

Chiến Lược Đầu Tư

Kinh tế Việt Nam dưới thời ông Biden

Kế hoạch tham vọng với đầu tư cơ sở hạ tầng là cốt lõi

Trong chiến dịch tranh cử của Biden, ông muốn theo đuổi một kế hoạch chi tiêu đầy tham vọng nhằm phục hồi nền kinh tế Mỹ bị ảnh hưởng bởi dịch COVID, với trọng tâm là đầu tư vật lực. Biden dự kiến sẽ chi thêm khoảng 3.95 nghìn tỷ USD so với các khoản chi thông thường trong nhiệm kỳ đầu tiên để đẩy tổng chi tiêu Chính phủ ước tính từ 2021 - 2004 lên 24.1 nghìn tỷ USD, tăng 39.05% so với nhiệm kỳ Tổng thống Trump. Với tiêu điểm là các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng và năng lượng sạch, kế hoạch của tổng thống đặc cử mong muốn hồi sinh ngành sản xuất trong nước và đổi mới để mang lại lợi ích cho tầng lớp trung lưu Mỹ.

Tác động đến nền kinh tế Việt Nam

Kế hoạch đầy tham vọng của ông Biden có thể sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế dài hạn, theo sau đó là sự mở rộng các hoạt động thương mại. Với tư cách là đối tác thương mại chiến lược, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ được hưởng lợi lâu dài từ chính sách kích thích kinh tế của Mỹ. Tuy nhiên, Việt Nam cũng sẽ đối mặt với một số bất ổn khi tổng thống đặc cử tập trung vào tăng cường sản xuất trong nước và có khả năng thay đổi chính sách thương mại đối với Trung Quốc. Việc áp dụng điều khoản phí điều chỉnh carbon mới và các biện pháp trừng phạt hành vi lạm dụng thương mại cũng là một thách thức đối với các nhà xuất khẩu và sản xuất của nước ta trong việc giữ vững lợi thế cạnh tranh.

Phản ứng của thị trường chứng khoán Việt Nam

Thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ trong năm bầu cử Mỹ. Tuy nhiên, thị trường chứng khoán sẽ tăng trong năm đầu tiên của nhiệm kỳ Tổng thống mới, tăng từ 11.8% đến 58.34% trong năm lần gần đây nhất. Dựa trên các chính sách của Biden và số liệu thống kê trong quá khứ, chúng tôi kỳ vọng mô hình này sẽ tiếp tục diễn ra vào năm 2021 và thị trường sẽ có diễn biến tích cực.

Bảng 1. Chỉ số vĩ mô

(Tỷ USD, %, % q/q, % n/n)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
GDP	3.82	0.36	2.62	5.03	7.02	2.50	5.94
Cán cân thương mại	1.73	0.57	7.41	5.06	10.42	7.94	1.77
CPI	4.87	3.17	3.81	3.09	5.23	3.09	2.41
Lãi suất chiết khấu	3.50	3.00	3.00	3.00	4.00	3.00	3.00
VND/USD	23,264	23,206	23,188	23,252	23,231	23,255	23,246
GDP Mỹ	(4.80)	(34.20)	NA	7.90	2.3	(5.70)	3.90
GDP Trung Quốc	(6.80)	1.10	NA	6.00	6.10	1.80	8.00

Nguồn: KIS

Ý Nguyễn

y.nt@kisvn.vn

Hiếu Trần

hiieu.ttm@kisvn.vn

Tuấn Đoàn

tuan.doan@kisvn.vn

Đăng Lê

dang.lh@kisvn.vn

Nội dung

I. Sự nghiệp chính trị của ông Joe Biden	2
1. Tiểu sử	
2. Thành tựu về kinh tế và các chính sách khác của ông Biden	
II. Kế hoạch chi tiêu của Biden	3
III. Các trụ cột trong kế hoạch của Biden	5
1. Đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông	
2. Đầu tư tài nguyên thiên nhiên và năng lượng sạch	
3. Các kế hoạch đầu tư vật lực quan trọng khác	
4. “Made in America”	
5. Thuế	
6. Thương mại	
IV. Tác động tới kinh tế Việt Nam	10
IV. Phản ứng của Thị trường chứng khoán	12
1. Mô hình tăng giá trong năm tới?	
2. Dòng tiền nước ngoài tiếp tục đổ vào Việt Nam	
3. Đồng Đô la Mỹ bị suy yếu dưới thời Biden	
V. Tác động ngành	17
1. Thủy sản	
2. Hàng không	
3. Dầu khí	
4. Bất động sản công nghiệp	
5. Ngân hàng	
6. Bất động sản nhà ở	

I. Sự nghiệp chính trị của Joe Biden

1. Tiểu sử

Joseph Robinette Biden Jr. sinh ngày 20/11/1942 tại thành phố Scranton, tiểu bang Pennsylvania, Mỹ. Gia đình ông chuyển đến sinh sống tại Wilmington, thuộc Delaware vào năm ông 10 tuổi. Biden nhận bằng Cử nhân Lịch sử và Khoa học Chính trị của Đại học Delaware năm 1965 và bằng Luật từ Đại học Syracuse ở New York vào năm 1968.

Ông bắt đầu sự nghiệp của mình với tư cách là luật sư tại một công ty luật ở Wilmington, Delaware sau khi tốt nghiệp trường luật vào năm 1968 và nhanh chóng chuyển sang làm chính trị với tư cách là thành viên của Hội đồng quận Newcastle. Từ năm 1973 đến năm 2009, Biden giữ chức Thượng nghị sĩ bang Delaware (Thượng nghị sĩ thứ 7) trong 36 năm. Từ năm 1987 đến năm 1995, ông giữ chức Chủ tịch Ủy ban Tư pháp Thượng viện, và trong những năm 2000, ông ba lần giữ chức chủ tịch Ủy ban đối ngoại Thượng viện.

Ông được bổ nhiệm làm người cùng vận động tranh cử với Tổng thống Obama và là phó tổng thống thứ 47 từ năm 2009 đến năm 2016. Năm nay, ông Biden một lần nữa quyết định tranh cử tổng thống Mỹ ở tuổi 78 và trở thành vị tổng thống lớn tuổi nhất từ trước đến nay.

2. Thành tựu kinh tế và chính sách khác của Biden

Gần 50 năm giữ cương vị thượng nghị sĩ cấp cao trong Quốc hội Mỹ và là Phó Tổng thống thứ 47 của Mỹ dưới hai nhiệm kỳ tổng thống Obama, Joe Biden biết cách phục hồi nền kinh tế đang bị tổn thương trong và sau khủng hoảng. Lần này, tình huống thậm chí còn tệ hơn khi nền kinh tế lớn nhất thế giới đang rơi vào cuộc khủng hoảng tồi tệ nhất kể từ Đại suy thoái năm 1929, và kinh nghiệm trước đó sẽ là chìa khóa cho công việc của ông và cho cả nền kinh tế.

Bên cạnh đó, nhìn lại sự nghiệp lâu dài của tân tổng thống, ông cũng là một trong những người đi đầu trong Đạo luật Chăm sóc Sức khỏe Hợp túi tiền (còn gọi là Obama Care) và để lại một số di sản về vấn đề biến đổi khí hậu.

Kinh tế. Năm 2009, trên cương vị Phó Tổng thống, Biden đã giúp tái thiết nền kinh tế Mỹ bằng cách giám sát việc thực hiện Đạo luật Phục hồi và Tái đầu tư (Đạo luật Phục hồi) của Mỹ và góp kích thích tài khóa lớn nhất vào thời kỳ đó, đưa nước Mỹ thoát khỏi cuộc Đại suy thoái. Ông cũng đã thông qua một số đạo luật quan trọng, bao gồm Đạo luật Giảm thuế năm 2010, Đạo luật Kiểm soát Ngân sách để đối phó với cuộc khủng hoảng tràn nợ công và Đạo luật Cứu trợ Người nộp thuế của Mỹ năm 2012.

Biến đổi khí hậu. Biden đưa ra dự luật về biến đổi khí hậu đầu tiên tại Thượng viện vào năm 1986 và kêu gọi sự tham gia của Mỹ vào các cuộc đàm phán về khí hậu của Liên hợp quốc năm 2005. Năm 2007, ông đề xuất hạn chế phát thải khí nhà kính. Ngoài ra, thông qua Đạo luật Phục hồi năm 2009, Biden đã giám sát khoản đầu tư đơn lẻ lớn nhất trong lịch sử, cung cấp hơn 90 tỷ USD

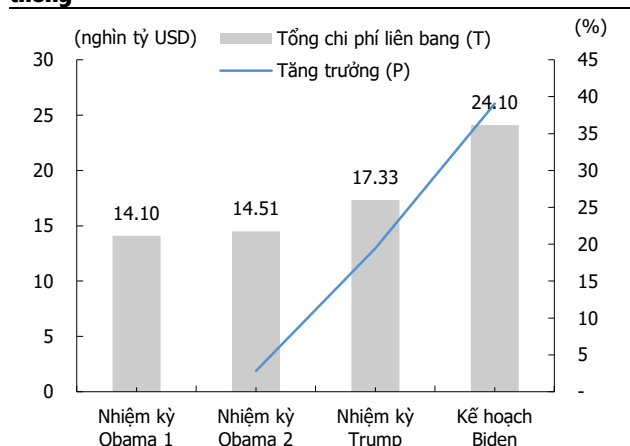
cho các khoản đầu tư năng lượng sạch chiến lược, phát triển công nghệ carbon thấp. Ông có nhiều kinh nghiệm trong việc thiết lập một kế hoạch thực tế nhằm cắt giảm lượng khí thải carbon và đảm bảo một tương lai bền vững.

Y tế. Ông đã nêu bật vai trò của mình trong việc thông qua Đạo luật Chăm sóc sức khỏe Hợp túi tiền (Obama Care), đảm bảo bảo hiểm y tế với các bệnh có sẵn từ trước. Ông cũng đã giúp khởi động sáng kiến “Ảnh chụp ung thư” vào năm 2016 để cải thiện việc phòng ngừa, chẩn đoán và điều trị ung thư.

II. Kế hoạch ngân sách của Biden

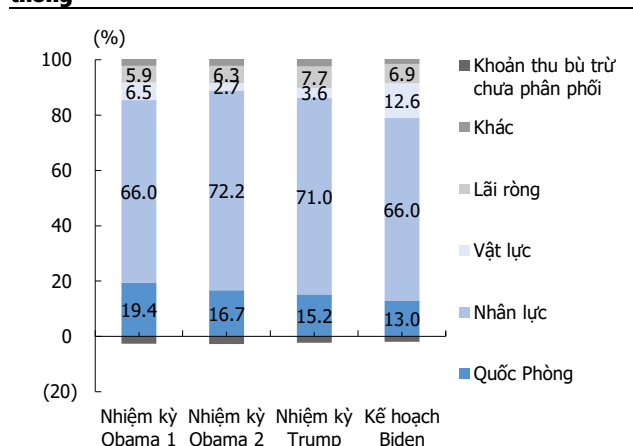
Theo [Biden's Campaign](#), ông Biden muốn theo đuổi một kế hoạch chi tiêu đầy tham vọng nhằm phục hồi nền kinh tế Mỹ bị ảnh hưởng bởi dịch COVID. Biden dự kiến sẽ chi thêm khoảng 3.95 nghìn tỷ USD so với các khoản chi thông thường trong nhiệm kỳ đầu tiên của mình để thúc đẩy tổng chi tiêu Chính phủ ước tính từ năm 2021 - 2024 lên 24.1 nghìn tỷ USD, tăng 39.05% so với nhiệm kỳ Tổng thống Trump. Vật lực là trọng tâm của kế hoạch. Ông Biden dự tính sẽ đầu tư khoảng 2.34 nghìn tỷ USD vào mảng này, chiếm 60% số tiền ước tính, tăng tỷ trọng lên 12.57%, gần gấp ba lần so với nhiệm kỳ trước. Do đó, khoản chi cho các phần còn lại như nhân sự, quốc phòng, và lãi ròng sẽ giảm xuống lần lượt còn 66.02%, 12.98% và 6.9%. Vai trò quan trọng của cơ sở hạ tầng trong sự phát triển kinh tế dài hạn thúc đẩy ông Biden xây dựng lại và tái cơ cấu hệ thống giao thông. Hơn nữa, trong tình hình dịch COVID đang diễn ra, kích thích tài khóa đóng vai trò thiết yếu trong việc thúc đẩy nhu cầu trong nước.

Hình 1. Tổng chi tiêu của Mỹ dưới các nhiệm kỳ tổng thống



Nguồn: [Biden's Campaign](#), [White House Budget](#), KIS

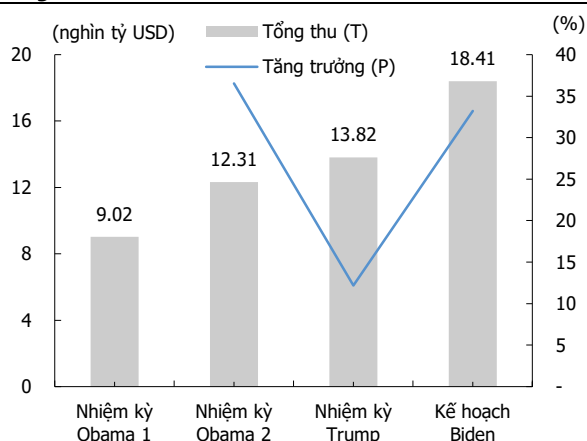
Hình 2. Cơ cấu chi tiêu của Mỹ dưới các nhiệm kỳ tổng thống



Nguồn: [Biden's Campaign](#), [White House Budget](#), KIS

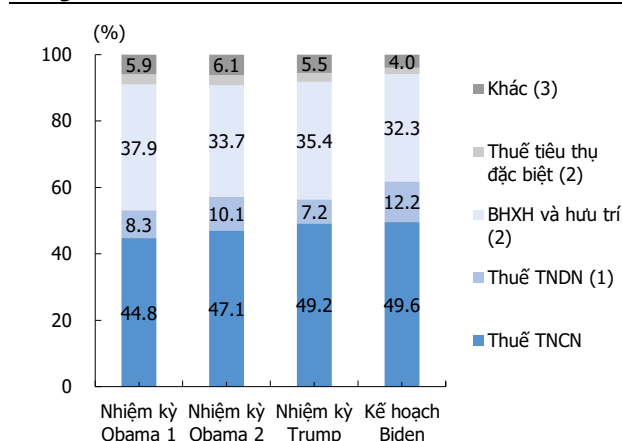
Việc tăng thuế, đặc biệt là thuế thu nhập cá nhân và thuế thu nhập doanh nghiệp sẽ tài trợ phần nào cho kế hoạch chi tiêu của Biden. Thuế thu nhập cá nhân được đề xuất tăng thêm 619.8 tỷ USD lên 9.13 nghìn tỷ USD và thuế thu nhập doanh nghiệp tăng 822 tỷ USD lên 2.24 nghìn tỷ USD trong nhiệm kỳ đầu tiên. Kế hoạch này sẽ tăng tỷ trọng của thu nhập cá nhân và thu nhập doanh nghiệp trong cơ cấu nguồn thu của Mỹ lên 49.6% và 12.2%, điều này sẽ kéo tỷ lệ của quỹ bảo hiểm xã hội và hưu trí (SIRR) xuống còn 32.3%.

Hình 3. Tổng nguồn thu của Mỹ dưới các nhiệm kỳ tổng thống



Nguồn: Biden's Campaign, White House Budget, KIS

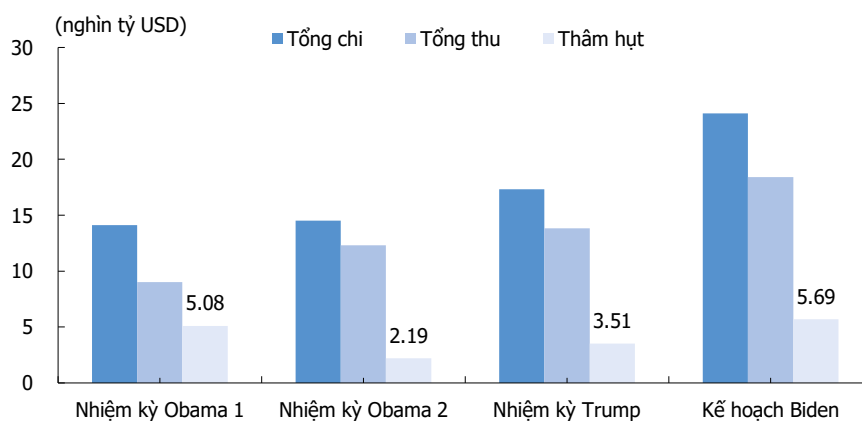
Hình 4. Cơ cấu nguồn thu của Mỹ dưới các nhiệm kỳ tổng thống



Nguồn: Biden's Campaign, White House Budget, KIS

Thâm hụt ngân sách sẽ tăng lên 5.69 nghìn tỷ USD, mức cao nhất trong ba nhiệm kỳ tổng thống gần đây trong nhiệm kỳ đầu tiên của Biden do chi tiêu đầu tư cơ sở hạ tầng.

Hình 5. Thâm hụt ngân sách Mỹ trong các nhiệm kỳ tổng thống



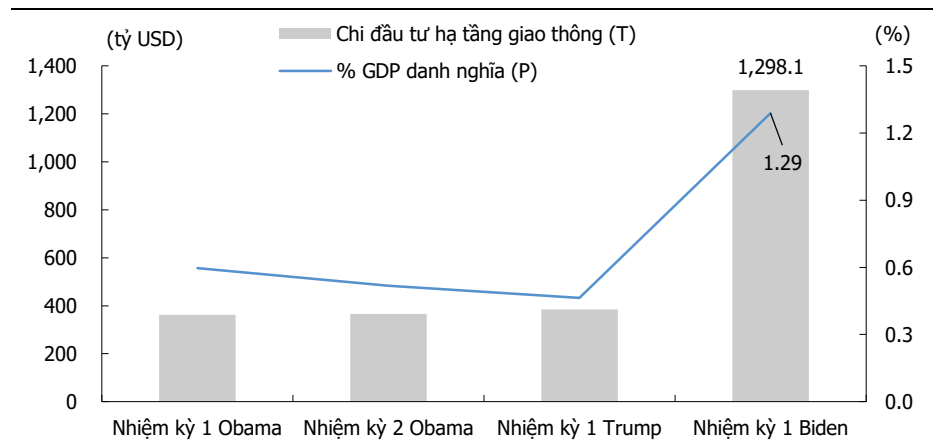
Nguồn: Biden's Campaign, White House Budget, KIS

III. Các trụ cột trong kế hoạch của Biden

1. Đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông

Thay đổi hoàn toàn hệ thống giao thông của Mỹ là một trong những cam kết quan trọng quá trình tranh cử tổng thống của Joe Biden, hệ thống này vốn đã bị người Mỹ chỉ trích từ lâu. Nếu thành công, người Mỹ sẽ được hưởng lợi không nhỏ. Mua hàng hóa nguyên liệu sản xuất tại Mỹ, thuê nhân công Mỹ, nâng cấp cơ sở hạ tầng của Mỹ và cuối cùng thúc đẩy nền kinh tế Mỹ và cải thiện khả năng cạnh tranh của Mỹ trong nền kinh tế toàn cầu, đây là một kế hoạch cực kỳ hứa hẹn.

Hình 6. Kế hoạch đầu tư giao thông trong nhiệm kỳ đầu tiên của Joe Biden



Nguồn: *Biden's Campaign, White House Budget, KIS*

*: Chi tiêu của năm 2020 được ước tính bởi Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ

** : Chi tiêu của giai đoạn 2021-2024 do Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ ước tính cộng với chi tiêu bổ sung từ kế hoạch của Joe Biden

Trong nhiệm kỳ đầu tiên, giả định nếu tất cả các cam kết hoàn thành 100%, gần một nghìn tỷ USD sẽ được chi cho một loạt các dự án trong nhiều lĩnh vực quan trọng của nền kinh tế. Ngoài ra, với kế hoạch chuyển đổi nền kinh tế trung hoà 100% carbon, các dự án xanh cũng sẽ được ưu tiên.

Nâng cấp đường cao tốc, đường bộ và cầu. Theo ước tính từ thông tin chiến dịch của Joe Biden, khoảng 20% con đường trên toàn nước Mỹ được đánh giá là trong tình trạng kém. Do đó, khoảng 50 tỷ USD đầu tư trong năm đầu tiên sẽ được chi vào việc sửa chữa và xây dựng lại các tuyến đường, đường cao tốc và cầu mới. Bên cạnh đó, nguồn kinh phí bổ sung sẽ được dành cho việc nâng cấp các phương tiện giao thông xuống cấp ở các khu vực chưa được phục vụ trên toàn quốc.

Xây dựng hệ thống đường sắt quốc gia giữa các thành phố trọng điểm từ Bắc vào Nam, từ New York, Washington D.C., Chicago, đến California, v.v., Joe Biden hứa hẹn sẽ chi một khoản duy trì để xây dựng và hoàn thiện hệ thống giao thông đường sắt chạy bằng điện tốc độ cao.

Xây dựng hệ thống giao thông ở các vùng kém phát triển. Tổng thống Joe Biden cũng đặt mục tiêu cung cấp cho người dân Mỹ các lựa chọn phương tiện công cộng chất lượng cao vào cuối năm 2030. Để đạt được mục tiêu này, ông sẽ tăng tài trợ liên bang cho các thành phố tự trị để xây dựng các tuyến đường sắt nhẹ mới hoặc nâng cấp các phương tiện giao thông hiện có. Bên cạnh đó, hàng tỷ USD sẽ được tài trợ để hỗ trợ các dự án vận chuyển ở các khu vực có tỷ lệ nghèo đói cao trên toàn quốc.

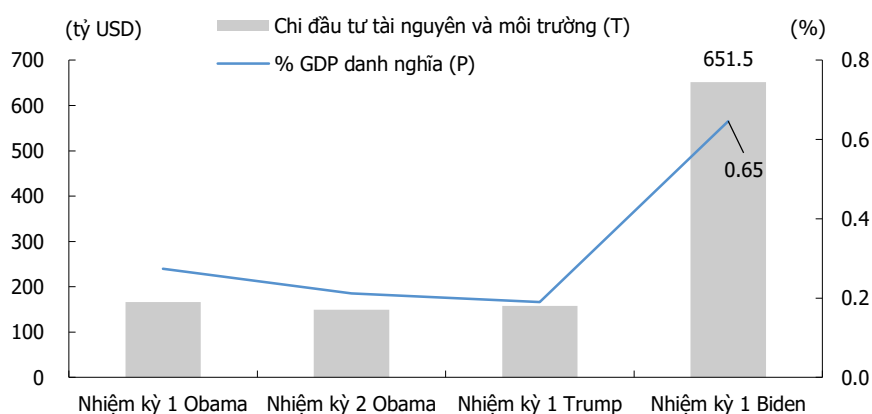
Cải tiến hệ thống hàng không. Theo kế hoạch của Biden, các sân bay cũng nằm trong danh sách cần cải thiện thêm. Nhằm tạo ra “Hệ thống hàng không an toàn nhất thế giới”, Joe Biden có kế hoạch tăng gấp đôi kinh phí đầu tư vào các sân bay thông qua Chương trình Cải thiện Sân bay của Cục Hàng không Liên bang (FAA).

Đầu tư hệ thống vận tải hàng hóa quốc gia. Joe Biden cũng sẽ nỗ lực hơn nữa trong việc sửa chữa hệ thống vận chuyển hàng hóa lỗi thời hiện tại từ đường thủy, hành lang vận chuyển hàng hóa, đường sắt đến cảng và các phương tiện trung chuyển. Các chương trình tài trợ cạnh tranh chủ chốt sẽ nhận được nguồn tài trợ lớn hơn để phát triển các mô hình vận tải và hậu cần sáng tạo, là nền tảng vững chắc cho sự phát triển trong tương lai của toàn bộ hệ thống vận tải hàng hóa.

2. Đầu tư cho tài nguyên thiên nhiên và năng lượng sạch

Là một trong những người ủng hộ đầu tiên và tích cực nhất về vấn đề biến đổi khí hậu, Joe Biden rất chú trọng đến việc chuyển đổi nền kinh tế Mỹ thành nền kinh tế năng lượng xanh. Để biến giấc mơ này trở thành hiện thực, gần nửa nghìn tỷ đô la đang được tài trợ cho một số dự án trọng điểm. Đó sẽ là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế bền vững trong dài hạn.

Hình 7. Kế hoạch đầu tư tài nguyên & môi trường trong nhiệm kỳ đầu của Joe Biden



Nguồn: Biden's Campaign, White House Budget, KIS

*: Chi tiêu của năm 2020 được ước tính bởi Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ

** : Chi tiêu của giai đoạn 2021-2024 do Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ ước tính cộng với chi tiêu bổ sung từ kế hoạch của Joe Biden

Tăng tốc chuyển đổi sang xe điện. Joe Biden đã lập một kế hoạch toàn diện chuyển đổi hoàn toàn các phương tiện chạy xăng truyền thống sang phương tiện chạy bằng điện cho toàn bộ người Mỹ. Tín dụng thuế cho xe điện sẽ là

công cụ thiết yếu để kế hoạch đó trở thành hiện thực. Bên cạnh đó, các nỗ lực trong việc mở rộng hệ thống sạc điện quốc gia với sự hợp tác của khu vực tư nhân sẽ khuyến khích mọi người chuyển sang sử dụng xe điện. Ngoài ra, các nhà sản xuất xe điện dự kiến sẽ nhận được các chính sách khuyến khích lớn để thúc đẩy sản xuất và giảm chi phí.

Đồng thời, việc nghiên cứu năng lượng sạch và đổi mới sẽ nhận được hàng trăm tỷ đô la tài trợ để phát triển các chương trình nghiên cứu liên bang về vấn đề năng lượng sạch như giảm chi phí sản xuất nhiên liệu sinh học, phát triển động cơ xe tiết kiệm năng lượng cho xe tải, ô tô, tàu thủy và máy bay, v.v.

Phát triển lĩnh vực sản xuất carbon thấp. Trong nhiệm kỳ đầu tiên của mình, ông Biden có kế hoạch tăng gấp bốn lần tài trợ cho chương trình Đối tác Mở rộng Sản xuất, nhằm kết nối các nhà sản xuất nhỏ với chuyên gia kỹ thuật, hướng tới cải thiện năng suất và hiệu quả năng lượng. Ngoài ra, tín dụng thuế và các phần thưởng trợ cấp sẽ được áp dụng để giúp các nhà sản xuất đầu tư vào công nghệ carbon thấp. Bên cạnh đó, các ngành sản xuất liên quan, chẳng hạn như các nhà sản xuất pin xe điện và năng lượng mặt trời, cũng sẽ nhận được sự hỗ trợ lớn từ các chương trình tài trợ của liên bang, góp phần thay đổi toàn bộ lĩnh vực sản xuất.

Nâng cấp hệ thống cơ sở hạ tầng cấp nước cũ. Joe Biden có kế hoạch cung cấp đủ tài trợ liên bang cho các chính quyền địa phương để sửa chữa và nâng cấp cơ sở hạ tầng nước đã lỗi thời, đặc biệt là ở các vùng ngoại ô và nông thôn, để mọi người dân Mỹ đều có nước sạch sử dụng.

3. Các kế hoạch đầu tư vật lực quan trọng khác

Tăng khả năng truy cập băng thông rộng. Khoảng 20 tỷ USD sẽ được lên kế hoạch đầu tư vào cơ sở hạ tầng băng thông rộng ở các vùng nông thôn. Hơn nữa, ông sẽ đẩy mạnh tài trợ liên bang để tăng khả năng truy cập băng thông rộng ở những khu vực nông thôn, người già và thu nhập thấp.

Chương trình Dự án Chuyển đổi. Đề xuất tài trợ 40 tỷ USD của Joe Biden sẽ dành cho Quỹ Dự án Chuyển đổi 10 năm, quỹ này sẽ tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn và phức tạp. Các dự án giao thông, nước và năng lượng sẽ đủ điều kiện tìm kiếm hỗ trợ từ quỹ này.

Hỗ trợ các doanh nghiệp nhỏ và chủ doanh nghiệp. Dưới sự điều hành của Joe Biden, chương trình Sáng kiến Tín dụng Doanh nghiệp nhỏ của bang sẽ được sửa đổi và mở rộng lên đến 3 tỷ USD để hỗ trợ cho vay các doanh nghiệp nhỏ. Bên cạnh đó, 5 tỷ USD sẽ được tài trợ thêm cho các dự án khởi nghiệp tại các thành phố nhỏ.

Mua hàng hóa do Mỹ sản xuất và thuê công nhân Mỹ. Trong quá trình phát triển toàn bộ hệ thống giao thông quốc gia, người lao động Mỹ được tăng khả năng tiếp cận các công việc trả lương cao của liên bang thông qua một số chương trình đào tạo học việc mới. Hơn nữa, với việc mở rộng Đạo luật Mua hàng Mỹ, các vật liệu thân thiện với môi trường do Mỹ sản xuất sẽ được ưu tiên mua với các lợi ích tín dụng thuế to lớn.

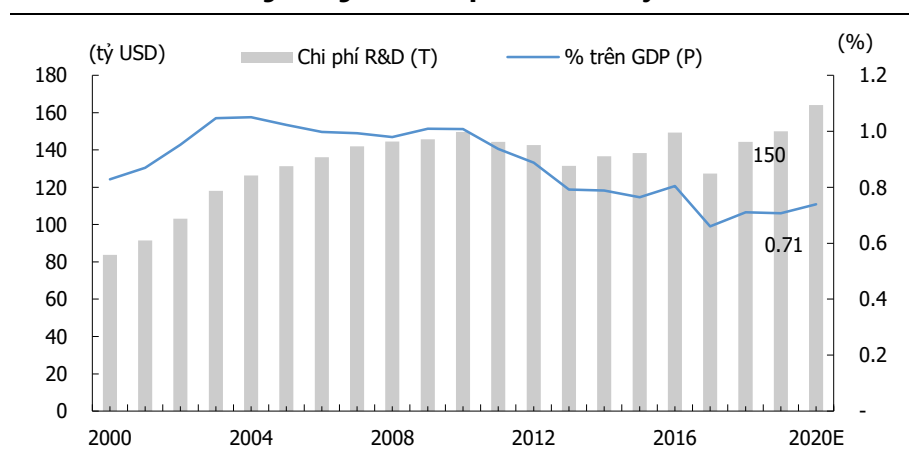
4. “Made in America”

Kế hoạch "Sản xuất tại Mỹ" (Made in America) nhằm mục đích tăng cường năng lực sản xuất và đổi mới của Mỹ bằng cách sắp xếp các nguồn lực liên bang một cách hợp lý và đầu tư vào công nghệ có giá trị cao để mang lại lợi ích cho người lao động trong nước và các doanh nghiệp nhỏ. “Mua hàng Mỹ” (Buy America) và “Đổi mới ở Mỹ” (Innovate in America) là hai kế hoạch nổi bật nhất trong sáu kế hoạch “Sản xuất tại Mỹ” của Biden.

Kế hoạch Mua hàng Mỹ sẽ bổ sung 400 tỷ USD trong vòng 4 năm vào chi tiêu mua sắm liên bang thông thường liên quan đến việc tăng cường luật pháp để đảm bảo người lao động trong nước và các doanh nghiệp nhỏ sẽ là những người hưởng lợi. Kế hoạch này đưa ra cam kết mua các sản phẩm từ nhiều ngành công nghiệp như (1) phương tiện và sản phẩm sạch (2) thép, bê tông, xi măng, vật liệu xây dựng, thiết bị (3) vật tư y tế và dược phẩm quan trọng (4) viễn thông và trí tuệ nhân tạo (AI) tiên tiến. Với ý tưởng cơ bản rằng tiền đóng thuế nên được dùng để mang lại lợi ích cho người lao động Mỹ, Biden yêu cầu các công ty nhận hợp đồng mua sắm liên bang cam kết trả ít nhất 15 USD mỗi giờ và một vài thông lệ khác để bảo vệ lợi ích của người lao động.

Kế hoạch Đổi mới ở Mỹ đề xuất đầu tư 300 tỷ USD trong 4 năm vào các công nghệ có giá trị cao như vật liệu tiên tiến, y tế và dược phẩm, công nghệ sinh học, năng lượng sạch, ô tô, hàng không vũ trụ, trí tuệ nhân tạo, viễn thông để tạo thêm hàng triệu việc làm hiện tại và tăng khả năng cạnh tranh của người lao động Mỹ trong thị trường lao động trong tương lai.

Hình 8. Chi tiêu liên bang cho nghiên cứu & phát triển của Mỹ



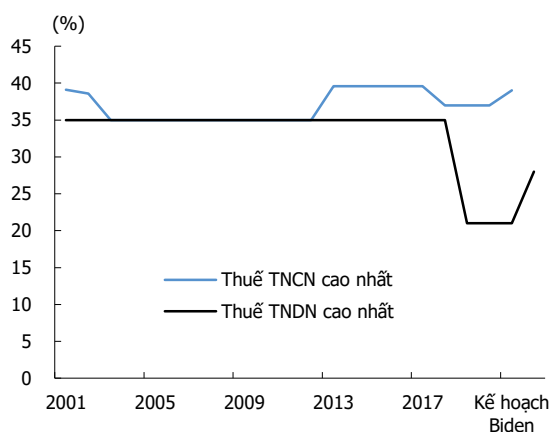
Nguồn: [American Association for the Advancement of Science](#), KIS

5. Thuế

Để theo đuổi kế hoạch đầy tham vọng là thúc đẩy nền kinh tế Mỹ, Biden sẽ tăng thuế tập trung vào những người Mỹ giàu có hàng đầu và các tập đoàn lớn. Trái ngược với các chính sách gần đây của Trump, Biden có xu hướng tiến hành tăng thuế để đảm bảo điều kiện tài chính của ngân sách liên bang để thực hiện

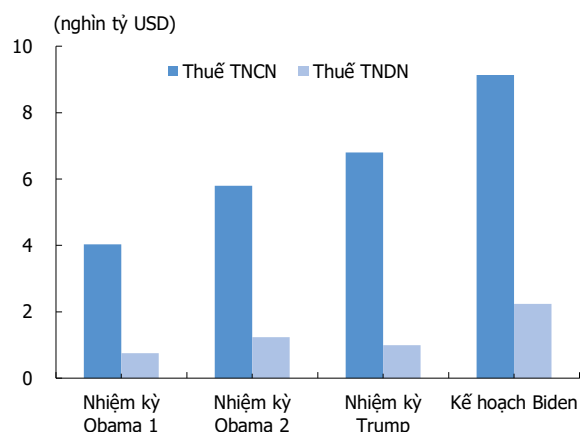
các mục đích chi tiêu của mình. Cụ thể, thuế suất thuế thu nhập cá nhân cao nhất đối với thu nhập chịu thuế 400 USD sẽ trở về 39.6% so với mức hiện hành là 37%. Đối với thuế thu nhập doanh nghiệp, Biden sẽ đẩy thuế doanh nghiệp trở lại 28%, đảo ngược một nửa chặng đường cắt giảm thuế của Trump trong nhiệm kỳ tổng thống của mình.

Hình 9. Thuế suất thuế thu nhập cá nhân và thu nhập doanh nghiệp



Nguồn: Tax Foundation, KIS

Hình 10. Thuế thu nhập cá nhân và doanh nghiệp tại Mỹ



Nguồn: White House Budget, KIS

Việc tăng thuế của Biden sẽ tác động tiêu cực đến quy mô nền kinh tế do đầu tư của doanh nghiệp ít hơn và việc làm suy giảm. Theo Mô hình cân bằng chung của Tổ chức Thuế, kế hoạch tăng thuế của Biden sẽ làm GDP giảm 1.62%, đầu tư giảm 3.75%, mức lương tổng thể giảm 1.15% và làm giảm 542,000 việc làm toàn thời gian trong dài hạn.

Bảng 2. Tác động của chính sách thuế của Biden đối với nền kinh tế

	Tăng/Giảm năm
Tổng sản phẩm quốc nội (GDP)	-1.62%
Đầu tư	-3.75%
Mức lương	-1.15%
Việc làm toàn thời gian	-542,000

Nguồn: Tax Foundation, KIS

6. Thương mại

Có một số chính sách ngầm liên quan đến hoạt động thương mại mà Biden đã đề cập trong chiến dịch của mình. Trong kế hoạch Mua hàng Mỹ, tổng thống đặc cử mong muốn đầu tư nhiều hơn vào hoạt động mua sắm của liên bang và thực thi luật chống thương mại không công bằng. Chiến lược này sẽ tăng cường khả năng cạnh tranh trong nước so với các nhà cung cấp bên ngoài từ Trung Quốc và các nước có dòng sản phẩm tương tự. Ngoài ra, Biden sẽ kết hợp với các đồng minh để hiện đại hóa các quy tắc thương mại quốc tế và các quy định nội địa liên quan đến mua sắm liên bang để đảm bảo rằng Mỹ và các đồng minh có thể sử dụng tiền đóng thuế để thúc đẩy đầu tư vào chính quốc gia của họ.

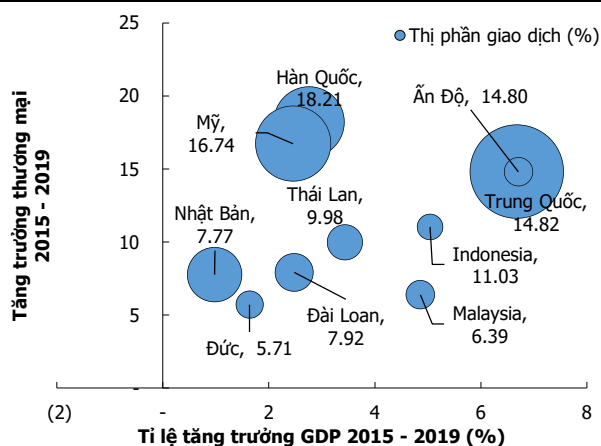
Thứ hai, trong kế hoạch Đổi mới ở Mỹ, Biden thiết lập một điều khoản “hoàn trả” để buộc các công ty được liên bang tài trợ phải hoàn trả tiền nếu họ chuyển hoạt động kinh doanh ra nước ngoài. Ngoài ra, Biden có kế hoạch tăng gấp đôi thuế suất kinh doanh đối với Thu nhập từ thuế thấp vô hình toàn cầu (GILTI) mà các công ty con ở nước ngoài của các công ty Mỹ kiếm được từ 10.5% lên 21%. Chính sách này cản trở các công ty Mỹ chuyển hoạt động sản xuất sang Trung Quốc để tận dụng lợi thế về chi phí lao động và nguyên liệu thấp.

Nhìn chung, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung sẽ bớt gay gắt phần nào và lợi ích của các bên liên quan sẽ có xu hướng đảo ngược. Các quốc gia ở Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam, được cho là sẽ được hưởng lợi từ việc Mỹ tăng thuế đối với hàng hóa Trung Quốc dưới thời chính quyền Trump. Mặc dù các chính sách của Biden không ngụ ý xóa bỏ hoàn toàn thuế quan đối với hàng hóa Trung Quốc, nhưng nhiều khả năng Mỹ sẽ tăng cường hợp tác với các đồng minh truyền thống và áp dụng các rào cản kỹ thuật để giải quyết tình trạng thương mại không công bằng.

IV. Tác động đến kinh tế Việt Nam

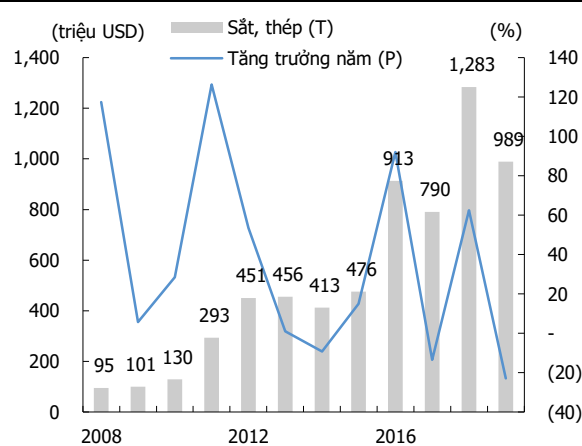
Tích cực. Kế hoạch đầy tham vọng của Biden có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế dài hạn, theo sau là mở rộng các hoạt động thương mại. Với tư cách là đối tác thương mại chiến lược, chúng tôi kỳ vọng biện pháp kích thích của Mỹ sẽ mang lại lợi ích cho nền kinh tế Việt Nam về lâu dài. Bên cạnh đó, để hiện đại hóa hệ thống giao thông xuống cấp, Biden đề xuất tập trung đầu tư vào cơ sở hạ tầng như một động lực quan trọng cho tăng trưởng kinh tế Mỹ trong dài hạn. Chiến lược đầy hứa hẹn này sẽ làm tăng nhu cầu đối với các kim loại xây dựng như thép, sắt, nhôm và đồng, nhờ đó tạo lợi ích cho các nhà cung cấp trong và ngoài nước, bao gồm cả Việt Nam.

Hình 11. Tăng trưởng GDP và thương mại Việt Nam



Nguồn: GSO, IMF, KIS

Hình 12. Xuất khẩu sắt thép Việt Nam sang Mỹ



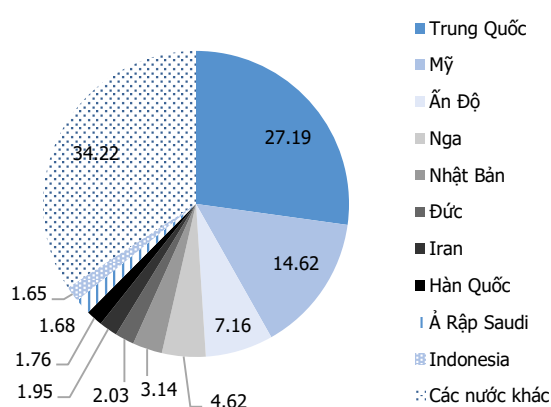
Nguồn: Trade Map, KIS

Tiêu cực. Là một chính sách thiết yếu trong kế hoạch hồi sinh ngành sản xuất trong nước của Biden, "Sản xuất tại Mỹ" sẽ cung cấp nhiều khoản đầu tư vào hoạt động mua sắm liên bang để nâng cao khả năng cạnh tranh của các nhà

sản xuất trong nước so với Trung Quốc và các nước có dòng sản phẩm tương tự. Hành động này có thể làm thay đổi thị phần và vị thế của các doanh nghiệp trong nước và cản trở các nhà xuất khẩu tiếp cận và tìm kiếm lợi nhuận từ Mỹ. Ngoài ra, việc tăng cường rà soát lạm dụng thương mại khiến các nhà cung cấp bên ngoài có nguy cơ bị gắn nhãn thao túng tiền tệ. Việt Nam cũng nằm trong danh sách theo dõi của Mỹ do thặng dư thương mại song phương cao. Vào ngày 04/11/2020, Bộ trưởng Thương mại Mỹ Wilbur Ross đã công bố quyết định sơ bộ khẳng định áp thuế chống trợ cấp đối với lốp xe hơi và xe tải nhẹ từ Việt Nam một phần do đồng tiền bị định giá thấp.

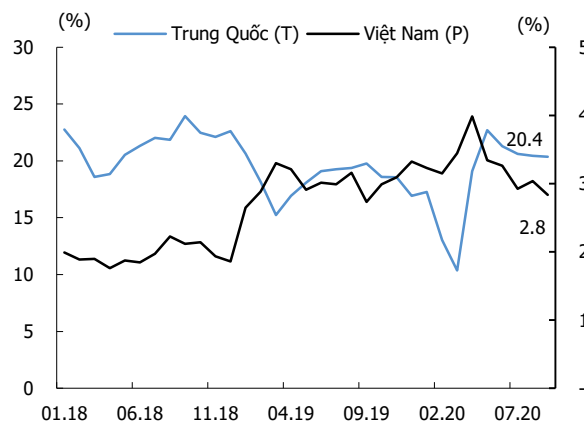
Hơn nữa, là một phần của Thỏa thuận Xanh Mới (Green New Deal), tổng thống đắc cử cam kết sẽ đưa việc chống biến đổi biến đổi khí hậu vào chính sách đối ngoại của Mỹ, cũng như cách tiếp cận của nước này đối với thương mại. Mỹ đang bước đầu buộc những doanh nghiệp gây ô nhiễm trong nước phải chịu toàn bộ chi phí do ô nhiễm carbon của họ, chính quyền Biden sẽ áp đặt phí hoặc hạn ngạch điều chỉnh carbon đối với hàng hóa sử dụng nhiều carbon từ các quốc gia không đáp ứng các nghĩa vụ về khí hậu và môi trường. Biden cũng sẽ đưa các điều kiện mới liên quan đến các cam kết về biến đổi khí hậu vào các hiệp định thương mại sau này. Chính sách này có thể thay đổi cơ cấu và giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ trong tương lai.

Hình 13. Tỷ lệ phát thải CO2 theo quốc gia năm 2018 (%)



Nguồn: Union of Concerned Scientists, KIS

Hình 14. Tỷ trọng nhập khẩu của Mỹ từ Việt Nam và Trung Quốc



Nguồn: GSO, KIS

Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ sẽ bị ảnh hưởng bởi cách tiếp cận của Biden đối với căng thẳng thương mại với Trung Quốc. Được coi là người chiến thắng trong cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung, sự thay đổi trong cách tiếp cận và thái độ của chính quyền Biden sẽ đảo ngược khả năng cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam so với Trung Quốc và hạn chế việc chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam.

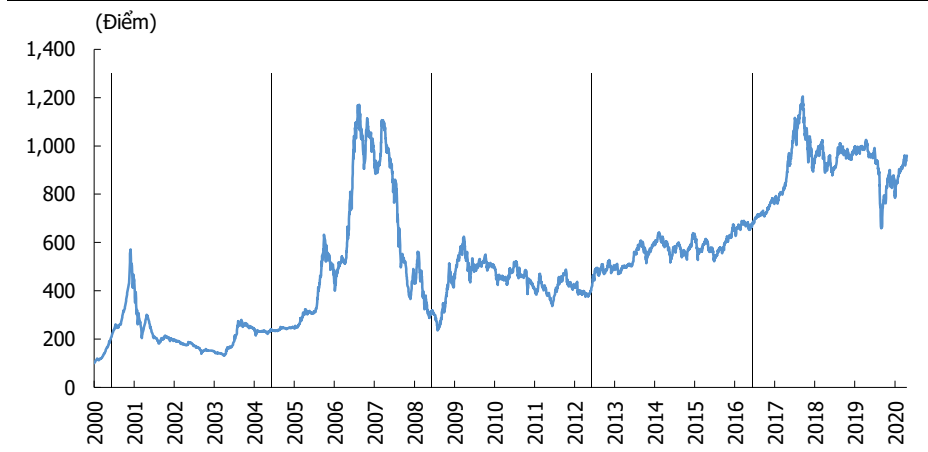
Mức thuế kép đối với GILTI có thể làm giảm xu hướng đặt hoạt động sản xuất ở nước ngoài của các công ty Mỹ. Điều này sẽ hạn chế dòng vốn của Mỹ đổ vào các nước có lao động rẻ, trong đó có Việt Nam.

V. Phản ứng của thị trường chứng khoán

1. Mẫu hình tăng trưởng trong năm tới?

Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức giao dịch vào tháng 12/2000 nên chúng ta chỉ có thể quan sát diễn biến thị trường trong 5 lần bầu cử tổng thống. Thống kê dựa trên 5 lần bầu cử trước, thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ trong năm bầu cử của Mỹ, ngoại trừ năm 2008, thị trường giảm mạnh do khủng hoảng tài chính toàn cầu. Nguyên nhân là do tâm lý thị trường trở nên thận trọng khi chờ đợi kết quả bầu cử và các chính sách mới sau đó.

Hình 15. Diễn biến của VNIndex từ 2000-2020



Nguồn: Fiinpro, KIS

Sau năm bầu cử, dù ứng cử viên Đảng Dân chủ hay Cộng hòa chiến thắng, thị trường chứng khoán Việt Nam đều thể hiện xu hướng đi lên trong năm tới. Từ năm 2000 đến nay, VNIndex luôn tăng trong năm đầu tiên của nhiệm kỳ tổng thống Mỹ (Hình 15, các đường thẳng đứng màu đen thể hiện sự bắt đầu của năm đầu tiên trong nhiệm kỳ tổng thống). Đáng chú ý, trong năm 2017, VNIndex đã tăng vọt 47.8% sau khi Tổng thống Donald Trump giành chiến thắng. Vào thời điểm đó, Tổng thống Donald Trump đã đưa ra một loạt chính sách cứng rắn đối với các nước xuất khẩu nhằm giảm thâm hụt thương mại của Mỹ và bảo vệ ngành sản xuất trong nước, đặc biệt là cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung. Các chính sách này đã khiến các công ty quốc tế chuyển hoạt động từ Trung Quốc sang các nước khác trong đó có Việt Nam.

Bảng 3. Diễn biến của VNIndex từ 2000-2020

(% , điểm, cp, nghìn tỷ đồng)

Năm	Tăng/Giảm	Đóng cửa	Khối lượng GD	Giá trị GD	Vốn hoá
2020	0.63	966.29	66,974.15	1.17	3.49
2019	6.33	960.99	45,158.62	0.99	3.29
2018	(9.48)	892.54	49,737.86	1.35	2.88
2017	47.80	984.24	47,890.89	1.04	2.62
2016	14.82	664.87	32,329.62	0.60	1.49
2015	6.27	579.03	28,148.33	0.48	1.14
2014	7.92	545.63	30,468.30	0.53	0.99
2013	21.45	504.63	16,165.84	0.26	0.84
2012	17.75	413.73	14,057.34	0.22	0.68
2011	(27.62)	351.55	8,342.92	0.16	0.46
2010	(3.39)	484.70	11,792.65	0.38	0.59
2009	58.34	494.80	10,960.07	0.42	0.50
2008	(65.90)	315.62	2,835.17	0.12	-
2007	23.43	927.02	1,815.71	0.20	-
2006	144.99	751.77	569.34	0.03	-
2005	28.99	307.50	100.08	0.00	-
2004	42.70	239.29	57.23	0.00	-
2003	(8.98)	166.94	-	-	-
2002	(20.88)	183.33	-	-	-
2001	11.80	235.40	-	-	-
2000	106.83	206.83	-	-	-

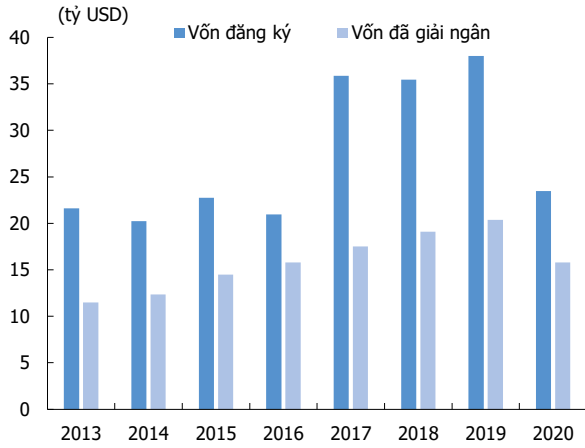
Ghi chú: Dữ liệu ngày 13/11/2020
 Nguồn: Fiinpro, KIS

Khi Biden trở thành tổng thống, việc dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam sẽ khó bị đảo ngược trong trung hạn do Đảng Dân chủ ủng hộ chính sách bảo hộ thương mại. Do đó, thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm đầu tiên của nhiệm kỳ Tổng thống mới, năm 2021, hứa hẹn sẽ tiếp tục đi lên.

2. Dòng tiền nước ngoài vẫn chảy vào Việt Nam

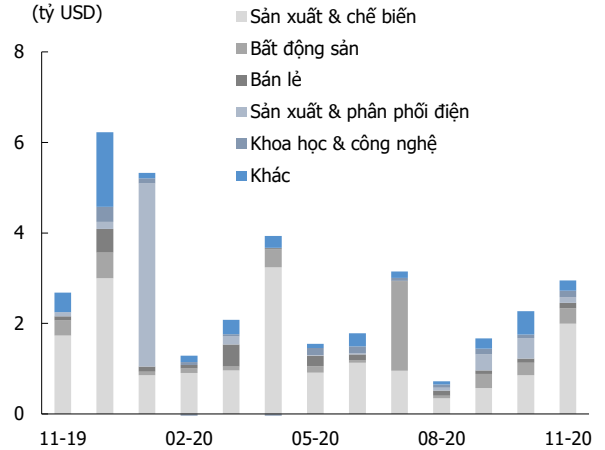
Sự dịch chuyển chuỗi cung ứng thúc đẩy FDI vào Việt Nam. Lập trường của đảng Dân chủ là tiếp tục ủng hộ cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung. Với chiến thắng của Biden, mối quan hệ Mỹ - Trung sẽ không trở nên quá căng thẳng nhưng ảnh hưởng của nó đến chuỗi cung ứng toàn cầu khó có thể đảo ngược. Sự chuyển dịch trong chuỗi cung ứng tại Trung Quốc sẽ khiến dòng vốn FDI đổ vào các nước khác và Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ điều này. Chúng tôi kỳ vọng các ngành công nghiệp phụ trợ và các bất động sản khu công nghiệp sẽ được hưởng lợi.

Hình 16. FDI giải ngân



Nguồn: MPI, KIS

Hình 17. FDI đăng ký theo ngành

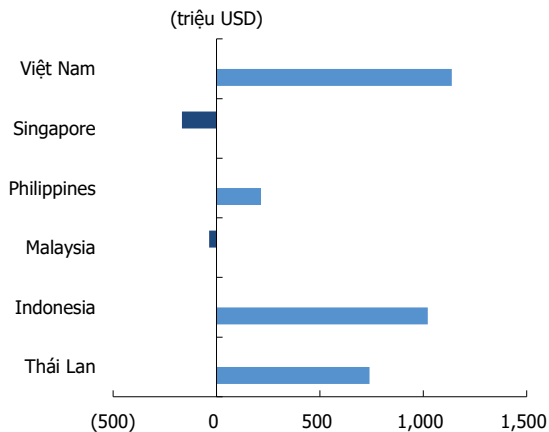


Nguồn: MPI, KIS

Việt Nam có thể thu hút các dòng vốn đầu tư tài chính quốc tế. Với Biden, Fed sẽ tiếp tục thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ, chẳng hạn như giữ lãi suất ở mức thấp. Ngoài ra, kế hoạch thuế của Biden cũng gây áp lực lớn lên thị trường tài chính Mỹ. Do đó, dòng vốn tài chính từ Mỹ có thể tìm kiếm các thị trường khác (chẳng hạn như Việt Nam) với lợi nhuận cao hơn cho các nhà đầu tư.

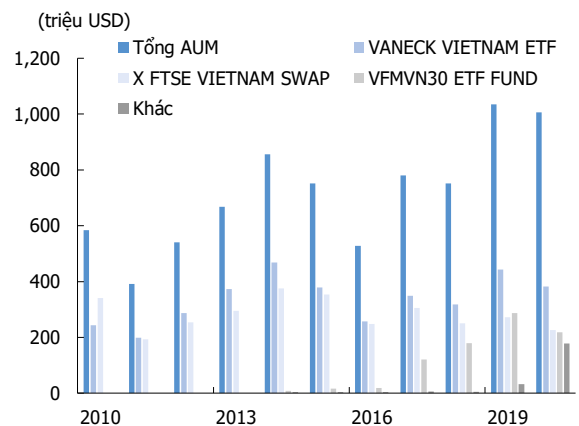
Việt Nam vẫn là một thị trường tiềm năng thu hút dòng vốn từ các quỹ ETF. Dòng tiền vào Việt Nam đạt 48 triệu USD kể từ đầu năm, đứng thứ hai ở Đông Nam Á, trong khi Malaysia và Philippines ghi nhận dòng tiền âm. Do đó, Việt Nam có thể trở thành một lựa chọn hấp dẫn cho các nhà đầu tư Mỹ.

Hình 18. Dòng vốn ròng ETF theo quốc gia



Ghi chú: Dữ liệu ngày 30/10/2020
 Nguồn: Bloomberg, KIS

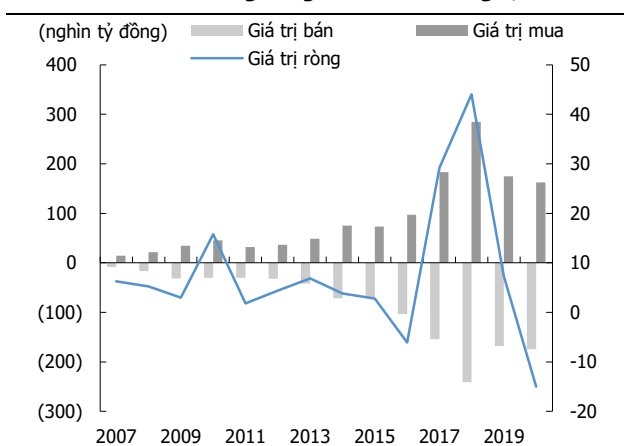
Hình 19. AUM các quỹ ETF lớn của Việt Nam



Ghi chú: Dữ liệu ngày 30/10/2020
 Nguồn: Bloomberg, KIS

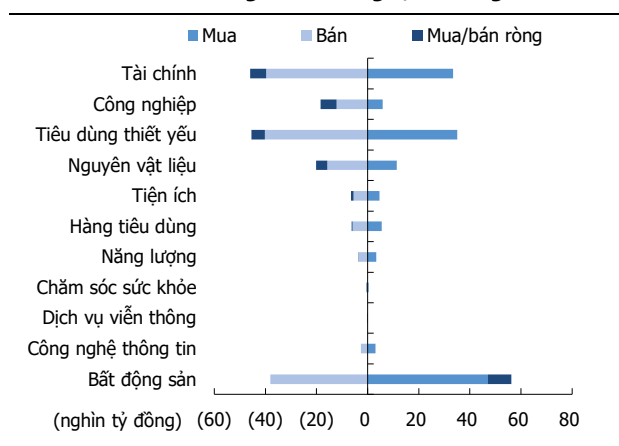
Nhà đầu tư nước ngoài có thể đảo chiều mua ròng. Tính đến giữa tháng 11/2020, hoạt động bán ra của khối ngoại đã áp đảo thị trường. Giá trị bán ròng được ghi nhận là 16 nghìn tỷ đồng khi thị trường kết thúc chuỗi mua ròng từ năm 2017 đến năm 2019. Cụ thể, hoạt động bán của khối ngoại đã tăng 6% so với năm 2019 trong khi hoạt động mua giảm 6%. Khối ngoại bán ròng mạnh trên thị trường chứng khoán Việt Nam xuất phát từ tâm lý thận trọng do ảnh hưởng từ đại dịch COVID-19 và kết quả không rõ ràng của cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ 2020. Kết quả là, dòng tiền đã chảy vào các kênh đầu tư khác có mức độ rủi ro thấp hơn, kênh trú ẩn an toàn, chẳng hạn như trái phiếu chính phủ và vàng.

Hình 20. Mua/bán ròng hàng năm của khối ngoại



Nguồn: Fiinpro, KIS

Hình 21. Mua/bán ròng của khối ngoại theo ngành 2020



Nguồn: Fiinpro, KIS

Về kết quả bầu cử tổng thống Mỹ năm 2020, mặc dù kết quả chính thức chưa được xác định, nhưng Joe Biden hiện đang có số phiếu bầu vượt trội hơn Donald Trump và có nhiều khả năng sẽ trở thành tổng thống Mỹ thứ 46. Các chính sách chính của Joe Biden gồm kiểm soát đại dịch COVID-19 và tăng mức lương tối thiểu sẽ bật đèn xanh cho sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ.

Thứ nhất, để đối phó với dịch COVID-19, Joe Biden tuyên bố sẽ cung cấp xét nghiệm miễn phí cho toàn bộ người dân. Đáng chú ý, Pfizer và BioNTech đã phát hành vắc xin COVID-19 có tỷ lệ hiệu quả lên đến 90%. Thông tin tích cực đó sẽ mang tâm lý lạc quan trở lại thị trường, cả ở Mỹ và Việt Nam.

Thứ hai, để giải quyết cuộc khủng hoảng do đại dịch gây ra, Joe Biden đã cam kết sẽ mở rộng các khoản vay cho các doanh nghiệp nhỏ, tăng việc chi trả trực tiếp cho các gia đình cũng như tăng mức lương tối thiểu nhằm hỗ trợ những người lao động trẻ tuổi. Những chính sách đó sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Mỹ, đồng thời mang lại hiệu ứng domino cho Việt Nam.

Thông tin nói trên sẽ “bật đèn xanh” cho sự phục hồi của thị trường Việt Nam trong thời gian tới. Như vậy, hoạt động bán ròng của khối ngoại có thể bị đảo ngược, mua ròng trở lại nhờ tâm lý lạc quan của thị trường.

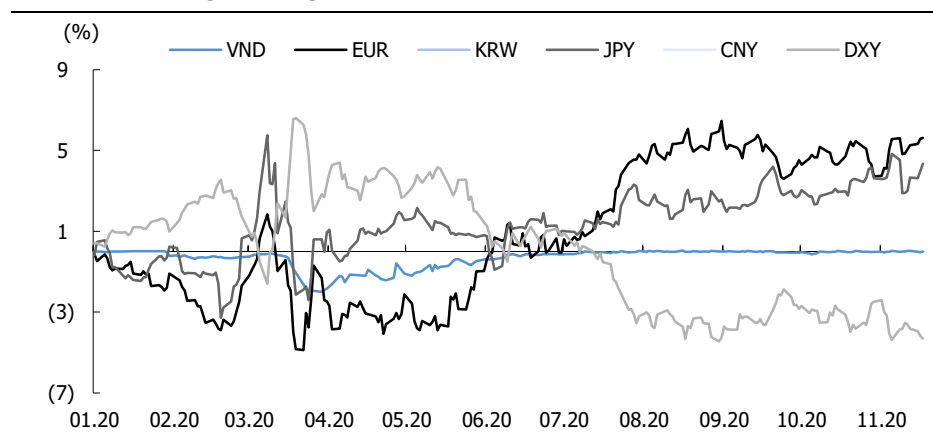
3. Đồng đô la Mỹ giảm giá dưới thời Biden

Trong quá trình bầu cử, Biden không đưa ra bất kỳ bình luận nào về giá trị đồng đô la Mỹ so với các đồng tiền lớn khác. Tuy nhiên, đồng đô la Mỹ có khả năng bị suy yếu trong dài hạn dưới thời tổng thống Biden do:

- Nợ công của Mỹ khả năng cao sẽ tiếp tục tăng. Biden dự định thực hiện một số chính sách như (1) Đầu tư vào cơ sở hạ tầng (2) Các gói kích thích kinh tế để đối phó với tác động của COVID-19... Những chính sách này sẽ làm tăng chi tiêu của chính phủ.
- Chính sách tiền tệ mở rộng của Fed. Để hỗ trợ nền kinh tế, Fed đang nới lỏng chính sách tiền tệ bằng cách giữ lãi suất thấp, nới lỏng định lượng và các gói hỗ trợ doanh nghiệp. Những chính sách này trong trung hạn có thể ảnh hưởng đến giá trị của đồng đô la Mỹ.

Mặc dù, Việt Nam thực hiện neo tỷ giá hối đoái theo đồng USD, nhưng việc đồng đô la Mỹ mất giá trong thời gian dài có thể ảnh hưởng đến một số nhóm cổ phiếu tại Việt Nam do (1) Ảnh hưởng đến các doanh nghiệp nhập khẩu nguyên liệu đầu vào cho sản xuất (2) Doanh nghiệp xuất khẩu (3) Doanh nghiệp vay bằng ngoại tệ.

Hình 22. Biến động của đồng VND, USD, CNY, KRW, JPY và EUR



Nguồn: Bloomberg, KIS

VI. Tác động ngành

Ngành	Đánh giá	Điểm nhấn đầu tư	CP khuyến nghị
Thủy sản	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Những nỗ lực của Biden nhằm ngăn chặn đại dịch sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ Biden sẽ duy trì thuế quan đối với Trung Quốc và tập trung nhiều hơn vào các rào cản kỹ thuật. Chiến thắng của Biden có khả năng tái khởi động lại việc tham gia CPTPP của Mỹ 	VHC
Hàng không	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Ngành hàng không được hưởng lợi khi ưu tiên hàng đầu của Biden là ngăn chặn COVID-19. Đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh làm tăng công suất cảng hàng không. 	SCS
Dầu khí	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Sự giảm giá dầu trong ngắn hạn là tạm thời. Năng lượng sạch gián tiếp đẩy giá dầu tăng cao. Cuộc chiến giá dầu sẽ không còn đạt đỉnh điểm. Giá dầu tăng mang lại tích cực cho thượng nguồn và trung nguồn. 	
Bất động sản công nghiệp	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu về bất động sản công nghiệp vẫn mạnh mẽ. Biden mở ra cơ hội về việc Mỹ sẽ tham gia TPP trong trung hạn. 	
Ngân hàng	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Biden hay Trump, Fed vẫn sẽ tiếp tục công việc đang làm. Các yếu tố nội tại chi phối hệ thống ngân hàng Việt Nam. Các chính sách ưu đãi từ NHNN kỳ vọng được giữ nguyên 	
Bất động sản nhà ở	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Số lượng người Mỹ mua nhà ở Việt Nam không đáng kể. Các chính sách của Biden không nhắm đến thị trường bất động sản. Thị trường nhà ở Việt Nam bị ảnh hưởng bởi các nhân tố có hữu. 	

Thủy sản

Tích cực

Mã	Đánh giá	MT (Đồng)
VHC	MUA	50,000

Chiến thắng của Biden hỗ trợ sự phục hồi sau năm 2020

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến thắng của Biden sẽ tác động tích cực đến xuất khẩu thủy sản của Việt Nam dựa vào những điểm chính sau:

- **Những nỗ lực cải tiến của Biden nhằm ngăn chặn sự lây lan của đại dịch sẽ hỗ trợ cho sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ.** Trong đó, chúng tôi kỳ vọng kênh nhà hàng, kênh tiêu thụ cốt lõi của thủy sản Việt Nam, sẽ phục hồi nhanh hơn sau ảnh hưởng nặng nề của đại dịch trong năm 2020.
- **Chiến thắng của Biden sẽ không đảo ngược ngay lập tức thuế quan trong cuộc chiến thương mại đối với Trung Quốc và tập trung nhiều hơn vào các rào cản kỹ thuật.** Mặc dù thể hiện thái độ ôn hòa hơn với Trung Quốc, chúng tôi không cho rằng chiến thắng của Biden sẽ tác động lớn đến cuộc chiến thương mại hiện tại. Do đó, phần lớn các mức thuế đối với Trung Quốc sẽ được duy trì ít nhất trong năm 2021, qua đó hỗ trợ xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang Mỹ.
- **Kế hoạch siết chặt các rào cản kỹ thuật của hàng hóa nhập khẩu cũng có lợi thế chất lượng của thủy sản Việt Nam.** Biden bày tỏ sự quan tâm về việc thắt chặt các rào cản kỹ thuật đối với hàng hóa nhập khẩu, chỉ ra nhiều lợi thế hơn cho các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam đã đáp ứng đủ điều kiện về chất lượng thủy sản.
- **Chiến thắng của Biden có khả năng tái khởi động lại việc tham gia CPTPP của Mỹ.** Chúng tôi kỳ vọng Biden sẽ khởi động lại tham gia các ưu tiên thương mại, đặc biệt là Hiệp định CPTPP. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sẽ mất nhiều thời gian để Mỹ tham gia trở lại Hiệp định. Trong trường hợp Mỹ quyết định tham gia CPTPP, chúng tôi không thấy nhiều tác động lên xuất khẩu thủy sản Việt Nam sang Mỹ, vì rào cản cạnh tranh nhất đối với các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản Việt Nam là thuế chống bán phá giá, phụ thuộc nhiều hơn vào tính cạnh tranh giá công bằng của doanh nghiệp so với những đối thủ cạnh tranh khác.

Rủi ro

- **Tác động của đại dịch kéo dài hơn so với dự kiến.** Mặc dù Biden đã thể hiện quyết tâm trong việc kiểm soát phạm vi lây lan của đại dịch, nhưng hiệu quả có thể thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi và kiềm chế tốc độ phục hồi tiêu thụ thủy sản.
- **Rủi ro cơ cấu ngành thủy sản Việt Nam,** bao gồm (1) những thay đổi bất lợi đối với thuế chống bán phá giá của Mỹ và (2) dịch bệnh do Covid-19 dẫn đến sự sụt giảm sản lượng thủy sản.

Toàn Đào

toan.dp@kisvn.vn

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị và giá mục tiêu				Lợi nhuận & Định giá									
Công ty				D.Thu	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(%)
VHC	Khuyến nghị	MUA	2017A	8,151	761	605	6,118	31,915	7.4	1.4	22.7	9.5	4.4
(HSX)	Giá MT (đồng)	50,000	2018A	9,271	1,685	1,442	15,489	43,452	2.9	1.0	41.5	4.7	8.8
	Giá (đồng)	45,250	2019A	7,867	1,132	1,179	6,371	27,008	7.1	1.7	26.5	5.7	-
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	8,233	2020F	7,241	903	858	4,608	29,436	9.8	1.5	16.8	6.2	4.4
			2021F	8,036	1,194	1,161	6,268	33,709	7.2	1.3	20.2	4.3	4.4
ANV	Khuyến nghị		2017A	2,949	247	142	1,142	11,214	20.1	2.0	10.5	12.1	5.2
(HSX)	Giá MT (đồng)	N/A	2018A	4,118	693	600	4,811	14,825	4.8	1.5	37.0	4.7	6.5
	Giá (đồng)	22,950	2019A	4,481	805	704	5,541	18,778	4.1	1.2	33.3	4.1	8.7
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	2,897	2020F	3,361	216	171	1,343	18,621	17.1	1.2	7.2	10.0	6.5
			2021F	3,769	252	208	1,640	18,761	14.0	1.2	8.8	10.2	6.5
IDI	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	5,327	443	343	1,859	11,608	28.1	4.5	16.3	21.8	1.5
(HSX)	Giá MT (đồng)	6,060	2018A	6,341	771	644	3,465	12,836	14.8	4.0	27.2	14.3	3.1
	Giá (đồng)	5,700	2019A	7,733	454	325	1,548	12,096	3.9	0.5	11.2	7.6	-
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	1,298	2020F	6,250	288	134	521	12,622	11.6	0.5	4.2	9.7	-
			2021F	6,756	405	245	1,003	13,625	6.0	0.4	7.6	7.2	-
MPC	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	15,665	930	714	9,254	35,492	2.1	0.6	30.2	5.3	-
(HSX)	Giá MT (đồng)	22,000	2018A	16,925	1,104	810	4,936	22,595	5.4	1.2	25.3	6.3	18.8
	Giá (đồng)	26,600	2019A	15,943	656	472	2,415	28,477	10.0	1.1	8.5	7.9	13.2
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	5,319	2020F	13,300	692	643	2,752	27,794	9.7	1.0	10.0	6.3	13.2
			2021F	15,022	781	733	3,150	27,510	8.4	1.0	11.6	6.1	13.2
FMC	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	3,498	129	112	3,417	16,073	5.3	1.2	21.4	9.3	25.0
(HSX)	Giá MT (đồng)	30,000	2018A	3,807	217	180	4,554	17,138	5.8	1.5	28.6	6.6	7.5
	Giá (đồng)	33,200	2019A	3,710	238	230	5,468	19,141	6.1	1.7	23.2	3.2	7.5
	Vốn hoá (Tỷ đồng)	1,780	2020F	4,095	256	233	4,287	21,388	7.7	1.6	21.3	6.7	7.5
			2021F	4,341	274	254	4,684	24,303	7.1	1.4	20.5	5.9	7.5

Ghi chú: Dữ liệu ngày 16/11/2020

Nguồn: KIS

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

MUA (Duy trì), Giá MT 50,000 đồng

Giá cp (19/11, đồng)	45,250
Vốn hoá (tỷ đồng)	8,088
SLCP lưu hành (triệu)	182
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	46,000/19,590
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	23
Tỷ lệ CP tự do (%)	50.2
Sở hữu NN (%)	33.0
Cổ đông lớn (%)	
Trương Thị Lệ Khanh	43.5
Mitsubishi Corp.	6.5

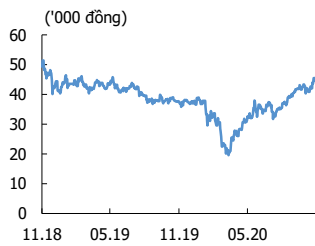
	DT	LNHD	LNR	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2017A	8,151	761	605	6,118	3.3	960	7.4	9.6	1.4	22.7	4.4
2018A	9,271	1,685	1,442	15,489	153.2	1,842	2.9	4.8	1.0	41.5	8.8
2019A	7,867	1,132	1,179	6,371	(58.9)	1,298	7.1	5.8	1.7	26.5	-
2020F	7,241	903	858	4,608	(27.7)	1,108	9.8	6.3	1.5	16.8	4.4
2021F	8,036	1,194	1,161	6,268	36.0	1,429	7.2	4.4	1.3	20.2	4.4

Collagen & Gelatin hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận sau năm 2020

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.0	38.9	20.7
Tương đối với VNI (%p)	1.1	21.5	20.0

Xu hướng giá



Chiến thắng của Biden sẽ củng cố vị thế thống lĩnh của Vĩnh Hoàn tại thị trường Mỹ. Những nỗ lực mạnh mẽ hơn trong việc ngăn chặn lây lan đại dịch, việc duy trì các điều khoản thuế quan của chiến tranh thương mại và việc tập trung vào các rào cản kỹ thuật sẽ đẩy nhanh quá trình phục hồi xuất khẩu của Vĩnh Hoàn tại Mỹ và củng cố vị thế dẫn đầu về cá tra của công ty tại thị trường này.

Xuất khẩu cá tra phi lê phục hồi sau 2020. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu cá tra phi lê sẽ phục hồi sau 2020 nhờ giá xuất khẩu cải thiện khi giá nguyên liệu cá tra đã tăng trở lại từ 4Q20. Chúng tôi ước tính Vĩnh Hoàn sẽ đạt 6,764 tỷ đồng doanh thu phi lê cá tra trong năm 2021 (+3.4% n/n).

Doanh thu Collagen & Gelatin tăng đột biến sau khi mở rộng công suất nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng Collagen & Gelatin sẽ tiếp tục tăng trưởng doanh thu trong năm 2021 nhờ công suất mới bắt đầu phát sinh doanh thu từ 4Q20. Chúng tôi ước tính sản phẩm Collagen & Gelatin sẽ đạt doanh thu 1,272 tỷ đồng (+83% n/n) và LN gộp 509 tỷ đồng (chiếm 33% tổng LN gộp) vào năm 2021, duy trì vai trò trụ cột tăng trưởng lợi nhuận của Vĩnh Hoàn.

Rủi ro. Khả năng cạnh tranh cao hơn kỳ vọng tại thị trường Mỹ sẽ thu hẹp thị phần của Vĩnh Hoàn và gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp từ cá tra phi lê của Vĩnh Hoàn tại Mỹ. Trong 2020, Việt Nam đã chứng kiến thêm nhiều doanh nghiệp xuất khẩu cá tra có mức thuế chống bán phá giá thấp hơn so với các kỳ review trước.

Khuyến nghị. Chúng tôi kỳ vọng rằng sự phục hồi của doanh thu xuất khẩu cá tra phi lê và mức tăng trưởng doanh thu cao của sản phẩm Collagen & Gelatin, và yếu tố hỗ trợ từ chính sách của Biden, sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của Vĩnh Hoàn sau năm 2020. Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của VHC là 50,000 đồng vào cuối 2021, bao gồm 2,000 đồng cổ tức tiền mặt, tổng lợi nhuận kỳ vọng là 16.1%. Khuyến nghị **MUA**.

Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	2,951	4,040	4,514	4,248	5,018
Tiền và tương đương tiền	418	651	1,578	1,395	1,917
Phải thu	1,331	2,003	1,522	1,506	1,650
Hàng tồn kho	1,202	1,386	1,414	1,346	1,451
Tài sản dài hạn	1,791	2,045	1,841	1,879	1,865
Tài sản cố định	1,790	1,656	1,840	1,879	1,865
Đầu tư tài chính	1	389	1	-	-
Khác	300	213	257	120	120
Tổng tài sản	5,043	6,299	6,612	6,246	7,003
Người mua trả trước	66	11	20	14	16
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	233	274	282	269	290
Khác	391	728	567	472	562
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,008	1,269	866	134	-
Nợ và TP dài hạn	402	-	-	-	-
Tổng nợ và phải trả	2,100	2,283	1,735	889	868
VCSH	2,943	4,015	4,875	5,356	6,133
Vốn điều lệ	924	924	1,834	1,834	1,834
Thặng dư	216	224	224	224	224
Quý khác	(3)	-	(114)	(114)	(114)
LN giữ lại	1,805	2,867	2,932	3,412	4,190
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.1	-	2	2	2
Tổng VCSH	2,943	4,015	4,877	5,358	6,135

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dòng tiền hoạt động	444	680	1,489	1,116	1,241
LN ròng	605	1,442	1,179	858	1,161
Khấu hao và khấu trừ	199	156	165	205	235
Tăng vốn lưu động ròng	(360)	(918)	145	52	(155)
Dòng tiền đầu tư	(593)	(702)	(743)	(205)	(221)
Tài sản cố định	(243)	(545)	(361)	(205)	(221)
Tăng đầu tư tài chính	(351)	(157)	(383)	-	-
Dòng tiền tài chính	27	20	(703)	(1,096)	(498)
Tăng vốn chủ	-	10	(114)	-	-
Tăng nợ	27	373	(403)	(732)	(134)
Chi trả cổ tức	(0)	(363)	(185)	(364)	(364)
Dòng tiền khác	207	235	884	-	-
Tăng tiền mặt	84	233	927	(184)	522

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu	8,151	9,271	7,867	7,241	8,036
Giá vốn hàng bán	6,980	7,232	6,334	6,032	6,502
Lợi nhuận gộp	1,172	2,039	1,533	1,209	1,534
Chi phí bán hàng & QLDN	411	354	401	307	340
LN hoạt động	761	1,685	1,132	903	1,194
Doanh thu tài chính	58	137	251	95	107
Thu nhập lãi	21	65	76	95	107
Chi phí tài chính	89	167	90	37	2
Chi phí lãi vay	71	56	60	37	2
LN khác	12	(85)	147	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-	79	14	-	-
LN trước thuế	723	1,688	1,309	961	1,299
Thuế TNDN	118	245	130	102	138
LN sau thuế	605	1,442	1,179	858	1,161
LN ròng cho công ty mẹ	605	1,442	1,179	858	1,161
EBITDA	960	1,842	1,298	1,108	1,429

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	6,118	15,489	6,371	4,608	6,268
BPS	31,915	43,452	27,008	29,436	33,709
DPS	2,000	4,000	-	2,000	2,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	11.6	13.7	(15.1)	(8.0)	11.0
LN hoạt động	11.0	121	(32.8)	(20.3)	32.3
LN ròng	6.9	139	(18.2)	(27.2)	35.2
EPS	3.3	153	(58.9)	(27.7)	36.0
EBITDA	15.3	92	(29.5)	(14.6)	29.0
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	9.3	18.2	14.4	12.5	14.9
Biên LN ròng	7.4	15.6	15.0	11.9	14.4
Biên EBITDA	11.8	19.9	16.5	15.3	17.8
ROA	12.7	25.4	18.3	13.4	17.5
ROE	22.7	41.5	26.5	16.8	20.2
Suất sinh lợi cổ tức	4.5	8.9	-	4.5	4.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức	32.7	25.8	-	43.4	31.9
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	992	618	(712)	(1,261)	(1,917)
Nợ ròng/VCSH (%)	34	15	(15)	(24)	(31)
Định giá (x)					
PE	7.3	2.9	7.0	9.7	7.1
PB	1.4	1.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.5	4.8	5.7	6.2	4.4

Hàng không

Tích cực

Mã	Đánh giá	MT (Đồng)
SCS	Không	N/A

Nam Nguyễn
nam.nt@kisvn.vn

Nhàn Lại
nhan.lt@kisvn.vn

Lên kế hoạch bay và cất cánh theo dự định

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm đầu tư của chúng tôi, chiến thắng của Biden sẽ tác động tích cực đến ngành hàng không Việt Nam, nhờ vào những luận điểm chính sau:

- **Ngành hàng không được hưởng lợi khi ưu tiên hàng đầu của Biden là ngăn chặn COVID-19.** Chỉ khi COVID-19 được kiểm soát, người dân mới cảm thấy an toàn và bắt đầu di chuyển trở lại. Vì ưu tiên của chính phủ Biden là giải quyết triệt để COVID-19, chúng ta có thể mong đợi một kịch bản virus được khống chế và các hãng hàng không của Mỹ có thể cất cánh trở lại, bất chấp một số lệnh hạn chế du lịch trong thời gian ngắn. Du khách từ Mỹ luôn nằm trong top 5 của thị trường hàng không Việt Nam, theo số liệu của Tổng cục Thống kê năm 2019. Sự trở lại của ngành hàng không Mỹ sẽ giúp hàng không Việt Nam phục hồi.
- **Đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh làm tăng công suất cảng hàng không.** Biden có kế hoạch mở rộng công suất sân bay nhằm đáp ứng nhu cầu vận chuyển hàng hóa đang tăng nhanh, giúp giảm bớt tình hình quá tải tại các sân bay. Hiện tại, các hãng hàng không của Việt Nam bao gồm Vietnam Airlines, Bamboo Airways đã nhận được giấy phép của Bộ Giao thông Hoa Kỳ để vận chuyển hành khách và hàng hóa. Vietjet Air và UPS đã ký kết thỏa thuận hợp tác vận chuyển hàng hóa nhằm phát triển các tuyến đường thương mại từ châu Á đến Mỹ. Chúng tôi đánh giá cao những nỗ lực này của tân tổng thống thống và kỳ vọng một triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan.

Rủi ro

- **Chiến lược năng lượng sạch tạo thêm chi phí cho ngành hàng không** khi Biden cam kết giảm khí thải nhà kính và phát triển ngành hàng không carbon thấp để đạt mục tiêu “không phát thải” vào 2050. Chi phí tăng thêm cho mỗi hành khách và khối lượng hàng hóa vận chuyển có thể tạo áp lực lên giá vé và phí, làm giảm triển vọng ngành hàng không.
- **Thất bại trong việc ngăn chặn COVID-19.** Nếu các biện pháp cách ly, phong tỏa xã hội hay vắc xin không ngăn chặn được sự bùng phát trở lại của virus, sự phục hồi của ngành hàng không và du lịch có thể chững lại hoặc rơi vào suy thoái.

Kết luận

- Chúng tôi đánh giá nhiệm kỳ tổng thống của Biden sẽ có ảnh hưởng tích cực đối với ngành hàng không Việt Nam khi chính sách ngăn chặn dịch bệnh là mục tiêu hàng đầu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng ngành vì hàng không Việt Nam rất nhạy cảm với các ảnh hưởng trong nước. Bộ Y tế đã đưa ra nhiều thủ tục cách ly đối với việc nhập cảnh và vẫn do dự trong việc mở lại đường bay quốc tế.
- Chúng tôi đang theo dõi ACV (Cảng Hàng không Việt Nam), HVN (Vietnam Airlines), VJC (Vietjet Air) vì đây là những doanh nghiệp được hưởng lợi từ chính quyền của Biden.

CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS)

Không đánh giá

Giá cp (17/11, đồng)	121,400
Vốn hoá (tỷ đồng)	6,409
SLCP lưu hành (triệu)	51
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	140,875/83,471
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	3
Tỷ lệ CP tự do (%)	98.3
Sở hữu NN (%)	28.4
Cổ đông lớn (%)	
CTCP Gemadep	32.6
ACV	13.1

	DT	LNHĐ	LNR	EPS	% tăng	EBITDA	PE	EV/EBITDA	PB	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2016A	496	289	245	4,869	81.3	343	4.9	3.5	1.6	35.2	0.7
2017A	588	387	344	6,839	40.5	443	3.4	2.4	1.4	44.7	0.0
2018A	675	461	437	8,679	26.9	516	2.7	2.2	1.4	52.8	1.7
2019A	748	527	502	9,971	14.9	582	2.3	1.7	1.2	57.5	1.8

Điểm sáng

Hàng không toàn cầu phục hồi nhanh chóng. Theo IATA, sản lượng hàng hóa bằng đường hàng không tăng nhẹ 8% n/n trong tháng 9 bất chấp sự trở lại của COVID-19, cho thấy tốc độ phục hồi đang đi đúng hướng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu hàng hóa có khả năng duy trì đà tăng trưởng tốt trong ngắn hạn do phương thức vận tải hàng không được ưu tiên hơn.

Tình hình sản xuất tại châu Âu có xu hướng lạc quan hơn. Chỉ số PMI của Đức tăng mạnh lên 56 vào tháng 9 là tín hiệu tốt đối với các khách hàng của SCS bao gồm Samsung, LG, Intel trong các dịch vụ vận chuyển hàng hóa quốc tế tích hợp, đóng góp 80-90% tổng sản lượng của SCS. Tình hình sản xuất lạc quan của châu Âu đang báo hiệu sự phục hồi trong ngành vận tải hàng không quốc tế, giúp SCS sớm vượt qua cơn bão.

Tiềm năng tăng trưởng từ việc mở rộng công suất. SCS đã hoạt động vượt công suất 10% từ 2018 - 2019. Chúng tôi tin rằng việc ra mắt ga sân bay mới hoặc mở rộng công suất sẽ giúp SCS có thêm thị phần. Theo ban lãnh đạo, công ty đã lên kế hoạch tăng công suất thêm 75% trong năm 2021 - 2023

Tình hình tài chính lành mạnh. Lượng tiền mặt ròng của công ty ở mức 260 tỷ đồng, chiếm 23% tổng tài sản vào cuối 3Q20. Chúng tôi cho rằng nguồn tiền mặt dồi dào của SCS sẽ làm giảm rủi ro vay nợ khi thực hiện dự án và tạo ra nguồn thu nhập lãi ổn định.

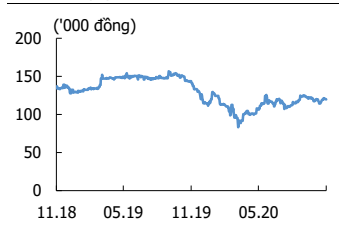
Kết quả kinh doanh 9T20 tốt hơn mong đợi. Mặc dù gặp phải một số khó khăn trong ngành logistic, SCS vẫn báo cáo doanh thu 495 tỷ đồng (-9.7% n/n) và lợi nhuận sau thuế 336 tỷ đồng (-9.8% n/n), hoàn thành 75/87% so với chỉ đạo của ban lãnh đạo.

Khuyến nghị. Chúng tôi nhìn thấy tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn của SCS, dựa trên kế hoạch mở rộng công suất và công nghệ tiên tiến giúp công ty đáp ứng nhu cầu khách hàng. SCS là công ty duy nhất có khả năng mở rộng công suất và rủi ro cạnh tranh từ đối thủ mới là rất ít. Chúng tôi đưa CTCP Dịch vụ Hàng Hóa Sài Gòn vào danh sách theo dõi về những doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ các chính sách của Biden. Rủi ro của SCS là tính kém thanh khoản khi SCS được nắm giữ bởi các cổ đông chính và cô đặc.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	1.9	13.4	(13.6)
Tương đối với VNI (%)	(2.4)	(3.1)	(13.6)

Xu hướng giá



Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A
Tài sản ngắn hạn	165	235	157	317
Tiền và tương đương tiền	102	171	77	246
Phải thu	63	64	79	71
Hàng tồn kho	0	0	0	0
Tài sản dài hạn	732	686	637	591
Tài sản cố định	732	686	637	591
Đầu tư tài chính	0	0	0	0
Khác	70	69	178	165
Tổng tài sản	967	990	971	1,073
Người mua trả trước	0	0	0	1
Doanh thu chưa thực hiện	20	14	7	0
Phải trả người bán	9	3	5	4
Khác	49	48	73	65
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	18	7	0	0
Nợ và TP dài hạn	103	3	0	0
Tổng nợ và phải trả	198	75	86	69
VCSH	769	914	885	1,004
Vốn điều lệ	534	572	572	576
Thặng dư	12	21	21	35
Quý khác	5	2	9	9
LN giữ lại	219	320	284	385
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng VCSH	769	914	885	1,004

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A
Dòng tiền hoạt động	300	388	497	549
LN ròng	245	344	437	502
Khấu hao và khấu trừ	54	56	55	55
Tăng vốn lưu động ròng	0	(13)	5	(8)
Dòng tiền đầu tư	(12)	(10)	(59)	(119)
Tài sản cố định	(12)	(10)	(6)	(10)
Tăng đầu tư tài chính	0	0	(53)	(109)
Dòng tiền tài chính	(31)	(72)	(35)	0
Tăng vốn chủ	0	0	0	0
Tăng nợ	(20)	(72)	(10)	0
Chi trả cổ tức	(11)	0	(25)	0
Dòng tiền khác	(177)	(237)	(497)	(261)
Tăng tiền mặt	80	70	(94)	169

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh thu	496	588	675	748
Giá vốn hàng bán	137	135	147	153
Lợi nhuận gộp	359	453	528	595
Chi phí bán hàng & QLDN	70	66	67	68
LN hoạt động	289	387	461	527
Doanh thu tài chính	2	5	8	14
Thu nhập lãi	0	0	0	0
Chi phí tài chính	13	5	0	1
Chi phí lãi vay	13	4	0	1
LN khác	(1)	1	6	12
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0
LN trước thuế	275	384	467	538
Thuế TNDN	30	40	30	35
LN sau thuế	245	344	437	502
LN ròng cho công ty mẹ	245	344	437	502
EBITDA	343	443	516	582

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)				
EPS	4,869	6,839	8,679	9,971
BPS	13,846	16,727	16,143	18,512
DPS	0	5,111	10,024	7,443
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	45.4	18.6	14.8	10.8
LN hoạt động	54.3	34.1	19.1	14.2
LN ròng	81.3	40.5	26.9	14.9
EPS	81.3	40.5	36.9	14.9
EBITDA	42.2	29.2	16.4	12.8
Khả năng sinh lợi (%)				
Biên LN hoạt động	58.2	65.8	68.3	70.4
Biên LN ròng	49.4	58.6	64.7	67.1
Biên EBITDA	69.2	75.3	76.4	77.8
ROA	25.4	35.2	44.6	49.1
ROE	35.2	44.7	52.8	57.5
Suất sinh lợi cổ tức	0.7	0.0	1.7	1.8
Tỷ lệ chi trả cổ tức	3.6	0.0	4.7	4.1
Đòn bẩy				
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(20)	(161)	(77)	(246)
Nợ ròng/ VCSH (%)	(3)	(18)	(9)	(25)
Định giá (x)				
PE	4.9	3.4	2.7	2.3
PB	1.6	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA	3.5	2.4	2.2	1.7

Dầu khí

Tích cực

Triển vọng đầy hứa hẹn

Luận điểm đầu tư

Theo chúng tôi, chiến thắng của Biden sẽ tác động tích cực đến dầu khí Việt Nam, nhờ những điểm chính sau:

- **Sự giảm giá dầu trong ngắn hạn là tạm thời.** Ưu tiên sức khỏe cộng đồng hơn là tái khởi động kinh tế theo mục tiêu của Biden có thể làm giảm mức tiêu thụ nhiên liệu. Giá dầu có thể quay đầu giảm trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng đó chỉ là tạm thời vì nhu cầu về dầu có thể tăng trở lại nhờ tăng trưởng kinh tế sau khi dịch bệnh bùng phát được kiểm chế.
- **Năng lượng sạch gián tiếp đẩy giá dầu lên cao.** Chiến lược của Biden hướng tới năng lượng sạch có thể khiến việc ngừng khoan mới trên các vùng đất liên bang, làm giảm nguồn cung dầu thô ở Mỹ và tăng chi phí cho dầu đá phiến. Giá đồng thuận của OPEC và các đồng minh ở đâu đó khoảng 50 USD/thùng.
- **Cuộc chiến giá dầu sẽ không còn đạt đỉnh điểm.** So với người tiền nhiệm Trump, chính phủ của Biden có thể dẫn dắt một chính sách ôn hòa hơn như hỗ trợ thương mại toàn cầu và giảm chủ nghĩa bảo hộ. Mỹ - 1 trong 3 nhà cung cấp dầu thô hàng đầu sẽ sớm can thiệp vào cuộc chiến giá dầu. Diễn biến giá dầu thời gian tới sẽ không có biến động mạnh như cuộc chiến giá dầu Nga - Ả Rập vào tháng 3/2020. Năng lượng sạch là chiến lược lâu dài của thế giới, tuy nhiên dầu thô vẫn là nguồn năng lượng chính cho sản xuất. Giữ giá dầu ổn định và không biến động là chìa khóa để phục hồi kinh tế.
- **Giá dầu tăng mang lại tích cực cho thượng nguồn và trung nguồn.** Cho thuê giàn khoan PVD, vận tải dầu khí PVT và phân phối khí GAS tăng lợi nhuận tốt khi giá các dịch vụ của họ liên quan trực tiếp đến giá dầu thô. Số lượng giàn khoan đang hoạt động tăng trở lại, điều đó báo hiệu cho sự tăng trưởng tỷ lệ sử dụng giàn khoan. Chúng tôi cho rằng PVD đã sẵn sàng cho các hợp đồng khoan mới với giá thuê ngày cao hơn. Giá thuê chuyển vận tải quốc tế tăng sẽ làm PVT có lợi. GAS sẽ được hưởng lợi nhờ giá bán sản phẩm bình quân cao hơn.

Rủi ro

- **Chính sách của Biden không chống lại được virus.** Các biện pháp cách ly, phong tỏa xã hội hay vắc-xin có thể không ngăn chặn được sự bùng phát trở lại của virus. Hơn nữa, trong trường hợp không mong muốn, việc ra mắt vắc-xin có thể bị trì hoãn. Nhu cầu dự kiến sẽ tăng chậm lại do việc đi lại và sản xuất tiếp tục bị kìm hãm bởi những lo ngại về sức khỏe và hoạt động kinh tế toàn cầu đi xuống.

Nam Nguyễn
nam.nt@kisvn.vn

Nhàn Lại
nhan.lt@kisvn.vn

- **Một cuộc chiến giá dầu mới có thể diễn ra với kịch bản nghiêm trọng.** Chính sách ôn hòa của Biden có thể không đủ mạnh để ngăn chặn cuộc chiến giá dầu khi nguyên nhân chính là do cạnh tranh thị phần và bất đồng trong sản lượng dầu mục tiêu. OPEC và các nước xuất khẩu dầu khác vẫn chưa đạt được sự đồng thuận nên giá dầu sẽ biến động mạnh.

Kết luận

- Chúng tôi đưa ra quan điểm tích cực về chiến thắng của Biden đối với ngành dầu khí Việt Nam vì giá dầu có thể ổn định hơn. Chúng tôi lạc quan về PVD (Tổng Công ty Khoan), PVT (Vận tải xăng dầu Việt Nam), GAS (Tổng Công ty Khí Việt Nam) vì giá dầu tăng sẽ có lợi cho kết quả kinh doanh của họ. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lo ngại về nguồn cung hạ nguồn sẽ bị ảnh hưởng ở một mức độ nhất định. Giá khí đầu vào cao hơn có thể dẫn đến biên lợi nhuận các nhà máy điện đạm bị thu hẹp ở các mức độ khác nhau, bao gồm DPM (Đạm Phú Mỹ), DCM (Đạm Cà Mau).

Bất động sản công nghiệp

Tích cực

Mã	Đánh giá	MT (Đồng)
KBC	Nắm giữ	
NTC	Nắm giữ	
LHG	Nắm giữ	

Khuyến khích động lực tăng trưởng

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến thắng của Biden sẽ thổi luồng gió mới cho các khu công nghiệp Việt Nam nhờ những luận điểm sau:

- **Nhu cầu về bất động sản công nghiệp vẫn mạnh mẽ.** Miễn là không có bất kỳ sự thoái lui nào trong chính sách cứng rắn với Trung Quốc của Trump, các doanh nghiệp FDI tại Trung Quốc vẫn sẽ phải tìm cách di dời chuỗi cung ứng/sản xuất của mình, và Việt Nam tiếp tục là một điểm đến được ưa thích. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu về bất động sản công nghiệp vẫn mạnh mẽ dựa trên làn sóng di dời ra khỏi Trung Quốc của các doanh nghiệp FDI.
- **Biden mở ra cơ hội về việc Mỹ sẽ tham gia TPP trong trung hạn.** Biden đã đưa ra khả năng về việc đàm phán lại Hiệp định TPP trong chiến dịch tranh cử của mình. Hiệp định RCEP được ký kết trong tuần này sẽ khiến chính quyền tương lai của Biden gặp áp lực trong việc thỏa thuận các chương trình thương mại với Châu Á. Chính phủ mới của Hoa Kỳ nên đàm phán lại và tham gia TPP càng sớm càng tốt vì lợi ích của “Nước Mỹ lãnh đạo”, thương mại công bằng và tự do ở Khu vực Ấn Độ Dương-Thái Bình Dương, và bảo hộ việc làm cho người dân Mỹ.

Rủi ro

- **Việc ngăn chặn suy thoái kinh tế trong bối cảnh đại dịch có thể thất bại hoặc mất nhiều thời gian hơn dự kiến.** Chính quyền sắp tới của Hoa Kỳ sẽ cần giải quyết nhiều vấn đề cấp bách nội tại bao gồm kiềm chế dịch bùng phát và phục hồi nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng đây là những nhiệm vụ khó khăn, có thể thất bại hoặc mất nhiều thời gian hơn dự kiến.

Kết luận

- Chúng tôi cho rằng tác động chính sách của Biden là tích cực dựa trên thái độ sẵn sàng và cởi mở của ông đối với thương mại tự do, điều này sẽ dẫn đến nguồn vốn FDI lớn chảy vào Việt Nam. Nguồn cung đất hạn chế tại các khu công nghiệp trọng điểm cũng thúc đẩy sự tăng giá trong hoạt động cho thuê khu công nghiệp.

Nhàn Lại

nhan.lt@kisvn.vn

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị & Giá MT			Lợi nhuận và Định giá										
Công ty				DT	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(X)	(X)	(%)	(X)	(%)
KBC (HSX)	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	1,260	473	585	1,244	17,644	12.0	0.8	7.3	20	0.0
	Giá MT (đồng)	16,300	2018A	2,490	1,161	746	1,587	19,232	9.4	0.8	8.6	8	0.0
	Giá (đồng)	14,950	2019A	3,210	1,533	918	1,955	20,187	7.6	0.7	9.9	6	6.7
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,022	2020F	2,719	965	593	1,262	21,449	11.8	0.7	6.1	7	0.0
			2021F	3,249	1,222	780	1,661	23,111	9.0	0.6	7.5	5	0.0
LHG (HSX)	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	488	192	166	6,157	25,693	4.5	1.3	23.6	-0.1	5.4
	Giá MT (đồng)	20,500	2018A	430	173	176	3,519	21,822	8.0	1.2	19.2	4.1	5.4
	Giá (đồng)	28,000	2019A	599	145	143	2,854	22,923	9.8	1.2	15.3	4.1	6.8
	Vốn hóa (tỷ đồng)	1,401	2020F	666	203	174	3,475	24,012	8.1	1.1	17.6	3.6	6.8
			2021F	795	302	224	4,470	25,658	6.3	1.0	20.9	2.6	6.8
NTC (UPCoM)	Khuyến nghị	Năm giữ	2017A	146	63	142	8,905	23,720	33.7	12.6	42.6	35.5	0.5
	Giá MT (đồng)	205,000	2018A	532	438	456	28,476	36,810	10.5	8.1	94.1	6.8	2.0
	Giá (đồng)	299,900	2019A	194	86	237	14,782	36,287	20.3	8.3	40.4	27.0	5.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,798	2020F	283	146	285	17,808	43,760	16.8	6.9	44.5	17.7	2.7
			2021F	339	164	284	17,719	51,707	16.9	5.8	37.1	18.6	2.7

Ghi chú: Dữ liệu ngày 16/11/2020

Nguồn: KIS

Ngân hàng

Chi phối bởi các chính sách hỗ trợ của NHNN

Trung lập

Mã	Đánh giá	MT (Đồng)
ACB	MUA	33,400
MBB	MUA	24,200
TCB	MUA	28,400
VCB	Nắm giữ	-

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến thắng của Biden không có tác động đáng kể đến ngành ngân hàng Việt Nam, dựa trên những luận điểm sau:

- **Biden hay Trump, Fed vẫn sẽ tiếp tục công việc đang làm.** Dù Biden hay Trump là người được xướng tên cho vị trí Tổng thống Hoa Kỳ thì họ đều phục vụ cho lợi ích của nước Mỹ. Fed được cho là sẽ tiếp tục các công việc đang làm trong ít nhất ba năm nữa để hỗ trợ cho sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ. Dựa trên sự ủng hộ của Biden dành cho năng lượng xanh, FED có thể tham gia mạng lưới Hệ thống Tài chính xanh (NGFS) trong năm tới. Tầm nhìn của NGFS là nâng cao vai trò của hệ thống tài chính trong việc đo lường các rủi ro liên quan đến khí hậu và thúc đẩy thực hiện tài chính xanh. Là một quốc gia luôn nằm trong top các quốc gia được đánh giá dễ bị tổn hại nhất dưới tác động của biến đổi khí hậu, đây có thể là một tin vui với Việt Nam nhưng là ở một tương lai xa. Về ngắn và trung hạn, chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam vẫn có thể duy trì ở mức cao do Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI trong bối cảnh cơ cấu lại chuỗi giá trị sản xuất toàn cầu. Bên cạnh đó, ấn tượng và niềm tin của nhà đầu tư đã được củng cố mạnh mẽ sau thành công của đất nước trong “Cuộc chiến COVID-19”.
- **Các yếu tố nội tại chi phối hệ thống ngân hàng Việt Nam.** Chúng tôi tin rằng, triển vọng của ngành sẽ phụ thuộc vào chính sách tiền tệ của NHNN, đặc biệt là các chính sách liên quan đến việc hỗ trợ ảnh hưởng từ dịch COVID-19. Tính đến thời điểm hiện tại, Thông tư 01 (TT.01) giúp loại bỏ rủi ro hệ thống liên quan đến những ảnh hưởng nặng nề trong chất lượng tài sản và lợi nhuận của các ngân hàng. Ngành ngân hàng tiếp tục thực hiện gia hạn nợ đối với người đi vay chịu ảnh hưởng của dịch COVID-19 trong 3Q20 và nâng tổng giá trị các khoản vay được tái cơ cấu từ 210 nghìn tỷ đồng (~2.5% tổng dư nợ tín dụng) tại thời điểm 13/07 lên 331 nghìn tỷ đồng (~3.8% tổng dư nợ tín dụng) tại thời điểm 28/09/2020.
- **Các chính sách ưu đãi từ NHNN kỳ vọng được giữ nguyên.** Diễn biến nợ cơ cấu các ngân hàng trong danh mục theo dõi của KIS tốt hơn toàn ngành bởi đa phần các ngân hàng này báo cáo dư nợ bị ảnh hưởng bởi COVID-19 được cơ cấu theo TT.01 giảm hoặc đi ngang. Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng trong danh mục theo dõi của KIS tăng 5.78% so với thời điểm đầu năm và tăng 6.09% so với toàn ngành do mức tăng trưởng khiêm tốn tại các ngân hàng quốc doanh bao gồm CTG và BID. Mặt khác, các ngân hàng tư nhân bao gồm ACB, TCB, MBB, VPB và VIB tăng trưởng khoảng 9-16% so với thời điểm đầu năm. Do tình hình dịch bệnh vẫn diễn biến phức tạp, chúng tôi tin rằng Chính phủ sẽ tiếp tục duy trì các chính sách hỗ trợ trong năm 2021.

Yến Trần

yen.tt@kisvn.vn

Rủi ro

- **Tình trạng lây lan của virus trở nên tồi tệ đe dọa nền kinh tế toàn cầu.** Diễn biến của dịch bệnh gây nên tình trạng không chắc chắn trong nhu cầu của toàn thế giới. Điều này, thông qua độ mở của nền kinh tế ở mức cao (~200% GDP), sẽ trực tiếp tác động đến nền kinh tế Việt Nam, cụ thể là dòng vốn FDI và thu nhập quốc dân.
- **Việc dừng thực hiện các chính sách hỗ trợ và nới lỏng tiền tệ sớm hơn dự kiến.** Theo đó nếu rút các chính sách hỗ trợ quá sớm ngành ngân hàng có thể sẽ phải đối mặt với một lượng lớn tài sản xấu, sự tăng lên của lãi suất cho vay, và/hoặc các vấn đề về thanh khoản.

Kết luận

- Với một viễn cảnh không chắc chắn, chúng tôi ưu tiên các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt, chuẩn bị kỹ càng cho sự gia tăng chi phí dự phòng rủi ro và bị định giá thấp. ACB, TCB và MBB là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi.

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị & Giá MT			Lợi nhuận & Định giá										
Công ty				Tổng DT	LNTDP	LN ròng	EPS	BPS	PER	PBR	ROE	ROA	Cổ tức
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(X)	(X)	(%)	(X)	(%)
ACB (HNX)	Khuyến nghị	MUA	2017	11,439	5,222	2,118	981	7,606	27.7	3.6	0.8	14.1	1.2
	Giá MT (đồng)	33,400	2018	14,033	7,321	5,137	2,390	9,972	11.4	2.7	1.7	27.7	-
	Giá (đồng)	27,200	2019	16,097	7,790	6,010	2,744	12,893	9.9	2.1	1.7	24.6	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,518	2020F	18,082	9,888	6,955	3,171	16,063	8.6	1.7	1.7	22.3	-
			2021F	22,696	12,411	8,559	3,906	18,969	7.0	1.4	1.9	22.6	3.7
MBB (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	13,867	7,868	3,461	1,182	10,437	16.4	1.9	1.2	12.9	2.1
	Giá MT (đồng)	24,200	2018	19,537	10,803	6,113	2,140	12,165	9.1	1.6	1.8	20.1	2.5
	Giá (đồng)	19,500	2019	24,650	14,927	7,823	2,752	14,197	7.0	1.4	2.1	22.2	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,221	2020F	26,727	16,945	8,207	2,763	17,164	7.0	1.1	1.9	19.1	3.1
			2021F	30,061	19,059	8,790	2,963	19,527	6.5	1.0	1.9	17.1	3.1
TCB (HSX)	Khuyến nghị	MUA	2017	16,344	11,646	6,446	2,157	9,039	10.9	2.6	2.6	27.7	-
	Giá MT (đồng)	28,400	2018	18,351	12,508	8,464	2,409	14,770	9.7	1.6	2.9	21.5	-
	Giá (đồng)	23,400	2019	21,068	13,756	10,075	2,872	17,568	8.1	1.3	2.9	17.8	-
	Vốn hóa (tỷ đồng)	3,526	2020F	26,392	17,709	11,510	3,271	20,839	7.2	1.1	2.9	17.1	-
			2021F	29,299	19,587	12,653	3,595	24,435	6.5	1.0	2.8	16.0	-
VCB (HSX)	Khuyến nghị	N/A	2017	29,406	17,540	9,111	2,001	14,559	43.2	5.9	1.0	1.0	0.9
	Giá MT (đồng)	93,000	2018	39,278	25,667	14,622	3,334	17,244	25.9	5.0	1.4	1.4	0.0
	Giá (đồng)	90,200	2019	45,730	29,913	18,526	4,287	21,763	20.2	4.0	1.6	1.6	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	334,540	2020F	49,485	32,418	19,175	4,274	26,045	20.2	3.3	1.5	1.5	1.2
			2021F	57,355	37,574	22,444	5,124	30,179	16.9	2.9	1.7	1.7	1.2

Ghi chú: Dữ liệu ngày 19/11/2020

Nguồn: KIS

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

MUA (Duy trì), Giá MT 33,400 đồng

Giá cp (19/11, đồng)	27,200
Vốn hoá (tỷ đồng)	59,011
SLCP lưu hành (triệu)	2,162
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	27,200/13,693
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	153
Tỷ lệ CP tự do (%)	75.8
Sở hữu NN (%)	30.0
Cổ đông lớn (%)	
Dragon Capital	12.2
ALP Asia Finance	10.0

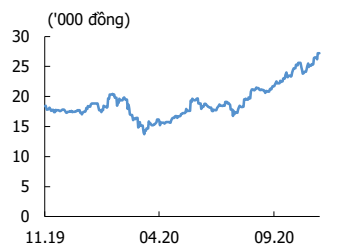
	Tổng DT	LNTDPTD	LNR	EPS	% tăng	BPS	PE	PB	ROA	ROE	Cổ tức
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(đồng)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)
2017A	11,439	5,222	2,118	981	62.2	7,606	27.7	3.6	0.8	14.1	1.2
2018A	14,033	7,321	5,137	2,390	143.6	9,972	11.4	2.7	1.7	27.7	-
2019F	16,097	7,790	6,010	2,744	14.8	12,893	9.9	2.1	1.7	24.6	-
2020F	18,082	9,888	6,955	3,171	15.6	16,063	8.6	1.7	1.7	22.3	-
2021F	22,696	12,411	8,559	3,906	23.2	18,969	7.0	1.4	1.9	22.6	3.7

Lại một năm sôi động nữa sắp tới

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.5	58.1	46.9
Tương đối với VNI (%)	3.2	41.3	46.7

Xu hướng giá



Tăng trưởng tín dụng tăng tốc kể từ 3Q20. Tín dụng tăng trưởng nhanh trong 3Q20, bắt kịp tốc độ tăng trưởng 9T 3 năm gần nhất ở mức 9 - 11%. Sự tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động cho vay do ACB không tham gia đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp trong giai đoạn bùng nổ này. Chúng tôi tin rằng hoạt động tín dụng có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng cao, đạt ~15% ytd trong 4Q20 và 14% trong năm 2021. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng việc ACB sẽ nâng khẩu vị rủi ro và dự phóng chi phí tín dụng mức 0.4-0.6% trong hai năm tới.

Thúc đẩy các nguồn thu ngoài lãi. ACB đặt kế hoạch gia tăng thu nhập từ phí dịch vụ NFI ở mức 14% trên tổng thu nhập hoạt động TOI thời điểm hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng của NFI trong TOI của ACB có thể tăng lên mức ~24% vào năm 2024 nhờ vào: 1) lợi thế từ cơ sở khách hàng vững chắc và thương hiệu ngân hàng bán lẻ mạnh; 2) khả năng phát triển mảng kinh doanh bancassurance vượt trội được chứng minh bởi những thành tích nổi bật đạt được trong hai năm qua và; 3) sự đầu tư vào công nghệ với mục tiêu tăng trải nghiệm và mức độ tương tác của khách hàng.

Lãi suất thấp tiếp tục có lợi cho hoạt động đầu tư chứng khoán của ngân hàng. Trong 9T20, ACB đã kiếm được 800 tỷ đồng LN ròng từ hoạt động đầu tư chứng khoán, chủ yếu là từ TPCP. Việc Chính phủ cần tiếp tục duy trì mức lãi suất thấp để phục hồi nền kinh tế khiến ACB có cơ hội đánh giá lại khối lượng lớn TPCP đang nắm giữ, chiếm khoảng ~14-16% tổng tài sản của ngân hàng.

Lặp lại khuyến nghị MUA và nâng giá MT lên 33,400 đồng. Mỗi quan hệ hợp tác bancassurance độc quyền trong 15 năm được ký kết giữa ACB và Sunlife với mức phí trả trước lên đến 8.5 nghìn tỷ đồng (370 triệu USD) đã khiến toàn thị trường ngạc nhiên, vượt dự báo của tất cả các CTCK (cao hơn 143% so với ước tính của KIS). Chúng tôi tin rằng khoản phí trên sẽ hứa hẹn một sự tăng trưởng mạnh mẽ trong hoạt động kinh doanh bancassurance của ngân hàng những năm tới. Do vậy, chúng tôi nâng giá MT trong năm 2021 lên 33,400 đồng. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA dựa trên 1) khả năng tăng trưởng thu nhập ngoài lãi, 2) kiểm soát tốt chi phí tín dụng ở mức thấp, 3) phần thu nhập tăng do đánh giá lại lượng TPTP đang nắm giữ và 4) nhu cầu cổ phiếu tăng cao sau khi niêm yết trên HSX, sàn GDCK lớn nhất Việt Nam.

Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng TS	284,316	329,333	383,514	432,534	481,158
Tổng TS sinh lãi	269,537	314,817	368,778	417,105	463,725
Cho vay và TPDN	198,689	230,527	268,701	308,334	351,501
Hộ gia đình	197,294	215,713	247,094	-	-
Doanh nghiệp	1,395	14,814	21,606	308,334	351,501
Tiền gửi và cho vay TCTD	12,768	19,460	30,442	29,808	25,944
Tiền gửi NHNN và TPCP	58,080	64,829	69,636	78,963	86,281
Trái phiếu VAMC	40	40	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	18,659	19,109	19,609	21,347	24,309
Khác	3,920	4,633	4,873	5,919	6,876
Tổng nợ phải trả	268,285	308,315	355,749	397,813	440,156
Tiền gửi khách hàng	241,393	269,999	308,129	346,732	385,487
Trái phiếu	6,761	8,291	20,831	23,441	26,061
Tiền gửi và vay của TCTD	15,590	20,878	19,405	19,405	19,405
Tiền vay của CP và NHNN	-	3,074	-	-	-
Phải trả khác	4,541	6,073	7,384	8,236	9,204
Tổng VCSH	16,031	21,018	27,765	34,720	41,002
VCSH	16,031	21,018	27,765	34,720	41,002
Vốn điều lệ	10,273	12,886	16,627	21,616	21,616
Thặng dư VCSH	-	-	272	272	272
Quỹ khác	2,914	3,693	4,596	5,497	6,541
LN giữ lại	2,844	4,439	6,270	7,336	12,574
Thu nhập toàn diện khác	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng thu nhập hoạt động	11,439	14,033	16,097	18,082	22,696
Thu nhập lãi thuần	8,458	10,363	12,112	13,751	15,999
Thu nhập lãi	20,320	24,015	28,318	31,699	36,061
Chi phí lãi	11,862	13,652	16,205	17,947	20,061
Thu nhập ngoài lãi	2,981	3,670	3,985	4,330	6,696
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	1,425	1,739	2,327	2,737	4,925
Lãi từ đầu tư tài chính	664	117	158	1,030	1,303
Khác	892	1,815	1,500	563	468
Dự phòng rủi ro tín dụng	2,565	932	274	1,194	1,712
Thu nhập hoạt động ròng	8,874	13,101	15,824	16,888	20,983
Chi phí quản lý và bán hàng	6,217	6,712	8,308	8,194	10,285
Chi phí nhân viên	2,668	3,220	3,746	4,208	5,281
Lợi nhuận trước DPTD	5,222	7,321	7,790	9,888	12,411
LNTT	2,656	6,389	7,516	8,694	10,698
Thuế	538	1,252	1,506	1,739	2,140
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.3	19.6	20.0	20.0	20.0
Lãi từ hoạt động chính	1,749	3,372	4,510	6,392	8,090
Hoàn nhập nợ đã trích lập	369	1,765	1,500	563	468
LN ròng	2,118	5,137	6,010	6,955	8,559
LN dành cho NH mẹ	2,118	5,137	6,010	6,955	8,559

Chỉ số tài chính

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Sinh lợi và hiệu quả (%)					
ROE	14.1	27.7	24.6	22.3	22.6
ROA	0.8	1.7	1.7	1.7	1.9
NIM	3.5	3.6	3.6	3.5	3.7
Lãi TB trên tài sản	8.4	8.3	8.3	8.1	8.3
Chi phí vốn	4.9	4.8	5.0	4.9	4.9
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	54.4	47.8	51.6	45.3	45.3
Chi phí tín dụng	0.9	0.4	0.1	0.4	0.5
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	59.8	142.5	17.0	15.7	23.1
LNTDPTD	81.0	40.2	6.4	26.9	25.5
Tăng trưởng tín dụng	19.3	16.0	16.6	14.8	14.0
Tổng TS	21.7	15.8	16.5	12.8	11.2
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	0.7	0.7	0.5	0.9	0.8
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	132.7	151.9	175.0	122.3	136.3
Tỷ lệ cho vay / huy động	76.9	78.6	78.4	80.3	82.7
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	8.0	10.1	10.9	11.9	12.5
CET1	n.a	n.a	9.7	10.7	11.3
Cấp 1	6.7	8.6	9.7	10.7	11.3

Chỉ số định giá

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (đồng, điều chỉnh)					
BPS	7,606	9,972	12,893	16,063	18,969
EPS	981	2,390	2,744	3,171	3,906
Cổ tức	327	-	-	-	1,000
Định giá (x)					
PB	3.6	2.7	2.1	1.7	1.4
PE	27.7	11.4	9.9	8.6	7.0
P/PPE	11.0	7.8	7.5	5.9	4.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1.2	-	-	-	3.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	33.4	-	-	-	25.6
Phân tích ROE (%)					
ROE	14.1	27.7	24.6	22.3	22.6
Đòn bẩy (x)	17.7	15.7	13.8	12.5	11.7
TS sinh lãi / Tổng TS	93.5	94.3	95.0	95.1	95.0
LN ròng / TS sinh lãi	0.8	1.6	1.6	1.7	1.8
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.1	3.3	3.3	3.3	3.5
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	1.1	1.2	1.1	1.0	1.4
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.0	0.3	0.1	0.3	0.4
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.3	2.1	2.3	2.0	2.2

Ngân hàng Quân đội (MBB)

MUA (Duy trì), Giá MT 24,200 đồng

Giá cp (19/11, đồng)	19,500
Vốn hoá (tỷ đồng)	59,207
SLCP lưu hành (triệu)	2,773
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	19,696/11,783
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	109
Tỷ lệ CP tự do (%)	66.9
Sở hữu NN (%)	23.0
Cổ đông lớn (%)	
Các DN thuộc Bộ quốc phòng	28.8
SCIC	9.6

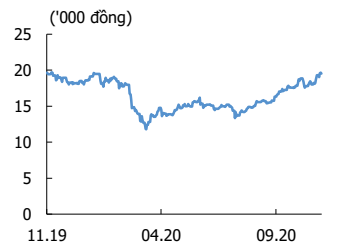
	Tổng DT (tỷ đồng)	LNTDPTD (tỷ đồng)	LNR (tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2017A	13,867	7,868	3,461	1,182	17.9	10,437	16.4	1.9	1.2	12.9	2.1
2018A	19,537	10,803	6,113	2,140	81.0	12,165	9.1	1.6	1.8	20.1	2.5
2019F	24,650	14,927	7,823	2,752	28.6	14,197	7.0	1.4	2.1	22.2	-
2020F	26,727	16,945	8,207	2,763	0.4	17,164	7.0	1.1	1.9	19.1	3.1
2021F	30,061	19,059	8,790	2,963	7.2	19,527	6.5	1.0	1.9	17.1	3.1

Tập trung vào tín dụng bán lẻ và trái phiếu doanh nghiệp

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.8	28.6	(1.5)
Tương đối với VNI (%p)	2.5	11.8	(1.7)

Xu hướng giá



Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong 3Q20. Tăng trưởng tín dụng 9T20 của MBB đạt 11.7% ytd, nhờ đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp (+84% ytd; 28 nghìn tỷ đồng) và cho vay bán lẻ (+10.9% ytd; 112 nghìn tỷ đồng). Công ty tài chính tiêu dùng MCredit ghi nhận sự sụt giảm 6.7% ytd trong dư nợ cho vay. Đây là kết quả của việc ngân hàng chuyển sang mảng tín dụng bán buôn (đầu tư trái phiếu doanh nghiệp) và phân khúc bán lẻ (cho vay sản xuất kinh doanh) để cải thiện NIM và chất lượng tài sản. Chúng tôi tin rằng hoạt động tín dụng của ngân hàng tiếp tục tăng trưởng trong 4Q20 nhờ vào cách tiếp cận quyết liệt và lợi thế về chi phí đầu vào.

Tăng trưởng thu nhập bù đắp rủi ro tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng tổng thu nhập hoạt động TOI tăng trưởng ở mức 12-13% n/n, có thể bù đắp chi phí tín dụng tăng lên đạt khoảng 2.2 - 2.3% trong hai năm tới so với mức 1.5 - 2% trong giai đoạn 2018 - 2019. NIM duy trì ổn định và NFI tăng tốc được xem là lực đẩy chính.

Chúng tôi nâng giá MT lên 24,200 đồng và lặp lại khuyến nghị MUA đối với MBB nhờ vào sự phục hồi của tín dụng bán lẻ, xu hướng tích cực của NIM và tệp khách hàng bán lẻ được MBB phát triển trong bối cảnh khó khăn. Giá MT mới tương đương P/B dự phóng ở mức 1.24x dựa trên KQKD 2021.

Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng TS	313,878	362,325	411,488	461,034	511,279
Tổng TS sinh lãi	297,180	344,546	391,168	441,980	491,022
Cho vay và TPDN	190,238	223,420	265,602	309,459	348,875
Hộ gia đình	60,107	81,011	101,304	-	-
Doanh nghiệp	130,131	142,409	164,299	-	-
Tiền gửi và cho vay TCTD	63,082	66,755	63,162	66,967	76,915
Tiền gửi NHNN và TPCP	43,860	54,371	62,404	65,554	65,232
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	20,470	22,055	24,462	25,309	27,463
Khác	3,772	4,276	4,142	6,255	7,206
Tổng nợ phải trả	284,277	328,152	371,630	410,784	454,131
Tiền gửi khách hàng	220,176	239,964	272,710	292,452	326,070
Trái phiếu	6,022	11,158	26,289	38,019	42,389
Tiền gửi và vay của TCTD	46,398	60,791	50,616	55,648	58,415
Tiền vay của CP và NHNN	1,848	2,633	17	-	-
Phải trả khác	9,832	13,607	21,998	24,666	27,257
Tổng VCSH	29,601	34,173	39,858	50,250	57,148
VCSH	28,170	32,643	37,970	48,104	54,726
Vốn điều lệ	18,155	21,605	23,727	28,026	28,026
Thặng dư VCSH	828	-	-	1,178	1,178
Quy khác	3,209	3,915	4,965	6,235	7,466
LN giữ lại	5,977	7,124	9,278	12,665	18,056
Thu nhập toàn diện khác	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	1,431	1,530	1,888	2,146	2,422

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng thu nhập hoạt động	13,867	19,537	24,650	26,727	30,061
Thu nhập lãi thuần	11,219	14,583	18,000	20,242	23,033
Thu nhập lãi	19,876	24,824	31,197	32,980	37,644
Chi phí lãi	8,657	10,241	13,197	12,737	14,611
Thu nhập ngoài lãi	2,648	4,953	6,650	6,485	7,028
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	1,332	3,006	3,833	3,944	4,869
Lãi từ đầu tư tài chính	207	430	718	973	299
Khác	1,109	1,517	2,099	1,567	1,861
Dự phòng rủi ro tính dụng	3,252	3,035	4,891	6,364	7,727
Thu nhập hoạt động ròng	10,615	16,501	19,760	20,364	22,335
Chi phí quản lý và bán hàng	5,999	8,734	9,724	9,782	11,002
Chi phí nhân viên	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Lợi nhuận trước DPTD	7,868	10,803	14,927	16,945	19,059
LNTT	4,616	7,767	10,036	10,581	11,332
Thuế	1,125	1,577	1,968	2,116	2,266
Thuế suất hiệu dụng (%)	24.4	20.3	19.6	20.0	20.0
Lãi từ hoạt động chính	2,711	5,168	6,133	7,062	7,369
Hoàn nhập nợ đã trích lập	779	1,022	1,935	1,403	1,697
LN ròng	3,490	6,190	8,069	8,465	9,066
LN dành cho NH mẹ	3,461	6,113	7,823	8,207	8,790

Chỉ số tài chính

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Sinh lợi và hiệu quả (%)					
ROE	12.9	20.1	22.2	19.1	17.1
ROA	1.2	1.8	2.1	1.9	1.9
NIM	4.3	4.6	5.0	5.0	5.0
Lãi TB trên tài sản	7.6	7.9	8.6	8.1	8.2
Chi phí vốn	3.5	3.5	4.0	3.5	3.6
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	43.3	44.7	39.4	36.6	36.6
Chi phí tín dụng	1.9	1.5	2.0	2.2	2.3
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	21.2	76.6	28.0	4.9	7.1
LNTDPTD	38.5	37.3	38.2	13.5	12.5
Tăng trưởng tín dụng	23.6	17.4	18.9	16.5	12.7
Tổng TS	22.5	15.4	13.6	12.0	10.9
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	1.2	1.3	1.2	1.5	1.6
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	95.9	112.3	110.5	119.3	120.9
Tỷ lệ cho vay / huy động	72.5	76.6	80.8	85.3	86.7
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	12.0	11.0	10.1	11.5	11.6
CET1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Cấp 1	-	-	9.0	10.1	10.3

Chỉ số định giá

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (đồng, điều chỉnh)					
BPS	10,437	12,165	14,197	17,164	19,527
EPS	1,182	2,140	2,752	2,763	2,963
Cổ tức	404	483	-	600	600
Định giá (x)					
PB	1.9	1.6	1.4	1.1	1.0
PE	16.4	9.0	7.0	7.0	6.5
P/PPE	6.6	4.8	3.5	3.2	2.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.1	2.5	-	3.1	3.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	34.1	22.6	-	21.7	20.3
Phân tích ROE (%)					
ROE	12.9	20.1	22.2	19.1	17.1
Đòn bẩy (x)	10.6	10.6	10.3	9.2	8.9
TS sinh lãi / Tổng TS	93.6	94.0	94.1	94.6	94.7
LN ròng / TS sinh lãi	1.2	1.8	2.0	1.9	1.8
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.8	4.2	4.6	4.6	4.7
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	0.9	1.4	1.7	1.5	1.4
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.1	0.9	1.3	1.4	1.6
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	2.0	2.5	2.5	2.2	2.2

Ngân hàng TMCP Kỹ thương (TCB)

MUA (Duy trì), Giá MT 28,400 đồng

Giá cp (19/11, đồng)	23,400
Vốn hoá (tỷ đồng)	87,854
SLCP lưu hành (triệu)	3,500
52W High/Low (VND)	24,200/14,900
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	162
Tỷ lệ CP tự do (%)	69.9
Sở hữu NN (%)	22.5
Cổ đông lớn (%)	
Masan & cổ đông liên quan	20.0
Hồ Hùng Anh & gia đình	17.0

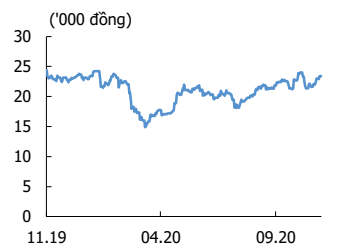
	Tổng DT (tỷ đồng)	LNTDPTD (tỷ đồng)	LNR (tỷ đồng)	EPS (đồng)	% tăng (n/n)	BPS (đồng)	PE (x)	PB (x)	ROA (%)	ROE (%)	Cổ tức (%)
2017A	16,344	11,646	6,446	2,157	83.3	9,039	10.9	2.6	2.6	27.7	-
2018A	18,351	12,508	8,464	2,409	11.7	14,770	9.7	1.6	2.9	21.5	-
2019F	21,068	13,756	10,075	2,872	19.2	17,568	8.1	1.3	2.9	17.8	-
2020F	26,392	17,709	11,510	3,271	13.9	20,839	7.2	1.1	2.9	17.1	-
2021F	29,299	19,587	12,653	3,595	9.9	24,435	6.5	1.0	2.8	16.0	-

Vượt trội trong khả năng thu hút CASA

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	1.7	10.9	(4.3)
Tương đối với VNI (%p)	(2.6)	(5.9)	(4.5)

Xu hướng giá



Người chơi năng động nhất trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp. TCB (thông qua ngân hàng mẹ và các công ty con) nắm giữ thị phần lớn nhất trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp sơ cấp và thứ cấp. Ngân hàng đã thu được khoản phí trái phiếu lên đến 894 tỷ đồng, tăng 165% n/n trong 9T20 nhờ hoạt động tư vấn đạt 52.2 nghìn tỷ đồng (+114% n/n và hoạt động phân phối lại cho các khách hàng bán lẻ đạt 56.4 nghìn tỷ đồng (+43% n/n). Bất chấp các quy định thắt khe hơn trên thị trường trái phiếu, chúng tôi tin rằng các dịch vụ trái phiếu của TCB sẽ tiếp tục tăng trưởng trong những năm tới dựa vào danh mục khách hàng bán buôn gồm nhiều công ty tư nhân hàng đầu Việt Nam và tệp khách hàng bán lẻ thu nhập khá/cao (affluent) của ngân hàng. Chúng tôi dự phóng mức thu nhập phí từ các dịch vụ trái phiếu hàng năm là 1.2 - 1.8 nghìn tỷ đồng.

Chuỗi bất động sản phục hồi trong 4Q20. TPDN dẫn dắt tăng trưởng tín dụng của TCB đạt 9.2% ytd trong 9T20 khi tín dụng ở hầu hết các phân khúc khách hàng đi ngang. Nguyên nhân có thể đến từ sự thiếu hụt nguồn cung bất động sản nhà ở trong giai đoạn COVID-19 khiến mảng cho vay mua nhà dự án của TCB bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, các khách hàng “mỏ neo” trong chuỗi bất động sản của TCB như Vinhomes, Masterise và MIK đang đẩy mạnh hoạt động xây dựng và bán hàng trở lại. Theo đó chúng tôi kỳ vọng tổng dư nợ tín dụng có thể đạt mức tăng trưởng 17% trong năm 2020 và 16% trong năm 2021.

NIM được cải thiện. NIM 3Q20 tăng 69 điểm % lên 5.01% bởi 1) chi phí vốn thấp do nâng cao tỷ lệ CASA và xu hướng giảm lãi suất huy động của các ngân hàng trong 2Q20 - 3Q20; 2) các khoản vay mua nhà giải ngân vào 2019 (trị giá 39 nghìn tỷ đồng) đã hết thời hạn ưu đãi; và 3) TPDN và các khoản vay trung dài hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn trong tổng dư nợ tín dụng.

Nâng mức giá MT lên 28,400 đồng và lập lại khuyến nghị MUA đối với TCB trong cập nhật mới nhất của chúng tôi tại thời điểm 16/11/2020. Chúng tôi đánh giá cao tăng trưởng tỷ lệ CASA của ngân hàng, tỷ lệ này tăng từ 21% trong năm 2015 lên mức cao nhất hệ thống 39% trong 3Q20. Đáng chú ý, đóng góp phần lớn trong sự tăng trưởng này là phân khúc bán lẻ, cho thấy sự phát triển vượt bậc về tệp khách hàng bán lẻ và lợi thế chi phí vốn thấp của TCB.

Cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng TS	269,392	320,989	383,699	434,955	497,368
Tổng TS sinh lãi	253,573	300,498	357,743	403,887	459,578
Cho vay và TPDN	182,541	219,595	261,400	305,899	354,447
Hộ gia đình	64,777	72,384	105,247	-	-
Doanh nghiệp	117,764	147,211	156,153	-	-
Tiền gửi và cho vay TCTD	36,706	44,975	59,154	53,649	54,239
Tiền gửi NHNN và TPCP	34,326	35,928	37,188	44,338	50,892
Trái phiếu VAMC	-	-	-	-	-
Tổng TS không sinh lãi	19,228	23,314	29,422	34,646	42,037
Khác	3,409	2,823	3,466	3,578	4,247
Tổng nợ phải trả	242,462	269,276	321,917	361,723	411,552
Tiền gửi khách hàng	170,971	201,415	231,297	256,724	288,203
Trái phiếu	17,640	13,178	17,461	19,380	28,820
Tiền gửi và vay của TCTD	46,324	36,426	61,267	72,767	80,043
Tiền vay của CP và NHNN	1,000	6,025	-	-	-
Phải trả khác	6,527	12,232	11,893	12,853	14,486
Tổng VCSH	26,931	51,713	61,782	73,232	85,815
VCSH	26,931	51,644	61,491	72,941	85,525
Vốn điều lệ	11,655	34,966	35,001	35,001	35,001
Thặng dư VCSH	2,165	477	477	477	477
Quý khác	6,157	3,868	5,173	6,684	8,410
LN giữ lại	6,953	12,334	20,841	30,779	41,636
Thu nhập toàn diện khác	-	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	69	291	291	291

Chỉ số tài chính

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Sinh lợi và hiệu quả (%)					
ROE	27.7	21.5	17.8	17.1	16.0
ROA	2.6	2.9	2.9	2.9	2.8
NIM	3.86	4.09	4.40	4.93	5.02
Lãi TB trên tài sản	7.60	7.78	7.73	7.80	7.96
Chi phí vốn	3.88	4.07	3.79	3.26	3.36
Tỷ lệ chi phí / thu nhập	28.7	31.8	34.7	32.9	33.1
Chi phí tín dụng	1.57	0.92	0.38	1.07	1.04
Tăng trưởng (%)					
LN dành cho NH mẹ	104.7	31.3	19.0	14.2	9.9
LNTDPTD	52.1	7.4	10.0	28.7	10.6
Tăng trưởng tín dụng	16.3	20.3	19.0	17.0	15.9
Tổng TS	14.5	19.2	19.5	13.4	14.3
Chất lượng TS (%)					
Tỷ lệ nợ xấu	1.6	1.8	1.3	1.2	1.2
Tỷ lệ dự trữ lỗ tín dụng	72.9	85.1	94.8	95.6	98.2
Tỷ lệ cho vay / huy động	77.8	66.5	81.3	78.0	81.5
Tỷ lệ an toàn vốn (%)					
CAR	9.4	14.6	15.5	15.8	16.1
CET1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Cấp 1	n.a	n.a	15.2	15.5	15.8

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Tổng thu nhập hoạt động	16,344	18,351	21,068	26,392	29,299
Thu nhập lãi thuần	8,930	11,127	14,258	18,522	21,384
Thu nhập lãi	17,595	21,151	25,016	29,278	33,925
Chi phí lãi	8,664	10,024	10,758	10,756	12,541
Thu nhập ngoài lãi	7,413	7,223	6,810	7,870	7,916
Thu phí và hoa hồng dịch vụ	4,090	3,770	3,358	4,150	4,785
Lãi từ đầu tư tài chính	1,608	1,820	1,646	1,490	861
Khác	1,715	1,634	1,807	2,230	2,269
Dự phòng rủi ro tín dụng	3,609	1,846	917	3,028	3,448
Thu nhập hoạt động ròng	12,735	16,504	20,151	23,364	25,851
Chi phí quản lý và bán hàng	4,698	5,843	7,313	8,683	9,712
Chi phí nhân viên	2,595	3,240	4,262	n.a	n.a
Lợi nhuận trước DPTD	11,646	12,508	13,756	17,709	19,587
LNTT	8,036	10,662	12,838	14,681	16,139
Thuế	1,591	2,187	2,612	2,936	3,228
Thuế suất hiệu dụng (%)	19.8	20.5	20.3	20.0	20.0
Lãi từ hoạt động chính	4,905	7,052	9,146	10,447	11,574
Hoàn nhập nợ đã trích lập	1,541	1,423	1,080	1,298	1,337
LN ròng	6,446	8,475	10,226	11,745	12,911
LN dành cho NH mẹ	6,446	8,464	10,075	11,510	12,653

Chỉ số định giá

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Chỉ số trên mỗi cổ phiếu (đồng, điều chỉnh)					
BPS	9,039	14,770	17,568	20,839	24,435
EPS	2,157	2,409	2,872	3,271	3,595
Cổ tức	-	-	-	-	-
Định giá (x)					
PB	2.6	1.6	1.3	1.1	1.0
PE	10.9	9.7	8.1	7.2	6.5
P/PPE	6.0	6.5	6.0	4.6	4.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	-	-
Phân tích ROE (%)					
ROE	27.7	21.5	17.8	17.1	16.0
Đòn bẩy (x)	10.0	6.2	6.2	5.9	5.8
TS sinh lãi / Tổng TS	93.0	92.8	92.4	92.1	91.6
LN ròng / TS sinh lãi	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8
Thu nhập lãi thuần / TS sinh lãi	3.5	3.7	4.0	4.6	4.7
Thu nhập ngoài lãi / TS sinh lãi	2.9	2.4	1.9	1.9	1.7
Chi phí tín dụng / TS sinh lãi	1.4	0.6	0.3	0.7	0.8
Chi phí QL&BH / TS sinh lãi	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1

Bất động sản nhà ở

Trung lập

Miễn dịch

Luận điểm đầu tư

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến thắng của Biden sẽ không có tác động đến thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam dựa trên những luận điểm chính sau:

- **Số lượng người mua nhà đến từ Mỹ chiếm tỷ trọng không đáng kể trong thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam.** Cụ thể, lượng căn hộ bán được cho người nước ngoài trong vòng 5 năm qua chỉ đạt 16,000 căn, chiếm 2% tổng số căn hộ bán được. Trong đó, người mua đến từ Trung Quốc, Hồng Kông và Hàn Quốc chiếm hơn 70%, người mua đến từ Mỹ chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Chúng tôi cho rằng, tác động của người mua nhà đến từ Mỹ lên thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam là vô cùng hạn chế.
- **Các chính sách của Biden không nhắm đến thị trường bất động sản.** Cho đến thời điểm hiện tại, không có thông tin, gợi ý nào được đưa ra về khả năng nhắm đến thị trường bất động sản của Biden dù là một cách trực tiếp hay gián tiếp. Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi có thể ngầm hiểu rằng chính sách của Biden sẽ không hướng đến ngành bất động sản, để cho ngành được tự do vận động theo quy luật thị trường.
- **Thị trường nhà ở Việt Nam bị ảnh hưởng bởi các nhân tố cố hữu.** Chúng tôi tin rằng ngành bất động sản Việt Nam luôn hoạt động dựa trên các nhân tố cơ bản cấu thành nên nó. Quá trình đô thị hóa diễn ra nhanh cùng với sự gia tăng tầng lớp thu nhập trung bình tại Việt Nam chính là động lực chính thúc đẩy nhu cầu bất động sản. Những nhân tố này vẫn sẽ dẫn dắt nhu cầu 50,000-100,000 căn hộ mỗi năm trong trung hạn bất chấp những trở ngại do bùng phát dịch COVID. Ngược lại với sự tăng trưởng mạnh mẽ trong nhu cầu, nguồn cung đang giảm trong vòng 2 năm qua do quy trình cấp phép chặt chẽ hơn và quỹ đất hạn chế với chi phí đất đỏ.

Rủi ro

- **Các chính sách của Biden thất bại trong việc vực dậy nền kinh tế Hoa Kỳ.** Mặc dù không có mối liên hệ trực tiếp nào giữa thị trường nhà ở Việt Nam và sự tăng trưởng kinh tế của Hoa Kỳ, nhưng nếu nền kinh tế lớn nhất thế giới này đứng trên đà suy thoái kéo dài thay vì hồi phục thì kinh tế toàn cầu chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng phần nào. Khi đó, nền kinh tế Việt Nam nói chung và ngành bất động sản nói riêng cũng sẽ chịu những tác động nhất định.

Nhàn Lại

nhan.lt@kisvn.vn

Kết luận

- Chúng tôi đánh giá tác động của chính sách Biden là Trung lập dựa trên mối liên kết hạn chế giữa thị trường bất động sản nhà ở Việt Nam và các hàm ý chính sách của Biden. Chúng tôi nhấn mạnh rằng yếu tố nhu cầu mua nhà sẽ trở nên dễ tổn thương trong bối cảnh sự phục hồi của nền kinh tế trở nên không chắc chắn và nguồn cung đang bị kìm nén là những vấn đề đáng lưu ý nhất hiện nay.

Danh mục theo dõi

Khuyến nghị & Giá mục tiêu				Lợi nhuận & Định giá									
Công ty				DT	LNHD	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	Cổ tức
				(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Đồng)	(Đồng)	(X)	(X)	(%)	(X)	(%)
VHM	Khuyến nghị	MUA	2017	15,297	3,128	1,410	5,639	27,617	13.9	2.8	31.0	10	0.0
(HSX)	Giá MT (đồng)	93,500	2018	38,664	7,617	14,284	4,567	12,907	17.1	6.1	57.0	35	0.0
	Giá (đồng)	78,300	2019	51,627	23,219	21,747	6,493	16,748	12.1	4.7	43.8	12	1.4
	Vốn hóa (tỷ đồng)	257,568	2020F	91,787	31,621	28,895	8,627	26,031	9.1	3.0	40.3	8.7	1.3
			2021F	75,138	33,290	32,724	9,770	33,756	8.0	2.3	32.7	8.7	1.3
KDH	Khuyến nghị	MUA	2017	3,055	792	502	1,111	10,360	22.0	2.4	11.6	14	4.1
(HSX)	Giá MT (đồng)	27,000	2018	2,917	982	808	1,514	12,161	16.2	2.0	13.4	12	2.0
	Giá (đồng)	24,750	2019	2,813	1,223	915	1,613	13,362	15.2	1.8	12.6	11	2.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	13,632	2020F	3,602	1,506	1,104	1,954	14,223	12.5	1.7	14.2	9	2.0
			2021F	4,519	1,732	1,343	2,386	15,857	10.2	1.5	15.9	7	2.0
DXG	Khuyến nghị	MUA	2017	2,879	1,186	728	2,127	19,397	6.4	0.7	20.6	4.5	0.0
(HSX)	Giá MT (đồng)	14,600	2018	4,645	1,835	1,178	3,427	14,282	4.0	1.0	26.7	3.5	0.0
	Giá (đồng)	13,700	2019	5,814	2,099	1217	2,645	13,439	5.2	1.0	20.3	5.2	0.0
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,114	2020F	4,019	1,559	190	365	14,002	37.6	1.0	2.7	8.3	0.0
			2021F	6,949	2,156	1,002	1,927	15,908	7.1	0.9	12.9	5.8	0.0
NLG	Khuyến nghị	MUA	2017	3,161	881	535	2,696	13,114	10.5	2.0	14.7	4.5	0.0
(HSX)	Giá MT (đồng)	30,900	2018	3,480	1,013	763	3,280	14,071	8.7	2.0	19.8	4.4	0.0
	Giá (đồng)	28,400	2019	2,546	626	960	3,709	17,831	7.7	1.6	20.3	8.8	1.7
	Vốn hóa (tỷ đồng)	7,840	2020F	1,867	245	826	3,032	19,464	9.4	1.5	19.9	18.0	1.7
			2021F	4,073	686	1,112	3,898	20,605	7.3	1.4	15.1	10.0	1.7

Ghi chú: Dữ liệu ngày 16/11/2020

Nguồn: KIS

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. 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 đánh giá cá nhân hoặc 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

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 TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. 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 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.