

Chiến lược đầu tư COVID-19

I. Triển vọng thị trường chứng khoán

1. Điểm nhấn đầu tư [tr. 2](#)
2. Rủi ro [tr. 6](#)

II. Triển vọng kinh tế Việt Nam

1. COVID-19 làm suy giảm kinh tế [tr. 8](#)
2. Vietnam xuất hiện triệu chứng đầu tiên [tr. 11](#)
3. Suy giảm là kịch bản cơ bản [tr. 14](#)

III. Triển vọng ngành và cổ phiếu khuyến nghị

1. Ngân hàng – Tăng tỷ trọng: ACB [tr. 17](#)
2. Bất động sản – Trung lập: VHM, KDH, DXG [tr. 21](#)
3. Thép – Trung lập: HPG [tr. 30](#)
4. Điện – Tăng tỷ trọng: PPC [tr. 34](#)
5. Thủy sản – Trung lập: VHC, ANV [tr. 39](#)
6. Cổ phiếu khác: VNM, MSN [tr. 45](#)

Triển vọng thị trường chứng khoán

Chia lại danh mục

Toàn cầu hóa thúc đẩy kinh tế nhờ gỡ bỏ biên giới và sự kết nối thị trường tài chính cải thiện dòng chảy vốn nhờ hạ thấp các giới hạn giao dịch. Theo cách ngược lại, trong cuộc chiến chống lại đại dịch COVID-19, việc đóng cửa quốc gia làm tổn thất nặng nề các nền kinh tế và việc tháo chạy của dòng vốn trở về các tài sản an toàn nhấn chìm thị trường chứng khoán toàn cầu. Tác động của đại dịch trên thế giới chắc chắn tàn khốc hơn dịch SARS 2002-2003 và MERS 2012-2015. Từ Trung Quốc tới châu Âu và Mỹ, cuộc khủng hoảng nguồn cung đang chuyển sang khủng hoảng nhu cầu.

Suy giảm kinh tế? Nhiều khả năng theo định nghĩa. Trong nửa đầu 2020, dữ liệu kinh tế sẽ rất thất vọng dựa trên thực tế là Việt Nam đã chọn đóng cửa biên giới với nhiều đối tác quan trọng và yêu cầu các địa điểm ăn uống, giải trí trong nước phải đóng cửa tạm thời để khống chế sự lây lan của virus. Suy thoái kéo dài? Ít khả năng hoặc Không. Thị trường chứng khoán sụp đổ sẽ lây lan qua thị trường bất động sản, điều này làm giảm chi tiêu và thu nhập, và đến lượt nó lại tiếp tục kéo giảm giá tài sản hơn nữa. Vòng lặp này cuối cùng sẽ đẩy nền kinh tế vào suy thoái kéo dài. Tuy nhiên, với cam kết "Làm tất cả những gì cần thiết", chúng tôi tin rằng thế giới sẽ sớm kiểm soát đại dịch và Việt Nam sẽ có nhiều dư địa chính sách tiền tệ cũng như các gói kích thích tài khóa để vực dậy nền kinh tế.

Với quan điểm tích cực, chúng tôi kỳ vọng COVID-19 sẽ đạt đỉnh trong 3Q20. Về mặt kinh tế, trong ba kịch bản của chúng tôi, Việt Nam sẽ quay lại mức đỉnh trước dịch trong nửa cuối năm do tiêu dùng nội địa, dòng vốn FDI và thương mại quốc tế sẽ sớm quay trở lại. Giả định bức tranh kinh tế tốt hơn trong nửa cuối, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán đang mang lại nhiều cơ hội giá trị cho nhà đầu tư.

Với câu hỏi "Cái gì", chúng tôi khuyến nghị tập trung vào bất động sản hoặc ngân hàng bởi vì các đợt sóng "thần" trong lịch sử luôn bắt nguồn từ một trong hai ngành này do vốn hóa thị trường lớn. Chắc chắn rằng mỗi ngành sẽ có những vấn đề riêng và việc phân bổ danh mục tốt sẽ đem lại lợi nhuận tốt hơn. Trong khi đó, chúng tôi cũng khuyến nghị nhà đầu tư tập trung và các cổ phiếu hết room, những cổ phiếu sẽ được hưởng lợi nhất từ các ETF mới cũng như sản phẩm NVDR tương lai.

Không như năm ngoái, câu hỏi quan trọng nhất bây giờ là "Khi nào". Trong tháng Hai, chúng tôi đã kỳ vọng sự hồi phục hình chữ V ở thị trường chứng khoán do sự bùng phát virus có vẻ trong tầm kiểm soát ở thời điểm đó. Với việc VNIndex lao dốc 30% trong ba tháng, nhiều khả năng thị trường sẽ cần nhiều thời gian hơn để lấy lại niềm tin nhà đầu tư. Tuy nhiên, dựa trên thực tế rằng VNIndex đang rất sát mức định giá thấp nhất lịch sử, đáy dài hạn đang rất gần.

Huy Hoàng, CFA

huy.hoang@kisvn.vn

Hiếu Trần

hie.u.ttm@kisvn.vn

Đăng Nguyễn

dang.lh@kisvn.vn

I. Triển vọng thị trường chứng khoán

1. Điểm nhấn đầu tư

#1 COVID-19 giúp một số công ty bất động sản tốt hơn

Chi tiêu Chính phủ và FDI sẽ giữ giá tài sản ở mức cao

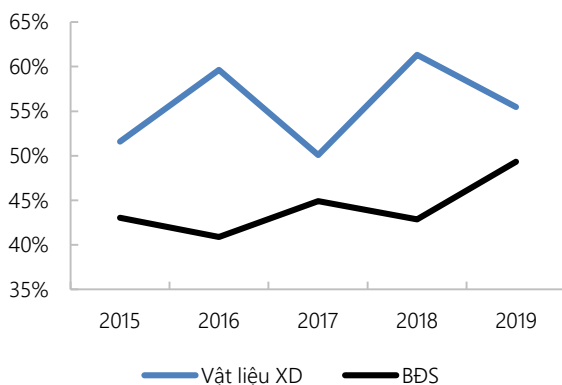
COVID-19 không chỉ hối thúc Chính phủ Việt Nam hồi phục lại tốc độ đầu tư công mà còn cho các nhà đầu tư toàn một lý do khác để phân bổ các nhà máy ở nhiều quốc gia trong đó có Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ, nhà đầu tư và người tiêu dùng lớn nhất, sẽ khởi động và tăng tốc các dự án đang được trì hoãn, những dự án đã làm sụt giảm tổng mức đầu tư và phát triển tới 40% n/n trong năm 2019 do cuộc chiến chống tham nhũng trong nước. Trong khi đó, bên cạnh căng thẳng Mỹ và Trung Quốc, điều khiến 40% các công ty muốn di chuyển một phần công suất của họ ra khỏi Trung Quốc, theo một khảo sát của AmCham Shanghai và Trung Quốc tháng Năm 2019, COVID-19 là một yếu tố thuyết phục khác.

Cả hai diễn biến trên sẽ tiếp tục hỗ trợ giá tài sản trong trung hạn, điều này sẽ hỗ trợ đầu tư và tiêu dùng trong các lĩnh vực động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng. Tuy nhiên, không phải tất cả đều có thể tận hưởng được sự hồi phục sau dịch, đặc biệt là các doanh nghiệp đang sử dụng đòn bẩy cao. Ở thời điểm hiện tại, do sự thiếu hụt nguồn cung cũng như người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu, các doanh nghiệp đang gặp rất nhiều khó khăn về nguồn tiền. Dài hạn hơn, các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy cao sẽ gặp phải vấn đề nguồn tiền nếu tình trạng đóng cửa của nhiều quốc gia kéo dài.

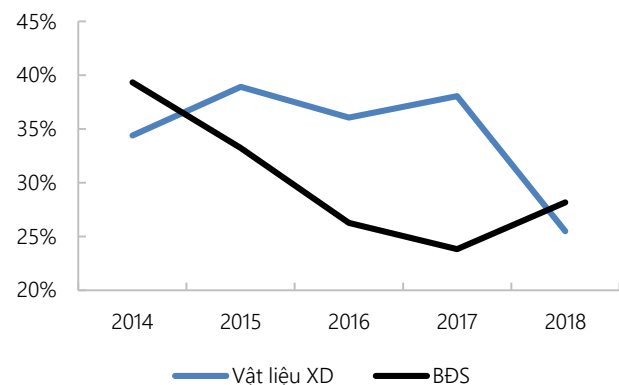
Doanh nghiệp có tài chính lành mạnh sẽ cất cánh

Trong năm năm qua, khi nền kinh tế tăng trưởng mạnh mẽ, việc mở rộng đòn bẩy về công suất (thép) và quỹ đất (bất động sản), được tài trợ bằng đòn bẩy nợ, đã giúp các doanh nghiệp này có được kết quả ấn tượng. Nhưng đòn bẩy tài chính nhiều khả năng sẽ quay lại đánh mạnh vào lợi nhuận khi kinh tế Việt Nam suy giảm trong nửa đầu 2020, lần đầu tiên trong nhiều thập kỷ.

Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu



Tỷ lệ tiền mặt điều chỉnh



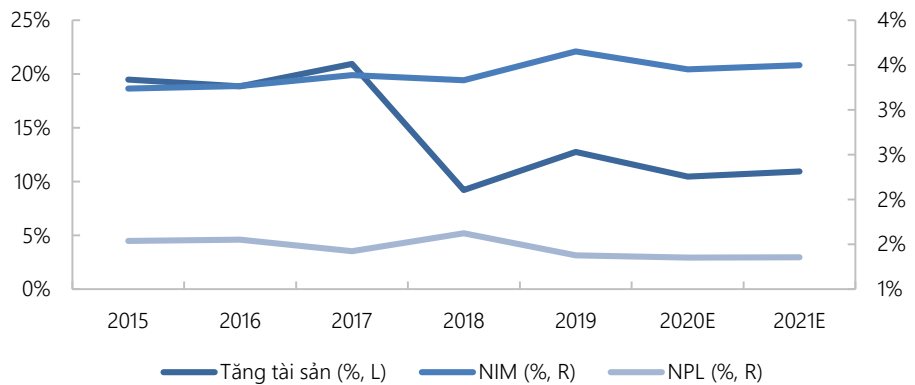
Nguồn: FiinPro, KIS

Cuối cùng thì quá trình thanh lọc sẽ giúp các doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh cất cánh. Những doanh nghiệp có quỹ đất sạch và lớn, đòn bẩy tài chính thấp, tiền mặt dồi dào sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ sự hồi phục của nền kinh tế.

#2 Giá giảm sâu giúp ngân hàng lại rẻ

Trong nửa đầu năm, đại dịch chắc sẽ làm giảm tốc hoặc thậm chí suy giảm tín dụng cá nhân trong bức tranh tín dụng doanh nghiệp cũng đang yếu dần. Cho cả năm 2020, mặc dù các khoản chi tiêu được tài trợ bằng nợ của Chính phủ sẽ giúp giải quyết vấn đề thanh khoản dư thừa trong hệ thống, các ngân hàng sẽ gặp khó khăn trong việc duy trì tốc độ tăng trưởng tài sản hai con số trong khi đối diện với NIM bị thu hẹp và NPL gia tăng.

Tài sản ngân hàng và khả năng sinh lời, 2015-2021E

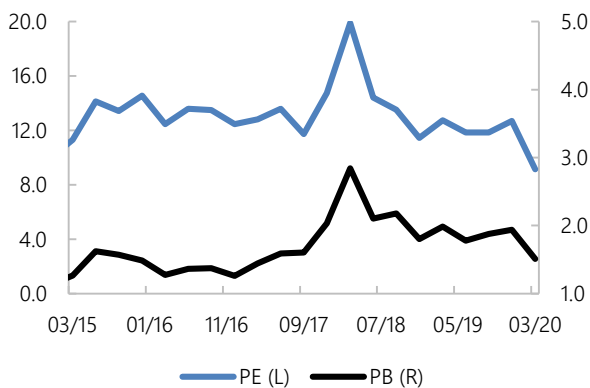


Nguồn: KIS

Định giá rẻ và giới hạn sở hữu nước ngoài tiếp tục hấp dẫn nhà đầu tư

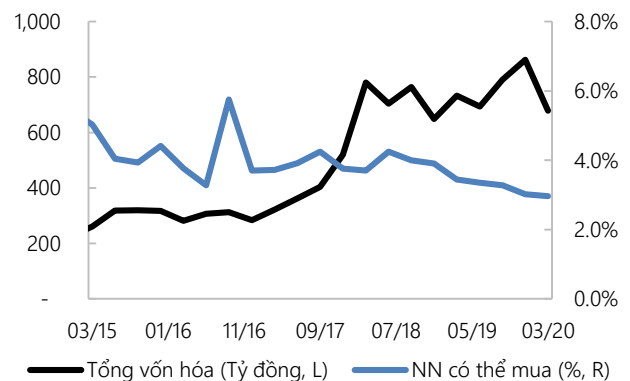
Tuy nhiên, ngân hàng chưa bao giờ là ngành lỗi thời với nhà đầu tư nước ngoài. Trong năm năm qua, trong khi tổng vốn hóa của các ngân hàng niêm yết tăng gấp ba lần lên 862 nghìn tỷ đồng (cuối 2019), tỷ lệ mà nhà đầu tư nước ngoài có thể mua giảm gần một nửa còn 3%. Do đó, dựa trên định giá hấp dẫn nhờ thị trường lao dốc, chúng tôi kỳ vọng ngành này sẽ lại hấp dẫn trong nửa cuối 2020 khi nền kinh tế lấy lại đà tăng sau khi kiểm soát dịch bệnh bởi không ai muốn lỡ cơ hội.

Định giá ngân hàng



Nguồn: KIS

Tổng vốn hóa và Tỷ lệ nước ngoài có thể mua



#3 NVDR và ETF dành cho cổ phiếu hết room vẫn là chủ đề nóng**ETF mới. Tiền mới**

Khi chứng chỉ quỹ ETF SSIAM VNFin Lead được chính thức giao dịch trên HSX ngày 18 tháng Ba, nhà đầu tư đang đăng ký cho đợt IPO của quỹ ETF VFMVN Diamond (được kỳ vọng niêm yết vào ngày 15 tháng Năm). Với lượng IPO 262 tỷ đồng của SSIAM VNFin Lead và mức tối thiểu 50 tỷ đồng của VFMVN Diamond, các ETF này đã cho thấy những thành công ban đầu. Dữ liệu từ các ETF ở Đông Nam Á và Hàn Quốc cho thấy hầu hết các ETF thành công có thể huy động số tiền đầu tư từ 0.2%-0.5% lên tới 2-3% tổng vốn hóa chỉ số chứng khoán được mô phỏng. Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ có thêm nhiều vốn đổ vào hai ETF này và chứng chỉ ETF VNFin Select sắp tới.

Đơn vị: Tỷ đồng	VNFin Lead	VNFin Select	VN Diamond
Công ty QLQ	SSIAM	n.a	VFMVN
Ngày IPO	24/12/2019 – 12/01/2020	n.a	03-23/03/2020
Lượng IPO	262	n.a	Tối thiểu 50
Mã	FUESSVFL	n.a	FUEVFNVD
Ngày giao dịch đầu tiên	18/03/2020	n.a	15/05/2020
Vốn hóa chỉ số (*)	154,227	229,869	160,036
Tổng huy động ở mức 0.2% (**)	246	369	254
Tổng huy động ở mức 0.5% (**)	615	923	636
Tổng huy động ở mức 2% (**)	2,462	3,692	2,545

* Dữ liệu ngày 20/03/2020

** KIS ước tính tổng mức huy động đạt mức 0.2%, 0.3% và 2% so với vốn hóa chỉ số được mô phỏng.

NVDR đang trên đường

Hơn thế nữa, trong kỳ họp thứ chín của Quốc hội Việt Nam từ ngày 20/05 – 17/06/2020, Bộ Kế hoạch và Đầu tư sẽ trình phê duyệt Luật Doanh nghiệp sửa đổi 2019, đưa khái niệm NVDR vào luật và làm rõ vấn đề quyền biểu quyết còn đang tranh cãi. Cùng với Luật Chứng khoán sửa đổi 2019, hai bộ luật này sẽ có hiệu lực vào ngày 01/01/2021, mở đường cho việc phát hành NVDR ở Việt Nam.

#4 Mức định giá rẻ nhất trong 5 năm

Lợi nhuận sẽ rất đáng thất vọng trong nửa đầu 2020 những sẽ hồi phục đáng kể trong nửa cuối. Thăng chột làm vua xứ mù. Việt Nam sẽ là một trong số ít các nước hồi phục nhanh chóng và mạnh mẽ từ đại dịch nhờ lực lượng lao động trẻ và năng động, tiêu dùng nội địa mạnh và không có các bong bóng nợ đáng kể.

Chúng tôi giả định nền kinh tế sẽ hồi phục về mức trước dịch vào cuối 2Q trong kịch bản tích cực nhất, 3Q trong kịch bản cơ bản và 4Q trong kịch bản tệ nhất. Do vậy, chúng tôi ước tính lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết như sau:

Tăng trưởng lợi nhuận theo ngành trên HSX, 2020E-2021E.

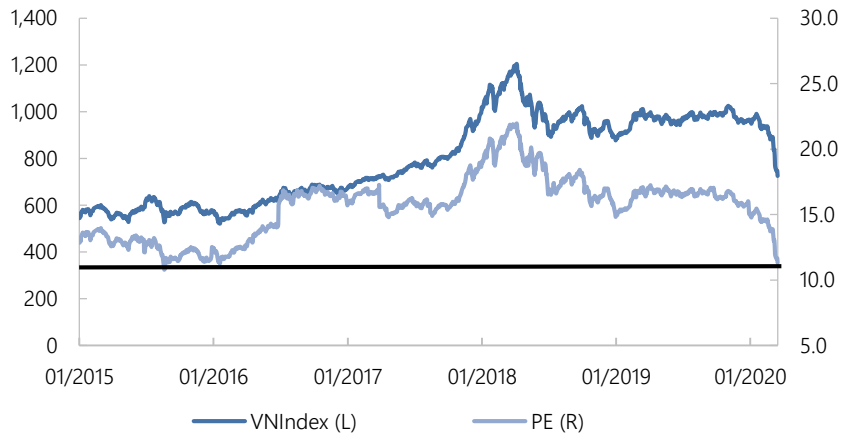
	Tệ nhất		Cơ bản		Tốt nhất	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
TD thiết yếu	-46%	124%	-19%	56%	2%	42%
TD không thiết yếu	-28%	24%	-8%	19%	6%	18%
Năng lượng	-54%	124%	-32%	57%	-14%	42%
Chăm sóc sức khỏe	-6%	7%	0%	5%	5%	14%
Tài chính	-20%	25%	-3%	22%	10%	20%
Công nghiệp	-50%	102%	-29%	49%	-10%	34%
CNTT	-6%	6%	0%	5%	5%	14%
Vật liệu xây dựng	-18%	100%	12%	56%	35%	38%
Bất động sản	-25%	68%	1%	37%	15%	33%
Tiện ích	-22%	27%	-6%	12%	4%	10%
Tổng	-28%	50%	-8%	31%	7%	26%

Nguồn: KIS

PE ở mức thấp nhất 5 năm

Hai tháng lao dốc kéo các chỉ số định giá xuống mức thấp nhất 5 năm trước đó.

VNIndex và PE, 2015-2020



Nguồn: Bloomberg

Do đợt suy giảm kinh tế này khó có thể phát triển thành suy thoái kinh tế kéo dài, chúng tôi ước tính các mức định giá sẽ hồi phục vào giai đoạn sau của năm nay. Lấy mức trung bình 2019 (chiết khấu thêm 20% để phản ánh tâm lý bi quan trên thị trường) và độ lệch chuẩn của PE và ước tính lợi nhuận trong kịch bản cơ bản, chúng tôi kỳ vọng VNIndex sẽ khép lại năm 2020 trong vùng 720-840, tương ứng với vùng từ -2 đến +2 độ lệch chuẩn của PE. Kết thúc có thể có hậu hơn, nếu nhìn vào tăng trưởng lợi nhuận 2021.

VNIndex dự phóng theo vùng PE

Kịch bản	PE 2019		PE 2020						EPS 2020	Giá 2020						
	Avg (*)	Stdev	@Avg- 3xStdev	@Avg- 2xStdev	@Avg- 1xStdev	@Avg+ 1xStdev	@Avg+ 2xStdev	@Avg+ 3xStdev		@Avg	@Avg- 3xStdev	@Avg- 2xStdev	@Avg- 1xStdev	@Avg+ 1xStdev	@Avg+ 2xStdev	@Avg+ 3xStdev
Tệ	13.1	0.5	11.6	12.1	12.6	13.7	14.2	14.7	46.2	608	536	560	584	632	656	680
Cơ bản	13.1	0.5	11.6	12.1	12.6	13.7	14.2	14.7	59.4	781	689	720	751	812	843	874
Tốt	13.1	0.5	11.6	12.1	12.6	13.7	14.2	14.7	68.9	906	799	835	871	942	978	1,014

* Chúng tôi chiết khấu 20% so với mức trung bình 2019 để phản tâm lý bi quan hiện tại.

Nguồn: KIS

2. Rủi ro

#1 Dòng vốn ngoại tháo chạy

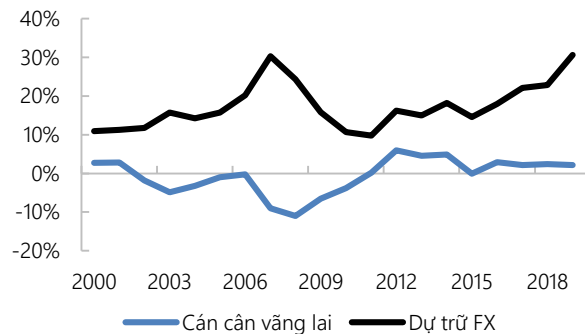
Kể từ khi COVID-19 bắt đầu lây lan mạnh ở châu Âu và Mỹ đầu tháng Ba, nhà đầu tư nước ngoài đã rút vốn ra khỏi tài sản rủi ro để bỏ vào tài sản an toàn, khiến đồng USD tăng vọt so với các đồng tiền Đông Nam Á trong thời gian gần đây. Cụ thể, đồng bạc xanh tăng 12.2% t/t so với đồng IDR, 4.5% t/t so với MYR, 2.9% t/t so với THB, 0.1% t/t so với PHP và 0.6% t/t so với VND tính tới 20 tháng Ba. Nếu các chuyển động nhỏ này phát triển thành một đợt rút vốn quy mô lớn như năm 2008-2011, lạm phát sẽ tăng vọt và suy thoái kinh tế kéo dài sẽ xảy ra. Tuy nhiên, trạng thái ngoại tệ hiện tại của Việt Nam, cán cân vãng lai dương và dự trữ ngoại hối tăng so với GDP, đang mạnh hơn nhiều so với 10 năm trước, hạ thấp rủi ro nói trên.

USD so với các đồng tiền Đông Nam Á

	USDVND	USDTHB	USDMYR	USDIDR	USDPHP
Cuối 2019	0.9%	8.4%	7.7%	15.9%	0.6%
1 tháng	0.6%	2.9%	4.5%	12.2%	0.1%
3 tháng	0.9%	8.4%	7.7%	15.9%	0.6%
1 năm	0.8%	2.3%	7.9%	12.8%	-2.9%
3 năm	2.7%	-5.5%	-0.5%	20.6%	1.5%

Nguồn: Bloomberg. Dữ liệu ngày 20/03/2020

Cán cân vãng lai và dự trữ FX so với GDP của VN

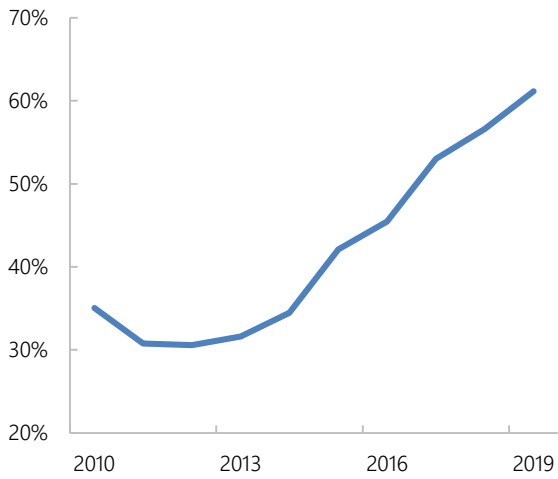


Nguồn: IMF, SBV

#2 Tín dụng hộ gia đình

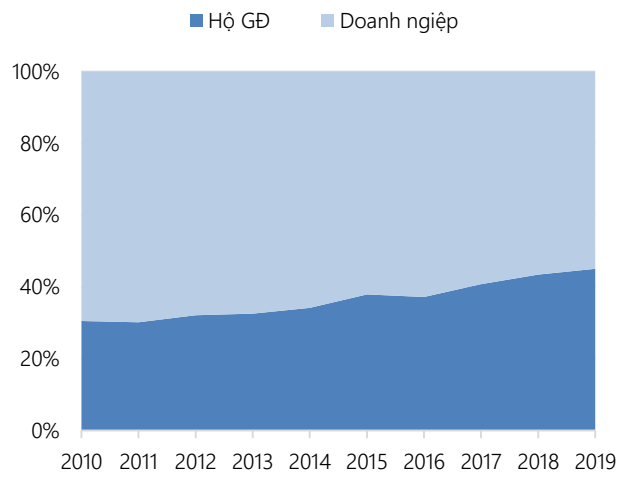
Chúng tôi ước tính tín dụng hộ gia đình chiếm 45% tổng dư nợ nền kinh tế tính tới cuối 2019. Do đó, chúng tôi cho rằng Việt Nam nên chú trọng nhiều hơn đến chu kỳ bùng nổ rồi vỡ này trong các năm tới. Từ năm 2010, dòng vốn FDI mạnh, thu nhập tăng, tỷ lệ đô thị hóa cao và lãi suất giảm đã khuyến khích nhiều người mua nhà và kêu gọi các ngân hàng tham gia vào cuộc đua tín dụng cá nhân (hoặc cho vay thế chấp nhà ở), mảng kinh doanh tạo ra lợi nhuận cao hơn và NPL thấp hơn trong giai đoạn bình thường. Trong suốt giai đoạn 2010-2019, tín dụng hộ gia đình đã tăng với tốc độ gấp đôi so với GDP (24.1% so với 12.1% hàng năm), cho thấy nợ đang tăng nhanh hơn thu nhập.

Tín dụng hộ gia đình so với GDP, 2010-2019



Nguồn: GSO, SBV, KIS

Tín dụng hộ gia đình và doanh nghiệp, 2010-2019



Nguồn: KIS

Ý Nguyễn

y.nt@kisvn.vn

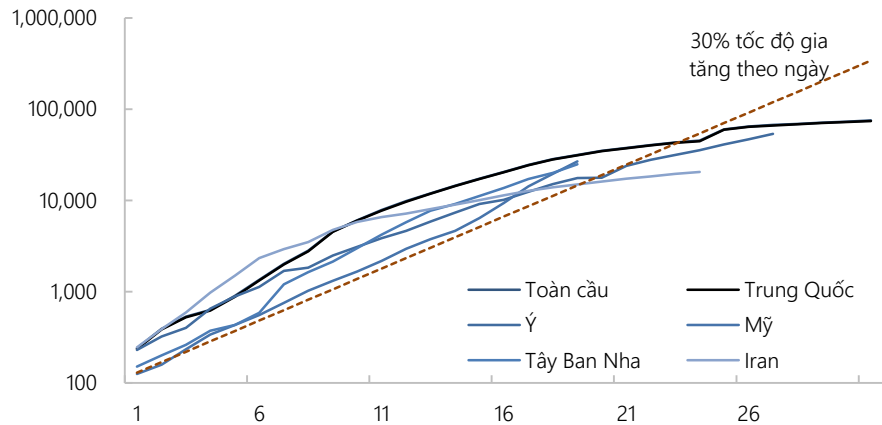
Tuấn Đoàn

tuan.doan@kisvn.vn

II. Triển vọng kinh tế Việt Nam 2020

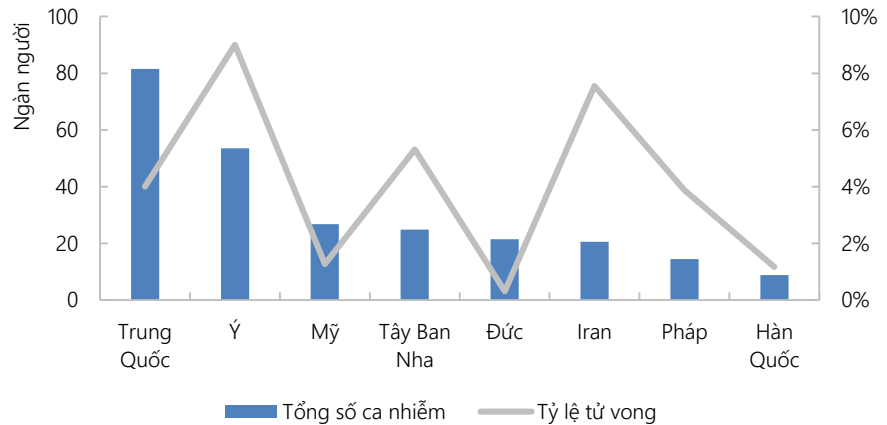
1. Đại dịch COVID-19 làm chậm tăng trưởng kinh tế toàn cầu

Tổng số ca nhiễm theo cấp số nhân tính từ 100 ca đầu tiên



Nguồn: WHO, KIS

Số ca lây nhiễm và tỷ lệ tử vong tại một số quốc gia



Nguồn: WHO, KIS. Dữ liệu ngày 23/03/2020

Đại dịch COVID-19 lan nhanh toàn cầu

Đại dịch COVID-19 bắt nguồn từ thành phố Vũ Hán, tỉnh Hồ Bắc, Trung Quốc từ tháng 12/2019, đã và đang lan nhanh trên toàn cầu với tổng cộng hơn 181 quốc gia (tương đương với tổng cộng 78% dân số thế giới). Với đặc điểm lây nhiễm nhanh của COVID-19, tổng số ca nhiễm trên toàn cầu đang nhảy vọt theo cấp số nhân. Tính đến ngày 22/03/2020, WHO đã xác nhận có đến 305,275 nghìn ca nhiễm với tỷ lệ tử vong ước tính là 4.24%. Trong đó, Trung Quốc, Ý, Mỹ, Tây Ban Nha, Đức, và Iran là những nước có số ca nhiễm bệnh cao nhất, lần lượt chiếm tổng cộng 26.70%, 17.55%, 8.76%, 8.17%, 7.03% và 6.75%. Ý và Iran là hai quốc gia có tỷ lệ tử vong cao nhất ở mức ước tính 9.01% và 7.55%

Gián đoạn trong chuỗi
giá trị toàn cầu

Ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19 làm gián đoạn đến cả chuỗi giá trị toàn cầu cũng như về tổng cầu. Trong thời gian đầu, dịch bệnh bùng phát nhanh ở khu vực Châu Á, nơi được xem là công xưởng lớn nhất của thế giới, bao gồm Trung Quốc và các quốc gia Đông Nam Á. Tác động này ảnh hưởng mạnh đến chuỗi sản xuất và cung ứng, gây ra cú sốc cung trên toàn cầu. Sau đó, trong khoảng thời gian đầu tháng 3, dịch bệnh đã lan rất nhanh ở những khu vực chiếm tỷ trọng lớn trong chi tiêu toàn cầu, như Mỹ, Đức, Ý, và Anh.

Tỷ trọng trong GDP toàn cầu, sản xuất, và xuất khẩu theo từng quốc gia

Quốc gia	GDP (%)	Sản xuất (%)	Xuất khẩu (%)
Mỹ	24	16	8
Trung Quốc	16	29	13
Nhật Bản	6	8	4
Đức	5	6	8
Anh	3	2	2
Pháp	3	2	3
Ấn Độ	3	3	2
Ý	2	2	3
Brazil	2	1	1
Canada	2	0	2

Nguồn: CEPR Press

Trong thời đại hội nhập toàn cầu về thương mại và đầu tư, McKibbin và Fernando (2020) đã sử dụng mô hình "kinh tế toàn cầu" nhằm ước tính ảnh hưởng về mặt kinh tế của đại dịch COVID-19 đến nền kinh tế thế giới với bảy kịch bản giả định khác nhau.

Các kịch bản tác động kinh tế của đại dịch COVID-19

Kịch bản	Quốc gia bị ảnh hưởng	Mức độ nghiêm trọng	Tỷ lệ tổn thất	Tỷ lệ tử vong	Thời gian ảnh hưởng
1	Trung Quốc	Thấp	1.0%	2.0%	Tạm thời
2	Trung Quốc	Trung bình	10.0%	2.5%	Tạm thời
3	Trung Quốc	Cao	30.0%	3.0%	Tạm thời
4	Toàn cầu	Thấp	10.0%	2.0%	Tạm thời
5	Toàn cầu	Trung bình	20.0%	2.5%	Tạm thời
6	Toàn cầu	Cao	30.0%	3.0%	Tạm thời
7	Toàn cầu	Thấp	10.0%	2.0%	Vĩnh viễn

Nguồn: Bảng 3 trong McKibbin và Fernando (2020).

Theo ước tính của McKibbin and Fernando (2020), kịch bản số 4 gần như là thực tế nhất so với diễn biến đại dịch hiện tại. Trong kịch bản này, đại dịch sẽ ảnh hưởng xấu đến các nền kinh tế lớn nhất thế giới như Mỹ, Trung Quốc, Đức, Nhật Bản, và Anh, ước tính làm giảm tăng trưởng GDP của nhóm các nước trên lần lượt 2%, 1.6%, 2.2%, 2.5%, và 1.5%.

Tác động đến tăng trưởng GDP (%) trong từng kịch bản

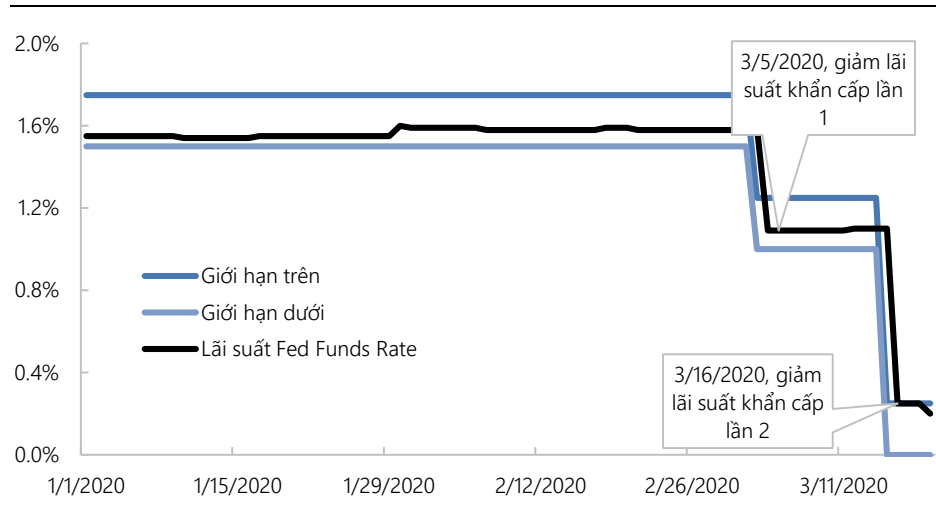
Quốc gia	1	2	3	4	5	6	7
Trung Quốc	-0.4	-1.9	-6	-1.6	-3.6	-6.2	-2.2
Ấn Độ	-0.2	-0.2	-0.4	-1.4	-3.1	-5.3	-1.3
Đức	-0.2	-0.3	-0.5	-2.2	-5	-8.7	-1.7
Ý	-0.2	-0.3	-0.4	-2.1	-4.8	-8.3	-2.2
Nhật Bản	-0.3	-0.4	-0.5	-2.5	-5.7	-9.9	-2
Anh	-0.2	-0.2	-0.3	-1.5	-3.5	-6	-1.2
Nga	-0.2	-0.3	-0.5	-2	-4.6	-8	-1.9
Mỹ	-0.1	-0.1	-0.2	-2	-4.8	-8.4	-1.5
Indonesia	-0.2	-0.2	-0.3	-1.3	-2.8	-4.7	-1.3

Nguồn: Bảng 2 trong McKibbin và Fernando (2020).

Các ngân hàng trung ương trong bối cảnh hiện tại đang mạnh tay hỗ trợ nền kinh tế bị tổn thương, đặc biệt nhắm đến các doanh nghiệp bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch.

- Cục dự trữ Liên bang Mỹ đã tổ chức 2 cuộc họp khẩn cấp, kết quả là điều chỉnh giảm lãi suất điều hành Fed Funds Rate về vùng tiệm cận 0-0.25%. Hơn thế nữa, Fed cũng cam kết hỗ trợ hết mức có thể để vực dậy nền kinh tế, loại bỏ các giới hạn trong các gói nới lỏng tiền tệ QE, trong giai đoạn khó khăn này.
- Trong bối cảnh thị trường tài chính và thị trường vốn toàn cầu cũng như nội tại kinh tế Nhật Bản đang yếu ớt, ngân hàng trung ương Nhật Bản quyết định (1) mua vào trái phiếu chính phủ mạnh hơn; (2) hỗ trợ thanh khoản cho doanh nghiệp khi cung cấp các khoản cho vay trong đó sử dụng các khoản nợ hiện tại của doanh nghiệp là tài sản đảm bảo với lãi suất ở mức 0% với thời hạn lên đến 1 năm (nợ doanh nghiệp của Nhật Bản hiện tại ước tính khoảng 8 nghìn tỷ yên tính đến cuối tháng 2/2020); (3) thực hiện các chương trình mua vào các chứng khoán ETFs và J-REITs với mức giới hạn mua vào lên đến 12 nghìn tỷ và 180 tỷ yên. .
- Ngân hàng trung ương Châu Âu (ECB) cũng tuyên bố các gói nới lỏng tiền tệ mạnh tay nhằm hỗ trợ cho người dân cũng như doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn này. Cụ thể, theo các chính sách gần đây nhất, ECB quyết định (1) thực hiện chương trình mua vào tài sản chứng khoán với tổng giá trị 750 tỷ EUR; (2) mở rộng danh sách các tài sản hợp lệ trong chương trình mua vào tài sản chứng khoán của doanh nghiệp, cụ thể là bao gồm các loại thương phiếu của doanh nghiệp với mức đánh giá tín dụng đáp ứng quy định hiện hành; (3) cải thiện và mở rộng chương trình tái cấp vốn nhằm đảm bảo thanh khoản cho các tổ chức tín dụng bằng cách giảm bớt các tiêu chuẩn về thế chấp; (4) thực hiện chương trình tái cấp vốn dài hạn với lãi suất thấp -50 điểm cơ bản (bằng lãi suất tiền gửi của các tổ chức tín dụng đối với ngân hàng trung ương). Thêm vào đó, theo quy định nới lỏng hiện tại, lượng thanh khoản của ngân hàng trung ương cấp cho các tổ chức tín dụng nhằm hỗ trợ cho vay đến người dân và doanh nghiệp được mở rộng thêm 1 nghìn tỉ EUR, với mức lãi suất nhỏ nhất thấp hơn 25 điểm cơ bản so với trung bình lãi suất tiền gửi của các tổ chức tín dụng.

Lãi suất Fed Funds Rate hiện hành



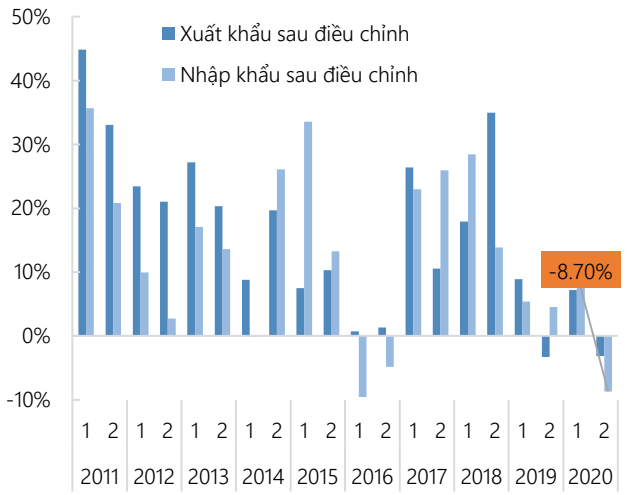
Nguồn: Federal Reserve Bank of St. Louis, KIS

2. Dấu hiệu đầu tiên về ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến nền kinh tế Việt Nam

Đầu tiên về hoạt động thương mại Việt Nam, số liệu trong tháng 2 đang cho thấy hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam đang phần nào bị ảnh hưởng bởi tình hình dịch bệnh đang nghiêm trọng trên toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc. Cụ thể, theo cập nhật từ Tổng cục Thống kê, trong tháng 2, giá trị xuất nhập khẩu lần lượt tăng 33.76% n/n và 26.08% n/n. Tuy nhiên, những con số ấn tượng trên chỉ là do ảnh hưởng của tính chu kỳ trong giai đoạn Tết và sau Tết trong 2019 và 2020. Sau khi thực hiện điều chỉnh loại bỏ tính chu kỳ trên, chúng tôi ước tính giá trị xuất nhập khẩu trong tháng 2 lần lượt giảm 8.70% n/n và 3.14% n/n. Chúng tôi dự đoán ảnh hưởng của đại dịch lên đến hoạt động thương mại sẽ nghiêm trọng hơn trong các tháng sắp tới, do sự gián đoạn của hầu hết các lĩnh vực sản xuất công nghiệp của Nhật Bản, Hàn Quốc, và đặc biệt là Trung Quốc. Bên cạnh đó, mức độ phức tạp của đợt đại dịch lần này cũng tạo nên những cú sốc về tâm lý tiêu dùng trên toàn cầu, đặc biệt ở các thị trường tiêu thụ lớn như Hoa Kỳ, Hàn Quốc, Nhật Bản, và Châu Âu, từ đó ảnh hưởng đến hoạt động thương mại. Theo các con số xuất nhập khẩu sau điều chỉnh trong tháng 2 2020, cũng như đánh giá tiêu cực của chúng tôi về triển vọng thương mại trong các tháng sắp tới, chúng tôi ước tính xuất khẩu và nhập khẩu sẽ giảm ở mức 2 con số trong tháng 03/2020 so với cùng kỳ 2019.

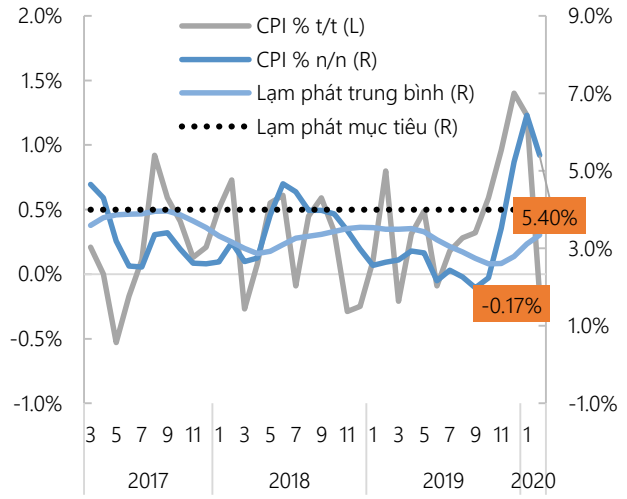
Trong tháng 02/2020, chỉ số giá tiêu dùng CPI giảm 0.17% t/t, ghi nhận tháng giảm đầu tiên sau khi tăng mạnh trong nhiều tháng liên tiếp. So với cùng kỳ năm 2019, CPI tăng 5.40% trong tháng 2, trong khi lạm phát trung bình 12 tháng đạt mức 3.35%, thấp hơn so với lạm phát mục tiêu mức 4% của chính phủ. Trong bối cảnh dịch bệnh đang lây lan nhanh trên toàn cầu, chúng tôi dự đoán cú sốc về phía cầu sẽ phần nào đó tạo nên áp lực giảm giá đối với hàng hóa trên toàn cầu, cũng như giá cả hàng hóa ở Việt Nam trong thời gian sắp tới.

Tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu năm



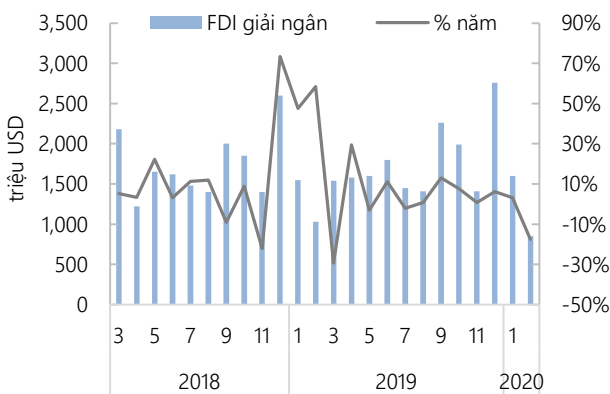
Nguồn: GSO

Chỉ số giá tiêu dùng CPI trong tháng 2



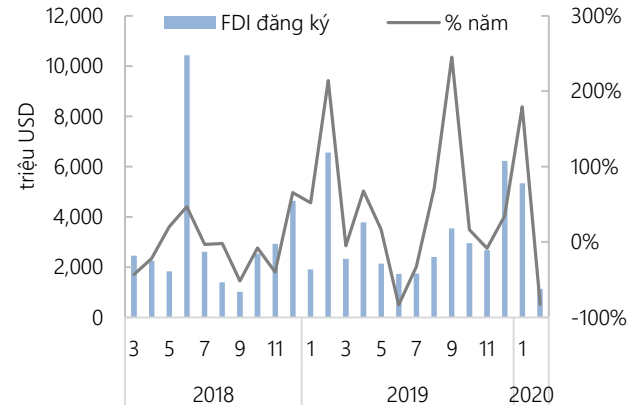
Tính đến ngày 20/02/2020, FDI đăng ký trong tháng đạt mức 1,139.5 triệu USD, ghi nhận mức thấp nhất kể từ tháng 09/2018. Hơn thế nữa, các nhà đầu tư ngoại dường như không sẵn sàng giải ngân trong bối cảnh rủi ro đang bao trùm nền kinh tế, khi mà FDI giải ngân chỉ đạt 850 triệu USD, chỉ hơn một nửa so với mức trong tháng 1. Theo góc nhìn của chúng tôi, xu hướng giảm của dòng vốn ngoại sẽ tiếp tục duy trì trong ngắn hạn. Là một trong những lĩnh vực thu hút dòng vốn FDI nhất trong những năm vừa qua, lĩnh vực chế biến & chế tạo bị ảnh hưởng nặng nề bởi dịch COVID-19 khi mà đa số hoạt động sản xuất kinh doanh phụ thuộc vào máy móc, linh kiện, nguyên vật liệu, v.v. nhập khẩu từ Trung Quốc. Vì vậy, rất có thể phần lớn kế hoạch đầu tư vào lĩnh vực này sẽ phải tạm dừng trong bối cảnh dịch bệnh diễn biến phức tạp ở Trung Quốc, Việt Nam, cũng như trên toàn cầu. Bên cạnh đó, triển vọng ở một số ngành, bao gồm bất động sản và bán lẻ, trở nên xấu đi khi cả nền kinh tế đang hứng chịu tổn thất từ đợt đại dịch. Có thể thấy, hiện tại dường như không phải là thời điểm thích hợp cho dòng vốn đầu tư chảy vào các lĩnh vực trên.

FDI giải ngân



Nguồn: KIS, FIA, FiinPro

FDI đăng ký

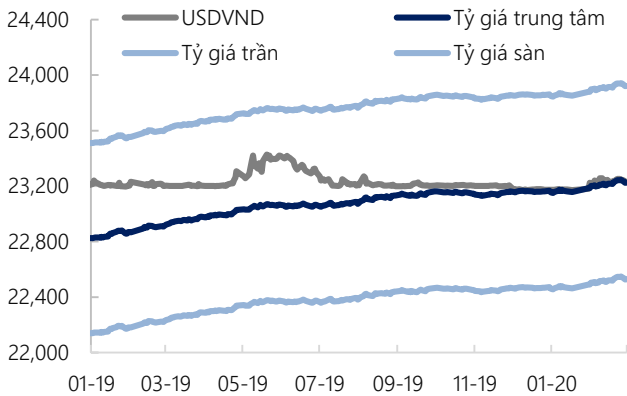


Nguồn: KIS, FIA, FiinPro

Việt Nam đồng đổi mặt với áp lực giảm giá

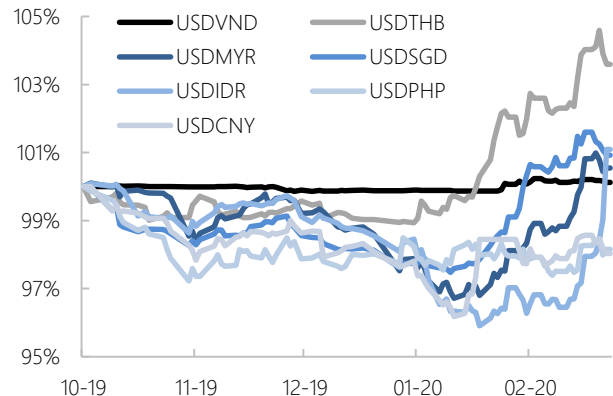
Trong tháng 2, tất cả các đồng tiền trong khu vực Đông Nam Á đều giảm giá so với đồng bạc xanh. Trong bối cảnh rủi ro gia tăng hiện tại trên toàn cầu, dòng vốn đầu tư trở nên ưa thích đồng USD như một lựa chọn đầu tư ngắn hạn an toàn. Ở một số thời điểm trong tháng, chỉ số giá trị đồng USD, DXY, ghi nhận mức 99.87, mức cao nhất từ tháng 4/2017. Do đó, chúng tôi dự đoán ngân hàng nhà nước sẽ gặp khó khăn trong việc giữ tỷ giá ổn định trong các tháng sắp tới giữa bối cảnh hoạt động thương mại và dòng vốn FDI bị đình trệ. Tuy nhiên, nguồn dự trữ ngoại hối cao (khoảng 80 tỷ USD) sẽ phần nào hỗ trợ ổn định tỷ giá.

Tỷ giá USD/VND



Nguồn: KIS, FIA, FiinPro

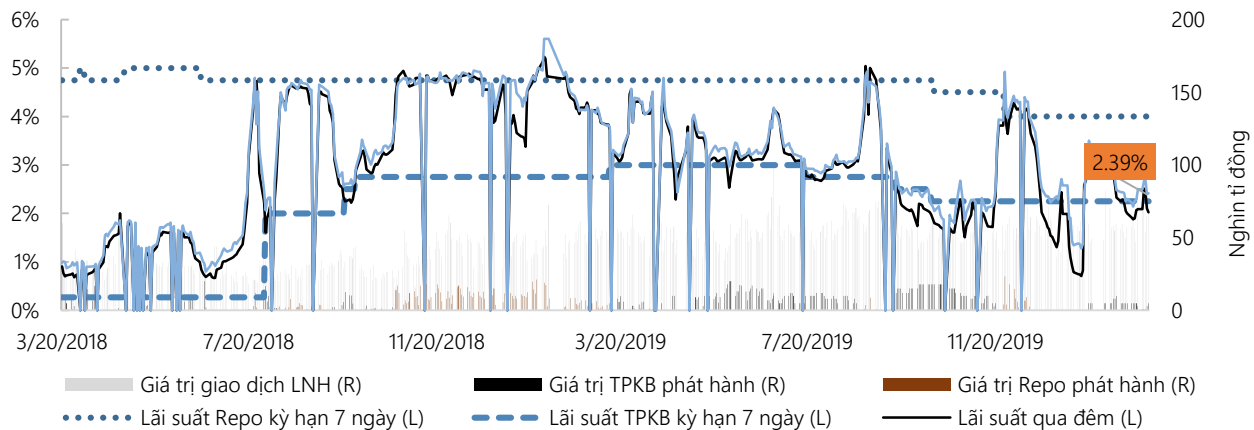
Tỷ giá hối đoái các đồng tiền Đông Nam Á



Nguồn: KIS, FIA, FiinPro

Ngân hàng nhà nước xem xét hỗ trợ cho nền kinh tế trong khi các ngân hàng thương mại đang ngần ngại giải ngân các khoản vay mới. Trong tháng 2/2020, thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn duy trì dồi dào. SBV tiếp tục hút ròng 94.96 nghìn tỷ đồng thông qua công cụ tín phiếu kho bạc. Bên cạnh đó, lãi suất qua đêm liên ngân hàng trong tháng giảm đến 106 điểm cơ bản, còn mức 2.02%, với sự gia tăng trong khối lượng giao dịch, mức tăng 35.51% t/t. Theo dự đoán của chúng tôi, trong thời gian tới, SBV sẽ giảm mức hút ròng lại, hoặc có thể chuyển sang bơm ròng, nhằm tạo thanh khoản dồi dào hơn để hỗ trợ nền kinh tế khi mà dịch bệnh có dấu hiệu kiểm soát được.

Trái phiếu kho bạc, repo và lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 7 ngày



Nguồn: Bloomberg, KIS, SBV

3. Suy giảm kinh tế là kịch bản cơ bản

Chúng tôi giả định mức độ ảnh hưởng của đại dịch COVID-19 đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam sẽ phụ thuộc vào thời gian có thể kiểm soát được dịch bệnh, mức độ gián đoạn đến sản xuất, và mức giảm của nhu cầu tiêu thụ của thị trường. Chúng tôi cũng cho rằng đợt đại dịch lần này sẽ tác động nặng nề nhất đến ngành dịch vụ, công nghiệp và xây dựng, trong đó các ngành khác như nông, lâm, và ngư nghiệp sẽ bị ảnh hưởng ít nghiêm trọng hơn. Dựa trên các giả định này, chúng tôi xây dựng ba kịch bản về tăng trưởng GDP của Việt Nam trong các quý sắp tới.

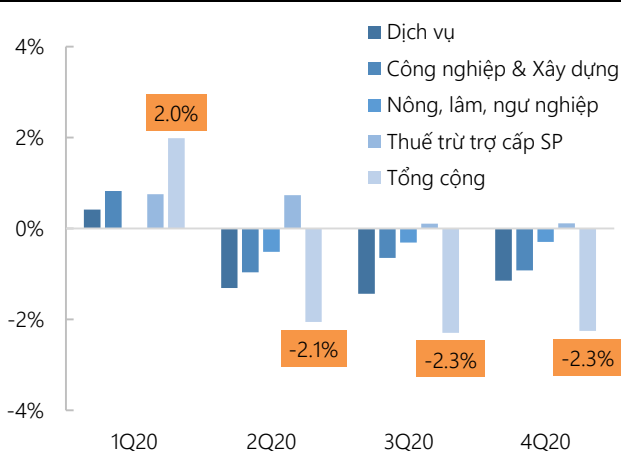
Về thời gian dịch bệnh được kiểm soát, chúng tôi giả định rằng:

- **Kịch bản tốt nhất:** Đại dịch sẽ kết thúc trong 2Q20, và các hoạt động kinh doanh sẽ trở lại bình thường trong 3Q20.
- **Kịch bản bình thường:** Đại dịch sẽ kết thúc trong 3Q20, và các hoạt động kinh doanh sẽ trở lại bình thường trong 4Q20.
- **Kịch bản tệ nhất:** Đại dịch sẽ kết thúc trong 4Q20, và các hoạt động kinh doanh sẽ trở lại bình thường trong 1Q21.

Về mức độ tác động của đại dịch COVID-19 đến các ngành, chúng tôi giả định rằng:

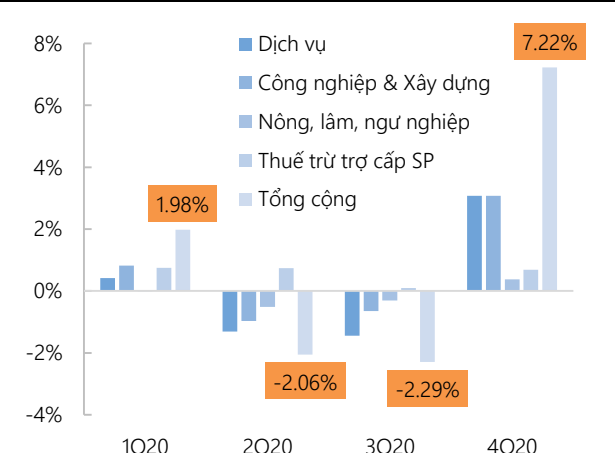
- Theo ước tính của chúng tôi, dịch bệnh COVID-19 sẽ làm gián đoạn nghiêm trọng các hoạt động kinh doanh trong các ngành công nghiệp và xây dựng, và dịch vụ, so với các ngành khác, ở mức giảm 5% trong quý đầu tiên, và 10% trong các quý tiếp theo. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng dịch bệnh sẽ tác động tiêu cực đến ngành nông, lâm, và ngư nghiệp nhưng với mức độ ít nghiêm trọng hơn, ở mức giảm 2% trong quý 1 và 5% trong các quý tiếp theo.
- Chúng tôi cũng giả định chính phủ sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp bị ảnh hưởng sau khi đại dịch kết thúc, với mức hỗ trợ ước tính khoảng 5%.

Kịch bản tệ nhất



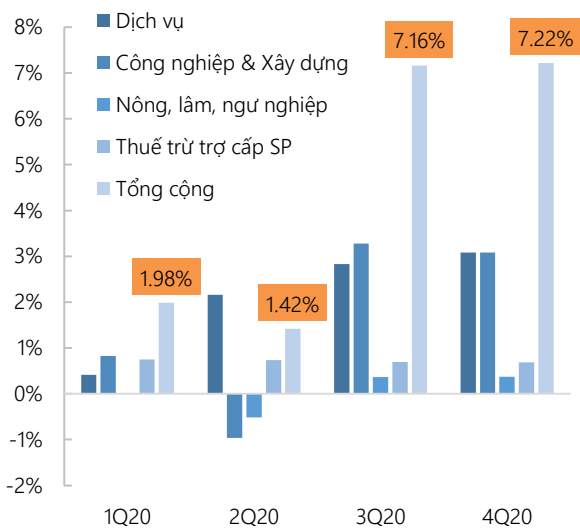
Nguồn: KIS

Kịch bản bình thường



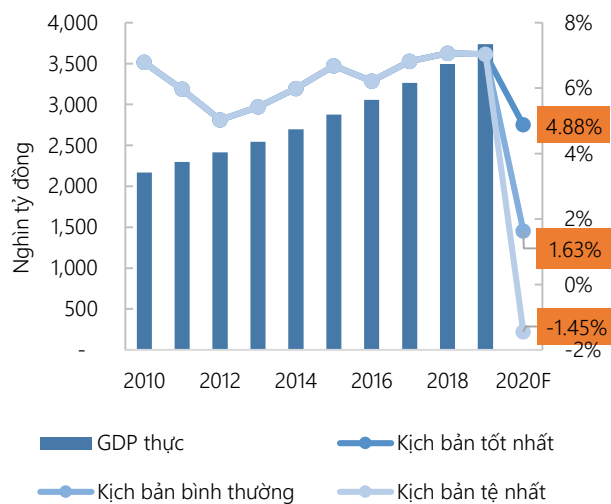
Nguồn: KIS

Kịch bản tốt nhất



Nguồn: KIS

Tăng trưởng GDP năm trong các kịch bản



Nguồn: KIS

III. Triển vọng ngành và cổ phiếu khuyến nghị

Ngân hàng

Tăng tỷ trọng

Yến Trần

Yen.tt@kisvn.vn

Hỗ trợ bởi nền tảng vĩ mô ổn định

Quan điểm đầu tư:

Thanh khoản hệ thống ổn định. Mặt bằng lãi suất thấp trên thị trường liên ngân hàng và việc hút ròng của NHNN trên OMO cho thấy tình trạng dư thừa thanh khoản của hệ thống vẫn tiếp tục trong 1Q20. Mặc dù thị trường ngoại hối biến động khá mạnh trong nửa cuối tháng 3 do xu hướng rút vốn ồ ạt khỏi các thị trường mới nổi và cận biên, chúng tôi cho rằng thanh khoản của hệ thống ngân hàng Việt Nam trong 2020 vẫn được đảm bảo nhờ nền tảng vĩ mô tốt trước khi COVID-19 bùng phát, đặc biệt là thặng dư cán cân thanh toán và tăng dự trữ ngoại hối.

Tỷ lệ LDR mới có lợi cho nhóm NHTM tư nhân. Chúng tôi ước NIM hợp nhất của bảy ngân hàng trong danh mục theo dõi giảm 20 điểm% về mức 3.45% trong 2020. Tuy nhiên, NIM được kỳ vọng sẽ hồi phục trong 2021, đặc biệt nhóm NHTM tư nhân gồm ACB, MBB, TCB và VPB nhờ được nâng giới hạn LDR lên 85%.

Hiện thực hóa lợi nhuận từ danh mục chứng khoán đầu tư (CKĐT). Giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp khá sôi động với giá trị bình quân 112 nghìn tỷ đồng/phiên trong hai tháng đầu năm với mặt bằng lãi suất thấp so với cùng kỳ. Các ngân hàng nắm giữ lượng TPCP lớn có khả năng hiện thực hóa lợi nhuận từ danh mục CKĐT gồm ACB (12.5% tổng tài sản), MBB (11.6%), VCB (8.2%) và VPB (8.2%).

Tiếp tục chú trọng nguồn thu nhập ngoài lãi. Trong bối cảnh nhu cầu tín dụng và năng lực tín dụng của nền kinh tế suy yếu ảnh hưởng bởi COVID-19, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ có thêm động lực để thúc đẩy nguồn thu nhập ngoài lãi. VCB và ACB được kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận bất thường từ việc ký kết hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền. Lợi thế của TCB đến từ vị trí dẫn đầu trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam trong khi thu nhập từ bảo hiểm và thẻ của VPB và MBB diễn biến tích cực.

Rủi ro:

Rủi ro thanh khoản hệ thống từ hiện tượng “tháo chạy” của dòng vốn ngược ngoài ra khỏi các thị trường mới nổi và cận biên trong đó có Việt Nam.

Trong trường hợp chậm kiểm soát dịch khiến nền kinh tế không thể phục hồi trong 4Q20, các ngân hàng có thể đối mặt với sự suy giảm nghiêm trọng về chất lượng tài sản đặc biệt dư nợ liên quan đến du lịch, nghỉ dưỡng và các lĩnh vực liên quan.

Kết luận:

Chúng tôi thiên về quan điểm tích cực đối với ngành ngân hàng Việt Nam với kỳ vọng sự hồi phục của nguồn vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất và gia tăng chi tiêu công từ Chính phủ sau khi các lệnh đóng cửa được dỡ bỏ. **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Cổ phiếu khuyến nghị: **ACB**

Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & TP				Thu nhập và Định giá									
Công ty				TOI (Tỷ đồng)	PPOP (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
ACB (HNX)	Khuyến nghị	MUA	2017	11,439	5,222	2,118	1,276	9,887	16.8	2.2	14.1%	0.8%	0.0%
	Giá mục tiêu (đồng)	28,960	2018	14,033	7,321	5,137	3,107	12,963	6.9	1.7	27.7%	1.7%	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	21,400	2019	16,097	7,790	5,997	3,560	16,754	6.0	1.3	24.6%	1.7%	4.7%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	35,449	2020F	16,617	8,948	6,356	3,763	19,514	5.7	1.1	21.1%	1.6%	4.7%
			2021F	18,776	10,111	7,175	4,251	22,765	5.0	0.9	20.4%	1.6%	4.7%
BID (HSX)	Khuyến nghị	N/A	2017	39,017	23,512	6,946	1,985	12,604	16.7	2.6	15.7%	0.6%	2.1%
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018	44,483	28,366	7,542	1,642	14,179	20.2	2.3	15.5%	0.6%	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	33,100	2019	48,121	30,864	8,548	1,577	17,750	21.0	1.9	13.6%	0.6%	2.1%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	133,129	2020	48,984	31,417	8,760	1,522	18,110	21.7	1.8	11.3%	0.6%	0.0%
			2021F	54,522	34,970	11,157	2,069	20,287	16.0	1.6	13.0%	0.7%	0.0%
CTG (HSX)	Khuyến nghị	N/A	2017	32,620	17,550	7,459	1,615	16,967	12.3	1.2	12.1%	0.7%	0.0%
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018	28,446	14,361	5,277	1,036	17,920	19.1	1.1	8.1%	0.5%	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	19,800	2019	40,519	24,785	9,477	2,160	20,474	9.2	1.0	13.2%	0.8%	0.0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	73,723	2020F	39,549	24,191	7,594	1,427	20,523	13.9	1.0	9.2%	0.6%	0.0%
			2021F	43,836	26,813	10,733	2,218	22,749	8.9	0.9	11.4%	0.8%	0.0%
MBB (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	13,867	7,868	3,490	1,496	12,963	10.7	1.2	12.4%	1.2%	3.1%
	Giá mục tiêu (đồng)	27,822	2018	19,537	10,803	6,190	2,657	15,109	6.0	1.1	19.4%	1.8%	3.8%
	Giá hiện tại (đồng)	16,000	2019	24,650	14,927	8,069	3,033	15,703	5.3	1.0	21.8%	2.1%	3.8%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	38,583	2020F	27,258	16,506	8,744	3,286	19,512	4.9	0.8	19.5%	2.0%	3.8%
			2021F	31,604	19,137	9,988	3,765	22,677	4.2	0.7	18.6%	2.0%	3.8%
TCB (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	16,344	11,646	6,446	2,157	9,039	8.0	1.9	27.7%	2.6%	0.0%
	Giá mục tiêu (đồng)	23,807	2018	18,351	12,508	8,475	2,409	14,770	7.2	1.2	21.6%	2.9%	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	17,350	2019	21,068	13,756	10,226	2,864	17,567	6.1	1.0	18.0%	2.9%	0.0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	61,964	2020F	22,378	14,546	9,502	2,657	20,225	6.5	0.9	14.3%	2.3%	0.0%
			2021F	26,087	17,087	10,572	2,960	23,185	5.9	0.7	13.9%	2.3%	0.0%
VCB (HSX)	Khuyến nghị	N/A	2017	29,406	17,540	9,111	2,001	14,559	30.7	4.2	18.1%	1.0%	1.3%
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018	39,278	25,667	14,622	3,334	17,244	18.4	3.6	25.5%	1.4%	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	61,500	2019F	45,733	29,913	18,528	4,288	23,077	14.3	2.7	25.1%	1.6%	1.3%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	228,096	2020F	49,049	32,082	21,173	4,705	26,989	13.1	2.3	22.8%	1.6%	1.3%
			2021F	58,697	38,393	23,175	5,142	31,341	12.0	2.0	21.4%	1.6%	1.3%
VPB (HSX)	Khuyến nghị	N/A	2017	25,026	16,131	6,441	2,534	11,684	8.3	1.8	27.5%	2.5%	0.0%
	Giá mục tiêu (đồng)	N/A	2018	31,086	20,452	7,356	2,994	14,145	7.0	1.5	22.8%	2.4%	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	21,050	2019	36,356	24,022	8,268	3,365	17,184	6.3	1.2	21.5%	2.4%	0.0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	51,314	2020F	39,784	26,287	7,728	3,055	19,742	6.9	1.1	16.8%	1.9%	0.0%
			2021F	45,744	30,225	9,490	3,751	23,493	5.6	0.9	17.4%	2.0%	0.0%

Cổ phiếu

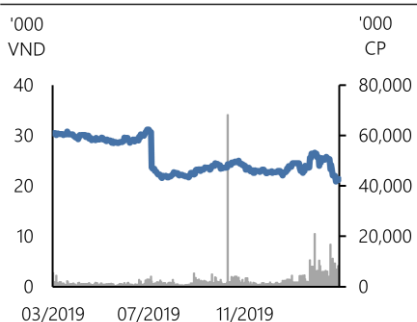
Khuyến nghị

ACB

MUA

Giá thị trường (đồng)	21,400
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	28,960
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	35.3%
Suất sinh lợi cổ tức	4.7%
Suất sinh lợi bình quân năm	40.0%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-6	-19	-6	-10
Tương đối	20	5	20	18

Nguồn: KIS, Bloomberg

Tổng kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	20.9k-26.6k
SL lưu hành (triệu CP)	1,657
Vốn hoá (Tỷ đồng)	35,449
Vốn hoá (triệu USD)	1,511
% khối ngoại sở hữu	30.0%
SL CP tự do (triệu CP)	1,295.7
KLGD TB 3 tháng (CP)	4,555,299
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

Dragon Financial & liên quan	14.1%
ALP Asia Finance	10.0%
Trần Hùng Huy (Chủ tịch) & liên quan	6.1%

Chính sách tín dụng cẩn trọng hạn chế thiệt hại

Quan điểm đầu tư:

Chi phí tín dụng thấp vs. đối thủ. Điều kiện kinh tế thuận lợi giúp ACB giảm chi phí tín dụng về còn 0.11% trong 2019, thấp hơn mức bình quân 1.4% trong danh mục theo dõi. Chi phí tín dụng lũy kế của ACB trong 10 năm gần đây là 0.3%. Với chính sách tín dụng chặt chẽ hơn so với các ngân hàng khác, chúng tôi giả định chi phí tín dụng tại ACB sẽ ở mức 0.4% trong 2020.

Tỷ lệ thu hồi nợ đã xử lý cao. Thu nhập từ việc thu hồi nợ xấu đã xử lý đóng góp ~9-13% tổng thu nhập (TOI) của ACB trong 2018-2019, cao hơn dự phòng tín dụng. Bất động sản chiếm trên 90% giá trị danh mục tài sản đảm bảo. Trong đó tài sản đảm bảo ưa thích của ACB là nhà phố, có tính thanh khoản cao, giúp ACB ghi nhận tỷ lệ thu hồi ~50% trên giá trị nợ xấu đã xử lý giai đoạn 2010-2019.

Lợi thế từ danh mục khách hàng bán lẻ. ACB được xem là ngân hàng bán lẻ hàng đầu với khách hàng cá nhân chiếm ~80% huy động và 60% dư nợ tín dụng. ACB có thể tận dụng lợi thế này để đẩy mạnh nguồn thu nhập ngoài lãi bởi tỷ lệ doanh thu phí (NFI)/tín dụng của ACB hiện ở mức 0.87% (2019) trong khi VPB-hợp nhất là 1.01%, TCB là 1.28% và MBB là 1.44%. Theo đó chúng tôi kỳ vọng NFI sẽ là động lực tăng trưởng thu nhập của ACB trong thời gian tới.

Kỳ vọng lợi nhuận bất thường lớn. ACB đang tiến hành lựa chọn đối tác hợp tác cho hợp đồng phân phối bảo hiểm độc quyền qua hệ thống của ngân hàng, kỳ vọng có thể hoàn thành và ghi nhận phí trả trước trong nửa cuối 2020. Hiện ACB đang hợp tác phân phối bảo hiểm với AIA (từ 2015), Manulife (từ 2019) và FWD (từ 2019; e-bancassurance). Ngoài ra, lợi nhuận bất thường có thể đến từ việc thoái vốn ACBS, công ty con trong lĩnh vực chứng khoán.

Rủi ro:

Mặc dù các nhà đầu tư đang kỳ vọng vào thu nhập bất thường lớn tại ACB, vốn sẽ tác động đáng kể đến lợi nhuận cũng như giá cổ phiếu; tuy nhiên do không có thông tin cụ thể về thời gian cũng như giá trị của thương vụ bancassurance độc quyền và thoái vốn ACBS, chúng tôi chưa bao gồm khoản bất thường này vào mô hình dự phóng.

Khuyến nghị:

Chúng tôi dự phóng TOI tăng trưởng nhẹ ~3.2% trong 2020 trong đó NII tăng 10%, NFI giảm 3.4% và các khoản thu nhập ngoài lãi khác giảm 40%. Dù dự phòng rủi ro tín dụng tăng mạnh so với 2019, LNST của ACB vẫn được dự phóng tăng trưởng 6% nhờ giảm tỷ lệ CIR về còn 46% từ mức 52% năm 2019. Sử dụng mô hình định giá thu nhập thặng dư và so sánh hệ số PB, giá cổ phiếu ACB được xác định ở mức 28,960 đồng/cổ phiếu. MUA

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E
Thu nhập lãi thuần	20,320	24,015	28,318	30,773	34,739
<i>NIM (%)</i>	8%	8%	8%	8%	8%
Thu nhập phí thuần	11,862	13,652	16,205	17,402	19,384
Lãi từ kinh doanh chứng khoán	5%	5%	5%	5%	5%
Thu nhập khác	8,458	10,363	12,112	13,372	15,355
Tổng thu nhập hoạt động	3%	4%	4%	3%	4%
<i>Tăng trưởng</i>	1,425	1,739	2,327	2,248	2,835
Chi phí hoạt động	664	117	158	116	89
LNHD trước dự phòng (PPOP)	892	1,815	1,500	882	497
Chi phí dự phòng	11,439	14,033	16,097	16,617	18,776
<i>%PPOP</i>	51%	23%	15%	3%	13%
<i>%Tín dụng</i>	6,217	6,712	8,308	7,669	8,665
LNNT	5,222	7,321	7,790	8,948	10,111
Thuế TNDN	2,565	932	274	1,003	1,142
LNST	49%	13%	4%	11%	11%
Lợi ích CĐ thiểu số	1%	0%	0%	0%	0%
LN cho công ty mẹ	2,656	6,389	7,516	7,945	8,969
Số lượng CP (triệu)	538	1,252	1,519	1,589	1,794
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2,118	5,137	5,997	6,356	7,175
Tăng EPS	-	-	-	-	-
Cổ tức (đồng)	2,118	5,137	5,997	6,356	7,175
Thu nhập lãi thuần	1,027	1,289	1,663	1,663	1,663
<i>NIM (%)</i>	1,276	3,107	3,560	3,763	4,251
Thu nhập phí thuần	62%	144%	15%	6%	13%
Lãi từ kinh doanh chứng khoán	-	-	1,000	1,000	1,000

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN					
(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Cho vay khách hàng & TPDN	198,689	230,527	268,701	301,824	341,061
Cho vay khách hàng	198,513	230,527	268,701	301,824	341,061
<i>% Tăng trưởng tín dụng</i>	19%	16%	17%	12%	13%
<i>Tỷ lệ nợ xấu - NPL</i>	1%	1%	1%	1%	1%
<i>Tỷ lệ dự phòng - LLC</i>	133%	152%	175%	193%	189%
Tiền gửi, cho vay & đầu tư trái phiếu TCTD khác	12,768	19,460	30,442	39,457	40,629
Tiền gửi và TPCP & Trái phiếu Chính phủ bảo lãnh	58,080	64,829	69,636	69,567	73,665
Tổng tài sản sinh lãi	269,537	314,817	368,778	410,848	455,355
VAMC	40	40	-	-	-
Tài sản không sinh lãi	18,659	19,109	19,609	22,934	25,876
<i>% tổng tài sản</i>	7%	6%	5%	5%	5%
Tổng dự phòng	3,920	4,633	4,873	5,487	6,098
<i>% tổng tài sản</i>	1%	1%	1%	1%	1%
Tổng tài sản	284,316	329,333	383,514	428,294	475,132
Huy động khách hàng & GTCCG	248,154	278,289	328,960	368,377	408,867
<i>LDR (%)</i>	76%	78%	78%	78%	80%
CASA (%)	17%	17%	19%	19%	19%
Tiền gửi và đi vay TCTD khác	15,454	20,718	19,249	19,249	19,249
Các khoản nợ Chính phủ và NHNN	136	3,234	156	156	156
Tổng tài sản chịu lãi	263,744	302,242	348,365	387,782	428,271
<i>% Tổng nợ phải trả</i>	93%	92%	91%	91%	90%
Nợ phải trả khác	4,541	6,073	7,397	8,066	9,008
Tổng VCSH	16,031	21,018	27,753	32,446	37,852
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
VCSH	16,031	21,018	27,753	32,446	37,852
BVPS (đồng)	9,887	12,963	16,754	19,514	22,765
CAR (*)	11%	13%	11%		

Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá					
	2017	2018	2019	2020E	2021E
ROE (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	14%	28%	25%	21%	20%
ROA	1%	2%	2%	2%	2%
PER (x)	16.8	6.9	6.0	5.7	5.0
PBR (x)	2.2	1.7	1.3	1.1	0.9
Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	-	-	5%	5%	5%

(*) Nguồn: ACB

Bất động sản

Trung lập

Huy Hoàng, CFA

huy.hoang@kisvn.vn

Củng cố

Quan điểm đầu tư:

Nhu cầu nhà ở rất lớn tại Việt Nam. Chúng tôi ước tính rằng Việt Nam, đặc biệt tại hai thành phố lớn là TP HCM và Hà Nội, cần 50-60,000 đơn vị nhà ở mới mỗi năm trong giai đoạn 2020-2022 phục vụ dòng người nhập cư, khi đất nước nhanh chóng đô thị hóa. Dân số và sự thay đổi xã hội, bao gồm quy mô hộ gia đình ngày càng thu hẹp và tỷ lệ phụ thuộc giảm, tiếp tục củng cố nhu cầu thị trường bất động sản. Các dự án cơ sở hạ tầng quan trọng như mạng lưới metro hoặc nâng cấp hệ thống đường cao tốc/đường vành đai dự kiến sẽ tạo ra các mối liên kết liên tỉnh và khiến các khu vực đô thị trọng điểm lan rộng ra.

Nguồn cung mới có thể tiếp tục sụt giảm. Việt Nam đang tiến hành kiểm kê định kỳ tình hình sử dụng đất trên toàn quốc, điều này có thể làm chậm quá trình cấp phép. Đặc biệt, thành phố Hồ Chí Minh (TP.HCM), tiếp tục bị ảnh hưởng trong năm 2020 bởi những rào cản pháp lý kể từ giữa năm 2018. Mặc dù chính quyền TP HCM vào ngày 22/02/2020 kêu gọi các bộ phận liên quan nhanh chóng giải quyết các nút thắt trong phê duyệt các dự án dân cư, chúng tôi tin rằng sẽ không có giải pháp hiệu quả nào xảy ra trước 2Q20. Với môi trường pháp lý thông thoáng hơn so với TP HCM, Hà Nội có thể dẫn đầu nguồn cung thị trường vào năm 2020 mặc dù sẽ hạ nhiệt so với năm ngoái sau khi bùng nổ vào năm 2019.

Doanh nghiệp bất động sản có thể phải đối mặt với những khó khăn trong bối cảnh nguồn vốn huy động khó khăn hơn. Chúng tôi nghĩ rằng các chủ đầu tư sẽ đối mặt với những thách thức trong việc huy động vốn trong năm nay, do 1) các ngân hàng sau đây sẽ tiếp tục hạn chế cho vay bất động sản vì họ phải tuân thủ tỷ lệ cho vay trung và dài hạn giảm từ 40% trong tháng 01/2020 đến 37% vào tháng 09/2020 và hệ số rủi ro áp ở mức 200% từ năm 2020 trở đi 2) Sự giám sát của cơ quan nhà nước về phát hành trái phiếu doanh nghiệp sẽ nghiêm ngặt hơn trong năm 2020

Rủi ro:

Lãi suất cho vay tăng cao hơn dự kiến: mức tăng lãi suất cho vay 200-300 điểm cơ bản trong năm 2020 sẽ làm giảm khả năng chi trả của người mua nhà tại địa phương và từ đó ảnh hưởng đến lượng giao dịch chung cư. Chúng tôi cho rằng 1) áp lực của các ngân hàng trong nước để đáp ứng tỷ lệ vốn ngắn hạn dùng cho vay trung dài hạn từ 40% đến 37% vào tháng 10 năm 2020 2) một khoản bù đắp cho hệ số rủi ro cao hơn được áp dụng cho các khoản phải thu bất động sản ở các ngân hàng chưa đáp ứng chuẩn Basel 2

Kế hoạch mua nhà có thể bị trì hoãn: triển vọng kinh tế mờ mịt do sự bùng nổ của dịch bệnh COVID-19 kéo dài có thể làm ảnh hưởng đến triển vọng thu nhập của người mua nhà. Cùng với mức giá căn hộ có thể tăng trung bình 5 - 7% trong

năm 2020, tỷ lệ thanh toán trên thu nhập có thể vượt mức 50%, mức mà chúng tôi tin là ngưỡng trên của khả năng chi trả ở Việt Nam. Người mua nhà có thể trì hoãn kế hoạch mua, từ đó có thể ảnh hưởng đến lượng giao dịch chung cư trong năm nay.

Kết luận:

Chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** ngành bất động sản để phản ánh tác động bất lợi của tình hình pháp lý và sự trì hoãn kế hoạch mua nhà sẽ gây áp lực cho doanh số ký bán mới cũng như lợi nhuận của chủ đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm rằng nhu cầu nhà ở thực sự vẫn mạnh mẽ và do đó, dự kiến tỷ lệ hấp thụ cao sẽ được duy trì cho các dự án trong năm 2020, chủ yếu ở phân khúc nhà chung cư trung cấp. Chúng tôi thích các doanh nghiệp có các dự án lớn đã có được giấy phép và lên kế hoạch để bán hàng vào năm 2020.

Chúng tôi thích các doanh nghiệp bất động sản đáp ứng các tiêu chí chính sau: 1) Sắp triển khai các dự án đã có giấy phép xây dựng hoặc có khả năng để đảm bảo có giấy phép trong năm 2020; 2) tập trung phát triển các căn hộ tầm trung và giá cả phải chăng vì các phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu thực sự của người dùng cuối; 3) Được hỗ trợ bởi một vị trí tài chính lành mạnh (đòn bẩy thấp, thanh khoản mạnh) để đương đầu lại rủi ro dòng tín dụng thắt chặt vào thị trường bất động sản.

Cổ phiếu khuyến nghị: **VHM, KDH, DXG**.

Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & TP				Thu nhập và Định giá									
Công ty				Doanh thu (Tỷ đồng)	EBIT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)
VHM	Khuyến nghị	MUA	2017	15,297	3,128	1,410	5,639	27,617	11.3	11.3	31%	9	0.0%
(HSX)	Giá mục tiêu (đồng)	100,300	2018	38,664	7,617	14,284	4,567	12,907	14.0	14.0	57%	30	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	63,800	2019	51,826	23,111	21,305	6,361	16,599	10.0	10.0	43%	10	1.6%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	209,871	2020F	79,719	26,766	24,886	7,430	24,124	8.6	8.6	36%	10	1.6%
			2021F	128,113	47,503	36,398	10,867	33,991	5.9	5.9	37%	6	1.6%
KDH	Khuyến nghị	MUA	2017	3,055	792	502	1,179	10,930	17.0	17.0	12%	11	5%
(HSX)	Giá mục tiêu (đồng)	25,000	2018	2,917	982	808	1,592	12,753	12.6	12.6	13%	9	2.5%
	Giá hiện tại (đồng)	20,000	2019	2,813	1,223	915	1,691	14,006	11.8	11.8	13%	8	2.5%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	10,889	2020F	2,940	1,503	1,141	2,095	15,206	9.5	9.5	14%	7	2.5%
			2021F	3,228	1,367	1,076	1,976	16,582	10.1	10.1	12%	7	2.5%
DXG	Khuyến nghị	MUA	2017	2,879	1,186	751	2,127	19,397	4.9	4.9	21%	4	0%
(HSX)	Giá mục tiêu (đồng)	18,000	2018	4,645	1,835	1,178	3,427	14,282	3.0	3.0	27%	3	0%
	Giá hiện tại (đồng)	10,450	2019	5,814	2,099	1,217	2,645	13,439	4.0	4.0	20%	4	0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	5,458	2020F	6,940	2,507	1,347	2,590	16,228	4.0	4.0	20%	4	0%
			2021F	10,647	3,217	1,674	3,219	19,426	3.2	3.2	22%	4	0%
NLG	Khuyến nghị	MUA	2017	3,161	881	535	2,581	17,082	7.9	7.9	16%	3	0.0%
(HSX)	Giá mục tiêu (đồng)	30,000	2018	3,480	1,013	763	3,096	17,724	6.6	6.6	21%	3	0.0%
	Giá hiện tại (đồng)	20,500	2019	2,807	299	806	2,933	17,902	7.0	7.0	18%	11	2.5%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	5,518	2020F	1,719	-2	1,481	5,473	17,417	3.7	3.7	15%	174	2.5%
			2021F	2,282	182	1,770	6,543	17,417	3.1	3.1	15%	3	2.5%

Cổ phiếu

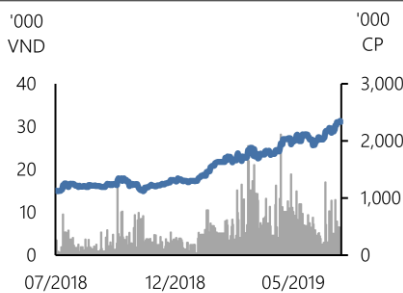
VHM

Khuyến nghị

MUA

Giá thị trường (đồng)	63,800
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	100,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	57.2%
Suất sinh lợi cổ tức	1.5%
Suất sinh lợi bình quân năm	58.7%

Biểu đồ giao dịch



Sources: Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-25	-27	-24	-30
Tương đối	0	-3	0	-3

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	63.8k-99.5k
SL lưu hành (triệu CP)	3,290
Vốn hoá (Tỷ đồng)	209,871
Vốn hoá (triệu USD)	8,946
% khối ngoại sở hữu	14.9%
SL CP tự do (triệu CP)	956.2
KLGD TB 3 tháng (CP)	739,355
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

Tập đoàn Vingroup	69.6%
Quỹ GIC	5.8%
Cty quản lý quỹ VEIL	1.0%

Giá trị đầu tư xuất hiện từ bán tháo

Quan điểm đầu tư:

Quỹ đất rộng lớn hàng đầu hỗ trợ một chiến lược đầy tham vọng: VHM tuyên bố họ có 16,800 ha quỹ đất, không chỉ ở các thị trường truyền thống, như Hà Nội và TP HCM, mà còn ở các địa điểm chiến lược ở Hạ Long, Hải Phòng và các đô thị cấp 2 khác. Công ty đã cho thấy khả năng mở rộng quỹ đất hàng đầu, được hỗ trợ bởi vị thế tài chính vượt trội, thương hiệu mạnh và năng lực tiếp cận quỹ đất tốt

Triển vọng lợi nhuận tích cực cho giai đoạn 2020-21 đã được khẳng định lại:

Sau khi tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2019 với lợi nhuận ròng đứng đầu thị trường chứng khoán Việt Nam ở mức 21.3 ngàn tỉ đồng (+49.1% n/n), chúng tôi dự báo doanh thu năm 2020 của VHM sẽ tăng 53.8% n/n và lợi nhuận ròng tăng 16.8% n/n, được củng cố bởi bàn giao đến người mua lẻ tại dự án Ocean Park, Grand Park và Smart City. Trong trung hạn, chúng tôi dự kiến CAGR lợi nhuận ròng là 30% trong giai đoạn 2019-21, được thúc đẩy bởi việc giao các dự án tầm trung và doanh số ký bán lớn trong các siêu đô thị dự án.

Rủi ro:

Phần lớn thách dự trong định giá của chúng tôi cũng đến từ các dự án phê duyệt chưa được phê duyệt. Khối lượng xây dựng lớn và một kế hoạch triển khai dài có thể làm tăng sự hoài nghi về khả năng bồi thường đất, và năng lực triển khai vì luôn có rủi ro đến từ chính sách quản lý của chính phủ tác động vào thị trường bất động sản.

Thiếu dữ liệu để theo dõi và đánh giá một cách đáng tin cậy nhu cầu của người mua ở các đô thị cấp 2. Điều này có thể dẫn đến sự đánh giá sai về sự hấp thụ của từng sản phẩm. Một số dự án VHM trong kế hoạch ở các đô thị cấp 2 có quy mô lớn và đòi hỏi phải có chi phí trả trước để thu hồi đất. Chúng tôi tin rằng điều này có thể kích hoạt chi phí ẩn lớn nếu sản phẩm nhu cầu yếu và kéo giảm doanh thu của công ty khi các dự án không được nhanh chóng triển khai bán hàng theo kế hoạch

Khuyến nghị:

Giá cổ phiếu đã giảm 27% trong tháng qua. Chúng tôi tin rằng đây là cơ hội được chờ đợi từ lâu để có thể tiếp cận với chủ đầu tư hàng đầu tại Việt Nam. Chúng tôi nghĩ rằng giá cổ phiếu của VHM sẽ được hỗ trợ bởi mô hình kinh doanh linh hoạt của nó và doanh số ký bán chưa được ghi nhận vào doanh thu sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng EPS và định giá. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu dựa trên RNAV là 100,300 đồng. Khuyến nghị **MUA**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	15,297	38,664	51,826	79,719	128,113	Thay đổi vốn lưu động	337	-3,331	2,207	-1,401	-11,194
<i>Tăng trưởng</i>	36%	153%	34%	54%	61%	Capex	-	-	-	-	-
GVHB	10,131	28,603	24,466	45,371	68,997	Dòng tiền khác	-10	-453	4,278	10,058	5,964
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	34%	26%	53%	43%	46%	Dòng tiền tự do	-5,761	-16,923	20,813	-1,187	6,354
Chi phí BH & QLDN	2,038	2,444	4,249	7,582	11,613	Phát hành cổ phiếu	28	12,241	-5,550	-	-
EBITDA	3,539	7,879	23,452	27,035	47,774	Cổ tức	-	-945	-3,687	-3,350	-3,350
<i>Biên lợi nhuận</i>	23%	20%	45%	34%	37%	Thay đổi nợ rỗng	5,394	9,963	-5,555	5,000	-
Khấu hao	410	262	341	269	272	Nợ rỗng cuối năm	15,327	31,909	26,505	40,909	40,909
Lợi nhuận từ HĐKD	3,128	7,617	23,111	26,766	47,503	Giá trị doanh nghiệp	32,935	232,841	242,132	259,280	263,400
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	20%	20%	45%	34%	37%	Tổng nguồn vốn	10,124	48,143	64,756	90,562	128,076
Chi phí lãi vay rỗng	-688	12,108	6,504	7,718	3,576	Lợi ích CĐ thiểu số	3,220	4,912	9,159	9,758	14,223
<i>% so với nợ rỗng</i>	-6%	51%	22%	23%	9%	Vốn chủ sở hữu	6,904	43,231	55,597	80,804	113,852
Khả năng trả lãi vay (x)	3.9	3.3	10.2	10.4	18	BVPS (đồng)	27,617	12,907	16,599	24,124	33,991
Lãi/lỗ khác	-243	-7	43	-	-	Nợ rỗng/VCSH (%)	136%	59%	30%	40%	28%
Thuế	543	4,942	5,451	6,897	10,216	Nợ rỗng/EBITDA (x)	3.9	3.6	0.8	1.3	0.7
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	26%	25%	18%	20%	20%	Tổng tài sản	51,304	119,689	197,170	247,733	322,733
Lợi nhuận ròng	1,565	14,776	24,206	27,588	40,863	Nợ rỗng = Nợ – tiền và tương đương tiền					
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	10%	38%	47%	35%	32%	Chỉ số khả năng	2017	2018	2019	2020E	2021E
Lợi ích CĐ thiểu số	156	492	2,901	2,702	4,465	sinh lợi & Định giá					
LN cho công ty mẹ	1,410	14,284	21,305	24,886	36,398	ROE (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	31%	57%	43%	36%	37%
Số lượng CP (triệu)	250	3,128	3,350	3,350	3,350	ROA	5%	6%	12%	10%	13%
EPS hiệu chỉnh (đồng)	5,639	4,567	6,361	7,430	10,867	ROIC	36%	31%	34%	42%	111%
<i>Tăng EPS</i>	-14%	-19%	39%	17%	46%	WACC	12%	12%	12%	12%	12%
Cổ tức (đồng)	-	-	1,000	1,000	1,000	PER (x)	11.3	14	10	8.6	5.9
EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN						PBR (x)	2.3	4.9	3.8	2.6	1.9
EBIT = EBITDA – Khấu hao						PSR (x)	4.2	1.6	1.2	0.8	0.5
Chi phí lãi vay rỗng = Chi phí lãi vay – Lãi tiền gửi						EV/EBITDA (x)	9.3	29.6	10.3	9.6	5.5
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác						EV/Doanh thu (x)	2.2	6.0	4.7	3.3	2.1
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ						Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	0%	0%	1.6%	1.6%	1.6%

Cổ phiếu

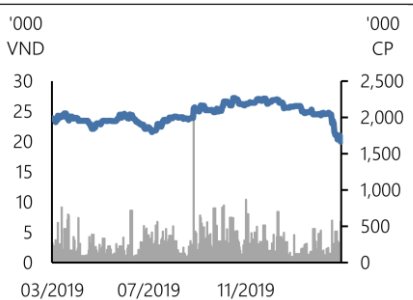
Khuyến nghị

KDH

MUA

Giá thị trường (đồng)	20,000
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	25,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	25%
Suất sinh lợi cổ tức	2.5%
Suất sinh lợi bình quân năm	27.5%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-26	-19	-25	-16
Tương đối	0	5	0	11

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê

20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	20.0k-27.2k
SL lưu hành (triệu CP)	544
Vốn hoá (Tỷ đồng)	10,889
Vốn hoá (triệu USD)	464
% khối ngoại sở hữu	44.4%
SL CP tự do (triệu CP)	405.3
KLGD TB 3 tháng (CP)	235,574
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu

20/03/20

Cty quản lý quỹ VEIL	16.2%
Cty quản lý quỹ VinaCapital Opportunity Việt Nam	13.3%
Cty TNHH Đầu tư Tiến Lộc	11.5%

Nơi trú ẩn đầu tư

Quan điểm đầu tư:

Một trong số doanh nghiệp hiếm hoi có quỹ đất lớn ở trung tâm thành phố TP.HCM. Quỹ đất đai KDH lên tới 499 ha TP.HCM tại thời điểm cuối năm 2019, chủ yếu ở khu vực phía Tây của TP HCM. Điều này đảm bảo hơn mười năm phát triển dự án, theo quan điểm của chúng tôi. KDH hiện có quỹ đất lớn thứ ba tại TP.HCM (499 ha) trong số các công ty niêm yết hiện nay.

Triển vọng kinh doanh khả quan và lượng tiền mặt lớn. Dựa trên các dự án đã công bố, chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng kép 14.7% và lợi nhuận ròng tăng trưởng kép 24.6% trong giai đoạn 2019-2021 (Doanh thu chưa ghi nhận 2,962 tỷ đồng cuối năm 2019). Với uy tín lâu năm, chúng tôi tin rằng KDH có thể huy động vốn để xây dựng dự án từ các khoản trả trước, giảm sự phụ thuộc vào vay nợ ngân hàng. Chúng tôi cho rằng lợi thế về lượng tiền mặt lớn giúp cho doanh nghiệp ít bị ảnh hưởng hơn bởi sự suy thoái của thị trường.

Rủi ro:

Phần lớn thặng dư trong định giá của chúng tôi cũng đến từ các dự án chưa được phê duyệt. Khối lượng xây dựng lớn và một kế hoạch triển khai dài có thể làm tăng sự hoài nghi về khả năng bồi thường đất, và năng lực triển khai vì luôn có rủi ro đến từ chính sách quản lý của chính phủ tác động vào thị trường bất động sản.

Khuyến nghị:

Chúng tôi cho rằng điểm mạnh chính của KDH là thương hiệu mang tính phổ biến trong thị trường bất động sản nhà với 15 năm kinh nghiệm, đặc biệt ở phân khúc đất nền. Ngoài ra, việc KDH hiện đang sở hữu quỹ đất lớn thứ 3 ở TP HCM trong tất cả các nhà phát triển BĐS cũng là một điểm mạnh nổi bật khác. Sự điều chỉnh giá cổ phiếu đã tạo ra mức định giá hấp dẫn. Đã đến thời điểm, các nhà đầu tư giá trị xem xét đặt đầu tư KDH. Khuyến nghị **MUA**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	3,055	2,917	2,813	2,940	3,228	Thay đổi vốn lưu động	204	-1,236	-893	-191	-496
<i>Tăng trưởng</i>	-22%	-5%	-4%	5%	10%	Capex	-61	-161	-211	-56	-61
GVHB	2,019	1,677	1,312	1,161	1,569	Dòng tiền khác	-61	97	-184	-83	-57
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	34%	42%	53%	61%	51%	Dòng tiền tự do	671	-85	-359	912	509
SG&A	244	257	278	277	292	Phát hành cổ phiếu	1,488	101	93	-	-
EBITDA	799	990	1,232	1,515	1,380	Cổ tức	-234	-194	-207	-272	-272
<i>Biên lợi nhuận</i>	26%	34%	44%	52%	43%	Thay đổi nợ ròng	-237	-689	-186	-17	-15
Khấu hao	7	8	9	12	12	Nợ ròng cuối năm	1,894	1,658	968	782	933
Lợi nhuận từ HĐKD	792	982	1,223	1,503	1,367	Giá trị doanh nghiệp	8,564	9,320	10,441	10,052	9,847
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	26%	34%	43%	51%	42%	Tổng nguồn vốn	6,191	6,899	7,664	8,314	9,063
Chi phí lãi vay ròng	-53	111	-	-72	-18	Lợi ích CĐ thiếu số	977	35	39	35	35
<i>% so với nợ ròng</i>	-3%	8%	0%	-8%	-2%	Vốn chủ sở hữu	5,214	6,864	7,625	8,278	9,028
Khả năng trả lãi vay (x)	81.3	31.2	654.0	24.0	42.8	BVPS (đồng)	10,930	12,753	14,006	15,206	16,582
Lãi/lỗ khác	-19	-21	-32	-5	-5	Nợ ròng/VCSH (%)	-15%	-13%	-6%	-10%	-12%
Thuế	170	266	274	285	269	Nợ ròng/EBITDA (x)	-1.2	-0.9	-0.3	-0.6	-0.8
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	23%	25%	23%	20%	20%	Tổng tài sản	9,717	10,228	13,157	12,799	13,350
Lợi nhuận ròng	559	810	917	1,141	1,076	Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền					
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	18%	28%	33%	39%	33%	Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá					
Lợi ích CĐ thiếu số	57	2	2	-	-	ROE (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	12%	13%	13%	14%	12%
LN cho công ty mẹ	502	808	915	1,141	1,076	ROA	7%	7%	8%	9%	8%
Số lượng CP (triệu)	426	508	541	544	544	ROIC	15%	19%	20%	20%	18%
EPS hiệu chỉnh (đồng)	1,179	1,592	1,691	2,095	1,976	WACC	13%	13%	13%	13%	13%
<i>Tăng EPS</i>	10%	35%	6%	24%	-6%	PER (x)	17	12.6	11.8	9.5	10.1
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500	PBR (x)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN EBIT = EBITDA – Khấu hao Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – Lãi tiền gửi Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ						PSR (x)	6.6	6.9	7.1	6.8	6.2
						EV/EBITDA (x)	10.7	9.4	8.5	6.6	7.1
						EV/Doanh thu (x)	2.8	3.2	3.7	3.4	3.1
						Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	5%	3%	3%	3%	3%

Cổ phiếu

DXG

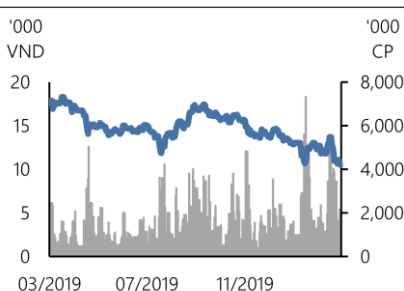
Tổn thất trong ngắn hạn, thu lợi trong dài hạn

Khuyến nghị

MUA

Giá thị trường (đồng)	10,450
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	18,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	72.2%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	72.2%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-28	-15	-24	-43
Tương đối	-2	8	1	-16

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	10.5k-18.3k
SL lưu hành (triệu CP)	519
Vốn hoá (Tỷ đồng)	5,458
Vốn hoá (triệu USD)	233
% khối ngoại sở hữu	42.8%
SL CP tự do (triệu CP)	438.4
KLGD TB 3 tháng (CP)	2,093,932
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	718/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

Lương Trí Thìn	12.2%
Cty cổ phần đầu tư NAV	4.5%
Nhóm quỹ Dragon	17%

Quan điểm đầu tư:

Có khả năng duy trì và củng cố vị trí môi giới hàng đầu. DXG đã giành được thị phần môi giới hàng đầu của Việt Nam trong năm 2019 (30%, tương đương với 30,083 chiếc được bán). Chúng tôi tin rằng DXG có thể tận hưởng sự tăng trưởng doanh thu môi giới bền vững và củng cố thị phần của mình lên 36-40% trong giai đoạn 2020-25, bất chấp những cơn gió ngược gần đây trên thị trường bất động sản nhờ sự hỗ trợ của các thị trường ở các đô thị cấp 2 và cùng với mạng lưới rộng khắp toàn quốc.

Chúng tôi hy vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng tiếp tục vững chắc ở mức 17.4%/năm cho năm 2010-21. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2020 của DXG sẽ tăng 19.3% n/n và tăng trưởng 10.6% n/n trong PATMI FY20F, trong đó 59% có thể đến từ các giao dịch bán buôn. Chúng tôi hy vọng lợi nhuận ròng tăng trưởng 17.4% trong năm 2021. Về lâu dài, chúng tôi dự kiến lợi nhuận ròng tăng trưởng hàng năm 24.3% trong giai đoạn 2022-25, với kỳ vọng DXG sẽ bắt đầu phát triển các dự án tại HCM giải định DXG được cấp phép trong năm 2021

Rủi ro:

Phát sinh chi phí đất cao phải trả cho Gem Riverside. Dự án Gem Riverside, một trong những dự án lớn nhất của công ty đã bị tạm dừng kể từ năm 2018 có thể trả thêm chi phí đất cho Sở tài nguyên môi trường thành phố Hồ Chí Minh để được cấp phép xây dựng.

Khuyến nghị:

Chúng tôi đánh giá rất cao vị trí của DXG trên thị trường môi giới với 15 năm kinh nghiệm thị trường. Chúng tôi nghĩ rằng giá cổ phiếu DXG đã giảm gần đây là do nghi ngờ về khả năng của DXG, để có được sự chấp thuận cho các dự án tại TP.HCM và lo ngại về sự lây lan của COVID-19. Chúng tôi tin rằng DXG nên trở lại giá trị hợp lý ước tính của chúng tôi, được hỗ trợ bởi việc kiếm tiền từ các khoản bán trước mạnh mẽ của nó trong năm tài chính 2020-25. Sử dụng mô hình định giá RNAV và dự báo của chúng tôi, chúng tôi đánh giá cổ phiếu DXG ở mức 18,000 đồng/cổ phiếu vào cuối năm 2020. Khuyến nghị **MUA**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	2,879	4,645	5,814	6,940	10,647	Thay đổi vốn lưu động	-1,943	-1,938	-3,811	-280	-6,379
<i>Tăng trưởng</i>	15%	61%	25%	19%	53%	Capex	-	-	-	-	-
GVHB	1,134	2,006	2,691	3,204	5,572	Dòng tiền khác	69	-6	806	379	213
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	61%	57%	54%	54%	48%	Dòng tiền tự do	-2,040	-769	-2,778	1,708	-3,679
SG&A	544	780	985	1,176	1,803	Phát hành cổ phiếu	403	542	1,636	-4	-11
EBITDA	1,202	1,859	2,138	2,561	3,272	Cổ tức	-300	-476	-479	-	-
<i>Biên lợi nhuận</i>	42%	40%	37%	37%	31%	Thay đổi nợ ròng	1867	337	1537	-257	2669
Khấu hao	15	24	39	53	55	Nợ ròng cuối năm	684	2529	2866	4400	4142
Lợi nhuận từ HĐKD	1,186	1,835	2,099	2,507	3,217	Giá trị doanh nghiệp	4,298	5,400	9,574	8,996	13,676
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	41%	40%	36%	36%	30%	Tổng nguồn vốn	4,654	6,199	9,227	11,375	13,797
Chi phí lãi vay ròng	3	16	61	-146	-387	Lợi ích CĐ thiểu số	840	1,199	2,239	2,936	3,695
<i>% so với nợ ròng</i>	0%	1%	2%	-3%	-7%	Vốn chủ sở hữu	3,814	5,000	6,989	8,439	10,102
Khả năng trả lãi vay (x)	19.7	11.4	7.6	9.4	7.4	BVPS (đồng)	19,397	14,282	13,439	16,228	19,426
Lãi/lỗ khác	18	-6	79	-	-	Nợ ròng/VCSH (%)	18%	28%	39%	19%	46%
Thuế	250	379	502	511	608	Nợ ròng/EBITDA (x)	0.7	0.9	1.7	0.8	1.9
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	19%	18%	21%	20%	20%	Tổng tài sản	10,264	13,729	19,879	21,183	27,850
Lợi nhuận ròng	1,085	1,723	1,886	2,044	2,434	Nợ ròng = Nợ - tiền và tương đương tiền					
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	38%	37%	32%	29%	23%	Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Lợi ích CĐ thiểu số	335	544	670	697	759	ROE (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	21%	27%	20%	20%	22%
LN cho công ty mẹ	751	1,178	1,217	1,347	1,674	ROA	13%	14%	11%	10%	10%
Số lượng CP (triệu)	342	344	460	520	520	ROIC	53%	32%	25%	25%	25%
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2,127	3,427	2,645	2,590	3,219	WACC	16%	16%	16%	16%	16%
<i>Tăng EPS</i>	-34%	61%	-23%	-2%	24%	PER (x)	4.9	3.0	4.0	4.0	3.2
DPS (đồng)	497	-	-	-	-	PBR (x)	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5
						PSR (x)	3.6	2.2	1.8	1.5	1.0
						EV/EBITDA (x)	3.6	2.9	4.5	3.5	4.2
						EV/Doanh thu (x)	1.0	0.4	0.4	0.3	0.2
						Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	0%	-	-	-	-

EBITDA = DT thuần - (GVHB - Khấu hao) - Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA - Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay - Lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Thép

Trung lập

Vĩnh Chu

vinh.cd@kisvn.vn

Mùa xây dựng ảm đạm nhất

Quan điểm đầu tư:

Đại dịch COVID-19 trì trệ mùa xây dựng. Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ thép dài giảm 10% n/n trong năm 2020, thấp hơn mức tăng trưởng 6.6% n/n của năm 2019 trong bối cảnh đại dịch Covid-19, ảnh hưởng xấu đến ngành thép theo 2 cách 1) Thu hẹp tăng trưởng GDP và (2) Trì hoãn các hoạt động xây dựng trong nhiều thành phố. Trường hợp cơ sở của chúng tôi cho thấy Covid-19 sẽ được kiểm soát trong 2Q20 và tiêu thụ thép sẽ phục hồi từ 2H20.

Doanh nghiệp mạnh trở nên mạnh hơn. Chúng tôi hy vọng các nhà sản xuất lớn sử dụng công nghệ BOF (Hòa Phát, Formosa) sẽ vượt trội so với các đối thủ dựa trên lợi thế chi phí. Do gánh nặng tài chính và cấu trúc chi phí, các nhà sản xuất nhỏ không có khả năng cắt giảm giá bán.

Xuất khẩu chậm lại và giá HRC giảm mạnh tiếp tục tổn thương các nhà sản xuất tôn mạ. Cho đến thời điểm hiện tại, xuất khẩu vẫn đóng vai trò quan trọng trong tiêu thụ tôn mạ, chiếm 31% tổng lượng tiêu thụ trong năm 2019. Đại dịch Covid-19 đã làm mờ đi triển vọng của tất cả các hoạt động xuất khẩu do đó chúng tôi dự đoán sự thu hẹp 10% n/n xuất khẩu tôn mạ năm 2020

Rủi ro:

Covid-19 kéo dài hơn dự kiến. Sự kéo dài của đại dịch sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến tiêu thụ thép nội địa và toàn cầu.

Kết luận:

Chúng tôi tin rằng ngành thép có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào quá trình công nghiệp hóa và đô thị hóa của Việt Nam trong dài hạn. Tuy nhiên, đại dịch COVID-19 đang gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến mùa xây dựng. Ngoài ra, hoạt động của các nhà máy Dung Quất và Formosa Hà Tĩnh sẽ định hình lại thị trường trong nước đáng kể trong ngắn hạn khiến cho cạnh tranh trong nước sẽ khó khăn hơn dẫn đến thu hẹp lợi nhuận. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & TP			Thu nhập và Định giá										
Công ty			Doanh thu (Tỷ đồng)	EBIT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)	
HPG (HSX)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2017	46,162	9,622	8,015	2,689	11,694	6.9	0.7	30.7%	3.3	0%
	Giá mục tiêu (đồng)	19,000	2018	55,836	10,550	8,601	2,965	14,667	6.3	0.8	23.6%	4.5	0%
	Giá hiện tại (đồng)	18,600	2019E	63,658	9,743	7,578	2,556	17,241	7.3	0.8	17.1%	5.7	0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	51,356	2020F	75,893	10,513	6,024	2,027	19,268	9.2	0.7	11.9%	4.3	0%
			2021F	83,963	14,727	10,312	3,487	22,755	5.3	0.6	17.7%	2.8	0%
HSG (HSX)	Khuyến nghị	BÁN	2017	26,149	2,104	1,332	2,925	14,771	2.0	0.4	28.6%	5.0	14%
	Giá mục tiêu (đồng)	2,400	2018	34,441	1,266	409	937	13,381	6.2	0.4	7.9%	7.1	8%
	Giá hiện tại (đồng)	5,820	2019E	28,035	970	361	828	12,913	7.0	0.5	6.8%	5.5	0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	2,465	2020F	23,941	766	82	187	13,100	31.0	0.4	1.5%	5.4	0%
			2021F	24,838	1,043	292	657	13,757	8.9	0.4	5.1%	4.4	0%
NKG (HSX)	Khuyến nghị	BÁN	2017	12,619	1,024	708	3,887	22,619	1.4	0.2	31.3%	5.6	13%
	Giá mục tiêu (đồng)	3,120	2018	14,812	390	57	293	16,325	19.1	0.3	1.9%	6.7	0%
	Giá hiện tại (đồng)	5,580	2019E	12,177	290	216	1,102	16,576	5.1	0.3	7.2%	4.6	0%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	1,016	2020F	9,482	166	284	1,452	18,028	3.8	0.3	9.0%	3.7	0%
			2021F	9,565	249	154	848	18,835	6.6	0.3	4.6%	2.6	0%

Cổ phiếu

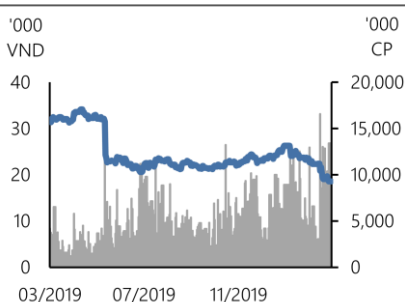
HPG

Khuyến nghị

NĂM GIỮ

Giá thị trường (đồng)	18,600
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	19,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	2.2%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	2.2%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-21	-21	-19	-24
Tương đối	5	3	6	3

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	18.6k-34.2k
SL lưu hành (triệu CP)	2,761
Vốn hoá (Tỷ đồng)	51,356
Vốn hoá (triệu USD)	2,189
% khối ngoại sở hữu	37.6%
SL CP tự do (triệu CP)	1,443.2
KLGD TB 3 tháng (CP)	6,886,463
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

Chủ tịch và người liên quan	32.4%
Dragon Capital	5.0%
Vinacapital	4.9%
CEO Trần Tuấn Dương	2.7%

Bỏ đối thủ lại sau lưng

Quan điểm đầu tư:

Giai đoạn 1 của dự án Dung Quất thúc đẩy phân khúc thép dài. Giai đoạn 1 của Dung Quất sẽ hoạt động đầy đủ từ đầu năm 2020, tăng gấp đôi công suất thép dài lên 4,35 triệu tấn mỗi năm. Chúng tôi ước tính rằng Hòa Phát sẽ tăng thị phần lên 35% vào năm 2020 từ 25% vào năm 2019. Tuy nhiên, cuộc chiến ngắn hạn để giành thị phần sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận

Hòa Phát sẽ thâm nhập sâu vào thị trường thép dẹt với một nhà máy thép mạ kẽm ở Hưng Yên. Kết thúc giai đoạn 2 của dự án Dung Quất với công suất 2 triệu tấn HRC, chuỗi giá trị của Hòa Phát sẽ hoàn thiện đầy đủ ở cả phân khúc thép dài và thép dẹt. Dung Quất sẽ giúp Hòa Phát trở thành một cầu thủ hàng đầu ở Đông Nam Á

Lợi thế về mặt chi phí. Nhờ lợi thế về chi phí và khả năng tài chính, Hòa Phát có thể mạnh tay hạ giá bán để mở rộng thị phần. Các nhà sản xuất EAF không có nhiều khả năng để hạ giá bán. Ngoài ra, giá quặng sắt thấp hơn làm tăng lợi thế chi phí Hòa Phát, so với các nhà sản xuất EAF

Rủi ro:

Rủi ro hoạt động của giai đoạn 2 của dự án Dung Quất: Vì HRC là sản phẩm hoàn toàn mới của Hòa Phát, nếu có sự cố vận hành ban đầu sẽ khiến quá trình thử nghiệm kéo dài hơn kế hoạch 3 tháng.

Khuyến nghị:

Chúng tôi kỳ vọng thành công của dự án Dung Quất sẽ biến Hòa Phát trở thành người khổng lồ trong khu vực trong tương lai gần. Tuy nhiên, do tác động của Covid-19, chúng tôi đã cắt giảm 13% tiêu thụ thép dài năm 2020 xuống còn 3.3 triệu tấn từ 3.8 triệu tấn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận ròng giảm 31% xuống còn 6,024 tỷ đồng và hạ xếp hạng của chúng tôi từ MUA xuống GIỮ. Việc giảm lợi nhuận trong năm 2020 sẽ làm giảm thị giá cổ phiếu. Sử dụng PER 10 lần, chúng tôi đánh giá cổ phần của HPG ở mức 19,000 đồng vào cuối năm 2020, tổng lợi nhuận dự kiến là 2.2%. Khuyến nghị **NĂM GIỮ**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	46,162	55,836	63,658	75,893	83,963	Thay đổi vốn lưu động	5,214	-5,447	1,436	1,390	917
<i>Tăng trưởng</i>	39%	21%	14%	19%	11%	Capex	8,875	27,594	21,622	4,638	5,550
Thép	39,738	46,424	50,878	62,206	69,801	Dòng tiền khác	-1,445	8,012	-166	-	-
Nông nghiệp	2,895	4,596	7,985	8,766	10,104	Dòng tiền tự do	-2,624	-19,298	-12,675	4,634	9,395
Bất động sản	760	1,672	1,622	1,622	626	Phát hành cổ phiếu	5,057	11	-	-	-
Khác	2,768	3,144	3,172	3,299	3,431	Cổ tức	4	-	-	-	-
GVHB	35,536	44,166	52,473	63,661	67,333	Thay đổi nợ ròng	-2,430	19,287	12,675	-4,634	-9,395
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	23%	21%	18%	16%	20%	Nợ ròng cuối năm	-1,221	18,066	30,741	26,106	16,711
SG&A	1,004	1,121	1,442	1,720	1,902	Giá trị doanh nghiệp	38,394	57,697	70,428	65,864	56,539
EBITDA	11,626	12,810	12,381	15,151	20,277	Tổng nguồn vốn	32,398	40,623	47,788	53,455	63,153
<i>Biên lợi nhuận</i>	25%	23%	19%	20%	24%	Lợi ích CĐ thiếu số	111	127	183	253	324
Khấu hao	2,005	2,260	2,638	4,638	5,550	Vốn chủ sở hữu	32,287	40,496	47,605	53,201	62,829
Lợi nhuận từ HĐKD	9,622	10,550	9,743	10,513	14,727	BVPS (đồng)	11,694	14,667	17,241	19,268	22,755
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	21%	19%	15%	14%	18%	Nợ ròng/VCSH (%)	-4%	44%	64%	49%	26%
Chi phí lãi vay ròng	371	376	659	2,227	2,190	Nợ ròng/EBITDA (x)	-0.1	1.4	2.5	1.7	0.8
% so với nợ ròng	-5,651%	4%	3%	8%	10%	Tổng tài sản	53,022	78,223	101,791	103,181	104,097
Khả năng trả lãi vay (x)	25.9	28	14.8	4.7	6.7	Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền					
Lãi/lỗ khác	38	-103	13	-	-						
Thuế	1,274	1,471	1,518	2,262	2,225						
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	14%	15%	17%	27%	18%						
Lợi nhuận ròng	8,015	8,601	7,578	6,024	10,312						
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	17%	15%	12%	8%	12%						
Lợi ích CĐ thiếu số	8	28	71	71	71						
LN cho công ty mẹ	8,007	8,573	7,508	5,954	10,242						
Số lượng CP (triệu)	1,517	2,124	2,761	2,761	2,761						
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2,689	2,965	2,556	2,027	3,487						
<i>Tăng EPS</i>	50%	10%	-14%	-21%	72%						
DPS (đồng)	-	-	-	-	-						

Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá	2017	2018	2019	2020E	2021E
ROE (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	31%	24%	17%	12%	18%
ROA	15%	11%	7%	6%	10%
ROIC	32%	20%	12%	10%	15%
WACC	15%	12%	10%	12%	14%
PER (x)	6.9	6.3	7.3	9.2	5.3
PBR (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR (x)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	3.3	4.5	5.7	4.3	2.8
EV/Doanh thu (x)	0.8	1	1.1	0.9	0.7
Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	-	-	-	-	-

EBITDA = Doanh thu thuần – (GVHB -Khấu hao)– SG&A expenses
EBIT = EBITDA – Khấu hao
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – Lãi tiền gửi
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Điện**Tăng tỷ trọng****Hạnh Vũ**

hanh.vn@kisvn.vn

"Tiêu cực"**Quan điểm đầu tư:**

Giá dầu giảm dần tác động tích cực đến ngành điện. Kể từ ngày 20/03/2020, giá dầu Brent và HSFO đã giảm xuống 29 USD/bbl và 195 USD/MMBTU do ảnh hưởng của COVID-19 và cuộc chiến giá giữa Ả Rập Saudi - Nga. Chúng tôi ước tính trung bình giá dầu Brent là 37 USD/bbl trong 2Q20 và sau đó cải thiện lên mức 42 USD/bbl trong nửa cuối năm 2020. Ngoài ra, liên quan tới tiêu chuẩn IMO về việc giảm nhu cầu dầu nhiên liệu từ năm 2020 trở đi, chúng tôi kỳ vọng giá HSFO trung bình cũng sẽ giảm xuống 217 USD/MMBTU trong 2Q20 và 350 USD/MMBTU trong 2H20 (-46% n/n và -32% n/n). Với diễn biến cơ sở giá dầu mới thấp hơn, chúng tôi đánh giá tác động tích cực đến POW và NT2 trong năm nay.

El Nino - "cứu tinh" cho nhiệt điện. Mặc dù các lĩnh vực sản xuất và dịch vụ bị ảnh hưởng nhiều nhất bởi COVID-19 từ đầu tháng 2, cả hai mức tiêu thụ điện và phụ tải toàn quốc vẫn tăng cao so với cùng kỳ. Theo dữ liệu từ Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia (A0), tổng lượng điện tiêu thụ trong hai tháng đầu năm 2020 là 36.2 tỷ kWh (+7.5% n/n), trong khi phụ tải toàn quốc đạt 33,600 MW (2.1% n/n). Ngay cả trong hai tuần đầu tiên của tháng 03/2020, A0 đã tăng mức huy động từ nhiệt điện lên 10% n/n. Nguyên nhân là do El Nino dự kiến sẽ kéo dài cho tới 1H20 do đó nhà máy nhiệt điện vẫn có cơ hội để tăng sản lượng điện trong 1H20 và từ đó không chịu ảnh hưởng tiêu cực từ COVID-19.

Rủi ro:

Sản lượng điện phụ thuộc nhiều vào thời tiết. Thời tiết bất ngờ có thể phá vỡ khả năng cạnh tranh của không chỉ các nhà máy thủy điện trực tiếp kinh doanh trên thị trường mà cả các nhà máy thủy điện chiến lược.

Kết luận:

Nhìn chung, ngành điện được đánh giá cao trong bối cảnh kinh tế không chắc chắn. Năm 2020, áp lực tăng đối với tải điện cao điểm, EL-Nino và giá dầu vào thấp hơn là những điểm mấu chốt để khẳng định vị thế của các nhà máy nhiệt điện.

Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu là Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (HSX: **PPC**).

Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & Giá mục tiêu				Thu nhập và Định giá									
Công ty				Doanh thu (Tỷ đồng)	EBIT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)
PPC (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	6,236	2,663	854	2,663	17,082	11.3	1.8	16%	10.8	10%
	Giá mục tiêu (đồng)	30,000	2018	7,117	3,603	1,155	3,603	17,724	8.3	1.7	21%	7.1	9%
	Giá hiện tại (đồng)	22,800	2019	8,183	1,212	1,268	3,949	18,682	5.8	1.2	21%	4.6	12%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	7,352	2020F	8,567	1,172	1,114	3,470	19,091	6.6	1.2	18%	4.9	13%
			2021F	7,673	769	716	2,222	18,251	10.4	1.3	12%	7.6	13%
NT2 (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	6,761	1,279	810	2,762	17,317	9.6	1.5	16%	5.2	10%
	Giá mục tiêu (đồng)	22,000	2018	7,670	914	782	2,687	12,795	9.9	2.1	18%	6.5	27%
	Giá hiện tại (đồng)	17,500	2019	7,654	888	759	2,605	14,354	6.7	1.2	19%	3.9	5%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	5,038	2020F	7,188	929	794	2,725	15,579	6.4	1.1	18%	3.2	9%
			2021F	7,071	909	897	3,081	16,161	5.7	1.1	20%	2.7	14%
VSH (HSX)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2017	527	287	284	1,346	14,084	12.6	1.2	10%	18.0	6%
	Giá mục tiêu (đồng)	18,600	2018	564	324	306	1,437	14,520	11.8	1.2	10%	19.6	6%
	Giá hiện tại (đồng)	20,000	2019	400	174	159	725	15,317	26.2	1.2	5%	36	0%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	4,125	2020F	705	364	248	1,133	15,376	16.8	1.2	8%	17	5%
			2021F	1,536	855	390	1,777	15,153	10.7	1.3	12%	6	11%
POW (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	29,710	4,107	2,602	1,026	11,437	15.1	1.4	9%	7.2	0%
	Giá mục tiêu (đồng)	16,000	2018	32,663	3,420	2,052	716	10,474	21.7	1.5	7%	7.5	0%
	Giá hiện tại (đồng)	8,500	2019	35,421	3,917	2,491	1,064	11,520	10.3	1.0	9%	5.7	0%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	19,900	2020F	37,448	4,194	2,545	1,087	12,607	10.1	0.9	9%	5.4	0%
			2021F	35,771	3,457	2,273	970	13,577	11.3	0.8	7%	6.5	0%
GEG (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	539	246	209	692	5,962	40.5	10.2	13%	17.2	0.5%
	Giá mục tiêu (đồng)	25,500	2018	559	229	187	628	11,034	44.6	9.9	7%	19.7	2.7%
	Giá hiện tại (đồng)	20,300	2019	1,158	540	294	1,120	11,777	25.0	4.8	11%	11.5	2.5%
	Vốn hoá (tỷ đồng)	4,005	2020F	1,430	622	272	1,020	13,587	27.4	3.9	9%	10.1	2.5%
			2021F	1,544	671	353	1,421	14,181	19.7	3.6	11%	9.1	3.6%

Cổ phiếu

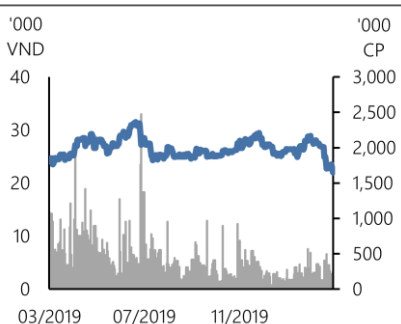
PPC

Khuyến nghị

MUA

Giá thị trường (đồng)	22,800
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	30,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	27%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	27%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-18	-24	-18	-2
Tương đối	8	0	8	25

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	22.0k-31.5k
SL lưu hành (triệu CP)	321
Vốn hoá (tỷ đồng)	7,053
Vốn hoá (triệu USD)	301
% khối ngoại sở hữu	16.3%
SL CP tự do (triệu CP)	79.0
KLGD TB 3 tháng (CP)	219,778
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

EVN GENCO2	51.9%
REE CORP.	24.1%
Samarang Ucits - Samarang Asian Prosperit	9.1%

Vượt bão

Quan điểm đầu tư:

PPC đạt mức cao nhất trong bối cảnh thị trường bị nhấn chìm vì COVID-19.

Trong tháng 1 – 2/2020, sản lượng điện của PPC đã tăng lần lượt lên 424 triệu kwh (+15% n/n) và 552 triệu kwh (+91% n/n). Nhờ sức nóng của El Nino, tác động của COVID-19 đến PPC được giảm thiểu, có thể thấy qua việc tăng sản lượng điện PPC và các nhà máy nhiệt điện khác như POW, NT2, HND. Chúng tôi ước tính tổng sản lượng điện thương mại của PPC tăng lên tới 5,600 triệu kwh (+25% n/n), trong đó nhà máy Phả Lại 1 và 2 sẽ đạt được tương ứng lên tới 2,100 và 3,500 triệu kwh. Với hệ số tải cao hơn ở miền Bắc và tác động mạnh mẽ của El Nino, A0 có kế hoạch tối đa hóa việc huy động từ PPC trong 1H20 mặc dù thị trường bị sụt giảm do COVID-19

Giá than giảm do nhu cầu của Trung Quốc giảm mạnh. Trong 1Q, giá than đầu vào trung bình của PPC giảm 3% n/n. Việc giảm giá xảy ra nhờ vào Trung Quốc gia tăng sự phụ thuộc vào trữ lượng than trong nước và thắt chặt việc sử dụng than nhập khẩu, đặc biệt là từ Úc. Với mức tăng đáng kể 48% n/n sản lượng điện và 3% n/n giảm giá than, lợi nhuận hoạt động của PPC trong 1Q20 được cải thiện 20% n/n. Chúng tôi kỳ vọng rằng mặc dù có tác động COVID-19, PPC vẫn có tiềm năng cải thiện doanh thu thuần lên 8,567 tỷ đồng (+5% n/n) mặc dù lợi nhuận ròng giảm còn 1,114 tỷ đồng (-12% n/n).

Giá SMP trung bình tăng cao. Mặc dù giá CAN có thể giảm một nửa xuống còn khoảng 50~60 đồng/kWh, SMP trung bình trong 1Q20 tăng lên 1,103 đồng kWh (+26% n/n) có thể bù đắp tác động tiêu cực của giá CAN. Chúng tôi dự đoán rằng SMP trung bình sẽ giữ xu hướng tăng ít nhất là đến cuối tháng 6/2020.

85% sản lượng thương mại của Phả Lại 1 bị ảnh hưởng do giá PPA giảm. PPA mới của Phả Lại 1 chính thức bị giảm 20 đồng/kWh sau khi đàm phán với EVN, trong khi đó, Phả Lại 2 không thay đổi. Tuy nhiên, nhờ tỷ lệ alpha cao hơn (85% vào năm 2020 so với 80% vào năm 2019), Phả Lại 1 sẽ cạnh tranh ít hơn trên thị trường và do đó bù đắp cho việc giá cố định PPA thấp hơn.

Rủi ro:

Yêu cầu đàm phán lại về hợp đồng PPA của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) cho PPC và một số nhà máy điện khác vẫn đang được xử lý.

Khuyến nghị:

Chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ có LNST tăng trưởng ổn định (do không có dự án mới nào cho đến năm 2026). Ngoài ra, hầu như không có rủi ro ngoại hối, không có nợ từ năm 2020 trở đi và dòng tiền hằng năm dồi dào, chúng tôi hy vọng PPC sẽ có thể trả cổ tức bằng tiền mặt liên tục ở mức 3,000 đồng mỗi năm. Sử dụng mô hình định giá DDM, chúng tôi đã khuyến nghị PPC từ **NẮM GIỮ** thành **MUA** với giá mục tiêu là 30,000 đồng/cổ phiếu vào cuối năm 2020.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	6,236	7,117	8,183	8,567	7,673	Thay đổi vốn lưu động	-293	363	408	72	-167
<i>Tăng trưởng</i>	4%	14%	15%	5%	-10%	Capex	18	348	19	189	154
GVHB	5,445	5,936	6,896	7,317	6,834	Dòng tiền khác	-97	-453	164	-	-
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	13%	17%	16%	15%	11%	Dòng tiền tự do	1,263	932	712	890	764
SG&A	81	81	75	78	70	Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
EBITDA	747	1,134	1,248	1,208	805	Cổ tức	1,020	898	866	979	979
<i>Biên lợi nhuận</i>	12%	16%	15%	14%	10%	Thay đổi nợ ròng	-242	-34	154	89	214
Khấu hao	37	35	36	36	36	Nợ ròng cuối năm	-1,692	-1,726	-1,572	-1,483	-1,269
Lợi nhuận từ HĐKD	710	1,099	1,212	1,172	769	Giá trị doanh nghiệp	8,095	8,061	5,779	5,868	6,083
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	11%	15%	15%	14%	10%	Tổng nguồn vốn	5,477	5,683	5,972	6,102	5,834
Chi phí lãi vay ròng	-216.3	-158.2	-120.2	-113.8	-99.4	Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
<i>% so với nợ ròng</i>	14%	9%	7%	7%	7%	Vốn chủ sở hữu	5,477	5,683	5,972	6,102	5,834
Khả năng trả lãi vay (x)	-3.2	-6.9	-10.0	-10.2	-7.7	BVPS (đồng)	17,082	17,724	18,682	19,091	18,251
Lãi/lỗ khác	77	191	206	67	-	Nợ ròng/VCSH (%)	-31%	-30%	-26%	-24%	-22%
<i>Dự phòng</i>	92	179	33	67	-	Nợ ròng/EBITDA (x)	-2.3	-1.5	-1.3	-1.2	-1.6
Thuế	149	293	271	238	153	Tổng tài sản	7,548	6,975	7,255	7,480	7,431
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	15%	20%	18%	18%	18%	Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền					
Lợi nhuận ròng	854	1,155	1,268	1,114	716	Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá					
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	14%	16%	15%	13%	9%	2017	2018	2019	2020E	2021E	
Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	-	ROE (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	16%	21%	21%	18%	12%
LN cho công ty mẹ	854	1,155	1,268	1,114	716	ROA	11%	17%	17%	15%	10%
Số lượng CP (triệu)	326	326	326	326	326	ROIC	18%	27%	28%	23%	14%
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2,663	3,603	3,949	3,470	2,222	WACC	15%	15%	15%	15%	15%
<i>Tăng EPS</i>	56%	35%	12%	-12%	-36%	PER (x)	11.3	8.3	5.8	6.6	10.4
DPS (đồng)	3,000	2,800	2,700	3,000	3,000	PBR (x)	1.8	1.7	1.2	1.2	1.3
EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN EBIT = EBITDA – Khấu hao Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ						PSR (x)	1.6	1.4	0.9	0.9	1.0
						EV/EBITDA (x)	10.8	7.1	4.6	4.9	7.6
						EV/Doanh thu (x)	1.3	1.1	0.7	0.7	0.8
						Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	10%	9%	12%	13%	13%

Thủy sản

Trung lập

Toàn Đào

toan.dp@kisvn.vn

"Tích cực"

Quan điểm đầu tư:

COVID-19 suy giảm nhu cầu tiêu thụ cá tra Việt Nam. COVID-19 sẽ tác động tiêu cực lên nhu cầu cá tra trong năm 2020 xuất phát từ sự suy yếu của ngành dịch vụ ăn uống trong giai đoạn dịch bệnh. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục sẽ diễn ra kể từ 2Q20 nhờ nỗ lực ngăn chặn quá trình lây lan dịch bệnh của Trung Quốc. Với vị thế thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam, chúng tôi ước tính xuất khẩu cá tra Việt Nam vào Trung Quốc sẽ đạt 438 nghìn tấn trong năm 2020, tăng trưởng 15% n/n.

Xuất khẩu tôm sụt giảm tại nhóm thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam.

Sau Trung Quốc, COVID-19 đang lan tỏa ảnh hưởng tiêu cực sang các nhóm quốc gia khác bao gồm Nhật Bản, Châu Âu và Mỹ, nhóm 3 thị trường tiêu thụ tôm lớn nhất của Việt Nam. Mặc dù lệnh cấm lưu thông hàng hóa tạm thời không được ban hành, dịch vụ ăn uống suy yếu suy giảm nhu cầu tiêu thụ tôm và làm giảm tốc tăng trưởng xuất khẩu tôm Việt Nam.

Chuỗi giá trị tích hợp cải thiện biên lợi nhuận hoạt động.

Chúng tôi kỳ vọng việc phát triển vùng nuôi mới và ứng dụng công nghệ sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp gia tăng khả năng tự chủ, ổn định nguồn cung thủy sản và cải thiện chi phí hoạt động, giúp cải thiện biên lợi nhuận của các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam.

Rủi ro:

Ảnh hưởng ngoài dự kiến của COVID-19. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh tế sẽ hồi phục tại Trung Quốc kể từ 2Q20, tác động của COVID-19 có thể vượt khỏi ước tính của chúng tôi tại các thị trường xuất khẩu lớn khác, bao gồm Nhật Bản, Châu Âu, Mỹ và ASEAN.

Biến động trong mức thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ ảnh hưởng

nhau chóng lên hoạt động xuất khẩu cá tra vào Mỹ, thị trường tiêu thụ cá tra lớn thứ hai của Việt Nam.

Rủi ro cấm xuất khẩu thủy sản vào Châu Âu.

Trong trường hợp Ủy ban Châu Âu kết luận hoạt động đánh bắt cá bất hợp pháp tại Việt Nam vẫn tồn tại, lệnh cấm xuất khẩu thủy sản Việt Nam vào Châu Âu sẽ được ban hành.

Dịch bệnh xuất hiện trở lại gây sụt giảm nguồn cung tôm nội địa.

Kết luận:

COVID-9 sẽ suy giảm xuất khẩu cá tra Việt Nam. Ảnh hưởng tiêu cực sẽ thể hiện rõ trong 1Q20 và suy giảm dần trong các quý tiếp theo. Vì vậy, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng ngành thủy sản trong năm 2020. Khuyến nghị: **TRUNG LẬP.**

Cổ phiếu theo dõi

Khuyến nghị & TP				Thu nhập và Định giá									
Công ty				Doanh thu (Tỷ đồng)	EBIT (Tỷ đồng)	LNST (Tỷ đồng)	EPS (đồng)	BPS (đồng)	PER (x)	PBR (x)	ROE (%)	EV/EBITDA (x)	DY (%)
VHC (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	8,151	761	605	6,551	31,844	8.0	1.6	23%	6.8	4%
	Giá mục tiêu (đồng)	37,800	2018	9,271	1,685	1,442	15,391	43,452	3.3	1.2	41%	3.5	8%
	Giá hiện tại (đồng)	24,050	2019U	7,867	1,358	1,180	7,239	27,100	3.3	0.9	29%	3.5	-
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	4,341	2020E	9,714	1,482	1,394	7,553	34,165	3.2	0.7	24%	2.6	8%
			2021E	10,818	1,655	1,578	8,561	41,664	2.8	0.6	23%	1.9	8%
ANV (HSX)	Khuyến nghị	NẮM GIỮ	2017	2,949	247	144	1,142	11,179	8.6	0.9	10%	6.2	12%
	Giá mục tiêu (đồng)	21,700	2018	4,118	693	604	4,810	14,779	4.8	1.6	37%	4.7	6%
	Giá hiện tại (đồng)	15,700	2019U	4,481	805	704	625	19,006	25.1	0.8	33%	3.3	13%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	1,996	2020E	4,935	720	693	5,420	22,723	2.9	0.7	26%	3.7	9%
			2021E	5,814	931	927	7,259	28,576	2.2	0.5	28%	2.5	9%
IDI (HSX)	Khuyến nghị	NẮM GIỮ	2017	5,327	443	343	1,859	11,608	28.1	4.5	16%	21.8	2%
	Giá mục tiêu (đồng)	3,100	2018	6,341	771	644	3,465	12,836	14.8	4.0	27%	14.3	3%
	Giá hiện tại (đồng)	3,800	2019U	7,733	454	325	1,548	12,096	2.5	0.3	11%	7.6	-
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	865	2020E	9,013	500	298	1,243	13,344	3.1	0.3	10%	7.4	-
			2021E	9,792	434	216	877	14,221	4.3	0.3	6%	8.2	-
MPC (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	15,665	930	714	9,254	35,492	2.1	0.6	30%	5.3	-
	Giá mục tiêu (đồng)	16,600	2018	16,925	1,104	810	4,936	22,595	5.4	1.2	25%	6.3	19%
	Giá hiện tại (đồng)	20,300	2019U	16,935	611	443	2,650	24,515	7.7	0.8	10%	7.1	25%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	4,029	2020E	15,324	549	523	2,079	25,683	9.8	0.8	8%	7.4	25%
			2021E	17,308	650	593	2,371	23,121	8.6	0.9	10%	7.7	25%
FMC (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	3,498	129	112	3,417	16,073	5.3	1.2	21%	9.3	25%
	Giá mục tiêu (đồng)	19,400	2018	3,807	217	180	4,554	17,138	5.8	1.5	29%	6.6	8%
	Giá hiện tại (đồng)	19,400	2019U	3,710	238	230	5,468	19,141	3.5	1.0	23%	3.2	10%
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	1,053	2020E	3,343	209	191	3,527	20,628	5.5	0.9	18%	4.6	10%
			2021E	3,834	242	228	4,198	23,057	4.6	0.8	19%	3.9	10%

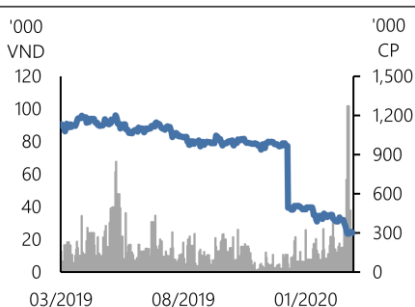
Cổ phiếu

Khuyến nghị

VHC**MUA**

Giá thị trường (đồng)	24,050
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	37,800
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	57%
Suất sinh lợi cổ tức	8%
Suất sinh lợi bình quân năm	65%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-39	-30	-38	-45
Tương đối	-13	-6	-12	-18

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	23.5k-48.0k
SL lưu hành (triệu CP)	182
Vốn hoá (Tỷ đồng)	4,376
Vốn hoá (triệu USD)	187
% khối ngoại sở hữu	33.9%
SL CP tự do (triệu CP)	91.2
KLGD TB 3 tháng (CP)	206,824
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

Trương Thị Lệ Khanh	43.5%
Mitsubishi	6.6%

Thị trường Trung Quốc hồi phục từ 2Q20

Quan điểm đầu tư:

Xuất khẩu vào Trung Quốc hồi phục từ 2Q20. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc sẽ hồi phục kể từ 2Q20 khi Trung Quốc đã kiểm soát thành công đại dịch COVID-19.

Nỗ lực hồi phục xuất khẩu vào Mỹ đối diện rào cản từ COVID-19. Nhờ lợi thế giá thấp và chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, sản lượng xuất khẩu vào Mỹ đã hồi phục trở lại trong 4Q19 vừa qua. Tuy nhiên, ảnh hưởng của COVID-19 tại Mỹ sẽ gây khó khăn cho khả năng duy trì xu hướng hồi phục xuất khẩu vào Mỹ của Vĩnh Hoàn. Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu vào Mỹ của Vĩnh Hoàn sẽ đạt 148 triệu USD (2020) và 160 triệu USD (2021), tăng trưởng 8% n/n.

Chuỗi giá trị tích hợp hỗ trợ khả năng sinh lời. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược mở rộng vùng nuôi và đầu tư vào cá giống sẽ hỗ trợ nguồn cung cá nguyên liệu, nhờ đó giúp cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn.

Rủi ro:

Ảnh hưởng ngoài dự kiến của COVID-19. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh tế sẽ hồi phục tại Trung Quốc kể từ 2Q20, tác động của COVID-19 có thể vượt khỏi ước tính của chúng tôi tại các thị trường xuất khẩu lớn khác, bao gồm Nhật Bản, Châu Âu, Mỹ và ASEAN.

Biến động trong mức thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ. Kết quả rà soát thuế chống bán phá giá POR15 của Bộ Thương mại Hoa Kỳ thể hiện khả năng sẽ có nhiều nhà xuất khẩu cá tra Việt Nam khác nhận được mức thuế phá giá 0% khi xuất khẩu vào Mỹ.

Khuyến nghị:

Trong năm 2020, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục tăng trưởng của Trung Quốc sau đại dịch và nỗ lực cải thiện xuất khẩu vào Mỹ sẽ duy trì tăng trưởng kinh doanh cho Vĩnh Hoàn. Ngoài ra, giai đoạn giảm giá trong 2 tháng vừa qua (-34%) đã giúp thị giá VHC trở nên hấp dẫn hơn.

Chúng tôi dự phóng giá mục tiêu VHC đạt 37,800 đồng trong năm 2020 và khuyến nghị MUA. Bao gồm cổ tức tiền mặt ước tính 2,000 đồng, tổng tỷ suất sinh lợi 1 năm của VHC đạt 65%.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	8,151	9,271	7,867	9,714	10,818	Thay đổi vốn lưu động	299	854	-482	657	365
<i>Tăng trưởng</i>	12%	14%	-15%	24%	11%	Capex	243	545	371	589	528
GVHB	6,980	7,232	6,334	7,771	8,655	Dòng tiền khác	220	-528	128	-364	-83
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	14%	22%	20%	20%	20%	Dòng tiền tự do	42	727	1,329	680	979
SG&A	411	354	401	454	501	Phát hành cổ phiếu	-	10.4	-	-	-
EBITDA	960	1,842	1,298	1,649	1,867	Cổ tức	-	363	-	364	181
<i>Biên lợi nhuận</i>	12%	20%	17%	17%	17%	Thay đổi nợ ròng	-42	-374	-1,329	-316	-798
Khấu hao	199	156	165	168	212	Nợ ròng cuối năm	991	617	-712	-1,028	-1,826
Lợi nhuận từ HĐKD	761	1,685	1,132	1,482	1,655	Giá trị doanh nghiệp	6,510	6,375	4,498	4,252	3,603
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	9%	18%	14%	15%	15%	Tổng nguồn vốn	2,943	4,015	4,879	6,216	7,580
Chi phí lãi vay ròng	51	-8.92	-16	-65	-95	Lợi ích CĐ thiểu số	0.1	-	2	-0.2	-0.3
<i>% so với nợ ròng</i>	5%	-1%	34%	8%	7%	Vốn chủ sở hữu	2,943	4,015	4,877	6,216	7,581
Khả năng trả lãi vay (x)	15	-189	-70	-23	-17	BVPS (đồng)	31,844	43,452	27,015	34,436	41,994
Lãi/lỗ khác	12	-7	161	0	0	Nợ ròng/VCSH (%)	0.3	0.2	-0.1	-0.2	-0.2
Thuế	118	245	129	152	172	Nợ ròng/EBITDA (x)	1	0.3	-0.5	-0.6	-1
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	16%	15%	10%	10%	10%	Tổng tài sản	5,043	6,299	6,613	7,522	8,668
Lợi nhuận ròng	605	1,442	1,180	1,394	1,578	Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền					
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	7%	16%	15%	14%	15%						
Lợi ích CĐ thiểu số	-0.1	-0.1	-	-0.1	-0.1						
LN cho công ty mẹ	605	1,442	1,180	1,394	1,578						
Số lượng CP (triệu)	92	92	182	182	182						
EPS hiệu chỉnh (đồng)	6,551	15,391	7,239	7,553	8,561						
<i>Tăng EPS</i>	15%	135%	-53%	4%	13%						
DPS (đồng)	2,000	4,000	-	2,000	2,000						

Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá					
	2017	2018	2019	2020E	2021E
ROE (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	23%	42%	29%	24%	23%
ROA	13%	25%	21%	20%	20%
ROIC	15%	28%	23%	24%	23%
WACC	11%	11%	11%	10%	11%
PER (x)	8	3.3	3.3	3.2	2.8
PBR (x)	1.6	1.2	0.9	0.7	0.6
PSR (x)	0.6	0.5	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	6.8	3.5	3.5	2.6	1.9
EV/Doanh thu (x)	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3
Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	4%	8%	0%	8%	8%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
EBIT = EBITDA – Khấu hao
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – Lãi tiền gửi
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Cổ phiếu

ANV

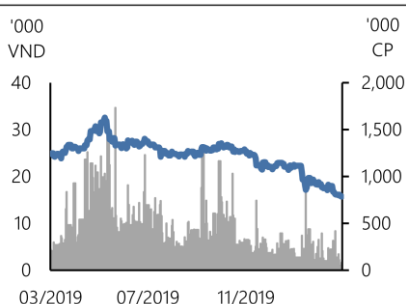
Thị giá phản ánh hoàn toàn rủi ro xuất khẩu

Khuyến nghị

MUA

Giá thị trường (đồng)	15,700
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	21,700
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	38%
Suất sinh lợi cổ tức	13%
Suất sinh lợi bình quân năm	51%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-31	-16	-29	-38
Tương đối	-5	8	-3	-10

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	15.7k-32.5k
SL lưu hành (triệu CP)	127
Vốn hoá (Tỷ đồng)	1,996
Vốn hoá (triệu USD)	85
% khối ngoại sở hữu	1.5%
SL CP tự do (triệu CP)	23.0
KLGD TB 3 tháng (CP)	210,723
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

Doãn Tới	51%
Doãn Chí Thanh	13%
Doãn Chí Thiên	13%

Quan điểm đầu tư:

COVID-19 suy giảm tăng trưởng xuất khẩu vào Trung Quốc. Với ảnh hưởng tiêu cực từ COVID-19 tại Trung Quốc, bao gồm sự giảm tốc nhu cầu tiêu thụ cá tra và sự trì hoãn vận chuyển hàng hóa vào các trung tâm phân phối của Trung Quốc, chúng tôi ước tính COVID-19 sẽ gây giảm tốc tăng trưởng doanh thu của Nam Việt còn 10% trong năm 2020, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 64% của năm 2019. Ngoài ra, EPS của Nam Việt sẽ sụt giảm 2% n/n, đạt 5,420 đồng trong năm 2020.

Vùng nuôi Bình Phú hoạt động trong năm 2020 giúp Nam Việt hoàn thiện chuỗi giá trị chiều dọc. Nhờ mở rộng diện tích vùng nuôi, chúng tôi kỳ vọng Nam Việt sẽ gia tăng sản lượng nuôi cá tra lên 200 nghìn tấn và gia tăng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đạt 93% trong năm 2020.

Nhà máy chế biến cá tra còn nhiều dư địa tăng trưởng công suất. Với tỷ lệ khả dụng nhà máy duy trì khoảng 42% trong năm 2019, Nam Việt có nhiều dư địa hấp thụ tăng trưởng tại các thị trường tiềm năng khi các đối thủ cạnh tranh nội địa khác đã đạt công suất tối đa. Chúng tôi kỳ vọng rằng tỷ lệ khả dụng của nhà máy chế biến cá tra Nam Việt sẽ gia tăng lên 70% trong năm 2020 và đạt 100% trong năm 2022.

Rủi ro:

Ảnh hưởng ngoài dự kiến của COVID-19. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh tế sẽ hồi phục tại Trung Quốc kể từ 2Q20, tác động của COVID-19 có thể vượt khỏi ước tính của chúng tôi tại các thị trường xuất khẩu lớn khác, bao gồm Nhật Bản, Châu Âu, Mỹ và ASEAN.

Trích lập dự phòng nợ xấu của nhà máy DAP số 2. Việc tiếp tục ghi nhận dự phòng nợ xấu từ khoản đầu tư vào nhà máy DAP số 2 sẽ ảnh hưởng lên lợi nhuận của Nam Việt trong những năm tới.

Khuyến nghị:

Cổ phiếu ANV đã sụt giảm 30% trong gần 2 tháng qua, chúng tôi tin rằng mức giảm giá này đã phản ánh hoàn toàn rủi ro xuất khẩu trong năm 2020. Dựa trên hệ số P/E mục tiêu 4 lần, chúng tôi dự phóng giá trị hợp lý của ANV năm 2020 đạt 21,700 đồng. Tổng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 51%. Khuyến nghị: **MUA**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH						CĐKT & DÒNG TIỀN					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020E	2021E	(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu thuần	2,949	4,118	4,481	4,935	5,814	Thay đổi vốn lưu động	-286	206	377	220	322
<i>Tăng trưởng</i>	4%	40%	9%	10%	18%	Capex	53	431	362	569	0
GVHB	2,517	3,256	3,438	3,883	4,486	Dòng tiền khác	-240	-288	37	20	-48
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	15%	21%	23%	21%	23%	Dòng tiền tự do	697	335	9	3	772
SG&A	185	169	268	332	397	Phát hành cổ phiếu	-	-	24.8	-	-
EBITDA	328	773	886	840	1,051	Cổ tức	84	149	181	255	255
<i>Biên lợi nhuận</i>	11%	19%	20%	17%	18%	Thay đổi nợ ròng	-613	-185	147	252	-517
Khấu hao	80	80	81	120	120	Nợ ròng cuối năm	600	414	562	814	296
Lợi nhuận từ HĐKD	247	693	805	720	931	Giá trị doanh nghiệp	2,041	3,629	2,991	3,248	2,813
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	8%	17%	18%	15%	16%	Tổng nguồn vốn	1,394	1,848	2,386	2,824	3,496
Chi phí lãi vay ròng	47	-5	9	-27	-39	Lợi ích CĐ thiếu số	-4	-	-	-	-
% so với nợ ròng	5%	-1%	2%	-4%	-7%	Vốn chủ sở hữu	1,398	1,848	2,386	2,824	3,496
Khả năng trả lãi vay (x)	5.3	-144.9	90.6	-27.1	-23.9	BVPS (đồng)	11,179	14,779	18,769	22,140	27,409
Lãi/lỗ khác	-34	-8	34	-	-	Nợ ròng/VCSH (%)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.1
Thuế	23	86	126	54	43	Nợ ròng/EBITDA (x)	1.8	0.5	0.6	1	0.3
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	14%	13%	15%	7%	5%	Tổng tài sản	2,702	3,425	4,134	5,076	5,353
Lợi nhuận ròng	144	604	704	693	927	Nợ ròng = Nợ - tiền và tương đương tiền					
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	5%	15%	16%	14%	16%	Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá	2017	2018	2019	2020E	2021E
Lợi ích CĐ thiếu số	1.6	4.2	-	-	-	ROE (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	11%	37%	33%	27%	29%
LN cho công ty mẹ	142	600	704	693	927	ROA	5%	20%	19%	15%	18%
Số lượng CP (triệu)	125	125	128	128	128	ROIC	9%	25%	23%	18%	21%
EPS hiệu chỉnh (đồng)	1,142	4,810	5,530	5,420	7,259	WACC	9%	10%	8%	7%	8%
<i>Tăng EPS</i>	289%	321%	15%	-2%	34%	PER (x)	8.6	4.8	2.8	2.9	2.2
DPS (đồng)	1,200	1,500	2,000	2,000	2,000	PBR (x)	0.9	1.6	0.8	0.7	0.6
						PSR (x)	0.4	0.7	0.4	0.4	0.3
						EV/EBITDA (x)	6.2	4.7	3.4	3.9	2.7
						EV/Doanh thu (x)	0.7	0.9	0.7	0.7	0.5
						Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	12%	7%	13%	13%	13%

EBITDA = DT thuần - (GVHB - Khấu hao) - Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA - Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay - Lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Cổ phiếu

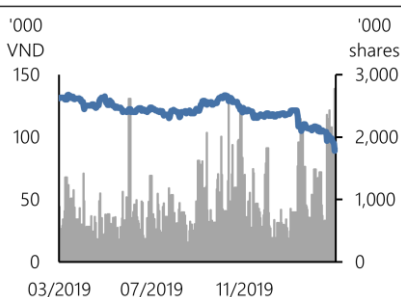
VNM

Khuyến nghị

MUA

Giá thị trường (đồng)	90,000
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	115,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	28%
Suất sinh lợi cổ tức	5%
Suất sinh lợi bình quân năm	33%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-23	-15	-24	-33
Tương đối	3	9	1	-5

Nguồn: KIS, Bloomberg

Tổng kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	89.0k-134.0k
SL lưu hành (triệu CP)	1,741
Vốn hoá (Tỷ đồng)	156,724
Vốn hoá (triệu USD)	6,680
% khối ngoại sở hữu	58.8%
SL CP tự do (triệu CP)	1,425.6
KLGD TB 3 tháng (CP)	1,082,223
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

SCIC	36%
F&N Dairy Investment	17.6%
Platinum Victory	10.6%

Kỳ nghỉ học kéo dài gia tăng tiêu thụ sữa

Quan điểm đầu tư:

COVID-19 thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sữa. Chúng tôi đánh giá COVID-19 không gây tác động tiêu cực đáng kể lên hoạt động kinh doanh của Vinamilk. Vinamilk đang có những bước thâm nhập đầu tiên vào thị trường Trung Quốc với tỷ trọng doanh thu đóng góp từ thị trường này chỉ đạt khoảng 1%. Vì vậy, ảnh hưởng từ thị trường Trung Quốc chưa gây tác động tiêu cực lên doanh thu xuất khẩu của Vinamilk. Trong khi đó, tiêu thụ sữa nội địa sẽ được hưởng lợi từ COVID-19 khi các gia đình gia tăng mức tiêu thụ sữa hàng ngày cho trẻ con nhờ vào kỳ nghỉ học kéo dài.

Doanh thu duy trì tăng trưởng 1 chữ số trong năm 2020

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng rằng Vinamilk sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng doanh thu 1 chữ số trong năm 2020 đến từ:

- **Thị trường nội địa thiếu vắng động lực tăng trưởng mạnh.** Chúng tôi ước tính thị phần nội địa của Vinamilk sẽ đi ngang trong năm 2020 và doanh thu nội địa đạt 50,646 tỷ đồng (+6.5% n/n), đóng góp 84% tổng doanh thu Vinamilk trong năm 2020.
- **Thị trường xuất khẩu tiếp tục đạt tăng trưởng cao nhưng xuất khẩu từ các công ty con nước ngoài vẫn biến động cao.** Chúng tôi kỳ vọng thị trường Iraq sẽ trở thành nhân tố dẫn dắt xuất khẩu trong năm 2020 với mức tăng trưởng dự phóng đạt 15% so với năm 2019. Trong khi đó, dù hồi phục trong năm 2020 nhưng hoạt động xuất khẩu từ các công ty con nước ngoài vẫn đối diện với nhiều bất ổn và ước tính chỉ đạt mức tăng trưởng 9% trong năm nay.

Giá sữa đầu vào gia tăng, kéo giảm biên lợi nhuận. Chúng tôi ước tính giá sữa bột nguyên kem nhập khẩu (WMP) cao hơn sẽ khiến chi phí sữa nguyên liệu bình quân trên sản lượng tăng trưởng 3% n/n, khiến giá vốn hàng bán tăng trưởng 8.1% cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu, dẫn đến biên lợi nhuận gộp của Vinamilk sụt giảm 20 điểm phần trăm trong năm 2020.

Rủi ro:

Biến động giá sữa nguyên liệu nhập khẩu. giá sữa WMP nhập khẩu đã gia tăng kể từ đầu năm 2019 và thu hẹp biên lợi nhuận gộp của Vinamilk. Vinamilk sẽ đối diện rủi ro giá sữa nguyên liệu nếu thời tiết tiếp tục diễn biến bất lợi tại New Zealand.

Khuyến nghị:

Vì tiêu thụ sữa trong nước sẽ hưởng lợi từ COVID-19, chúng tôi tin rằng giai đoạn sụt giảm giá cổ phiếu VNM vừa qua thể hiện phản ứng tiêu cực quá mức và đánh giá thấp triển vọng của Vinamilk.

Dựa trên hệ số PE mục tiêu là 19.5, chúng tôi định giá cổ phiếu VNM tại 115,000 đồng trong năm 2020. Bao gồm 4,000 đồng cổ tức tiền mặt, tổng tỷ suất sinh lợi 1 năm đạt 33%. Khuyến nghị **MUA**.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019U	2020E	2021E
Doanh thu thuần	51,041	52,562	56,318	60,509	65,020
<i>Tăng trưởng</i>	9%	3%	7%	7%	8%
Nội địa	43,572	44,747	47,555	50,646	53,938
Xuất khẩu	7,469	7,815	8,764	9,863	11,082
GVHB	26,807	27,951	29,746	32,160	34,854
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	48%	47%	47%	47%	46%
SG&A	12,804	13,399	14,390	15,253	16,168
EBITDA	12,730	12,839	14,131	15,250	16,358
<i>Biên lợi nhuận</i>	25%	24%	25%	25%	25%
Khấu hao	1,300	1,627	1,948	2,154	2,360
Lợi nhuận từ HĐKD	11,430	11,212	12,182	13,096	13,998
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	22%	21%	22%	22%	22%
Chi phí lãi vay ròng	-787	-627	-612	-684	-424
% so với nợ ròng	8%	6%	7%	12%	47%
Khả năng trả lãi vay (x)	-15	-18	-20	-19	-33
Lãi/lỗ khác	12	212	1	1	1
Thuế	1,951	1,846	2,241	2,398	2,510
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	16%	15%	17%	17%	17%
Lợi nhuận ròng	10,278	10,206	10,554	11,384	11,914
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	20%	19%	19%	19%	18%
Lợi ích CE thiểu số	-17	-22	-27	-27	-27
LN cho công ty mẹ	10,296	10,227	10,581	11,410	11,941
Số lượng CP (triệu)	1,742	1,741	1,741	1,741	1,741
EPS hiệu chỉnh (đồng)	5,297	5,295	5,478	5,897	6,171
<i>Tăng EPS</i>	10%	-	4%	8%	5%
DPS (đồng)	5,000	4,500	4,000	4,000	4,000

ĐCKT & DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2017	2018	2019U	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	-2,572	1,315	-4,684	5,985	7
Capex	2,673	3,186	2,158	2,158	2,158
Dòng tiền khác	4,139	2,137	6,486	6,486	6,486
Dòng tiền tự do	7,338	5,195	8,542	-1,091	5,623
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	5,806	7,256	7,836	6,966	6,966
Thay đổi nợ ròng	-1,532	2,061	-706	8,057	1,343
Nợ ròng cuối năm	-10,982	-8,921	-9,626	-1,570	-227
Giá trị doanh nghiệp	11,480	9,411	11,854	3,770	2,401
Tổng nguồn vốn	24,371	26,762	31,958	35,235	38,990
Lợi ích CE thiểu số	498	490	2,227	2,200	2,174
Vốn chủ sở hữu	23,873	26,271	29,731	33,035	36,816
BVPS (đồng)	13,707	15,086	17,073	18,971	21,142
Nợ ròng/VCSH (%)	-0.5	-0.3	-0.3	0.0	0.0
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0.9	-0.7	-0.7	-0.1	0.0
Tổng tài sản	34,667	37,366	44,700	57,175	63,466

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá	2017	2018	2019U	2020E	2021E
ROE (không gồm lợi ích CE thiểu số)	45%	41%	38%	36%	45%
ROA	32%	28%	26%	22%	32%
ROIC	73%	62%	50%	39%	73%
WACC	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	17	17	16.4	15.3	17
PBR (x)	3.8	3.4	3	2.7	3.8
PSR (x)	3.1	3	2.8	2.6	3.1
EV/EBITDA (x)	0.9	0.7	0.8	0.2	0.9
EV/Doanh thu (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	6%	5%	4%	4%	6%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – Lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Cổ phiếu

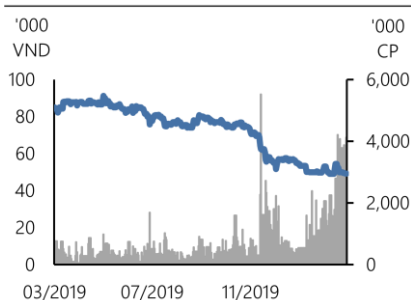
Khuyến nghị

MSN

MUA

Giá thị trường (đồng)	49,200
Giá mục tiêu 1 năm (đồng)	72,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	47%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	47%

Biểu đồ giao dịch



Nguồn: KIS, Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-13	-4	-11	-42
Tương đối	13	21	15	-14

Nguồn: KIS, Bloomberg

Thống kê 20/03/20

Thấp/Cao 52 tuần (đồng)	49.0k-91.3k
SL lưu hành (triệu CP)	1,169
Vốn hoá (Tỷ đồng)	57,512
Vốn hoá (triệu USD)	2,451
% khối ngoại sở hữu	37.4%
SL CP tự do (triệu CP)	301.1
KLGD TB 3 tháng (CP)	1,479,370
VND/USD	23,372
Chỉ số: VN-Index/HNX	710/102

Cơ cấu sở hữu 20/03/20

CTCP Masan	31.2%
TNHH Xây dựng Hoa	13.2%
Hướng Dương	
SK Investment Vina	9.4%
Ardolis Investment	5.6%

VinCommerce thúc đẩy doanh thu thị heo

Quan điểm đầu tư:

VinCommerce – Một năm tập trung vào hiệu quả hoạt động. Sau khi hoàn tất thương vụ sáp nhập VinCommerce, Masan Group sẽ dành ra 1 năm để tái cấu trúc hoạt động kinh doanh của VinCommerce sau giai đoạn 2 năm mở rộng hệ thống cửa hàng (134 cửa hàng Vinmart và 2,688 cửa hàng Vinmart+). Giải pháp bao gồm cắt giảm các cửa hàng không đáp ứng tăng trưởng doanh thu và cải thiện hiệu quả phân phối từ hệ thống trung tâm phân phối tập trung. Chúng tôi ước tính rằng VinCommerce sẽ đạt doanh thu 30,993 tỷ đồng (+20% n/n) và biên lợi nhuận hoạt động sẽ cải thiện từ -8% (2019) lên -4.7% (2020).

Masan Meat Life – Doanh thu thị heo duy trì tăng trưởng nhờ mở rộng hệ thống điểm bán hàng. Chúng tôi tin rằng doanh thu thị heo MEATDeli sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2020, nhờ vào (1) hệ thống phân phối được mở rộng nhanh hơn nhờ thương vụ sáp nhập VinCommerce và (2) tỷ lệ khả dụng công suất cao hơn của nhà máy chế biến thịt Hà Nam Meat, đạt 50% theo ước tính của chúng tôi.

Chúng tôi kỳ vọng mảng thức ăn gia súc sẽ hồi phục trở lại nhờ vào sự hồi phục của đàn heo trong nước khi dịch tả lợn Châu Phi trôi qua. Ngược lại, doanh thu thức ăn thủy sản có thể giảm tốc xuất phát từ ảnh hưởng tiêu cực của COVID-19.

Chúng tôi ước tính Masan Meat Life sẽ đạt doanh thu 16,958 đồng (+23% n/n) và lợi nhuận hoạt động đạt 1,214 tỷ đồng (+54% n/n).

Masan Consumer – Xu hướng cao cấp hóa sản phẩm dẫn dắt tăng trưởng. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng cao cấp hóa sản phẩm trong ngành tiêu dùng sẽ dẫn dắt tăng trưởng của Masan Consumer. Chúng tôi ước tính Masan Consumer sẽ ghi nhận doanh thu 20,958 tỷ đồng, tăng trưởng 11.2% n/n nhờ danh mục giải pháp cho bữa ăn hoàn chỉnh, WakeUp 247 và Compact. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính việc hợp nhất Netco sẽ mang lại doanh thu 1,201 tỷ đồng, đóng góp 5.7% tổng doanh thu của Masan Consumer.

Masan Resource – Giá kim loại ổn định cải thiện lợi nhuận. Trong năm 2020, chúng tôi có quan điểm trung tính về triển vọng của thị trường kim loại và kỳ vọng giá kim loại ổn định hơn (vonfram, đồng và bismuth) sẽ cải thiện lợi nhuận hoạt động của Masan Resource. Chúng tôi ước tính Masan Resource sẽ đạt doanh thu 4,831 tỷ đồng (+3% n/n) và lợi nhuận hoạt động đạt 568 tỷ đồng (+16% n/n).

Rủi ro:

Tác động của dịch tả lợn Châu Phi có thể khiến nguồn cung heo sụt giảm mạnh.

Sự ảm đạm của thị trường kim loại có thể kéo dài hơn kỳ vọng của chúng tôi.

Khuyến nghị:

Chúng tôi tin rằng rủi ro từ VinCommerce đã phản ánh hoàn toàn tại mức P/E forward 24 lần của năm 2020. Sử dụng phương pháp định giá từng phần, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu MSN đạt 72,300 đồng trong năm 2020. Tổng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng đạt 47% tại mức thị giá 49,200 đồng. **MUA.**

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019U	2020E	2021E
Doanh thu thuần	37,621	38,188	37,354	73,740	86,954
<i>Tăng trưởng</i>	-13%	2%	-2%	97%	18%
Hàng tiêu dùng	13,526	17,345	18,845	20,958	22,029
Chuỗi giá trị thịt	18,690	13,977	13,799	16,958	23,318
Tài nguyên	5,405	6,865	4,710	4,831	5,001
VinCommerce	-	-	-	30,993	36,605
GVHB	25,989	26,306	26,413	56,497	66,630
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	31%	31%	29%	23%	23%
SG&A	7,203	6,330	6,098	13,074	14,784
EBITDA	7,039	8,257	7,591	8,861	10,407
<i>Biên lợi nhuận</i>	19%	22%	20%	12%	12%
Khấu hao	2,611	2,705	2,749	4,692	4,867
Lợi nhuận từ HĐKD	4,429	5,552	4,843	4,170	5,541
<i>Biên lợi nhuận HĐKD</i>	12%	15%	13%	6%	6%
Chi phí lãi vay ròng	3,090	2,343	1,581	3,052	2,569
<i>% so với nợ ròng</i>	12%	11%	8%	14%	15%
Khả năng trả lãi vay (x)	1.4	2.4	3.1	1.4	2.2
Lãi/lỗ khác	2,800	3,035	3,843	1,900	2,114
<i>Income from affiliates</i>	2,044	1,914	2,182	1,900	2,114
Thuế	531	622	740	315	530
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	13%	10%	10%	10%	10%
Lợi nhuận ròng	3,608	5,622	6,365	2,704	4,556
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	10%	15%	17%	4%	5%
Lợi ích CĐ thiểu số	505	705	807	343	578
LN cho công ty mẹ	3,103	4,916	5,557	2,361	3,978
Số lượng CP (triệu)	1,157	1,163	1,169	1,169	1,169
EPS hiệu chỉnh (đồng)	2,700	4,539	4,766	2,020	3,403
<i>Tăng EPS</i>	67%	68%	5%	-58%	69%
DPS (đồng)	3,000	-	-	-	-

ĐCKT & DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2017	2018	2019U	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	-764	-398	5,327	-1,926	1,341
Capex	2,111	2,638	3,178	1,952	2,074
Dòng tiền khác	6,240	6,004	5,886	5,023	765
Dòng tiền tự do	-1,368	82	-5,278	2,346	5,243
Phát hành cổ phiếu	3,513	10,928	271	-	-
Cổ tức	2,713	1,304	390	-	-
Thay đổi nợ ròng	568	-9,705	5,397	-2,346	-5,243
Nợ ròng cuối năm	26,739	17,034	22,431	20,085	14,842
Giá trị doanh nghiệp	36,162	45,071	44,189	46,878	52,699
Tổng nguồn vốn	20,225	34,080	51,888	54,900	59,452
Lợi ích CĐ thiểu số	5,388	4,593	9,108	9,451	10,029
Vốn chủ sở hữu	14,837	29,487	42,780	45,448	49,423
BVPS (đồng)	12,819	25,351	36,597	38,880	42,280
Nợ ròng/VCSH (%)	1.3	0.5	0.4	0.4	0.2
Nợ ròng/EBITDA (x)	3.8	2.1	3.0	2.3	1.4
Tổng tài sản	63,529	65,973	80,239	99,992	102,085

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

Chỉ số khả năng sinh lợi & Định giá	2017	2018	2019U	2020E	2021E
ROE (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	21%	22%	15%	5%	8%
ROA	6%	9%	8%	3%	4%
ROIC	13%	15%	12%	7%	9%
WACC	12%	13%	12%	14%	14%
PER (x)	24.5	15.2	14.8	24.4	14.5
PBR (x)	3.8	1.9	1.3	1.3	1.2
PSR (x)	1.5	1.5	1.5	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	5.1	5.5	5.8	5.3	5.1
EV/Doanh thu (x)	1.0	1.2	1.2	0.6	0.6
Suất sinh lợi cổ tức hiệu chỉnh	6%	-	-	-	-

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – Lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TDL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Huy Hoàng, CFA

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Uyên Lâm

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra - một cách ẩn ý hay rõ ràng - bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.