hoạch doanh thu của kịch bản tiêu cực; duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 56,100 VND/cp

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với CTCP Vĩnh Hoàn (VHC, MUA, giá MT 56,100 VND/cp) với kỳ vọng VHC sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi xuất khẩu cá tra đảo chiều trong năm 2021E. Lũy kế doanh thu xuất khẩu 11 tháng đầu năm 2020 đạt 6,500 tỷ VND (-8% YoY) và đã hoàn thành kế hoạch doanh thu của kịch bản tiêu cực, phù hợp với kỳ vọng thị trường. Tuy nhiên, giá cổ phiếu VHC có thể sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực từ việc Việt Nam bị Mỹ gắn mác thao túng tiền tệ do xuất khẩu của VHC phụ thuộc nhiều vào thị trường Mỹ với khoảng 35% tỷ trọng doanh thu.

## Mua duy trì

Giá mục tiêu	56,100 VND
Tổng mức sinh lời (%)	41%
Giá hiện tại (24/12/2020)	41,000 VND
Giá consensus	51,200 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	325 tr.USD

### Dữ liệu giao dịch

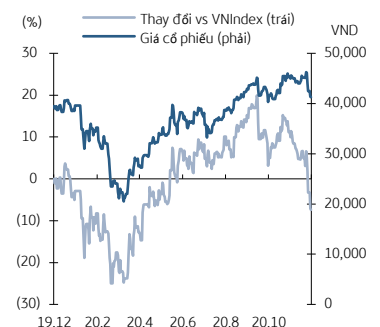
Tỉ lệ free-float (%)	50.2%
GTGD trung bình (3T)	1.41 tr.USD
Room khối ngoại (%)	67.9%
Cổ đông lớn (%)	Trương Thị Lệ Khanh (43.2%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.8	-4.0	8.0	4.6
Tương đối	-16.7	-19.7	-13.2	-7.4

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,867	7,373	9,218	10,882
EBIT	1,132	859	1,256	1,604
LN sau CĐTS	1,179	840	1,174	1,472
EPS (VND)	6,430	4,583	6,401	8,026
Thay đổi EPS (%)	(18.2)	(28.7)	39.7	25.4
P/E (x)	7.0	9.9	7.1	5.6
EV/EBITDA (x)	7.0	8.3	6.2	4.9
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	26.5	16.5	20.9	23.2
Tỷ suất cổ tức (%)	2.3	4.4	6.6	7.7



Nguồn: Bloomberg, Chứng khoán KB Việt Nam

# Dầu khí Việt Nam

## Phân khúc hạ nguồn tiếp tục phục hồi

Chuyên viên phân tích Dầu khí  
 Nguyễn Thanh Danh  
 danhnt@kbsec.com.vn

24/12/2020

## Trung lập duy trì

### Khuyến nghị

PV Gas (GAS)	Mua
Giá hiện tại:	83,900 VND
Giá mục tiêu:	89,200 VND

Petrolimex (PLX)	Nắm giữ
Giá hiện tại:	52,700 VND
Giá mục tiêu:	59,800 VND

Vận tải dầu khí (PVT)	Mua
Giá hiện tại:	12,900 VND
Giá mục tiêu:	16,800 VND

### Các công ty hạ nguồn kỳ vọng sẽ tiếp tục đà phục hồi trong năm 2021E

Chúng tôi vẫn lựa chọn PV Gas (GAS, MUA, giá MT 89,200 VND/cp) là cổ phiếu hàng đầu của ngành dầu khí giữa bối cảnh Việt Nam đang chuyển dịch sang sử dụng khí đốt thiên nhiên và LNG nhập khẩu để sản xuất năng lượng điện. Lợi nhuận 2021E của GAS kỳ vọng sẽ phục hồi do giá bán khí phụ thuộc trực tiếp vào giá dầu và chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục đà tăng với giá trung bình khoảng 48 USD/thùng (so với mức trung bình 41 USD/thùng năm 2020E). Petrolimex (PLX, MUA, giá MT 59,800 VND/cp) sẽ tiếp tục phục hồi sau khi giá bán lẻ xăng dầu và giá nguyên liệu đầu vào đã bình ổn trở lại, cùng với chiến lược mở rộng các cửa hàng xăng trực thuộc COCO để tăng biên lợi nhuận bán lẻ. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR, MUA, giá MT 8,100 VND/cp) đã hoàn tất việc đại tu 3 năm/lần vào đầu tháng 10/2020 và nhà máy lọc dầu Dung Quất quay trở lại hoạt động bình thường vào năm 2021E. Nhờ đó, PV Trans (PVT, MUA, giá MT 16,800 VND/cp) cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục đà phục hồi trong năm 2021E, đồng thời dự án đầu tư tàu VLCC để vận chuyển dầu thô cho nhà máy lọc dầu Nghi Sơn được kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm 2021E giúp cải thiện biên lợi nhuận (hiện vẫn phụ thuộc vào việc thuê tàu VLCC từ SK Shipping).

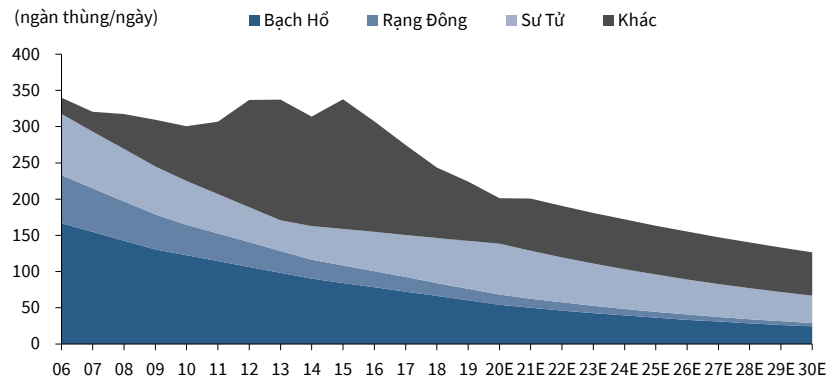
### Các công ty thượng nguồn có thể tiếp tục gặp khó khăn do giá dầu còn thấp

Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm thận trọng với những công ty khai thác thượng nguồn như PV Drilling (PVD, NẮM GIỮ, giá MT 9,600 VND/cp) và Kỹ thuật dầu khí (PVS, NẮM GIỮ, giá MT 11,000 VND/cp) trong điều kiện giá dầu vẫn đang phục hồi chậm – đặc biệt giá dầu vẫn dưới mức hòa vốn 55 USD/thùng – gây rủi ro trì hoãn các dự án lớn sắp tới và ảnh hưởng tiêu cực lên lợi nhuận. PVD đang tích cực tìm kiếm những hợp đồng mới cho các giàn tự nâng do đa số các hợp đồng sẽ kết thúc vào nửa cuối năm 2021E và công ty sẽ phải phụ thuộc vào giàn TAD (tháng 7/2021E sẽ đi vào hoạt động). PVS cũng chưa có dự án mới nào đáng kể do giá dầu vẫn còn thấp, trong khi các dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt và Al Shaheen đã vào giai đoạn cuối, và rủi ro chậm tiến độ ở các dự án khí lớn sẽ khiến PVS gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới.

### Rủi ro: trì hoãn cổ phần hóa & phê duyệt các dự án khí mới

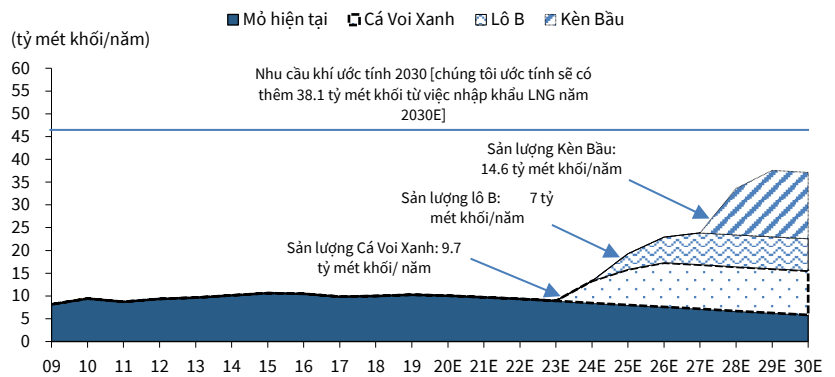
Các cổ phiếu ngành dầu khí Việt Nam có tỷ lệ tự do chuyển nhượng khá thấp do trì hoãn cổ phần hóa. Các dự án mỏ khí mới luôn đối mặt với rủi ro bị chậm tiến độ. Tuy vậy, khi các dự án khí này được đưa vào hoạt động thì có thể khiến thị trường dư cung do có sản lượng quá lớn, gây rủi ro cho việc đầu tư các cảng LNG.

**Biểu đồ 41. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất dầu thô theo mỏ, 2006-2030E (nghìn thùng/ngày)**



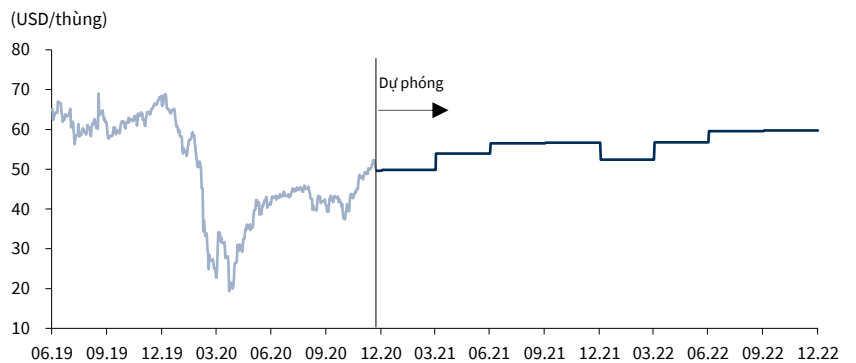
Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 42. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí theo bể cho những mỏ hiện tại & sản lượng tiềm năng từ những siêu dự án, 2019-2030E (tỷ mét khối/năm)**



Nguồn: PV Gas, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 43. Dầu thô – Giá dầu Brent hiện tại & dự phóng, 1/2019 -12/2022E (USD/thùng)**





# PV Gas (GAS)

## Lợi nhuận cả năm ước tính đạt xấp xỉ kỳ vọng

Chuyên viên phân tích Dầu khí  
Nguyễn Thanh Danh  
danhht@kbsec.com.vn

24/12/2020

**Lợi nhuận Q4 ước giảm 46% YoY và thấp hơn 19% dự phóng do sản lượng khí thiên nhiên thấp hơn kỳ vọng**

PV Gas ước tính lợi nhuận sau thuế Q4 (trước CĐTS) đạt 1,636 tỷ VND (giảm 46% YoY) với doanh thu đạt 17,557 tỷ VND (tăng 3% YoY). Như vậy, lợi nhuận Q4 thấp hơn 19% so với dự phóng của chúng tôi, chủ yếu do sản lượng khí thiên nhiên vẫn còn thấp hơn so với kỳ vọng. Tổng cục Thống kê Việt Nam ước tính sản lượng khí đốt thiên nhiên giảm 21% YoY trong tháng 10 và giảm 16% YoY trong tháng 11. Tuy vậy, giá bán khí tốt hơn đã giúp doanh thu Q4 cao hơn 12% so với chúng tôi dự phóng.

**Lợi nhuận và doanh thu cả năm xấp xỉ mức kỳ vọng của chúng tôi và thị trường**

Lợi nhuận cả năm (trước CĐTS) đạt 7,883 tỷ VND (giảm 35% YoY) và xấp xỉ dự phóng của chúng tôi (thấp hơn 4.6%). Doanh thu cả năm ước đạt 66,182 tỷ VND (giảm 12% YoY), cao hơn khoảng 3% so với kỳ vọng của thị trường và của chúng tôi. Mặc dù lợi nhuận cả năm 2020 ước sẽ vượt 19% kế hoạch cả năm, PV Gas thường đạt mục tiêu thấp hơn thực tế khoảng 40-50%.

**Duy trì khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 89,200 VND/cp**

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PV Gas (GAS, MUA, giá MT 89,200 VND). Chúng tôi vẫn lựa chọn PV Gas là cổ phiếu hàng đầu của ngành dầu khí giữa bối cảnh Việt Nam đang chuyển dịch sang sử dụng khí đốt thiên nhiên và LNG nhập khẩu để sản xuất năng lượng điện. Sản lượng khí đốt thiên nhiên đang trên đà hồi phục khi mỏ Sao Vàng bắt đầu cho dòng khí đầu tiên vào tháng 11 vừa qua và toàn bộ chuỗi dự án khí Nam Côn Sơn 2 được đưa vào vận hành. Hiện nay, giai đoạn một của dự án cảng LNG Thị Vải đang vượt tiến độ và sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào 2022E.

## Mua duy trì

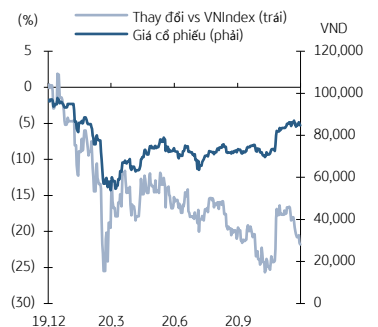
Giá mục tiêu	89,200 VND
Tổng mức sinh lời (%)	6%
Giá hiện tại (24/12/2020)	83,900 VND
Giá consensus	82,100 VND
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	7,010 tr.USD

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	4.2%
GTGD trung bình (3T)	3.59tr.USD
Room khối ngoại (%)	45.9%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.4	16.5	14.6	-12.0
Tương đối	-6.5	-1.5	-7.8	-21.8

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	75,005	64,242	74,820	89,785
EBIT	13,649	9,158	14,114	16,786
LN sau CĐTS	11,902	8,092	11,560	13,726
EPS (VND)	6,219	4,228	6,040	7,171
Thay đổi EPS (%)	3.9	(32.0)	42.8	18.7
P/E (x)	13.6	20.0	14.0	11.8
EV/EBITDA (x)	9.3	12.2	8.6	7.2
P/B (x)	3.3	3.5	3.3	3.0
ROE (%)	24.7	16.9	24.2	26.7
Tỷ suất cổ tức (%)	5.2	3.5	5.2	6.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

# Bán lẻ Việt Nam

## Triển vọng tích cực với xu hướng phục hồi

Chuyên viên phân tích Bán lẻ  
Đào Phúc Phương Dung  
dungdpp@kbsec.com.vn

24/12/2020

### Triển vọng ngành tích cực với xu hướng tiếp tục phục hồi

Doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng tháng 11 tiếp tục xu hướng phục hồi, tăng 2% MoM và 9% YoY theo dữ liệu từ Tổng cục Thống kê, trong đó doanh thu bán lẻ tăng mạnh nhất với mức tăng 13% YoY cho thấy nhu cầu mua sắm của người dân đã tăng trở lại, đặc biệt là mùa lễ hội cuối năm. Tính chung 11 tháng đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 2% YoY đạt 4,591 nghìn tỷ đồng. Doanh số bán lẻ hàng hóa 11 tháng tăng 6% YoY lên 6,630 nghìn tỷ đồng, chiếm 79% tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong 11 tháng, trong đó ngành hàng lương thực, thực phẩm tăng mạnh nhất 11% YoY.

## Tích cực

### Khuyến nghị

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	Theo dõi
Giá hiện tại	116,700 VND
Giá mục tiêu	N/A

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)	Theo dõi
Giá hiện tại	76,900 VND
Giá mục tiêu	N/A

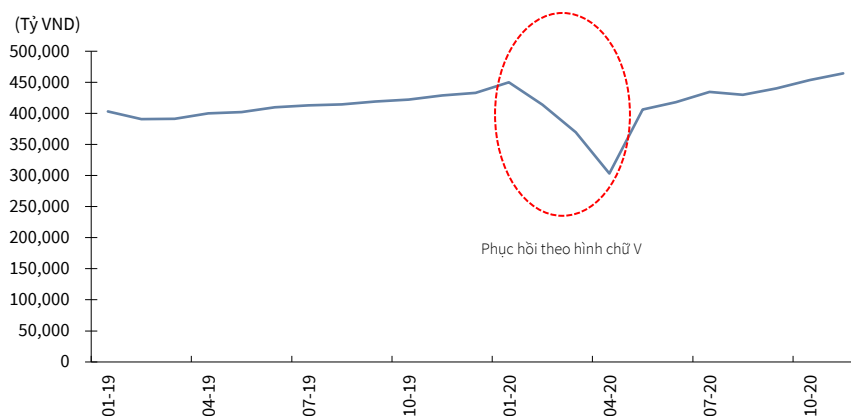
### MWG và PNJ phục hồi và vượt trội so với đối thủ trong ngành

Trong năm 2021, theo kịch bản cơ sở dịch Covid-19 không tiếp tục bùng phát tại Việt Nam, ngành bán lẻ được dự báo sẽ phục hồi. Điều này đã được phần nào thể hiện với MWG khi doanh thu tháng 11 tăng 8% YoY và lợi nhuận tăng 12% YoY. Dù nhu cầu tiêu dùng hàng không thiết yếu giảm, doanh thu chung của TGDD và ĐMX vẫn đi ngang và doanh thu BHX tiếp tục tăng trưởng 71% YoY trong tháng 11. Ngành hàng điện thoại và điện máy vẫn có dấu hiệu phục hồi nhờ: (i) mở bán thành công các sản phẩm *Iphone 12* và *Samsung Note 20*; (ii) các chiến dịch quảng bá cho Lễ Độc thân 11/11 và *Black Friday*; và (iii) tiếp tục mở mới mạnh mẽ mô hình ĐMX mini/supermini. Đối với PNJ, doanh thu tháng 11 tiếp tục tăng trưởng dương 8% YoY. PNJ đang vượt trội so với các đối thủ trong ngành khi doanh thu kênh bán lẻ tháng 11 tăng 22% YoY và doanh thu vàng miếng tăng 16% YoY trong khi doanh thu bán sỉ giảm 19% YoY. Biên lợi nhuận gộp của công ty trong tháng 11 giữ vững ở mức 20% so với một năm trước. Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian sắp tới, nhu cầu tiêu dùng của người dân tiếp tục tăng trưởng tốt và dịch chuyển theo hướng thương mại hiện đại, theo đó những cổ phiếu bán lẻ tận dụng được cả kênh offline và online sẽ được hưởng lợi.

### Rủi ro: Dịch Covid-19 bùng phát trở lại tại Việt Nam

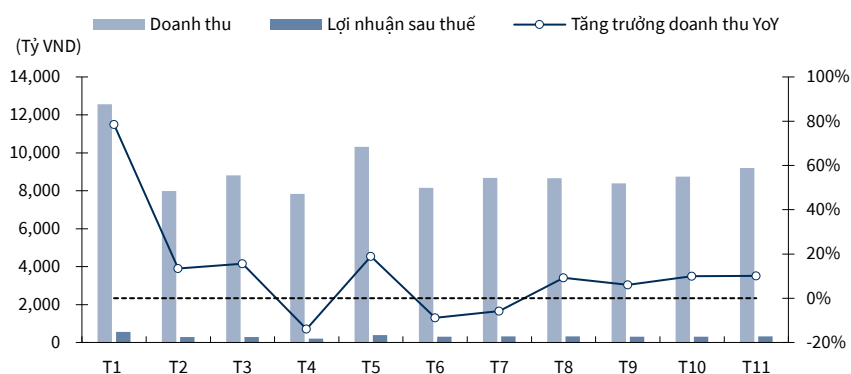
Trong kịch bản dịch Covid-19 tiếp tục bùng phát tại Việt Nam gây ảnh hưởng đến sự phục hồi nhu cầu mua sắm những sản phẩm không thiết yếu, ngành bán lẻ sẽ tiếp tục bị tác động, làm suy giảm doanh số bán lẻ và làm chậm lại tốc độ mở cửa hàng mới của các chuỗi bán lẻ.

**Biểu đồ 44. Bán lẻ Việt Nam – Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ, 01/2019-11/2020 (tỷ VND)**



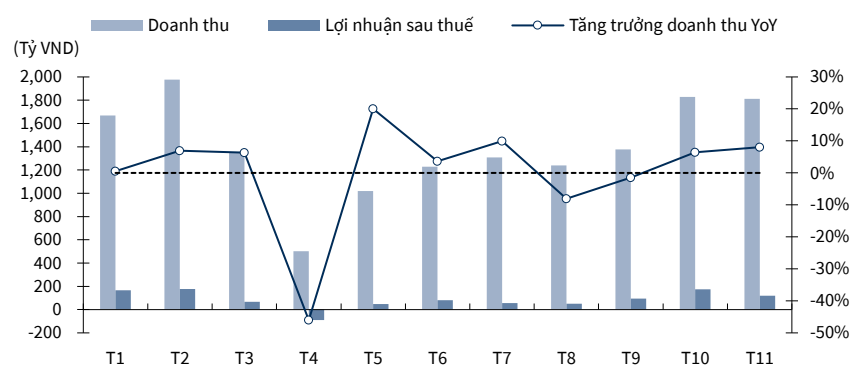
Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam

**Biểu đồ 45. Thế giới Di động (MWG) – Doanh thu, lợi nhuận sau thuế và tăng trưởng doanh thu YoY, T1–T11/2020 (tỷ VND, % YoY)**



Nguồn: MWG, Chứng khoán KB Việt Nam

**Biểu đồ 46. Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ) – Doanh thu, lợi nhuận sau thuế và tăng trưởng doanh thu YoY, T1–T11/2020 (tỷ VND, % YoY)**



Nguồn: PNJ, Chứng khoán KB Việt Nam

24/12/2020

### Lợi nhuận tháng 11 tăng trưởng hai chữ số và lợi nhuận lũy kế tiếp tục tăng trưởng dương

Lợi nhuận tháng 11 tăng 12% YoY lên 316 tỷ đồng, doanh thu đạt 9,202 tỷ đồng (tăng 8% YoY) chủ yếu nhờ chuỗi Bách hóa Xanh và Điện Máy Xanh tăng trưởng khả quan. Lợi nhuận từ đầu năm đến nay tăng nhẹ ở mức 3,599 tỷ đồng, tương ứng với 104% kế hoạch lợi nhuận cả năm và 93% kỳ vọng thị trường (consensus). Doanh thu trong 11 tháng đầu năm tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái lên 99,304 tỷ đồng, tương đương 90% so với kế hoạch doanh thu của năm và 91% kỳ vọng thị trường năm 2020E.

### Tiếp tục tập trung mở rộng Điện máy Xanh Supermini (DMS) và Bluetronics

MWG tiếp tục tập trung mở rộng chuỗi siêu thị điện tử gia dụng với kỷ lục mở mới 62 cửa hàng DMS mới trong tháng 11, đạt 169 cửa hàng tại 37/63 tỉnh khắp cả nước. Sau 11 tháng đầu năm, DMS đóng góp hơn 450 tỷ đồng doanh thu, tương đương khoảng 1% doanh thu Điện máy Xanh, và hơn 1 tỷ đồng mỗi cửa hàng mỗi tháng. DMS sẽ là mô hình kinh doanh chủ yếu để MWG giành thêm thị phần bán lẻ điện thoại điện máy trong tương lai. MWG cũng đã đạt 29 cửa hàng Bluetronics, chuỗi bán lẻ điện thoại và điện tử tiêu dùng của MWG tại Campuchia với doanh thu trên mỗi cửa hàng khoảng 1.2 tỷ đồng/cửa hàng/tháng.

### Ban lãnh đạo phấn đấu đạt mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hai con số năm 2021E

Hội đồng quản trị MWG đã thống nhất kế hoạch kinh doanh năm 2021E để trình phê duyệt tại ĐHCĐ với doanh thu thuần là 125,000 tỷ đồng và lợi nhuận là 4,750 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng doanh thu 14% YoY và tăng trưởng lợi nhuận 38% YoY so với kế hoạch năm 2020E.

## Theo dõi

Giá mục tiêu	N/A
Tổng mức sinh lời (%)	N/A
Giá hiện tại (24/12/2020)	VND116,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND151,400
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	2,363tr USD

### KQKD

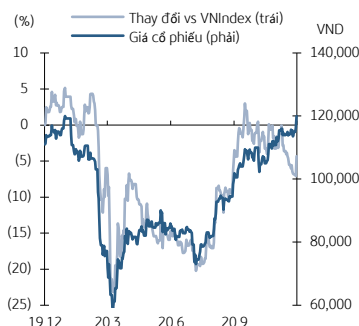
Năm tài chính	2017A	2018A	2019A	9T2020
Doanh thu (tỷ VND)	66,340	86,516	102,174	81,352
EBIT	2,779	3,871	4,977	3,984
LN sau CĐTS	2,206	2,879	3,834	2,976
EPS (VND)	5,307	6,633	8,645	6,569
Thay đổi EPS (%)	37.5	25.0	30.3	(2.0)
P/E (x)	22.6	18.1	13.9	18.3
EV/EBITDA (x)	16.1	11.0	10.0	11.5
P/B (x)	8.6	5.9	4.4	3.6
ROE (%)	45.2	38.7	36.3	25.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.5	0.9	0.9	0.0

### Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ free-float (%)	89.9%
GTGD trung bình (3T)	4.87tr USD
Room khối ngoại (%)	0.0%
Cổ đông lớn (%)	Retail World (11.4%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8.2	20.4	39.6	8.0
Tương đối	-1.1	0.7	12.2	-4.3



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

# Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

## Doanh thu tháng 11 tăng trưởng một chữ số

Chuyên viên phân tích Bán lẻ  
Đào Phúc Phương Dung  
dungdpp@kbsec.com.vn

22/12/2020

### PNJ đang vượt trội so với đối thủ trong ngành

LNST tháng 11 đạt 120 tỷ đồng (-12% YoY) dù doanh thu tăng 8% YoY lên 1,812 tỷ đồng do chi phí hoạt động tăng mạnh 34% YoY. Lợi nhuận lũy kế giảm còn 399 tỷ đồng (-12% YoY) nhưng doanh thu tăng 2% YoY lên 15,305 tỷ đồng. PNJ đang vượt trội so với các đối thủ trong ngành khi doanh thu kênh bán lẻ tháng 11 tăng 22% YoY và doanh thu vàng miếng tăng 16% YoY trong khi doanh thu bán sỉ giảm 19% YoY. Dự kiến công ty nhiều khả năng sẽ đạt mức kỳ vọng thị trường do quý 4 là cao điểm hoạt động kinh doanh của PNJ với mùa Giáng sinh và mùa cưới bị trì hoãn do đại dịch đẩy hoạt động kinh doanh tăng cao từ giờ đến Tết.

### Ban lãnh đạo chuẩn bị cho sự phục hồi năm 2021E dù việc mở mới cửa hàng chậm lại

PNJ đang vượt xa các công ty cùng ngành và sử dụng vị thế dẫn đầu để chuẩn bị cho sự phục hồi năm 2021E dù nhu cầu trên thị trường trang sức nói chung vẫn chưa hồi phục hoàn toàn, thể hiện ở sự suy giảm doanh số bán sỉ và tốc độ mở cửa hàng mới chậm lại. Chi phí hoạt động trong tháng 11 tăng mạnh phần lớn đến từ việc tuyển nhân viên mới để thúc đẩy hoạt động bán hàng năm 2021E cũng như việc đẩy mạnh marketing cho các sản phẩm *Style by PNJ* bằng việc tài trợ cho các buổi biểu diễn ca nhạc. Ngoài ra, tháng 11 cũng có ghi nhận một số chi phí bị trì hoãn từ tháng 10. Trong tháng 11, PNJ chỉ mở mới 1 cửa hàng PNJ Gold. Trong 11 tháng đầu năm, PNJ đã mở mới 27 cửa hàng. Tổng số cửa hàng vào cuối tháng 11 là 342 cửa hàng, bao gồm 305 PNJ Gold, 30 PNJ Silver, 4 CAO Fine Jewelry, 3 PNJ Art và 66 cửa hàng đồng hồ shop-in-shop.

## Theo dõi

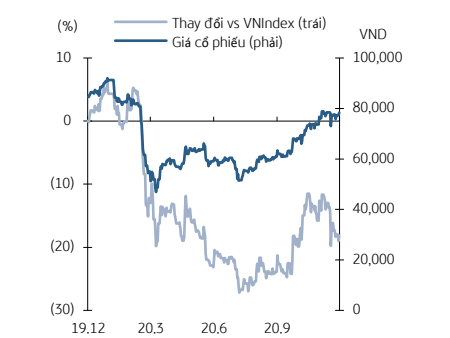
Giá mục tiêu	N/A
Tổng mức sinh lời (%)	N/A
Giá hiện tại (24/12/2020)	VND76,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND86,900
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	767tr USD

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	70.1%
GTGD trung bình (3T)	3.10tr USD
Room khối ngoại (%)	0.0%
Cổ đông lớn (%)	Cao Thi Ngọc Dung (9.0%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6.4	28.6	32.5	-7.6
Tương đối	-2.8	7.5	6.5	-18.1

### KQKD

Năm tài chính	2017A	2018A	2019A	9T2020
Doanh thu (tỷ VND)	10,977	14,571	17,001	11,668
EBIT	949	1,263	1,623	944
LN sau CĐTS	725	960	1,194	642
EPS (VND)	4,592.2	5,146.5	5,359.3	2,850.0
Thay đổi EPS (%)	56.6	12.1	4.1	(21.2)
P/E (x)	17.1	15.2	14.6	27.5
EV/EBITDA (x)	18.6	14.6	12.0	19.7
P/B (x)	4.3	4.7	3.9	3.7
ROE (%)	32.6	28.7	28.7	20.9
Tỷ suất cổ tức (%)	1.4	1.5	3.8	1.3



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**  
binhnx@kbsec.com.vn

**Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh**  
trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**  
tungla@kbsec.com.vn

**Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**  
hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**  
tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công**  
conglt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền**  
huyenntt@kbsec.com.vn

**Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**  
harrison.kim@kbfg.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**  
dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh**  
danhnt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh**  
vinhn@kbsec.com.vn

**Bộ phận Marketing Research**

**Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin**  
shin.sy@kbsec.com.vn

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.