

Lê Anh Tùng
 Chuyên viên chiến lược thị trường
 tungla@kbsec.com.vn

Thái Thị Việt Trinh
 Chuyên viên vĩ mô
 trinhhtt@kbsec.com.vn

Harrison Kim
 Giám đốc phân tích doanh nghiệp (HCM)
 harrison.kim@kbfg.com

nCoV: Danh mục khuyến nghị

Thêm VJC & CTG khi thị trường điều chỉnh

Tốc độ lây lan của nCoV nhanh hơn SARS nhưng chính phủ đã phản ứng kịp thời

Sự bùng phát nCoV đã vượt qua SARS với 40,554 trường hợp được xác nhận tại 25 quốc gia chỉ trong 8 tuần. Trong khi đó, SARS ghi nhận 8,096 trường hợp ở 27 quốc gia nhưng kéo dài trong tám tháng (tháng 11 năm 2002 đến tháng 7 năm 2003). Việt Nam đã xác nhận chín trường hợp so với 63 trường hợp được ghi nhận trong dịch SARS. Trong lần này, chính phủ Việt Nam đã nhanh chóng phản ứng với nCoV và đình chỉ thị thực từ Trung Quốc khi mới chỉ có 2 ca nhiễm vào ngày 31 tháng 1 so với 40 trường hợp được xác nhận ban đầu của Việt Nam khi bắt đầu SARS vào tháng 3 năm 2003 (các trường hợp được xác nhận của Việt Nam là 40 khi lần đầu tiên WHO báo cáo dữ liệu vào ngày 17 tháng 3 năm 2003 và nhanh chóng tăng lên mức cao nhất là 63 vào ngày 22 tháng 3 năm 2003).

Chúng tôi cho rằng tác động sẽ tương tự như đợt SARS: lạm phát/tiêu dùng suy giảm. Tuy nhiên, GDP lần này sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực hơn, dù không quá mạnh.

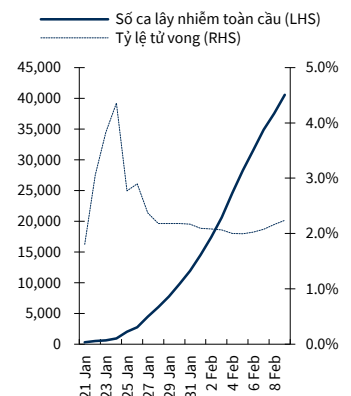
Trong giai đoạn dịch SARS, lạm phát giảm xuống 3.50% từ 3.83%, cùng với hoạt động bán buôn / bán lẻ giảm xuống 6.40% YoY từ 7.08% YoY và vận tải giảm xuống 6.79% YoY từ 7.86% trong 2Q / 3Q 2003. Quan trọng hơn hết, tăng trưởng GDP (YoY) vẫn ổn định ở mức 6.90% so với 6.88 % trước khi dịch SARS. Chúng tôi kỳ vọng một tác động tương tự từ nCoV mặc dù có thể là quá sớm để xác định ở giai đoạn này. Kịch bản cơ sở của chúng tôi dự báo GDP Việt Nam sẽ sụt giảm mất 1.4% trong 1Q. Hầu hết các tác động sẽ đến từ mức độ phụ thuộc cao vào Trung Quốc, với sự suy giảm lớn nhất dự kiến trong lĩnh vực du lịch & hàng không (khách du lịch Trung Quốc chiếm lượng 32% khách du lịch quốc tế trong năm 2019 theo Tổng cục du lịch); Xuất khẩu đến từ Trung Quốc (16% tổng kim ngạch xuất khẩu trong năm 2019); và hoạt động sản xuất (hơn 40% nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc theo Bloomberg).

Chúng tôi thêm VJC và CTG vào danh mục và thận trọng với PNJ

Các mã hàng không là một trong những ngành bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong đợt bùng phát nCoV - với Vietnam Airlines (HVN) giảm 13,8% và Vietjet (VJC) giảm 11,4% trong khoảng thời gian từ 30 đến 31 tháng 1 - và chúng tôi tận dụng cơ hội này để **thêm VJC** vào danh mục khuyến nghị và **loại mã (PVD)**. Bên cạnh đó, với kỳ vọng NHNN có thể sớm đưa ra các biện pháp kích thích nếu có những tác động lớn từ nCoV tới nền kinh tế, chúng tôi tin rằng ngành ngân hàng có thể là một trong số ít ngành sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi gia tăng tỷ trọng với lĩnh vực ngân hàng và **thêm (CTG)** vào danh mục cùng với việc **loại bỏ (PC1)**. Do khả năng tiêu dùng sẽ yếu hơn trong phân khúc cao cấp từ những tác động của nCoV, chúng tôi thận trọng hơn với Trang sức Phú Nhuận (PNJ) trong thời gian tới nhưng tiếp tục giữ lại trong danh mục mô hình của chúng tôi.

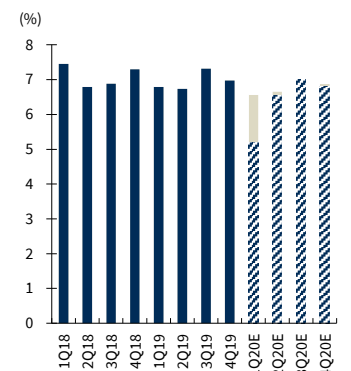
13/02/2020

Biểu đồ 1. nCoV – Số ca lây nhiễm & tỷ lệ tử vong (%)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 2. Việt Nam – Tăng trưởng GDP theo quý, 1Q18-2Q20E (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

nCoV: Danh mục khuyến nghị

Tác động của dịch bệnh nCoV sẽ khiến kinh tế Trung Quốc suy giảm nhưng lại ít tác động trực tiếp tới kinh tế Việt Nam

Chúng tôi gia tăng tỷ trọng với ngành ngân hàng bằng việc bổ sung thêm CTG với kì vọng tăng trưởng tín dụng 2H sẽ được đẩy mạnh để hỗ trợ nền kinh tế; cùng với việc thêm VJC khi ngành hàng không là ngành bị tác động mạnh nhất bởi dịch bệnh nCoV bùng phát

Chúng tôi thực hiện tái cơ cấu danh mục đầu tư để nắm bắt tốt nhất cơ hội phục hồi khi tâm lý thị trường ổn định trở lại. Các thay đổi đối với danh mục mô hình của chúng tôi bao gồm: 1) thêm **Vietjet (VJC)** bởi ngành hàng không đã chịu cú sốc mạnh về giá từ nCoV và tin rằng chi phí nhiên liệu thấp hơn có thể bù đắp lượng hành khách sụt giảm; 2) bổ sung thêm ngân hàng **VietinBank (CTG)** vì các ngân hàng có thể sẽ được hưởng lợi lớn từ bất kỳ biện pháp kích thích tiền tệ nào cùng với kỳ vọng hiệu suất thu nhập mạnh mẽ của ngân hàng trong năm 2019 sẽ tiếp tục trong năm 2020. Chúng tôi loại bỏ **Dịch vụ khoan và dầu khí (PVD)** vì nCoV có thể sẽ khiến giá dầu duy trì ở mặt bằng thấp trong ngắn hạn và cũng loại bỏ **PC1** sau khi đánh giá lại triển vọng doanh nghiệp, đồng thời giá cổ phiếu đã chạm điểm cắt lỗ.

Bảng 1. Thay đổi danh mục – Thêm & Loại

Mã	Thay đổi	Lý do
CTG	Thêm	- Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong năm 2019 - Kì vọng vào việc tăng vốn sẽ diễn ra mạnh mẽ trong năm 2020 - Chất lượng tài sản được cải thiện mạnh
VJC	Thêm	- Giá cổ phiếu sụt giảm mạnh do tác động ngắn hạn của dịch Corona - Hưởng lợi từ diễn biến sụt giảm của giá dầu - Triển vọng dài hạn khả quan, kì vọng dự án Long Thành được đẩy nhanh
PVD	Loại	- Tăng trưởng LNST tiêu cực trong 2019 ở mức -63% YoY và dưới kì vọng NĐT - Nỗi lo lây nhiễm dịch bệnh Corona sẽ ảnh hưởng tới giá dầu trong ngắn hạn
PC1	Loại	- Điểm cắt lỗ - Tăng trưởng LNST tiêu cực trong 2019 ở mức -24% YoY và dưới kì vọng NĐT

Nguồn: KB Securities Vietnam

nCoV: Ảnh hưởng đến vĩ mô Trung Quốc

Dịch bệnh bùng phát nhiều khả năng trì hoãn những lợi ích từ hiệp định thương mại Mỹ - Trung trong nửa đầu năm 2020

Theo nhóm vĩ mô toàn cầu của chúng tôi tại KB Securities (Hàn Quốc), ảnh hưởng từ dịch bệnh tới Trung Quốc bao gồm: 1) trì hoãn lợi ích từ hiệp định thương mại Mỹ - Trung và cản trở đà hồi phục của nền kinh tế 2) sụt giảm hoạt động du lịch và tiêu dùng nội địa trong ngắn hạn nhưng không có tác động dài hạn tới hoạt động xuất khẩu và thị trường lao động 3) tăng trưởng GDP tối thiểu ở mức 5.5% cho năm 2020 khi chính phủ Trung Quốc sẽ phải thực hiện nhiều gói kích thích kinh tế bao gồm chi tiêu đầu tư cơ sở hạ tầng, cắt giảm lãi suất nhiều hơn và làm suy yếu tiền tệ.

Những ngành dịch vụ nội địa và xuất khẩu sẽ phải gánh chịu cú shock

Coronavirus có thể khiến: 1) suy giảm trong lĩnh vực dịch vụ trong nước bao gồm hoạt động du lịch; 2) sụt giảm hoạt động xuất khẩu dẫn tới sự gián đoạn chuỗi sản xuất của châu Á; 3) tác động gián tiếp tới đầu tư và thị trường lao động.

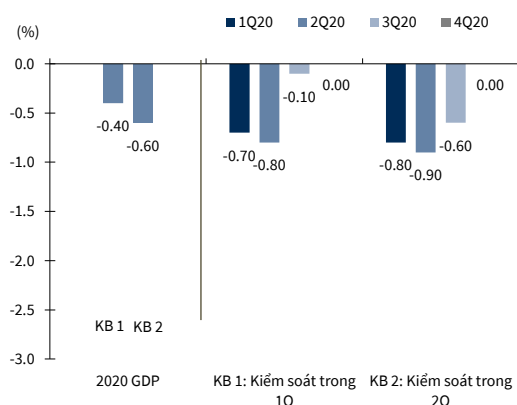
Kịch bản cơ sở (kịch bản 1) giả định rằng dịch bệnh sẽ được kiểm soát trong tháng 4-tháng 5 & GDP Trung Quốc năm 2020 sẽ chậm lại ở 5.9% từ 6.3%

Kịch bản cơ sở của chúng tôi (kịch bản 1) kì vọng tăng trưởng GDP Trung Quốc sẽ chậm lại 0.4%p xuống mức tăng trưởng năm 2020 ở mức 5.9% với giả định dịch bệnh sẽ được kiểm soát trong 1H. Trong đó, kinh tế Trung Quốc sẽ tăng trưởng khá chậm ở 5% trong nửa đầu năm nhưng sẽ phục hồi tốt ở giai đoạn nửa sau. Tương tự như dịch bệnh SARS năm 2003, chính phủ Trung Quốc được kì vọng sẽ có những hỗ trợ về thuế và tín dụng với những ngành chịu ảnh hưởng để thúc đẩy nhu cầu trong nước. Bên cạnh đó, nếu như chính phủ Trung Quốc khi đó đã tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thì chúng tôi cho rằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc cùng với lãi suất sẽ tiếp tục được cắt giảm trong năm 2020.

Kịch bản 2 giả định rằng dịch bệnh sẽ được kiểm soát trong tháng 7-tháng 8 & GDP Trung Quốc năm 2020 sẽ chậm lại ở 5.7% từ 6.3%

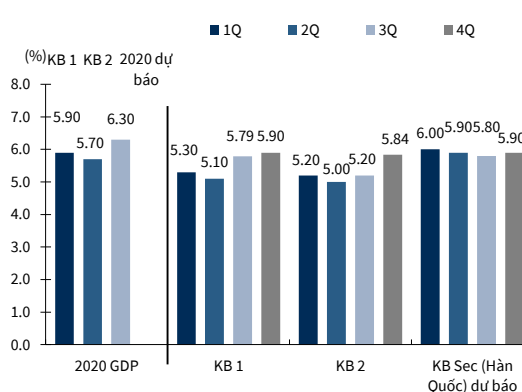
Trong trường hợp dịch bệnh chỉ được ngăn chặn trong tháng 7-tháng 8, tác động đến GDP của Trung Quốc có thể lớn hơn ở mức 0.6%p và làm suy giảm tăng trưởng năm 2020 xuống mức 5.7% (kịch bản 2). Nếu những ảnh hưởng của dịch bệnh Corona tiếp tục kéo dài cho đến 3Q, quá trình phục hồi kinh tế của Trung Quốc có thể sẽ bị trì hoãn. Tuy nhiên, kịch bản này cũng sẽ buộc chính phủ Trung Quốc phải tung ra những gói kích thích lớn hơn để bảo vệ tăng trưởng GDP năm 2020 tối thiểu ở mức 5.5%. Các công cụ hỗ trợ bổ sung sẽ bao gồm gia tăng chi tiêu tài khóa, cắt giảm thuế và có thể cắt giảm lãi suất nhanh hơn dự kiến (khoảng 20bps/năm)

Biểu đồ 3: Trung Quốc – ước tính tác động đến GDP 2020E (% YoY)



Nguồn: KB Securities (Korea)

Biểu đồ 4: Trung Quốc – ước tính tác động đến GDP theo quý, 1Q20-4Q20, (%YoY)



Nguồn: KB Securities (Korea)

nCoV: Ảnh hưởng đến vĩ mô Việt Nam

Kế hoạch tăng trưởng GDP 2020 ở mức 6.8% của Việt Nam có thể khó đạt được

Kịch bản từ Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Bộ KH & ĐT) thấp hơn mục tiêu tăng trưởng GDP chính thức 6.8% của chính phủ. Nếu dịch virus corona được khống chế kịp thời trong 1Q, ước tính GDP năm nay sẽ tăng chậm lại ở 6.3% trong khi nếu dịch virus corona được khống chế trong 2Q, ước tính GDP 2020 tăng ở mức 6.1%.

Tác động được kì vọng sẽ mạnh nhất trong 1Q - với mức tăng trưởng GDP 1Q dự kiến ở mức 3.8%, giảm một nửa so với mục tiêu 1Q ban đầu ở mức 6.5% - và thiệt hại lớn nhất sẽ là nhóm du lịch, xuất khẩu nông nghiệp - thủy sản và nhập khẩu trang thiết bị. Trong khi đó, ước tính CPI trong cả 2 kịch bản trên lần lượt là 4.0% và 4.9%.

Mặc dù mục tiêu 6.8% sẽ là thách thức nhưng một số yếu tố sẽ giảm bớt lo lắng của Bộ KH & ĐT

Kịch bản của chúng tôi ước tính tác động của nCoV có thể làm mất đi 0.4%p nếu dịch bệnh được khống chế trong 1Q và 0.8%p nếu dịch bệnh được khống chế trong 2Q; tương đương với tăng trưởng GDP 2020 ở mức 6.4% và 6.0% (xem thêm ở báo cáo [Ảnh hưởng dịch nCoV tới GDP](#)). Trong cả 2 kịch bản, chúng tôi ước tính thiệt hại tới GDP 1Q sẽ ở mức 1.4%p thay vì mức 2.7%p của Bộ KH & ĐT. Lý do cho lạc quan trên gồm: 1) mùa du lịch thường sẽ đạt đỉnh vào tháng 4 và vẫn còn dư địa cho phục hồi (các chuyến bay đến/từ Hồng Kông, Đài Loan và Ma Cao đã được nối lại; 2) chỉ các tuyến giao thương của khẩu bị ảnh hưởng tiêu cực trong khi tuyến đường thủy vẫn được mở; 3) nhập khẩu máy móc, thiết bị từ Trung Quốc đã được đẩy mạnh trước tết Nguyên Đán. Do đó, chúng tôi ước tính tác động của dịch bệnh đến tăng trưởng của Việt Nam 2020 gồm: 1) tăng trưởng du lịch thiệt hại 0.4%p trong kịch bản 1 và 0.6%p trong kịch bản 2; 2) tăng trưởng xuất khẩu nông & thủy sản - với thời gian tồn kho ngắn - sẽ giảm 25% trong 1Q và 3) nhập khẩu máy móc sẽ giảm 10% trong cả 2 kịch bản khi hoạt động sản xuất ở Trung Quốc bị gián đoạn.

Lạm phát hạ nhiệt là điểm sáng và chi tiêu tài khóa sẽ giúp hỗ trợ GDP 2020

Nguồn cầu trong nước chậm lại sẽ giúp hạ nhiệt lạm phát và đây được xem là điểm sáng hiếm hoi như đã từng xảy ra ở trong dịch SARS năm 2003. Chúng tôi kì vọng chính phủ sẽ đẩy mạnh chi tiêu tài khóa, đặc biệt ở các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm để thu hẹp khoảng cách với mục tiêu 6.8%, bao gồm dự án đường cao tốc Bắc - Nam và sân bay Long Thành. Về chính sách tiền tệ, chúng tôi kì vọng các công cụ kích thích trong 1Q sẽ bao gồm yêu cầu các NHTM giảm lãi suất cho vay đối với các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp từ dịch bệnh; và thêm những công cụ mạnh mẽ hơn trong 1Q - với điều kiện lạm phát được kiểm soát - bao gồm hạ mặt bằng lãi suất xuống, cắt giảm lãi suất điều hành, nới tín dụng cho các ngân hàng đáp ứng Basel II và hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng.

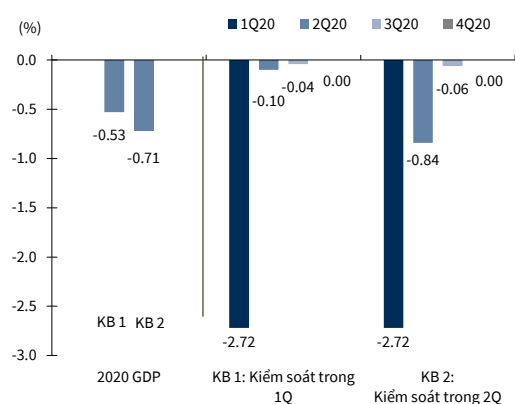
GDP duy trì ở mức ổn định trong dịch bệnh SARS và điểm sáng là việc lạm phát giảm nhiệt

Bảng 2. Việt Nam - Các chỉ số vĩ mô chính trong dịch SARS, 2Q 2002-3Q 2003 (%YoY)

% thay đổi YoY	GDP	Bán buôn/ Bán lẻ	Vận tải	CPI
3Q 2003	7.10	6.71	6.34	2.83
2Q 2003	6.90	6.40	6.79	3.50
1Q 2003	6.88	7.08	7.86	3.83
4Q 2002	7.04	7.25	7.05	4.37
3Q 2002	6.86	6.89	6.97	4.27
2Q 2002	6.70	6.90	6.90	4.00

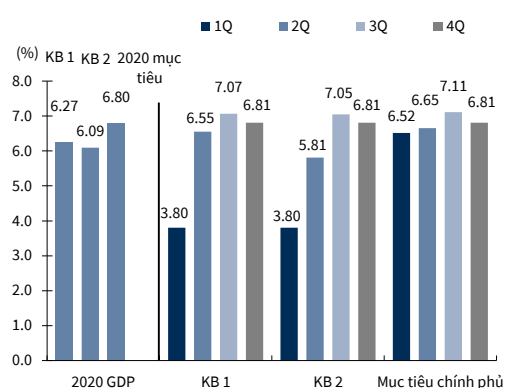
Nguồn: World Health Organization, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 5. Bộ KH & ĐT – dự báo tác động tới GDP, 2020E (%YoY)



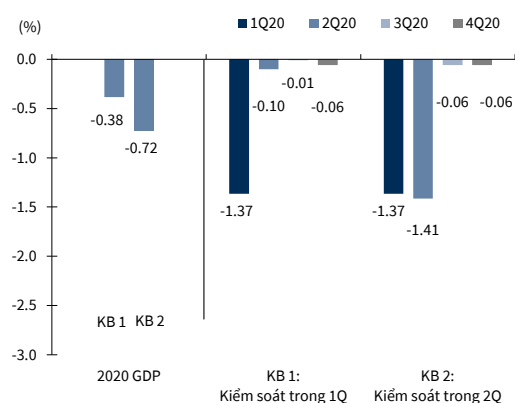
Nguồn: Bộ KH & ĐT

Biểu đồ 6. Bộ KH & ĐT – dự báo tác động tới GDP theo quý, 1Q20-4Q20, (%YoY)



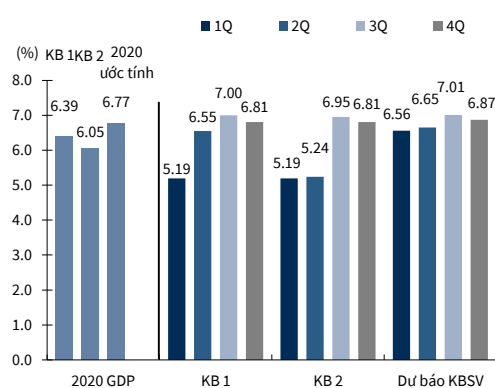
Nguồn: Bộ KH & ĐT

Biểu đồ 7. Việt Nam – dự báo tác động tới GDP, 2020E (%YoY)



Nguồn: KB Securities Vietnam

Biểu đồ 8. Việt Nam – dự báo tác động tới GDP theo quý, 1Q20-4Q20, (%YoY)



Nguồn: KB Securities Vietnam

Bảng 3. Việt Nam – Tác động từ nCoV, 2020E (%YoY, tỷ USD)

	Kịch bản 1	Kịch bản 2	
Ước tính tăng trưởng GDP 2020 (%)	6.4	6.0	Kịch bản 1: Dịch bệnh kiểm soát 1Q; Kịch bản 2: Dịch bệnh kiểm soát 2Q
Tác động từ nCoV			Giả định
Tổng doanh thu du lịch giảm (Tỷ USD)	3.4	5.8	
<i>Trong đó</i>			
Doanh thu du lịch giảm do khách Trung Quốc (Tỷ USD)	0.9	2.0	Giảm 90% cho tháng 2 và tháng 3, 75% cho 3 tháng tiếp theo
Doanh thu du lịch giảm do khách quốc tế (Tỷ USD)	0.5	1.1	Giảm 20% mỗi tháng
Doanh thu du lịch giảm do khách Việt Nam (Tỷ USD)	2.1	2.7	Giảm 70% cho tháng 2 và tháng 3, 30% cho 3 tháng tiếp theo
Nhập khẩu từ Trung Quốc (Tỷ USD)	1.3	3.2	Giảm 10% cho mỗi tháng
Xuất khẩu sang Trung Quốc (Tỷ USD)	1.7	3.3	Giảm 25% cho tháng 2 và tháng 3, 15% cho 3 tháng tiếp theo

Nguồn: KB Securities Vietnam

nCoV: Tác động đến thị trường

Các hãng hàng không, xuất khẩu thủy sản và tiêu dùng nội địa chịu tác động mạnh nhất từ dịch bệnh

VJC là cổ phiếu hàng không ưa thích của chúng tôi, MWG là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành tiêu dùng và chúng tôi thận trọng với ngành thủy sản tại thời điểm hiện tại

Thị trường hồi phục ở Hồng Kông/Trung Quốc sau khi số ca nhiễm đạt đỉnh vào cuối tháng 4

VN-Index hồi phục sớm hơn với việc dịch bệnh SARS ở Việt Nam được kiểm soát trước Trung Quốc

Các hãng hàng không, xuất khẩu thủy sản và tiêu dùng nội địa chịu tác động mạnh nhất từ dịch bệnh

Các hãng hàng không (VJC, HVN, AST), xuất khẩu nông nghiệp và thủy sản (ANV, VHC, HAG, DRC) và các công ty tiêu dùng nội địa (SAB, BHN, GTN, MWG) là những cổ phiếu bị ảnh hưởng nhiều nhất do bùng phát dịch bệnh. Trong những cổ phiếu này, chúng tôi tin rằng cổ phiếu ngành hàng không mang tới cơ hội hấp dẫn nhất cho NĐT bởi triển vọng tăng trưởng dài hạn tích cực nhưng lại bị bán mạnh mẽ bởi cú shock ngắn hạn tới lợi nhuận.

Vietjet (VJC) là cổ phiếu hàng không ưa thích của chúng tôi và đã được thêm vào danh mục. Chúng tôi tiếp tục nắm giữ **MWG** như lựa chọn hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ bởi tăng trưởng mạnh mẽ từ chuỗi Bách Hóa Xanh. Mặc dù chúng tôi kì vọng vào đảo chiều của ngành thủy sản trong năm 2020 – khi thị trường xuất khẩu chủ chốt như Mỹ và châu Âu hồi phục từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung nhưng dịch bệnh nCoV có thể làm trì hoãn đà hồi phục này bởi những suy giảm xuất khẩu sang Trung Quốc. Ngoài ra, chúng tôi cũng kì vọng NHNN sẽ nới chỉ tiêu tín dụng như là công cụ hỗ trợ thị trường và cho rằng **CTG** sẽ là cổ phiếu được hưởng lợi nhất nên chúng tôi đã thêm **CTG** vào danh mục.

Nhìn chung, chúng tôi kì vọng các thị trường sẽ hồi phục trở lại sau khi số ca nhiễm chạm đỉnh như trường hợp của SARS năm 2003. Nhìn vào Hồng Kông – tâm chấn của dịch bệnh SARS – chỉ số Hang Seng đã hồi phục sau khi các trường hợp mới được xác nhận đạt đỉnh vào cuối tháng 4/2003.

Mặc dù mối liên quan không thực sự đáng tin cậy trong năm 2003, nhưng chỉ số VN-Index đã bắt đầu phục hồi vào đầu tháng 4 khi số ca nhiễm được xác nhận lên tới đỉnh điểm và trở nên ổn định hơn tại Việt Nam. Cần ghi nhớ rằng, trong lần này, phần lớn các trường hợp nhiễm virus Corona vẫn chỉ tập trung ở trong Trung Quốc.

Bảng 4. Việt Nam – Diễn biến của 20 doanh nghiệp vốn hóa lớn sau Tết (%)

STT	Mã	Tên	Ngành cấp 1	Ngành cấp 2	% Thay đổi
1	ROS	Xây dựng FLC Faros	Vật liệu xây dựng	Công nghiệp nặng	-21.7
2	PC1	Xây lắp điện 1	Vật liệu xây dựng	Công nghiệp nặng	-18.3
3	HCM	Chứng khoán HCM	Dịch vụ tài chính	Dịch vụ đầu tư	-17.3
4	HVN	Hàng không Việt Nam	Du lịch và giải trí	Hàng không	-16.8
5	ANV	Nam Việt	Sản xuất thực phẩm	Nông nghiệp và thủy sản	-16.6
6	SAB	Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn	Đồ uống	Bia	-16.1
7	VHC	Vĩnh Hoàn	Sản xuất thực phẩm	Nông nghiệp và thủy sản	-15.2
8	BVH	Tập đoàn Bảo Việt	Bảo hiểm nhân thọ	Bảo hiểm nhân thọ	-14.2
9	HAG	Hoàng Anh Gia Lai	Sản xuất thực phẩm	Nông nghiệp và thủy sản	-13.6
10	PVD	Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí	Thiết bị và dịch vụ dầu khí	Thiết bị và dịch vụ dầu khí	-13.0
11	AST	Dịch vụ Hàng không Taseco	Vận tải công nghiệp	Dịch vụ vận tải	-12.9
12	POW	Điện lực Dầu khí	Điện	Điện dân dụng	-12.8
13	VJC	Hàng không VietJet	Du lịch và giải trí	Hàng không	-11.9
14	BID	NHTM Đầu tư và Phát triển Việt Nam	Ngân hàng	Ngân hàng	-11.5
15	GTN	GTNfoods	Sản xuất thực phẩm	Nông nghiệp và thủy sản	-11.5
16	BHN	Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội	Đồ uống	Bia	-11.4
17	DRC	Cao su Đà Nẵng	Phụ tùng và ô tô	Lốp xe	-11.3
18	MWG	Thế giới Di động	Bán lẻ	Bán lẻ	-11.2
19	HDG	Tập đoàn Hà Đô	Đầu tư bất động sản	Phát triển bất động sản	-11.2
20	FLC	Tập đoàn FLC	Đầu tư bất động sản	Phát triển bất động sản	-10.9

Nguồn: FiinPro, KB Securities Vietnam

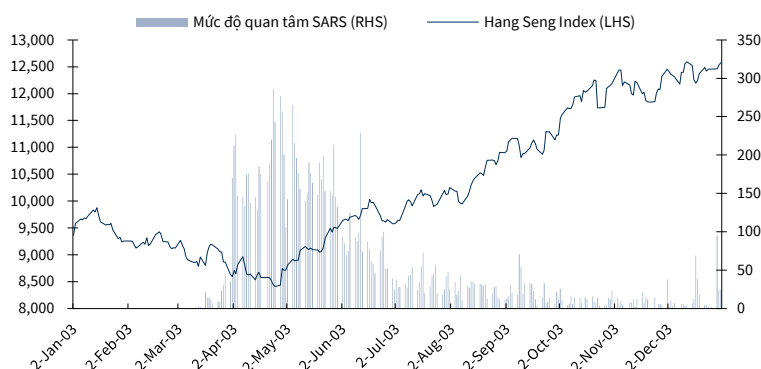
Bảng 5. KB Securities Vietnam – Danh mục (%)

Mã CP	Ngày khuyến nghị	Giá đóng cửa 12/02/2020	Tăng/giảm trong phiên (%)	Tăng/giảm lũy kế (%)	Điểm nhấn đầu tư
Mobile World (MWG)	19/08/09	106,500	0.7%	-8.1%	- MWG đã tối ưu hóa doanh thu cho chuỗi cửa ĐMX và TGDD - BHX dự kiến sớm đạt điểm hòa vốn tại cửa hàng và trung tâm phân phối - Về dài hạn, BHX đặt mục tiêu năm 10-15% thị trường bán lẻ thực phẩm
Nam Long Invest (NLG)	19/06/03	26,100	-0.4%	-2.6%	- NLG dẫn đầu trong phát triển nhà ở phân khúc trung cấp và vừa túi tiền - Tình tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay thấp
Phu Nuan Jewelry (PNJ)	19/03/22	81,500	0.0%	6.3%	- Tăng trưởng doanh số bán lẻ trang sức vẫn duy trì ở mức cao - PNJ hội tụ đủ điều kiện để thành công trên thị trường đồng hồ đeo tay - Hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng trở lại sau sự cố "ERP"
Military Bank (MBB)	18/12/18	21,200	1.0%	7.5%	- NFI tăng trưởng mạnh mẽ từ dịch vụ bảo hiểm (thông qua MIC) - Tỷ lệ CASA cao và việc gia tăng cho vay bán lẻ cải thiện NIM - MCredit vẫn đang được đa nhiệm kỳ vọng với lợi thế huy động vốn
Refrig Elec Eng (REE)	18/10/11	34,250	2.1%	0.7%	- Mảng cho thuê văn phòng đem lại dòng tiền ổn định cho REE - Đầu tư chiến lược vào ngành tiện ích đem về dòng cổ tức ổn định dài hạn
FPT Corp (FPT)	18/09/06	53,600	1.9%	39.2%	- Hoạt động xuất khẩu phần mềm đang tăng trưởng mạnh - Mảng viễn thông dự kiến duy trì ổn định tăng trưởng 15% - Dự kiến FPT có thể duy trì tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trên 20% hết 2020
Vietin Bank (CTG)	20/01/31	27,750	4.3%	13.7%	- Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong năm 2019 - Kỳ vọng vào việc tăng vốn sẽ diễn ra mạnh mẽ trong năm 2020 - Chất lượng tài sản được cải thiện mạnh
Vietjet (VJC)	19/02/05	129,000	0.0%	1.6%	- Giá cổ phiếu sụt giảm mạnh do tác động ngắn hạn của dịch Corona - Hưởng lợi từ diễn biến sụt giảm sâu của giá dầu - Triển vọng dài hạn khả quan, kỳ vọng việc dự án Long Thành được đẩy nhanh
Hoa Pha Group (HPG)	19/12/04	23,600	-3.1%	0.6%	- Sản lượng tiêu thụ thép bắt đầu hồi phục trở lại - Giá thép xây dựng có tín hiệu bắt đầu xu hướng hồi phục - Công suất tăng thêm từ dự án Dung Quất giúp HPG mở rộng thị phần.
Petro Tech Services (PVS)	18/08/15	16,200	0.6%	-8.3%	- Hàng loạt các dự án dầu khí lớn sẽ được khởi động từ năm 2020 trở về sau - Dự báo EPS cốt lõi 2019-2023 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 9.0%

Nguồn: KB Securities Vietnam

Chỉ số Hang Seng đã hồi phục sau khi các trường hợp mới được xác nhận đạt đỉnh vào cuối tháng 4/2003.

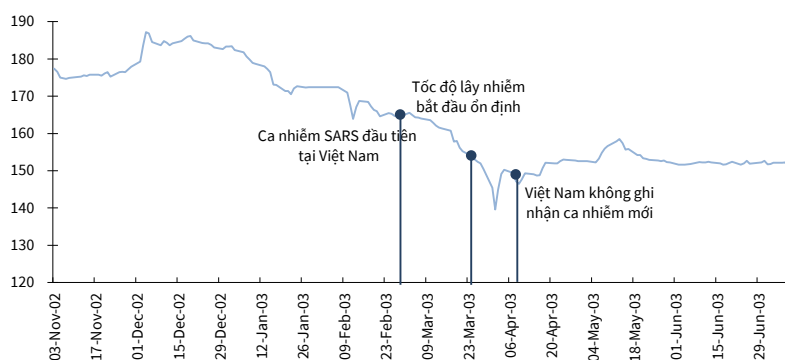
Biểu đồ 9. Chỉ số Hang Seng – mức độ quan tâm SARS, tháng 1/2003-tháng 12/2003



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Chỉ số VN-Index đã bắt đầu phục hồi vào đầu tháng 4 khi số ca nhiễm được xác nhận lên tới đỉnh điểm và trở nên ổn định hơn tại Việt Nam

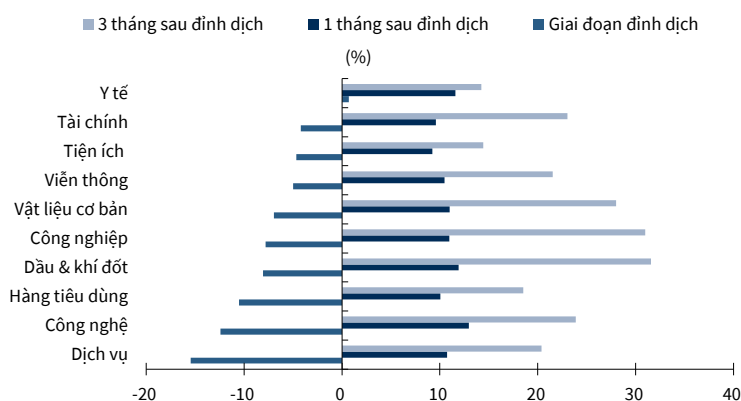
Biểu đồ 10. Việt Nam – diễn biến VN-Index trong dịch SARS, 11/2002- 06/ 2003



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hầu hết các ngành đều chịu ảnh hưởng tiêu cực từ sự bùng phát của dịch bệnh SARS. Tuy nhiên, ảnh hưởng sẽ là ngắn hạn khi các ngành đều phục hồi mạnh mẽ, bắt đầu từ khi dịch bệnh có tín hiệu được kiểm soát. Các ngành ghi nhận mức phục hồi nội trội bao gồm ngành Dầu khí, Công nghiệp, Vật liệu cơ bản và Tài chính

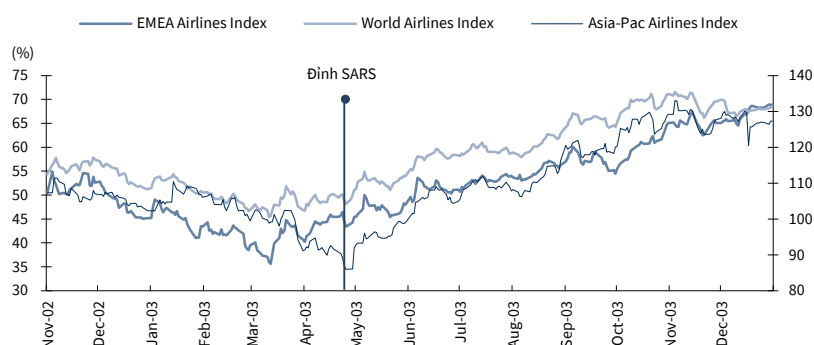
Biểu đồ 11. Hang Seng – Diễn biến giá theo ngành trong dịch SARS



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ngành hàng không toàn cầu chịu tác động tiêu cực của dịch bệnh SARS khiến du lịch, giao thương sụt giảm. Ngành hàng không châu Á cho phản ứng phục hồi trẻ nhip hơn bởi những tác động mạnh và trực tiếp của SARS lên các những nước này.

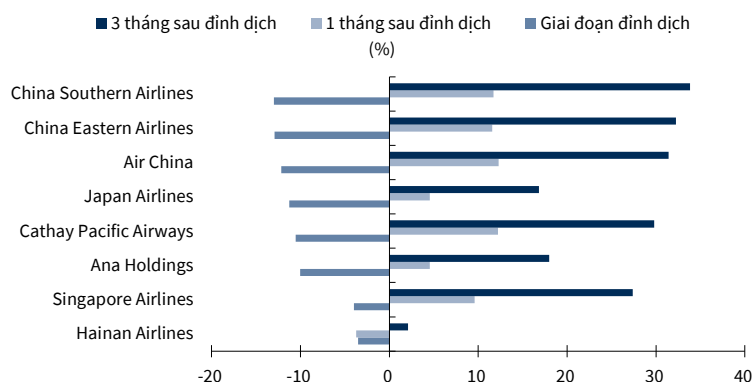
Biểu đồ 12. Diễn biến ngành hàng không toàn cầu trong dịch SARS, 11/2002-12/2003



Ghi chú: Chỉ số ngành hàng không theo Bloomberg
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Các công ty hàng không của Trung Quốc và Hongkong chịu ảnh hưởng nặng nề nhất từ dịch bệnh SARS. Tuy nhiên, sự sụt giảm giá cổ phiếu của những hãng hàng không lại là một cơ hội tốt để kiếm tìm lợi nhuận ngắn hạn khi tình hình dịch bệnh có dấu hiệu hạ nhiệt

Biểu đồ 13. Diễn biến cổ phiếu hàng không của châu Á trong dịch SARS



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Phụ lục: SARS - Tốc độ tăng trưởng kinh tế Trung Quốc giảm 0.9% trong năm 2003

Ước tính dịch SARS khiến tăng trưởng GDP Trung Quốc chậm lại 0.9%

Mặc dù tăng trưởng yếu trong Q2, tăng trưởng kinh tế thực đạt 10.1% (+1% YoY)

Du lịch Trung Quốc thiệt hại 5.6 tỷ USD do dịch SARS (tương đương 0.34% GDP)

Tăng trưởng các ngành vận tải trong nước giảm 1% xuống còn 9.5%

Xuất khẩu Trung Quốc tăng mạnh sau khi nước này gia nhập WTO, qua đó hạn chế tác động của SARS

Các biện pháp kích thích tăng trưởng bao gồm lợi ích về thuế và tăng cho vay tín dụng cho các ngành dịch vụ bất chấp NHTW tăng tỷ lệ dự trữ thêm 1.0%

Khối Phân tích vĩ mô toàn cầu của chúng tôi tại Hàn Quốc ước tính GDP Trung Quốc đã giảm 0.9% do dịch SARS bùng phát vào năm 2003.

Năm 2003, Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng kinh tế thực 10.1% - cao hơn mức 9.1% năm 2002 - mặc dù SARS đã làm giảm tăng trưởng kinh tế giảm từ 11.1% trong 1Q xuống còn 9.1% YoY trong Q2 (giảm 2% MoM).

Ngành du lịch Trung Quốc chịu ảnh hưởng trực tiếp từ SARS, với doanh thu giảm 14% năm 2003 (riêng Q2 đã giảm 50%) sau khi đạt mức tăng trưởng trung bình 14% trong 5 năm trước. Ước tính dịch SARS gây thiệt hại 5.6 tỷ USD cho doanh thu du lịch của nước này trong năm 2003, tương đương 0.34% GDP danh nghĩa do đại dịch SARS. Do đó, các ngành công nghiệp trong nước - bao gồm các doanh nghiệp vận tải, bán buôn - bán lẻ, và kinh doanh nhà nghỉ khách sạn - đều chịu tác động tiêu cực từ dịch SARS. Tác động này càng trở nên trầm trọng hơn khi nhu cầu trong nước và tiêu dùng giảm.

Tăng trưởng công nghiệp dịch vụ Trung Quốc (chiếm 45% GDP) sụt giảm 1% xuống 9.5% trong năm 2003 từ mức 10.5% năm 2002. Các ngành vận tải, kinh doanh kho bãi và giao hàng chịu ảnh hưởng nhiều nhất khi tăng trưởng dịch vụ giảm từ 7.1% năm 2002 xuống 6.1% năm 2003.

Ngành xuất khẩu của Trung Quốc tăng 12.7% năm 2003 (so với mức 8.5% năm 2001 và 9.9% năm 2002), phần nào giảm bớt tác động tiêu cực của dịch lên tăng trưởng kinh tế chung. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu Trung Quốc tăng 35% (từ 22% năm 2002) sau khi nước này gia nhập WTO. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính GDP Trung Quốc giảm 0.9% và tăng trưởng toàn cầu chậm lại do dịch SARS.

Chính phủ Trung Quốc đã chủ động đưa ra các biện pháp kích thích tăng trưởng giúp nền kinh tế phục hồi sau dịch SARS mặc dù ngân hàng trung ương đang thực hiện chính sách thắt chặt. Theo đó, các lĩnh vực dịch vụ như vận tải hành khách tư nhân, du lịch, tàu hỏa chở khách, ăn uống và nhà nghỉ khách sạn sẽ được hưởng lợi ích về thuế và các khoản vay tín dụng. Các biện pháp hỗ trợ này được Chính phủ công bố trong bối cảnh thị trường bất động sản phát triển nóng và chính sách tiền tệ nới lỏng quá mức (tăng trưởng M2 đạt hơn 20%) khiến ngân hàng trung ương phải tăng tỷ lệ dự trữ từ 6% hồi tháng 9 lên 7%.

Bảng 5. WHO – SARS và 2019-nCoV

nCoV là vấn đề lớn hơn với Trung Quốc khác với SARS là vấn đề với Việt Nam và toàn cầu bởi các ca nhiễm đang tập trung ở Trung Quốc

	SARS	2019-nCoV
Trung Quốc		
Bắt đầu	16/11/2002	31/12/2019
Số ca nhiễm	5,327	40,235
Số ca tử vong	349	909
Kết Thúc	03/06/2003	
Việt Nam		
Bắt đầu	23/02/2003	28/01/2020
Số ca nhiễm	63	14
Số ca tử vong	5	0
Kết thúc	14/4/2003	
Toàn cầu		
Bắt đầu	16/11/2002	31/12/2019
Số ca nhiễm	8,096 (27 nước)	40,554 (25 nước)
Số ca tử vong	774	426
Kết thúc	13/07/2002	

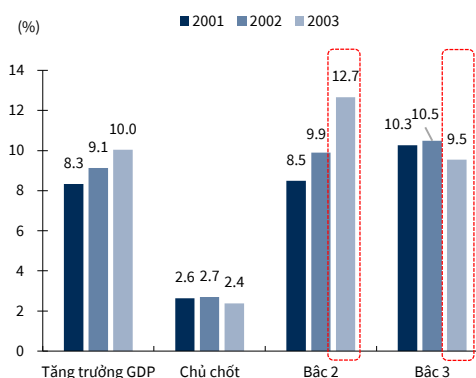
Nguồn: World Health Organization, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 14. Trung Quốc – tăng trưởng GDP thực theo quý, 1Q02-4Q04 (%YoY)



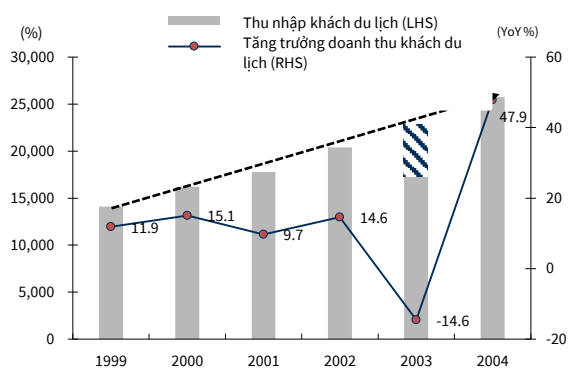
Nguồn: CEIC, KB Securities (Korea)

Biểu đồ 15. Trung Quốc – tăng trưởng GDP theo ngành, 2001-2003 (%YoY)



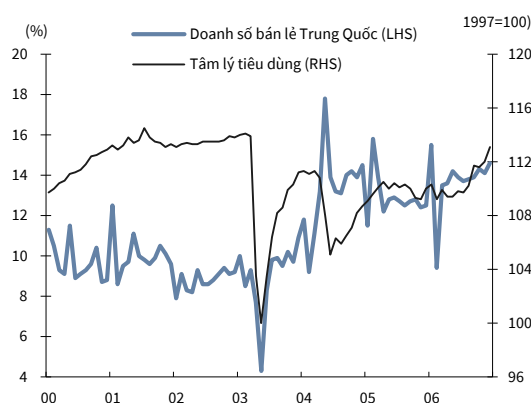
Nguồn: CEIC, KB Securities (Korea)

Biểu đồ 16. Trung Quốc – doanh thu & tăng trưởng ngành du lịch, 1Q02-4Q04 (triệu USD, %YoY)



Nguồn: CEIC, KB Securities (Korea)

Biểu đồ 17. Trung Quốc – Doanh số bán lẻ, 2000-2007 (%)



Nguồn: CEIC, KB Securities (Korea)



Công ty

Vietjet (VJC)
Vietinbank (CTG)

Vietjet Air (VJC-HSX)

LNST Q4/2019 giảm mạnh, Dịch nCoV gây ảnh hưởng trong năm 2020

Chuyên viên phân tích Công Nghệ & Logistic
Nguyễn Anh Tùng
(+84) 98-684-1504 Tungna@kbsec.com.vn

06/02/2020

Doanh thu Q4/2019 giảm 24.5% yoy; LNST giảm 64.9% yoy

Trong Q4/2019, VJC ghi nhận doanh thu đạt 13,925 tỷ VND, LNST đạt 538.8 tỷ VND lần lượt giảm 24.5% yoy và 64.9% yoy. Nguyên nhân khiến KQKD đi xuống do: (1) Cạnh tranh tăng cao với sự góp mặt của Bamboo Airway khiến doanh thu từ vận tải hành khách giảm 8.3% yoy; (2) Doanh thu thương mại tàu bay giảm mạnh 48.5% do trong Q4/2019 chỉ nhận bàn giao 2 máy bay Airbus so với cùng kì 2018 là 9 máy bay. Lũy kế cả năm 2019, doanh thu đạt 52,049 tỷ VND, giảm 2.8% yoy; LNST đạt 4,219 tỷ VND, giảm 20.9% yoy.

VJC được hưởng lợi trong dài hạn từ sân bay Long Thành

Chính phủ vừa thông báo dự kiến sẽ quyết định đầu tư sân bay Long Thành trong tháng 03/2020 với tổng mức đầu tư giai đoạn 1 đạt 111,690 tỷ VND, dự kiến thời gian đi vào hoạt động của giai đoạn 1 vào năm 2025-2026. VJC sẽ được hưởng lợi trong dài hạn với sự xuất hiện của sân bay Long Thành: (1) Tăng số chuyến bay có điểm đến hoặc đi từ khu vực phía Nam; (2) Tăng tỷ lệ chuyến bay cất, hạ cánh đúng giờ, giảm chi phí hoạt động do giảm thời gian bay chờ hạ cánh.

LNST dự phóng giảm 14% so với kì vọng trước phản ánh giảm lượng khách hàng & Sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDAR nâng giá mục tiêu lên 133,100 VND/cp

Hiện tại, VJC đã cho ngừng tất cả các chuyến bay đi – đến Trung Quốc do dịch Corona (Khách Trung Quốc chiếm 32% lượng khách du lịch đến Việt Nam). Dựa trên kịch bản cơ sở là thời gian diễn ra dịch kéo dài 4-5 tháng, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2020 của VJC sẽ đạt 74,964 tỷ VND, tăng 44% yoy; LNST năm 2020 ước tính đạt 5,729 tỷ VND, tăng 35.8% yoy (Giảm 14% so với dự báo trước, phản ánh việc sụt giảm lượng khách hàng). VJC hiện đang giao dịch với mức EV/EBITDAR forward 2020 là 6.0x, thấp hơn so với trung bình các hãng hàng không giá rẻ là 6.3x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị nắm giữ với cổ phiếu VJC với giá mục tiêu là 133,100 VND/cổ phiếu. Cần lưu ý, mức EV/EBITDAR của các doanh nghiệp hàng không đều tăng khá mạnh sau khi dịch SARS kết thúc (Bảng 4).

Nắm giữ

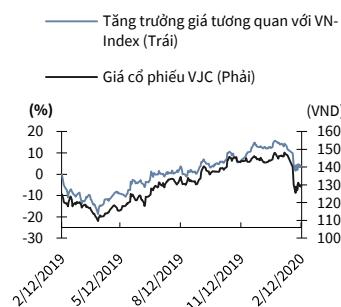
Giá mục tiêu	133,100 VND
Tăng/giảm	3.0%
Giá hiện tại (12/02/2020)	129,200 VND
Vốn hóa thị trường	67,575 Tỷ VND

Dữ liệu giao dịch	
KLCP đang lưu hành	523,838,594
KLGD Khớp lệnh TB 3T	441,828
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	19.45%

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
VJC	-10.8	-10.0	-2.5	3.5
VNINDEX	-1.2	-7.4	-2.8	0.0

Dự phóng KQKD & định giá

FY-End	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	42,303	53,577	52,059	74,964
Tốc độ tăng trưởng (%)	53.8%	26.6%	-2.8%	44.0%
Lợi nhuận gộp (Tỷ VND)	6,549	7,492	6,754	9,341
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.5%	14.0%	13.0%	12.5%
Lợi nhuận ròng (Tỷ VND)	5,074	5,335	4,219	5,729
Tốc độ tăng trưởng (%)	103.27%	5.16%	-20.93%	35.79%
EPS (VND)	11,241	9,851	7,787	10,577
Tăng trưởng EPS	35.1%	-12.4%	-20.9%	35.8%
P/E	11.30	12.89	16.31	12.01



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Income Statement				
(VND billion)	2016	2017	2018	Q2/2019
Net sales	27,499	42,303	53,577	52,060
Cost of sales	-23,597	-35,753	-46,085	-45,305
Gross Profit	3,902	6,549	7,492	6,755
Financial income	145	119	332	737
Financial expenses	-654	-521	-918	-981
of which: interest expenses	-181	-238	-258	-351
Gain/(loss) from joint ventures (from 2015)	-15	-44	-89	-92
Selling expenses	-518	-579	-713	-1,004
General and admin expenses	-189	-226	-295	-436
Operating profit/(loss)	2,671	5,298	5,809	4,980
Other incomes	32	6	8	32
Other expenses	0	-2	-1	0
Net other income/(expenses)	32	4	7	31
Income from investments in other entities	0	0	0	0
Net accounting profit/(loss) before tax	2,703	5,303	5,816	5,011
Corporate income tax expenses	-207	-229	-481	-792
Net profit/(loss) after tax	2,496	5,074	5,335	4,219
Minority interests	0	0	0	1
Attributable to parent company	2,496	5,073	5,335	4,219

Margin ratio				
	2016	2017	2018	2018
Gross profit margin	14.2%	15.5%	14.0%	13.0%
EBITDA margin	11.8%	13.8%	12.4%	10.4%
EBIT margin	11.6%	13.6%	12.1%	10.2%
Pre-tax profit margin	9.8%	12.5%	10.9%	9.6%
Operating profit margin	9.7%	12.5%	10.8%	9.6%
Net profit margin	9.1%	12.0%	10.0%	8.1%

Cash Flow Statement				
(VND billion)	2016	2017	2018	Q2/2019
Net profit/(loss) before tax	2,703	5,303	5,816	5,011
Depreciation and amortisation	46	95	147	77
Profit/loss from investing activities	-41	44	72	-369
Interest expense	181	238	258	351
Operating profit/(loss) before changes in Working Capital	3,333	5,889	6,739	5,628
(Increase)/decrease in receivables	-2,629	-2,794	-5,284	-7,269
(Increase)/decrease in inventories	27	-129	-202	-215
Increase/(decrease) in payables	848	1,824	1,461	383
(Increase)/decrease in prepaid expenses	275	1,344	2,077	1,186
Net cash inflows/(outflows) from operating activities	1,636	5,578	4,429	-1,077
Purchases of fixed assets and other long term assets	-3,146	-2,622	-800	-3,599
Proceeds from disposal of fixed assets	0	0	1,546	0
Loans granted, purchases of debt instruments	-1	-487	0	-6
Collection of loans, proceeds from sales of debts instruments	270	0	0	1
Investments in other entities	-60	0	-1,133	-142
Proceeds from divestment in other entities	0	0	0	0
Dividends and interest received	107	67	209	249
Net cash inflows/(outflows) from investing activities	-2,830	-3,042	-178	-3,496
Proceeds from issue of shares	72	1,759	0	0
Payments for share returns and repurchases	0	0	0	-2,347
Proceeds from borrowings	21,250	25,899	33,530	37,717
Repayment of borrowings	-18,035	-25,185	-35,528	-31,970
Finance lease principal payments	0	0	0	0
Dividends paid	-300	-877	-2,017	0
Interests, dividends, profits received	0	0	0	0
Net cash inflows/(outflows) from financing activities	2,986	1,597	-4,015	3,399
Net increase in cash and cash equivalents	1,792	4,133	237	-1,174
Cash and cash equivalents at the beginning of period	924	2,741	6,862	7,165
Cash and cash equivalents at the end of period	2,741	6,862	7,165	6,076

Balance Sheet				
(VND billion)	2016	2017	2018	2019
CURRENT ASSETS	10,313	17,669	19,079	26,626
Cash and cash equivalents	2,741	6,862	7,165	6,076
Short-term investments	1	1	817	435
Accounts receivable	7,129	10,223	10,273	18,986
Inventories	138	267	469	684
LONG-TERM ASSETS	9,749	13,990	20,007	20,982
Long-term trade receivables	5,105	7,153	10,577	12,940
Fixed assets	1,047	1,529	1,646	1,295
Investment properties	0	0	0	0
Long-term incomplete assets	181	222	1,233	1,319
Long-term investments	68	68	68	216
TOTAL ASSETS	20,063	31,658	39,086	47,608
LIABILITIES	15,329	21,064	25,048	32,294
Current liabilities	10,570	13,912	14,941	18,906
Trade accounts payable	391	560	924	1,411
Advances from customers	307	456	689	670
Short-term unrealized revenue	1,307	1,964	2,732	3,143
Short-term borrowings	6,102	6,897	4,958	8,159
Long-term liabilities	4,759	7,153	10,107	13,387
Long-term trade payables	0	0	0	0
Long-term advances from customers	0	0	0	0
Unrealized revenue	0	0	0	0
Long-term borrowings	695	627	572	3,664
OWNER'S EQUITY	4,734	10,594	14,039	15,315
Paid-in capital	3,000	4,513	5,416	5,416
Share premium	0	246	246	246
Undistributed earnings	1,703	5,809	8,256	11,933
Minority interests	1	2	2	2

Key ratios				
	2016	2017	2018	Q2/2019
Multiple				
P/E	15.5	11.5	13.1	16.6
P/E diluted	15.5	11.5	13.1	16.6
P/B	8.2	5.5	5.0	4.6
P/S	1.4	1.4	1.3	1.3
P/Tangible Book	8.2	5.5	5.0	4.6
P/Cash Flow	23.7	10.4	15.8	-64.9
EV/EBITDA	13.2	10.1	10.3	14.0
EV/EBIT	13.4	10.3	10.5	14.2
Operating performance				
ROE	0.73	0.66	0.43	0.29
ROA	0.16	0.20	0.15	0.10
ROIC	0.28	0.32	0.33	0.20
Financial structure				
Cash Ratio	0.26	0.49	0.55	0.37
Quick Ratio	0.93	1.23	1.23	1.38
Current Ratio	0.98	1.27	1.28	1.41
LT Debt/Equity	0.15	0.06	0.04	0.24
LT Debt/Total Assets	0.03	0.02	0.01	0.08
Debt/Equity	1.44	0.71	0.39	0.77
Debt/Total Assets	0.34	0.24	0.14	0.25
ST Liabilities/Equity	2.23	1.31	1.06	1.23
ST Liabilities/Total Assets	0.53	0.44	0.38	0.40
Total Liabilities/Equity	3.24	1.99	1.78	2.11
Total Liabilities/Total Assets	0.76	0.67	0.64	0.68
Activity ratios				
Account Receivable Turnover	22.9	26.4	24.6	9.9
Inventory Turnover	156.1	176.5	125.3	78.6
Account Payable Turnover	57.8	75.2	62.1	38.8

Vietinbank (CTG)

Tăng trưởng hồi phục mạnh mẽ

12/02/2020

Chuyên viên phân tích Ngân hàng Tài chính –
Nguyễn Thị Thu Huyền
(+84) 24-7303-5333 emailaddress@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh Q4 vượt kỳ vọng, cho thấy đà hồi phục mạnh mẽ trong năm 2019

Kết quả kinh doanh Q4 tăng trưởng mạnh nhờ: 1) biên lãi ròng mở rộng do tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ trong cấu trúc cho vay; 2) tỷ lệ chi phí trên thu nhập tiếp tục cải thiện từ 50% xuống 39% trong bối cảnh chi phí nhân sự thắt chặt hơn; và 3) chất lượng tài sản tốt hơn, với tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 1.2% từ mức 1.6% năm 2018, ROE năm tăng từ 8.3% năm 2018 lên 13.1% năm 2019

Cơ hội từ việc IFC bán dần/ gần hết cổ phiếu CTG

Công ty Tài chính Quốc tế (IFC) - chi nhánh đầu tư của Ngân hàng Thế giới, đã bán 1/3 cổ phần, giảm tỷ lệ sở hữu từ 4.99% xuống còn 3.40% (KBSV ước tính), tương đương 145 triệu USD. IFC đã bán giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 5% vào tháng 1 năm 2020 từ mức 10% sau khi mua cổ phiếu và nợ thứ cấp năm 2011.

Dần dần giải quyết bài toán về vốn & dư địa tăng trưởng tín dụng cao hơn trong năm 2020

Mới đây Chính phủ đã thông báo kế hoạch tăng vốn điều lệ cho các ngân hàng trong đó có CTG, điều này được kỳ vọng sẽ giải quyết được những vướng mắc trong cấu trúc vốn. Mặc dù chính phủ chỉ có thể tăng vốn điều lệ thông qua công cụ cổ tức bằng cổ phiếu (thay vì tăng vốn chung), nhưng yếu tố này - và khả năng sinh lời - sẽ mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng cho ngân hàng trong năm 2020 và vạch ra lộ trình để đáp ứng tiêu chuẩn Basel II.

Sự chuyển dịch trong định hướng phát triển sang giải quyết bài toán về vốn sẽ thu hẹp chiết khấu định giá

Chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ đạt mức tăng trưởng tín dụng rõ ràng hơn để tiếp tục thu hẹp chiết khấu định giá ngân hàng. Hiện tại, CTG giao dịch với mức P/B là 1.3 lần giá trị sổ sách năm 2019, giảm mạnh so với mức 1.5-1.6 ở các công ty cùng ngành (và mức 4.0 lần của Vietcombank).

Không đánh giá

Giá mục tiêu

Tăng/Giảm	N/A
Giá hiện tại (12/02/2020)	VND 27,200
Giá mục tiêu thị trường	VND 27,530
Vốn hóa thị trường	VND 99,415

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2016	2017	2018	2019
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	22,405	27,073	22,518	33,199
LN thuần trước CF DPRRD (tỷ VNĐ)	13,592	17,550	14,482	24,782
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	6,690	6,718	5,193	9,279
EPS (VNĐ)	1,457	1,546	1,073	2,541
Tăng trưởng EPS (%)	19%	6%	-31%	137%
PER (x)	18.2	17.2	24.7	10.5
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,127	17,046	18,037	20,624
PBR (x)	1.7	1.6	1.5	1.3
ROE (%)	11.8%	12.0%	8.3%	13.1%
Tỷ lệ cổ tức (%)	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%

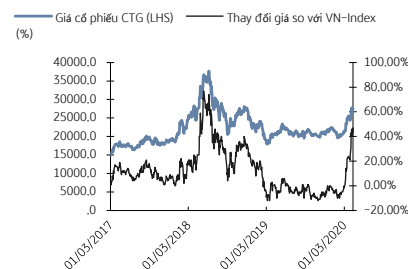
Nguồn: BCTC CTG, Công ty Chứng khoán KB Việt Nam

Dữ liệu giao dịch

% KLCP đang lưu hành	7.8%
KLGD Khớp lệnh TB 3T	155.8
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	24.8%
Nhà đầu tư chính	
NHNN (64.46%), BTMU (19.73%), IFC (8.03%)	

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
CTG	-1.49	0.23	-0.73	0.72
VN-Index	-0.28	0.66	0.70	1.24



Nguồn: Bloomberg, Công ty Chứng khoán KB Việt Nam

Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VNĐ)	2015	2016	2017	2018	2019
Thu nhập lãi thuần	18,839	22,405	27,073	22,518	33,199
Thu nhập lãi và các khoản thu nhập tươn	42,472	52,991	65,277	74,176	82,743
Chi phí lãi và các chi phí tương tự	(23,633)	(30,586)	(38,204)	(51,658)	(49,544)
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động dịch vụ	1,460	1,698	1,855	2,768	4,056
Lãi/(Lỗ) thuần từ hoạt động khác	2,445	2,359	3,692	3,452	3,267
Tổng thu nhập hoạt động	22,744	26,462	32,620	28,738	40,522
Chi phí hoạt động	(10,719)	(12,871)	(15,070)	(14,256)	(15,740)
LN thuần trước CF DPRRTD	12,024	13,592	17,550	14,482	24,782
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(4,679)	(5,022)	(8,344)	(7,751)	(13,002)
Tổng thu nhập hoạt động	7,345	8,569	9,206	6,730	11,780
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Tổng lợi nhuận trước thuế	7,345	8,569	9,206	6,730	11,780
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(1,629)	(1,712)	(1,747)	(1,314)	(2,302)
LNST	5,717	6,858	7,459	5,416	9,478
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(19)	(20)	(27)	(2)	(17)
LNST ngân hàng mẹ	5,718	6,690	6,718	5,193	9,279

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2015	2016	2017	2018	2019
Cho vay khách hàng	538,080	661,988	790,688	864,926	935,271
Chứng khoán khả mại	125,242	139,292	134,495	108,073	116,551
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý (trừ dự trữ bắt buộc)	5,091	5,187	5,980	7,028	8,283
Tài sản cố sinh lời	668,413	806,467	931,153	980,028	1,060,104
Tài sản cố định và tài sản khác	38,355	42,051	43,286	43,843	10,997
Tổng tài sản	779,483	948,568	1,095,061	1,164,435	1,240,789
Tiền gửi của khách hàng	492,960	655,060	752,935	825,816	892,782
Các khoản vay và huy động phái sinh, giấy tờ có giá	120,147	109,001	137,661	157,616	166,549
Các khoản nợ chịu lãi	613,107	764,061	890,596	983,432	1,059,332
Các khoản nợ khác	42,802	113,315	119,129	45,013	27,724
Tổng nợ phải trả	723,373	888,261	1,031,296	1,096,979	1,163,434
Vốn điều lệ	37,234	37,234	37,234	37,234	37,234
Thặng dư vốn cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975
Lợi nhuận chưa phân phối	3,942	6,991	9,234	11,976	19,837
Các khoản điều chỉnh vốn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	56,110	60,307	63,765	67,456	77,356

Chỉ số tài chính

(%)	2015	2016	2017	2018	2019
Khả năng sinh lời					
ROE	10.3%	11.8%	12.0%	8.3%	13.1%
ROA	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%	0.8%
RORWA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE trước dự phòng	21.6%	23.3%	28.3%	22.1%	34.2%
ROA trước dự phòng	17%	16%	17%	13%	2.1%
RORWA trước dự phòng	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Biên lãi ròng (NIM)	2.8%	2.8%	2.9%	2.3%	3.1%
Hiệu quả hoạt động					
LDR (Thông tư 22)	87.8%	86.6%	88.8%	87.9%	88.3%
CIR	47.1%	48.6%	46.2%	49.6%	38.8%
Tốc độ tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng tài sản	17.9%	21.7%	15.4%	6.3%	6.6%
Tăng trưởng tín dụng	-80.3%	110.4%	62.1%	-24.0%	48.8%
Tăng trưởng LN thuần trước DPRRTD	7.1%	13.0%	29.1%	-17.5%	71.1%
Tăng trưởng LNST ngân hàng mẹ	11%	17.0%	0.4%	-22.7%	78.7%
Tăng trưởng EPS	-4.6%	19.0%	6.1%	-30.6%	136.8%
Tăng trưởng BVPS	15%	7.5%	5.7%	5.8%	14.3%

Định giá

(VNĐ, X, %)	2015	2016	2017	2018	2019
Chỉ số về giá					
EPS cơ bản	1,224	1,457	1,546	1,073	2,541
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,004	16,127	17,046	18,037	20,624
Giá trị sổ sách hữu hình/CP (Tangible BVPS)	13,917	15,068	15,769	16,795	19,547
Tỉ lệ cổ tức/CP phổ thông	0.57	0.48	-	-	-
Chỉ số định giá					
PER	217	112	17.2	24.7	10.5
PBR	18	17	16	15	13
PBR hữu hình					
Tỉ lệ cổ tức	2.6%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	10.3%	11.8%	12.0%	8.3%	13.1%
An toàn vốn					
Chỉ số BIS	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Chất lượng tài sản					
NPL (nợ xấu nhóm 3-5)	0.9%	1.0%	1.1%	1.6%	1.2%
Độ bao phủ nợ xấu (nợ xấu nhóm 3-5)	243.3%	201.6%	194.8%	105.8%	229.2%
NPL (nợ cần chú ý)	15%	19%	16%	2.2%	18%
Độ bao phủ nợ xấu (nợ cần chú ý)	147.5%	110.5%	118.9%	76.6%	150.3%

KB SECURITIES VIETNAM RESEARCH

Head of Research – Nguyen Xuan Binh

binhnx@kbsec.com.vn

Macro/Strategy

Head of Macro & Strategy – Tran Duc Anh

anhtd@kbsec.com.vn

Macro Analyst – Thai Thi Viet Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Market Strategist – Le Anh Tung

tungla@kbsec.com.vn

Equity (Hanoi)

Head of Equity Research (Hanoi) – Duong Duc Hieu

hieudd@kbsec.com.vn

Information Technology & Logistics Analyst – Nguyen Anh Tung

tungna@kbsec.com.vn

Property Analyst – Pham Hoang Bao Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Power & Construction Material Analyst – Le Thanh Cong

conglth@kbsec.com.vn

Financials Analyst – Nguyen Thi Thu Huyen

huyenntt@kbsec.com.vn

Equity (Ho Chi Minh)

Head of Equity Research (Ho Chi Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Consumer & Retailing Analyst – Dao Phuc Phuong Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Fisheries & Pharmaceuticals Analyst – Nguyen Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

Oil & Gas & Chemicals Analyst – Nguyen Vinh

vinhn@kbsec.com.vn

Research Marketing

Korea Marketing Analyst – Seon Yeong Shin

shin.sy@kbsec.com.vn

KB SECURITIES VIETNAM (KBSV)

Head Office:

Levels G, 2 & 7, Sky City Tower, 88 Lang Ha Street, Dong Da District, Hanoi, Vietnam
Tel: (+84) 24 7303 5333 – Fax: (+84) 24 3776 5928

Hanoi Branch:

Level 1, VP Building, 5 Dien Bien Phu, Ba Dinh District, Hanoi, Vietnam
Tel: (+84) 24 7305 3335 – Fax: (+84) 24 3822 3131

Ho Chi Minh Branch:

Level 2, TNR Tower Nguyen Cong Tru, 180–192 Nguyen Cong Tru Street, District 1, HCMC, Vietnam
Tel: (+84) 28 7303 5333 – Fax: (+84) 28 3914 1969

Saigon Branch:

Level 1, Saigon Trade Center, 37 Ton Duc Thang, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam
Tel: (+84) 28 7306 3338 – Fax: (+84) 28 3910 1611

CONTACT INFORMATION

Institutional Client Center: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Private Customer Care Center: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Investment ratings & definitions

Investment Ratings for Stocks

(based on expectations for absolute price gains over the next 6 months)

Buy:	Hold:	Sell:
+15% or more	+15% to –15%	–15% or more

Investment Ratings for Sectors

(based on expectations for absolute price gains over the next 6 months)

Positive:	Neutral:	Negative:
Outperform the market	Perform in line with the market	Underperform the market

Opinions in this report reflect the professional judgment of the research analyst(s) as of the date hereof and are based on information and data obtained from sources that KBSV considers reliable. KBSV makes no representation that the information and data are accurate or complete and the views presented in this report are subject to change without prior notification. Clients should independently consider their own particular circumstances and objectives and are solely responsible for their investment decisions and we shall not have liability for investments or results thereof. These materials are the copyright of KBSV and may not be reproduced, redistributed or modified without the prior written consent of KBSV. Comments and views in this report are of a general nature and intended for reference only and not authorized for use for any other purpose.