

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

6 tháng cuối năm 2021 và năm 2022

Chọn mặt gửi vàng

Tháng 7/2021



- Tốc độ triển khai tiêm chủng đang tăng lên nhanh chóng giúp đẩy nhanh quá trình mở cửa trở lại của nền kinh tế thế giới trong nửa cuối năm 2021. Là nền kinh tế có độ mở lớn, Việt Nam có nhiều dư địa để tận dụng cơ hội khi sức mua toàn cầu phục hồi.
- Số liệu kinh tế tích cực của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2021 là chỉ báo rõ ràng cho sức phục hồi trong một vài năm tới, chúng tôi dự báo GDP cả nước sẽ tăng trưởng lần lượt 6,5%-7,4% svck trong năm 2021-22, nhờ sự mở rộng của ngành sản xuất và ngành dịch vụ hồi phục mạnh mẽ. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ tăng trưởng lần lượt 15%-11% svck trong năm 2021-22.
- Quan điểm về tiền đồng của chúng tôi chuyển từ lạc quan sang trạng thái trung lập hơn khi USD tăng giá từ quý 3/21 khi FED thu hẹp dần quy mô gói nới lỏng định lượng. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy **rủi ro lạm phát đang gia tăng song hành với đà tăng trưởng vĩ mô**.
- Thị trường chứng khoán (TTCK) vẫn được trợ lực bởi nền kinh tế trên đà hồi phục cùng tăng trưởng lợi nhuận tích cực của các doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết trên VN-Index sẽ tăng trưởng 30% svck trong năm 2021. Ngoài ra, động lực FOMO (sợ bỏ lỡ) và dòng tiền mạnh mẽ của các nhà đầu tư cá nhân trong nước sẽ hỗ trợ xu hướng tăng của TTCK duy trì. **Chúng tôi kỳ vọng chỉ số VN-Index sẽ dao động trong khoảng 1.400 - 1.500 điểm cho nửa cuối năm 2021**; tương đương với mức P/E 17,5 – 18,5 lần. Rủi ro của thị trường gồm lãi suất tiền gửi cao hơn dự kiến có thể đảo ngược dòng vốn trong nước và sự gia tăng nguồn cung cổ phiếu mới từ đợt tăng vốn cổ phần mạnh mẽ gần đây.
- **Giai đoạn dễ dàng đã qua, đã tới lúc “Chọn mặt gửi vàng”**. Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư nên hướng sự quan tâm đến những cái tên chất lượng với đặc điểm: (1) tăng trưởng lợi nhuận bền vững và có thể mở rộng kinh doanh; (2) có vị thế tốt để nắm bắt được các cơ hội từ sự phục hồi của tổng cầu thế giới và (3) đòn bẩy tài chính thấp và có khả năng chống chịu tốt với lãi suất.

Ngành và cổ phiếu tiềm năng trong 6 tháng cuối năm 2021

3

Điểm nhấn

#1: Nhu cầu sẽ hồi phục mạnh mẽ khi nền kinh tế toàn cầu tăng tốc

#2: Việc triển khai vaccine sẽ là cú hích quan trọng cho nhóm ngành dịch vụ

#3: Xu hướng tăng giá của hàng hóa cơ bản

#4: Bất động sản là lựa chọn đầu tư theo chu kỳ nổi bật thay thế cho ngành Ngân hàng

Ngành tiềm năng

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với nhóm ngành có tỷ trọng xuất khẩu lớn như dệt may, thủy sản, gỗ & các sản phẩm gỗ, cao su và thép. Logistic và BĐS Khu công nghiệp cũng sẽ là những ngành được hưởng lợi chính trong chủ đề này.

Ngành dịch vụ sẽ phục hồi mạnh mẽ nhất sau đại dịch khi chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ cho phép mở lại các đường bay thương mại quốc tế từ đầu quý 4/2021, khi đó ngành du lịch, dịch vụ lưu trú, nhà hàng và hàng không sẽ nhận được cú hích lớn

Triển vọng tươi sáng cho các công ty dầu khí trong 6 tháng cuối năm 2021 nhờ kỳ vọng giá dầu thô tăng. Các nhà xuất khẩu thép, cao su và nông sản cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng tăng của giá hàng hóa.

Thị trường BĐS đang bước vào thời điểm thuận lợi khi nguồn cung đang dần hồi phục nhờ nới lỏng pháp lý, bên cạnh nguồn cầu được thúc đẩy mạnh mẽ bởi thị trường phục hồi trên diện rộng, lãi suất vay mua nhà thấp chưa từng có và cơ sở hạ tầng tăng tốc phát triển.

Cổ phiếu tiềm năng

STK, VHC, GMD, KBC

PNJ, ACV

DPM, GAS

VHM, NLG, KDH

Mục lục

4

Tình hình kinh tế vĩ mô nửa đầu năm 2021 – Đón chờ một năm kinh tế hồi phục – [Trang 5](#)

• Triển vọng kinh tế vĩ mô nửa cuối năm 2021 và 2022 – Tăng trưởng nhờ kinh tế toàn cầu mở cửa trở lại – [Trang 12](#)

• Diễn biến TTCK Việt Nam nửa đầu năm 2021 – Kỳ vọng trở thành hiện thực – [Trang 27](#)

• Triển vọng TTCK Việt Nam nửa cuối năm 2021 – Chọn mặt gửi vàng – [Trang 40](#)

• Triển vọng ngành và cổ phiếu tiềm năng – [Trang 53](#)

• BĐS Nhà ở – Thời gian tươi đẹp không còn xa – VHM, KDH, NLG – [Trang 55](#)

• BĐS Khu công nghiệp – Bước vào giai đoạn tăng trưởng tiếp theo - KBC, PHR, GVR, SZC – [Trang 76](#)

• Logistics – Hưởng lợi từ sự phục hồi của giao thương toàn cầu - GMD, PHP, SGP, VTP – [Trang 93](#)

• Bán lẻ – Những kỳ vọng sau mây đen Covid-19 - PNJ, MWG, VRE – [Trang 111](#)

• Hàng không – Đón ánh bình minh - ACV, SCS, VJC – [Trang 130](#)

• Dầu khí – Nước nổi, thuyền lên - GAS, PVT – [Trang 148](#)

• Nông nghiệp – Giá lương thực toàn cầu tăng, ngành nào hưởng lợi? - VHC, DPM, QNS – [Trang 168](#)

• Dệt may – Mây tạnh trời quang - STK, MSH – [Trang 190](#)

• Gỗ & Sản phẩm từ gỗ – Hưởng lợi từ giá bán tăng – PTB – [Trang 202](#)

• Thép – Lạc quan trong thận trọng – HPG, HSG, NKG – [Trang 212](#)

• Ngân hàng – Kỳ vọng đã được phản ánh vào giá – MBB, TCB, CTG – [Trang 230](#)

• Điện – Xanh hơn, sạch hơn – BCG, HDG – [Trang 251](#)

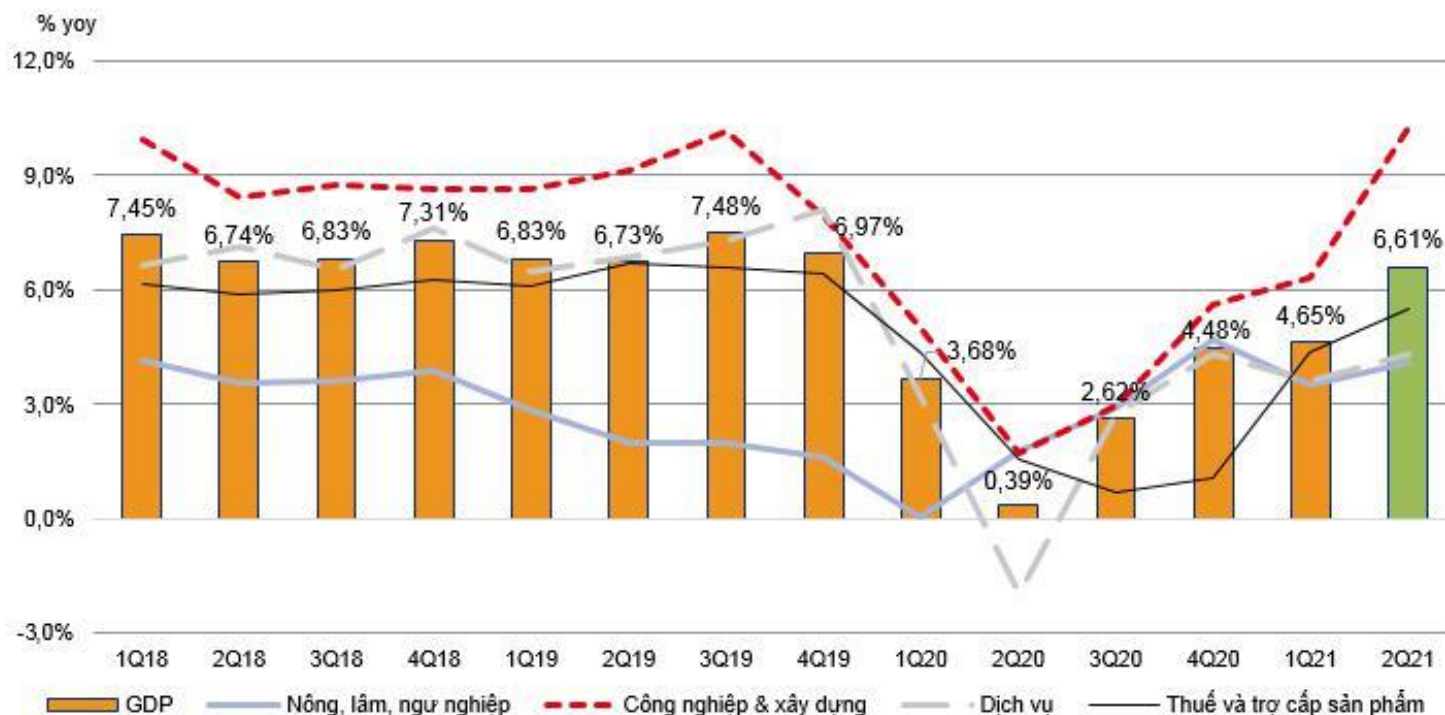
• Công nghệ & viễn thông – Trên đà chuyển đổi số – FPT, FOX, CTR – [Trang 268](#)

Tình hình vĩ mô và thị trường

Đón chờ một năm
kinh tế phục hồi



Tăng trưởng GDP của Việt Nam dần tăng trưởng trở lại

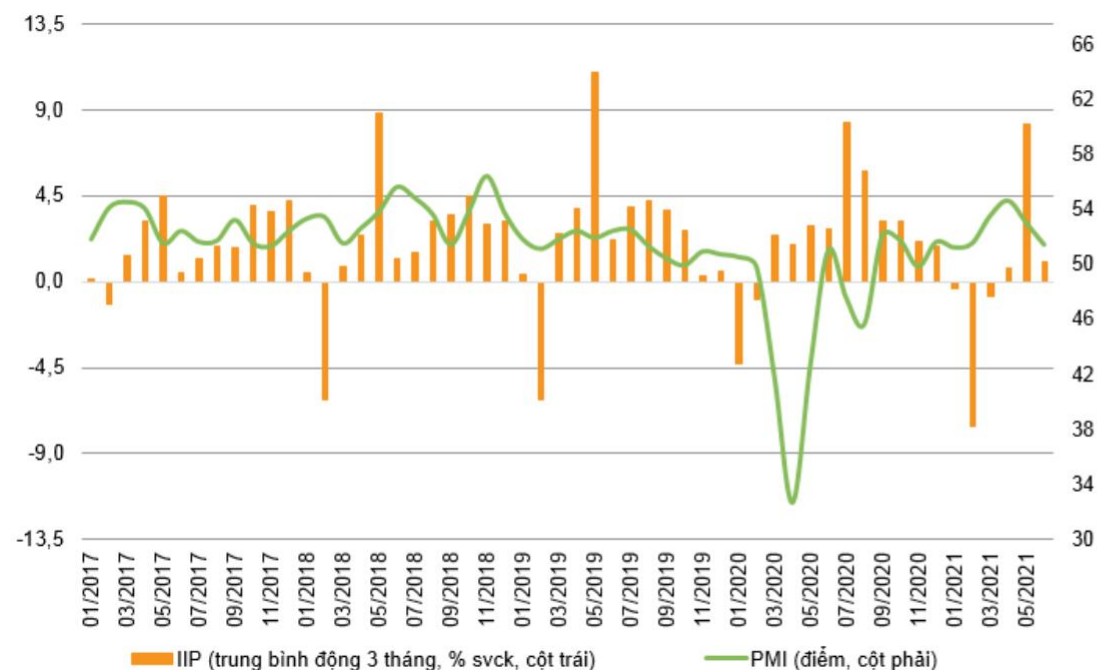


NGUỒN: TCTK

- Theo Tổng Cục Thống Kê (TCTK), GDP Việt Nam tăng 6,6% so với cùng kỳ (svck) trong Q2/21 (so với mức tăng 0,4% svck trong Q2/20). Ba trụ cột chính của nền kinh tế đều tăng trưởng với ngành công nghiệp và xây dựng đạt mức tăng 10,3% svck, trong khi khu vực dịch vụ và nông nghiệp tăng lần lượt 4,3% svck và 4,1% svck.
- Trong 6T/21, nền kinh tế Việt Nam tăng 5,6% svck (so với mức tăng 1,8% svck trong 6T/20). Ngành công nghiệp và xây dựng tăng 8,4% svck trong 6T/21, ngoài ra ngành dịch vụ tăng 4,0% svck và nhóm nông, lâm nghiệp và thủy sản đạt mức tăng 3,8% svck.

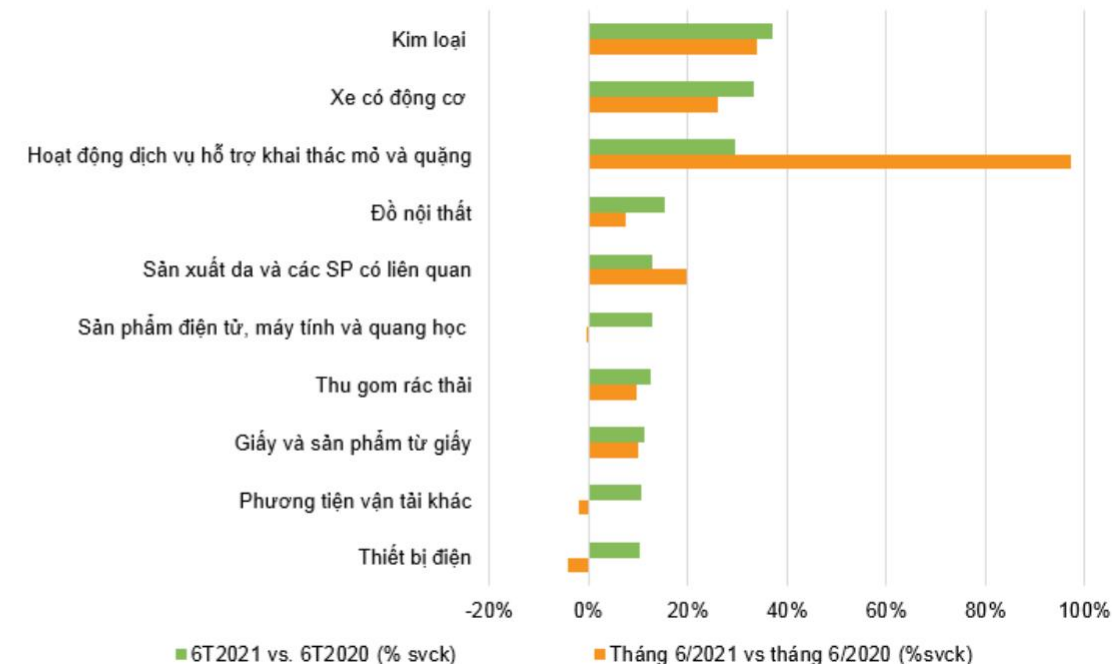
Ngành sản xuất là điểm sáng trong 6 tháng đầu năm 2021

Ngành sản xuất tăng trưởng mạnh trong 6T/21



NGUỒN: TCTK

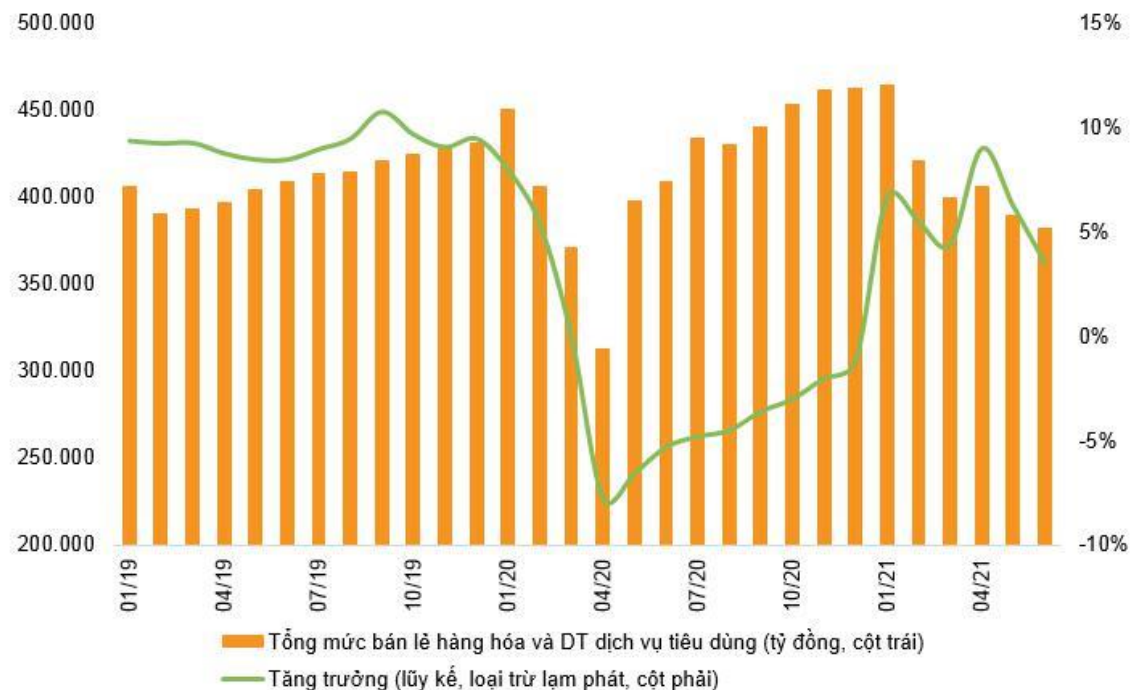
Sản xuất kim loại đạt mức tăng trưởng mạnh nhất



NGUỒN: TCTK

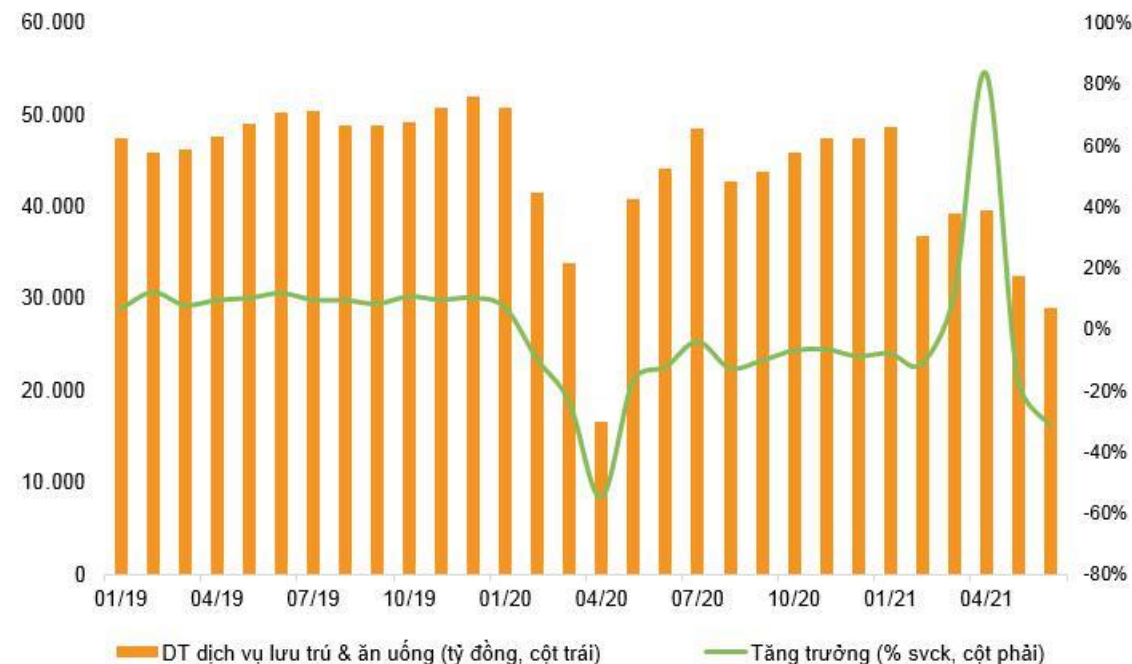
Ngành công nghiệp & xây dựng phục hồi mạnh mẽ trong 6T/21 nhờ nhu cầu toàn cầu đối với các sản phẩm công nghiệp phục hồi. Theo Tổng cục Thống kê (TCTK), chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam tăng 9,3% svck trong 6T/21 (so với mức tăng 2,8% svck trong 6T/20), trong đó phân ngành chế biến chế tạo tăng trưởng mạnh nhất (+ 11,6% svck trong 6T/21).

Ngành dịch vụ phục hồi chậm hơn dự kiến do ảnh hưởng kéo dài của dịch COVID-19



NGUỒN: TCTK

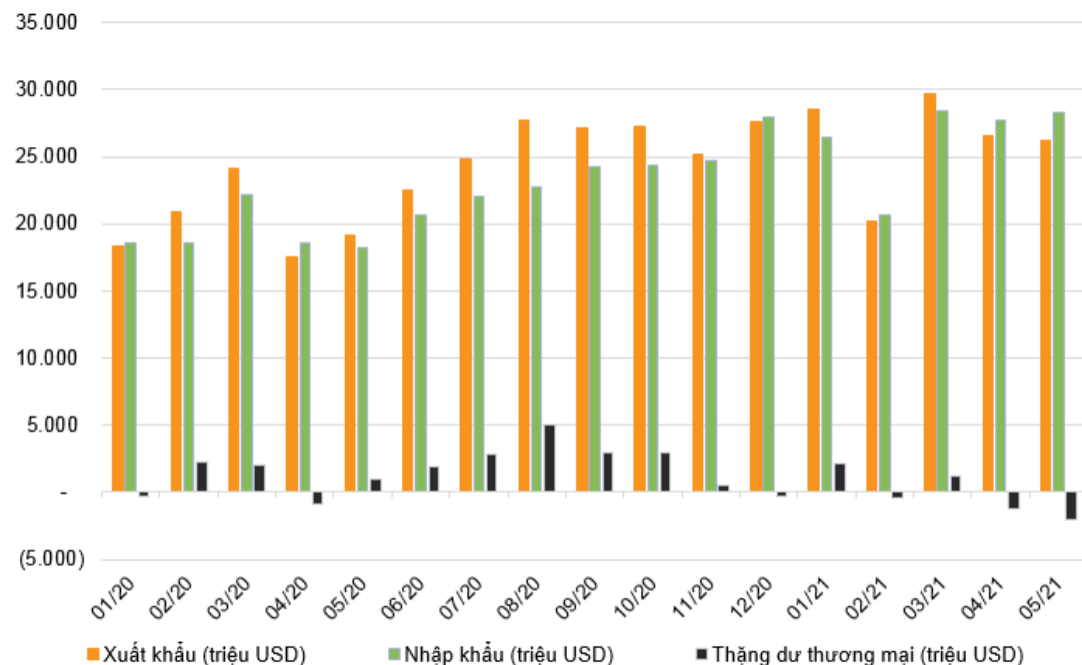
Ngành dịch vụ lưu trú và nhà hàng gặp khó về phục hồi do tác động kéo dài của dịch COVID-19



NGUỒN: TCTK

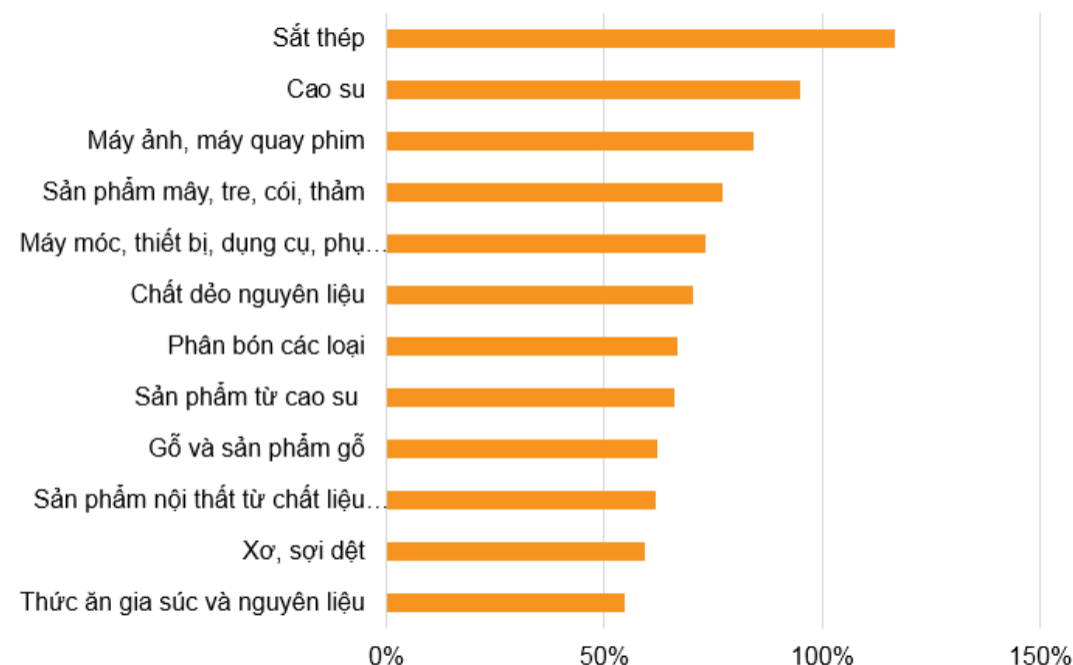
Trong 6 tháng đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 4,9% svck (so với mức giảm 2,2% svck trong 6T/20). Nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng so với cùng kỳ đạt 3,6% (so với mức giảm 5,3% svck trong 6T/20).

Xuất khẩu tăng 30,9% svck trong 5T/21



NGUỒN: Tổng cục Hải quan

Top các ngành xuất khẩu tăng mạnh trong 5T/21 (% svck)

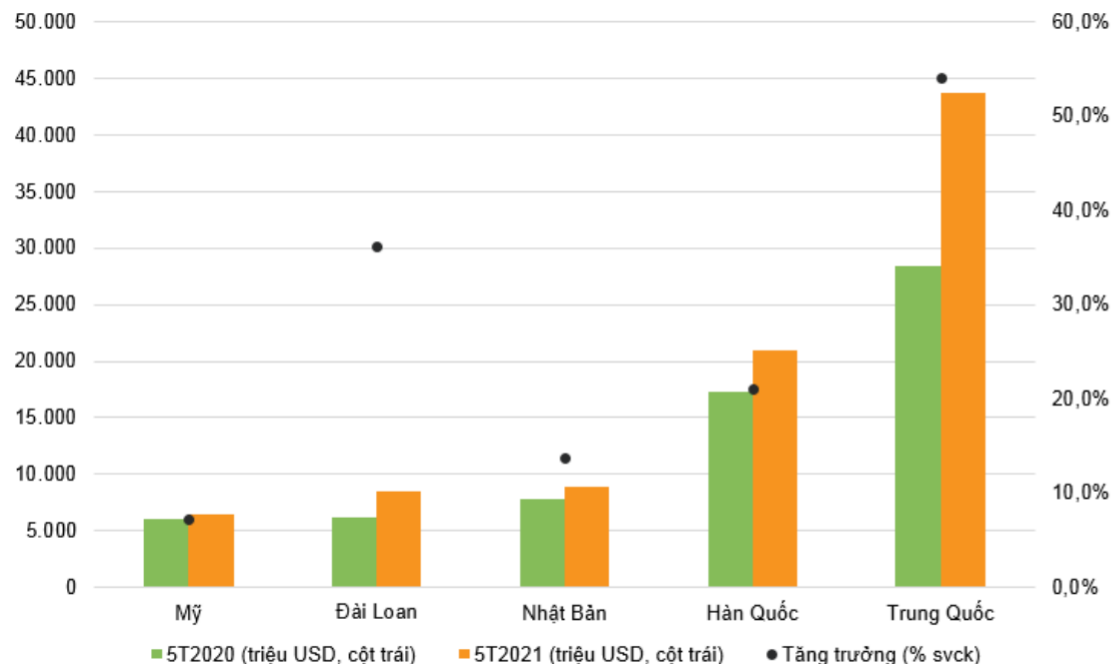


NGUỒN: Tổng cục Hải quan

- Theo Tổng cục Hải Quan (TCHQ), giá trị xuất khẩu đạt 131,1 tỷ USD trong 5T/21, ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng tới 30,9% svck (sv. mức giảm 0,9% trong 5T/20).
- Kim ngạch xuất khẩu Việt Nam sang thị trường Hoa Kỳ tăng 49,1% svck trong 5T/21, tiếp theo là thị trường Trung Quốc

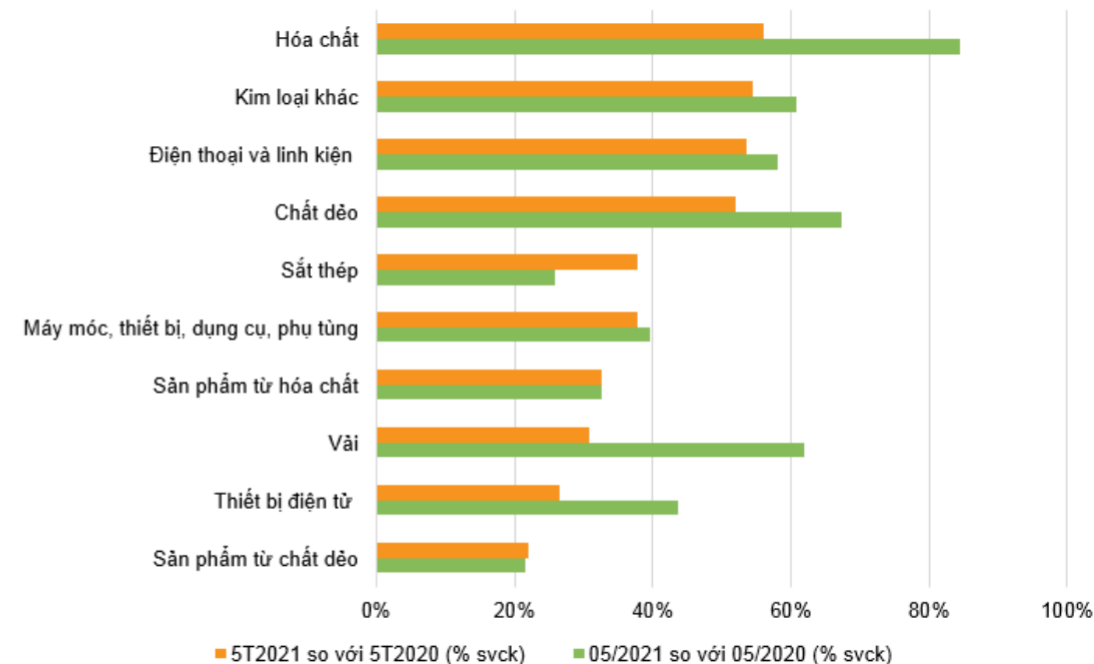
(+ 27,0% svck).

Nhập khẩu từ Trung Quốc tăng mạnh trong 5T/21



NGUỒN: TCTK

Tăng trưởng 10 mặt hàng nhập siêu lớn nhất Việt Nam trong 5T/21



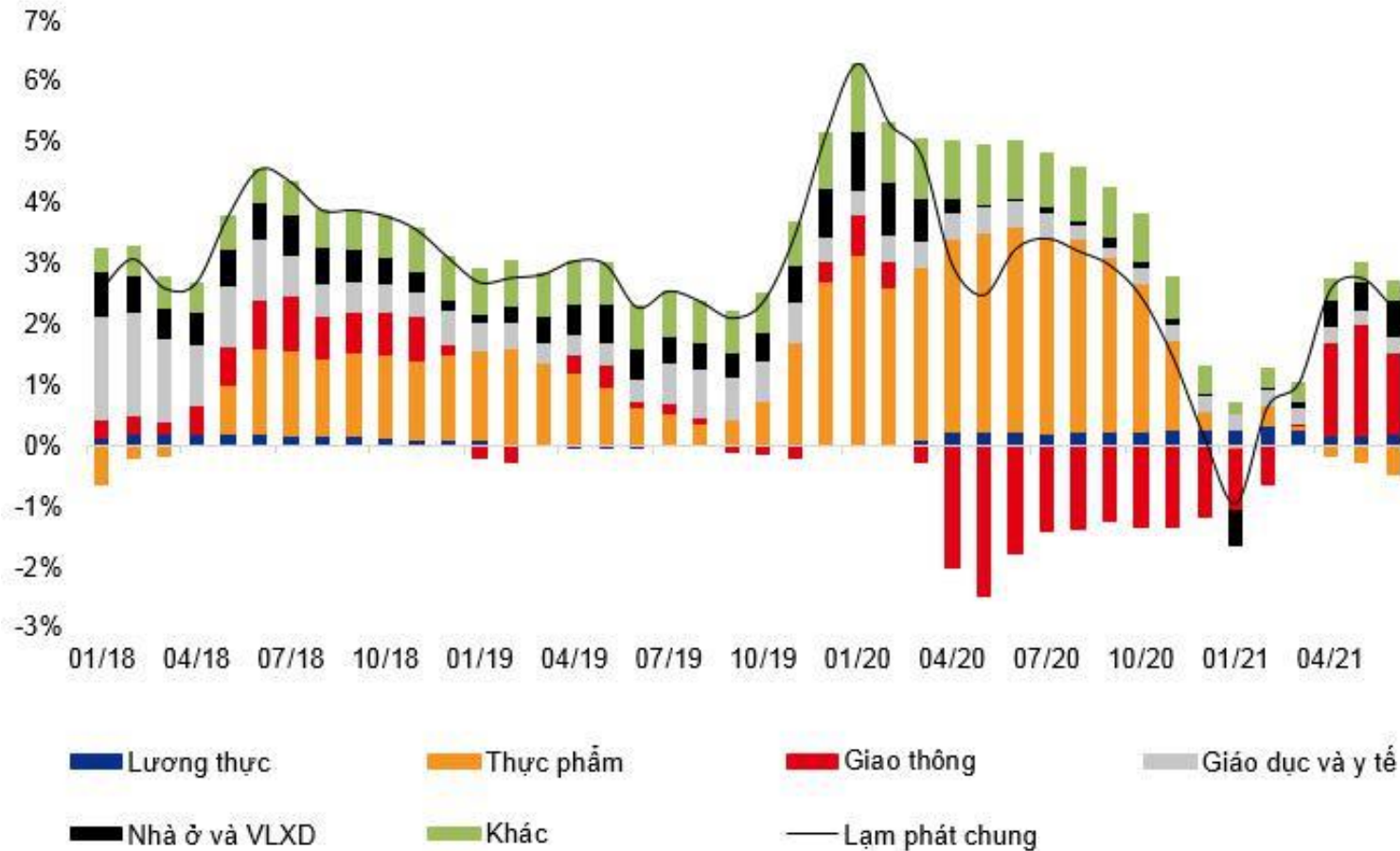
NGUỒN: TCTK

Theo TCHQ, tổng giá trị hàng hóa nhập khẩu vào Việt Nam đạt 131,6 tỷ USD, tăng 36,7% svck trong 5T/21 (so với mức -5,0% svck trong 5T/20). Như vậy, Việt Nam đã nhập siêu 473 triệu USD trong 5T/21 (sv. xuất siêu 3,9 tỷ USD trong 5T/20).

Nhập khẩu tăng mạnh trong 5T21 chủ yếu do (1) nhu cầu về nguyên liệu và sản phẩm đầu vào trong nước cao hơn, (2) nhu cầu tiêu dùng trong nước cao hơn và (3) giá các sản phẩm nhập khẩu tăng mạnh, bao gồm dầu thô, sản phẩm tinh chế và kim loại cơ bản trong 5T/21

Lạm phát tăng trở lại song song với đà phục hồi của nền kinh tế nhưng vẫn được kiểm soát tốt

Lạm phát được kiểm soát tốt



NGUỒN: TCTK

- Lạm phát được kiểm soát tốt theo mục tiêu của Chính phủ dưới 4% tuy giá dầu thô tăng cao.
- Chỉ số giá tiêu dùng bình quân (CPI) trong 6 tháng đầu năm tăng 1,5% svck, mức thấp nhất svck trong giai đoạn 2016-2021.
- Áp lực lạm phát giảm nhẹ trong 6 tháng đầu năm nhờ (1) chỉ số CPI lương thực, thực phẩm giảm do giá thịt lợn giảm mạnh, (2) nhu cầu tiêu dùng thấp và (3) các biện pháp kiểm soát lạm phát hiệu quả của Chính phủ.

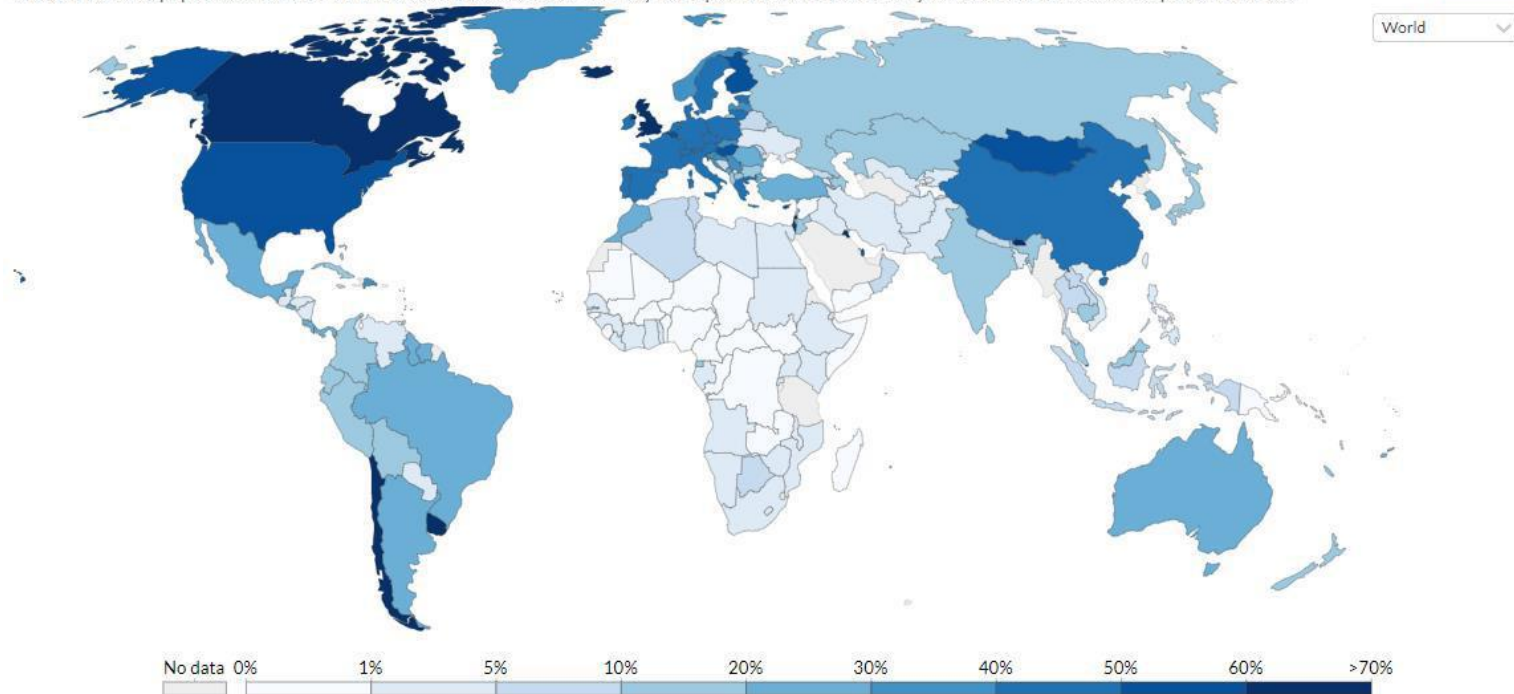
Triển vọng vĩ mô nửa sau 2021-2022

Tăng tốc phục hồi nhờ
kinh tế toàn cầu mở
cửa trở lại



Share of people who received at least one dose of COVID-19 vaccine, Jun 16, 2021

Share of the total population that received at least one vaccine dose. This may not equal the share that are fully vaccinated if the vaccine requires two doses.



Source: Official data collated by Our World in Data

CC BY

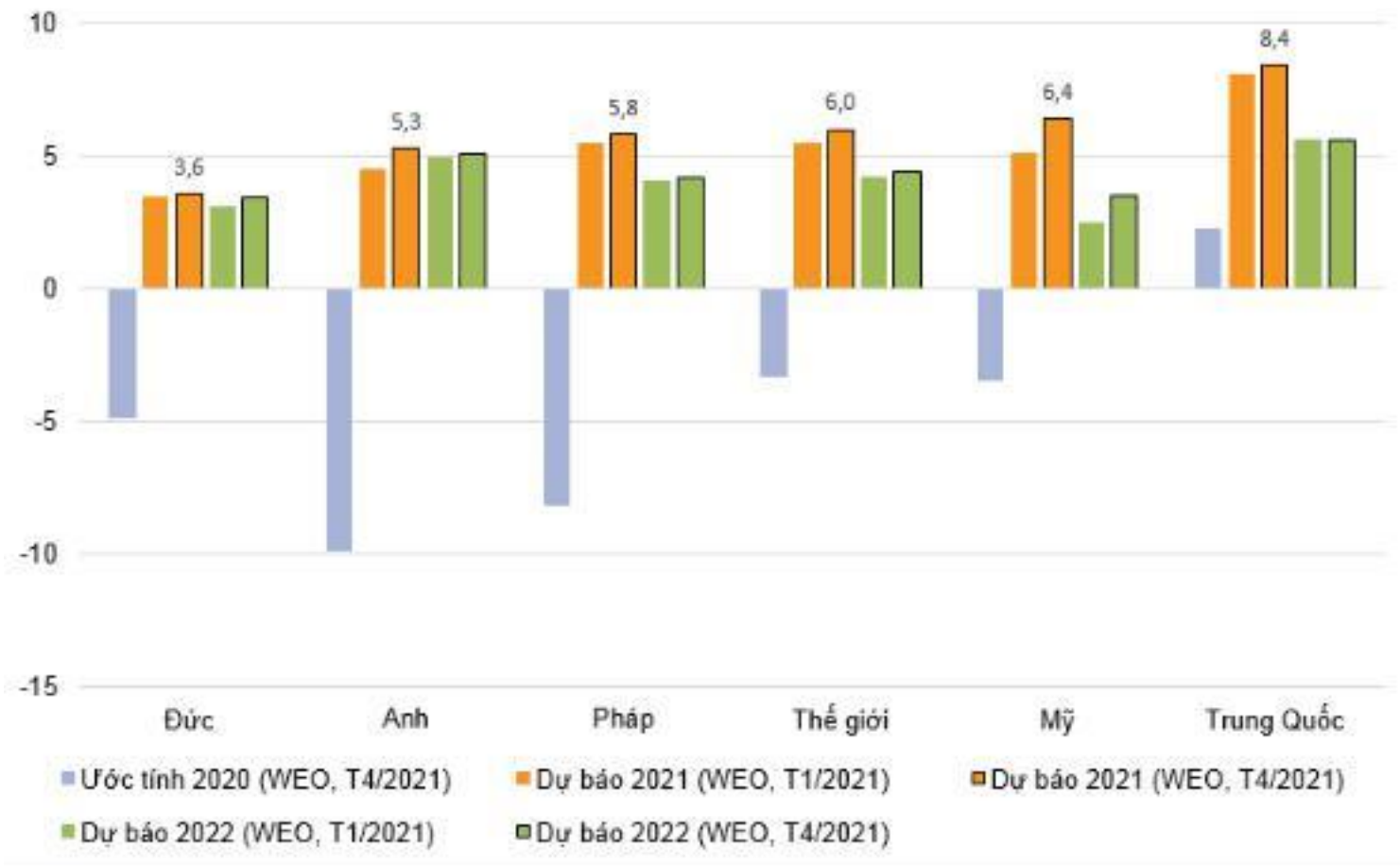
NGUỒN: WHO, Our World in Data

- Với độ phủ hiện nay của vắc-xin, chúng tôi tin rằng nền kinh tế thế giới sẽ dần thích ứng với trạng thái bình thường mới và các nền kinh tế lớn sẽ đẩy nhanh quá trình mở cửa trở lại. Ngoài ra, sự trở lại của các chuyến bay thương mại quốc tế sẽ thúc đẩy du lịch, thương mại và đầu tư giữa các quốc gia.

- Việt Nam hiện đang tăng tốc triển khai tiêm vắc xin nhằm chống lại đại dịch COVID-19. Điều này sẽ giúp ngăn chặn sự lây lan của virus corona cũng như tạo tiền đề để ngành dịch vụ phục hồi bền vững hơn. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ mở lại các chuyến bay thương mại quốc tế kể từ đầu Q4/21 và tạo cơ sở cho sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch, dịch vụ lưu trú và ăn uống và hàng không kể từ Q4/21.

Kinh tế thế giới nửa sau năm 2021-2022: Phục hồi mạnh mẽ trong thời gian tới

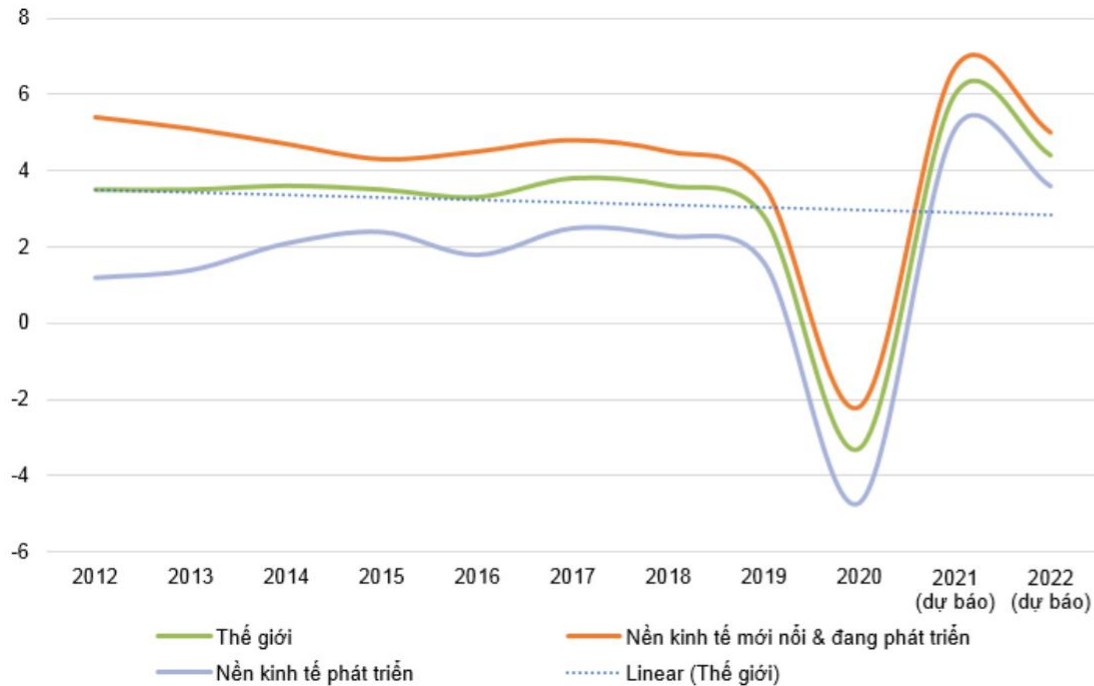
IMF nâng triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu và Mỹ nhờ có vắc xin



NGUỒN: IMF

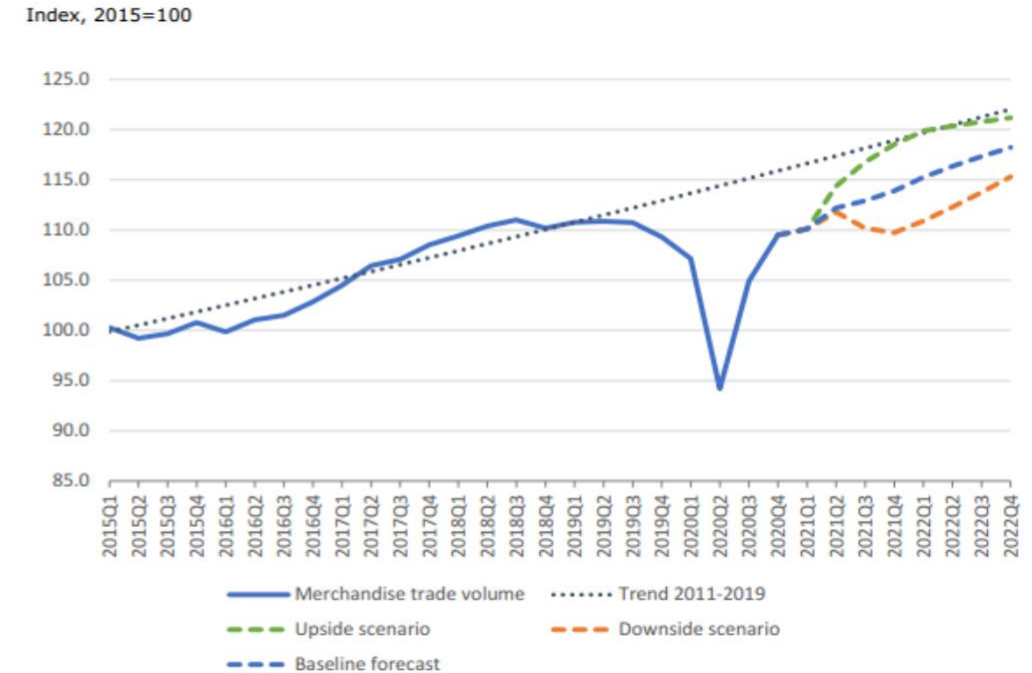
- Trong báo cáo Triển vọng Kinh tế Thế giới (WEO) được công bố vào tháng 4 năm 2021, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đã nâng dự báo tăng trưởng toàn cầu cho năm 2021 lên 6,0% từ mức dự báo 5,5% trong báo cáo trước đó vào tháng 1. Trong đó, IMF dự báo nền kinh tế Mỹ sẽ đạt mức tăng trưởng 6,4% vào năm 2021 (so với mức 5,1% trong dự báo trước đó) và nâng dự báo tăng trưởng GDP của Trung Quốc năm 2021 lên 8,4%, từ mức dự báo 8,1% trước đó.
- Bức tranh sáng hơn cho triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu nhờ có vắc xin và động thái mở rộng chính sách tài khóa.

Kinh tế thế giới dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-2022



NGUỒN: WTO

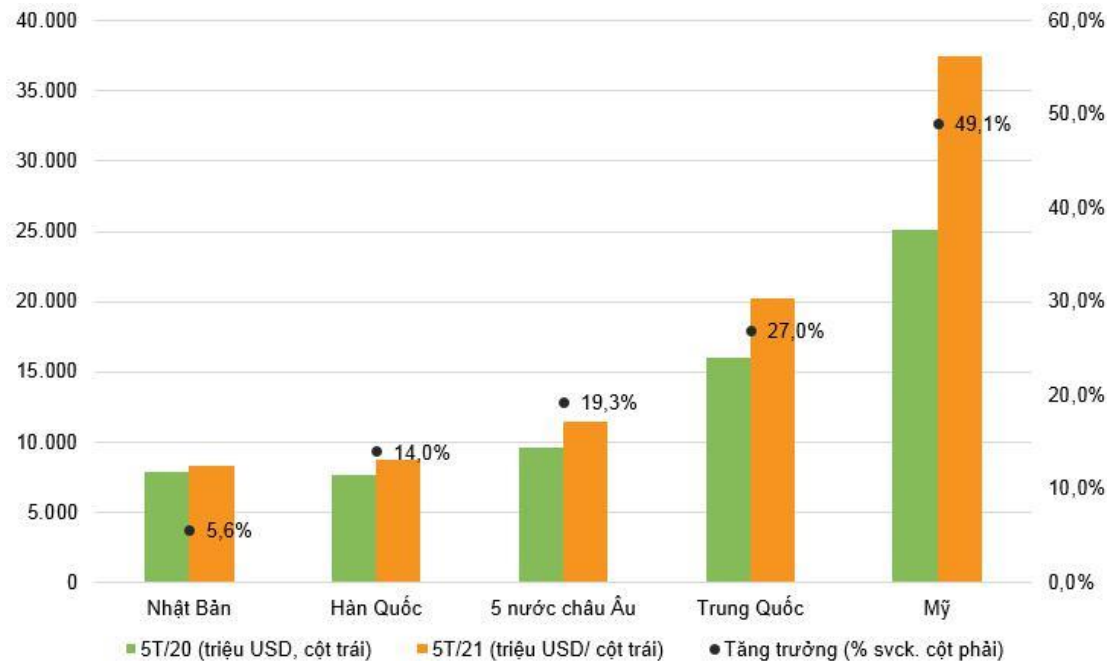
Thương mại toàn cầu đang phục hồi



NGUỒN: TCTK

- Theo báo cáo của Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) công bố ngày 31 tháng 3 năm 2021, khối lượng thương mại hàng hóa toàn cầu dự kiến sẽ tăng 8,0% svck năm 2021 (so với mức giảm 5,3% svck trong năm 2020).

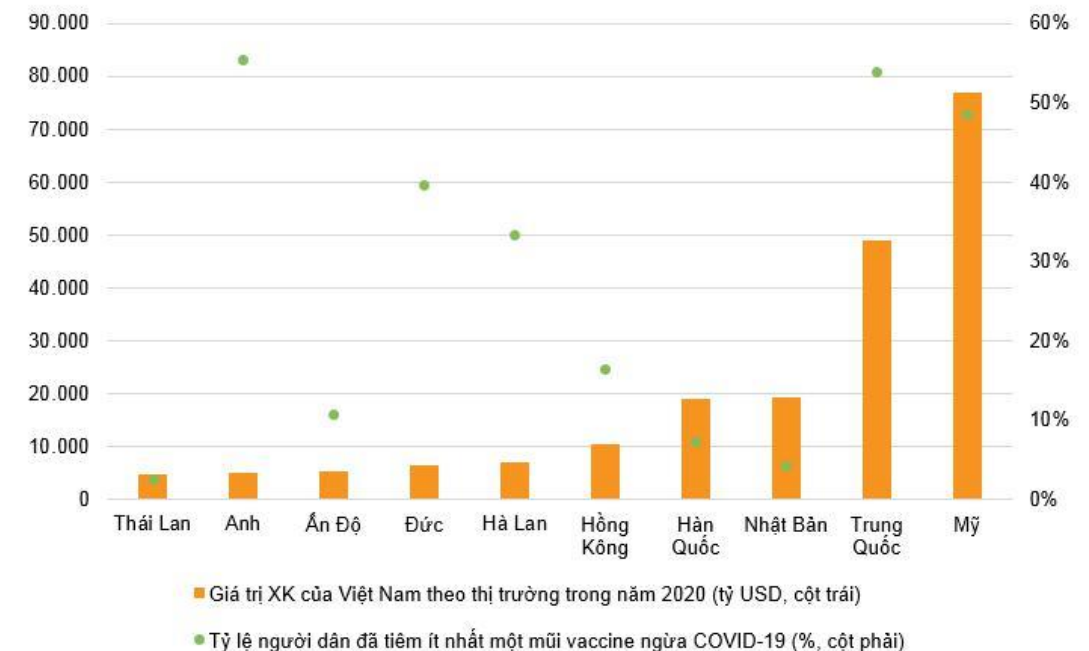
Xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường Hoa Kỳ tăng mạnh do Mỹ dần mở cửa trở lại nền kinh tế



5 nước châu Âu: bao gồm Anh, Đức, Pháp, Ý và Hà Lan

NGUỒN: TCHQ

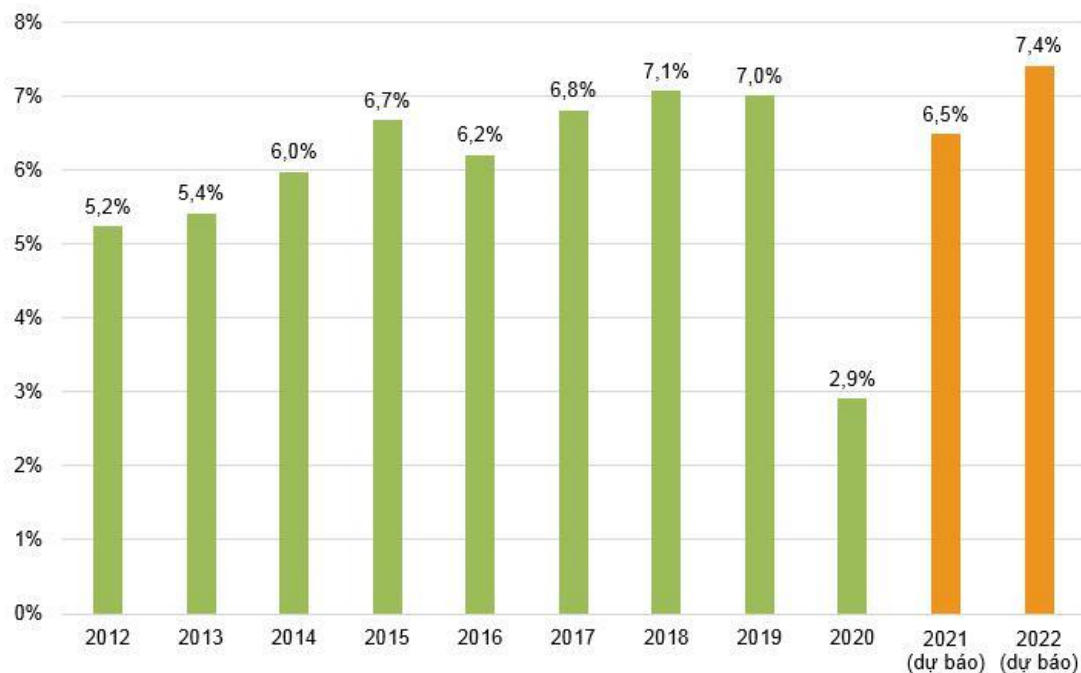
Kỳ vọng nhu cầu phục hồi đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là ở Mỹ, Anh và Trung Quốc



NGUỒN: TCHQ

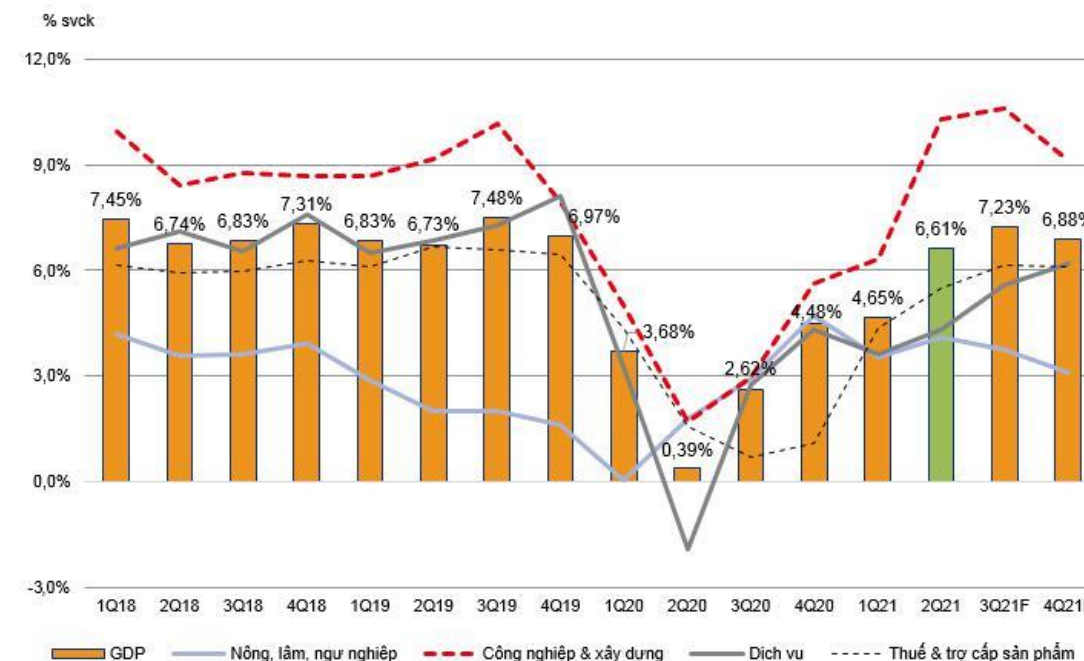
- Một số thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam đang thực hiện các bước tiếp theo để mở cửa lại nền kinh tế, bao gồm Mỹ và Anh. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đối với các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2021 nhờ nhu cầu toàn cầu phục hồi, đặc biệt là các máy móc thiết bị, đồ gỗ, dệt may và thủy sản.

Chúng tôi dự báo GDP Việt Nam sẽ đạt mức tăng 6,5% trong năm 2021



NGUỒN: TCTK

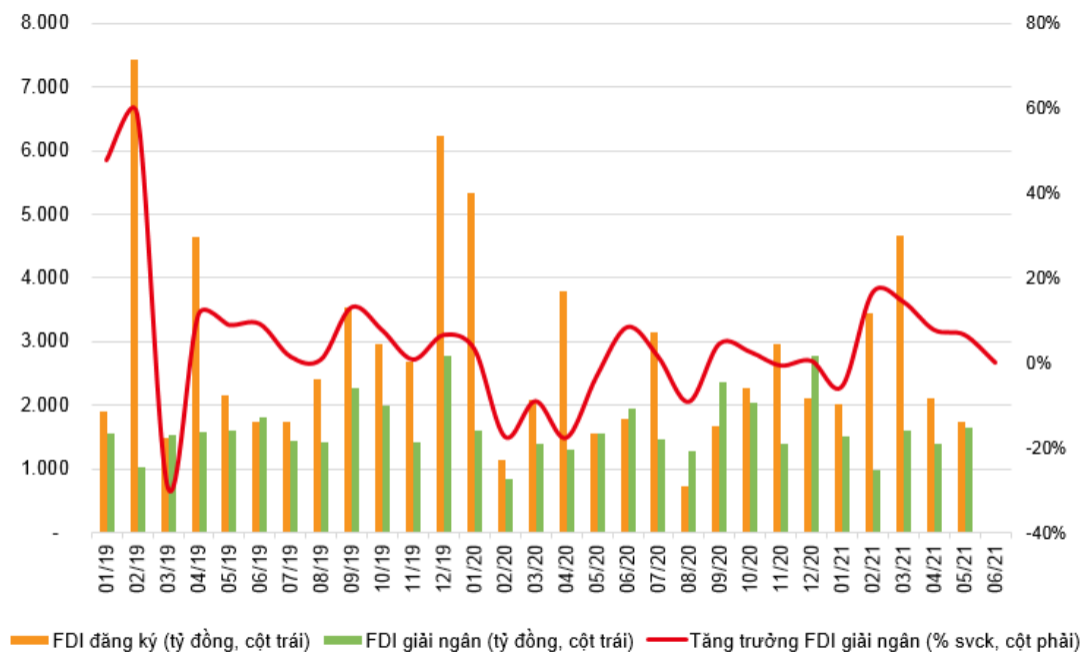
Chúng tôi kỳ vọng GDP Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong nửa cuối năm 2021



NGUỒN: TCTK

- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam đạt mức tăng 7,0% svck trong 6 tháng cuối năm 2021 (sv. mức tăng 2,6% trong 6T/20), qua đó kéo mức tăng trưởng cả năm 2021 lên 6,5% svck.
- Các yếu tố hỗ trợ cho mức tăng trưởng GDP cao hơn cho nửa cuối năm 2021 bao gồm: (1) mở rộng sản xuất nhờ nhu cầu phục hồi tại Hoa Kỳ và EU, (2) kỳ vọng ngành dịch vụ sẽ phục hồi hậu COVID-19 cùng với việc tiêm vắc xin được triển khai mạnh mẽ hơn tại Việt Nam

Dòng vốn FDI dần phục hồi



NGUỒN: MPI

Top các dự án FDI lớn trong 6 tháng đầu năm

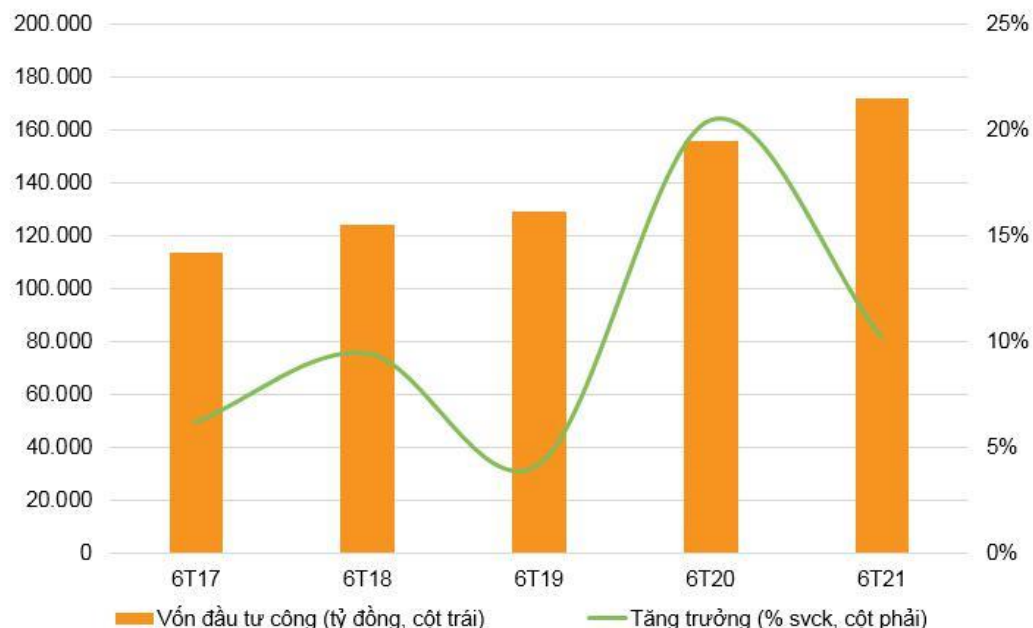
Dự án FDI	Ngành	Vốn đăng ký (tỷ USD)	Tỉnh/Thành phố
Dự án điện khí (LNG) Long An 1, 2	Năng lượng	3,1	Long An
Dự án nhiệt điện Ô Môn 2	Năng lượng	1,3	Cần Thơ
Dự án mở rộng nhà máy LG tại Hải Phòng	Chế biến chế tạo	0,8	Hải Phòng
Nhà máy Polytex Far Eastern Vietnam	Chế biến chế tạo	0,6	Bình Dương
Nhà máy Jinko Solar PV Vietnam	Chế biến chế tạo	0,5	Quảng Ninh
Dự án mở rộng nhà máy chế tạo lớp Radian	Chế biến chế tạo	0,3	Tây Ninh
Dự án của Foxconn	Chế biến chế tạo	0,3	Bắc Giang
Dự án Fukang Technology	Chế biến chế tạo	0,3	Bắc Giang
Dự án JA Solar PV Vietnam	Chế biến chế tạo	0,2	Bắc Giang

NGUỒN: TCTK

Theo TCTK, vốn đăng ký của các dự án FDI trong 6T/21 giảm 2,6% svck xuống còn 15,3 tỷ USD, cải thiện từ mức giảm 15,2% trong 6 tháng đầu năm.

Vốn thực hiện của các dự án FDI đạt 9,2 tỷ USD, tăng 6,8% svck (sv. mức giảm 4,9% của năm 2020).

Vốn đã giải ngân tăng 14,2% svck trong 5T/21



NGUỒN: TCTK

11 tiểu dự án ở phía Đông đường cao tốc Bắc Nam và đường cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ

Expressway	Total investment (VNDbn)	Length of the route (km)	Starting time	Financing format
Cao Bo - Mai Son	1,612	15	4Q19	Public investment
Cam Lo - La Son	7,900	98	1Q20	Public investment
My Thuan Bridge 2	5,125	7	1Q20	Public investment
Mai Son - National Highway 45	14,703	63	3Q20	Public investment
Vinh Hao - Phan Thiet	19,648	101	3Q20	Public investment
Phan Thiet - Dau Giay	19,571	99	3Q20	Public investment
Dien Chau - Bai Vot	13,596	50	2021-2025	PPP
Nha Trang - Cam Lam	5,131	49	2021-2025	PPP
Cam Lam - Vinh Hao	15,013	78	2021-2025	PPP
National Highway 45 - Nghi Son	7,769	43	2021-2025	PPP
Nghi Son - Dien Chau	8,648	50	2021-2025	PPP
Total	118,716	653		
My Thuan - Can Tho	4,758	23	3Q20	Public investment

NGUỒN: TCTK

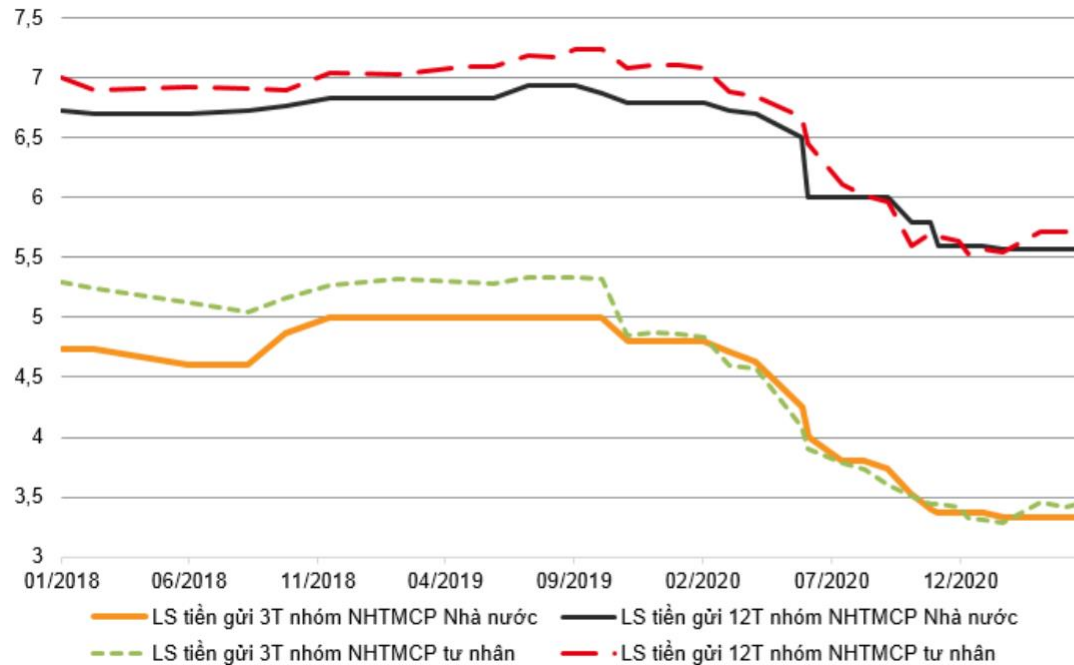
Theo TCTK, giải ngân vốn đầu tư từ ngân sách nhà nước (đầu tư công) trong T6/21 giảm 4,5% svck (+12,0% sv. tháng trước), đạt 38,4 nghìn tỷ đồng. Trong 6 tháng đầu năm, vốn nhà nước giải ngân tăng 10,2% svck lên mức 171,9 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng tốc độ giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2021-2022 khó có thể duy trì mức tăng trưởng đột biến như năm 2020 (+ 34,5% svck), tuy nhiên, vẫn sẽ duy trì mức tăng trưởng dương khoảng 8-12% svck trong giai đoạn 21-22.

Lãi suất duy trì ổn định trong 6 tháng đầu năm nhưng có khả năng nhích tăng trong nửa cuối năm 2021

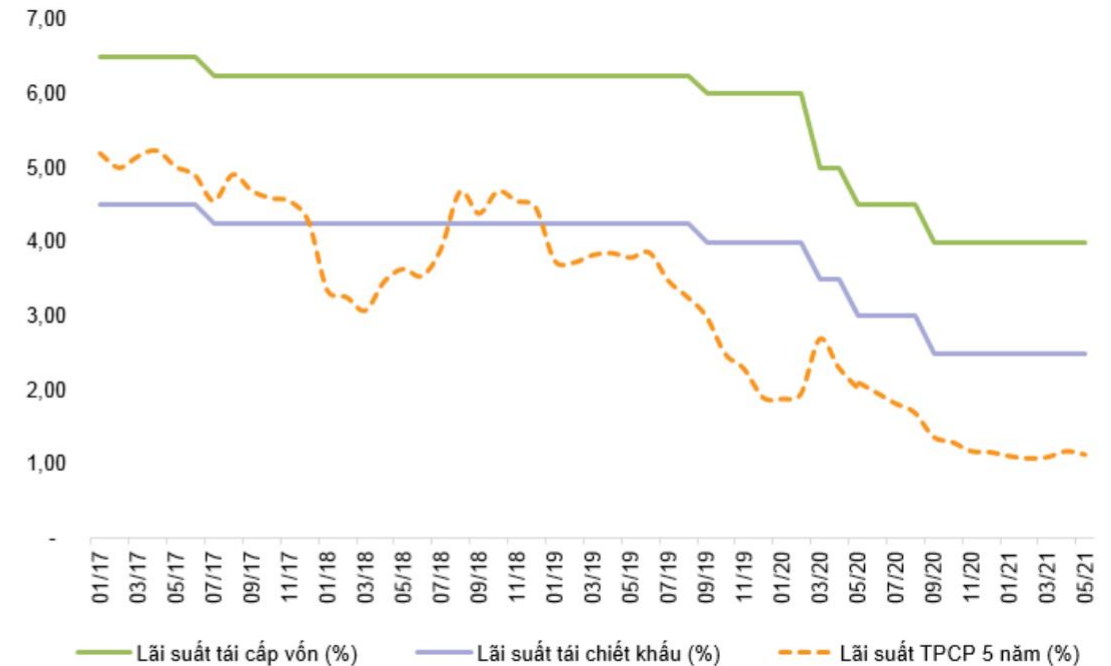
20

Lãi suất tiền gửi đi ngang



NGUỒN: TCTK

Lãi suất điều hành ở mức ổn định



NGUỒN: TCTK

Mặt bằng lãi suất tiền gửi gần như không thay đổi. Cụ thể, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân ở mức 5,7% vào cuối tháng 5/2021, tương đương mức cuối năm 2020.

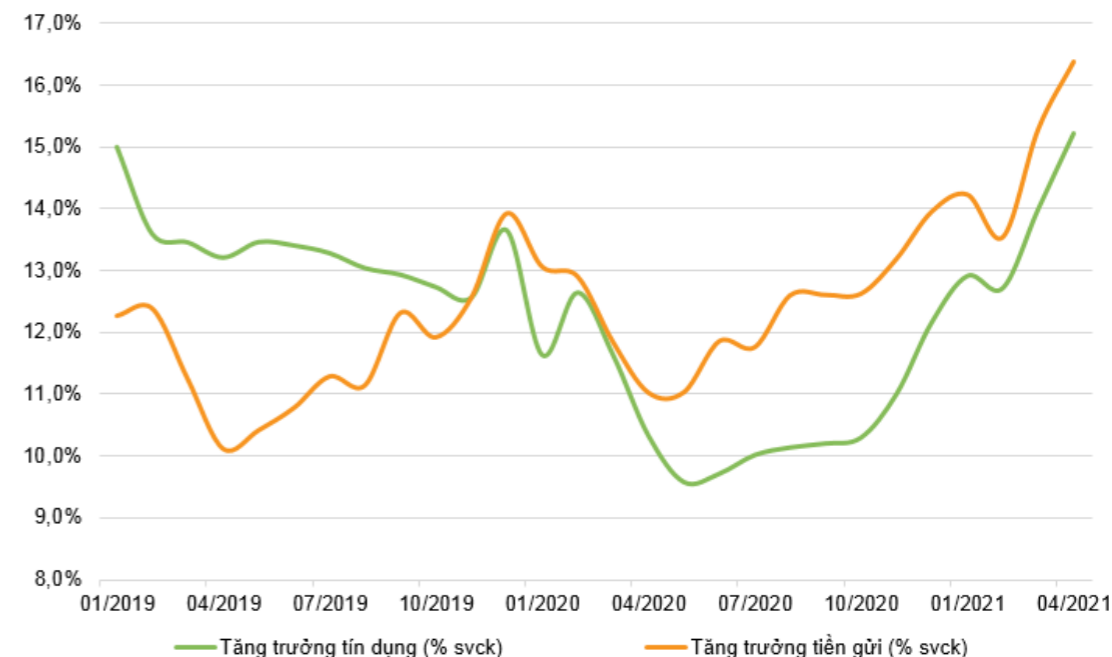
Chúng tôi nhận thấy lãi suất tín dụng tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm.

Lãi suất liên ngân hàng tăng nhẹ từ mức nền thấp



NGUỒN: SBV

Tăng trưởng tín dụng sv. tiền gửi (01/2019- 04/2021)

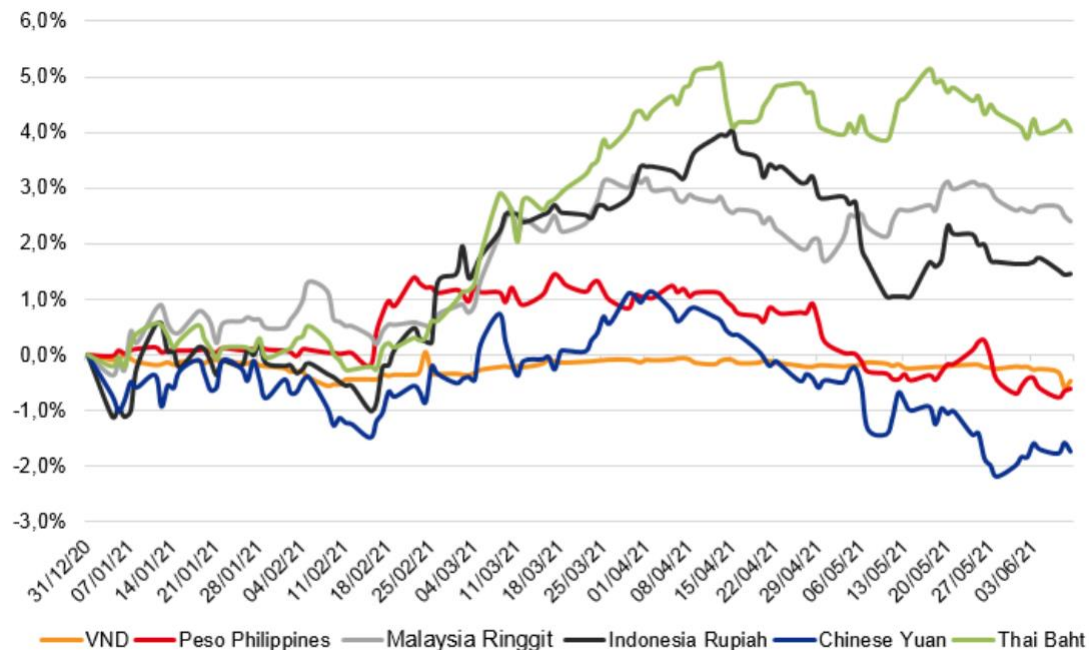


NGUỒN: SBV

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi sẽ tăng nhẹ 25-30 điểm phần trăm trong nửa cuối năm 2021 do (1) nhu cầu tín dụng tăng nhờ sự phục hồi của nền kinh tế, (2) áp lực lạm phát cao hơn về cuối năm và (3) các ngân hàng thương mại cần duy trì mức lãi suất hấp dẫn để cạnh tranh huy động vốn với các kênh đầu tư khác như bất động sản, chứng khoán.

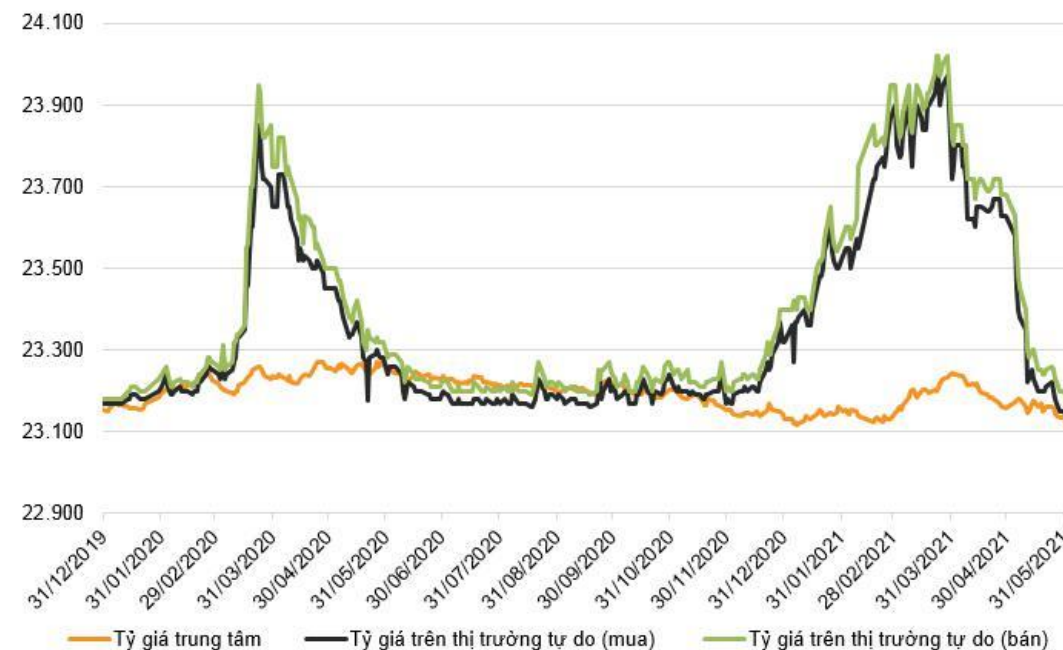
Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất tín dụng sẽ duy trì ở mức ổn định cho đến hết năm 2021 nhằm hỗ trợ tăng trưởng.

Đồng Rmb tăng 1,7%, trong khi VND nhích 0,5% so với USD (dữ liệu tính đến ngày 9 tháng 6 năm 2021)



NGUỒN: BLOOMBERG

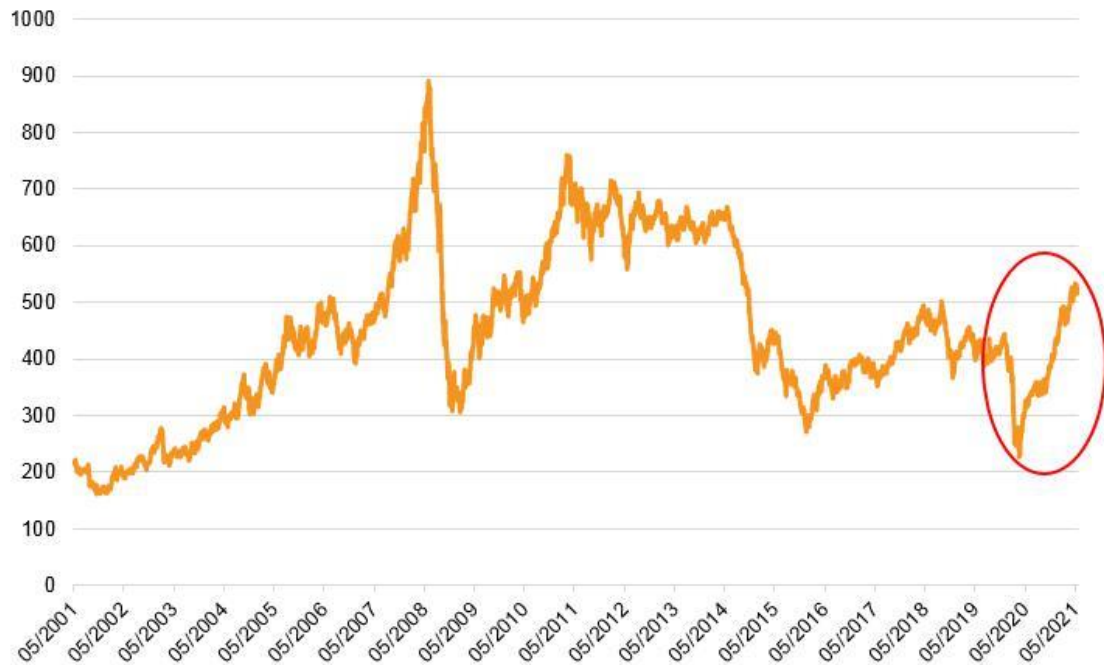
USD/VND giảm do đồng USD suy yếu (US\$/VND)



NGUỒN: NHNN

Dự trữ ngoại hối hiện đạt 100 tỷ đô la Mỹ, dựa trên ước tính của chúng tôi, tương đương kim ngạch nhập khẩu bốn tháng và chiếm gần một phần ba GDP. Các yếu tố ngăn đà tăng giá của tiền Đồng so với đồng USD trong 6 tháng cuối năm 2021 bao gồm: (1) USD có thể giành lại vị thế từ Quý 3/21 sau khi FED có ý định thu hẹp dần gói nới lỏng định lượng (QE) kể từ đầu năm 2022; (2) lạm phát trong nước tăng trở lại và (3) thâm hụt thương mại 473 triệu đô la Mỹ trong 5 tháng đầu năm. Mặc dù chúng tôi cho rằng tiền Đồng tiếp tục được hỗ trợ bởi nền tảng vĩ mô vững chắc và sự phục hồi của dòng vốn FDI, tuy nhiên quan điểm lạc quan đối với sự tăng giá của tiền Đồng vào đầu năm nay giờ đã trở nên trung lập hơn.

Chỉ số S&P GSCI tăng mạnh sau khi chạm đáy vào T3/20



NGUỒN: Tổng cục Hải quan

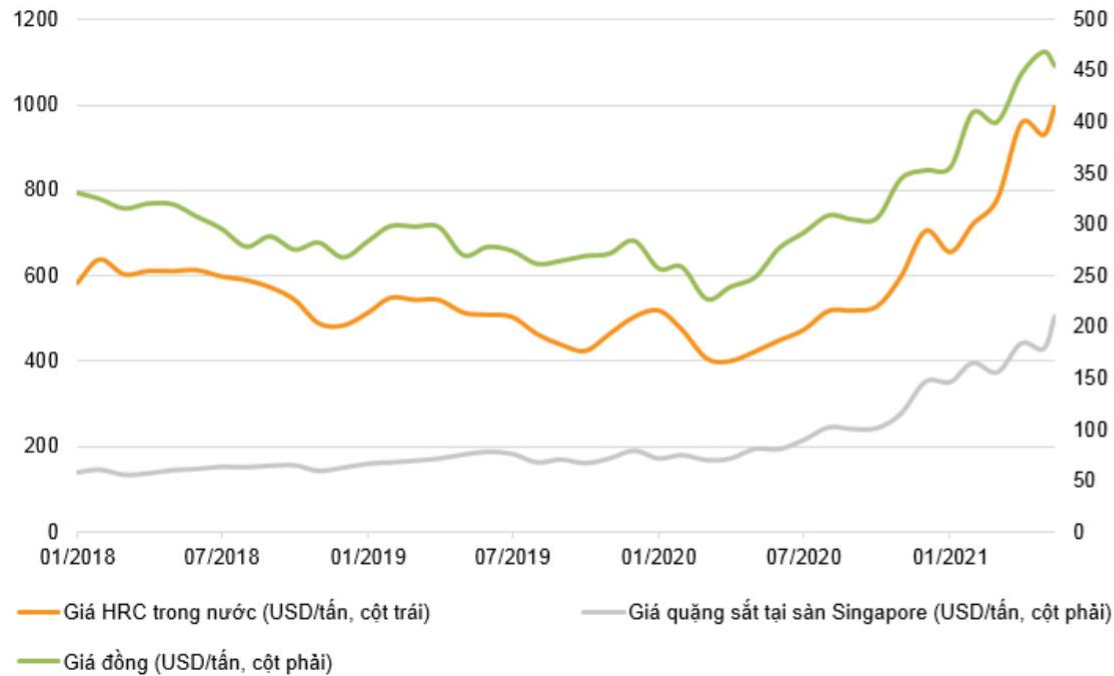
Giá dầu thô Brent tăng tới trên mức US\$70/thùng do thiếu cung trong khi nhu cầu hồi phục



NGUỒN: Tổng cục Hải quan

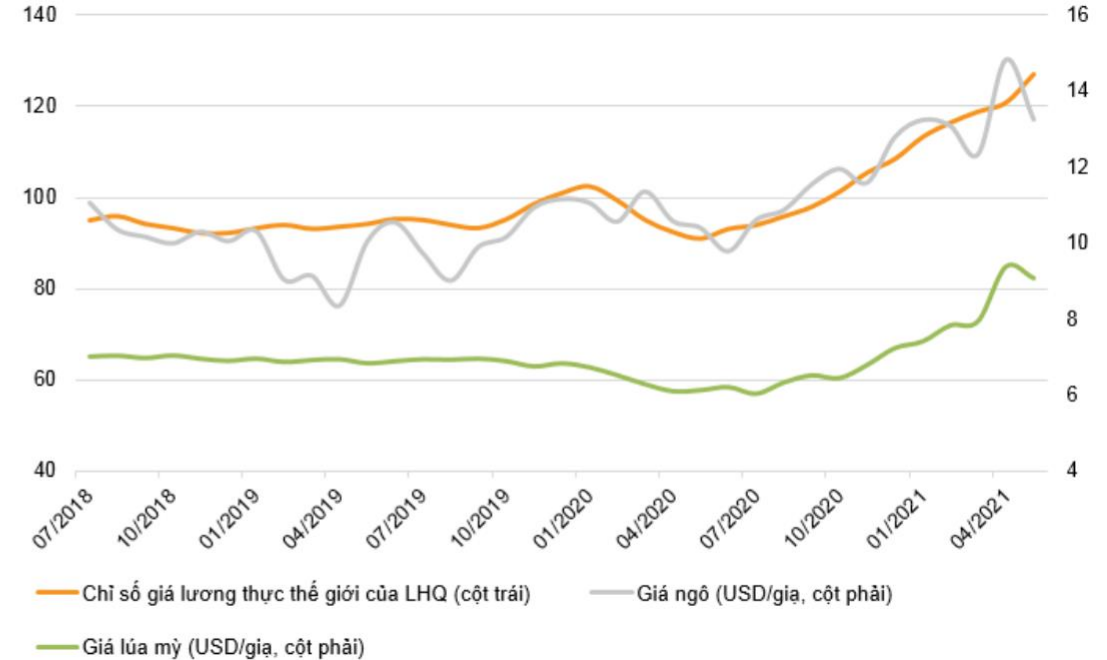
- Chỉ số S&P GSI, một trong những chỉ số chính về biến động giá cả hàng hóa toàn cầu, đã tăng mạnh kể từ T11/21, đạt 533,7 điểm vào ngày 4 tháng 6 năm 2021, mức cao nhất kể từ tháng 11 năm 2014 do (1) thiếu cung trong bối cảnh đại dịch COVID-19 tiếp tục bùng phát, (2) xu hướng nới lỏng tiền tệ toàn cầu (3) kỳ vọng kinh tế thế giới phục hồi mạnh mẽ sau khi tiêm vắc xin, (4) nhu cầu tiêu dùng phục hồi.
- Giá dầu thô Brent đạt US\$74,4/thùng vào ngày 16/6/2021, mức cao nhất kể từ T4/19

Giá kim loại tăng mạnh kể từ đầu năm 2021



NGUỒN: Tổng cục Hải quan

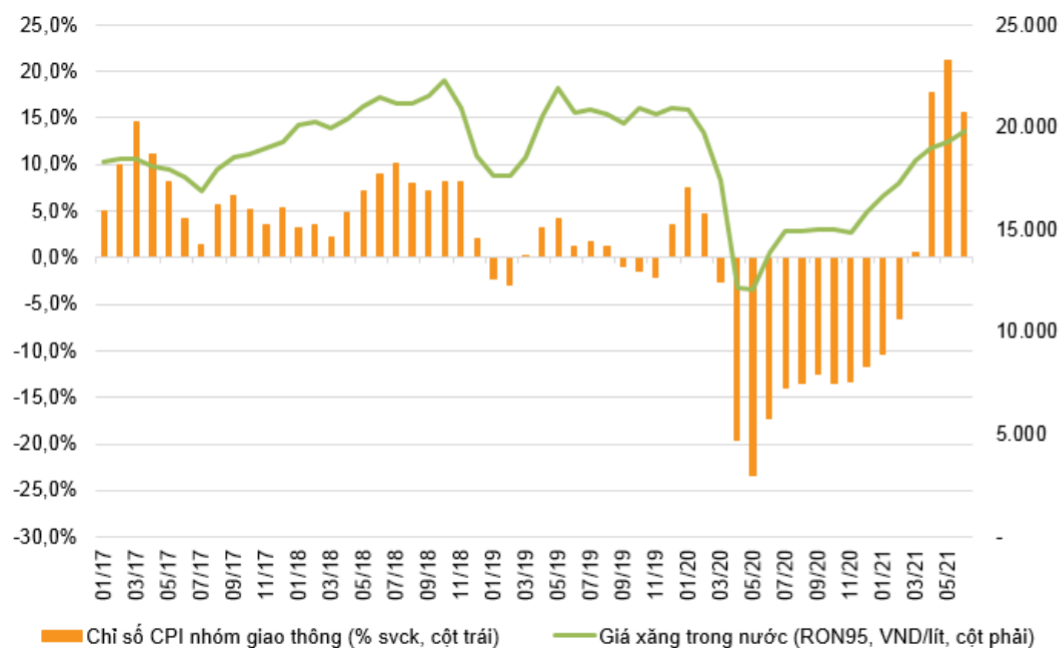
Giá lương thực tăng do nguồn cung bị gián đoạn do dịch COVID-19



NGUỒN: Tổng cục Hải quan

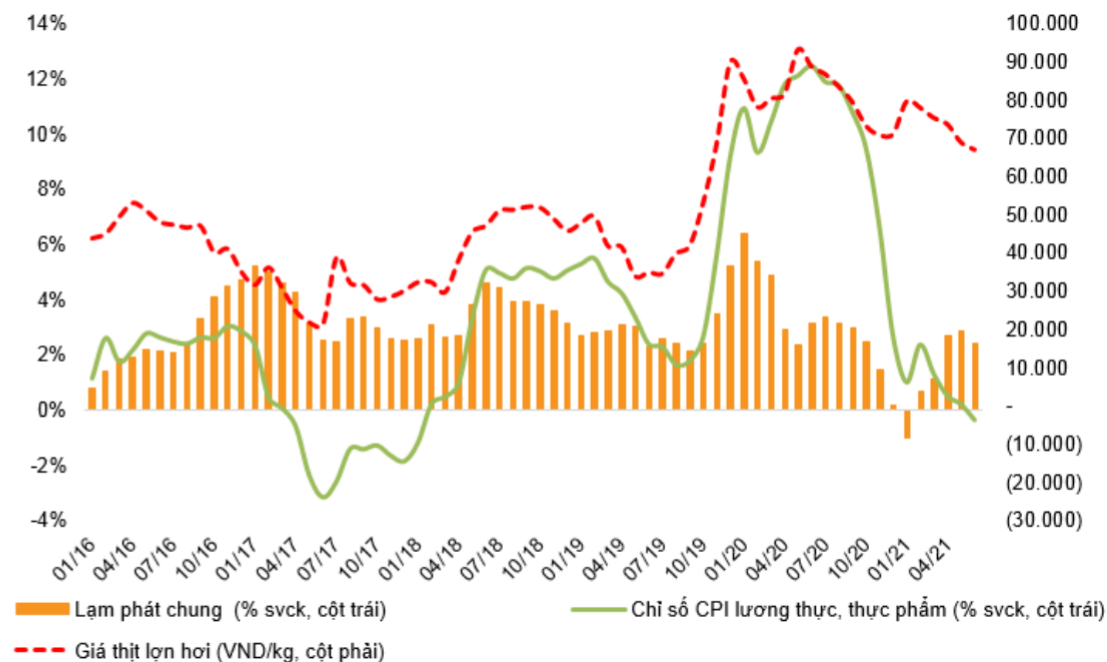
- Triển vọng của các công ty dầu khí về cuối năm sáng hơn nhờ giá dầu thô tăng mạnh. Ngược lại, những công ty có nguyên liệu đầu vào phụ thuộc vào giá dầu có thể gặp rủi ro cao khi giá dầu tiếp tục leo thang.
- Các công ty xuất khẩu thép, cao su và nông sản vẫn được hưởng lợi từ giá hàng hóa tăng.

Chỉ số CPI giao thông tiếp tục tăng do giá dầu thô tăng mạnh



NGUỒN: TCTK

Chỉ số CPI lương thực giảm do giá thịt lợn giảm



NGUỒN: TCTK

Lạm phát Việt Nam có thể được kiểm soát trong nửa cuối năm 2021 nhờ (1) chỉ số CPI lương thực giảm trong bối cảnh giá thịt lợn giảm và (2) Chính phủ áp dụng các biện pháp kiểm soát lạm phát hiệu quả như giảm giá điện, hạn chế xuất khẩu nguyên liệu thô. Chúng tôi giữ nguyên dự báo CPI bình quân năm 2021 tăng 2,9% svck.

Triển vọng tươi sáng hơn cho nửa cuối năm 2021

Các chỉ báo vĩ mô chính trong năm 2021

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021 (dự báo)	2022 (dự báo)
Tăng trưởng GDP	% svck	7,08	7,01	2,91	6,49	7,42
Tăng trưởng xuất khẩu	% svck	13,3	8,4	6,5	15,0	11,0
Tăng trưởng nhập khẩu	% svck	11,8	6,9	3,6	18,0	10,5
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	13,9	17,0
Cán cân thanh toán	tỷ USD	5,8	12,8	12,7	6,1	11,3
Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP	% GDP	1,9	3,8	3,7	1,6	2,8
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55,1	79,0	95,0	112,0	127,9
Dự trữ ngoại hối trên GDP	% GDP	17,9	23,8	27,8	30,0	31,4
Số tháng nhập khẩu	tháng	2,8	3,7	4,3	4,3	4,5
Lạm phát bình quân	% svck	3,5	2,8	3,2	2,9	3,4
Tăng trưởng tín dụng	% từ đầu năm	13,9	13,7	12,1	13,0	13,0
Dư nợ tín dụng trên GDP	% GDP	103,9	107,1	115,7	120,0	122,8
Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán	% từ đầu năm	12,4	14,8	14,7	12,5	13,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,3	6,0	4,0	4,0	4.25-4.5
Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm)	%	6,8	6,8	5,7	5,9	6,3
Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm)	%	5,1	3,4	2,4	2,4	2,8
Tỷ giá (USD/VND)	% svck	1,8	1,4	0-1.0	+/-0.5	0-1.0
Thâm hụt ngân sách	% GDP	-2,2	-2,7	-3,1	-3,5	-3,3
Nợ công	% GDP	46,6	43,4	45,0	44,6	43,8

NGUỒN: TCTK, NHNN, Bộ Tài chính

- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 6,5% so với cùng kỳ vào năm 2021 (thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi là 6,7%)
- Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ duy trì thặng dư thương mại, thặng dư tài khoản vãng lai và tiếp tục tăng dự trữ ngoại hối lên mức 112 tỷ USD vào cuối năm 2021
- Rủi ro trong nước bao gồm áp lực lạm phát tăng lên và việc chậm triển khai tiêm vắc-xin ngừa COVID-10 có thể khiến Việt Nam chậm mở cửa trở lại toàn bộ nền kinh tế và đánh mất lợi thế cạnh tranh vào tay các quốc gia khác trong khu vực.
- Rủi ro từ bên ngoài:
- FED dự kiến thu hẹp gói nới lỏng định lượng (QE) kể từ đầu năm 2020 có thể ảnh hưởng đến triển vọng kinh tế của các nước mới nổi và đang phát triển, trong đó có Việt Nam
- Rủi ro địa chính trị đã tăng lên trong Quý 2/21 khi xung đột gia tăng ở Trung Đông và căng thẳng giữa Trung - Mỹ lạm trầm trọng thêm tình trạng thiếu chip bán dẫn trên toàn cầu.

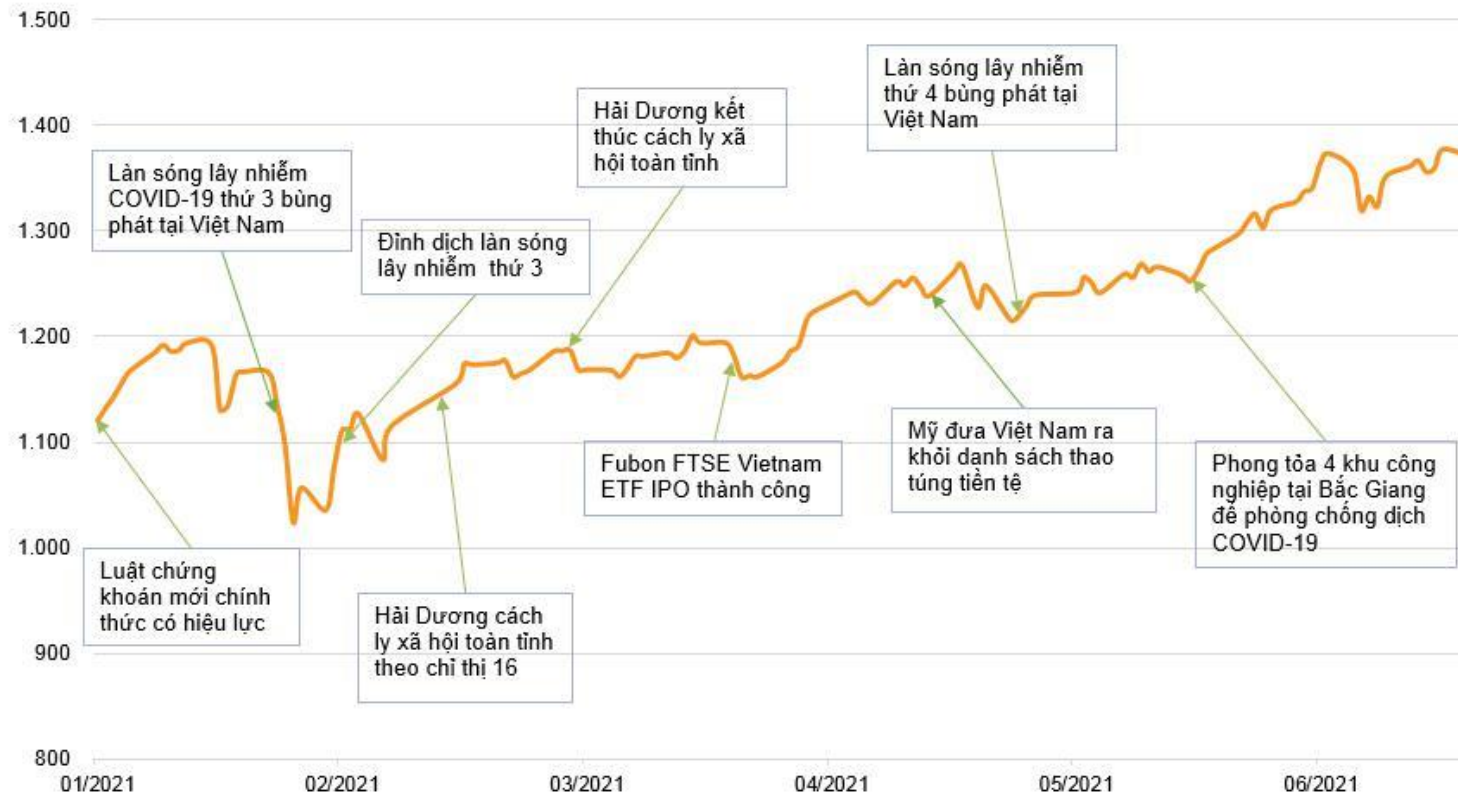
Diễn biến TTCK Việt Nam 6T2021

Kỳ vọng trở thành hiện
thực



VN-INDEX liên tục lập đỉnh cao mới

Chỉ số VN-Index tăng 24,3% kể từ đầu năm lên áp sát ngưỡng 1.400 điểm



Nguồn: BLOOMBERG, dữ liệu ngày 21/06/2021

- Các chỉ số chứng khoán Việt Nam tăng trưởng rất ấn tượng trong 6 tháng đầu năm 2021.
- Tính đến cuối phiên ngày 21/06/2021, chỉ số VN-INDEX đạt mức 1.372,63pts, tăng 24,3% sv cuối năm 2020.
- Chỉ số HNX-INDEX và UPCOM-INDEX tăng, lần lượt là 55,7% và 20,5% sv cuối năm 2020.
- Đà tăng ấn tượng của TTCK Việt Nam được thúc đẩy bởi (1) triển vọng tươi sáng của nền kinh tế sau đại dịch, (2) môi trường lãi suất thấp giúp TTCK tăng sức hút đối với nhà đầu tư cá nhân trong nước.

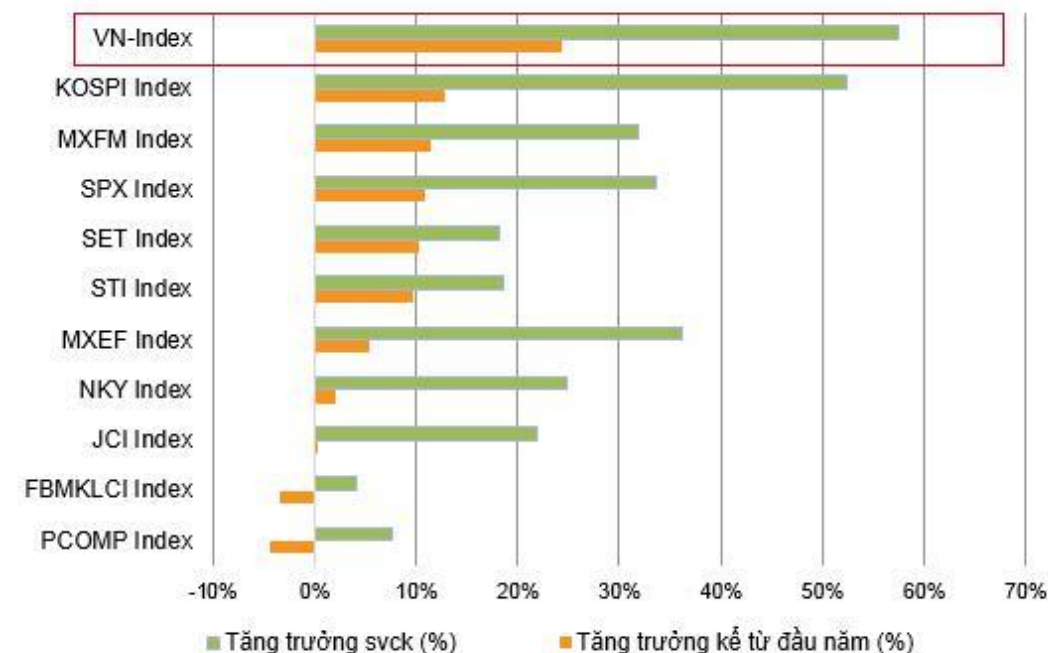
Chỉ số VN-INDEX ghi nhận mức tăng trưởng năm cao nhất trong vòng một thập kỷ **6 tháng đầu**



*dữ liệu ngày 21/06/2021

Nguồn: BLOOMBERG

TTCK Việt Nam tăng vượt trội so với các nước trong khu vực và nhóm thị trường cận biên của MSCI

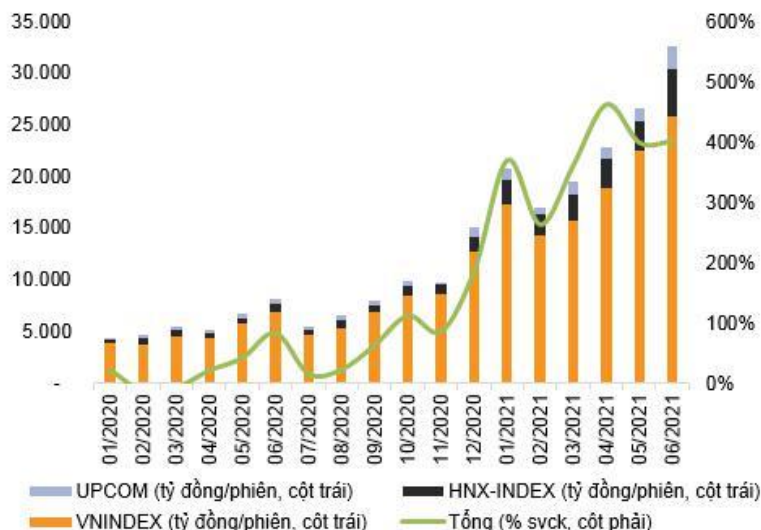


Nguồn: BLOOMBERG

Thanh khoản thị trường tăng mạnh nhờ dòng vốn từ các nhà đầu tư cá nhân trong nước

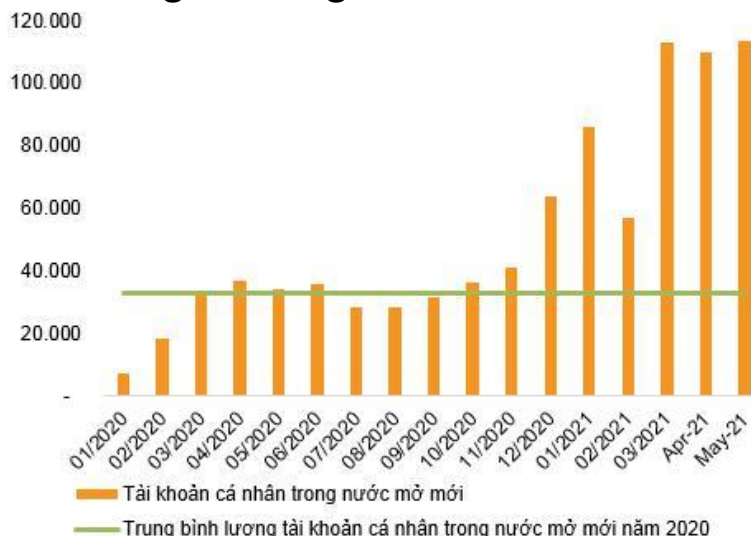
30

Thanh khoản 6T2021 tăng mạnh nhờ dòng vốn của các NĐT cá nhân trong nước



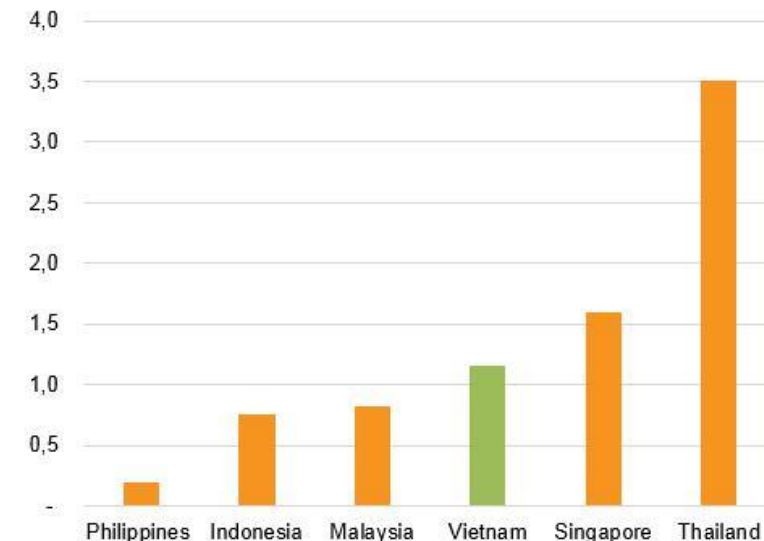
Nguồn: BLOOMBERG

Số lượng tài khoản mở mới của các NĐT cá nhân trong nước bùng nổ trong 5 tháng đầu năm 2021



Nguồn: TTLKCK

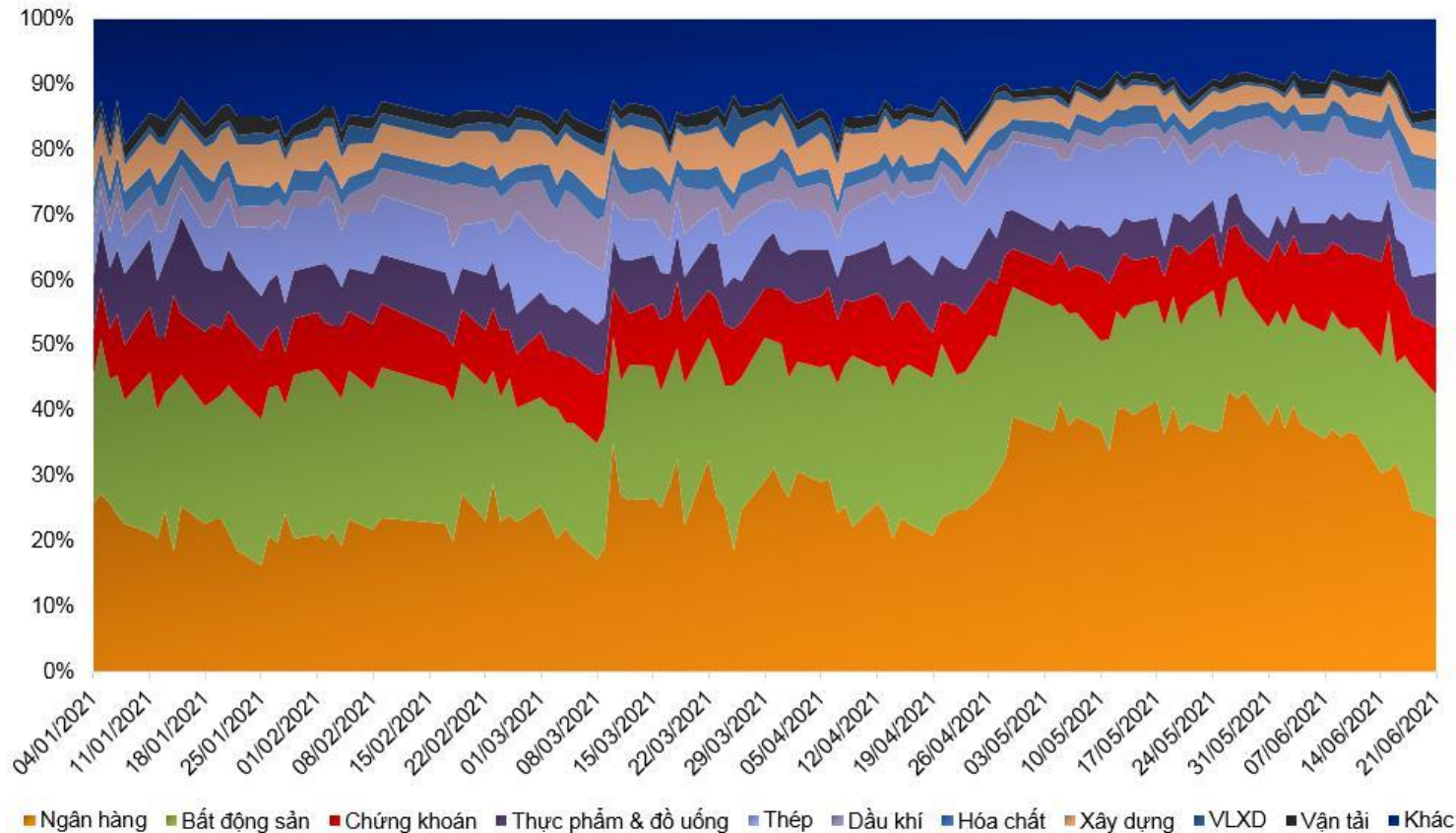
Thanh khoản của TTCK Việt Nam sv các TTCK trong khu vực ĐNÁ



Nguồn: các Sở giao dịch chứng khoán tại ĐNÁ

Giá trị giao dịch (trên HOSE, HNX và UPCOM) đạt trung bình 1 tỷ USD/phiên trong 6T2021, tăng gấp 4 lần sv cùng kỳ năm trước nhờ dòng vốn của NĐT cá nhân trong nước đổ mạnh vào TTCK. Theo Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD), số lượng tài khoản của NĐT nội đạt 3,1 triệu tài khoản tại thời điểm cuối tháng 5/2021, tăng thêm 480.490 tài khoản kể từ đầu năm (tương đương 122% tổng số tài khoản mở mới của NĐT cá nhân trong nước trong cả năm 2020. Tính trung bình, có khoảng 95.971 tài khoản mở mới của NĐT cá nhân trong nước mỗi tháng trong 5 tháng đầu năm 2021, gấp 3,7 lần sv cùng kỳ năm 2020.

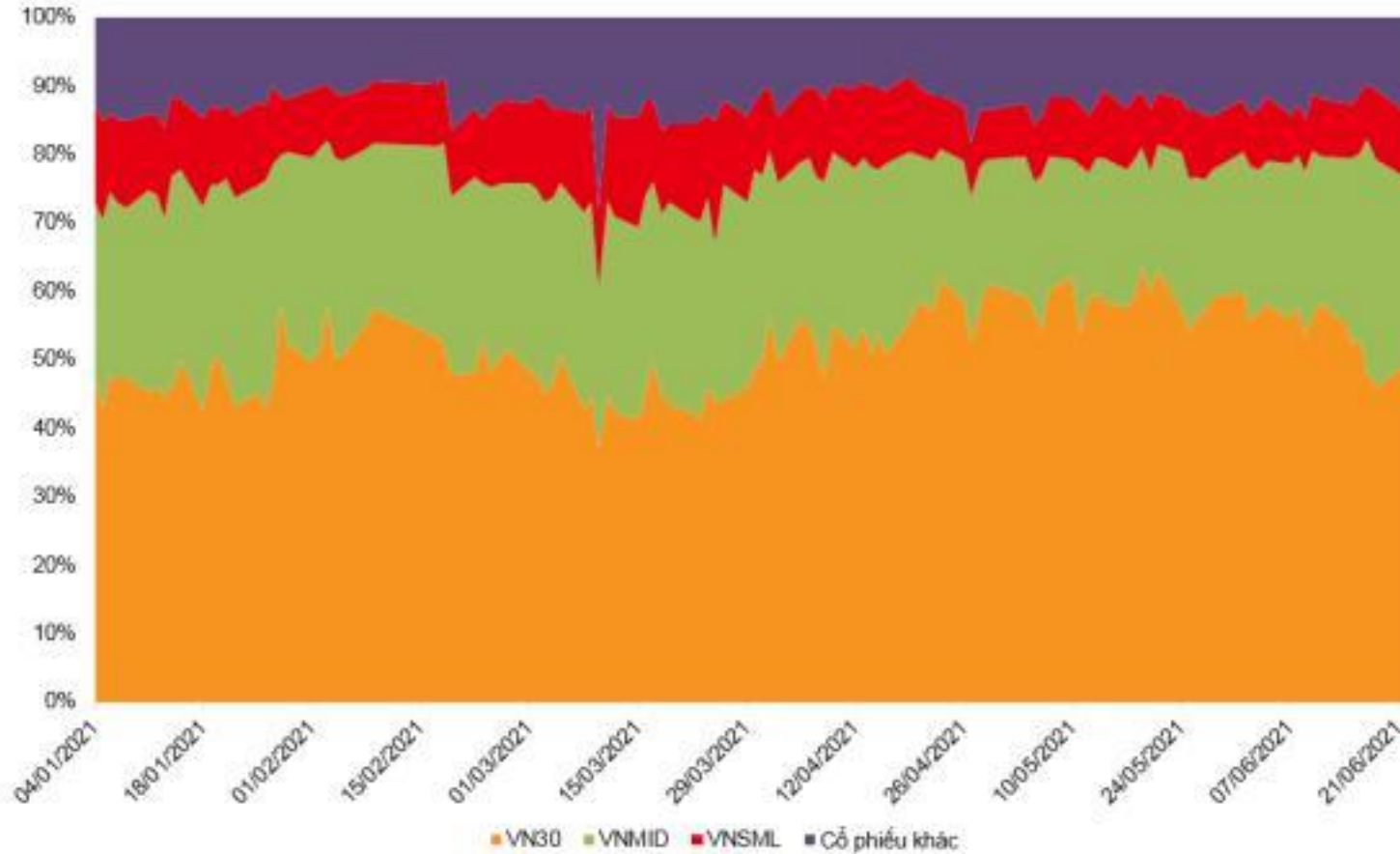
Tỷ trọng theo GTGD của 10 ngành có thanh khoản cao nhất trong nửa đầu năm 2021 (dữ liệu ngày 21/06/2021)



- Ngành ngân hàng ghi nhận thanh khoản cao nhất trong nửa đầu năm 2021, chiếm tới 28,3% tổng giá trị giao dịch toàn thị trường, tiếp theo là ngành Bất động sản (chiếm 19,5% tổng GTGD toàn thị trường), Chứng khoán (chiếm 9,3%), Sắt thép (chiếm 8,4%) và Thực phẩm & Đồ uống (chiếm 7,1%).

Nhóm cổ phiếu VN30 đóng góp tới hơn một nửa thanh khoản trên HOSE

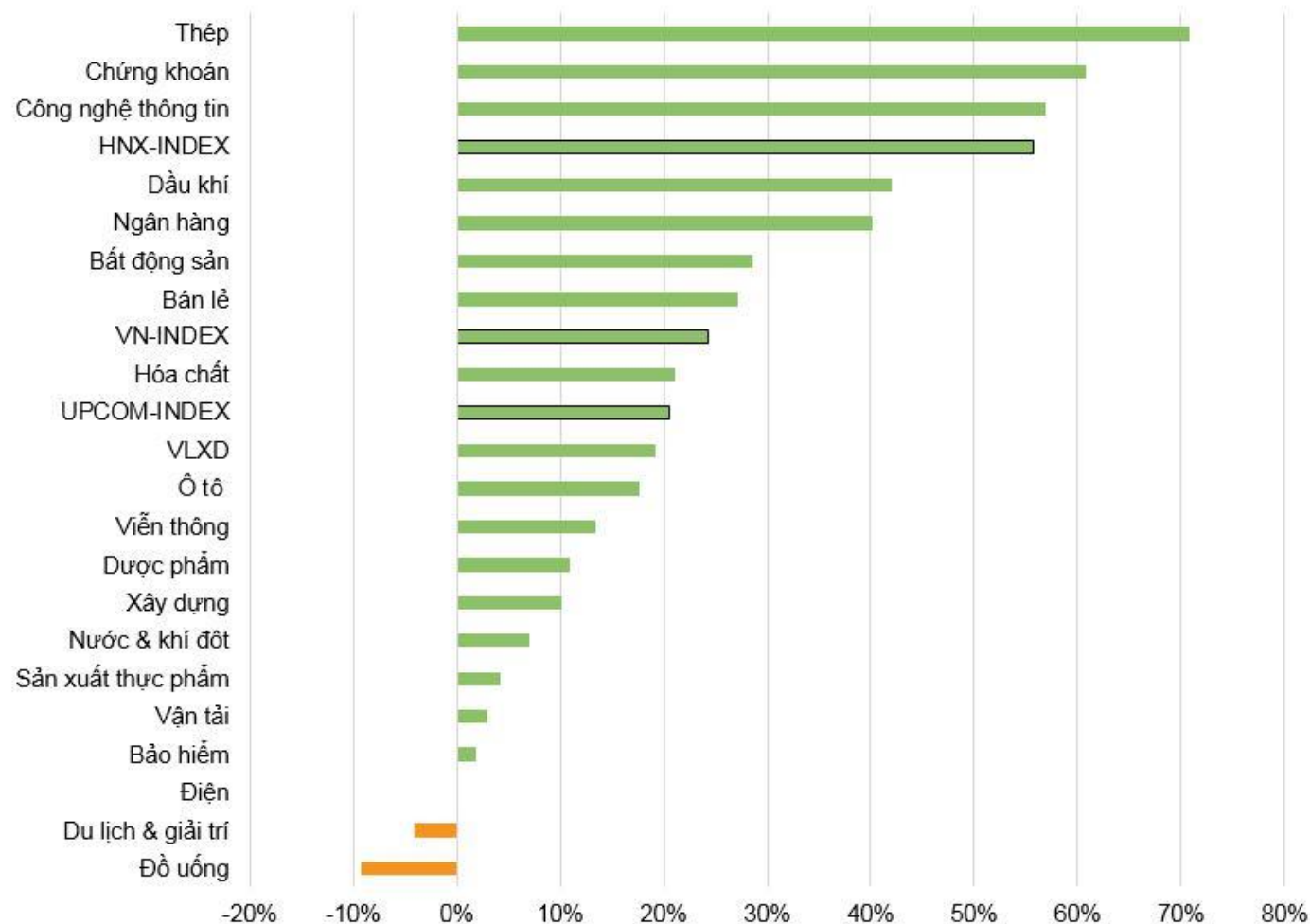
Nhóm cổ phiếu VN30 đóng góp tới hơn một nửa thanh khoản trên HOSE trong 6 tháng đầu năm 2021



- Nhóm cổ phiếu VN30 (đại diện cho cổ phiếu vốn hóa lớn) chiếm tới 51,7% tổng giá trị giao dịch trên HOSE. Thanh khoản của nhóm VNMID (đại diện cho cổ phiếu vốn hóa trung bình) và nhóm VNSML (đại diện cho nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ), chiếm lần lượt 25,2% và 10,4% tổng giá trị giao dịch trên HOSE.

Nguồn: FIINPRO

Diễn biến giá theo ngành trong nửa đầu năm 2021 (dữ liệu ngày 21/06/2021)

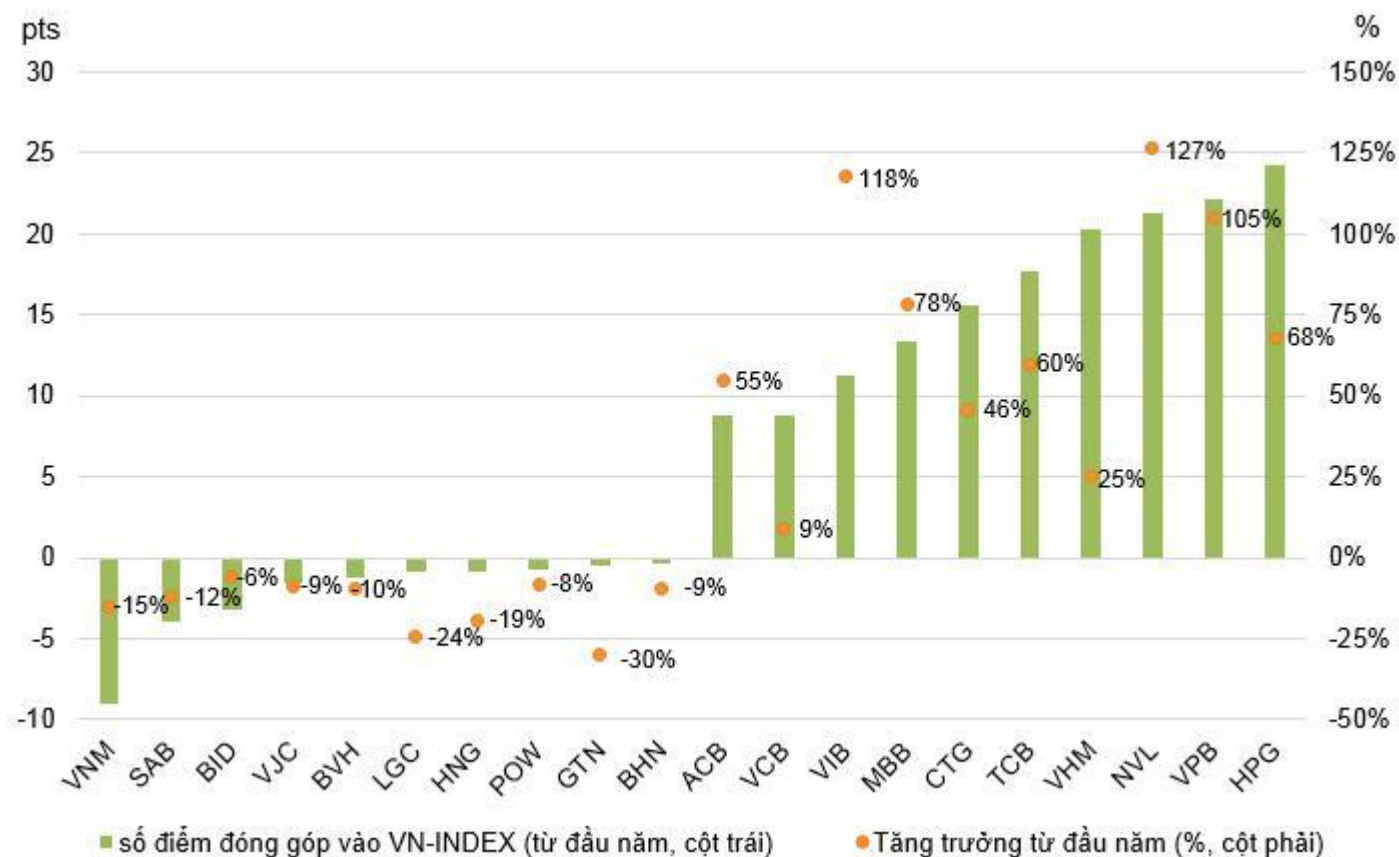


Nguồn: FIINPRO

- Thép là ngành tăng giá ấn tượng nhất trong 6 tháng đầu năm 2021, tiếp theo là ngành Dịch vụ Tài chính, Dầu khí, Ngân hàng, Bất động sản và Bán lẻ.
- Ngược lại, ngành Điện, Du lịch & Giải trí, Đồ uống có diễn biến giá kém tích cực nhất trong nửa đầu năm 2021 do ảnh hưởng bởi các đợt bùng phát dịch COVID-19.

HPG là cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào mức tăng của VN-INDEX trong 6 tháng đầu năm 2021

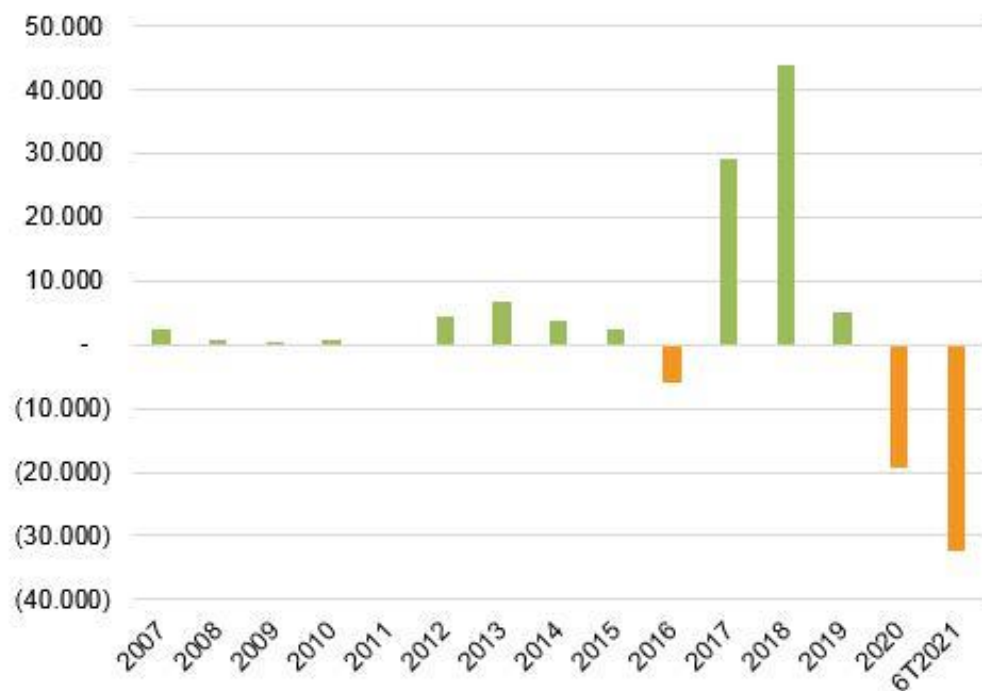
HPG là cổ phiếu đóng góp nhiều nhất vào đà tăng của VN-INDEX trong nửa đầu năm 2021 (dữ liệu ngày 21/06/2021)



- HPG là cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào mức tăng điểm của chỉ số VN-INDEX trong 6 tháng đầu năm 2021, tiếp theo là nhóm cổ phiếu ngân hàng bao gồm VPB, TCB, CTG và nhóm Bất động sản như NVL và VHM. HP
- Ngược lại, cổ phiếu VNM đóng góp lớn nhất vào chiều giảm của chỉ số, tiếp theo là SAB, BID và VJC.

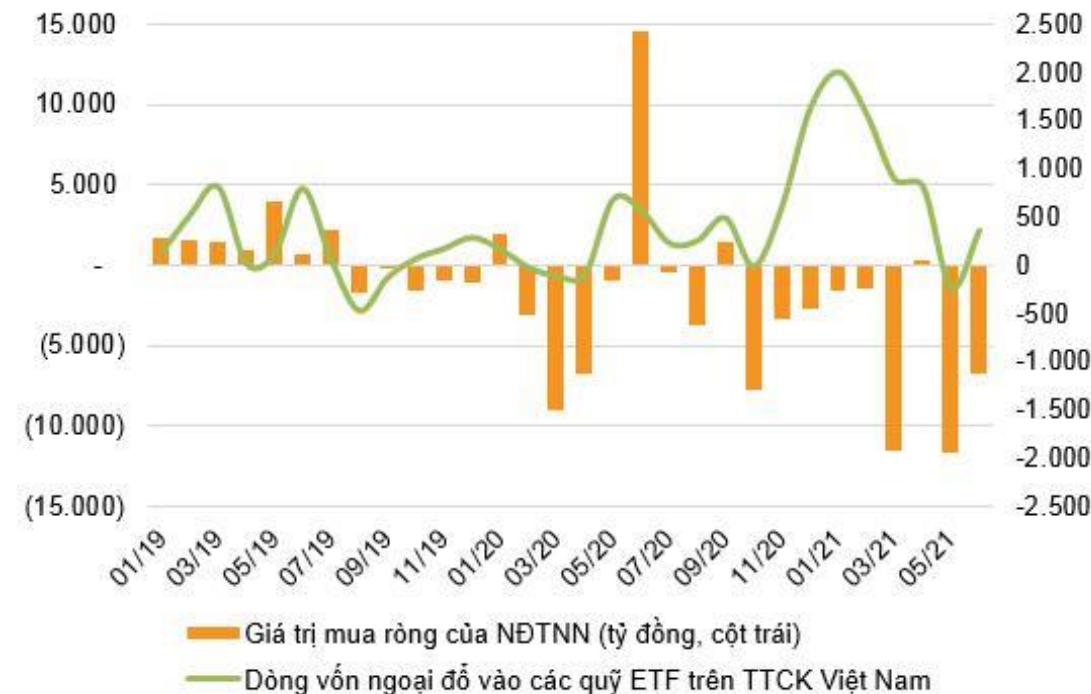
Nguồn: BLOOMBERG

Khối ngoại bán ròng tới 32.424 tỷ đồng trên TTCK Việt Nam trong nửa đầu năm 2021 (đơn vị: tỷ đồng)



Dữ liệu ngày 22/06/2021

Giá trị mua/bán ròng theo tháng của khối ngoại (đơn vị: tỷ đồng)



Dữ liệu ngày 22/06/2021

Khối ngoại bán ròng tới 32.424 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021 (dữ liệu ngày 22/06/2021), tăng mạnh so với mức bán ròng 3.018 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2020. Tuy nhiên, khối ngoại vẫn duy trì dòng tiền dương đổ vào các quỹ ETF đang hoạt động trên TTCK Việt Nam trong nửa đầu năm 2021.

VHM, MWG và STB được khối ngoại mua ròng mạnh nhất trong 6 tháng đầu năm 2021

36

Top cổ phiếu khối ngoại mua ròng mạnh nhất trong 6T2021 (triệu USD)

Mã CP	Mua ròng	Mua	Bán
VHM	95	542	-447
MWG	67	253	-186
STB	50	160	-110
PLX	49	166	-118
PDR	45	72	-27
OCB	32	36	-4
VIC	27	468	-441
KBC	21	137	-116
THD	21	23	-2
DGC	20	25	-5

Nguồn: Dữ liệu ngày 22/06/2021

Top cổ phiếu khối ngoại bán ròng mạnh nhất trong 6T2021 (triệu USD)

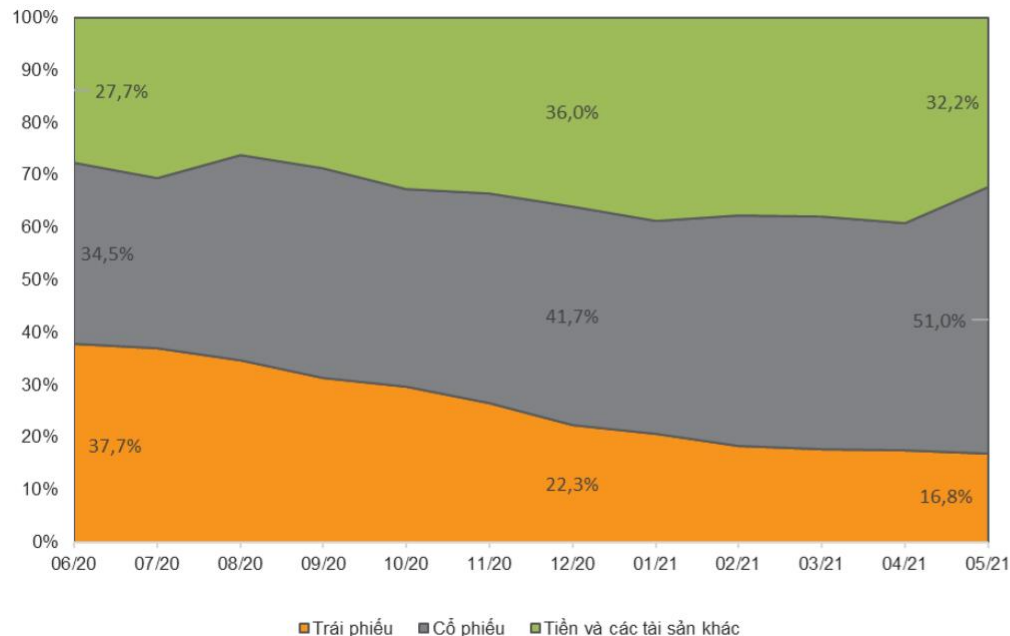
Mã CP	Bán ròng	Mua	Bán
HPG	-548	523	-1.071
VNM	-275	474	-749
CTG	-256	128	-384
VPB	-149	269	-418
MBB	-94	219	-313
POW	-75	19	-94
BID	-61	23	-84
DXG	-56	78	-134
VCB	-50	228	-279
KDH	-49	53	-102

Nguồn: Dữ liệu ngày 22/06/2021

Các quỹ cổ phiếu đang thu hút dòng vốn đầu tư lớn theo đà tăng trưởng của thị trường

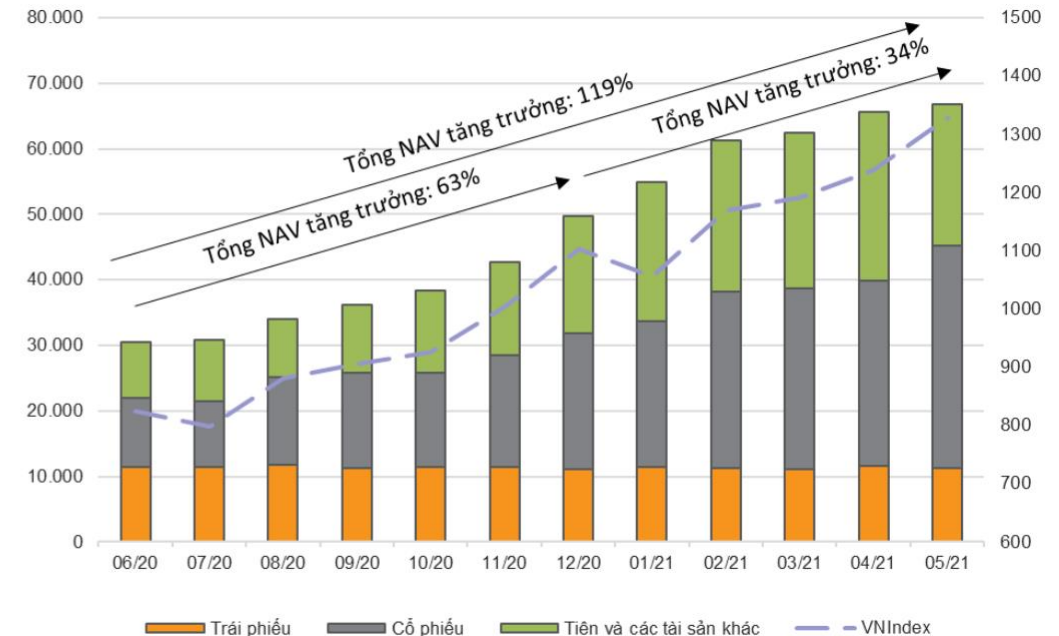
37

Tỷ trọng tài sản đầu tư (NAV) của các quỹ Việt Nam từ 06/2020 – 05/2021



Nguồn: Fiinpro

NAV của quỹ Việt Nam từ 06/2020-05/2021 (Đơn vị: tỷ đồng)



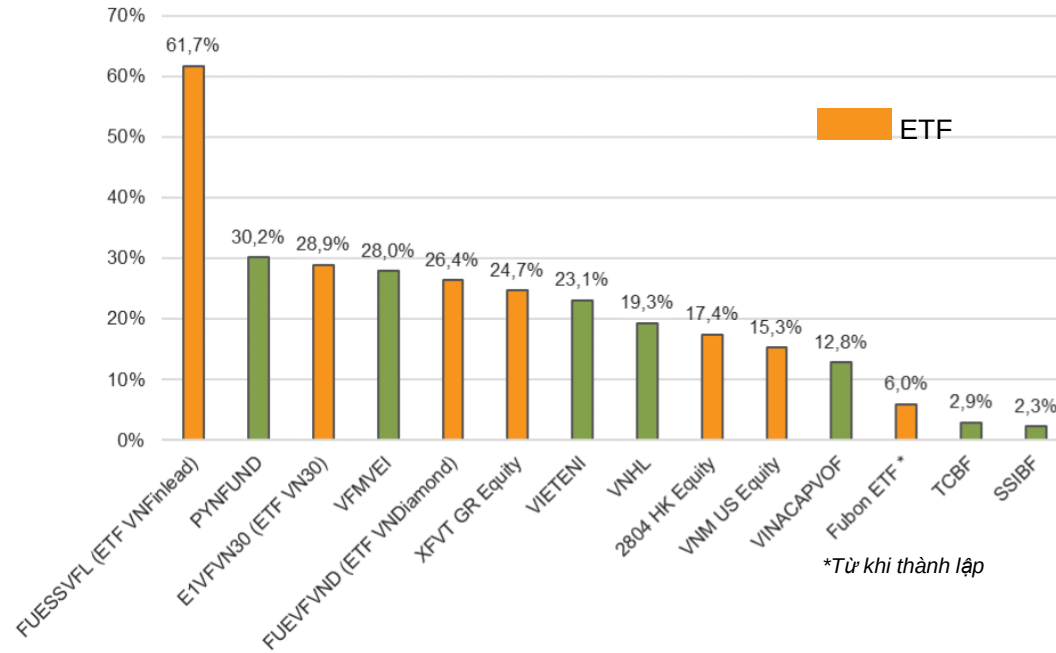
Nguồn: Fiinpro

Cùng với đà tăng trưởng của thị trường, các quỹ cổ phiếu liên tục tăng NAV từ T6/20 đến T5/21 khi NAV của các quỹ cổ phiếu tăng 223%, giúp tổng NAV của tổng các loại hình quỹ đạt mức tăng trưởng 119% trong cùng giai đoạn trên. Các quỹ cổ phiếu đóng góp 51% tổng NAV các loại hình quỹ Việt Nam vào T5/21, tăng từ mức 34,5% trong T6/20, cho thấy sự thay đổi trong phân bổ tài sản vào thị trường chứng khoán và tạo động lực cho thị trường chứng khoán tiếp tục tăng trưởng trong nửa cuối năm 21.

Đà tăng trưởng NAV của quỹ sẽ tiếp tục trong 6 tháng cuối năm nhờ kết quả hoạt động tốt trong 6 tháng đầu năm

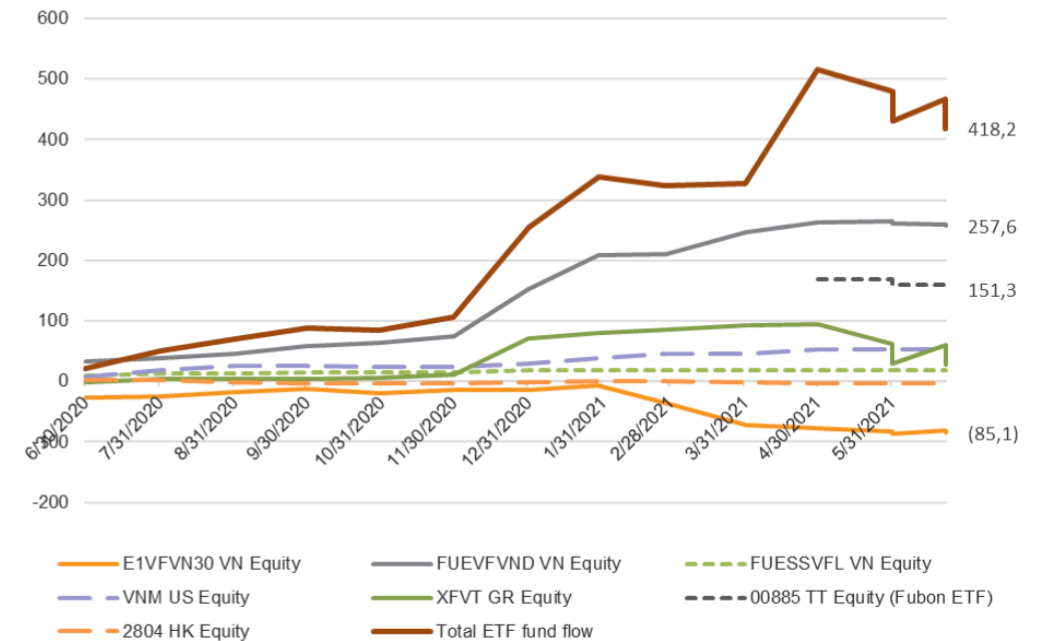
38

Hiệu quả hoạt động của quỹ vào năm 2021 (so với đầu năm%)



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg

Dòng vốn vào các quỹ hoán đổi danh mục - ETF (triệu USD) kể từ T6/20 – T6/21



Nguồn: Bloomberg

Nhiều ETF tăng trưởng tốt hơn các loại quỹ khác do sự tăng trưởng mạnh mẽ của các chỉ số cơ sở, trong đó VN Finlead ETF dẫn đầu với mức tăng 61,7% so với đầu năm. Đây là động lực thúc đẩy các quỹ ETF tiếp tục thu hút dòng vốn từ các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư mới và quốc tế, nhờ những lợi ích của ETF như phù hợp với nhà đầu tư ít thời gian với phong cách đầu tư thụ động, được quản lý chuyên nghiệp và không giới hạn tỷ lệ sở hữu nước ngoài.

Mã CP	Giá hiện tại (22/6/2021)	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ lệ tăng giá từ đầu năm
LPB	29.400	26.000	Nắm giữ	132,4%
VPB	66.000	56.300	Nắm giữ	93,0%
STK	39.000	41.000	Khả quan	86,6%
TCM	93.600	N/A	N/A	79,0%
MBB	42.000	41.700	Khả quan	75,4%
NVL	113.500	74.100	Nắm giữ	74,3%
KDC	60.200	65.000	Khả quan	62,5%
PVS	30.500	27.100	Khả quan	62,2%
MSH	64.000	61.000	Khả quan	59,2%
PHP	25.500	24.200	Khả quan	58,4%
CRE	44.200	33.700	Nắm giữ	57,3%
TCB	50.900	40.400	Khả quan	54,2%
VIB	50.600	45.300	Nắm giữ	53,3%
KBC	39.000	57.500	Khả quan	49,4%
CTG	51.900	53.700	Khả quan	46,2%
PVT	21.150	24.100	Khả quan	45,4%
FPT	85.400	117.000	Khả quan	41,9%
PVD	23.850	26.600	Khả quan	37,9%
NLG	39.400	38.000	Khả quan	32,4%
GMD	43.550	44.900	Nắm giữ	31,6%
DRC	29.400	25.500	Khả quan	27,8%
KDH	37.300	35.100	Khả quan	27,1%

Mã CP	Giá hiện tại (22/6/2021)	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Tỷ lệ tăng giá từ đầu năm
ACB	35.650	31.800	Khả quan	24,4%
HPG	51.700	48.400	Khả quan	22,2%
VHM	111.500	134.300	Khả quan	21,2%
MWG	146.000	173.000	Khả quan	21,1%
PNJ	98.500	119.200	Khả quan	20,6%
MML	60.800	60.500	Khả quan	20,2%
DPM	22.800	24.100	Khả quan	18,8%
SCS	142.000	161.400	Khả quan	10,5%
VHC	45.850	50.000	Khả quan	9,2%
VCB	107.600	111.400	Khả quan	8,7%
GAS	94.900	97.300	Khả quan	6,9%
DBC	61.600	64.000	Khả quan	5,3%
HDG	43.200	50.300	Khả quan	4,1%
PPC	24.850	27.400	Khả quan	1,4%
VRE	31.500	38.000	Khả quan	-0,5%
PLC	28.400	30.900	Khả quan	-4,7%
VJC	115.000	138.900	Khả quan	-8,6%
POW	12.550	13.300	Khả quan	-11,0%
ACV	73.500	87.500	Khả quan	-11,6%
NT2	21.250	28.400	Khả quan	-14,5%
VNM	90.600	110.000	Khả quan	-17,1%
VTP	83.900	106.200	Khả quan	-22,0%

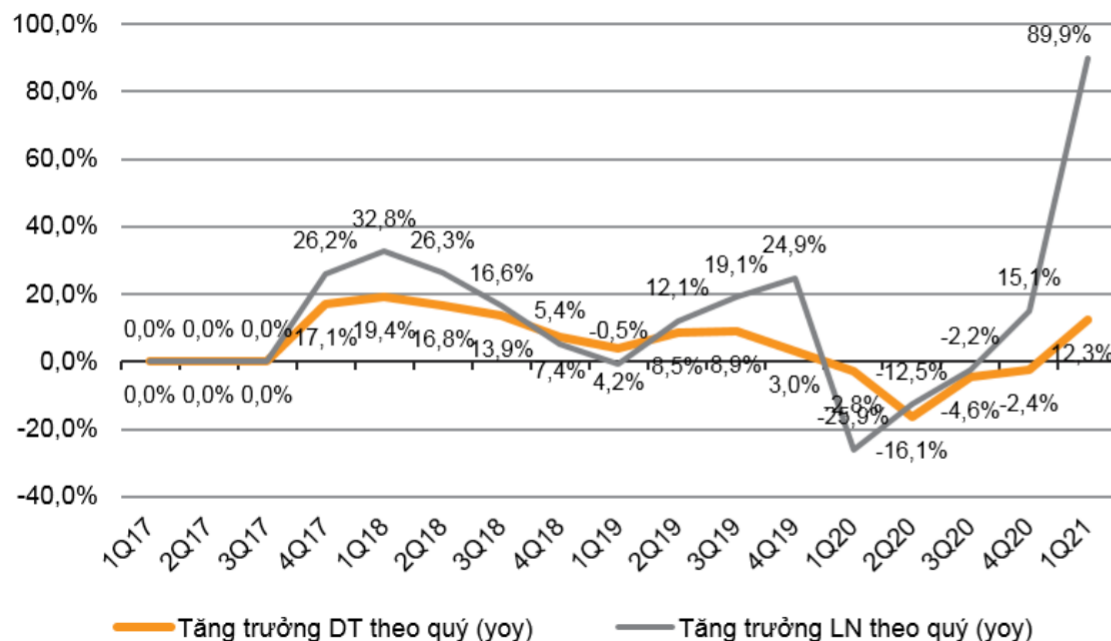
Triển vọng TTCK trong 6 tháng cuối năm 2021

Chọn mặt gửi vàng



- **Hiệu ứng FOMO (tâm lý sợ bỏ lỡ) và dòng tiền dồi dào từ nhà đầu tư cá nhân giúp duy trì xu thế tăng điểm của thị trường.** Tâm lý sợ bỏ lỡ tăng lên khi các chỉ số chứng khoán vượt đỉnh lịch sử và thu hút sự chú ý lớn của nhà đầu tư.
- **Môi trường lãi suất thấp:** Hiện lãi suất bình quân kỳ hạn 1 năm tại các ngân hàng thương mại ở mức 5,7%/năm, thấp hơn mặt bằng lãi suất bình quân kỳ hạn 1 năm giai đoạn 2017-2019 (trước dịch COVID-19) ở mức 7,0%/năm. Việc mặt bằng lãi suất tiền gửi ở mức thấp đã kích thích dòng vốn của nhà đầu tư cá nhân trong nước đổ vào thị trường chứng khoán.
- **Định giá được hỗ trợ bởi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực:** Dựa trên việc lợi nhuận của các công ty niêm yết tăng trưởng rất ấn tượng trong 6 tháng đầu năm 2021, chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng EPS của các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2021 lên mức 30%, từ dự báo trước đó là 23%.
- **Hệ thống giao dịch nâng cấp của Hose dự kiến hoạt động từ giữa tháng 7 năm 2021** và sẽ giúp giải quyết triệt để tình trạng nghẽn lệnh hiện tại, qua đó tạo tâm lý tích cực cho các nhà đầu tư.
- **Nút thắt về tình trạng dư nợ cho vay ký quỹ cao sẽ được giải quyết** nhờ việc các công ty chứng khoán đang đẩy nhanh quá trình tăng vốn chủ sở hữu để đáp ứng các quy định về cho vay ký quỹ của các cơ quan quản lý.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng hàng quý svck (Q1/17-Q1/21)



Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp

KQKD Q1/2021 theo ngành

	Tăng trưởng DT Q1/2021	Tăng trưởng DT Q1/2020	Tăng trưởng LNR Q1/2021	Tăng trưởng LNR Q1/2020	LNR Q1/2021 so với LNR Q1/2019
Toàn thị trường	12,3%	-2,8%	89,9%	-25,9%	141,6%
HOSE	16,7%	-2,0%	81,1%	-20,4%	144,7%
VN30	19,4%	2,6%	73,1%	-10,6%	154,8%
Vốn hóa lớn	14,6%	-2,4%	83,7%	-22,4%	142,5%
Vốn hóa vừa	14,6%	-2,6%	112,6%	-33,1%	145,8%
Vốn hóa nhỏ	-0,8%	-4,5%	158,4%	-67,1%	102,8%

Nguồn: Báo cáo tài chính doanh nghiệp

- Dựa trên ước tính của chúng tôi, lợi nhuận Q1/2021 của các công ty niêm yết trên ba sàn (HOSE, HNX, UPCOM) tăng 89,9% svck từ mức cơ sở Q1/2020 thấp (-25,9% svck). Lợi nhuận ròng của thị trường trong Q1/2021 thậm chí còn cao hơn 57,0% so với mức trước đại dịch (Q1/2019).
- LN ròng Q1/2021 của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) tăng 65,8% svck trong khi của VN30 tăng 62,0% svck.
- Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng EPS năm 2021 của các công ty niêm yết trên HOSE lên 30%, từ mức 23% trước đó.**

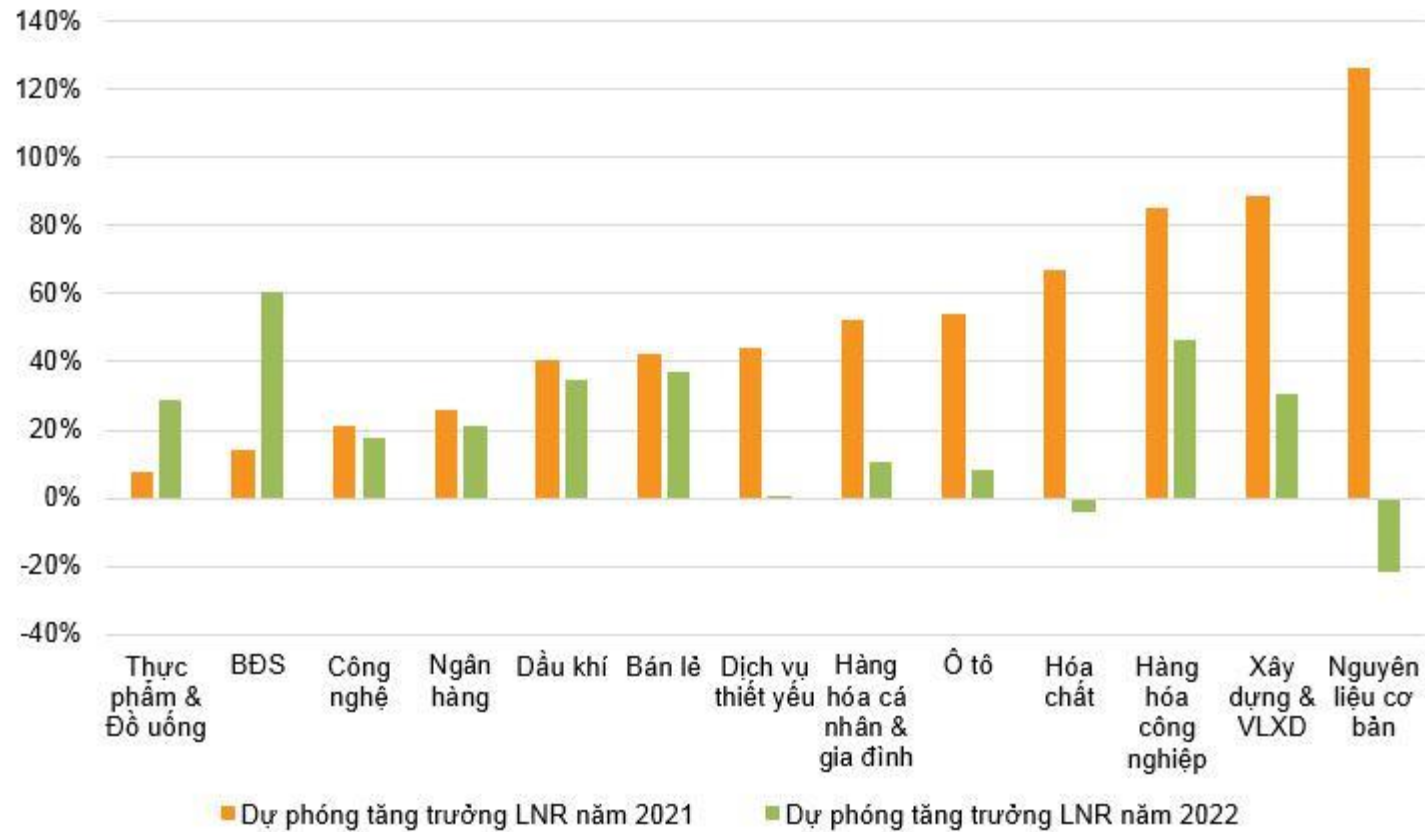
Ngành thép, ngân hàng và dịch vụ tài chính đạt mức tăng trưởng ấn tượng trong Q1/2021

		% vốn hóa ngành đã công bố BCTC	Tăng trưởng LN Q1/21	Tăng trưởng LN Q1/20	Đóng góp vào tăng trưởng LN thị trường Q1/21	DT Q1/21 so với DT Q1/19	LN Q1/21 so với LN Q1/19
Thị trường	●	95,8%	89,9%	-25,9%		109,3%	141,6%
Kim loại	●	99,7%	289,7%	36,7%	14,1%	140,8%	527%
Khai khoáng	●	98,6%	242,6%	-71,7%	0,3%	114,4%	109%
Điện	●	90,7%	195,2%	-68,1%	3,3%	88,2%	95%
Hóa chất	●	99,6%	192,7%	-34,3%	2,7%	129,8%	191%
Bảo hiểm	●	100,0%	116,1%	-45,9%	1,3%	121,3%	117%
Hàng cá nhân và gia dụng	●	96,3%	96,3%	-30,6%	1,1%	92,6%	104%
Ngân hàng	●	100,0%	79,1%	2,6%	34,0%	148,0%	184%
Xây dựng và vật liệu	●	95,1%	62,4%	-20,0%	2,4%	96,4%	138%
Công nghiệp	●	85,0%	55,5%	-33,5%	0,5%	112,9%	109%
Giấy và lâm nghiệp	●	93,6%	52,1%	5,9%	0,2%	174,8%	145%
Đồ uống	●	98,7%	48,1%	-50,6%	0,8%	72,0%	75%
Bất động sản	●	99,7%	38,1%	23,1%	7,3%	119,1%	171%
Bán lẻ	●	95,3%	26,0%	-6,2%	0,9%	123,6%	122%
Công nghệ	●	99,2%	16,6%	15,5%	0,3%	124,8%	135%
Thực phẩm	●	98,2%	13,5%	-22,3%	1,3%	128,3%	86%
Ô tô	●	99,9%	9,8%	8,2%	0,3%	109,0%	119%
Vận tải	●	92,7%	8,0%	-29,7%	0,4%	100,3%	76%
DV tiện ích	●	98,6%	2,1%	-20,5%	0,1%	100,0%	81%
Y dược	●	97,4%	-6,9%	9,5%	-0,1%	95,5%	101%
Viễn thông	●	99,8%	-109,6%	234,7%	-3,0%	125,4%	-32%
Du lịch và hàng không	●	99,1% *		-227,7%	-2,5%	30,1%	-175%
Dầu khí	●	99,6% *		-312,3%	14,7%	85,7%	129%
Dịch vụ tài chính	●	93,7% *		-119,5%	6,9%	253,1%	309%

Nguồn: FIINPRO

- Các công ty thép có giá bán trung bình cao hơn và sản lượng tiêu thụ cao, nhờ đó LN ròng Q1/2021 tăng tới 289,7% svck.
- Đối với ngành dịch vụ tài chính, chủ yếu là các công ty chứng khoán, LN ròng Q1/2021 tăng 16 lần so với cùng kỳ, do thị trường chứng khoán tăng điểm cả về chỉ số và thanh khoản từ mức thấp trong Q1/2020.
- Lợi nhuận của các ngân hàng trong Q1/2021 tăng đáng kể 79,1% svck nhờ chi phí huy động vốn thấp hơn, đóng góp tới 34% vào tăng trưởng lợi nhuận của toàn thị trường.

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận ròng giai đoạn 2021-2022 theo ngành



- Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng EPS của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE trong năm 2021 lên mức 30%, từ dự báo 23% trước đó.

Định giá của thị trường được hỗ trợ bởi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực

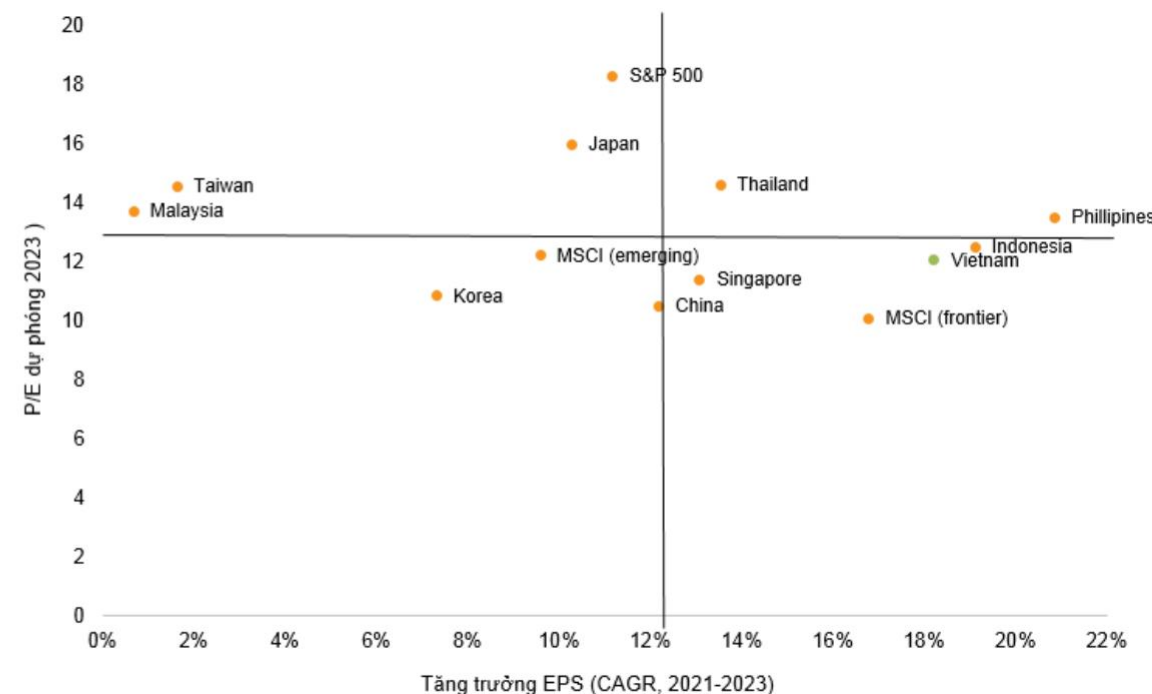
45

Định giá thị trường hiện tại vẫn thấp hơn đáng kể so với mức định giá tại vùng đỉnh đầu năm 2018



Nguồn: BLOOMBERG

So sánh định giá của TTCK Việt Nam với một số TTCK trong khu vực



Nguồn: BLOOMBERG

- Tại ngày 21/06/2021, chỉ số VN-INDEX đang được giao dịch tại mức P/E 18,8 lần, nhỉnh hơn so với mức P/E bình quân 5 năm là 16,5 lần, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức P/E 22,0 lần tại đỉnh năm 2018. Nhờ xu hướng tăng trưởng lợi nhuận ròng mạnh mẽ của các doanh nghiệp niêm yết trong năm 2021, mức P/E dự phóng 2021 của chỉ số VN-INDEX hiện ở mức 16,5 lần, là mức tương đối hấp dẫn so với mặt bằng chung của khu vực. Xét trên góc độ tăng trưởng lợi nhuận và định giá thị trường, Việt Nam, Singapore và Indonesia nổi lên là những thị trường có định giá hấp dẫn xét trên triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-2023

- **Định giá của thị trường được hỗ trợ bởi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực:** Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của các công ty niêm yết trên HOSE tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 27%/năm trong giai đoạn 2021-2022, vượt trội so với mức 12% trong giai đoạn 2017-2020. Chỉ số VN-INDEX hiện đang giao dịch tại mức P/E dự phóng 2021 là 16,5 lần, tương đối hấp dẫn so với mặt bằng chung trong khu vực. Xét trên góc độ tăng trưởng lợi nhuận và định giá thị trường, Việt Nam, Singapore và Indonesia nổi lên là những thị trường có định giá hấp dẫn xét trên triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-2023.
- **Mặc dù thị trường chứng khoán Việt Nam chưa được đưa vào danh sách rút gọn xem xét nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI, cơ hội vẫn còn đó.** Theo nghiên cứu của chúng tôi, một số thị trường được MSCI nâng hạng lên thị trường mới nổi có thể được định giá tăng thêm từ 25-45% tại thời điểm chính thức nâng hạng so với P/E trung bình lịch sử 3 năm trước đó.
- **Do đó, thị trường chứng khoán Việt Nam xứng đáng được định giá cao hơn so với mức P/E bình quân 5 năm là 16,5 lần.** Chúng tôi kỳ vọng chỉ số VN-INDEX sẽ giao dịch ở mức P/E 17,5-18 lần vào cuối năm 2021, tương đương với VN-INDEX là 1.400-1.450 điểm. Tuy nhiên, trong bối cảnh dòng vốn của các nhà đầu tư trong nước tiếp tục đổ vào thị trường chứng khoán, chúng tôi cho rằng chỉ số VN-INDEX sẽ có thời điểm chạm mức 1.500 điểm trong nửa cuối năm 2021.

- Việt Nam tiếp tục lỡ hẹn với cơ hội nâng hạng lên thị trường mới nổi của MSCI: Morgan Stanley Capital International (MSCI) trong kỳ đánh giá thị trường thường niên vào tháng 6/2021 vừa qua đã không thêm Việt Nam vào “danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường mới nổi” và đây cũng là điều được thị trường dự báo từ trước.
- Trong báo cáo đánh giá khả năng tiếp cận thị trường năm 2021 được đưa ra trước đó, MSCI vẫn giữ nguyên các đánh giá của mình tại các tiêu chí đánh giá đối với thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Đặc biệt, MSCI thông báo đang xem xét khả năng đưa thị trường Pakistan từ thị trường mới nổi về thị trường cận biên trong kỳ đánh giá tháng 11/2021 do không còn đáp ứng được các tiêu chí về quy mô và thanh khoản. Quyết định chính thức sẽ được đưa ra ngày 7/9/2021. Tuy nhiên, điều này sẽ có ít ảnh hưởng tới thị trường chứng khoán Việt Nam do tỷ trọng của các cổ phiếu Việt Nam trong rổ MSCI Frontier Markets Index và MSCI Frontier Markets 100 Index chỉ thay đổi rất nhỏ nếu Pakistan quay trở lại thị trường cận biên, theo MSCI.
- Trong kịch bản lạc quan, nếu Việt Nam hoàn thành triển khai hệ thống giao dịch chứng khoán mới trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể được đưa vào danh sách theo dõi nâng hạng lên thị trường chứng khoán mới nổi của MSCI trong kỳ đánh giá thị trường thường niên vào tháng 6/2022. Sau đó, Việt Nam có thể được thông báo nâng hạng lên thị trường mới nổi trong kỳ review thị trường thường niên của MSCI vào tháng 6/2023, và việc nâng hạng sẽ chính thức có hiệu lực một năm sau đó vào tháng 6/2024.
- Đối với FTSE, trong kịch bản lạc quan, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được thông báo nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE trong kỳ đánh giá thị trường vào tháng 9/2022.

Việc đưa chỉ số MSCI Pakistan Index quay trở lại nhóm cận biên có ít tác động đối với thị trường chứng khoán Việt Nam

48

Tác động đến chỉ số MSCI Frontier Markets Index

	Actual Standard Index			Simulated Standard Index		
	Index Market Cap	Weight	# Sec.	Index Market Cap	Weight	# Sec.
FM	85,232	100.0%	81	87,264	100.0%	85
Vietnam	26,442	31.0%	20	26,442	30.3%	20
Morocco	9,815	11.5%	10	9,815	11.2%	10
Iceland	7,035	8.3%	3	7,035	8.1%	3
Kazakhstan	5,895	6.9%	3	5,895	6.8%	3
Kenya	5,877	6.9%	3	5,877	6.7%	3
Bahrain	5,595	6.6%	4	5,595	6.4%	4
Romania	5,426	6.4%	4	5,426	6.2%	4
Nigeria	4,304	5.1%	9	4,304	4.9%	9
Slovenia	3,764	4.4%	2	3,764	4.3%	2
Oman	2,097	2.5%	2	2,097	2.4%	2
Pakistan	0	0.0%	0	2,032	2.3%	4
Bangladesh	1,556	1.8%	4	1,556	1.8%	4
Mauritius	1,547	1.8%	2	1,547	1.8%	2
Croatia	1,338	1.6%	2	1,338	1.5%	2
Jordan	995	1.2%	2	995	1.1%	2
Sri Lanka	821	1.0%	2	821	0.9%	2
Tunisia	675	0.8%	2	675	0.8%	2
Lithuania	629	0.7%	2	629	0.7%	2
Senegal	628	0.7%	1	628	0.7%	1
Estonia	542	0.6%	2	542	0.6%	2
Serbia	144	0.2%	1	144	0.2%	1
Burkina Faso	106	0.1%	1	106	0.1%	1

Nguồn: MSCI

Tác động đến chỉ số MSCI Frontier Markets 100 Index

	Current Index *		Simulated Index **	
	# Securities	Index Wt	# Securities	Index Wt
VIETNAM	34	31.0%	34	31.4%
ICELAND	11	9.0%	9	8.6%
MOROCCO	8	9.0%	8	8.6%
KENYA	4	8.6%	4	7.7%
ROMANIA	7	8.1%	7	7.3%
BAHRAIN	4	7.2%	4	6.4%
KAZAKHSTAN	3	6.9%	3	6.2%
BANGLADESH	10	6.5%	10	5.9%
PAKISTAN	0	0.0%	13	5.8%
NIGERIA	7	6.4%	7	5.7%
OMAN	3	2.3%	3	2.1%
JORDAN	3	1.5%	3	1.3%
SRI LANKA	3	1.1%	3	1.0%
ESTONIA	3	0.9%	3	0.8%
LITHUANIA	2	0.9%	2	0.8%
CROATIA	1	0.4%	1	0.3%
MAURITIUS	1	0.3%	1	0.3%
KUWAIT	0	0.0%	0	0.0%
TOTAL	104	100.0%	115	100.0%

Nguồn: MSCI

- Trong trường hợp MSCI Pakistan Index được đưa trở lại nhóm thị trường biên, tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong rổ MSCI Frontier Markets Index sẽ giảm nhẹ xuống 30,3% từ 31,0% trước đó và tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong MSCI Frontier Markets 100 Index có thể tăng lên mức 31,4% từ mức 31,0% trước đó (theo báo cáo nghiên cứu của MSCI)

Danh sách một số DNNN phải cổ phần hóa vào năm 2020 theo Quyết định số 26/2019/QĐ-TTg, nhưng không có doanh nghiệp nào hoàn thành cổ phần hóa trong năm 2020 và 6 tháng đầu năm 2021

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

Chỉ có 3 DNNN được cổ phần hóa trong 5 tháng đầu năm 2021

Cùng thời gian đó, các cơ quan Nhà nước đã thực hiện thoái vốn tại 12 DNNN.

Trong nửa cuối năm 2021, các cơ quan Nhà nước dự kiến đẩy mạnh cổ phần hóa tại một số DNNN quy mô lớn như Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn (Agribank) và Công ty TNHH Một thành viên Dịch vụ Viễn thông Di động Việt Nam (MOBIFONE).

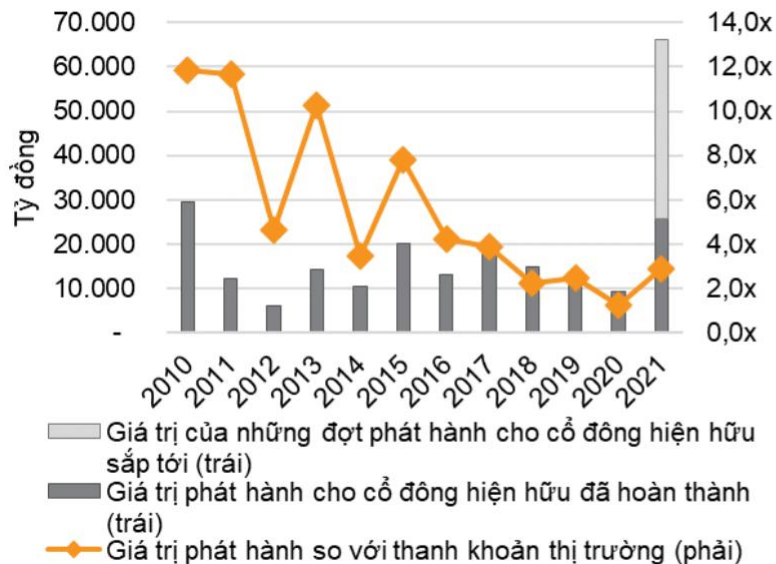
Bên cạnh đó, Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp dự kiến tiến hành thoái vốn tại Sabeco, FPT, và Bảo hiểm Bảo Minh trong 6 tháng cuối năm 2021.

- **Fed có quan điểm thận trọng hơn trong cuộc họp Ủy ban thị trường mở (FOMC) hồi trung tuần tháng 6 và bắt đầu chú ý hơn đến những lo ngại về lạm phát tăng cao.** FED có khả năng tăng 2 lần lãi suất điều hành trong năm 2023. Việc FED chuẩn bị cho các phương án thắt chặt chính sách tiền tệ làm dấy lên lo ngại về việc dòng vốn đầu tư quốc tế rút khỏi các thị trường mới nổi và cận biên, trong đó có Việt Nam.
- **Lãi suất tiền gửi của Việt Nam dự kiến sẽ tăng nhẹ trong nửa cuối năm 2021** trong bối cảnh áp lực lạm phát cao hơn, qua đó giảm bớt sức hấp dẫn của kênh đầu tư chứng khoán so với kênh tiền gửi tiết kiệm.
- **Nguồn cung cổ phiếu tăng lên do doanh nghiệp niêm yết đẩy mạnh kế hoạch tăng vốn.** Trong nửa đầu năm 2021, đã có hàng loạt công ty niêm yết lên kế hoạch tăng vốn chủ sở hữu trong năm 2021. Tổng mệnh giá cổ phiếu đã hoàn thành tăng vốn và đang trong kế hoạch lên tới 25.617 tỷ đồng, gấp 3 lần so với mức thực hiện trong cả năm 2020. Với mức thanh khoản thị trường bình quân hiện nay vào khoảng 1 tỷ USD/phiên, chúng tôi cho rằng nguồn cung cổ phiếu này chưa gây sức ép lớn lên thị trường như trong giai đoạn 2014-2019, tuy nhiên rủi ro này vẫn cần phải được theo sát sao.

Các doanh nghiệp niêm yết lên kế hoạch tăng vốn răm rộ trong năm 2021

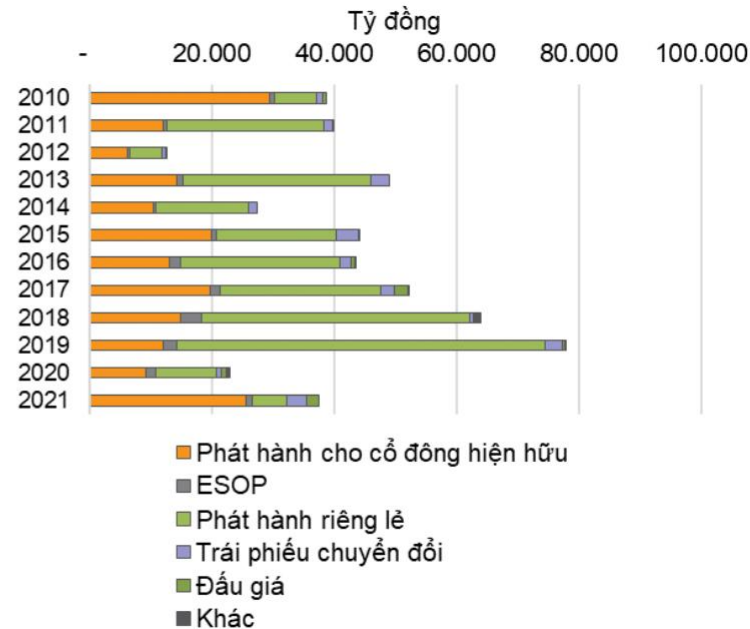
51

Dựa trên kế hoạch phát hành sắp tới, 2021 sẽ ghi nhận giá trị phát hành cổ phiếu kỷ lục



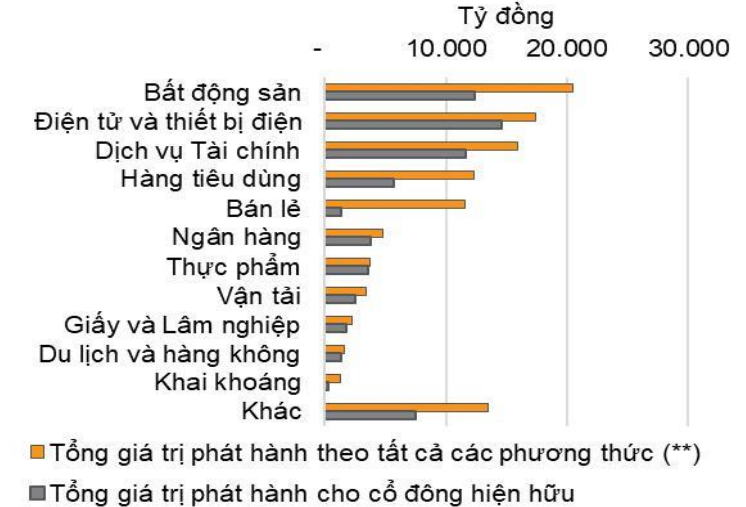
Nguồn: Fiinpro

Phát hành cho cổ đông hiện hữu là hình thức phát hành chủ đạo theo giá trị trong năm 2021



Nguồn: Fiinpro

Bất động sản, Điện và Dịch vụ tài chính dẫn đầu về quy mô phát hành trong năm 2021



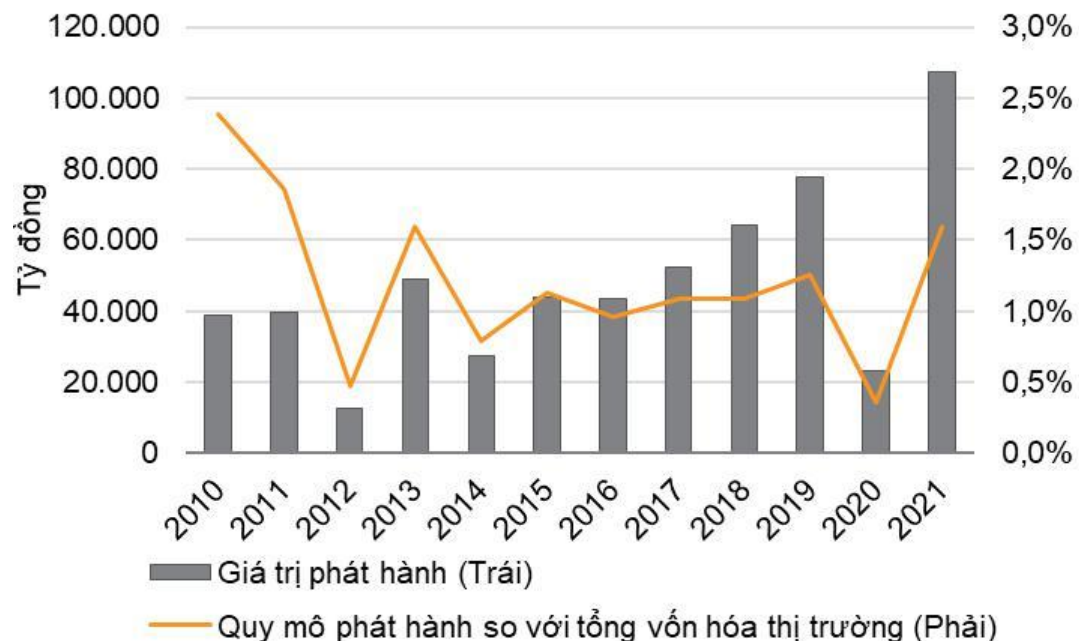
Nguồn: Fiinpro,

(*) Bao gồm cả số dự kiến phát hành trong năm 2021

(**) Bao gồm tất cả các hình thức phát hành

Tổng giá trị cổ phiếu phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu (đã thực hiện và chốt quyền) trong năm 2021 đạt 25.617 tỷ đồng, cao hơn 3 lần so với con số năm 2020.

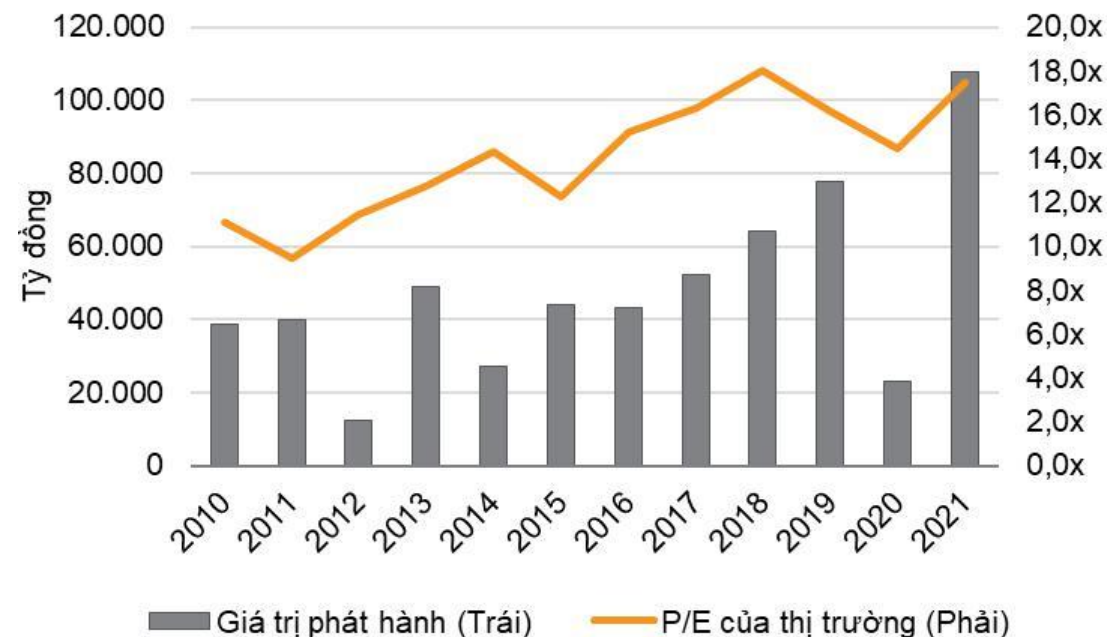
Giá trị phát hành (*) đạt mức cao so với quy mô vốn hóa thị trường



Nguồn: Fiinpro

(*) Bao gồm cả số dự kiến phát hành trong năm 2021

Giá trị phát hành (*) trong tương quan với P/E của thị trường



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg

(*) Bao gồm cả số dự kiến phát hành trong năm 2021

- Với quy mô thanh khoản hiện tại khoảng 1 tỷ USD/phần, lượng cổ phiếu hiện tại chưa tạo áp lực quá lớn như giai đoạn 2014-2019, tuy vậy đã đến lúc theo dõi sát sao hơn đối với số liệu về quy mô phát hành sắp tới.

Triển vọng ngành và cổ phiếu tiềm năng



• BĐS Nhà ở – VHM, KDH, NLG

• BĐS Khu công nghiệp – KBC, PHR, GVR, SZC

• Logistics – GMD, PHP, SGP, VTP

• Bán lẻ – PNJ, MWG, VRE

• Hàng không – ACV, SCS, VJC

• Dầu khí – GAS, PVT

• Nông nghiệp – VHC, DPM, QNS

• Dệt may – STK

• Gỗ & Các sản phẩm gỗ – PTB

• Thép – HPG, HSG, NKG

• Ngân hàng – MBB, TCB, CTG

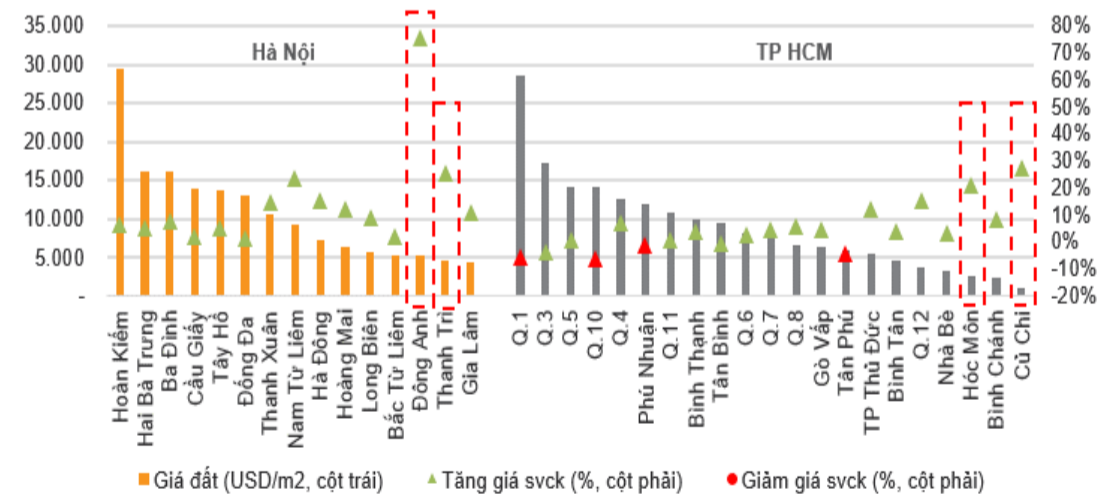
• Điện – BCG, HDG

• Công nghệ & Viễn thông – FPT, FOX, CTR

BĐS nhà ở

Thời gian tươi đẹp
không còn xa

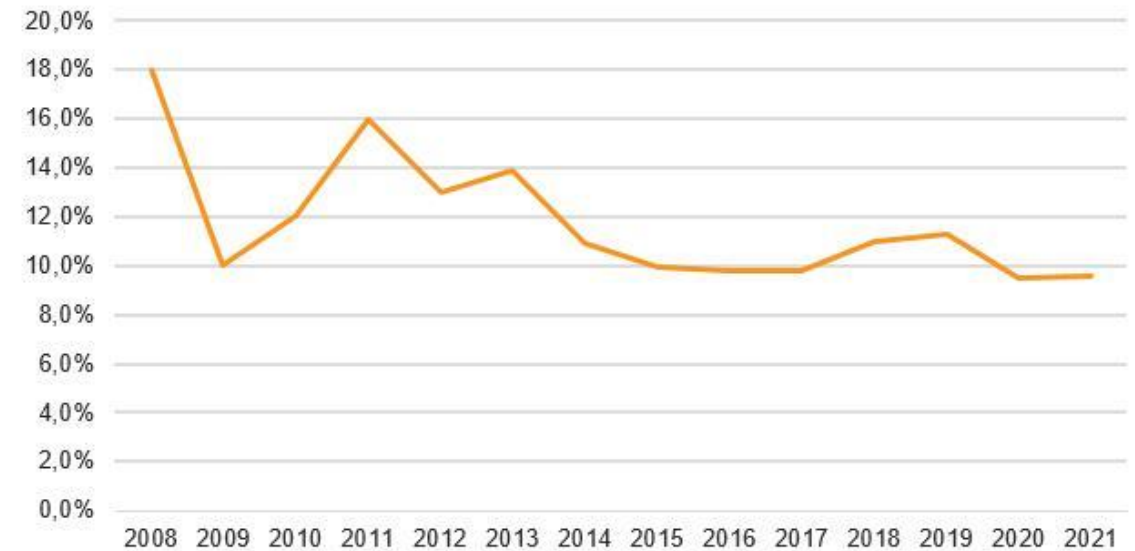
Giá thị trường nhà đất tại ngoại thành TP.HCM và Hà Nội
tăng nóng trong 4T21



1) Thị trường phục hồi diện rộng giúp thúc đẩy ngành bất động sản (BDS) trong năm 2021

- Thị trường được kỳ vọng đạt tăng trưởng 7,1% svck trong năm 2021 trong khi áp lực lạm phát được kiểm soát ở mức 2,9%.
- FDI giải ngân tăng 7% svck trong 2021.
- Đầu tư công được đẩy mạnh trong 2021, đặc biệt là các dự án cơ sở hạ tầng có ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường BDS.
- Làn sóng dịch chuyển sản xuất mạnh mẽ từ Trung Quốc sang Việt Nam.

2) Lãi suất vay mua nhà thấp chưa từng có giúp gia tăng nhu cầu mua nhà



Nguồn: NGÂN HÀNG TRONG NƯỚC

Chúng tôi nhận thấy lãi suất vay mua nhà ở các ngân hàng nội địa tương đối ổn định ở mức 9,2-9,5% trong 6T21, vẫn là mức thấp nhất trong 10 năm. Chúng tôi tin rằng lãi suất vay sẽ duy trì ở mức thấp trong 2021, điều này sẽ hỗ trợ kích cầu BDS, đặc biệt là ở thế hệ trẻ Millennial.

3) Phát triển cơ sở hạ tầng sẽ là động lực cho BĐS trong 2021-22

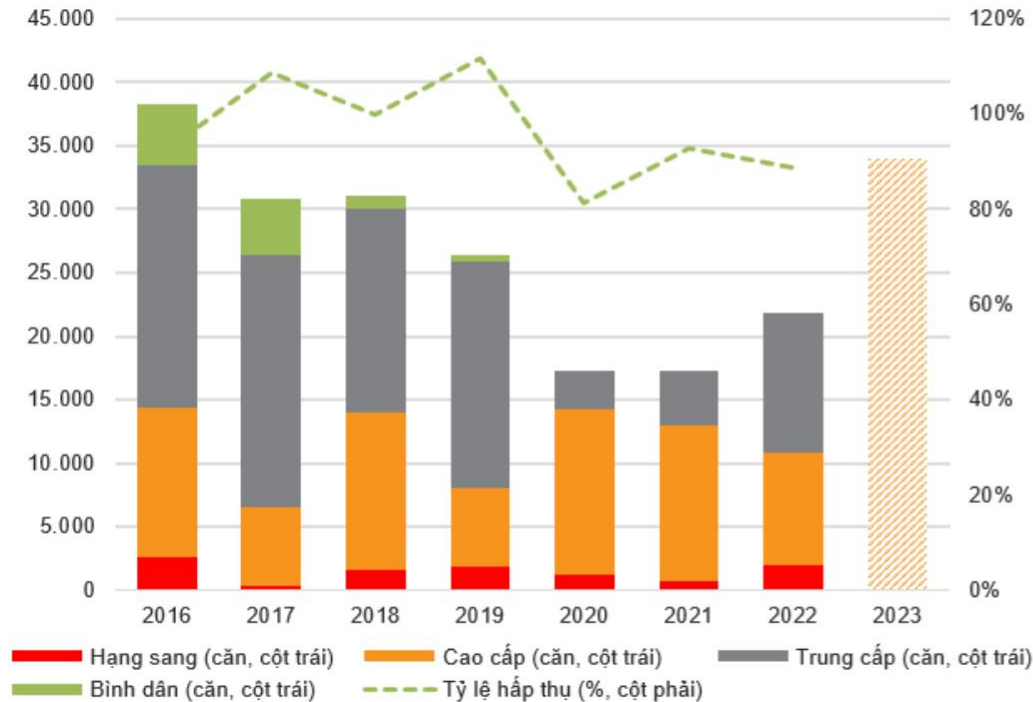
Dự án	Vị trí	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm khởi công	Hoàn thành
11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam phía Đông	TP HCM	118.716	2019	2021-25
Dự án sân bay Long Thành	TP HCM	109.112	2021	2025
Metro 2 (Bến Thành - Tham Lương)	TP HCM	47.800	2021	2026
Metro 1 (Bến Thành - Suối Tiên)	TP HCM	43.757	2012	2022
Cao tốc TP HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	TP HCM	24.150		2021-25
Đường vành đai 3	TP HCM	19.871		2021-25
Dự án cải thiện môi trường nước	TP HCM	11.282	2015	2021
Cao tốc TP HCM - Mộc Bài	TP HCM	10.668	2021	2026
Dự án nạo vét Soài Rạp (giai đoạn 3)	TP HCM	8.977		2021-25
Đường vành đai 2	TP HCM	6.500		2021-25
Đường song hành QL50	TP HCM	3.816		2021-25
Tuyến metro số 5 (Văn Cao - Ngọc Khánh - Láng - Hòa Lạc)	Hà Nội	65.400	2022	2026
Tuyến metro số 2A (Cát Linh - Hà Đông)	Hà Nội	18.000	2011	2021-22
Đường vành đai 2 (Vĩnh Tuy - Ngã Tư Vọng)	Hà Nội	9.400	2018	2021
Đường vành đai 1 (Hoàng Cầu - Voi Phục)	Hà Nội	7.700	2021	2021-25
Tuyến metro số 3 (Nhổn - Ga Hà Nội)	Hà Nội	6.500	2010	2021-22
Cao tốc Tuyên Quang - Phú Thọ	Hà Nội	3.271	2021	N/A
Cầu Vĩnh Tuy 2	Hà Nội	2.540	2021	2021-25

Chính phủ đã và đang đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng, điều này có ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường BĐS và trở thành động lực thúc đẩy tăng trưởng chính cho BĐS trong các năm tiếp theo. Một số dự án hạ tầng đáng chú ý được hoàn thành trong 2020: 1) đường cao tốc Lộ Tẻ - Rạch Sỏi với tổng mức đầu tư 6.300 tỷ đồng đã hoàn thành vào 10/2020, 2) đường vành đai 3 Hà Nội với tổng vốn đầu tư 8.500 tỷ hoàn thành trong tháng 11/2020; và một số được khởi công trong 2021: 1) sân bay quốc tế Long Thành giai đoạn 1 đã khởi công đầu năm 2021, 2) 6/11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam đang được thi công và 5 dự án còn lại được kỳ vọng sẽ khởi công trong 2021.

Một số phê duyệt quy hoạch mới sắp tới sẽ hỗ trợ cơ sở hạ tầng và giá đất

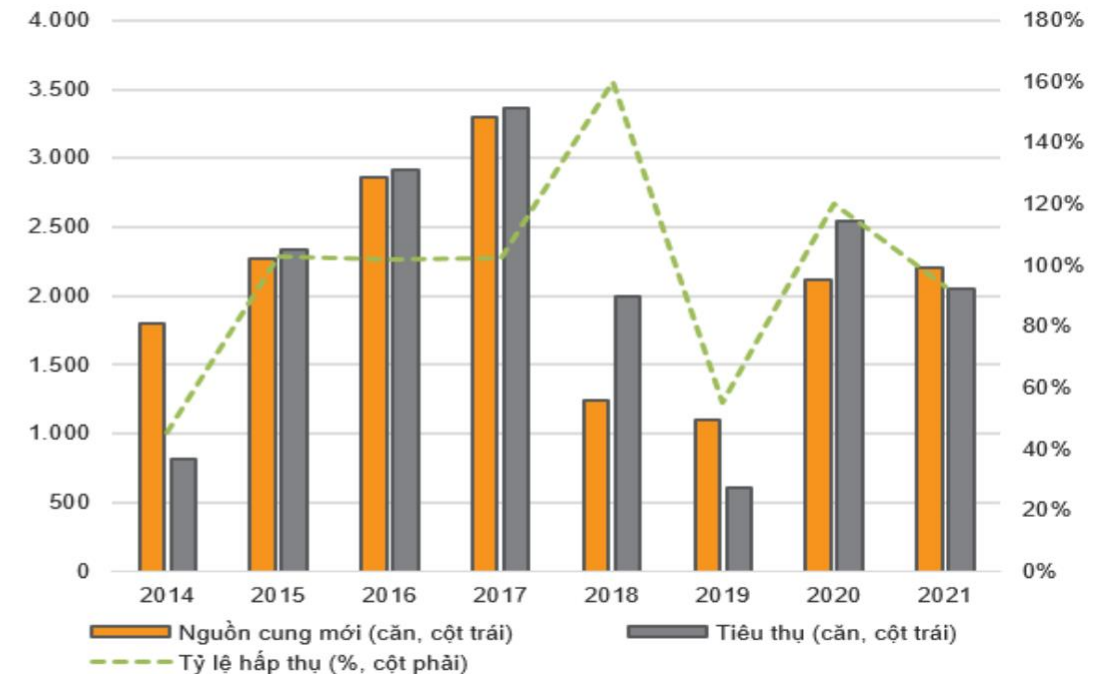
Đề xuất quy hoạch	Những điểm chính
Hà Nội công bố quy hoạch phân khu nội đô lịch sử	Quy hoạch phân khu nội đô thuộc địa bàn 4 quận Hoàn Kiếm, Ba Đình, Đống Đa và Hai Bà Trưng sẽ là cơ sở pháp lý cho thành phố, giúp chỉnh trang đô thị và thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội.
Dự thảo quy hoạch sông Hồng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

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



Nguồn: CBRE, SAVILLS

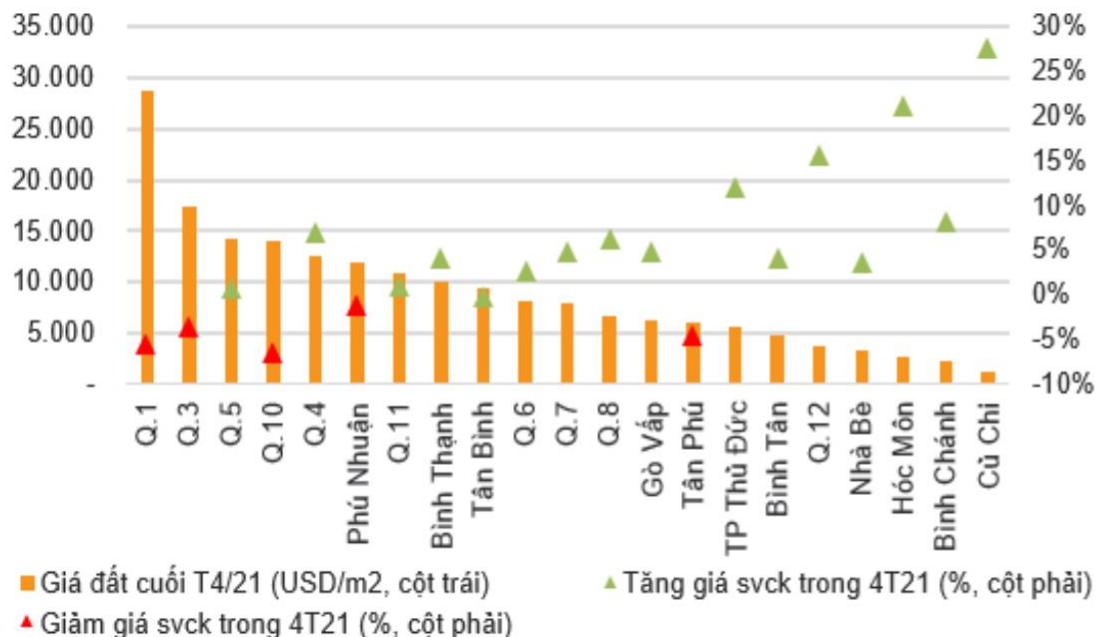
Nguồn cung nhà liền thổ mới tại TP HCM trong nửa cuối 2021 chủ yếu từ giai đoạn tiếp theo của các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó



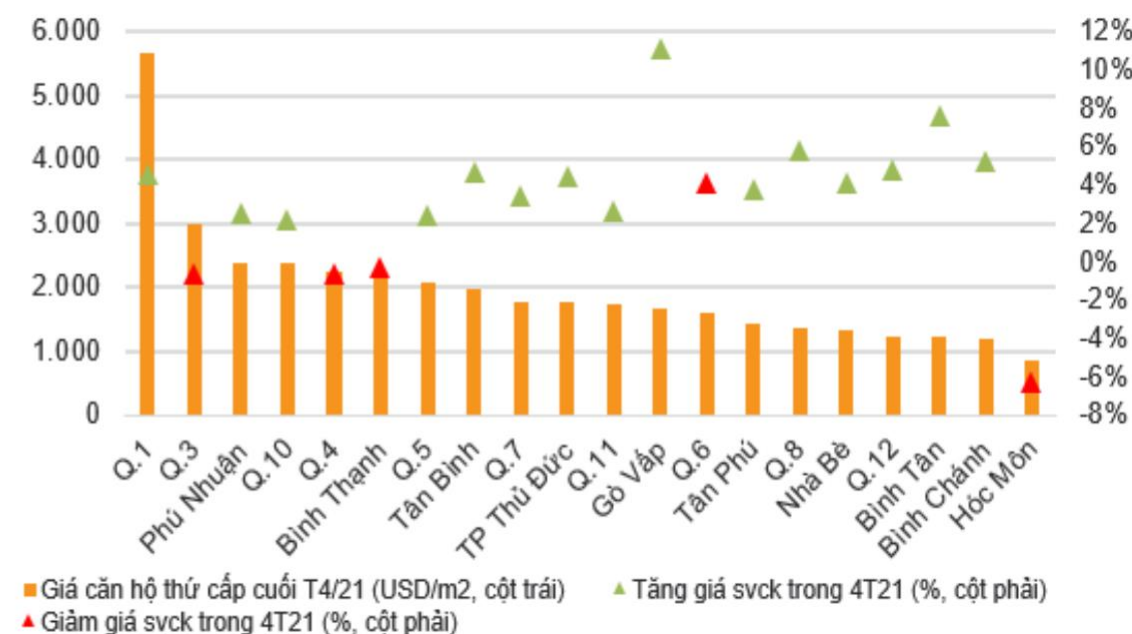
Nguồn: CBRE

Sau khi một số quy định mới được ban hành trong 2020 như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi 2020, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM có thể phục hồi từ 2022, cụ thể tăng 26,2% svck trong 2022 và 55,7% svck trong 2023. Phân khúc trung cấp sẽ đóng góp 30-50% vào tổng nguồn cung. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở tại ngoại thành TP HCM như Cần Giờ, Nhà Bè, Bình Chánh và TP Thủ Đức sẽ tiếp tục đáng chú ý trong nửa cuối 2021 và 2022 nhờ vào các dự án cơ sở hạ tầng.

Chúng tôi kỳ vọng giá đất ở ngoại thành TP HCM tăng ấn tượng trong nửa cuối 2021

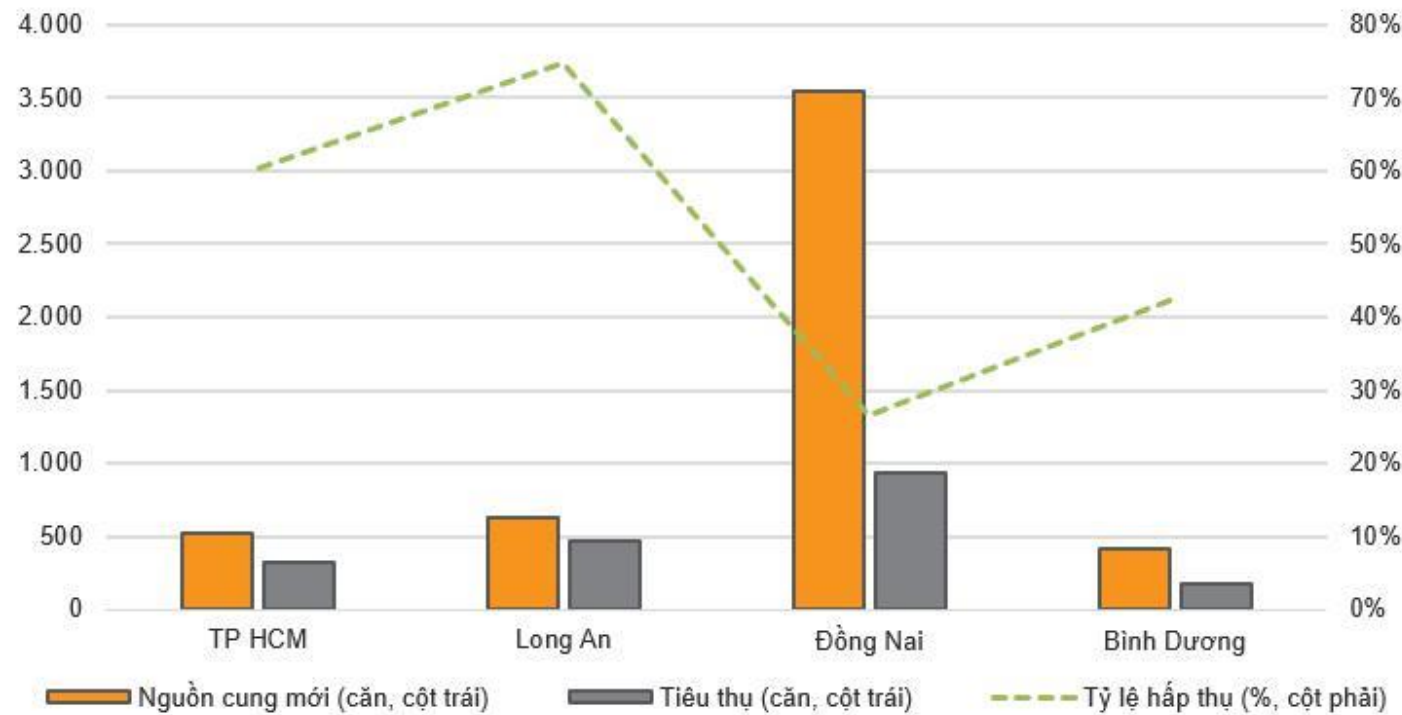


Các khu vực có giá căn hộ dưới 2.000 USD/m2 sẽ tăng nhanh hơn do thiếu nguồn cung ở phân khúc này



- Chúng tôi nhận thấy phân khúc căn hộ bình dân đã không có nguồn cung mới trong 5 quý gần đây. Nguồn cung khan hiếm khi cầu vẫn cao, chúng tôi cho rằng điều này dẫn đến các khu vực có giá căn hộ thứ cấp dưới 2.000 USD/m2 sẽ tăng nhanh.
- Đề xuất thành lập thành phố Tây Bắc gồm Củ Chi và Hóc Môn, cùng với quy hoạch đưa Củ Chi, Hóc Môn, Bình Chánh, Nhà Bè, Cần Giờ lên quận sẽ thúc đẩy giá đất tại các khu vực này tăng mạnh.

Nguồn cung mới nhà ở xây sẵn tại Đồng Nai cao hơn 6,8 lần so với TP HCM trong 5T21



Nguồn: DKRA

Giá bán tăng cao cùng với nguồn cung khan hiếm tại TP HCM, nhà đầu tư đang tìm kiếm cơ hội mới tại các thị trường lân cận TP HCM như Long An và Đồng Nai. Theo DKRA, thị trường nhà xây sẵn tại Đồng Nai diễn ra sôi động với 3.539 căn mới và 936 căn tiêu thụ, theo đó là Long An với 625 căn mới và 468 căn tiêu thụ trong 5T21.

Điều này tạo cơ hội cho các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất lớn ở những khu vực này như **NLG và NVL** với các dự án khu đô thị như Waterfront, Southgate, Aqua City, dự kiến được mở bán trong nửa cuối 2021 và 2022. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư và đạt được tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đặc địa, pháp lý minh bạch và sản phẩm chất lượng.

Một số dự án đáng chú ý được mở bán ở khu vực phía Nam trong 2021-22

62

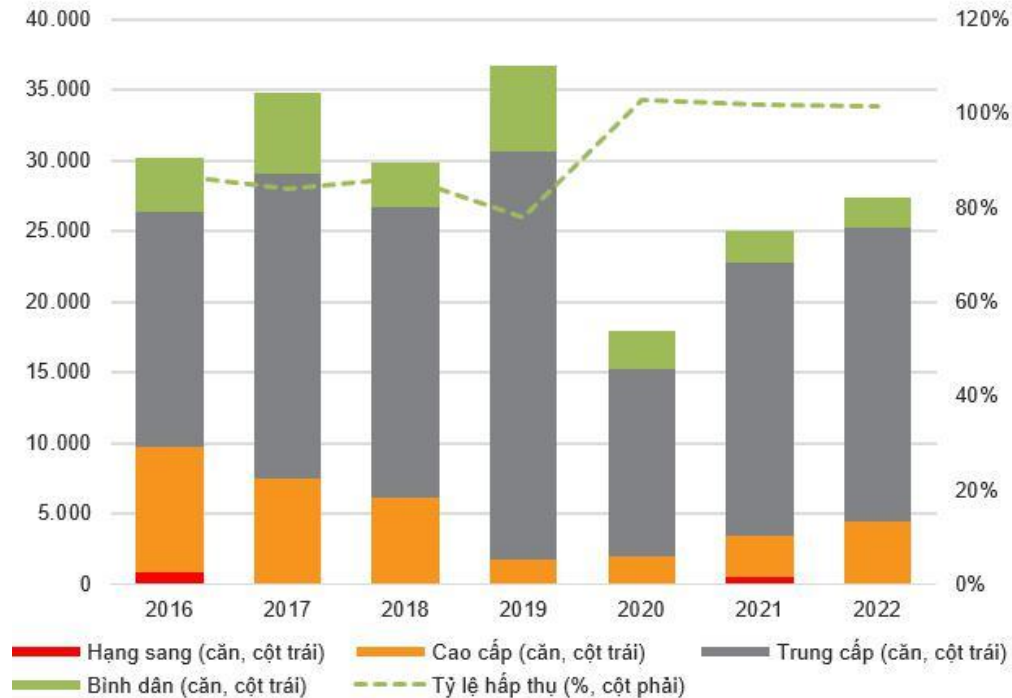
BDS thương hiệu thiết lập mức giá mới cho phân khúc căn hộ hạng sang

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Tổng giá trị phát triển (tỷ đồng)*	Diện tích đất (ha)	Mở bán
Công ty niêm yết						
Vinhomes Long Beach	VHM	Cần Giờ	Cao tầng, Thấp tầng	661.564	2.870	2022
Aqua Phoenix	NVL	Đồng Nai	Thấp tầng	82.763	286	2021
Aqua City	NVL	Đồng Nai	Thấp tầng	25.518	110	2021
Aqua City River Park	NVL	Đồng Nai	Thấp tầng	22.699	85	2021
Aqua Riverside	NVL	Đồng Nai	Thấp tầng	17.799	77	2021
The Grand Manhatta	NVL	Quận 1, TP HCM	Cao tầng	15.128	14	2021
Waterfront	NLG	Đồng Nai	Cao tầng, Thấp tầng	34.091	170	Nửa cuối 2021
Nam Long Cần Thơ	NLG	Cần Thơ	Thấp tầng	3.929	43	Nửa cuối 2021
Clarita	KDH	TP Thủ Đức	Thấp tầng	4.737	5,7	Nửa cuối 2021
Armena	KDH	TP Thủ Đức	Thấp tầng	3.610	4,3	Nửa cuối 2021
158 An Dương Vương	KDH	Bình Tân	Cao tầng	3.367	1,8	2022
Công ty không niêm yết						
Grand Marina Saigon	Masterise Homes - Marriot International	Quận 1, TP HCM	BDS thương hiệu	Mở bán ở Hong Kong với giá 18.000 USD/m2	10	2021
One Central Saigon (trước đó The Spirit of Saigon)	Masterise - The Ritz Carlton	Quận 1, TP HCM	BDS thương hiệu	Giá bán dự kiến 25.000-30.000 USD/m2	0,86	2021-22
Empire 88 Tower	Keppel Land	TP Thủ Đức	Tòa nhà cao nhất Việt Nam	Giá bán dự kiến 12.000 USD/m2	N/A	2022

*Những giá trị này dựa trên ước tính/giả định của chúng tôi

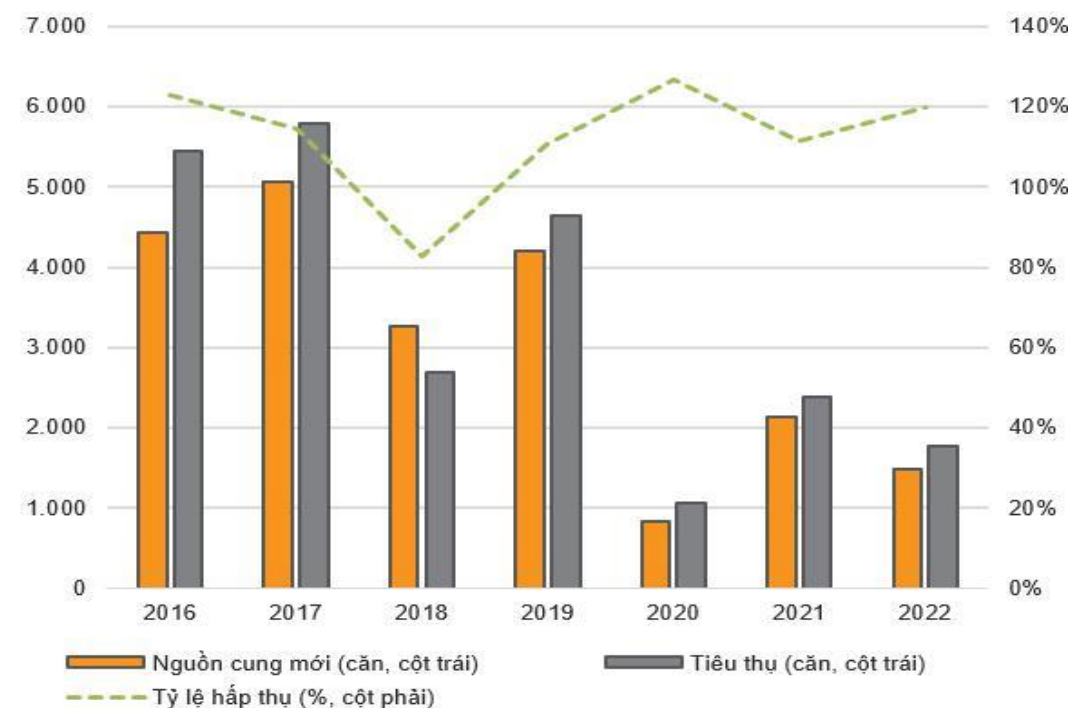
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2021-22 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes



Nguồn: CBRE

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



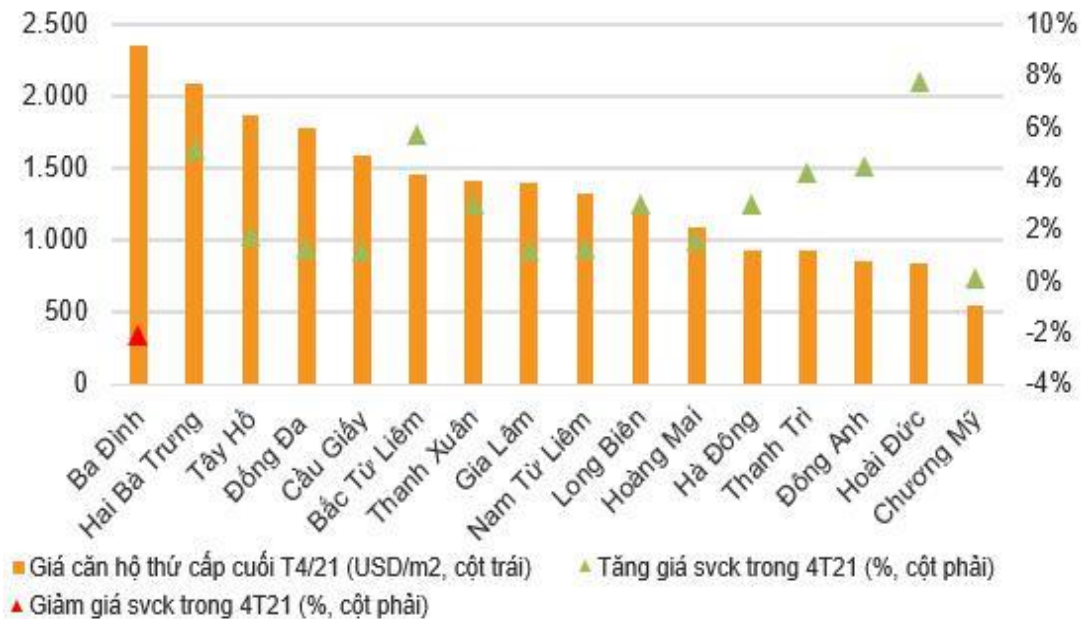
Nguồn: CBRE

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng 40% svck đạt khoảng 25.000 căn trong 2021, nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes, theo đó là Sunshine Empire (2.200 căn) và Gamuda City (2.000 căn). Các dự án phần lớn đến từ phía Tây và phía Đông Hà Nội. Đối với thị trường nhà liền thổ, các tỉnh lân cận Hà Nội như Hưng Yên sẽ là điểm sáng của thị trường trong 2021-22. Vinhomes cũng dự kiến mở bán một khu đô thị 460ha tại Hưng Yên trong nửa cuối 2021.

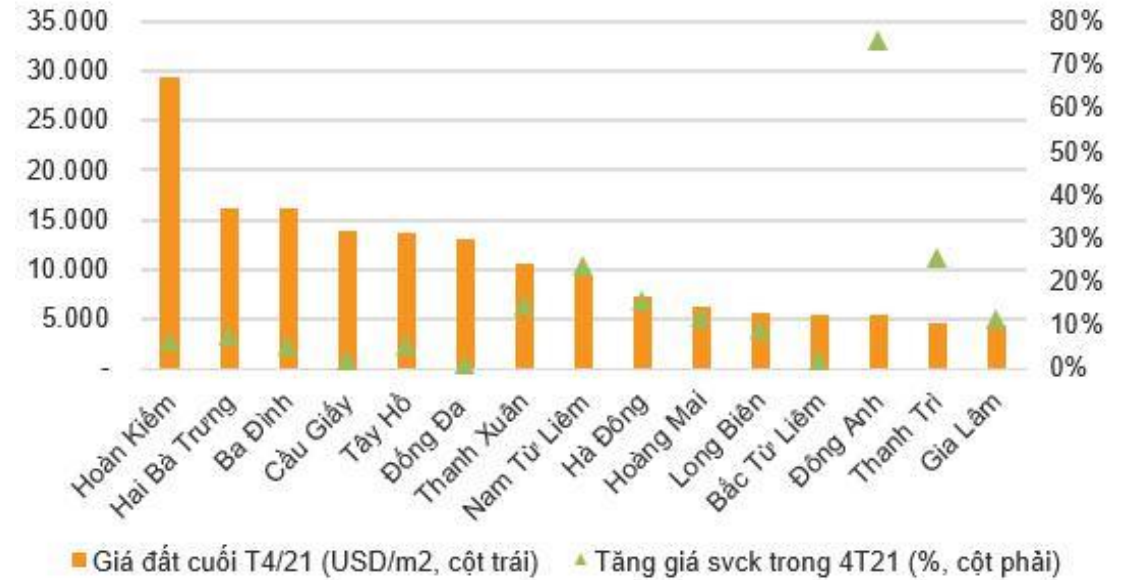
Chúng tôi kỳ vọng giá nhà đất tại Hà Nội tăng trưởng chậm lại trong nửa cuối 2021 sau cơn sốt diện rộng trong 4T21

64

Chúng tôi tin rằng giá bán căn hộ tại Hà Nội sẽ tăng trưởng ổn định trong nửa cuối 2021

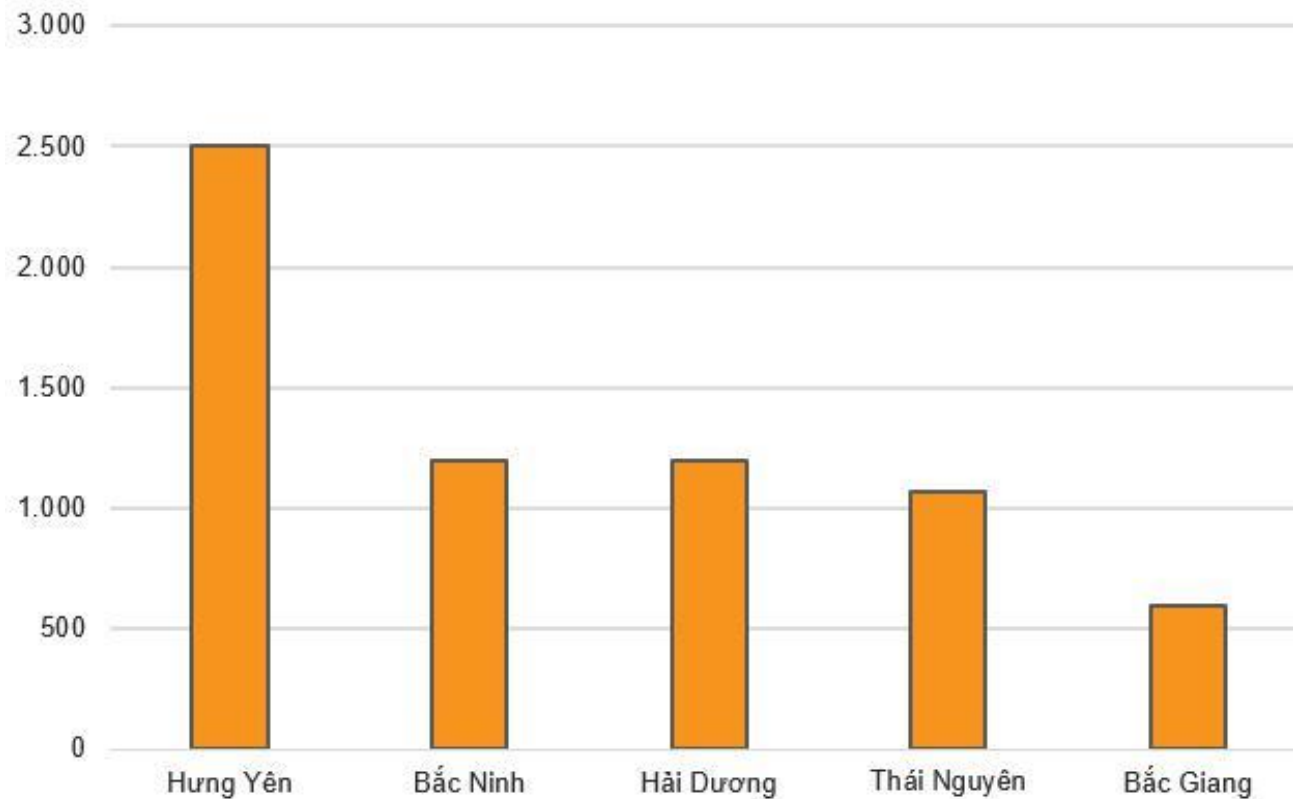


Giá đất tại Hà Nội tăng trưởng chậm lại trong nửa cuối 2021 sau cơn sốt diện rộng trong 4T21



- Chúng tôi nhận thấy Hà Nội vừa trải qua cơn sốt đất diện rộng với giá bán tăng trung bình 14,5% svck trong 4T21, chủ yếu do dự thảo quy hoạch sông Hồng. Chúng tôi tin rằng giá bán nhà đất tại Hà Nội sẽ tăng trưởng chậm lại trong nửa cuối 2021 nhờ chính quyền quản lý chặt chẽ hơn tại các khu vực sốt đất.

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



Nguồn: CBRE

Chúng tôi cho rằng Hưng Yên là một trong những khu vực đang nổi lên đáng chú ý tại thị trường BĐS miền Bắc, cùng với Bắc Ninh và Quảng Ninh. Hưng Yên nằm tại trung tâm của đồng bằng Bắc Bộ, sở hữu vị trí chiến lược dễ dàng kết nối với Hà Nội, Hải Phòng và Nam Định.

Theo CBRE, giá đất tại Hưng Yên tăng 12% svck, cao hơn mức tăng trung bình 7,6% svck của Hà Nội trong 2020.

Nguồn cung nhà liền thổ tại Hưng Yên có thể đạt 2.500 căn trong 2021, cao hơn nguồn cung tại Hà Nội 16,8%, nhờ sự đóng góp từ các khu đô thị lớn như Ecopark (500ha) và **Vinhomes Dream City** (460ha). Chúng tôi tin rằng những dự án này sẽ đạt được tỷ lệ hấp thụ cao khoảng 70-80% trong 2021, được hỗ trợ bởi nhu cầu cao từ các chuyên gia, kỹ sư và công nhân làm việc tại đây.

VHM tiếp tục khẳng định vị thế với 3 dự án mở bán mới trong 2021-22

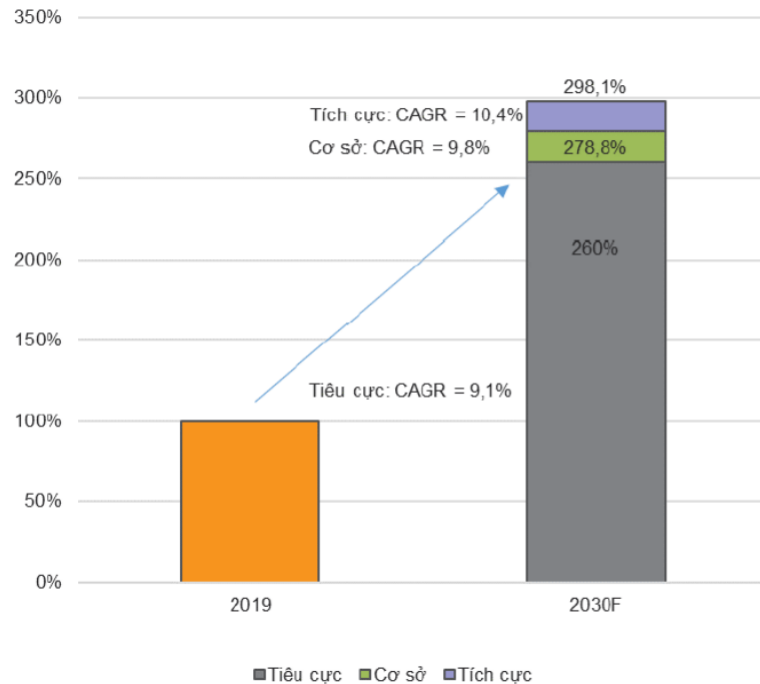
Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Sản phẩm	Tổng giá trị phát triển (tỷ đồng)*	Diện tích đất (ha)	Mở bán
Công ty niêm yết						
Vinhomes Dream City (Ocean Park 2)	VHM	Hưng Yên	Cao tầng, Thấp tầng	229.000	460	2021
Vinhomes Cổ Loa	VHM	Đông Anh, Hà Nội	Thấp tầng	49.370	385	2021
Vinhomes Wonder Park	VHM	Đan Phượng, Hà Nội	Cao tầng, Thấp tầng	22.634	133	2021
Dự án biệt thự nghỉ dưỡng An Biên	VPI	Quảng Ninh	Thấp tầng	N/A	145	2022
Grandeur Palace	VPI	Nam Từ Liêm, Hà Nội	Cao tầng	N/A	2,3	2021
Công ty không niêm yết						
				Giá bán dự kiến 4.300		
Lancaster Luminaire	Trung Thủy	Đống Đa, Hà Nội	Cao tầng	USD/m2	0,6	2021
Sunshine Empire	Sunshine Group	Bắc Từ Liêm, Hà Nội	Cao tầng	N/A	5,3	2021
Masterise West Height**	Masterise	Cầu Giấy, Hà Nội	Cao tầng	N/A	4	2021

*Những giá trị này dựa trên ước tính/giả định của chúng tôi

**Masterise hợp tác Techcombank ra mắt giải pháp nhà ở “Nhà đổi nhà” nhằm hỗ trợ rút ngắn thời gian nâng cấp căn hộ và gia tăng nhu cầu nhà ở. Nhà đầu tư không cần thực hiện bất kỳ khoản thanh toán nào cho đến khi nhận nhà, ngân hàng sẽ định giá nhà của nhà đầu tư và thanh toán 30% giá trị căn hộ cho chủ đầu tư.

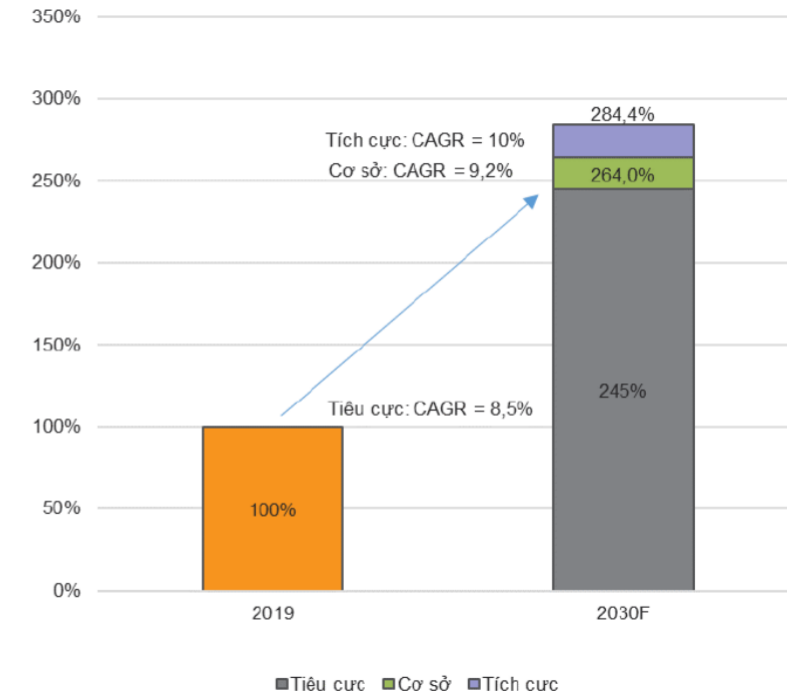
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Dự báo lượt khách nội địa Việt Nam trong giai đoạn 2019-2030



Nguồn: CAAV

Dự báo lượt khách quốc tế đến Việt Nam giai đoạn 2019-2030

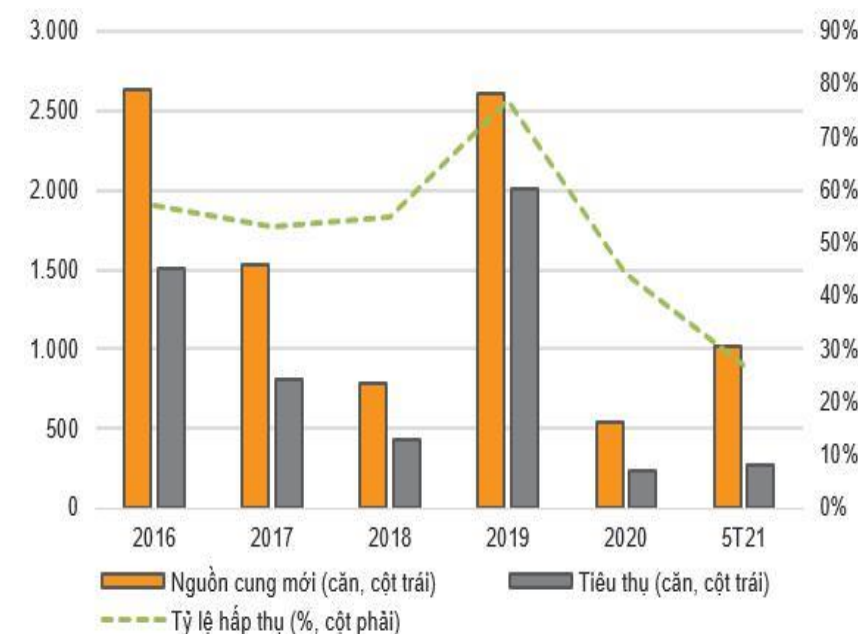


Nguồn: CAAV

Chúng tôi tin rằng BDS nghỉ dưỡng sẽ hồi phục nhanh chóng trong tương lai nhờ hỗ trợ của vắc xin cùng với sự phục hồi của thị trường du lịch tại Việt Nam. Sóng gió của thị trường BDS nghỉ dưỡng do dịch COVID-19 gây ra có thể kết thúc từ cuối 2021.

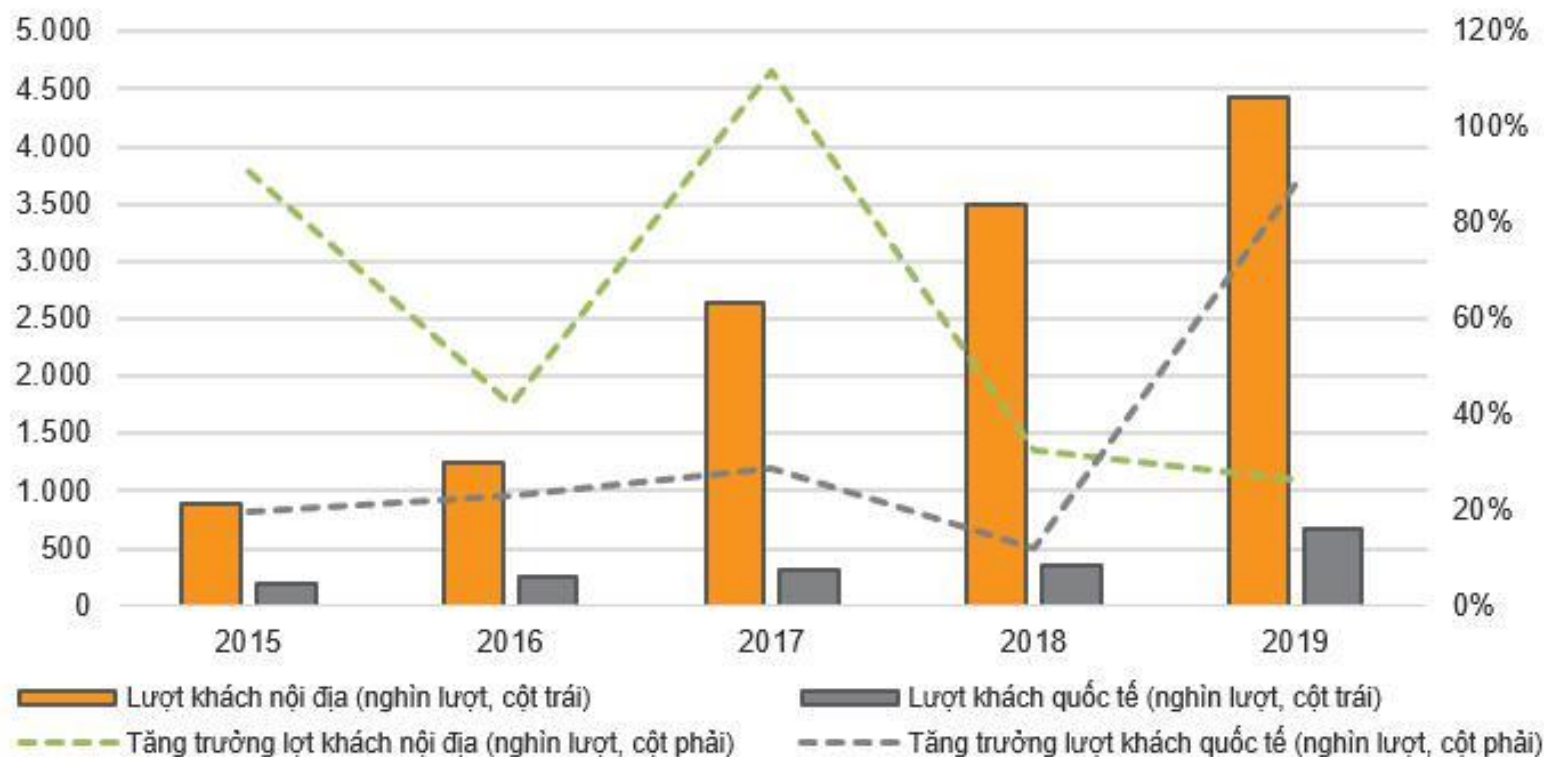
- Theo DKRA, nguồn cung mới biệt thự biển đang dần phục hồi với 1.017 căn trong 5T21, cao hơn nguồn cung 2020 88%, chủ yếu đến từ BR-VT, Phú Quốc, Bình Thuận. Nhưng cầu vẫn ảm đạm với chỉ 274 căn được tiêu thụ, tỷ lệ hấp thụ đạt 27%, giảm 66 điểm % svck.
- Chúng tôi kỳ vọng 2023 có thể phục hồi về mức 2019, nhờ vào lượng khách quốc tế phục hồi trở lại. Hiện nay các nước trên thế giới đang nỗ lực đẩy nhanh tiêm vắc xin, một số nước có tốc độ tiêm chủng nổi bật như Canada với tỷ lệ dân số đã tiêm ít nhất 1 mũi vắc xin COVID-19 cao nhất (61,6%), tiếp đó là Anh (59,4%), Mỹ (50,9%), Đức (45,1%), Ý (43,1%), Pháp (41,2%) và Trung Quốc (ước đạt 36,0%).
- Theo Tổng cục Du lịch Việt Nam, lộ trình phục hồi của du lịch Việt Nam sẽ theo 4 bước: 1) du lịch nội địa phục hồi; 2) thí điểm tiếp nhận một lượng hạn chế khách quốc tế trong một vài địa điểm du lịch nhất định; 3) tiếp nhận hành khách từ các nước kiểm soát COVID-10 tốt; 4) lượng khách quốc tế phục hồi hoàn toàn.

Nguồn cung biệt thự biển tăng trong trở lại trong 5T21



Nguồn: DKRA

Lượng khách quốc tế và khách nội địa đến Phú Quốc tăng ấn tượng trong giai đoạn 2015-19, với lượng khách nội địa đạt tăng trưởng kép 49,8% và lượng khách quốc tế tăng 35,2%



Nguồn: TỔNG CỤC DU LỊCH VIỆT NAM

Ngày 13/06/2021, Bộ Chính trị cho phép Phú Quốc thí điểm đón khách quốc tế có “hộ chiếu vắc xin”. Điều này sẽ giúp thúc đẩy BĐS nghỉ dưỡng tại đây phục hồi từ nửa cuối 2021. Vingroup – một trong những chủ đầu tư lớn nhất tại Phú Quốc – sẽ được hưởng lợi nhất với các dự án Vinpearl đang hoạt động có thể phục hồi mạnh mẽ và ra mắt dự án mới Grand World trong 2021.

Theo Ban quản lý Khu kinh tế Phú Quốc, tới giữa 2019 Phú Quốc đã thu hút 248 dự án BĐS nghỉ dưỡng từ các chủ đầu tư lớn như Vingroup và Sun Group, bao phủ 9.611 ha với tổng mức đầu tư hơn 14 tỷ USD. Mặc dù lượng lớn dự án đã đầu tư phát triển tại đây, quy mô BĐS nghỉ dưỡng tại Phú Quốc được xem là còn nhỏ so với Đà Nẵng và Nha Trang. Do đó, chúng tôi tin rằng BĐS nghỉ dưỡng tại Phú Quốc vẫn còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Một số dự án NVL mở bán trong 2021-22

NovaHill Mũi Né



NovaWorld Phan Thiết



NovaWorld Hồ Tràm



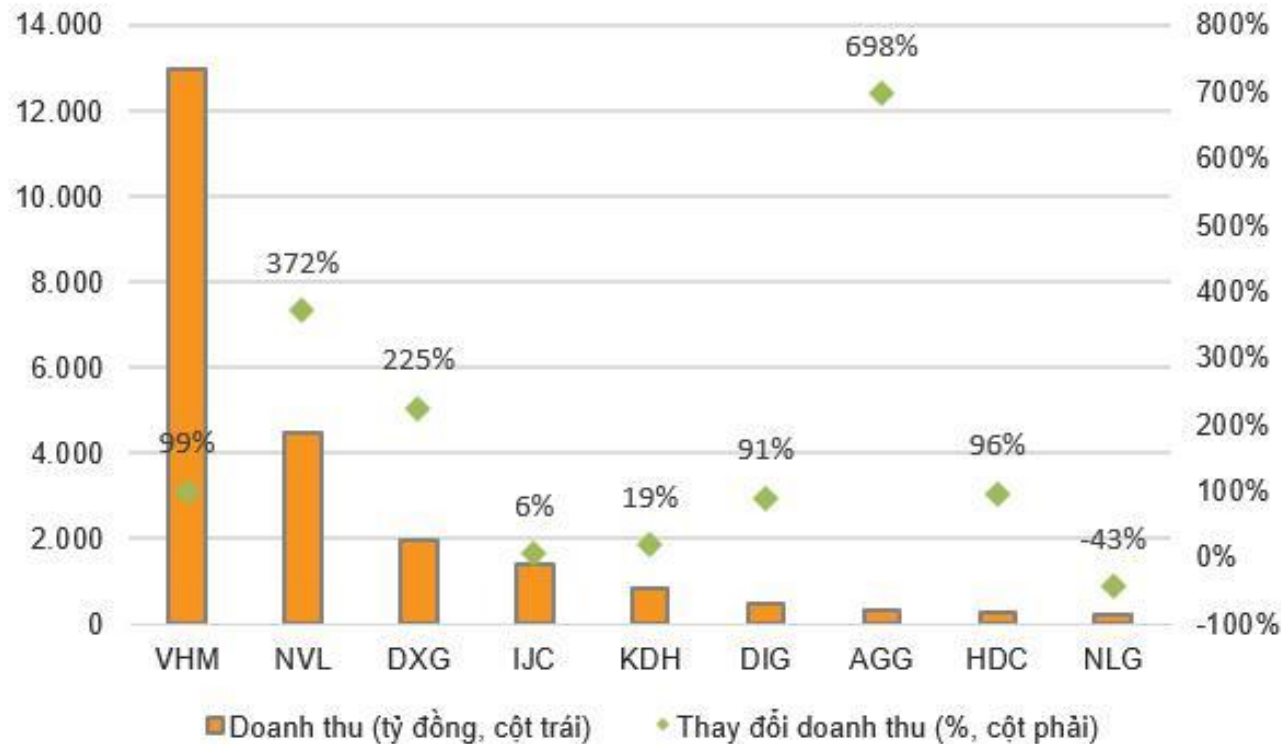
NovaBeach Cam Ranh



Các dự án BĐS nghỉ dưỡng được NVL mở bán trong 2021-22 tập trung tại các khu vực được dẫn dắt bởi khách du lịch nội địa như Mũi Né, Phan Thiết, và Hồ Tràm. Do đó các hoạt động du lịch tại những khu vực này chịu ảnh hưởng bởi đại dịch và ngừng các chuyến bay quốc tế ít hơn so với Hội An, Nha Trang.

Thêm vào đó, những địa điểm này còn được hưởng lợi từ các dự án cơ sở hạ tầng như cao tốc Dầu Giây – Phan Thiết và sân bay quốc tế Long Thành, đem đến tiềm năng tăng trưởng cao cho các nhà đầu tư. Chúng tôi tin rằng NVL sẽ là một trong những nhà đầu tư hồi phục mảng BĐS nghỉ dưỡng nhanh nhất sau đại dịch.

Các công ty BĐS niêm yết ghi nhận doanh thu tăng trưởng ấn tượng trong Q1/21



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi nhận thấy hầu hết các công ty BĐS niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong Q1/21.

VHM ghi nhận doanh thu tăng 99,2% svck đạt 12.986 tỷ đồng, do doanh thu bàn giao dự án tăng mạnh 75,2% svck từ việc bàn giao khoảng 2.900 căn bán lẻ từ Ocean Park, Grand Park và Smart City.

Doanh thu Q1/21 của AGG tăng trưởng cao nhất 698% svck đạt 342 tỷ đồng, nhờ bào giao Sky 89 và The Sóng.

Doanh thu Q1/21 của NVL tăng 372% svck nhờ lượng lớn sản phẩm bàn giao từ 6 dự án.

DXG hồi phục mạnh mẽ trong Q1/21 nhờ giải quyết thành công vấn đề pháp lý và bàn giao Gem Sky World.

Chỉ NLG ghi nhận doanh thu giảm do dự án trọng điểm bàn giao trong nửa cuối 2021.

Vinhomes (VHM, Khả quan, Giá mục tiêu: 134.300đ/cp). Tổng quỹ đất của Vinhomes (VHM) bao gồm cả đất mua lại là 16.400ha tính đến tháng 3/2021, gấp khoảng 3,3 lần so với doanh nghiệp có quỹ đất lớn thứ hai là Novaland, tương đương với 16.400ha tổng diện tích sàn nhà ở. Điều này nhấn mạnh khả năng tích lũy quỹ đất và quy hoạch tổng thể ấn tượng của doanh nghiệp. Tính đến cuối 2021, có đến 92% tổng quỹ đất chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng khổng lồ của VHM trong tương lai. Chúng tôi ước tính tổng giá trị phát triển của doanh nghiệp sẽ đạt 1.118 nghìn tỷ đồng (tương đương với 48,2 tỷ USD) đến năm 2025. VHM đặt mục tiêu doanh số ký bán trong 2021 đạt 91 nghìn tỷ đồng (+44,9% svck) với 37.000 sản phẩm bán được (+34,2% svck) từ ba dự án mở bán Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Dream City và Vinhomes Wonder Park.

Khang Điền (KDH, Khả quan, Giá mục tiêu: 45.500đ/cp). Chúng tôi ưa thích KDH vì quy mô công ty, năng lực tài chính, pháp lý minh bạch và quỹ đất sẵn sàng phát triển lớn (578ha đất phát triển nhà ở và 110ha cho KCN vào cuối T5/21) giữa lúc nguồn cung khan hiếm tại TP HCM. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này của công ty đáp ứng nhu cầu nhà ở thực, giúp tăng trưởng lợi nhuận ổn định. Chúng tôi tin rằng doanh số ký bán của KDH sẽ phục hồi trong 2021-22 nhờ mở bán ba dự án mới Clarita (5,7ha), Armenia (4,3ha) tại thành phố Thủ Đức và một dự án căn hộ (1,8ha) tại quận Bình Tân với tổng giá trị phát triển chúng tôi ước tính đạt 12.342 tỷ đồng. Rủi ro tăng giá trong ngắn hạn đến từ giá bán trung bình cao hơn dự kiến tại dự án Armenia, Clarita và 158 An Dương Vương; trong trung và dài hạn phụ thuộc việc liệu KDH có thể giải quyết các rào cản pháp lý để khởi công dự án Tân Tạo. Rủi ro giảm giá 1) chậm trễ trong cấp phép và trì hoãn mở bán dự án mới và 2) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

Nam Long (NLG, Khả quan, Giá mục tiêu: 46.700đ/cp). Chúng tôi ưa thích NLG do 1) NLG sở hữu quỹ đất lớn 681ha vào cuối Q1/21, phần lớn nằm tại các tỉnh lân cận TP HCM đang thu hút sự chú ý của nhà đầu tư nhờ phát triển cơ sở hạ tầng như Đồng Nai, Long An, Cần Thơ và 2) các sản phẩm căn hộ của NLG chủ yếu ở phân khúc trung cấp và bình dân, đáp ứng nhu cầu ở thực của người dân. NLG dự kiến mở bán sáu dự án tiềm năng trong 2021. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh số ký bán 2021 của NLG đạt 12.746 tỷ đồng, mức cao nhất từ trước tới nay. Tiềm năng tăng giá là giá bán cao hơn dự kiến tại dự án tại Izumi City và Cần Thơ 43ha. Rủi ro giảm giá: 1) chậm trễ trong cấp phép, 2) lãi suất mua nhà tăng cao, ảnh hưởng tới hoạt động ký bán các căn hộ tầm trung của NLG và 3) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng cao.

DIC Corp (DIG). DIG là một nhà phát triển dự án BĐS dân cư và nghỉ dưỡng giàu kinh nghiệm, hiện tại đang sở hữu quỹ đất 8.000ha tọa lạc tại các vị trí trung tâm của nhiều tỉnh thành, tập trung chủ yếu tại Bà Rịa - Vũng Tàu, Đồng Nai, Vĩnh Phúc và Kiên Giang... Lợi nhuận ròng của DIG có thể tăng trưởng mạnh mẽ trong 2021-22 nhờ một loạt dự án trọng điểm của DIG đã hoàn thành pháp lý, giải phóng mặt bằng và sẵn sàng thi công, mở bán giai đoạn mới. Dự án Long Tân, Bắc Vũng Tàu, và KDC Vị Thanh là các dự án lớn tại Vũng Tàu rất đáng chú ý, tất cả dự án này đều đã có kế hoạch phát triển giai đoạn 1, và có thể đạt được tỷ lệ hấp thụ cao nhờ thị trường BĐS nhà ở và nghỉ dưỡng phục hồi.

An Gia (AGG). AGG sở hữu quỹ đất 103ha, tương đương 2,1 triệu m² diện tích sàn. An Gia hiện tại đang phát triển 7 dự án tại các tỉnh lân cận và ngoại thành TP HCM như Vũng Tàu và Bình Dương với tổng diện tích 64ha. Trong 2021, AGG sẽ bàn giao phần còn lại của dự án Panorama, hơn 1.200 căn từ Sky 89 và The Sóng, góp phần giúp doanh thu và lợi nhuận AGG tăng trưởng mạnh mẽ. Thêm vào đó, An Gia được kỳ vọng sẽ mua thêm 35ha từ các dự án BC 27 (27ha tại Bình Chánh), D7 (5,4ha tại quận 7, TP HCM) và BD3 (Bình Dương). Giai đoạn 2021-25 sẽ là bước ngoặt cho An Gia từ một doanh nghiệp nhỏ trở thành nhà phát triển BĐS tầm trung.

HODECO (HDC). HDC là công ty dẫn đầu tại Bà Rịa - Vũng Tàu với quỹ đất tích lũy khoảng 400ha, trong đó khoảng 100ha đất sạch có chi phí thấp đang được phát triển: The Light City (49ha), KDC West Road 3/2 (6,3ha), Ecotown Phú Mỹ, khu biệt thự Đồi Ngọc Tước (14,3ha) và Đại Dương (19,6ha). The Light giai đoạn 1 sẽ khởi đầu giai đoạn đột phá lợi nhuận của HDC từ 2021 với 490 nhà phố, 213 căn biệt thự và khoảng 400 căn hộ được mở bán. Dự án này nằm ngay tại vị trí trung tâm của Vũng Tàu, thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư. Hơn thế nữa, dự án khách sạn 5 sao Fusion Suite của HDC đã chính thức đi vào hoạt động, hỗ trợ dòng tiền ổn định cho HDC khi du lịch phục hồi sau khi có vắc xin.

So sánh các công ty cùng ngành

74

Tên công ty	Mã	Giá mục tiêu (đv bản địa)	Khuyến nghị	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ tăng trưởng kép 3 năm (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH
						2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Việt Nam														
Vinhomes	VHM VN	134.300	Khả quan	16.024	44,7	12,9	7,5	3,1	2,2	28,2	34,3	-	-	27,8
Novaland	NVL VN	74.100	KKN	7.627	51,4	28,7	17,6	3,9	3,2	14,7	20,1	-	-	114,7
Khang Dien	KDH VN	45.500	Trung lập	1.005	23,6	18,6	11,9	2,3	2,2	14,5	21,1	1,4	1,4	22,6
Dat Xanh	DXG VN	KKN	KKN	544	N/A	9,4	8,5	1,7	1,4	19,1	18,2	N/A	N/A	43,6
Nam Long	NLG VN	46.700	KKN	477	22,6	9,6	8,0	1,6	1,4	19,1	19,3	3,9	3,2	36,6
Đầu tư phát triển xây dựng	DIG VN	KKN	KKN	456	13,7	12,2	11,3	N/A	N/A	17,5	15,9	N/A	N/A	20,6
Hạ tầng kỹ thuật	IJC VN	KKN	KKN	308	10,7	11,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31,1
Bà Rịa - Vũng Tàu	HDC VN	KKN	KKN	187	16,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	85,4
An Gia	AGG VN	KKN	KKN	181	9,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	102,2
Trung bình trong nước					26,1	14,7	10,8	2,5	2,1	18,9	21,5	1,3	1,2	47,8
Trung vị trong nước					19,4	12,2	9,9	2,3	2,2	18,3	19,7	0,7	0,7	36,6

Nguồn: BLOOMBERG

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

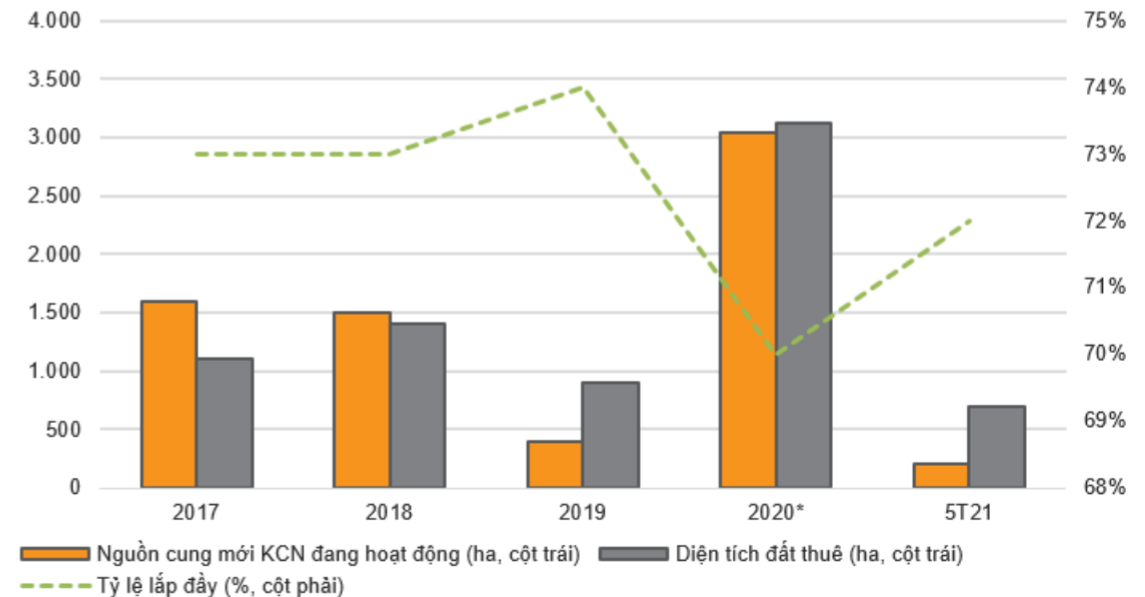
Rủi ro giảm giá:

- Dịch bệnh kéo dài có thể ảnh hưởng đến hoạt động quảng cáo và bán hàng;
- Giá nhà đất tiếp tục tăng nhanh, đặc biệt là tại khu vực ngoại thành, khiến gia tăng các mối lo ngại và có thể vượt khả năng của người mua nhà;
- Chúng tôi nhận thấy chi phí xây dựng có thể tăng do nguyên vật liệu tăng cao trong 2021, đặc biệt giá thép đã tăng hơn 45% svck. Thép chiếm 12-15% tổng chi phí xây dựng (theo ước tính của các chuyên gia trong ngành), điều này sẽ kéo giá nhà tăng nếu giá vật liệu duy trì ở mức cao như hiện tại trong hai năm tới;
- Theo Thông tư 40/2021/TT-BTC được ban hành vào 01/06/2021, có hiệu lực từ 01/08/2021, nhà cho thuê từ 8,33 triệu đồng/tháng sẽ đóng thuế thu nhập cá nhân dù có không cho thuê đủ 12 tháng trong một năm. Điều này có thể ảnh hưởng đến thị trường cho thuê nhà khi thị trường này đã và đang chịu ảnh hưởng nghiêm trọng do dịch COVID-19.

BĐS Khu công nghiệp

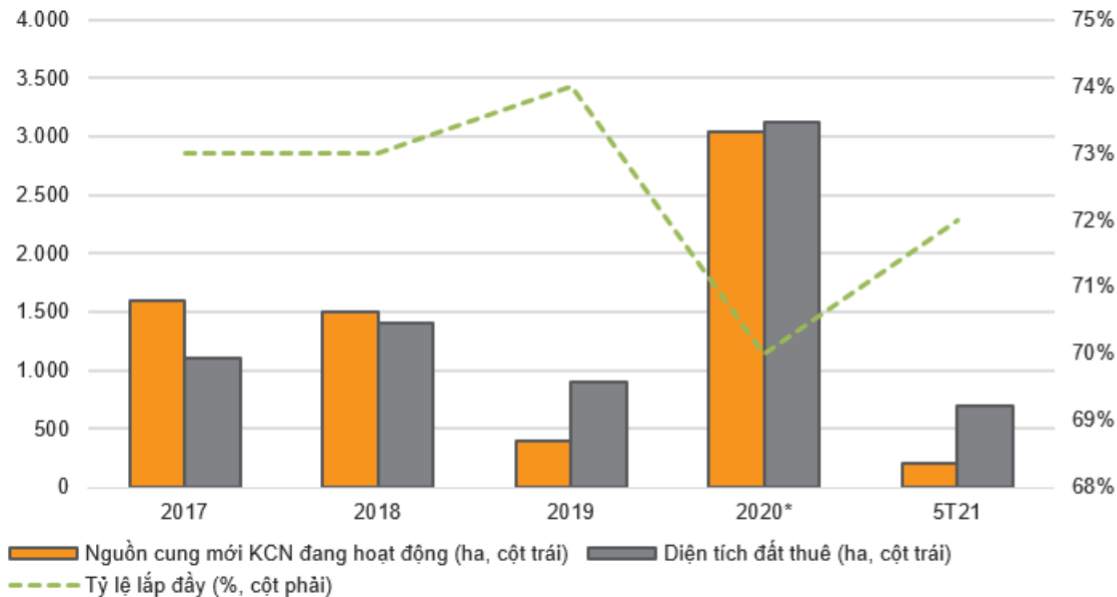
Bước vào giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

Diện tích cho thuê trong 5T21 vẫn duy trì ở mức cao 700ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 71,8%



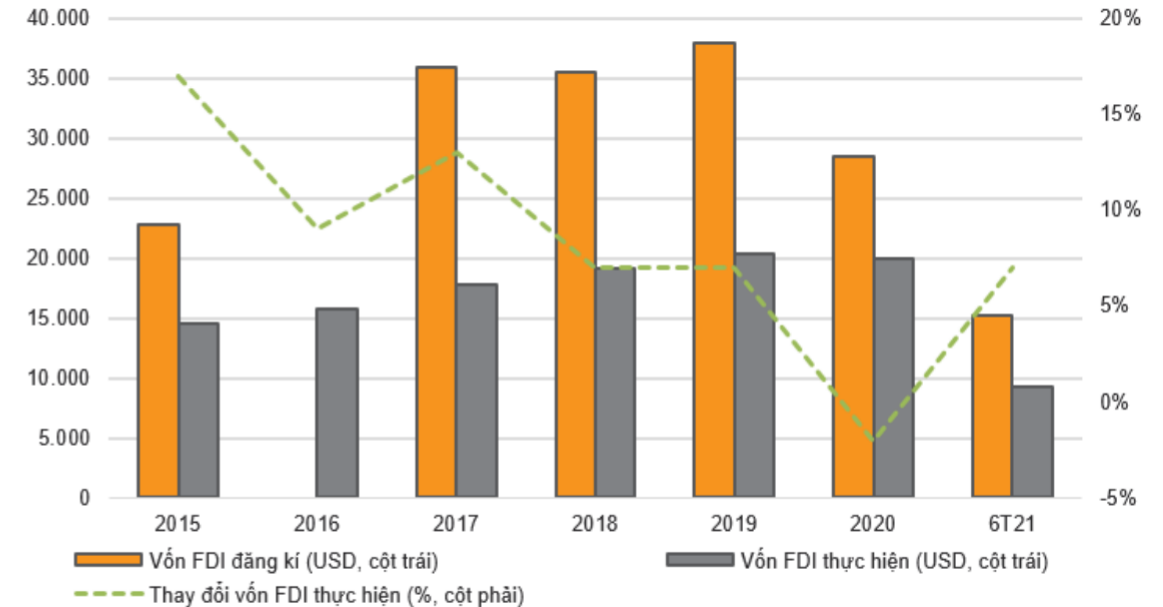
*Bao gồm KCN trong các KKT

Diện tích cho thuê trong 5T21 vẫn duy trì ở mức cao 700ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 71,8%



Nguồn: MPI, CBRE

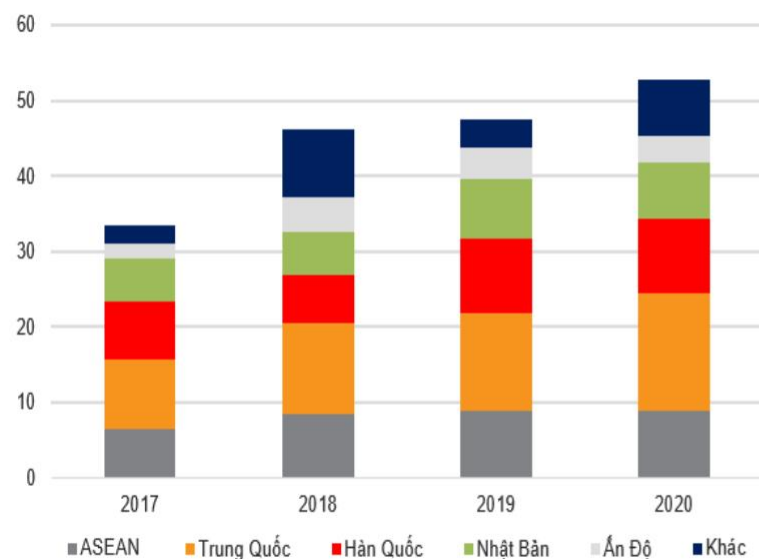
Vốn FDI giải ngân tăng 6,8% svck trong 6T21



Nguồn: MPI

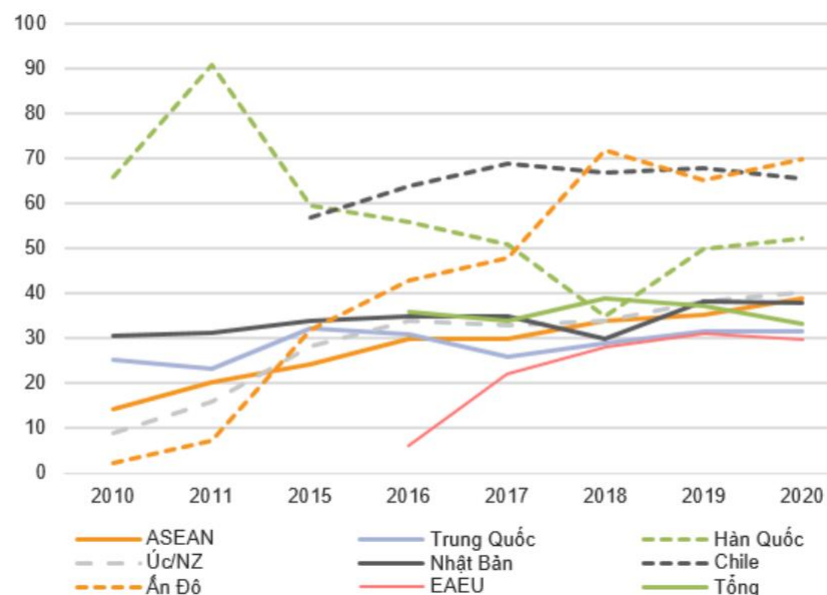
Diện tích đất công nghiệp cho thuê duy trì ở mức cao 700ha (-12,5% svck) trong 5T21. Nguồn cầu tiếp tục vượt cung mới, do đó tỷ lệ lấp đầy tăng 1,6% (so với cuối năm 2020) lên 71,8%. Chúng tôi tin rằng nhu cầu đất công nghiệp sẽ tiếp tục tăng cao trong nửa cuối 2021 và 2022 bởi dòng vốn FDI và mở rộng sản xuất đang diễn ra mạnh mẽ, đặc biệt sự tham gia của Foxconn, OPPO sẽ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ cũng như mở ra cơ hội cho ngành công nghiệp hỗ trợ Việt Nam.

Giá trị xuất khẩu có áp dụng ưu đãi thuế quan FTA tăng 16,4% mỗi năm trong 2017-20



Nguồn: MoIT

Tỷ lệ hiệu dụng FTA vẫn tích cực 33,1% trong 2020



Nguồn: MoIT

Danh sách công ty có kế hoạch/đang di chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam

Tên công ty	Quốc gia	Tình trạng tại Q1/21	Vị trí chuyển dịch	Ngành
Hanwha	Hàn Quốc	Đã di chuyển	Hà Nội	Linh kiện hàng không
Yokowo	Nhật Bản	Đã di chuyển	Hà Nam	Linh kiện mô tô
Huafu	Trung Quốc	Đã di chuyển	Long an	Dệt may
Goertek	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bắc Ninh	Linh kiện tai nghe và điện
TCL	Trung Quốc	Đã di chuyển	Bình Dương	Điện tử - TV
Foxconn	Đài Loan	Đang di chuyển	Bắc Giang Quảng Ninh	Điện tử - TV
Lenovo	Trung Quốc	Đang xem xét	Bắc Ninh	Điện tử - Máy tính
Nintendo	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Điện tử - Phụ kiện game
Sharp	Nhật Bản	Đang di chuyển	Bình Dương	Điện tử - Camera
Kyocera	Nhật Bản	Đang di chuyển	Hải Phòng	Điện tử - Máy in, photocopy
Asics	Nhật Bản	Đang xem xét	N/A	Sản xuất giày

Nguồn: SAVILLS

Theo Bộ Công thương, giá trị xuất khẩu được hưởng ưu đãi thuế FTA năm 2020 đạt 52,76 tỷ USD (+10,9% svck). Bên cạnh đó, nhờ EVFTA có hiệu lực, Việt Nam đã cấp 64.796 bộ C/O mẫu EUR.1 trị giá 2,5 tỷ USD (+18% svck) trong 3T21. Xuất khẩu của Việt Nam sang EU đến năm 2030 dự kiến sẽ tăng 44,4%. Chúng tôi cho rằng hiệp định EVFTA sẽ giúp thúc đẩy đầu tư sản xuất tới Việt Nam, giúp duy trì dòng vốn FDI trong các năm tới.

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

	Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng)	Giá điện công nghiệp (USD/kWh)	Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m2)	Giá thuê đất trung bình (USD/m2/kỳ thuê)	Thuế TNDN (%)	Số KCN
Myanmar	162	0,110	na	80	25	63
Philippines	205	0,110	na	122	30	323
Việt Nam	265	0,077	352	108	20	394
Indonesia	287	0,073	504	238	25	108
Thái Lan	440	0,121	na	183	20	86
Malaysia	844	0,099	533	225	24	340
Trung Quốc	1042	0,104	356	na	25	na

Dù giá thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam tăng mạnh từ 2019 nhưng với mức giá 108 USD/m2/kỳ thuê tại Q1/21 vẫn là mức thấp thứ hai trong khu vực, chỉ cao hơn giá thuê đất tại Myanmar. Tại Việt Nam, lương công nhân thấp hơn nhiều so với Thái Lan và Malaysia. Trong khi đó, chỉ có Indonesia có mức giá điện thấp hơn so với Việt Nam.

Bên cạnh chi phí hoạt động thấp, Việt Nam đã cắt giảm thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) từ mức 22% xuống mức 20% vào năm 2016 cho tất cả các công ty trong nước và nước ngoài để tăng cường thu hút sản xuất. Ngoài ra, các công ty tại các khu công nghiệp còn được hưởng các ưu đãi khác như miễn/giảm thuế và miễn thị thực. Các ưu đãi thuế phổ biến dành cho các công ty ở các khu công nghiệp bao gồm miễn thuế trong 2 đến 4 năm, giảm thuế trong 3 đến 15 năm và miễn thuế nhập khẩu.

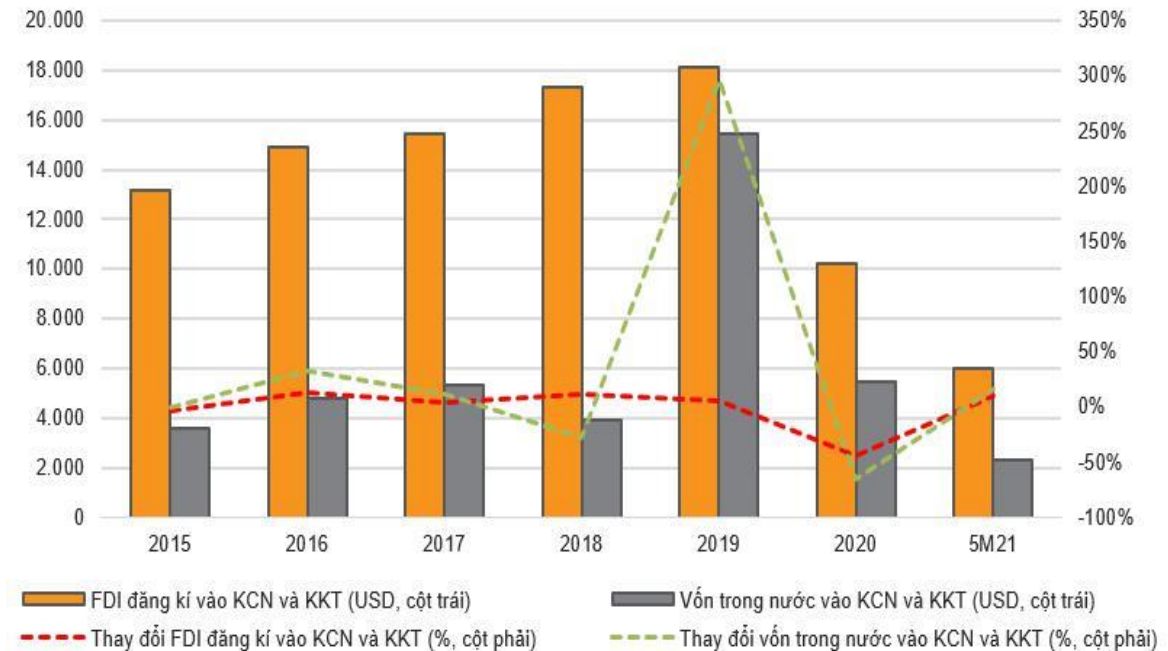
Nguồn: SAVILLS, STATISTA, MPI

Ngành sản xuất vẫn duy trì tăng trưởng bất chấp đợt bùng phát dịch COVID-19 lần thứ 4. IIP của Việt Nam tăng 9,3% svck trong 6T/21



Nguồn: GSO

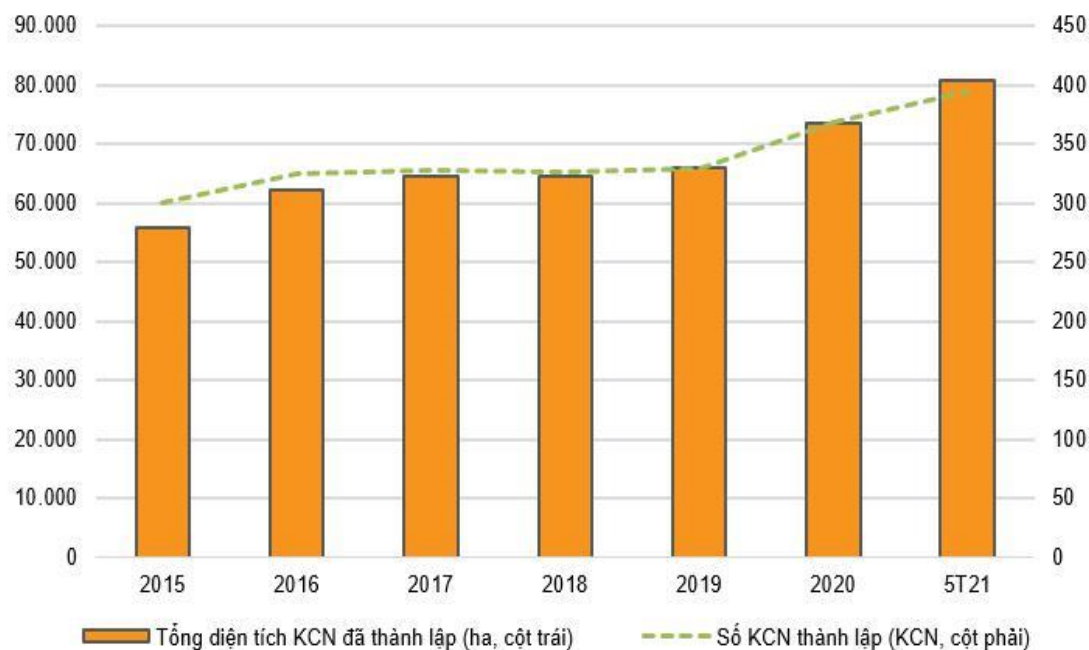
Dòng vốn FDI và vốn trong nước vào KCN và khu kinh tế (KKT) tăng 10,3%/15,7% svck trong 5T21



Nguồn: MPI

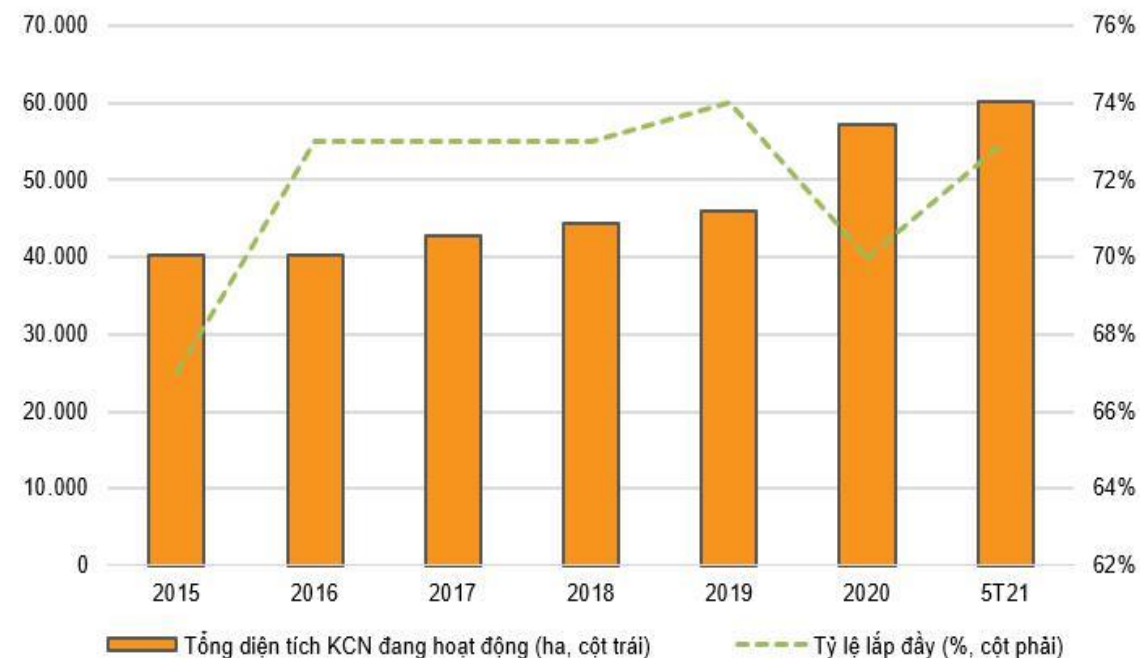
Chúng tôi quan sát thấy các khách thuê hiện hữu đang tích cực mở rộng sản xuất tại Việt Nam nhờ nền tảng sản xuất vững chắc của Việt Nam. Theo JETRO, gần 47% doanh nghiệp Nhật Bản có kế hoạch mở rộng sản xuất kinh doanh tại Việt Nam trong 1-2 năm tới. LG Electronics, Intel, Mitsubishi Motors, và Ford cũng đã thông báo kế hoạch mở rộng tại Việt Nam. Bên cạnh đó, nhiều doanh nghiệp hỗ trợ trong nước cũng được hưởng lợi từ làn sóng FDI và dự kiến mở rộng sản xuất như O.N Vina, một đối tác của Samsung.

Việt Nam thành lập 25 KCN bổ sung 7.300ha đất trong 5T21, mức tăng cao nhất so với cùng kỳ kể từ 2015



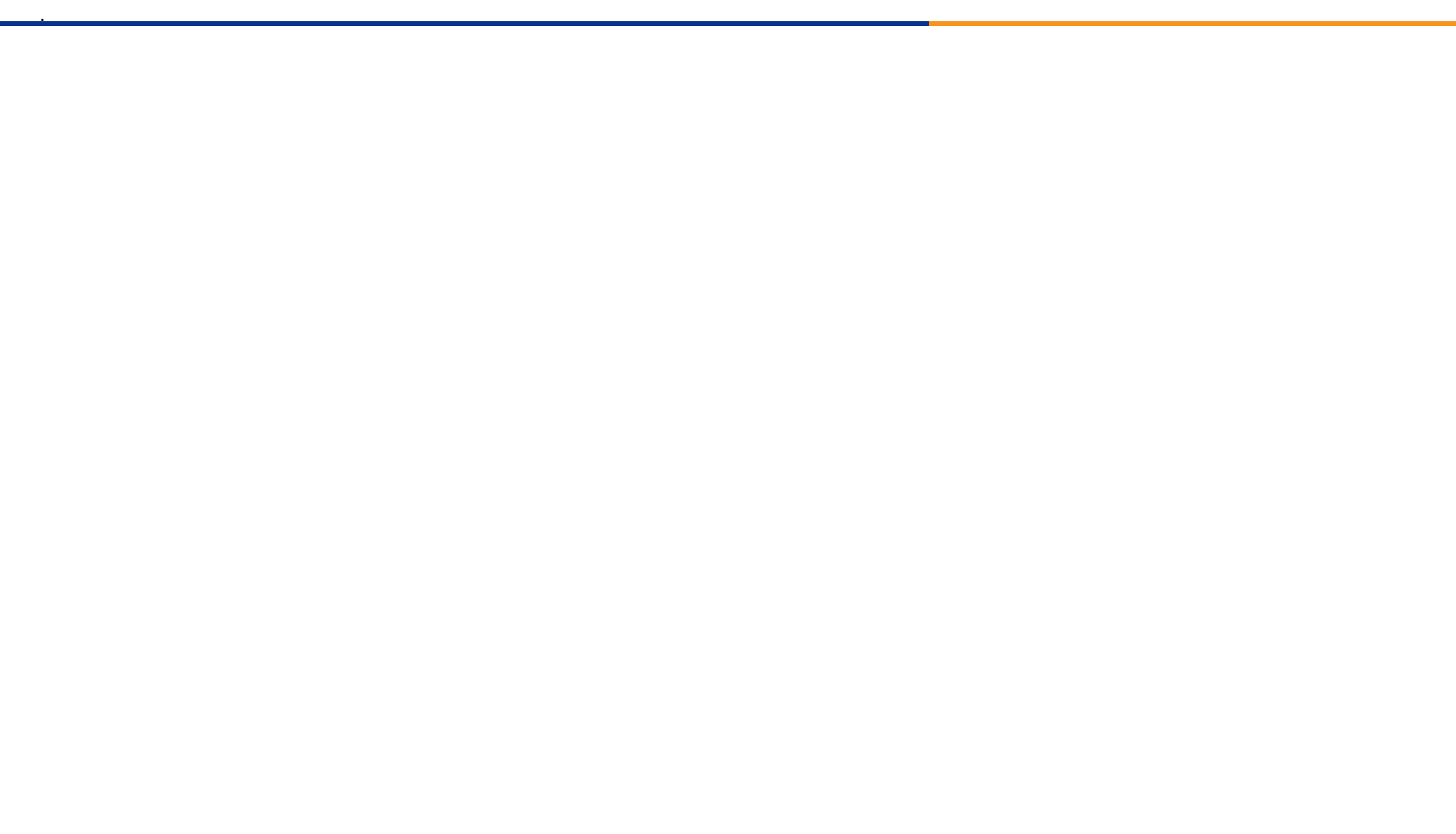
Nguồn: MPI, CBRE

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

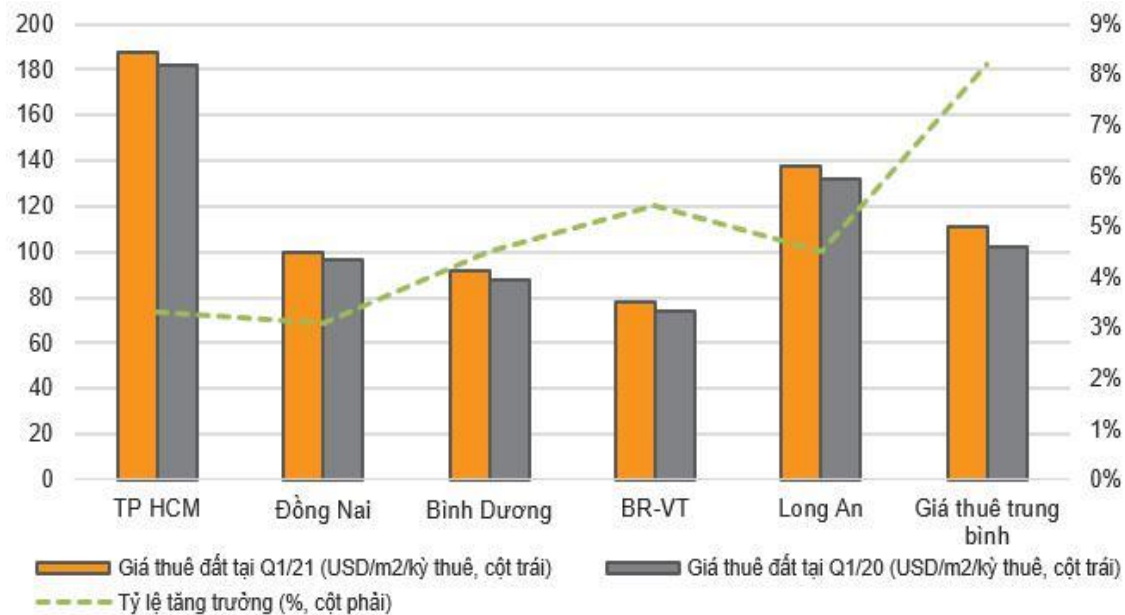


Nguồn: MPI, CBRE

Trong bối cảnh nhu cầu đang vượt cung, Việt Nam tăng tốc độ thành lập bổ sung đất KCN để đáp ứng nhu cầu. Trong 5T21, Việt Nam thành lập mới 25 khu công nghiệp (KCN), bổ sung 7.300ha diện tích đất công nghiệp, mức tăng diện tích đất cao nhất kể từ năm 2015. Tính đến tháng 5/2021, Việt Nam có 394 KCN được thành lập, với tổng diện tích đất công nghiệp là 80.900ha (+9,9% so với cuối năm 20). Trong đó, 286 KCN với 57.300ha đất công nghiệp đang hoạt động, 108 KCN với 23.600ha đang xây dựng, giúp đảm bảo nguồn cung trong tương lai.

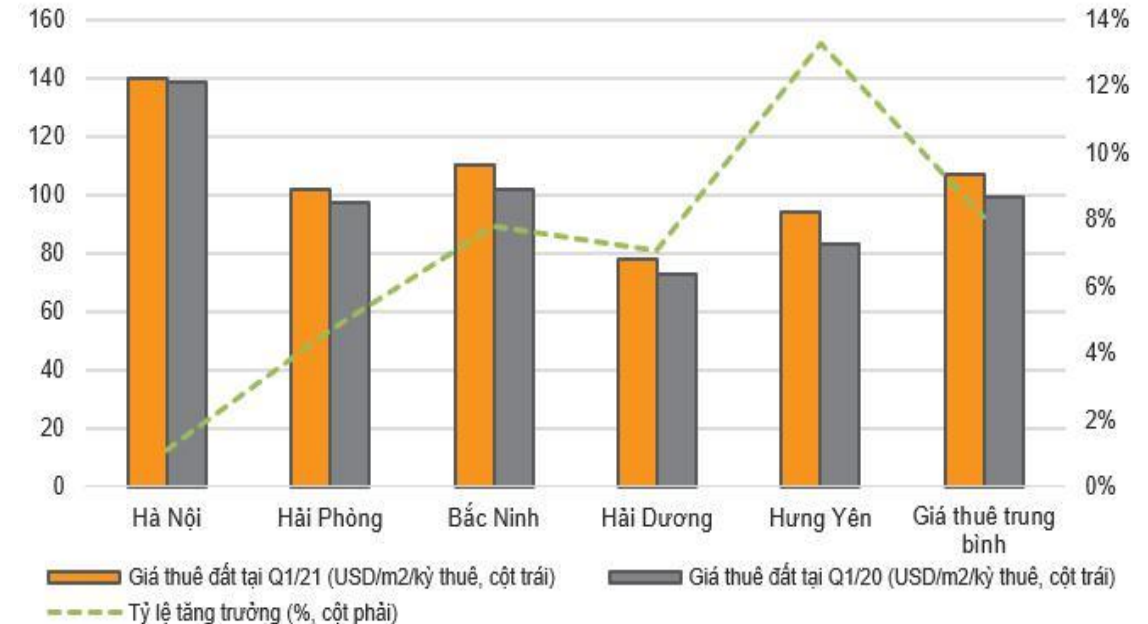


Giá thuê đất tại các KCN phía Nam vẫn tăng mạnh 8,2% svck trong Q1/21



Nguồn: JLL

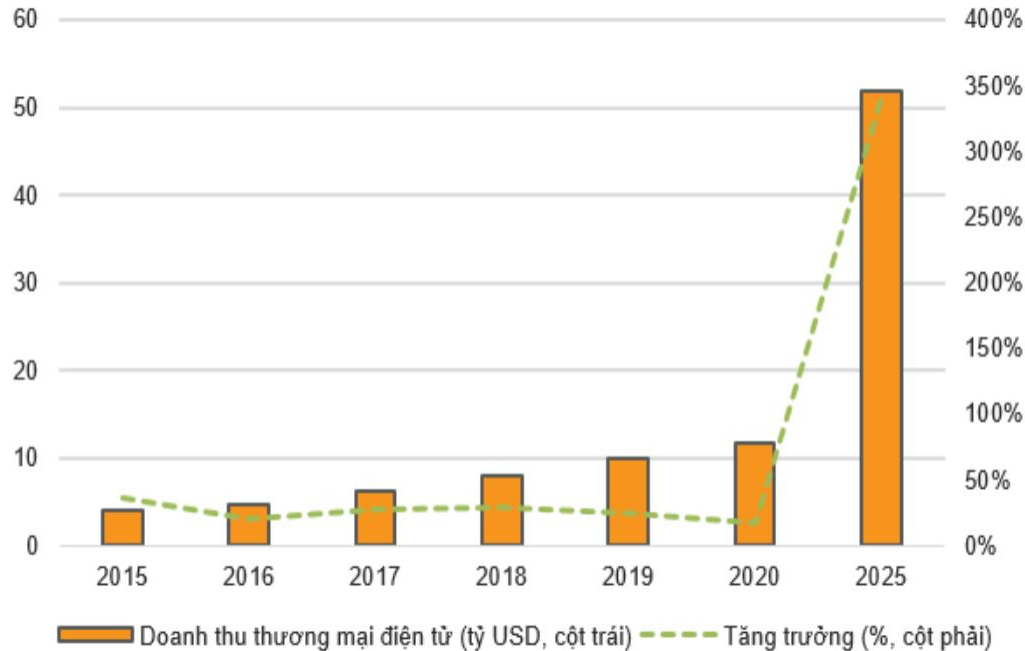
Giá thuê đất tại Hưng Yên tăng 13,1% svck, cao nhất so với các KCN khác ở phía bắc trong Q1/21



Nguồn: JLL

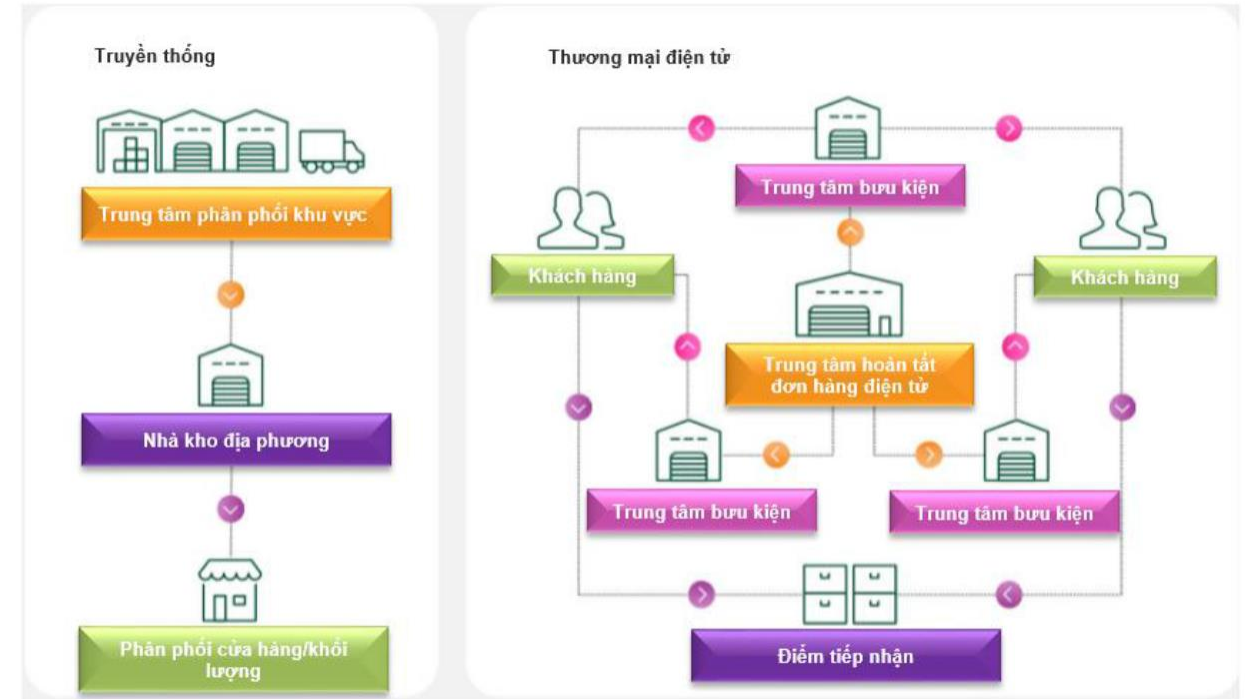
Theo JLL, giá thuê đất tại hai vùng công nghiệp trọng điểm vẫn tăng mạnh trong Q1/21, cụ thể các tỉnh phía Nam tăng trung bình 8,2% svck lên 111 USD/m²/kỳ thuê và các tỉnh phía Bắc tăng 8,1% svck lên 107 USD/m²/kỳ thuê. Hưng Yên và Bắc Ninh tiếp tục ghi nhận mức tăng ấn tượng lần lượt là 13,1% svck và 7,8% svck. Với nhu cầu tăng cao, chúng tôi cho rằng giá cho thuê sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối 2021 và 2022, đặc biệt là đối với các KCN ở khu vực trung tâm, do nguồn cung thiếu hụt.

Thương mại điện tử bùng nổ tại Việt Nam, doanh thu tăng trưởng kép giai đoạn 2020-25 đạt 44,9%



Nguồn: MoIT

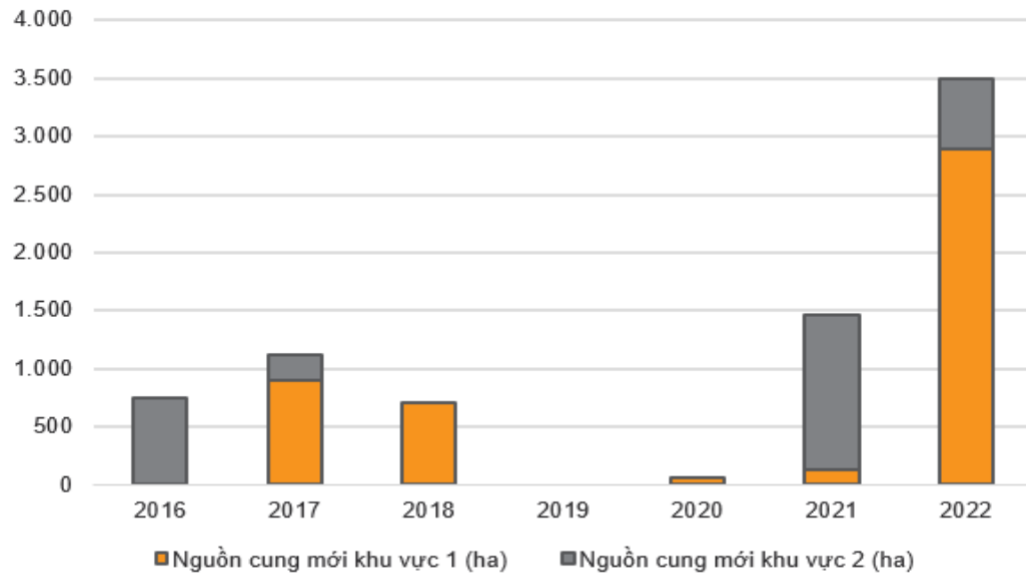
Nhu cầu về kho bãi có thể tăng thêm 728.000 m2 trong 2025 nhờ thương mại điện tử bùng nổ



Nguồn: CBRE ASIA

Theo Bộ Công thương, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, sự tăng trưởng trong lĩnh vực thương mại điện tử sẽ thúc đẩy nhu cầu kho bãi thêm 350.000 m2 với doanh thu thương mại điện tử khoảng 25-27 tỷ USD, tương đương với 728.000 m2 trong năm 2025 cho Việt Nam.

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



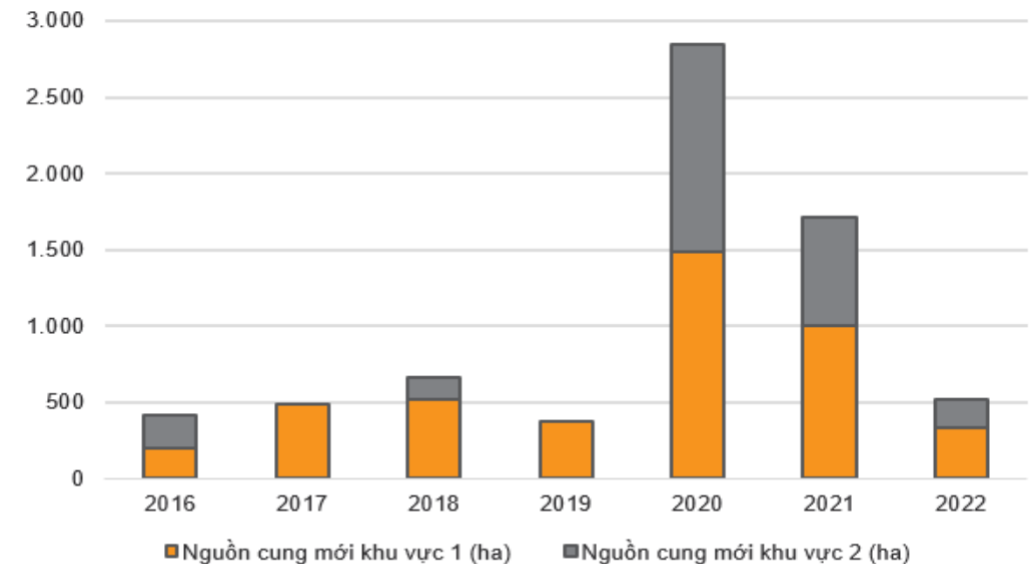
Khu vực 1 phía Nam: TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An

Khu vực 2 phía Nam: Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh, Tiền Giang, Vĩnh Long

Nguồn: CBRE

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

Yên, Hải Dương do quỹ đất tại các trung tâm công nghiệp như Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng hạn chế



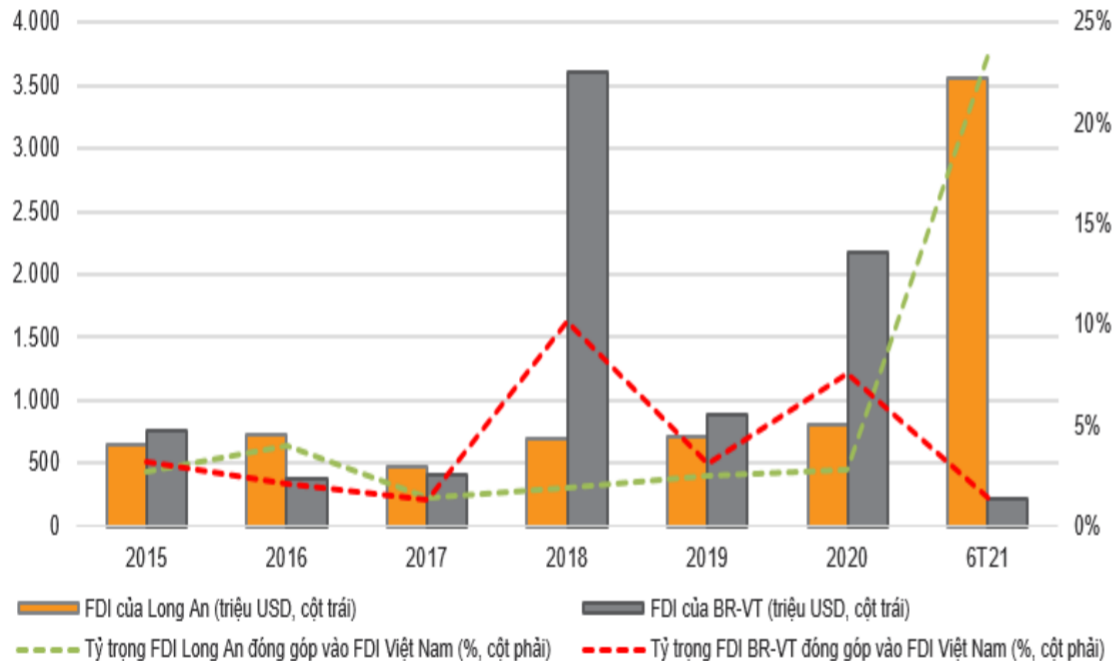
Khu vực 1 phía Bắc: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Hải Phòng

Khu vực 2 phía Bắc: Bắc Giang, Nam Định, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh

Nguồn: CBRE

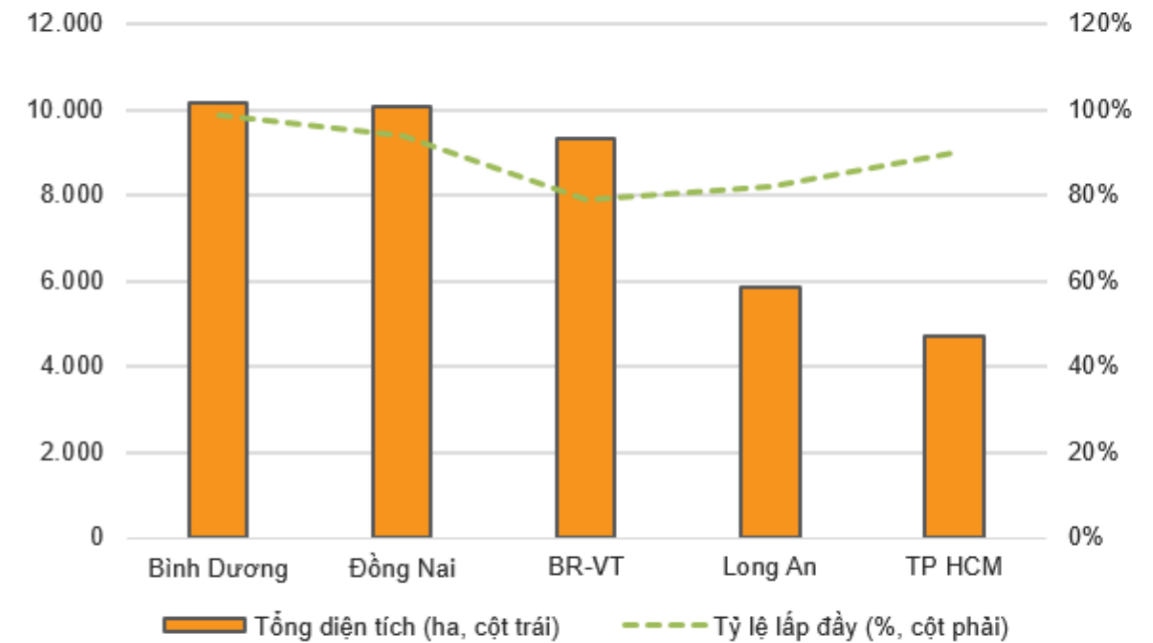
Diện tích đất KCN ở phía Nam dự kiến sẽ tăng thêm hơn 5.000ha trong 2021-22 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong khu vực. Cơ sở hạ tầng đang được đẩy mạnh phát triển với các dự án sắp và đang được triển khai như 11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam, đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và giai đoạn một của dự án sân bay quốc tế Long Thành.

Tăng trưởng FDI vào Long An và BR-BT sẽ thúc đẩy nhu cầu đất công nghiệp



Nguồn: MoIT

Long An và BR-VT có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu công nghiệp ngày càng tăng với tỷ lệ lấp đầy thấp nhất trong các KCN phía Nam



Nguồn: SAVILLS

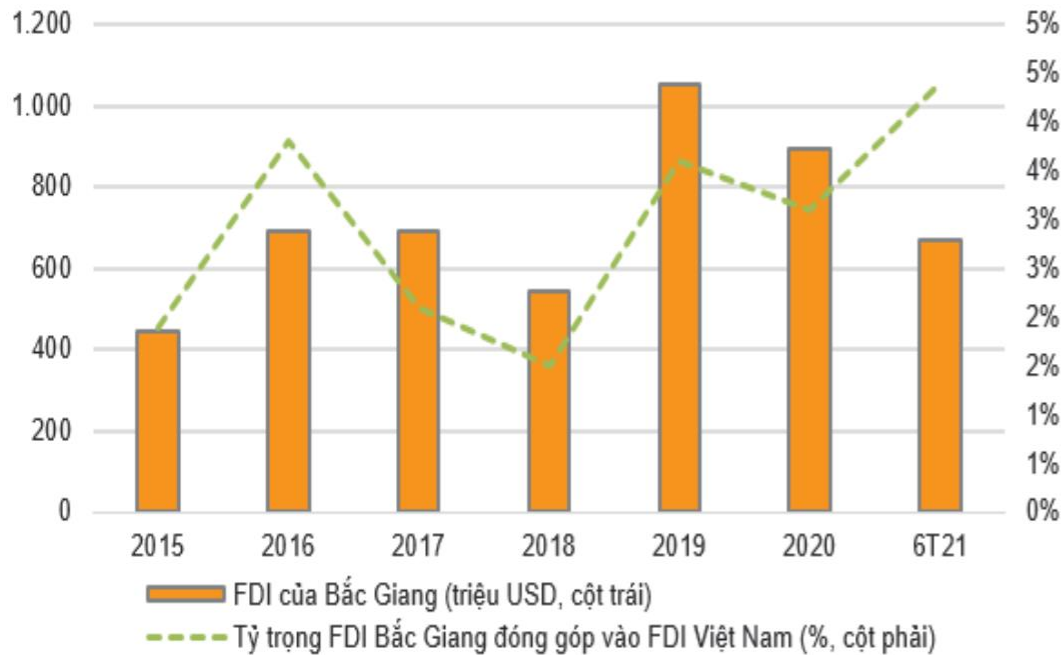
Đầu năm 2021, Long An đề xuất phát triển khu siêu kinh tế 32.000ha, một trong những KKT lớn nhất ở miền Nam Việt Nam. Cùng với sự gia tăng của thương mại điện tử và sắp tới có mặt thêm Alibaba, GS Energy, sẽ giúp cho thị trường KCN tại đây thêm sôi động trong 2021-22. Chúng tôi thấy rằng KCN Hựu Thạnh (500ha) của IDC, dự kiến hoạt động từ 2021 sẽ được hưởng lợi và có thể nắm bắt đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng tại đây.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các KCN tại BR-VT cũng sẽ là điểm sáng nhờ hưởng lợi cơ sở hạ tầng với cảng Cái Mép - Thị Vải và sân bay quốc tế Long Thành. KCN Châu Đức (500ha) của SZC nổi bật với giá đất cạnh tranh và diện tích cho thuê lớn với tỷ lệ lấp đầy chỉ khoảng 40-45% tại Q1/21.

Bắc Giang đang nổi lên là một trong những trung tâm công nghiệp đáng chú ý phía Bắc Việt Nam

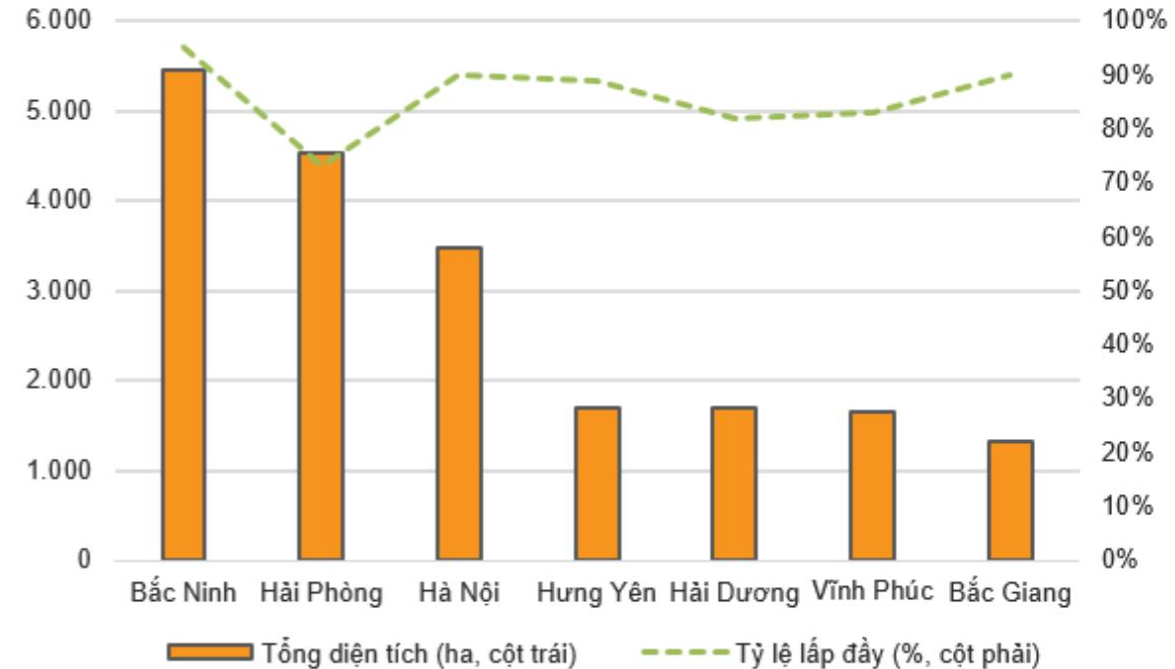
86

FDI vào Bắc Giang tăng đáng kể trong 6T21, đóng góp 4,4% vào FDI của Việt Nam, mức cao nhất kể từ năm 2015



Nguồn: MoIT

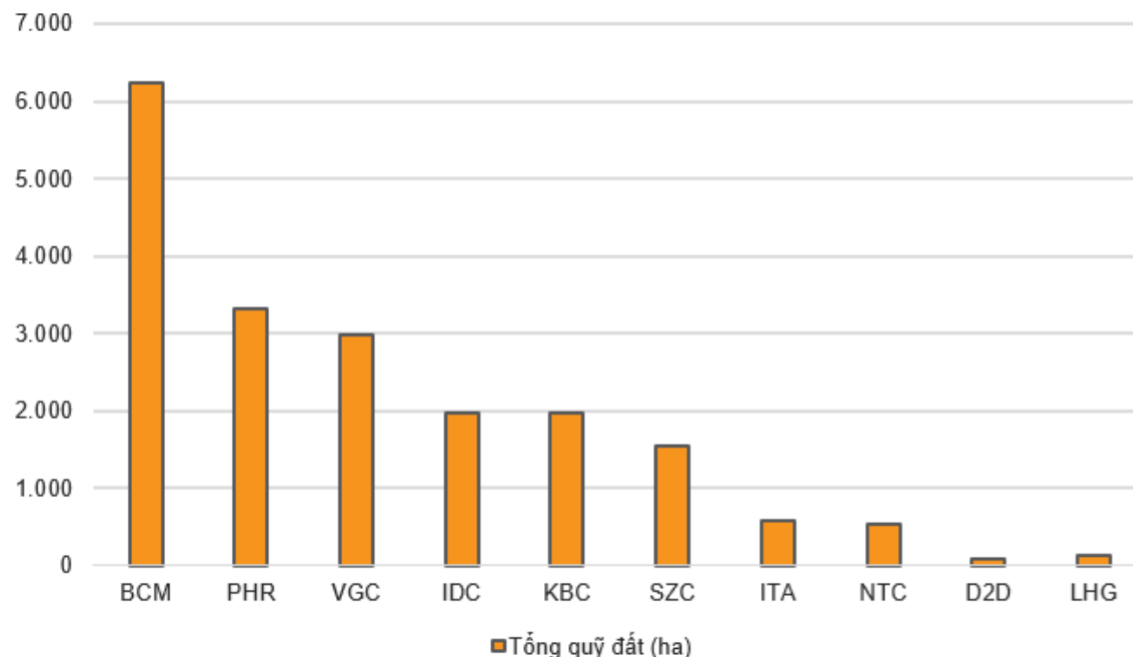
Bắc Giang đang nổi lên là một trong những trung tâm công nghiệp đáng chú ý phía Bắc Việt Nam



Nguồn: SAVILLS

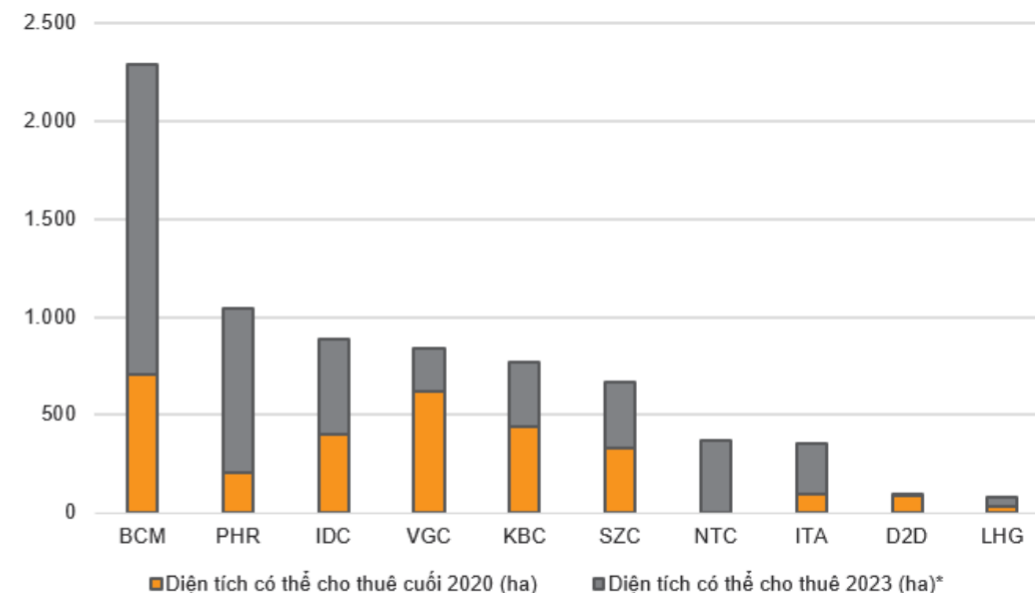
Bắc Giang đang nổi lên là một trong những trung tâm công nghiệp đáng chú ý ở phía Bắc Việt Nam nhờ vị trí thuận lợi, cơ sở hạ tầng được cải thiện và những nỗ lực của chính quyền địa phương, ban hành các ưu đãi về thuế và đất đai. KBC nổi bật với việc đóng góp nhiều nhất vào FDI của Bắc Giang trong 6T21 do Foxconn, Fukang, Solar JV đầu tư vào KCN Quang Châu của KBC. Cả Bắc Giang và KBC đều đang đẩy nhanh tiến độ cấp phép, giải phóng mặt bằng mở rộng quỹ đất để thu hút các nhà cung cấp/nhà thầu phụ khác. Ngoài ra, Hưng Yên và Hải Dương cũng nằm trong danh sách quan tâm của chúng tôi do một số chủ đầu tư trong nước như KBC, HPG đang tiến hành mở rộng quỹ đất tại các tỉnh này.

Quỹ đất của các công ty KCN cuối 2020



Nguồn: BÁO CÁO CẬP NHẬT

Tiềm năng lớn cho BCM và PHR với quỹ đất dồi dào dự kiến đưa vào hoạt động trong ba năm tới

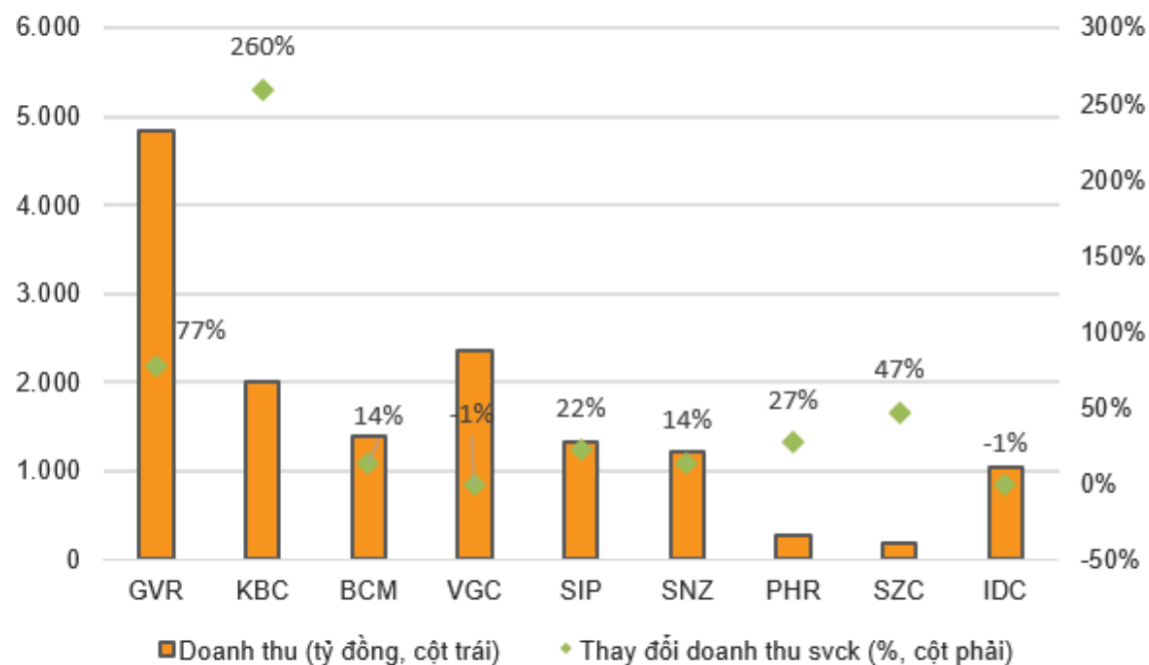


*Dựa theo ước tính của chúng tôi.

Nguồn: BÁO CÁO CẬP NHẬT

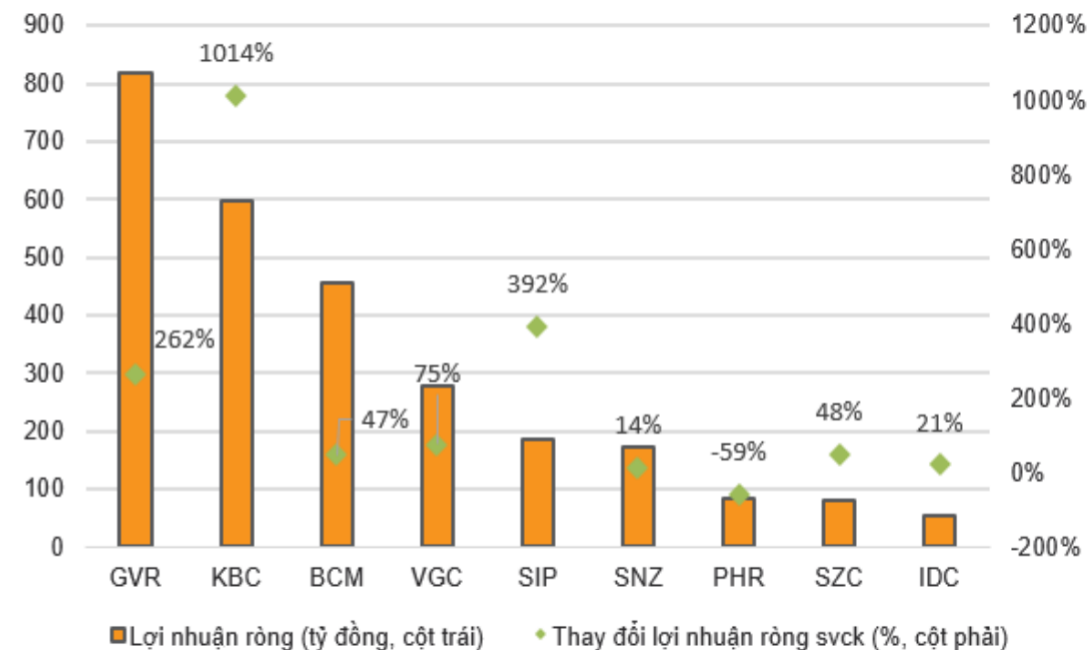
Tính đến cuối năm 2020, BCM với quỹ đất hơn 6.000ha là công ty bất động sản KCN niêm yết lớn nhất về quỹ đất tại miền Nam Việt Nam, gấp 2,2 lần so với công ty lớn nhất miền Bắc là VGC với khoảng 2.800ha. Xét về diện tích cho thuê tiềm năng trong ba năm tới, BCM dự kiến sẽ củng cố vị trí dẫn đầu với KCN Cây Trường (700ha) và KCN Lai Hưng (1.500ha), tiếp theo là PHR với hai KCN sắp tới là KCN Tân Bình 2 (1.055 ha) và KCN Tân Lập 1 (200ha).

Doanh thu của các công ty KCN niêm yết trong Q1/21 (tỷ đồng)



Nguồn: BÁO CÁO CẬP NHẬT

Phần lớn công ty có kết quả kinh doanh trái chiều trong Q1/21



Nguồn: BÁO CÁO CẬP NHẬT

Chúng tôi thấy lợi nhuận ròng Q1/21 của KBC và SZC tăng trưởng ấn tượng nhờ diện tích đất cho thuê tăng đáng kể. Trong khi đó, lợi nhuận ròng tăng đột biến ở SIP và VGC chủ yếu đến từ việc giảm chi phí tài chính và giá vốn hàng bán.

Tăng trưởng doanh thu của GVR và PHR chủ yếu đến từ mảng cao su do giá cao su thiên nhiên tăng. Tuy nhiên, PHR công bố lợi nhuận ròng Q1/21 giảm 59% svck, trở lại bình thường sau thu nhập một lần 150 tỷ đồng từ đền bù đất KCN Nam Tân Uyên 2 trong Q1/20.

Kinh Bắc (KBC VN, Khả quan, 57.500 đ/cp). Chúng tôi thích KBC bởi :

1) Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với các KCN:

- Tính đến Q1/21, KBC sở hữu quỹ đất KCN sẵn sàng cho thuê lớn với hơn 768ha, bao gồm KCN Tân Phú Trung (113ha), KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (194ha) và sắp tới với KCN Trảng Duệ 3 (456ha), KCN Quang Châu (90ha).
- KBC giữ vị thế dẫn đầu trong việc thu hút FDI với danh mục khách hàng là những tập đoàn công nghệ lớn, bao gồm Samsung Electronics Việt Nam tại KCN Quế Võ, LG Electronics tại KCN Trảng Duệ, Foxconn tại KCN Quang Châu và sắp tới là OPPO tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Điều này không chỉ giúp thu hút nhiều nhà cung cấp/nhà thầu phụ của các công ty này mà còn nâng cao và củng cố vị thế, thương hiệu của KBC với các nhà đầu tư quốc tế.

2) Hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của KBC đã được đánh thức trong năm 2020 (dự án khu đô thị Trảng Cát và Phúc Ninh), những dự án này có giá trị phát triển có thể đạt 55.829 tỷ đồng (theo ước tính của chúng tôi), cùng với đó việc mở bán khu đô thị Trảng Duệ vào Q1/21 cũng thu hút sự chú ý của nhiều nhà đầu tư. Theo quan điểm của chúng tôi, các dự án này sẽ cung cấp, hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng lợi nhuận của KBC trong dài hạn.

Rủi ro tăng giá đến từ việc bán đất nhanh hơn và liệu KBC có thể xóa các rào cản pháp lý để bắt đầu các KCN mới hay không.

Rủi ro giảm giá 1) bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) chậm trễ hoàn tất thủ tục pháp lý tại các dự án KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3 và 3) chậm trễ ghi nhận doanh thu từ các dự án nhà ở.

Triển vọng 2021: Chúng tôi dự phóng doanh thu 2021 của KBC đạt 6.774 tỷ đồng (+214,9% svck) và lợi nhuận ròng 2021 đạt 1.868 tỷ đồng (+734,7% svck), nhờ lượng lớn đất KCN cho thuê và bàn giao sản phẩm nhà ở.

Cao su Phước Hòa (PHR VN). PHR có lợi thế quỹ đất sạch với chi phí thấp từ công ty mẹ, đang từng bước tái cơ cấu công ty từ cao su thiên nhiên sang phát triển bất động sản công nghiệp và dân dụng. Chúng tôi tin rằng KCN Tân Lập (400ha) và KCN Tân Bình mở rộng (1.055ha) sẽ là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu của PHR trong dài hạn. Trong ngắn hạn, lợi nhuận PHR phần lớn đến từ việc chuyển nhượng 681ha đất VSIP. Rủi ro: 1) giá cao su tự nhiên giảm, 2) chuyển đổi các khu công nghiệp và chuyển nhượng đất bị trì hoãn. PHR đặt mục tiêu lợi nhuận ròng 212 tỷ đồng (-36,0% svck), do thiếu thu nhập một lần từ đền bù đất KCN Nam Tân Uyên 2 trong Q1/20.

Công nghiệp cao su Việt Nam (GVR VN). Bên cạnh việc tập trung hoàn thiện chuỗi giá trị sản xuất cao su bằng cách mua lại các nhà sản xuất săm lốp ở miền Trung và miền Nam Việt Nam, GVR cũng có kế hoạch chuyển đổi 15.000ha đất cao su thành đất công nghiệp trong 2021-25. Chúng tôi quan sát thấy rằng nếu thành công, công ty có thể trở thành nhà phát triển KCN lớn nhất tại Việt Nam. Rủi ro: 1) giá cao su tự nhiên giảm, và 2) chậm trễ trong quá trình chuyển đổi đất. GVR đặt mục tiêu lợi nhuận ròng năm 2021 là 4.600 tỷ đồng (+22,0% svck).

Sonadezi Châu Đức (SZC VN). SZC có quỹ đất lớn khoảng 2.000ha, tập trung tại KCN Châu Đức với 1.556ha (đã bồi thường 70%) và 579ha đất ở chủ yếu ở BR-VT (đã bồi thường 60%). BR-VT đang nổi lên như một điểm nóng nhờ cảng Cái Mép và sân bay quốc tế Long Thành. Theo JLL, giá cho thuê khu công nghiệp tại BR-VT đã tăng hơn 40% trong vòng hai năm, mức tăng trưởng cao nhất trong các KCN phía Nam, đạt 78 USD/m²/kỳ thuê tại Q1/21. Rủi ro: 1) chi phí đền bù đất tăng và 2) kế hoạch phát triển các dự án khu dân cư bị trì hoãn. SZC đặt mục tiêu lợi nhuận ròng 2021 đạt 216 tỷ đồng (-5,4% svck).

Tên công ty	Mã	Giá mục tiêu (đơn vị bản địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		Tỷ suất cổ tức (%)		Tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH
				2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	GVR VN	NA	6.075	32,2	30,3	2,7	N/A	N/A	N/A	5,6	5,4	3,3	3,3	8,1
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp	BCM VN	NA	2.456	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	75,9
Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc	KBC VN	57.500	796	9,8	8,9	1,6	1,3	17,6	16,3	7,0	6,7	-	-	26,1
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	SIP VN	NA	595	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	137,7
Tổng Công ty Viglacera	VGC VN	NA	584	18,0	12,9	2,0	1,9	N/A	N/A	N/A	N/A	3,7	3,7	1,9
Tập đoàn Sonadezi	SNZ VN	NA	474	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4,0
Cao su Phước Hòa	PHR VN	NA	336	9,0	12,7	2,2	2,3	N/A	N/A	12,2	11,4	7,0	7,0	56,0
Sonadezi Châu Đức	SZC VN	NA	166	16,5	12,4	2,7	N/A	N/A	N/A	5,3	4,6	2,6	2,6	117,5
Trung bình VN				17,1	15,4	2,3	1,9	17,6	16,3	7,5	7,0	3,3	3,3	53,4
Trung vị VN				16,5	12,7	2,2	1,9	17,6	16,3	6,3	6,1	3,3	3,3	41,0
Wha Corp Pcl	WHA TB	NA	1.512,9	15,9	14,1	1,6	1,5	9,9	10,9	3,8	4,2	3,4	3,7	117,6
Amata Corp Public Co Ltd	AMATA TB	NA	676,0	16,5	12,7	1,2	1,1	7,7	9,5	3,3	4,2	2,0	2,5	73,0
Frasers Property Thailand Pc	FPT TB	NA	925,9	16,7	14,2	0,9	0,9	5,4	6,1	1,9	2,2	2,7	3,2	139,3
Rojana Indus Park Pub Co Ltd	ROJNA TB	NA	438,1	17,0	15,1	1,0	0,9	4,3	5,0	1,6	1,6	4,0	3,6	104,6
Trung bình Thái Lan				16,5	14,0	1,2	1,1	6,8	7,9	2,7	3,1	3,0	3,2	108,6
Bumi Serpong Damai Pt	BSDE IJ	NA	1.452,6	13,3	11,2	0,6	0,6	5,0	5,8	3,0	3,4	0,0	0,3	5,6
Ciputra Development Tbk Pt	CTRA IJ	NA	1.151,3	12,4	13,4	1,0	0,9	8,1	6,8	3,5	3,0	1,1	1,2	26,3
Lippo Karawaci Tbk Pt	LPKR IJ	NA	815,7	16,6	13,4	0,6	0,6	3,4	3,8	0,3	1,8	N/A	0,1	61,9
Trung bình Indonesia				14,1	12,6	0,7	0,7	5,5	5,5	2,3	2,8	0,6	0,5	31,3
Uem Sunrise Bhd	UEMS MK	NA	492,9	33,8	22,5	0,3	0,3	0,9	1,3	0,6	0,8	N/A	1,0	38,1
Trung bình Malaysia				N/A	22,5	0,3	0,3	0,9	1,3	0,6	0,8	N/A	1,0	38,1

Rủi ro tăng giá:

1) Chúng tôi tin rằng khi RCEP có hiệu lực vào cuối năm 2021 có thể mang lại cho KCN một cú hích và đánh dấu cột mốc quan trọng cho các nước ASEAN có thể trở thành một trung tâm sản xuất toàn cầu. RCEP không chỉ duy trì sự cởi mở thương mại mà còn giúp tăng cường kết nối giữa ASEAN với Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản, vốn dẫn đầu về các ngành công nghiệp điện tử, ô tô, dệt và may mặc;

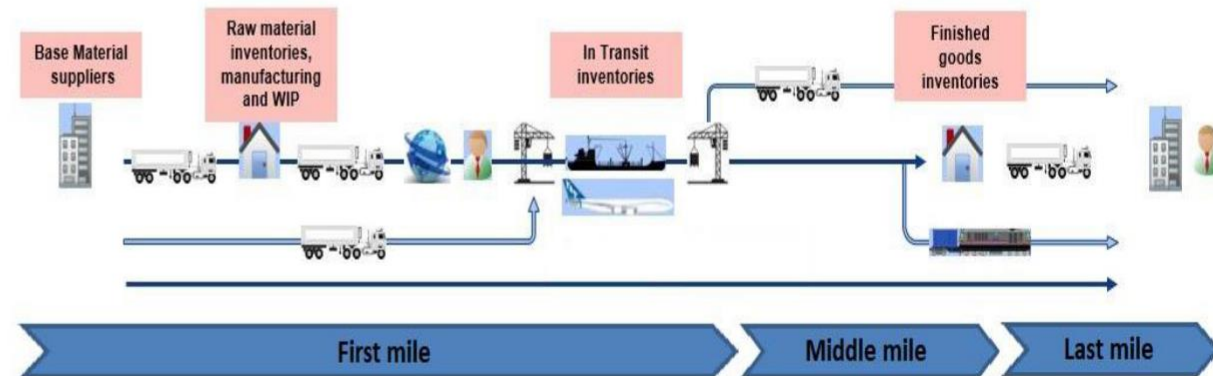
và 2) Nghị định mới về quản lý KCN và KKT công bố dự thảo vào 07/06/2021 sớm được phê duyệt, điều này sẽ tạo khung pháp lý cho các hoạt động đầu tư phát triển các KCN và KKT. Ngoài ra nghị định mới sẽ bổ sung quy định về việc xử lý các trường hợp chủ đầu tư tăng giá thuê trên 30% so với giá thuê đã đăng ký với địa phương quản lý; hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ, công nghiệp hỗ trợ và doanh nghiệp đổi mới sáng tạo; rút ngắn thời gian cấp giấy phép.

Rủi ro giảm giá: 1) chúng tôi cho rằng giá thuê đất tiếp tục tăng cao có thể làm mất lợi thế chi phí hoạt động thấp của Việt Nam và 2) cạnh tranh ngày càng tăng từ các nước trong khu vực. Không chỉ Việt Nam mà các nước lân cận cũng nhanh chóng bổ sung thành lập các khu công nghiệp mới. Indonesia thành lập KCN 4.000ha vào năm 2020, Myanmar hợp tác với Hàn Quốc, Thái Lan, Singapore thành lập KCN Myanmar Singapore (436ha), Yangon Amata Smart và Eco City (800ha) để thu hút thêm các công ty sản xuất nước ngoài.

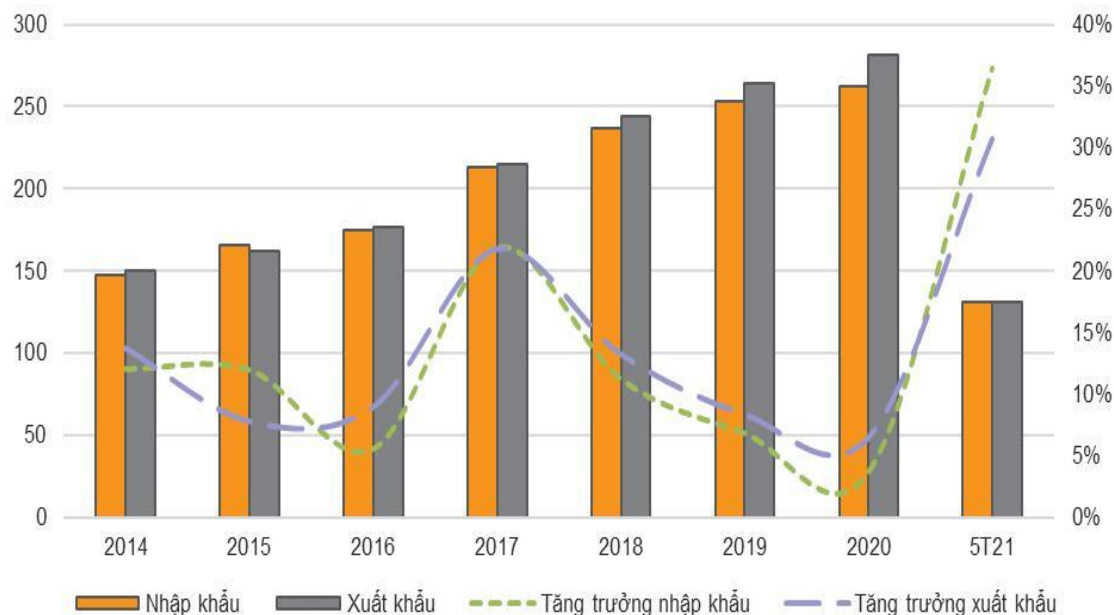
Logistics

Hưởng lợi từ sự phục hồi giao thương toàn cầu

Sự phục hồi của nền kinh tế thế giới năm 2021 sẽ làm gia tăng nhu cầu đối với các hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam

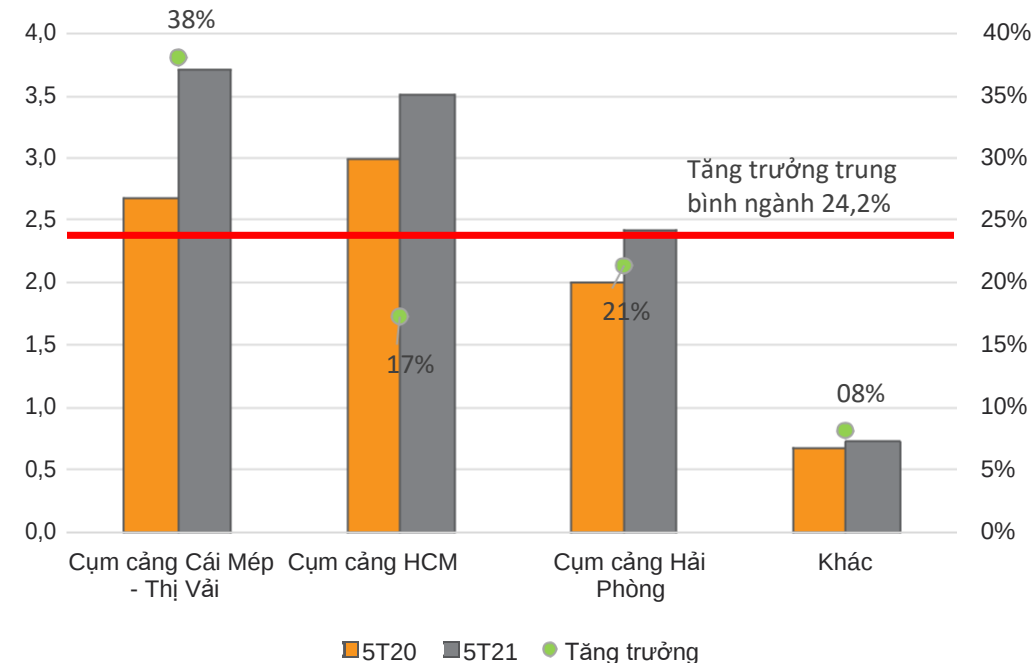


Giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng mạnh trong 5T/2021 (tỷ USD)



Nguồn: customs.gov.vn

Sản lượng container qua các cụm cảng trong 5T/2021 (triệu TEUs)



Nguồn: Vinamarine

Trong 5T/2021, giá trị xuất khẩu/nhập khẩu của Việt Nam tăng lần lượt 36,4%/30,7% svck, giúp cho sản lượng container thông qua cảng biển tăng 24,2% svck. Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải đạt mức tăng trưởng ấn tượng 38% svck nhờ sức hút hàng hoá từ cảng Gemalink bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 1/2021. Cụm cảng HCM và Hải Phòng cũng ghi nhận mức tăng trưởng cao nhờ sự hồi phục trong hoạt động xuất nhập khẩu. Bên cạnh đó, không có sự thay đổi đáng kể về phí dịch vụ của các cảng biển lớn trong 5T/2021. Do lo ngại về tỷ lệ lạm phát cao, chúng tôi cho rằng chính phủ có thể dời việc tăng phí dịch vụ cảng biển sang năm 2022.

Phí dịch vụ cảng biển sẽ tăng dần qua các năm
trong giai đoạn 2022 – 2024

Khu vực	2022F	2023F	2024F	Các công ty có cảng được hưởng lợi
Khu vực I (Cảng biển phía Bắc từ Quảng Ninh đến Nam Định, bao gồm HIGP)	10%	10%	10%	PHP, GMD, VSC, VGR, DVP
Khu vực II (Cảng biển miền Trung từ Thanh Hoá đến Bình Thuận)		10%	10%	GMD
Khu vực III (Cảng biển Miền Nam từ TPHCM đến Cà Mau)	10%		10%	SGP, CLL, Tân cảng Sài Gòn (chưa lên sàn) PHP, Tân cảng Sài Gòn
HIGP		10%	10%	Sài Gòn GMD, SGP, Tân cảng Sài Gòn
Cụm cảng Cái Mép - Thị Vải	10%		10%	cảng Sài Gòn

Nguồn: VPA

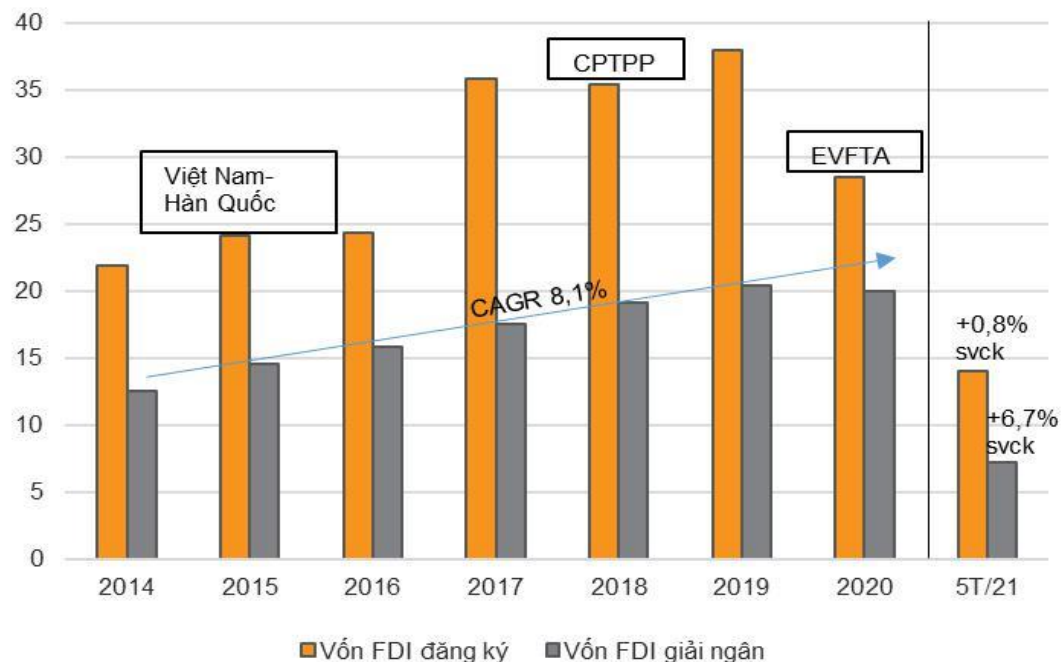
Trước những chênh lệch đáng kể giữa phí dịch vụ cảng biển Việt Nam so với các nước khác trong khu vực, Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) đã đề xuất tăng phí dịch vụ cảng biển Việt Nam theo lộ trình. Bộ GTVT đã trình Chính phủ và dự thảo đang được các bên liên quan đưa ý kiến. Do lo ngại về tỷ lệ lạm phát cao trong năm 2021, chúng tôi cho rằng đề xuất này có thể được phê duyệt vào năm 2022 và có những tác động tích cực đến cảng biển Việt Nam như sau:

- Đối với cụm cảng Hải Phòng, chúng tôi tin rằng các cảng hạ lưu sông Cẩm sẽ được hưởng lợi nhiều nhất vào năm 2022. Các công ty có cảng tại khu vực bao gồm GMD, PHP, VSC, VGR, DVP. Các cảng tại cửa ngõ quốc tế Hải Phòng (HIGP) cũng sẽ được hưởng lợi từ 2023 gồm PHP và các cảng nước sâu của Tân Cảng Sài Gòn (SNP).
- Đối với khu vực cảng miền Trung, GMD với cảng Dung Quất có thể được hưởng lợi từ năm 2023.
- Đối với cụm cảng Cái Mép - Thị Vải, GMD, SGP, SNP được hưởng lợi nhờ sở hữu cảng nước sâu tại khu vực này.
- Đối với cụm cảng TP HCM, SNP sở hữu CLL, một cảng container và kỳ vọng hưởng lợi từ năm 2022. Tuy Sài Gòn - Hiệp Phước là cảng rời, chúng tôi tin rằng phí dịch vụ của cảng này có thể tăng lên do phí trở nên rẻ so với container.

Tăng trưởng giải ngân FDI và các FTA có hiệu lực sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng sản lượng hàng hoá cảng biển Việt Nam

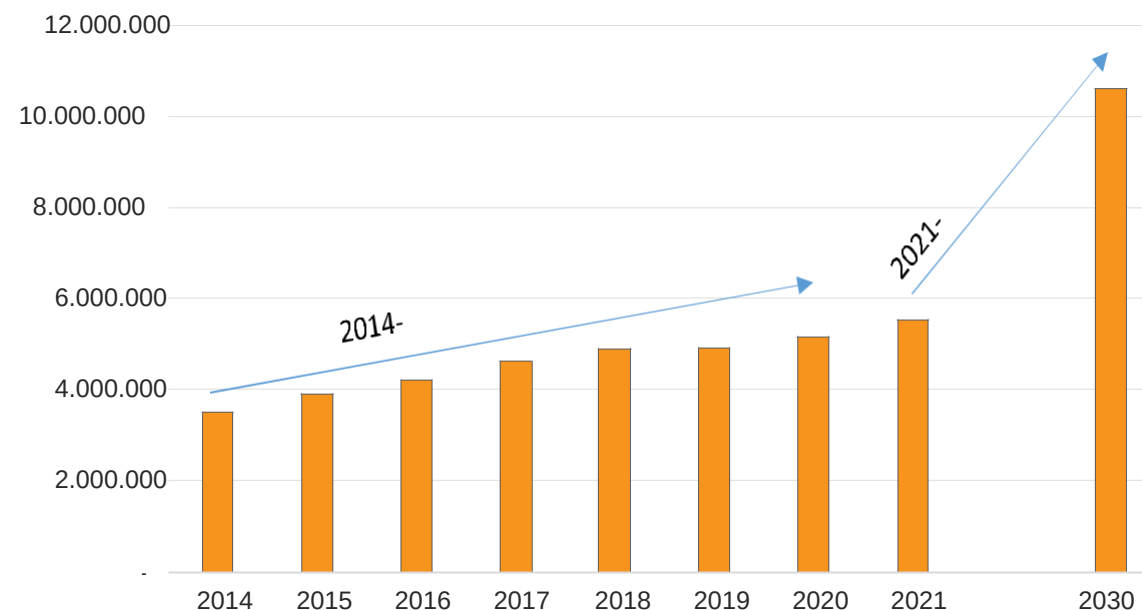
96

Nguồn vốn FDI vào Việt Nam đạt tăng trưởng kép ở mức 8,1% trong giai đoạn 2014 – 2020, giúp tăng sản lượng hàng hoá qua cảng biển.



Nguồn: GSO

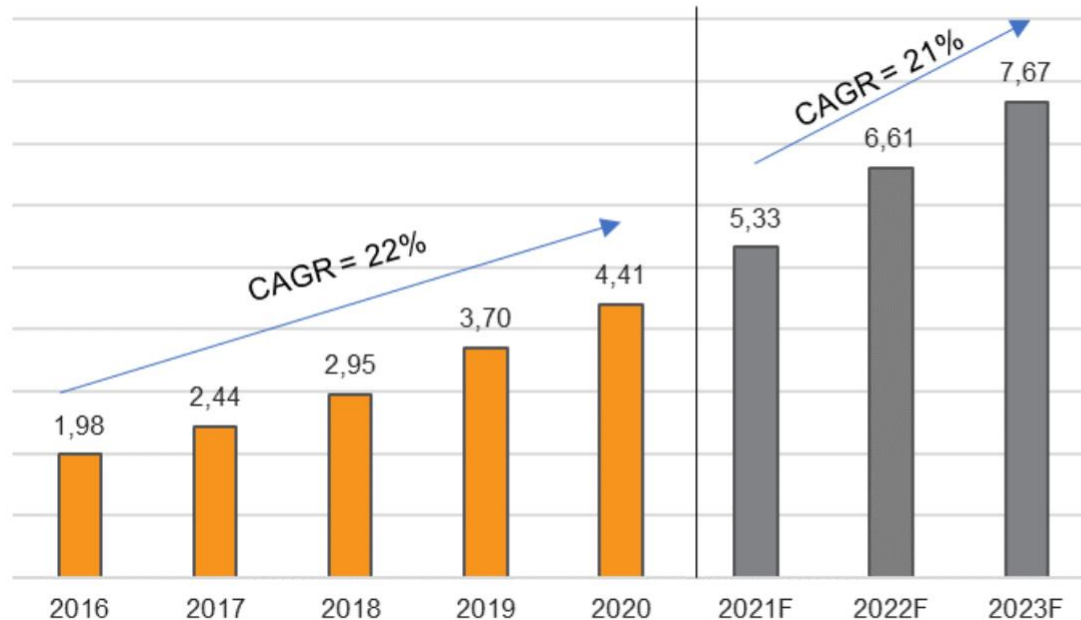
Sản lượng container của Việt Nam dự kiến sẽ đạt tăng trưởng kép 7,5% trong giai đoạn 2021 – 2030 (Đơn vị: triệu TEUs)



Nguồn: VPA

Bất chấp những tác động tiêu cực từ dịch Covid-19, vốn FDI giải ngân vào Việt Nam vẫn tăng 6,7% svck trong 5T21 với đóng góp chủ yếu từ các dự án nhóm ngành sản xuất (44%). Bên cạnh đó, hoạt động thương mại giữa Việt Nam và châu Âu được đẩy mạnh nhờ EVFTA có hiệu lực từ tháng 8/2020. Do đó, Bộ Giao thông Vận tải dự kiến tổng lưu lượng container sẽ đạt 48 triệu TEUs trong năm 2030, đạt mức tăng trưởng kép 7,5% trong giai đoạn từ 2021 – 2030.

Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải sẽ đạt tăng trưởng kép 21% trong giai đoạn 2021 - 2023 (triệu TEUS)



Nguồn: Vinamarine

Hệ thống giao thông dần được hoàn thiện

Dự án	Thời gian thi công	Tổng đầu tư
Đường liên cảng Cái Mép - Thị Vải	Hoàn thành	2.838 tỷ VND
Đường 991B	2018-2021	3.951 tỷ VND
Cầu Phước An	2021-2025	4.800 tỷ VND
Cao tốc Phước Hoà - Cái Mép	2018-2021	954 tỷ VND

Nguồn: Vinamarine

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container Cái Mép – Thị Vải sẽ đạt tăng trưởng kép 21% trong giai đoạn 2021 - 2023 nhờ (1) hệ thống vận tải được cải thiện, và (2) cảng có khả năng tiếp nhận tàu siêu trọng tải, giúp tiết kiệm chi phí và giảm thời gian vận chuyển đường biển cho hành khách. **SGP** với việc đầu tư vào 3 cảng nước sâu tại đây và **GMD** với cảng Gemalink sẽ được hưởng lợi từ tốc độ tăng trưởng sản lượng container mạnh mẽ của Cái Mép – Thị Vải trong những năm tới.



Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải: Từ khó khăn đến thành công

98

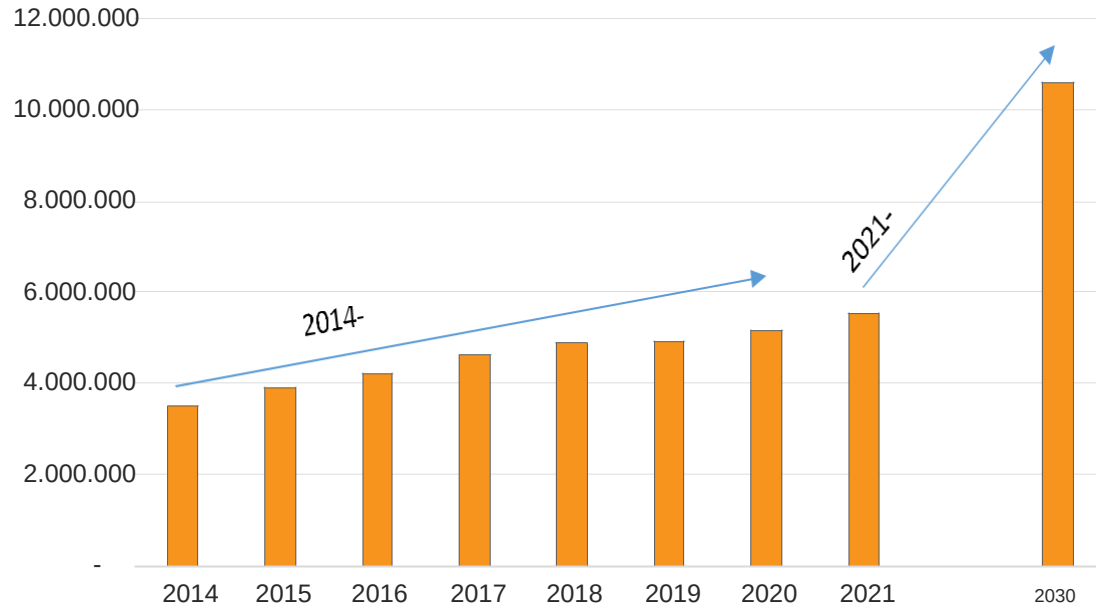
	Năm hoạt động	Công suất thiết kế	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	Diện tích	Độ sâu bến	Chiều dài cầu cảng	Sản lượng 2019	Sản lượng 2020	Sản lượng 2021F	2021-23 CAGR
							(TEUs)	(TESS)	(TEUs)	
CMIT	2011	1,115,000 TEUs	200,000	48 ha	16.5m	600m	907,374	1,026,840	896,000	22%
SSIT	2014	1,200,000 TEUs	200,000	60.5 ha	16.4m	600m	229,092	555,989	960,000	22%
Gemalink	2021	1,500,000 TEUs	200,000	33 ha	17m	1150m	-	-	900,000	29%
TCTT	2016	1,100,000 TEUs	160,000	48 ha	14m	600m	648,385	741,415	815,557	22%
TCCT- TCIT	2011	2,000,000 TEUs	160,000	55 ha	17m	890m	1,957,083	2,089,555	2,089,555	15%
Total							3,741,934	4,413,799	5,661,112	22%

Dự báo tăng trưởng các cảng tại Cái Mép – Thị Vải

Nguồn: Báo cáo công ty

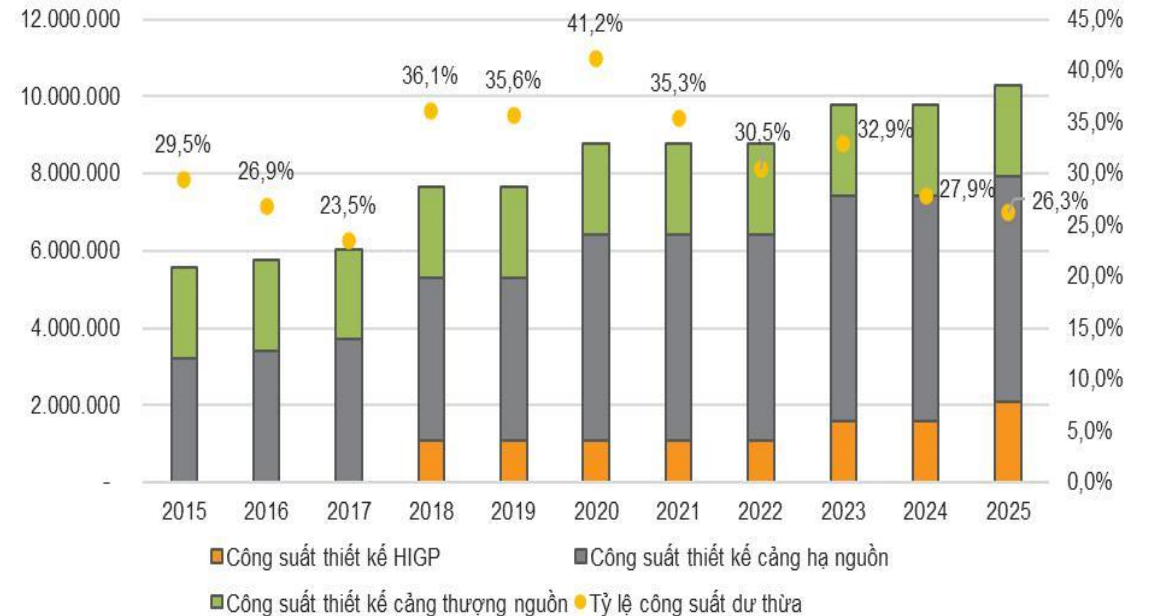
Trước đây, các cảng tại Cái Mép – Thị Vải (CM – TV) liên tục mất khách hàng do hệ thống giao thông chưa đủ điều kiện. Tuy nhiên, nhiều dự án cơ sở hạ tầng đã được triển khai để kết nối giao thông trong khu vực này. Điều này giúp cho sản lượng qua cảng của CM-TV tăng lên đáng kể qua các năm, và đến năm 2020, tất cả các cảng tại đây đều ghi nhận LN ròng dương sau nhiều năm ghi nhận lỗ. Với việc Gemalink đi vào hoạt động và có thể đạt mức 80-110% công suất thiết kế trong 2021-23, các cảng còn lại có khả năng bị ảnh hưởng trong ngắn hạn nhưng vẫn sẽ duy trì mức tăng trưởng cao trong giai đoạn này

Sản lượng container tại cụm cảng Hải Phòng đạt tăng trưởng kép 7,5% trong 2021 - 2030 (TEUs)



Nguồn: Báo cáo công ty

Áp lực cạnh tranh giữa các cảng có thể giảm bớt từ năm 2021 (TEUs)



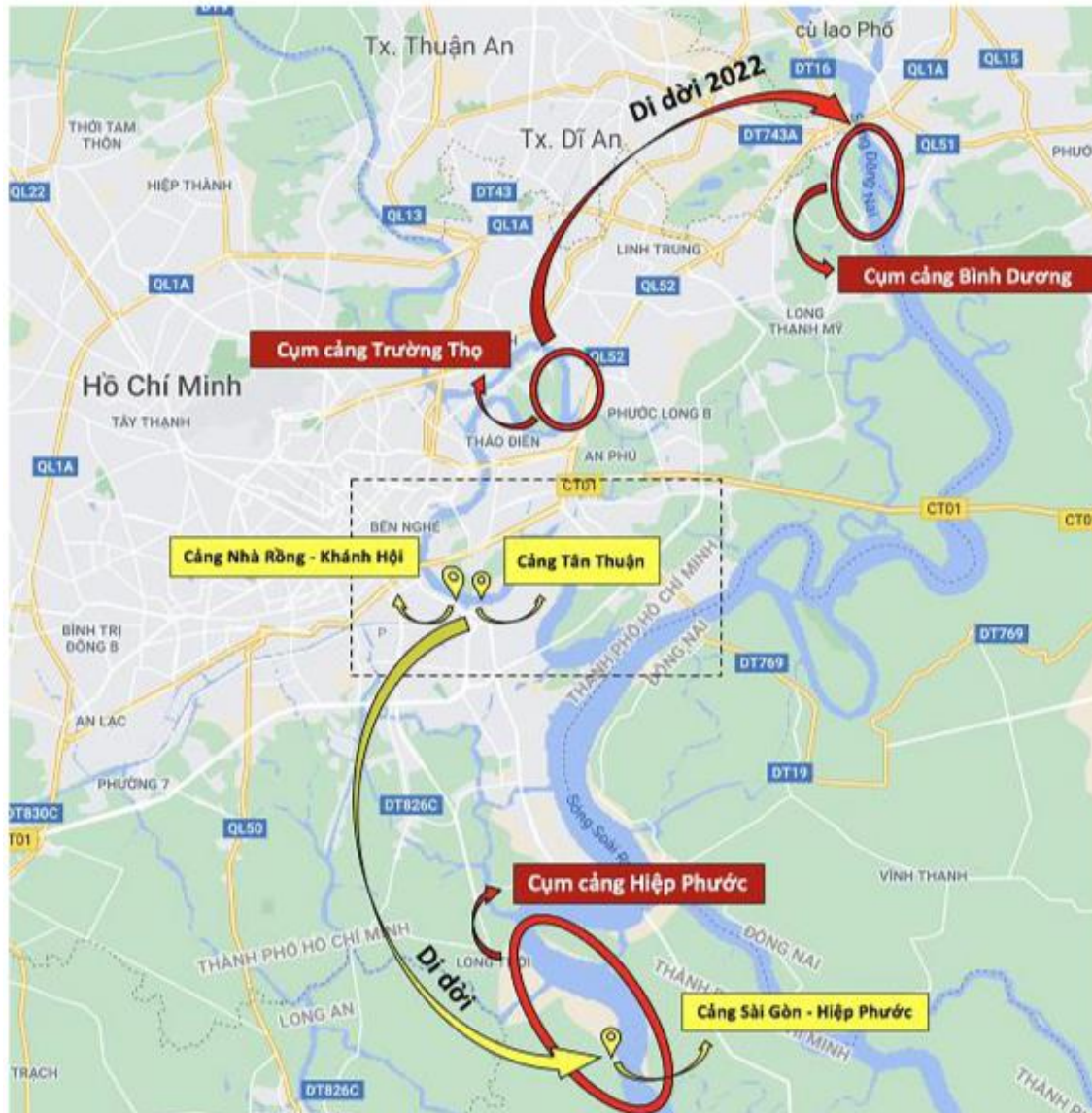
Nguồn: Báo cáo công ty

Trên cơ sở quy hoạch tổng thể của Bộ GTVT đối với các cảng biển Việt Nam trong giai đoạn 2021-30, chúng tôi kỳ vọng cụm cảng Hải Phòng đạt tăng trưởng kép 7,5% trong 2021 - 2030 trong giai đoạn này nhờ yếu tố kinh tế vĩ mô thuận lợi và vị trí chiến lược của cảng. Tỷ lệ dư thừa công suất được dự báo sẽ giảm xuống còn 26,3% vào năm 2025 do chỉ có thêm 2 dự án (cảng nước sâu của PHP và Nam Đình Vũ giai đoạn 2 của GMD) bổ sung 1,5 triệu TEUs vào tổng công suất của cụm cảng.

Cảng nước sâu giúp rút ngắn thời gian vận chuyển và tiết kiệm chi phí cho doanh nghiệp xuất nhập khẩu



Với việc HIGP đi vào hoạt động, một phần hàng hoá xuất nhập khẩu có thể bốc xếp cho các tàu mẹ ngay tại các cảng tại khu vực để đi trực tiếp đến Mỹ hoặc Châu Âu, giảm chi phí hậu cần từ 15-20%. Cơ sở hạ tầng cảng biển của khu vực cũng phù hợp với xu hướng phát triển tàu container ngày nay khi tải trọng tàu đã tăng với tốc độ nhanh chóng trong vài thập kỷ qua. 10 năm qua, tải trọng trung bình của một tàu container đã tăng gấp đôi. Chúng tôi tin rằng **PHP** với cảng nước sâu bắt đầu xây dựng trong Q3/21 sẽ được hưởng lợi từ sự vượt trội của HIGP và xu hướng mở rộng năng lực của tàu.



Nguồn: Googlemaps

- Cụm cảng Trường Thọ phải di dời để đáp ứng sự phát triển của thành phố Thủ Đức, luồng hàng hoá được chuyển về cảng Bình Dương, tạo động lực phát triển mạnh mẽ cho GMD.
- Do đó, sản lượng container cảng Bình Dương của GMD tăng 46% svck trong Q1/21.
- Theo định hướng phát triển của chính phủ về việc chuyển đổi Quận 2 thành trung tâm tài chính, dịch vụ, cảng Nhà Rồng Khánh Hội và cảng Tân Thuận của SGP cũng nằm trong kế hoạch di dời. Luồng hàng hoá được chuyển đến cụm cảng Hiệp Phước sẽ được hưởng vị trí và công suất thiết kế tốt hơn.
- Các dự án hạ tầng giao thông tại đây được đầu tư phát triển, có thể kể đến như đường vành đai 2,3,4, cao tốc Bến Lức – Long Thành sẽ biến cụm cảng Hiệp Phước thành cảng cửa ngõ, cho phép hàng hoá xuất nhập khẩu kết nối thuận tiện với các tuyến nội địa cũng như chuyển tiếp qua Cái Mép – Thị Vải phục vụ các tuyến quốc tế.
- Nhìn chung, **GMD** và **SGP** sở hữu các cảng công suất lớn trong cụm cảng HCM sẽ được hưởng lợi từ sự di dời này.

What Customers Are Looking for in the Last Mile?



Where Do Businesses Fall Short?



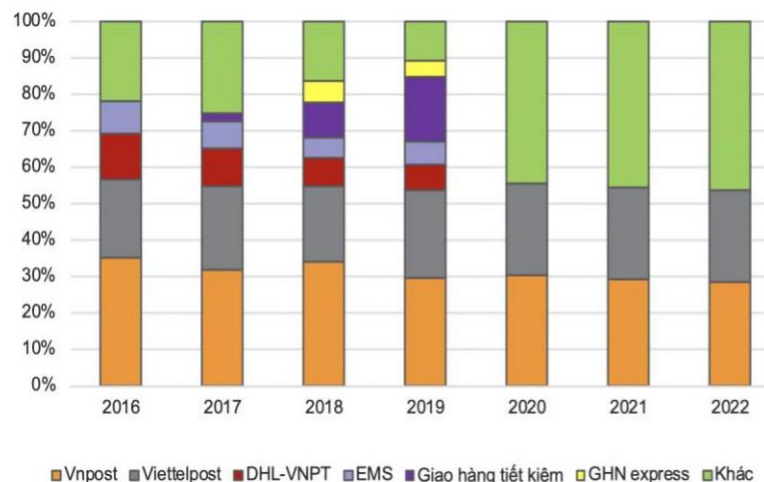
How Businesses Can Solve the Last Mile Delivery Challenges?



Sau sự cạnh tranh khốc liệt năm 2019 – 2020, giá giao nhận hiện đang ở mức thấp và khó có thể giảm hơn nữa sau khi các công ty đã loại bỏ gần như hết phụ phí. Hiện tại, yếu tố giao hàng nhanh mới là nhu cầu lớn nhất của khách hàng.

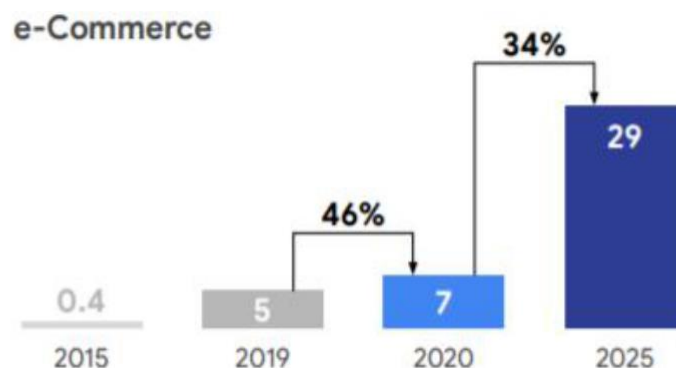
Với tất cả các thách thức, công nghệ là giải pháp duy nhất: hệ thống phân loại tự động sẽ giúp giảm thời gian chuyển giao hàng hoá và chi phí nhân công. Những tiến bộ công nghệ cũng giúp theo dõi hàng hoá thời gian thực và giảm độ rủi ro.

VNPost và ViettelPost là hai đơn vị chiếm ưu thế trên thị trường



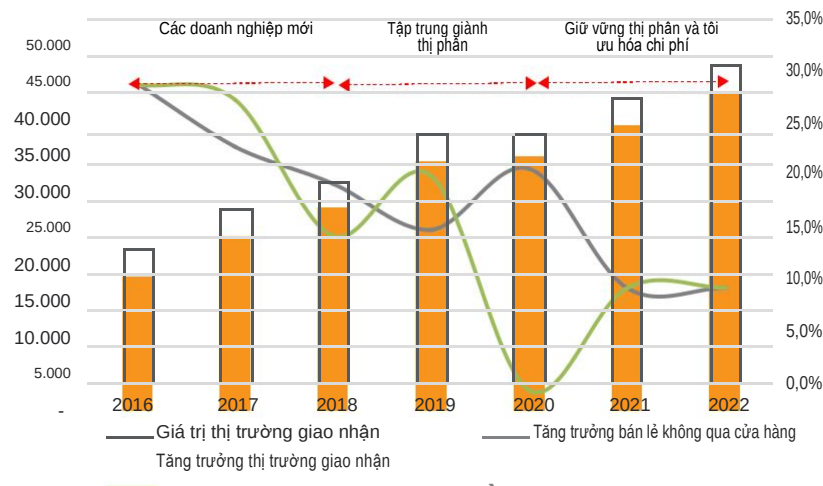
Nguồn: Báo cáo công ty

Sự sôi động trong hoạt động thương mại điện tử của Việt Nam với CAGR 43% trong 2020-25



Nguồn: GOOGLE & TEMASEK

Thị trường giao nhận tăng trưởng theo tốc độ thị trường bán lẻ không qua cửa hàng (Đơn vị: tỷ đồng)



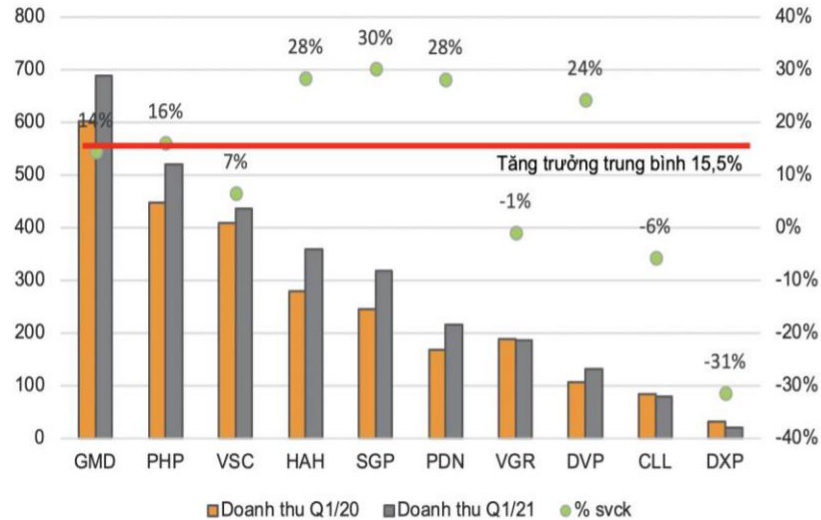
Nguồn: Báo cáo công ty

Trong bối cảnh mới, tổng số doanh nghiệp sẽ giảm dần do thiếu nguồn lực tài chính, từ đó giảm giá bán trung bình (ASP) và mô hình “cash-burning to growth” sẽ không còn thích hợp.

Hiện tại, các doanh nghiệp tập trung vào công nghệ để củng cố thị phần, và mở rộng sang lĩnh vực mới để tăng thêm giá trị.

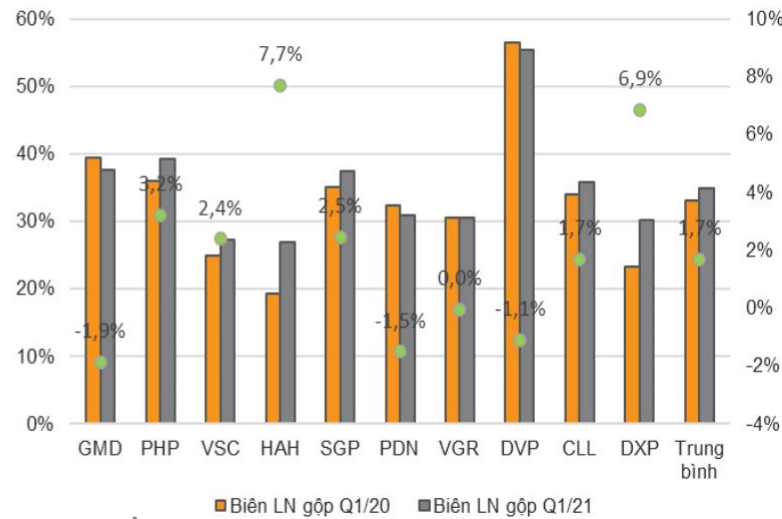
Chúng tôi kỳ vọng thị trường giao hàng sẽ tăng 11,8-11,9% trong 2021 - 2022, nhờ hoạt động thương mại điện tử sôi động.

Doanh thu các doanh nghiệp cảng biển trong Q1/21 (Đơn vị: tỷ VND)



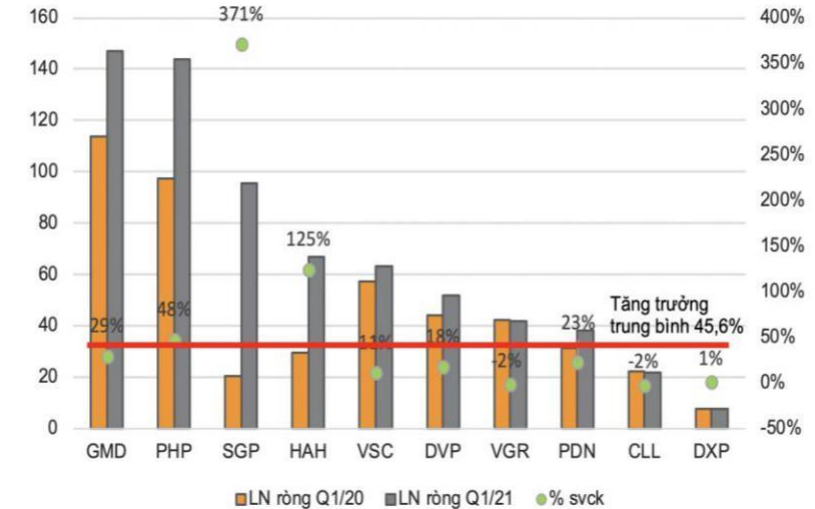
Nguồn: COMPANY REPORTS

Biên lợi nhuận gộp trung bình tăng nhẹ (+1,7 điểm % svck)



Nguồn: COMPANY REPORTS

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong Q1/21 (Đơn vị: tỷ VND)



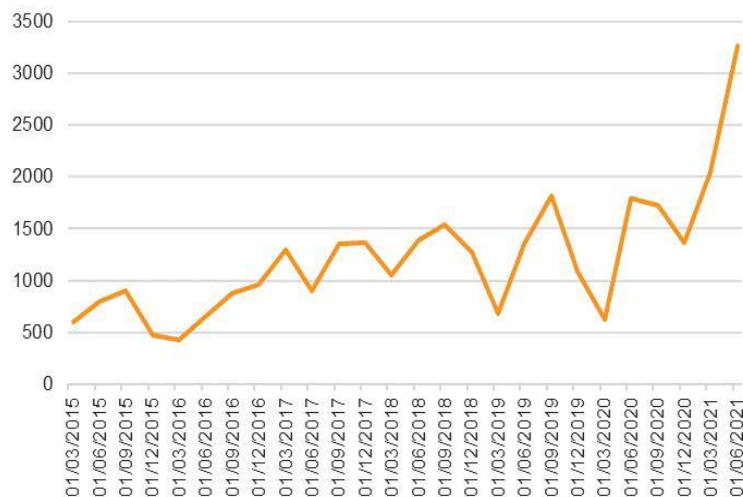
Nguồn: COMPANY REPORTS

Doanh thu Q1/21 của các công ty cảng biển tăng 15,5% svck nhờ sự tăng trưởng sản lượng hàng hoá qua cảng.

Tăng trưởng BLN gộp đến từ tăng doanh thu, bù đắp chi phí cố định trong khi giá bán trung bình không thay đổi nhiều.

Nhờ đòn bẩy hoạt động cao của các doanh nghiệp khai thác cảng biển, LN ròng Q1/21 của các doanh nghiệp này tăng 45,6% svck, đặc biệt là các doanh nghiệp lớn như GMD, PHP, SGP.

Cước hàng rời BDI tăng 139% từ đầu năm do tình trạng tắc nghẽn tại các cảng Trung Quốc, Châu Âu và Châu Mỹ



Nguồn: BLOOMBERG

Chỉ số container theo Bloomberg tăng 173% sv đầu năm do tình trạng thiếu container tạm thời



Nguồn: BLOOMBERG

Giá dầu dự kiến sẽ ổn định quanh mức mới trong giai đoạn 2021 – 2023 (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG

Rủi ro ngắn hạn là giá cước vận tải biển tăng do khan hiếm container và tắc nghẽn tại các cảng lớn trên toàn cầu thời gian gần đây. Giá cước cao có thể làm giảm nhu cầu vận tải đường biển, dẫn đến tình trạng lượng hàng hoá thông qua cảng giảm xuất hiện tại Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tiềm chủng toàn cầu sẽ giảm tình trạng tắc nghẽn và sớm quay lại mức bình thường.

Rủi ro trung hạn đến từ giá dầu cao hơn dự kiến, đẩy giá cước lên cao hơn và giảm nhu cầu với vận tải biển.

Chúng tôi ưa thích CTCP Gemadept (GMD, Khả Quan, Giá mục tiêu: 49.500đ/cp) do:

- Công ty sở hữu hệ thống cảng biển trải dọc chiều dài đất nước với năng lực vượt trội, được tích hợp hệ thống logistic đồng bộ, mang đến cho khách hàng chuỗi dịch vụ cung ứng đầy đủ và tạo nên lợi thế riêng cho mình.
- Cụ thể, GMD sở hữu Gemalink, cảng nước sâu hiện đại nhất Việt Nam với khả năng tiếp nhận tàu có trọng tải lên đến 250.000DWT tại khu vực Cái Mép – Thị Vải, nơi có vị trí đặc biệt thuận lợi cho các tuyến hàng hải quốc tế.
- Chúng tôi tin rằng Gemalink sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng của GMD từ năm 2021 và sẽ hoạt động tối đa công suất (cả giai đoạn 1 và 2) vào năm 2025, đóng góp 734 tỷ vào LN ròng năm 2025 và chiếm 51,5% tỷ trọng LN ròng của GMD từ mức 4,4% trong năm 2021.
- Bên cạnh đó, tình trạng dư cung tại cụm cảng Hải Phòng đã được giảm bớt, tạo dư địa tăng trưởng cho Nam Đình Vũ giai đoạn 2 (500.000TEUs/năm), dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2023.

Rủi ro đầu tư:

- Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) khối lượng container và phí xếp dỡ cao hơn dự kiến tại các cảng của GMD và (2) thoái vốn tài sản với giá cao hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá bao gồm (1) sự bất ổn từ dịch Covid-19 hoặc những lo ngại địa chính trị có thể cản trở sự tăng trưởng thương mại toàn cầu bao gồm tại Việt Nam và (2) phí dịch vụ cảng của GMD thấp hơn dự kiến do cạnh tranh gay gắt.

Chúng tôi ưa thích Cảng Hải Phòng (PHP, Khả quan, Giá mục tiêu: 29.800 đ/cp) do:

- Có quy mô và vị thế hàng đầu Hải Phòng – cụm cảng lớn nhất nhì Việt Nam thời điểm hiện tại.
- Dự án cảng nước sâu được bắt đầu xây dựng vào Q3/21 và sẽ là động lực tăng trưởng mới cho PHP từ năm 2024.
- Phương án di dời cảng Hoàng Diệu sẽ được Thủ tướng chính phủ phê duyệt trong năm 2021 theo tiến độ xây dựng cầu Nguyễn Trãi. Chúng tôi tin rằng giá thị trường của quỹ đất này sẽ cao hơn nhiều so với giá trị sổ sách của nó, điều này sẽ tạo ra khoản lợi nhuận bất thường cho PHP trong ngắn hạn.
- Trong giai đoạn 2021-27, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PHP đạt tăng trưởng kép 9,5% nhờ nhu cầu tăng cao tại cụm cảng Hải Phòng và việc ra mắt cảng nước sâu của PHP.

Rủi ro đầu tư:

- Tiềm năng tăng giá bao gồm khối lượng hàng hoá và giá dịch vụ cao hơn dự kiến tại các cảng của PHP.
- Rủi ro giảm giá bao gồm (1) tình hình đại dịch hay khủng hoảng có thể ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của PHP, (2) thời gian hoàn thành cảng nước sâu lâu hơn dự kiến và (3) những thay đổi bất lợi trong dự án di dời cảng Hoàng Diệu có thể làm cản trở hoạt động kinh doanh của PHP.

Chúng tôi ưa thích Cảng Sài Gòn (SGP, Khả Quan, Giá mục tiêu: 30.900đ/cp) do:

- SGP có triển vọng tích cực trong dài hạn khi hoàn thành cảng Sài Gòn - Hiệp Phước, cảng tổng hợp có quy mô lớn nhất cụm cảng Hiệp Phước
- Các cảng liên doanh liên kết (LDLK) của SGP tại cụm cảng Cái Mép – Thị Vải có cơ hội tăng trưởng rất lớn trong những năm tới nhờ tiềm năng của cụm cảng này, vốn là cụm cảng quan trọng bậc nhất của Việt Nam theo định hướng của chính phủ. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ công ty LDLK của SGP sẽ tăng mạnh, bắt đầu từ năm 2021 với giá trị ước tính đạt 89 tỷ đồng, trước khi đạt 235 tỷ đồng vào năm 2027 (tăng trưởng kép 17% trong giai đoạn này)
- Với mức tăng trưởng lợi nhuận từ LDLK và hoạt động kinh doanh chính được cải thiện, LN ròng của SGP được dự phóng sẽ đạt tăng trưởng kép 19,5% trong giai đoạn 2021 – 2027.
- Giá trị bất động sản khu Nhà Rông – Khánh Hội là một yếu tố tiềm năng để đầu tư vào SGP, khu vực hiện được quản lý bởi công ty Ngọc Viễn Đông (trong đó SGP đóng góp 5,56%, tương đương 300 tỷ VND). Đây là nguồn vốn vững chắc cho SGP trong tương lai đặc biệt là khi có thông tin khu vực sẽ phải đấu giá lại giá trị đất sau cuộc họp Đại Hội cổ đông của SGP vừa qua. Do đó, giá trị đấu giá lại sẽ nhiều khả năng cao hơn mức 300 tỷ đồng. Trong quan điểm thận trọng của chúng tôi, sở hữu của SGP tại khu vực Nhà Rông – Khánh Hội sẽ có giá trị ít nhất bằng giá trị sổ sách 300 tỷ VND trong Q1/21.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro giảm giá bao gồm (1) sản lượng hàng hoá và giá dịch vụ xếp dỡ thấp hơn dự tính, (2) thời gian hoàn thành giai đoạn 2 cảng Sài Gòn - Hiệp Phước lâu hơn dự kiến và (3) Cảng Gemalink đi vào hoạt động từ năm 2021 là rủi ro ngắn hạn do hút khách hàng từ các cảng khác trong khu vực.

Chúng tôi ưa thích CTCP Viettel Post (VTP, Khả Quan, Giá mục tiêu: 98.600đ/cp) do:

- Khối lượng giao hàng của VTP có thể tăng trưởng tương đương tốc độ của ngành từ 11,8% - 11,9% svck trong giai đoạn 2021 – 2022.
- Cước phí trung bình dịch vụ giao hàng sẽ vẫn ở mức ổn định.
- Biên LN trong dịch vụ vận chuyển của VTP sẽ được cải thiện nhờ những tiến bộ công nghệ, được triển khai trên toàn quốc nhằm cắt giảm chi phí nhân công.
- Chúng tôi kỳ vọng VTP sẽ tăng trưởng lợi nhuận ròng lần lượt 15,4%/16,2% svck trong năm 2021/2022.
- Kế hoạch niêm yết trên HSX và phương án chi trả cổ tức cũng là điểm nhấn đầu tư ngắn hạn của VTP trong năm 2021.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro giảm giá bao gồm (1) đại dịch toàn cầu kéo dài hoặc khủng hoảng bên ngoài dẫn đến đóng cửa biên giới ở các quốc gia, điều này sẽ làm giảm khối lượng bưu kiện ra nước ngoài và (2) cước phí trung bình thấp hơn dự kiến do mức độ cạnh tranh có thể sẽ gay gắt hơn.

So sánh các công ty cùng ngành

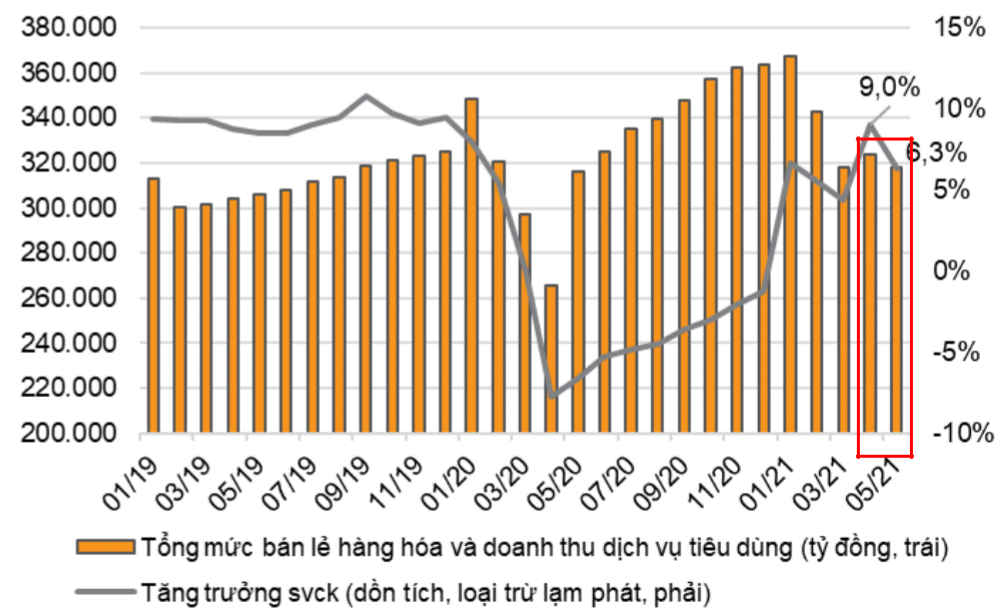
110

Tên công ty	Mã Bloomberg	Giá mục tiêu (Nội tệ)	Khuyến nghị	Vốn hoá (triệu USD)	CAGR EPS 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
						2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Seaports													
Cảng nội địa													
CTCP Cảng Sài Gòn	PHP VN	29.800	Khả Quan	326,8	6,5	15,6	14,2	1,8	1,6	11,7	12,0	9,2	8,5
Tập đoàn Gemadept	GMD VN	49.500	Khả Quan	555,3	44,8	23,5	14,4	2,0	1,7	8,8	12,9	11,7	8,8
CTCP Container Việt Nam	VSC VN	N/A	KKN	143,7	2,3	12,8	10,8	1,7	1,5	15,1	16,2	5,1	4,6
CTCP Cảng Sài Gòn	SGP VN	30.900	Khả Quan	221,8	31,0	17,1	12,0	2,1	1,8	17,8	21,7	5,1	4,4
CTCP vận tải và xếp dỡ Hải An	HAH VN	N/A	KKN	61,1	N/A	6,7	NA	NA	NA	20,0	NA	NA	NA
CTCP đầu tư và phát triển cảng Đình Vũ DVP VN		N/A	KKN	89,2	N/A	7,5	7,1	1,4	1,3	19,3	18,4	NA	NA
Trung bình của Việt Nam						13,9	11,7	1,8	1,6	15,5	16,2	7,8	6,6
Cảng trong khu vực													
Adani Port and SEZ	ADSEZ IN	N/A	KKN	19.533,3	12,6	23,2	18,8	3,9	3,3	18,3	18,7	15,6	12,9
Xiamen Interna-A	600897 CH	N/A	KKN	768,5	-13,8	13,9	11,3	1,2	1,2	9,3	10,7	5,6	5,3
Gateway Distripa	GDPL IN	N/A	KKN	487,0	85,3	29,2	22,0	2,3	2,2	7,6	9,8	12,4	10,8
Namyoung Terminal Pcl	NYT TB	N/A	KKN	184,2	-14,2	22,3	16,9	1,8	1,8	8,0	10,2	7,0	6,2
Trung bình khu vực						22,1	17,3	2,3	2,1	10,8	12,3	10,2	8,8
Giao hàng chặng cuối													
Chuyển phát nhanh và 3PLs													
Triple I Logistic	III TB	N/A	KKN	247	1,5	31,2	31,2	4,8	4,2	16,9	14,8	30,7	26,2
United Parcel-B	UPS US	N/A	KKN	197.693	-26,2	18,8	17,9	16,9	11,1	172,1	78,4	13,3	12,7
Cj Logistics	000120 KS	N/A	KKN	3.419	108,9	20,6	19,8	1,1	1,1	5,5	5,3	9,7	9,3
Kerry Logistics	636 HK	N/A	KKN	5.438	14,1	22,9	21,5	1,5	1,4	6,4	6,8	10,1	9,5
Yto Express Gr-A	600233 CH	N/A	KKN	5.749	5,5	18,2	15,8	1,6	1,5	9,4	9,9	8,1	6,8
Sto Express Co-A	002468 CH	N/A	KKN	2.034	-30,3	90,6	28,7	1,3	1,3	-0,3	2,5	16,7	8,9
Trung Bình						23,4	22,6	6,1	4,4	50,2	26,3	15,9	14,4
Công ty bưu chính													
Royal Mail	RMG LN	N/A	KKN	8.205	81,6	9,9	9,4	1,1	1,1	13,1	12,8	4,8	4,6
Deutsche Post-Rg	DPW GR	N/A	KKN	86.200	4,9	16,5	16,6	4,4	4,0	28,1	24,6	7,8	7,8
Bpost Sa	BPOST BB	N/A	KKN	2.469	NA	9,4	9,3	2,4	2,0	31,9	25,6	4,2	4,1
Singapore Post	SPOST SP	N/A	KKN	1.190	543,3	20,9	17,8	1,1	1,1	5,2	6,0	11,8	10,7
Trung Bình						14,2	13,3	2,2	2,0	19,6	17,2	7,1	6,8
Trung bình tổng						25,9	18,8	3,6	2,9	28,9	18,7	11,7	10,1
CTCP Viettel Post	VTP VN	98.600	Khả Quan	372	12,5	19,4	16,7	5,8	4,8	33,0	31,5	8,5	7,5

Bán lẻ

Những kỳ vọng sau
mây đen Covid-19

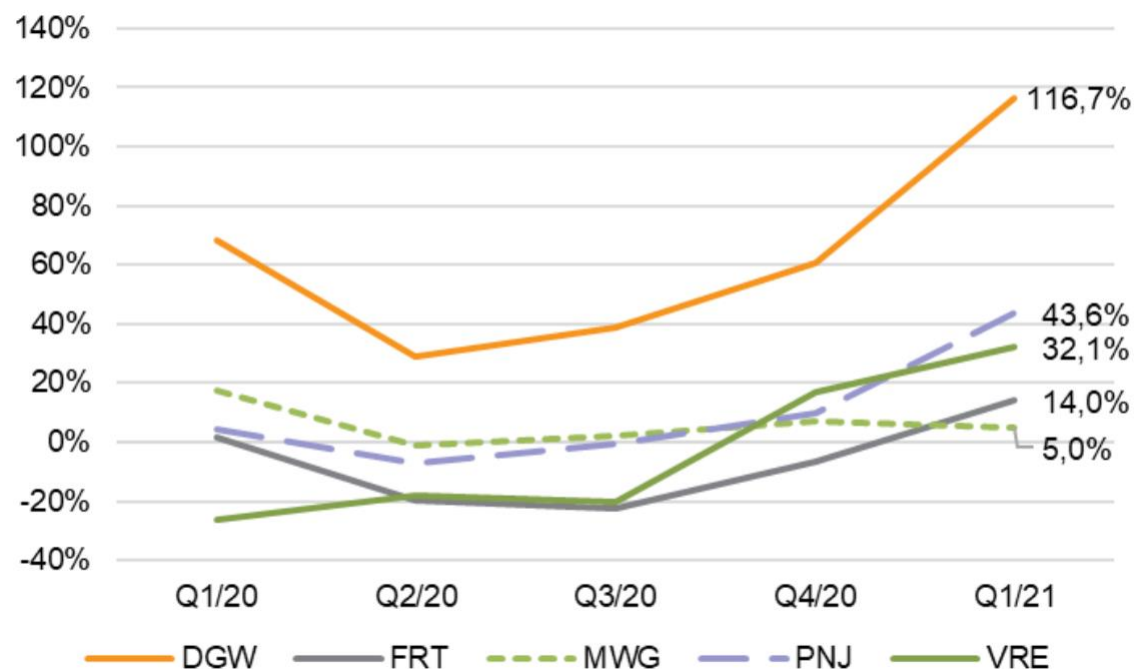
Tổng mức bán lẻ hàng hóa Việt Nam tăng trưởng mạnh trong 4T21, nhưng đà tăng trưởng đã chậm lại do đợt Covid-19 thứ 4, diễn ra vào T5/21



Nguồn: TCTK

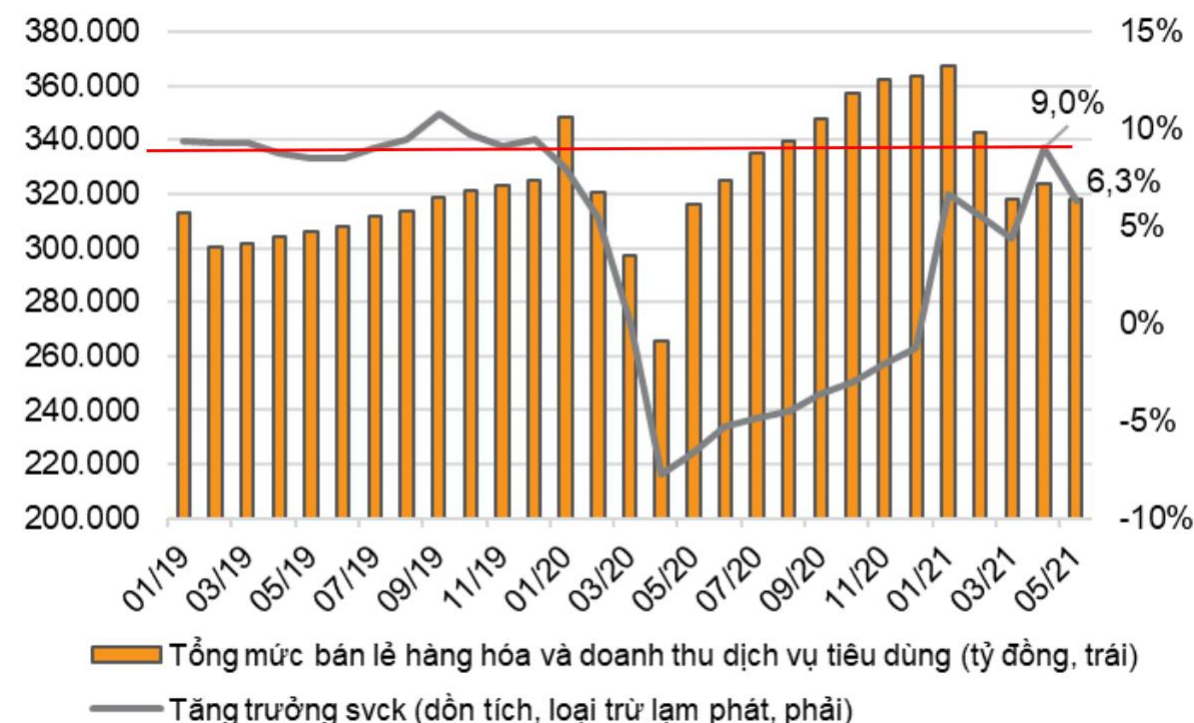


Tăng trưởng doanh thu (so với cùng kỳ) của các công ty bán lẻ niêm yết từ năm 2020 – Q1/21



Nguồn: Fiinpro

Tổng mức bán lẻ hàng hóa Việt Nam từ năm 2019 – T5/21

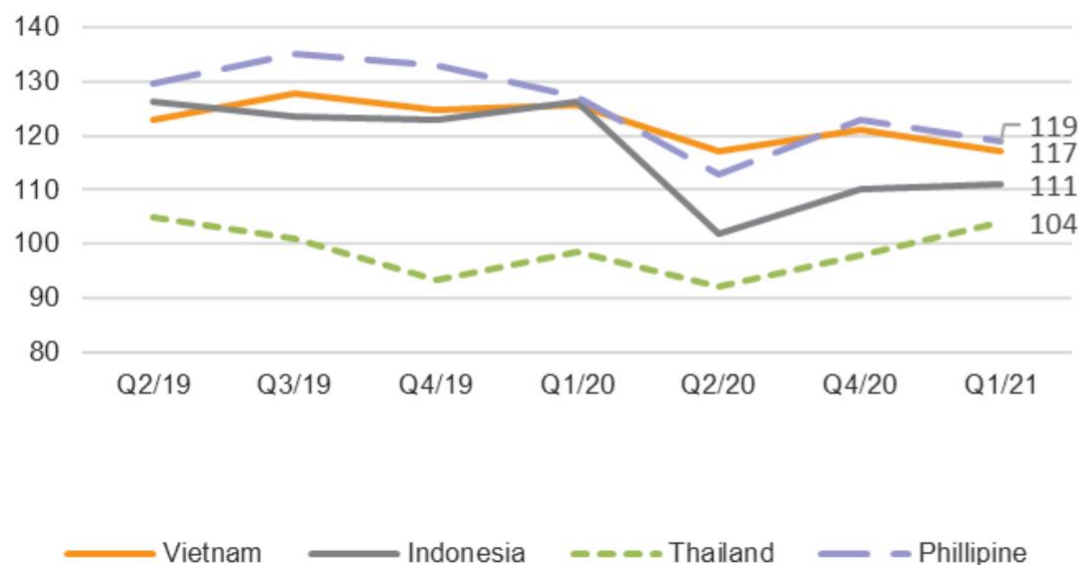


Nguồn: TCTK

Các doanh nghiệp bán lẻ đã phục hồi tốt về hoạt động kinh doanh trong Q1/21, cho thấy rằng các công ty bán lẻ đang trên đà phục hồi sau các đợt Covid-19 xảy ra trong giai đoạn từ 2020 – Q/21.

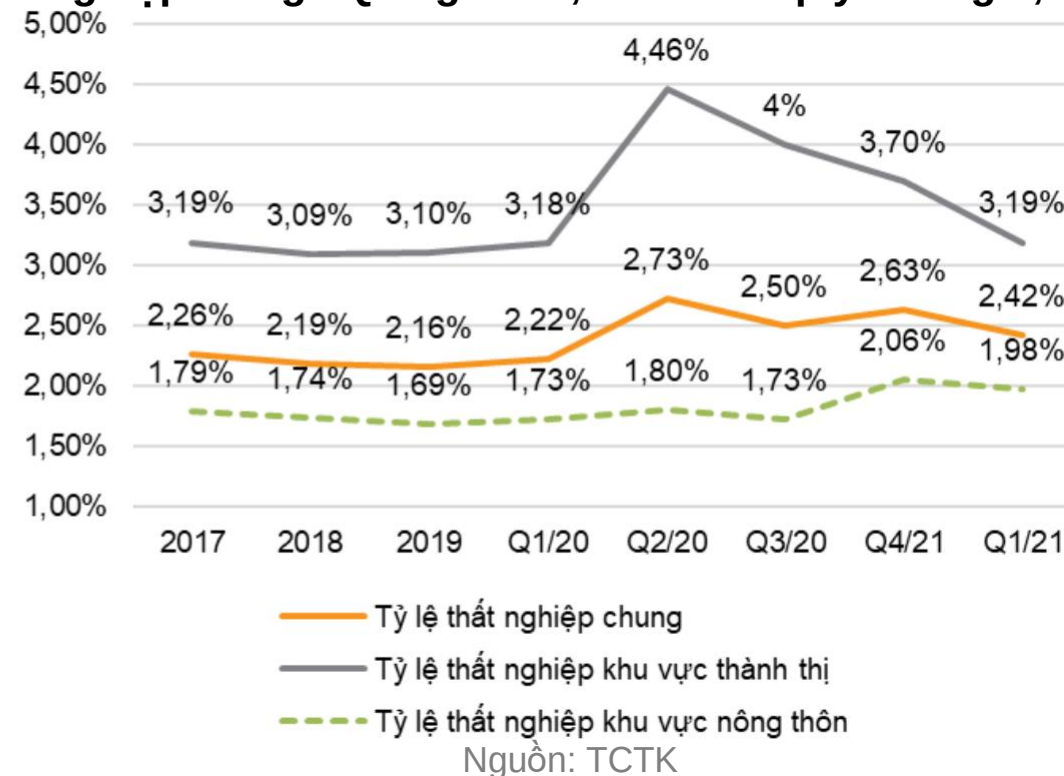
Tổng mức bán lẻ hàng hóa Việt Nam tăng trưởng mạnh trở lại trong 4T21 với tốc độ tăng 9% svck, nhưng tốc độ phục hồi đã bị chững lại do làn sóng Covid thứ 4 vào T5/21, dẫn đến tốc độ tăng trưởng trong 5T21 chỉ ở mức 6,3% (đã loại trừ lạm phát)

Chỉ số Niềm tin Người tiêu dùng của Việt Nam vẫn duy trì so với các nước ASEAN



Nguồn: The Conference Board

Tỷ lệ thất nghiệp của Việt Nam từ năm 2017 đến 1Q21 - tỷ lệ thất nghiệp trong 1Q21 giảm 0,21% theo quý xuống 2,42%

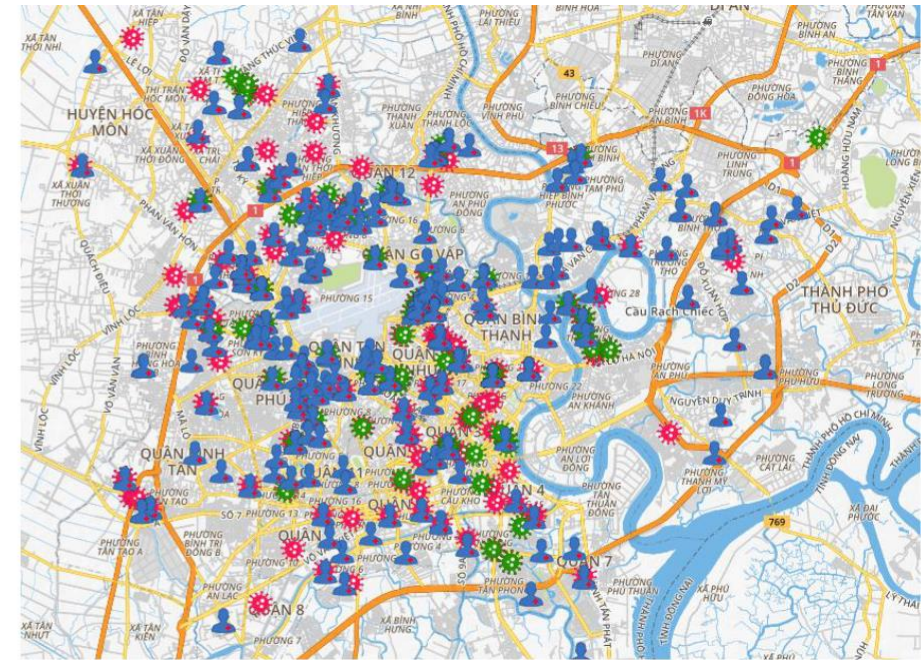


Nguồn: TCTK

Việt Nam đã vượt qua các đợt bùng phát Covid-19 trước đây và vẫn duy trì Chỉ số Niềm tin Người tiêu dùng cao, đạt 117 điểm và đứng thứ 2 trong khu vực sau Philippines. Sau làn sóng Covid-19 đầu tiên, tỷ lệ thất nghiệp liên tục giảm trong ba quý tiếp theo, từ Q2/20 đến Q1/21, cho thấy tiềm năng phục hồi của nền kinh tế Việt Nam.

Do vậy, triển vọng phục hồi ngành bán lẻ của Việt Nam là rất khả quan cho dù đợt bùng phát thứ 4 nghiêm trọng hơn đợt trước.

Bản đồ lây nhiễm Covid-19 tại TP.HCM, theo đó TP HCM đã quyết định giãn cách xã hội vào T6/21

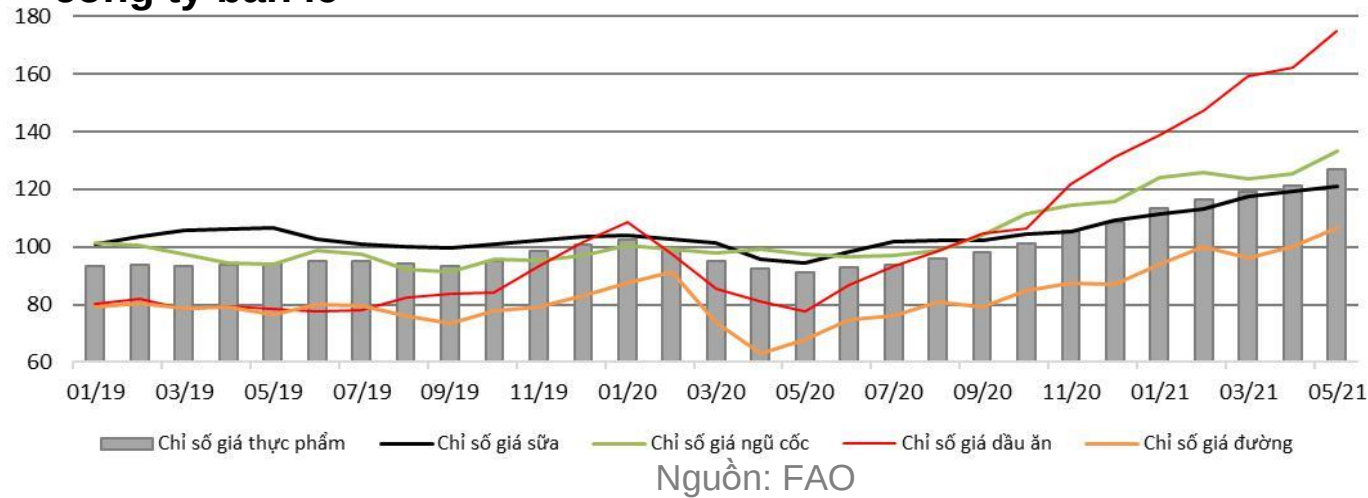


Nguồn: HCMC CDC

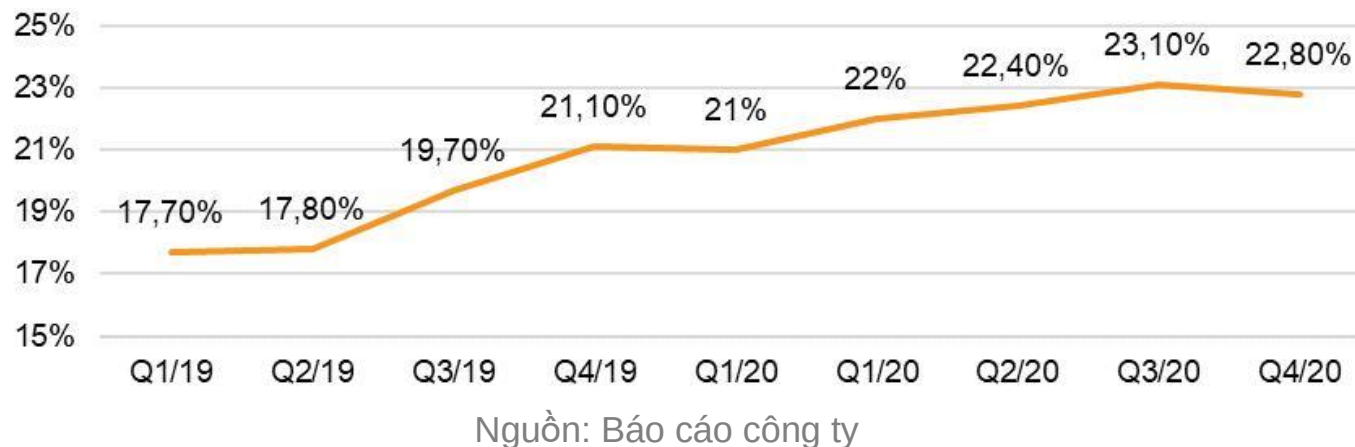
Không giống như hai đợt bùng phát Covid-19 trước đó vào T7/20 và T1/21, đợt bùng phát Covid-19 lần thứ 4 có sự gia tăng mạnh về số ca bệnh ở TP.HCM, dẫn đến giãn cách xã hội vào T6/21 tại HCMC.

Tác động của đợt bùng phát lần thứ 4 đối với phân khúc bán lẻ không thiết yếu mạnh hơn so với hai đợt bùng phát trước đó. Ngược lại, mảng bách hóa và nhà thuốc vẫn duy trì được tình hình hoạt động tốt khi mức độ di động chỉ giảm 6% so với trước đại dịch.

Giá lương thực thế giới tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty bán lẻ



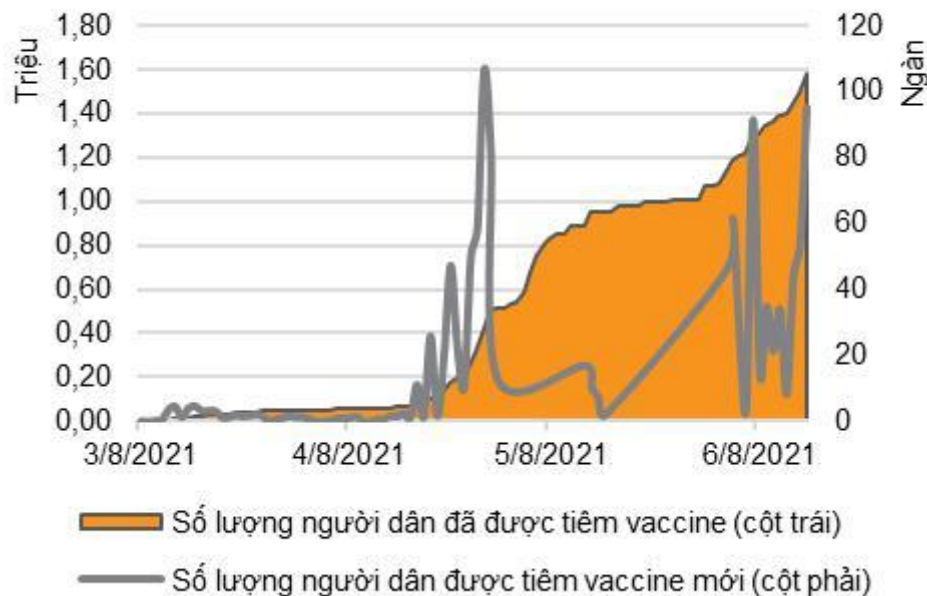
Biên lợi nhuận gộp của MWG có thể chịu áp lực do giá lương thực tăng đột biến và tình trạng thiếu chip toàn cầu



Giá lương thực thế giới tăng mạnh trong 5T21, với chỉ số giá lương thực tăng 17,1% so với đầu năm, 39,7% svck, tạo áp lực buộc các nhà sản xuất phải chuyển mức tăng chi phí nguyên vật liệu vào giá thành sản phẩm. Điều này tác động tiêu cực đến các công ty bán lẻ do tỷ suất lợi nhuận gộp có thể giảm trong thời gian tới khi họ phải dự trữ hàng tồn kho với chi phí cao hơn.

Ngoài ra, sự thiếu hụt chip toàn cầu có thể làm tăng giá của các sản phẩm điện tử, điều này cũng có thể sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận gộp của cả nhà sản xuất và nhà bán lẻ trong những quý sắp tới.

Đợt Covid-19 thứ 4 cũng thúc đẩy quá trình tiêm chủng của Việt Nam để chống lại đại dịch này



Nguồn: Owid

Các đơn đặt hàng vaccine của Việt Nam

Vaccine	Xuất xứ	Giai đoạn	Số liều đặt	Số liều đã nhận	Thời gian chấp thuận	Thời gian triển khai	Ghi chú
Oxford–AstraZeneca	Anh, Thụy Điển	Thử nghiệm lâm sàng giai đoạn III	30 triệu	3.865.620	30/01/21	8/3/2021	39,9 triệu liều bổ sung do COVAX và Nhật Bản tài trợ. Sản xuất bởi SK Bioscience và Catalent Biologics.
Sputnik V	Nga	Thử nghiệm lâm sàng giai đoạn III	20 triệu	2.000	23/03/21	Đang xử lý	2.000 liều do Nga tài trợ. Đang trao đổi với nhà sản xuất để xin bản quyền sản xuất tại Việt Nam
Sinopharm	Trung Quốc	Thử nghiệm lâm sàng giai đoạn III	Không	500.000	4/6/2021	Đang xử lý	Mặc dù Việt Nam chưa đặt mua mSinopharm nhưng Trung Quốc đã viện trợ 500.000 liều vắc xin này. Những liều thuốc này sẽ được sử dụng cho công dân Trung Quốc tại Việt Nam, những người có nhu cầu sang Trung Quốc học tập, làm việc và những người sống ở khu vực biên giới với Trung Quốc.
Pfizer–BioNTech	Đức, Hoa Kỳ	Thử nghiệm lâm sàng giai đoạn III	31 triệu	Không	12/6/2021	Đang xử lý	Đợt đầu tiên dự kiến sẽ được giao vào T7/2021.
Moderna	Hoa Kỳ	Thử nghiệm lâm sàng giai đoạn III	5 triệu	Không	Đang xử lý	Đang xử lý	

Nguồn: Tổng hợp theo Wikipedia

Do ảnh hưởng nặng nề bởi làn sóng Covid-19 thứ 4, sự phục hồi của bán lẻ kể từ Q4/20 sẽ bị hoãn lại trong ngắn hạn, nhưng chúng tôi tin rằng niềm tin của người tiêu dùng có thể phục hồi trong Q3/21, đặc biệt nếu vắc xin trở nên rộng rãi.

Theo Bộ Y tế, khi lượng vaccine về đủ (khoảng 110 - 150 triệu liều), Việt Nam sẽ tiêm từ 300.000 - 500.000 mũi / ngày để đạt miễn dịch cộng đồng vào cuối năm 2021.

Chúng tôi nhận thấy bốn xu hướng sẽ định hình ngành bán lẻ trong nước

#1: Các công ty bán lẻ lớn tiếp tục nắm bắt cơ hội để giành lấy thị phần

#2: Thay đổi hành vi mua hàng trên nền kinh tế Internet

3: Tăng trưởng của thị trường thiết bị nhà thông minh tạo cơ hội cho các nhà phân phối và bán lẻ

#4: Các nhà phát triển bất động sản thương mại tận hưởng làn sóng của các thương hiệu quốc tế

Các công ty hưởng lợi

MWG, PNJ

DGW, MWG, FRT

DGW, MWG, FRT

VRE

#1: Các công ty bán lẻ lớn tiếp tục nắm bắt cơ hội để giành lấy thị phần

118

MWG tiếp tục thực hiện các chiến lược mới để giành thêm thị phần bán lẻ, bao gồm một hình thức mới là B2B và các trung tâm bán lẻ xe đạp.



Nguồn: Báo cáo công ty

PNJ đã đưa ra một loạt các hoạt động như cửa hàng cao cấp mới, concept mới, hợp tác với Pandora theo cách thức shop-in-shop.

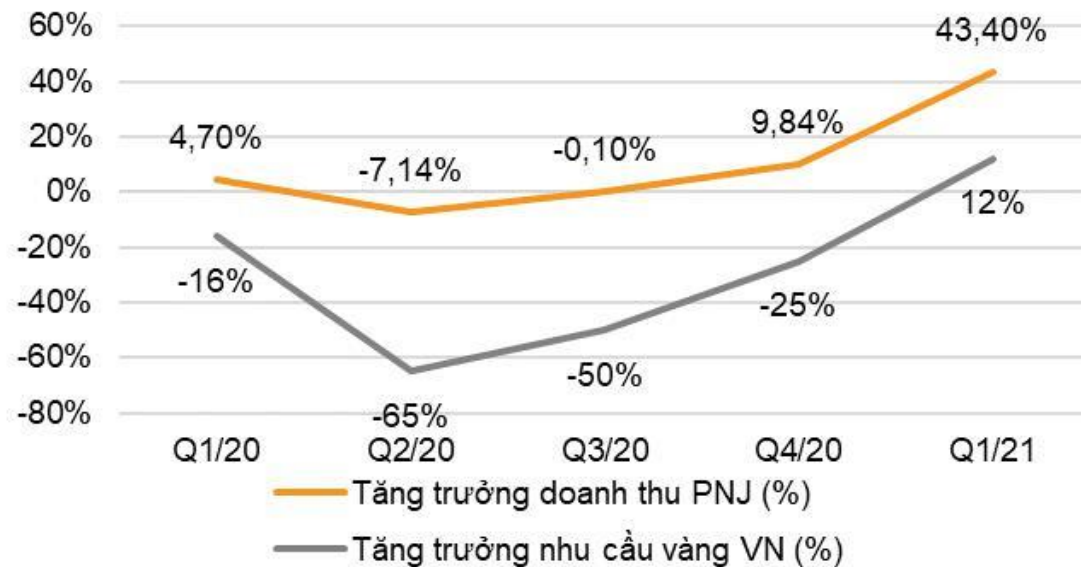


Nguồn: Báo cáo công ty

Mặc dù sự bùng phát của Covid-19 đã ảnh hưởng trực tiếp đến ngành bán lẻ, nhưng nó cũng đã mở ra cơ hội cho các nhà bán lẻ lớn với các chiến lược hợp lý nhằm củng cố mạng lưới bán lẻ của họ và đạt được thị phần lớn hơn.

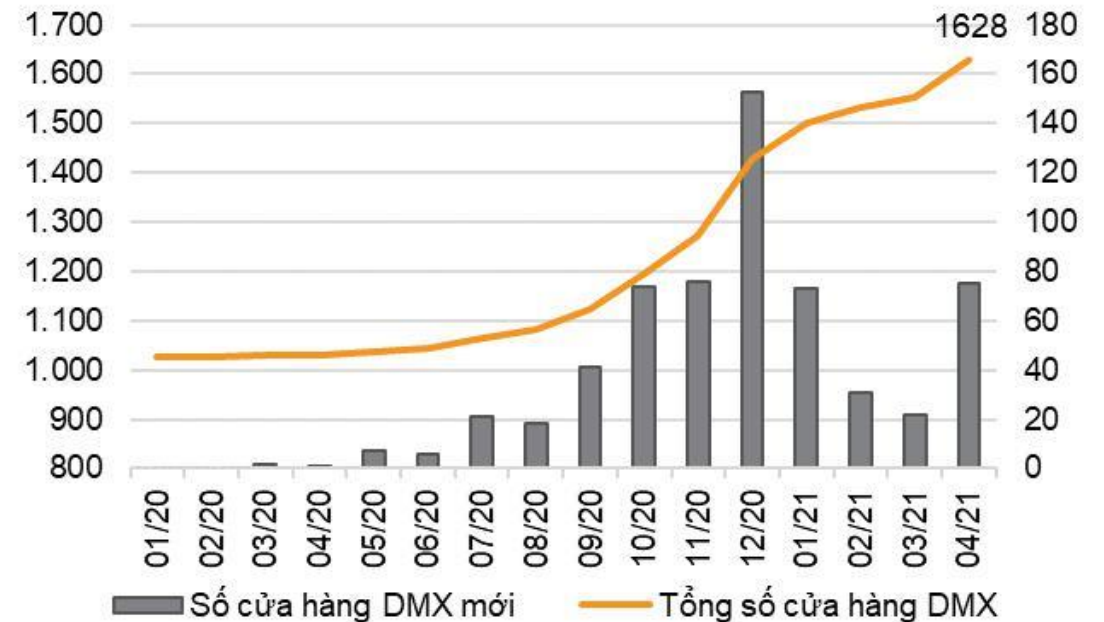
Chúng tôi tin rằng các công ty bán lẻ có thị phần lớn và hoạt động hiệu quả (MWG và PNJ) có thể hưởng lợi từ điều này và đạt được tăng trưởng trong dài hạn.

Tăng trưởng doanh thu của PNJ so với tăng trưởng nhu cầu trang sức Việt Nam giai đoạn 2020-2021



Nguồn: Báo cáo công ty

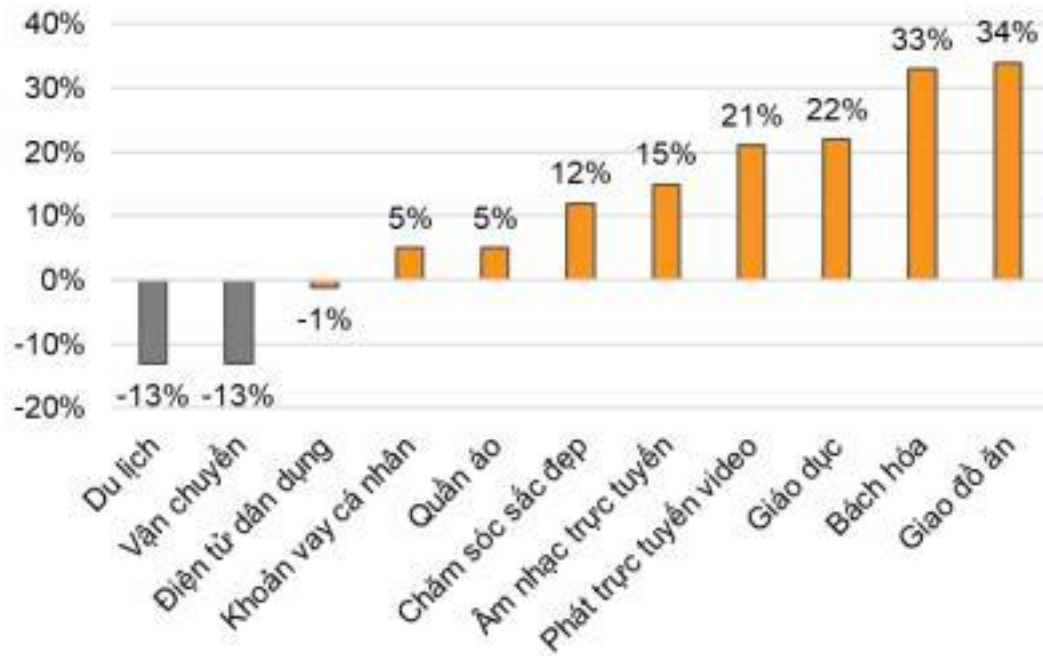
Số lượng cửa hàng DMX của MWG và số lượng cửa hàng DMX mở mới, số lượng cửa hàng mở mới chủ yếu là cửa hàng DMX supermini



Nguồn: Báo cáo công ty

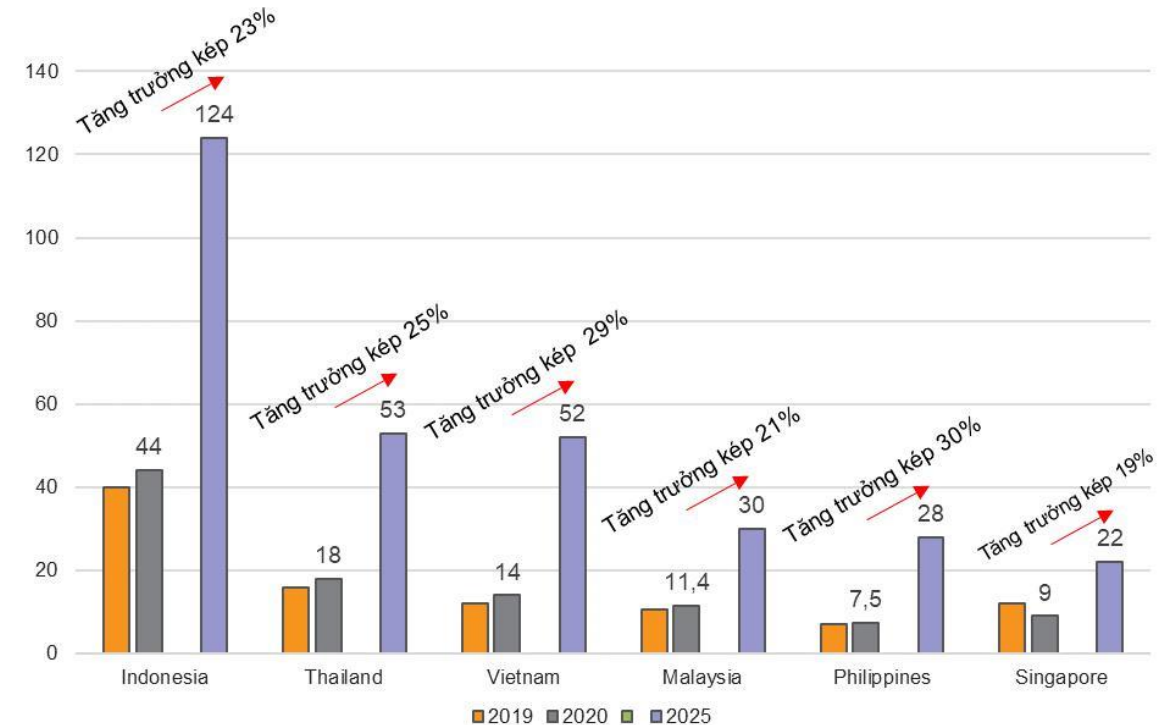
Khi dịch Covid-19 xuất hiện, PNJ liên tục tăng trưởng tốt hơn nhu cầu của ngành trang sức tại Việt Nam, khẳng định vị thế của mình trên thị trường trang sức trong nước. MWG cũng đã tích cực mở rộng số lượng DMX supermini kể từ Q4/20 khi MWG nhận thấy DMX supermini có thể cải thiện thị phần ở các khu vực thành thị xa trung tâm.

Sự thay đổi chi tiêu của người tiêu dùng ASEAN (%) trong và sau khi bùng phát so với mức trước Covid-19



Nguồn: Google, Temasek và BAIN&COMPANY

Tổng giá trị kinh tế Internet của ASEAN (GMV) vào năm 2020 và giá trị kỳ vọng vào năm 2025

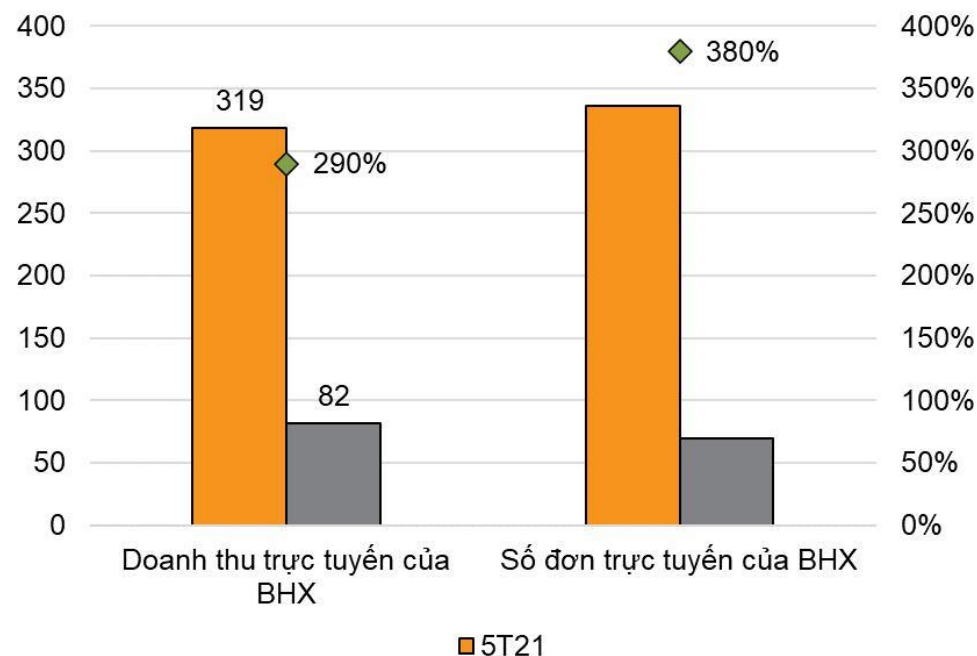


Nguồn: Google, Temasek and BAIN&COMPANY

Theo Google, Temasek và BAIN & COMPANY, người dùng trực tuyến đã chuyển mua sắm sang các ngành giao hàng thực phẩm, bách hóa, giáo dục và giải trí. Chúng tôi tin rằng chuỗi cửa hàng tạp hóa của MWG, Bách Hóa Xanh, sẽ tiếp tục là người hưởng lợi chính trong 6 tháng cuối năm 2022.

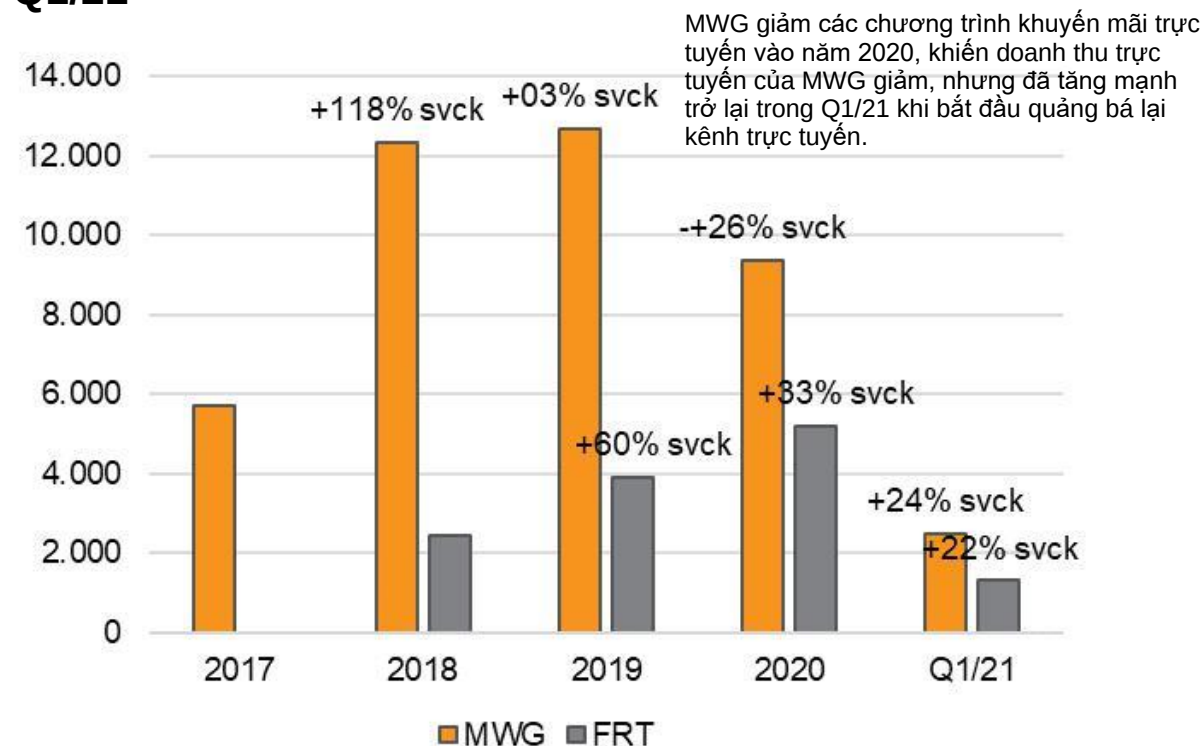
GMV Việt Nam sẽ bùng nổ trong 5 năm tới với tăng trưởng kép đạt 29%, đạt 52 tỷ USD GMV vào năm 2025. Như vậy, kênh trực tuyến trở nên quan trọng hơn trong giai đoạn tiếp theo của nền kinh tế bán lẻ. Các công ty đã xây dựng một hệ thống hậu cần tốt hoặc hệ thống quản lý tốt hàng tồn kho để phục vụ cho kênh trực tuyến có thể đạt được mức tăng trưởng đáng kể từ sự bùng nổ của nền kinh tế Internet. Chúng tôi tin rằng MWG, FRT và PNJ đã chuẩn bị sẵn sàng hệ thống để đón đầu làn sóng này.

Doanh thu trực tuyến của Bách Hóa Xanh (tỷ đồng) - chuỗi cửa hàng của MWG trong 5T20 và 5T21



Nguồn: MWG's report

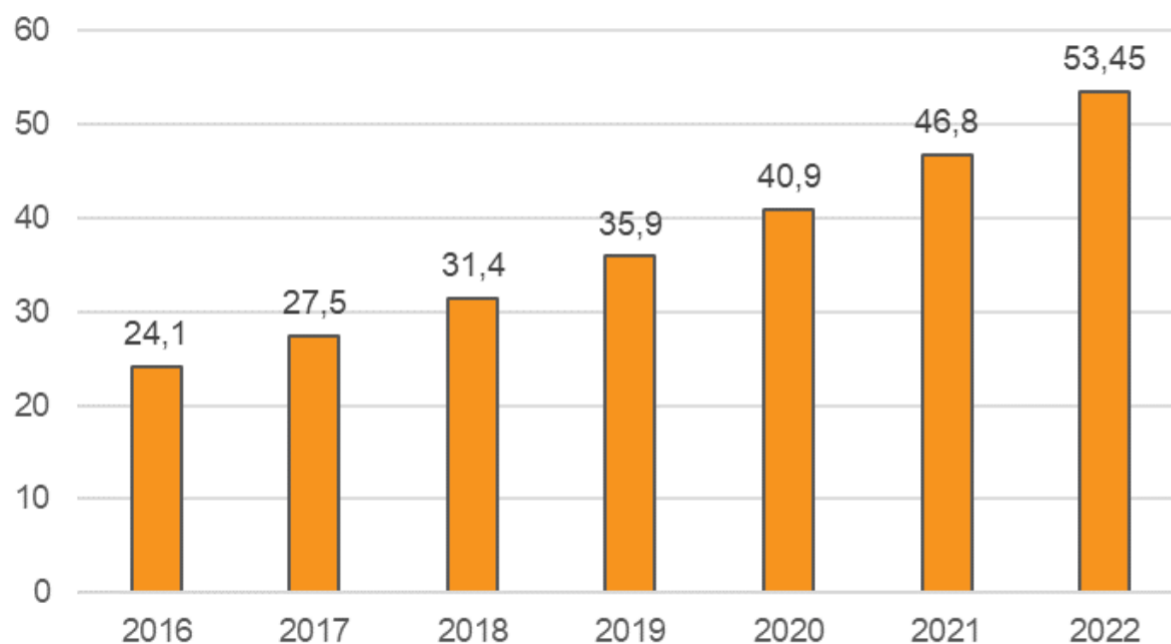
Doanh thu trực tuyến của MWG và FRT từ 2017 – Q1/21



Nguồn: Company reports

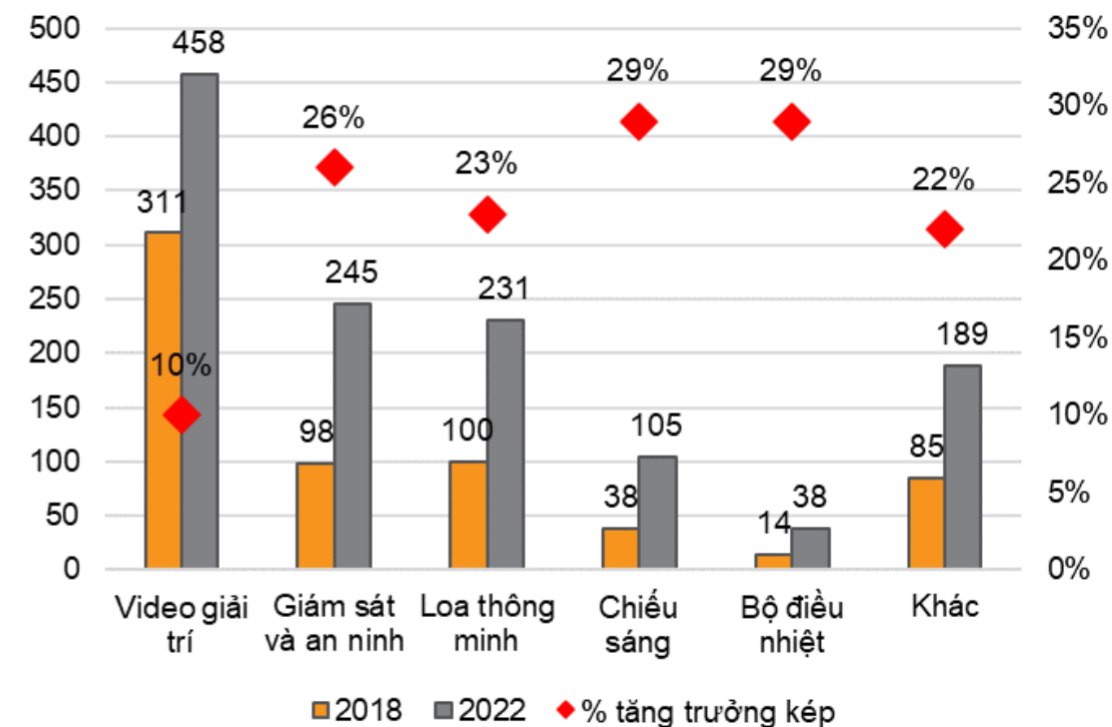
Chuỗi Bách Hóa Xanh hưởng lợi trong xu hướng chuyển dịch hành vi mua hàng trực tuyến, hướng sang mua sắm bách hóa. Cùng với sự bùng nổ của nền kinh tế internet, doanh thu trực tuyến của MWG đã tăng trưởng trở lại trong Q1/21, trong khi doanh thu trực tuyến của FRT vẫn duy trì đà tăng trưởng hai con số. Doanh thu trực tuyến của PNJ tăng trưởng mạnh, 400% svck trong Q1/21, nhưng giá trị vẫn thấp so với tổng doanh thu của PNJ.

Quy mô của thị trường thiết bị nhà thông minh quốc tế được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép đạt 14,3% trong giai đoạn 2020 - 2022



Nguồn: Statista

Nhu cầu tăng trưởng của từng loại sản phẩm nhà thông minh từ 2018 - 2022 (triệu đơn vị)



Nguồn: Statista

Chúng tôi cho rằng xu hướng số hóa cuộc sống khi thu nhập tăng lên sẽ giúp quy mô thị trường và nhu cầu về sản phẩm nhà thông minh tại Việt Nam tăng trưởng song song với xu hướng ngày càng tăng của thế giới.

Hệ sinh thái nhà thông minh của Xiaomi với các sản phẩm đa dạng



Nguồn: Xiaomi website

Góc sản phẩm Mi Eco trưng bày các sản phẩm nhà thông minh của Xiaomi tại FPT Shop



Nguồn: FPTShop website

Với xu hướng nhà thông minh hóa, các nhà phân phối và bán lẻ thiết bị ICT, bao gồm DGW, MWG và FRT, sẽ đón đầu đà tăng trưởng này, đặc biệt DGW là nhà phân phối thiết bị Xiaomi, một công ty công nghệ có hệ sinh thái sản phẩm nhà thông minh đa dạng và quy mô ngày càng lớn thị phần trên thế giới.

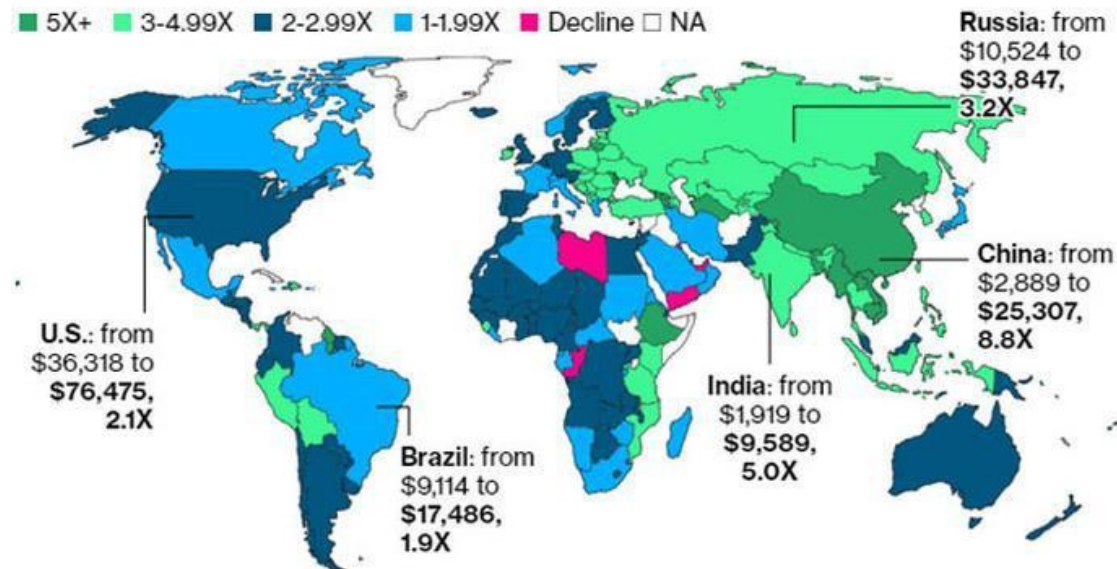
#4: Các nhà phát triển bất động sản thương mại tận hưởng làn sóng của các thương hiệu quốc tế

124

Tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người theo khu vực giai đoạn 2000-2025

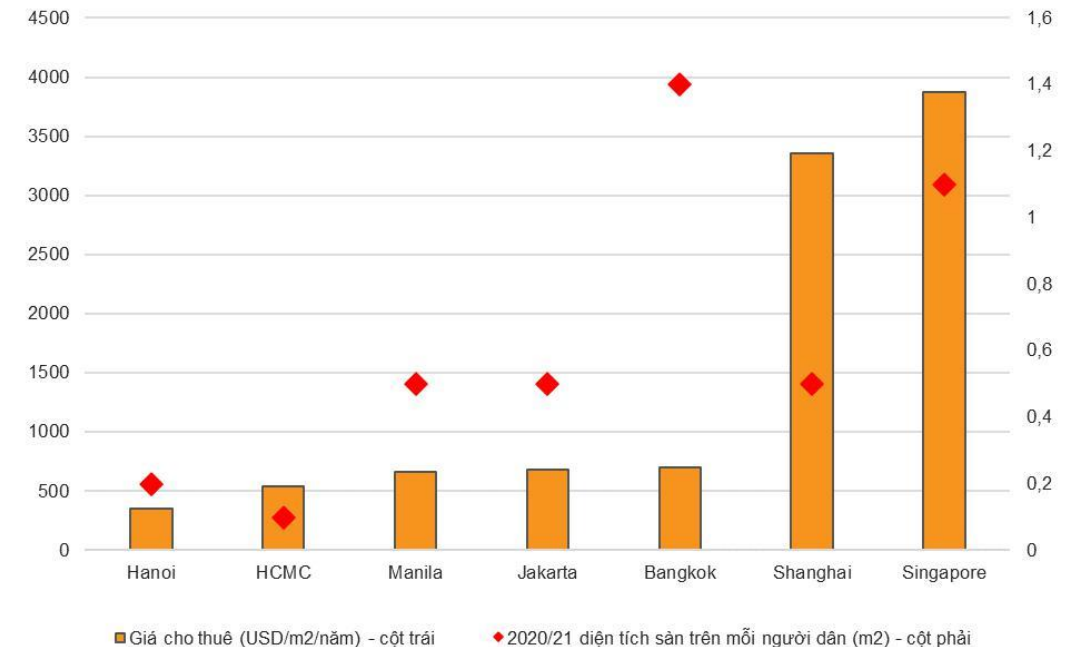
Single-Generation Progress

Living standards will have at least doubled in many nations by 2025



Nguồn: Bloomberg, IMF

Tỷ lệ cho thuê và diện tích cho thuê (NLA) bình quân đầu người của các nước ASEAN



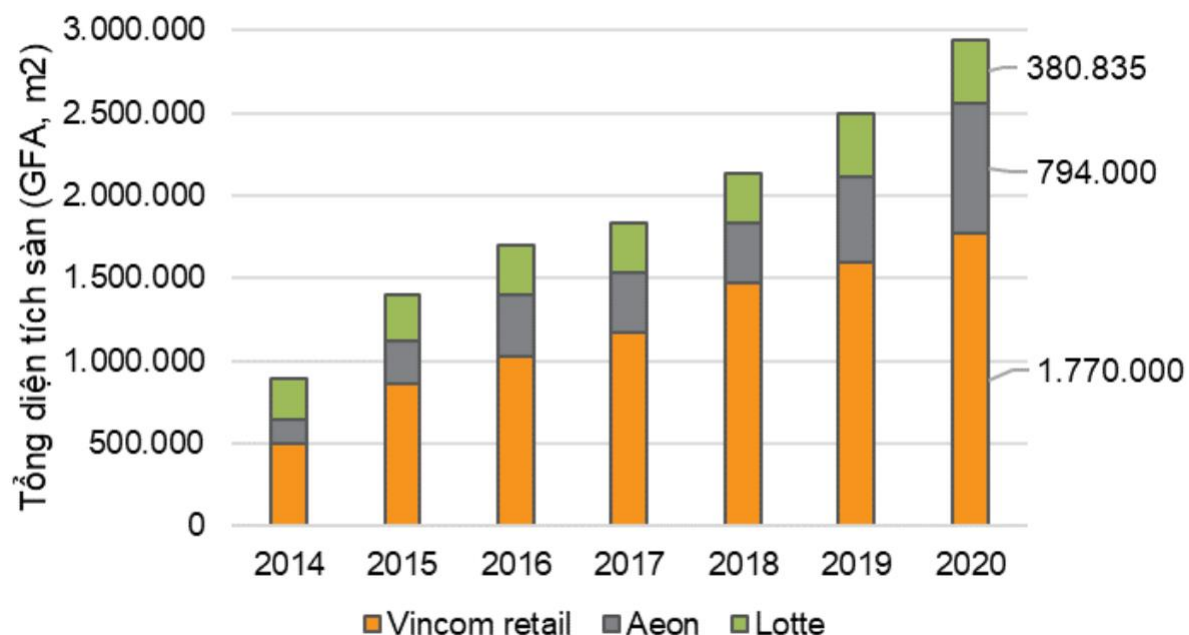
Nguồn: JLL, VRE's report

Trong 6 tháng đầu năm, nhiều thương hiệu quốc tế lớn đã mở cửa hàng tại Việt Nam như Uniqlo, Hadilao, Kohnan Japan. Chúng tôi tin rằng các nhà vận hành bất động sản bán lẻ của Việt Nam sẽ đạt doanh thu và lợi nhuận rủng rỉnh trở lại mức trước Covid-19 khi đại dịch được kiểm soát và vắc-xin Covid-19 được phân phối rộng rãi để đạt được tăng trưởng mạnh sau đó, do Việt Nam có diện tích cho thuê trung tâm thương mại (NLA) trên đầu người mức thấp nhất và giá cho thuê thấp nhất trong khu vực ASEAN.

#4: Các nhà phát triển bất động sản thương mại tận hưởng làn sóng của các thương hiệu quốc tế

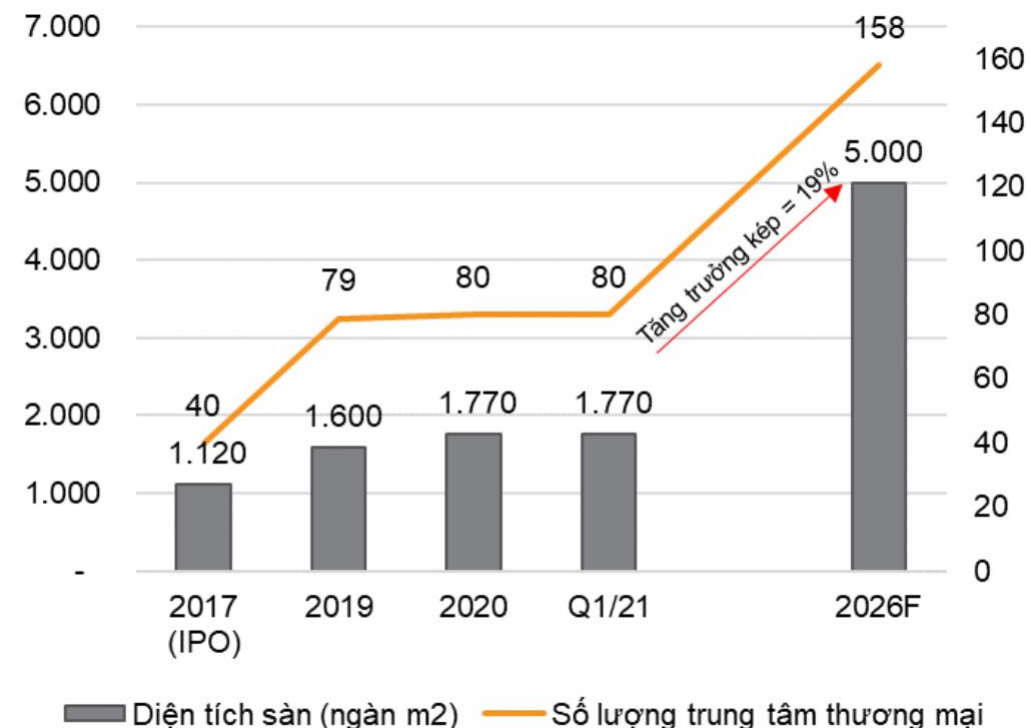
125

VRE là công ty bất động sản thương mại lớn nhất Việt Nam, có tổng diện tích sàn hơn 1,7 triệu m² vào cuối Q1/21.



Nguồn: Báo cáo công ty

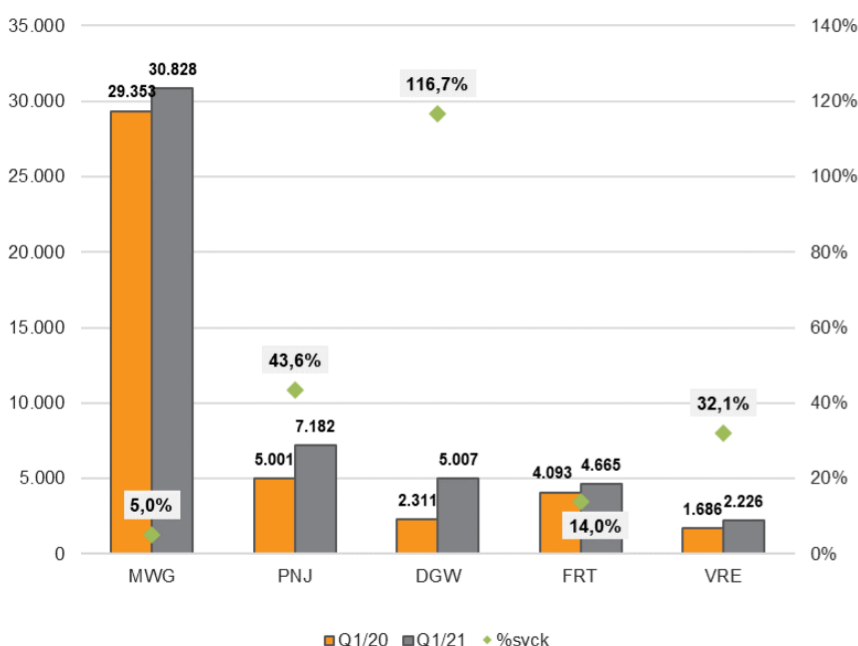
VRE vẫn bám sát kế hoạch triển khai tới 5 triệu m² tổng diện tích sàn vào năm 2026F.



Nguồn: Kế hoạch của VRE

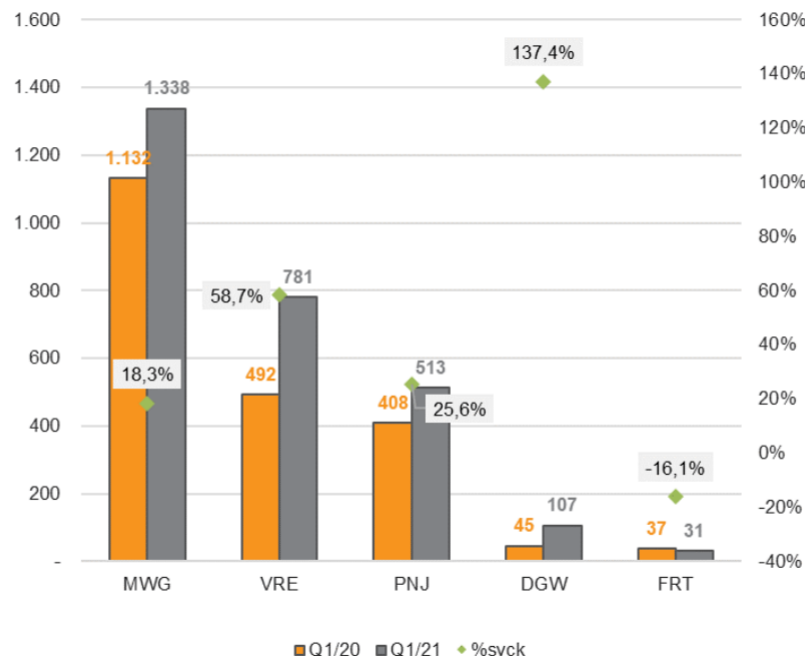
Với động lực tăng trưởng của phân khúc bán lẻ tiếp tục được duy trì và tiềm năng phát triển bán lẻ to lớn tại Việt Nam trong tương lai, VRE tiếp tục đặt mục tiêu mở rộng tổng diện tích sàn tập trung vào xây dựng các siêu thị Vincom Megamall để đạt tổng diện tích sàn khoảng 4,5 – 5 triệu m² vào năm 2026.

Doanh thu của các doanh nghiệp bán lẻ trong 1Q/21 và 1Q/20 (tỷ đồng)



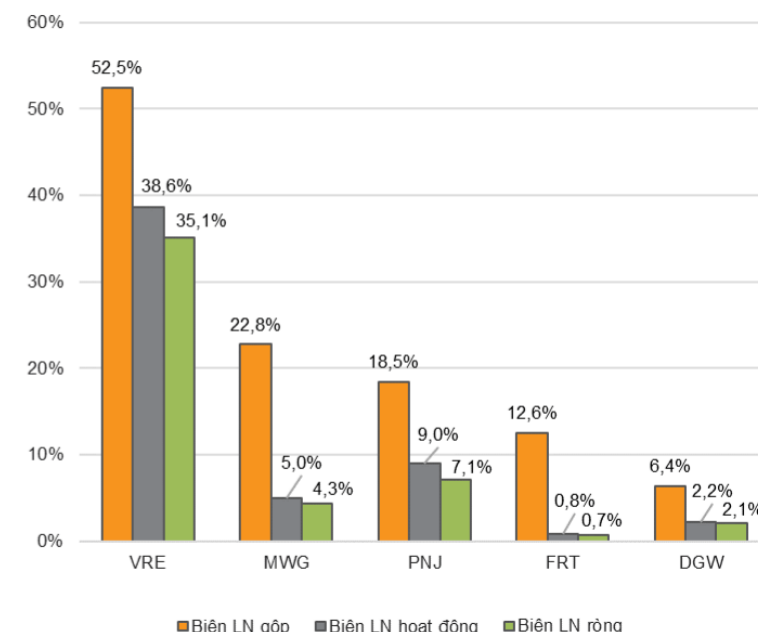
Nguồn: Báo cáo công ty

Lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp bán lẻ trong 1Q/21 và 1Q/20 (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty

Biên LNG, biên lợi nhuận hoạt động và biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp bán lẻ



Nguồn: Báo cáo công ty

Các doanh nghiệp bán lẻ cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ cả về doanh thu và lợi nhuận ròng (không bao gồm FRT) trong Q1/21, cho thấy xu hướng phục hồi sau đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi này sẽ tiếp tục trong nửa cuối năm 2021 để tạo ra sức hấp dẫn cho nhóm cổ phiếu bán lẻ. Cổ phiếu được lựa chọn: MWG, PNJ và VRE

Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
VRE	Khả quan	38.000	- CTCP Vincom Retail (VRE) là nhà phát triển bất động sản bán lẻ lớn nhất Việt Nam với tổng diện tích sàn 1,7 triệu m2 tại 30/03/2021 - VRE đã quay trở lại giai đoạn mở rộng diện tích sàn sau khi Vincom Mega Mall Ocean Park (Hà Nội) đi vào hoạt động vào T12/20. Năm 2021, VRE sẽ khai trương 5 TTTM, trong đó có 2 Mega Mall: Vincom Mega Mall Smart City (Hà Nội) và Vincom Mega Mall Grand Park (TP.HCM), tổng diện tích sàn của VRE sẽ tăng khoảng 150 nghìn m2, đạt khoảng 1,8 triệu m2 (+ 9% so với cuối năm 2020). - Ngay cả trong bối cảnh bùng phát Covid-19 toàn cầu, nhiều thương hiệu quốc tế lớn vẫn đang mở rộng vào Việt Nam và các bất động sản của VRE là mục tiêu của họ, nhờ vào tốc độ phát triển mạnh của thị trường bán lẻ hiện đại Việt Nam. - Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của VRE sẽ đạt 10.205 tỷ đồng (+ 22,5% svck) / 11.958 tỷ đồng (+ 17,2% svck) và lợi nhuận ròng đạt 3,395 tỷ đồng (+ 42,5% svck) / 4.214 tỷ đồng (+ 24,1% svck) vào năm 2021 / 22. - Sở hữu các chuỗi bán lẻ quy mô lớn nhất Việt Nam gồm chuỗi điện thoại di động (55% thị phần), chuỗi điện tử tiêu dùng (45% thị phần) và chuỗi cửa hàng tạp hóa (18 - 20% thị phần chuỗi cửa hàng tạp hóa hiện đại). - Bất chấp sự bùng nổ của Covid-19 vào năm 2020, MWG vẫn duy trì lợi nhuận ròng tương đương năm 2019 - trước Covid-19, trong đó doanh thu và lợi nhuận ròng đạt 108,5 nghìn tỷ đồng (+ 6% svck) và 3.917 tỷ đồng (+ 2% svck). - MWG đã áp dụng nhiều mô hình bán lẻ mới như bán lẻ xe đạp, bán buôn điện thoại di động và điện tử tiêu dùng để tìm động lực tăng trưởng mới trong giai đoạn tiếp theo. - Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của MWG sẽ đạt 134.024 tỷ đồng (+ 23,5% svck) / 165.630 tỷ đồng (+ 23,6% svck) và lợi nhuận ròng đạt 5.392 tỷ đồng (+ 22,3% svck) / 7.431 tỷ đồng (+ 22,5% svck) vào năm 2021 / 22	- Đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến dẫn đến giãn cách xã hội kéo dài hơn khiến trung tâm mua sắm của VRE phải đóng cửa. - Khai trương trung tâm thương mại chậm hơn dự kiến, tốc độ tăng giá thuê thấp hơn dự kiến - Nhiều gói hỗ trợ hơn cho người thuê do Covid-19.
MWG	Khả quan	173.000		- Đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến dẫn đến giãn cách xã hội dài hơn khiến MWG phải đóng cửa các cửa hàng DMX và TGDD, hiện đóng góp 80% vào tổng doanh thu của MWG - Việc mở cửa hàng BHX & DMX chậm hơn dự kiến, doanh thu trên mỗi cửa hàng của từng chuỗi thấp hơn kỳ vọng.

Mã cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Luận điểm đầu tư	Rủi ro
PNJ	Khả quan	119.200	- PNJ là nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam, với thị phần trang sức hơn 30% trong các chuỗi trang sức tại Việt Nam. - Trong Q1/21, PNJ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu đạt 43,4% svck, vượt xa mức tăng trưởng trung bình 12% svck của nhu cầu thị trường trang sức trong nước. - Chiến lược của PNJ để thúc đẩy doanh số bán lẻ trang sức và mở rộng thị phần trang sức Việt Nam bao gồm 1) phát hành concept mới, 2) chiến dịch quảng cáo hiệu quả và 3) hợp tác với Pandora để trở thành “Cửa hàng đa thương hiệu” nhằm nâng cao hình ảnh của PNJ và hoạt động bán lẻ trang sức trong các kỳ tiếp theo. - Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PNJ sẽ đạt 20.902 tỷ đồng (+ 19,4% svck) / 22.568 tỷ đồng (+ 8,0% svck) và lợi nhuận ròng đạt 1.477 tỷ đồng (+ 38,1% svck) / 1.712 tỷ đồng (+ 15,9% svck) vào năm 2021 / 22	- Đại dịch Covid-19 kéo dài hơn dự kiến dẫn đến giãn cách xã hội kéo dài hơn, khiến PNJ phải đóng cửa hàng. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của PNJ. - Việc mở cửa hàng chậm hơn dự kiến và doanh thu của PNJ tăng trưởng thấp hơn dự kiến, đặc biệt là doanh thu bán lẻ trang sức của PNJ. - Giá vàng tăng mạnh khiến giá vốn hàng bán của PNJ tăng cao. Điều này sẽ ảnh hưởng đến hoạt động bán lẻ trang sức của PNJ, vốn đang đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp cao nhất cho PNJ.
DGW	Không KN	na	- DGW là nhà phân phối các sản phẩm CNTT-TT lớn thứ 2 tại Việt Nam - Tăng trưởng doanh thu có thể duy trì trong năm 2021 nhờ vào việc phân phối các sản phẩm của Apple và Xiaomi, có thể tiếp tục tăng trưởng khi Vsmart rút khỏi thị trường điện thoại di động. - Hưởng lợi từ sự gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm máy tính xách tay trong thời kỳ giãn cách xã hội do đại dịch Covid-19. - Triển khai thị trường thiết bị thông minh tiềm năng với các sản phẩm của Xiaomi - 2Q21 dự kiến: Doanh thu 4.000 tỷ đồng (+ 55% svck), LN ròng 90 tỷ đồng (+ 88% yoy)	- Nhu cầu đối với các sản phẩm CNTT-TT giảm do ảnh hưởng của Covid-19 đối với thu nhập của người dân - Sự chậm trễ trong việc mở rộng thị trường thiết bị thông minh - Sự chậm trễ của chuỗi cung ứng dẫn đến nguồn cung cho các nhà bán lẻ thấp hơn dự kiến

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (Đv bản địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
					TTM	2021F	2022F		TTM	2021F	2022F	TTM	2021F	2022F	TTM	2021F	2022F
Bất động sản bán lẻ																	
Vincom Retail JSC	VRE VN	KQ	38.000	3.120	27,1	25,9	21,1	25,2%	2,4	2,3	2,1	9,3%	8,8%	10,1%	7,0%	5,8%	7,1%
Bán lẻ																	
Mobile World Investment Corp	MWG VN	KQ	173.000	2.969	16,0	13,3	10,6	18,0%	4,0	3,4	2,8	27,2%	28,1%	28,3%	9,5%	10,1%	11,4%
Phu Nhuan Jewelry JSC	PNJ VN	KQ	119.200	962	19,8	16,8	13,2	11,8%	3,8	3,6	3,0	21,0%	24,6%	24,0%	14,2%	14,8%	17,7%
FPT DIGITAL RETAIL JSC	FRT VN	KKN	na	92	113,9	20,3	14,2	-36,4%	1,7	1,7	1,6	1,5%	8,5%	11,8%	0,3%	1,6%	2,0%
Digiworld Corp	DGW VN	KKN	na	241	16,3	13,2	11,3	46,2%	4,2	3,5	2,7	29,5%	28,7%	27,1%	12,5%	10,7%	10,4%
Trung bình bán lẻ					38,6	17,9	14,1	12,9%	3,2	2,9	2,4	17,7%	19,7%	20,2%	8,7%	8,6%	9,7%

Nguồn: BLOOMBERG

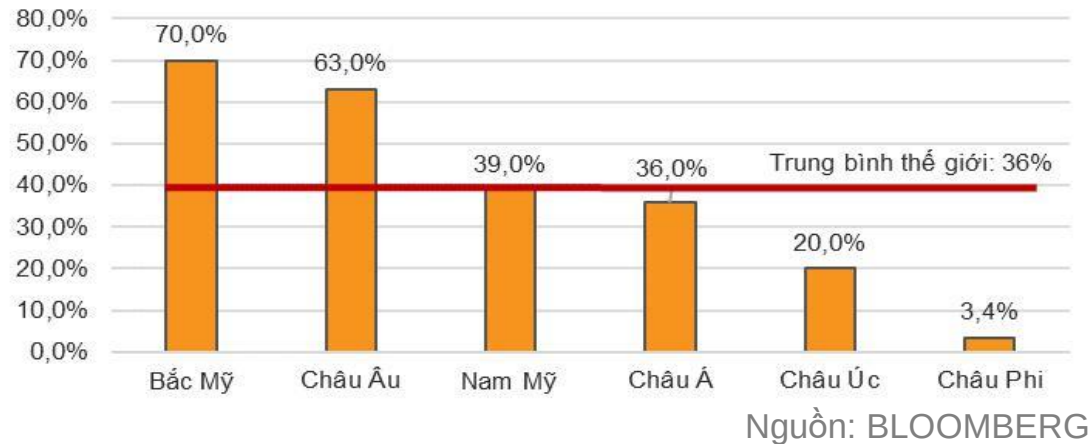
Dữ liệu tại ngày 25/06/2021

Hàng không

Đón ánh bình minh



Tỷ lệ tiêm chủng vắc-xin Covid-19 theo lục địa đến 25/06/2021 (liều được cấp trên 100 dân)



Kế hoạch tiêm chủng của Việt Nam (tr liều)

	Q1/21	Q2/21	Q3/21	Q4/21
Pfizer*			15,50	15,50
AstraZeneca (VNVC)	0,12	4,24	12,36	
AstraZeneca (COVAX)	1,37	2,80	12,95	12,95
Tổng liều được cấp (không bao gồm Pfizer, chiết khấu 15% do tổng số lượng nhận được có thể ít hơn kế hoạch)	1,26	5,98	21,51	22,29
% dân số tiêm chủng đầy đủ (số tích lũy)	0,64%	3,70%	14,66%	26,02%

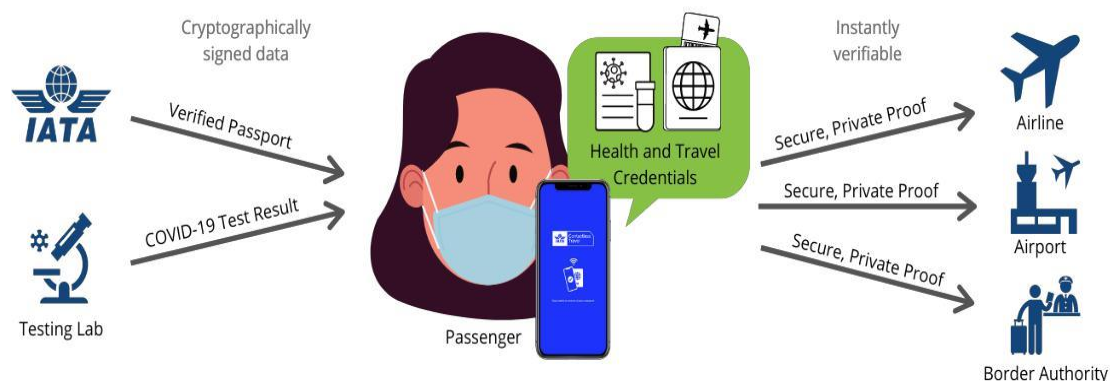
Nguồn: Bộ y tế

- Hiện tại, kế hoạch tiêm chủng lớn nhất trong lịch sử toàn cầu đang diễn ra. Đến ngày 25/6/2021, hơn 2,79 tỷ liều vắc-xin Covid-19 đã được sản xuất, đủ để cung cấp cho 18,2% dân số toàn cầu.
- Tuy nhiên, quá trình phân phối có sự chênh lệch. Các nước và vùng lãnh thổ có thu nhập cao đang nhận được vắc-xin nhanh hơn 30 lần so với các nước có thu nhập thấp.
- Theo nhiều dự báo, phần lớn dân số các nước phát triển sẽ được tiêm chủng vào giữa năm 2022, đây cũng là những thị trường bay quốc tế chính của Việt Nam.
- Dựa trên lượng vắc-xin dự kiến nhận được, chúng tôi kỳ vọng 14,66%/26,02% dân số Việt Nam có thể được tiêm đủ liều đến cuối Q3/Q4 năm 2021 theo ước tính.

Cách thức hộ chiếu vắc-xin hoạt động

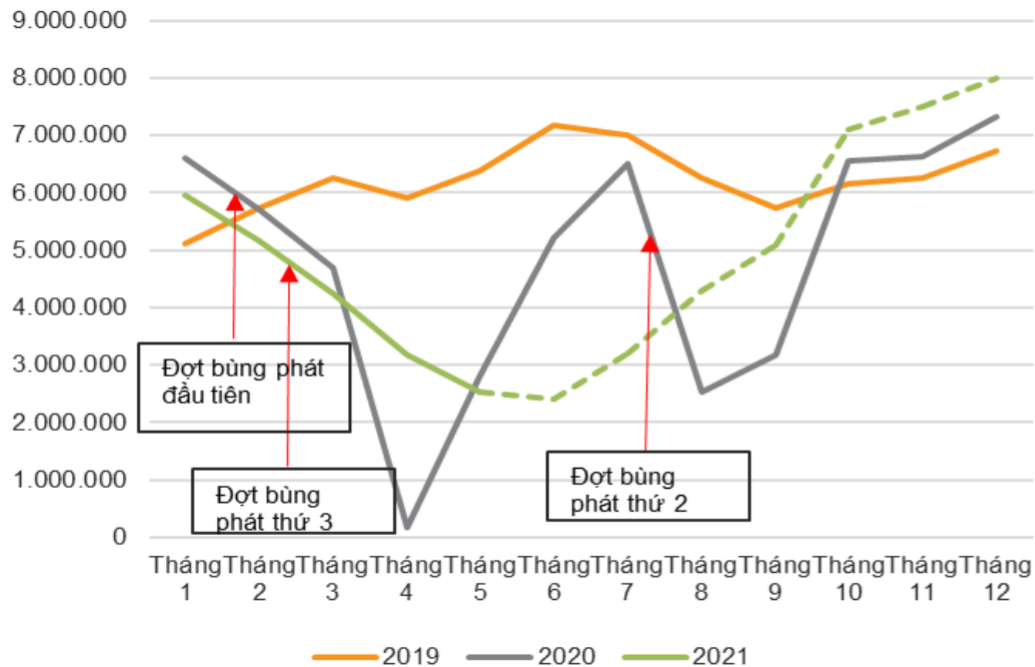


Dữ liệu được bảo mật an toàn và đảm bảo



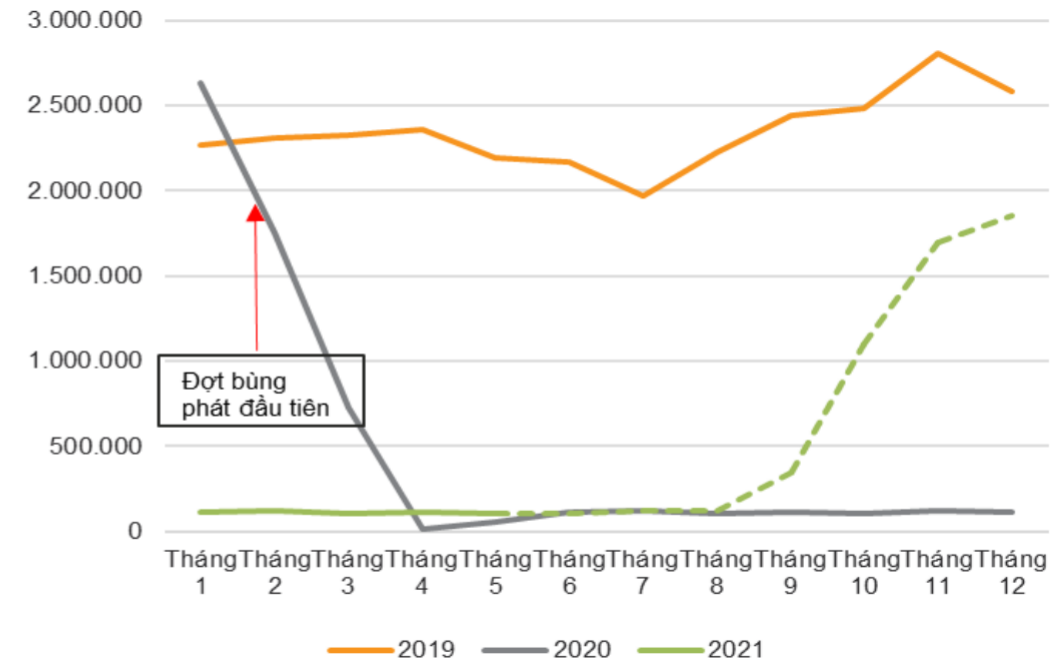
- Hộ chiếu vắc-xin cho phép hành khách chia sẻ xét nghiệm và chứng nhận tiêm chủng đồng thời đảm bảo hành trình của hành khách tuân thủ theo yêu cầu của chính phủ.
- Đây là chìa khóa để khởi động lại các tuyến đường hàng không quốc tế, tạo điều kiện thuận lợi cho hành khách di chuyển đồng thời đáp ứng các yêu cầu nhập cảnh đối với việc xét nghiệm và tiêm chủng vắc-xin Covid-19 theo quy định của chính phủ.
- HVN, VJC và Bamboo Airways đã bắt đầu thử nghiệm ứng dụng hộ chiếu vắc-xin.
- Cùng với tỷ lệ tiêm chủng cao hơn ở các thị trường bay quốc tế chính của Việt Nam, chúng tôi tin rằng Việt Nam có thể mở lại đường bay quốc tế vào cuối Q3/21 như dự kiến.

Lượng khách nội địa của Việt Nam 2019-2021



Nguồn: Báo cáo công ty

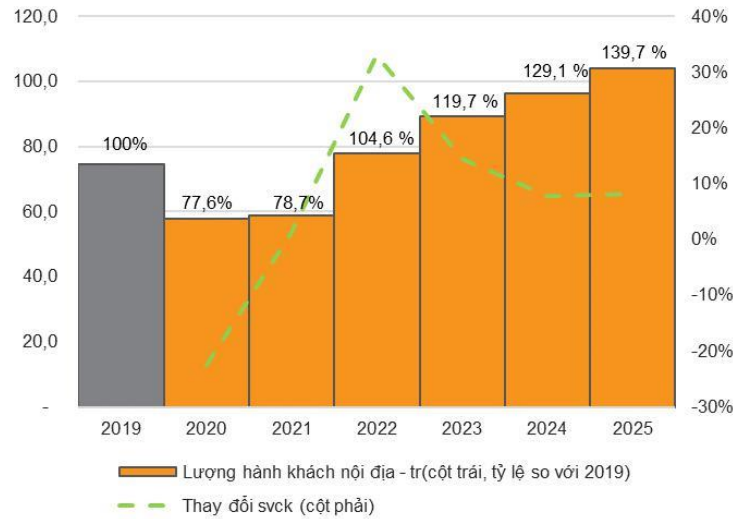
Lượng khách quốc tế của Việt Nam 2019 – 2021



Nguồn: Báo cáo công ty

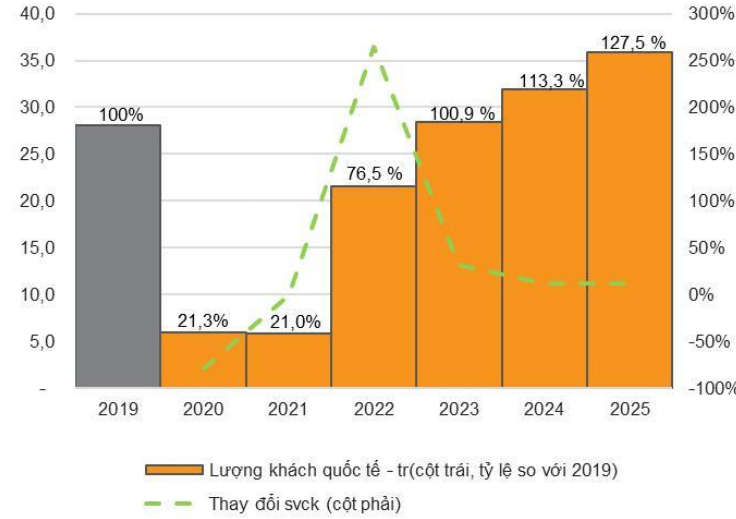
Kể từ ca nhiễm đầu tiên được xác nhận vào tháng 1/2020, ngành hàng không Việt Nam đã lâm vào khó khăn và hoạt động với hiệu suất thấp, tuân theo chỉ đạo của chính phủ để khống chế dịch bệnh. Giao thông nội địa sụt giảm mạnh sau đợt bùng phát dịch bệnh trong khi giao thông quốc tế bị dừng kể từ đợt bùng phát thứ nhất, trừ các chuyến bay giải cứu hoặc chở chuyên gia. Với nỗ lực kiểm soát dịch bệnh của chính phủ và quá trình tiêm chủng, chúng tôi kỳ vọng lượng khách nội địa và quốc tế sẽ hồi phục kể từ Q4/21. Tổng lượng khách nội địa có thể tăng nhẹ 1,4% svck trong khi lượng khách quốc tế có thể giảm 1,1% svck trong năm 2021.

Lượng khách nội địa trong trung hạn, theo ước tính của chúng tôi



Nguồn: Báo cáo công ty

Lượng khách quốc tế trong trung hạn, theo ước tính của chúng tôi



Nguồn: Báo cáo công ty

Tổng lượng hành khách theo ước tính của chúng tôi (Đơn vị: triệu)



Nguồn: Báo cáo công ty

Với việc tiêm chủng được triển khai cấp bách toàn cầu, trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng lượng khách nội địa của Việt Nam sẽ phục hồi về mức trước đại dịch trong năm 2022 (bằng 103,7% mức cơ sở 2019) và đạt 139,7% mức cơ sở trong 2025.

Với giao thông quốc tế, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế của Việt Nam hồi phục hoàn toàn với mức trước dịch vào năm 2023 (bằng 100,9% mức cơ sở năm 2019) và có thể đạt 127,5% mức cơ sở trong năm 2025.

Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất được hoàn thành vào 2023



Nguồn: CAAV

- Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất (TSN) được thiết kế với công suất 20 triệu khách/năm (tăng thêm 67% công suất thiết kế của toàn bộ sân bay TSN lên 50 triệu khách/năm) và được kỳ vọng sẽ giảm thiểu quá tải ở nhà ga T1. Dự án có tổng mức đầu tư 10.990 tỷ đồng.
- Báo cáo nghiên cứu khả thi cho nhà ga T3 đã được phê duyệt. Chính phủ đã chấp thuận Bộ Quốc phòng giao lại 16,05ha đất ở quận Tân Bình phục vụ dự án cho ACV. ACV kỳ vọng khởi công dự án trong tháng 10/2021 và hoàn thành trong vòng 24 tháng.
- Trong tháng 8/2021, ACV cũng sẽ trình báo cáo nghiên cứu khả thi cho dự án mở rộng nhà ga T2 Nội Bài từ 10 triệu khách/năm lên 15 triệu khách/năm (nâng tổng công suất thiết kế của Nội Bài từ 25 triệu khách/năm lên 30 triệu khách/năm).
- Giai đoạn 1 của dự án bảo trì đường bay ở Tân Sơn Nhất và Nội Bài với 50% khối lượng công việc đã hoàn thành trong tháng 2/2021. ACV đã khởi động giai đoạn 2 của dự án trong tháng 3/21 và kỳ vọng hoàn thành cả dự án vào cuối năm nay. Khi hoàn thành, dự án sẽ tăng khả năng khai thác và giảm tắc nghẽn khi máy bay cất cánh/hạ cánh.

Kế hoạch xây dựng sân bay Long Thành

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

Nguồn: Cục hàng không Việt Nam

Trong nửa đầu năm 2021, việc đền bù và giải phóng mặt bằng cho sân bay Long Thành đã được hoàn tất.

Công việc rà soát bom mìn và xây dựng rào chắn đã thực hiện được 25% khối lượng và dự kiến hoàn thành đúng thời hạn cho việc thi công thoát nước bắt đầu vào tháng 11/2021 và xây dựng phần móng cho khu nhà ga bắt đầu vào tháng 2/2022.

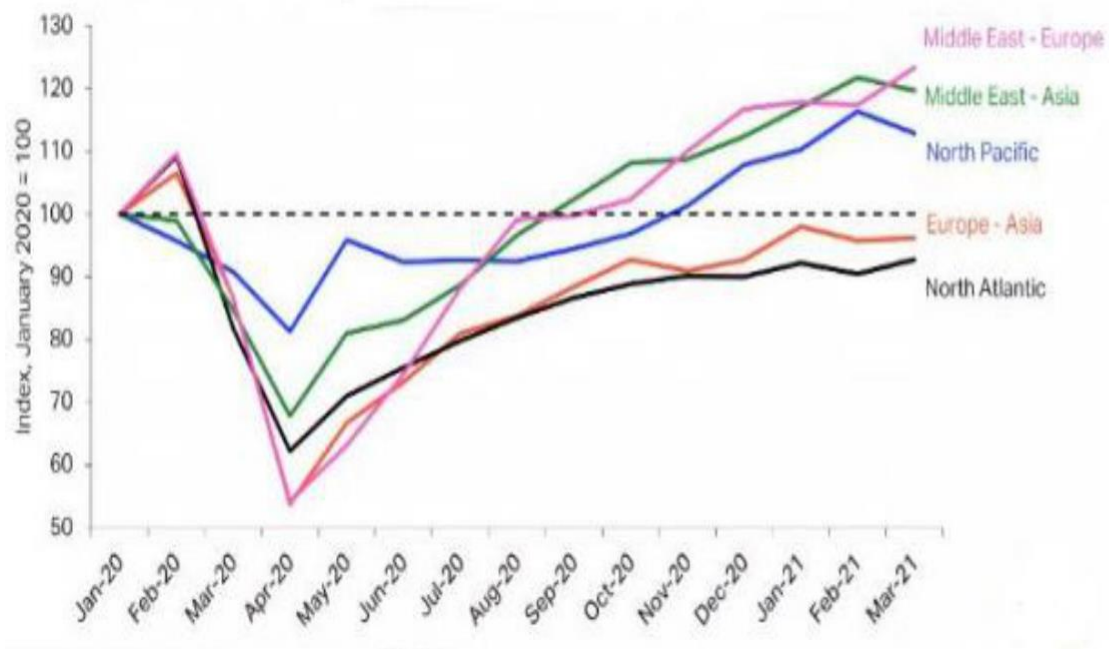
Nếu vận hành đúng hạn vào cuối 2025, sân bay Long Thành sẽ là động lực tăng trưởng hàng không Việt Nam kể từ 2025.

Sáu sân bay mới được phát triển đến năm 2025

Sân bay	Loại hình	Tổng mức đầu tư đến 2030 (tỷ đồng)	Công suất thiết kế đến 2030 (tr hành khách)	Tình hình dự án
Long Thành	Quốc tế	185.600	50,0	Đang phát triển
Phan Thiết	Quốc nội	13.833	2,0	Chính phủ đã thành lập hội đồng nghiệm thu để điều chỉnh hình thức đầu tư của dự án sang BOT trong tháng 5/21 với Tập đoàn Rạng Đông là chủ đầu tư. Dự án được kỳ vọng đầu tư theo hình thức BOT, chủ đầu tư là tập đoàn T&T. T&T đã gửi báo cáo khả thi của dự án trong tháng 5/2021. Chính phủ đã thành lập hội đồng xét duyệt cho báo cáo này.
Quảng Trị	Quốc nội	8.014	1,0	Đây cũng là một dự án BOT. Báo cáo nghiên cứu khả thi đã được gửi trong tháng 1/21 nhưng bị trả lại do chưa đáp ứng được vấn đề dòng tiền và năng lực tài chính của chủ đầu tư.
Sapa	Quốc nội	6.948	3,0	Dự án nằm trong quy hoạch tổng thể ngành hàng không đến năm 2030, tuy nhiên dự án gặp khó khăn trong tìm kiếm nhà đầu tư do tiềm năng tăng trưởng bị hạn chế.
Lai Châu	Quốc nội	4.000	0,5	ACV là chủ đầu tư của dự án này. ACV đang rà soát và hoàn tất báo cáo nghiên cứu khả thi để nộp cho Chính phủ.
Nà Sản	Quốc nội	2.179	1,0	

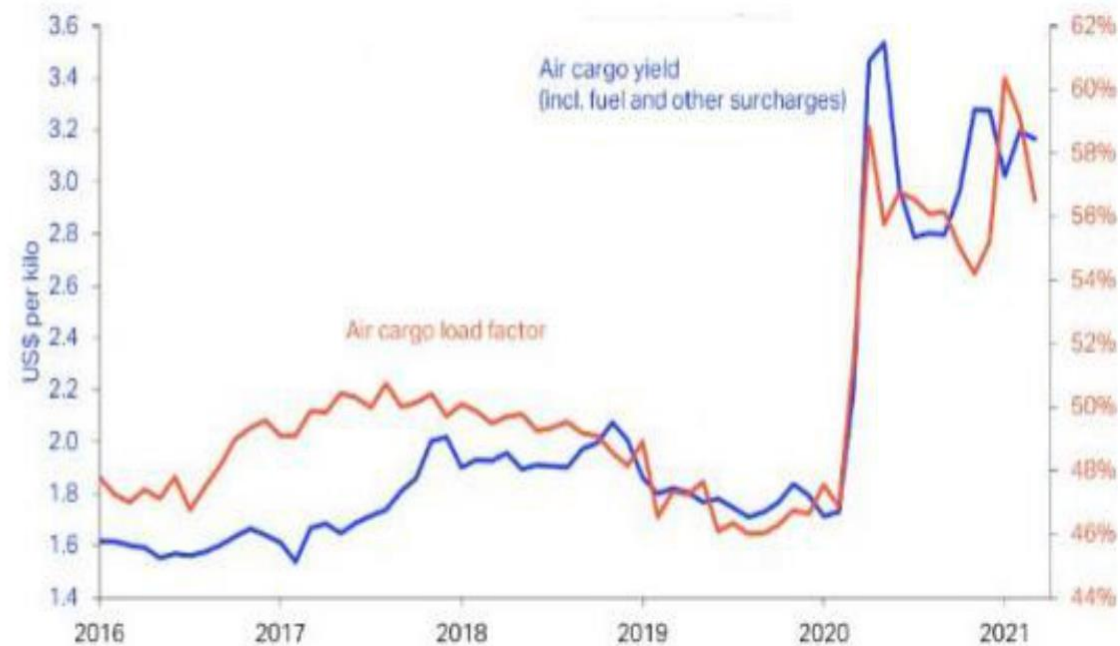
Theo quy hoạch tổng thể phát triển hàng không của Chính phủ, đến năm 2030, Việt Nam sẽ có 28 sân bay bao gồm 15 sân bay quốc nội và 13 sân bay quốc tế (từ 22 sân bay hiện tại gồm 13 quốc nội và 9 quốc tế). Bốn sân bay quốc tế mới đến năm 2030 bao gồm sân bay Long Thành và 3 sân bay được nâng cấp từ quốc nội (Thọ Xuân, Vinh, Chu Lai). Năm sân bay quốc nội mới sẽ được phát triển, trong đó bốn sân bay được đầu tư theo hình thức BOT bao gồm Phan Thiết, Quảng Trị, Sapa, Lai Châu trong khi sân bay Nà Sản sẽ được phát triển bởi ACV.

Hiệu suất hoạt động của các tuyến vận tải hàng hóa hàng không



Nguồn: IATA

Phí và tỷ lệ lấp đầy tăng cao do thiếu hụt công suất

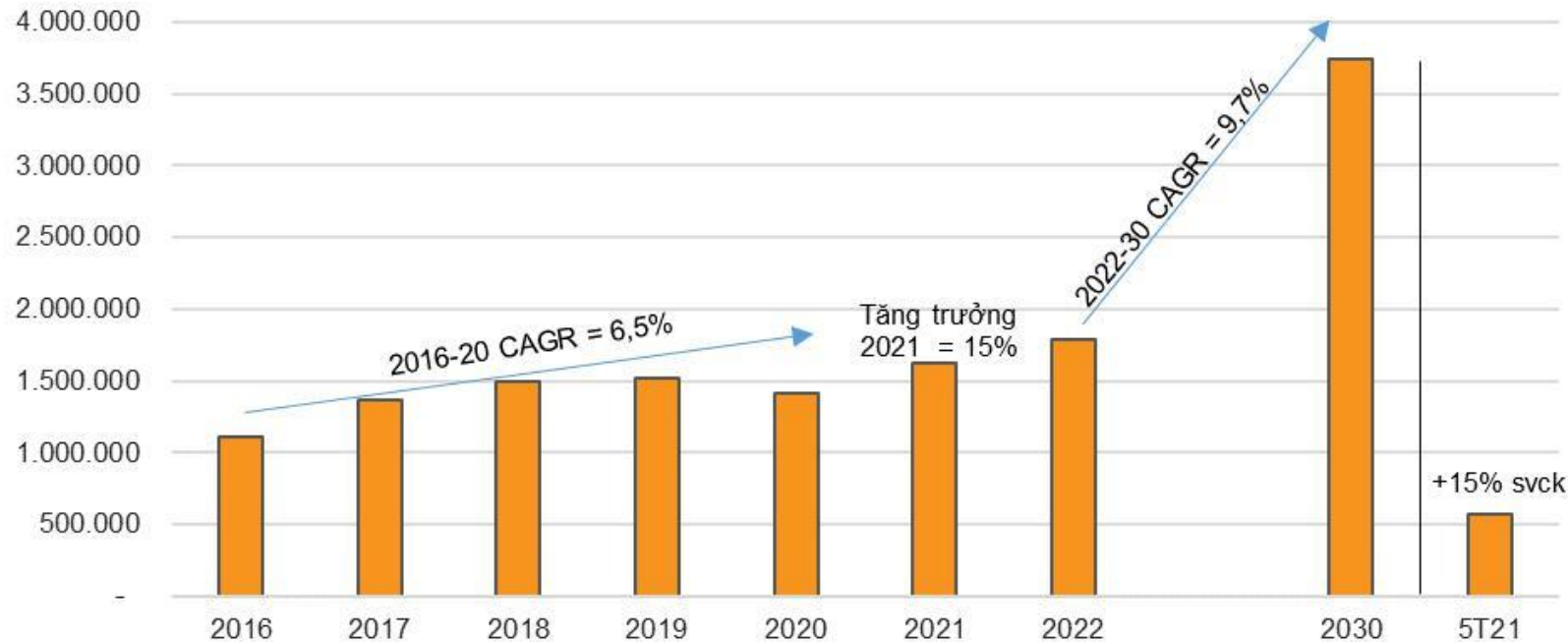


Nguồn: IATA

Nhu cầu vận tải hàng hóa đường không phục hồi mạnh qua đại dịch nhờ nền kinh tế toàn cầu phục hồi. Sự phục hồi mạnh ở các tuyến vận chuyển Bắc Á cho thấy đà phục hồi mạnh của các nền kinh tế Mỹ và Trung Quốc.

Tỷ lệ lấp đầy của vận tải hàng hóa hàng không toàn cầu tăng thêm 10 điểm % và cước phí vận tải tăng 50% so với thời điểm trước dịch do sự thiếu hụt công suất bởi 50% lượng hàng được vận chuyển bằng các chuyến bay chở khách.

Sản lượng hàng hóa hàng không được dự báo tăng 15% trong năm 2021 và tăng trung bình 9,7% năm giai đoạn 2022-2030 (Đơn vị: tấn)

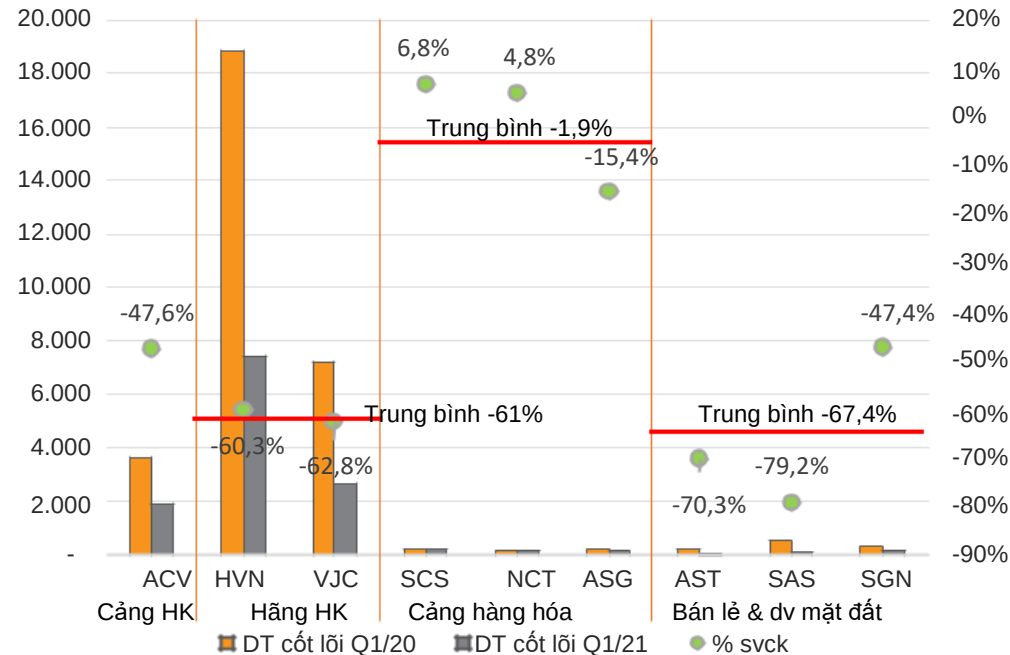


Nguồn: Cục Hàng không Việt Nam, Tổng cục thống kê

Sản lượng hàng hóa hàng không giảm 14,7% svck trong 2020. Trong 5T21, tổng sản lượng hàng hóa tăng 15% svck nhờ phục hồi giao thương toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng duy trì, giúp sản lượng tăng 15% trong 2021.

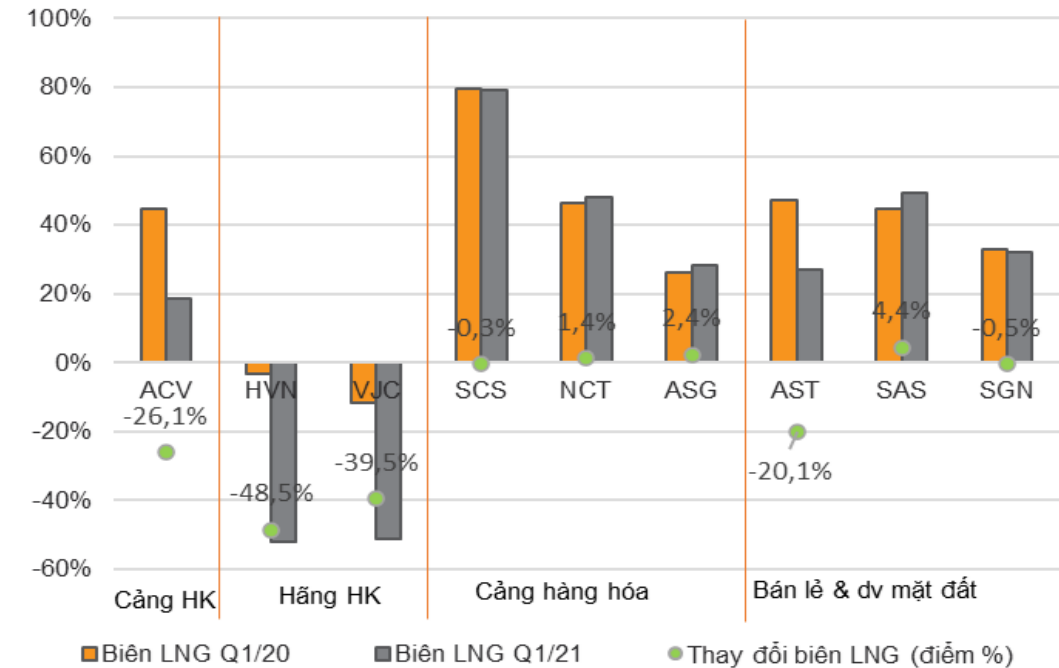
Chúng tôi kỳ vọng các công ty cảng hàng hóa hàng không có dư địa tăng trưởng công suất như SCS sẽ hưởng lợi từ mức tăng trưởng vững chắc giai đoạn 2020-2030 (tăng trưởng kép đạt 9,7%) theo như dự báo bởi Cục Hàng không Việt Nam.

Doanh thu quý 1/2021 của các công ty trong ngành sụt giảm mạnh, đặc biệt các hãng hàng không và các công ty bán lẻ, dịch vụ mặt đất



Nguồn: Báo cáo công ty

Biên lợi nhuận gộp Q1/21 sụt giảm mạnh, đặc biệt đối với các hãng hàng không

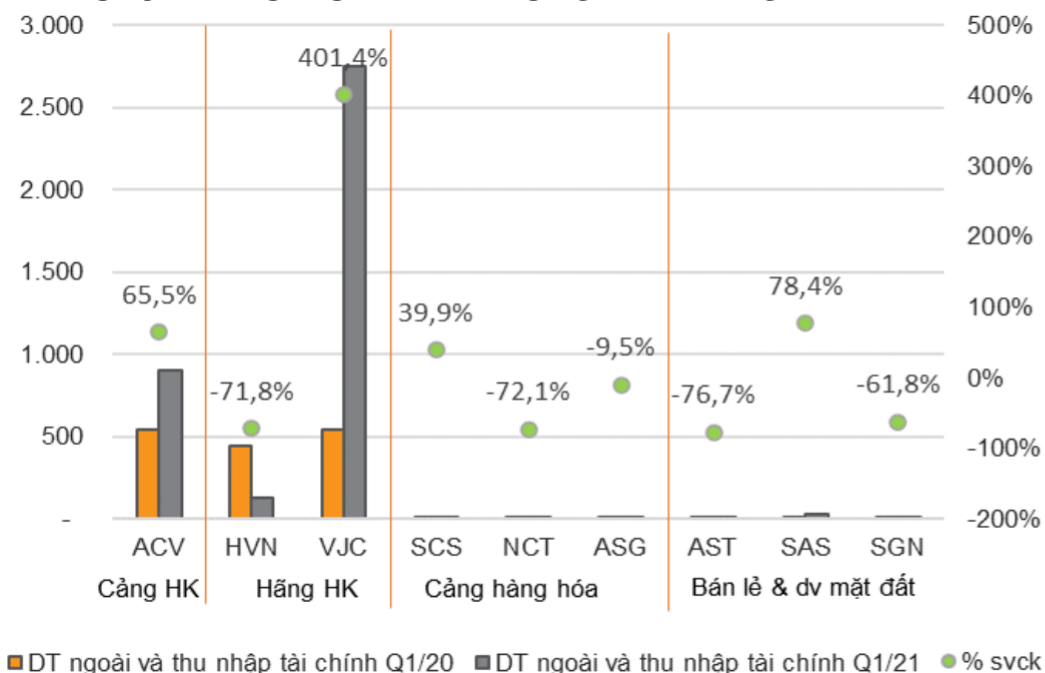


Nguồn: Báo cáo công ty

Do đường bay quốc tế bị đóng băng và giao thông trong nước bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh bùng phát trong dịp Tết, doanh thu các công ty trong ngành đã sụt giảm mạnh, đặc biệt là các công ty bán lẻ & dịch vụ mặt đất (giảm 67,4% svck) và hãng hàng không (giảm 61% svck), dẫn tới mức giảm mạnh của biên lợi nhuận gộp.

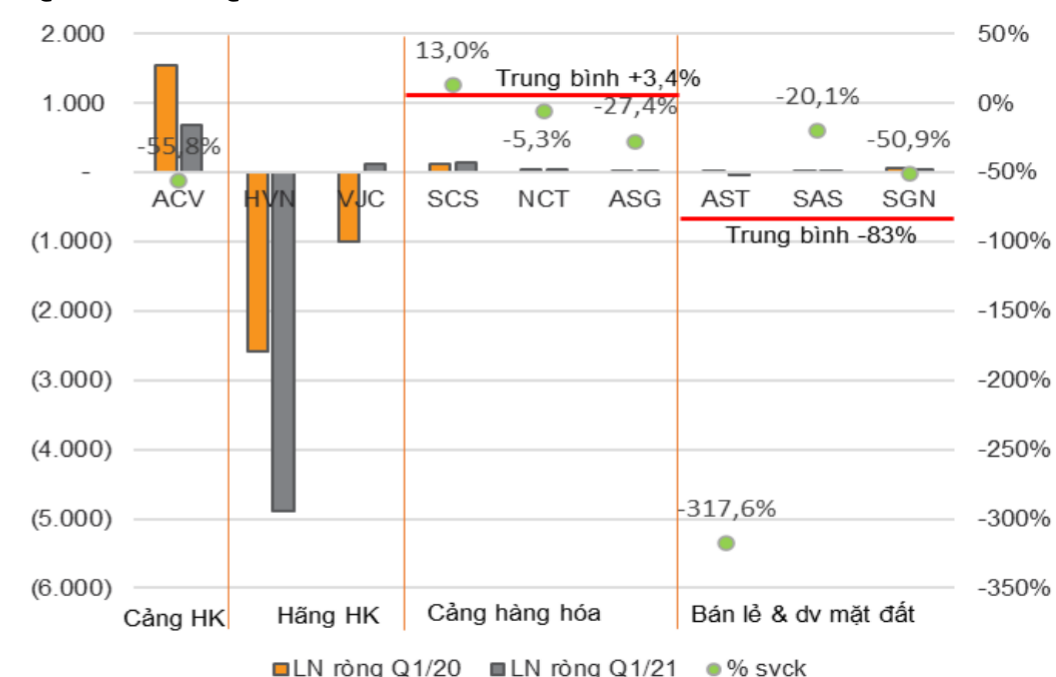
KQKD của nhóm cảng hàng không và cảng hàng hóa tích cực hơn, khi cảng hàng hóa doanh thu chỉ giảm nhẹ 1,9% svck.

Doanh thu ngoài và thu nhập tài chính của các công ty trong ngành trong Q1/20 và Q1/21



Nguồn: Báo cáo công ty

Lợi nhuận ròng của các công ty trong ngành trong Q1/20 và Q1/21

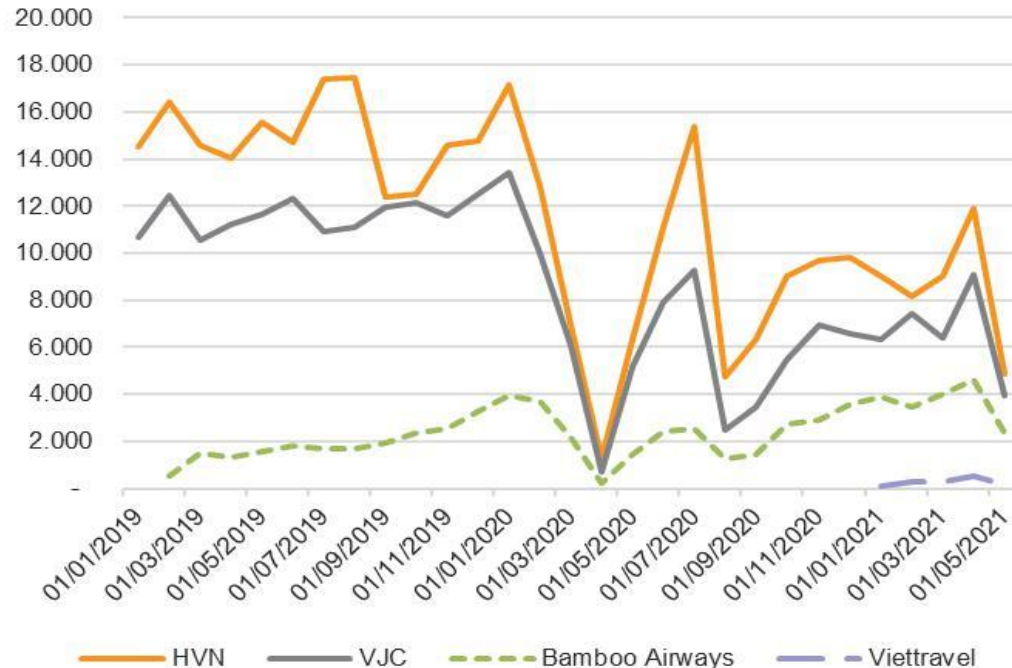


Nguồn: Báo cáo công ty

Chúng tôi nhận thấy các công ty tư nhân như VJC và SAS đã chủ động thanh lý các tài sản, tạo ra doanh thu ngoài và thu nhập tài chính giúp tăng lợi nhuận và dòng tiền đáng kể trong khi doanh nghiệp nhà nước như HVN gặp khó khăn trong việc này do gặp phải vấn đề với các thủ tục nhà nước, khiến lợi nhuận ròng giảm mạnh trong Q1/21.

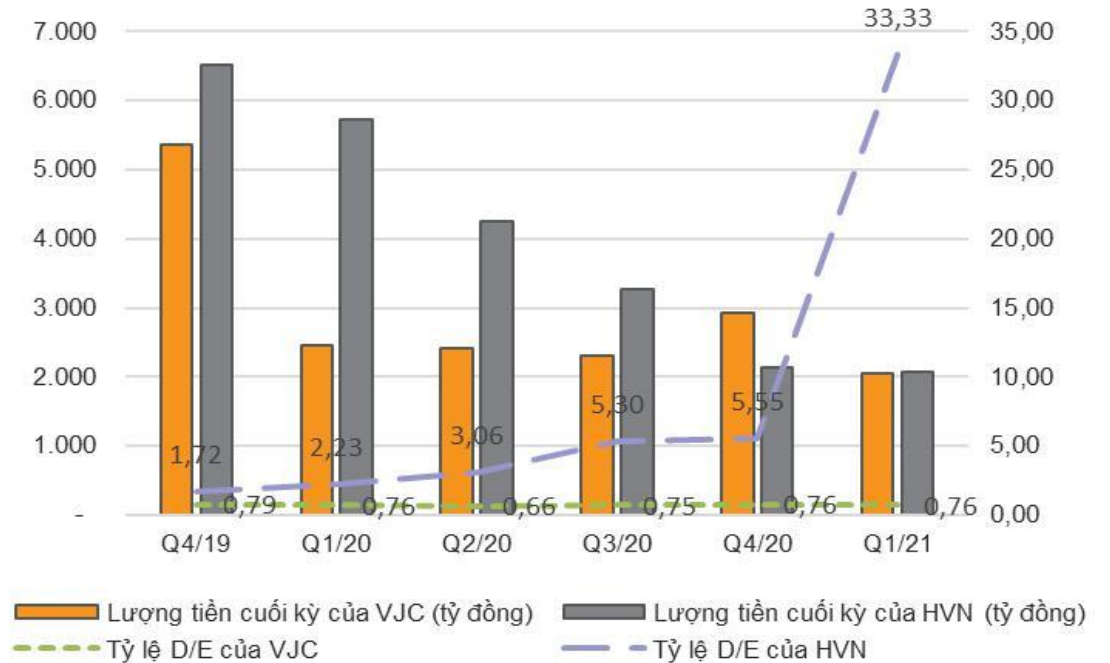
Điểm sáng trong ngành đến từ các công ty cảng hàng hóa hàng không với lợi nhuận ròng trung bình tăng 3,4% svck.

Số lượng chuyến bay của HVN ngày càng thu hẹp sau mỗi đợt dịch bùng phát



Nguồn: Báo cáo công ty

Tỷ lệ nợ cao sẽ khiến hãng hàng không gặp khó khăn trong mở rộng quy mô đội bay khi hết dịch

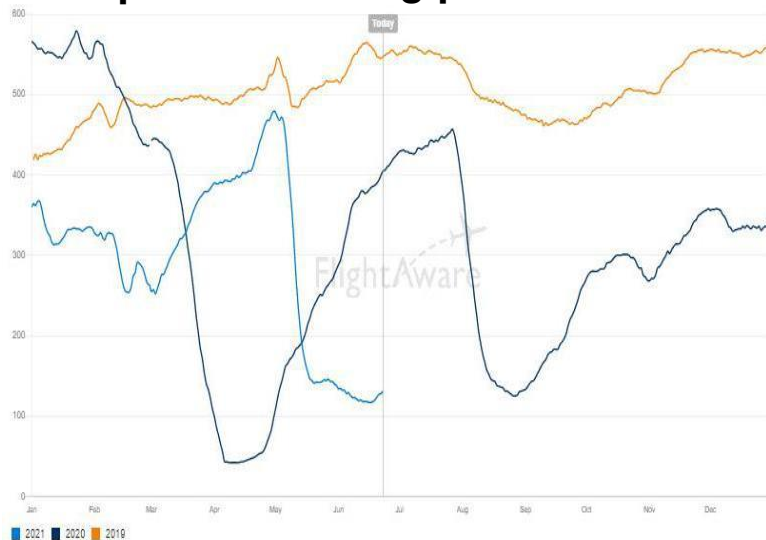


Nguồn: Báo cáo công ty

So với mức cơ sở 2019, số lượng chuyến bay trong 5T21 của HVN giảm 41% svck trong khi VJC và Bamboo tăng 41%/273% svck. Với tỷ lệ nợ/VCSH 33,3 lần vào cuối Q1/2021, HVN sẽ gặp khó khăn về tài chính trong việc mở rộng đội bay khi dịch bệnh được khống chế, tạo cơ hội cho các hãng bay tư nhân có khả năng tài chính giành thị phần.

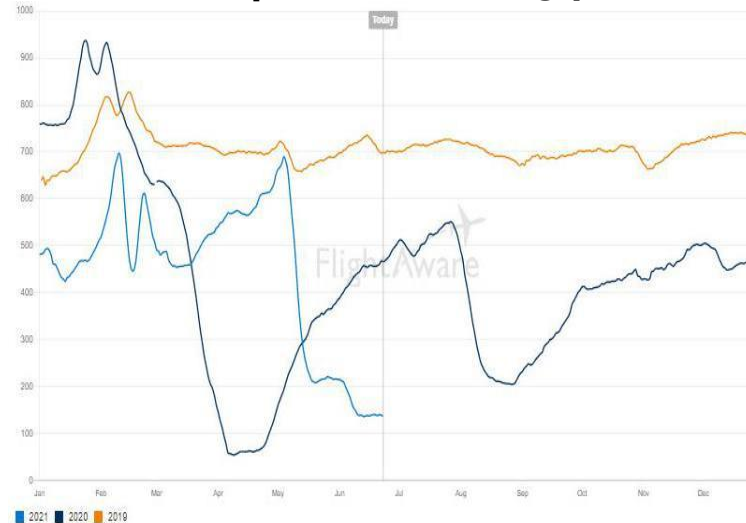
HVN sẽ bán 11 máy bay trong khi VJC sẽ nhận 8 máy bay trong năm 2021 và Bamboo đã nhận 3 chiếc kể từ đầu năm.

Số lượng chuyến bay của Nội Bài giảm mạnh trong tháng 5-6/2020 do dịch Covid bùng phát



Nguồn: FLIGHTAWARE

Số lượng chuyến bay của Tân Sơn Nhất giảm mạnh trong tháng 5-6/2020 do dịch Covid bùng phát



Nguồn: FLIGHTAWARE

Giá dầu dự kiến ổn định trên vùng mới (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG

Đợt bùng phát dịch bệnh trong tháng 5 này có thể vượt tầm kiểm soát khiến lượng hành khách nội địa thấp hơn dự kiến, tiềm ẩn rủi ro trong ngắn hạn đối với ngành hàng không. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ kiểm soát thành công đợt bùng phát này nhờ năng lực y tế cùng kinh nghiệm phòng chống dịch qua các đợt dịch trước.

Rủi ro trung hạn là giá dầu cao hơn dự kiến gây áp lực khiến giá vé tăng và làm giảm nhu cầu bay.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu của Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV, Khả quan, Giá mục tiêu: 87.500đ/cp) bởi:

- Vị thế độc quyền trong ngành hàng không Việt Nam, ACV đang sở hữu và vận hành 22 cảng hàng không trên cả nước
- Ngành hàng không toàn cầu đang trên đà phục hồi nhờ nỗ lực triển khai tiêm chủng vắc-xin cấp tốc, bao gồm cả ở Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ mở lại các đường bay quốc tế an toàn vào cuối Q3/21 và sẽ giúp kết quả kinh doanh của ACV phục hồi mạnh mẽ kể từ năm 2022.
- Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hành khách của ACV có thể tăng nhẹ 1,1% svck, trong đó lượng hành khách nội địa có thể tăng 1,4% svck và lượng khách quốc tế có thể giảm nhẹ 1,1% svck. Nhờ lợi nhuận tài chính từ đánh giá lại nợ và kết quả 2020 ở mức thấp, lợi nhuận ròng ACV có thể tăng 90% và đạt 3.124 tỷ đồng trong năm 2021.
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng giao thông hàng không phục hồi mạnh và tổng lượng hành khách thông quan có thể tăng 54,1% svck với lượng hành khách nội địa tăng 33% svck và hành khách quốc tế tăng 264% svck, khiến lợi nhuận ròng có thể tăng 137,4% svck.
- Kể từ Q1/21, ACV đã bắt đầu hợp nhất kết quả kinh doanh khu bay thay vì ghi nhận ở khoản phải thu và phải trả như trước. Với phương thức hạch toán này, chúng tôi tin rằng ý kiến nhấn mạnh trong báo cáo kiểm toán của ACV kể từ năm 2021 sẽ được loại bỏ và ACV đang theo đúng lộ trình để có thể được niêm yết trên HSX trong năm 2022, yếu tố chính giúp cho cổ phiếu được đánh giá lại giá trị.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) dịch Covid-19 bùng phát trong tháng 5/2021 có thể vượt ngoài tầm kiểm soát khiến lượng hành khách nội địa thấp hơn dự kiến, (2) đồng Yên Nhật mạnh hơn so với dự kiến, và (3) tiến độ xây dựng sân bay Long Thành bị chậm hơn dự kiến.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu của CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS, Khả quan, Giá mục tiêu: 161.400đ/cp) bởi:

- Chúng tôi cho rằng thị phần của SCS ở sân bay Tân Sơn Nhất sẽ tăng lên 55% giai đoạn 2021-30, đưa SCS trở thành nhà vận hành nhà ga hàng hóa hàng không hàng đầu cả nước, dựa trên công nghệ hiện đại và khả năng mở rộng công suất duy nhất ở Tân Sơn Nhất. Chúng tôi kỳ vọng hiệu quả hoạt động của SCS sẽ uy trì ở mức cao nhờ kiểm soát tốt chi phí, bảng cân đối kế toán mạnh không nợ vay và thuế TNDN ưu đãi 10% đến năm 2023.
- SCS có một khởi đầu 2021 tốt với lợi nhuận Quý 1 tăng 13% svck trong bối cảnh các đường bay quốc tế ở Việt Nam vẫn đang bị đóng băng.
- Theo đà phục hồi, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh các quý tới của SCS sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trên nền lợi nhuận thấp của năm 2020. Với kỳ vọng các đường bay quốc tế được mở lại kể từ cuối quý 3/21, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa tăng 10,3% svck với lượng hàng hóa nội địa tăng 6,9% svck và lượng hàng hóa quốc tế tăng 11,5% svck trong năm 2021. Chúng tôi ước tính doanh thu/lợi nhuận ròng của SCS trong năm 2021 sẽ tăng 17,2%/22,0% svck.
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng tổng lượng hàng hóa sẽ tăng 8,6% svck với lượng hàng hóa nội địa tăng 6,9% svck và lượng hàng hóa quốc tế tăng 9,2% svck, khiến doanh thu và lợi nhuận 2022 tăng 15,9%/14,1% svck.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro tăng giá là sản lượng và phí dịch vụ cao hơn dự kiến khi nhu cầu vận tải hàng không tăng nhờ cước vận tải biển tăng mạnh khiến vận tải hàng không trở nên hấp dẫn tương đối.
- Rủi ro giảm giá bao gồm bất ổn từ dịch bệnh hay khủng hoảng toàn cầu cản trở giao thông đường không quốc tế.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu của Hãng hàng không Vietjet (VJC, Khả quan, giá mục tiêu: 138.900đ/cp) bởi:

- Vị thế là hãng hàng không giá rẻ hàng đầu Việt Nam – chiếm thị phần nội địa lớn nhất Việt Nam với 40% trong năm 2020. VJC cũng xếp thứ hai trong thị phần quốc tế tại Việt Nam.
- Cải thiện dòng tiền đáng kể nhờ hoạt động thanh lý tài sản.
- Chúng tôi dự phóng lượng hành khách quốc tế trong năm 2021 có thể tương đương 2020 và sẽ bật tăng mạnh trong năm 2022 với mức tăng 650% svck trong khi lượng khách nội địa sẽ tăng 10%/19,4% svck trong năm 2021-22. Chúng tôi kỳ vọng lượng ghế cung cấp (ASK) tăng 2,9%/99,5% svck trong năm 2021 – 2022. Cùng với đóng góp từ hoạt động bán và tái thuê (S&LB) và thanh lý tài sản, chúng tôi dự phóng VJC có thể ghi nhận lợi nhuận ròng 1.165 tỷ/3.887 tỷ trong năm 2021 – 2022, bằng 30%/102% mức thực hiện của năm 2019.
- Giá của cổ phiếu đã giảm 15,5% kể từ tháng 3/2021 do dịch Covid-19 bùng phát và về vùng hấp dẫn, tương ứng mức tăng giá tiềm năng 20,5%. Do đó, chúng tôi cho rằng mức độ lợi nhuận/rủi ro của VJC là hấp dẫn để có thể tích lũy.

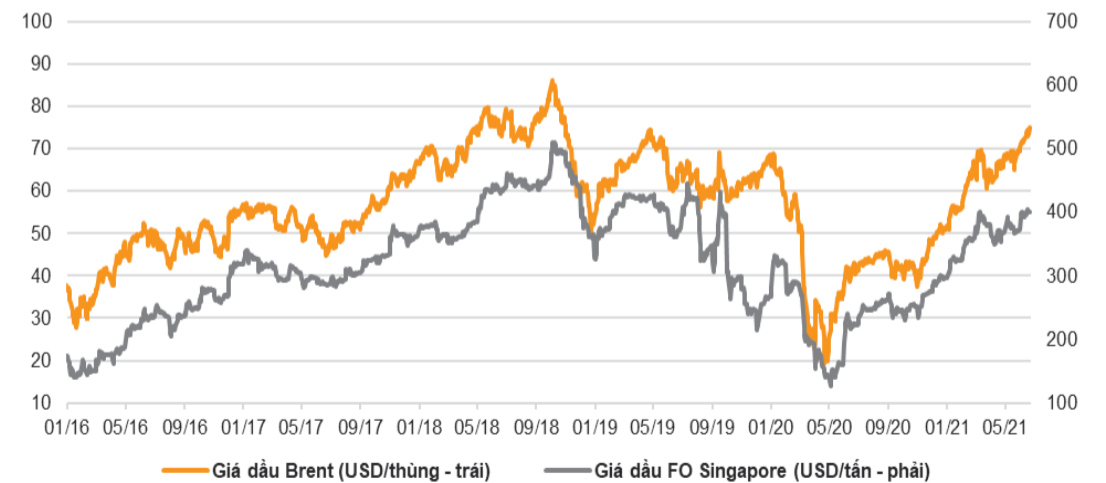
Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro giảm giá gồm (1) dịch bệnh kéo dài hơn dự kiến, (2) xây dựng hạ tầng hàng không lâu hơn dự kiến, và (3) giá nhiên liệu cao hơn dự kiến khiến chi phí hoạt động tăng. Chúng tôi cho rằng giá nhiên liệu sẽ ổn định ở mức mới với giá dầu Brent kỳ vọng ở mức 67/70/73 USD/thùng trong năm 2021/2022/2023 do nguồn cung không tăng kịp theo nhu cầu phục hồi, dẫn đến giá nhiên liệu bay ước tính ở mức 1,69/1,77/1,84 USD/gallon trong năm 2021/2022/2023.

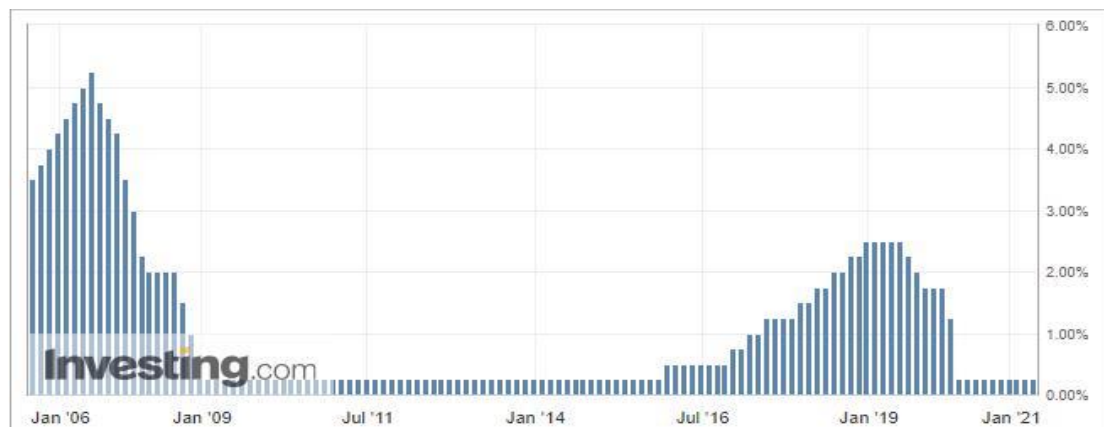
Tên công ty	Mã CP	Giá mục tiêu (VND)	Khuyến nghị	Vốn hóa (tr USD)	CAGR 3 năm (%)	P/E		P/BV		ROE (%)		EV/EBITDA	
						2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Cảng hàng không													
TCT Cảng hàng không Việt Nam	ACV VN	87.500	Khả quan	7.151,8	-4,2	40,1	23,7	4,4	3,9	11,3	17,5	24,3	16,1
Airport of Thailand	AOT TB	KKN	KKN	28.513,0	-20,7	NA	169,3	7,3	6,9	-8,3	5,4	NA	58,5
Shanghai International Air-A	600009 CH	KKN	KKN	15.242,2	NA	865,6	39,4	3,3	3,1	0,4	8,5	182,9	29,4
Beijing Capital Intl Airpo-H	694 HK	KKN	KKN	3.150,5	NA	NA	27,8	0,9	0,9	-3,7	2,8	47,2	10,1
Japan Airport Terminal Co	9706 JP	KKN	KKN	4.448,3	NA	NA	103,7	3,0	2,9	-6,9	3,1	41,8	16,6
Shenzen Airport Co-A	000089 CH	KKN	KKN	2.518,8	-35,1	37,9	28,4	1,3	1,3	3,7	4,5	20,6	15,3
Malaysia Airports Holdings	MAHB MK	KKN	KKN	2.454,8	NA	NA	120,6	1,5	1,5	-11,4	0,3	45,3	10,0
Trung Bình						314,5	73,3	3,1	2,9	-2,1	6,0	60,4	22,3
Hãng hàng không giá rẻ													
CTCP Hàng không Vietjet	VJC VN	138.900	Khả quan	2.727,8	-40,6	52,7	16,1	3,4	2,8	7,0	19,0	34,5	12,8
AIRASIA GROUP BHD	AAGB MK	KKN	KKN	830,0	NA	NA	NA	NA	NA	47,2	21,1	NA	12,6
CEBU AIR INC	CEB PM	KKN	KKN	662,4	NA	NA	29,4	1,9	1,5	-45,5	24,4	57,0	4,4
AIRASIA X BHD	AAX MK	KKN	KKN	79,8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
ASIA AVIATION PCL	AAV TB	KKN	KKN	429,9	NA	NA	NA	1,2	1,3	-26,8	-0,3	NA	10,7
Trung bình						52,7	22,8	2,2	1,9	-4,5	16,1	45,8	10,1
Cảng hàng hóa hàng không													
Atlas Air Worlwide Holdings	AAWW US	KKN	KKN	2.018,7	NA	5,3	6,5	0,8	0,7	17,4	11,1	4,8	5,5
Xiamen Interna-A	600897 CH	KKN	KKN	774,9	-13,8	13,9	11,4	1,3	1,2	9,3	10,7	5,6	5,3
Macroasia Corporation	MAC PM	KKN	KKN	220,1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Noibai Cargo Ternimal Ser JSC	NCT VN	KKN	KKN	80,7	-8,2	9,2	8,3	NA	NA	50,7	51,3	5,7	4,7
CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn	SCS VN	161.400	Khả quan	313,1	19,7	12,3	10,8	4,3	3,5	41,2	37,9	10,1	8,7
Trung bình						10,2	9,2	2,1	1,8	29,6	27,7	6,6	6,0

Dầu khí

Nước nổi, thuyền lên



FED dự định duy trì lãi suất thấp trong 1-2 năm tới, tương tự như môi trường lãi suất thấp sau khủng hoảng 2008



NGUỒN: INVESTING.COM

Bloomberg Commodity Spot Index: Chỉ số hàng hóa giảm trong năm 2011-13 do việc mở rộng sản xuất



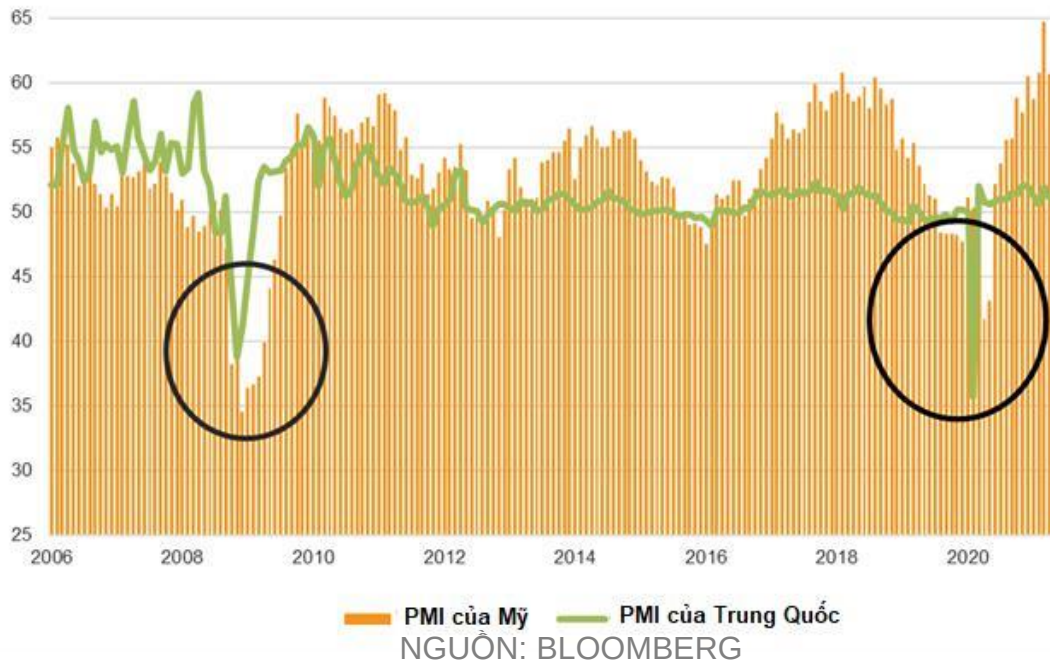
NGUỒN: BLOOMBERG

Giá dầu Brent đã tăng 45% kể từ đầu năm lên quanh mức 75 USD/thùng, đạt mức cao nhất kể từ tháng 4/2019.

Chúng tôi nhận thấy những nét tương đồng trong nền kinh tế toàn cầu giai đoạn 2020-2021 và 2009-2010 khi giá dầu đã tăng mạnh kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính 2008:

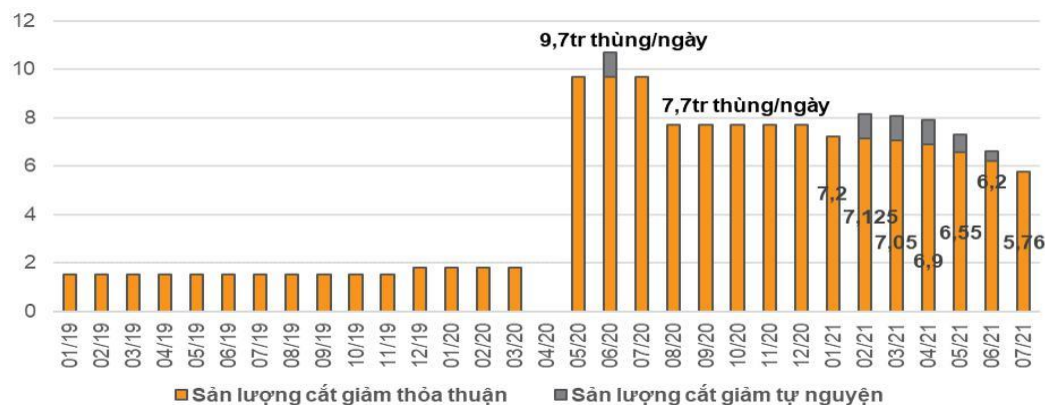
- FED và các ngân hàng trung ương trên thế giới duy trì môi trường lãi suất thấp cũng như tung ra các gói nới lỏng định lượng (QE) để hỗ trợ nền kinh tế phục hồi sau khủng hoảng.
- Giá cả hàng hóa tăng mạnh kể từ mức đáy được thiết lập do Covid-19. Chỉ số Bloomberg Commodity Index tăng hơn 77% từ tháng 4/2020, cho thấy sự gia tăng đáng kể của giá cả hàng hóa, tương tự như đợt tăng vào năm 2010 sau cuộc khủng hoảng năm 2008.

Chỉ số PMI cho thấy nền kinh tế Mỹ và Trung Quốc đang phục hồi sau đại dịch



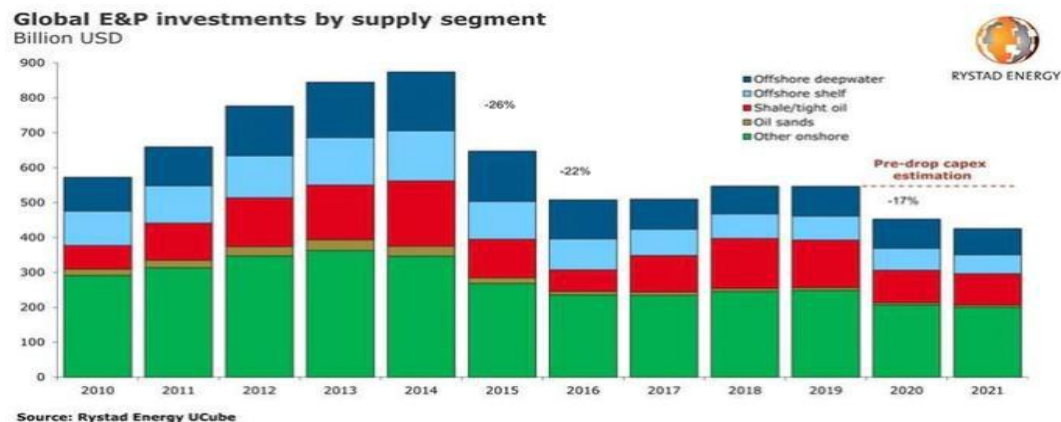
- Nhờ việc mở rộng sản xuất, chỉ số PMI của Mỹ và Trung Quốc cũng cho tín hiệu tương tự giữa hai giai đoạn.
- Nhu cầu dầu đang trên đà phục hồi sau đại dịch. Nhờ chiến dịch tiêm chủng tích cực, một số nền kinh tế lớn như Mỹ, EU bắt đầu nới lỏng các hạn chế đi lại. Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) cho biết trong báo cáo hàng tháng (05/2021) rằng nhu cầu dầu đã vượt qua lượng cung và sự thiếu hụt dự kiến sẽ tăng lên ngay cả khi Iran đẩy mạnh xuất khẩu.

OPEC+ duy trì việc cắt giảm sản lượng kể từ năm 2020 để hỗ trợ cho sự phục hồi vững chắc của giá dầu



NGUỒN: BLOOMBERG

Tổng đầu tư vào các hoạt động E&P đã giảm kể từ năm 2014



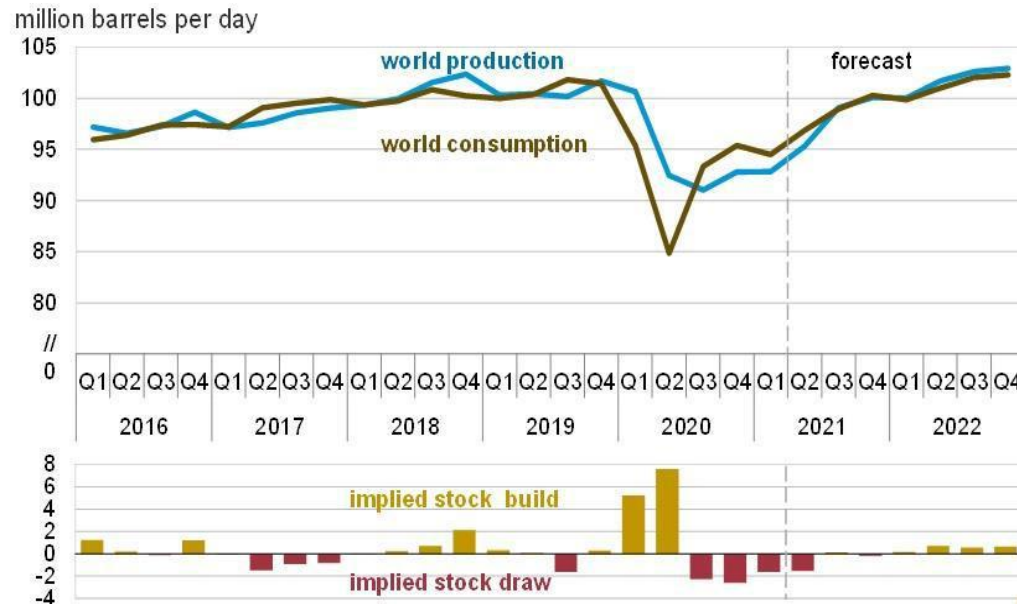
NGUỒN: RYSTAD ENERGY

- Kể từ tháng 5/2020, các thành viên OPEC+, đặc biệt là Ả Rập Xê Út và Nga, đã nối lại sự hợp tác ở mức độ cao để ứng phó với sự sụt giảm nhu cầu dầu thô do đại dịch.
- Trong cuộc họp gần nhất vào tháng 6/2021, OPEC+ quyết định giữ nguyên kế hoạch tăng dần sản lượng trong tháng 7, chỉ báo cho thấy sự phục hồi của nhu cầu dầu thô đang ngày càng được củng cố.
- Trong khi đó, nguồn cung có thể sẽ tăng chậm hơn so với nhu cầu do: (1) Tổng thống Biden đang đẩy ngành công nghiệp dầu mỏ Mỹ vào những khó khăn với kế hoạch cải cách các hoạt động cấp phép khai thác dầu khí và cho thuê vùng đất, vùng nước thuộc liên bang (nhằm đối phó với biến đổi khí hậu). Điều này có thể ảnh hưởng đến sản lượng dầu của Mỹ trong dài hạn. Đối với năm 2021, EIA dự báo sản lượng dầu thô của Mỹ sẽ thấp hơn ~10% so với trước dịch Covid-19; và (2) Tổng vốn đầu tư vào các hoạt động Thăm dò & Khai thác (E&P) cũng đang sụt giảm kể từ năm 2014, một phần do xu hướng chuyển dịch sang năng lượng xanh.

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ dao động trên một mặt bằng giá mới trong giai đoạn 2021-23, quanh mức 70 USD/thùng

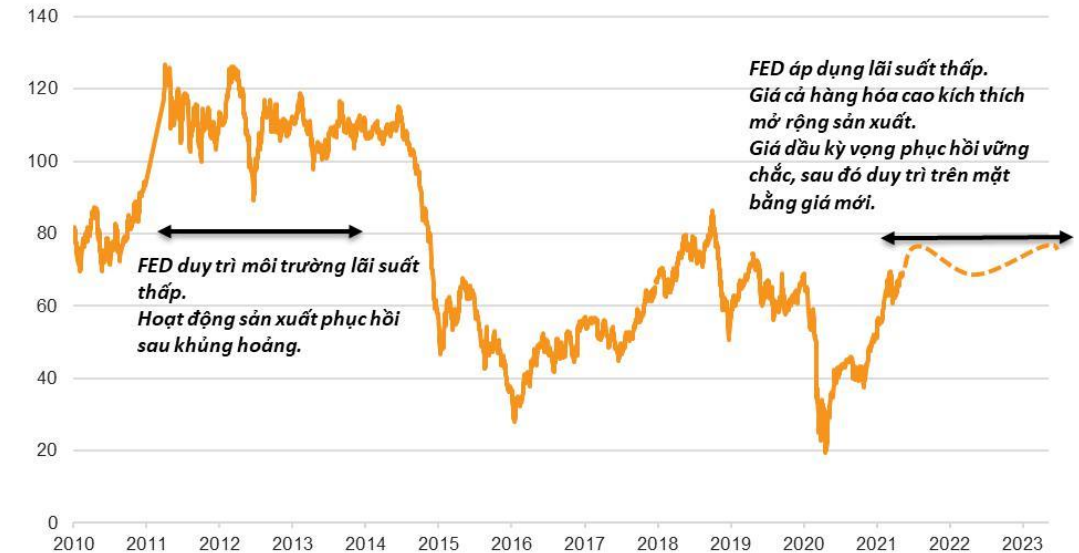
152

EIA dự kiến nhu cầu dầu thô sẽ phục hồi về mức trước dịch Covid-19 vào cuối năm 2021



NGUỒN: EIA

Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ dao động trên một mặt bằng giá mới trong giai đoạn 2021-2023 (USD/thùng)



NGUỒN: BLOOMBERG

Chúng tôi cho rằng nguồn cung có thể sẽ không bắt kịp sự phục hồi dự kiến của nhu cầu, tạo ra sự chênh lệch cung-cầu giúp hỗ trợ cho giá dầu biến động ổn định trên một mặt bằng giá mới, quanh mức 70 USD/thùng trong giai đoạn tới (tương tự như xu hướng ổn định trong giai đoạn 2011-13).

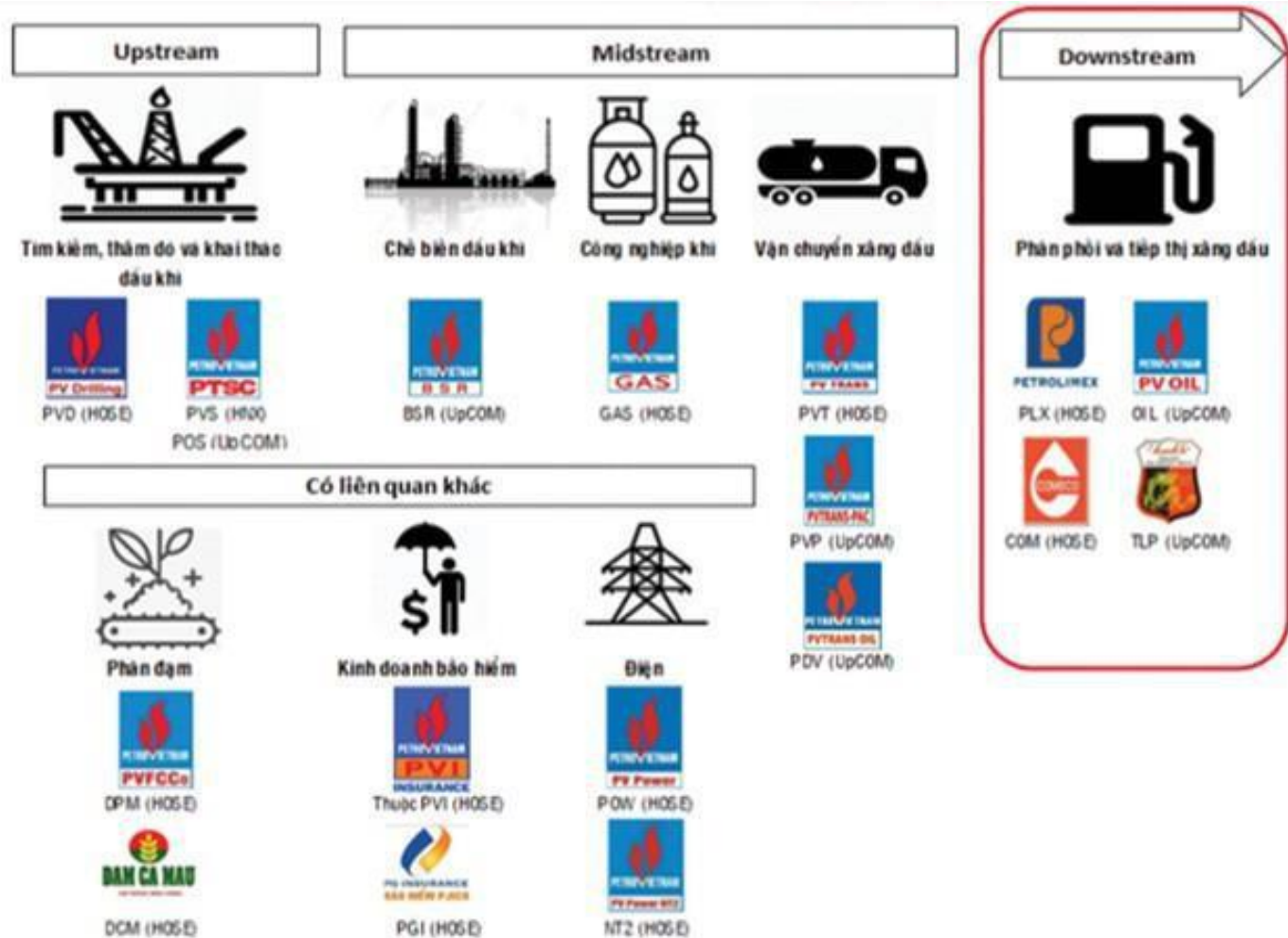
Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố chính có thể tác động đến giá dầu trong thời gian tới:

Thời gian dự kiến	Phía cầu	Phía nguồn cung
Q3/21	Tiến trình mở cửa nền kinh tế ở các nước lớn như Mỹ, EU và Trung Quốc nhờ các chiến dịch tiêm chủng tích cực (tỷ lệ tiêm chủng đủ 2 mũi ở Mỹ, Anh lần lượt là 53% và 63%) Làn sóng Covid-19 hiện tại ở châu Á, đặc biệt là ở Ấn Độ (quốc gia tiêu thụ dầu thô lớn thứ 3), có thể cản trở sự phục hồi của nhu cầu dầu toàn cầu	OPEC+ có thể tiếp tục tăng dần sản lượng kể từ tháng 7 trở đi (OPEC+ thường tổ chức cuộc họp hàng tháng để đưa ra quyết định về sản lượng dầu thô)
Q4/21	Sự mở cửa trở lại dự kiến của các nền kinh tế đang phát triển nhờ sự cải thiện trong tiến độ tiêm chủng vắc xin	
Các cuộc đàm phán không chính thức đang diễn ra tại Viên		Các cuộc đàm phán hạt nhân giữa Mỹ và Iran, có thể dẫn đến việc tái gia nhập của Iran với tư cách là nhà cung cấp với công suất bổ sung vào khoảng tối đa là 2,1tr thùng/ngày trong trường hợp đạt được thỏa thuận Các sự kiện căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông, có thể gây ra nguy cơ gián đoạn nguồn cung

Lịch họp dự kiến của

Chúng tôi cũng nhấn mạnh một yếu tố đáng chú ý khác là việc tỷ lệ lạm phát đang gia tăng, có thể dẫn đến việc FED thực FED vào các tháng 7, hiện chính sách thắt chặt tiền tệ sớm hơn dự kiến, gây tác động tiêu cực lên giá cả hàng hóa, bao gồm giá dầu 9, 11 và 12

Chuỗi giá trị ngành Dầu khí tại Việt Nam



- Đà tăng mạnh mẽ của giá dầu sẽ thúc đẩy các hoạt động E&P tại Việt Nam, cung cấp những cơ hội việc làm tiềm năng cho các doanh nghiệp (DN) thượng nguồn như PVD và PVS. Bên cạnh đó, một số DN trung nguồn cũng có thể hưởng lợi từ giá dầu cao hơn như GAS do giá bán sản phẩm của công ty được tính theo giá dầu thế giới.
- Đối với các DN hạ nguồn, tác động của giá dầu phụ thuộc vào: (1) hoạt động kinh doanh cốt lõi của DN, (2) tỷ trọng nguyên liệu (dầu & khí) đầu vào trong tổng chi phí sản xuất, và (3) khả năng chuyển đổi giá nguyên liệu đầu vào cao hơn sang giá bán sản phẩm của DN.

HĐKD chính	Cổ phiếu liên quan	Tác động	Nhận định
Thượng nguồn			
Khoan và các dịch vụ liên quan	PVD	Tích cực	Đối với PVD, chúng tôi kỳ vọng hoạt động Thăm dò & Khai thác Dầu khí sẽ ấm lên nhờ giá dầu tăng, thúc đẩy nhu cầu, dẫn đến tăng hiệu suất sử dụng giàn khoan và giá thuê ngày. Tất cả các giàn khoan của PVD đã có hợp đồng trong 6 tháng đầu năm và chúng tôi kỳ vọng giá dầu tăng bền vững sẽ giúp triển vọng của công ty tươi sáng hơn và cải thiện tỷ suất lợi nhuận mảng khoan.
Xây lắp và các dịch vụ kỹ thuật hỗ trợ	PVS	Tích cực	Đối với PVS, ảnh hưởng của đà tăng giá dầu có thể bị hạn chế với độ trễ do các hợp đồng của PVS trong các mảng cốt lõi (M&C, FSO / FPSO ..) thường kéo dài trong nhiều năm. Đối với các mảng khác như tàu dịch vụ và căn cứ cảng, PVS có thể hưởng lợi trực tiếp từ khả năng phục hồi của phí dịch vụ. Tuy nhiên, giá dầu cao hơn một cách bền vững có thể thúc đẩy tiến độ của các dự án thăm dò khí lớn (Cá Voi Xanh, Lô B - Ô Môn...) tại Việt Nam, tiềm ẩn giá trị backlog rất lớn đối với PTSC.
Trung nguồn			
Vận chuyển và phân phối khí	GAS	Tích cực	Mô hình kinh doanh của GAS tương đối ổn định nhờ chính sách giá mua và bán khí đã được xác định (giá sàn bán khí ở mức cao hơn giữa 46% giá dầu FO và giá khí đầu giếng). Khi giá dầu tăng, GAS sẽ trực tiếp hưởng lợi từ giá bán khí bình quân (ASP) cao hơn (ngoại trừ đối với phần sản lượng bao tiêu, lợi nhuận sẽ được chuyển giao về cho ngân sách nhà nước) và giá bán LPG cao hơn.
Vận tải dầu thô và các sản phẩm dầu khí; FSO/FPSO	PVT	Tích cực nhẹ	Cơ cấu giá thuê tàu hiện tại của PVT đảm bảo mức tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định cho thị trường nội địa, trong khi hầu hết các tàu quốc tế được ký kết theo hình thức hợp đồng thuê định hạn, cho phép PVT chuyển rủi ro biến động giá dầu sang cho đối tác thuê tàu. Tuy nhiên, khi nhu cầu đối với dầu thô và các sản phẩm dầu khí phục hồi, điều này có thể thúc đẩy nhu cầu vận tải, đặc biệt đối với các tuyến quốc tế. Bên cạnh đó, giá thuê FSO/FPSO có thể phục hồi trở lại mức trước dịch Covid nhờ giá dầu cao hơn.

HĐKD chính	Cổ phiếu liên quan	Tác động	Nhận định
Hạ nguồn			
Lọc dầu	BSR	Tích cực	BSR rất nhạy cảm với biến động giá dầu do công ty không sử dụng các công cụ phòng ngừa rủi ro cho việc nhập nguyên liệu đầu vào (mua theo giá dầu thế giới). Chúng tôi tin rằng BSR sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của chênh lệch crack spread (tỷ suất lợi nhuận lọc dầu) trong bối cảnh giá dầu phục hồi và nhu cầu được cải thiện.
Phân phối sản phẩm dầu khí	PLX, OIL	Tích cực	Do PLX và OIL cần phải dự trữ một lượng hàng tồn kho nhất định, nên tỷ suất lợi nhuận của các công ty có thể cải thiện trong xu hướng tăng của giá dầu, do giá bán bình quân (ASP) được điều chỉnh tăng theo công thức giá nhưng hàng tồn kho được mua với giá thấp hơn.
Điện khí	POW, NT2	Tiêu cực nhẹ	Mặc dù giá khí đầu vào cao hơn có thể làm tăng chi phí sản xuất, nhưng chúng tôi cho rằng tác động là hạn chế do phần lớn sản lượng điện được bán theo hình thức hợp đồng cố định - Thỏa thuận mua bán điện (PPA) (chỉ 10-20% tổng sản lượng điện được bán trên Thị trường phát điện cạnh tranh).
Phân đạm	DPM, DCM	Tiêu cực	Đối với các nhà máy sản xuất phân bón, chi phí khí đầu vào chiếm 50-60% giá thành sản xuất. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty này có thể bị ảnh hưởng tiêu cực khi giá dầu tăng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá phân bón trên thị trường trong nước và quốc tế đã tăng 30-50% so với đầu năm do giá nguyên liệu đầu vào tăng. Điều này có thể bù đắp phần nào tác động tiêu cực của việc giá dầu tăng.
Sản xuất sản phẩm có nguyên liệu đầu vào các sản phẩm hóa dầu	AAA, BMP, STK	Tiêu cực	Do nguyên liệu nhập khẩu chiếm ~ 75% nhu cầu đầu vào (PE, PET, PP, PVC...) nên các nhà sản xuất nhựa (BMP, AAA...) khá nhạy cảm với sự biến động của giá nhựa nguyên liệu toàn cầu, vốn có diễn biến cùng chiều với giá dầu (nhựa nguyên liệu là sản phẩm của quá trình hóa dầu). Đối với nhà sản xuất sợi như STK, giá dầu tăng cũng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty vì chi phí nguyên liệu PET chiếm 60-70% giá vốn hàng bán của STK.

Ngày càng có nhiều tín hiệu cho thấy dự án khí Lô B – Ô Môn bị trì hoãn lâu nay cuối cùng cũng có thể bắt đầu đạt tiến độ trong năm nay



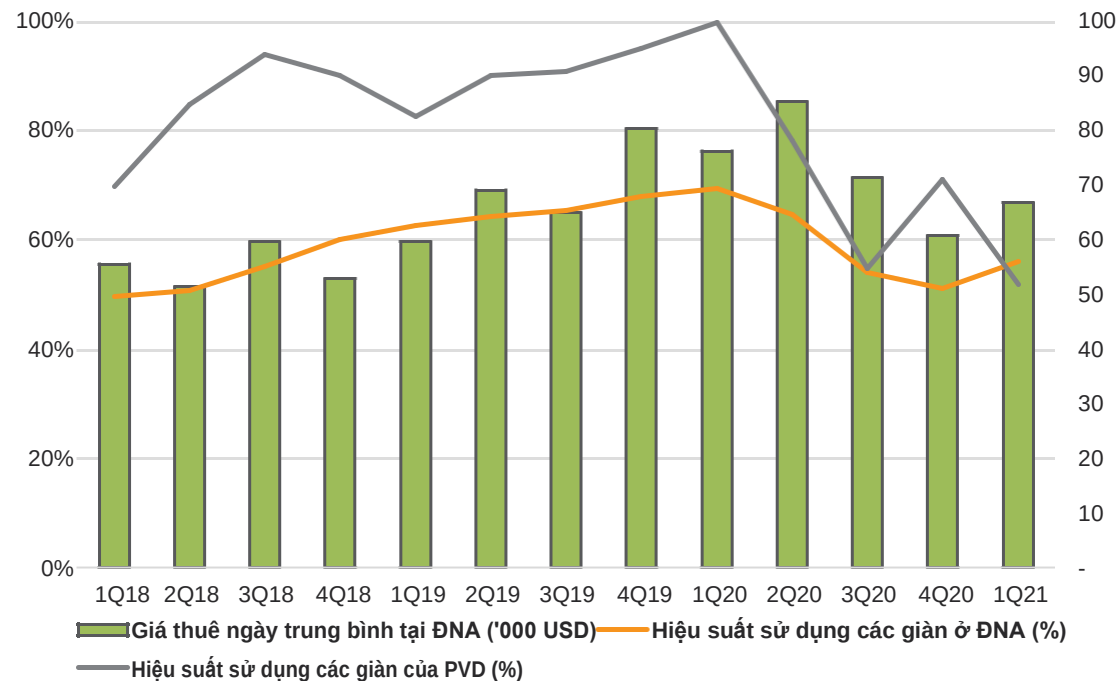
Tháng 5/2021, Chính phủ đã giao các đơn vị liên quan giải quyết nút thắt tại dự án nhà máy điện Ô Môn III liên quan đến vấn đề nguồn vốn ODA:

- Đối với các dự án ở thượng nguồn và trung nguồn, việc dự án Ô Môn III được phê duyệt sẽ là tiền đề để hoàn tất đàm phán thương mại và lựa chọn nhà thầu EPC.
- Thời gian đấu thầu EPC dự án khí Lô B sẽ hết hạn vào tháng 10/2021. Trong trường hợp tiếp tục chậm tiến độ, Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC) có thể phải gia hạn hiệu lực đấu thầu EPC lần thứ 5 cho các nhà thầu.

Chúng tôi kỳ vọng đề xuất này sẽ được thông qua trong Q3/21, kéo theo các bước kế tiếp để chuẩn bị cho chuỗi dự án Lô B (với mức vốn đầu tư cho dự án phát triển mỏ và dự án đường ống dẫn khí lần lượt là 6,7 tỷ và 1,0 tỷ USD) được khởi công vào năm 2022 trong bối cảnh nhu cầu khí cho sản xuất điện dự kiến ngày càng tăng trong những năm tới.

Thượng nguồn: Hoạt động E&P trong khu vực

Giá thuê ngày và hiệu suất sử dụng trung bình giàn tự nâng tại khu vực Đông Nam Á có dấu hiệu phục hồi từ cuối Q1/21



NGUỒN: IHS MARKIT, BÁO CÁO CÔNG TY

- Thị trường khoan trong khu vực vẫn khá ảm đạm so với Q1/20 do diễn biến phức tạp của đại dịch. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các tín hiệu phục hồi vào cuối Q1/21 khi giá dầu tăng ổn định dường như đang hâm nóng các hoạt động E&P.
- Đối với PVD, thị trường (TT) khoan ảm đạm đã ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của công ty cho tới Q1/21. Chúng tôi kỳ vọng TT khoan khu vực đang dần sôi động trở lại và đại dịch dần được kiểm soát nhờ việc tiêm chủng vắc xin sẽ giúp hiệu suất sử dụng giàn tự nâng của PVD phục hồi từ nửa cuối 2021 trở đi, đặc biệt là từ năm 2022 khi đội khoan của PVD có thể quay trở lại hoạt động ở nước ngoài (Malaysia) như năm 2019.

Dự án	Dự kiến triển khai	Chủ sở hữu	Vốn đầu tư ước tính (tr USD)	Khách hàng	Trữ lượng ước tính
Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	2020-2021	Idemitsu (35%), Nippon Oil (35%), Inpex (30%)	600	Bổ sung nguồn khí cung cấp cho các nhà máy điện từ bể Nam Côn Sơn, đặc biệt là các nhà máy tại Nhơn Trạch và Phú Mỹ	Trữ lượng 2P: Sao Vàng: 686 tỷ bộ khối (bcf) khí và 30 triệu thùng condensate; Đại Nguyệt: 454 bcf khí
Sư Tử Trắng giai đoạn 2	2021-2023	PVEP (50%), Perenco Cửu Long (23,25%), KNOC (14,25%), SK (9%), Geopetrol VN (3,5%)	250	Bổ sung nguồn khí cung cấp từ bể Cửu Long, khắc phục tình trạng cạn kiệt tại mỏ Bạch Hổ	Trữ lượng 2P: 317 bcf khí và 435 triệu thùng condensate
Nam Du - U Minh	2022-2023	Jadestone (100%)	150	Bổ sung nguồn khí cung cấp cho các nhà máy điện hiện nay ở miền Tây Nam Bộ như Cà Mau 1, 2	Trữ lượng 2C: 171 bcf khí (+31 bcf khí)
Lạc Đà Vàng	2023	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SK Innovation (25%)	NA		Trữ lượng thu hồi được: 100tr thùng
Lô B - Ô Môn	2023-2024	PVN (42,38%), MOECO (25,62%), PVEP (23,5%), PTTEP (8,5%)	6.700	Các nhà máy điện mới Ô Môn I, II, III và IV	2,7 nghìn tỷ bộ khối (tcf) khí
Cá Voi Xanh	2024-2025	Exxonmobil (64%)	NA	Các nhà máy điện mới Dung Quất I, III và Miền Trung I, II	5,3 tcf khí

Trữ lượng 2P: Biểu thị ước tính tốt nhất mức trữ lượng; bằng tổng mức trữ lượng đã được xác minh và phần trữ lượng tiềm năng
Trữ lượng 2C: Biểu thị ước tính tốt nhất mức trữ lượng tiềm năng

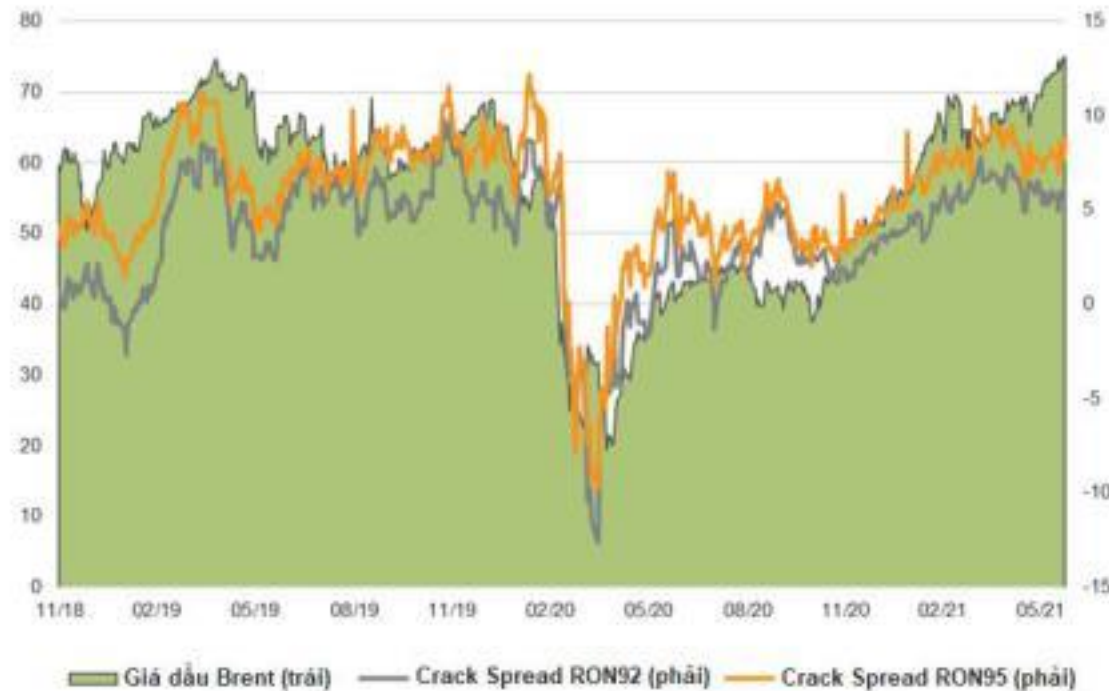
Chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B cùng với các dự án khai thác khí khác (Cá Voi Xanh, Nam Du U Minh...) sẽ cung cấp lượng backlog khổng lồ cho các DN cung cấp dịch vụ và thi công như PVS. Bên cạnh đó, việc bổ sung khí từ các dự án trọng điểm

này cũng sẽ bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng tại các mỏ khí lâu năm, góp phần hỗ trợ cho GAS duy trì sự tăng trưởng trong dài hạn.

Dự án	Vị trí	Công suất (tr tấn/năm)	Dự kiến hoạt động	Chủ đầu tư	Nhà máy điện
Các dự án nhà máy điện liên quan đã được bổ sung vào Quy hoạch Điện 7 điều chỉnh					
Hải Linh	Bà Rịa - Vũng Tàu	2-3	2021	Công ty TNHH Hải Linh	Hiệp Phước, các nhà máy điện của EVN
Thị Vải	Bà Rịa - Vũng Tàu	1-3	2022-2024	PVGas	Nhơn Trạch 3&4
Sơn Mỹ GD 1	Bình Thuận	3	2024-2025	PVGas, AES (Mỹ)	Sơn Mỹ 2
Bạc Liêu	Bạc Liêu	3	2024	Delta Offshore Energy (Singapore)	Bạc Liêu
Long Sơn GD 1	Bà Rịa - Vũng Tàu	3,5	2025-2026	GTPP (nhóm các nhà đầu tư Việt Nam), Mitsubishi Corp, General Electric	Trung tâm điện lực Long Sơn
Cà Ná GD1	Ninh Thuận		2025-2026	Trung Nam (Việt Nam)	Trung tâm điện lực Cà Ná
Long An	Long An		2025-2027		Long An 1, 2
LNG Quảng Ninh	Quảng Ninh		2026-2027	Tokyo Gas, Marubeni, Colavi, PVPower	Quảng Ninh
Các dự án nhà máy điện liên quan được đề xuất bổ sung vào Quy hoạch Điện 7 điều chỉnh/Quy hoạch Điện 8					
Cái Mép Hạ	Bà Rịa - Vũng Tàu	9	2023-2030	GenX Energy, T&T (Mỹ)	Cái Mép Hạ
Chân Mây	Huế		2024-2027	CTCP LNG Chân Mây	LNG Chân Mây
Vũng Áng 3	Hà Tĩnh	1,5	2025-2028	Vingroup (VN)	LNG Vũng Áng 3
Kê Gà	Bình Thuận	1,5	2025	ECV (Mỹ), KOGAS (Hàn Quốc), Excelerate Energy (Mỹ)	Kê Gà
Tiên Lãng	Hải Phòng	6	2026-2030	Exxon Mobil (Mỹ), JERA (Nhật Bản)	LNG Tiên Lãng
Cái Tráp	Hải Phòng			Vingroup (VN)	LNG Cái Tráp
Long Sơn 2	Bà Rịa - Vũng Tàu			Marubeni (Nhật Bản)	Long Sơn (trong khu liên hợp dầu khí Long Sơn)

- Tính đến Q1/21, dự án LNG Thị Vải đã đạt 49,78% tiến độ, vượt kế hoạch đề ra và dự kiến sẽ hoàn thành trong Q4/22.
- Trong khi đó, PVPower (POW) đã thông báo mở thầu EPC cho dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 vào trong 7/2021. Chúng tôi kỳ vọng Nhơn Trạch 3 sẽ sớm được khởi công và đi vào hoạt động trong năm 2023, đáp ứng nguồn cung LNG từ kho chứa Thị Vải.
- GAS và PVT sẽ là những DN có thể được hưởng lợi nhất do: (1) GAS có thể gia tăng sản lượng bán khí thông qua việc phân phối LNG cho các nhà máy điện, và (2) PVT có thể tham gia vào việc vận chuyển LNG nhập khẩu trong thời gian tới.

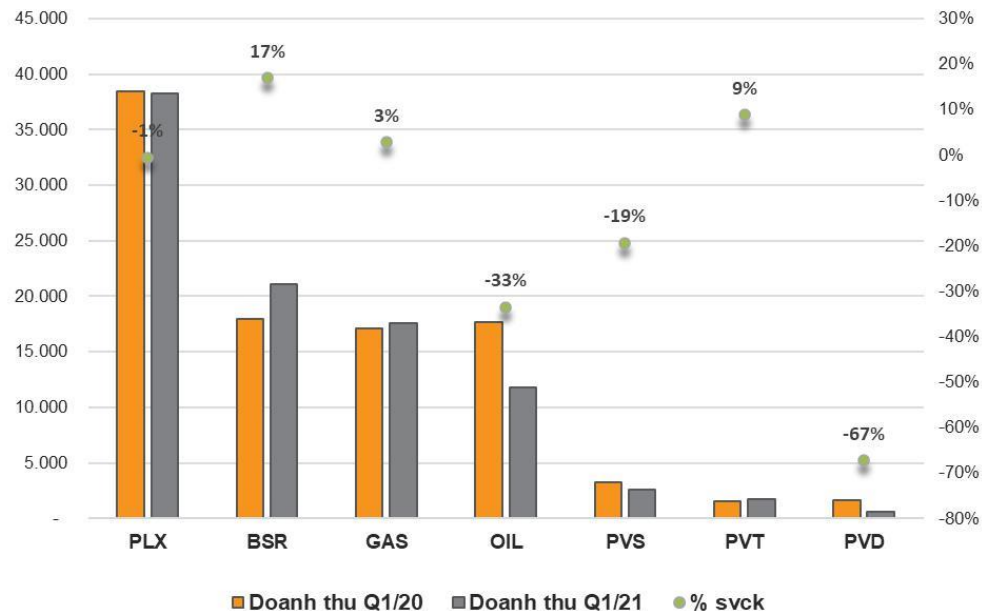
Crack spread xăng dầu đã phục hồi đáng kể kể từ vùng đáy trong năm 2020 (USD/thùng)



NGUỒN: BLOOMBERG

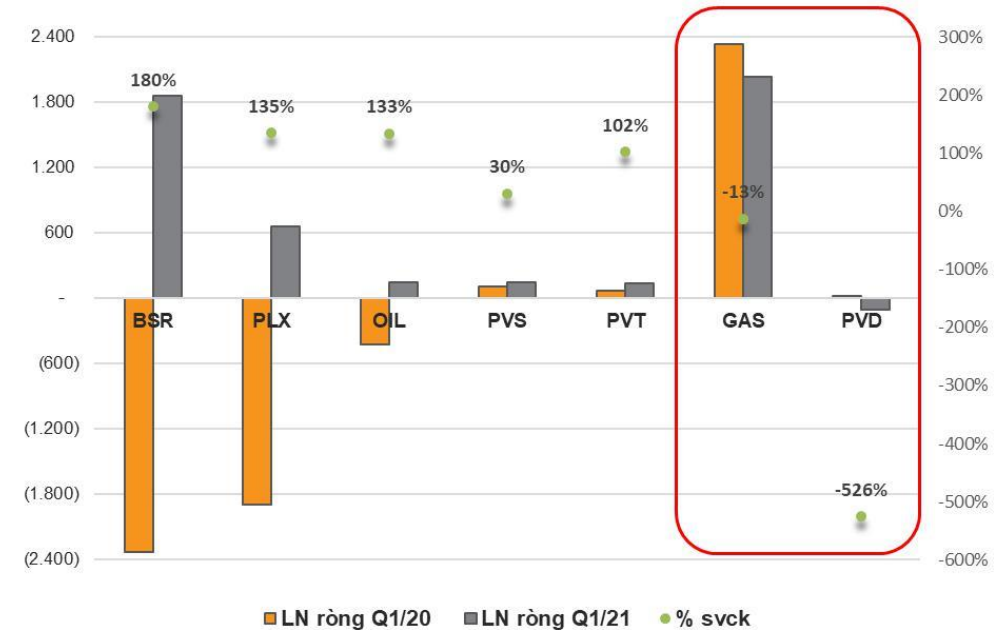
- Nhờ việc crack spread phục hồi do giá dầu tăng và hoạt động vận tải phục hồi, các nhà máy lọc dầu như Dung Quất (BSR với công suất 6,5 triệu tấn) và Nghi Sơn (công suất 10 triệu tấn) sẽ có thể ghi nhận mức lợi nhuận dương đáng kể so với mức lỗ lớn trong năm 2020.
- Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng làn sóng Covid-19 thứ 4 hiện nay có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam.

Doanh thu của các DN niêm yết ngành dầu khí trong Q1/21 (tỷ đồng)



NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

LN ròng Q1/21 của các DN hạ nguồn phục hồi mạnh mẽ, trái ngược với các DN thượng nguồn (tỷ đồng)



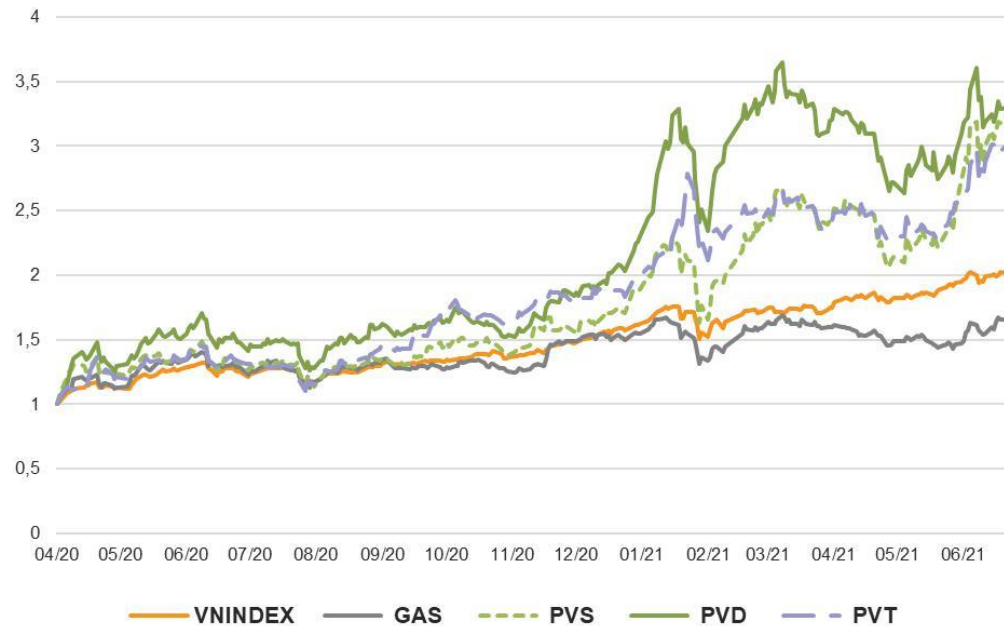
NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

- Chúng tôi nhận thấy sự phục hồi ấn tượng trong KQKD Q1/21 của BSR, PLX và PVT nhờ vào đà tăng mạnh mẽ của giá dầu.
- Mặt khác, một số DN ghi nhận LN ròng giảm trong Q1/21 do ảnh hưởng của việc giá dầu tăng có độ trễ (PVD) và các vấn đề phát sinh liên quan đến sản lượng tiêu thụ khí (GAS).

Giá cổ phiếu nhóm ngành Dầu khí tăng tốt hơn so với VNIndex kể từ vùng đáy vào tháng 4/2020

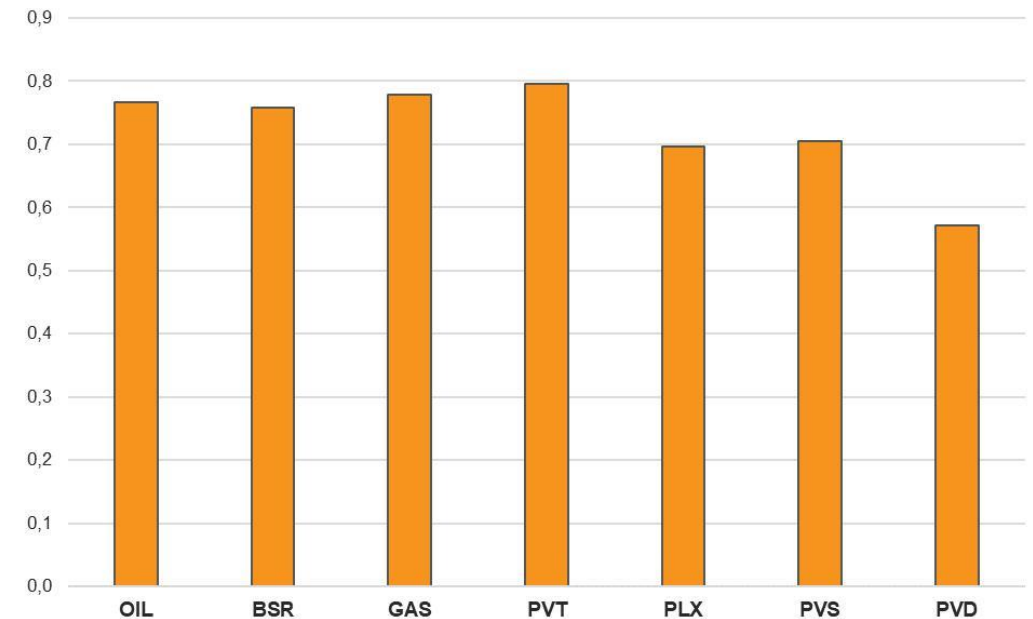
163

Đa số cổ phiếu ngành Dầu khí có mức tăng vượt trội so với VNIndex kể từ tháng 4/2020



NGUỒN: BLOOMBERG

Mức độ tương quan giữa giá dầu Brent và giá các cổ phiếu ngành Dầu khí

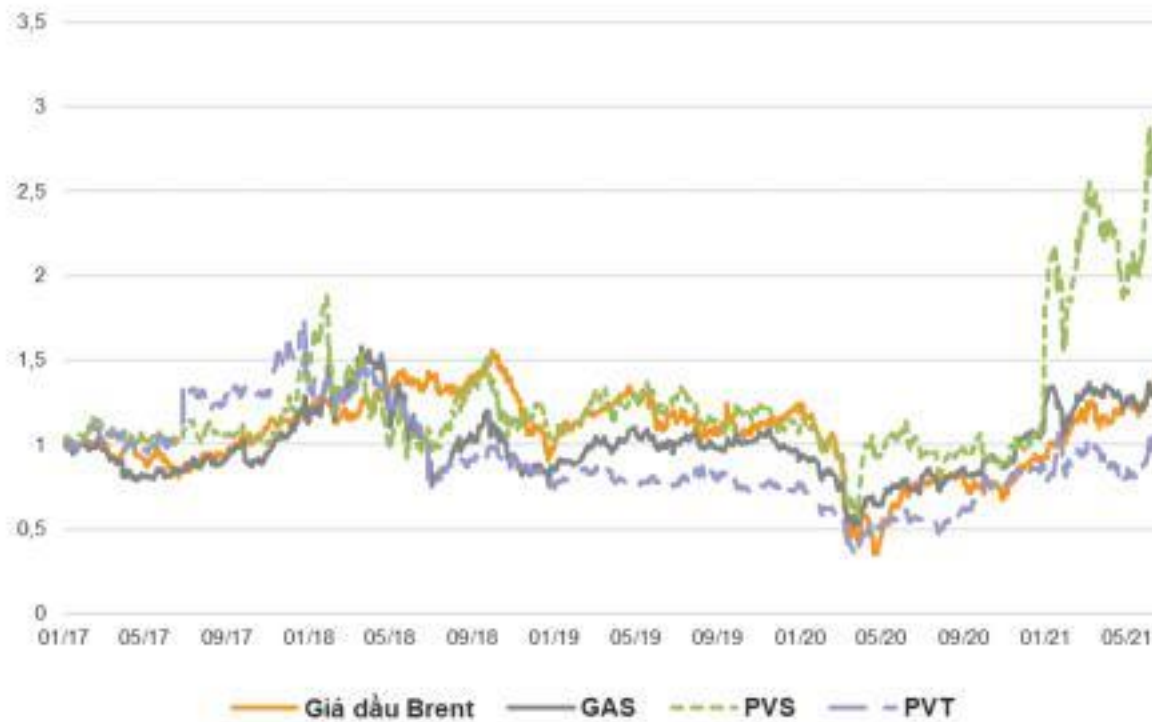


NGUỒN: BLOOMBERG

Do mức độ tương quan cao với biến động giá dầu Brent, chúng tôi cho rằng việc giá dầu kỳ vọng duy trì ổn định trong thời gian tới sẽ là động lực chính đối với các cổ phiếu trong chuỗi giá trị ngành Dầu khí như GAS, BSR, PVT, PVS...

Định giá: P/E của PVS có mức tăng vượt trội so với giá dầu Brent và các cổ phiếu khác

Biến động giá dầu Brent so với biến động chỉ số P/E của các cổ phiếu dầu khí từ năm 2017



NGUỒN: BLOOMBERG

- Chúng tôi nhận thấy chỉ số P/E của PVS đã tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng của giá dầu lên mức cao nhất kể từ năm 2017, hoàn toàn vượt trội so với biến động của giá dầu và chỉ số P/E của các cổ phiếu khác trong ngành.
- Trong khi đó, GAS và PVT vẫn còn nhiều tiềm năng tăng giá so với lịch sử trong bối cảnh giá dầu dao động ở mức tương đương.

Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi là GAS và PVT

165

	Mã	Khuyến	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
Công ty	Bloomberg	nghị	(nội tệ)	(triệu USD)	2021	2022	EPS 3 năm (%)	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Công ty phân phối khí													
PV GAS	GAS VN	Khả Quan	106.100	8.076	16,4	15,5	18,1%	3,6	3,3	22,6%	22,1%	17,0%	16,2%
Indraprastha Gas	IGL IN	KKN	NA	4.835	NA	NA	NA	NA	NA	17,9%	25,8%	NA	NA
Toho Gas Ltd	9533 JP	KKN	NA	5.315	38,3	37,7	NA	1,6	1,6	3,3%	4,2%	2,0%	2,6%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	KKN	NA	7.502	15,2	15,8	NA	2,4	2,3	15,2%	14,3%	10,5%	10,5%
China Gas Holdings	384 HK	KKN	NA	18.092	10,5	9,2	NA	2,1	1,8	21,8%	20,7%	9,4%	9,4%
PTT PLC	PTT TB	KKN	NA	35.685	10,3	9,9	NA	1,1	1,1	10,7%	10,6%	4,7%	4,7%
Trung bình (loại trừ GAS)					18,6	18,2		1,8	1,7	13,8%	15,1%	6,6%	6,8%
Công ty vận tải dầu khí													
PVTrans	PVT VN	Khả Quan	24.100	298	9,0	8,5	10,2%	1,4	1,3	15,5%	15,8%	6,5%	6,2%
CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO	VIP VN	KKN	NA	27	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO	VTO VN	KKN	NA	36	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Eusu Holdings Co Ltd	000700 KS	KKN	NA	161	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Shipping Corp of India Ltd	SCI IN	KKN	NA	696	22,6	18,5	NA	NA	NA	3,0%	3,6%	NA	NA
Great Eastern Shipping Co Ltd/The	GESCO IN	KKN	NA	758	8,5	7,2	NA	NA	NA	8,9%	9,7%	NA	NA
Trung bình (loại trừ PVT)					15,5	12,8		-	-	6,0%	6,7%	-	-
Công ty dịch vụ dầu khí													
PTSC	PVS VN	Trung Lập	27.100	629	15,9	14,5	18,2%	1,2	1,2	7,4%	8,0%	3,7%	4,2%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	NA	175	NA	35,0	NA	0,4	0,4	-4,1%	2,2%	-2,4%	1,4%
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	NA	1.281	11,8	11,9	NA	1,8	1,6	16,5%	14,2%	5,5%	5,2%
Sembcorp Marine	SMM SP	KKN	NA	1.301	NA	NA	NA	0,5	0,5	-3,6%	-1,6%	-1,3%	-0,6%
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	NA	5.502	13,7	11,8	NA	0,9	0,8	6,7%	7,3%	3,3%	3,7%
Keppel Corp	KEP SP	KKN	NA	7.323	15,1	11,8	NA	0,9	0,8	5,9%	7,2%	2,0%	2,5%
Trung bình (loại trừ PVS)					13,5	17,6		0,9	0,8	4,3%	5,9%	1,4%	2,4%
Công ty dịch vụ khoan dầu khí													
PV Drilling	PVD VN	Khả Quan	26.600	423	42,7	18,2	48,7%	0,7	0,7	1,7%	3,8%	1,1%	2,6%
Borr Drilling Ltd	BDRILL NO	KKN	NA	247	NA	NA	NA	0,4	0,4	-23,2%	-11,9%	NA	NA
Velesto Energy Bhd	VEB MK	KKN	NA	296	NA	NA	NA	0,5	0,5	0,8%	1,8%	1,8%	1,9%
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	KKN	NA	519	NA	NA	NA	0,2	0,3	0,6%	0,9%	0,8%	0,8%
Transocean	RIG US	KKN	NA	2.858	NA	NA	NA	0,3	0,3	-4,3%	-3,5%	NA	NA
Trung bình (loại trừ PVD)					NA	NA		0,4	0,4	-6,5%	-3,2%	1,3%	1,3%

Chúng tôi ưa thích những DN có thể hưởng lợi từ cả đà tăng mạnh mẽ của giá dầu đi cùng câu chuyện đầu tư cơ sở hạ tầng năng lượng tại Việt Nam như GAS.

Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP (GAS, Khả quan, Giá mục tiêu: 106.100đ/cp). Đối với năm 2021, tác động tích cực của giá dầu tăng có thể bị mờ đi một phần bởi sản lượng bán khí khô sụt giảm do huy động điện khí giảm trong bối cảnh huy động điện từ các nguồn năng lượng tái tạo và thủy điện tăng mạnh. Bất chấp các vấn đề không mong đợi liên quan đến sản lượng tiêu thụ khí khô trong 6 tháng đầu năm, chúng tôi vẫn tự tin về triển vọng của GAS trong những năm tới, chủ yếu nhờ vào:

- Giá dầu Brent kỳ vọng sẽ dao động trên một mặt bằng giá mới (quanh 70 USD/thùng) do nguồn cung có thể sẽ không bắt kịp đà phục hồi dự kiến của nhu cầu dầu.
- Nhu cầu khí tự nhiên là cấp thiết trong bối cảnh nhu cầu sử dụng điện ngày càng tăng tại Việt Nam. Theo Dự thảo Quy hoạch Điện 8, các nhà máy nhiệt điện sẽ là một nguồn cung cấp chính nhờ sự ổn định và khả năng gia tăng nhập khẩu LNG. Nhiệt điện khí dự kiến sẽ chiếm 20% tổng công suất hệ thống vào năm 2030 (từ mức 15% hiện tại), sau đó tăng lên 25% tổng công suất vào năm 2045.
- GAS hiện đang trong giai đoạn đầu tư để tạo tiền đề cho sự phát triển trong dài hạn của công ty, trong đó các dự án LNG (kho chứa Thị Vải...) và các dự án khai thác khí trọng điểm (Lô B, Cá Voi Xanh...) sẽ là động lực tăng trưởng chính.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng của GAS đạt 18,1% trong giai đoạn 2021-2023 nhờ giá dầu dự kiến duy trì ở mặt bằng giá mới và sản lượng tiêu thụ khí phục hồi từ nửa cuối năm 2021 trở đi. Chúng tôi nâng giá mục tiêu 9% lên 106.100 đồng khi áp dụng giả định giá dầu Brent trung bình mới (lần lượt là 67-70-73 USD/thùng cho năm 2021-22-23) và duy trì khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu GAS.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá đến từ giá dầu cao hơn.
- Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu thấp hơn kỳ vọng và sự chậm trễ trong việc phát triển các dự án khí trọng điểm.

Chúng tôi cũng ưa thích Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT, Khả quan, Giá mục tiêu: 24.100đ/cp), do PVT có thể hưởng lợi từ sự phục hồi nhu cầu vận tải sau đại dịch và công ty đã bắt đầu khởi động kế hoạch đầu tư đội tàu đầy tham vọng để chuẩn bị cho giai đoạn tăng trưởng mới:

- PVT là doanh nghiệp vận tải dầu thô và các sản phẩm xăng dầu hàng đầu tại Việt Nam, chiếm lĩnh 100% thị phần vận tải dầu thô và LPG.
- Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ giải ngân hơn 4.900 tỷ đồng trong 2021-23 để nắm bắt cơ hội thị trường mua bán tàu biển đang ở mức thấp, trong đó giá tàu chở dầu thô loại rất lớn (VLCC) và tàu chở dầu Aframax 10 năm tuổi đều giảm lần lượt 15% và 25% so với trước đại dịch cũng như chuẩn bị sẵn sàng cho sự phục hồi của nhu cầu vận tải xăng dầu sau đại dịch.
- Giá dầu phục hồi mạnh mẽ và nhu cầu dầu toàn cầu dự kiến sẽ tăng lên mức trước Covid trong nửa cuối 2021 (~100tr thùng/ngày theo EIA) có thể giúp OPEC+ tự tin để tăng dần sản lượng, giúp cho giá cước thuê tàu được hưởng lợi. Ngoài ra, các khách hàng trong nước của PVT cũng được hưởng lợi từ giá dầu cao hơn, trong đó nhà máy lọc dầu Nghi Sơn có thể cải thiện công suất hoạt động (lên ~90%) và nhà máy lọc dầu Dung Quất trở lại hoạt động hết công suất trong năm 2021.

Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng của PVT đạt 10,2% trong giai đoạn 2021-23 nhờ vào kế hoạch mở rộng đội tàu và kỳ vọng vào sự phục hồi của giá cước thuê tàu.

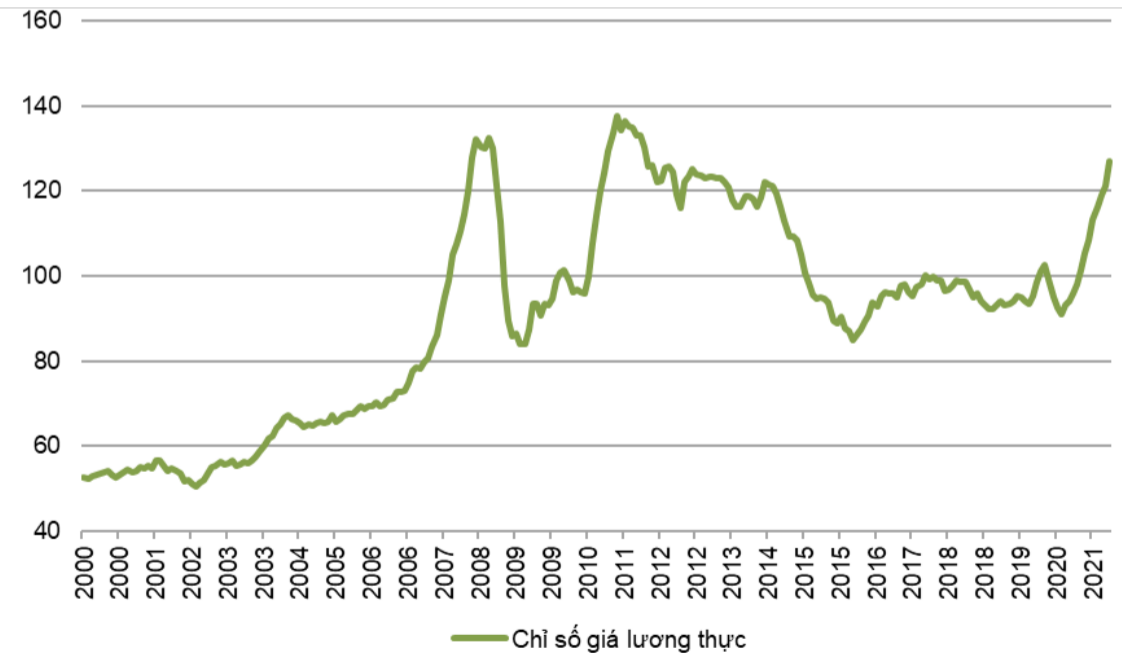
Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá đến từ sản lượng vận tải cao hơn.
- Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn kỳ vọng có thể cản trở sự phục hồi của nhu cầu vận tải xăng dầu và giá cước thuê tàu.

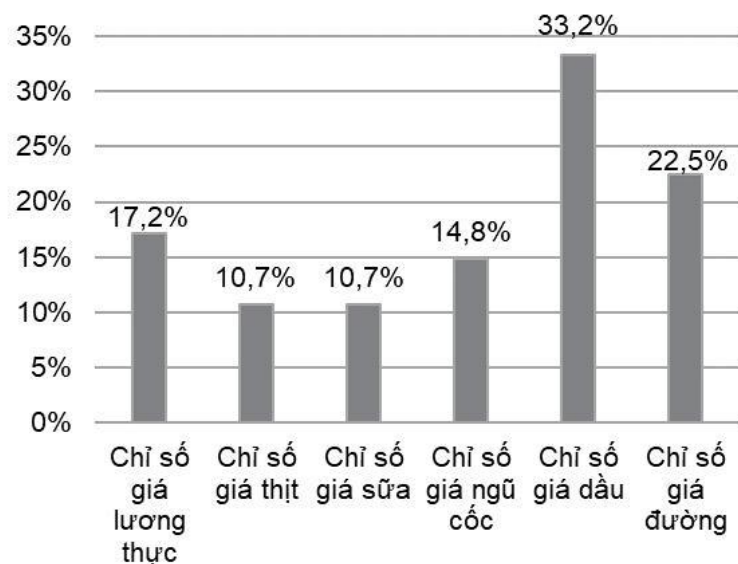
Nông nghiệp

Giá lương thực toàn cầu tăng, ngành nào hưởng lợi?

Sau chu kỳ giảm giá kéo dài 8 năm, thị trường hàng hóa có thể sẽ bước vào một chu kỳ tăng giá mới.

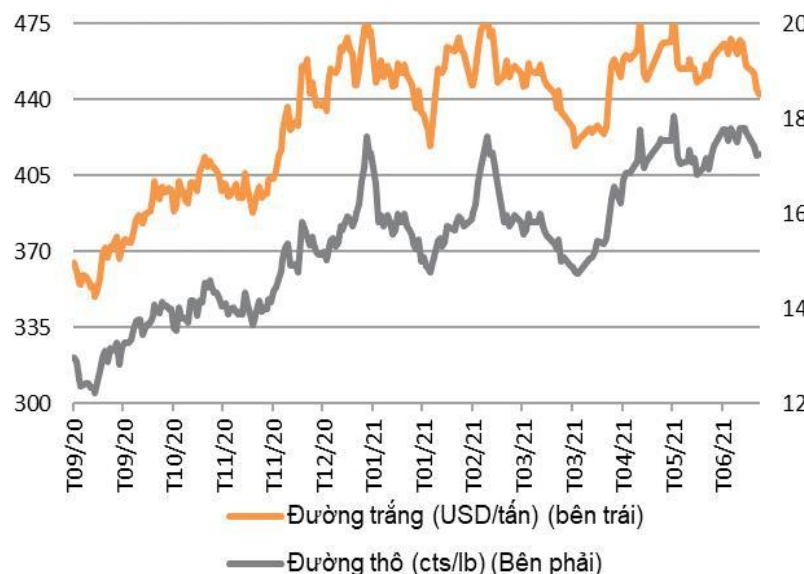


Chỉ số giá hàng hóa toàn cầu tăng mạnh trong 5T21, trong đó chỉ số giá đường và dầu thực vật đang dẫn đầu xu hướng tăng



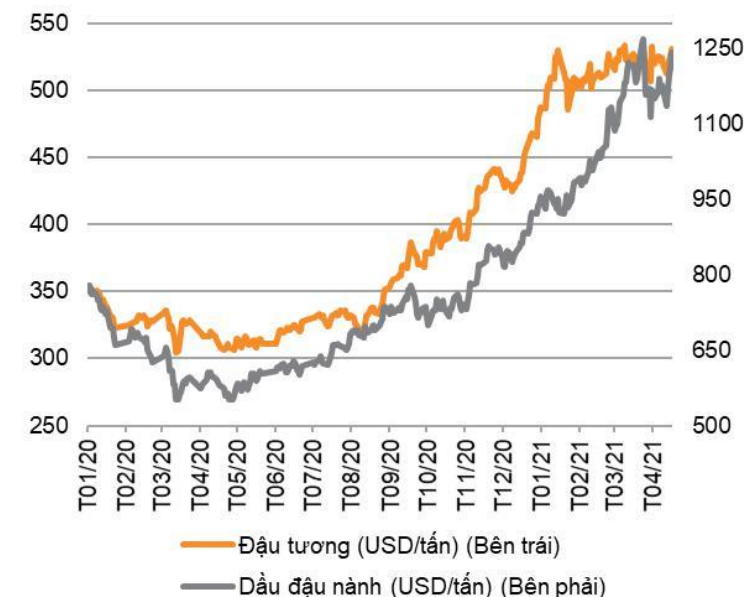
NGUỒN: FAO

Giá đường quốc tế tăng chủ yếu liên quan đến việc thu hoạch bị chậm trễ cũng như lo ngại về năng suất cây trồng thấp tại Brazil



NGUỒN: ISO

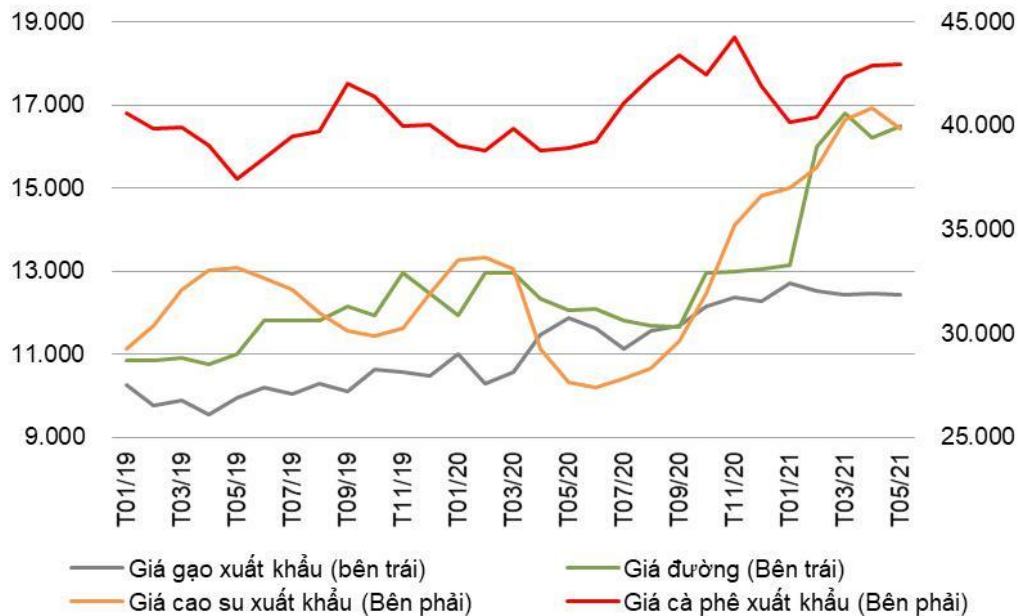
Giá dầu đậu nành tiếp tục tăng trong tháng 5 do thiếu hụt sản lượng đậu tương tại Nam Mỹ cùng với nhu cầu nhập khẩu toàn cầu tăng



NGUỒN: WORLD BANK

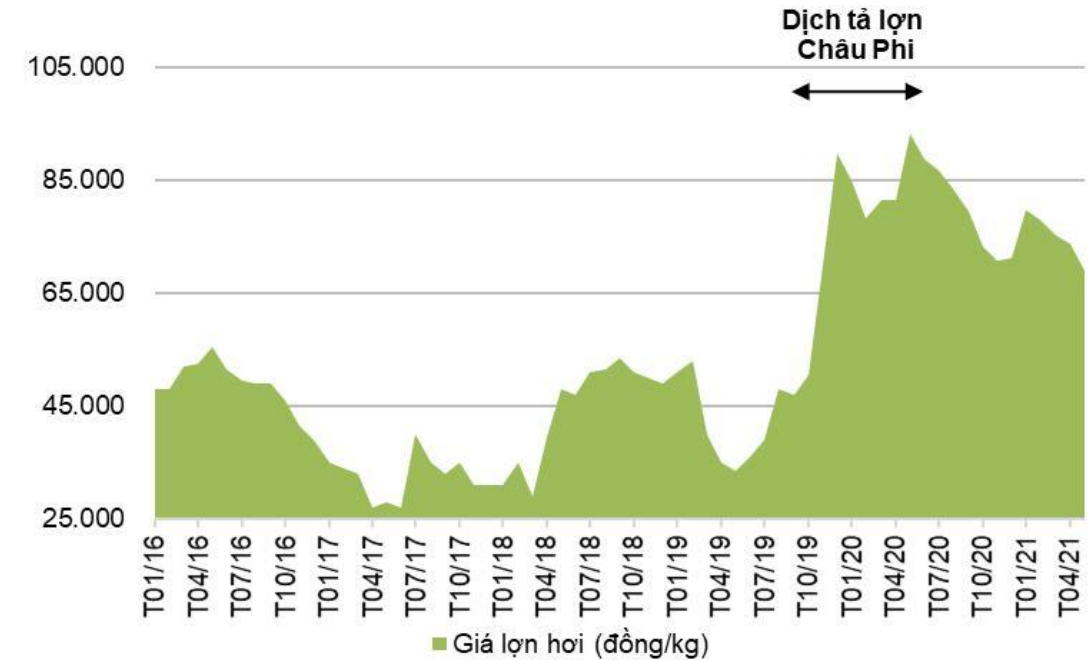
- Theo tổ chức Lương thực Quốc tế (FAO), chỉ số giá lương thực đã tăng 17,2% trong 5T21 và đang đạt mức cao nhất kể từ T9/2011, đánh dấu mức tăng trong 12 tháng liên tiếp. Chúng tôi cho rằng việc giá lương thực tăng chủ yếu là do các yếu tố 1) nguồn cung hàng hóa đang bị thiếu hụt (đặc biệt là ngô và đậu tương), 2) nhu cầu sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng mạnh tại Trung Quốc và 3) đồng Đô la Mỹ đang suy yếu.
- Giá lương thực dự kiến sẽ tăng 14-15% so với cùng kỳ (svck) trong năm 2021 và tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2022 do 1) triển vọng mùa vụ năm 2021 bị ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết bất lợi và 2) sự phục hồi nhanh hơn kỳ vọng tại Trung Quốc thúc đẩy nhu cầu về lương thực tăng cao.

Hầu hết giá hàng hóa nội địa đều tăng theo xu hướng tăng giá lương thực toàn cầu trong 5T21 (đơn vị: nghìn đồng/tấn)



NGUỒN: FIINPRO

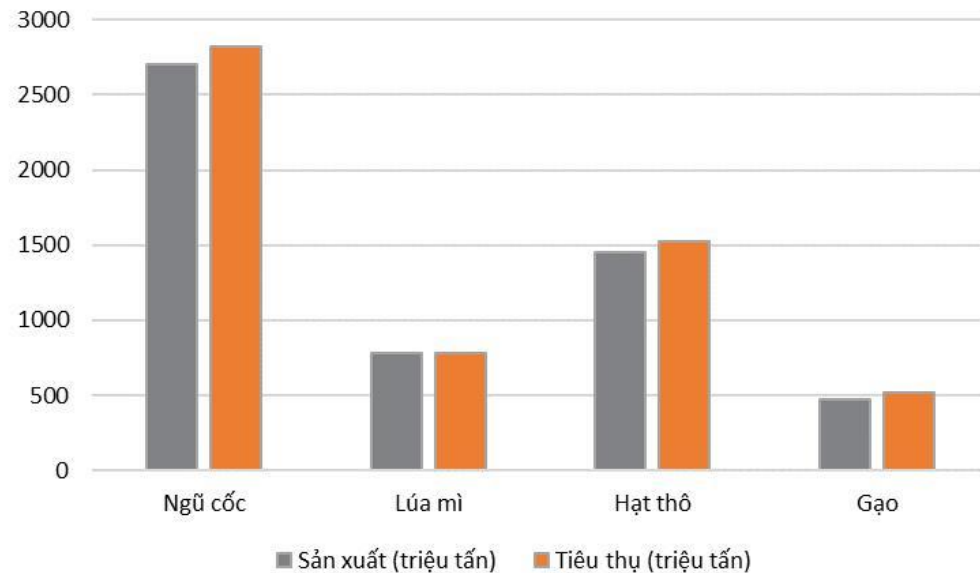
Giá lợn hơi mặc dù giảm 10,5% svck trong 5T21 nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với mức giá trước dịch tả lợn Châu Phi (AFS)



NGUỒN: ANOVA FEED

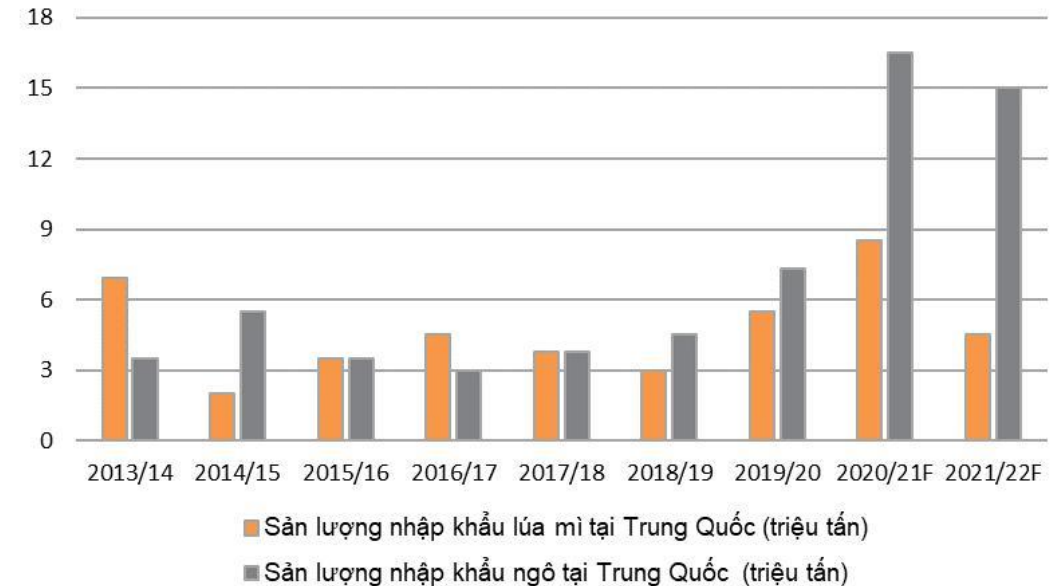
- Giá lợn hơi đã hạ nhiệt xuống 10,5% svck trong 5T21 sau khi tăng mạnh trong năm 2020 do dịch AFS bùng phát. Chúng tôi cho rằng giá lợn hơi giảm chủ yếu do nguồn cung đang tăng trở lại trong khi nhu cầu tiêu thụ thịt lợn bị ảnh hưởng bởi làn sóng Covid-19 lần thứ 3 và 4 khiến trường học và các nhà hàng phải đóng cửa trong thời gian dài.
- Giá lợn hơi 2021 dự kiến sẽ giảm 19,9% svck nhờ hoạt động tái đàn của nông dân, nhưng vẫn sẽ cao hơn 31,6% so với mức trước dịch ASF. Bên cạnh đó, giá các mặt hàng lương thực khác trong nước có khả năng tiếp tục ở mức cao theo xu hướng tăng giá hàng hóa toàn cầu trong giai đoạn 2021-22.

Sản lượng ngũ cốc thế giới năm 2021/22 dự kiến sẽ tăng 1,9% svck trong tiêu thụ ngũ cốc dự kiến sẽ tăng 1,7% svck lên mức đỉnh mới là 2.826 triệu tấn



NGUỒN: FAO

Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng sản lượng nhập khẩu ngũ cốc năm 2020/21 do nhu cầu sản xuất thức ăn chăn nuôi tăng cao



NGUỒN: USDA

- Theo Rabobank, tình trạng hạn hán tại miền nam Brazil và Argentina sẽ đặt ra thách thức đối với năng suất của các cây trồng như mía, lúa mì, đậu tương và ngô. Do đó, nguồn cung có thể sẽ không đủ để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ khi các nền kinh tế lớn mở cửa trở lại và hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi sau đại dịch Covid-19.
- Ngoài ra, Trung Quốc hiện đang thu mua ồ ạt các sản phẩm nông nghiệp trên thị trường quốc tế phục vụ cho hoạt động tái đàn sau dịch ASF. Trong 5T21, tổng lượng ngô nhập khẩu của nước này đạt 11,73 triệu tấn, cao gấp gần 2 lần so với năm 2020. Do đó, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá sẽ tiếp tục tăng trong năm 2021-22.

Hàng hóa	Sản xuất (triệu tấn)	svck (%)	Tiêu thụ (triệu tấn)	svck (%)	% tăng giá năm 2021 svck	% tăng giá năm 2022 svck
Hạt thô	1.516	2,5%	1.526	1,4%	8,5%	1,0%
Lúa mì	786	1,4%	779	2,5%	9,0%	2,2%
Ngô	N/a	N/a	N/a	N/a	26,9%	1,0%
Lúa mạch	N/a	N/a	N/a	N/a	5,9%	2,6%
Đậu tương	N/a	N/a	N/a	N/a	35,1%	0,9%
Gạo	519	1,0%	521	1,4%	2,6%	0,4%
Dầu thực vật	241	3,0%	244	0,7%	23,3%	1,0%
Dầu dừa	N/a	N/a	N/a	N/a	38,6%	1,4%
Dầu cọ	N/a	N/a	N/a	N/a	29,7%	0,9%
Dầu đậu nành	N/a	N/a	N/a	N/a	22,4%	1,1%
Đường	170	-1,0%	172	1,9%	20,1%	1,5%

NGUỒN: FAO, WORLD BANK

- Theo FAO, thị trường ngũ cốc thế giới sẽ tiếp tục thiếu hụt nguồn cung vào năm 2021/22. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ ngũ cốc trên toàn cầu được dự báo sẽ đạt 1.526 triệu tấn (+1,4% svck) do 1) nhu cầu tiêu thụ ngô dùng cho hoạt động sản xuất tăng cao khi các nền kinh tế bắt đầu hồi phục sau đại dịch Covid-19 và 2) nhu cầu nhập ngô và đậu tương để sản xuất thức ăn chăn nuôi tại Trung Quốc tăng cao.
- Sản lượng đường toàn cầu dự kiến sẽ giảm trong vụ mùa thứ ba liên tiếp trong năm 2021/22 do điều kiện thời tiết bất lợi khiến sản lượng mía tại Brazil, Nga và Thái Lan sụt giảm. Bên cạnh đó, tiêu thụ đường thế giới dự kiến sẽ phục hồi, chủ yếu nhờ sự phục hồi của các nền kinh tế vào năm 2021.

Tác động của giá nông sản toàn cầu tăng đến các ngành

HĐKD	Cổ phiếu liên quan	Ảnh hưởng tích cực	HĐKD	Cổ phiếu liên quan	Ảnh hưởng tiêu cực
Kinh doanh gạo	LTG & TAR		Dầu thực vật	KDC, TAC, & VOC	
Sản xuất đường	QNS, SBT, & SLS		Sản xuất sữa VNM		
Phân bón	DPM & DCM		Thức ăn chăn nuôi	DBC & MML	
Thủy sản	VHC		Chăn nuôi	DBC & MML	

- Giá gạo và đường nội địa đã tăng 27,6%/26,7% svck trong 5T21. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các công ty trong ngành sẽ có thể mở rộng biên LNG trong năm 2021-22. Ngoài ra, các DN trong ngành đường cũng sẽ được hưởng lợi từ quyết định mới về thuế chống bán phá giá.
- Các công ty phân bón cũng được hưởng lợi gián tiếp từ nhu cầu tăng cao do nông dân tăng sản xuất để tận dụng xu hướng giá lương thực tăng.
- Nhờ nhu cầu tại các thị trường đích dần phục hồi, giá xuất khẩu của VHC (+8% từ đầu năm) đã phục hồi nhanh hơn mức tăng của giá cá nguyên liệu (+6,1% từ đầu năm). Do giá cá tra vẫn ở mức thấp (-5,6% svck) và tác động kéo dài của COVID-19 tại các nước đối thủ, chúng tôi kỳ vọng VHC cũng sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá lương thực toàn cầu.
- Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các DN sản xuất sữa, TACN, dầu thực vật và thịt có thể bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu đầu vào tăng.

Luận điểm đầu tư

Lựa chọn cổ phiếu

Ngành đường: Triển vọng tích cực nhờ chính sách phòng vệ của Chính phủ và xu hướng giá đường thế giới tăng

QNS

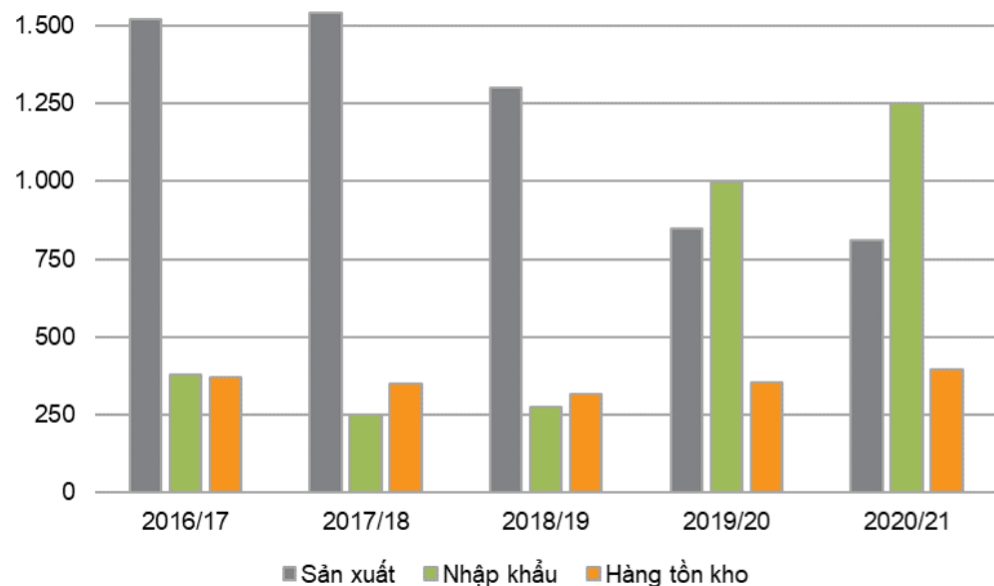
Ngành gạo và thủy sản: Chúng tôi nhận thấy nhu cầu về thực phẩm trên thị trường thế giới dần phục hồi sau đại dịch.

LTG, VHC

Ngành phân bón: Hoá phẩm nông nghiệp sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá hàng hoá toàn cầu.

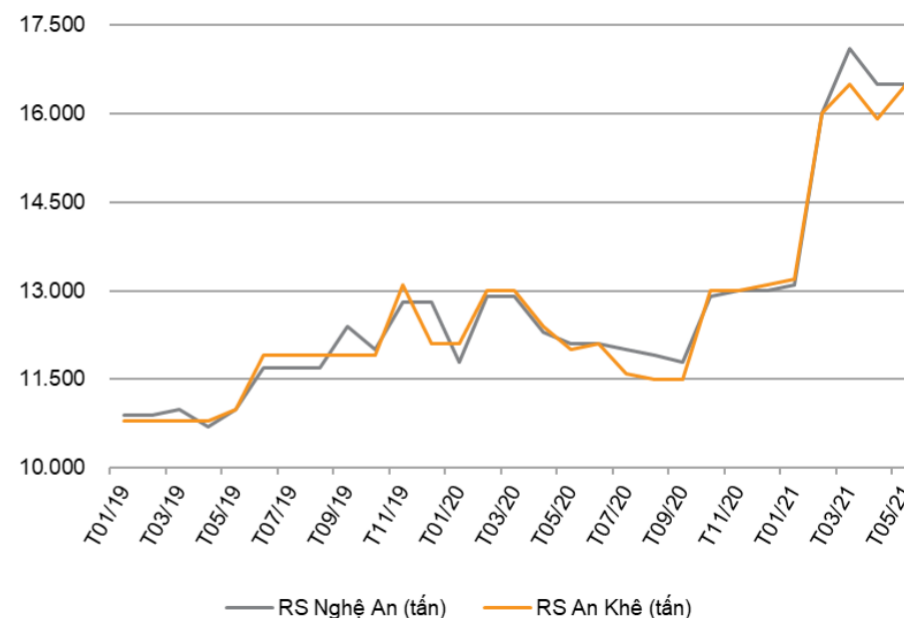
LTG, DPM

2019/2020 là một niên vụ ảm đạm đối với ngành đường Việt Nam khi đường nhập khẩu chiếm lĩnh thị trường nội địa (đv: nghìn tấn)



NGUỒN: VSSA

Giá đường trong nước tăng đáng kể trong 5T21 theo xu hướng tăng giá đường thế giới (đv: VNĐ/kg)



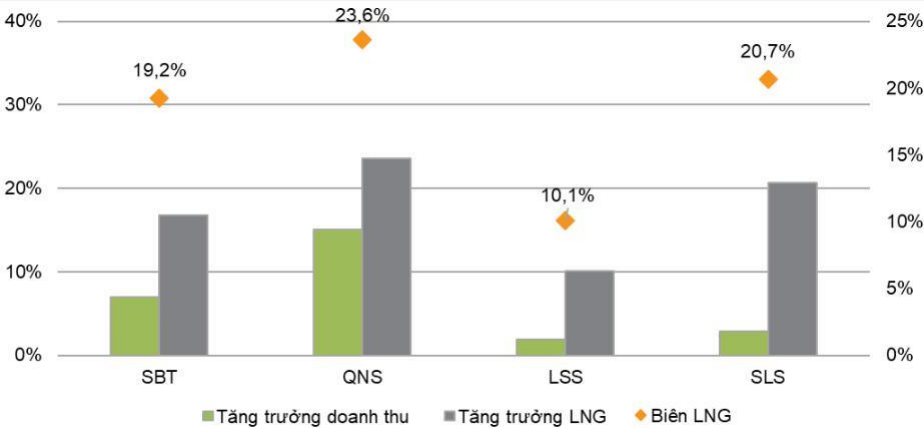
NGUỒN: AGROMONITOR

- Trong năm 2019/20, sản lượng mía và đường giảm lần lượt 39% svck và 35% svck xuống còn 7,4 triệu tấn và 770 nghìn tấn, chủ yếu do diện tích trồng mía nguyên liệu giảm 18% svck. Trong khi đó, sản lượng đường nhập khẩu lại tăng vọt (chủ yếu đến từ Thái Lan) khi ATIGA có hiệu lực từ tháng 1/2020 đã xóa bỏ hạn ngạch thuế quan và giảm thuế nhập khẩu cho các nước ASEAN xuống còn 5%.
- Giá đường có dấu hiệu phục hồi vào cuối năm 2020 và tiếp tục tăng trong 5T21 nhờ xu hướng giá đường thế giới tăng và thuế chống bán phá giá tạm thời được áp dụng đối với đường Thái Lan từ tháng 2/2021.

Các công ty niêm yết trong ngành đường ghi nhận tăng trưởng ấn tượng trong Q1/21

- Hầu hết các DN sản xuất đường đều có KQKD tích cực trong Q1/21 nhờ giá đường trong nước tăng và quản lý các chi phí hiệu quả. Trong đó, SBT và QNS có mức tăng trưởng đáng kể nhờ lợi thế quy mô nhà máy cũng như diện tích mía nguyên liệu lớn.
- CTCP Thành Thành Công – Biên Hoà (SBT, HOSE)** hiện là nhà sản xuất mía đường lớn nhất Việt Nam với 9 nhà máy trên toàn quốc và chiếm lĩnh 46% thị phần. Công ty sở hữu 24 thị trường xuất khẩu tiềm năng. Đáng chú ý, SBT là công ty đường duy nhất tại Việt Nam xuất khẩu đường sang Mỹ. Trong Q1/21, SBT ghi nhận doanh thu thuần tăng 7% đạt 3.188 tỷ VND, trong đó doanh thu bán đường chiếm 91%, đường mật chiếm 4%, điện chiếm 4% và còn lại là phân bón và các hoạt động khác.
- CTCP đường Quảng Ngãi (QNS, HOSE)** đứng thứ hai về vùng nguyên liệu mía, chiếm khoảng 11% tổng diện tích vùng nguyên liệu cả nước. Trong Q1/21, doanh thu và LN ròng của QNS tăng lần lượt 15,1% svck và 23,6% svck, chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh đường. Cụ thể, doanh thu đường tăng 55,3% svck trong Q1/21 lên 408 tỷ đồng nhờ doanh số bán hàng tăng 47% và giá bán tăng 22% svck.

Hầu hết các doanh nghiệp đều ghi nhận KQKD tích cực trong Q1/21



SBT và QNS là hai công ty có quy mô lớn nhất ngành đường

Doanh nghiệp	SBT	QNS	LSS	SLS	KTS
Số lượng nhà máy	9	2	3	1	1
Công suất ép mía (tấn/ngày)	37.500	20.200	10.500	5.000	1.732
Vùng nguyên liệu (ha)	64.000	27.650	10.000	7.771	1.341
Năng suất trung bình (tấn/ha)	71	70	69	65	61
Sản lượng mía ép (tấn)	2.760.000	1.500.000	686.840	506.376	139.947
Sản lượng đường (tấn)	1.060.000	146.000	110.000	64.646	14.473

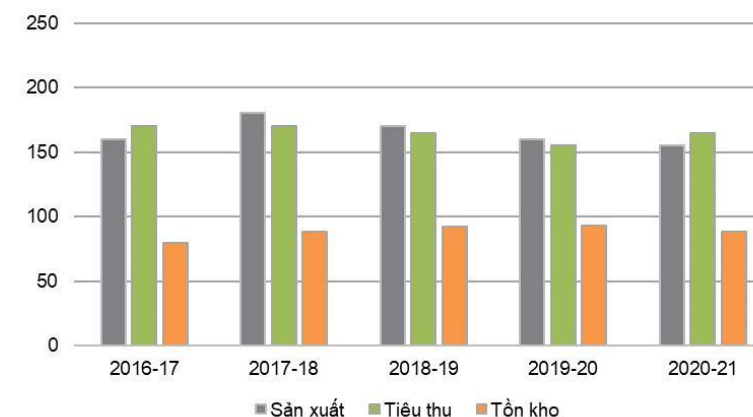
Giá đường theo xu hướng tăng của giá thế giới

- Giá đường toàn cầu đã tăng hơn 10% kể từ cuối năm 2020 và tăng 50% từ mức đáy vào tháng 4/2020. Mặc dù giá đã điều chỉnh sau khi đạt đỉnh ngắn hạn vào cuối tháng 2/2021, chúng tôi tin rằng giá đường vẫn sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn 2021-22 khi nhu cầu toàn cầu phục hồi mạnh mẽ trong thời gian tới. Trong khi đó, thị trường đường thế giới niên vụ 2021-22 được dự báo sẽ chuyển từ cung vượt cầu sang thiếu hụt cung với mức thiếu hụt 4,8 triệu tấn.
- Bên cạnh đó, so với giá đường thị trường tại các nước trong khu vực ASEAN và Trung Quốc, giá đường của Việt Nam vẫn ở mức thấp hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá đường trong nước sẽ tăng lần lượt 30% svck/2% svck theo xu hướng giá đường thế giới tăng trong năm 2021/22.

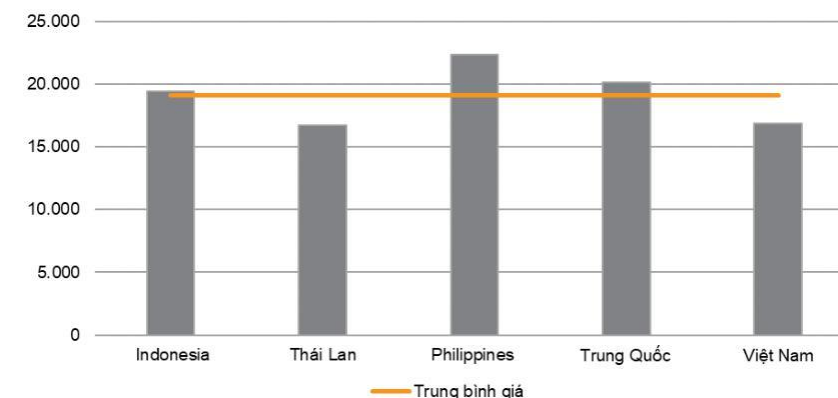
Thuế chống bán phá giá giúp giảm áp lực cạnh tranh đối với đường trong nước

- Bộ Công Thương vừa ban hành quyết định chính thức về việc áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường tinh luyện và đường thô nhập khẩu từ Thái Lan (với thuế suất 47,64%) trong thời gian 5 năm kể từ ngày 16 tháng 6 năm 2021. So với thuế tạm thời vào T2/2021, thuế suất đối với đường tinh luyện thấp hơn một chút, trong khi thuế suất đối với đường thô cao hơn đáng kể. (47,64% so với 33,99%)
- Chúng tôi cho rằng những chính sách này sẽ giúp bảo vệ đường trong nước khỏi đường nhập khẩu giá rẻ từ Thái Lan cũng như đường nhập lậu, từ đó thúc đẩy chuỗi cung ứng đường trong nước phục hồi và phát triển bền vững. Cụ thể, vào tháng 3/2021, lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan đã giảm đáng kể, khoảng 75% so với mức trung bình 110 nghìn tấn vào năm 2020.
- Theo quan điểm của chúng tôi, các nhà sản xuất đường như QNS có thể tận dụng xu hướng giá đường tăng và mở rộng biên LNG trong mảng kinh doanh đường do QNS có quy mô lớn thứ hai về nguyên liệu mía sản xuất đường.

Nguồn cung thị trường đường thế giới niên vụ 2020-2021 dự kiến sẽ thiếu hụt 4,8 triệu tấn (đv: triệu tấn)



Giá đường Việt Nam vẫn ở mức thấp hơn so với giá đường tại các nước khu vực ASEAN (đơn vị: VNĐ/kg)



Diện tích trồng mía được dự đoán sẽ giảm, khiến nguồn cung đầu vào gặp rủi ro

- Diện tích trồng mía hiện còn khoảng 127.000ha (40.000ha quy mô lớn, 60.000 quy mô nhỏ) trong đó hơn 27.000ha đang có nguy cơ bị chuyển đổi sang cây trồng khác. Chúng tôi tin rằng quá trình đô thị hoá và thiếu lao động (nhất là trong mùa thu hoạch) là lý do chính dẫn đến sự suy giảm diện tích vùng nguyên liệu.
- Những yếu tố bất lợi này sẽ gây khó khăn cho hoạt động của các công ty sản xuất đường. Theo Hiệp hội Mía đường Việt Nam (VSSA), niên vụ thu hoạch 2019/20, số lượng nhà máy hoạt động là 29 nhà máy và sẽ giảm xuống 26 trong vụ mùa 2021/22 do thiếu nguyên liệu để duy trì công suất tối đa.

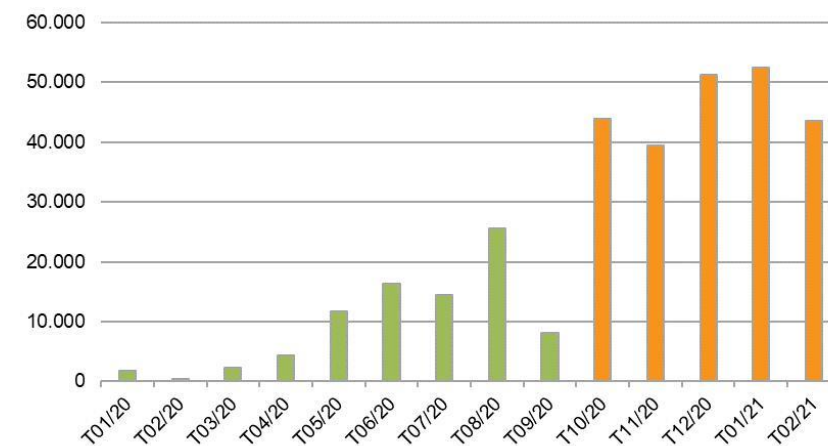
Đường nhập lậu từ Thái Lan có thể vào Việt Nam qua nước thứ 3

- Theo Tổng cục Hải quan, lượng đường nhập khẩu từ các nước ASEAN đã tăng đáng kể trước cuộc điều tra liên quan đến chống bán phá giá và chống trợ cấp. Trong khi tại các quốc gia đó, lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan lại lớn hơn lượng đường nội địa được sản xuất.
- Do đó, chúng tôi đang nhận thấy nguy cơ đường nhập lậu từ Thái Lan có thể vào Việt Nam qua nước thứ ba để tránh thuế và tác động tiêu cực đến giá đường trong nước.

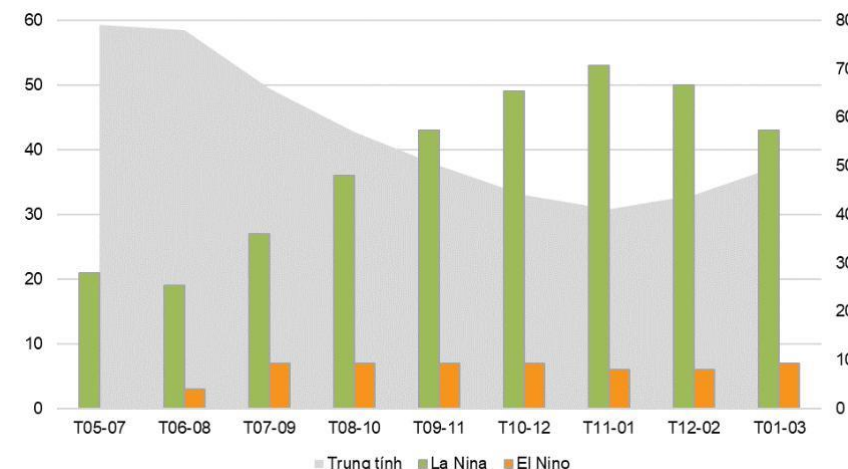
Các yếu tố thời tiết cũng có thể ảnh hưởng đến cây trồng và chất lượng mía.

- Dự báo thời tiết cho thấy xác suất cao của hiện tượng thời tiết La Nina (lượng mưa nhiều hơn) trong Q3/21. Do đó, chúng tôi hy vọng La Nina sẽ hỗ trợ tăng sản lượng mía trong năm tới. Tuy nhiên, nếu mưa lớn kéo dài đến mùa thu hoạch, điều đó có thể sẽ làm giảm lượng đường trong mía.

Đường nhập khẩu từ Campuchia, Lào, Malaysia, Myanmar và Indonesia trước và sau có quyết định điều tra (đv: tấn)



Dự báo thời tiết La Nina từ T5/21 đến T3/22



NGUỒN: VSSA

Doanh nghiệp	Ticker	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đơn vị tiền bản địa)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
					Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F
CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa	SBT VN	N/A	N/A	560	18,5	N/A	1,6	N/A	8,7	N/A	3,6	N/A
CTCP Mía đường Lam Sơn	LSS VN	N/A	N/A	32,6	66,4	N/A	0,5	N/A	0,7	N/A	0,4	N/A
CTCP Mía đường Sơn La	SLS VN	N/A	N/A	52,8	8,3	N/A	2,1	N/A	26,6	N/A	11,9	N/A
CTCP Đường Kon Tum	KTS VN	N/A	N/A	3,3	23,4	N/A	0,5	N/A	2,1	N/A	0,8	N/A
CTCP Đường Quảng Ngãi	QNS VN	Khả quan	48.900	622	11,6	9,5	1,8	1,7	16,0	18,8	11,6	14,7
Trung bình				254	25,6	9,5	1,3	1,7	10,8	18,8	5,7	14,7

NGUỒN: BLOOMBERG, DỮ LIỆU NGÀY 28/06/2021

Giá gạo theo xu hướng tăng giá của thế giới

Giá xuất khẩu 5T/21 của Việt Nam đã tăng 27,5% svck và cao hơn 40,9% so với đáy vào tháng 1/2020. Giá nội địa trong 5T/21 cũng tăng 13,2% svck và cao hơn 27,1% so với mức thấp nhất vào tháng 2/2020. Trong thời gian tới, triển vọng nhu cầu thị trường vẫn tích cực do (1) mối lo ngại về an ninh lương thực hậu Covid-19, buộc các quốc gia phải tăng sản lượng lương thực dự trữ, và (2) thiếu hụt nguồn cung từ Thái Lan do thời tiết không thuận lợi. Chúng tôi kỳ vọng giá gạo vẫn sẽ neo ở mức cao và giảm tốc khi các nền kinh tế dần ổn định giá hàng hoá nội địa.

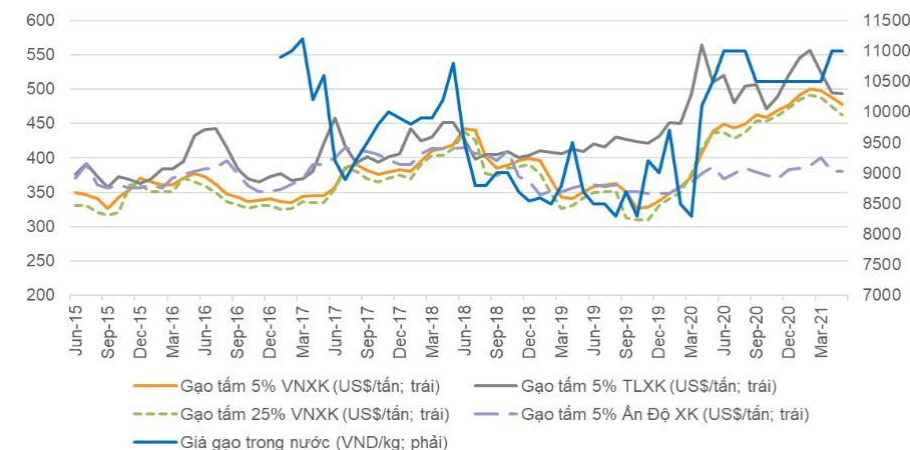
LTG trở thành một đối thủ đáng gờm trong ngành

Chúng tôi tin rằng đà tăng liên tục của giá gạo sẽ giúp các doanh nghiệp của Việt Nam trong ngành lúa gạo mở rộng phân khúc gạo. Cụ thể, đối với LTG, công ty đã có đơn đặt hàng trong nước và quốc tế vào tháng 2, tháng 6 và tháng 9 hàng năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng việc giá gạo toàn cầu tăng sẽ giúp triển vọng mảng xuất khẩu tươi sáng hơn.

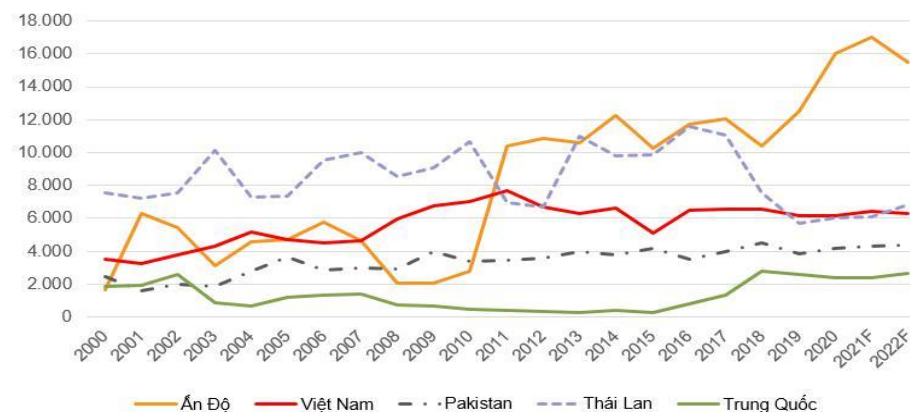
Nhu cầu thế giới lớn hơn nguồn cung

Giả sử điều kiện tăng trưởng bình thường, FAO dự báo sản lượng gạo toàn cầu năm 2021 đạt 519,1 triệu tấn, thể hiện mức tăng 1% mỗi năm lên mức cao kỷ lục mới. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng sản lượng toàn cầu chậm lại do cạnh tranh bền vững bị hạn chế bởi giá đầu vào tăng, chẳng hạn như phân bón và nhiên liệu. Những mối lo ngại về tình hình Covid-19 ở Nam và Đông Nam Á cũng ảnh hưởng tới nguồn cung gạo toàn cầu.

Thiếu hụt nguồn cung đẩy giá gạo tăng cao



Sản lượng xuất khẩu gạo toàn cầu: nhu cầu vượt xa nguồn cung



Nguồn: BLOOMBERG, AGROMONITOR

Thiếu hụt nguồn cung do sự nóng lên toàn cầu và biến đổi khí hậu

Sự nóng lên toàn cầu và biến đổi khí hậu đang làm thay đổi điều kiện trồng trọt, khiến mọi thứ trở nên khó khăn hơn. Nông dân đang phải nỗ lực gia tăng sản xuất để đáp ứng được nhu cầu ngày càng tăng trên toàn cầu, đặc biệt là khi đứng trước mối lo ngại về thiếu lương thực sau đại dịch Covid-19. Theo FAO, sản lượng toàn cầu và tổng sản lượng tiêu thụ được dự báo lần lượt đạt 519,1 triệu và 520,6 triệu tấn.

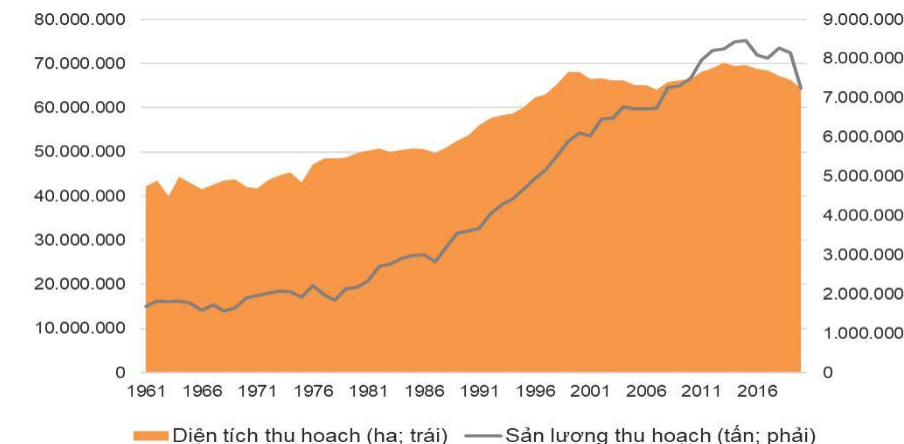
Diện tích thu hoạch giảm

Diện tích đất trồng lúa đã giảm dần kể từ năm 2011 khi nền kinh tế tái cơ cấu, đặc biệt là trong và sau thời kì công nghiệp hoá, đô thị hoá. Mặc dù ngành nông nghiệp đã có nhiều thay đổi để thích nghi như trồng nhiều giống lúa, sử dụng các mô hình sản xuất và áp dụng hệ thống tưới tiêu mới, nhưng sản lượng sản xuất vẫn có xu hướng giảm dần trong 10 năm qua.

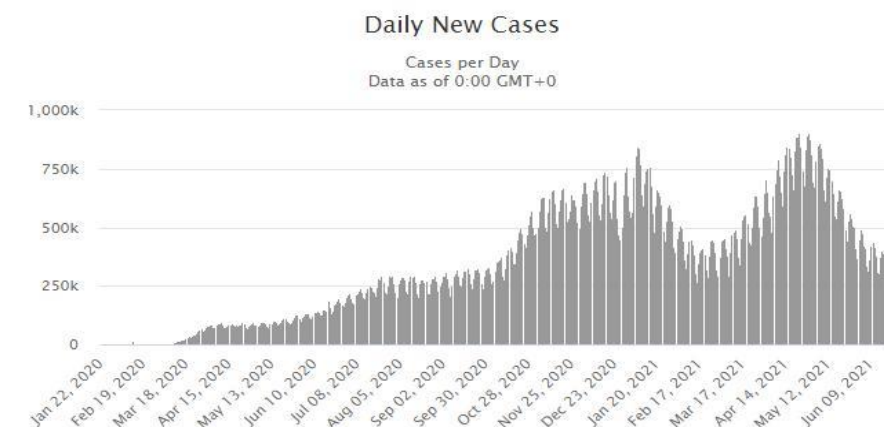
Sự bùng phát của các đợt dịch Covid-19

Dịch Covid-19 làm gián đoạn nhiều chuỗi cung ứng và đẩy lùi tăng trưởng kinh tế, khiến hàng ngàn doanh nghiệp phá sản. Các hoạt động vận tải và thương mại bị đình trệ, tác động tiêu cực đến xuất khẩu gạo, và ảnh hưởng đáng kể đến khả năng đầu tư của nông dân vào các sản phẩm sản xuất nông nghiệp bao gồm phân bón, hoá chất nông nghiệp và các dịch vụ nông nghiệp khác.

Sản lượng và diện tích thu hoạch của Việt Nam giảm dần



Sự bùng phát của các đợt dịch Covid-19



Sản lượng tiêu thụ phân bón có dấu hiệu phục hồi

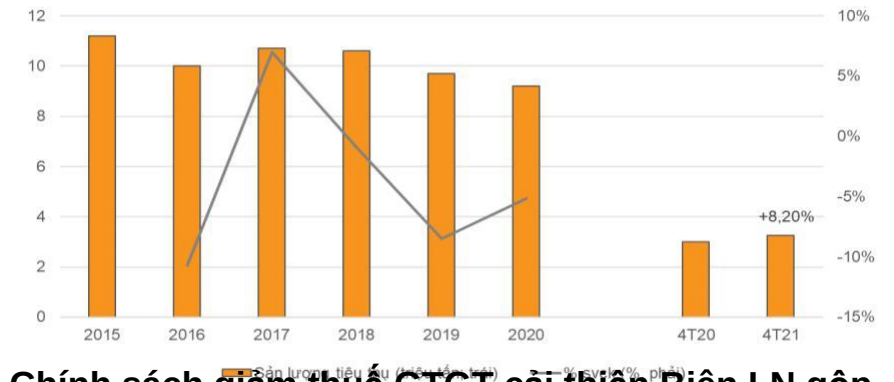
Tăng trưởng tiêu thụ phân bón vẫn ở mức khiêm tốn với mức tăng trưởng kép chỉ đạt -2,1% trong giai đoạn 2016-20 do (1) diện tích trồng trọt giảm từ năm 2011 và (2) tái cơ cấu các vùng canh tác từ cây lương thực sang cây công nghiệp có biên LN gộp cao hơn.

Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ phân bón trong 4T/21 đã tăng tích cực 8,2% svck, nhờ một số yếu tố như (1) thời tiết thuận lợi, (2) giá nông sản cao hơn dẫn đến tăng sản lượng lương thực trồng trọt, và (3) giá phân bón trong nước neo ở mức cao nhưng vẫn thấp hơn giá phân bón toàn cầu: do đó, ngành phân bón giảm nhập khẩu và tăng tiêu thụ trong nước.

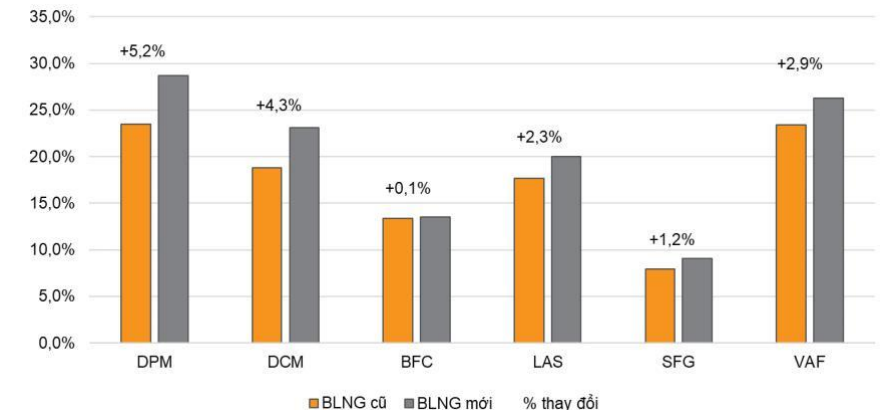
Chính sách giảm thuế GTGT phân bón từ 10% xuống 5% có nhiều chuyển biến

Tháng 6/2021, bộ trưởng Bộ tài chính Hồ Đức Phớc đã có công văn gửi Thủ Tướng Chính phủ, yêu cầu thảo luận thêm về luật thuế GTGT, trong đó có các điều khoản về thuế GTGT mặt hàng phân bón. Theo Điều 2 Nghị quyết số 48/NQ-CP, Chính phủ yêu cầu nhanh chóng rà soát, trình Quốc hội xây dựng pháp lệnh năm 2021 của các luật được bổ sung như luật thuế GTGT và thuế tiêu thụ đặc biệt. Nghị quyết về thuế GTGT đối với phân bón có khả năng sẽ được xem xét và thông qua tại kỳ họp Quốc hội sắp tới. Luật thuế GTGT này sẽ hỗ trợ các nhà sản xuất phân bón giảm thuế GTGT đầu vào, chuyển một phần phí này cho người tiêu dùng, giảm gánh nặng thuế cho các công ty sản xuất phân bón.

Sản lượng tiêu thụ 4T/21 cao hơn nhờ vụ mùa bội thu



Chính sách giảm thuế GTGT cải thiện Biên LN gộp của các doanh nghiệp sản xuất phân bón lớn



Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp sản xuất phân bón ghi nhận mức tăng trưởng cao

Trong Q1/21 các doanh nghiệp phân bón ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ svck. Hơn nữa, LN của các công ty đến từ doanh thu tăng mạnh khi giá ure ghi nhận đà tăng trưởng mạnh mẽ nhất từ trước đến nay, liên tục đạt mức cao mới. Giá phân bón trong nước đã tăng theo xu hướng của thế giới, đặc biệt giá lúa và ngô ở mức cao sẽ giúp người nông dân có khả năng đầu tư cao hơn. Ngoài ra, giá ure nhập khẩu vẫn cao hơn so với giá trong nước, đẩy doanh thu của các nhà doanh nghiệp phân bón tăng trong khi biên LN gộp vẫn ổn định. Cụ thể, doanh thu của CTCP Phân bón Cà Mau (DCM), Tổng công ty Phân bón và Hoá chất Dầu khí (DPM), CTCP Bình Điền (BFC) và Vinachem (DDV) tăng lần lượt 39%/15%/99%/56% svck với biên LN gộp Q1/21 đạt lần lượt 14.3%/22.2%/12.6%/13.3%.

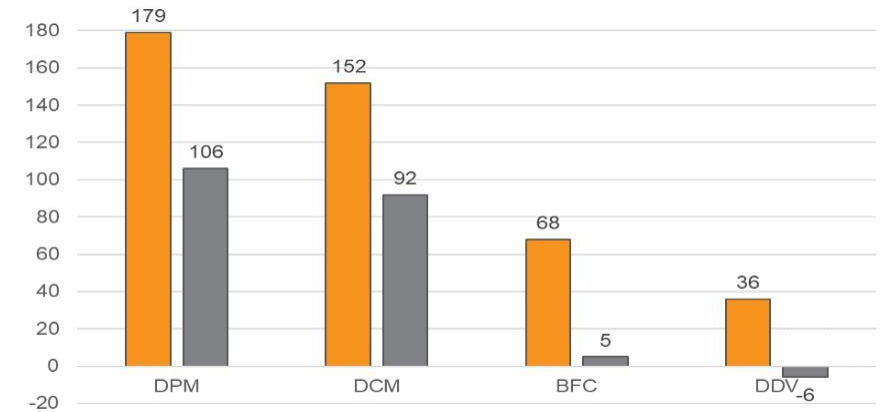
Đà tăng của giá ga một phần được chuyển sang phía người mua

Theo Bloomberg, giá dầu Platt T5/21 ở mức 379,06USD/thùng (+68,1% svck) trong khi giá ure đạt 395 USD/tấn (+68% svck). Nhờ giá nông sản tăng vọt, kèm theo những lo ngại toàn cầu về vấn đề thiếu lương thực hậu COVID, khiến nhu cầu phân bón tăng mạnh. Giá lúa và ngô cao hơn cũng hỗ trợ người nông dân chi trả mức giá phân bón cao. Chúng tôi kỳ vọng giá phân bón sẽ từ từ hạ nhiệt trong giai đoạn 2022-25 khi giá dầu giảm.

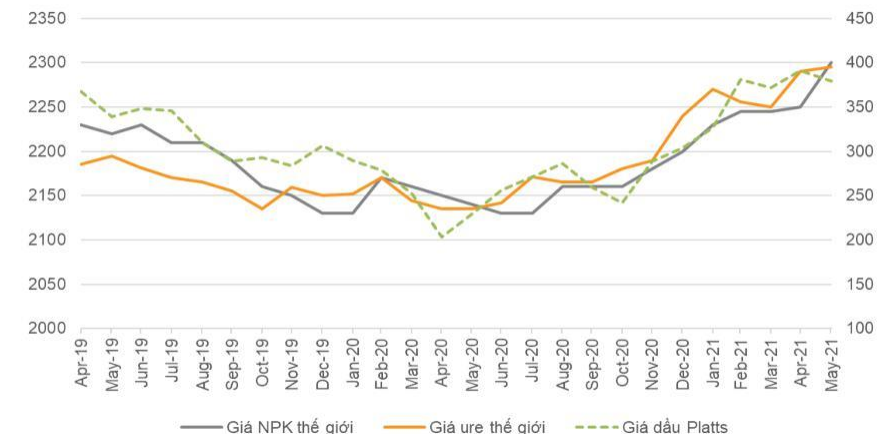
DPM là đơn vị đầu ngành

Hiện tại, thị trường phân ure trong nước có sản lượng tiêu thụ ổn định ở mức khoảng 2 triệu tấn/năm, trong khi tổng nguồn cung của các nhà sản xuất trong nước là hơn 2,6 triệu tấn. Mặc dù mức độ cạnh tranh cao tuy nhiên Đạm Phú Mỹ vẫn luôn duy trì được công suất nhà máy sản xuất ở mức tối đa (800 ngàn tấn/năm) với mức giá tốt trên thị trường phân bón.

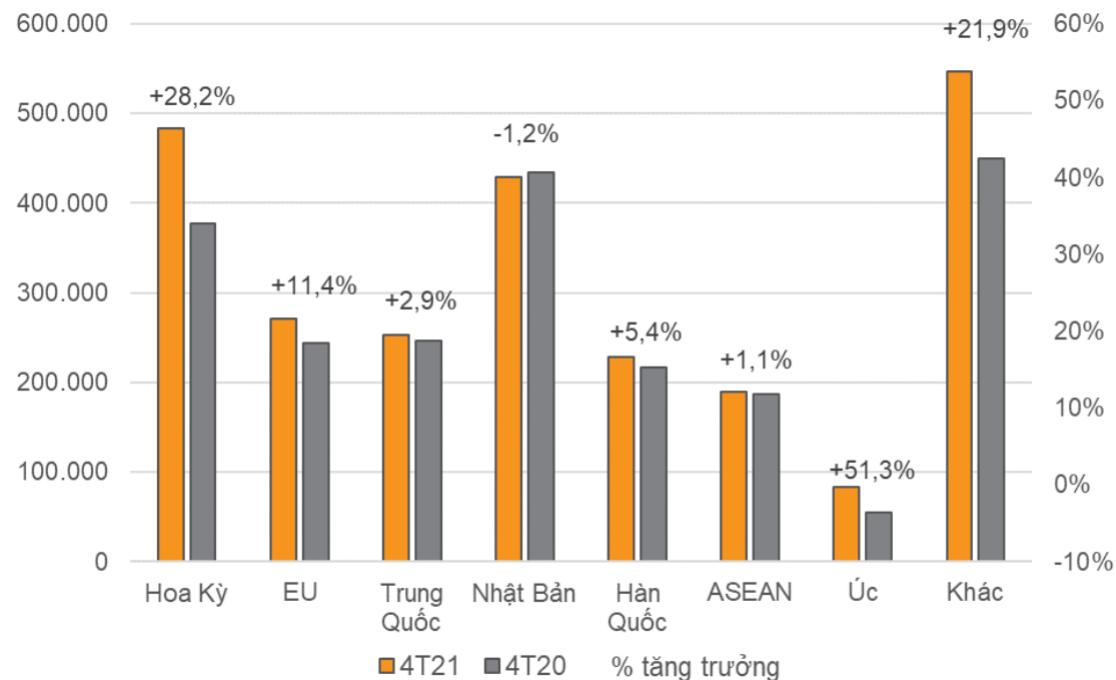
LN ròng các doanh nghiệp phân bón tăng mạnh



Giá phân bón tăng mạnh làm giảm rủi ro của tác động từ giá dầu tăng cao

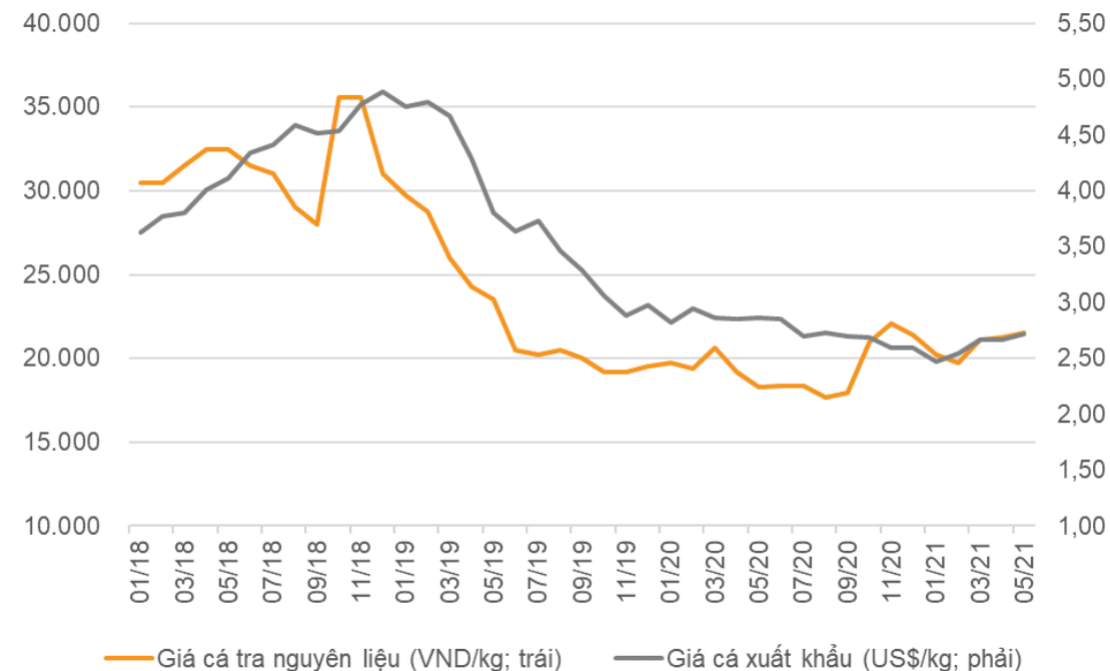


Giá trị xuất khẩu thủy sản phục hồi nhờ vắc xin



Nguồn: TCHQ

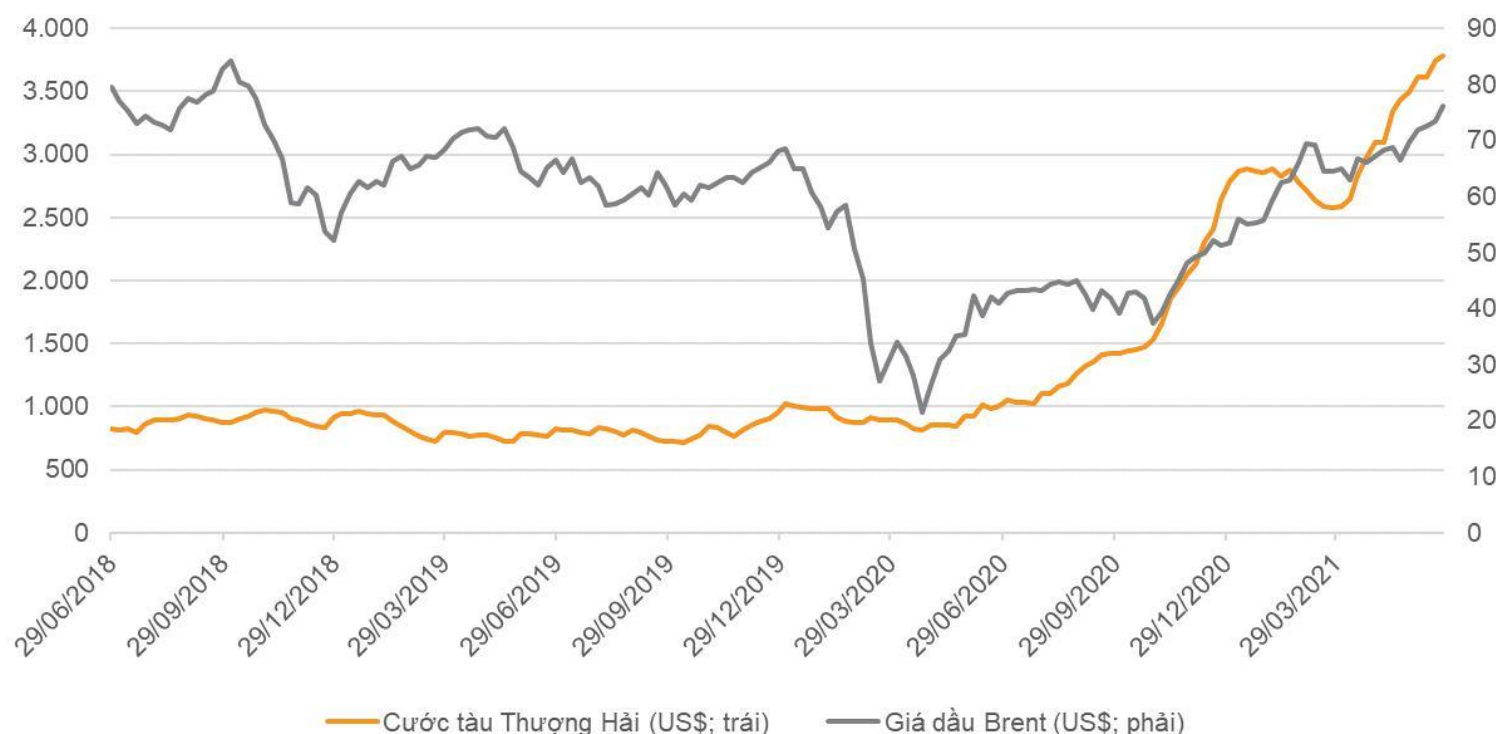
Giá xuất khẩu cá tra tăng do nhu cầu phục hồi



Nguồn: NOAA

- Theo VASEP, tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 4,7% mỗi năm lên 8,8 tỷ USD nhờ các kế hoạch tiêm chủng đang được triển khai nhanh chóng toàn cầu, từ đó nhu cầu thủy sản tăng mạnh trong khi nguồn cung vẫn eo hẹp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng xuất khẩu thủy sản sẽ tăng mạnh trong năm nay và GBBQ tăng từ 2,7USD/kg trong năm 2020 lên 3,0USD-3,2USD/kg (8,6%-6,7%) lần lượt trong năm 2021-2022.
- Giá hàng hóa cao hơn cũng đẩy giá thức ăn cho cá tăng, dẫn đến giá cá nguyên liệu tăng khoảng 1.500đ/kg (+6,1% từ đầu năm). Chúng tôi kỳ vọng giá cá nguyên liệu sẽ tăng lên mức 22.008 đồng (+6,0% svck) trong năm 2021. VHC là lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi trong ngành này.

Chi phí vận chuyển hàng hoá gia tăng gián tiếp gây áp lực lên ngành thủy sản (USD)



Nguồn: BLOOMBERG

- Giá dầu tăng có tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, ảnh hưởng trực tiếp tới chi phí vận chuyển. Giá dầu tăng kéo theo giá cước tàu gia tăng, ngoài ra tình trạng tắc tại cửa khẩu và tình trạng thiếu container vẫn tiếp diễn, cản trở đà phục hồi của các doanh nghiệp thủy sản.
- Kể từ cuối năm 2020, Trung Quốc đã siết chặt về nhập khẩu nhằm đảm bảo các sản phẩm nông nghiệp nhập khẩu của họ không bị nhiễm khuẩn do những lo ngại về vấn đề dịch COVID-19 lây lan qua hải sản. Theo VASEP, xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc giảm 11% svck trong T4/21 và tiếp tục giảm 22% svck trong T5/21. Do đó, mặc dù thị trường Mỹ và EU có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ về cầu, xuất khẩu sang Trung Quốc vẫn có thể giảm tốc trong thời gian tới do các yêu cầu về kiểm dịch và thông quan chặt chẽ hơn.

	Tên công ty	Mã BB	Giá (đồng nội địa)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
					Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F
Thủy sản	CTCP Vĩnh Hoàn	VHC VN	44.300	350,21	11,55	10,51	1,52	1,57	13,52	16,40	10,21	11,90
	CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre	ABT VN	28.400	14,19	10,84	N/A	0,78	N/A	7,31	N/A	5,86	N/A
	CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL VN	13.000	28,33	10,51	N/A	0,92	N/A	5,55	N/A	2,53	N/A
	CTCP Đầu tư và Phát triển Đa Quốc Gia	IDI VN	6.740	66,47	15,12	N/A	0,53	N/A	3,60	N/A	1,36	N/A
	CTCP Nam Việt	ANV VN	32.000	176,76	18,27	14,53	1,70	1,73	9,22	N/A	4,95	N/A
Phân bón	CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau	DCM VN	20.550	472,70	18,31	20,01	1,69	1,74	9,43	9,33	7,70	6,4
	Tổng Công ty Phân bón và Hóa chất Dầu khí - CTCP	DPM VN	22.900	389,38	11,88	12,76	1,12	1,06	9,42	9,30	6,66	7,9
	CTCP Phân Bón Fatima	FATIMA P	29	380,96	4,12	5,02	0,66	0,64	17,03	12,00	9,18	8
	CTCP Phân Bón Fauji	FFC PA	107	862,34	4,33	7,72	1,69	N/A	44,27	N/A	16,27	N/A
Nông sản khác	CTCP Tập đoàn Pan	PAN VN	28.300	256,86	30,10	N/A	1,63	N/A	5,30	N/A	1,65	N/A
	CTCP Tập đoàn Giống cây trồng Việt Nam	NSC VN	81.400	62,16	6,89	N/A	1,25	N/A	18,83	N/A	10,97	N/A
	CTCP Vinafco	VFC VN	18.000	26,44	94,24	N/A	1,23	N/A	1,31	N/A	0,71	N/A
	CTCP Giống cây trồng Miền Nam	SSC VN	42.000	27,36	14,02	N/A	1,61	N/A	11,73	N/A	7,78	N/A
	CTCP Tập đoàn Lộc Trời	LTG VN	39.000	136,57	10,11	6,71	1,12	1,00	11,53	15,80	5,44	N/A

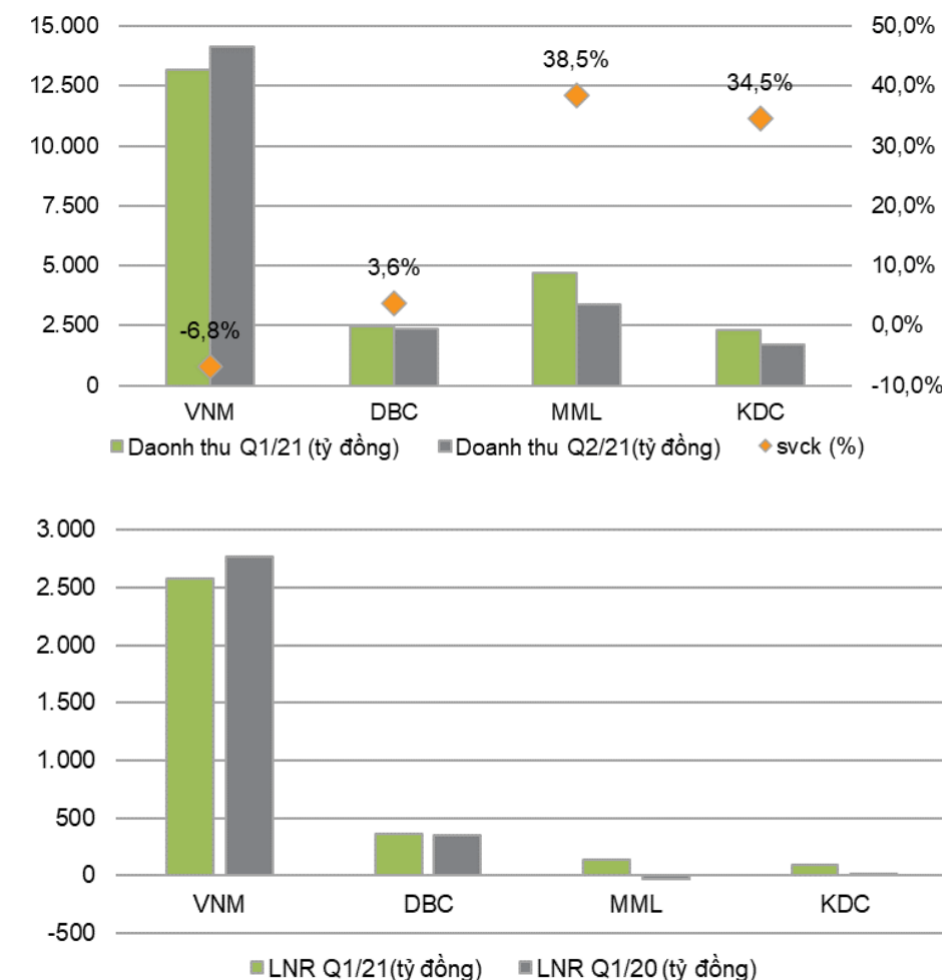
Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn (VHC, Khả quan): Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu của VHC sẽ tăng dần nhờ giá trị xuất khẩu tại các thị trường đích phục hồi và ổn định (Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc). Các thị trường này đang có mức tiêu thụ khá tích cực. Chúng tôi cho rằng xuất khẩu cá tra năm nay sẽ phục hồi nhờ (1) vắc xin COVID-19 được phân phối rộng rãi và (2) tác động kéo dài từ dịch COVID-19 tại các nước đối thủ cạnh tranh mảng xuất khẩu cá trắng. Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng của VHC sẽ tăng trưởng kép với tốc độ trong giai đoạn 21-22 lần lượt là 19% và 32%. Tiềm năng tăng giá: giá bán cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá: 1) những thay đổi bất lợi trong quy định và 2) chi phí cước tàu ngày càng tăng.

Tổng Công ty Phân bón & Hóa chất Dầu khí (DPM, Khả quan): Cổ phiếu DPM phù hợp cho đầu tư dài hạn nhờ 1) Giá urê của DPM tăng mạnh do nhu cầu trong nước tăng trong khi lượng phân bón nhập khẩu giảm do thiếu cung toàn cầu và chi phí sản xuất tăng cao, 2) Chính sách thuế GTGT được xem xét và thông qua có thể giảm chi phí thuế đầu vào và 3) kỳ vọng về khoản bảo hiểm 113 tỷ đồng được ghi nhận trong tương lai. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần/LNST năm 2021 của DPM tăng lần lượt 17,8% svck/15,5% svck. Tiềm năng tăng giá: giá bán và sản lượng phân bón cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá: giá dầu cao hơn kỳ vọng.

CTCP Đường Quảng Ngãi (QNS, Khả quan): QNS có quy mô lớn thứ hai trong ngành mía nguyên liệu sản xuất đường, từ đó công ty có thể tận dụng xu hướng tăng của giá đường và tăng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng kinh doanh đường. Trong khi đó, thuế chống bán phá giá đối với đường Thái Lan sẽ giúp giảm áp lực cạnh tranh của công ty và khiến giá bán tăng. Trong năm 2021, QNS có kế hoạch đưa dây chuyền sản xuất đường bổ sung tinh luyện (đường RE) với sản lượng dự kiến là 90.000 tấn. Ngoài ra, đường RE có giá bán cao hơn Đường tinh luyện (RS) cùng với yếu tố áp thuế chống bán phá giá, hỗ trợ giá đường trong nước, từ đó giá bán bình quân (ASP) dự kiến sẽ tăng 30-2% so với cùng kỳ cho năm 2021-2022. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận của QNS sẽ tăng 22,1%/6,0% svck trong năm 2021-2022. Tiềm năng tăng giá gồm: giá đường cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá: 1) giá đường thấp hơn dự kiến và 2) điều kiện thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến năng suất và hàm lượng đường của mía nguyên liệu.

- CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN, HOSE):** Trong Q1/21, DT và LN ròng của VNM giảm lần lượt 6,8%/6,8% svck xuống 13,190 tỷ đồng và 2,567 tỷ đồng. Dịch Covid-19 bùng phát lần thứ 3 đã gây ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ hàng tiêu dùng nhanh trong Q1/21, khiến DT của cả công ty mẹ và MCM đều ghi nhận mức tăng trưởng âm 9,4%/1,8% svck trong 3T21. Bên cạnh đó, biên LNG của VNM cũng giảm 3,0 điểm % do giá sữa bột nguyên liệu tăng cao và công ty đã phải cắt giảm chi phí bán hàng 13,0% svck để bù đắp cho mức giảm này.
- CTCP Tập đoàn KIDO (KDC VN, HOSE):** Doanh thu Q1/21 của KDC đạt 2.322 tỷ đồng (+34,5% svck) nhờ doanh thu mảng kem tăng 15% svck và mảng dầu ăn tăng 37,8% svck. Trong Q1/21, KDC 1) tiếp tục tối ưu hóa hệ thống quản lý ở tất cả các mảng để giảm tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN / doanh thu 4,8 điểm % svck xuống còn 13,6%, 2) áp dụng khoản lỗ thuế chuyển sang năm sau từ năm 2018 để giảm thuế suất 14,2 điểm % svck xuống 10,2% và 3) việc sáp nhập với công ty thực phẩm đông lạnh Kido (KDF) vào cuối năm 2020 giúp giảm tỷ lệ cổ đông thiểu số / lợi nhuận ròng 46,2 điểm % svck xuống 30,4%. Kết quả là lợi nhuận ròng trong Q1/21 tăng gấp 8,4 lần svck lên 94 tỷ đồng.
- CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam (DBC VN, HOSE):** Trong Q1/21, DBC ghi nhận doanh thu thuần và LNR lần lượt đạt 2.473 tỷ đồng (+ 3,6% svck) và 365 tỷ đồng (+ 4,7% svck). Trong đó, biên LNG của HĐKD chính giảm nhẹ, từ 29% trong Q1/20 xuống 26% trong Q1/21 do chi phí thức ăn chăn nuôi cao hơn. Theo Ban lãnh đạo, DBC có thể thông qua việc tăng giá bán thức ăn chăn nuôi bình quân để giảm tác động này. Tuy nhiên, chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi cao hơn vẫn sẽ ảnh hưởng biên LNG của mảng kinh doanh thức ăn chăn nuôi và thịt trong thời gian tới.
- CTCP Masan MeatLife (MML VN, HOSE):** Doanh thu thuần của MML trong Q1/21 đạt 4.704 tỷ đồng, tăng 38,5% so với mức 3.397 tỷ đồng trong Q1/20, chủ yếu nhờ tăng trưởng 54,6% svck trong phân khúc thịt (thịt lợn), và tăng trưởng 26,3% từ phân khúc thức ăn chăn nuôi, cùng với đóng góp 284 tỷ đồng từ mảng thịt gà (3F Việt).

KQKD của các công ty FMCG trong Q1/21



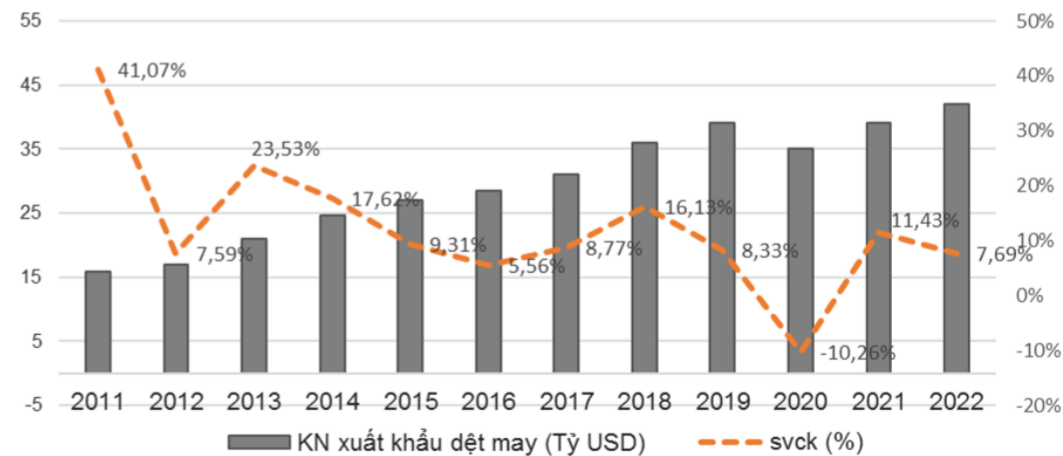
	Doanh nghiệp	Mã Bloomberg	Giá hiện tại	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			(đv tiền bản địa)		Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F	Hiện tại	2021F
Thực phẩm đóng gói	Uni-President Enterprises Corp	1216 TT	73,5	15.216	18,6	19,0	3,5	N/A	19,4	N/A	4,6	N/A
	Charoen Pokphand Foods PCL	CPF TB	26,5	6.986	8,1	9,5	1,1	N/A	13,6	N/A	3,5	N/A
	Thai President Foods PCL	TFMAMA TB	190	1.963	15,9	N/A	2,3	N/A	15,3	N/A	10,6	N/A
	Samyang Foods Co Ltd	003230 KS	91.300	608	11,9	11,0	2,0	N/A	17,9	N/A	10,8	N/A
	CTCP Hàng tiêu dùng Masan	MCH VN	113.200	3.487	17,4	16,8	5,5	6,1	32,5	26,6	18,6	16,4
Sữa	China Mengniu Dairy Co Ltd	2319 HK	47,8	24.316	44,4	30,2	4,8	N/A	11,4	N/A	4,4	N/A
	Morinaga Milk Industry Co Ltd	2264 JP	5.910	2.661	15,6	8,4	1,5	N/A	9,8	N/A	4,2	N/A
	Inner Mongolia Yili Industrial Group Co	600887 CH	37,2	34.957	25,1	26,2	6,6	N/A	29,1	N/A	11,4	N/A
	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk PT	ICBP IJ	8.025	6.465	14,2	13,9	3,2	N/A	24,1	N/A	9,3	N/A
	Toyo Suisan Kaisha Ltd	2875 JP	4.385	4.393	15,4	17,2	1,4	N/A	9,1	N/A	7,0	N/A
	Universal Robina Corp	URC PM	143	6.463	26,7	25,1	3,3	N/A	12,9	N/A	6,8	N/A
	CTCP Sữa Việt Nam	VNM VN	89.700	8.147	19,0	18,5	5,9	6,9	31,9	33,8	22,5	23,6
Chăn nuôi	CTCP Masan MeatLife	MML VN	60.000	852	74,1	37,3	3,5	3,4	4,8	9,5	1,6	3,1
	Thai Union Group PCL	TU TB	19,3	2.815	13,2	13,6	1,7	N/A	13,7	11,8	4,9	4,3
	Charoen Pokphand Indonesia Tbk PT	CPIN IJ	6.125	6.938	26,2	29,5	4,3	N/A	17,4	15,5	12,7	12,1
	CTCP Tập đoàn Dabaco Việt Nam	DBC VN	64.100	321	5,1	7,3	1,6	1,4	35,8	21,4	13,9	9,6
Dầu thực vật	Wilmar International Ltd	WIL SP	4,5	21.116	13,9	13,1	1,1	1,1	8,6	6,7	3,1	N/A
	Fuji Oil Holdings Inc	2607 JT	2.690	2.128	21,0	19,3	1,4	N/A	7,0	N/A	3,0	N/A
	D&L Industries Inc	DNL PM	8,2	1.205	26,7	22,0	3,2	3,0	12,1	12,9	8,4	10,3
	Agro Tech Foods Ltd	ATFL IN	939	308	73,2	48,2	5,2	4,8	7,4	10,5	5,9	N/A
	CTCP Tập đoàn KIDO	KDC VN	62.500	621	46,5	27,1	2,4	2,0	4,9	7,4	2,3	3,5

Ngành dệt may

Mây tạnh trời quang

190

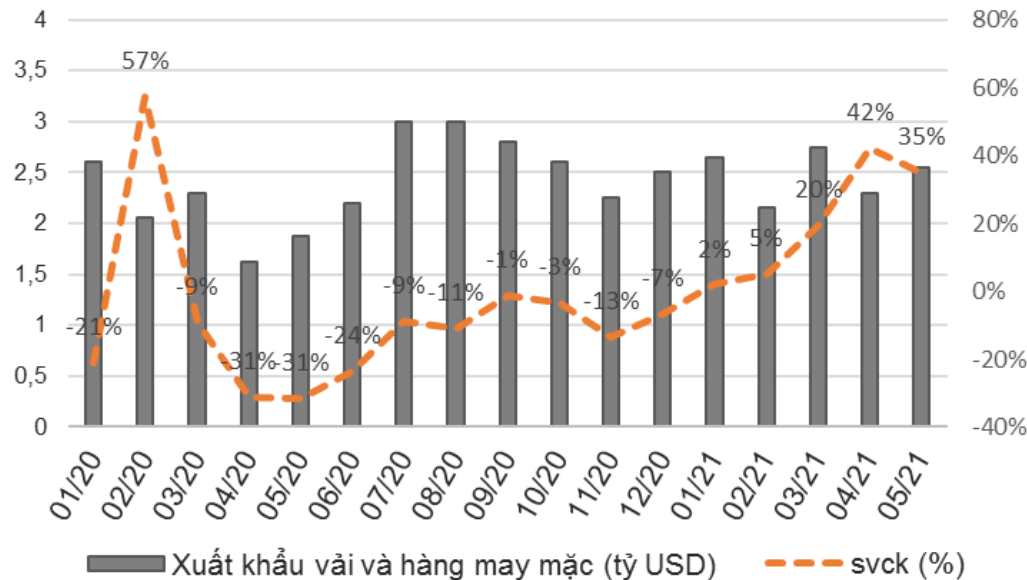
Giá trị xuất khẩu ngành dệt may dự kiến đạt 39 tỷ USD năm 2021 (+9,25% svck)



Nguồn: Vinatex

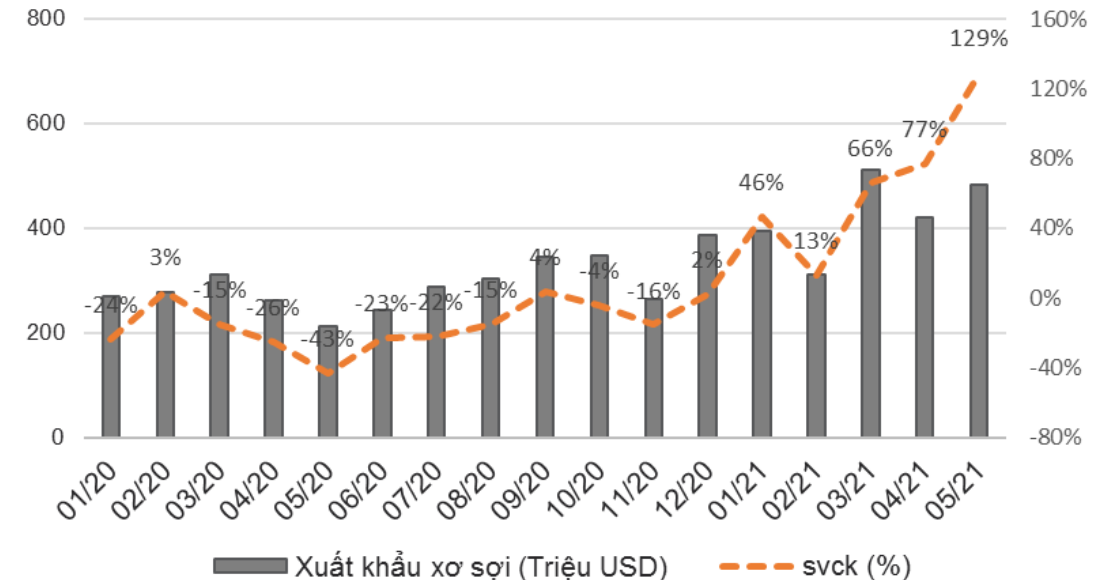


Giá trị xuất khẩu vải và hàng may mặc của Việt Nam tăng 15% svck lên 10,6 tỷ USD trong 5T21



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG

Giá trị xuất khẩu xơ sợi phục hồi trong 5T21 với mức tăng trưởng 60,4% svck, đạt 1,35 tỷ USD



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG

- Trong 5T21, các đơn hàng dệt may đã tăng mạnh trở lại nhờ sự phục hồi về đơn hàng tại các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam như Mỹ và Hàn Quốc. Tổng giá trị xuất khẩu ngành dệt may tăng 15,2% svck lên 12,2 tỷ USD, hoàn thành 31,2% mục tiêu đặt ra đầu năm 2021 (39 tỷ USD).
- Giá trị xuất khẩu xơ sợi tăng mạnh trở lại trong 5T21 với mức tăng trưởng 60,4% svck, đạt 1,35 tỷ USD. Đáng chú ý, trong Q1/21, giá trị xuất khẩu sợi polyester filament của Việt Nam đạt 111,1 triệu USD (+31,0% svck) nhờ sản lượng xuất khẩu tăng 36,0% svck (khoảng 71,8 nghìn tấn).

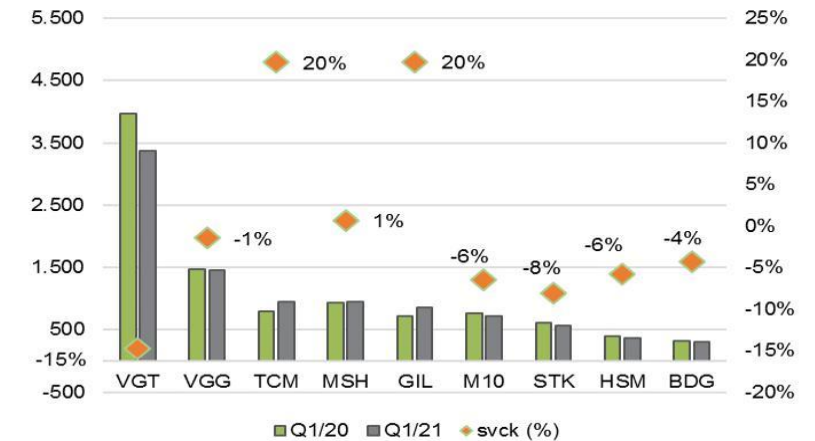
Lợi nhuận ròng trong Q1/21 của các công ty dệt may niêm yết tăng trưởng ấn tượng nhờ cải thiện danh mục sản phẩm và cắt giảm chi phí quảng cáo.

Chúng tôi ước tính, tổng doanh thu (DT) trong Q1/21 của các công ty dệt may niêm yết đã giảm 7,6% svck do giảm giá bán. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy biên LN gộp được cải thiện 1,6 điểm % svck trong khi chi phí bán hàng giảm 12% svck nhờ: 1) cải thiện danh mục sản phẩm (sợi tái chế, gang tay, ba lô) với biên lợi nhuận gộp cao hơn, 2) hàng tồn kho giá thấp kể từ Q4/20 và 3) cắt giảm chi phí quảng cáo. Do đó, tổng LN ròng Q1/21 tăng 38,2% svck.

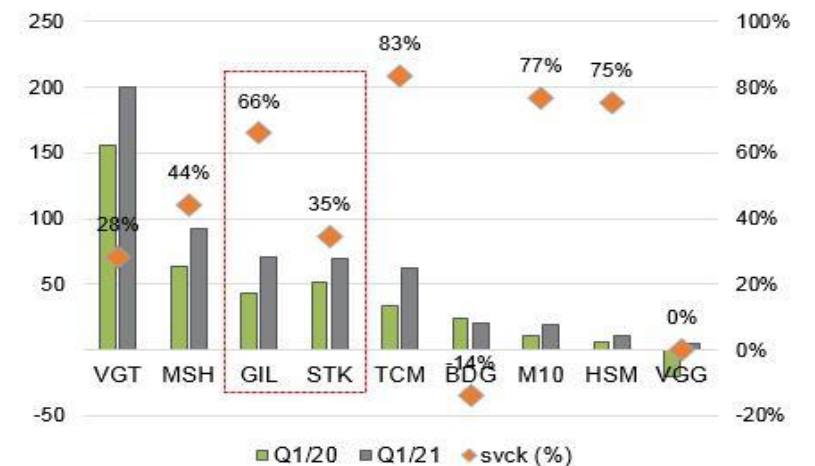
Điểm sáng STK và GIL

STK và GIL có kết quả thậm chí còn tốt hơn so với mức trước dịch với mức tăng trưởng LN ròng lần lượt đạt 37% và 121% sv Q1/19. Trong Q1/21, LN ròng của STK tăng 34,8% svck nhờ 1) DT từ sợi tái chế tăng trưởng 58% svck và 2) giá bán trung bình (ASP) của sợi nguyên sinh tăng 3% svck. Trong khi đó, DT và LN ròng của CTCP May Bình Thạnh (GIL) lần lượt tăng 19,5% svck và 78,5% svck nhờ hợp tác với các nhà bán lẻ trực tuyến khổng lồ như Amazon và IKEA.

Doanh thu trong Q1/21 của các công ty dệt may niêm yết giảm 7,6% svck



Lợi nhuận ròng Q1/21 tăng 38,2% svck



Nguồn: Fiinpro

Triển vọng ngành

Cổ phiếu lựa chọn

Xuất khẩu dệt may của Việt Nam phục hồi theo nhu cầu tiêu dùng tăng mạnh của Mỹ và EU

TNG, TCM, MSH

Chúng tôi cho rằng tình hình chính trị bất ổn gần đây ở Myanmar là cơ hội cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam

VGG, MSH, TNG

Các công ty sản xuất vải và sợi tận dụng lợi thế từ căng thẳng EU-Trung Quốc

TCM, STK

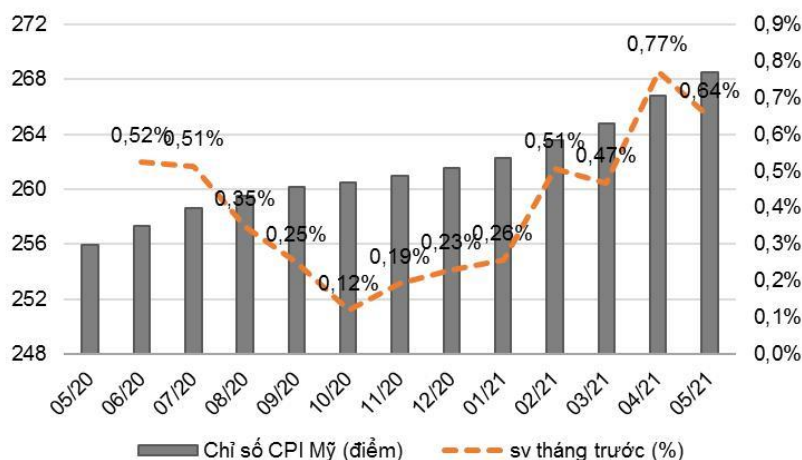
Các doanh nghiệp dệt may Việt Nam đang bước vào chu kỳ đầu tư mới

STK, MSH, TNG

Xuất khẩu dệt may của Việt Nam phục hồi theo nhu cầu tiêu dùng tăng mạnh của Mỹ và EU

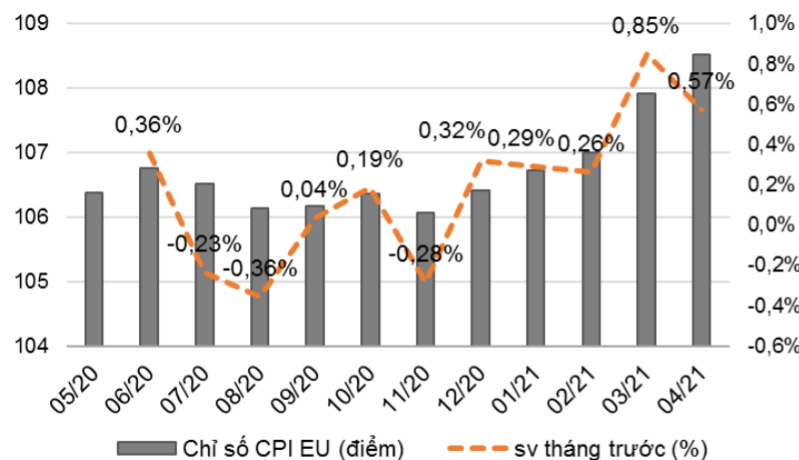
194

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Mỹ đạt 268,55 điểm trong T5/21 (+0,64% sv tháng trước)



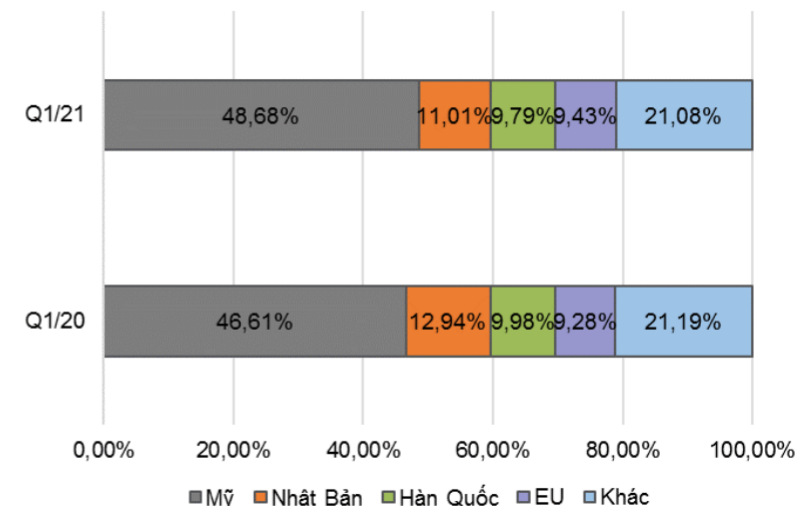
Nguồn: BLS

CPI của EU tăng 0,57% sv tháng trước đạt 108,53 điểm



Nguồn: BLS

Mỹ là thị trường xuất khẩu chính, chiếm 48,68% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may trong Q1/21



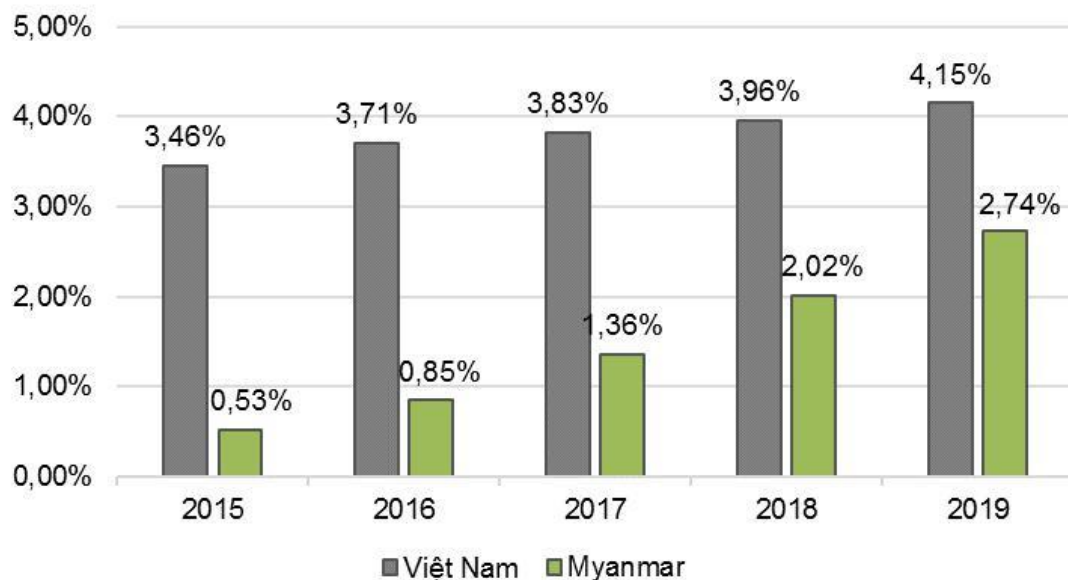
Nguồn: Tổng cục Thống kê

- Người tiêu dùng Mỹ và EU đã cho thấy một nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau khi gỡ bỏ lệnh giãn cách. Theo Cục Thống kê Lao động (BLS), CPI của Mỹ và EU lần lượt tăng 0,77% và 0,57% trong T4/21 nhờ nền kinh tế mở cửa trở lại.
- Chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam trong năm 2021 sẽ phục hồi theo triển vọng phục hồi kinh tế tại các thị trường xuất khẩu chính như Mỹ và E.U. Chúng tôi kỳ vọng giá trị xuất khẩu ngành dệt may sẽ hoàn thành kế hoạch của Chính phủ, đạt 39 tỷ USD năm 2021 và đạt 42 tỷ USD vào năm 2022.

Chúng tôi cho rằng tình hình chính trị bất ổn gần đây ở Myanmar là cơ hội cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam

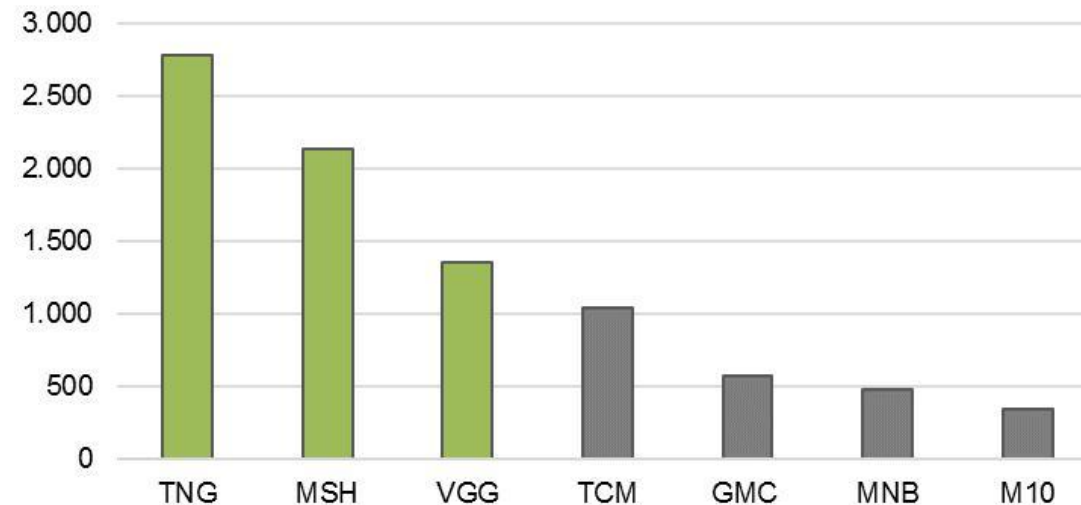
195

Myanmar hiện là đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam về mặt thị phần tại thị trường EU



Nguồn: Báo cáo công ty

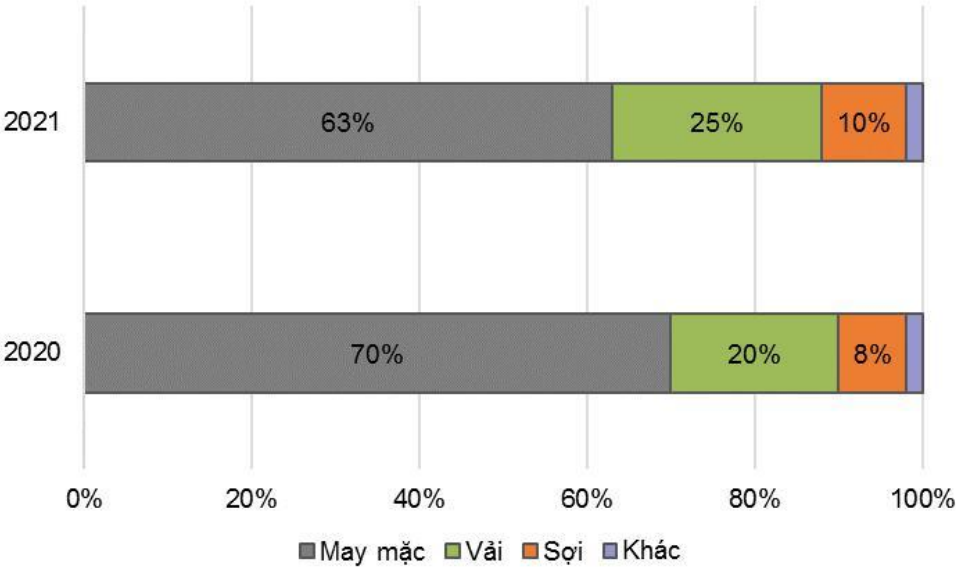
TNG, MSH và VGG có doanh thu cao nhất từ thị trường EU và Hàn Quốc (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo công ty

- Chúng tôi cho rằng tình hình bất ổn ở Myanmar sẽ khiến các nhà bán lẻ e ngại khi đặt hàng tại Myanmar và sẽ tìm các quốc gia thay thế trong giai đoạn tới (Việt Nam, Bangladesh, Trung Quốc...).
- Chúng tôi cho rằng khó khăn của ngành dệt may Myanmar sẽ là cơ hội để Việt Nam tăng thị phần tại thị trường EU, Nhật Bản và Hàn Quốc khi Myanmar hiện đang là đối thủ cạnh tranh của Việt Nam tại ba thị trường này. **VGG, TNG, TCM và MSH** có thể là những doanh nghiệp được hưởng lợi lớn nhất.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ vải của TCM sẽ chiếm 25% tổng doanh thu 2021



Nguồn: TCM, Báo cáo công ty

STK hưởng lợi khi các thương hiệu thời trang lớn có xu hướng sử dụng chất liệu thân thiện với môi trường

Thương hiệu	Năm	Tỷ lệ sử dụng sợi tái chế
Nike	2018	19%
Athleta	2020	50%
Uniqlo	2020	80%
Adidas	2024	100%
Walmart	2025	50%
Inditex	2025	100%
VF Corporation	2025	50%
IKEA	2030	100%
H&M	2030	100%

Nguồn: Báo cáo công ty

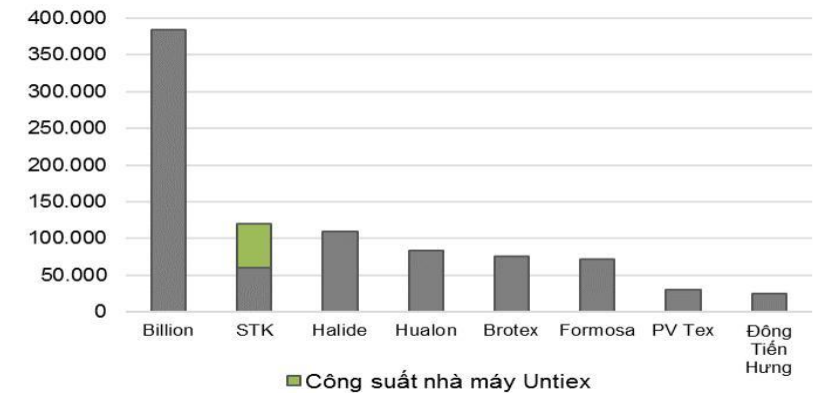
- Hàng loạt thương hiệu thời trang quốc tế lớn như Nike, H&M, Uniqlo, Zara... thông báo ngừng sử dụng chất liệu cotton từ Tân Cương (Trung Quốc) sau căng thẳng giữa Trung Quốc và một số nước E.U.
- Chúng tôi cho rằng **TCM** được hưởng lợi từ việc nhiều nhà sản xuất phương Tây từ chối mua bông từ Trung Quốc khi họ có xu hướng chuyển sang mua vải từ Việt Nam. Trong khi đó, căng thẳng giữa EU-Trung Quốc có thể tác động tích cực đến **STK** trong dài hạn khi các thương hiệu thời trang lớn có xu hướng cam kết sử dụng sợi tái chế trong giai đoạn 2020-30.

Nắm bắt cơ hội từ hiệp định thương mại tự do (FTA), các doanh nghiệp dệt may chủ động xây dựng nhà máy sản xuất nguyên vật liệu

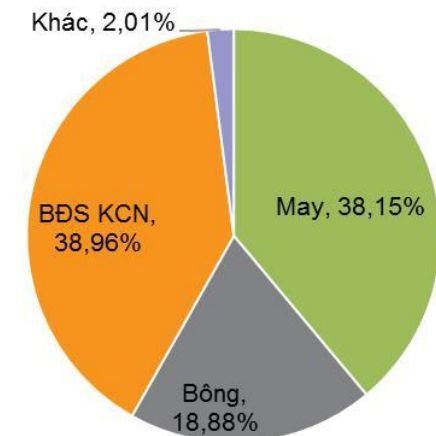
Việt Nam đã tham gia 17 hiệp định FTA, trong đó có 14 hiệp định FTA đã có hiệu lực, mở ra cơ hội ưu đãi thuế cho hàng dệt may xuất khẩu. Để tận dụng lợi thế từ các FTA, các doanh nghiệp dệt may đã đầu tư xây dựng các nhà máy sản xuất nguyên liệu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của các công ty dệt may sẽ tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2023-25 khi các dự án hoàn thành và ngành dệt may phục hồi hoàn toàn vào năm 2023.

Đáng chú ý, STK đặt kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất sợi tổng hợp Unitex với vốn đầu tư 120 triệu USD, đưa công ty trở thành nhà sản xuất sợi lớn thứ hai tại Việt Nam với tổng công suất 120.000 tấn/năm. Ngoài ra, các công ty dệt may lớn khác cũng có kế hoạch xây dựng các nhà máy mới hoặc nâng cấp công suất nhằm nắm bắt các cơ hội từ hiệp định EVFTA và RCEP; cụ thể MSH và TCM đặt kế hoạch mở rộng lần lượt 26% và 20% công suất nhà máy, trong khi TNG dự kiến tăng thêm 50% công suất nhà máy bông.

STK sẽ trở thành nhà sản xuất sợi lớn thứ hai tại Việt Nam vào năm 2025

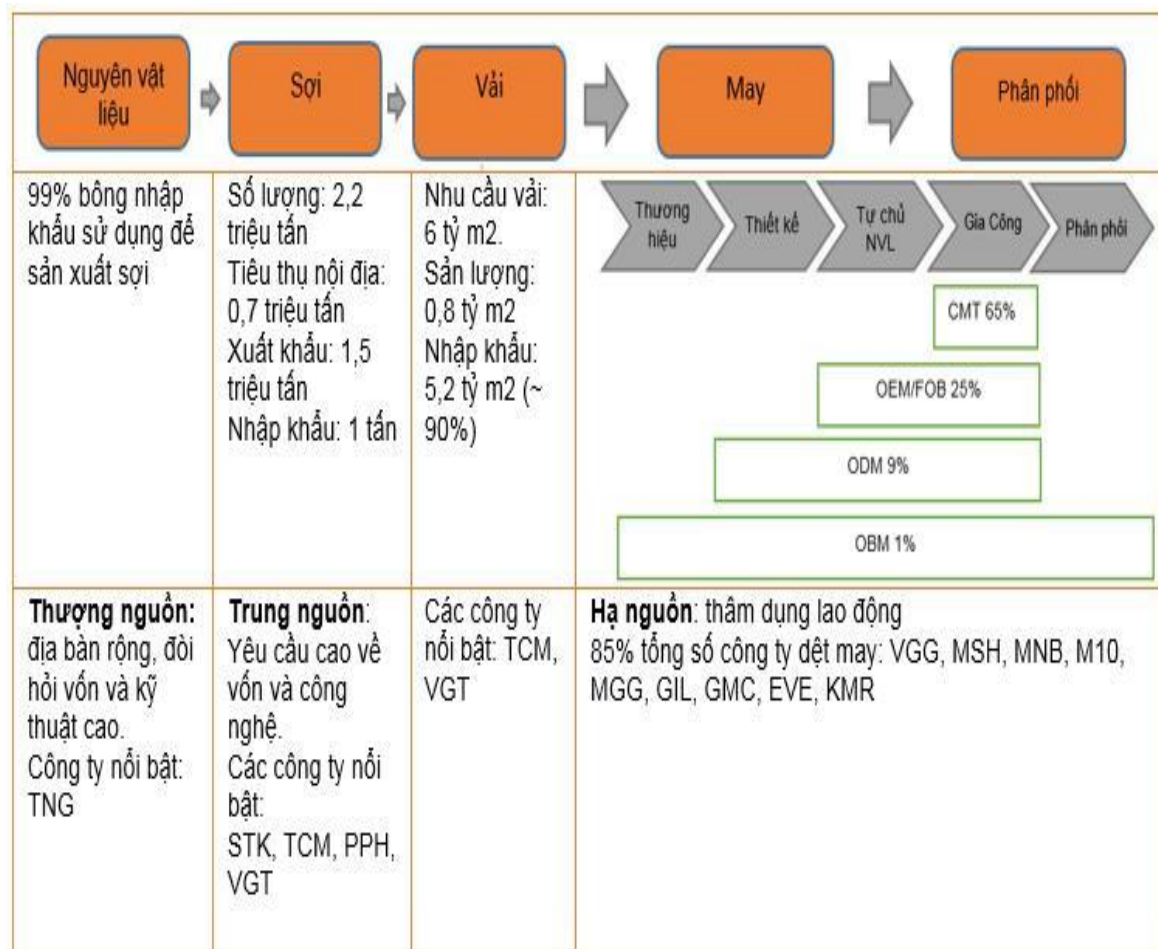


Mảng sản xuất bông dự kiến sẽ chiếm 19% LN ròng của TNG trong 2021



Nguồn: TNG, STK, Báo cáo công ty

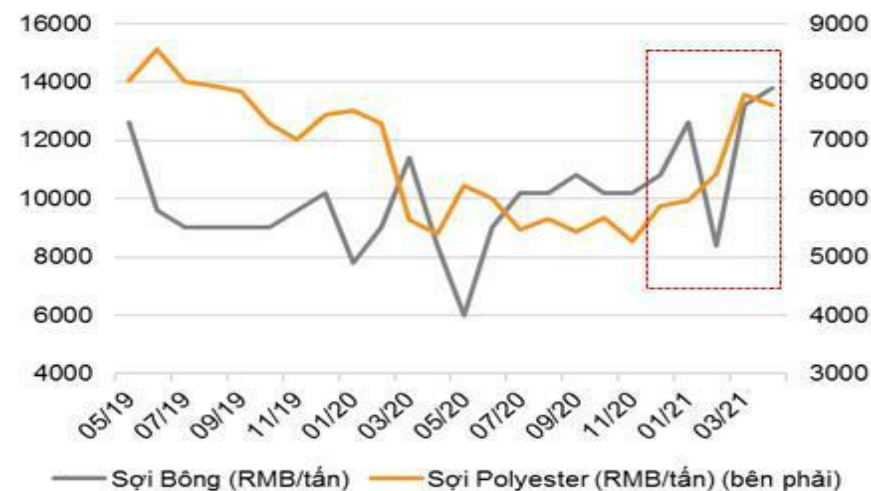
Chuỗi giá trị ngành dệt may



Nguồn: Báo cáo công ty

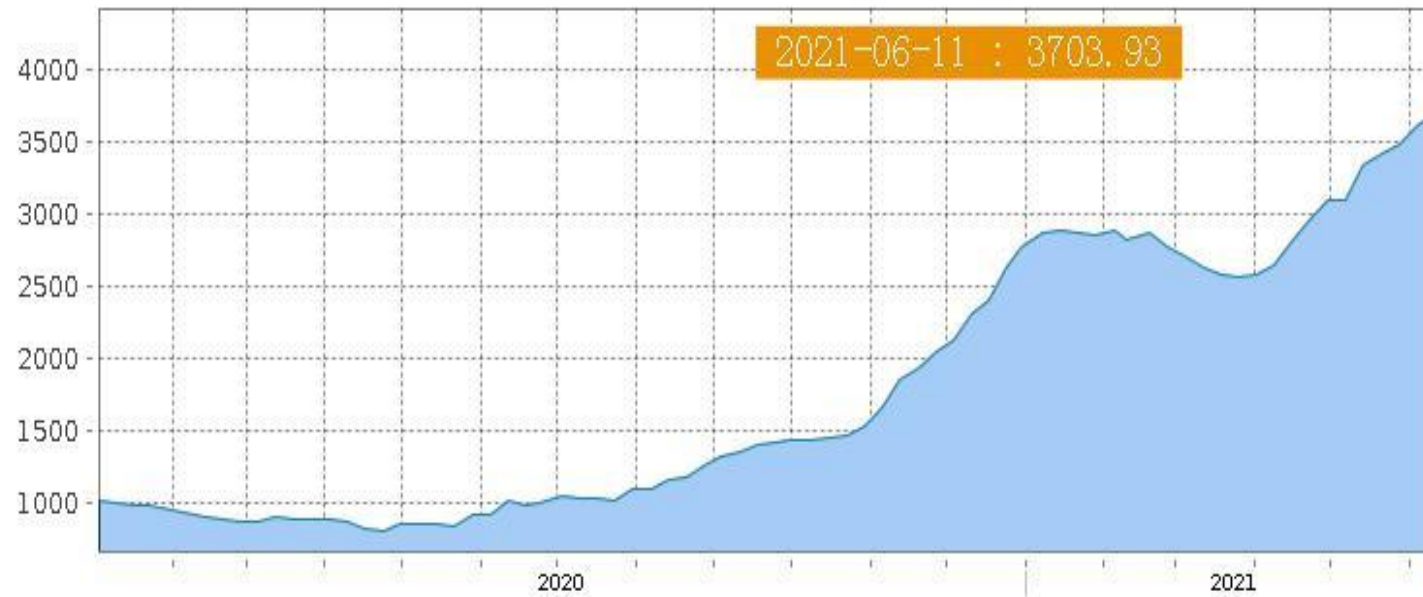
- Từ T12/20 đến ngày T3/21, giá sợi đã tăng 25% do năng suất sản xuất của vụ bông vừa qua thấp và sản lượng bông tồn kho toàn cầu cũng giảm đáng kể. Theo Vinatex, thị trường bông toàn cầu sẽ thâm hụt nguồn cung vào khoảng 1 triệu tấn trong năm 2021.
- Các nhà sản xuất sợi như **STK, PPH, TCM và VGT** sẽ tận dụng được lợi thế từ việc tăng giá sợi. Trong khi các doanh nghiệp sản xuất vải và may mặc sẽ phải đối mặt với thách thức tăng giá nguyên vật liệu đầu vào như TNG, MSH, VGG.

Giá sợi Polyester Filament tăng 25% kể từ T1/21



Nguồn: VCSA

Chi phí vận chuyển bằng container tăng gấp 3 lần trong 4T21



Nguồn: Shanghai Shipping Exchange (SSE)

- Sự thiếu hụt container rỗng và chi phí logistic cao trong Q1/21 có thể ảnh hưởng đến các doanh nghiệp có đơn hàng FOB và OBM.
- Bán phá giá sợi từ Trung Quốc có thể tiếp tục diễn ra vào năm 2021 do căng thẳng giữa EU và Trung Quốc
- Nhu cầu dệt may thế giới phục hồi chậm hơn so với cung, dẫn đến áp lực cạnh tranh với các đối thủ lớn trong khu vực như Trung Quốc và Bangladesh ngày càng tăng.
- Nhiều doanh nghiệp dệt may đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn lao động do lượng đơn hàng tăng mạnh trở lại trong Q1/21.

Chúng tôi lựa chọn STK vì:

- STK sẽ trở thành nhà sản xuất sợi tổng hợp lớn thứ hai của Việt Nam với công suất 120.000 tấn/năm tính tới năm 2025.
- STK hiện đang sử dụng công nghệ chip Spinning có thể dễ dàng chuyển đổi giữa các sản phẩm sợi nguyên sinh và tái chế.
- Chuyển sang sợi tái chế giúp tăng giá bán trung bình và biên LNG.
- Tiềm năng tăng giá là giá sợi tăng cao nhờ nhu cầu thị trường cải thiện; doanh thu từ mảng sợi tái chế tốt hơn kỳ vọng.

Rủi ro giảm giá bao gồm:

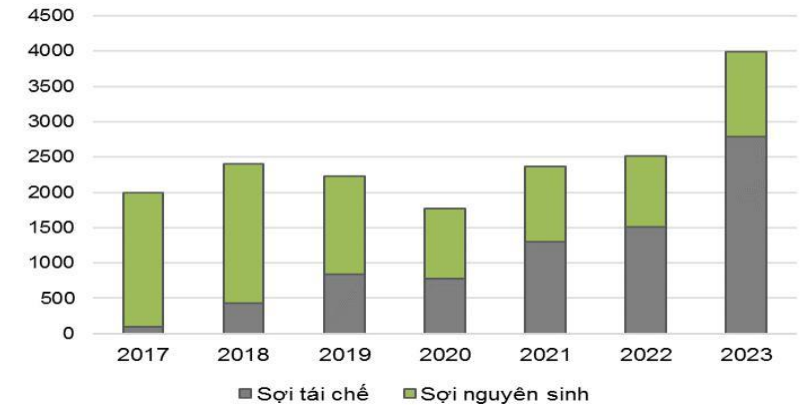
- Diễn biến phức tạp của dịch Covid-19 ở các thị trường xuất khẩu chính của STK như Hàn Quốc, Nhật Bản và Thái Lan.
- Chính phủ Việt Nam thắt chặt yêu cầu nhập khẩu nhựa tái chế dẫn đến chi phí nguyên liệu đầu vào tăng.

Chúng tôi cũng ưa thích TCM và MSH nhưng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận đã được phản ánh vào giá

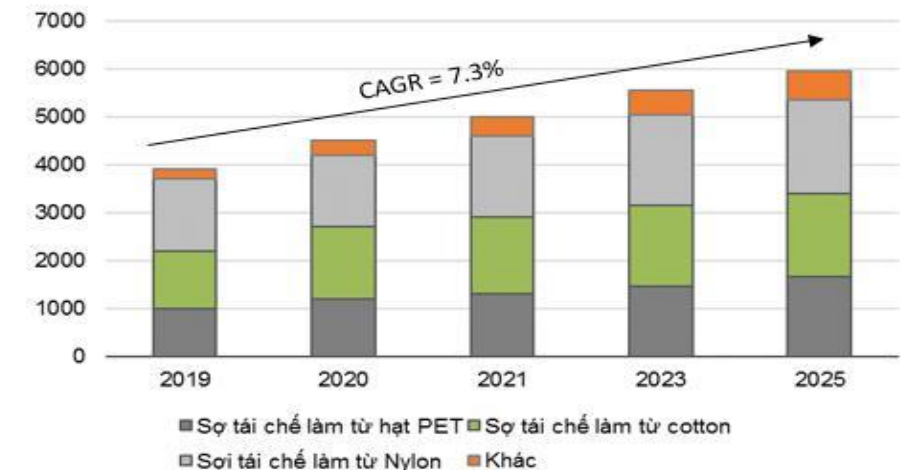
Chúng tôi thích MSH vì (1) MSH là một trong những doanh nghiệp có biên LNG cao nhất trong ngành; (2) Nhà máy Sông Hồng 10 dự kiến tăng 20% công suất vào năm 2022; và (3) MSH đã trích lập đầy đủ 185 tỷ đồng cho khoản nợ phải thu khó đòi và đang tích cực làm việc với các luật sư để cố gắng thu hồi số tiền còn nợ.

Chúng tôi lựa chọn TCM vì (1) doanh thu mảng vải dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trong 2021 nhờ hưởng lợi từ EVFTA, (2) TCM xây dựng nhà máy Vĩnh Long 2 với công suất 9 triệu sản phẩm/năm vào năm 2021 (+27% công suất).

Sợi tái chế chiếm 70,0% trong doanh thu của STK vào năm 2023



Thị trường sợi tái chế dự kiến đạt 5.960 triệu USD vào năm 2025



Công ty	Mã cp	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Vốn hóa		P/E (x)		EPS 3 năm	P/BV		EV/EBITDA		ROE(%)	
			VND	Triệu USD	2021	2022	CAGR	2021	2022	2021	2022	2021	2022
CTCP May Việt Tiến	VGG VN	KKN	N/A	80	9,9	N/A	-18,7	1,0	N/A	N/A	N/A	9,8	N/A
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Trung Lập	61.000	109	6,7	5,5	-14,0	1,7	1,5	3,3	2,8	26,3	30
CTCP Sợi Thế Kỷ	STK VN	Khả Quan	48.000	94	9,4	7,7	21,1	1,9	1,6	5,0	4,2	20,0	21,7
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	KKN	N/A	68	6,9	4,8	17,6	1,1	0,9	N/A	N/A	15,2	18,2
CTCP Đầu tư và Thương mại Thành Công	TCM VN	KKN	N/A	271	21,5	22,0	13,8	3,5	3,2	12,8	11,8	17,7	18
CTCP XNK Bình Thạnh	GIL VN	KKN	N/A	98	5,9	N/A	21,4	1,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CTCP May Nhà Bè	MNB VN	KKN	N/A	21	N/A	N/A	5,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Trung bình					10,1	10,0		1,8	1,8	7,0	6,3	17,8	22,0
Trung vị					8,1	6,6		1,6	1,5	5,0	4,2	17,7	19,9

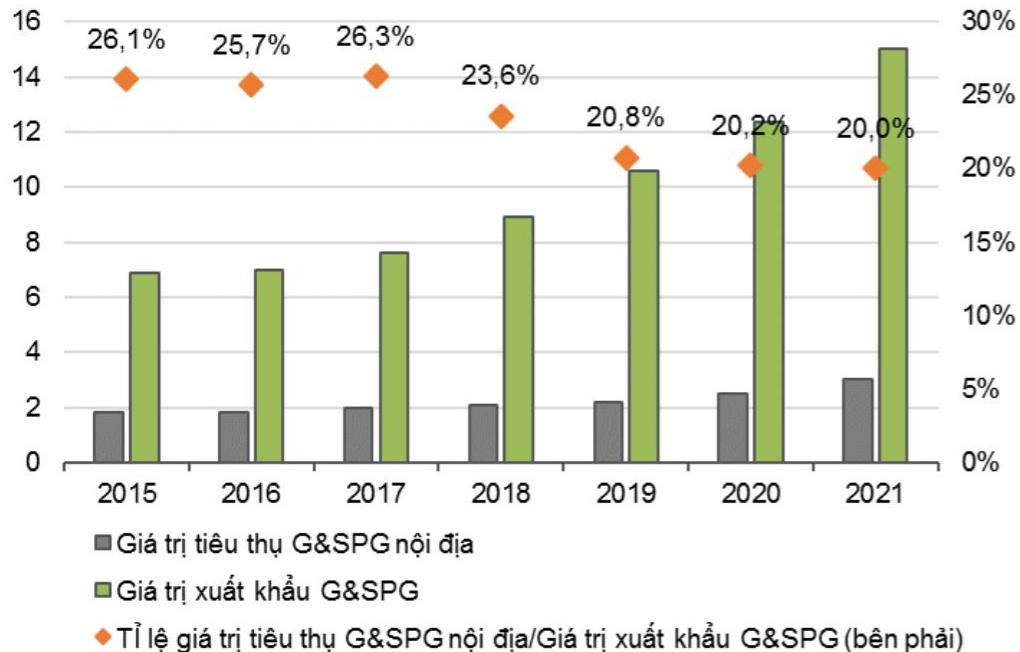
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY (Dữ liệu ngày 28/06/21)

Gỗ & Sản phẩm từ gỗ (G&SPG)

Hưởng lợi từ giá bán
tăng

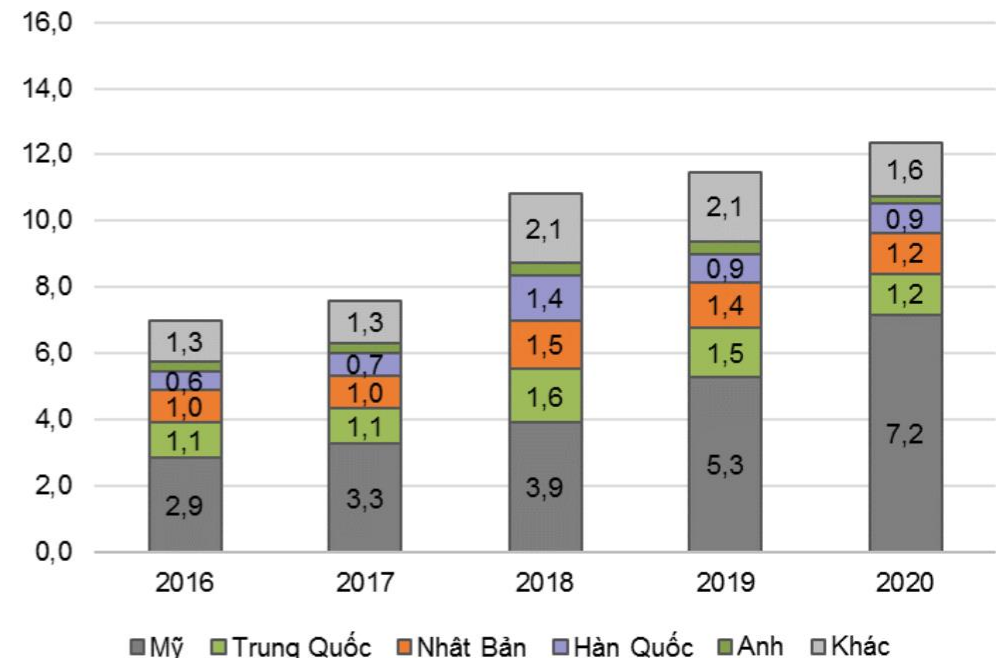


Kim ngạch xuất khẩu G&SPG đạt 12,2 tỷ USD năm 2020 (+16,3% svck)



Nguồn: Tổng cục hải quan

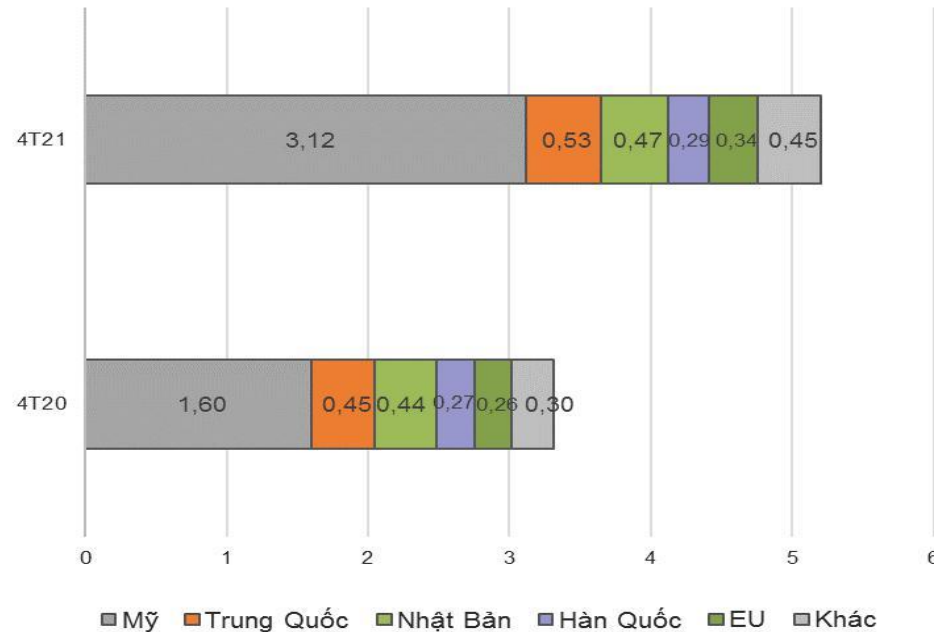
Mỹ là thị trường xuất khẩu chính của ngành trong 2016-2020



Nguồn: Tổng cục hải quan

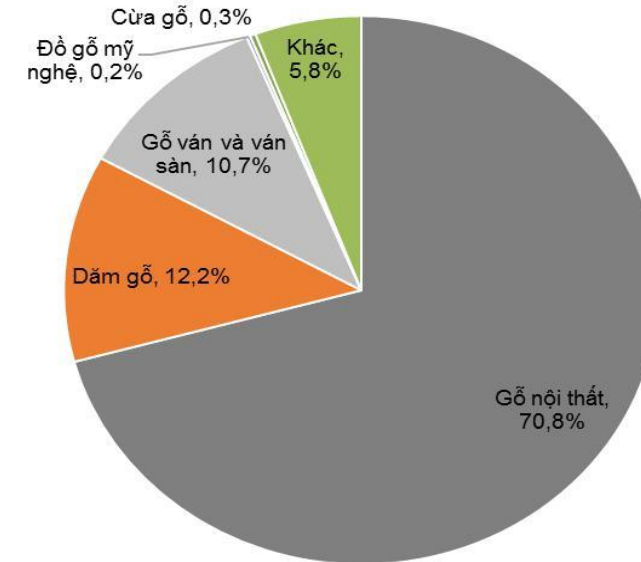
- Năm 2020, giá trị tiêu thụ sản phẩm gỗ trong nước đạt 2,3 tỷ USD (+ 15,7% svck) và kim ngạch xuất khẩu G&SPG đạt 12 tỷ USD (+ 16,3% svck). Trong đó, phân khúc bàn ghế chiếm 71,6%.
- Kim ngạch xuất khẩu sang các thị trường chính của Việt Nam năm 2020 ghi nhận mức tăng trưởng âm do ảnh hưởng của Covid-19, ngoại trừ thị trường Mỹ. Tỷ trọng tại thị trường Hoa Kỳ tăng mạnh trong giai đoạn 2017 - 2020 từ 41,6% lên 58,1%, chủ yếu do hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam trong 4T21, đạt 3,1 tỷ USD (+ 95,0% svck).



Nguồn: MOIT

Đồ gỗ nội thất chiếm tỷ trọng cao nhất trong giá trị xuất khẩu của G&SPG trong 4T21 (70,8%)



Nguồn: MOIT

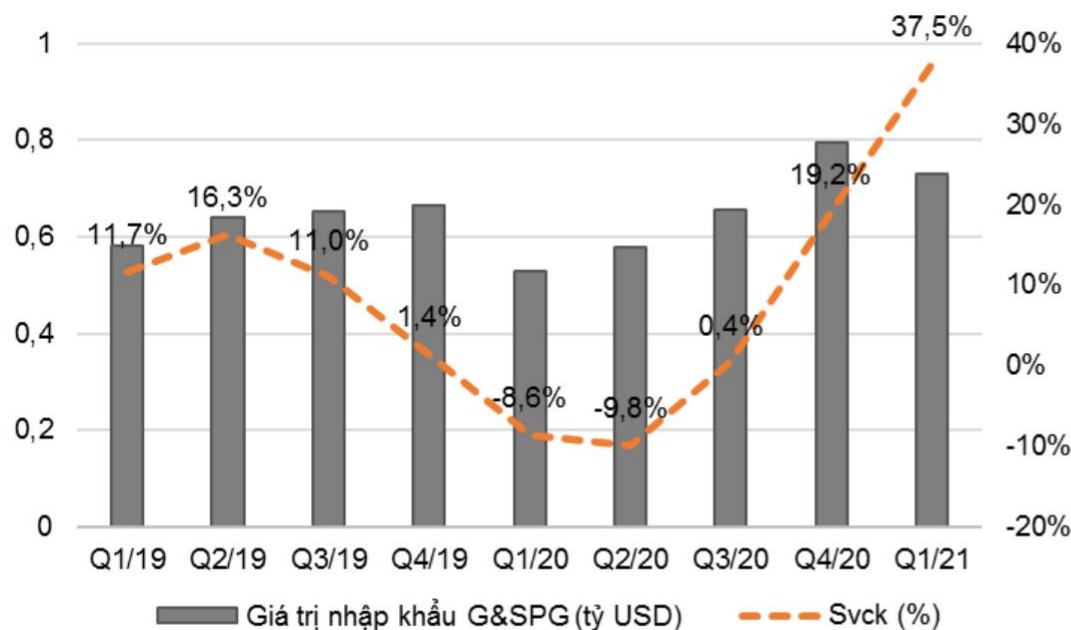
- Kim ngạch xuất khẩu G&SPG trong 4T21 đạt 5,2 tỷ USD (+56,8% svck). Trong đó, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam, đạt 3,12 tỷ USD (+ 95% svck). Đồ gỗ, gỗ dăm và ván gỗ tiếp tục là 3 mặt hàng có tỷ trọng cao nhất (chiếm lần lượt 70,8%, 12,7% và 10,7%).
- Không chỉ Mỹ có mức tăng trưởng cao, kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam sang Canada, Pháp, Úc và Hà Lan cũng chứng kiến sự tăng mạnh trong 4T21. Đặc biệt, xuất khẩu sang thị trường Canada đạt 83,7 triệu USD (+58,3% svck) trong 4T21 nhờ hưởng lợi từ các hiệp định FTA.

Giá trị nhập khẩu G&SPG tăng trở lại trong 1Q21 nhờ nhu cầu tăng mạnh từ thị trường Mỹ và tận dụng lợi thế từ EVFTA

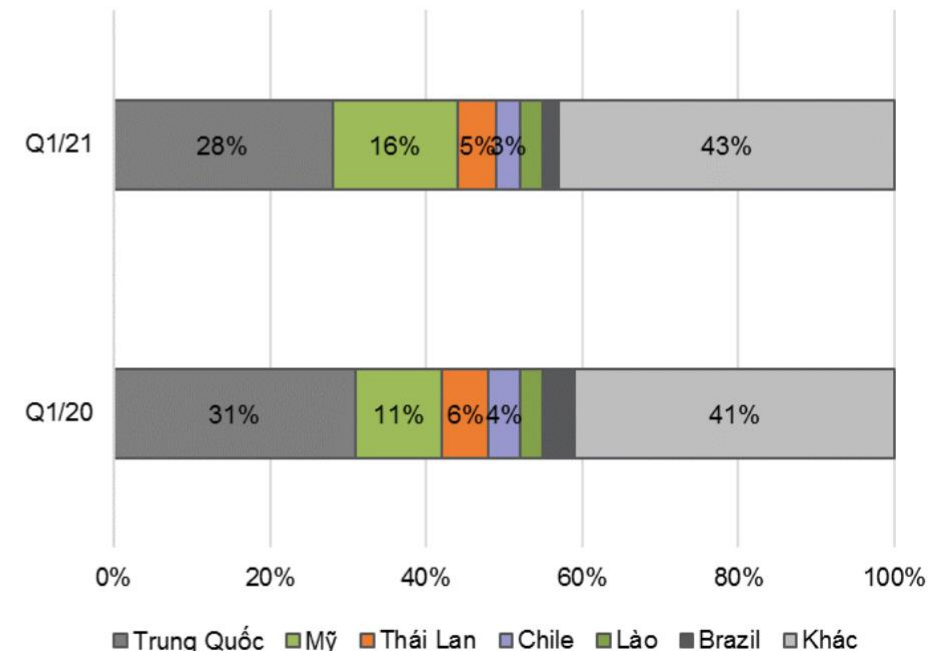
205

Giá trị nhập khẩu G&SPG tăng 37,5% svck trong Q1/21, lên 0,72 tỷ USD

Thị trường Trung Quốc chiếm 28% tổng kim ngạch nhập khẩu G&SPG trong 4T21



Nguồn: MOIT



Nguồn: Tổng cục hải quan

- Giá trị nhập khẩu G&SPG năm 2020 chỉ đạt 2,1 tỷ USD (-5,2% svck) do ảnh hưởng của Covid-19. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự phục hồi mạnh mẽ từ nhập khẩu gỗ nguyên liệu trong Q1/21 nhờ đơn đặt hàng đồ gỗ nội thất gia tăng từ thị trường Mỹ.
- Thị trường Trung Quốc và Mỹ là 2 thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam, đóng góp 44% tổng kim ngạch nhập khẩu G&SPG. Đặc biệt, nhập khẩu gỗ nguyên liệu từ EU, tăng 60% svck trong 4T21, lên 89,6 triệu USD nhờ được hưởng lợi từ Hiệp định Thương mại Tự do EU - Việt Nam (EVFTA).

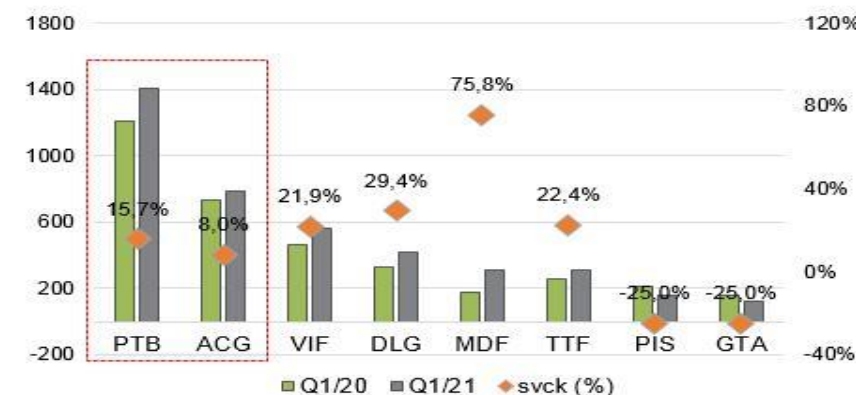
LN ròng trong Q1/21 của các công ty G&SPG niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể nhờ hàng tồn kho với giá thấp kể từ Q4/20 và cải thiện danh mục sản phẩm.

Tổng doanh thu (DT) trong Q1/21 của các công ty G&SPG đang niêm yết ước tính tăng 15,8% svck do nhu cầu mua sắm nội thất tại thị trường Mỹ tăng mạnh. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận gộp (LNG) được cải thiện khoảng 2,7% svck nhờ 1) danh mục sản phẩm tốt hơn (đồ gỗ nội thất) với biên LNG cao hơn, 2) hàng tồn kho giá thấp kể từ 4Q20. Theo đó, tổng LN ròng Q1/21 tăng 48,2% svck.

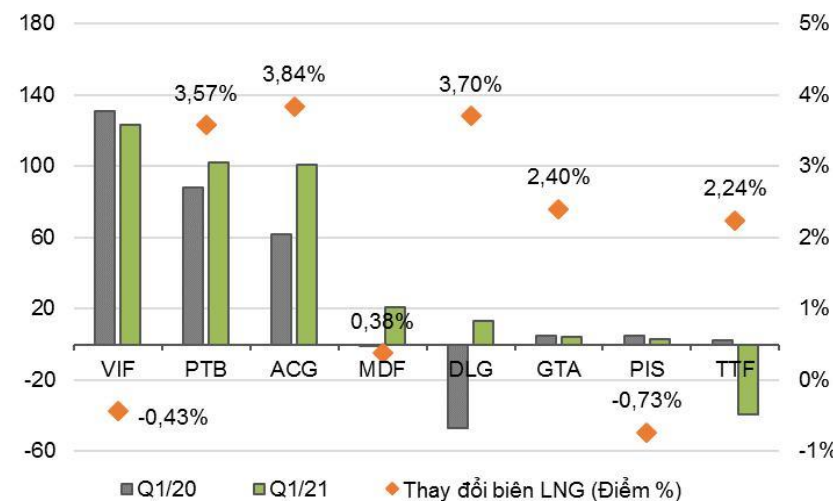
Điểm sáng ACG và PTB

Trong Q1/21, doanh thu và LN ròng của CTCP Phú Tài (PTB VN) tăng 60,1% svck nhờ 1) doanh thu xuất khẩu (87% doanh thu gỗ Q1/21) tăng 62% svck và 2) lợi thế kinh tế theo quy mô và giá bán đồ gỗ nội thất tăng cao khi giá gỗ xẻ tăng vọt. Trong khi đó, DT và LN ròng của CTCP Gỗ An Cường (ACG VN) lần lượt tăng 8% svck và 63% svck do nguyên liệu tồn kho giá thấp trong Q4/2020 đã giúp biên LNG cải thiện 3,8% svck.

Doanh thu trong Q1/21 của các công ty S&SPG niêm yết tăng 15,8% svck

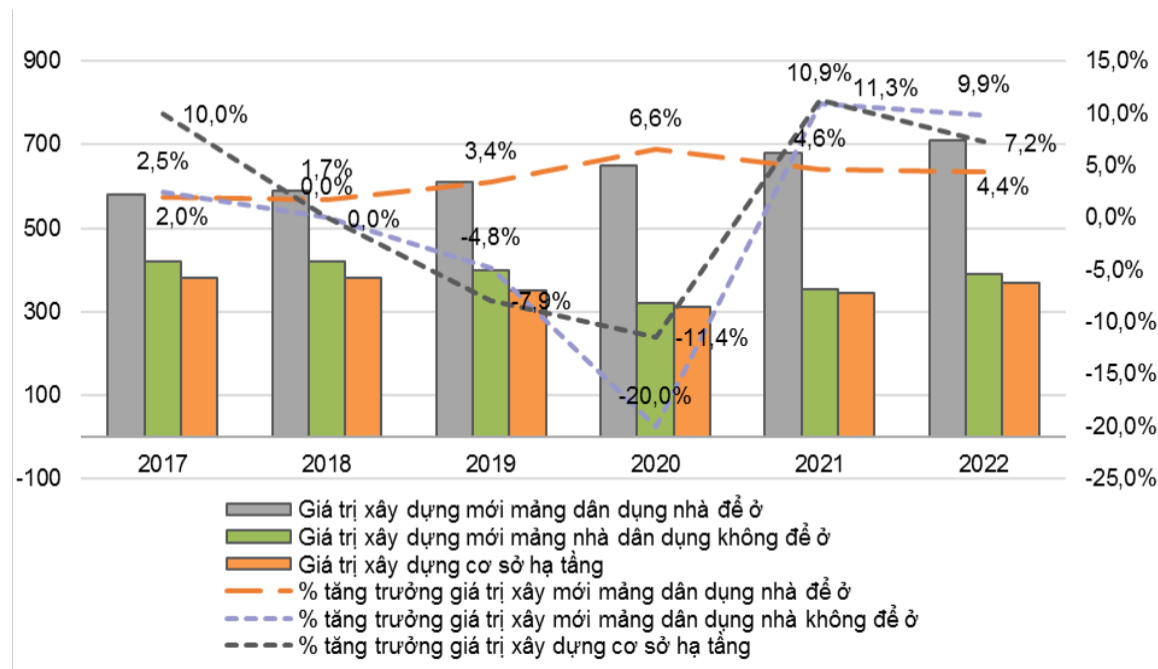


LN ròng Q1/21 tăng 48,2% svck



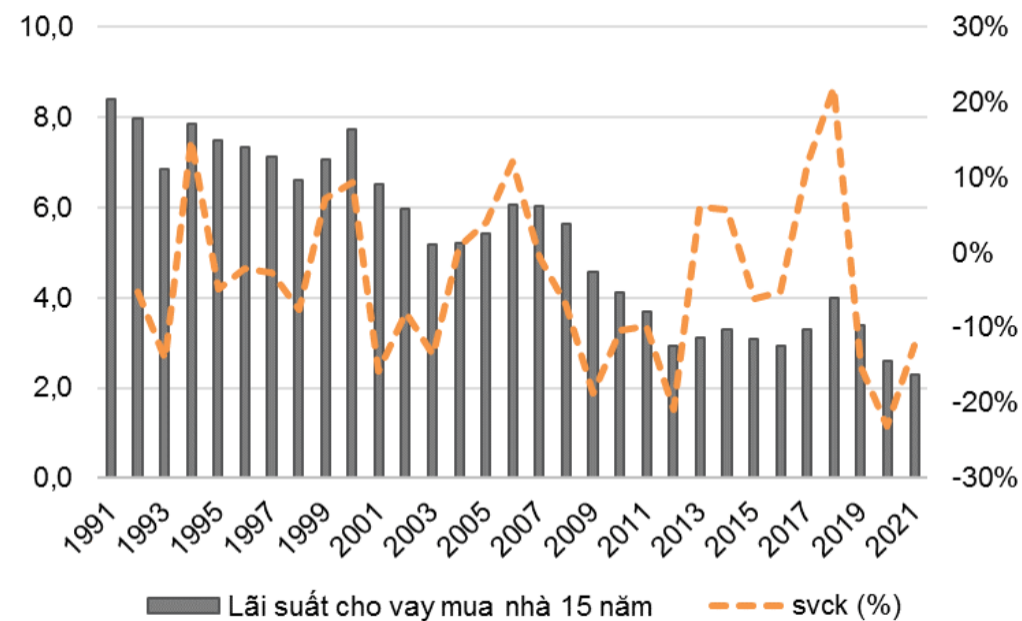
Nguồn: Fiinpro

Giá trị xây dựng dân dụng nhà không để ở tại Mỹ kỳ vọng tăng 11,3 svck trong năm 2021



Nguồn: Dodge Data & Analytic

Lãi suất cố định vay mua nhà tại Mỹ thấp nhất kể từ 1970 (%)



Nguồn: Freddie Mac

- Chúng tôi tin rằng xuất khẩu gỗ nội thất của Việt Nam sẽ tiếp tục giành thêm thị phần trong giai đoạn 2021-22 bởi (1) chi phí lao động thấp; (2) chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và (3) tình trạng thiếu nhà ở tại Mỹ và lãi suất cho vay mua nhà cố định của Mỹ đạt mức thấp nhất kể từ năm 1970.
- Theo Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn, kim ngạch xuất khẩu G&SPG sẽ đạt 15,0 tỷ USD vào năm 2021 (+ 25% svck). Trong đó, thị trường Mỹ đóng vai trò quan trọng trong động lực tăng trưởng của ngành với kim ngạch xuất khẩu dự kiến đạt 9,6 tỷ USD (+ 37,2% svck).

Giá nguyên liệu gỗ tăng trung bình 10% svck trong Q1/21

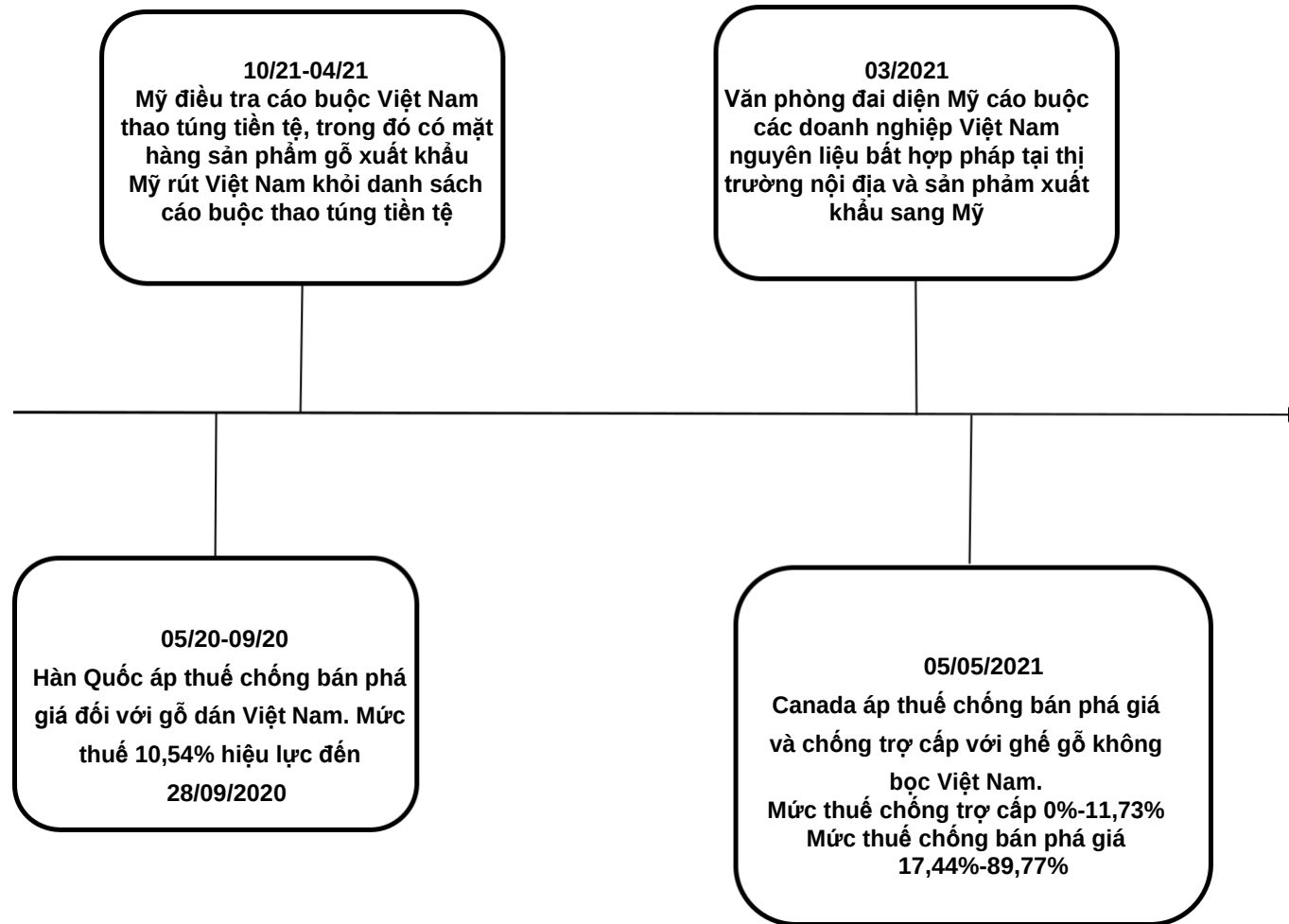
Nhóm	Nguyên vật liệu	Đơn vị	Q1/20 (USD/đơn vị)	1Q21 (USD/đơn vị)	% thay đổi
Gỗ	Gỗ trám tự nhiên	CBM	182,48	197,89	8,4%
	Gỗ trám ép	CBM	491,15	516,24	5,1%
	Gỗ cao su tự nhiên	CBM	300,43	334,24	11,3%
	Gỗ cao su ép	CBM	802,58	841,76	4,9%
	Gỗ Thông NZ tự nhiên	CBM	244,58	305	24,7%
	Gỗ sồi	CBM	700	730	4,3%
Ván dăm	Gỗ ván ép CARB P2	CBM	405	446	10,0%
	MDF CARB P2	CBM	230	246	7,0%
	MDF E0	CBM	310	332	7,0%
	Ván dăm CARB P2	CBM	170	179	5,0%
Bao bì	Xốp	CBM	22,53	27,9	23,8%
	Giấy testliner	kg	0,42	0,44	4,8%
	Giấy cell	kg	0,33	0,37	12,1%
	Tấm giấy	m2	0,55	0,64	16,4%
ACC	Khung kim loại	Tấn	150.000	200.000	33,3%

- Giá gỗ nguyên liệu tăng trung bình 10% trong Q1/21 do (1) thiếu container rỗng và chi phí logistic cao trong Q1/21 (2) xu hướng tiêu thụ gỗ nguyên liệu từ EU và Hoa Kỳ.
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp G&SPG có đơn hàng OEM và ODM sẽ bị ảnh hưởng do nguyên vật liệu thô chiếm tới 51,2% trong chi phí sản xuất.
- Các nhà đầu tư nên để mắt đến các nhà sản xuất gỗ chế biến (**PTB, DLG, VIF**), những doanh nghiệp có thể hưởng lợi từ giá gỗ nguyên liệu tăng.

Nguồn: Báo cáo công ty

Rủi ro về thuế chống bán phá giá từ Mỹ và Canada

Canada áp thuế chống bán phá giá tạm thời đối với ghế bọc của Việt Nam vào T5/21



- Ngành gỗ Việt Nam có thể phải đối mặt với các vụ kiện chống bán phá giá từ Mỹ và Hàn Quốc, cụ thể với sản phẩm ván ép do gian lận thương mại và trốn thuế..
- Thuế chống bán phá giá của Canada có thể tác động đáng kể đến kim ngạch xuất khẩu khi xuất khẩu gỗ sang Canada đang tăng mạnh trong Q4/20 và Q1/21.

We lựa chọn PTB vì:

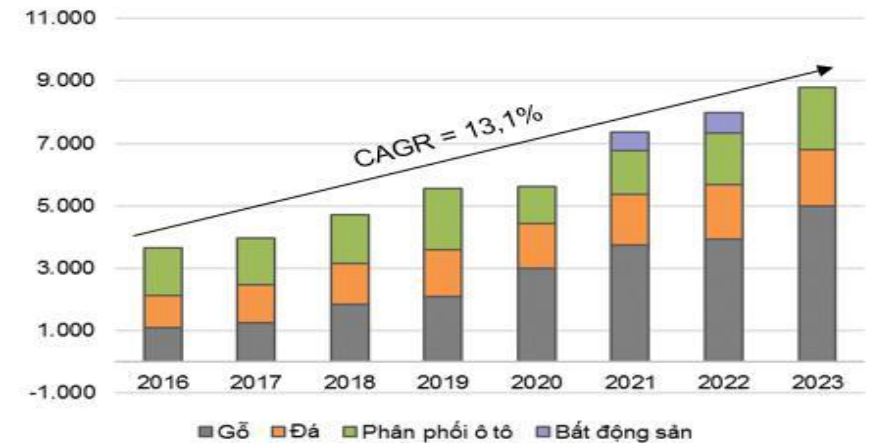
- Chúng tôi dự báo doanh thu mảng gỗ tăng lần lượt 32,5% và 8,5% svck trong năm 2021 và 2022 do nhu cầu bùng nổ từ thị trường Mỹ.
- Dự án nhà máy sản xuất gỗ nội thất dự kiến hoàn thành vào năm 2023 sẽ tăng 40% công suất chế biến gỗ của PTB.
- Mảng đá hưởng lợi từ sự phục hồi của nhu cầu xây dựng dân dụng.
- Mảng bất động sản dự kiến sẽ đóng góp lần lượt 8% và 15% vào tổng doanh thu và lợi nhuận ròng của PTB trong năm 2021.
- Chúng tôi dự báo LN ròng của PTB lần lượt đạt 636,5 tỷ đồng (+67,8% svck) và 744,5 tỷ đồng (+17% svck) trong năm 2021 và 2022.

Tiềm năng tăng giá gồm : 1) doanh thu tốt hơn dự phóng từ mảng gỗ tinh chế và 2) biên LNG cải thiện từ mảng phân phối ô tô do thiếu hụt nguồn cung xe.

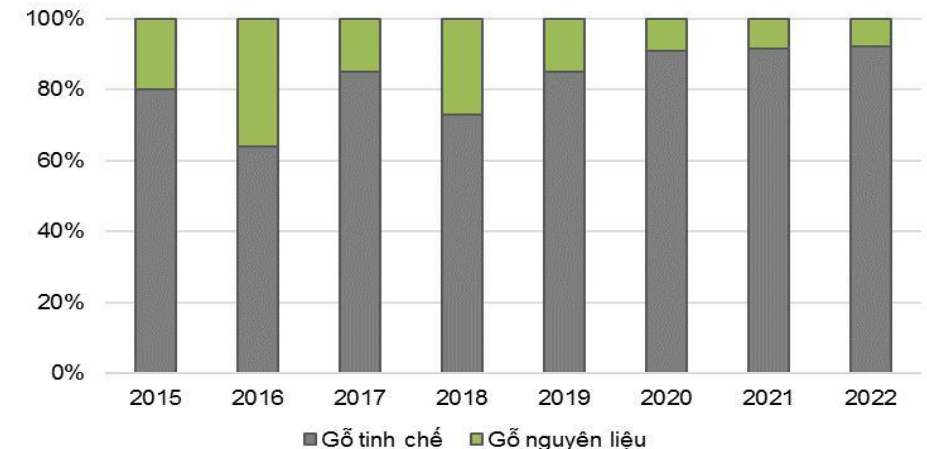
Rủi ro giảm giá gồm :

- Hoạt động xây dựng trong nước và tiêu thụ xe hơi chậm hơn dự kiến do ảnh hưởng của Covid-19
- Biểu thuế mới đối với đồ gỗ nội thất Việt Nam
- Giá nguyên liệu gỗ tăng ảnh hưởng đến biên LNG của PTB
- Mỹ có thể áp thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm gỗ

Mảng gỗ đóng góp tỷ trọng cao nhất trong doanh thu của PTB trong năm 2020 (tỷ đồng)



Gỗ tinh chế dự kiến sẽ chiếm 93% doanh thu mảng gỗ trong năm 2022

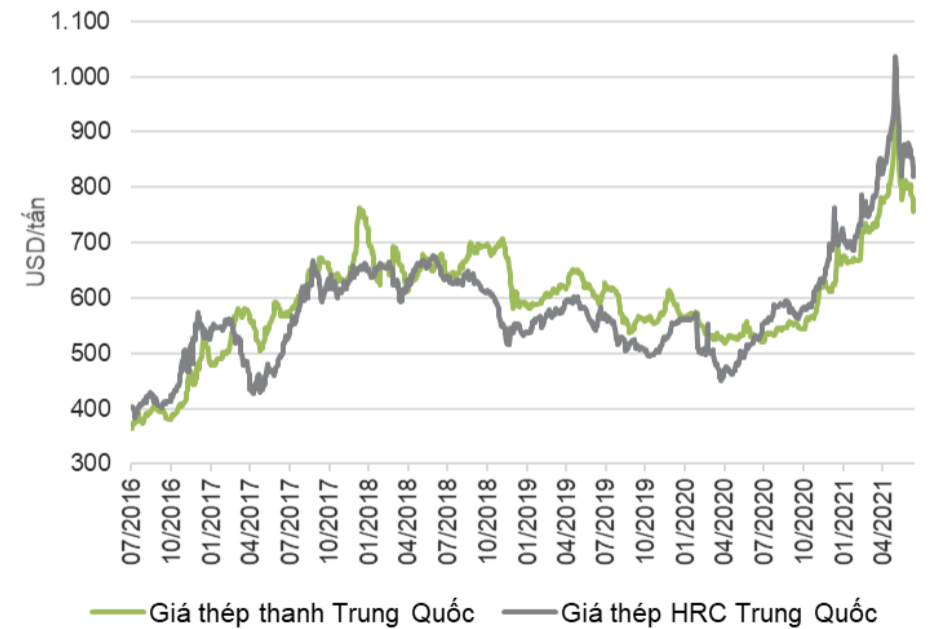




Thép

Lạc quan trong thận trọng

Giá thép thế giới tăng cao do nguồn cung hạn chế (USD/tấn)

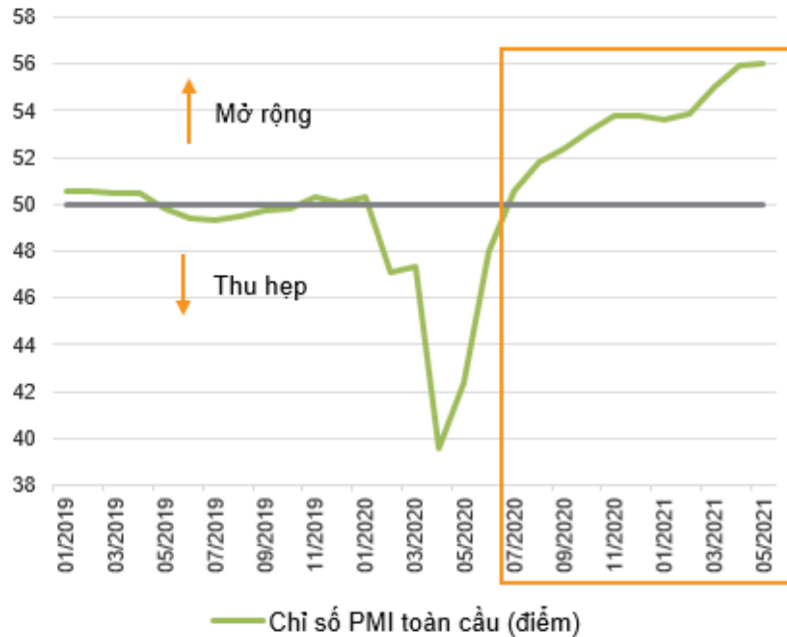


NGUỒN: BLOOMBERG

Đà tăng của giá thép gần đây được hỗ trợ bởi sự phục hồi nhanh chóng của nền kinh tế toàn cầu và nguồn cung thép hạn chế

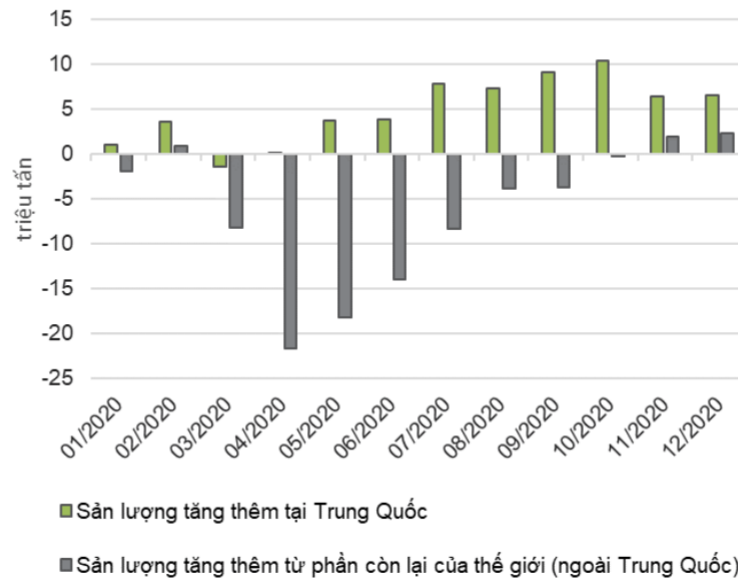
213

Nhu cầu thép được thúc đẩy bởi sự phục hồi mạnh mẽ của kinh tế toàn cầu



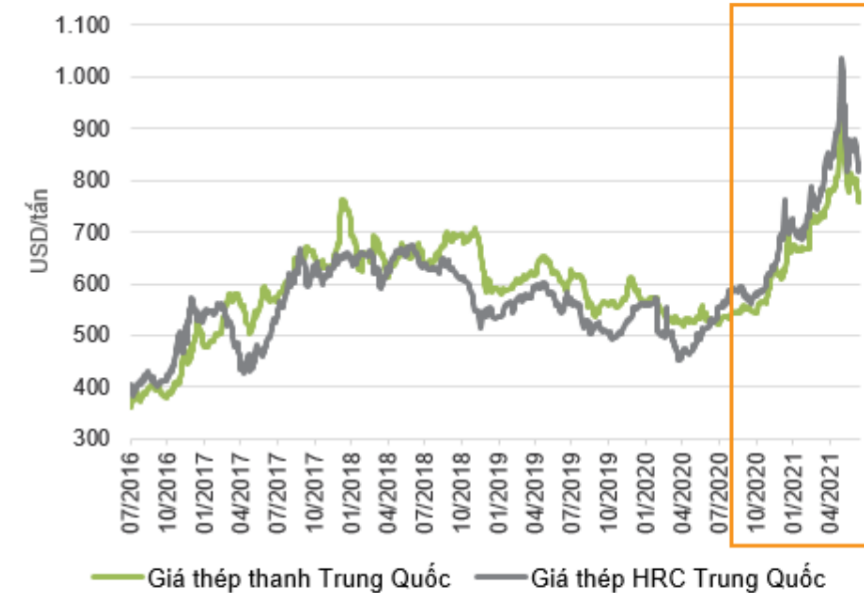
NGUỒN: BLOOMBERG

Trong năm 2020, sản lượng thép Trung Quốc tăng 59 triệu tấn nhưng sản lượng từ phần còn lại của thế giới lại giảm 75 triệu tấn sv năm 2019



NGUỒN: HIỆP HỘI THÉP THẾ GIỚI

Giá thép toàn cầu đã tăng mạnh kể từ tháng 8/2020 trước khi giảm về mức 800 USD/tấn hiện nay



NGUỒN: BLOOMBERG

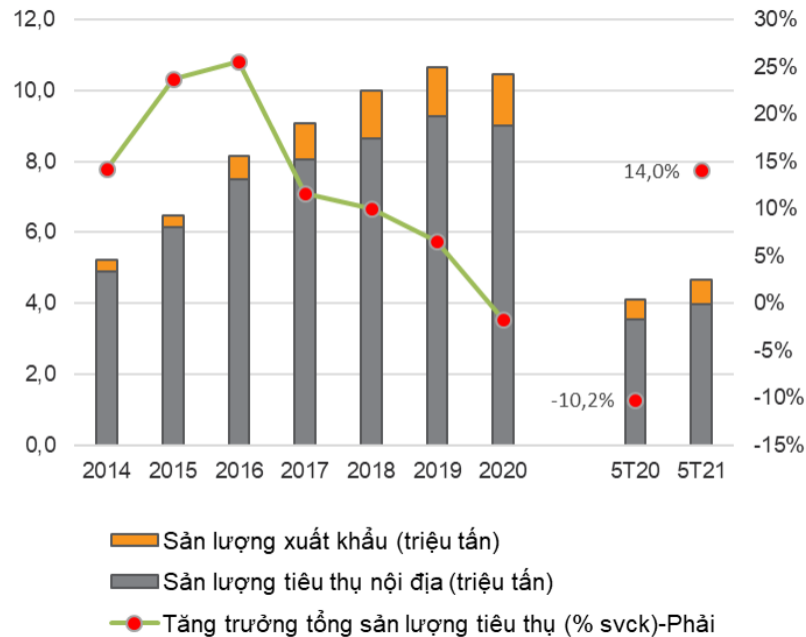
(WSA)

- Gián đoạn sản xuất do đại dịch Covid-19 đã làm hạn chế nguồn cung thép thế giới trong năm 2020. Sản lượng thép thế giới đã giảm 16 triệu tấn sv năm 2019.
- Giá thép thế giới đã tăng 93% kể từ mức đáy trong tháng 3/2020. Sau khi đạt đỉnh vào giữa tháng 5/2021, giá thép đã giảm xuống mức 800 USD/tấn trong bối cảnh Trung Quốc thực hiện các chính sách hạ nhiệt giá hàng hóa. Tuy nhiên, giá thép trung bình 6 tháng đầu năm 2021 vẫn cao hơn 43% sv cùng kỳ năm ngoái, theo ước tính của chúng tôi.

Trong 5 tháng đầu năm 2021 (5T21), tổng sản lượng tiêu thụ thép đã tăng mạnh 23,2% svck lên 6,8 triệu tấn

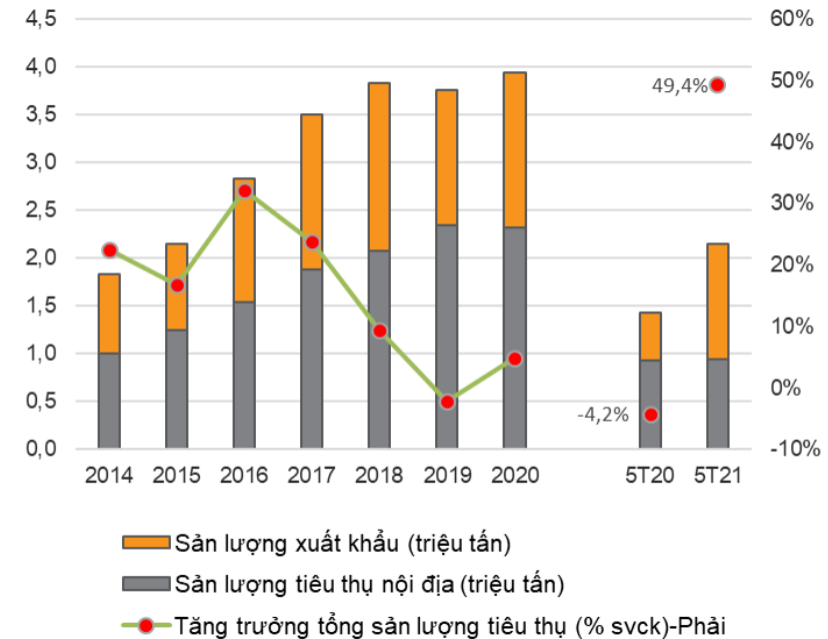
214

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng 14% svck lên 4,7 triệu tấn trong 5T21



NGUỒN: HIỆP HỘI THÉP VIỆT NAM (VSA)

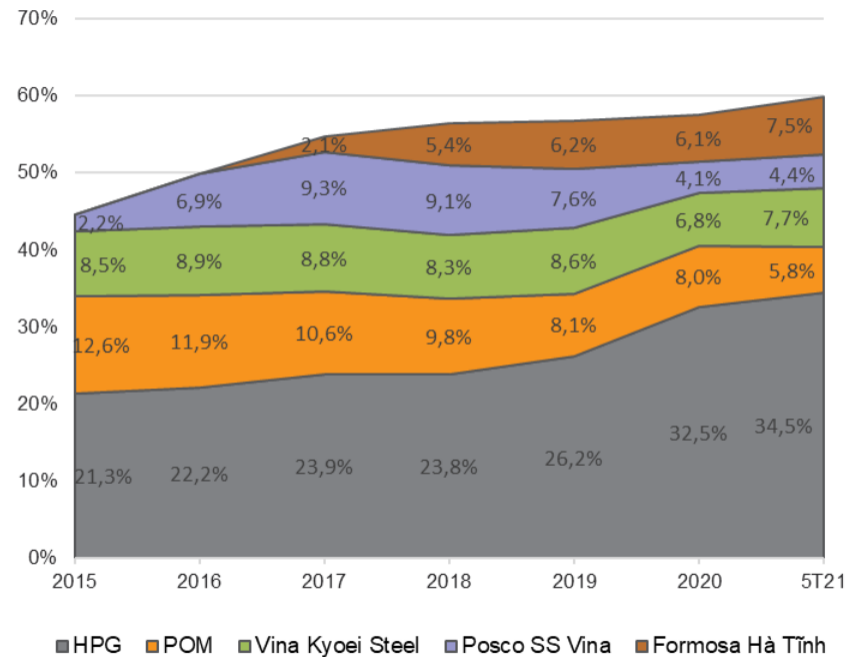
Sản lượng tiêu thụ tôn mạ tăng mạnh 49% svck lên 2,1 triệu tấn trong 5T21



NGUỒN: VSA

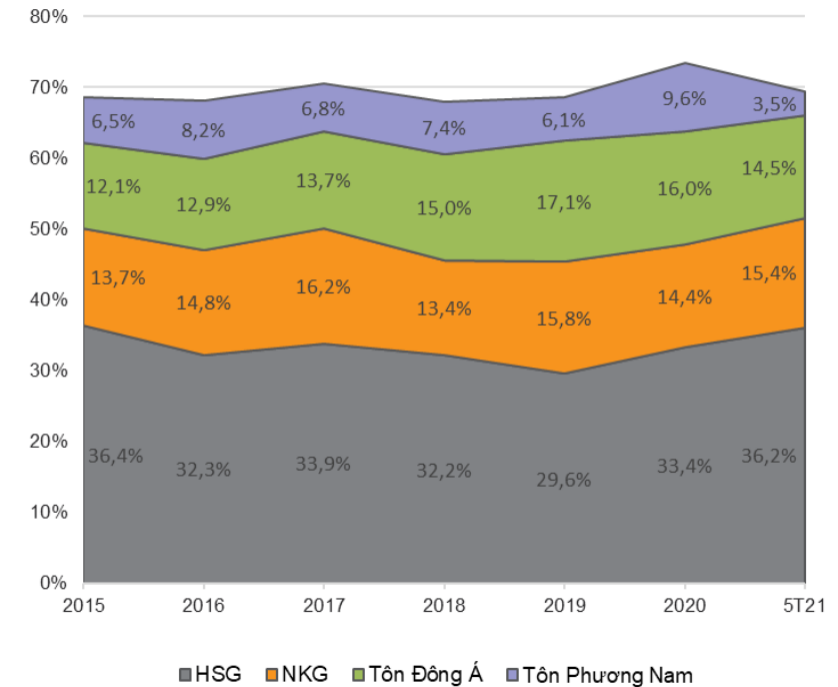
- Trong 5T21, tổng sản lượng tiêu thụ thép (bao gồm thép xây dựng và tôn mạ) đã tăng 23,2% sv mức thấp của cùng kỳ năm 2020 – thời điểm đại dịch Covid-19 đạt đỉnh. Nhờ nhu cầu thép thế giới tăng mạnh đầu năm 2021, thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng với sản lượng đạt 1,9 triệu tấn (+82% svck) trong 5T21. Đặc biệt, sản lượng tôn mạ xuất khẩu đã bứt phá 138,7% svck lên 1,2 triệu tấn trong 5T21.

Thị phần thép xây dựng Việt Nam



NGUỒN: VSA

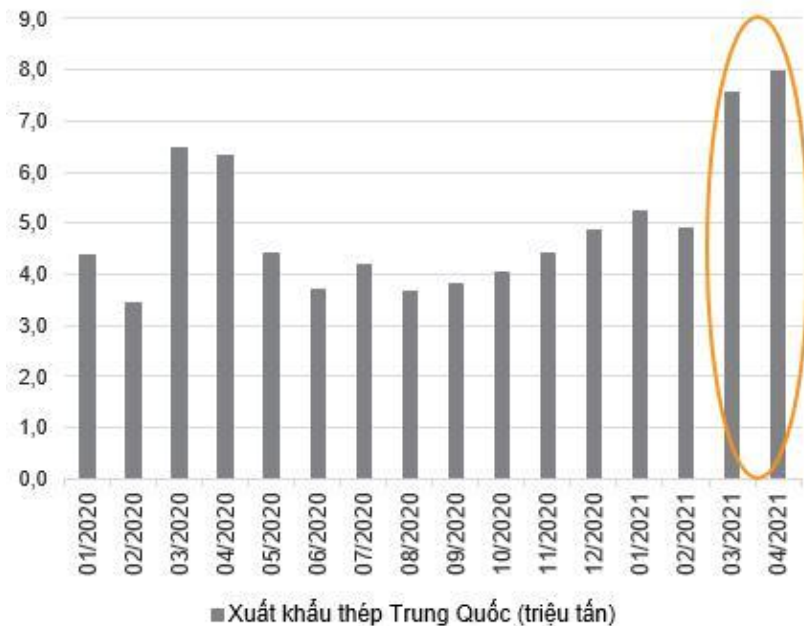
Thị phần tôn mạ Việt Nam



NGUỒN: VSA

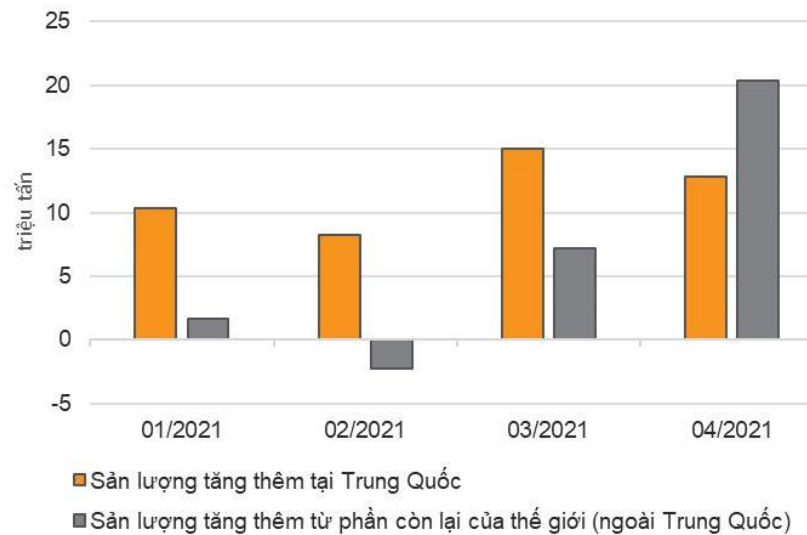
- Các công ty thép hàng đầu với lợi thế sản xuất theo quy mô lớn và hệ thống phân phối rộng khắp đã tận dụng đà phục hồi của thị trường để giành thêm thị phần.
- Đáng chú ý, HPG – nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam đã gia tăng thị phần thép xây dựng từ mức 32,5% của năm 2020 lên mức 34,5% trong 5T21. Trong khi đó, công ty dẫn đầu thị phần tôn mạ - HSG cũng gia tăng 2,8% thị phần từ mức 33,4% năm 2020 lên mức 36,2% trong 5T21.

Thiếu hụt nguồn cung trên toàn cầu mang đến cơ hội vàng cho Trung Quốc xuất khẩu thép



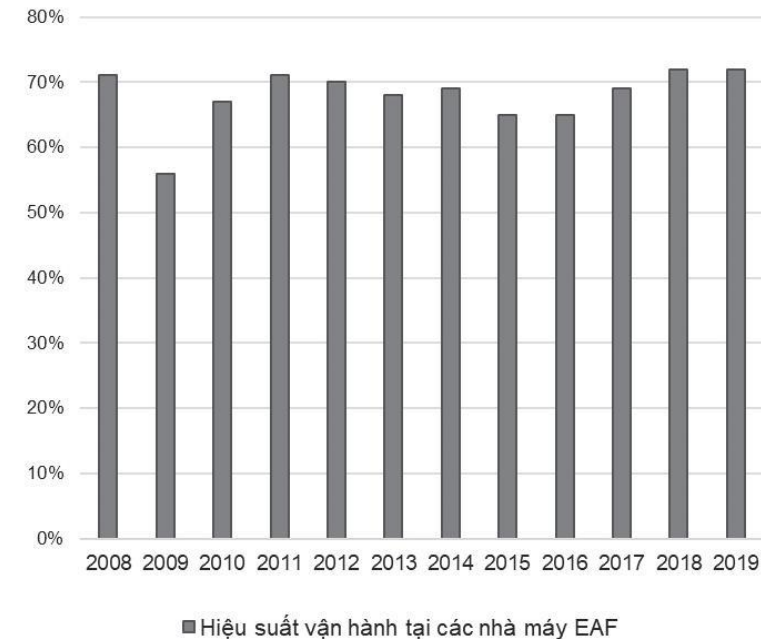
NGUỒN: BLOOMBERG

Sản lượng sản xuất thép ngoài Trung Quốc giảm 0,4% svck trong 2T21, trước khi bùng nổ 23,2% svck trong tháng 3-4/2021



NGUỒN: WSA

Các nhà máy EAF toàn cầu đủ năng lực gia tăng sản xuất thép



NGUỒN: STEELMINT.COM

- Theo quan điểm của chúng tôi, việc tiếp tục gia tăng sản xuất sẽ chấm dứt tình trạng thiếu hụt nguồn cung thép trong một đến hai tháng tới, khi đó giá thép sẽ dần trở lại mức trung bình trong dài hạn.
- Biên lợi nhuận ngành thép đã được duy trì ở mức cao trong ba tháng, chúng tôi cho rằng hầu hết công suất của các nhà máy sản xuất thép theo công nghệ lò điện (EAF) có thể được khởi động lại trong tương lai gần. Chúng tôi cũng lưu ý rằng việc đẩy mạnh sản xuất tại các nhà máy EAF dễ dàng hơn so với sản xuất thép bằng lò cao.

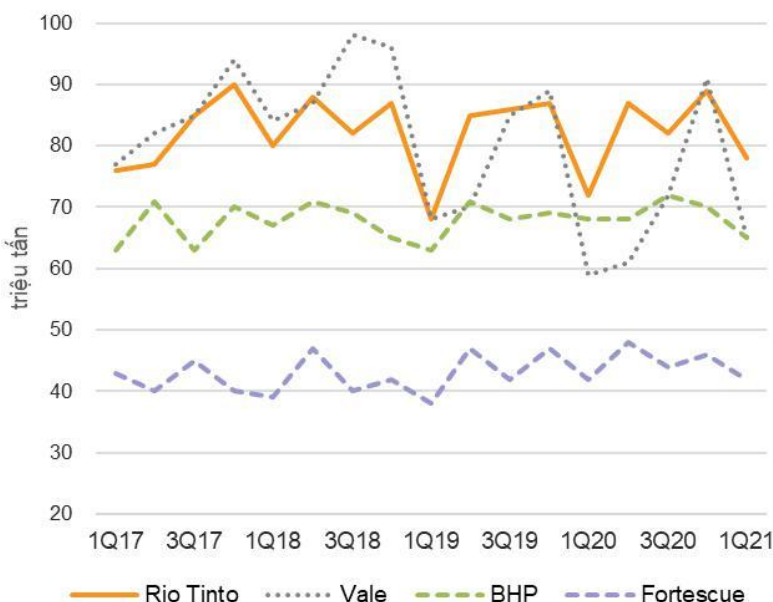
Giá nguyên vật liệu đầu vào được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, từ đó sẽ ngăn giá thép giảm sâu trong ngắn hạn

217

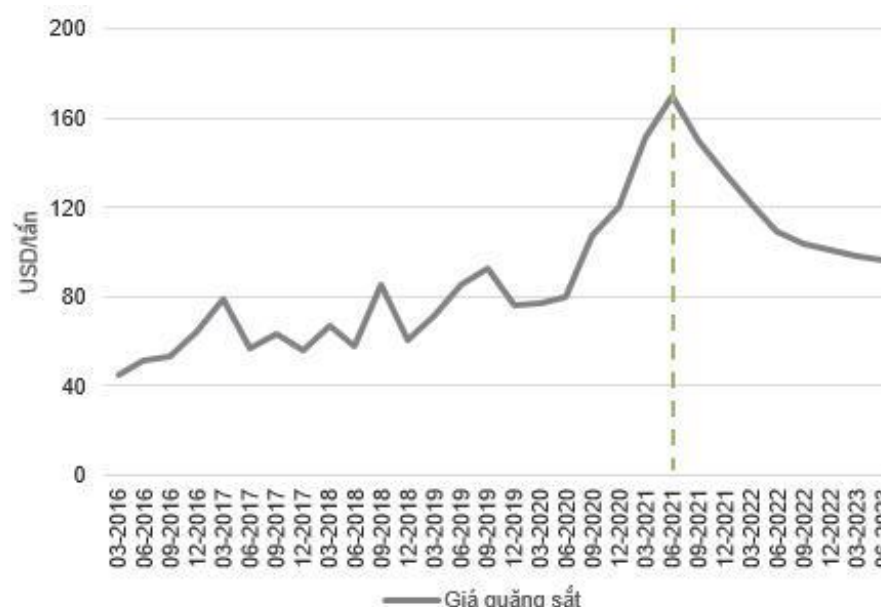
Các nhà sản xuất quặng sắt lớn không cho thấy sẽ có sự gia tăng đáng kể nào trong hoạt động xuất khẩu cho đến cuối năm 2021

Giá quặng sắt đã đạt đỉnh nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao đến cuối năm 2021

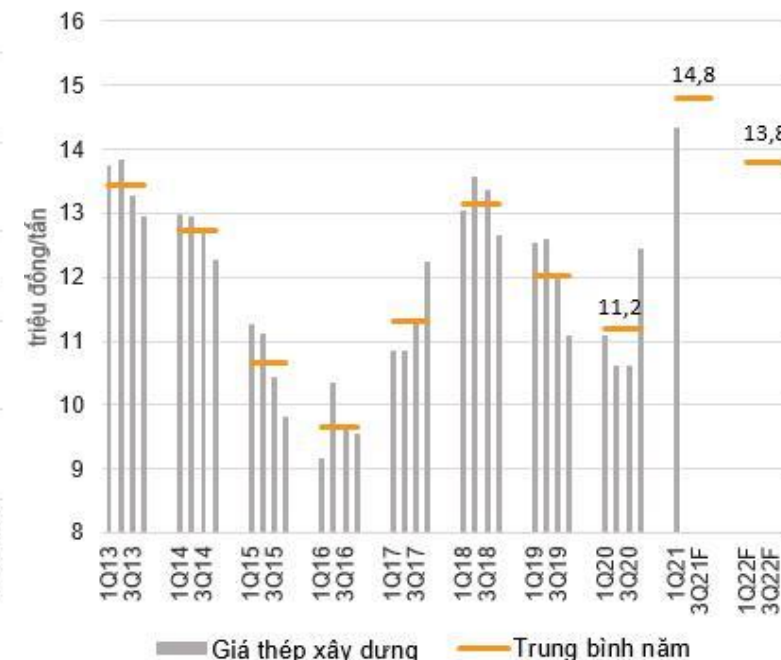
Chúng tôi dự báo giá thép xây dựng nội địa cũng sẽ ở mức cao trong giai đoạn nửa sau 2021-2022



NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY



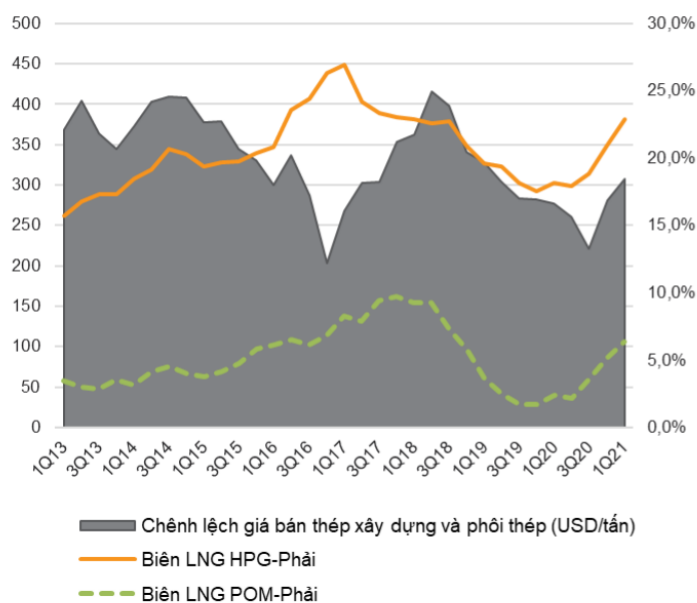
NGUỒN: DISR DỰ BÁO



NGUỒN: VSA

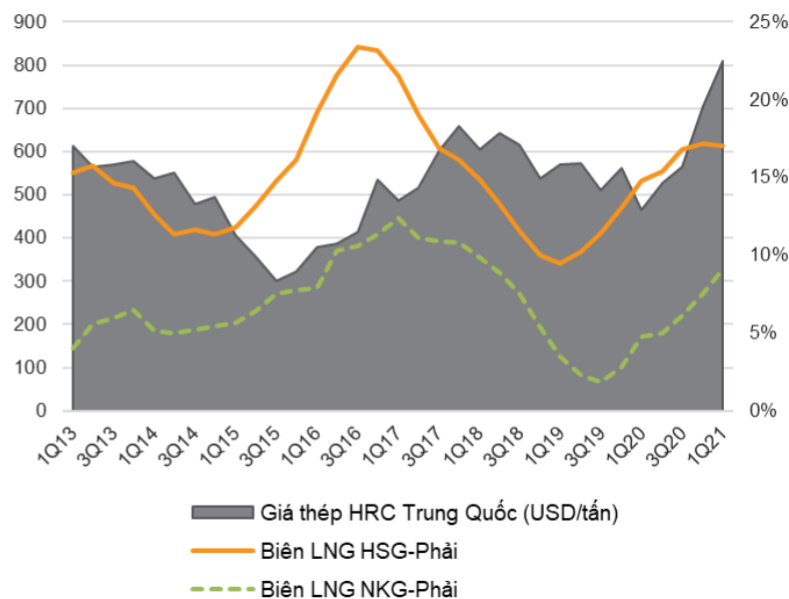
- Chúng tôi duy trì đánh giá giá quặng sắt sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong 1-2 năm tới do (1) nhu cầu thép toàn cầu mạnh mẽ và (2) hoạt động xuất khẩu của các nhà sản xuất quặng sắt lớn vẫn sẽ ở mức thấp với kế hoạch sản xuất hạn chế.
- Chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng nội địa sẽ đạt 14,8 triệu đồng/tấn (+32% svck) trong năm 2021, trước khi giảm xuống mức 13,8 triệu đồng/tấn (-7% svck) trong năm 2022.

Biên LNG của các công ty thép xây dựng sv chênh lệch giá bán thép xây dựng và phôi thép



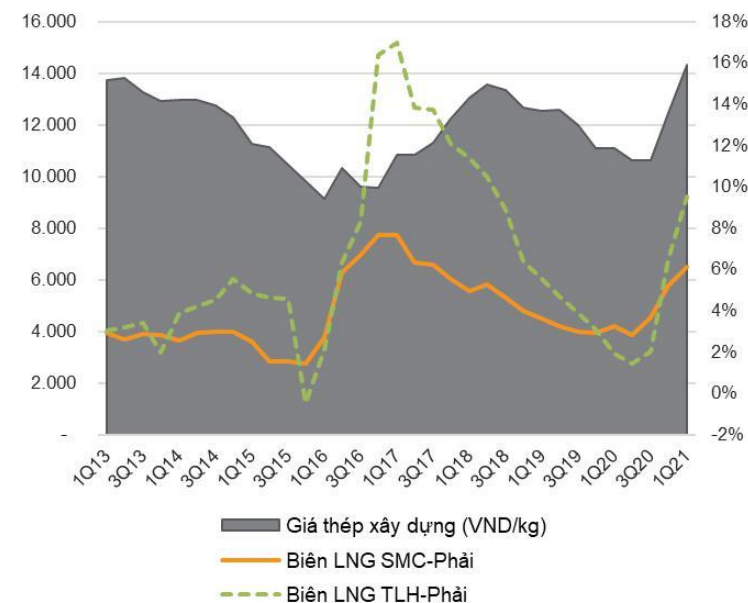
NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG

Biên LNG của các công ty tôn mạ sv giá thép HRC



NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG

Biên LNG của các công ty thương mại thép sv giá thép xây dựng

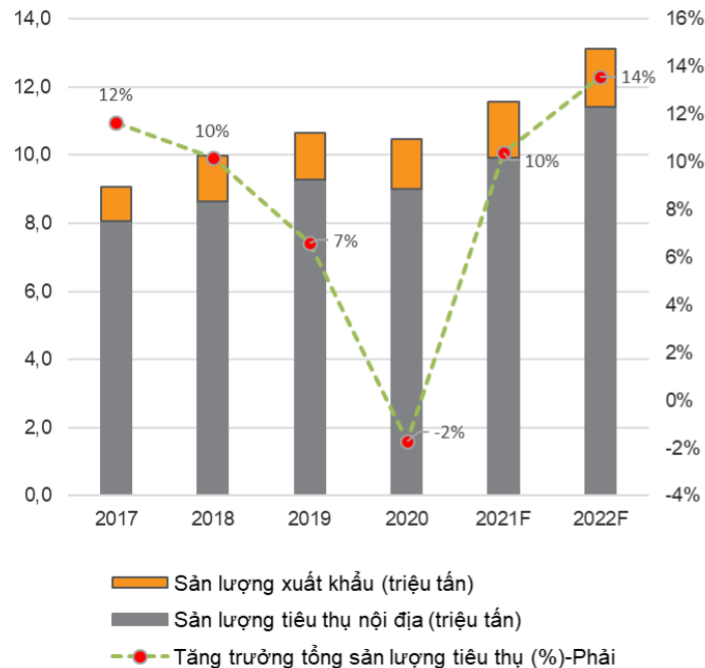


NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG

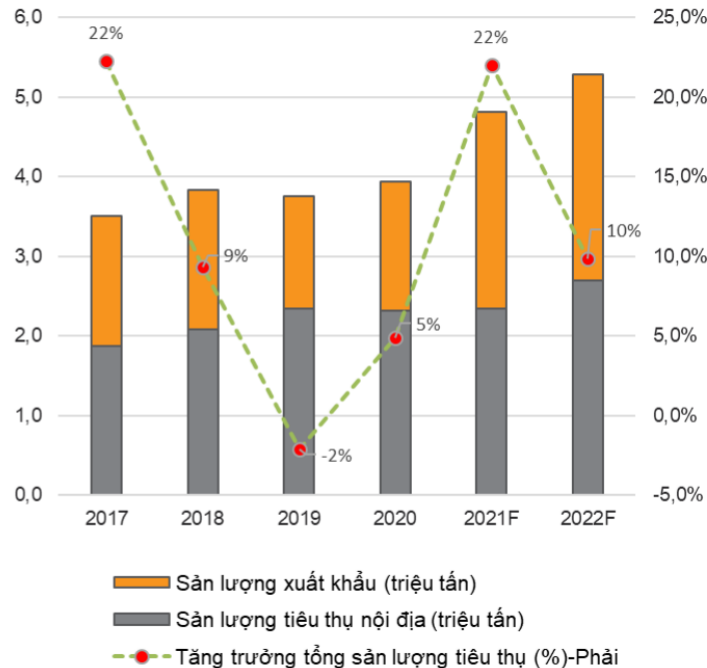
Giá thép kỳ vọng giảm sẽ gây áp lực đáng kể lên biên lợi nhuận gộp (LNG) của các công ty thép trong nửa cuối năm 2021 khi hàng tồn kho giá rẻ được tiêu thụ hết. Đặc biệt, mức ảnh hưởng sẽ rất lớn đối với các công ty thương mại thép.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của các công ty thép hàng đầu (HPG, HSG và NKG) sẽ tiếp tục tối thiểu đến hết quý 3/2021 nhờ các hợp đồng của họ (giao hàng trong 3-4 tháng tới) đã được ký kết với khách hàng.

Thép xây dựng: kỳ vọng tăng trưởng kép sản lượng tiêu thụ đạt 12% trong 2021-22



Tôn mạ: kỳ vọng tăng trưởng kép sản lượng tiêu thụ đạt 16% trong 2021-22



- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép sản lượng tiêu thụ thép xây dựng sẽ đạt 12% trong giai đoạn 2021-22 (tăng trưởng kép trong giai đoạn 2012-19 là 14,9%) nhờ việc: (1) tăng tốc phát triển hạ tầng trong nửa sau 2021-2022 nhờ vào việc đẩy mạnh đầu tư công và (2) thị trường bất động sản nhà ở sẽ nóng trở lại trong năm 2021 do lãi suất giảm và nguồn cung mới mở bán cao hơn.
- Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ sẽ tăng trưởng kép 16% trong giai đoạn 2021-22 nhờ việc: (1) làn sóng chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam của các doanh nghiệp FDI và (2) sản lượng xuất khẩu cao hơn do nhu cầu thế giới thép thế giới mạnh mẽ.

Việt Nam có cơ hội trở thành trung tâm sản xuất thép mới của thế giới

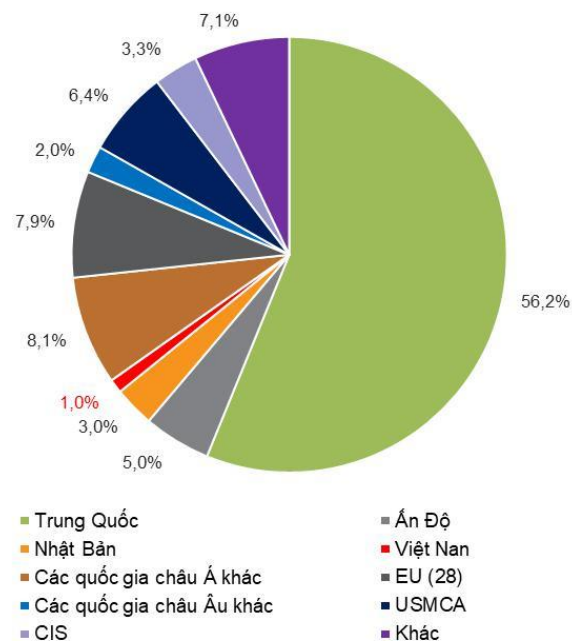
220

Việt Nam lọt top 14 các quốc gia sản xuất thép thô lớn nhất thế giới năm 2020

Xếp hạng Quốc gia	Sản lượng sản xuất thép thô (triệu tấn)
1 Trung Quốc	1.064,8
2 Ấn Độ	100,3
3 Nhật Bản	83,2
4 Hoa Kỳ	72,7
5 Nga	71,6
6 Hàn Quốc	67,1
7 Thổ Nhĩ Kỳ	35,8
8 Đức	35,7
9 Brasil	31,0
10 Iran	29,0
11 Đài Loan	21,0
12 Ukraine	20,6
13 Italy	20,4
14 Việt Nam	19,5
15 Mexico	16,8

NGUỒN: WSA

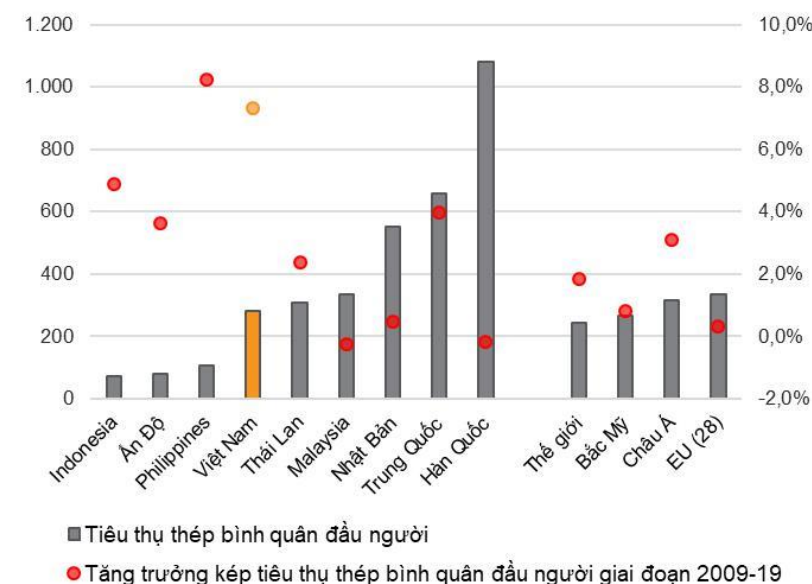
Sản lượng thép thô của Việt Nam chỉ chiếm 1% tổng sản lượng thép thô thế giới năm 2020



USMCA: Hoa Kỳ, Mexico và Canada
CIS: Cộng đồng các quốc gia độc lập

NGUỒN: WSA

Tăng trưởng kép tiêu thụ thép bình quân đầu người của Việt Nam cao gấp 4 lần mức trung bình thế giới giai đoạn 2009-19

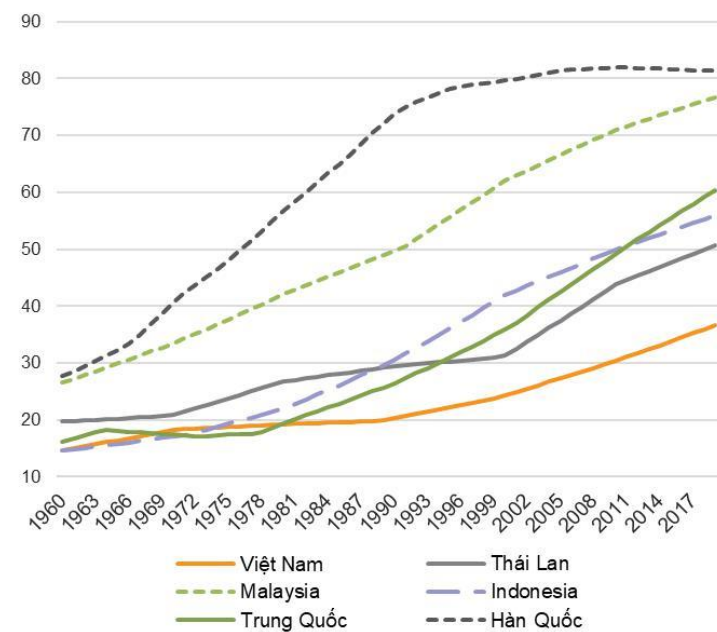


NGUỒN: WSA

Trong những năm tới, bình quân nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng của Việt Nam được dự báo sẽ gấp 2-3 lần sv giai đoạn 2011-15

Nguồn dự báo	Khoảng thời gian dự báo	Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng (tỷ USD) Trung bình năm	
ADB	2015-2025	167,0	16,7
World Bank	Annual average	25,0	25,0
HSBC	2016-2040	605,0	25,2

Tỷ lệ dân số đô thị của Việt Nam năm 2019 vẫn ở mức thấp sv các quốc gia trong khu vực



NGUỒN: WORLD BANK

Việt Nam có lợi thế về chi phí nhân công giá rẻ sv các quốc gia sản xuất thép lớn khác

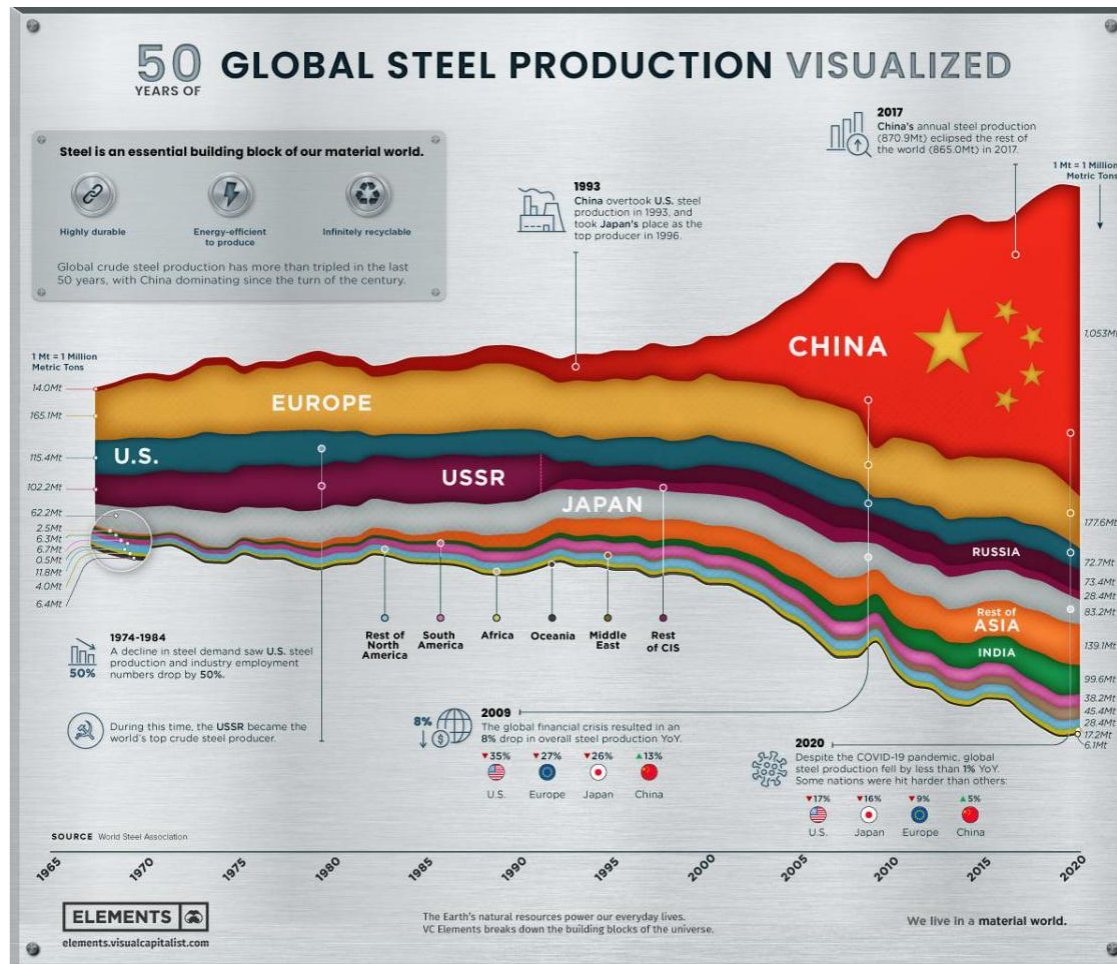
Quốc gia	GDP bình quân đầu người năm 2019 (USD)
Trung Quốc	10.217
Ấn Độ	2.100
Nhật Bản	40.247
Hoa Kỳ	65.298
Nga	11.585
Hàn Quốc	31.846
Thổ Nhĩ Kỳ	9.127
Đức	46.468
Brasil	8.717
Iran	6.980
Đài Loan	29.803
Ukraine	3.659
Italy	33.226
Việt Nam	2.715
Mexico	9.946

NGUỒN: WORLD BANK

- Việt Nam có nhiều lợi thế để phát triển ngành thép, bao gồm (1) nhu cầu nội địa về đầu tư cơ sở hạ tầng và bất động sản dân cư lớn; (2) Việt Nam có chi phí nhân công rẻ hơn sv các quốc gia sản xuất thép hàng đầu khác và (3) nhờ sở hữu đường bờ biển dài và nhiều cảng nước sâu, Việt Nam có lợi thế trong việc sản xuất thép quy mô lớn.

Việt Nam có cơ hội trở thành trung tâm sản xuất thép mới của thế giới

Tỷ trọng đóng góp của các quốc gia phát triển (Hoa Kỳ, EU, Nhật Bản) ngày càng thấp trong tổng sản lượng sản xuất thép thô thế giới



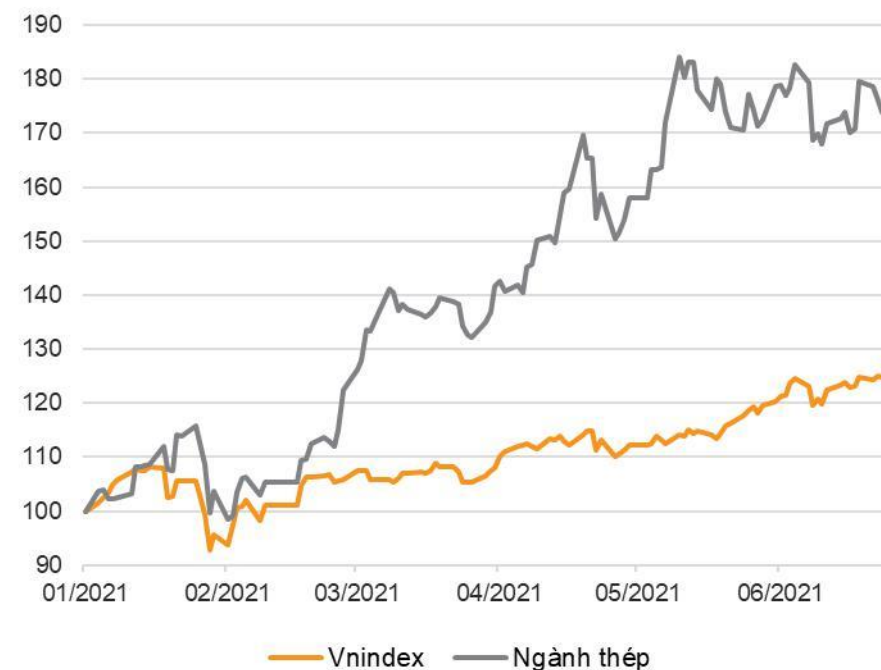
- Với nhu cầu lớn về xây dựng cơ sở hạ tầng và chi phí sản xuất thấp, các quốc gia đang phát triển đang chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng sản lượng sản xuất thép thô toàn cầu. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam có tiềm năng trở thành quốc gia sản xuất thép lớn. Đặc biệt trong bối cảnh Trung Quốc – quốc gia sản xuất thép lớn nhất thế giới đã lên kế hoạch cắt giảm sản lượng sản xuất nhằm bảo vệ môi trường.

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thép được cải thiện đáng kể trong quý 1/2021 nhờ giá thép và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh (tỷ đồng)

	Doanh thu			Lợi nhuận ròng		
	1Q21	1Q20	s vck	1Q21	1Q20	s vck
Thép xây dựng						
HPG	31.459	19.451	61,7%	6.977,6	2.285,3	205,3%
TVN	9.445	7.317	29,1%	335,1	15,1	2.124,6%
TIS	3.006	2.158	39,3%	44,2	4,3	920,7%
POM	2.699	2.519	7,1%	74,5	(55,7)	NA
VGS	1.654	1.844	-10,3%	30,2	10,6	184,8%
VIS	1.129	766	47,4%	13,0	(41,7)	NA
Tôn mạ						
HSG	10.846	5.779	87,7%	1.034,9	201,0	414,8%
NKG	4.853	2.452	97,9%	318,8	41,5	668,3%
Thương mại thép						
SMC	5.070	3.448	47,0%	208,1	10,2	1.937,6%
TLH	979	943	3,8%	116,0	3,8	2.969,9%

NGUỒN: VSA

Diễn biến của cổ phiếu thép sv VNIndex trong năm 2021 (%)



NGUỒN: BLOOMBERG

- Các công ty thép ghi nhận mức lợi nhuận ròng cao trong quý 1/2021 nhờ giá bán thép và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh.
- Tính đến ngày 25/6/2021, trung bình giá cổ phiếu các công ty thép đã tăng mạnh 73,9% sv đầu năm, vượt trội sv VNIndex (+25,9%) do kết quả kinh doanh quý 1/2021 ấn tượng phản ánh vào giá.

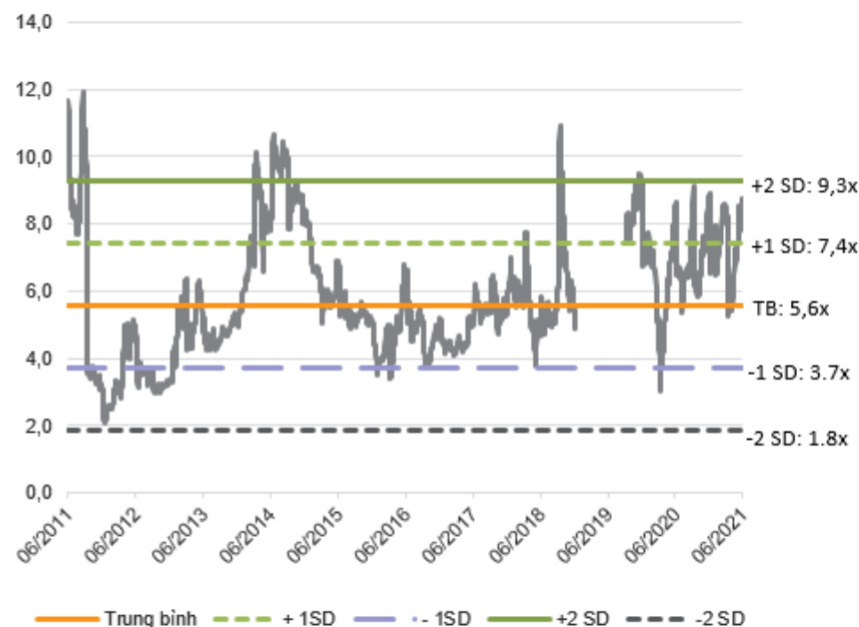
P/E lịch sử của HPG



NGUỒN: BLOOMBERG

P/E lịch sử của HSG

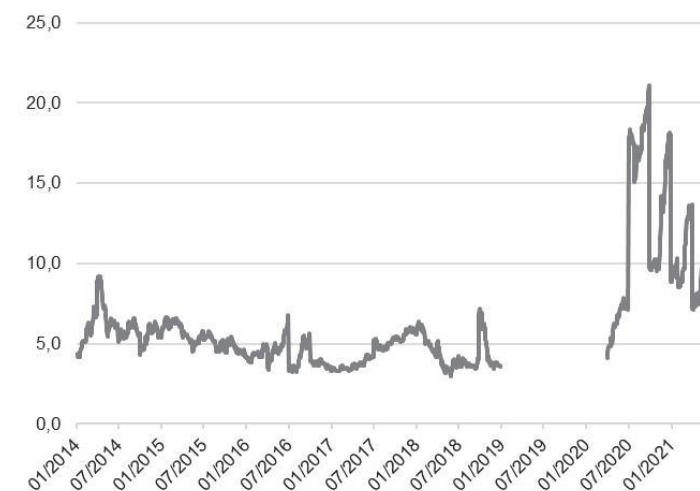
(Đã loại bỏ những giai đoạn lợi nhuận ròng của công ty âm)



NGUỒN: BLOOMBERG

P/E lịch sử của NKG

(Đã loại bỏ những giai đoạn lợi nhuận ròng của công ty âm)



NGUỒN: BLOOMBERG

- Theo đà tăng của giá cổ phiếu gần đây, định giá của các cổ phiếu thép đang ở mức cao nhất kể từ khi niêm yết. Đặc biệt, mức P/E của HPG đang là 12,7x (+2,8 lần độ lệch chuẩn (std) sv P/E trung bình 10 năm), HSG là 8,4x (+1,5 Std) và NKG là 9,9x.
- Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu các công ty thép vẫn còn tiềm năng tăng trưởng nhờ dự báo ngành đang ở trong chu kỳ tăng trưởng tốt nhất trong một thập kỷ qua và quy mô sản xuất hàng đầu của các công ty thép Việt Nam tại khu vực Đông Nam Á.

- Với việc giá thép và nhu cầu thép toàn cầu bứt phá thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng ngành thép Việt Nam sẽ chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong năm nay. Mức giá bán cao hơn với tất cả các sản phẩm thép sẽ tác động tích cực đến các nhà sản xuất thép, đặc biệt là các công ty hàng đầu. Do đó, chúng tôi ưa thích HPG, HSG và NKG.

Rủi ro giảm giá:

- (1) Giá thép giảm mạnh hơn dự kiến do nhu cầu thép tăng trưởng chậm hơn.
- (2) Chính phủ Trung Quốc thiếu quyết liệt trong các biện pháp hạn chế nguồn cung sẽ khiến sản lượng thép dư thừa của nước này tràn sang các quốc gia láng giềng, trong đó có Việt Nam.
- (3) Giá quặng sắt cao hơn dự kiến do sản lượng khai thác thấp tại các mỏ ở Brasil và Tây Australia.

Thép xây dựng

- **Tập đoàn Hòa Phát (HPG).** HPG đang sở hữu nhiều ưu thế cho phép công ty nắm bắt được tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng trong nước thời gian tới nhờ (1) Lợi thế sản xuất quy mô lớn và năng lực vận hành đã được chứng minh và (2) HPG đã liên tục mở rộng công suất và đa dạng hóa sản phẩm đầu ra thông qua việc xây dựng Khu liên hợp Gang thép Dung Quất 1 (KLHDQ, công suất thiết kế 5,5 triệu tấn thép thô/năm) và đang có kế hoạch đầu tư KLHDQ 2 (5,6 triệu tấn thép thô/năm). Nhờ chuỗi giá trị ngành hoàn thiện, chúng tôi cho rằng HPG sẽ là một trong số ít các công ty có thể duy trì biên LNG cao trong 2H21-22 bất chấp giá thép có thể sẽ giảm.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2021 của HPG sẽ lần lượt đạt 156.503 tỷ đồng (+73,7% svck) và 29.740 tỷ đồng (+121,1% svck), nhờ việc (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng 32,3% svck và (2) bình quân giá bán thép tăng 35,0% svck. Trong năm 2022, lợi nhuận ròng của công ty sẽ giảm 19,5% svck xuống mức 23,926 tỷ đồng.
- Chúng tôi cũng lạc quan với kế hoạch mở rộng chuỗi giá trị của HPG khi công ty đã hoàn thành việc mua hai tàu biển chở hàng rời cỡ lớn và một mỏ quặng sắt tại Australia. Do đó, HPG tiếp tục là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong ngành thép.

Tôn mạ

- Chúng tôi đang theo dõi **Tập đoàn Hoa Sen (HSG)** and **CTCP Thép Nam Kim (NKG)**, do các yếu tố (1) thị phần tôn mạ nội địa lớn của hai công ty; (2) với tỷ trọng sản lượng xuất khẩu trong tổng sản lượng tiêu thụ cao, chúng tôi cho rằng HSG và NKG sẽ được hưởng lợi chính từ nhu cầu tôn mạ mạnh mẽ của thế giới trong 2H21-22 và (3) chúng tôi nhận thấy sự cải thiện đáng kể của tình hình tài chính và năng lực vận hành của hai công ty trong giai đoạn này.
- Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rằng mức chênh lệch giữa giá nguyên liệu đầu vào của HSG và NKG (HRC) và đầu ra (tôn mạ) thấp hơn nhiều so với quặng sắt và thép thành phẩm, điều này có nghĩa là rủi ro biên LNG giảm của các công ty tôn mạ là lớn khi hàng tồn kho HRC giá rẻ được tiêu thụ hết hoặc giá thành phẩm giảm. Do đó, chúng tôi dự phóng biên LNG của hai công ty sẽ giảm trong nửa cuối năm 2021 từ mức cao trong 6T21.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của HSG năm 2021 sẽ tăng trưởng lần lượt 54,9% svck và 184,2% svck lên mức 45.515 tỷ đồng và 4.306 tỷ đồng, nhờ việc (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng 33,4% svck; (2) giá bán thép bình quân tăng 20,2% svck và (3) chi phí lãi vay giảm 31,1% svck. Sự phục hồi mạnh mẽ của giá thép thời gian gần đây sẽ tạo cơ sở cho mức lợi nhuận cao của HSG năm 2021, dẫn đến việc lợi nhuận ròng năm 2022 dự báo giảm 35,4% svck xuống 2.834 tỷ đồng, theo quan điểm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu của NKG năm 2021 sẽ tăng 67,8% svck lên 19.395 tỷ đồng, nhờ việc (1) sản lượng tiêu thụ thép tăng 27,8% svck và (2) bình quân giá bán thép tăng 27,0% svck. Biên LNG năm 2021 sẽ tăng lên mức 13,6% từ mức chỉ 7,5% của năm 2020, phản ánh việc tích trữ hàng tồn kho nguyên vật liệu đầu vào thấp hơn tại thời điểm đầu năm và công ty đã quản lý chi phí tốt hơn sau tái cơ cấu. Kết quả là lợi nhuận ròng của NKG sẽ tăng 381,4% svck lên mức 1.420 tỷ đồng trong năm 2021. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt mức lợi nhuận ròng 850 tỷ đồng (-40,1% svck).

Công ty	Mã CK	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		tr.USD	2021	2022	EPS 3 năm	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Thép xây dựng											
Tập đoàn Hòa Phát	HPG VN	9.855	9,5	12,0	17,8	2,9	2,3	6,9	8,3	40,4	23,1
JSW Steel	JSTL IN	22.536	9,6	10,0	18,2	2,7	2,2	6,1	6,5	31,1	22,4
Tata Steel	TATA IN	18.831	5,5	7,9	37,4	1,4	1,2	4,3	5,6	27,5	15,6
Hindalco Industries	HN DL IN	11.362	9,0	8,6	-2,8	1,1	1,0	5,9	5,8	13,3	12,4
Jindal Steel & Power Ltd	JSP IN	5.444	5,4	7,7	58,5	1,0	0,9	3,4	4,2	20,3	12,8
NMDC	NMDC IN	7.022	6,2	8,2	26,5	1,5	1,3	4,2	5,7	25,2	16,9
Nippon Steel Corp	5401 JP	16.389	7,0	6,9	na	0,6	0,6	5,7	6	8,1	8,3
JFE Holidng Inc	5411 JP	7.336	5,1	5,3	na	0,4	0,4	5,5	5,7	7,3	7,4
Bluescope Steel Ltd	BSL AU	8.518	10,4	7,9	7,1	1,6	1,3	5,5	4,7	15,2	18,1
Angang Steel Co Ltd-A	000898 CH	6.490	7,4	6,6	(15,6)	0,7	0,7	4,6	4,2	8,5	9,4
Hyundai Steel	004020 KS	6.449	9,4	9,3	na	0,4	0,4	6,6	6,6	4,4	4,3
Trung bình		11.038	7,5	7,8	18,5	1,1	1,0	5,2	5,5	16,1	12,8
Trung vị		7.927	7,2	7,9	18,2	1,1	1,0	5,5	5,7	14,3	12,6

NGUỒN: BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 25/06/2021

Công ty	Mã CK	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		tr.USD	2021	2022	EPS 3 năm	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Tôn mạ											
Tập đoàn Hoa Sen	HSG VN	864	6,4	8,2	82,1	2,1	1,6	4,6	5,5	40,8	23,3
CTCP Thép Nam Kim	NKG VN	243	4,2	7,5	144,1	1,3	1,1	3,9	6,1	32,4	12,7
Jiangsu Azure Corp	002245 CH	3.016	30,7	23,6	17,6	5,9	4,8	19,9	16,2	20,5	21,5
Kyoei Steel Ltd	5440 JP	598	9,1	8,1	75,7	0,4	0,4	4,9	4,1	3,6	4,6
Chun Yuan Steel Industry Co Ltd	2034 TT	539	11,7	9,7	(17,0)	na	na	9,1	8,0	13,7	15,5
Kisco Holdings Co Ltd	001940 KS	340	7,2	7,2	(12,2)	0,4	0,4	6,3	6,1	6,1	5,8
Trung bình		1.123	14,7	12,2	16,0	2,2	1,9	10,1	8,6	11,0	11,9
Trung vị		569	10,4	8,9	2,7	0,4	0,4	7,7	7,1	9,9	10,7

NGUỒN: BLOOMBERG, DỮ LIỆU TẠI NGÀY 25/06/2021

Ngành Ngân hàng

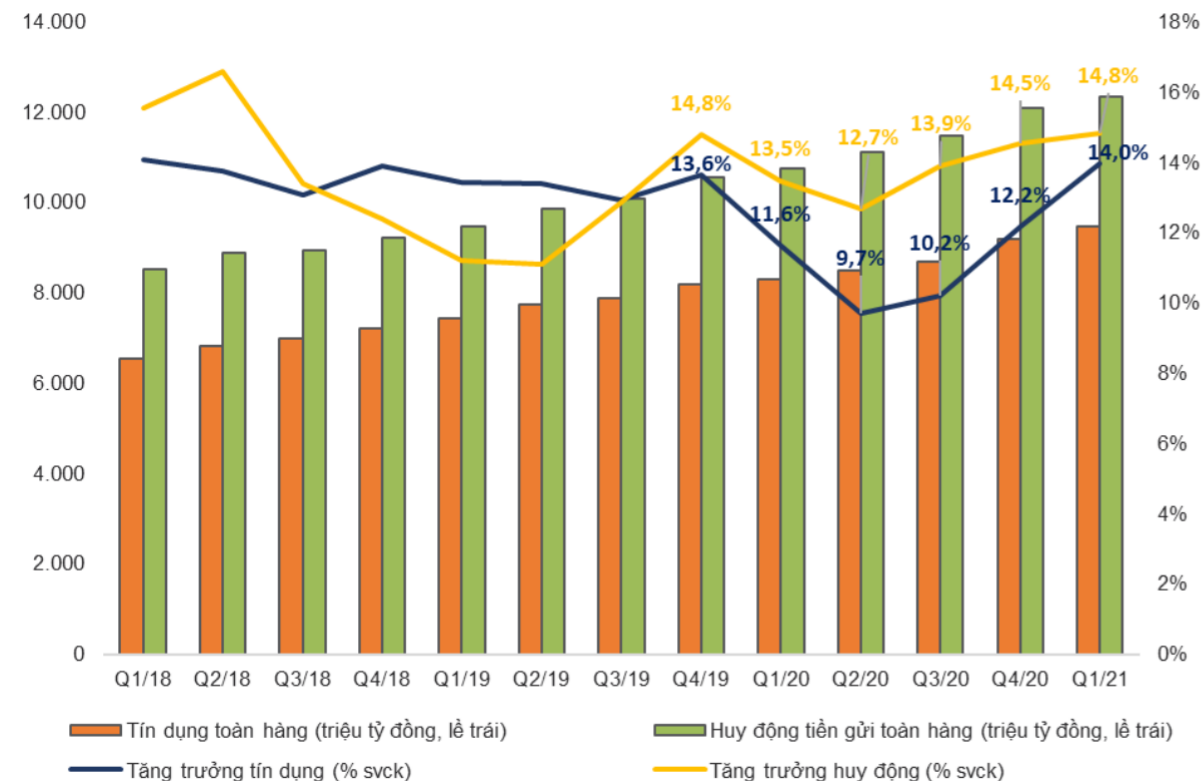
**Kỳ vọng đã được phản
ánh vào giá**



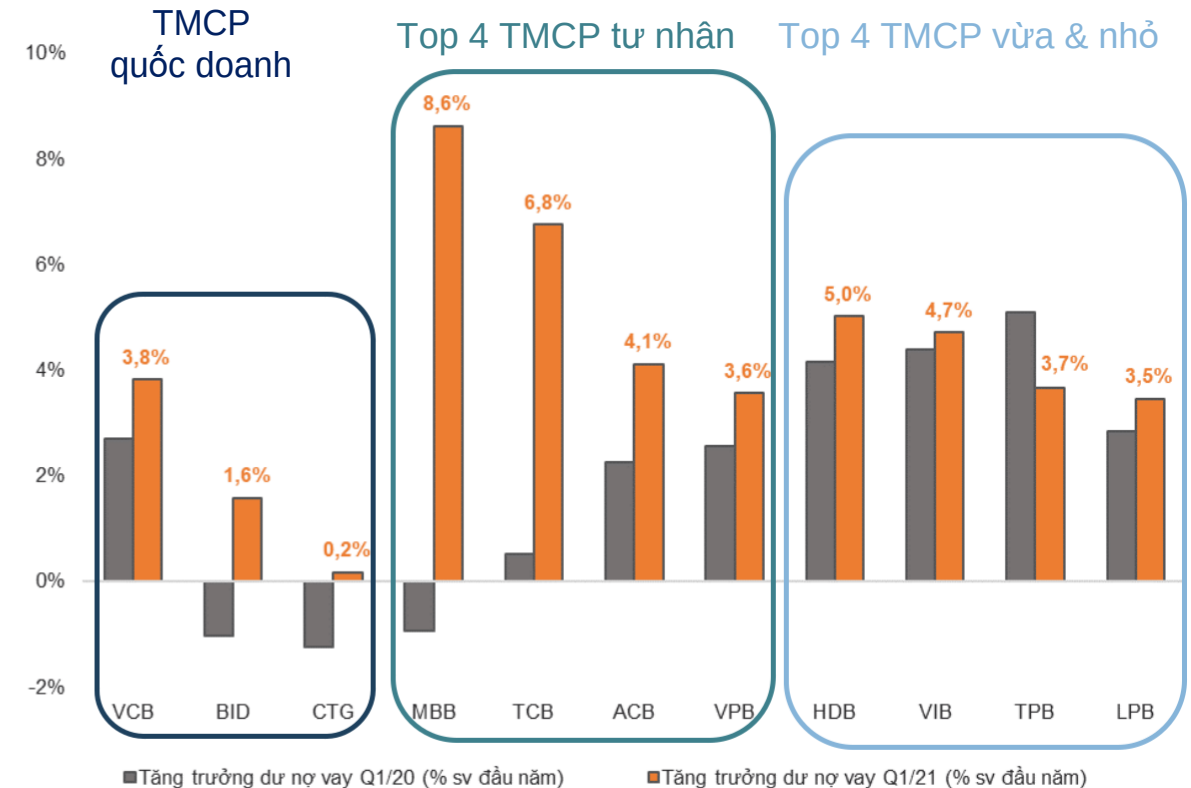
Tóm tắt 6T21: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành được cải thiện nhiều hơn so với tăng trưởng huy động

231

Tín dụng tăng trên cơ sở nguồn tiền gửi dồi dào đảm bảo và duy trì tính thanh khoản toàn hệ thống



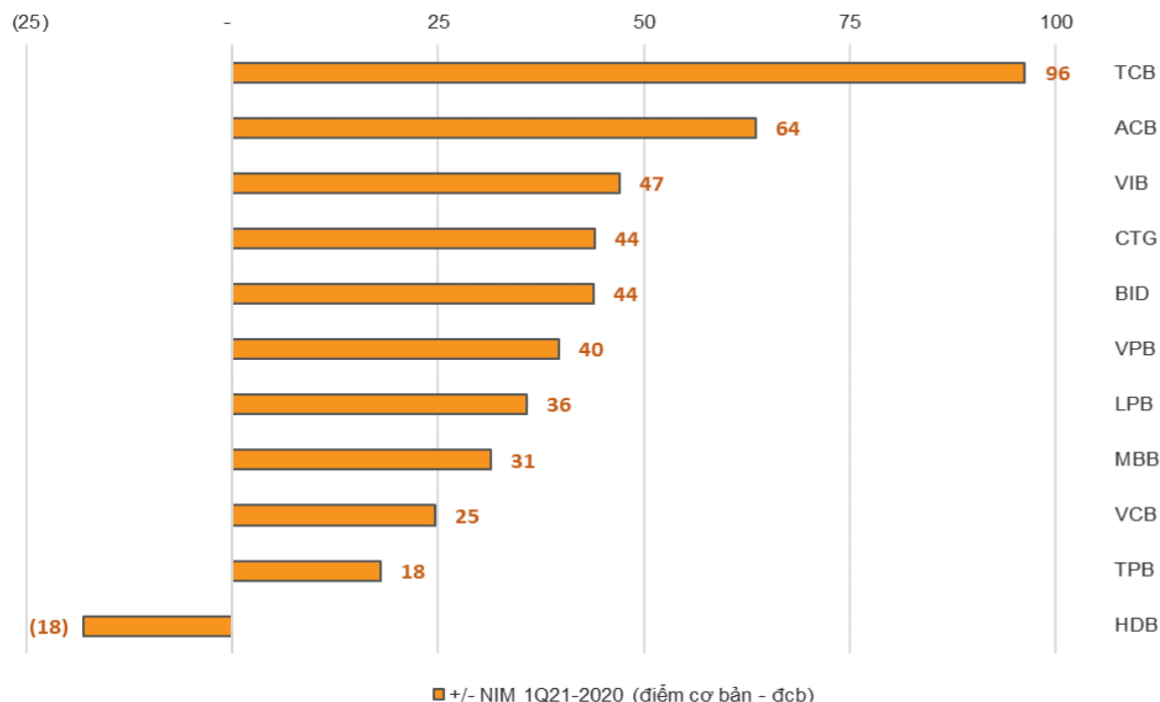
Các ngân hàng hàng đầu ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng vững chắc trong Q1/21



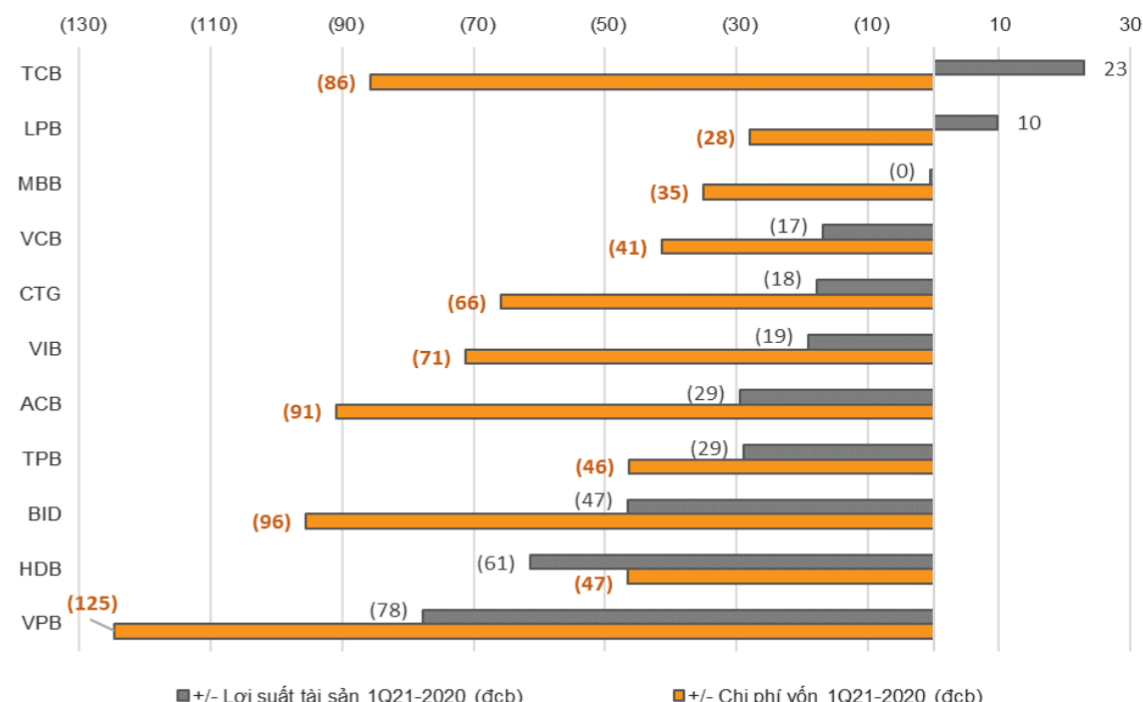
- Tín dụng hệ thống tăng 2,95% trong Q1/21 (14% svck) và tăng 5,1% tính đến 15/06/2021, hơn gấp đôi mức tăng trưởng 2,3% cùng kỳ của 6T20. Huy động tiền gửi tăng 2% trong Q1/21 (14,8% svck) và tăng 3,96% tính đến 15/06/2021.

- Tổng dư nợ cho vay khách hàng của 17 ngân hàng niêm yết (chiếm 67% tín dụng toàn hàng) tăng 3,2% trong Q1/21, gấp 3 lần mức tăng trưởng trong Q1/20. Tổng huy động tiền gửi của các ngân hàng này tăng 1,4% trong Q1/21.
-

NIM Q1/21 (dự báo cả năm) tăng nhẹ so với NIM 2020...



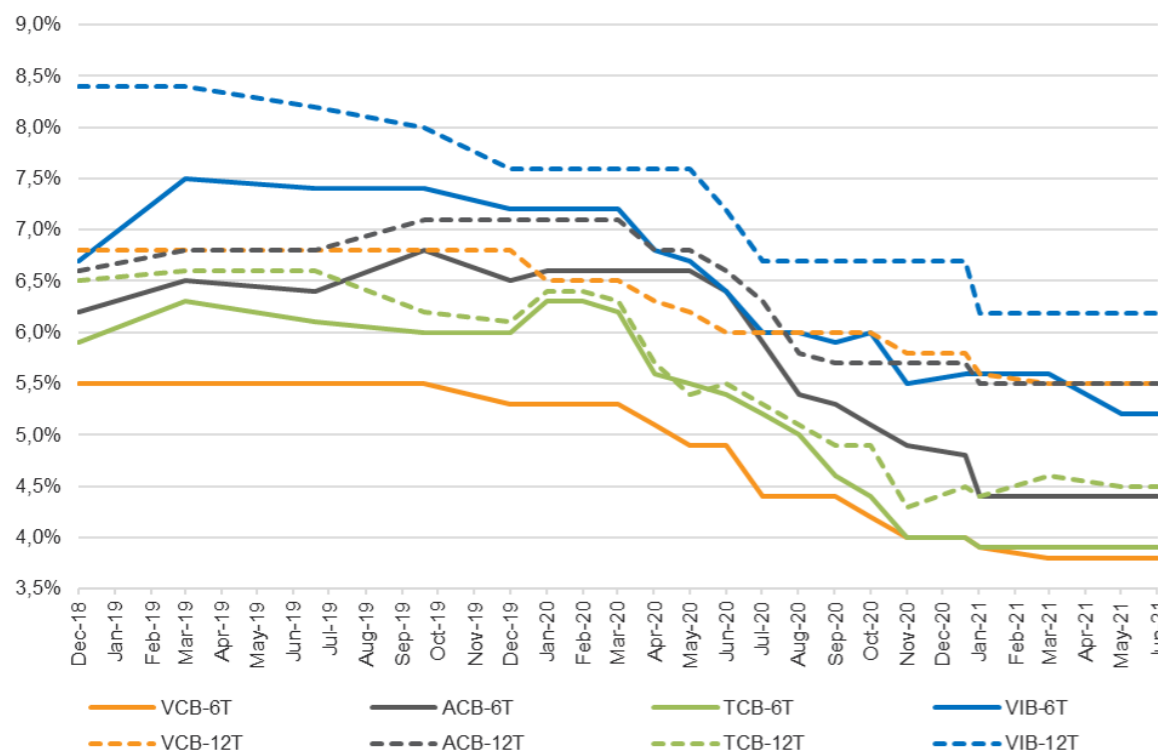
... nhờ chi phí vốn thấp hơn



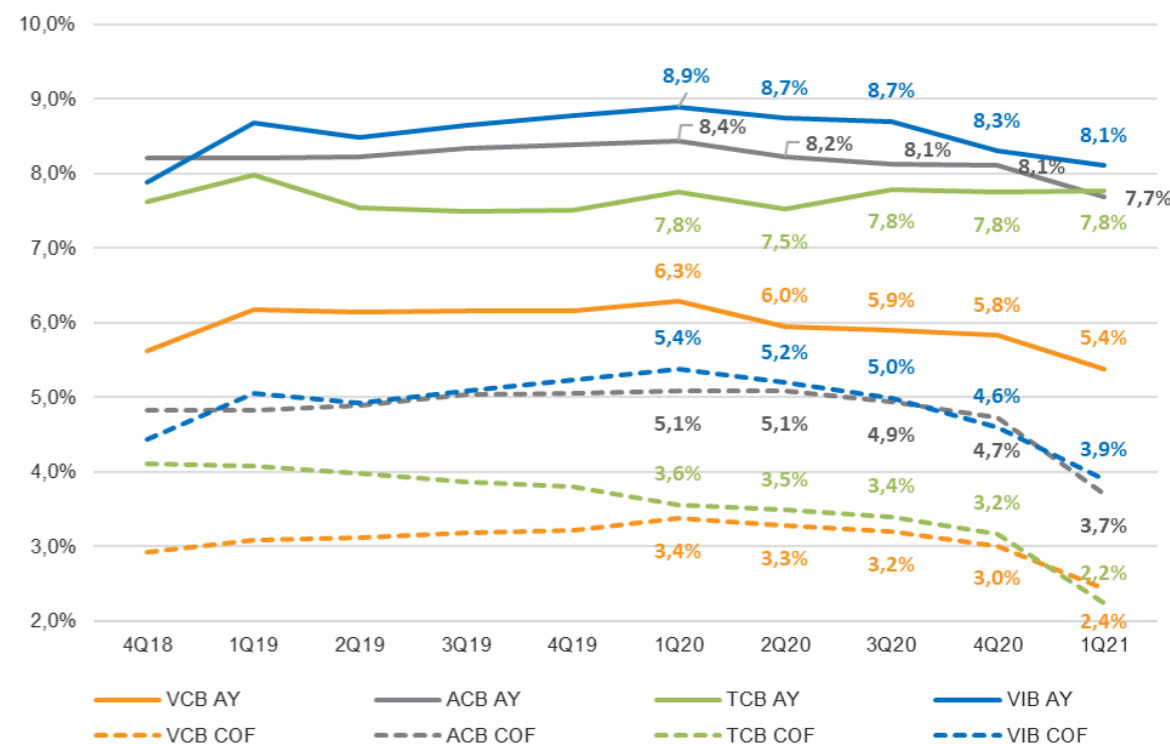
NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

- NIM Q1/21 (dự báo cả năm) của các ngân hàng tăng 2-118 đcb svck nhờ chi phí vốn giảm nhiều hơn đã dư bù đắp mức giảm của lợi suất tài sản.** Đối với NH TMCP niêm yết quốc doanh, **trung bình NIM tăng 27 đcb svck đạt 3,1%** nhờ chi phí vốn giảm 120 đcb xuống mức 3,2% nhằm bù đắp mức giảm 87 đcb của lợi suất tài sản xuống 6,1%. Đối với nhóm NH TMCP niêm yết tư nhân, **trung bình NIM tăng 41 đcb svck đạt 4,3%** nhờ chi phí vốn giảm 124 đcb xuống 4% bù đắp mức giảm 67 đcb của lợi suất tài sản xuống 8,2%.
- TCB, ACB, và VIB ghi nhận NIM cải thiện nhiều nhất trong Q1/21.** Bên cạnh mặt bằng chung các ngân hàng đều hưởng lợi từ chi phí vốn thấp hơn, TCB có lợi suất tài sản (dự báo cả năm) tăng 23 đcb trong Q1/21 sv năm 2020 nhờ mở rộng hoạt động mảng cho vay, trong khi ACB và VIB với tỷ lệ cho vay cá nhân cao giúp giảm bớt ảnh hưởng từ việc lợi suất tài sản giảm.

Lãi suất huy động ngắn hạn tiếp tục giảm 10-50 đcb sv đầu năm (giảm 100-230 đcb sv thời điểm trước dịch)



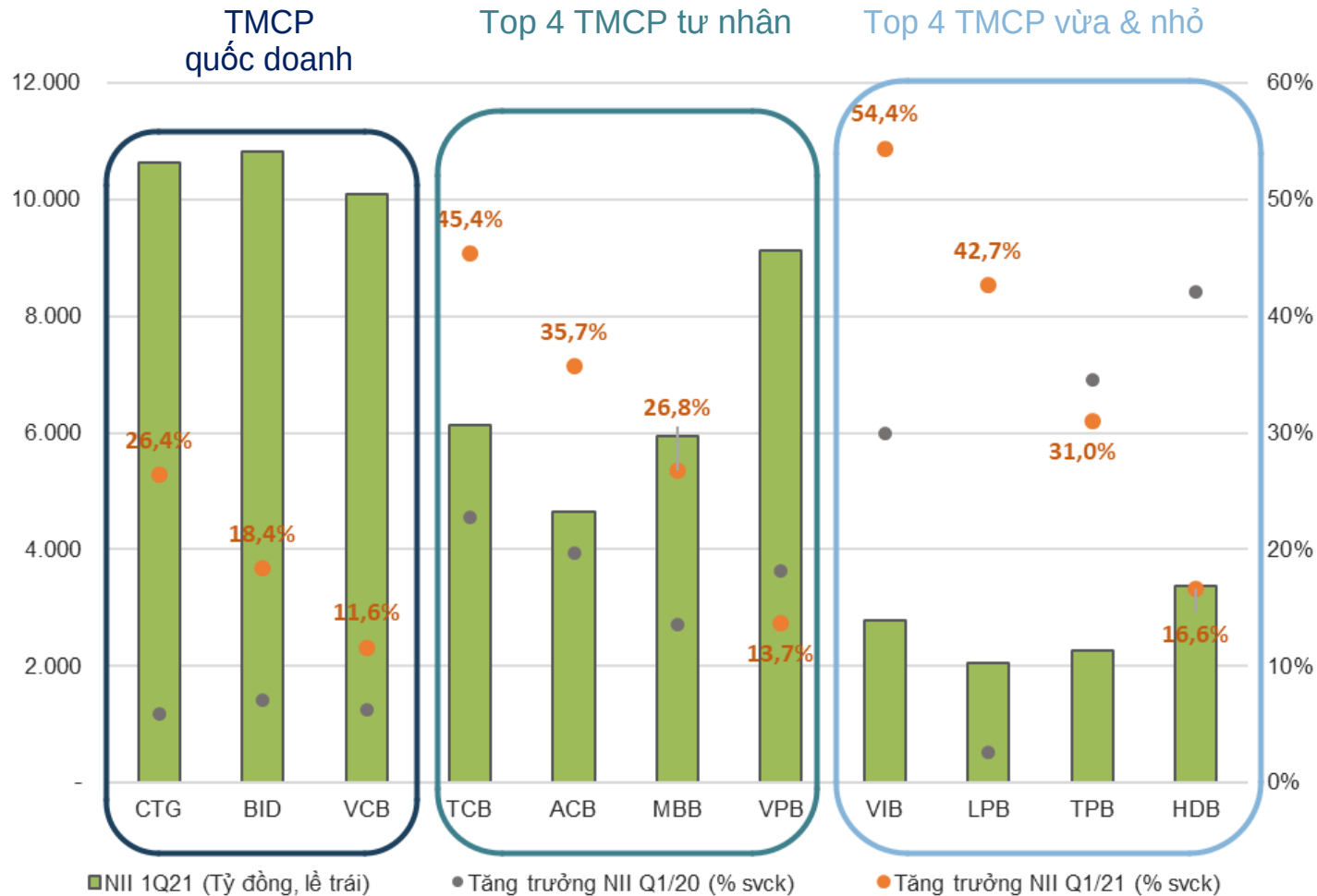
Chi phí vốn (COF) (dự báo cả năm) giảm nhiều hơn sv mức giảm của lợi suất tài sản (AY)



- Lãi suất huy động ngắn hạn đến T6/21 của các ngân hàng giảm lên đến 230 đcb sv thời điểm trước dịch vào T3/20 (hay - 50 đcb sv đầu năm) giúp chi phí vốn Q1/21 cải thiện lên đến 149 đcb svck (hay -101 đcb sv kết quả 2020).
- Trong khi đó, lợi suất tài sản Q1/21 ghi nhận mức giảm nhẹ hơn, cao nhất là 90 đcb svck (hay -40 đcb sv năm 2020), phản ánh độ trễ trong việc điều chỉnh lãi suất cho vay.

Tóm tắt 6T21: thu nhập lãi thuần (NII) tăng trưởng vượt bậc trong Q1/21, cùng với...

234



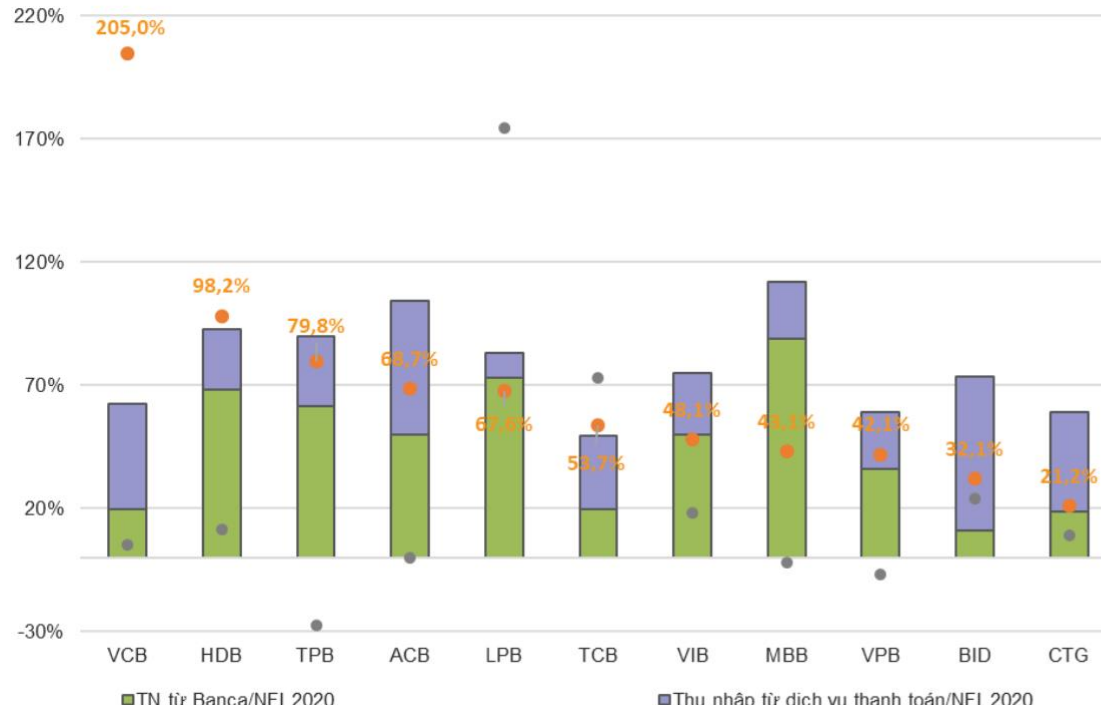
NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

Thu nhập (TN) lãi thuần tăng trưởng vững chắc ở các ngân hàng trong Q1/21 nhờ cải thiện tăng trưởng tín dụng và NIM. Tổng NII của 17 NH niêm yết tăng 23,7% svck trong Q1/21 đạt 77.788 tỷ đồng, cao hơn mức tăng 14,1%/17,2% svck trong Q1/20 và Q1/19 nhờ dư nợ vay tăng 15,8% svck và trung bình NIM tăng 38 đcb svck.

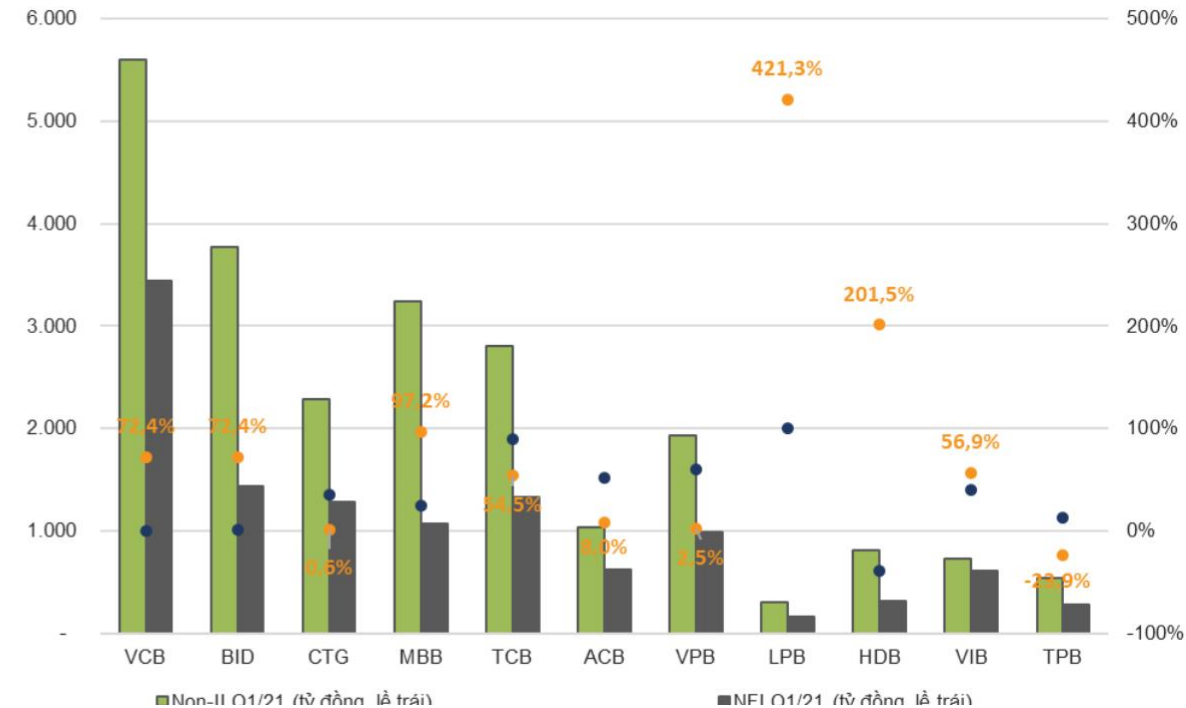
CTG, TCB, ACB ghi nhận mức tăng trưởng NII mạnh mẽ nhờ NIM tăng vững chắc và mở rộng cho vay hiệu quả.

- Vietinbank: NIM tăng 47 đcb svck đạt 3,3%, và dư nợ vay tăng 0,2% trong Q1/21 (sv mức giảm 1,2% trong Q1/20).
- Techcombank: tăng trưởng NII cao thứ 2 toàn ngành trong Q1/21 nhờ NIM tăng 118 đcb svck lên 5,8% và dư nợ vay tăng 6,8% trong Q1/21 (sv 0,5% trong Q1/20).
- Asia Commercial JSB: dư nợ vay tăng 4,1% trong Q1/21 (sv mức tăng 2,3% trong Q1/20) và NIM tăng 61 đcb svck đạt 4,3%.

TN phí ròng (NFI) tăng vững chắc ở các ngân hàng...



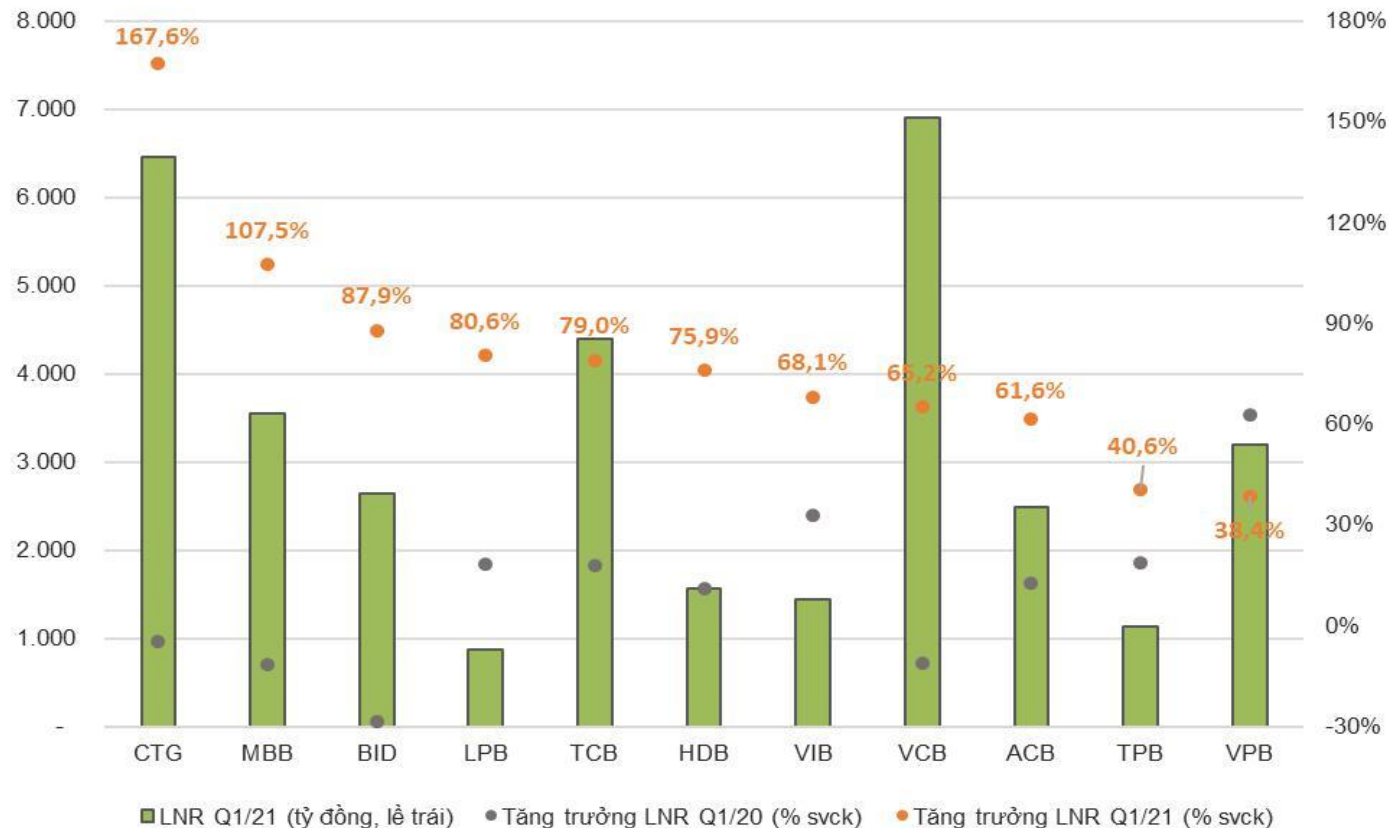
... là động lực thúc đẩy tăng trưởng TN ngoài lãi (non-II) trong Q1/21



- TN ngoài lãi của 17 ngân hàng niêm yết tăng 43,5% svck trong Q1/21, gần gấp đôi mức tăng trưởng của Q1/20, nhờ TN phí ròng – thành phần chiếm ít nhất 40% TN ngoài lãi của các ngân hàng-đã tăng 62,3% svck trong Q1/21, gấp 5 lần mức tăng cùng kỳ Q1/20.
- Việc mở rộng tín dụng mạnh mẽ nhờ kinh tế dần hồi phục thúc đẩy hoạt động giao dịch giữa các doanh nghiệp, nhờ đó gia tăng thu nhập từ dịch vụ thanh toán và thu nhập từ mảng bảo hiểm (Banca) trong Q1/21. Đây là mảng thu nhập chính trong TN phí ròng của ngân hàng, vì vậy đã giúp TN phí ròng tăng trưởng vượt trội trong Q1/21.

Tóm tắt 6T21: ... thúc đẩy lợi nhuận ròng tăng vọt

Lợi nhuận ròng của các ngân hàng tăng vọt trong Q1/21



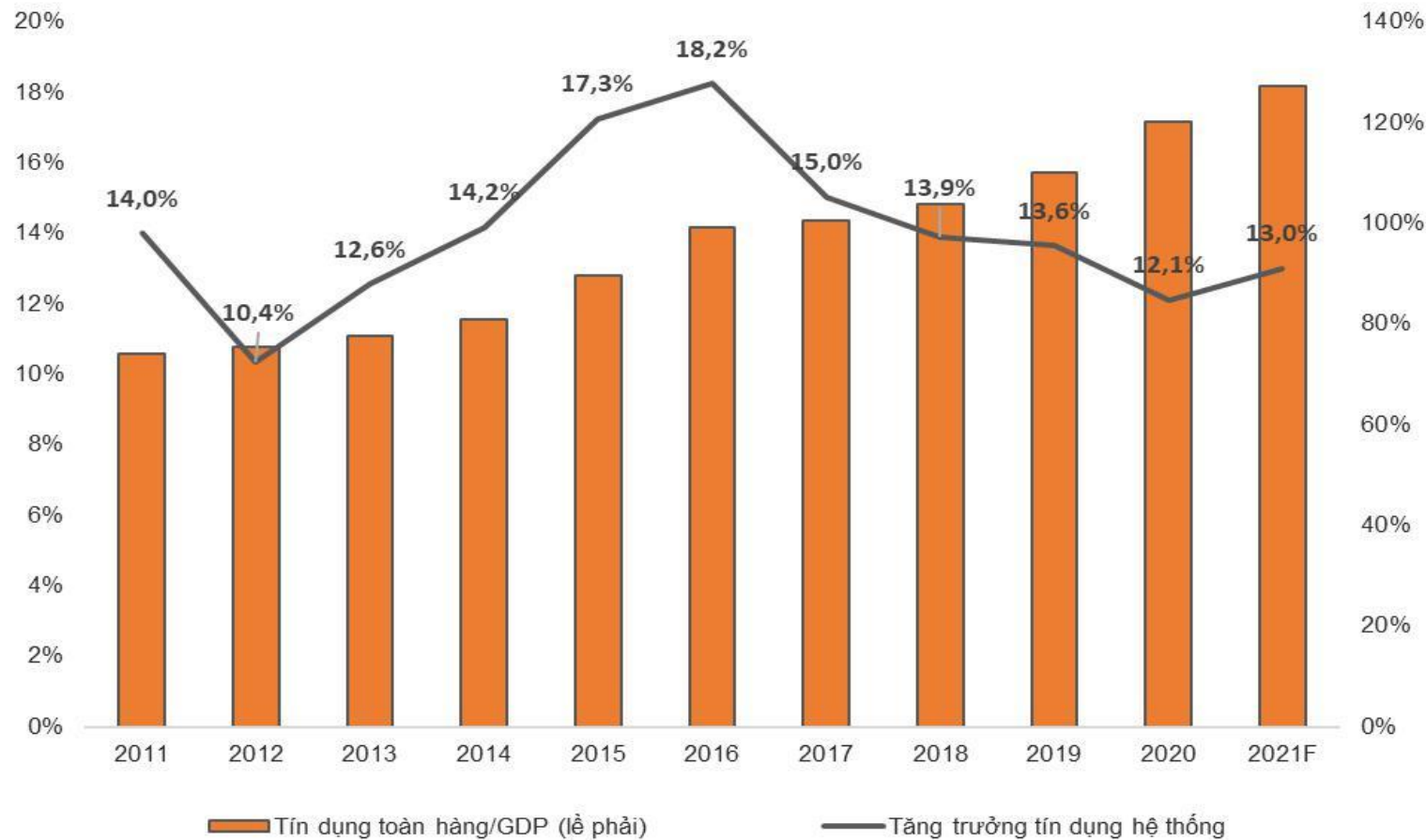
NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

- Lợi nhuận ròng (LNR) của các ngân hàng tăng trưởng vượt bậc trong Q1/21. Tổng LNR của 17 ngân hàng tăng 77,3% svck, vượt trội sv mức tăng 6,4% và 10,5% svck trong Q1/20 và Q1/19.
- Lợi nhuận ròng của các ngân hàng tăng đột biến trong Q1/21 là do (1) NII cải thiện nhờ mở rộng tín dụng cao hơn và NIM cải thiện do chi phí huy động vốn thấp hơn, (2) NFI tăng mạnh, và (3) CIR thấp hơn do cải thiện hiệu quả hoạt động. Khi nền kinh tế Việt Nam dần phục hồi từ Q4/20, việc NHNN thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ đã thúc đẩy nhu cầu tín dụng.

Triển vọng nửa cuối 2021: Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt mức 13-14% năm 2021

238

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng hệ thống đạt mức 13-14% năm 2021



NGUỒN: SBV, GSO

Chúng tôi dự báo tín dụng toàn ngành tăng 13% khi GDP tăng 6,5% năm 2021:

- Nhu cầu quốc tế phục hồi thúc đẩy các hoạt động sản xuất và kinh doanh trong nửa cuối năm 2021, sau khi các nền kinh tế phục hồi nhờ các gói kích cầu và quy trình tiêm chủng hiệu quả. Các nước kỳ vọng sẽ mở cửa biên giới trong Q3/21 và khuyến khích người dân quay trở lại làm việc trong điều kiện an toàn hơn, giúp tăng nhu cầu tiêu dùng nhờ thu nhập được cải thiện.
- Lãi suất cho vay thấp nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng hiện nay thúc đẩy các doanh nghiệp vay thêm các khoản vay mới để phục vụ hoạt động.
- Chúng tôi dự báo các doanh nghiệp sản xuất sẽ quay lại đạt công suất hoạt động tối đa trong Q3/21 khi làn sóng Covid-19 thứ tư này được kiểm soát.
- Du lịch và dịch vụ được dự báo sẽ dần phục hồi từ Q4/21 khi Việt Nam có thể tiếp cận 150 triệu liều vắc xin để tiêm cho 70% người trưởng thành, giúp bình thường hóa cuộc sống và mở cửa biên giới.

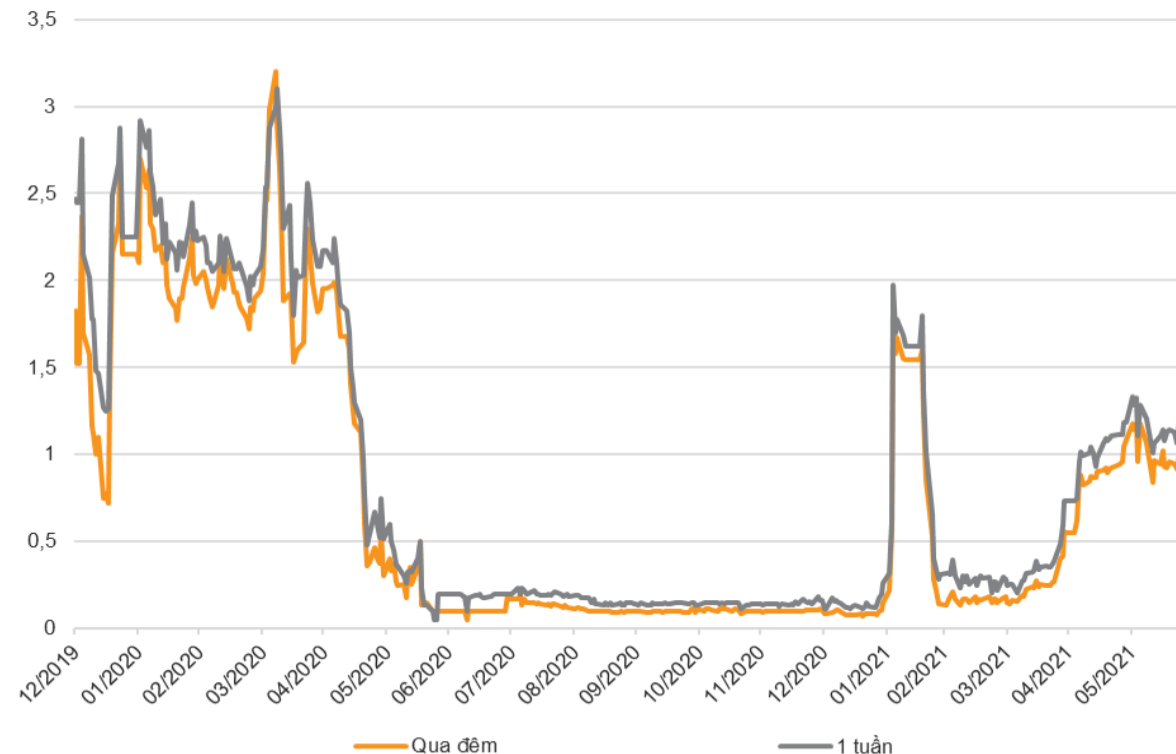
Các ngân hàng trong danh mục của chúng tôi sẽ vượt hạn mức tăng trưởng tín dụng được NHNN cấp cho năm 2021

239

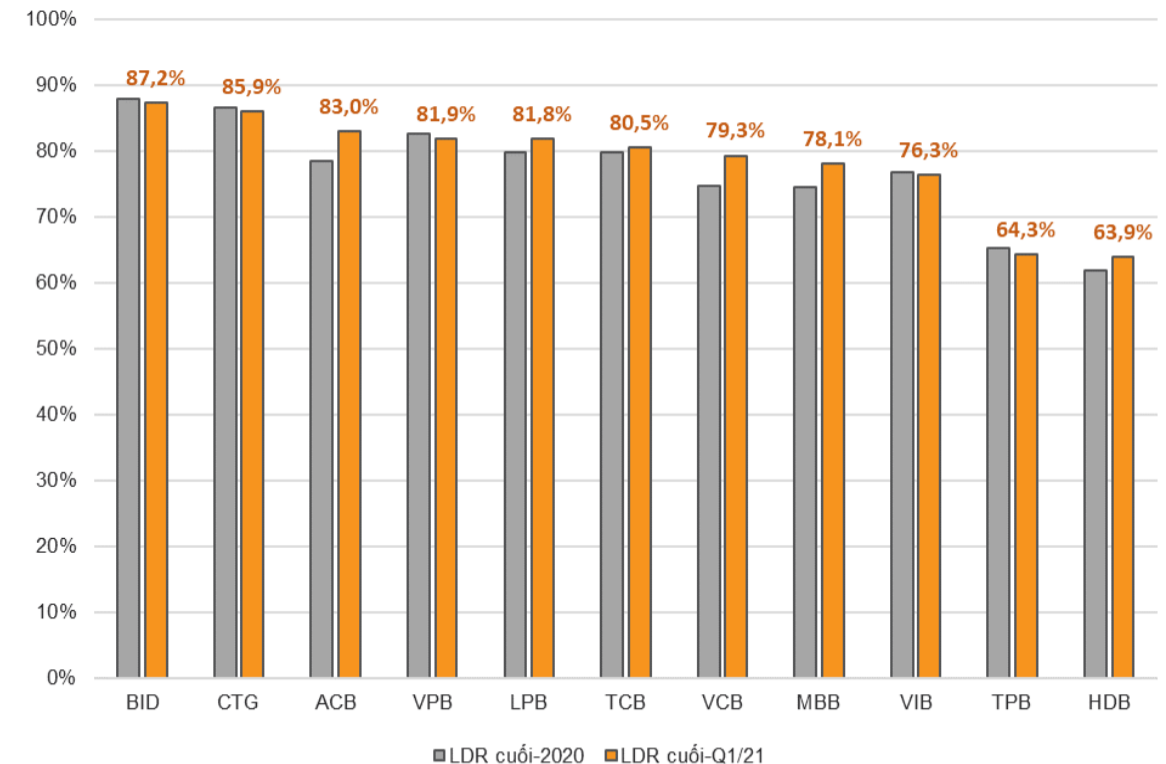
Tăng trưởng dư nợ vay các ngân hàng (% svck)	Q1/21 (% sv đầu năm)	5T21 (% sv đầu năm)	Trần tín dụng 2021 được NHNN cấp	2021F (VND dự báo)	2022F (VND dự báo)
Vietcombank	3,8%	5,6%	10,5%	14%	15%
BIDV	1,6%	3,0%	7,5%	10%	10%
Vietinbank	0,2%	3,3%	7,5%	9%	8%
NH TMCP Quân Đội	8,6%	10,3%	10,5%	17%	15%
NH TMCP Á Châu	4,1%	8,5%	9,5%	12%	12%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	4,7%	8,0%	8,5%	26%	25%
NH TMCP Kỹ Thương Việt Nam	6,8%	N/A	12,0%	14%	14%
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	3,6%	N/A	8,5%	17%	17%
NH TMCP Bưu Điện Liên Việt	3,5%	N/A	8,5%	15%	15%

- Tăng trưởng dư nợ vay của các ngân hàng, chiếm một nửa tín dụng hệ thống, có thể vượt hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp cho năm 2021 do kết quả từ việc mở rộng nhanh chóng trong Q1/21 & 5T21.
- Các ngân hàng trên đây có nhiều lợi thế hơn trong việc tận dụng từ sự phục hồi kinh tế nói chung cũng như từ sự phục hồi ngành sản xuất và dịch vụ nói riêng, do (1) tập khách hàng phong phú và đa dạng (VCB, CTG, MBB, ACB), và (2) có nguồn vốn dồi dào với tỷ lệ CASA cao (TCB, VCB, MBB). Nguồn vốn giá rẻ và dồi dào cho phép các ngân hàng này cung cấp tín dụng cho khách hàng với lãi suất cho vay cạnh tranh.

Lãi suất liên ngân hàng tăng trong T4-5/21 và đảo chiều trong T6/21 (%)



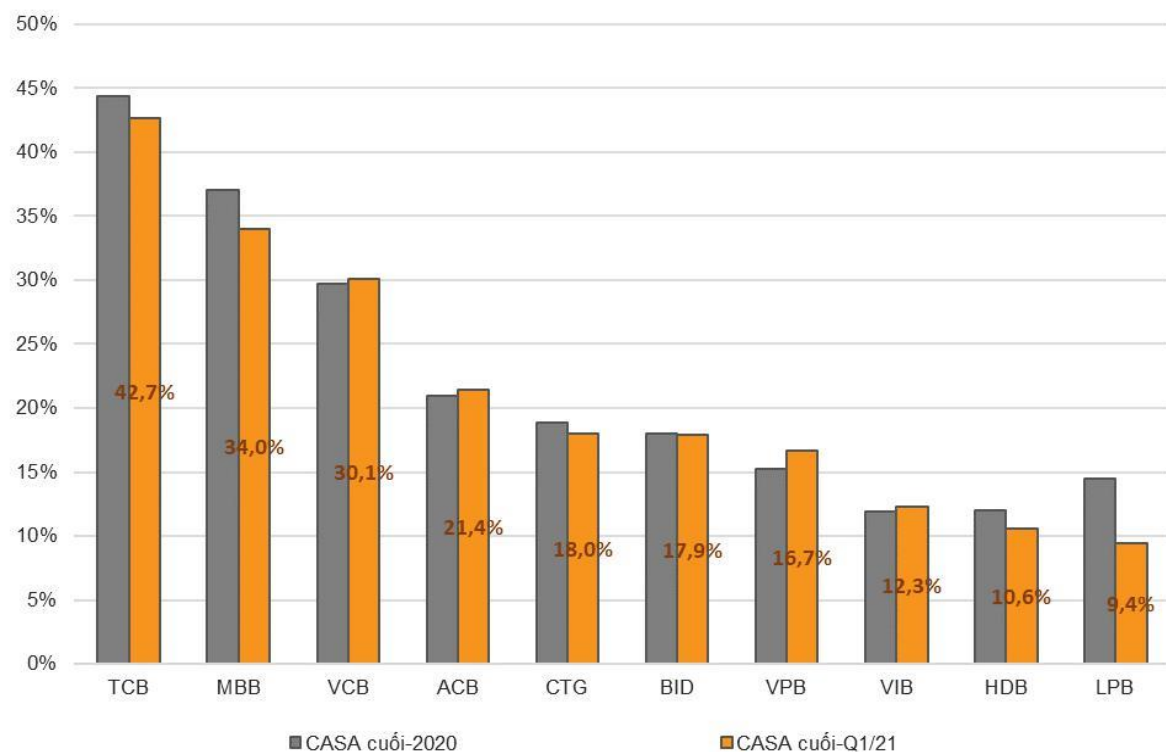
Thanh khoản ngân hàng ổn định cuối Q1/21



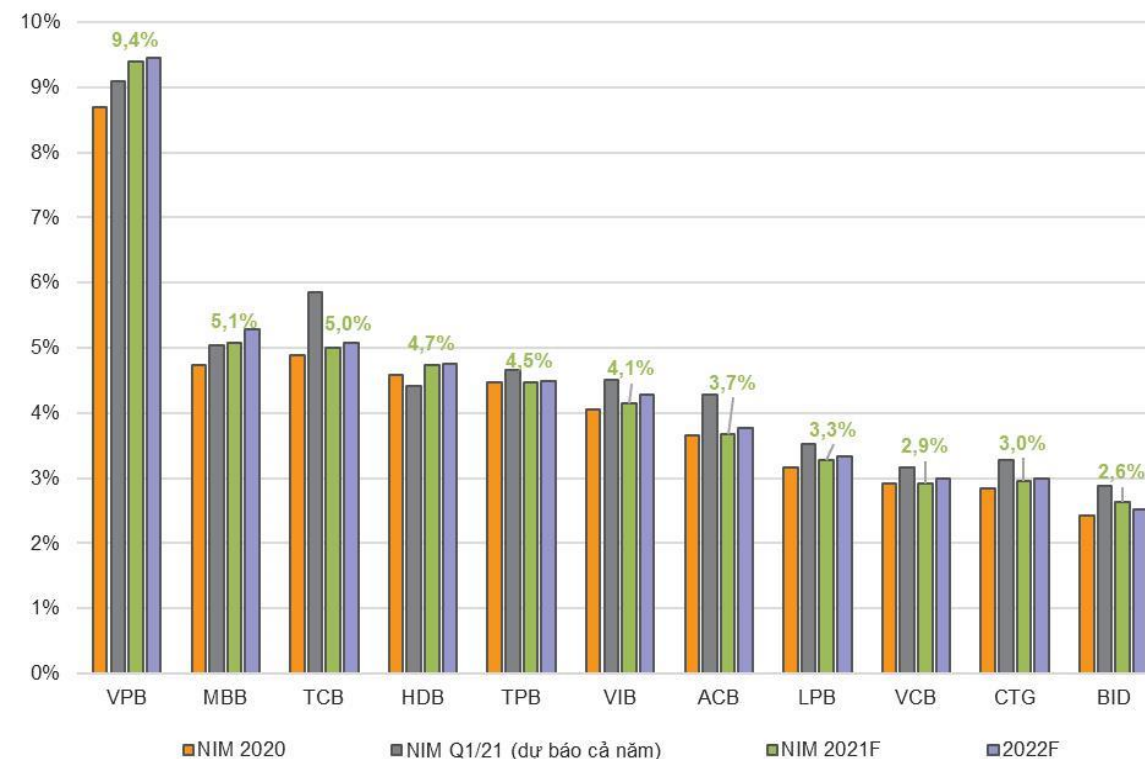
Về mặt chi phí vốn, các ngân hàng sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chi phí vốn thấp do chính sách tiền tệ nới lỏng được kỳ vọng sẽ duy trì trong nửa cuối năm 2021 để hỗ trợ nền kinh tế cũng như giúp các ngân hàng duy trì thanh khoản ổn định. Trong khi lãi suất liên NH tăng vào tháng 4 và tháng 5, chúng tôi tin rằng điều này là do các ngân hàng tận dụng nguồn vốn rẻ hơn. Bởi thực tế cho thấy (1) lãi suất liên NH ổn định trong Q1/21 khi tín dụng hệ thống tăng trưởng mạnh, (2) tỷ lệ cho vay trên tiền gửi (LDR) của các ngân hàng vào cuối Q1/21, ngoại trừ CTG và BID, tiếp tục không vượt quá mức 80%, sv mức trần 85% và (3) lãi suất liên NH đảo chiều vào tháng 6.

Về lợi suất tài sản, nhu cầu tín dụng của doanh nghiệp tăng để phục hồi sản xuất kinh doanh khi nền kinh tế phục hồi sẽ giúp cải thiện lợi suất tài sản.

Tỷ lệ CASA: TCB, MBB, VCB duy trì dẫn đầu, ACB tiếp tục cải thiện vào cuối Q1/21



NIM các NH trong coverage của chúng tôi sẽ cải thiện trong giai đoạn 2021 - 2022

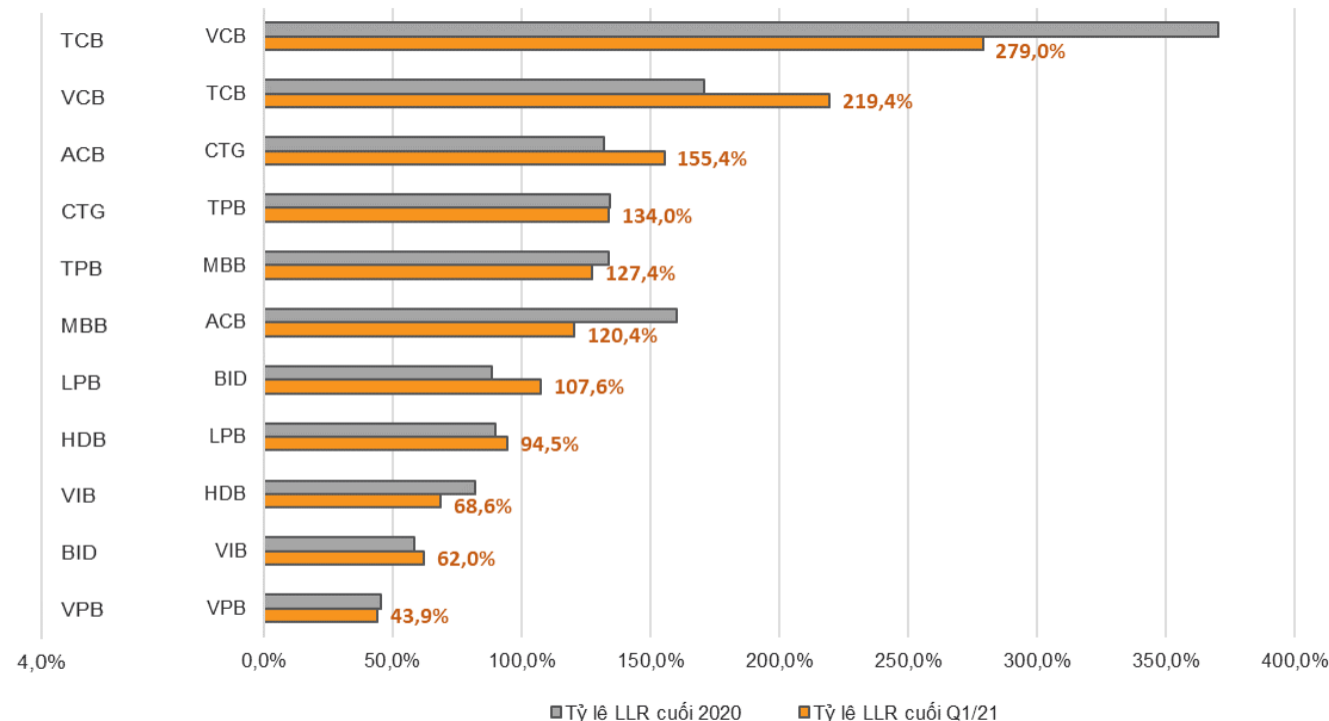
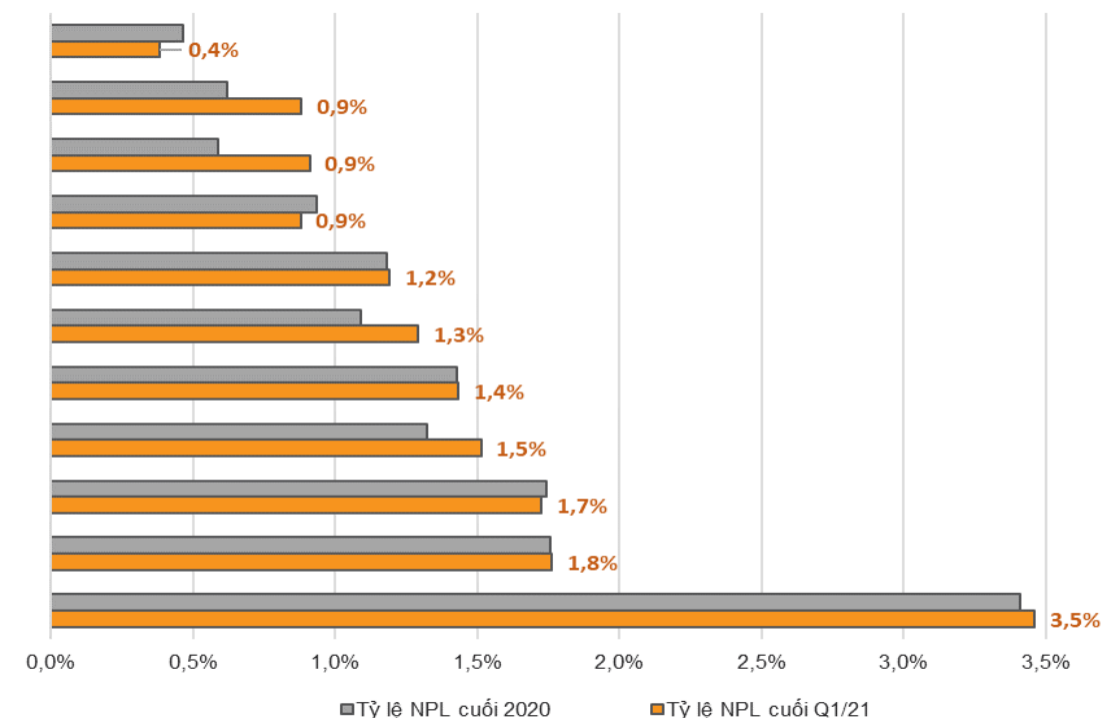


Ngân hàng với các lợi thế sau đây sẽ có nhiều cơ hội cải thiện NIM hơn: Tỷ lệ CASA cao (**VCB, MBB, TCB**); và còn nhiều dư địa mở rộng đối với mảng ngân hàng bán lẻ (**VCB, MBB, CTG**).

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2021 – 2022

242

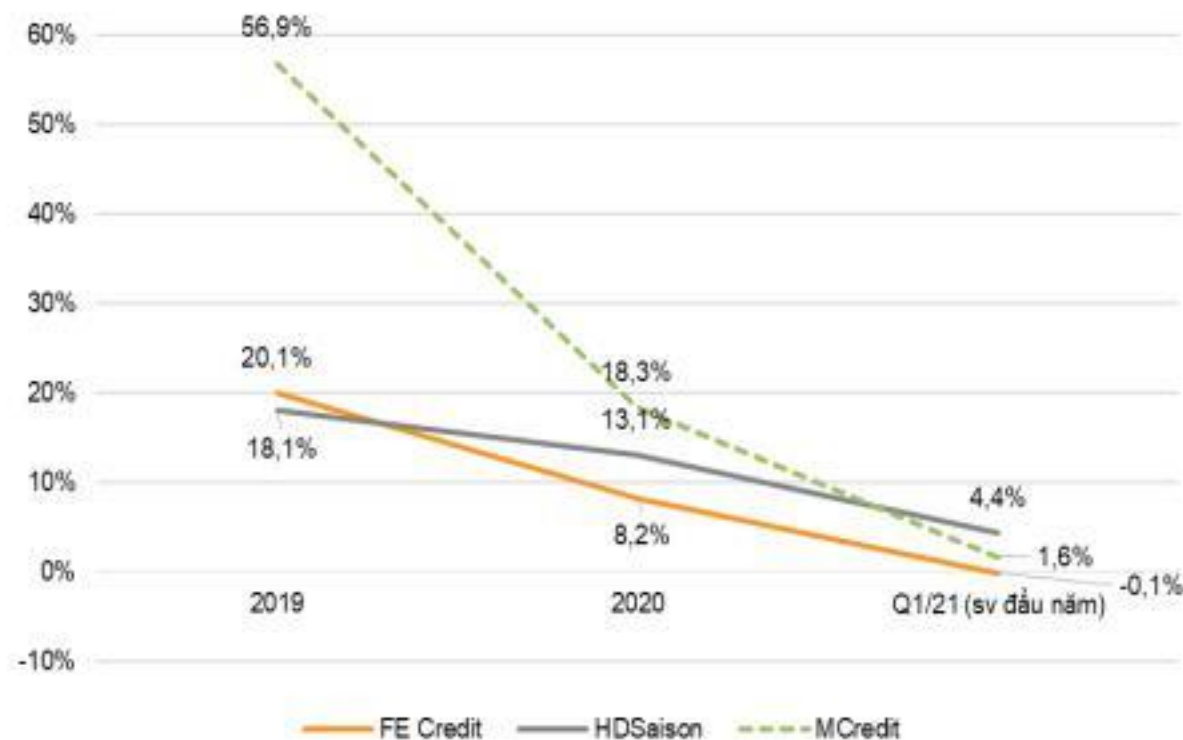
Tỷ lệ nợ xấu (NPL) Q1/21 duy trì mức cuối Q4/20 nhưng tốt hơn cuối Q1/20 Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) ổn định vào cuối Q1/21



NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

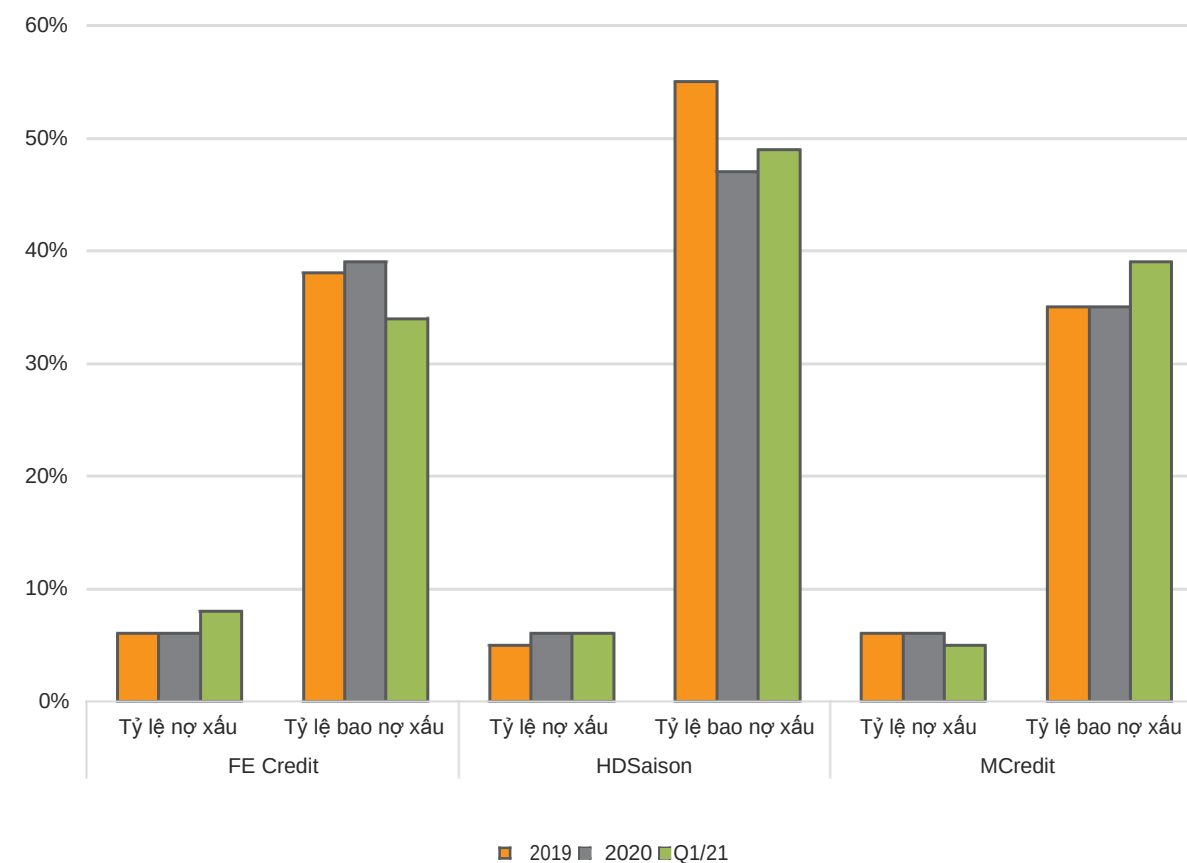
- Chất lượng tài sản Q1/21 được cải thiện.** Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của 17 ngân hàng niêm yết là 1,4% vào cuối Q1/21, tương đương mức cuối năm 2020, nhưng thấp hơn mức 1,7% vào cuối Q1/20. Trong khi đó, tỷ lệ bao nợ xấu (LLR) tăng lên 112,5% vào cuối Q1/21 từ mức 106,4% vào cuối năm 2020, cải thiện nhiều so với tỷ lệ 86,5% cuối Q1/20. Cuối Q1/21, TCB, ACB, VCB vẫn giữ vị trí dẫn đầu về chất lượng tài sản tốt nhất với nguồn dự phòng dồi dào.
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ được cải thiện vào cuối năm 2021.** Nhờ nền kinh tế phục hồi, các doanh nghiệp trở lại hoạt động và thanh toán các nghĩa vụ nợ, hạn chế nợ xấu tăng cao. Ngân hàng có những lợi thế sau đây có nhiều cơ hội hơn để nâng cao chất lượng tài sản của mình: (1) tập khách hàng đa dạng; (2) Tỷ lệ cho vay thấp/trung bình đối với các lĩnh vực rủi ro cao, như cho vay tín chấp; và (3) mức độ cho vay tập trung thấp.

**Tăng trưởng dư nợ cho vay ở các công ty tài chính
tín dụng giảm tốc...**

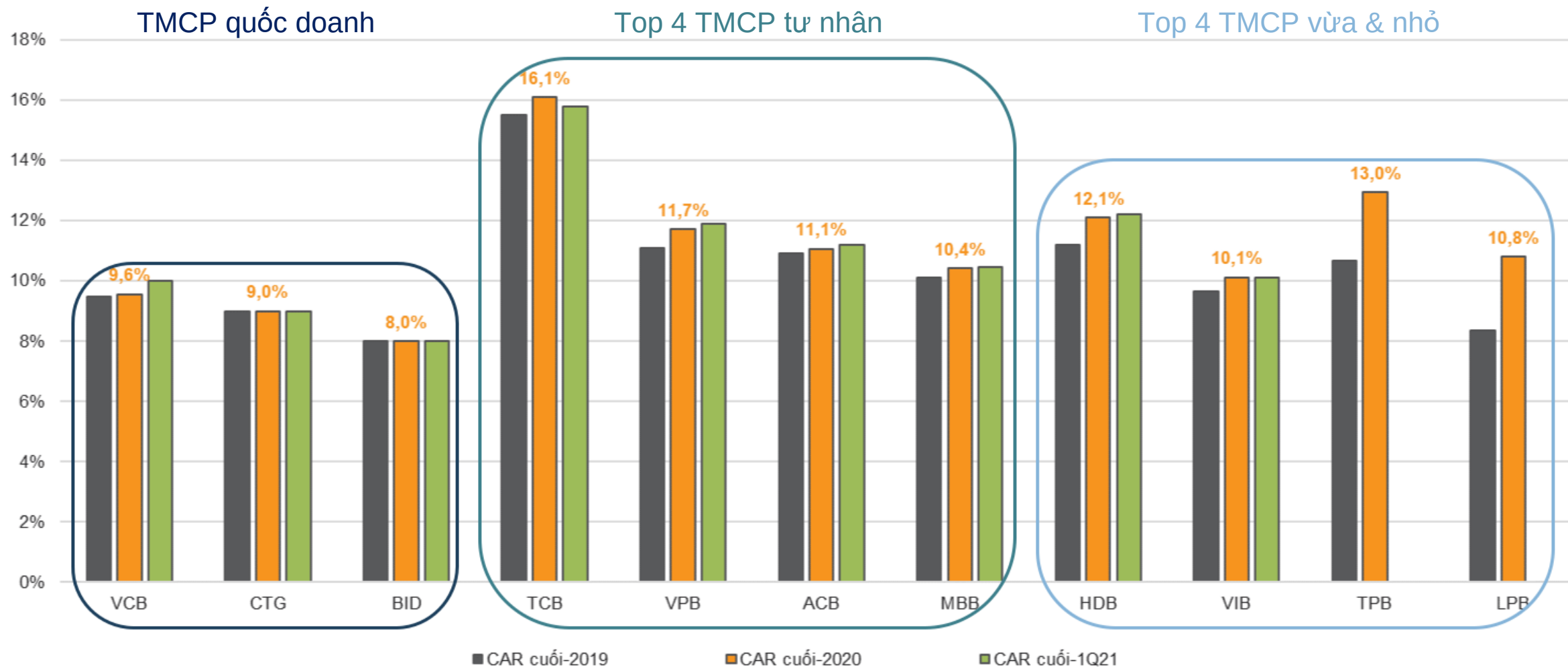


NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY

..trong khi nợ xấu tăng tại các công ty tài chính lớn (ngoại trừ MCredit)

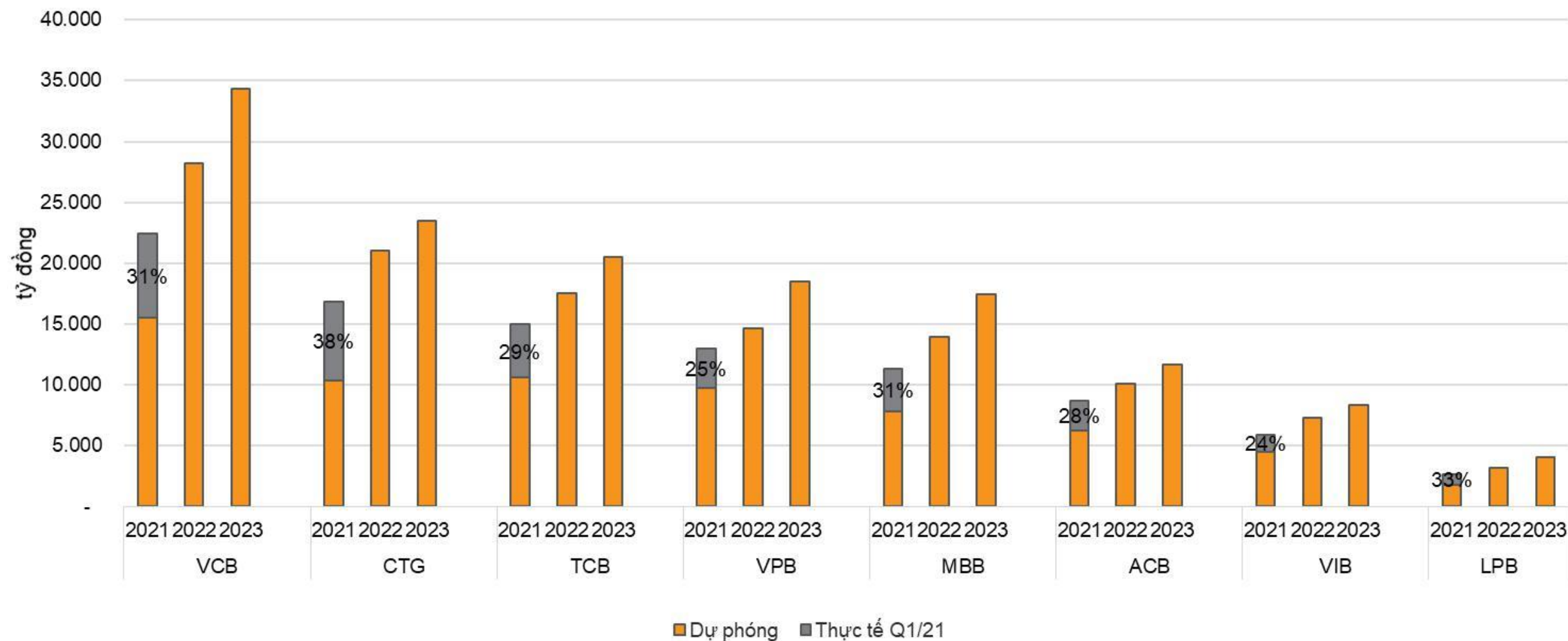


NGUỒN: BÁO CÁO CÔNG TY



- Các ngân hàng chủ động đảm bảo vốn và thanh khoản cho hoạt động bằng cách chia cổ tức bằng cổ phiếu chứ không chia cổ tức tiền mặt từ nguồn lợi nhuận để lại.
- 13 ngân hàng bắt đầu năm 2021 với việc đã hoàn thành cả 3 trụ cột Basel II: VCB, TCB, ACB, VPB, HDB, VIB, TPB, LPB, SSB, MSB, SHB, BVB, và ngân hàng Shinhan Việt Nam.

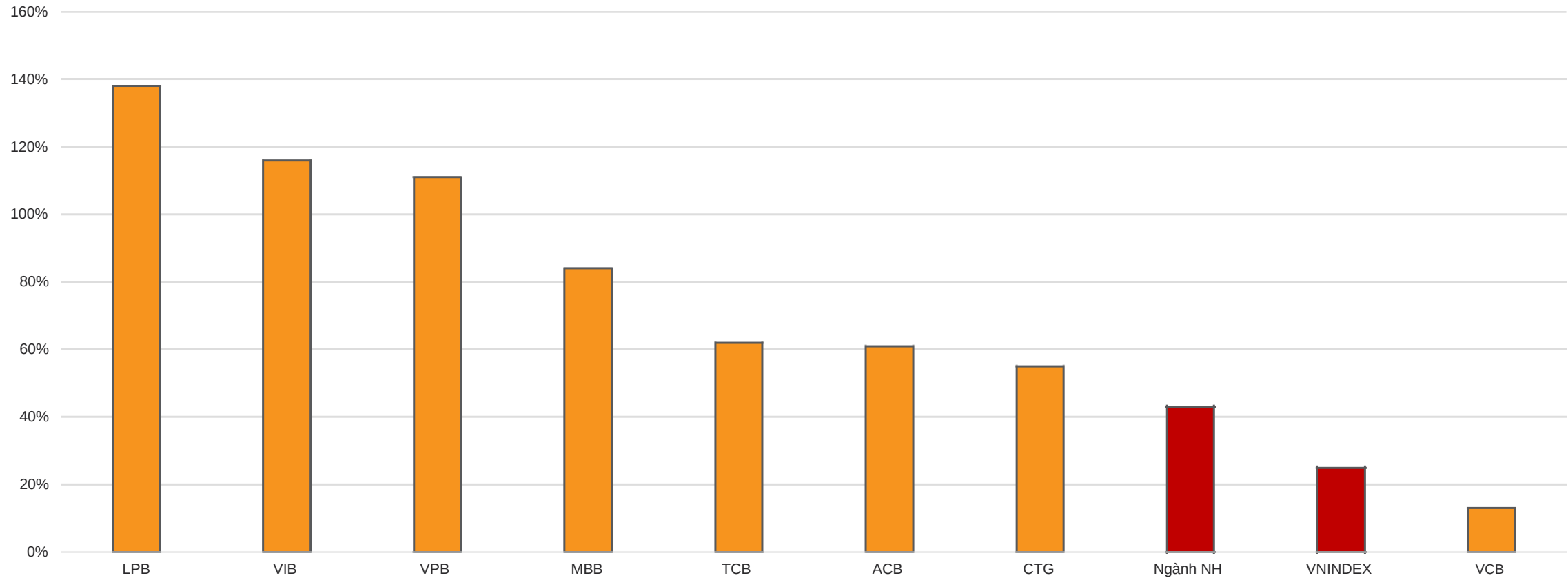
Mã CK	Hình thức phát hành	Tỷ lệ phát hành dự kiến	Số CP dự kiến phát hành (Đơn vị: Cổ phiếu)
BID	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	5,20%	207.358.000
	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	7,00%	281.541.263
	Phát hành cho CBCNV		170.900.000
	Phát hành riêng lẻ		341.538.106
CTG	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	12,65%	607.719.670
	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	29,07%	1.082.375.087
HDB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	25,00%	398.441.824
	Phát hành cho CBCNV		20.000.000
LPB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	12,00%	128.956.669
	Phát hành riêng lẻ		66.725.274
	Quyền mua CP cho cổ đông hiện hữu	20,86%	265.000.000
MBB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	35,00%	979.564.905
	Phát hành cho CBCNV		19.240.000
TCB	Phát hành cho CBCNV		6.008.568
VCB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	27,60%	1.023.650.175
	Phát hành riêng lẻ		307.614.295
VIB	Cổ phiếu thưởng	40,00%	443.755.141
	Phát hành riêng lẻ		46.594.290
VPB	Phát hành cho CBCNV		15.000.000



Diễn biến giá của các NH trong coverage của chúng tôi: So sánh với VNIndex và toàn ngành ngân hàng

247

Lợi nhuận của các cổ phiếu NH trong coverage của chúng tôi so với cả ngành Ngân hàng và VNINDEX (sv đầu năm)

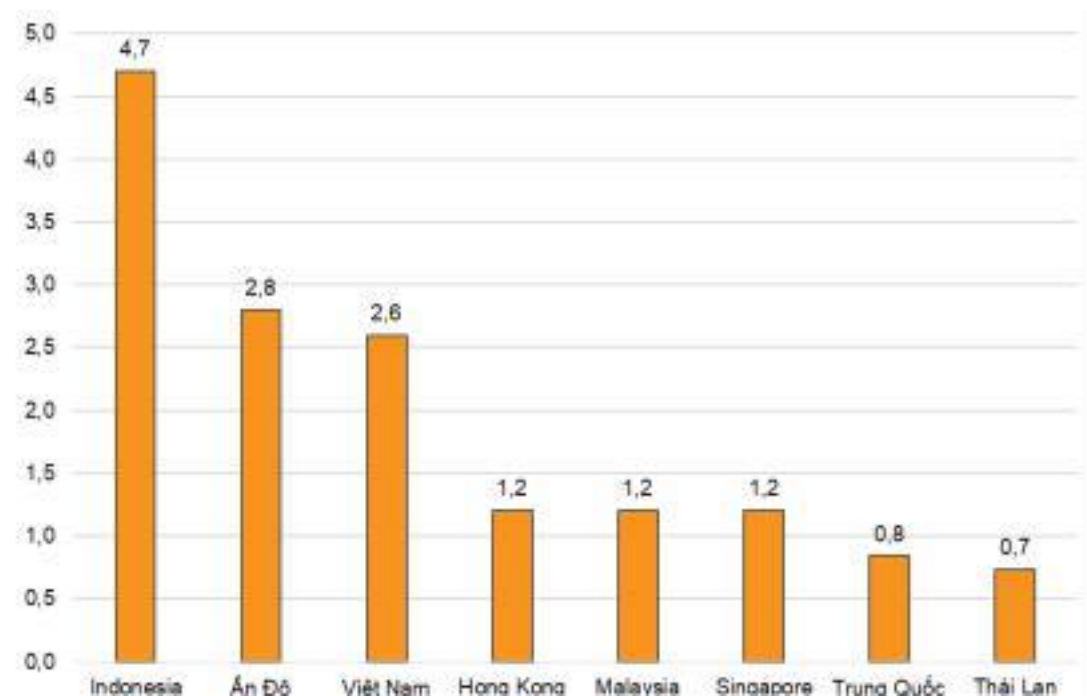


NGUỒN: BLOOMBERG (giá tại ngày 25/06/2021)

Lịch sử P/B trung bình theo vốn hóa của ngành Ngân hàng



So sánh P/B trung bình theo vốn hóa của ngành Ngân hàng với khu vực



NGUỒN: BLOOMBERG (giá tại ngày 25/06/2021)

Tại ngày 25/06/2021, P/B của toàn ngành ngân hàng tại Việt Nam đạt 2.6x, cao hơn so với mức +1 độ lệch chuẩn của P/B trung bình 5 năm nhưng vẫn ở dưới mức +2 độ lệch chuẩn của P/B trung bình 5 năm.

So sánh với P/B ngành trong khu vực, P/B của ngành NH tại Việt Nam đang cao hơn so với mức trung bình trong khu vực (1,9x).

Ngân hàng	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (tiền nội tệ)	Giá mục tiêu (tiền nội tệ)	Vốn hóa (triệu đô)	P/BV (x)		P/E (x)		Tăng trưởng kép EPS 3 năm	ROE (%)		ROA (%)	
						2021	2022	2021	2022	%	2021	2022	2021	2022
Vietcombank	VCB VN	Khả quan	102.800	119.500	17.681	3,5	2,9	21,9	17,4	23,8%	20,7%	21,6%	1,6%	1,8%
VietinBank	CTG VN	Khả quan	52.900	53.700	8.592	2,0	1,7	15,3	12,2	18,2%	18,3%	19,6%	1,2%	1,4%
Techcombank	TCB VN	Khả quan	52.600	54.600	7.768	2,0	1,7	12,1	10,3	17,0%	18,4%	17,9%	3,2%	3,3%
VP Bank	VPB VN	Trung lập	71.200	56.300	7.296	2,5	1,7	12,8	9,3	19,5%	21,9%	20,1%	2,9%	2,8%
NH TMCP Quân đội	MBB VN	Khả quan	39.400	41.700	5.120	2,1	1,7	10,4	8,5	24,2%	21,5%	21,8%	2,1%	2,3%
NH TMCP Á Châu	ACB VN	Khả quan	34.650	31.800	4.286	2,2	1,8	11,4	9,9	16,0%	22,0%	20,5%	1,9%	1,9%
NH TMCP Quốc tế Việt Nam	VIB VN	Trung lập	52.700	32.800	3.314	3,2	2,4	13,0	10,5	18,9%	28,3%	26,6%	2,2%	2,1%
NH TMCP Bưu điện Liên Việt	LPB VN	Trung lập	31.250	26.000	1.378	1,9	1,6	11,8	10,0	23,0%	17,2%	17,2%	1,0%	1,1%
Trung bình Ngân hàng Việt Nam						2,4	1,9	13,6	11,0	20,1%	21,0%	20,7%	2,0%	2,1%
Trung bình Ngân hàng Việt Nam (trừ VCB)						2,3	1,8	12,4	10,1	19,5%	21,1%	20,5%	2,1%	2,1%

NGUỒN: BLOOMBERG (giá tại ngày 25/06/2021)

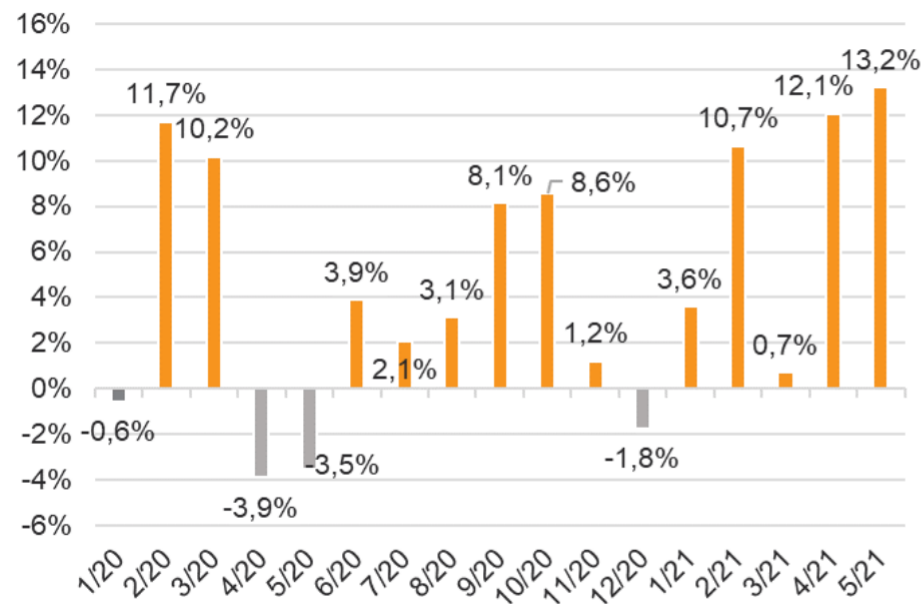
Mã CK	Luận điểm đầu tư	Rủi ro đầu tư
MBB	(i) Chuyển dịch chiến lược cho vay sang cho vay bán lẻ giúp cải thiện NIM của NH. (ii) Ngân hàng có lịch sử duy trì chất lượng tài sản vững chắc nhờ tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao nợ xấu cao (iii) Tỷ lệ CASA cao thứ 2 toàn ngành hỗ trợ chi phí vốn của NH (iv) Kế hoạch tăng vốn điều lệ 38% tại cuối năm 2021, với số vốn tăng thêm dùng để nâng cấp hệ thống thông tin, xây thêm trụ sở miền Nam để mở rộng kinh doanh, và cải thiện nguồn vốn của NH. (v) Tăng trưởng LN ròng năm 2021 dự kiến đạt mức ấn tượng (~40% svck)	Chi phí tín dụng cao hơn dự kiến
TCB	(i) Nguồn vốn vững chắc (CAR tại cuối Q1/21: 15,8%) sẽ hỗ trợ thanh khoản của NH và cải thiện lợi suất TS bằng thúc đẩy cho vay BĐS (loại hình cho vay có lãi suất lớn hơn, giúp cải thiện NIM). (ii) TCB được ghi nhận nằm trong top 3 NH có chi phí vốn thấp nhất trong 3 năm qua, nhờ tỷ lệ CASA cao nhất ngành (42,7% tại cuối Q1/21). (iii) TCB liên tục duy trì chi phí quản lý hiệu quả với CIR ở mức dưới 35% trong 4 năm qua (iv) Chất lượng TS vững chắc với tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành và tỷ lệ bao nợ xấu xếp thứ 2 trong toàn ngành. (v) Tăng trưởng LN ròng ổn định ở mức 17-22% trong giai đoạn 2021-23.	(i) Tăng trưởng tín dụng thấp hơn dự kiến (ii) Tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến
CTG	(i) Là NH lớn thứ 3 tại Việt Nam về tổng TS và mạng lưới, CTG có vị thế tốt để mở rộng vào mảng cho vay bán lẻ nhờ cơ sở khách hàng và chi nhánh mạng lưới rộng khắp (ii) Chúng tôi kỳ vọng hợp đồng hợp tác độc quyền bán bảo hiểm với Manulife sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu phí của NH trong tương lai. (iii) Bảng cân đối lành mạnh sau khi mạnh tay xử lý nợ xấu (tại cuối Q1/21: tỷ lệ nợ xấu: 0,9%, tỷ lệ bao nợ xấu: 155%) (iv) NHNN đã chấp thuận cho CTG triển khai kế hoạch tăng vốn từ lợi nhuận giữ lại trong 2017-19. Ngoài ra, cho kế hoạch phân phối LN 2020, NH dự kiến trả 5% tiền mặt và 12,65% cổ tức cổ phiếu. Phần LN giữ lại sẽ cải thiện nguồn vốn cho vay của NH, duy trì CAR theo quy định của NHNN. (v) LN tăng trưởng mạnh mẽ trong khoảng 22-25% cho giai đoạn 2021-22 sẽ giúp nâng ROE của NH từ 17% tại cuối 2020 lên 20%.	(i) Higher-than-expected funding cost (ii) Higher-than-expected credit cost

Điện

Xanh hơn, sạch hơn

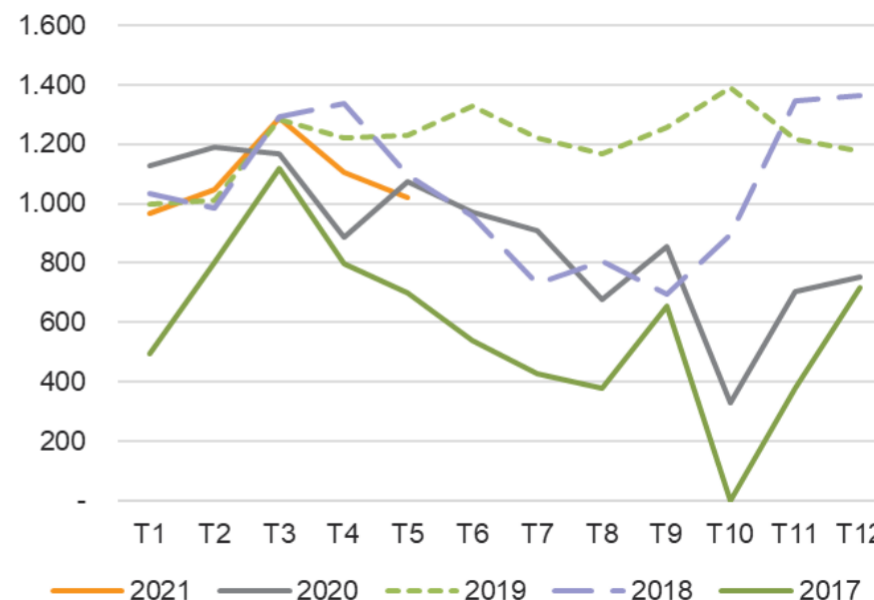


Tăng trưởng tiêu thụ điện Việt Nam qua các tháng



Nguồn: Bộ Công thương

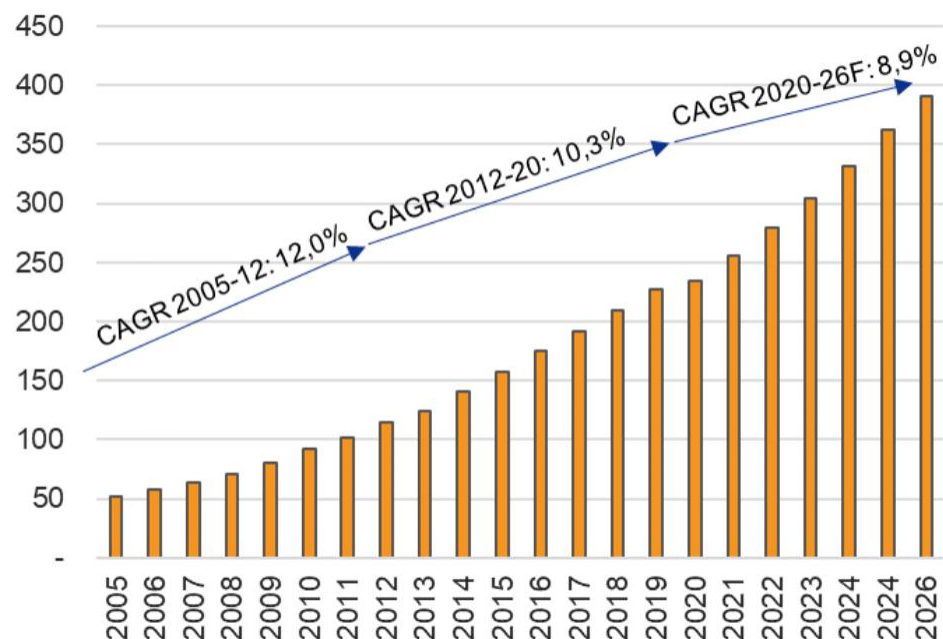
Giá bán điện bình quân (ASP) trên thị trường cạnh tranh (CGM) giảm 5% svck trong 5T21 (Đơn vị: VND)



Nguồn: GENCO3

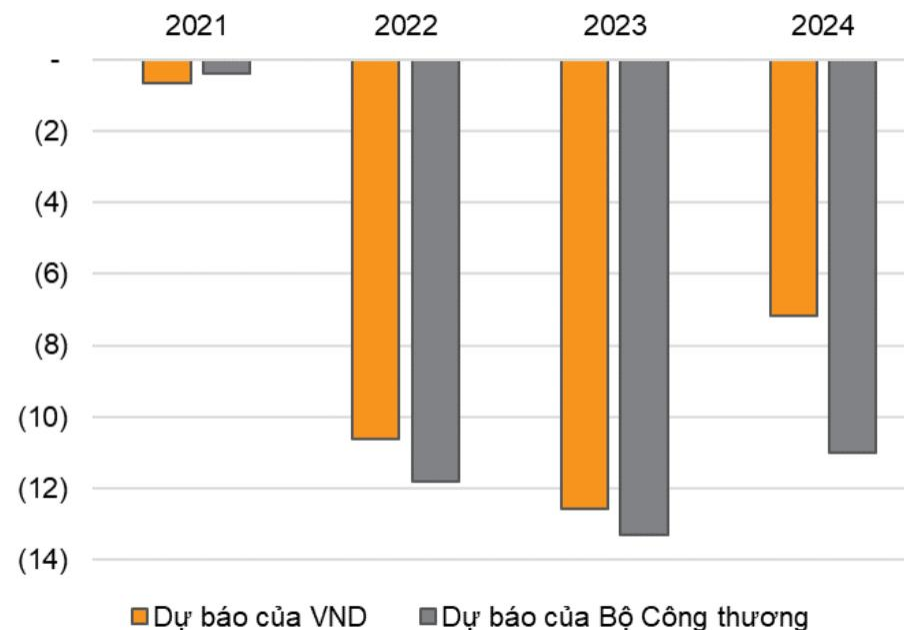
Tiêu thụ điện tăng 7,3% trong 5T21 nhờ mở rộng các hoạt động sản xuất. Về phía cung ứng, tổng công suất lắp đặt đạt 69.300 MW (tăng 25,3% svck) trong năm 2020, cao hơn so với kế hoạch trong dự thảo quy hoạch điện 7 là 60.000MW. Chúng tôi dự báo giá điện bình quân (ASP) sẽ ổn định trong năm 2021 chủ yếu nhờ thủy điện và sẽ tăng dần lên từ năm 2022 nhờ sự đóng góp của điện khí và năng lượng tái tạo (NLTT).

Tăng trưởng kép nhu cầu điện ước tính đạt 8,9% trong giai đoạn 2020-2026



Nguồn: EVN, Bộ Công thương

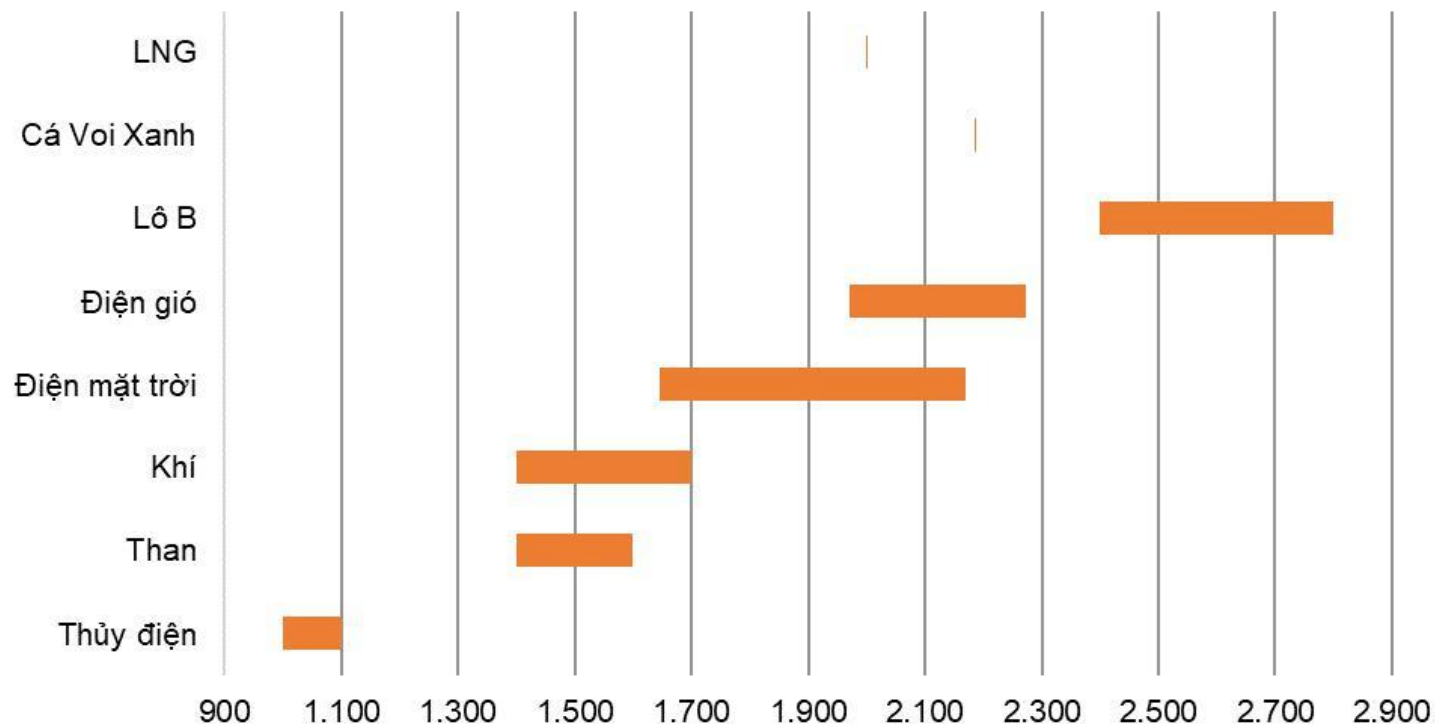
Dự báo tình trạng thiếu điện trong giai đoạn 2021-2024 (ĐVT: tỷ kWh)



Nguồn: Bộ Công thương

Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép nhu cầu điện đạt 8,9% từ năm 2021. Nhiều dự án điện truyền thống (điện khí, điện than và thủy điện) với tổng công suất hơn 7.000MW chậm hơn so với tiến độ trong giai đoạn 2016-2020 do chậm trễ trong công tác đầu tư. Do đó, chúng tôi dự báo tình trạng thiếu điện sẽ còn tiếp diễn đến năm 2024.

So sánh giá bán điện bình quân của các loại hình trong giai đoạn 2018-2023 (đơn vị: đồng/kWh)



NGUỒN: EVN

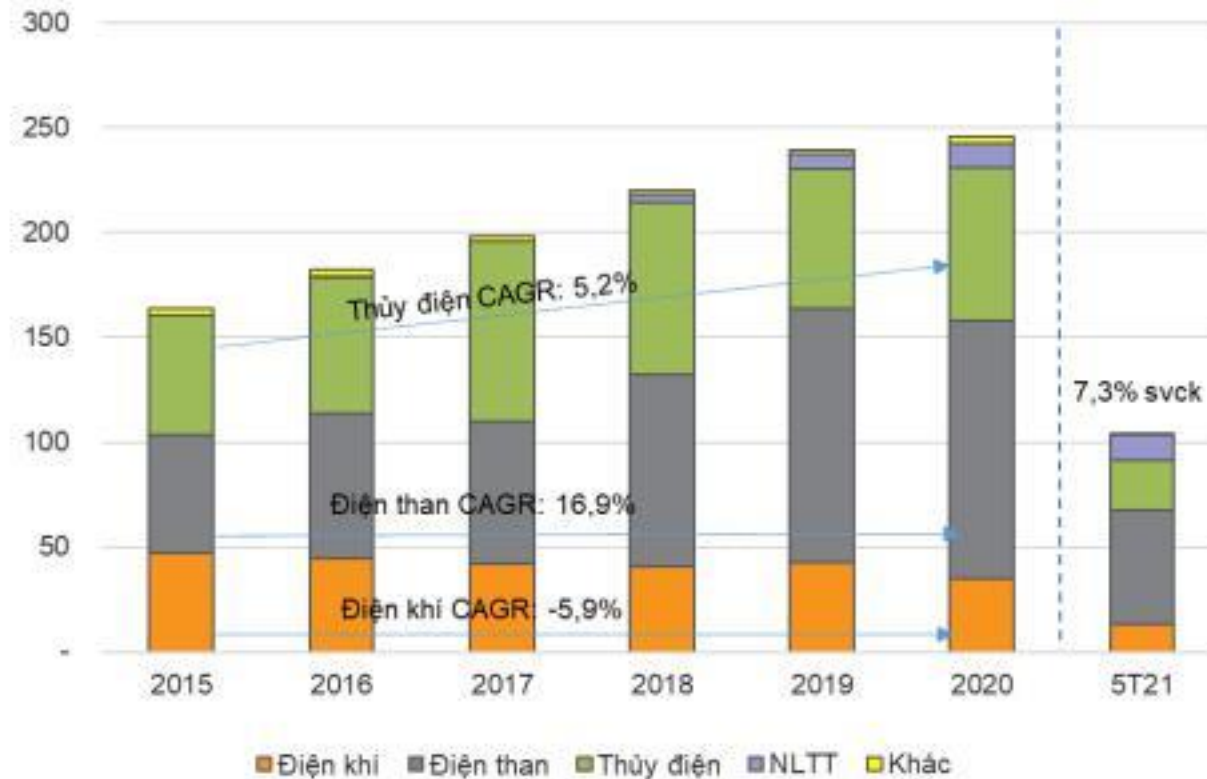
ASP sẽ phục hồi nhờ:

- Chính sách ưu tiên phát triển NLTT theo dự thảo quy hoạch điện 8.
- Dự báo thiếu điện khi nền kinh tế phục hồi sau Covid-19.
- Giá than và giá dầu tăng cao thúc đẩy tăng giá nhiệt điện than và nhiệt điện khí truyền thống.
- Sự gia nhập của các nhà máy mới khi đi vào hoạt động sử dụng các nguyên liệu đầu vào (như khí gas lỏng, than chất lượng cao...) có giá thành cao.

Sự thay đổi cơ cấu nguồn điện giai đoạn 2015-5T21 (Đơn vị: tỷ kWh)

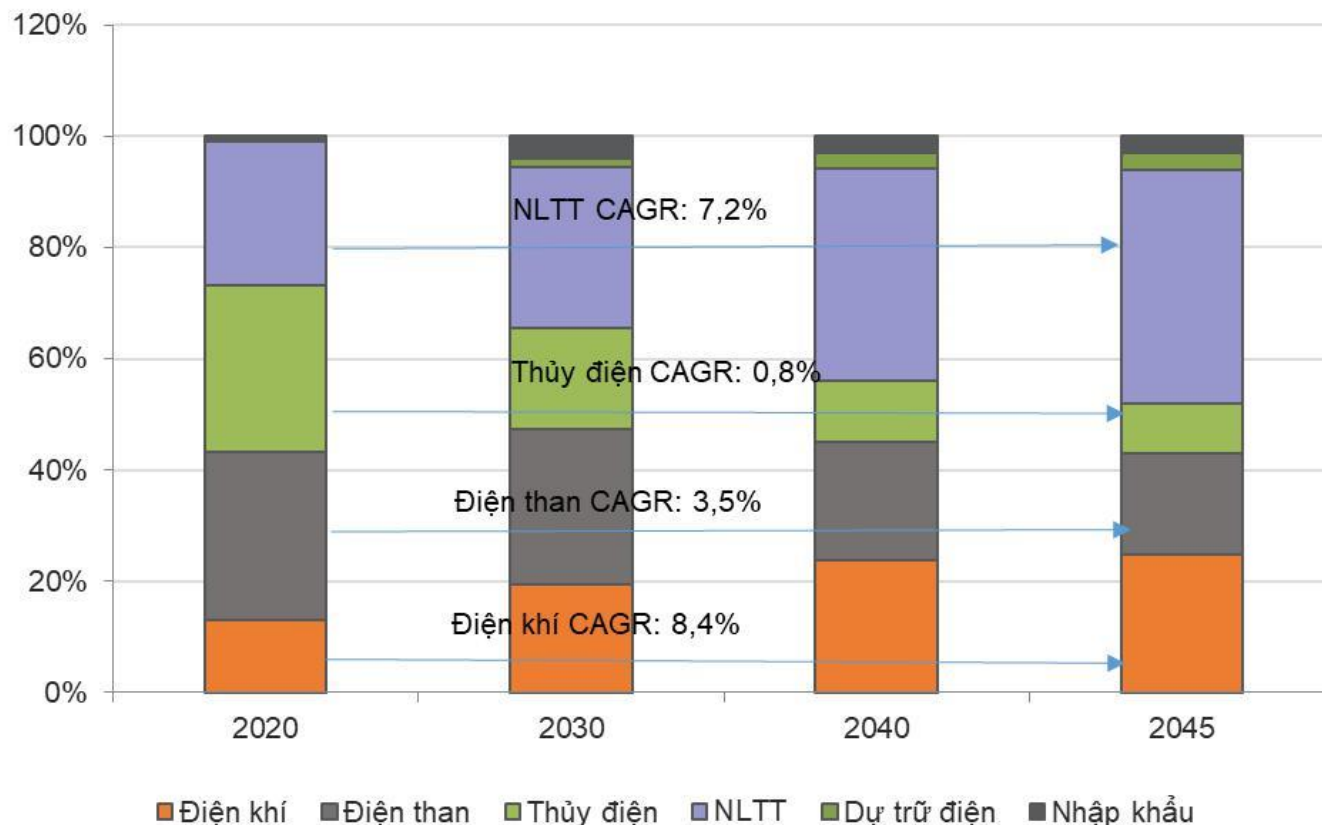
Những sự thay đổi chính trong cơ cấu nguồn điện từ năm 2015:

- Thủy điện đạt tăng trưởng kép 5,2% giai đoạn 2015-2020. Chúng tôi nhận thấy thủy điện chịu ảnh hưởng đáng kể từ hiệu ứng La Nina và El Nino.
- Điện than đạt tăng trưởng kép 16,9% giai đoạn 2015-2020 nhờ tính chất ổn định và giá bán rẻ.
- Điện khí giảm trong giai đoạn 2015-2020 do sự cạn kiệt của các mỏ khí tại Việt Nam.
- NLTT phát triển mạnh mẽ, đạt 11,8 tỷ kWh trong năm 2020 và 12,35 tỷ kWh – tăng 7,3% svck trong 5T21.



Nguồn: EVN, Bộ Công thương, QHĐ 8

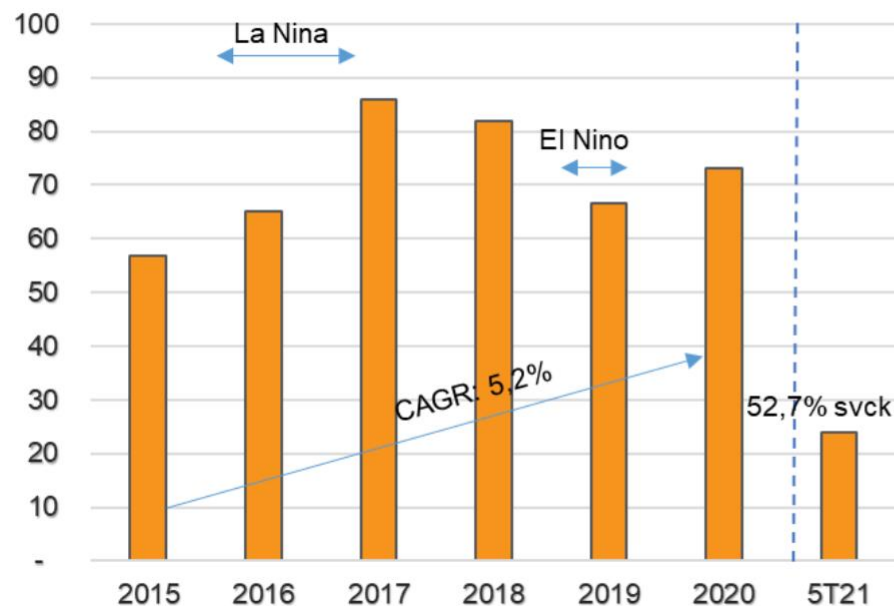
Cơ cấu công suất đặt nguồn điện toàn quốc theo dự thảo QHĐ 8



Những thay đổi đáng lưu ý:

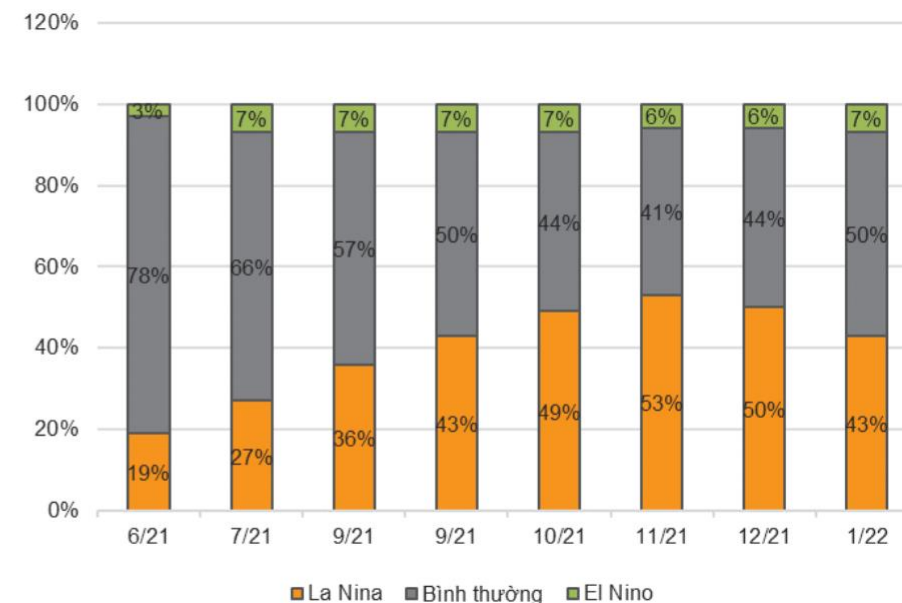
- NLTT – chủ yếu là điện mặt trời và điện gió, phát triển mạnh ở khu vực miền Trung và miền Nam, được hỗ trợ chi phí đầu tư đối với các dự án mới. Chúng tôi dự đoán NLTT tăng trưởng với tốc độ cao với tỷ lệ tăng trưởng kép 7,7% giai đoạn 2020-2045.
- Chậm triển khai các nhà máy nhiệt điện than do công tác đầu tư.
- Nhiệt điện khí là nguồn cung cấp chính nhờ tính ổn định và khả năng nhập khẩu khí LNG ngày càng tăng. Ước tính nhiệt điện khí tăng trưởng kép 8,4% trong giai đoạn 2020-2045.
- Thủy điện gần như đã khai thác hết công suất. Tổng dự án thủy điện chỉ tăng thêm khoảng 4.000MW và không có dự án nào lớn có công suất hơn 100MW trong giai đoạn 2020-2045.

Thủy điện tăng trưởng 52,7% svck đạt 24,01 tỷ kWh trong 5T2021 (Đvt: tỷ kWh)



Nguồn: VND, EVN, QHĐ 8

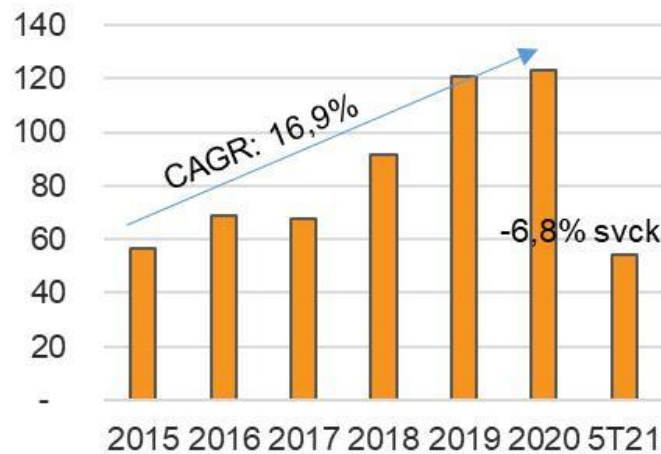
NOAA dự báo khả năng xuất hiện La Nina trong năm 2021



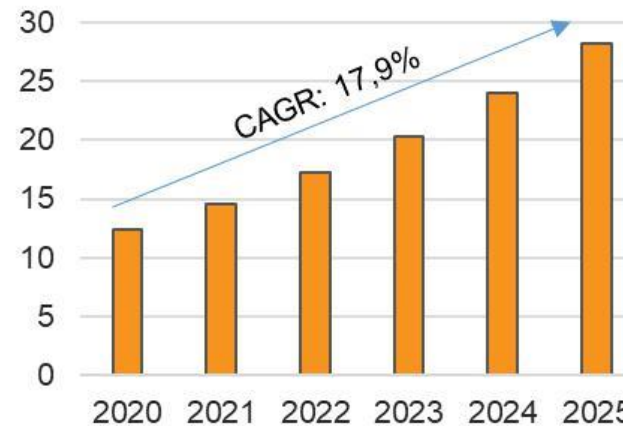
Nguồn: NOAA

Trong 5T21, thủy điện sản xuất 24,01 tỷ kWh, chiếm 23,1% tổng sản lượng điện toàn quốc nhờ lượng mưa dồi dào do hiệu ứng La Nina. Theo kết quả NOAA dự báo, khả năng xuất hiện của La Nina khá cao, chúng tôi cho rằng các công ty thủy điện sẽ đạt kết quả khả quan hơn trong nửa cuối năm 2021.

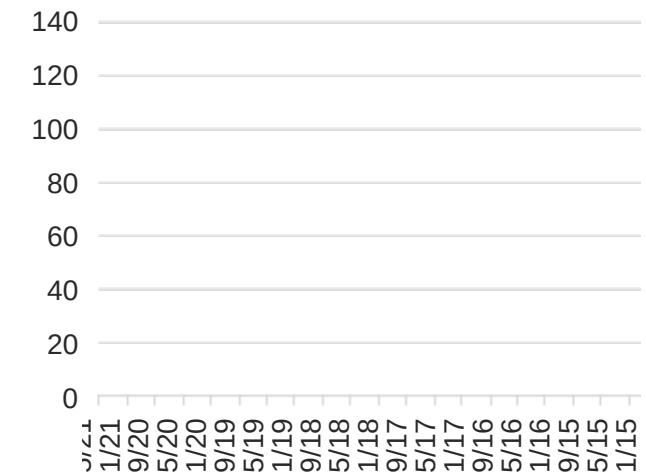
Điện than giảm 6,8% svck với tổng sản lượng 54,1 tỷ kWh trong 5T21 (Đơn vị: tỷ kWh)



Dự báo nhu cầu nhập khẩu than theo dự thảo QHĐ 8 (Đơn vị: Triệu tấn)



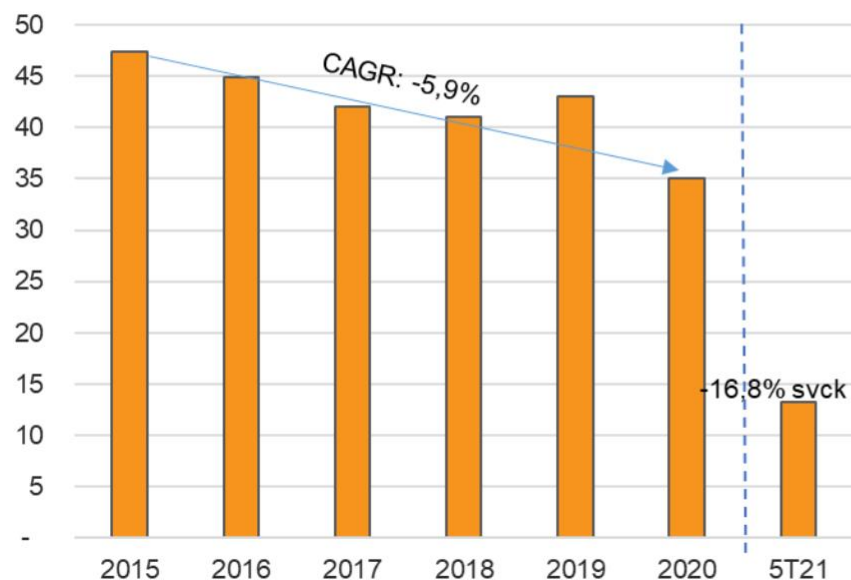
Giá than 2015-5T21 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bộ Công thương, Bloomberg, QHĐ 8

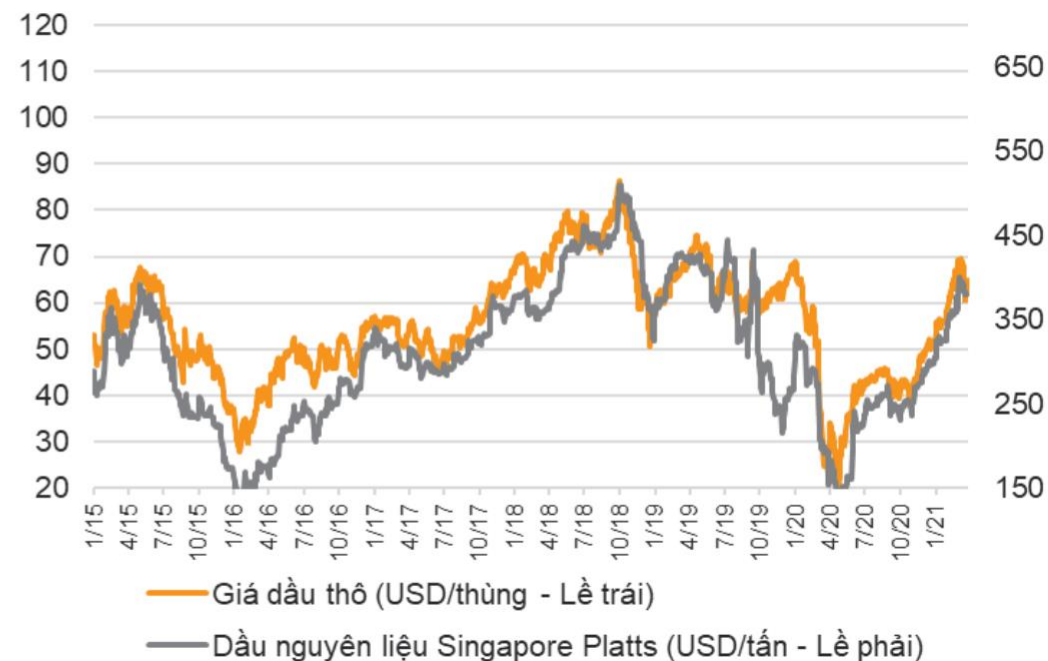
Trong 5T21, sản lượng nhiệt điện giảm 6,8% svck xuống 54,1 tỷ kWh do: (1) than tăng giá từ T1/2021 và (2) sản lượng than nhập khẩu tăng trong 5T21. Chúng tôi dự báo giá than và nhu cầu nhập khẩu vẫn còn tăng cao trong năm 2021. Tuy nhiên, nhiệt điện than vẫn có lợi thế bởi tính chất ổn định của nguyên liệu và giá bán rẻ. Do đó, chúng tôi tin các công ty nhiệt điện than vẫn có thể đạt được kết quả khả quan trong nửa cuối năm 2021.

Nhiệt điện khí giảm 16,8% svck, đạt 13,3 tỷ kWh trong 5T21 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN

Giá dầu tăng mạnh từ giữa năm 2020



Nguồn: Bloomberg

Nhiệt điện khí giảm 16,8% svck đạt 13,3 tỷ kWh trong 5T21 do sự tăng giá đầu vào (dầu, khí đốt) từ tháng 3/2020. Chúng tôi dự đoán giá dầu sẽ dao động quanh mức 75 USD/thùng trong năm 2021 và giảm xuống mức 50-60 USD/thùng trong năm

2022. Do đó, chúng tôi dự đoán các công ty điện khí sẽ đối mặt với nhiều thách thức trong năm 2021 và dần hồi phục từ năm 2022.

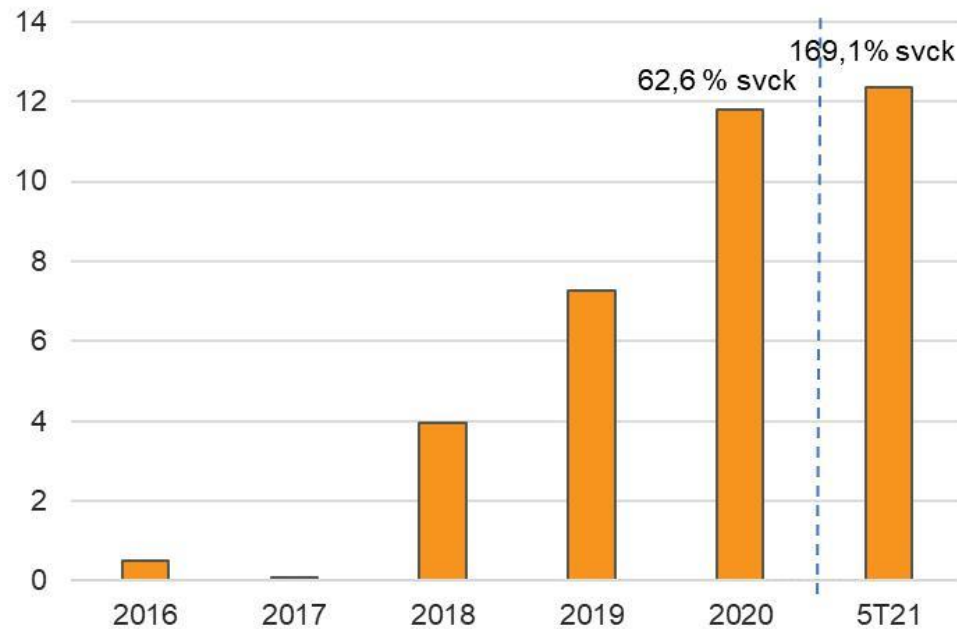
Dự án điện LNG theo dự thảo QHĐ 8

Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Vốn đầu tư (Triệu USD)	Dự kiến hoạt động Chủ đầu tư	Nhận định
Nhơn Trạch 3 & 4	Đồng Nai	1.500	1.400	2023-2024 PVPower	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Thị Vải
Sơn Mỹ 2	Bình Thuận	2.200	4.000	2023-2024 AES Group (Mỹ)	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Sơn Mỹ. Hợp đồng BOT kéo dài 20 năm
Bạc Liêu	Bạc Liêu	3.200	4.000	2205-2027 Delta Offshore Energy (Singapore)	Dự án điện độc lập, giá bán điện dự kiến là 7 UScent/kWh. Giai đoạn 1 (800MW) dự kiến phát điện năm 2024
Long Sơn (GDD1)	Bà Rịa - Vũng Tàu	1.200	3.780	GTPP (nhóm các nhà đầu tư Việt Nam), Mitsubishi Corp, General Electric	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Long Sơn
Cà Ná1	Ninh Thuận	1.500	3.850	2025-2026 Trung Nam	Đang lập FS
Long An	Long An	3.000	3.130	2025-2035 VinaCapital GS Energy Pte. Ltd	Đã được phê duyệt 3GW
Sơn Mỹ 1	Bình Thuận	2.000		2026-2028 EDF (Pháp), Sojitz, Kyushu (Nhật Bản), Pacific (Việt Nam)	Sử dụng khí LNG nhập khẩu qua cảng Sơn Mỹ
Hải Lăng - Quảng Trị	Quảng Trị	4.500	4.500	Tập đoàn T&T, KOSPO (Hàn Quốc), Kogas (Hàn Quốc), Hanwha (Hàn Quốc)	Đã bổ sung giai đoạn 1 với công suất 1.500 MW
Hiệp Phước 1 & 2	Hồ Chí Minh	2.700		2021-2022 Công ty TNHH Điện Hiệp Phước	Đã thêm vào kế hoạch 825MW, dự án chuyển 375MW sang sử dụng LNG
Kiên Giang	Kiên Giang	1.500		2025-2027 PVN	Sử dụng khí LNG từ Lô B

Nguồn: Báo cáo các công ty

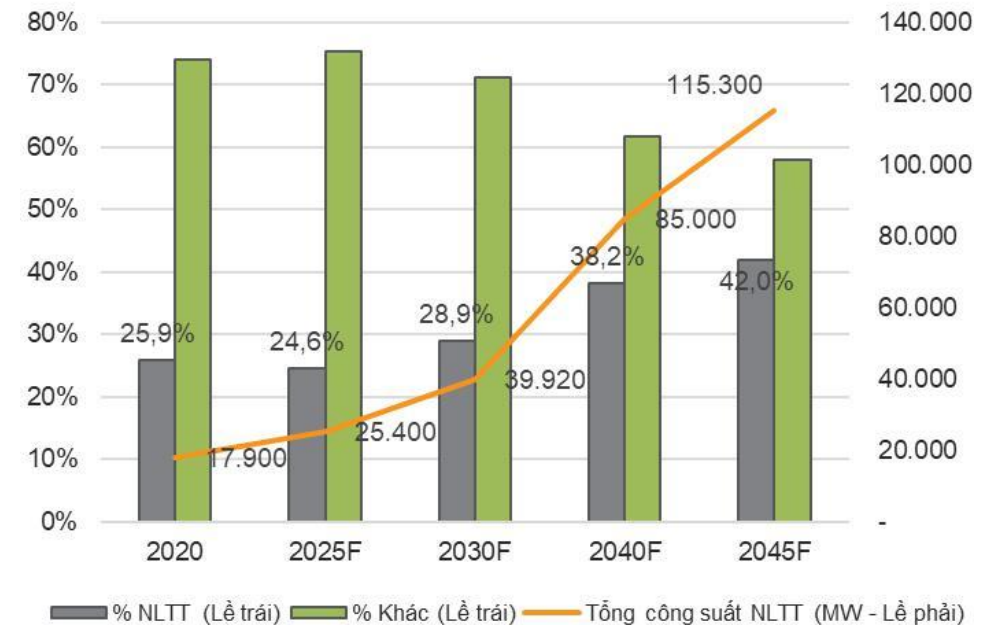
Mặc dù chúng tôi nhận thấy tiềm năng của nhiệt điện LNG rất cao vì tính ổn định của nó (so với tính chất gián đoạn của NLTT), chúng tôi vẫn đánh giá đây là câu chuyện dài hạn từ năm 2023 trở đi do các quy định về dự án điện LNG chưa rõ ràng.

NLTT tăng trưởng mạnh mẽ đạt 169,1% svck lên 12,35 tỷ kWh trong 5T2021 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN

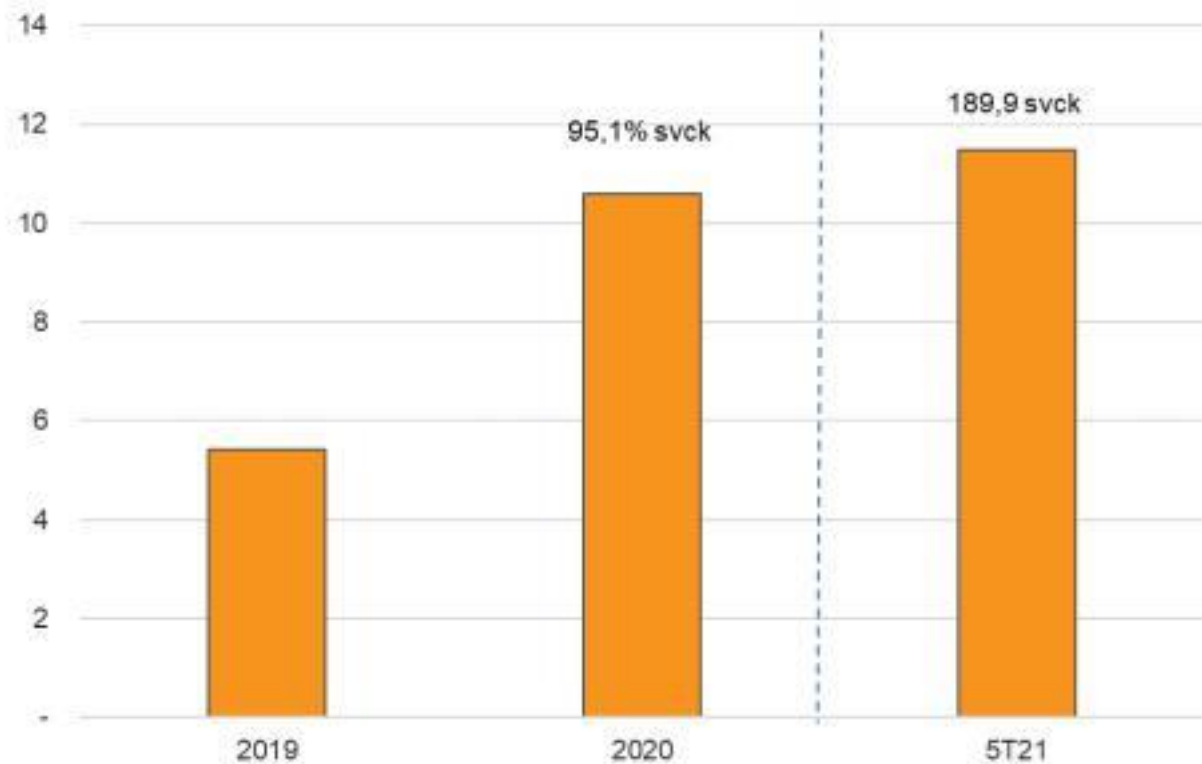
Công suất lắp NTTT đạt 17.900MW, chiếm tới 25,9% tổng công suất trong nửa đầu năm 2021



Nguồn: EVN

NLTT ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ nhưng hệ thống truyền dẫn chưa đủ tương thích để tận dụng tối đa hiệu quả. Công suất lắp đặt chiếm tới 28,9% nhưng sản lượng điện từ NLTT chỉ đạt 11,8% trong 5T21. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NLTT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới khi các hệ thống lưới điện dần phát triển theo như dự thảo QHĐ 8.

Sản lượng điện mặt trời tăng 190% svck đạt 11,48 tỷ kWh trong 5T21, chiếm tới 93% tổng sản lượng NLTT (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: EVN

Những kết quả ấn tượng:

- Tổng lượng điện sản xuất là 11,48 tỷ kWh trong 5T21, cao hơn mức ghi nhận 10,6 tỷ kWh trong năm 2020.
- Tổng công suất lắp đặt đạt 16,500MW trong 2020, gần đạt kế hoạch năm 2025 là 17.200MW theo dự thảo QHĐ 8.

Thách thức:

- Vẫn còn thiếu sót về cơ sở hạ tầng trong việc truyền tải năng lượng.
- Các dự án mặt trời gần với đất cần xem xét các quyền về đất đai.
- Dự án sau 2020 không còn được hưởng ưu đãi về giá bán điện.

Tiềm năng điện gió Việt Nam



- Đường bờ biển dài trên 3.000km
- Tốc độ gió trung bình đạt trên 7m/s
- Công suất tiềm năng có thể đạt 27GW.

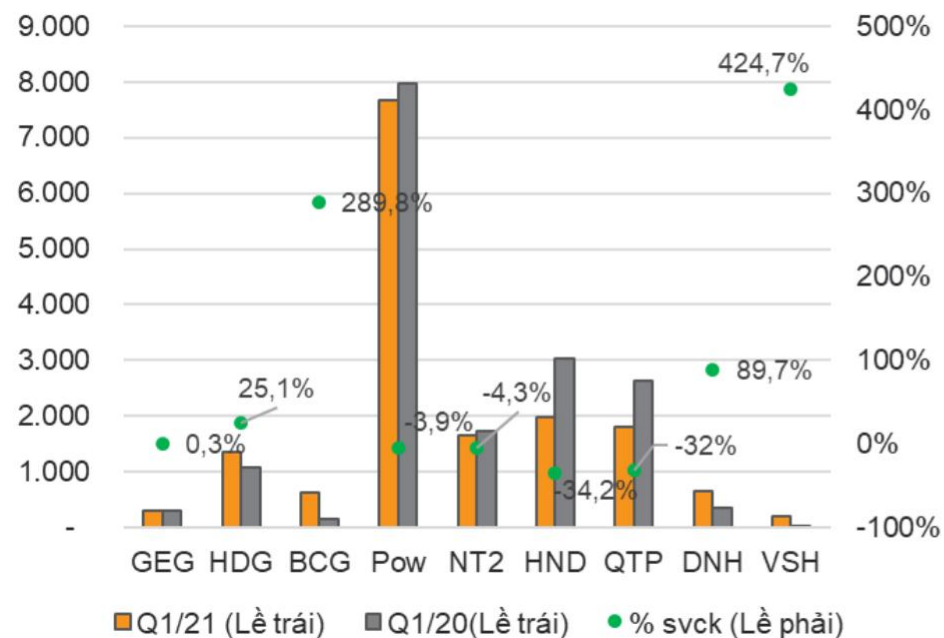
■ Giá điện hỗ trợ (FIT) còn tiếp tục đến 12/2023

Điện gió		
Quy định	39/2018/QĐ-TTg	Đề xuất mới của Bộ Công thương
Hiệu lực	Trước tháng 11/2021	Từ tháng 11/2021-12/2023
Giá mua (USDcents/kWh)	Trên bờ: 8,5	Trên bờ: 7,02
	Ngoài khơi: 9,8	Ngoài khơi: 8,47

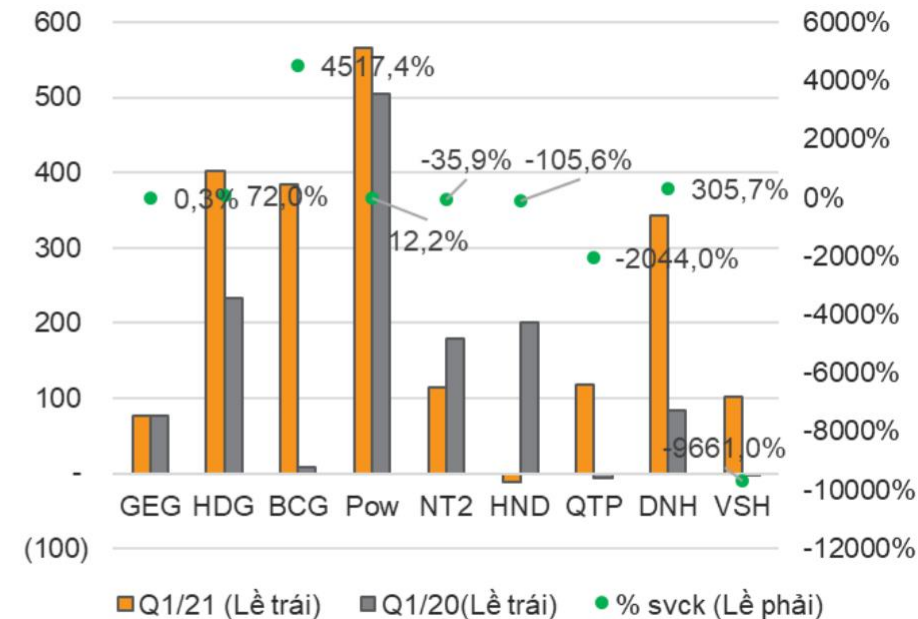
Cơ hội đầu tư hấp dẫn:

- Tổng công suất điện gió tính đến tháng 5/2021 mới chỉ đạt 1.400MW, mới chỉ đạt được 5,1% so với tổng tiềm năng.
- Công suất điện gió có thể tăng mạnh trong năm 2021 để được hưởng ưu đãi về giá. Dự kiến 105 dự án điện dự kiến đi vào hoạt động trước tháng 11/2021.
- Các dự án điện hoạt động sau tháng 11/2021 có thể được hưởng ưu đãi về giá cao hơn so với các dự án điện khác.

Doanh thu ngành điện Q1/21 và Q1/20 (Đvt: tỷ VND)



LNST ngành điện trong Q1/20 và Q1/21 (Đơn vị: tỷ VND)



Trong 1Q21, trung bình: (1) Mạng NLTT ghi nhận doanh thu và LNST tăng lần lượt 48,1% và 171% svck nhờ ưu tiên sử dụng NLTT với giá ưu đãi, (2) Mạng nhiệt điện than ghi nhận doanh thu và LNST tăng lần lượt 33,2% và 45% svck, (3) Mạng nhiệt điện khí ghi nhận doanh thu và LNST giảm lần lượt 4% và 0,4% svck và (4) Mạng thủy điện ghi nhận doanh thu và LNST tăng lần lượt 122 và 432% svck nhờ hiệu ứng La Nina.

So sánh một số công ty trong ngành

265

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E (x)		Tỷ lệ tăng trưởng kép 3 năm (%)	ROE (%)		ROA (%)	
					FY21F	FY22F		FY21F	FY22F	FY21F	FY22F
Năng lượng tái tạo											
Tập đoàn Hà Đô	HDG	Khả quan	44.900	291	17,3	8,1	-7,7%	16,9%	24,5%	4%	6%
Công ty CP Điện Gia Lai	GEG	KKN	KKN	203	23,2	16,7	108,7%	6,9%	9,1%	1,8%	2,6%
Công ty CP Bamboo Capital	BCG	Khả quan	18.000	129	3,8	3,5	77,6%	31,2%	24,2%	2,5%	2,0%
Trung bình				207,73	14,75	9,41	59,52%	18,34%	19,27%	2,67%	3,47%
Nhiệt điện											
Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại	PPC	KKN	KKN	348	10,1	10,1	771,4%	12,2%	13,4%	10,6%	11,6%
Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng	HND	KKN	KKN	391	25,1	13,4	6866,2%	7,0%	11,1%	4,2%	7,9%
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	POW	KKN	KKN	1.236	13,6	11,6	81,5%	7,3%	8,1%	3,1%	2,4%
Trung bình				658,399	16,257	11,683	2573,0%	8,8%	10,8%	6,0%	7,3%
Thủy điện											
JSW Energy Ltd	JSW IN	KKN	KKN	3.403	25,9	22,8	27251,5%	7,5%	7,9%	4,8%	5,8%
Huaneng Lancang River Hydropower Inc	600025 CH	KKN	KKN	16.916	17,7	16,9	3749,5%	10,7%	10,3%	3,8%	3,9%
Mega First Corp BHD	MFCB MK	KKN	KKN	788	9,5	9,0	3069,7%	16,0%	15,0%	11,3%	11,1%
CK Power PCL	CKP TB	KKN	KKN	1.411	21,5	17,6	9166,7%	7,6%	8,8%	3,5%	4,6%
Huaneng Lancang River Hydropower Inc	600025 CH	KKN	KKN	16.916	17,7	16,9	3749,5%	10,7%	10,3%	3,8%	3,9%
Trung bình				7.886,64	18,48	16,64	9397,4%	10,5%	10,5%	5,4%	5,9%

Dữ liệu tại ngày 25/6/2021, Nguồn: BLOOMBERG

Chúng tôi ưu tiên các công ty có kế hoạch mở rộng công suất, đặc biệt là về năng lượng tái tạo và nhiệt điện khí, cũng như các nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật hoặc thiết bị điện.

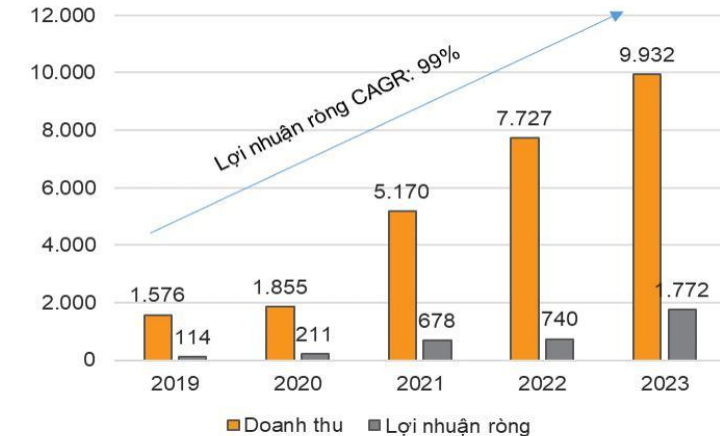
Chúng tôi chọn BCG vì:

- BCG có các dự án điện mặt trời với tổng công suất 453MW trong 2019-2020. Bên cạnh đó, BCG còn các dự án NLTT dự kiến xây dựng trong giai đoạn 2021-2023 với tổng công suất đạt 406MW. Chúng tôi ước tính NTLL sẽ giúp tăng lợi nhuận ròng lên 106 tỷ đồng trong năm 2021 và tăng dần lên 600-700 tỷ đồng trong 2023-2025.
- Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng từ các dự án Malibu Hoi An, King Crown Village Thảo Điền GD1 and Amor Riverside Villages tăng thêm 686 tỷ đồng trong 2021.

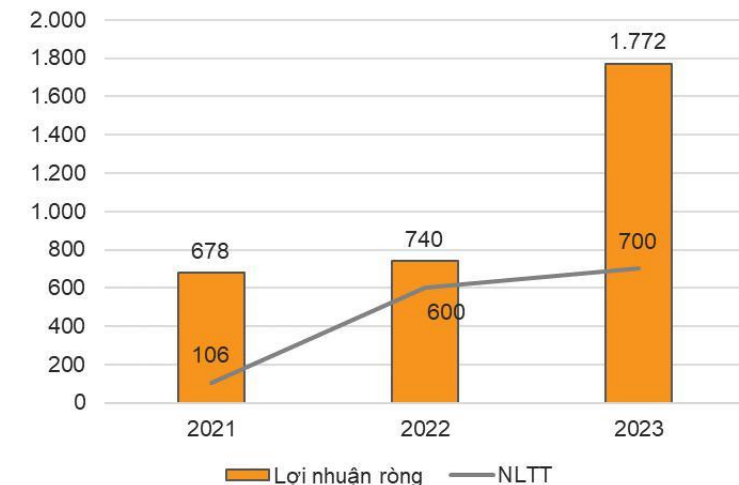
Rủi ro:

- Chính sách mới có thể khiến giảm giá điện mặt trời.
- Chậm trễ trong các thủ tục pháp lý dự án bất động sản.

Dự báo kết quả hoạt động (đơn vị: tỷ đồng)



Đóng góp của NLTT (đơn vị: tỷ đồng)



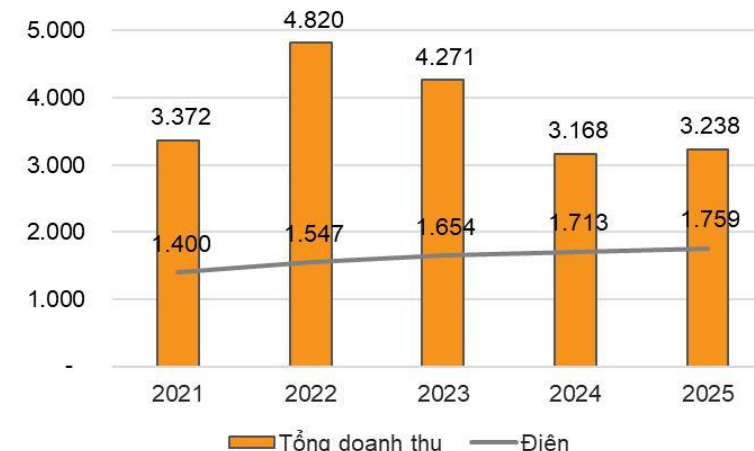
Chúng tôi chọn HDG vì:

- Công ty có các dự án NLTT với tổng công suất 148MW giai đoạn 2020-2021 ước tính mang lại doanh thu 465 tỷ đồng trong năm 2021 và hơn 500 tỷ đồng trong giai đoạn 2022-2025.
- Chúng tôi dự báo các dự án thủy điện vẫn hoạt động ổn định nhờ La Nina với tổng doanh thu 935 tỷ đồng trong năm 2021 .
- Chúng tôi dự tính bất động sản, xây dựng và cho thuê văn phòng sẽ hồi phục và đạt 1.900 tỷ đồng trong năm 2021.

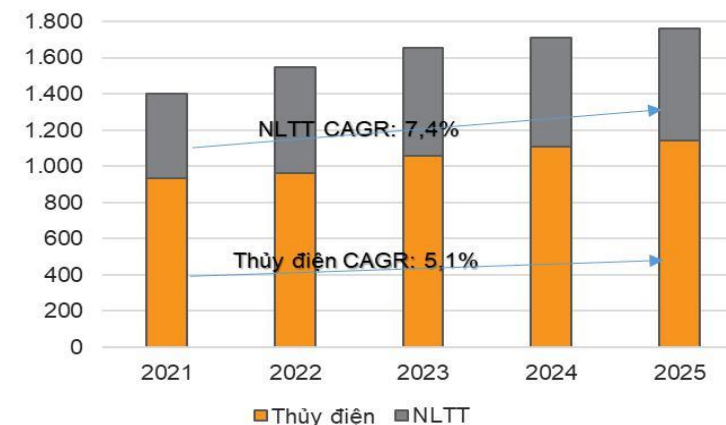
Rủi ro:

- Sự suy giảm công suất trong những giờ quá điểm do hệ thống lưới điện chưa tương thích.
- Pháp lý các dự án bất động sản có thể bị chậm tiến độ.

Dự báo doanh thu giai đoạn 2021-2025 (Đơn vị: tỷ đồng)



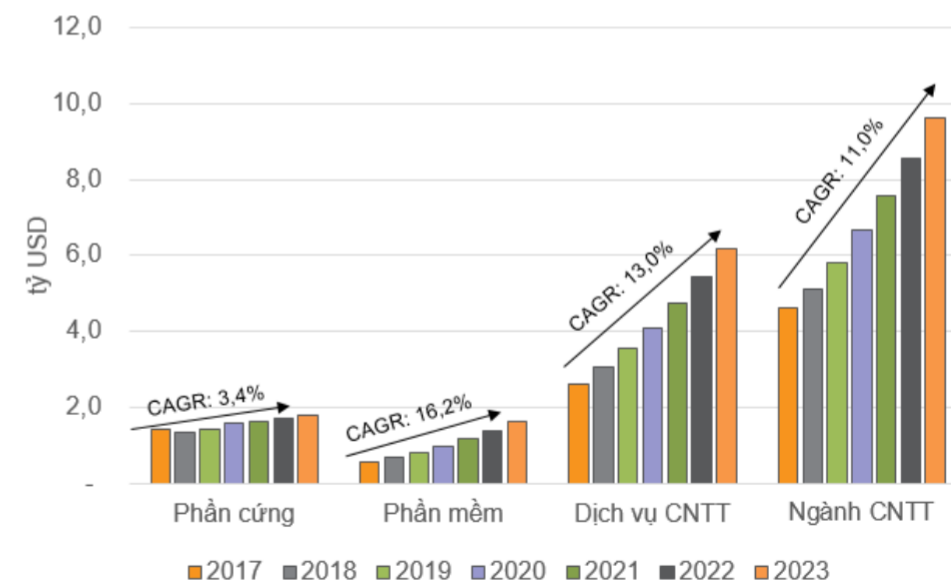
Dự báo tỷ lệ tăng trưởng kép của thủy điện và NLTT 2021-2025 (đơn vị: tỷ đồng)



Công nghệ & Viễn thông

Trên đà chuyển đổi số

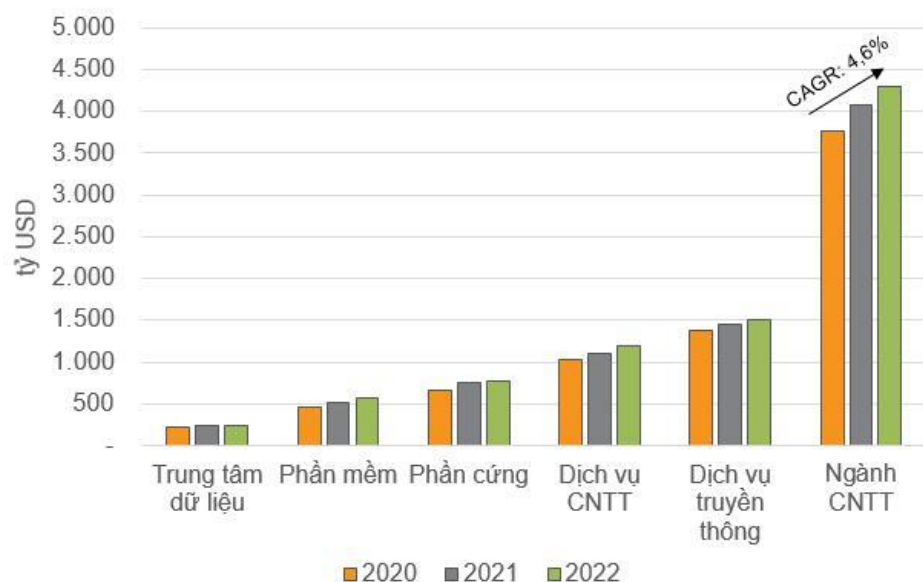
Mảng phần mềm và dịch vụ công nghệ thông tin (CNTT) có tiềm năng tăng trưởng mạnh, trong khi mảng phần cứng dần bão hòa ở Việt Nam



Nguồn: FITCH SOLUTIONS

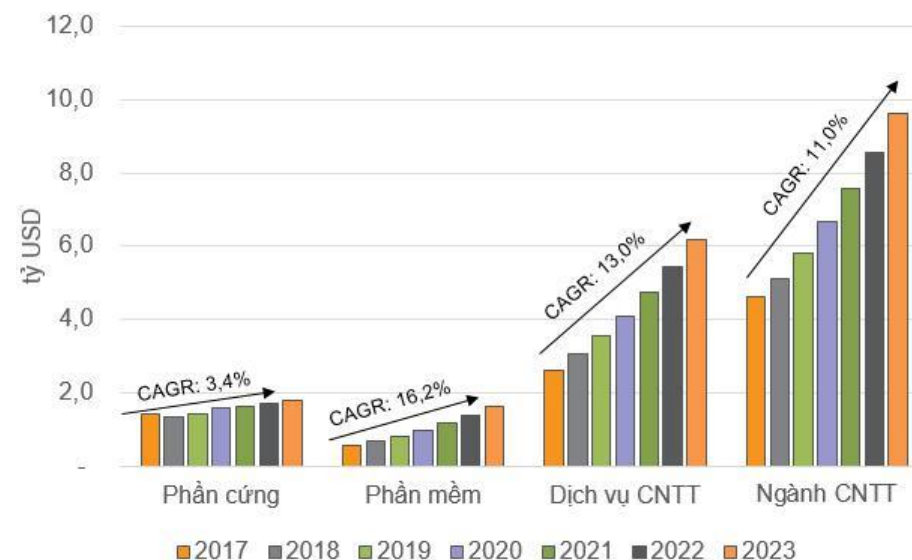
Chi tiêu cho công nghệ ở Việt Nam chỉ chiếm một phần rất nhỏ trong chi tiêu công nghệ toàn cầu

Theo Gartner, chi tiêu cho CNTT toàn cầu năm 2022 tăng trưởng 5,5% so với cùng kỳ lên 4,3 nghìn tỷ USD



Nguồn: GARTNER

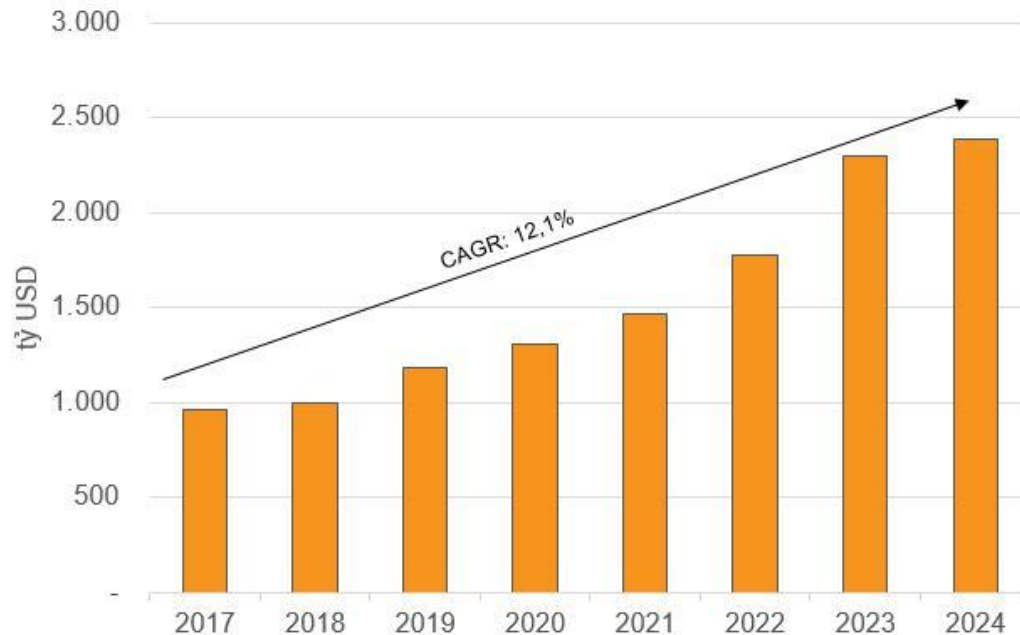
Chi tiêu cho CNTT ở Việt Nam tăng trưởng nhanh hơn nhiều so với trên thế giới, đặc biệt ở mảng Phần mềm và Dịch vụ CNTT



Nguồn: FITCH SOLUTIONS

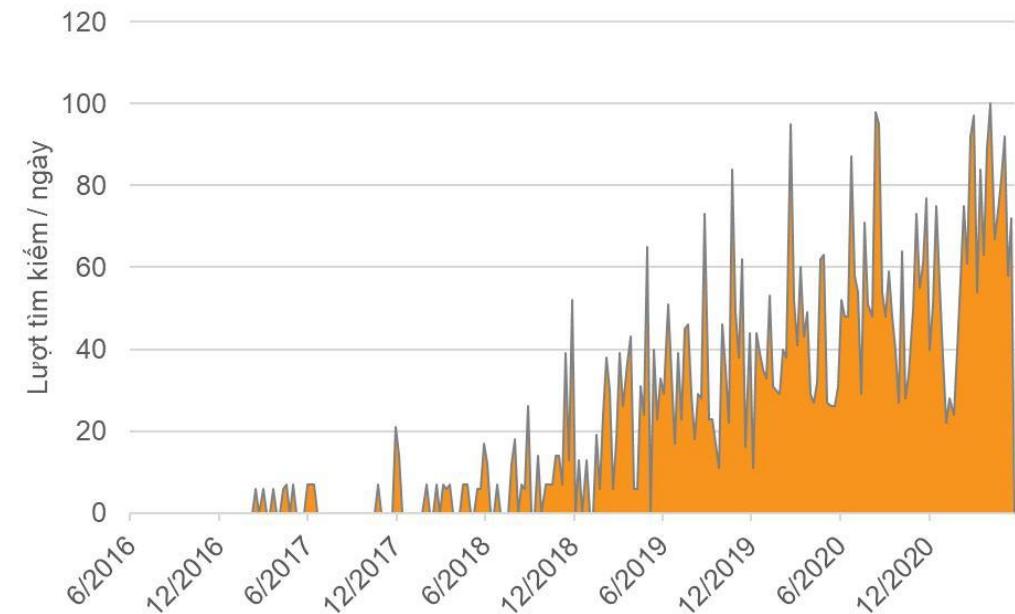
- Nếu loại trừ các mảng liên quan đến viễn thông (trung tâm dữ liệu và dịch vụ truyền thông), chi tiêu cho công nghệ thuần túy ở Việt Nam chỉ chiếm 0,34% chi tiêu trên toàn thế giới, cho thấy dư địa tăng trưởng rất lớn trong ngành công nghệ tại Việt Nam.
- Các doanh nghiệp công nghệ phát triển phần mềm và cung cấp dịch vụ CNTT sẽ có mức tăng trưởng tốt hơn so với các doanh nghiệp cung cấp các giải pháp phần cứng.

Chi tiêu cho công nghệ và dịch vụ chuyển đổi số (CĐS) trên toàn thế giới dự kiến sẽ tăng 2,5 lần trong giai đoạn 2017-2024



Nguồn: STATISTA

Lượt tìm kiếm cụm từ “Chuyển đổi số” mỗi ngày trên Google tại Việt Nam đã tăng lên nhanh chóng



Nguồn: GOOGLE TRENDS

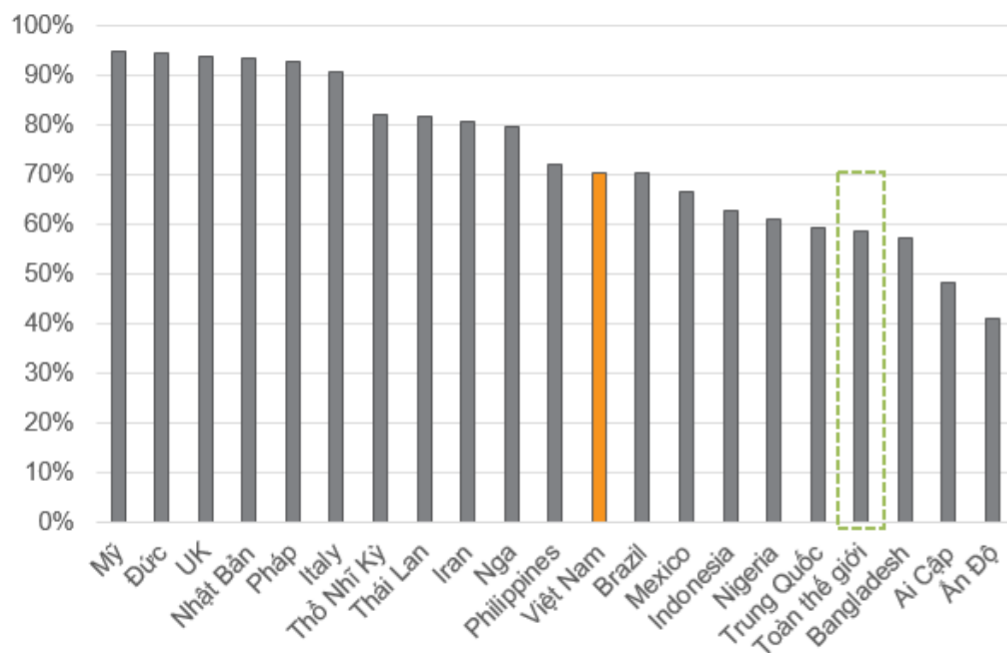
- Trong năm 2022, tốc độ tăng trưởng doanh thu của CĐS (+13,1% svck) có thể gần gấp đôi doanh thu từ các dịch vụ CNTT truyền thống (+7,3% svck), cho thấy tiềm năng rất lớn của mảng này.
- Tương tự trên thế giới, nền kinh tế đang phát triển của Việt Nam cũng đang trong quá trình CĐS mạnh mẽ. Theo “chương trình CĐS quốc gia đến năm 2025, định hướng đến 2030”, nền kinh tế số của Việt Nam sẽ chiếm tỷ trọng 20% GDP vào năm 2025.

Mặc dù đạt tỷ lệ phủ sóng cao, vẫn còn dư địa cho việc mở rộng viễn thông trong nước, đặc biệt là băng rộng cố định

271

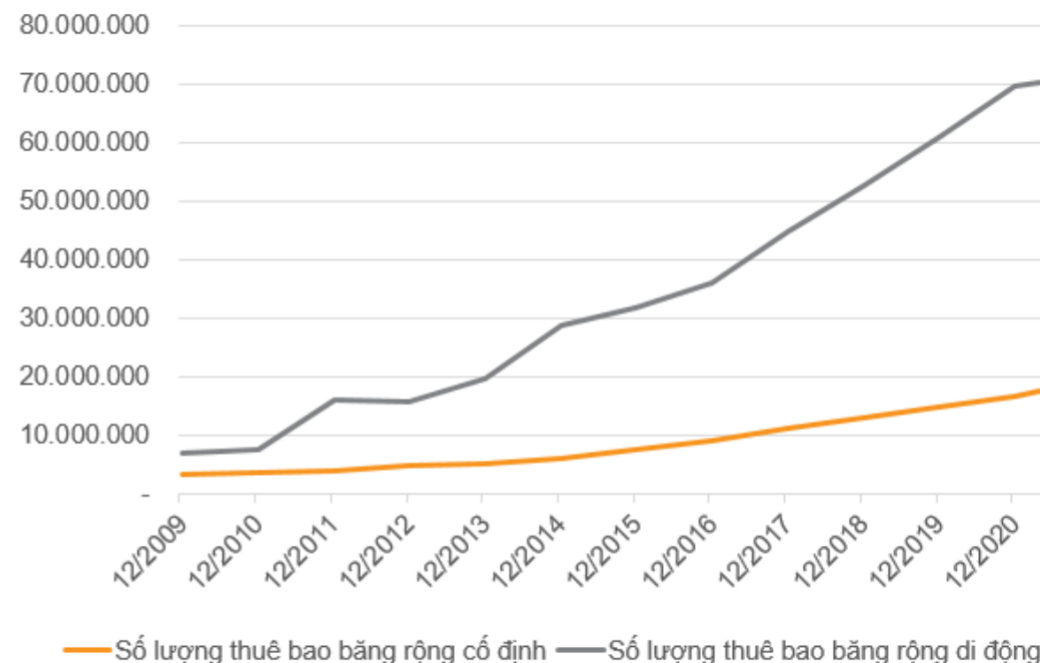
Việt Nam đứng thứ 12 trong top các quốc gia có tỷ lệ sử dụng

Internet cao nhất trên toàn thế giới, cao hơn mức trung bình toàn cầu (chiếm 70,4% dân số vào năm 2020)



Nguồn: INTERNET WORLD STATS

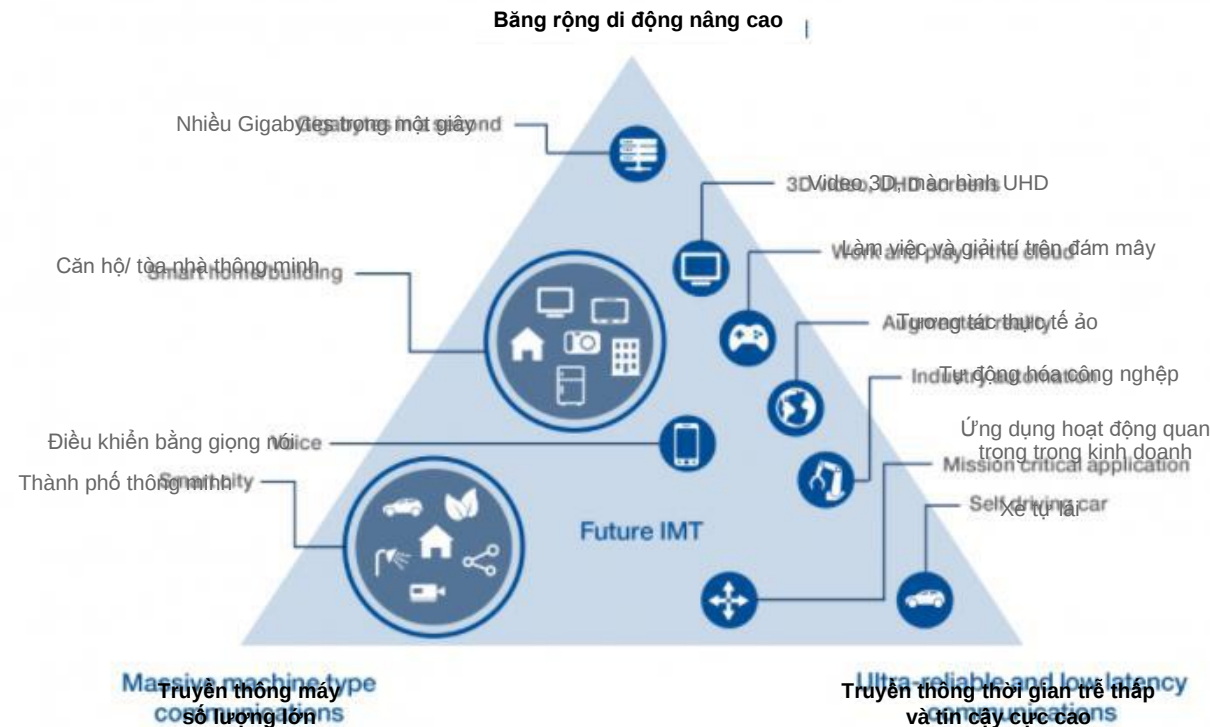
Trong giai đoạn 2011-2020, số lượng thuê bao di động và cố định đều đạt tốc độ tăng trưởng kép là 14,3%



Nguồn: CỤC VIỄN THÔNG

- Việt Nam cũng nằm trong số các quốc gia có tốc độ phát triển Internet nhanh nhất thế giới. Số lượng thuê bao Internet đã tăng 343 lần từ năm 2000 đến năm 2020, theo Internet World Stats.
- Tiềm năng phát triển Internet băng rộng cố định tại Việt Nam còn lớn khi tỷ lệ thâm nhập hiện đạt khoảng 18 thuê bao/100 người, thấp hơn tương đối so với mức bình quân của khu vực Châu Á – Thái Bình Dương là 23 thuê bao/100 người.

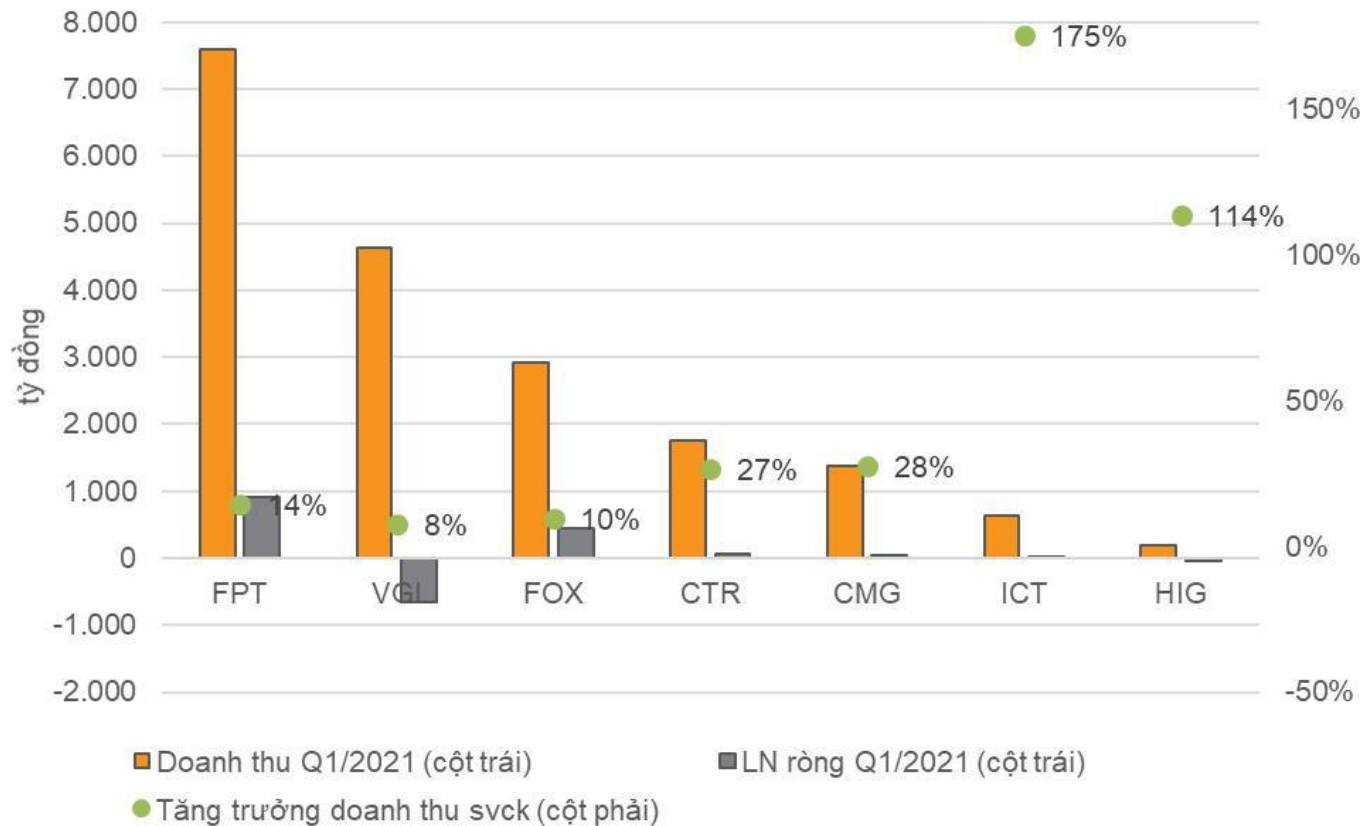
Viễn cảnh về ứng dụng công nghệ 5G



Nguồn: INTERNAL TELECOMMUNICATION UNION

- Chúng tôi tin rằng công nghệ 5G sẽ là động lực mới trong ngành Công nghệ - Viễn thông. Việt Nam có thể sớm trở thành một trong những quốc gia Đông Nam Á đầu tiên ra mắt 5G, trong đó các DN công nghệ viễn thông nội địa đang chạy đua phát triển mạng lưới quốc gia đầu tiên (Viettel, Vinaphone, MobiFone).
- Với sự ra đời của công nghệ 5G đột phá, chúng tôi tin rằng các công ty công nghệ sẽ có nhiều cơ hội phát triển các ứng dụng tiên tiến để đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ của mình.
- Ngoài ra, các doanh nghiệp tham gia phát triển cơ sở hạ tầng hoặc đào tạo nguồn nhân lực CNTT chất lượng cao cũng sẽ được hưởng lợi từ làn sóng công nghệ mới này.

Các công ty niêm yết trong lĩnh vực Công nghệ và Viễn thông ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu khả quan trong Q1/2021



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi quan sát thấy các DN Công nghệ & Viễn thông lớn đã niêm yết đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu dương trong Q1/2021.

Trong đó, FPT ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu hai con số ở tất cả các mảng kinh doanh trong Q1/21, bao gồm mảng dịch vụ viễn thông (FOX).

Hoạt động kinh doanh chính tăng trưởng thuận lợi nhưng VGI lại gặp phải xung đột chính trị tại Myanmar, tác động đến việc chuyển đổi KQKD tại thị trường này, khiến cho VGI bị lỗ trong Q1/2021.

Trong khi đó, CTR có mức tăng khá ở doanh thu tất cả các phân khúc, đặc biệt là mảng cho thuê hạ tầng, xây dựng, giải pháp tích hợp và thương mại.

Các DN nhỏ như ICT và HIG có mức tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ từ mức cơ sở thấp trong Q1/2020.

CTCP FPT (FPT, Khả quan, Giá mục tiêu: 101,700). Chúng tôi thích FPT bởi đây là doanh nghiệp công nghệ lớn nhất Việt Nam về doanh thu, cung cấp các giải pháp chuyển đổi số, dịch vụ CNTT, viễn thông và đào tạo nguồn nhân lực CNTT. FPT được trang bị đầy đủ nguồn lực để nắm bắt các xu hướng CNTT toàn cầu. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu Công nghệ của FPT sẽ vượt 1 tỷ USD (khoảng 23.000 tỷ đồng) vào năm 2022, nhờ giá trị hợp đồng công nghệ ký mới tăng mạnh mẽ cùng doanh thu mảng Chuyển đổi số trong khi doanh thu từ Viễn thông tạo ra dòng tiền ổn định nhờ nhu cầu nội địa vững chắc. Mảng giáo dục của FPT là một mảnh ghép hoàn chỉnh cho hệ sinh thái của FPT nhằm cung cấp những nhân viên chất lượng cao cho chiến lược phát triển lâu dài. Chúng tôi dự báo LN ròng của FPT đạt tăng trưởng kép 14,0% trong giai đoạn 2021-2023.

CTCP Viễn thông FPT (FOX, Khả quan, Giá mục tiêu: 110,000). Là một công ty con của CTCP FPT chuyên cung cấp các dịch vụ viễn thông băng rộng cố định, FOX là một trong những trụ cột chính của FPT vì DN đóng góp hơn 30% vào tổng doanh thu của FPT trong năm 2021. Chúng tôi tin rằng doanh thu của FOX sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 10-12% mỗi năm. Động lực tăng trưởng cho FOX sẽ đến từ trung tâm dữ liệu và truyền hình trả tiền, trong đó dịch vụ truyền hình trả tiền có thể đạt điểm hòa vốn trong năm 2021 và ghi nhận lợi nhuận từ năm 2022 trở đi.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá có thể đến từ một thương vụ M&A thành công với một công ty công nghệ lớn trong nước hoặc nước ngoài và giá trị hợp đồng dịch vụ CNTT ký mới cao hơn kỳ vọng (đối với FPT) hoặc kênh truyền hình trả tiền đạt điểm hòa vốn sớm hơn dự kiến (đối với FOX).
- Rủi ro giảm giá bao gồm sự thiếu hụt nhân lực CNTT chất lượng cao để đạt được các chiến lược dài hạn của FPT và ít hợp đồng công nghệ/viễn thông hơn nếu dịch bệnh Covid-19 kéo dài và trở nên phức tạp hơn.

KHUYẾN CÁO

Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của chúng tôi và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. Chúng tôi không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

