

Triển vọng TTCK Việt Nam 2022

Phục hồi sau đại dịch

Xu hướng tăng của TTCK Việt Nam sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2022, khi các điều kiện của thị trường tiếp tục được cải thiện với 2 yếu tố kỳ vọng chính là dịch Covid-19 sẽ dần suy giảm khi chương trình tiêm chủng vaccine được triển khai hiệu quả và gói kích thích kinh tế của Chính phủ, trong bối cảnh định giá của chỉ số VNIndex vẫn đang ở mức hợp lý nhờ đà tăng của thị trường được hỗ trợ bởi tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao của nhóm các doanh nghiệp niêm yết trong năm qua.

Dù vậy, mức tăng vượt trội của thị trường như trong giai đoạn 2020-2021 nhiều khả năng sẽ không lặp lại, khi mà rủi ro đã tiềm ẩn xuất hiện ở 1 số yếu tố nền tảng như rủi ro lạm phát và mặt bằng lãi suất trong nước tăng, nợ xấu ngân hàng, các NHTW trên thế giới thắt chặt chính sách tiền tệ, tốc độ tăng trưởng chậm và rủi ro vỡ nợ của Trung Quốc... Theo đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ trải qua nhiều nhịp biến động mạnh tăng/giảm đan xen, đặc biệt trong giai đoạn nửa đầu năm khi các yếu tố thuận lợi/rủi ro dần định hình, với xu hướng tổng thể là tăng thoải và hướng tới mốc điểm cân bằng của chỉ số VNIndex thời điểm cuối 2022 là 1,760 điểm, tương ứng mức P/E 17.5 lần và EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết tăng 15.7% so với cùng kỳ.

Với việc động lực tăng trưởng chính của thị trường trong năm 2022 là sự phục hồi của nền kinh tế giai đoạn hậu Covid với lực đỡ từ gói kích thích kinh tế của Chính phủ, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên hướng tỷ trọng cao của danh mục trong năm 2022 đến nhóm các doanh nghiệp tăng trưởng, hưởng lợi từ bối cảnh thuận lợi của kinh tế vĩ mô như sự phục hồi trong hoạt động chi tiêu, tiêu dùng trong nước, tăng trưởng xuất khẩu, Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công, thu hút vốn FDI, và xu hướng chuyển đổi số... Trong khi đó, nhóm cổ phiếu mang tính phòng thủ được đánh giá sẽ không phải lựa chọn ưa thích của số đông.

Trong năm 2022, Bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng các ngành khu công nghiệp, bán lẻ, thủy sản, năng lượng, ngân hàng, bất động sản, dầu khí, công nghệ thông tin, cảng biển (*chi tiết về triển vọng ngành xem thêm ở phần VI của báo cáo*).

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

Thái Hữu Công
Chuyên viên chiến lược đầu tư
conghth@anhthd.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên chiến lược đầu tư
anhthtt@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên vĩ mô
quyenlh@kbsec.com.vn

31/12/2021

KBSV Top pick

Mã	Giá mục tiêu	Ngày ra báo cáo	Lợi nhuận kỳ vọng
TIP	81,550	23/11/21	68.7%
PPH	51,500	07/12/21	59.9%
HPP	107,500	22/12/21	52.9%
HPG	68,200	11/11/21	49.2%
CTI	39,100	17/12/21	45.9%
NTC	256,000	25/10/21	34.2%
TCB	65,600	17/11/22	33.1%
CTG	45,100	25/11/21	33.0%
MCH	151,200	30/12/21	32.6%
FPT	123,000	27/12/21	31.4%
VHM	105,600	12/12/21	29.4%
GAS	125,000	17/12/21	28.9%
MWG	168,800	17/11/21	25.7%
VNM	106,800	03/12/21	25.2%
DHA	68,200	02/11/21	23.8%
DRC	39,900	17/12/21	22.2%
SSH	121,700	20/12/21	21.8%
MCM	68,000	23/12/21	19.7%
GMD	56,300	28/12/21	19.0%
VPB	41,600	21/12/21	17.5%
BID	40,900	14/12/21	15.5%
PVT	27,500	13/12/21	15.5%
DPM	54,900	22/11/21	10.9%
DBC	77,100	05/11/21	7.1%
QTP	20,200	14/12/21	6.9%
CTD	114,700	01/12/21	6.7%

Chú thích: Lợi nhuận kỳ vọng tính theo giá đóng cửa ngày 30/12

"Nhà đầu tư tham khảo thêm danh mục đầu tư mẫu ở mục V của báo cáo"

MỤC LỤC

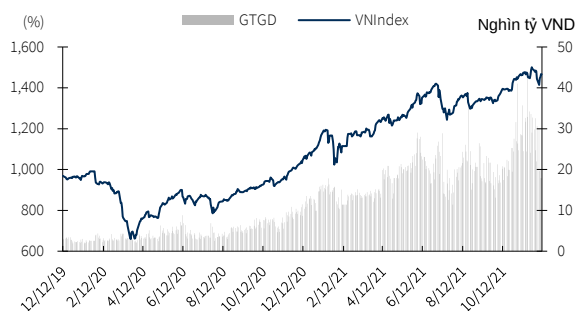
I. Triển vọng TTCK 2022	3
II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	4
III. Xu hướng dòng tiền	6
IV. Các yếu tố chính tác động đến thị trường	7
1. Sản xuất và kinh tế phục hồi	7
2. Gói kích cầu	9
3. Lạm phát trong nước	11
4. Lạm phát và chính sách tiền tệ của Mỹ	12
V. Chủ đề đầu tư và danh mục đầu tư mẫu	15
VI. Triển vọng ngành	17
1. Khu công nghiệp	17
2. Bán lẻ	21
3. Thủy sản	24
4. Năng lượng	26
5. Ngân hàng	29
6. Bất động sản nhà ở	34
7. Dầu khí	38
8. Công nghệ thông tin	42
9. Cảng biển	45

I. Triển vọng TTCK 2022

TTCK Việt Nam tăng mạnh cả về điểm số và giá trị giao dịch trong năm 2021

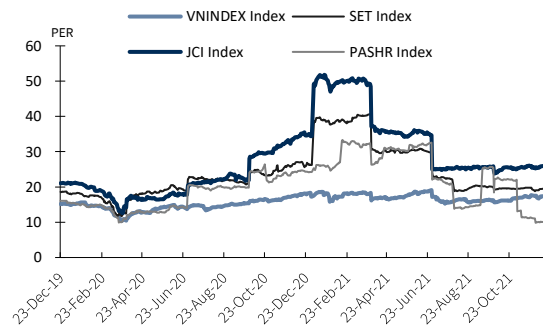
TTCK Việt Nam tăng mạnh trong năm 2021, nối tiếp xu hướng tăng của năm 2020 với động lực chính đến từ mức tăng trưởng lợi nhuận cao của các doanh nghiệp niêm yết, cùng mặt bằng lãi suất thấp của nền kinh tế. Tính cho cả năm 2021, chỉ số VNIndex đã tăng 35% về điểm số, trong khi giá trị giao dịch bình quân phiên cao gấp 3.4 lần so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E các chỉ số chính nhóm ASEAN4



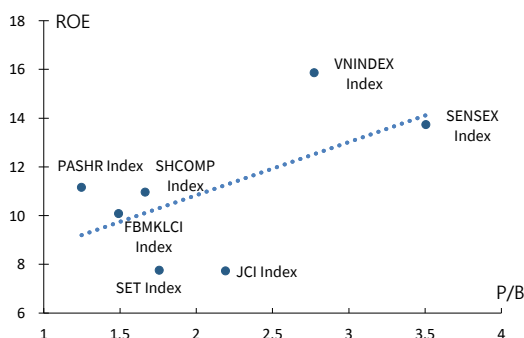
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Định giá TTCK Việt Nam vẫn đang ở mức tương đối hấp dẫn

Tính cho cả năm 2021, cùng với mức tăng 35% của chỉ số VNIndex, EPS bình quân trượt 12 tháng của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX cũng đạt mức tăng xấp xỉ 33%, kéo theo P/E thị trường tăng nhẹ từ 17.25 lên 17.4. Mức P/E này cao hơn đáng kể so với mức P/E bình quân 2 năm gần nhất (15.8 lần), nhưng vẫn thấp hơn so với mức P/E các quốc gia trong khu vực (Biểu đồ 2) và vẫn ở mức hấp dẫn đặt trong bối cảnh vĩ mô hiện tại với mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp cùng các kỳ vọng về gói kích thích kinh tế của Chính phủ và sự phục hồi của nền kinh tế hậu Covid-19.

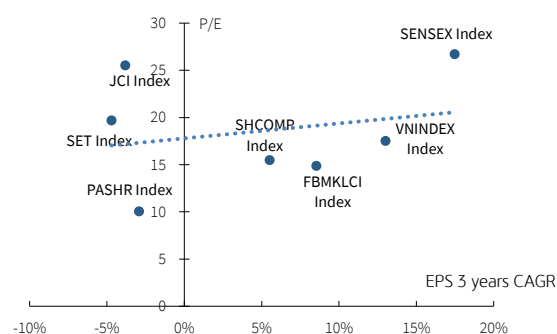
So sánh tương đối các chỉ số của VNIndex với nhóm các thị trường trong khu vực, TTCK Việt Nam duy trì được sức hấp dẫn trong tương quan so sánh P/B với ROE (Biểu đồ 3), và tương quan P/E với tăng trưởng EPS bình quân 3 năm gần nhất (Biểu đồ 4)

Biểu đồ 3. Tương quan P/B và ROE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E và CAGR 3 năm EPS



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Vùng giá hợp lý chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2022 ở mức 1,760 điểm

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng EPS các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX sẽ tăng 15.7% trong năm 2022, giảm so với mức tăng hơn 30% của năm 2021 (xem thêm phần II. Hoạt động sản xuất kinh doanh).

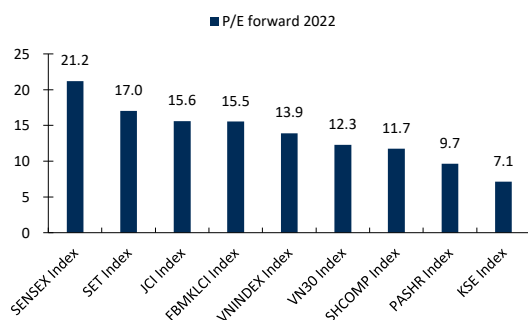
Với cơ sở dự báo môi trường đầu tư sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2022 khi tình hình dịch Covid-19 dần bị đẩy lùi nhờ chương trình tiêm chủng vaccine được triển khai hiệu quả, kết hợp với kỳ vọng từ gói kích thích kinh tế quy mô lớn và nhìn xa hơn là triển vọng nâng hạng thị trường trong các năm sắp tới, dù rủi ro mặt bằng lãi suất tăng nhẹ nhiều khả năng sẽ diễn ra dưới áp lực lạm phát (dự báo tăng 0.5% trong kịch bản cơ sở), trong khi các NHTW lớn trên thế giới dần thắt chặt chính sách, chúng tôi kỳ vọng mức P/E hợp lý của VNIndex trong năm 2022 là 17.5 lần (tăng nhẹ so với mức P/E hiện tại 17.4 lần). Kết hợp với mức tăng EPS bình quân của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX được dự báo ở mức 15.7%, vùng giá hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2022 là 1,760 điểm.

Bảng 1. Các yếu tố chính tác động đến thị trường trong năm 2022 (xem thêm phần IV của báo cáo)

Yếu tố thuận lợi	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra	Yếu tố rủi ro	Mức độ tác động	Khả năng xảy ra
Kinh tế phục hồi hậu Covid	Mạnh	Cao	Lạm phát, mặt bằng lãi suất trong nước tăng	Mạnh	Trung bình
Kỳ vọng gói kích thích kinh tế của Chính phủ	Trung bình	Cao	Các NHTW thắt chặt chính sách tiền tệ	Trung bình	Cao
Doanh nghiệp niêm yết duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận tích cực	Trung bình	Cao	Rủi ro tái bùng phát dịch Covid trong nước và trên thế giới	Trung bình	Trung bình
			Rủi ro nợ doanh nghiệp và tăng trưởng chậm lại của Trung Quốc	Trung bình	Trung bình

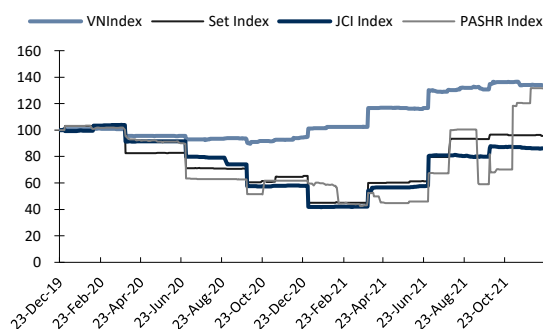
Nguồn: KBSV

Biểu đồ 5. P/E forward 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS các chỉ số chính nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. Hoạt động sản xuất kinh doanh

Các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh vượt kỳ vọng bất chấp tác động của đợt cách ly xã hội tại nhiều thành phố lớn

Nối tiếp đà tăng trưởng trong 2 quý đầu năm, các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh vượt kỳ vọng bất chấp tác động của đợt cách ly xã hội tại nhiều thành phố lớn. Cụ thể, thống kê trên sàn HSX, tổng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong quý 3 tăng trưởng 19.4% YoY và doanh thu tăng 2.6% YoY, trong đó đóng góp chính đến từ các ngành nguyên vật liệu (+123% YoY), tiện ích (+44.7%), tài chính (+18.9%). Ở chiều ngược lại, các ngành bị ảnh hưởng trực tiếp từ dịch bệnh bùng phát có mức tăng trưởng âm như công

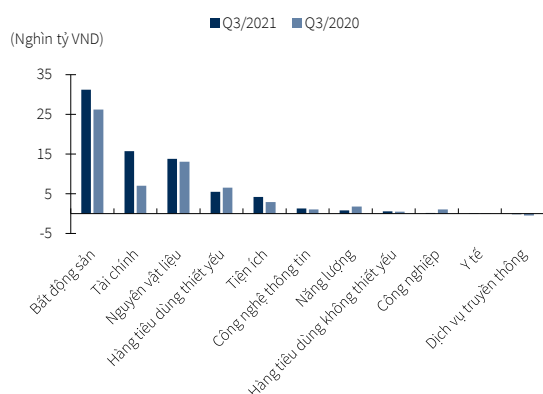
ngành (lỗ gấp 3.5 lần so với cùng kỳ), năng lượng (-79.5%), hàng tiêu dùng không thiết yếu (-52.9%).

Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy hầu hết các ngành đều ghi nhận giá trị hàng tồn kho tăng mạnh so với cùng kỳ (Biểu đồ 9), với các nguyên nhân chính: i) giá nhiều loại hàng hoá tăng mạnh so với cùng kỳ; ii) sức cầu tiêu thụ yếu do quy định cách ly xã hội trong quý 3; và iii) nhiều doanh nghiệp chủ động tích trữ hàng tồn kho để đẩy mạnh bán hàng trong quý 4 khi nền kinh tế mở cửa trở lại.

KBSV dự phóng EPS bình quân năm 2022 của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng 15.7% so với năm 2021

Với cơ sở dịch bệnh sẽ dần được kiểm soát và không có đợt giãn cách xã hội trên phạm vi toàn quốc diễn ra, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng trong lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết sẽ tiếp tục được duy trì sang năm 2022. Trong đó, các ngành dẫn dắt xu hướng tăng trưởng là hàng hóa tiêu dùng không thiết yếu (+25.4%) khi nhu cầu đối với mặt hàng này bật tăng trở lại giai đoạn hậu Covid-19; công nghệ thông tin (+23.9%) vốn có sự tăng trưởng cao và chương trình đẩy mạnh chuyển đổi số quốc gia; nhóm công nghiệp (+20.8%) khi hoạt động sản xuất phục hồi. Theo đó, chúng tôi dự phóng FY22 EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng 15.7% so với năm 2021 (biểu đồ 10). Rủi ro có thể khiến chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng bao gồm: rủi ro về các biến chủng mới của covid-19; nợ xấu ngân hàng tăng mạnh; giá nguyên liệu tăng cao; và mặt bằng lãi suất tăng trở lại ảnh hưởng đến chi phí lãi vay.

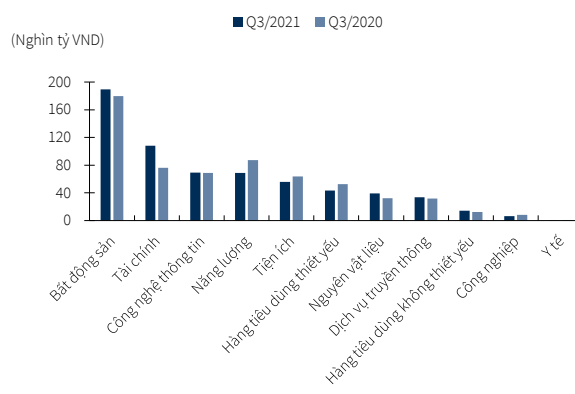
Biểu đồ 7. Lợi nhuận Q3 2021 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

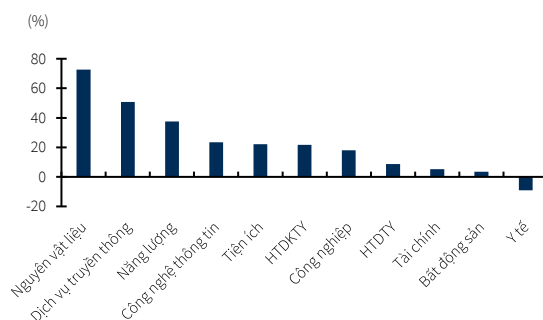
Biểu đồ 8. Doanh thu Q3 2021 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ghi chú: phân ngành theo chuẩn GICS

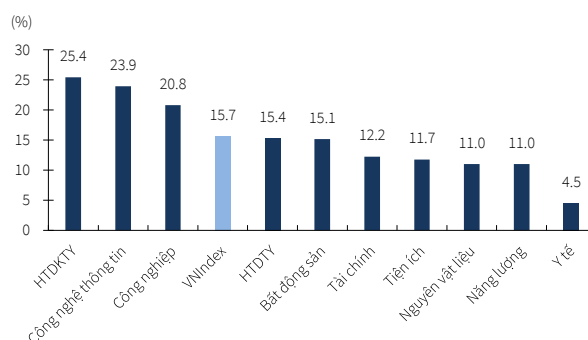
Biểu đồ 9. Thay đổi hàng tồn kho tại Q3 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: HTDKTY – Hàng tiêu dùng không thiết yếu
HTDTY – Hàng tiêu dùng thiết yếu

Biểu đồ 10. Tăng trưởng dự phóng EPS 2021 các ngành so với năm 2020



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: dự phóng tăng trưởng EPS 2021 các ngành bằng phương pháp nội suy dựa trên consensus tăng trưởng EPS ở nhóm cổ phiếu vốn hoá lớn đầu ngành

III. Xu hướng dòng tiền

Năm 2022, dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân trong nước được dự báo đi ngang hoặc có phần giảm bớt so với mức nền cao của 2021

Số tài khoản chứng khoán mở mới liên tục ở mức cao cho thấy sức hút TTCK trong năm 2021 (số tài khoản mở mới 2021 gấp hơn 3 lần so với năm 2020) do mặt bằng lãi suất huy động giảm, nhiều hoạt động sản xuất, kinh doanh trong nền kinh tế gặp khó khăn khiến nguồn tiền nhàn rỗi gia tăng trước ảnh hưởng của dịch Covid-19 bùng phát.

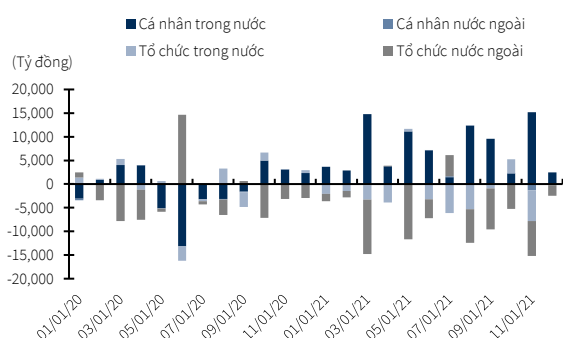
Năm 2022, dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân trong nước được dự báo đi ngang hoặc có phần giảm bớt so với mức nền cao của 2021 do: 1) lãi suất huy động dự báo tăng 0.5% (xem thêm phần dự báo lãi suất trong báo cáo vĩ mô 2022); 2) một phần dòng tiền bị rút ra quay trở lại hoạt động sản xuất, kinh doanh khi nền kinh tế dần đi vào trạng thái bình thường mới; 3) đà tăng dốc của thị trường trong giai đoạn 2020-2021 nhiều khả năng sẽ không lặp lại, thay bằng xu hướng tăng thoải với các nhịp tăng/giảm đan xen khiến sức hấp dẫn của thị trường giảm bớt đối với dòng tiền nóng.

Khối ngoại khó có khả năng sẽ mua ròng trở lại trong năm 2022 khi các yếu tố bán ròng vẫn duy trì

Khối ngoại đẩy mạnh rút ròng trong năm 2021 với tổng giá trị đạt gần 60,000 tỷ đồng, nối tiếp xu hướng bán ròng từ năm 2020 đến nay khi dịch Covid 19 bùng phát, với các nguyên nhân: 1) xu hướng rút ròng ở hàng loạt các thị trường cận biên, mới nổi và chảy vào các thị trường phát triển do nền kinh tế suy yếu dưới tác động của Covid, kết hợp việc FED đẩy nhanh quá trình bình thường hoá chính sách tiền tệ; 2) áp lực chốt lời gia tăng khi VNIndex tăng mạnh từ đáy đầu quý 2 năm 2020; 3) cơ cấu vốn hoá TTCK Việt Nam tập trung mạnh các ngành ngân hàng, bất động sản, công nghiệp trong khi thiếu vắng các ngành thu hút mạnh dòng vốn toàn cầu trong 2 năm qua là công nghệ, dược phẩm.

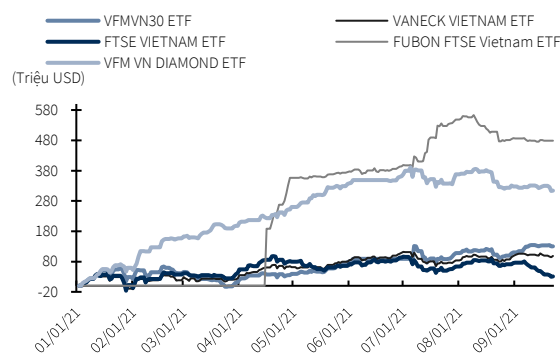
Chúng tôi cho rằng khó có khả năng khối ngoại sẽ mua ròng trở lại trong năm 2022 khi các yếu tố bán ròng vẫn duy trì, đặc biệt trong bối cảnh các nước phát triển đang dần thắt chặt chính sách tiền tệ dưới áp lực lạm phát (Việt Nam dù đang có lạm phát tương đối thấp và đồng nội tệ tương đối mạnh vẫn ít nhiều chịu ảnh hưởng). Tuy nhiên, động thái bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài sẽ không tác động đáng kể đến diễn biến thị trường, trong bối cảnh dòng tiền trên thị trường sẽ tiếp tục chịu chi phối bởi nhà đầu tư cá nhân trong nước (giá trị giao dịch của khối ngoại đang ngày càng chiếm tỷ trọng thấp trong tổng giao dịch toàn thị trường, giảm từ mức 20% trước 2020 xuống quanh 5-7% hiện tại). Các yếu tố có thể thúc đẩy khối ngoại quay trở lại mua ròng trên thị trường: TTCK Việt Nam giảm mạnh về vùng giá hấp dẫn, quá trình thoái vốn cổ phần hoá sôi động trở lại, mở room ngoại hay cơ hội nâng hạng thị trường trở nên rõ nét hơn.

Biểu đồ 11. Giá trị mua/bán ròng theo loại nhà đầu tư

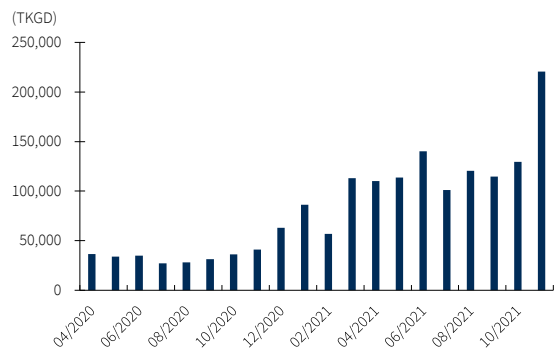


Nguồn: Bloomberg, KBSV

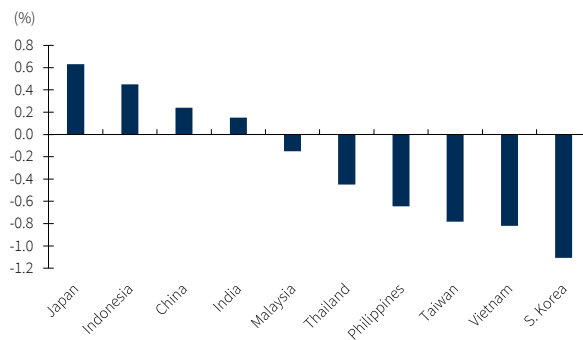
Biểu đồ 12. Thay đổi tổng tài sản các ETFs chính từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Số tài khoản mở mới của nhà đầu tư cá nhân trong nước

Nguồn: Bloomberg, KBSV

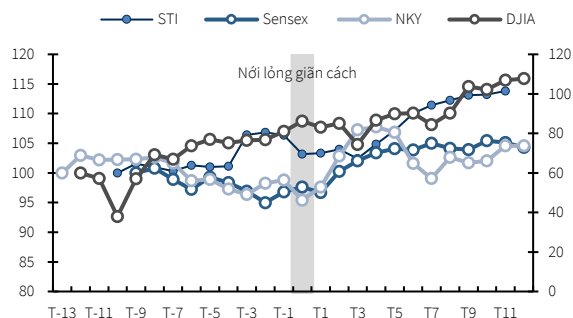
Biểu đồ 14. Mua/bán ròng khối ngoại của các thị trường trong khu vực (YTD) trên tổng vốn hóa TTCK

Nguồn: Bloomberg, KBSV

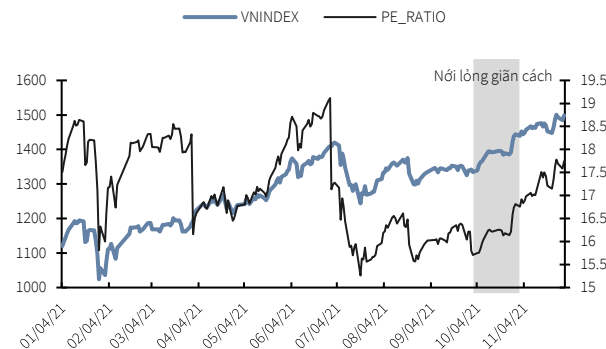
IV. Các yếu tố ảnh hưởng

1. Sản xuất và kinh tế phục hồi

Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính của TTCK Việt Nam trong năm 2022 đến từ sự phục hồi của nền kinh tế hậu giãn cách. Thực tế cho thấy, sau giai đoạn mở cửa nền kinh tế, hầu hết các thị trường chứng khoán trên toàn cầu đều có diễn biến tích cực. Cụ thể, STI Index của Singapore có mức tăng trưởng ấn tượng 10% trong vòng 3 tháng kể từ thời điểm dịch bệnh đạt đỉnh và tiến hành nới lỏng giãn cách. Các quốc gia khác cũng có mức tăng trưởng tương đồng trong khung thời gian trên như Nhật Bản (+9.61%), Ấn Độ (6.87%) và Mỹ (+6.61%) (Biểu đồ 15).

Biểu đồ 15. Diễn biến TTCK các nước trên thế giới sau giãn cách

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 16. VNIndex và chỉ số PE trước và sau giãn cách

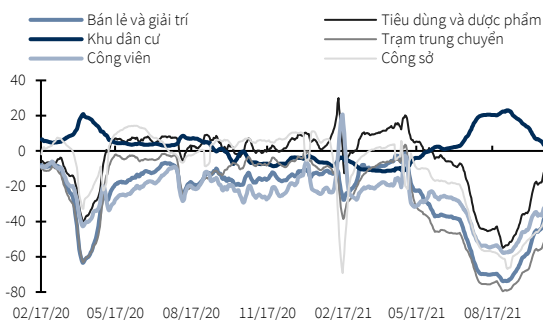
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Sự phục hồi của nền kinh tế có thể được quan sát ngay từ cuối quý 3 với các chỉ tiêu kinh tế đồng loạt khởi sắc. Nền kinh tế nói chung được kỳ vọng sẽ phục hồi theo hình chữ V và là điều kiện quan trọng để các DN niêm yết tiếp tục xu hướng tăng trưởng. Cụ thể: tổng mức bán lẻ hàng hoá (Biểu đồ 18), chỉ số PMI (Biểu đồ 19), chỉ số đo lường tần suất đi đến các điểm giải trí, bán lẻ, công viên, công sở và trạm trung chuyển lại của google (Biểu đồ 17), giá trị xuất khẩu (Biểu đồ 21) đều đang phát đi tín hiệu phục hồi:

- Tần suất đi lại của người dân đã có sự phục hồi tích cực, cải thiện từ 10-15 điểm sau khi tình hình dịch bệnh được kiểm soát và các biện pháp giãn cách được nới lỏng. Theo đó, dịch vụ là nhóm ngành đầu tiên được hưởng lợi từ việc nới lỏng giãn cách và nhu cầu tiêu dùng

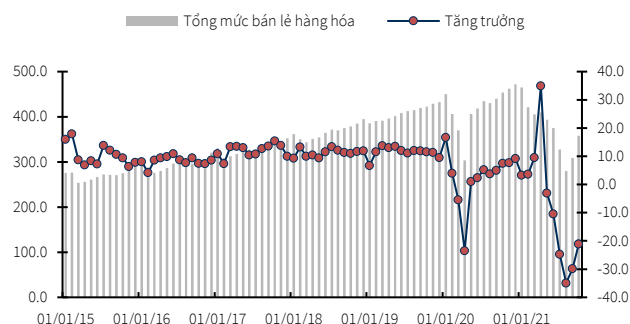
phục hồi. Số liệu từ Tổng cục thống kê cho thấy tổng mức bán lẻ hàng hoá đã có sự phục hồi từ mức đáy 279.8 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 lên 357 nghìn tỷ đồng trong tháng 10. Tốc độ tăng trưởng cũng được cải thiện 13.8 điểm phần trăm lên mức -21.1%, tương đương với thời điểm trước giãn cách.

Biểu đồ 17. Chỉ số google mobility của Việt Nam giai đoạn 2020-21



Nguồn: Google, KBSV

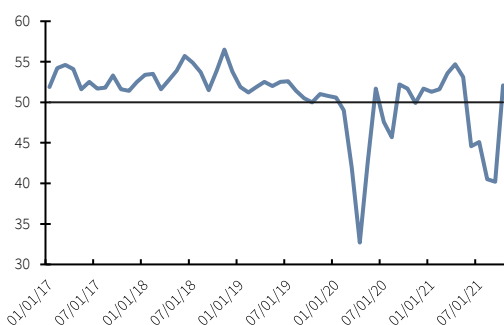
Biểu đồ 18. Tổng mức bán lẻ hàng hoá giai đoạn 2015-21



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

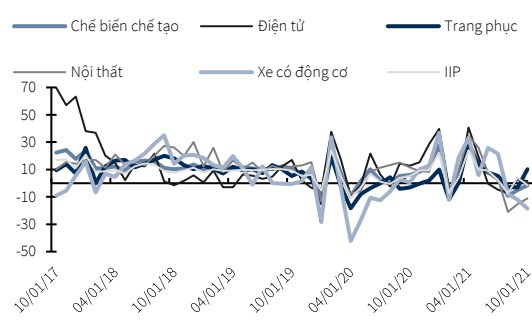
- Sau 4 tháng giảm liên tiếp, Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI) tiếp tục duy trì trên mức 50 điểm tháng thứ hai liên tiếp, đạt 52.2 điểm trong tháng 11. Mặc dù giá nguyên vật liệu đầu vào cao và lực lượng lao động còn thiếu hụt, điều kiện kinh doanh tại Việt Nam tiếp tục được cải thiện với số lượng đơn đặt hàng tăng và tồn kho giảm. Ngoài ra, chỉ số Sản xuất Công nghiệp tháng 10 của Việt Nam (IIP) tăng 6,9% MoM (-1,6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của lĩnh vực công nghiệp sẽ tiếp tục tăng tốc trong tháng 12 khi các trung tâm công nghiệp lớn ở miền Nam Việt Nam sẽ đón dần công nhân từ các tỉnh khác quay trở lại làm việc sau khi làn sóng dịch lần thứ tư được kiểm soát và hoàn thành tiêm chủng đầy đủ cho 75% dân số.

Biểu đồ 19. Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI) giai đoạn 2017-21



Nguồn: IHS Markit, KBSV

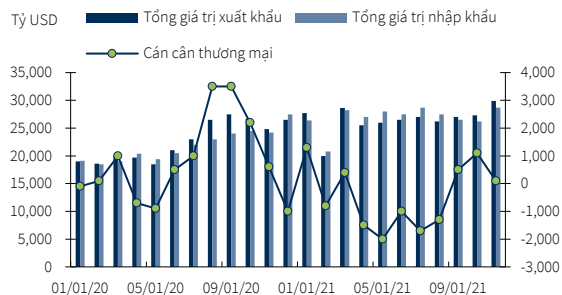
Biểu đồ 20. Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP giai đoạn 2017-21



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

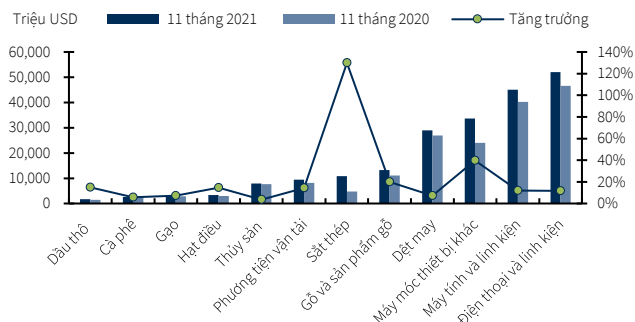
- Nhu cầu mạnh mẽ trong mùa tiêu dùng cuối năm tại các thị trường phát triển cùng với nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội từ cuối tháng 9 giúp cho giá trị xuất khẩu tăng 1,1% so với tháng trước, tương ứng (0,3% YoY) lên khoảng 27,3 tỷ USD vào tháng 10/2021. Các mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực nhất trong tháng 10/21 bao gồm sắt thép (+130,0% YoY), máy móc và thiết bị khác (+40,9% YoY) và gỗ và sản phẩm từ gỗ (+20,0%). Hoạt động xuất khẩu tích cực giúp cho thâm hụt thương mại của Việt Nam giảm 1,200 tỷ USD so với 10 tháng đầu năm xuống mức 3,800 tỷ USD.

Biểu đồ 21. Kim ngạch xuất nhập khẩu giai đoạn 2020-2021



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 22. Tăng trưởng xuất khẩu 11 tháng của các mặt hàng chủ đạo

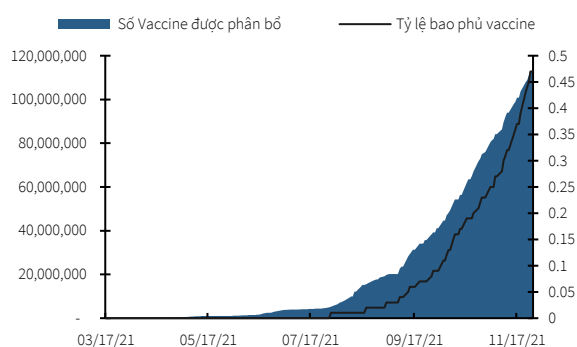


Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Yếu tố có thể khiến đà phục hồi của nền kinh tế bị đảo chiều là rủi ro dịch Covid-19 tái bùng phát trong nước (*bên cạnh rủi ro về lạm phát chúng tôi sẽ đề cập ở mục sau*). Mặc dù làn sóng dịch bệnh lần thứ 4 về cơ bản đã được kiểm soát, số ca nhiễm hằng ngày tại Việt Nam hiện vẫn đang ở mức cao và số ca nặng đang có dấu hiệu tăng trở lại. Việt Nam đang phải đối mặt với rủi ro bùng phát dịch lần thứ 5 với nền ca nhiễm ở mức cao, gây áp lực lớn lên hệ thống y tế trong bối cảnh xuất hiện biến chủng Covid-19 Omicron tại Nam Phi. Tuy nhiên, nhờ chương trình tiêm vaccine được đẩy nhanh và hiệu quả, rủi ro tái phong toả toàn quốc ít có khả năng xảy ra (dù Chính phủ có thể tái áp dụng các biện pháp giãn cách quy mô nhỏ nếu dịch chuyển biến xấu).

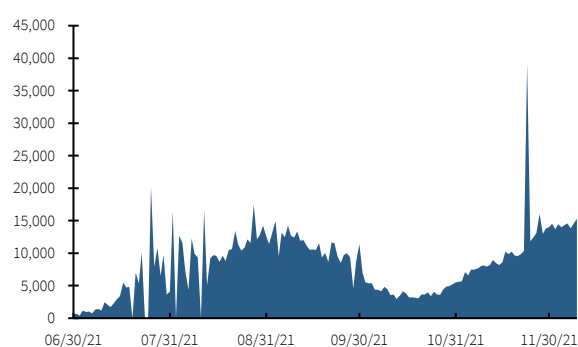
Với việc đẩy mạnh tốc độ tiêm chủng từ 800 nghìn mũi/ngày lên 1.5 triệu mũi/ngày, tỷ lệ tiêm đủ 2 mũi tại Việt Nam đã đạt mức 47% dân số, tăng gấp 5.6 lần chỉ sau hai tháng. Số lượng vắc xin được phân bổ tính đến thời điểm cuối tháng 11 là 113 triệu liều vắc xin, tăng 74.6 triệu liều so với thời điểm cuối tháng 9. Dự kiến, tỷ lệ tiêm 2 mũi sẽ đạt 75% dân số vào đầu quý I 2022, sớm hơn 1 tháng so với báo cáo gần nhất của chúng tôi.

Biểu đồ 23. Tình hình tiêm vaccine tại Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Số ca nhiễm hàng ngày



Nguồn: Bloomberg, KBSV

2. Gợi ý kích thích kinh tế

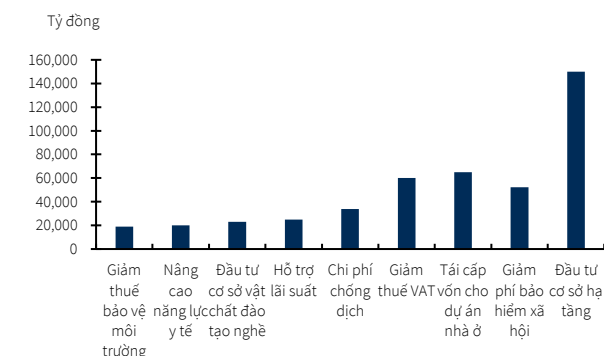
Tính từ thời điểm bắt đầu bùng phát dịch Covid-19 đến nay, Việt Nam đã thực hiện giải ngân các gói hỗ trợ kinh tế với quy mô tương đương 4% GDP, theo thống kê của quỹ tiền tệ quốc tế IMF. Quy mô của các gói hỗ trợ này thấp hơn nhiều so với các nền kinh tế khác ở Châu Á như Hàn Quốc (10.33%), Ấn Độ (13.92%), Hong Kong (16.2%), Nhật Bản (53.7%). Cùng với đó, tình hình nợ

công 2021 báo cáo Quốc hội khóa XV cũng cho thấy nợ công đến cuối năm nay ước đạt 3.708 nghìn tỷ đồng, tương đương 43,7% GDP và thấp hơn nhiều so với mức trần nợ công được Quốc hội cho phép (60% GDP).

Với nhiều dư địa cho chính sách tài khoá, Chính phủ hiện đang họp bàn và thảo luận về Gói kích thích kinh tế cho năm 2022. Những khoản hỗ trợ được Thường trực Ủy ban Kinh tế đề xuất như giảm thuế, phí, cấp bù lãi suất, tái cấp vốn cho các dự án nhà ở, nâng cao năng lực y tế và đầu tư cơ sở hạ tầng với tổng giá trị khoảng 445 nghìn tỷ đồng, tương đương 5.48% GDP 2021. Trong đó có 2 giải pháp chúng tôi nhận định sẽ tác động đáng kể đến TTCK là gói cấp bù lãi suất và đầu tư công:

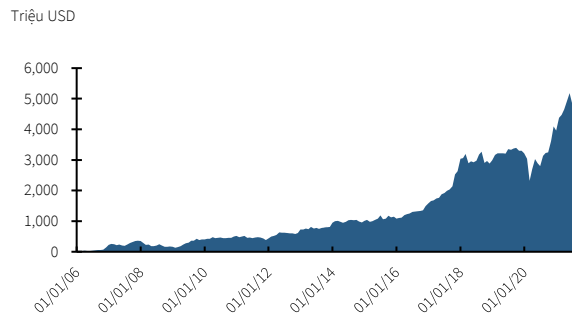
- Ủy ban Kinh tế đề xuất gói cấp bù lãi suất với quy mô 1 tỷ USD cho năm 2022, tương đương với gói cấp bù lãi suất năm 2009 nhằm đến nhóm đối tượng doanh nghiệp thuộc các ngành chịu ảnh hưởng bởi Covid-19. Gói cấp bù lãi suất năm 2009 là yếu tố hỗ trợ mạnh vào đà tăng của TTCK giai đoạn này khi nguồn tiền thay vì chảy vào sản xuất kinh doanh thì lan toả sang các thị trường đầu cơ như chứng khoán và bất động sản. Dù vậy, với việc quy mô thị trường hiện tại đã lớn hơn rất nhiều so với thời điểm 2009 (Biểu đồ 27), các cơ chế giám sát và quản lý cũng được hoàn thiện hơn, mức độ tác động đến TTCK dù có nhưng sẽ không quá lớn.

Biểu đồ 26. Quy mô dự kiến của gói kích thích kinh tế 2022-23



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 27. Quy mô vốn hoá TTCK giai đoạn 2006-21



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

- Đối với gói đầu tư công, quy mô dự kiến 150 nghìn tỷ đồng được tập trung ở các dự án trọng điểm có tính lan toả và đã hoàn tất thủ tục đầu tư nhằm cải thiện cơ sở hạ tầng và tạo công ăn việc làm cho người lao động. Những nhóm ngành thi công hạ tầng, bất động sản, vật liệu xây dựng... sẽ được hưởng lợi trong trung và dài hạn từ gói kích thích này. Dù vậy, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công cũng là yếu tố nhà đầu tư cần lưu ý khi trong vài năm trở lại đây các bộ ban ngành, địa phương thường xuyên gặp phải tình trạng giải ngân không hết vốn đầu tư công từ nhiều lý do khách quan (dịch Covid-19, giá nguyên vật liệu leo thang) đến chủ quan (tắc nghẽn các khâu giải phóng mặt bằng, thẩm định giá, thủ tục hành chính...). Trong 11 tháng đầu năm 2021, tiến độ giải ngân vốn ước đạt 367 nghìn tỷ (-9.66% YoY), đạt 73.8% kế hoạch cả năm. Vì vậy Chính phủ cần thêm các giải pháp đột phá để khơi thông dòng vốn mới là giải pháp thiết yếu.

Nhìn chung, TTCK dù được hưởng lợi từ gói kích thích kinh tế nhưng mức độ tác động sẽ không quá lớn và sẽ không lập lại mức tăng đột biến như giai đoạn 2009. Trong trung, dài hạn, đà tăng của thị trường có bền vững hay không phụ

thuộc vào hiệu quả của gói kích thích có thực sự giúp kinh tế quay trở lại xu hướng tăng trưởng bền vững.

Bảng 2. Các dự án trọng điểm

Dự án	Quy mô	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ
Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	1180 ha	114,000	Giải phóng mặt bằng 50% và khởi công giai đoạn 1
11 dự án thành phần tuyến cao tốc Bắc Nam	654 km	112,000	Đã bàn giao 98%
Mở rộng sân bay Tân Sơn Nhất và Nội Bài		9,000	Nội Bài đang sửa, Tân Sơn Nhất vận hành 1 phần
Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận - Cần Thơ	81 km	21,000	Hoàn thành 1 phần
Nhà máy Nhiệt Điện Thái Bình 2	600 MW	41,000	Đạt 86% kế hoạch
Dự án Nhiệt Điện Long Phú 1	1200 MW	29,500	Tổ máy 1 vận hành quý 2/2021, tổ máy 2 vận hành vào quý 3/2021
Dự án Nhiệt Điện Sông Hậu 1	2120 MW	72,000	Tổ máy 1 vận hành tháng 10/2021, tổ máy 2 vận hành tháng 12/2021
Dự án Đường liên cảng CMTV		2,605	Giai đoạn 1 hoàn thành vào quý 4/2020 Giai đoạn 2 - Cầu Phước An vượt sông Thị Vải khởi công 2021
Dự án cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu giai đoạn 1	53.7 km	19,600	Chuẩn bị 2021-2022, lựa chọn nhà đầu tư 2022 - 2023, giải phóng mặt bằng, tái định cư 2022 - 2024, thi công xây dựng công trình 2024 - 2026.
Dự án mở rộng cao tốc Long Thành - Dầu Giây	24 km	11,505	Bắt đầu thực hiện 2021
Dự án cao tốc Bến Lức - Long Thành	57.8 km	31,320	Giải phóng mặt bằng xong 98.9%
Tuyến vành đai 4 - Hà Nội	110 km	90,400	Phó thủ tướng ký quyết định thành lập Hội đồng thẩm định Nhà nước thẩm định báo cáo nghiên cứu tiền khả thi dự án

Nguồn: KBSV

3. Lạm phát trong nước

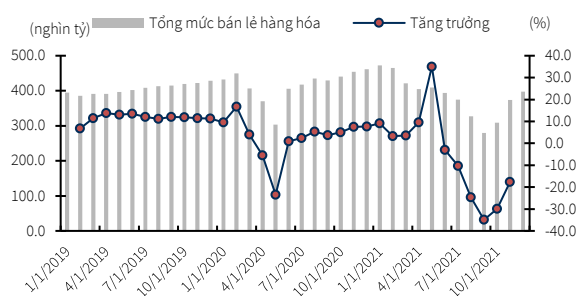
Lạm phát Việt Nam vẫn được kiểm soát ở mức 3.8% cho năm 2022

Mặc dù xuất hiện một số yếu tố rủi ro gây gia tăng áp lực lạm phát trong năm sau, nhưng chúng tôi kì vọng lạm phát của Việt Nam vẫn được kiểm soát tốt ở mức 3.8% cho cả năm 2022 (trong kịch bản cơ sở chưa tính đến các gói kích thích kỳ vọng tới đây được Chính Phủ thông qua – nhà đầu tư tham khảo thêm *báo cáo triển vọng kinh tế vĩ mô 2022*) do: (i) Cầu nền kinh tế hồi phục yếu một phần đến từ thói quen tiết kiệm để vượt khó của người Việt, (ii) Cung tiền M2 tăng trưởng chậm lại và tốc độ vòng quay tiền đang giảm dần, (iii) Biến động giá hàng hóa, bao gồm giá thịt lợn và xăng dầu nghiêng nhiều về phía tăng với tốc độ chậm dần khi kinh tế toàn cầu phục hồi.

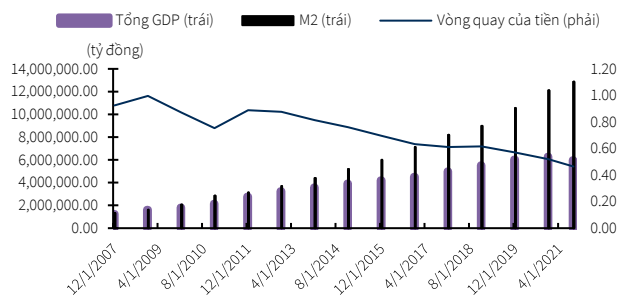
Đối với kịch bản các gói kích thích kinh tế quy mô lớn được thông qua, rủi ro lạm phát vượt quá 4% là hiện hữu, và có thể sẽ thúc đẩy NHNN điều hành theo hướng thận trọng hơn và không loại trừ khả năng cần thắt chặt để kiểm soát lạm phát (tương tự hành động của các NHTW trên thế giới), từ đó tác động tiêu cực lên TTCK Việt Nam.

Mặt bằng lãi suất nhiều khả năng sẽ nhích tăng trong năm 2022

Chúng tôi đánh giá mặt bằng lãi suất huy động, vốn đang ở mức thấp, nhiều khả năng sẽ nhích tăng trong năm 2022 do: i) lạm phát tăng trở lại khiến ngân hàng cần nâng lãi suất huy động để duy trì lãi thực dương đủ hấp dẫn để duy trì tính cạnh tranh; ii) nhu cầu tín dụng phục hồi khi nền kinh tế mở cửa; và iii) chính sách tiền tệ thận trọng hơn của NHNN. Mức tăng nhiều khả năng sẽ tương đối thấp (trên dưới 0.5%), tương ứng với kịch bản cơ sở lạm phát tăng 3.8%. Diễn biến này sẽ có những tác động tiêu cực nhất định đến dòng tiền trên TTCK nhưng chưa ở mức đáng lo ngại.

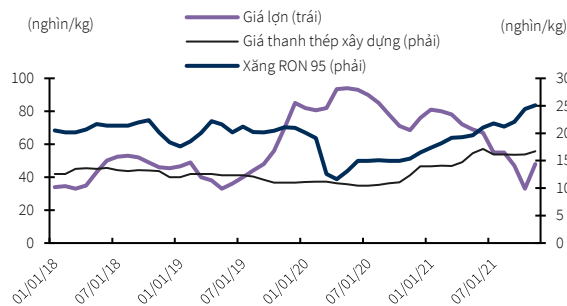
Biểu đồ 28. Việt Nam – Tổng mức bán lẻ hàng hóa, dịch vụ

Nguồn: Tổng cục Thống kê, KBSV

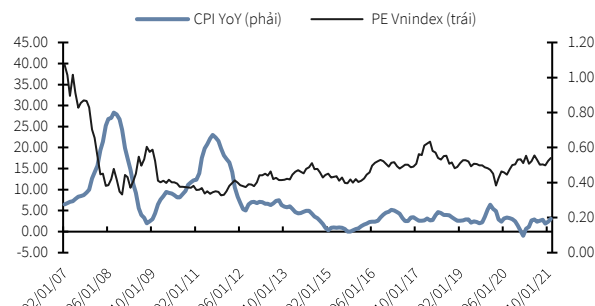
Biểu đồ 29. Việt Nam - Cung tiền M2, GDP danh nghĩa và vòng quay của tiền

Nguồn: Fiinpro, KBSV

(*): vận tốc tiền tệ = GDP/ Cung tiền (M1 hoặc M2) là thước đo số lần tiền chuyển từ thực thể này sang thực thể khác của nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định. Vận tốc tiền tệ giảm khi tăng trưởng GDP không theo kịp tăng trưởng cung tiền, qua đó làm giảm áp lực lạm phát của nền kinh tế.

Biểu đồ 30. Việt Nam – giá cả hàng hóa

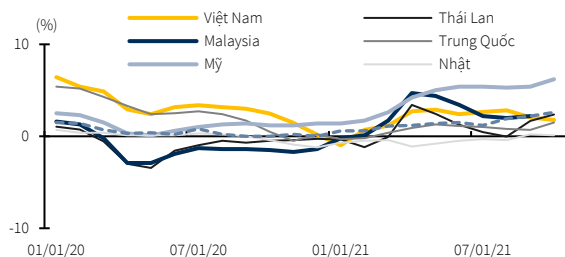
Nguồn: Hiệp hội Chăn nuôi Việt Nam, HPG, PVoil, KBSV

Biểu đồ 31. Việt Nam – CPI (YoY) và PE VNindex

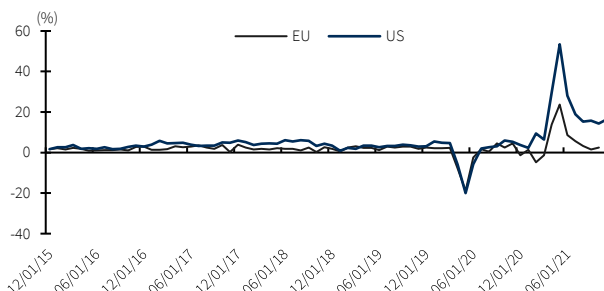
Nguồn: Bloomberg, KBSV

4. Lạm phát và chính sách tiền tệ của Mỹ

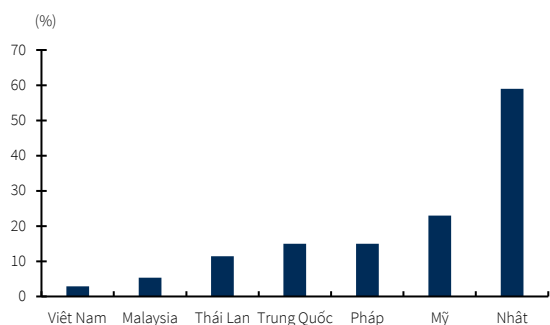
Thị trường đã xuất hiện những lo lắng trước bối cảnh lạm phát gia tăng tại các quốc gia trên thế giới, đặc biệt là tại Mỹ. Áp lực lên giá hàng hóa chủ yếu đến từ nhu cầu cao của người tiêu dùng khi các gói kích thích lớn thẩm thấu dần vào nền kinh tế, tình trạng thiếu nhân công đẩy mức lương tăng cao, và những khó khăn trong chuỗi cung ứng toàn cầu như tình trạng thiếu chất bán dẫn đã ảnh hưởng đáng kể đến ngành sản xuất ô tô và các sản phẩm điện tử.

Biểu đồ 32. Chỉ số giá tiêu dùng CPI các nước (% YoY)

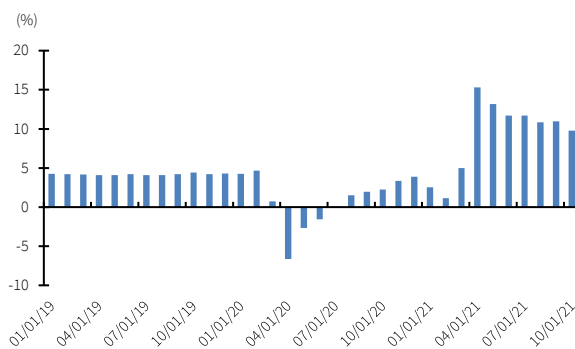
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 33. Doanh thu bán lẻ, dịch vụ tại Mỹ và EU (% YoY)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 34. Quy mô các gói kích thích nền kinh tế (% GDP)

Nguồn: MPI, Bloomberg, KBSV

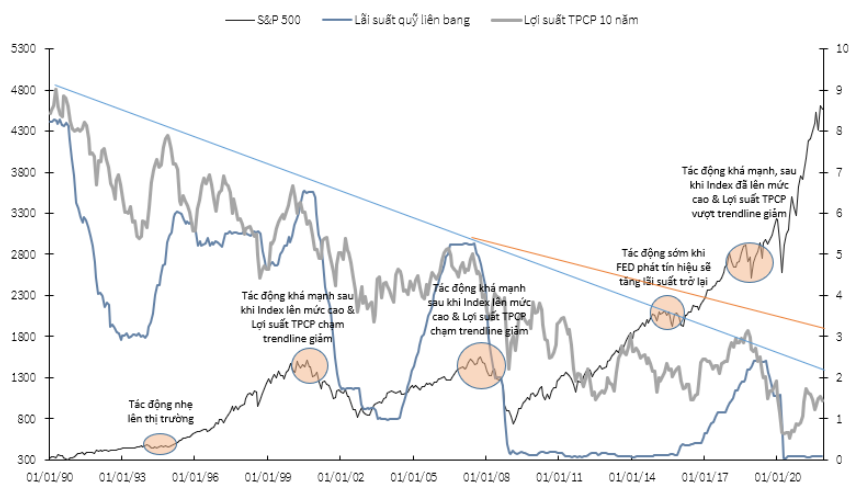
Biểu đồ 35. Tăng trưởng thu nhập của Mỹ (YoY)

Nguồn: Tradingeconomics, KBSV

Hành động của FED trong kỳ họp tháng 12

Thông điệp FED truyền tải trong kỳ họp tháng 12 vừa qua thể hiện rõ xu hướng thắt chặt (hawkish) với 2 ý chính: 1) Fed tăng tốc độ cắt giảm chương trình mua trái phiếu từ 15 tỷ USD/tháng lên 30 tỷ USD/tháng, từ đó kết thúc hoàn toàn bơm tiền vào tháng 3/2022 thay vì vào tháng 6/2022 như kế hoạch cũ. Quá trình này được đánh giá có phần gấp gáp hơn so với năm 2014 cả về thời điểm bắt đầu lẫn thời gian tiến hành; và 2) Lãi suất Fed Fund Rate tiếp tục được duy trì ở mức 0-0.25%, nhưng 10/18 thành viên của FOMC dự kiến FED sẽ tăng lãi suất 3 lần vào năm 2022, đưa phạm vi lãi suất cơ bản lên 0.75-1%.

TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Mỹ nói riêng phản ứng tương đối tích cực sau kỳ họp của FED bất chấp các thông điệp truyền tải có phần hawkish hơn so với trước. Nguyên nhân được lí giải là do thị trường hài lòng với lộ trình từng bước cho 1 chu kỳ thắt chặt tiền tệ thận trọng của FED trước lạm phát, song song với niềm tin sức khỏe nền kinh tế Mỹ được cải thiện.

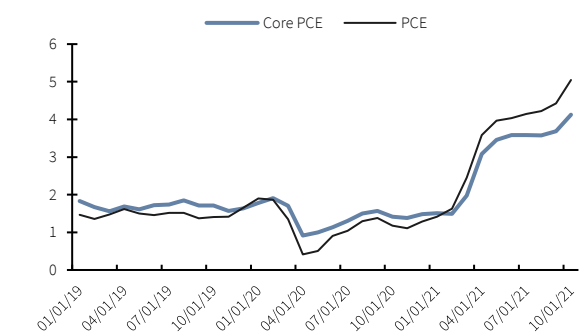
Biểu đồ 36. US – SP500, Fed Fund Rate, 10Yrs Govt Bond

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Các kịch bản về hành động của FED và tác động đến TTCK Việt Nam

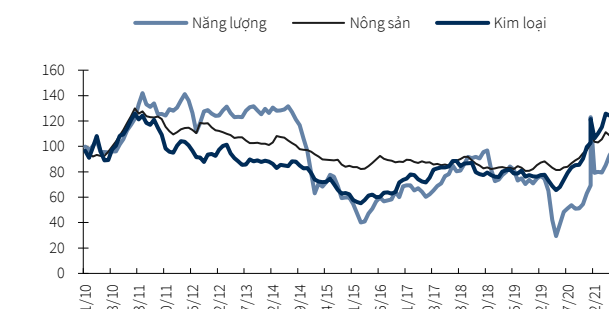
- **Kịch bản cơ sở:** Áp lực lạm phát ở mức vừa phải và nhiều khả năng suy giảm trong nửa sau năm 2022 khi tình trạng đứt gãy nguồn cung hạ nhiệt, Fed tăng lãi suất theo lộ trình từng bước đúng với kỳ vọng thị trường, kết thúc chương trình mua trái phiếu vào tháng 3 và sau đó có 3 lần nâng lãi suất lên 0.75%-1% thời điểm cuối năm 2022. Trong kịch bản này, tác động tiêu cực đến TTCK toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng là không lớn (tương đồng giai đoạn 2016-2019- Biểu đồ 36), khi mà thị trường tài chính toàn cầu đã có sự chuẩn bị tốt, trong khi kinh tế toàn cầu quay trở lại chu kỳ tăng trưởng mới, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.
 - **Kịch bản tiêu cực (Stagflation):** Lạm phát duy trì ở mức cao và không có dấu hiệu hạ nhiệt, trong khi tăng trưởng kinh tế, thị trường việc làm chưa phục hồi đủ mạnh. Fed sẽ buộc phải đẩy nhanh hơn tốc độ tăng lãi suất (có thể lên tới 1.5%-1.75%) vào cuối năm 2022. Chính sách tiền tệ thu hẹp nhanh, mặt bằng lãi suất tăng cao khiến định giá cổ phiếu trở nên kém hấp dẫn (đặc biệt đối với nhóm cổ phiếu tăng trưởng ngành công nghệ, chiếm tỷ trọng vốn hoá lớn tại TTCK Mỹ). Theo quan sát của chúng tôi, mức lợi suất trái phiếu Mỹ 10 năm ở 2.5% (Biểu đồ 36) nếu bị phá vỡ nhiều khả năng là tín hiệu đảo chiều của xu hướng lãi suất giảm kéo dài được nhiều thập kỷ, là cột mốc cần thận trọng quan sát.
- Trong kịch bản này, đối với Việt Nam, rủi ro lạm phát, tỷ giá và vốn ngoại rút ròng trở nên hiện hữu trong bối cảnh đồng USD tăng mạnh (dưới tác động từ chính sách tiền tệ thắt chặt của FED) khiến Chính phủ và NHNN cần có những điều chỉnh chính sách phù hợp, bao gồm tăng lãi suất, kiểm soát lạm phát, cung tiền và dòng vốn ra/vào, qua đó tác động tiêu cực đến kênh đầu tư chứng khoán và thị trường bất động sản.
- Dù vậy, chúng tôi không đánh giá cao kịch bản tiêu cực này do: 1) Sức cầu hồi phục sau phong tỏa một số nước sẽ dần bình thường hoá, nhất là sau khi hiệu ứng từ các gói kích thích kinh tế kết thúc; 2) Giai đoạn chuỗi cung ứng có thể giảm bớt nhờ việc các quốc gia trên thế giới đều đã đạt được độ phủ vaccine nhất định, và có kinh nghiệm ứng phó với dịch bệnh; 3) Giá năng lượng vẫn duy trì ở mức cao nhưng khó có thể tăng sốc như trong năm 2021 khi Chính Phủ các nước lớn như Mỹ, Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản và Anh đều sẵn sàng phối hợp xả kho dầu dự trữ nhằm bình ổn giá nhiên liệu và kìm lại đà tăng mạnh của nhóm này; 4) Xu hướng hạ nhiệt đang diễn ra ở nhiều loại hàng hoá cơ bản.

Biểu đồ 36. Mỹ - Chỉ số PCE lõi và PCE (%)



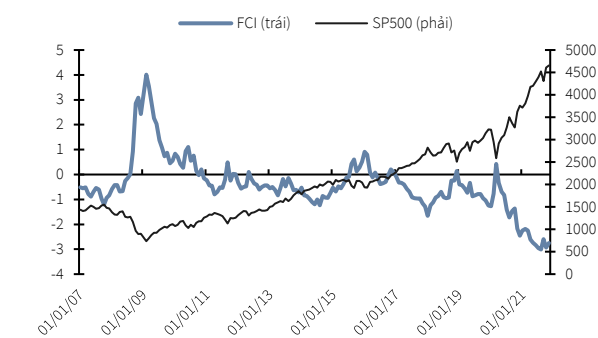
Nguồn: MPI, Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 37. Giá cả hàng hóa thế giới (YoY)



Nguồn: WorldBank, KBSV

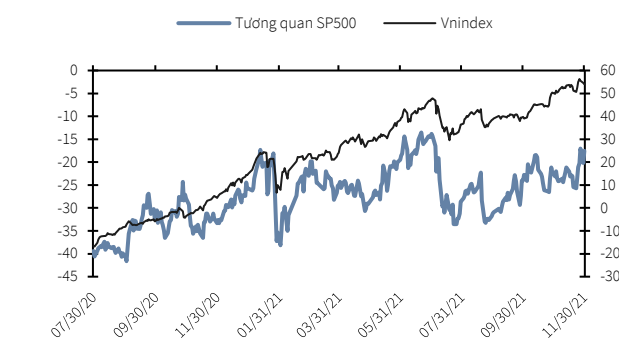
Biểu đồ 38. Mỹ - chỉ số điều kiện tài chính FCI & SP500



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: Financial Condition Index là chỉ số tổng hợp đánh giá các điều kiện tài chính chung của cả nền kinh tế (bao gồm chính sách tiền tệ, lãi suất, tín dụng...).

Biểu đồ 39. Tương quan thị trường chứng khoán Mỹ và Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, KBSV

V. Chủ đề đầu tư và danh mục đầu tư mẫu

Theme đầu tư	Ngành hưởng lợi	Mã	Động lực tăng trưởng của doanh nghiệp
Hồi phục hậu dịch bệnh	Bán lẻ	MWG	- Phục hồi bán lẻ mạnh mẽ trong trạng thái “bình thường mới”, đi kèm với thu nhập của người tiêu dùng cải thiện sau khi kinh tế Phục hồi. - LN dự báo trong 2022 tăng trưởng hơn 30% nhờ chuỗi TGDĐ/ĐMX tiếp tục làm trụ đỡ khi gia tăng biên gộp nhờ các ngành hàng có biên cao và chuỗi Điện máy xanh Supermini được nhân rộng. - BHX dự kiến có lãi trên toàn công ty trong 2022 nhờ (1) tiếp tục tăng biên gộp và (2) tạm ngưng mở mới ồ ạt các cửa hàng BHX tiết kiệm chi phí.
	Logistics	GMD	- Động lực tăng trưởng dài hạn tới từ cụm cảng Hải Phòng và Gemalink - Gemalink đi vào hoạt động 90% công suất giúp dự báo lợi nhuận tăng trưởng 35.1% yoy trong 2022 - Kỳ vọng ghi nhận bán 25% vốn gemalink trong 2022
	Ngân hàng	TCB	- Chất lượng tài sản đứng đầu hệ thống với tỷ lệ nợ xấu thấp nhất và tỷ lệ trích lập dự phòng cao thứ 4 hệ thống, qua đó giảm áp lực trích lập trong năm 2022 - Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2022 với động lực hồi phục của nền kinh tế - Kỳ vọng IPO TCBS trong trung - dài hạn
Đẩy mạnh đầu tư công	Bất động sản	VHM	- Duy trì vị thế dẫn đầu với thị phần đứng đầu trong phân khúc căn hộ - Quỹ đất lên tới 168 triệu m2 sàn giúp đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận và giữ vững thị phần trong các năm tới - Mở bán ba dự án lớn Wonder Park, Dream City và Cổ Loa trong năm 2022 với phần lớn là các sản phẩm thấp tầng có tiềm năng tăng giá tốt.

Xây dựng, vật liệu xây dựng		CTD	- Triển vọng tích cực của ngành xây dựng dựa trên: (1) Phục hồi nguồn cung bất động sản; (2) Giải quyết các nút thắt trong đầu tư công - Hoạt động kinh doanh phục hồi từ mức nền thấp, giá trị hợp đồng kí mới cho năm 2022 đạt trên 25,000 tỷ VND - Nền tảng tài chính vững mạnh với cơ cấu nợ thấp và lượng tiền mặt lớn, cùng với mức định giá hấp dẫn với chỉ số P/B chỉ bằng 1 nửa trung bình các doanh nghiệp ngành xây dựng.
		CTI	- Lợi nhuận ròng 2022 dự kiến tăng 74% yoy nhờ bot 319 và bot đường chuyên dùng vlxđ đi vào hoạt động - Động lực phát triển dài hạn từ quỹ đất kdt và KCN hơn 700 ha tại đồng nai - CTI hưởng lợi từ đầu tư công Long Thành nhờ hệ sinh thái từ khai thác đá, xây dựng cho tới kinh doanh bất động sản ở khu vực.
Hoạt động xuất khẩu phục hồi, thu hút vốn FDI	Bất động sản khu công nghiệp	TIP	- Kế hoạch mở rộng quỹ đất KCN tham vọng từ 323 ha lên 826 ha trong 3 năm tới - Dự án KDC Phước Tân 156 ha sẽ mở bán trong 2022 - Các dự án trọng điểm của TIP cách sân bay Long Thành dưới 20 km, hưởng lợi trực tiếp từ đầu tư công tại khu vực
	Dệt may	MSH	- Hồi phục nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may, hưởng lợi từ câu chuyện riêng tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và EU. - Khả năng sản xuất vượt trội so với doanh nghiệp cùng ngành. MSH là một trong số ít doanh nghiệp có tỷ trọng hàng FOB cao với cả phương thức FOB cấp 1 và FOB cấp 2 có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với phương thức CMT. - Nhà máy may Sông Hồng 10 đi vào hoạt động giúp nâng 35% công suất FOB
Các ngành tăng trưởng ổn định, dài hạn	Công nghệ thông tin	FPT	- Giá trị hợp đồng kí mới cao đối với mảng công nghệ nước ngoài, là động lực tăng trưởng chính của FPT cho năm 2022 - Các doanh nghiệp trong nước đẩy mạnh chuyển đổi số do ảnh hưởng của dịch Covid-19 là động lực cho mảng công nghệ trong nước, bên cạnh đó việc chuyển đổi số tại chính FPT giúp doanh nghiệp cắt giảm chi phí, cải thiện biên lợi nhuận - Mảng viễn thông kì vọng tăng trưởng lợi nhuận ổn định 10-15% nhờ triển vọng của mảng internet băng thông rộng cùng PayTV
	Điện	QTP	- Kinh tế hồi phục kéo theo nhu cầu phụ tải tăng trưởng mạnh trong năm 2022 - Hoàn thành đại tu tổ máy số 4 thuộc nhà máy Quảng Ninh 2 góp phần nâng cao sản lượng - Trả đều nợ vay có nguồn gốc ngoại tệ giúp cải thiện tình hình tài chính của công ty. Dòng tiền ổn định tạo điều kiện để công ty chi trả cổ tức tiền mặt

VI. Triển vọng ngành

INDUSTRY REPORT

KBSV RESEARCH

KB Securities
VIETNAM

Chuyên viên phân tích Phạm Nhật Anh
anhpn@kbsec.com.vn

Khu công nghiệp

FDI tăng trở lại sau mở cửa kinh tế

Diện tích cho thuê mới trong năm ở mức thấp do dịch bệnh nhưng giá thuê vẫn giữ đà tăng trong năm 2021

Diễn biến dịch bệnh kéo dài trong năm 2021 đã ảnh hưởng tới nhu cầu khu công nghiệp từ dòng vốn nước ngoài. Cụ thể, vốn FDI đăng ký mới 11 tháng 2021 chỉ đạt 26.46 tỷ USD, tăng nhẹ 0.1% so với cùng kỳ. Đây được cho là mức tăng trưởng rất thấp so với giai đoạn trước Covid là 11.5% CAGR giai đoạn 2012-2019. Đáng chú ý hơn, vốn giải ngân chỉ đạt 17.1 tỷ USD, giảm 4.2%/yoy. Không chỉ ảnh hưởng tới nhu cầu, dịch bệnh cũng ảnh hưởng tới tiến độ thi công và bàn giao các KCN khi diện tích cho thuê mới trong 9 tháng 2021 chỉ đạt 520 ha. Về mặt pháp lý, ngành KCN có chuyển biến tích cực hơn với tổng diện tích KCN được thủ tướng phê duyệt 9M/2021 lên tới 7,670 ha, gấp 2.2 lần so với tổng 2020. Không chỉ ghi nhận thông tin tích cực từ pháp lý, ngành KCN cũng đã chứng kiến đà tăng đáng kể: Tính tới Q3/2021, giá thuê bình quân khu vực Phía Nam và phía Bắc đạt lần lượt 114 USD/m² (+7.3% yoy) và 108 USD/m² (+6.1%)

Điểm nhấn đầu tư 2022: kì vọng từ đầu tư công và tăng trưởng vốn FDI

Điểm nhấn đầu tư đối với ngành KCN trong năm 2022 gồm: (1) Tiến độ đầu tư công được đẩy nhanh các năm tới so với mức rất thấp hiện tại là 65.7% giải ngân trong 11 tháng 2021; (2) Gói kích cầu 800,000 tỷ sẽ đẩy nhanh thi công hạ tầng, khiến khu công nghiệp của Việt Nam hấp dẫn hơn với nhà đầu tư; (3) Vốn FDI được dự phóng sẽ tăng trưởng tích cực trở lại kể từ 2022 khi nhu cầu dịch chuyển nhà máy khỏi Trung Quốc vẫn còn rất lớn; (4) Thời gian phê duyệt pháp lý các khu công nghiệp sẽ được rút gọn nhờ nỗ lực của chính phủ trong cải cách chính sách. Hiện có rất nhiều doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực KCN có sẵn quỹ đất nhưng chưa thể triển khai dự án do chưa được chính phủ hoặc chính quyền địa phương phê duyệt thủ tục; (5) Giá thuê KCN vẫn được kì vọng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong 2022 nhờ nhu cầu phục hồi sản xuất, cơ sở hạ tầng cả thiện và nguồn cung khan hiếm.

Các rủi ro đối với hoạt động kinh doanh

Theo chúng tôi, các rủi ro lớn nhất đối với ngành KCN trong thời gian tới là: 1) Rủi ro pháp lý kéo dài. Quy trình phê duyệt khu công nghiệp của Việt Nam vẫn còn khá phức tạp, ảnh hưởng tới tiến độ thi công KCN; 2) Rủi ro dịch bệnh kéo dài ảnh hưởng tới nguồn vốn FDI vào Việt Nam.

Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

CTCP phát triển khu công nghiệp Tín Nghĩa (TIP)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 53,400
Giá mục tiêu	VNĐ 81,550

CTCP đầu tư phát triển Cường Thuận Idico (CTI)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 25,250
Giá mục tiêu	VNĐ 39,100

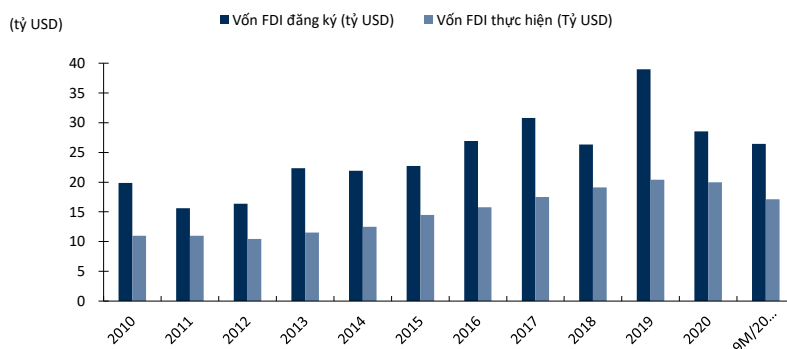
CTCP phát triển đô thị Kinh Bắc (KBC)	Theo dõi
Giá hiện tại	VNĐ 55,700

CTCP khu công nghiệp Nam Tân Uyên (Mua)	Theo dõi
Giá hiện tại	VNĐ 183,400

CTCP cao su Phước Hòa (PHR)	Theo dõi
Giá hiện tại	VNĐ 70,800

Vốn FDI đăng ký mới và giải ngân giảm và đi ngang trong 2 năm nay do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 kéo dài.

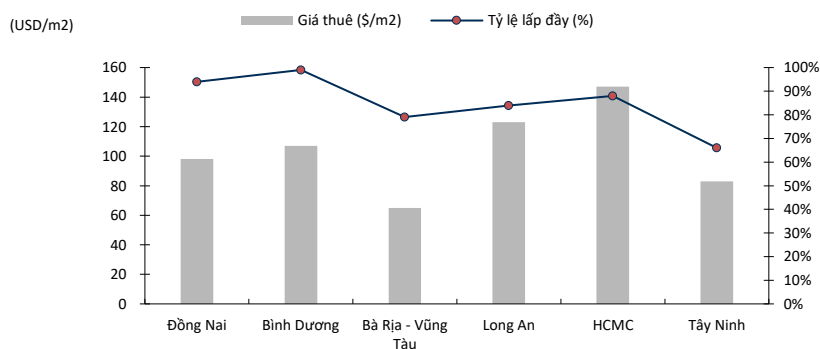
Biểu đồ 1. Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam (2012-9M-2021)



Nguồn: MPI, KBSV

Giá thuê KCN bình quân tại các tỉnh thành lân cận phía Nam đạt 114 USD/m² (+7.3% yoy). Các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương và Long An đang có lợi thế vượt trội về giá thuê cũng như tỷ lệ lấp đầy.

Biểu đồ 2. Giá thuê & tỷ lệ lấp đầy KCN phía Nam (9M/2021)



Nguồn: JLL, KBSV

Việt Nam đang có chi phí xây dựng KCN khá rẻ so với các nước cạnh tranh tại khu vực, đặc biệt mức giá thuê chỉ 102 USD/m², chỉ bằng 1 nửa so với bình quân.

Biểu đồ 3. So sánh chi phí khu công nghiệp giữa Việt Nam và đối thủ trong khu vực

Bảng giá so sánh chi phí KCN tại các nước khu vực	Giá thuê KCN (USD/m ²)	Lương nhân công sản xuất (USD/month)	Giá điện công nghiệp (USD/Kwh)	Thuế TNDN (%)
Vietnam	102	252	0.077	20%
Philippines	225	300	0.106	30%
Indonesia	198	198	0.072	25%
Malaysia	282	766	0.097	24%
Thailand	183	431	0.115	20%
China	175	968	0.103	25%

Nguồn: KBSV

CTCP Đầu tư Phát triển Cường Thuận (CTI)

Định hướng phát triển dài hạn mảng KCN

20/12/2021

 Chuyên viên phân tích Phạm Nhật Anh
 anhpn@kbsec.com.vn

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 39,100 VNĐ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu CTI với giá mục tiêu 39,100 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương mức tổng lợi suất sinh lời 55% dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị dựa trên các yếu tố sau:

Kỳ vọng lợi nhuận ròng 2022 đạt 98 tỷ VNĐ, tăng 74% yoy nhờ 2 BOT mới là BOT 319 và BOT đường chuyên dùng VLXD

Chúng tôi dự kiến BOT 319 và BOT đường chuyên dùng sẽ đóng góp lần lượt 17 tỷ và 77 tỷ lợi nhuận gộp cho CTI trong 2022, qua đó đưa mức lợi nhuận ròng lên 386 tỷ (+41.5% yoy). Ngoài ra, công ty cũng sẽ có dòng tiền tích cực nhờ 500 tỷ hoàn vốn cho dự án BOT 91 T2 đã dừng hoạt động (khoản thu này sẽ không tác động tới P&L của CTI).

Động lực phát triển dài hạn tới từ quỹ đất KĐT và KCN hơn 700 ha tại Đồng Nai

CTI đang sở hữu quỹ đất KCN với diện tích 707 ha tại Đồng Nai: 49 ha CCN Tân An, 299 ha KCN Phước Bình 2 và 359 ha KCN Phước Bình 3. Công ty cũng là chủ đầu tư dự án KĐT CTI Residence 10.4 ha tại đường Võ Nguyên Giáp, Phước Tân, Biên Hòa. Về kế hoạch kinh doanh tại 2 mảng này, CCN Tân An và CTI Residence đã có quy hoạch 1/500 và đang GPMB, dự kiến sẽ mở bán vào 2023. KCN Phước Bình 2 & 3 hiện đang trình thủ tướng phê duyệt.

Hưởng lợi từ đầu tư công tại Long Thành

Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng các mảng kinh doanh cốt lõi của CTI sắp tới do: (1) Mảng đá mới đạt 25% công suất thiết kế, còn nhiều dư địa để phục vụ cho đầu tư công tại Đồng Nai; (2) Mảng xây dựng có nhiều khả năng trúng thầu hơn nhờ nhu cầu giải ngân 110,000 tỷ vốn cho sân bay Long Thành và hạ tầng khu vực; (3) Quỹ đất KĐT & KCN của CTI tiếp giáp nhiều dự án trọng điểm như Metro Bến Thành – Suối Tiên hay sân bay Long Thành, sẽ tăng giá theo tiến độ thi công từng hạng mục.

Mua

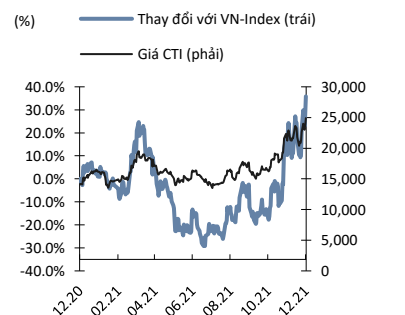
Giá mục tiêu	VNĐ 39,150
Tăng/ giảm (%)	55%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VNĐ 25,250
Giá mục tiêu đồng thuận	N/A
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1,383

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	29.7
Sở hữu nước ngoài (%)	1.2%
Cổ đông nhà nước	0%

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	10.3	61.3	65.7	76.6
Tương đối	26.5	38.9	33.2	35.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019	2020	2021	2022
Doanh số thuần (tỷ đồng)	797	915	668	791
Tốc độ tăng trưởng (%)	-13.1%	14.9%	-27%	18.4%
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	368	280	274	386
Biên lợi nhuận gộp (%)	46.2%	30.6%	40.8%	48.8%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	84	101	56	98
EPS (VNĐ)	1,277	1,539	855	1,488
Tăng trưởng EPS	-35.1%	20.5%	-44.5%	74.2%
P/E	19.2	10.5	27.7	15.9



Source: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT



CTCP phát triển khu công nghiệp Tín Nghĩa (TIP)

Kế hoạch mở rộng quỹ đất tham vọng lên hơn 800 ha

20/12/2021

 Chuyên viên phân tích Phạm Nhật Anh
 anhpn@kbsec.com.vn

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu:
81,550 VNĐ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TIP với giá mục tiêu 81,550 VNĐ/ cổ phiếu, tương đương mức tổng lợi suất sinh lời 52.7% dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị dựa trên các yếu tố sau:

TIP có kế hoạch tham vọng mở rộng quỹ đất KCN đang quản lý tại Đồng Nai từ 323 ha lên 826 ha trong 3 năm tới

Ngoài KCN Tam Phước với diện tích 323 ha đang quản lý và đã đạt tỷ lệ lấp đầy 100%, TIP cũng nghiên cứu và đầu tư vào 2 dự án KCN mới là KCN xã lộ 25 với diện tích 250 ha và KCN Long Đức 3 với diện tích 253 ha. Hiện dự án KCN xã lộ 25 đang trong quá trình xin phê duyệt chủ trương đầu tư từ thủ tướng và kì vọng có thể mở bán trong 2023, còn dự án KCN Long Đức 3 đang được công ty huy động vốn thông qua đợt phát hành thêm sắp tới để đấu thầu.

Dự án khu dân cư Phước Tân có diện tích 156 ha được kì vọng sẽ mở bán từ 2022

Hiện TIP đang sở hữu 40% cổ phần tại công ty Phước Tân, chủ đầu tư của dự án KDC Phước Tân với diện tích lên tới 156 ha, trong đó có 60 ha diện tích thương phẩm. Chúng tôi kì vọng dự án sẽ tiến hành mở bán GĐ1 với diện tích 35 ha vào năm 2022 với giá bán bình quân 16tr/m² đất nền, khi hiện nay công ty đã hoàn thành đền bù 141/156 ha và xây dựng cơ sở hạ tầng cho GĐ1.

Các dự án trọng điểm của TIP chỉ cách sân bay Long Thành dưới 20 km, hưởng lợi lớn từ đầu tư công tại khu vực

Với lợi thế chỉ cách sân bay Long Thành 20 km, các khu đất của TIP đã tăng giá đáng kể trong vài năm gần đây: KDC Phước Tân có giá bán tăng gấp đôi lên 16 triệu/m² đất nền kể từ khi mở bán vào 2018, KCN xã lộ 25 đang có giá bán ước tính 130 USD/m² so với kế hoạch 2019 chỉ 90 USD/m². Không những vậy, nguồn cung đất KCN tại mạn Long Thành cũng rất khan hiếm khi các KCN tại đây đã đạt tỷ lệ lấp đầy 100%.

Mua

Giá mục tiêu	VNĐ 81,550
Tăng/ giảm (%)	55%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VNĐ 53,400
Giá mục tiêu đồng thuận	N/A
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1,383

Dữ liệu giao dịch

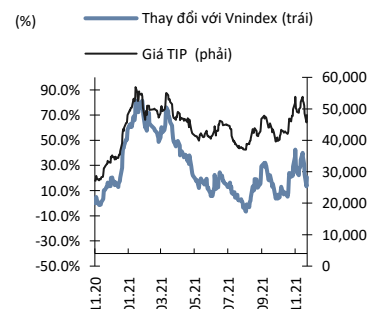
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	22.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	9.6
Sở hữu nước ngoài (%)	20.4%
Cổ đông nhà nước	0%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	16.8	24.9	18.9	96.7
Tương đối	26.5	14.6	23	41

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019	2020	2021	2022
Doanh thu thuần (Tỷ VNĐ)	217	261	245	273
Tốc độ tăng trưởng (%)	10.1%	20.3%	-6.3%	11.4%
Lợi nhuận gộp (tỷ VNĐ)	132	184	151	147
Biên lợi nhuận gộp (%)	60.5%	70.5%	61.6%	53.8%
Lợi nhuận ròng (tỷ VNĐ)	90	138	89	171
Tốc độ tăng trưởng (%)	-5.9%	55.7%	-34.8%	92.5%
EPS (VNĐ)	3,336	5,196	1,354	2,607
Tăng trưởng EPS	-5.9%	55.7%	-73.9%	92.5%
P/E	6.02	9.24	36.5	18.9



Source: Bloomberg, KBSV

Bán lẻ

Hồi phục từ mức nền thấp

Toàn ngành chịu ảnh hưởng tiêu cực từ dịch bệnh, song vẫn có những doanh nghiệp tận dụng cơ hội để bứt phá trong năm 2021

Theo Tổng cục Thống kê, tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 11/2021 đạt 397,1 nghìn tỷ đồng, tương đương tăng 6.2% MoM và giảm 12.2% YoY. Lũy kế 11 tháng 2021, tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 4.128 nghìn tỷ đồng, tương đương giảm 8.7% so với cùng kỳ năm 2020. Trong đó, mức bán lẻ hàng hoá đạt 3.430,6 nghìn tỷ đồng – giảm 4.3% YoY. Theo địa phương, tổng mức bán lẻ hàng hoá của một số thành phố lớn đều có xu hướng giảm so với cùng kỳ 2020 như: Hà Nội (-1.5%), Cần Thơ (-3.1%), Hồ Chí Minh (-24.8%). Nhìn chung, dịch bệnh đi kèm với giãn cách xã hội đã tạo áp lực lớn lên các doanh nghiệp kinh doanh bán lẻ các mặt hàng không thiết yếu (PNJ, VRE) khi phải liên tục hạn chế bán hàng trực tiếp hoặc đóng cửa hàng trong thời gian tương đối dài, đặc biệt trong Q3/2021. Tuy nhiên, các doanh nghiệp phân phối và kinh doanh hàng điện tử ít bị ảnh hưởng hơn khi nhu cầu học tập và làm việc từ xa gia tăng (DGW).

Điểm nhấn đầu tư 2022: Tiếp tục xu hướng hồi phục từ mức nền thấp

Về triển vọng cho năm 2022, chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ sẽ có mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn năm 2021, đặc biệt là đối với các doanh nghiệp mà KQKD đã bị ảnh hưởng tương đối mạnh trong Q3/2021 như PNJ, VRE hay phần nào đó là MWG. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp này sẽ có điều kiện để phục hồi và quay lại giai đoạn tăng trưởng trong năm 2022 nhờ: (1) Xác định “bình thường hóa và sống chung” với Covid thay vì giãn cách trên diện rộng sẽ tạo tiền đề cho các hoạt động kinh doanh bán hàng trực tiếp thuận lợi, (2) DN lớn giành được miếng bánh thị phần khi các cửa hàng nhỏ lẻ gặp khó khăn trong thời gian vừa qua, và (3) chi tiêu của người tiêu dùng được cải thiện khi tình hình kinh tế chung ổn định hơn.

Rủi ro: Dịch bệnh tiếp tục diễn biến phức tạp gây gián đoạn hoạt động kinh doanh

Theo chúng tôi, rủi ro dịch bệnh trong năm 2022 là một rủi ro trọng yếu của toàn ngành bán lẻ. Chúng tôi cho rằng kịch bản có giãn cách xã hội diện rộng trong thời gian tới là rất thấp. Tuy nhiên, rủi ro này vẫn luôn hiện hữu khi mà các thành phố lớn liên tục ghi nhận số ca mắc cao kỷ lục trong này trong thời gian gần đây. Kịch bản này sẽ gây gián đoạn tới hoạt động kinh doanh và tốc độ mở mới cửa hàng của các doanh nghiệp bán lẻ.

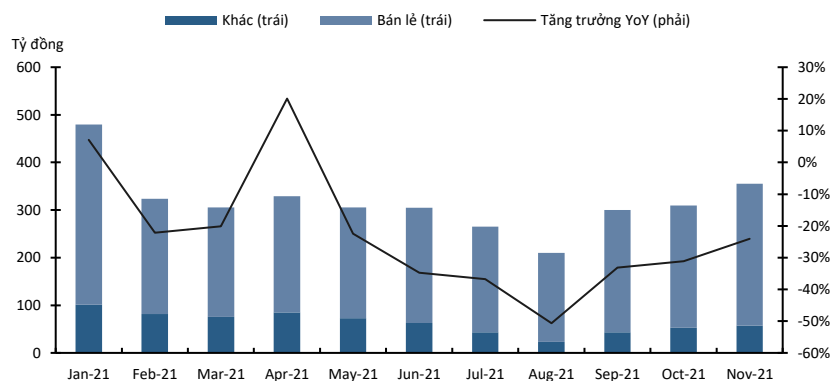
Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (MWG)	Mua
Giá hiện tại (20/12/2021)	133,000 VNĐ
Giá mục tiêu	168,800 VNĐ

Tăng trưởng của mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng cho thấy sự phục hồi kể từ tháng 09/2021. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng triển vọng ngành bán lẻ trong năm 2022 vẫn khá tích cực trong trạng thái “bình thường mới” của toàn xã hội.

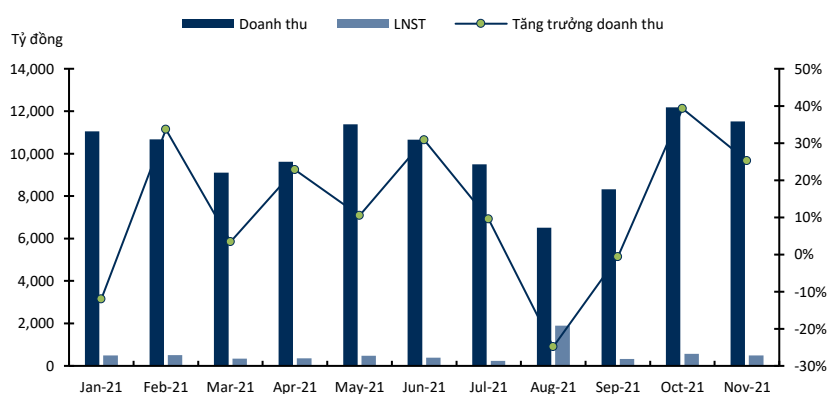
Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng



Nguồn: GSO, KBSV

Luỹ kế 11 tháng 2021, MWG ghi nhận DTT đạt 110.530 tỷ đồng (+11% YoY) và LNST 4.395 tỷ đồng (+22% YoY). Tốc độ hồi phục về DTT và LNST chủ yếu được hỗ trợ từ hai chuỗi TGDĐ/ĐMX. Chuỗi BHX ghi nhận doanh thu 1.800 tỷ đồng trong tháng 11 và tiếp tục ghi nhận EBITDA dương.

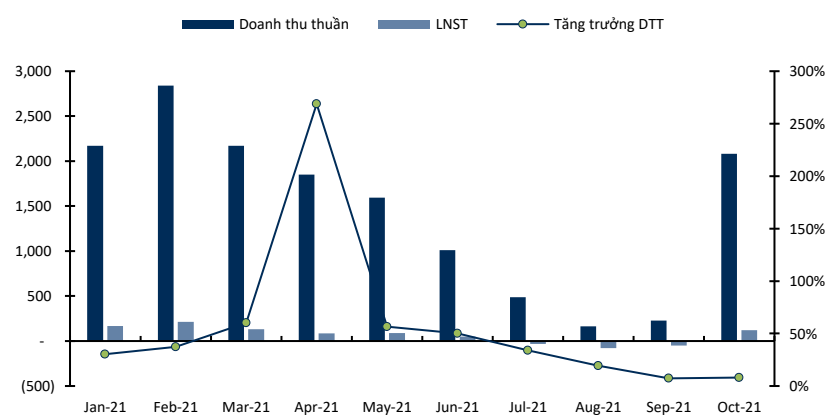
Biểu đồ 2. Doanh thu, LNST & tăng trưởng doanh thu YoY của MWG



Nguồn: MWG, KBSV

Luỹ kế 10T2021, PNJ ghi nhận doanh thu thuần 14.594 tỷ đồng (+8.1% YoY), LNST đạt 697 tỷ đồng (-14.6% YoY). Sau ba tháng ghi nhận lỗ sau thuế do ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch Covid, tháng 10/2021 PNJ đã ghi nhận lãi trở lại. Triển vọng 2022 của PNJ chủ yếu là sự hồi phục trên mức nền thấp trong năm 2021.

Biểu đồ 3. Doanh thu, LNST & tăng trưởng doanh thu YoY của PNJ



Nguồn: EVN, KBSV

COMPANY REPORT



CTCP ĐT Thế giới Di động (MWG)

KQKD quý 3/2021 phục hồi tích cực

20/12/2021

Chuyên viên phân tích Lương Ngọc Tuấn Dũng
dunglnt@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh 3Q vẫn tăng trưởng dương mặc dù bị ảnh hưởng xấu từ dịch bệnh

Chuỗi TGDD/ĐMX doanh thu giảm nhẹ so với cùng kỳ 2020, được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong Q4/2021 khi giãn cách được gỡ bỏ

Chuỗi BHX vẫn duy trì tín hiệu tích cực

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 168,800 VNĐ/cp

Doanh thu lũy kế 9 tháng năm 2021 đạt mức 86,820 tỷ đồng – tăng 7% YoY, hoàn thành 69% kế hoạch doanh thu cả năm. LNST tăng 12% YoY, đạt 3,338 tỷ đồng – 70% kế hoạch cả năm.

Luỹ kế 9T/2021, hai chuỗi TGDD/ĐMX đóng góp 63,900 tỷ đồng vào tổng doanh thu, giảm 3% YoY. Doanh thu từ hai chuỗi đã phục hồi được 80% so với thời điểm trước dịch. Sơ bộ tháng 10, hai chuỗi đạt hơn 10 nghìn tỷ doanh thu (+50% YoY và +60% sv T9/2021). Chuỗi mới Topzone cũng đem về 40 tỷ đồng doanh thu nhờ chương trình chào bán sản phẩm Iphone 13 series.

Luỹ kế 9T2021, BHX tăng trưởng doanh thu 50% YoY, đạt 22,600 tỷ đồng. Tiếp tục duy trì tỉ suất EBITDA dương trong tháng 9/2021 và gia tăng biên EBITDA luỹ kế trên cấp độ toàn công ty, ngoài ra biên gộp cũng được cải thiện đáng kể. BLĐ đặt mục tiêu biên lợi nhuận gộp là 27% cho cả năm 2021 (so với mức 24% trong năm 2020). Năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của MWG đạt 115,465 tỷ đồng (+6.3% YoY) và LNST đạt 4,451 tỷ đồng (+13.5% YoY). Năm 2022, mức doanh thu thuần đạt 138,928 tỷ đồng (+20% YoY) và LNST ở mức 6,062 tỷ đồng (+36% YoY). Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG, giá mục tiêu 168,800 VNĐ/cp.

MUA

Giá mục tiêu	168,800 VNĐ
Tăng/giảm	27%
Giá hiện tại (20/12/2021)	133,000 VNĐ
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ/triệu USD)	98,309/4,340

Dự phóng KQKD & định giá

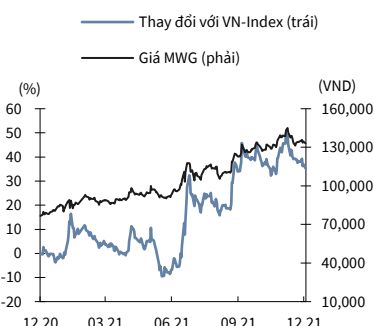
FY - end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	103,485	109,801	115,465	138,928
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	5,035	5,413	6,143	8,367
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	3,836	3,920	4,451	6,062
EPS (nghìn VNĐ)	8,665	8,654	6,244	8,504
Tăng trưởng EPS (%)	29%	0%	-27%	36%
P/E (x)	13.2	13.7	22.3	16.2
P/B (x)	4.2	3.5	5.0	4.0
ROE (%)	32%	25%	23%	24%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	15%	15%	5%	15%

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ, triệu USD)	181.8/7.8
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ đông lớn	CT TNHH MTV Tư vấn đầu tư Thế giới bán lẻ

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7	4	31	76
Tương đối	-8	-6	26	35



Thủy sản

Giá xuất khẩu phục hồi

Kim ngạch xuất khẩu toàn ngành hồi phục tích cực trong năm 2021

Xuất khẩu thủy sản của Việt Nam ước đạt 7.95 tỷ USD, tương đương mức tăng trưởng 3.5% YoY. Tính riêng trong tháng 11, thủy sản là một trong những mặt hàng chính đóng góp vào tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, với giá trị xuất khẩu ước đạt 880 triệu USD. Sau 10 tháng 2021, 3 thị trường xuất khẩu chính của thủy sản lần lượt là Hoa Kỳ, Nhật Bản, EU và Trung Quốc. Sản lượng thủy sản tháng 11 ước tính đạt 761,8 nghìn tấn, tương đương tăng 3.2% YoY. Trong đó, sản lượng nuôi trồng đạt 468,7 nghìn tấn (+3.9% YoY); sản lượng khai thác đạt 293,1 nghìn tấn (+2.2% YoY).

Điểm nhấn đầu tư 2022: Giá thủy sản nguyên liệu phục hồi, tiếp tục giữ vững được đà tăng giá xuất khẩu tốt

Hiện tại, trong nước thì giá nguyên liệu thủy sản (tôm, cá tra) đều có xu hướng tăng trở lại. Theo Vasep, tại một số tỉnh thành như Cần Thơ, An Giang, Đồng Tháp, Bến Tre,... giá cá tra thịt trắng đạt chuẩn xuất khẩu có giá 23.000-24.000 đồng/kg, so với mức trước đây chỉ khoảng 21.000-22.000 đồng/kg. Giá cá tra nguyên liệu tăng chủ yếu do các doanh nghiệp chế biến xuất khẩu tăng cường thu mua nhằm phục vụ cho đơn hàng cho các dịp lễ cuối năm 2021 và đầu năm 2022. Với việc giá thức ăn đầu vào và chi phí đầu vào thời gian vừa rồi tăng mạnh dẫn tới nguồn cung có thể sẽ hạn chế trong thời gian vừa rồi, qua đó tạo điều kiện cho giá cá tra nguyên liệu tăng.

Nhìn chung, các thị trường xuất khẩu lớn của các mặt hàng thủy sản đều cho thấy sự phục hồi nhu cầu khá tích cực trong năm 2022, nhờ tỷ lệ tiêm vaccine ngày càng tăng cùng với việc các quốc gia đều xác định sẽ “sống chung” với Covid tạo tiền đề cho các nhà hàng, quán ăn được hoạt động thường xuyên hơn. Ngoài ra, với việc giá nguyên liệu của các quốc gia sản xuất chính đều có xu hướng tăng, tạo bàn đạp để giá xuất khẩu được đẩy lên trong thời gian tới.

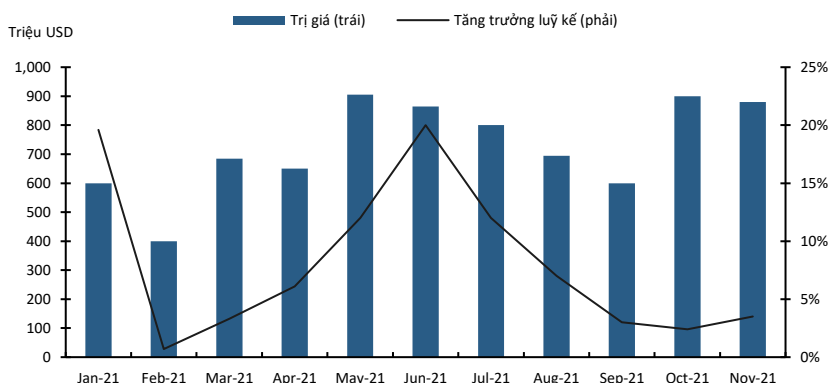
Rủi ro: biến chủng Covid mới làm suy giảm cầu tiêu thụ và áp lực cạnh tranh từ các quốc gia sản xuất lớn khác

Với việc biến chủng Covid mới là Omicron đang lan rộng trên toàn cầu trong khi sự hiệu quả của vaccine cũ trước biến chủng này vẫn đang được nghiên cứu thì rủi ro về việc giãn cách xã hội tại các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam là luôn hiện hữu. Ngoài ra, cũng phải kể tới sự hồi phục nguồn cung từ Ấn Độ và sự gia tăng nguồn cung từ Ecuador – quốc gia có vị trí thuận lợi với Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam).

Tích cực

Lũy kế 11 tháng 2021, giá trị xuất khẩu thủy sản đạt 7.95 tỷ USD, tương đương mức tăng 3.5% YoY. Tính riêng trong tháng 11, giá trị xuất khẩu đạt 880 triệu USD, với 3 thị trường chính là Hoa Kỳ, Nhật Bản, Trung Quốc, chiếm 49.3% tổng giá trị xuất khẩu thủy sản.

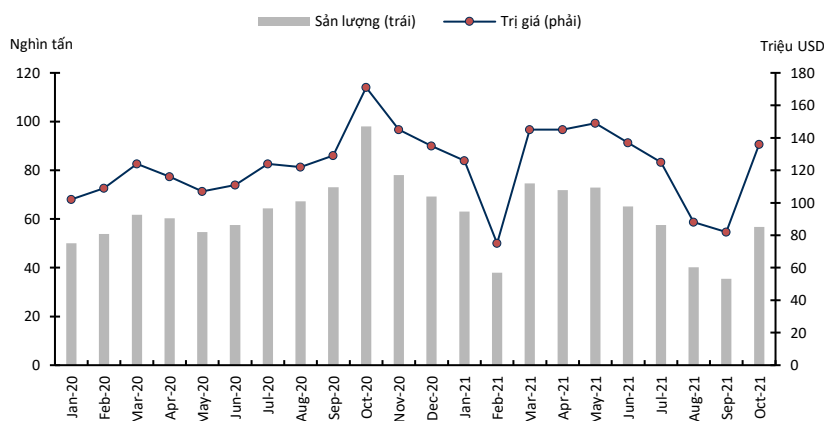
Biểu đồ 1. Giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam 2021



Nguồn: Vasep, KBSV

Trong nửa đầu năm 2021, cả sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam đều có xu hướng giảm dần, đặc biệt trong tháng 8 và 9/2021 khi sản lượng đạt mức rất thấp do ảnh hưởng bởi dịch bệnh dẫn đến giãn cách xã hội tại Việt Nam. Tuy nhiên, bắt đầu từ tháng 10/2021, sản lượng có xu hướng hồi phục và đi kèm với mức giá xuất khẩu cá tra tốt hơn giúp giá trị xuất khẩu tăng mạnh. Cho năm 2022, quan điểm của chúng tôi tích cực với các DN xuất khẩu cá tra, khi giá xuất khẩu được kỳ vọng vẫn giữ được đà tăng.

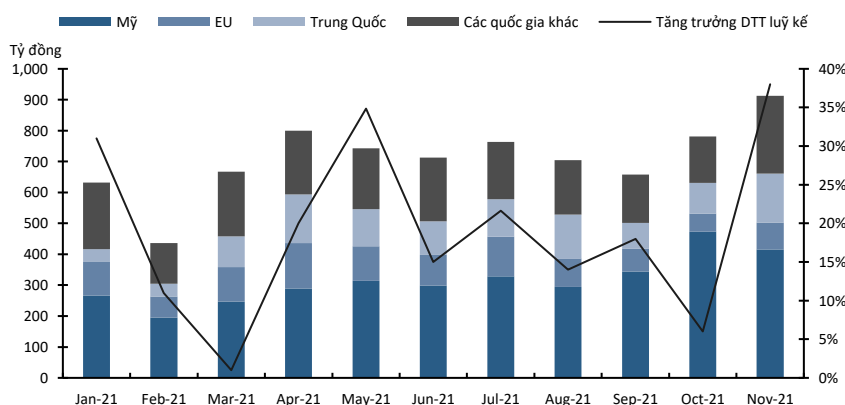
Biểu đồ 2. Sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam



Nguồn: Agromonitor, KBSV

Thị trường Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu cá tra chính của VHC (chiếm hơn 40% tổng doanh thu). Với việc Mỹ cùng các quốc gia EU đang có tỷ lệ tiêm vaccine ngày càng cao, triển vọng 2022 của VHC sẽ rất tươi sáng khi nhu cầu được phục hồi mạnh và giá xuất khẩu giữ được đà tăng. Ngoài ra, việc dịch bệnh ảnh hưởng tới các DN phải đi thu mua cá tra nguyên liệu đầu vào vô hình chung cũng tạo ra lợi thế cho VHC trong tương lai gần tới đây.

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo địa lý và tăng trưởng DTT của VHC trong 2021



Nguồn: GSO

Năng lượng

Hồi phục kinh tế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện

Thủy điện và năng lượng tái tạo tăng trưởng mạnh trong năm 2021

Trong năm 2021, dịch bệnh COVID diễn biến phức tạp dẫn đến hoạt động sản xuất kinh doanh bị ngừng trệ, phụ tải thấp và nhu cầu tiêu thụ điện giảm. Trong bối cảnh hiện tượng La Nina xuất hiện với cường độ mạnh, thủy điện được ưu tiên huy động trong điều kiện phụ tải thấp và chi phí rẻ, lũy kế sản lượng thủy điện 11M đạt 72 tỷ kWh (+8.2% YoY). Bên cạnh đó, do nhu cầu hồi phục sau dịch bệnh của Châu Âu, Anh đã dẫn đến cuộc khủng hoảng năng lượng khiến giá khí, than tăng cao, với chi phí đầu vào tăng cao nên giá thành sản xuất điện cho 2 loại hình nhiệt điện than và khí trở nên kém hấp dẫn, lũy kế sản lượng điện than và khí lần lượt đạt 108 tỷ kWh (-3.6% YoY), 24 tỷ kWh (-24% YoY). Tổng sản lượng sản xuất toàn hệ thống đạt 233 tỷ kWh tăng trưởng nhẹ 4% YoY do có sự đóng góp lớn từ năng lượng tái tạo, lũy kế 11M sản lượng NLTT đạt 27 tỷ kWh (+172% YoY).

Điểm nhấn đầu tư 2022: Kỳ vọng nhiệt điện lấy lại đà tăng trưởng

Điểm nhấn đầu tư đối với ngành điện trong năm 2022 gồm: (1) Hiện tượng La Nina dần kết thúc trong 1Q2022 và chuyển sang pha trung tính với xác suất xảy ra El Nino sẽ cao hơn so với La Nina trong khoảng thời gian còn lại trong năm, sẽ là động lực cho các nhà máy nhiệt điện sau 1 năm chịu ảnh hưởng bởi hiện tượng La Nina, dịch bệnh làm giảm sụt nhu cầu tiêu thụ, chi phí đầu vào như giá khí, than tăng cao như HND, PPC, NT2, QTP, POW, BTP...; (2) Các nhà máy nhiệt điện than, khí có mức tăng trưởng tốt trên mức nền sản lượng huy động thấp do dịch bệnh cũng như giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, cùng với đó giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh cũng sẽ cao hơn trong năm 2022 so với 2021 vì sản lượng huy động từ nguồn giá rẻ như thủy điện sẽ không còn nhiều dự địa trong năm tới; (3) Các nhà máy hoàn thành sửa chữa lớn trong năm 2021, đảm bảo được tính ổn định, vận hành trơn tru và đáp ứng sản lượng cao hơn so với công suất trong năm 2022, sẽ được ưu tiên huy động như QTP hoàn thành đại tu Tổ máy số 4, POW đại tu nhà máy điện Hòa Na, Tổ máy số 2 của nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1; (4) Nhiều nhà máy điện đang từng ngày giảm bớt phần lớn nợ vay, nợ vay có gốc ngoại tệ, giúp cải thiện chi phí lãi vay chi phí tài chính 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.

Các rủi ro đối với hoạt động kinh doanh

Theo chúng tôi, có 4 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; 2) Rủi ro liên quan đến nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào là than và khí; 3) Rủi ro ký lại hợp đồng mua bán điện sau khi các nhà máy đã qua giai đoạn trả nợ vay; 4) Dịch bệnh diễn biến phức tạp với sự xuất hiện của biến chủng mới.

Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (HND)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 18,900
Giá mục tiêu	VNĐ 22,500

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 18,000
Giá mục tiêu	VNĐ 20,200

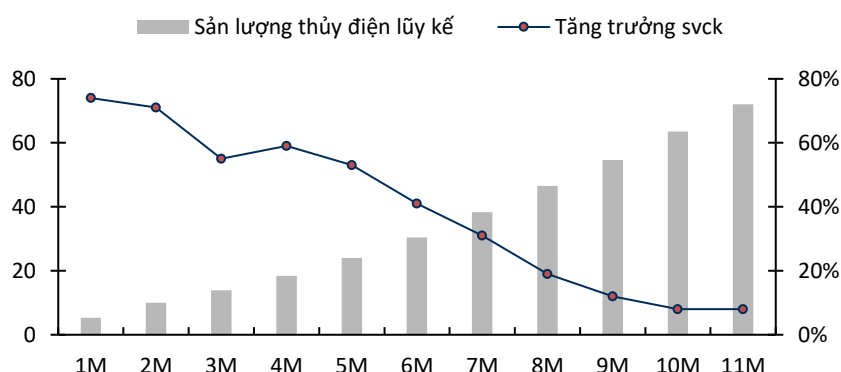
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Nắm giữ
Giá hiện tại	VNĐ 18,250

CTCP Nhơn Trạch 2 (NT2)	Theo Dõi
Giá hiện tại	VNĐ 27,000

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC)	Theo Dõi
Giá hiện tại	VNĐ 23,700

Biểu đồ 1. Tăng trưởng sản lượng thủy điện lũy kế theo tháng trong năm 2021 (bn kWh, %YoY)

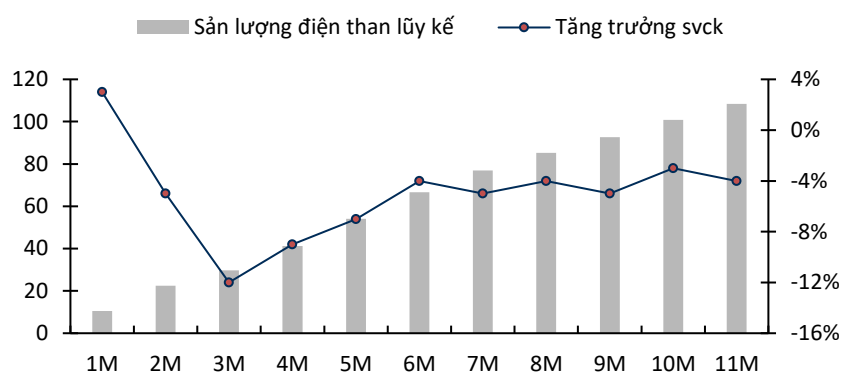
Thủy văn thuận lợi do xảy ra hiện tượng La Nina từ nửa cuối năm 2020 và 2021, đồng thời các nhà máy thủy điện cũng được huy động tối đa công suất (tùy thuộc vào lưu lượng nước). Chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ giảm trong 2022 do sự yếu đi của hiện tượng La Nina, và sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện sẽ tăng lên, tuy nhiên điều đó sẽ tăng mức giá trần đấu thầu cho các nhà máy thủy điện trên thị trường điện cạnh tranh, đảm bảo doanh thu và lợi nhuận cho các nhà máy thủy điện



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 2. Tăng trưởng sản lượng nhiệt điện than lũy kế theo tháng trong năm 2021 (bn kWh, %YoY)

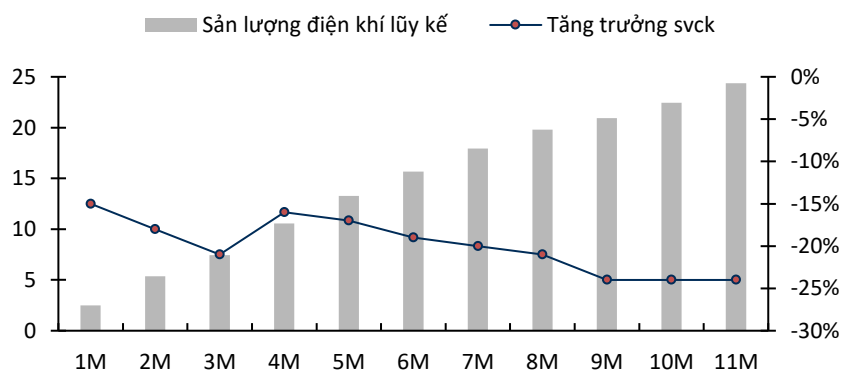
Sản lượng nhiệt điện than có sự tăng trưởng sụt giảm nhẹ do các biện pháp giãn cách xã hội dẫn đến tiêu thụ điện giảm. Giá dầu tăng cao, khiến cho giá than trên thế giới tăng theo đó, tuy nhiên giá than trong nước có sự điều phối và cung cấp tối từ TKV và Công ty Đông Bắc dẫn đến chi phí đầu vào cho các nhà máy điện tăng không đáng kể. Nhiệt điện than luôn là nguồn được ưu tiên sau thủy điện do chi phí thấp hơn so với điện khí, chúng tôi cho rằng trong 2022 với sự hồi phục nền kinh tế, các nhà máy điện than hiện hữu sẽ được ưu tiên huy động với mức sản lượng Qc cao so với 2021.



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng sản lượng nhiệt điện khí lũy kế theo tháng trong năm 2021 (bn kWh, %YoY)

Dịch bệnh Covid khiến nhu cầu tiêu thụ điện giảm, giá phát điện trên thị trường cạnh tranh ở mức thấp do thủy điện được ưu tiên huy động, bên cạnh đó giá dầu tăng do nhu cầu năng lượng cho phục hồi kinh tế, kéo theo giá khí tăng cao khiến cho chi phí cũng động lên khiến nhiệt điện khí không được huy động. Tuy nhiên, trong 2022, được nới lỏng các biện pháp giãn cách, hoạt động sản xuất kinh doanh được nối lại, nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng cao, do vậy nhiệt điện khí sẽ được ưu tiên huy động khi sản lượng thủy điện thấp.



Nguồn: EVN, KBSV



CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

Hoàn thành đại tu Tổ máy số 4

20/12/2021

Chuyên viên phân tích – Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

Doanh thu, lợi nhuận 3Q2021 của QTP

Doanh thu và lợi nhuận của QTP trong 3Q2021 đạt lần lượt là 1,973 tỷ đồng (+13% YoY) và 86 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lỗ 60 tỷ đồng do công ty đã bám sát thị trường điện cạnh tranh và chào bán điện hiệu quả, bên cạnh đó dư nợ vay của công ty giảm dần dẫn đến chi phí lãi vay giảm, trong kỳ VND tăng giá so với USD nên doanh thu tài chính của công ty tăng.

Kinh tế hồi phục kéo theo nhu cầu phụ tải tăng trưởng mạnh trong năm 2022

Căn cứ dự báo phát triển kinh tế xã hội năm 2022 theo Nghị quyết của Quốc hội, Tập đoàn EVN lập kế hoạch với nhu cầu phụ tải điện tăng trưởng cao từ 8-12% tương ứng sản lượng điện toàn quốc 275.5 – 286.1 tỷ kWh, do vậy các nhà máy điện hiện hữu sẽ được ưu tiên huy động ở mức cao với mục tiêu đảm bảo năng lượng phục vụ hồi phục kinh tế.

Hoàn thành đại tu tổ máy số 4 trong năm 2021

Tổ máy số 4 thuộc nhà máy Quảng Ninh 2 đã hoàn thành sửa chữa lớn từ ngày 02/08 – 01/10/2021. Việc hoàn thành công tác sửa chữa lớn tổ máy theo kế hoạch góp phần nâng cao sản lượng điện cho QTP, đảm bảo cung ứng điện mùa khô năm 2022 và giữ vững an ninh năng lượng quốc gia.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu

Kì vọng nhu cầu phụ tải tăng trở lại khi các biện pháp giãn cách được nới lỏng, các

MUA

Giá mục tiêu	VND 20,200
Tăng/giảm	12.2%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VND 18,000
Giá mục tiêu đồng thuận	
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/triệu USD)	7.6/330

Dự phóng KQKD & định giá

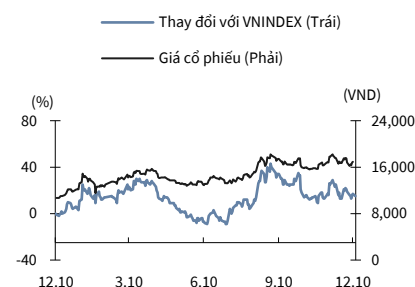
FY-end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VND)	10,127	8,614	8,545	9,218
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	665	813	681	873
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	651	765	643	825
EPS (VND)	1,447	1,700	1,429	1,834
Tăng trưởng EPS (%)	137%	18%	-16%	28%
P/E (x)	11.75	10	11.9	9.27
P/B (x)	1.56	1.38	1.42	1.38
ROE (%)	13.3%	13.8%	12%	14.9%
Tỉ lệ cổ tức (%)	0%	2%	10%	20%

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	16.76%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	34.2/1.48
Sở hữu nhà nước (%)	64%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6	2	17	58
Tương đối	-7	-7	10	15



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng là động lực chính

Tình hình hoạt động 2021

Theo thông tin từ NHNN, tính đến ngày 25/11/2021, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế đạt 10.1%, tăng 138bps MoM. Trong phạm vi các ngân hàng niêm yết được nghiên cứu, CASA bình quân 3Q2021 đạt 23.0%, tăng 0.8% YTD. CASA cải thiện cùng với chính sách cắt giảm lãi suất hỗ trợ nền kinh tế của NHNN khiến lãi suất huy động bình quân 3Q2021 đạt 3.43%, giảm 85bps Ytd. Trong khi đó, lãi suất bình quân đầu ra 3Q2021 đạt 7.04%, giảm 42bps Ytd khiến NIM 3Q2021 đạt 3.82%, tăng 38bps Ytd. Làn sóng dịch Covid-19 lần thứ 3 đã gây ảnh hưởng lớn đến chất lượng tài sản các ngân hàng trong 3Q2021. Tính trong nhóm NH được theo dõi, tỷ lệ nợ xấu đạt 1.58%, tăng 24bps Ytd và nợ nhóm 2 đạt 1.40%, tăng 41bps QoQ. Các ngân hàng tích cực đẩy mạnh trích lập dự phòng với tổng trích lập 9M2021 đạt gần 121.8 nghìn tỷ VND, tăng 45.3% Ytd, qua đó nâng tỷ lệ trích lập dự phòng lên 122.9%, tăng 13.76% điểm Ytd.

Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng 2022 đạt mức 13-14% theo đà hồi phục của nền kinh tế

Với việc NHNN nới trần tín dụng đồng loạt cho các ngân hàng lần thứ 2 trong 4Q2021 cùng với việc tỷ lệ tiêm chủng Covid-19 của Việt Nam ở mức cao, các doanh nghiệp trở lại hoạt động sản xuất kinh doanh, KBSV kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2022 đạt mức 12%. Cho năm 2022, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 13-14% với kỳ vọng dịch Covid-19 sẽ kết thúc vào 2H2022, các doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh vay nợ để hoạt động trong bối cảnh lãi suất vẫn duy trì ở mức thấp.

Ngân hàng bán lẻ - ngân hàng số sẽ là xu hướng trung - dài hạn

Theo quan điểm của KBSV, ngân hàng bán lẻ vẫn sẽ là trọng tâm phát triển của các NHTM trong trung-dài hạn khi Việt Nam khi tỷ lệ dư nợ cá nhân hộ tiêu dùng / GDP ở Việt Nam vẫn ở mức thấp hơn tương đối so với các quốc gia trong khu vực. Bên cạnh đó, phát triển ngân hàng số cũng được đẩy mạnh trong hệ thống ngân hàng, qua đó tăng chất lượng trải nghiệm của khách hàng, tăng thu nhập ngoài lãi và tiết giảm chi phí cho ngân hàng. Tỷ lệ CIR trung bình hệ thống 3Q2021 đạt 37%, được cải thiện mạnh mẽ so với năm 2019 đạt 45%.

Rủi ro giảm NIM năm 2022 hiện hữu

KBSV đánh giá nhiều khả năng NIM toàn ngành sẽ giảm trong năm 2022 dựa trên:

(1) Lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm để hỗ trợ nền kinh tế và thu nhập lãi giảm do nợ xấu tăng cao; (2) dư địa giảm lãi suất đầu vào bình quân rất hạn chế khi đang ở mức nền thấp, cùng với đó các yếu tố lạm phát có thể khiến NHNN tăng lãi suất điều

Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 49,500
Giá mục tiêu	VNĐ 65,600

NHTMCP Công Thương Việt Nam (CTG)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 32,450
Giá mục tiêu	VNĐ 45,100

NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 34,150
Giá mục tiêu	VNĐ 41,600

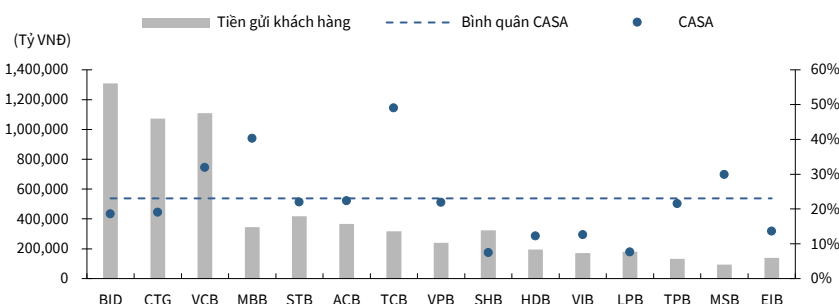
Áp lực trích lập dự phòng dự kiến vẫn ở mức cao trong năm 2022

Theo đánh giá của KBSV, nợ xấu sẽ vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2022, áp lực trích lập dự phòng sẽ tiếp tục lớn khi nợ nhóm 2 và dư nợ tái cơ cấu vẫn đang ở mức cao. Đặc biệt khi diễn biến dịch Covid-19 đang xuất hiện những chủng mới có khả năng lây nhiễm mạnh có thể khiến chất lượng tài sản của hệ thống ngân hàng tiếp tục đi xuống. Hiện tại, VCB, MBB, TCB, ACB là các ngân hàng hiểm hoi vẫn duy trì được tỷ lệ nợ xấu thấp dưới 1.2% và tỷ lệ trích lập dự phòng cao trên 180%.

Biểu đồ 1. Tiền gửi khách hàng – tỷ lệ CASA các ngân hàng 3Q2021

Tỷ lệ CASA vượt trội của VCB, MBB và TCB là lợi thế cạnh tranh rõ nét hỗ trợ cải thiện NIM cho nhóm ngân hàng này.

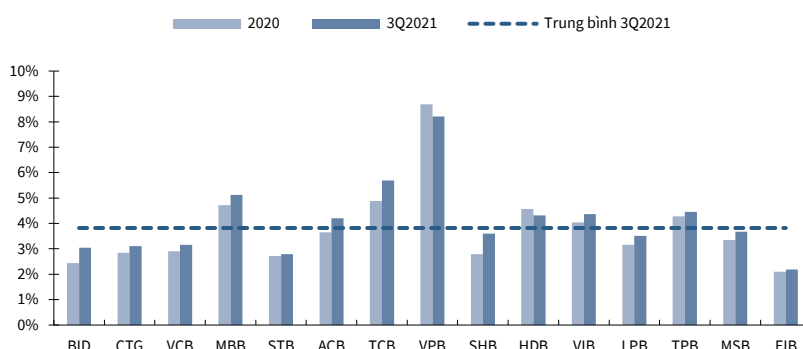
Trong khi đó nhóm ngân hàng TMCP tầm trung như SHB, HDB, VIB, LPB, EIB đang là nhóm có CASA rất thấp, cho thấy dư địa tăng trưởng CASA còn nhiều nếu như ngân hàng có những bước đi đột phá



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 2. NIM các ngân hàng 2020-3Q2021

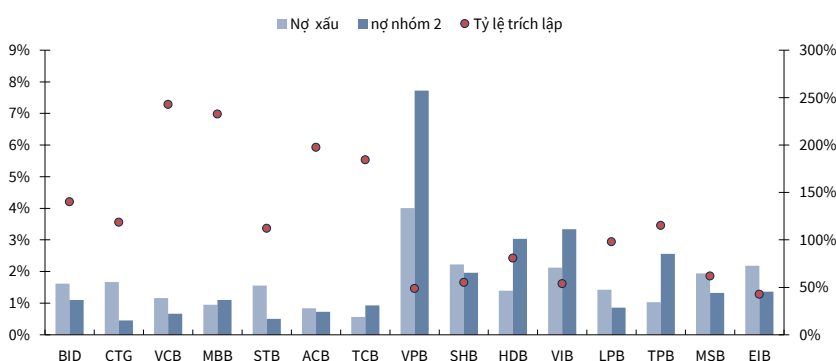
NIM toàn thị trường đều được cải thiện trong năm 2021 ngoại trừ VPB do Fecredit vốn có mức NIM cao bị ảnh hưởng nặng nề bởi dịch. TCB, MBB, VPB là các ngân hàng có mức NIM vượt trội thị trường, trong khi đó EIB và STB có mức NIM thấp nhất.



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 3. Tỷ lệ nợ xấu – nợ nhóm 2 các ngân hàng 3Q2021

Áp lực trích lập dự phòng lớn trong năm 2022 nếu chất lượng tài sản không cải thiện đối với VPB, SHB, HDB, VIB, TPB khi nợ nhóm 2 lớn cùng với đó là tỷ lệ trích lập ở mức thấp.



Nguồn: EVN, KBSV



TechcomBank (TCB)

Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục duy trì ở mức thấp

20/12/2021

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

TCB duy trì đà tăng trưởng với LNTT tăng 40.0% YoY

3Q2021, TCB duy trì đà tăng trưởng cao với LNTT đạt 5,562 tỷ VND (-7.6% QoQ, +40.0% YoY). Tăng trưởng tín dụng ở mức cao, đạt 33.0% YoY/17.0% QoQ.

NIM 3Q2021 đạt 5.69%, giảm 11 bps QoQ

NIM 3Q2021 giảm nhẹ tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao, đạt 5.69% (-11bps QoQ, +84bps YoY) nhờ lãi suất đầu vào duy trì mức thấp trong khi lãi suất đầu ra chưa giảm đáng kể do nhóm khách hàng chính chưa chịu nhiều tác động bởi dịch bệnh.

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2021 đạt 0.57%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 184.4%

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2021 đạt 0.57%, tăng 27bps QoQ, thấp nhất hệ thống ngân hàng. Trong kì, TCB thực hiện trích lập 589 tỷ VND (-43% YoY) khiến tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 184.4%, nằm trong nhóm các ngân hàng có mức bao phủ nợ xấu cao nhất.

TCB huy động thành công khoản vay hợp vốn trị giá 800 triệu USD

Trong 3Q2021, TCB đã thực hiện thành công huy động khoản vay hợp vốn nước ngoài trị giá 800 triệu USD. Khoản vay tín chấp này bao gồm 2 phần: 600 triệu USD với kỳ hạn 3 năm và 200 triệu USD với kỳ hạn 5 năm.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 65,600 VND/cp

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB. Giá mục tiêu là 65,600 VND/cp, cao hơn 32.5% so với giá tại ngày 20/12/2021.

Mua

Giá mục tiêu	VND 65,600
Tăng/Giảm	32.5%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VND 49,500
Giá mục tiêu thị trường	VND 61,900
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	186,160

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	14,258	18,751	25,384	29,515
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	13,756	18,411	24,795	28,503
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	10,075	12,325	16,909	19,979
EPS (VND)	2,878	3,516	4,824	5,700
Tăng trưởng EPS (%)	19%	22%	37%	18%
PER (x)	15.0	12.3	9.0	7.6
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,734	21,289	25,313	30,213
PBR (x)	2.44	2.03	1.71	1.43
ROE (%)	18.0%	18.4%	20.8%	20.6%

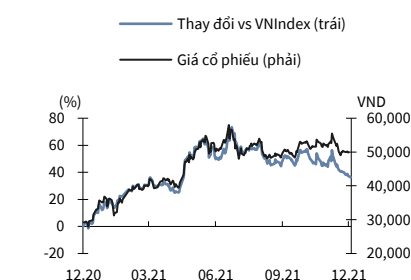
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	84.54%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	762/33.7
Sở hữu nước ngoài (%)	22.47%
Cơ cấu cổ đông	MSN (14.96%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6	0	-6	75
Tương đối	-7	-10	-11	36



Nguồn: Bloomberg, KBSV



VietinBank (CTG)

Dự kiến trích lập thêm 3,000 tỷ VND trong 4Q2021

11/25/2021

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

3Q2021, LNST đạt 2,466 tỷ VND, tăng 5.3% YoY

3Q2021, CTG có thu nhập lãi thuần đạt 9,872 tỷ VND (-9.3% QoQ, +8.7% YoY); TOI đạt 12,255 tỷ VND (-13.0% QoQ, +6.6% YoY). Tuy nhiên, chi phí dự phòng vẫn ở mức cao, đạt 5,548 tỷ VND, (-21.9% QoQ, +14.2% QoQ) khiến cho LNST 3Q2021 đạt 2,466 tỷ VND (+7.4% QoQ, +5.3% YoY).

Tỷ lệ nợ xấu đạt 1.67% tăng 33 bps QoQ do nợ nhóm 4 tăng mạnh

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2021 đạt 1.67%, tăng 33bps QoQ, là quý thứ 2 liên tiếp tăng do ảnh hưởng của dịch bệnh. Trong đó, nợ nhóm 5 giảm 81bps QoQ nhờ doanh nghiệp lớn phát sinh nợ xấu trong 2Q2021 đã có lại dòng tiền để trả nợ.

Kì vọng ghi nhận Upfront fee trong 1Q2022

Hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm với Manulife của CTG có upfront fee khoảng 30 triệu USD, dự kiến chi trả trong 6 năm. Theo thông tin từ ban lãnh đạo, CTG dự kiến có thể ghi nhận upfront fee trong 1Q2022 thay vì 4Q2021.

CTG đặt kế hoạch LNTT 2021 đạt 16,800 tỷ VND với động lực từ tăng trưởng tín dụng

Tính đến thời điểm hiện tại, tăng trưởng tín dụng đạt gần 9.5%, là mức trần tín dụng của NHNN cấp cho CTG và CTG đang xin nới lên 10-12%. CTG kì vọng LNTT 2021 đạt 16,800 tỷ VND tương đương LNTT 4Q2021 đạt khoảng 2,889 tỷ VND.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 45,100 VND/cp

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2022 là 45,100 VND/cp, cao hơn 38.9% so với giá tại ngày 20/12/2021.

MUA

Giá mục tiêu	VND 45,100
Tăng/Giảm	38.9%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VND 32,450
Giá mục tiêu thị trường	VND 40,979
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	165,798

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	33,199	35,581	42,823	45,254
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	24,785	29,219	34,793	37,745
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	9,461	13,679	14,181	20,525
EPS (VND)	2,541	3,674	2,951	4,271
Tăng trưởng EPS (%)	79%	45%	-20%	45%
PER (x)	17.2	11.9	14.8	10.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,775	22,935	20,226	24,109
PBR (x)	2.11	1.91	2.17	1.82
ROE (%)	13.1%	16.9%	15.6%	19.4%
Tỷ suất cổ tức tiền mặt (%)			1.14%	1.14%

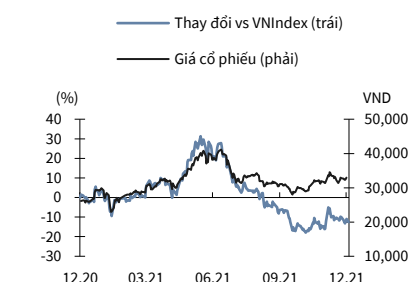
Nguồn: Fiinpro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	15.81%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	364/16.1
Sở hữu nước ngoài (%)	24.97%
Cơ cấu cổ đông	Ngân hàng nhà nước (64.46%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3	9	-19	26
Tương đối	-3	-1	-23	-13



Nguồn: Bloomberg, KBSV



VPBank (VPB)

Phát hành tăng vốn điều lệ lên trên 45,200 tỷ VND

20/12/2021

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

3Q2021, LNTT đạt 2,698 tỷ VND, tăng 4.1% YoY

3Q2021, hoạt động kinh doanh của VPB bị ảnh hưởng đáng kể bởi làn sóng dịch Covid lần thứ 4. Cụ thể, thu nhập lãi thuần 3Q2021 đạt 7,474 tỷ VND (-19% QoQ, -5.2% YoY); LNTT 3Q2021 đạt 2,698 tỷ VND, giảm 46.4% QoQ và 4.1% YoY.

NIM 3Q2021 giảm 30 bps YoY do lãi suất bình quân đầu ra giảm ở cả ngân hàng mẹ và FEcredit.

NIM 3Q2021 giảm tương đối so với quý trước, đạt 8.21% (-83bps QoQ, -30bps YoY), trong đó NIM ngân hàng mẹ đạt 5.32% (-43bps QoQ, -71bps YoY) và NIM của FEcredit đạt 24.13%, giảm 158bps QoQ.

Tỷ lệ nợ xấu đạt 4.0% tăng 53 bps QoQ do ảnh hưởng của dịch bệnh

Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh trong 3Q2021 do ảnh hưởng của dịch bệnh, đạt 4.0%, tăng 53bps QoQ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của VPB đạt 48.95%, có cải thiện so với các quý gần đây tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với trung bình hệ thống ngân hàng.

VPB ghi nhận lợi nhuận thoái vốn FE Credit trong 4Q2021

VPB đã hoàn tất các thủ tục để dòng tiền lợi nhuận từ thương vụ bán FE Credit có thể chảy về ngân hàng trong đầu 4Q2021, qua đó cải thiện mạnh mẽ các chỉ tiêu thanh khoản và chi phí đầu vào bình quân.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 41,600 VND/cp

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu là 41,600 VND/cp, cao hơn 21.8% so với giá tại ngày 20/12/2021.

Mua

Giá mục tiêu	VND 41,600
Tăng/Giảm	21.8%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VND 34,150
Giá mục tiêu thị trường	VND 66,700
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	149,209

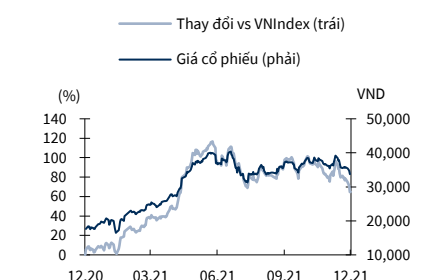
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	95.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	541/23.9
Sở hữu nước ngoài (%)	17.24%
Cơ cấu cổ đông	Ngô Chí Dũng(4.81%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
VPB	-8	-8	-9	106
VNIndex	-10	-18	-14	65

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	30,670	32,346	38,467	45,126
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	24,012	27,641	35,717	41,988
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	8,260	10,414	12,355	15,126
EPS (VND)	3,265	4,116	2,733	3,346
Tăng trưởng EPS (%)	12%	26%	-34%	22%
PER (x)	18.6	14.7	22.2	18.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,684	20,867	20,033	24,264
PBR (x)	3.63	2.90	3.03	2.50
ROE (%)	21.5%	21.9%	18.5%	17.2%
Tỷ lệ cổ tức (%)				

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bất động sản nhà ở

Kì vọng hồi phục mạnh mẽ

Thị trường BĐS 2021 bị ảnh hưởng đáng kể bởi dịch Covid 19

Nguồn cung BĐS tại Hà Nội tăng trưởng nhẹ so với năm 2020 khi nguồn cung 9 tháng đầu năm tăng 7%YoY. Trong khi đó, thị trường BĐS TP HCM bị ảnh hưởng khá nặng nề do dịch bệnh diễn biến phức tạp trong quý 3 khiến tất cả các kế hoạch mở bán trực tiếp trong quý phải tạm dừng, chỉ có 2 dự án thuộc phân khúc cao cấp được mở bán trực tuyến. Nguồn cung quý 3 giảm xuống mức thấp nhất trong 3 năm trở lại đây, do vậy tổng nguồn cung 9 tháng đầu năm giảm 35%YoY. Điểm sáng là tỷ lệ hấp thụ của các dự án mở bán mới vẫn ở mức cao đạt 96% tại HN và 120% tại TP HCM khi thị trường thích ứng với các cách thức bán hàng mới. Mức giá bán tiếp tục tăng ở cả thị trường Hà Nội và TP HCM với mức tăng 16%YoY tại HN và 17%YoY tại TP HCM. Mặc dù bị ảnh hưởng trong ngắn hạn bởi dịch bệnh, thị trường cho thấy những dấu hiệu hồi phục tích cực sau các biện pháp giãn cách xã hội dần được nới lỏng từ tháng 10 khi dịch bệnh được kiểm soát và tỷ lệ tiêm vắc xin được đẩy nhanh.

Điểm nhấn đầu tư 2022: Nhu cầu BĐS kì vọng hồi phục mạnh mẽ nhờ sự hoàn thiện của cơ sở hạ tầng và mặt bằng lãi suất tương đối thấp

Chúng tôi cho rằng nhu cầu BĐS trong năm 2022 sẽ có sự hồi phục tích cực nhờ: 1) Hàng loạt các dự án đầu tư như Sân bay Long Thành, tuyến cao tốc Bắc-Nam, các tuyến metro và các dự án cầu đường cùng với những quy hoạch được đề xuất có tác động tích cực đến thị trường BĐS. Các dự án này góp phần tạo nên sự sôi động cho thị trường BĐS và thúc đẩy giá nhà đất tại các khu vực này tăng mạnh, qua đó kích thích nhu cầu BĐS; (2) Mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà tương đối thấp cùng những chương trình ưu đãi, hỗ trợ khách vay từ các ngân hàng cũng là một yếu tố quan trọng thúc đẩy nhu cầu vay vốn mua nhà và đầu tư BĐS.

Nguồn cung hồi phục sau khi dịch bệnh được kiểm soát

Chúng tôi kì vọng nguồn cung tại TP HCM sẽ hồi phục mạnh mẽ sau khi dịch bệnh được kiểm soát và nới lỏng pháp lý được nới lỏng nhờ những Nghị định mới và Luật đầu tư sửa đổi và Luật Xây dựng sửa đổi. Chúng tôi kì vọng thị trường vùng ven và các tỉnh lân cận tại TP HCM sẽ tiếp tục bùng nổ nhờ cơ sở hạ tầng và kết nối vùng ngày càng hoàn thiện.

Rủi ro

Rủi ro (1) Dịch bệnh diễn biến phức tạp ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và bán hàng tại dự án; (2) Các vấn đề về pháp lý thường mất nhiều thời gian và tồn tại nhiều rủi ro có thể làm chậm quá trình phê duyệt và cấp phép xây dựng dự án.

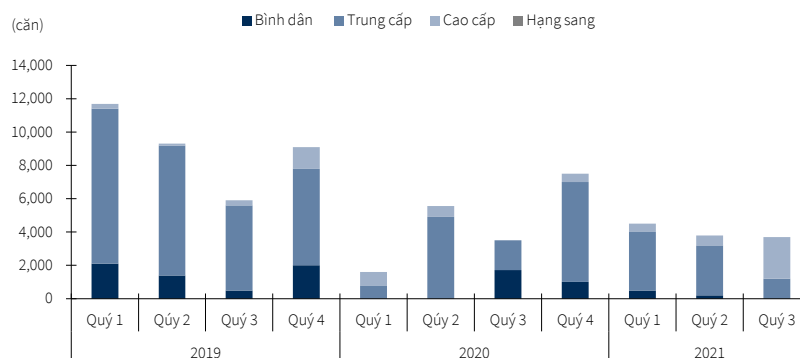
Tích cực duy trì

Khuyến nghị

CTCP Vinhomes (VHM)		MUA
Giá hiện tại	VND83,500	
Giá mục tiêu	VND105,600	
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)		NẮM GIỮ
Giá hiện tại	VND62,500	
Giá mục tiêu	VND61,200	
CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)		NẮM GIỮ
Giá hiện tại	VND35,500	
Giá mục tiêu	VND31,300	

Nguồn cung mở bán mới và số lượng căn bán được kì vọng sẽ trở lại mức 25,000-27,000 căn vào năm 2022

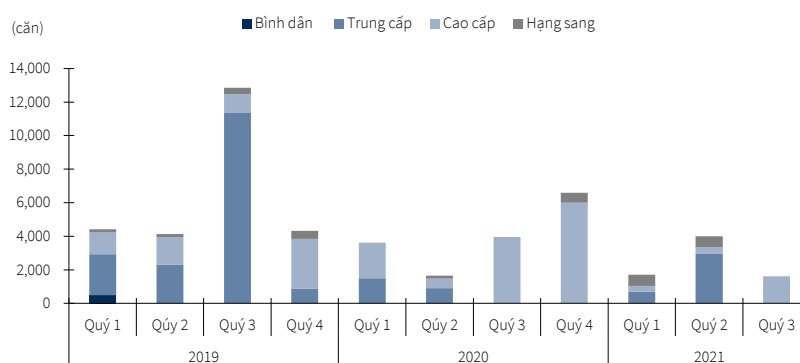
Biểu đồ 1. Nguồn cung căn hộ tại HN



Nguồn: CBRE

Tổng nguồn cung mở bán năm 2021 dự kiến đạt khoảng 13,000 căn.
Số lượng căn bán dự kiến đạt trên 12,000 căn, tỷ lệ hấp thụ 94%.

Biểu đồ 2. Nguồn cung căn hộ tại TP HCM



Nguồn: CBRE

COMPANY REPORT



CTCP Vinhomes (VHM)

Triển vọng tích cực từ các dự án lớn

20/12/2021

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

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

Hoàn thành việc bán hàng tại ba dự án và mở bán ba dự án mới là Dream City, Wonder Park và Cổ Loa

Kết quả kinh doanh tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 105,600VND/cổ phiếu

Vinhomes tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu phân khúc BĐS nhà ở với thị phần trong phân khúc căn hộ ở tất cả các phân khúc trong giai đoạn 2016-3Q2021 lên tới 25%, cao hơn so với doanh nghiệp đứng thứ 2 là 3%. Vinhomes hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới 168 triệu m² sẵn giúp đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận và giữ vững thị phần trong các năm tới.

Hai đại dự án Ocean Park và Grand Park sẽ sớm hoàn thành việc bán hàng trong năm 2022. Trong khi đó, ba dự án lớn mới là Wonder Park, Dream City và Cổ Loa dự kiến sẽ được mở bán vào năm 2022 với phần lớn là các sản phẩm thấp tầng có tiềm năng tăng giá tốt. Tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2021 và 2022 ước tính lần lượt đạt 63 nghìn tỷ VND (+5%YoY) và 73 nghìn tỷ VND (+16%YoY).

Kết quả kinh doanh duy trì đà tăng trưởng trong các năm tới. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 của VHM lần lượt đạt 80,480 tỷ VND (+12%YoY) và 31,214 tỷ VND (+11%YoY). Cho năm 2022, doanh thu đạt 93,327 tỷ VND (+16%YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 35,946 tỷ VND (+15%YoY).

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 105,600/cp, cao hơn 26% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2021.

Mua duy trì

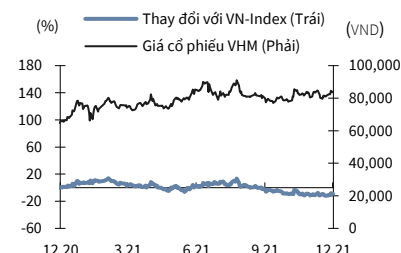
Giá mục tiêu	105,600VND
Tăng/giảm (%)	26%
Giá hiện tại (20/12/2021)	83,500
Giá mục tiêu đồng thuận	101,800VND
Vốn hóa thị trường	363.6/15.9
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	22.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	530.2/23.3
Sở hữu nước ngoài (%)	26.8%
Cổ đông lớn	Vingroup
	(66.66%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1	5	-2	2
Tương đối	0	-5	-9	-

FY-end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VND)	51,627	71,547	80,480	93,327
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	29,715	37,306	40,573	46,727
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	21,747	27,351	30,409	29,413
EPS (VND)	6,493	8,166	6,984	6,755
Tăng trưởng EPS (%)	52	26	-14	-3
P/E (x)	12.34	9.81	11.96	12.36
P/B (x)	4.78	3.13	3.07	2.46
ROE (%)	39	36	26	24
Tỷ suất cổ tức (%)	0	6	1	0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

20/12/2021

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

Nam Long tập trung bán hàng trong Quý 4 sau khi hoạt động mở bán trực tiếp bị ảnh hưởng trong Quý 3

Hoạt động bán giao được đẩy mạnh trong Quý 4

Kết quả kinh doanh duy trì đà tăng trưởng

Khuyến nghị: NẮM GIỮ - Giá mục tiêu: 61,200VND/cổ phiếu

Trong quý 4/2021, chúng tôi ước tính Nam Long sẽ bán được 881 sản phẩm từ các dự án Flora Mizuki MP9-10, Southgate, Cần Thơ và dự án Izumi City, tương đương với tổng giá trị bán hàng đạt 3,865 tỷ VND. Lũy kế cả năm, Nam Long bán được 2,236 sản phẩm (+98% YoY) với tổng giá trị đạt 8,943 tỷ VND (+135%YoY).

Nam Long sẽ đẩy mạnh bán giao tại ba dự án Akari City, Southgate và dự án Cần Thơ trong quý 4/2021. Chúng tôi ước tính, trong quý 4/2021, Nam Long sẽ bán giao khoảng 1,480 sản phẩm tại 3 dự án này với doanh thu ghi nhận là 4,185 tỷ VND. Như vậy, cho cả năm 2021, Nam Long dự kiến ghi nhận 4,256 tỷ VND từ bán đất, căn hộ, biệt thự/nhà phố.

Kết quả kinh doanh duy trì đà tăng trưởng trong các năm tới. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NLG đạt lần lượt 5,109 tỷ VND (+130% YoY) và 1,441 tỷ VND (+69% YoY). Cho năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu của NLG đạt 7,108 tỷ VND (+39% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,809 tỷ VND (+26% yoy).

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu NLG với giá mục tiêu 61,200VND/cổ phiếu, thấp hơn 2% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2021.

NẮM GIỮ thay đổi

Giá mục tiêu 61,200

Tăng/giảm (%)	-2%
Giá hiện tại (20/12/2021)	62,500
Giá mục tiêu đồng thuận	50,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ triệu USD)	20.6/0.9

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,546	2,217	5,109	7,108
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	844	1,002	1,594	1,983
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	961	835	1,185	1,525
EPS (VND)	3,512	2,780	3,095	3,981
Tăng trưởng EPS (%)	16	-21	11	29
P/E (x)	12.10	15.29	19.29	15.00
P/B (x)	2.18	2.16	1.75	1.70
ROE (%)	17	13	11	13
Tỷ suất cổ tức (%)	1	1		

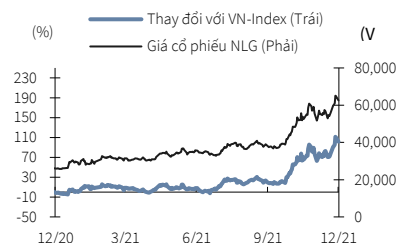
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	61.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	154.5/6.8
Sở hữu nước ngoài (%)	8.3%
Cổ đông lớn	Ông Nguyễn Xuân Quang (12.6%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	40	44	73	129
Tương đối	33	31	55	84



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dầu khí

Điểm tựa từ giá dầu

Giai đoạn Q3/2021 ghi nhận diễn biến giá dầu ở mức cao, giúp hỗ trợ KQKD của các doanh nghiệp dầu khí dù vẫn chịu tác động tiêu cực từ làn sóng Covid-19 thứ 4 bùng phát ở Việt Nam, tiêu biểu với LNST Q3 của PVD +47.3% YoY, PVS +8% YoY, GAS +19% YoY.

Đối với triển vọng năm 2022, chúng tôi kì vọng giá dầu vẫn sẽ ở nền cao trong năm sau, dự kiến trung bình đạt 68 USD/thùng (so với mức trung bình USD 61/thùng năm 2021E). Trong đó, *PVGas (GAS, MUA, giá MT VND 1250,000)* là cổ phiếu ưa thích bởi mức độ tương cao giá cổ phiếu cao với giá dầu thế giới và xu hướng Việt Nam dịch chuyển sang sử dụng khí đốt thiên nhiên và LNG nhập khẩu để sản xuất năng lượng điện. Bên cạnh đó, với việc giá dầu đầu trên mức hòa vốn 55 USD/thùng giúp hoạt động của các công ty thượng nguồn bao gồm *CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD)* và *Dầu khí Việt Nam (PVS)*, khởi sắc hơn. Với PVD năm sau giàn khoan TAD bắt đầu thực hiện khoan hợp đồng với Shell Brunei sau 4 năm trì hoãn và với PVS là việc các hoạt động liên doanh FSO/FPSO và hoạt động M&C sẽ trở nên sôi động hơn.

Yếu tố hồi phục hoạt động kinh tế hậu Covid-19 cũng được tạo lực đỡ cho các doanh nghiệp hạ nguồn. *Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam (PLX)* sẽ phục hồi trở lại trong năm 2022 sau khi hoạt động giao thông, vận tải của Việt Nam, đặc biệt là lĩnh vực hàng không, bước vào giai đoạn mở cửa, “bình thường mới”. Việc hoạt động kinh tế ở Việt Nam và toàn cầu được nối lại rõ nét trong năm sau giúp nhu cầu tiêu thụ dầu gia tăng, qua đó cải thiện cước phí vận chuyển dầu và các sản phẩm xăng dầu của *CTCP Vận tải Dầu khí (PVT, MUA, giá MT VND 27,500)*. Chúng tôi cũng kì vọng việc bổ sung đội tàu mới của PVT sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng được tốt những cơ hội kinh doanh thời gian tới. Sau khi bị gián đoạn hoạt động kinh doanh do làn sóng Covid-19 thứ 4, chúng tôi kì vọng *Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR)* sẽ hoạt động tối đa công suất vào năm sau khi Việt Nam bước sang giai đoạn sống chung với dịch bệnh.

Rủi ro

Các cổ phiếu ngành dầu khí Việt Nam có tỷ lệ tự do chuyển nhượng thấp do các hoạt động cổ phần hóa bị trì hoãn. Trong khi đó, các dự án mỏ khí luôn đối mặt với rủi ro thường trực bị chậm tiến độ phê duyệt. Ở khía cạnh khác, nếu các dự án khí được thông qua có thể khiến thị trường dư cung do sản lượng lớn và gây rủi ro tới việc đầu tư các kho cảng LNG.

MUA Duy trì

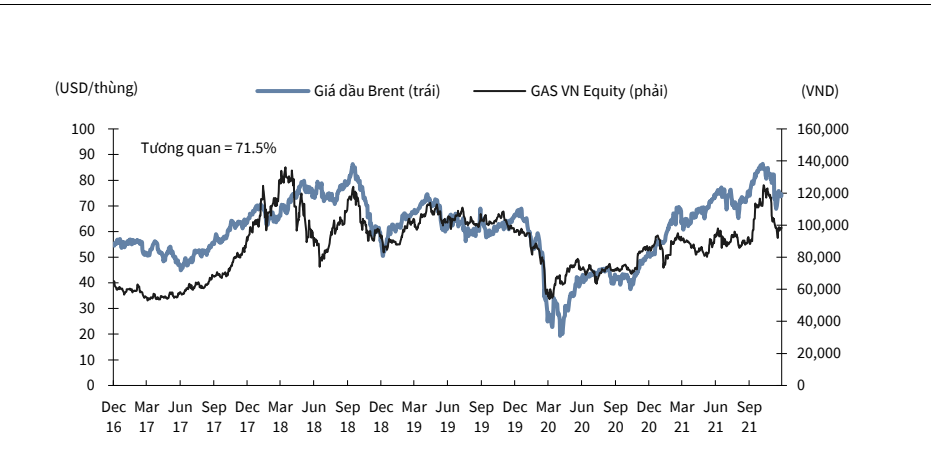
Khuyến nghị

PVGAS (GAS)	Mua
Giá hiện tại	VND 96,700
Giá mục tiêu	VND 125,000

PVT	Mua
Giá hiện tại	VND 23,150
Giá mục tiêu	VND 27,500

GAS có tính tương quan cao với giá dầu thế giới ở mức cao do giá bán của GAS neo theo giá dầu BrentXu hướng giá dầu ở mức cao là yếu tố hỗ trợ tốt cho cổ phiếu GAS

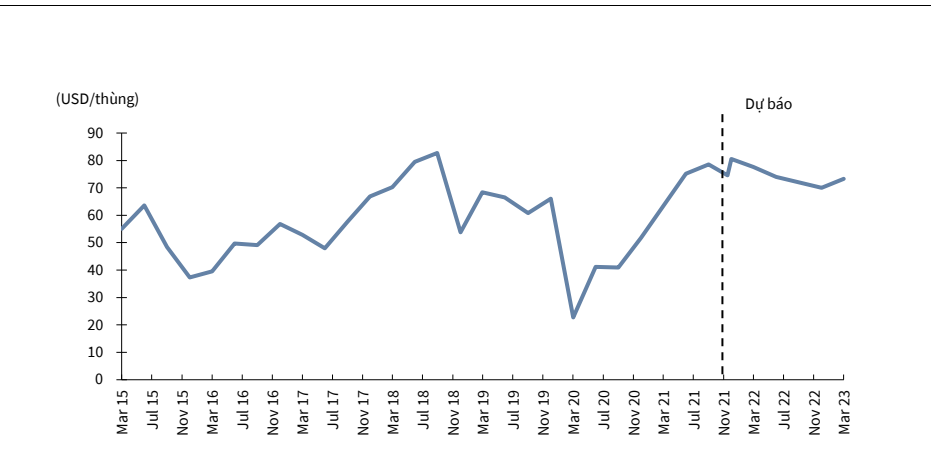
Biểu đồ 1. Tương quan giá dầu Brent và diễn biến giá của GAS (USD/thùng, VND)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Trung vị dự báo của các tổ chức tài chính lớn cho giá dầu vẫn duy trì ở mặt bằng giá cao trong thời gian tới do những lo ngại về nguồn cung dầu bị thắt chặt

Biểu đồ 2. Trung vị dự báo giá dầu Brent của tổ chức thế giới (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 1. Dầu khí Việt Nam – Các cảng LNG dự kiến trong giai đoạn 2021E – 2035E (triệu tấn)

Kho cảng nhập LNG	Thời điểm vận hành	Công suất (MTPA)
Kho LNG Thị Vải	2020 - 2022	1-3 MT
Kho LNG Hòn Khoai (Cà Mau)	2022 - 2025 (GĐ1)	1 MT (GĐ1)
	Sau 2025 (GĐ2)	2 MT (GĐ2)
	2023 - 2025 (GĐ1)	1-3 MT (GĐ1)
Kho LNG Sơn Mỹ (Bình Thuận)	2027 - 2030 (GĐ2)	3 MT (GĐ2)
	2031 - 2035 (GĐ3)	3 MT (GĐ3)
Kho LNG Đông Nam Bộ (Tiền Giang)	2022 - 2025	4-6 MT
Kho LNG nổi (FSRU) Thái Bình	2026 - 2030	0.2 - 0.5 MT
Kho LNG Cát Hải (Hải Phòng)	2030 - 2035	1-3 MT
Kho LNG Nam Vân Phong (Khánh Hòa)	2030 - 2035	3 MT
	2021 - GĐ1	2-3 MT (GĐ1)
Kho LNG Hải Linh (Vũng Tàu)	2023 - 2025 (GĐ2)	6 MT (GĐ2)

Nguồn: Quy hoạch khí Việt Nam, KBSV

COMPANY REPORT

KB Securities

CTCP khí Việt Nam (GAS)

Điểm tựa từ giá dầu thế giới

20/12/2021

Chuyên viên phân tích Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Lợi nhuận của GAS trong Q3/2021 chịu tác động mạnh bởi dịch bệnh Covid-19 nhưng được bù đắp bởi giá khí dầu ra tăng

Tổng CTCP Khí Việt Nam (GAS) công bố BCTC hợp nhất Q3/2021 với doanh thu thuần đạt 18.5 nghìn tỷ đồng (-18.3%QoQ, +16.3% YoY) và LNST đạt khoảng 2.4 nghìn tỷ đồng (+7%QoQ, +19.1 %YoY). Mặc dù sản lượng tiêu thụ khí giảm mạnh trong quý 3 do giãn cách cách xã hội tại các tỉnh khu vực phía Nam, nhưng lợi nhuận của công ty vẫn tích cực nhờ yếu tố giá khí dầu ra tăng mạnh theo giá dầu thế giới.

Mặt bằng giá dầu thế giới duy trì ở mức cao cùng với nhu cầu tiêu thụ khí hồi phục sẽ là yếu tố hỗ trợ tốt trong thời gian tới

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ khí hồi phục vào Q4 khi mà Việt Nam bước vào giai đoạn sống chung với dịch Covid-19 cùng với giá dầu Brent ở nhiều khả năng duy trì ở mặt bằng giá cao trong thời gian tới được xem là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho GAS (giá dầu FO tương quan chặt chẽ với giá dầu Brent).

LNG – động lực tăng trưởng trong dài hạn

Trước nhu cầu sử dụng điện tăng cao và với quy hoạch tăng tỷ trọng sử dụng điện khí (tính cả LNG) trong dự thảo Quy hoạch phát triển ngành điện 8, triển vọng tiêu thụ LNG sẽ tích cực và mảng LNG được xem là động lực phát triển quan trọng của GAS thời gian tới.

Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND 125,000

Dựa trên định giá P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA (duy trì) đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là VND 125,000/cp, cao hơn 29.2% so với giá tại ngày 20/12/2021.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 125,000
Tăng/Giảm (%)	29.2%
Giá hiện tại (20/12/21)	VND96,700
Giá mục tiêu consensus	VND130,300
Vốn hóa thị trường (tr USD)	USD8,203 tr

Dự phóng KQKD & định giá

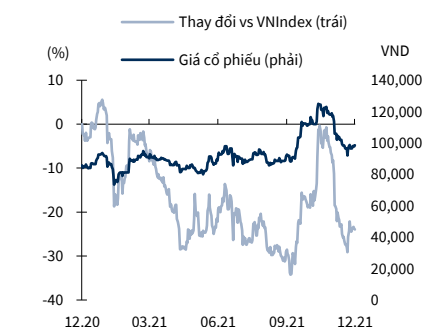
Năm tài chính	2019A	2020A	2021P	2022P
Doanh thu thuần (tỷ VND)	75,005	64,135	78,236	97,897
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	16,919	11,406	14,104	17,384
LN của CP Công ty mẹ (tỷ VND)	11,902	7,855	9,294	11,126
EPS (VND)	6,155	4,089	4,834	5,791
Tăng trưởng EPS (%)	1.8%	-33.6%	18.2%	19.8%
P/E (x)	14.1	20.5	23.2	21.6
P/B (x)	3.3	3.3	4.3	4.5
ROE (%)	25.4%	16.2%	18.9%	21.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	4.6%	3.0%	4.1%	4.1%

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ free-float (%)	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tr USD)	USD7.9 tr
Room NĐTNN còn lại (%)	46.3%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam Group (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-15.5	6.5	7.3	17.2
Tương đối	-16.7	6.5	-5.6	-22.2



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

CTCP Vận tải Dầu Khí (PVT)

Triển vọng trung hạn tích cực

20/12/2021

Chuyên viên phân tích Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

KQKD Q3/2021 của PVT kém tích cực do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19

Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT) công bố BCTC hợp nhất Q3/2021 với doanh thu thuần đạt khoảng 1,679 tỷ đồng (-11.3% QoQ, -9.5% YoY) và LNST đạt khoảng 153 tỷ đồng (-46% QoQ, -9.7 %YoY). Sự suy giảm đến từ (1) nhu cầu vận chuyển giảm trong giai đoạn giãn cách xã hội; và (2) phát sinh thêm chi phí hoạt động liên quan tới công tác phòng chống dịch Covid19.

Mảng kinh doanh chính – mảng vận tải có thể sẽ đối mặt với nhiều thách thức trong ngắn hạn

Chúng tôi cho rằng mảng vận tải của PVT vẫn sẽ gặp nhiều thách thức, ít nhất cho tới giữa năm sau bởi (1) giá cước vận tải vẫn còn thấp thấp khi mà nhu cầu sử dụng dầu toàn cầu vẫn chưa thể sớm phục hồi về giai đoạn trước dịch; và (2) nhu cầu nội địa đến từ khách hàng chính là NMLD Dung Quất và Nghi Sơn được kì vọng chỉ ở mức vừa phải bởi hoạt động giao thông, vận tải khó có thể được nới lỏng hoàn toàn trong bối cảnh số ca nhiễm ở Việt Nam vẫn tiếp tục gia tăng.

PVT đã thực hiện mở rộng quy mô tàu cũng như thanh lý tàu trong năm nay

Tính từ đầu năm, PVT đã bổ sung thêm 5 tàu mới, bao gồm 3 tàu chở dầu/hóa chất, 1 tàu LPG (VLGC) và 1 tàu chở hàng rời, và thanh lý 2 tàu chở dầu/hóa chất cũ. Ngoài ra, PVT dự kiến sẽ thanh lý tàu chở dầu thô Athena trong Q4/2021, giúp công ty ghi nhận thêm một khoản lợi nhuận bất thường, ước khoảng hơn 100 tỷ VND.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND 27,500/cp

Chúng tôi khuyến nghị MUA (duy trì) với cổ phiếu PVT dựa trên phương pháp định giá DCF với giá mục tiêu VND 27,500, cao hơn 18.7% với giá tại ngày 20/12/2021.

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 27,500
Tăng/Giảm (%)	18.7%
Giá hiện tại (20/12/21)	VND23,150
Giá mục tiêu consensus	VND27,500
Vốn hóa thị trường (tr USD)	USD325 tr

Dự phóng KQKD & định giá

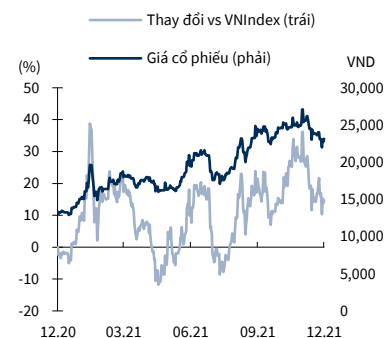
Năm tài chính	2019A	2020A	2021P	2022P
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,758	7,383	7,910	9,054
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	1,191	1,118	1,204	1,554
LN của CĐ Công ty mẹ (tỷ VND)	690	669	763	885
EPS (VND)	2,004	1,946	2,217	2,573
Tăng trưởng EPS (%)	5.6%	-2.9%	14.0%	16.1%
P/E (x)	6.4	6.9	12.2	11.7
P/B (x)	1.0	0.9	1.8	1.9
ROE (%)	16.4%	14.4%	15.6%	17.8%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.8%	1.5%	4.3%	4.3%

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ free-float (%)	48.9%
GTGD TB 3 tháng (tr USD)	USD5.3 tr
Room NĐTNN còn lại (%)	35.9%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam Group (51.0%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-14.4	-5.5	16.0	77.4
Tương đối	-15.6	-5.5	2.1	17.8



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công nghệ thông tin

Tăng trưởng bền vững trong năm 2022

Tình hình hoạt động 2021

Tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm vẫn duy trì tăng trưởng tốt cùng số hợp đồng kí mới gia tăng nhờ nhu cầu về giải pháp phần mềm, chuyển đổi số gia tăng nhanh trên thế giới khi các doanh nghiệp phải tìm kiếm phương án cải thiện hiệu suất kinh doanh, tiết kiệm chi phí trong giai đoạn dịch bệnh. Như trong trường hợp của FPT, tính đến hết tháng 11/2021, doanh thu dịch vụ CNTT nước ngoài tăng 21.0% YoY và số lượng hợp đồng kí mới tăng 30.0% YoY.

Trong năm 2021, chuyển đổi số diễn ra mạnh mẽ trong khối doanh nghiệp nhà nước cũng như tư nhân. Nguyên nhân lớn đến từ việc dịch Covid-19 khiến các doanh nghiệp phải cải cách bộ máy, áp dụng công nghệ để tinh giảm chi phí, cải thiện hiệu quả kinh doanh.

Đối với mảng Viễn Thông, Theo thông tin từ Bộ Thông tin và Truyền Thông, tổng doanh thu dịch vụ lĩnh vực Viễn Thông 1H2021 đạt gần 66,000 tỷ VND, tăng 5.29% YoY. Mảng internet băng thông rộng vẫn là động lực tăng trưởng cho ngành bất chấp dịch Covid-19. Lũy kế 11M2021, số lượng thuê bao FTTH mở mới đạt 2.152 triệu thuê bao, tăng 27.9% YoY.

Chuyển đổi số trong nước sẽ tiếp tục bùng nổ trong giai đoạn tới

Tiềm năng chuyển đổi số của Việt Nam trong giai đoạn tới vẫn còn rất lớn. Quy mô nền kinh tế số năm 2020 đạt khoảng 14 tỷ USD, tăng 4.7 lần so với năm 2015 và dự kiến sẽ tăng lên 52 tỷ USD trong năm 2025. Theo văn kiện đại hội XIII, Việt Nam phấn đấu đến năm 2030 nền kinh tế số có quy mô tương đương 30% GDP.

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

KBSV đánh giá mảng gia công phần mềm của Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng dựa trên: (1) đáp ứng yêu cầu mảng gia công phần mềm không đòi hỏi chất xám cao nhưng số lượng nhân sự lớn; (2) Nhu cầu thế giới cao trong khi chi phí nhân công của Việt Nam khá cạnh tranh so với các quốc gia hàng đầu về gia công phần mềm khác như Ấn Độ và Trung Quốc

Mảng Viễn Thông tiếp tục tăng trưởng nhờ động lực từ internet băng thông rộng

Trong dài hạn, KBSV cho rằng dư địa tăng trưởng mảng internet băng thông rộng vẫn còn khi: (1) tỷ lệ thâm nhập băng thông rộng cố định ở Việt nam vẫn ở mức thấp (62% năm 2020) so với các quốc gia khác như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản; (2) Phát triển internet băng thông rộng di động bao gồm 4G-5G sẽ là bước đi đột phá cho các doanh nghiệp viễn thông.

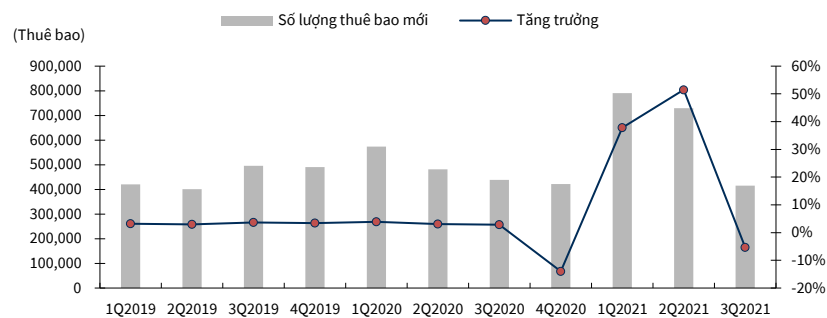
Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

FPT	MUA
Giá hiện tại	VND 94,300
Giá mục tiêu	VND 123,000

Số lượng thuê bao FTTH tăng mạnh trong 1H2021 khi các doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động kinh doanh và thực hiện số hóa sau đó giảm trong 3Q2021 do ảnh hưởng của giãn cách xã hội.

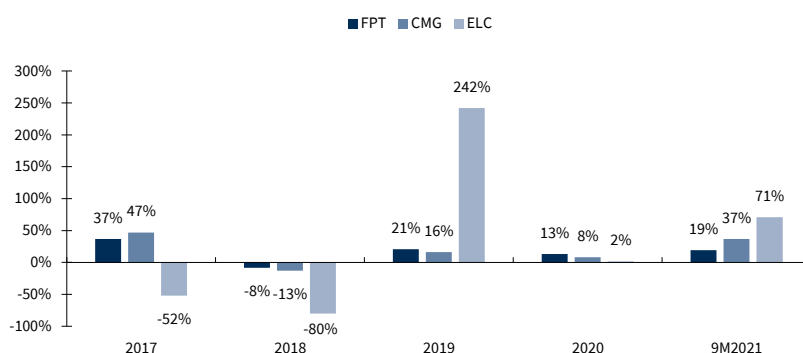
Biểu đồ 1. Tăng trưởng số lượng thuê bao FTTH mới (YoY)



Nguồn: EVN, KBSV

Các doanh nghiệp CNTT có mức tăng trưởng LNST ấn tượng trong 9M2021 sau khi có phần trầm lắng do ảnh hưởng của dịch Covid-19 giai đoạn đầu. Trong đó, ELC có mức tăng trưởng ấn tượng nhất nhờ mức nền thấp cùng với đó là kí kết được nhiều hợp đồng mới có giá trị lớn.

Biểu đồ 2. Tăng trưởng LNST 2017-9M2021 các doanh nghiệp CNTT



Nguồn: EVN, KBSV

CTCP FPT (FPT)

3Q2021, LNST tăng 19.7% YoY

20/12/2021

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

3Q2021, LNST đạt 1,375 tỷ VND, tăng 19.7% YoY

3Q2021, FPT duy trì tăng trưởng tích cực với doanh thu đạt 8,725 tỷ VND, tăng 15.5% YoY; LNST 3Q2021 đạt 1,375 tỷ VND, tăng 19.7% YoY. Doanh thu tháng 10-11/2021 đạt 6,848 tỷ VND, tăng 31.6% YoY; LNST tháng 10-11/2021 đạt 5,851 tỷ VND, tăng 19.8% YoY.

Xuất khẩu phần mềm tại các thị trường trọng yếu tăng trưởng mạnh

Mảng xuất khẩu phần mềm tại thị trường Mỹ, EU và thị trường APAC tăng trưởng ấn tượng trong 3Q2021, lần lượt đạt 64% YoY, 25% YoY và 22% YoY, trong khi đó thị trường Nhật Bản với tỷ trọng đóng góp lớn nhất tăng 9% YoY.

Triển vọng tăng trưởng mảng công nghệ với động lực từ cả trong nước và quốc tế

Trong 9M2021, giá trị đơn hàng kí mới dịch vụ CNTT nước ngoài đạt 12,807 tỷ VND, tăng 33.5% YoY. Trong khi đó, nhu cầu chuyển đổi số trong nước tăng cao trong cả khối nhà nước lẫn tư nhân là động lực cho mảng dịch vụ CNTT trong nước phát triển. Đối với khối viễn thông, tăng trưởng ổn định ở mảng băng thông rộng và FPT Play sẽ là động lực chính.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 123,000 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 FPT. Giá mục tiêu là 123,000 VND/cp, cao hơn 28.3% so với giá tại ngày 20/12/2021.

Mua

Giá mục tiêu	VND 123,000
Tăng/Giảm	28.3%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VND 95,800
Giá mục tiêu thị trường	VND 82,000
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	85,756

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	27,717	29,830	35,586	40,929
Tốc độ tăng trưởng (%)	19.40%	7.63%	19.30%	15.01%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	10,712	11,814	13,879	16,208
Biên lợi nhuận gộp (%)	38.65%	39.60%	39.00%	39.60%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	3,912	4,424	5,355	6,369
Tốc độ tăng trưởng (%)	20.96%	13.09%	21.05%	18.94%
EPS (VND)	4,622	4,513	4,719	5,613
Tăng trưởng EPS	8.24%	-2.36%	4.58%	18.94%
P/E	19.9	20.3	19.5	16.4

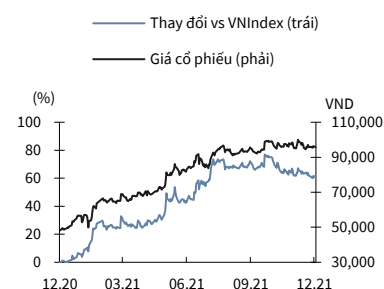
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	87.06%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	247/10.9
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cơ cấu cổ đông	Trương gia Bình (7.05%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1	3	10	99
Tương đối	-2	-7	5	61



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cảng biển

FDI tăng trở lại sau mở cửa kinh tế

Sản lượng container qua cảng duy trì đà tăng trưởng tốt trong năm 2021 bất chấp dịch bệnh

Lũy kế 10 tháng 2021, sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt 20 triệu TEU, tăng trưởng 10% yoy. Mức tăng trưởng thấp hơn so với 6 tháng đầu năm là 22% yoy do cụm cảng phía Nam ghi nhận mức tăng trưởng âm trong quý 3 bởi giãn cách xã hội.

Tổng trọng tải tàu cập cảng khu vực Hải Phòng đạt 115 triệu tấn, tăng nhẹ 1.3% yoy, trong đó: cụm cảng thượng nguồn ghi nhận trọng tải tàu cập cảng -2.4% yoy, cụm cảng hạ nguồn tăng 10.3% và cụm cảng Lạch Huyện giảm 21.7% svck. Chúng tôi cho rằng nhóm cảng hạ nguồn (Nam Hải Đình Vũ, Green Vip, Nam Đình Vũ, Đình Vũ) ghi nhận mức tăng trưởng tích cực do: (1) Khu vực Lạch Huyện đang bị phù sa bồi lấp không thể đáp ứng điều kiện phục vụ tàu quy mô lớn; (2) Khu vực thượng nguồn cạnh tranh không cao do tàu bến ngắn và mớn nước nông, hạn chế tàu vào thượng lưu; (3) Nhu cầu cảng sông tăng do đa phần tàu luân chuyển qua khu vực Hải Phòng là tàu container cỡ vừa và nhỏ, chỉ phục vụ tuyến đường ngắn quanh khu vực Đồng Nam Á.

Lũy kế 10 tháng 2021, sản lượng hàng container thông qua khu vực BR-VT đạt 6.5 triệu TEU, tăng 22% svck năm 2020. Khu vực Cái Mép – Thị Vải đang củng cố vị thế là trung tâm trung chuyển của Việt Nam tại phía Nam, xuất khẩu đi các thị trường Mỹ và Châu Âu.

Triển vọng trong năm 2022 tích cực nhờ sản lượng và cước phí cảng gia tăng ổn định

Chúng tôi đánh giá tích cực tiềm năng tăng trưởng của ngành cảng biển các năm tới do những yếu tố sau: (1) Sản lượng qua cảng Việt Nam được kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng trên 10%/ năm nhờ cơ sở hạ tầng cải thiện và sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng sang Việt Nam, đặc biệt tại khu vực phía Nam nhờ các dự án tiêu biểu như: đường 991B, đường Phước Hòa – Cái Mép, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, cầu Phước An; (2) Giá cước tiếp tục tăng 10%/ năm cho tới 2023 tại khu vực cảng Hải Phòng (không bao gồm Lạch Huyện) và Cái Mép – Thị Vải; (3) Hiệp định thương mại mới (CPTPP, EVFTA, RCEP) có hiệu lực thúc đẩy giao thương với Việt Nam; (4) Dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam nhờ lợi thế địa lý tiếp giáp Trung Quốc và nhân công giá rẻ

Rủi ro

Ngành cảng biển Việt Nam chịu rủi ro về mặt chính sách do quy hoạch các cảng biển mới cũng như mức giá sàn, trần cho cước phí cảng đều phụ thuộc vào chính sách nhà nước, nên thay đổi chính sách đột ngột từ phía chính phủ sẽ gây khó dễ

Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

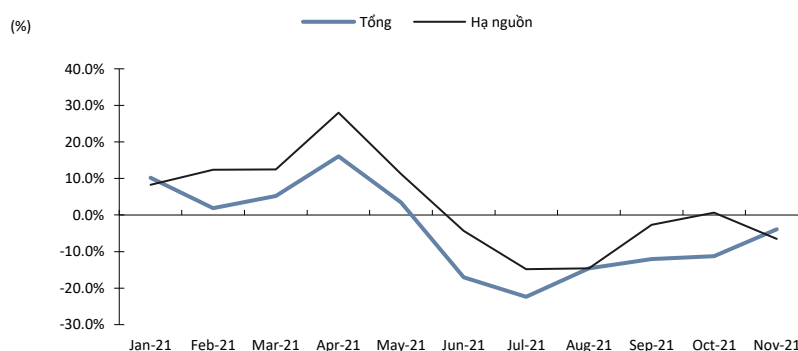
CTCP Gemadept (GMD)	Mua
Giá mục tiêu	VNĐ 56,300
Giá hiện tại	VNĐ 48,200

CTCP cảng Sài Gòn (SGP)	Theo dõi
Giá hiện tại	35,500

CTCP container Việt Nam (VSC)	Theo dõi
Giá hiện tại	44,600

Trọng tải cập cảng Hải Phòng ước tính chỉ tăng trưởng nhẹ tại Hải Phòng (+1.3% yoy) trong 2021. Khu vực hạ nguồn giữ đà tăng tích cực chủ yếu do lợi thế cạnh tranh của Lạch Huyện và thượng nguồn yếu đi.

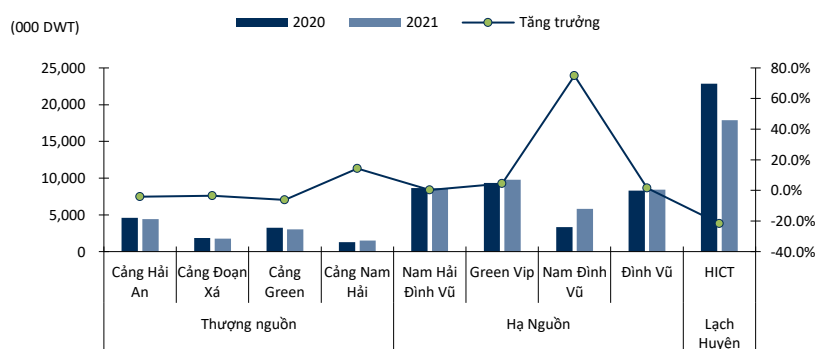
Biểu đồ 1. Tăng trưởng trọng tải cập cảng Hải Phòng 11M-2021



Nguồn: MPI, KBSV

Đa phần các cảng tại Hải Phòng ghi nhận tăng trưởng nhẹ hoặc giảm trong 2021. Khu vực Lạch Huyện năm đầu tiên ghi nhận tăng trưởng âm do bị phù sa bồi lắng.

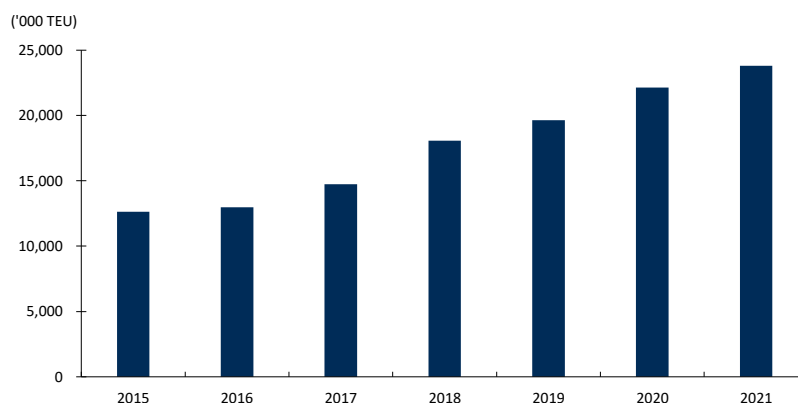
Biểu đồ 2. Tăng trưởng trọng tải các cảng Hải Phòng



Nguồn: JLL, KBSV

Sản lượng container thông qua cụm cảng Việt Nam đạt mức tăng trưởng bình quân giai đoạn 2015-2021 là 11.1%. Đà tăng mạnh bắt đầu từ 2017 khi chuỗi cung ứng dịch chuyển một phần sang Việt nam.

Biểu đồ 3. Sản lượng hàng hóa thông qua cụm cảng Việt Nam



Nguồn: KBSV

CTCP Gemadept (GMD)

Lợi nhuận 2022 tăng 35.1% nhờ Gemalink

20/12/2021

 Chuyên viên phân tích Phạm Nhật Anh
 anhp@kbsec.com.vn

9M2021, doanh thu tăng 14% yoy, LNST tăng 34.7% yoy

Lũy kế 9 tháng, Gemadept ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt là 2,168 tỷ (+14.1% yoy) và 575 tỷ (+34.7% yoy). Trong đó, doanh thu mảng cảng đạt 1,884 tỷ (+20% yoy), doanh thu mảng logistics đạt 284 tỷ (-14.2% yoy).

Cụm cảng Hải Phòng và Gemalink là động lực tăng trưởng chính

Tổng sản lượng cập cảng trong 3 quý đầu năm của Gemalink đạt 1,905,000 TEU (+52% yoy), trong đó đóng góp lớn nhất tới từ khối cảng Hải Phòng tăng 13% yoy lên 754,359 TEU và Gemalink đạt 528,351 TEU. Khối cảng Hải Phòng đã có tăng trưởng tích cực trong năm khi khu vực Lạch Huyện (trọng tải cập cảng -21.7% yoy) bị phù sa bồi lắng nên không tiếp được tàu trọng tải lớn.

Lợi nhuận 2022 ước tính tăng trưởng 35.1% yoy nhờ Gemalink đi vào hoạt động 90% công suất

Chúng tôi ước tính LNST của GMD trong 2022 có thể đạt 876 tỷ VNĐ (+35.1% yoy), trong đó đóng góp chính tới từ tăng trưởng vượt bậc của Gemalink với 137 tỷ đồng lợi nhuận (+133 tỷ yoy). Giả định của chúng tôi tới từ mức sản lượng ước tính cho 2022 của Gemalink là 1.35 tr TEU (+50% yoy), cũng như cước phí tăng 10%.

GMD có thể ghi nhận lợi nhuận đột biến vào 2022 nhờ chuyển nhượng 25% cổ phần tại Gemalink

Phía GMD cho biết công ty hiện đang làm việc với các hãng tàu trên thế giới để chuyển nhượng 25% vốn tại Gemalink ở công ty con (tỷ lệ lợi ích cho GMD là 15%), qua đó giảm tỷ lệ sở hữu tại Gemalink xuống 50%. Chúng tôi ước tính khoản chuyển nhượng này có thể đem về lợi nhuận cho GMD là 343 tỷ.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 56,300 VNĐ/cp

Sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP), chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD, giá mục tiêu 56,300 VNĐ/cp, tương ứng mức sinh lời 16.8% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2021.

Mua

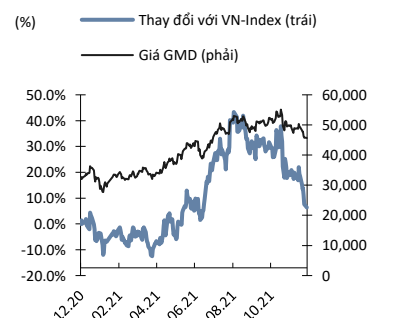
Giá mục tiêu	VNĐ 56,300
Tăng/ giảm (%)	16.8%
Giá hiện tại (20/12/2021)	VNĐ 48,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VNĐ 50,500
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	13,803

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	80%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	151
Sở hữu nước ngoài (%)	40.8%
Cổ đông nhà nước	0%

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
GMD	24.7%	15.9%	15.3%	212.9%
VNINDEX	4.3%	-1.8%	16.6%	49.2%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2019	2020	2021	2022
Doanh số thuần (tỷ đồng)	2,643	2,606	2,900	3,226
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,013	950	1,117	1,253
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	614	440	624	848
EPS (VNĐ)	1,602	1,149	1,738	2,370
Tăng trưởng EPS (%)	-74.2%	-28.3%	53.6%	38.6%
P/E (x)	13.5	27.9	26.3	19.3
P/B (x)	1.0	1.5	2.0	1.8
ROE (%)	9.4%	6.7%	9.2%	11.3%
Dividend yield (%)	3%	2.6%	2.5%	2.5%



Source: Bloomberg, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Phạm Nhật Anh
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
anhpn@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyền
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

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.