

**RONG VIET**  
SECURITIES



# **BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH**

**6 THÁNG CUỐI NĂM**



**2021**



# NỘI DUNG BÁO CÁO



**Triển vọng Vĩ mô**



**Triển vọng TT Chứng khoán**



**Đánh giá triển vọng Ngành & Cổ phiếu**

- Cho đến thời điểm hiện tại, Việt Nam đã trải qua hơn 3 tháng đối phó với đợt bùng phát dịch bệnh lần thứ 4 với các biện pháp thắt chặt dần từ Chính phủ nhằm kiểm soát dịch bệnh. Trong bối cảnh đó, các biện pháp nghiêm ngặt chống Covid-19 đem đến nhiều rủi ro đối với sự phục hồi kinh tế. Chúng tôi ước tính rằng các ngành kinh tế đang hoạt động dưới 50% công suất do những biện pháp kiểm soát dịch.
- Việt Nam đã triển khai tiêm chủng vắc xin ngừa Covid-19 từ ngày 8/3, tương đối muộn so với hầu hết các nước trong khu vực. Dựa trên tốc độ tiêm chủng 300.000 liều mỗi ngày, chúng tôi ước tính 70% dân số sẽ được tiêm chủng ít nhất một mũi vào Q2/2022. Hiện tại, việc triển khai vắc-xin tại điểm nóng Covid-19 TP.HCM là một bước quan trọng để dần nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội và cho phép các hoạt động kinh tế dần mở cửa trở lại.
- Triển vọng kinh tế nửa cuối năm 2021 phụ thuộc vào hiệu quả của việc ngăn chặn dịch bệnh và tiến độ tiêm chủng. Chúng tôi cắt giảm dự phóng tăng trưởng GDP cả năm 2021 xuống còn 4,0%, phản ánh những tác động tiêu cực của đợt bùng phát lần thứ tư đối với các hoạt động trong nước cũng như ảnh hưởng kéo dài của các biện pháp phòng Covid-19 lên hoạt động kinh tế. Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi: 1) sự không chắc chắn về quỹ đạo tương lai của dịch bệnh Covid-19 và 2) hạn chế về nguồn cung cấp vắc xin.
- Dự báo lạm phát năm 2021 của chúng tôi là 3,5%, nhưng rủi ro nghiêng chiều hướng tăng cao hơn. Áp lực lạm phát trong ngắn hạn có thể đưa vào kỳ vọng lạm phát năm 2022 trong bối cảnh nhu cầu phục hồi trở lại nhưng nguồn cung bị hạn chế.
- Chính sách tiền tệ kỳ vọng sẽ tiếp tục nghiêng về chiều hướng hỗ trợ do diễn biến phức tạp của dịch bệnh. Tuy nhiên, NHNN có thể giữ tâm thế thận trọng trong bối cảnh lạm phát đang tăng trở lại. Chúng tôi cho rằng NHNN có thể sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất điều hành nếu nền kinh tế ghi nhận mức tăng trưởng GDP âm trong Q3/2021.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo động lực cung/cầu của USD sẽ kém thuận lợi hơn cho diễn biến tỷ giá USD/VND. Chúng tôi kỳ vọng đồng VND sẽ mất giá nhẹ trở lại trong giai đoạn cuối năm 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng trưởng hạn chế do ảnh hưởng của các biện pháp phòng chống dịch bệnh. Đồng thời, Chính phủ có thể sử dụng một phần chi tiêu đầu tư công để dành nhiều nguồn lực hơn cho cuộc chiến chống Covid-19.

## 1. Tổng quan thị trường 1H 2021- Nhà đầu tư cá nhân dẫn dắt thị trường

- Việt Nam là một trong những thị trường dẫn đầu về tỷ suất sinh lời nhờ sự tham gia mạnh mẽ của nhà đầu tư cá nhân trong khi khối ngoại duy trì bán ròng.
- VN30 là động lực chính của thị trường nhờ sự tăng điểm mạnh mẽ của các cổ phiếu Ngân hàng, Thép, Chứng khoán.
- Lợi nhuận của các công ty niêm yết phục hồi mạnh so với cùng kỳ năm trước.

## 2. Triển vọng thị trường 2H 2021 - VN Index dao động vùng 1.250 - 1.550

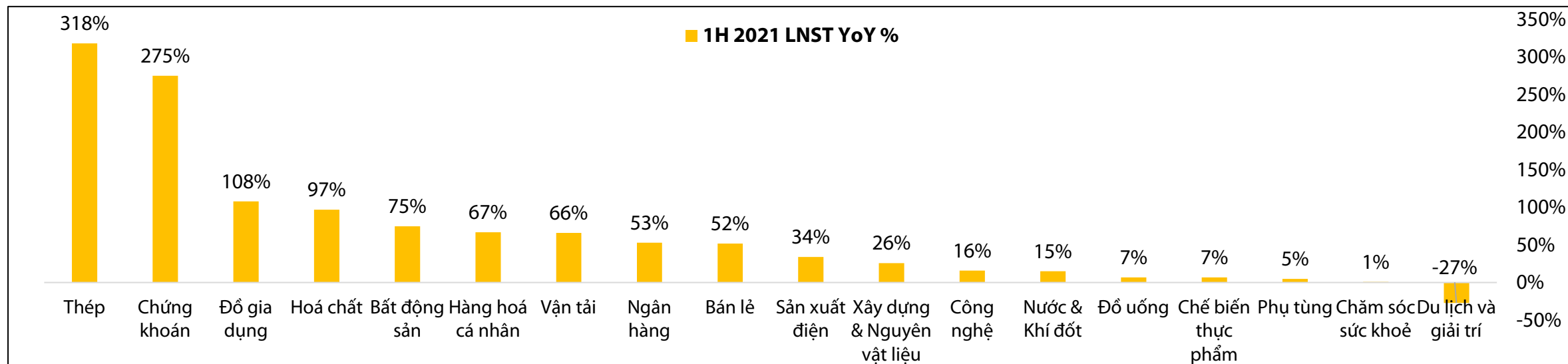
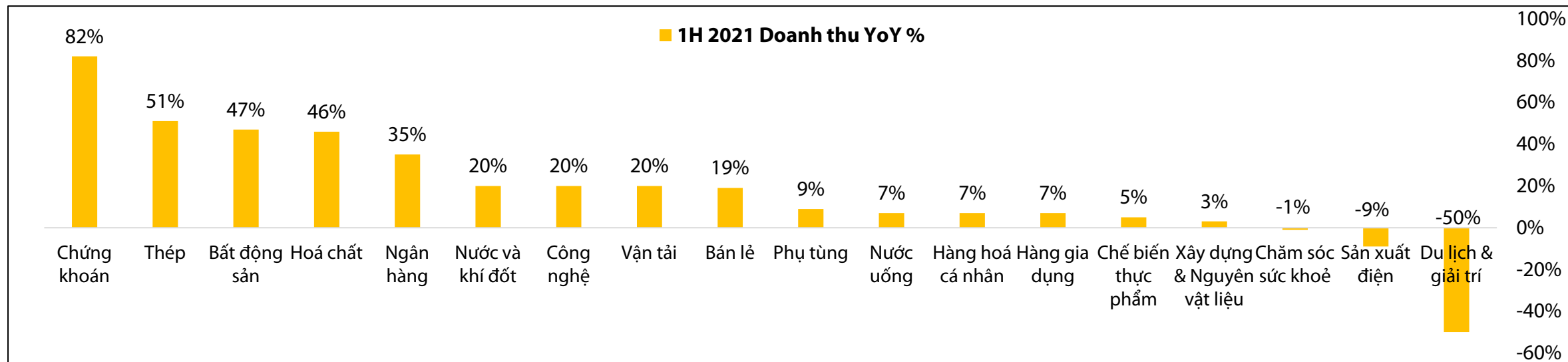
### Yếu tố tích cực

- Môi trường lãi suất thấp có thể tiếp tục hỗ trợ đà tăng của thị trường.
- Sự quay trở lại của khối ngoại.
- Việc tăng tốc tiêm vắc xin tại TP. HCM là điểm mấu chốt củng cố tâm lý nhà đầu tư.

### Yếu tố tiêu cực

- Phong tỏa kéo dài tác động đến tiến độ phục hồi các hoạt động kinh doanh.





Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

- ❖ Hầu hết các ngành đều báo cáo mức tăng trưởng mạnh mẽ về cả doanh thu và LNST trong 6 tháng đầu năm 2021 chủ yếu dựa trên mức thấp của năm ngoái. Đáng chú ý, các ngành thép, hóa chất có KQKD tăng vọt do giá nhiều loại hàng hóa liên quan tăng mạnh, nguyên nhân đến từ cầu phục hồi và trong khi chuỗi cung ứng bị gián đoạn. Ngoài ra, các công ty chứng khoán đã công bố mức tăng trưởng lợi nhuận vượt bậc nhờ vào dòng tiền mới của các nhà đầu tư cá nhân vào thị trường chứng khoán. Ở mặt tiêu cực, lĩnh vực du lịch & giải trí tiếp tục chứng kiến lợi nhuận giảm mạnh do sự tái bùng phát của đại dịch.
- ❖ Đối với triển vọng ngành, chúng tôi kỳ vọng bức tranh phục hồi trên quy mô toàn cầu, được thúc đẩy bởi việc tăng tốc triển khai vắc xin, sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc lựa chọn ngành và cổ phiếu. Do đó, chúng tôi lạc quan về triển vọng của các ngành hướng đến thị trường toàn cầu như logistics và hàng không. Đối với thị trường trong nước, chúng tôi cho rằng bất động sản, bán lẻ, F&B, công nghệ sẽ là những ngành được hưởng lợi chính khi lệnh giãn cách xã hội được nới lỏng dần trong thời gian tới. Ngoài ra, đà tăng giá kéo dài của một số loại hàng hóa có thể tiếp tục là trợ lực cho các ngành như thép, hóa chất.
- ❖ Mặt khác, chúng tôi thận trọng về triển vọng lợi nhuận ngắn hạn của một số doanh nghiệp sản xuất, những doanh nghiệp sẽ chứng kiến chi phí hoạt động tăng đột biến trong nỗ lực duy trì hoạt động kinh doanh trong thời gian xảy ra đại dịch, như ngành dệt may và thủy sản. Dù vậy, những ngành này cũng sẽ có triển vọng sôi động hơn vào năm 2022F, do nhu cầu xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ.

#### **LƯU Ý: XẾP HẠNG ĐỊNH TÍNH NGÀNH**

- *Bảng xếp hạng định tính của chúng tôi dựa trên sáu tiêu chí của toàn ngành, cụ thể gồm: triển vọng cung - cầu, môi trường pháp lý, tiềm năng tăng trưởng dài hạn, phát triển công nghệ và cạnh tranh, với xếp hạng từ 1 đến 5 và các trọng số tiêu chí khác nhau giữa các ngành.*
- *Các ngành khả quan là những ngành chúng tôi tin rằng sẽ có cơ hội tăng trưởng và/hoặc triển vọng lợi nhuận lạc quan trong năm nay và năm tới. Các ngành trung lập được thúc đẩy bởi các yếu tố thuận lợi nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro bên ngoài và/hoặc bên trong; chúng tôi cho rằng những ngành này sẽ thích hợp hơn cho các nhà đầu tư có mức độ chấp nhận rủi ro từ trung bình đến cao và khả năng theo dõi biến động thị trường. Đối với các lĩnh vực tiêu cực, cơ hội chỉ mở ra khi (các) vấn đề quan trọng được giải quyết.*

| Ngành                                  | 2022 Cung – Cầu | Giá đầu vào | Môi trường pháp lý | Tiềm năng tăng trưởng dài hạn | Phát triển công nghệ | Cạnh tranh | Quan điểm | Cổ phiếu lựa chọn       | Danh sách theo dõi |
|----------------------------------------|-----------------|-------------|--------------------|-------------------------------|----------------------|------------|-----------|-------------------------|--------------------|
| <b>Công nghệ</b>                       | ++              |             |                    | ++                            | ++                   |            | Tích cực  | FPT                     |                    |
| <b>Ngân hàng</b>                       | +               |             | +++                | +++                           | ++                   | +          | Tích cực  | TCB, VCB, CTG, OCB, MBB | ACB, HDB, VPB      |
| <b>Vận tải</b>                         | ++              | +           | ++                 | ++                            |                      | +          | Tích cực  | GMD, HAH, SCS           |                    |
| <b>Thủy sản</b>                        | ++              | -           |                    | ++                            |                      | --         | Tích cực  |                         | VHC, FMC           |
| <b>Bán lẻ</b>                          | -               |             |                    | ++                            | +                    |            | Tốt       | MWG, PNJ                |                    |
| <b>RE – Khu công nghiệp</b>            | -               |             |                    | +++                           |                      |            | Tốt       | PHR, KBC                | LHG                |
| <b>RE – Khu dân cư</b>                 | ++              | -           | +                  | ++                            | +                    |            | Tốt       | NLG, KDH                | HDG, DIG           |
| <b>Xây dựng</b>                        | +               |             |                    | +                             |                      |            | Tốt       | HTN                     |                    |
| <b>Thực phẩm &amp; Đồ uống</b>         | ++              | -           |                    | +                             |                      | +          | Tốt       | MSN                     | QNS, VNM           |
| <b>Thép</b>                            | -               | +           | +                  | +++                           |                      |            | Tốt       | HPG                     | HSG, NKG, SMC      |
| <b>Hàng không</b>                      |                 |             | ++                 | +++                           | +                    |            | Tốt       | ACV                     |                    |
| <b>Dược</b>                            | --              |             |                    | +++                           |                      | -          | Tốt       |                         | IMP                |
| <b>May mặc</b>                         | ++              | -           |                    | ++                            | +                    | -          | Tốt       |                         | STK, MSH, TCM      |
| <b>Năng lượng</b>                      | --              | +           |                    | ++                            |                      | +          | Trung lập | REE, PC1, GEG, NT2      | HND PPC            |
| <b>Chứng khoán</b>                     | ++              |             | -                  |                               | +                    | --         | Trung lập |                         |                    |
| <b>Ô tô – Phụ tùng</b>                 | --              | -           |                    | ++                            |                      | -          | Trung lập |                         | DRC, HAX           |
| <b>Hoá chất – Hoá chất nông nghiệp</b> | -               |             |                    | +                             |                      | -          | Trung lập |                         | BFC, DPM, DGC, LTG |
| <b>Dầu khí</b>                         | --              |             |                    | +                             |                      |            | Trung lập | PVT                     | PVD, PVS           |
| <b>Bảo hiểm</b>                        | ---             |             |                    | ++                            |                      |            | Trung lập |                         |                    |

**Bảng 1: Dự phóng 1H 2021 (tỷ VND) và định giá**

| Ngành                  | 2H-2021        |                |                    |               | 2021F<br>P/E | P/B hiện<br>tại |
|------------------------|----------------|----------------|--------------------|---------------|--------------|-----------------|
|                        | Doanh<br>thu   | LNST           | Doanh thu<br>YoY % | LNST<br>YoY % |              |                 |
| Dầu khí                | 7,612          | 488            | -33%               | 98%           | 16           | 2,6             |
| NVL – Thép             | 127.676        | 18.889         | 54%                | 90%           | 6,2          | 2,7             |
| Khu dân cư RE          | 12.555         | 4.097          | 25%                | 69%           | 11,1         | 3,6             |
| Vận tải                | 8.401          | 1.531          | 15%                | 53%           | 6,5          | 2,4             |
| IT                     | 18.263         | 2.493          | 13%                | 30%           | 19,8         | 5,2             |
| Ngân hàng              | 165.991        | 59.678         | 11%                | 29%           | 11,4         | 2,4             |
| F&B                    | 88.925         | 8.142          | 19%                | 16%           | 13,7         | 6,8             |
| Dược                   | 820            | 137            | 7%                 | 13%           | 20,6         | 2,8             |
| Phân bón               | 8.781          | 387            | 30%                | 8%            | 11,6         | 1,8             |
| Dệt may                | 5.791          | 336            | 28%                | -6%           | 15,8         | 3               |
| Thủy sản               | 6.508          | 413            | 20%                | -9%           | 12,8         | 1,5             |
| Bán lẻ                 | 66.796         | 2.108          | 7%                 | -16%          | 19,4         | 4,4             |
| Nông nghiệp            | 5.163          | 198            | -2%                | -22%          | 7,6          | 1,1             |
| PP ô tô & phụ tùng     | 6.687          | 290            | -4%                | -23%          | 11,3         | 2,2             |
| Khu công nghiệp        | 3.826          | 487            | 36%                | -47%          | 17           | 1,8             |
| Điện                   | 18.261         | 1.359          | -3%                | -53%          | 15,9         | 1,4             |
| Bảo hiểm               | 1.560          | 29             | 14%                | -56%          | 10,9         | 1,4             |
| Nguyên vật liệu – Nhựa | 2.599          | 71             | 8%                 | -73%          | 24           | 2               |
| Hàng không             | 829            | -451           | -74%               | -192%         | 225,6        | 4,5             |
| <b>Total</b>           | <b>557.046</b> | <b>100.682</b> | <b>18%</b>         | <b>29%</b>    | <b>11,8</b>  | <b>2,9</b>      |

Nguồn: CTCK Rong Việt

**Bảng 2: Dự phóng 2022F (tỷ VND) và định giá**

| Ngành                  | 2022F            |                |                    |               | 2022F<br>P/E | P/B hiện<br>tại |
|------------------------|------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------|-----------------|
|                        | Doanh thu        | LNST           | Doanh thu<br>YoY % | LNST<br>YoY % |              |                 |
| Khu công nghiệp        | 14.399           | 6.542          | 81%                | 327%          | 4            | 1,8             |
| Hàng không             | 9.032            | 2.143          | 110%               | 188%          | 78,2         | 4,5             |
| NVL – Nhựa             | 5.936            | 420            | 14%                | 113%          | 11,3         | 2               |
| Điện                   | 40.901           | 4.748          | 12%                | 53%           | 10,4         | 1,4             |
| Bán lẻ                 | 170.106          | 8.155          | 21%                | 51%           | 12,9         | 4,4             |
| May mặc                | 13.020           | 1.169          | 19%                | 44%           | 11           | 3               |
| Thủy sản               | 14.435           | 1.239          | 16%                | 39%           | 9,2          | 1,5             |
| Ngân hàng              | 390.554          | 147.008        | 16%                | 24%           | 9,1          | 2,4             |
| Dược                   | 1.769            | 280            | 23%                | 23%           | 16,8         | 2,8             |
| IT                     | 41.063           | 5.240          | 19%                | 19%           | 16,6         | 5,2             |
| Vận tải                | 16.552           | 3.204          | 6%                 | 16%           | 5,6          | 2,4             |
| F&B                    | 180.792          | 16.853         | 11%                | 12%           | 12,3         | 6,8             |
| PP ô tô & phụ tùng     | 14.281           | 669            | 7%                 | 11%           | 10,1         | 2,2             |
| Khu dân cư RE          | 28.909           | 6.914          | 17%                | 9%            | 10,2         | 3,6             |
| Nông nghiệp            | 12.381           | 450            | 20%                | 6%            | 7,1          | 1,1             |
| Nguyên vật liệu – Thép | 266.586          | 39.033         | 11%                | -3%           | 6,3          | 2,7             |
| Bảo hiểm               | 3.231            | 179            | 2%                 | -7%           | 11,6         | 1,4             |
| Dầu khí                | 15.584           | 670            | 17%                | -16%          | 19           | 2,6             |
| Phân bón               | 15.709           | 805            | -12%               | -41%          | 19,7         | 1,8             |
| <b>Total</b>           | <b>1.255.240</b> | <b>245.721</b> | <b>15%</b>         | <b>21%</b>    | <b>9,5</b>   | <b>2,9</b>      |

| Mã  | Sàn   | Vốn hoá<br>(triệu USD) | Giá mục<br>tiêu (VND) | Giá hiện<br>tại (VND) | Tổng sinh<br>lãi* (%) | Xếp hạng | 2021F       |                 | 2022F       |                 | PER<br>Trailing (x) | PER<br>2021F (x) | PER<br>2022F (x) | PBR hiện<br>tại (x) | Lợi tức<br>(%) | +/-<br>Giá 1y<br>(%) | Room nước<br>ngoài còn lại<br>(%) |
|-----|-------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------|-------------|-----------------|-------------|-----------------|---------------------|------------------|------------------|---------------------|----------------|----------------------|-----------------------------------|
|     |       |                        |                       |                       |                       |          | +/- DT. (%) | +/- LNST<br>(%) | +/- DT. (%) | +/- LNST<br>(%) |                     |                  |                  |                     |                |                      |                                   |
| DIG | HOSE  | 451                    | 37.365                | 25.300                | 48%                   | Mua      | -8,9        | 83              | 93,9        | -20,6           | 20,7                | 8,0              | 10,0             | 2,9                 | 0,0            | 244,5                | 47,4                              |
| TCB | HOSE  | 7.741                  | 71.000                | 50.800                | 40%                   | Mua      | 35,6        | 46,5            | 25          | 28              | 11,3                | 9,9              | 7,7              | 2,2                 | 0,0            | 163,6                | 0,0                               |
| KBC | HOSE  | 706                    | 46.200                | 34.550                | 35%                   | Mua      | 144         | 243             | 102         | 381,9           | 21,3                | 15,9             | 3,3              | 1,6                 | 1,4            | 161,3                | 30,0                              |
| MWG | HOSE  | 3.511                  | 222.600               | 169.900               | 32%                   | Mua      | 10,9        | 6,9             | 21,3        | 59,6            | 17,8                | 19,3             | 12,1             | 4,5                 | 0,9            | 110,9                | 0,0                               |
| HAH | HOSE  | 97                     | 61.000                | 47.200                | 31%                   | Mua      | 90,4        | 214,5           | 14,8        | 21,6            | 12,8                | 5,1              | 4,2              | 2,3                 | 2,1            | 394,7                | 42,2                              |
| NT2 | HOSE  | 233                    | 22.900                | 18.600                | 31%                   | Mua      | 5,4         | -51,1           | 6,1         | 41,8            | 16,2                | 17,5             | 12,3             | 1,3                 | 8,1            | -9,7                 | 35,4                              |
| PVT | HOSE  | 269                    | 24.100                | 19.100                | 29%                   | Mua      | 9,5         | 39              | 3,7         | -8,6            | 9,9                 | 6,6              | 7,3              | 1,5                 | 2,6            | 139,6                | 33,8                              |
| HPG | HOSE  | 9.189                  | 59.000                | 47.250                | 26%                   | Mua      | 59,2        | 143,5           | 8           | 2,5             | 8,7                 | 6,5              | 6,3              | 2,9                 | 1,1            | 170,1                | 22,4                              |
| CTG | HOSE  | 7.052                  | 42.200                | 33.750                | 25%                   | Mua      | 22,1        | 44,9            | 7,9         | 12,5            | 10,1                | 8,2              | 7,3              | 1,8                 | 1,5            | 89,1                 | 5,6                               |
| MBB | HOSE  | 4.731                  | 36.100                | 28.800                | 25%                   | Mua      | 30          | 45,1            | 18          | 30,4            | 10,7                | 9,1              | 7,0              | 2,1                 | 0,0            | 171,1                | -20,7                             |
| NKG | HOSE  | 273                    | 42.500                | 34.550                | 24%                   | Mua      | 143,7       | 666,4           | 3,2         | -33,6           | 4,9                 | 2,8              | 4,2              | 1,6                 | 1,4            | 493,9                | 85,2                              |
| GEG | HOSE  | 190                    | 20.000                | 16.100                | 24%                   | Mua      | 3,8         | 5,6             | 41,7        | 17,2            | 17,5                | 16,0             | 13,6             | 1,5                 | 0,0            | 19,9                 | 12,9                              |
| HTN | HOSE  | 79                     | 45.200                | 36.700                | 23%                   | Mua      | 26,2        | -34,8           | 109,5       | 119,1           | 4,7                 | 8,1              | 3,7              | 1,5                 | 0,0            | 174,2                | 48,5                              |
| HDG | HOSE  | 376                    | 63.336                | 52.800                | 22%                   | Mua      | -4,3        | 31,2            | 6,9         | 7,5             | 13,5                | 6,8              | 6,3              | 3,0                 | 1,9            | 189,6                | 38,3                              |
| MSN | HOSE  | 6.991                  | 164.000               | 136.200               | 21%                   | Mua      | 25          | 152,2           | 13,5        | 39,1            | 74,8                | 51,7             | 37,1             | 7,4                 | 0,7            | 150,5                | 4,5                               |
| REE | HOSE  | 726                    | 65.300                | 54.000                | 21%                   | Mua      | 18,9        | 5,2             | 23,4        | 21,1            | 9,6                 | 9,7              | 8,0              | 1,4                 | 0,0            | 57,8                 | 0,0                               |
| ACV | UPCOM | 7.104                  | 90.500                | 74.900                | 21%                   | Mua      | -44,7       | -56,8           | 109,8       | 188,4           | 92,2                | 219,9            | 76,2             | 4,5                 | 0,0            | 42,7                 | 45,4                              |
| VCB | HOSE  | 15.642                 | 117.000               | 97.000                | 21%                   | Mua      | 18,8        | 22,2            | 16,3        | 21,2            | 18                  | 16,0             | 13,2             | 3,5                 | 0,0            | 21,0                 | 6,5                               |
| SCS | HOSE  | 300                    | 155.600               | 135.900               | 20%                   | Mua      | 15,9        | 22,1            | 11,6        | 14,1            | 15,1                | 12,2             | 10,7             | 7,1                 | 5,9            | 31,5                 | 22,7                              |
| NLG | HOSE  | 530                    | 49.870                | 42.700                | 20%                   | Mua      | 124,9       | 37,5            | 14,6        | 0,4             | 11,3                | 10,6             | 10,6             | 1,9                 | 3,5            | 82,6                 | 2,7                               |
| PHR | HOSE  | 300                    | 61.300                | 51.000                | 20%                   | Mua      | 16,1        | -78,3           | 54,2        | 464,1           | 10,3                | 29,5             | 5,2              | 2,4                 | 0,0            | 3,8                  | 37,5                              |
| GMD | HOSE  | 620                    | 55.000                | 47.300                | 19%                   | Tích lũy | 6,9         | 51              | 7,8         | 69,9            | 33,5                | 25,8             | 15,2             | 2,4                 | 2,5            | 150,1                | 7,1                               |
| QNS | UPCOM | 687                    | 50.000                | 44.400                | 18%                   | Tích lũy | 16,2        | 20,9            | 24,8        | 23,3            | 14,6                | 12,4             | 10,1             | 2,5                 | 5,6            | 56,5                 | 42,9                              |
| FPT | HOSE  | 3.772                  | 108.800               | 95.600                | 16%                   | Tích lũy | 15,7        | 24,4            | 19          | 19,1            | 22,5                | 19,7             | 16,6             | 5,1                 | 2,1            | 135,1                | 0,0                               |
| HSG | HOSE  | 795                    | 43.000                | 37.400                | 15%                   | Tích lũy | 53,1        | 184,6           | 28          | -18,6           | 4,9                 | 4,2              | 5,1              | 1,9                 | 0,0            | 261,8                | 38,5                              |

Nguồn: CTCK Rồng Việt, \* Bao gồm cổ tức tiền mặt, Dữ liệu tại ngày 2/8/2021

**RONGVIET**  
SECURITIES



# **KINH TẾ VĨ MÔ** **2021**







# KINH TẾ VIỆT NAM

**TRIỂN VỌNG KÉM KHẢ QUAN  
TRƯỚC KHI TÌNH HÌNH ĐƯỢC  
CẢI THIỆN**



Trần Thị Hà My – [my.tth@vdsc.com.vn](mailto:my.tth@vdsc.com.vn)



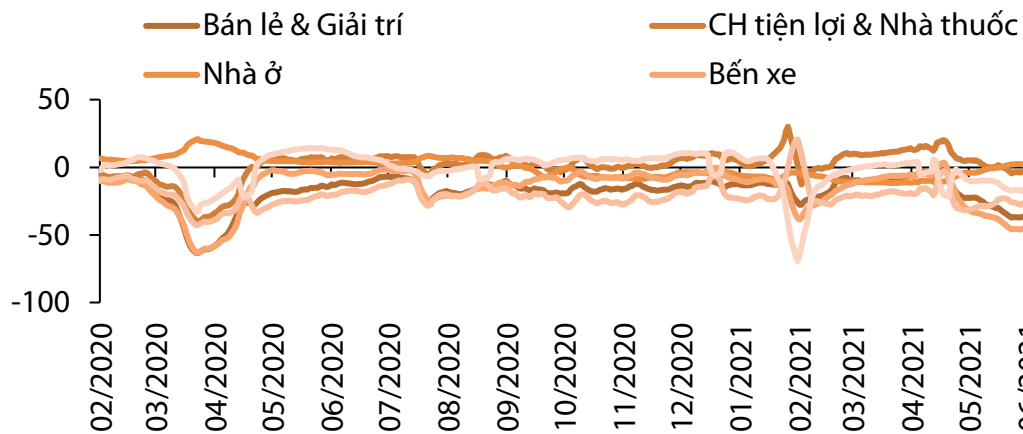
- Chúng tôi ước tính rằng các ngành kinh tế đang hoạt động dưới 50% công suất do các nguyên nhân sau:
- Tính đến ngày 7/8/2021, 38/63 tỉnh và thành phố có nguy cơ rất cao hoặc nguy cơ cao đối với dịch bệnh Covid-19 đang siết chặt hơn với các hoạt động không thiết yếu, các hoạt động đi lại và tụ tập không cần thiết theo Chỉ thị 16+, 16 hoặc 15 của Chính phủ.
- Việc giãn cách xã hội kéo dài có thể có tác động nghiêm trọng đến kinh tế vì các tỉnh thành này đóng góp tới hơn 80% GDP quốc gia.
- Hiện tại, cả nước trải qua đợt phong tỏa nghiêm ngặt nhất kể từ khi dịch bệnh xảy ra, lưu lượng di chuyển giảm đáng kể trong tháng 7/2021, thậm chí còn thấp hơn đợt phong tỏa vào tháng 4/2020.
- Ít nhất 70% nhà máy sản xuất ở miền Nam phải tạm ngừng hoạt động trong thời gian phong tỏa. Ngoài ra, các nhà máy hoạt động theo mô hình "3 tại chỗ" phải chịu chi phí vận hành rất lớn và phải giảm 40-50% công suất.
- Các biện pháp kiểm soát dịch bệnh nghiêm ngặt hiện đang mang đến nhiều rủi ro gián đoạn đối với hoạt động vận tải hàng hóa và chuỗi cung ứng cho sản xuất. Cụ thể, chi phí hoạt động gia tăng và thời gian để tài xế xe tải vận chuyển hàng hóa kéo dài. Hay sự chậm trễ của vận tải hàng hóa đường bộ và đóng cửa nhà máy sản xuất cũng gây áp lực lớn lên hoạt động của các cảng hàng hóa.

**Hình 1: Bản đồ rủi ro Covid-19**

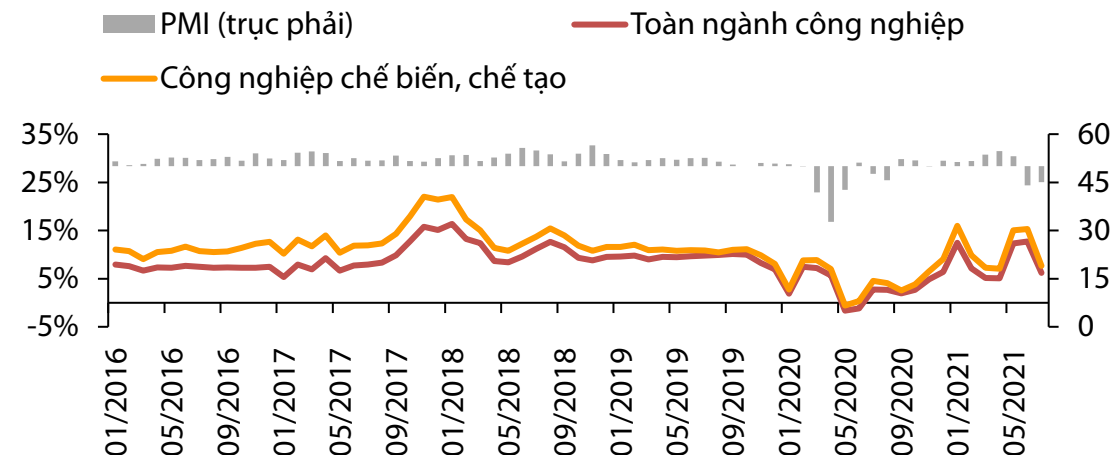


Nguồn: antoancovid, CTCK Rồng Việt

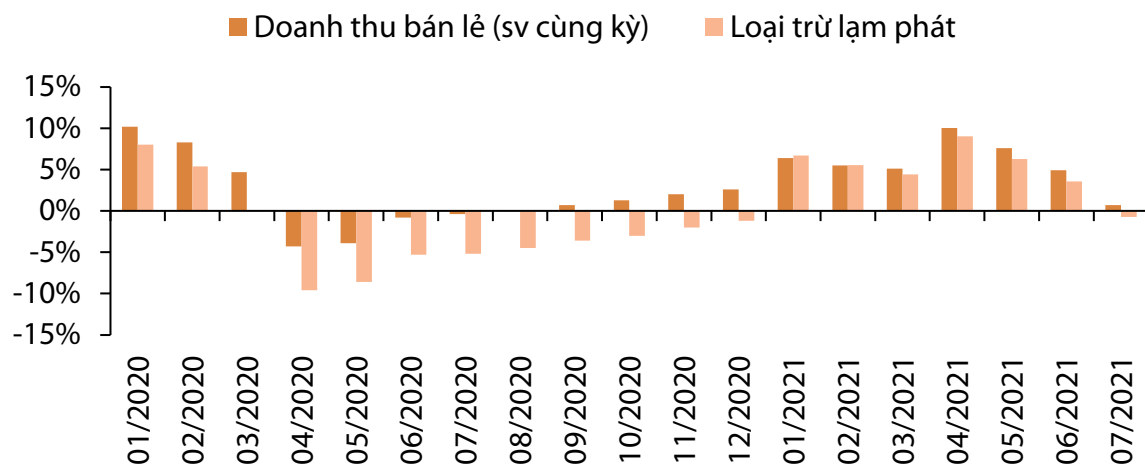
**Hình 2: Xu hướng di chuyển giảm xuống mức thấp nhất**



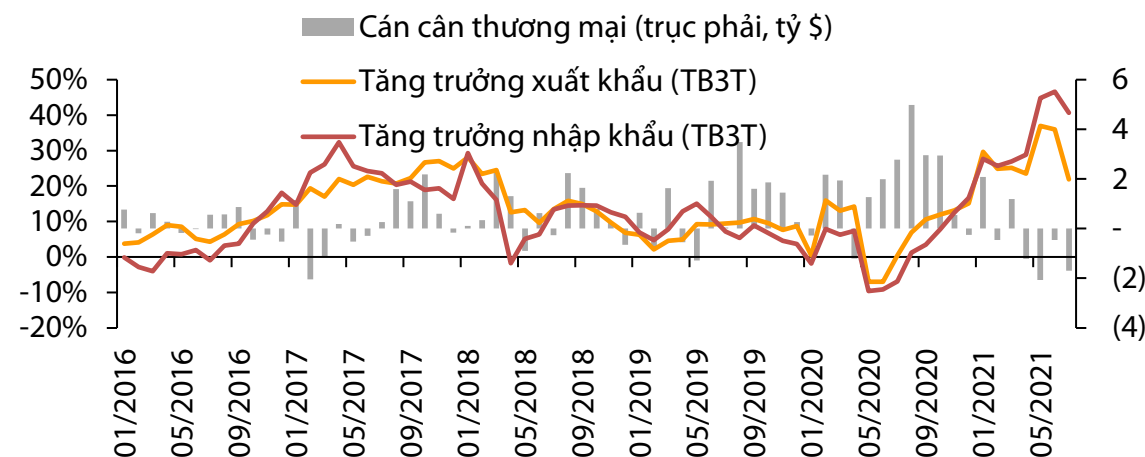
**Hình 3: Tăng trưởng lĩnh vực sản xuất suy yếu**



**Hình 4: Hoạt động bán lẻ tăng trưởng âm trở lại vào T7/2021**

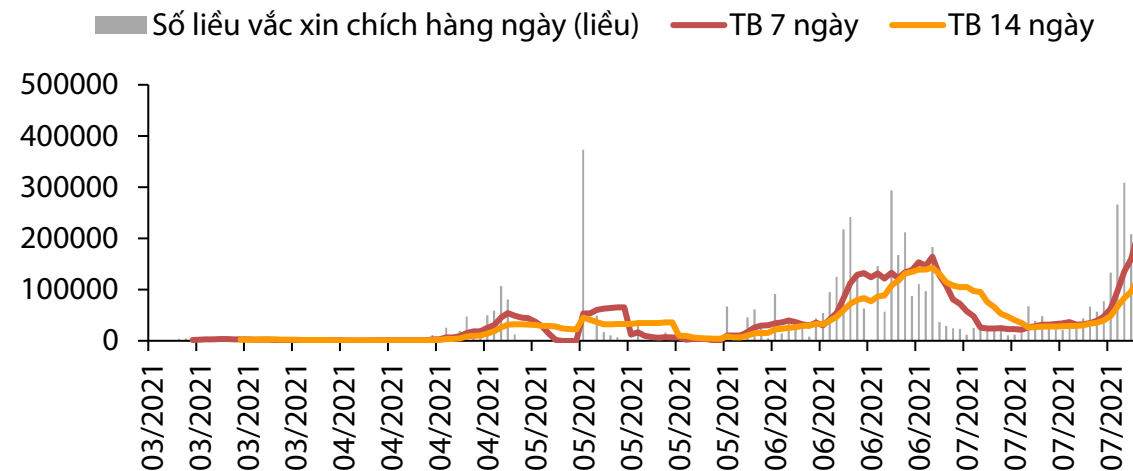


**Hình 5: Tăng trưởng thương mại đứng trước rủi ro suy giảm**



- Việt Nam đã triển khai tiêm chủng vắc xin ngừa Covid-19 từ ngày 8/3, tương đối muộn so với hầu hết các nước trong khu vực:
- Tính đến ngày 11/8, cả nước ước tính có tổng cộng gần 18,9 triệu liều vắc xin Covid-19 và đã tiêm được 10,3 triệu liều. Trong đó, 13,5% dân số đã được tiêm ít nhất một liều vắc xin Covid-19 nhưng chỉ có 1,5% dân số được tiêm chủng đầy đủ.
- Cho đến nay, Chính phủ đã đảm bảo hơn 170 triệu liều, đủ để đạt được mục tiêu miễn dịch cộng đồng là 70% dân số vào T4/2022.
- Tỷ lệ tiêm chủng đã được đẩy nhanh lên mức trung bình là 361.603 liều trong 7 ngày qua nhờ lượng vắc xin về nhiều hơn.
- Dựa trên tốc độ tiêm chủng 300.000 liều mỗi ngày, chúng tôi ước tính 70% dân số sẽ được tiêm chủng ít nhất một mũi vào Q2/2022.
- Trong một kịch bản lạc quan hơn, nếu tốc độ tiêm hàng ngày là khoảng 500.000 liều và đủ nguồn cung vắc xin, Việt Nam có thể đạt được miễn dịch cộng đồng vào Q1/2022.
- Tiến độ cung cấp vắc xin không như kỳ vọng có thể làm trì hoãn mong muốn hoàn thành mục tiêu miễn dịch cộng đồng của Việt Nam.

**Hình 6: Số liệu tiêm vắc xin hàng ngày (liều)**



**Hình 7: Tiến độ tiêm chủng tại TP.HCM**

|                              | liều                 | sv mục tiêu miễn dịch cộng đồng |
|------------------------------|----------------------|---------------------------------|
| Phân bổ từ BYT (Thực tế)     | 5.075.270            | 36,8%                           |
| Số vắc xin đã nhận từ BYT    | 4.111.040            | 29,8%                           |
| Số liệu tiêm vắc xin (10/08) | 3.598.687            | 26,1%                           |
| Mũi 1                        | 3.497.579            | 25,4%                           |
| Mũi 2                        | 101.108              | 0,7%                            |
| Tốc độ tiêm bình quân        | 250.000-300.000/ngày |                                 |

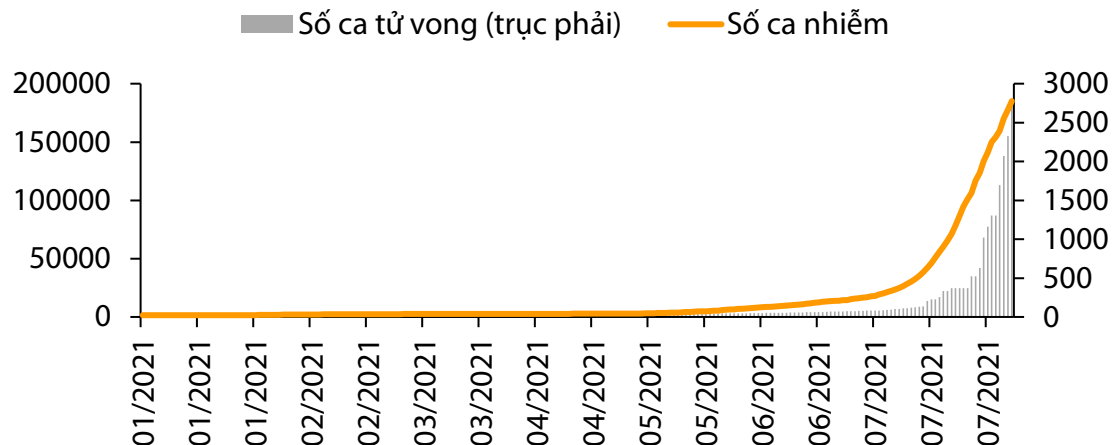
Nguồn: Ourworldindata, HCDC, tiemchungcovid19, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Tiến độ cung cấp và phân bổ vắc xin**

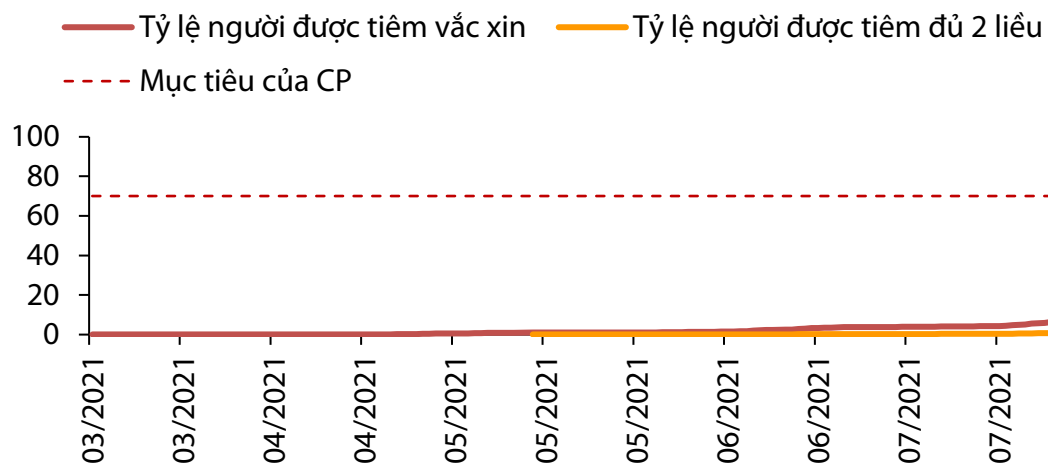
| Nguồn cung vắc xin             | Loại            | Từ                           | Liều               |
|--------------------------------|-----------------|------------------------------|--------------------|
| 24-02-21                       | AstraZeneca     | VNVC                         | 117.600            |
| 16-03-21                       | Sputnik-V       | Tài trợ bởi CP Nga           | 2.000              |
| 1-04-21                        | AstraZeneca     | COVAX                        | 811.200            |
| 16-05-21                       | AstraZeneca     | COVAX                        | 1.682.400          |
| 25-05-21                       | AstraZeneca     | VNVC                         | 288.000            |
| 16-06-21                       | AstraZeneca     | Tài trợ bởi CP Nhật          | 966.320            |
| 20-06-21                       | Sinopharm       | China                        | 500.000            |
| 7-07-21                        | Pfizer/BioNtech | Hợp đồng mua của BYT         | 194.220            |
| 2-07-21                        | AstraZeneca     | Tài trợ bởi CP Nhật          | 400.000            |
| 9-07-21                        | AstraZeneca     | Tài trợ bởi CP Nhật          | 600.000            |
| 9-07-21                        | AstraZeneca     | VNVC                         | 580.000            |
| 10-07-21                       | Moderna         | COVAX/Tài trợ bởi CP Mỹ      | 2.000.040          |
| 15-07-21                       | AstraZeneca     | VNVC                         | 921.400            |
| 16-07-21                       | AstraZeneca     | Tài trợ bởi CP Nhật          | 1.000.000          |
| 23-07-21                       | AstraZeneca     | VNVC                         | 1.228.500          |
| 24-07-21                       | Moderna         | COVAX/Tài trợ bởi CP Mỹ      | 3.000.060          |
| 29-07-21                       | AstraZeneca     | VNVC                         | 659.900            |
| 31-07-21                       | Sinopharm       | Sapharco nhập khẩu           | 1.000.000          |
| 1-07-21                        | Sputnik-V       | Tài trợ bởi CP Nga           | 10.000             |
| 2-08-21                        | AstraZeneca     | COVAX                        | 1.188.000          |
| 3-08-21                        | AstraZeneca     | Tài trợ bởi CP Anh           | 415.000            |
| 6-08-21                        | AstraZeneca     | VNVC                         | 592.100            |
| 9-08-21                        | AstraZeneca     | COVAX                        | 494.400            |
| 11-08-21                       | Pfizer/BioNtech | Hợp đồng mua của BYT         | 217.620            |
| <b>Total</b>                   |                 |                              | <b>18.868.760</b>  |
| <b>Kế hoạch nhận vắc xin</b>   |                 |                              |                    |
| 3Q2021                         |                 |                              | 30.000.000         |
| 4Q2021                         |                 |                              | 100.000.000        |
| <b>Total</b>                   |                 |                              | <b>130.000.000</b> |
| <b>Số liều vắc xin đã tiêm</b> |                 |                              |                    |
| Tính đến ngày 10-08-21         |                 | 55% lượng vắc xin đã nhập về | <b>10.305.762</b>  |
|                                |                 | 1 liều (~13,5% dân số)       | 9.269.660          |
|                                |                 | 2 liều (~1,5% dân số)        | 1.036.102          |

| Hợp đồng mua                 | Nguồn         | Liều               |
|------------------------------|---------------|--------------------|
| Pfizer/BioNtech              | BYT           | 31.000.000         |
| Pfizer/BioNtech (12-18 tuổi) | BYT           | 20.000.000         |
| AstraZeneca                  | VNVC          | 30.000.000         |
| Moderna                      | Zuelig Pharma | 5.000.000          |
| Sinopharm                    | Sapharco      | 5.000.000          |
| <b>Đang đàm phán</b>         |               |                    |
| Sputnik-V                    | T&T           | 40.000.000         |
| Covaxin                      | BYT           | 15.000.000         |
| <b>Tài trợ</b>               |               |                    |
| AstraZeneca                  | COVAX         | 38.900.000         |
| Moderna                      | Mỹ            | 5.060.000          |
| AstraZeneca                  | CH Séc        | 250.000            |
| AstraZeneca                  | Nhật Bản      | 2.966.320          |
| AstraZeneca                  | Romania       | 100.000            |
| AstraZeneca                  | Úc            | 1.500.000          |
| AstraZeneca                  | Anh           | 415.000            |
| Sinopharm                    | Trung Quốc    | 500.000            |
| Sputnik-V                    | Nga           | 2.000              |
| <b>Tổng</b>                  |               | <b>170.381.320</b> |

**Hình 9: Số ca nhiễm Covid-19 và số ca tử vong đã được xác nhận**



**Hình 10: Tiến độ tiêm chủng của Việt Nam**



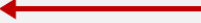
Nguồn: Ourworldindata, CTCK Rồng Việt

- Triển vọng kinh tế nửa cuối năm 2021 phụ thuộc vào hiệu quả của việc ngăn chặn dịch bệnh và tiến độ tiêm chủng.
- Các biện pháp hạn chế nghiêm ngặt sẽ được áp dụng vào tháng 8/2021, việc đẩy mạnh tiến độ tiêm chủng tại TP.HCM sẽ là tiền đề để Chính phủ có những bước chuẩn bị cho việc nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội trong quý 4/2021.
- Trong quý 3/2021, tiêu dùng hộ gia đình và các ngành dịch vụ có thể sẽ tăng trưởng âm.
- Trong quý 4/2021, nếu không có những hỗ trợ chính sách mạnh mẽ hơn, sự phục hồi kinh tế sẽ yếu do dư chấn từ đại dịch lên thị trường lao động, chuỗi cung ứng, bảng cân đối của doanh nghiệp và hộ gia đình.
- Chúng tôi cắt giảm dự phóng tăng trưởng GDP cả năm 2021 xuống còn 4,0%, phản ánh những tác động tiêu cực của đợt bùng phát lần thứ tư đối với các hoạt động trong nước cũng như ảnh hưởng kéo dài của các biện pháp phòng Covid-19 lên hoạt động kinh tế.
- Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi: 1) sự không chắc chắn về quỹ đạo tương lai của dịch bệnh Covid-19 và 2) hạn chế về nguồn cung cấp vắc xin.



**Hình 11: Phân tích độ nhạy về dự báo GDP cho năm 2021**

|                          | 6T2021 | 6T cuối năm 2021                                                                  |       |       |       |      |          |                                                                                    |      |      |      |  |    |
|--------------------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|----------|------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|--|----|
|                          |        |  |       |       |       |      | KB cơ sở |  |      |      |      |  | KH |
| Tăng trưởng GDP          | 5,8%   | -1,2%                                                                             | -0,3% | 0,6%  | 1,5%  | 2,5% | 3,4%     | 4,3%                                                                               | 5,2% | 6,1% | 7,0% |  |    |
| Nông lâm nghiệp thủy sản | 5,6%   | -2,3%                                                                             | -1,7% | -1,1% | -0,4% | 0,2% | 0,8%     | 1,4%                                                                               | 2,0% | 2,6% | 0,4% |  |    |
| Công nghiệp & Xây dựng   | 8,4%   | -1,8%                                                                             | -0,5% | 0,7%  | 2,0%  | 3,2% | 4,5%     | 5,7%                                                                               | 7,0% | 8,3% | 9,5% |  |    |
| Công nghiệp              | 8,9%   | -2,0%                                                                             | -0,7% | 0,7%  | 2,0%  | 3,3% | 4,6%     | 5,9%                                                                               | 7,3% | 8,6% | 9,9% |  |    |
| Xây dựng                 | 5,6%   | -0,7%                                                                             | 0,3%  | 1,3%  | 2,2%  | 3,2% | 4,2%     | 5,2%                                                                               | 6,2% | 7,2% | 8,2% |  |    |
| Dịch vụ                  | 4,0%   | -0,3%                                                                             | 0,5%  | 1,3%  | 2,1%  | 2,9% | 3,7%     | 4,4%                                                                               | 5,2% | 6,0% | 6,8% |  |    |
| Thuế & Trợ cấp           | 4,9%   | -0,9%                                                                             | 0,0%  | 0,8%  | 1,6%  | 2,4% | 3,2%     | 4,1%                                                                               | 4,9% | 5,7% | 6,5% |  |    |

|                          | Tăng trưởng GDP năm 2021                                                          |      |      |      |          |                                                                                    |      |      |      |      |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|----------|------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|
|                          |  |      |      |      | KB cơ sở |  |      |      |      | KH   |
| Tăng trưởng GDP          | 2,0%                                                                              | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0%     | 4,5%                                                                               | 5,0% | 5,5% | 6,0% | 6,5% |
| Nông lâm nghiệp thủy sản | 1,3%                                                                              | 1,7% | 2,0% | 2,3% | 2,7%     | 3,0%                                                                               | 3,3% | 3,7% | 4,0% | 2,8% |
| Công nghiệp & Xây dựng   | 2,8%                                                                              | 3,5% | 4,2% | 4,8% | 5,5%     | 6,2%                                                                               | 6,9% | 7,6% | 8,3% | 9,0% |
| Công nghiệp              | 2,9%                                                                              | 3,6% | 4,4% | 5,1% | 5,8%     | 6,5%                                                                               | 7,3% | 8,0% | 8,7% | 9,5% |
| Xây dựng                 | 2,2%                                                                              | 2,7% | 3,2% | 3,8% | 4,3%     | 4,8%                                                                               | 5,4% | 5,9% | 6,5% | 7,0% |
| Dịch vụ                  | 1,7%                                                                              | 2,1% | 2,5% | 3,0% | 3,4%     | 3,8%                                                                               | 4,2% | 4,6% | 5,1% | 5,5% |
| Thuế & Trợ cấp           | 1,8%                                                                              | 2,2% | 2,7% | 3,1% | 3,6%     | 4,0%                                                                               | 4,5% | 4,9% | 5,4% | 5,8% |

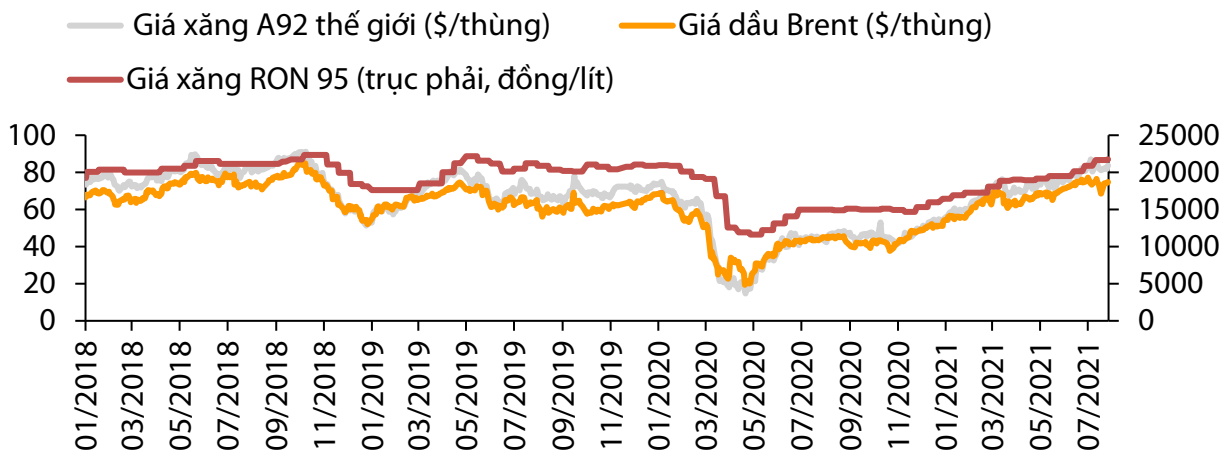
Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Triển vọng kinh tế năm 2022

- Năm 2022, chúng tôi cho rằng sẽ có ít khả năng xảy ra các đợt phong tỏa trên diện rộng, điều này tạo nền tảng khả quan hơn cho tăng trưởng kinh tế phục hồi trở lại.
- Chúng tôi kỳ vọng hầu hết các ngành kinh tế sẽ mở cửa trở lại, việc lưu thông giữa các tỉnh sẽ được nối lại và ít hạn chế hơn đối với các hoạt động xã hội. Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 6,5% vào năm 2022, với sự phục hồi trong lĩnh vực sản xuất và chi tiêu tiêu dùng cá nhân.
- Do khả năng xảy ra các làn sóng Delta và các biến thể mới kèm theo các biện pháp hạn chế nghiêm ngặt đối với dịch bệnh vẫn là một rủi ro khó lường vào năm 2022, sự phục hồi vẫn sẽ còn khó khăn và tương đối chậm đối với một số lĩnh vực như du lịch, lữ hành và bán lẻ.
- Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro vẫn nghiêng về chiều hướng tiêu cực do sự không chắc chắn về quỹ đạo của dịch bệnh, tỷ lệ thất nghiệp gia tăng và gián đoạn chuỗi cung ứng, các dư chấn do đại dịch tác động lâu dài lên các hộ gia đình và doanh nghiệp và sự hạn chế trong các chính sách hỗ trợ của Chính phủ.

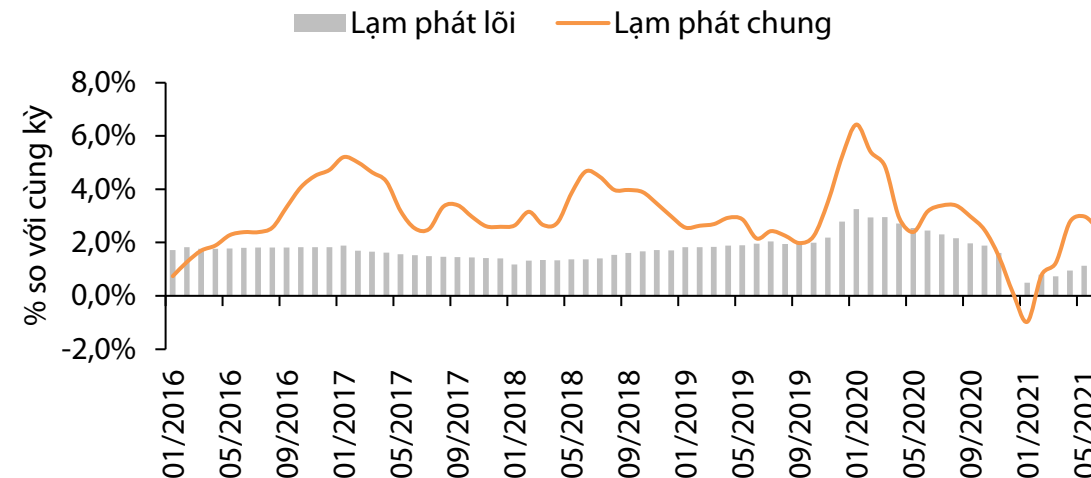
- Chúng tôi dự đoán lạm phát sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2021 do các nguyên nhân sau:
  - Giá xăng dầu tăng có thể đẩy lạm phát lên cao hơn do công cụ quỹ bình ổn giá xăng dầu dần mất tác dụng trong diễn biến tăng mạnh của giá xăng dầu thế giới.
  - Sự gián đoạn chuỗi cung ứng do các biện pháp phòng chống dịch Covid-19 có thể sẽ làm tăng thêm áp lực lạm phát trong ngắn hạn.
- Dự báo lạm phát năm 2021 của chúng tôi là 3,5%, nhưng rủi ro nghiêng về chiều tăng cao hơn. Áp lực lạm phát trong ngắn hạn có thể tác động đến kỳ vọng lạm phát năm 2022 gắn với việc nhu cầu phục hồi trở lại trong bối cảnh nguồn cung bị hạn chế do hệ quả của việc kiểm soát dịch bệnh.

**Hình 13: Giá xăng dầu trong nước đang cao hơn trước đại dịch**

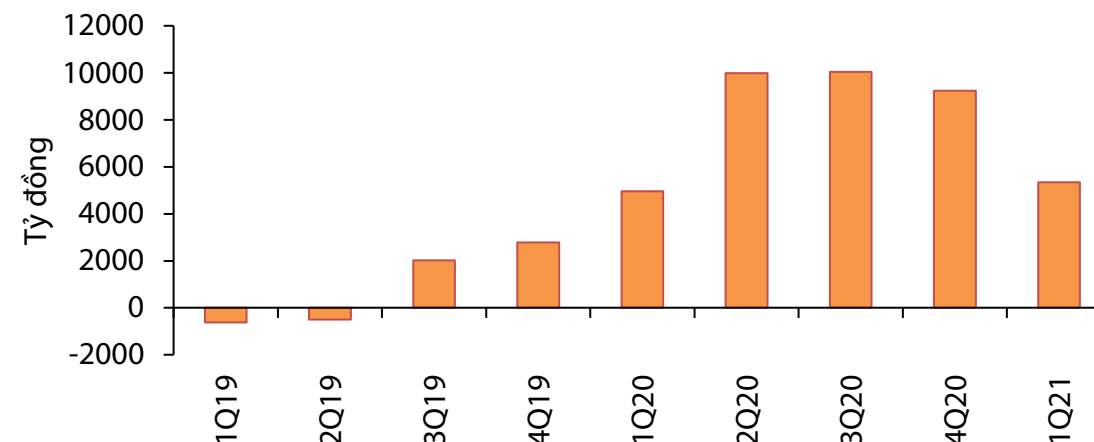


Nguồn: TCTK, MoIT, Bloomberg, PLX, CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Lạm phát đang có xu hướng tăng trở lại**



**Hình 14: Quỹ bình ổn giá xăng dầu đang giảm mạnh**



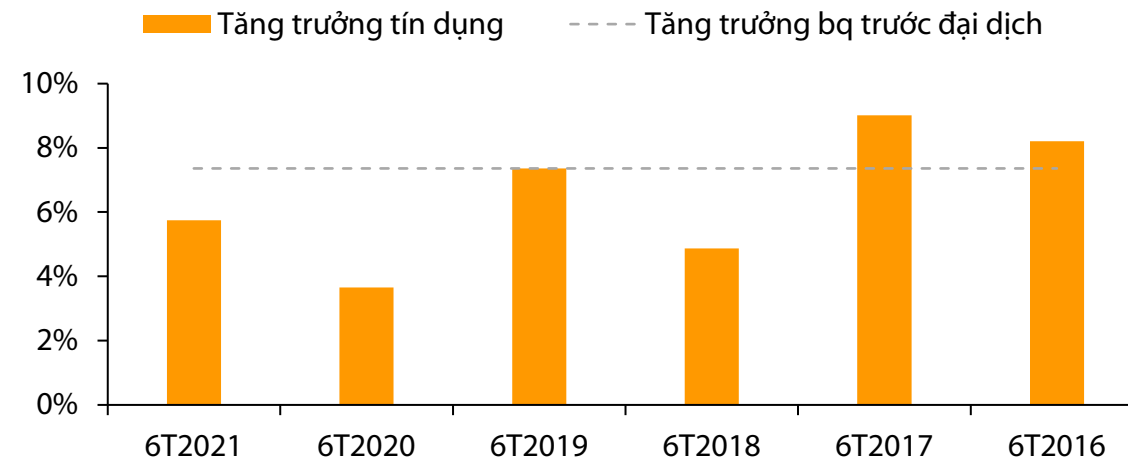
- Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng tín dụng sẽ chứng lại do đợt bùng phát Covid-19 mới nhất. Tăng trưởng cung tiền chậm trong 6 tháng đầu năm cho thấy NHNN đã không sử dụng đến biện pháp bơm thanh khoản trên diện rộng và vẫn tập trung vào mục tiêu tăng trưởng tín dụng có chọn lọc.
- Chính sách tiền tệ kỳ vọng sẽ tiếp tục nghiêng về chiều hướng hỗ trợ do diễn biến phức tạp của dịch bệnh. Tuy nhiên, NHNN có thể giữ tâm thế thận trọng trong bối cảnh lạm phát đang tăng trở lại.
- Chúng tôi cho rằng NHNN có thể sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất điều hành nếu nền kinh tế ghi nhận mức tăng trưởng GDP âm trong Q3/2021.

**Hình 16: Các cột mốc điều hành CSTT trong năm 2021**

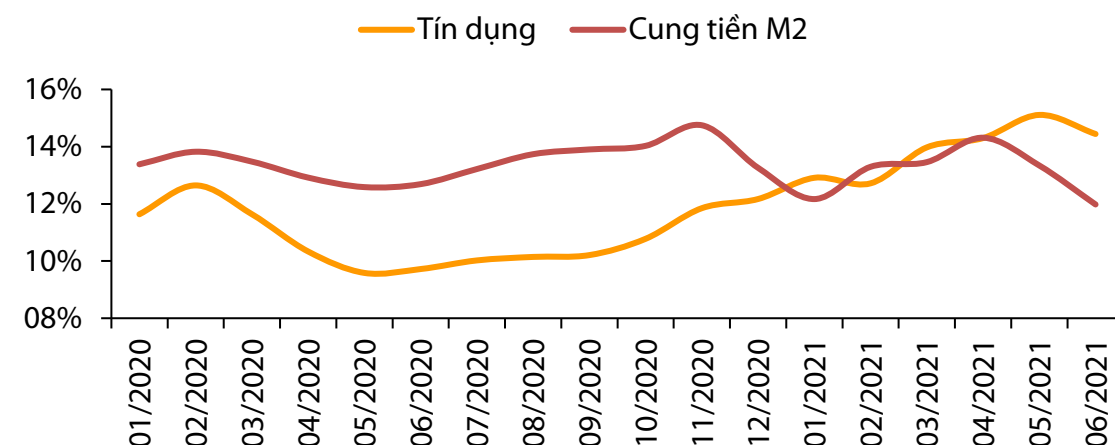
| Ngày     | Thông tư/Chỉ đạo               | Nội dung                                                                                                                                            |
|----------|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 02/04/21 | Thông tư 03/2021/TT-NHNN       | Cho phép NHTM tái cấu trúc nợ, giảm/miễn lãi, giữ nguyên nhóm nợ đến cuối năm 2021<br>Cho phép NHTM trích lập dự phòng nợ quá hạn đến cuối năm 2023 |
| 05/04/21 | Thông tư 04/2021/TT-NHNN       | Cho vay tái cấp vốn 4.000 tỷ đồng đối với các NHTM cho Vietnam Airlines vay                                                                         |
| 12/07/21 | Cuộc họp giữa NHNN và các NHTM | Đạt được đồng thuận với 16 ngân hàng về việc giảm lãi suất cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh (tổng gói hỗ trợ khoảng 20.300 tỷ đồng)        |
| 21/07/21 | Thông tư 10/2021/TT-NHNN       | Cho vay tái cấp vốn với NHCSXH khoản vay lên đến 7.500 tỷ đồng với lãi suất 0%.                                                                     |

Nguồn: NHNN, TTCK, CTCK Rổng Việt

**Hình 15: Tăng trưởng tín dụng 6T2021 phục hồi nhưng vẫn thấp hơn mức trước đại dịch**

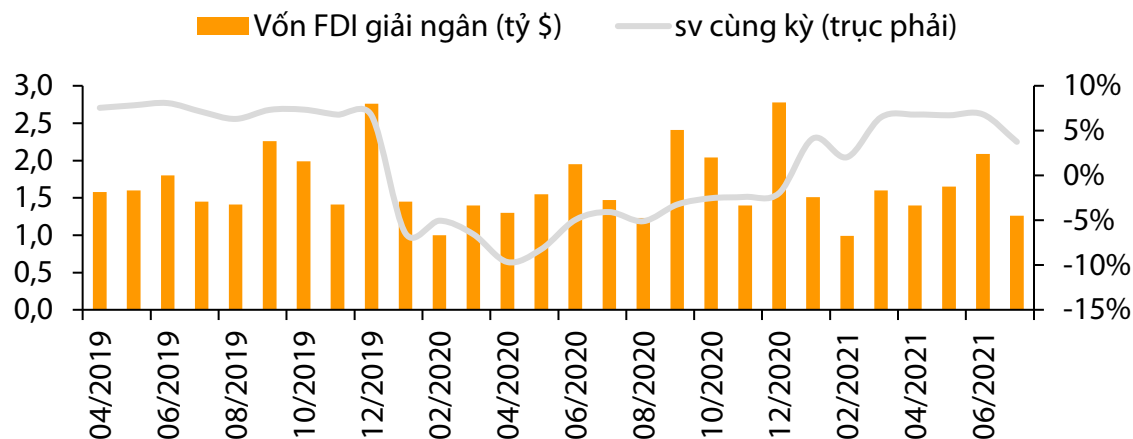


**Hình 17: Khoảng cách gia tăng giữa tăng trưởng tín dụng và cung tiền**



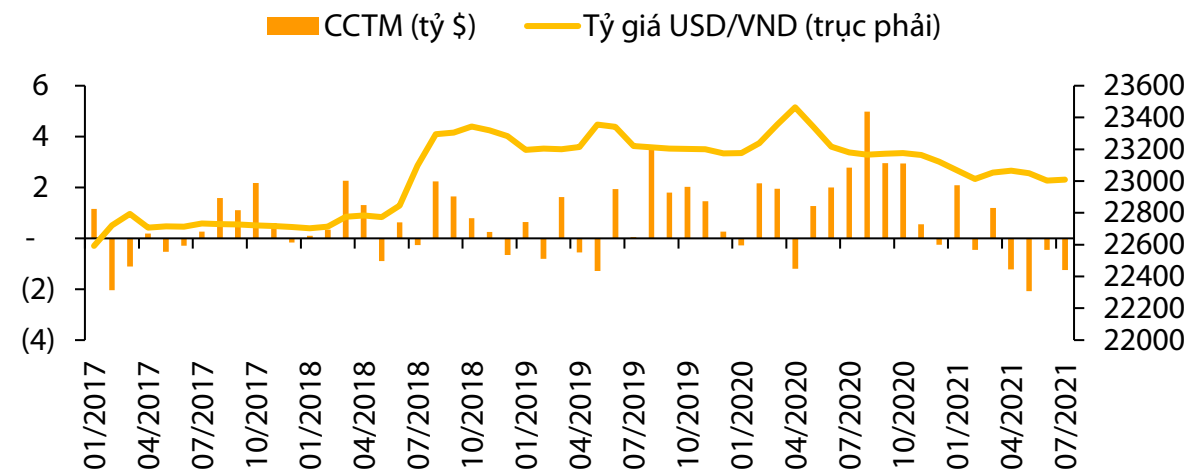
- Đồng VND đã tăng 0,5% so với đầu năm trong khi hầu hết các tỷ giá hối đoái mới nổi ở châu Á đã giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều.
- Một thông điệp thắt chặt chính sách tiền tệ từ Fed có thể khiến đồng USD tăng trở lại. Trong khi đó, cán cân thương mại xấu đi có thể tác động tiêu cực đến tỷ giá USD/VND.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo động lực cung/cầu của USD sẽ kém thuận lợi hơn cho diễn biến tỷ giá USD/VND.
- Chúng tôi kỳ vọng đồng VND sẽ mất giá nhẹ trở lại trong giai đoạn cuối năm 2021.

Hình 19: Dòng vốn FDI yếu đi do các biện pháp kiểm soát dịch bệnh

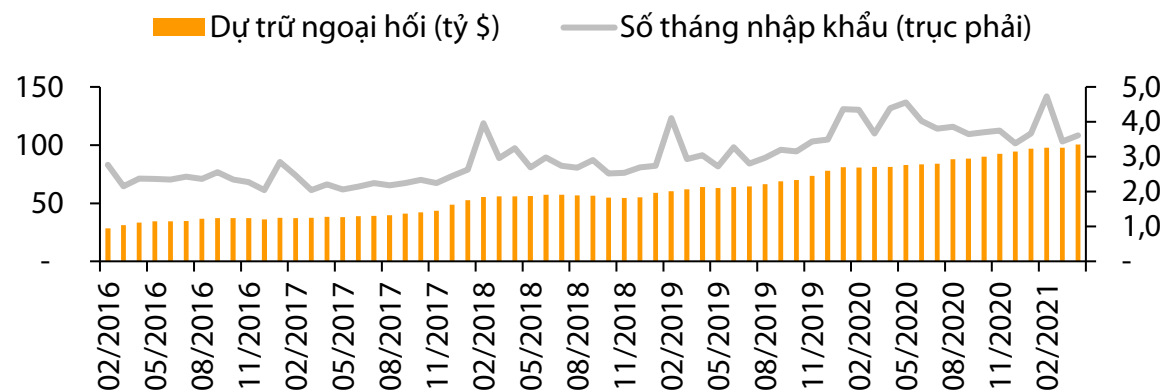


Nguồn: Bloomberg, TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Việt Nam nhập siêu tháng thứ 4 liên tiếp

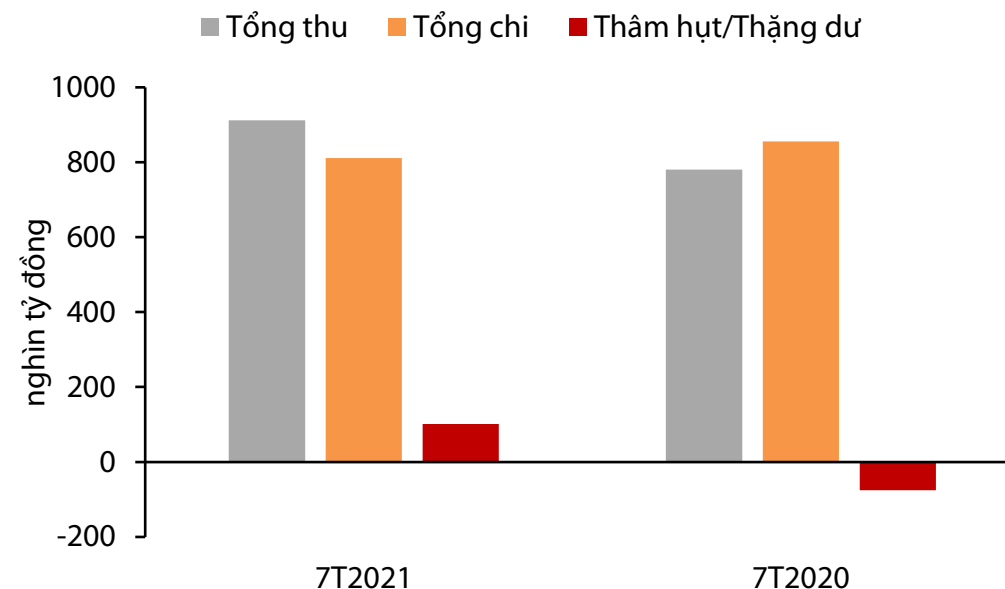


Hình 20: Độ phủ của dự trữ ngoại hối/NK giảm do nhập khẩu tăng mạnh



- Chi tiêu tài khóa trong 7T2021 giữ mức thận trọng, chỉ đạt mức 48,0% kế hoạch ngân sách, trong khi kinh tế phục hồi trong nửa đầu năm 2021 đã thúc đẩy thu ngân sách nhà nước đạt 67,9% kế hoạch ngân sách cả năm.
- Điều này đã giúp cán cân tài khóa thặng dư 101,5 nghìn tỷ đồng trong 7T2021 so với mức thâm hụt 75,7 nghìn tỷ đồng trong 7T2020.
- Gói hỗ trợ thứ hai cho an sinh xã hội ước đạt 26 nghìn tỷ đồng, tương đương 0,4% GDP danh nghĩa năm 2020, được công bố một tháng sau khi Chính phủ có các biện pháp giãn cách xã hội trên nhiều tỉnh thành.
- Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng trưởng hạn chế do ảnh hưởng của các biện pháp phòng chống dịch bệnh. Đồng thời, Chính phủ có thể sử dụng một phần chi tiêu đầu tư công để dành nhiều nguồn lực hơn cho cuộc chiến chống Covid-19.

**Hình 21: Tình hình tài khóa cải thiện được cải thiện trong 7T2021**



**Hình 22: Tình hình giải ngân chậm trong cả đầu tư công và gói hỗ trợ của Chính phủ**

|                             | 7T2021 | 7T2020 | % so với cùng kỳ |
|-----------------------------|--------|--------|------------------|
| Đầu tư công (nghìn tỷ đồng) | 169,3  | 192,0  | -11,8%           |
| Kế hoạch (nghìn tỷ đồng)    | 476,9  | 391,8  | 21,7%            |
| % so với kế hoạch           | 36%    | 49%    |                  |

**Gói hỗ trợ lần 1 (2020, tỷ đồng)**

Hỗ trợ thu nhập cho nhóm bị ảnh hưởng bởi đại dịch  
Cho DN vay trả lương với lãi suất 0%  
Hoãn đóng phí BHXH cho doanh nghiệp  
Hỗ trợ đào tạo lao động  
Tổng

|                                                    | Kế hoạch | Thực tế | % giải ngân |
|----------------------------------------------------|----------|---------|-------------|
| Hỗ trợ thu nhập cho nhóm bị ảnh hưởng bởi đại dịch | 35.880   | 13.100  | 36,5%       |
| Cho DN vay trả lương với lãi suất 0%               | 16.200   | 41,8    | 0,3%        |
| Hoãn đóng phí BHXH cho doanh nghiệp                | 6.500    | 786     | 12,1%       |
| Hỗ trợ đào tạo lao động                            | 3.000    | na      |             |
| Tổng                                               | 61.580   | 13.928  | 22,6%       |

**RONG VIET**  
SECURITIES



# **TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG**







# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN:

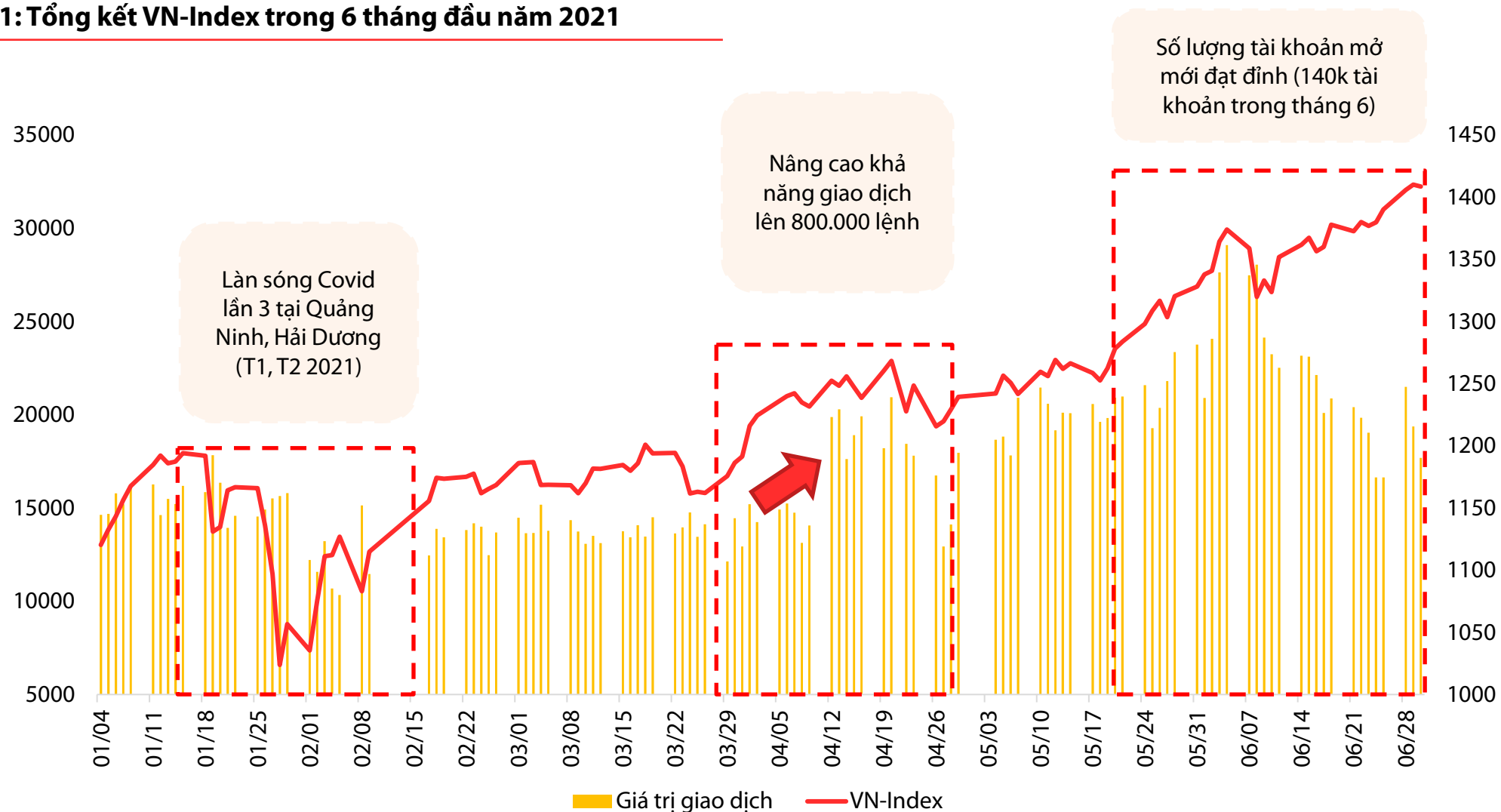
LẠC QUAN THẬN TRỌNG



Trần Hoàng Thế Kiệt – [kiet.tht@vdsc.com.vn](mailto:kiet.tht@vdsc.com.vn)

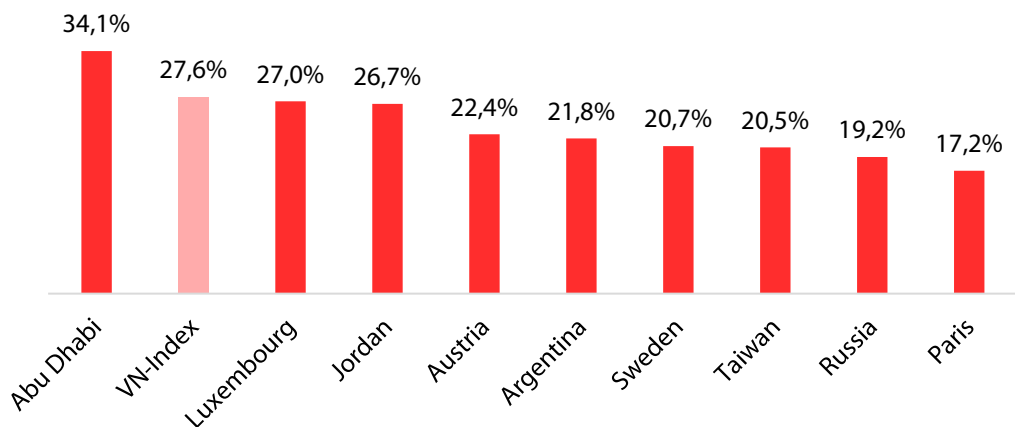


**Hình 1: Tổng kết VN-Index trong 6 tháng đầu năm 2021**



Nguồn: Fiipro, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: VN-Index là một trong những thị trường có mức sinh lời cao nhất trong 1H 2021**

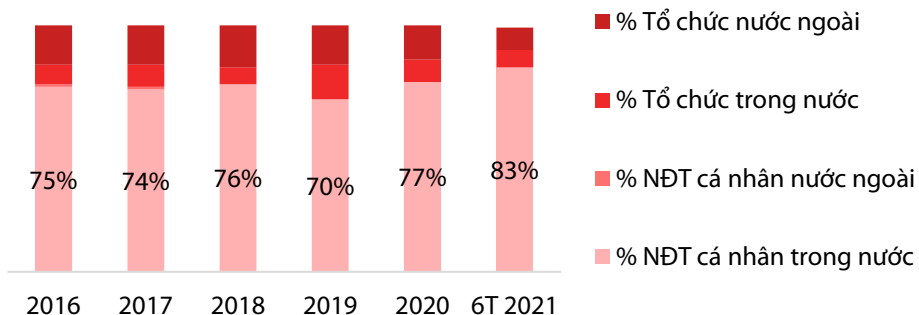


Nguồn: CTCK Rồng Việt, Investing.com

**Việt Nam là một trong những thị trường dẫn đầu về mức tăng trưởng của chỉ số với sự tham gia mạnh mẽ của nhà đầu tư cá nhân**

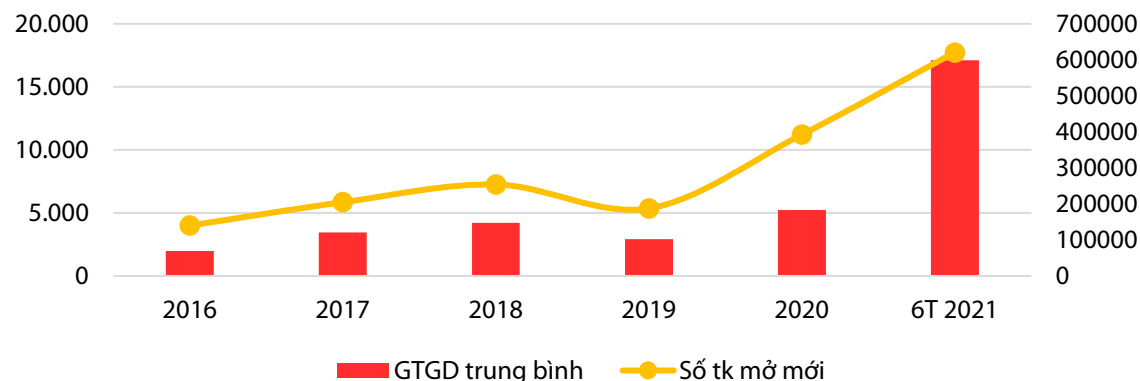
- Trong 1H 2021, thị trường Việt Nam ghi nhận mức tăng mạnh và đứng thứ 2 trong số các thị trường với tỷ suất sinh lời 27,6% (Hình 2).
- Sự tham gia mạnh mẽ của các nhà đầu tư cá nhân, **chiếm hơn 80% giá trị giao dịch là động lực chính, Hình 3** (số lượng tài khoản mở mới trong 1H2021 **cao hơn 1,6 lần so với cả năm 2020**).
- Thanh khoản thị trường tích cực khi giá trị giao dịch hằng ngày đạt 17.000 tỷ đồng trong 1H2021 (nhiều hơn 3 lần so với cả năm 2020), Hình 4.

**Hình 3: Tỷ trọng giá trị giao dịch của VN Index (%)**



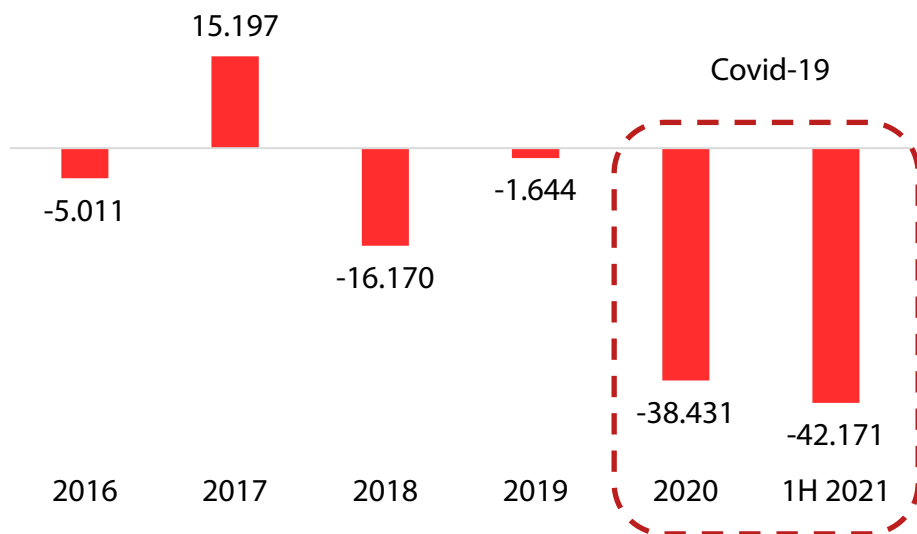
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: GTGD trung bình (cột trái, tỷ đồng) và số lượng tài khoản mở mới (cột phải)**



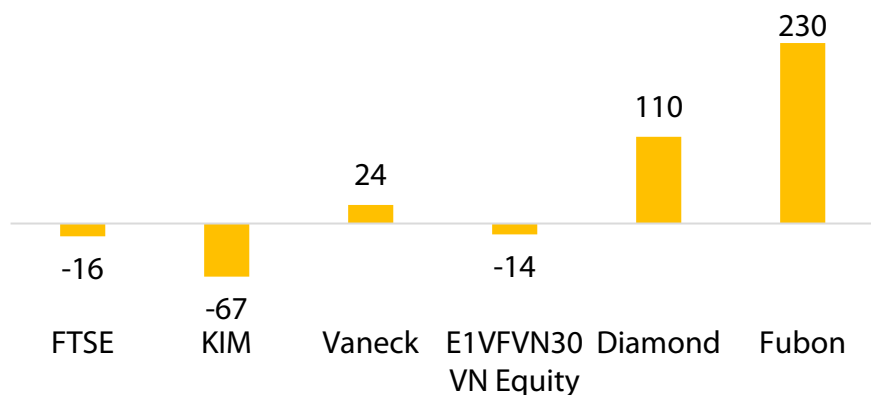
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá trị giao dịch của khối ngoại (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro

Hình 6: Dòng tiền ETF trong 1H 2021 (triệu USD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Ròng Việt

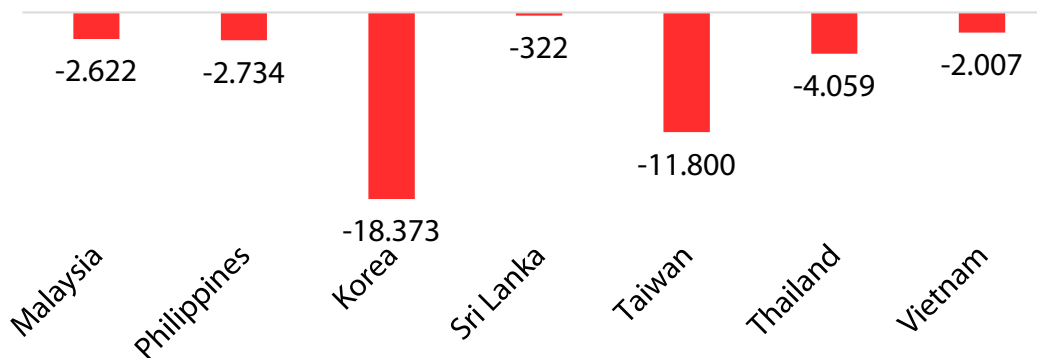
#### Khối ngoại – Duy trì bán ròng.

- Các nhà đầu tư nước ngoài gia tăng bán ròng trên HOSE trong năm 2020 và 1H 2021 với tổng giá trị 80.602 tỷ đồng thông qua giao dịch khớp lệnh trong bối cảnh ảnh hưởng của dịch Covid-19 (Hình 5).
- Giá trị bán ròng của Việt Nam vẫn thấp hơn so với trung bình các nước Châu Á, do đó động thái bán ròng của khối ngoại cũng không quá tiêu cực (Hình 7).

**Dòng tiền ETF chứng kiến các diễn biến khác nhau, trong đó Fubon là bên mua chính.**

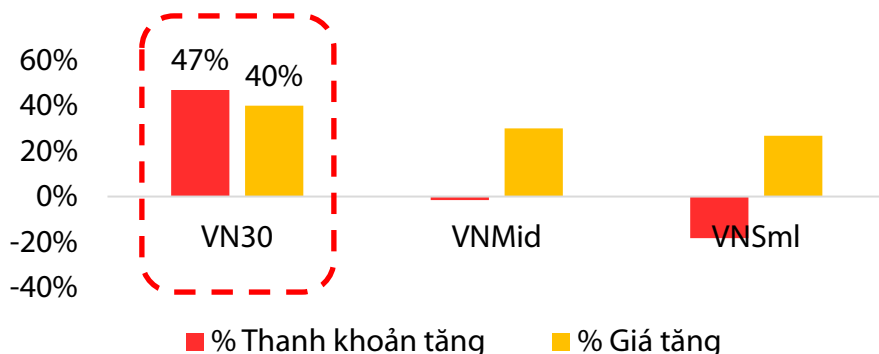
Fubon và Diamond hút ròng lần lượt 230 triệu USD và 110 triệu USD trong khi đó KIM ETF ghi nhận giá trị rút ròng 67 triệu USD (Hình 6).

Hình 7: Dòng tiền ngoại tại các nước châu Á (triệu USD) trong 1 năm qua



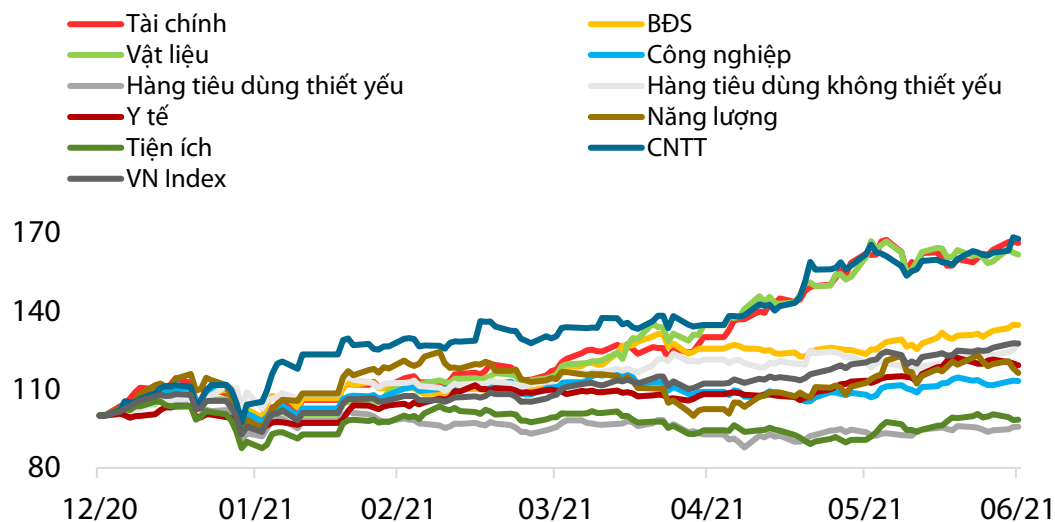
Nguồn: Bloomberg, dữ liệu tại ngày 4/8/2021.

Hình 8: Diễn biến của VN30, VNMid, VNSml trong 1H 2021



Nguồn: Finpro, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 9: Tài chính, Vật liệu và CNTT là các nhóm ngành tăng chính

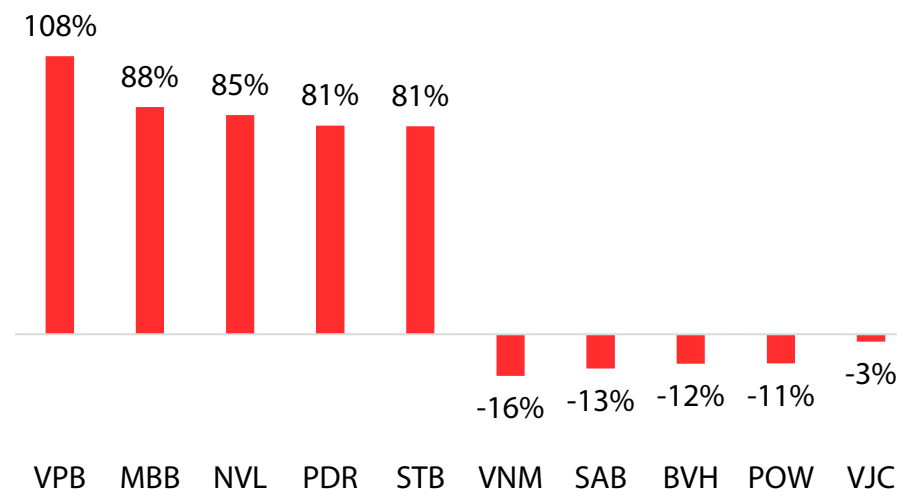


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

VN30 dẫn dắt thị trường trong 1H 2021

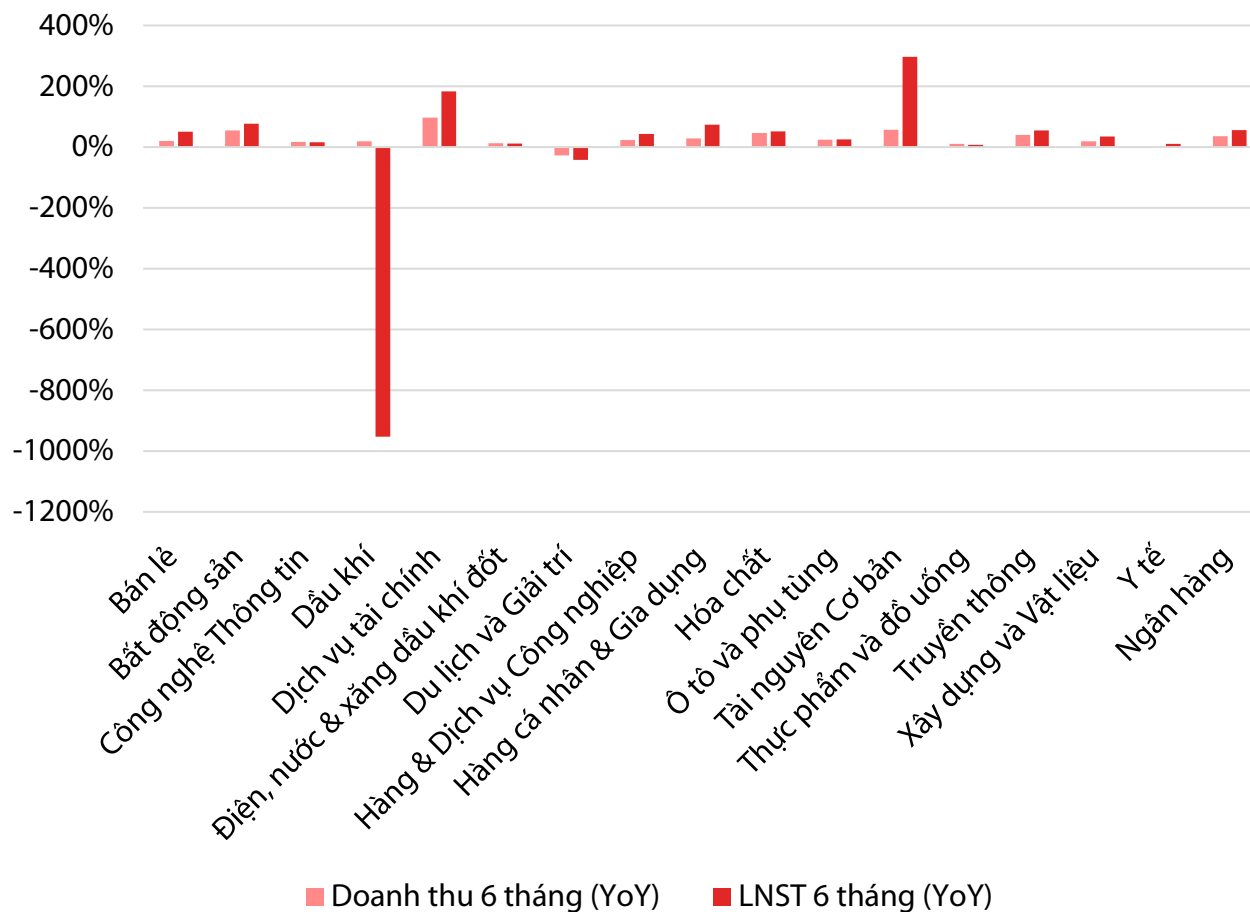
- VN30 ghi nhận mức tăng mạnh nhất cả về thanh khoản và giá (Hình 8).
- Tài chính, Vật liệu và CNTT là những nhóm ngành tăng chính nhờ sự tăng giá của các cổ phiếu Ngân hàng và Thép (Hình 9).
- Trong nhóm VN30, các cổ phiếu Ngân hàng (VPB, MBB, STB) tăng mạnh nhất trong khi VNM, SAB, BVH là những cổ phiếu giảm mạnh nhất (Hình 10).

Hình 10: Những cổ phiếu tăng/giảm nhiều nhất trong VN30



Nguồn: Finpro

Hình 11: Kết quả tài chính 6 tháng đầu năm 2021 theo ngành



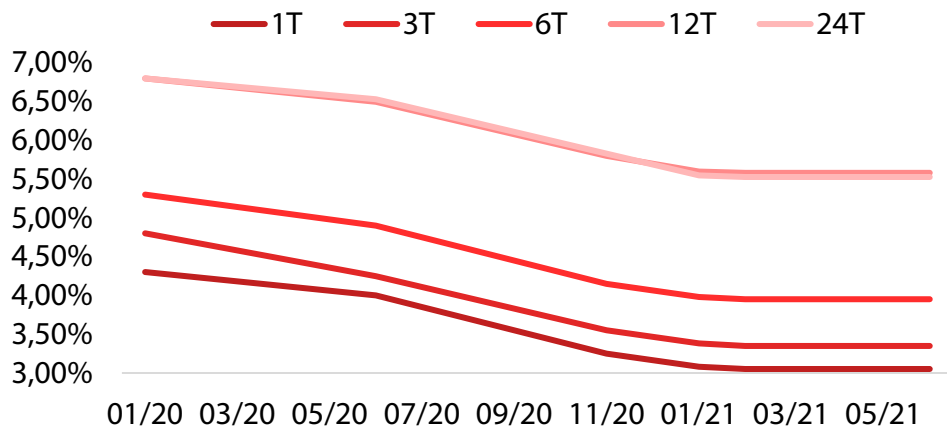
### Kết quả tài chính 6T2021: Phục hồi mạnh mẽ

- LNST 6 tháng 2021 của sàn HSX và HNX lần lượt tăng 66% YoY và 60% YoY. Điều này cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ của các doanh nghiệp niêm yết sau giai đoạn bị ảnh hưởng mạnh bởi dịch Covid-19 trong 6 tháng 2020. KQKD 6 tháng đầu năm 2021 của ba nhóm VN30, VNMId và VNSmall đều tốt hơn so với cùng kỳ với tăng trưởng LNST đạt 58%, 85% và 118%.
- KQKD của nhóm ngân hàng chủ yếu được hỗ trợ bởi KQKD khá tích cực của nhóm các ngân hàng tư nhân như **TCB, MBB và STB** khi đều tăng trưởng LNST trên 50%.
- Nhóm Dịch vụ tài chính ghi nhận KQKD rất tích cực ghi LNST tăng trưởng 183% YoY khi hưởng lợi từ đà tăng trưởng mạnh của thị trường. Các cổ phiếu lớn trong nhóm chứng khoán như **SSI, VND, HCM** ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng từ 91% YoY đến 382% YoY. Nhóm Tài nguyên cơ bản được dẫn dắt bởi tăng trưởng KQKD ấn tượng của các cổ phiếu nhóm thép khi giá thép tăng nhanh trong sáu tháng đầu năm nay. **HPG và HSG** dẫn đầu về lợi nhuận trong nhóm này.

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

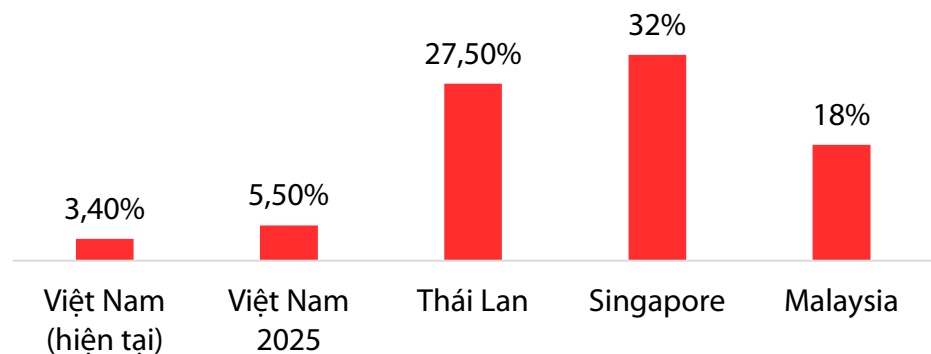


**Hình 12: Lãi suất tiền gửi trung bình theo kỳ hạn của các ngân hàng quốc doanh**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 13: % dân số có tài khoản chứng khoán**

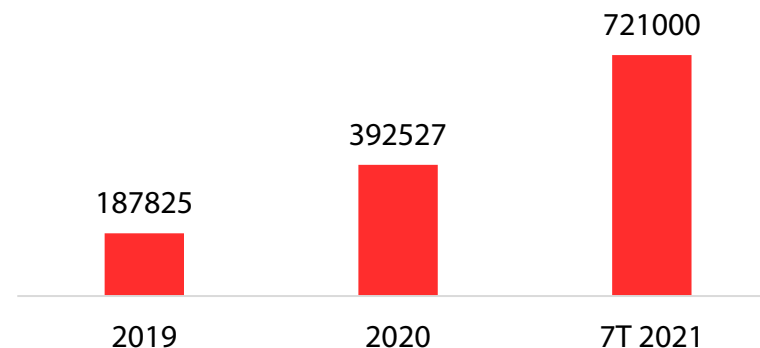


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

## Môi trường lãi suất thấp sẽ tiếp tục thu hút dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân

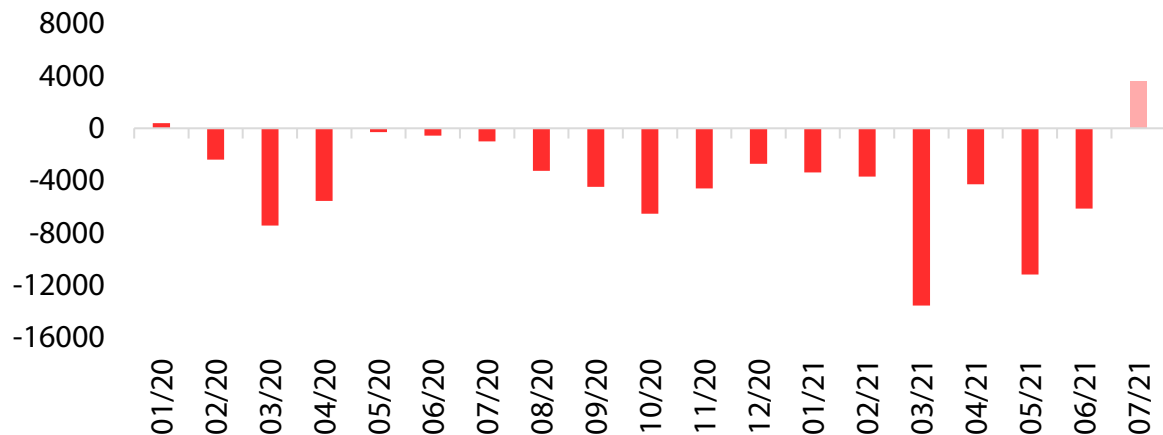
- Thị trường chứng khoán vẫn hấp dẫn: Trong bối cảnh lãi suất chưa thể tăng ngay do đợt Covid-19 thứ tư, điều này sẽ khuyến khích các nhà đầu tư mới tham gia thị trường như một kênh đầu tư hấp dẫn (Hình 12).
- Tính đến cuối Q2 2021, tổng số tiền để sẵn chưa giao dịch trên tài khoản chứng khoán là 86.000 tỷ đồng và nhỏ hơn 1% tổng số tiền gửi tiết kiệm của các ngân hàng tính đến tháng 5/2021. Vì vậy, việc dòng tiền có khả năng dịch chuyển từ kênh ngân hàng sang thị trường vẫn còn nhiều tiềm năng.
- Số lượng tài khoản mở mới có thể tăng hơn nữa: Trong 7T 2021, số tài khoản mở mới đạt 721.000, Hình 14 (1,8 lần so với năm 2020 và 3,8 lần so với năm 2019), nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với thị trường trong khu vực và có thể được cải thiện theo định hướng của Chính phủ đến năm 2025 (Hình 13).

**Hình 14: Số lượng tài khoản mở mới giai đoạn 2019 – 7T 2021**



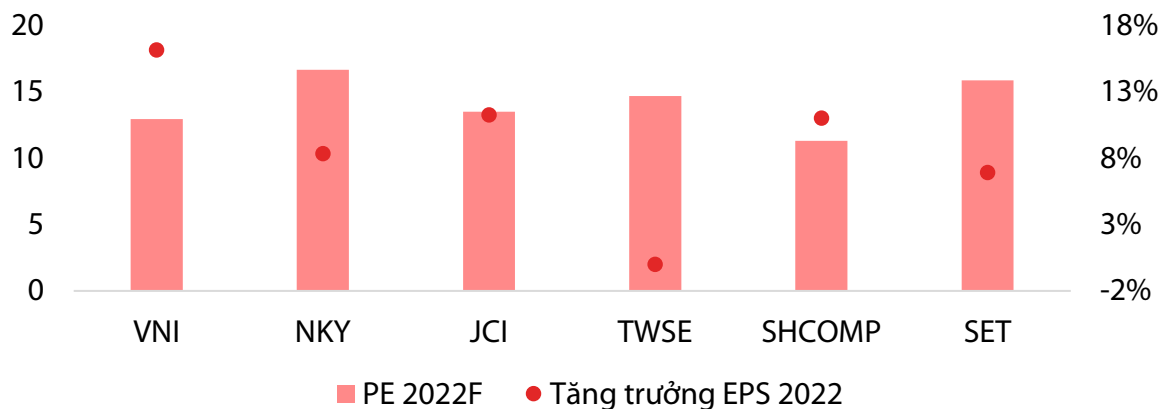
Nguồn: CTCK Rồng Việt, SSC

**Hình 15: Giá trị giao dịch ròng của khối ngoại thông qua khớp lệnh (tỷ đồng)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rông Việt

**Hình 16: PE 2022F (trái) and tăng trưởng EPS 2022F (phải)**

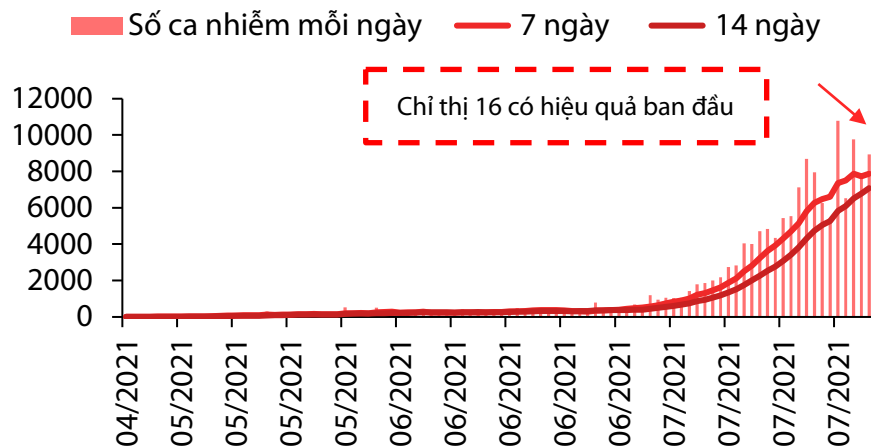


Nguồn: Bloomberg

**Chúng tôi kì vọng dòng tiền từ khối ngoại sẽ giữ được xung lực trong tháng 7 để hỗ trợ thị trường khi triển vọng thị trường vẫn còn hấp dẫn.**

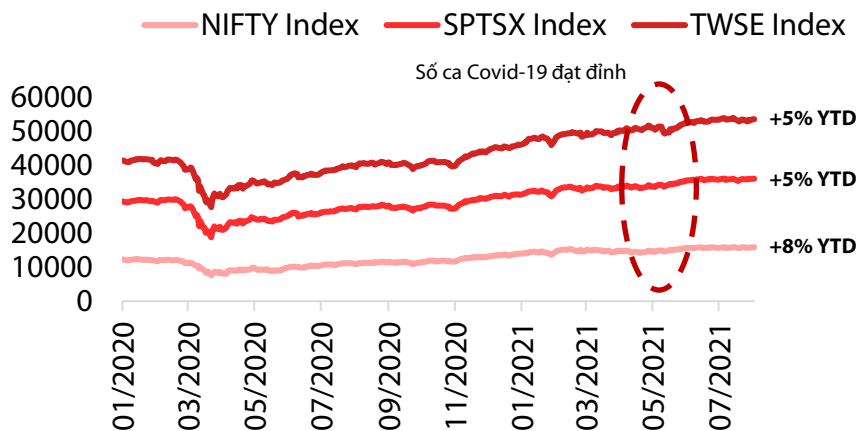
- Trong tháng 7/2021, các nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng trở lại lần đầu tiên kể từ tháng 1/2020 với tổng giá trị 3.602 tỷ đồng, Hình 15. Trong đó, quỹ Fubon ETF là nhân tố chính khi ghi hút ròng 3.953 tỷ đồng.
- Theo đại diện Fubon, họ đánh giá cao khả năng kiểm soát dịch Covid-19 và nỗ lực của Việt Nam trong việc phát triển thị trường chứng khoán (sử dụng hệ thống giao dịch mới để giải quyết vấn đề tắc nghẽn lệnh).
- Thị trường Việt Nam có tiềm năng phục hồi mạnh mẽ sau khi kiểm soát dịch Covid-19 với PE dự phóng 2022F là 12,96 và tăng trưởng EPS 2022F 16,16% theo ước tính của Bloomberg (Hình 16). Mức tăng trưởng và định giá này là tương đối hấp dẫn nếu so với các quốc gia khác. Do đó, chúng tôi kỳ vọng vào động thái tích cực hơn của các nhà đầu tư nước ngoài trong thời gian tới.

**Hình 17: Số ca nhiễm tại Việt Nam giảm**



Nguồn: Ourworldindata, WHO, CTCK Rồng Việt

**Hình 18: Thị trường Ấn Độ, Canada và Đài Loan**

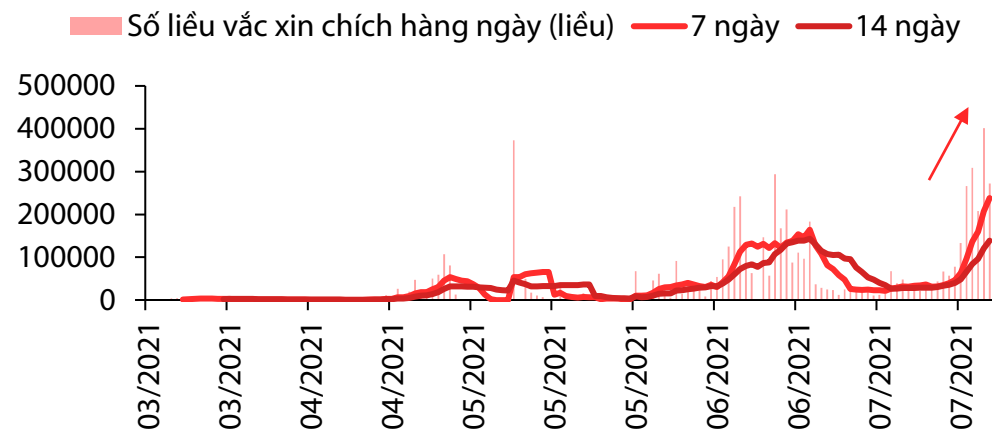


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

## Tiêm chủng diện rộng toàn TP. HCM có khả năng hỗ trợ tâm lý thị trường

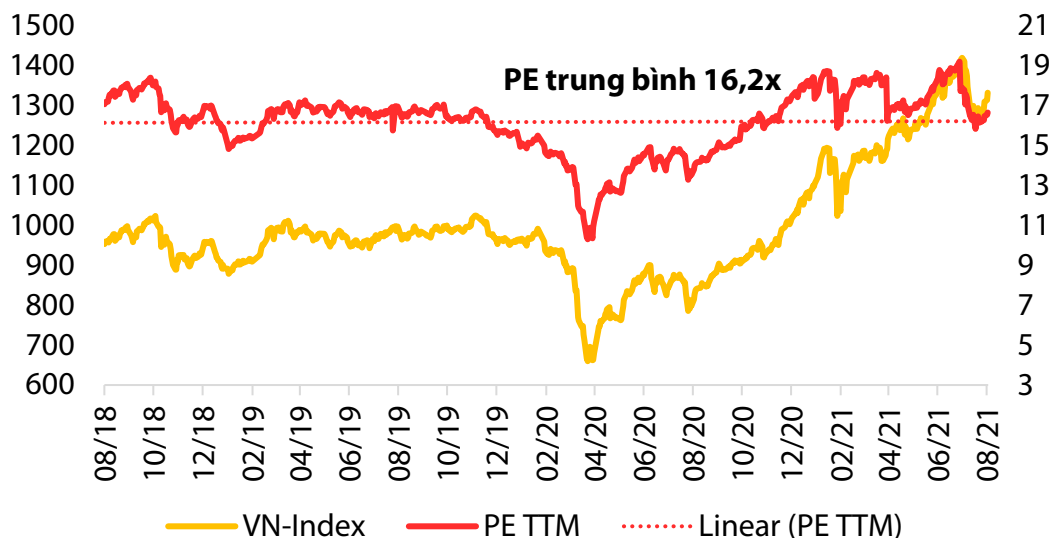
- Chúng tôi tin rằng chính quyền TP. HCM có thể đạt được mục tiêu tiêm vắc xin ít nhất 70% dân số trên tổng 9 triệu dân vào tháng 8/2021 khi tiến độ hiện tại là khá nhanh (Hình 19).
- Siết chặt phong tỏa đã cho thấy hiệu quả sơ bộ sau ba tháng khi số lượng ca nhiễm Covid-19 giảm xuống kể từ đỉnh, đặc biệt là tại TP. HCM (Hình 17).
- Thị trường lạc quan hơn nếu các ca nhiễm hàng ngày đạt đỉnh khi chúng tôi xem xét diễn biến của một số thị trường bao gồm Đài Loan, Ấn Độ và Canada (Hình 18).

**Hình 19: Tiến độ tiêm vắc xin hàng ngày (liều)**



Nguồn: Ourworldindata, WHO, CTCK Rồng Việt

Hình 20: VN-Index và PE TTM (3/8/2018 – 3/8/2021)



- +
- 1 Tăng tốc tiêm vắc xin tại TP.HCM
  - 2 Sự quay trở lại của khối ngoại
  - 3 Môi trường lãi suất thấp
- 1
- Phục hồi kinh tế chậm hơn dự kiến nếu Covid 19 vẫn mất kiểm soát trong Q4 2021

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**VN Index có thể đạt trên 1.500 điểm nhờ tăng trưởng EPS 20% và PE mục tiêu là 16,2 lần (PE trung bình ba năm), tuy nhiên việc tái khởi động kinh doanh chậm hơn dự kiến có thể kéo tâm lý thị trường đi xuống.**

- Chúng tôi kỳ vọng việc tiêm chủng diện rộng tại TP HCM sẽ giúp hoạt động kinh doanh dần tái khởi động trong Q4 2021 và đạt mức tăng trưởng EPS 20% YoY trong năm 2021. Tuy nhiên, các biện pháp giãn cách nghiêm ngặt tiếp tục kéo dài đến Q4 2021 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường do sự phục hồi chậm hơn dự kiến trong năm 2021. Do đó, chúng tôi cho rằng VN Index sẽ dao động trong khoảng **1.250 - 1.550**

Hình 21: KQKD 2H 2021 theo ngành

| Ngành                | 2H-2021        |                |                 |            | 2021F P/E   | P/B hiện tại |
|----------------------|----------------|----------------|-----------------|------------|-------------|--------------|
|                      | Doanh thu      | LNST           | Doanh thu YoY % | LNST YoY % |             |              |
| Năng lượng           | 7.612          | 488            | -33%            | 98%        | 16,0        | 2,6          |
| Vật liệu – Thép      | 127.676        | 18.889         | 54%             | 90%        | 6,2         | 2,7          |
| BĐS dân dụng         | 12.555         | 4.097          | 25%             | 69%        | 11,1        | 3,6          |
| Logistics            | 8.401          | 1.531          | 15%             | 53%        | 6,5         | 2,4          |
| CNTT                 | 18.263         | 2.493          | 13%             | 30%        | 19,8        | 5,2          |
| Ngân hàng            | 165.991        | 59.678         | 11%             | 29%        | 11,4        | 2,4          |
| Thực phẩm và đồ uống | 88.925         | 8.142          | 19%             | 16%        | 13,7        | 6,8          |
| Dược                 | 820            | 137            | 7%              | 13%        | 20,6        | 2,8          |
| Phân bón             | 8.781          | 387            | 30%             | 8%         | 11,6        | 1,8          |
| Dệt may              | 5.791          | 336            | 28%             | -6%        | 15,8        | 3,0          |
| Thủy sản             | 6.508          | 413            | 20%             | -9%        | 12,8        | 1,5          |
| Bán lẻ               | 66.796         | 2.108          | 7%              | -16%       | 19,4        | 4,4          |
| Nông nghiệp          | 5.163          | 198            | -2%             | -22%       | 7,6         | 1,1          |
| Ô tô và phụ tùng     | 6.687          | 290            | -4%             | -23%       | 11,3        | 2,2          |
| BĐS khu công nghiệp  | 3.826          | 487            | 36%             | -47%       | 17,0        | 1,8          |
| Tiện ích             | 18.261         | 1.359          | -3%             | -53%       | 15,9        | 1,4          |
| Bảo hiểm             | 1.560          | 29             | 14%             | -56%       | 10,9        | 1,4          |
| Vật liệu – Nhựa      | 2.599          | 71             | 8%              | -73%       | 24,0        | 2,0          |
| Hàng không           | 829            | -451           | -74%            | -192%      | 225,6       | 4,5          |
| <b>Tổng</b>          | <b>557.046</b> | <b>100.682</b> | <b>18%</b>      | <b>29%</b> | <b>11,8</b> | <b>2,9</b>   |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Chúng tôi kỳ vọng nhóm cổ phiếu tiêu dùng bao gồm **MSN**, **MWG** sẽ hỗ trợ chỉ số VN Index dựa trên triển vọng hoạt động kinh doanh khả quan năm 2021 do nhu cầu hàng tiêu dùng tăng vọt. Ngoài ra, **FPT** cũng đang có cơ hội với triển vọng tăng trưởng cao khi việc chuyển đổi số sẽ càng được đẩy nhanh hơn trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19. Đối với nhóm cổ phiếu bất động sản, câu chuyện phát hành riêng lẻ cổ phiếu vốn hóa trung bình (**DIG**, **NLG**), bán cổ phiếu quỹ (**VHM**), khả năng IPO của **HT Land** có thể dẫn dắt thị trường vào cuối Q3 và Q4/2021.
- Đối với nhóm cổ phiếu ngân hàng, chúng tôi cho rằng đà tăng mạnh như 6 tháng đầu năm 2021 sẽ khó lặp lại do nền cao của cùng kỳ năm ngoái và dự kiến tăng trưởng của nhóm này sẽ chậm lại trong quý 3 năm 2021. Chúng tôi giữ quan điểm trung lập với nhóm cổ phiếu Dầu khí khi đà tăng mạnh của giá dầu trong nửa đầu năm 2021 dự kiến sẽ chậm lại trong nửa cuối năm 2021. Chúng tôi tiếp tục thận trọng với các cổ phiếu trong nhóm Du lịch và Giải trí do tác động mạnh mẽ của dịch bệnh Covid-19

**RONG VIET**  
SECURITIES



# TRIỂN VỌNG NGÀNH

**2021**







# NGÀNH NGÂN HÀNG

**LẠC QUAN TRONG THẬN TRỌNG VỀ  
CÁC CƠ GIÓ NGƯỢC CHIỀU**



Phạm Thị Tố Tâm – tam.ptt@vdsc.com.vn  
Nguyễn Ngọc Thành – thanh.nn@vdsc.com.vn



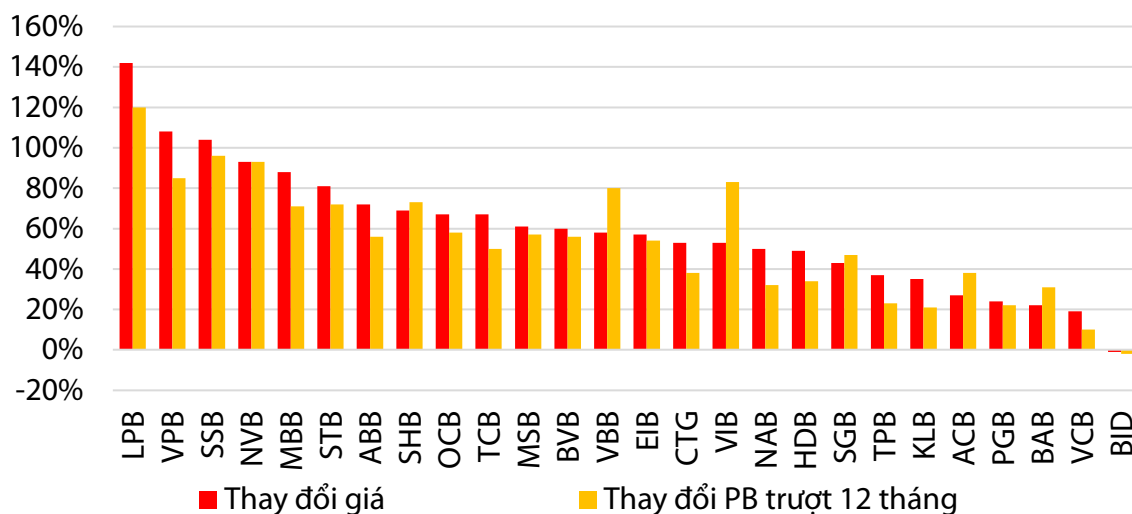
### 6T2021: Tăng trưởng thu nhập vững chắc trong bối cảnh diễn biến phức tạp của đại dịch...

- Nhìn chung, các gián đoạn do đại dịch bùng phát gây ra chưa tác động mạnh lên nhu cầu: tín dụng và huy động tăng trưởng tốt, giao dịch thanh toán bùng nổ và các thị trường tài sản thăng hoa. Lợi nhuận các ngân hàng tăng trưởng trên diện rộng, trung bình +57% so với cùng kỳ trong 6T2021.

### ... nhờ vào NIM mở rộng trên nền so sánh thấp và các động lực riêng lẻ

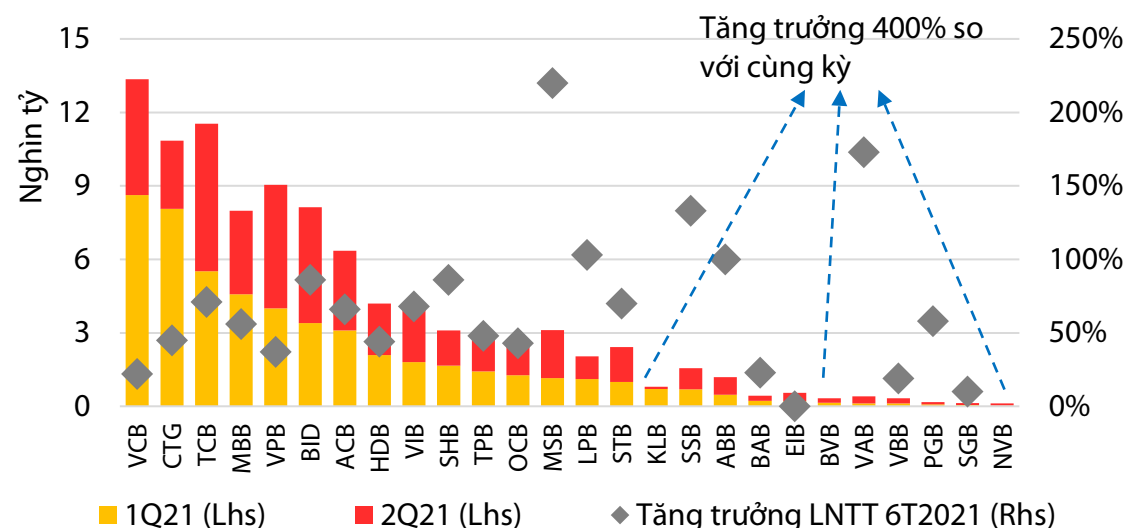
- Động lực tăng trưởng là khác nhau giữa các ngân hàng. Một số được hỗ trợ bởi nền so sánh thấp do tác động của việc cắt giảm lãi suất lần đầu năm 2020, trong khi các ngân hàng khác có thu nhập ngoài lãi tăng trưởng mạnh nhờ mảng bancassurance, kinh doanh trái phiếu và thanh toán. Các khoản mục bất thường cũng là động lực tăng trưởng đột biến tại một số ngân hàng. Hầu hết các ngân hàng đều cải thiện biên NIM đáng kể.
- Chênh lệch tái định giá và thay đổi cấu trúc huy động đã mở rộng NIM thông qua kéo tăng mức chênh lệch lãi suất cho vay - tiền gửi. CIR giảm mạnh nhờ quá trình số hóa và chi phí tín dụng tăng chậm lại nhờ Thông tư 03 là điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng lợi nhuận. Ngoài ra, chất xúc tác hỗ trợ đà tăng giá cổ phiếu tại một số ngân hàng gồm chia cổ tức và thoái vốn.

**Hình 1: Diễn biến giá trong 6T2021 (% , so với đầu năm, trượt 4Q)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: LNTT hàng quý và tăng trưởng 6T21 (% , so với cùng kỳ)**



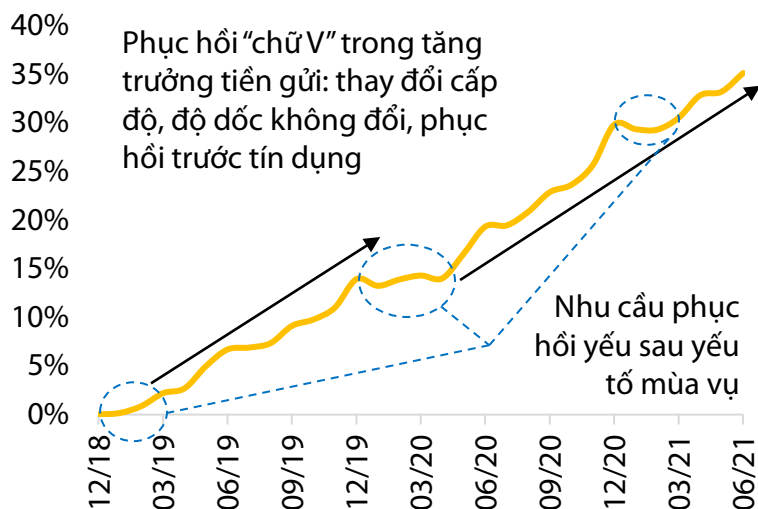
**Tăng trưởng tín dụng được đẩy mạnh kể từ sau tháng 12/2020, trong khi động lượng tăng trưởng huy động giữ nguyên**

- Tăng trưởng tín dụng 6T2021 đạt 6,5%, cao hơn cùng kỳ năm 2020 (3,7%). Tăng trưởng tiền gửi thấp hơn một chút so với 6T2020 (4,1% so với 4,7%). Nhu cầu tín dụng tích cực bất chấp hai đợt bùng phát dịch. Chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động chuyển sang dương nhưng không có áp lực lên thanh khoản, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi trong Báo cáo Chiến lược 2021: thanh khoản hệ thống có thể đáp ứng mức chênh lệch dương trong 1-1,5 năm.

**Nhu cầu không đồng đều giữa các ngành nghề kinh tế gây lo ngại, nhưng tăng trưởng tín dụng dự phóng vẫn tích cực**

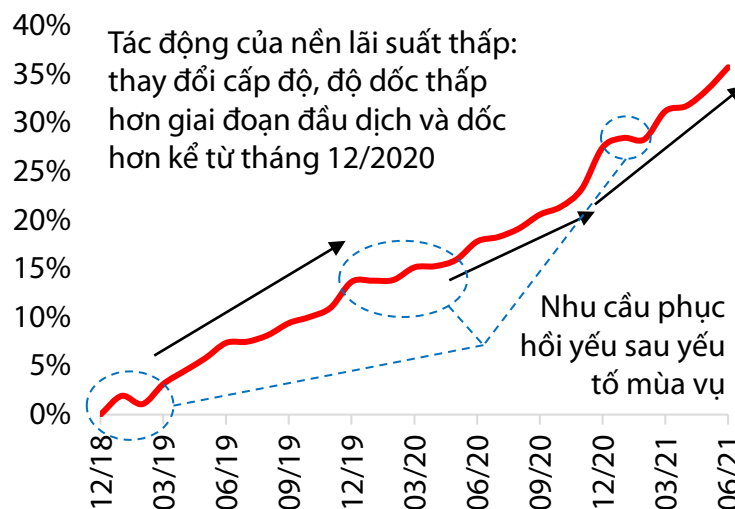
- Chúng tôi nghĩ tác động của dịch theo “mô hình chữ K”: các thành phần kinh tế khác nhau chịu ảnh hưởng trong thời gian và với độ lớn khác nhau, khiến nhu cầu duy trì ở một số khu vực và lĩnh vực mà dòng vốn chảy vào. Bất động sản là một trong số đó, khiến nhà chức trách lo ngại về tình trạng đầu cơ.
- Diễn biến vĩ mô 6T21 vẫn nằm trong dự tính. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng (13,1%) và huy động (10,8%). Sự kiện dịch bệnh đối với chúng tôi là không chắc chắn và không thể dự báo. Do vậy, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan trong thận trọng với ngành ngân hàng nhờ chính sách hỗ trợ.

**Hình 3: Huy động (năm cơ sở 2018)**

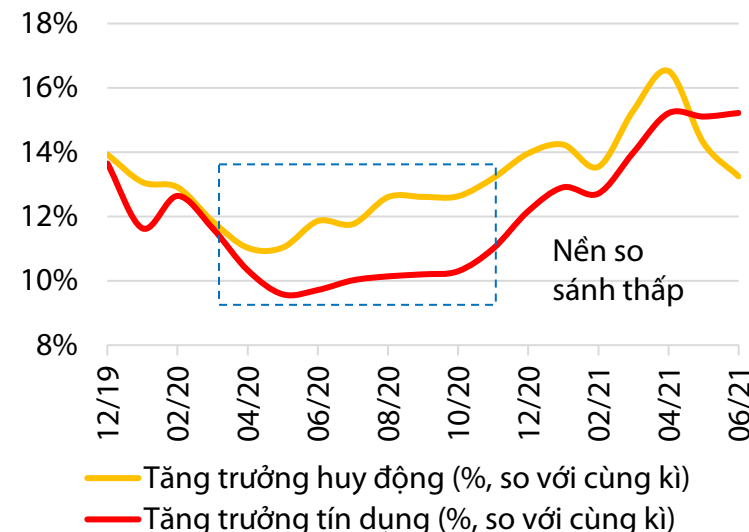


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

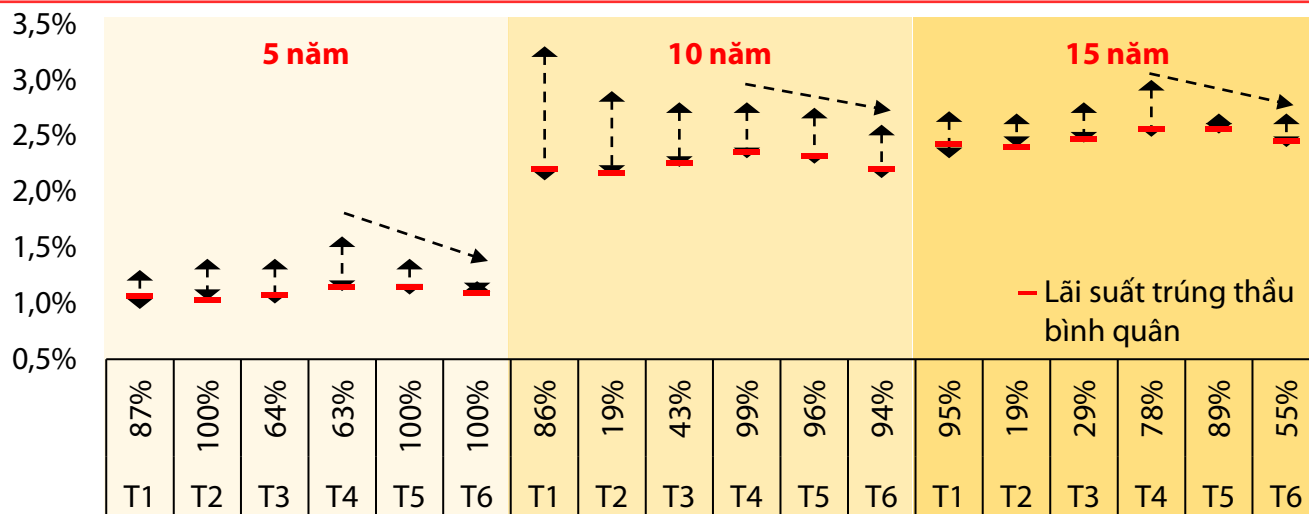
**Hình 4: Tín dụng (năm cơ sở 2018)**



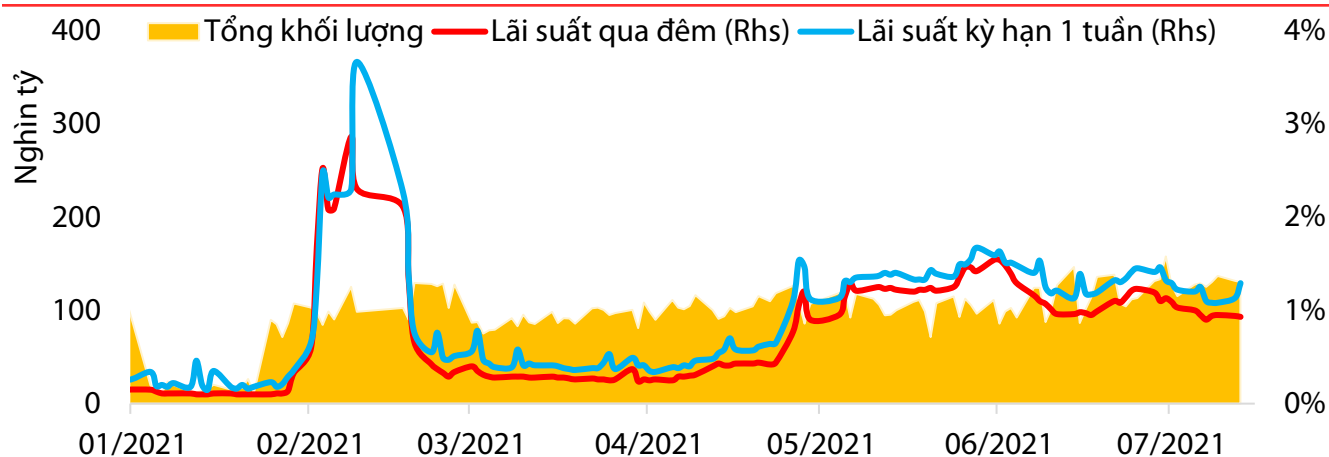
**Hình 5: Tăng trưởng tín dụng và huy động**



**Hình 6: Đấu thầu trái phiếu Chính phủ trong 6T2021 (Tỷ lệ phần trăm đọc: tỷ lệ trúng thầu, %; mũi tên: biên độ lãi suất đặt thầu, %)**



**Hình 7: Lãi suất liên ngân hàng 1H2021**



Nguồn: NHNN, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

### Thanh khoản vẫn dồi dào trong 6T2021

- Lãi suất liên ngân hàng (LNH) duy trì mức thấp kể từ giữa năm 2020. Lãi suất tăng vào một số thời điểm có yếu tố mùa vụ do thiếu thanh khoản cục bộ.
- Nhìn chung, thanh khoản dồi dào khiến các ngân hàng phải phân bổ nguồn lực nhiều hơn vào các tài sản thanh khoản cao đang trả lãi thấp, trong điều kiện lãi suất trên các khoản dự trữ vượt mức và cho vay LNH thấp. Do đó, lợi suất TPCP duy trì thấp. Tỷ lệ trúng thầu tăng và lợi suất giảm về giữa năm khi thanh khoản dự phóng cải thiện nhờ các hợp đồng kỳ hạn bán ngoại tệ đáo hạn.
- Thanh khoản trong nửa sau năm 2021 sẽ duy trì tích cực khi việc cấp hạn mức tín dụng thấp và kéo dài hơn dự kiến do NHNN đang thận trọng.

### Kỳ vọng động lượng tăng trưởng tín dụng duy trì với bộ đệm thanh khoản tốt trong nửa sau năm 2021

- Với gói lãi suất mới, chính sách tiền tệ hỗ trợ và thanh khoản dồi dào, chúng tôi có quan điểm lạc quan về tăng trưởng tín dụng dự phóng.

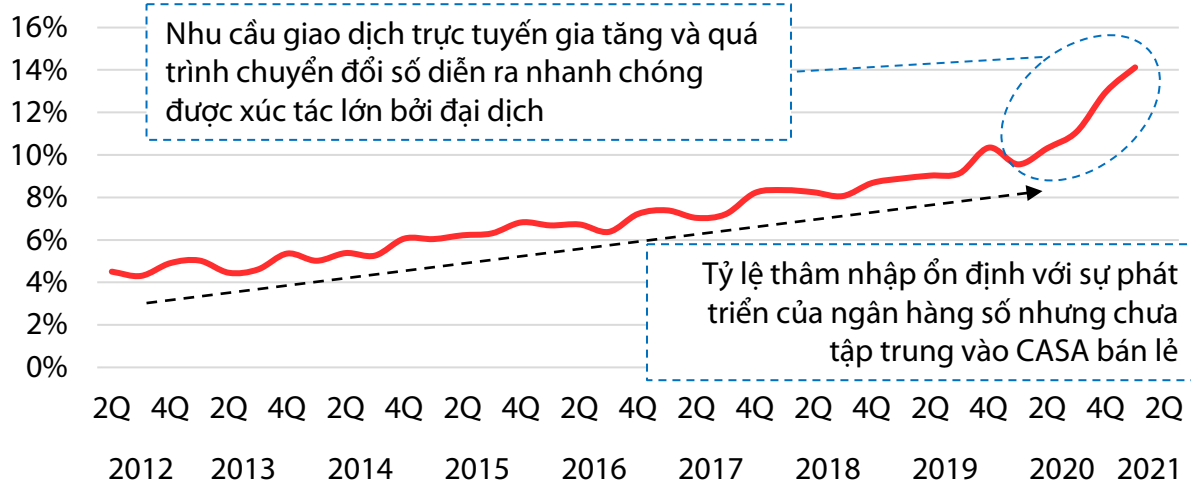
**6T2021: NIM tăng trên nền thấp nhờ chênh lệch lãi suất cho vay – huy động mở rộng**

- NIM (quy năm) tăng từ giữa năm 2020 khi hiệu ứng tái định giá kết thúc. Lãi suất tiền gửi tiếp tục giảm với tỉ lệ CASA tăng còn lãi suất cho vay đi ngang.

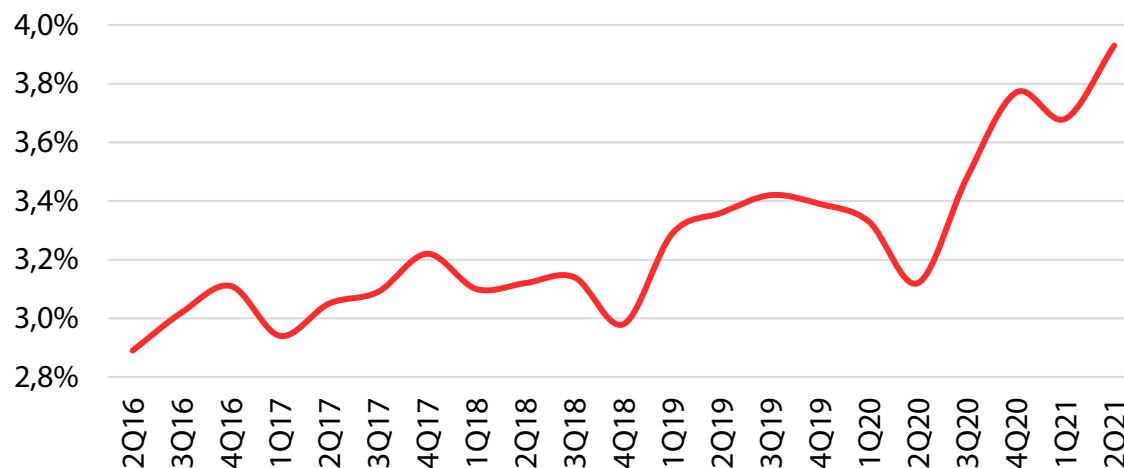
**NIM vẫn có thể cao hơn tại một số ngân hàng về phía cuối năm, phụ thuộc vào CASA**

- Tiền gửi cá nhân đã dẫn dắt CASA khi CASA doanh nghiệp suy giảm theo xu hướng tối ưu hóa dòng tiền. Trong nửa cuối năm 2021, nhờ tập trung ngân hàng bán lẻ, tỉ lệ thâm nhập bán lẻ được hỗ trợ bởi xu hướng thanh toán không tiền mặt và chuyển đổi số sẽ khiến cuộc đua CASA cạnh tranh hơn về phí, và cải thiện CASA với tốc độ khác nhau giữa các ngân hàng.

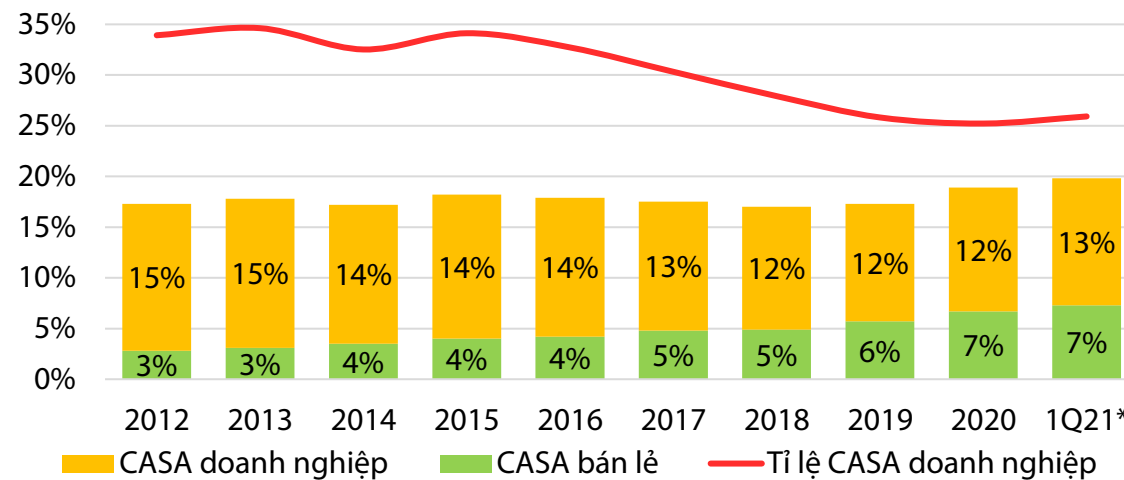
**Hình 9: Tỷ lệ CASA bán lẻ toàn ngành (%)**



**Hình 8: NIM quy năm của các ngân hàng niêm yết (%)**



**Hình 10: Tỷ lệ CASA doanh nghiệp và cơ cấu CASA toàn ngành (%)**

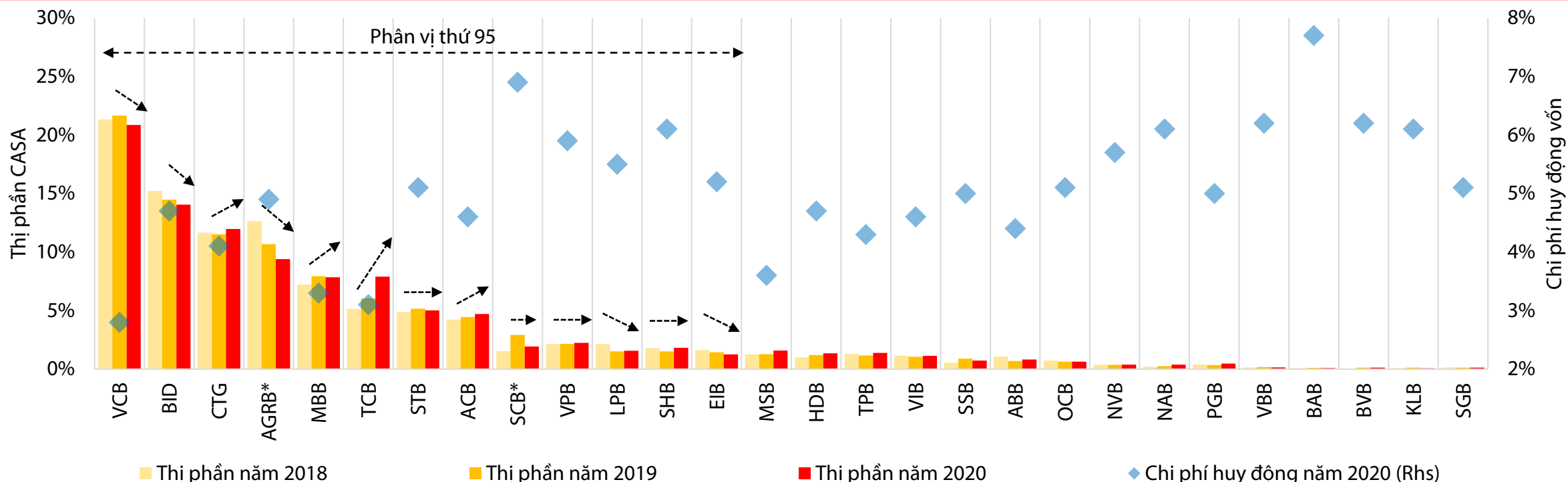


Nguồn: NHNN, BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt. CASA doanh nghiệp được ước tính từ các ngân hàng nắm 86-87% thị phần huy động. \* được tính từ nhóm ngân hàng nắm 72% thị phần.



Hình 11: Thị phần CASA trong ba năm qua và chi phí huy động vốn năm 2020 (%)

Nguồn: NHNN, Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Các ngân hàng \* chưa niêm yết



**Cuộc đua tiền gửi thanh toán (CASA): Cạnh tranh gay gắt ở phía các ngân hàng hàng đầu khiến các ngân hàng nhỏ và ngân hàng truyền thống bị tụt lại phía sau**

- Trong phân vị thứ 95, thị phần CASA tăng tại các ngân hàng tư nhân hàng đầu. Khoản nợ có chi phí thấp và ít nhạy với lãi suất này giúp phát triển cơ cấu huy động ổn định. Các ngân hàng lớn thường có thị phần CASA cao hơn và cấu trúc huy động tốt, do đó, sở hữu chi phí huy động thấp. Chi phí huy động sẽ ảnh hưởng đến khả năng định giá các sản phẩm cho vay tại các ngân hàng nhỏ, thường dẫn đến danh mục cho vay rủi ro hơn và NIM sau điều chỉnh rủi ro nhạy cảm, tác động lợi nhuận và tăng trưởng bảng cân đối.
- Trước đây, CASA bán lẻ chưa được quan tâm nhiều vì tỷ trọng đóng góp thấp, ngân hàng số chưa phát triển và hành vi người tiêu dùng thay đổi chậm, trong khi các ngân hàng lớn hàng đầu có các lợi thế về mối quan hệ với các tập đoàn đã tạo ra khác biệt với tiền gửi thanh toán của doanh nghiệp cao. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng cung cấp các sản phẩm ngoài cho vay chất lượng dẫn dắt bởi các yếu tố tiện lợi, khả năng tiếp cận và tốc độ xử lý sẽ có lợi thế về mạng lưới CASA bán lẻ.



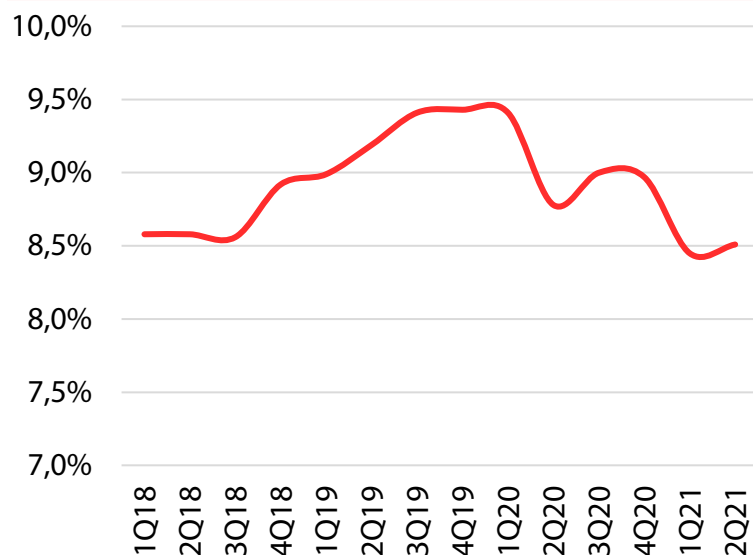
## Các gói lãi suất hỗ trợ kiểm hãm xu hướng mở rộng của NIM

- Dù có đặc tính khó giảm sâu do được neo theo lãi suất dài hạn hơn, các gói tín dụng hỗ trợ đã tác động giảm lãi suất cho vay. Tuy nhiên, do chênh lệch kỳ hạn và tái định giá, diễn biến giảm lãi suất ở các ngân hàng thực hiện đã không đồng nhất về mức độ, thời gian và tốc độ tùy thuộc vào cơ cấu danh mục cho vay. Điều này gây áp lực lên NIM và từ đó, ảnh hưởng đến hiệu quả tăng trưởng bảng cân đối. Lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm trong nửa cuối năm 2021 với các gói hỗ trợ mới, nhưng mức độ ảnh hưởng vẫn sẽ phân hóa. Năm 2022, lãi suất cho vay có thể tăng trở lại nếu dịch được kiểm soát tốt hơn.

## Môi trường lãi suất thấp ảnh hưởng đến việc tối ưu hóa danh mục tài sản, dù cải thiện thanh khoản

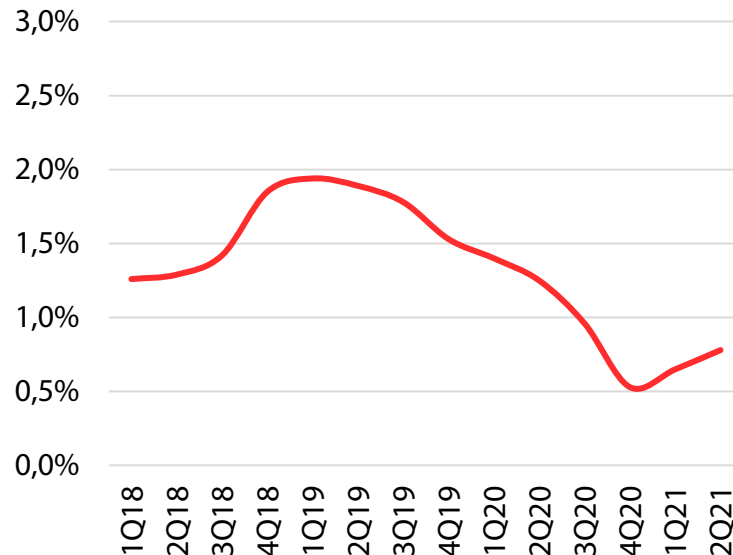
- Lãi suất thấp ở các tài sản ngoài cho vay và hạn mức tín dụng chưa như kì vọng ảnh hưởng đến việc tối ưu cơ cấu tài sản và giữ lãi suất TPCP ở mức thấp. Điều này mang lại thanh khoản dồi dào, dẫn đến thay đổi phân bổ danh mục đầu tư và tăng tỷ trọng tiền gửi liên ngân hàng và tỷ lệ dự trữ vượt mức.

**Hình 12: Lãi suất cho vay bình quân (quy năm, %)**

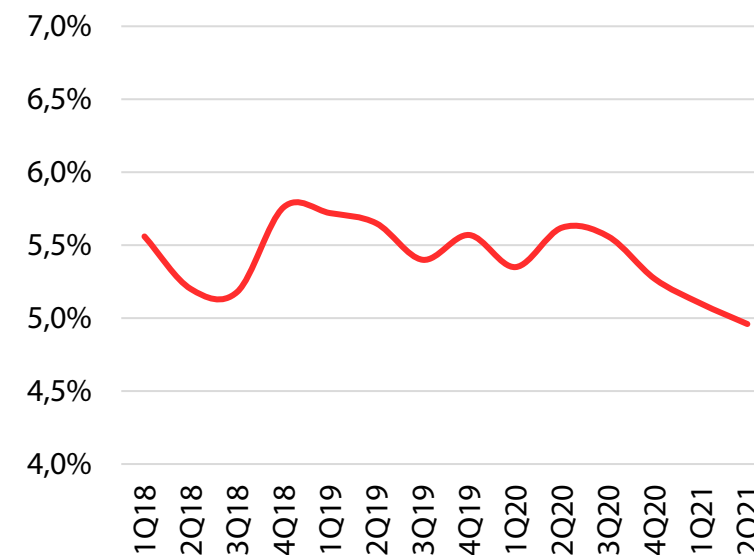


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Lãi suất bình quân trên tiền gửi dự trữ và liên ngân hàng (quy năm, %)**



**Hình 14: Lợi suất bình quân trên chứng khoán nợ (quy năm, %)**



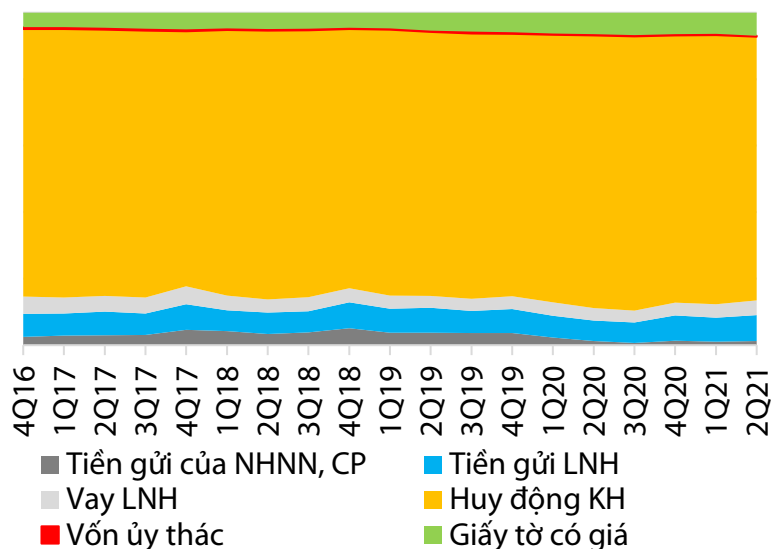
## Cơ cấu huy động vốn thay đổi nhằm đáp ứng tăng trưởng tín dụng và tuân thủ các giới hạn quy định

- Đã có xu hướng tăng trưởng tài sản nhờ nguồn liên ngân hàng (LNH) ở cả hai phía bảng cân đối ở các ngân hàng đang gần chạm mức trần LDR, nhờ lãi suất LNH thấp. Với xu hướng tăng bền vững của CASA, một số ngân hàng đã có kế hoạch tài trợ cho tốc độ tăng trưởng cao bằng nguồn từ giấy tờ có giá để đạt được cơ sở huy động ổn định và tận dụng môi trường lãi suất thấp. Cấu trúc nền tảng huy động đang chuyển dịch sang các nguồn LNH và trái phiếu. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ duy trì trong nửa cuối năm 2021 và có thể trong nửa đầu năm 2022 dựa trên lãi suất LNH kỳ vọng.

## Thay đổi trong chênh lệch kỳ hạn tiền gửi và tỷ lệ CASA cao hơn mang lại nền tảng huy động cạnh tranh

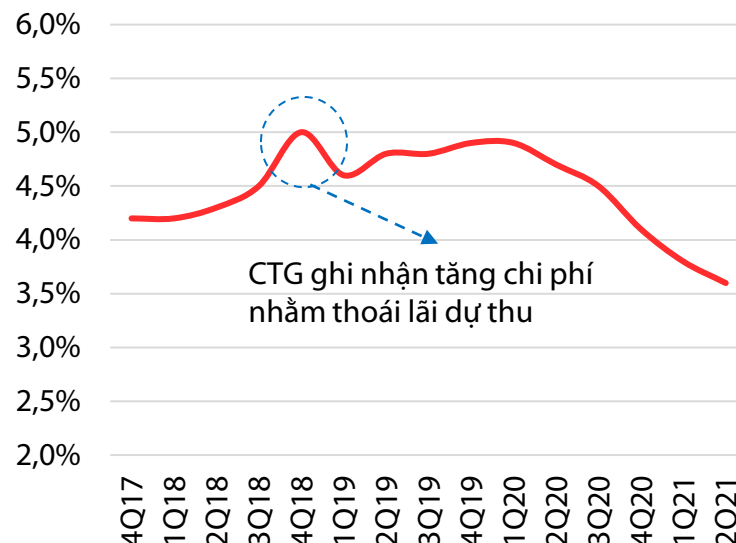
- Chúng tôi đánh giá đã có sự chuyển dịch trong cơ cấu huy động sang kỳ hạn ngắn hơn. Kết hợp với tỷ lệ CASA tăng, nền tảng huy động của toàn ngành được cải thiện tốt. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tái cơ cấu danh mục tiền gửi của khách hàng sẽ sớm kết thúc, kéo theo lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đi ngang trong nửa sau năm 2021. Động lực cho việc tiếp tục cải thiện chi phí huy động và lãi suất tiền gửi bình quân sẽ phụ thuộc đà tăng trưởng CASA.

**Hình 15: Cấu trúc huy động (%)**

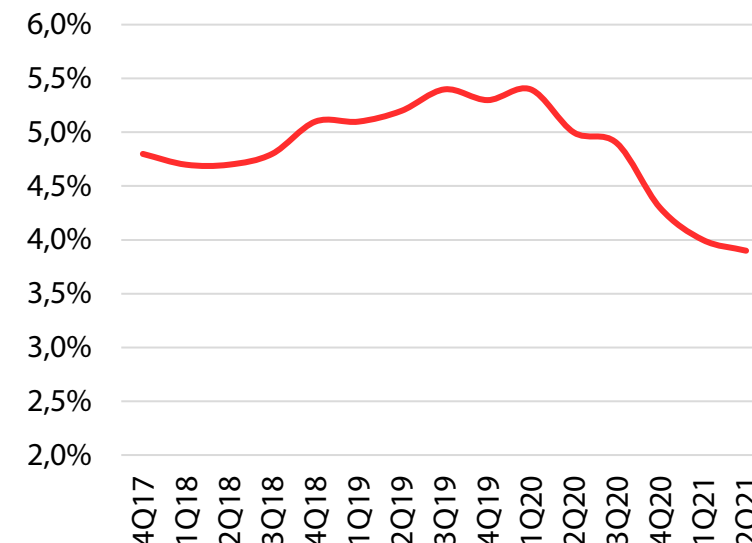


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 16: Chi phí huy động (quy năm, %)**



**Hình 17: Lãi suất tiền gửi (quy năm, %)**



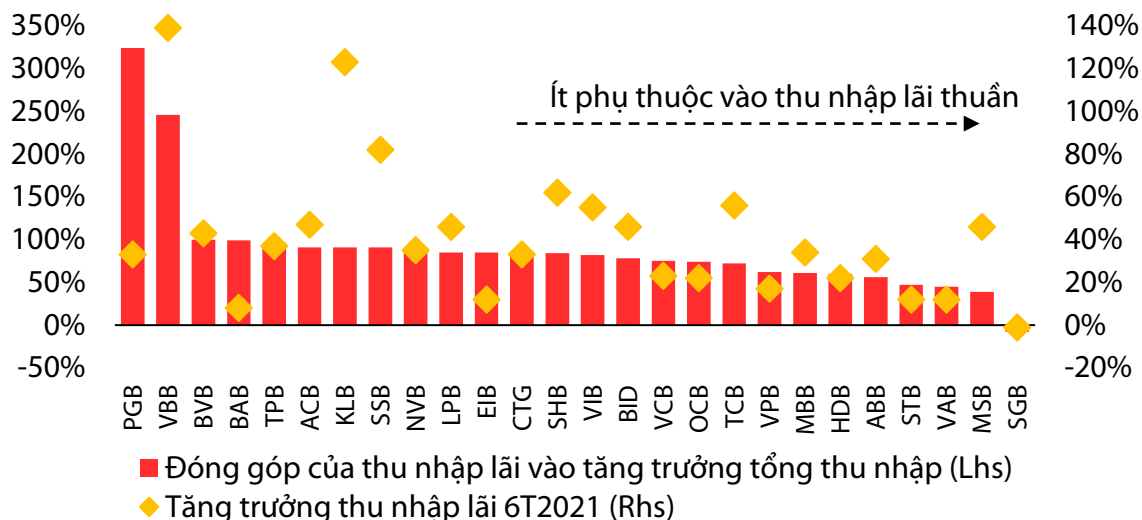
**Thu nhập lãi thuần (NII) là động lực tăng trưởng quan trọng trong 6T2021 nhờ NIM mở rộng, nền so sánh tín dụng thấp và thay đổi cơ cấu danh mục**

- NIM tăng mạnh kể từ quý 4/2020, tương tự với thu nhập lãi thuần. Sự dịch chuyển sang mảng ngân hàng bán lẻ cũng góp phần cải thiện biên NIM. Thu nhập lãi thuần là động lực tăng trưởng thu nhập hoạt động chính ở hầu hết các ngân hàng.

### Dự báo đà tăng trưởng chậm dần về phía cuối năm

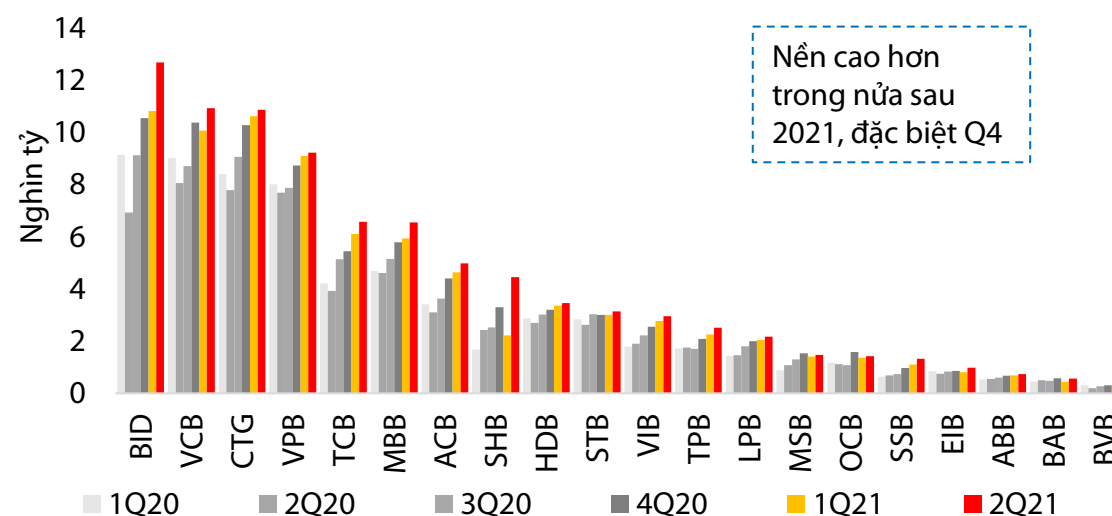
- Chúng tôi cho rằng nền so sánh đối với thu nhập lãi sẽ còn thuận lợi trong Q3 và tăng cao trong Q4. Xu hướng của NIM, tăng trưởng tín dụng và bảng cân đối là tương tự. NIM của các ngân hàng công bố gói lãi suất ưu đãi mới sẽ bị áp lực hơn do hạn chế dư địa điều chỉnh lãi suất huy động. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ sớm cấp hạn mức tín dụng cao hơn do tác động của đại dịch đang nghiêm trọng và các ngân hàng chấp nhận hạ lãi suất cho vay.
- Với tăng trưởng tín dụng kỳ vọng tích cực, NIM có thể sụt giảm nhẹ và bảng cân đối mở rộng thận trọng hơn, thu nhập lãi thuần trong 6 tháng cuối năm dự kiến tăng trưởng chậm hơn 6T21. Sự khác biệt sẽ ở NIM, khi các ngân hàng có lãi suất cho vay không bị tác động và tỷ lệ CASA cải thiện sẽ hưởng lợi.

**Hình 18: Tăng trưởng NII và đóng góp tăng trưởng TOI (% YoY)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 19: Thu nhập lãi thuần một số ngân hàng niêm yết (NHNY)**



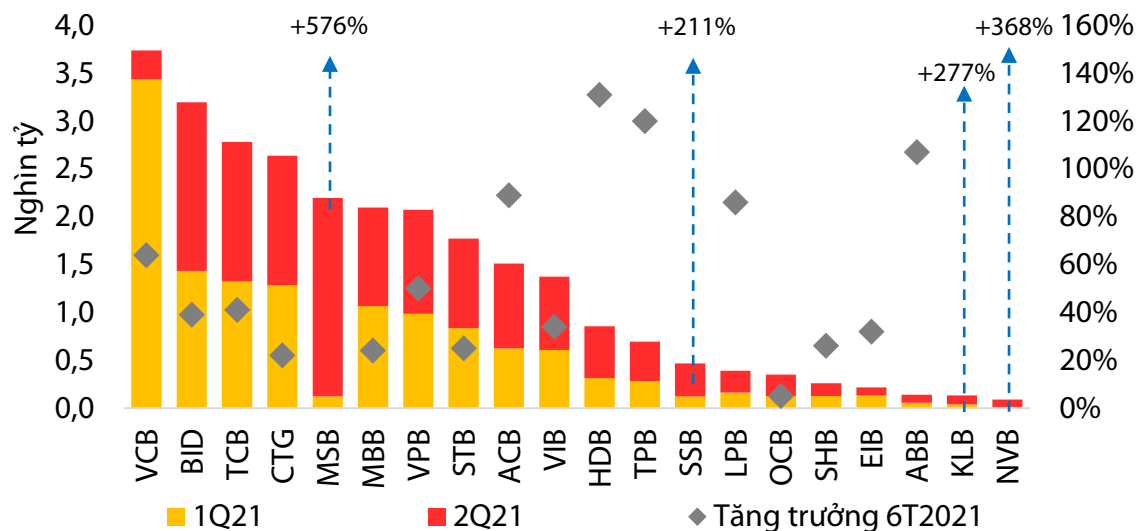
### Đột biến trong tăng trưởng thu nhập dịch vụ (TNDV) từ các khoản mục bất thường

- Một số ngân hàng được hỗ trợ bởi khoản mục bất thường, trong đó đáng chú ý là khoản phí trả trước tại MSB và VCB. Nếu không nhờ khoản thu nhập này, VCB sẽ rớt xuống vị trí đứng thứ ba hoặc tư trong nhóm có thu nhập dịch vụ thuần lớn nhất. Trường hợp của MSB cũng tương tự.
- Ngành ngân hàng có tăng trưởng thu nhập từ hoạt động dịch vụ tốt. Động lực chính là thanh toán bao gồm mảng thẻ và LC/LG UPAS, và bancassurance. Sự thay đổi hành vi khách hàng với xu hướng chuộng giao dịch trực tuyến đi kèm với phí giao dịch cạnh tranh là yếu tố hỗ trợ.

### Thị trường bancassurance ngày càng phát triển được hỗ trợ bởi môi trường vĩ mô

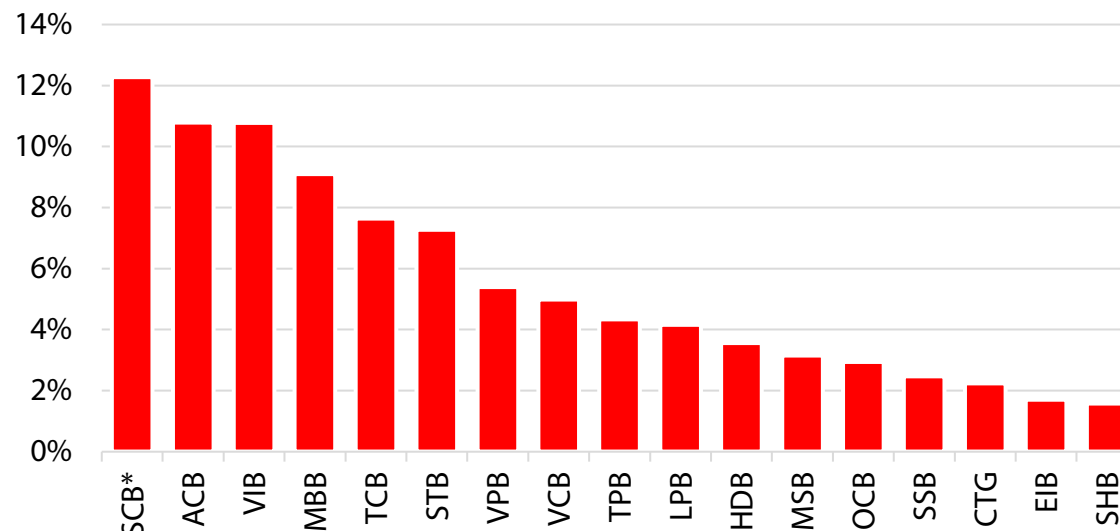
- Bancassurance trở nên phổ biến do tác động của dịch và tỷ lệ thâm nhập cao hơn trên nền thấp, do đó, tiềm năng trở thành động lực tăng trưởng mới. Trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi kỳ vọng thu nhập mảng bancassurance duy trì tốt nhờ quá trình số hóa tạo điều kiện thuận lợi cho việc tư vấn mua bảo hiểm mà không bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội. Tuy nhiên, thể mạnh và tăng trưởng mảng này phân hóa giữa các ngân hàng và đối tác.

Hình 20: Tăng trưởng TNDV các NHNY trong 6T2021 (% YoY)



Nguồn: Prudential, Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Các ngân hàng \* chưa niêm yết.

Hình 21: Thị phần bancassurance 6T21 của một số ngân hàng (%)



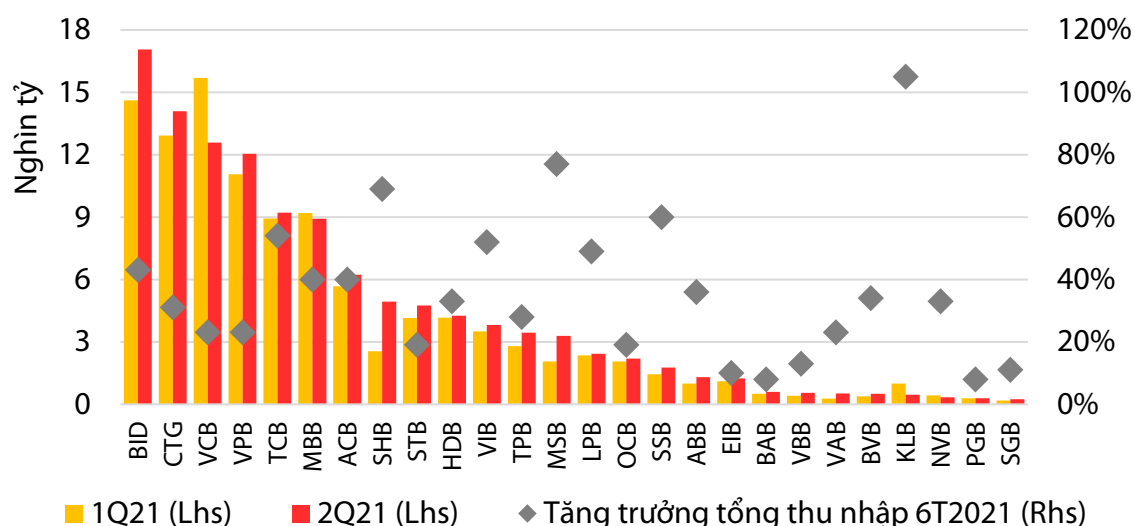
**Trong khi thu nhập lãi thuần (NII) với NIM tăng và nền so sánh thấp đã thúc đẩy tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong nửa đầu năm ...**

- Nhìn chung, TOI tăng trưởng mạnh trong 6T2021. NII dẫn dắt chính. Các ngân hàng có mức tăng trưởng NII thấp hơn mức trung bình thường cũng có mức tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn như OCB, STB, VPB, VCB. Mức tăng trưởng thường được coi là tích cực (10-25%) những năm trước lại bị xem là dưới trung bình trong giai đoạn đột biến này. Tài chính tiêu dùng bị ảnh hưởng nặng nề, dẫn đến hiệu quả hoạt động thấp đến từ các ngân hàng tập trung mảng này. Dù NII tăng trưởng bùng nổ, cơ cấu thu nhập vẫn chứng kiến tỷ trọng thu nhập ngoài lãi cải thiện, một phần nhờ các khoản mục bất thường.

**... triển vọng tăng trưởng phân hóa trong 6 tháng cuối năm giữa các ngân hàng khi NHNN thận trọng và được dẫn dắt bởi thu nhập ngoài lãi**

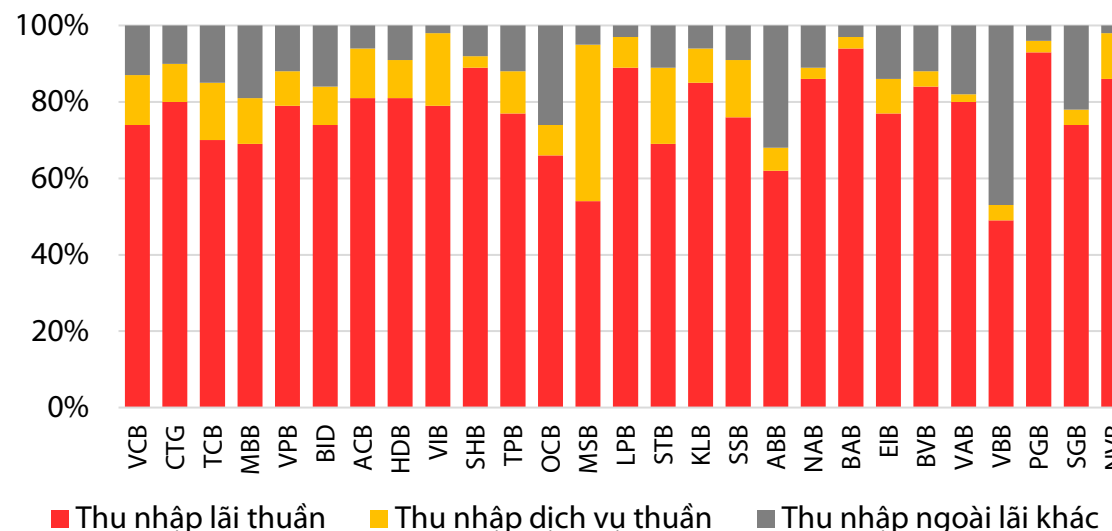
- Chúng tôi dự báo TOI sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt, tuy nhiên mức tăng sẽ thấp hơn so với 6T2021 khi NHNN trở nên thận trọng trong việc cấp hạn mức tín dụng. Dù vẫn kỳ vọng nói lỏng việc cấp hạn mức, thời điểm cấp mới hạn mức tăng trưởng tín dụng sẽ có tác động đến tốc độ tăng trưởng bằng cân đối so với cùng kỳ và từ đó, ảnh hưởng đến TOI hàng quý. Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi sẽ duy trì bền vững nhờ các xu hướng ổn định của mảng bancassurance và thanh toán, dư địa tăng trưởng nhờ kinh doanh trái phiếu và tiềm năng thu hồi nợ xấu, do đó, trở thành động lực chính.

**Hình 22: Tăng trưởng tổng thu nhập của các NHNY (% , YoY)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

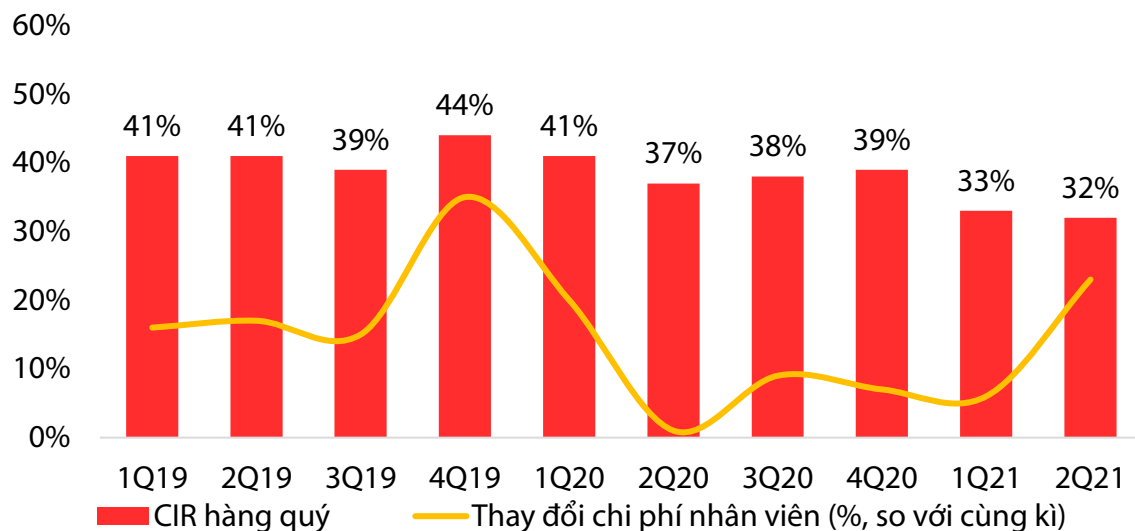
**Hình 23: Cơ cấu tổng thu nhập trong 6T2021 của các NHNY (%)**



### Cắt giảm chi phí là giải pháp hiệu quả để tối ưu khả năng tăng trưởng

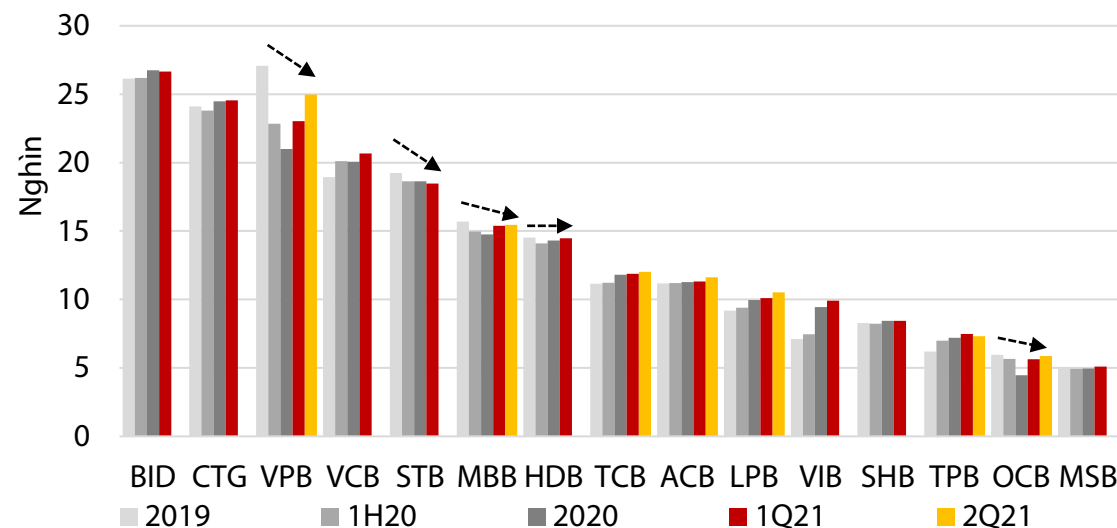
- Khi NIM bị ảnh hưởng nhanh và mạnh, ngành ngân hàng đã chứng kiến CIR sụt giảm mạnh trong quý 2/2020 khi chi phí lương thường đi ngang so với cùng kỳ. Tỷ lệ này giảm trong 6T2021 chủ yếu do tốc độ tăng của tử số (tổng thu nhập hoạt động) và việc chậm trễ triển khai các dự án đầu tư tại một số ngân hàng như TCB, ACB do chịu gián đoạn bởi đại dịch.
- Việc cắt giảm lương có tác động tức thì đến CIR, do đó, giúp các ngân hàng đối phó với cú sốc ở NIM. Chi phí nhân viên đã hồi phục kể từ quý 3/2020. Với các ngân hàng có NIM bị ảnh hưởng, nền chi phí tín dụng cao và cho vay rủi ro lớn, tác động sẽ nặng nề hơn. Do đó, để tối ưu hóa tăng trưởng bằng cân đối với NIM thấp hơn và chi phí dự phòng cao hơn, quy mô nhân viên được cắt giảm để đảm bảo hiệu quả hoạt động. Các ngân hàng có thay đổi giảm đáng kể về nhân sự là các ngân hàng sở hữu mảng tài chính tiêu dùng lớn như VPB, STB, MBB, HDB, OCB.
- Chúng tôi không nghĩ rằng phương pháp này là bền vững, tuy nhiên, sự thay đổi này là cần thiết. Nếu đại dịch kéo dài, chúng tôi cho rằng những ngân hàng trên có ít dư địa trong nửa sau năm 2021 trong việc tiếp tục cắt chi phí thông qua lương hoặc nhân sự do sẽ có tác động lên quy mô hoạt động.

**Hình 24: CIR và tăng trưởng chi phí nhân viên (% , so với cùng kỳ)**



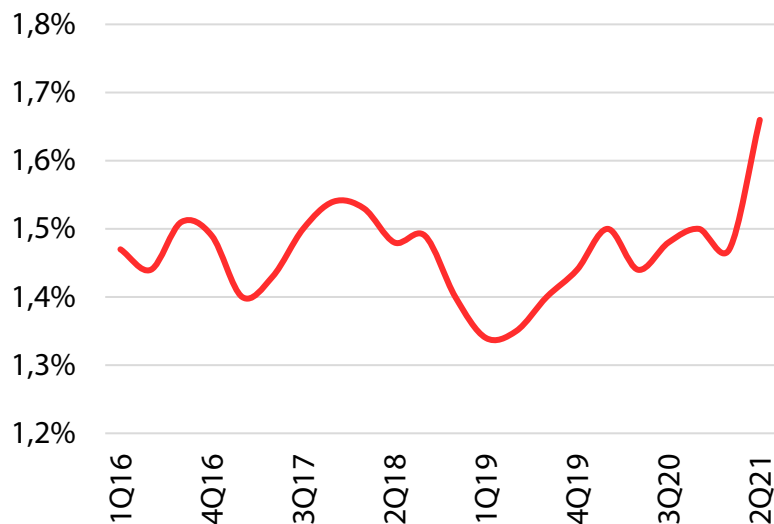
Nguồn: BCTC các ngân hàng, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 25: Số lượng nhân viên (người)**

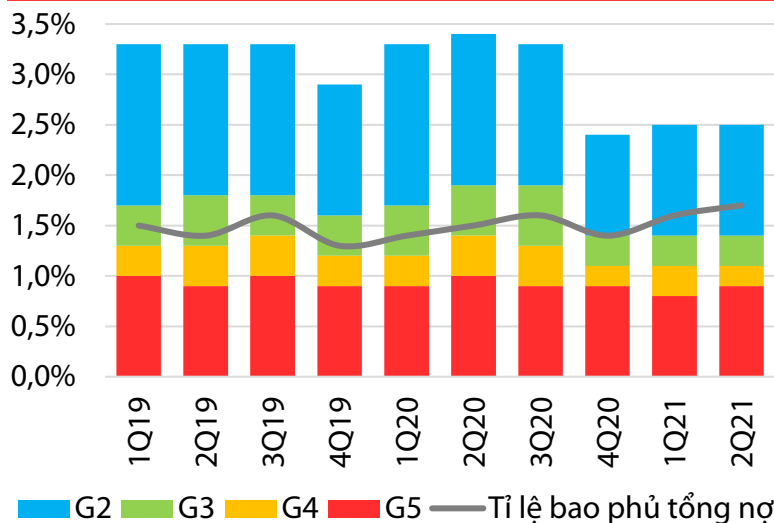




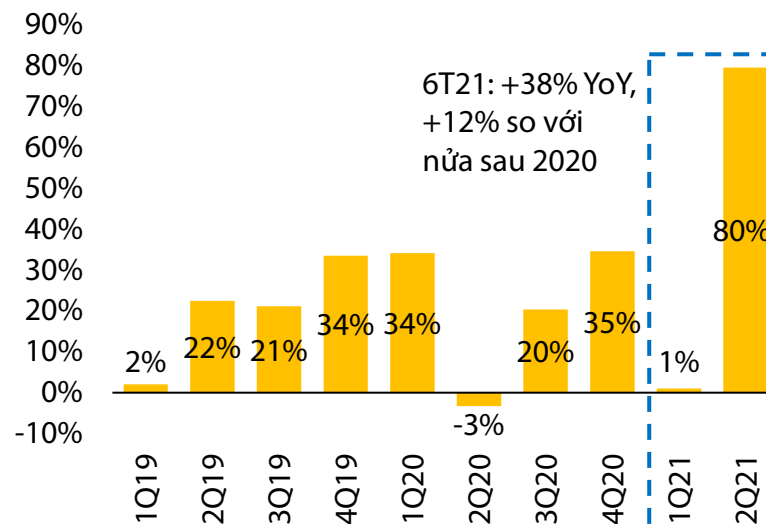
Hình 26: Chi phí tín dụng (trượt, trừ VAMC)



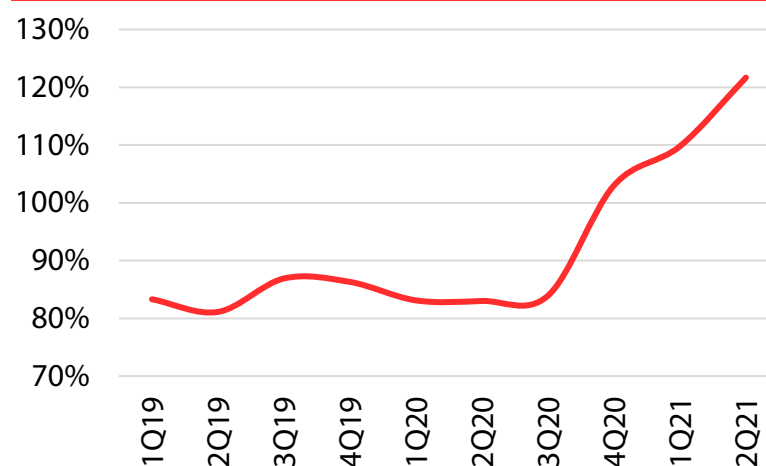
Hình 28: Nhóm nợ, tỉ lệ bao phủ/dư nợ (%)



Hình 27: Chi phí trích lập dự phòng (% YoY)



Hình 29: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (%)

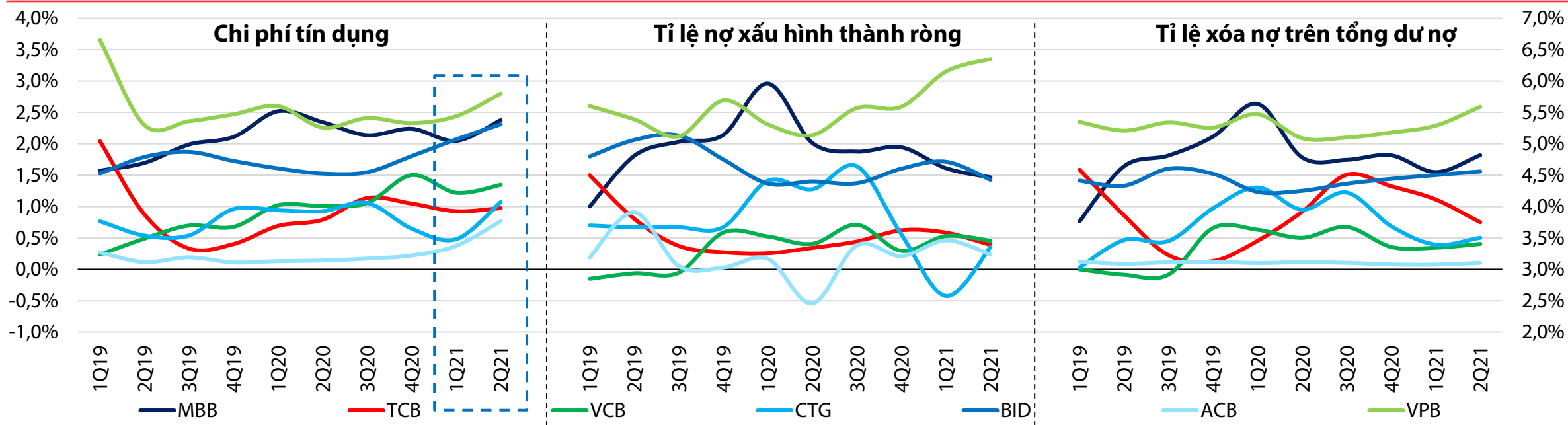


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

### Chính sách hỗ trợ là chìa khóa

- Chi phí tín dụng tăng trong 6T2021. Chi phí trích lập dự phòng tăng chậm trong Q1/21 do lựa chọn phân bổ dự phòng tại một số ngân hàng, trước khi tăng mạnh trong Q2 tại các ngân hàng lớn.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng mạnh kể từ Q4/20 do trích lập thận trọng, nợ xấu mới hình thành được kiểm soát nhờ Thông tư 03 và hoạt động xóa nợ.
- Với nền trích lập dự phòng cao, tất toán trái phiếu VAMC tại vài ngân hàng, chính sách trích lập chặt chẽ trong Q2/21 tại BID, CTG, ACB cùng với khẩu vị thận trọng tại TCB, VCB, MBB, chi phí dự phòng sẽ được kiểm soát trong trường hợp cơ sở, từ đó, trở thành động lực tăng trưởng trong 6T cuối năm. Chi phí tín dụng có thể dần quay về mức năm 2020. Nếu chi phí trích lập dự phòng đi ngang trong 6T cuối năm, tăng trưởng so với cùng kỳ sẽ khoảng 12%. Nếu chi phí tín dụng giảm, chi phí dự phòng có thể ở mức một chữ số.

Hình 30: Chi phí tín dụng, tỷ lệ hình thành nợ xấu và tỉ lệ xóa nợ của các NHNY lớn (trượt 4 quý, %, trừ VAMC)



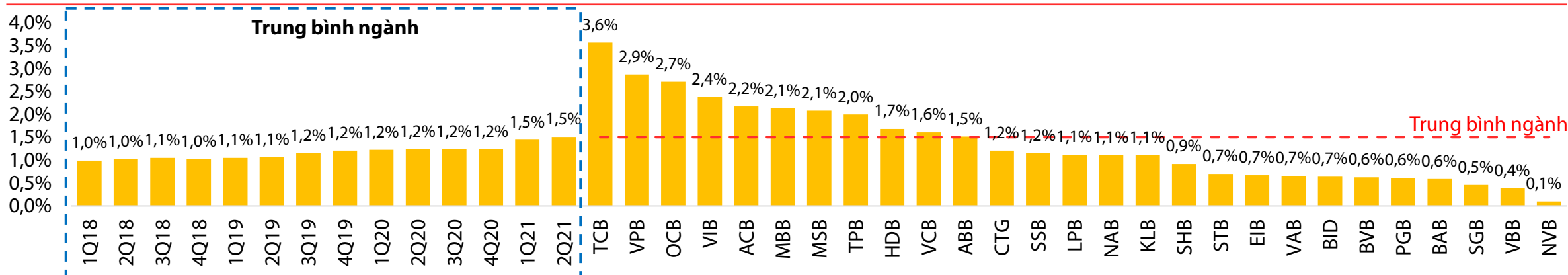
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Các bộ đệm dự phòng khác nhau phía sau các bảng cân đối ổn định**

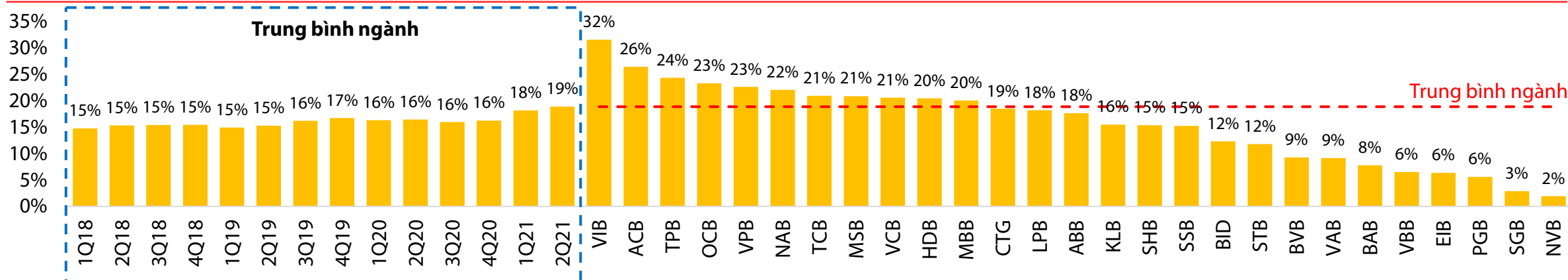
- Trong số bảy NHNY lớn nhất chiếm một nửa thị phần cho vay toàn ngành và 60% thị trường tài chính tiêu dùng, bộ đệm dự phòng là khác nhau. Ngoài VPB và CTG, các ngân hàng còn lại đều có tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng kiểm soát tốt nhờ Thông tư 03, giảm áp lực lên tài sản. VPB có mảng cho vay tiêu dùng lớn trong khi CTG tiếp cận thận trọng với các khách hàng doanh nghiệp lớn được phân loại lại. Chi phí tín dụng tăng đều và đa phần cao hơn mức nợ xấu hình thành.
- Chúng tôi nghĩ rằng về sau mảng tài chính tiêu dùng sẽ chịu tác động xấu hơn khi nhóm thu nhập thấp có nguồn lực dự trữ hạn chế để sử dụng trong thời gian giãn cách. Các ngân hàng có tỷ lệ hình thành nợ xấu cao, chi phí tín dụng trung bình, nợ tái cơ cấu lớn và tăng trưởng tổng tài sản sẽ dễ chịu tác động và nhạy cảm hơn với các cú sốc như VPB, BID. Nhóm trích lập dự phòng sớm cho nợ tái cơ cấu sẽ có dư địa để đối phó với rủi ro tín dụng gia tăng, như ACB. Nhóm ngân hàng thận trọng với diễn biến dịch, có khả năng tài chính để hấp thụ chi phí tín dụng đột biến, và nền tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp được kỳ vọng sẽ có dư địa tốt trong nửa cuối năm 2021 như VCB, TCB.

**Hình 31: ROA trung bình toàn ngành và các ngân hàng niêm yết cuối quý 2 (% , dồn 4 quý)**

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt



**Hình 32: ROE trung bình toàn ngành và các ngân hàng niêm yết cuối quý 2 (% , dồn 4 quý, chưa điều chỉnh Quỹ khen thưởng phúc lợi)**



- Ngành NH phát triển ổn định sau quá trình tái cơ cấu tại nhiều NH. ROE và ROA tăng tốt khi hoạt động cho vay chặt chẽ hơn, cơ sở huy động củng cố nền tảng CASA nhờ quá trình số hóa và cải thiện chất lượng sản phẩm, danh mục cho vay lành mạnh và nguồn vốn tốt hơn. Những yếu tố này cải thiện biên NIM và CIR, mang lại tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ bao phủ tốt hơn. Tuy vậy, tỉ suất hoạt động của nhiều NH có thể không bền vững do có nguồn thu không ổn định và trích lập vừa đủ trong chu kỳ hỗ trợ.
- ROE điều chỉnh của ngành khoảng 17,5-18%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ PB hợp lý hiện tại là khoảng 1,8 - 2,1, và 1,4-1,7 trong môi trường lãi suất cao hơn.

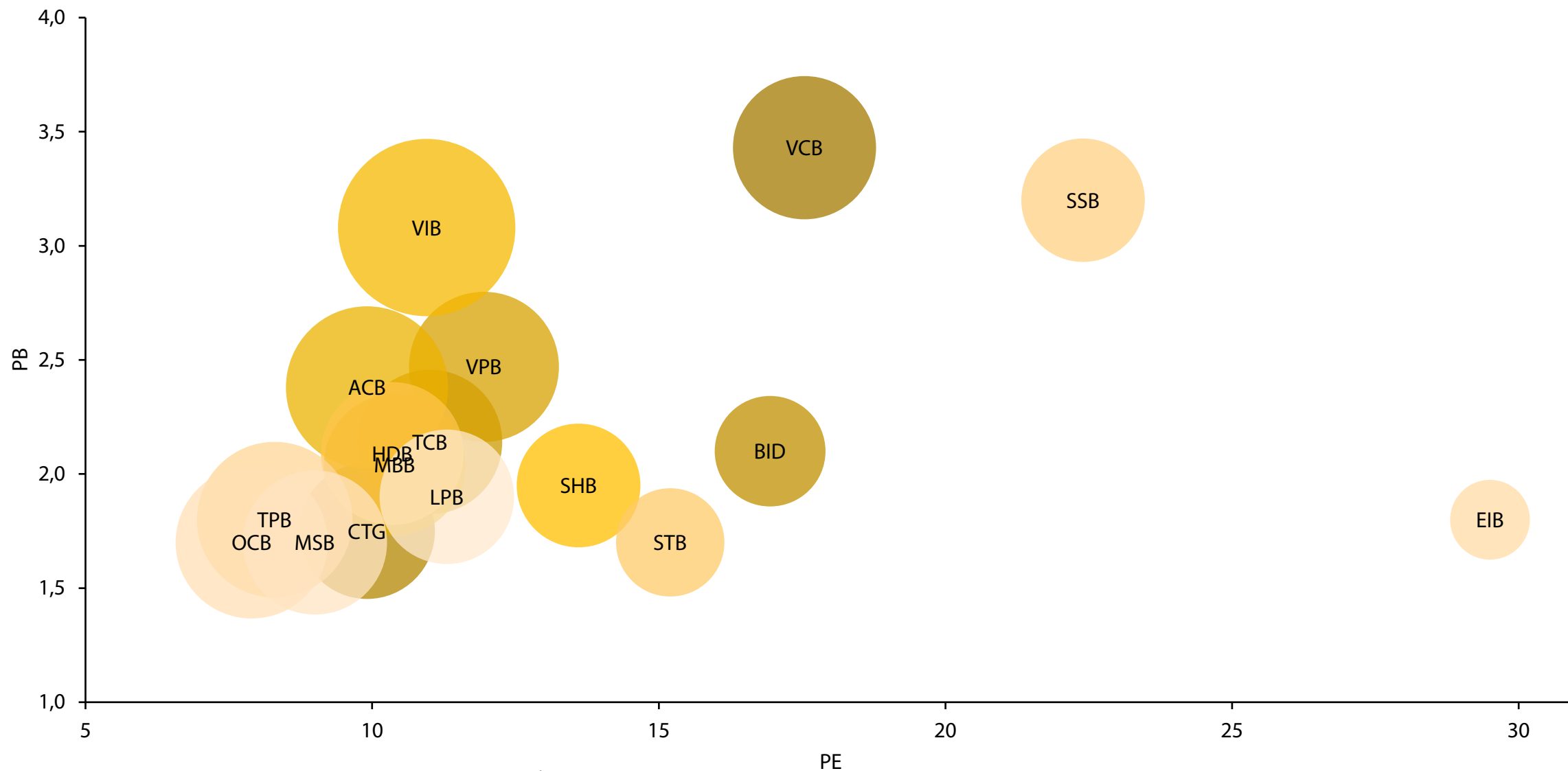
**Bảng 1: Kế hoạch tăng vốn năm 2021 (sự kiện hoàn thành có màu đỏ)**

|     | Cổ tức tiền mặt | Cổ phiếu thưởng/cổ tức | Phát hành cổ phiếu | ESOP  |
|-----|-----------------|------------------------|--------------------|-------|
| VCB |                 | 27,6%                  | 6,5%               |       |
| CTG |                 | 29,07%                 |                    |       |
| TCB |                 |                        |                    | 0,17% |
| MBB |                 | 35%                    | 2,50%              | 0,70% |
| VPB |                 | 62,15%                 | 17,85%             | 0,59% |
| BID |                 | 12,20%                 | 8,50%              |       |
| ACB |                 | 25%                    |                    |       |
| HDB |                 | 25%                    |                    | 2,51% |
| VIB |                 | 40%                    | 3%                 |       |
| SHB |                 | 10% + 10,5%            | 28%                |       |
| TPB |                 |                        | 9,33%              |       |
| OCB |                 | 25%                    | 6,40%              | 0,5%  |
| MSB |                 | 30%                    | 6%                 | 0,4%  |
| LPB |                 | 12%                    | 30,87%             | 3,26% |
| KLB |                 | 13%                    |                    |       |
| SSB |                 | 9,12%                  |                    | 1,92% |
| ABB |                 | 35%                    | 20%                | 2%    |
| KLB |                 | 13%                    |                    |       |

Nguồn: Các NH, CTCK Rông Việt

| Mã         | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VNĐ) | Thu nhập lãi<br>thuần<br>(TTM, %YoY) | Thu nhập<br>dịch vụ<br>(TTM, %YoY) | Thu nhập<br>hoạt động<br>(TTM, %YoY) | Lợi nhuận<br>sau thuế<br>(TTM, %YoY) | NIM<br>(TTM) | Tỉ lệ nợ<br>xấu<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | PE<br>(TTM) | PB  | Lợi suất cổ<br>tức<br>(TTM, %) |
|------------|----------------------|--------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------|------------------------|------------|------------|-------------|-----|--------------------------------|
| <b>VCB</b> | 359.761              | 117.000                  | 16,4%                                | 84,2%                              | 19,4%                                | 12,5%                                | 3,2%         | 0,7%                   | 1,6%       | 20,6%      | 17,5        | 3,4 | 0,0%                           |
| <b>CTG</b> | 162.194              | 40.100                   | 23,0%                                | 13,1%                              | 24,1%                                | 46,9%                                | 3,1%         | 1,3%                   | 1,2%       | 18,5%      | 9,9         | 1,8 | 0,0%                           |
| <b>BID</b> | 171.137              | 41.400                   | 25,6%                                | 33,5%                              | 24,9%                                | 23,8%                                | 2,9%         | 1,6%                   | 0,7%       | 12,3%      | 16,9        | 2,1 | 0,0%                           |
| <b>TCB</b> | 178.049              | 71.000                   | 47,8%                                | 25,7%                              | 40,5%                                | 48,4%                                | 5,7%         | 0,4%                   | 3,6%       | 21,0%      | 11,0        | 2,1 | 0,0%                           |
| <b>VPB</b> | 148.267              | 66.200                   | 10,1%                                | 29,7%                              | 12,8%                                | 22,9%                                | 8,7%         | 3,5%                   | 2,9%       | 22,6%      | 12,0        | 2,5 | 0,0%                           |
| <b>MBB</b> | 108.816              | 36.100                   | 24,9%                                | 30,0%                              | 25,5%                                | 30,3%                                | 5,1%         | 0,8%                   | 2,1%       | 20,1%      | 10,4        | 2,0 | 0,0%                           |
| <b>ACB</b> | 96.054               | 37.300                   | 37,2%                                | 33,7%                              | 25,9%                                | 57,5%                                | 4,2%         | 0,7%                   | 2,2%       | 26,4%      | 9,9         | 2,4 | 0,0%                           |
| <b>VIB</b> | 64.844               | n/a                      | 50,6%                                | 33,3%                              | 47,9%                                | 60,2%                                | 4,4%         | 1,7%                   | 2,4%       | 31,6%      | 11,0        | 3,1 | 0,0%                           |
| <b>SHB</b> | 52.568               | n/a                      | 41,4%                                | -2,6%                              | 48,9%                                | 52,7%                                | 3,3%         | 2,0%                   | 0,9%       | 15,4%      | 13,6        | 1,9 | 0,0%                           |
| <b>HDB</b> | 54.507               | 36.800                   | 18,9%                                | 121,4%                             | 26,2%                                | 24,3%                                | 4,6%         | 1,2%                   | 1,7%       | 20,5%      | 10,4        | 2,1 | 0,0%                           |
| <b>STB</b> | 52.847               | n/a                      | 19,9%                                | 22,1%                              | 22,8%                                | 42,5%                                | 2,7%         | 1,6%                   | 0,7%       | 11,8%      | 15,2        | 1,7 | 0,0%                           |
| <b>SSB</b> | 48.011               | n/a                      | 47,9%                                | 100,1%                             | 4,1%                                 | 61,0%                                | 2,5%         | 1,8%                   | 1,2%       | 15,3%      | 22,4        | 3,2 | 0,0%                           |

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



<MUA: +40%>

<GTT: 50.800>

<GMT: 71.000>

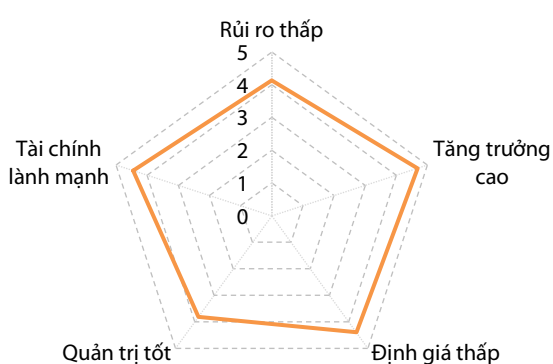
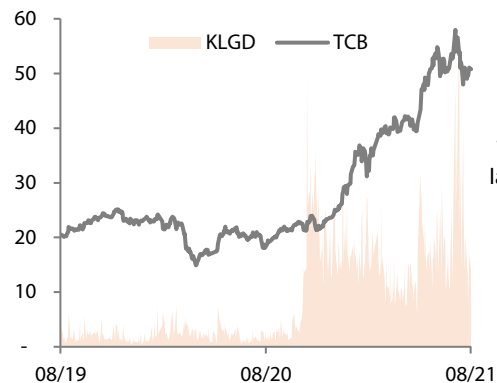
### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A

2021E

2022F



|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| Ngành                       | Ngân hàng  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 178.049,2  |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 3.504,9    |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 22.022,8   |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 1.133,8    |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | -          |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 18,15 – 58 |

|                         |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)   | 18.751 | 26.062 | 32.905 |
| Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)  | 27.042 | 36.662 | 45.825 |
| LNST (tỷ VNĐ)           | 12.325 | 18.056 | 23.119 |
| ROA (%)                 | 3,0    | 3,7    | 3,8    |
| ROE (%)                 | 18,0   | 21,7   | 22,3   |
| Tăng trưởng tài sản (%) | 14,6   | 24,8   | 23,6   |
| GTSS/cổ phiếu (VNĐ)     | 21.289 | 26.302 | 32.898 |
| P/E (x) (*)             | 6,8    | 9,9    | 7,8    |
| P/B (x) (*)             | 2,4    | 1,9    | 1,5    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chiến lược giai đoạn 2021-2025 mang lại pha tăng trưởng cao nhằm tận dụng các lợi thế: cơ sở hạ tầng công nghệ được đầu tư lớn, nền tảng vốn dày và hệ sinh thái mạnh**

- Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ tăng trưởng mạnh bằng cân đối trong 5 năm tới, được hỗ trợ bởi các yếu tố nền tảng mạnh: hệ thống công nghệ hàng đầu với gói đầu tư lớn nhằm đảm bảo trải nghiệm khách hàng khi tăng quy mô, nguồn vốn dồi dào nhằm đối phó các tình huống căng thẳng và giúp nhận hạn mức tín dụng mong muốn, và khả năng cung cấp dịch vụ khác biệt nhờ hệ sinh thái với các tập đoàn lớn, qua đó tạo chi phí chuyển đổi cao. Các động lực này sẽ cải thiện mạnh ROE, vốn được cho là yếu tố gây áp lực lên giá cổ phiếu giai đoạn 2018-2020.

**Hiệu quả hàng đầu tiếp tục được cải thiện nhờ NIM mở rộng ổn định, nguồn lực tăng trưởng đa dạng với thu nhập ngoài lãi và quản trị chi phí tốt**

- Nhờ sở hữu công ty chứng khoán hàng đầu về công nghệ và định hướng mô hình WealthTech, và nền tảng CASA lớn giúp cải thiện chi phí hoạt động và chi phí huy động vốn, TCB có thể mở rộng và ổn định NIM với việc định giá sản phẩm cho vay tốt hơn từ đó kiểm soát chi phí rủi ro, và bán chéo sản phẩm. Nguồn thu nhập đa dạng giúp đảm bảo chất lượng tăng trưởng.

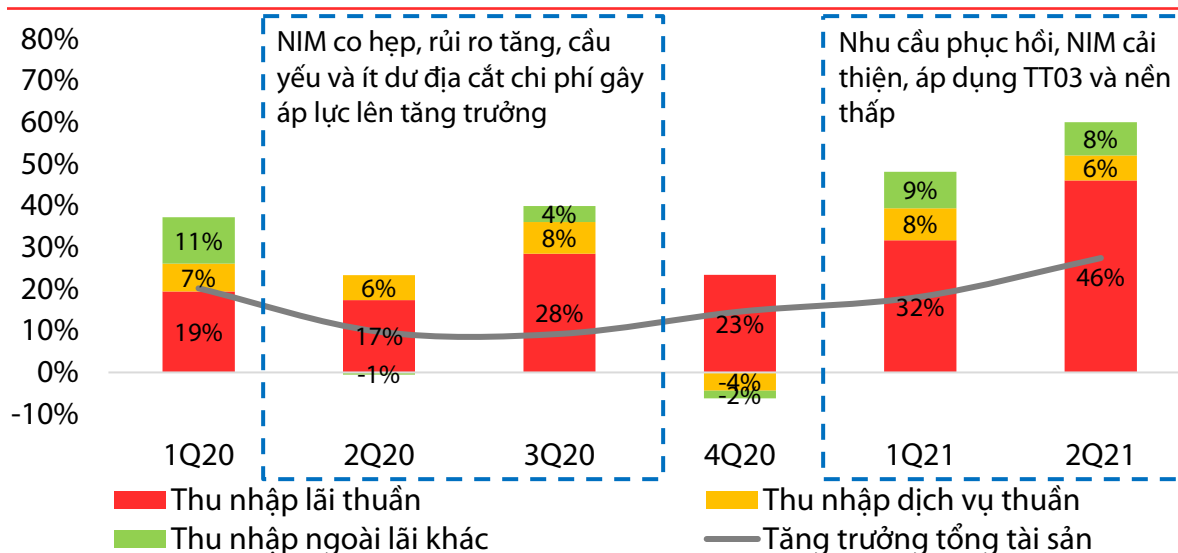
**Nền tảng huy động vững chắc với mạng lưới tiền gửi bán lẻ mạnh tập trung vào nhóm khách hàng phân khúc cao là nền tảng tăng trưởng toàn diện trong nhiều môi trường vĩ mô**

- Cơ sở khách hàng quy mô lớn tập trung nhiều phân khúc tăng trưởng cao với cán cân lợi nhuận rủi ro phù hợp là nguồn lực mạnh huy động tiền gửi không kỳ hạn, vốn là lợi thế quan trọng đối với khả năng duy trì NIM khi mở rộng bảng cân đối nhờ tối ưu chi phí. Yếu tố này là nguồn lực để cải thiện lợi nhuận sau điều chỉnh rủi ro, đặc biệt trong chu kỳ lãi suất cao hơn hiện tại.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- COVID-19 kéo dài sẽ ảnh hưởng đến các nhóm chưa chịu tác động, làm tăng chi phí tín dụng. TCB chịu rủi ro liên quan đến bất động sản, mặc dù chủ yếu tập trung phân khúc cao cấp.

**Hình 1: Tăng trưởng thu nhập hoạt động và tài sản (% YoY)**



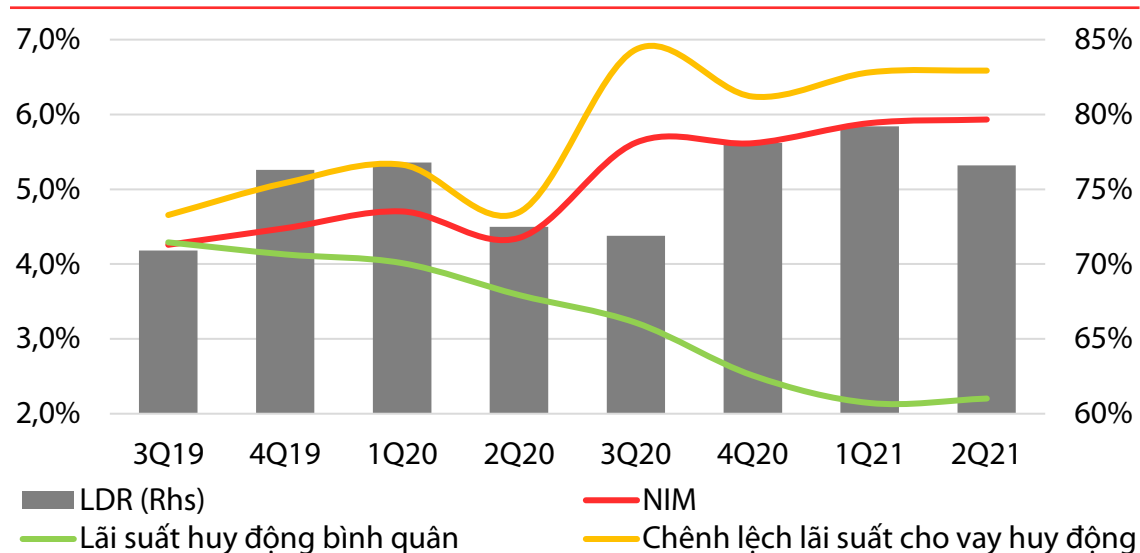
## NIM và nền so sánh thấp của tín dụng là động lực chính của thu nhập

- Thu nhập lãi thuần tiếp tục là động lực tăng trưởng khi NIM tăng ổn định và tăng trưởng tài sản tốt hơn, thúc đẩy thu nhập ngoài lãi. Lãi suất cho vay ít biến động và chi phí huy động giảm nhờ CASA cao đã mở rộng chênh lệch lãi suất cho vay huy động và NIM trong 6T21. Nền so sánh thấp giữa năm 2020 là do chênh lệch tái định giá và LDR giảm.
- LNTT 6T tăng 71% YoY, với mỗi quý tăng trưởng hơn 66%.

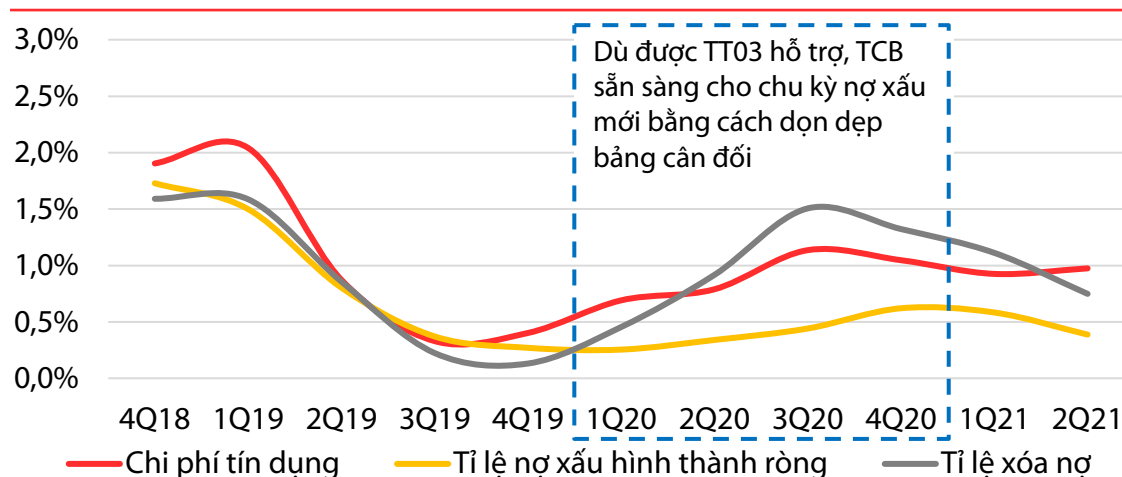
## Duy trì trích lập dự phòng thận trọng dù rủi ro tín dụng cải thiện

- TCB duy trì chính sách thận trọng kể từ năm 2019 với việc giữ chi phí tín dụng cao hơn đáng kể so với tỉ lệ hình thành nợ xấu ròng dù có cải thiện.

**Hình 2: NIM, chênh lệch, lãi suất huy động và LDR (quy năm, %)**

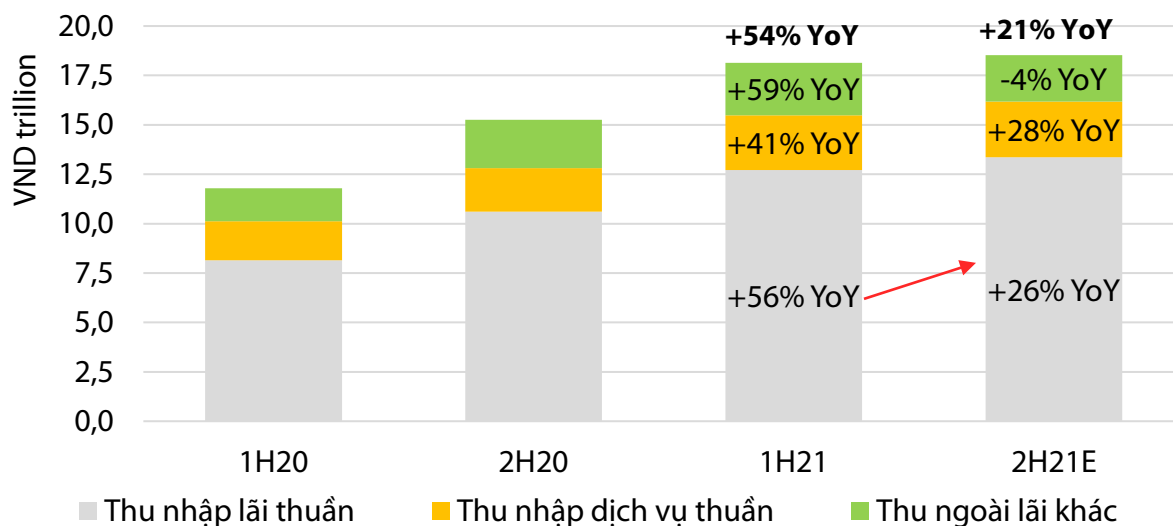


**Hình 3: Chi phí rủi ro, xóa nợ và nợ xấu hình thành (% dồn 4 quý)**



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

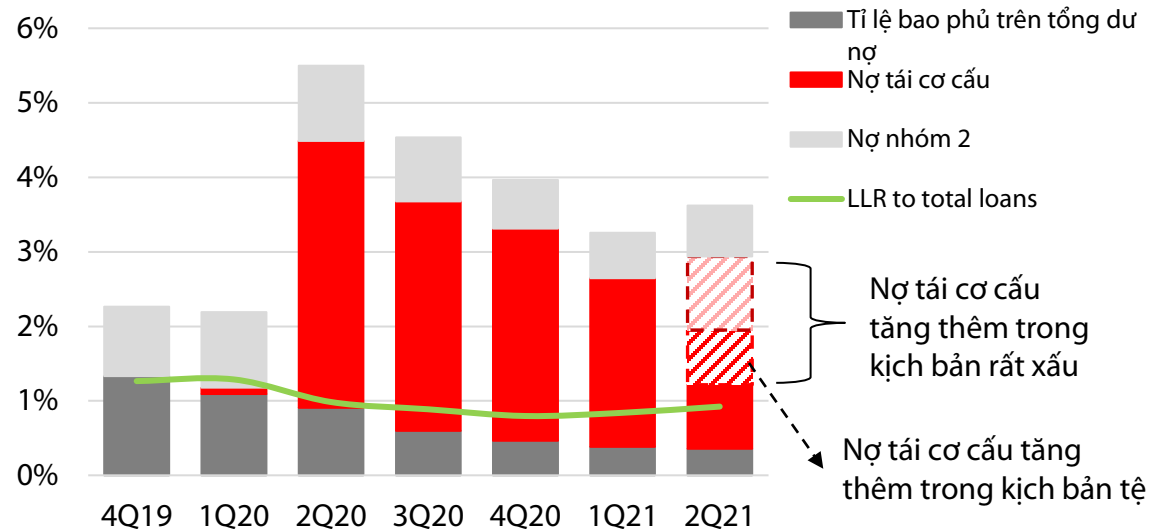
Hình 4: Cấu trúc thu nhập hoạt động



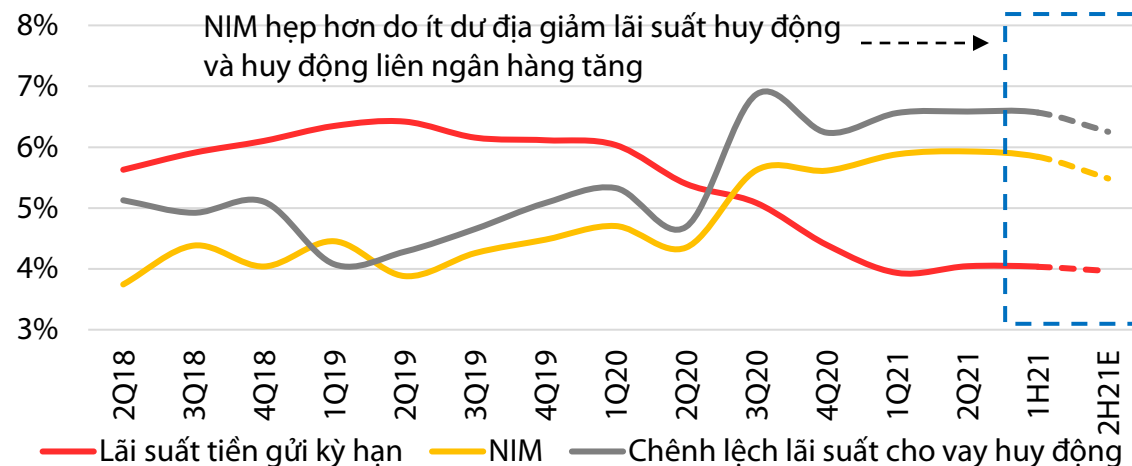
**Kỳ vọng lợi nhuận tỷ đô khi duy trì tăng trưởng thu nhập trong 2H21**

- Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ đạt khoảng một tỷ USD LNTT năm 2021 trong kịch bản cơ sở với NIM giảm nhẹ, tăng trưởng tín dụng cao và chi phí tín dụng giảm. NIM 2H21 kỳ vọng giảm xuống mức cùng kỳ năm trước, chủ yếu do lãi suất cho vay bình quân giảm 0,3-0,4% với gói ưu đãi lãi suất mới trong khi tỷ lệ CASA cải thiện, đồng thời lợi suất trên danh mục đầu tư duy trì. Trong khi đó, CIR sẽ tăng vừa phải.
- Chi phí tín dụng có thể giảm khi diễn biến gián đoạn gây ra bởi đại dịch vẫn trong dự kiến, và việc ra mắt hệ thống khởi tạo khoản vay mới trong 6 tháng cuối năm giúp tiếp tục cải thiện năng lực quản trị rủi ro.

Hình 5: Các tỉ lệ nhóm nợ và tỉ lệ bao phủ trên tổng dư nợ (%)

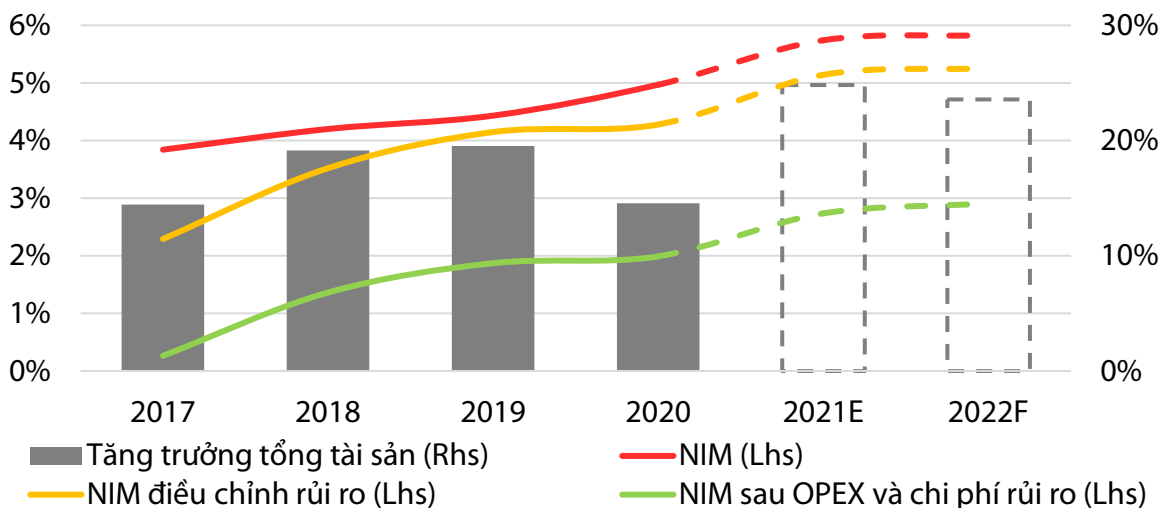


Hình 6: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn, NIM và chênh lệch (%) , quy năm

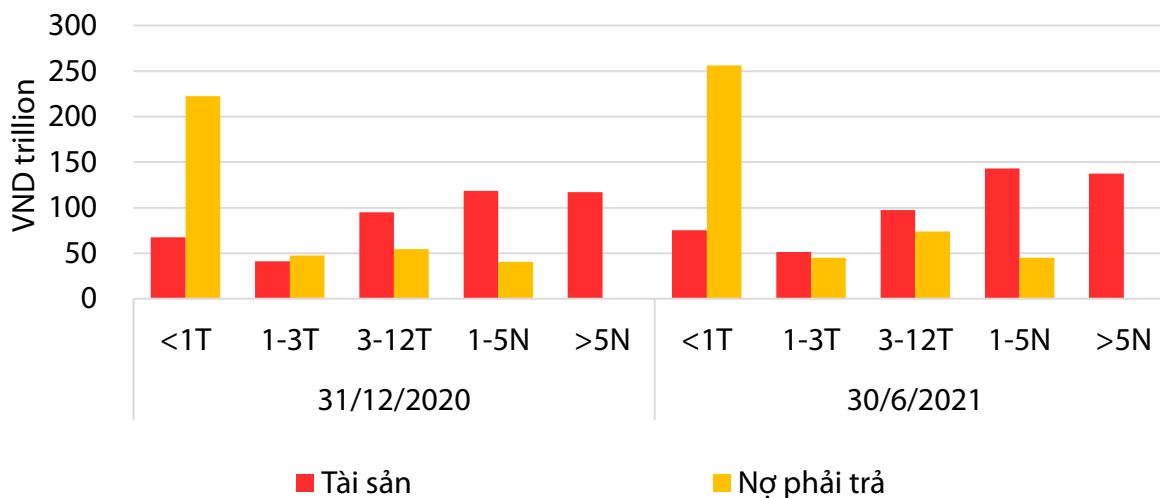


Nguồn: TCB, CTCK Rong Việt

Hình 7: NIM điều chỉnh và tăng trưởng tài sản (quy năm, YoY, %)



Hình 8: Tài sản và nợ phân bổ theo rổ kỳ hạn còn lại



Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

**Hưởng lợi từ phục hồi nền kinh tế với hạn mức tín dụng cao ổn định, NIM cải thiện bền vững và động lượng yếu dần của chi phí rủi ro**

- Chúng tôi kỳ vọng chính sách tiền tệ mở rộng sẽ được duy trì và nhu cầu phục hồi vào năm 2022, hỗ trợ cho TCB hạn mức tín dụng cao. Tốc độ phục hồi vẫn chưa chắc chắn, nhưng việc tiến hành vắc-xin kỳ vọng sẽ giảm bớt các gián đoạn hoạt động trong nửa cuối năm 2022.
- Nhu cầu nhà ở không chịu tác động nhiều trong 6 tháng đầu năm nhưng thủ tục giấy tờ bị ảnh hưởng, có thể kéo dài sang năm 2022. Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn được dự báo sẽ đi ngang hoặc tăng nhẹ. Kết hợp với cơ sở CASA cao hơn từ nhu cầu thanh toán tăng và kết thúc gói ưu đãi lãi suất, NIM sẽ cải thiện với chi phí huy động vốn ổn định và lợi suất cho vay tốt hơn. Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan trong thận trọng về kỳ vọng chi phí rủi ro được cải thiện nhẹ, đồng nghĩa dư địa tích cực lớn nếu đạt miễn dịch cộng đồng sớm.

**TCB hưởng lợi nhiều từ môi trường lãi suất cao hơn khi hiệu quả hoạt động cải thiện nhờ tốc độ tăng trưởng tài sản cao với NIM ổn định**

- Với đà phục hồi kinh tế, rủi ro tín dụng khách hàng giảm, lợi thế về chi phí huy động cạnh tranh và ít nhạy cảm lãi suất, bảng cân đối dự kiến sẽ tăng trưởng hiệu quả kể từ năm 2021, dẫn đến cả ROA và ROE đều được nâng cao. Chênh lệch kỳ hạn lớn hiện tại do nền tảng huy động không kỳ hạn bền vững và vượt trội sẽ giúp TCB hưởng lợi trong trường hợp đường cong lợi suất dốc hơn.

<MUA: +21%>

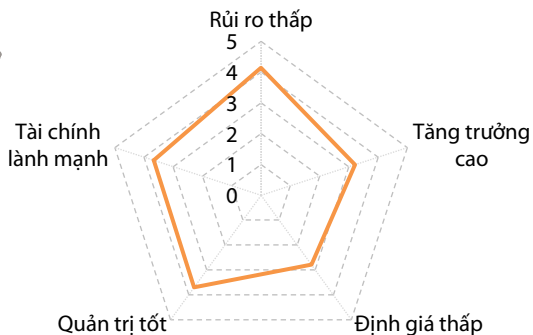
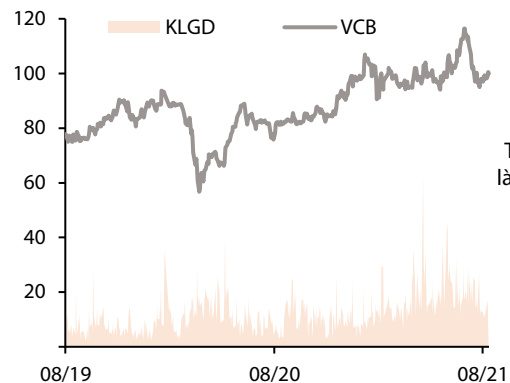
<GTT: 97.000>

<GMT: 117.000>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Ngành                       | Ngân hàng      |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 359.761,1      |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 3.708,9        |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 2.230,5        |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 230,4          |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 6,4            |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 78,162 – 116,4 |

|                         |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)   | 36.225 | 43.121 | 51.722 |
| Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)  | 48.999 | 58.218 | 67.704 |
| LNST (tỷ VNĐ)           | 18.447 | 22.547 | 27.323 |
| ROA (%)                 | 1,4    | 1,6    | 1,7    |
| ROE (%)                 | 20,5   | 20,7   | 20,4   |
| Tăng trưởng tài sản (%) | 8,6    | 13,9   | 16,0   |
| GTSS/cổ phiếu (VNĐ)     | 26.655 | 32.103 | 38.797 |
| P/E (x) (*)             | 18,3   | 16,1   | 13,7   |
| P/B (x) (*)             | 3,6    | 3,0    | 2,5    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Thương hiệu mạnh, mạng lưới rộng và cơ sở khách hàng lớn và chất lượng tạo nên lợi thế về nền tảng huy động và mảng thu nhập ngoài lãi

- VCB có chi phí huy động thấp hàng đầu ngành chủ yếu nhờ tỷ trọng lớn tiền gửi ngắn hạn. Ngân hàng cũng sở hữu lượng tiền gửi liên ngân hàng lớn do được NHNN chỉ định là ngân hàng thanh toán bù trừ giao dịch thẻ Visa duy nhất cho các thành viên trong nước. Hệ thống thanh toán đa tiền tệ (VCB-Money) đóng một vai trò quan trọng trong hệ thống thanh toán tổng thể. Đây là những lợi thế cho phép VCB xây dựng nền tảng vốn có chi phí thấp từ khách hàng và tổ chức tài chính. Được hỗ trợ bởi các mối quan hệ với các nhà xuất nhập khẩu hàng đầu trong nước và mạng lưới ngân hàng đại lý lớn, VCB có lợi thế cạnh tranh bền vững trong các mảng kinh doanh ngoài lãi như thanh toán, tài trợ thương mại và ngoại hối.

#### Ngân hàng bán lẻ hàng đầu với năng lực quản trị xuất sắc giúp đảm bảo hiệu quả hoạt động tốt

- VCB duy trì tỷ trọng bán lẻ trong mảng cho vay và huy động ổn định, giúp ngân hàng duy trì thị phần CASA bán lẻ lớn nhất và tỷ lệ CASA hàng đầu. VCB có cách khẩu vị thận trọng trong hoạt động cho vay và trích lập dự phòng, dẫn đến tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng thấp và bộ đệm dự phòng mạnh. Những yếu tố này sẽ giúp duy trì hiệu quả hoạt động cao bền vững.

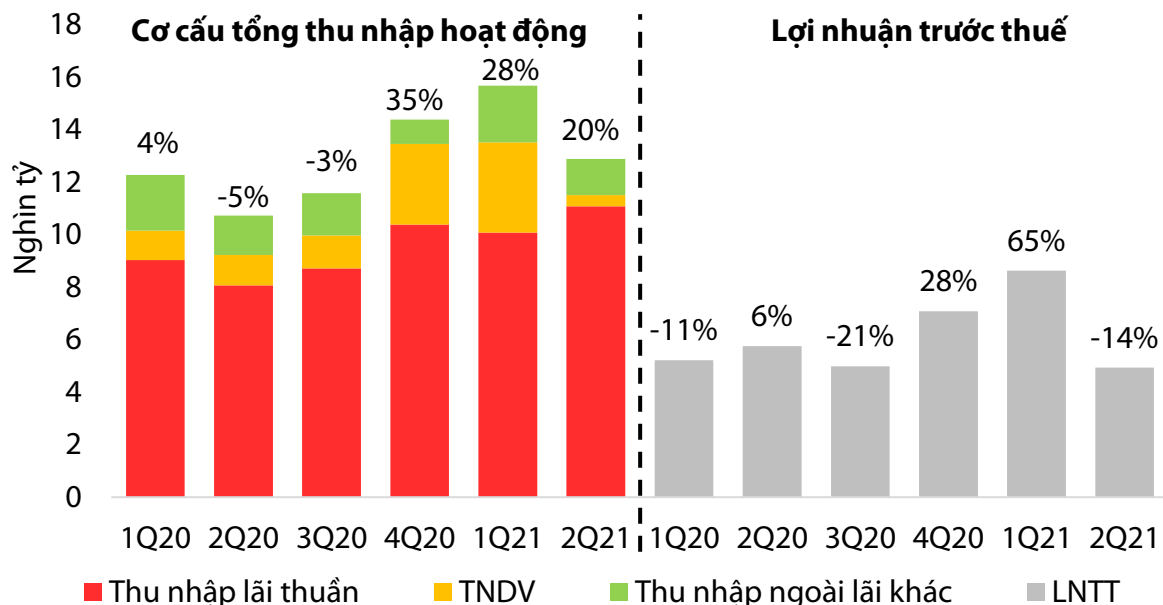
#### Tăng trưởng ổn định trên quy mô lớn nhờ nguồn vốn đủ với nhiều dư địa cải thiện và quản lý thanh khoản tốt

- Nhờ nền vốn dày với kế hoạch phát hành đang dở và thanh khoản mạnh với vai trò cung ứng vốn lớn trên thị trường 2, VCB có thể duy trì mức tăng trưởng hai con số với quy mô hiện tại.

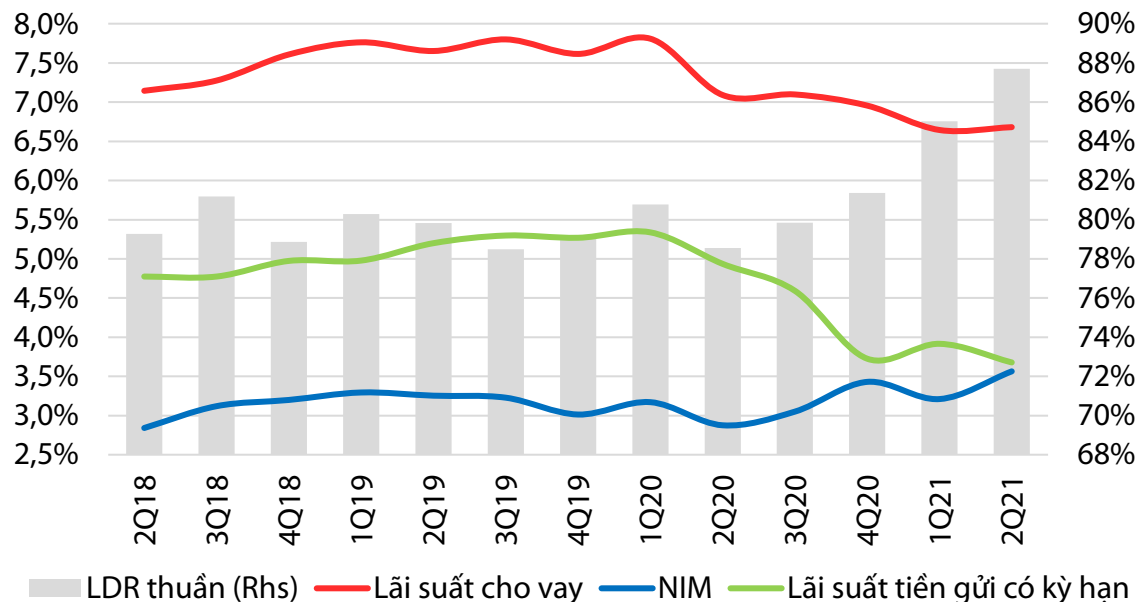
### RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá gồm tỉ lệ hình thành nợ xấu tiềm ẩn và việc tăng lãi suất tác động đến hệ số định giá đầu ngành. Rủi ro tăng giá gồm dòng tiền vào do mô phỏng chỉ số và cổ tức cổ phiếu.

**Hình 1: Cơ cấu tổng thu nhập và tăng trưởng LNTT (VNĐ, %YoY)**



**Hình 2: NIM, lãi suất cho vay - tiền gửi kỳ hạn và LDR (quy năm)**



**Chênh lệch lãi suất cho vay - tiền gửi mở rộng, tăng trưởng huy động yếu và nền so sánh thấp dẫn dắt thu nhập lãi thuần**

- VCB báo cáo thu nhập lãi thuần 1H2021 tăng trưởng 24% YoY, trong khi tài sản sinh lãi tăng 10% YoY. Biên NIM (quy năm) tăng đã đóng góp đáng kể, đạt 3,6% trong quý 2/2021, cao nhất trong những năm gần đây, và 3,3% trong nửa đầu năm 2021. Lãi suất cho vay giảm kể từ đầu năm 2021 do gói lãi suất ưu đãi lớn, và đi ngang trong 1H2021. CASA biến động nhẹ trong khi lãi suất bình quân trên tiền gửi có kỳ hạn tiếp tục giảm xuống còn 3,7%, thấp nhất trong ngành và thấp hơn lãi suất yết giá cho tiền gửi kỳ hạn sáu tháng của ngân hàng. Điều này cho thấy lợi thế cạnh tranh về tiền gửi có kỳ hạn ngắn.

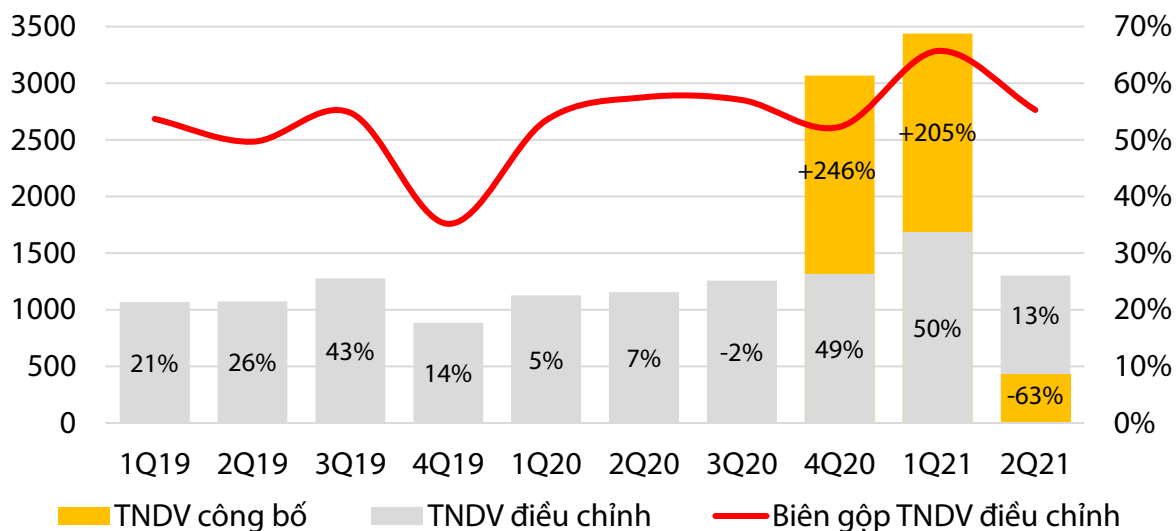
**Tái phân bổ phí trả trước và trích lập dự phòng thận trọng đã tác động mạnh lên thu nhập quý**

- Chúng tôi ước tính tăng trưởng LNTT trong quý 2 và nửa đầu năm 2021 sẽ lần lượt là 14% và 38% thay vì -14% và 24% nếu VCB không thoái một phần phí trả trước và giữ kế hoạch trích lập hơn là tăng trích lập dự phòng thận trọng. Ngoài biên NIM, kết quả hoạt động nhìn chung đạt kỳ vọng của chúng tôi.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt



Hình 3: Thu nhập dịch vụ thuần (TNDV) và biên gộp (VNĐ, %, % YoY)



**Thu nhập dịch vụ lãi được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định**

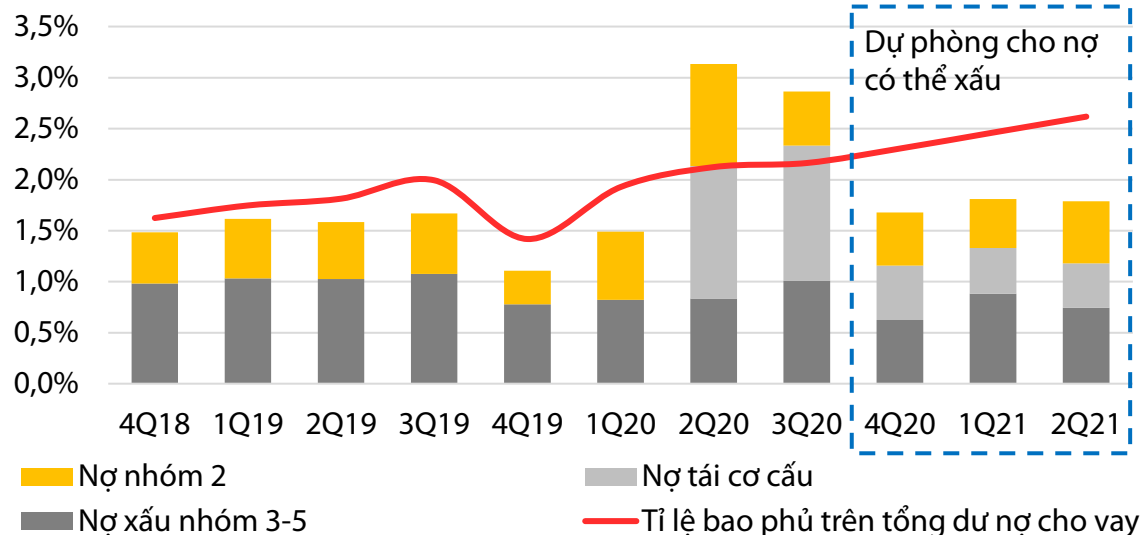
- TNDV điều chỉnh tăng trưởng tốt ở mức hai chữ số. Chúng tôi ước tính rằng mảng thanh toán đã là yếu tố dẫn dắt. Ngoài ra, tài trợ thương mại và thanh toán nội địa vẫn sẽ là động lực cho TNDV trong 2H21 và 2022.

**Với bộ đệm dự phòng lớn, chi phí tín dụng sẽ trở thành động lực dẫn dắt**

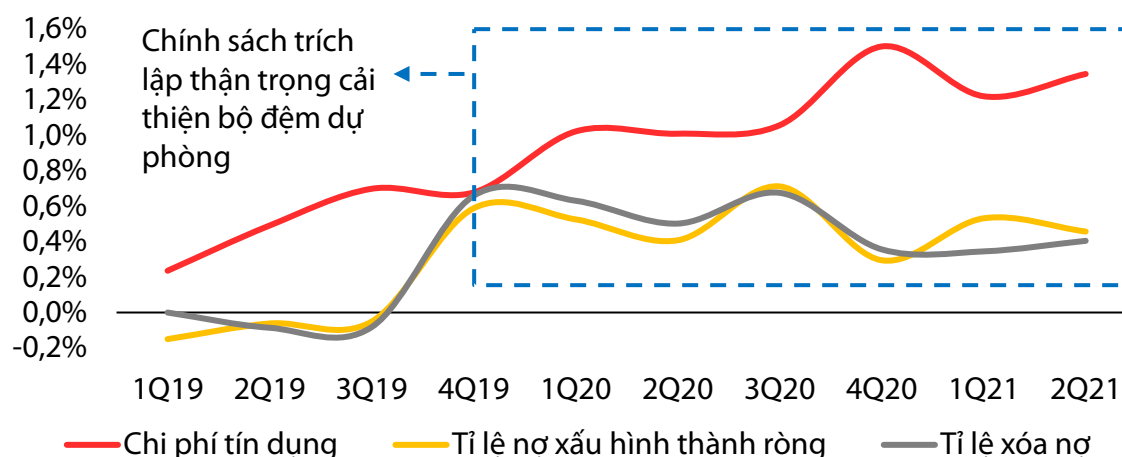
- Tăng trưởng LNTT kỳ vọng ổn định trong 2H21 ở mức 14,6 nghìn tỷ (+21% YoY) nhờ chi phí tín dụng. Tăng trưởng tổng thu nhập là +14%.
- Năm 2022, giãn cách do đại dịch được kỳ vọng ít nghiêm trọng hơn. Lãi suất cho vay sẽ phục hồi, kéo theo NIM cải thiện. Do đó, LNTT sẽ duy trì tăng trưởng nhờ thu nhập hoạt động tốt và chi phí dự phòng đi ngang.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Các nhóm nợ, nợ tái cơ cấu và dự phòng trên dư nợ (%)



Hình 5: Chi phí tín dụng, nợ xấu hình thành và xóa nợ (% , trượt)





<MUA: +25%>

<GTT: 33.750>

<GMT: 42.200>

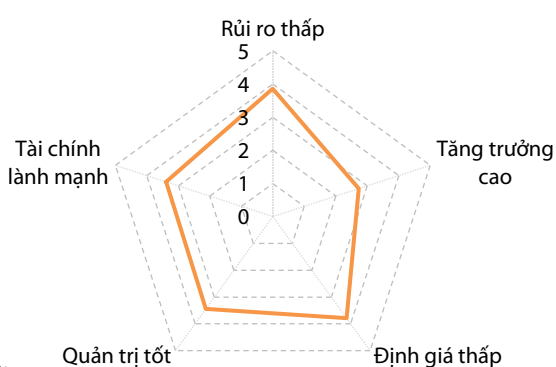
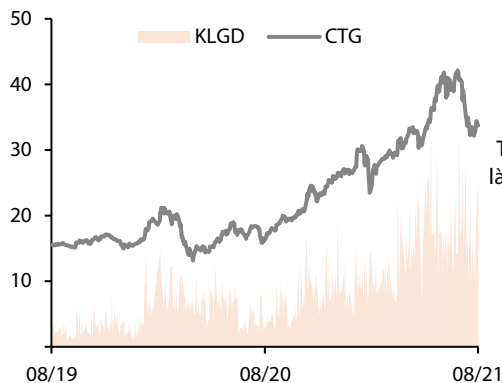
### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A

2021E

2022F



|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| Ngành                       | Ngân hàng       |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 162,194.1       |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 4.805,8         |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 18.355,6        |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 838,8           |
| SH ÑĐTNN còn lại (%)        | 5,5             |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 42,149 – 16,614 |

|                         |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)   | 35.581 | 42.001 | 46.375 |
| Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)  | 45.280 | 55.272 | 59.648 |
| LNST (tỷ VNĐ)           | 13.679 | 19.821 | 22.307 |
| ROA (%)                 | 1,1    | 1,4    | 1,4    |
| ROE (%)                 | 16,8   | 21,3   | 20,7   |
| Tăng trưởng tài sản (%) | 8,1    | 10,1   | 11,9   |
| GTSS/cổ phiếu (VNĐ)     | 17.769 | 20.882 | 24.025 |
| P/E (x) (*)             | 11,8   | 10,4   | 9,3    |
| P/B (x) (*)             | 1,9    | 1,6    | 1,4    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chất lượng tài sản và cấu trúc huy động cải thiện được hỗ trợ bởi sự chuyển dịch mảng ngân hàng bán lẻ và tái cơ cấu danh mục cho vay**

- Kể từ quá trình tái cơ cấu, CTG đã tăng cường xử lý rủi ro và tắt toán trái phiếu VAMC để làm sạch bảng cân đối. Nhờ loại bỏ tài sản kém hiệu quả, CTG đã giảm áp lực lên chi phí rủi ro vốn chiếm phần lớn lợi nhuận, từ đó cải thiện tăng trưởng và hiệu quả sinh lời. Định hướng ngân hàng bán lẻ sẽ tăng thêm hiệu quả hoạt động nhờ thúc đẩy dịch vụ ngoài cho vay và CASA với nền tảng tập khách hàng lớn và mối quan hệ với các công ty hàng đầu. Các yếu tố này giúp đa dạng hóa động lực tăng trưởng và mang lại chi phí huy động ổn định và cạnh tranh.

**Biên NIM sau điều chỉnh rủi ro mở rộng và thu nhập ngoài lãi đang trên đà tăng trưởng nhờ mảng thanh toán và thu hồi nợ xấu sẽ thúc đẩy các chỉ số hiệu quả hoạt động**

- Với việc đầu tư công nghệ kết hợp với biên NIM sau điều chỉnh rủi ro cải thiện nhờ chi phí vốn giảm mạnh và chi phí tín dụng được kiểm soát, CTG có khả năng tăng trưởng bảng cân đối hiệu quả bất chấp áp lực từ nguồn vốn. Xu hướng tăng giao dịch thanh toán và thu hồi nợ sẽ góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động thông qua tăng trưởng bền vững thu nhập ngoài lãi.

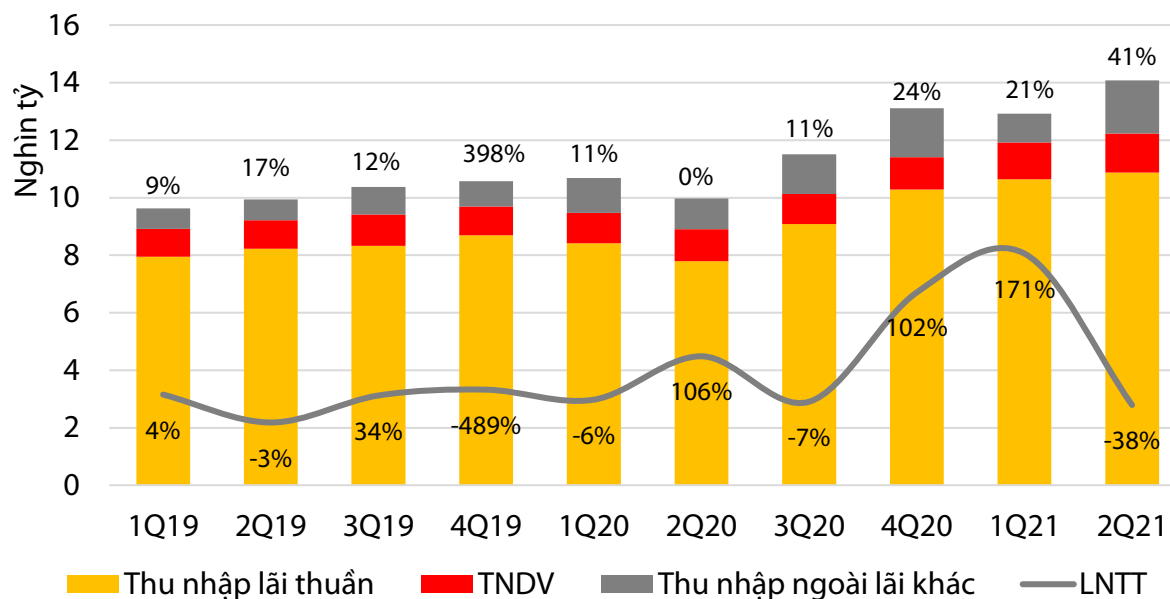
**Trong trung hạn, sự kết hợp giữa chiến lược tăng trưởng phù hợp với khả năng sinh lời duy trì tốt sẽ giúp củng cố nền tảng vốn**

- Chúng tôi kỳ vọng CAR sẽ ở mức an toàn hơn trong giai đoạn 2023-2025 nhờ tốc độ mở rộng bảng cân đối chậm, hiệu quả ổn định, đòn bẩy giảm và chuyển dịch ngân hàng bán lẻ.

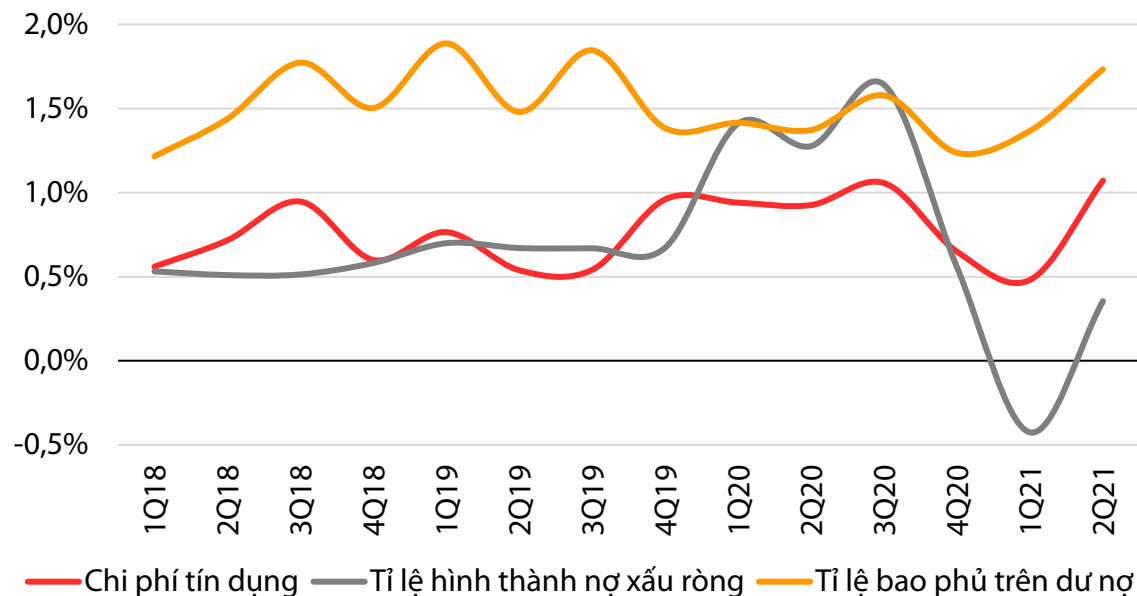
### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá bao gồm việc đại dịch kéo dài và lãi suất tăng sớm hơn dự kiến. Rủi ro tăng giá bao gồm điểm rơi và cách phân bổ khoản phí trả trước.

Hình 1: LNTT, tăng trưởng và các cấu phần của tổng thu nhập (%YoY)



Hình 2: Chi phí tín dụng, tỷ lệ hình thành nợ xấu và LLR (TTM,%)



### Kết quả kinh doanh tốt trong nửa đầu năm 2021, nhưng kết quả hàng quý gây lo ngại

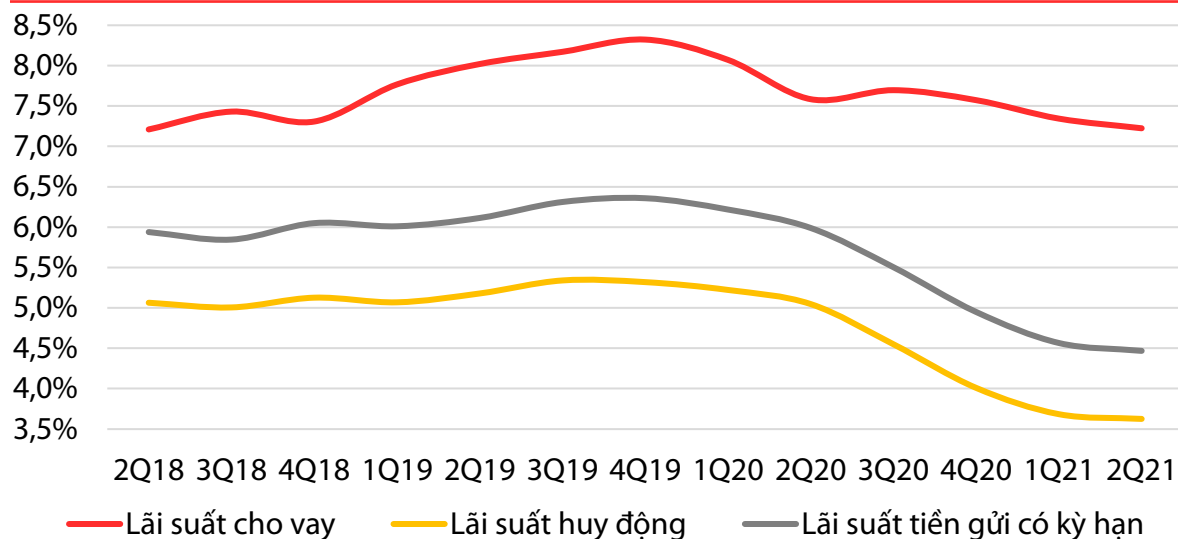
- Trái ngược với mức tăng trưởng ba chữ số trong Q1/21, CTG đã gây thất vọng trong Q2 khi trích lập dự phòng tăng mạnh do tái cơ cấu một số khoản nợ theo Thông tư 02. LN trước dự phòng Q2 tăng 48%. Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1,3% còn chi phí tín dụng đạt đỉnh 5 năm. LNTT 6T21 tăng trưởng 45% YoY.
- Thu nhập từ dịch vụ (TNDV) duy trì tích cực, tăng trưởng hơn 20% mỗi quý trong 6T21. Mảng bancassurance chưa đóng góp nhiều (23%) do thương vụ độc quyền chưa hoàn thành. Thanh toán là động lực tăng trưởng chính, chiếm 49% TNDV ròng. Trong đó, mảng tài trợ thương mại tăng trưởng mạnh.

### Chính sách trích lập dự phòng chặt chẽ củng cố bộ đệm

- Dựa trên khẩu vị thận trọng của CTG và với việc các khoản nợ xấu mới thuộc về một số tập đoàn lớn vốn sẽ phục hồi nhanh chóng và nếu loại trừ khoản nợ xấu này, tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng sẽ ở mức thấp (-0,1% so với 0,4% thực tế), chúng tôi cho rằng sự suy giảm chất lượng nợ trong Q2 là tạm thời.

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

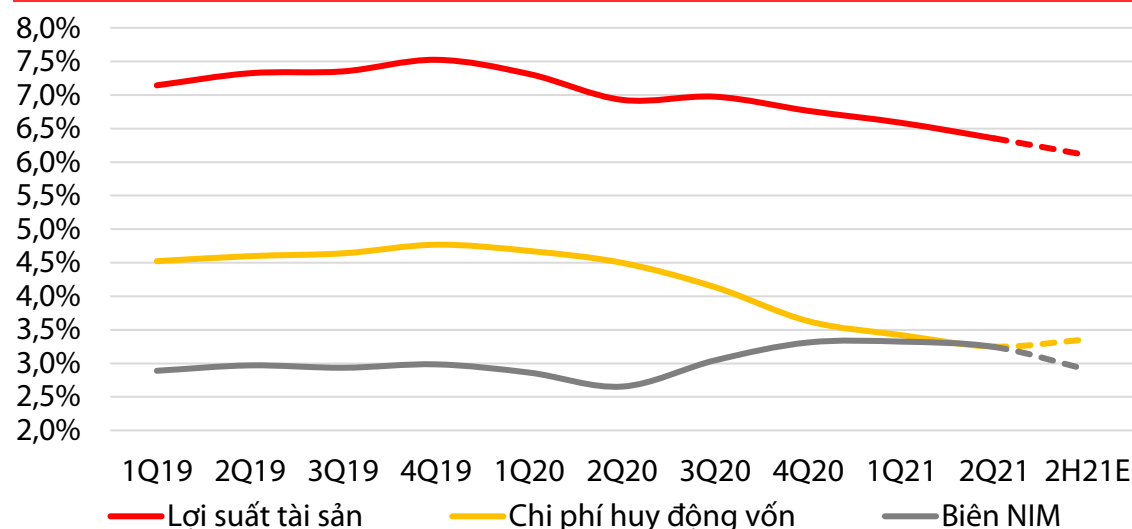
**Hình 3: Lãi suất cho vay, tiền gửi và tiền gửi có kỳ hạn (quy năm,%)**



**NIM giảm, chi phí tín dụng thúc đẩy tăng trưởng thu nhập tích cực**

- NIM dự kiến giảm trong nửa cuối năm do gói hỗ trợ làm giảm lợi suất cho vay. Chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động do áp lực LDR sẽ thu hẹp NIM và phân bổ thặng dư nguồn vào tài sản thanh khoản lãi suất thấp. Kết hợp hạn mức tín dụng thấp, thu nhập lãi thuần dự kiến tăng trưởng yếu.
- Chi phí tín dụng dự kiến duy trì ở mức 1,1%, đồng nghĩa chi phí dự phòng cả năm sẽ ở biên trên của kế hoạch ban đầu. Tỷ lệ hình thành nợ xấu ròng dự kiến sẽ dao động do nợ xấu cải thiện sau thời gian thử thách và nới lỏng giãn cách xã hội. CTG có thể tăng trích lập dự phòng cho phần nợ tái cơ cấu. LNTT dự kiến sẽ vượt 1 tỷ USD nhờ chi phí dự phòng được kiểm soát. Chúng tôi cũng kỳ vọng CTG sẽ phân bổ khoản phí trả trước trong Q4/2021.

**Hình 4: Lợi suất tài sản, chi phí huy động và NIM (quy năm,%)**

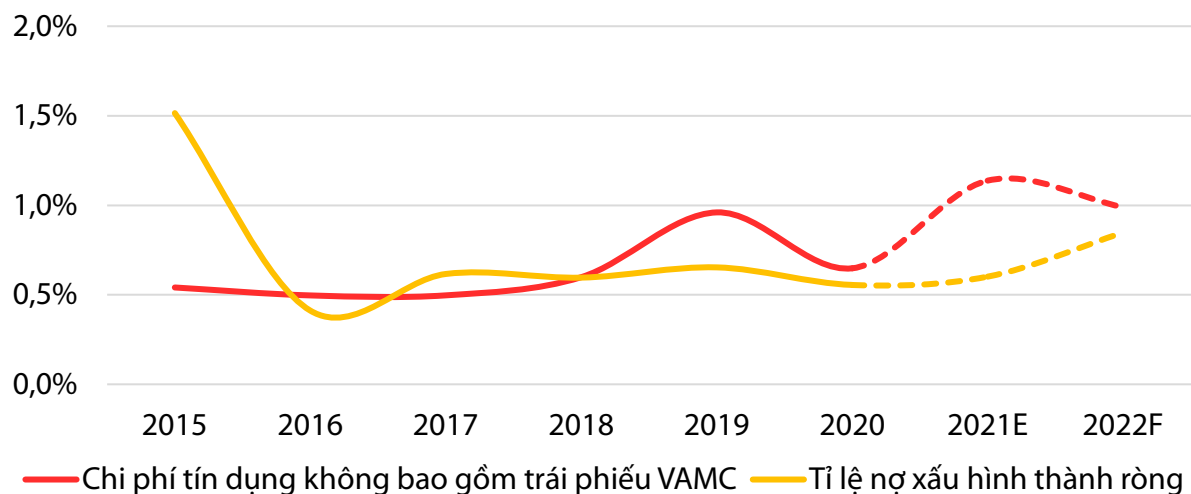


**Bảng 1: Kết quả kinh doanh và dự phóng (%YoY)**

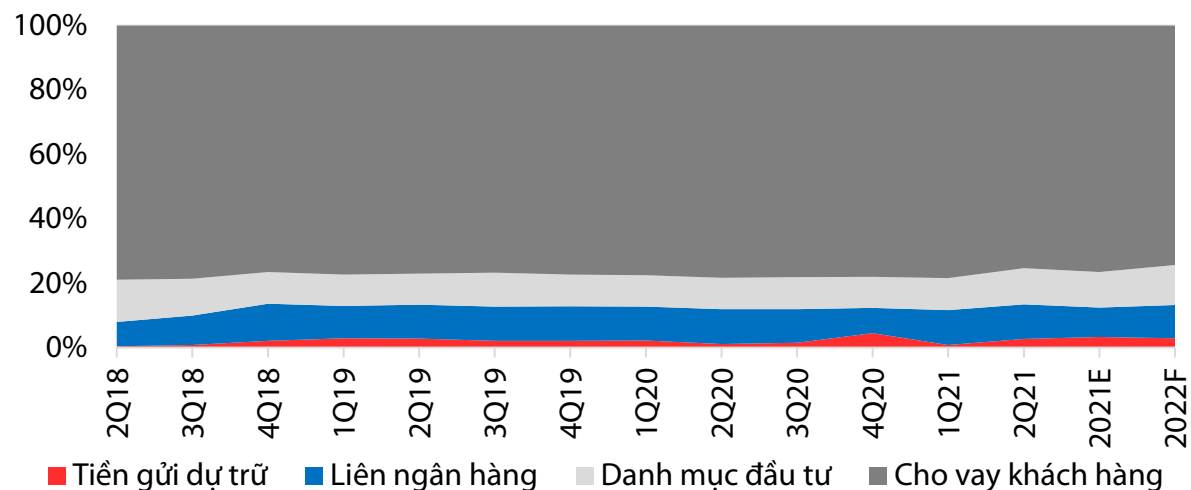
| Đơn vị: Tỷ VND       | 2H20A   | 1H21A   | 2H21E   | %YoY | 2021E    | %YoY |
|----------------------|---------|---------|---------|------|----------|------|
| Thu nhập lãi thuần   | 19.365  | 21.521  | 20.480  | 6%   | 42.001   | 18%  |
| Thu nhập hoạt động   | 24.621  | 27.006  | 28.266  | 15%  | 55.272   | 22%  |
| Chi phí dự phòng     | (5.548) | (8.456) | (3.558) | -36% | (12.014) | -1%  |
| Lợi nhuận trước thuế | 9.610   | 10.850  | 13.892  | 45%  | 24.742   | 45%  |

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Chi phí tín dụng và tỷ lệ hình thành nợ xấu (dồn 4 quý, %)



Hình 6: Cơ cấu tài sản sinh lãi (%)



Nguồn: CTG, CTCK Rong Việt

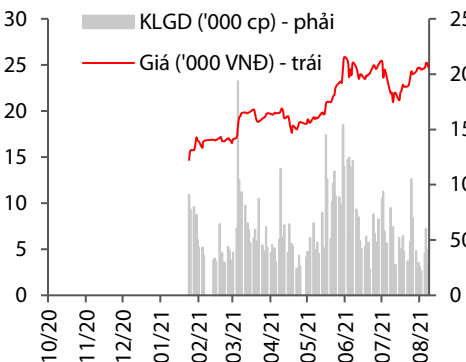
### Diễn biến đại dịch sẽ có tác động lớn đến thu nhập

- Dù kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu thấp năm nay, tốc độ phục hồi vào năm 2022 sẽ tác động lớn đến lợi nhuận, do tập khách hàng lớn (15 triệu) gồm nhiều tầng lớp trong nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu có xu hướng tăng nhẹ, phản ánh độ trễ trong hình thành nợ xấu, nhưng bộ đệm dự phòng sẽ giúp giảm áp lực lên chi phí tín dụng. Chính sách trích lập dự phòng sẽ là thận trọng.
- Chúng tôi kỳ vọng Thông tư 03 được sửa đổi để hỗ trợ nền kinh tế, nhưng có thể làm tăng nợ tái cơ cấu. Việc trích lập sớm cho phần dự phòng bổ sung (hiện hơn 40% và dự kiến còn tăng trong nửa cuối năm 2021) sẽ giúp ích. Chi phí dự phòng dự kiến giảm nhẹ, thúc đẩy lợi nhuận ròng (+13%) tăng trưởng ở mức thấp hơn so với năm 2021.

### Tái phân bổ tài sản trong môi trường lãi suất thấp và hạn chế ở nguồn vốn vẫn là các vấn đề lo ngại

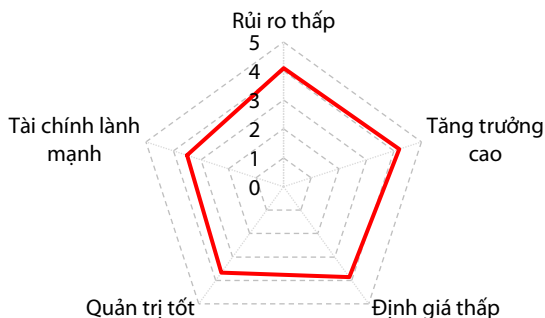
- Tổng thu nhập hoạt động dự kiến tăng ở mức một chữ số (+8%), chủ yếu do tăng trưởng thu nhập lãi thuần yếu (+11%) và thu nhập ngoài lãi khác giảm. Cơ cấu tài sản đang chuyển dịch sang danh mục đầu tư và liên ngân hàng, vốn trả lãi suất thấp. Với việc gia tăng trái phiếu Chính phủ, nguồn cung trái phiếu tổ chức tài chính hạn chế và lãi suất thị trường 2 thấp sẽ gây áp lực lên NIM, bất chấp khả năng lợi suất cho vay tăng trở lại vào năm 2022 khi một số gói hỗ trợ kết thúc.
- Nền tảng vốn khả năng vẫn là trở ngại cho tăng trưởng bảng cân đối trong vài năm tới dù đã chuyển dịch cho vay bán lẻ và giữ lại vốn.

<MUA: 32%>



<GTT: 24.300>

<GMT: 32.100>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | Ngân hàng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 33.288    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 1.370     |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 5.138     |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 147       |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 0         |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 18,4-32,3 |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 8.013  | 9.718  | 11.983 |
| LNST                  | 3.535  | 4.420  | 5.663  |
| ROA (%)               | 2,6    | 2,7    | 2,8    |
| ROE (%)               | 24,4   | 22,5   | 22,9   |
| EPS (VND)             | 2.471  | 3.117  | 4.025  |
| GTSS (VND)            | 12.728 | 15.954 | 20.088 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x) (*)           | 9,5    | 7,8    | 6,0    |
| P/B (x) (*)           | 1,9    | 1,5    | 1,2    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Tăng trưởng thu nhập lãi cao trên nền tảng tối ưu hóa bảng cân đối

- An toàn vốn thuộc nhóm đầu hệ thống và thanh khoản dồi dào sẽ đảm bảo cho ngân hàng tiếp tục được cấp hạn mức cho vay cao hơn trung bình ngành (trên 2x%/năm) như các năm vừa qua, đồng thời giảm chi phí vốn thông qua thu hút thêm các nguồn vốn dài hạn từ các tổ chức tài chính quốc tế (IFC, ADB) và giấy tờ có giá với lãi suất bằng một nửa so với huy động từ dân cư ở cùng kỳ hạn. Thông qua cá nhân hóa trải nghiệm khách hàng, OCB tập trung cho vay bán lẻ (gồm cho vay tiêu dùng), SME và micro SME, là các phân khúc có lãi suất cao và còn nhiều dư địa tăng trưởng. Nhờ vậy, NIM vẫn còn tiềm năng cải thiện từ mức cao hơn trung bình ngành.

**Chất lượng tín dụng được kiểm soát chặt chẽ.** Là ngân hàng Việt Nam tuân thủ sớm nhất Basel 2, quản trị rủi ro là năng lực cốt lõi của OCB, được thể hiện ở tỷ lệ xóa nợ thấp và tỷ lệ nợ xấu giảm liên tục từ 2,3% năm 2018 còn 1,5% trong 1H2021. Nhờ sớm điều chỉnh danh mục cho vay từ khi dịch bệnh mới bắt đầu, nợ tái cơ cấu chỉ chiếm 1% danh mục.

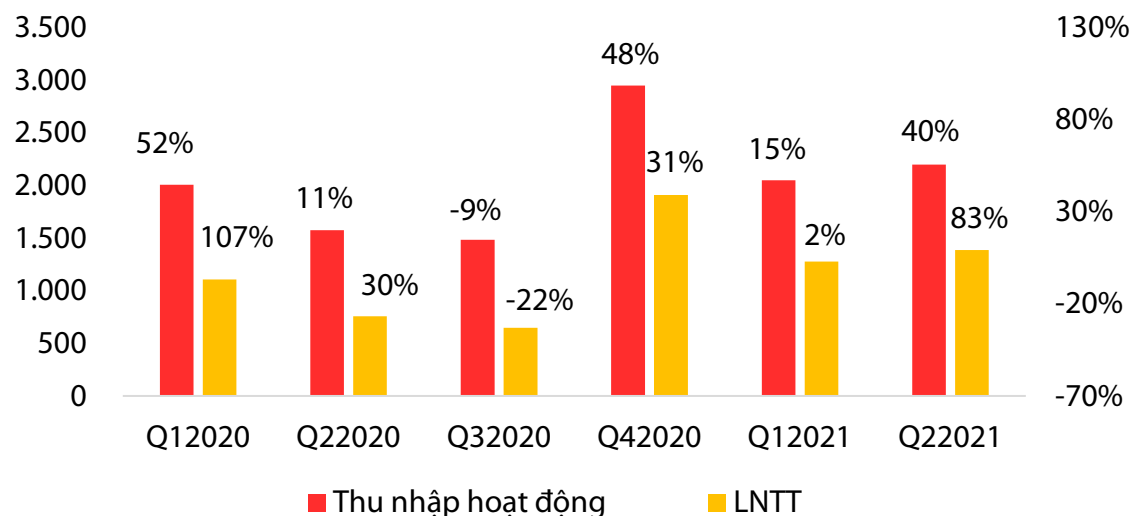
**Hiệu quả hoạt động hàng đầu và liên tục cải thiện nhờ ứng dụng số hóa và công nghệ.** Từ khi áp dụng quản lý tập trung bằng số hóa trên nền tảng hợp kênh năm 2018, CIR giảm từ trên 53% năm 2017 về 28% trong 1H2021, thấp nhất trong các ngân hàng niêm yết.

**Nhiều tiềm năng tăng trưởng thu nhập phí.** Ngoài nguồn thu từ bảo hiểm với Generali chiếm 65-70% doanh thu phí dịch vụ, từ năm 2021 ngân hàng đẩy mạnh các mảng dịch vụ khác gồm thanh toán, thẻ và dịch vụ tư vấn IB nhằm đa dạng hóa nguồn thu dịch vụ. Đàm phán lại với Generali cũng sẽ giúp OCB tăng thêm thu nhập cho mảng bảo hiểm.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá bao gồm tin tức tích cực về đàm phán lại với Generali và phát hành riêng lẻ.
- Rủi ro giảm giá bao gồm cạnh tranh tăng trong mảng ngân hàng bán lẻ, dịch bệnh ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn dự kiến.

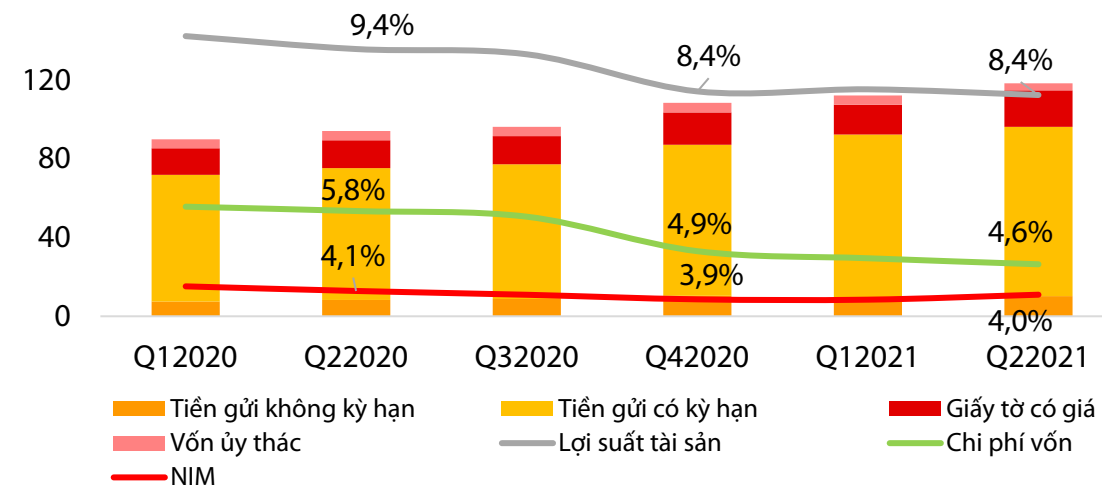
**Hình 1: Thu nhập hoạt động và LNTT (tỷ đồng, % YoY)**



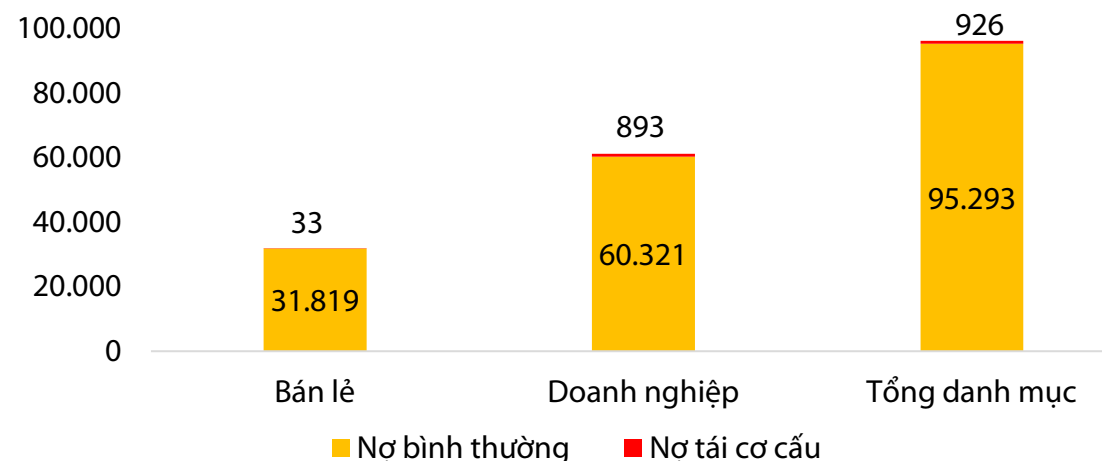
## LNTT hợp nhất tăng 42,6% YoY trên nền NIM mở rộng và giảm dự phòng

- Chi phí huy động giảm nhờ tăng phát hành trái phiếu lãi suất thấp trong Q2. Cho vay mua nhà, ô tô nhiều hơn đã bù đắp một phần cho lợi suất tài sản trong khi phải giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng. Lợi suất tài sản giảm ít hơn chi phí vốn khiến NIM mở rộng và thu nhập lãi thuần tăng 21,6% YoY.
- TN phí và dịch vụ tăng 98% YoY (loại bỏ thu nhập một lần từ hoa hồng bảo hiểm phụ trội trong 1H2020): dịch vụ thẻ +152% và bảo hiểm +78%.
- CIR giảm về 28,4%, thấp nhất trong số các ngân hàng niêm yết.
- Dự phòng giảm 40,2% YoY nhờ chất lượng tín dụng được kiểm soát tốt. Tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1,69% cuối năm 2020 về 1,53%. Xóa nợ giảm 29,2% YoY.

**Hình 2: Cơ cấu huy động (nghìn tỷ đồng), lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (% , trượt 4 quý)**



**Hình 3: Nợ tái cơ cấu cuối Q2 2021 (tỷ đồng)**



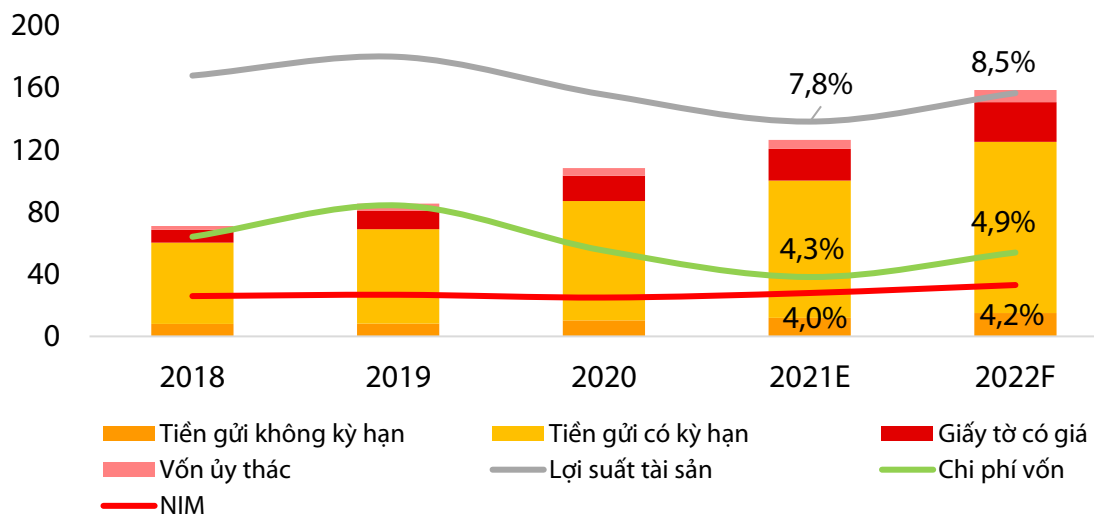
Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: 2020-2021E kết quả kinh doanh (tỷ đồng)**

|                         | 2H20A | 1H21A | 2H21E | %YoY   | 2021E | %YoY   |
|-------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| Thu nhập lãi thuần      | 2.678 | 2.800 | 3.448 | +28,8% | 6.248 | +25,4% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 4.431 | 4.249 | 5.469 | +23,4% | 9.718 | +21,3% |
| LNTT                    | 2.556 | 2.661 | 2.866 | +12,1% | 5,527 | +25,0% |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Cơ cấu huy động (nghìn tỷ đồng), lợi suất tài sản, chi phí vốn và NIM (trượt 4 quý)**



Nguồn: OCB, CTCK Rồng Việt

### 2H2021: Tăng trưởng chậm lại trên nền cho vay cao cùng kỳ và củng cố chất lượng tài sản

- Ưu đãi lãi vay cho khách hàng trong 2H2021 có thể được bù đắp một phần bởi sự điều chỉnh cơ cấu huy động sang các nguồn dài hạn chi phí thấp. NIM TTM cả năm 2021 đi ngang so với nửa đầu năm (4,0%) nhưng cao hơn mức 3,88% của năm 2020. Dịch bệnh phức tạp trong 2H2021 khiến 2H2020 trở thành nền so sánh cao về tăng trưởng cho vay.
- Mục tiêu cải thiện bộ đệm dự phòng so với năm 2020 khiến chi phí trích lập tăng 87% YoY.

### 2022: NIM tiếp tục mở rộng và dự phòng ổn định

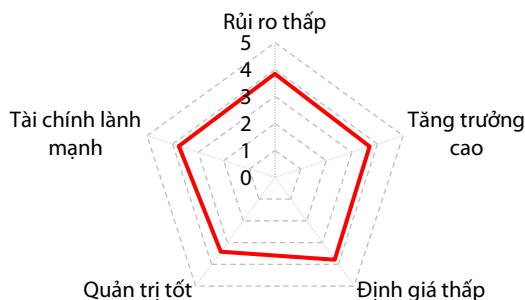
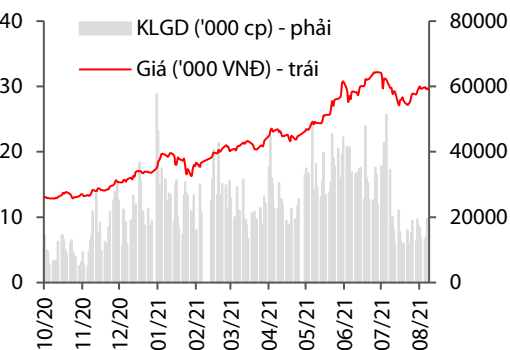
- Lãi suất cho vay phục hồi và chi phí vốn cải thiện nhờ tăng tỷ trọng các nguồn vốn dài hạn chi phí thấp (IFC, ADB và phát hành trái phiếu). NIM cao (4,16%) sẽ là động lực chính của tăng trưởng với TN lãi thuần và TOI tăng 26,9% và 23,3%.
- CIR giảm về 26,7% nhờ hiệu quả của các dự án chuyển đổi số.
- Chi phí dự phòng tăng nhẹ 11.5% trên nền tăng chất lượng tài sản ổn định và lành mạnh.



<MUA: 25%>

<GTT: 28.800>

<GMT: 36.100>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | Ngân hàng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 108.815   |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 3.778     |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 23.015    |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 838       |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 1,4       |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 16,2-43,5 |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 27.362 | 35.560 | 41.959 |
| LNST                  | 8.263  | 11.985 | 15.628 |
| ROA (%)               | 1,8    | 2,2    | 2,5    |
| ROE (%)               | 18,4   | 21,8   | 23,2   |
| EPS (VND)             | 2.993  | 3.194  | 4.164  |
| GTSS (VND)            | 13.350 | 15.891 | 20.056 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| P/E (x)               | 10,4   | 9,0    | 6,9    |
| P/B (x)               | 1,7    | 1,8    | 1,4    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Động lực tăng trưởng thu nhập đến từ mở rộng nghiệp vụ ngân hàng bán lẻ (bao gồm tài chính tiêu dùng)

- Tỷ lệ CASA cao (gần 40%) và ổn định và mối quan hệ lâu đời với các doanh nghiệp quân đội lớn như Viettel, Vinacomin, Tân Cảng Sài Gòn và Trục thẳng Việt Nam...giúp MBB duy trì chi phí huy động bình quân ở mức thấp. Tỷ trọng cho vay cá nhân liên tục tăng và sẽ tiếp tục mở rộng vào phân khúc cho vay mua nhà để ở nhờ mối quan hệ đối tác chiến lược với Novaland từ đầu năm 2021. Nhờ đó, NIM sẽ duy trì ở mức cao. Tập khách hàng cá nhân mở rộng cũng tạo điều kiện gia tăng thu nhập ngoài lãi từ bán chéo các sản phẩm bảo hiểm và thẻ tín dụng.

### Tăng trưởng tập trung vào chất lượng

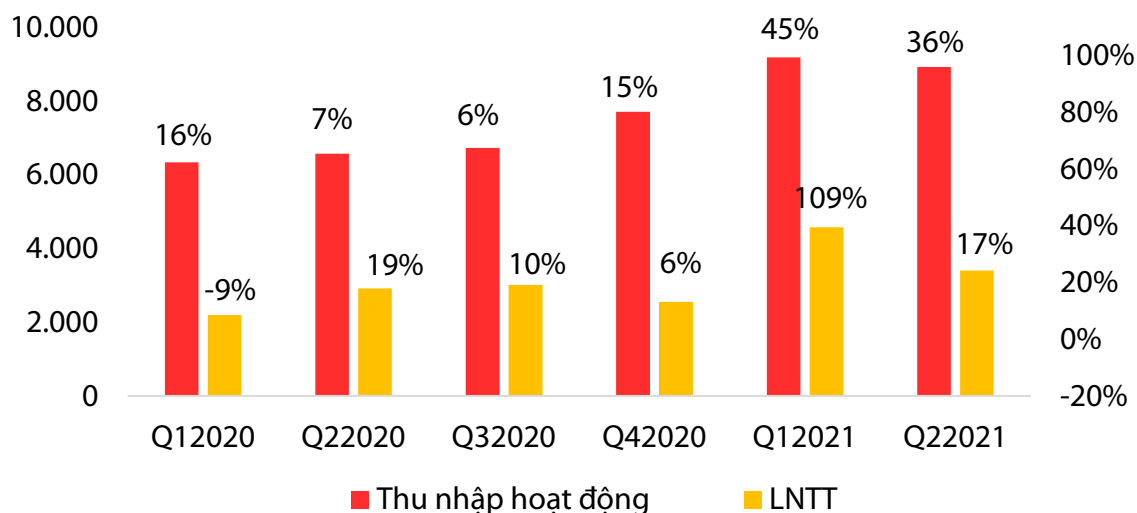
- Nhờ ít cho vay các ngành bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và tái cơ cấu Mcredit từ cuối năm 2019, chất lượng tài sản liên tục cải thiện và tác động của dịch bệnh lên danh mục cho vay không đáng kể. Tuy nhiên, MBB vẫn cần trọng tạo lập bộ đệm dự phòng và thanh khoản tốt sẵn sàng đối phó với tình hình dịch bệnh còn kéo dài.
- Chiến lược kinh doanh giai đoạn 2021-2026 chú trọng cải thiện chất lượng tài sản. So với giai đoạn 2016-2020, tốc độ mở rộng bằng cân đối, tín dụng, thu nhập và lợi nhuận đều giảm trong khi tốc độ huy động tăng.

**Đầu tư cho năng lực cạnh tranh dài hạn có thể khiến CIR khó giảm trong trung hạn.** Mô hình ngân hàng đại lý thông qua Viettel, Vietnam Post và MWG cùng với các phòng giao dịch tự động Smart Bank của MBB vừa giúp tăng độ phủ vừa tiết kiệm chi phí vận hành. Trải nghiệm khách hàng phong phú trên kênh số sẽ giúp duy trì tỷ lệ CASA. Tuy nhiên, đầu tư lớn cho CNTT và mở rộng thị trường miền Nam có thể khiến CIR khó cải thiện trước năm 2024.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các thách thức trong duy trì CASA, cạnh tranh tăng trong mảng ngân hàng bán lẻ và dịch bệnh ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn dự kiến.

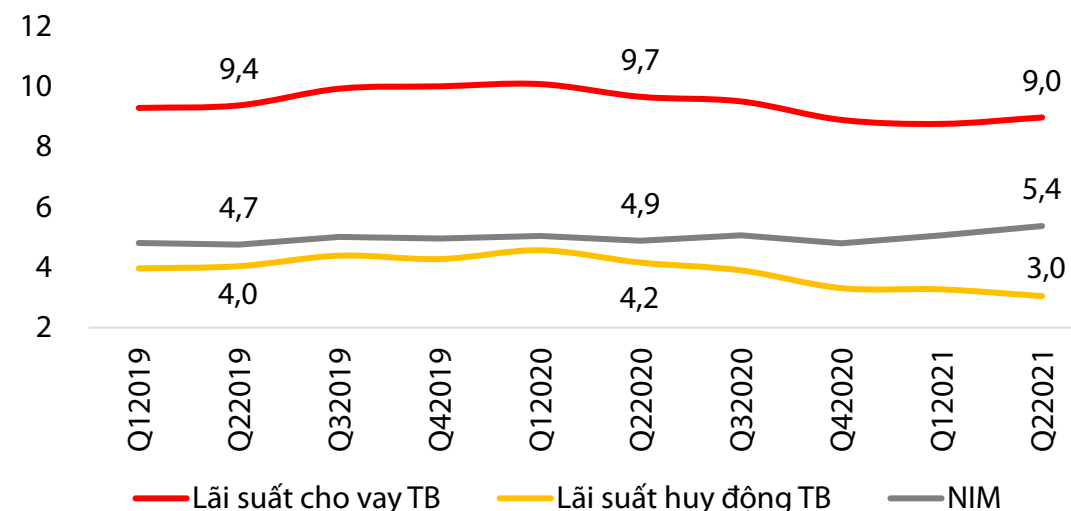
**Hình 1: Thu nhập hoạt động, LNTT (tỷ đồng) và tăng trưởng (% YoY)**



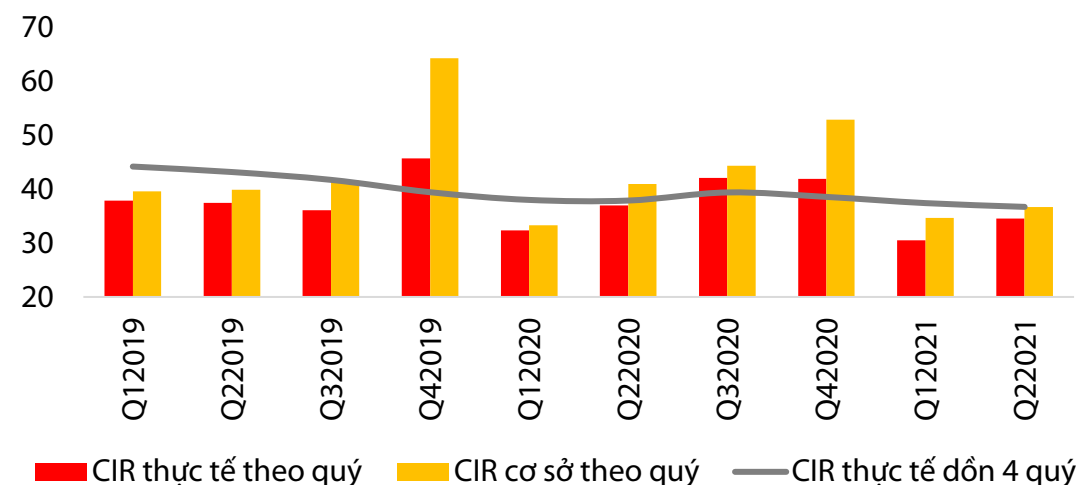
**LNTT hợp nhất tăng 56% YoY nhờ NIM mở rộng mạnh mẽ và thu hồi nợ.**

- Lãi suất tiền gửi kỳ hạn ngắn giảm và CASA cải thiện trong Q2 giúp giảm chi phí huy động. Cho vay trung dài hạn và cho vay bán lẻ tăng hỗ trợ cải thiện lợi suất tài sản. Kết quả là, NIM tăng 56 bps lên 5,36%.
- Tăng trưởng thu nhập dịch vụ giảm tốc do mảng bảo hiểm có chi phí hoạt động tăng mạnh hơn doanh thu.
- Thu từ nợ đã xóa gấp đôi cùng kỳ giúp hệ số CIR TTM thực tế cải thiện. CIR cơ sở và thực tế theo quý đều tăng sv Q1 nhưng thấp hơn cùng kỳ.
- Chi phí dự phòng tăng gấp đôi trong Q2 do ngân hàng tăng cường lành mạnh hóa tài sản chuẩn bị cho tình hình kém khả quan trong Q3.

**Hình 2: LS cho vay, LS huy động và NIM (% , trượt 4 quý)**



**Hình 3: CIR thực tế theo quý, cơ sở theo quý và trượt 4 quý (%)**



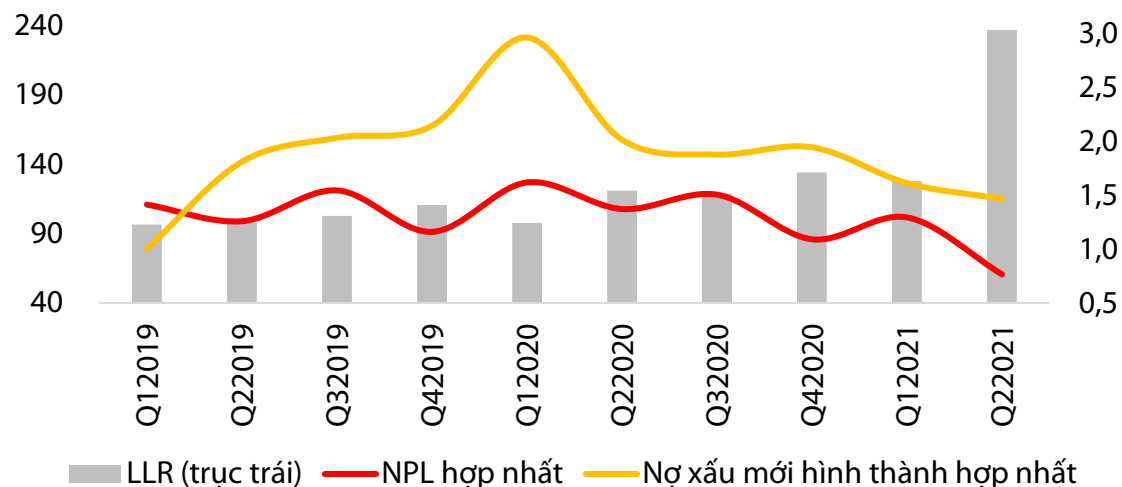
Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt. CIR cơ sở: CIR thực tế loại trừ thu nhập một lần

**Bảng 1: 2020-2021E kết quả kinh doanh (tỷ đồng)**

|                         | 2H20A  | 1H21A  | 2H21E  | %YoY   | 2021E  | %YoY   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần      | 10.959 | 12.515 | 13.267 | +21,1% | 25.782 | +27,1% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 14.450 | 18.117 | 17.443 | +20,7% | 35.560 | +30,0% |
| LNTT                    | 5.570  | 7.986  | 7.386  | +32,6% | 15.372 | +43,8% |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tỷ lệ xóa nợ, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR (%), dồn 4 quý**



Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

### 2H2021: Tăng trưởng chậm lại trên nền so sánh cao 2H2020 và chương trình hỗ trợ lãi suất cho khách hàng

- Ưu đãi lãi vay cho khách hàng trong 2H2021 có thể được bù đắp một phần bởi sự điều chỉnh trong cơ cấu huy động, lãi suất huy động duy trì thấp cũng như tăng cường cho vay bán lẻ. NIM TTM cả năm 2021 dù thu hẹp so với nửa đầu năm nhưng vẫn duy trì cao ở mức 5,16% và vượt trội so với 4,8% của năm 2020. Dịch bệnh phức tạp trong 2H2021 khiến 2H2020 trở thành nền so sánh cao về tăng trưởng cho vay.
- Nợ xấu có thể tăng trong Q3 và giảm dần trong Q4. Nhưng nhờ bộ đệm dự phòng cao cuối Q2, chi phí xóa nợ và dự phòng không cao như 1H.

### 2022: NIM duy trì và giảm trích lập dự phòng

- Lãi suất cho vay và tiền gửi phục hồi trung hòa tác động cuộn lãi suất lên đầu tư trái phiếu và lãi giấy tờ có giá. NII sẽ là động lực chính của tăng trưởng TOI với cùng mức tăng 19%.
- CIR cơ sở khó cải thiện mạnh trước năm 2024 do tuyển dụng số lượng lớn nhân sự CNTT và mở rộng thị trường phía Nam.
- Nhờ tốc độ tăng trưởng bằng cân đối chậm lại và danh mục cho vay lành mạnh hơn sau quá trình tái cơ cấu, tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và chi phí tín dụng giảm trên nền cao năm 2021.

<TÍCH LŨY: +5%>

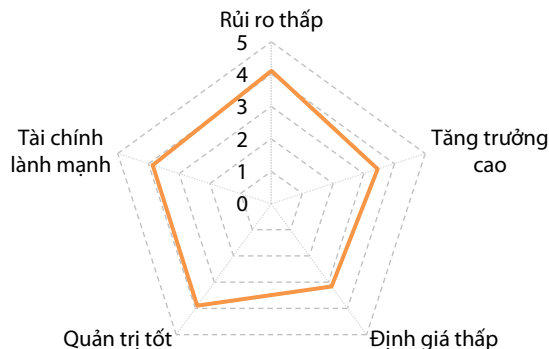
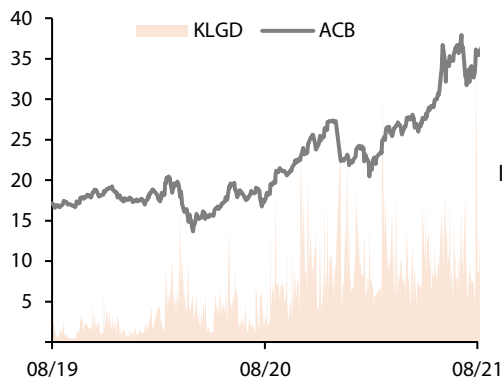
<GTT: 35.550>

<GMT: 37.300>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Ngành                       | Ngân hàng      |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 96.054,3       |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 2.701,9        |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 11.285,5       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 413,0          |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | -              |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 17,845 - 37,95 |

|                         |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)   | 14.582 | 18.772 | 21.451 |
| Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)  | 18.161 | 23.581 | 27.263 |
| LNST (tỷ VNĐ)           | 7.683  | 10.542 | 12.836 |
| ROA (%)                 | 1,9    | 2,2    | 2,3    |
| ROE (%)                 | 24,3   | 25,9   | 24,9   |
| Tăng trưởng tài sản (%) | 15,9   | 15,6   | 14,8   |
| GTSS/cổ phiếu (VNĐ)     | 13.119 | 17.021 | 21.072 |
| P/E (x) (*)             | 10,1   | 9,2    | 7,6    |
| P/B (x) (*)             | 2,7    | 2,1    | 1,7    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Nền tảng huy động ổn định với tập khách hàng mục tiêu trung thành và tăng trưởng cao sẽ đảm bảo tốc độ mở rộng bền vững của bảng cân đối và tiềm năng bán chéo sản phẩm**

- ACB sở hữu mạng lưới bán lẻ hàng đầu. Cơ sở khách hàng tăng trưởng đều đặn tập trung vào các phân khúc trung và cao cấp giúp đảm bảo cấu trúc huy động là lợi thế cốt lõi để duy trì NIM ổn định và hiệu quả. Điều này giúp ACB có khả năng đạt được mức tăng trưởng bảng cân đối tối ưu theo khẩu vị rủi ro đồng thời nâng cao khả năng bán chéo sản phẩm. Thị phần bancassurance dẫn đầu và tốc độ tăng trưởng ổn định lượng người dùng tích cực là minh chứng cho thể mạnh mảng thanh toán và bancassurance, các động lực cho thu nhập ngoài lãi.

**Định hướng cho vay thận trọng và kiểm soát chi phí hoạt động là nền tảng để đạt được hiệu quả bền vững**

- Tốc độ tăng trưởng trung bình và định hướng cho vay thận trọng giúp duy trì chất lượng bảng cân đối khỏe mạnh. Điều này cũng giúp ACB kiểm soát chi phí rủi ro và có khả năng chống chịu trong các môi trường vĩ mô khác nhau. Kết hợp với việc cải thiện CIR nhờ đầu tư vào số hóa và tự động hóa, và biên NIM ổn định, ACB sẽ duy trì tốt các chỉ số hoạt động hiệu quả.

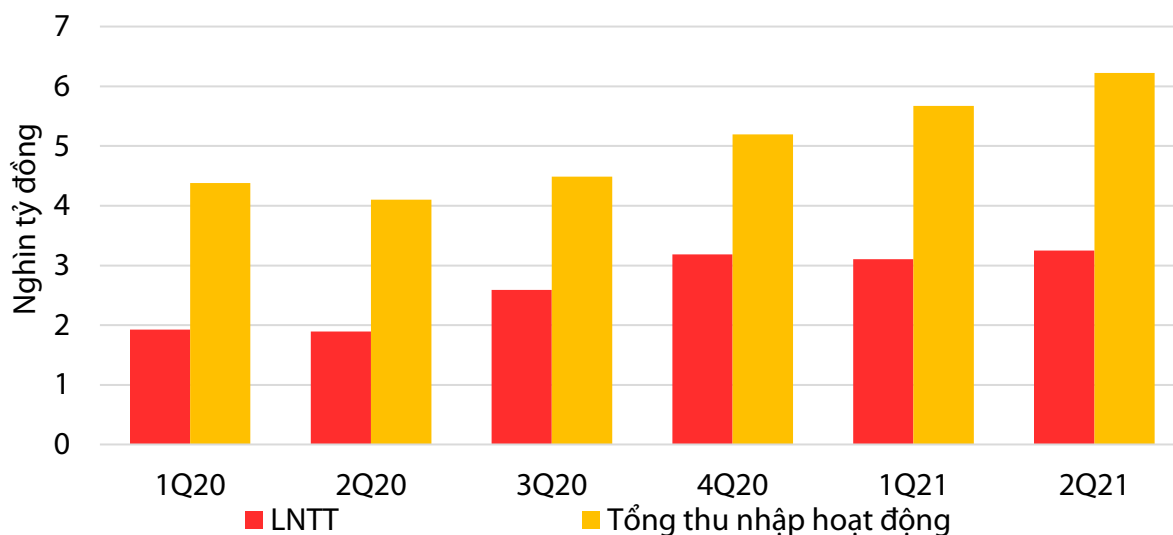
**Kỳ vọng tăng trưởng vững chắc trước tác động của đại dịch trên cơ sở đủ vốn và bộ đệm thanh khoản dồi dào**

- ACB sở hữu bộ đệm tương đối cân bằng với cơ sở vốn và thanh khoản ổn định. Điều này đảm bảo tốc độ tăng trưởng ổn định của ngân hàng nhờ được cấp hạn mức tín dụng mong muốn.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Diễn biến của đại dịch với nhiều sự không chắc chắn có thể dẫn đến chi phí dự phòng tăng cao. Môi trường lãi suất thấp kéo dài sẽ gây áp lực lên tài sản thanh khoản khi cuộn lợi suất.

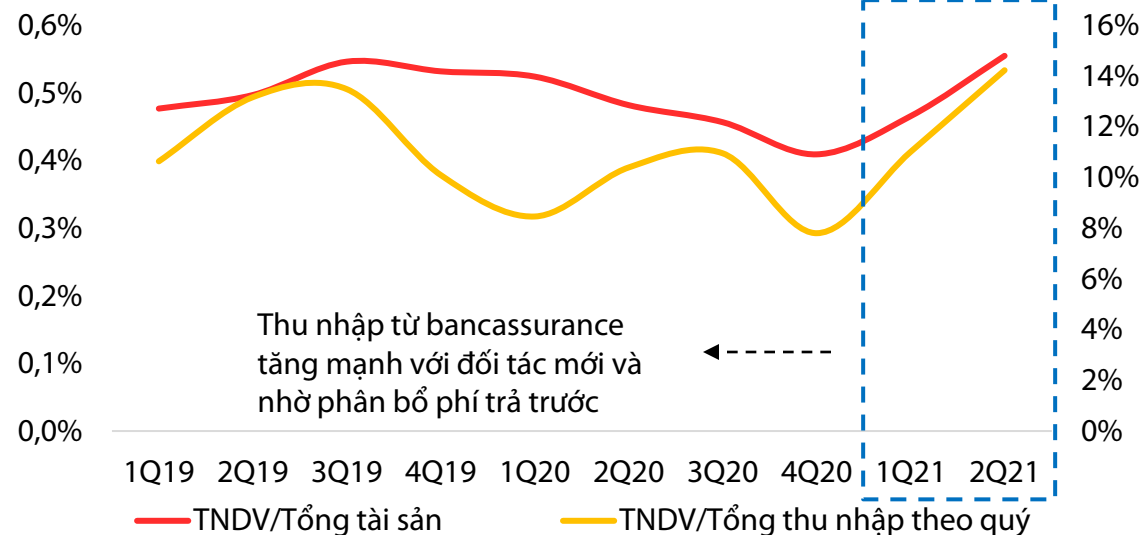
**Hình 1: LNTT và tổng thu nhập hoạt động (VNĐ, % YoY)**



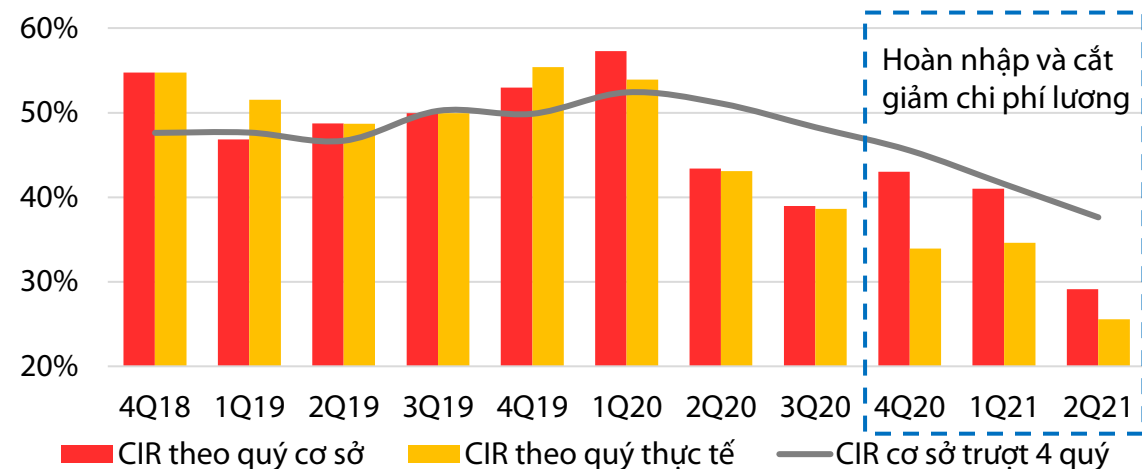
**1H21: Tăng trưởng cao nhờ NIM, bancassurance và hoàn nhập**

- ACB công bố kết quả LNTT 6 tháng đầu năm tăng mạnh (+66% YoY) chủ yếu nhờ NIM (quy năm) mở rộng ổn định trên nền so sánh thấp, thu nhập dịch vụ (TNDV) tăng trưởng tốt và CIR cải thiện.
- Lợi suất bình quân tiền gửi có kỳ hạn giảm mạnh, tỷ lệ CASA tăng nhẹ và trái phiếu mới phát hành với lãi suất thấp đã giúp cải thiện chi phí huy động vốn, trong khi lợi suất cho vay bình quân giảm chủ yếu do tái định giá. Từ đó, NIM 6T21 tăng 39 điểm cơ bản so với nửa sau 2020.
- Bancassurance là động lực chính cho thu nhập dịch vụ khi tăng 60% YoY. Nhờ khoản mục đột biến, CIR cải thiện đã giúp bù trừ tác động từ chi phí tín dụng tăng cao do trích lập dự phòng đầy đủ nợ tái cơ cấu.

**Hình 2: TNDV trên tổng tài sản và tổng thu nhập (trượt 4 quý, %)**



**Hình 3: CIR thực tế, cơ sở và dồn 12 tháng(%)**



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

## Kỳ vọng tăng trưởng chậm lại trong nửa cuối năm 2021 do nền so sánh cao và gói hỗ trợ lãi suất lớn

- LNTT 2H2021 được dự báo tăng 18% so với cùng kỳ, giảm từ mức tăng trưởng 66% của 6T21. Nguyên nhân chính đến từ thu nhập lãi thuần.
- Việc cắt giảm lãi suất sẽ tác động đến hơn 90% các khoản cho vay hiện tại, khiến NIM 2H21 thấp hơn 0,5% so với 6T21. Lợi suất cho vay bình quân dự kiến sẽ giảm 0,7%, sau khi giảm tối đa 0,8% cho dư nợ ngắn hạn và tối đa 1% dư nợ trung dài hạn. Lãi suất huy động trong 2H2021 được kỳ vọng sẽ giữ nguyên, nhờ tỉ lệ CASA cải thiện nhẹ trong khi lợi suất tiền gửi có kỳ hạn đi ngang. Nền so sánh cho NIM và tăng trưởng tín dụng cũng sẽ cao hơn trong nửa cuối năm.

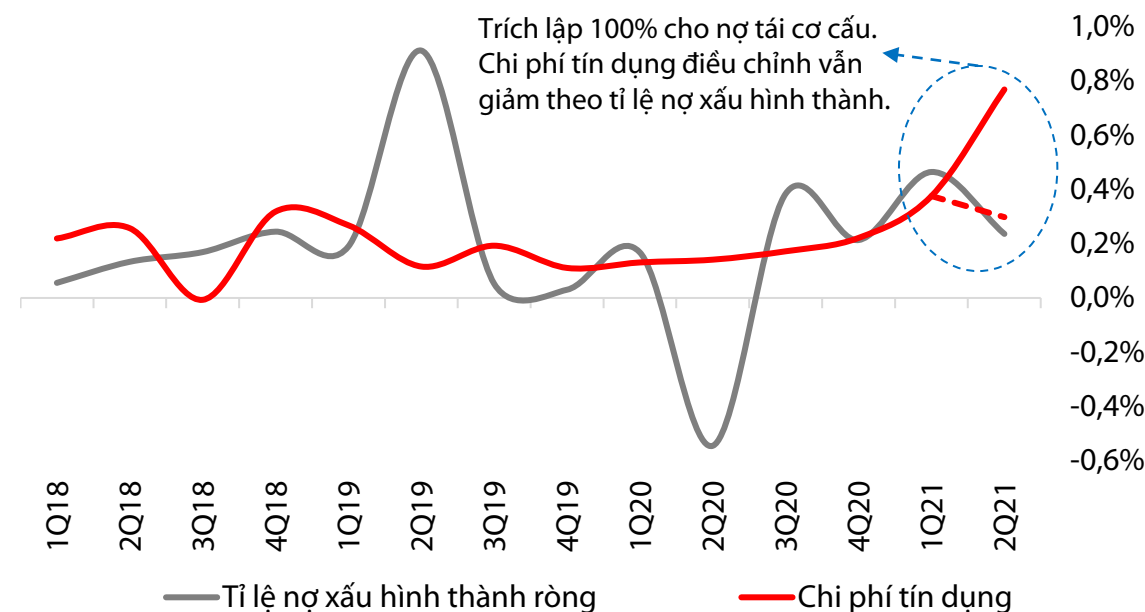
## Bancassurance và chi phí tín dụng tiếp tục là động lực chính trong khi CIR sẽ không còn hỗ trợ tăng trưởng

- CIR dự kiến tăng trở lại trong 6 tháng cuối năm, đạt 38%, so với 30% của 6T21 và 36% của 2H20, cho thấy nền so sánh là không thuận lợi.
- Do ACB đã tận dụng các khoản hoàn nhập để trích lập dự phòng đầy đủ cho các khoản nợ tái cơ cấu nên chi phí tín dụng kỳ vọng giảm trong 6 tháng cuối năm. Nhờ tốc độ mở rộng bảng cân đối chậm hơn do tập trung vào tập khách hàng và danh mục cho vay lành mạnh, tỉ lệ hình thành nợ xấu ròng và chi phí tín dụng điều chỉnh được kỳ vọng sẽ ổn định trước tác động từ đại dịch và duy trì mức thấp.
- Bancassurance và khoản phí trả trước vẫn là động lực tăng trưởng.

**Bảng 1: Tình hình kinh doanh 2020-2021 và dự phóng (%)**

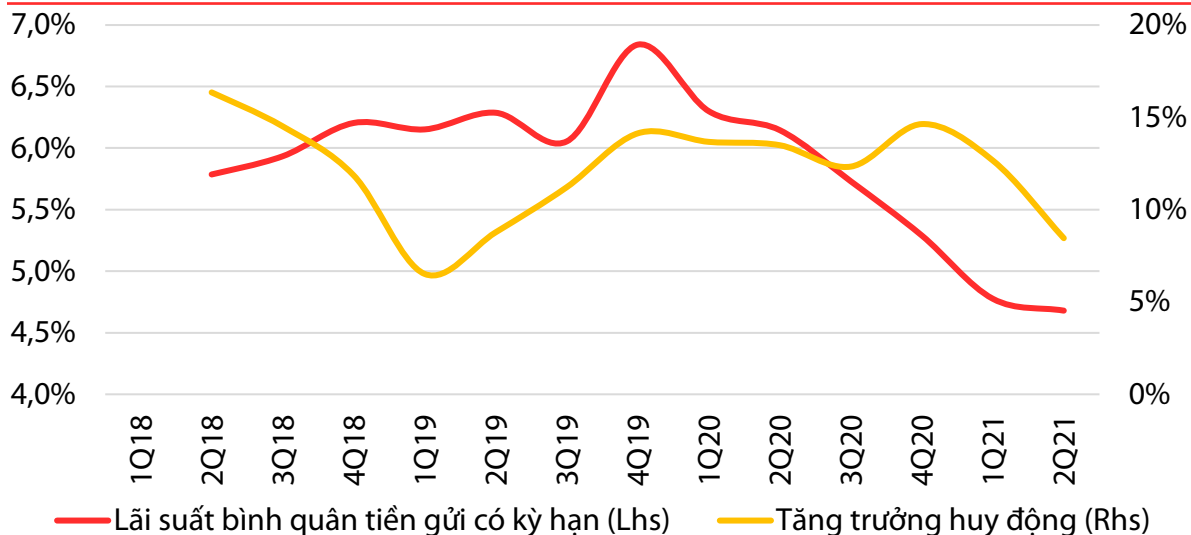
| Đơn vị: tỷ đồng         | 2H20A | 1H21A  | 2H21E  | %YoY | 2021E  | %YoY |
|-------------------------|-------|--------|--------|------|--------|------|
| Thu nhập lãi thuần      | 8,051 | 9,630  | 9,142  | 14%  | 18,772 | 29%  |
| Tổng thu nhập hoạt động | 9,681 | 11,903 | 11,679 | 21%  | 23,581 | 30%  |
| Lợi nhuận trước thuế    | 5,776 | 6,353  | 6,801  | 18%  | 13,153 | 37%  |

**Hình 4: Chi phí tín dụng và tỉ lệ hình thành nợ xấu (% , dồn 4 quý)**

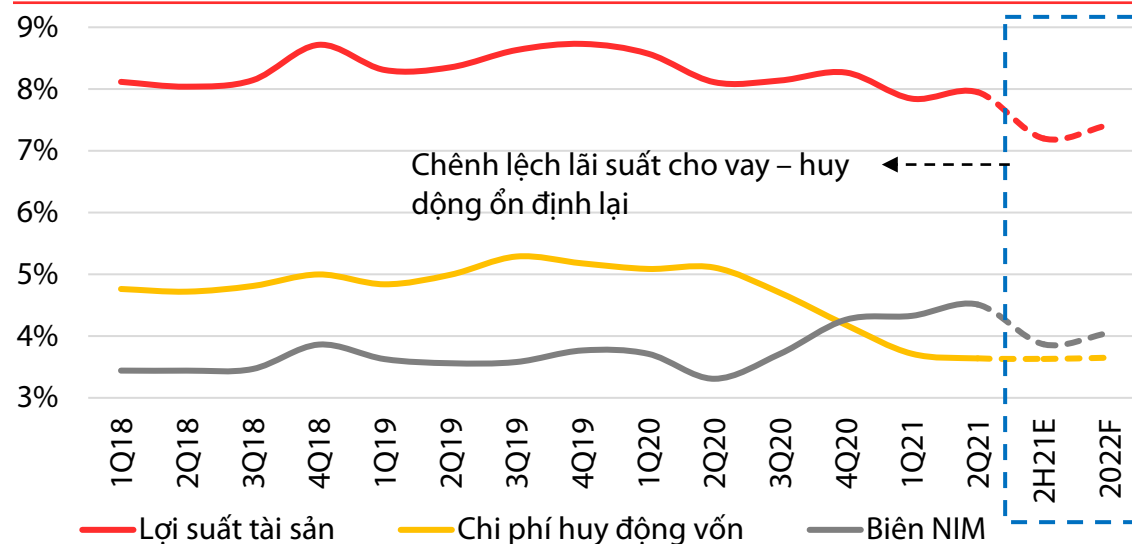


Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

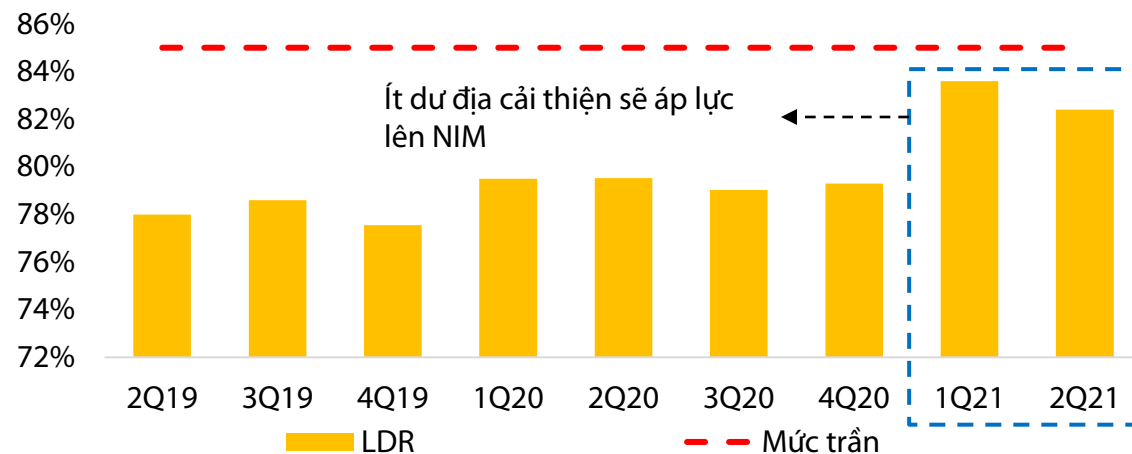
**Hình 5: Lãi tiền gửi kỳ hạn và tăng trưởng huy động (quy năm, %YoY)**



**Hình 6: NIM, lợi suất tài sản và chi phí huy động (quy năm, %)**



**Hình 7: LDR (%)**



Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

**NIM duy trì và nền so sánh cao của thu nhập ngoài lãi giúp ổn định tốc độ tăng trưởng thu nhập hoạt động và LNTT**

- Lợi suất tiền gửi có kỳ hạn sẽ dao động quanh mức hiện tại do nhu cầu tăng trưởng thấp và nhu cầu tiền gửi cải thiện nhờ tập khách hàng lớn hơn. Điều này giúp duy trì NIM khi lợi suất cho vay phục hồi sau khi kết thúc gói hỗ trợ và lợi suất đầu tư giảm do tái định giá. Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng sẽ tăng chậm lại khi không còn sự hỗ trợ từ ghi nhận phí trả trước. Tổng thu nhập hoạt động dự kiến tăng 16% so với cùng kỳ.
- CIR kỳ vọng tăng do chúng tôi không cho rằng động lực từ giảm lương là bền vững, nhưng chi phí rủi ro sẽ giảm nhờ giảm áp lực trích lập dự phòng theo Thông tư 03. LNTT sẽ tăng 22%, xấp xỉ thu nhập hoạt động.



<TÍCH LŨY: +8%>

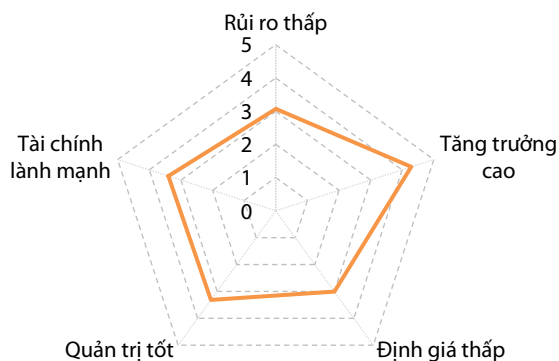
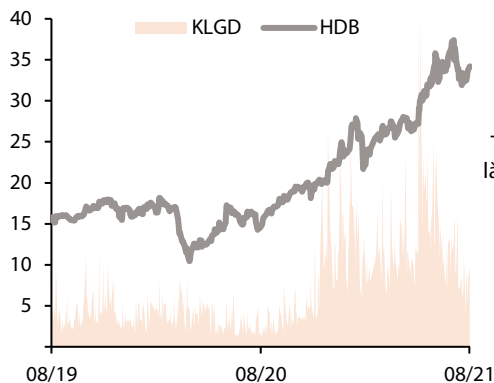
<GTT: 34.200>

<GMT: 36.800>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021E 2022F



|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Ngành                       | Ngân hàng     |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 54.506,8      |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 1.593,8       |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 5.695,9       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 186,6         |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 3,6           |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 14,788 – 37,4 |

|                         |        |        |        |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi (tỷ VNĐ)   | 11.898 | 14.551 | 18.551 |
| Tổng thu nhập (tỷ VNĐ)  | 13.779 | 17.500 | 22.171 |
| LNST (tỷ VNĐ)           | 4.249  | 6.100  | 7.885  |
| ROA (%)                 | 1,5    | 1,7    | 1,8    |
| ROE (%)                 | 18,8   | 22,8   | 24,3   |
| Tăng trưởng tài sản (%) | 39,1   | 24,5   | 24,9   |
| GTSS/cổ phiếu (VNĐ)     | 14.430 | 18.033 | 22.625 |
| P/E (x) (*)             | 9,2    | 9,2    | 7,0    |
| P/B (x) (*)             | 2,4    | 1,9    | 1,5    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Hiệu quả sinh lời tốt nhờ hoạt động cho vay lợi suất cao và chi phí hoạt động cải thiện

- HDB có khả năng duy trì tốt các chỉ số hiệu quả hoạt động với NIM sau điều chỉnh rủi ro tốt nhờ nền tảng quản trị rủi ro, lãi suất cho vay phù hợp và tăng trưởng bảng cân đối cao ổn định. Chúng tôi kỳ vọng ROA của HDB sẽ được nâng cao hơn nữa nhờ việc ứng dụng công nghệ giúp cải thiện năng suất, từ đó giúp giảm CIR và tăng biên lợi nhuận.

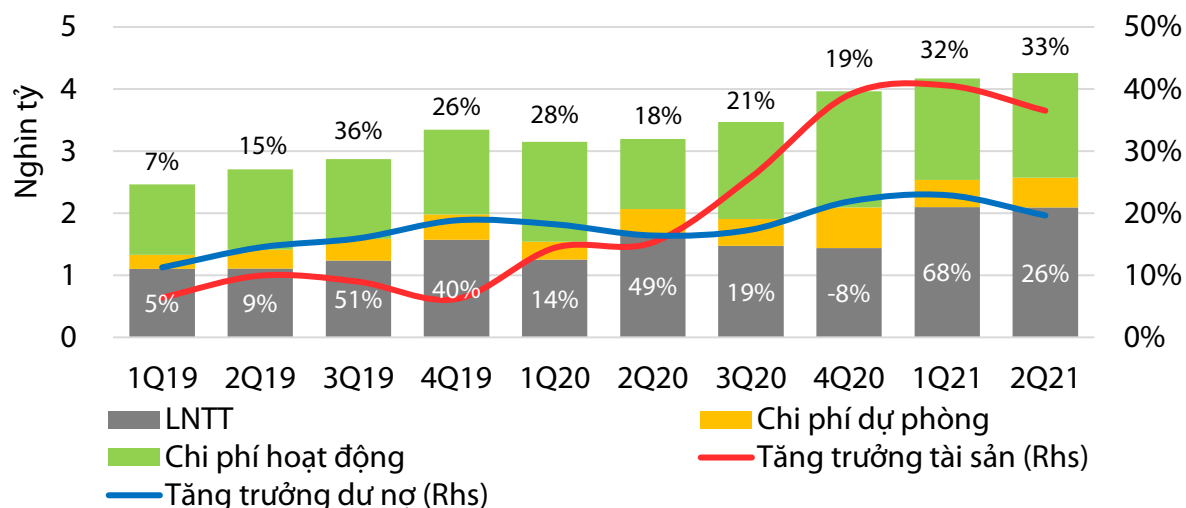
#### Thị phần cho vay bền vững ở phân khúc trung bình vốn có tốc độ tăng trưởng ổn định, được hỗ trợ bởi công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu, cấu trúc huy động dài hạn và đủ vốn

- HDSaison là một trong những tổ chức lớn trong phân khúc cho vay tiêu dùng, giúp thúc đẩy hệ sinh thái của ngân hàng và mang lại lợi thế trong việc tiếp cận những khách hàng ở giai đoạn đầu, với kỳ vọng sẽ trở thành khách hàng trung thành của ngân hàng mẹ khi khách hàng phát triển theo nền kinh tế và chuyển lên các tầng lớp cao hơn. Chúng tôi đánh giá cao hệ sinh thái rộng với cách tiếp cận cho vay theo chuỗi giá trị ở các phân khúc trung bình, và do đó, kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ổn định và thị phần bền vững nhờ tiềm năng thị trường và vị thế thuận lợi của ngân hàng.
- Cơ cấu nguồn huy động ổn định với lượng tiền gửi dài hạn và giấy tờ có giá là nền tảng mang lại thanh khoản ổn định nhằm theo đuổi hoạt động cho vay lợi suất tốt. Kết hợp với nền tảng vốn đủ và còn dư địa cải thiện thông qua phát hành tăng vốn, chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ đạt được hạn mức tín dụng cao trong giai đoạn tới.

### RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Mảng kinh doanh nhạy cảm với chu kỳ dễ bị ảnh hưởng bởi đại dịch, do đó, không dự báo được mức nợ xấu tiềm năng. Đại dịch kéo dài sẽ ảnh hưởng đến các phân khúc cho vay rủi ro và cản trở tăng trưởng bảng cân đối. Chúng tôi cũng cho rằng bộ đệm dự phòng mỏng khiến HDB phơi nhiễm rủi ro với bất kỳ chu kỳ nợ xấu nào.

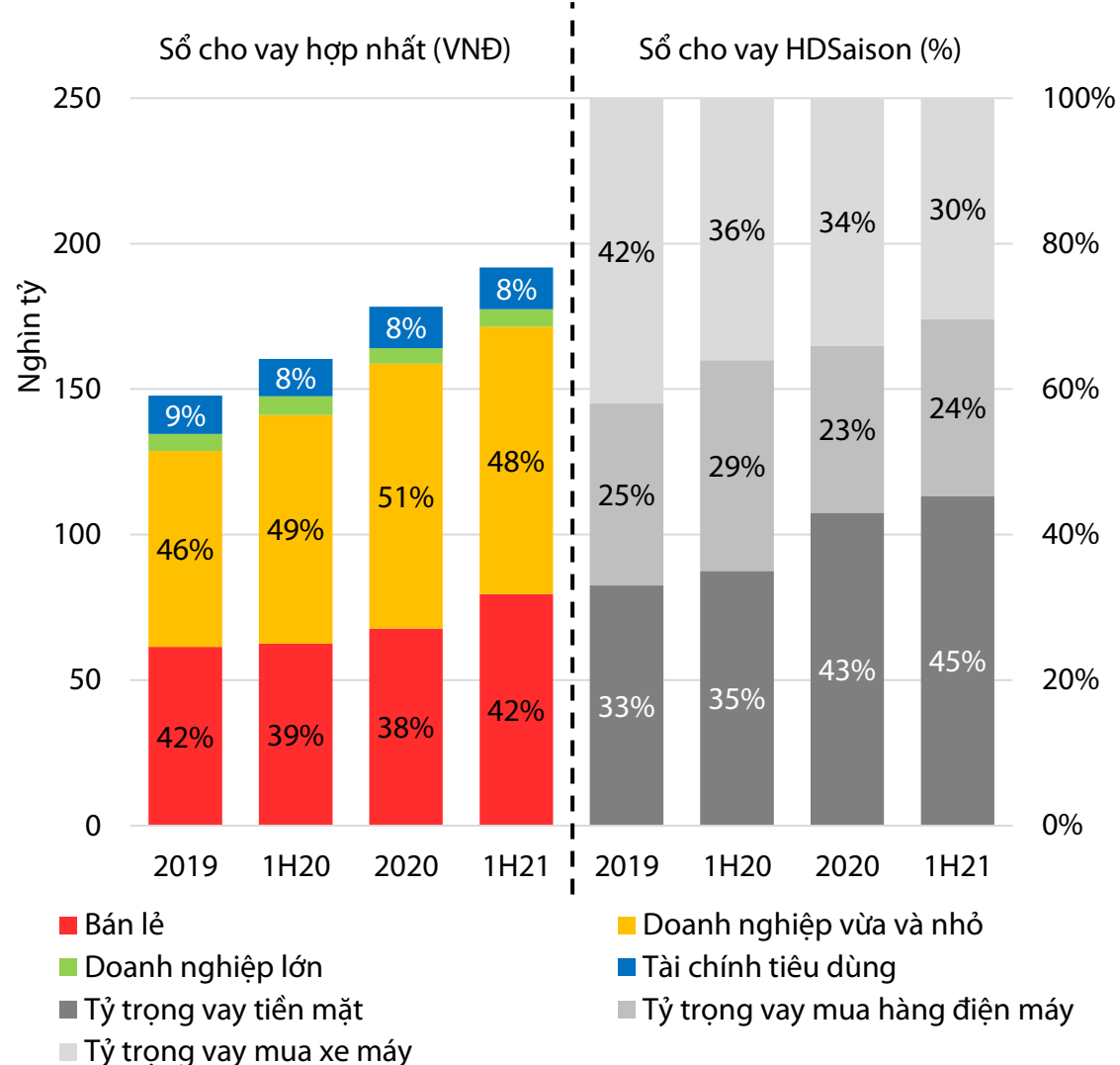
Hình 1: Phân bổ thu nhập, tăng trưởng tài sản và tín dụng (% YoY)



#### Tăng trưởng bằng cân đối với hạn mức cho vay thấp gây áp lực lên KQKD

- Huy động tăng mạnh (+14% so với đầu năm, +39% so với cùng kỳ) giúp tăng trưởng bằng cân đối và giảm áp lực lên nguồn vốn từ thị trường 2. Tuy nhiên, hạn mức cho vay được cấp thấp đã đẩy nguồn lực vào dự trữ tại NHNN và cho vay liên ngân hàng vốn đang có lợi suất thấp, từ đó cản trở NIM mở rộng.
- Tín dụng tăng (+8% so với đầu năm, +19% so với cùng kỳ) với đóng góp thấp hơn từ HDSaison do hạn chế hoạt động trong thời dịch. Dư nợ dịch chuyển sang phân khúc rủi ro trung bình có tăng trưởng (hộ kinh doanh, vay mua nhà, sản xuất). Đóng góp của bán lẻ trong tín dụng và huy động cho thấy hoạt động ngân hàng bán lẻ hiệu quả. Tuy vậy, CASA không theo kịp đà tăng trưởng.
- NIM của HDB diễn biến trái chiều với xu hướng tăng của ngành. CIR giảm mạnh nhờ năng suất là động lực lợi nhuận chính trong 6T21 (+44% so với cùng kỳ).

Hình 2: Dư nợ cho vay hợp nhất và của HDSaison (%)

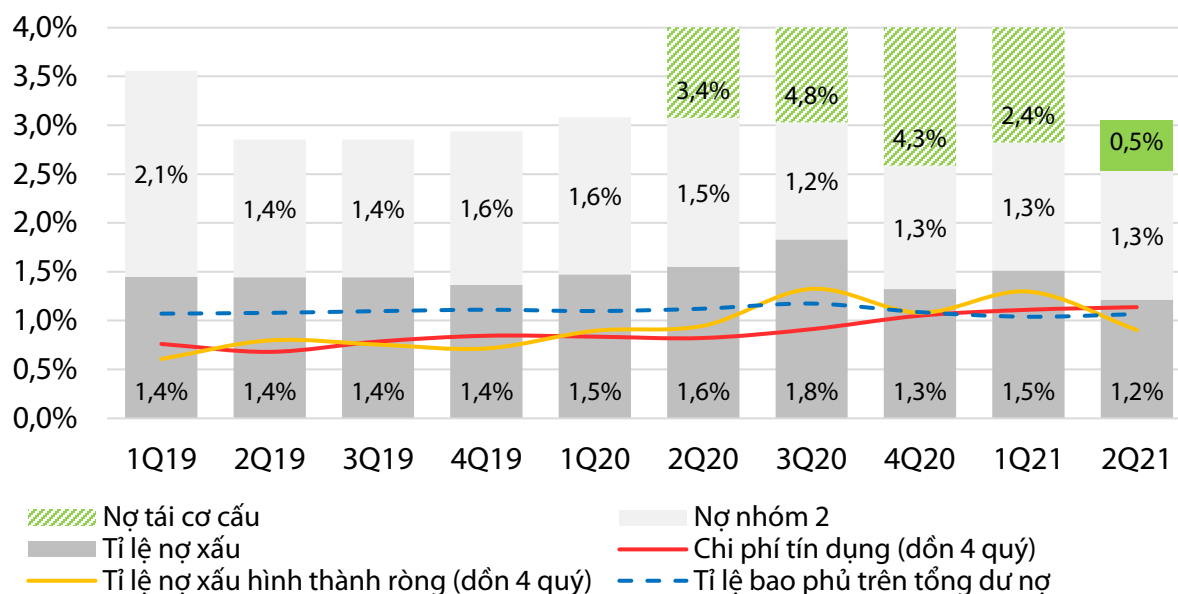


Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Kết quả kinh doanh và dự phóng (VNĐ,%, so với cùng kì)**

| Đơn vị: Tỷ đồng         | 2H20A | 1H21A | 2H21E | %YoY | 2021E %YoY | 2022F %YoY |
|-------------------------|-------|-------|-------|------|------------|------------|
| Thu nhập lãi thuần      | 6.234 | 6.832 | 7.719 | +14% | +22%       | +27%       |
| Tổng thu nhập hoạt động | 7.433 | 8.422 | 9.078 | +21% | +27%       | +27%       |
| Lợi nhuận trước thuế    | 2.911 | 4.193 | 3.932 | +18% | +40%       | +27%       |

**Hình 4: Nhóm nợ, chi phí tín dụng, tỉ lệ hình thành nợ xấu và LLR (%)**



Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

### 2H2021: giảm động lượng từ tổng thu nhập hoạt động

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận trong nửa sau sẽ đi ngang so với nửa đầu năm do thu nhập cải thiện với hạn mức cho vay tăng và CIR bắt tăng.
- Chúng tôi nghĩ NIM sẽ biến động nhẹ trong nửa sau 2021. Lãi suất cho vay dự kiến giảm do gói hỗ trợ. Với hạn mức cho vay cao hơn và thanh khoản tốt, tài sản sẽ tái phân bổ sang cho vay từ tài sản thanh khoản cao, qua đó tăng lợi suất tài sản. Tỷ lệ CASA có thể cải thiện do ít áp lực hơn từ tăng trưởng quy mô. Nền CASA thấp và lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đi ngang sẽ khiến lãi suất huy động giảm ít.
- Nhờ tái cơ cấu danh mục tín dụng và Thông tư 03, tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng giảm trong Q2/21. Tuy nhiên, mức chi phí tín dụng hiện tại chỉ ở mức vừa đủ, khiến bộ đệm dự phòng tương đối mỏng. Chi phí tín dụng của ngân hàng mẹ trong nửa đầu năm chỉ bằng 22% tỷ lệ nợ xấu hình thành trong khi khách hàng tập trung phân khúc trung bình thấp và tình hình dịch đang căng thẳng. Do đó, dù kỳ vọng chi phí tín dụng duy trì trong nửa sau năm 2021 dựa trên chính sách trích lập dự phòng, chúng tôi nghĩ HDB không có bộ đệm khỏe để đối phó với dịch.

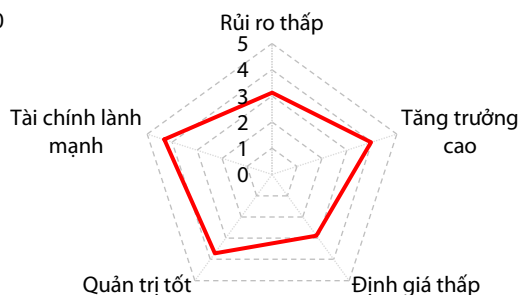
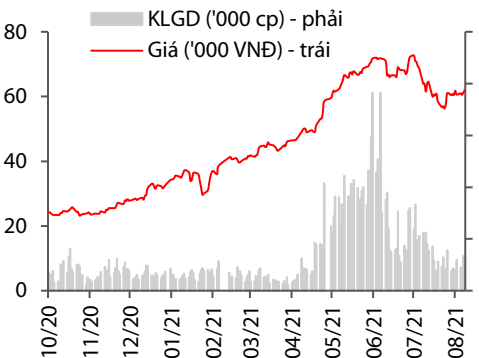
### Triển vọng 2022: kỳ vọng vào phục hồi kinh tế và chính sách hỗ trợ

- Chúng tôi kỳ vọng HDB sẽ phục hồi NIM chậm do tỷ trọng các lĩnh vực ưu tiên trong dư nợ. CIR sẽ bắt đầu tăng khi HDSaison hoạt động mạnh trở lại. Chi phí tín dụng sẽ khó giảm mạnh do bộ đệm dự phòng yếu trừ khi nền kinh tế phục hồi mạnh. Do đó, LNTT dự kiến tăng trưởng 27% so với cùng kì, thấp hơn mức tăng trưởng của bảng cân đối.

**<TÍCH LŨY: 11%>**

**<GTT: 60.400>**

**<GMT: 67.000>**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | Ngân hàng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 148.267   |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 2.455     |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 27.673    |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 1.850     |
| SH NHĐTNN còn lại (%)       | 0         |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 20,9-72,7 |

**TÀI CHÍNH**

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 39.033 | 46.455 | 54.617 |
| LNST                  | 10.414 | 11.947 | 16.022 |
| ROA (%)               | 2,6    | 2,7    | 3,2    |
| ROE (%)               | 21,9   | 19,6   | 20,7   |
| EPS (VND)             | 4.282  | 4.867  | 6.527  |
| GTSS (VND)            | 21.709 | 28.211 | 34.947 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x) (*)           | 4,7    | 12,4   | 9,3    |
| P/B (x) (*)           | 0,9    | 2,1    | 1,7    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Duy trì tăng trưởng thu nhập lãi thuần cao nhờ sự tham gia của SMBC**

- Dòng vốn mới từ bán một phần FE Credit và kế hoạch tăng vốn "khủng" sắp tới sẽ bổ sung thanh khoản và bộ đệm vốn, hỗ trợ ngân hàng giữ vững tốc độ tăng trưởng tín dụng vượt trội so với nhiều ngân hàng khác. Đồng thời, khả năng tận dụng các nguồn tài trợ quốc tế giá rẻ (SMBC, IFC, ADB, Proparco) tạo cơ sở mở rộng NIM nhờ giảm chi phí vốn.
- Cơ cấu thu nhập từ phí đa dạng tạo tiền đề tăng trưởng bền vững. Ngân hàng cũng đang đẩy mạnh mảng bancassurance trên cơ sở cải tiến bán hàng online và chiến lược tiếp cận riêng nhóm khách hàng cao cấp. Đàm phán lại hợp đồng phân phối độc quyền với AIA nếu thành công sẽ là một chất xúc tác mạnh cho tăng trưởng bancassurance.
- Rủi ro tín dụng cao trong 2H của mảng tài chính tiêu dùng (chiếm 20% danh mục cho vay của VPB) có thể khiến chi phí tín dụng tăng trong Q3 trước khi cải thiện trong Q4.

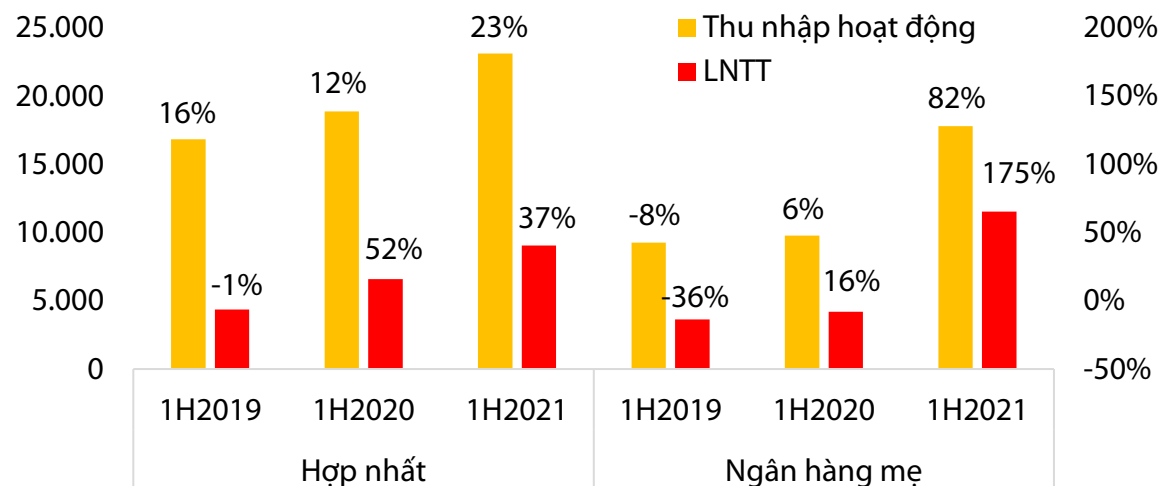
**Tiếp tục dẫn đầu về hiệu quả hoạt động.** Đầu tư sớm và liên tục cho công nghệ giúp VPB duy trì vị trí dẫn đầu về hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, CIR cải thiện mạnh trong 1H lại trên cơ sở không bền vững là cắt giảm nhân sự tại FE Credit. Vì vậy CIR có thể tăng trong 2H (do FE Credit sẽ đẩy mạnh tín dụng vào cuối năm) trước khi cải thiện từ năm 2022.

**Nhiều dư địa tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn:** Mặc dù thương vụ thoái vốn tại FE Credit đã hoàn thành và ước tính thu về 30.000 tỷ đồng, thông tin về các cấu phần còn lại của kế hoạch tăng vốn từ 53.000 tỷ đồng (cuối năm 2020) lên hơn 90.000 tỷ đồng (đầu năm 2022) gồm 75 triệu cổ phiếu quỹ, cổ tức bằng cổ phiếu 80% và phát hành riêng lẻ 15% vẫn sẽ là các động lực mạnh mẽ cho định giá cổ phiếu cao hơn trong ngắn hạn mà chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình định giá.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

- Rủi ro tăng giá gồm FE Credit ít chịu tác động từ dịch bệnh hơn và phục hồi mạnh hơn dự kiến, dòng tiền giải ngân mạnh vào các quỹ ETF có tỷ trọng đầu tư vào VPB lớn.
- Rủi ro giảm giá gồm dịch bệnh ảnh hưởng mạnh và kéo dài hơn dự kiến làm mảng tín dụng tiêu dùng phục hồi chậm và nợ xấu tăng cao hơn dự kiến.

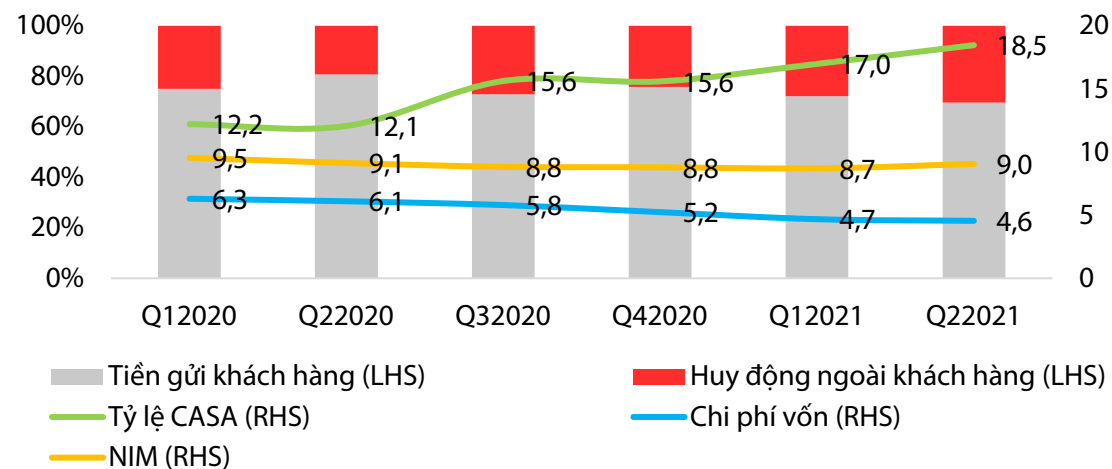
**Hình 1: KQKD hợp nhất và ngân hàng mẹ (tỷ đồng, % YoY)**



**LNTT hợp nhất tăng 37% YoY nhờ cải thiện hiệu quả kinh doanh và hiệu quả hoạt động. Chất lượng tín dụng được kiểm soát.**

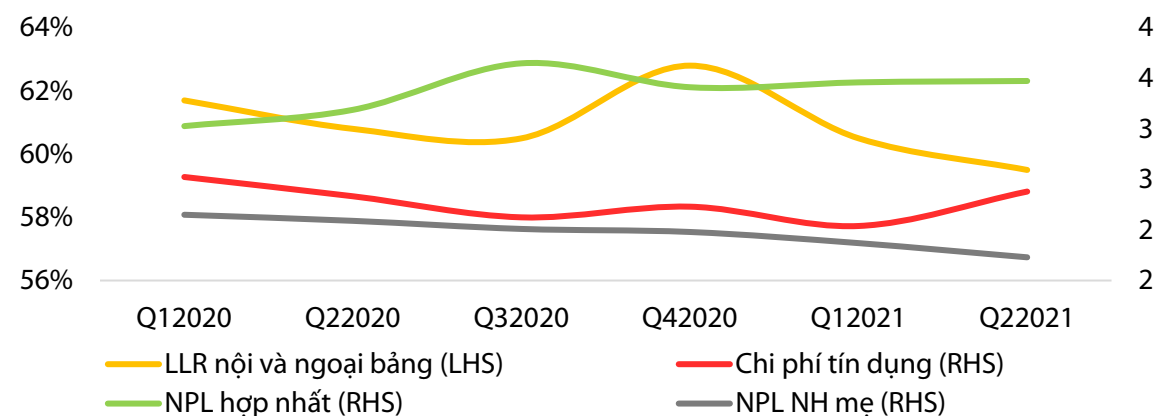
- Tăng trưởng tín dụng thận trọng hơn ở FE Credit (-7,1% Ytd) so với +7,5% Ytd tại ngân hàng mẹ và giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng khiến lợi suất tài sản giảm nhưng nhờ tiếp tục tối ưu hóa bảng cân đối, chi phí vốn giảm nhanh hơn lợi suất tài sản. NIM tăng lên 9,05% từ 8,79% cuối năm 2020.
- CIR giảm mạnh về 25,3% (2020: 29,3%) do giảm 3,2% số nhân viên FE Credit.
- Chi phí dự phòng hợp nhất tăng 35% YoY, tăng chủ yếu ở FE Credit trong khi đi ngang tại ngân hàng mẹ. Mặc dù tỷ lệ xóa nợ của FE Credit tăng mạnh hơn ngân hàng mẹ, tỷ lệ nợ xấu của FE Credit vẫn tăng. Các chỉ số này đều cải thiện ở ngân hàng mẹ.

**Hình 2: Cơ cấu nguồn vốn ngân hàng mẹ, tỷ lệ CASA, chi phí vốn và NIM (% , trượt 4 quý)**



Huy động ngoài KH gồm thị trường tiền tệ, LC UPAS, trái phiếu trong nước và quốc tế, vay dài hạn

**Hình 3: Chi phí tín dụng, LLR nội và ngoại bảng, NPL hợp nhất, NPL ngân hàng mẹ (% , trượt 4 quý)**



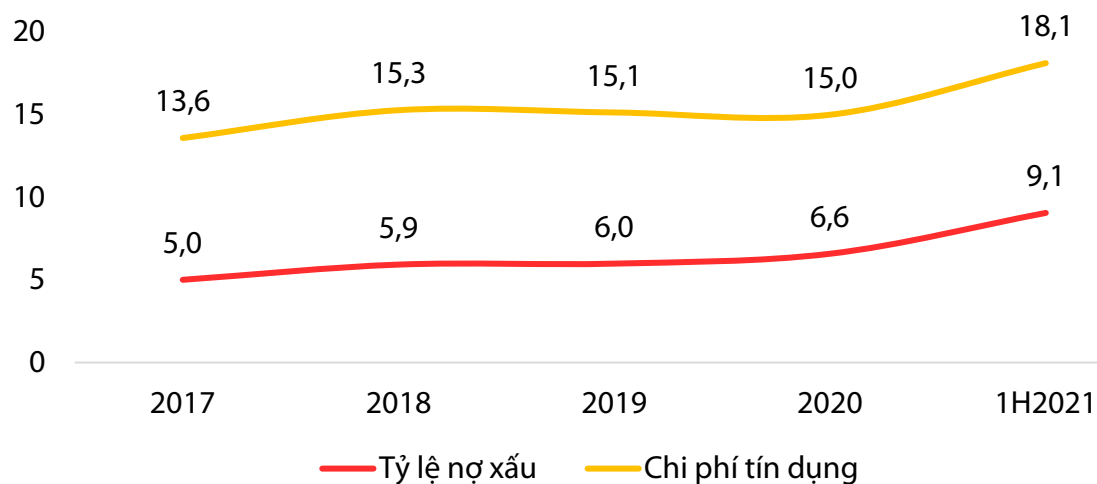
Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: 2020-2021E kết quả kinh doanh (tỷ đồng)**

|                         | 2H20A  | 1H21A  | 2H21E  | %YoY   | 2021E  | %YoY   |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Thu nhập lãi thuần      | 16.624 | 18.325 | 18.668 | +12,3% | 36.993 | +14,4% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 20.179 | 23.098 | 23.357 | +15,6% | 46.445 | +19,0% |
| LNTT                    | 6.435  | 9.037  | 6.949  | +8,0%  | 15.986 | +22,8% |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tỷ lệ nợ xấu và chi phí tín dụng FE Credit (% , trượt 4 quý)**



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

**2H2021: Nguồn lợi nhuận từ thoái vốn FE Credit giúp giảm áp lực huy động vốn; chi phí hoạt động và chi phí tín dụng tăng**

- Nguồn tiền thu về từ thoái vốn FE Credit (~26.000 tỷ đồng sau thuế) trong Q3 có thể sẽ được sử dụng cho vay trong 2H2021 giúp giảm áp lực huy động và chi phí vốn. Nhờ đó, mặc dù lãi suất cho vay giảm để hỗ trợ khách hàng, NIM cả năm sẽ vẫn tích cực ở mức 8.91% (2020: 8,79%). Tăng trưởng tín dụng phục hồi từ Q4 năm nay khiến 2H2020 trở thành nền so sánh cao về tăng trưởng tín dụng.
- CIR 2021 cả năm đạt 27,4%, thấp hơn so với năm 2020 (29,2%) và cao hơn 1H2021 (25,3%) do FE Credit tăng tuyển dụng để mở rộng kinh doanh sau khi dịch được khống chế.
- Chi phí tín dụng tăng trong Q3 dưới tác động của đợt dịch nghiêm trọng kéo dài, và phục hồi trong Q4 khi dịch được kiểm soát.

**2022: NIM tiếp tục mở rộng nhờ chi phí vốn thấp; rủi ro nợ xấu giảm khiến chi phí tín dụng giảm theo**

- Lợi suất tài sản phục hồi theo lãi suất cho vay và FE Credit tăng trưởng tín dụng cao trở lại trong khi chi phí vốn giảm nhờ tận dụng dòng vốn mới từ SBMC. NIM đạt 9,47% (2021: 8,91%). NII tăng 21,5%, thu nhập từ dịch vụ tăng 35% và TOI tăng 17,6%.
- Thu nhập và khả năng trả nợ của khách hàng phục hồi sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Rủi ro nợ xấu giảm giúp ngân hàng cải thiện chi phí tín dụng so với năm 2021.





# NGÀNH LOGISTICS

**PHỤC HỒI TOÀN CẦU THÚC ĐẨY  
TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG**



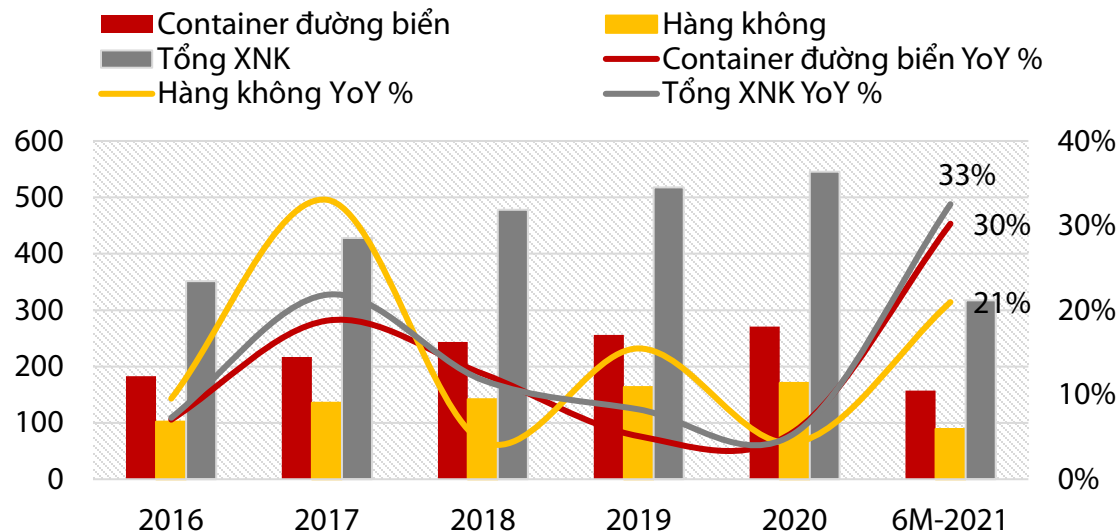
Đỗ Thanh Tùng - [tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)

Trần Thu Anh - [anh.tt@vdsc.com.vn](mailto:anh.tt@vdsc.com.vn)



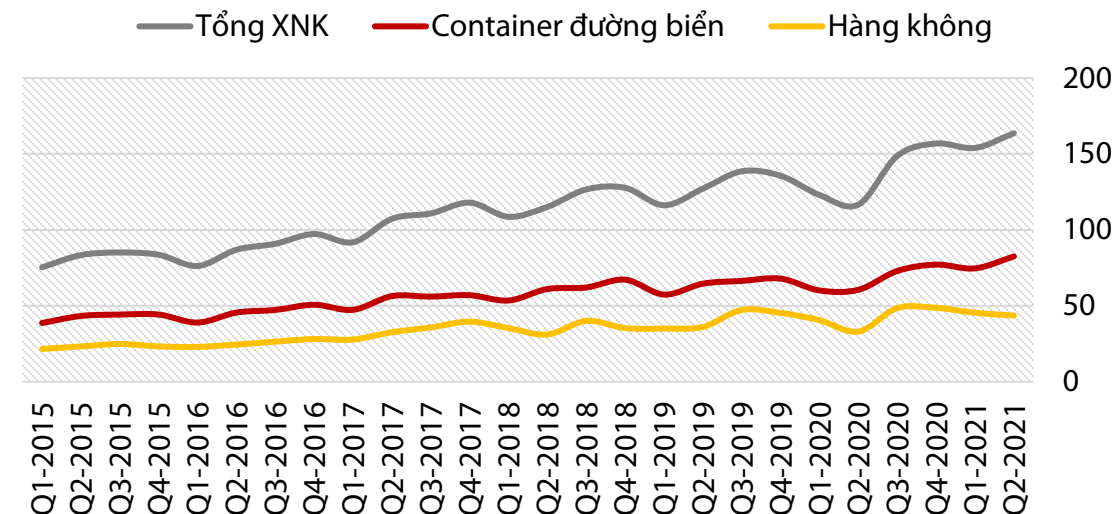


Hình 1: Giá trị xuất nhập khẩu theo phương tiện vận tải (tỷ USD)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị thương mại hàng quý theo phương tiện vận tải (tỷ USD)

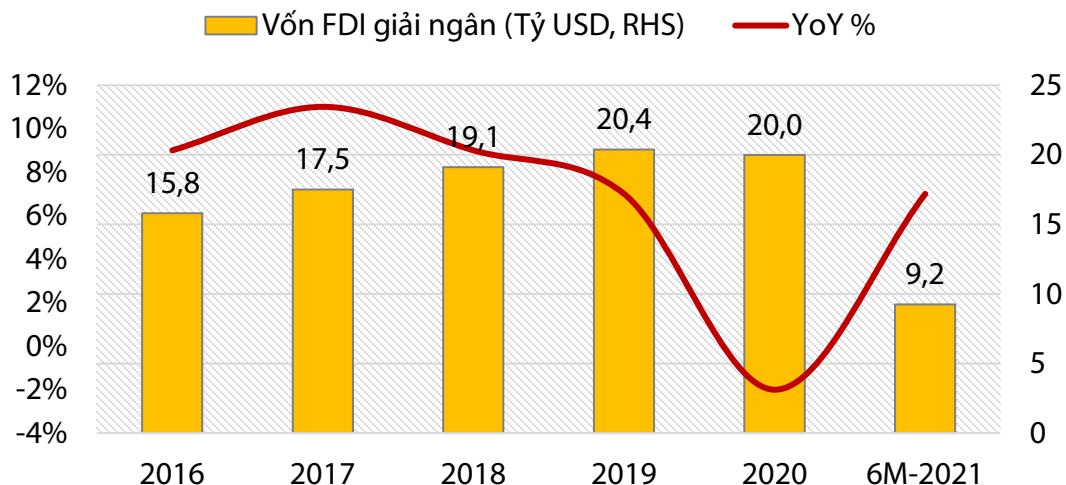


Nguồn: Vinamarine, CTCK Rồng Việt

**Tổng kim ngạch XNK của Việt Nam tăng 21% YoY trong 6T-2021.** Kể từ tháng 8 năm 2020, tổng giá trị giao dịch hàng tháng duy trì trên 50 tỷ USD (hình 2). Mặc dù hai phương thức vận tải chính đối với hàng hóa XNK (đường biển và đường hàng không) đều đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ, **giá trị lũy kế nửa đầu năm của hàng hóa vận chuyển qua đường biển (157 tỷ USD, +30% YoY) tăng trưởng vượt trội hơn so với đường hàng không (89 tỷ USD, +21% YoY).**

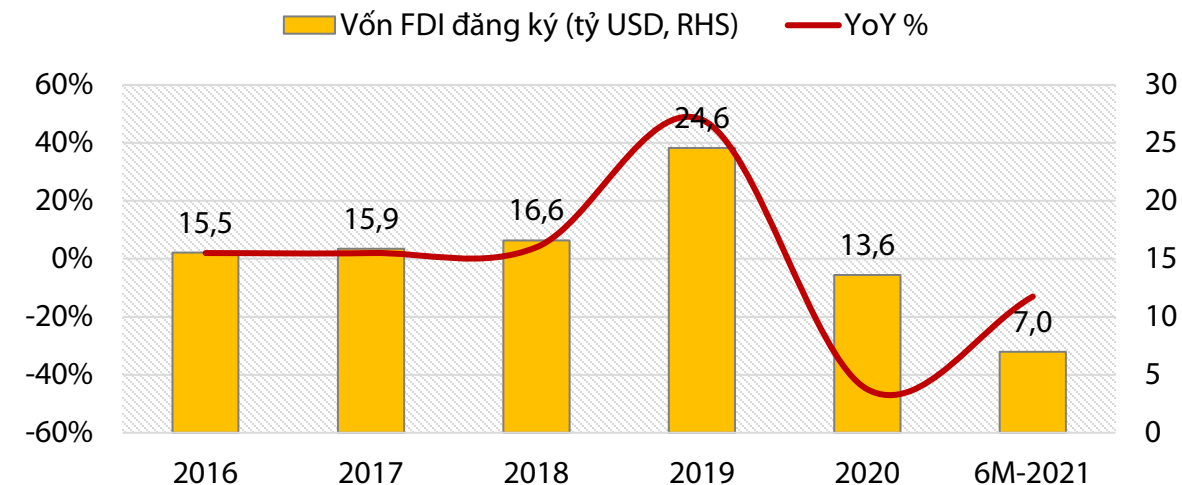
**Giá trị thương mại của nhóm hàng vận chuyển đường biển 6T-2021 chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của máy móc (26 tỷ USD, +49% YoY), sản phẩm gỗ (8 tỷ USD, +60% YoY), giày dép (10 tỷ USD, +28% YoY),** trong khi dệt may (13 tỷ USD, +13% YoY), hàng may mặc (6 tỷ USD, +27% YoY) và thủy sản (34 tỷ USD, +15% YoY) có tăng trưởng ở mức vừa phải dù có mức nền thấp của năm ngoái. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng của nhóm này sẽ tiến triển tốt hơn trong 2H-2021 khi nền kinh tế của các đối tác thương mại chính phục hồi.

Hình 3: Dòng vốn FDI giải ngân vào Việt Nam



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Vốn đăng ký đầu tư vào lĩnh vực sản xuất giảm mạnh



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

**Giải ngân FDI là điểm sáng trong 6T2021.** Tính đến ngày 20/6/2021, các dự án đầu tư nước ngoài ước tính giải ngân 9,2 tỷ USD, tăng 6,8% YoY. Đồng thời, tổng vốn đăng ký mới và vốn góp của nhà đầu tư nước ngoài đạt 15,2 tỷ USD, chỉ giảm nhẹ 2,6% YoY.

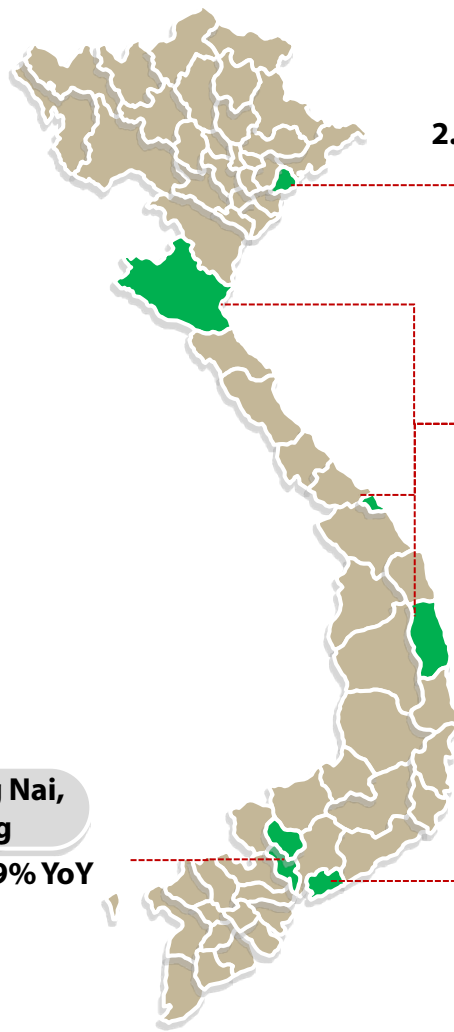
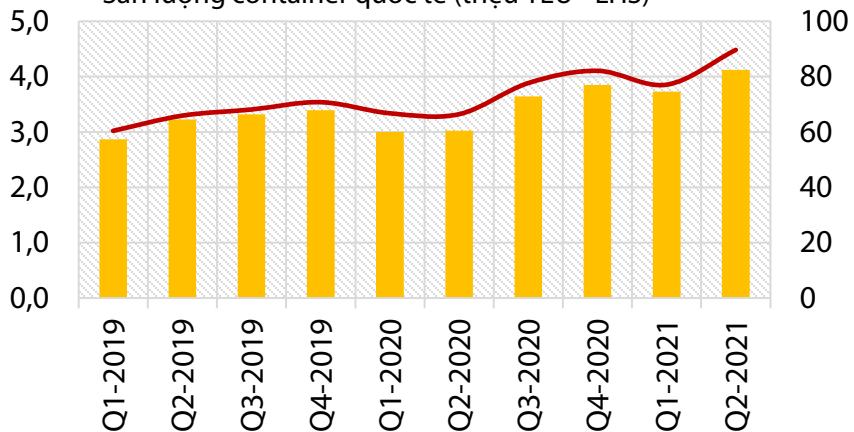
**Những thách thức vẫn còn trong ngắn hạn khi làn sóng COVID-19 thứ tư làm gián đoạn hoạt động kinh tế.** Các đợt bùng phát dịch liên tục gây ra nhiều thách thức đối với hoạt động đầu tư nước ngoài do việc siết chặt nhập cảnh, yêu cầu về giấy phép lao động và các biện pháp kiểm dịch. Việc hạn chế xuất nhập cảnh cản trở các nhà đầu tư đi lại, tổ chức các cuộc họp trực tiếp cũng như kiểm tra tình hình và các địa điểm kinh doanh. Hơn nữa, việc các nhà máy ngừng hoạt động sau khi bùng dịch cũng đã ảnh hưởng đến tâm lý đầu tư và sản xuất. Theo đó, vốn FDI đổ vào lĩnh vực sản xuất giảm 13% YoY xuống còn 7,0 tỷ USD.

Hình 5: Tình hình lưu thông container qua các cảng biển trong 6T-2021

## Việt Nam

Giá trị XNK của hàng hóa vận tải đường biển (Tỷ USD - RHS)

Sản lượng container quốc tế (triệu TEU - LHS)



## Hải Phòng

2.9 triệu TEU ▲ 19% YoY

## Miền Trung

0.5 triệu TEU ▲ 25% YoY

## Vũng Tàu

2.6 triệu TEU ▲ 37% YoY

## TP. HCM, Đồng Nai, Bình Dương

4.4 triệu TEU ▲ 19% YoY

| Cảng       | Sản lượng ('000 TEU) | YoY % | M/S |
|------------|----------------------|-------|-----|
| Tân Vũ     | 536                  | 23%   | 19% |
| HICT       | 363                  | 32%   | 13% |
| VIP Green  | 296                  | 9%    | 10% |
| Nam Hải ĐV | 272                  | 1%    | 10% |
| Nam ĐV     | 191                  | 99%   | 7%  |

| Cảng      | Sản lượng ('000 TEU) | YoY % | M/S |
|-----------|----------------------|-------|-----|
| TCIT+TCCT | 1.079                | 13%   | 41% |
| CMIT      | 486                  | 12%   | 19% |
| SSIT      | 462                  | 197%  | 18% |
| TCTT      | 341                  | -6%   | 13% |
| Gemalink  | 250                  | n.a   | 10% |

| Cảng          | Sản lượng ('000 TEU) | YoY % | M/S |
|---------------|----------------------|-------|-----|
| Cát Lái       | 2.891                | 9%    | 67% |
| ITC – Phú Hữu | 333                  | 162%  | 8%  |
| VICT          | 279                  | 2%    | 6%  |
| Đồng Nai      | 245                  | 64%   | 6%  |
| Bình Dương    | 196                  | 28%   | 5%  |

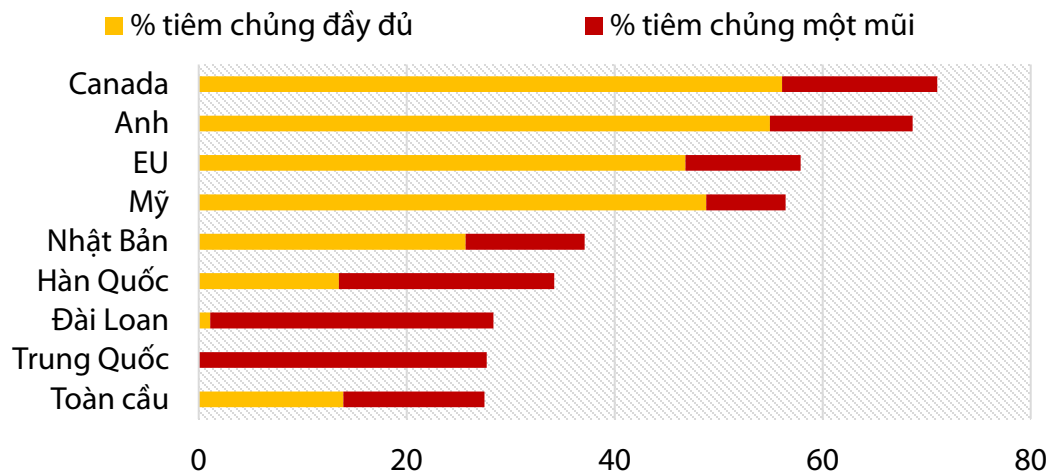
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: 5 đối tác thương mại hàng đầu của Việt Nam theo các mặt hàng xuất khẩu chính trong 6T-2021 qua đường biển**

| XUẤT KHẨU                    | Lớn nhất | Lớn nhì    | Lớn ba     | Lớn tư     | Lớn năm  |
|------------------------------|----------|------------|------------|------------|----------|
| Dệt may                      | Mỹ       | Nhật Bản   | Hàn Quốc   | Trung Quốc | Canada   |
| Máy tính và sản phẩm điện tử | Mỹ       | Trung Quốc | Hong Kong  | Hàn Quốc   | Hà Lan   |
| Giày dép                     | Mỹ       | Trung Quốc | Bỉ         | Đức        | Nhật Bản |
| Máy móc                      | Mỹ       | Nhật Bản   | Trung Quốc | Hàn Quốc   | Hà Lan   |
| Sản phẩm gỗ                  | Mỹ       | Trung Quốc | Nhật Bản   | Hàn Quốc   | Anh      |
| Thủy sản                     | Mỹ       | Nhật Bản   | Trung Quốc | Hàn Quốc   | Anh      |

Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Tỷ lệ tiêm chủng của các đối tác thương mại chính**



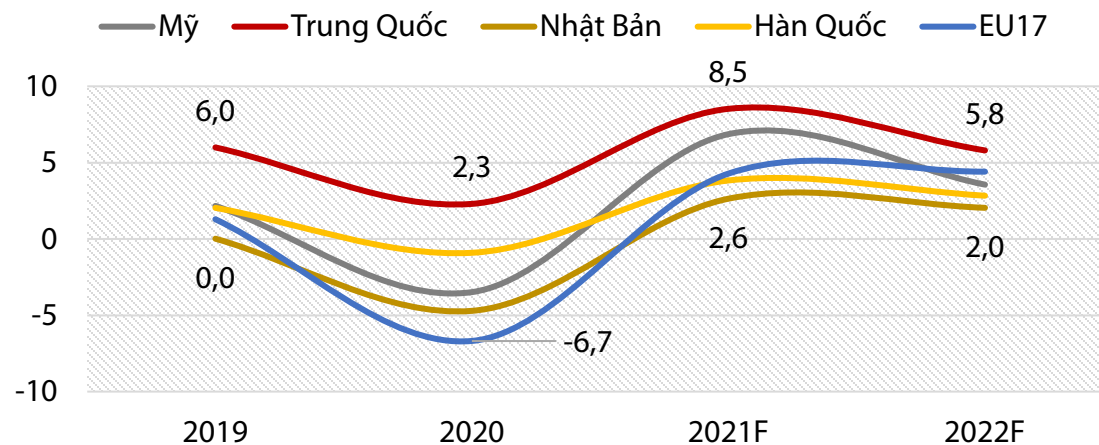
Nguồn: Our World In Data, dữ liệu ngày 27/7/2021

**Bảng 2: 5 đối tác thương mại hàng đầu của Việt Nam theo các mặt hàng nhập khẩu chính trong 6T-2021**

| NHẬP KHẨU                    | Lớn nhất   | Lớn nhì  | Lớn ba   | Lớn tư       | Lớn năm  |
|------------------------------|------------|----------|----------|--------------|----------|
| Máy móc                      | Trung Quốc | Hàn Quốc | Nhật Bản | Đức          | Đài Loan |
| Máy tính và sản phẩm điện tử | Trung Quốc | Hàn Quốc | Đài Loan | Nhật Bản     | Mỹ       |
| May mặc                      | Trung Quốc | Hàn Quốc | Đài Loan | Nhật Bản     | Thái Lan |
| Nhựa                         | Trung Quốc | Hàn Quốc | Đài Loan | Saudi Arabia | Thái Lan |
| Vật liệu dệt, da, giày dép   | Trung Quốc | Hàn Quốc | Đài Loan | Mỹ           | Thái Lan |

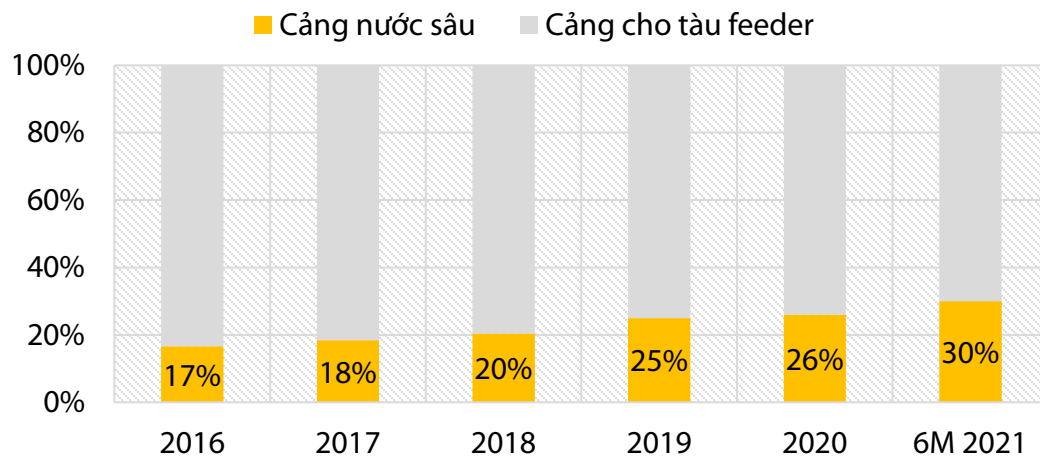
Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Tăng trưởng GDP của các đối tác thương mại chính (%)**



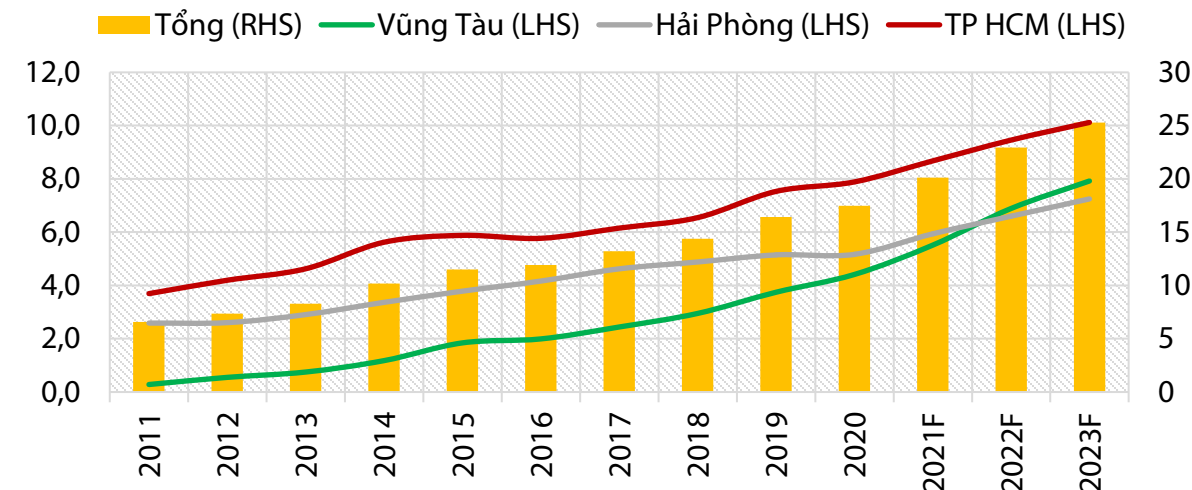
Nguồn: OECD, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Thị phần của các cảng nước sâu đã tăng trong vài năm qua



Nguồn: VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Dự báo thông lượng sản lượng container Việt Nam (triệu TEU)



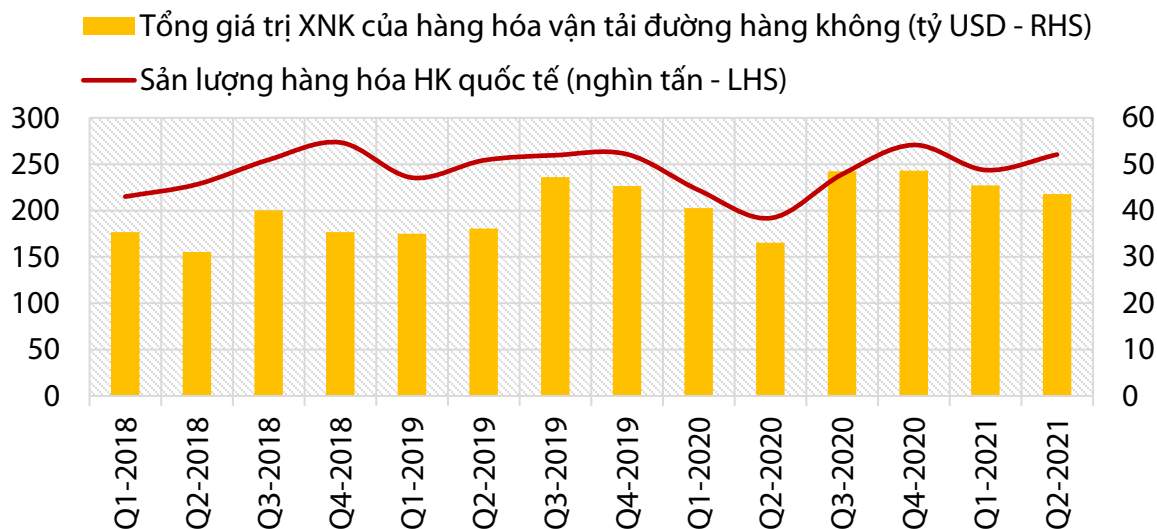
Nguồn: VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt

**Dự báo tăng trưởng kinh tế cao của các nền kinh tế phát triển sẽ hỗ trợ hoạt động XNK của Việt Nam.** Tăng trưởng GDP toàn cầu hiện dự kiến là 5,8% trong năm nay (từ mức 4,2% trước đây), được dẫn dắt bởi các nền kinh tế phát triển - cũng là đối tác thương mại chính của Việt Nam – sau khi các chiến dịch tiêm chủng vắc xin đã giúp họ mở cửa nền kinh tế trở lại. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ hỗ trợ cho các đơn hàng xuất khẩu của Việt Nam, từ đó dẫn dắt tăng trưởng lưu lượng hàng hóa thông qua các sân bay và cảng biển trong tương lai.

**Vai trò của cảng nước sâu trong hệ thống cảng biển Việt Nam ngày càng quan trọng** khi có càng nhiều hãng tàu ưu tiên cho các cảng nước sâu. Không chỉ nâng cao hiệu quả hoạt động của các hãng tàu, các cảng nước sâu cũng đáp ứng hoàn hảo cho các tuyến vận tải kết nối Việt Nam với các đối tác thương mại quan trọng. Trên thực tế, thị phần của các cảng nước sâu và số tuyến vận tải đường dài ngày càng tăng tại Việt Nam.

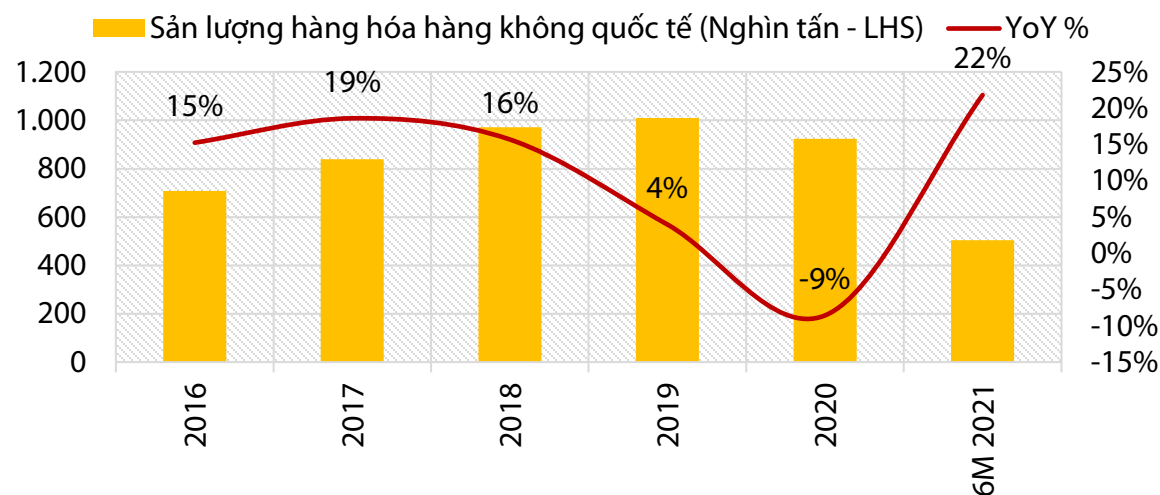
**Bất chấp rủi ro ngắn hạn về gián đoạn sản lượng sản xuất, chúng tôi tin rằng tổng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng biển Việt Nam vẫn sẽ đạt mức tăng trưởng hai con số 15%/14% trong năm 2021F/ 22F** nhờ kỳ vọng rằng tỷ lệ tiêm vắc xin có thể tăng đáng kể trong những tháng tới (thực tế các lô vắc xin mới sẽ Việt Nam gần như hàng tuần) và hoàn thành lộ trình tiêm chủng cho 70% dân số vào cuối Q1-2022. Điều này cũng sẽ thúc đẩy triển vọng dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam đang diễn ra.

**Hình 10: Khối lượng hàng hóa vận tải hàng không quốc tế chứng kiến phục hồi hình chữ V nhờ xuất nhập khẩu sản phẩm điện tử**



Nguồn: Hải quan Việt Nam, ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 11: Khối lượng hàng hóa đường hàng không quốc tế tại Việt Nam**



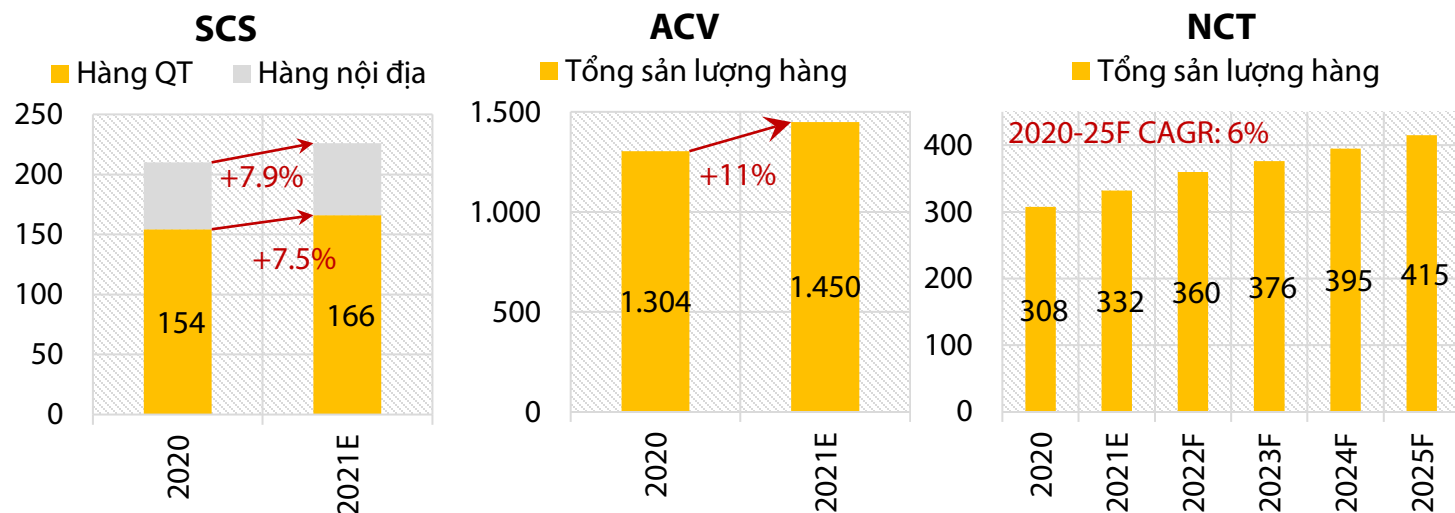
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Lưu lượng hàng hóa quốc tế qua đường hàng không trong 6T2021 đã nhanh chóng phục hồi từ mức thấp của năm ngoái, tăng 22% YoY.** Lĩnh vực vận tải hàng không bị ảnh hưởng trực tiếp trong đợt bùng phát đầu tiên, nhưng nhanh chóng phục hồi kể từ Q2 2020 nhờ các đơn hàng xuất khẩu các sản phẩm điện tử đang vào mùa cao điểm trong 2H 2020.

**Dường như tình trạng thiếu hụt chip toàn cầu chưa ảnh hưởng lớn đến thông lượng hàng hóa XNK qua các sân bay trong 1H 2021, nhưng vấn đề này có thể sẽ là thách thức chính đối với ngành này trong thời gian tới.** Cuộc khủng hoảng nguồn cung bán dẫn có thể kéo dài đến Q2 2022, gây rủi ro cho hoạt động sản xuất điện thoại di động và nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không của Việt Nam. Trên thực tế, các công ty bán dẫn Đài Loan đang chuyển hướng sang sản xuất chip cho ô tô, dẫn đến các thiết bị điện tử khác như điện thoại di động có thể gặp phải vấn đề thiếu chip.

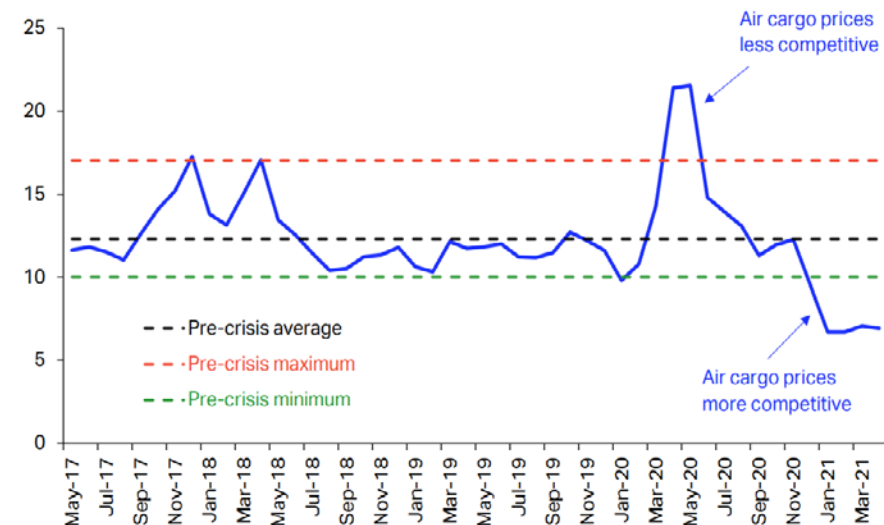


**Hình 12: Triển vọng tăng trưởng ổn định về thông lượng (nghìn tấn) trong 2H 2021 và xa hơn nữa**



Nguồn: SCS, NCT, ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Vận tải hàng không đang trở nên cạnh tranh hơn so với phương thức vận tải biển**

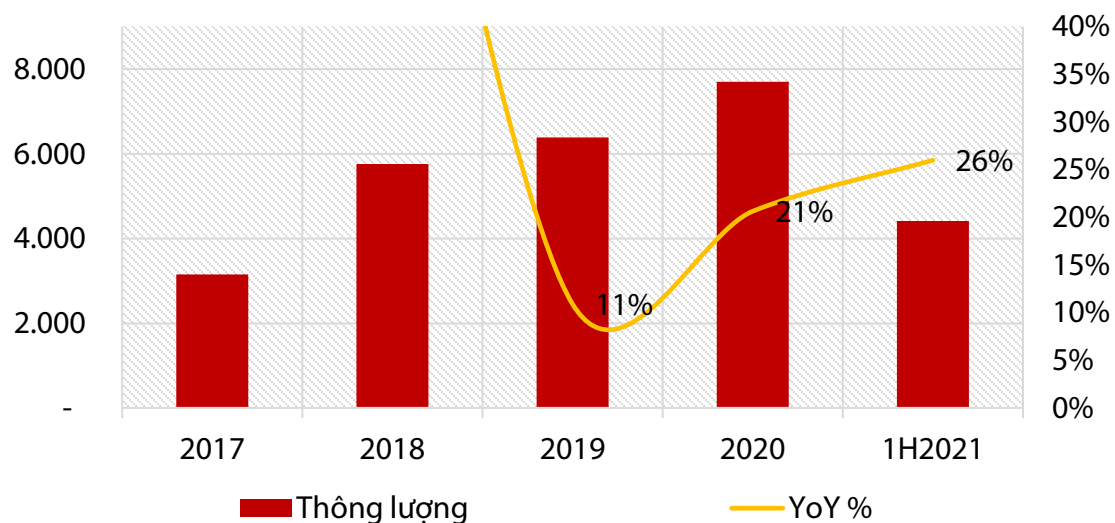


Nguồn: Boeing, IATA CargoIS, Freightos Baltic Index

Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng rằng hai yếu tố thúc đẩy triển vọng hàng hóa hàng không – các hoạt động thương mại và hoạt động công nghiệp - sẽ sớm cải thiện dựa trên kỳ vọng các nền kinh tế sẽ mở cửa sau khi triển khai vắc xin toàn cầu. Theo ước tính của WTO, khối lượng thương mại hàng hóa thế giới dự kiến sẽ tăng 8,0% vào năm 2021F.

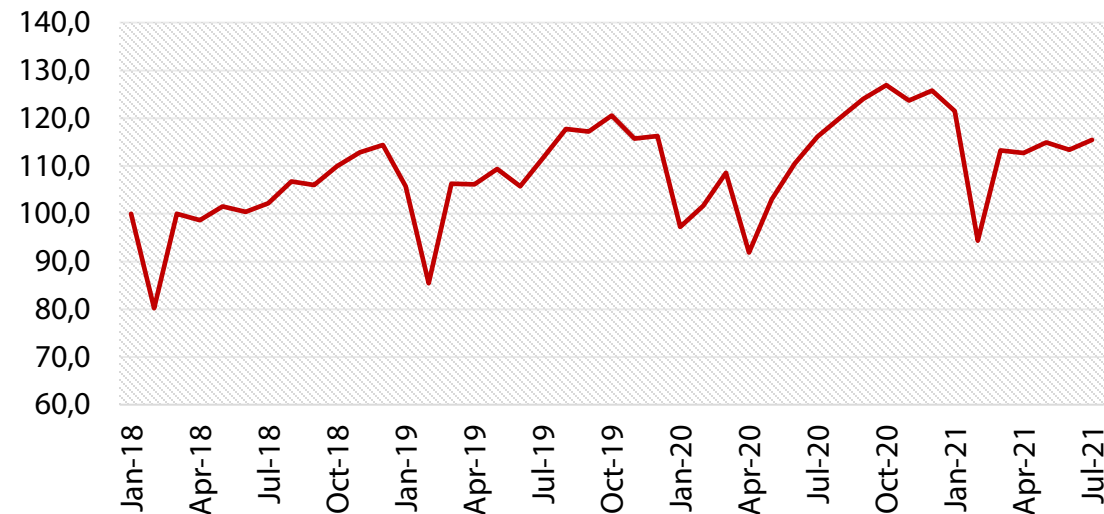
Ngoài ra, giá cước vận tải container liên tục tăng đang giúp cho giá cước vận tải hàng hóa bằng đường hàng không trở nên rẻ hơn tương đối so với vận chuyển bằng đường biển. Điều này củng cố thêm lợi thế về tốc độ của vận tải bằng đường hàng không.

Hình 14: Thông lượng container nội địa tại cảng biển (TEU)



Nguồn: Vinamarine, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chỉ số sản xuất công nghiệp Việt Nam



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt; Tháng 1 2018 = 100

**Sản lượng container của các hãng tàu Việt Nam liên tục tăng nhanh trong những năm gần đây, minh chứng bởi sản lượng container nội địa thông qua các cảng biển.** Tổng thông lượng hàng hoá nội địa tại các cảng biển Việt Nam có xu hướng tăng kể từ năm 2017 với tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 16%, từ 442 triệu tấn năm 2017 lên 689 triệu tấn năm 2020, trong khi đó tốc độ tăng trưởng kép 3 năm của sản lượng container đạt 35%. Sản lượng container đã tăng đáng kể từ khoảng 3 triệu TEU năm 2017 lên gần 8 triệu TEU năm 2020. Trong 1H2021, sản lượng container đạt 4,4 triệu TEU, tăng 26% YoY.

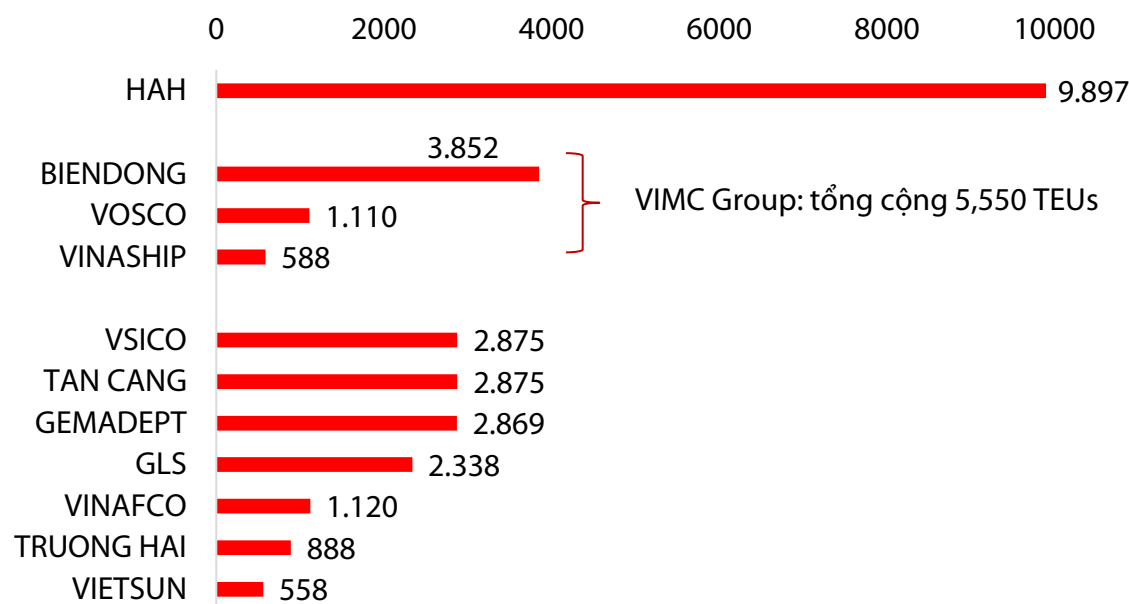
**Tăng trưởng sản lượng container vận tải được hỗ trợ bởi sự kỳ vọng các hoạt động sản xuất công nghiệp dần phục hồi.**

**Bảng 3: Đội tàu vận chuyển container nội địa**

| Công ty vận tải  | Số tàu    | Tuổi đội tàu trung bình (năm) | Sức chở trung bình mỗi tàu (TEU) |
|------------------|-----------|-------------------------------|----------------------------------|
| HAH              | 8         | 15                            | 1,237                            |
| BIỂN ĐÔNG        | 5         | 17                            | 770                              |
| VSICO            | 4         | 19                            | 719                              |
| TÂN CẢNG         | 4         | 20                            | 719                              |
| GLS              | 4         | 19                            | 585                              |
| GEMADEPT         | 3         | 16                            | 956                              |
| VINAFCO          | 2         | 25                            | 560                              |
| VOSCO            | 2         | 23                            | 555                              |
| TRƯỜNG HẢI       | 2         | 16                            | 444                              |
| VIMC             | 1         | 23                            | 588                              |
| VIETSUN          | 1         | 13                            | 558                              |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>36</b> | <b>18</b>                     | <b>805</b>                       |

Nguồn: Cục Đăng kiểm Việt Nam, CTCK Rồng Việt

**Hình 16: Tổng cung tải của các hãng tàu (TEUs)**

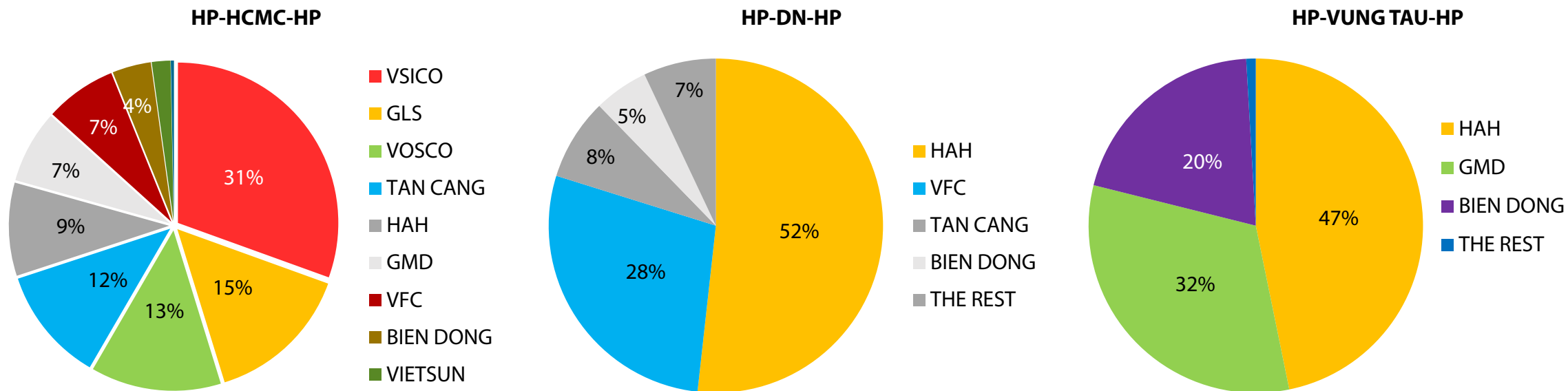


Nguồn: Cục Đăng kiểm Việt Nam, CTCK Rồng Việt

**Đội tàu container Việt Nam có quy mô và tỷ trọng đóng góp vào tổng cơ cấu đội tàu của cả nước là khá nhỏ, và nhiều tuổi hơn đáng kể so với mức trung bình toàn cầu.** Hiện tại, đội tàu bao gồm 36 tàu, với tổng sức chở là 29.000 TEU, tương đương mức cung tải TB 805 TEU, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 20.000 TEU của thế giới. Xét về cơ cấu loại tàu, tàu container chỉ chiếm 2,8% đội tàu biển mang cờ quốc tịch Việt Nam, trong khi trên phạm vi toàn cầu số lượng tàu container chiếm khoảng 10%. Tuổi trung bình của đội tàu là 18 tuổi so với con số 10 tuổi của thế giới.

**CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HSX: HAH) đang dẫn đầu thị trường.** HAH sở hữu một đội tàu gồm tám tàu với tổng sức chở là 9,897 TEU. HAH chiếm 34% thị phần về sức chở, chiếm 22% tổng số tàu container của Việt Nam.

Hình 17: Thị phần về số chuyến trên một số tuyến vận tải biển nội địa chính trong 1H2021

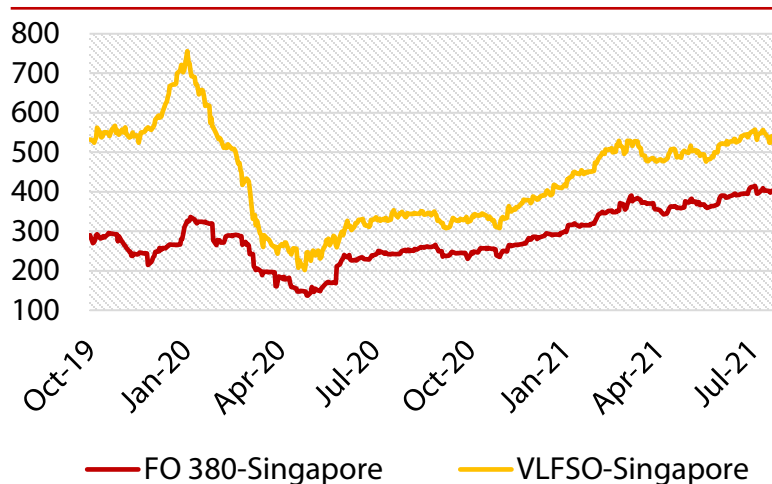


Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

**HAH, Biển Đông, GLS, Tân Cảng và GMD chiếm thị phần lớn về số chuyến tàu trong các tuyến dịch vụ chính trong nước.** Trong khi phần lớn các công ty vận tải biển chạy tuyến Hải Phòng-Hồ Chí Minh-Hải Phòng, HAH và Biển Đông tăng cường lợi thế cạnh tranh bằng cách bổ sung các chuyến tàu đến các trung tâm logistics khác tại Đà Nẵng và Cái Mép (Vũng Tàu) nhờ đội tàu lớn.

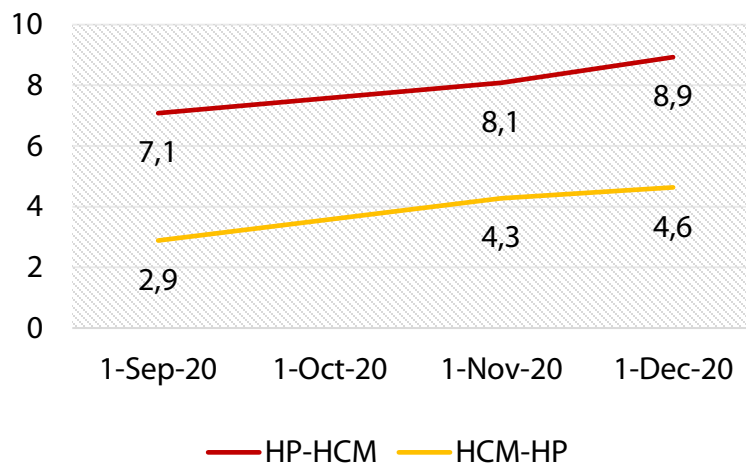
**Về cơ bản, các hãng tàu cạnh tranh về số tuyến và tần suất vận chuyển, bên cạnh giá cước và cung tải.** Với lợi thế sở hữu đội tàu lớn nhất cả nước, HAH có khả năng đáp ứng nhu cầu vận chuyển hàng hóa từ ba miền Bắc, Trung và Nam, giúp tối đa hóa sản lượng vận chuyển của từng chuyến và mang lại hiệu quả hoạt động cao.

Hình 18: Giá nhiên liệu (USD/tấn)



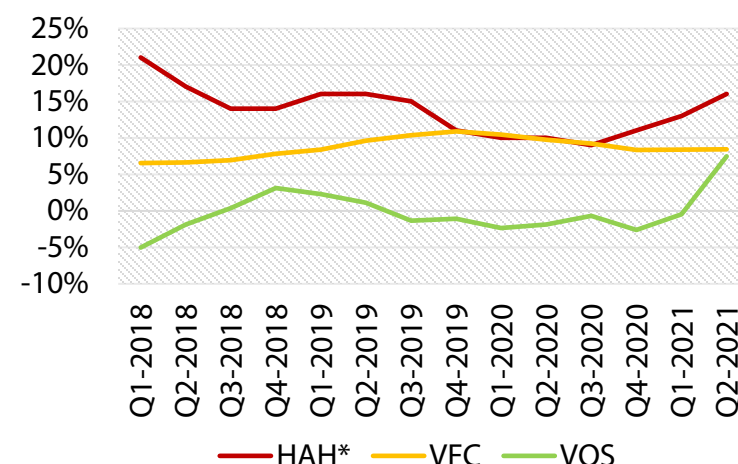
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Giá cước vận chuyển của HAH bao gồm cả phụ phí (triệu đồng/TEU)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Tỷ suất LN gộp của các hãng tàu nội địa



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt, \* Mảng vận tải biển

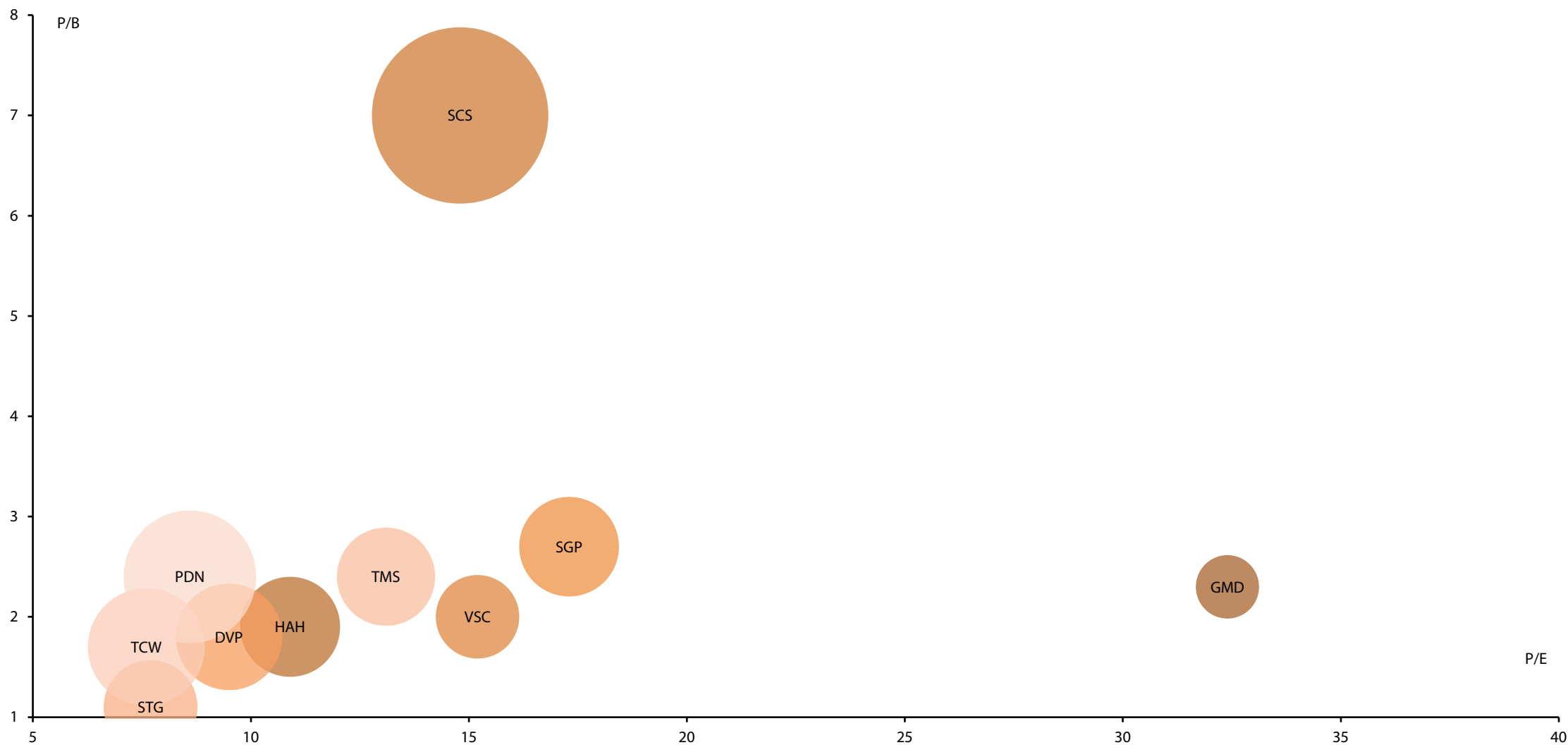
**Sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và sự gia tăng chi phí nhiên liệu đã khiến giá cước vận tải toàn cầu tăng vọt.** Tình trạng tắc nghẽn cảng và thiếu container do nhu cầu không cân đối trên toàn thế giới gây ra bởi đại dịch, đã khiến chỉ số giá cước vận chuyển container thế giới (Drewry's composite WCI) tăng 80% so với đầu năm, đạt 8.859 USD cho mỗi container 40ft (FEU). Với vị trí ngày càng quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu, ngành vận tải biển nội địa ở Việt Nam cũng chịu tác động từ vấn đề khan hiếm container khiến giá thuê container tăng cao, dẫn đến giá cước tăng cao. Ví dụ, giá cước mỗi TEU của HAH tăng 61% đối với tuyến HCM-HP và 26% đối với tuyến HP-HCM.

Đối với biên lợi nhuận gộp của các hãng tàu, tác động của IMO 2020 được phản ánh trong việc giảm biên lợi nhuận gộp của các công ty vận tải biển, như HAH, Vinafco và Vosco, do chi phí cực cao cho nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh thấp vào năm 2020. **Năm 2021, biên lợi nhuận gộp cho thấy sự phục hồi khi chi phí nhiên liệu ổn định hơn và các hãng tàu cũng đã tăng giá cước.**

| Mã CP      | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VND) | Tăng<br>trưởng<br>Doanh thu<br>(% YoY) | Tăng<br>trưởng<br>EBITDA (%<br>YoY) | Biên<br>EBITDA<br>(%) | Biên LN<br>hoạt động<br>(%) | Tăng<br>trưởng<br>LNST<br>(% YoY) | Biên LN<br>ròng<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi suất cổ<br>túc<br>(%) | P/E hiện tại<br>(lần) | P/B hiện tại<br>(lần) |
|------------|----------------------|--------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------|------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>GMD</b> | 14.255,2             | 55.000                   | 8,8%                                   | 8,3%                                | 33,6%                 | 19,7%                       | 22,6%                             | 18,9%                  | 4,4%       | 6,5%       | 2,6%                      | 32,4                  | 2,3                   |
| <b>HAH</b> | 2.236,9              | 61.000                   | 22,4%                                  | 39,6%                               | 29,6%                 | 19,8%                       | 77,0%                             | 17,8%                  | 10,1%      | 16,2%      | 4,2%                      | 10,9                  | 1,9                   |
| <b>SCS</b> | 6.896,3              | 141.400                  | 11,6%                                  | 12,9%                               | 76,9%                 | 70,0%                       | 14,3%                             | 68,7%                  | 43,8%      | 50,4%      | 5,9%                      | 14,8                  | 7,0                   |
| <b>VSC</b> | 3.764,9              | N/A                      | 6,6%                                   | 5,6%                                | 32,5%                 | 20,7%                       | 13,3%                             | 18,7%                  | 11,1%      | 12,5%      | 2,9%                      | 15,2                  | 2,0                   |
| <b>SGP</b> | 6.424,1              | N/A                      | 23,0%                                  | 22,3%                               | 34,0%                 | 24,7%                       | 61,9%                             | 32,7%                  | 7,5%       | 16,1%      | 0%                        | 17,3                  | 2,7                   |
| <b>DVP</b> | 2.192,0              | N/A                      | 11,9%                                  | -22,6%                              | 34,7%                 | 40,6%                       | -2,7%                             | 39,9%                  | 16,6%      | 18,4%      | 4,5%                      | 9,5                   | 1,8                   |
| <b>STG</b> | 1.857,0              | N/A                      | 25,2%                                  | 33,2%                               | 14,0%                 | 10,4%                       | 125,1%                            | 10,1%                  | 10,0%      | 14,3%      | 0%                        | 7,7                   | 1,1                   |
| <b>TMS</b> | 4.804,4              | N/A                      | 33,5%                                  | 12,1%                               | 7,1%                  | 5,3%                        | 11,6%                             | 8,0%                   | 8,6%       | 15,0%      | 3,3%                      | 13,1                  | 2,4                   |
| <b>TCW</b> | 598,6                | N/A                      | 7,7%                                   | 4,6%                                | 20,2%                 | 12,9%                       | 8,1%                              | 10,2%                  | 12,0%      | 22,7%      | 6,6%                      | 7,6                   | 1,7                   |
| <b>ILB</b> | 735,1                | N/A                      | 3,9%                                   | n/a                                 | 0,0%                  | 0,0%                        | 2,2%                              | 0,0%                   | 0,0%       | 0,0%       | 5%                        | 11,3                  | 1,7                   |
| <b>PDN</b> | 1.574,4              | N/A                      | 16,2%                                  | 4,4%                                | 26,8%                 | 23,8%                       | 14,9%                             | 19,9%                  | 17,5%      | 28,5%      | 3,5%                      | 8,6                   | 2,4                   |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt, giá ngày 02/08/2021.





Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

MUA: 22%

<GTT: 46.100>

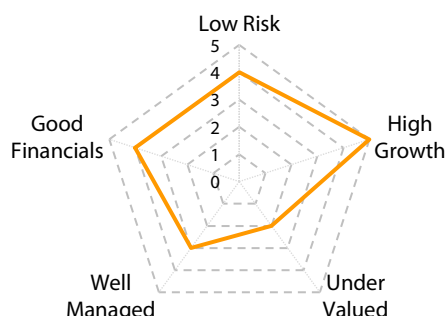
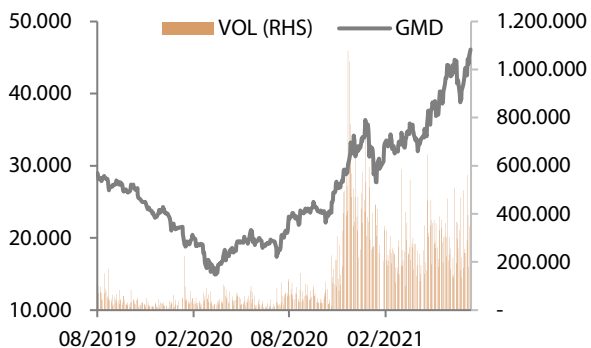
<GMT: 55.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CTY GEMADEPT

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| Ngành                       | Công nghiệp |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 14.255,2    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 301,4       |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 3.165,1     |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 128,3       |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 7,0         |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 18,3-46,1   |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 2.606  | 2.785  | 3.003  |
| LNST                   | 371    | 552    | 938    |
| ROA (%)                | 3,8%   | 5,6%   | 8,6%   |
| ROE (%)                | 6,3%   | 8,9%   | 13,7%  |
| EPS (đồng)             | 1.249  | 1.833  | 3.114  |
| GTSS (đồng)            | 19.875 | 20.488 | 22.664 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000  | 1.200  | 1.200  |
| P/E (x) (*)            | 25,6   | 25,2   | 14,8   |
| P/B (x) (*)            | 1,4    | 2,3    | 2,1    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNTT của GMD dự phóng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 26% trong giai đoạn 2021F-25F

- Thiết lập những mối quan hệ hợp tác tiềm năng với các hãng tàu mới trong thời gian tới, cảng Gemalink sẽ nhanh chóng chứng kiến bức tranh lợi nhuận khả quan và, qua đó, cải thiện đáng kể tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của GMD.
- Các cảng Hải Phòng của GMD đang đi đúng hướng với kỳ vọng của chúng tôi về sản lượng hàng hóa nhờ lượng khách hàng mới được thiết lập. Trong 6T2021, các cảng này đã phục vụ 500K TEU, tăng 18% YoY. Cảng Nam Đình Vũ sẵn sàng để đón những tuyến dịch vụ mới khi một số hãng tàu đang quay trở lại các cảng khu vực Đình Vũ.

Vị thế của Việt Nam trong chuỗi cung ứng và thương mại toàn cầu được củng cố, củng cố triển vọng cho GMD với mạng lưới cảng biển rộng khắp.

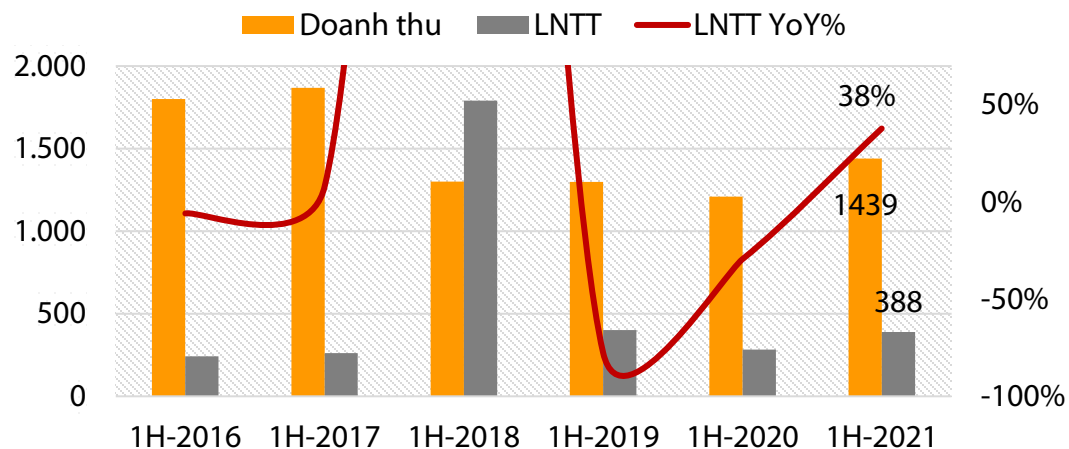
- Chúng tôi tin vào tiềm năng đầy hứa hẹn của GMD trong vài năm tới khi thị phần của các cảng biển GMD trên toàn quốc ước tính khoảng 10% và vẫn đang gia tăng.

Thoái vốn thành công GML và các mảng kinh doanh ngoài ngành (trồng trọt cao su và bất động sản) sẽ là chất xúc tác tiềm năng trong ngắn hạn và dài hạn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tình trạng thiếu container rỗng và giãn cách xã hội trở nên nghiêm trọng hơn sẽ ảnh hưởng đến tốc độ lưu thông hàng hóa. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của GMD đã được chứng minh khả năng phục hồi trong bối cảnh khó khăn trong nửa đầu năm, chúng tôi tin rằng khó có thể xảy ra bất lợi lớn nào từ đây.
- Ghi nhận chi phí duy trì dự án cao su lớn hơn dự kiến.

**Hình 1: KQKD 6T2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

**Sản lượng phù hợp với kỳ vọng nhưng lợi nhuận tốt hơn ước tính**

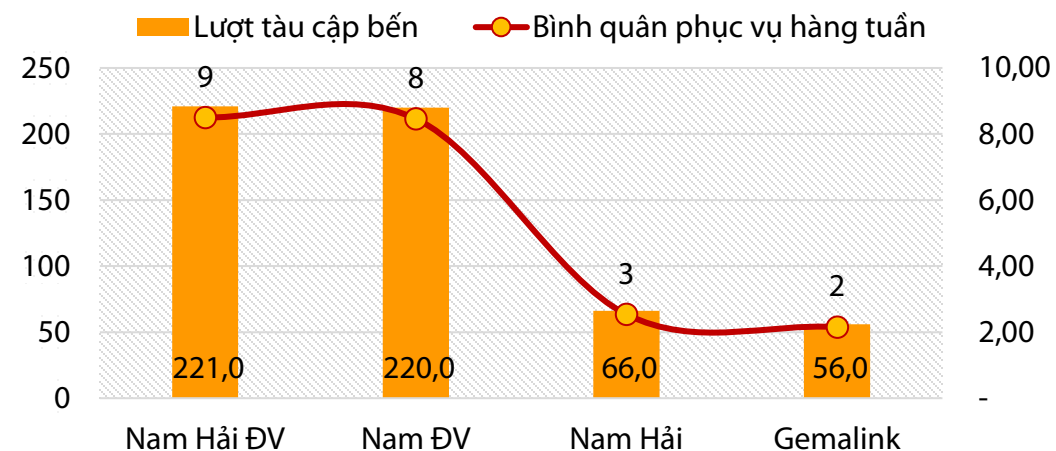
- Tổng sản lượng thông qua GMD tăng 60% YoY tăng 943 nghìn TEU khi Gemalink (GML) chính thức đi vào hoạt động vào 21/1/2021.
- Không tính sản lượng của GML, các cảng biển của GMD tại Hải Phòng và TP.HCM phục vụ khoảng 693 nghìn TEU, tăng 18% YoY khi nhiều tuyến dịch vụ mới được thiết lập tới các cảng này.
- Lợi nhuận từ GML tốt hơn nhiều so với kỳ vọng.

**Hình 2: Thông lượng trong 6T2021 tại các cảng chủ chốt của GMD**

| Cảng            | Sản lượng ('000 TEU) | YoY %      | Thị phần tương ứng |
|-----------------|----------------------|------------|--------------------|
| Nam Hải Đình Vũ | 272                  | 1%         | 10%                |
| Gemalink        | 250                  | -          | 10%                |
| Bình Dương      | 196                  | 28%        | 5%                 |
| Nam Đình Vũ     | 191                  | 99%        | 7%                 |
| Nam Hải         | 34                   | -52%       | 1%                 |
| <b>Tổng</b>     | <b>943</b>           | <b>60%</b> | <b>10%*</b>        |

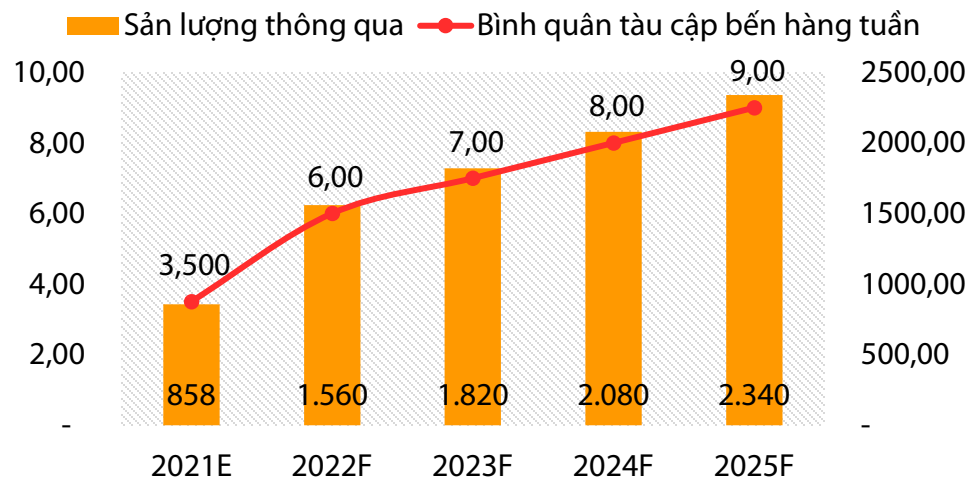
Nguồn: VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt, \* thị phần ước tính trên toàn quốc

**Hình 3: Lượt tàu cập cảng GMD trong nửa đầu năm 2021**



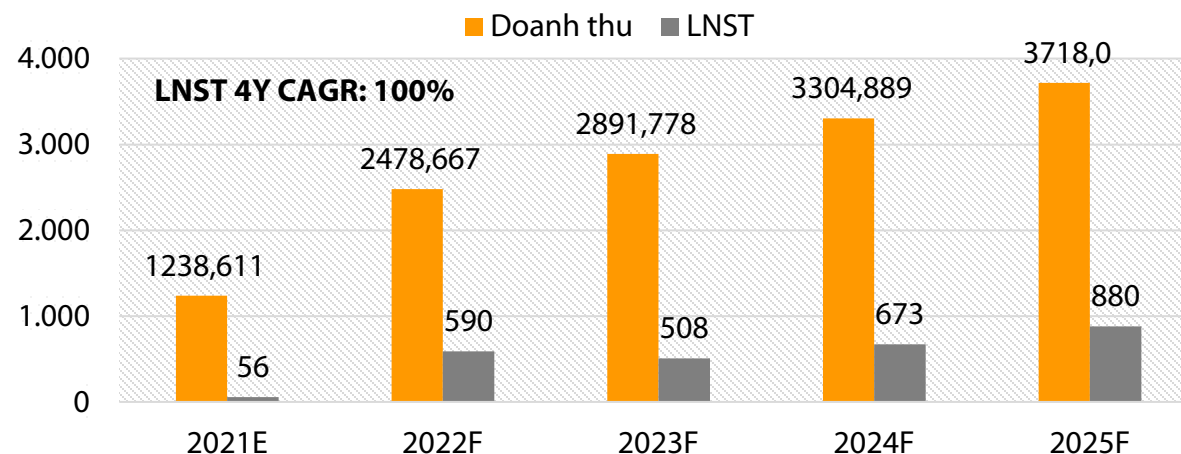
Nguồn: Cục Hàng hải Vũng Tàu và Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Các giả định mới cho GML**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Điều chỉnh dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng (tỷ đồng) cho GML**



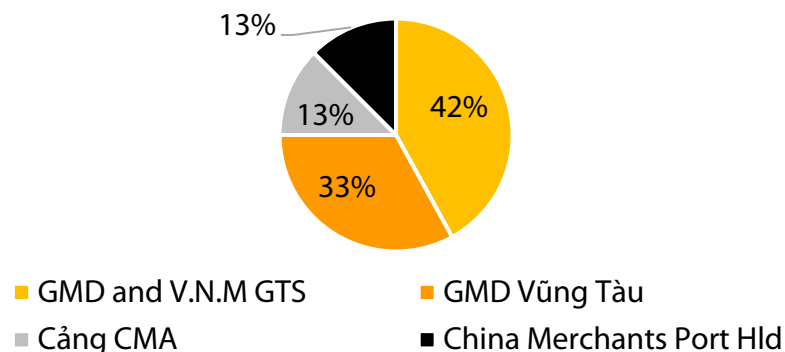
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Các dịch vụ 2021F tại GML**

| Hãng tàu         | Số lượng phục vụ |
|------------------|------------------|
| CMA-CGM          | 3                |
| Maersk           | 1                |
| COSCO            | 1                |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>5</b>         |

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Ước tính về cấu trúc sở hữu GML**

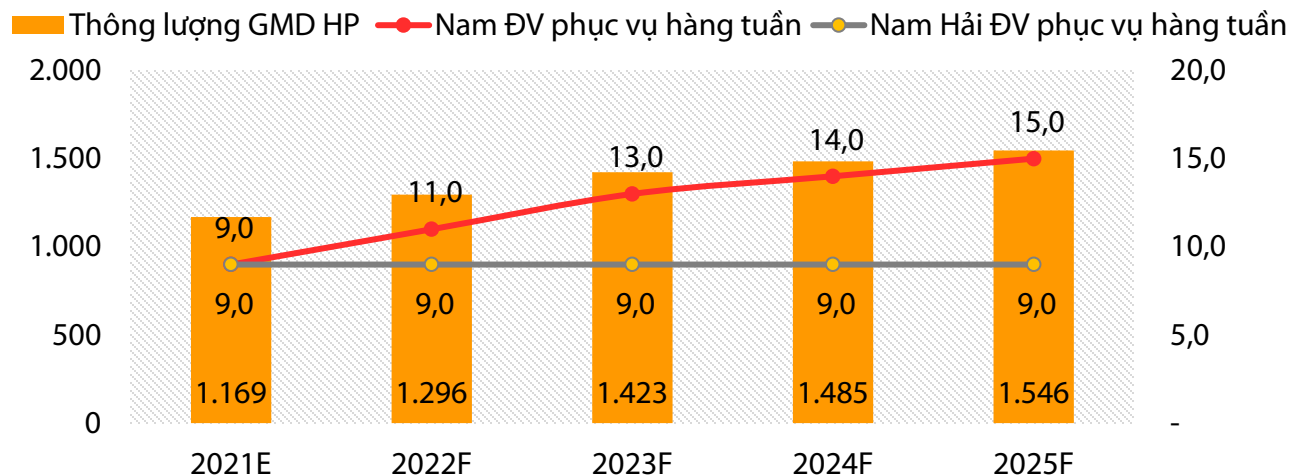


Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

Dựa trên những triển vọng thương mại, sẽ thúc đẩy hiệu suất mạnh mẽ của sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển nước sâu Cái Mép, cùng với vị trí thuận lợi và nguồn lực sẵn có của GML, **chúng tôi tin rằng cảng này sẽ thành công trong việc thu hút nhiều dịch vụ hơn nữa trong tương lai.**

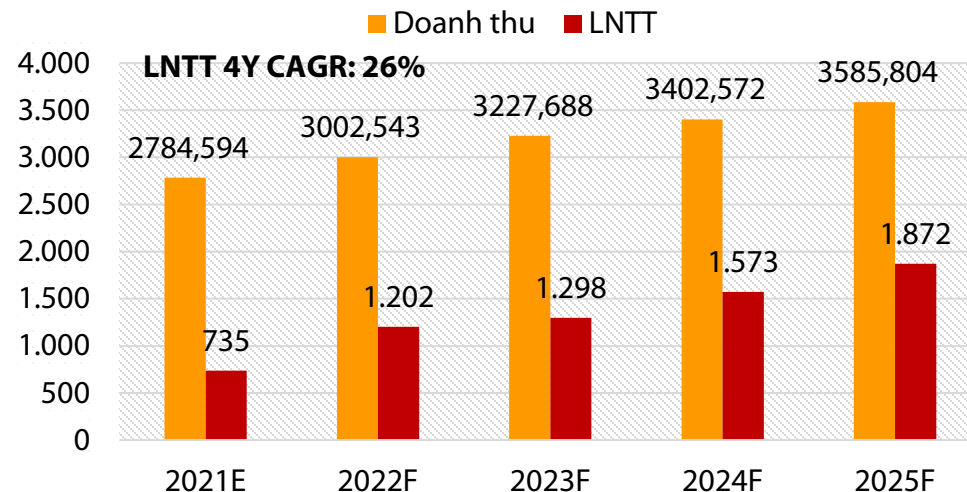
**Ngoài ra, chuyển nhượng cổ phần sẽ là một câu chuyện hấp dẫn đáng quan tâm.**

Hình 8: Dự báo sản lượng thông qua ('000 TEU)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 9: Dự phóng doanh thu và LNTT (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Tăng trưởng ổn định tại các cảng Hải Phòng của GMD thúc đẩy EBIT ghi nhận CAGR là 10% trong giai đoạn 2021F-25F.**

- Trong khi Nam Hải ĐV đang hoạt động tối đa công suất thiết kế thì Nam Đình Vũ sắp bước vào thi công giai đoạn 2 vẫn còn nhiều dư địa để tiếp nhận các dịch vụ mới từ các hãng tàu quốc tế.
- Cảng Nam Đình Vũ sẵn sàng để đón những tuyến dịch vụ mới khi một số hãng tàu đang quay trở lại các cảng khu vực Đình Vũ trong bối cảnh độ sâu luồng tại cảng nước sâu Lạch Huyện đang giảm đáng kể.

MUA: 29%

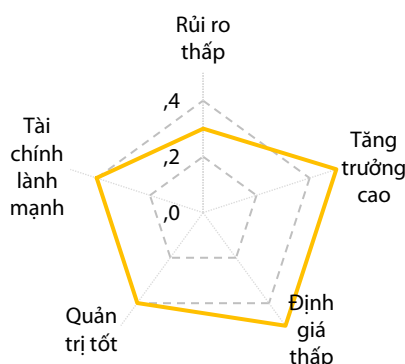
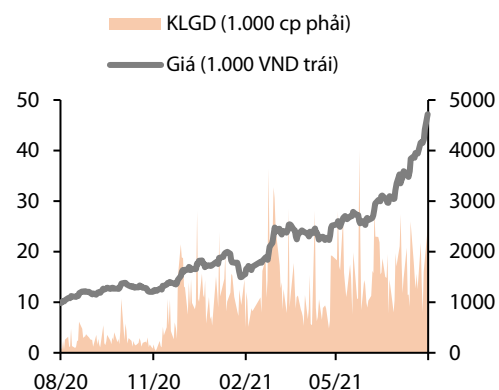
<GTT: 47.200>

<GMT: 60.000>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | Logistics |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 2.236,9   |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 47,4      |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 1.694     |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 53,7      |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 40,7      |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 9,8-47,2  |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 1.192  | 2.269  | 2.604  |
| LNST                  | 138    | 435    | 529    |
| ROA (%)               | 6,6%   | 17,5%  | 17,5%  |
| ROE (%)               | 12,9%  | 31,9%  | 29,6%  |
| EPS (VND)             | 2.835  | 8.908  | 10.843 |
| GTSS (VND)            | 27.283 | 27.918 | 36.596 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.000  | 1.000  | 1.000  |
| P/E (x) (*)           | 6,1    | 5,3    | 4,4    |
| P/B (x) (*)           | 0,6    | 1,7    | 1,3    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Sản lượng vận chuyển tăng trưởng mạnh mẽ, giá cước vận chuyển cao hơn cùng với tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện sẽ dẫn đến LNST 6 tháng cuối năm 2021 tăng trưởng 285 tỷ đồng (+293% YoY) trước khi tăng 22% YoY vào năm 2022F.**

- Chúng tôi kỳ vọng khối lượng vận chuyển bằng đội tàu của HAH sẽ tăng 72% YoY / 13% YoY trong năm 2021F / 22F nhờ (1) khối lượng vận chuyển quốc tế tăng với sự hợp tác của NVOCC và Các nhà khai thác tuyến chính (MLO) để có nguồn hàng đảm bảo, (2) năng lực bổ sung từ HAIAN EAST, một trong hai tàu mới mua sẽ được triển khai vào thị trường vận tải container nội địa vào Quý 4 năm 2021, và (3) phục hồi năng suất của ngành.
- Kỳ vọng về giá cước: (1) Giá cước nội địa ổn định do biến động giá cước từng chặng nội địa không đồng nhất (2) giá cước quốc tế tăng theo xu hướng toàn cầu. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng trong năm 2021F sẽ thấp hơn do tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng và thiếu hụt container sẽ thuyên giảm và giá cước toàn cầu sẽ hạ nhiệt.
- Tính kinh tế cao hơn về quy mô từ khối lượng vận chuyển tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận thuận lợi của việc thuê tàu, sẽ mở rộng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng vận tải biển lên 1.900bps/200 bps trong năm 2021F/22F.

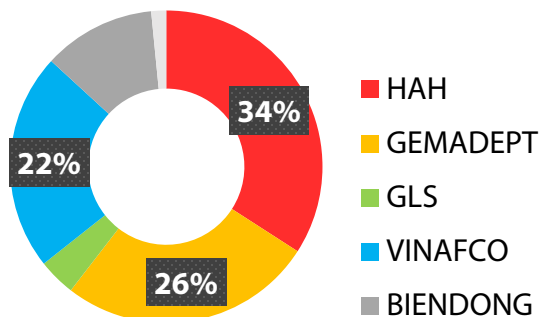
**Sở hữu đội tàu container có tải trọng lớn nhất, cùng với tuyến vận tải nội địa rộng khắp và mô hình kinh doanh tích hợp cảng và kho bãi giúp HAH đảm dẫn đầu năng lực vận tải, duy trì sản lượng vận tải cao, từ đó đảm bảo lợi nhuận.**

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

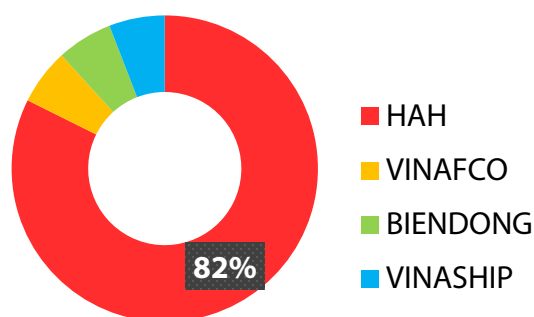
- Biến động giá dầu và giá cước vận tải so với dự kiến
- Sai khác về thời gian cho thuê tàu so với giả định

Hình 1: Các tuyến nội địa của HAH và thị phần tương ứng

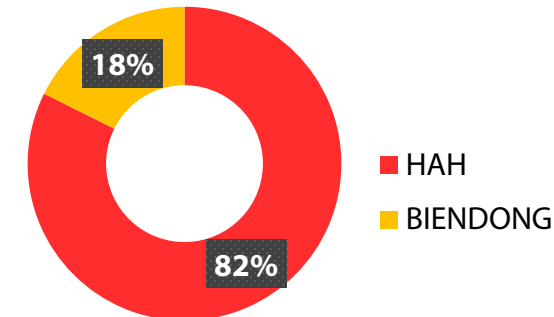
HP-DN-HCM-HP



HP-DN-HP



HP-CM-DN-HP



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, CTCK Rồng Việt

### HAH đang dẫn đầu thị trường vận tải container

- Đội tàu container của HAH đã chiếm 22% trong tổng số 36 tàu container của Việt Nam, với tổng công suất gần 11.000 TEUs.
- HAH có mặt rộng khắp các tuyến từ Hải Phòng, Đà Nẵng, Cái Mép, đến Hồ Chí Minh và thống lĩnh thị trường về số lượng cảng cập bến với tần suất chuyển nội địa trung bình của đội tàu hiện là bốn chuyến/tuần. Bên cạnh đó, HAH thực hiện các dịch vụ trung chuyển quốc tế cho các MLO như HLL, ONE, OOCL trên các tuyến nội Á (HP-HK-HP, HCM-SGP-HCM) với tần suất hai chuyến/tuần.

Cảng Hải An hiện đang được huy động cho đội tàu của HAH và các SM lines, vốn là hàng tàu HAH làm đại lý từ 2017.

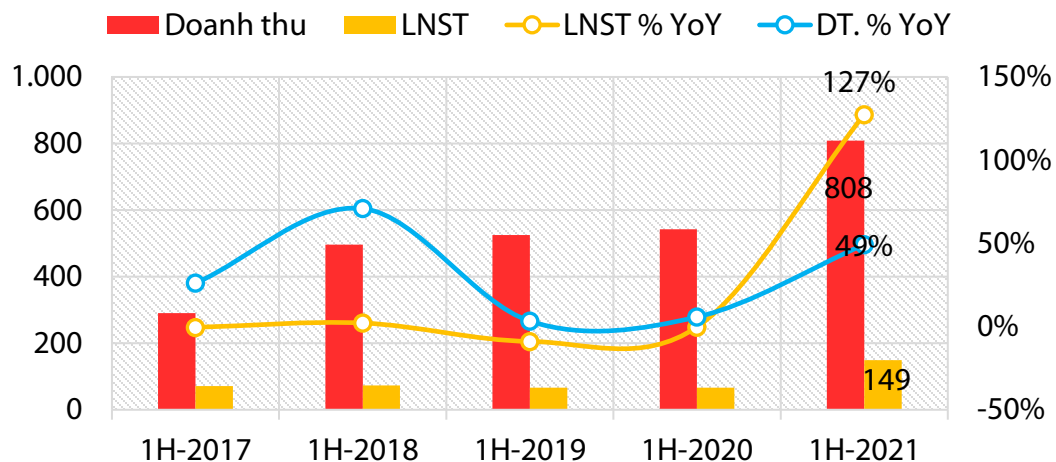
Bảng 1: Đội tàu container của HAH

| STT. | Tên tàu    | Năm mua | Công suất (TEUs) | Mục đích sử dụng       |
|------|------------|---------|------------------|------------------------|
| 1    | HAIAN PARK | 2014    | 787              | Vận tải                |
| 2    | HAIAN TIME | 2015    | 1.032            | Vận tải                |
| 3    | HAIAN BELL | 2017    | 1.200            | Vận tải                |
| 4    | HAIAN LINK | 2018    | 1.060            | Thuê tàu định hạn (TC) |
| 5    | HAIAN MIND | 2019    | 1.794            | Vận tải                |
| 6    | HAIAN VIEW | 2020    | 1.577            | Vận tải                |
| 7    | HAIAN WEST | 2021    | 1.740            | Vận tải                |
| 8    | HAIAN EAST | 2021    | 1.702            | Vận tải/TC             |
| Tổng |            |         | 10.892           |                        |

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt



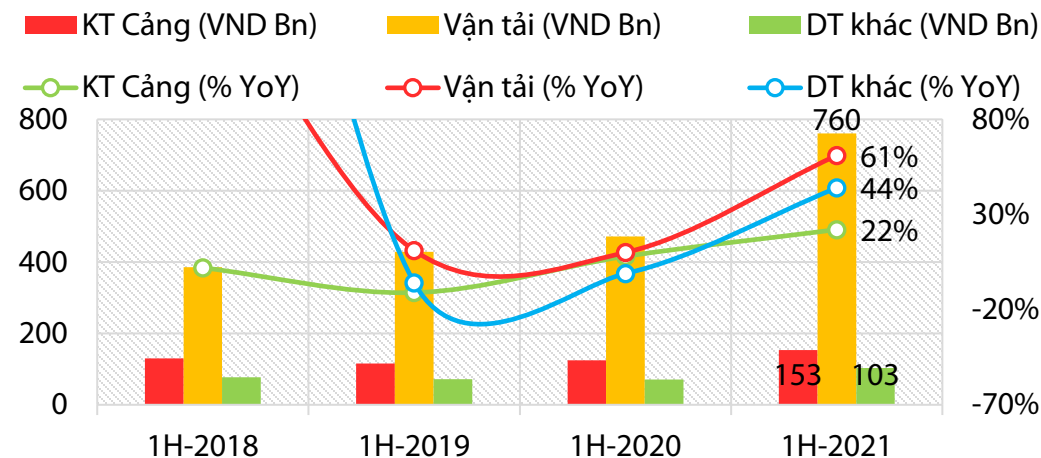
Hình 2: KQKD (tỷ đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

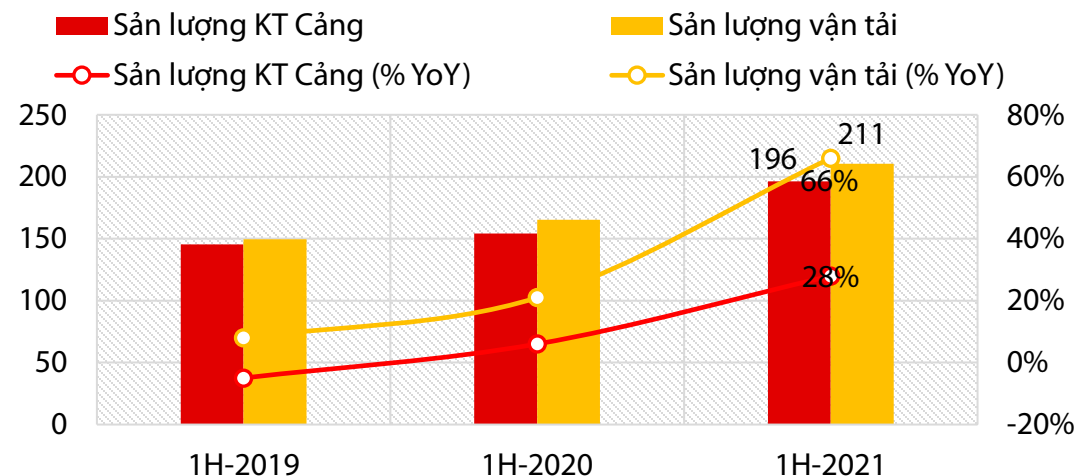
- Khối lượng vận chuyển tăng mạnh do có thêm tàu và phát triển nhanh chóng cơ sở khách hàng, giá cước cao hơn và quan trọng hơn là cho thuê thêm một tàu, dẫn đến lợi nhuận vận tải vững chắc trong 6 tháng đầu năm 2021.
- Cảng Hải An có sản lượng hàng thông qua tăng 28% YoY, phần lớn trong số đó là từ đội tàu của HAH (86% trong 6 tháng đầu năm 2021).

Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh (\*)



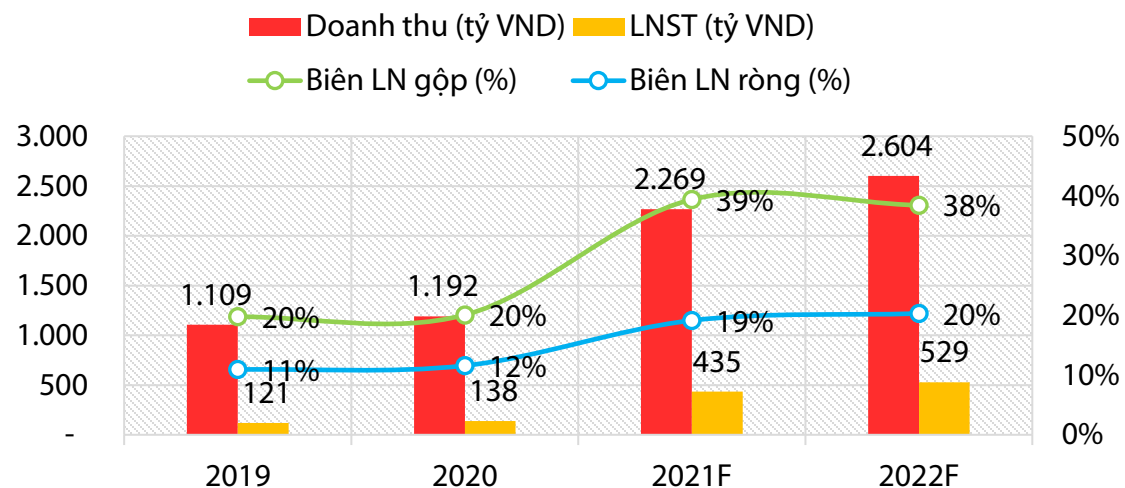
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt, \*doanh thu trước khi trừ giao dịch nội bộ

Hình 4: Sản lượng khai thác cảng và vận tải



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

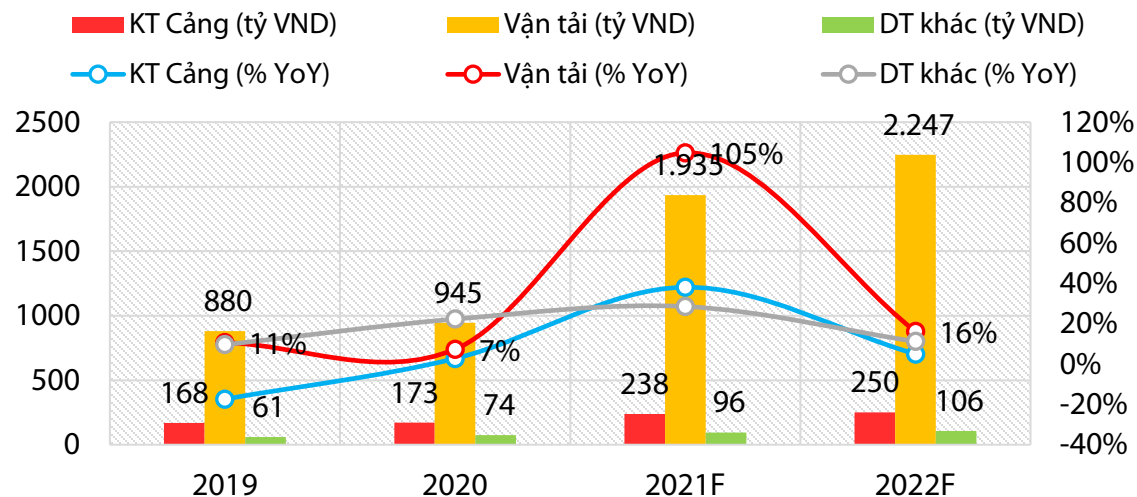
Hình 5: Doanh thu ước tính và LN ròng (tỷ đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

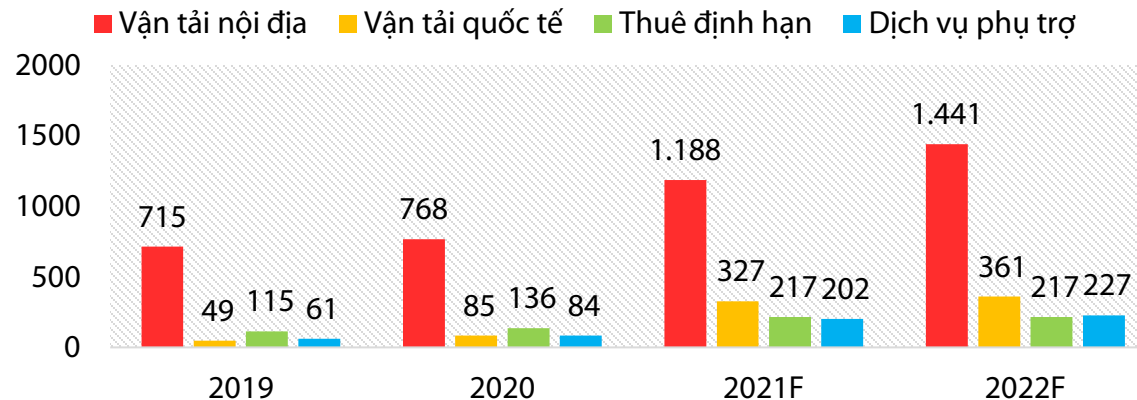
- **LNST dự kiến tăng 214% YoY/22% YoY trong năm 2021F/22F** chủ yếu nhờ vào mảng vận tải container với (1) lượng container vận chuyển tăng 72% YoY / 13% YoY và (2) duy trì mức cước cao.
- **Chúng tôi kỳ vọng hoạt động khai thác cảng của HAH sẽ ổn định** vì cảng đã đạt tối đa công suất thiết kế và không có khả năng đón thêm các hãng tàu quốc tế mới.
- **Doanh thu khác:** Dịch vụ CFS và Depot, mới bắt đầu hoạt động vào năm 2020, sẽ mang lại bước nhảy vọt vào năm 2021F từ mức cơ sở thấp của năm ngoái và tăng trưởng trong tương lai nhờ có nhiều nguồn hàng cam kết hơn.

Hình 6: Cơ cấu doanh thu



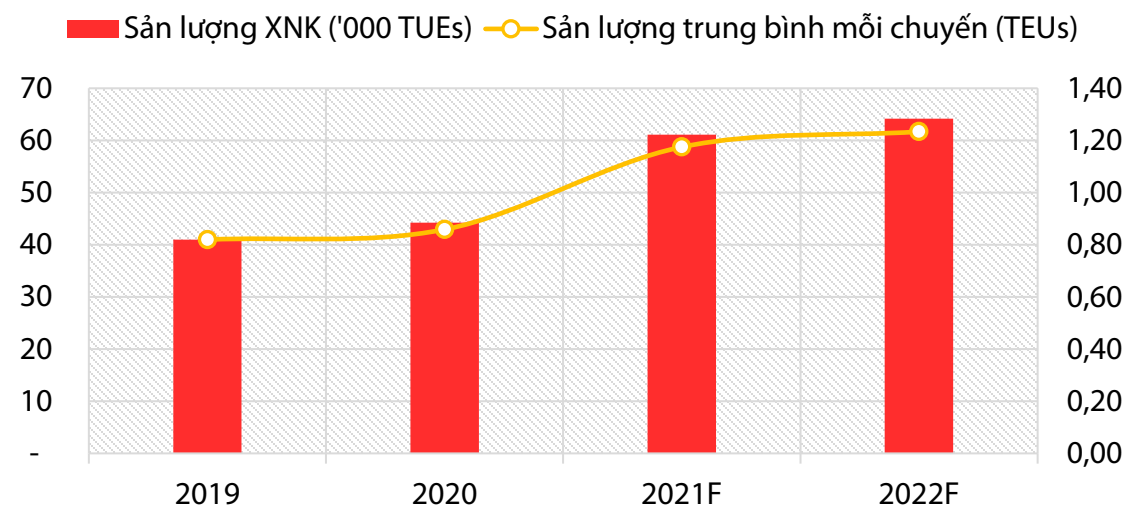
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Cơ cấu doanh thu vận tải (tỷ đồng)



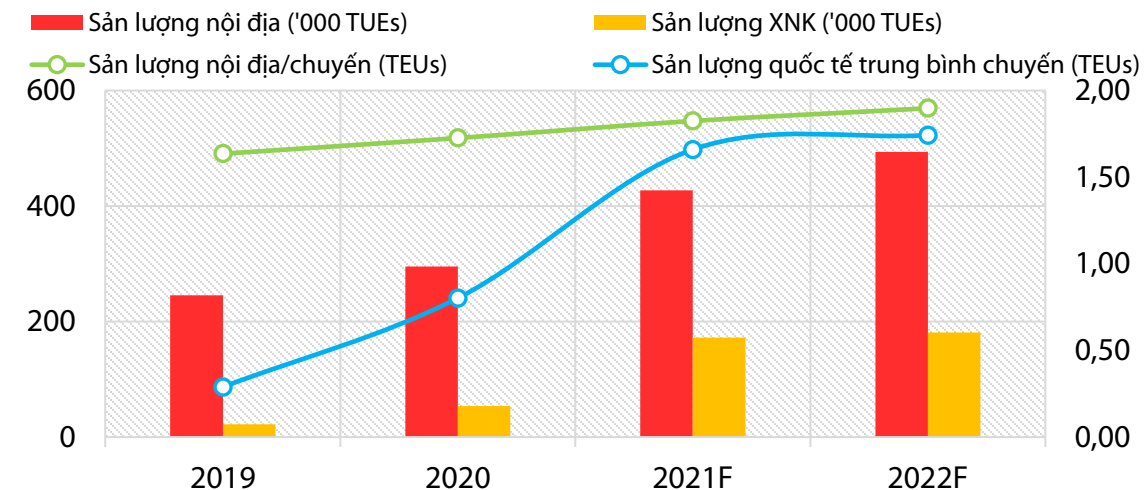
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Dự phóng thông lượng cảng



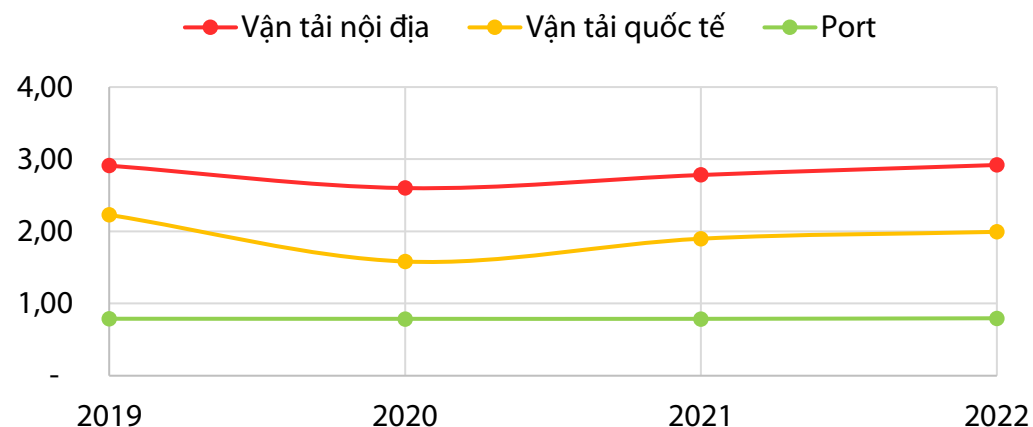
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Dự phóng sản lượng vận tải



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Giá trung bình mỗi TEU (triệu đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

MUA: 21%

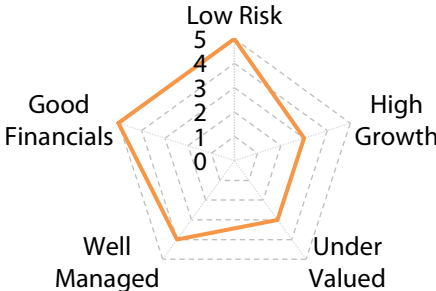
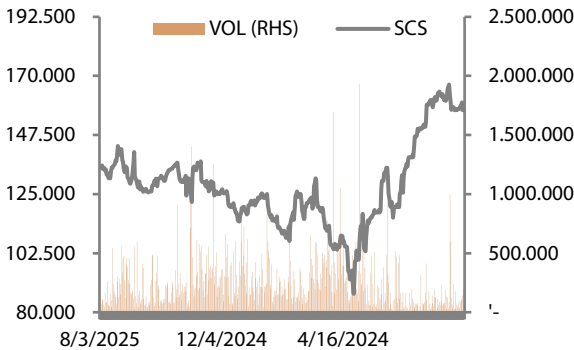
<GTT: 135.100>

<GMT: 155.600>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A2021F2022F



|                             |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| Ngành                       |                   |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 6,896.3           |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 50.7              |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 23.8              |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 3.2               |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 22.7              |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 108,400 - 143,300 |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 693    | 803    | 896    |
| LNST                  | 464    | 567    | 647    |
| ROA (%)               | 42,4%  | 53,6%  | 52,9%  |
| ROE (%)               | 45,7%  | 51,2%  | 50,7%  |
| EPS (VND)             | 9.221  | 9.719  | 11.139 |
| GTSS (VND)            | 20.016 | 21.837 | 25.126 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 8.000  | 8.000  | 8.000  |
| P/E (x) (*)           | 13,5   | 15     | 13,1   |
| P/B (x) (*)           | 6,2    | 6,2    | 5,4    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Triển vọng thuận lợi của dòng chảy thương mại ở Việt Nam và cơ cấu hóa hàng hóa đa dạng sẽ là nền tảng tăng trưởng dài hạn cho hàng hóa quốc tế của SCS.** Các hoạt động thương mại sẽ tăng tốc trong tương lai gần nhờ sự phục hồi của các đối tác thương mại chính của Việt Nam sau khi triển khai tiêm vắc xin trên diện rộng.

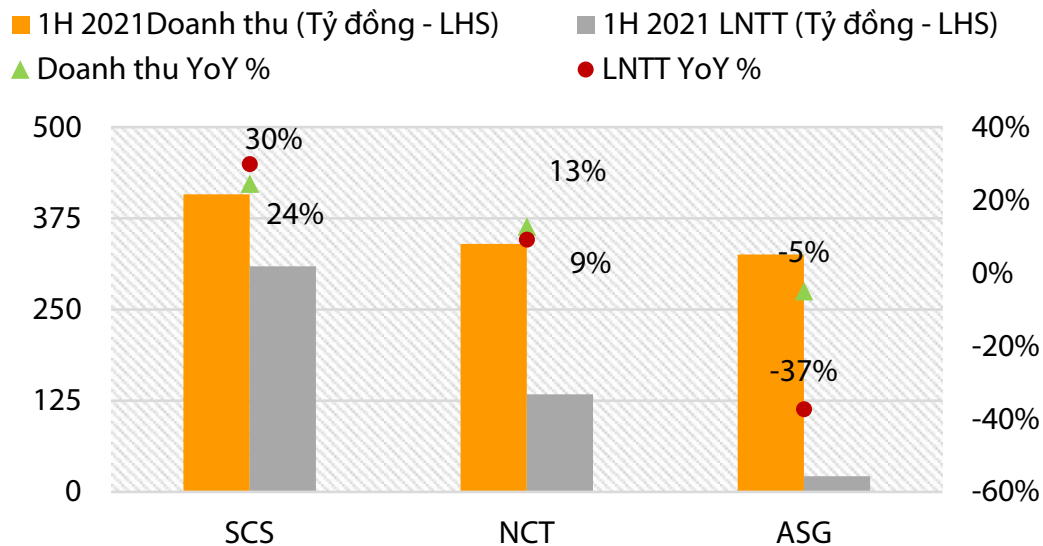
**Giá cước container tăng đột biến giúp vận tải hàng không trở nên tương đối hấp dẫn hơn.** Các liên minh vận tải container đã tận dụng lợi thế của sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu (tắc nghẽn cảng biển nghiêm trọng ở Trung Quốc, thiếu hụt container rỗng toàn cầu) để tăng đáng kể giá cước vận tải biển. Do đó, giá cước vận chuyển hàng không/kg tính đến T6 2021, mặc dù cao hơn 80% so với trước đại dịch, vẫn tương đối cạnh tranh với giá cước vận tải biển, chỉ cao hơn 5 lần so với vận chuyển container (so với mức trung bình trước đây khoảng 10x). Hơn nữa, cung tải từ máy bay chở khách tăng lên trong thời gian tới nhiều khả năng làm giảm giá cước vận tải hàng hóa hàng không.

**Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng 2021F/22F sẽ tăng 22% YoY/14% YoY nhờ sản lượng hàng hóa quốc tế tăng 10% YoY/10% YoY so với cùng kỳ.** Với vị thế là một trong hai nhà vận hành nhà ga hàng hóa hàng không duy nhất tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất, khả năng đối thủ mới gia nhập thị trường là không có, và tăng trưởng lợi nhuận sẽ ổn định trong dài hạn với tốc độ tăng trưởng kép 5 năm là 14% trong giai đoạn 2020-25, chúng tôi cho rằng mức P/E 13,1x của năm 2022F là khá hấp dẫn.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

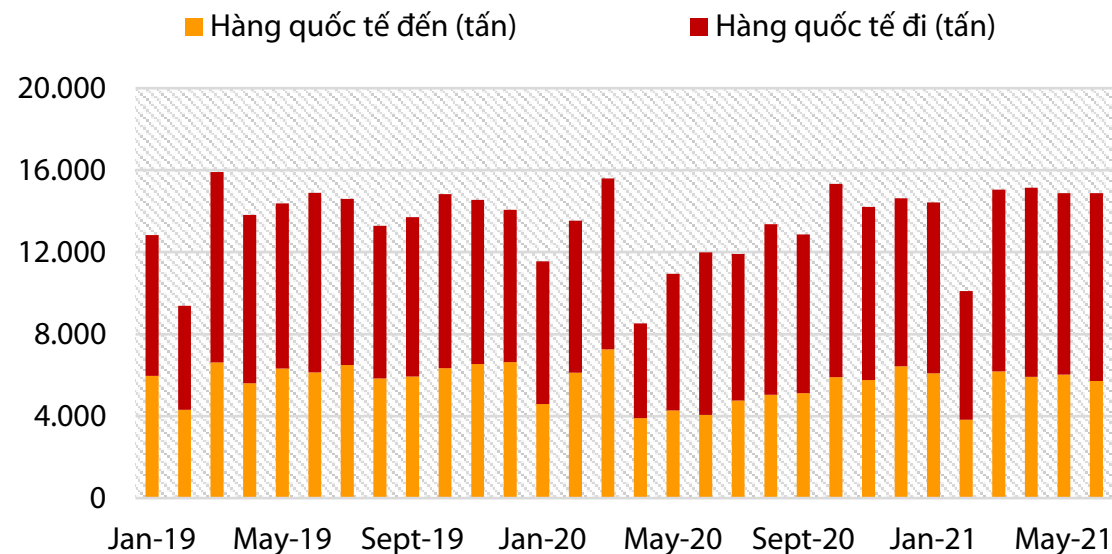
- Rủi ro dài hạn: không thành công trong việc tham gia cung cấp dịch vụ ga hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Long Thành - được xem là trung tâm hàng không quốc tế ở miền Nam Việt Nam từ năm 2025 trở đi.

Hình 1: KQKD 6T 2021 so sánh doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Báo cáo công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng hàng tháng nhanh chóng quay về mức trước dịch



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

**Kết quả kinh doanh của SCS vượt trội so với các công ty cùng ngành trong 6T 2021.** Thông lượng hàng hóa quốc tế của SCS đạt 84,4 nghìn tấn trong 6T 2021, tăng 17% YoY và thậm chí cao hơn 4% so với 6T 2019. Chúng tôi tin rằng sản lượng hàng hóa này cao hơn so với các đối thủ ở miền Bắc, như NCT và ASG, khi SCS có tốc độ tăng trưởng doanh thu vượt trội hơn hẳn. Đáng chú ý, giá dịch vụ bình quân của SCS tăng 3,5% YoY do nâng giá dịch vụ kể từ đầu năm 2021.

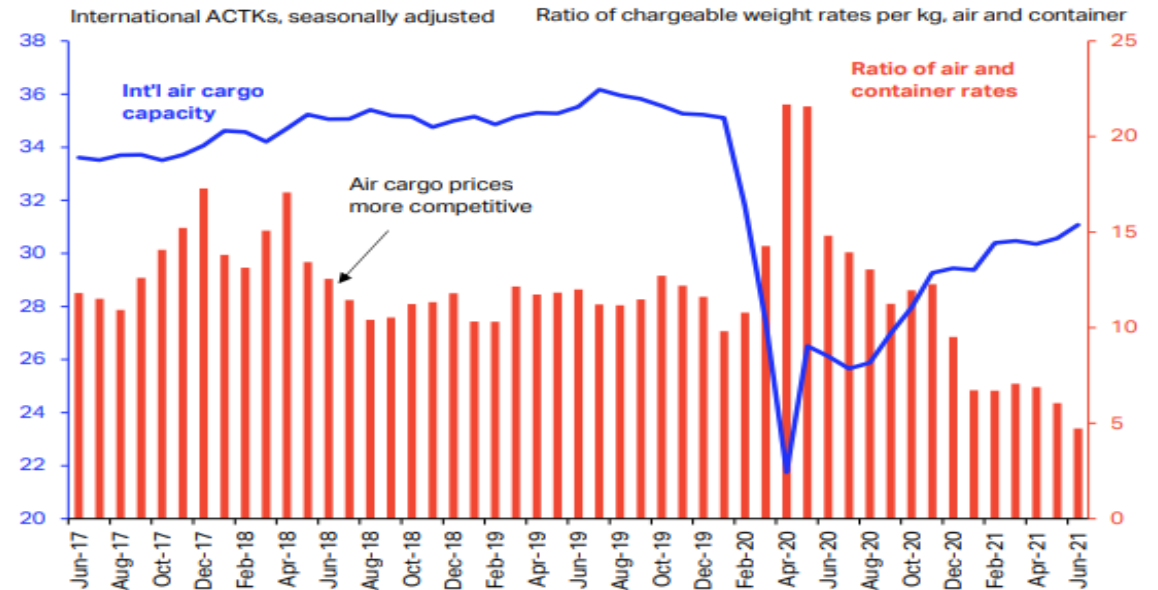
**Sản lượng hàng hóa quốc tế duy trì ở mức ổn định khoảng 15 nghìn tấn/tháng nhờ bối cảnh dòng chảy thương mại thuận lợi trong 1H 2021.** Trong đó, khối lượng vận chuyển hàng hoá quốc tế đến/đi đạt tỷ lệ 40%/60%.

Hình 3: Số đơn xuất khẩu tại các nền kinh tế lớn đang phục hồi tốt



Nguồn: IATA, Markit, Refinitiv Datastream

Hình 4: Cước hàng hóa hàng không đã trở nên rẻ hơn tương đối so với vận tải biển

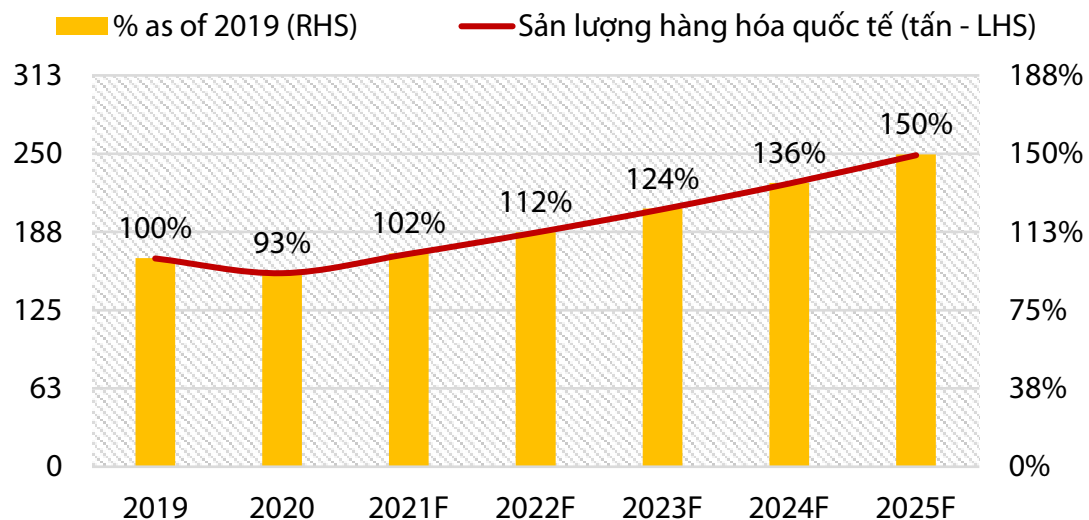


Nguồn: Boeing, IATA CargoIS, Freightos Baltic Index

**PMIs cho thấy lưu lượng hàng hóa đường hàng không sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong ngắn hạn.** Cấu phần đơn hàng xuất khẩu mới trong chỉ số PMIs, vốn có mối tương quan chặt chẽ với tăng trưởng lưu lượng hàng hóa hàng không, đều ở mức tích cực ở hầu hết các nền kinh tế chủ chốt.

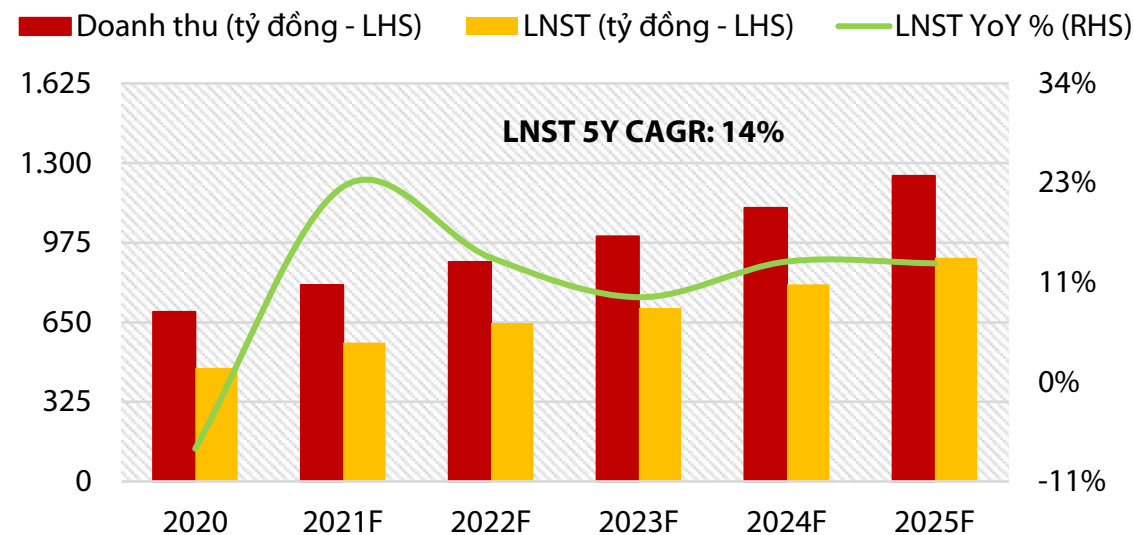
**Tỷ lệ giá cước hàng không so với giá cước container tiếp tục giảm trong T6 2021, củng cố lợi thế về tốc độ của vận tải hàng không.** Tình trạng ùn tắc của các cảng container lớn trên thế giới, và thiếu container rỗng đang khiến giá cước vận chuyển container tăng vọt. Do đó, tính tương quan giữa giá cước hàng không – vốn cao hơn 80% so với giai đoạn trước đại dịch trong T6 2021 – và giá cước container đã giảm mạnh. Với xu hướng các hãng hàng không tái vận hành đội bay vận chuyển hàng khách nhiều hơn, cung tải dự kiến cũng sẽ tăng trở lại và đẩy giá cước vận tải hàng hóa hàng không tiếp tục giảm.

**Hình 5: Dự phóng sản lượng hàng hóa quốc tế**



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Dự phóng KQKD**



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa quốc tế, nguồn thu nhập chính của SCS, sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 10% trong giai đoạn 2021F-25F nhờ dòng chảy thương mại thuận lợi được hỗ trợ bởi sự hội nhập ngày càng sâu rộng của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Ngoài ra, cơ cấu hàng hóa đa dạng của thị trường hàng hóa hàng không phía Nam, so với việc tập trung vào nhóm hàng điện tử của khu vực phía Bắc, cũng góp phần làm ổn định tăng trưởng dài hạn của sản lượng hàng hóa. Nhờ đó, chúng tôi dự báo LNST sẽ có tốc độ tăng trưởng kép tốt với mức 14% trong giai đoạn 2021F-25F.





# NGÀNH THỦY SẢN

XUẤT KHẨU ĐANG DẦN PHỤC HỒI



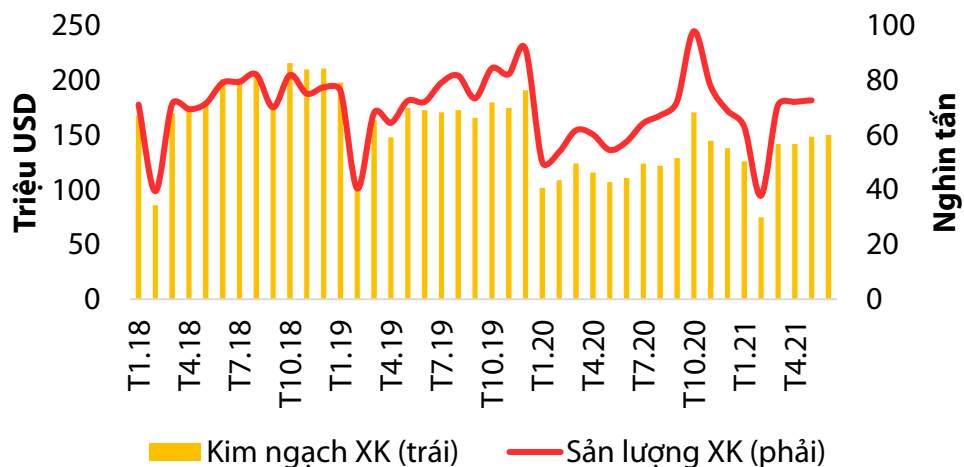
Nguyễn Hồng Loan – [loan.nh@vdsc.com.vn](mailto:loan.nh@vdsc.com.vn)



### Thị trường Mỹ dẫn đầu đà tăng trưởng xuất khẩu cá tra

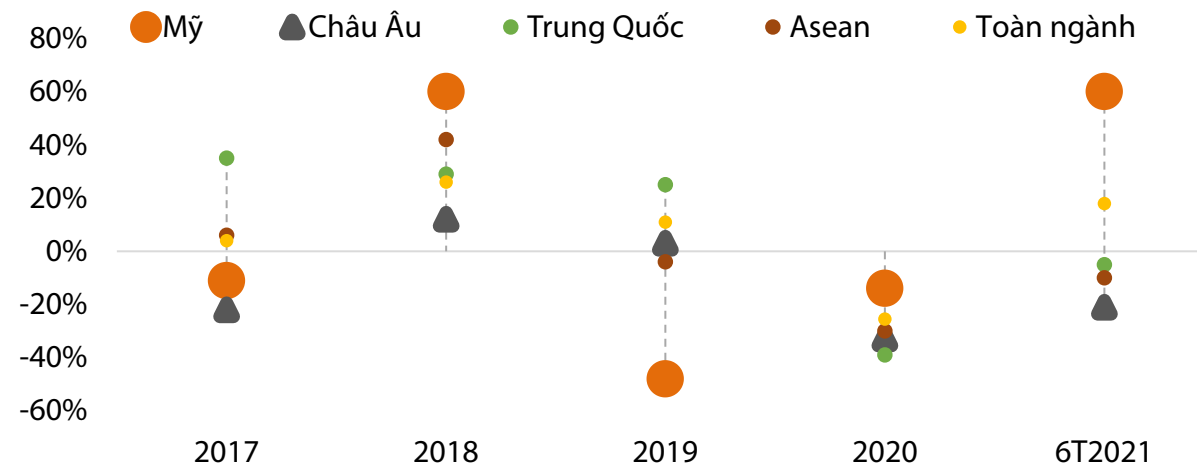
- Trong 6T2021, kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam tăng 18% YoY đạt 788 triệu USD, nhờ nhu cầu dịch vụ ăn uống của Mỹ phục hồi sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Theo Bộ Công Thương, sản lượng xuất khẩu đã trở lại mức trước đại dịch COVID, tăng 19% YoY trong khi giá bán trung bình giảm nhẹ 2% YoY.
- Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ tăng vọt 58% YoY đạt 169 triệu USD trong 6T2021. Ngược lại, thị trường EU và Trung Quốc lần lượt ghi nhận 58 triệu USD (-18% YoY) và 207 triệu USD (-0,7% YoY). Xuất khẩu sang EU giảm mạnh trong 6T2021 do nhu cầu tiêu thụ cá thịt trắng thấp trong bối cảnh dịch vụ ăn uống phục hồi chậm (nhập khẩu cá trắng của EU trong 6T2021 giảm 17% YoY). Xuất khẩu sang Trung Quốc phải đối mặt với các yêu cầu kiểm soát và kiểm tra chặt chẽ hơn liên quan đến COVID-19 đối với nhập khẩu thực phẩm đông lạnh. Các thị trường nhỏ (Mexico, Brazil, Thái Lan, Columbia, Nga) chiếm 2,5-4% kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng hai con số trong nửa đầu năm 2021.

**Hình 1: Kim ngạch và sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tăng trưởng kim ngạch XK cá tra Việt Nam theo thị trường (YoY)**

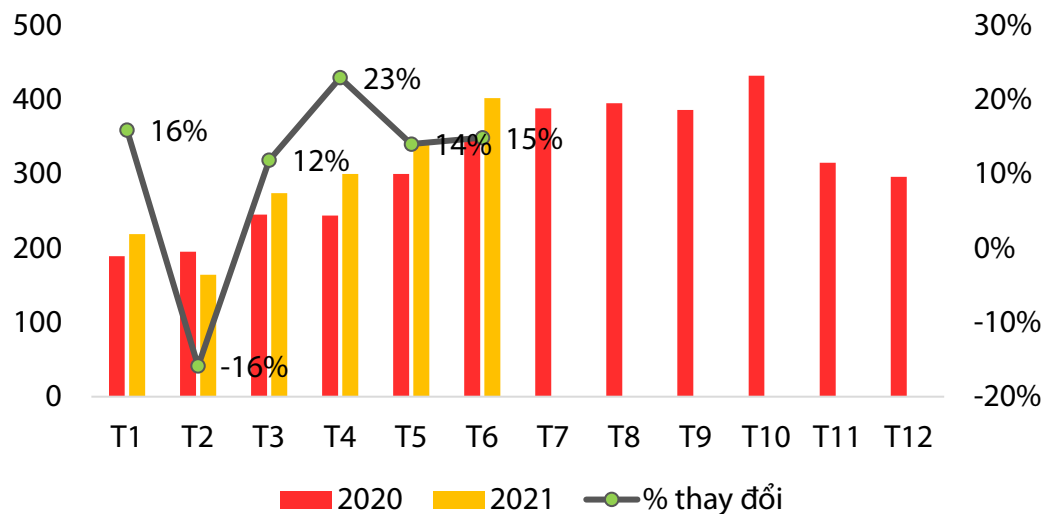


Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

## Xuất khẩu tôm duy trì đà tăng

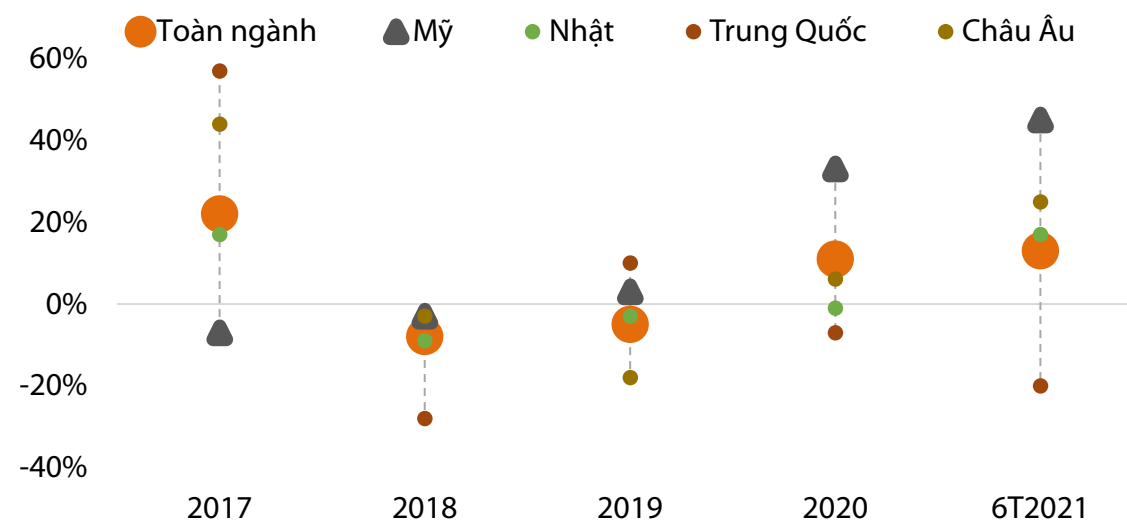
- Theo VASEP, kim ngạch xuất khẩu tôm 6T2021 ghi nhận 1,7 tỷ USD, tăng 13% YoY.
- Kim ngạch xuất khẩu tôm tại thị trường Mỹ trong 6T2021 tăng mạnh 36% YoY đạt 449 triệu USD nhờ sự phục hồi ở cả kênh bán lẻ và dịch vụ ăn uống. Thị trường châu Âu và Nhật Bản cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực, tăng lần lượt 27% và 5% YoY. Ở chiều ngược lại, xuất khẩu tôm sang Trung Quốc chứng kiến mức giảm 20% YoY do những yêu cầu kiểm tra nghiêm ngặt liên quan đến COVID-19 đối với thủy sản đông lạnh.

**Hình 3: Kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam (triệu USD)**



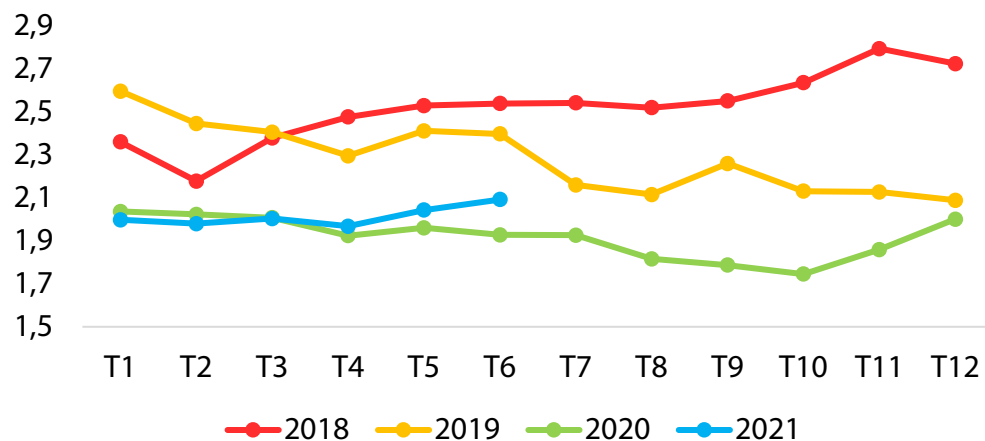
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu tôm theo thị trường (YoY)**



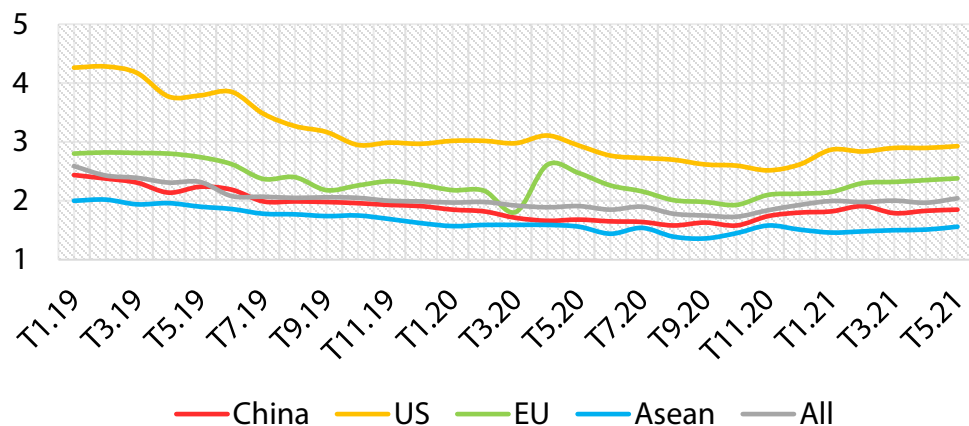
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá xuất khẩu bình quân cá tra Việt Nam (USD/kg)



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá bán TB cá tra Việt Nam theo thị trường (USD/kg)



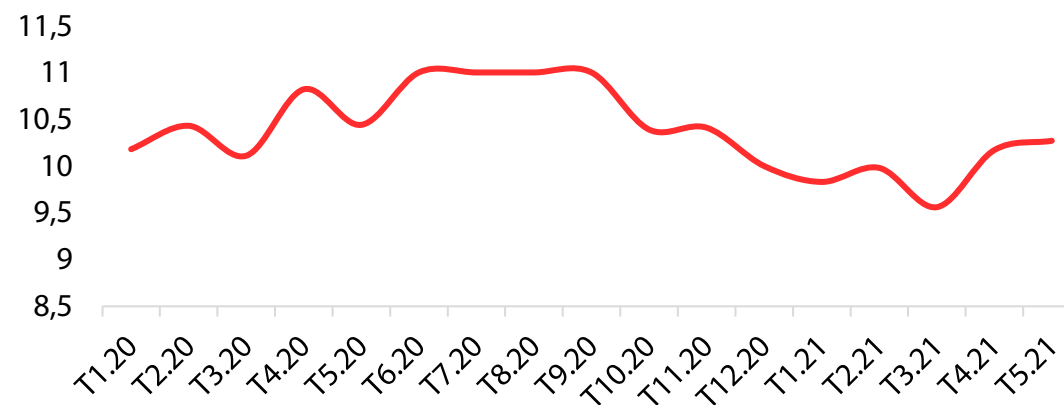
Nguồn: ITC, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

### Giá bán đang chịu áp lực

Giá bán trung bình cá tra phi lê (ASP) 6T2021 đạt 2,0 USD/kg, nhích nhẹ 2% YoY. Mặc dù sản lượng xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ, ASP vẫn chưa đạt được mức trước dịch do ngân sách tiêu dùng hạn chế trong bối cảnh tác động của COVID-19.

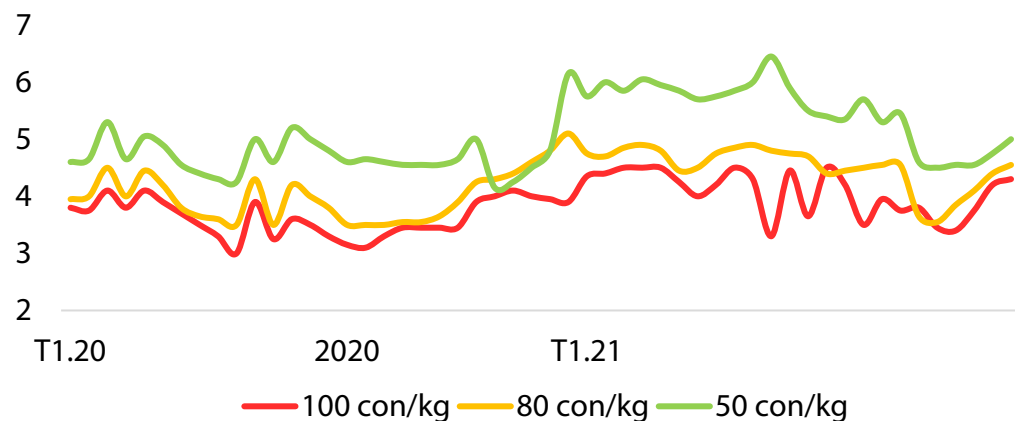
Tương tự, giá bán trung bình tôm cũng thấp hơn mức trung bình năm 2020 do nguồn cung tôm dồi dào ở Đồng bằng sông Cửu Long và giá xuất khẩu thấp của các nước khác trong bối cảnh COVID-19.

Hình 7: Giá bán trung bình tôm Việt Nam tại Mỹ (USD/kg)



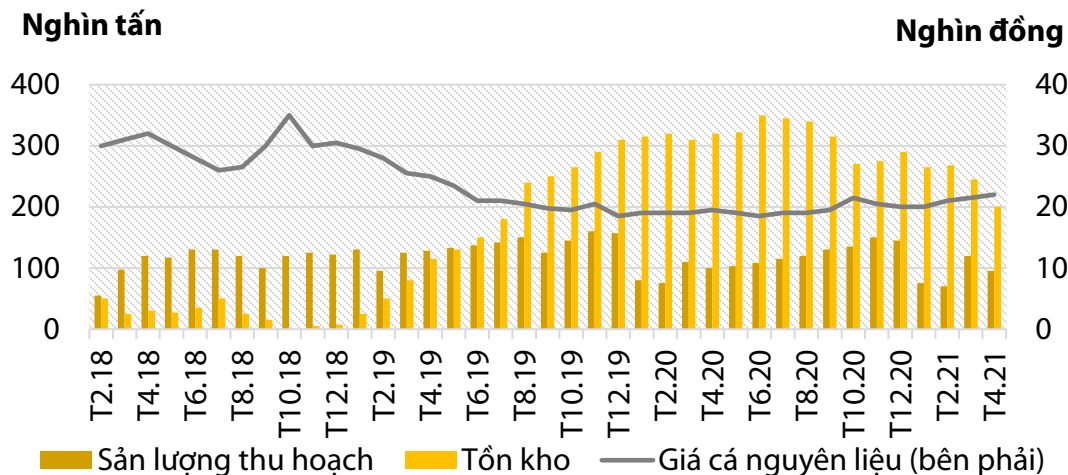
Nguồn: Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Giá tôm nguyên liệu (USD/kg)**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Sản lượng nuôi, tồn kho và giá cá tra nguyên liệu**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

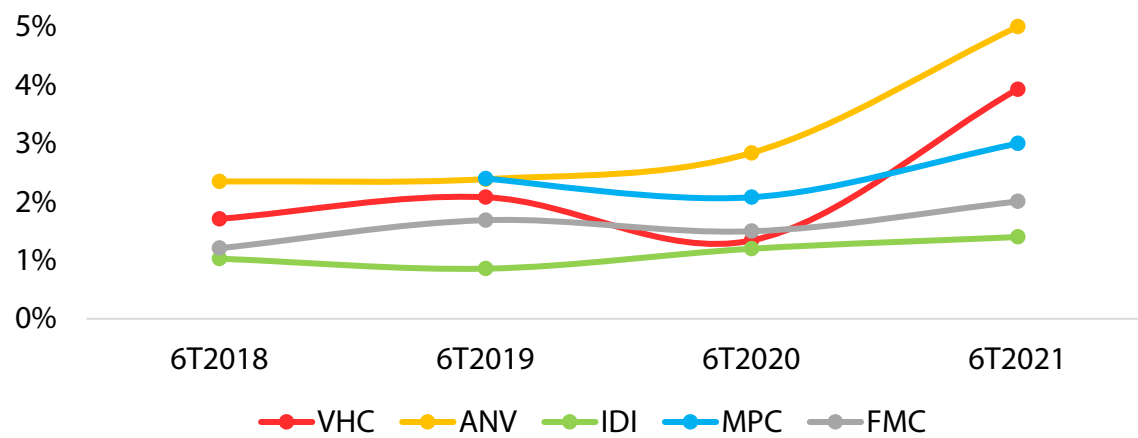
## Giá bán cá tra nguyên liệu tăng, nguyên nhân do:

- Nguồn cung cá tra của Việt Nam tăng chậm so với nhu cầu hồi phục.
- Giá thức ăn chăn nuôi tăng cao do giá hàng hóa tăng (đậu nành, bắp) tiếp tục thu hẹp diện tích canh tác mới, dẫn đến nguồn cung nguyên liệu bị thu hẹp.

## Chi phí logistics là điểm nghẽn trong phục hồi lợi nhuận

Theo VASEP, chi phí logistics của các công ty thủy sản đã tăng 5-7 lần, đặt áp lực lên biên lợi nhuận. Theo AgroMonitor, các nhà xuất khẩu thủy sản Việt Nam đến Mỹ đã tăng hợp đồng theo điều khoản CFR (chiếm 75% của tổng kim ngạch xuất khẩu) thay vì chủ yếu là FOB như thường lệ.

**Hình 10: Chi phí logistics/doanh thu của các công ty thủy sản**



Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt



**Bảng 1: Xu hướng giá cá thịt trắng toàn cầu, 03/2020 & 03/2021**

| Giống          | Nguồn    | Sản phẩm       | 2020 | 2021 | %thay đổi |
|----------------|----------|----------------|------|------|-----------|
| Alaska Pollock | Mỹ       | Frozen fillets | 3,08 | 2,88 | -7%       |
| Atlantic Cod   | Na Uy    | Fresh Whole    | 3,69 | 3,08 | -17%      |
| Pacific Cod    | Nga      | Frozen Whole   | 2,22 | 2,22 | 0%        |
| Tilapia        | TQ       | Frozen fillets | 2,57 | 2,64 | 3%        |
| Pangasius      | Việt Nam | Frozen fillets | 1,58 | 1,65 | 4%        |

\*Tất cả giá tính theo EUR/kg

Nguồn: Kontali, NASF, CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: Triển vọng xuất khẩu trong 2H 2021 của các công ty thủy sản theo thị trường**

|     | Mỹ | EU | Trung Quốc | Nhật Bản | ASEAN |
|-----|----|----|------------|----------|-------|
| VHC | X  | X  | X          |          |       |
| ANV |    | X  | X          |          | X     |
| MPC | X  | X  |            | X        |       |
| FMC | X  | X  |            | X        |       |

X: doanh thu xuất khẩu  $\geq$  10% doanh thu của công ty

Nguồn: CTCK Rồng Việt



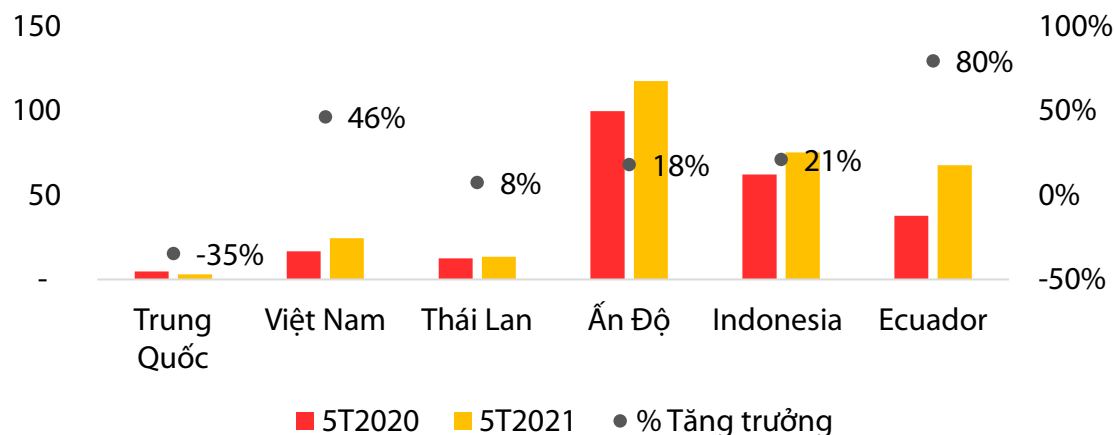
### Thị trường Mỹ duy trì điểm sáng

- Mỹ:** Mặc dù các ca nhiễm COVID mới gia tăng có thể làm giảm nhu cầu dịch vụ ăn uống, chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng Mỹ sẽ tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng xuất khẩu thủy sản trong nửa cuối năm 2021 do việc triển khai tiêm vắc xin thành công. Ngoài ra, giá bán cá tra sang thị trường Mỹ đang phục hồi mạnh.
- Trung Quốc:** Kiểm tra chặt chẽ hơn liên quan đến COVID-19 của Trung Quốc đối với nhập khẩu thực phẩm đông lạnh sẽ làm trì hoãn xuất khẩu thủy sản. Chúng tôi lo ngại rằng vấn đề này sẽ tiếp tục diễn ra trong nửa cuối năm 2021 do các đợt bùng phát COVID nghiêm trọng mới.
- Châu Âu:** Giá bán trung bình cá tra thấp do xuất khẩu cá tra của Việt Nam phải cạnh tranh gay gắt với nhiều loại sản phẩm cá thịt trắng đang giảm giá. Theo Kontali, sản lượng cá thịt trắng năm 2021 dự kiến đạt 13 triệu tấn, tăng 4% YoY trong khi nhập khẩu cá trắng của EU giảm 17% YoY trong 6T2021.

### Việc thực hiện phong tỏa ở Việt Nam tác động tiêu cực lên sản xuất và logistic trong nước

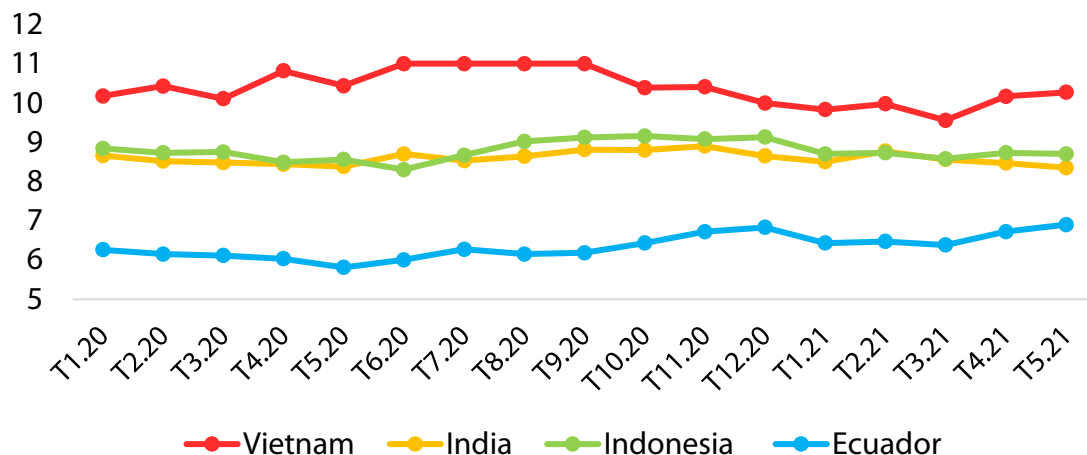
- Sự bùng phát COVID tại Việt Nam đã khiến nhiều nhà máy thủy sản bị ngừng hoạt động.
- Logistics trong nước được thắt chặt để kiểm soát COVID, gây ra chậm trễ trong các chuyến hàng.

Hình 11: Sản lượng xuất khẩu tôm sang Mỹ theo quốc gia (nghìn tấn)



Nguồn: NOAA, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Giá bán trung bình tại Mỹ (USD/kg)



Nguồn: NOAA, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

### Hưởng lợi từ khó khăn của các đối thủ cạnh tranh

- Bộ Thương mại Mỹ (DOC) vừa công bố kết quả thuế quan chống bán phá giá sơ bộ, theo đó tôm Ấn Độ sẽ bị đánh thuế ở mức kỷ lục 7,57%. Thuế chống bán phá giá này sẽ tạo điều kiện cho tôm Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh về giá bán.
- Nguồn cung tôm của Ấn Độ đã bị suy giảm bởi COVID-19, mở ra cơ hội cho tôm Việt Nam để thay thế sự thiếu hụt của Ấn Độ.

### Giá bán tăng nhanh hơn giá tôm nguyên liệu

Theo AgroMonitor, giá tôm nguyên liệu dự kiến sẽ đi ngang do sản lượng tôm dồi dào. Với sự thiếu hụt nguồn cung đối với tôm Ấn Độ, chúng tôi kỳ vọng giá bán tôm của Việt Nam và biên lợi nhuận của các nhà sản xuất sẽ tăng trong 6 tháng cuối năm năm 2021.

### Thay đổi hành vi của người tiêu dùng đối với các sản phẩm tôm chế biến

Per McKinsey, người tiêu dùng Mỹ và EU có xu hướng duy trì nấu ăn ở nhà nhiều hơn sau đại dịch, dẫn đến nhu cầu thực phẩm đóng gói và chế biến sẵn gia tăng. Tôm chế biến là lợi thế cạnh tranh của Việt Nam, từ đó hưởng lợi từ nhu cầu tăng lên. (Đọc báo cáo: [ở đây](#))

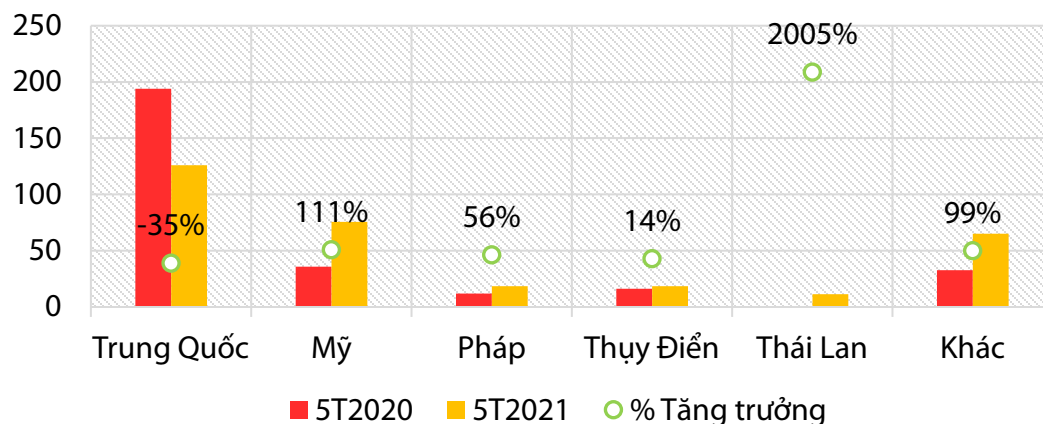


**Bảng 3: Kết quả cá tra POR16**

|                    | POR 13 | POR 14 | POR 15 | POR 16 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| VHC                | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| ANV                | 2,39   | 2,39   | 2,39   | 0,00   |
| Bien Dong          | 0,19   | 0,19   | 0,19   | 0,19   |
| Van Duc Tien Giang | 2,39   | 2,39   | 2,39   | 0,09   |
| NTSF               | 3,87   | 1,37   | 0,15   | 0,15   |
| Can Tho Seafood    | 2,39   | 2,39   | 0,15   | 0,15   |
| Nationwide         | 2,39   | 2,39   | 2,39   | 2,39   |

Nguồn: The Federal Register, CTCK Rông Việt

**Hình 13: Sản lượng xuất khẩu tôm của Ecuador (nghìn tấn)**



Nguồn: Camara Nacional de Acuicultura, VASEP, CTCK Rông Việt

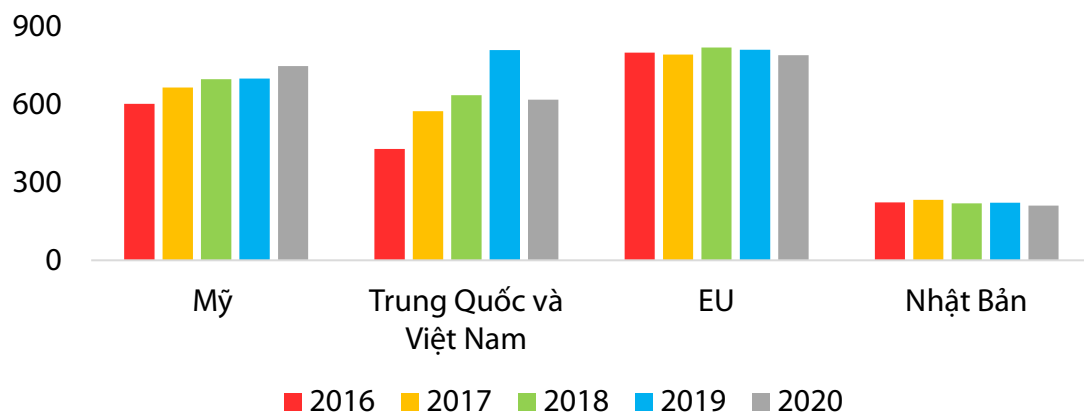
**Cá tra: Thuế chống bán phá giá làm tăng sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam**

- Theo kết quả POR16, VHC và ANV được áp dụng mức thuế chống bán phá giá là 0,00 USD/kg. Trong đó, mức miễn thuế của ANV được tham chiếu từ bị đơn bắt buộc - VHC mà không cần kiểm tra riêng lẻ. Đây là cơ hội lớn để ANV tái gia nhập thị trường Mỹ.
- Nếu các POR tiếp theo tiếp tục tạo điều kiện cho các nhà xuất khẩu khác của Việt Nam vào thị trường Hoa Kỳ, vị thế độc quyền của VHC và Biển Đông (chiếm ~ 90% thị phần) tại thị trường này sẽ bị đe dọa.

**Tôm: Tăng trưởng xuất khẩu sang Mỹ bị đe dọa bởi tôm của Ecuador**

- Do sự sụt giảm xuất khẩu sang Trung Quốc, các nhà xuất khẩu của Ecuador chuyển sang thị trường Hoa Kỳ. Trong 5T-2021, sản lượng xuất khẩu tôm của Ecuador sang Mỹ tăng vọt 111% YoY trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 35% YoY.
- Ecuador bắt đầu lấn sân sang tôm chế biến bằng cách xuất khẩu tôm nguyên con sang Thái Lan để chế biến lại. Với lợi thế giá rẻ, giá tôm chế biến lại thậm chí còn thấp hơn cả tôm của Thái Lan.

Hình 14: Nhập khẩu tôm của các thị trường lớn (nghìn tấn)



Nguồn: ITC, Hải quan Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Các dự án đầu tư của các công ty thủy sản

|     | Dự án                                                        | Năm  | Mục đích                                       |
|-----|--------------------------------------------------------------|------|------------------------------------------------|
| ANV | Vùng nuôi Bình Phú                                           | 2021 | Cải thiện chất lượng XK sang châu Âu và Mỹ     |
| VHC | Mở rộng nhà máy collagen & gelatin                           | 2020 | Mục tiêu trở thành doanh nghiệp F&B – sức khỏe |
|     | Khu nông – thủy sản công nghệ cao                            | 2023 |                                                |
| MPC | Các nhà máy chế biến và GTGT<br>Trại tôm công nghệ cao 2-N-4 | 2022 | Tăng công suất sản xuất                        |
| FMC | Mở rộng hồ nuôi tôm lên 370 ha                               | 2021 | Tăng tỷ lệ tự cung 30%                         |
|     | Xây dựng nhà máy chế biến mới                                | 2022 | Tăng công suất                                 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

### Tháo gỡ nút thắt chi phí logistic, lợi nhuận của các công ty thủy sản sẽ bật tăng trở lại

Chúng tôi kỳ vọng chi phí logistic có thể hạ nhiệt từ 4Q-FY21 để thúc đẩy sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ hơn của ngành thủy sản vào năm 2022.

### Nhiều dư địa xuất khẩu tôm sang Trung Quốc và Mỹ

- **Trung Quốc:** Dân số đông, văn hóa ẩm thực ăn hải sản, sản xuất trong nước giảm là những dấu hiệu cho thấy tiềm năng xuất khẩu của Việt Nam.
- **Hoa Kỳ:** Sự phổ biến của dịch vụ thực phẩm Hoa Kỳ, ưa thích các sản phẩm tôm chế biến và sản phẩm giá trị gia tăng.

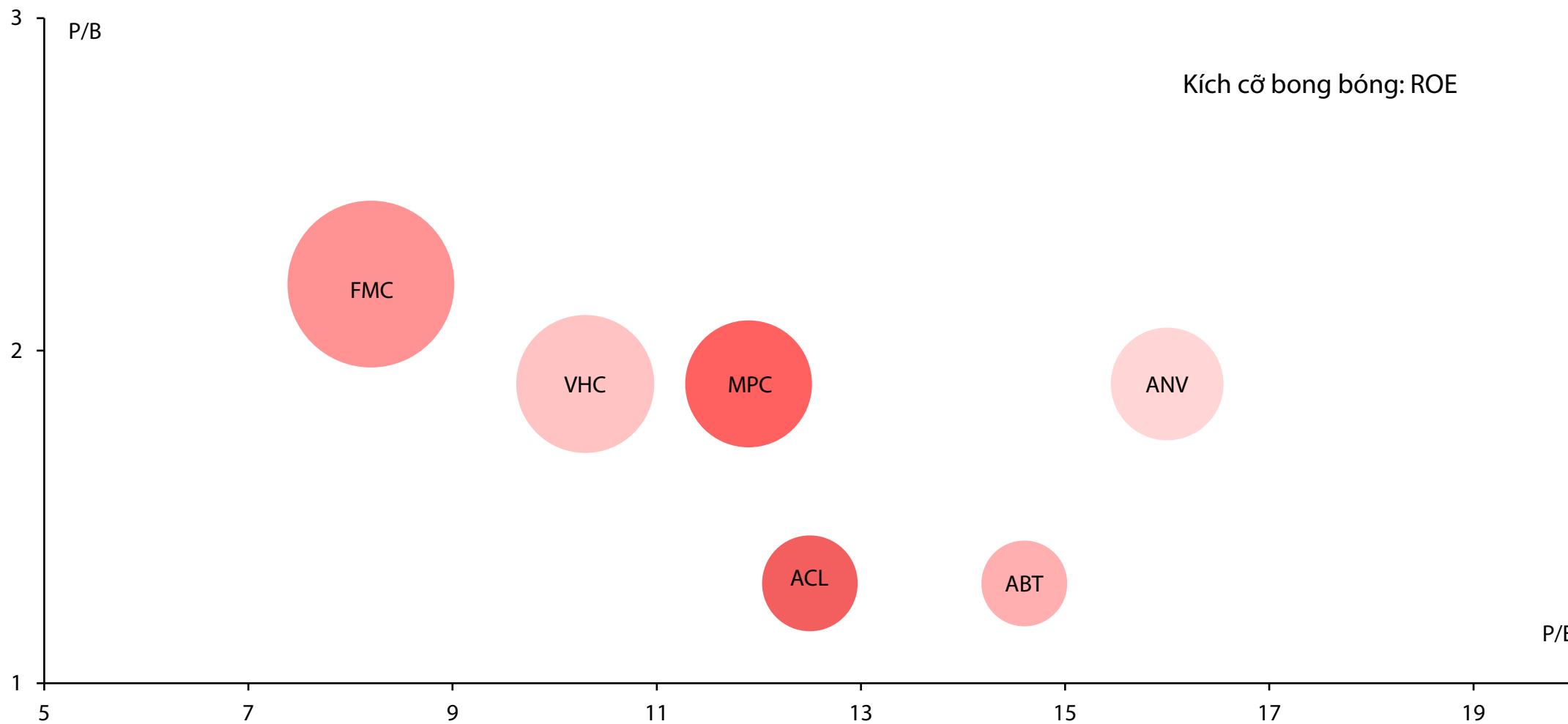
### Dư địa dồi dào để hưởng lợi từ EVFTA

- Thuế cá tra chế biến sẽ giảm từ 7% xuống 0% trong vòng 8 năm. Thuế tôm nguyên liệu sẽ giảm ngay từ 4,2% xuống 0%.
- Hưởng lợi từ cá tra nguyên liệu và tôm chế biến có thể không đáng kể.

### Đẩy nhanh các dự án đầu tư để nắm bắt cơ hội sau đại dịch

| Mã CP      | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>ACL</b> | 571               | N/A                | 5,80                          | 2,54                       | 11,42           | 4,41                  | 24,19                    | 4,02             | 2,87    | 6,54    | 0,00                | 12,51              | 0,80               |
| <b>ANV</b> | 3.432             | N/A                | -16,10                        | -29,75                     | 10,26           | 6,13                  | -49,77                   | 6,07             | 4,49    | 8,98    | 3,70                | 16,04              | 1,42               |
| <b>FMC</b> | 2.166             | 40.500             | 35,26                         | -26,87                     | 4,36            | 5,11                  | 7,33                     | 4,97             | 11,49   | 19,69   | 6,80                | 8,22               | 1,66               |
| <b>VHC</b> | 7.387             | 45.000             | 7,18                          | -8,20                      | 12,10           | 10,57                 | -13,08                   | 9,15             | 9,80    | 13,49   | 4,93                | 10,26              | 1,36               |
| <b>ABT</b> | 313               | N/A                | -5,56                         | 124,12                     | 5,03            | 7,55                  | -33,23                   | 7,45             | 4,00    | 5,19    | 3,70                | 14,55              | 0,75               |

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<TÍCH LŨY: 13%>

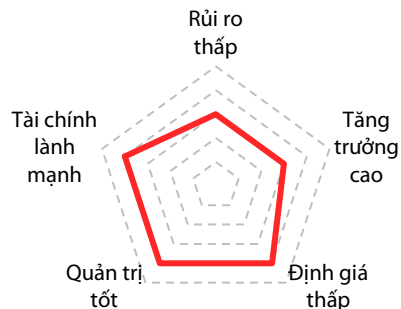
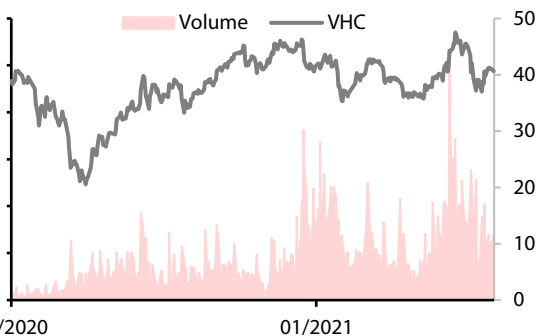
<GTT: 40.600>

<GMT: 45.000>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                          |          |
|--------------------------|----------|
| Ngành                    | Thủy sản |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 7.383    |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 182      |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 1.538    |
| GTGDĐQ 3 tháng (tỷ đồng) | 64,1     |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 77,6     |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 35-47,5  |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 7.037  | 8.668  | 9.528  |
| LNST (tỷ đồng)         | 705    | 738    | 808    |
| ROA (%)                | 9,8%   | 9,3%   | 10,3%  |
| ROE (%)                | 13,6%  | 13,5%  | 14,8%  |
| EPS (đồng)             | 3.844  | 3.991  | 4.951  |
| GTSS (đồng)            | 28.225 | 29.236 | 33.618 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.000  | 1.000  | 1.000  |
| P/E (x) (*)            | 10,8   | 11,3   | 9,1    |
| P/B (x) (*)            | 1,5    | 1,5    | 1,3    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Xuất khẩu cá tra đang phục hồi

- Doanh thu xuất khẩu phi lê tăng 17% YoY trong 6T2021 chủ yếu nhờ nhu cầu của thị trường Mỹ phục hồi sau khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu phi lê sẽ tiếp tục tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2022F-2023F do đã hoàn toàn bước vào chu kỳ tăng trưởng mới của ngành cá tra. Ngoài vị thế gần như độc quyền tại thị trường Mỹ, thị trường Trung Quốc vẫn còn dư địa để VHC đẩy mạnh doanh thu phi lê do tiềm năng tiêu thụ lớn và sản lượng trong nước giảm. Chúng tôi dự báo doanh thu từ phi lê sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 6% trong giai đoạn 2021F-2023F.

### Chi phí vận chuyển tăng làm chậm đà phục hồi lợi nhuận

- Mặc dù doanh thu hồi phục mạnh mẽ nhưng LNST 6T2021 chỉ tăng 4% YoY do chi phí logistic tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng giá cước có thể đạt đỉnh vào quý 4/2021, sau đó giảm nhẹ dần trong nửa đầu 2022 nhờ việc triển khai vắc xin thành công sẽ giúp thương mại toàn cầu trở nên cân bằng hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNST của VHC sẽ tăng trở lại vào năm 2022F-2023F.
- Bên cạnh chi phí vận chuyển, giá nguyên liệu đầu vào tăng do nguồn cung cá tra thiếu hụt và giá thức ăn chăn nuôi tăng cũng sẽ gây áp lực lên biên lợi nhuận năm 2021. Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu của VHC là 8.688 tỷ đồng (+ 23% YoY) và LNST là 738 tỷ đồng (+ 5% YoY).

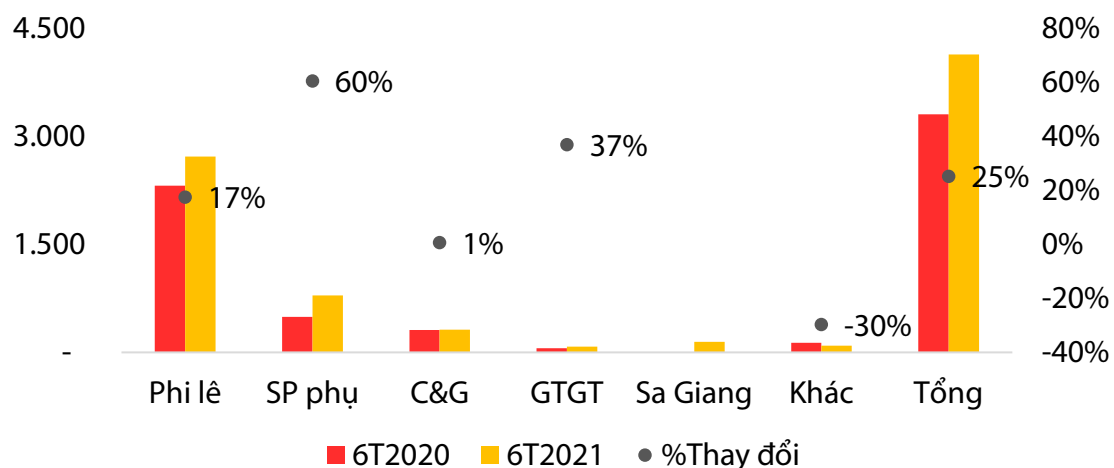
### Collagen & gelatin và các mảng mới sẽ tạo động lực tăng trưởng trong những năm tới

- Lợi nhuận của C&G năm 2021 có thể đi ngang do nhu cầu yếu và cạnh tranh với các sản phẩm rẻ hơn như collagen bò và lợn. Bất chấp những gián đoạn tạm thời này, triển vọng dài hạn của C&G vẫn sáng nhờ: (1) thị phần vẫn còn nhỏ, (2) chuyển sở thích của người tiêu dùng sang collagen cá và (3) khả dụng sinh học vượt trội giúp giá bán cao hơn các loại collagen khác. Do mảng phi lê có dấu hiệu bão hòa tại thị trường Mỹ, C&G và các mảng mới (Sa Giang, thức ăn cho cá, trái cây, v.v.) sẽ ổn định và tăng dần biên lợi nhuận trong dài hạn.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giãn cách xã hội kéo dài gây ảnh hưởng đến sản xuất và nhu cầu tiêu thụ cá tra từ các thị trường nhập khẩu.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu 6T2021 theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

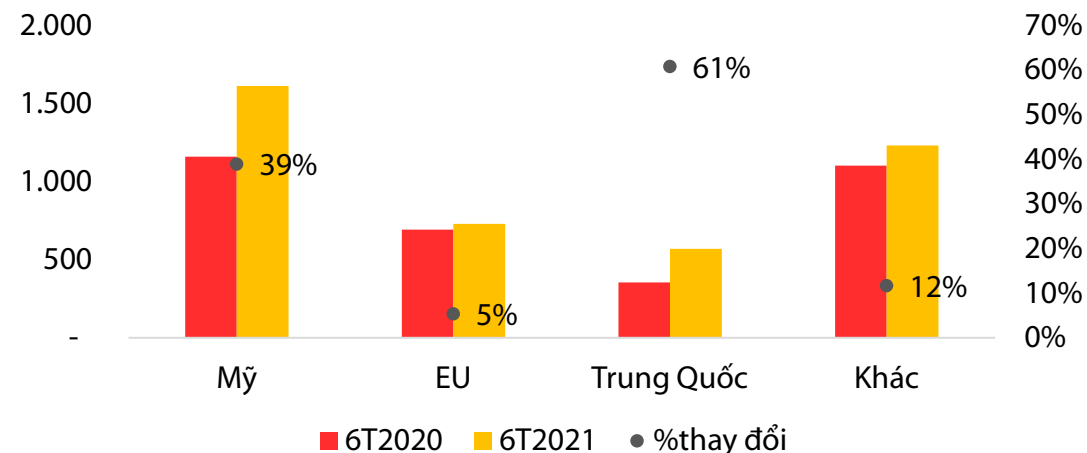
#### Cá tra phi lê và sản phẩm phụ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu

- Doanh thu từ phi lê tăng 17% YoY, đạt 2.718 tỷ đồng. Sản lượng xuất khẩu tăng 25% YoY trong khi giá bán trung bình giảm 7% YoY ở mức 2,9 USD / kg.
- Doanh thu từ sản phẩm phụ tăng 60% YoY. Ngược lại, doanh thu của C&G đi ngang do cạnh tranh gay gắt và nhu cầu yếu.

#### Chi phí vận chuyển tăng mạnh gây áp lực biên lợi nhuận

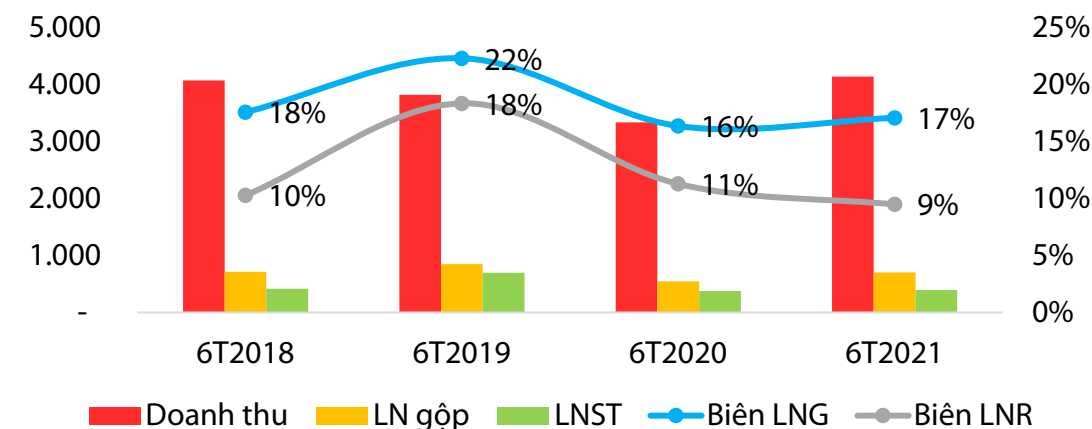
- Chi phí vận chuyển tăng mạnh 208% YoY. Tỷ lệ chi phí vận chuyển/doanh thu ở mức 3.9%.
- LNST chỉ tăng 4% YoY đạt 392 tỷ đồng.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu 6T2021 theo thị trường (tỷ đồng)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu và LNST 6T2021 (tỷ đồng)



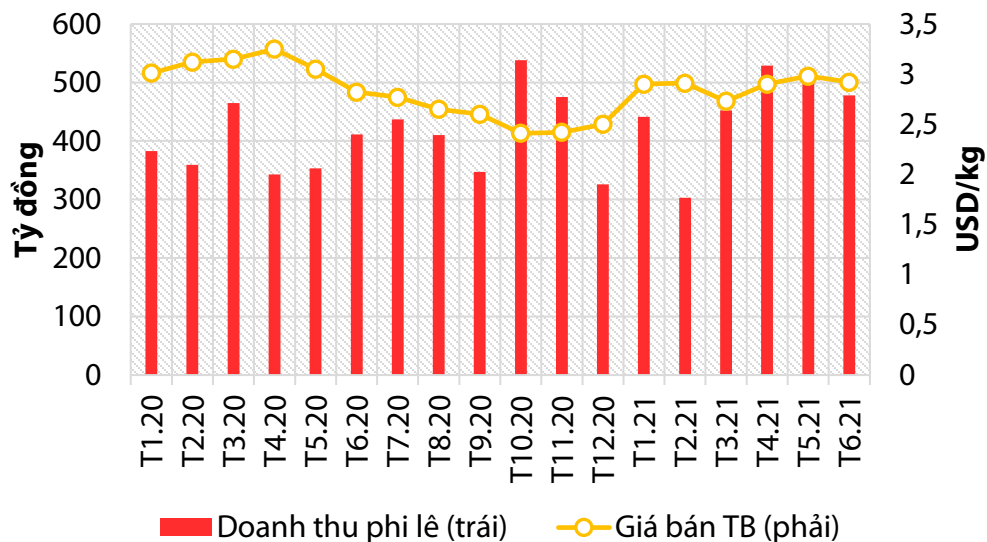
Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Dự phóng 2H2021

|                       | VNDbn | +/- (hoh) | +/- (yoy) |
|-----------------------|-------|-----------|-----------|
| <b>Doanh thu</b>      | 4.537 | 10%       | 21%       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>  | 651   | -8%       | 43%       |
| <b>EBIT</b>           | 374   | -10%      | 30%       |
| <b>Lợi nhuận ròng</b> | 346   | -12%      | 5%        |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh thu phi lê hàng tháng của VHC và giá bán TB



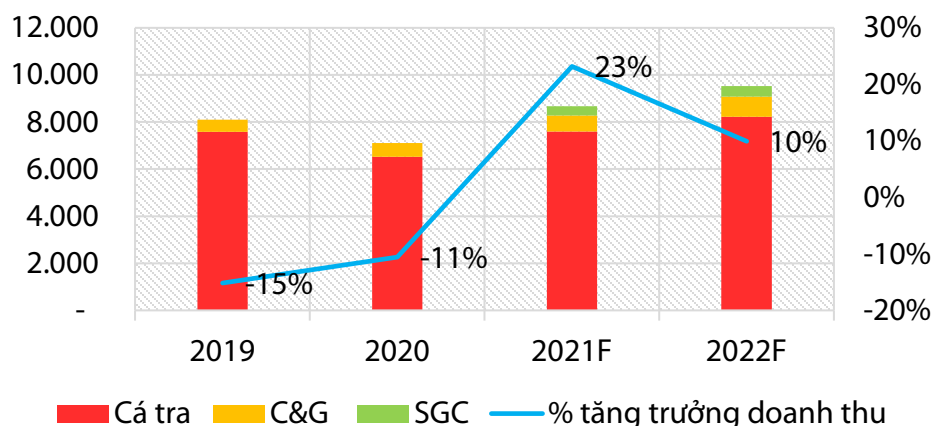
Nguồn: VHC, AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

**Giả định chính cho dự phóng 2H2021:**

- Sản lượng xuất khẩu phi lê và giá bán bình quân trong 6T2021 lần lượt tăng 3% YoY và 19% YoY, dẫn đến doanh thu phi lê tăng 22% YoY. Chúng tôi lo ngại rằng giãn cách xã hội ở Việt Nam sẽ trì hoãn một phần các đơn hàng xuất khẩu có thể ảnh hưởng đến doanh thu quý 3/2021. Hơn nữa, COVID-19 đang tăng trở lại tại Mỹ có thể làm giảm nhu cầu dịch vụ ăn uống bên ngoài.
- Doanh thu C&G đạt 361 tỷ đồng, tăng 33% YoY và 16% so với nửa đầu năm.
- SGC đóng góp 220 tỷ đồng vào tổng doanh thu.
- Nửa cuối 2020 có ghi nhận doanh thu tài chính 59 tỷ từ đầu tư cổ phiếu. Khoản mục này sẽ không lặp lại trong năm nay.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 14.4%, giảm 272 bps so với nửa đầu năm và tăng 218 bps so với cùng kỳ do chi phí cá nguyên liệu tăng.
- Chi phí bán hàng tăng 83% YoY. Biên lợi nhuận ròng đạt 7.6%, giảm 188bps so với nửa đầu năm và giảm 116bps so với cùng kỳ.

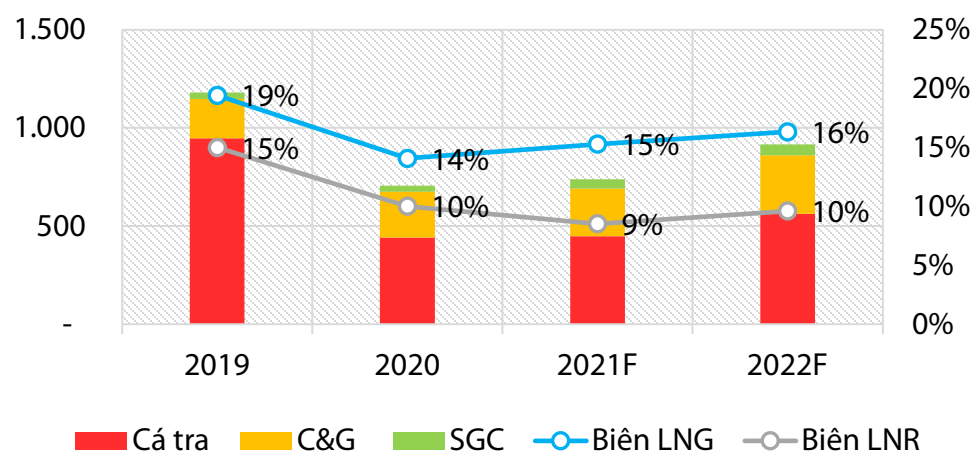


Hình 5: Dự phóng doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng LNST (tỷ đồng) và biên lợi nhuận (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Xuất khẩu cá tra phục hồi

- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 8.836 tỷ đồng (+ 26% YoY) và LNST là 742 tỷ đồng (+5% YoY). Doanh thu phi lê tăng 20% YoY, do sản lượng xuất khẩu tăng 12% YoY và giá bán bình quân tăng 6% YoY.
- Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng 13% YoY trong nửa cuối năm và tăng 23% YoY cho cả năm 2021. Doanh thu xuất khẩu sang EU và Trung Quốc tăng 7% YoY và 15% YoY trong năm 2021.

### C&G đối mặt với nhu cầu yếu và sự cạnh tranh với collagen bò và lợn trong bối cảnh COVID-19

- Chúng tôi kỳ vọng VHC có thể tăng doanh thu từ gelatin trong nửa cuối 2021, được hỗ trợ bởi nhu cầu thực phẩm tăng trong giai đoạn xã hội giãn cách trong khi collagen có thể đối mặt với sự sụt giảm giá bán. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST của C&G sẽ tăng 16% YoY và 4% YoY, đóng góp lần lượt 8% và 33% vào doanh thu và LNST của công ty.

### Biên lợi nhuận chịu áp lực bởi các chi phí

- Giá nguyên liệu có thể tăng trong nửa cuối năm 2021 do tồn kho nguyên liệu giảm và giá thức ăn chăn nuôi tăng cao. Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng tăng 114% YoY do chi phí logistic tăng cao và thiếu container.
- Chúng tôi dự phóng biên LNG và biên LNR đạt 15,7% và 8,5%, lần lượt tăng 143 bps YoY và giảm 150 bps YoY.

**Bảng 2: Tóm tắt định giá**

| Phương pháp | Tỷ trọng    | Định giá (VND/cp) |
|-------------|-------------|-------------------|
| FCFF        | 50%         | 47.500            |
| SoTP        | 50%         | 42.500            |
| <b>Tổng</b> | <b>100%</b> | <b>45.000</b>     |
| 2021F P/E   |             | 11,3x             |
| 2022F P/E   |             | 9,1x              |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Định giá SoTP**

| SOTP                 | Phương pháp | VND/cp        |
|----------------------|-------------|---------------|
| Cá tra               | P/E @ 8x    | 22.377        |
| Collagen & Gelatin   | P/E @ 12x   | 17.548        |
| SGC (sở hữu: 76,72%) | P/E @ 12x   | 2.538         |
| <b>Định giá SoTP</b> |             | <b>42.500</b> |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Năm 2021 của VHC sẽ gặp phải những trở ngại trong việc phục hồi lợi nhuận do chi phí tăng cao.
- Từ 2021 trở đi, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của VHC sẽ tăng trở lại mạnh mẽ do: (1) chi phí vận chuyển hạ nhiệt sau khi COVID-19 được kiểm soát, (2) biên lợi nhuận gộp cao hơn và ổn định nhờ các dự án cắt giảm chi phí, và (3) tiêu thụ collagen & gelatin dần phục hồi.
- Sử dụng kết hợp định giá phương pháp FCFF và SoTP, chúng tôi đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu VHC là 45.000 đồng kết hợp với cổ tức tiền mặt dự kiến là 1.000 đồng, tương ứng tổng lợi nhuận **13%** so với giá đóng cửa ngày 02/08/2021. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu VHC trong giai đoạn đầu tư một năm.

<TÍCH LŨY: +15%>

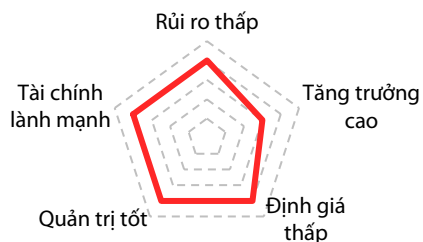
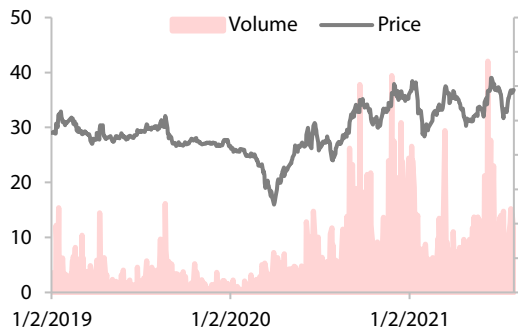
<GTT: 36.800>

<GMT: 40,500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| Ngành                    | Thủy sản  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 2.162     |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 59        |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 458       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 15,6      |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 41,6      |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 24,3-36,8 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 4.415  | 4.678  | 5.197  |
| LNST (tỷ đồng)         | 226    | 212    | 252    |
| ROA (%)                | 13,2%  | 9,1%   | 10,4%  |
| ROE (%)                | 20,9%  | 15,1%  | 17,8%  |
| EPS (đồng)             | 4,607  | 3,582  | 4,269  |
| GTSS (đồng)            | 22.223 | 19.139 | 19.397 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.500  | 2.000  | 2.000  |
| P/E (x) (*)            | 7,0    | 11,3   | 9,5    |
| P/B (x) (*)            | 1,5    | 1,7    | 1,7    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu xuất khẩu tôm đã phục hồi nhưng giãn cách xã hội đang đặt ra nhiều thách thức

- Nhu cầu tiêu thụ tôm vẫn tươi sáng ở cả kênh bán lẻ và kênh HORECA trong khi nguồn cung tôm thiếu hụt ở Ấn Độ và Indonesia do COVID-19 cũng sẽ thúc đẩy xuất khẩu tôm của Việt Nam. Trong 6T2021, doanh thu xuất khẩu của FMC tăng 34% YoY đạt 2.134 tỷ đồng nhờ nhu cầu tăng ở thị trường Mỹ và Nhật Bản.
- Tuy nhiên, diễn biến phức tạp của COVID-19 sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD nửa cuối năm do: 1) hoạt động ở mức 30-40% công suất bình thường trong bối cảnh giãn cách xã hội, 2) gián đoạn hoạt động logistic và 3) tăng chi phí hoạt động. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 4.678 tỷ đồng (+ 6% YoY) và LNST đạt 212 tỷ đồng (-6% YoY).

Các dự án mới là động lực tăng trưởng dài hạn

- FMC đang mở rộng hai nhà máy chế biến (Sao Ta và Tam An), nâng tổng công suất lên 70%. Ngoài ra, công ty cũng có kế hoạch tăng diện tích nuôi thêm 37% vào năm 2022F. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thúc đẩy FMC tận dụng được EVFTA và từng bước cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn.

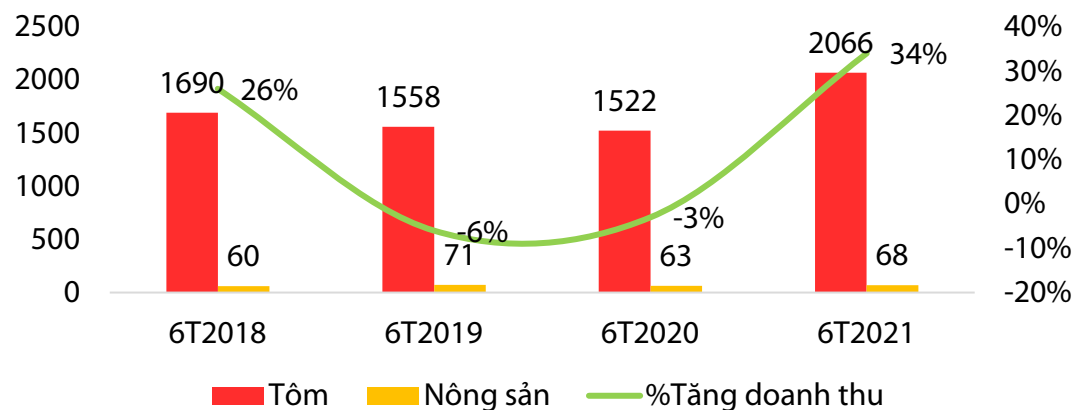
Tài chính và quản trị lành mạnh với sự tham gia của PAN Group

- Với sự tham gia của PAN Group từ năm 2018, hiện sở hữu 51% cổ phần, đã chứng tỏ vai trò hỗ trợ quản lý tài chính, quản trị doanh nghiệp, mạng lưới khách hàng, chiến lược kinh doanh.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Giãn cách xã hội kéo dài tiếp tục làm gián đoạn các hoạt động sản xuất kinh doanh.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu (tỷ đồng) và tăng trưởng**

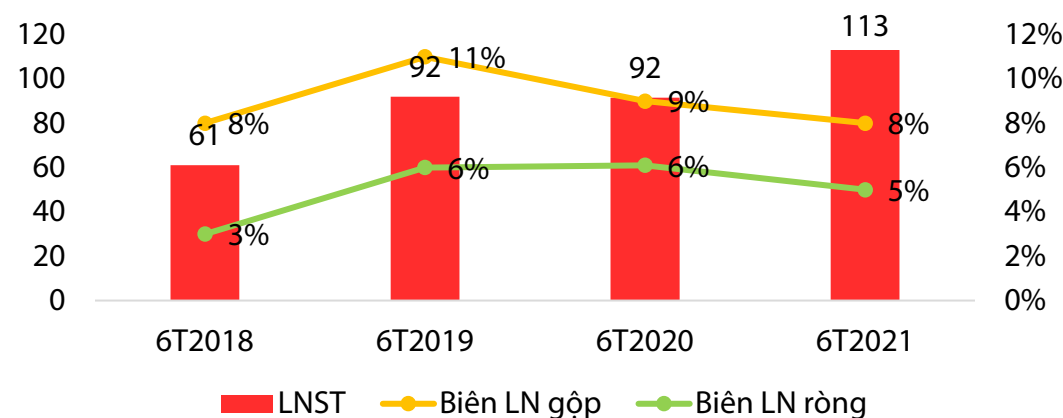


Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

## 1H2021: Doanh thu phục hồi mạnh do nhu cầu tôm tăng

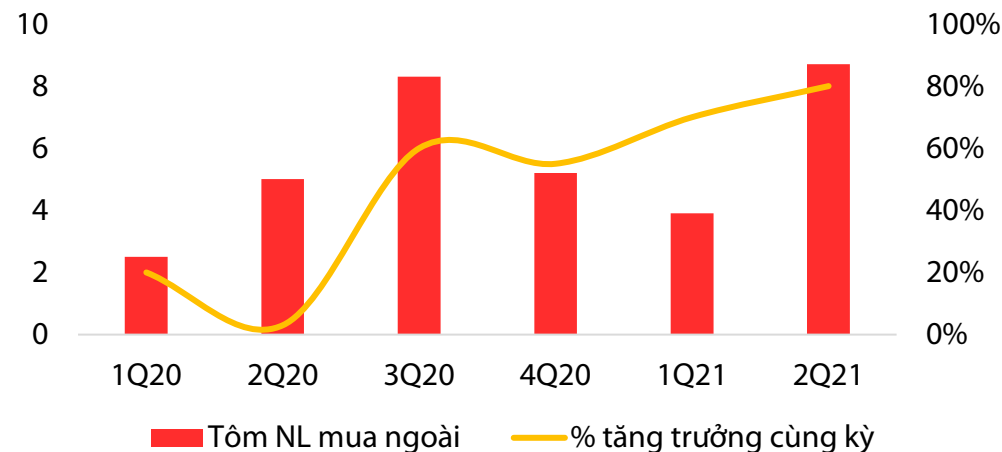
- Doanh thu xuất khẩu trong 6T2021 đạt 2.134 tỷ đồng (+34% YoY), do nhu cầu tại thị trường Mỹ và Nhật Bản tăng lên. Sản lượng tôm xuất khẩu tăng 26% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân phục hồi nhẹ.
- LNST tăng 23% so với cùng kỳ đạt 113 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt là 8,3% và 5,3%, giảm 87bps và 51bps so với cùng kỳ. Nhờ xuất khẩu tôm tăng, FMC tăng thu mua tôm nguyên liệu với giá cao hơn tôm của FMC. Ngoài ra, chi phí logistics tăng (+ 29% YoY) cũng gây áp lực lên lợi nhuận.

**Hình 2: LNST (tỷ đồng) và biên lợi nhuận (%)**



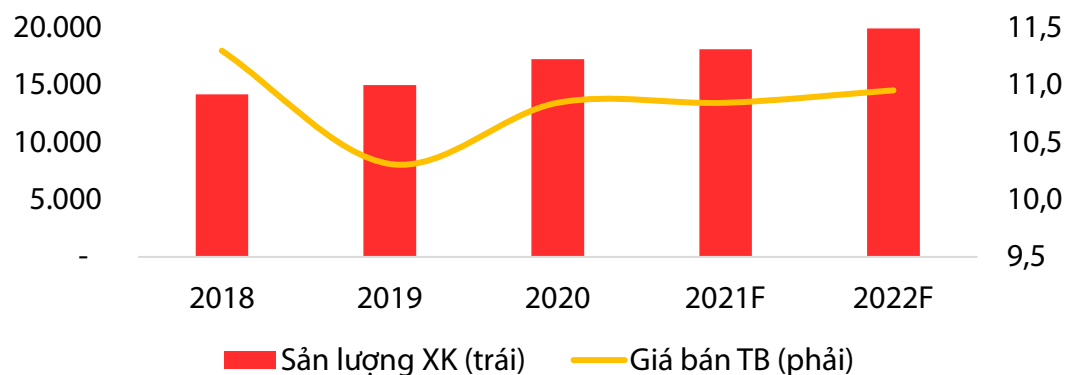
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Tôm nguyên liệu mua ngoài (nghìn tấn)**



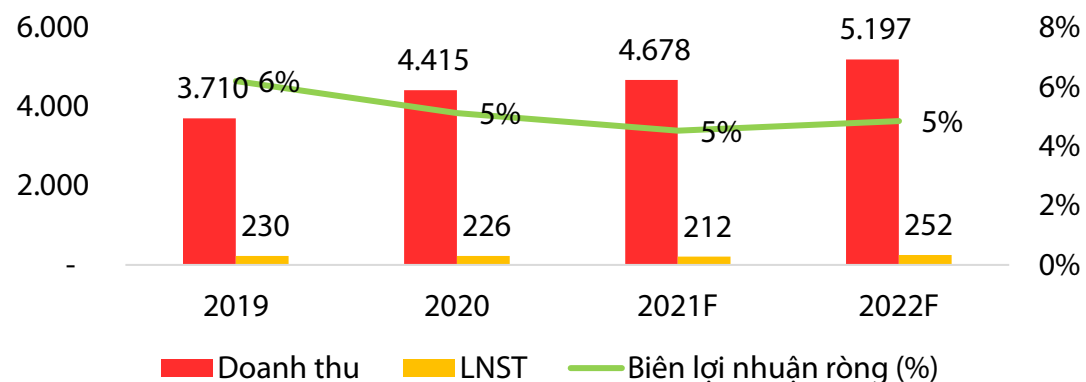
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng sản lượng xuất khẩu (tấn) và giá bán (USD/kg)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

### 2H2021: Nhu cầu vẫn sáng nhưng COVID-19 tăng mạnh làm gián đoạn hoạt động sản xuất

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tôm ở kênh bán lẻ vẫn ở mức cao trong khi kênh HORECA phục hồi ở Mỹ và EU. Hơn nữa, nguồn cung tôm thiếu hụt ở Ấn Độ và Indonesia do COVID-19 cũng sẽ thúc đẩy xuất khẩu tôm của Việt Nam. Tuy nhiên, COVID-19 tăng nhanh sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến: 1) hoạt động nhà máy ở mức 30-40% công suất bình thường trong bối cảnh giãn cách xã hội, 2) gián đoạn các hoạt động vận chuyển và 3) tăng chi phí vận hành.
- Trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 2.544 tỷ đồng (-11% YoY) và LNST là 99 tỷ đồng (-26% YoY). Cả năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 4.678 tỷ đồng (+ 6% YoY) và LNST đạt 212 tỷ đồng (-6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sẽ tăng 5% so với cùng kỳ trong khi giá bán bình quân sẽ đi ngang.

### Những dự án mới mở đường cho tăng trưởng

- FMC đang mở rộng hai nhà máy chế biến (Sao Ta và Tam An), nâng tổng công suất lên 70% vào năm 2022F. Ngoài ra, công ty cũng có kế hoạch mở rộng thêm 100 ha vùng nuôi vào năm 2022F. Chúng tôi tin rằng các dự án này sẽ thúc đẩy FMC tận dụng EVFTA và từng bước cải thiện biên lợi nhuận trong dài hạn. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8% và 14% trong giai đoạn 2020-2025F.





# NGÀNH BÁN LẺ

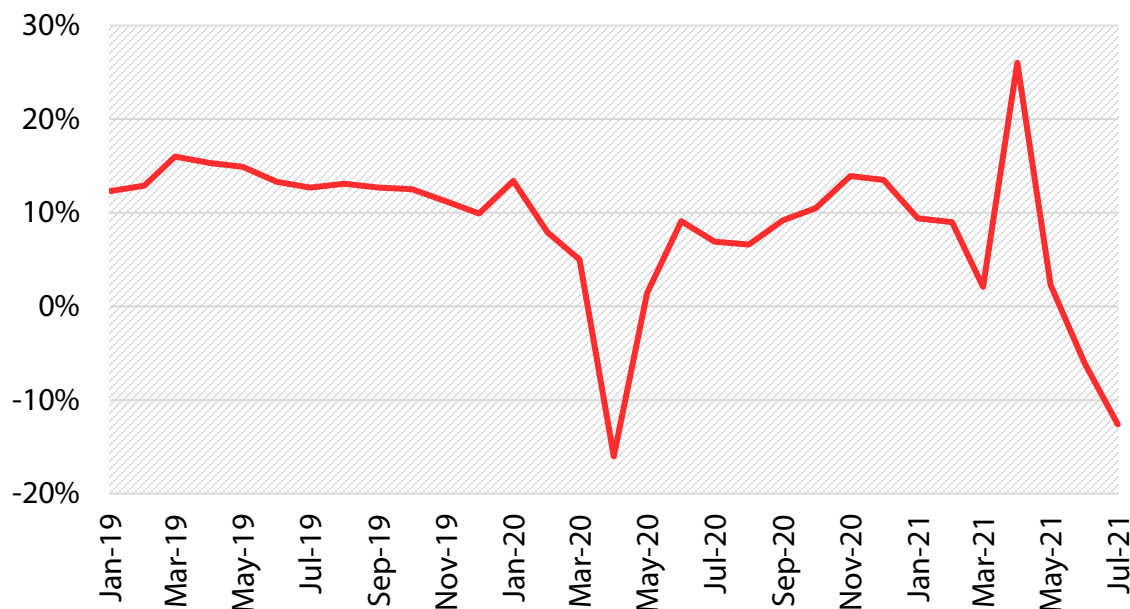
**XU HƯỚNG BÁN HÀNG ĐA KÊNH  
VÀ KÊNH MUA SẮM HIỆN ĐẠI BƯỚC  
VÀO GIAI ĐOẠN TĂNG TỐC**



Đỗ Thanh Tùng - [tung.dt@vdsc.com.vn](mailto:tung.dt@vdsc.com.vn)

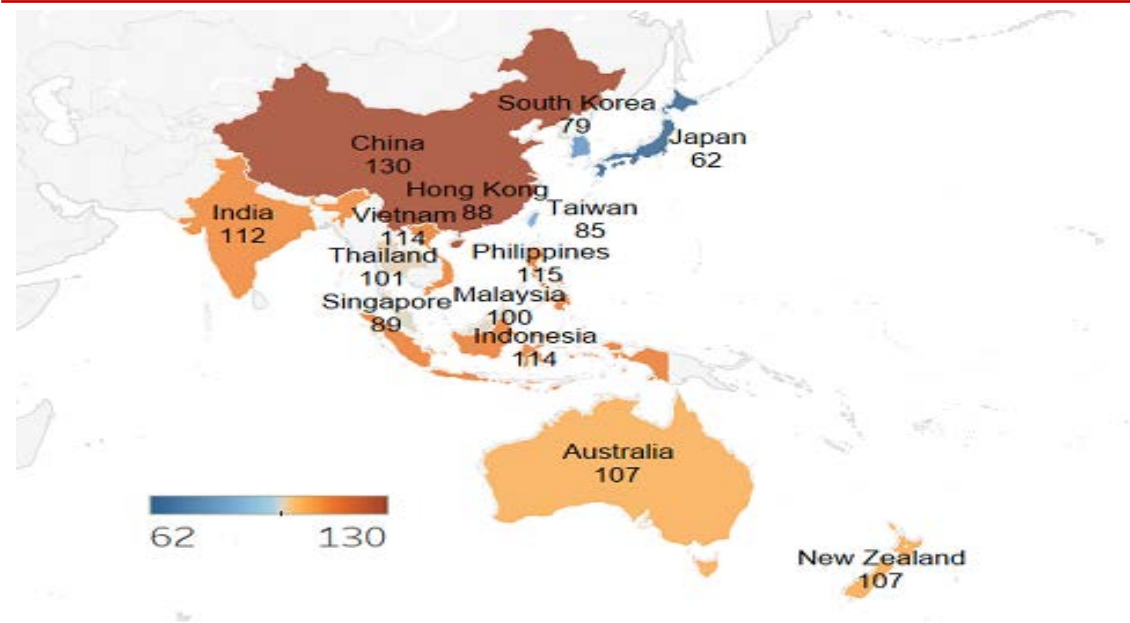


**Hình 1: Tăng trưởng doanh số bán lẻ tại Việt Nam (YoY %)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, Q2 2021**



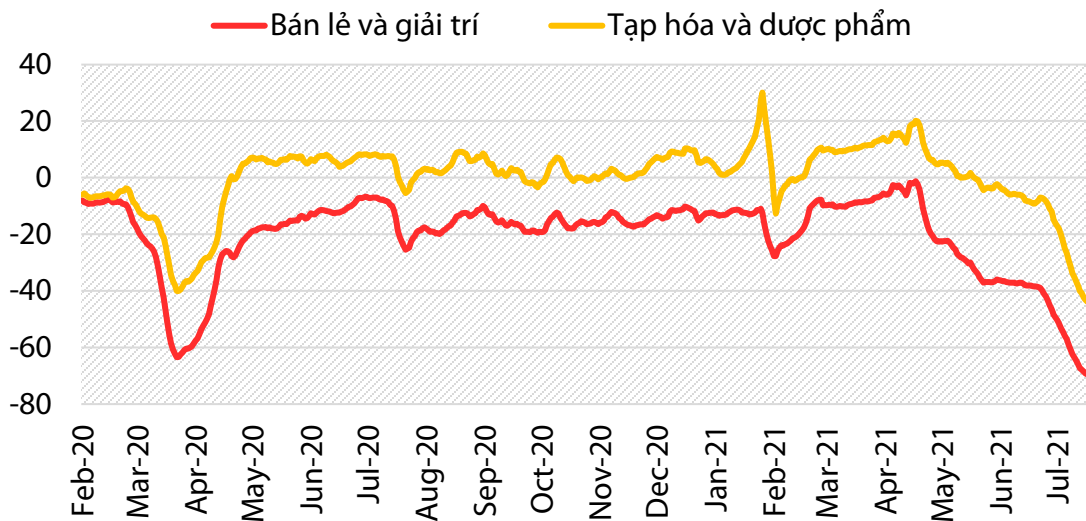
Nguồn: The Conference Board

Đợt giãn cách xã hội với mức độ nghiêm trọng nhất đã khiến tổng mức bán lẻ hàng hóa của Việt Nam giảm mạnh trong những tháng gần đây. Hậu quả đã khiến tốc độ tăng trưởng 7 tháng đầu năm 2021 giảm xuống còn 3,6% YoY.

Chỉ số niềm tin của người tiêu dùng giảm xuống mức 114 điểm trong quý 2 năm 2021 từ 121 điểm trong quý 4 năm 2021 và 117 điểm vào quý 1 năm 2021, đánh dấu mức điểm thấp nhất trong 4 năm qua vì triển vọng việc làm và tài chính cá nhân xấu đi do làn sóng Covid thứ 4. Tuy nhiên, việc mức chỉ số vẫn trên 100 cho thấy sự lạc quan của người tiêu dùng. Mặc dù ảnh hưởng của tình hình dịch bệnh tới chỉ số này có thể sẽ có độ trễ, nhưng đây có thể được xem là dấu hiệu cho thấy tiêu dùng trong nước có khả năng phục hồi mạnh mẽ thời kỳ hậu dịch bệnh.

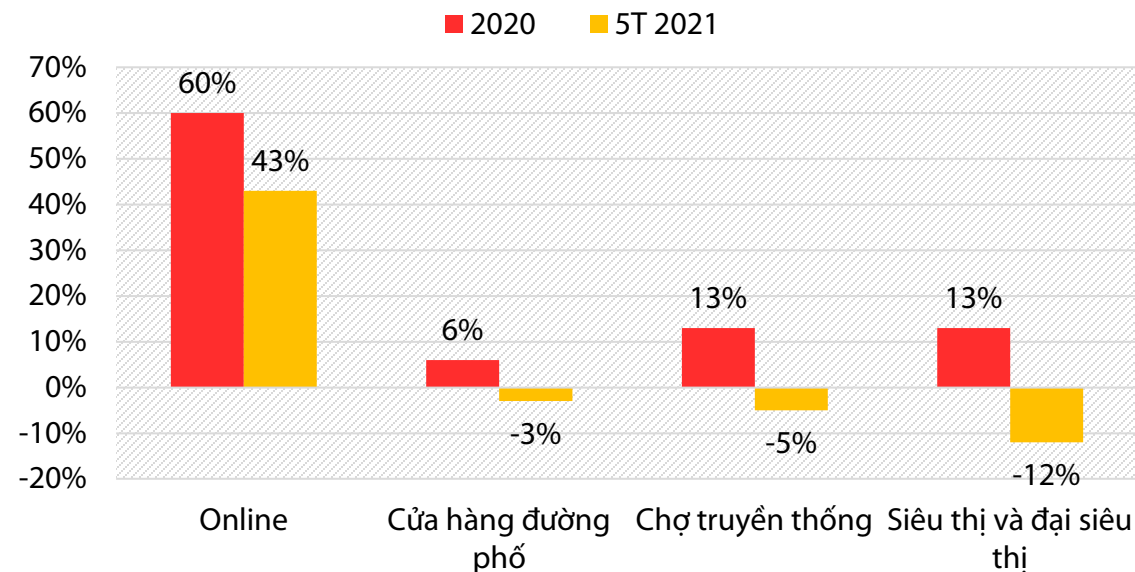


Hình 3: Xu hướng di chuyển ở Việt Nam\*



Nguồn: Báo cáo xu hướng di chuyển của cộng đồng của Google; % thay đổi so với giá trị trung vị của số lượng khách truy cập trong khoảng thời gian trước đại dịch – 5 tuần từ 03/01-06/02 2020.

Hình 4: Giá trị thị trường FMCG theo kênh mua sắm

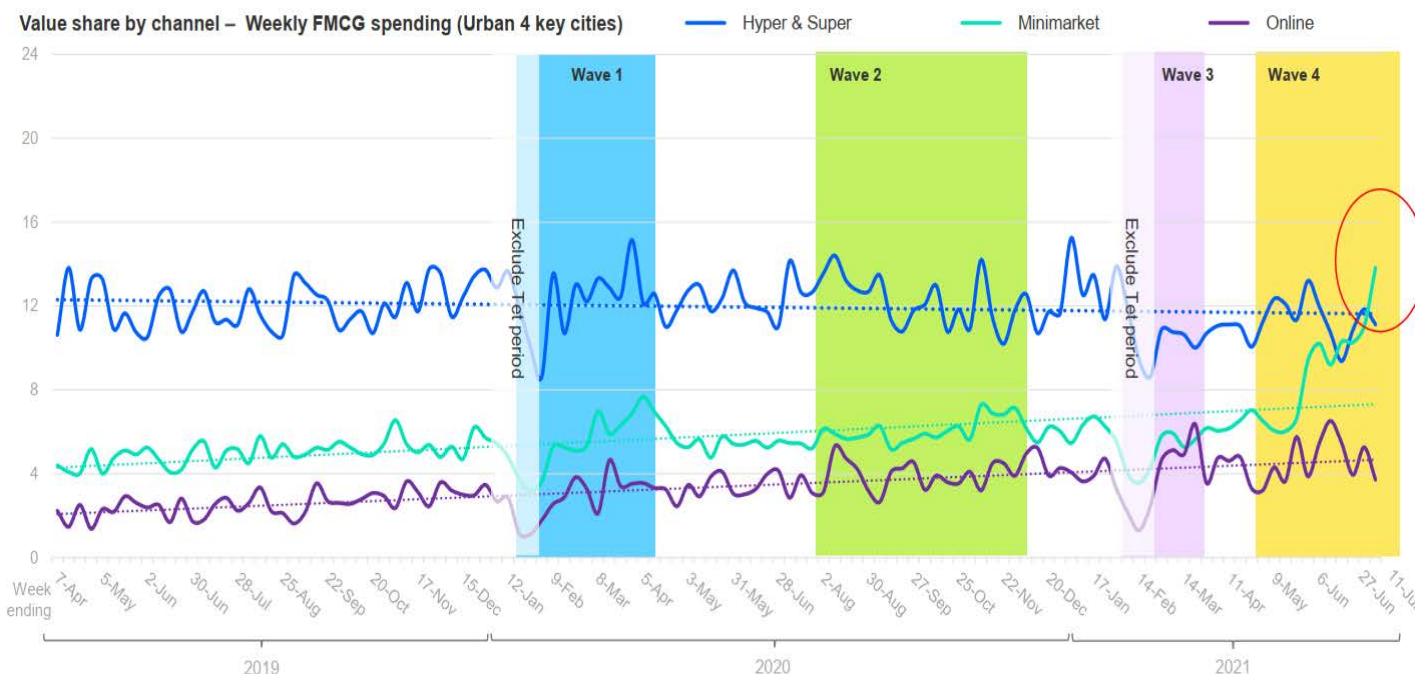


Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Đợt giãn cách xã hội nghiêm ngặt nhất kể từ trước tới nay rõ ràng đã ảnh hưởng tới lưu thông của người dân tới các điểm bán lẻ. Trong tháng 7, cao điểm của việc áp dụng Chỉ thị 16, số liệu thậm chí còn thấp hơn đợt giãn cách vào tháng Tư năm ngoái. **Kể từ ngày 03/08, dữ liệu của Google cho thấy số lượt ghé thăm các điểm bán lẻ và giải trí đã giảm 71% so với mức cơ sở trước COVID trong khi lượng người đến cửa hàng tạp hóa và hiệu thuốc thấp hơn 44%.**

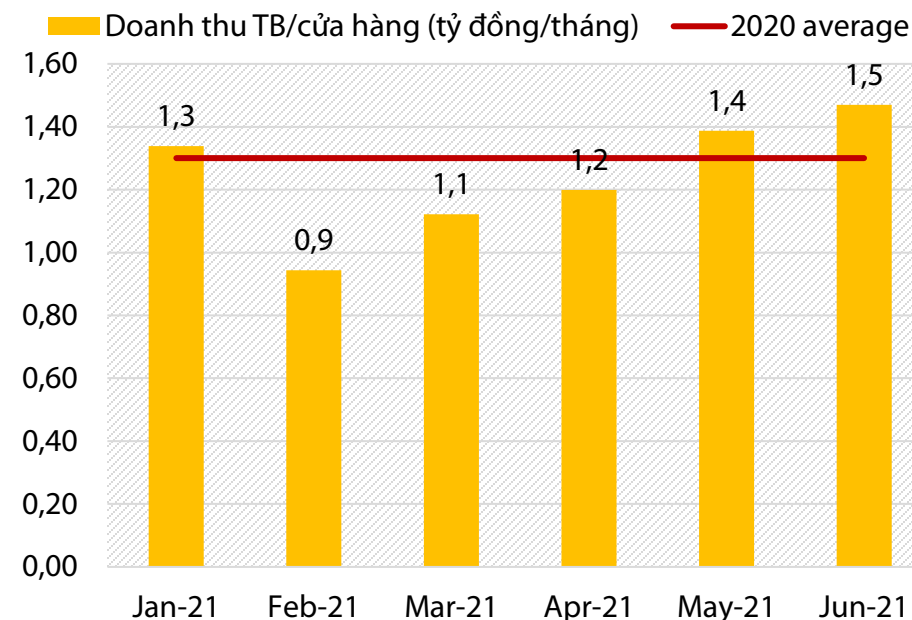
**Kết quả là, điều này đã thúc đẩy nhu cầu mua sắm trực tuyến tăng nhanh.** Trên thực tế, trong nửa đầu năm 2021, doanh thu trực tuyến của nhiều nhà bán lẻ tăng vọt. Ví dụ, doanh thu trực tuyến của MWG trong tháng 6 đã tăng 30% MoM và tăng mạnh 67% so với mức trung bình trong 4 tháng đầu năm 2021. Trong sáu tháng đầu năm, số lượng hóa đơn trực tuyến và doanh số bán hàng trực tuyến của BHX đã tăng lần lượt gấp 5 lần YoY và 4,5 lần YoY.

**Hình 5: Doanh thu FMCG tại kênh siêu thị mini tăng trưởng mạnh\***



Nguồn: Kantar Worldpanel; \* tại bốn thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Hà Nội, Cần Thơ

**Hình 6: Doanh thu TB /cửa hàng BHX trong thời gian giãn cách xã hội**

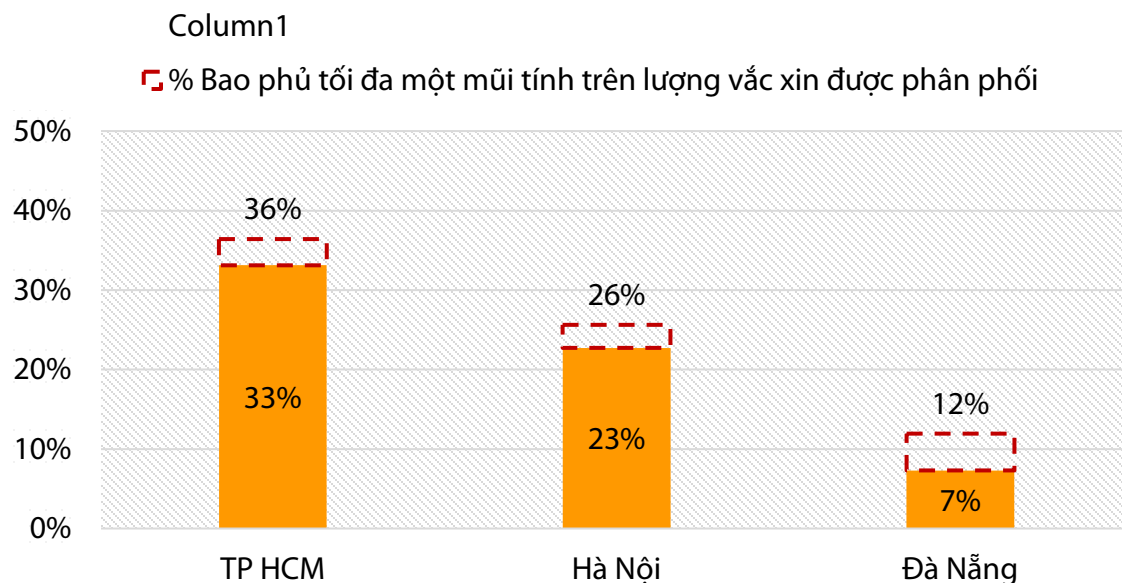


Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

Sau lệnh cấm chợ tự phát từ ngày 20/6 và việc áp dụng Chỉ thị 16 từ tuần thứ 2 của tháng 7 tại TP.HCM, chi tiêu hàng tiêu dùng nhanh trong các siêu thị mini đã tăng đột biến. Điều này đã gây áp lực đáng kể lên hệ thống các siêu thị mini trong việc đáp ứng nhu cầu của người tiêu dùng.

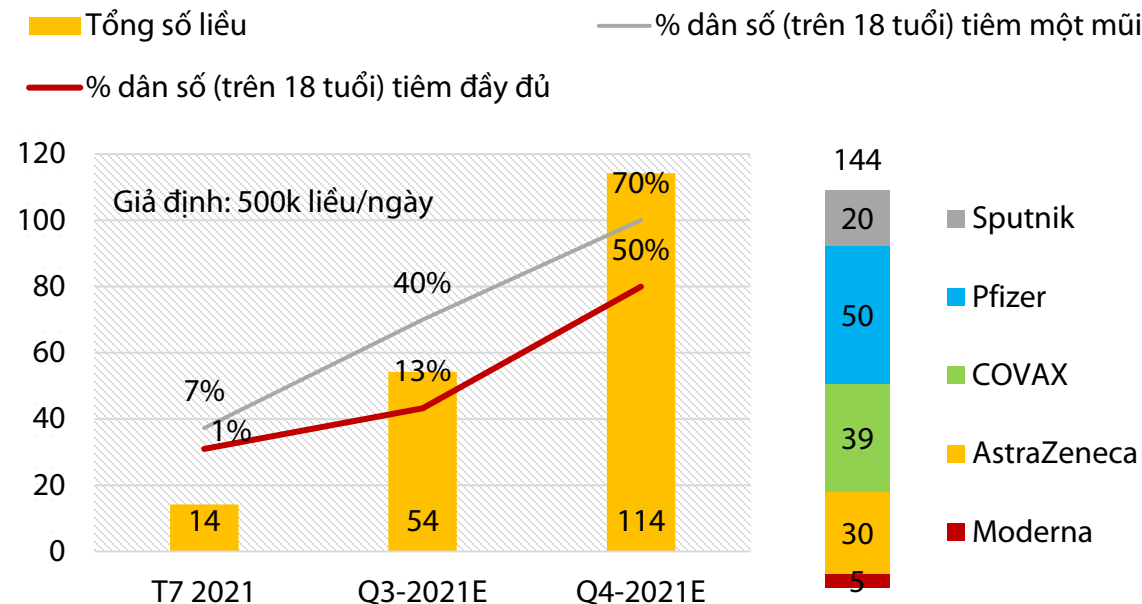
Sau đó, vào cuối tháng 7 và đầu tháng 8, nhiều chợ ở TP.HCM đã được cấp phép mở cửa trở lại sau khi đã tăng cường các quy định an toàn về phòng chống Covid. Tính đến ngày 3/8, ước tính có khoảng 33 trong số 237 chợ truyền thống tại TP.HCM đã hoạt động.

**Hình 7: Tỷ lệ người được tiêm chủng 1 liều (từ 18 tuổi trở lên) tại các thành phố đô thị trọng điểm tính đến ngày 08/08/2021**



Nguồn: Trung tâm kiểm soát Covid, CTCK Rồng Việt

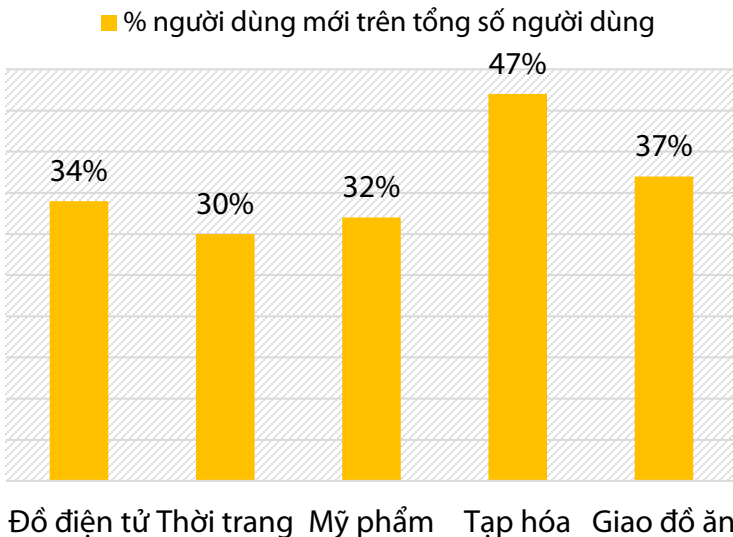
**Hình 8: Tỷ lệ tiêm chủng và số liều vắc xin ước tính tại Việt Nam**



Nguồn: MoH, CTCK Rồng Việt

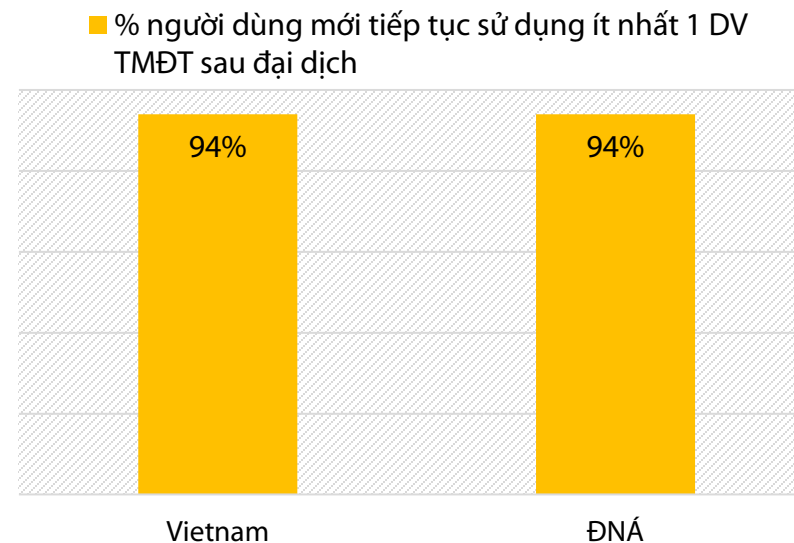
Đẩy nhanh tiến độ tiêm chủng sẽ là cơ sở để Chính phủ nới lỏng dần các hạn chế. Chúng tôi kỳ vọng các chỉ thị giãn cách xã hội hiện tại sẽ dần được dỡ bỏ vào cuối Q3 2021 khi tỷ lệ tiêm chủng tăng lên nhanh chóng. Sự mở cửa trở lại của các cửa hàng bán lẻ sẽ là điều kiện cần cho bức tranh phục hồi của doanh số bán lẻ. Trên thực tế, ngành bán lẻ trên thế giới đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ khi lệnh cấm được dỡ bỏ nhờ vào nhu cầu chi tiêu bị dồn nén trong thời gian diễn ra giãn cách. Trong khi đó, niềm tin tiêu dùng và thu nhập bị ảnh hưởng sẽ khiến sự phục hồi này diễn ra không đồng đều giữa các nhóm hàng tiêu dùng. Các doanh nghiệp bán lẻ các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu có thể sẽ phải tung rất nhiều đợt khuyến mãi để thu hút người tiêu dùng.

**Hình 9: Những mặt hàng được hưởng lợi nhiều nhất từ xu hướng TMĐT ở Đông Nam Á**



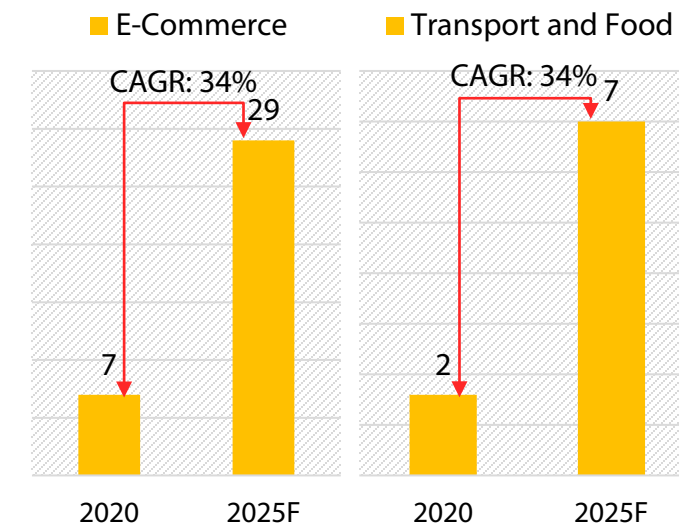
Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

**Hình 10: 9/10 người tiêu dùng tiếp tục sử dụng các dịch vụ TMĐT**



Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

**Hình 11: Tổng giá trị giao dịch TMĐT của Việt Nam theo ngành**

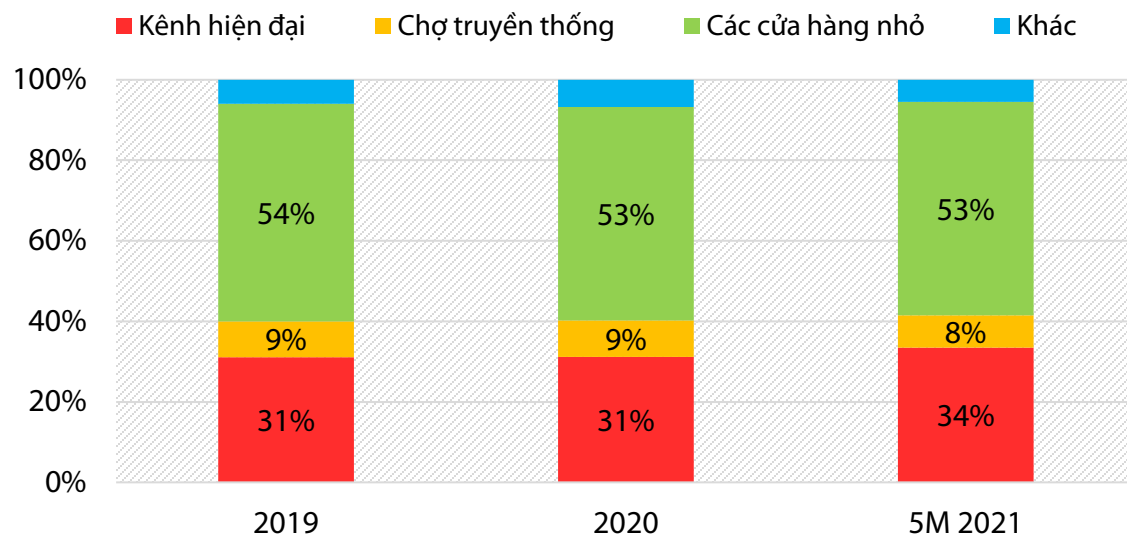


Nguồn: Google, Temasek, Bain & Company

Việt Nam là một trong những quốc gia có tỷ lệ thâm nhập mua sắm trực tuyến cao nhất ở châu Á (50%), nhờ vào tỷ lệ sử dụng Internet cao ở mức 70%. Với việc chiếm 5,5% tổng doanh thu bán lẻ, thị trường TMĐT được định giá khoảng 12 tỷ USD vào năm 2020, tăng từ 5 tỷ USD vào năm 2016, theo Bộ Công Thương. Covid đã thay đổi thói quen mua sắm của nhiều người, trong đó 90% người dân có ý định tiếp tục mua sắm online sau đại dịch.

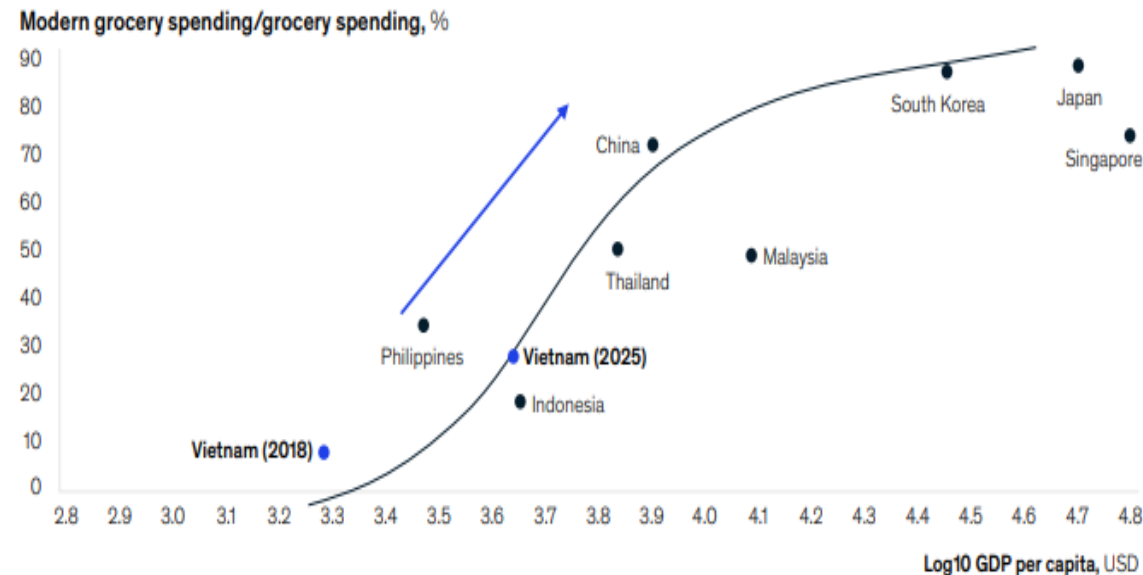
Tuy nhiên, phần lớn chi tiêu TMĐT vẫn tập trung vào những sản phẩm có giá trị thấp hoặc những sản phẩm mà họ đã sử dụng trước đó. Còn đối với những sản phẩm có giá trị cao, họ sẽ lựa chọn trải nghiệm sản phẩm tại cửa hàng rồi mang về hoặc đặt hàng giao tận nhà. Theo Nielsen, 66% người Việt Nam sẽ trực tiếp xem sản phẩm tại cửa hàng thực trước khi đặt hàng. Do đó, các cửa hàng vật lý vẫn sẽ giữ được chỗ đứng quan trọng của mình.

**Hình 12: Giá trị thị trường FMCG theo các kênh mua sắm ở bốn thành phố trọng điểm\***



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt; \*TP. Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng và Cần Thơ

**Hình 13: Sự thâm nhập của các cửa hàng bách hóa hiện đại dự kiến sẽ tiếp tục phát triển mạnh khi GDP bình quân đầu người tăng**

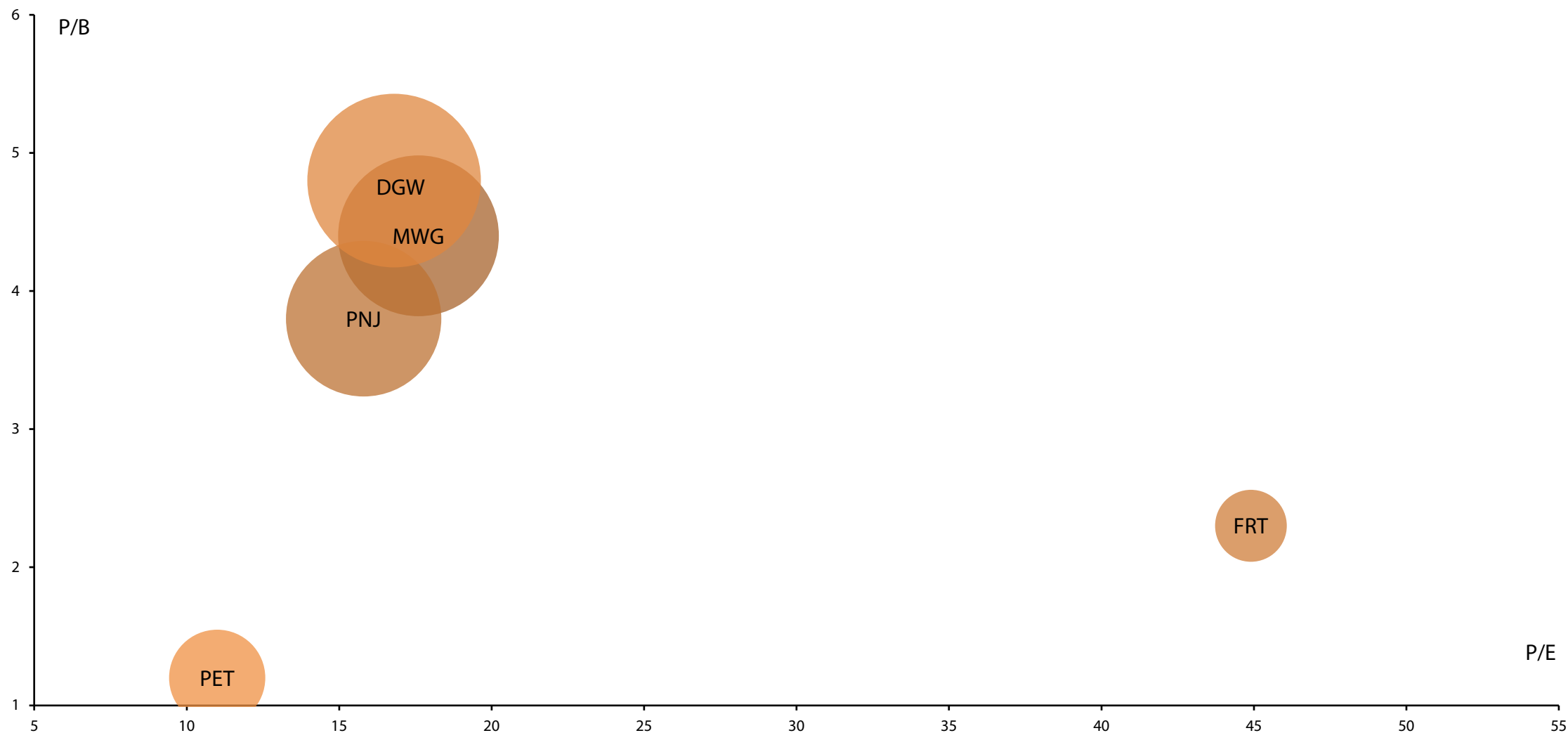


Nguồn: World Bank, EIU

Trong đại dịch Covid-19, thị trường đã chứng kiến xu hướng dịch chuyển từ những cửa hàng tạp hóa nhỏ sang các siêu thị mini. Mặc dù các kênh bán hàng truyền thống sẽ không thể bị thay thế, nhưng xu hướng hiện đại hóa này sẽ còn tồn tại trong tương lai khi kỳ vọng của khách hàng cho tiêu dùng ngày càng tăng: khách hàng sẽ được ưu tiên trải nghiệm tại những địa điểm có không gian sạch sẽ, an toàn đáp ứng mọi nhu cầu mà không cần phải di chuyển đến nhiều nơi để giảm bớt tiếp xúc công cộng. Trong khi dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng thị phần của kênh thương mại hiện đại sẽ tăng lên nhờ thu nhập khả dụng cao hơn.

| Mã         | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>MWG</b> | 80.748,6          | 222.600            | 6,3%                          | 10,1%                      | 7,1%            | 4,8%                  | 13,4%                    | 3,9%             | 9,3%    | 27,0%   | 0,9%                | 17,6               | 4,4                |
| <b>PNJ</b> | 21.736,2          | 106.800            | 22,2%                         | 19,9%                      | 8,9%            | 8,5%                  | 27,7%                    | 6,4%             | 16,1%   | 25,3%   | 2,0%                | 15,8               | 3,8                |
| <b>FRT</b> | 2.985,5           | N/A                | 11,8%                         | -26,2%                     | 0,4%            | 0,3%                  | 443,4%                   | 0,3%             | 1,0%    | 5,3%    | 0,0%                | 44,9               | 2,3                |
| <b>DGW</b> | 6.607,9           | N/A                | 34,6%                         | 48,5%                      | 2,5%            | 2,5%                  | 51,4%                    | 2,3%             | 12,6%   | 31,5%   | 0,7%                | 16,8               | 4,7                |
| <b>PET</b> | 1.792,6           | N/A                | 16,4%                         | 18,7%                      | 2,2%            | 1,8%                  | 38,5%                    | 1,2%             | 2,6%    | 9,7%    | 4,6%                | 11                 | 1,2                |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021



Nguồn: FinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021



MUA: 32%

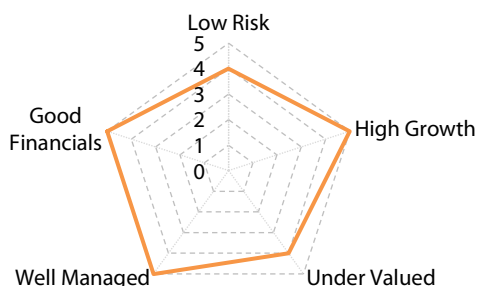
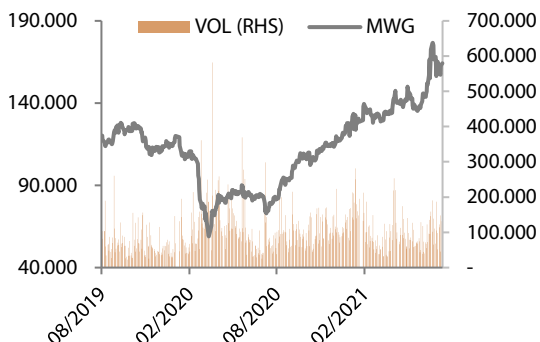
<GTT: 169.900>

<GMT: 222.600>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |                  |
|-----------------------------|------------------|
| Ngành                       | Bán lẻ           |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 80,748.6         |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 475.3            |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 1,393.0          |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 218.4            |
| SH NHĐTNN còn lại (%)       | 0.0              |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 74,500 - 176,600 |

|                        |         |         |         |
|------------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu              | 108,546 | 120,332 | 145,972 |
| LNST                   | 3,918   | 4,190   | 6,688   |
| ROA (%)                | 8.5%    | 8.5%    | 12.4%   |
| ROE (%)                | 25.3%   | 21.9%   | 26.6%   |
| EPS (đồng)             | 8,654   | 8,812   | 13,654  |
| GTSS (đồng)            | 34,177  | 40,170  | 51,368  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1,500   | 1,500   | 1,500   |
| P/E (x) (*)            | 13.8    | 15.7    | 10.1    |
| P/B (x) (*)            | 3.5     | 3.4     | 2.7     |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**BHX đang tiến nhanh hơn tới điểm hòa vốn, đóng vai trò như một chất xúc tác chính cho giá cổ phiếu.** Đợt tái bùng phát đã thúc đẩy người tiêu dùng sử dụng mô hình tập hóa bán lẻ hiện đại. Chúng tôi tin rằng xu hướng dịch chuyển này sẽ tiếp diễn ngay cả khi giãn cách xã hội kết thúc nhờ sự vượt trội so với kênh thương mại truyền thống về sự thuận tiện, an toàn và sạch sẽ, trong khi về lâu dài, xu hướng này sẽ được củng cố bởi thu nhập khả dụng ngày càng tăng. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ dẫn nâng cao doanh thu của BHX trên mỗi cửa hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng quy mô ngày càng tăng, cơ cấu nhóm sản phẩm sinh lời cao, các sáng kiến tối ưu hóa chi phí của BHX sẽ cải thiện hơn nữa tỷ suất lợi nhuận hoạt động, đưa chuỗi cửa hàng BHX hướng tới LNST dương vào năm 2022F trước khi đạt CAGR 3 năm là 44% trong giai đoạn 2022F-25F.

**Mô hình DMX Supermini (DMS) sẽ giảm bớt tác động của đại dịch đối với hai chuỗi TGDD/DMX trong ngắn hạn đồng thời mang lại sự tăng trưởng ổn định trong vài năm tới.** Chúng tôi tin rằng tỷ lệ doanh thu tới từ mô hình DMS sẽ tăng trưởng trong vài năm tới (7%/ 5%/22% trong năm 2021F/22F/23F). Với lợi thế về chi phí vận hành và cơ cấu hàng bán hiệu quả bao gồm tỷ lệ cao hơn của các sản phẩm thiết bị gia dụng của DMS, chúng tôi dự báo TGDD/DMX sẽ đạt CAGR lợi nhuận 17% trong 4 năm tới.

**CAGR LNST dự kiến trong giai đoạn 2022F-25F là 31% giúp định giá hiện tại (PE 2021F/22F là 15,7x/10,1x) duy trì tính hấp dẫn.**

### RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chủ trương kéo dài thời gian cách li xã hội theo Chỉ thị 16 và chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu của người tiêu dùng thấp hơn dự kiến
- Kế hoạch mở cửa hàng của BHX chậm hơn dự kiến.

TÍCH LŨY: 13%

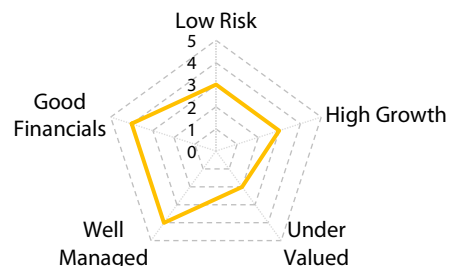
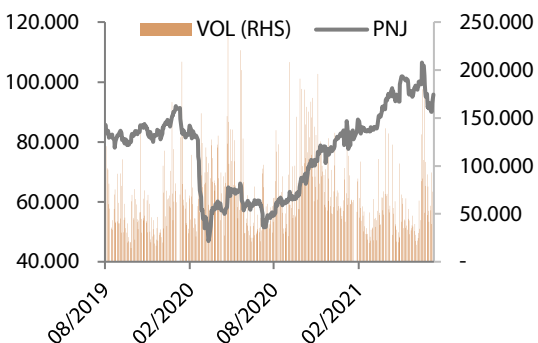
<GTT: 95.800>

<GMT: 106.600>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |                  |
|-----------------------------|------------------|
| Ngành                       | Bán lẻ           |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 21.736,2         |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 227,4            |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 765,1            |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 75,3             |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 0,0              |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 51.600 – 106.500 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 17.511 | 20.640 | 24.134 |
| LNST                   | 1.069  | 1.205  | 1.467  |
| ROA (%)                | 12,6%  | 16,1%  | 15,2%  |
| ROE (%)                | 25,2%  | 24,6%  | 25,3%  |
| EPS (đồng)             | 4.698  | 5.255  | 6.319  |
| GTSS (đồng)            | 18.675 | 21.357 | 24.928 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.000  | 2.000  | 2.000  |
| P/E (x) (*)            | 17,9   | 18,2   | 15,2   |
| P/B (x) (*)            | 3,7    | 4,5    | 3,8    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Thị phần của nhà bán lẻ trang sức lớn nhất Việt Nam sẽ được củng cố hơn nữa sau khi đại dịch qua đi.** Chúng tôi ước tính thị phần của công ty trên thị trường trang sức vàng thời trang chiếm hơn 70% trong năm ngoái. Mặc dù thị phần đã giảm xuống khoảng 60% trong nửa đầu năm 2021 khi một số nhà bán lẻ nhỏ hơn đã hoạt động trở lại, thị phần vẫn đang trong xu hướng đi lên trong vài năm qua, khẳng định vị thế dẫn đầu thị trường của PNJ. Mặc dù áp lực từ đại dịch chắc chắn sẽ đè nặng lên thị trường trang sức trong thời gian tới đây, chúng tôi cho rằng tác động sẽ không tương xứng: các đối thủ nhỏ hơn sẽ hồi phục chậm hơn do yếu thế về nguồn lực tài chính so với các tên tuổi lớn. Sau cùng, những nhân tố này sẽ giúp PNJ củng cố vị trí tiên phong và cho phép công ty hưởng lợi dễ dàng từ sự phục hồi nhu cầu trang sức trong dài hạn.

**Chiến lược của PNJ tiếp tục khai thác sâu hơn vào phân khúc giá cả phải chăng, bao gồm tái định vị thương hiệu dòng sản phẩm bạc của mình thành Style by PNJ và hợp tác với Pandora, sẽ giảm bớt ảnh hưởng của đại dịch lên doanh số bán lẻ trong tương lai gần.**

**Nguồn vốn từ đợt phát hành riêng lẻ tiềm năng sẽ thúc đẩy đầu tư vào công nghệ và xây dựng nhà máy mới, điều này sẽ củng cố hơn nữa lợi thế cạnh tranh của PNJ sau đại dịch.** Chúng tôi kỳ vọng khoản đầu tư vào công nghệ sẽ nâng cao khả năng quản lý hàng tồn kho, hoạt động sản xuất và giúp các chiến dịch quảng cáo hiệu quả hơn thông qua phân tích khách hàng.

### RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc kéo dài thời gian giãn cách xã hội có thể dẫn đến nhu cầu đồ trang sức yếu hơn dự kiến.
- Kế hoạch mở cửa hàng chậm hơn dự kiến.



# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

**CUỘC ĐUA MỞ RỘNG QUỸ ĐẤT**



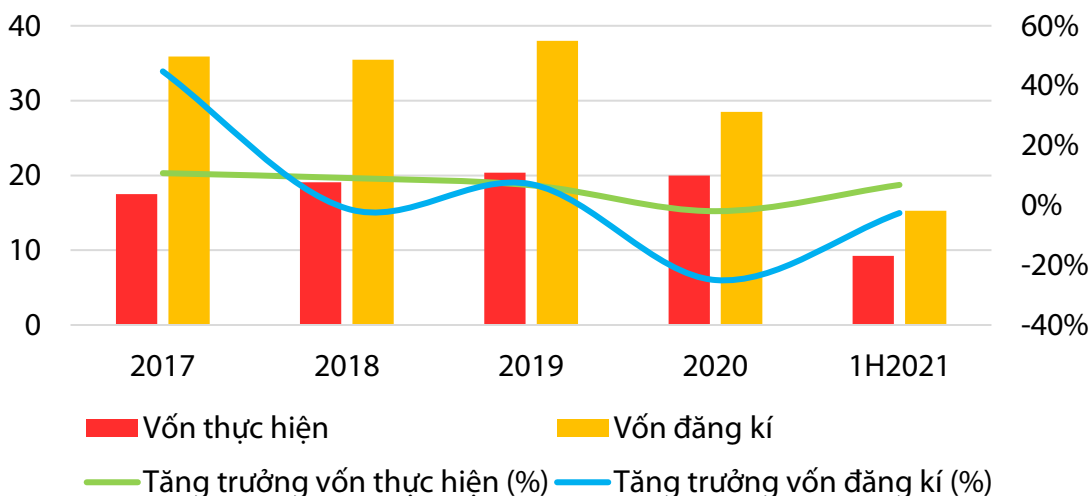
Bùi Huy Hoàng – [hoang.bh@vdsc.com.vn](mailto:hoang.bh@vdsc.com.vn)





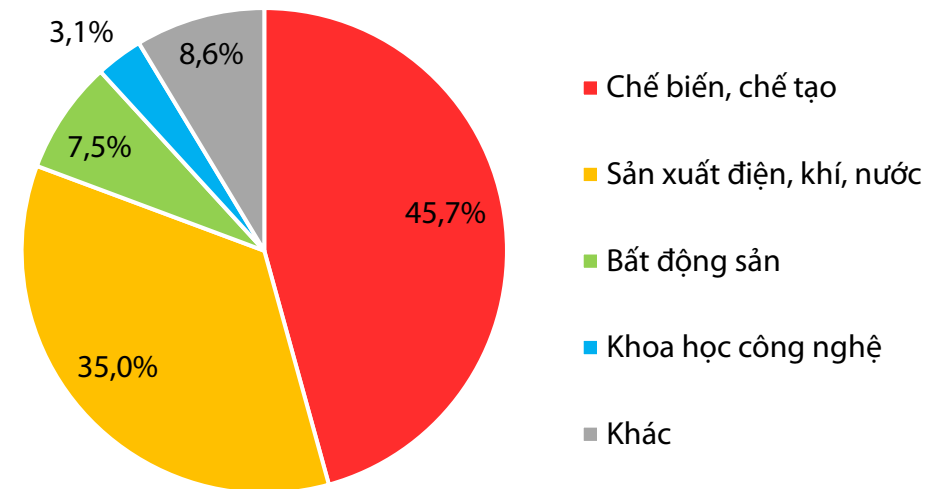
- Triển vọng kinh tế tích cực giúp nửa đầu năm nay ghi nhận vốn FDI thực hiện đạt 9,24 tỷ USD, tăng 6,8% yoy. Ngược lại, vốn đăng kí giảm nhẹ 2,6% yoy, xuống 15,27 tỷ USD. Trong đó, vốn đăng kí mới và vốn điều chỉnh lần lượt đạt 9,5 tỷ USD (+13% yoy - với các dự án lớn như nhà máy nhiệt điện LNG Long An I và II có vốn 3,1 tỷ USD hay nhà máy nhiệt điện Ô Môn II có vốn trên 1,3 tỷ USD) và 4,1 tỷ USD (+10% yoy - với các dự án lớn như LG Display tăng vốn thêm 750 triệu USD hay Polytex Far Eastern tăng vốn thêm 610 triệu USD), tuy nhiên đã không đủ bù đắp cho sự sụt giảm của vốn góp, mua cổ phần (giảm 54,3% yoy, chỉ đạt 1,6 tỷ USD).
- Về lĩnh vực đầu tư, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục thu hút được nhiều vốn đầu tư nhất với 6,98 tỷ USD (chiếm 45,7%). Đứng thứ hai là ngành sản xuất điện, khí, nước với 5,34 tỷ USD (chiếm 35%). Theo sau là các ngành bất động sản và khoa học công nghệ.
- Theo tỉnh thành, Long An hiện dẫn đầu cả nước khi thu hút được 3,57 tỷ USD (chiếm 23,4%) nhờ dự án nhà máy điện khí LNG Long An I và II. Thành phố Hồ Chí Minh đứng thứ hai với 1,43 tỷ USD (chiếm 9,3%). Theo sau là các tỉnh Cần Thơ, Bình Dương và Hải Phòng.

**Hình 1: Dòng vốn FDI (tỷ USD)**



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

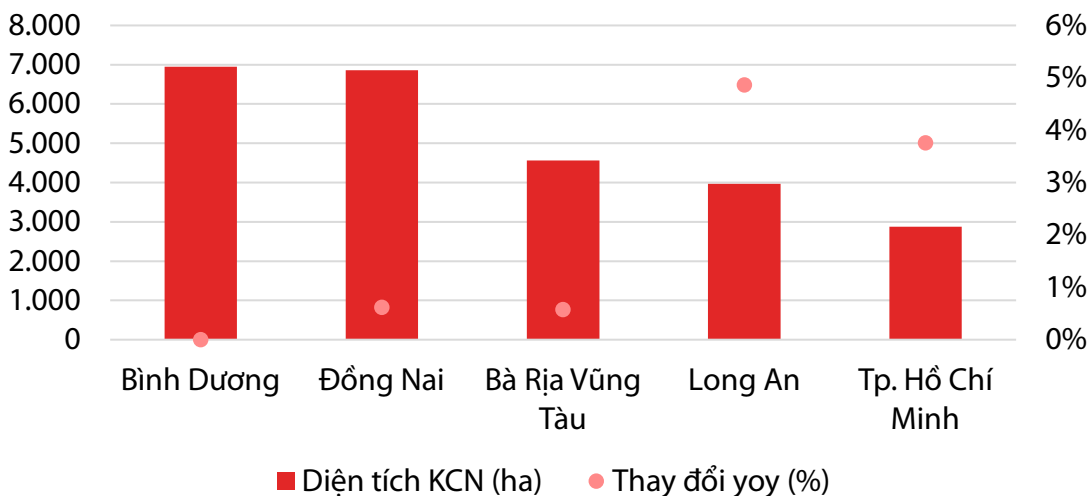
**Hình 2: Cơ cấu vốn FDI theo lĩnh vực sản xuất**



Nguồn: MPI, CTCK Rồng Việt

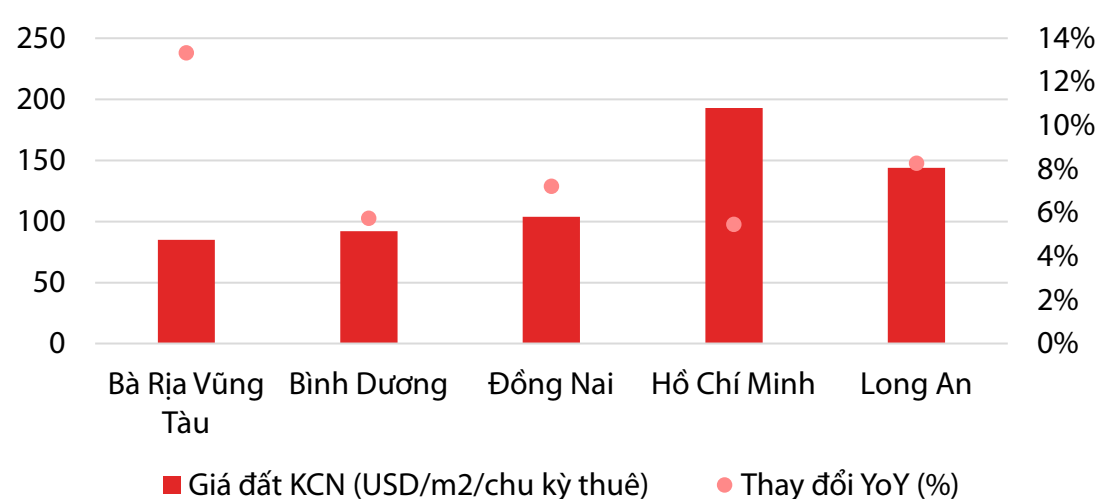
- Đồng Nai và Bình Dương - hai thị trường KCN lâu đời nhất cả nước - tiếp tục dẫn đầu phía Nam với quỹ đất dồi dào và tỷ lệ lấp đầy cao nhất.
- Các đợt bùng phát của dịch Covid đã làm chậm tiến độ pháp lý của các dự án mới nên nguồn cung không cải thiện nhiều (trong 5 tỉnh thành KCN lớn chỉ có Long An ghi nhận điều chỉnh mở rộng KCN Phú An Thạnh thêm 353 ha – tính đến cuối Q1-2021). Trong khi nguồn cầu tăng nên tỷ lệ lấp đầy ở phía Nam được duy trì ở mức cao với 85%.
- Nguồn cung hạn chế, trong khi nguồn cầu tăng lên từ nhà đầu tư mới và nhu cầu mở rộng của nhà đầu tư hiện hữu nên giá cho thuê trong Quý 2 tăng 7,1% yoy, lên 113 USD/m2/chu kỳ thuê. Giá cho thuê tại Vũng Tàu tăng mạnh nhất, ước tính 13% yoy, lên 85 USD/m2/chu kỳ thuê khi nhu cầu thuê đất Vũng Tàu tăng mạnh trong bối cảnh (1) nguồn cung hạn chế ở Bình Dương và Đồng Nai và (2) giá thuê đất cạnh tranh hơn khu vực Long An.

**Hình 3: Nguồn cung đất KCN Q2-2021**



Nguồn: JLL, CTCK Rồng Việt

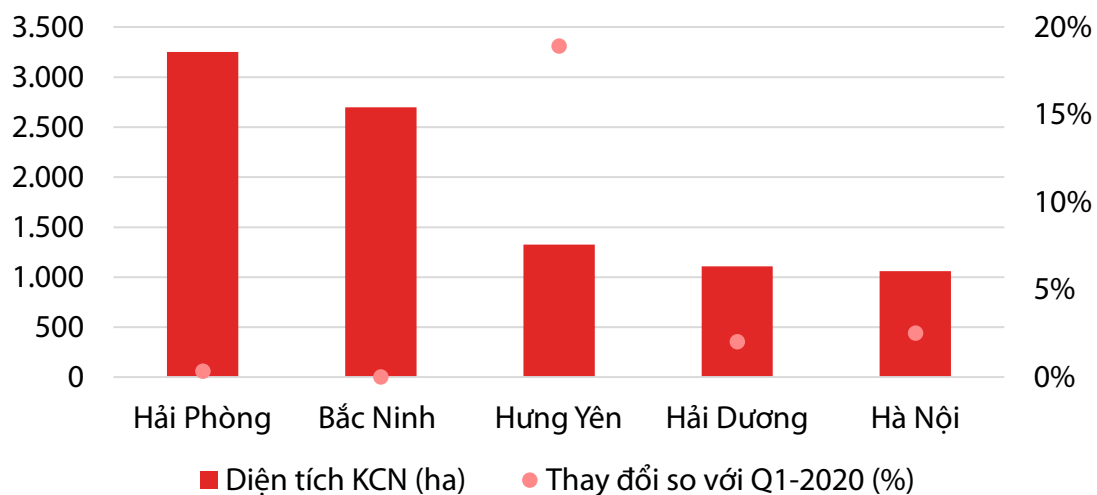
**Hình 4: Giá cho thuê đất KCN Q2-2021**



Nguồn: JLL, CTCK Rồng Việt

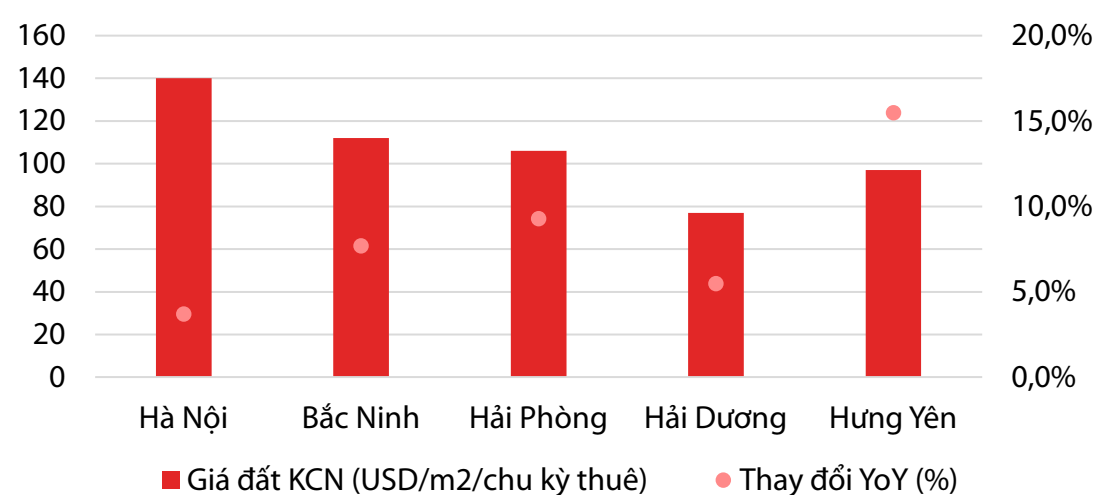
- Hải Phòng và Bắc Ninh là những địa phương đi đầu về phát triển KCN ở miền Bắc nhờ lợi thế quỹ đất công nghiệp, vị trí địa lý thuận lợi và hạ tầng giao thông vận tải phát triển.
- Các hợp đồng thuê đất từ các tập đoàn lớn như Foxconn, Pegatron và LG Display giúp tỷ lệ lấp đầy các KCN miền Bắc duy trì ở mức 75%.
- Các khu công nghiệp tại Bắc Ninh và Bắc Giang bị ảnh hưởng trong đợt bùng phát của dịch bệnh trong Q2 vừa qua, phần nào ảnh hưởng đến hoạt động cho thuê đất tại khu vực này. Do đó, trong Quý 2, giá trung bình phía Bắc tăng chậm hơn so với phía Nam với 5,9% yoy, lên 107 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

**Hình 5: Nguồn cung đất KCN Q2-2021**



Nguồn: JLL, CTCK Rồng Việt

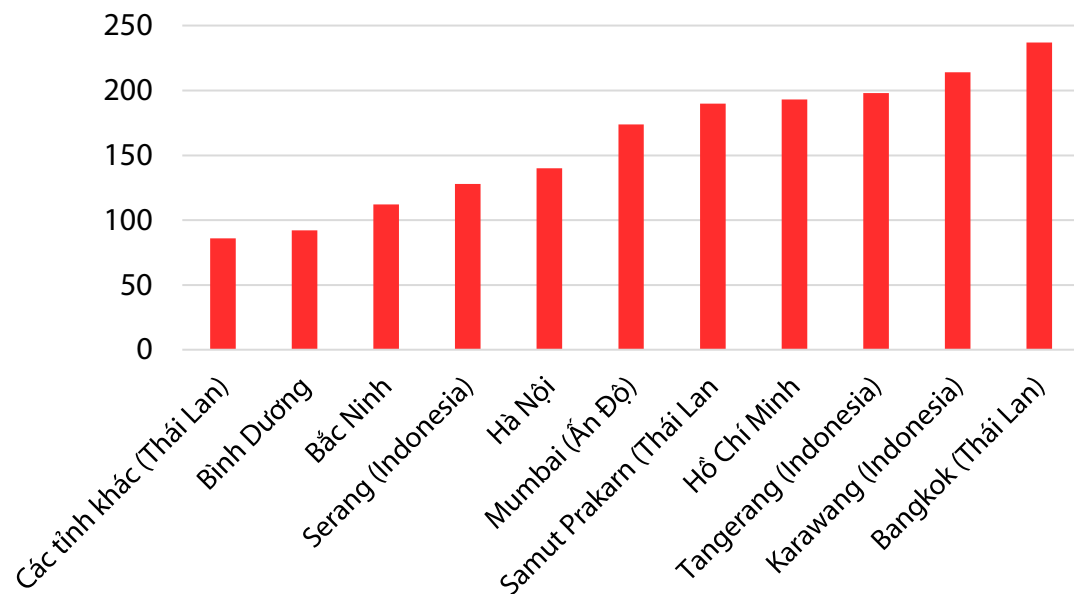
**Hình 6: Giá cho thuê đất KCN Q2-2021**



Nguồn: JLL, CTCK Rồng Việt

- Dịch Covid tái bùng phát ảnh hưởng đến việc khảo sát cơ sở vật chất của các khách hàng tiềm năng. Do đó, tốc độ cho thuê và sức tăng giá đất sẽ bị chậm lại ở nửa cuối năm nay.
- Đồng thời, hoạt động kiểm tra thẩm định của các bộ ban ngành cũng sẽ bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh nên tiến độ pháp lý của các dự án tương lai cũng phần nào bị ảnh hưởng.

**Hình 7: Giá cho thuê đất KCN nửa đầu năm 2021 (USD/m2/chu kỳ thuê)**



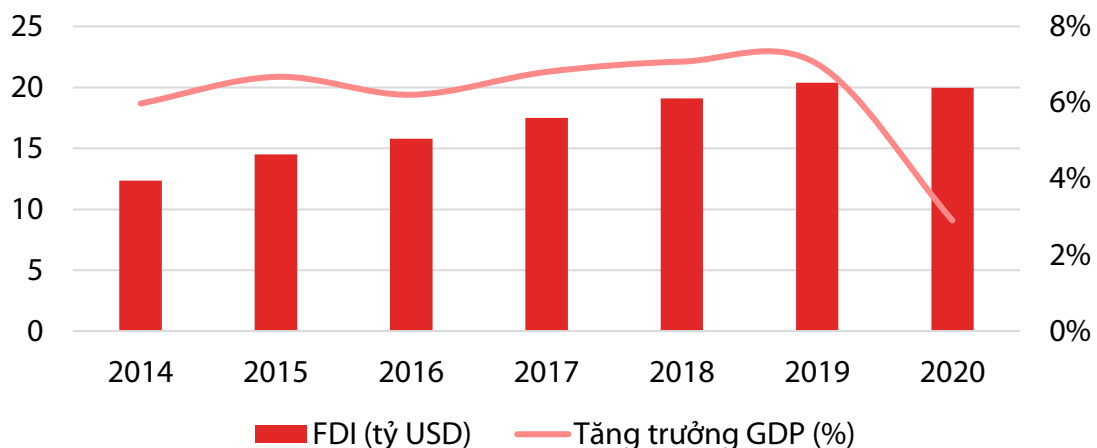
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Về dài hạn, có hai điểm nhấn chính:

- **Mở rộng quỹ đất là hướng phát triển tối ưu** khi giá cho thuê có thể sẽ không tăng nhiều trong thời gian tới. Giá thuê đất tại Việt Nam đang tiệm cận với mức giá của các nước khác, làm giảm cạnh tranh về giá. Do đó, kỳ vọng tăng trưởng nhờ giá cho thuê tăng sẽ không thực sự bền vững. Hiện KBC đang mở rộng quỹ đất ở Hải Dương, Hưng Yên, Long An và Vũng Tàu. PHR kỳ vọng vào việc chuyển đổi vườn cây sa su sang làm KCN với các dự án Tân Bình mở rộng, Hội Nghĩa, Bình Mỹ hay LHG với các dự án Long Hậu mở rộng – GD2, Tân Tập ở Long An và An Định ở Vĩnh Long.
- **Nguồn cầu chuyển dịch sang các tỉnh khác:** quỹ đất hiện tại ở Bắc Ninh, Bình Dương và Đồng Nai có tỷ lệ lấp đầy cao (>90%), trong khi các dự án mới cần thời gian để hoàn thiện pháp lý và cơ sở hạ tầng. Do đó, dự kiến nhu cầu thuê đất có thể tăng lên ở:
  - Hải Phòng và Vũng Tàu nhờ nguồn cung lớn và giá cả cạnh tranh. Tại Hải Phòng, BCM với KCN VSIP Hải Phòng (507 ha, lấp đầy 72% cuối năm 2020) và KBC sở hữu KCN Trảng Duệ 3 (687 ha, dự kiến hoạt động từ năm 2023) sẽ có cơ hội tăng trưởng. IDC sở hữu KCN Phú Mỹ 2 (621 ha, lấp đầy 77%), Phú Mỹ 2 mở rộng (401 ha, lấp đầy 34%) và SZC với KCN Châu Đức (1.556 ha, lấp đầy 40%) là những đơn vị sẽ hưởng lợi ở Vũng Tàu.
  - Các tỉnh vùng Đông Bắc như Quảng Ninh, Thái Nguyên cũng có cơ hội phát triển khi giá thuê cạnh tranh và hạ tầng ngày càng hoàn thiện.



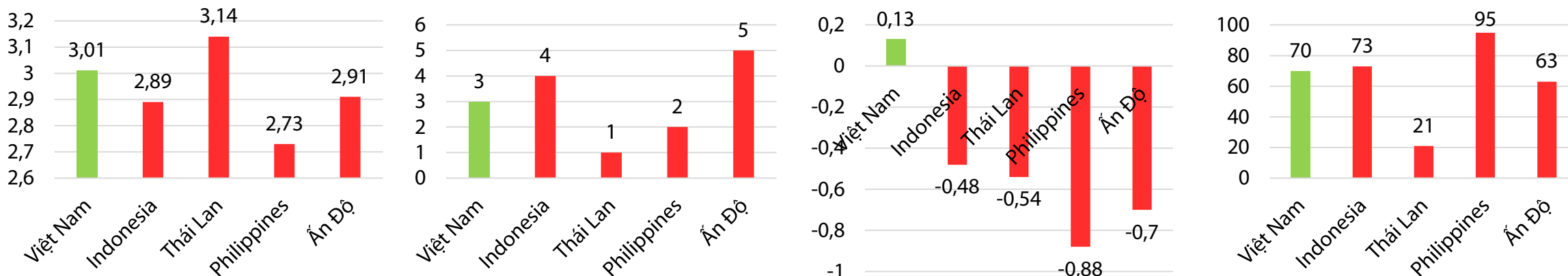
**Hình 8: Vốn FDI giải ngân của Việt Nam**



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, UNCTAD, CTCK Rồng Việt

- Nguồn vốn FDI vào Việt Nam tăng trưởng đều đặn nhờ (1) GDP tăng trưởng tích cực; (2) Nền chính trị ổn định; (3) Hệ thống cơ sở hạ tầng liên tục cải thiện; (4) Hệ thống hành chính và luật pháp minh bạch hơn; (5) Các chính sách ưu đãi thuế cạnh tranh.
- So sánh với các nước khác, Việt Nam có nhiều điểm mạnh để thu hút vốn FDI trong tương lai khi “nhỉnh” hơn Indonesia (có vấn đề về sắc tộc, tôn giáo và giao thông), Thái Lan (chính trị bất ổn, nợ hộ gia đình cao), Ấn Độ (cơ sở hạ tầng chưa phát triển, chính sách thuế không cạnh tranh). Philippines là đối thủ cạnh tranh chính khi lực lượng lao động nói tiếng Anh tốt, chi phí thuê đất công nghiệp thấp.

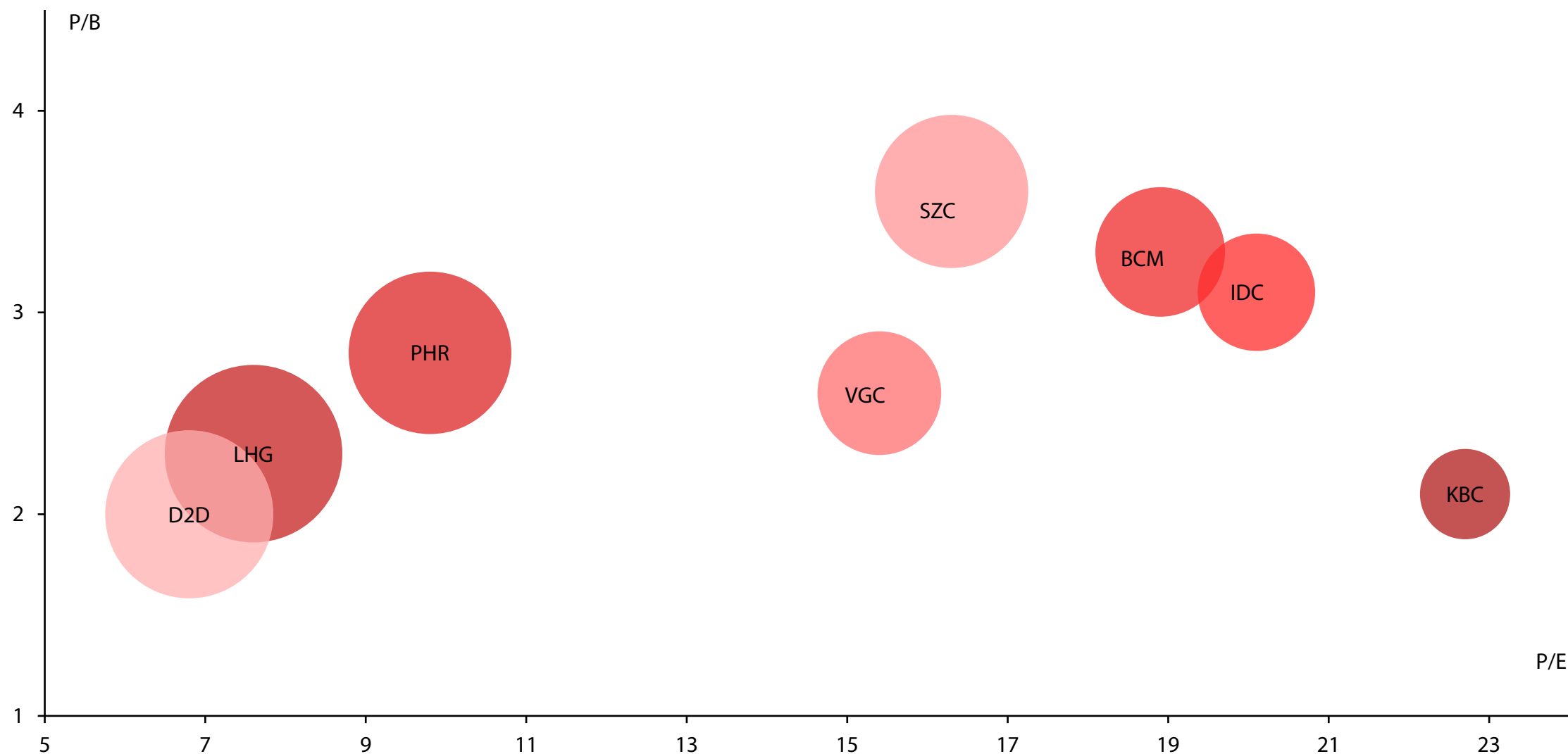
**Hình 9: Chất lượng cơ sở hạ tầng (điểm), xếp hạng lực lượng lao động, tính ổn định của chính trị (điểm) và xếp hạng về mức độ thuận lợi kinh doanh**



Nguồn: Worldbank, Weforum.org, The Global Economy, CTCK Rồng Việt

| Mã CP      | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VND) | Tăng<br>trưởng<br>Doanh thu<br>(% YoY) | Tăng<br>trưởng<br>EBITDA (%<br>YoY) | Biên<br>EBITDA<br>(%) | Biên LN<br>hoạt động<br>(%) | Tăng<br>trưởng<br>LNST<br>(% YoY) | Biên LN<br>ròng<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi suất cổ<br>tức<br>(%) | P/E hiện tại<br>(lần) | P/B hiện tại<br>(lần) |
|------------|----------------------|--------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------|------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>KBC</b> | 16.230,2             | 46.200                   | 49,6                                   | N/A                                 | 0,0                   | 0,0                         | 36,6                              | 0,0                    | 0,0        | 0,0        | 0,0                       | 22,7                  | 1,6                   |
| <b>PHR</b> | 6.910,5              | 61.300                   | 19,8                                   | -16,3                               | 19,6                  | 13,5                        | -18                               | 39,5                   | 11,4       | 21,6       | 4,9                       | 9,8                   | 2,3                   |
| <b>LHG</b> | 2.560,6              | 52.300                   | 30,5                                   | 105,7                               | 49,1                  | 43,6                        | 104,7                             | 36,8                   | 12,5       | 25,9       | 0,0                       | 7,6                   | 1,8                   |
| <b>BCM</b> | 43.263               | N/A                      | -17,1                                  | 10,7                                | 29,5                  | 26,5                        | 17,6                              | 34,8                   | 4,8        | 13,8       | 1,9                       | 18,9                  | 2,8                   |
| <b>VGC</b> | 13.719,5             | N/A                      | -1,6                                   | 82,9                                | 29,4                  | 12,9                        | 37,5                              | 9,6                    | 4,3        | 12,6       | 3,6                       | 15,4                  | 2,1                   |
| <b>IDC</b> | 10.140               | N/A                      | -0,5                                   | -1,4                                | 19,7                  | 10,9                        | 25,8                              | 13,3                   | 3,4        | 11,3       | 0,0                       | 20,1                  | 2,6                   |
| <b>SZC</b> | 4.060                | N/A                      | 13,1                                   | -13,5                               | 62,9                  | 51,4                        | 18,1                              | 44,5                   | 5,4        | 19,3       | 2,5                       | 16,3                  | 3,1                   |
| <b>D2D</b> | 1.543,2              | N/A                      | -48,5                                  | -43,4                               | 60,8                  | 56,3                        | -50,7                             | 55,9                   | 11,4       | 23,2       | 3,9                       | 6,8                   | 1,5                   |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

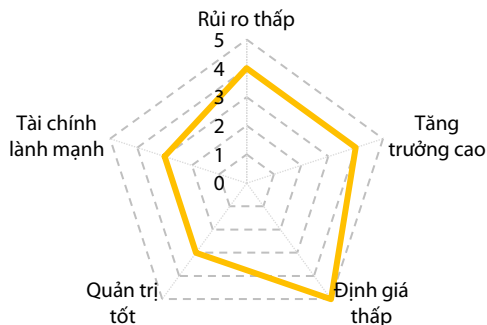
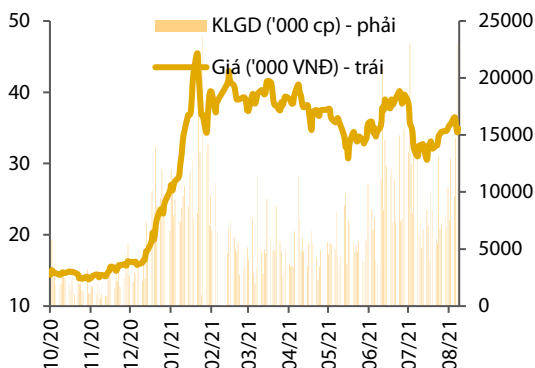


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 34%>

<GTT: 34.550>

<GMT: 46.200>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | BĐS KCN   |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 16.230    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 470       |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 8.741     |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 311       |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 29,5      |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 12,4-45,5 |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 2.151  | 5.256  | 10.617 |
| LNST                  | 224    | 1.020  | 4.915  |
| ROA (%)               | 0,9    | 4,2    | 17,2   |
| ROE (%)               | 2,3    | 10,2   | 36,3   |
| EPS (VND)             | 471    | 2.171  | 10.462 |
| GTSS (VND)            | 20.650 | 21.321 | 28.783 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0      | 1.500  | 2.000  |
| P/E (x) (*)           | 28,1   | 15,9   | 3,3    |
| P/B (x) (*)           | 0,6    | 1,6    | 1,2    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Các khu công nghiệp tọa lạc ở những vị trí thuận lợi giúp “hấp thụ” tốt làn sóng FDI

- Đầu năm 2021, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh đã chính thức đi vào hoạt động giúp nâng tổng diện tích đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê của công ty lên 324 ha (tính đến cuối Q1-2021). Đồng thời, nguồn cung đất sẽ tăng mạnh, đạt 780 ha khi KCN Trảng Duệ 3 được đưa vào khai thác (dự kiến trong năm 2022). Qua đó, giúp đảm bảo quỹ đất đủ lớn để cho thuê trong 5 năm tới.
- Giá đất cho thuê sẽ tăng trưởng tích cực qua các năm nhờ (1) các KCN tọa lạc tại những điểm nóng thu hút nhiều vốn FDI như Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng và TP. Hồ Chí Minh, giúp đảm bảo nhu cầu thuê đất được duy trì ổn định. (2) Tập khách hàng lớn với những công ty công nghệ đa quốc gia như Samsung (tại KCN Quế Võ), LG (tại KCN Trảng Duệ), Foxconn (tại KCN Quang Châu) và Oppo (tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh) là minh chứng cho chất lượng dịch vụ của Kinh Bắc, đồng thời giúp thu hút các công ty vệ tinh đến thuê đất.

### Mảng khu đô thị “bùng nổ” với dự án Trảng Cát

- Khu đô thị Trảng Cát (584,9 ha) đã giải phóng mặt bằng được 582 ha. Hiện công ty đã nộp đủ số tiền sử dụng đất và chính quyền Hải Phòng đã bàn giao cho KBC khai thác. Việc triển khai xây dựng cơ sở hạ tầng dự kiến sẽ tiến hành từ cuối năm nay và sẽ mở bán trong năm 2022. Hiện công ty đang đàm phán để bán 60 ha cho một công ty phát triển bất động sản. Do đó, chúng tôi dự kiến KBC có thể bàn giao và ghi nhận 6.357 tỷ đồng từ thương vụ này, đóng góp 60% vào doanh thu năm 2022. Qua đó, doanh thu dự phóng năm 2022 sẽ đạt 10.617 tỷ đồng, tăng 102% yoy.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý dự án Trảng Cát và Trảng Duệ 3 có thể làm chậm tiến độ bàn giao và ghi nhận doanh thu.

**Bảng 1: Kết quả cho thuê đất KCN**

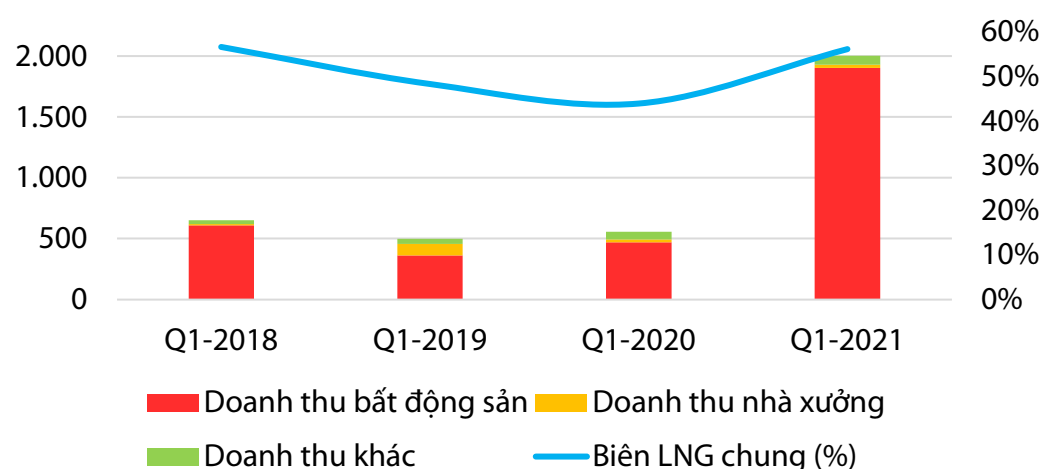
|                      | Diện tích cho thuê (ha) | Giá cho thuê (USD/m2/chu kỳ thuê) | Thay đổi so với năm 2020 (%) |
|----------------------|-------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| KCN Quang Châu       | 32,9                    | 100                               | +25                          |
| KCN Tân Phú Trung    | 21,9                    | 130                               | +2                           |
| KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh | 10,4                    | 130                               |                              |
| <b>Tổng</b>          | 65,2 (+350% yoy)        |                                   |                              |

Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Doanh thu thuần đạt 2.002 tỷ đồng (+260% yoy) và LNST cổ đông công ty mẹ đạt 599 tỷ đồng (+1.013% yoy) nhờ diện tích đất KCN cho thuê tăng mạnh.

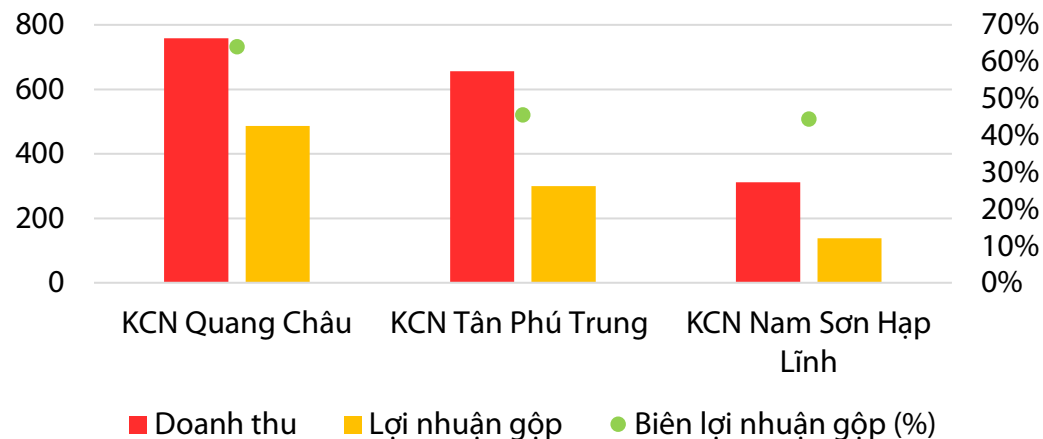
- Kết quả cho thuê đất KCN rất tích cực khi diện tích cho thuê tăng 350% yoy, lên 65,2 ha. Đồng thời, giá cho thuê cũng tăng trưởng so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, công ty cũng ghi nhận doanh thu bàn giao 1,3 ha đất khu đô thị Trảng Duyệt với giá bán trung bình 11 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Qua đó, doanh thu mảng bất động sản tăng 307% yoy, lên 1.904 tỷ đồng.
- Biên LNG chung tăng từ 44% lên 56% do cùng kỳ năm trước, phần lớn doanh thu bất động sản đến từ KCN Tân Phú Trung (có biên LNG thấp hơn KCN Quang Châu).
- Chi phí lãi vay tăng 101% yoy, lên 84 tỷ đồng khi nợ vay dài hạn tăng để thanh toán tiền đất khu đô thị Trảng Cát. Chi phí môi giới và tư vấn cao kéo theo chi phí bán hàng tăng 754% yoy, lên 107 tỷ đồng.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)**



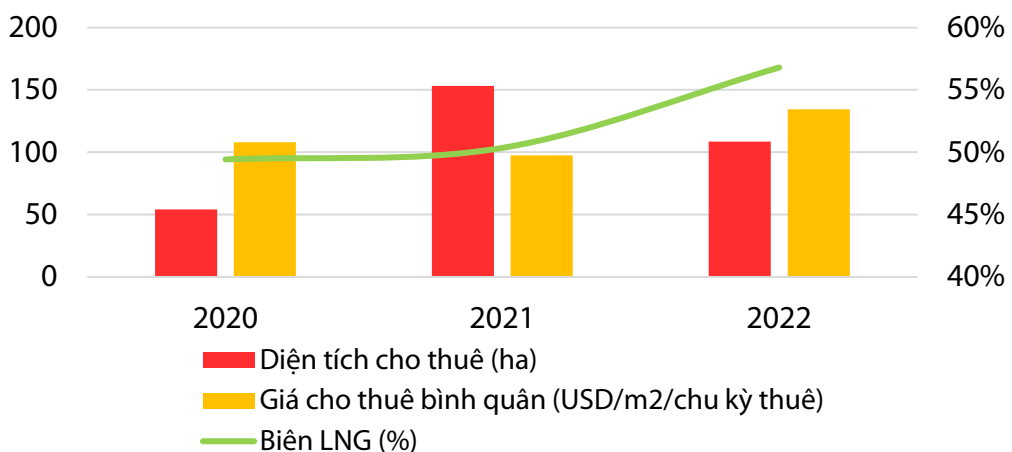
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Đóng góp doanh thu và LNG của các KCN (tỷ đồng)**



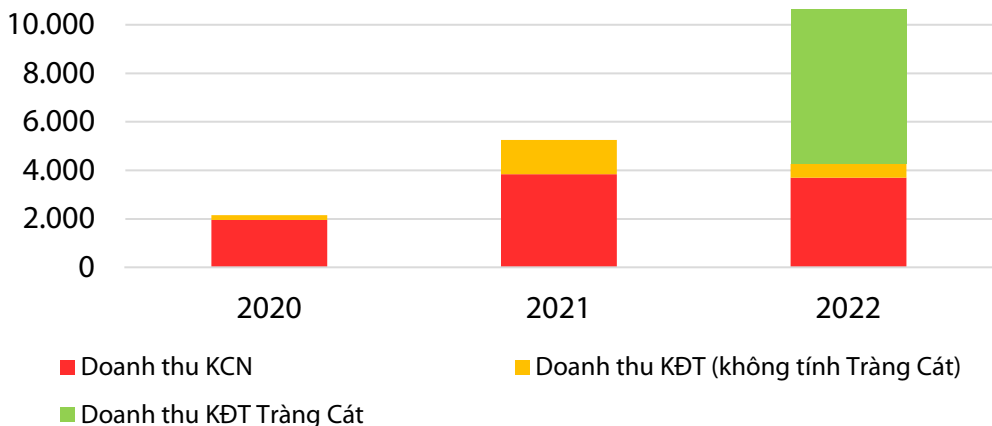
Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Kết quả kinh doanh mảng KCN



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Các nguồn doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

#### 2H2021 ghi nhận nguồn thu lớn từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và khu đô thị Phúc Ninh

- Dự kiến KBC sẽ ghi nhận doanh thu cho thuê 63 ha tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh với Oppo và giá cho thuê là 70 USD/m2/chu kỳ thuê. Như vậy, cả năm 2021, tổng diện tích đất KCN cho thuê sẽ đạt 153 ha, tăng 183% yoy với 88 ha ở KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, 40 ha ở KCN Quang Châu (+77% yoy) và 25 ha ở KCN Tân Phú Trung (-20% yoy). Đồng thời, giá cho thuê tại KCN Quang Châu và Tân Phú Trung sẽ lần lượt đạt 100 USD/m2/chu kỳ thuê (+25% yoy) và 130 USD/m2/chu kỳ thuê (+2% yoy). Ngoài ra, công ty cũng sẽ ghi nhận doanh thu bàn giao 7,33 ha đất tại khu đô thị Phúc Ninh.
- Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ năm 2021 sẽ lần lượt tăng trưởng 144% yoy (lên 5.256 tỷ đồng) và 355% yoy (lên 1.020 tỷ đồng).

#### Năm 2022 ghi nhận nguồn thu lớn từ bán đất Trảng Cát

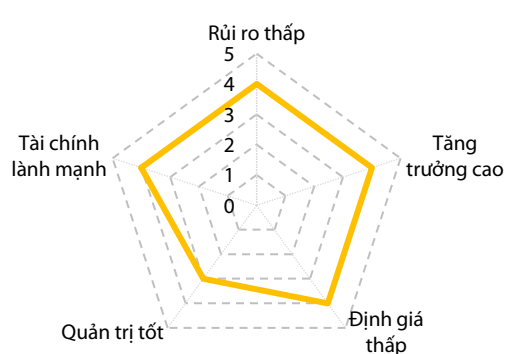
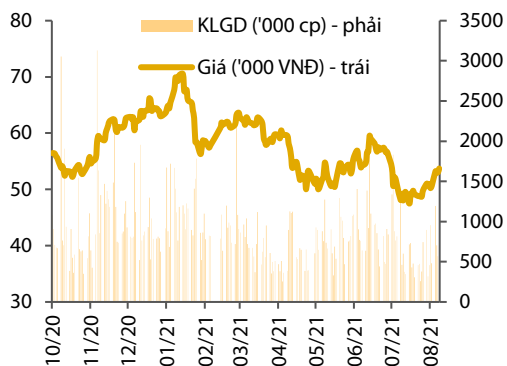
- Ngoài nguồn thu từ các dự án hiện hữu như (1) KCN Quang Châu (dự kiến cho thuê 8 ha thương phẩm còn lại), Nam Sơn Hạp Lĩnh (40 ha), Tân Phú Trung (40ha) và (2) khu đô thị Trảng Duệ (bàn giao 3 ha) và Phúc Ninh (1 ha). Nguồn thu sẽ được bổ sung với dự án KCN Trảng Duệ 3 (dự kiến cho thuê 20 ha với giá 122 USD/m2/chu kỳ thuê) và Trảng Cát (bán sỉ 60 ha đất thương phẩm, qua đó ghi nhận doanh thu 6.357 tỷ đồng, đóng góp 60% vào doanh thu).
- Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ năm 2022 dự kiến đạt 10.617 tỷ đồng (+102% yoy) và 4.915 tỷ đồng (+382% yoy).



<MUA: 20%>

<GTT: 51.000>

<GMT: 61.300>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | BĐS KCN   |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 6.911     |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 135,5     |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 811       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 43,4      |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 37,7      |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 47,5-70,5 |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 1.632  | 1.896  | 2.923  |
| LNST                  | 1.082  | 234    | 1.320  |
| ROA (%)               | 16,5   | 3,4    | 16,9   |
| ROE (%)               | 33,8   | 7,4    | 36,5   |
| EPS (VND)             | 6.523  | 1.413  | 7.959  |
| GTSS (VND)            | 24.096 | 23.953 | 27.244 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 2.500  | 1.500  | 4.500  |
| P/E (x) (*)           | 4,3    | 36,1   | 6,4    |
| P/B (x) (*)           | 1,3    | 2,1    | 1,9    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Tiền đền bù đất giúp cải thiện kết quả kinh doanh và cổ tức năm 2022

- PHR sẽ bàn giao 691 ha đất cho VSIP để triển khai dự án KCN VSIP 3. Hiện VSIP đã điều chỉnh phương án đầu tư và trình lên Thủ tướng lần thứ ba. Tuy nhiên, do dịch bệnh bùng phát nên việc thẩm định của các bộ ban ngành sẽ bị chậm so với kỳ vọng nên chúng tôi dự kiến pháp lý của VSIP 3 sẽ được hoàn thiện trong năm 2022. Với tiền đền bù đất từ VSIP, dự kiến LNST cổ đông công ty mẹ năm 2022 đạt 1.320 tỷ đồng (+463% yoy) và ước tính có thể chi trả tỷ lệ cổ tức tối thiểu 45%. Cho năm 2021, trường hợp không thể ghi nhận tiền đền bù đất với VSIP (chiếm 80% LNTT kế hoạch của công ty mẹ), dự kiến cổ tức tiền mặt sẽ ở mức 10-15%, thay vì 40% như kỳ vọng của công ty.

### KCN Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng được kỳ vọng sẽ cải thiện nguồn thu của các năm tới

- Hiện công ty đang trình phương án đầu tư KCN Tân Lập 1 lên tỉnh và kỳ vọng sẽ hoàn thiện pháp lý của dự án ở cuối năm 2021 hoặc đầu năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng KCN Tân Lập sẽ bắt đầu cho thuê từ năm 2022 với trung bình 35 ha/năm. Ngoài ra, KCN Tân Bình mở rộng cũng đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ pháp lý và kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ năm 2024 với 40-50 ha được cho thuê mỗi năm. Theo đó, các dự án KCN mới sẽ giúp doanh thu và lợi nhuận gộp giai đoạn 2021-2025 tăng trưởng 30%/năm và 68%/năm.

### Nhu cầu lốp xe và gang tay cao su giúp mảng cao su phục hồi

- Hoạt động sản xuất ô tô phục hồi và nhu cầu gang tay cao su cao giúp cải thiện nguồn cầu. Ngược lại, nguồn cung sụt giảm tại Trung Quốc (do thời tiết) và Thái Lan (bệnh nấm rụng lá làm giảm năng suất) đã làm tăng giá cao su. Dự kiến, giá cao su có thể duy trì ở mức cao trong các năm tới nhờ nguồn cầu tăng thêm khi các nước phát triển kiểm soát tốt dịch bệnh và nguồn cung từ Thái Lan không dồi dào.

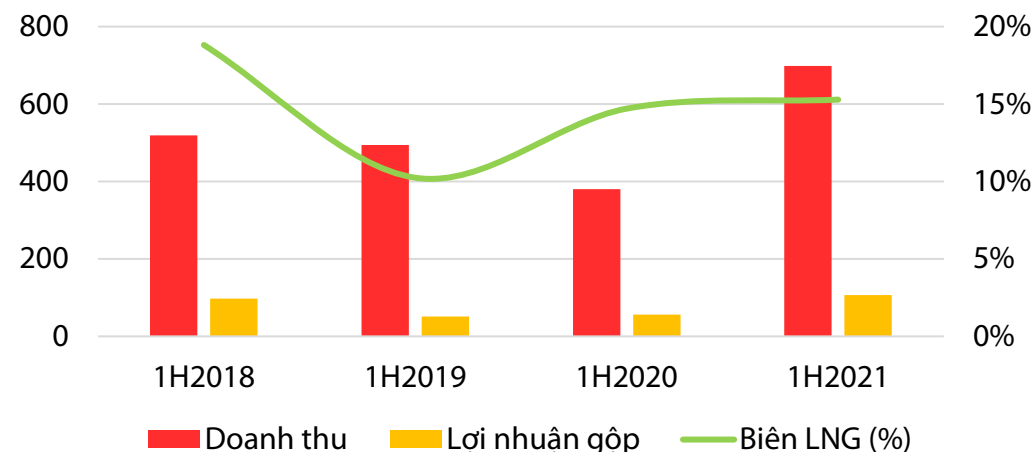
## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thủ tục pháp lý của các dự án KCN bị chậm trễ sẽ làm chậm đà tăng trưởng nguồn thu của công ty. Hay nhu cầu thuê đất KCN thấp hơn dự kiến khiến tốc độ cho thuê không cao như kỳ vọng.

## Chưa thể ghi nhận tiền đền bù do pháp lý dự án VSIP III chưa hoàn thiện

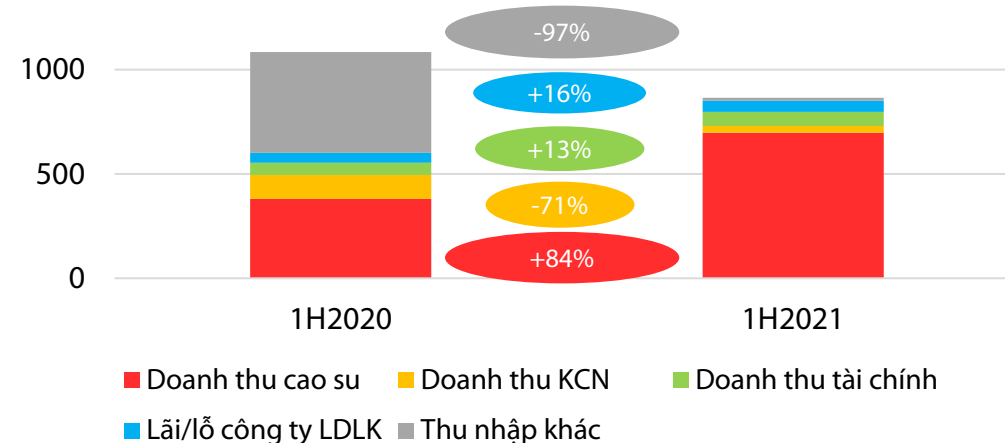
- Doanh thu 1H2021 đạt 731 tỷ đồng, tăng 48% yoy nhờ sự phục hồi của mủng cao su. Trong khi đó, LNST cổ đông công ty mẹ giảm 70% yoy, xuống 160 tỷ đồng do không có khoản thu nhập từ tiền đền bù đất.
- Mủng cao su ghi nhận sức tăng trưởng cao khi doanh thu đạt 698 tỷ đồng, tăng 84% yoy nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán tăng. Ngành công nghiệp ô tô của Mỹ và Trung Quốc phục hồi giúp cải thiện nhu cầu tiêu thụ cao su (sản lượng tiêu thụ đạt 13.458 tấn, tăng 36% yoy). Nguồn cầu tăng cao trong khi nguồn cung sụt giảm ở Trung Quốc và Thái Lan giúp giá bán cao su của PHR tăng 36% yoy, đạt 43,7 triệu đồng/tấn.
- Ngược lại, doanh thu mủng KCN giảm 71% yoy, còn 33 tỷ đồng do không ghi nhận diện tích mới được cho thuê trong kỳ.
- Biên LNG giảm từ 29% xuống 18% do đóng góp của mủng KCN (có biên gộp cao hơn) sụt giảm. Lợi nhuận gộp đạt 129 tỷ đồng, giảm 12% yoy.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý lần lượt tăng 13% yoy (lên 11,2 tỷ đồng) và 23% yoy (lên 38,7 tỷ đồng) do chi phí nhân viên tăng.
- Pháp lý dự án VSIP 3 vẫn đang trong quá trình hoàn thiện nên PHR chưa thể ghi nhận tiền đền bù đất trong 1H2021. Do đó, thu nhập khác đã giảm mạnh 97% yoy, còn 14,5 tỷ đồng. Trong 1H2020, công ty ghi nhận tiền đền bù đất 456 tỷ đồng từ Nam Tân Uyên.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh mủng cao su (tỷ đồng)**



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Các nguồn thu (tỷ đồng)**



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Các dự án KCN đang chờ triển khai**

|                  | Lợi ích của PHR (%) | Tổng diện tích (ha) | Diện tích thương phẩm (ha) | Tiến độ                                   | Năm triển khai dự kiến |
|------------------|---------------------|---------------------|----------------------------|-------------------------------------------|------------------------|
| Nam Tân Uyên 3   | 32,9                | 346                 | 259                        | Chờ tỉnh giao đất và cho thuê từ năm 2022 | 2021                   |
| VSIP 3           | 20                  | 1.000               | 650                        | Trình Thủ tướng phương án đầu tư          | 2022                   |
| Tân Lập 1        | 51                  | 200                 | 140                        | Trình tỉnh phương án đầu tư               | 2022                   |
| Tân Bình mở rộng | 80                  | 1.055               | 739                        | Thuộc quy hoạch 2021-2025 của huyện       | 2024                   |
| Tân Lập 2        | 51                  | 180                 | 126                        | Thuộc quy hoạch 2021-2025 của huyện       | 2024-2025              |
| Hội Nghĩa        | 100                 | 715                 | 429                        | Thuộc quy hoạch 2021-2025 của huyện       | Sau 2025               |
| Bình Mỹ          | 100                 | 1.002               | 601                        | Thuộc quy hoạch 2021-2025 của huyện       | Sau 2025               |

Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

**Không thể ghi nhận tiền đền bù từ VSIP khiến KQKD 2021 sụt giảm**

- Dự kiến doanh thu 2021 sẽ đạt 1.896 tỷ đồng (+16% yoy) nhờ mảng sao su tiếp đà phục hồi trong 2H2021. Tuy vậy, do sự suy giảm của hoạt động cho thuê đất KCN nên lợi nhuận gộp giảm 32% yoy, xuống 262 tỷ đồng.
- VSIP đã điều chỉnh những vướng mắc trong phương án đầu tư và đang chờ Thủ tướng phê duyệt. Tuy vậy, Covid-19 tái bùng phát và ban lãnh đạo tỉnh Bình Dương gần đây có những thay đổi sẽ phần nào làm chậm quá trình thẩm định hồ sơ của dự án VSIP 3. Dự kiến pháp lý của dự án sẽ chỉ được hoàn thiện trong năm 2022 nên tiền đền bù sẽ không thể ghi nhận trong 2H2021. Theo đó, LNST cổ đông công ty mẹ sẽ chỉ đạt 234 tỷ đồng (-78% yoy).

**Năm 2022: Tăng trưởng nhờ mảng bất động sản KCN**

- Bên cạnh mảng cao su (dự kiến sản lượng tiêu thụ và giá bán được duy trì ở mức cao) và KCN Tân Bình, nguồn thu của PHR sẽ được cải thiện khi đưa KCN Tân Lập 1 vào hoạt động. Dự kiến KCN Tân Lập 1 sẽ cho thuê 35 ha với mức giá là 109 USD/m2/chu kỳ thuê. Đồng thời, pháp lý dự án VSIP 3 dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2022, giúp PHR ghi nhận số tiền đền bù 898 tỷ đồng.
- Như vậy, doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ sẽ đạt 2.923 tỷ đồng (+54% yoy) và 1.320 tỷ đồng (+463% yoy).
- Ngoài ra, PHR sẽ tiếp tục hoàn thiện hồ sơ các dự án KCN khác để sớm đưa vào hoạt động như Tân Bình mở rộng, Tân Lập 2, Hội Nghĩa và Bình Mỹ.

**<TRUNG LẬP: 2,1%>**

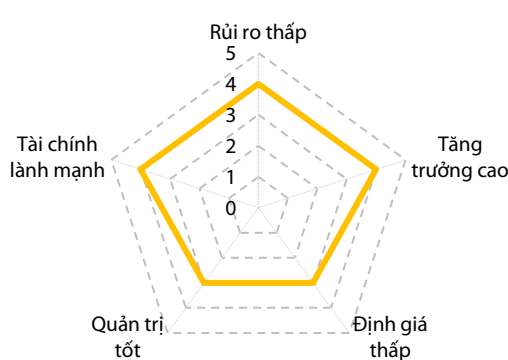
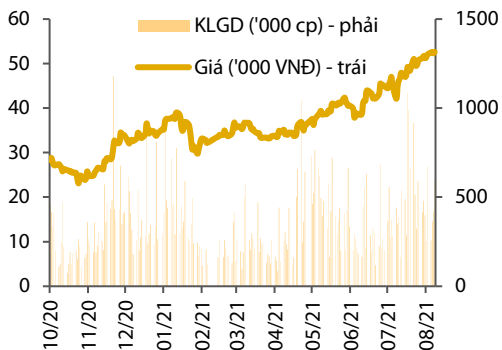
**<GTT: 51.200>**

**<GMT: 52.300>**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2020A 2021F 2022F**



|                             |         |
|-----------------------------|---------|
| Ngành                       | BĐS KCN |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 2.561   |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 50      |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 426     |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 18,4    |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 39,5    |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 18,4-51 |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 644    | 823    | 859    |
| LNST                  | 191    | 277    | 307    |
| ROA (%)               | 7,3    | 9,4    | 9,8    |
| ROE (%)               | 14,8   | 19,7   | 19,9   |
| EPS (VND)             | 3.810  | 5.544  | 6.142  |
| GTSS (VND)            | 25.673 | 28.158 | 30.801 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.900  | 1.900  | 2.200  |
| P/E (x) (*)           | 3,9    | 9,2    | 8,3    |
| P/B (x) (*)           | 0,6    | 1,8    | 1,7    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Vị trí thuận lợi giúp giá cho thuê tăng liên tục**

- KCN Long Hậu 3 có vị trí chiến lược cách thành phố Hồ Chí Minh 25 km, Cát Lái 25 km và cảng Tân Cảng – Hiệp Phước 3 km. Trong tương lai, bên cạnh QL1, tuyến đường ĐT 827E khi hoàn thiện sẽ bổ sung cung đường kết nối thành phố Hồ Chí Minh và Long An, giúp việc vận chuyển hàng hóa thuận tiện hơn. Hiện Long An ngày càng thu hút được nhiều vốn FDI khi tổng vốn FDI đã tăng 17%/năm trong giai đoạn 2017-2020. Nhu cầu đầu tư sản xuất ngày càng nhiều giúp giá cho thuê tại KCN Long Hậu 3 đạt 200 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê trong 1H2021 (+25% yoy).

**Mảng cho thuê nhà xưởng tăng trưởng ổn định khi nhu cầu ngày càng cao**

- Việc đi thuê nhà xưởng xây sẵn giúp các công ty tiết kiệm thời gian và chi phí, đặc biệt giúp hạn chế khoảng thời gian gián đoạn sản xuất khi di chuyển nhà máy từ nước khác sang. Nhu cầu cao giúp lợi nhuận gộp của mảng tăng trưởng 21%/năm giai đoạn 2017-2020. Sắp tới, LHG sẽ bổ sung nguồn cung khi xây thêm ~57.000m<sup>2</sup> nhà xưởng, giúp tổng cung đạt khoảng 159.000m<sup>2</sup> vào năm 2023 (tăng 55% so với nguồn cung cuối năm 2020).

**Chi phí đền bù liên quan đến khu tái định cư Long Hậu 1 vẫn chưa có kết luận cuối cùng**

- Công ty Tân Thuận yêu cầu LHG phải trả số tiền 328 tỷ đồng (LHG đã trả trước 74 tỷ đồng), số tiền này đã được chúng tôi đưa vào mô hình định giá như một khoản nợ tiềm năng. Hiện cơ quan nhà nước vẫn đang tiến hành điều tra và chưa đưa ra được kết luận cuối cùng.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

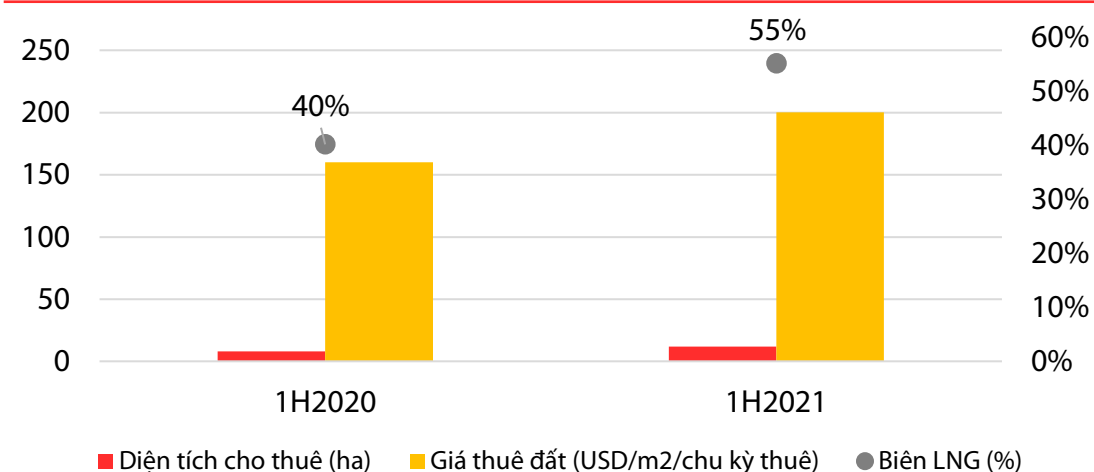
- Việc chậm trễ trong việc đền bù phần đất còn lại của Long Hậu 3 – GĐ1 sẽ làm giảm tốc độ hấp thụ trong bối cảnh nhu cầu ngày càng cao.
- Trường hợp LHG phải thanh toán tiền cho Tân Thuận có thể khiến giá cổ phiếu giảm trong ngắn hạn.

## Kết quả tích cực nhờ diện tích cho thuê và giá cho thuê tăng

Doanh thu tăng 72% yoy, lên 666 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế tăng 126% yoy, đạt 250 tỷ đồng nhờ diện tích cho thuê và giá cho thuê tăng mạnh so với cùng kỳ.

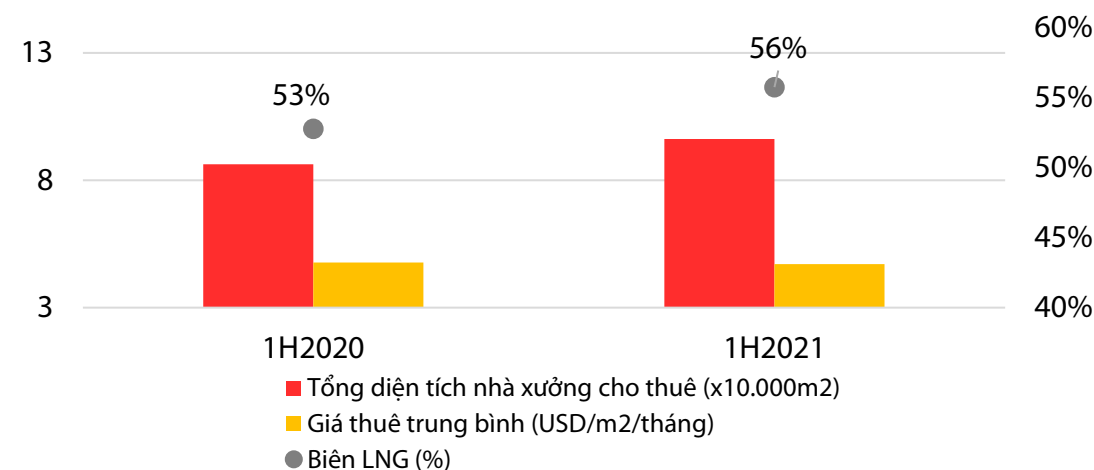
- Trong 1H2021, công ty đã cho thuê được 12 ha (+49% yoy), trong đó phần lớn (11ha) được ghi nhận cho thuê với công ty Logos hoạt động ở mảng logistic. Giá thuê đạt 200 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+25% yoy) nhờ vị trí thuận lợi của KCN Long Hậu 3 – GĐ1 và nguồn cung đất hạn hẹp ở tỉnh Long An. Doanh thu mảng cho thuê đất KCN đạt 547 tỷ đồng (+73% yoy)
- Doanh thu mảng cho thuê nhà xưởng và cung cấp dịch vụ KCN lần lượt tăng 11% yoy (đạt 65 tỷ đồng nhờ cho thuê thêm 6.000m<sup>2</sup> nhà xưởng cao tầng Long An) và 22% yoy (đạt 54 tỷ đồng).
- Giá cho thuê tăng giúp biên LNG cải thiện từ mức 42% lên 54%. Lợi nhuận gộp đạt 358 tỷ đồng, tăng 120% yoy.
- Tiền thưởng nhân viên quản lý tăng khiến chi phí quản lý tăng 29% yoy, lên 39 tỷ đồng. Chi phí bán hàng tăng cùng hiệu quả kinh doanh với 19% yoy, lên 10 tỷ đồng.
- Kiểm soát tốt các loại chi phí giúp chi phí tăng chậm hơn lợi nhuận gộp. Do đó, LNST đạt 250 tỷ đồng, tăng 126% yoy.

**Hình 1: Kết quả kinh doanh mảng cho thuê đất KCN**



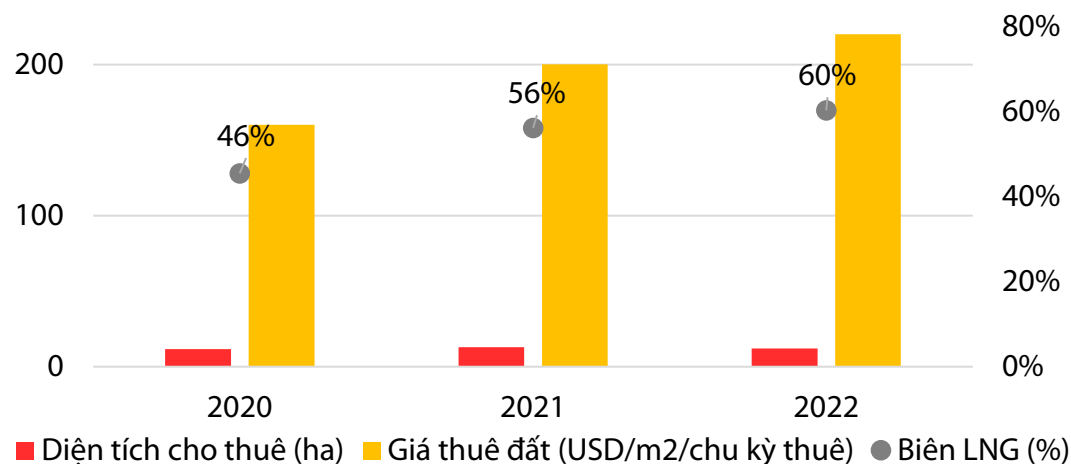
Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Kết quả kinh doanh mảng cho thuê nhà xưởng**



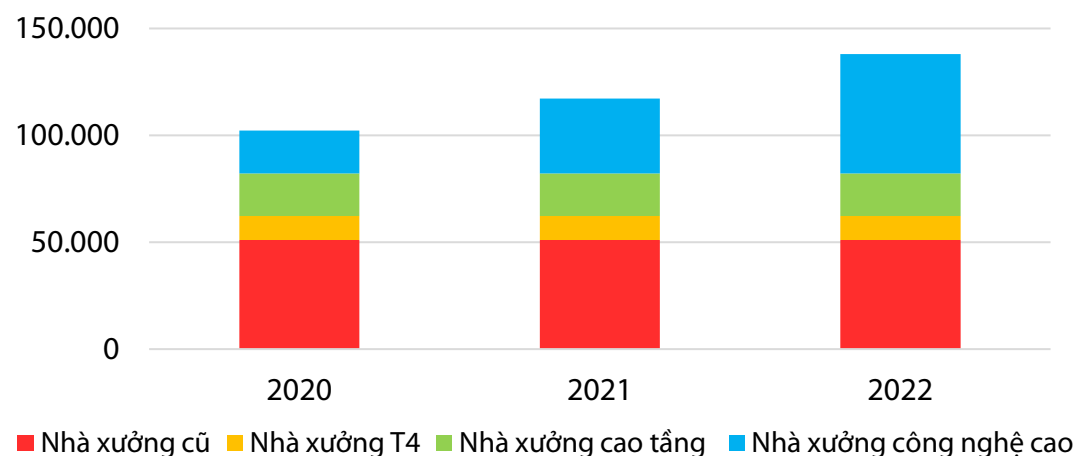
Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dự phóng kết quả kinh doanh mảng cho thuê đất



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Nguồn cung nhà xưởng cho thuê (m2)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### 2H2021 hoạt động “cầm chừng” do quỹ đất hạn chế và ảnh hưởng của Covid-19

- Do quỹ đất hạn chế và đã ghi nhận cho thuê 12 ha trong 1H2021 nên LHG sẽ không đẩy mạnh hoạt động cho thuê đất trong 2H2021. Dự kiến diện tích cho thuê cả năm sẽ chỉ ở mức 13 ha và giá cho thuê bình quân đạt 200 USD/m2/chu kỳ thuê (+25% yoy). Qua đó, doanh thu và lợi nhuận gộp mảng cho thuê đất KCN tăng trưởng 39% yoy (lên 601 tỷ đồng) và 68% yoy (lên 338 tỷ đồng).
- Dịch Covid-19 sẽ tác động tiêu cực đến nhu cầu thuê nhà xưởng nên dự kiến tổng diện tích nhà xưởng đã cho thuê đến cuối năm nay sẽ đạt 98.180m2, tăng 8.000m2 so với năm 2020, trong đó có 6.000m2 đã tăng thêm trong 1H2021. Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng sẽ đạt 125 tỷ đồng (+4,1% yoy) và 66 tỷ đồng (+5,5% yoy).

### KQKD năm 2022 được thúc đẩy bởi giá đất và diện tích nhà xưởng cho thuê tăng

Dự kiến doanh thu và LNST sẽ lần lượt đạt 859 tỷ đồng (+4,4% yoy) và 307 tỷ đồng (+11% yoy) với động lực từ giá cho thuê đất tăng 10% yoy (lên 220 USD/m2/chu kỳ thuê) và tổng diện tích nhà xưởng cho thuê đạt 123.430m2 (+26% yoy). Ngược lại, diện tích đất cho thuê dự kiến sẽ chỉ ở mức 12 ha (giảm 1 ha yoy) do LHG chủ động cho thuê đất “chừng mực” nhằm đảm bảo đủ nguồn cung đất đến năm 2025.





# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

**TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG HƠN TỪ  
Q4/2021**



Trần Hoàng Thế Kiệt – [kiet.tht@vdsc.com.vn](mailto:kiet.tht@vdsc.com.vn)





## **1. Nhìn lại thị trường BĐS 6T2021**

- Nguồn cung phục hồi chậm do đại dịch Covid-19 khiến giá tăng ở tất cả các phân khúc. Trong đó, phân khúc trung cấp là chủ đạo chiếm 79% nguồn cung mới.
- Các nhà phát triển BĐS tận dụng công nghệ để thích ứng với bối cảnh Covid-19.

## **2. Triển vọng thị trường 6 tháng cuối năm 2021**

- Đầu tư cơ sở hạ tầng là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng ngành
- Khung pháp lý được cải thiện là giải pháp trung và dài hạn cho các vấn đề về nguồn cung
- Lãi suất thấp hỗ trợ nhu cầu mua nhà
- Rủi ro: Tình hình phức tạp của dịch bệnh Covid-19 kéo dài sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến bán hàng.

## **3. Phụ lục**

- Nguồn cung hồi phục nhanh chóng trong quý 2 nhưng có xu hướng giảm khi dịch bùng lại trong tháng 6. Lượng cung đến từ khu Tây (31%), Nam (26%) và Đông (22%). Trong đó, Pi City (Quận 12), VHM Grand Park (Quận 9) và Grand Marina (Quận 1) là những dự án đóng góp chính.

↑ 130% QoQ

↓ 9% YoY (6T2021)

### Cung mới

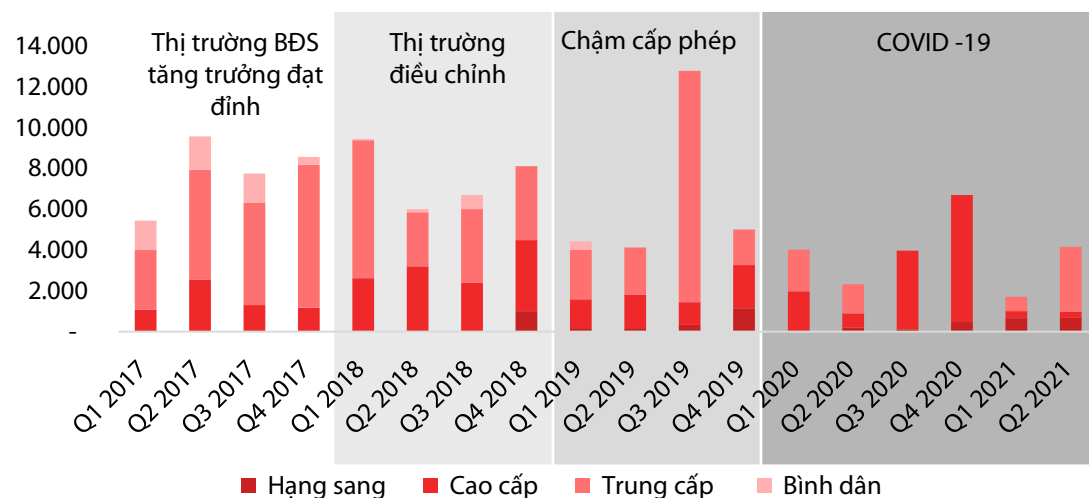
- Trong Quý 2/2021, thị trường ghi nhận doanh thu khả quan từ khu Đông (Quận 9), chiếm ~ 25% số căn bán được theo JLL, nhờ vào việc thành lập Thành phố Thủ Đức và vị trí đặc địa với nhiều cơ sở hạ tầng quy mô lớn trong khu vực: Metro số 1, Sân bay Long Thành, Cầu Thủ Thiêm 2.

↑ 76% QoQ

↑ 28% YoY (6T2021)

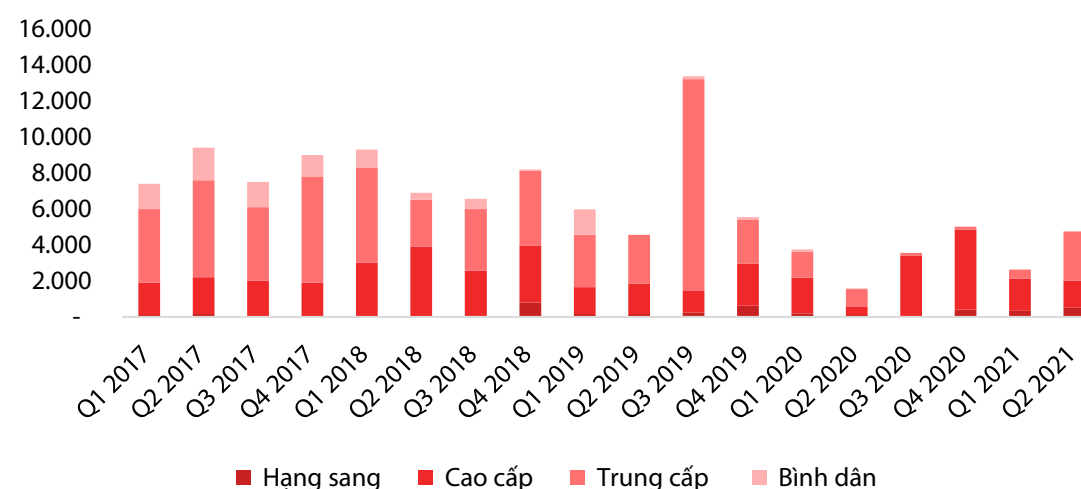
### Số căn bán được

Hình 1: Số căn hộ mới tại TP.HCM (căn)



Nguồn: CBRE

Hình 2: Số căn hộ bán tại TP.HCM (căn)



Nguồn: CBRE

- Nguồn cung giảm so với quý trước do dịch bùng trở lại từ tháng 5. Lượng cung chủ yếu đến từ khu Tây và Đông (~80%). Trong đó, Panorama Hoàng Văn Thụ, Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City là các dự án đóng góp chính.



-20% QoQ



10% YoY (6T2021)

### Cung mới

- Các dự án khu đô thị chiếm khoảng 60% số căn bán được trong 6T2021. Trong đó, Nam Từ Liêm (44%), Gia Lâm (18%), Cầu Giấy (12%) là những khu vực trọng điểm đóng góp chính vào tổng số căn bán được.



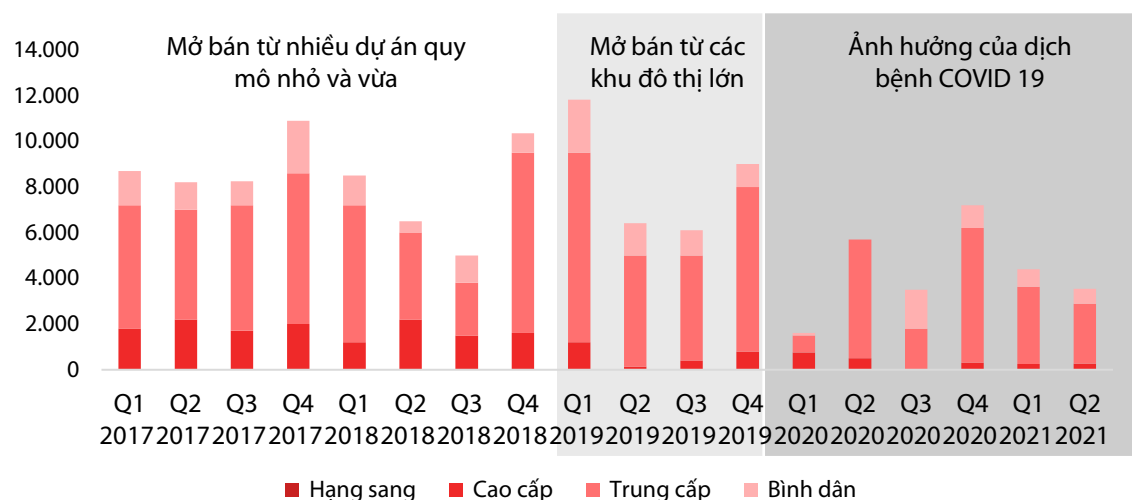
-6% QoQ



20% YoY (6T2021)

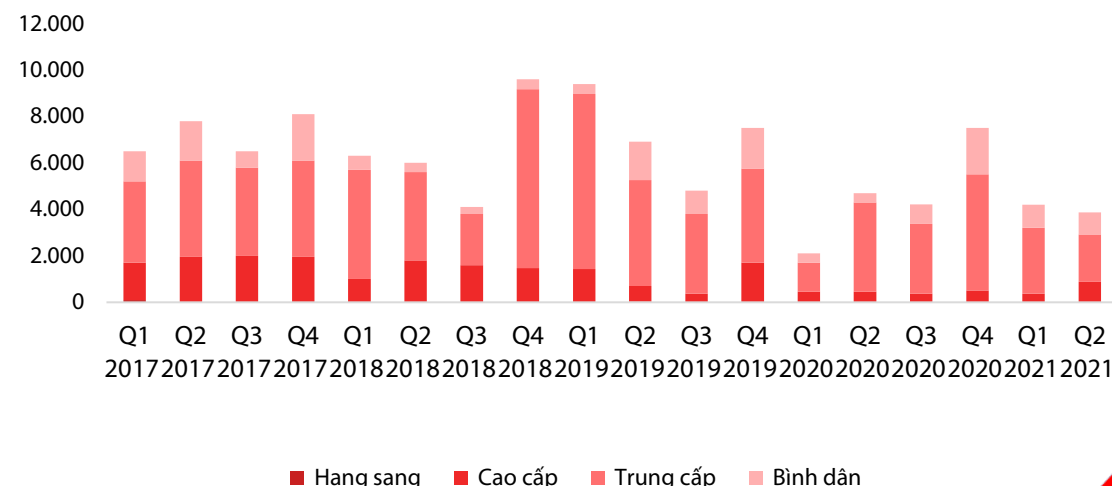
### Số căn bán được

Hình 3: Số căn mở bán mới tại Hà Nội (căn)



Nguồn: CBRE

Hình 4: Số căn bán được tại Hà Nội (căn)



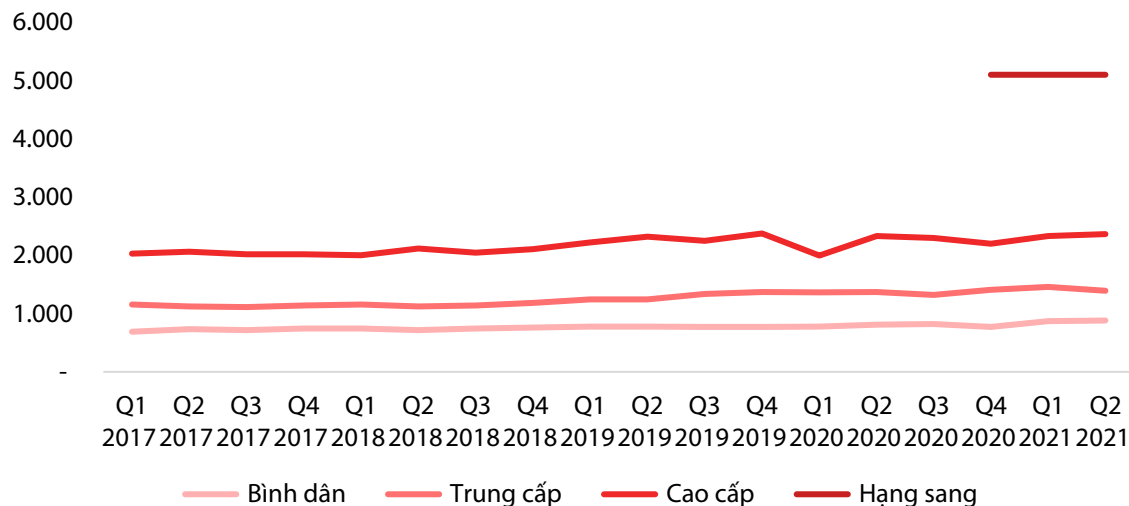
Nguồn: CBRE

## Giá tăng trên mọi phân khúc khi nguồn cung mới vẫn chưa có nhiều chuyển biến

### Hà Nội

- Giá tăng trên mọi phân khúc, phân khúc bình dân tăng mạnh (+9,1% YoY) do sự khan hiếm nguồn cung của phân khúc này so với các phân khúc còn lại.

Hình 5: Giá bán sơ cấp chung cư Hà Nội (USD/m<sup>2</sup>)

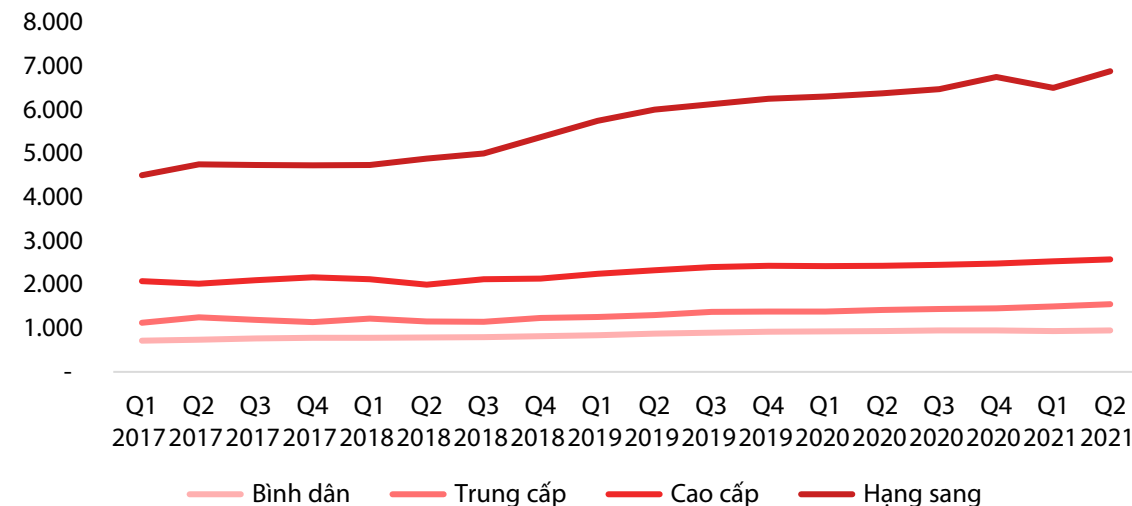


Nguồn: CBRE

### TP HCM

- Phân khúc hạng sang tăng giá mạnh nhất trong Q2/2021 (+9,2% YoY) do nguồn cung thiếu hụt, xuất hiện các căn hộ siêu sang (Grand Marina tại Quận 1, ra mắt vào Q2/2021)

Hình 6: Giá bán sơ cấp chung cư tại TP.HCM (USD/m<sup>2</sup>)



Nguồn: CBRE

## Các nhà phát triển BĐS chú ý hơn tới áp dụng công nghệ

- Trong bối cảnh chuyển đổi số đang diễn ra nhanh hơn và diễn biến phức tạp của dịch bệnh Covid 19, các nhà phát triển BĐS cũng tận dụng các kênh trực tuyến để đáp ứng theo kịp tình hình mới.
- Tháng 4/2021, Vinhomes ra mắt sàn thương mại điện tử giúp khách hàng có thể mua bán, thuê nhà trực tuyến. Ngoài ra, Novaland còn sử dụng KOLs và hình thức livestream để bán sản phẩm của mình.

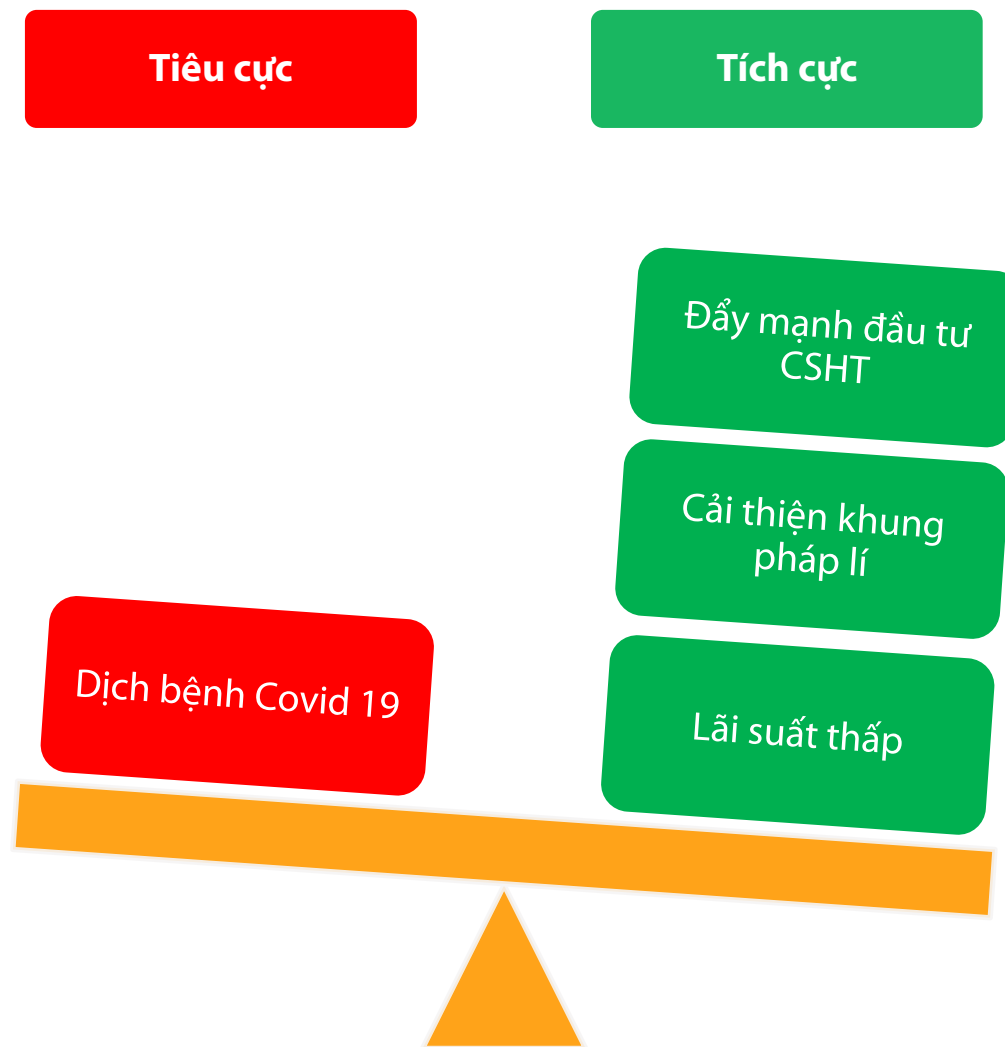
**Hình 7: Các phần mềm quản lý mới cho doanh nghiệp BĐS**



**Hình 8: Sàn thương mại điện tử của Vinhomes**



Trong nửa sau năm 2021, chúng tôi tin rằng việc đẩy mạnh đầu tư công tập trung vào cơ sở hạ tầng giao thông theo chủ trương của Chính phủ sẽ là yếu tố chính dẫn dắt ngành BĐS. Bên cạnh đó, các điều kiện pháp lý sẽ thuận lợi hơn đến từ những thay đổi tích cực trong Luật Xây Dựng sửa đổi 2020, Luật Đầu Tư 2020 (hiệu lực từ ngày 01/01/2021) và Nghị Định 148/2020/NĐ-CP (hiệu lực từ ngày 08/02/2021). Ngoài ra, việc lãi suất cho vay mua nhà vẫn đang duy trì ở mức thấp sẽ hỗ trợ nguồn cầu tiếp tục ổn định trong thời gian tới. Tuy nhiên, lo ngại chính vẫn đến từ việc dịch bệnh Covid 19 đang diễn biến ngày càng phức tạp.







ĐẨY MẠNH ĐẦU TƯ CƠ SỞ  
HẠ TẦNG



CẢI THIỆN VỀ PHÁP LÝ

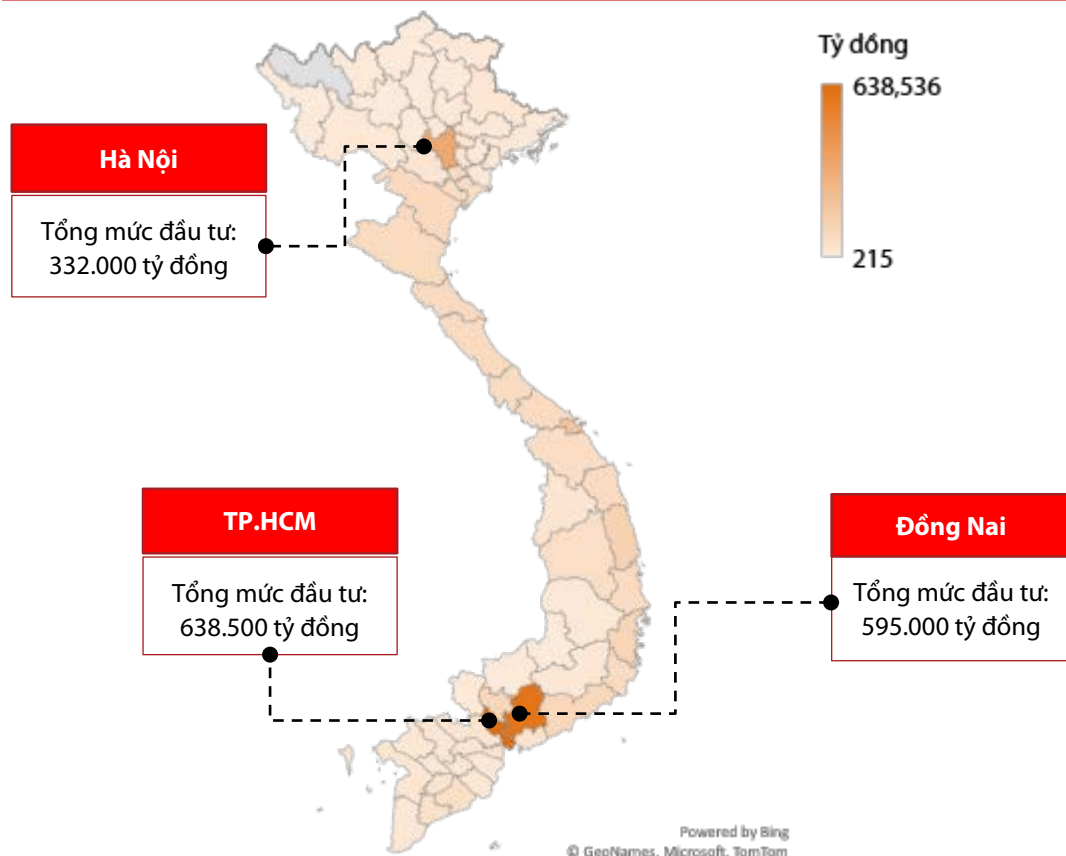


MẶT BẰNG LÃI SUẤT THẤP

## Cơ sở hạ tầng là chất xúc tác chính trong trung và dài hạn

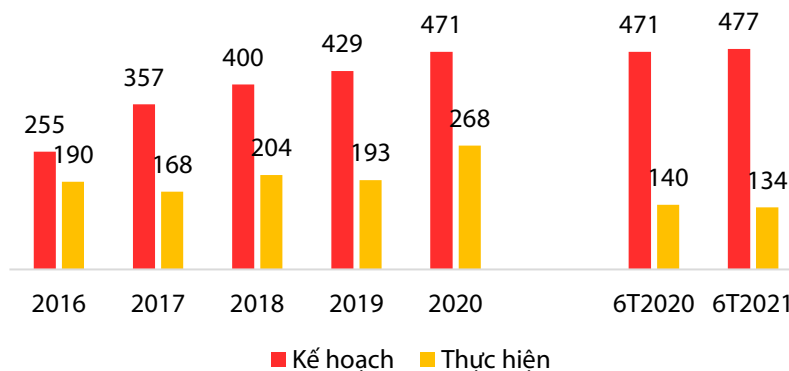
- Tổng mức vốn ngân sách dự kiến cho kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025 lên tới **2,87 triệu tỷ đồng (hay 120 tỷ USD)**, tăng **+43%** so với giai đoạn 2016-2020 (2 triệu tỷ đồng, hay 87 tỷ USD).
- Chủ yếu là vốn dành cho đầu tư **hạ tầng giao thông** ở các tỉnh thành.

**Hình 9: Tổng mức đầu tư CSHT các tỉnh trong giai đoạn 2021-2025**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 10: Kế hoạch giải ngân đầu tư công và thực tế thực hiện 2016-6T2021 (nghìn tỉ)**



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

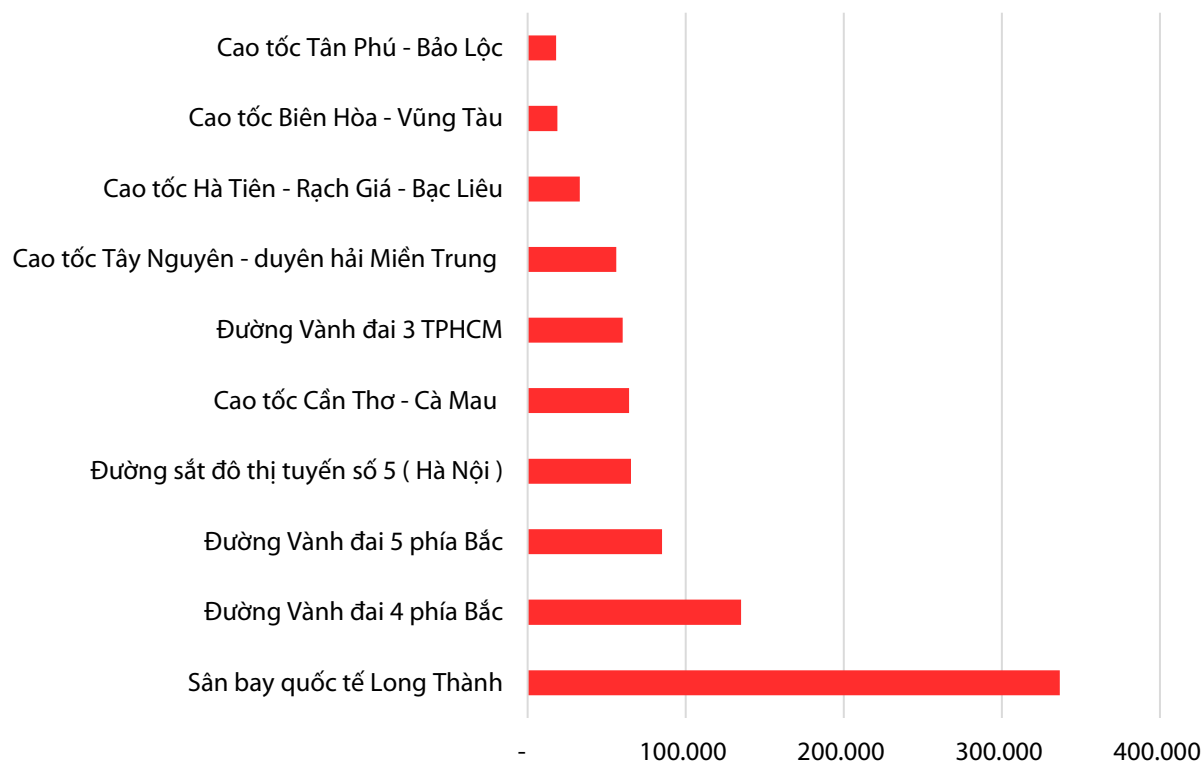
## Cải thiện đầu tư công

- Thủ tướng Chính phủ vừa ban hành **Chỉ thị số 13/CT-TTg** ngày 23/5/2021 về **đẩy nhanh tiến độ** đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021 - 2025.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công sẽ tốt hơn trong thời gian tới.

## Cơ sở hạ tầng là chất xúc tác chính trong trung và dài hạn

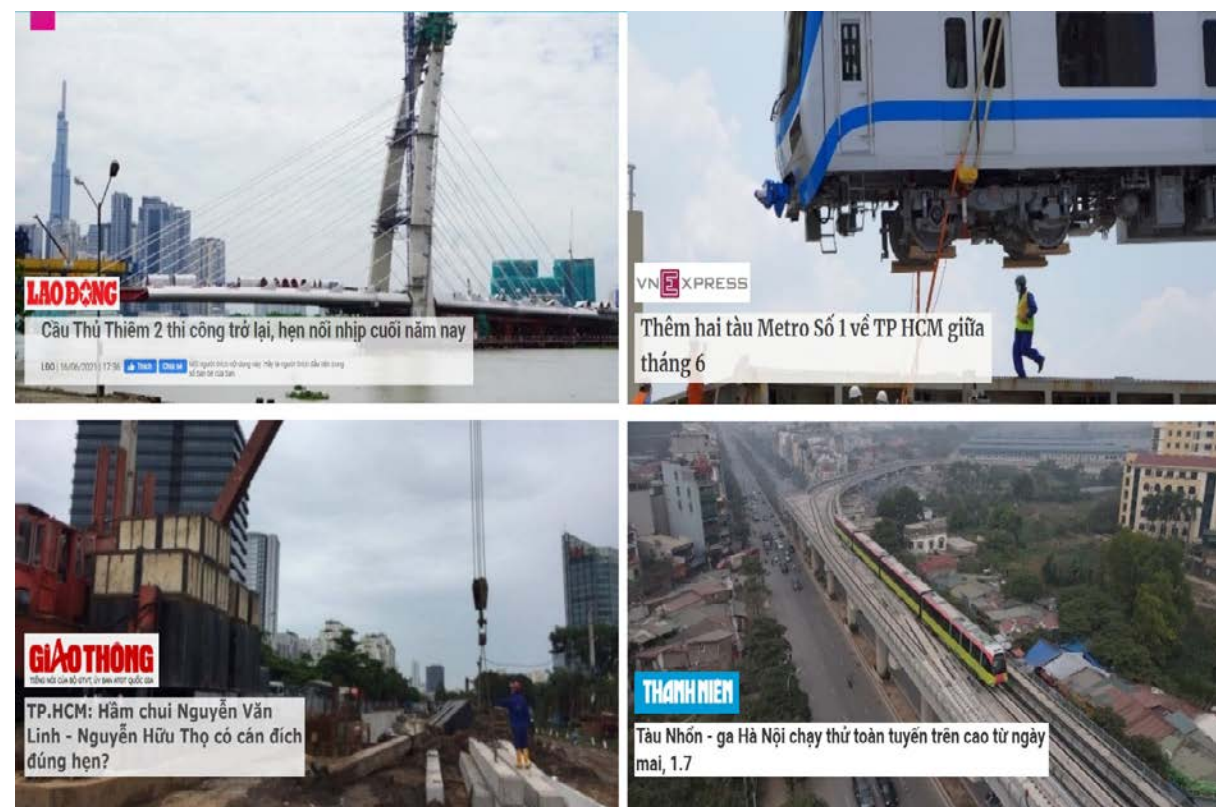
- Cầu Thủ Thiêm 2, Metro 1 và Cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận** là những dự án quy mô lớn đáng chú ý dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2021-2022.

**Hình 11: Một số dự án CSHT đáng chú ý 2021-2025 (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 12: Các dự án trọng điểm hứa hẹn hoàn thành trong 2021-2022**



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt



**Bức tranh toàn cảnh hệ thống hạ tầng lớn sẽ được triển khai trong giai đoạn 2021-2035**

**Miền Bắc**



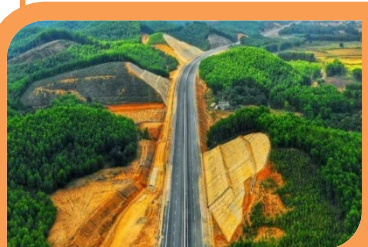
- Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu
- Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng
- Cao tốc Đồng Đăng - Trà Lĩnh
- Hệ thống các đường vành đai
- Hệ thống đường sắt đô thị Hà Nội

**Duyên hải Miền trung**



- Đường cao tốc Bắc Nam
- Đường sắt cao tốc Bắc Nam

**Tây Nguyên**



- Cao tốc Buôn Ma Thuật - Nha Trang
- Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc
- Cao tốc Tây Nguyên - duyên hải Miền Trung

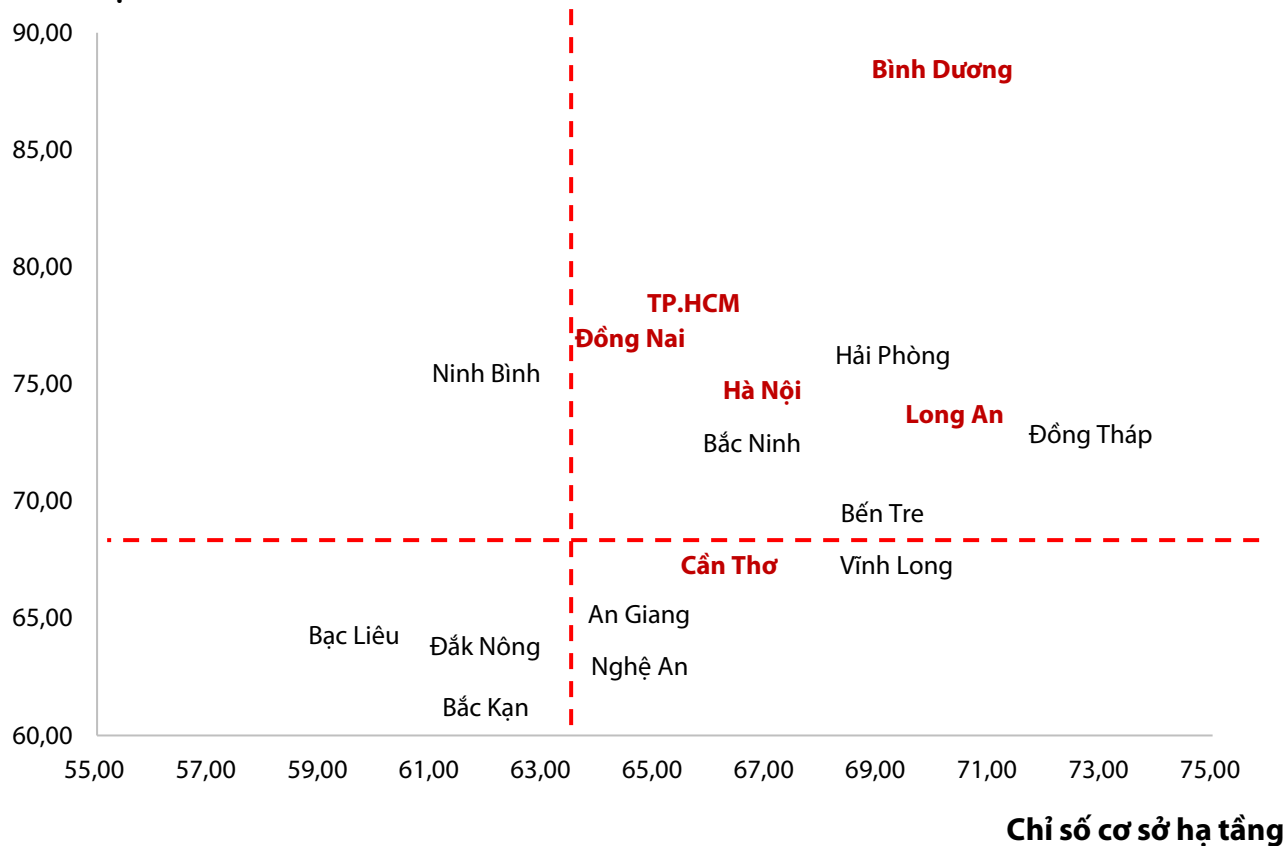
**Miền Nam**



- Cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây
- Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu
- Cao tốc Cần Thơ - Cà Mau
- Cao tốc TP HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành
- Các tuyến Metro TPHCM
- Sân bay Long Thành

Hình 13: Năng lực cạnh tranh tỉnh và chỉ số cơ sở hạ tầng (năm 2020)

Chỉ số cạnh tranh



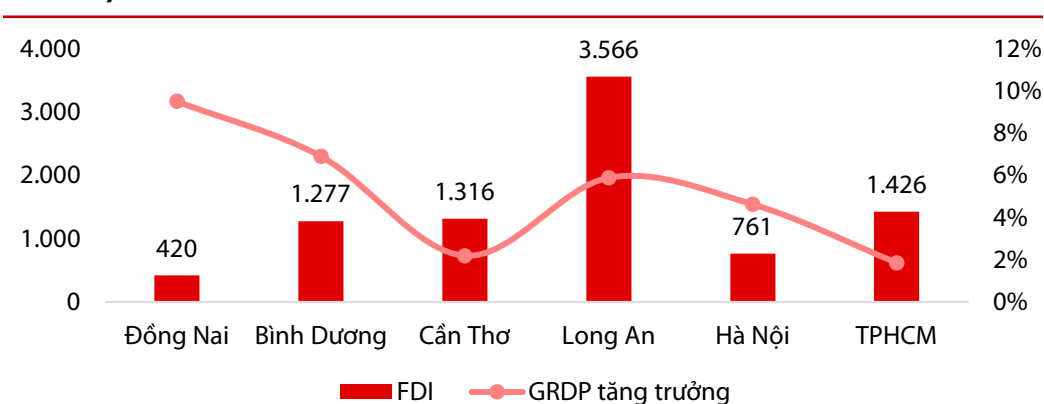
Nguồn: PCI Việt Nam

Ghi chú: Nhóm tỉnh tiềm năng là nhóm thuộc góc phần tư thứ nhất, với chỉ số cạnh tranh và chỉ số cơ sở hạ tầng lớn hơn trung vị cả nước

CÁC TỈNH ĐÁNG QUAN TÂM

- Trong số các tỉnh thành, nổi bật hơn cả phải kể đến **TPHCM, Hà Nội, Long An, Đồng Nai, Bình Dương và Cần Thơ**.
- Đây là những địa phương vừa có lợi thế về cơ sở hạ tầng cùng với năng lực cạnh tranh tốt.
- Tốc độ tăng trưởng sản phẩm GRDP cùng với vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) luôn nằm trong top đầu cả nước.

Hình 14: FDI (06/2021, ngàn tỷ) và tăng trưởng GDP (% , 2020)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**CSHT ĐÁNG CHÚ Ý**

**TP. HCM: Ban hành hệ số K và các dự án cơ sở hạ tầng đang được thúc đẩy hoàn thiện**

- TPHCM dẫn đầu cả nước về tổng mức đầu tư vào cơ sở hạ tầng giai đoạn 2021-2025 (~638.500 tỷ đồng). Cơ sở hạ tầng tạo kỳ vọng ra sự sôi động giữa các quận huyện và tỉnh lân cận: Metro 1, Vành đai 3, Cầu Thủ Thiêm 2.
- Hệ số K mới ban hành (hệ số điều chỉnh đất) **đẩy nhanh thủ tục bồi thường ít nhất 6 tháng bằng cách làm cho giá bồi thường gần với giá thị trường.**



Cầu Thủ Thiêm 2

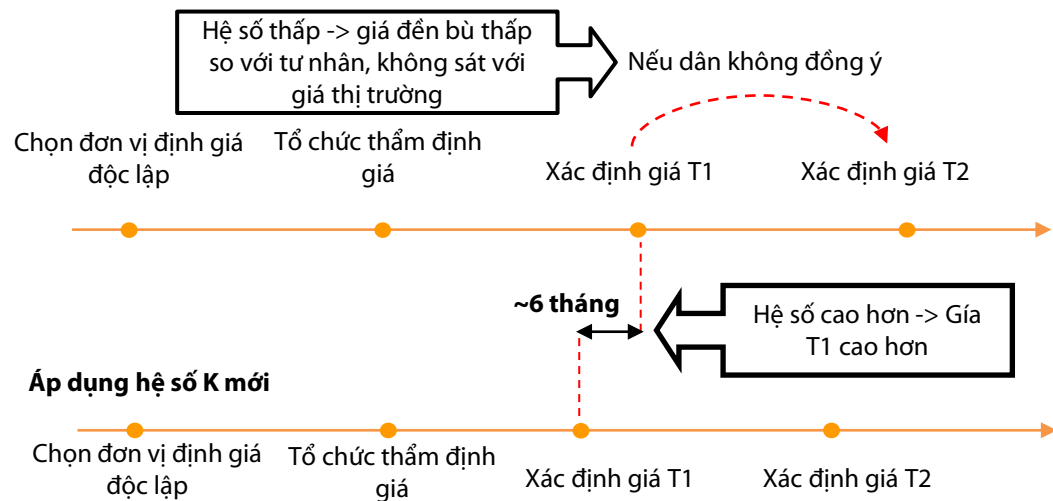


Metro số 1



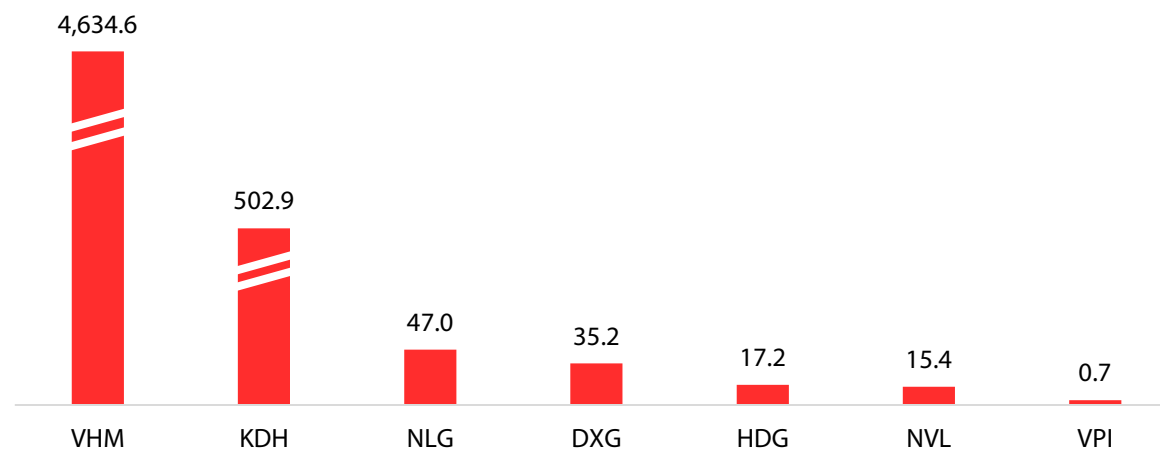
Cao tốc TPHCM – Long Thành – Dầu Giây

**Hình 15: So sánh trước và sau khi điều chỉnh hệ số K**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 16: Quỹ đất một số DN niêm yết tại TPHCM (ha)**



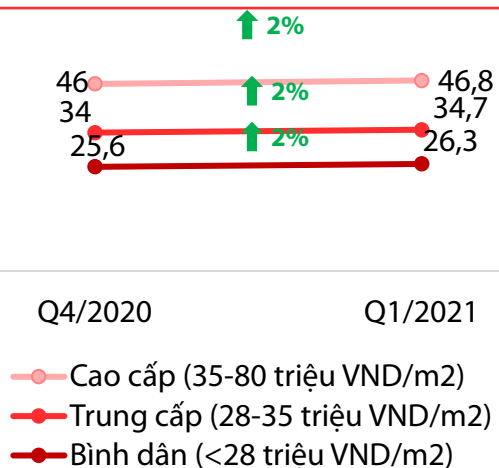
Nguồn: CTCK Rồng Việt



## Hà Nội

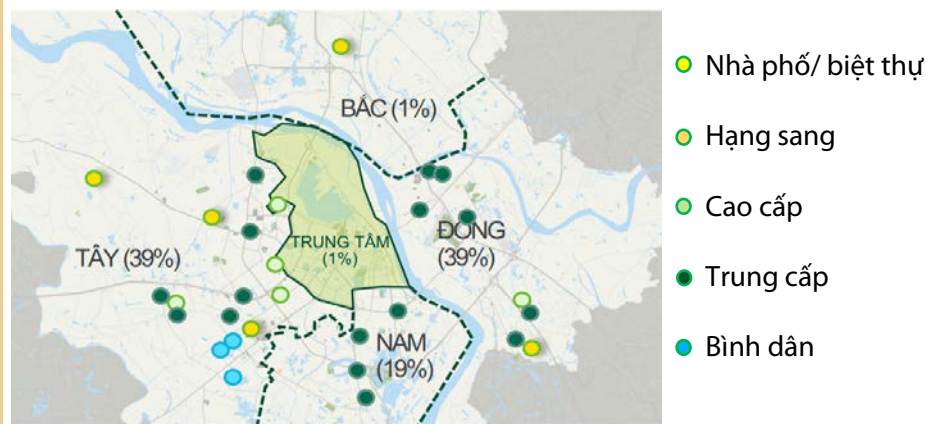
- Trung tâm kinh tế chính trị xã hội của cả nước.
- Hiện nay, xu hướng của BĐS Hà Nội là đang chuyển dịch về phía **Đông** khi có thông tin **nâng cấp 8 huyện thành quận từ năm 2026 – 2030**.
- Thị trường chung cư vẫn đáng đầu tư nhất với mức độ quan tâm của khách hàng **+21%** (QoQ) và **+2,6%** giá (QoQ) trong Q2/2021 (theo thống kê từ Batdongsan.com).

Hình 17 : Biến động giá rao bán trung bình tại Hà Nội (triệu/m<sup>2</sup>)



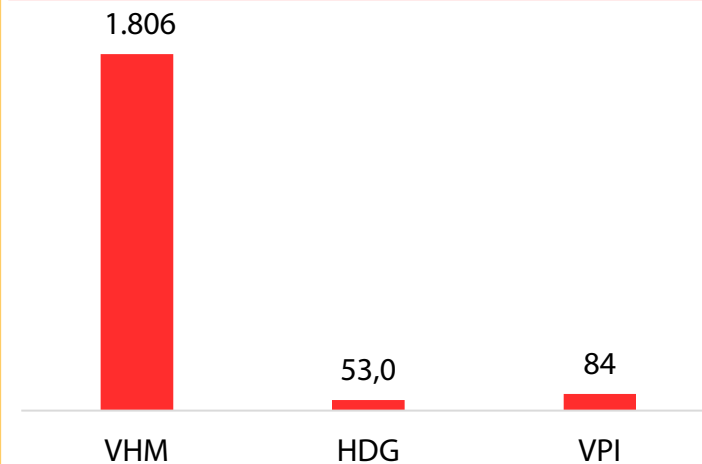
Nguồn : Batdongsan.com

Hình 18 : Bản đồ nguồn cung căn hộ bán Hà Nội 6T/2021



Nguồn: CBRE

Hình 19 : Quỹ đất một số doanh nghiệp BĐS lớn ở Hà Nội (ha)

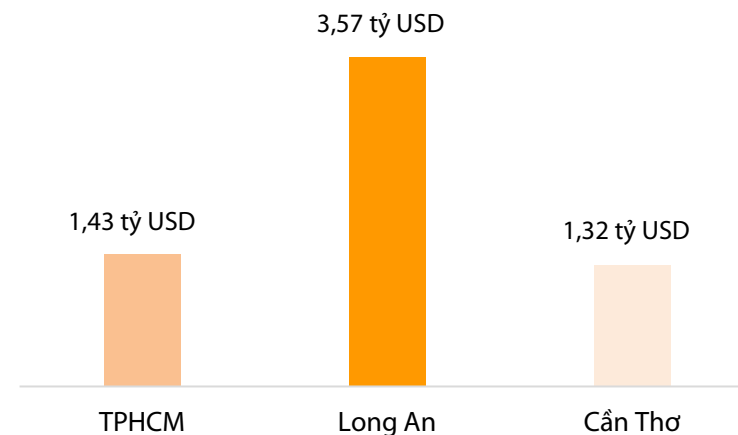


Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Long An

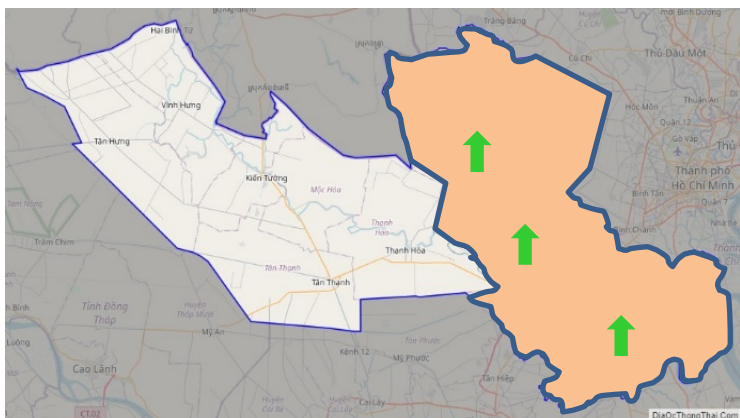
- **Dấu gạch nối** giữa hai vùng kinh tế trọng điểm Đông và Tây Nam Bộ, thu hút FDI cao nhất cả nước 1H 2021
- Khu vực mở rộng để di dời các khu công nghiệp một cách thuận tiện nhất từ TPHCM.
- Giai đoạn 2021 - 2025 TPHCM sẽ chuyển 3 huyện Bình Chánh, Nhà Bè, Hóc Môn thành **quận** hỗ trợ tích cực cho giá BĐS Long An ở các huyện giáp ranh.
- Nhiều dự án CSHT đang triển khai: Nâng cấp các tuyến quốc lộ 1A, 50, 62, N2. Các tuyến cao tốc TP.HCM - Trung Lương, Bến Lức - Long Thành. Giai đoạn 2021-2025, Long An dự tính chi khoảng **21.416 tỉ đồng** để đầu tư nâng cấp hạ tầng và phát triển đô thị.

## TOP 1 VỀ THU HÚT FDI 1H 2021



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài

**Hình 20: Khu vực tiềm năng tăng giá khi 3 huyện TPHCM lên cấp quận**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Cơ sở hạ tầng



Hạ tầng giao thông kết nối vùng và các KCN là động lực tăng giá chính của BĐS Long An

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Khu công nghiệp



**Nam Long là công ty đáng chú ý với quỹ đất 355 ha ở Long An**

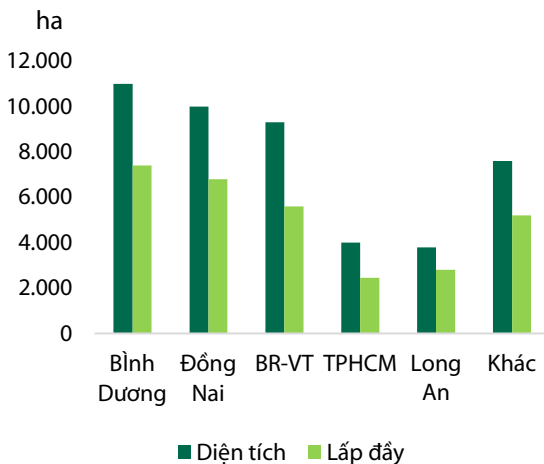


**NAM LONG**

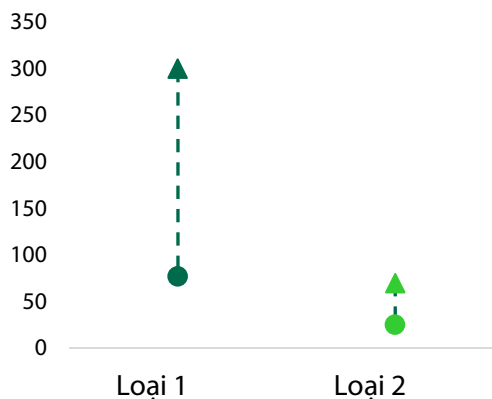
## Bình Dương: Dẫn đầu khu vực về số lượng khu công nghiệp và GDP bình quân đầu người

- Tổng diện tích KCN đứng đầu cả nước: **62 KCN** với diện tích **11.000 ha**.
- Thu nhập bình quân đầu người cao nhất cả nước với khoảng **7 triệu đồng/tháng**, đây là chất xúc tác chính cho nhu cầu nhà ở bền vững bởi vì khu vực này có mức sống cao hơn mặt bằng chung.
- Các dự án CSHT đáng chú ý trong tương lai thúc đẩy BĐS Bình Dương: Cầu vượt Mỹ Phước Tân Vạn, Cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành.

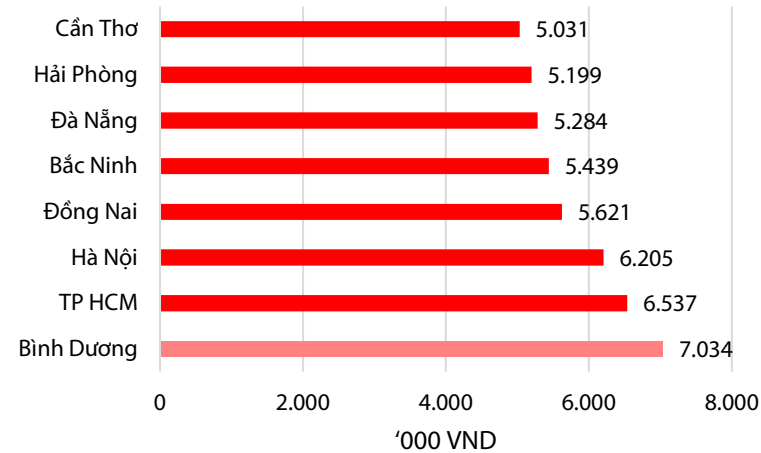
### TOP 1 TỔNG DIỆN TÍCH KCN



### Giá thuê đất công nghiệp miền Nam



### TOP 1 GDP ĐẦU NGƯỜI



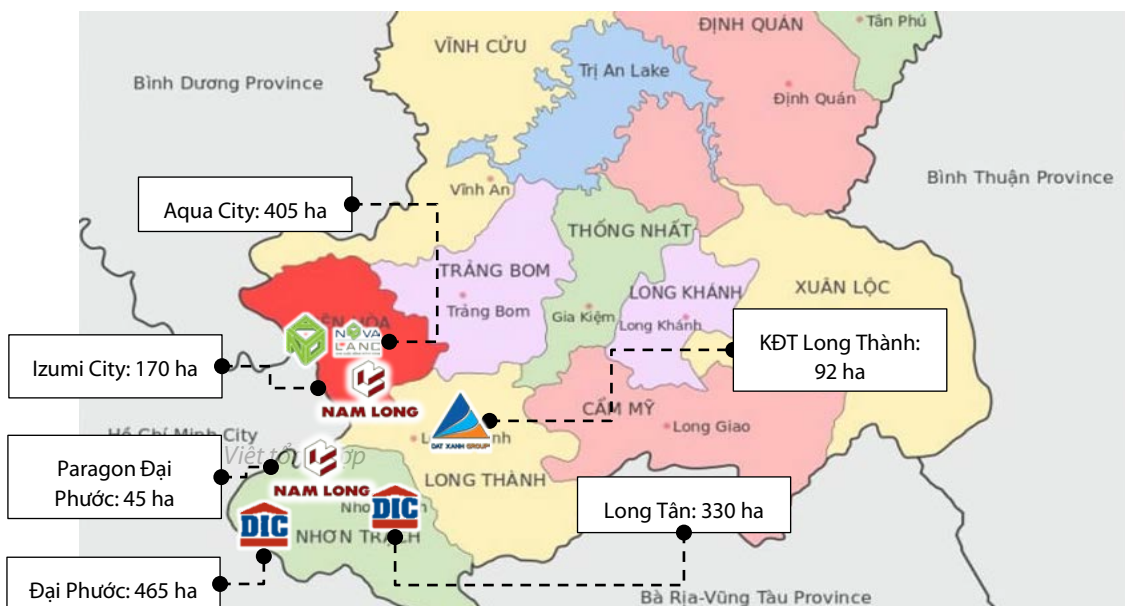
Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Tỉnh Đồng Nai: Tiếp giáp khu Đông TPHCM với các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm

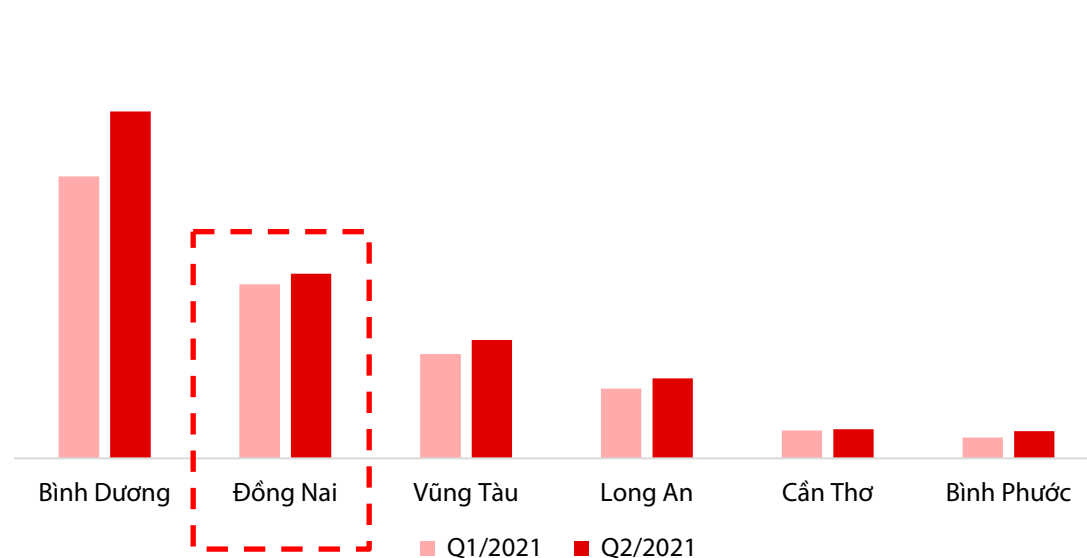
- Vị trí địa lý thuận lợi, tiếp giáp với TPHCM cùng nhiều dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm kết nối với các khu vực lân cận: TPHCM – Long Thành – Dầu Giây, Vành đai 3 và Sân bay quốc tế Long Thành, v.v
- Đồng Nai tiếp tục nhận được nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư trong 1H 2021, đứng thứ 2 theo thống kê của Batdongsan.com. Đồng Nai sẽ tiếp tục là thị trường hấp dẫn nhờ: (1) Quỹ đất vẫn còn nhiều và rẻ hơn so với TPHCM, (2) Cơ sở hạ tầng kết nối rút ngắn thời gian di chuyển từ Đồng Nai vào trong nội thành TPHCM.

**Hình 21: Các dự án tại Đồng Nai của một số doanh nghiệp niêm yết**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 22: Mức độ quan tâm các tỉnh miền Nam (chỉ số)**

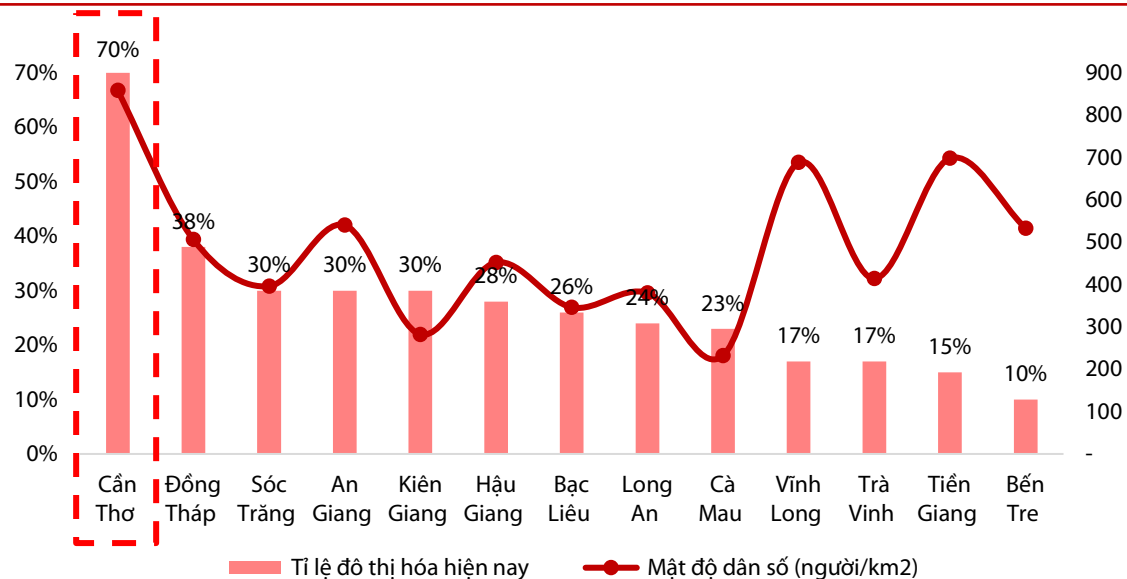


Nguồn: Batdongsan.com

### Cần Thơ: Thị trường BĐS sôi động nhất Đồng bằng sông Cửu Long

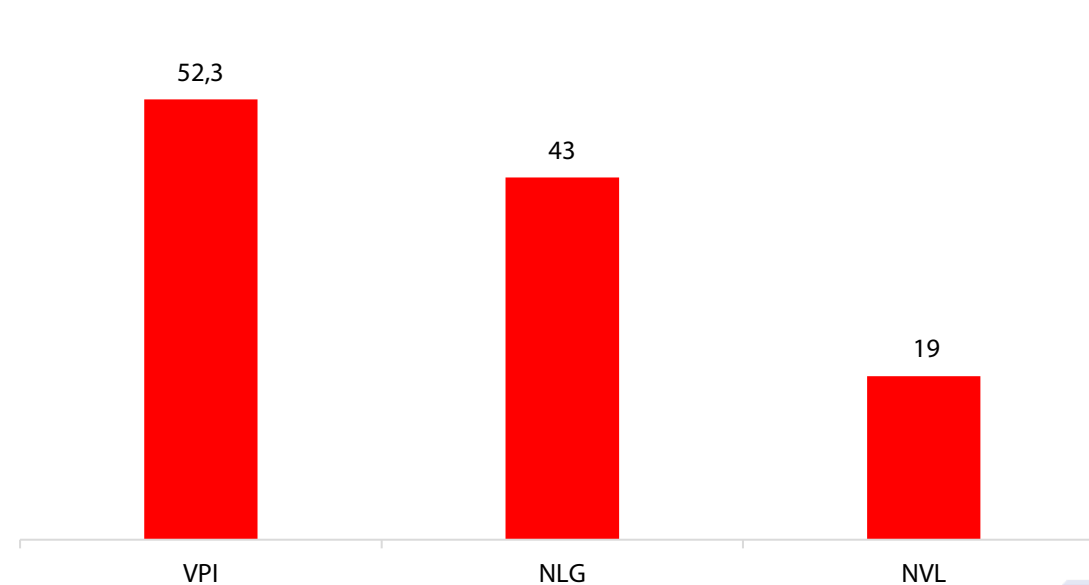
- Là đô thị trung tâm của Đồng bằng sông Cửu Long, Cần Thơ có mật độ dân số đông và tốc độ đô thị hóa cao so với các tỉnh lân cận.
- Hạ tầng giao thông đang được đầu tư hoàn thiện. Đơn cử là một số dự án cao tốc kết nối với TPHCM như cao tốc Trung Lương, Mỹ Thuận, cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ (rút ngắn thời gian tới TPHCM chỉ còn 2 tiếng), hoặc với các khu vực khác trong vùng như cao tốc Cần Thơ - Cà Mau, cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng v.v.

Hình 23: Tỷ lệ đô thị hóa (% , trái), mật độ dân số (người/km2, phải)



Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Quỹ đất một số doanh nghiệp ở Cần Thơ (ha)

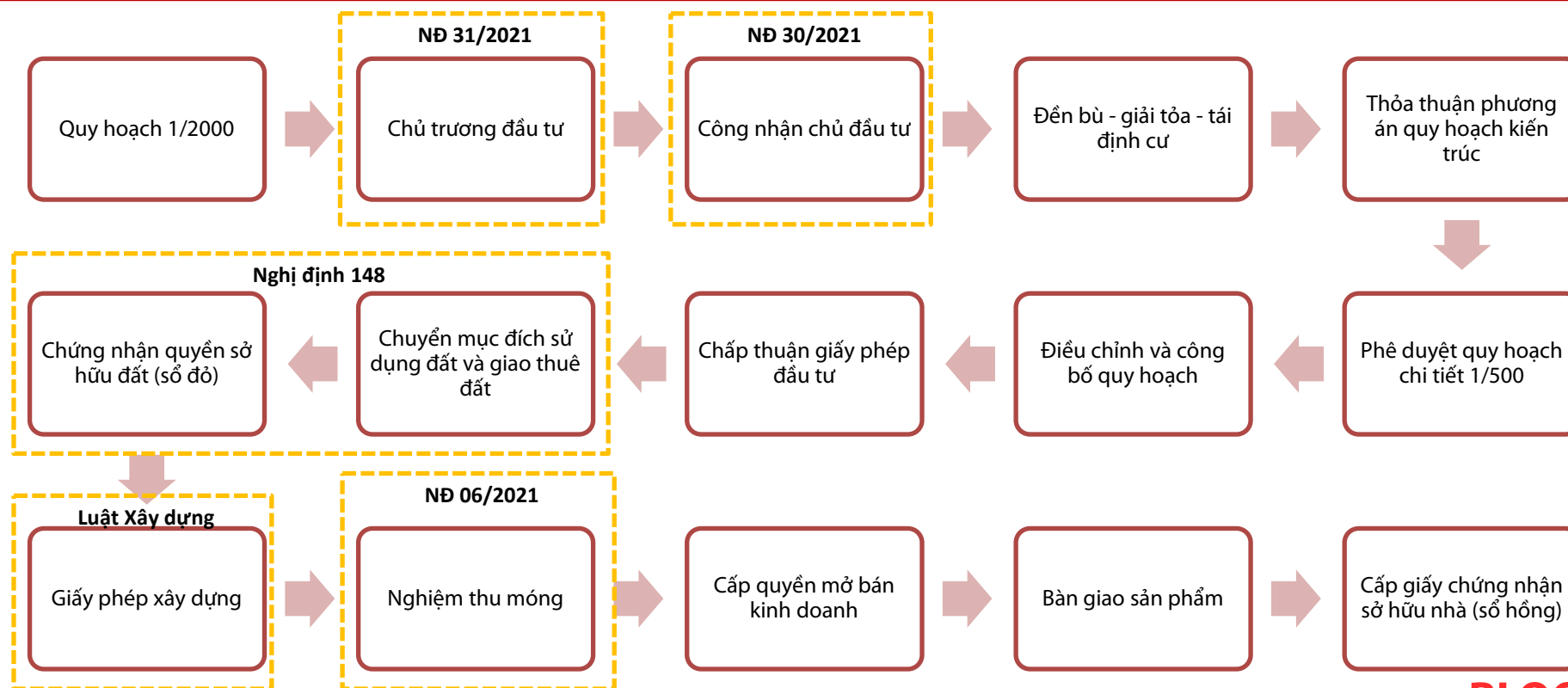


Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Các nghị định và luật mới ban hành sửa đổi cho thấy sự thống nhất trong hệ thống pháp lý nhằm hỗ trợ một số quy trình đầu tư BĐS**

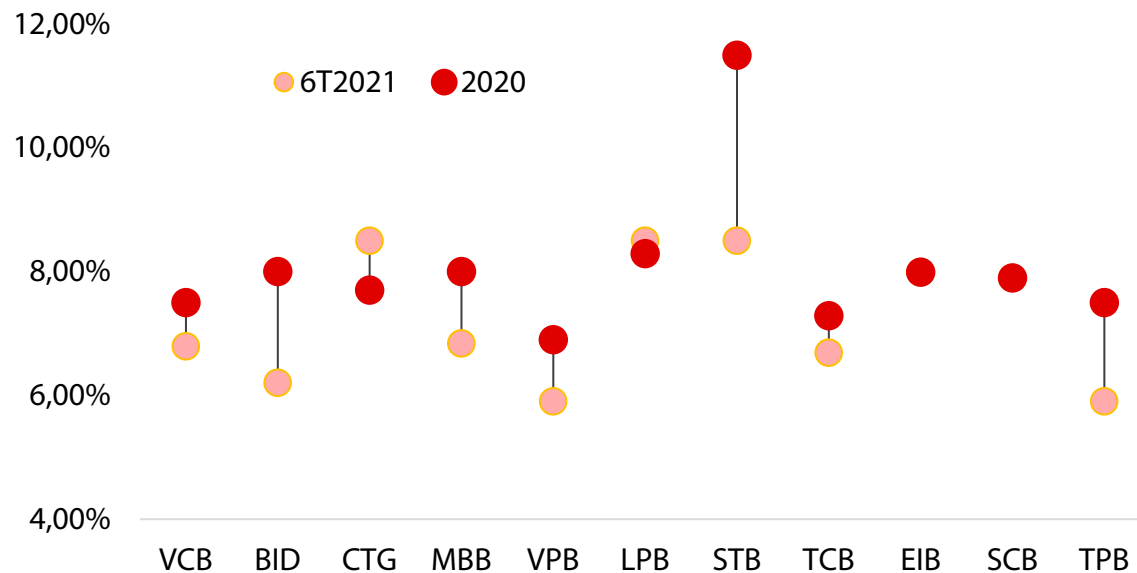
- Đầu năm 2021, nhiều bộ luật và nghị định mới có hiệu lực giúp đem lại sự thống nhất cho hệ thống pháp lý ngành BĐS.
- Tuy nhiên vẫn tồn tại những bất cập chưa giải quyết triệt để. Đơn cử như vấn đề dự án 100% đất nông nghiệp/phi nông nghiệp nhưng không phải đất ở vẫn chưa thuộc diện được công nhận là chủ đầu tư, gây ách tắc dự án trong nhiều năm mà đến nay vẫn chưa thể giải quyết.

**Hình 25: Quy trình pháp lý tiêu biểu cho một dự án bất động sản và tác động tích cực của một số nghị định và bộ luật.**





Hình 26: Lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà 2020 và 6T2021



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Tính đến tháng 6/2021, các ngân hàng trong nước vẫn duy trì lãi suất cho vay mua nhà ở mức thấp và thậm chí tiếp tục giảm nhẹ so với cuối năm ngoái.
- Trong bối cảnh dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp như hiện nay, chúng tôi tin rằng việc nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ tiếp tục diễn ra nhằm duy trì tăng trưởng kinh tế. Do đó, mặt bằng lãi suất thấp sẽ còn được duy trì ít nhất là đến hết năm nay.

- Đại dịch Covid-19 đã ảnh hưởng lớn đến tiến độ xây dựng trong Q3/2021. Chúng tôi kỳ vọng việc nối lại các hoạt động bao gồm mở bán, xây dựng vào Q4/2021 khi nền kinh tế mở cửa trở lại theo quan điểm vĩ mô của chúng tôi. Tuy nhiên, thị trường sẽ bị tác động mạnh nếu việc giãn cách xã hội tiếp tục diễn ra vào Q4/2021.

Hình 27: Làn sóng dịch thứ tư diễn biến nghiêm trọng

LÀN SÓNG ĐẦU TIÊN

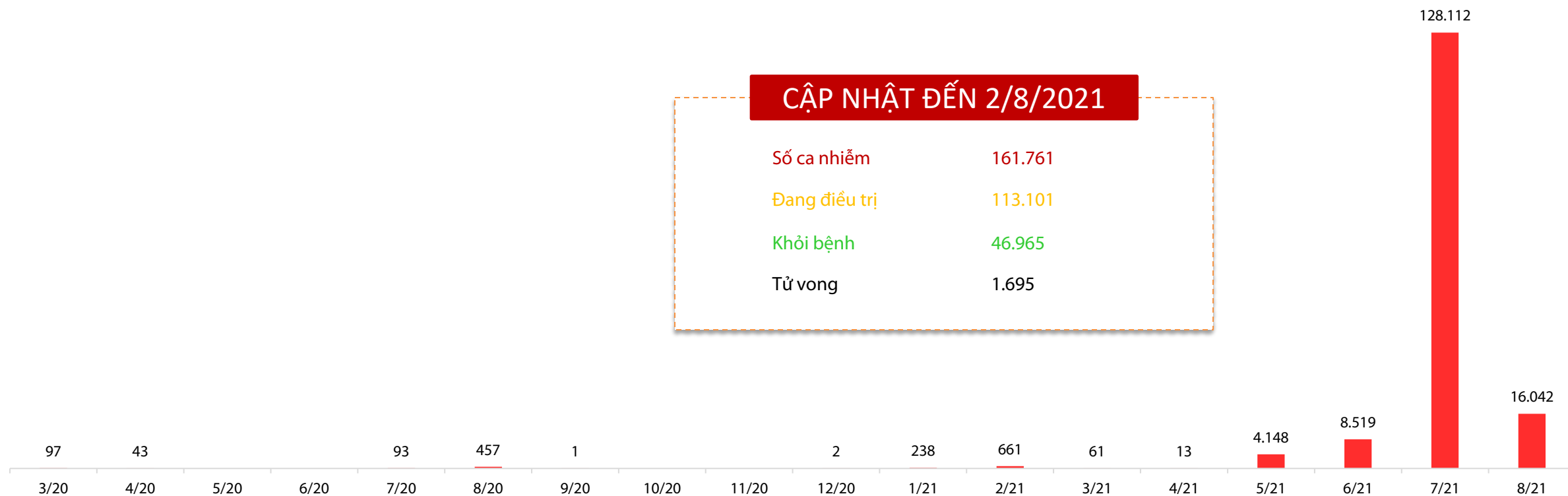
LÀN SÓNG THỨ HAI

LÀN SÓNG THỨ BA

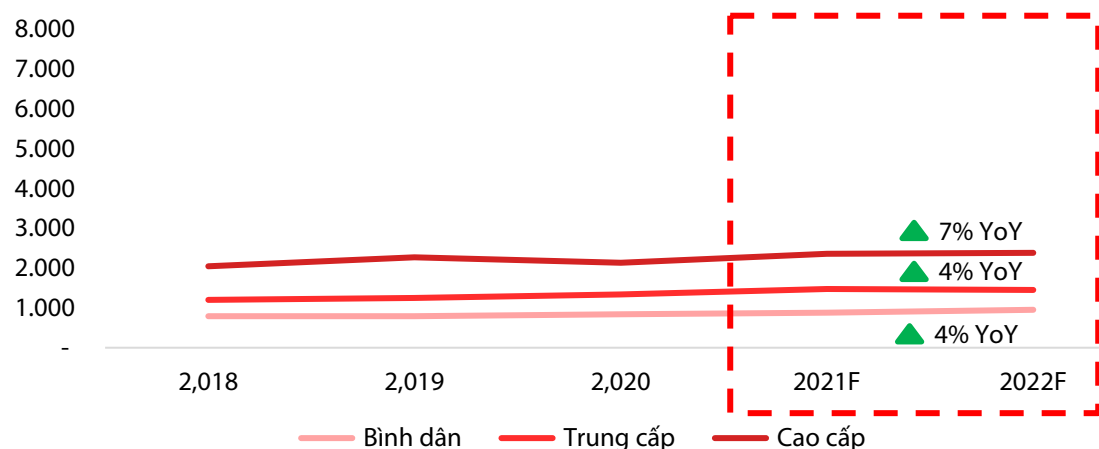
LÀN SÓNG THỨ TƯ

CẬP NHẬT ĐẾN 2/8/2021

|               |         |
|---------------|---------|
| Số ca nhiễm   | 161.761 |
| Đang điều trị | 113.101 |
| Khỏi bệnh     | 46.965  |
| Tử vong       | 1.695   |

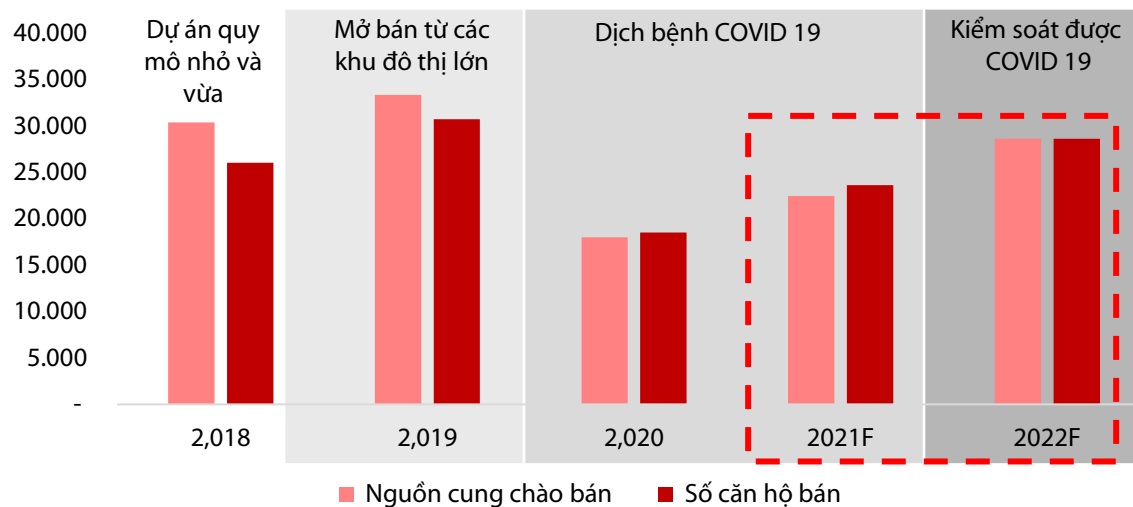


Hình 28: Giá bán sơ cấp chung cư Hà Nội dự phóng (USD/m<sup>2</sup>)



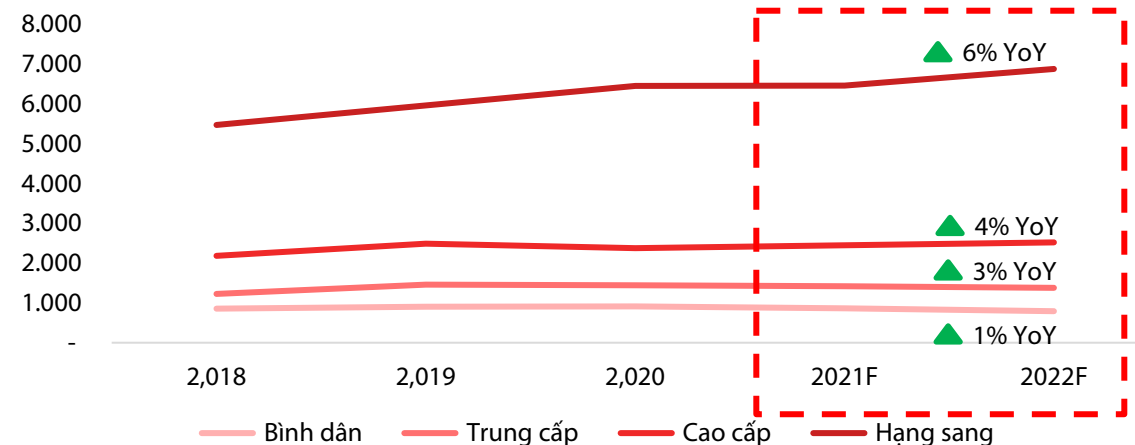
Nguồn: CBRE

Hình 30: Dự phóng nguồn cung và cầu 2021F 2022F tại Hà Nội (căn)



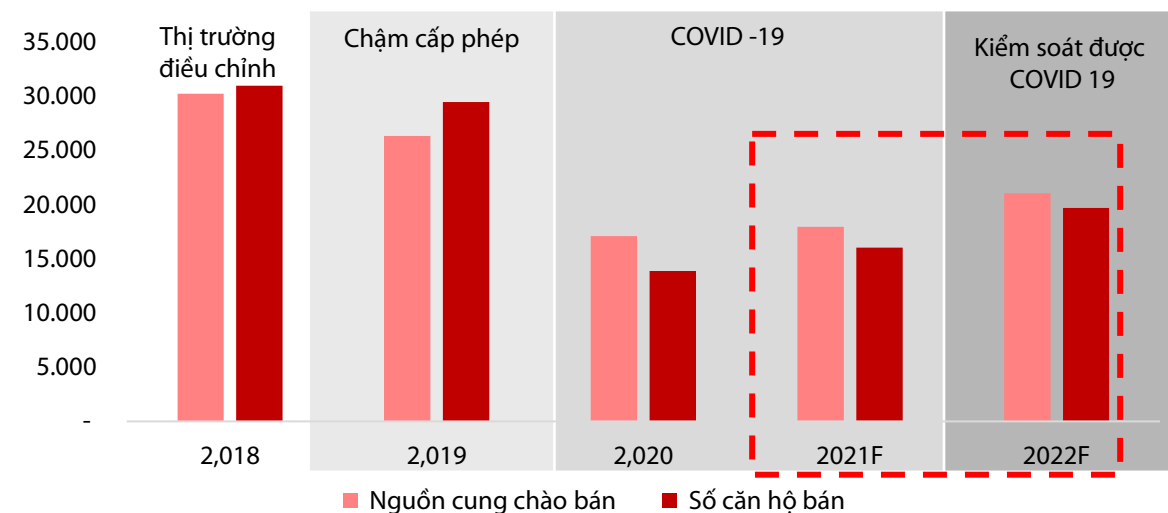
Nguồn: CBRE

Hình 29: Giá bán sơ cấp chung cư TP.HCM dự phóng (USD/m<sup>2</sup>)



Nguồn: CBRE

Hình 31: Dự phóng nguồn cung và cầu 2021F 2022F tại TPHCM (căn)



Nguồn: CBRE

**Bảng 1: Hệ số K theo khu vực**

| Khu vực                                                                | Hệ số K                                |                          |
|------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|--------------------------|
| Đất ở (đối với vị trí mặt tiền đường)                                  |                                        |                          |
| Quận 1, 3, 5, 6, 7                                                     | 4,5                                    |                          |
| Quận 4, 8, Tân Bình, Phú Nhuận                                         | 5,5                                    |                          |
| Quận 10                                                                | 6                                      |                          |
| Quận 11                                                                | 5                                      |                          |
| Quận 12                                                                | 12                                     |                          |
| Bình Thạnh                                                             | 4                                      |                          |
| Tân Phú, TP. Thủ Đức                                                   | 7,5                                    |                          |
| Gò Vấp                                                                 | 8,5                                    |                          |
| Bình Tân, Bình Chánh                                                   | 6,5                                    |                          |
| Huyện Nhà Bè                                                           | 8                                      |                          |
| Huyện Cần Giờ                                                          | 9                                      |                          |
| Huyện Hóc Môn                                                          | 11                                     |                          |
| Huyện Củ Chi                                                           | 13                                     |                          |
| Đất nông nghiệp                                                        |                                        |                          |
|                                                                        | Đất NN ở mặt tiền/<br>trong khu dân cư | Đất thuần nông<br>nghiệp |
| Q. 1,3,4,5,6,8,10,11, Tân Bình, Tân Phú, Phú Nhuận, Gò Vấp, Bình Thạnh | 35                                     | 30                       |
| Q.7, 12, Bình Tân, TP. Thủ Đức                                         | 25                                     | 20                       |
| Huyện Bình Chánh, Củ Chi, Nhà Bè, Hóc Môn                              | 20                                     | 15                       |

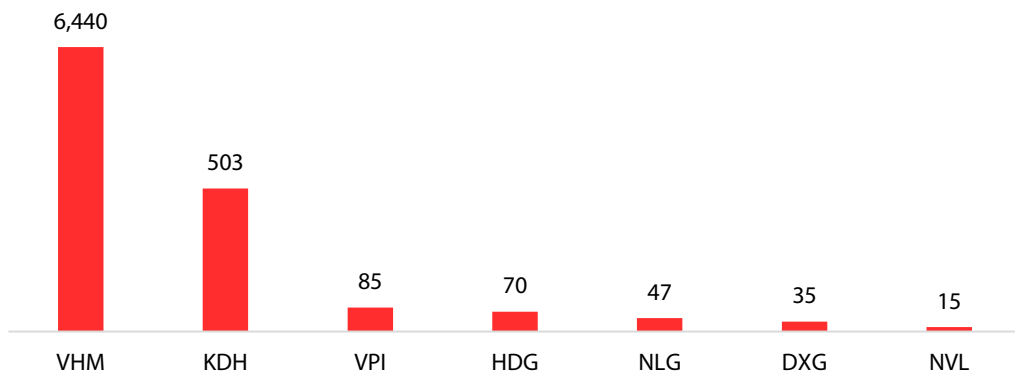
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Bảng 2: Lãi suất cho vay mua nhà 2020 và 6T2021**

| Ngân hàng          | Lãi suất ưu đãi<br>(06/2021) | Lãi suất ưu đãi<br>(2020) | Chênh lệch |
|--------------------|------------------------------|---------------------------|------------|
| Vietcombank        | 6,79%                        | 7,50%                     | ↓ -0,71%   |
| BIDV               | 6,0%                         | 8,00%                     | ↓ -1,80%   |
| Vietinbank         | 8,50%                        | 7,70%                     | ↑ 0,80%    |
| MB                 | 6,84%                        | 8,00%                     | ↓ -1,16%   |
| VPBank             | 5,90%                        | 6,90%                     | ↓ -1,00%   |
| Liên Việt Postbank | 8,50%                        | 8,29%                     | ↑ 0,21%    |
| Sacombank          | 8,50%                        | 11,50%                    | ↓ -3,00%   |
| Techcombank        | 6,69%                        | 7,29%                     | ↓ -0,60%   |
| Eximbank           | 7,99%                        | 7,99%                     | → -        |
| SCB                | 7,90%                        | 7,90%                     | → -        |
| TPBank             | 5,90%                        | 7,50%                     | ↓ -1,60%   |

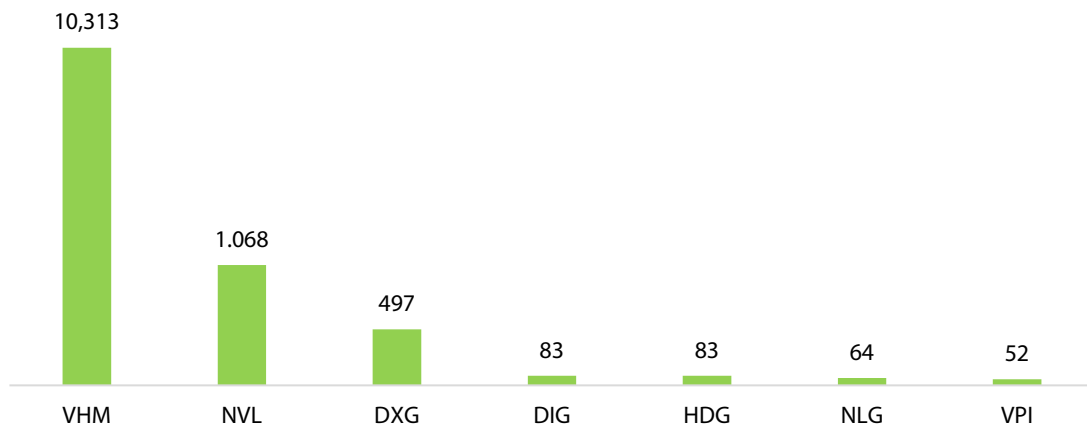
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 32: Quỹ đất của các công ty niêm yết tại Hà Nội và TP.HCM (ha)



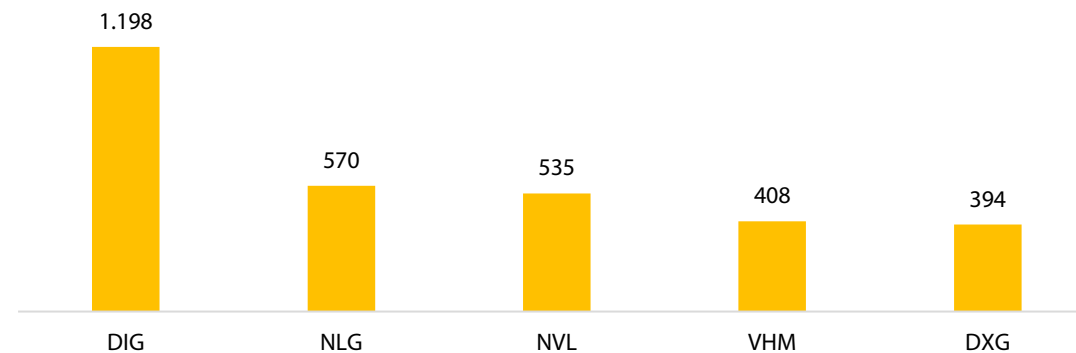
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 34: Quỹ đất của các công ty niêm yết tại các tỉnh khác (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 33: Quỹ đất của các công ty niêm yết tại các tỉnh lân cận (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt  
(\*) Các tỉnh lân cận TP.HCM và Hà Nội

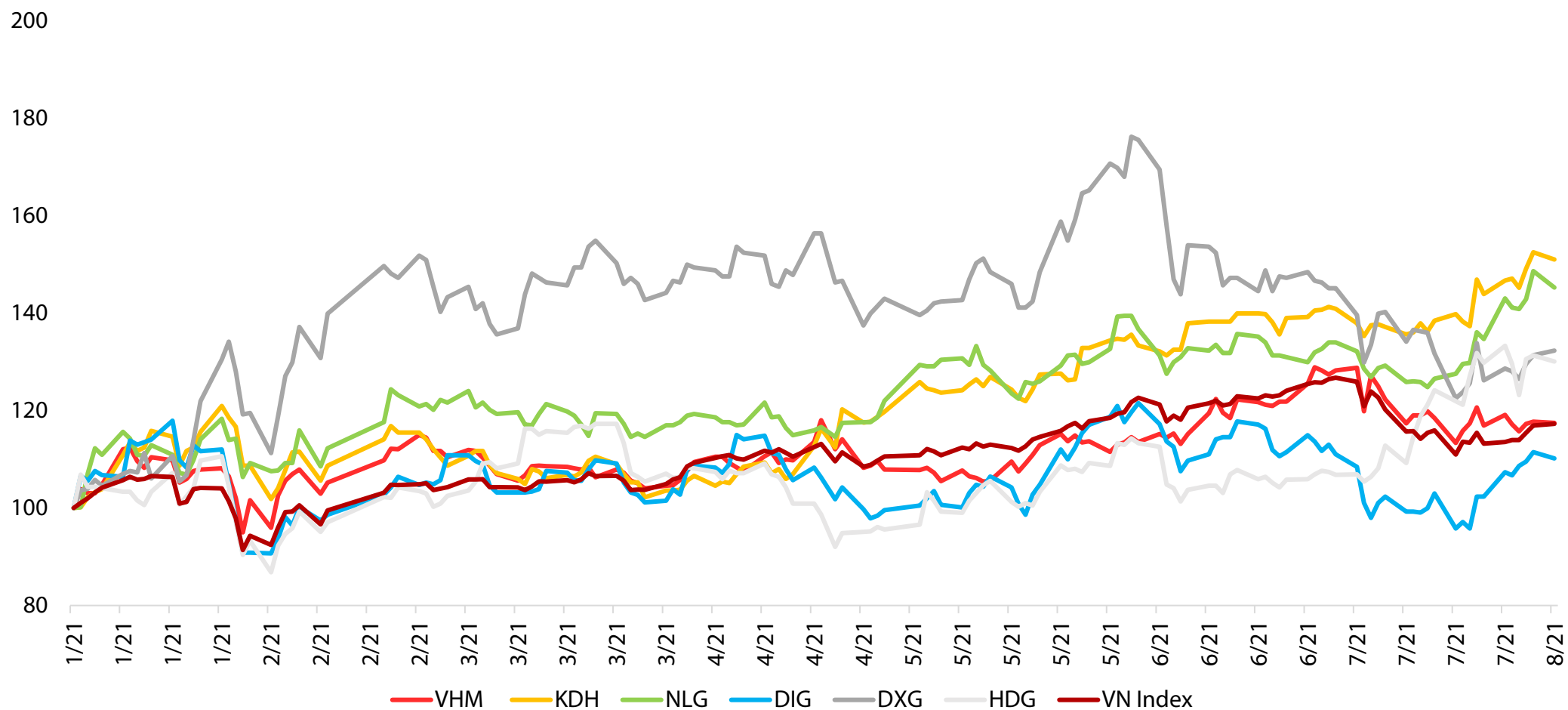
- **VHM, DIG, NLG, KDH, NVL** là những công ty đáng chú ý với quỹ đất lớn.

**Bảng 4: Một số văn bản pháp luật nổi bật liên quan đến thị trường bất động sản**

| <b>Văn bản</b>             | <b>Ngày hiệu lực</b> | <b>Một số điểm tích cực đến thị trường so với văn bản trước đó</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Luật Đất đai 2013          | 01/07/2014           | Bình đẳng hơn trong việc tiếp cận đất đai giữa nhà đầu tư trong và nước ngoài<br>Thay đổi cơ chế giá đất, bổ sung vai trò của bên thứ ba tham gia vào các bước định giá đất<br>Giảm bớt chi phí thủ tục                                                                                                                                            |
| Luật Kinh doanh BĐS 2014   | 01/07/2015           | Được kinh doanh nhà, công trình xây dựng hình thành trong tương lai Thành lập doanh nghiệp BĐS có vốn pháp định không quá 20 tỷ đồng (Luật 2006 quy định 6 tỷ đồng)<br>Bất động sản hình thành trong tương lai muốn bán, cho thuê mua nhà ở thì bắt buộc chủ đầu tư phải có bảo lãnh<br>Bãi bỏ bắt buộc giao dịch BĐS phải thông qua sàn giao dịch |
| Luật Nhà ở 2014            | 01/07/2015           | Người nước ngoài được mua và sở hữu nhà ở tại Việt Nam<br>Chủ đầu tư phải cấp giấy chứng nhận cho người mua nhà trong 30 ngày kể từ ngày giao nhà                                                                                                                                                                                                  |
| Nghị định 25/2020/NĐ-CP    | 20/04/2020           | Giao đất cho nhà đầu tư trúng đấu thầu được triển khai ngay sau khi hoàn thành bồi thường, hỗ trợ tái định cư khu đất thực hiện dự án, giúp đẩy nhanh tiến độ giao đất.<br>Bỏ bước sơ tuyển đối với dự án sử dụng đất cũng giúp giảm thời gian, trình tự thủ tục trong quá trình lựa chọn nhà đầu tư cho dự án.                                    |
| Luật Xây dựng sửa đổi 2020 | 01/01/2021           | Bổ sung công trình được miễn giấy phép<br>Thời gian cấp giấy phép rút ngắn còn 20 ngày (Luật cũ 30 ngày)<br>Bỏ quy định về đủ vốn mới được khởi công xây dựng                                                                                                                                                                                      |
| Luật Đầu tư 2020           | 01/01/2021           | Sở hữu nước ngoài tối đa 50% (Luật cũ: 51%)<br>Bỏ điều kiện về vốn pháp định đối với doanh nghiệp BĐS<br>Chuyển nhượng giữa NĐT nước ngoài không làm tăng tổng tỷ lệ sở hữu thì không cần xin chấp thuận M&A                                                                                                                                       |
| Nghị định 06/2021/NĐ-CP    | 26/01/2021           | Bổ sung thêm trách nhiệm của chủ đầu tư về quản lý chất lượng, thi công và bảo trì công trình xây dựng<br>Một số yêu cầu về an toàn và giám định xây dựng được bổ sung                                                                                                                                                                             |
| Nghị định 148/2020/NĐ-CP   | 08/02/2021           | Xử lý vấn đề đất xen kẽ do NN quản lý: hướng dẫn rõ ràng, tạo điều kiện thúc đẩy các dự án mắc kẹt do đất xen cài                                                                                                                                                                                                                                  |
| Nghị định số 30/2021/NĐ-CP | 26/03/2021           | Làm rõ khái niệm nhà đầu tư và chủ đầu tư<br>Nới rộng thêm 1 điều kiện để công nhận chủ đầu tư<br>Phí quản lý được quy định rõ ràng, minh bạch                                                                                                                                                                                                     |
| Nghị định 31/2021 NĐ-CP    | 26/03/2021           | Quy định trình tự thủ tục chấp nhận, điều chỉnh chủ trương đầu tư, giấy chứng nhận đầu tư, ...                                                                                                                                                                                                                                                     |



Hình 35: Diễn biến giá một số cổ phiếu bất động sản so với VN Index



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

**Hình 37 : Các dự án đáng chú ý tại TP.HCM trong thời gian tới**

| STT | Tên dự án                    | Nhà phát triển       | Vị trí     | Thời gian mở bán | Số lượng căn hộ      | Giá bán (USD/m <sup>2</sup> ) |
|-----|------------------------------|----------------------|------------|------------------|----------------------|-------------------------------|
| 1   | The Marq                     | Honkongland          | Quận 1     | 2022             | 515                  | 8.130                         |
| 2   | The metropole                | Sonkimland           | TP Thủ Đức | Q3/2021          | 646                  | 7.909                         |
| 3   | The River                    | City Garden          | TP Thủ Đức | Q3/2021          | 525                  | 5.700                         |
| 4   | Sunshine City Saigon         | Sunshine Group       | Quận 7     | Q3/2021          | 3.748                | 2.250                         |
| 5   | Q7 Saigon Riverside          | Hưng Thịnh           | Quận 7     | Q1/2023          | 3.580                | 1.504                         |
| 6   | Saigon Sports City           | Keppel Land          | TP Thủ Đức | Q1/2022          | 4.300                | 3.653                         |
| 7   | Saigon Riverside City        | Hiệp Phúc            | TP Thủ Đức | Q2/2021          | 1.729                | 1.030                         |
| 8   | Lavita Charm                 | Hưng Thịnh           | TP Thủ Đức | Q2/2021          | 939                  | 1.146                         |
| 9   | Masteri Parkland             | Thảo Điền Investment | TP Thủ Đức | Q4/2022          | 800                  | 2.379                         |
| 10  | Laimian City                 | HDTC                 | TP Thủ Đức | Q2/2021          | 13.092               | 2.812                         |
| 11  | Vinhomes Grand Park          | Vingroup             | TP Thủ Đức | Q2/2021          | 10.000 (giai đoạn 1) | 1.428                         |
| 12  | Green Towers Thảo Điền       | Oxley MK Holdings    | TP Thủ Đức | Q4/2022          | 270                  | 6.000                         |
| 13  | Cove Residence (Empire City) | Keppel Land          | TP Thủ Đức | Q4/2022          | 136                  | 3.500                         |
| 14  | West Gate                    | An Gia               | Bình Chánh | Q4/2021          | 1.146                | 1.500                         |

Nguồn: CTCK Rồng Việt, Colliers Vietnam

**Hình 38 : Các dự án đáng chú ý tại TP.HCM trong thời gian tới (tiếp theo)**

| STT | Tên dự án                | Nhà phát triển    | Vị trí     | Thời gian mở bán | Số lượng căn hộ |
|-----|--------------------------|-------------------|------------|------------------|-----------------|
| 1   | Grand Manhattan          | Novaland          | Quận 1     | Q4/2021          | 967             |
| 2   | Akari City               | Nam Long          | Bình Chánh | 2021             | 3.336           |
| 3   | Mizuki Park              | Nam Long          | Bình Chánh | 2021             | 3.273           |
| 4   | Cape Pearl               | SSG               | Bình Chánh | 2022             | 1.066           |
| 5   | Lancaster Legacy         | TTG               | Quận 1     | 2021             | 419             |
| 6   | Ventosa Luxury           | Vietcomreal       | Quận 5     | 2021             | 340             |
| 7   | Cosmo City               | Paujar Group      | Quận 7     | 2021             | 228             |
| 8   | Sunshine Diamond River   | Sunshine          | Quận 7     | 2021-2022        | 6.533           |
| 9   | Ascent Garden Home       | Tiến Phát         | Quận 7     | 2020-2021        | 478             |
| 10  | Celesta Height           | Keppel + Phú Long | Nhà Bè     | 2021             | 200             |
| 11  | Empire City - Next phase | Keppel Land       | TP Thủ Đức | 2021             | 281             |
| 12  | Masterise Center Point   | Masterise Homes   | TP Thủ Đức | 2021-2022        | 5.049           |
| 13  | Laimian City             | HDTC              | TP Thủ Đức | 2021             | 12.871          |
| 14  | King Crown Infinity      | Gia Khang         | TP Thủ Đức | 2021             | 739             |

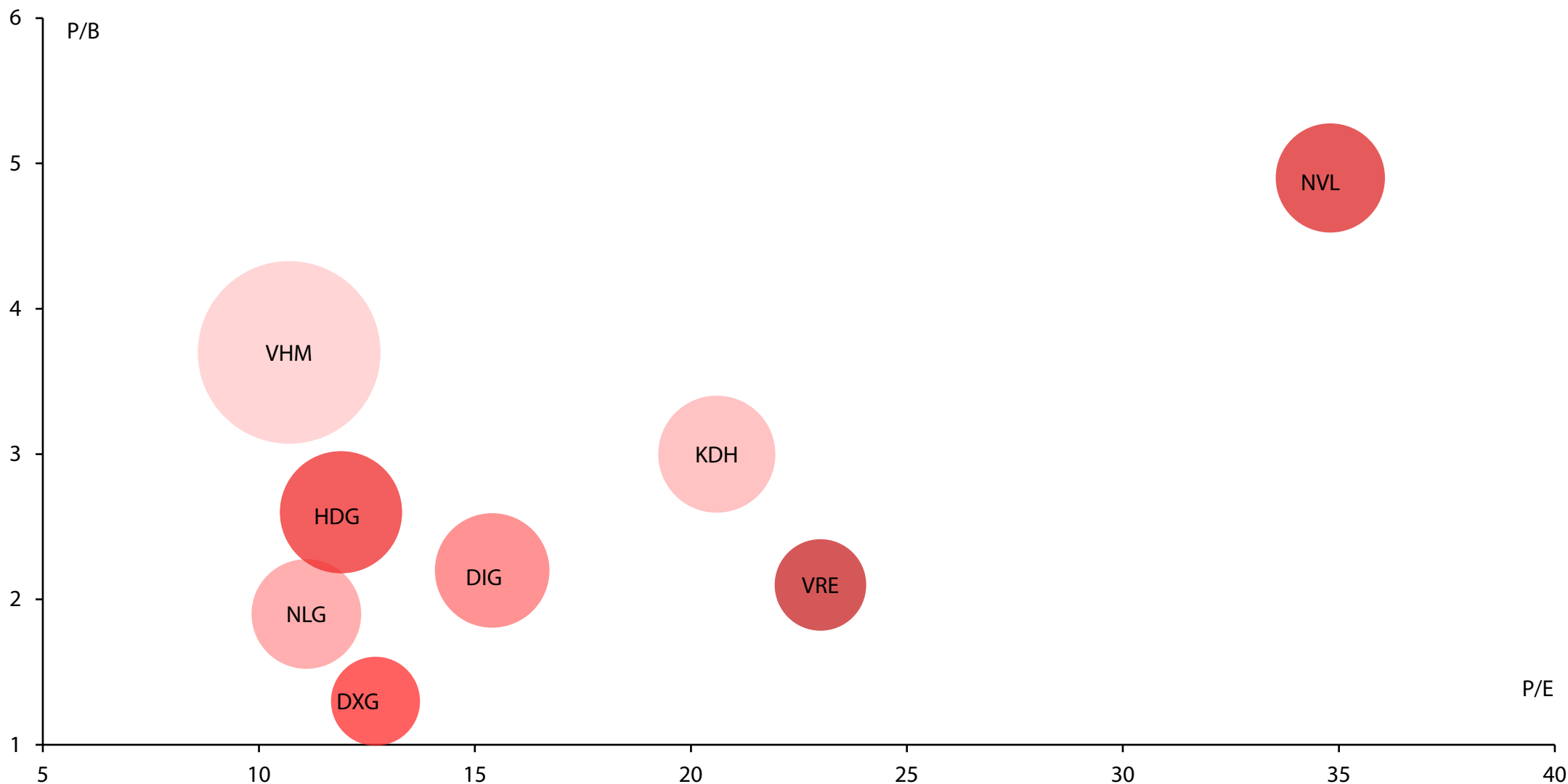
Nguồn: CTCK Rồng Việt, Colliers Vietnam

**Hình 39 : Các dự án đáng chú ý tại Hà Nội trong thời gian tới**

| STT | Tên dự án              | Nhà phát triển  | Vị trí     | Năm mở bán | Số sản phẩm |
|-----|------------------------|-----------------|------------|------------|-------------|
| 1   | Hanoi Golden City      | Hoa Binh Group  | Ba Đình    | 2021       | 500         |
| 2   | Panorama Hoang Mai     | KLB             | Hoàng Mai  | 2021       | 1.650       |
| 3   | The Manor Central Park | Bitexco         | Hoàng Mai  | 2021       | 763         |
| 4   | Sunshine Green Iconic  | Sunshine        | Long Biên  | 2022       | 386         |
| 5   | The Jade Orchid        | Vimefulland     | Long Biên  | 2021       | 2.176       |
| 6   | BRG Park Residence     | BRG Group       | Thanh Xuân | 2021       | 662         |
| 7   | Masterise Smart City   | Masterise Homes | Từ Liêm    | 2021       | 3.600       |
| 8   | Sunshine Empire        | Sunshine        | Tây Hồ     | 2022       | 800         |
| 9   | FLC Premier Park       | FLC             | Từ Liêm    | 2022       | 870         |
| 10  | BRG Smart City         | Sumitomo        | Tây Hồ     | 2022       | 7.000       |
| 11  | Vinhomes Co Loa        | Vinhomes        | Tây Hồ     | 2022       | 3.000       |

| Mã  | Vốn hóa (USD mn) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN (%) | Tăng trưởng LN ròng (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | DY (%) | P/E (x) | P/B (x) |
|-----|------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-------------|-----------------------------|------------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| VHM | 15.393           | N/A                | 86,9%                         | 49,2%                      | 36,2%           | 35,2%       | 39,2%                       | 37,3%            | 15,6%   | 36,6%   | 0,0%   | 10,7    | 3,7     |
| KDH | 1.087            | 45.200             | 63,8%                         | 10,7%                      | 32,7%           | 32,5%       | 9,6%                        | 24,4%            | 8,6%    | 14,7%   | 0,0%   | 20,6    | 3,0     |
| NLG | 527              | 49.900             | -3,3%                         | -93,5%                     | 1,9%            | 0,6%        | 19,0%                       | 49,2%            | 6,6%    | 13,2%   | 0,0%   | 11,1    | 1,9     |
| HDG | 374              | 63.400             | -29,4%                        | -11,7%                     | 47,7%           | 41,0%       | -23,1%                      | 25,7%            | 4,9%    | 16,4%   | 0,0%   | 11,9    | 2,6     |
| DXG | 487              | 27.500             | 82,9%                         | 53,5%                      | 32,1%           | 31,3%       | 99,0%                       | 17,3%            | 3,5%    | 8,7%    | 0,0%   | 12,7    | 1,3     |
| DIG | 449              | 37.400             | 15,8%                         | 2,6%                       | 16,3%           | 16,3%       | 45,9%                       | 25,2%            | 6,1%    | 14,4%   | 0,0%   | 15,4    | 2,2     |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Giá cổ phiếu tính đến ngày 2/8/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tính đến ngày 02/08/2021.



<MUA: 48%>

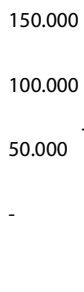
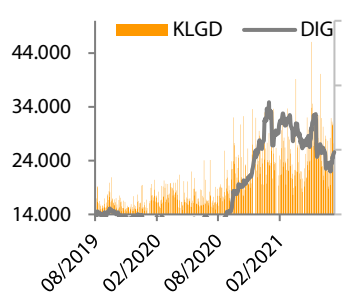
<GTT: 25.300>

<GMT: 37.400>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                               |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Ngành                         | BDS dân dụng    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 449             |
| Số CP lưu hành (triệu)        | 410             |
| KLGD bình quân 3T (triệu cp)  | 5.589           |
| GTDD bình quân 3T (tỷ đồng)   | 150             |
| Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%) | 46,6            |
| Diễn biến giá 52 tuần (VND)   | 12.150 – 34.850 |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 2.487  | 2.266  | 4.393  |
| LNST (tỷ đồng)        | 711    | 1.301  | 1.033  |
| ROA (%)               | 6,3    | 8,6    | 4,9    |
| ROE (%)               | 14,3   | 19,9   | 11,6   |
| EPS (VND)             | 2.160  | 2.540  | 2.017  |
| Giá trị sổ sách (VND) | 14.818 | 17.546 | 19.780 |
| Cổ tức tiền (VND)     | -      | -      | -      |
| P/E (x) (*)           | 20,0   | 14,7   | 18,5   |
| P/B (x) (*)           | 2,8    | 2,1    | 1,9    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quỹ đất lớn là động lực chính đảm bảo cho triển vọng dài hạn.

- Quỹ đất lớn gần 1.200 ha (200 ha tại Vũng Tàu, 430 ha tại Đồng Nai, 530 ha tại Hà Nam và Vĩnh Phúc) sẽ đảm bảo cho sự phát triển của DIG trong dài hạn.
- Trong tương lai, dự án Long Tân (330 ha) sẽ là động lực chính nhờ vị trí đắc địa khi tọa lạc tại huyện Nhơn Trạch tỉnh Đồng Nai, được bao quanh bởi nhiều dự án cơ sở hạ tầng. Hiện tại, dự án Long Tân đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng (đã GPMB tầm 35% tổng quỹ đất) và chúng tôi kỳ vọng DIG có thể đẩy nhanh tiến độ trong thời gian tới khi công ty có thể sử dụng nguồn huy động tài trợ bằng việc phát hành trái phiếu và phát hành riêng lẻ (phát hành 75 triệu cổ phiếu với giá 20.000 đồng/cổ phiếu) dự kiến sẽ thực hiện trong nửa cuối năm 2021.

LNST dự kiến tăng +83% YoY vào năm 2021, chủ yếu nhờ chuyển nhượng 31 ha đất từ dự án Đại Phước trong 6 tháng cuối năm 2021.

- Hai dự án lớn là Đại Phước và khách sạn Pullman sẽ mang lại lợi nhuận đột biến cho DIG. Chúng tôi kỳ vọng DIG sẽ ghi nhận 1.100 tỷ đồng lợi nhuận khi chuyển nhượng 31 ha đất tại Đại Phước cho nhà đầu tư (dự kiến hoàn thành vào nửa cuối năm 2021). Đối với dự án Pullman, ban lãnh đạo dự kiến thu được 90 triệu USD khi chuyển nhượng cổ phần tại dự án này nhưng chúng tôi cho rằng thương vụ này sẽ được thực hiện trong những năm sau khi tình hình dịch bệnh vẫn còn phức tạp.
- Cho năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST của DIG lần lượt đạt 2.266 tỷ đồng (-9% YoY) và 1.301 tỷ đồng (+83% YoY) nhờ việc bàn giao các căn hộ còn lại tại Gateway (hơn 80% số căn hộ đã được giao trong năm 2020 và ban lãnh đạo dự kiến bàn giao các căn còn lại trong năm 2021), chuyển nhượng quyền sử dụng đất tại Nam Vĩnh Yên giai đoạn 2 (giai đoạn 2 đã được mở bán vào Q1/2020 với 198 lô đất nền và đã bắt đầu bàn giao trong 1H 2021), bàn giao các căn hộ du lịch tại dự án Cap Saint Jacques (90% trên tổng số căn đã được bán thành công và đang trong quá trình bàn giao) và lợi nhuận khác từ chuyển nhượng đất tại Đại Phước như đã đề cập.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ GPMB chậm hơn dự kiến tại các dự án quy mô lớn như Long Tân, Bắc Vũng Tàu.

<MUA: 21%>

<GTT: 42.500>

<GMT: 49.900>

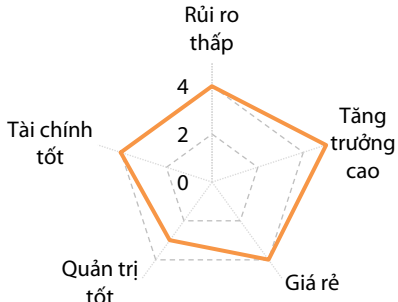
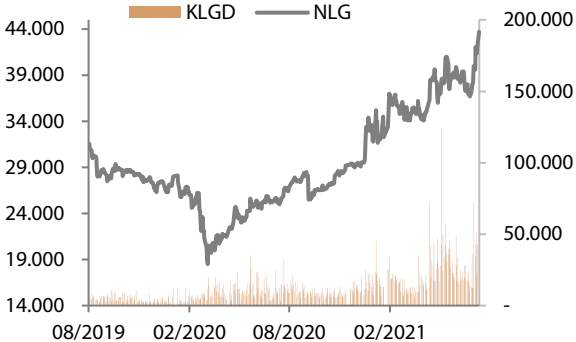
## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A

2021F

2022F



|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Ngành                    | BDS dân dụng    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 12.181          |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 285,3           |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 3.261           |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 127             |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 3,7             |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 25.000 - 43.700 |

|                       |              |              |              |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu             | <b>2.217</b> | <b>4.435</b> | <b>5.716</b> |
| LNST                  | <b>835</b>   | <b>1.148</b> | <b>1.152</b> |
| ROA (%)               | 6%           | 7%           | 5%           |
| ROE (%)               | 13%          | 12%          | 9%           |
| EPS (VND)             | 3.214        | 3.190        | 3.303        |
| GTSS (VND)            | 21.231       | 25.555       | 26.862       |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 932          | 1.500        | 1.500        |
| P/E (x) (*)           | 13,9         | 13,7         | 13,2         |
| P/B (x) (*)           | 2,0          | 1,7          | 1,6          |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Kết quả bán hàng khả quan từ các dự án chính trong năm 2021 sẽ đảm bảo tăng trưởng LNST 22% trong giai đoạn 2021-2023.**

- Trong năm 2021, điểm nổi bật chính của NLG là kết quả bán hàng tăng trưởng ổn định. Trong 6T2021, tổng giá trị bán hàng đạt 4.491 tỷ đồng rất cao so với năm 2020, nhờ vào các dự án Mizuki, Akari, Southgate với 1.070 sản phẩm được bán ra.
- Chúng tôi ước tính tổng giá trị bán hàng năm 2021 đạt 9.317 tỷ đồng từ việc bán ra 2.359 sản phẩm. Cụ thể, công ty sẽ triển khai bán 114 căn tại Mizuki (TP.HCM), 300 căn tại Izumi (Waterfront, Đồng Nai), 601 căn tại Southgate (Long An), 271 căn tại dự án Cần Thơ và 3 căn tại Akari trong nửa cuối năm 2021. Các dự án này có giá bán hợp lý, nhất là trong bối cảnh nguồn cung tại TP.HCM, Long An và Cần Thơ đang khan hiếm. Vì vậy, chúng tôi tự tin vào sự thành công trong công tác bán hàng. Từ đó, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2021-2023.

**Kế hoạch mua lại các quỹ đất mới giúp công ty duy trì tăng trưởng trong dài hạn.**

- Sau thương vụ M&A để tăng tỷ lệ sở hữu dự án Đồng Nai Waterfont vào Q1 2021, NLG đang trong giai đoạn chuẩn bị để mua thêm 30-40 ha quỹ đất ở phía Đông TP.HCM (dự kiến hoàn thành trong năm nay). Việc thành lập thành phố Thủ Đức (chính thức vào ngày 1/1/2021) cùng với nhiều dự án hạ tầng xung quanh như bến xe Miền Đông Mới, các dự án cầu đường được xây dựng sẽ thu hút sự chú ý từ các nhà đầu tư và người mua nhà. Ngoài ra, số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ (dự kiến kết thúc vào Q3 2021), ước tính gần 2.000 tỷ đồng sẽ là động lực để NLG nhanh chóng thực hiện kế hoạch mua lại các quỹ đất của mình.

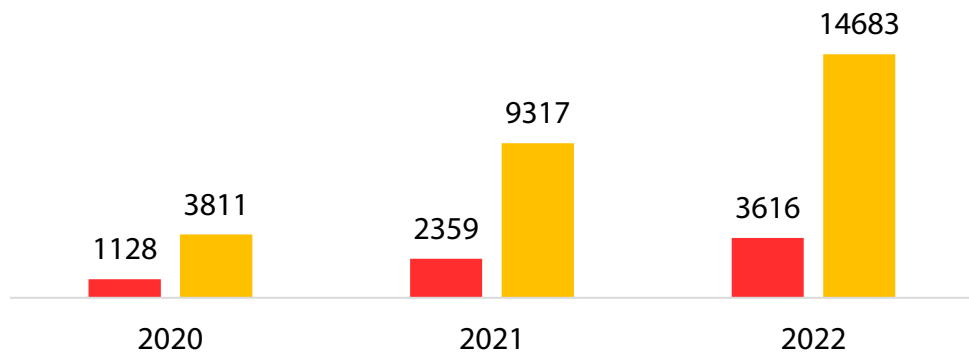
## Định giá hấp dẫn

- PE và PB dự phóng năm 2021 lần lượt là 13,7 lần và 1,7 lần, tương đối hấp dẫn đối với một công ty liên tục gia tăng quỹ đất. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận năm 2021 là 4.435 tỷ đồng (+100% YoY) và 1.148 tỷ đồng (+38% YoY), chủ yếu đóng góp từ việc bàn giao dự án Akari và đánh giá lại dự án Waterfront.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

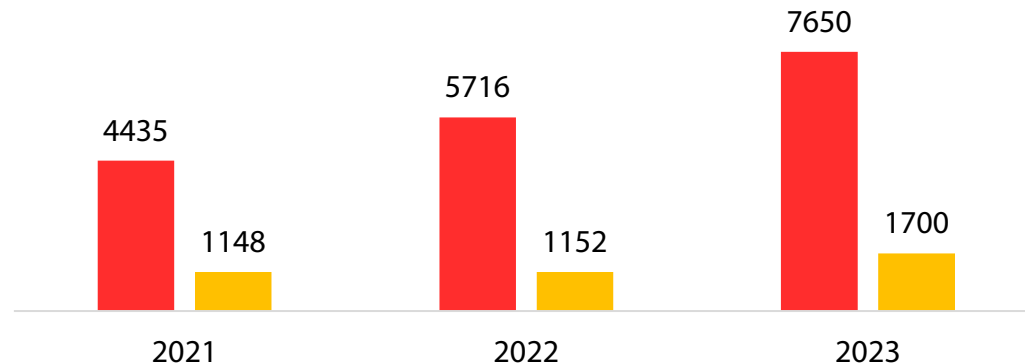
- Hoạt động bán hàng bị ảnh hưởng do giãn cách xã hội kéo dài

**Hình 1: Số sản phẩm và giá trị bán hàng (tỷ đồng) 2020 – 2022F**



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: : Doanh thu thuần và LNST công ty mẹ 2021 - 2023 (tỷ đồng)**

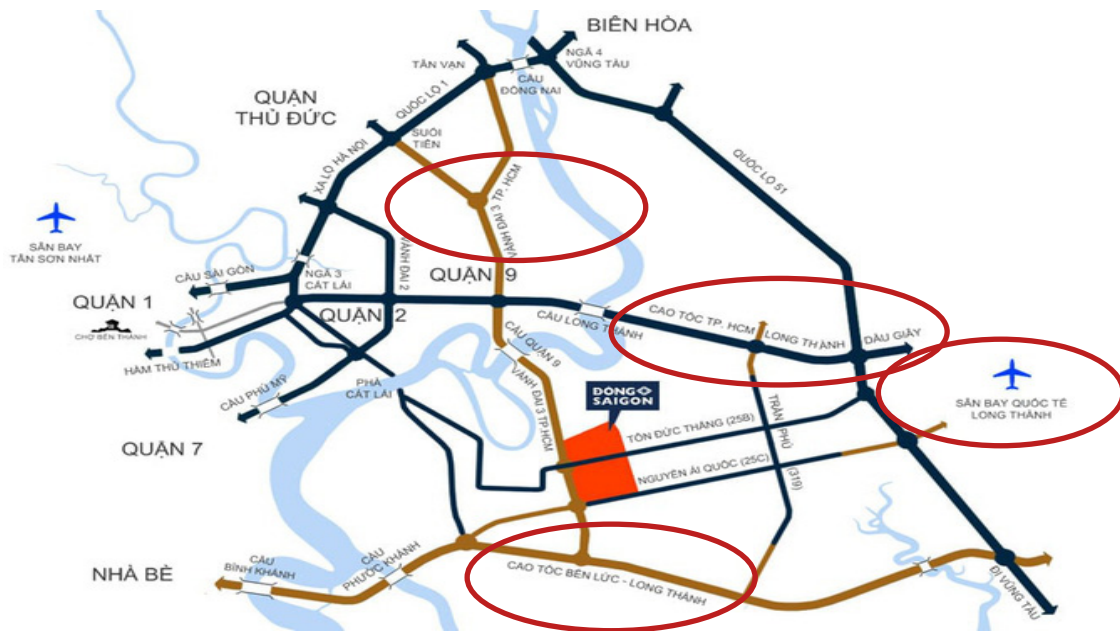


Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

## 6T cuối năm 2021: Kết quả bán hàng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng khi dịch bệnh dần kiểm soát

- Trong 6T đầu năm 2021, tổng giá trị bán hàng đạt 4.491 tỷ đồng (+209% YoY) nhờ vào các dự án Mizuki, Akari, Southgate với 1.070 sản phẩm được bán ra. Trong đó, dự án Mizuki là một ví dụ điển hình cho thấy sự quan tâm mạnh mẽ của người mua nhà đối với sản phẩm của NLG khi 646 sản phẩm đã được bán hết chỉ trong vòng 5 giờ. Trong năm 2021, chúng tôi ước tính tổng giá trị bán hàng đạt 9.317 tỷ đồng với 2.359 sản phẩm, thấp hơn so với mục tiêu của công ty là 3.459 sản phẩm với giá trị là 13.519 tỷ đồng với những lo ngại vì dịch bệnh.
- Cụ thể, công ty sẽ triển khai bán 114 sản phẩm tại Mizuki (TP.HCM), 300 sản phẩm tại Izumi (Waterfront, Đồng Nai), 601 sản phẩm tại Southgate (Long An), 271 sản phẩm tại dự án Cần Thơ và 3 sản phẩm tại Akari trong nửa cuối năm 2021. Từ năm 2022, chúng tôi dự đoán các hoạt động bán hàng sẽ gia tăng khi dịch Covid-19 được kiểm soát từ quý 4 năm 2021 theo giả định của chúng tôi. Các dự án của NLG có giá bán hợp lý, nhất là trong bối cảnh nguồn cung tại TP.HCM, Long An và Cần Thơ đang khan hiếm. Vì vậy, chúng tôi tự tin vào sự thành công trong công tác bán hàng. Việc mở bán thành công trong năm 2021 sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2021-2023.
- Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST công ty mẹ năm 2023 lần lượt đạt 7.650 tỷ đồng (+ 34% YoY) và 1.700 tỷ đồng (+ 48% YoY), chủ yếu do ghi nhận từ các dự án Izumi, Cần Thơ, Hải Phòng và lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết của dự án Southgate và Mizuki.

**Hình 3: Nhiều dự án cơ sở hạ tầng tại khu Đông**



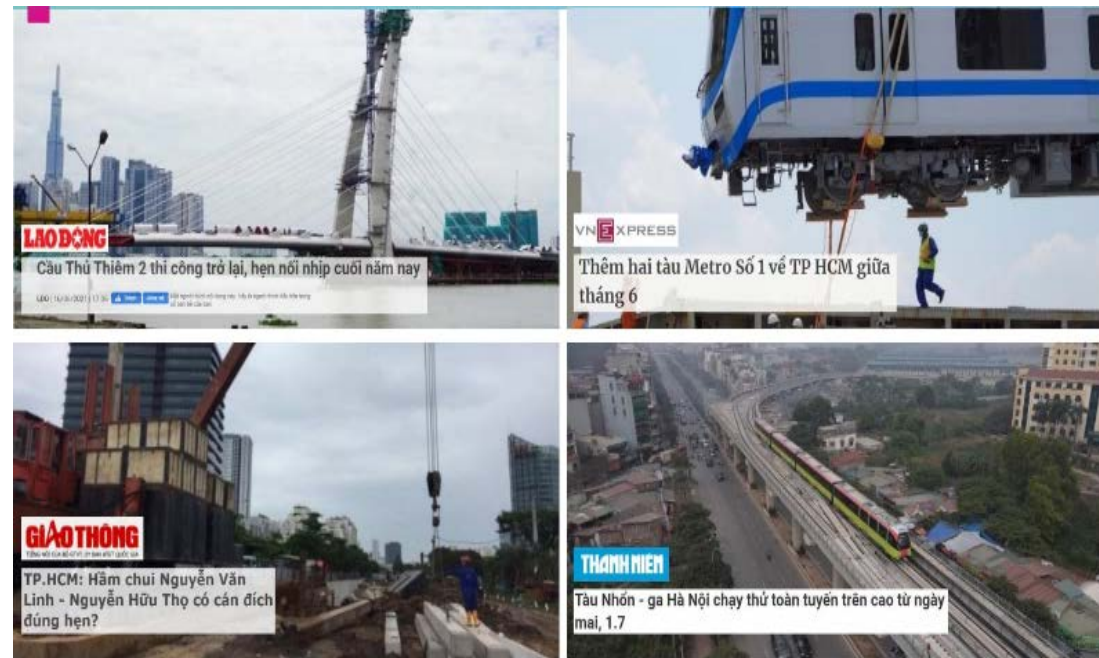
Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Việc sở hữu quỹ đất tại vị trí chiến lược ở phía Đông TP.HCM đem lại lợi thế lớn nhờ vào**

- Thành lập thành phố Thủ Đức (1/1/2021)
- Các dự án hạ tầng quy mô lớn trong khu vực lân cận sẽ được đẩy nhanh tiến độ và hoàn thành trong 1-2 năm tới bao gồm tuyến Metro số 1, cầu Thủ Thiêm 2.



**Hình 4: Đẩy nhanh tiến độ thực hiện các dự án hạ tầng lân cận**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**... Triển vọng NLG sẽ được củng cố nếu có thể thực hiện kế hoạch mua lại 30-40 ha quỹ đất ở phía Đông.**

- Hưởng lợi giá bán cao hơn + tỷ lệ hấp thụ tốt cho các sản phẩm tương lai của NLG trong thời gian tới do sự phát triển tại khu vực này.
- Có thể hoàn thành kế hoạch mua quỹ đất do NLG đã có kinh nghiệm trong thương vụ tại dự án Izumi và nguồn tiền mặt gần 2.000 tỷ đồng (dự kiến) từ đợt phát hành riêng lẻ đang tiến hành.

**Bảng 1: Tóm tắt định giá**

| Dự án                  | Phương pháp | Tỷ lệ chiết khấu | NPV           |
|------------------------|-------------|------------------|---------------|
| Mizuki Park            | DCF         | 9,5%             | 1.512         |
| Akari                  | DCF         | 9,5%             | 2.195         |
| Southgate              | DCF         | 9,5%             | 975           |
| Cần Thơ                | DCF         | 9,5%             | 1.097         |
| VSIP Hải Phòng         | DCF         | 9,5%             | 543           |
| Nam Long Đại Phước     | GTSS        | N/A              | 1.709         |
| Izumi                  | DCF         | 9,5%             | 9.190         |
| Waterpoint giai đoạn 2 | GTSS        | N/A              | 1.174         |
| Các dự án khác         | GTSS        | N/A              | 530           |
| <b>Tổng</b>            |             |                  | <b>18.925</b> |



|                                      |               |
|--------------------------------------|---------------|
|                                      |               |
| (+) Tiền và tương đương tiền         | 1.221         |
| (+) Đầu tư ngắn hạn                  | 62            |
| (+) Hàng tồn kho                     | 18.925        |
| (-) Nợ vay                           | 2.795         |
| (-) Lợi ích thiếu số                 | 3.186         |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>          | <b>14.226</b> |
| Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | 285           |
| <b>Giá mục tiêu (VND)</b>            | <b>49.900</b> |

- Chúng tôi giả định giá bán trung bình của dự án Izumi là 61 triệu đồng/m<sup>2</sup>, khá phù hợp khi giá các dự án xung quanh như Aqua City, Vinhomes Grand Park cao hơn nhiều (từ 70 triệu - 120 triệu đồng/m<sup>2</sup>).
- Giá trị của dự án Waterpoint giai đoạn 2 được ước tính dựa trên giá trị sổ sách của dự án Waterpoint giai đoạn 1 (Southgate) tính đến Quý 2 năm 2021 do chúng tôi chưa có thông tin cụ thể về dự án này.
- Chúng tôi chưa thêm vào khoản tiền có thể thu được từ đợt phát hành riêng lẻ vì thương vụ này chưa được thực hiện xong.

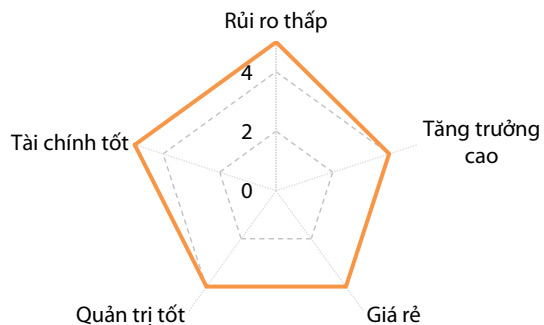
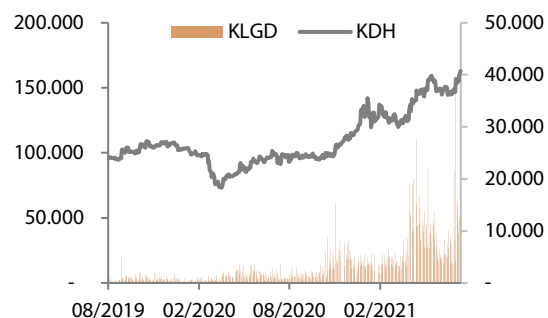
Nguồn: CTCK Rồng Việt



<TÍCH LŨY: 12%>

<GTT: 40.300>

<GMT: 45.200>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Ngành                    | BDS dân dụng    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 25.110          |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 623,1           |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 4.062,6         |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 153,2           |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 18,2            |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 22.850 - 40.700 |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 4.523  | 3.422  | 3.916  |
| LNST                  | 1.153  | 710    | 1.490  |
| ROA (%)               | 9%     | 5%     | 10%    |
| ROE (%)               | 15%    | 8%     | 13%    |
| EPS (VND)             | 2.060  | 1.097  | 2.302  |
| GTSS (VND)            | 14.544 | 14.910 | 17.897 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 500    | -      | -      |
| P/E (x) (*)           | 19,7   | 37,1   | 17,7   |
| P/B (x) (*)           | 2,8    | 2,7    | 2,3    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Đẩy mạnh hoạt động bán hàng từ năm 2022 sẽ đảm bảo tăng trưởng LNST 20% trong giai đoạn 2020-2023

- Việc bàn giao biệt thự và nhà phố tại hai dự án cụ thể là Armena (Quận 9) và Clarita (Quận 2) sẽ cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp của KDH lên mức 59% vào năm 2022 so với mức 43% trong năm 2020 do giá bán ở Thành phố Thủ Đức tăng. Chúng tôi trì hoãn việc ghi nhận doanh thu của dự án Armena đến năm 2022 do tác động nghiêm trọng của Covid-19 đối với các hoạt động xây dựng và bán hàng. Việc ghi nhận doanh thu từ một số dự án như Corona City (thấp tầng), KCN Lê Minh Xuân (mở rộng), Armena và Clarita sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ vào năm 2023 (+28% YoY).

### Uy tín thương hiệu, quỹ đất lớn tại TP.HCM là đòn bẩy cho tăng trưởng dài hạn

- Quỹ đất hiện tại của KDH vào khoảng 610ha (chỉ đứng sau Vinhomes), tất cả đều nằm tại địa bàn TP. HCM. Trong bối cảnh thị trường BĐS tại TP HCM đang thiếu hụt nguồn cung khi tình trạng pháp lý kéo dài và thiếu hụt quỹ đất thì việc sở hữu quỹ đất có quy mô lớn như KDH sẽ là lợi thế vô cùng lớn. Trong dài hạn, các quỹ đất lớn tại Tân Tạo (330 ha) và Phong Phú 2 (132 ha) sẽ là điểm nhấn chính giúp KDH duy trì tăng trưởng trong 5-10 năm tới.

### Định giá hấp dẫn với tiềm năng cải thiện tỷ suất sinh lời giai đoạn 2021 - 2023

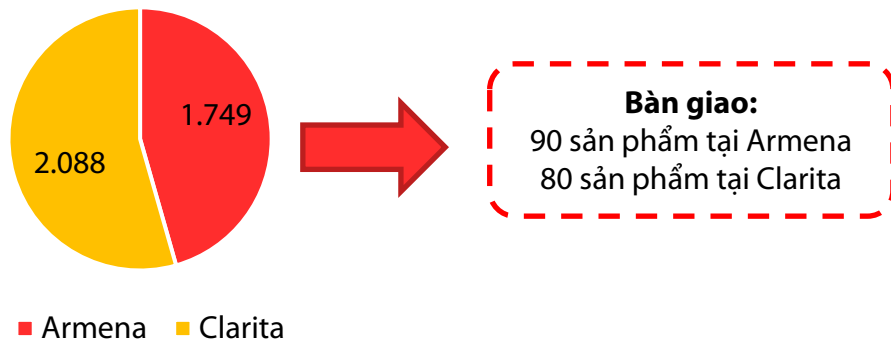
- Chúng tôi kỳ vọng vào sự cải thiện ROE, từ mức 8% trong năm 2021 lên 17% trong năm 2023. Với triển vọng cải thiện ROE như trên, KDH đang được giao dịch ở mức P/B tương đối hấp dẫn (2,7 lần) so với trung bình các doanh nghiệp BĐS khác (2,9 lần).

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Quá trình cấp phép, triển khai giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến của các dự án lớn như Tân Tạo, Phong Phú 2 và KCN Lê Minh Xuân mở rộng có thể làm ảnh hưởng đến dòng tiền tương lai của KDH. Ngoài ra, việc giãn cách xã hội kéo dài (đến quý 4 2021) có thể làm ảnh hưởng đến tiến độ mở bán các dự án Armena và khu dân cư Bình Tân.

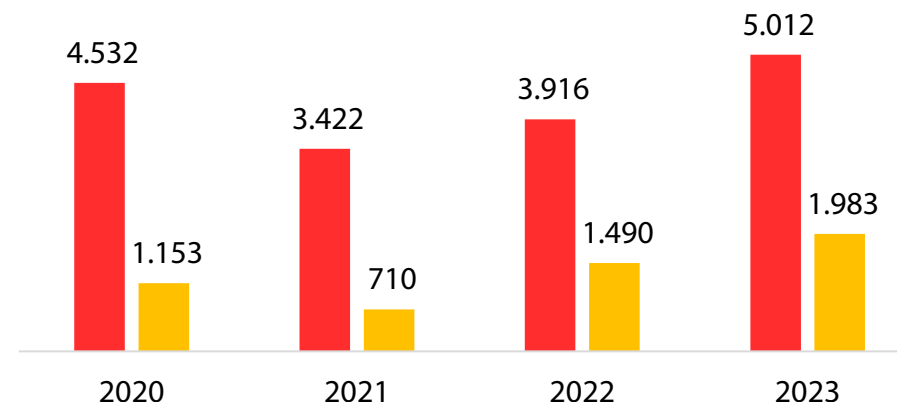


Hình 1: Doanh thu theo từng dự án trong năm 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu thuần và LNST công ty mẹ 2021 – 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

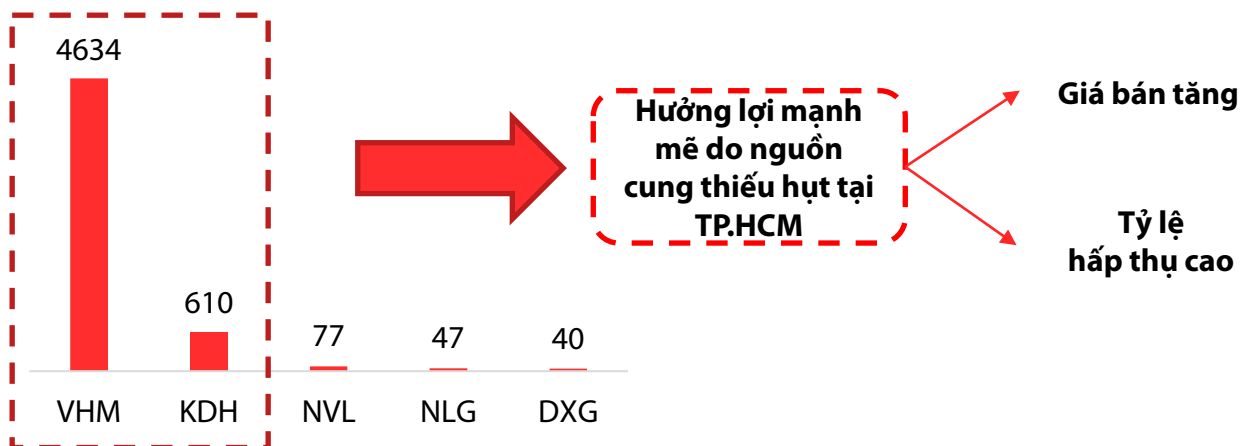
**2021: Lovera Vista hỗ trợ lợi nhuận nhưng doanh thu từ dự án Armena có thể được ghi nhận vào năm sau.**

- 6T2021: KDH ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 1.948 tỷ đồng (+31% YoY) và 470 tỷ đồng (+15%). Tỷ suất lợi nhuận gộp là 40% (thấp hơn 6T2020 là 50%) khi số lượng căn hộ từ Verosa Park được bàn giao ít hơn so với cùng kỳ năm ngoái khi gần 90% số căn hộ tại dự án này được bàn giao trong giai đoạn 2019-2020.
- Trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi dự kiến tổng số 1.310 căn hộ của dự án Lovera Vista sẽ được bàn giao. Hiện tại, 50% số căn hộ đã được bàn giao. Các căn còn lại sẽ được bàn giao sau khi giãn cách xã hội kết thúc (giả định vào tháng 9). Về hoạt động bán hàng, dự án Armena sẽ được triển khai vào quý 4 năm 2021 theo kế hoạch của công ty. Năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt đạt 3.422 tỷ đồng (-24% YoY) và 710 tỷ đồng (-38% YoY) do dự án Armena bị trì hoãn.

**2022 - 2023: LNST tăng đột biến nhờ ghi nhận doanh thu tại hai dự án tại TP. Thủ Đức.**

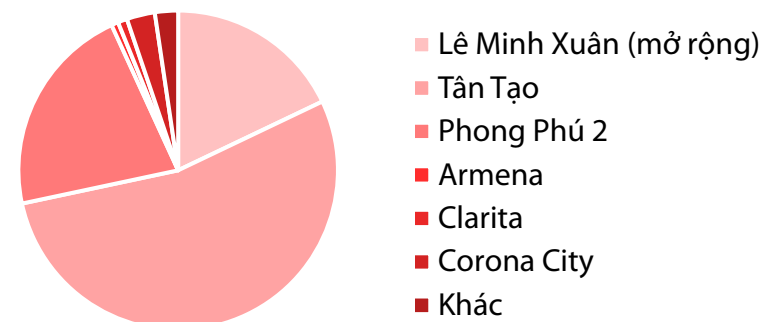
- Năm 2022: Biên lợi gộp được cải thiện ước tính đạt 59% từ mức 43% năm 2021 nhờ ghi nhận hai dự án Armena và Clarita (giá bán từ 115 - 120 triệu đồng/m<sup>2</sup>).
- Năm 2023: Việc ghi nhận một số dự án bao gồm Corona City (thấp tầng). KCN Lê Minh Xuân (mở rộng). Armena và Clarita sẽ là điểm nhấn giúp doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2023 (+28% YoY).

Hình 3: Quỹ đất tại TP.HCM của một số doanh nghiệp BĐS lớn (ha)



Nguồn CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cơ cấu quỹ đất theo dự án của KDH (ha)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

#### Tân Tạo: Khu đô thị cao cấp quy mô 330 ha với vị trí chiến lược tại Quận Bình Tân

- Dự án Tân Tạo có tiềm năng lớn nhờ quỹ đất khổng lồ gần 330 ha và vị trí vô cùng thuận lợi khi tiếp giáp khu vực dân cư hiện hữu cùng với các tiện ích đa dạng như Bến xe Miền Tây, Đại lộ Nguyễn Văn Linh, Aeon Mall Bình Tân, Cao tốc TP.HCM - Trung Lương, vv.
- KDH đã hoàn thành giải phóng mặt bằng 70% trên toàn bộ diện tích đất và có các giấy tờ quan trọng như giấy chứng nhận đầu tư và giấy chứng nhận quyền sử dụng đất tại dự án này.

#### Phong Phú 2 (Green Village) – Khu đô thị gồm 5 phân khu với quy mô 132 ha.

- KDH sở hữu quỹ đất tại dự án này sau khi thu tóm BCCI. KDC Phong Phú 2 nằm trong quy hoạch Khu đô thị mới Nam Sài Gòn rộng 2.975 ha. Dự án được xây dựng trên khu đất 132 ha với khoảng 3.383 sản phẩm nhà liên kế, biệt thự và các công trình công cộng. Dự án có vị trí khá thuận lợi khi phía Bắc giáp KCN Phong Phú, phía Tây giáp sông Cần Giuộc, phía Đông giáp KDC Việt Phú Garden (KDC Phong Phú 4).

**Bảng 1: Tóm tắt định giá**

| Dự án                        | NPV<br>(tỷ đồng) |
|------------------------------|------------------|
| Lovera Vista                 | 47               |
| Armena                       | 679              |
| Clarita                      | 2.021            |
| Dự án căn hộ Bình Tân        | 2.185            |
| Corona City (KDC 11A)        | 1.927            |
| Phong Phú 2 (Green Villages) | 3.449            |
| Tan Tao                      | 14.850           |
| KCN Lê Minh Xuân (mở rộng)   | 2.156            |
| Dự án khác (giá trị sổ sách) | 1.220            |
| <b>Tổng</b>                  | <b>28.514</b>    |



| (+) Tiền và tương đương tiền         | 1.849         |
|--------------------------------------|---------------|
| (+) Đầu tư ngắn hạn                  | -             |
| (+) Hàng tồn kho                     | 28.514        |
| (-) Nợ vay                           | (2.590)       |
| <b>Giá trị tài sản ròng</b>          | <b>26.645</b> |
| Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp) | 615           |
| <b>Giá mục tiêu (VND)</b>            | <b>45.200</b> |

- Theo phương pháp RNAV, chúng tôi giả định WACC ở mức 9,5% cho các dự án có khả năng cao được mở bán trong năm 2021 – 2022 và điều chỉnh WACC cao hơn cho dự án dân cư 11A ở mức 10,5% khi dự án này chưa có kế hoạch mở bán chi tiết.
- Chúng tôi sử dụng giá trị giao dịch của thị trường để ước tính giá trị hợp lý hai dự án Phong Phú 2 và Tân Tạo. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ gia tăng giải phóng mặt bằng trong 12 tháng tới tại dự án Tân Tạo với giả định diện tích được giải phóng mặt bằng là 248 ha (trên tổng số diện tích đất là 330 ha) và giá trị giao dịch ở mức 6 triệu/m<sup>2</sup>. Với dự án Phong Phú 2, chúng tôi giả định giá trị giao dịch là 6 triệu/m<sup>2</sup> trên phần đất đã giải phóng mặt bằng là 57,475 ha (trên tổng diện tích đất 132 ha).

Nguồn: CTCK Rồng Việt



# NGÀNH XÂY DỰNG

**KHÓ KHĂN TRONG NGẮN HẠN**



Trần Hoàng Thế Kiệt – [kiet.tht@vdsc.com.vn](mailto:kiet.tht@vdsc.com.vn)







## **1. Tổng quan thị trường 1H 2021- Khó khăn trong mảng kinh doanh cốt lõi**

- Ảnh hưởng kép từ giá nguyên vật liệu và Covid-19 khiến hoạt động xây dựng bị ảnh hưởng.
- Một số công ty tham gia phân khúc khác để bảo toàn biên lợi nhuận gộp.

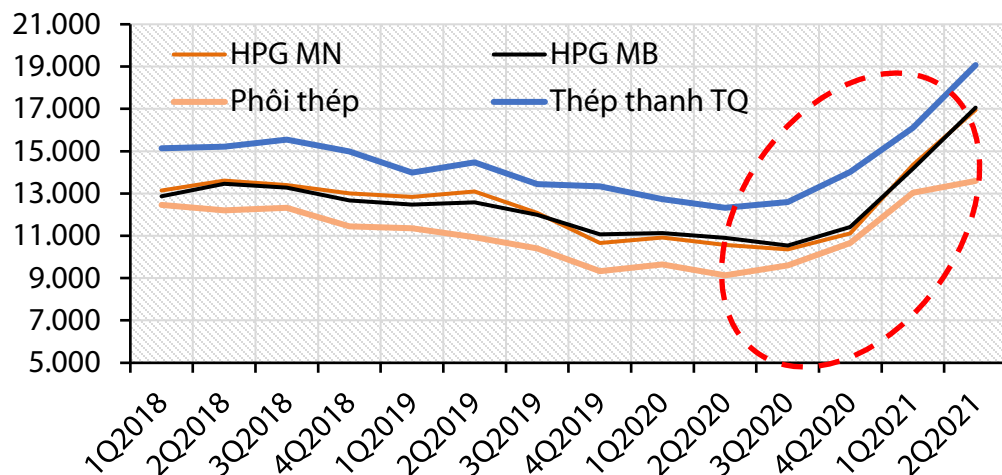
## **2. Triển vọng 2H 2021- Tìm kiếm câu chuyện tăng trưởng mới**

- Tăng tốc đầu tư công vào cơ sở hạ tầng là điểm then chốt để thúc đẩy tăng trưởng ngành.
- Cơ hội đầu tư tập trung trong câu chuyện tăng trưởng riêng của một số doanh nghiệp
- Rủi ro: Diễn biến phức tạp của đại dịch và giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến.

**Giá nguyên vật liệu tăng cùng với sự cạnh tranh gay gắt đã thu hẹp biên lợi nhuận gộp của các công ty xây dựng. Tuy nhiên, một số nhà thầu đã tìm được hướng giải quyết.**

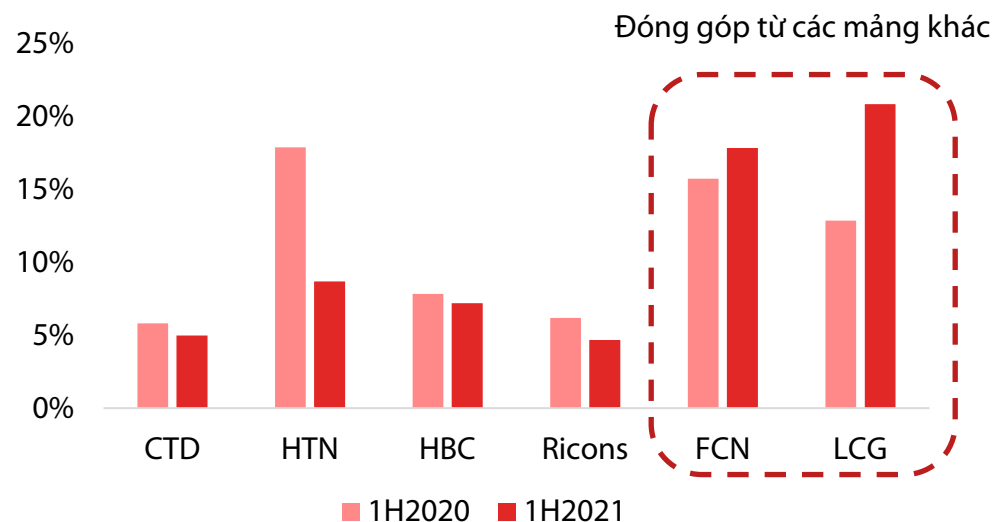
- Theo Tổng cục Thống kê Việt Nam (GSO), trong 1H 2021, bình quân giá vật liệu xây dựng nhà ở và giá xăng dầu trong nước tăng lần lượt là 5,03% YoY và 17,01% YoY.
- Giá thép, chiếm 11% - 16% chi phí đầu vào trong các dự án xây dựng tăng mạnh (+40% so với cuối năm 2020) gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà thầu xây dựng. Do đó, một số dự án buộc phải tạm dừng thi công khi giá vật liệu xây dựng tăng đột biến.
- Ngoài ra, sự cạnh tranh gay gắt cũng là nguyên nhân khiến biên lợi nhuận gộp các nhà thầu giảm trong 1H 2021 (Hình 2). FCN và LCG ghi nhận sự cải thiện biên lợi nhuận gộp nhờ sự đóng góp từ các mảng khác với tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn bao gồm bất động sản và xây dựng cơ sở hạ tầng.

**Hình 1: Giá các sản phẩm thép (VND/kg)**



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Biên LN gộp của các nhà thầu xây dựng trong 6T2021**



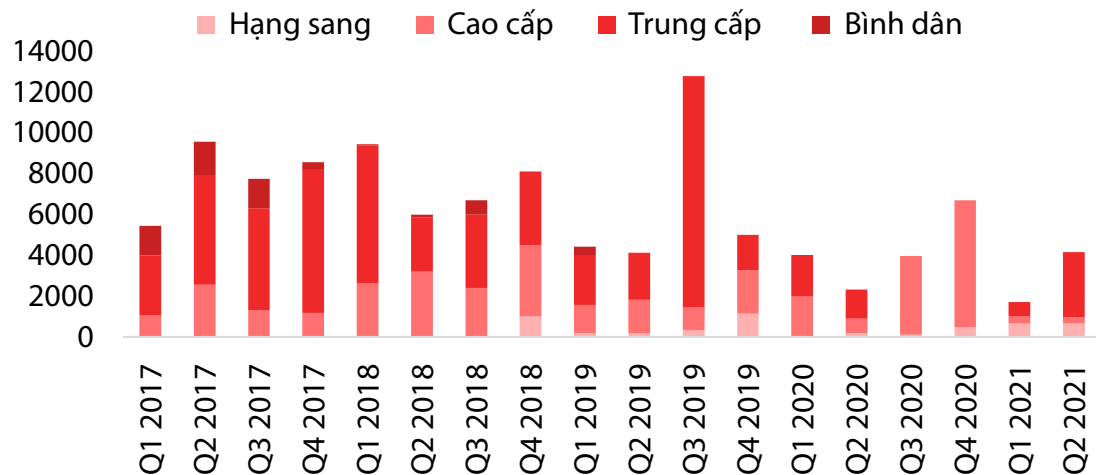
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp



## Thị trường xây dựng bị ảnh hưởng từ các đợt Covid-19 khi các hoạt động xây dựng bị hạn chế.

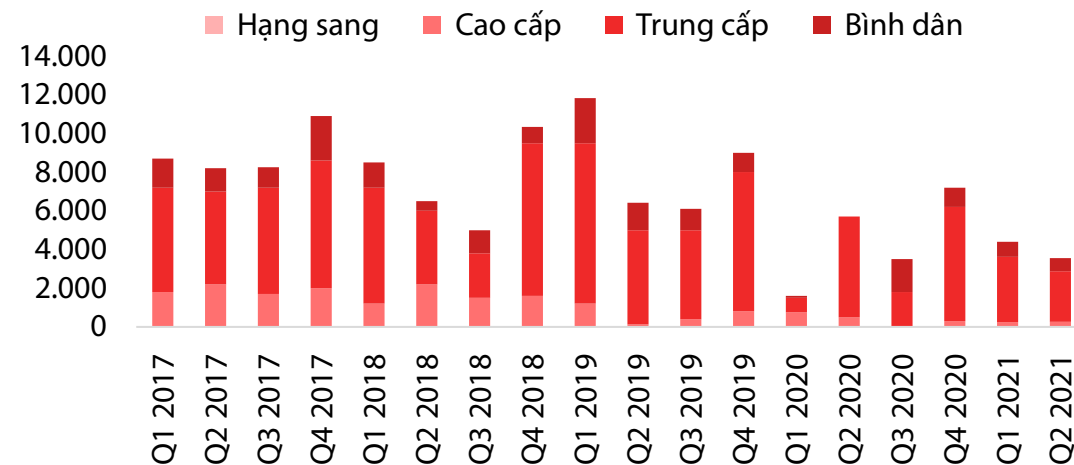
- Theo CBRE, trong 1H 2021, số lượng căn hộ mới bán mới tại TP.HCM giảm 9% YoY trong khi Hà Nội tăng 10% nhưng vẫn ở mức thấp so với năm 2019 (Hình 3 và Hình 4). Theo quan điểm của chúng tôi, Covid-19 là yếu tố chính cùng với việc chậm chạp trong các thủ tục cấp phép khiến việc chào bán mới bị giảm sút.
- Các hoạt động xây dựng sẽ bị hạn chế khi thị trường bất động sản trầm lắng trong bối cảnh các dự án chậm triển khai.
- Trong tháng 7 và tháng 8/2021, các hoạt động xây dựng đã bị hạn chế hơn nữa do các yêu cầu phong tỏa nghiêm ngặt từ Chỉ thị 16 của Chính phủ tại TP.HCM nhằm đảm bảo sức khỏe cho người lao động trong thời gian xảy ra đại dịch.

**Hình 3: Số lượng căn hộ mới bán mới tại TP. HCM**



Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Số lượng căn hộ mới bán mới tại Hà Nội**

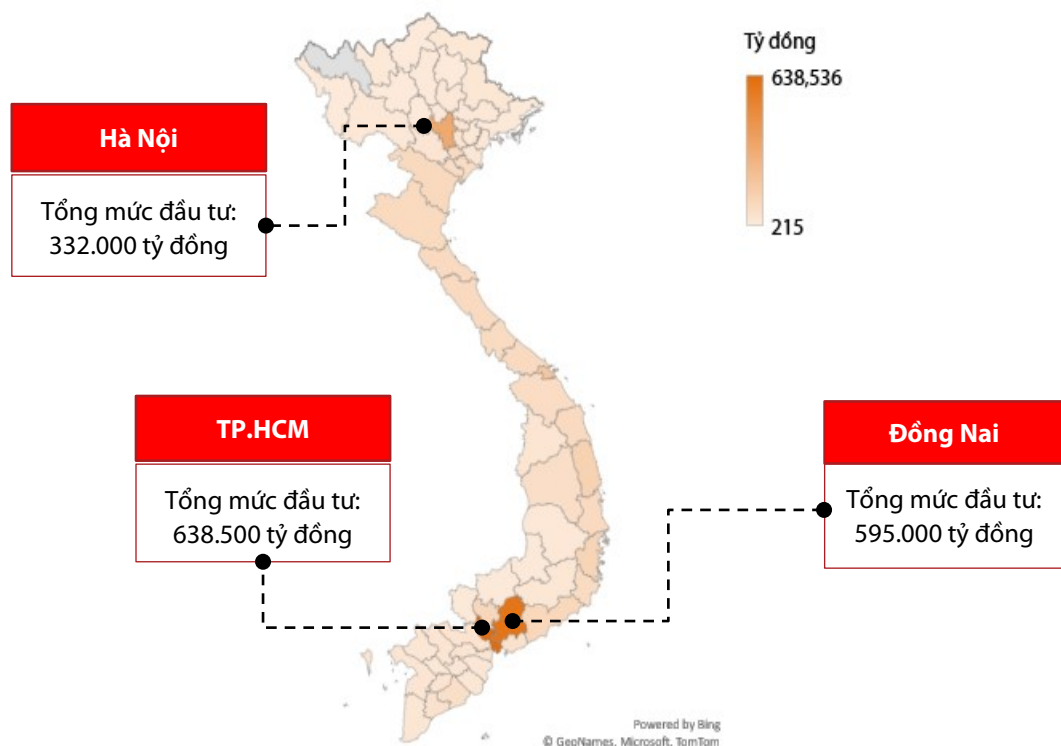


Nguồn: CBRE, CTCK Rồng Việt

## Đẩy mạnh đầu tư công sẽ là động lực lớn nhất của ngành xây dựng

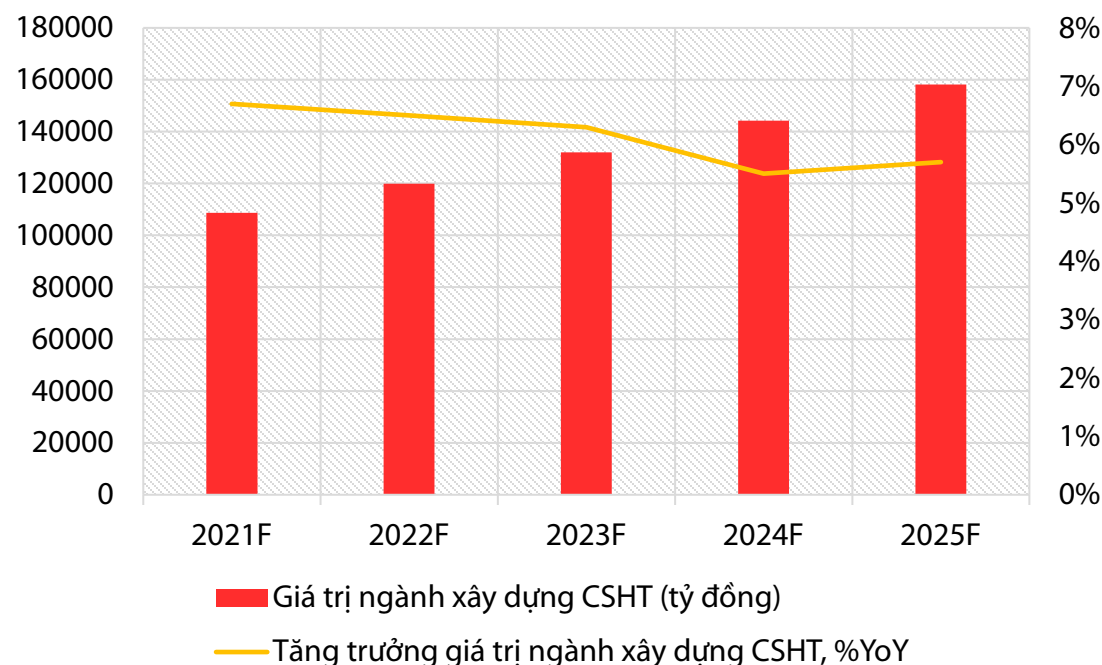
- Thúc đẩy đầu tư công, đặc biệt là các dự án cơ sở hạ tầng, được kỳ vọng sẽ thúc đẩy ngành xây dựng trong 5 năm tới. Theo Fitch Solutions, giá trị ngành xây dựng CSHT sẽ đạt 158.167 tỷ đồng vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 10% trong giai đoạn 2020 - 2025 (Hình 6).
- Trong đó, cam kết mạnh mẽ của Chính phủ trong việc đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng lớn là động lực chính. Cụ thể, tổng vốn ngân sách nhà nước theo kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025 là 2.870 nghìn tỷ đồng (tăng 43% so với giai đoạn 2016-2020), bao gồm 1.500 nghìn tỷ đồng cho các vùng kinh tế trọng điểm (Hình 5) và 1.370 nghìn tỷ đồng cho các khu vực khác.

Hình 5: Kế hoạch đầu tư CSHT theo tỉnh giai đoạn 2021-2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá trị ngành xây dựng CSHT (cột trái, tỷ đồng) và tăng trưởng (cột phải, %)



Nguồn: Fitch Solutions

**Trong giai đoạn 2021-2022, một số dự án quy mô lớn đang được triển khai.**

- Sân bay quốc tế Long Thành là dự án lớn nhất, được khởi công xây dựng vào tháng 1/2021. Đối với giai đoạn 1, 66% quỹ đất (~1.800 ha) đã được giải phóng mặt bằng. Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào năm 2025. Tổng chi phí đầu tư là 16 tỷ USD (Hình 7).
- Chúng tôi kỳ vọng rằng nếu các dự án quy mô lớn này được triển khai như kế hoạch thì sẽ là động lực giúp thúc đẩy ngành xây dựng.

**Hình 7 : Một số dự án cơ sở hạ tầng đáng chú ý 2021-2022 (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Cập nhật tình hình các dự án sẽ triển khai trong giai đoạn 2021 - 2022**

| Dự án                              | Thời gian    | Tình trạng                                                                          |
|------------------------------------|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Sân bay quốc tế Long Thành         | Tháng 1 2021 | Đang xây dựng giai đoạn 1, kết hợp với rà phá bom mìn và giải phóng mặt bằng        |
| Đường vành đai 4 (phía Bắc)        | Q4/2021      | Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến thi công vào cuối năm 2021                       |
| Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu        | Q4/2022      | Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến thi công vào cuối Q4/2022                        |
| Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc          | Q4/2022      | Đã được chấp thuận đầu tư, dự kiến thi công vào cuối 2022                           |
| Đường vành đai 3 TP. HCM           | Q3/2022      | Hoàn thành báo cáo tiền khả thi, dự kiến khởi công năm 2022                         |
| Cao tốc Cần Thơ - Cà Mau           | 2022         | Đã trình báo cáo khả thi, dự kiến khởi công giai đoạn Cần Thơ - Cà Mau vào năm 2022 |
| Tuyến đường sắt đô thị số 5 Hà Nội | 2022         | Được chấp thuận đầu tư, hoàn thành giải phóng mặt bằng vào năm 2022                 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Cơ hội đầu tư tập trung ở những doanh nghiệp có câu chuyện tăng trưởng riêng.

- Trong bối cảnh khó giành được hợp đồng do quá trình đấu thầu gay gắt, việc tìm kiếm động lực tăng trưởng mới bằng cách tham gia mảng xây dựng phân khúc khác đáng được cân nhắc.
- Như đã đề cập trước đó, việc xây dựng cơ sở hạ tầng khá hứa hẹn được hỗ trợ bởi chủ trương của chính phủ. Trong đó, tập trung vào xây dựng cơ sở hạ tầng công cộng như đường bộ, đường cao tốc, ... sẽ có mức tăng trưởng mạnh nhất theo dự báo của Fitch (Bảng 1).

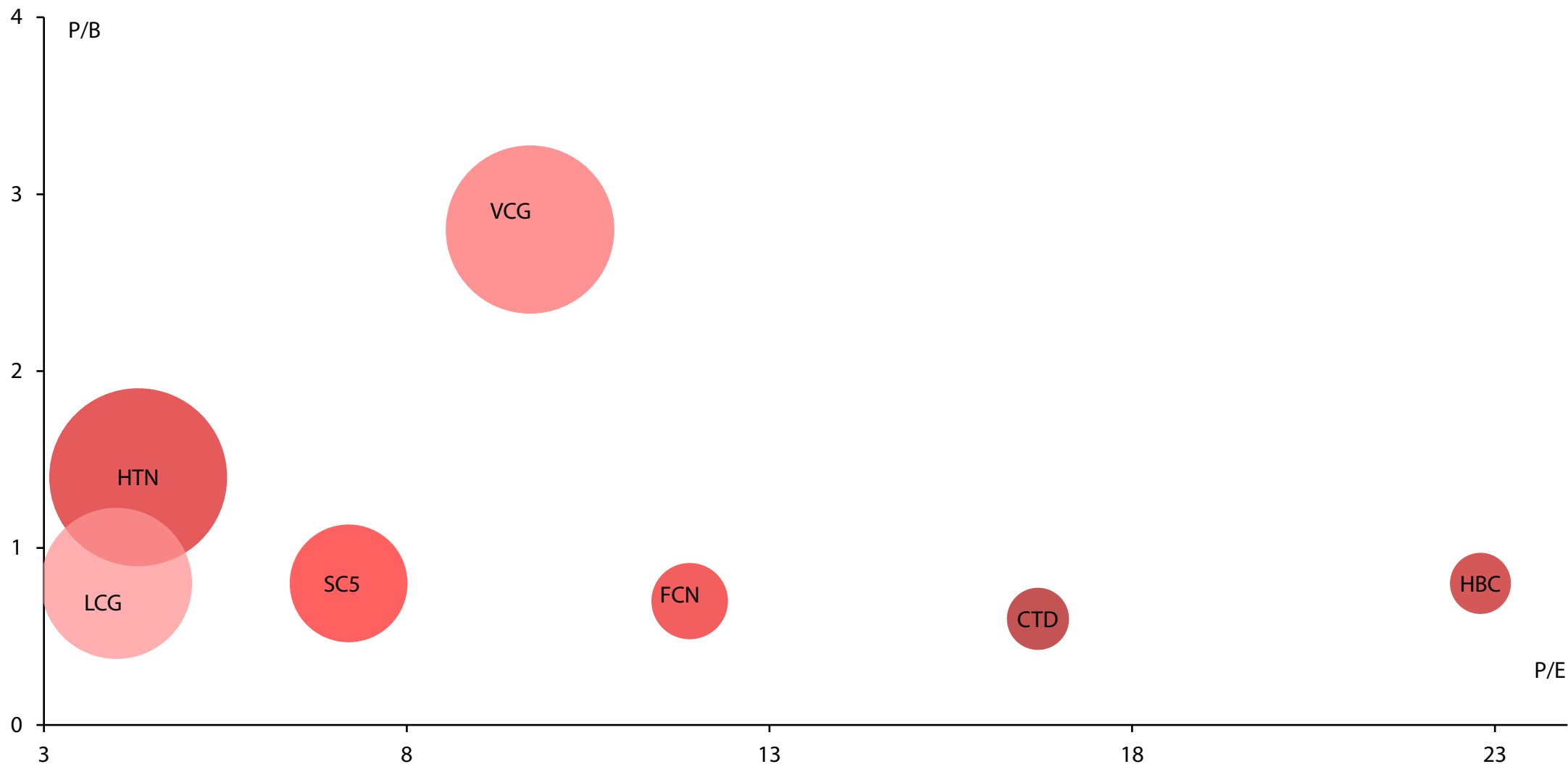
**Bảng 1: Triển vọng tăng trưởng của các phân khúc khác nhau trong ngành xây dựng giai đoạn 2021F - 2025F**

| Ngành                                | 2020E | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cơ sở hạ tầng cầu đường              | 5,3%  | 9,3%  | 8,7%  | 7,5%  | 6,5%  | 6,6%  |
| Cơ sở hạ tầng đường sắt              | 4,3%  | 6,7%  | 7,0%  | 7,2%  | 5,3%  | 5,4%  |
| Cơ sở hạ tầng sân bay                | 3,7%  | 4,0%  | 3,9%  | 3,8%  | 3,8%  | 3,9%  |
| Cơ sở hạ tầng năng lượng và tiện ích | 3,5%  | 4,8%  | 4,9%  | 5,5%  | 5,3%  | 5,7%  |

Nguồn: Fitch Solutions

| Mã CP      | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>CTD</b> | 4.631             | N/A                | -42,6%                        | -69,4%                     | 1,8%            | 0,9%                  | -58,5%                   | 2,3%             | 2,1%    | 3,3%    | 0,0%                | 16,7               | 0,6                |
| <b>HBC</b> | 3.071             | N/A                | -25,1%                        | -34,9%                     | 4,2%            | 2,1%                  | -47,1%                   | 1,1%             | 0,9%    | 3,2%    | 0,0%                | 22,8               | 0,8                |
| <b>HTN</b> | 1.817             | 45.200             | 24,4%                         | n/a                        | 0,0%            | 0,0%                  | 28,5%                    | 0,0%             | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%                | 4,3                | 1,4                |
| <b>FCN</b> | 1.474             | N/A                | 5,0%                          | 14,0%                      | 11,9%           | 9,0%                  | 0,2%                     | 4,5%             | 2,0%    | 5,6%    | 0,0%                | 11,9               | 0,7                |
| <b>SC5</b> | 303               | N/A                | 16,1%                         | 29,4%                      | 4,2%            | 4,0%                  | 135,1%                   | 2,1%             | 2,0%    | 11,9%   | 0,0%                | 7,2                | 0,8                |
| <b>VCG</b> | 18.905            | N/A                | -36,9%                        | n/a                        | -3,7%           | -6,1%                 | 73,0%                    | 29,7%            | 6,6%    | 19,3%   | 0,0%                | 9,7                | 2,8                |
| <b>LCG</b> | 1.429             | N/A                | 35,8%                         | 50,2%                      | 14,7%           | 11,0%                 | 110,2%                   | 10,0%            | 6,0%    | 19,6%   | 0,0%                | 4,0                | 0,8                |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



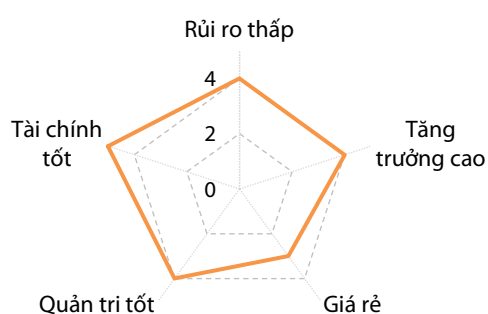
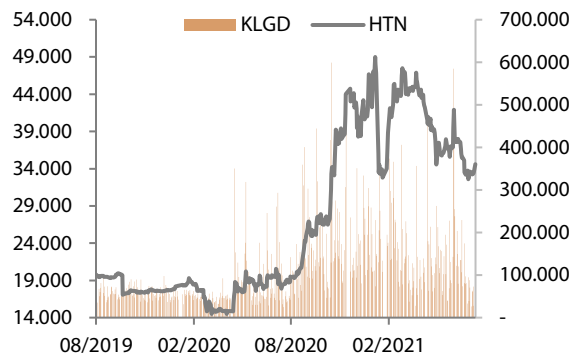
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



<TÍCH LŨY: +12%>

<GTT: 40.250>

<GMT: 45.200>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                               |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Ngành                         | Xây dựng        |
| Vốn hóa (tỷ đồng)             | 1.817           |
| Số CP lưu hành (triệu)        | 49,5            |
| KLGD bình quân 3T (triệu cp)  | 133,2           |
| GTDD bình quân 3T (tỷ đồng)   | 5,0             |
| Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%) | 48,7            |
| Diễn biến giá 52 tuần (VND)   | 17.900 – 49.000 |

## CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 4.552  | 5.744  | 12.306 |
| LNST (tỷ đồng)        | 345    | 225    | 493    |
| ROA (%)               | 6,4    | 3,7    | 5,2    |
| ROE (%)               | 39,4   | 27,7   | 28,7   |
| EPS (VND)             | 10.281 | 4.807  | 9.948  |
| Giá trị sổ sách (VND) | 30.712 | 29.737 | 39.686 |
| Cổ tức tiền (VND)     | 1.800  | -      | -      |
| P/E (x) (*)           | 3,1    | 8,9    | 4,0    |
| P/B (x) (*)           | 1,1    | 1,4    | 1,0    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Hưởng lợi từ hệ sinh thái tập đoàn Hưng Thịnh

- Hưng Thịnh Incons là một trong những nhà thầu xây dựng hàng đầu với 15 năm kinh nghiệm. HTN đã thực hiện một số dự án tiêu biểu bao gồm Golden Bay (Nha Trang), Florita (Quận 7), SaiGonMia (Bình Chánh), Vũng Tàu Melody (Vũng Tàu). HTN có thể duy trì tăng trưởng nhờ vào các hợp đồng xây dựng tại các dự án BĐS của Hưng Thịnh Land (với mức backlog “giá trị hợp đồng còn lại” lớn vào khoảng 37.030 tỷ đồng tại cuối năm 2020) mà không cần phải cạnh tranh với các công ty xây dựng khác để ký thêm những hợp đồng mới.

### Biên lợi nhuận gộp và tăng trưởng KQKD vượt trội so với các đối thủ cùng ngành

- Lợi thế từ việc hiểu rõ thiết kế sản phẩm, quy hoạch xây dựng ngay từ đầu của Hưng Thịnh Land và không phải tham gia đấu thầu dự án với các nhà thầu khác giúp Hưng Thịnh Incons ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp cao hơn các công ty cùng ngành.
- Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ mảng xây dựng sẽ phục hồi mạnh mẽ so với mức nền thấp năm 2020 khi các dự án tại Qui Nhơn vẫn tiếp tục được thực hiện. Chúng tôi dự kiến HTN có thể ghi nhận doanh thu 5.744 tỷ đồng (+26% YoY) và LNST công ty mẹ là 225 tỷ đồng (-35% YoY).

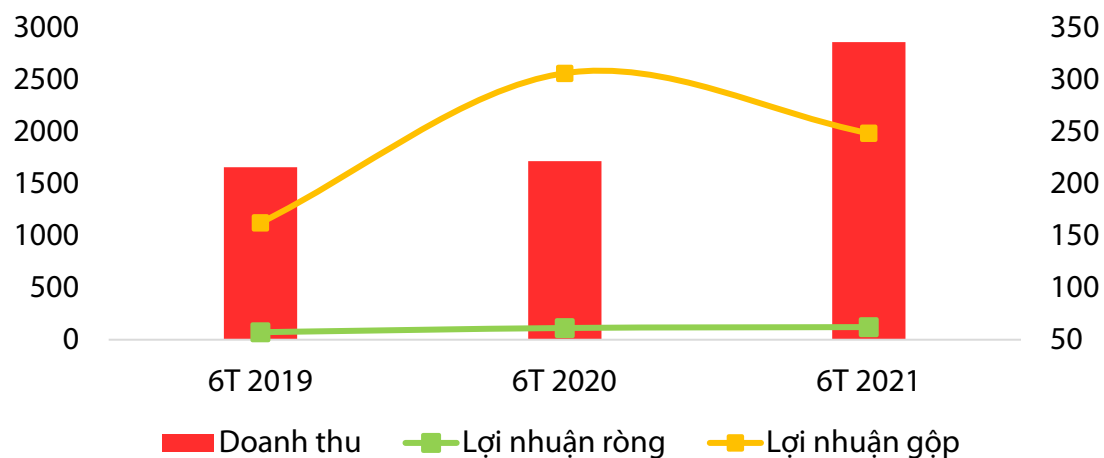
### Tiềm năng từ mảng xây dựng cơ sở hạ tầng.

- Việc mở rộng sang lĩnh vực xây dựng cơ sở hạ tầng thông qua quan hệ đối tác chiến lược với Đèo Cả sẽ cho phép HTN đa dạng hóa nguồn thu và giảm rủi ro tập trung (đa phần nguồn thu đến từ các dự án khu dân cư của Hưng Thịnh Land).

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

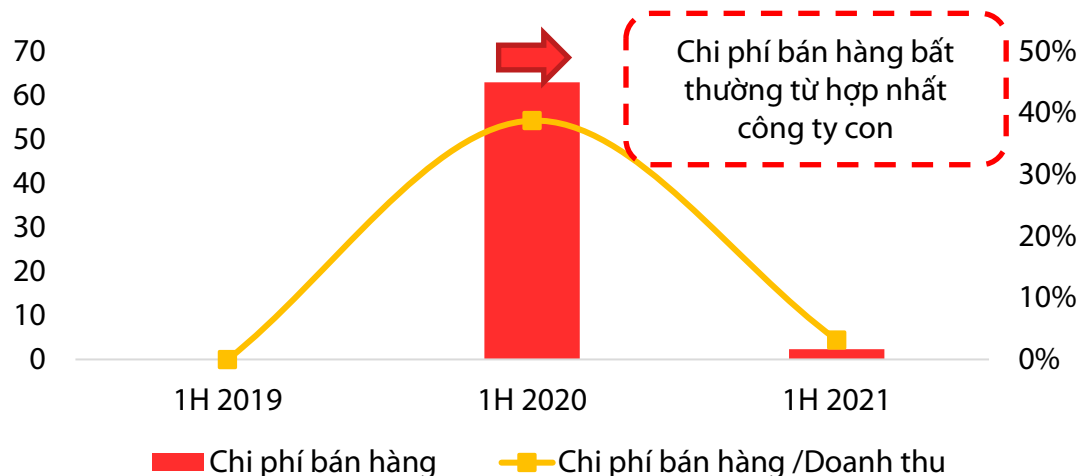
- Việc thực hiện Chỉ thị 16 ở miền Nam có thể kéo dài trong thời gian dài hơn, ảnh hưởng các dự án của HTN tại TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu, Nha Trang
- Thị trường BĐS hạ nhiệt.

Hình 1: Doanh thu (cột trái), lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng (cột phải), tỷ đồng



Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng (tỷ đồng)



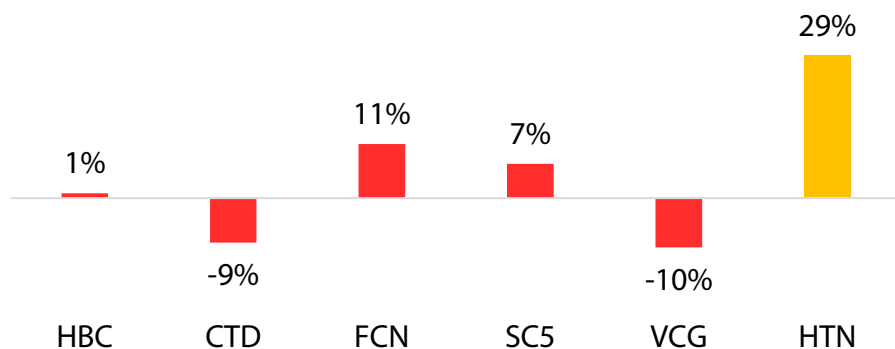
Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

Trong 6T2021, doanh thu thuần của HTN đạt 2.855 tỷ đồng (+66,5% YoY), hoàn thành 68,3% kế hoạch năm 2021.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm tuy nhiên không phát sinh chi phí bán hàng từ hợp nhất công ty con nên lợi nhuận vẫn tăng trưởng svck.**

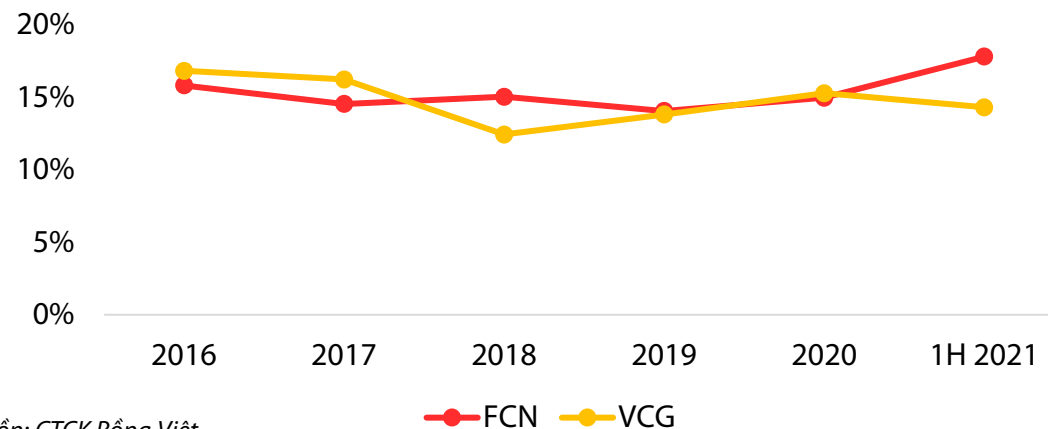
- Biên lợi nhuận gộp giảm từ 18% trong 6T2020 xuống 9% trong 6T2021 do thiếu hụt doanh thu bất động sản từ dự án Richmond.
- Do đó, lợi nhuận gộp thấp hơn và ở mức 248 tỷ đồng (- 19% YoY).
- Chi phí bán hàng giảm đáng kể từ 63 tỷ đồng trong 6T2020 xuống 2,4 tỷ đồng trong 6T2021 do chi phí bán hàng bất thường từ hợp nhất công ty con của HTN là CTCP Bình Triệu không được ghi nhận trong 6T2021 khi không phát sinh doanh thu bất động sản tại dự án Richmond.
- Do đó, lợi nhuận ròng vẫn tăng nhẹ và đạt 120 tỷ đồng (+7% YoY).

**Hình 3: Tăng trưởng doanh thu (2016-2020) của các nhà thầu**



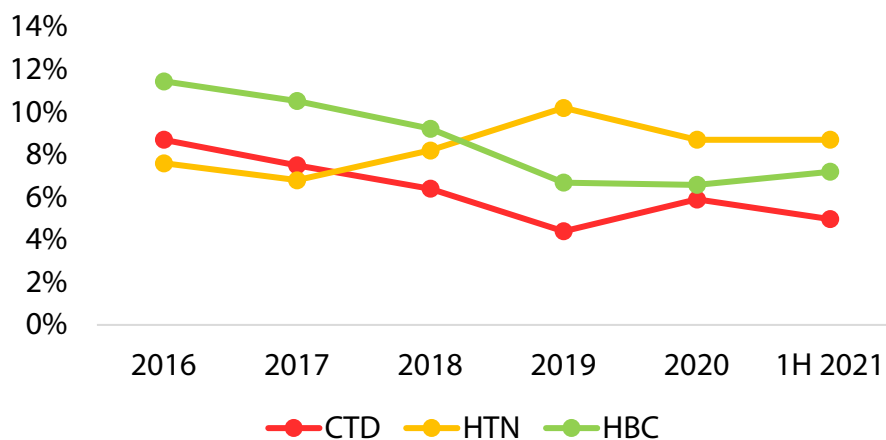
Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Biên LN gộp (%) của các công ty xây dựng CSHT (2016 - 2020)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: HTN vượt trội hơn các nhà thầu khác về biên LN gộp (%)**

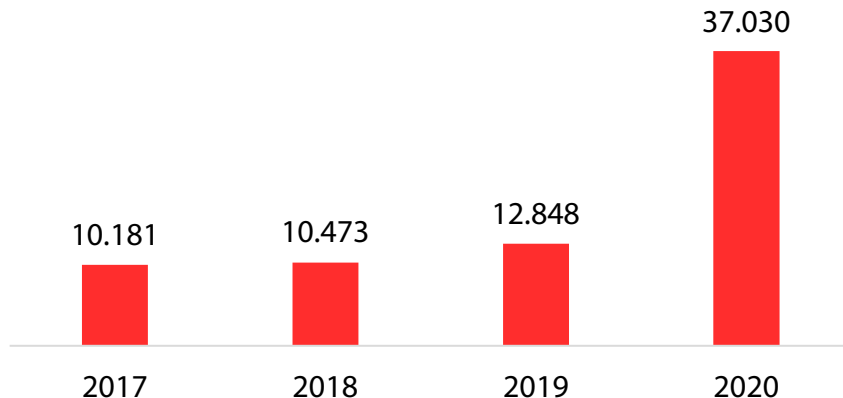


Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Biên lợi nhuận gộp của HTN cao hơn các công ty xây dựng dân dụng khác

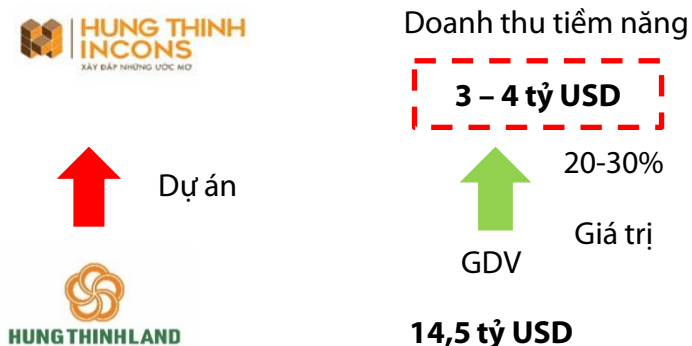
- Kết quả vượt trội này đến từ việc hiểu rõ thiết kế sản phẩm của tập đoàn Hưng Thịnh và quy hoạch dự án ngay từ đầu giúp HTN giảm thiểu các chi phí không cần thiết.
- HBC và CTD vẫn bị cạnh tranh gay gắt trong khi nguồn thu của HTN được đảm bảo khi hầu hết các dự án của Hưng Thịnh Land - công ty phụ trách mảng BĐS của Hưng Thịnh sẽ do HTN thi công.
- Về lâu dài, quan hệ đối tác chiến lược với Đèo Cả sẽ cho phép HTN đa dạng hóa nguồn doanh thu và giảm rủi ro tập trung, đồng thời kỳ vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp khi tham gia mảng xây dựng CSHT.

Hình 6: Backlog của HTN giai đoạn 2017 – 2020 (tỷ đồng)



Nguồn: HTN

Hình 7: HTN hưởng lợi từ dự án của Hưng Thịnh Land



Nguồn: HTN, CTCK Rồng Việt

**6T cuối năm 2021: Giãn cách xã hội sẽ hạn chế các hoạt động xây dựng.**

- Chúng tôi giảm doanh thu của các dự án ở khu vực phía Nam bởi việc dừng các hoạt động xây dựng do Chỉ thị 16.
- Chúng tôi kỳ vọng HTN sẽ bàn giao trung tâm thương mại trong dự án Richmond với giá trị ước tính khoảng 230 tỷ đồng.
- LNST năm 2021 giảm 35% do mảng bất động sản đóng góp ít hơn (năm 2020 doanh thu bất động sản là 2.332 tỷ đồng).

**Triển vọng 2022: Kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ hơn**

- Sau khi quá trình tiêm chủng và giãn cách hoàn tất, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động xây dựng sẽ thực hiện trở lại.
- HTN sẽ được hưởng lợi từ các dự án trọng điểm của Hưng Thịnh Land (tổng giá trị phát triển lên tới 14,5 tỷ USD). Trong 3 năm tới, giá trị backlog “giá trị hợp đồng còn lại” khoảng 37.000 tỷ đồng tại cuối năm 2020 sẽ là động lực chính hỗ trợ doanh thu lợi nhuận của HTN.
- Doanh thu và LNST dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 114% và 119% trong năm 2022.



# NGÀNH THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG

TÂM ĐIỂM HƯỚNG VỀ SẢN PHẨM  
TIÊU DÙNG THIẾT YẾU



Đào Phước Toàn – [toan.dp@vdsc.com.vn](mailto:toan.dp@vdsc.com.vn)



**Nhu cầu về thực phẩm thiết yếu tăng cao trong bối cảnh thắt chặt giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16**



☐ Tất cả các hoạt động kinh doanh và dịch vụ không thiết yếu đều bị cấm, trong khi các chuỗi nhà hàng và dịch vụ giao đồ ăn bị tạm đình chỉ hoạt động.

☐ Tác động của làn sóng Covid-19 thứ tư sẽ dai dẳng và kéo dài thời gian giãn cách xã hội hơn so với các kỳ giãn cách trước.

☐ Đây là những yếu tố thúc đẩy chi tiêu của các hộ gia đình dành cho các sản phẩm FMCGs thiết yếu để đáp ứng nhu cầu tích trữ và nấu ăn tại nhà.

**Sự trỗi dậy của kênh bán lẻ thương mại hiện đại**



☐ Các chợ truyền thống tại Tp.HCM đã tạm ngừng hoạt động từ đầu tháng 7/2021 do liên quan đến các ca nhiễm COVID-19.

☐ **2H21 chứng kiến sự chuyển dịch tiêu dùng mạnh mẽ của thực phẩm thiết yếu từ kênh truyền thống sang kênh thương mại hiện đại...**

☐ ... cùng với sự gia tăng giá trị tiêu dùng hàng ngày trong phân khúc thực phẩm tươi sống và đóng gói.

**Các công ty nông nghiệp hưởng lợi từ xu hướng tăng giá nông sản**



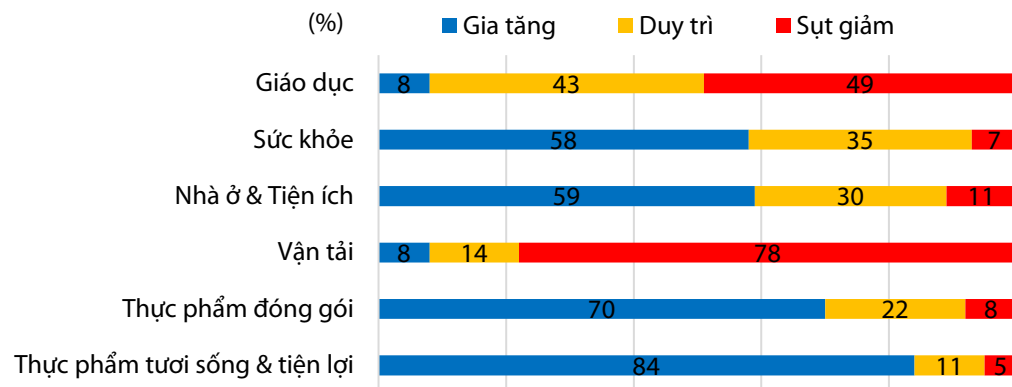
☐ 2H21 chứng kiến triển vọng trái ngược của nhóm công ty sản xuất nông nghiệp (tích cực) và công ty chế biến thực phẩm (tiêu cực) đối với xu hướng giá hàng hóa.

☐ **Các công ty nông nghiệp sẽ hưởng lợi từ giá nông sản dự báo vẫn ở mức cao trong 2H21.**

☐ Giá nông sản gia tăng sẽ gây áp lực lên giá nguyên liệu đầu vào của các công ty chế biến thực phẩm & đồ uống.



**Hình 1: Mức độ ưu tiên của người tiêu dùng đối với các sản phẩm/dịch vụ thiết yếu dưới tác động của Covid-19**



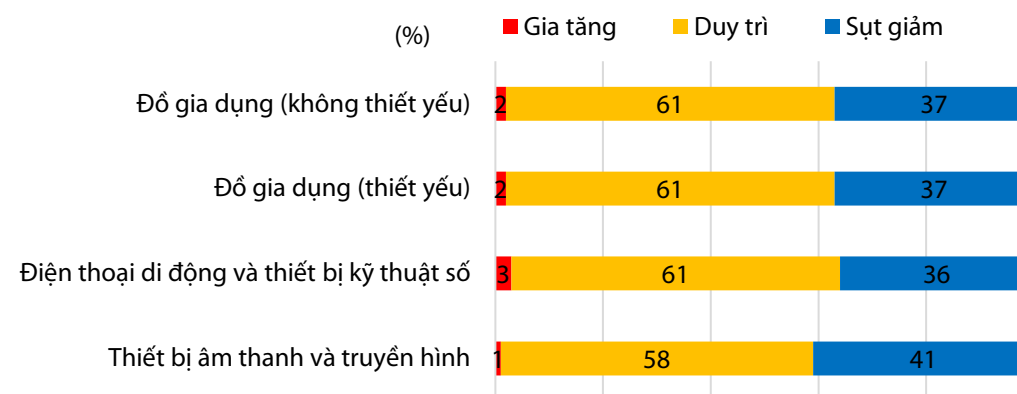
Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

Theo khảo sát năm 2020 của Deloitte, 84% và 70% người tiêu dùng sẽ tăng chi tiêu cho thực phẩm tươi sống và thực phẩm đóng gói trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát trở lại.

Chúng tôi dự đoán những thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng sẽ còn diễn ra mạnh mẽ hơn nữa trong 2H21 khi làn sóng Covid-19 thứ 4 đang ảnh hưởng nghiêm trọng hơn và dẫn tới các biện pháp cách ly xã hội nghiêm ngặt hơn so với làn sóng Covid-19 thứ nhất.

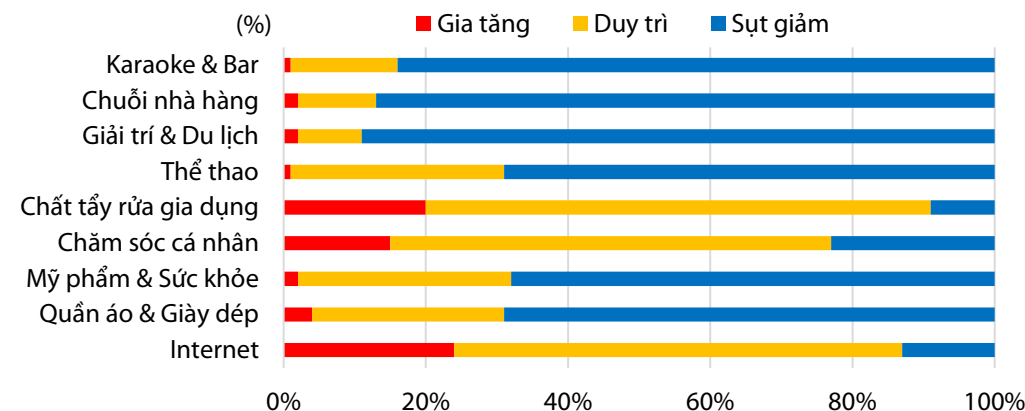
Ngược lại, gần 40% và ít nhất 69% người tiêu dùng sẽ thắt chặt ngân sách chi tiêu cho đồ điện tử tiêu dùng và giải trí cá nhân khi Covid-19 quay trở lại.

**Hình 2: Mức độ ưu tiên của người tiêu dùng đối với ngành hàng điện tử tiêu dùng dưới tác động của Covid-19**



Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

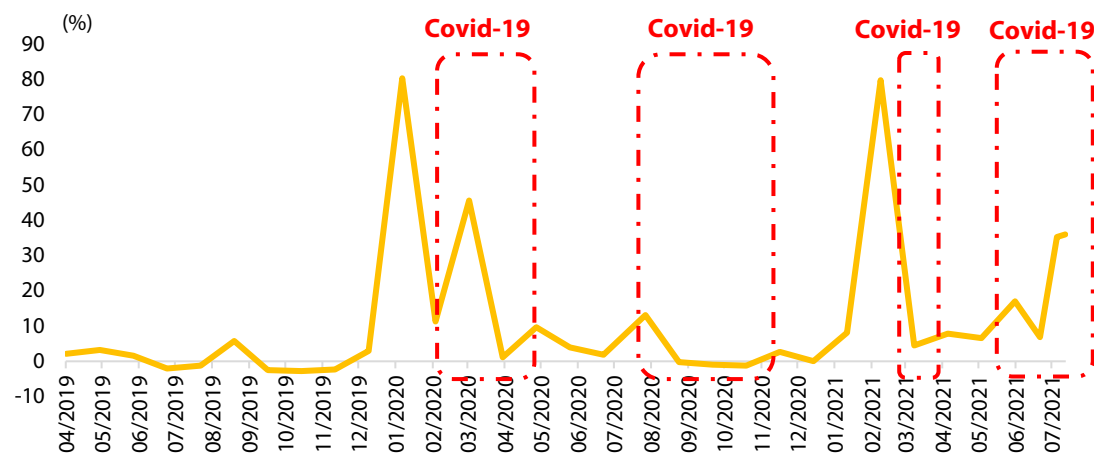
**Hình 3: Mức độ ưu tiên của người tiêu dùng dành cho các tiện ích và giải trí cá nhân dưới tác động của Covid-19**



Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

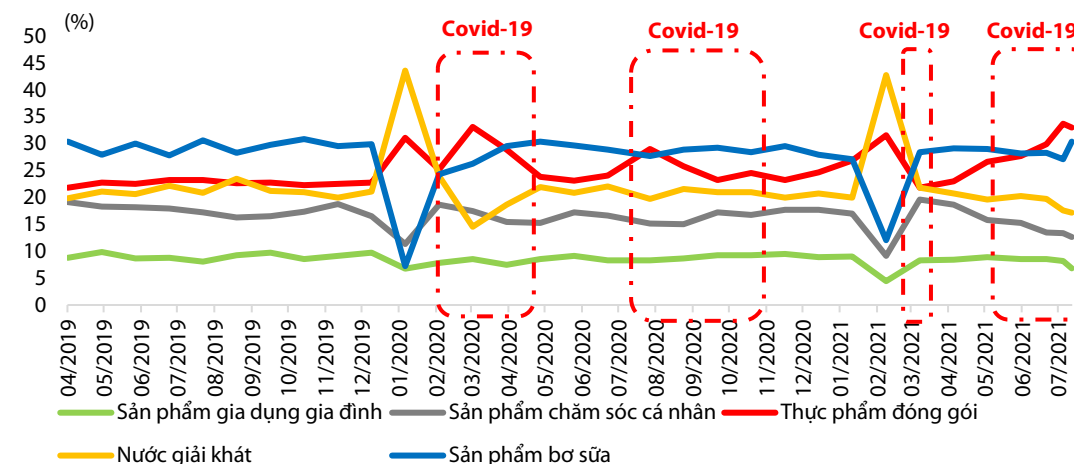
- Với việc áp dụng Chỉ thị 16 tại Thành phố Hồ Chí Minh từ đầu tháng 7 năm 2021, giá trị chi tiêu FMCG tại bốn thành phố trọng điểm ở Việt Nam (Hồ Chí Minh, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ) đã tăng nhanh chóng và đang hướng về mức đỉnh của 6 tháng đầu năm 2020 (dưới ảnh hưởng của làn sóng Covid-19 thứ nhất). Đáng chú ý, giá trị tiêu dùng FMCG hiện tại chỉ mất một tuần để gần đạt đến mức đỉnh của làn sóng thứ nhất, xuất phát từ sự hạn chế khả năng tiếp cận mua hàng thông qua kênh mua hàng truyền thống. Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng rằng tác động của đợt bùng phát Covid-19 hiện tại sẽ dai dẳng hơn và dẫn tới khoảng thời gian giãn cách xã hội dài hơn so với năm ngoái, qua đó thúc đẩy xu hướng chi tiêu và tích trữ thực phẩm tươi sống và FMCG đạt mức đỉnh mới trong quý 3/21.
- Tỷ trọng giá trị tiêu dùng theo các dòng sản phẩm FMCG đang thể hiện cùng xu hướng với làn sóng Covid-19 thứ nhất. Giá trị tiêu dùng cho thực phẩm đóng gói gia tăng mạnh mẽ và phá vỡ mức đỉnh của năm 2020. Trong khi đó, chi tiêu cho sản phẩm chăm sóc cá nhân và đồ uống vẫn duy trì ổn định nhưng tỷ trọng giá trị tiêu dùng đang suy giảm nhẹ đến từ sự chuyển hướng ưu tiên chi tiêu của khách hàng sang các sản phẩm thiết yếu hơn (thực phẩm tươi sống và thực phẩm đóng gói).
- Mặc dù gia tăng trong làn sóng Covid-19 thứ nhất, giá trị tiêu dùng các sản phẩm sữa đang suy giảm trong hai tuần đầu tháng 7/21 khi kênh thương mại truyền thống, kênh bán sữa lớn nhất của các công ty sữa ở Thành phố Hồ Chí Minh, phải đóng cửa ở nhiều quận huyện. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tổng chi tiêu ngành sữa sẽ không suy giảm mạnh khi chi tiêu qua kênh thương mại hiện đại (MT) đang gia tăng nhanh chóng (hiện tại đã đóng góp hơn 50% vào tổng chi tiêu ngành hàng sữa) sẽ bù đắp một phần cho sự sụt giảm chi tiêu qua kênh thương mại truyền thống.

**Hình 4: Sự thay đổi chi tiêu FMCG hàng tuần so với mức tiền Covid (giá trị chi tiêu trung bình năm 2019) ở 4 thành phố chính (\*)**



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt, (\*) TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ

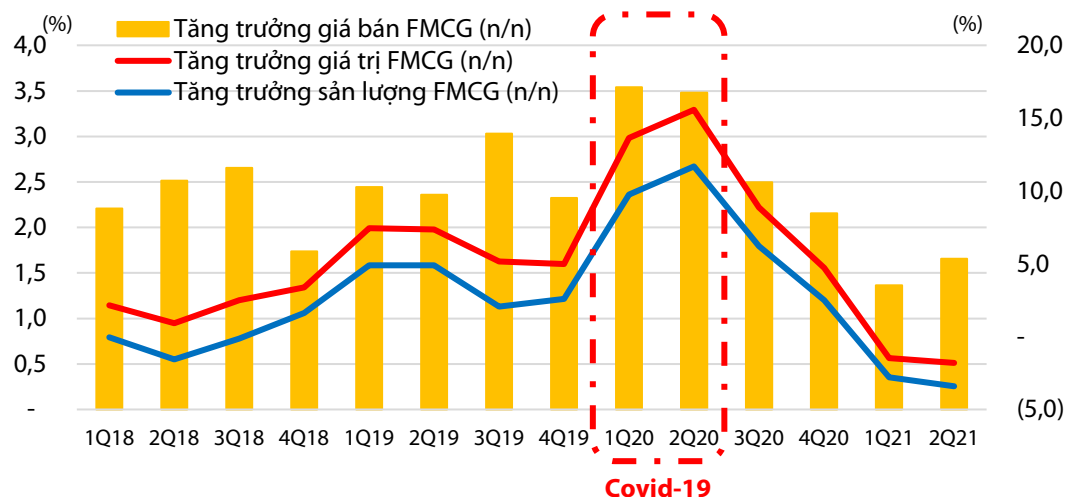
**Hình 5: Tỷ trọng giá trị chi tiêu FMCG hàng tuần theo dòng sản phẩm tại 4 thành phố trọng điểm (\*)**



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt, (\*) TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ

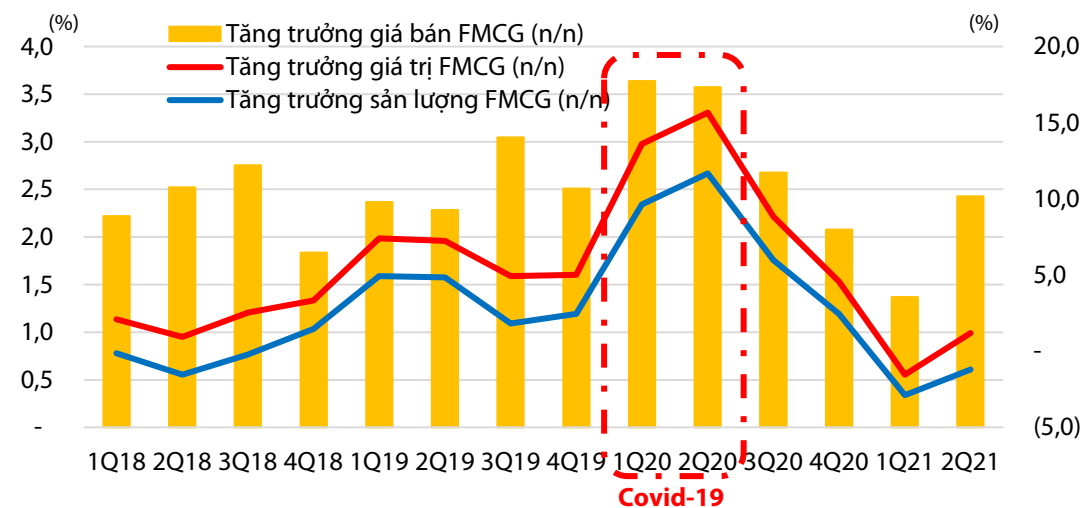
- Trong làn sóng Covid-19 đầu tiên, chi tiêu FMCG ở Việt Nam đã tăng đột biến trong Q1/2021 khi chính phủ Việt Nam áp dụng giãn cách xã hội trên diện rộng. Cụ thể, chi tiêu FMCG ở khu vực thành thị tăng 15% về giá trị và 11% về số lượng trong Q1/20. Ở khu vực nông thôn, chi tiêu FMCG đã tăng 13% về giá trị và 9% về số lượng trong Q1/20.
- Trong 5T/21, chi FMCG ở cả khu vực thành thị và nông thôn vẫn tăng trưởng tích cực về giá trị và sản lượng. Mức tăng trưởng trong 5 tháng cho thấy người tiêu dùng không thay đổi mức độ chi tiêu cho ngành hàng FMCG đáng kể so với mức tăng đột biến của năm ngoái.
- Chúng tôi cho rằng giá trị chi tiêu FMCG ở mặt bằng cao hơn xuất phát từ sự thay đổi hành vi của người tiêu dùng để phù hợp hơn với trạng thái bình thường mới. Trong đó, thời gian ở nhà nhiều hơn sẽ dẫn tới sự ưa chuộng nhiều hơn cho các sản phẩm FMCG, đồ dùng nấu ăn, đồ ăn nhẹ và các giải pháp thay thế bữa ăn chính, đồng thời thắt chặt ngân sách chi tiêu cho các sản phẩm/dịch vụ ít thiết yếu.

**Hình 6: Chi tiêu hàng FMCG ở khu vực thành thị Việt Nam**



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt

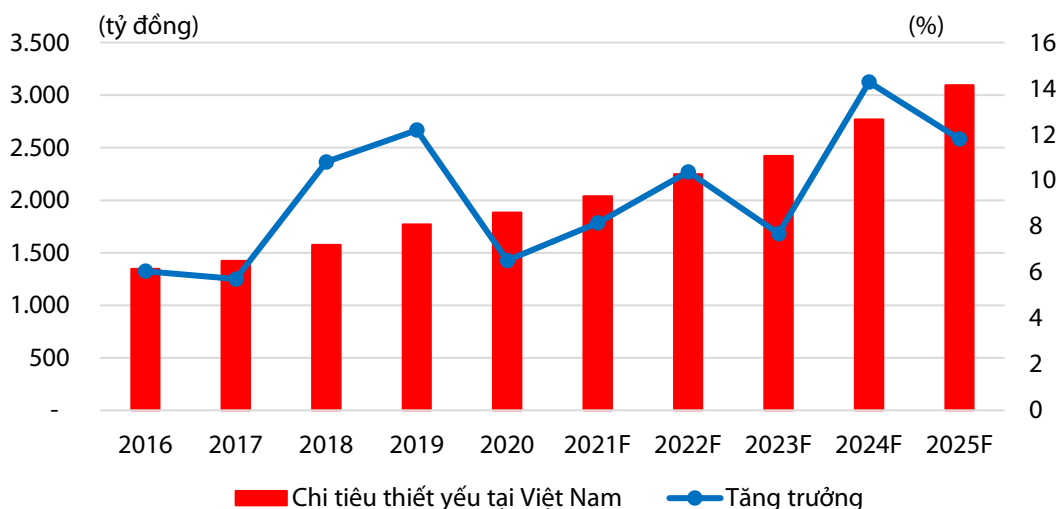
**Hình 7: Chi tiêu hàng FMCG ở khu vực nông thôn Việt Nam**



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTCK Rồng Việt

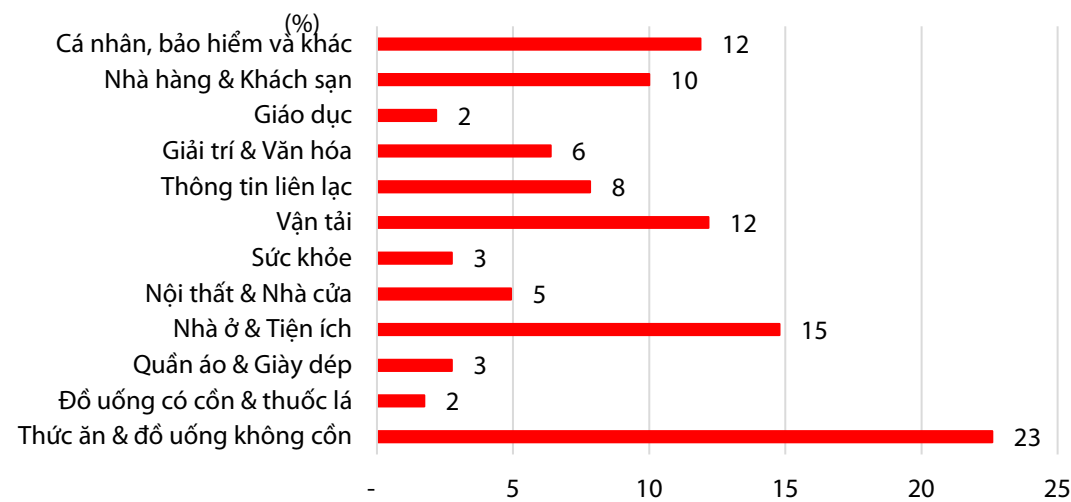
- Theo Fitch Solutions, chi tiêu cho các sản phẩm thiết yếu của Việt Nam sẽ đạt 2.038 nghìn tỷ (88 tỷ USD, + 8% n/n) trong năm 2021 khi các hộ gia đình gia tăng tích trữ trong nửa cuối năm. Chúng tôi lo ngại rằng xu hướng giãn cách xã hội có thể sẽ kéo dài cho đến cuối năm vì đặc tính lây lan nhanh hơn của biến thể Covid Delta bất chấp việc Chính phủ đã tăng cường triển khai chương trình tiêm vắc-xin trên toàn quốc. Sự kéo dài tình trạng giãn cách sẽ ảnh hưởng sâu sắc hơn đến sự thay đổi hành vi tiêu dùng hậu Covid-19.
- Trong năm 2022-2023, chi tiêu cho các mặt hàng thiết yếu của Việt Nam ước tính tăng trưởng lần lượt 8% n/n và 10% n/n, tốc độ tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sự điều chỉnh chi tiêu xã hội về mức bình thường mới, tập trung vào các danh mục nhu yếu phẩm (thực phẩm và đồ uống không cồn, nhà ở & tiện ích, y tế, giáo dục). Trong đó, các hộ gia đình Việt Nam chủ yếu phân bổ ngân sách cho thực phẩm và đồ uống không cồn (23%). Chi tiêu cho nhà ở & tiện ích chiếm 15% phân bổ ngân sách khi mọi người dành nhiều thời gian ở nhà hơn.

Hình 8: Chi tiêu sản phẩm thiết yếu của Việt Nam



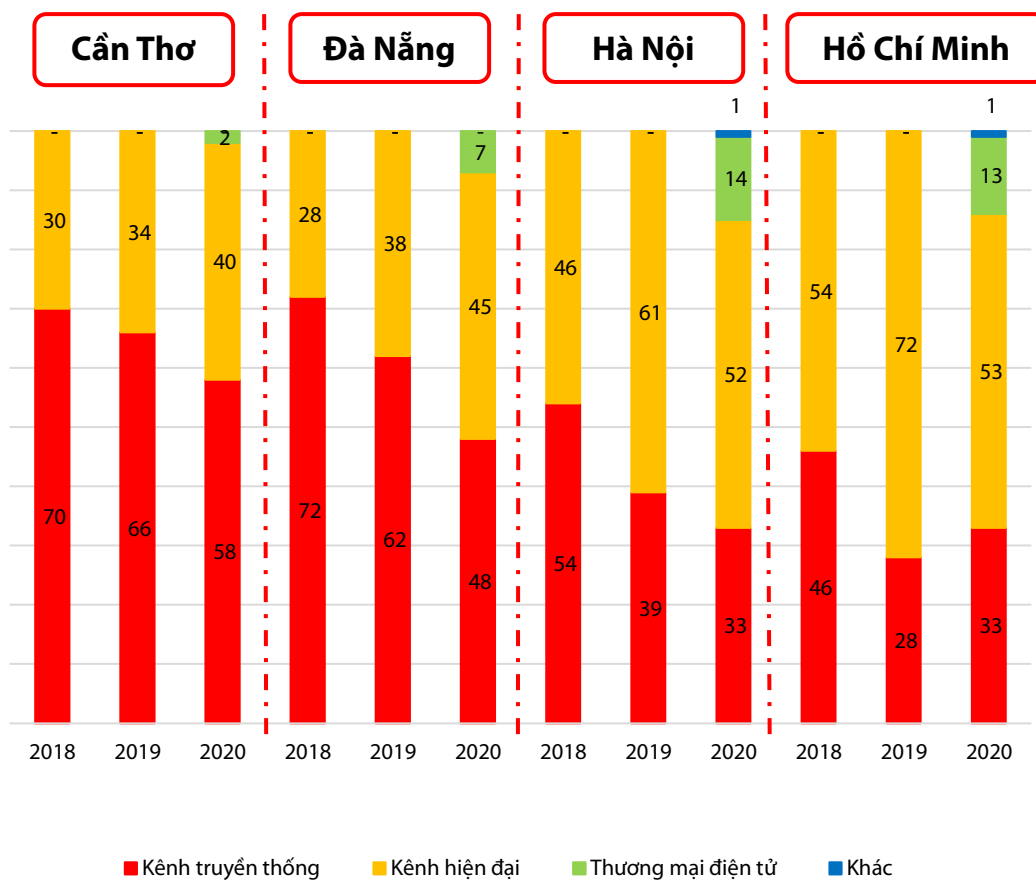
Nguồn: Fitch Solutions, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Cơ cấu chi tiêu hộ gia đình theo sản phẩm/dịch vụ



Nguồn: Fitch Solutions, CTCK Rồng Việt

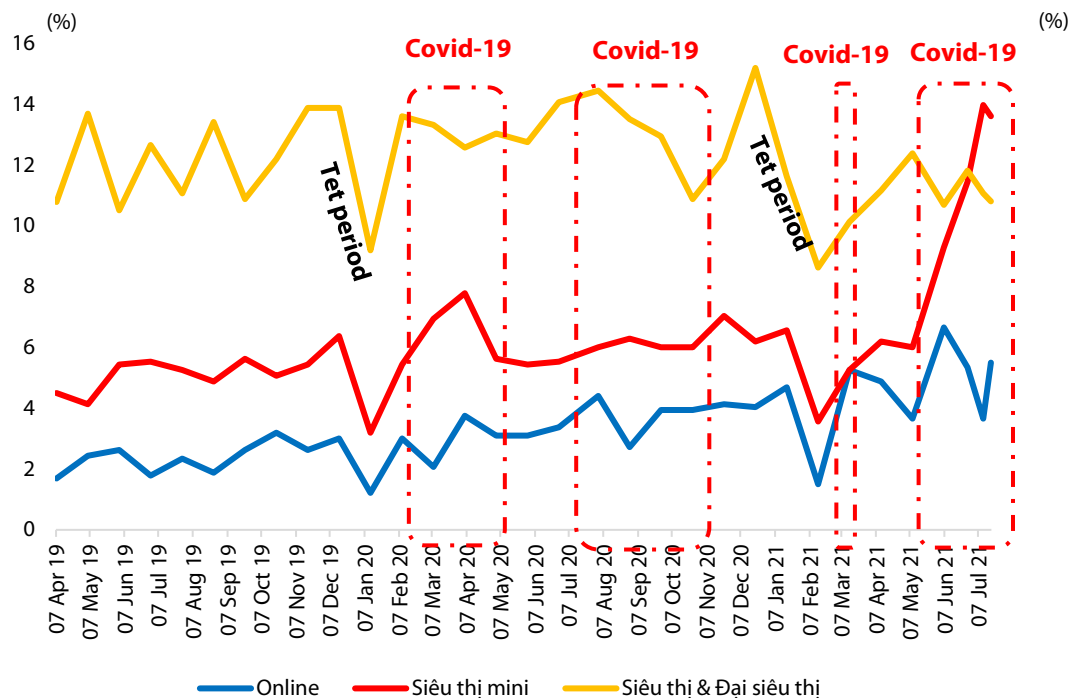
**Hình 10: Mức độ ưu tiên của khách hàng theo kênh mua sắm tại 4 thành phố trọng điểm**



Nguồn: Deloitte, CTCK Rông Việt

- Mô hình thương mại hiện đại đã nâng cao được vị thế ưu tiên ở bốn thành phố trọng điểm kể từ năm 2019. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy sự quan tâm của khách hàng cho kênh thương mại điện tử kể trong năm 2020, mà chúng tôi cho rằng một phần đến từ nhu cầu mua sắm cao hơn trong các thời điểm giãn cách xã hội.
- Khác với Trung Quốc, Malaysia và Singapore, người tiêu dùng Việt Nam không trải qua giai đoạn giãn cách xã hội nghiêm ngặt trong năm 2020, khi người dân chỉ được phép rời khỏi nhà vì những nhu cầu cực kỳ thiết yếu và chính phủ đẩy mạnh sự giám sát chặt chẽ đối với các kênh thương mại truyền thống. Thực tế, người dân ở các thành phố trọng điểm vẫn có thể mua sắm thường xuyên hơn tại các chợ truyền thống. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mô hình thương mại hiện đại và kênh thương mại điện tử sẽ có những bước tiến mạnh mẽ hơn trong 2H21.

**Hình 11: Phân bổ giá trị tiêu dùng hàng tuần theo kênh bán hàng tại 4 thành phố trọng điểm (\*)**



Nguồn: Kanta Worldpanel, CTK Rong Việt, (\*) TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ

- Theo Kanta Worldpanel, tỷ trọng giá trị tiêu dùng qua kênh siêu thị mini đang đạt mức cao nhất lịch sử. Chúng tôi cho rằng xu hướng này một phần đến từ việc người tiêu dùng bị hạn chế kênh mua sắm trong thời gian giãn cách xã hội, và thực phẩm đóng gói có sự hiện diện phổ biến nhất trên kênh thương mại này. Theo khảo sát khách hàng năm 2020 của Deloitte, kênh thương mại hiện đại đóng góp đến 60% tổng chi tiêu thực phẩm đóng gói của người tiêu dùng.
- Mặc dù giá trị chi tiêu qua kênh trực tuyến đã tăng vượt trội trong đợt dịch Covid-19 đầu tiên, tuy nhiên giá trị chi tiêu đang chững lại trong tuần thứ hai và thứ ba của tháng Bảy. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm này đến từ vấn đề quá tải khả năng đáp ứng nhu cầu đột biến của kênh thương mại trực tuyến quá tải, dẫn đến tình trạng thiếu shipper và hủy đơn hàng hàng loạt tại TP.HCM.

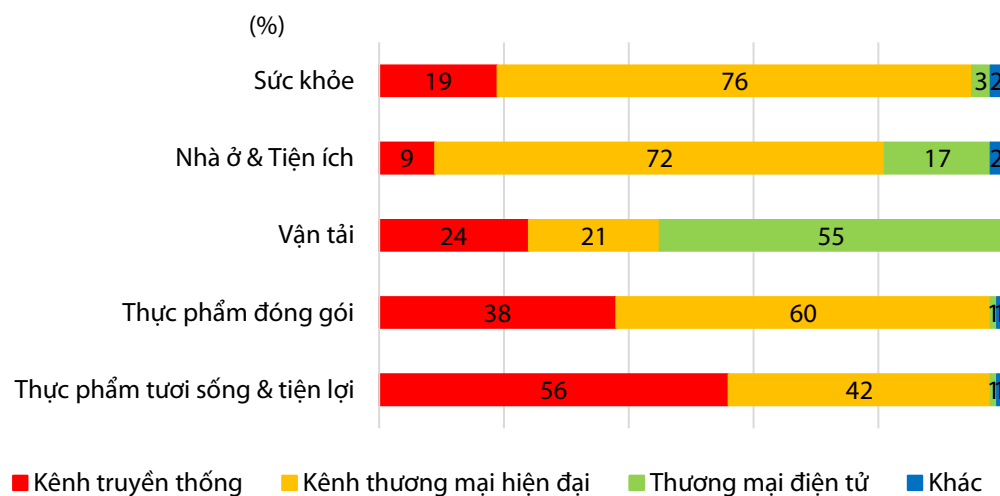


Theo khảo sát khách hàng năm 2020 của Deloitte, mức tiêu thụ thực phẩm chế biến-tươi sống và thực phẩm đóng gói qua kênh thương mại hiện đại lần lượt chiếm 43% và 61% trên tổng nhu cầu khách hàng.

Dựa vào việc đóng cửa hàng loạt các chợ truyền thống và thắt chặt giãn cách xã hội kể từ đầu tháng 7/2021, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn nửa cuối năm 2021 thị trường F&B sẽ chứng kiến sự chuyển dịch tiêu dùng mạnh mẽ đối với các loại thực phẩm thiết yếu từ kênh chợ truyền thống sang kênh thương mại hiện đại.

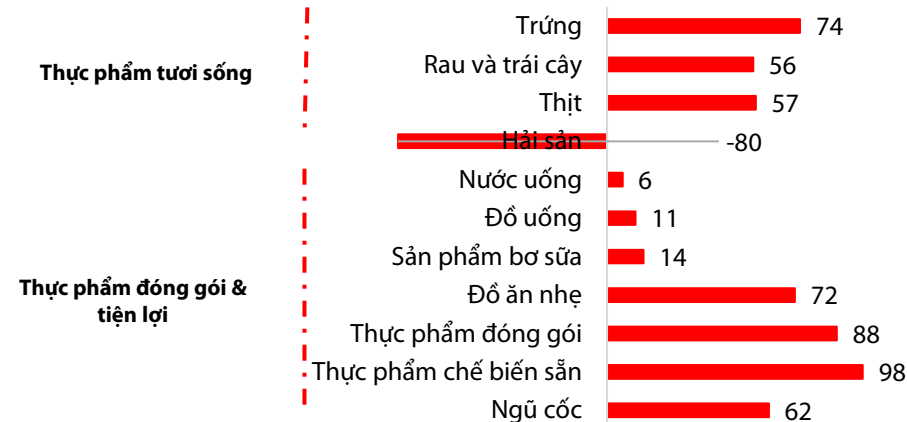
Nhìn lại thị trường F&B Trung Quốc trong giai đoạn giãn cách xã hội năm 2020, chính phủ Trung Quốc đã áp đặt các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt tương tự như ở Việt Nam. Giá trị tiêu dùng hàng ngày thông qua kênh thương mại hiện đại của thực phẩm nấu sẵn, thực phẩm đóng gói, thịt tươi sống, rau củ và trái cây ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội lần lượt là 98%, 88%, 57% và 56% so với giá trị tiêu dùng trước đại dịch Covid-19.

**Hình 12: Chi tiêu cho các dòng sản phẩm theo từng kênh bán hàng**



Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: Giá trị tiêu dùng hàng ngày của Trung Quốc thông qua kênh thương mại hiện đại trong bối cảnh giãn cách xã hội, % thay đổi so với thời điểm trước Covid-19**

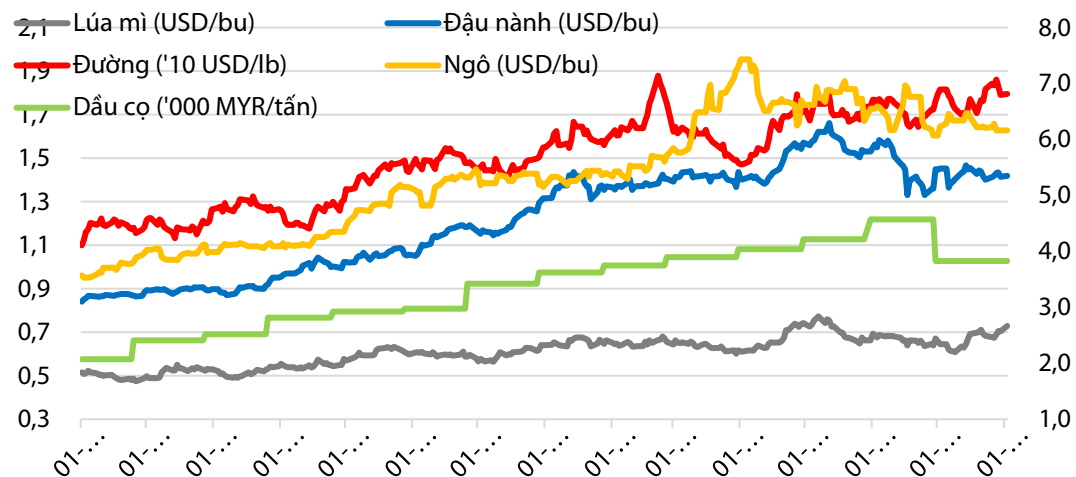


Nguồn: Deloitte, CTCK Rồng Việt

### Giá nông sản đã tăng trưởng mạnh trong hơn một năm qua, đến từ:

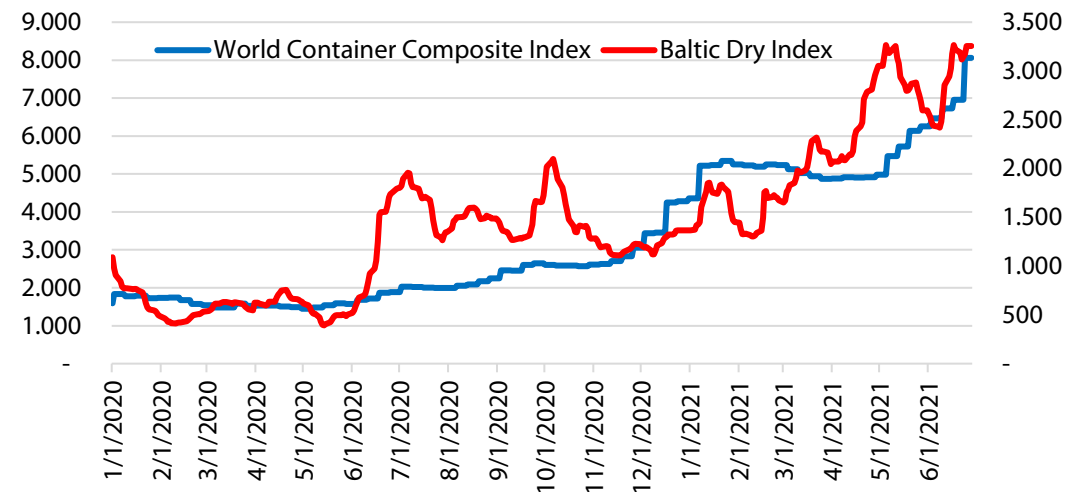
- Sự phục hồi nhu cầu thực phẩm và đồ uống ở các quốc gia lớn đã kiểm soát tốt tốc độ lây lan của Covid-19. Trong đó, sự gia tăng dự trữ hàng hóa của Trung Quốc là một trong những động lực thúc đẩy chính.
- Làn sóng Covid-19 tại các nước sản xuất nông sản hàng đầu (Brazil, Ấn Độ, Argentina, Thái Lan...) đã thắt chặt nguồn cung hàng hóa trên toàn thế giới.
- Sự gián đoạn chuỗi cung ứng trong bối cảnh đại dịch khiến chi phí logistic leo thang dẫn đến áp lực tăng giá mua nguyên liệu của các khách hàng F&B.

Hình 14: Xu hướng tăng giá nông sản



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chi phí logistic toàn cầu đã gia tăng rất mạnh



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



## Các công ty sản xuất nông nghiệp:

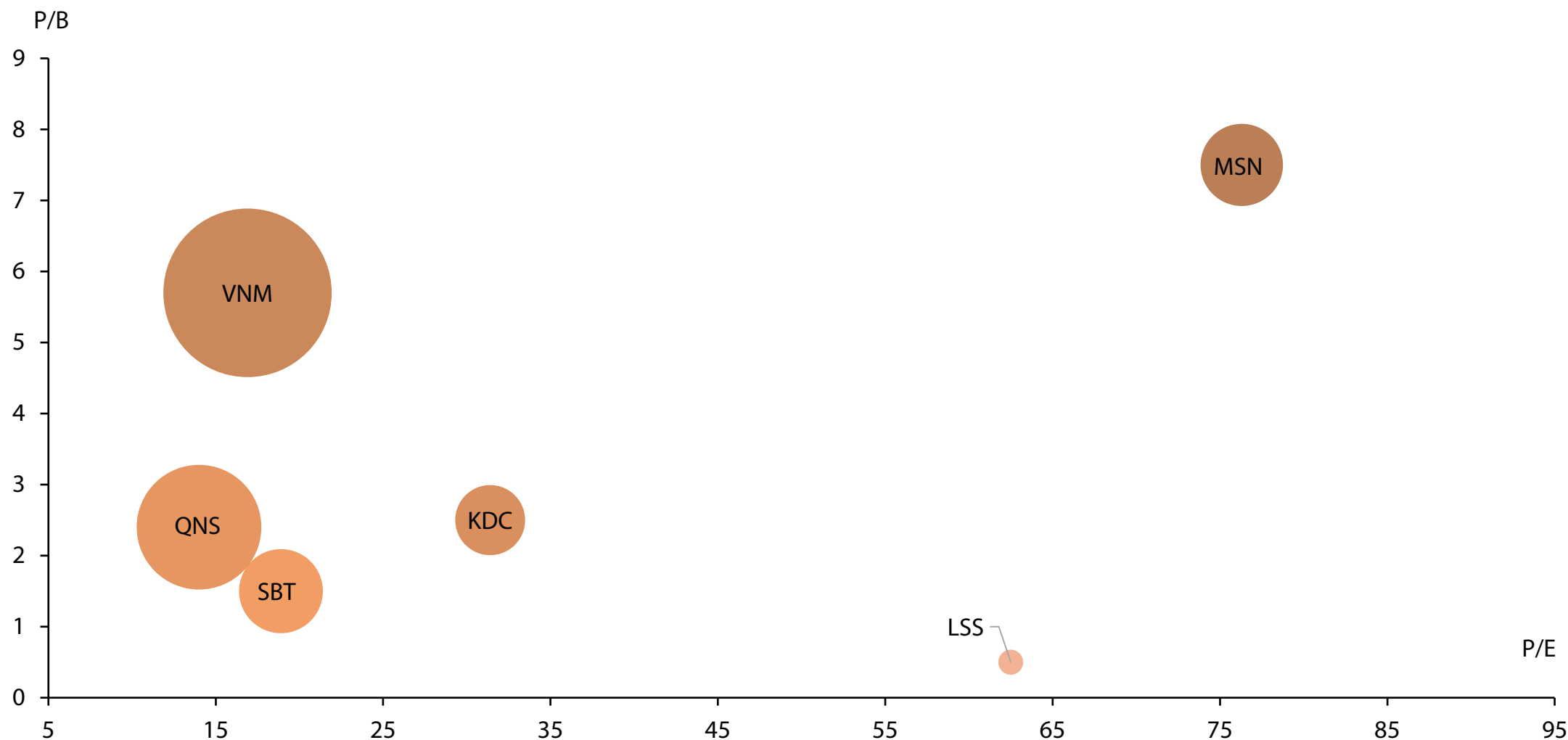
- 1) Hoạt động kinh doanh cốt lõi liên quan chặt chẽ đến các sản phẩm nông nghiệp cơ bản có giá bán tăng mạnh.
- 2) Các doanh nghiệp có sản lượng sản xuất lớn và lợi thế kinh tế theo quy mô để nắm bắt nhanh chóng nhu cầu sản phẩm nông nghiệp đang gia tăng.
- 3) Các công ty có dòng tiền tự do mạnh mẽ và bảng cân đối kế toán lành mạnh sẽ chịu ít rủi ro kinh doanh hơn dưới tác động tiêu cực của Covid-19.

## Các công ty chế biến thực phẩm & đồ uống:

- 1) Các công ty chế biến F&B sẽ phải đối diện với áp lực chi phí nguyên liệu và thu hẹp biên lợi nhuận trong năm 2021, khi khả năng đàm phán giá bán đã suy yếu đáng kể đến từ nhu cầu F&B suy giảm trong bối cảnh Covid-19 bùng phát trở lại.

| Mã         | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VND) | Tăng<br>trưởng<br>Doanh thu<br>(% YoY) | Tăng<br>trưởng<br>EBITDA (%<br>YoY) | Biên<br>EBITDA<br>(%) | Biên LN<br>hoạt động<br>(%) | Tăng<br>trưởng<br>LNST<br>(% YoY) | Biên LN<br>ròng<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi suất cổ<br>tức<br>(%) | P/E hiện tại<br>(lần) | P/B hiện tại<br>(lần) |
|------------|----------------------|--------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------|------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>MSN</b> | 160.789              | 164.000                  | 50,0                                   | 48,0                                | 10,4                  | 4,5                         | -26,4                             | 3,6                    | 1,8        | 7,6        | 0,7                       | 76,3                  | 7,5                   |
| <b>VNM</b> | 180.781              | 94.000                   | 1,2                                    | -2,9                                | 23,6                  | 20,0                        | 1,1                               | 18,4                   | 21,0       | 31,9       | 5,0                       | 16,9                  | 5,7                   |
| <b>KDC</b> | 14.228               | N/A                      | 24,9                                   | 86,9                                | 8,3                   | 5,6                         | 150,0                             | 5,7                    | 3,4        | 5,5        | -                         | 31,4                  | 2,4                   |
| <b>QNS</b> | 15.802               | 50.000                   | 0,8                                    | -6,7                                | 24,3                  | 17,6                        | -5,2                              | 16,4                   | 12,5       | 17,5       | 7,0                       | 14,0                  | 2,4                   |
| <b>SBT</b> | 12.073               | N/A                      | 15,1                                   | 42,5                                | 10,5                  | 7,7                         | 73,9                              | 4,3                    | 3,2        | 7,9        | 2,3                       | 18,9                  | 1,5                   |
| <b>LSS</b> | 694                  | N/A                      | -13,6                                  | N/A                                 | 0,0                   | 0,0                         | -41,1                             | 0,0                    | 0,0        | 0,0        | 7,0                       | 62,4                  | 0,5                   |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ vòng tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 21%>

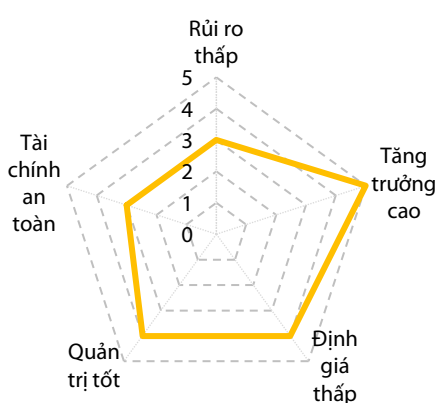
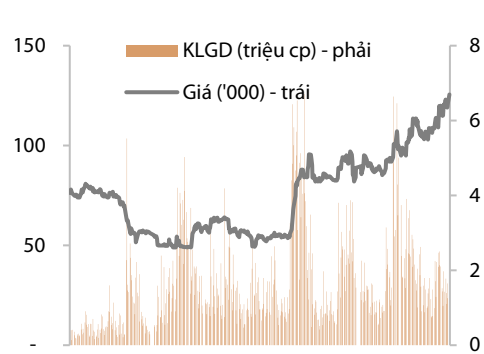
<GTT: 136.200>

<GMT: 164.000>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |                     |
|-----------------------------|---------------------|
| Ngành                       | Thực phẩm & Đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 160.789             |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 1.181               |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 1.916               |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 212                 |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 67                  |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 141,0-51,0          |

|                        |        |        |         |
|------------------------|--------|--------|---------|
| Doanh thu              | 77.218 | 96.506 | 109.575 |
| LNST                   | 1.395  | 4.446  | 6.184   |
| ROA (%)                | 1,2    | 3,5    | 4,8     |
| ROE (%)                | 4,2    | 18,4   | 22,2    |
| EPS (đồng)             | 1.054  | 2.649  | 3.685   |
| GTSS (đồng)            | 13.568 | 15.225 | 17.921  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000  | 1.000  | -       |
| P/E (x) (*)            | 133,8  | 53,2   | 38,3    |
| P/B (x) (*)            | 10,3   | 9,2    | 7,8     |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### KQKD hợp nhất phục hồi mạnh mẽ nhờ trụ cột hệ sinh thái tiêu dùng.

- Dựa trên triển vọng lạc quan từ mảng tiêu dùng, chúng tôi kỳ vọng Tập đoàn Masan (MSN) sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng ở mức cao, được dẫn dắt bởi Masan Consumer (MCH), Masan MEATLife (MML) và sự cải thiện khả năng sinh lời của VinCommerce (VCM). Chúng tôi ước tính LNST công ty mẹ năm 2020 của MSN đạt 3.112 tỷ đồng (135 triệu USD, +152% n/n), đến từ MCH (+16% n/n) và MML (+74% n/n), trong khi VCM và MSR sẽ ghi nhận mức lỗ ròng sau thuế thấp hơn. Chúng tôi ước tính chuỗi bán lẻ VCM sẽ ghi nhận biên EBITDA là +2,1% (+612 bps YoY) và biên EBIT là -1,9% (+931 bps n/n) trong năm FY2021.
- Theo Kanta WorldPanel, chi tiêu người tiêu dùng cho FMCG và thực phẩm đóng gói tại bốn thành phố trọng điểm của Việt Nam đã tăng đáng kể so với mức đỉnh của năm ngoái. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tiêu dùng này sẽ hỗ trợ hệ sinh thái tiêu dùng của MSN trở nên nổi bật trong nửa cuối năm 2021, tập trung vào nhu cầu thực phẩm thiết yếu thông qua kênh thương mại hiện đại.

### Các thương vụ đầu tư chiến lược sẽ có tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh và định giá cổ phiếu của Tập đoàn Masan.

- Các thương vụ đầu tư phát triển của MSN nhằm mở rộng quy mô chuỗi tích hợp giá trị tiêu dùng, bao gồm huy động vốn cho các công ty con và ký kết các hợp đồng kinh doanh chiến lược với các công ty tiêu dùng đầu ngành khác. Với việc kết quả tái cấu trúc VCM đang đúng hướng với kỳ vọng của chúng tôi và định hướng của Tập đoàn, chúng tôi tin rằng các thương vụ tăng vốn sắp tới, dự kiến tập trung vào The CrownX và Masan MEATLife, sẽ tiếp tục hỗ trợ cho định giá cổ phiếu MSN.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Ảnh hưởng của Covid-19 lên hoạt động bán hàng của mạng lưới bán lẻ thực phẩm trong 2H21.
- Sự biến động giá kim loại có khả năng cản trở nỗ lực phục hồi lợi nhuận của MSR.
- Các đợt bùng phát dịch tả lợn Châu Phi ảnh hưởng lên quy mô kinh doanh của MML.



**Bảng 1: MSN - KQKD 1H2021**

| (tỷ đồng)                                | 1H-FY21       | Tăng trưởng (% YoY) |
|------------------------------------------|---------------|---------------------|
| <b>Doanh thu</b>                         | <b>41.196</b> | <b>16</b>           |
| Masan Consumer (MCH)                     | 11.476        | 12                  |
| VinCommerce (VCM)                        | 14.468        | -9                  |
| Masan MEATLife (MML)                     | 10.232        | 42                  |
| Masan High Tech Materials (MSR)          | 6.107         | 138                 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                     | <b>9.161</b>  | <b>17</b>           |
| Masan Consumer (MCH)                     | 4.549         | 11                  |
| VinCommerce (VCM)                        | 2.661         | 9                   |
| Masan MEATLife (MML)                     | 1.309         | 9                   |
| Masan High Tech Materials (MSR)          | 743           | 764                 |
| <b>EBITDA</b>                            | <b>6.891</b>  | <b>84</b>           |
| Masan Consumer (MCH)                     | 2.557         | 10                  |
| VinCommerce (VCM)                        | 298           | - (*)               |
| Masan MEATLife (MML)                     | 920           | 20                  |
| Masan High Tech Materials (MSR)          | 1.194         | 87                  |
| Lãi/(lỗ) từ khoản đầu tư vào Techcombank | 1.953         | 72                  |
| <b>LNST</b>                              | <b>1.396</b>  | <b>- (*)</b>        |
| LNST công ty mẹ                          | 979           | 737                 |

- **MSN:** Doanh thu 1H2021 là 41.196 tỷ đồng (1,8 tỷ USD, +16% n/n). LNST công ty mẹ 6T2021 đạt 979 tỷ đồng (42 triệu USD, +737% n/n). Doanh thu và lợi nhuận 1H21 tăng trưởng nhờ sự cải thiện đồng thời của các công ty ngành tiêu dùng.
- **MCH:** Doanh thu và LNST 1H21 lần lượt đạt 11.476 tỷ đồng (497 triệu USD, +12% n/n) và 2.012 tỷ đồng (87 triệu USD, +8% n/n), được củng cố bởi thực phẩm tiện lợi, đồ uống và thịt chế biến.
- **MML:** Thịt lợn MEATDeli đạt doanh thu thuần 1.438 tỷ đồng (62 triệu USD, +36% n/n). Doanh thu mảng thức ăn chăn nuôi đạt 8.164 tỷ đồng (353 triệu USD, +33% n/n). Biên EBITDA của MML đạt khoảng 9% (-170 bps n/n).
- **VCM:** EBITDA 1H21 cải thiện khả quan với biên lợi nhuận 2,1% (+848 bps n/n), được thúc đẩy từ sự cải thiện của biên lợi nhuận thương mại, tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng và các sáng kiến mới về vận tải.
- **MSR:** Tổng doanh thu đạt mức tăng trưởng khoảng 138%, thúc đẩy bởi nhu cầu hồi phục mạnh hậu COVID-19, giá bán kim loại tăng cao, và doanh thu hợp nhất từ H.C.Starck (HCS). Do gánh nặng lãi vay, LNST công ty mẹ trong 1H21 của MSR vẫn ghi nhận mức lỗ -291 tỷ đồng (-13 triệu USD).

Nguồn: MSN, Chứng khoán Rồng Việt, (\*) ghi nhận lỗ trong 1H20

**Bảng 2: MSN – Dự phóng KQKD 2H21**

| (tỷ đồng)            | 2H-FY21 | +/- HoH | +/- YoY |
|----------------------|---------|---------|---------|
| <b>Doanh thu</b>     | 55.310  | 34      | 32      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 14.246  | 56      | 42      |
| <b>EBIT</b>          | 4.604   | 136     | 154     |
| <b>LNST</b>          | 2.124   | 115     | 90      |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: MSN – Dự phóng KQKD năm 2021**

| (tỷ đồng)               | FY2019        | FY2020        | FY2021F       | FY2022F        |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>Doanh thu</b>        | <b>37.354</b> | <b>77.218</b> | <b>96.506</b> | <b>109.575</b> |
| Tăng trưởng (%)         | -2,2          | 106,7         | 25,0          | 13,5           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>    | <b>10.941</b> | <b>17.889</b> | <b>23.407</b> | <b>27.246</b>  |
| Biên lợi nhuận gộp (%)  | 29,3          | 23,2          | 24,3          | 24,9           |
| <b>Chi phí SG&amp;A</b> | <b>6.098</b>  | <b>16.207</b> | <b>17.626</b> | <b>20.192</b>  |
| Tỷ suất SG&A(%)         | 16,3          | 21,0          | 18,3          | 18,4           |
| <b>EBIT</b>             | <b>4.843</b>  | <b>1.682</b>  | <b>5.781</b>  | <b>7.054</b>   |
| Biên EBIT(%)            | 13,0          | 2,2           | 6,0           | 6,4            |
| <b>LNST công ty mẹ</b>  | <b>5.557</b>  | <b>1.234</b>  | <b>2.884</b>  | <b>4.164</b>   |
| Biên lợi nhuận ròng (%) | 14,9          | 1,6           | 3,0           | 3,8            |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**MSN – Dự phóng KQKD 2H21**

- 1) Tổng doanh thu 2H21 tăng trưởng 32% n/n, chủ yếu được cải thiện nhờ sự tăng trưởng doanh thu của MCH (+24% n/n) và MML (+40% n/n), đạt mức tăng trưởng khả quan hơn so với 1H21, nhờ sự thúc đẩy nhu cầu sản phẩm FMCG và thịt tươi sống.
- 2) Tổng LNST 2H21 tăng trưởng khoảng 90% n/n đến từ động lực tăng trưởng của MCH (+19% n/n) và MML (+40% n/n), trong khi lỗ ròng của VCM cải thiện với tỷ suất EBITDA là 2,1% trong 2H21.

**MSN – Dự phóng KQKD năm 2021**

Năm 2021, MSN ước đạt 96.506 tỷ đồng doanh thu (4,2 tỷ USD, +25% n/n) và LNST công ty mẹ đạt 3.112 tỷ đồng (135 triệu USD, +152% n/n) :

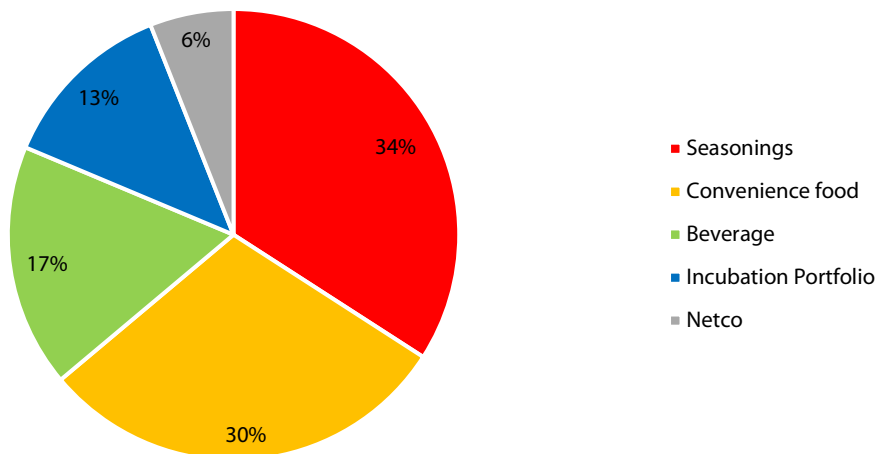
- **Doanh thu và LNST của MCH lần lượt tăng 19% n/n và 16% n/n.** Danh mục FCMGs sẽ là điểm nhấn với sự tăng trưởng của nhiều dòng sản phẩm (thực phẩm tiện lợi, thịt chế biến).
- **Doanh thu và LNST của MML lần lượt tăng 41% n/n và 74% n/n.** Trụ cột tăng trưởng sẽ là thịt tươi với mức tăng trưởng doanh thu và EBIT lần lượt là 99% n/n và 35 lần n/n.
- **Doanh thu của VCM tăng 11% n/n và biên EBITDA đạt 2,1% (+612 bps n/n).** Tỷ suất lợi nhuận EBITDA mở rộng được dẫn dắt bởi sự cải thiện tổng tỷ suất lợi nhuận thương mại, tăng trưởng SSSG nhằm cải thiện doanh thu mỗi cửa hàng và tái cấu trúc logistics.

**Bảng 4: MCH – Dự phóng KQKD năm 2021**

| (tỷ đồng)                 | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Doanh thu</b>          | 18.845 | 23.892 | 28.361  | 31.053  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | 7.890  | 9.919  | 11.992  | 13.120  |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | 41,9   | 41,5   | 42,3    | 42,3    |
| <b>EBIT</b>               | 3.985  | 4.838  | 5.746   | 6.277   |
| <b>Biên EBIT</b>          | 21,1   | 20,2   | 20,3    | 20,2    |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Tỷ trọng doanh thu theo dòng sản phẩm**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### MCH – Dự phóng KQKD năm 2021

- MCH được kỳ vọng sẽ tiếp tục là trụ cột vững chắc nhất của hệ sinh thái MSN nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng FMCG và các thương hiệu sản phẩm riêng với thị phần cao.
- Mảng thực phẩm tiện lợi, thịt chế biến và HPC sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 25% n/n, 100% n/n và 26% n/n, theo chúng tôi kỳ vọng.
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu tích cực sẽ là yếu tố chủ chốt thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận gộp lên mức 21% n/n (11.992 tỷ đồng hoặc 519 triệu USD, theo ước tính của chúng tôi). Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp là 42,3%, +77 bps n/n.
- Theo ước tính, EBIT đạt 5.746 tỷ đồng (249 triệu USD, +19% n/n), chủ yếu đến từ sự tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ và tỷ lệ chi phí hoạt động duy trì ổn định.
- Bên cạnh đóng góp từ tăng trưởng kinh doanh tích cực, MCH là công ty con mang về dòng tiền thuần tốt nhất cho MSN với dòng tiền FCFE trung bình đạt 4.818 tỷ đồng (209 triệu USD) mỗi năm và cổ tức tiền mặt ổn định 4.500 đồng, tương ứng dòng tiền cổ tức 2.319 tỷ đồng (100 triệu USD) mỗi năm cho công ty mẹ của MSN.

**Bảng 5: MML – Dự phóng KQKD năm 2021**

| (tỷ đồng)                 | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Doanh thu</b>          | 13.799 | 16.108 | 22.693  | 24.899  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | 2.266  | 2.725  | 2.971   | 3.877   |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | 16,4   | 16,9   | 13,1    | 15,6    |
| <b>EBIT</b>               | 788    | 1.186  | 1.473   | 2.284   |
| <b>Biên EBIT</b>          | 5,7    | 7,4    | 6,5     | 9,2     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 6: Dự báo KQKD năm 2021 theo sản phẩm**

| (tỷ đồng)         | FY2019        | FY2020        | FY2021F       | FY2022F       |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu</b>  | <b>13.799</b> | <b>16.108</b> | <b>22.693</b> | <b>24.899</b> |
| Thức ăn chăn nuôi | 13.472        | 13.741        | 17.951        | 18.940        |
| Thịt tươi         | 327           | 2.378         | 4.743         | 5.958         |
| <b>EBIT</b>       | <b>788</b>    | <b>1.186</b>  | <b>1.473</b>  | <b>2.284</b>  |
| Thức ăn chăn nuôi | 1.069         | 1.184         | 1.403         | 1.801         |
| Thịt tươi         | -281          | 2             | 70            | 483           |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**MML – Dự phóng KQKD năm 2021**

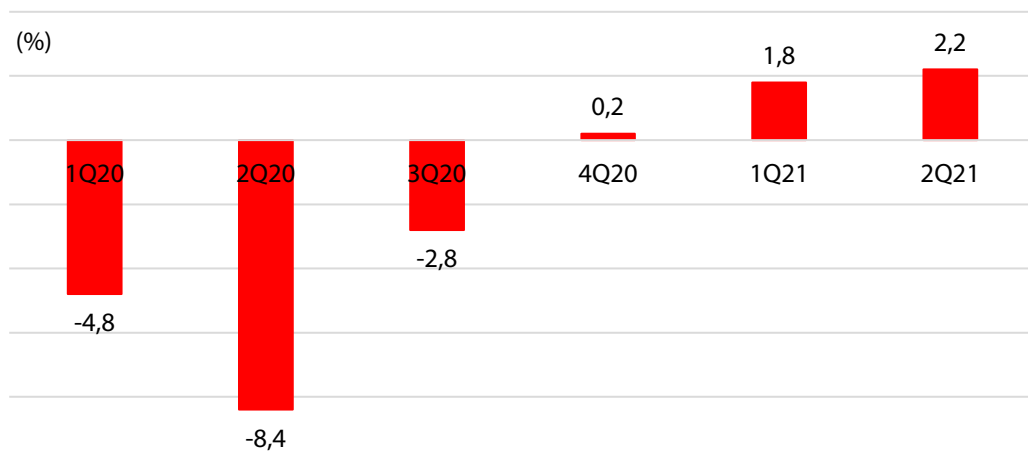
- MML dự kiến sẽ đạt doanh thu thuần và EBIT lần lượt là 22.693 tỷ đồng (982 triệu USD, +41% n/n) và 1.473 tỷ đồng (64 triệu USD, +24% n/n).
- Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng thịt tươi đạt 4.743 tỷ đồng (205 triệu USD, +99% n/n) và riêng thịt MEAT Deli chiếm 410 tỷ đồng (18 triệu USD) trong EBIT.
  - Do khoản chi tiêu của người tiêu dùng đang dần tập trung vào thực phẩm đóng gói thông qua kênh thương mại điện tử hiện đại, đây là cơ hội tiềm năng để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của thịt MEATDeli đóng gói.
  - Hơn nữa, chúng tôi có cái nhìn lạc quan về triển vọng của thịt MEATDeli trong dài hạn khi sản phẩm này vẫn đang trong giai đoạn đầu của quá trình thâm nhập thị trường và chiếm lĩnh thị phần.
  - Thịt gà 3F Việt có thể đóng góp 1.500 tỷ đồng (65 triệu USD) vào doanh thu của MML trong năm 2021.
- Mảng thức ăn chăn nuôi sẽ đạt mức doanh thu khoảng 17.951 tỷ đồng (777 triệu USD, +31% n/n) và đạt EBIT 1.403 tỷ đồng (61 triệu USD, +19% n/n), nhờ vào:
  - Doanh thu từ thức ăn chăn nuôi heo tăng trưởng 50% n/n, nhờ vào sự phục hồi của nguồn cung lợn sống trên toàn thế giới trong năm 2021. Thức ăn thủy sản và thức ăn gia cầm lần lượt đạt mức tăng trưởng là 30% n/n và 10% n/n do tiêu thụ gia cầm ổn định và triển vọng rõ ràng hơn từ ngành xuất khẩu cá tra.
  - Do giá thành nông sản leo thang, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của thức ăn chăn nuôi co hẹp về mức 12,8% (-407 bps n/n).

Bảng 7: VCM – Dự phóng KQKD năm 2021

| (tỷ đồng)                 | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Doanh thu</b>          | 25.824 | 29.791 | 32.920  | 41.156  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | 3.629  | 5.084  | 6.606   | 8.670   |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | 14,1   | 17,1   | 20,1    | 21,1    |
| <b>EBIT</b>               | -2.158 | -1.197 | 691     | 1.118   |
| <b>Biên EBIT</b>          | -8,4   | -4,0   | 2,1     | 2,7     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên EBITDA hàng quý



Nguồn: CTCK Rồng Việt

VCM – Dự phóng KQKD năm 2021

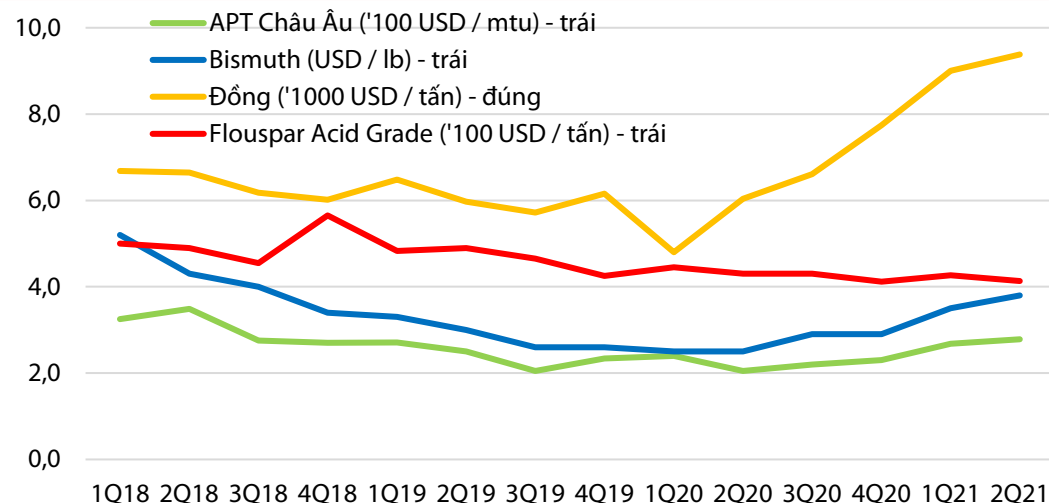
- Tổng doanh thu đạt mức tăng trưởng 11% n/n, nhờ sự đóng góp trong doanh thu từ Vinmart+ (22.572 tỷ đồng, hoặc 977 tỷ USD, +14% n/n). Do ảnh hưởng kéo dài từ đợt bùng phát COVID-19 lên hoạt động của các trung tâm thương mại, chúng tôi ước tính doanh thu của Vinmart sẽ phục hồi chậm ở mức 4% n/n. Trong đó, chúng tôi lo ngại rằng doanh thu của Vinmart trong trung tâm thương mại Vincom sẽ suy giảm 30% n/n trong năm 2021.
- Lợi nhuận gộp đạt 6.606 tỷ đồng (286 triệu USD, +30% n/n). Biên lợi nhuận gộp sẽ đạt 20,1% (+300 bps n/n). Chúng tôi cho rằng việc cải thiện biên lợi nhuận gộp là nhờ vào nỗ lực của VCM nhằm:
  - Nâng cao biên lợi nhuận thương mại (TCM) thông qua việc tìm kiếm nguồn cung ứng trực tiếp và thương thảo lại mức chiết khấu với các nhà cung cấp.
  - Tăng cường sự hiện diện các loại thực phẩm tươi sống nhãn hiệu riêng trong mạng lưới cửa hàng của VCM. Các sản phẩm từ VinEco chiếm 14% doanh thu trái cây và rau củ của VCM, và các sản phẩm MEAT Deli và 3F Việt chiếm 50% doanh thu mảng thịt của VCM.
  - TCM của VCM cải thiện 2,4% trong 1H21 và dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện 0,3-0,5% trong 2H21.
- EBITDA mang tín hiệu khả quan cho cả năm 2021 với biên lợi nhuận đạt 2,1% (+612 bps n/n), được thúc đẩy bởi sự cải thiện lợi nhuận thương mại, tối ưu hóa chi phí vận hành cửa hàng và các sáng kiến logistics nhằm cải thiện lưu lượng hàng hóa.

**Bảng 8: MSD – Dự phóng KQKD năm 2021**

| (tỷ đồng)                 | FY2019 | FY2020 | FY2021F | FY2022F |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|
| <b>Doanh thu</b>          | 4.706  | 7.427  | 12.532  | 12.467  |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | 735    | 178    | 1.838   | 1.579   |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | 15,6   | 2,4    | 14,7    | 12,7    |
| <b>EBIT</b>               | 488    | -330   | 1,003   | 714     |
| <b>Biên EBIT</b>          | 10,4   | -4,4   | 8,0     | 5,7     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Giá kim loại hàng quý**



Nguồn: Metal Bulletin, CTCK Rồng Việt

**MSR – Dự phóng KQKD năm 2021**

- Mức tăng trưởng tổng doanh thu sẽ khoảng 69%, được thúc đẩy bởi nhu cầu hồi phục cao hậu COVID-19, giá bán kim loại tăng cao hơn và doanh thu hợp nhất từ H.C.Starck (HCS) trị giá 7.865 tỷ đồng (340 triệu USD).
  - Doanh thu từ vonfram đạt 10.618 tỷ đồng (460 triệu USD, tăng gấp hai lần n/n).
  - Doanh thu từ florit đạt 1.491 tỷ đồng (65 triệu USD).
  - Doanh thu từ bitmut đạt 423 tỷ đồng (18 triệu USD).
- Lợi nhuận gộp đạt khoảng 1.833 tỷ đồng (80 triệu USD, tăng gấp 10 lần n/n). Bên cạnh sự đóng góp bền vững từ mức lợi nhuận gộp của sản phẩm florit (969 tỷ đồng, hay 42 triệu USD, theo ước tính của chúng tôi), lợi nhuận gộp từ các sản phẩm liên quan đến vonfram đạt khoảng 786 tỷ đồng (34 triệu USD) với biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 7% nhờ giá vonfram cao hơn trong năm 2021.
- Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng rằng MSR sẽ không được cấp giấy phép xuất khẩu đồng trong 2H21, gây ra khoản lỗ gộp 44 tỷ đồng (2 triệu USD) cho mảng đồng trong năm 2021.
- Bất chấp sự phục hồi mạnh từ EBIT, LNST công ty mẹ của MSR ước đạt -273 tỷ đồng (-12 triệu USD) trong 1H21 do gánh nặng từ lãi vay ước đạt 2.307 tỷ đồng (100 triệu USD) trong năm 2021.



| Định giá thành phần                                          | FY2021F        | Ghi chú                                     |
|--------------------------------------------------------------|----------------|---------------------------------------------|
| <b>1) Masan Consumer (MCH)</b>                               |                | Phương pháp DCF                             |
| Giá trị vốn cổ phần                                          | 126.628        |                                             |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan                                    | 72,7           |                                             |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (A)          | 92.059         | Hệ số PE hợp lý đạt 24 lần                  |
| <b>2) Masan MEATLife (MML)</b>                               |                | Phương pháp định giá EV/EBITDA              |
| Giá trị vốn cổ phần                                          | 26.222         |                                             |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan                                    | 87,9           |                                             |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (B)          | 23.049         | Hệ số EV/EBITDA nhóm cổ phiếu so sánh là 13 |
| <b>3) Masan High-Tech Materials (MSR)</b>                    |                | Phương pháp định giá GTSS                   |
| Giá trị vốn cổ phần                                          | 13.739         |                                             |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan                                    | 86,4           |                                             |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (C)          | 11.870         |                                             |
| <b>4) VinCommerce (VCM)</b>                                  |                | Phương pháp hệ số P/S                       |
| Giá trị vốn cổ phần                                          | 32.920         |                                             |
| Sở hữu của Tập đoàn Masan                                    | 71,3           |                                             |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (D)          | 23.472         | Hệ số P/S mục tiêu = 1.0                    |
| <b>5) Giá trị khoản đầu tư dài hạn</b>                       |                |                                             |
| Techcombank (TCB)                                            | 53.502         |                                             |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác                                | 945            | Giá trị thị trường                          |
| Đóng góp giá trị vốn cổ phần vào Tập đoàn Masan (E)          | 54.448         |                                             |
| <b>6) Tài sản ròng khác (F)</b>                              | (12.349)       |                                             |
| <b>Giá trị vốn cổ phần (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F)</b> | <b>192.549</b> |                                             |
| Số lượng cổ phần đang lưu hành (triệu cổ phiếu)              | 1.175          |                                             |
| <b>Giá mục tiêu</b>                                          | <b>164.000</b> | FY2021                                      |
| Lợi nhuận giá kỳ vọng                                        | 20.4           |                                             |
| Tỷ suất cổ tức kỳ vọng                                       | 0,7            |                                             |
| <b>Tổng lợi nhuận kỳ vọng</b>                                | <b>21.1</b>    | FY2021                                      |

Nguồn: CTCK Rộng Việt; tỷ đồng

- Sau một năm ghi nhận lợi nhuận sụt giảm lớn (LNST công ty mẹ năm 2020 giảm 78% n/n), chủ yếu do hợp nhất lỗ ròng của VCM, MSN đã cho thấy những nỗ lực lớn để thúc đẩy lợi nhuận của mình theo hướng tốt hơn. Dựa trên nỗ lực tái cơ cấu chi phí và danh mục sản phẩm tiêu dùng từ MCH và MML, VCM đang đi đúng với kế hoạch đã đề ra nhằm đạt biên EBITDA tăng trưởng dương trong năm 2021. Bên cạnh đó, MCH và MML đang hướng đến một năm thành công rực rỡ với tăng trưởng thu nhập cao hơn trong 2H so với 1H, nhờ vào nhu cầu sản phẩm FMCG và thực phẩm đóng gói thông qua kênh thương mại hiện đại.
- Dựa trên định giá SoTP, chúng tôi nâng định giá MSN lên 164.000 đồng/cổ phiếu, dẫn dắt bởi ước tính kết quả kinh doanh cao hơn của chúng tôi cho MSN hợp nhất, MCH và MML, trong khi tiền mặt ròng của công ty đang cải thiện nhờ nguồn tăng vốn mới và hệ sinh thái tiêu dùng. Vì vậy, bắt chấp giá cổ phiếu đã tăng 33% trong hai tháng gần đây, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu MSN với tổng mức sinh lời kỳ vọng 21%, bao gồm 1% cổ tức tiền mặt.

**<TÍCH LŨY: 13%>**

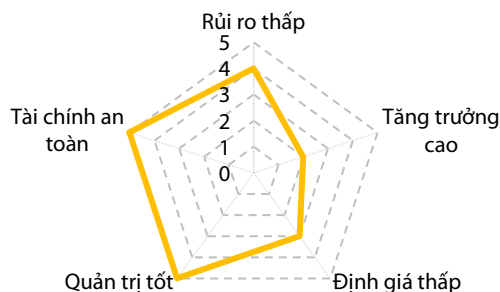
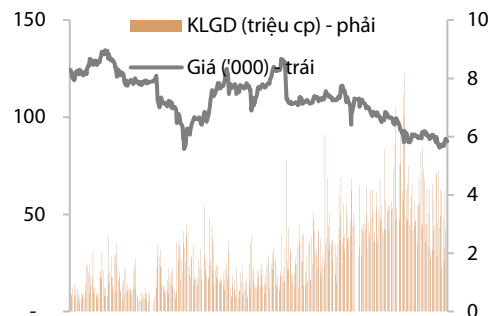
**<GTT: 86.500>**

**<GMT: 94.000>**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2020A 2021F 2022F**



|                             |                     |
|-----------------------------|---------------------|
| Ngành                       | Thực phẩm & Đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 180.781             |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 2.090               |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 3.831               |
| GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)   | 343                 |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 45                  |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 114,9-84,3          |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 59.636 | 58.653 | 61.807 |
| LNST                   | 11.099 | 10.668 | 10.955 |
| ROA (%)                | 23,0   | 21,0   | 20,8   |
| ROE (%)                | 35,5   | 32,8   | 32,2   |
| EPS (đồng)             | 4.770  | 4.594  | 4.717  |
| GTSS (đồng)            | 16.099 | 15.569 | 16.286 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 4.000  | 4.000  | 4.000  |
| P/E (x) (*)            | 20,4   | 19,8   | 19,8   |
| P/B (x) (*)            | 6,0    | 5,5    | 5,2    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Làn sóng Covid-19 mới cản trở triển vọng tăng trưởng**

- Trong 2021, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của Vinamilk đạt 58.653 tỷ đồng (2,5 tỷ USD, -1,6% n/n) và LNST đạt 10.668 tỷ đồng (462 triệu USD, -3,9% n/n). Thị trường xuất khẩu sẽ dẫn dắt tăng trưởng tổng doanh thu nhờ nhu cầu ổn định ở Iraq và nhu cầu sữa cải thiện khi các trường học ở Mỹ dần mở cửa trở lại.
- Các biện pháp giãn cách xã hội chặt chẽ hơn theo Chỉ thị 16 sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến chi tiêu của người tiêu dùng Việt Nam và doanh thu nội địa của Vinamilk trong nửa cuối năm 2021. Mặc dù doanh thu nội địa thông qua kênh siêu thị, cửa hàng tiện lợi và kênh bán hàng trực tuyến sẽ tăng trưởng mạnh trong bối cảnh giãn cách toàn xã hội, nhưng tổng doanh thu nội địa ước tính tiếp tục suy giảm nhẹ đến từ ảnh hưởng của kênh truyền thống - kênh bán hàng lớn nhất chiếm 70% doanh thu nội địa giai đoạn trước làn sóng Covid-19 thứ tư.

**Vị thế dẫn đầu ngành vững chắc trong dài hạn**

- Về dài hạn, chúng tôi cho rằng các yếu tố cạnh tranh của công ty sẽ được duy trì vững chắc, tập trung vào (1) vị thế dẫn đầu bền vững trên thị trường sữa Việt Nam kết hợp với chiến lược đa dạng hóa danh mục sản phẩm sữa, (2) cổ tức tiền mặt ổn định trong dài hạn và (3) tiềm năng tăng trưởng của thị trường xuất khẩu.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

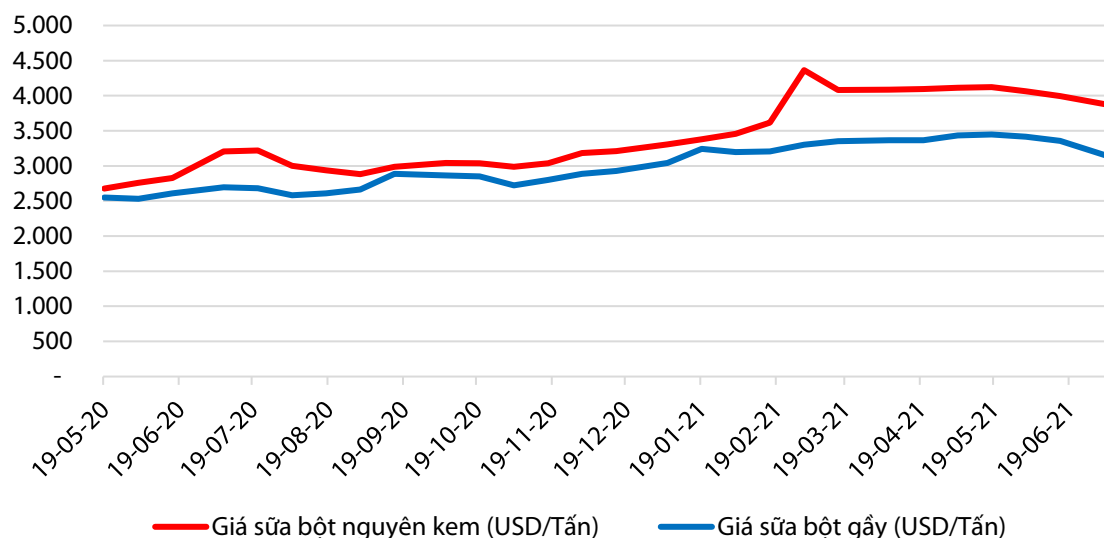
- Các đợt bùng phát Covid-19 dai dẳng ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng sữa.
- Biến động giá sữa bột nguyên liệu (sữa bột nguyên kem và sữa bột tách béo).

**Bảng 1: 1H21 – Kết quả kinh doanh**

| (tỷ đồng)            | 1H-FY21 | +/- (%) HoH | +/- (%) YoY |
|----------------------|---------|-------------|-------------|
| <b>Doanh thu</b>     | 28,906  | (3.6)       | (2.5)       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 12,609  | (9.4)       | (8.3)       |
| <b>EBIT</b>          | 6,081   | 7.2         | (7.8)       |
| <b>LNST</b>          | 5,411   | 2.8         | (7.3)       |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Giá sữa bột nguyên kem (WMP)**



Nguồn: Global Dairy Trade, CTCK Rồng Việt

## Kết quả 1H-FY21

- Trong 1H21, tổng doanh thu đạt 28.906 tỷ đồng (1,3 tỷ USD, -3% n/n). Doanh thu nội địa giảm 4% N/n. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu tăng 7% n/n nhờ thị trường Iraq và Mỹ, đến từ sự gián đoạn chuỗi cung ứng sữa nội địa ở Iraq và hoạt động mở cửa trở lại các trường học ở Mỹ.
- Thị phần nội địa của công ty không đổi trong 1H21, đạt khoảng 60%. Sản phẩm sữa chua duy trì tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu gia tăng đối với các sản phẩm tốt cho sức khỏe. Ngược lại, sữa bột đối diện với tình trạng tiêu thụ suy yếu và thị phần giảm do áp lực cạnh tranh gay gắt hơn.
- Lợi nhuận gộp đạt 12.609 tỷ đồng (546 triệu USD, -8% N/n). Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 43,6% (-270 bps N/n). Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng tiêu cực từ xu hướng tăng giá nguyên liệu sữa đầu vào kể từ đầu năm 2021.
- Chi phí SG&A đạt 6.528 tỷ đồng (282 triệu USD, -9% N/n). Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý giảm 153 điểm cơ bản, mà chúng tôi cho rằng đến từ hoạt động cắt giảm chi phí SG&A trong bối cảnh nhu cầu sữa suy giảm cùng những khó khăn trong việc thực thi chiến dịch tiếp thị và quảng cáo do giãn cách xã hội quyết liệt hơn.
- Do ảnh hưởng của doanh thu sụt giảm và biên lợi nhuận gộp thu hẹp, LNST công ty mẹ đạt 5.411 tỷ đồng (234 triệu USD, -7% n/n).

**Bảng 3: 2H21 - Dự báo kinh doanh**

| (tỷ đồng)            | 2H-FY21 | +/- (%) HoH | +/- (%) YoY |
|----------------------|---------|-------------|-------------|
| <b>Doanh thu</b>     | 29.747  | 2,9         | -0,8        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 13.550  | 7,5         | -2,7        |
| <b>EBIT</b>          | 5.777   | -5,0        | 1,9         |
| <b>LNST</b>          | 5.257   | -2,8        | -0,1        |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: VNM - Dự phóng KQKD 2021**

| (tỷ đồng)                 | FY2019        | FY2020        | FY2021F       | FY2022F       |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu</b>          | <b>56.318</b> | <b>59.636</b> | <b>58.653</b> | <b>61.807</b> |
| Tăng trưởng (%)           | 7,1           | 5,9           | -1,6          | 5,4           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | <b>26.572</b> | <b>27.669</b> | <b>26.159</b> | <b>27.938</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%) | 47,2          | 46,4          | 44,6          | 45,2          |
| <b>Chi phí SG&amp;A</b>   | <b>14.390</b> | <b>15.406</b> | <b>14.302</b> | <b>15.627</b> |
| Tỷ suất SG&A (%)          | 25,6          | 25,8          | 24,4          | 25,3          |
| <b>EBIT</b>               | <b>12.182</b> | <b>12.263</b> | <b>11.857</b> | <b>12.311</b> |
| Biên EBIT (%)             | 21,6          | 20,6          | 20,2          | 19,9          |
| <b>LNST</b>               | <b>10.581</b> | <b>11.099</b> | <b>10.668</b> | <b>10.955</b> |
| Biên lợi nhuận ròng(%)    | 18,8          | 18,6          | 18,2          | 17,7          |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Dự báo 2H21**

- 1) Doanh thu nội địa giảm 4% so với cùng kỳ xuống 24.377 tỷ đồng. Doanh thu sẽ suy giảm nhiều nhất trong quý 3 (-10% n/n) khi chúng tôi lo ngại rằng giai đoạn giãn cách xã hội theo Chỉ thị 16 sẽ khiến nhu cầu sữa suy yếu nghiêm trọng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu nội địa sẽ phục hồi trong quý 4.
- 2) Doanh thu xuất khẩu ước đạt 5.370 tỷ đồng (+ 17% n/n) nhờ nhu cầu ổn định ở Iraq và kỳ vọng tiếp tục mở cửa trường học ở Mỹ.
- 3) Tỷ suất lợi nhuận gộp ước đạt 45,6%, giảm 88 bps n/n nhưng tăng 193 bps so với 1H21 vì chúng tôi ước tính giá WMP sẽ tăng 22% n/n và giảm 4% so với 1H21.

**Dự phóng KQKD năm 2021**

Tổng doanh thu của Vinamilk sẽ ở mức 58.653 tỷ đồng (-1,6% n/n) và LNST là 10.668 tỷ đồng (-3,9% n/n), dựa trên :

- 1) Sản lượng sữa năm 2021 giảm 4% n/n do ảnh hưởng từ sự bùng phát Covid-19 mới nhất đối với nhu cầu sữa của Việt Nam.
- 2) Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 44,6%, thu hẹp 180 bps n/n do xu hướng tăng giá sữa bột.
- 3) Chi phí SG&A ở mức 14.302 tỷ đồng (-7% n/n) với tỷ lệ SG&A đạt 24,4% (-145 bps n/n), được thúc đẩy bởi việc cắt giảm tiếp thị và khuyến mại dưới tác động của sự suy giảm nhu cầu sữa dưới tác động của Covid-19.

**Bảng 5: Tóm tắt định giá**

| Phương pháp                | Giá mục tiêu | Tỷ trọng | Đóng góp vào tổng định giá |
|----------------------------|--------------|----------|----------------------------|
| FCFE                       | 96.397       | 50%      | 48.198                     |
| P/E                        | 90.932       | 50%      | 45.466                     |
| <b>Giá mục tiêu (đồng)</b> |              | 100%     | 94.000                     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mặc dù biến động giá gần đây khiến cổ phiếu VNM trông hấp dẫn hơn, nhưng chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng tăng giá cổ phiếu trong năm 2021 khi công ty sẽ phải đối mặt với một năm đầy khó khăn do đại dịch Covid-19. Trong khi các dự án đầu tư mới sẽ còn cần nhiều năm để tạo ra sự cộng hưởng đáng kể lên KQKD và định giá cổ phiếu.

Về dài hạn, chúng tôi tin rằng các yếu tố cạnh tranh của công ty vẫn duy trì vững chắc, tập trung vào (1) vị thế dẫn đầu vững chắc trên thị trường sữa Việt Nam kết hợp với nỗ lực đa dạng hóa danh mục sản phẩm, (2) cổ tức tiền mặt ổn định trong dài hạn và (3) tiềm năng tăng trưởng của thị trường xuất khẩu.

Chúng tôi sử dụng kết hợp định giá 50%: 50% cho DCF/PER để định giá cổ phiếu VNM. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu VNM là 94.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng PER năm 2021 là 21 lần. Với tỷ suất cổ tức tiền mặt là 5%, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TÍCH LŨY** với tổng mức sinh lời là 13%.



# NGÀNH ĐƯỜNG

**GIÁ ĐƯỜNG DẪN DẮT  
TĂNG TRƯỞNG**



Đào Phước Toàn – [toan.dp@vdsc.com.vn](mailto:toan.dp@vdsc.com.vn)

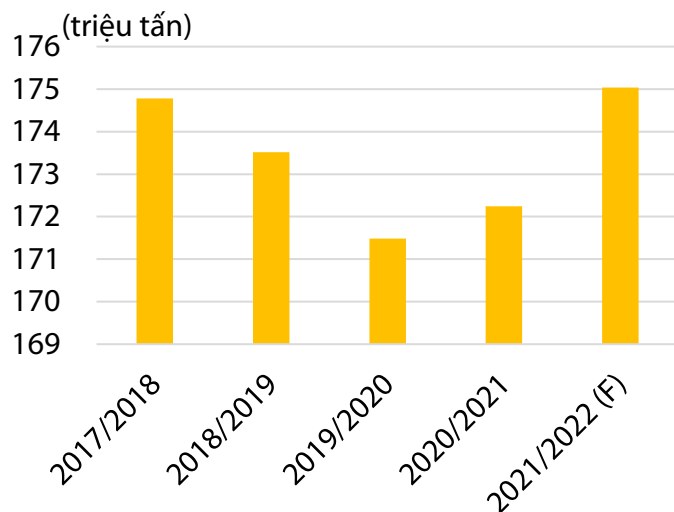




## Giá đường thế giới đã chứng kiến một năm tăng trưởng đột biến nhờ:

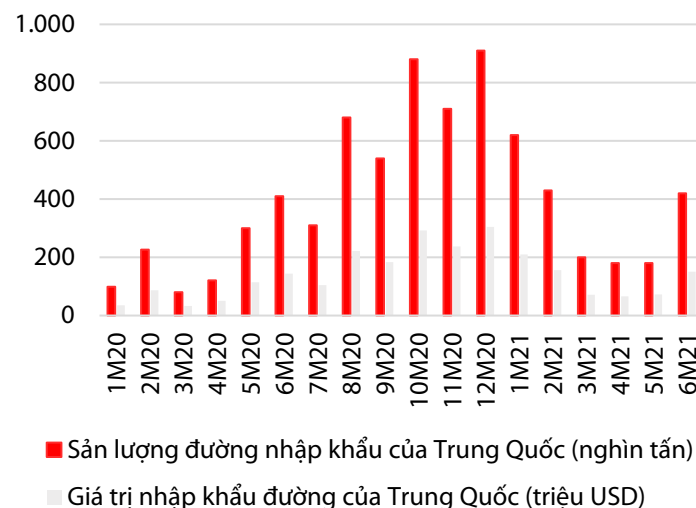
- Nhu cầu thực phẩm và đồ ăn phục hồi ở các quốc gia lớn thông qua sự kiểm soát Covid-19 tốt hơn. Trong đó, chương trình gia tăng dự trữ lương thực của Trung Quốc đã chứng kiến lượng đường nhập khẩu tăng gấp 16 lần n/n trong năm 2020 và 3 lần n/n trong 4T/21.
- Sự gián đoạn chuỗi cung ứng trong đại dịch chi phí logistics tăng cao.
- Xu hướng tăng giá đồng nội tệ so với USD của các nước xuất khẩu đường lớn (Thái Lan, Euro, Brazil).

**Hình 1: Tiêu thụ đường toàn cầu**



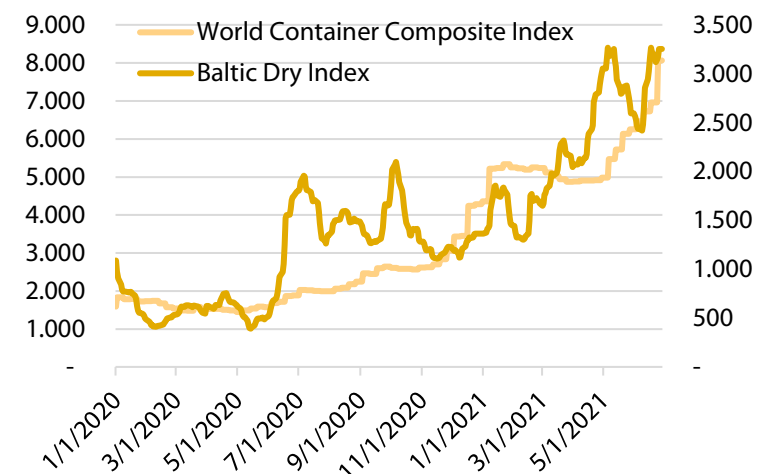
Nguồn: USDA, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Nhập khẩu đường của Trung Quốc**



Nguồn: China Custom, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Chi phí logistic thế giới leo thang**

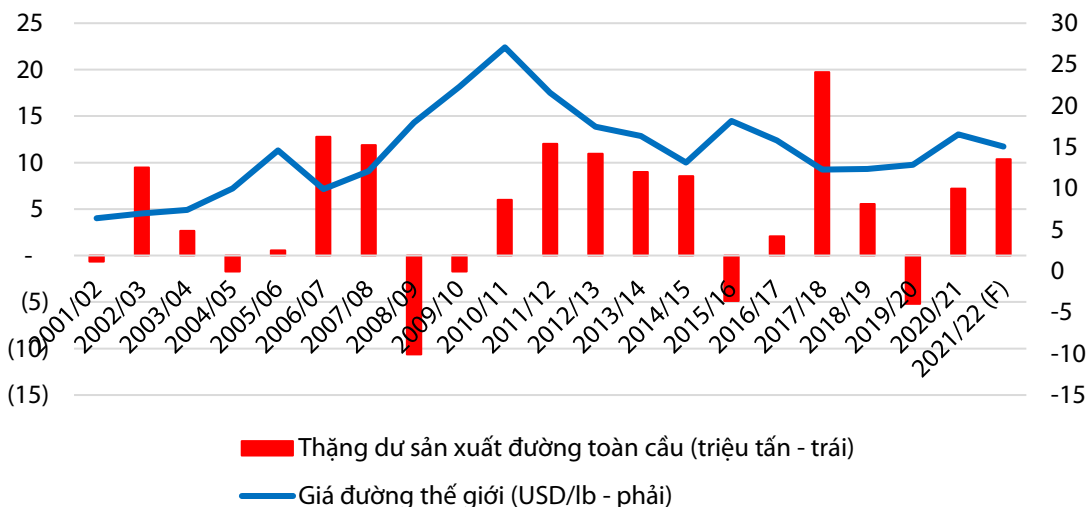


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá đường toàn cầu dự kiến tăng 30% n/n trong năm 2021. Mức tăng giá đường thế giới dự kiến vẫn ở mức cao trong 2H/21 nhưng tốc độ tăng sẽ chững lại so với 1H/21 đến từ:

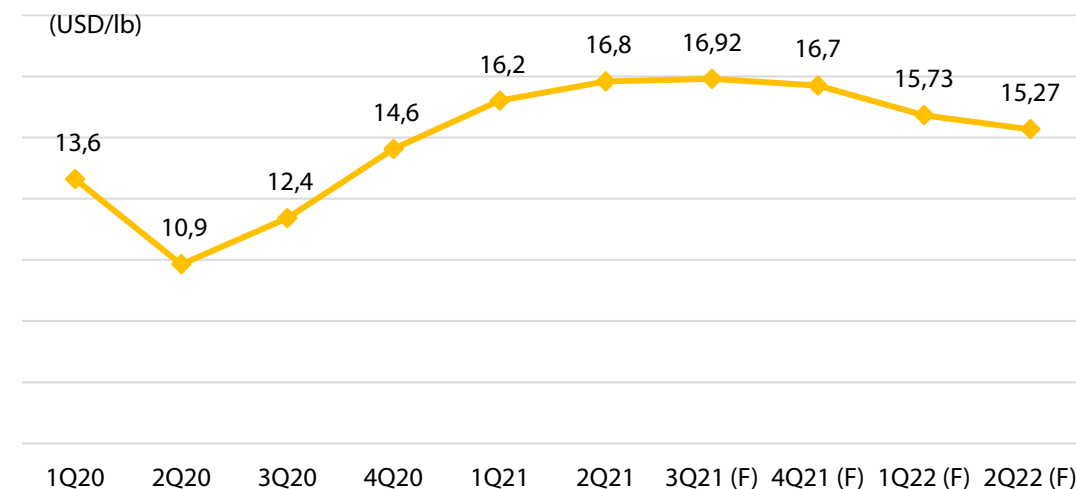
- **Ngành đường toàn cầu ước tính đạt thặng dư sản xuất 10 triệu tấn trong mùa vụ 2021/2022.** Theo USDA, sản lượng đường toàn cầu sẽ đạt 183 triệu tấn, +3% n/n trong khi tiêu thụ đường toàn cầu ước tính đạt 173 triệu tấn, +2% n/n. Hơn nữa, xuất khẩu đường toàn cầu sẽ đạt 66 triệu tấn, +3% n/n và ghi nhận thặng dư thương mại đường toàn cầu dự kiến vào khoảng 12 triệu tấn trong mùa vụ 2021/2022.
- **Chi phí logistic hạ nhiệt từ cuối năm 2021** nhờ vào sự phục hồi kinh tế toàn cầu đồng đều hơn và chương trình tiêm vắc xin đang tăng tốc trên toàn thế giới, sẽ giúp tình trạng thiếu hụt container toàn cầu và tắc nghẽn tại các cảng vận chuyển container lớn dần được giải quyết.

Hình 4: Thặng dư sản xuất đường toàn cầu và giá đường thế giới



Nguồn: USDA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá đường toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, (F): Dự phóng

## Kết quả sơ bộ

Thuế suất

- Đường thô: 33.88%
- Đường tinh luyện: 44.88%

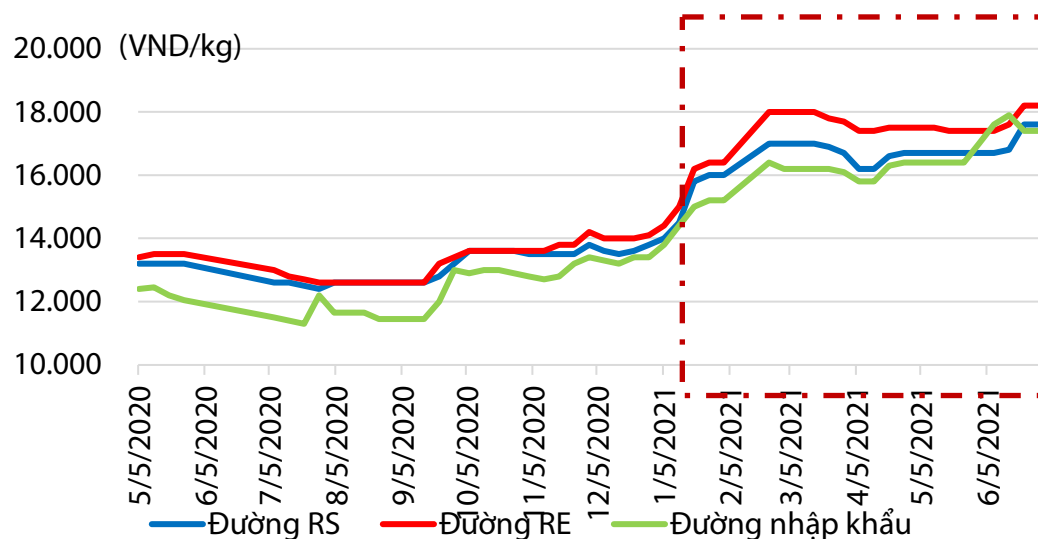
Thời gian hiệu lực

- 9/2/2021

## Kết quả chính thức

- Đường thô: 47.64%
- Đường tinh luyện: 47.64%
- 16/6/2021
- Có hiệu lực trong vòng 5 năm

**Hình 6: Giá đường Việt Nam trong nước và giá nhập khẩu**



### Tạo môi trường cạnh tranh bình đẳng giữa đường nội địa và đường Thái Lan:

- Rào cản thuế quan sẽ ngăn chặn tình trạng cạnh tranh không lành mạnh dựa trên trợ giá của đường xuất xứ từ Thái Lan.
- Giá mía trong nước đã phản ánh tích cực hơn khi gia tăng 100-200 nghìn đồng/tấn trong những tháng gần đây.
- Lượng đường 4T/21 nhập khẩu từ Thái Lan đã giảm 68% so với 4 tháng trước ngày thuế có hiệu lực (tháng 2/21).

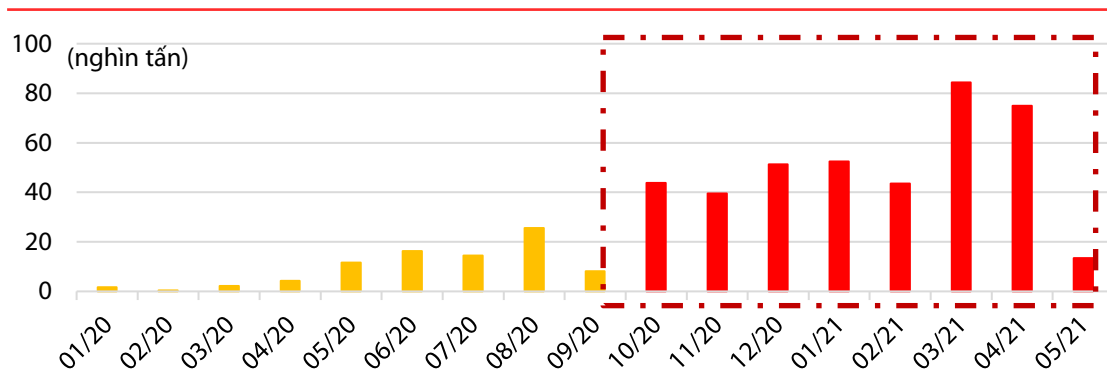
### Thúc đẩy xu hướng tăng giá đường nội địa và tỷ suất lợi nhuận của nhà sản xuất đường

- Giá đường nội địa của Việt Nam vẫn đang duy trì ở mức thấp hơn 20% so với các nước ASEAN và Trung Quốc, trong khi giá thành sản xuất của nhiều nhà sản xuất đường Việt Nam đã giảm về mức giá thành của đường nhập khẩu từ Thái Lan và khu vực.

### Giải pháp sắp tới sẽ tập trung vào việc hạn chế tình trạng nhập khẩu đường Thái Lan gián tiếp qua các quốc gia khác trong khu vực ASEAN.

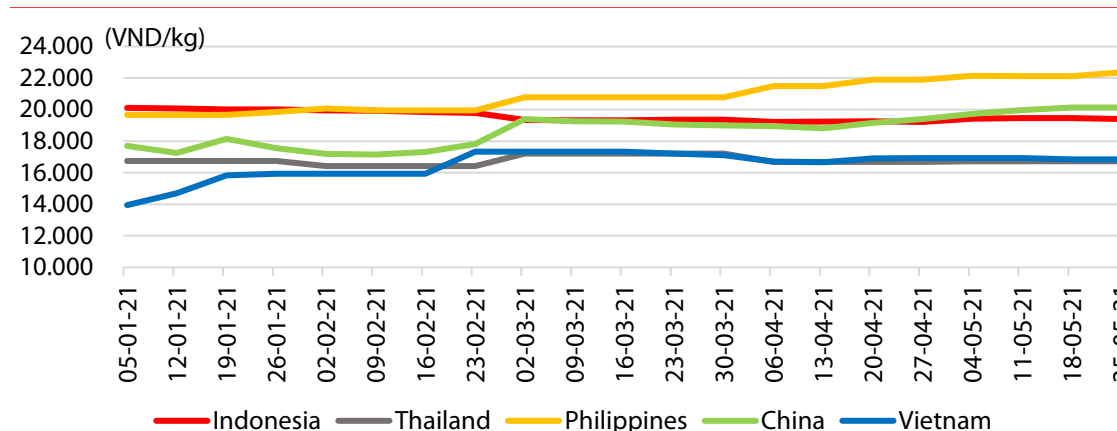
- Trong 4T/21, tổng sản lượng đường nhập khẩu từ Thái Lan giảm lần lượt 40% và 68% so với giai đoạn bốn tháng trước ngày hiệu lực thuế quan sơ bộ.
- Ngược lại, sản lượng đường nhập khẩu từ các nước ASEAN không bao gồm Thái Lan (bao gồm Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia, Myanmar) đã tăng 79% n/n, đạt 255 nghìn tấn, vượt xa năng lực sản xuất đường của các quốc gia này, thể hiện khả năng đường Thái nhập khẩu vào Việt Nam gián tiếp thông qua các nước ASEAN khác trong khu vực.

**Hình 8: Sản lượng đường nhập khẩu từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar**



Nguồn: VSSA, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Giá đường bán lẻ nội địa theo quốc gia**

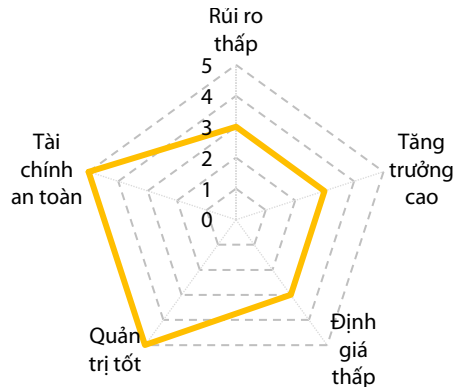
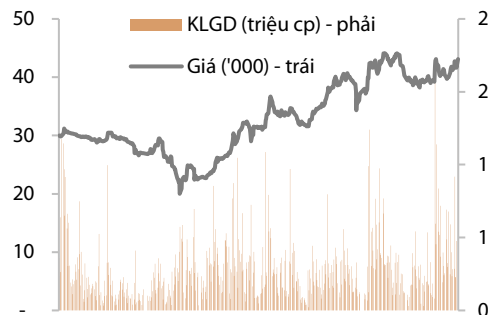


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, (F): dự phóng

**<TÍCH LŨY: 19%>**

**<GTT: 44.270>**

**<GMT: 50.000>**



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

|                             |                     |
|-----------------------------|---------------------|
| Ngành                       | Đồ uống & Thực phẩm |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 15.802              |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 357                 |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 749                 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 32                  |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 33                  |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 46,6-29,2           |

**TÀI CHÍNH**

|                        | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 6.490  | 7.416  | 9.276  |
| LNST                   | 1.053  | 1.232  | 1.540  |
| ROA (%)                | 11,5   | 12,5   | 14,0   |
| ROE (%)                | 15,9   | 17,7   | 20,3   |
| EPS (đồng)             | 3.463  | 4.004  | 5.008  |
| GTSS (đồng)            | 21.915 | 23.114 | 25.121 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 3.000  | 3.000  | 3.000  |
| P/E (x) (*)            | 7,8    | 12,6   | 10,0   |
| P/B (x) (*)            | 1,2    | 2,2    | 2,0    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Mảng đường dẫn dắt tăng trưởng QNS năm 2021**

- Chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá đường đến từ tác động kép của (1) xu hướng tăng giá đường toàn cầu trong năm 2021 và (2) tác động tích cực của việc áp thuế phá giá đường có xuất xứ từ Thái Lan.
- LNST năm 2021 của mảng đường ước đạt 326 tỷ đồng (14 triệu USD), nhờ tăng trưởng doanh thu 85% n/n và tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 2.102 bps n/n.
- Dựa trên trụ cột tăng trưởng từ mảng đường, QNS sẽ đạt doanh thu 7.416 tỷ đồng (321 triệu USD, +14% n/n) và 1.232 tỷ đồng LNST (53 triệu USD, +17% n/n) trong năm 2021.

**Tăng trưởng kinh doanh được củng cố trong dài hạn**

- Chúng tôi ước tính QNS đạt LNST kép 5 năm là 13%, dẫn dắt bởi LNST kép 5 năm của mảng sữa đậu nành và đường đạt 12% và 19%, được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu sữa đậu nành phục hồi sau năm 2021, (2) biên lợi nhuận mảng sữa đậu nành cải thiện qua từng năm và (3) ảnh hưởng tích cực của sự kiện áp thuế đường nhập khẩu Thái Lan lên KQKD mảng đường.

**Dòng tiền thuần ổn định kết hợp với tỷ suất sinh lời tích cực**

- Tỷ lệ D/E trung bình đạt 27% và không có nợ dài hạn trong giai đoạn 2021-2025.
- Tạo ra dòng tiền tự do mạnh mẽ, trung bình hàng năm đạt 78 triệu USD và tỷ lệ FCF/EV đạt 16%.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

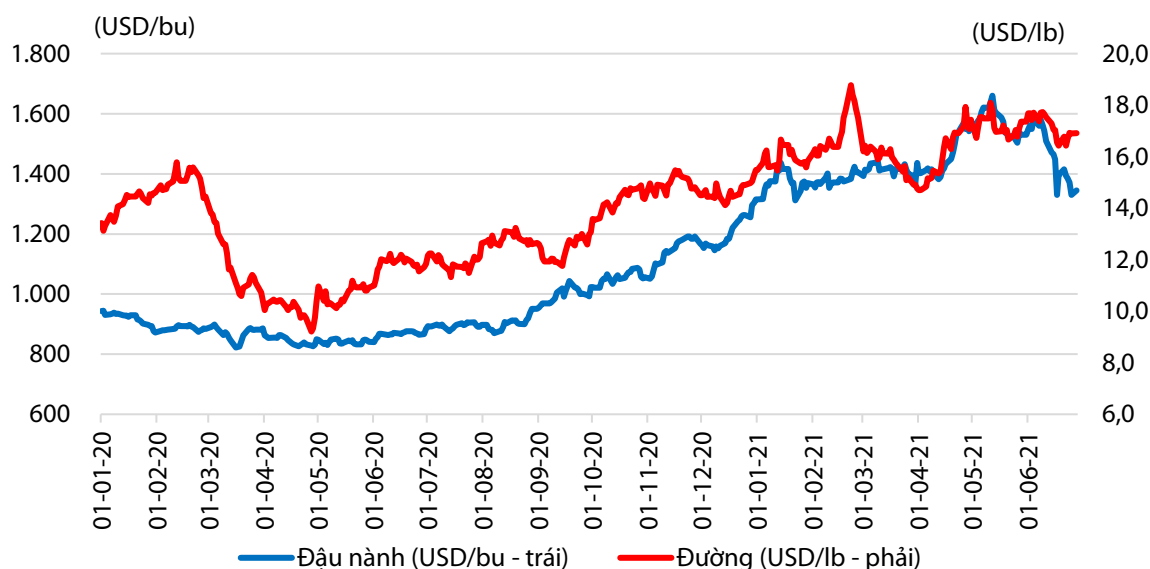
- Sự lây lan của Covid-19 nghiêm trọng hơn lo ngại sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên tiêu dùng sản phẩm F&B
- Biến động giá nông sản (giá đường và giá đậu tương)
- Năng suất mía của Việt Nam không ổn định

**Bảng 1: KQKD 1H21**

| (Tỷ đồng VND)        | 1H-FY21 | +/- (%) HoH | +/- (%) YoY |
|----------------------|---------|-------------|-------------|
| <b>Doanh thu</b>     | 3.670   | 13,3        | 12,9        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 1.040   | -4,1        | 7,6         |
| <b>EBIT</b>          | 563     | -14,6       | 11,8        |
| <b>LNST</b>          | 521     | -15,3       | 19,3        |

Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

**Hình 1: Giá đường và giá đậu tương**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Doanh thu 1H21 đạt 3.670 tỷ đồng (159 triệu USD, +13% n/n). LNST 1H21 là 521 tỷ đồng (23 triệu USD, +19% n/n). Hiệu quả kinh doanh ấn tượng của mảng đường đóng góp lớn cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận công ty trong nửa đầu năm 2021.
- Theo ước tính của chúng tôi, mức tăng trưởng của giá đường và sản lượng đường tiêu thụ trong năm 2021 lần lượt là 27% và 28% n/n, góp phần mang lại doanh thu 869 tỷ đồng (38 triệu USD, +63% n/n) cho mảng đường trong 1H21.
- Xu hướng tăng trưởng tích cực của giá bán và sản lượng tiêu thụ đã thúc đẩy lợi nhuận gộp của mảng đường đạt 144 tỷ đồng (6,2 triệu USD, gấp 41 lần n/n) và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 17%. Theo ước tính của chúng tôi, LNST 1H21 của mảng đường rơi vào khoảng 106 tỷ đồng (5 triệu USD) và đóng góp 20% vào tổng LNST 1H21 của QNS.
- Mảng sữa đậu nành đạt doanh thu 1.907 tỷ đồng (83 triệu USD, +2% n/n) trong 1H21, chủ yếu đến từ tăng trưởng tiêu thụ sữa trong bối cảnh giá bán đi ngang n/n. Lợi nhuận gộp của mảng sữa đậu nành đạt khoảng 789 tỷ đồng (34 triệu USD, -7% n/n), bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm của tỷ suất lợi nhuận gộp (41%, -406 bps n/n) do giá đậu tương tăng cao trong 1H21.



**Bảng 1: 2H2021 - Dự phóng KQKD**

| (tỷ đồng)            | 2H-FY21 | +/- HoH | +/- YoY |
|----------------------|---------|---------|---------|
| <b>Doanh thu</b>     | 3.746   | 2,1     | 15,6    |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 1.341   | 28,9    | 23,6    |
| <b>EBIT</b>          | 828     | 47,0    | 25,6    |
| <b>LNST</b>          | 710     | 36,2    | 15,3    |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 2: QNS – Dự phóng KQKD năm 2021**

| (tỷ đồng)                 | FY2019       | FY2020       | FY2021F      | FY2022F      |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>          | <b>7.681</b> | <b>6.490</b> | <b>7.416</b> | <b>9.276</b> |
| Tăng trưởng (%)           | -4,4         | -15,5        | 14,3         | 25,1         |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | <b>2.456</b> | <b>2.051</b> | <b>2.381</b> | <b>2.838</b> |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%) | 32,0         | 31,6         | 32,1         | 30,6         |
| <b>Chi phí SG&amp;A</b>   | <b>1.000</b> | <b>888</b>   | <b>990</b>   | <b>1.088</b> |
| Tỷ suất SG&A (%)          | 13,0         | 13,7         | 13,3         | 11,7         |
| <b>EBIT</b>               | <b>1.457</b> | <b>1.163</b> | <b>1.391</b> | <b>1.750</b> |
| Biên EBIT (%)             | 19,0         | 17,9         | 18,8         | 18,9         |
| <b>LNST</b>               | <b>1.292</b> | <b>1.053</b> | <b>1.232</b> | <b>1.540</b> |
| Biên lợi nhuận ròng(%)    | 16,8         | 16,2         | 16,6         | 16,6         |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Dự phóng KQKD 2H21

- 1) Mức tăng trưởng tổng doanh thu đạt 16% nhờ vào tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ từ mảng đường (+111% n/n), trong khi tăng trưởng doanh thu của mảng sữa đậu nành ước chỉ tăng 2% n/n.
- 2) Tổng LNST tăng khoảng 15% n/n nhờ vào sự đóng góp từ LNST của mảng đường (220 tỷ đồng, tương đương 10 triệu USD).

## Dự phóng KQKD của QNS trong năm 2021

Năm 2021, QNS sẽ đạt doanh thu 7.416 tỷ đồng (321 triệu USD, +14% n/n) và 1.232 tỷ đồng LNST (53 triệu, +17% n/n):

- **Tăng trưởng LNST tích cực của QNS chủ yếu nhờ vào mảng đường.** Chúng tôi ước tính LNST năm 2021 của mảng đường đạt 326 tỷ đồng (14 triệu USD) nhờ tăng trưởng doanh thu 85% n/n và biên lợi nhuận gộp mở rộng 2.102 bps n/n.
- **Phân khúc sữa đậu nành có KQKD suy yếu với LNST ước giảm 13% n/n,** đến từ giá bán bình quân giảm 3% (chủ yếu trong 2H21) trong bối cảnh Covid-19 bùng phát trở lại, nâng cao chi phí khuyến mãi cho mảng sữa đậu nành sau đại dịch và giá nguyên liệu đầu vào gia tăng làm thu hẹp biên lợi nhuận sữa đậu nành.

**Bảng 3: Mảng sữa đậu nành FY2021 - Dự phóng KQKD**

| (tỷ đồng)                    | FY2019       | FY2020       | FY2021F      | FY2022F      |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>             | <b>4.266</b> | <b>3.875</b> | <b>3.947</b> | <b>4.351</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>         | <b>1.914</b> | <b>1.709</b> | <b>1.619</b> | <b>1.824</b> |
| <b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b> | 44,9         | 44,1         | 41,0         | 41,9         |
| <b>EBIT</b>                  | <b>1.130</b> | <b>997</b>   | <b>873</b>   | <b>1.024</b> |
| <b>Biên EBIT</b>             | 26,5         | 25,7         | 22,1         | 23,5         |
| <b>LNST</b>                  | <b>979</b>   | <b>873</b>   | <b>765</b>   | <b>889</b>   |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: Mảng đường FY2021 - Dự phóng KQKD**

| (tỷ đồng)                    | FY2019       | FY2020     | FY2021F      | FY2022F      |
|------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>             | <b>1.486</b> | <b>994</b> | <b>1.840</b> | <b>3.301</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>         | <b>155</b>   | <b>32</b>  | <b>445</b>   | <b>697</b>   |
| <b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b> | 10,4         | 3,2        | 24,2         | 21,1         |
| <b>EBIT</b>                  | <b>113</b>   | <b>-4</b>  | <b>400</b>   | <b>615</b>   |
| <b>Biên EBIT</b>             | 7,6          | -0,4       | 21,7         | 18,6         |
| <b>LNST</b>                  | <b>91</b>    | <b>-9</b>  | <b>326</b>   | <b>499</b>   |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**FY2021 – Mảng sữa đậu nành**

- 1) Kỳ vọng sản lượng tăng trưởng 5% n/n trong khi giá bán trung bình suy giảm trong bối cảnh Covid-19 bùng phát trở lại
- 2) Việc tăng giá đường và giá đậu tương đầu vào sẽ co hẹp biên lợi nhuận sữa đậu nành của QNS trong năm 2021.
- 3) Triển vọng dài hạn của các sản phẩm sữa đậu nành của QNS được củng cố, đến từ:
  - Nhu cầu sản phẩm sữa phục hồi nhờ đẩy mạnh chương trình tiêm vắc xin trên toàn quốc giúp kiểm soát đại dịch tốt hơn.
  - Khả năng giành thị phần của phân khúc sữa đậu nành có thương hiệu, hiện chiếm gần 55% tổng giá trị bán lẻ sữa đậu nành của Việt Nam. QNS có vị trí thống lĩnh về sữa đậu nành mang thương hiệu tại Việt Nam với 89% thị phần.
  - Chiến lược gia tăng các sản phẩm sữa mới, hỗ trợ nâng cao giá bán sản phẩm và mở rộng thị phần sữa đậu nành.

**FY2021 – Mảng đường**

- 1) Giá đường năm 2021 tăng 32% n/n, đến từ tác động tích cực của xu hướng tăng giá đường toàn cầu và biện pháp áp thuế đối với đường có xuất xứ từ Thái Lan.
- 2) Sản lượng tiêu thụ năm 2021 tăng 41% n/n do sản lượng đường RS phục hồi 30% n/n từ mức cơ sở thấp của năm 2020, trong khi sản lượng đường RE sẽ đóng góp sản lượng tiêu thụ khoảng 10.000 tấn trong 2H21.

**Bảng 5: Tóm tắt định giá**

| FCFE                                    |               | SoTP (tỷ đồng)          |             |               |
|-----------------------------------------|---------------|-------------------------|-------------|---------------|
| Lãi suất phi rủi ro                     | 1,1%          | Phân khúc kinh doanh    | Phương pháp | Định giá      |
| Lợi nhuận thị trường                    | 15,8%         | Sữa đậu nành            | P/E 13.4x   | 34.157        |
| Beta                                    | 1,2           | Đường                   | P/E 7.1x    | 7.745         |
| Phần bù rủi ro (giao dịch trên UPCI)    | 3,0%          | Điện sinh khối          | FCFE        | 2.553         |
| Chi phí vốn cổ phần                     | 15,8%         | Khác (bia, nước khoáng) | P/E 8.4x    | 5.194         |
| Định giá (đồng)                         | <b>50.903</b> | Định giá (đồng)         |             | <b>49.649</b> |
| Giá mục tiêu, đồng (50% FCFE, 50% SoTP) |               |                         |             | <b>50.000</b> |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

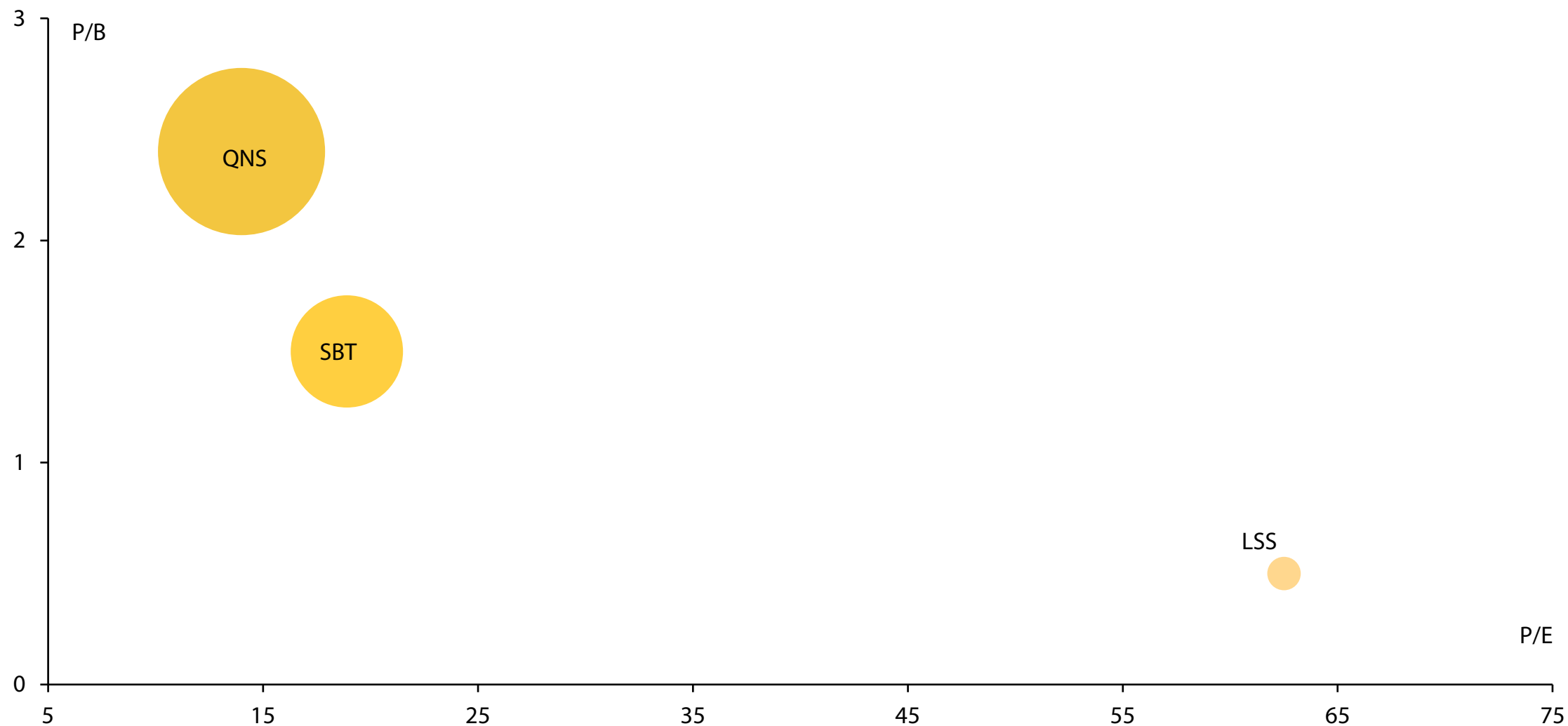
Năm 2021, hoạt động kinh doanh khả quan từ ngành đường sẽ dẫn dắt tăng trưởng LNST hợp nhất của công ty và bù đắp cho sự suy yếu từ mảng sữa đậu nành. Sang năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục rõ ràng hơn của nhu cầu tiêu dùng sản phẩm sữa, và giá nông sản dẫn hạ nhiệt sẽ hỗ trợ lợi nhuận của ngành hàng sữa đậu nành.

Chúng tôi ước tính QNS sẽ đạt LNST bình quân 5 năm ước tính 13% và FCF/EV 16% trong giai đoạn 2021-2025, dẫn dắt bởi LNST kép 5 năm của mảng sữa đậu nành và đường đạt 12% và 19%. Động lực đến từ (1) nhu cầu sữa đậu nành phục hồi sau năm 2021, (2) tỷ suất lợi nhuận của sữa đậu nành cải thiện qua từng năm và (3) tác động tích cực từ sự kiện áp thuế đường nhập khẩu Thái Lan.

Dựa trên kết hợp định giá 50%: 50% của DCF và SoTP, chúng tôi định giá cổ phiếu QNS là **50.000 đồng**. Vì giá cổ phiếu đã tăng trưởng 10% trong một tháng kể từ khuyến nghị mua gần nhất, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu QNS với tổng mức sinh lời kỳ vọng 19%, bao gồm tỷ suất cổ tức tiền mặt 7%.

| Mã         | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>QNS</b> | 15.802            | 50.000             | 0,8                           | -6,7                       | 24,3            | 17,6                  | -5,2                     | 16,4             | 12,5    | 17,5    | 7,0                 | 14,0               | 2,4                |
| <b>SBT</b> | 12.073            | N/A                | 15,1                          | 42,5                       | 10,5            | 7,7                   | 73,9                     | 4,3              | 3,2     | 7,9     | 2,3                 | 18,9               | 1,5                |
| <b>LSS</b> | 694               | N/A                | -13,6                         | N/A                        | 0,0             | 0,0                   | -41,1                    | 0,0              | 0,0     | 0,0     | 7,0                 | 62,4               | 0,5                |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ vòng tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



# NGÀNH THÉP

CƠ HỘI TỪ THỊ TRƯỜNG NGOÀI NƯỚC



Phạm Minh Tú - [tu.pm@vdsc.com.vn](mailto:tu.pm@vdsc.com.vn)





**Nhà nước đẩy mạnh giảm phát thải carbon và giải quyết tình trạng dư thừa công suất thép.**

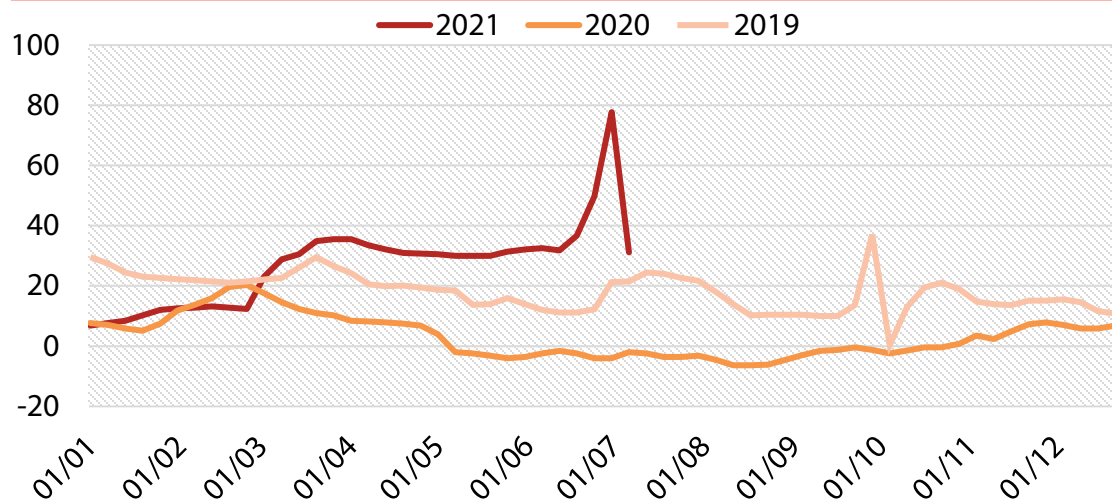
- Trung Quốc đặt mục tiêu giảm phát thải carbon ròng về không trước năm 2060 và nâng tỷ lệ sản xuất thép bằng lò điện từ 10% hiện tại lên hơn 15% vào năm 2025. Nước này cũng mục tiêu giữ sản lượng thép thô năm 2021 ngang mức sản lượng của năm 2020, đồng nghĩa sản lượng sản xuất phải được cắt giảm trong 2H sau khi tăng 13% YoY trong 1H.
- Chúng tôi ước tính các nhà máy với công suất (CS) 74 triệu tấn/năm (t/n) sẽ được chuyển đổi sang công nghệ thân thiện môi trường hơn và CS có thể giảm 23 triệu t/n.

**Nhiều hành động quyết liệt hơn đang được thực hiện.**

- Sàn giao dịch carbon đã được đưa vào hoạt động từ tháng 7. Các ngành như thép sẽ được bổ sung sớm nhất vào năm 2025.
- Tỷ lệ đỉnh chỉ sản xuất các lò BF đã tăng lên ở hầu hết các tỉnh, đặc biệt tại tỉnh Hà Bắc, tỉnh sản xuất thép nhiều nhất nước này (Hình 1). Việc hoàn thuế VAT đối với CRC, tôn mạ xuất khẩu đã được gỡ bỏ và thuế xuất khẩu với gang thỏi được áp dụng kể từ tháng 8.

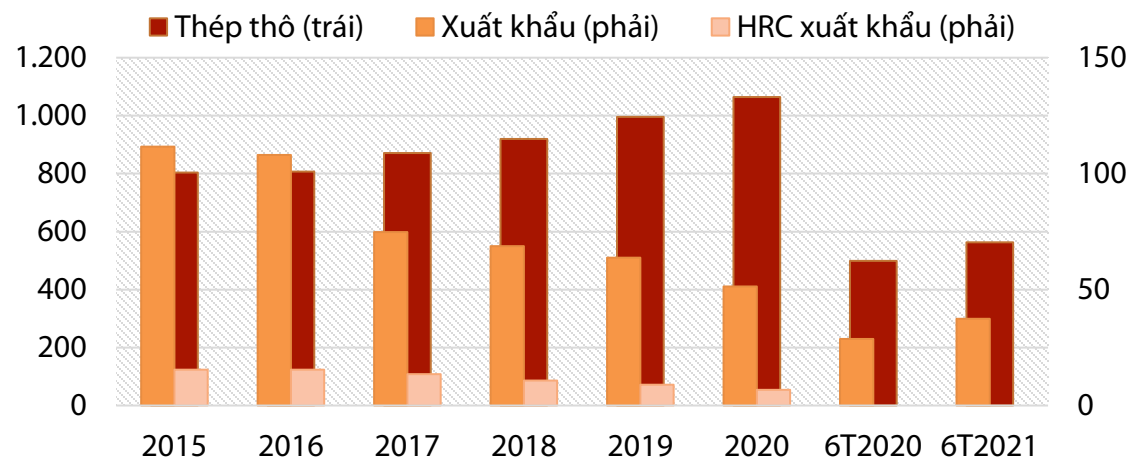
**Các nhà sản xuất của Việt Nam hưởng lợi khi áp lực cạnh tranh giảm và giá thép duy trì ở nền cao do chi phí sản xuất ở Trung Quốc ngày càng tăng.**

**Hình 1: Tỷ lệ đỉnh chỉ công suất lò cao tại Đường Sơn (%)**



Nguồn: Goldman Sachs, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: SL thép thô và SL xuất khẩu của Trung Quốc (nghìn tấn)**



Nguồn: Cục Thống kê quốc gia Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

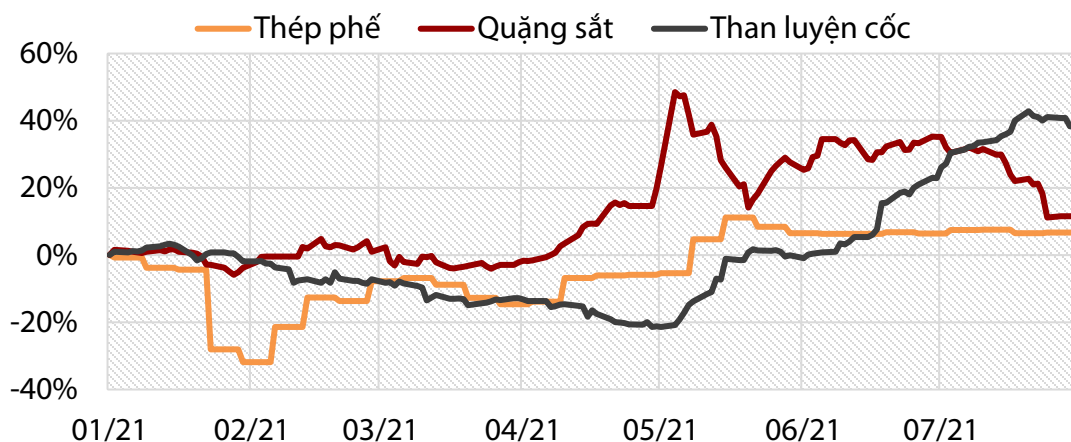
### Giá nguyên liệu tăng góp phần làm tăng giá thép

- Giá quặng sắt đã tăng 24% so với đầu năm do nhu cầu cao trên toàn thế giới và nguồn cung yếu từ Brazil, cộng với giá than cốc tăng khiến chi phí sản xuất gang lỏng bằng lò BOF tăng. Qua đó, góp phần khiến giá thép tăng trong 1H2021.

### Giá thép khó hạ và có thể duy trì ở mức cao cho đến nửa đầu năm 2022.

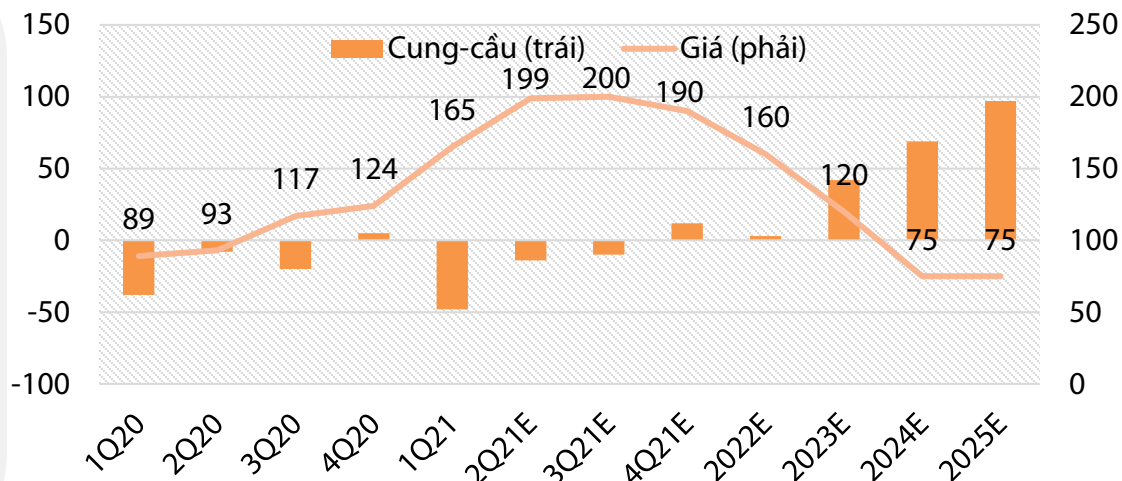
- Giá quặng sắt có thể duy trì ở mức 160 USD/tấn vào năm 2022 do nhu cầu tăng ở các nước khác ngoài Trung Quốc và tốc độ tăng trưởng sản lượng khai thác của Brazil chậm. Vì vậy, chi phí sản xuất gang lỏng từ lò BOF được dự đoán sẽ duy trì ở mức cao và giá thép khó có thể giảm.
- Bên cạnh đó, việc Trung Quốc nỗ lực cắt giảm sản lượng và nhu cầu mạnh mẽ ở các thị trường EU-Bắc Mỹ sẽ hỗ trợ giá thép ổn định ở mức hiện tại cho đến 1H2022.

### Hình 4: Thay đổi giá nguyên vật liệu



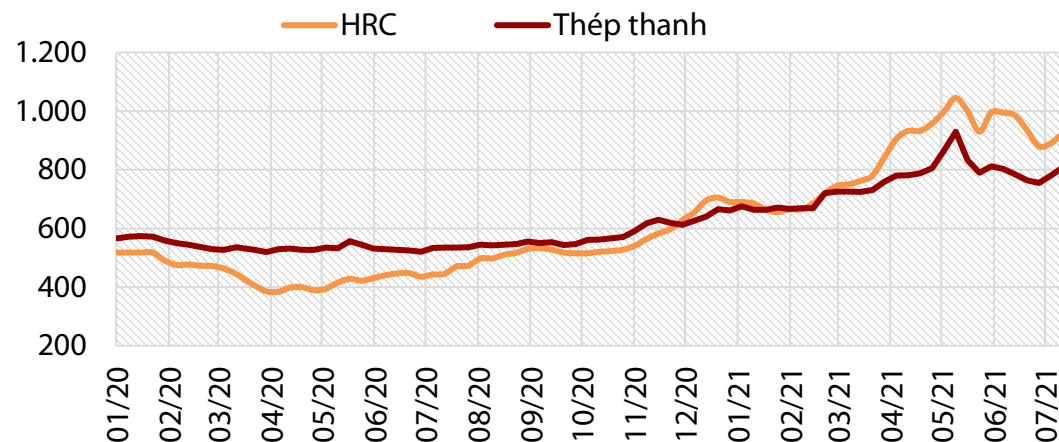
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

### Hình 3: Cân bằng cung cầu quặng sắt (triệu tấn) và giá (USD/tấn)



Nguồn: Goldman Sachs, CTCK Rồng Việt

### Hình 5: Giá thép (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

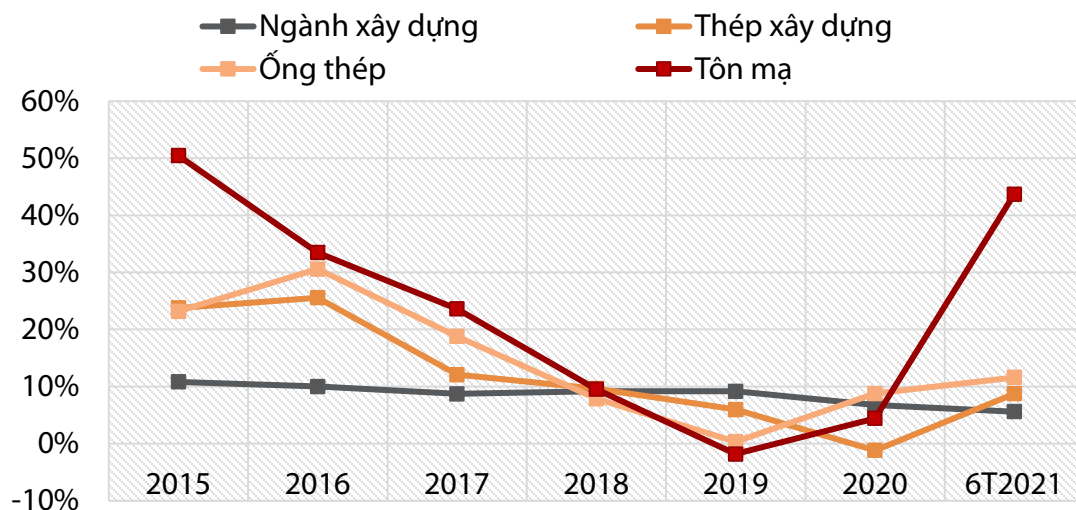
**Thép xây dựng: Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước nhờ xuất khẩu.**

- Tổng sản lượng (SL) tiêu thụ tăng 8,7% YoY, trong đó sản xuất trong nước tăng 5,9%. SL xuất khẩu (XK) tăng 27%, đóng góp 15,6% vào tổng SL tiêu thụ. Nhu cầu đã yếu hơn kể từ tháng 6 do ảnh hưởng của đại dịch, mùa mưa và giá thép tương đối cao.
- Giá thép xây dựng và HRC tăng đã thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của HPG từ 19% trong 1H2020 lên khoảng 30% trong 1H2021.

**Tôn mạ: Hưởng lợi từ nhu cầu mạnh mẽ ở nước ngoài và giá bán ngày càng tăng.**

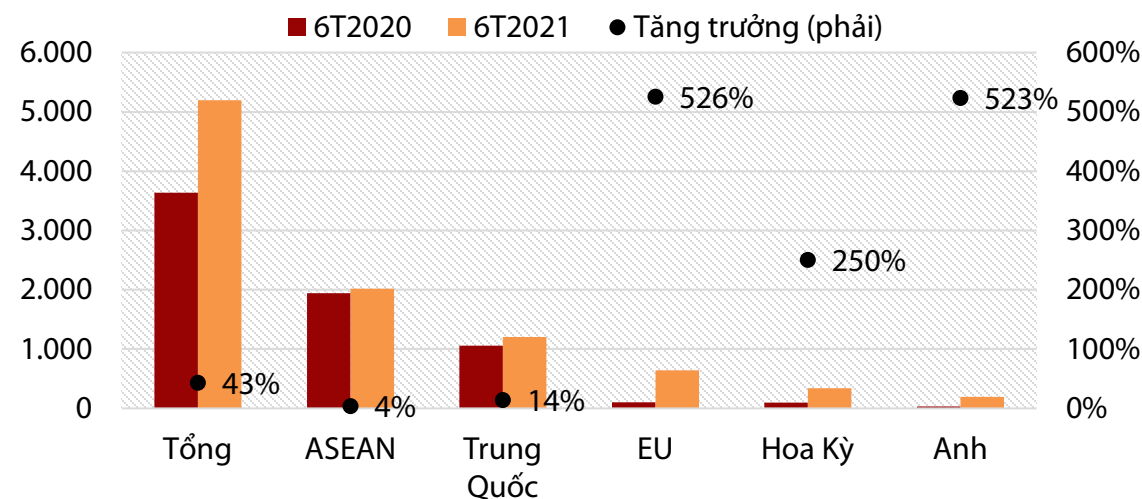
- Tổng SL tiêu thụ tăng 44% YoY, được hỗ trợ bởi SL XK tăng mạnh, với mức tăng 133% YoY. SL XK sang EU và Bắc Mỹ tăng mạnh nhờ nhu cầu phục hồi ở các thị trường này và lệnh cấm/thuế nhập khẩu cao đối với thép từ Trung Quốc. Thị trường EU-Bắc Mỹ chiếm 80-90% SL XK của NKG và 30% SL XK của HSG trong quý 2.
- Giá HRC tăng khoảng 25% QoQ mỗi quý trong 1H, thúc đẩy LNST của NKG và HSG tăng 1.880% và 426% YoY trong 6T2021.

**Hình 6: Tăng trưởng tiêu thụ thép và ngành xây dựng**



Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Sản lượng xuất khẩu sang các nước (nghìn tấn)**

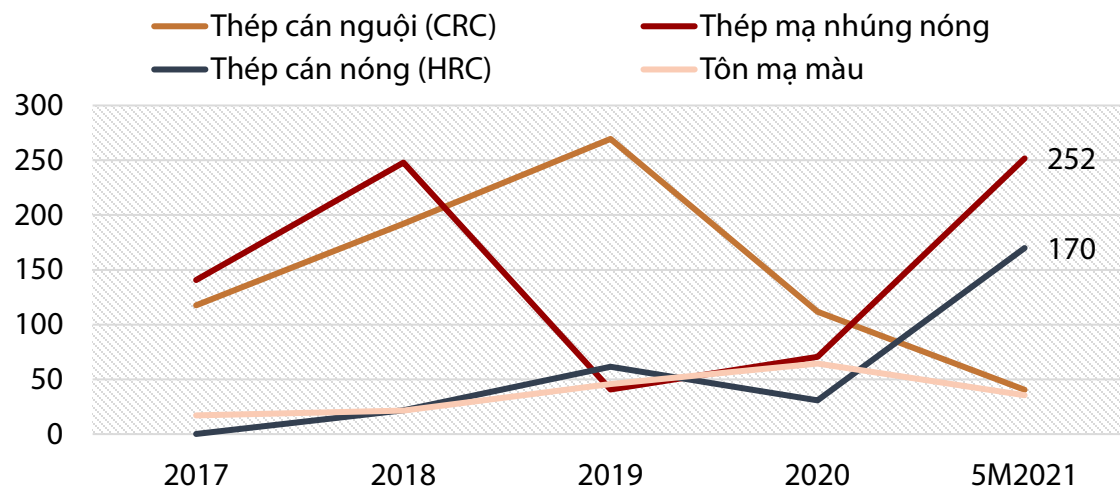


Nguồn: Vietnam's Custom, CTCK Rồng Việt

**Các chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu mạnh mẽ vẫn hỗ trợ XK tôn mạ.**

- Nhu cầu thép ở châu Âu được dự báo sẽ tăng 10,2% YoY vào năm 2021 và 4,8% vào năm 2022.
- EU đã gia hạn các biện pháp tự vệ đối với thép nhập khẩu, chủ yếu nhằm vào Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc và Thổ Nhĩ Kỳ. Các nhà sản xuất, như NKG, HSG, đã nhận đủ đơn đặt hàng cho đến tháng 11.
- Các nhà sản xuất trên có thể tăng tỷ trọng XK sang ASEAN để duy trì SL tiêu thụ nếu nhu cầu từ châu Âu-Bắc Mỹ giảm.
- SL XK của Việt Nam vẫn sẽ cao cho đến năm 2023, khi EU bắt đầu áp dụng cơ chế biên giới carbon, làm giảm lợi thế của các DN Việt Nam.

**Hình 8: SL xuất khẩu sang EU theo mặt hàng (nghìn tấn)**



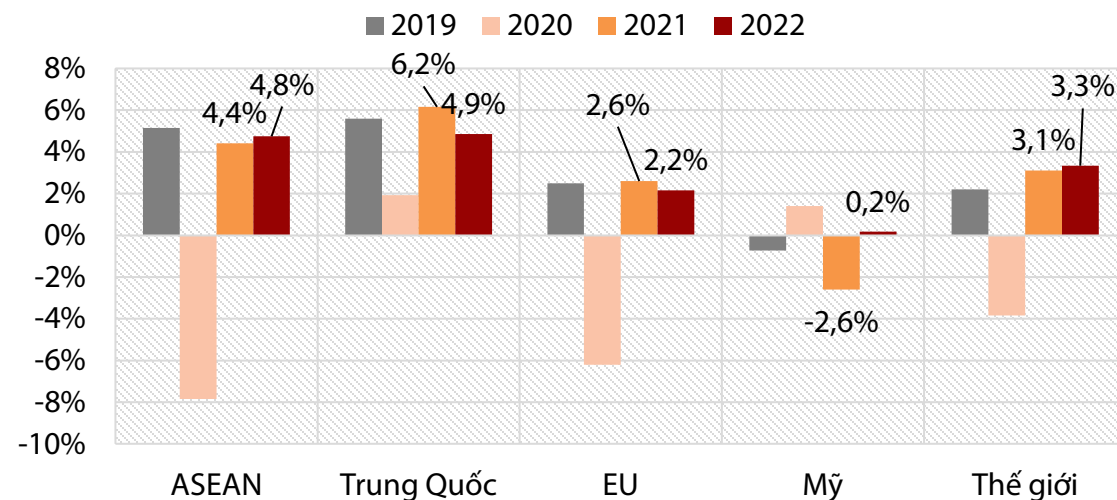
Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Hạn ngạch nhập khẩu EU áp cho VN và một số nước**

| ĐV: Nghìn tấn         | 07/2020-06/2021 | 07/2021-06/2022 | 07/2022-06/2023 | 07/2023-06/2024 |
|-----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| HRC                   | 4.000           | 4.051           | 4.172           | 4.297           |
| CRC                   | 1.100           | 1.054           | 1.086           | 1.118           |
| Thép mạ kim loại (4A) | 2.000           | 2.045           | 2.106           | 2.169           |
| Tôn mạ màu            | 112             | 158             | 163             | 168             |

Nguồn: EUROFER, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Triển vọng tăng trưởng ngành xây dựng tại các khu vực**



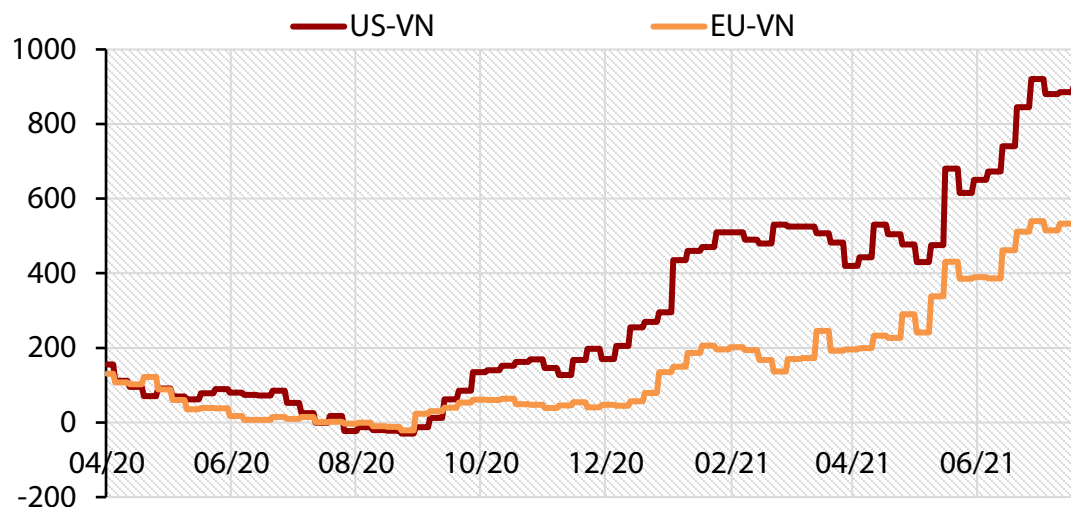
Nguồn: IHS market, CTCK Rồng Việt

### DN Việt Nam sở hữu lợi thế cạnh tranh lớn về giá.

- Chênh lệch giá giữa EU và Việt Nam ngày càng nới rộng và dao động trong khoảng 300-530 USD/tấn. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của các nhà xuất khẩu thép ở Việt Nam có thể dao động từ 15%-25% trong 2H.
- Giả sử mỗi tấn thép (BOF) cần thải ra 1,85 tấn CO<sub>2</sub> (WSA), chi phí sản xuất ở EU sẽ cao hơn 120 USD so với Việt Nam và Ấn Độ do tốn chi phí cho bản quyền phát thải.
- Giá điện dao động trong khoảng 150-330 USD/Mwh ở EU và 77 USD/Mwh ở Việt Nam. Chi phí điện ở EU sẽ cao hơn 15-35 USD cho mỗi tấn thép sản xuất.
- Thép được sản xuất bằng lò điện chiếm 40% sản lượng thép ở châu Âu và có giá thành sản xuất cao hơn từ 15%-20% so với thép sản xuất bằng lò BOF.

**Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp xuất khẩu sang EU-Bắc Mỹ có thể giảm dần từ 22% trong Q2 xuống khoảng 14% vào năm 2022 và vẫn cao hơn so với giai đoạn 2018-2019.**

Hình 10: Chênh lệch giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá phát thải carbon tại châu Âu (USD/tấn)



Nguồn: EMBER, ICE, CTCK Rồng Việt

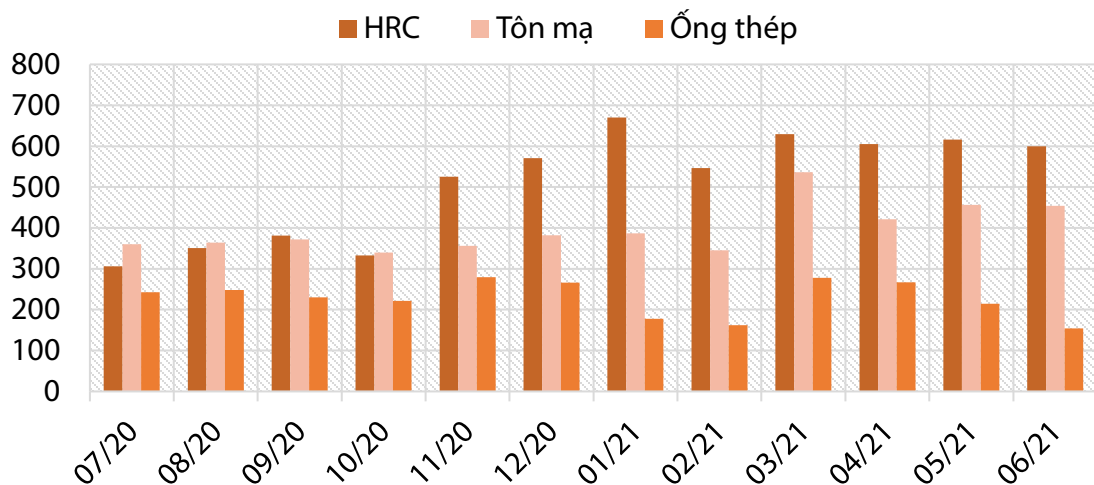
**Tiêu thụ HRC sẽ tích cực nhờ nhu cầu mạnh mẽ của các nhà sản xuất hạ nguồn.**

- Giá bán HRC trong Q3 vẫn ở mức cao nhờ nhu cầu XK mạnh mẽ sang các thị trường EU-Bắc Mỹ, những thị trường vốn cấm thép có xuất xứ từ Trung Quốc.
- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ HRC sẽ vẫn ở mức cao. Mức chênh lệch giá thép cao giữa châu Âu-Bắc Mỹ và Việt Nam cho phép HPG và Formosa XK với lợi nhuận cao. Bên cạnh đó, SL XK tôn mạ có thể vẫn tích cực nhờ giá thép cạnh tranh ở Việt Nam và lĩnh vực xây dựng ở EU-Bắc Mỹ có thể tiếp tục phục hồi.
- Do đó, HPG và Formosa vẫn sẽ có lợi nhuận và SL tiêu thụ cao trong 2H2021 ở mảng HRC.

**Tuy nhiên, nhu cầu thép xây dựng sẽ yếu trong ngắn hạn.**

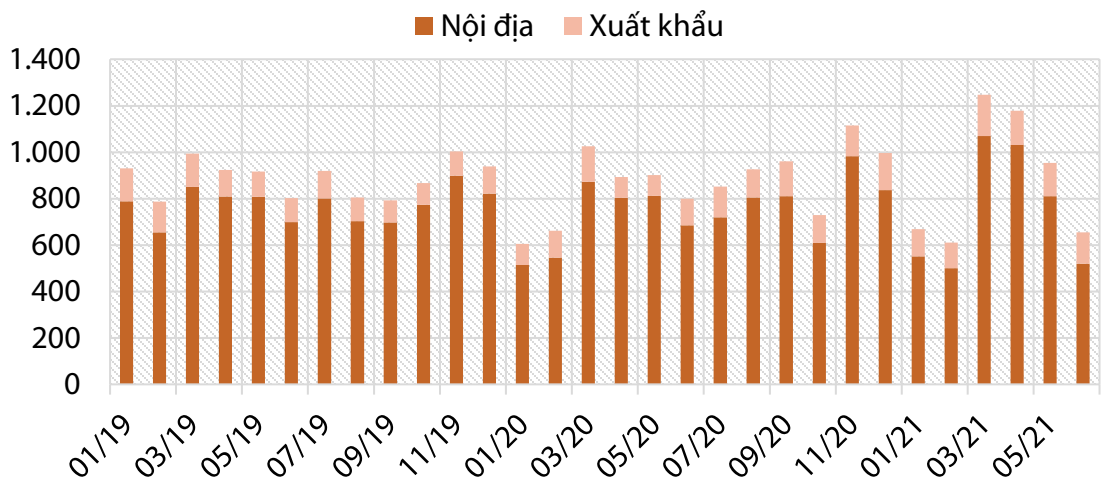
- Chỉ thị 16 có thể được áp dụng ít nhất cho đến ngày 14/8 tại miền Nam, nơi chiếm 34% SL tiêu thụ thép xây dựng, và khiến SL tiêu thụ thấp trong Q3. Tiêu thụ có thể phục hồi trong Q4 nhờ yếu tố mùa vụ và các dự án bị hoãn lại trong Q3, tuy nhiên, vẫn phụ thuộc vào tình trạng dịch bệnh.
- **Nhu cầu yếu cùng chi phí sản xuất tăng sẽ đặt áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép xây dựng trong 2H.**

**Hình 12: SL tiêu thụ thép phẳng (nghìn tấn)**



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

**Hình 13: SL tiêu thụ thép xây dựng (nghìn tấn)**

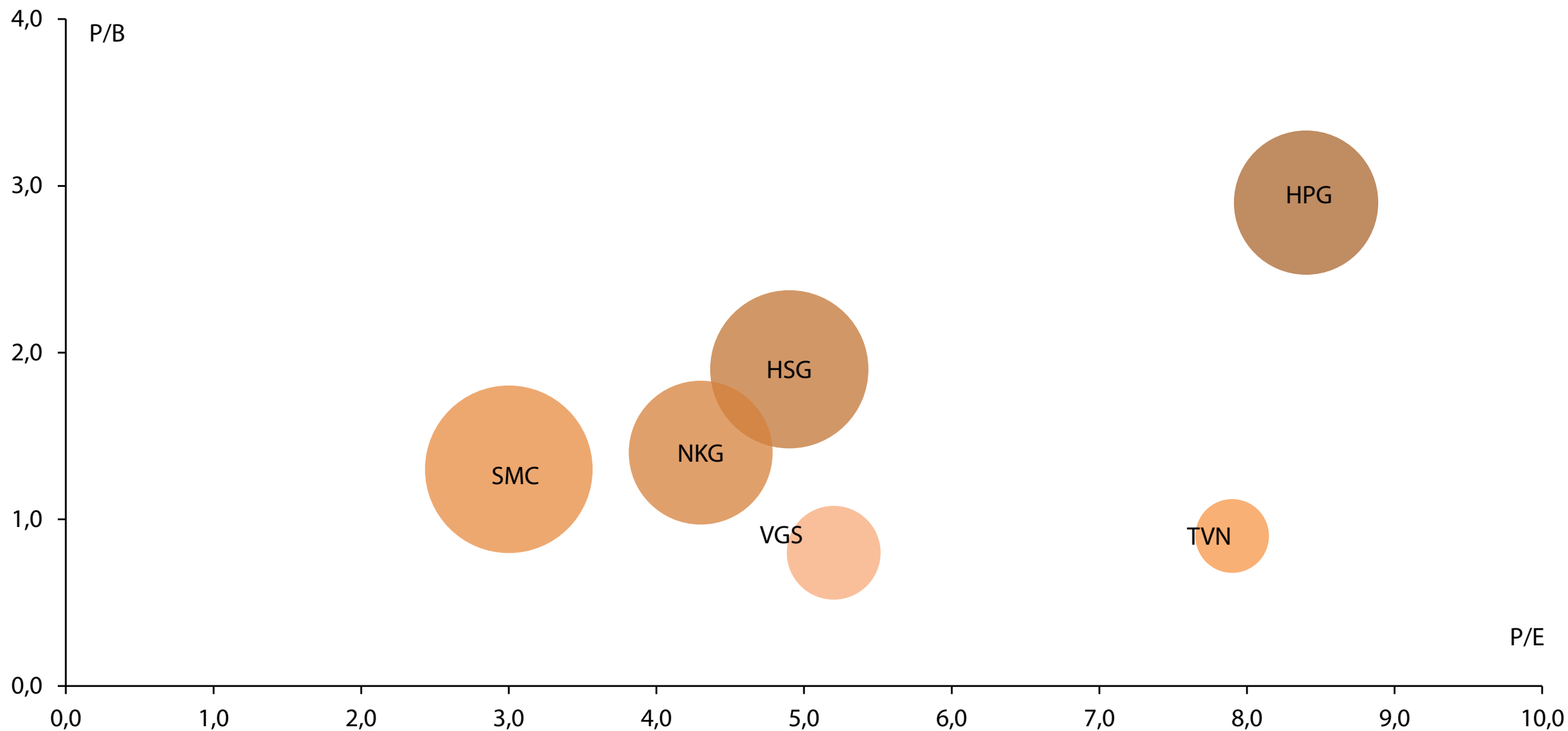


Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

| Mã CP      | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>HPG</b> | 211.346           | 59.000             | 29,6                          | 56,5                       | 29,3            | 24,6                  | 86,6                     | 21,6             | 18,3    | 39,5    | 0,0                 | 8,4                | 2,9                |
| <b>NKG</b> | 18.292            | 42.500             | 37,3                          | 53,3                       | 13,4            | 11,2                  | 143,7                    | 9,1              | 18,3    | 47,6    | 0,0                 | 4,9                | 1,9                |
| <b>HSG</b> | 6.288             | 42.800             | 61,4                          | 143,4                      | 11,6            | 9,5                   | 374,9                    | 7,5              | 14,0    | 39,2    | 0,9                 | 4,3                | 1,4                |
| <b>SMC</b> | 2.845             | 47.500             | 24,8                          | 158,0                      | 6,7             | 6,1                   | 222,7                    | 5,1              | 12,9    | 53,3    | 2,1                 | 3,0                | 1,3                |
| <b>VGS</b> | 8.332             | N/A                | 15,9                          | 33,2                       | 4,5             | 3,0                   | 138,7                    | 3,4              | 4,5     | 10,3    | 0,0                 | 7,9                | 0,9                |
| <b>TVN</b> | 640               | N/A                | -2,8                          | n/a                        | 0,0             | 0,0                   | 19,0                     | 0,0              | 0,0     | 0,0     | 6,6                 | 5,2                | 0,8                |
| <b>TIS</b> | 1.820             | N/A                | 17,3                          | 27,4                       | 3,7             | 2,4                   | 500,2                    | 1,0              | 1,2     | 5,8     | 0,0                 | 16,2               | 0,9                |

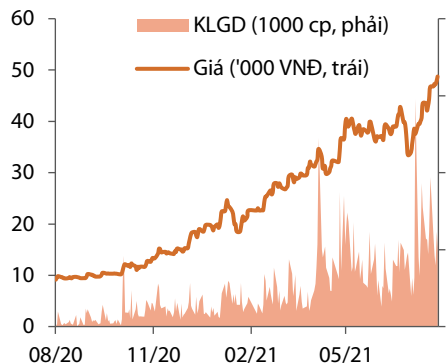
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.





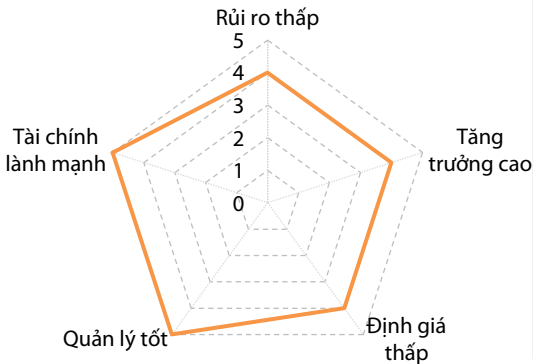
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 26%>



<GTT: 47.250>

<GMT: 59.000>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Ngành                    | NVL - Thép      |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 211,345.6       |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 4,472.9         |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 30,964.8        |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 1,655.7         |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 22.3            |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 21.700 - 67.800 |

## TÀI CHÍNH

|                        | 2020A  | 2021F   | 2022F   |
|------------------------|--------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 90.119 | 143.454 | 154.861 |
| LNST (tỷ đồng)         | 13.439 | 32.724  | 33.546  |
| ROA (%)                | 10,3   | 22      | 18,2    |
| ROE (%)                | 22,8   | 32,8    | 27,4    |
| EPS (đồng)             | 2.824  | 6.877   | 7.050   |
| GTSS (đồng)            | 13.204 | 22.301  | 27.351  |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 500     | 2.000   |
| P/E (x) (*)            | 6,6    | 7,0     | 6,9     |
| P/B (x) (*)            | 2,3    | 2,2     | 1,8     |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**HPG có thể duy trì lợi nhuận cao ở mảng thép phẳng trong 6 tháng cuối năm và 2022 do giá bán cao, điều kiện thương mại và chính sách môi trường thuận lợi ở Trung Quốc và Châu Âu.**

- Giá thép cán nóng (HRC) của HPG trong quý 3 tiếp tục tăng QoQ, từ 870 USD/tấn lên 960 USD/tấn. Chúng tôi kỳ vọng giá HRC có thể duy trì ở mức 900 USD/tấn trong quý 4. Do đó, công ty có thể đạt tỷ suất lợi nhuận gộp 38,5% trong 6 tháng cuối năm.
- Trong năm 2022, lợi nhuận của HPG ở mảng thép dẹt vẫn có thể duy trì ở mức cao. Các biện pháp phòng vệ thương mại của EU đối với thép nhập khẩu ở Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Hàn Quốc cùng với giá carbon tăng khiến chi phí sản xuất thép cao ở EU, sẽ là điều kiện thuận lợi cho các nhà sản xuất của Việt Nam. Tác động cạnh tranh từ Trung Quốc có thể giảm do nước này đang buộc cắt giảm khí thải cacbon và giảm xuất khẩu thép.

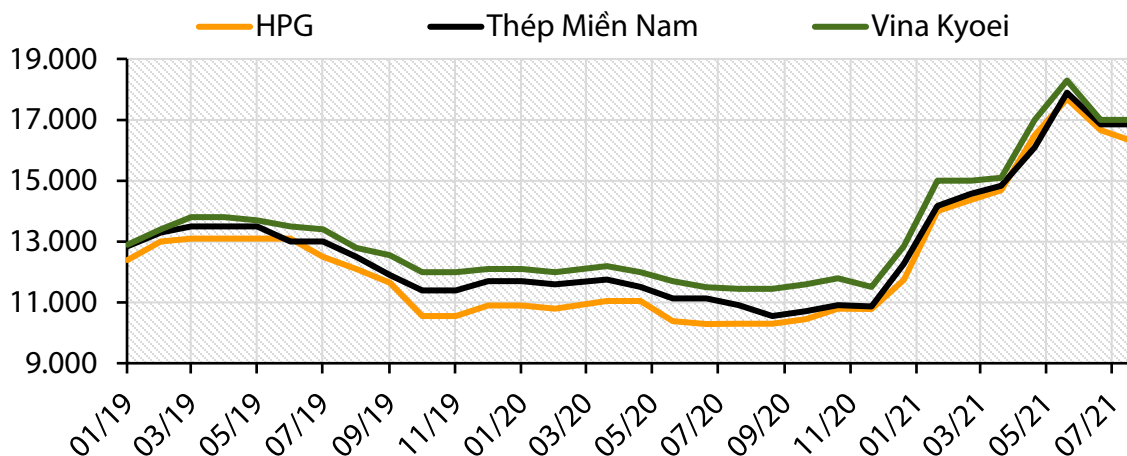
**Với năng lực sản xuất dồi dào, công ty có thể đạt mức tăng trưởng sản lượng bán hàng cao sau đại dịch.**

- Sau đại dịch, nhu cầu thép xây dựng sẽ phục hồi giúp HPG bán được nhiều thép thành phẩm hơn và giảm lượng xuất khẩu phôi, vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán thép xây dựng của HPG sẽ tăng 15% YoY vào năm 2022, cao hơn so với tốc độ 9% YoY vào năm 2021.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

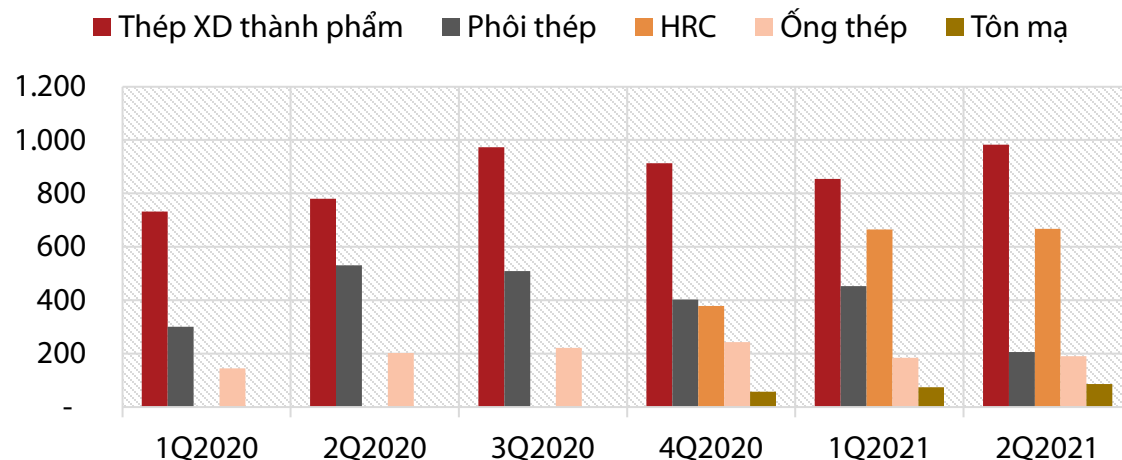
- Những thay đổi trong chính sách thương mại của Liên minh Châu Âu có thể ảnh hưởng đáng kể cầu HRC hạ nguồn.

Hình 1: Giá thép xây dựng miền Nam (VND/kg)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: SL tiêu thụ, theo sản phẩm (nghìn tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

**Trong nửa đầu năm, doanh thu đạt 66.295 tỷ đồng (+67%YoY); LNST là 16.751 tỷ đồng (+231% YoY); sản lượng (SL) bán hàng đạt 4,36 triệu tấn (+62% YoY).**

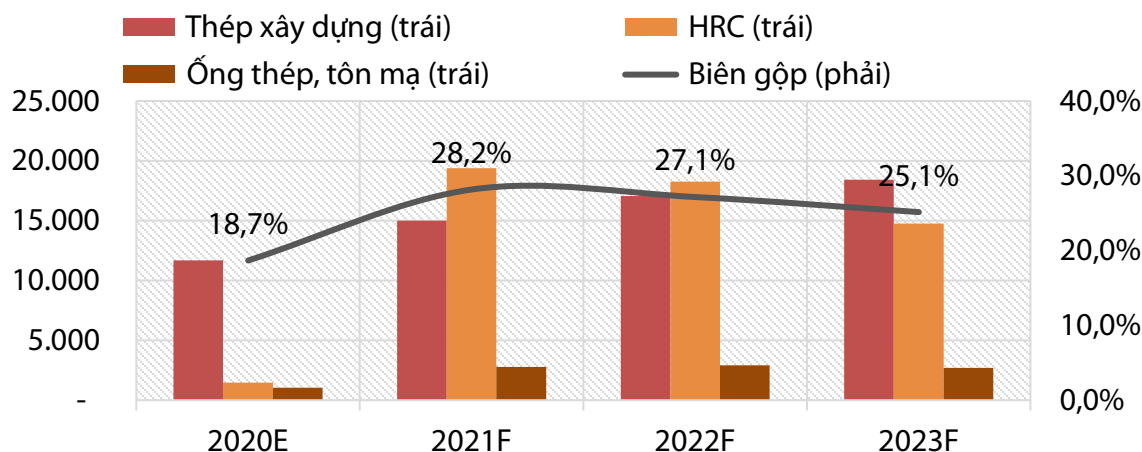
#### Giá thép tăng mạnh giúp biên lợi nhuận cải thiện

- Giá HRC hàng quý tăng 20% QoQ quý 1 và 26% QoQ đạt mức trung bình 870 USD/tấn trong quý 2. Giá thép xây dựng cũng tăng mạnh trong 1H (Hình 1).
- Tồn kho nguyên vật liệu được tích lũy ở mức giá thấp giúp biên gộp đạt mức 29,7% trong 6T2021, tăng mạnh từ mức 18,8% trong 6T2020.

#### SL tiêu thụ các loại thép có khả năng sinh lời cao tăng mạnh

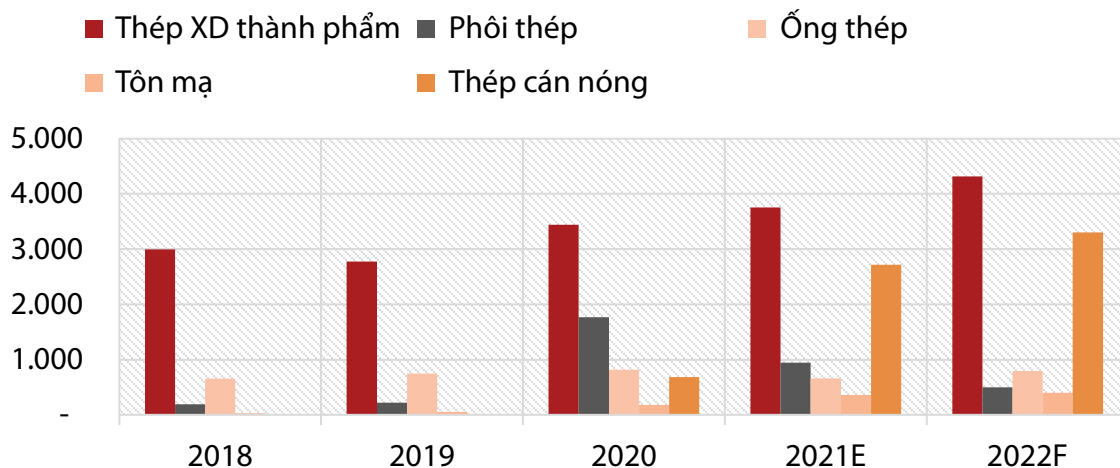
- HPG đẩy mạnh xuất khẩu thép xây dựng thành phẩm do nhu cầu trong nước tương đối yếu. SL tiêu thụ thép XD thành phẩm tăng 22% YoY lên 1,84 triệu tấn trong 6T2021. Trong đó, SL xuất khẩu tăng 80%, trong khi doanh số bán hàng nội địa chỉ tăng 12%.
- Nhu cầu mạnh mẽ từ khu vực EU-Bắc Mỹ đã thúc đẩy doanh số bán HRC và tôn mạ. SL HRC đạt 1,33 triệu tấn trong 6T2021, đóng góp 30,5% vào tổng SL tiêu thụ thép (tính cả nội bộ và bán ra ngoài).

Hình 3: Biên gộp mảng thép (%) và LN gộp theo sản phẩm (tỷ đồng)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng SL tiêu thụ thép (nghìn tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

### Mảng thép phặng: Kết quả kinh doanh vẫn có thể tăng trưởng so với 1H

- Nhu cầu HRC hạ nguồn trong nước mạnh do các hoạt động xuất khẩu tôn mạ sôi động sang EU và Bắc Mỹ, nơi vốn đã áp thuế rất cao lên thép của Trung Quốc.
- Giá HRC của HPG trong Q3 đạt khoảng 960 USD/tấn và dự báo đạt 900 USD/tấn trong Q4. Do giá bán cao, chúng tôi kỳ vọng biên gộp mảng này đạt 37,5% trong 1H2021, tăng nhẹ từ 36,2% 2H2021. Biên gộp cả năm 2022 ước đạt 36,2%.
- Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của HRC sẽ vẫn cao, đạt 31%, do nhu cầu và giá cả thuận lợi ở Châu Âu và Bắc Mỹ.

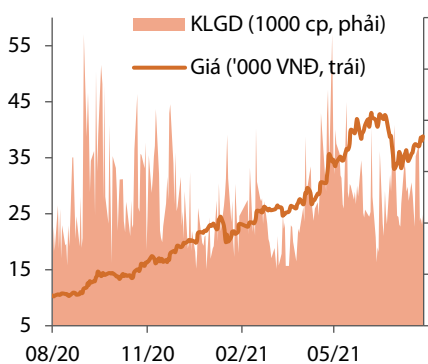
### Mảng thép xây dựng: Nhu cầu thép xây dựng yếu, trong khi, chi phí sản xuất tăng

- Nhu cầu thép có thể suy yếu trong nửa cuối năm do tác động của các biện pháp kiểm soát đại dịch. Chúng tôi kỳ vọng HPG tiêu thụ 880.000 tấn thép thành phẩm trong quý 3 và 1,02 triệu tấn trong quý 4. SL bán hàng trong 6 tháng cuối năm không đổi so với cùng kỳ năm trước.
- CPSX tăng do giá quặng sắt và than cốc, cùng với nhu cầu yếu, sẽ gây áp lực lên biên LN. Chúng tôi kỳ vọng biên gộp có thể giảm từ 24,0% trong 1H2021 năm xuống 15,8% trong 2H2021.
- Năm 2022, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thép xây dựng có thể phục hồi và SL tiêu thụ của HPG có thể tăng 15% YoY.

Các mảng khác sẽ đóng góp một phần nhỏ vào tổng LN 2H2021.

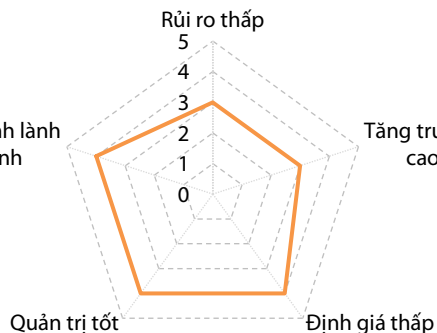
Chúng tôi ước tính doanh thu và LN 2H2021 đạt lần lượt 77.000 tỷ đồng (+53% YoY) và 16.300 tỷ đồng (+ 93% YoY).

<TÍCH LŨY: 14%>



<GTT: 37.400>

<GMT: 42.800>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                          |                |
|--------------------------|----------------|
| Ngành                    | NVL - Thép     |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 18.291,7       |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 489,1          |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 13.046,5       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 507,4          |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 38,9           |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 9.500 - 46.100 |

## TÀI CHÍNH

|                        | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 27.543 | 46.025 | 58.908 |
| LNST (tỷ đồng)         | 1.151  | 4.393  | 3.575  |
| ROA (%)                | 6,5    | 19,6   | 13,9   |
| ROE (%)                | 17,4   | 41,1   | 25,5   |
| EPS (đồng)             | 2.588  | 8.353  | 6.798  |
| GTSS (đồng)            | 14.860 | 21.863 | 28.661 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x) (*)            | 6,0    | 4,5    | 5,6    |
| P/B (x) (*)            | 1,1    | 1,7    | 1,3    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Nhu cầu mạnh mẽ từ nước ngoài cho phép HSG vận hành các nhà máy tôn mạ ở mức công suất tối đa trong 2H2021**

- HSG sẽ chủ động tăng sản lượng xuất khẩu trong 4Q/20-21 để bù đắp nhu cầu tôn mạ đang suy yếu ở thị trường nội địa. Công ty đã nhận đủ đơn đặt hàng ở nước ngoài để sản xuất cho đến tháng 11-12. Sản lượng xuất khẩu có thể tăng 10% QoQ trong quý 4, trong khi sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa có thể giảm 11% QoQ.
- Biên lợi nhuận gộp xuất khẩu có thể tăng lên 19,5% trong quý 4 từ 18,9% trong quý 3. Sản lượng xuất khẩu sang các thị trường có mức sinh lời cao như EU và Mỹ có thể tăng 120% QoQ lên 183.000 tấn trong quý 4.

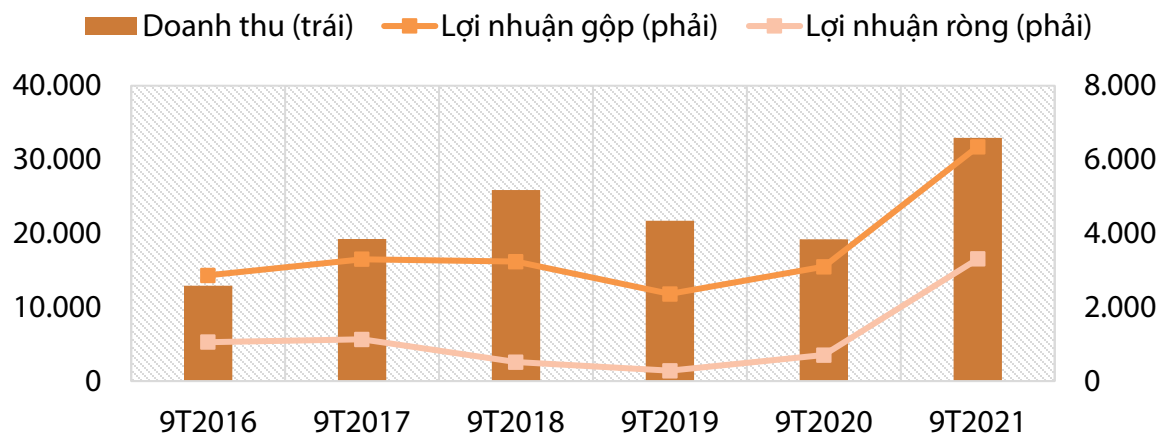
**HSG có thể duy trì sản lượng xuất khẩu mạnh trong năm tài chính tiếp theo do nhu cầu mạnh mẽ, chính sách thương mại và môi trường thuận lợi ở Châu Âu**

- EU và Mỹ đang bắt đầu nhiều dự án cơ sở hạ tầng, đòi hỏi lượng thép lớn. Bên cạnh đó, các nhà sản xuất thép của Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ phòng vệ thương mại của EU đối với nhập khẩu thép, tập trung vào Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Hàn Quốc. Trong khi giá carbon tăng ở EU, dẫn đến chi phí sản xuất thép cao ở EU, sẽ khiến thép Việt Nam có khả năng cạnh tranh tốt.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu của HSG có thể đạt 1,1 triệu tấn trong năm 2021-2022, giảm nhẹ 4% nhưng vẫn ở mức cao so với các năm trước.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

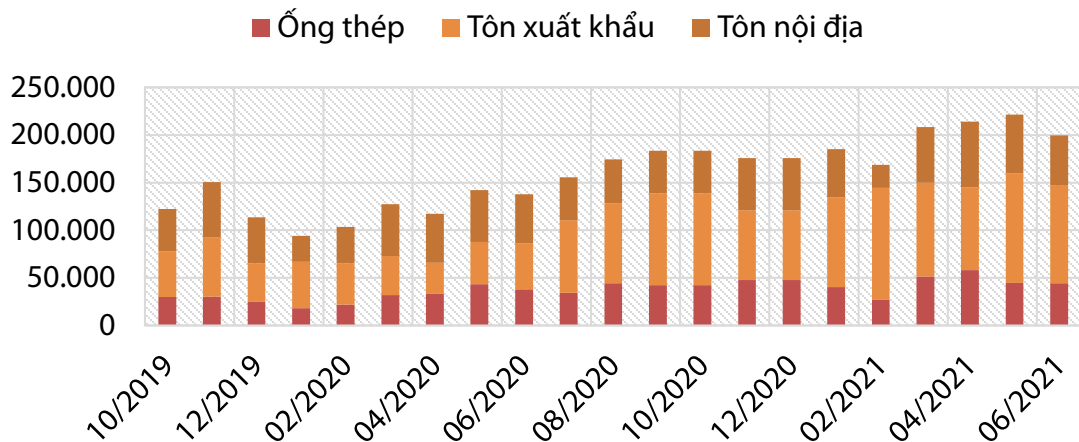
- Những thay đổi trong chính sách thương mại của EU có thể ảnh hưởng đáng kể đến LNST của HSG.

Hình 1: Doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ tôn mạ, theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

**9T: Doanh thu 32.932 tỷ đồng (+ 72% YoY); LNST đạt 3.308 tỷ đồng (+ 372% YoY); sản lượng tiêu thụ 1.731.000 tấn (+ 56% YoY);** Giá bán trung bình tăng 10% YoY.

Chi phí lãi vay giảm đáng kể từ 446 tỷ đồng xuống 320 tỷ đồng trong 9 tháng.

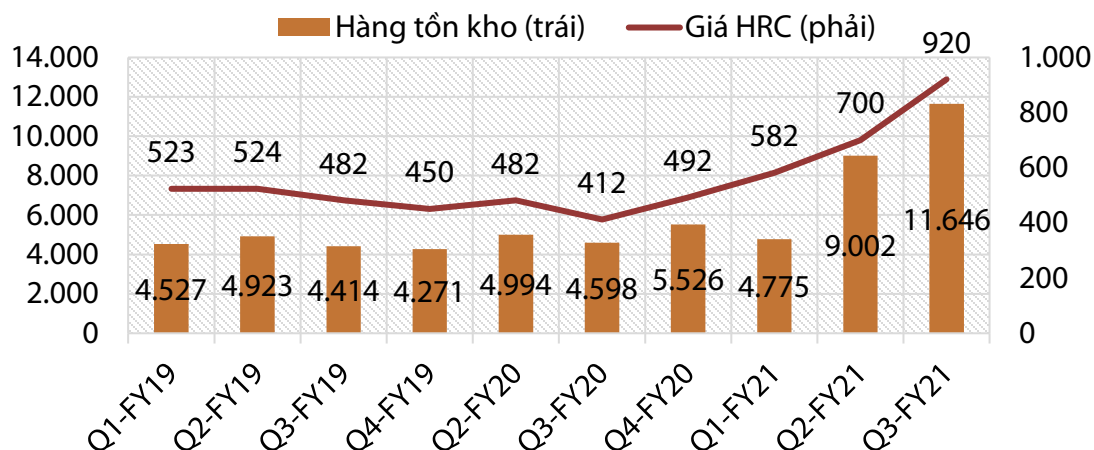
#### Giá thép tăng đã thúc đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp

- Giá HRC hàng quý tăng 20% -31% QoQ từ 582 USD/tấn trong Q1/FY20-21 lên 920 USD/tấn trong Q3/FY20-21.
- Biên lợi nhuận gộp tăng từ 16,1% trong 9T/FY19-20 lên 19,2% trong 9T/FY20-21.

#### Sản lượng bán ra tăng mạnh chủ yếu nhờ vào hoạt động xuất khẩu

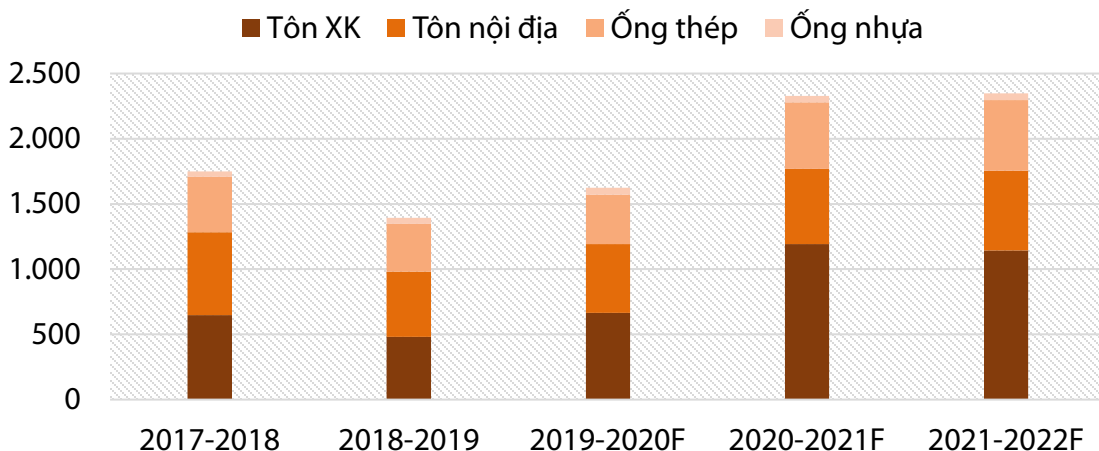
- Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng tôn mạ tăng 59%, trong đó sản lượng xuất khẩu tăng 110%.
- Nhu cầu mạnh mẽ từ EU-Bắc Mỹ đã thúc đẩy sản lượng xuất khẩu. Các thị trường này chiếm khoảng 25% -30% sản lượng xuất khẩu trong 3 quý đầu niên độ tài chính.

**Hình 3: Hàng tồn kho của HSG (tỷ đồng) và giá HRC (USD/tấn)**



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dự báo sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)**



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

**Q4/FY20-21: Tập trung vào thị trường xuất khẩu**

- HSG có thể tăng sản lượng (SL) xuất khẩu từ 304.000 tấn trong quý 3 lên 334.000 tấn trong quý 4. Sản lượng tiêu thụ tôn mạ có thể đạt 480.000 tấn trong quý 4, tăng 3% QoQ.
- SL tiêu thụ ống thép có thể giảm 18% xuống 116.500 tấn do việc thực hiện Chỉ thị 16 ở miền Nam.
- Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường EU – Mỹ có thể tăng từ 27% trong quý 3 lên 55% trong quý 4. Biên lợi nhuận gộp tại các thị trường này ước đạt khoảng 22%.
- Biên gộp có thể giảm xuống 19,5% trong quý 4 từ mức 22,7% trong quý 3 do chúng tôi kỳ vọng khả năng sinh lời tại thị trường nội địa sẽ giảm từ 28% về mức 20% do nhu cầu suy giảm và giá thép ổn định.
- Doanh thu: 13.095 tỷ đồng, +57%. LNST: 1.100 tỷ đồng, +144% YoY.

**FY21-22: Điều kiện thị trường cho phép HSG duy trì SL xuất khẩu cao**

- SL xuất khẩu dự kiến sẽ ổn định ở mức 1,2 triệu tấn nhờ chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu mạnh mẽ ở châu Âu sau đại dịch, có thể đến từ việc tăng đầu tư cơ sở hạ tầng.
- SL tôn mạ và ống thép nội địa dự kiến sẽ tăng 6% YoY.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2022 có thể giảm từ 19,2% xuống 14,1% chủ yếu do giá thép ổn định. Do đó, LNST có thể giảm 19% YoY xuống còn 3.575 tỷ.

**FY22-23: Do cơ chế biên giới carbon tại EU, SL xuất khẩu có thể giảm 15% YoY và biên gộp giảm từ mức 14,1% về 12,7%.**



<MUA: 24%>

<GTT: 34.550>

<GMT: 42.500>

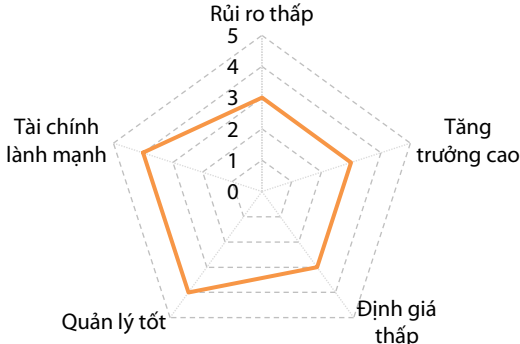
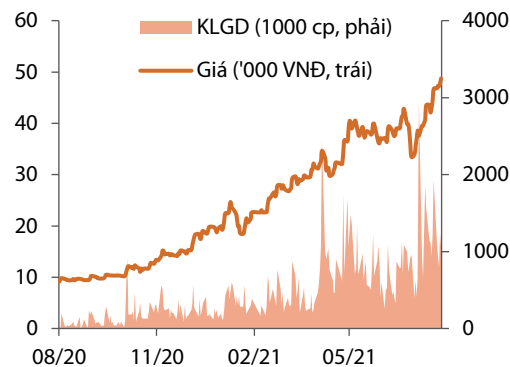
### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A

2021F

2022F



|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Ngành                    | NVL - Thép      |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 6.288,1         |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 182,0           |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 5.237,8         |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 169,1           |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 35,2            |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 21.700 - 67.800 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 11.560 | 28.166 | 29.062 |
| LNST (tỷ đồng)         | 295    | 2.264  | 1.503  |
| ROA (%)                | 3,9    | 20,1   | 12,4   |
| ROE (%)                | 9,3    | 43,2   | 23,2   |
| EPS (đồng)             | 1.101  | 11.820 | 7.847  |
| GTSS (đồng)            | 17.479 | 28.799 | 35.646 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 300    | 1.000  |
| P/E (x) (*)            | 9,2    | 3,2    | 4,8    |
| P/B (x) (*)            | 0,9    | 1,3    | 1,1    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Hoạt động xuất khẩu mạnh sẽ bù đắp mức tiêu thụ yếu ở thị trường nội địa trong nửa cuối năm 2021

- NKG đã nhận đủ đơn đặt hàng xuất khẩu cho đến tháng 11, cho phép các nhà máy hoạt động hết công suất trong năm 2021. Sản lượng xuất khẩu có thể chiếm khoảng 80% tổng sản lượng tôn mạ tiêu thụ trong nửa cuối năm.
- NKG có thể đạt mức lợi nhuận xuất khẩu cao trong 6T/2021 so với cùng kỳ năm ngoái do NKG tích lũy được một lượng lớn HRC ở mức giá thấp trong tháng 6, cùng với chênh lệch giá HRC giữa Châu Âu và Việt Nam ngày càng nở rộng.

#### Các chính sách thương mại và môi trường ở Châu Âu có thể hỗ trợ xuất khẩu của NKG trong năm tới

- EU đã gia hạn phòng vệ đối với thép nhập khẩu, chủ yếu nhắm vào Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ và Hàn Quốc. Vì vậy, điều kiện thị trường vẫn đang rất thuận lợi cho các nhà xuất khẩu Việt Nam.
- Giá carbon ngày càng tăng, dẫn đến giá thành sản xuất thép ở EU cao so với nhiều nước như Việt Nam và Ấn Độ.

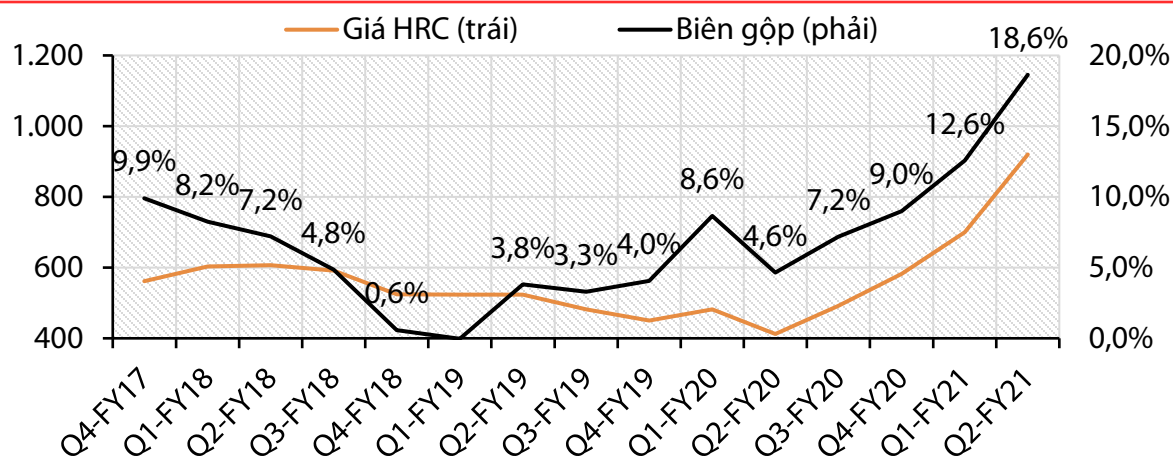
#### Mở rộng công suất để nắm bắt cơ hội phát triển

- NKG đang xây dựng nhà kho mới và chuyển dây chuyền sản xuất ống thép sang nhà máy mới. Qua đó, công ty có thể nâng công suất ống thép thêm 80% lên 330.000 tấn. Công suất sản xuất tôn mạ thêm 15% lên 1,15 triệu tấn do có thêm không gian cho sản xuất tại nhà máy Nam Kim 1 và 2.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

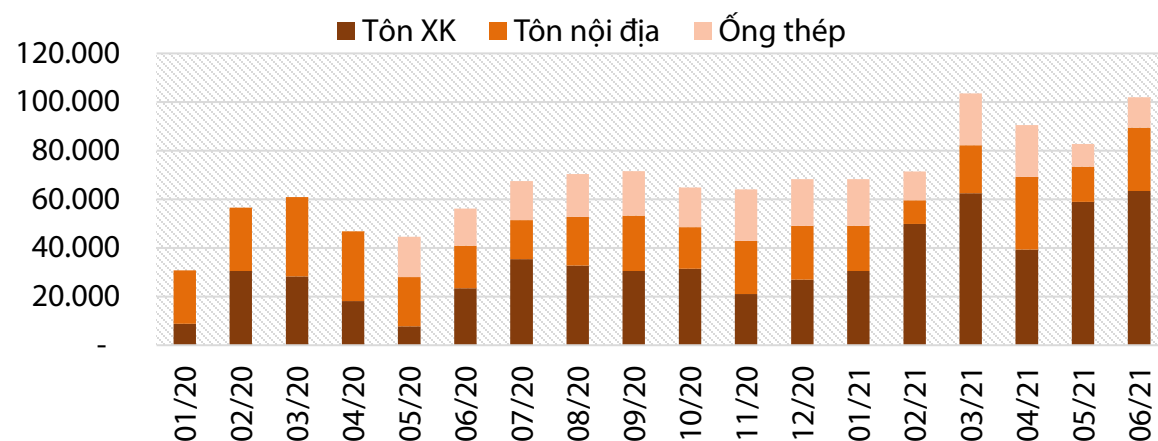
- Những thay đổi trong chính sách thương mại của EU và Trung Quốc có tác động đáng kể đến LNST của NKG.

Hình 1: Giá HRC (USD/tấn) và biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn CTCK Rồng Việt

Hình 2 Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm (tấn)



Nguồn NKG, CTCK Rồng Việt

**6T: Doanh thu 11.862 tỷ đồng (+ 149% YoY); LNST 1.166 tỷ đồng**

**(+ 1.884% YoY); sản lượng tiêu thụ 518.000 tấn (+ 75% YoY)**

**Lý do chính:**

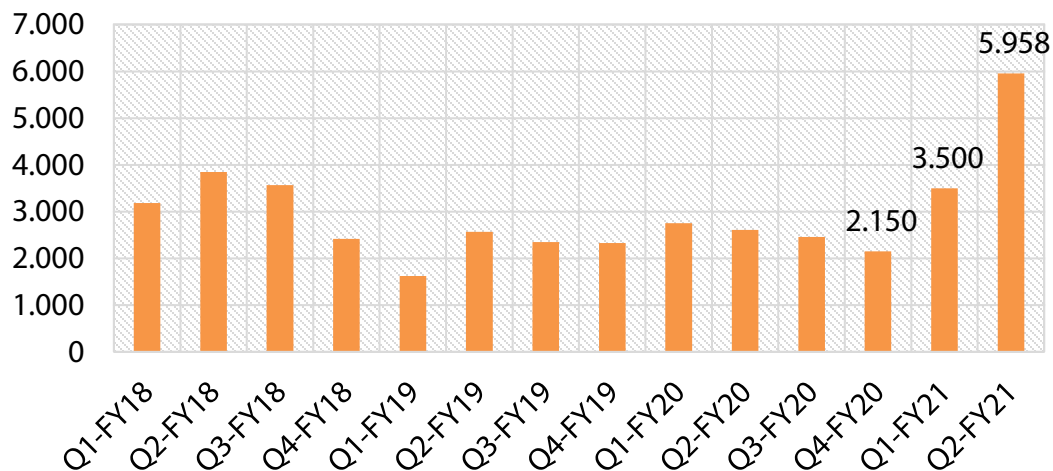
**Tác động tích cực của việc tăng giá thép nhờ vào lượng lớn hàng tồn kho tích lũy ở mức giá thấp**

- Giá HRC tăng lần lượt 20% QoQ và 31% QoQ trong Q1 và Q2. Nhờ đó, NKG kiếm được khoản lợi nhuận lớn nhờ tích lũy lượng lớn HRC với giá tương đối thấp trong tháng 3. Hàng tồn kho của công ty cũng đã tăng 63% QoQ trong quý 1 về giá trị.
- Biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 12,6% trong quý 1 lên 18,6% trong quý 2, mức rất cao so với biên lợi nhuận trước đây.

**Hoạt động xuất khẩu mang lại lợi nhuận cao và thúc đẩy sản lượng bán hàng**

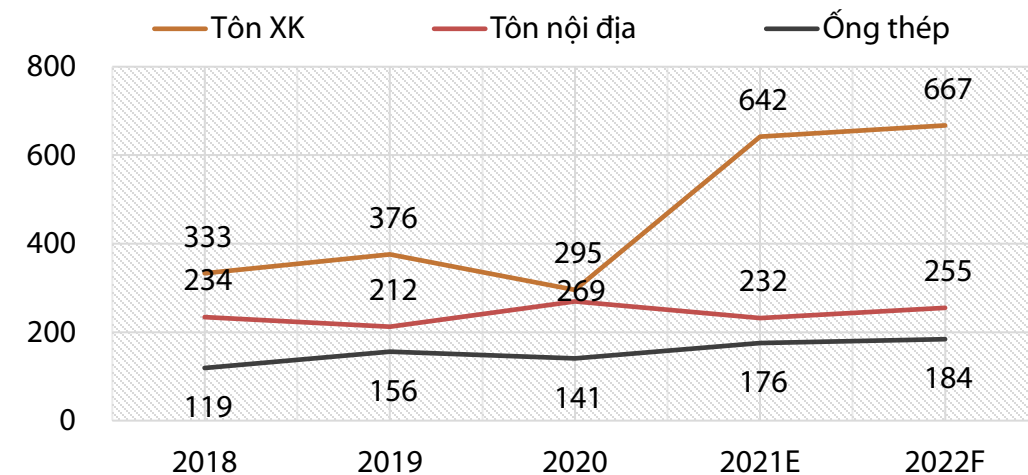
- Nhờ vào chênh lệch giá HRC giữa Châu Âu và Việt Nam ngày càng nói rộng, NKG đạt biên lợi nhuận gộp từ xuất khẩu cao, ước tính khoảng 22%.
- Sản lượng xuất khẩu tăng 160% YoY lên 518.000 tấn trong 6 tháng đầu năm, đóng góp khoảng 59% vào tổng sản lượng tiêu thụ. Các nhà máy của công ty đã hoạt động hết công suất và công ty cũng sử dụng CRC bên ngoài để khai thác công suất sản xuất tôn mạ một triệu tấn/năm.

**Hình 6: Hàng tồn kho (tỷ đồng)**



Source: Rong Viet Securities

**Hình 7: Dự phóng sản lượng tiêu thụ của NKG (nghìn tấn)**



Source: NKG, Rong Viet Securities

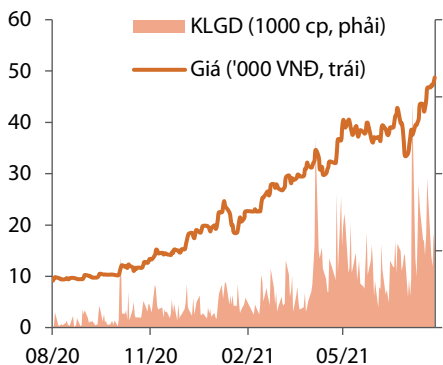
### 2H2021: Tập trung vào thị trường xuất khẩu

- Dự báo biên lợi nhuận gộp xuất khẩu sang EU có thể đạt 19% trong Q3/2021, thấp hơn Q2/2021 (~22%) nhưng cao hơn so với năm ngoái.
- Biên gộp có thể giảm xuống 12,2% trong 2H2021 từ mức 16,1% trong 1H2021 do giá thép có thể ổn định lại trong 2H2021, trong khi đã tăng mạnh trong 1H2021.
- Tồn kho tăng nhưng không gây nhiều rủi ro do phần lớn được chốt cho đơn hàng XK. Lượng tồn kho ước tính đạt 260 nghìn tấn, tương đương 3 tháng SX.
- Các nhà máy của NKG có thể hoạt động hết công suất bất chấp đại dịch. Sản lượng dự báo đạt 536 nghìn tấn trong 2H2021, +32% YoY.
- Doanh thu và LNST lần lượt đạt 16.350 tỷ đồng, + 140% và 1.160 tỷ đồng, + 390% YoY trong nửa cuối năm 2021. LNST cả năm đạt 2.260 tỷ đồng.

### 2022: NKG có thể tăng công suất và duy trì sản lượng xuất khẩu ở mức cao.

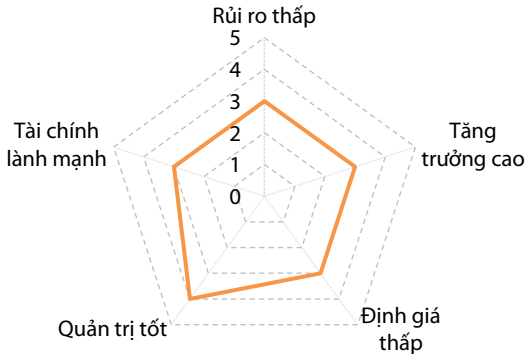
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng xuất khẩu có thể tăng nhẹ vào năm 2022 do chính sách thương mại thuận lợi và nhu cầu mạnh mẽ ở châu Âu sau đại dịch, có thể đến từ việc tăng đầu tư cơ sở hạ tầng.
- NKG đang đầu tư khoảng 120 tỷ đồng xây kho hàng mới và di dời nhà máy sản xuất ống thép (từ nhà máy NK2). Công suất tôn mạ và thép ống sẽ tăng lần lượt 15% và 80% vào năm 2022.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2022 sẽ giảm từ 13,7% xuống 8,9% chủ yếu do giá thép đi vào ổn định. LNST năm 2022 giảm 34% xuống 1.500 tỷ đồng.

<TÍCH LŨY: 4%>



<GTT: 46.700>

<GMT: 47.500>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                          |                |
|--------------------------|----------------|
| Ngành                    | NVL - Thép     |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 2.845,1        |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 60,9           |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 913,6          |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 35,7           |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 27,0           |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 9.650 - 44.350 |

## TÀI CHÍNH

|                        | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 15.736 | 23.345 | 23.755 |
| LNST (tỷ đồng)         | 300    | 820    | 409    |
| ROA (%)                | 4,5    | 11,5   | 5,7    |
| ROE (%)                | 19,8   | 36,1   | 15,7   |
| EPS (đồng)             | 4.932  | 13.295 | 6.641  |
| GTSS (đồng)            | 24.907 | 37.202 | 42.843 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000  | 1.000  | 1.000  |
| P/E (x) (*)            | 4,0    | 3,3    | 6,6    |
| P/B (x) (*)            | 0,8    | 1,2    | 1,0    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Hoạt động bán hàng của SMC sẽ gặp nhiều khó khăn do các biện pháp kiểm soát COVID-19 trong Quý 3, nhưng có thể phục hồi trong Quý 4**

- Việc áp dụng Chỉ thị-16 ở miền Nam khiến các hoạt động xây dựng ở miền Nam bị đình trệ ít nhất cho đến tháng 8. Chúng tôi ước tính rằng sản lượng thép thương mại và sản xuất sẽ giảm lần lượt 19% QoQ và 15% QoQ trong quý 3 trước khi tăng trưởng 24% QoQ và 54% QoQ ở quý 4.
- Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng đạt 1,2 triệu tấn vào năm 2021, thấp hơn 14% so với dự phóng trước khi áp dụng Chỉ thị-16 ở miền Nam..

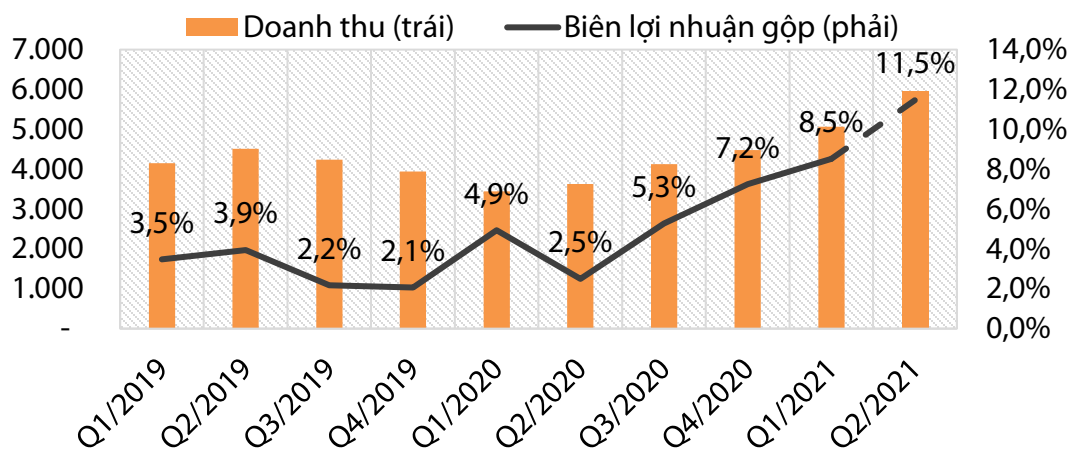
**Các nhà máy mới có thể được hoàn thành vào đầu quý 4, giúp SMC nắm bắt nhu cầu phục hồi sau đại dịch**

- Hai nhà máy mới, bao gồm Coil Center và nhà máy Cơ khí Chính Xác, có thể bắt đầu hoạt động vào cuối tháng 9. Công suất chế biến thép cuộn của SMC sẽ tăng 32,5% vào năm 2022, đạt 530.000 tấn sản phẩm..
- Chúng tôi kỳ vọng các nhà máy này có thể cung cấp 16.500 tấn sản phẩm vào năm 2021, đóng góp 4% vào sản lượng gia công thép cuộn. Sản lượng từ các nhà máy này được kỳ vọng tăng lên 150.000 tấn vào năm 2022, đóng góp 31% vào sản lượng thép cuộn gia công.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

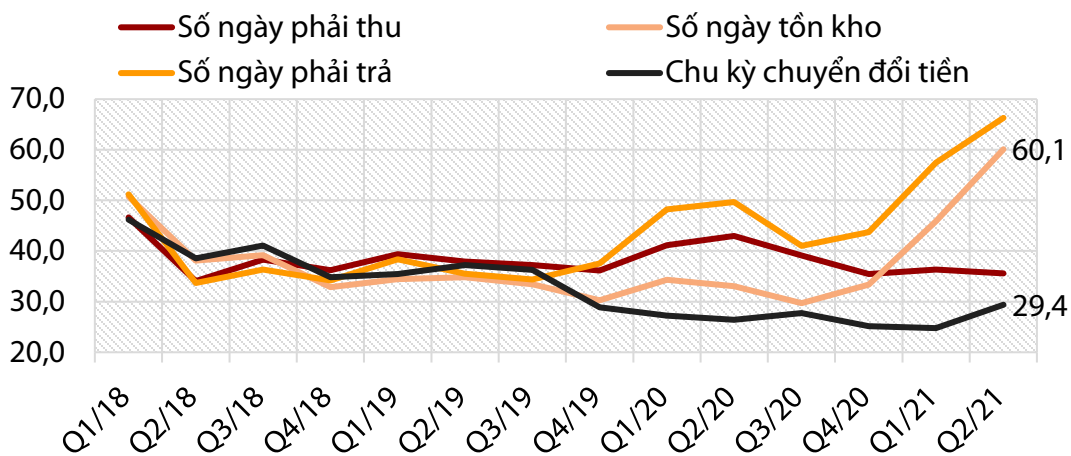
- Giá quặng sắt có thể giảm mạnh, kéo theo giá thép giảm, do đó ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, các biện pháp kiểm soát COVID-1 kéo dài, sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng bán hàng của SMC.

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và Biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Các chỉ số hoạt động (ngày)



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

**Doanh thu đạt 11.019 tỷ đồng (+56%YoY); LNST đạt 710 tỷ đồng (+1,244% YoY); giá bán trung bình ước tính tăng 49% YoY.**

Hàng tồn kho của SMC đã tăng lên kể từ quý 4/2020 và đạt mức đủ cho sản xuất trong hai tháng vào quý 2/2021.

SMC quản lý vốn lưu động tốt khi giảm chu kỳ chuyển đổi tiền mặt về 29,4 ngày, thấp hơn giai đoạn 2018-2019.

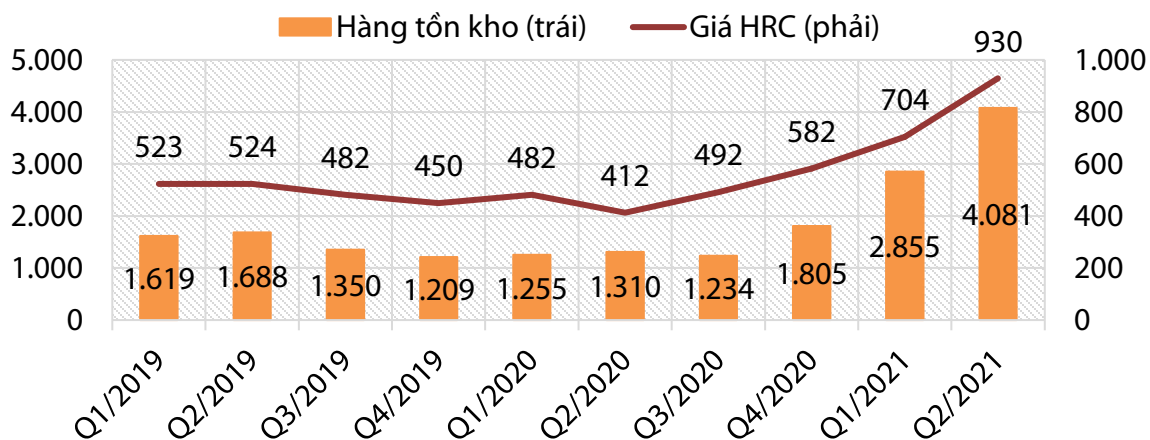
**Giá thép tăng cao cùng lượng tồn kho lớn ở mức giá rẻ giúp thúc đẩy biên lợi nhuận gộp**

- Giá HRC hàng quý tăng 20%-31% QoQ trong quý 1 và quý 2, cho phép SMC tăng giá bán ra.
- Công ty đã dự trữ được khoảng 125.000 tấn thép dẹt với giá trung bình 760 USD/tấn trong tháng 3. Nhờ đó, SMC thu được lợi nhuận lớn từ việc giá thép tăng và đạt biên lợi nhuận gộp cao kỷ lục 11,5% trong quý 2.

**Nhu cầu mạnh mẽ giúp SMC vận hành hết công suất các nhà máy trong 5 tháng trước khi doanh thu giảm vào tháng 6 do đại dịch**

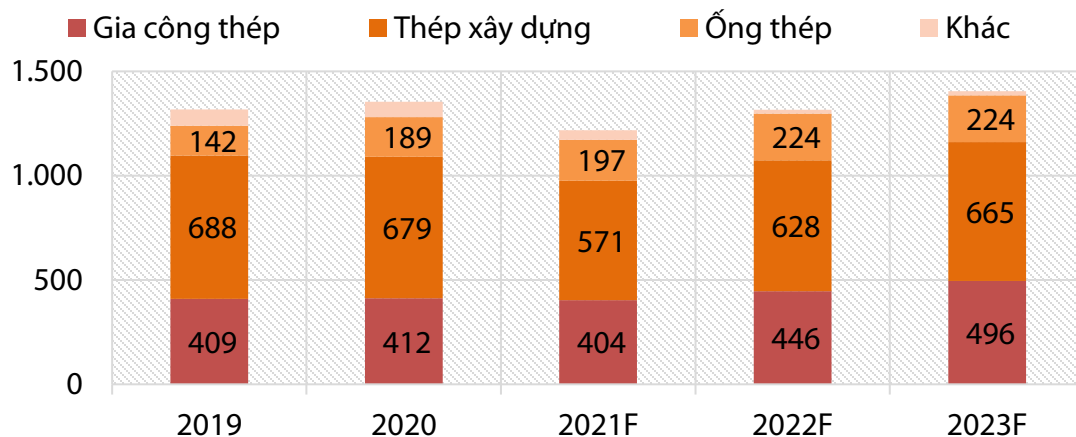
- Sau đỉnh điểm của đại dịch vào Q2/2020, các hoạt động sản xuất và xây dựng đã phục hồi thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ đối với các sản phẩm thép và dịch vụ gia công thép cuộn.
- Sản lượng thép ống và gia công thép cuộn lần lượt đạt khoảng 103.000 tấn (+20% YoY) và 200.000 tấn (+ 0% YoY) trong 6T đầu năm.
- Sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm đạt 646.305 tấn (+4,4% YoY).

Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng) và giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng sản lượng bán hàng (nghìn tấn)



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu có thể rất yếu trong quý 3 nhưng có thể phục hồi nhanh vào quý 4.

- Nhu cầu thép quý 3 đang tương đối yếu do bước vào mùa mưa, giá thép cao và việc thực hiện Chỉ thị-16 ở miền Nam. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng có thể giảm 17% QoQ trong Quý 3 và tăng 34% QoQ trong Quý 4.
- Lượng hàng tồn kho ước tính tăng 10% QoQ trong tháng Bảy. Trong đó, lượng thép dẹt tồn kho đủ để sản xuất trong 3 tháng (140.000-150.000 tấn) và lượng tồn kho thép xây dựng đủ trong khoảng 1 tháng (~ 45.000 tấn).
- Biên lợi nhuận gộp trong 2H2021 có thể giảm về mức 4,0% từ mức kỷ lục trong quý 2 do giá HRC dự kiến sẽ ổn định trong 6 tháng cuối năm sau đợt tăng giá mạnh đầu năm.
- Ước tính LNST trong 6T2021 sẽ giảm xuống 120 tỷ đồng, -50% YoY.

Các nhà máy mới và nhu cầu thép phục hồi tạo động lực tăng trưởng trở lại, nhưng biên lợi nhuận có thể giảm vào năm 2022.

- Sản lượng gia công thép cuộn có thể tăng 10% vào năm 2022, trong đó 100.000 tấn từ các nhà máy mới.
- Biên gộp có thể giảm từ mức 6,8% trong 2021 xuống 4,4% vào năm 2022 do tác động của việc tốc độ tăng giá thép sẽ giảm dần.
- LNST có thể giảm xuống còn 410 tỷ đồng vào năm 2022, trước khi tăng lên 480 tỷ đồng vào năm 2023 khi các NM chạy với công suất cao hơn.





# NGÀNH DỆT MAY

KHI THUẬN LỢI TRỞ NÊN BẤT LỢI

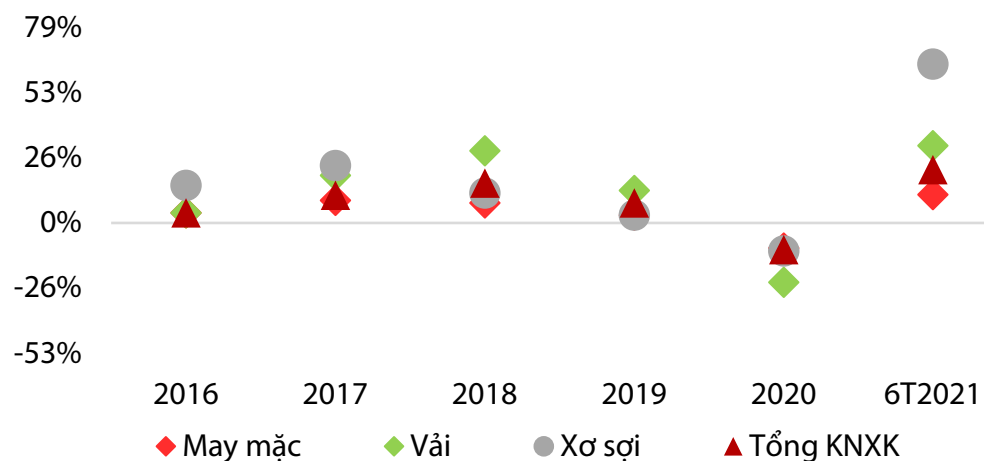


Nguyễn Hồng Loan – [loan.nh@vdsc.com.vn](mailto:loan.nh@vdsc.com.vn)



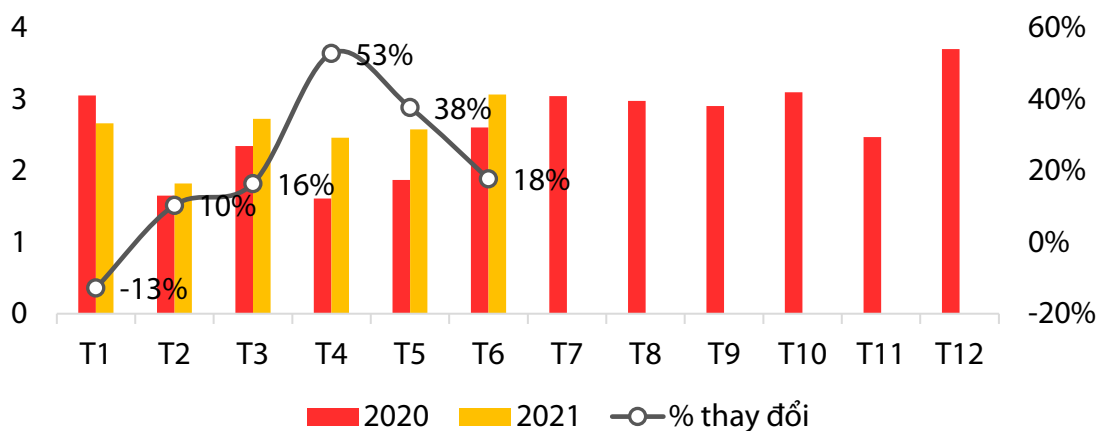


**Hình 1: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu dệt may (%)**



Nguồn: VITAS, CTCK Rồng Việt

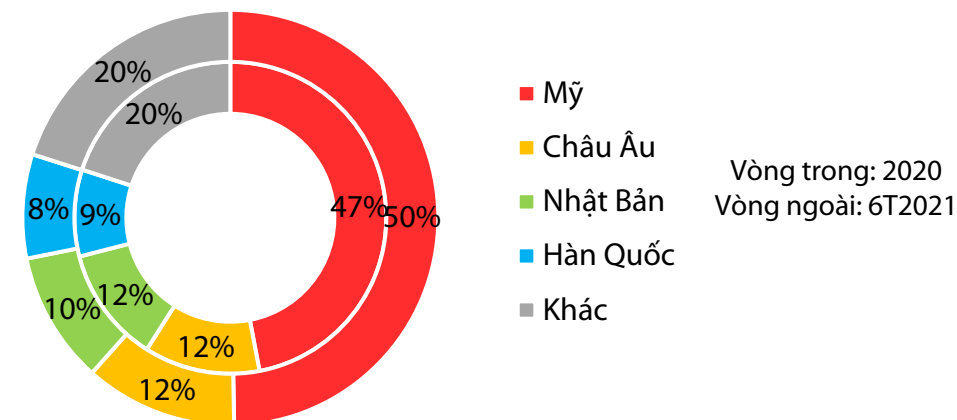
**Hình 2: Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam (tỷ USD)**



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

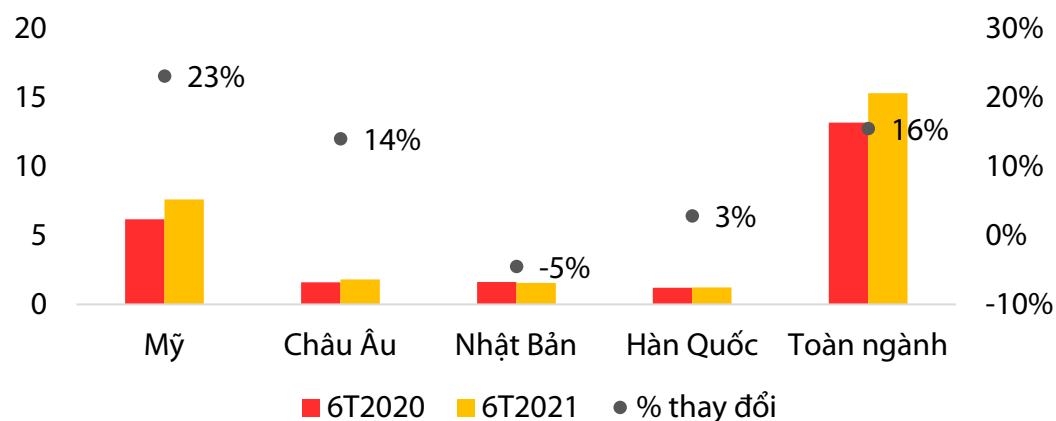
- Trong 6T2021, xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt 18,79 tỷ USD, tăng 21% n/n, nhờ: (1) Các gói kích thích và việc triển khai vắc xin thành công giúp nhu cầu phục hồi tại các thị trường chính (Mỹ, châu Âu, Trung Quốc,...); (2) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam do các đối thủ bị ảnh hưởng bởi COVID-19 (Ấn Độ, Bangladesh, Campuchia) và đảo chính (Myanmar).
- Tất cả các mảng đều cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ: (1) Sợi đạt mức tăng trưởng cao nhất, ở mức 64% n/n nhờ nhập khẩu từ Trung Quốc phục hồi. Giá bán sợi tăng 3%-25% n/n; (2) Hàng may mặc tăng 11% n/n nhờ lượng đơn đặt hàng tăng mạnh, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng từ Mỹ và châu Âu; (3) Xuất khẩu vải tăng 31% n/n.

**Hình 3: Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo thị trường (%)**



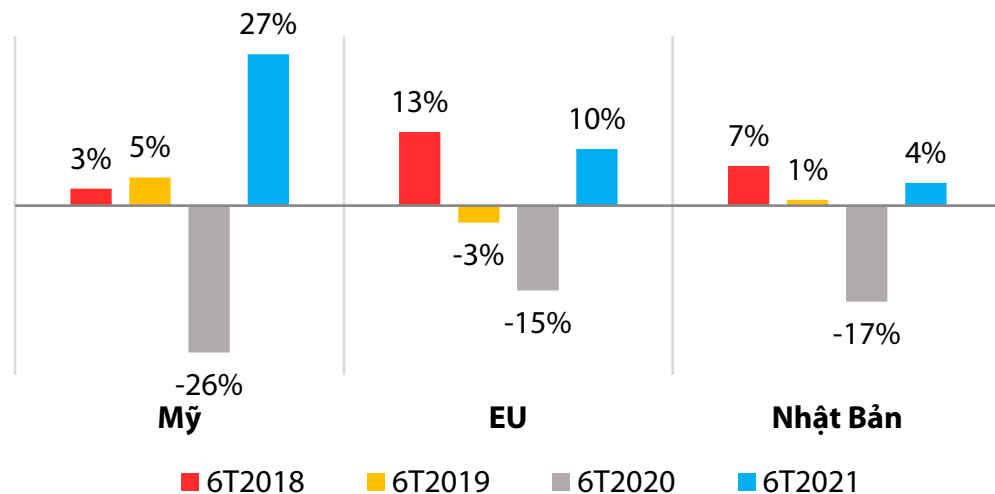
Nguồn: Hải quan Việt Nam, VITAS, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo thị trường (tỷ USD)**



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Tăng trưởng nhập khẩu ở các thị trường chính (%)**



Nguồn: Trademap, Eurostat, CTCK Rồng Việt

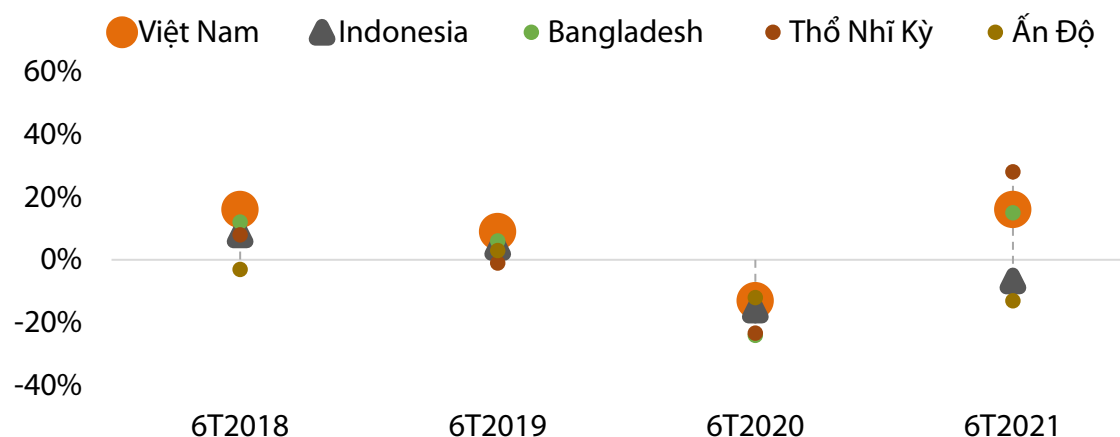
### Đơn hàng dệt may từ Mỹ và châu Âu đã tăng trở lại

Mỹ tiếp tục là nhà nhập khẩu hàng dệt may lớn nhất của Việt Nam với 7,6 tỷ USD, tăng 23% n/n, chiếm 50% tổng kim ngạch xuất khẩu, theo sau là Nhật Bản với 1,6 tỷ USD và châu Âu là 1,8 tỷ USD. (xem **Hình 4,5**)

### Việt Nam chiếm ưu thế so với các đối thủ cạnh tranh nhờ kiểm soát COVID-19 tốt hơn trong 6T2021

Việt Nam trở thành lựa chọn hàng đầu của các nhãn hàng khi nhiều nước sản xuất dệt may (Ấn Độ, Bangladesh, Myanmar, Campuchia) phải tạm thời đóng cửa các nhà máy do sự bùng phát của COVID-19 hoặc bất ổn chính trị. (xem **Hình 6**).

**Hình 6: Tăng trưởng xuất khẩu ở các thị trường chính (%)**



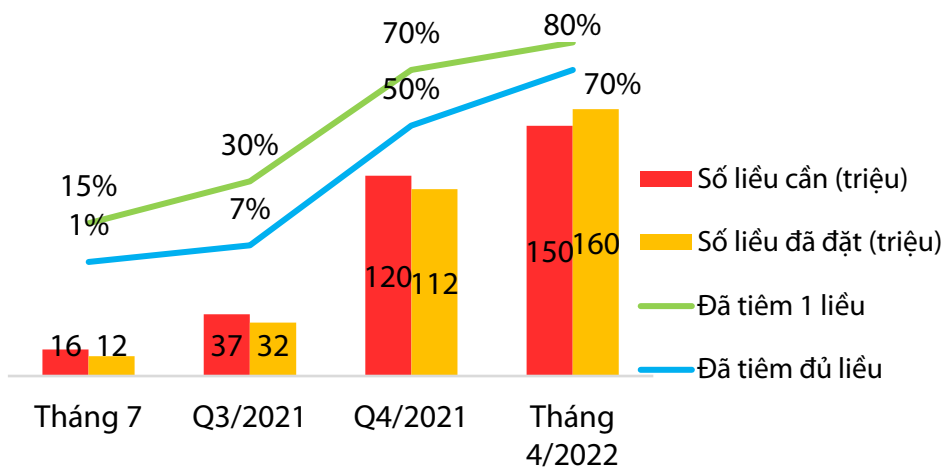
Nguồn: Trademap, UN Comtrade, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: Tình trạng đơn hàng/nhà máy**

| Công ty | Tình trạng                                                                           |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| STK     | 70% công nhân ở lại nhà máy vào cuối tháng 7/2021                                    |
| TCM     | 50% công nhân ở lại nhà máy vào cuối tháng 7/2021<br>Đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021 |
| VGT     | Đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021                                                      |
| TNG     | Đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021                                                      |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

**Hình 7: Kế hoạch triển khai vắc xin**



Nguồn: Bộ Y tế, CTCK Rồng Việt

## COVID-19 bùng phát đe dọa hoạt động sản xuất

- Theo Chỉ thị 16 của Thủ tướng Chính phủ, nhiều nhà sản xuất ở khu vực phía Nam đã tuân thủ theo phương án “3 tại chỗ” (sản xuất-ăn uống-nghỉ ngơi tại chỗ). Do đó, các công ty bị tác động: (1) công suất hoạt động thấp do thiếu công nhân dẫn đến việc giao hàng trễ; (2) sự gián đoạn của chuỗi cung ứng trong nước gây ra sự đình trệ trong xuất khẩu; (3) chi phí hoạt động tăng. **Nhiều công ty bị ảnh hưởng bởi Chỉ thị 16 như: STK, TCM, GIL, PPH, GMC.**
- Ca mắc COVID-19 có xu hướng tăng mạnh ở Mỹ, các nước khu vực châu Âu và châu Á có thể làm chậm phục hồi đơn hàng trong nửa cuối năm 2021. Ngoài ra, tắc nghẽn tại các cảng Trung Quốc có thể dẫn đến tình trạng thiếu nguyên liệu vì 60% vải nguyên liệu được nhập khẩu từ nước này.

## Khả năng đáp ứng các đơn đặt hàng là một lo ngại lớn

- Nhiều công ty đã có đủ đơn đặt hàng đến hết Q4/2021. Nhu cầu không còn là vấn đề đáng lo ngại, thay vào đó, khả năng đáp ứng đơn hàng đúng thời hạn là một thách thức lớn. Sự đình trệ đã khiến một số thương hiệu phải hủy đơn hàng và chuyển ra khỏi Việt Nam.
- Giá vải và chi phí logistic tăng cao trong khi các nhà nhập khẩu yêu cầu chất lượng ổn định, thời gian sản xuất ngắn hơn và giá bán thấp hơn, từ đó gây áp lực lên vận hành và lợi nhuận của các doanh nghiệp.
- Khả năng phục hồi phụ thuộc vào tiến độ vắc xin và khả năng xử lý các đợt bùng phát COVID-19 tiếp theo. Dựa trên kế hoạch tiêm chủng của Bộ Y tế, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng ngành sẽ trở lại mức năm 2019 vào 2H2022.

**Bảng 2: Tác động của COVID-19 đối với chiến lược của các nhãn hàng**

| Chiến lược                     | Điểm (%) | Tác động                                                                                                               |
|--------------------------------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Cắt giảm chuỗi giá trị         | 19       | Chuyển đổi phương thức sản xuất từ CMT sang FOB                                                                        |
| Đa dạng hoá nhà cung cấp       | 41       | Chuyển đơn hàng từ Việt Nam sang các nước khác hoặc ngược lại, tùy theo khả năng đáp ứng yêu cầu của các nhãn hàng.    |
| Bán hàng trực tuyến            | 52       | Giá trị đơn hàng nhỏ hơn, thời gian giao hàng ngắn hơn, ít lỗi hơn → áp lực vận hành với các nhà sản xuất.             |
| Sản xuất thân thiện môi trường | 58       | Thay thế các sản phẩm không tái chế được hoặc các quy trình gây ô nhiễm bằng các sản phẩm làm từ sợi tái chế/tự nhiên. |

Nguồn: ERC, VITAS, CTCK Rông Việt

**Bảng 3: Các dự án đầu tư**

| Công ty | Dự án           | Mục tiêu                                           |
|---------|-----------------|----------------------------------------------------|
| STK     | NM sợi Unitex   | Tập trung vào sợi tái chế, tăng gấp đôi công suất  |
| TCM     | NM Vĩnh Long 2  | Tăng công suất hàng may mặc thêm 50%               |
| MSH     | NM Sông Hồng 10 | Tăng 20% công suất, tập trung vào các đơn hàng FOB |
| TNG     | KCN Sơn Cẩm     | Cho thuê các nhà máy sản xuất dệt nhuộm            |
| Texhong | NM vải          |                                                    |
| Brotex  | Nhà máy sợi màu |                                                    |

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

### **Dệt may sẽ thích ứng với các xu hướng mới hậu COVID-19**

Sau COVID-19, các nhà sản xuất sẽ phải quan tâm nhiều hơn đến quy trình vận hành, chuỗi giá trị, sản phẩm thân thiện với môi trường và xu hướng bán hàng trực tuyến để thích ứng với yêu cầu của các thương hiệu (xem **Bảng 2**). Chúng tôi ưa thích mô hình kinh doanh của **STK** và **TCM** vì gắn với xu hướng chuỗi giá trị tích hợp và “thời trang xanh”.

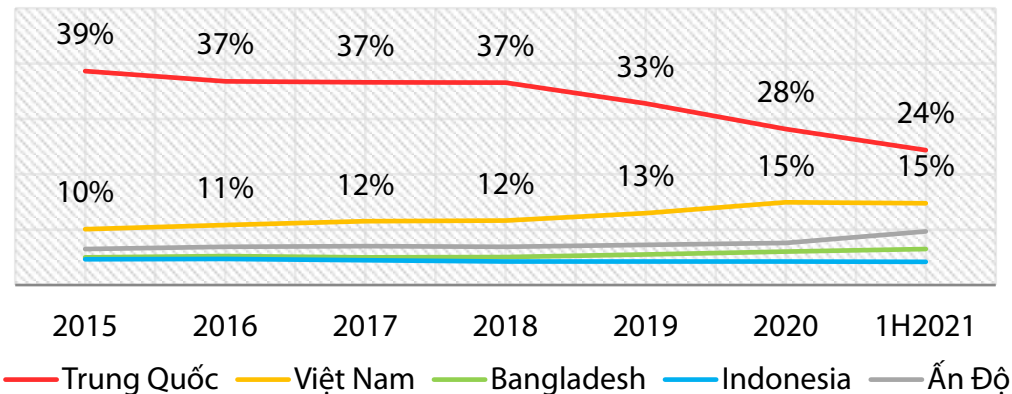
### **Tăng các dự án đầu tư**

Để hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do, một số công ty đã và đang đầu tư các dự án mới để nâng cao năng lực và hoàn thiện chuỗi giá trị (xem **Bảng 3**). Hơn nữa, các dự án FDI cũng sẽ giúp giải quyết phần nào quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” về lâu dài.

### **Đa dạng hóa sang mảng có biên lợi nhuận cao hơn**

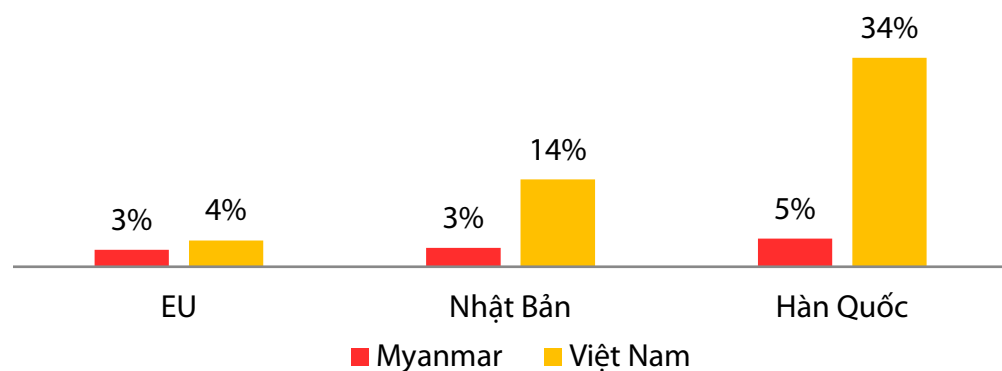
Do rủi ro về lao động và chi phí đầu vào trong dài hạn cũng như biên lợi nhuận thấp của ngành dệt may, nhiều công ty đang có xu hướng tái cơ cấu mô hình kinh doanh sang các mảng khác, điển hình là bất động sản như: **GIL**, **TNG**, **TCM**, **ADS**. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ còn tiếp diễn, đặc biệt là đối với các công ty quy mô vừa và nhỏ nếu vấn đề nguyên liệu đầu vào chưa được giải quyết.

Hình 8: Thị phần hàng dệt may nhập khẩu vào Mỹ



Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thị phần của Việt Nam và Myanmar tại EU, Nhật Bản và Hàn Quốc (2019)



Nguồn: UN Comtrade, Wazir Analysis, CTCK Rồng Việt

### Việt Nam là một ứng viên tiềm năng thay thế cho các đơn hàng của Trung Quốc

- Theo Fitch Solutions, Trung Quốc sẽ giảm hoạt động sản xuất hàng may mặc, chuyển đổi sâu và nâng cao chuỗi giá trị. Việt Nam, cùng với Bangladesh, Campuchia và Myanmar, là những quốc gia được hưởng lợi nhiều nhất.

### Khó khăn của đối thủ cạnh tranh sẽ thúc đẩy khả năng mở rộng thị phần của Việt Nam

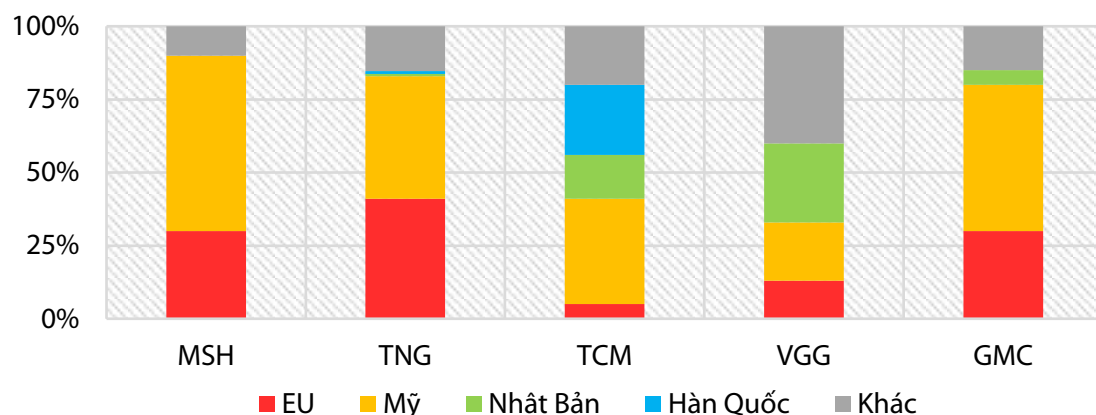
- Trong 6T2021, cuộc đảo chính ở Myanmar đã làm gián đoạn đơn đặt hàng của nhiều thương hiệu (H&M, Uniqlo, Primark, Wacoal, Shimamura, Adastria, OVS, Next, v.v.), dẫn đến việc tạm thời chuyển đơn đặt hàng sang Việt Nam. Mặc dù một số thương hiệu đã bắt đầu nối lại các đơn đặt hàng tại Myanmar (H&M, Bestseller), chúng tôi tin rằng nhiều thương hiệu sẽ dần chuyển đơn hàng sang những nơi ổn định về chính trị và Việt Nam sẽ là nước hưởng lợi chính. Chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam có thể mở rộng thị phần sang châu Âu, Nhật Bản và Hàn Quốc - là những thị trường xuất khẩu chung của Việt Nam và Myanmar.
- Ngoài ra, EU đã rút lại 20% ưu đãi thuế quan EBA dành cho Campuchia (\*), bao gồm một số sản phẩm may mặc và giày dép, qua đó tạo cơ hội cho Việt Nam giành thị phần của Campuchia tại EU.

(\*) Đọc thêm [tại đây](#)

**EVFTA:** Hàng may mặc, chiếm 90% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang EU, sẽ bắt đầu được hưởng lợi từ EVFTA từ năm 2021. Châu Âu chiếm 34% tổng nhập khẩu hàng dệt may toàn cầu trong khi xuất khẩu của Việt Nam sang châu Âu chỉ chiếm 4%. Tuy nhiên, khả năng tự cung cấp nguyên liệu của Việt Nam thấp do vướng mắc trong khâu dệt nhuộm nên khó đạt tiêu chuẩn “từ vải trở đi”. EVFTA là chất xúc tác thúc đẩy đơn hàng từ châu Âu về lâu dài (\*).

**RCEP:** Hỗ trợ ngành dệt may giảm chi phí đầu vào nhờ thuế xuất khẩu vải từ Trung Quốc giảm từ 10% xuống 2%; xuất khẩu dệt may sang Nhật Bản cũng được hưởng ưu đãi thuế ngay cả khi sử dụng nguyên liệu từ Trung Quốc.

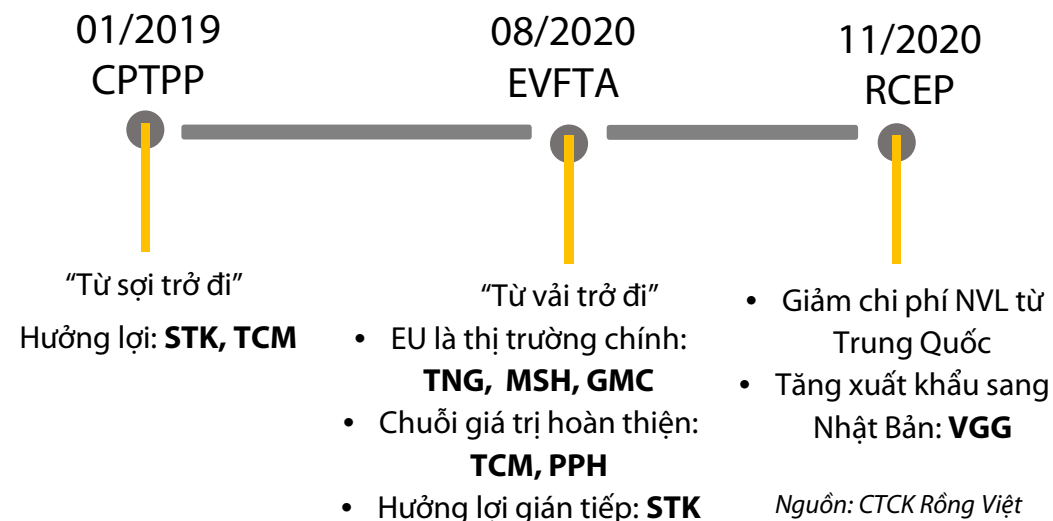
Hình 10: Cơ cấu xuất khẩu các công ty may mặc niêm yết (%)



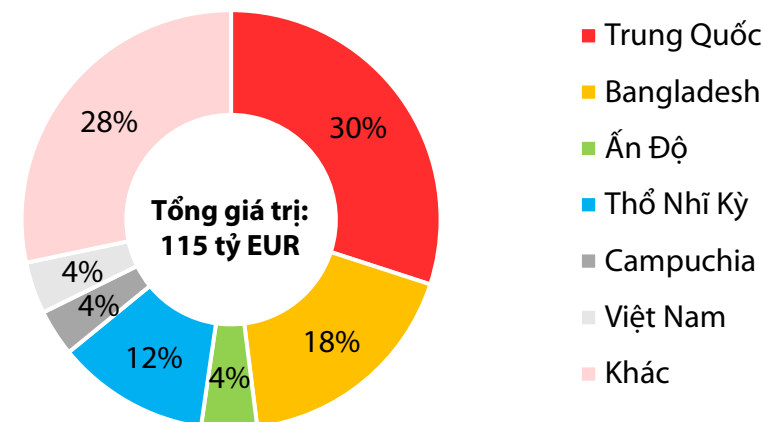
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(\*) Đọc thêm phân tích của Rồng Việt về tác động của EVFTA lên ngành dệt may [tại đây](#)

Hình 11: Tóm tắt các hiệp định thương mại tự do



Hình 12: Thị phần nhập khẩu dệt may vào EU năm 2020



Nguồn: Euratex, Statista, CTCK Rồng Việt



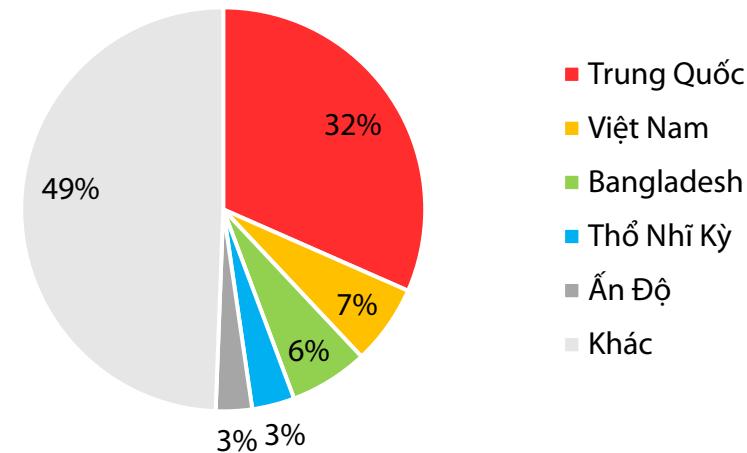
### Việt Nam vẫn có nhiều lợi thế so với các đối thủ khác

Việt Nam là nước xuất khẩu hàng may mặc lớn thứ hai thế giới, sau Trung Quốc. Việt Nam có lợi thế về lao động giá rẻ so với Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia. Các hiệp định thương mại tự do sẽ tiếp tục tạo ra lợi thế cạnh tranh cho Việt Nam. So với Bangladesh và Campuchia, Việt Nam chiếm ưu thế về lao động có tay nghề cao và sản xuất sản phẩm phức tạp. Tuy nhiên, Việt Nam còn yếu trong chuỗi giá trị tích hợp, đặc biệt là điểm nghẽn từ khâu dệt nhuộm.

### Chuỗi giá trị tích hợp sẽ củng cố vị thế của Việt Nam về lâu dài

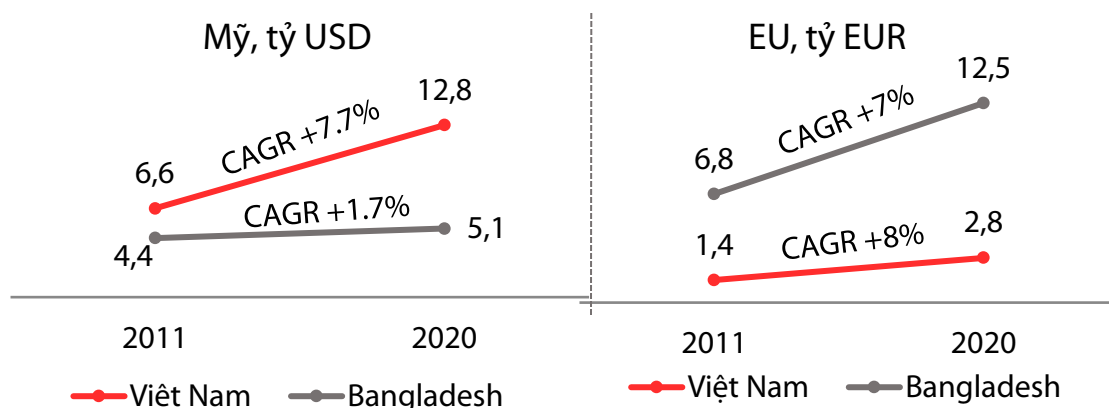
Các công ty may mặc phải nhập khẩu hơn 65% nhu cầu đầu vào trong khi 2/3 sợi sản xuất tại Việt Nam phải xuất khẩu. Không chỉ để tận dụng các hiệp định FTA, việc làm chủ nguyên liệu đầu vào cũng sẽ giúp Việt Nam tăng lợi thế cạnh tranh về lâu dài. Trên thực tế, theo World Bank, lợi thế về lao động giá rẻ ở Việt Nam đang dần mất đi. Để duy trì vị thế của Việt Nam so với các nhà xuất khẩu khác, Việt Nam cần tập trung hoàn thiện chuỗi giá trị tích hợp: Sợi - Dệt - Nhuộm - May, như cách mà Trung Quốc, Ấn Độ và Indonesia đã và đang thực hiện.

Hình 13: Thị phần xuất khẩu may mặc thế giới, 2020



Nguồn: WTO, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Nhập khẩu hàng may mặc từ Việt Nam và Bangladesh



Nguồn: ITC, Eurostat, McKinsey, CTCK Rồng Việt

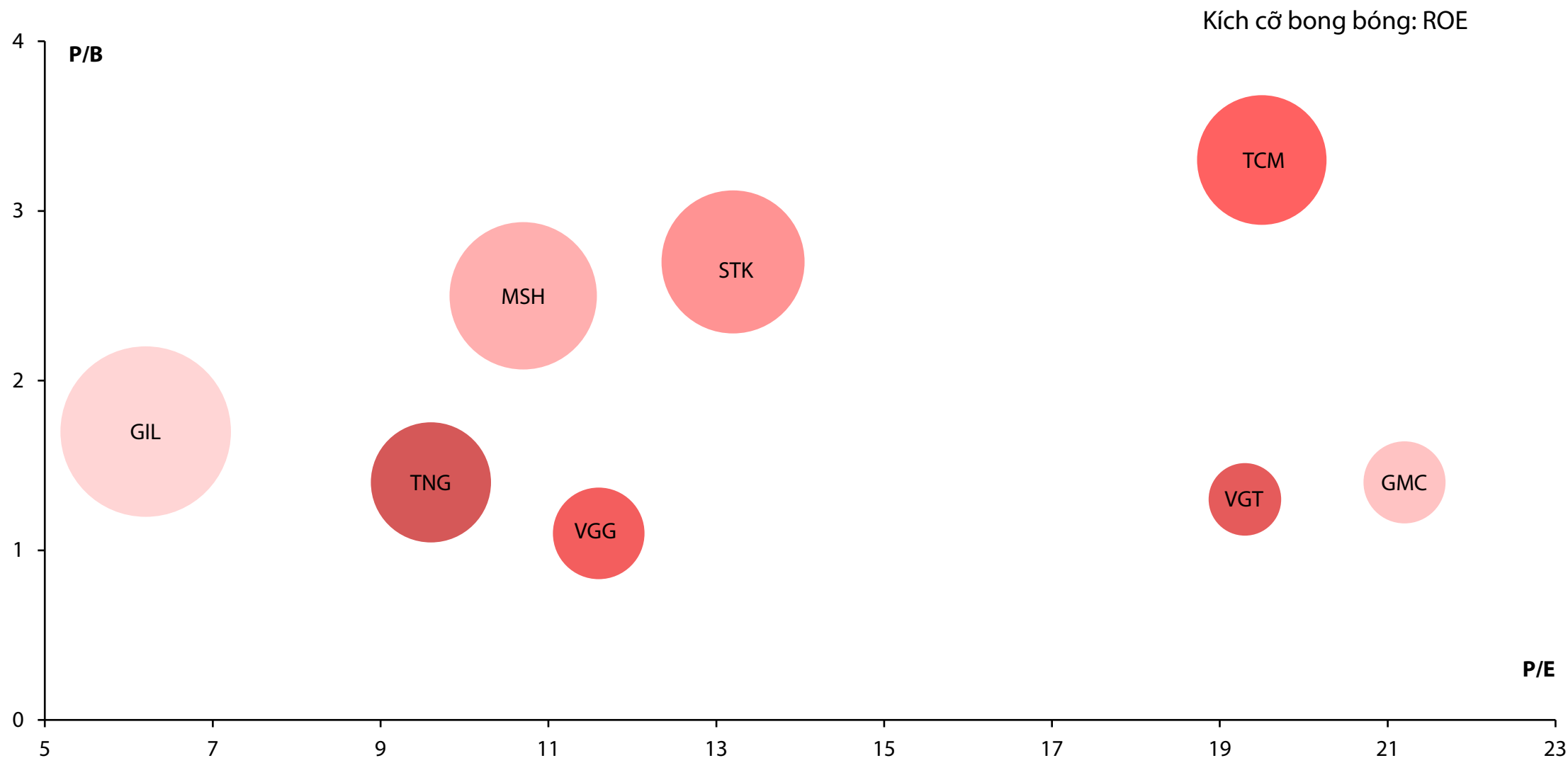
Bảng 4: Lợi thế cạnh tranh giữa các nước trong ngành dệt may

|                        | Việt Nam | Bangladesh | Trung Quốc | Indonesia | Ấn Độ |
|------------------------|----------|------------|------------|-----------|-------|
| Chi phí lao động thấp  | x        | x          |            |           | x     |
| Tay nghề cao           | x        |            | x          |           |       |
| Chuỗi giá trị tích hợp |          |            | x          | x         | x     |
| Cơ sở hạ tầng          |          |            | x          | x         |       |
| Ưu đãi FDI             | x        | x          |            |           | x     |

Nguồn: ERC, VITAS, CTCK Rồng Việt

| Mã CP      | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>GIL</b> | 2,415             | N/A                | 14,0                          | 26,9                       | 13,6            | 12,7                  | 27,2                     | 9,9              | 13,5    | 29,8    | 1,5                 | 6,2                | 1.7                |
| <b>GMC</b> | 957               | N/A                | -4,8                          | -11,8                      | 6,3             | 3,8                   | -0,7                     | 3,2              | 3,8     | 6,9     | 0,0                 | 21,2               | 1.4                |
| <b>MSH</b> | 3,491             | N/A                | 6,6                           | 29,1                       | 11,8            | 9,7                   | 40,3                     | 8,0              | 11,9    | 22,3    | 4,3                 | 10,7               | 2.5                |
| <b>STK</b> | 3,034             | 46,000             | -1,3                          | 13,7                       | 19,4            | 13,1                  | 43,4                     | 11,6             | 12,6    | 21,0    | 3,4                 | 13,2               | 2.7                |
| <b>TCM</b> | 5,465             | N/A                | 1,2                           | 4,8                        | 12,2            | 9,5                   | 19,2                     | 7,7              | 8,9     | 17,2    | 0,7                 | 19,5               | 3.3                |
| <b>TNG</b> | 1,757             | N/A                | 13,7                          | -2,0                       | 9,7             | 4,3                   | -15,2                    | 3,4              | 4,3     | 14,8    | 1,8                 | 9,6                | 1.4                |
| <b>VGG</b> | 1,969             | N/A                | -11,0                         | -37,0                      | 2,9             | 3,0                   | -30,6                    | 2,6              | 3,8     | 9,3     | 4,6                 | 11,6               | 1.1                |
| <b>VGT</b> | 8,462             | N/A                | -15,9                         | 43,8                       | 7,6             | 6,7                   | 38,8                     | 6,3              | 2,4     | 5,4     | 2,9                 | 19,3               | 1.3                |

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

**<TRUNG LẬP: 7%>**

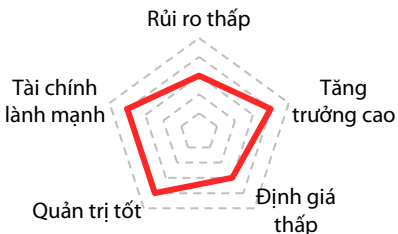
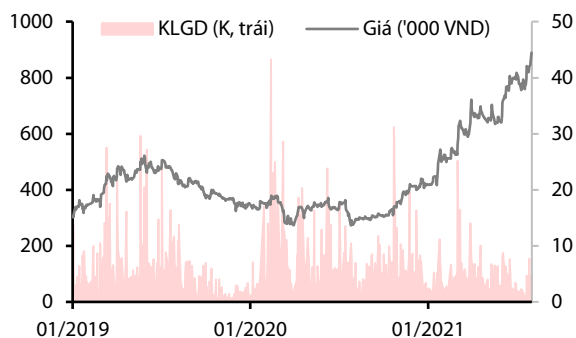
**<GTT: 44.500>**

**<GMT: 46.000>**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2020A 2021F 2022F**



|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| Ngành                    | Dệt may   |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 3,036     |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 68        |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 68        |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 2,5       |
| SH NHĐTNN còn lại (%)    | 36,8      |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 14,1-44,5 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 1.766  | 2.152  | 2.754  |
| LNST (tỷ đồng)         | 143    | 231    | 324    |
| ROA (%)                | 8,4    | 10,8   | 9,3    |
| ROE (%)                | 13,3   | 17,3   | 21,2   |
| EPS (đồng)             | 2.028  | 2.762  | 3.866  |
| GTSS (đồng)            | 15.296 | 15.615 | 17.606 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.500  | 1.500  | 500    |
| P/E (x) (*)            | 10,3   | 16,3   | 11,6   |
| P/B (x) (*)            | 1,4    | 2,8    | 2,5    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Nhu cầu dồi dào từ mảng sợi tái chế sẽ dẫn dắt tăng trưởng của STK**

- Sợi tái chế sẽ hưởng lợi sự dịch chuyển nhu cầu sang sợi tái chế nhờ xu hướng thời trang gắn với bảo vệ môi trường. 85 thương hiệu hàng đầu, bao gồm cả các khách hàng lớn của STK, đã cam kết tỷ lệ sợi polyester tái chế trên toàn cầu từ 14% vào năm 2019 lên 45% vào năm 2025, tương đương tốc độ CAGR là 25% trong giai đoạn 2019-2025F, theo Textile Exchange.
- Nhu cầu và biên lợi nhuận của sợi tái chế cao và ổn định hơn hẳn so với sợi nguyên sinh. STK đã tăng tốc nâng tỷ trọng đóng góp của sợi tái chế từ 6% trong năm 2017 lên 56% trong 6T2021. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng sợi tái chế sẽ tăng trưởng với CAGR 30% trong giai đoạn 2021-2025F và đóng góp 75% vào doanh thu và 88% LNST của STK năm 2025F.

**Nhà máy Unitex mở đường cho tăng trưởng**

- Việc tăng gấp đôi công suất sau khi nhà máy hoàn thành (giai đoạn 1 vào năm 2023 và giai đoạn 2 vào năm 2025) sẽ giúp STK tận dụng làn sóng sợi tái chế. Ngoài ra, các thuận lợi từ quy tắc "từ sợi/vải trở đi" của FTA và thuế chống bán phá giá sợi thấp của Mỹ cũng sẽ góp phần thúc đẩy doanh thu của STK trong những năm tới.

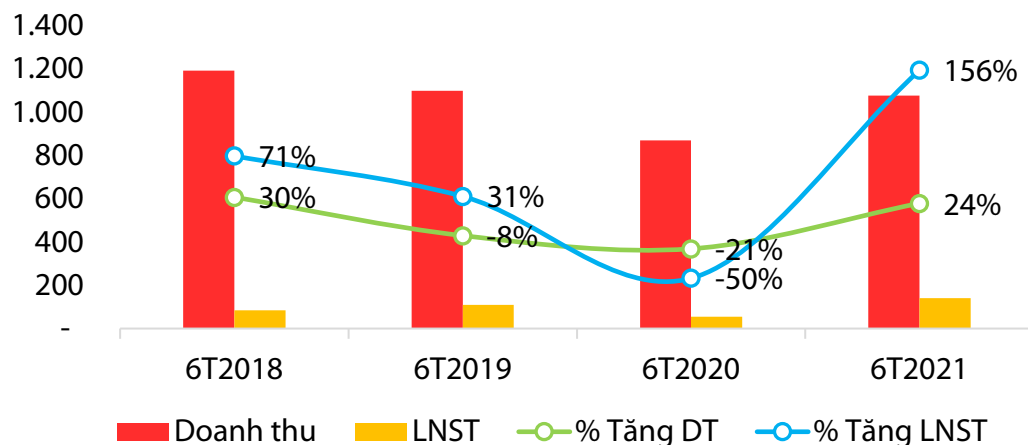
**Tài chính lành mạnh hỗ trợ CAPEX lớn sắp tới**

- STK không có nợ dài hạn và nợ/vốn chủ sở hữu chỉ ở mức 9,7% trong 6T2021. Việc vay nợ tài trợ cho nhà máy Unitex (~ 84 triệu USD) sẽ đẩy nợ/vốn chủ sở hữu lên mức 78% (bao gồm cả các khoản phát hành riêng lẻ sắp tới) vào năm 2023F so với 25% vào năm 2020. Tỷ lệ bao phủ lãi vay (interest coverage) trung bình giai đoạn 2021F-2025F trong dự báo của chúng tôi là 11, cao hơn so với giai đoạn lịch sử 2016-2020 là mức 7.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

- Giãn cách xã hội kéo dài tiếp tục gây gián đoạn sản xuất và vận chuyển.

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T2021 (tỷ đồng)

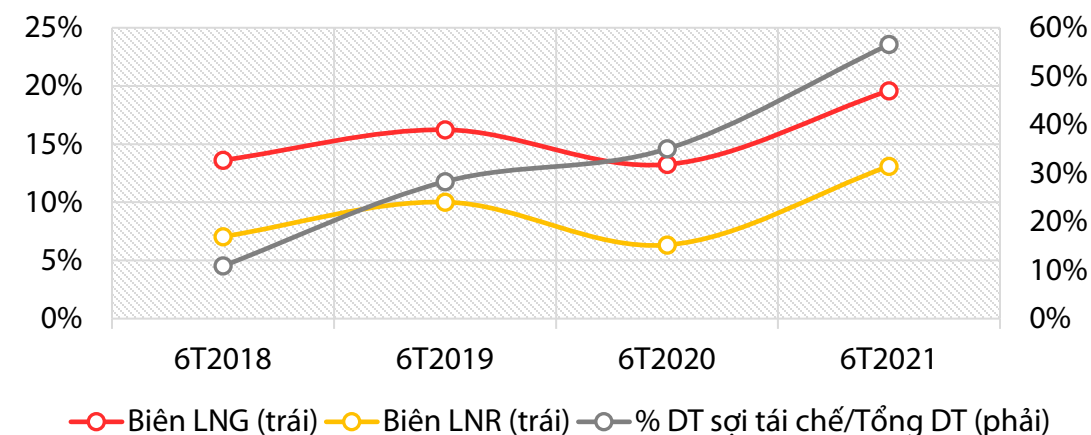


Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

## Sợi tái chế tăng trưởng mạnh mẽ

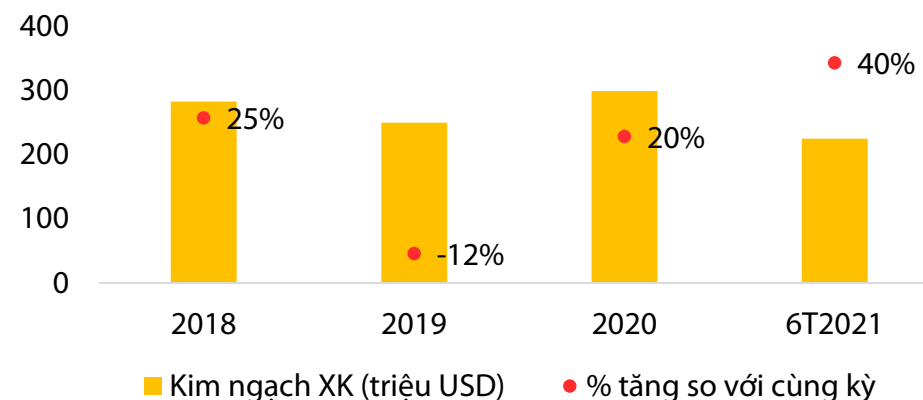
- Doanh thu 6T2021 đạt 1.077 tỷ đồng, tăng 24% n/n nhờ nhu cầu hàng may mặc trên toàn cầu phục hồi trong bối cảnh triển khai thành công vắc xin thúc đẩy nhu cầu sợi.
- Doanh thu từ sợi tái chế tăng 100% n/n, đóng góp 56% vào tổng doanh thu so với 35% trong 6T2020. Ngược lại, doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 17% n/n.
- Lợi nhuận gộp và LNST tăng mạnh lần lượt 83% và 157% n/n nhờ sự chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang sợi tái chế có tỷ suất lợi nhuận cao. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 19,6% (+633 bps n/n).

Hình 2: Biên LNG, biên LNR và đóng góp vào DT của sợi tái chế (%)



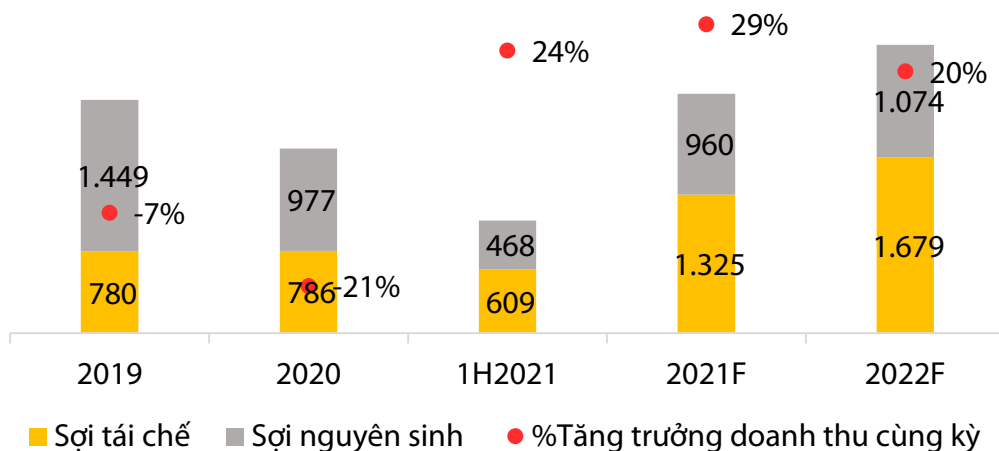
Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 3: XK sợi filament polyester của Việt Nam (triệu USD)



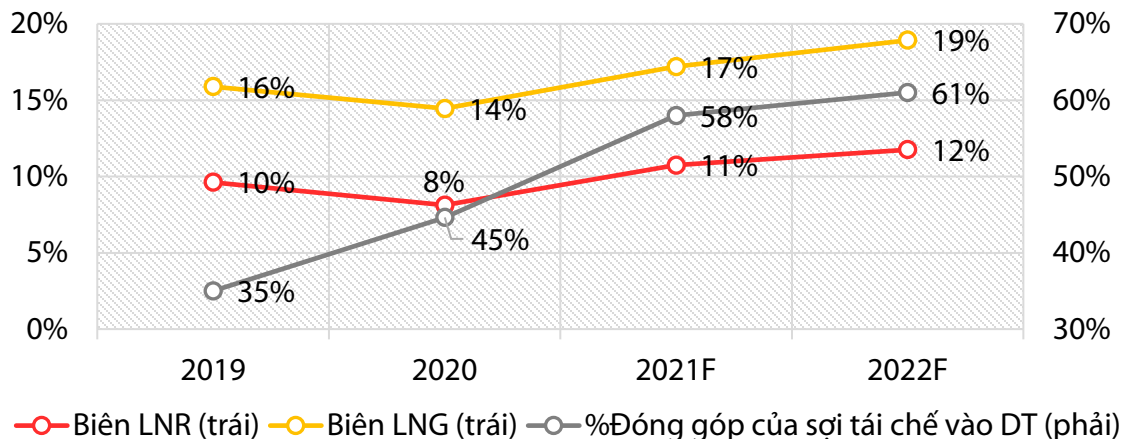
Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng doanh thu theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng LNST, biên LNG và đóng góp DT của sợi tái chế



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

#### Giãn cách xã hội đặt áp lực lên vận hành

- Hiện tại, STK hoạt động chỉ ở mức 70% công suất bình thường, điều này có thể gây ra sự chậm trễ đơn hàng và cản trở các hoạt động vận chuyển. Ngoài ra, chi phí QLDN dự kiến sẽ tăng do thử nghiệm COVID-19 và chi phí liên quan đến việc lưu trú tại nhà máy.
- Chúng tôi dự báo doanh thu 2H2021 đạt 1.074 tỷ đồng, tăng 20% và LNST đạt 90 tỷ đồng, tăng 2% n/n và giảm 36% so với nửa đầu năm.

#### Dự phóng cho 2021:

- Chúng tôi dự báo doanh thu tăng 22% so với cùng kỳ đạt 2.152 tỷ đồng. Doanh thu từ sợi tái chế tăng 58% n/n trong khi doanh thu từ sợi nguyên sinh giảm 7% n/n. Đóng góp doanh thu của sợi tái chế tăng lên 58% từ 45% năm 2020.
- Chúng tôi dự phóng LNST đạt 231 tỷ đồng, tăng 61% n/n trên mức cơ sở thấp của năm 2020. Nhờ chuyển dịch sản phẩm sang sợi tái chế có biên lợi nhuận cao, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng đạt 17% và 11%, tăng lần lượt 337 và 307 điểm cơ bản n/n.



### Tiềm năng ngành sợi tái chế

- Với 85 thương hiệu và nhà cung cấp đã cam kết vào tháng 4/2021, [2025 Recycled Polyester Challenge](#) đóng vai trò như một chất xúc tác thiết yếu cho sự thay đổi trong ngành dệt may và yêu cầu ngành công nghiệp may mặc cam kết tăng tỷ lệ polyester tái chế toàn cầu từ 14% lên 45%. 17,1 triệu tấn vào năm 2025.
- Một lệnh cấm nhập khẩu tất cả các nguồn tài nguyên được Bộ Sinh thái và Môi trường Trung Quốc phân loại là 'chất thải rắn' - có hiệu lực vào 01/2021. Điều này có thể áp lực lên sản xuất polyester tái chế của Trung Quốc, vốn chiếm 70% tổng lượng polyester toàn cầu (theo IHS Markit), từ đó tạo cơ hội cho các quốc gia khác thay thế sự thiếu hụt nguồn cung này.

### Sợi tái chế sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của STK

- Chúng tôi dự phóng doanh thu từ sợi tái chế của STK sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 30% trong giai đoạn 2021-2025F và đóng góp 75% vào doanh thu của công ty vào năm 2025F.
- Tuy nhiên, mảng này sẽ gặp áp lực cạnh tranh do có nhiều doanh nghiệp mới gia nhập. Điển hình năm 2020, công ty nội địa VNPoly đã hợp tác với Shinkong - tập đoàn dệt may hàng đầu của Đài Loan để tăng công suất và đẩy mạnh các sản phẩm sợi tái chế.

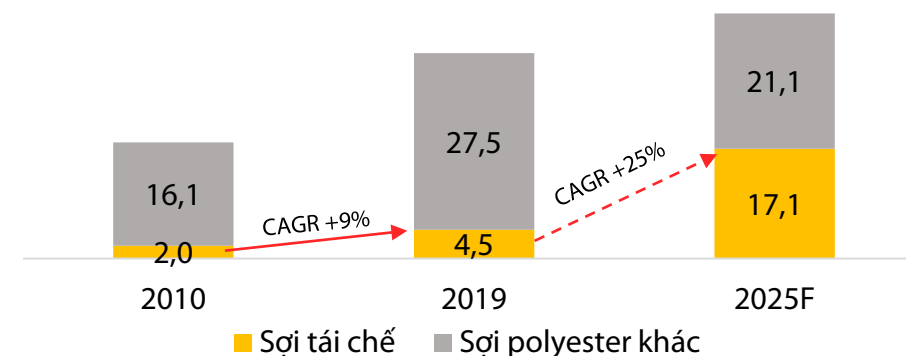
Bảng: Kế hoạch sử dụng sợi tái chế của khách hàng gián tiếp của STK (\*)

| Nhãn hàng                                                                                     | %Hiện tại             | Mục tiêu | Năm  | % Sản xuất tại VN |          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------|------|-------------------|----------|
|                                                                                               |                       |          |      | Quần áo           | Giày dép |
| Adidas     | 50%                   | 100%     | 2024 | 20%               | 42%      |
| Puma       | 17%                   | 75%      | 2025 | -                 | 35%      |
| Decathlon  | 35%                   | 100%     | 2022 | 52%               | 35%      |
| Nike       | 59%                   | 100%     | 2025 | 28%               | 50%      |
| H&M        | 64%                   | 100%     | 2030 | N/A               |          |
| Inditex    | 20%                   | 100%     | 2025 | N/A               |          |
| Uniqlo     | Started using in 2020 |          |      | N/A               |          |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

(\*) Khách hàng chính của STK là nhà cung cấp cho các thương hiệu này

### Hình 6: Tiêu thụ polyester tái chế toàn cầu cho may mặc



Nguồn: Textile Exchange, CTCK Rồng Việt

Giả định tốc độ tăng trưởng của ngành may mặc là 3%

<QUAN SÁT>

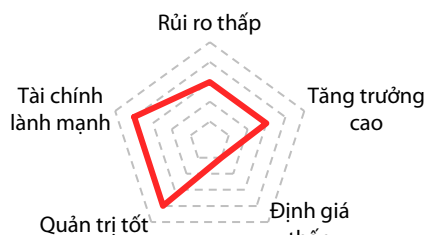
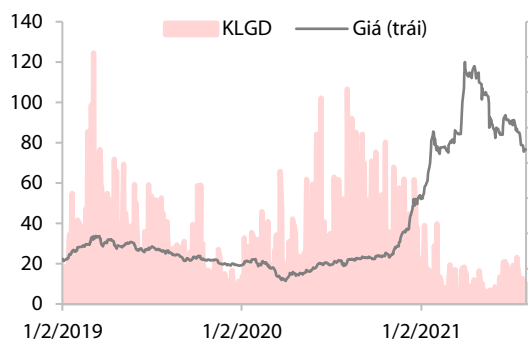
<GHT: 76.700>

<GMT: N/A>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                          |            |
|--------------------------|------------|
| Ngành                    | Dệt may    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 5,474      |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 71         |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 248        |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 22,1       |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 4,9        |
| BD giá 52 tuần (đồng)    | 18,6-104,4 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 3.470  | 3.881  | 4.135  |
| LNST (tỷ đồng)         | 275    | 213    | 299    |
| ROA (%)                | 9,3    | 6,4    | 8,1    |
| ROE (%)                | 16,9   | 11,9   | 14,8   |
| EPS (đồng)             | 3.775  | 2.691  | 3.771  |
| GTSS (đồng)            | 26.402 | 25.081 | 28.336 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 500    | 500    | 500    |
| P/E (x) (*)            | 13,7   | 33,9   | 24,2   |
| P/B (x) (*)            | 2,0    | 3,6    | 3,2    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đơn hàng dệt may truyền thống đã hồi phục nhưng giãn cách xã hội đặt ra nhiều thách thức

- Nhu cầu hàng may mặc truyền thống đã phục hồi tại các thị trường xuất khẩu chính (Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc), đưa doanh thu và lợi nhuận trở lại quỹ đạo tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, COVID-19 tăng mạnh gây áp lực lên doanh thu và lợi nhuận nửa cuối 2021: (1) chi phí vải tăng do thiếu hụt nguyên liệu sản xuất toàn cầu, (2) giảm công nhân và gián đoạn vận chuyển làm chậm đơn đặt hàng, (3) tăng chi phí hoạt động để tuân thủ với quy tắc "3 tại chỗ" theo Chỉ thị 16.

Chuỗi cung ứng khép kín giúp TCM đáp ứng yêu cầu của các FTA

- Chuỗi sản xuất khép kín từ sợi đến may mặc sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho TCM đáp ứng các nguyên tắc "từ sợi/vải trở đi", từ đó tận dụng các FTA. Hơn nữa, TCM cũng có thể hưởng lợi gián tiếp từ các FTA thông qua việc bán vải cho các công ty may mặc trong nước.

Các dự án mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng bền vững trong những năm tới

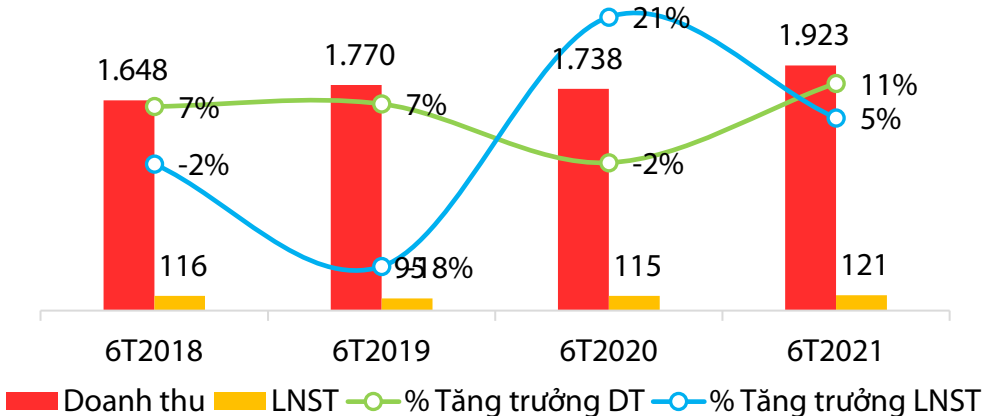
- Nhà máy Vĩnh Long 2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2021, giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 50%, giảm các đơn hàng gia công. Việc mở rộng công suất dệt và nhuộm trong giai đoạn 2022F-2023F để tăng công suất vải lên 37% từ năm 2023 trở đi sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận tăng bền vững trong dài hạn.

**Định giá không hấp dẫn.** TCM hiện đang giao dịch với P/E trượt là 19,5x - cao hơn lần lượt 50% và 110% so với các công ty cùng ngành và P/E trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng định giá P/E của TCM là đắt so với mức tăng trưởng kép hàng năm EPS dự kiến của chúng tôi là 6,2% trong giai đoạn 2020-2023F.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

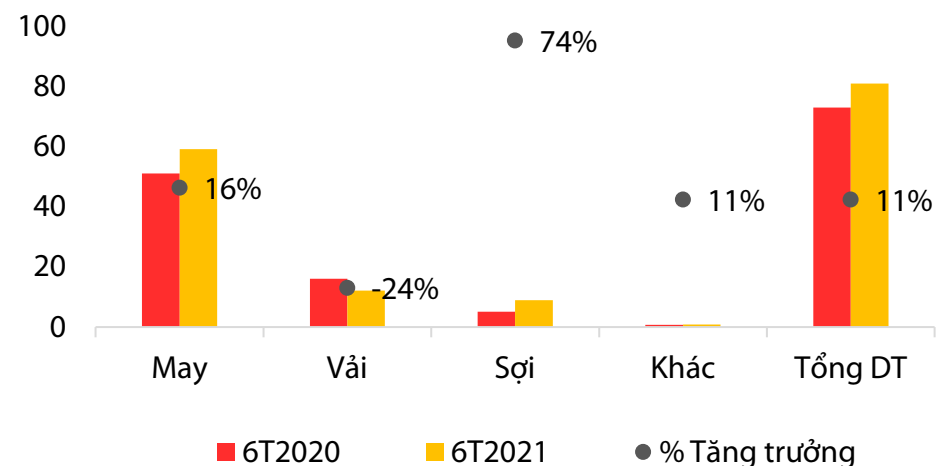
- Giãn cách xã hội kéo dài tiếp tục gây gián đoạn sản xuất và vận chuyển.

Hình 1: Doanh thu, LNST (tỷ đồng) và tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (triệu USD)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

#### 6T2021: LNST tăng trưởng chậm lại do không có đơn hàng PPE (\*)

- Doanh thu 6T2021 tăng 11% n/n đạt 1.923 tỷ đồng nhờ các đơn hàng may mặc truyền thống phục hồi.
- LNST chỉ tăng 5% n/n do không có đơn hàng PPE. Chúng tôi xin nhắc lại rằng trong nửa đầu 2020, TCM có biên lợi nhuận cao nhờ các sản phẩm liên quan đến đại dịch.
- Biên lợi nhuận ròng là 6,3%, tăng 33 bps n/n.

#### 2H2021: Biên lợi nhuận tiếp tục giảm

- Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận ròng trong nửa cuối năm 2021 sẽ chịu áp lực: (1) chi phí vải tăng do thiếu hụt nguyên liệu sản xuất toàn cầu, (2) giảm công nhân và gián đoạn vận chuyển làm chậm đơn đặt hàng, (3) tăng chi phí hoạt động để tuân thủ với quy tắc "3 tại chỗ" theo Chỉ thị 16 và (4) không còn đơn hàng PPE.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của TCM năm 2021 sẽ đạt 3.881 tỷ đồng (+12% n/n) và 213 tỷ VND (-23% n/n). Biên lợi nhuận ròng dự kiến sẽ giảm xuống còn 5,5%, giảm 243 điểm cơ bản n/n.

#### 2022: Tăng doanh thu nhờ nhà máy mới

- Nhà máy Vĩnh Long 2 dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2021, giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 50%, từ đó giảm đơn đặt hàng gia công để đáp ứng yêu cầu của khách hàng.

(\*) PPE: Đồ bảo hộ dùng cho COVID-19 như đồ bảo hộ và khẩu trang kháng khuẩn

<QUAN SÁT>

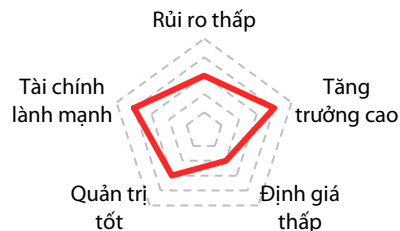
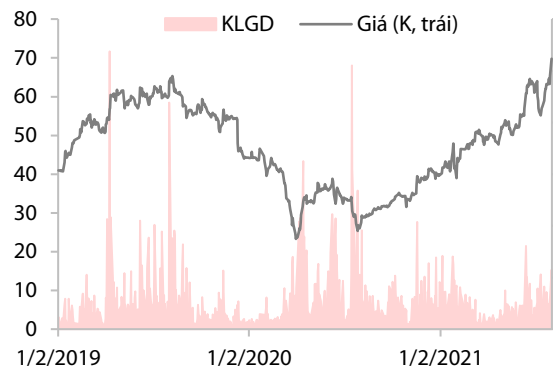
<GTT: 69.800>

<GMT: N/A>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| Ngành                    | Dệt may   |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 3,496     |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 50        |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 108       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 6,2       |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 42,3      |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 27,4-69,8 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 3.813  | 4.474  | 5.810  |
| LNST (tỷ đồng)         | 232    | 389    | 516    |
| ROA (%)                | 8,8    | 11,3   | 12,7   |
| ROE (%)                | 16,9   | 24,8   | 27,8   |
| EPS (đồng)             | 4.635  | 6.992  | 9.287  |
| GTSS (đồng)            | 27.366 | 31.358 | 37.146 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 3.000  | 3.500  | 3.500  |
| P/E (x) (*)            | 8,6    | 7,6    | 5,7    |
| P/B (x) (*)            | 1,4    | 1,7    | 1,4    |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu đã phục hồi tại các thị trường chính của MSH

- Các đơn đặt hàng may mặc đã tăng trở lại nhờ triển khai vắc-xin thành công tại các nước phát triển đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ tăng trở lại. Đồng thời, các nhà bán lẻ thời trang tạm thời chuyển đơn đặt hàng sang Việt Nam trong bối cảnh bất ổn chính trị ở Myanmar và sự bùng phát Covid-19 ở Ấn Độ và Campuchia. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại rằng giá nguyên vật liệu và chi phí vận tải tăng có thể làm giảm tỷ suất lợi nhuận trong nửa cuối năm 2021.
- MSH ít bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội. Trong bối cảnh COVID-19 tiếp tục gia tăng nhanh chóng tại các quốc gia như Ấn Độ, Indonesia và giãn cách xã hội gây gián đoạn sản xuất ở khu vực phía Nam Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng MSH có thể tăng đơn đặt hàng trong nửa cuối năm 2021.

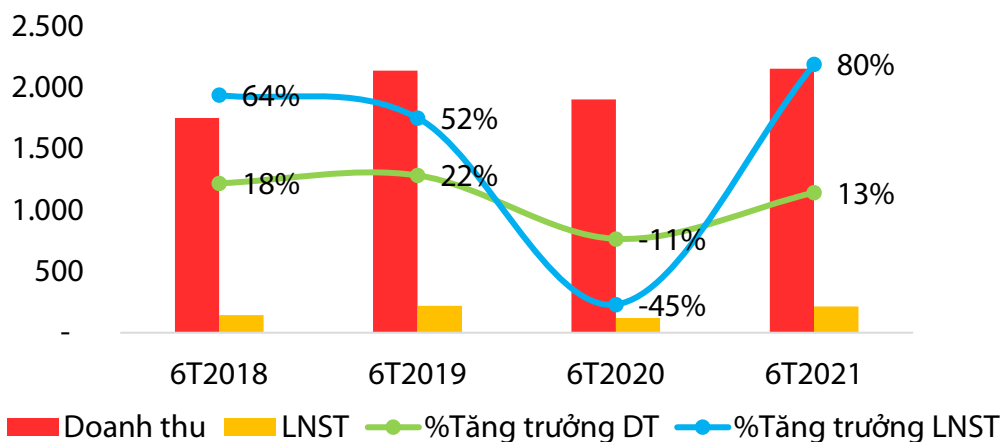
Nhà máy Sông Hồng 10 là chất xúc tác tăng trưởng trung hạn

- Nhà máy mới Sông Hồng 10 sẽ hoàn thành vào tháng 11/2021 và hoạt động tối đa công suất từ 05/2022. Tổng công suất tăng 20% so với hiện nay. Sông Hồng 10 sẽ tập trung vào các mặt hàng phức tạp, trong đó 50-60% là đơn hàng FOB. Chúng tôi cho rằng việc tiếp tục mở rộng đơn hàng FOB sẽ duy trì vị thế của MSH là công ty có biên lợi nhuận cao nhất trong ngành.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

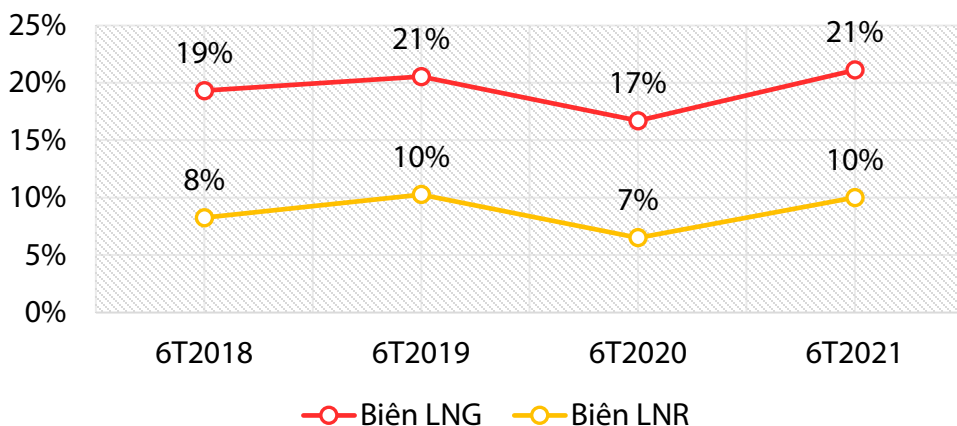
- COVID-19 tăng mạnh tại các thị trường chính có thể làm chậm sự phục hồi của nhu cầu hàng may mặc.
- Biến động khó lường giá nguyên liệu vải.

Hình 1: Doanh thu và LNST 6T2021 (tỷ đồng)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LNG và biên LNR (%)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

### 6T2021: KQKD tăng trở lại từ mức thấp năm 2020

- Trong 6T2021, doanh thu ghi nhận 2.152 tỷ đồng, tăng 13% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ nhu cầu hàng may mặc trên toàn cầu phục hồi và những khó khăn ở các nước sản xuất hàng may mặc đối thủ.
- LNST tăng 80% so với cùng kỳ đạt 216 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận gộp tăng và hoàn nhập dự phòng khoản phải thu 53 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021.

### 2H2021: Giá nguyên vật liệu và chi phí vận tải tăng có thể kéo biên lợi nhuận giảm

- Hoạt động sản xuất của Trung Quốc phục hồi nhanh chóng đã khiến giá nguyên vật liệu tăng mạnh. Với độ trễ bình thường trong một quý từ mua nguyên vật liệu đến bán hàng của MSH, tác động của việc tăng giá nguyên vật liệu lên tỷ suất lợi nhuận gộp có thể được nhìn thấy trong nửa cuối năm nay.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của MSH trong năm 2021 sẽ đạt 4.474 tỷ đồng và 389 tỷ đồng, tăng lần lượt 17% n/n và 68% n/n. Biên lợi nhuận ròng dự báo là 8,7%.

### Nhà máy Sông Hồng 10 sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu từ 2022

Nếu việc xây dựng nhà máy hoàn thành vào cuối năm 2021 theo kế hoạch, MSH sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh vào năm 2022 khi hoạt động hết công suất từ 05/2022. Chúng tôi ước tính rằng nhà máy mới sẽ tăng công suất may mặc của MSH lên 20%.



**RONGVIET**  
SECURITIES



# NGÀNH CHỨNG KHOÁN

MÔI TRƯỜNG THUẬN LỢI



Nguyễn Ngọc Thành – [thanh.nn@vdsc.com.vn](mailto:thanh.nn@vdsc.com.vn)



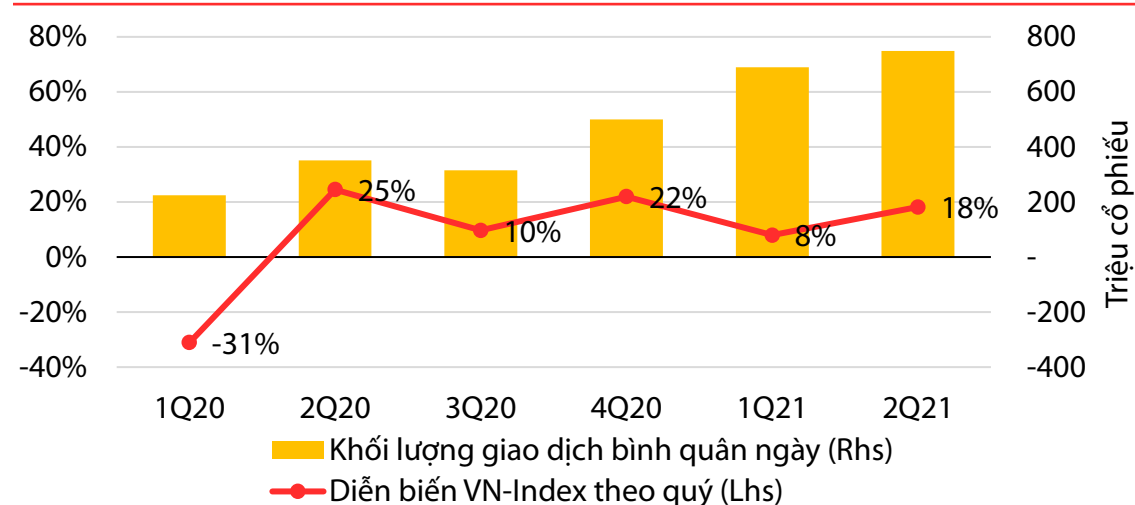
### Thị trường sôi động trong bối cảnh đại dịch diễn biến phức tạp

- Số lượng tài khoản chứng khoán tăng trưởng mạnh, đạt xấp xỉ 3,4 triệu tài khoản với 630.000 tài khoản mở mới trong 6 tháng đầu năm 2021 (cao hơn 57% so với cả năm 2020). Với hơn 90% là tài khoản cá nhân, nhà đầu tư nhỏ lẻ đã là động lực chính thúc đẩy VN-Index.
- Khối lượng giao dịch bùng nổ. Dư nợ vay ký quỹ tăng tương ứng khi đạt mức đỉnh ở 127 nghìn tỷ, đóng góp đáng kể vào thanh khoản (giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 22,8 nghìn tỷ) cũng như đà tăng của thị trường (VN-Index tăng 28% kể từ đầu năm).
- Những yếu tố trên đã tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng thu nhập đột biến của các công ty chứng khoán, được dẫn dắt bởi hoạt động cho vay ký quỹ, dịch vụ chứng khoán và hoạt động tự doanh.

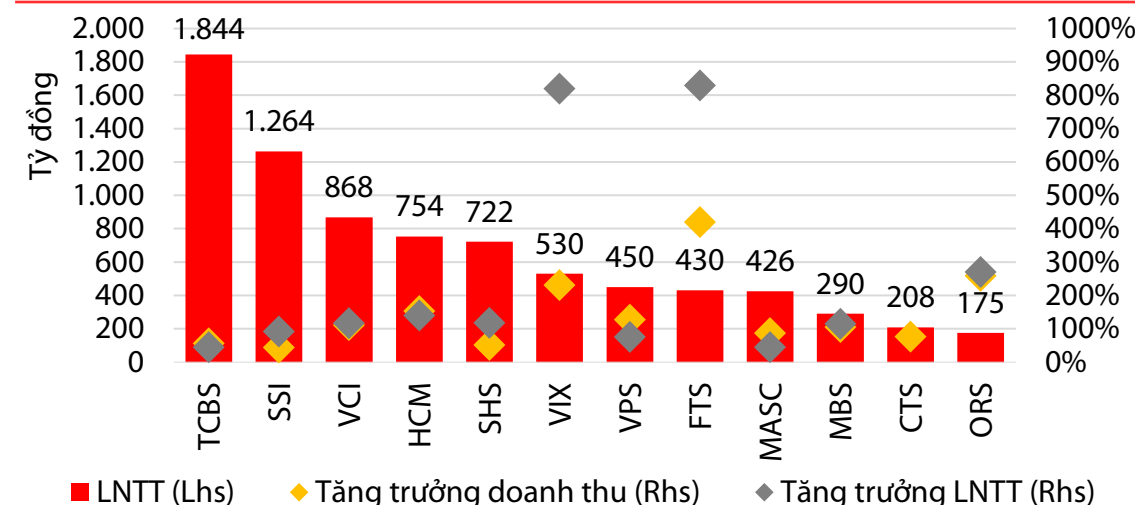
### Thị trường vốn và hoạt động số hóa là động lực trong nửa đầu năm

- Ngành chứng khoán tăng trưởng mạnh chủ yếu nhờ các hoạt động kinh doanh truyền thống hơn là các dịch vụ liên quan ngân hàng đầu tư. Đại dịch là chất xúc tác cho thị trường với đóng góp lớn hơn của nhà đầu tư cá nhân. Môi trường thuận lợi đã tạo nền cho tăng trưởng.
- Yếu tố công nghệ đã được áp dụng trong hoạt động vận hành, nhiều sản phẩm mới và các kênh tiếp cận khách hàng nhằm cải thiện biên lợi nhuận thông qua giảm chi phí hoạt động cho dịch vụ môi giới.
- Các công ty chứng khoán vừa và nhỏ có xu hướng tăng trưởng rất cao ở mức ba chữ số.

**Hình 1: Khối lượng và diễn biến thị trường (cổ phiếu, %, QoQ)**



**Hình 2: Doanh thu thuần và LNTT 6T21 của một số công ty (%YoY)**



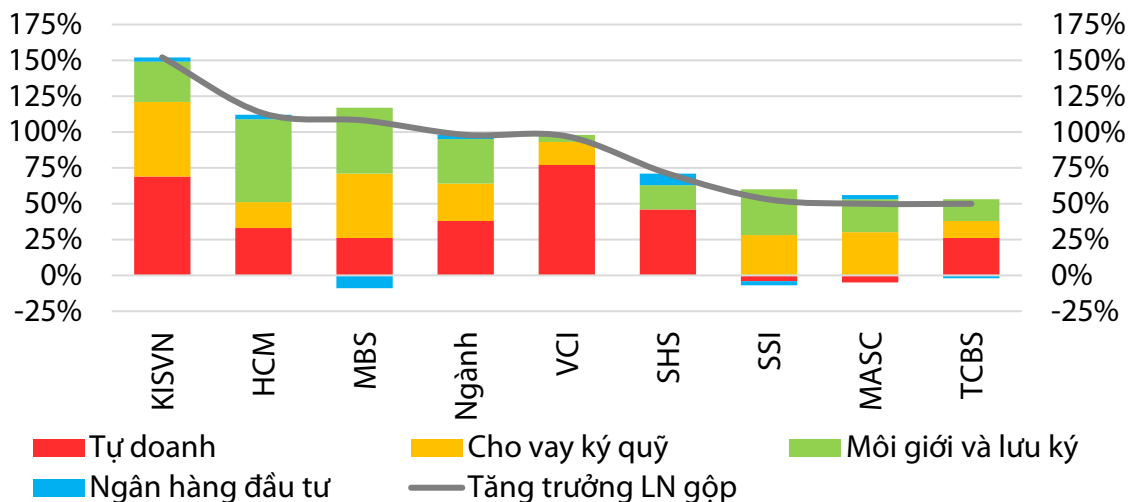
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt



### Nhóm công ty chứng khoán tập trung mảng môi giới hưởng lợi từ thị trường bùng nổ

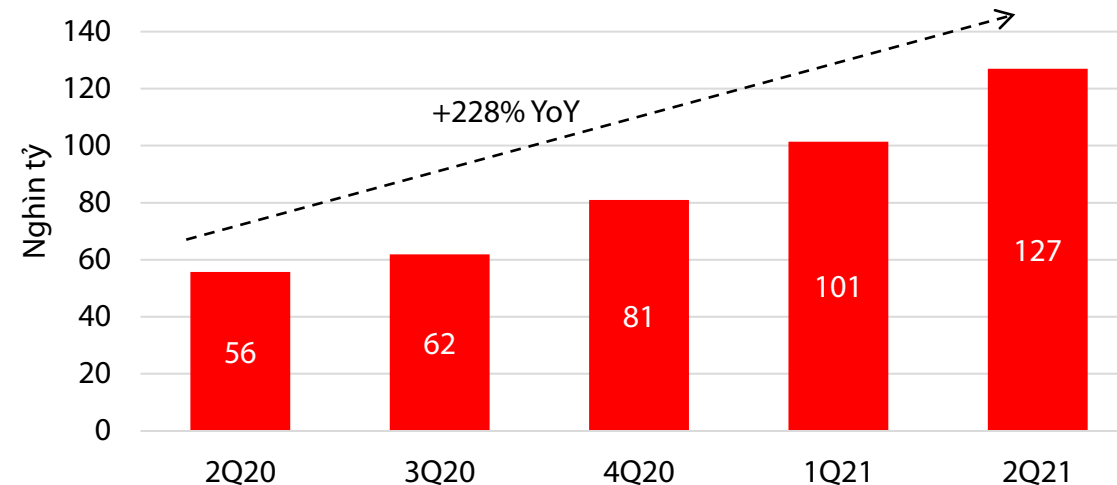
- Động lực chính cho kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm là mảng dịch vụ chứng khoán và tự doanh. Là những phân khúc nhạy cảm với thị trường, các mảng này duy trì tăng trưởng tích cực. Hoạt động tự doanh có kết quả tích cực trên nền so sánh thấp, phục hồi từ tỷ trọng nhỏ để trở thành mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu.
- Nhờ sự tích cực của thị trường, các mảng dịch vụ liên quan chứng khoán tăng trưởng mạnh. Thị phần mảng này chủ yếu thuộc về một số công ty lớn trong ngành. Về môi giới cổ phiếu, thị phần của sáu công ty chứng khoán hàng đầu đã tăng lên xấp xỉ 51% trong 6 tháng 2021 nhờ vào lợi thế về quy mô, tích hợp dịch vụ, sản phẩm chất lượng và khuyến mãi cạnh tranh. Thị trường môi giới trái phiếu tập trung hơn với TCBS, nhờ lợi thế cạnh tranh về hệ sinh thái, công nghệ và kinh nghiệm.
- Dù đã có tăng trưởng về số tuyệt đối, yếu tố cạnh tranh về phí và lãi suất cho vay dẫn đến thu nhập cho vay ký quỹ thấp hơn dự kiến. Việc giảm biên lợi gộp bình quân của cho vay ký quỹ đã kiềm hãm đà tăng trưởng, nguyên nhân đến từ sự thay đổi không tương xứng của chi phí huy động. Cuộc đua cho vay ký quỹ dự kiến sẽ cạnh tranh hơn với các kế hoạch tăng vốn bổ sung trong năm.

**Hình 3: Cơ cấu và tăng trưởng lợi nhuận gộp 6T21 (% YoY)**

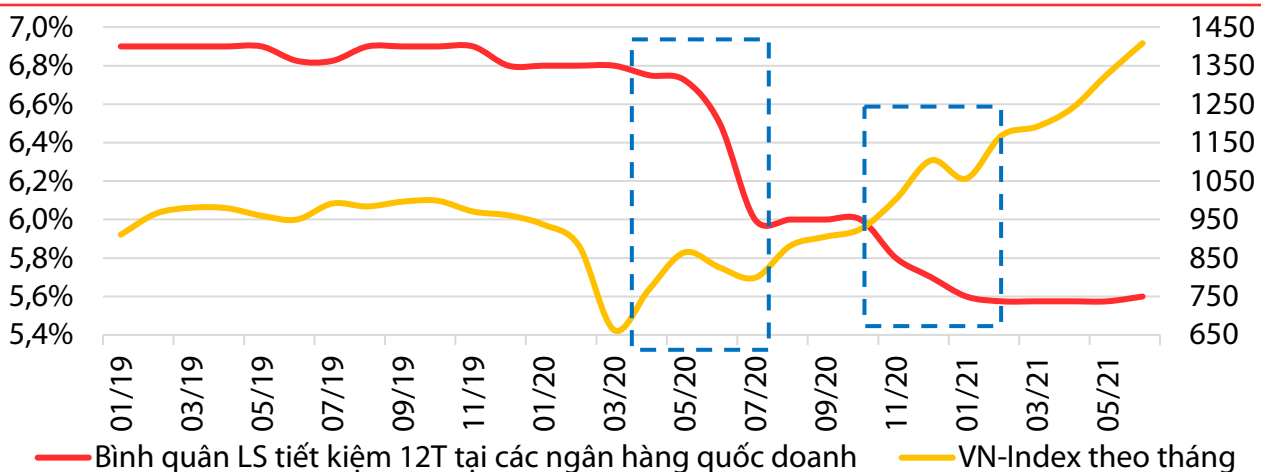


Nguồn: HSX, SSC, CTCK Rồng Việt

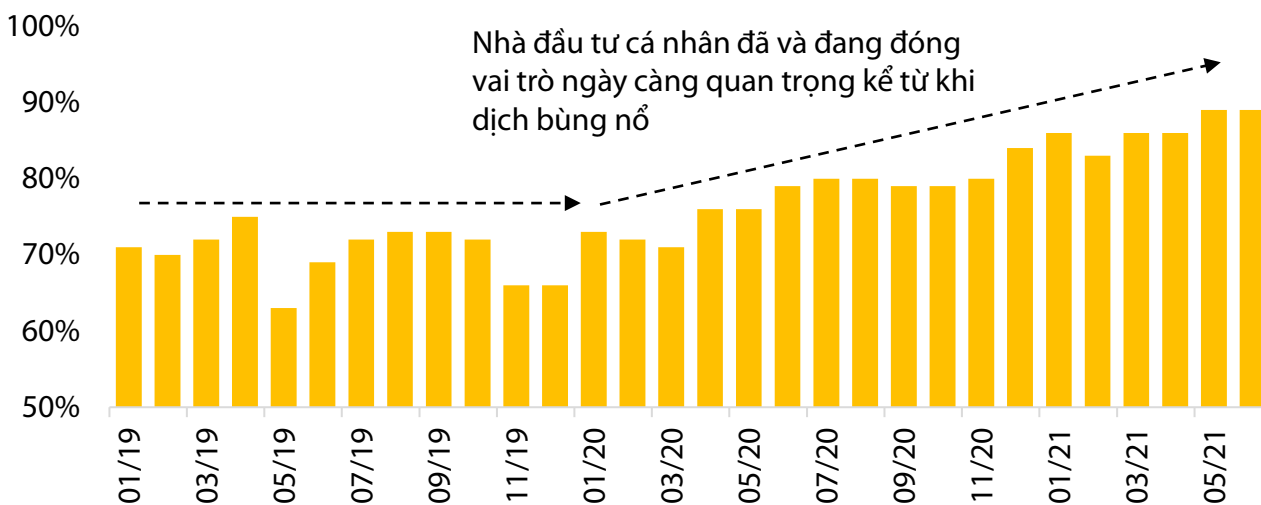
**Hình 4: Tổng dư nợ ký quỹ**



**Hình 5: Lãi suất huy động và chỉ số VN-Index (%)**



**Hình 4: Tỷ trọng nhà đầu tư cá nhân trong nước trong giá trị giao dịch (%)**



Nguồn: Các ngân hàng, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

### Quy mô giao dịch mới dẫn dắt bởi nhà đầu tư cá nhân

- Số lượng nhà đầu tư cá nhân tăng mạnh từ đầu năm 2020 nhờ môi trường lãi suất huy động thấp và tác động của dịch.
- Tỷ lệ thâm nhập thị trường của nhà đầu tư cá nhân vẫn còn thấp (dưới 4% dân số) so với các thị trường trong khu vực như Thái Lan (25-30%), Singapore (32%), Malaysia (18%).

### Kỳ vọng tăng trưởng bền vững sau đại dịch

- Trong nửa cuối năm 2021 và đầu năm 2022, với gói hỗ trợ lãi suất gần đây, chính sách tiền tệ mở rộng và các diễn biến phức tạp của đại dịch, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ nhà đầu tư mới sẽ duy trì động lực khi chứng khoán vẫn là kênh đầu tư mang lại tỷ suất lợi nhuận cao so với tiền gửi tiết kiệm. Dòng tiền mới từ việc cơ cấu danh mục tiền gửi dự kiến vẫn tiếp tục chảy vào thị trường với tốc độ chậm hơn.
- Khi lãi suất huy động cao hơn, có thể có dòng tiền nhà đầu tư cá nhân rút khỏi thị trường ở quy mô nhỏ do ảnh hưởng từ các yếu tố như tái cơ cấu, tăng trưởng thu nhập, cải thiện kiến thức tài chính và nhận thức về thị trường chứng khoán.
- Do không có nhiều biến động ở dòng tiền rút ròng, chúng tôi kỳ vọng thanh khoản sẽ duy trì mức cao trong thời gian tới. Đây là nền tảng thuận lợi cho các công ty chứng khoán và các ngành liên quan như quản lý tài sản phát triển.

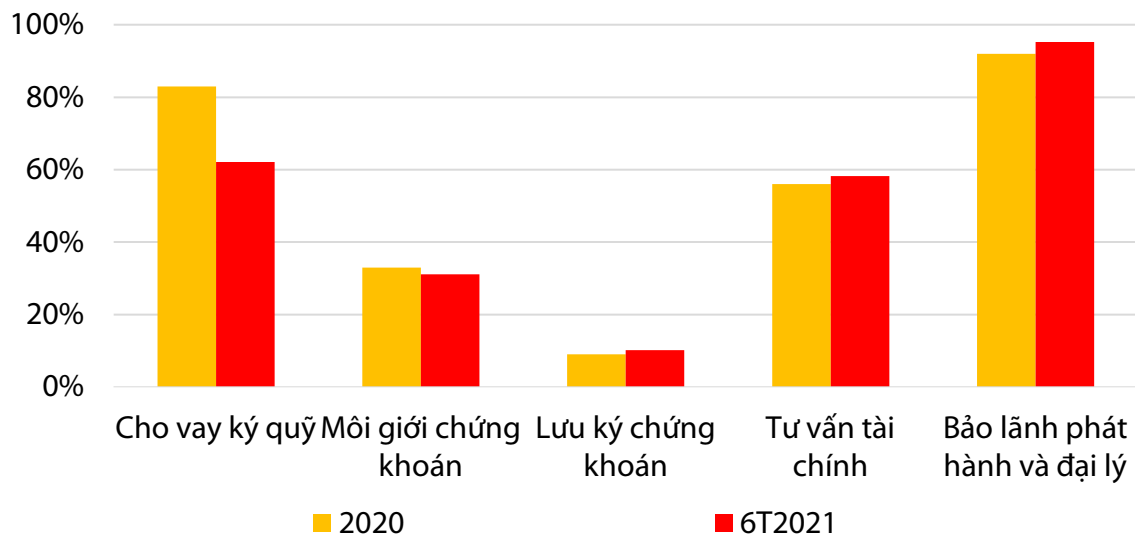
**Ngân hàng đầu tư: tiềm năng tăng trưởng dài hạn với đà tăng trưởng hạ nhiệt trong ngắn hạn**

- Điều kiện thuận lợi của thị trường trong năm 2020 đã dẫn đến làn sóng tăng vốn trong năm 2021. Tuy nhiên, hoạt động bảo lãnh phát hành trong 6T2021 chứng lại ở nhà bảo lãnh phát hành trái phiếu lớn nhất. Các thương vụ phát hành cổ phần thành công chiếm tổng giá trị thấp so với kế hoạch.
- Các kế hoạch khởi động hoạt động chào bán ra công chúng và mua bán sáp nhập sẽ nâng tỷ trọng thu nhập từ dịch vụ ngân hàng đầu tư thay vì phụ thuộc các mảng nhạy cảm với thị trường. Chúng tôi kì vọng ảnh hưởng từ các đợt giãn cách xã hội sẽ tác động ở mức trung bình đến tiến độ phát hành.

**Rủi ro sụt giảm và biến động của thị trường có thể gây ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động tự doanh**

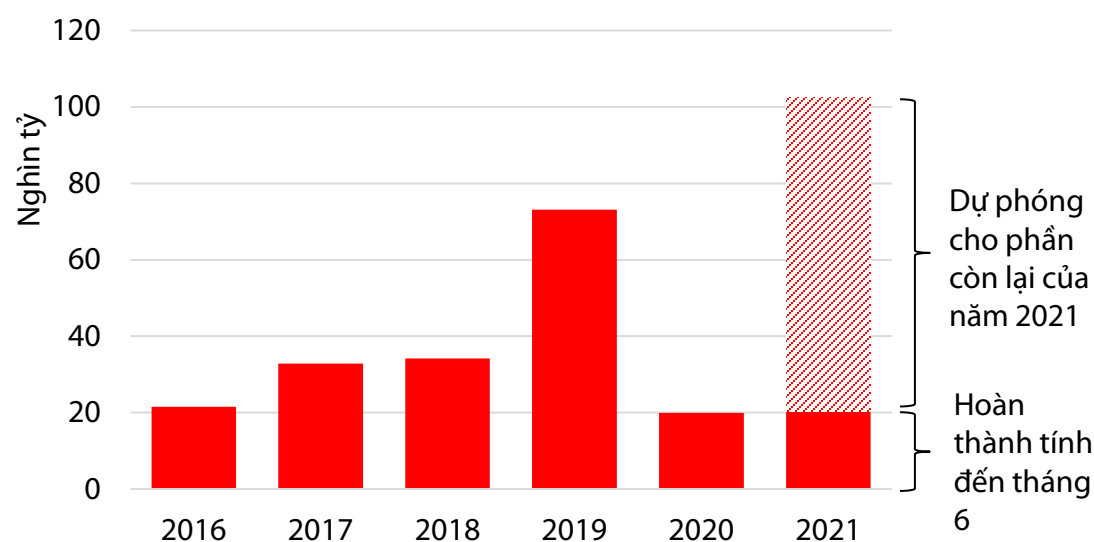
- Áp lực chốt lời sau đà tăng lịch sử kể từ đầu năm 2021 đã dẫn đến sự điều chỉnh của thị trường trong khoảng thời gian gần đây. Các biến động mạnh có khả năng tiếp diễn trong nửa cuối năm do tác động từ các đợt gián đoạn giãn cách xã hội đến tâm lý thị trường và nền định giá đang không còn rẻ, do đó, ảnh hưởng đến triển vọng mảng tự doanh.

**Hình 7: Biên lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh (%)**



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

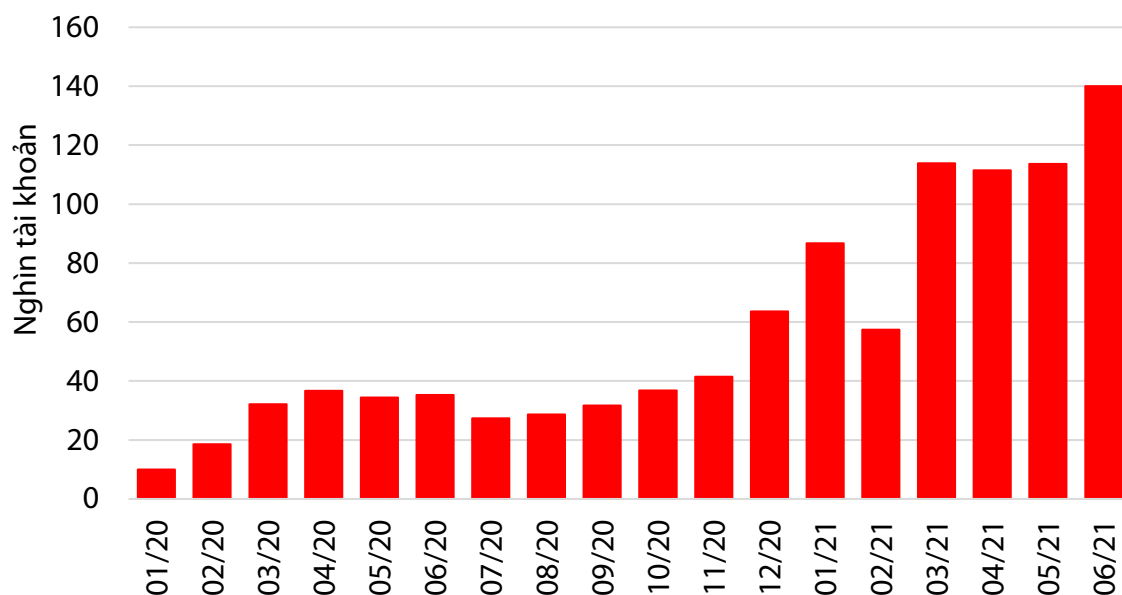
**Hình 8: Giá trị phát hành cổ phần (VND)**



## Kỳ vọng môi trường thuận lợi sẽ duy trì, hỗ trợ tốc độ tăng trưởng cao của ngành

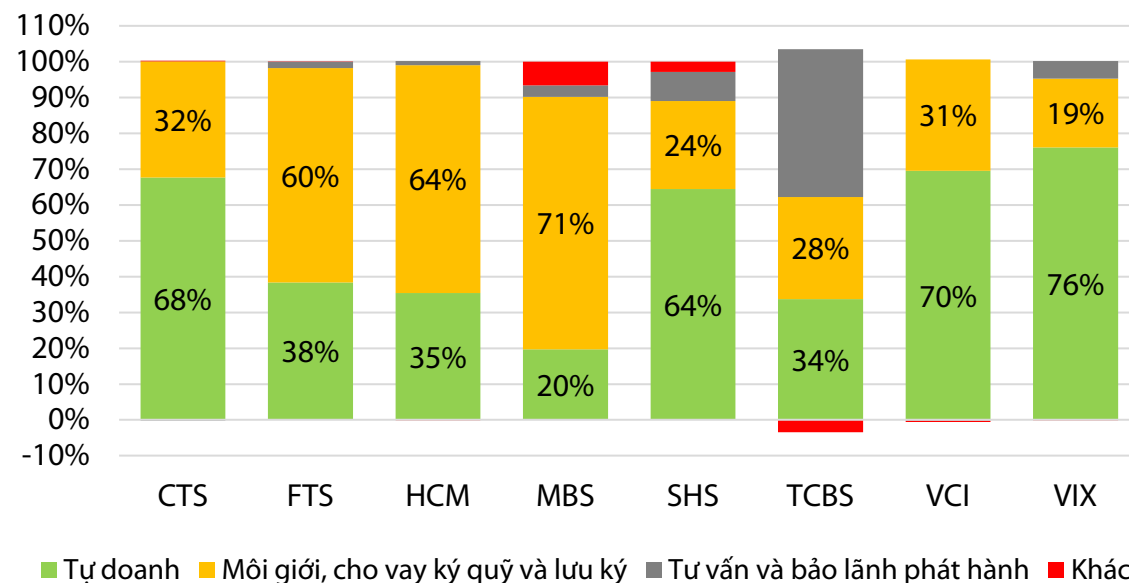
- Thu nhập từ dịch vụ môi giới sẽ tăng tương ứng với tổng giá trị giao dịch của thị trường cổ phiếu và trái phiếu, vốn được dự báo sẽ không bị ảnh hưởng bởi đại dịch, đồng thời hưởng lợi từ việc thâm nhập thị trường của các nhà đầu tư cá nhân mới.
- Dư nợ cho vay ký quỹ dự kiến tăng, tuy nhiên không đồng đều do trần hạn mức cho vay tại một số công ty chứng khoán. Các kế hoạch tăng vốn đã được thông qua. Nhưng với bất kỳ diễn biến quá trình tăng vốn như thế nào, chúng tôi vẫn kỳ vọng thu nhập từ cho vay ký quỹ sẽ tăng trưởng mạnh dựa trên nền so sánh thấp, dư địa cho vay ký quỹ và lãi suất ưu đãi.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ tự doanh sẽ thấp hơn trong nửa cuối năm 2021. Thu nhập từ mảng ngân hàng đầu tư và các dịch vụ liên quan sẽ phân hóa đối với các công ty chứng khoán có số lượng thương vụ đang chờ khác nhau. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận trong 6 tháng cuối năm sẽ duy trì tăng trưởng mạnh mẽ, nhưng với tốc độ chậm hơn. Các dịch vụ chứng khoán bao gồm cho vay ký quỹ và môi giới sẽ là động lực chính.

**Hình 9: Số lượng tài khoản mở mới mỗi tháng**

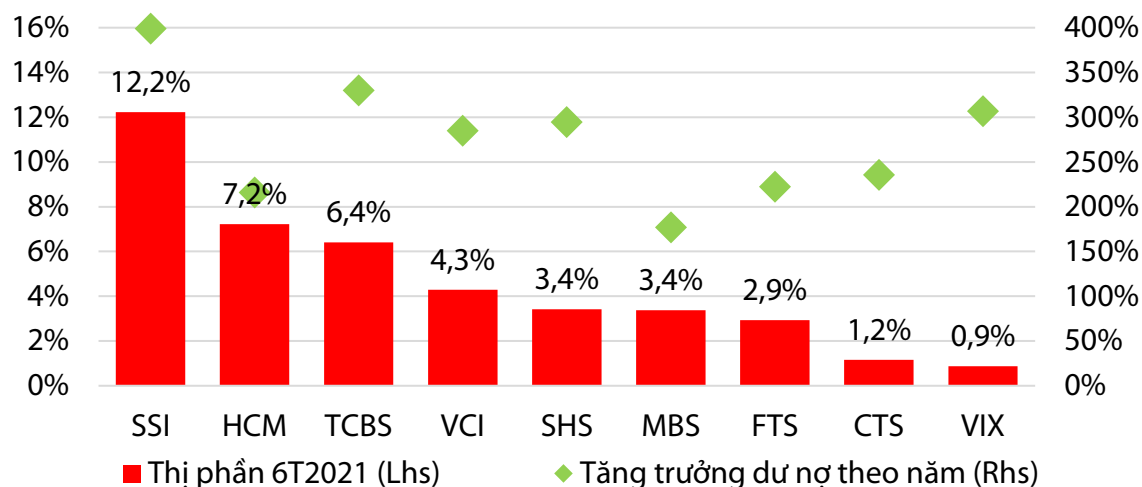


Nguồn: VSD, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

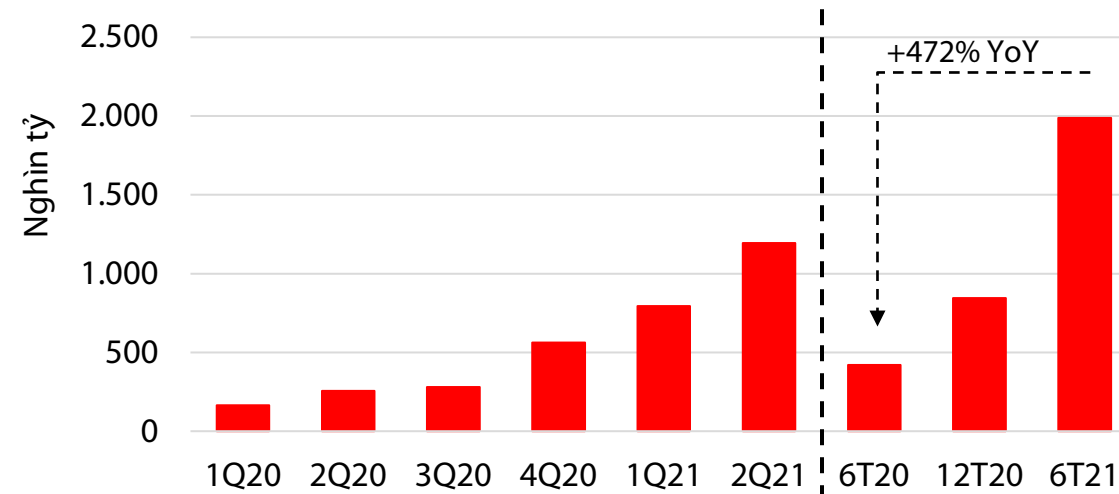
**Hình 10: Cơ cấu lợi nhuận gộp của một số công ty (%)**



**Hình 11: Thị phần và tăng trưởng cho vay ký quỹ 6T2021 (% , YoY)**



**Hình 12: Tổng giá trị khớp lệnh VN-Index**



### Dịch vụ môi giới: củng cố đà tăng trưởng mạnh

- Với động lượng được duy trì nhờ nhà đầu tư cá nhân, khối lượng giao dịch được kỳ vọng tiếp tục cải thiện. Ngay cả với điều kiện thị trường không thuận lợi như đà giảm kéo dài, thanh khoản dự kiến vẫn tăng trưởng ở mức hai đến ba chữ số, dựa trên khối lượng hàng quý trong 6T2021. Tổng giá trị khớp lệnh của quý 1/2021 gần như tương đương với nửa sau năm 2020. Kết hợp với nền phí giao dịch thấp, mảng dịch vụ môi giới sẽ duy trì đà tăng trưởng tốt.

### Hoạt động cho vay ký quỹ: sẵn sàng nắm bắt cơ hội với thanh khoản bùng nổ

- Với các kế hoạch tăng vốn đang chờ thực hiện, chúng tôi kỳ vọng năng lực cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm 2021. Các công ty chứng khoán lớn sẽ có lợi thế về chi phí huy động và nguồn vốn để cạnh tranh, cung cấp lãi suất thấp ra thị trường.
- Các công ty chứng khoán có tỷ trọng lớn từ các mảng dịch vụ này trong cơ cấu doanh thu được dự báo sẽ tăng trưởng tốt hơn các công ty khác và công bố kết quả kinh doanh tích cực.

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

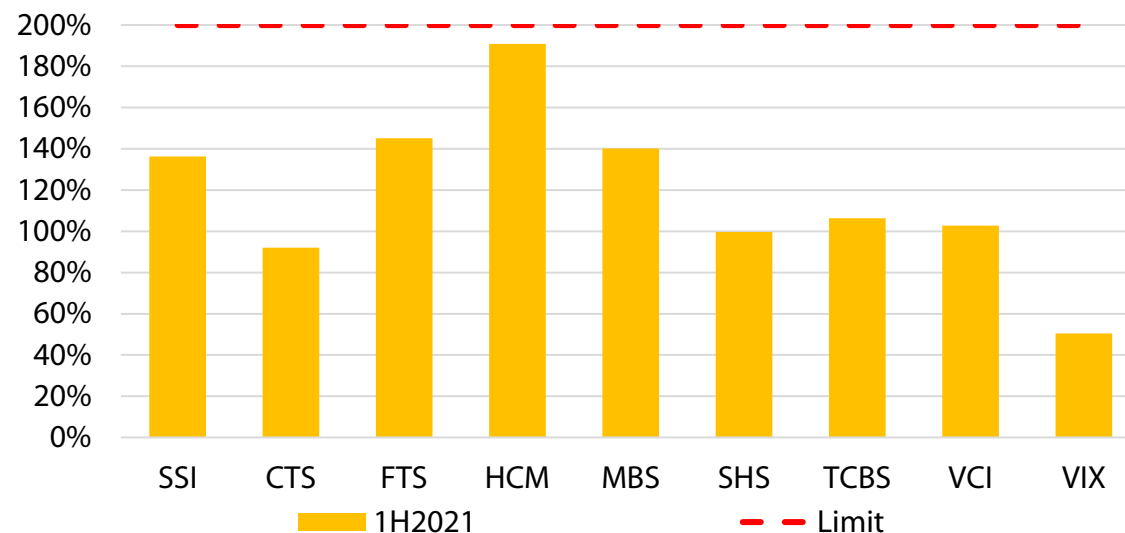
## Phát hành cổ phần: giải pháp cần thiết để củng cố bộ đệm

- Tăng trưởng dư nợ cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán niêm yết đạt 240% so với cùng kỳ trong 6T2021. Với giới hạn cho vay ký quỹ, việc hạn chế khả năng cung cấp khoản vay đã phần nào kiểm hãm đà tăng của thị trường do các áp lực về quản trị vốn.
- Sau khi hoàn thành kế hoạch tăng vốn, ngành chứng khoán, đặc biệt là mảng cho vay ký quỹ, được kỳ vọng sẽ đáp ứng tốt nhu cầu đang gia tăng của thị trường nhằm hỗ trợ xu hướng tăng hiện tại cũng như giảm bớt áp lực về tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu. Mảng trái phiếu doanh nghiệp cũng bị hạn chế bởi giới hạn tổng mức đầu tư là 70% vốn chủ sở hữu. Đồng thời, để thu hút khách hàng tiềm năng trong môi trường vi mô và vĩ mô đầy thuận lợi với nhiều nhà đầu tư cá nhân mới, đây là một bước tiến quan trọng nhằm cải thiện triển vọng lợi nhuận.
- Các đợt phát hành cổ phiếu và trả cổ tức cũng đóng vai trò là chất xúc tác cho giá cổ phiếu các công ty chứng khoán trong nửa cuối năm 2021.

**Bảng 1: Kế hoạch tăng vốn của một số công ty niêm yết năm 2021**

| Mã   | Cổ tức bằng cổ phiếu | Phát hành cổ phần | ESOP  |
|------|----------------------|-------------------|-------|
| SSI  | 33,33%               | 43,2%             | 1,7%  |
| CTS  | 29,1%                |                   |       |
| FPTS | 10%                  |                   | 1,56% |
| HCM  |                      | 50%               |       |
| MBS  | 15%                  | 42,8%             | 5%    |
| SHS  | 5%                   | 50%               | 1,93% |
| VCI  | 100%                 |                   | 0,5%  |
| VND  |                      | 100%              |       |

**Hình 13: Dư nợ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu 6T2021 (%)**

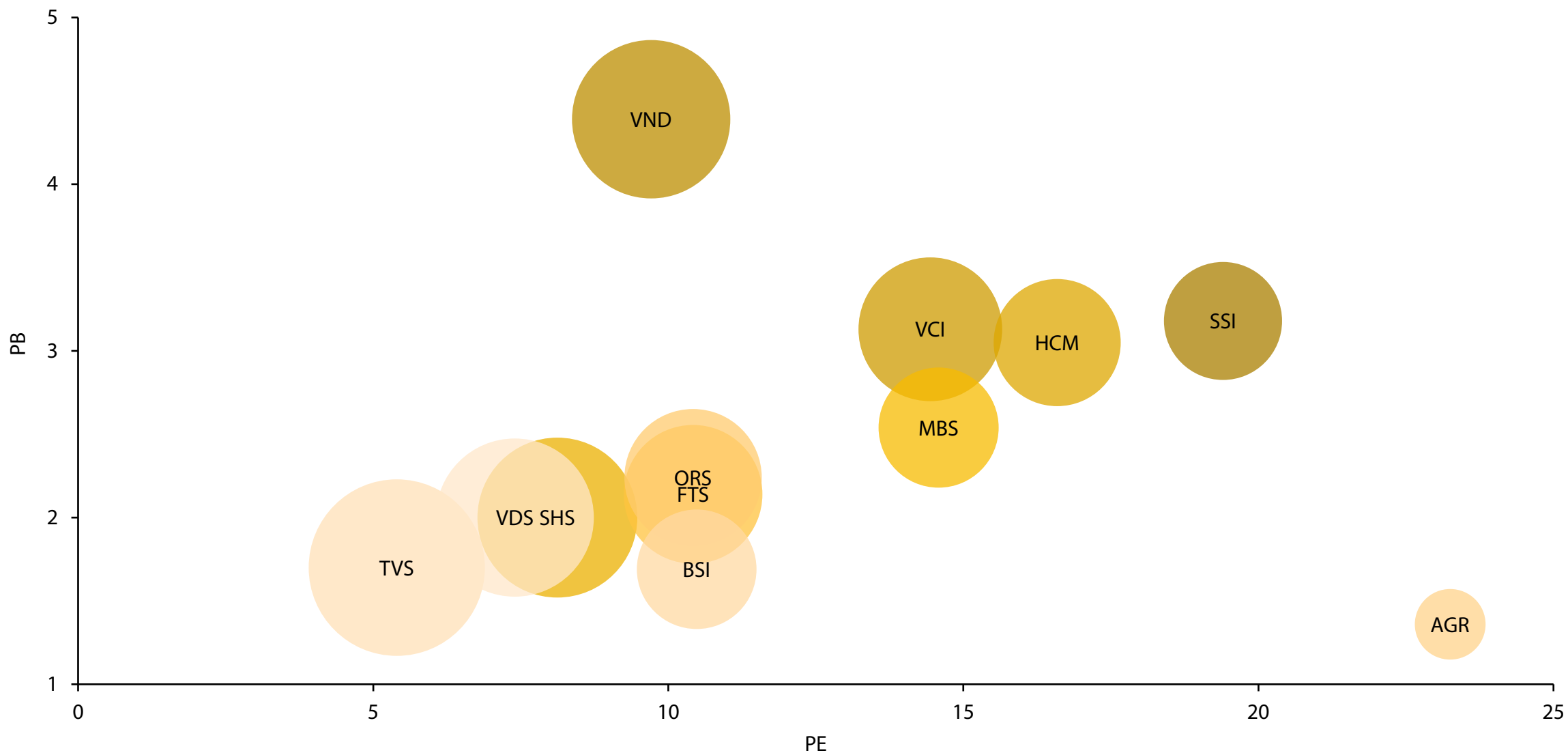


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt



| Mã CP      | Vốn hóa (tỷ đồng) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|------------|-------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| <b>SSI</b> | 36.020            | 33,2%                         | 39,5%                      | 55,4%           | 54,3%                 | 70,4%                    | 32,4%            | 4,9%    | 16,5%   | 0,0%                | 19,4               | 3,2                |
| <b>VND</b> | 19.735            | 107,3%                        | 113,0%                     | 62,3%           | 61,8%                 | 216,0%                   | 41,0%            | 8,2%    | 34,3%   | 0,0%                | 9,7                | 4,4                |
| <b>VCI</b> | 16.617            | 67,2%                         | 54,4%                      | 62,6%           | 62,3%                 | 70,1%                    | 44,2%            | 12,7%   | 24,5%   | 0,0%                | 14,4               | 3,1                |
| <b>HCM</b> | 14.673            | 114,3%                        | 77,9%                      | 31,2%           | 30,4%                 | 80,1%                    | 24,5%            | 6,7%    | 19,2%   | 0,0%                | 16,6               | 3,1                |
| <b>SHS</b> | 8.685             | 66,2%                         | 112,6%                     | 67,8%           | 67,7%                 | 163,3%                   | 48,5%            | 14,1%   | 30,3%   | 0,0%                | 8,1                | 2,0                |
| <b>MBS</b> | 7.761             | 62,9%                         | 54,3%                      | 43,9%           | 43,7%                 | 86,1%                    | 23,9%            | 5,4%    | 17,0%   | 0,0%                | 14,6               | 2,5                |
| <b>FTS</b> | 5.534             | 304,1%                        | n/a                        | 69,7%           | 67,7%                 | 1562,3%                  | 59,6%            | 12,9%   | 22,7%   | 0,0%                | 10,4               | 2,1                |
| <b>ORS</b> | 4.726             | 164,8%                        | 277,9%                     | 41,7%           | 41,6%                 | 143,4%                   | 24,8%            | 8,1%    | 22,3%   | 0,0%                | 10,4               | 2,2                |
| <b>AGR</b> | 2.809             | 42,8%                         | 137,1%                     | 76,0%           | 73,8%                 | 171,5%                   | 68,4%            | 9,3%    | 10,2%   | 0,0%                | 23,2               | 1,4                |
| <b>BSI</b> | 2.614             | 34,4%                         | 191,8%                     | 40,0%           | 39,4%                 | 197,2%                   | 25,7%            | 7,9%    | 17,7%   | 0,0%                | 10,5               | 1,7                |
| <b>TVS</b> | 2.505             | 98,4%                         | 248,5%                     | 77,2%           | 76,9%                 | 445,8%                   | 53,2%            | 11,3%   | 36,4%   | 0,0%                | 5,4                | 1,7                |
| <b>VDS</b> | 2.502             | 155,6%                        | 1822,9%                    | 58,3%           | 57,5%                 | 1632,3%                  | 47,1%            | 13,7%   | 31,0%   | 0,0%                | 7,4                | 2,0                |

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



# NGÀNH ĐIỆN

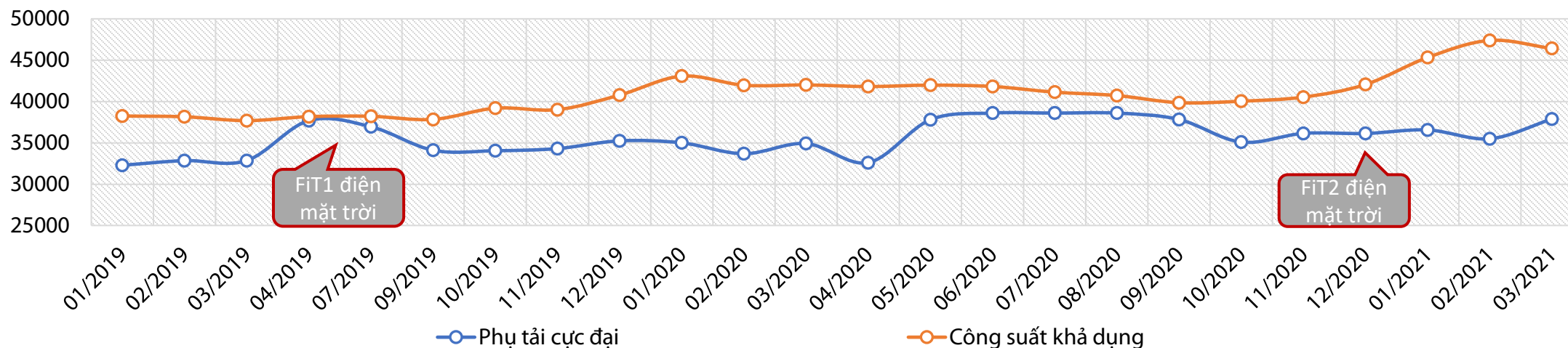
CUNG CẦU TẠM THỜI CHƯA  
CÂN BẰNG



Nguyễn Ngọc Thảo - [thao.nn@vdsc.com.vn](mailto:thao.nn@vdsc.com.vn)



**Hình 1: Phụ tải cực đại và công suất khả dụng (MW) (\*)**



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

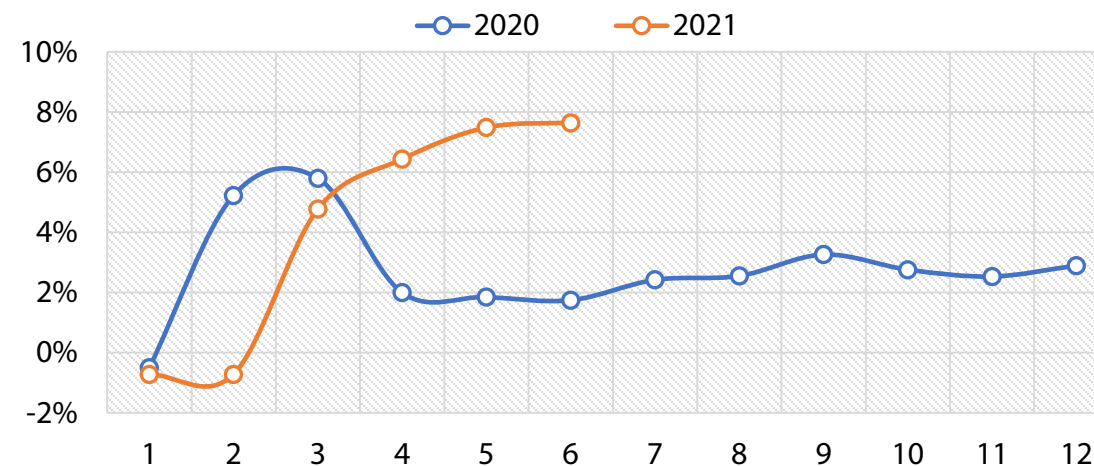
(\*) Không bao gồm các nhà máy thủy điện quy mô nhỏ (<30MW)

### Tăng trưởng nhu cầu chưa theo kịp tốc độ nguồn cung

- Công suất gia tăng đáng kể vào năm 2019 và 2020 (14% và 26% YoY) do sự bùng nổ năng lượng tái tạo trong khi tăng trưởng phụ tải chậm lại do Covid 19 (chỉ 2,9% vào năm 2020 và 7,4% trong 6T2021). (\*\*)
- Do đó, sản lượng điện huy động của các nhà máy điện thấp đi, cả nhà máy nhiệt điện và nhà máy năng lượng tái tạo đều chưa huy động hết công suất.

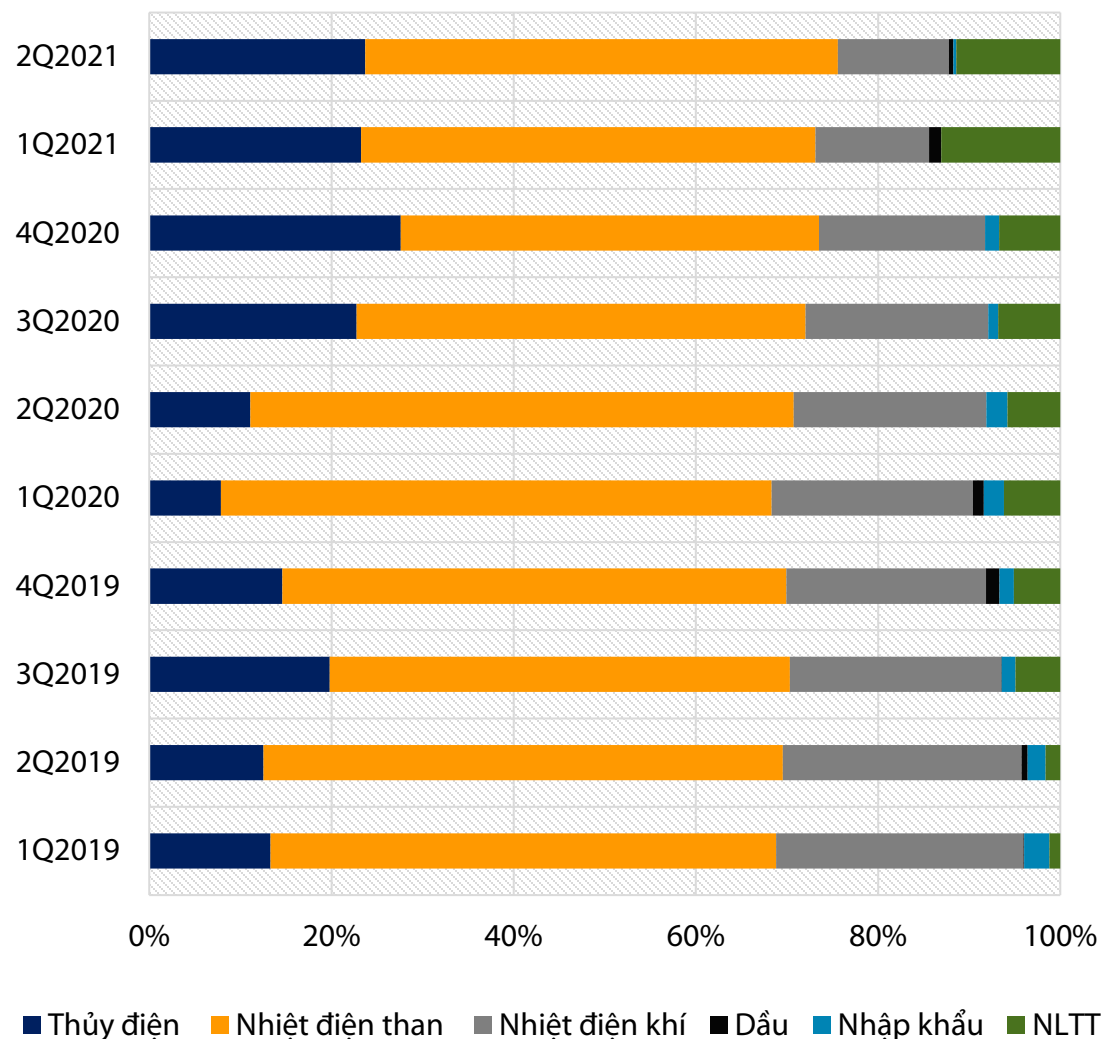
(\*\*) Tăng trưởng công suất được tính vào cuối năm

**Hình 2: Tăng trưởng tiêu thụ điện theo tháng (YoY)**



Nguồn: MoIT, EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tỷ trọng giữa các nhóm điện theo quý

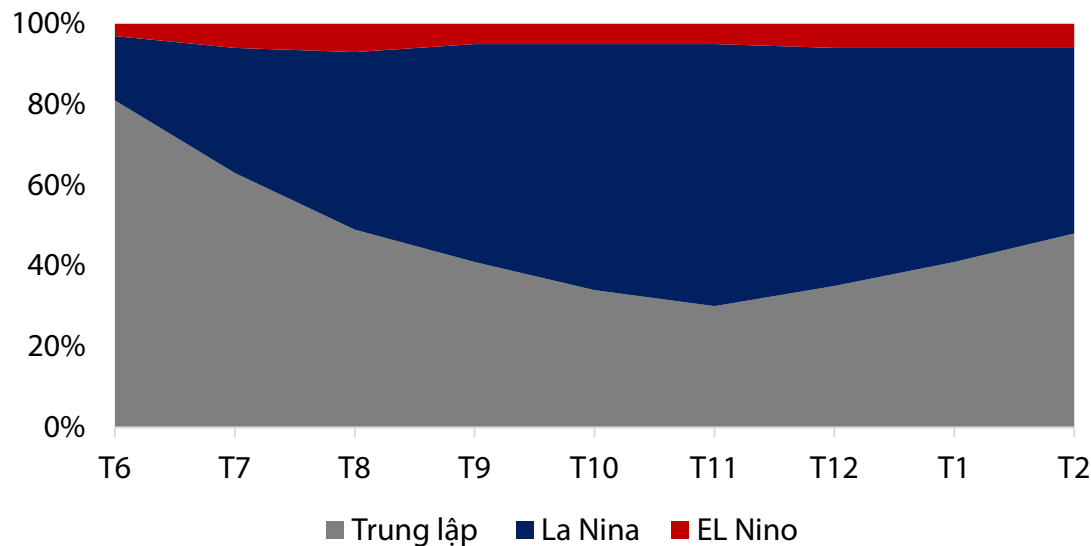


Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

### Các nhà máy thủy điện và năng lượng tái tạo bù đắp phần nhà máy nhiệt điện trong 6T2021

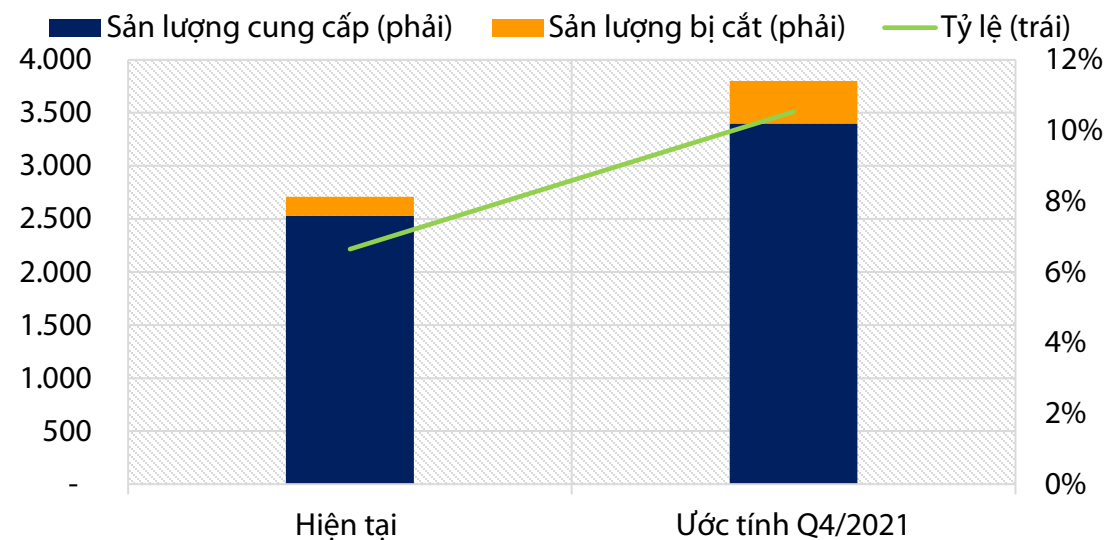
- Được hưởng lợi từ La Nina kể từ nửa cuối năm 2020, sản lượng các nhà máy thủy điện tăng 41% YoY, chiếm 24% tổng sản lượng trong nửa đầu năm 2021.
- Các nhà máy năng lượng tái tạo đã từng bước gia tăng tỷ trọng cung cấp kể từ lúc tham gia, đặc biệt là giai đoạn cuối năm 2020 (thời hạn FiT2 Điện mặt trời). Sản lượng của năng lượng tái tạo đã tăng lên 15 tỷ kWh, +172% YoY, chiếm 11,43% tổng sản lượng cả nước trong 6T2021. Tuy nhiên, các nhà máy này chỉ hoạt động trung bình 93% công suất do bị cắt sản lượng, mức độ cắt điện khác nhau giữa các khu vực.
- Các nhà máy nhiệt điện đã bị ảnh hưởng bởi thủy điện và năng lượng tái tạo, nhường chỗ cho thủy điện và năng lượng tái tạo (Hình 9, 10)
  - Sản lượng nhiệt điện than chiếm phần lớn với 52% tổng sản lượng cả nước, -4% YoY trong 6T2021. Mức giảm này thấp hơn so với quý 1/2021 (-12,4%) vì quý 2/2021 là mùa khô.
  - Các nhà máy nhiệt điện khí là nhóm bị thiệt hại nặng nề nhất do giá khí tăng mạnh. Công suất huy động và sản lượng giảm, theo đó sản lượng giảm -19% YoY (Hình 10).

Hình 4: Dự báo La Nina forecast từ T6 2021 đến T2 2022 (%)



Nguồn: MoIT, EIA, BMI, CTCK Rông Việt

Hình 5: Ước tính SL NLTT cung cấp và bị cắt theo tháng (triệu kWh)



Nguồn: EVN, Ước tính bởi CTCK Rông Việt

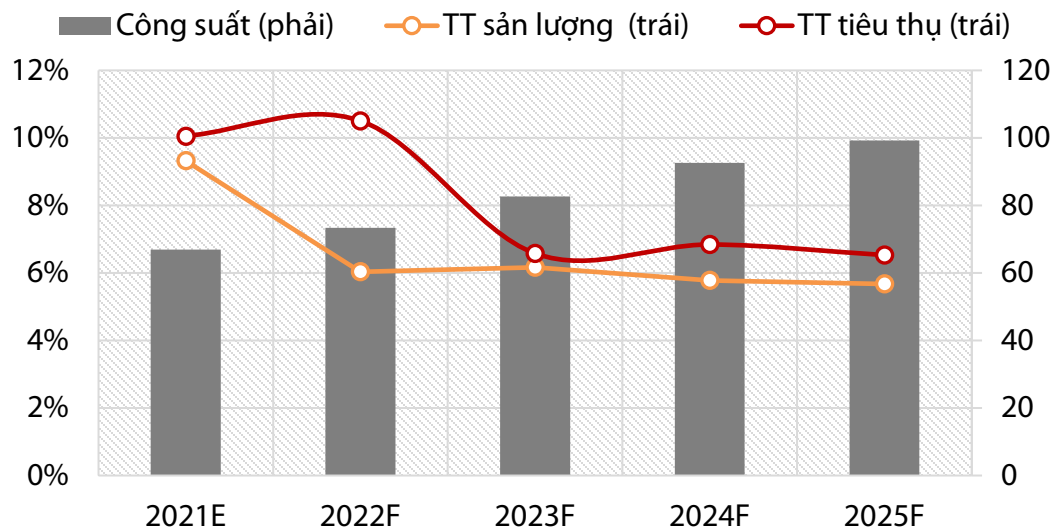
**Điều kiện thủy văn tiếp tục hỗ trợ các nhà máy thủy điện.** Hiện tượng La Nina được dự báo sẽ tiếp tục vào nửa cuối năm 2021, do đó các công ty thủy điện sẽ được hưởng lợi và ghi nhận hiệu suất hoạt động tốt hơn 6T2021. Các công ty hưởng lợi bao gồm REE, PC1, GEG, VSH,...

**Nhiều nhà máy điện gió sẽ vận hành thương mại từ Q3/2021 do thời hạn FiT1.** Tính đến thời điểm hiện tại, EVN ước tính sẽ bổ sung 5.656 MW điện gió vào hệ thống, tương đương 8% tổng công suất quốc gia. Vì vậy, cả các trang trại năng lượng tái tạo hiện tại và sắp tới sẽ bị cắt giảm sản lượng, tỷ lệ cắt giảm thực tế sẽ phụ thuộc vào sự phục hồi kinh tế trong Q4/2021. Một số công ty sẽ đóng điện gió và gia tăng lợi nhuận là REE, PC1, GEG,...

**Các nhà máy nhiệt điện sẽ gặp khó khăn vào mùa mưa.** Cả nhà máy nhiệt điện than và khí đều sẽ ghi nhận sản lượng huy động thấp vì sản lượng điện dồi dào từ thủy điện và điện gió. Tuy nhiên, thu nhập của từng doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào sản lượng hợp đồng và chi phí sản xuất.

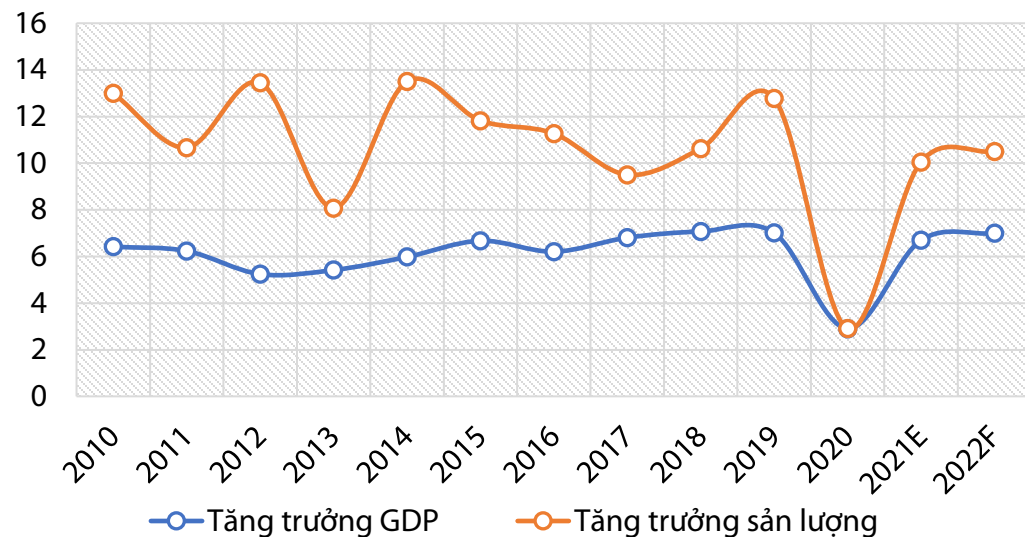


**Hình 6: Tăng trưởng SL và tiêu thụ (%) và công suất ('000 MW)**



Nguồn: MofT, EIA, BMI, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: GDP dự báo, tăng trưởng tiêu thụ điện (%)**

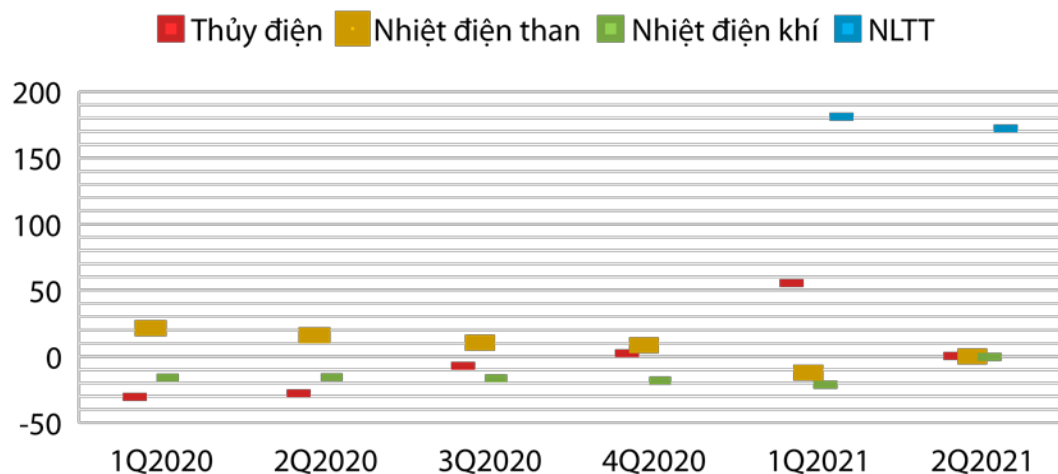


Nguồn: MofT, EVN, CTCK Rồng Việt

### **Hệ thống điện được kỳ vọng sẽ sớm đạt được điểm tối ưu giữa cung và cầu**

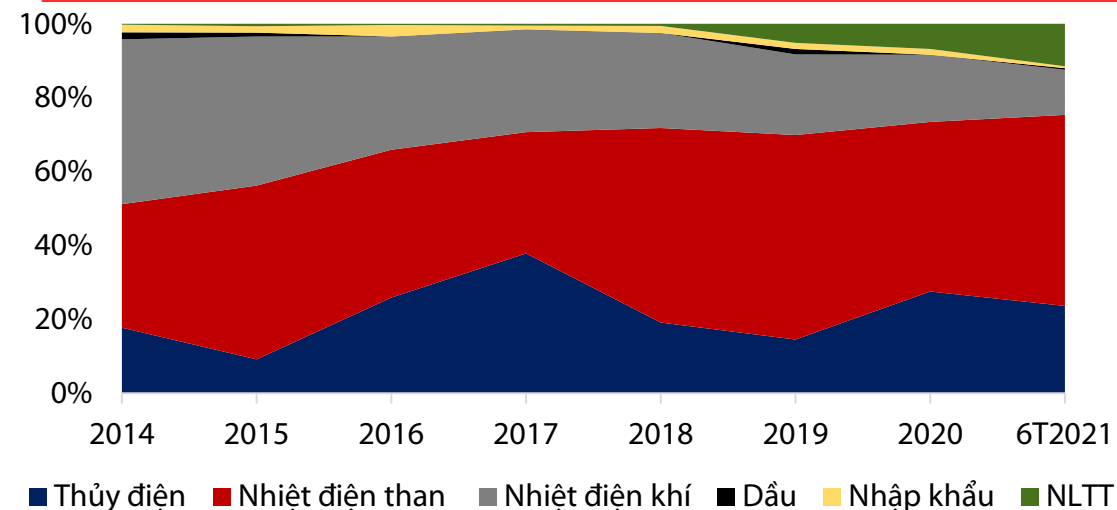
- Việc này được kỳ vọng xảy ra vào cuối năm 2022. Theo Chính phủ, Việt Nam sẽ được tiêm chủng đầy đủ vào giữa năm 2022, tăng trưởng kinh tế được kỳ vọng sẽ phục hồi, tăng trưởng phụ tải sẽ cao hơn so với năm 2020 và 2021. Về dài hạn, Việt Nam vẫn là nơi có thị trường điện phát triển nhanh nhất, dựa trên dự báo tăng trưởng GDP trong trung hạn.
- Cường độ La Nina thấp hơn dự kiến sẽ diễn ra vào cuối 2022 (Hình 11). Các nhà máy nhiệt điện và năng lượng tái tạo có thể cung cấp sản lượng cao hơn.
  - Các nhà máy nhiệt điện được dự báo sẽ có sản lượng huy động cao hơn vào nửa cuối năm 2022 nhờ nhu cầu tăng và cường độ La Nina thấp hơn.
  - Năng lượng tái tạo có thể được sử dụng tối đa, mở rộng tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng ta cần theo dõi việc xây dựng đường dây truyền tải do tình trạng thừa công suất ở một số khu vực (Hình 12) và việc gia tăng công suất năng lượng tái tạo trong những năm tới (Hình 13).

Hình 8: Tăng trưởng sản lượng theo nhóm (%)



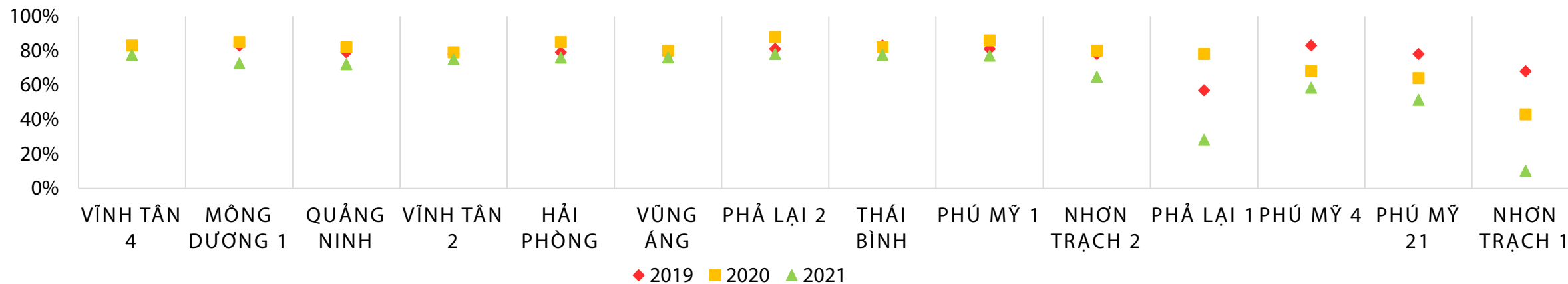
Nguồn: MoIT, CTCK Rồng Việt

Hình 9 : Tỷ trọng huy động theo nhóm điện



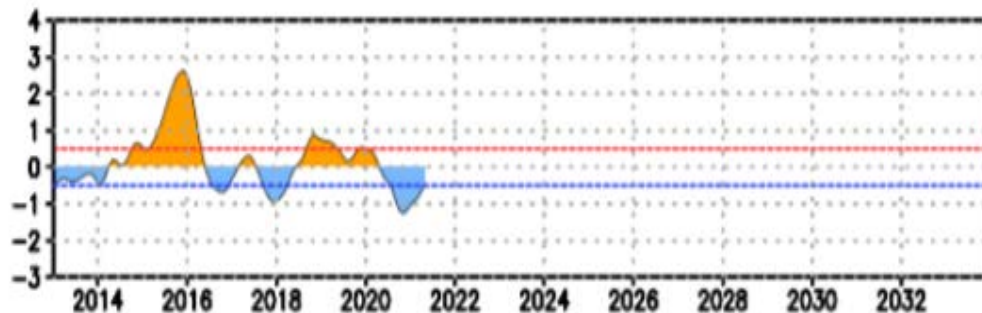
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 10: Hệ số tải của các nhà máy nhiệt điện (%)



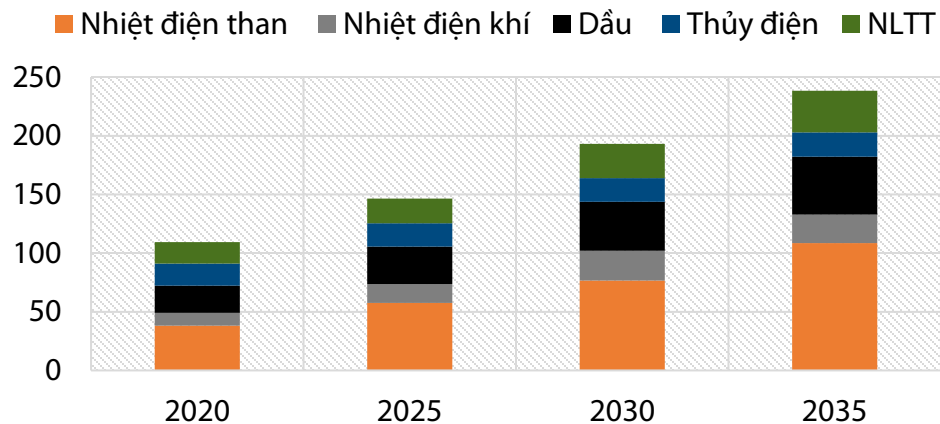
Nguồn: A0, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Cường độ La Nina (Màu xanh: La Nina, Màu cam: El Nino)



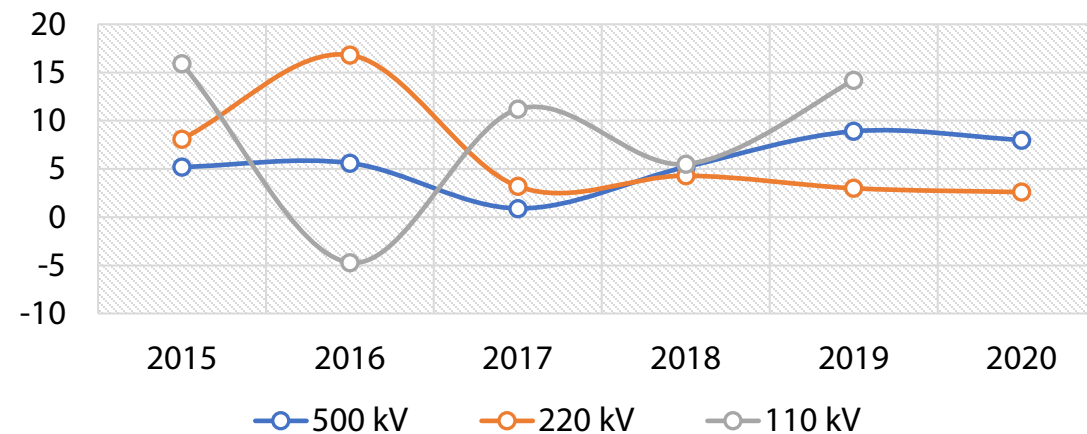
Nguồn: MoiT, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Sản lượng từng nhóm theo Quy hoạch lần 8 (MTOE)



Nguồn: A0, CTCK Rồng Việt

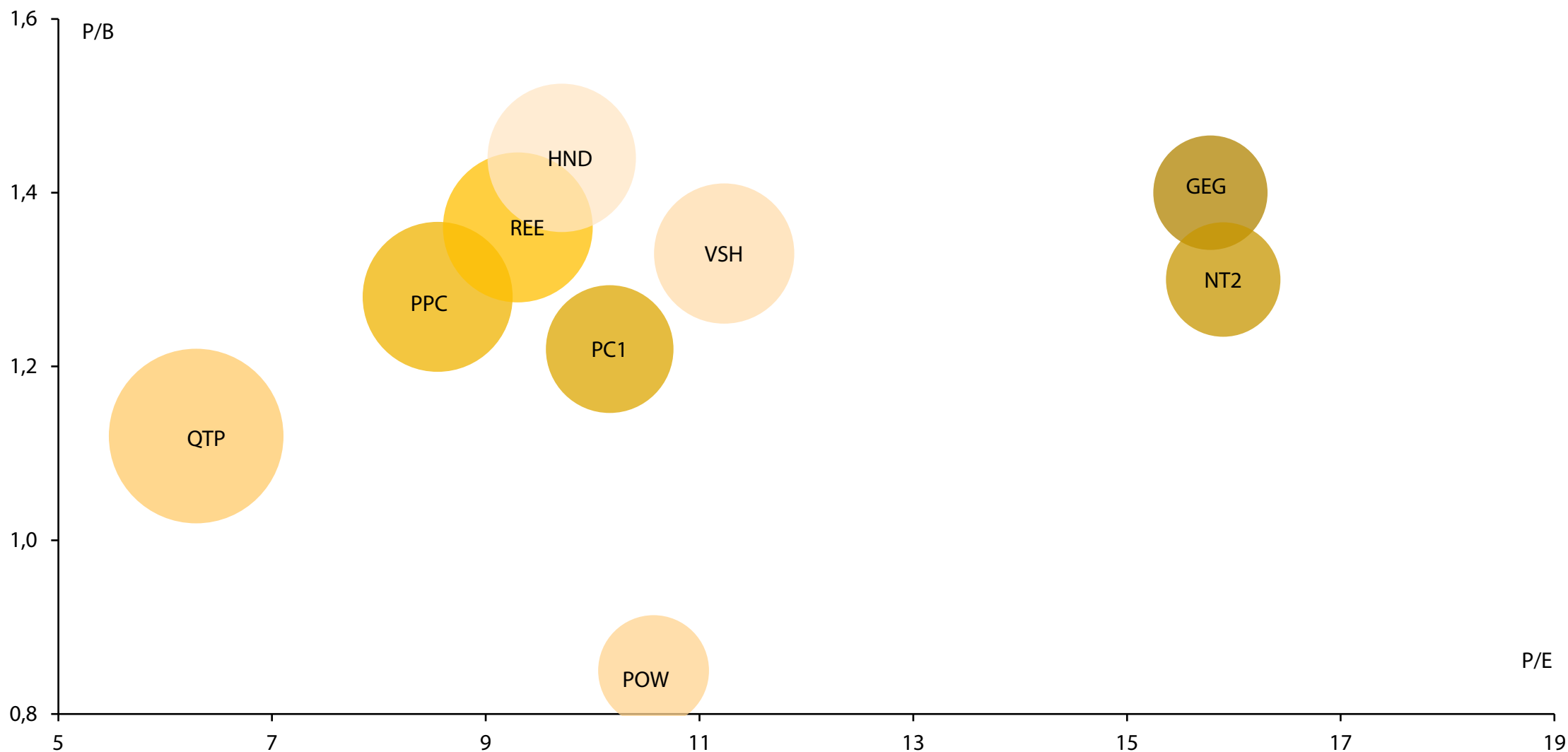
Hình 12: Tăng trưởng xây dựng đường truyền trên mỗi loại (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

| Mã CP | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|-------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| POW   | 25.175,1          | N/A                | -9,6%                         | -5,5%                      | 20,1%           | 10,6%                 | 3,4%                     | 8,7%             | 4,2%    | 7,6%    | 1,9%                | 10,6               | 0,8                |
| REE   | 16.688,8          | 65.300             | 19,2%                         | 63,8%                      | 34,7%           | 26,2%                 | 25,5%                    | 33,0%            | 7,9%    | 13,9%   | 0,0%                | 9,3                | 1,4                |
| HND   | 8.572,5           | 17.900             | -20,3%                        | -26,0%                     | 28,3%           | 11,5%                 | -38,4%                   | 9,5%             | 8,2%    | 13,6%   | 0,0%                | 9,7                | 1,4                |
| PPC   | 7.277,9           | 21.200             | -34,4%                        | -42,0%                     | 10,0%           | 9,3%                  | -22,5%                   | 14,9%            | 12,5%   | 13,9%   | 5,5%                | 8,5                | 1,3                |
| QTP   | 6.633,5           | N/A                | -21,2%                        | -23,7%                     | 26,2%           | 17,3%                 | 161,4%                   | 13,4%            | 10,7%   | 18,8%   | 6,8%                | 6,3                | 1,1                |
| NT2   | 5.354,5           | 22.900             | -20,6%                        | -27,8%                     | 20,4%           | 8,4%                  | -57,9%                   | 5,9%             | 5,0%    | 8,1%    | 5,4%                | 15,9               | 1,3                |
| VSH   | 5.126,4           | N/A                | 282,4%                        | 451,0%                     | 75,9%           | 53,3%                 | 869,0%                   | 45,6%            | 4,4%    | 12,1%   | 0,0%                | 11,2               | 1,3                |
| PC1   | 5.085,6           | 30.100             | 61,4%                         | 29,1%                      | 12,0%           | 8,6%                  | 53,0%                    | 6,3%             | 4,1%    | 10,1%   | 0,0%                | 10,2               | 1,2                |
| GEG   | 4.365,9           | 20.000             | 21,0%                         | 7,5%                       | 66,8%           | 43,0%                 | 9,5%                     | 20,1%            | 3,2%    | 8,1%    | 2,4%                | 15,8               | 1,4                |
| TV2   | 1.935,8           | N/A                | 93,8%                         | 12,2%                      | 7,0%            | 6,2%                  | 27,4%                    | 6,7%             | 8,2%    | 23,2%   | 0,0%                | 7,2                | 1,6                |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

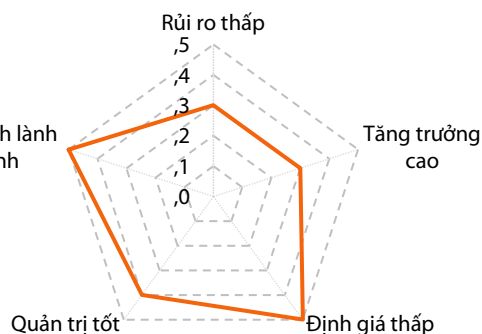
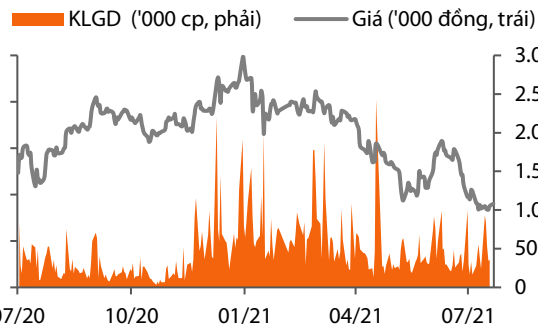


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 28%>(\*)

<Giá TT: 18,500>

<Giá mục tiêu: 22,900>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Ngành                       | Tiện ích công cộng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 5.354,5            |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 287,9              |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 434,0              |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 8,5                |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 35,1               |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 18 - 26,0          |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 6.082  | 6.389  | 6.777  |
| LNST                  | 625    | 306    | 435    |
| ROA (%)               | 9,8    | 5,4    | 8,3    |
| ROE (%)               | 14,5   | 8,2    | 12,6   |
| EPS (VND)             | 2.125  | 1.041  | 1.477  |
| GTSS (VND)            | 14.928 | 12.970 | 11.947 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 2.498  | 2.000  | 1.500  |
| P/E (x) (*)           | 7,5    | 15,6   | 12,8   |
| P/B (x) (*)           | 1,2    | 1,4    | 1,5    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn từ Q2/2021, dòng tiền doanh nghiệp sắp tới sẽ dồi dào

- Hoàn thành nghĩa vụ nợ vào tháng 6 năm 2021, toàn bộ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có khả năng sẽ dùng để trả cổ tức do không có hoạt động đầu tư và tài chính nào khác.
- Lợi nhuận của công ty có thể giảm do xu hướng khí tự nhiên tăng trong trung hạn và giá bán cổ định giảm, nên giá cổ phiếu giảm hơn 30% kể từ mức đỉnh gần nhất. Với mức giá hiện tại, lợi suất cổ tức trong những năm tới tương đối hấp dẫn.

### Khoảng thời gian khó khăn được kỳ vọng sẽ sớm chấm dứt. Triển vọng khởi sắc hơn cho các nhà máy nhiệt điện dự kiến sẽ quay trở lại

- NT2 gặp rất nhiều khó khăn trong bối cảnh Covid19. Sản lượng đã giảm đáng kể do phụ tải thấp và nguồn cung dồi dào từ thủy điện và năng lượng tái tạo.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng (1) Phụ tải sẽ gia tăng trở lại hậu Covid-19 và (2) Mức độ La Nina thấp hơn sẽ thúc đẩy sản lượng của công ty vào năm 2022.

### Nằm trong Khu kinh tế trọng điểm phía Nam, hoạt động ổn định và hiệu quả là điểm mấu chốt

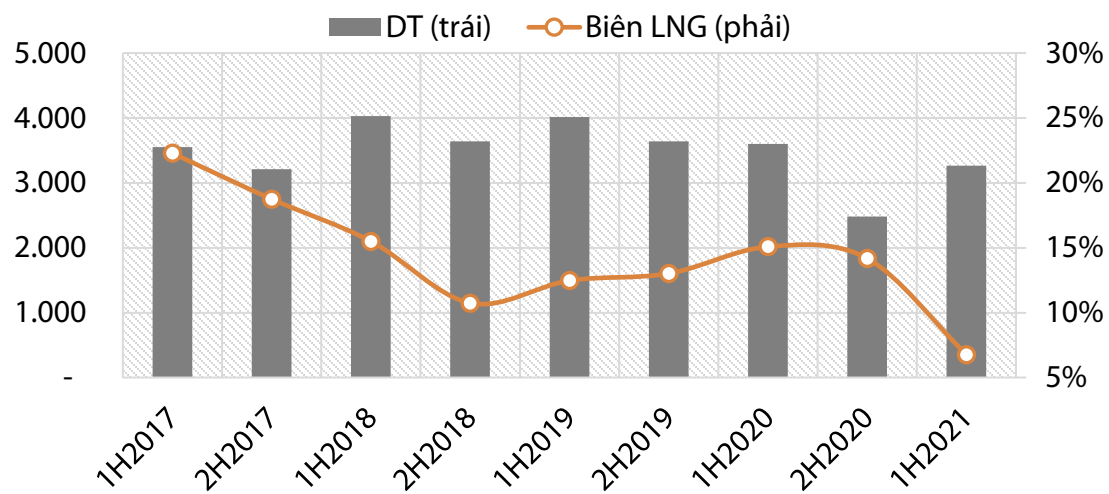
- NT2 tọa lạc tại Nhơn Trạch, một trong những khu kinh tế trọng điểm phía Nam. Bên cạnh đó, việc bảo trì thường xuyên đảm bảo hoạt động ổn định của công ty

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá khí. Giá khí đang có xu hướng tăng do mỏ khí mới có giá cao hơn mỏ cũ như Sao Vàng Đại Nguyệt.
- Tỷ lệ sản lượng hợp đồng tiếp tục giảm hơn so với kỳ vọng chúng tôi, có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.

(\*) Tổng lợi nhuận bao gồm 1.000 đồng cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng

**Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và biên LNG (%)**

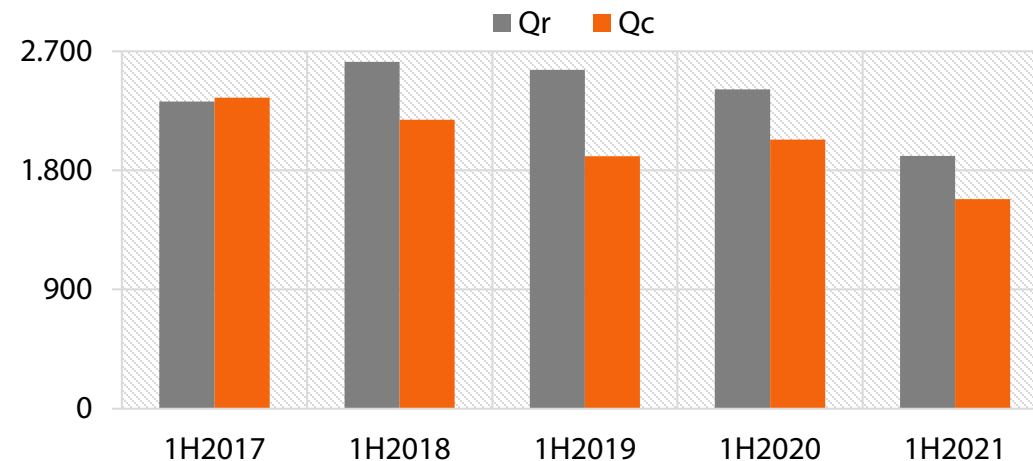


Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

## Sản lượng giảm mạnh do khó khăn chung toàn ngành

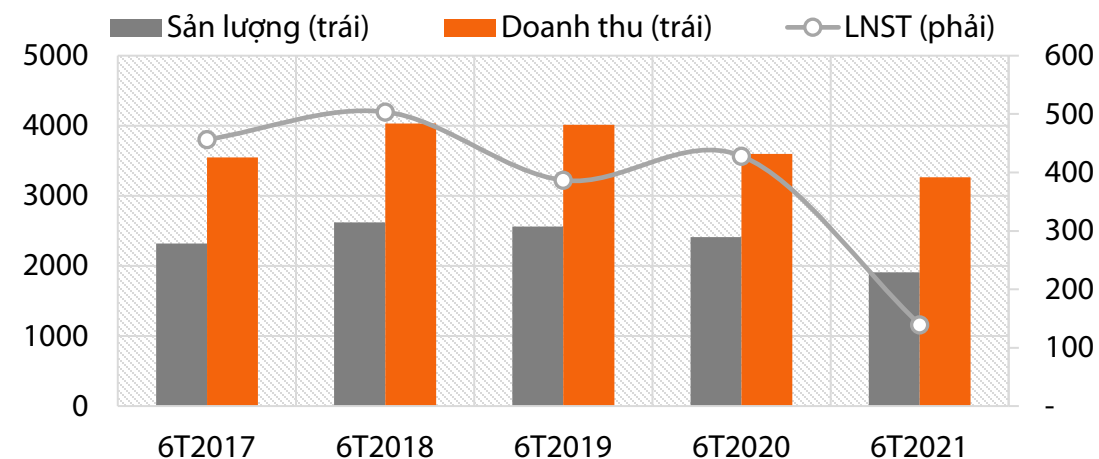
- Sản lượng huy động giảm trong 6T2021 do (1) Nhu cầu thấp do Covid19 19; (2) Nguồn cung dồi dào từ thủy điện và năng lượng tái tạo; (3) Giá khí tự nhiên tăng cao.
- Công ty đã cung cấp 1.909 triệu kWh trong 6T2021, -21% YoY. Trong đó, sản lượng hợp đồng (Qc) là 1.565 triệu kWh, chiếm khoảng 82% tổng sản lượng và -22% YoY.

**Hình 2: Sản lượng hợp đồng và tổng sản lượng (triệu kWh) (\*)**



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

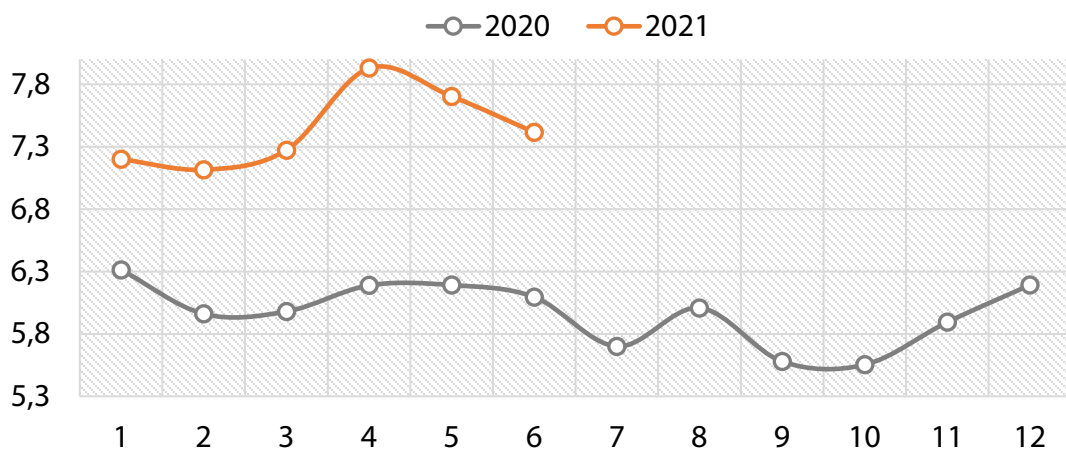
**Hình 3: Sản lượng (triệu kWh) và KQKD 1H2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

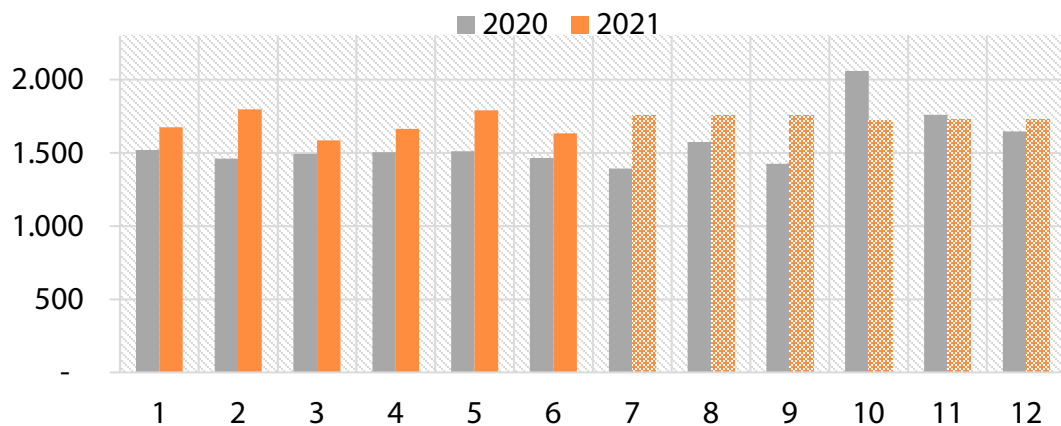


Hình 4: Giá khí theo tháng (USD/triệu BTU)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá bán trung bình theo tháng (VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

(\*) Giá hợp đồng (Pc) = giá cố định + giá biến đổi

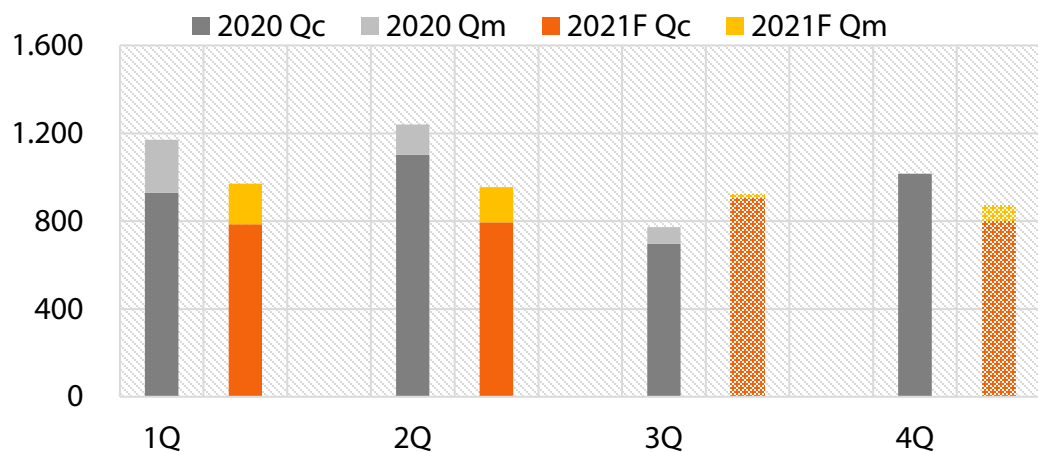
#### Giá PPA mới đã được áp dụng vào năm 2021, giảm bán cố định giảm

- Giá cố định trong Pc (\*) giảm 37,59 đồng được công bố vào tháng 4. Theo đó, KQKD Q1 2021 vẫn tính theo giá cũ. Do đó, KQKD Q2 2021 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi khoản hồi tố của Q1 2021.
- Giá bán trong 6T2021 cao hơn năm 2020 do giá bán biến đổi tăng. Giá khí có xu hướng tăng do (1) Giá từ mỏ khí mới cao hơn (Sao Vàng Đại Nguyệt - SVDN), (2) Giá dầu phục hồi. Do đó, giá khí bình quân trong 6T2021 là 7,44 USD/triệu BTU, +22% YoY.
- Giá bán trung bình trong 6T2021 là 1.711 VND, +15% YoY.

#### Doanh thu giảm nhẹ nhưng LNST giảm đáng kể

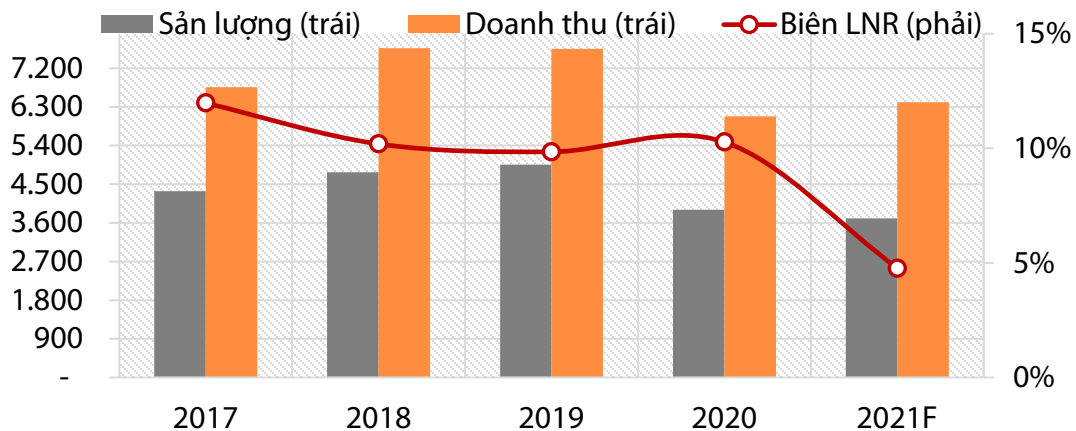
- Doanh thu đạt 3.265 tỷ đồng trong 6T2021, -9% YoY do sản lượng giảm so với năm 2020.
- Biên LN gộp giảm xuống 7% trong 6T2021 từ 15% trong 6T2020, -831 bps (Hình 1). Nguyên nhân từ Qc thấp và áp dụng Pc mới.
- Theo đó, LNST đạt 139 tỷ đồng, -67% YoY, hoàn thành 30% kế hoạch năm 2021. Kết quả là, NPM giảm xuống còn 4%, -762 bps.

**Hình 6: Sản lượng hợp đồng và CGM theo quý (triệu kWh) (\*)**



Source: Rong Viet Securities

**Hình 7: KQKD ước tính năm 2021 (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

(\*) Qr = contract volume (Qc) + CGM volume (Qm)

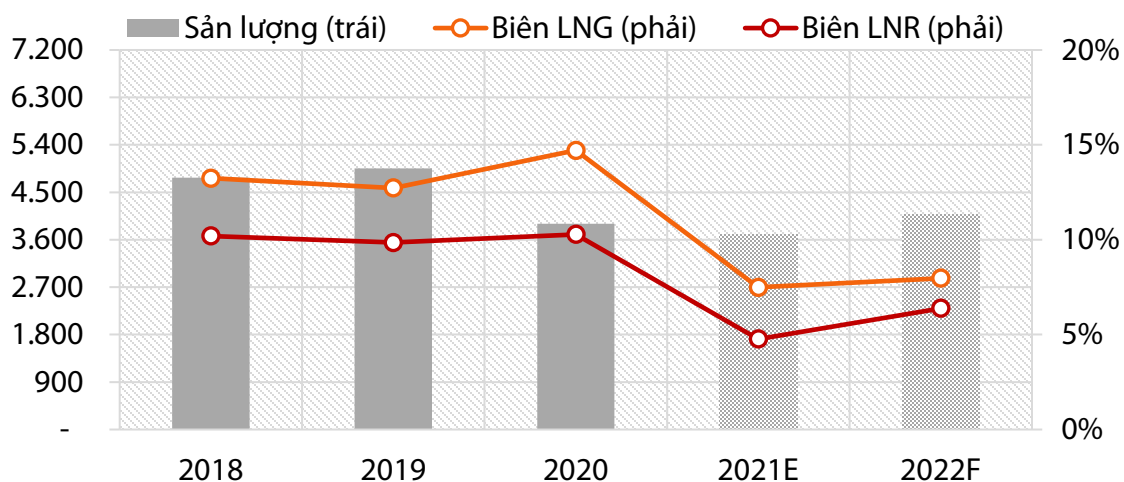
**Qc cao hơn trong 2H2021 so với 1H2021**

- Trong 2H2021, Qc đạt 1.711 triệu kWh, +8% so với 6T2021 và gần bằng trong 2H2020. Qc trong 2H2020 bị ảnh hưởng do bảo trì 36 ngày trong tháng 9 và tháng 10 năm 2020. Tổng cộng, Qr (\*) dự phóng là 1.794 triệu kWh, +20% YoY, có nghĩa là Qc sẽ chiếm 95% tổng sản lượng trong nửa cuối năm 2021.
- Cho năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu đạt 6.410 tỷ đồng, +5% YoY, chủ yếu do giá bán tăng (giá khí tăng) trong khi sản lượng giảm. LNST ước tính đạt 306 tỷ đồng, -51% YoY đến từ (1) Sản lượng giảm do khó khăn của ngành; (2) Pc giảm do áp dụng giá mới (3) Giá khí tăng chủ yếu đến từ mỏ khí mới Sao Vàng Đại Nguyệt.

**Triển vọng tươi sáng hơn cho các nhà máy nhiệt điện dự kiến sẽ trở lại**

- Công ty đã gặp rất nhiều khó khăn, ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong năm 2021. Năm 2022, phụ tải dự kiến sẽ phục hồi hậu Covid19. Ngoài ra, sản khối lượng huy động dự kiến sẽ cao hơn năm 2021.
- Chúng tôi dự báo sản lượng sẽ vào khoảng 4.073 triệu kWh, +10% YoY vào năm 2022 (Hình 8). Biên lợi nhuận gộp và NPM sẽ phục hồi sau năm 2021. Sản lượng huy động có thể tốt hơn giả định của chúng tôi nếu tốc độ phục hồi nhu cầu điện nhanh hơn dự phóng của chúng tôi.

Hình 8: Doanh thu ước tính (tỷ đồng) và biên lợi nhuận (%)

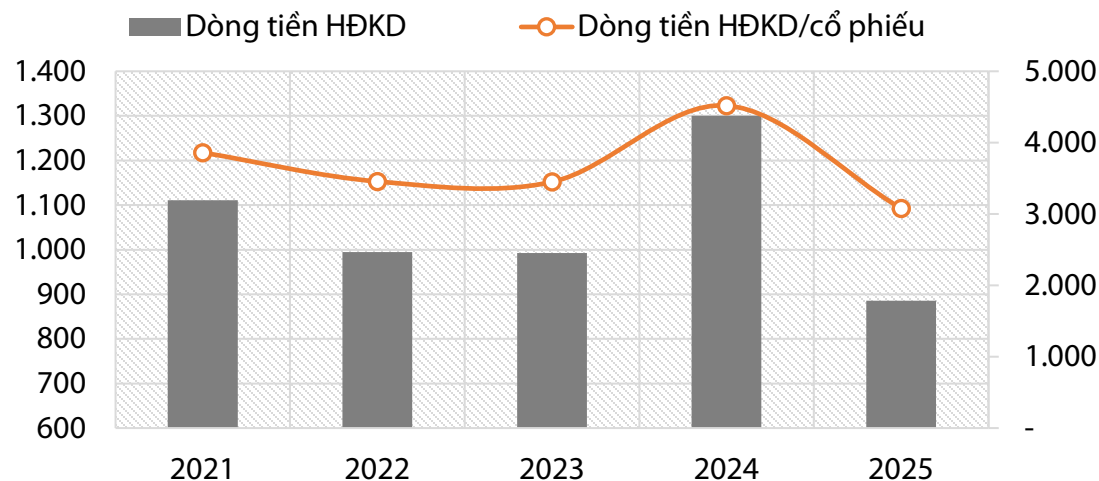


Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

#### Trở thành “con gà đẻ trứng vàng” với nguồn sẵn sàng chia cổ tức

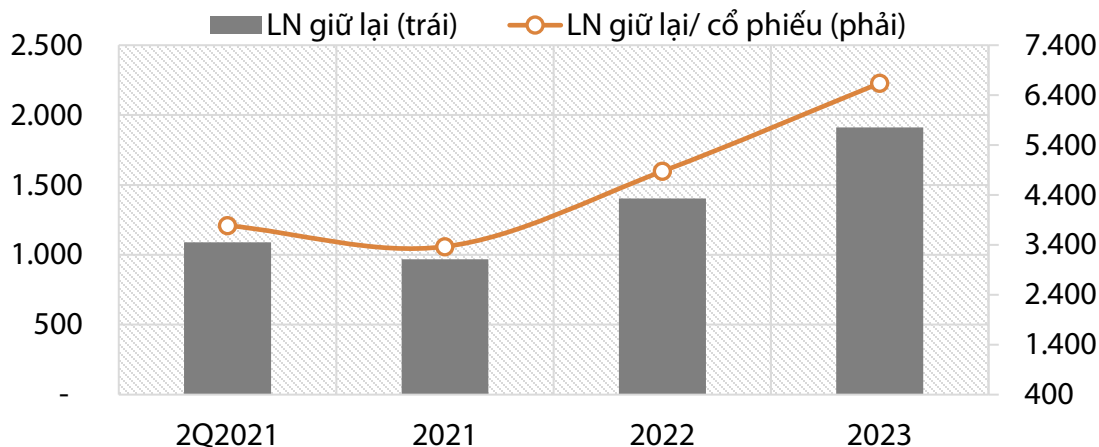
- Lợi nhuận của công ty bị ảnh hưởng bởi xu hướng tăng giá khí và giảm giá cổ định trong giá bán. Tuy nhiên, công ty đã hoàn thành nghĩa vụ nợ, dòng tiền hoạt động sẽ được sử dụng để trả cổ tức do không còn hoạt động đầu tư.
- Chúng tôi ước tính dòng tiền tối đa và lợi nhuận giữ lại trên mỗi CP vào cuối năm nay vào khoảng 3.000 đồng.
- Bên cạnh đó, theo ban lãnh đạo công ty đang đàm phán về thu nhập ngoại hối cho giai đoạn 2016 - 2020, khoảng 400 tỷ đồng.

Hình 9: Dự phóng dòng tiền HĐKD ước tính (tỷ đồng) và DT HĐKD/CP



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 10: LN giữ lại ước tính (tỷ đồng) LN giữ lại trên mỗi CP (VND) (\*)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt; (\*) RE sau năm 2021 giả định không chia cổ tức kể từ đó

MUA: +27%(\*)

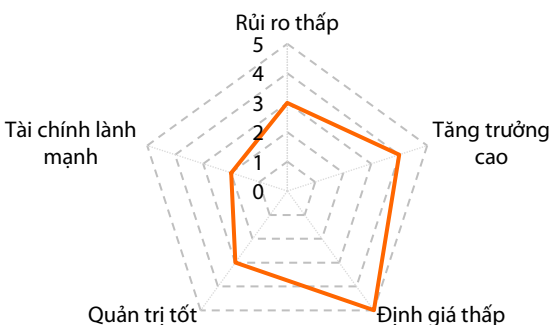
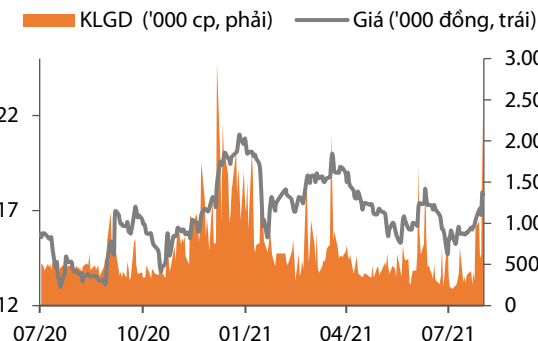
<GTT: 16,100>

GMT: 20,000

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Ngành                       | Tiện ích công cộng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 5.085,6            |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 191,2              |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 568,5              |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 14,9               |
| SH NHĐTNN còn lại (%)       | 38,9               |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 17 – 30,5          |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 1.493  | 1.550  | 2.197  |
| LNST (tỷ đồng)        | 257    | 273    | 320    |
| ROA (%)               | 3      | 2      | 3      |
| ROE (%)               | 11     | 8      | 8      |
| EPS (VND)             | 934    | 982    | 1.151  |
| GTSS (VND)            | 11.274 | 12.949 | 13.100 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0      | 400    | 400    |
| P/E (x)               | 17,1   | 16,4   | 14,0   |
| P/B (x)               | 1,8    | 1,5    | 1,5    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Năng lượng gió thúc đẩy sự tăng trưởng của công ty, gia tăng lợi nhuận cho công ty từ tháng 11 năm nay

- Công suất tăng 57% lên 433 MW. Năm 2021, điện gió sẽ chiếm tỷ trọng thấp trong LNST do chỉ hoạt động trong hai tháng cuối năm nhưng sẽ đóng góp lợi nhuận trọng yếu vào năm 2022.
- Các dự án này có biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 55% - 60%) và sẽ mang lại lợi nhuận bền vững cho công ty trong trung hạn.

### Thủy điện tiếp tục hưởng lợi từ điều kiện thủy văn. Hiện tượng La Nina được dự báo sẽ kéo dài sang đầu năm sau

- Thủy điện sẽ hưởng lợi từ La Nina và mùa mưa trong nửa cuối năm 2021. Sản lượng và doanh thu được dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 240% và 180% so với 6 tháng đầu năm 2020.

### Sở hữu nhà máy điện mặt trời đạt được giá bán FiT1, mảng này là trụ cột chính cho thu nhập của GEG trong trung hạn

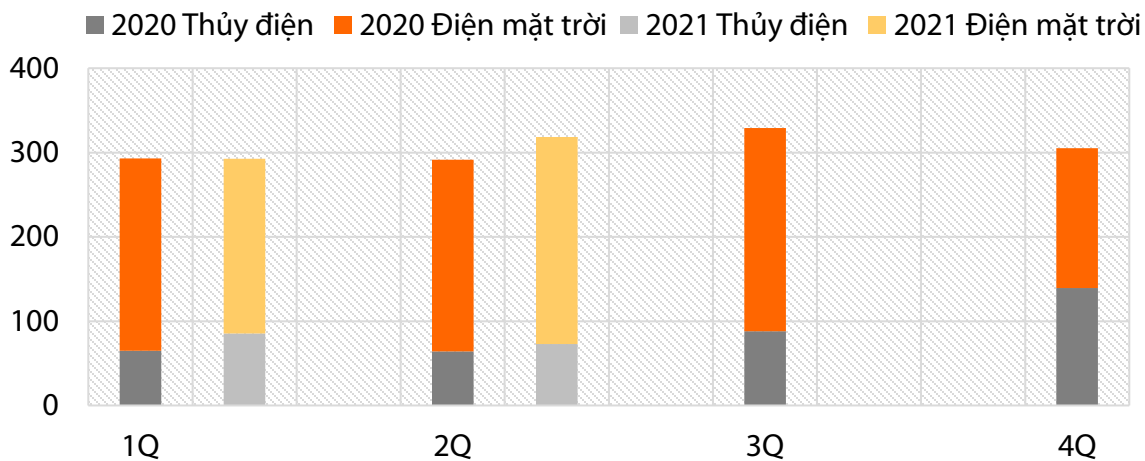
- Mảng này không phát được hết công suất trong 6T2021 do bị cắt giảm sản lượng. Đây được coi là rủi ro ngắn hạn do mất cân bằng cung cầu và được kỳ vọng sẽ giải quyết sau Covid19.
- Trong trung hạn, điện mặt trời sẽ đóng góp phần lớn vào cả doanh thu và lợi nhuận của công ty. Năm 2021, điện mặt trời sẽ đóng góp 58% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhiều dự án trong kế hoạch triển khai đòi hỏi phải có vốn đầu tư lớn, có thể chịu rủi ro về vốn bao gồm rủi ro lãi suất cho vay và pha loãng để tăng vốn chủ sở hữu.
- Rủi ro của ngành năng lượng tái tạo như (1) Hoàn thành các trang trại điện gió đúng thời hạn FiT1; (2) EVN cắt giảm sản lượng; (3) Tình trạng tắt nghẽn công suất ở một số khu vực.

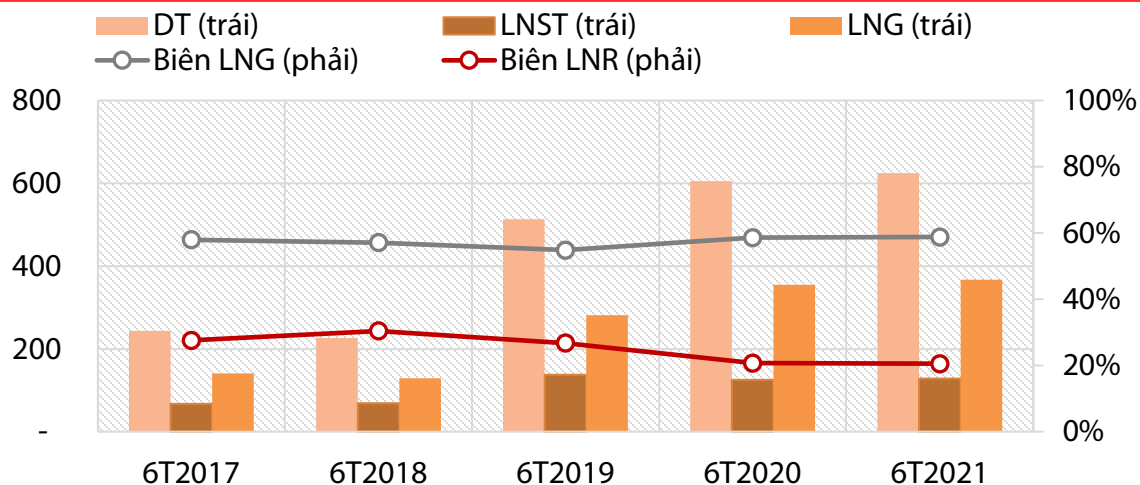
(\*) Tổng mức sinh lời bao gồm 400 cổ tức tiền mặt

Hình 1: Doanh thu theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng) và biên lợi nhuận



Nguồn: CTCK Rồng Việt

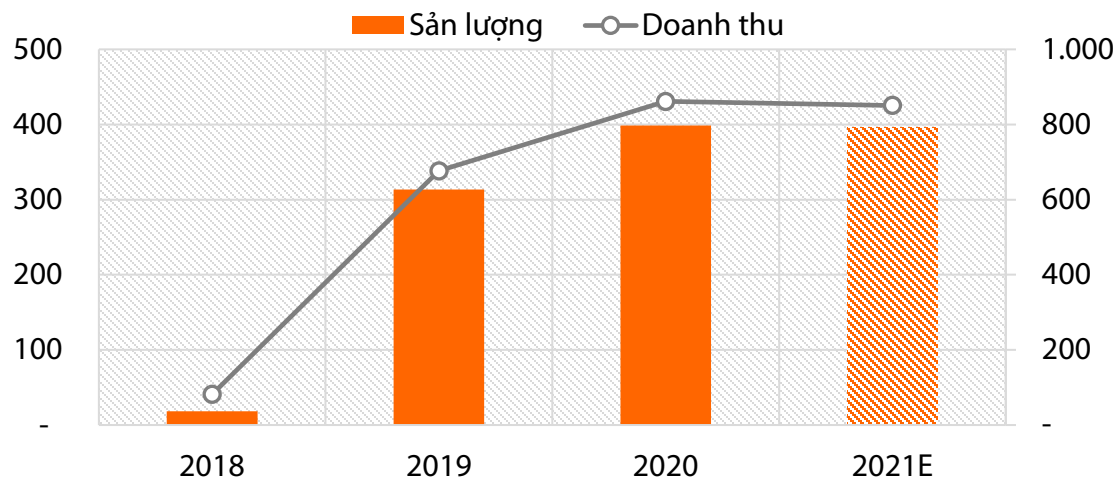
### Trụ cột chính - điện mặt trời bị ảnh hưởng do rủi ro ngành

- Sản lượng thủy điện trong 6T2021 tăng 30% YoY, doanh thu tăng 15% YoY nhờ điều kiện thủy văn hỗ trợ.
- Ngược lại, công suất của điện mặt trời bị cắt giảm vì phụ tải thấp. Tổng sản lượng trong nửa đầu năm 2021 tăng nhẹ 1% ngay cả khi điện mặt trời trên áp mái được vận hành (30 MW đi vào hoạt động vào cuối năm 2020). Chúng tôi ước tính rằng sản lượng trang trại điện mặt trời đã cắt giảm khoảng 10% so với năm 2020. Vì là giá cố định nên sản lượng sụt giảm dẫn đến doanh thu điện mặt trời giảm tương ứng.

### Doanh thu và LNST tăng nhẹ

- Doanh thu 6T2021 đạt 627 tỷ đồng, +3% YoY mặc dù bổ sung điện mặt trời áp mái và tăng trưởng thủy điện.
- LNST-MI đạt 128 tỷ đồng trong 6T2021, +3% YoY. Biên lợi nhuận gộp và LNST lần lượt đạt 59% và 21%, không thay đổi so với năm 2020.

Hình 3: Sản lượng điện mặt trời (triệu kWh) và doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

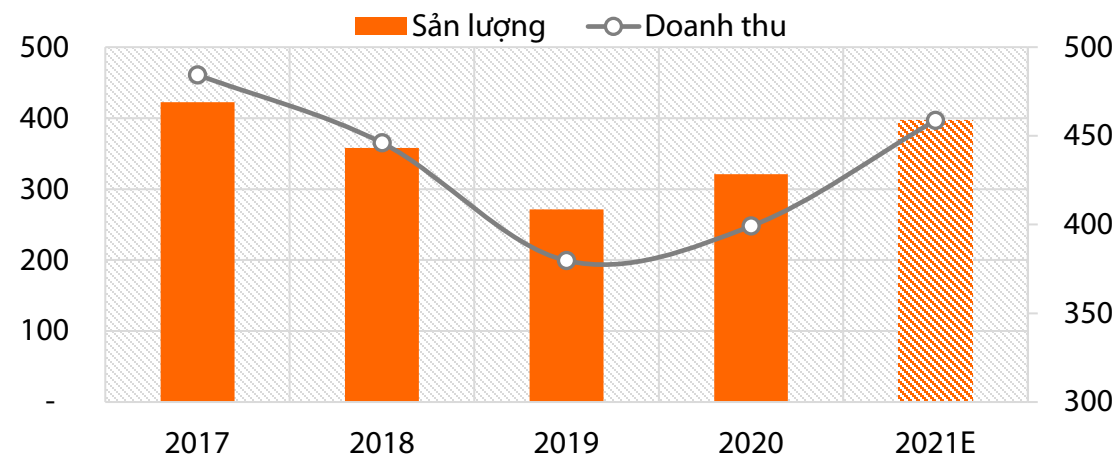
#### Thủy điện sẽ được hỗ trợ bởi mùa mưa sắp tới và La Nina

- La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 2/2022, do đó, mảng thủy điện trong 2H2021 sẽ ghi nhận hoạt động tốt như năm 2020.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu từ thủy điện sẽ đạt 459 tỷ đồng, +17% YoY và lợi nhuận gộp là 249 tỷ VND, +21% YoY.

#### Mảng điện mặt trời có thể bị cắt giảm như 1H2021

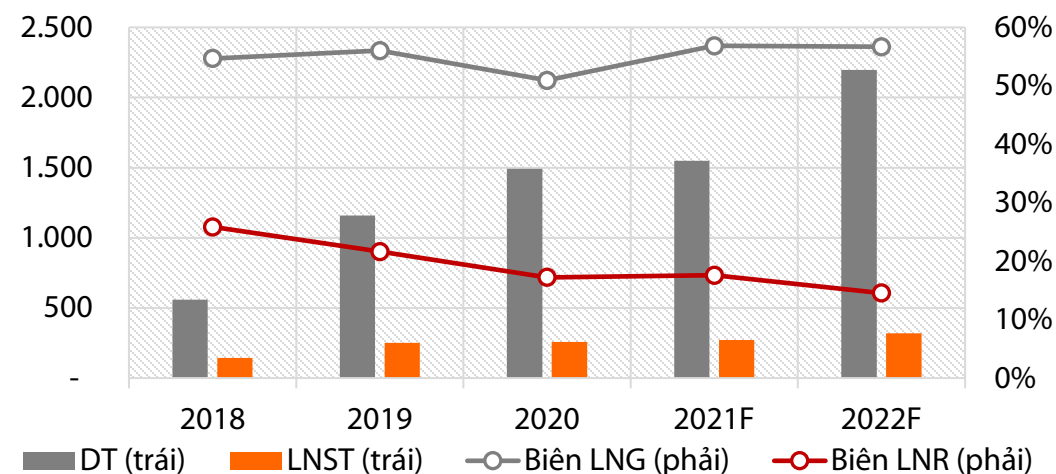
- Chúng tôi dự phóng doanh thu điện mặt trời đạt 850 tỷ đồng, gần như không đổi so với năm 2020 do sản lượng cắt giảm được bù đắp bằng việc bổ sung điện mặt trời áp mái.

Hình 4: Sản lượng thủy điện (triệu kWh) và doanh thu (tỷ đồng)



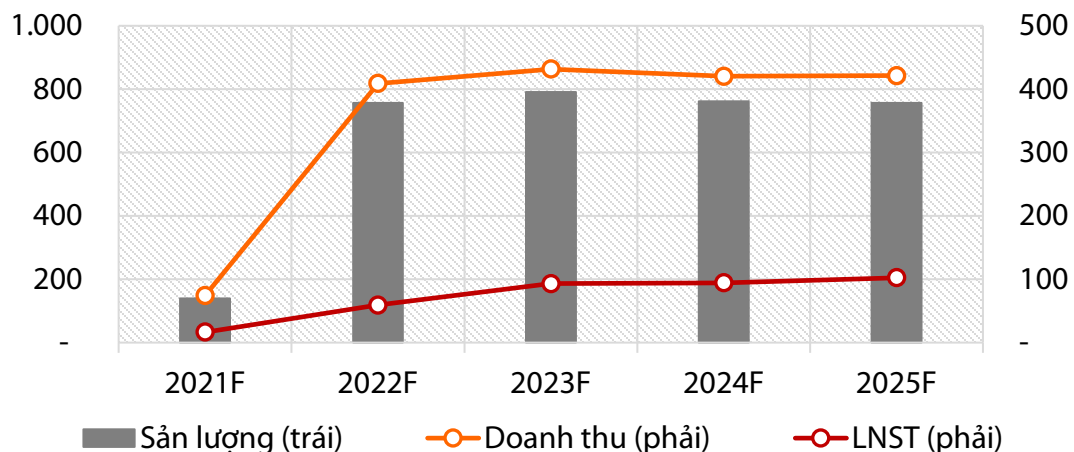
Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 5: KQKD ước tính (tỷ đồng)



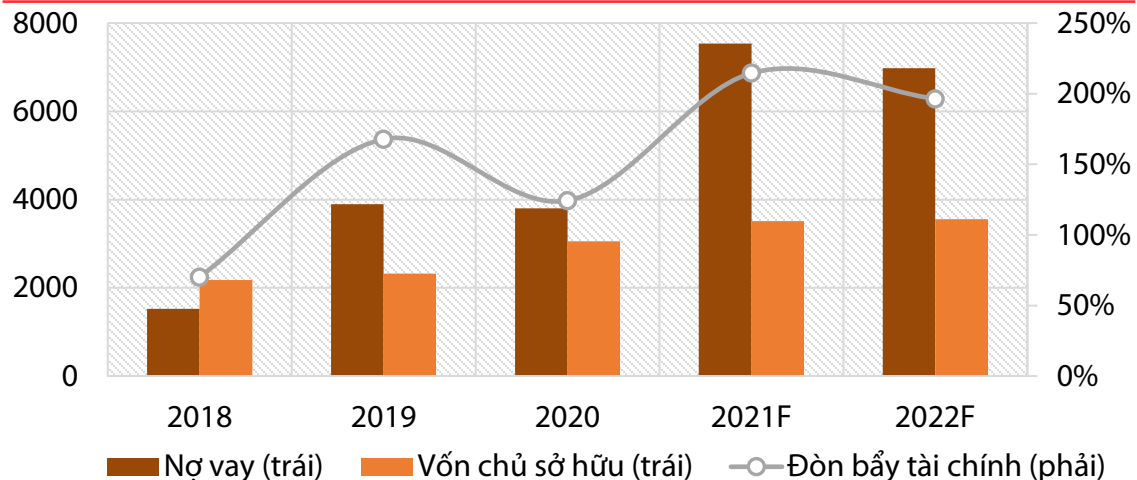
Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng sản lượng (triệu kWh) và kết quả điện gió (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Tổng nợ và vốn chủ sở hữu (tỷ đồng) và đòn bẩy tài chính



Nguồn: CTCK Rồng Việt

#### Các dự án điện gió sẽ thúc đẩy thu nhập của công ty từ Q4/2021

- Công ty đang xây dựng 3 nhà máy điện gió (130 MW) và sẽ vận hành thương mại trong tháng 11 tới. Tính đến hiện tại, các nhà máy đã hoàn thành hầu hết các trụ và đang trong giai đoạn lắp đặt turbin.
- Các dự án có thể sẽ gánh áp lực tài chính trong giai đoạn đầu. Tuy nhiên, công ty sẽ sớm hoàn thành nghĩa vụ nợ nhờ dòng tiền bền vững từ các dự án này.

#### Công suất huy động cả năm từ 3 nhà máy điện gió sẽ dẫn dắt tăng trưởng cho GEG trong trung hạn

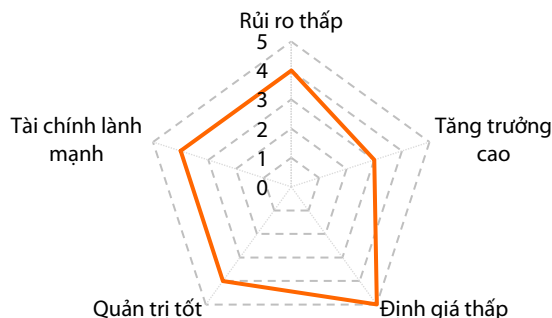
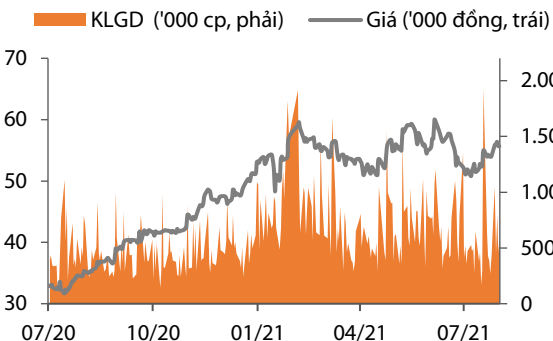
- Các nhà máy điện gió sẽ được huy động hết công suất vào năm 2022, đóng góp hơn 800 tỷ đồng doanh thu và khoảng 26% vào tổng LNST năm 2022. Năm 2022, doanh thu và LNST dự phóng sẽ tăng hơn gấp ba lần.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng các trang trại năng lượng tái tạo sẽ bị cắt giảm sản lượng thấp hơn vào đầu năm 2022 và sẽ được huy động hết vào cuối năm 2022 nhờ phụ tải tăng trở lại sau Covid 19.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2022 sẽ tăng lần lượt 42% YoY và 17% YoY do chi phí tài chính sẽ tăng 64% YoY. Chúng tôi thấy rằng trong trường hợp nhu cầu phục hồi sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi, sản lượng lớn huy động từ các trang trại có thể đóng góp tăng trưởng LNST cao hơn.



MUA: +21%

<GTT: 54.300>

GMT: 65.300



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Ngành                       | Tiện ích công cộng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 16.688,8           |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 309,1              |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 717,4              |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 40,0               |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | -                  |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 32 - 60,0          |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 5.640  | 6.705  | 8.336  |
| LNST (tỷ đồng)        | 1.628  | 1.712  | 2.103  |
| ROA (%)               | 7,9    | 5,5    | 6,6    |
| ROE (%)               | 13,3   | 12,3   | 13,1   |
| EPS (VND)             | 5.251  | 5.651  | 6.783  |
| GTSS (VND)            | 39.389 | 45.040 | 51.823 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)               | 10,3   | 9,6    | 8,0    |
| P/B (x)               | 1,0    | 1,2    | 1,0    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Việc nắm giữ danh mục đầu tư đa dạng trong phân khúc điện sẽ tạo sự tăng trưởng bền vững của công ty

- La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 2/2022, do đó, mảng thủy điện tiếp tục được hưởng lợi và ghi nhận hiệu suất tốt trong 2H2021. Bên cạnh đó, REE vừa hợp nhất VSH vào tháng 5 và nhà máy Thượng Kon Tum đi vào hoạt động vào tháng 4, điều này sẽ thúc đẩy sản lượng và lợi nhuận của công ty.
- Hiệu suất huy động cả năm từ điện mặt trời mái nhà, vận hành thương mại vào cuối năm 2020 cũng góp phần tăng lợi nhuận của công ty trong mảng điện.
- Ba nhà máy điện gió đang được phát triển và sẽ vận hành thương mại vào Quý 4/2021 với công suất 102 MW, đóng góp lợi nhuận và dòng tiền bền vững cho công ty.

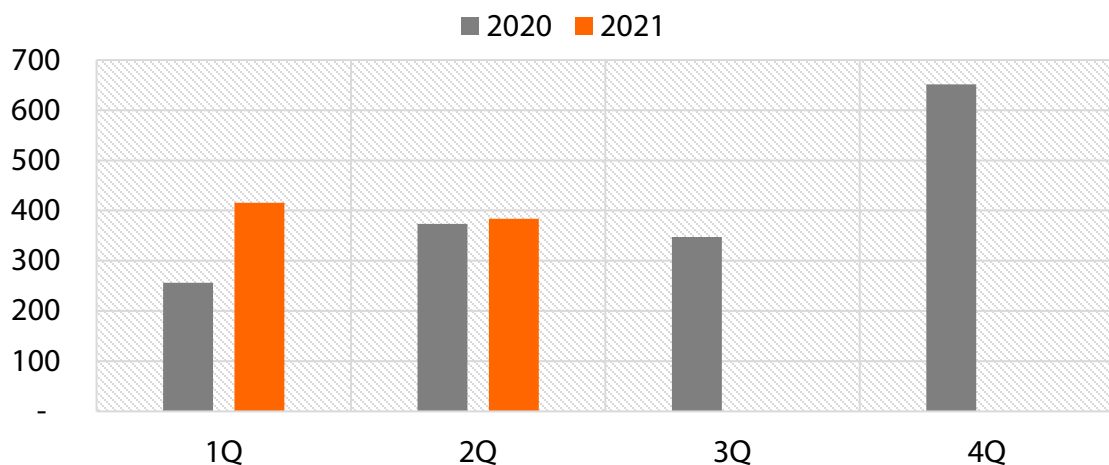
### Đóng góp vững chắc từ mảng cho thuê và mảng nước, tạo ra dòng tiền ổn định cho công ty

- Tỷ lệ lấp đầy mảng cho thuê văn phòng đạt gần mức tuyệt đối tạo ra thu nhập và dòng tiền ổn định cho công ty. Ngoài ra, dự án E.Town6 sẽ hoàn thành vào tháng 4/2023, nâng diện tích cho thuê thêm 33% lên 200.000 m2.
- Tận dụng nguồn lực tài chính để tích lũy danh mục đầu tư nước, lợi nhuận từ mảng này bền vững qua từng năm.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Dịch vụ M&E và các mảng kinh doanh, cho thuê văn phòng có thể bị ảnh hưởng mạnh hơn dự kiến của chúng tôi do giãn cách xã hội trong nửa cuối năm 2021.
- Rủi ro của ngành năng lượng tái tạo bao gồm (1) Hoàn thành các nhà máy điện gió đúng thời hạn, (2) Cắt giảm sản lượng do thừa công suất và nhu cầu thấp.

Hình 1: LNST theo quý (tỷ đồng)

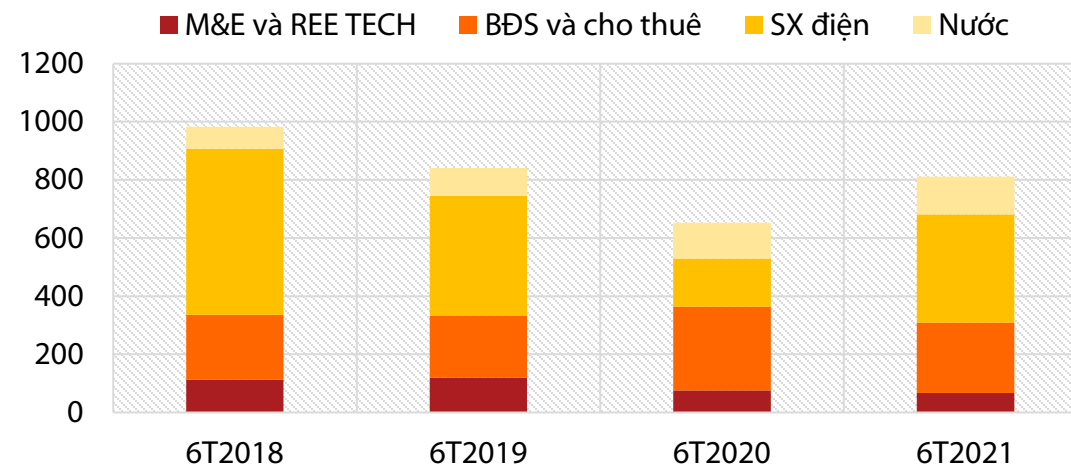


Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

**Mảng năng lượng tăng trưởng trong khi mảng dịch vụ cơ điện lạnh và thương mại bị ảnh hưởng bởi Covid19**

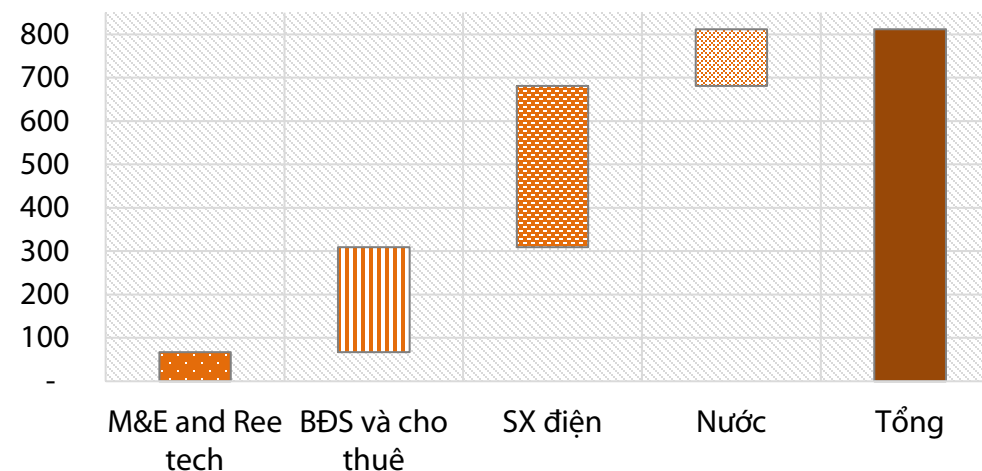
- Doanh thu tăng 14% trong 6T2021 do hợp nhất VSH và mảng thủy điện tăng đột biến. LNST công ty mẹ tăng 37% YoY trong 6T2021 nhờ điều kiện thủy văn hỗ trợ và mùa khô 6T2020.
- Trong 6T2021, mảng thủy điện tăng 25% YoY, dịch vụ cơ điện lạnh và thương mại giảm 12% YoY, các mảng khác thay đổi không đáng kể.

Hình 2: LNST theo mảng (tỷ đồng)



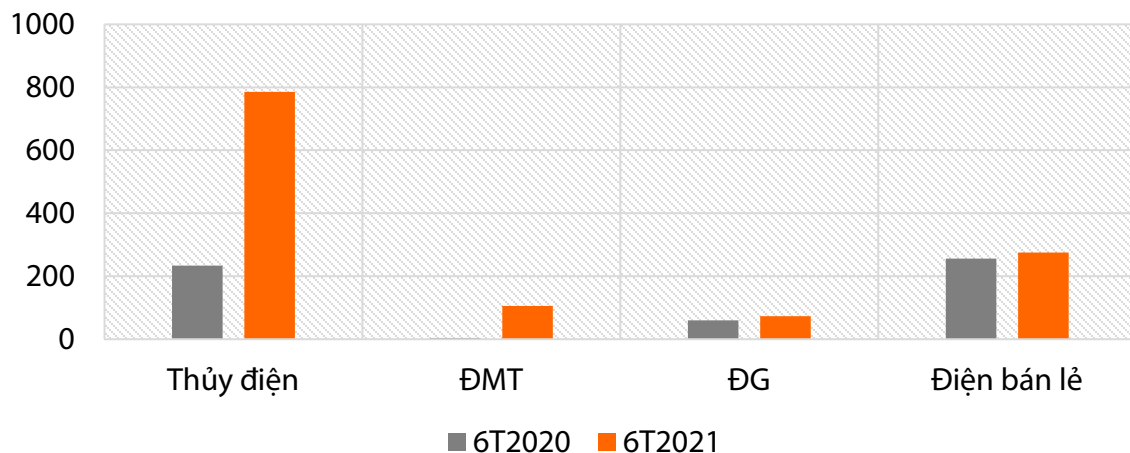
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 3: LNST theo mảng trong 1H2021 (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh thu trong mảng năng lượng (tỷ đồng)

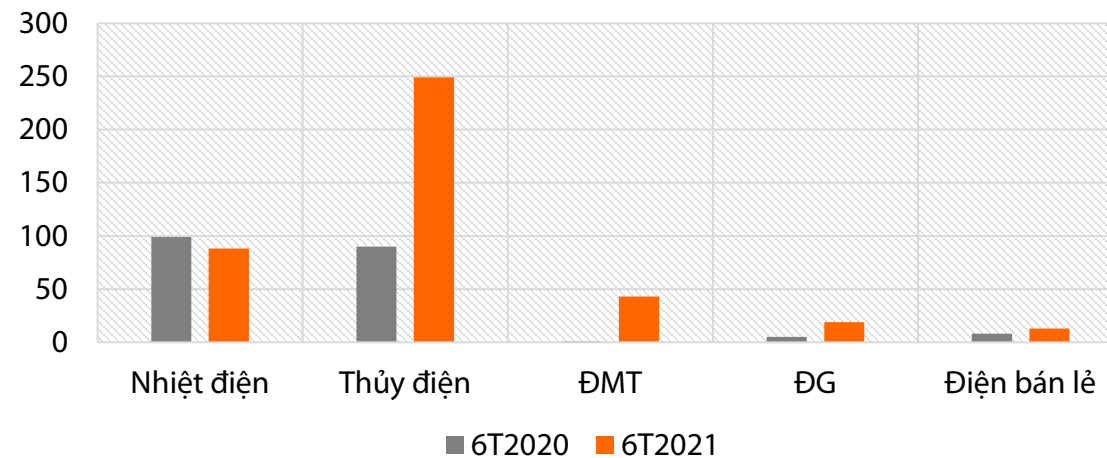


Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

#### Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện

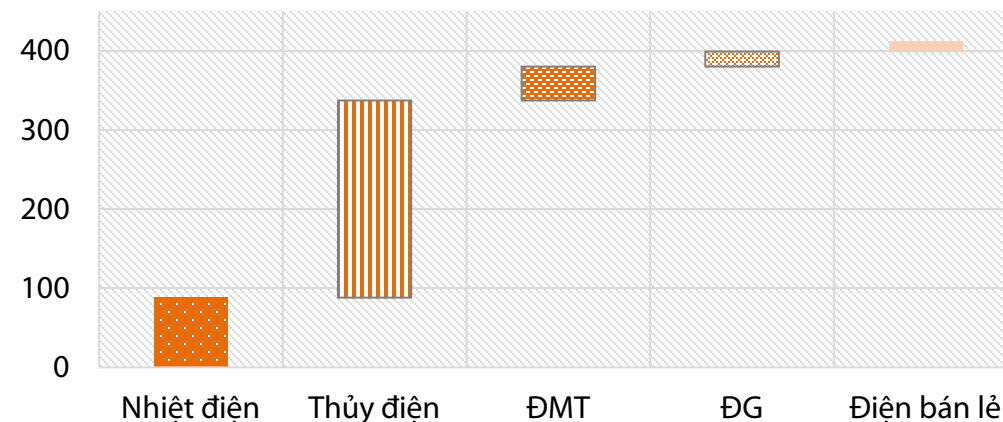
- Doanh thu thủy điện 6T2021 cao gấp 2,5 lần so với năm 2020 nhờ hợp nhất VSH và điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Mức tăng này sẽ ghi nhận 79% trong trường hợp loại trừ VSH.
- Thủy điện đóng góp 60% vào LNST của mảng điện, tăng vọt 177% YoY. Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện giảm nhẹ. Điện mặt trời đã được huy động hết công suất trong năm 2021, đóng góp 10% vào tổng LNST.

Hình 5: LNST của mảng năng lượng (tỷ đồng)



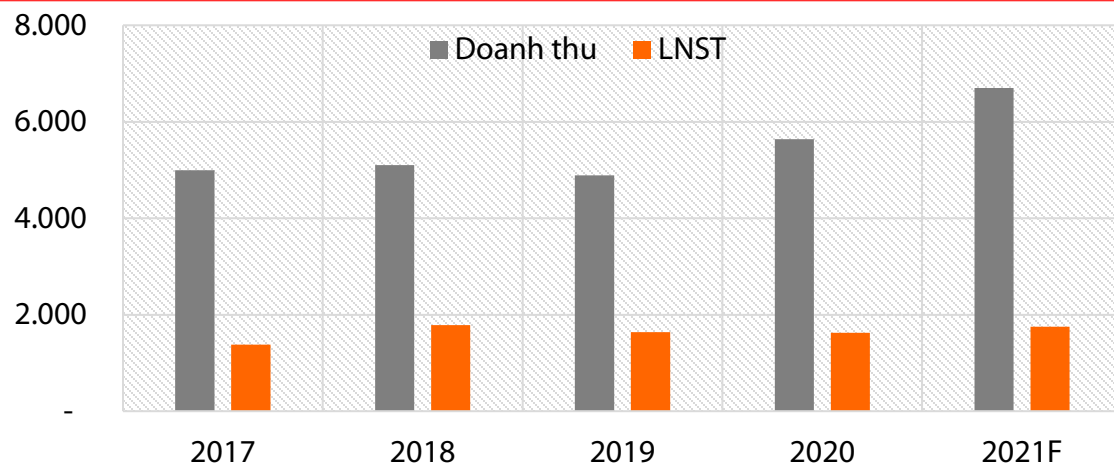
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Cơ cấu LNST của mảng năng lượng trong 6T2021 (tỷ đồng)



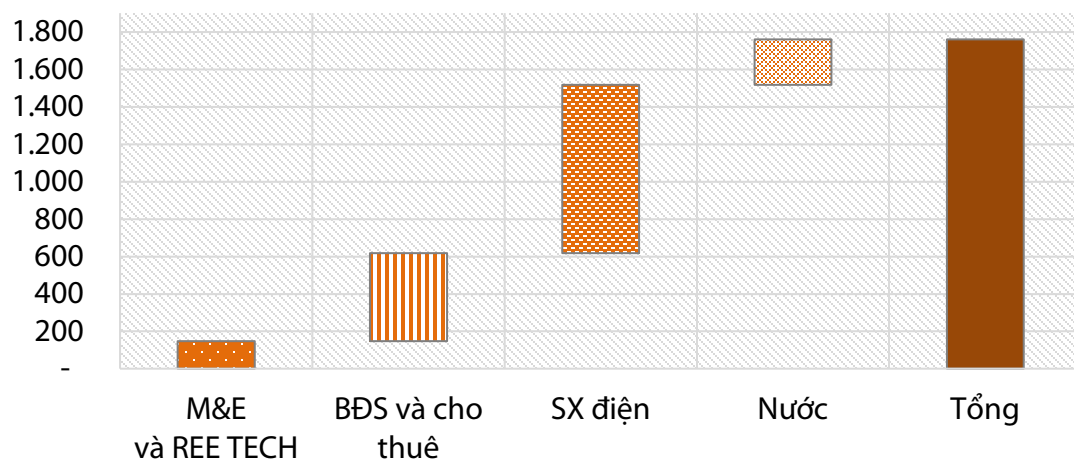
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: LNST năm 2021 theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

#### Mảng năng lượng tiếp tục đóng vai trò trụ cột trong 2H2021

- REE đã và đang tích lũy dần các nhà máy thủy điện trong danh mục đầu tư của mình, các nhà máy này sẽ hưởng lợi từ mùa mưa và La Nina sẽ tạo ra lợi nhuận trong nửa cuối năm 2021. Ba nhà máy điện gió 102 MW sẽ đi vào vận hành thương mại vào quý 4/2021, mang lại lợi nhuận cho công ty. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khoản đóng góp này sẽ bù đắp cho hiệu suất thấp của các nhà máy nhiệt điện. Mảng điện được dự báo sẽ đóng góp 51% tổng LNST năm 2021.
- Mảng cho thuê văn phòng và mảng nước khá ổn định và sẽ đóng góp lần lượt 27% và 14% vào tổng LNST.
- Mảng dịch vụ cơ điện lạnh và thương mại được dự báo sẽ phục hồi vào cuối năm 2021, điều này phụ thuộc tương đối vào sự phục hồi của kinh tế và ngành xây dựng. Chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đóng góp 8% vào tổng LNST năm 2021.

#### Tận dụng nguồn lực tài chính để tiếp tục tích lũy các công ty tiện ích trong danh mục đầu tư của mình

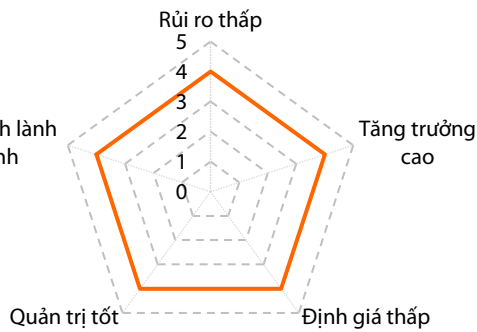
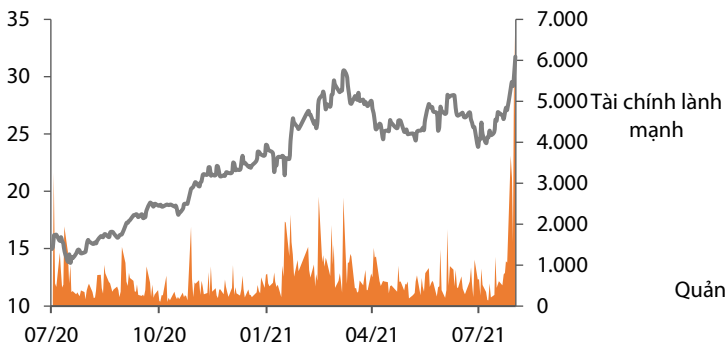
- Theo ban lãnh đạo, công ty sẽ không chia cổ tức trong thời gian tới để tập trung vào sáp nhập các công ty tiện ích và phát triển các dự án năng lượng tái tạo.
- Theo đó, REE sẽ từng bước mở rộng lợi nhuận trong mảng điện và có được dòng tiền bền vững từ mảng tiện ích và cho thuê văn phòng.

**TÍCH LŨY: +13%**

**<MP: 27,100>**

**<TP: 30,100>**

KLGD ('000 cp, phải) — Giá ('000 đồng, trái)



**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Ngành                       | Tiện ích công cộng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 5.085,6            |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 191,2              |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 568,5              |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 14,9               |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 38,9               |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 17 – 30,5          |

**TÀI CHÍNH**

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 6.656  | 8.513  | 6.965  |
| LNST (tỷ đồng)        | 506    | 450    | 445    |
| ROA (%)               | 5,3    | 3,7    | 3,4    |
| ROE (%)               | 13,6   | 10,7   | 9,6    |
| EPS (VND)             | 2.526  | 2.117  | 2.096  |
| GTSS (VND)            | 20.820 | 23.099 | 25.357 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x)               | 10,0   | 12,6   | 12,7   |
| P/B (x)               | 0,9    | 1,2    | 1,0    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Mảng phát điện mở rộng dần công suất**

- Công suất điện đang được mở rộng liên tục sẽ là yếu tố đóng góp vững chắc vào lợi nhuận của công ty trong trung hạn. Trong 2H2021, chúng tôi kỳ vọng rằng (1) Sản lượng thủy điện tiếp tục được hưởng lợi từ La Nina và mùa mưa; (2) Các nhà máy điện gió sẽ vận hành thương mại từ Quý 3/2021, điều này sẽ thúc đẩy lợi nhuận PC1 trong mảng phát điện.
- Mảng phát điện sẽ đạt doanh thu và lợi nhuận lần lượt 1.003 tỷ đồng, + 34% YoY và 572 tỷ VND, + 27% YoY vào năm 2021.

**Đứng đầu trong việc làm tổng thầu các dự án xây lắp điện sẽ là yếu tố giúp PC1 có thêm nhiều hợp đồng tổng thầu trong thời gian tới**

- Với 57 năm kinh nghiệm trong thị trường xây lắp điện kể từ khi thành lập, là DN đầu tiên làm tổng thầu dự án điện gió, là điểm tiên quyết giúp PC1 có thêm nhiều hợp đồng xây lắp.
- Năm 2021, phân khúc này được dự báo sẽ đóng góp lần lượt 5.530 tỷ đồng, +81% YoY và 376 tỷ đồng, +22% YoY vào doanh thu và lợi nhuận gộp.

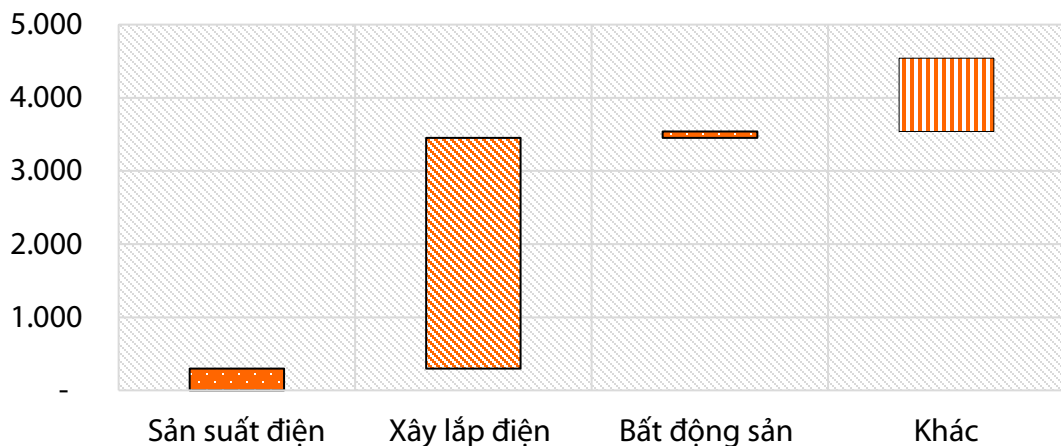
**Mảng bất động sản sẽ bắt đầu đóng góp vào năm 2023**

- Việc thiếu sự đóng góp từ mảng bất động sản đã thu hẹp biên lợi nhuận của PC1 vào năm 2021. BĐS dự báo sẽ đóng góp từ năm 2023 thông qua các dự án Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

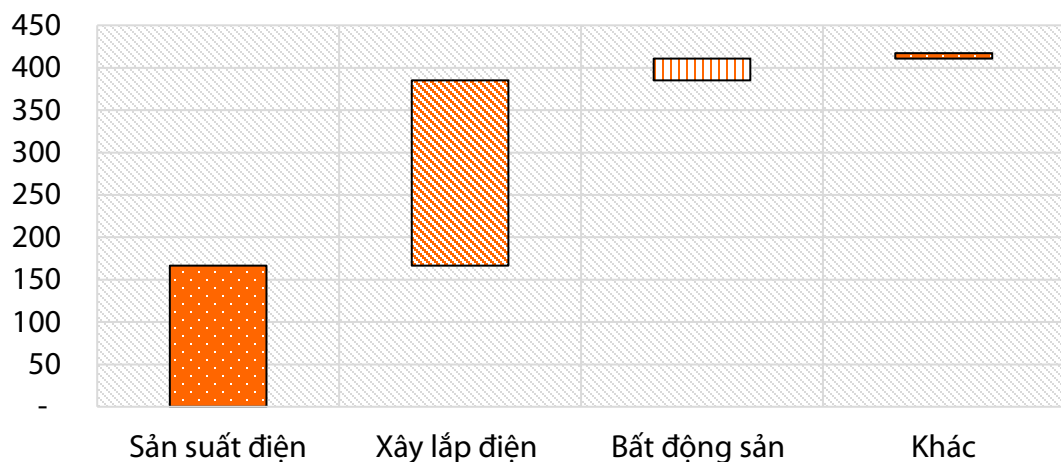
- Việc các dự án năng lượng tái tạo gặp phải các vấn đề về cắt giảm sản lượng và thừa công suất có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng của công ty.
- Nhiều dự án xây lắp điện và dự án bất động sản có thể được ghi nhận sớm hơn dự kiến của chúng tôi. Kết quả là công ty sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận hơn so với dự báo trong năm 2022.

Hình 1: Doanh thu trong 6T2021 theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 2: Lợi nhuận gộp trong 6T2021 theo từng mảng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

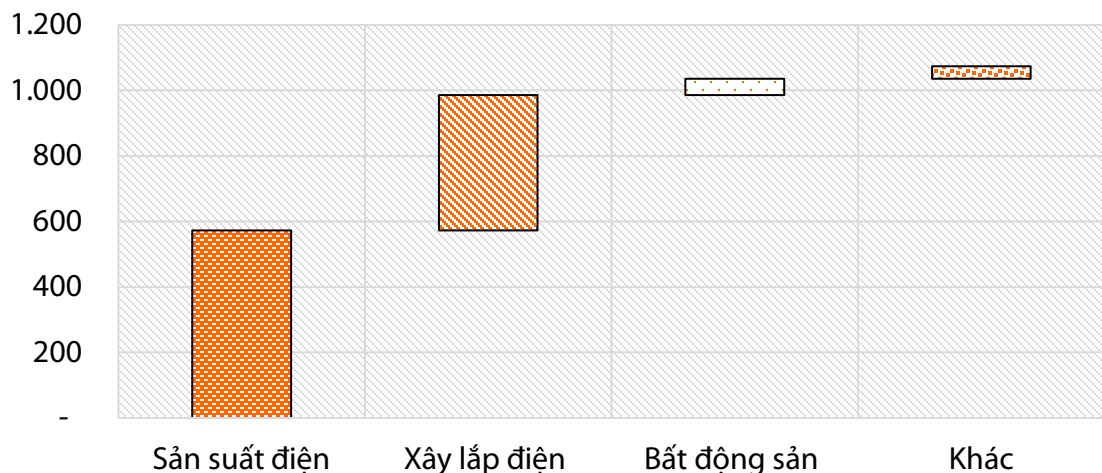
#### Doanh thu tăng đột biến nhờ mảng xây lắp điện

- Tổng doanh thu đạt 4.540 tỷ đồng trong 6T2021, tăng 79% YoY chủ yếu nhờ đóng góp từ mảng xây lắp điện.
- Doanh thu mảng xây lắp điện đóng góp 65% vào tổng doanh thu, tăng gần gấp ba lần so với năm 2020. Kết quả kinh doanh ấn tượng đến từ hoạt động xây dựng các dự án điện gió.
- Sản lượng điện tăng trưởng 7% YoY do điều kiện thủy văn thuận lợi, đóng góp 7% vào tổng doanh thu.

#### Thiếu đóng góp từ mảng bất động sản, mảng xây lắp điện cố gắng bù đắp lợi nhuận nên LNST đi ngang trong 6T2021

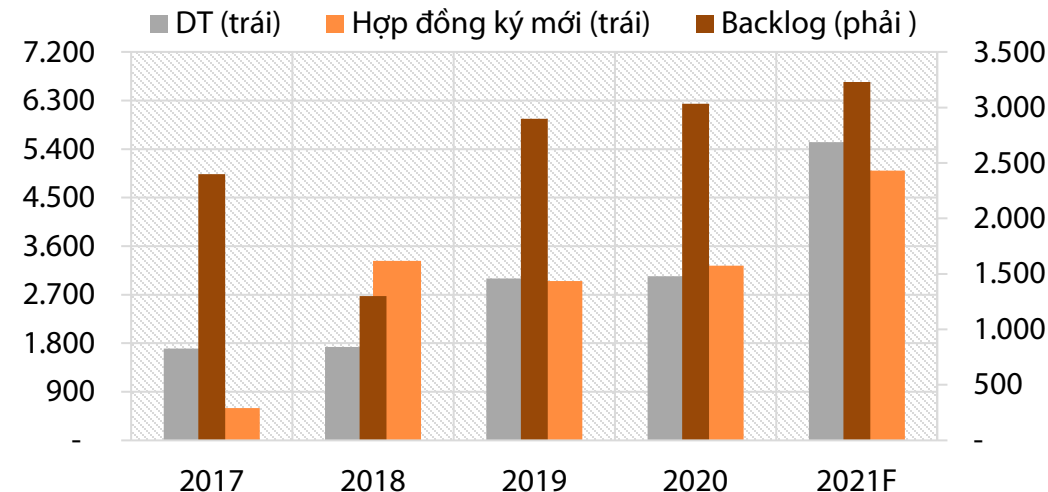
- Lợi nhuận gộp giảm 12% xuống 438 tỷ do thiếu đóng góp từ mảng bất động sản. Mảng xây lắp điện đóng góp 43% vào tổng lợi nhuận gộp, tăng +85% YoY trong 6T2021. Giá nguyên liệu tăng mạnh trong Quý 2/2021 đã làm giảm tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này xuống 4,8% từ mức 10,7% trong Quý 1/2021. Lợi nhuận gộp của mảng phát điện tăng nhẹ 1% YoY.
- Doanh thu tăng trưởng cao, chủ yếu đóng góp từ mảng biên lợi nhuận gộp thấp - xây lắp điện, LNST-MI 6T2021 chỉ giảm 2% YoY xuống mức 209 tỷ đồng.

Hình 3: Lợi nhuận gộp theo từng mảng năm 2021 (tỷ đồng)



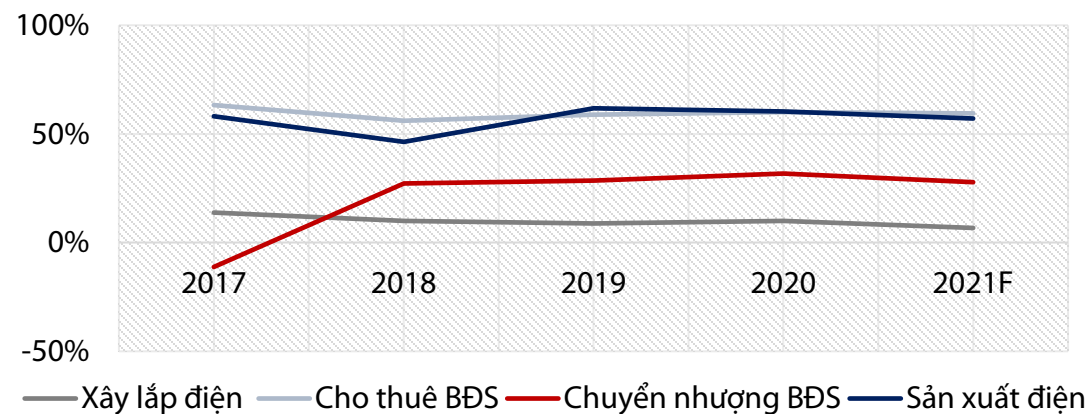
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kết quả kinh doanh mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Biên lợi nhuận gộp theo từng mảng



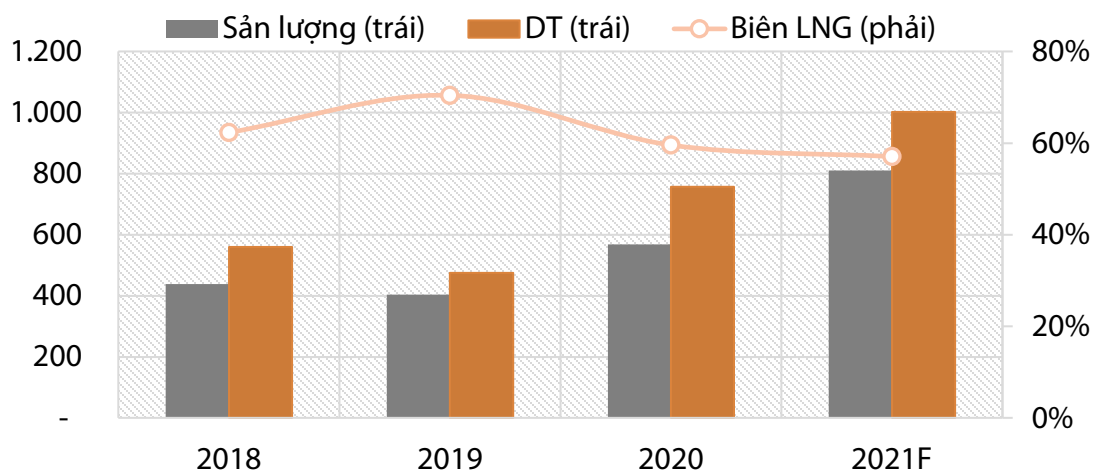
Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

#### Mảng xây lắp điện chịu ảnh hưởng tiêu cực do giá vật liệu tăng

- Doanh thu của mảng này vào năm 2021 sẽ tăng đột biến nhờ hợp đồng xây lắp điện gió. Chúng tôi dự báo doanh thu của mảng này trong nửa cuối năm 2021 sẽ là 2.600 tỷ đồng dựa trên lượng backlog hiện tại.
- Tuy doanh thu tăng mạnh nhưng giá nguyên liệu tăng đã làm thu hẹp tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này. Do đó, doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2021 được dự báo lần lượt là 5.530 tỷ đồng và 376 tỷ đồng, tăng +81% YoY và +22% YoY.

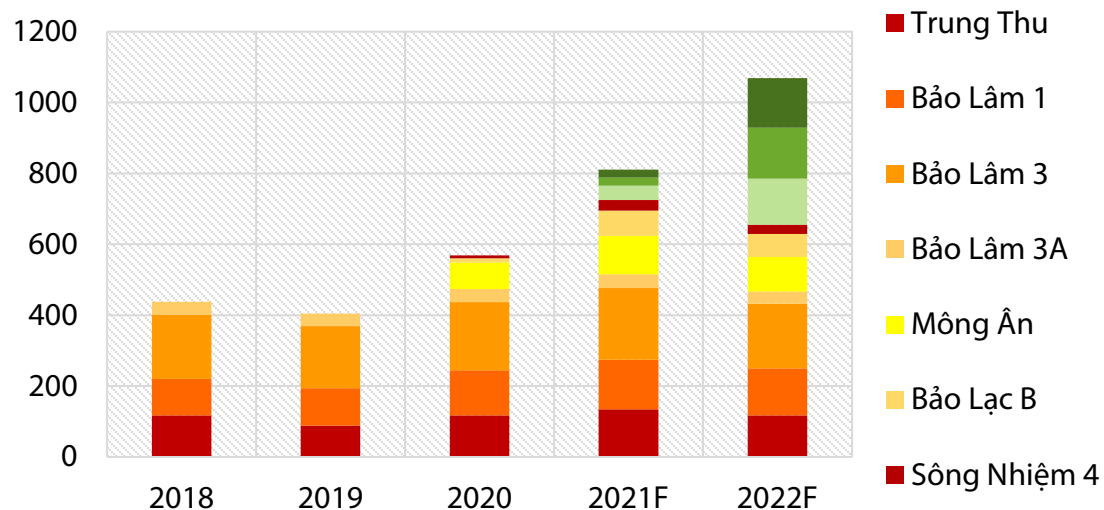


Hình 6: Sản lượng (mn kWh) và doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Sản lượng điện theo từng nhà máy (triệu kWh)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Mảng phát điện sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận gộp trong nửa cuối năm 2021

- Ba nhà máy điện gió sẽ nâng công suất thêm 86% lên 312 MW vào 2H2021. Ngoài ra, thủy điện sẽ tăng đột biến trong nửa cuối năm do bắt đầu vào mùa mưa, mảng phát điện sẽ đóng góp chính 65% tổng lợi nhuận gộp 2H2021. Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2021 được dự phóng lần lượt đạt 1.003 tỷ đồng, + 34% YoY và 572 tỷ VND, + 27% YoY.
- Doanh thu bất động sản dự phóng đạt 114 tỷ đồng vào năm 2021, đến từ các dự án cũ còn tồn đọng, -86% YoY.
- Tổng doanh thu và LNST công ty mẹ dự phóng lần lượt là 8.513 tỷ đồng và 450 tỷ đồng, +28% YoY và -11% YoY.

### Ba nhà máy điện gió sẽ được sử dụng hết công suất vào năm 2022

- Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng mảng phát điện tiếp tục là mảng đóng góp chính vào lợi nhuận gộp trong khi mảng bất động sản sẽ không đóng góp do chậm tiến độ chịu ảnh hưởng của Covid 19. Doanh thu mảng xây lắp điện dự báo đạt 3.350 tỷ đồng.
- Do đó, chúng tôi ước tính LNST năm 2022 tăng nhẹ 9% YoY lên mức 529 tỷ đồng.

<TÍCH LŨY: 5%>

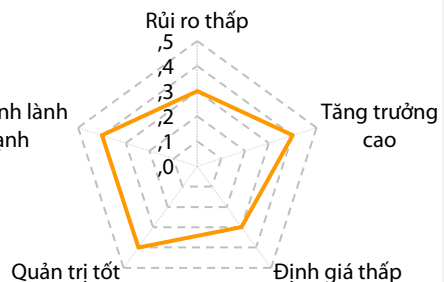
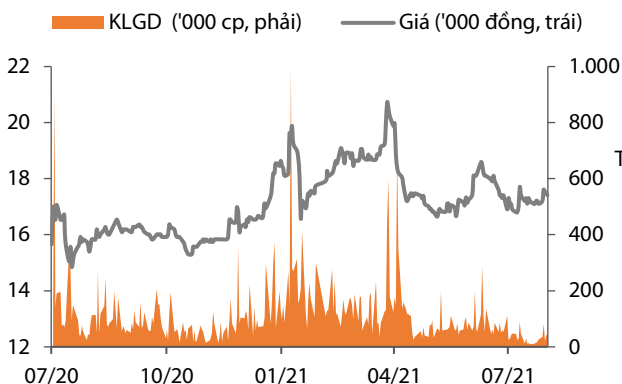
<GTT: 17.100>

<GMT: 17.900>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Ngành                       | Tiện ích công cộng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 8.572,5            |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 500,0              |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 66,8               |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 1,2                |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 49,0               |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 16 – 22,4          |

|                           |        |        |        |
|---------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)       | 10.867 | 8.700  | 9.947  |
| LNST (tỷ đồng)            | 1.438  | 265    | 799    |
| ROA (%)                   | 12,5   | 2,7    | 9,0    |
| ROE (%)                   | 20,5   | 3,4    | 11,4   |
| EPS (VND)                 | 2.791  | 500    | 1.508  |
| GTSS (VND)                | 13.862 | 13.138 | 13.205 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) (*) | 1.350  | 1.350  | 2.175  |
| P/E (x)                   | 3,5    | 34,2   | 11,3   |
| P/B (x)                   | 0,7    | 0,8    | 0,7    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Nhà máy hoạt động tốt và hiệu quả là điểm nổi trội của công ty

- Lợi thế công nghệ giúp HND hoạt động hiệu quả. Nhà máy còn mới và hiệu quả đóng vai trò then chốt trong việc tạo ra lợi nhuận cho công ty.
- Ngoài ra, việc quản lý tốt chi phí cố định và biến đổi sẽ giúp công ty tiết kiệm được chi phí. Tiêu thụ than thấp so với các nhà máy khác là một lợi thế để cạnh tranh trong CGM.

### Công ty đang dần trở thành một “gà đẻ trứng vàng”

- Trả nợ nhanh chóng và đều đặn qua từng năm. Công ty sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ trong hai năm tới. Sau đó, dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ được sử dụng để trả cổ tức.
- Cổ tức tiền mặt năm 2021 sẽ thấp hơn 10%/mệnh giá. Tuy nhiên, tỷ lệ chi trả cổ tức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng bền vững trong những năm tới.

### Khoảng thời gian khó khăn của nhiệt điện được kỳ vọng sẽ sớm qua đi

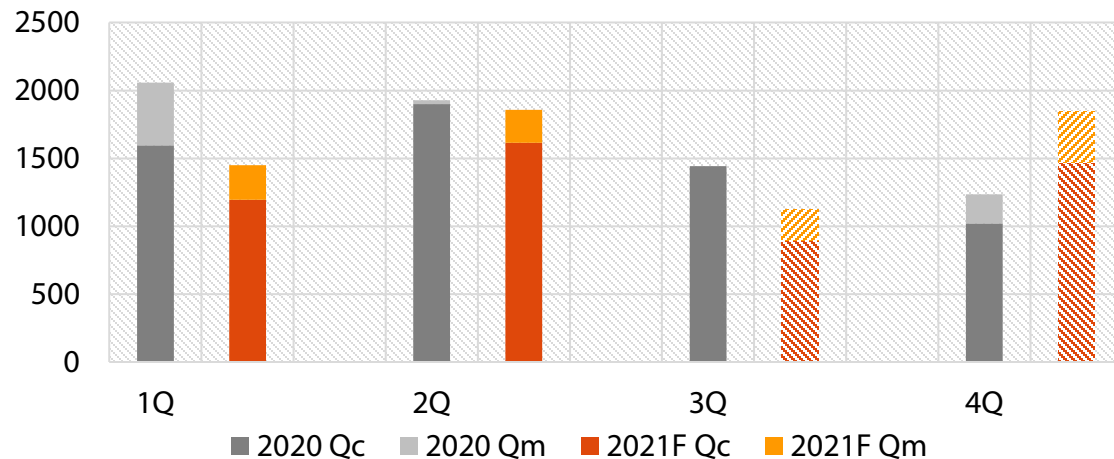
- HND bị tác động tiêu cực bởi (1) Tăng trưởng nguồn cung vượt tang trưởng phụ tải; (2) Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Những khó khăn này dự báo sẽ hạ nhiệt vào năm 2022.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nửa cuối năm 2021 có thể tác động tiêu cực hơn dự phóng chúng tôi, làm ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận. Do đó, tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2021 có thể thấp hơn.
- Công ty phải lắp đặt hệ thống xử lý môi trường do yêu cầu của Chính phủ. Do đó, điều này có thể ảnh hưởng đến dòng tiền của công ty.

(\*) Tỷ lệ trả cổ tức tại năm đó

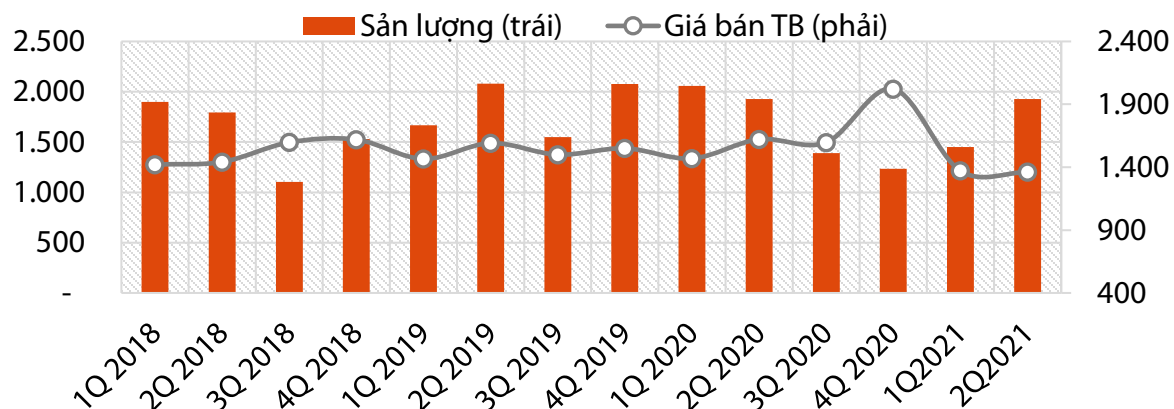
Hình 1: Sản lượng hợp đồng và trên TT điện cạnh tranh (triệu kWh) (\*)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

(\*) Sản lượng trong Q3 2021 và Q4 2021 ước tính

Hình 2: Sản lượng (triệu kWh) và giá bán trung bình (VND)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

(\*\*) Giá hợp đồng (Pc) = giá cố định + giá biến đổi

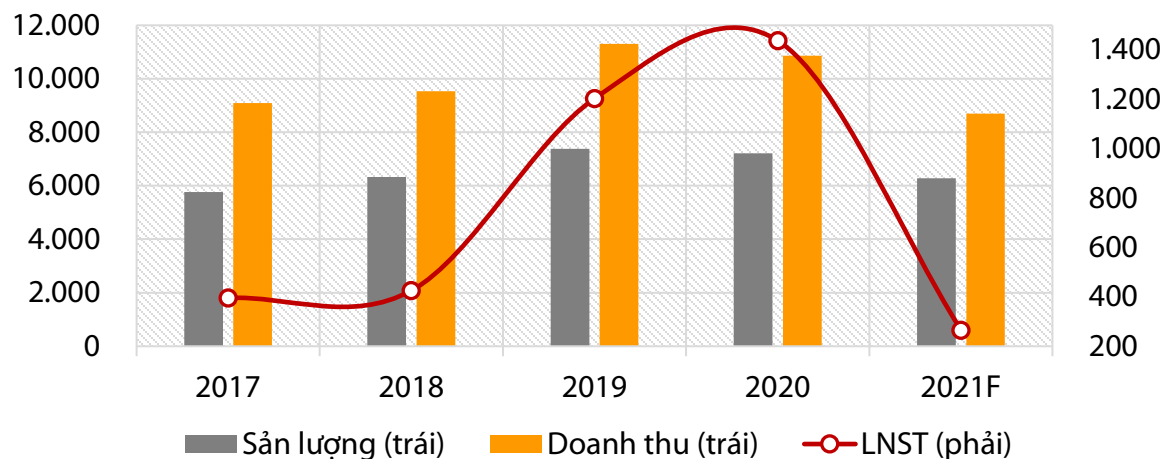
### Sản lượng sụt giảm do nhiệt điện gặp khó khăn

- Sản lượng giảm mạnh do (1) Tốc độ tăng trưởng cung vượt tăng trưởng phụ tải (2) Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện nên sản lượng điện dồi dào, nên sản lượng huy động từ nhiệt điện thấp.
- Tổng sản lượng là 3,3 triệu kWh trong 6T2021, -17% YoY, Qc chiếm 85% tổng sản lượng, -20% YoY.

### Sản lượng và giá bán giảm khiến lợi nhuận công ty giảm trong 6T2021

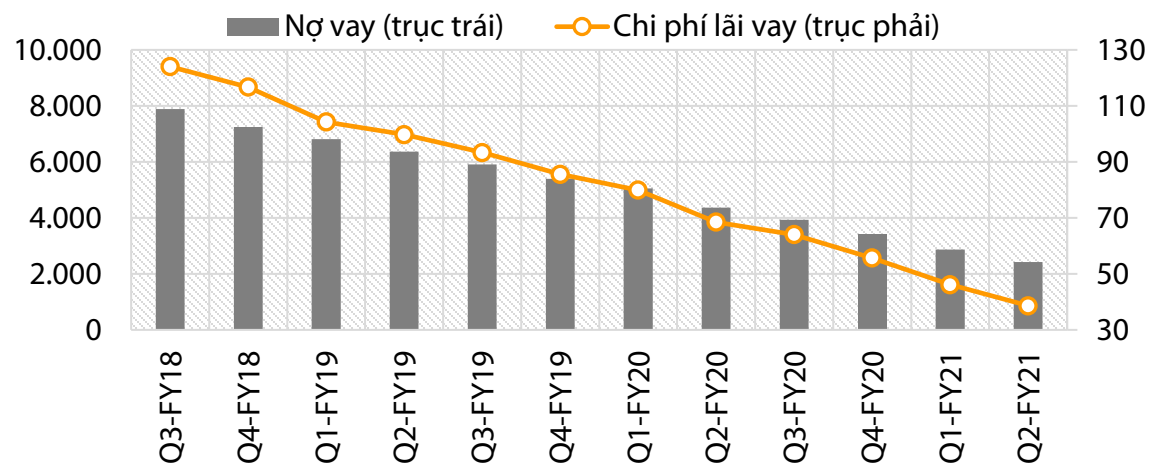
- Giá cố định trong Pc (\*\*) giảm 40% từ 601 đồng xuống 410 đồng. Giá bán bình quân năm 2021 của công ty giảm 10%, bao gồm cả tăng trưởng chi phí biến đổi trong năm 2021 (do giá than tăng gần đây).
- Giá bán trung bình trong 6T2021 là 1.393 đồng, tương đương Pc được công bố trong tài liệu ĐHCĐ, -10% YoY.
- Doanh thu và LNST trong 6T2021 lần lượt là 4.613 tỷ đồng và 177 tỷ đồng, -25% YoY và -76% YoY. Tỷ suất lợi nhuận giảm do giá bán tăng.

Hình 3: Sản lượng (triệu kWh) và KQKD (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dư nợ và chi phí lãi vay (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

### Hoạt động kinh doanh 2021 kém khả quan và chờ đợi triển vọng tốt hơn trong năm 2022

- Khó kiếm được lợi nhuận trong Q3/2021 (mùa mưa) do sản lượng và giá bán thấp. Công ty sẽ thực hiện bảo trì từ tháng 8 đến tháng 10 (tổng cộng 92 ngày).
- Nhìn chung, cả sản lượng và giá bán đều giảm trong năm 2021, do đó hiệu quả hoạt động được dự báo sẽ thấp hơn đáng kể so với các năm trước. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2021 lần lượt là 8.700 tỷ đồng (-20% YoY) và 265 tỷ đồng (-82% YoY).
- Kỳ vọng vào triển vọng tốt hơn năm 2022 nhờ sự cân bằng cung cầu nguồn điện và cường độ La Nina thấp hơn năm 2021.

### Sớm trở thành “con gà đẻ trứng vàng”

- Tỷ lệ chi trả cổ tức cho năm 2021 có thể thấp hơn năm 2020 (kế hoạch là 4% hoặc 8%) do KQKD thấp.
- Tuy nhiên, cổ tức tiền mặt sẽ trả cho cổ đông trong những năm tới được kỳ vọng sẽ tăng lên nhờ việc thanh toán nợ nhanh chóng và đều đặn. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt dự kiến sẽ cao hơn 20% sau năm 2023.

<TRUNG LẬP: -1%>\*

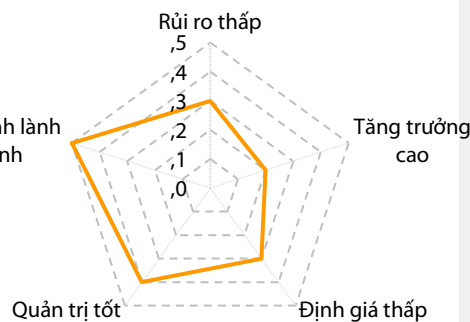
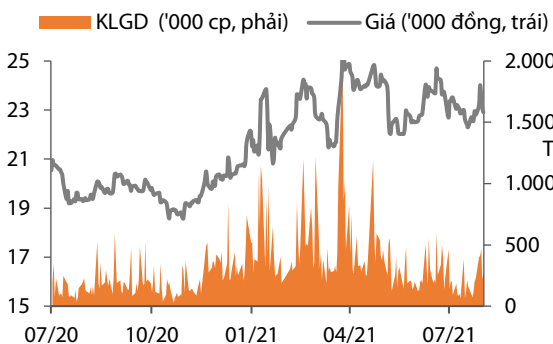
<Giá TT: 22,700>

<Giá MT: 21,200>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Ngành                       | Tiện ích công cộng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 7.277,9            |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 320,6              |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 314,1              |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 7,9                |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 34,1               |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 22 - 29,1          |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)   | 7.929  | 4.546  | 7.115  |
| LNST (tỷ đồng)        | 1.011  | 92     | 692    |
| ROA (%)               | 14,0   | 1,8    | 12,3   |
| ROE (%)               | 15,6   | 2,1    | 14,7   |
| EPS (VND)             | 2.992  | 274    | 2.047  |
| GTSS (VND)            | 20.050 | 13.528 | 14.550 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.350  | 5.544  | 500    |
| P/E (x)               | 7,4    | 82,9   | 11,1   |
| P/B (x)               | 1,2    | 1,7    | 1,6    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Khó khăn đến từ nội tại và ngành cản trở hoạt động ổn định của công ty

- Việc bảo trì máy móc có thể cản trở hoạt động của công ty trong ngắn hạn. Nhà máy Phả Lại 2 gặp sự cố máy móc và cần thời gian khắc phục trước khi hoạt động trở lại.
- Năm 2021 là năm khó khăn nhất đối với các nhà máy nhiệt điện do: (1) Cung tăng vượt cầu; (2) Điều kiện thủy văn hỗ trợ các nhà máy thủy điện. Do đó, sản lượng huy động từ các nhà máy nhiệt điện bị giảm đáng kể, ảnh hưởng đến lợi nhuận.

### Cổ tức cao và ổn định đóng vai trò tiên quyết đối với cổ phiếu này

- Phần lớn dòng tiền của công ty được chi để trả cổ tức, thu hút các nhà đầu tư ưa thích cổ tức. Trong lịch sử, công ty trả trung bình hơn 25% mệnh giá, đây là chính sách chi trả cổ tức cao và ổn định qua từng năm. Tuy nhiên, điều này có thể không tiếp diễn trong năm 2021 vì sự cố máy móc làm ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp.

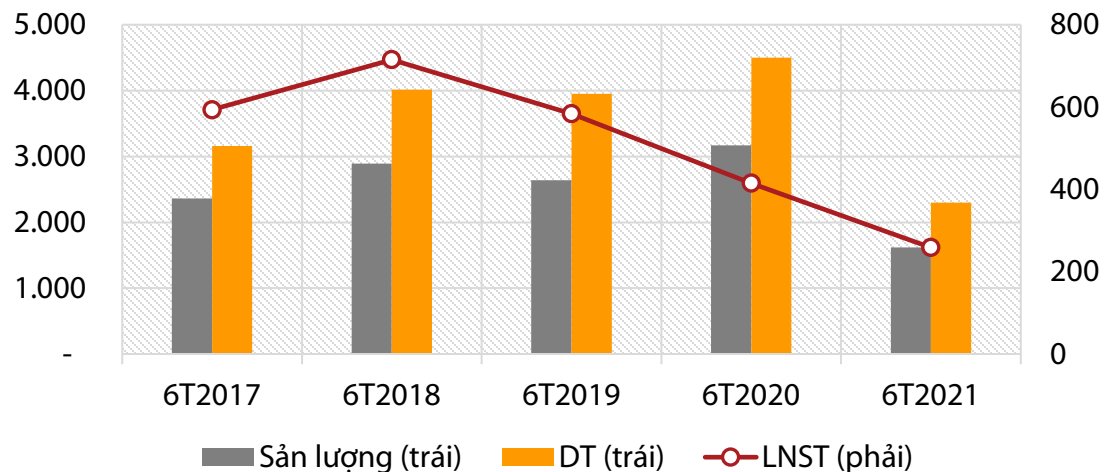
### Hiệu suất ổn định dự kiến sẽ quay trở lại

- PPC nằm trong vùng trọng điểm phía Bắc nên được huy động cao. Bên cạnh đó, PPC đang trong giai đoạn hoạt động ổn định. Do đó, sau khi bảo trì, KQKD bền vững được kỳ vọng sẽ trở lại.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhà máy lâu năm ở Phả Lại 1 có thể ngừng hoạt động bất cứ lúc nào vì lo ngại về vấn đề môi trường, điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.
- Sự cố máy móc có thể xảy ra do máy móc tương đối lâu năm, có thể ảnh hưởng đến sản lượng và lợi nhuận của công ty.

Hình 1: Sản lượng 6T2021 (triệu kWh), DT và LNST(tỷ đồng)



Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

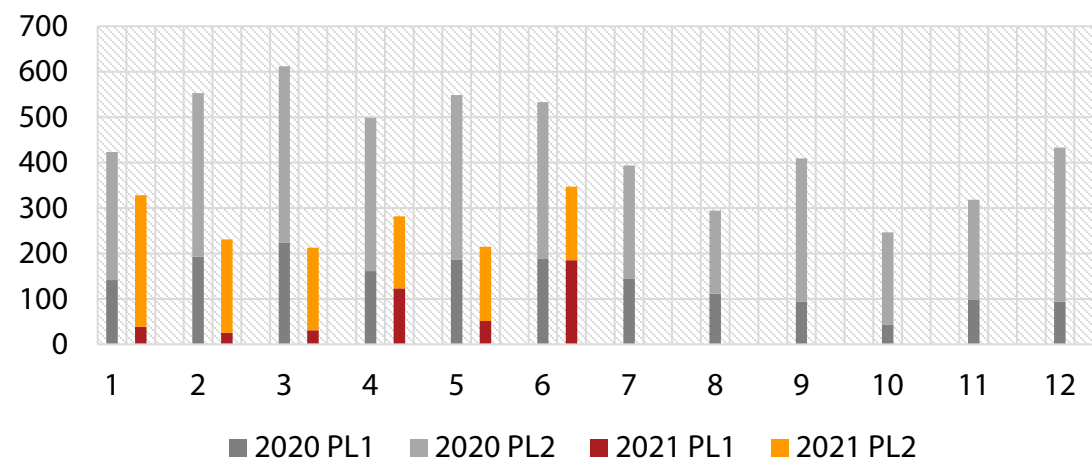
#### Sản lượng sụt giảm làm suy yếu hoạt động kinh doanh chính trong 6T2021

- Sản lượng giảm mạnh xuống còn 1,6 tỷ kWh, -49% YoY, Qc đạt 1,3 tỷ kWh, -50% YoY. Quý 2/2021 là mùa khô với sản lượng huy động Qc cao. Tuy nhiên, PPC đã gặp phải sự cố máy móc làm giảm lợi nhuận của công ty.
- DT đạt 2.297 tỷ đồng, -49% YoY, lợi nhuận gộp là -46 tỷ đồng trong 6T2021.

#### Lợi nhuận 6T2021 đến từ hoạt động tài chính

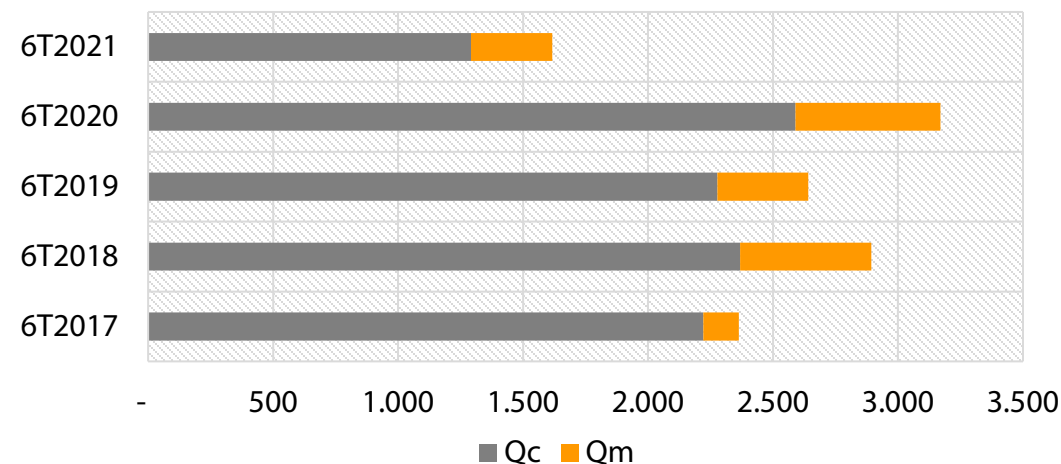
- Doanh thu hoạt động tài chính đạt 329 tỷ đồng, trong đó cổ tức từ HND đạt khoảng 185 tỷ đồng.
- Khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh chính ăn mất phần thu nhập tài chính, dẫn đến LNST 6T2021 đạt 259 tỷ đồng, -38% YoY.

Hình 2: Sản lượng cung cấp của các nhà máy (triệu kWh)



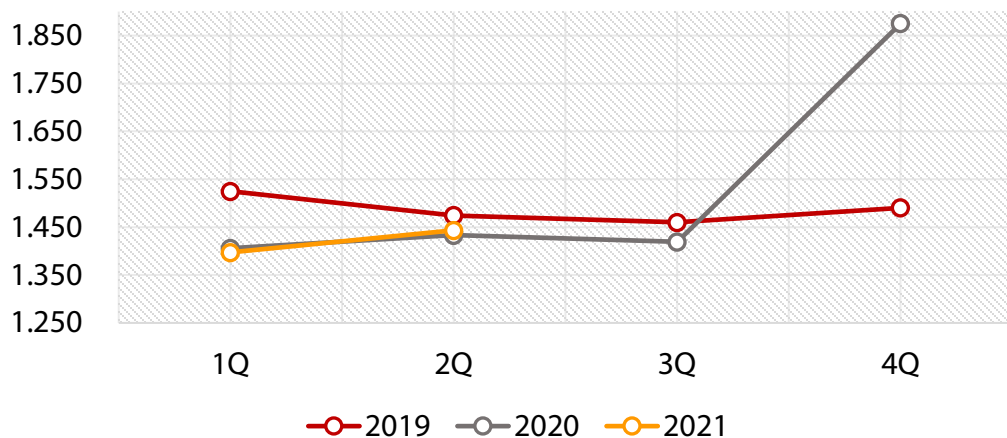
Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng hợp đồng và CGM trong 1H 2021 (triệu kWh)



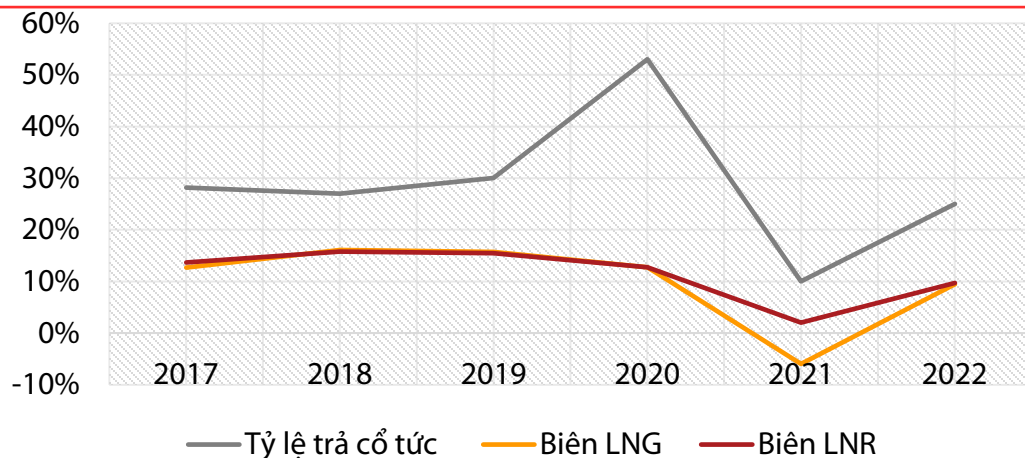
Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Giá bán trung bình mỗi năm – ASP (VND)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Tỷ lệ chi trả tiền mặt, lợi nhuận gộp và biên LN ròng**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### 2H2021 dự phóng sẽ là khoảng thời gian khó khăn cho PPC

- Sự cố máy kỹ thuật có thể mất một thời gian để bảo trì, đặc biệt là do Covid 19.
- Hiệu suất hoạt động của công ty bị ảnh hưởng bởi (1) Sản lượng huy động thấp do nhiều nguyên nhân. (2) Giá CGM thấp do mùa mưa sắp đến. (3) Thu nhập tài chính là phần tiền gửi và cổ tức của QTP.
- Cho năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 4.546 tỷ đồng và EPS thấp hơn 300 đồng do khoản lỗ trong 6T2021.

### Triển vọng tươi sáng hơn được kỳ vọng trong năm 2022

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng huy động năm 2022 sẽ cao hơn năm 2021 do: (1) Mức độ La Nina suy yếu nửa cuối năm (2) Tăng trưởng cung và cầu dần cân bằng.
- Sau khi hết thời gian bảo trì, máy móc được sẽ hoạt động hiệu quả, tạo ra lợi nhuận.
- Giá bán trung bình dự kiến sẽ cao hơn vào cuối năm 2022 vì: (1) Mức độ La Nina kém hơn và (2) Nhu cầu phục hồi sau Covid 19.
- Điểm hấp dẫn cơ bản đối với cổ phiếu PPC là cổ tức. Công ty có thể tiếp tục chia cổ tức cao từ năm 2022.



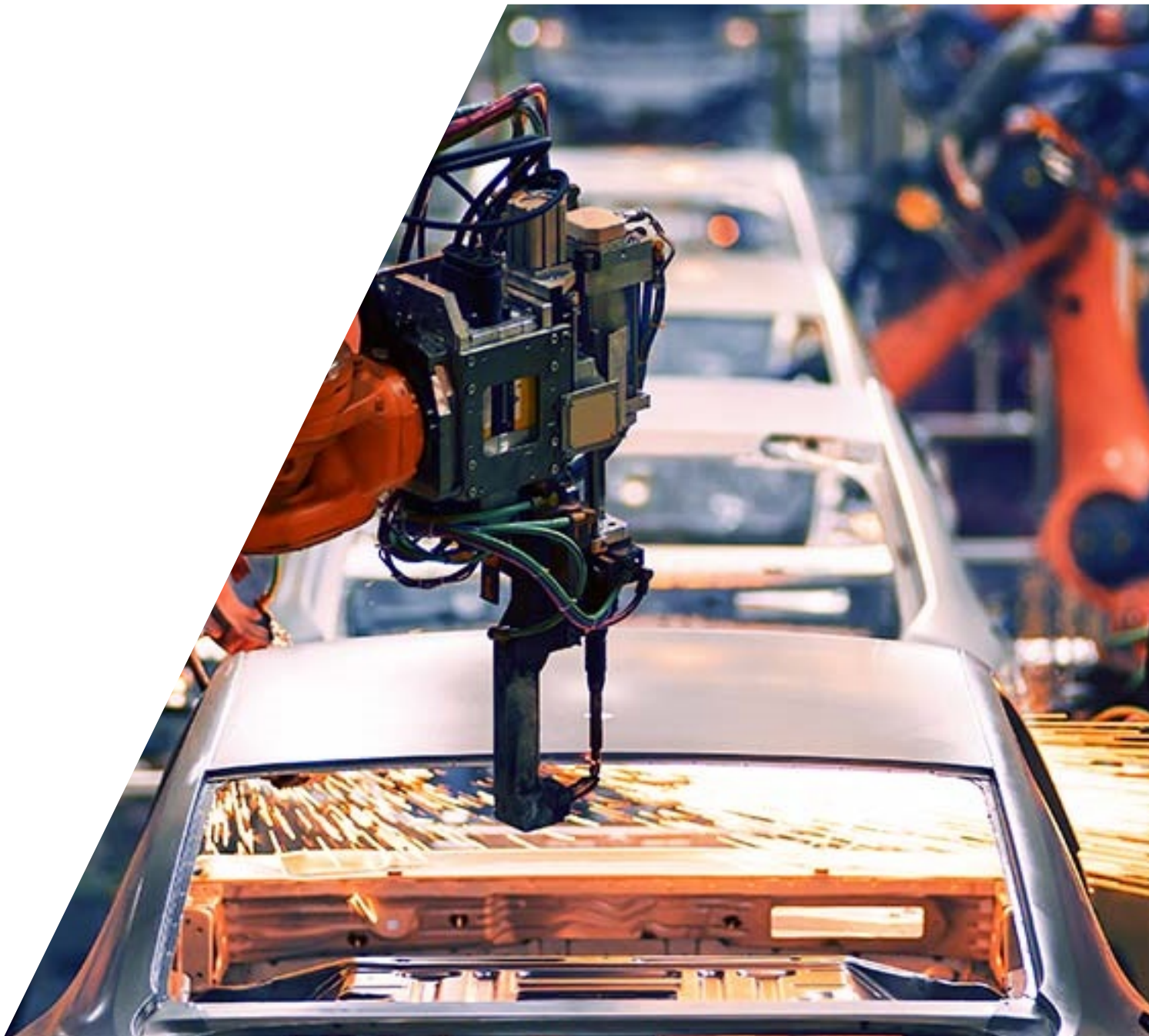


# NGÀNH Ô TÔ:

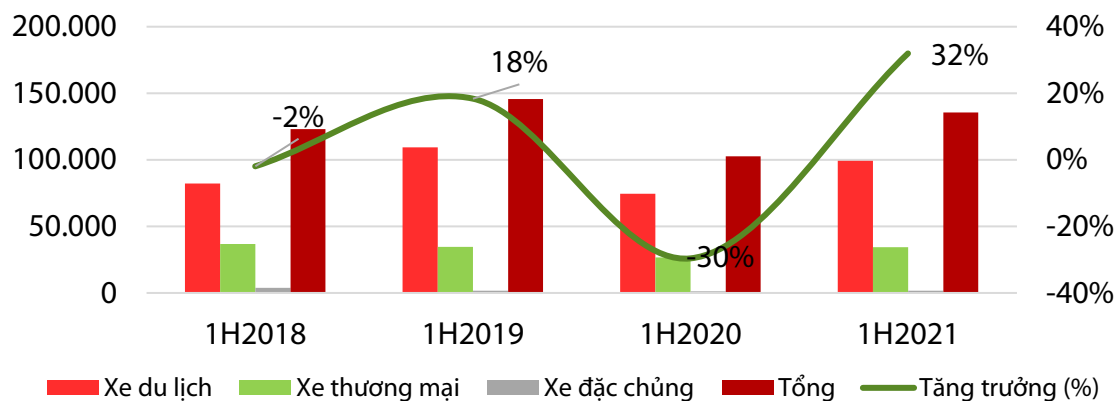
NHIỀU THỬ THÁCH Ở NỬA  
CUỐI NĂM



Bùi Huy Hoàng – [hoang.bh@vdsc.com.vn](mailto:hoang.bh@vdsc.com.vn)

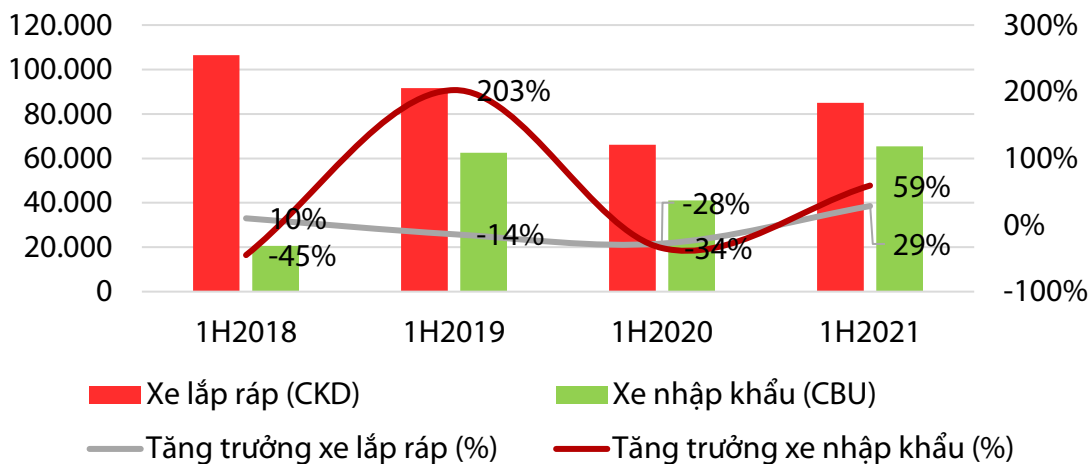


Hình 1: Doanh số VAMA theo chủng loại (chiếc)



Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh số VAMA theo nguồn gốc xe (chiếc)



Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt

- Doanh số 1H2021 của VAMA tăng 32% yoy, lên 135.606 chiếc.
  - Xe du lịch: doanh số tăng 33% yoy, đạt 99.410 chiếc. Tăng trưởng nhờ (1) các hãng xe (Mitsubishi, VinFast, Mercedes-Benz, MG và Honda) chủ động hỗ trợ phí trước bạ; (2) Nhiều mẫu xe mới và phiên bản nâng cấp được chào bán.
  - Xe thương mại và xe đặc chủng lần lượt tăng 28% yoy (đạt 34.362 chiếc) và 46% yoy (đạt 1.834 chiếc) khi các ngành sản xuất và khai thác phục hồi trong 5 tháng đầu năm.
- Theo nguồn gốc xuất xứ, lượng xe lắp ráp trong nước và xe nhập khẩu đều tăng trưởng với 29% yoy (lên 85.085 chiếc) và 59% yoy (lên 65.396 chiếc). Trong đó, xe nhập khẩu từ Thái Lan và Indonesia lần lượt tăng 126% yoy (đạt 40.485 chiếc) và 41% yoy (đạt 23.072 chiếc) khi các công ty Việt Nam tăng nhập khẩu trong bối cảnh các hãng xe tại Thái Lan và Indonesia giảm giá bán để thanh lý hàng tồn kho.
- Theo thị phần, thị trường tiếp tục được thống trị bởi Thaco (27,9%) và Hyundai (18,3%). Toyota Vios không còn là mẫu xe ưa thích của người mua khiến thị phần Toyota giảm 2,1%, còn 15,8%. Ngược lại, Vinfast Fadil và Mitsubishi Xpander ngày càng phổ biến giúp Vinfast và Mitsubishi nâng thị phần lên 8,6% và 8%.

**Bảng 1: Các chính sách hỗ trợ ngành ô tô ban hành năm 2020**

| Nghị định             | Hiệu lực                | Tác động                                                                                                                                                    |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>17/2020/NĐ-CP</b>  | 22/03/2020              | Gỡ bỏ một số quy định về giấy chứng nhận kiểu loại, kiểm tra theo từng lô xe nhập khẩu. Giúp hoạt động nhập khẩu ô tô vào Việt Nam thuận tiện hơn.          |
| <b>41/2020/NĐ-CP</b>  | 08/04/2020              | Gia hạn thời hạn nộp thuế và tiền thuê đất. Giúp hỗ trợ dòng tiền của doanh nghiệp.                                                                         |
| <b>70/2020/NĐ-CP</b>  | 28/06/2020 – 31/12/2020 | Giảm 50% lệ phí trước bạ ô tô lắp ráp sản xuất trong nước. Giúp giảm chi phí mua xe, kích cầu.                                                              |
| <b>57/2020/NĐ-CP</b>  | 10/07/2020              | Thuế suất nhập khẩu 0% cho vật tư, linh kiện trong nước chưa sản xuất được. Chỉ áp dụng với các công ty lắp ráp đạt chuẩn. Giúp giảm chi phí sản xuất 2-5%. |
| <b>109/2020/NĐ-CP</b> | 15/09/2020              | Gia hạn thời hạn nộp thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ô tô sản xuất hoặc lắp ráp trong nước. Giúp hỗ trợ dòng tiền.                                           |
| <b>52/2021/NĐ-CP</b>  | 19/04/2021              | Gia hạn thời hạn nộp thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và tiền thuê đất năm 2021.                                    |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Chính phủ hiện chưa ban hành thêm chính sách mới để hỗ trợ ngành công nghiệp ô tô

- Sau khi Nghị định 70/2020/NĐ-CP (về giảm 50% lệ phí trước bạ) hết hạn cuối năm 2020, VAMA đã gửi đề xuất lên Bộ Tài chính về gia hạn Nghị định 70/2020/NĐ-CP, miễn thuế tiêu thụ đặc biệt với các linh kiện sản xuất trong nước và ưu đãi các dòng xe dung tích nhỏ, thân thiện môi trường.
- Phía Bộ Tài chính cho rằng các chính sách trong quá khứ và những chính sách mới ban hành năm 2020 (Nghị định số 41, 57, 109) và Nghị định 52 năm 2021 đã phần nào hỗ trợ ngành ô tô trong giai đoạn khó khăn. Do đó, không có chính sách mới được phê duyệt.

Hiện tại, Chính phủ đang xem xét lại:

- Giá để tính thuế tiêu thụ đặc biệt của ô tô 9 chỗ ngồi trở xuống, sản xuất trong nước → giảm thuế tiêu thụ đặc biệt, qua đó thúc đẩy nguồn cầu với các mẫu xe sản xuất trong nước.
- Ưu đãi thuế tiêu thụ đặc biệt và lệ phí trước bạ trong 5 năm đối với ô tô điện → giảm chi phí mua xe ô tô điện. Qua đó, giúp tạo động lực tăng trưởng cho những công ty phát triển xe điện như Vinfast.

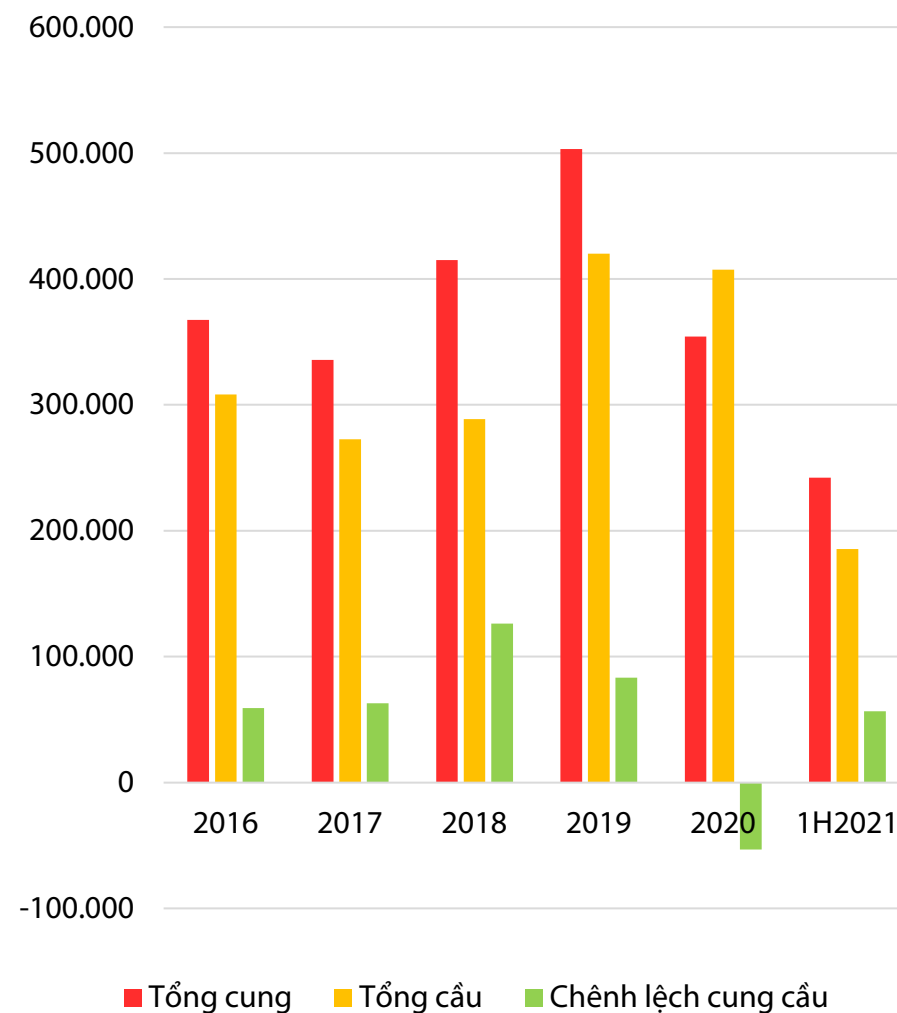
- Giá bán có thể giảm để kích cầu và thanh lý hàng tồn kho. Dịch Covid tái bùng phát đã khiến người dân hạn chế chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu như ô tô. Lực cầu yếu trong tháng 5 và tháng 6 khiến lượng xe tồn kho tăng nhanh từ 18.034 chiếc (cuối Q1-2021) lên 56.668 chiếc (cuối Q2-2021).
- Chi phí sản xuất vẫn duy trì ở mức cao do (1) thiếu chip bán dẫn khi các nhà máy sản xuất chip chuyển đổi dây chuyền sản xuất sang chip dùng cho thiết bị điện tử (có nhu cầu cao hơn); (2) Giá thép và chi phí vận chuyển vẫn còn đắt đỏ.
- Doanh số bán hàng sẽ bị ảnh hưởng khi dịch bệnh đang làm tê liệt hoạt động kinh tế của các tỉnh thành phía Nam.

## Kết quả kinh doanh nửa cuối năm 2021 sẽ không thực sự tích cực

- Các nhà sản xuất đối diện với việc biên LNG có thể sụt giảm do hạ giá bán để kích cầu trong khi giá vốn khó giảm và sản lượng bán hàng không cao.
- Các công ty bán lẻ khó đạt được mức thưởng cao trong bối cảnh sức tiêu thụ không thực sự khả quan do ảnh hưởng của dịch Covid-19 lên hoạt động kinh doanh và thu nhập của người dân.
- Doanh thu của các công ty sản xuất phụ tùng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực do sản lượng tiêu thụ có thể sụt giảm.

Với các hãng xe sang, dự kiến hành vi tiêu dùng của nhóm khách hàng tiềm năng sẽ ít bị ảnh hưởng hơn bởi giá trị chiếc xe tương đương một phần nhỏ trong tổng tài sản của các khách hàng giàu có, khác với nhóm khách hàng của các hãng xe phổ thông. Ngoài ra, hằng năm các hãng xe sang sản xuất lượng xe ít hơn so với các hãng xe phổ thông nên trước tình trạng thiếu hụt chip bán dẫn, các hãng xe sang bị tác động ít hơn. Đặc biệt một vài công ty đã dự trữ chip từ trước như Daimler (hãng sản xuất xe Mercedes-Benz).

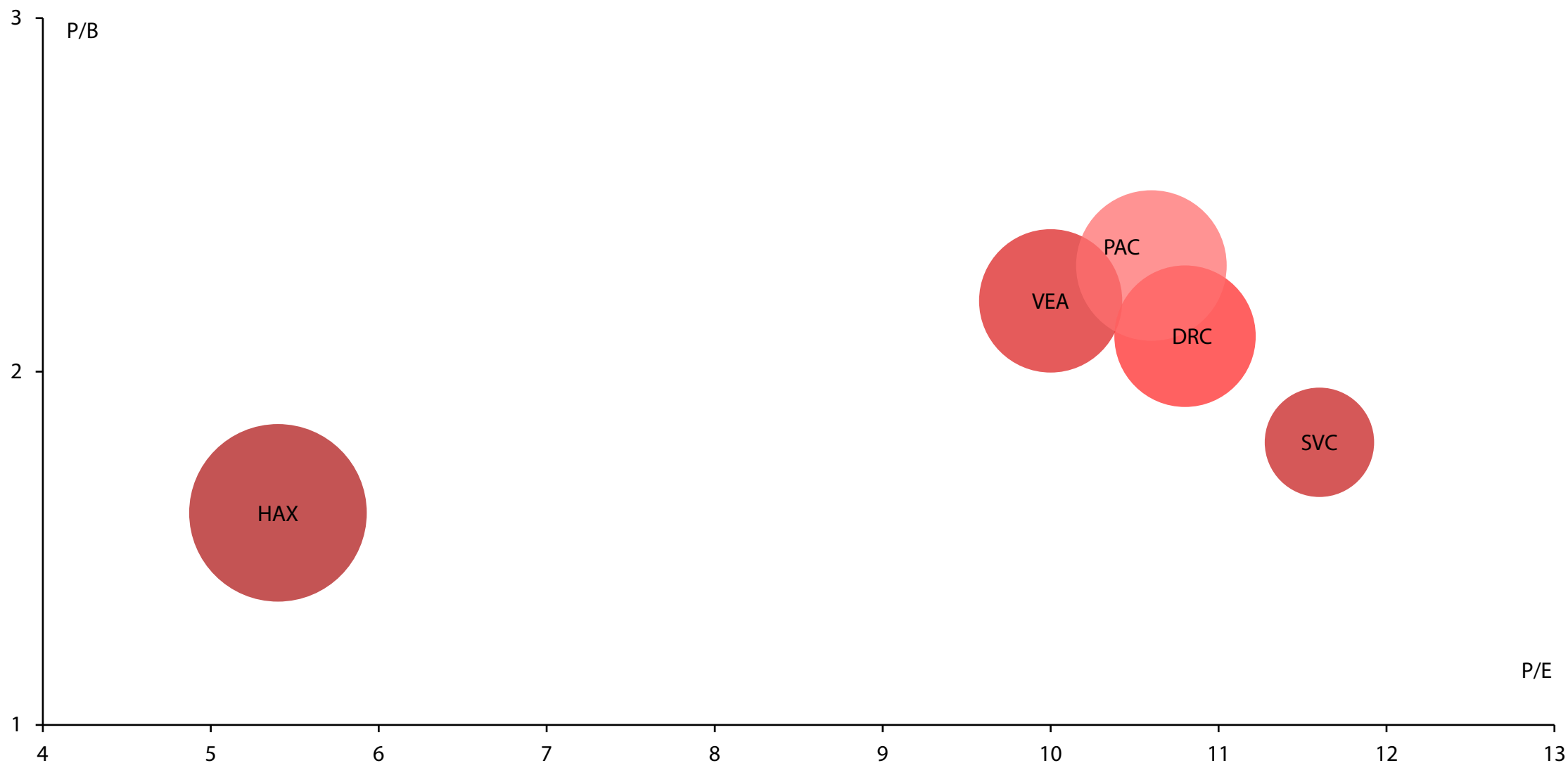
Hình 3: Cung cầu (chiếc)



Nguồn: Bộ Công thương, Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

| Mã CP      | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VND) | Tăng<br>trưởng<br>Doanh thu<br>(% YoY) | Tăng<br>trưởng<br>EBITDA (%<br>YoY) | Biên<br>EBITDA<br>(%) | Biên LN<br>hoạt động<br>(%) | Tăng<br>trưởng<br>LNST<br>(% YoY) | Biên LN<br>ròng<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi suất cổ<br>tức<br>(%) | P/E hiện tại<br>(lần) | P/B hiện tại<br>(lần) |
|------------|----------------------|--------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------|------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>DRC</b> | 3.670,7              | 32.400                   | 18,2                                   | 28,5                                | 13,4                  | 11                          | 37,6                              | 8,2                    | 13,8       | 20,1       | 3,2                       | 10,8                  | 2,1                   |
| <b>PAC</b> | 1.831                | 30.100                   | 3,1                                    | 8,7                                 | 9,6                   | 6,9                         | 16,9                              | 5,6                    | 7          | 22,8       | 2,5                       | 10,6                  | 2,3                   |
| <b>HAX</b> | 945,8                | 20.700                   | 28,7                                   | 212                                 | 3,8                   | 3,2                         | 450,4                             | 2,8                    | 13,7       | 31,7       | 0,0                       | 5,4                   | 1,6                   |
| <b>VEA</b> | 57.309,8             | N/A                      | -1,3                                   | N/A                                 | 5,2                   | -2,7                        | 5,6                               | 165,8                  | 22,4       | 24,9       | 24                        | 10                    | 2,2                   |
| <b>SVC</b> | 2.357,7              | N/A                      | 3,5                                    | N/A                                 | 0,0                   | 0,0                         | 114                               | 0,0                    | 0,0        | 0,0        | 1,4                       | 11,6                  | 1,8                   |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



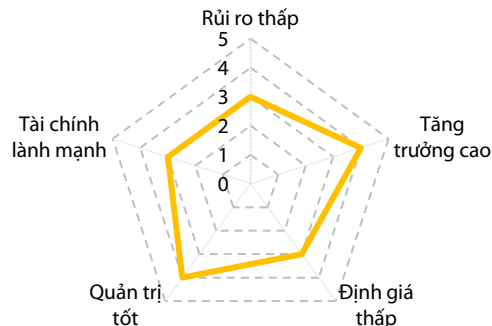
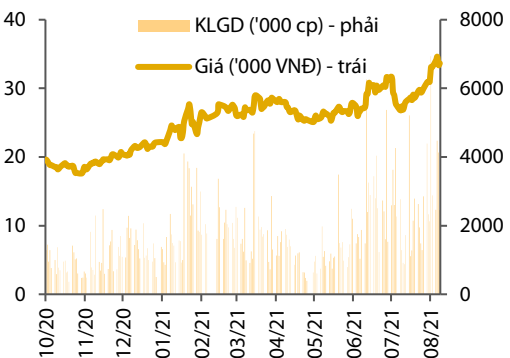
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



<TÍCH LŨY: 10%>

<GTT: 30.900>

<GMT: 32.400>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Ngành                       | Hàng tiêu dùng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 3.671          |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 118,8          |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 2.093          |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 60,4           |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 42,1           |
| BD giá 52 tuần (nghìn đồng) | 15,1-31,7      |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 3.647  | 4.413  | 4.780  |
| LNST                  | 257    | 321    | 354    |
| ROA (%)               | 10,6   | 11,9   | 12,1   |
| ROE (%)               | 15,2   | 18,3   | 19,4   |
| EPS (VND)             | 1.944  | 2.434  | 2.683  |
| GTSS (VND)            | 14.206 | 14.815 | 15.372 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.000  | 1.500  | 1.800  |
| P/E (x) (*)           | 10     | 12,7   | 11,5   |
| P/B (x) (*)           | 1,5    | 2,1    | 2      |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Hiệu quả kinh doanh lốp radial được cải thiện nhờ tăng quy mô sản xuất

- Hiện thị trường Mỹ là một trong những thị trường tiêu thụ lớn nhất của công ty với tỷ trọng ước tính trên 30% sản lượng tiêu thụ lốp radial. Theo Transparency Market Research, sự phát triển của ngành thương mại điện tử ở Mỹ sẽ thúc đẩy nhu cầu lốp xe tải, dự kiến tăng trưởng khoảng 6%/năm trong giai đoạn 2020-2030. Trong giai đoạn 2021-2025, dự kiến sản lượng xuất khẩu lốp radial sang Mỹ sẽ tăng thêm 60.000 lốp/năm giúp tổng sản lượng tiêu thụ tăng trưởng trung bình 12%/năm, đạt 960.000 lốp vào năm 2025. Việc tăng quy mô sản xuất để đáp ứng các đơn hàng từ Mỹ giúp cải thiện biên LNG từ 15,8% (năm 2021) lên 17,6% (2025). Theo đó, doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng tăng 13%/năm và 16%/năm.

### Nguồn thu từ lốp bias được duy trì nhờ cơ hội xuất khẩu vào thị trường Mỹ

- Những đơn hàng mới từ Mỹ với lốp bias tải nặng dùng trong nông nghiệp và lốp bias đặc chủng (OTR) giúp cải thiện nhu cầu lốp bias sau giai đoạn sản lượng sụt giảm từ 2017-2020. Nguồn cầu từ Mỹ kỳ vọng sẽ giúp sản lượng lốp bias duy trì hoặc tăng trưởng nhẹ trong các năm tới bất chấp nhu cầu lốp bias giảm dần ở các thị trường khác do xu hướng radial hóa.

### Rủi ro bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá là tương đối thấp

- Khác với sản phẩm lốp dành cho ô tô du lịch và xe tải nhẹ, không có nhiều nhà máy sản xuất lốp xe tải nặng ở Mỹ và lợi nhuận thu được từ lốp xe tải nặng không cao như lợi nhuận thu được từ lốp ô tô du lịch và lốp xe tải nhẹ. Do đó, khả năng Mỹ áp thuế lên lốp xe tải nặng của Việt Nam là tương đối thấp.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

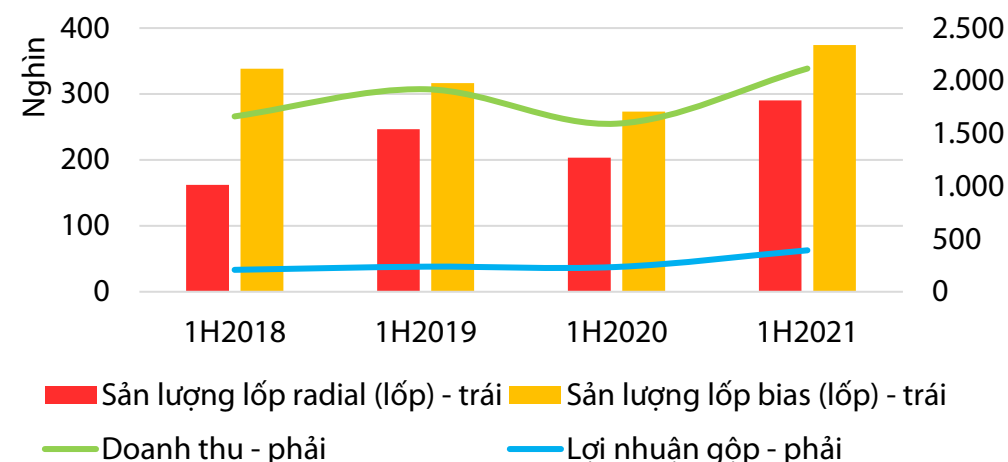
- Cạnh tranh từ các công ty Trung Quốc gay gắt hơn dự kiến hoặc nếu DRC bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá buộc công ty phải giảm giá bán để cạnh tranh, làm giảm lợi nhuận.



Doanh thu tăng 33% yoy, lên 2.117 tỷ đồng và LNST tăng 111% yoy, lên 170 tỷ đồng nhờ nhu cầu của thị trường Mỹ phục hồi, chi phí khấu hao giảm bù đắp cho chi phí nguyên vật liệu tăng, đồng thời các chi phí được quản lý tốt.

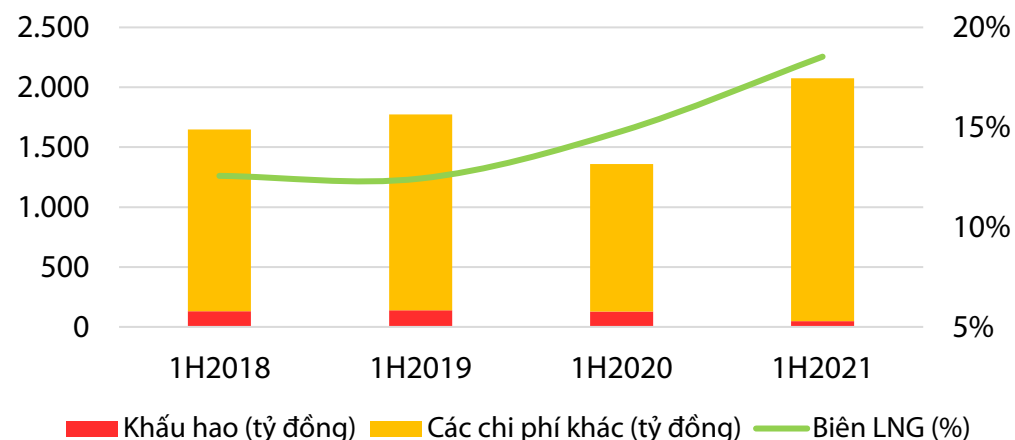
- **Nhu cầu tiêu thụ lốp xe tăng trở lại ở kênh xuất khẩu, đặc biệt ở Mỹ.** Theo đó, sản lượng lốp radial xuất khẩu tăng 49% yoy, lên 220.000 lốp, giúp doanh thu lốp radial đạt 1.079 tỷ đồng (+39% yoy). DRC lần đầu xuất khẩu lốp bias sang thị trường Mỹ trong 1H2021, phần nào giúp sản lượng lốp bias đạt 374.000 lốp (+37% yoy). Doanh thu lốp bias đạt 645 tỷ đồng (+32% yoy).
- **Biên lợi nhuận gộp mở rộng từ 14,8% lên 18,5%.** Giá các nguyên vật liệu như cao su tự nhiên, cao su nhân tạo hay than đen tăng cao nhưng đã được bù đắp bởi việc tiết giảm chi phí khấu hao (ước giảm 80 tỷ đồng) khi máy móc thiết bị nhà máy radial giai đoạn 1 khấu hao hết.
- **Chi phí lãi vay giảm 42% yoy, còn 23 tỷ đồng nhờ nợ vay dài hạn giảm mạnh từ 137 tỷ đồng xuống 1 tỷ đồng. Chi phí doanh nghiệp tăng nhẹ 1,5% yoy, lên 29 tỷ đồng. Ngược lại, chi phí bán hàng tăng 88% yoy, lên 142 tỷ đồng do tăng cường hoạt động quảng cáo.**

Hình 1: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng, trục phải)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Khấu hao và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

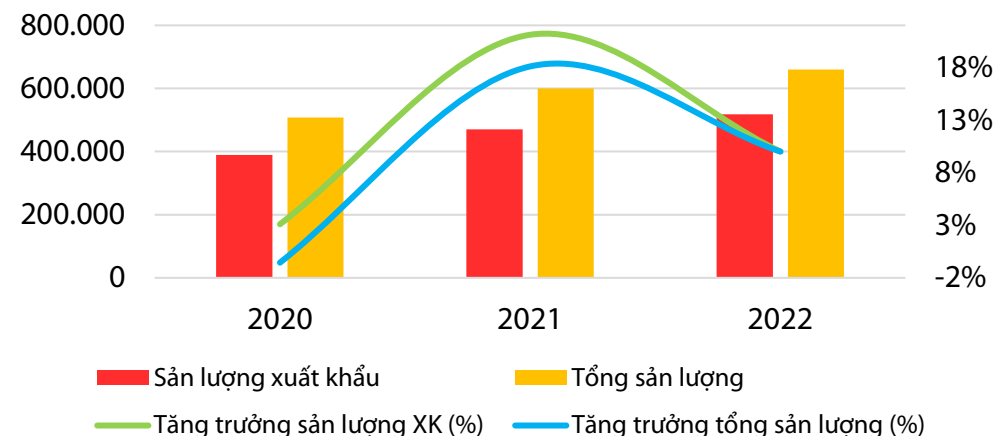
## 2H2021: thách thức cước phí vận chuyển cao và dịch Covid-19

- Cước phí vận chuyển vẫn đang ở mức cao dẫn đến rủi ro các đối tác ở thị trường xuất khẩu giảm đơn hàng. Dịch Covid-19 bùng phát gây khó khăn cho hoạt động sản xuất và vận chuyển hàng hóa của công ty. Ngoài ra, giá NVL dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian tới khi hoạt động sản xuất toàn cầu tiếp tục phục hồi trước viễn cảnh tỷ lệ tiêm phòng tăng cao và kỳ vọng sẽ sớm có thuốc điều trị Covid.
- Tuy vậy, nhờ sức tăng trưởng mạnh mẽ trong 1H2021, dự kiến cả năm 2021, sản lượng lốp radial sẽ tăng 18% yoy (lên 600.000 lốp), trong đó sản lượng xuất khẩu và nội địa lần lượt tăng 21% yoy và 8% yoy. Đồng thời, sản lượng lốp bias sẽ tăng 15% yoy, lên 724.000 lốp. Dự kiến doanh thu và LNST sẽ đạt 4.413 tỷ đồng (+21% yoy) và 321 tỷ đồng (+25% yoy).

## KQKD 2022 tiếp đà tăng trưởng nhờ tăng quy mô sản xuất và cước phí vận chuyển giảm

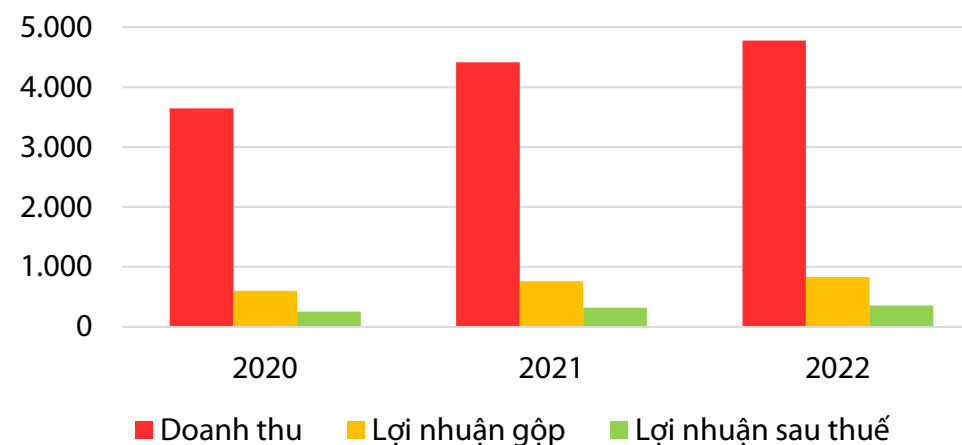
- Tiến hành nâng công suất nhà máy radial từ cuối năm 2021, dự kiến công suất sẽ đạt 700.000 lốp/năm (+100.000 lốp) ở cuối năm 2022.
- Cước phí vận chuyển kỳ vọng sẽ giảm dần từ cuối năm 2021 giúp đối tác xuất khẩu tăng đơn hàng. Dự kiến sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ tăng thêm 5.000 lốp/tháng. Đồng thời, nhu cầu nội địa cũng tăng trưởng nhờ tăng đầu tư công khi tỷ lệ tiêm chủng trong nước cao hơn.
- Dự kiến sản lượng lốp radial sẽ tăng 10% (lên 660.000 lốp), trong đó, sản lượng xuất khẩu và nội địa tăng 10% yoy và 10% yoy. Tương tự, sản lượng lốp bias sẽ tăng 4,8% yoy (lên 759.000 lốp). Theo đó, doanh thu và LNST sẽ đạt 4.780 tỷ đồng (+8,3% yoy) và 354 tỷ đồng (+10% yoy).

**Hình 3: Sản lượng lốp radial 2020-2022 (lốp)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Dự phóng KQKD giai đoạn 2020-2022 (tỷ đồng)**

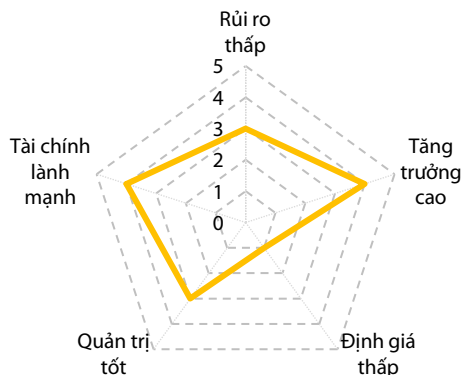
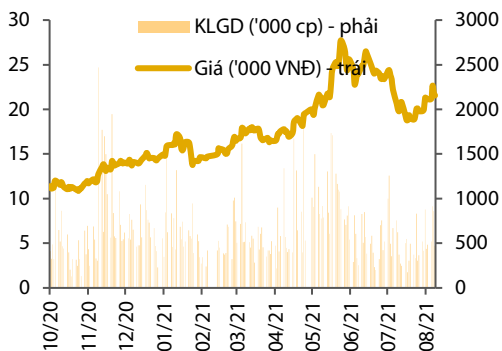


Nguồn: CTCK Rồng Việt

<TÍCH LŨY: 12%>

<GTT: 19.800>

<GMT: 20.700>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Ngành                       | Hàng tiêu dùng |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 946            |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 47,8           |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 639,9          |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 16,1           |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 31,3           |
| BD giá 52 tuần (nghìn đồng) | 11,5-32,9      |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 5.570  | 5.663  | 6.129  |
| LNST                  | 125    | 131    | 164    |
| ROA (%)               | 10,1   | 11,5   | 12,2   |
| ROE (%)               | 23,5   | 19,9   | 23,4   |
| EPS (VND)             | 3.325  | 2.683  | 3.366  |
| GTSS (VND)            | 14.453 | 13.801 | 14.668 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.500  | 0      | 2.500  |
| P/E (x) (*)           | 5,0    | 7,4    | 5,9    |
| P/B (x) (*)           | 1,2    | 1,4    | 1,3    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Giá bán được duy trì ở mức cao giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp

- Áp lực thanh lý hàng tồn kho thấp và nguồn cầu tương đối ổn định giúp công ty không phải giảm giá bán để kích cầu. Dự kiến, giá bán sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2021-1H2024 do áp lực thanh lý các mẫu xe cũ không cao. Giá bán sẽ chỉ giảm ở 2H2024, thời điểm các nhà phân phối Mercedes-Benz thanh lý hàng tồn kho để nhập những mẫu xe của chu kỳ mới bởi cứ mỗi 5 năm Mercedes-Benz sẽ có những cải tiến trong thiết kế.

### Tầng lớp khá giả và vị thế của Mercedes-Benz tại Việt Nam đảm bảo cho tăng trưởng doanh số

- Triển vọng kinh tế tăng trưởng tốt (NCIF dự báo tăng trưởng >6%/năm giai đoạn 2021-2025) sẽ làm gia tăng số lượng người giàu tại Việt Nam. Wealth-X dự báo lượng người Việt sở hữu khối tài sản 1-30 triệu USD sẽ tăng 10,1% giai đoạn 2018-2023 (cao thứ tư thế giới), kéo theo nhu cầu sở hữu xe sang. Dù Covid-19 tạm thời làm chậm đà tăng trưởng kinh tế, nhìn chung triển vọng kinh tế Việt Nam và tốc độ tăng trưởng của tầng lớp giàu có trong thời gian tới vẫn tích cực.
- Ngoài ra, với lợi thế về độ phổ cập thương hiệu, danh mục sản phẩm đa dạng và giá bán cạnh tranh nên Mercedes-Benz chiếm 66% thị phần xe sang Việt Nam năm 2020. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh số bán hàng giai đoạn 2021-2025 tăng trưởng 8,1%/năm, so với 3,7%/năm của ngành.

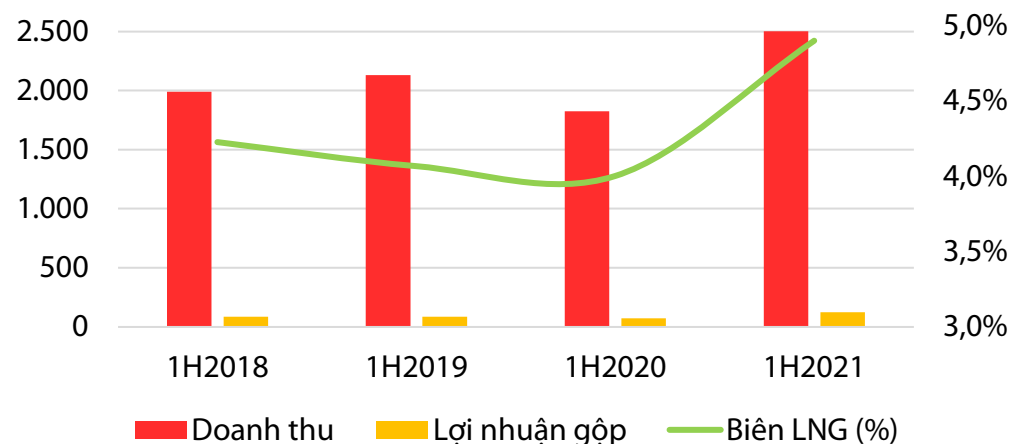
## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Các hãng xe sang khác giảm giá bán nhằm cạnh tranh, làm giảm tốc độ tăng trưởng doanh số của MBV và HAX.
- Dịch Covid-19 kéo dài khiến doanh số bán xe của công ty thấp hơn dự báo.

### Mảng phân phối xe phục hồi giúp KQKD cải thiện rõ rệt

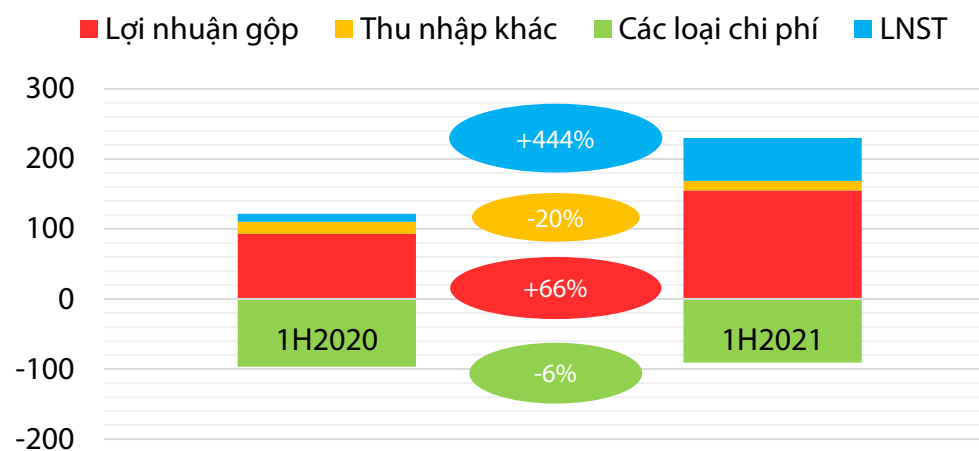
- Doanh thu tăng 34% yoy, đạt 2.687 tỷ đồng và LNST tăng 444% yoy, đạt 62 tỷ đồng nhờ động lực từ mảng phân phối xe khi doanh số bán hàng tốt hơn và biên LNG cải thiện.
- So với 1H2020, hoạt động phân phối xe 1H2021 ít bị gián đoạn bởi dịch bệnh hơn. Đồng thời, dù Nghị định 70 (giảm 50% lệ phí trước bạ) đã hết hạn cuối năm 2020 nhưng Mercedes-Benz đã chủ động hỗ trợ chi phí trước bạ cho khách hàng. Qua đó, giúp doanh số bán xe của Haxaco tăng trưởng. Doanh thu mảng phân phối xe đạt 2.503 tỷ đồng, tăng 37% yoy.
- Nguồn cung xe hạn chế do thiếu chip bán dẫn đã giúp duy trì giá bán ở mức cao. Do đó, biên LNG cải thiện từ 4% lên 4,9%. Lợi nhuận gộp phân phối xe đạt 123 tỷ đồng, tăng 68% yoy.
- Bên cạnh đó, doanh thu mảng sửa chữa và bán phụ tùng đạt 179 tỷ đồng (-0,2% yoy) nhưng nhờ việc tăng chất lượng dịch vụ nên biên LNG đạt 17,7% (+555bps). Lợi nhuận gộp đạt 32 tỷ đồng (+45% yoy).
- Việc giữ lại lợi nhuận năm 2020 giúp giảm áp lực nợ vay. Nợ vay ngắn hạn giảm 44% yoy, giúp lãi vay giảm còn 8 tỷ đồng (-70% yoy). Chi phí bán hàng tăng cùng hiệu quả phân phối xe lên 58 tỷ đồng (+27% yoy). Chi phí quản lý duy trì ở mức 25 tỷ đồng (+1,4% yoy).

Hình 1: Kết quả kinh doanh mảng phân phối xe (tỷ đồng)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Kết quả kinh doanh toàn công ty (tỷ đồng)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

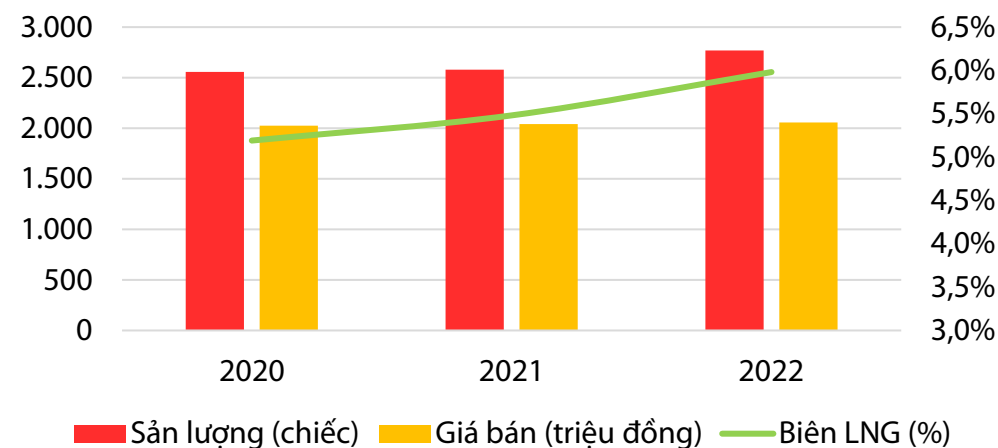
### 2H2021 - Covid làm gián đoạn hoạt động kinh doanh của công ty

- Dịch Covid bùng phát sẽ tác động tiêu cực đến doanh số bán xe trong Q3, trước khi phục hồi ở Q4 (kỳ vọng Chính phủ dỡ bỏ lệnh giãn cách xã hội). Do đó, dù 1H2021 tăng trưởng mạnh nhưng dự kiến doanh số bán xe cả năm sẽ chỉ đạt 2.580 chiếc (+0,8% yoy). Áp lực thanh lý hàng tồn kho thấp giúp duy trì giá bán ở mức 2,043 tỷ/chiếc (+0,8% yoy) nên biên LNG tăng 29bps, đạt 5,5%. Lợi nhuận gộp phân phối xe đạt 289 tỷ đồng (+7,3% yoy).
- Doanh thu và LNST lần lượt đạt 5.663 tỷ đồng (+1,7% yoy) và 131 tỷ đồng (+4,9% yoy, nhờ chi phí lãi vay giảm 24% yoy, xuống 31 tỷ đồng)

### 2022: Dịch bệnh được kiểm soát và nguồn cung chip bán dẫn cải thiện hỗ trợ kết quả kinh doanh

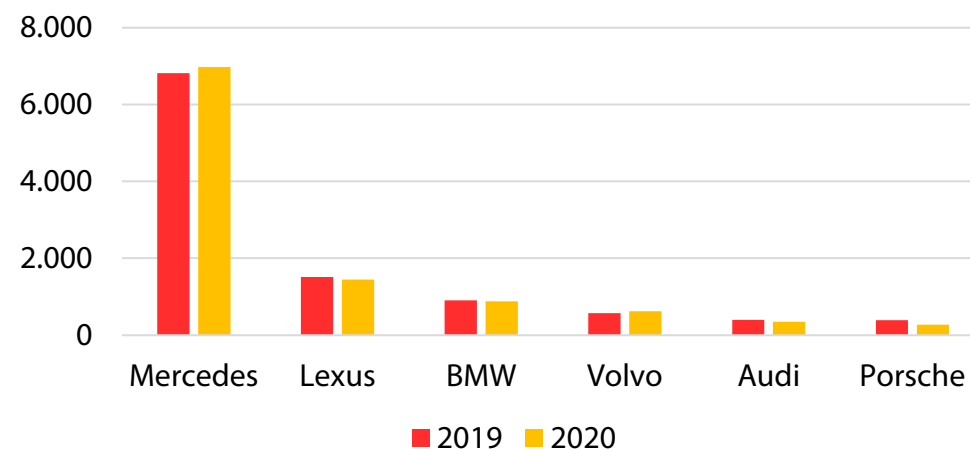
- Chúng tôi kỳ vọng dịch bệnh được kiểm soát và việc tăng công suất của các công ty sản xuất chip bán dẫn sẽ giúp hoạt động kinh doanh của ngành ô tô và HAX không còn gặp trở ngại. Cộng hưởng với sự tăng trưởng của tầng lớp người giàu và tính phổ biến của Mercedes-Benz tại Việt Nam (chiếm 66% doanh số xe sang). Dự kiến doanh số bán xe năm 2022 sẽ tăng trưởng 7,4% yoy, lên 2.770 chiếc. Doanh số bán hàng cải thiện giúp công ty được hưởng mức biên gộp cao hơn, ước tính khoảng 6%.
- Doanh thu và LNST lần lượt đạt 6.128 tỷ đồng (+8,2% yoy) và 164 tỷ đồng (+25% yoy).

**Hình 3: Kết quả kinh doanh mảng phân phối xe**



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Doanh số bán hàng các hãng xe sang (chiếc)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt





# NGÀNH DẦU KHÍ

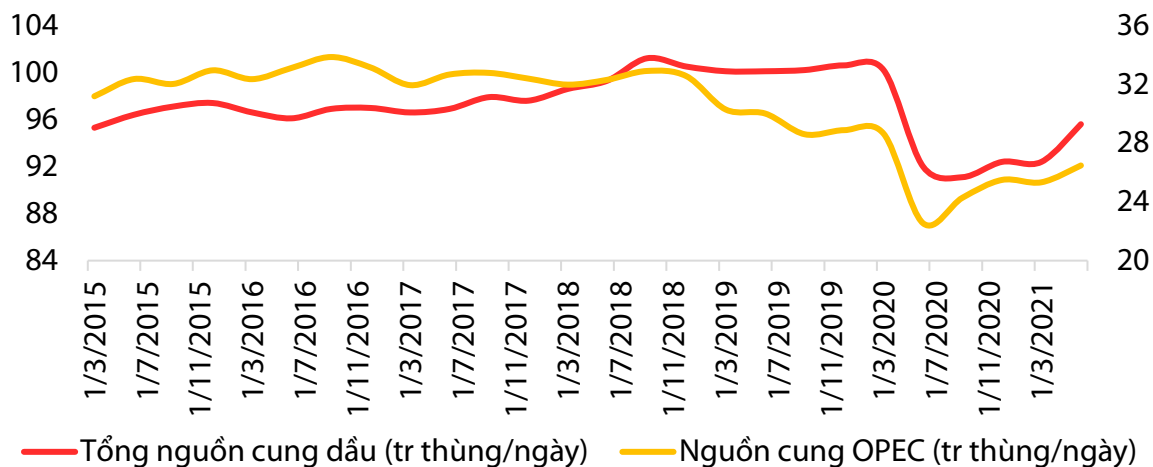
**KHÔNG PHẢI AI CŨNG HƯỞNG  
LỢI NHỜ GIÁ DẦU CAO**



Trần Hà Xuân Vũ - [vu.thx@vdsc.com.vn](mailto:vu.thx@vdsc.com.vn)



**Hình 1: Nguồn cung OPEC (phải) và nguồn cung dầu thế giới (trái)**



Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

## OPEC+ duy trì thỏa thuận cắt giảm

- OPEC và các đồng minh, được gọi là OPEC + đã và đang áp dụng thỏa thuận cắt giảm nhưng dần nới lỏng mức cắt giảm từ 7,2 triệu thùng/ngày xuống 5,8 triệu thùng/ngày trong nửa đầu năm 2021.
- Xung đột giữa UAE và Saudi Arabia làm thị trường quan ngại về việc kết thúc thỏa thuận sớm hơn dự kiến. Tuy nhiên, thỏa hiệp giữa 2 bên đã được thực hiện và OPEC+ sẽ tăng sản lượng lên 0,4 triệu thùng/ngày hàng tháng để chấm dứt việc cắt giảm vào tháng 9/2022.

## Nguồn cung dự kiến sẽ tăng cùng với việc nới lỏng thỏa thuận cắt giảm

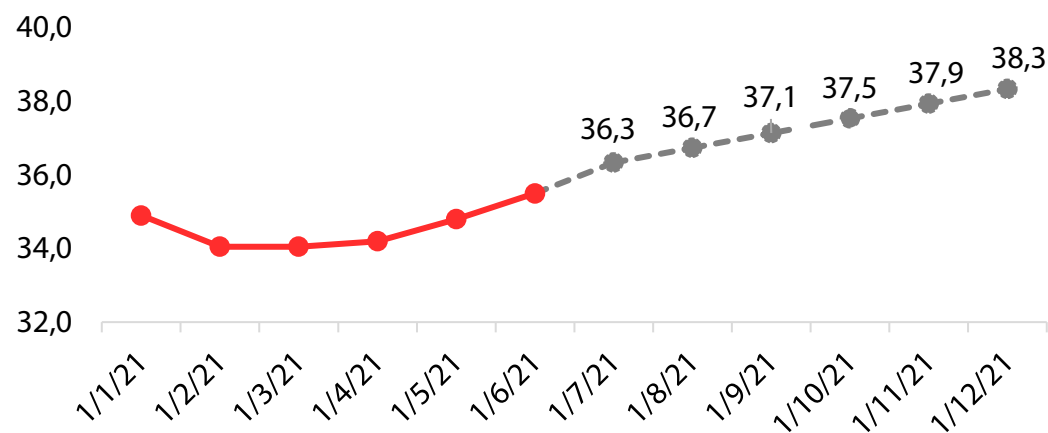
- Năm 2021, nguồn cung dầu thế giới dự kiến đạt 94,5 triệu thùng/ngày, theo báo cáo của OPEC. Trong khi IEA dự kiến nguồn cung dầu đạt 95,3 triệu thùng/ngày trong năm 2021.

**Bảng 2: Các thỏa thuận cắt giảm của OPEC+**

| Thời gian | Sự kiện                                                                        |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 07/2019   | OPEC+ gia hạn mức cắt giảm 1,2 triệu thùng/ngày đến tháng 3 năm 2020.          |
| 12/2019   | OPEC+ tăng mức cắt giảm từ 1,2 triệu thùng/ngày lên 2,1 triệu thùng/ngày       |
| 04/2020   | OPEC+ đồng ý giảm nguồn cung 9,7 triệu thùng/ngày cho đến tháng 6/2020.        |
| 07/2020   | OPEC+ thay đổi mức cắt giảm từ 9,7 triệu thùng/ngày xuống 7,7 triệu thùng/ngày |
| 12/2020   | OPEC+ thay đổi mức cắt giảm từ 7,7 triệu thùng/ngày xuống 7,2 triệu thùng/ngày |
| 04/2021   | OPEC+ thay đổi mức cắt giảm xuống 5,8 triệu thùng ngày từ tháng 5 đến tháng 6. |
| 07/2021   | OPEC+ đặt mục tiêu chấm dứt việc cắt giảm sản lượng vào tháng 9 năm 2022.      |

Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

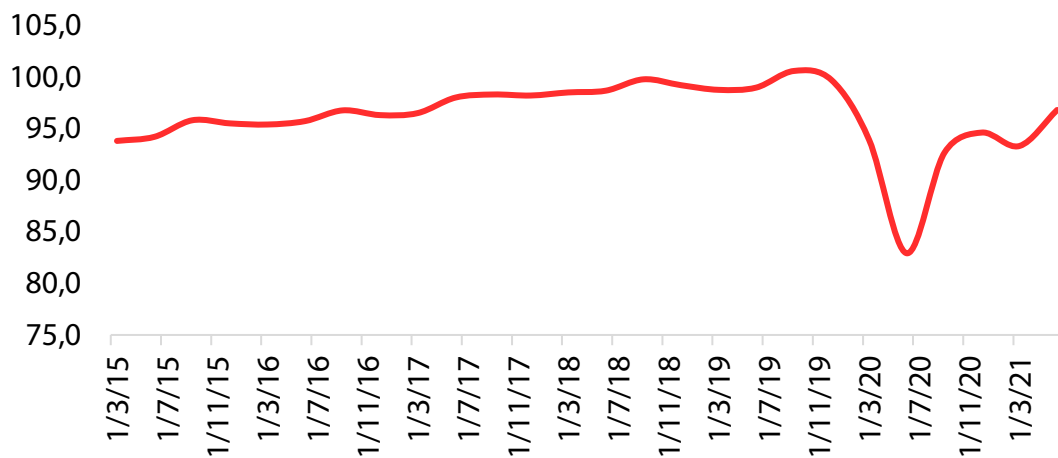
**Hình 3: Sản lượng của OPEC+ đến cuối năm 2021**



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



**Hình 3: Nhu cầu dầu thế giới (triệu thùng/ngày)**



Nguồn: IEA, CTCK Rông Việt

**Bảng 1: Thay đổi nhu cầu dầu theo khu vực (triệu thùng/ngày)**

|                | T3/2020     | T6/2020      | T9/2020    | T12/2020   | T3/2021     | T6/2021    | Tổng* |
|----------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|------------|-------|
| Châu Phi       | -0,1        | -0,9         | 0,5        | 0,2        | 0,1         | -0,1       | 0,7   |
| Châu Mỹ        | -2          | -5,2         | 3,6        | 0,6        | -0,3        | 1          | 4,9   |
| Châu Á - TBD   | -3,1        | -1           | 1,7        | 2,1        | -0,1        | -0,4       | 3,3   |
| Châu Âu        | -0,8        | -2,4         | 1,9        | -0,3       | -0,3        | 0,9        | 2,2   |
| QG Hậu Xô-viết | -0,3        | -0,6         | 0,8        | 0          | -0,2        | -0,1       | 0,5   |
| Trung Đông     | -0,5        | -0,8         | 1,1        | -0,4       | -0,2        | 0,2        | 0,7   |
| <b>Tổng</b>    | <b>-6,8</b> | <b>-10,9</b> | <b>9,6</b> | <b>2,2</b> | <b>-1,0</b> | <b>1,5</b> |       |

Nguồn: CTCK Rông Việt, \* tính từ T9/2020

## Nhu cầu dầu thế giới dần phục hồi kể từ Quý 3/2020

- Nhìn chung, nhu cầu dầu thế giới đang phục hồi từ mức đáy 82,9 triệu thùng/ngày kể từ quý 2/2020, chủ yếu đến từ khu vực châu Mỹ và châu Á/Thái Bình Dương.
- Vào cuối quý 2/2021, nhu cầu dầu thế giới đạt 96,8 triệu thùng/ngày, tăng 3,7% QoQ.

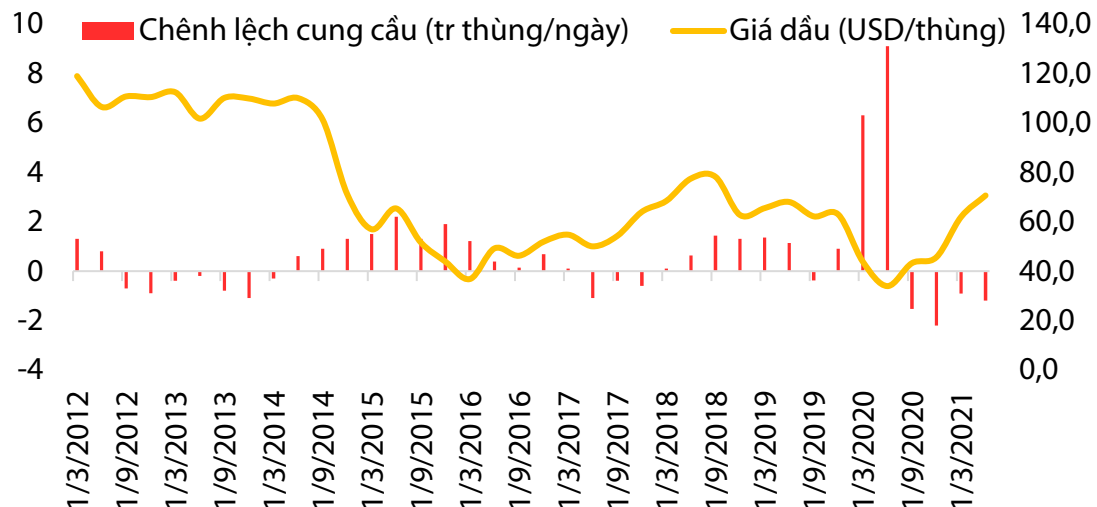
## Sự phục hồi phụ thuộc vào việc kiểm soát đại dịch trong nửa đầu năm 2021

- Từ cuối năm 2020 đến quý 1/2021, nhu cầu từ khu vực Châu Á/Thái Bình Dương vượt trội hơn hẳn nhờ khả năng kiểm soát tốt Covid-19.
- Tuy nhiên, sự bùng phát từ đầu quý 2/2021 đã ảnh hưởng đến nhu cầu dầu ở Châu Á/Thái Bình Dương trong khi các chiến dịch tiêm chủng đã giúp nhu cầu dầu tăng trở lại ở Châu Mỹ và Châu Âu.

## Nhu cầu dầu thế giới dự kiến sẽ cải thiện hơn vào năm 2021 và 2022

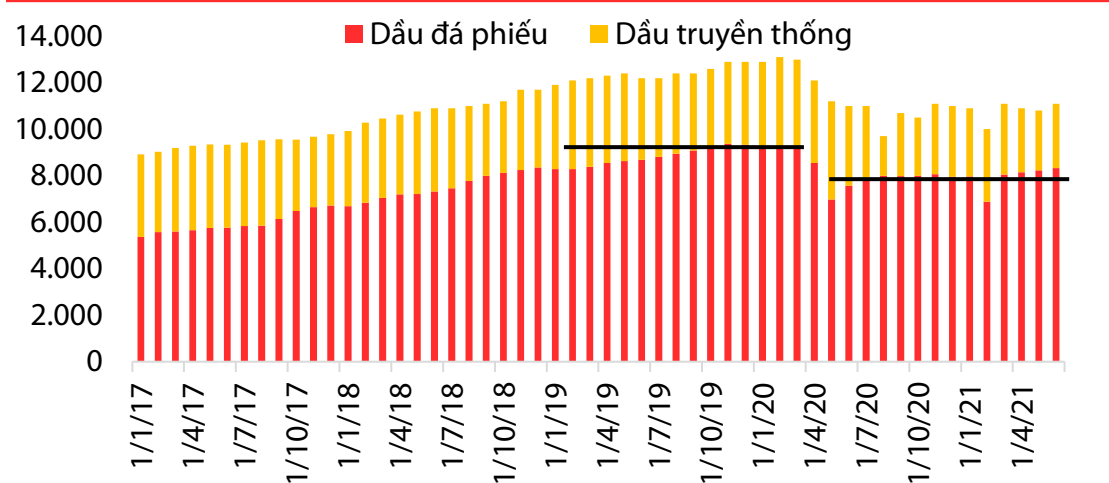
- Theo OPEC, nhu cầu dầu thế giới dự kiến sẽ tăng 6 triệu thùng/ngày lên 96,6 triệu thùng/ngày vào năm 2021. Trong khi IEA dự đoán tổng nhu cầu sẽ đạt 96,46 triệu thùng/ngày trong năm 2021.
- Đối với năm 2022, nhu cầu dầu thế giới được OPEC dự đoán sẽ tăng 3,3 triệu thùng/ngày lên 99,9 triệu thùng/ngày nhờ vào tăng cường các chiến dịch tiêm chủng có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Trong khi IEA dự kiến nhu cầu dầu sẽ trở lại mức trước đại dịch vào cuối năm 2022 ~ trên 100 triệu thùng/ngày.

**Hình 4: Chênh lệch cung - cầu (trái) và giá dầu Brent (phải)**



Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Sản lượng dầu Mỹ (triệu thùng/ngày)**



Nguồn: Rystad Energy, RongViet Securities

**Giá dầu ghi nhận mức tăng tốt trong nửa đầu 2021, một phần nhờ sản lượng dầu đá phiến thấp**

- Do cầu vượt cung, giá dầu Brent đã tăng ấn tượng từ 51,8 USD/thùng lên 75,1 USD/thùng, tương đương mức tăng 45%.
- Bên cạnh đó, đà tăng mạnh mẽ của dầu còn được hỗ trợ từ hoạt động ít sôi nổi của dầu đá phiến ở Mỹ. Khối lượng dầu đá phiến vẫn duy trì thấp so với mức cao kỷ lục mặc dù giá dầu đã vượt xa điểm hòa vốn của dầu đá phiến. Và nguyên nhân đến từ việc các công ty dầu đá phiến đang tập trung vào việc cải thiện lợi nhuận hơn là sản lượng.

**Giá dầu Brent dự kiến khoảng 70 - 80 USD / thùng**

- Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) dự kiến giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 72 USD/thùng trong 2H2021 và trung bình 67 USD/thùng vào năm 2022
- Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley: 80 USD/thùng trong 2H2021. Morgan Stanley cho rằng dầu Brent sẽ giao dịch ở giá từ 75 USD đến 80 USD cho đến giữa năm 2022

## Các công ty thượng nguồn vẫn đang chờ các dự án dầu khí lớn

- Phụ thuộc vào các dự án dầu khí, các công ty thượng nguồn đã không được hưởng lợi do các dự án lớn bị đình trệ. Giá dầu cao chỉ là điều kiện cần để các dự án quan trọng được xem xét.
- KQKD 6T2021 không mấy khả quan do ảnh hưởng từ Covid 19 và không có nhiều dự án dầu khí mới ở trong nước. Trong nửa cuối năm, việc đấu thầu Block B có thể là “cứu cánh” cho những công ty thượng nguồn. Tuy nhiên, việc triển khai dự án này vẫn là một câu hỏi.

## Các công ty trung nguồn và hạ nguồn ghi nhận kết quả khả quan trong nửa đầu năm

- Ngược lại, các công ty trung nguồn và hạ nguồn ghi nhận lợi nhuận tích cực trong 6T2021 nhờ xu hướng tăng ổn định của giá dầu, dẫn đến giá bán cao hơn hoặc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp.
- Trong nửa cuối năm 2021, lợi nhuận từ các trung nguồn và hạ nguồn có thể bị ảnh hưởng do dịch Covid 19 bùng phát tại Việt Nam. Đặc biệt, Hồ Chí Minh đã cùng với các tỉnh khác ở Đồng bằng sông Cửu Long thực hiện Chỉ thị 16 từ đầu tháng 7, dẫn đến nhu cầu sử dụng năng lượng thấp hơn.

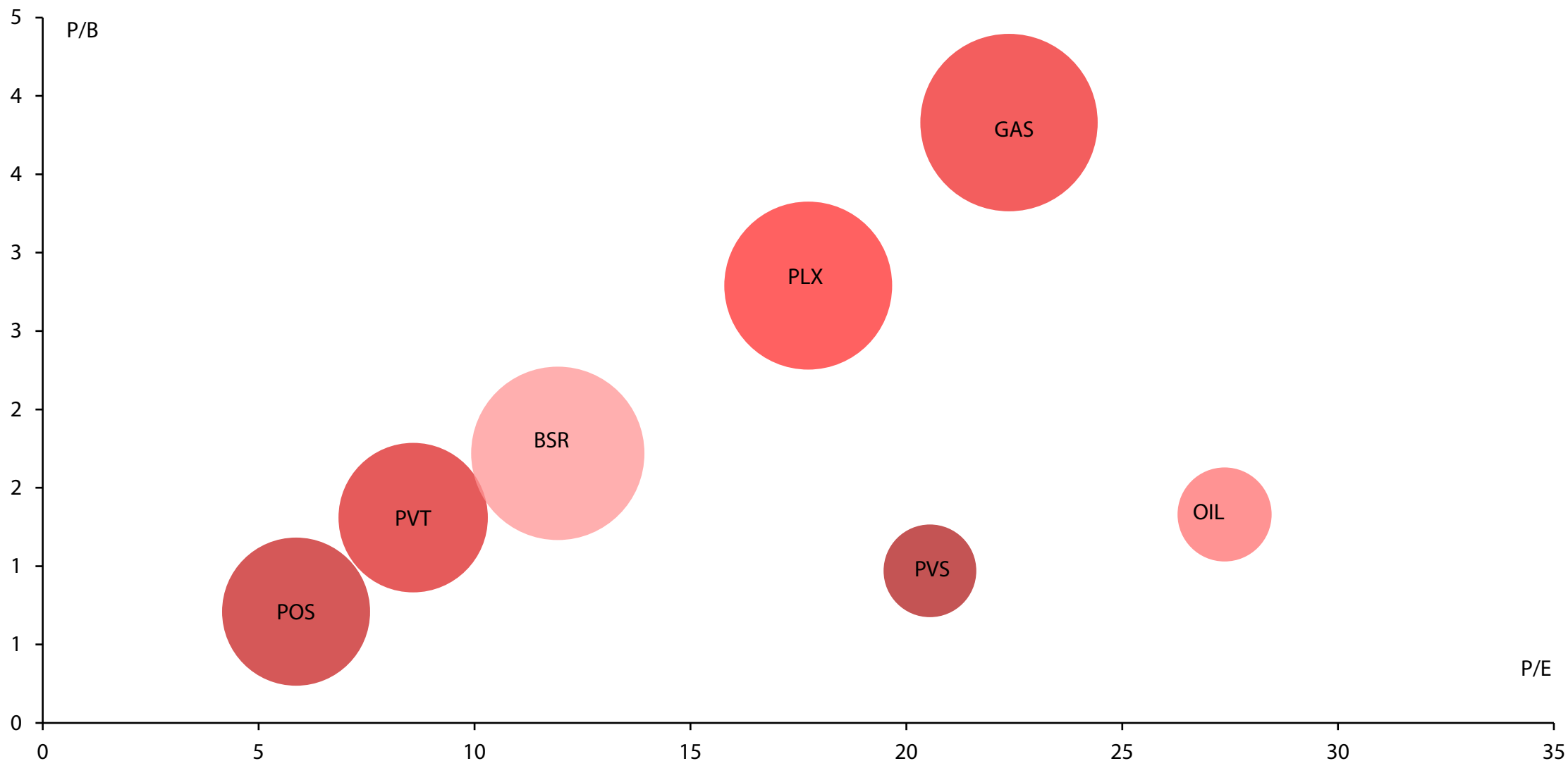
**Bảng 2: KQKD của các công ty nửa đầu năm (triệu USD)**

|              | Mã  | Doanh thu |        |            | Lợi nhuận ròng |        |            | Nhận xét                                                                        |
|--------------|-----|-----------|--------|------------|----------------|--------|------------|---------------------------------------------------------------------------------|
|              |     | 1H2020    | 1H2021 | % Thay đổi | 1H2020         | 1H2021 | % Thay đổi |                                                                                 |
| Thượng nguồn | PVS | 393       | 256    | -35%       | 18             | 16     | -16%       | Không có đóng góp nào từ hợp đồng EPC mới.                                      |
|              | PVD | 141       | 74     | -47%       | 3              | -3     | -192%      | Số lượng giàn khoan hoạt động trung bình và giá thuê giàn khoan đồng loạt giảm. |
| Trung nguồn  | PVT | 152       | 161    | 6%         | 14             | 20     | 39%        | Đóng góp từ đội tàu mới và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp.                     |
|              | GAS | 1.466     | 1.806  | 23%        | 187            | 195    | 4%         | Doanh thu tăng đến từ tăng giá bán bình quân của khí khô.                       |
| Hạ nguồn     | BSR | 1.423     | 2.193  | 54%        | -191           | 158    | N/A        | Tỷ lệ cracking spread tăng mạnh và sản lượng tiêu thụ ổn định.                  |
|              | OIL | 1.316     | 1.130  | -14%       | -16            | 21     | N/A        | Giá dầu ổn định hỗ trợ giá xăng trong nước.                                     |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

| Mã         | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VND) | Tăng<br>trưởng<br>Doanh thu<br>(% YoY) | Tăng<br>trưởng<br>EBITDA (%<br>YoY) | Biên<br>EBITDA<br>(%) | Biên LN<br>hoạt động<br>(%) | Tăng<br>trưởng<br>LNST<br>(% YoY) | Biên LN<br>ròng<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi suất cổ<br>tức<br>(%) | P/E hiện tại<br>(lần) | P/B hiện tại<br>(lần) |
|------------|----------------------|--------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------|------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>PVD</b> | 7.727                | 19.600                   | -33,0                                  | -56,1                               | 8,0                   | -5,1                        | -82,5                             | 1,1                    | 0,0        | 0,0        | 0,0                       | 2.617,8               | 0,6                   |
| <b>PVS</b> | 11.901               | 24.400                   | 0,7                                    | -62,7                               | 1,1                   | -1,9                        | -21,6                             | 4,0                    | 2,3        | 4,4        | 4,0                       | 20,5                  | 1,0                   |
| <b>PVT</b> | 6.181                | 24.100                   | 8,5                                    | 7,9                                 | 23,3                  | 12,2                        | 28,4                              | 11,9                   | 6,2        | 11,5       | 2,6                       | 8,6                   | 1,3                   |
| <b>GAS</b> | 178.954              | N/A                      | 3,9                                    | -11,4                               | 17,0                  | 13,0                        | -20,6                             | 11,3                   | 11,9       | 16,3       | 2,7                       | 22,4                  | 3,8                   |
| <b>BSR</b> | 59.495               | N/A                      | -10,1                                  | 1.767,5                             | 9,4                   | 6,2                         | -329,3                            | 6,6                    | 9,0        | 15,5       | 0,0                       | 11,9                  | 1,7                   |
| <b>PLX</b> | 65.343               | N/A                      | -12,0                                  | 112,5                               | 4,3                   | 2,9                         | 169,2                             | 2,9                    | 6,1        | 15,2       | 2,3                       | 17,7                  | 2,8                   |
| <b>OIL</b> | 13.050               | N/A                      | -35,1                                  | 982,3                               | 1,5                   | 0,7                         | -317,9                            | 1,4                    | 2,1        | 4,6        | 0,0                       | 27,4                  | 1,3                   |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ vòng tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 29%>

<GTT: 19.100>

<GMT: 24.100>

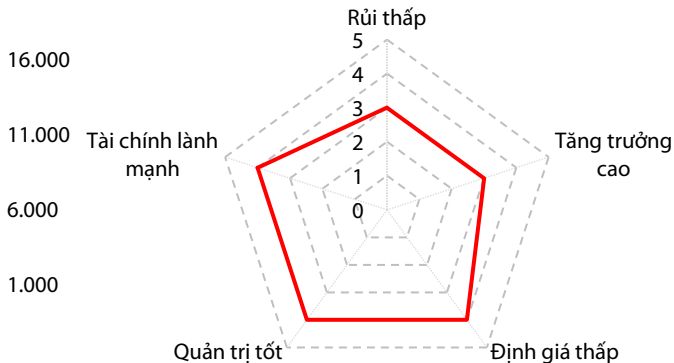
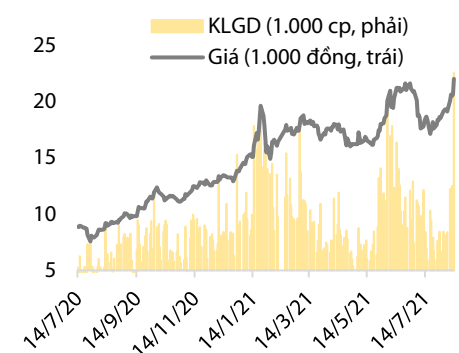
**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

**TÀI CHÍNH**

**2020A**

**2021F**

**2022F**



|                             |          |
|-----------------------------|----------|
| Ngành                       | Vận tải  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 7,120    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 324      |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 5,087    |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 100      |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 24       |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 9,1-22,0 |

|                       |        |        |        |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 7.383  | 8.086  | 8.385  |
| LNST                  | 669    | 930    | 850    |
| ROA (%)               | 6,0    | 0,0    | 6,0    |
| ROE (%)               | 13,7   | 0,0    | 13,7   |
| EPS (VND)             | 1.946  | 2.701  | 2.469  |
| GTSS (VND)            | 15.096 | 17.296 | 19.266 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 400    | 500    | 500    |
| P/E (x) (*)           | 7,2    | 7,1    | 7,7    |
| P/B (x) (*)           | 0,7    | 1,1    | 1,0    |

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi - vận tải, phục hồi vào năm 2021**

- Tàu chở dầu sẽ được hưởng lợi từ việc nhà máy lọc dầu Bình Sơn hoạt động ổn định do không có bảo trì trong năm nay. Hơn nữa, Bình Sơn ưu tiên sử dụng dầu thô trong nước, do đó chúng tôi kỳ vọng PVT có thể vận chuyển 5 triệu tấn cho Bình Sơn vào năm 2021, tăng 15,7% YoY. Tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất tiếp tục tăng trưởng nhờ sự đóng góp của các đội tàu mới - PVT Dawn, PVT Azura và một số tàu sẽ được bổ sung trong các quý tới. Tàu chở sản phẩm LPG được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ nhu cầu LPG ổn định từ thị trường nội địa cũng như mở rộng đội tàu với tàu VLGC.
- Chúng tôi dự báo mảng vận tải sẽ đạt doanh thu 5.099 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY.

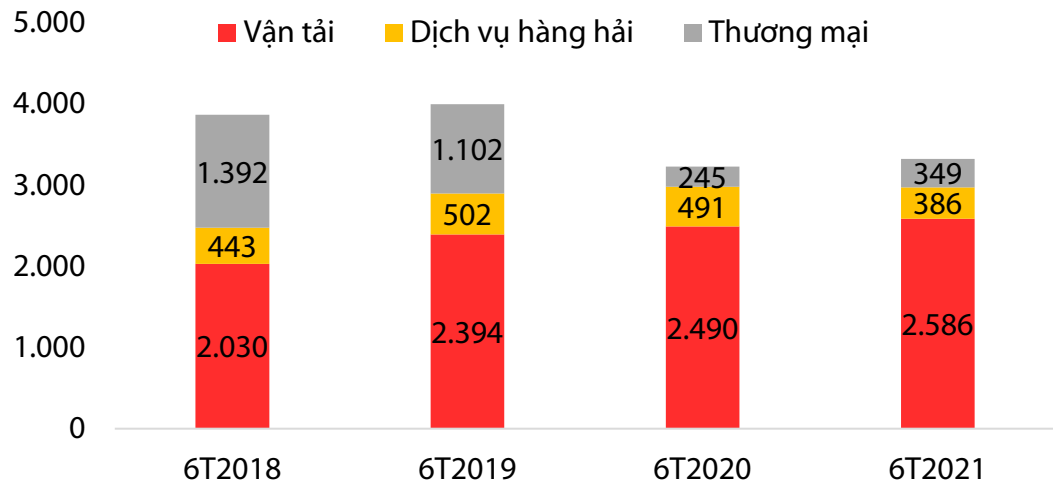
**Lợi nhuận bất thường giúp lợi nhuận tăng đột biến**

- Không chỉ hoạt động kinh doanh chính ghi nhận lợi nhuận khả quan, PVT được dự báo sẽ ghi nhận 180 tỷ đồng từ việc thanh lý tàu, giúp lợi nhuận tăng đột biến vào năm 2021.
- Năm 2021, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ dự kiến lần lượt là 8.086 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY và 930 tỷ VND, tăng 38,9% YoY.

**RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ**

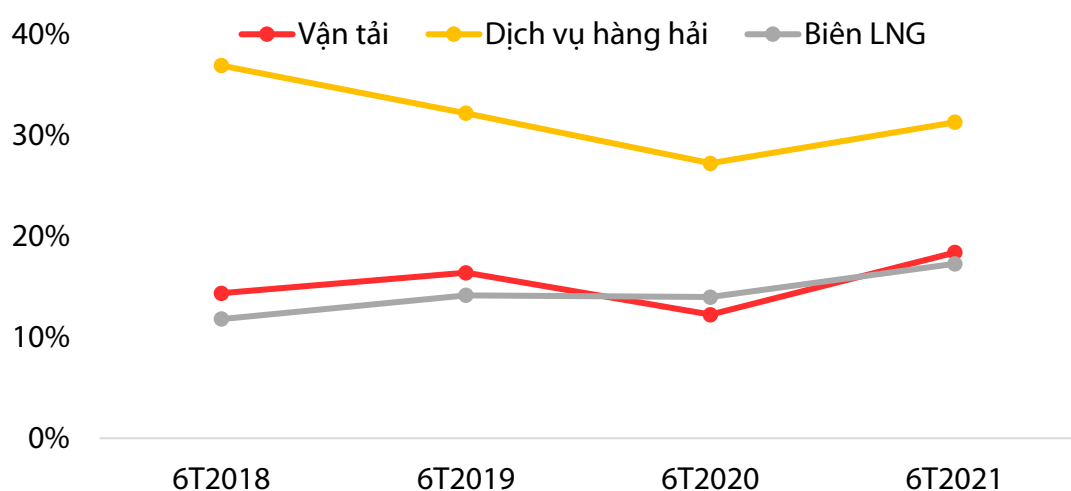
- Trong trường hợp không thanh lý tàu, tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 sẽ thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi.
- Giá dầu tăng có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty do giá dầu nhiên liệu tăng cao.

**Hình 1: Doanh thu theo mảng hoạt động (tỷ đồng)**



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng chính (%)**

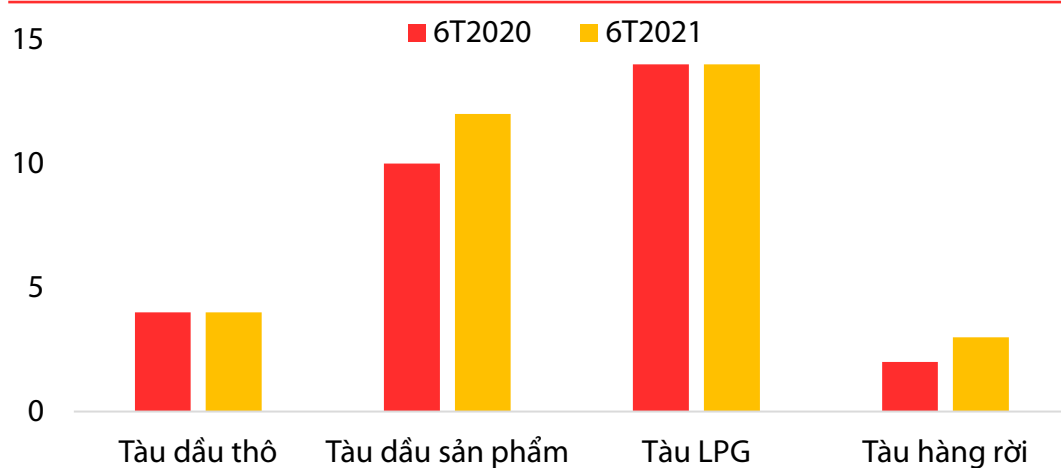


Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

**Lợi nhuận ròng tăng mạnh nhờ vào mở rộng biên lợi nhuận gộp**

- Doanh thu mảng vận tải cải thiện trong 6T2021 với 2.586 tỷ đồng, tăng 3,8% YoY, trong khi dịch vụ hàng hải/dầu khí giảm 21% YoY xuống 386 tỷ đồng. Tổng cộng, PVT ghi nhận doanh thu 3.581 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021, tăng 5,5% YoY.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ 14,2% (6T2020) lên 17,3% (6T2021), dẫn dắt bởi mảng vận tải.
- LNST của cổ đông công ty mẹ ghi nhận đạt 353 tỷ đồng trong 6T2021, tăng 35,4% YoY.

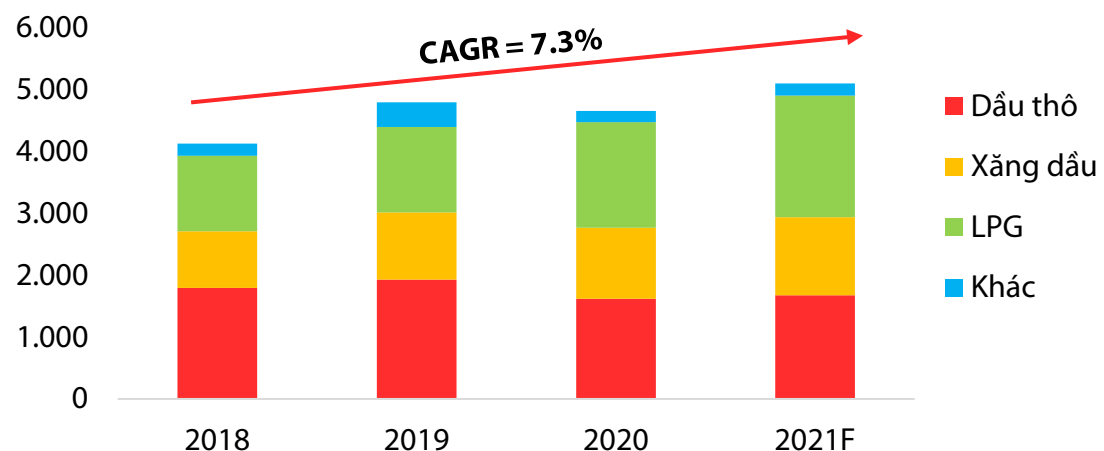
**Hình 3: Đội tàu của PVT vào cuối quý 2/2021**



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

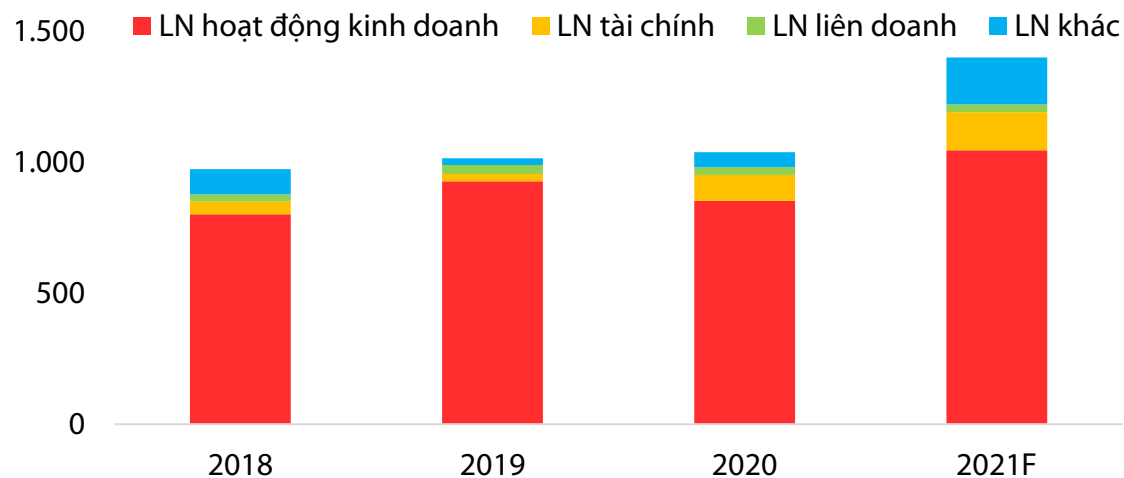


**Hình 4: Cơ cấu doanh thu vận tải (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Dự báo cơ cấu LNTT (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Mở rộng đội tàu và thanh lý tàu sẽ dẫn dắt tăng trưởng**

- Trong tháng 7, PVT đã đầu tư một tàu VLGC và đã có được hợp đồng cho thuê định hạn khai thác 2 năm. Ngoài ra, PVT có kế hoạch mua thêm 2 tàu chở hóa chất trong nửa cuối năm 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng PVT sẽ thanh lý tàu Athena vào quý 4/2021 và đóng góp thêm 180 tỷ đồng vào LNTT, giúp lợi nhuận nửa cuối 2021 tốt hơn nửa đầu 2021. Cụ thể, LNST của cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 577 tỷ đồng trong sáu tháng cuối năm, tăng 63% so với nửa đầu năm.
- Chúng tôi dự báo PVT sẽ đạt 8.086 tỷ đồng doanh thu và 930 tỷ đồng LNST từ cổ đông công ty mẹ vào năm 2021, lần lượt tăng 9,5% YoY và 38,9% YoY. Trong đó, riêng mảng vận tải đạt doanh thu 5.099 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY.

**PVT sẽ tiếp tục chiến lược liên hiệp đội tàu trong những năm tới**

- Đối với đội tàu chở dầu thô, PVT sẽ đầu tư thêm ít nhất 2 tàu Aframax và 1 tàu VLCC (cho Nghi Sơn).
- Về đội tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất, PVT sẽ ưu tiên tập trung vào tàu chở hóa chất do nhu cầu đối với loại tàu này cao hơn và tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn tàu chở sản phẩm dầu.
- Đối với đội tàu LPG, PVT sẽ mua một VLGC khác thông qua Gas Shipping - một trong những công ty con của tập đoàn này.

<TÍCH LŨY: 2%>

<GTT: 24.900>

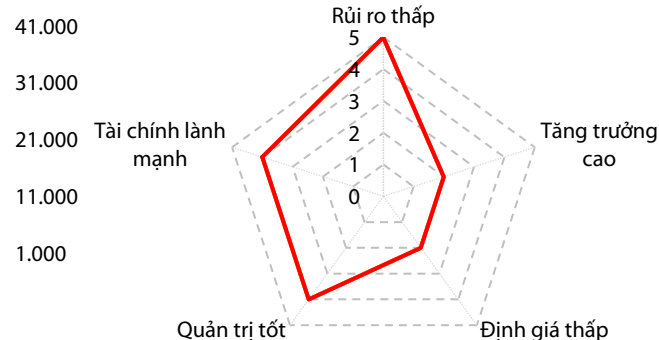
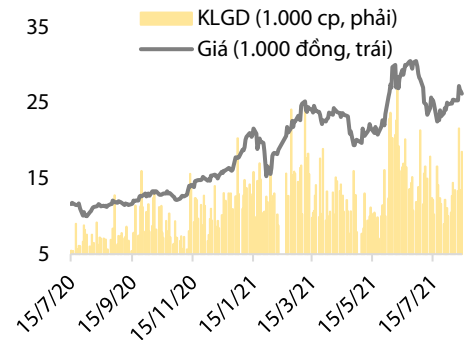
<GMT: 24.400>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F

|                             |           |                       |        |        |        |
|-----------------------------|-----------|-----------------------|--------|--------|--------|
| Ngành                       | Dầu khí   | Doanh thu             | 20.180 | 13.289 | 15.584 |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 12,522    | LNST                  | 624    | 796    | 670    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 478       | ROA (%)               | 2,4    | 3,1    | 2,5    |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 14,188    | ROE (%)               | 5,1    | 6,3    | 5,2    |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 380       | EPS (VND)             | 1.046  | 1.499  | 1.262  |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 21        | GTSS (VND)            | 25.462 | 26.256 | 26.812 |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 11,2-30,5 | Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.000  | 700    | 700    |
|                             |           | P/E (x) (*)           | 23,8   | 16,6   | 19,7   |
|                             |           | P/B (x) (*)           | 1,0    | 0,9    | 0,9    |



### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Các dự án dầu khí tiềm năng bù đắp cho sự thiếu hụt hợp đồng mới từ mảng M&C trong năm 2021

- Trong năm 2021, PVS sẽ tiếp tục triển khai các dự án dầu khí hiện tại mà không có bất kỳ đóng góp nào từ các hợp đồng EPC mới do sự ảm đạm trong khâu thương nguồn. Tuy nhiên, vẫn còn rất nhiều dự án tiềm năng trong nước có thể triển khai trong tương lai. Và PVS có thể thắng thầu những dự án trên nhờ vào vị thế dẫn đầu trong mảng xây lắp.
- Gần đây, PVS đã nhận được hai hợp đồng EPC với giá trị dự kiến lên tới 500 triệu USD. Hai hợp đồng này sẽ được ghi nhận cho giai đoạn 2022-2023.

#### Lợi nhuận liên doanh dự kiến tăng đột biến trong năm 2021

- FPSO Lam Sơn gia hạn hợp đồng đến tháng 6/2022, đây có thể là cơ sở để PVS hoàn nhập dự phòng trước đó vào năm 2021. Bên cạnh đó, FSO Sao Vàng sẽ được ghi nhận cả năm 2021. Chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận 674 tỷ đồng lợi nhuận liên doanh liên kết trong năm 2021, cao hơn 3,5 lần so với năm 2020.

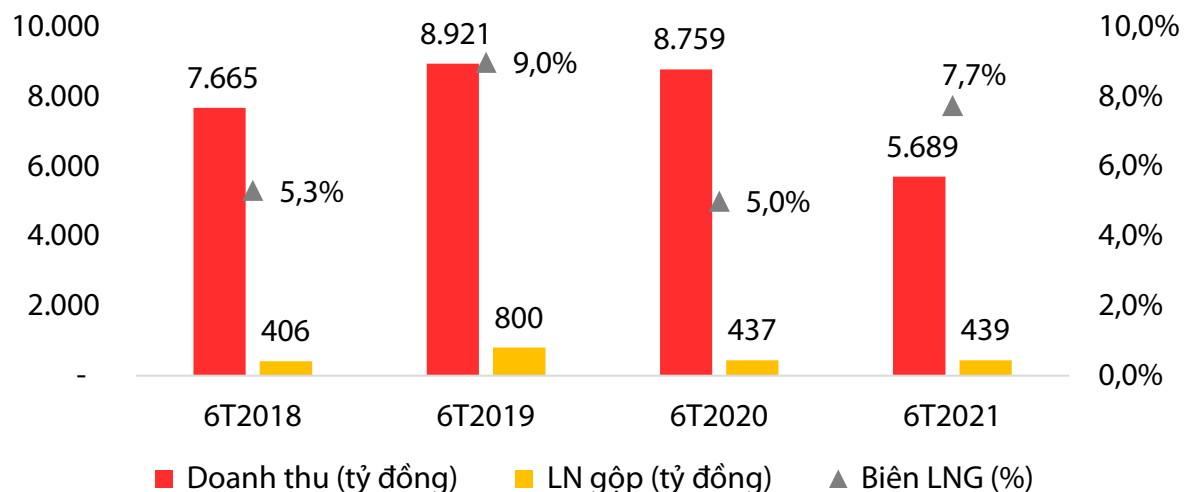
#### Bảo dưỡng công trình xây dựng sẽ thúc đẩy KQKD năm 2021

- Chúng tôi cho rằng PVS sẽ tiếp tục hoàn nhập các chi phí bảo dưỡng công trình xây dựng vào năm 2021 với giá trị ước tính là 370 tỷ đồng.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

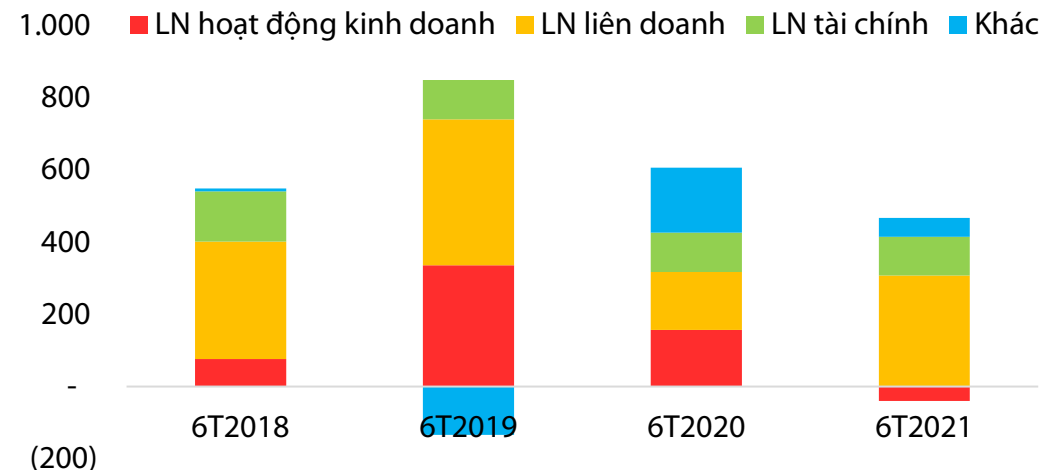
- Tiến độ chậm có thể làm trì hoãn các dự án dầu khí lớn và giá dầu giảm sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên giá cổ phiếu
- PVS có thể không thực hiện hoàn nhập các bảo hành công trình vào năm 2021, dẫn đến lợi nhuận sụt giảm.

Hình 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp (trái) và biên lợi nhuận gộp (phải)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu LNTT (tỷ đồng)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt, LN hoạt động kinh doanh = lợi nhuận gộp - chi phí bán hàng, quản lý

### Biên lợi nhuận được cải thiện nhưng trích lập dự phòng làm giảm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

- Doanh thu 6T2021 giảm 35% YoY xuống còn 5.689 tỷ đồng nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện giúp duy trì lợi nhuận gộp ở mức 439 tỷ đồng. Tuy nhiên, việc trích lập dự phòng các khoản phải thu đã đẩy chi phí bán hàng và quản lý lên cao dẫn đến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ghi nhận lỗ.
- Đáng chú ý, doanh thu bị ảnh hưởng khi mảng xây lắp không ghi nhận thêm hợp đồng EPC mới nào kể từ đầu năm 2021.

### Bất chấp lợi nhuận liên doanh tăng vọt, lợi nhuận khác giảm kéo KQKD đi xuống

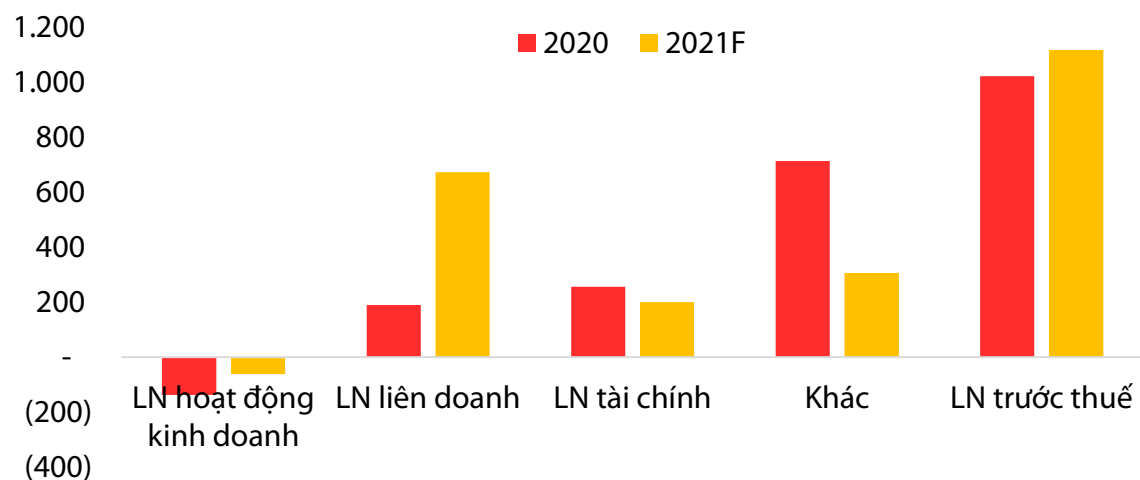
- Trong 6T2020, PVS đã hoàn nhập 180 tỷ đồng chi phí bảo hành công trình xây dựng trong khi chỉ hoàn nhập 13 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021. Cùng với việc lỗ từ hoạt động kinh doanh, LNST công ty mẹ chỉ đạt 308 tỷ đồng, giảm 18,3% YoY.
- Lợi nhuận của liên doanh đạt kết quả ấn tượng với 307 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021, tăng 91% YoY.

**Hình 3: Bảo dưỡng công trình xây dựng tại một số dự án (tỷ đồng)**

|                     | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2Q21 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| Sư Tử Trắng         | 275  | 275  | 275  | 275  | 275  |
| Daman               | 55   | 55   | 55   | 55   | 55   |
| Gallaf              | -    | -    | 61   | 193  | 189  |
| Sao Vàng Đại Nguyệt | -    | -    | 482  | 573  | 560  |
| NH3                 | -    | -    | 10   | 10   | 8    |
| NPK                 | -    | -    | 5    | 5    | 5    |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Chi tiết lợi nhuận trước thuế**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Lợi nhuận hoạt động ghi nhận lỗ trong khi lợi nhuận của liên doanh sẽ dẫn dắt lợi nhuận cả năm 2021**

- Năm 2021, dự báo doanh thu sẽ giảm 34,1% xuống 13.289 tỷ đồng do thiếu hợp đồng mới từ mảng M&C. Mặc dù biên lợi nhuận gộp được cải thiện, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sẽ ghi nhận lỗ -62 tỷ đồng cho năm 2021.
- Do đó lợi nhuận năm 2021 sẽ dựa vào lợi nhuận tài chính, liên doanh và lợi nhuận khác (bảo hành công trình xây dựng). Đặc biệt, lợi nhuận của liên doanh sẽ đạt kết quả ấn tượng trong năm 2021 với 674 tỷ đồng nhờ FPSO Lam Sơn và FSO Sao Vàng, cao hơn 3,5 lần so với năm 2020.
- LNST công ty mẹ dự kiến đạt 796 tỷ đồng, tăng khoảng 27,5% YoY.

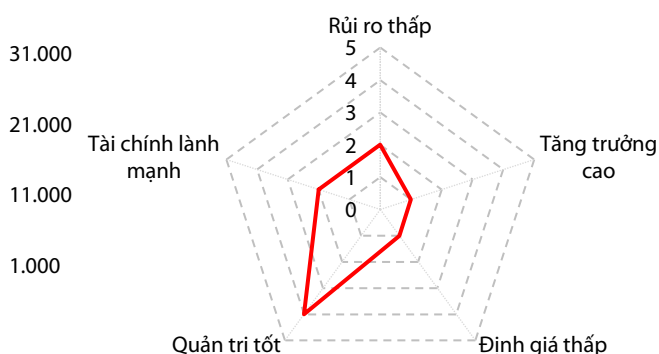
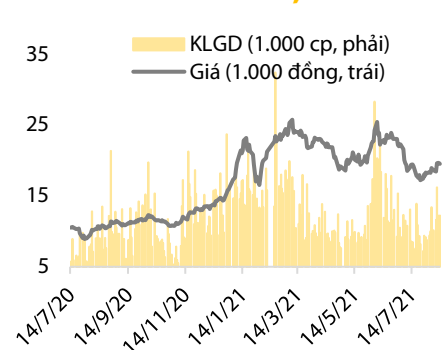
**Tiềm năng từ các dự án dầu khí lớn**

- Do hoạt động thượng nguồn trong nước kém “sôi động”, mảng M&C sẽ bị ảnh hưởng. Nhưng trong tương lai sẽ có những dự án dầu khí khổng lồ như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Bàu Kén. PVS có thể hưởng lợi nhờ vị thế dẫn đầu của mình trong mảng M&C.

<TÍCH LŨY: 6,8%>

<GTT: 18.350>

<GMT: 19.600>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| Ngành                          | Dầu khí   |
| Vốn hóa thị trường (nghìn USD) | 8,212     |
| SLCPĐLH                        | 421       |
| KLGD bình quân 3T (nghìn)      | 8,326     |
| GTGD bình quân 3T (tỷ đồng)    | 178       |
| Sở hữu NĐTNN còn lại (%)       | 42        |
| Giá 52 tuần ('000 đồng)        | 10,4-25,7 |

## TÀI CHÍNH

|                        | 2019A  | 2020A  | 2021F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 4.368  | 5.228  | 3.900  |
| LNST công ty mẹ        | 184    | 184    | 24     |
| ROA (%)                | 0,9    | 0,9    | 0,1    |
| ROE (%)                | 1,3    | 1,3    | 0,2    |
| EPS (VND)              | 304    | 278    | 56     |
| Giá trị sổ sách (đồng) | 32.551 | 32.718 | 32.774 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x) (*)            | 49,5   | 58,3   | 327,4  |
| P/B (x) (*)            | 0,5    | 0,5    | 0,6    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**HĐKD cải thiện nửa cuối năm nhưng 2021 vẫn là một năm đầy khó khăn và có thể là 2022**

- Nhờ hiệu suất sử dụng giàn khoan phục hồi trong nửa cuối năm 2021 khi các giàn khoan được đảm bảo công việc đến hết 2021, chúng tôi dự đoán lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính sẽ khả quan hơn. Tuy nhiên, PVD vẫn được dự báo ghi nhận lỗ 15 tỷ đồng cho năm 2021 do giá thuê giàn thấp và công ty trích dự phòng phải thu của Kris Energy.
- Trong dài hạn, PVD có thể ký được các hợp đồng khoan lớn nhờ việc khởi công các dự án dầu khí trọng điểm trong nước. Tuy nhiên trước khi điều này xảy ra, công ty phải tìm kiếm cơ hội công việc khác trong khu vực Đông Nam Á ít nhất là đến năm 2022, nơi đang đối mặt với giá thuê giàn khoan thấp cũng như cạnh tranh gay gắt.

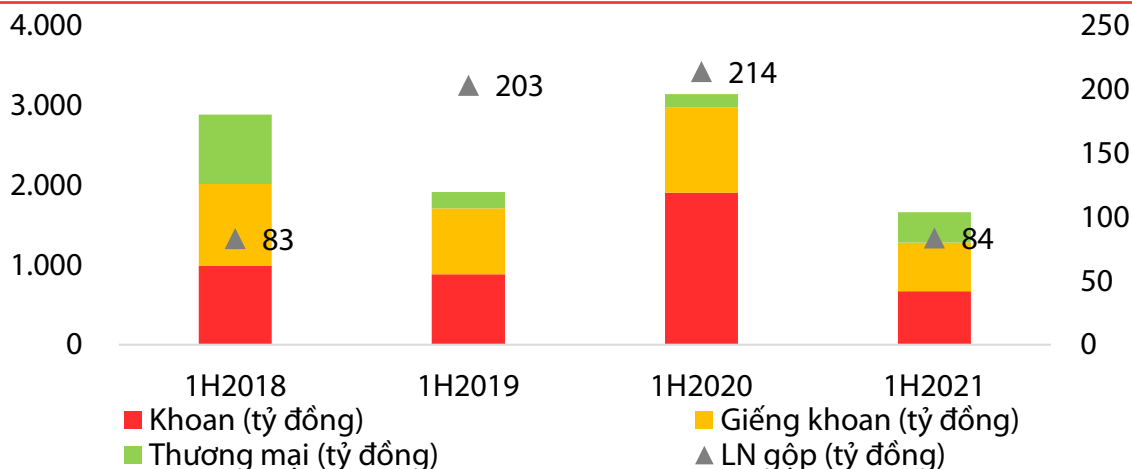
**Lợi nhuận khác đến từ hoàn nhập dự phòng của PVEP và dòng tiền ổn định từ PVD V**

- Tính đến cuối Q2/2021, vẫn còn 73 tỷ đồng phải thu từ PVEP. Trong trường hợp thu được số tiền này, PVD có thể hoàn nhập 73 tỷ đồng vào lợi nhuận năm 2021.
- Dự kiến hoạt động từ tháng 10/2021, PVD V được kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền ổn định để PVD hoàn tất các nghĩa vụ nợ của mình.

## RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

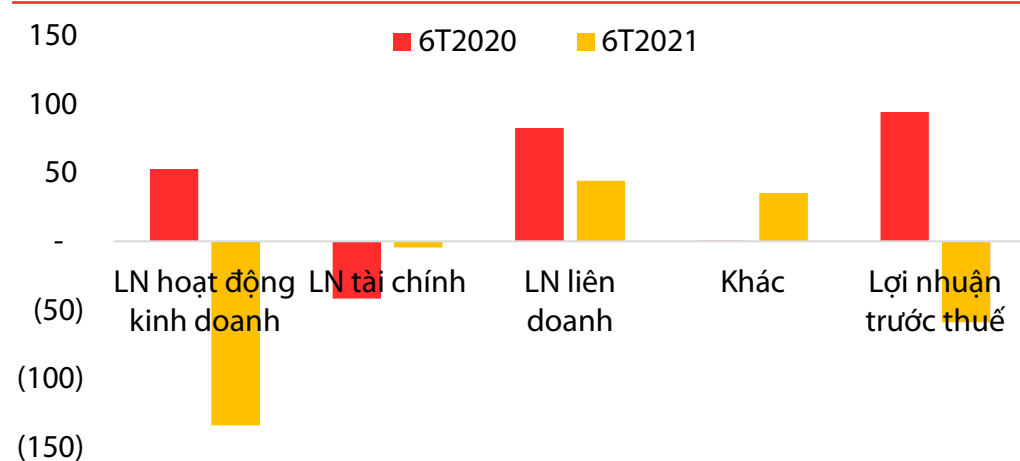
- Tiến độ chậm có thể khiến các dự án dầu khí lớn bị trì hoãn lâu hơn. Bên cạnh đó, giá dầu giảm có thể tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu.
- PVD không thể thu hồi nợ từ PVEP, kéo theo lợi nhuận thực tế năm 2021 thấp hơn kỳ vọng.

Hình 1: Doanh thu theo lĩnh vực (trái), tổng lợi nhuận gộp (phải)



Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)

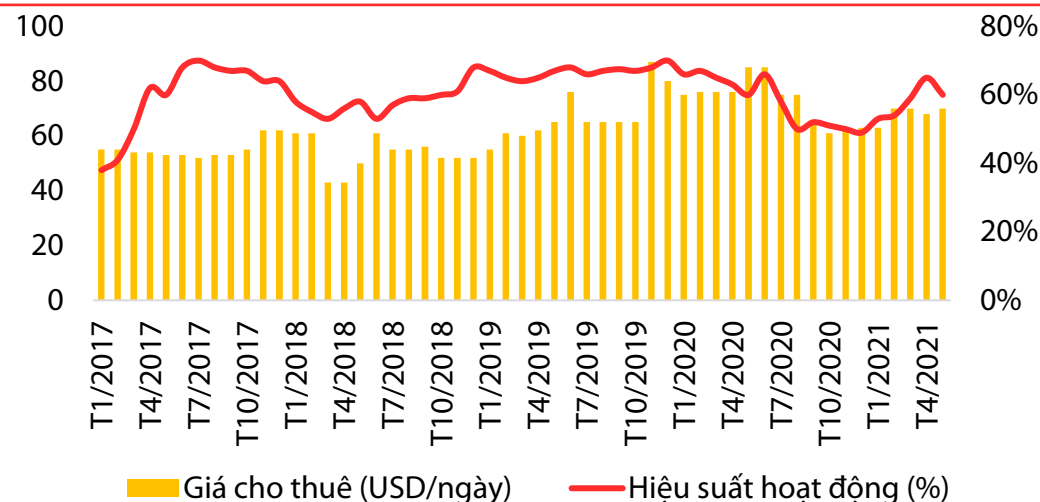


Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt, lợi nhuận hoạt động = lợi nhuận gộp - chi phí SG&A

### Mảng khoan giảm cộng với trích lập dự phòng ảnh hưởng lên lợi nhuận nửa đầu năm

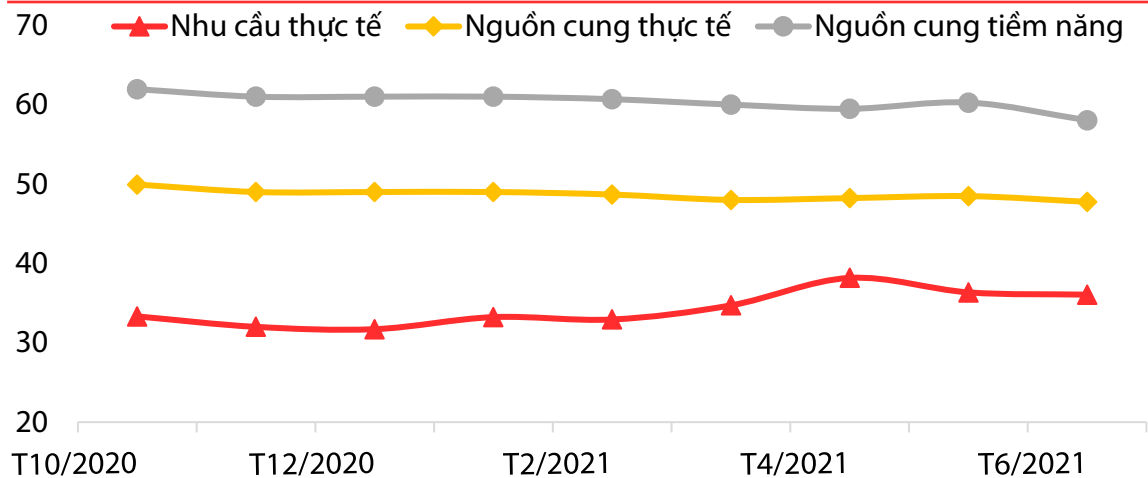
- Dịch vụ khoan đạt 673 tỷ đồng doanh thu, giảm 64,6% YoY do giá thuê giàn và hiệu suất sử dụng giàn thấp so với cùng kỳ. Cụ thể, chỉ có 2,9 giàn khoan hoạt động trong 6T2021, tương ứng với hiệu suất sử dụng đạt 72%, thấp hơn mức 88% trong 6T2020. Bên cạnh đó, giá thuê giàn trong nửa đầu năm 2021 ước tính giảm 20% YoY.
- PVD đã trích lập dự phòng phải thu 38 tỷ đồng trong khi hoàn nhập 43 tỷ đồng từ Quỹ Khoa học và Công nghệ. Tuy nhiên, doanh thu sụt giảm khiến LNST công ty mẹ ghi nhận lỗ 95 tỷ đồng trong 6T2021, so với lợi nhuận 86 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Hình 3: Hiệu suất sử dụng giàn (phải), giá thuê giàn (trái) ở ĐNÁ



Nguồn: IHS, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cung và cầu giàn khoan ở Đông Nam Á



Nguồn: IHS, tháng 6/2021

Bảng 1: Tiến độ cho thuê giàn khoan năm 2021

| Hợp đồng    |                                                                                                                                                           |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PVD I       | + Cửu Long JOC: Từ tháng 4/2021 đến tháng 9/2021.<br>+ Làm việc tại Việt Nam đến hết năm 2021.                                                            |
| PVD II      | + Vietsovpetro: Từ tháng 1/2021 đến tháng 7/2021.<br>+ Hoàng Long JOC: Từ tháng 8/2021 đến hết năm 2021.                                                  |
| PVD III     | + Vietsovpetro: Từ tháng 1/2021 đến tháng 7/2021.<br>+ JVPC: Từ tháng 7/2021 đến tháng 9/2021.<br>+ Nhận được thư quan tâm từ Repsol Malaysia (400 ngày). |
| PVD VI      | + ENI: Từ tháng 3/2021 đến tháng 10/2021.<br>+ Thăng Long JOC: Từ tháng 11/2021 đến hết năm 2021.                                                         |
| PVD V (TAD) | + Lắp đặt tháp khoan DES để làm việc cho BSP từ tháng 10/2021.                                                                                            |

Nguồn: PVD

#### Việc làm cho các giàn khoan được đảm bảo, thúc đẩy lợi nhuận nửa cuối năm

- Do hầu hết các giàn khoan đã được bảo đảm công việc từ tháng 6 trở đi, mảng khoan dự kiến sẽ phục hồi trong nửa cuối năm với hiệu suất sử dụng giàn dự kiến lên đến 96%, dẫn đến hiệu suất cả năm đạt 85%. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng khoan đạt VND1.176 tỷ đồng nửa cuối 2021, tăng 74% so với nửa đầu năm. Tuy nhiên, doanh thu mảng khoan 2021 chỉ đạt 1.849 tỷ đồng, giảm 40% YoY. Tổng doanh thu giảm 25,4% YoY còn 3.900 tỷ đồng trong năm 2021.
- Việc trích lập dự phòng từ Kris Energy và biên lợi nhuận gộp thu hẹp có thể khiến hoạt động kinh doanh cốt lõi lỗ 16 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PVD sẽ hoàn nhập Quỹ Khoa học và Công nghệ tránh thua lỗ như kế hoạch đề ra cho năm 2021.

#### Tiềm năng từ các dự án dầu khí lớn nhưng vẫn phải đối mặt với khó khăn trong ngắn hạn

- Do các hoạt động thượng nguồn trong nước không “sôi động”, các hoạt động thăm dò tìm kiếm sẽ không mang lại nhiều việc làm cho các giàn khoan của PVD. Tuy nhiên trong tương lai, những dự án dầu khí trọng điểm được khởi công như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Kèn Bầu sẽ giúp PVD có được những hợp đồng lớn nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng khoan. Trước mắt, PVD phải tìm kiếm cơ hội ở khu vực Đông Nam Á, nơi đang đối mặt với giá thuê giàn thấp và cạnh tranh khốc liệt.





# NGÀNH NÔNG DƯỢC

ĐỐI DIỆN VỚI NHIỀU THỬ THÁCH

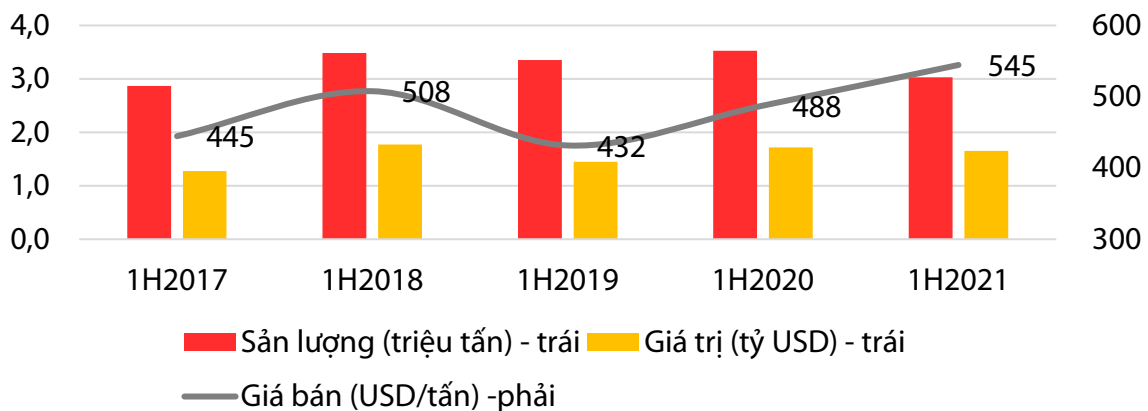


Bùi Huy Hoàng – [hoang.bh@vdsc.com.vn](mailto:hoang.bh@vdsc.com.vn)

Trần Hà Xuân Vũ – [vu.thx@vdsc.com.vn](mailto:vu.thx@vdsc.com.vn)

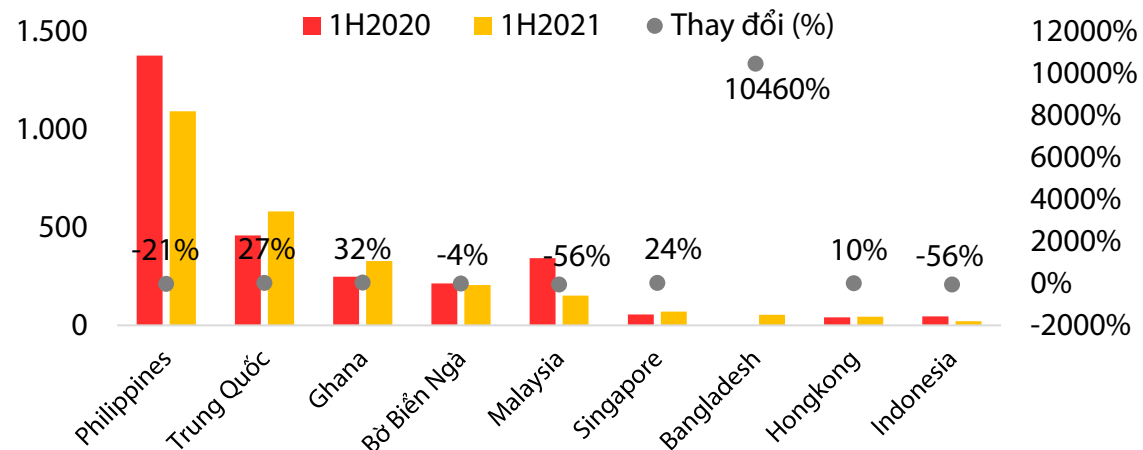


**Hình 1: Tình hình xuất khẩu gạo**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Sản lượng gạo xuất khẩu chia theo quốc gia (ngàn tấn)**

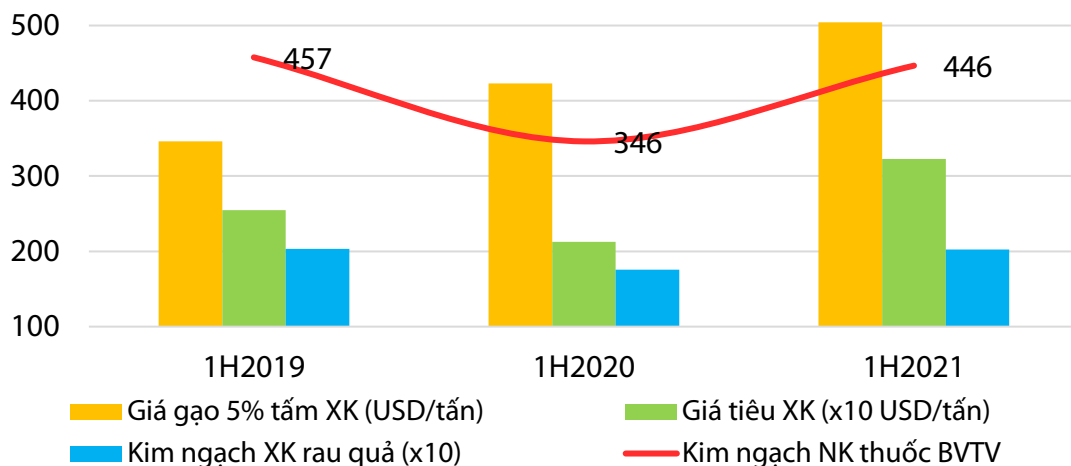


Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

Giá trị xuất khẩu đạt 1,65 tỷ USD, giảm 4% yoy do sản lượng xuất khẩu giảm 14% yoy, xuống 3,03 triệu tấn. Ngược lại, giá bán bình quân tăng 12% yoy, lên 545 USD/tấn.

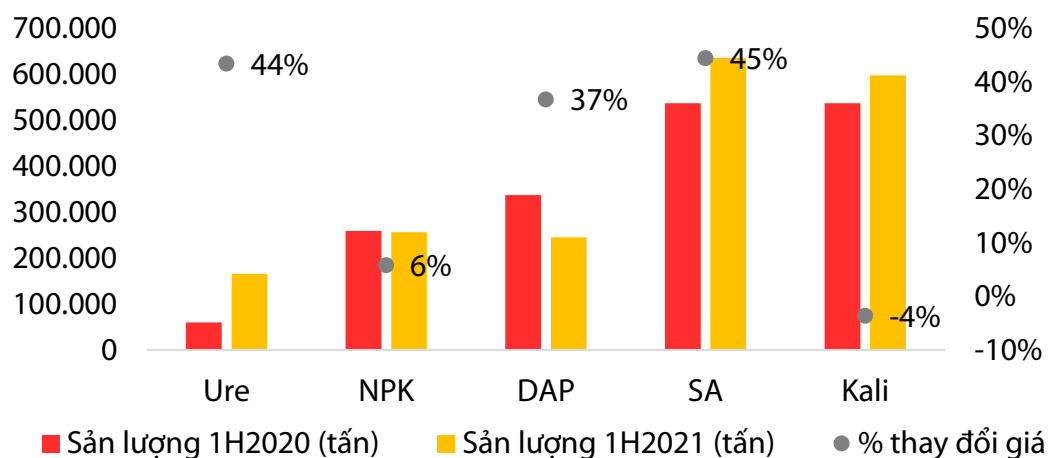
- Sản lượng xuất khẩu giảm do Philippines – thị trường lớn nhất - giảm nhập khẩu xuống 1.093 ngàn tấn (-21% yoy). Đồng thời, sản lượng xuất khẩu sang Malaysia cũng giảm 56% yoy, còn 151 ngàn tấn. Nguyên nhân đến từ (1) Philippines chủ động giảm nhập khẩu khi năm nay được mùa (sản lượng thu hoạch tăng 4% yoy); (2) không có đủ container đóng hàng để xuất khẩu. Ngược lại, tình hình xuất khẩu sang Trung Quốc, Ghana và Bangladesh ghi nhận sự tăng trưởng khi các nước này tăng nhập khẩu để bổ sung kho dự trữ.
- Giá gạo xuất khẩu tăng nhờ (1) tăng xuất khẩu gạo thơm, gạo chất lượng cao có giá bán và giá trị gia tăng cao hơn; (2) cầu trong nước tăng do cần bổ sung gạo trữ kho (3) nguồn cung đầu năm thiếu hụt khi vụ Đông Xuân năm nay thu hoạch muộn. Bên cạnh đó, giá gạo Ấn Độ duy trì ở mức thấp nhờ nguồn cung dồi dào. Giá gạo Thái Lan tăng cao lúc đầu năm sau giảm dần do đồng Bath giảm giá.

**Hình 3: Tình hình nhập khẩu thuốc BVTV (triệu USD)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Hiệp hội Lương thực Việt Nam, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Sản lượng và % thay đổi giá phân bón nhập khẩu**



Nguồn: Tổng cục Hải quan, CTCK Rồng Việt

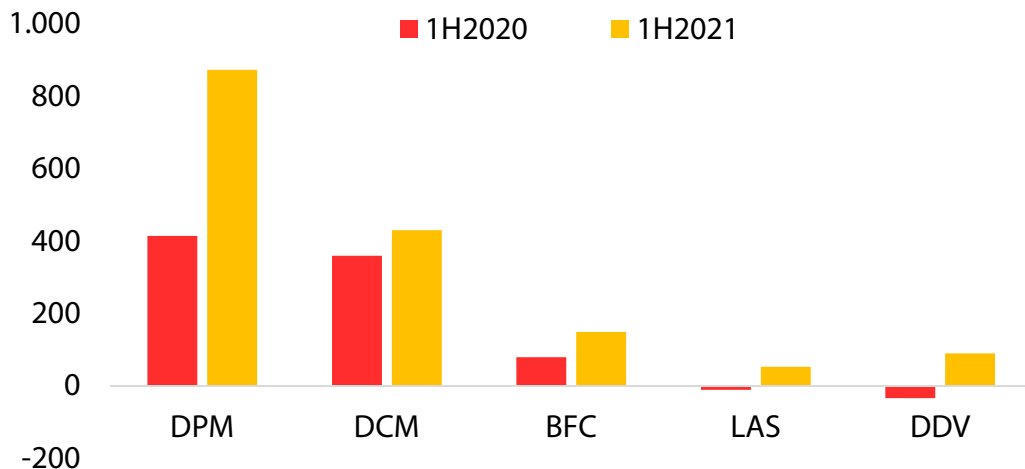
**1H2021, cả nước nhập khẩu 446 triệu USD thuốc BVTV, tăng 29% yoy nhờ các yếu tố:**

- Giá nông sản và kim ngạch xuất khẩu rau quả tích cực hơn cùng kỳ, giúp cải thiện thu nhập của người nông dân. Qua đó, người nông dân chi tiêu nhiều hơn vào thuốc BVTV.
- Hoạt động nhập khẩu thuốc BVTV không gặp nhiều trở ngại trong khi cùng kỳ năm trước, vì Covid bùng phát nên Trung Quốc áp đặt lệnh phong tỏa làm hạn chế việc nhập khẩu.
- Diện tích trồng trọt được duy trì khi đạt 5.223 ngàn ha, giảm nhẹ 0,9% yoy.

**1H2021 giá trị nhập khẩu các loại phân bón đạt 645 triệu USD, tăng 26,9% yoy nhờ các yếu tố:**

- Nhu cầu phân bón cải thiện khi hoạt động sản xuất nông nghiệp phục hồi trong điều kiện giá nông sản tăng cao nhờ nhu cầu tích trữ thực phẩm toàn cầu và điều kiện thời tiết tích cực trong nửa đầu năm. Ước tính Việt Nam nhập khẩu 2,3 triệu tấn phân bón, tăng 14,7%.
- Bên cạnh sản lượng nhập khẩu tăng, giá nhập khẩu các mặt hàng phân bón cũng ghi nhận mức tăng theo xu hướng chung của thế giới khi các chi phí sản xuất, vận chuyển tăng.

Hình 5: LNST các công ty phân bón (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

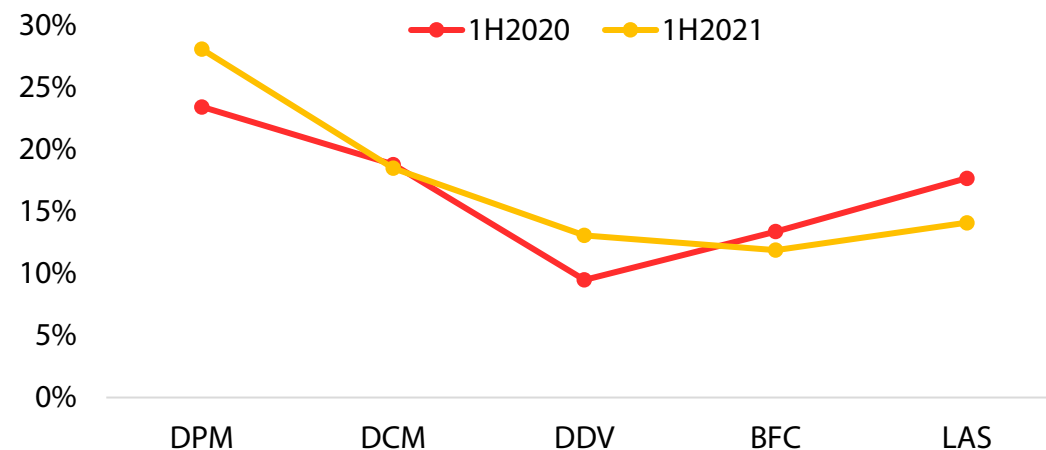
#### Biên lợi nhuận gộp biến động trái chiều

- Nhìn chung biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm so với cùng kỳ của các công ty phân đơn (Ure, DAP) tốt hơn so với các công ty phân đa (NPK). Nguyên nhân chính đến từ sự cạnh tranh khốc liệt trong thị trường NPK khiến các công ty khó tăng mạnh giá bán để bù đắp giá nguyên vật liệu đầu vào như Ure, DAP cao.

#### Tuy nhiên, LNST nhìn chung đều tốt so với cùng kỳ

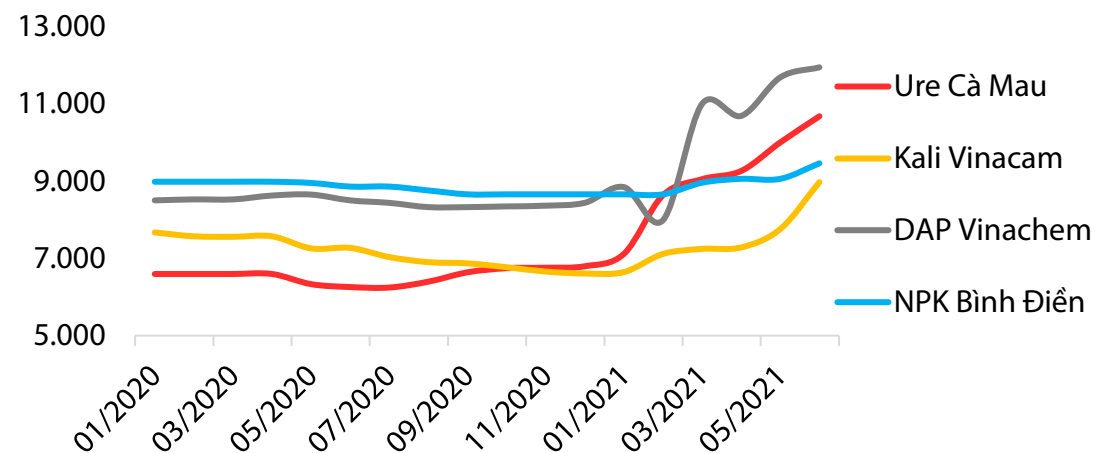
- Doanh thu các công ty phân bón tăng mạnh nhờ sản lượng phục hồi cộng với việc biên lợi nhuận gộp tốt đã giúp cho LNST các công ty ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2021.

Hình 6: Biên lợi nhuận gộp các công ty phân bón (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

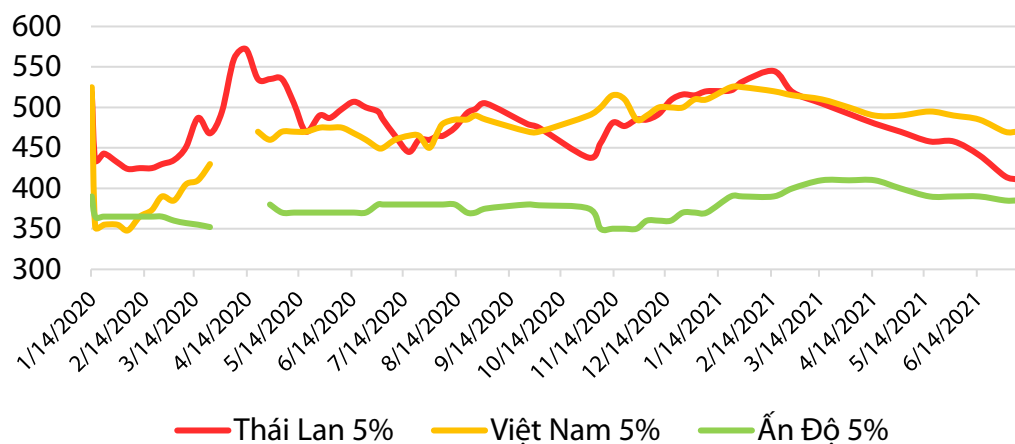
Hình 7: Biến động giá phân bón đến T6/2021 (VND/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

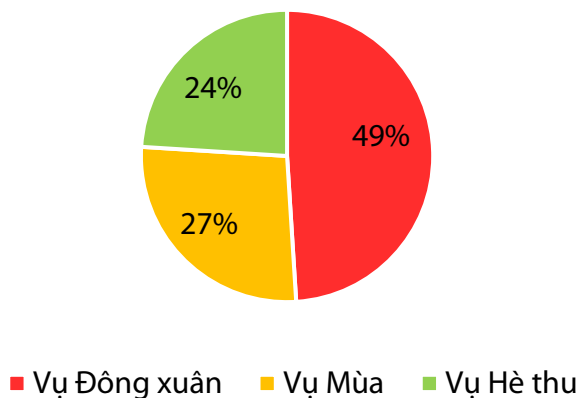


Hình 8: Giá gạo xuất khẩu (USD/tấn, FOB)



Nguồn: Hiệp hội Lương thực Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Nhu cầu phân bón theo mùa vụ



Nguồn: CTCK Rồng Việt

### Dự kiến giá nông sản sẽ giảm khi đối diện với nhiều khó khăn

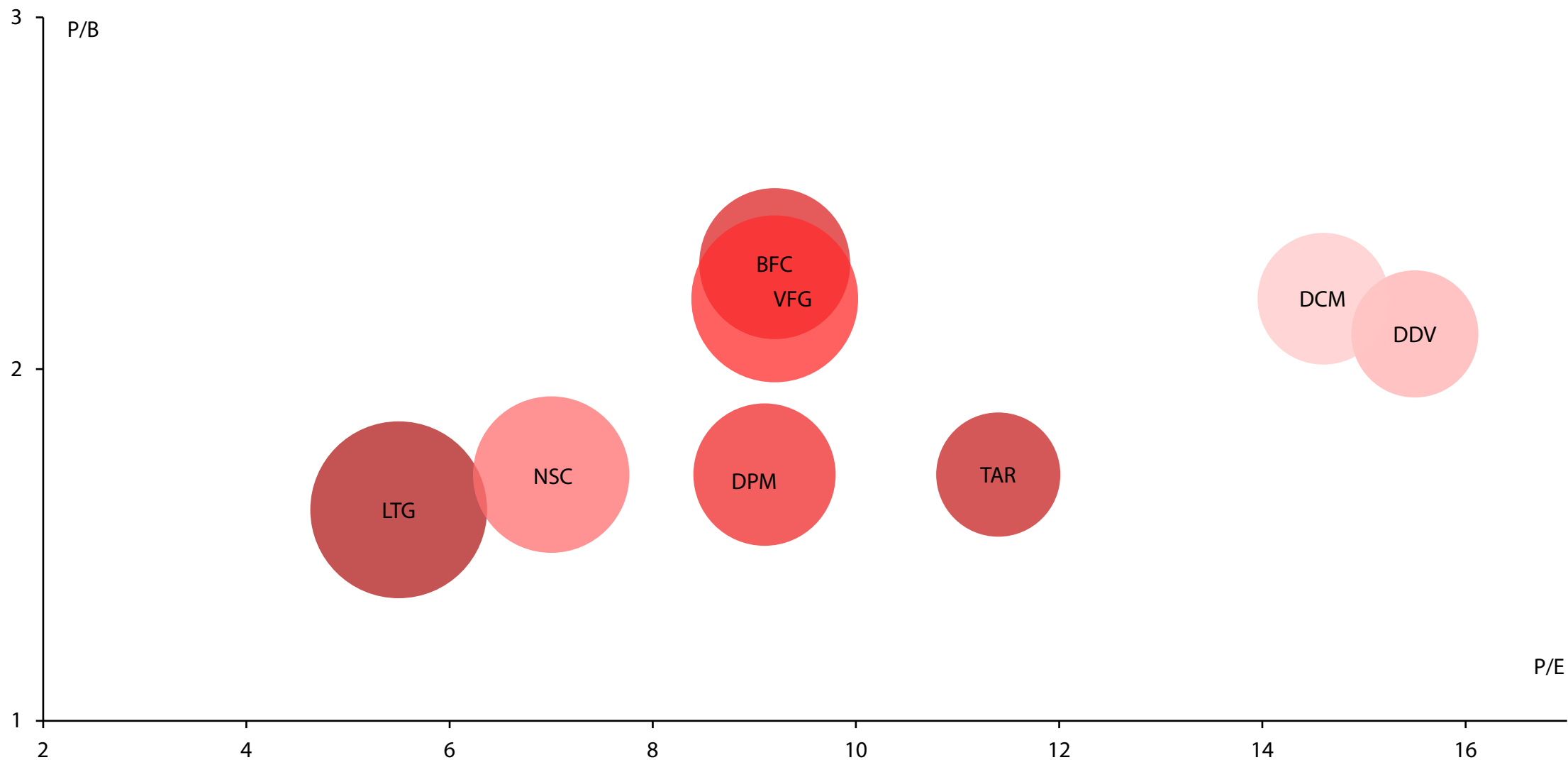
- Giá gạo Việt sẽ giảm để cạnh tranh với gạo Ấn Độ trong bối cảnh (1) giá gạo Ấn Độ sẽ duy trì ở mức thấp nhờ nguồn cung dồi dào; (2) Cạnh tranh xuất khẩu gạo sang Philippines tăng cao do quốc gia này sẽ giảm nhập khẩu 14% yoy, còn 2,1 triệu tấn nhờ vụ mùa bội thu. Ngoài ra, Philippines đã giảm thuế MFN (có áp dụng với Ấn Độ) xuống 35% - bằng mức thuế áp dụng với Việt Nam để tìm kiếm nguồn cung giá rẻ. Qua đó, kiểm soát lạm phát.
- Các biện pháp kiểm soát dịch khiến hoạt động giao thương giữa vùng sản xuất và thị trường tiêu thụ nội địa bị gián đoạn. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá nông sản và sản lượng thu mua trong 2H2021.

### Giá nông sản giảm sẽ ảnh hưởng đến chi tiêu cho vật tư nông nghiệp

- Việc giá nông sản giảm sẽ ảnh hưởng đến nguồn thu của người nông dân. Do đó, dự kiến mức đầu tư cho thuốc bảo vệ thực vật sẽ bị tác động tiêu cực. Qua đó, doanh số thuốc BVTV của LTG có thể giảm nhẹ trong nửa cuối năm nay.
- Tiêu thụ phân bón được dự báo cũng sẽ không mạnh như nửa đầu năm khi nhu cầu phân bón vụ hè thu thấp. Ngoài ra, mặt bằng giá phân bón được dự báo sẽ tiếp tục duy trì trong nửa cuối năm sẽ ảnh hưởng một phần đến nhu cầu khi mà giá các loại nông sản dự báo giảm.

| Mã CP      | Vốn hóa<br>(tỷ đồng) | Giá mục<br>tiêu<br>(VND) | Tăng<br>trưởng<br>Doanh thu<br>(% YoY) | Tăng<br>trưởng<br>EBITDA (%<br>YoY) | Biên<br>EBITDA<br>(%) | Biên LN<br>hoạt động<br>(%) | Tăng<br>trưởng<br>LNST<br>(% YoY) | Biên LN<br>ròng<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi suất cổ<br>tức<br>(%) | P/E hiện tại<br>(lần) | P/B hiện tại<br>(lần) |
|------------|----------------------|--------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------|------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>DPM</b> | 10.409,5             | 26.700                   | 8,8                                    | 22,6                                | 18,8                  | 12,7                        | 62,8                              | 13,3                   | 9,9        | 13,7       | 7,9                       | 9,1                   | 1,2                   |
| <b>LTG</b> | 3.202,9              | 41.300                   | 70,1                                   | 76,2                                | 9,8                   | 8,2                         | 144,9                             | 4,6                    | 6,4        | 16,9       | 2,5                       | 5,5                   | 1,1                   |
| <b>BFC</b> | 1.720,8              | 24.000                   | 23,5                                   | 13,4                                | 6,4                   | 5,4                         | 51,2                              | 3,4                    | 6          | 15,4       | 5                         | 9,2                   | 1,8                   |
| <b>DCM</b> | 10.905,6             | N/A                      | 24                                     | 13,1                                | 23,9                  | 8,2                         | 50,7                              | 8,7                    | 8,3        | 11,7       | 6,8                       | 14,6                  | 1,7                   |
| <b>DDV</b> | 2.175                | N/A                      | 63,6                                   | 136,9                               | 11,7                  | 5,6                         | -388,8                            | 5,4                    | 8,5        | 10,9       | 0,0                       | 15,5                  | 1,6                   |
| <b>LAS</b> | 1.749,3              | N/A                      | 10,2                                   | 105                                 | 5,2                   | 4,0                         | -445,5                            | 2,6                    | 3,9        | 5,6        | 0,0                       | 62,8                  | 1,4                   |
| <b>VFG</b> | 1.668,5              | N/A                      | 13,6                                   | 21,4                                | 10,7                  | 9,7                         | 42,9                              | 8,6                    | 10,5       | 18,8       | 6,7                       | 9,2                   | 1,7                   |
| <b>NSC</b> | 1.355                | N/A                      | 25,5                                   | 13,3                                | 15,1                  | 13,9                        | 7,7                               | 11,5                   | 10,3       | 16,5       | 7,8                       | 7,0                   | 1,2                   |
| <b>TAR</b> | 683,8                | N/A                      | -3,7                                   | N/A                                 | 0,0                   | 0,0                         | -42,9                             | 0,0                    | 0,0        | 0,0        | 0,0                       | 11,4                  | 1,2                   |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



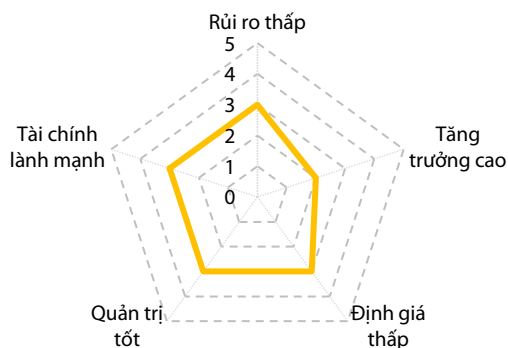
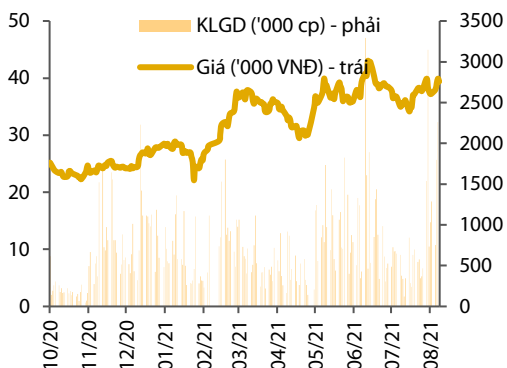
Nguồn: FinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



<TÍCH LŨY: 8,3%>

<GTT: 39.900>

<GMT: 41.200>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| Ngành                       | Nguyên vật liệu |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 3.203           |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 80,6            |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 821             |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 31,1            |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 10,6            |
| BD giá 52 tuần (nghìn đồng) | 17,3-43         |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 7.506  | 10.285 | 12.381 |
| LNST                  | 366    | 425    | 450    |
| ROA (%)               | 5,3    | 6,5    | 5,5    |
| ROE (%)               | 13,1   | 14,3   | 14,4   |
| EPS (VND)             | 3.859  | 4.172  | 4.522  |
| GTSS (VND)            | 35.214 | 36.894 | 38.916 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.500  | 2.000  | 2.500  |
| P/E (x) (*)           | 7,1    | 9,6    | 8,8    |
| P/B (x) (*)           | 0,8    | 1,1    | 1      |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Mảng vật tư nông nghiệp có cơ hội tăng trưởng nhờ mô hình liên kết mới với các hợp tác xã

- Mô hình mới tạo sự gắn kết chặt chẽ giữa LTG với các hợp tác xã khi LTG cam kết cung cấp tất cả các yếu tố sản xuất (như thuốc BVTV, hạt giống, công nghệ, kiến thức,...) và hỗ trợ bao tiêu sản phẩm. Điều này giúp cải thiện doanh số của mảng vật tư nông nghiệp. Ngoài ra, diện tích các hợp tác xã liên kết dự kiến sẽ tăng qua các năm từ mức 94.000 ha (hiện tại) lên 500.000 ha vào năm 2025. Qua đó, doanh thu của mảng dự kiến tăng trưởng 4,7%/năm trong giai đoạn 2021-2025, thay vì sụt giảm 1%/năm như giai đoạn 2016-2020.

### Việc quản lý vốn lưu động tiếp tục được cải thiện

- LTG áp dụng chính sách mới khi yêu cầu các đại lý thuốc BVTV phải thanh toán sớm tiền hàng, đổi lại các đại lý sẽ được hưởng mức chiết khấu thanh toán tốt hơn. Qua đó, gánh nặng khoản phải thu và rủi ro nợ xấu giảm dần. Ngoài ra, việc tăng tỷ trọng bán hàng cho các công ty chuyên xuất khẩu gạo của Việt Nam (có thỏa thuận trước về sản lượng và giá bán) giúp cải thiện vòng quay hàng tồn kho. Thực tế, cuối Q2-2021, chất lượng quản lý vốn lưu động được cải thiện giúp vòng quay tiền mặt giảm 33% yoy, xuống còn 133 ngày.

### Việc trích lập các quỹ dự phòng sẽ ảnh hưởng đến phần lợi nhuận thuộc về cổ đông

- Tập đoàn sẽ phân bổ phần lợi nhuận vượt kế hoạch mỗi năm vào các quỹ dự phòng rủi ro cho nhân viên (hỗ trợ nhân viên bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh hoặc các tính huống bất khả kháng) và nông dân (hỗ trợ nông dân liên kết với Tập đoàn khi bị thiệt hại bởi thiên tai, lũ lụt). Dự kiến LNST 2021-2025 tăng trưởng 10,2%/năm nhưng EPS cổ đông công ty mẹ sẽ chỉ tăng trưởng 5,7%/năm.

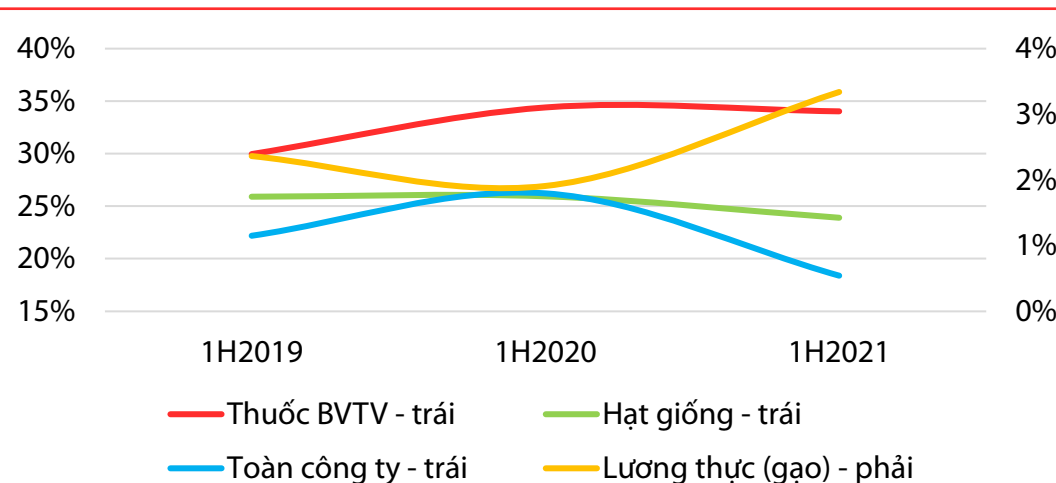
## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Áp lực cạnh tranh có thể buộc LTG nới lỏng chính sách bán hàng, tăng áp lực lên khoản phải thu, tăng nợ vay và giảm lợi nhuận.

### Các mảng kinh doanh chính đồng loạt khởi sắc

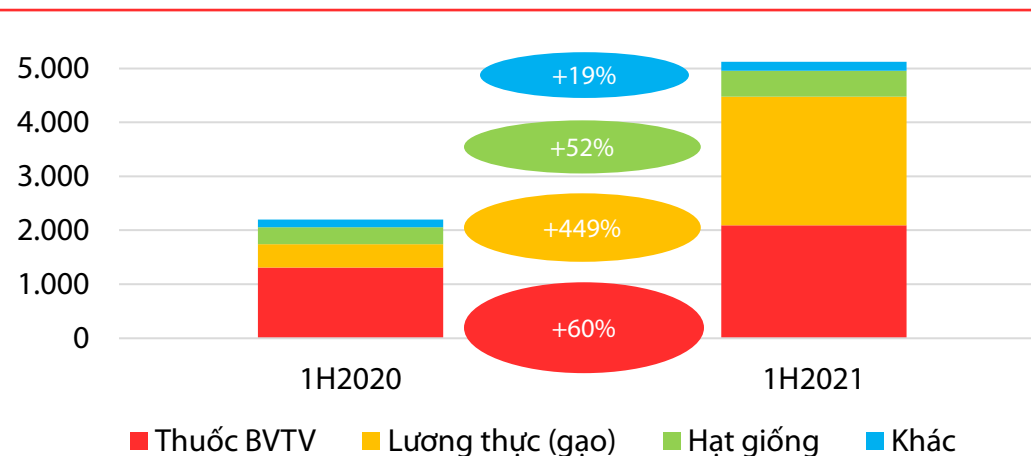
- Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ lần lượt tăng 133% yoy (lên 5.121 tỷ đồng) và 100% yoy (lên 227 tỷ đồng) nhờ nhu cầu vật tư nông nghiệp phục hồi và hiệu quả của mảng gạo cải thiện.
- Doanh thu thuốc BVTV và hạt giống lần lượt ghi nhận tăng trưởng 60% yoy (lên 2.089 tỷ đồng) và 52% yoy (lên 481 tỷ đồng) nhờ thời tiết thuận lợi và giá nông sản tăng cao nên người nông dân sử dụng vật tư nông nghiệp nhiều hơn.
- Doanh thu mảng gạo tăng 449% yoy, lên 2.384 tỷ đồng. Động lực đến từ việc công ty mở rộng kênh phân phối khi bán hàng cho các công ty chuyên xuất khẩu gạo của Việt Nam. Đồng thời, việc kiểm soát tốt nguồn cung cầu và ký kết hợp đồng mua bán trước mùa vụ đã giúp biên LNG cải thiện từ 1,9% lên 3,3%.
- Biên LNG giảm từ mức 26,2% xuống 18,4% do tỷ trọng đóng góp của mảng gạo (có biên gộp thấp) trong doanh thu tăng mạnh từ 20% lên 47%. Lợi nhuận gộp đạt 941 tỷ đồng, tăng 63% yoy.
- Nợ vay ngắn hạn trung bình tăng 38% yoy, khiến chi phí lãi vay tăng 50% yoy, lên 71 tỷ đồng. Chi phí bán hàng tăng 49% yoy, lên 373 tỷ đồng do công ty tăng cường quảng cáo và khuyến mãi. Trong khi đó, chi phí quản lý chỉ tăng nhẹ 12% yoy, lên 146 tỷ đồng.

Hình 1: Biên lợi nhuận gộp của các mảng (%)



Nguồn: LTG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp của các mảng vào doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: LTG, CTCK Rồng Việt

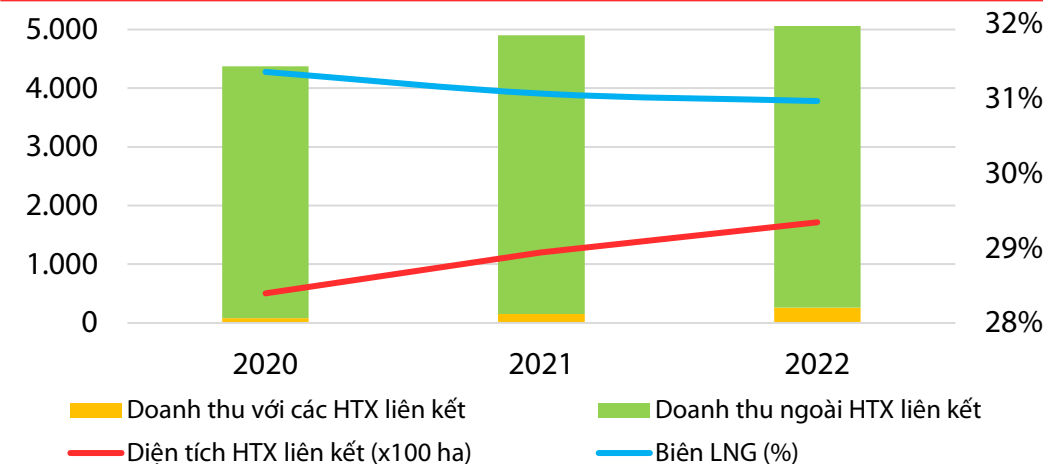
### 2H2021 đối mặt với nhiều thách thức

- Để cạnh tranh với gạo Ấn Độ, dự kiến giá gạo Việt sẽ giảm trong 2H2021. Đồng thời, dịch Covid-19 tái bùng phát sẽ làm gián đoạn hoạt động giao thương giữa các tỉnh thành nên sản lượng tiêu thụ và giá nông sản có thể giảm. Do đó, người nông dân có thể giảm chi tiêu vào vật tư nông nghiệp. Dự kiến doanh thu vật tư nông nghiệp sẽ chỉ đạt 3.130 tỷ đồng (-10% yoy).
- Dù vậy, nhờ 1H2021 tăng trưởng mạnh mẽ nên doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ vẫn lần lượt tăng trưởng 37% yoy (lên 10.285 tỷ đồng) và 16% yoy (lên 425 tỷ đồng).

### 2022 – Tăng cường bán hàng qua các mô hình kinh doanh mới giúp KQKD tăng trưởng

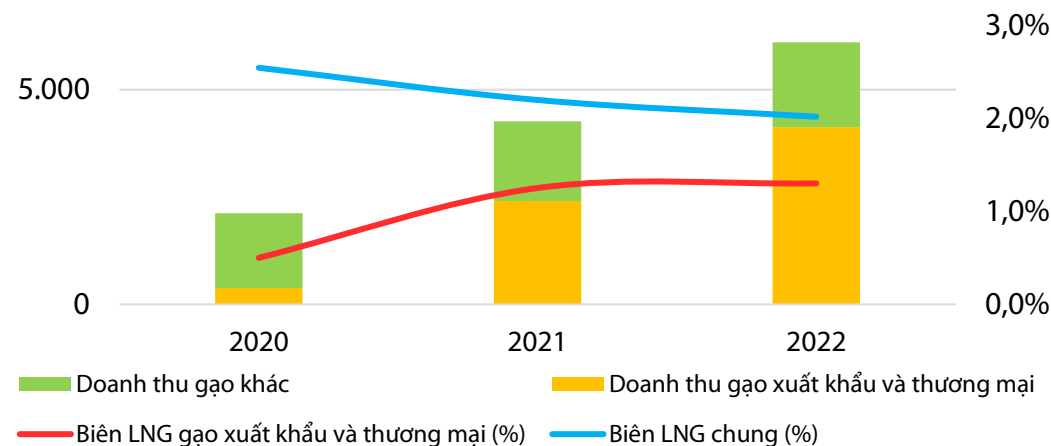
- Dự kiến diện tích hợp tác xã liên kết sẽ đạt 171.000 ha (+51.000 ha yoy) và nhu cầu tiêu thụ nông sản phục hồi (khi dịch bệnh được kiểm soát) giúp nâng cao nhu cầu tiêu thụ vật tư nông nghiệp.
- Việc mở rộng quy mô thương mại gạo với các công ty chuyên xuất khẩu sẽ giúp doanh thu mảng gạo tăng 43% yoy (lên 6.102 tỷ đồng) và làm biên LNG của mảng giảm nhẹ 18bps, còn 2%.
- Doanh thu và LNST 2022 sẽ lần lượt đạt 12.381 tỷ đồng (+20% yoy) và 450 tỷ đồng (+5,9% yoy).

**Hình 3: Kết quả kinh doanh mảng thuốc BVTV (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Hiệu quả kinh doanh mảng gạo (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

<TÍCH LŨY: 6%>

<GTT: 26.600>

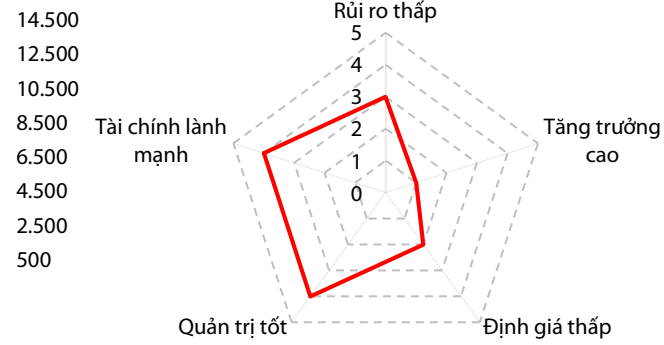
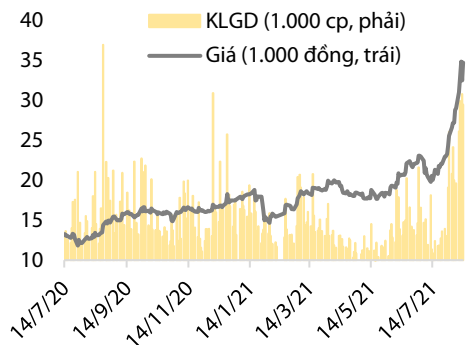
<GMT: 26.700>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F

|                             |           |                       |        |        |        |
|-----------------------------|-----------|-----------------------|--------|--------|--------|
| Ngành                       | Hóa chất  | Doanh thu (tỷ đồng)   | 7.762  | 10.741 | 10.103 |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 13,598    | LNST                  | 693    | 1.311  | 782    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 391       | ROA (%)               | 6,1    | 10,9   | 6,4    |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 2,522     | ROE (%)               | 8,6    | 15,    | 8,8    |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 81        | EPS (VND)             | 1.557  | 3.326  | 1.984  |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 29        | GTSS (VND)            | 20.661 | 21.976 | 22.954 |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 13,3-34,8 | Cổ tức tiền mặt (VND) | 1.400  | 2.000  | 1.000  |
|                             |           | P/E (x) (*)           | 12     | 8,0    | 13,4   |
|                             |           | P/B (x) (*)           | 0,9    | 1,2    | 1,2    |



### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

#### Giá bán của Urê và hóa chất duy trì ở mức cao là động lực cho lợi nhuận năm 2021

- Giá bán bình quân của Urê tăng 27% YoY trong 6T2021, góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của Urê từ 31,3% lên 32,4%. Bên cạnh đó, mảng NH3 cũng đạt kết quả tốt trong nửa đầu 2021 khi biên lợi nhuận gộp đạt 47% so với 25% trong nửa đầu 2020. Lợi nhuận gộp DPM đạt 1.373 tỷ đồng trong 6T2021, tăng 51% YoY.
- Ngoài ra, DPM ghi nhận 91 tỷ đồng tiền bảo hiểm đền bù cho các thiệt hại kinh doanh và ghi nhận giảm 300 tỷ đồng liên quan đến chi phí khấu hao và chi phí bảo dưỡng nhà máy.
- Năm 2021, chúng tôi dự báo tổng doanh thu DPM có thể đạt 10.741 tỷ đồng (+38,4% YoY) và 1.311 tỷ đồng LNST từ cổ đông công ty mẹ (+89% YoY).

#### Kỳ vọng vào sự đổi mới trong chính sách thuế GTGT

- Mức thuế GTGT đối với phân bón kỳ vọng sẽ được đề trình cùng với bảng dự thảo mới về luật thuế GTGT trong cuộc quốc hội năm 2021. Trong trường hợp dự thảo được thông qua, LNST của DPM sẽ tăng thêm 300 tỷ đồng trong những năm tới.

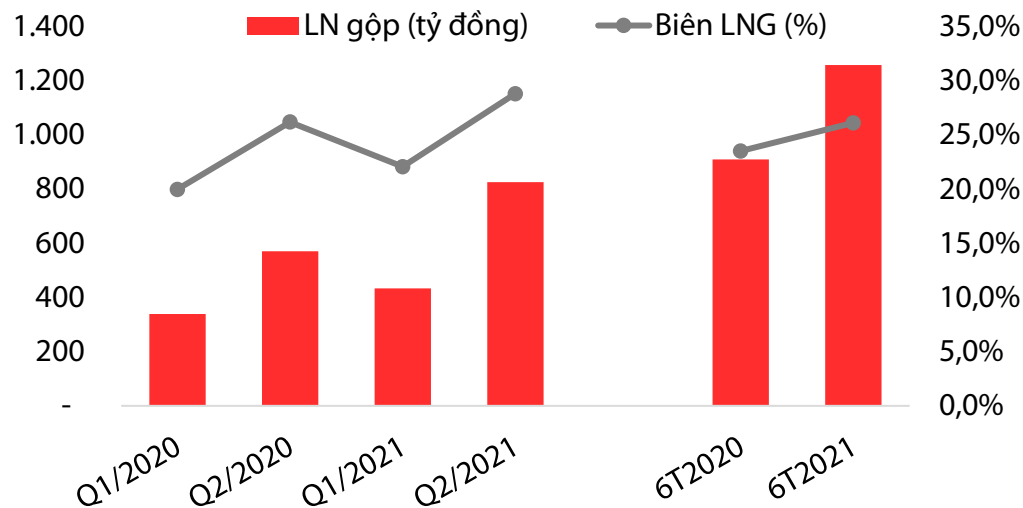
#### Định giá đã không còn rẻ nếu nhìn vào triển vọng 2022 mức thấp

- EPS năm 2021 ước đạt 3.325 đồng, tương đương với P/E 2021 là 8x. Tuy nhiên, EPS năm 2022 ước đạt 1.984 đồng, tương đương với P/E 2022 là 13,4x, cao hơn mức trung bình 3 năm – 11x.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

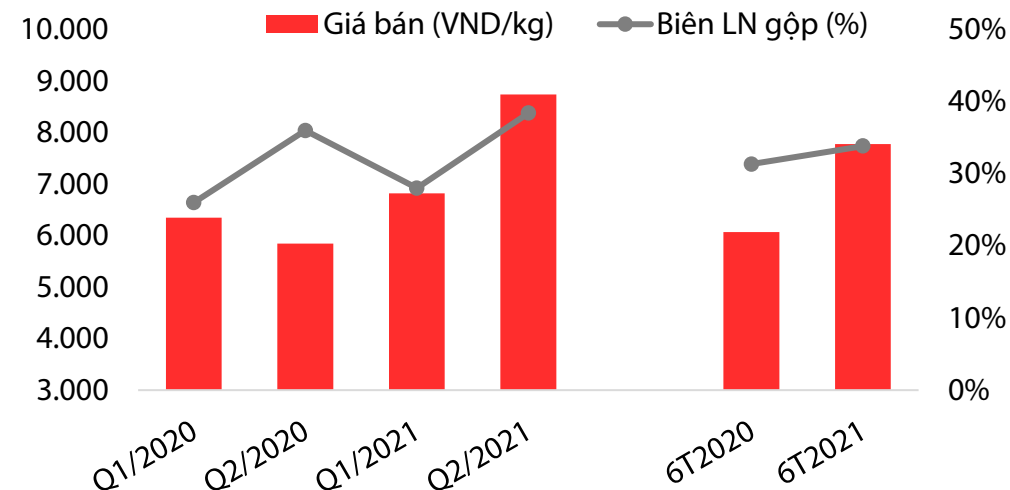
- Sự biến động của giá dầu hoặc giá Urê gây ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của Urê.
- Thay đổi trong chính sách thuế GTGT đối với ngành phân bón không được thông qua sẽ ảnh hưởng đến cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp sản xuất phân bón.

**Hình 1: Lợi nhuận gộp (trái) và biên lợi nhuận gộp (phải)**



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Giá bán bình quân (trái) và tỷ suất lợi nhuận gộp của Urê (phải)**



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

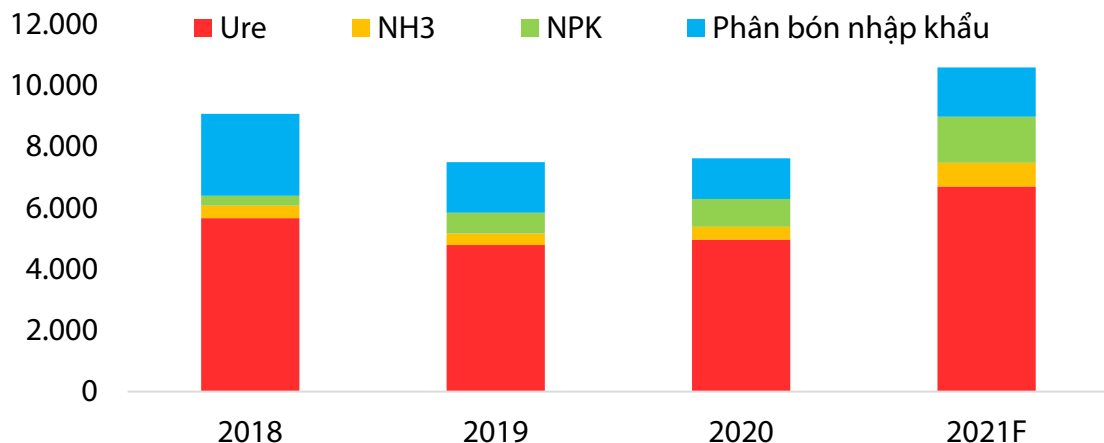
## Lợi nhuận tăng mạnh trong 6T2021 nhờ giá bán cao và lợi nhuận đột biến.

- Trong 6T2021, giá bán của Urê và NH3 đạt mức tăng trưởng lần lượt là 27% YoY và 55% YoY. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 23,5% lên 28,1%. Đáng chú ý, lợi nhuận gộp của NH3 đã tăng gấp 4 lần trong quý 2/2021 lên 137 tỷ đồng, so với cùng kỳ năm ngoái.
- Bên cạnh đó, DPM đã được ghi nhận 91 tỷ đồng tiền bảo hiểm cũng như điều chỉnh giảm 300 tỷ đồng liên quan đến khấu hao và chi phí bảo trì trong năm 2020.
- Trong 6T2021, DPM đã công bố mức doanh thu đạt 4.953 tỷ đồng và 855 tỷ đồng ở LNST từ cổ đông công ty mẹ, tăng trưởng lần lượt là 25,7% YoY và 110% YoY.

## Cạnh tranh gay gắt từ thị trường NPK

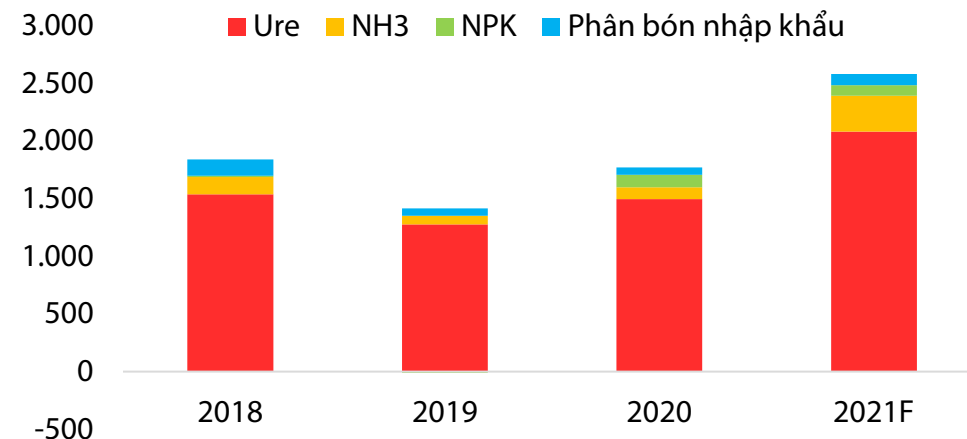
- Với mục tiêu đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ, DPM vẫn duy trì giá bán NPK ở mức thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Qua đó, chấp nhận thu hẹp biên lợi nhuận gộp so với năm trước nhưng tổng sản lượng tiêu thụ lại cao hơn gấp 1,8 lần với 89 nghìn tấn trong nửa đầu năm.

Hình 3: Doanh thu theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Lợi nhuận gộp theo phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

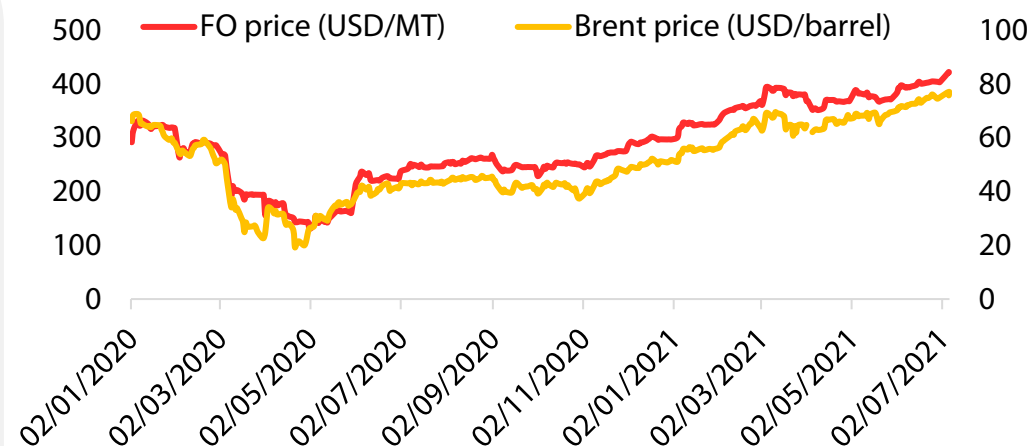
#### Nửa cuối 2021 – Lợi nhuận dự kiến giảm

- Chúng tôi cho rằng lợi nhuận nửa cuối 2021 giảm so với nửa đầu năm do biên lợi nhuận gộp của Ure thấp hơn và không còn đóng góp của các khoản lợi nhuận bất thường. DPM được hưởng lợi từ lượng Urê tồn kho rẻ trong quý 2/2021, và giá dầu cao hiện tại có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của Urê từ quý 3/2021 trở đi.
- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính công ty đạt mức doanh thu 10.741 tỷ đồng (+31,1% YoY) và 1.311 tỷ đồng LNST cổ đông công ty mẹ (+89% YoY).
- Lợi nhuận sẽ đạt được mức cao hơn so với kế hoạch nên DPM có thể chia cổ tức tiền mặt cao hơn so với mức 1.000 đồng/cổ phiếu.

#### Chính sách thuế GTGT sẽ là chất xúc tác chính hỗ trợ thu nhập trong những năm tới

- Việc thay đổi thuế GTGT có thể đóng góp thêm 300 tỷ đồng vào lợi nhuận hàng năm trong tương lai.

Hình 5: Giá FO (trái) và giá dầu Brent (phải)

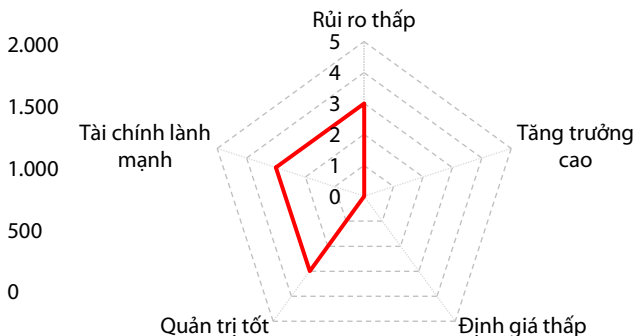
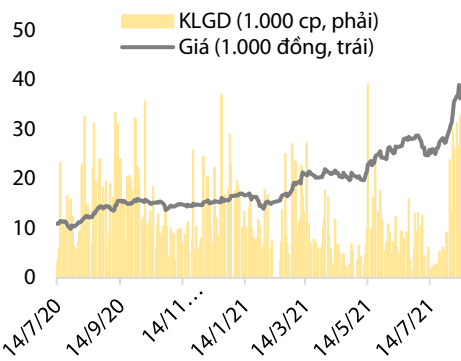


Nguồn: Bloomberg

<BÁN: -11%>

<GTT: 30.100>

<GMT: 25.100>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| Ngành                       | Hóa chất  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 2,178     |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 57        |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 378       |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 11        |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 29        |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 12,7-38,9 |

## TÀI CHÍNH

|                       | 2020A  | 2021A  | 2022A  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu             | 5.418  | 7.543  | 6.035  |
| LNST                  | 133    | 188    | 176    |
| ROA (%)               | 4,4    | 5,6    | 5,5    |
| ROE (%)               | 13,7   | 17,7   | 15,2   |
| EPS (VND)             | 2.143  | 3.022  | 2.830  |
| GTSS (VND)            | 17.065 | 18.587 | 20.217 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 700    | 1.500  | 1.200  |
| P/E (x) (*)           | 8,3    | 10,0   | 10,6   |
| P/B (x) (*)           | 0,8    | 1,6    | 1,5    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Cải thiện vốn lưu động để giảm nợ ngắn hạn

- BFC tiếp tục giảm các khoản phải thu cũng như khoản mục hàng tồn kho, để giảm khoản nợ vay ngắn hạn. Tính đến cuối quý 2/2021, nợ ngắn hạn giảm 30,4% YoY xuống còn 925 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng BFC có thể duy trì nợ ngắn hạn ở mức 800 tỷ đồng vào năm 2021, so với mức 1.000 tỷ đồng trong năm 2020.

### KQKD tiếp tục phục hồi trong năm 2021 nhưng định giá không còn rẻ

- Nhờ vào nhu cầu phân bón cho nông nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ, sản lượng NPK tiêu thụ được dự báo tăng 21% YoY lên 704 nghìn tấn trong năm 2021. Trong năm 2021, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ dự kiến lần lượt đạt 7.543 tỷ đồng (+39,2% YoY) và 188 tỷ đồng (+41,3% YoY). Tuy nhiên, P/E dự phóng cho năm 2021 của BFC là 10x, cao hơn mức trung bình 3 năm là 9x. P/E dự phóng cho năm 2022 còn cao hơn với mức 11x.

### Cạnh tranh gay gắt ở thị trường NPK

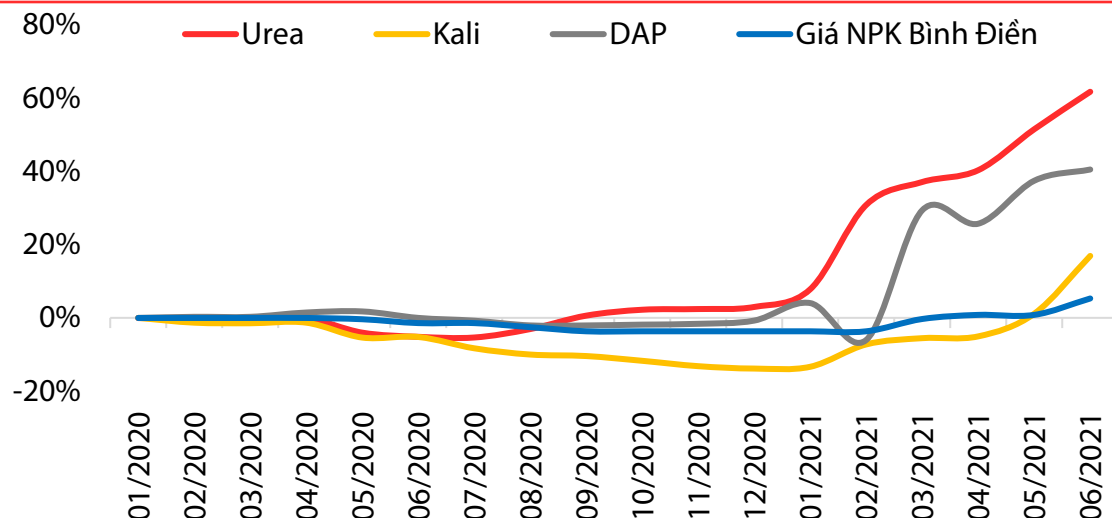
- Dưới áp lực cạnh tranh khốc liệt, các doanh nghiệp sản xuất NPK không thể dễ dàng gia tăng giá thành sản phẩm khi giá nguyên vật liệu tăng cao. Từ đó, ảnh hưởng lên biên lợi nhuận gộp.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biên lợi nhuận gộp không bị ảnh hưởng nhiều như kỳ vọng của chúng tôi.
- Cổ phiếu ngành phân bón tăng tạo hiệu ứng tích cực lên giá cổ phiếu BFC.

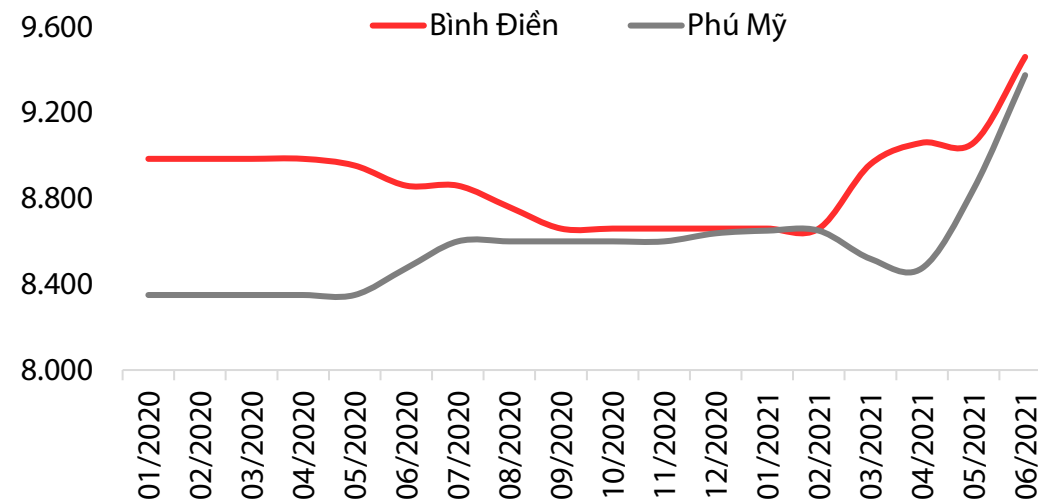


**Hình 1: % thay đổi về giá nguyên liệu, giá bán so với T1/2020**



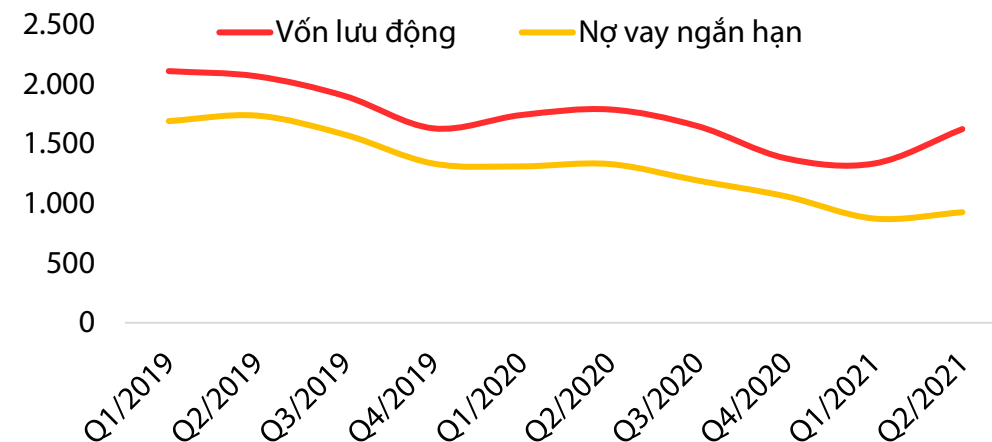
Nguồn: CTCK Rông Việt

**Hình 2: Giá bán NPK 16-16-8 + 13S + TE (đồng/kg)**



Nguồn: CTCK Rông Việt

**Hình 3: Vốn lưu động và nợ ngắn hạn (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rông Việt

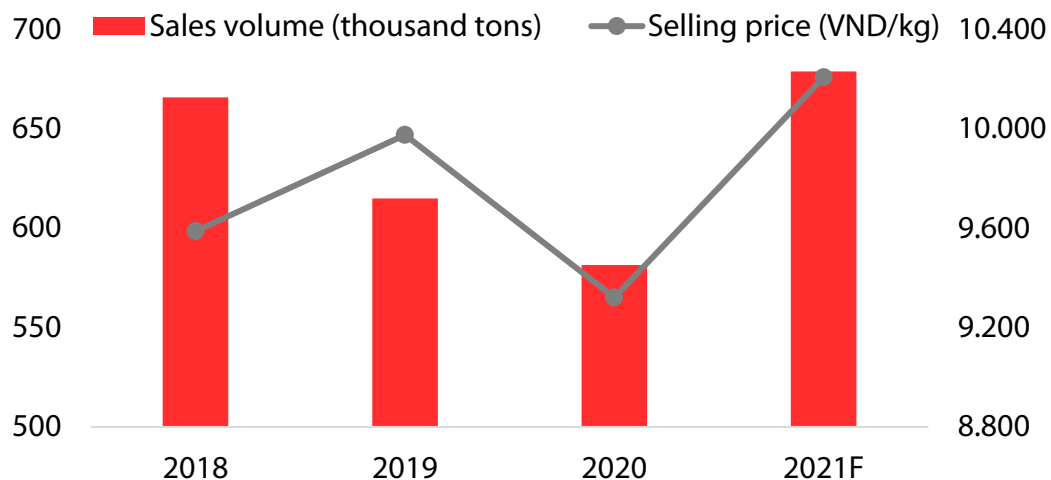
## LN tăng mạnh nhưng biên LNG giảm vì cạnh tranh trong ngành

- Tổng sản lượng tiêu thụ là 400 nghìn tấn trong 6T2021, tăng 51% YoY. Kể từ cuối năm 2020, giá phân Urê, DAP và Kali - nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất NPK đã tăng 35% - 50% trong khi giá bán NPK tăng chậm hơn do cạnh tranh lớn trong ngành. Vì vậy biên lợi nhuận gộp liên tục giảm từ 16,7% trong Q3/2020 xuống còn 11,4% trong Q2/2021.
- Trong 6T2021, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt VND4.102 tỷ đồng (tăng 62% YoY) và 112 tỷ đồng (tăng 88% YoY).

## Tiếp tục giảm nợ ngắn hạn

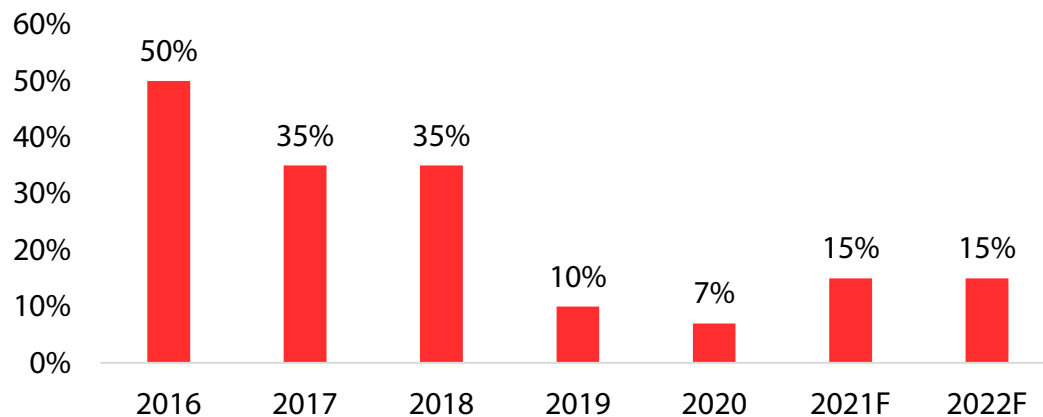
- BFC quản lý dòng vốn lưu động hiệu quả hơn nhằm giảm số dư các khoản nợ ngắn hạn, từ đó giảm chi phí lãi vay trong năm 2020 cũng như trong 6T2021.

Hình 4: Sản lượng bán (trái) và giá bán (phải)



Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: % cổ tức tiền mặt được trả theo mệnh giá



Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

#### Thu hẹp biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm

- BFC đã dự trữ nguyên liệu cho 2-3 tháng sản xuất trong bối cảnh giá đầu vào tăng và giá bán tăng nhẹ, nhằm giảm tác động lên biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận trong 6 tháng cuối năm sẽ giảm từ mức trung bình 11,9% trong 6T2021, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận cả năm là 11,4%. Mặt khác, chúng tôi cho rằng BFC có thể kiểm soát tốt các chi phí (chi phí lãi vay, chi phí bán hàng) để hỗ trợ lợi nhuận.
- Về sản lượng bán hàng, chúng tôi dự báo tổng sản lượng NPK tiêu thụ trong năm 2021 đạt khoảng 704 nghìn tấn, tăng 21% YoY. Trong khi mức giá bình quân sẽ điều chỉnh tăng 17% lên 10.905 đồng/kg.
- Trong năm 2021, chúng tôi ước tính công ty có thể đạt mức doanh thu khoảng 7.543 tỷ đồng (+39,2% YoY) và 188 tỷ đồng ở LNST công ty mẹ (+41,3% YoY).

#### Mức định giá không còn rẻ

- Với mức LNST công ty mẹ là 188 tỷ đồng, EPS 2021 là 3.022 đồng. Tương ứng với P/E năm 2021 là 10 lần, dựa trên thị giá 30.100 đồng, cao hơn mức trung bình của 3 năm là 9 lần. P/E dự phóng cho năm 2022 còn cao hơn với mức 11x.

#### Kỳ vọng cổ tức tiền mặt khả quan hơn kế hoạch năm 2021

- Trong trường hợp vượt kế hoạch, BFC có thể chi trả cổ tức bằng tiền mặt 1.500 đồng/cp cao hơn so với kế hoạch 1.200 đồng/cp.



# NGÀNH BẢO HIỂM

**KHÓ KHĂN TRONG NGẮN HẠN**

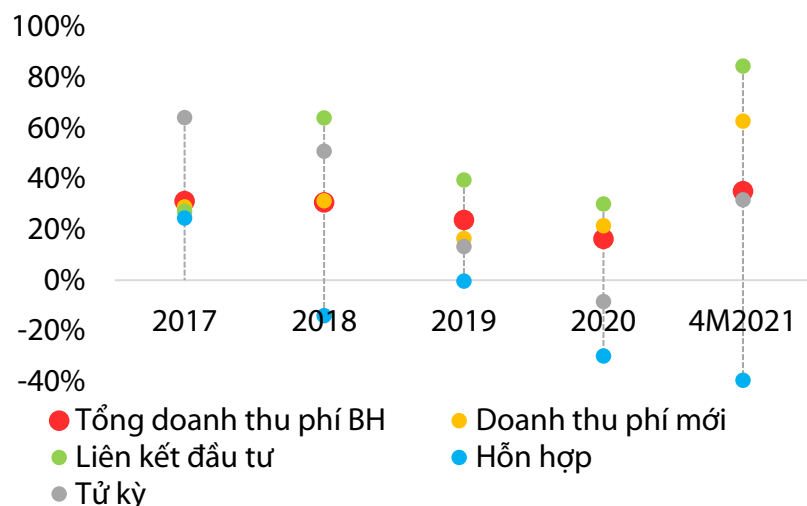


Phạm Thị Tố Tâm – [tam.ptt@vdsc.com.vn](mailto:tam.ptt@vdsc.com.vn)



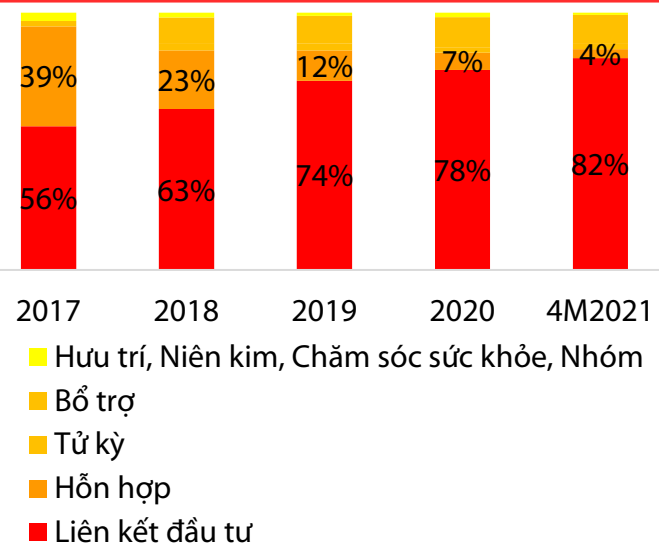
- **Tổng phí bảo hiểm gốc trong 4T2021 là 41.967 tỷ đồng (+25,4% YoY)** trên nền thấp cùng kỳ. Giãn cách xã hội “lông” hơn sau đợt bùng phát đầu tiên (tháng 3 và tháng 4/2020) đã tạo điều kiện thuận lợi cho các hoạt động bán bảo hiểm. Cạnh tranh khốc liệt tiếp tục thu hẹp và định hình lại thị phần giữa năm công ty bảo hiểm hàng đầu trong khi tạo nhiều cơ hội hơn cho những công ty nhỏ.
- **Bảo hiểm liên kết đầu tư một lần nữa thống trị doanh thu phí mới.** Doanh thu phí mới trong 4T2021 đạt 16.291 tỷ đồng, tăng 62,7% YoY (4T2020: 8% YoY). Các sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư đạt mức tăng trưởng 84,4% YoY do lợi suất trái phiếu chính phủ tiếp tục giảm trong 6T2021. Bảo hiểm hỗn hợp giảm mạnh 39,6% YoY như một biện pháp để giảm gánh nặng dự phòng.

**Hình 1: Tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ 4T2021**

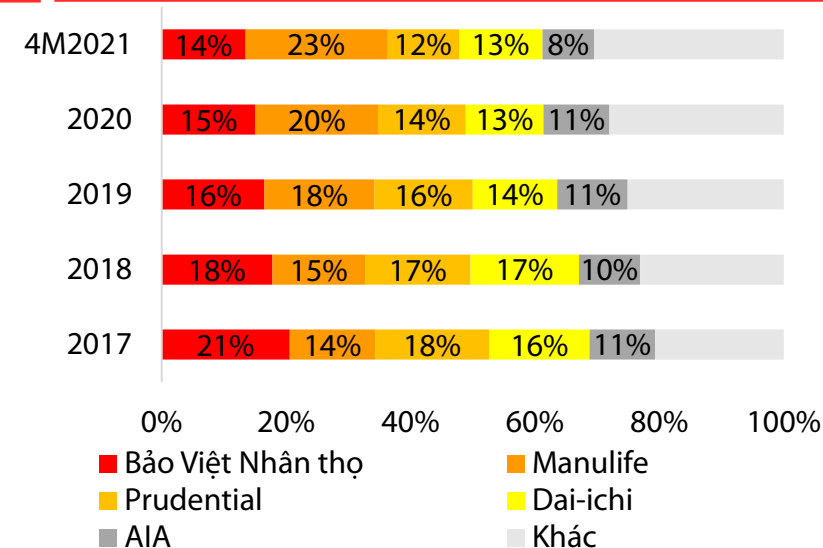


Nguồn: ISA, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Cơ cấu doanh thu phí mới**



**Hình 3: Thị phần các công ty bảo hiểm lớn**

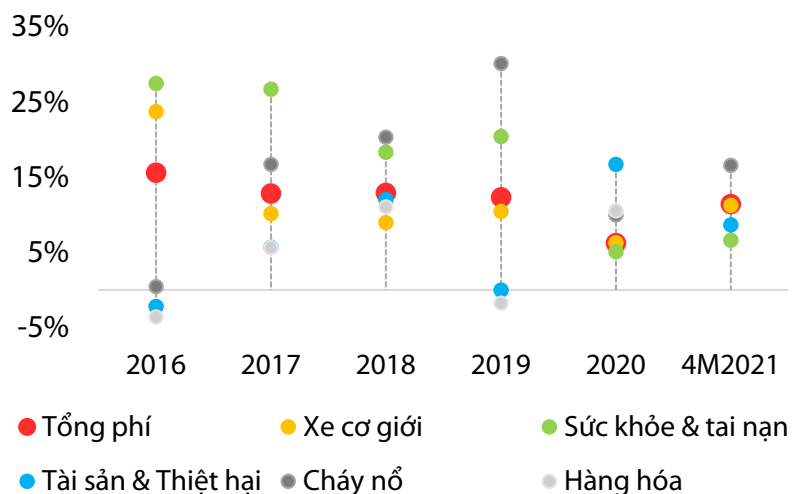


**Phí gốc bảo hiểm phi nhân thọ trong 4T2021 đạt 19.965 tỷ đồng (+11,4% YoY).**

- Tăng trưởng bảo hiểm chăm sóc sức khỏe hạ nhiệt xuống 6,6% YoY từ mức tăng 19,5% YoY trong 4T2020 do từ cuối tháng 3/2020, Bộ Tài chính yêu cầu các công ty bảo hiểm ngừng bán bảo hiểm chăm sóc sức khỏe liên quan đến COVID-19.*
- Doanh số bán các sản phẩm chính khác phục hồi đáng kể. Bảo hiểm xe cơ giới tăng 11,2% YoY, mức tăng trưởng mạnh nhất so với những năm gần đây, do hiệu ứng mức nền cơ bản thấp (doanh thu giảm 2% YoY trong 4T2020). Bảo hiểm tài sản và thiệt hại tăng trưởng ổn định ở mức 8,6% YoY. Bảo hiểm cháy nổ tăng 16,6% YoY, được hưởng lợi từ các yêu cầu phòng chống cháy nổ cao hơn của Chính phủ sau một số vụ hỏa hoạn nghiêm trọng vào đầu năm.*

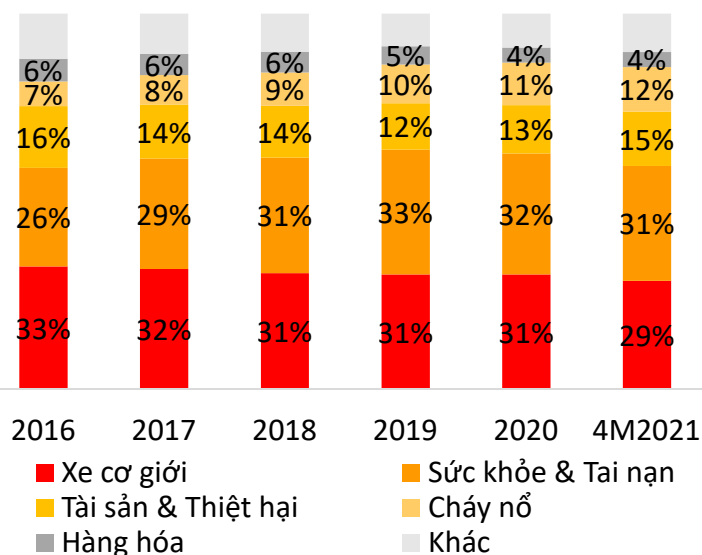
**Top 5 công ty đầu ngành tiếp tục mất thị phần vào tay các công ty nhỏ hơn.**

**Hình 4: Tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ trong 4T2021**

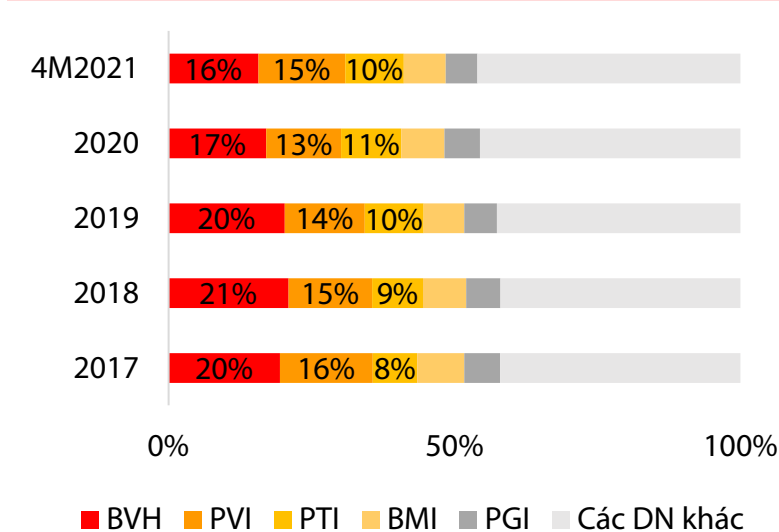


Nguồn: ISA, CTCK Rồng Việt

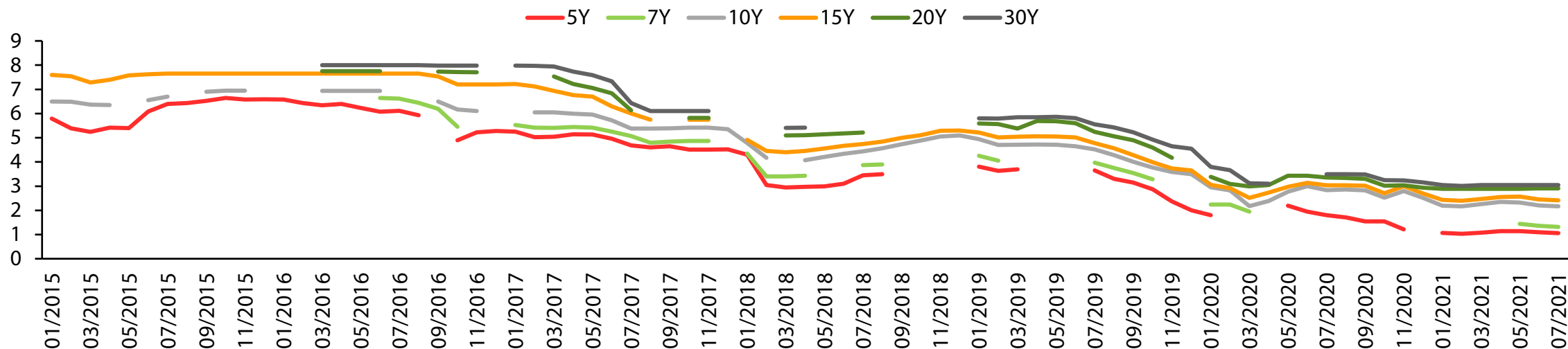
**Hình 5: Cơ cấu sản phẩm**



**Hình 6: Thị phần của các công ty đầu ngành**



Hình 7: Lợi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam (%/năm)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

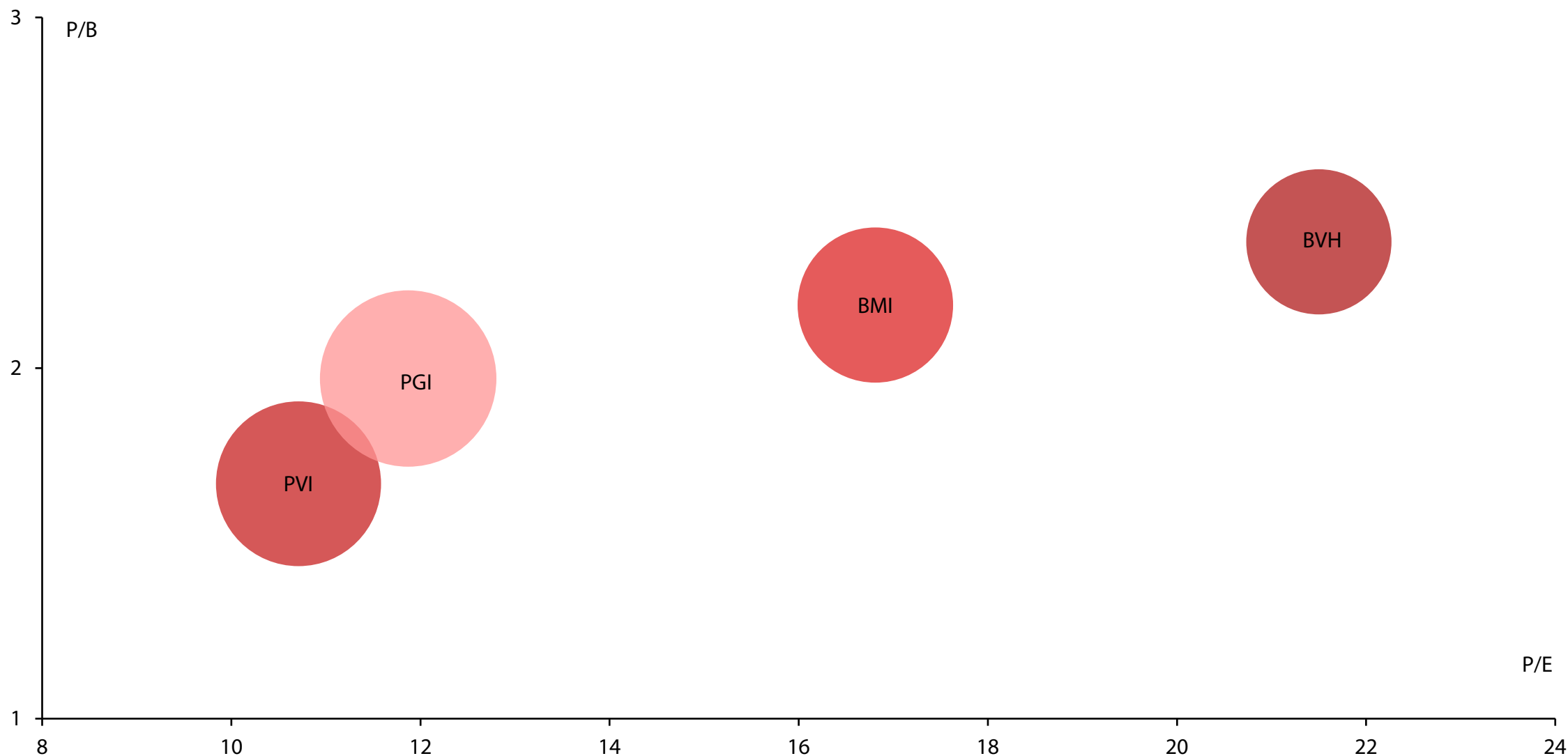
**Trong bối cảnh giãn cách xã hội nghiêm ngặt và kéo dài kể từ giữa tháng 7, doanh số bán hàng có nhiều khả năng sẽ chậm lại trong Q3 trước khi phục hồi vào Q4/2021.**

- Q32021 sẽ là một thời điểm khó khăn cho việc bán bảo hiểm nhân thọ do việc giảm thu nhập của người tiêu dùng. Về cơ cấu sản phẩm, do môi trường lãi suất thấp có khả năng kéo dài sau khi đại dịch được kiểm chế để hỗ trợ sự phục hồi kinh tế, chúng tôi cho rằng bảo hiểm liên kết đầu tư sẽ vẫn dẫn dắt tăng trưởng phí kinh doanh mới ít nhất trong trung hạn.
- Tương tự, doanh thu của bảo hiểm phi nhân thọ có thể giảm hoặc tăng trưởng yếu trong bối cảnh (1) ngừng hoạt động kinh doanh trên quy mô lớn, (2) đối với các doanh nghiệp vẫn đang hoạt động với công suất thấp, giá đầu vào cao và chi tiêu cho phòng chống lây nhiễm đang làm giảm lợi nhuận và do đó, thu nhập của người lao động giảm, dẫn đến việc cắt giảm các nhu cầu không thiết yếu, bao gồm cả bảo hiểm (bảo hiểm chăm sóc sức khỏe và bảo hiểm xe), (3) các chương trình đầu tư công của chính phủ bị chậm lại.

| Mã CP | Vốn hóa (tỷ đồng) | Giá mục tiêu (VND) | Tăng trưởng Doanh thu (% YoY) | Tăng trưởng EBITDA (% YoY) | Biên EBITDA (%) | Biên LN hoạt động (%) | Tăng trưởng LNST (% YoY) | Biên LN ròng (%) | ROA (%) | ROE (%) | Lợi suất cổ tức (%) | P/E hiện tại (lần) | P/B hiện tại (lần) |
|-------|-------------------|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|------------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--------------------|
| PGI   | 2.262             | N/A                | 8,8                           | 27,9                       | 10,5            | 9,1                   | 29,2                     | 7,5              | 3,6     | 15,0    | 2,1                 | 11,9               | 1,5                |
| BVH   | 38.823            | N/A                | 8,1                           | 22,7                       | 8,3             | 7,7                   | 69,0                     | 4,9              | 1,2     | 8,5     | 0,0                 | 21,5               | 1,9                |
| PVI   | 8.583             | N/A                | 4,2                           | 7,2                        | 23,3            | 24,4                  | 13,9                     | 17,2             | 3,5     | 11,0    | 5,9                 | 10,7               | 1,2                |
| BMI   | 3.736             | N/A                | -2,3                          | 3,5                        | 6,7             | 7,4                   | 22,6                     | 6,2              | 3,5     | 9,8     | 2,9                 | 16,8               | 1,7                |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 2/8/2021.





Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ hình tròn tương ứng ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 2/8/2021.



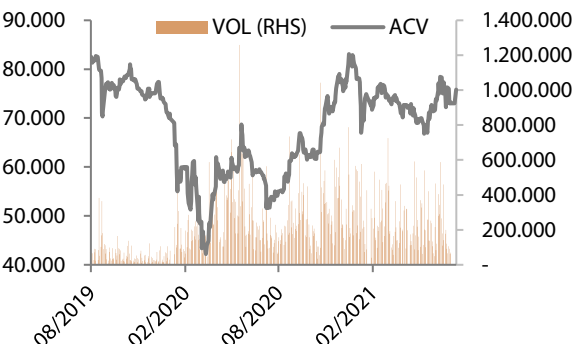
# CÁC CỔ PHIẾU KHÁC



MUA: 20%

<GTT: 75.800>

<GMT: 90.400>



## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

|                             |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| Ngành                       | Công nghiệp     |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 163.384,5       |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 2.177,0         |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)     | 231,0           |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 16,6            |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | 45,4            |
| BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 51.700 – 83.100 |

## TÀI CHÍNH

|                        | 2020A  | 2021F  | 2022F  |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 7.767  | 4.305  | 9.032  |
| LNST                   | 1.647  | 743    | 2.143  |
| ROA (%)                | 2,9%   | 1,3%   | 3,5%   |
| ROE (%)                | 4,4%   | 1,9%   | 5,1%   |
| EPS (đồng)             | 757    | 341    | 984    |
| GTSS (đồng)            | 17.235 | 18.299 | 19.185 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 0      | 0      | 0      |
| P/E (x) (*)            | 105,7  | 222,1  | 77,0   |
| P/B (x) (*)            | 4,6    | 4,1    | 4,0    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

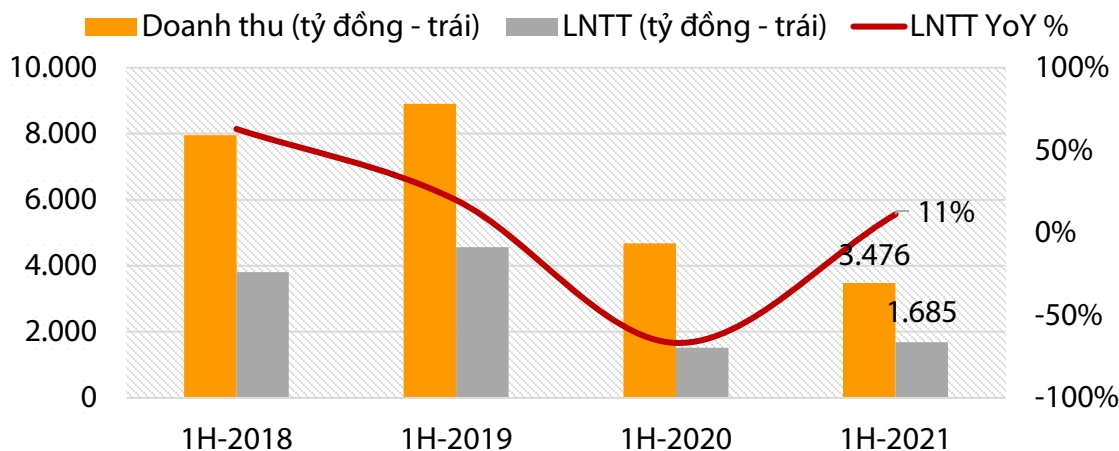
**Đại dịch cuối cùng sẽ kết thúc và ACV, với vị trí độc quyền trong quản lý sân bay, sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ sự phục hồi của ngành.** Tiến độ phục hồi về mức tiền đại dịch đang được đẩy nhanh nhờ vào việc triển khai vắc xin toàn cầu và sẽ phụ thuộc nhiều vào tốc độ của chiến dịch tiêm chủng tại Việt Nam. Chúng tôi ước tính rằng khoảng 70% đối tượng từ 18 tuổi trở lên sẽ được tiêm vắc xin lần một, trong khi tỷ lệ tiêm chủng đầy đủ có thể đạt 50% vào cuối năm 2021. Điều này sẽ cho phép Việt Nam dần mở lại các chuyến bay quốc tế trong Q4/2021 trên cơ sở hộ chiếu vắc xin cùng với việc nới lỏng đối với các yêu cầu kiểm dịch nhập cảnh.

**Cùng với tiềm năng phục hồi của sản lượng hành khách, tiến độ xử lý vướng mắc về tài sản khu bay cũng sẽ đóng vai trò như chất xúc tác quan trọng đối với giá cổ phiếu.** Ban lãnh đạo kỳ vọng các vướng mắc về quyền sở hữu tài sản khu bay sẽ được giải quyết trong Q3 2021. Bộ Giao thông Vận tải đang tích hoàn thiện các thủ tục pháp lý nhằm giải quyết vướng mắc về quyền sở hữu tài sản khu bay và dự kiến vấn đề sẽ có bước tiến mới trong Q3 2021 sau khi định giá lại tài sản khu bay. Sau đó, chúng tôi tin rằng ACV sẽ có thể giữ lại lợi nhuận từ các tài sản đó và quan trọng hơn cả là nhận được quyết toán cổ phần hóa từ các cơ quan quản lý Nhà nước. Điều này sẽ loại bỏ các ý kiến cần nhấn mạnh về vấn đề liên quan trong BCTC kiểm toán từ ACV, cho phép công ty niêm yết trên HOSE, một chất xúc tác quan trọng cho giá cổ phiếu.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tốc độ tiêm chủng chậm hơn dự kiến ảnh hưởng tới tiến độ mở cửa thị trường hàng không.
- Gánh nặng CAPEX tăng nhanh hơn kỳ vọng trong những năm tới sẽ gây áp lực lên thu nhập tài chính.

Hình 1: Tổng quan KQKD 6 tháng đầu năm 2021

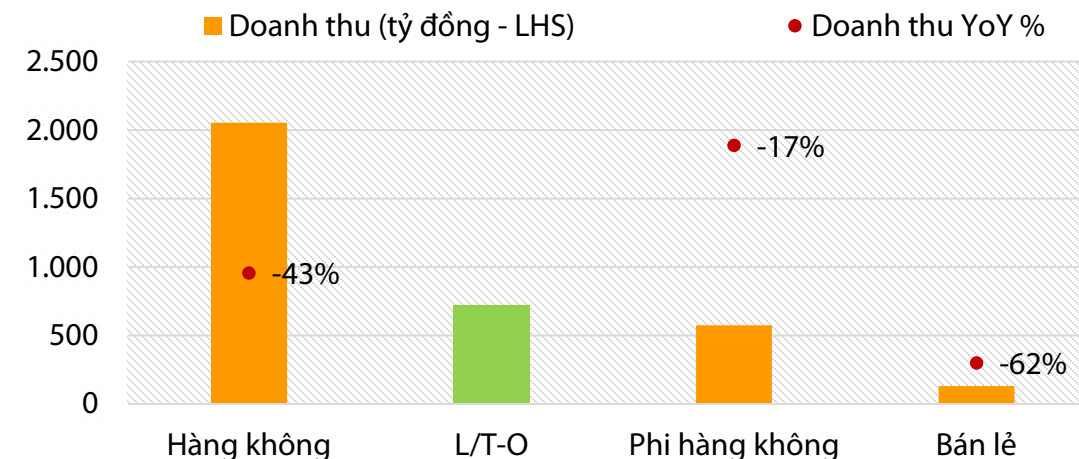


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Việc siết chặt giãn cách xã hội đã gây sức ép nặng nề khối lượng khách hàng Q2 2020.** Tổng lượng hành khách 6T2021 giảm 20% YoY (khách quốc tế giảm 97% YoY trong khi khách nội địa không đổi), khiến doanh thu giảm 25% YoY xuống 3.477 đồng mặc dù có sự đóng góp từ nguồn thu bổ sung từ tài sản khu bay kể từ đầu năm 2021. EBIT Q2 2020 giảm xuống -317 tỷ đồng kéo theo EBIT 6T2021 xuống còn -129 tỷ đồng.

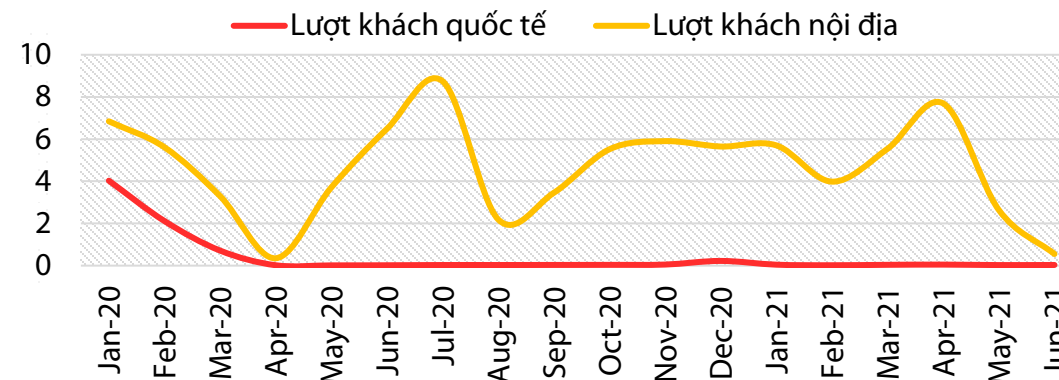
**Lợi nhuận tài chính tăng 2,5 lần, do sự phá giá của đồng Yên và lợi nhuận bổ sung từ khu bay đã giúp LNTT tăng 11% YoY.** Nếu loại trừ lợi nhuận từ hoạt động thu phí cất/hạ cánh, LNTT của 1H2021 sẽ giảm 12% YoY.

Hình 2: Doanh thu 6 tháng đầu năm 2021, theo mảng



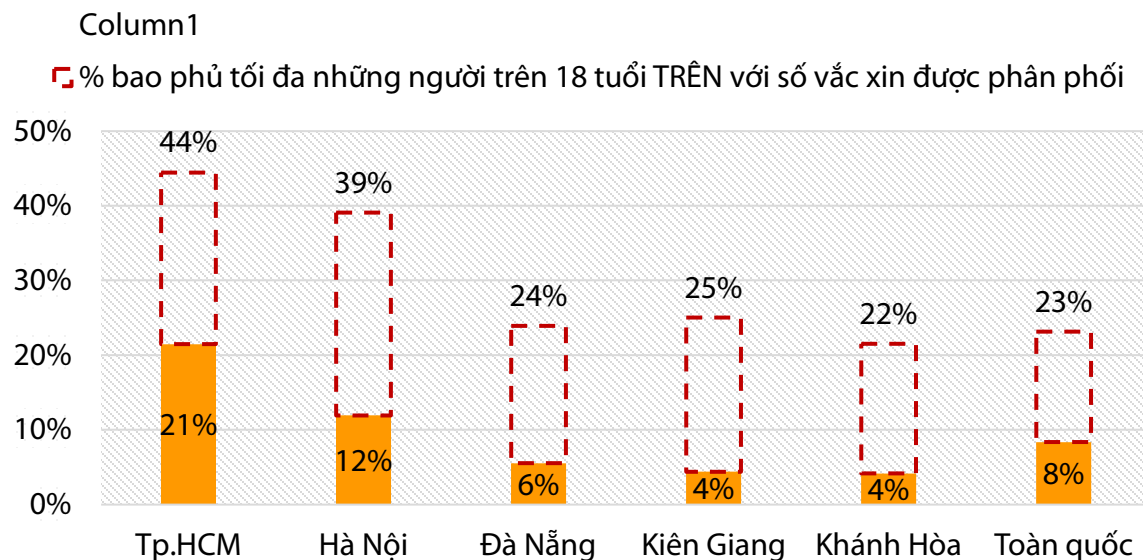
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Lượng hành khách thông qua (triệu lượt)



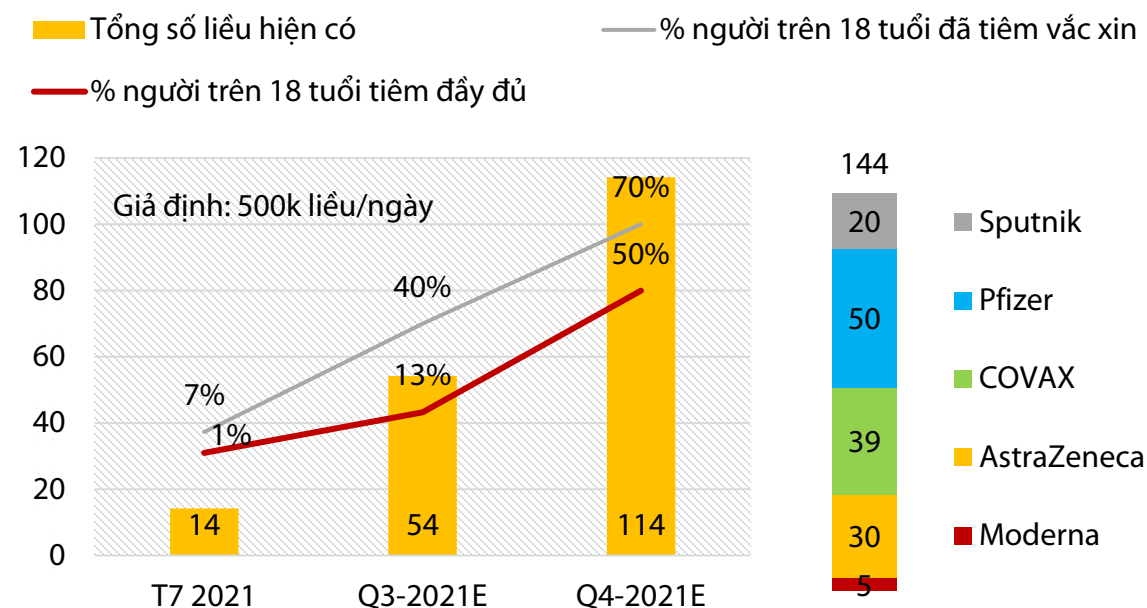
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Tỷ lệ người được tiêm lần một (từ 18 tuổi) tại điểm nóng du lịch quốc tế của Việt Nam tính đến ngày 1/8/2021**



Nguồn: Trung tâm Kiểm soát Covid-19 Quốc gia, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Ước tính số liệu vắc xin Covid-19 của Việt Nam**

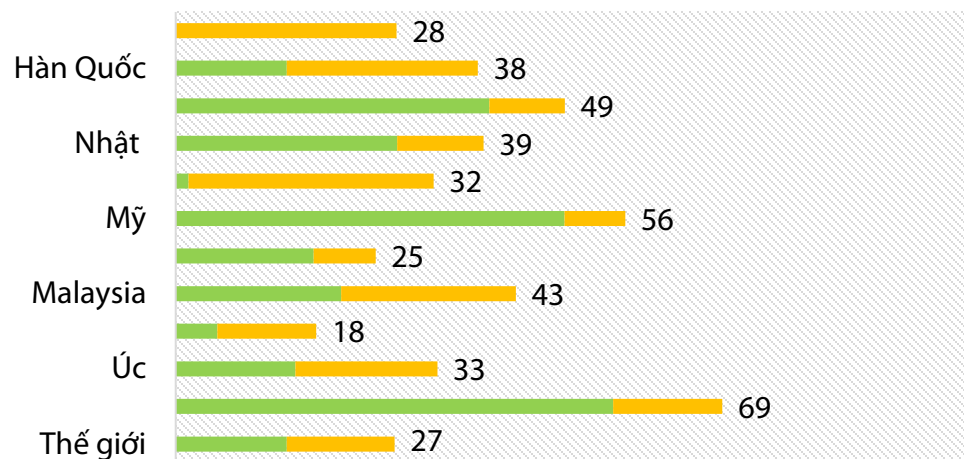


Nguồn: Bộ Y Tế, CTCK Rồng Việt

**“Hệ chiếu vắc-xin COVID-19” chỉ có hiệu quả khi tỷ lệ tiêm chủng trong nước ở mức đủ cao.** Hiệu quả phòng ngừa của vắc-xin chống các chủng SARS-CoV-2 mới, đặc biệt là với biến thể Delta, không cao, và trên thực tế, nó chỉ có thể làm giảm các triệu chứng sau khi nhiễm bệnh. Do đó, việc mở lại các đường bay quốc tế chỉ dựa trên việc xin hệ chiếu vắc xin sẽ tiềm ẩn nguy cơ lây nhiễm nếu người nhập cảnh bị nhiễm chủng Covid-19 mới. Nói cách khác, hệ chiếu vắc-xin sẽ chỉ có hiệu lực khi trong nước đạt được khả năng miễn dịch cộng đồng, tức là khi 70% dân số được tiêm chủng. Do đó, chiến dịch tiêm chủng trong nước là vô cùng quan trọng trong việc mở lại các chuyến bay quốc tế.

Hình 6: Tỷ lệ người được tiêm chủng trên các thị trường hàng đầu

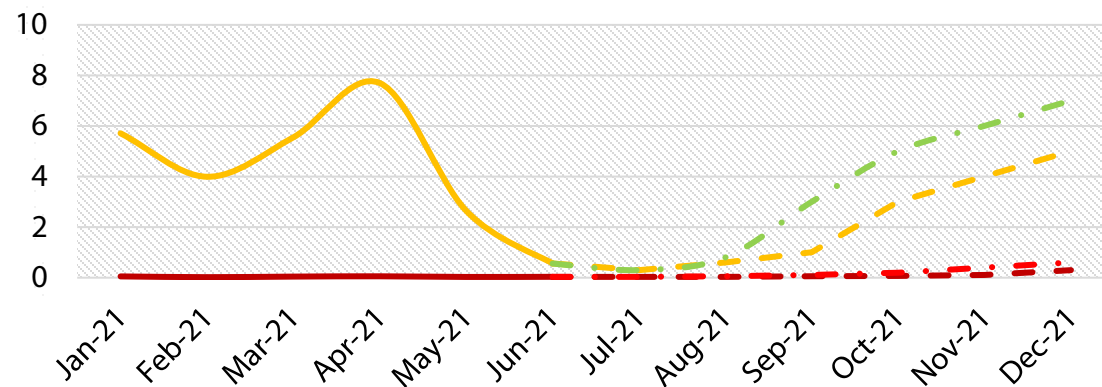
■ % đã tiêm đầy đủ vắc-xin COVID-19 ■ % đã tiêm một lần vắc-xin COVID-19



Nguồn: Our World In Data, CTCK Rồng Việt, số liệu tính đến ngày 1/8/2021

Hình 7: Kịch bản phục hồi lượng hành khách cho năm 2021F (triệu lượt)

— Lượt quốc tế — Lượt nội địa — Lượt quốc tế (KB cơ sở)  
— Lượt nội địa (KB cơ sở) — • • • Lượt quốc tế (KB tốt) — • • • Lượt nội địa (KB tốt)

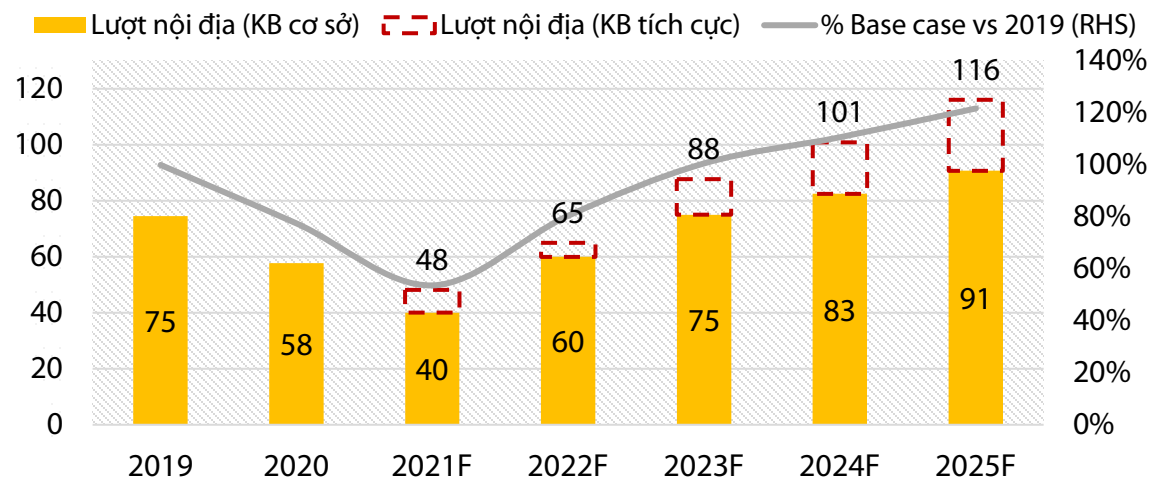


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Do chúng tôi kỳ vọng độ bao phủ mũi tiêm đầu tiên ở Việt Nam sẽ đạt 70% trong Q4/2021, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ mở lại các đường bay quốc tế với các yêu cầu nhập cảnh sẽ được nới lỏng hơn vào tháng 12/2021.** Trên cơ sở đó, chúng tôi tin rằng lượng khách quốc tế sẽ quay trở lại Việt Nam mạnh mẽ hơn vào năm 2022F. Trong khi đó, Phú Quốc có khả năng đón khách quốc tế sớm hơn so với các điểm du lịch khác, chúng tôi dự kiến sẽ đến sớm nhất vào tháng 10/2021, do tính chất biệt lập, ít dân cư của hòn đảo. Điều này dự kiến sẽ đưa 40.000 du khách quốc tế đến với Phú Quốc trong hơn sáu tháng. Năm 2019, sân bay quốc tế Phú Quốc phục vụ khoảng 300.000 lượt khách quốc tế, là sân bay lớn thứ 5 tại Việt Nam về lượng hành khách quốc tế.

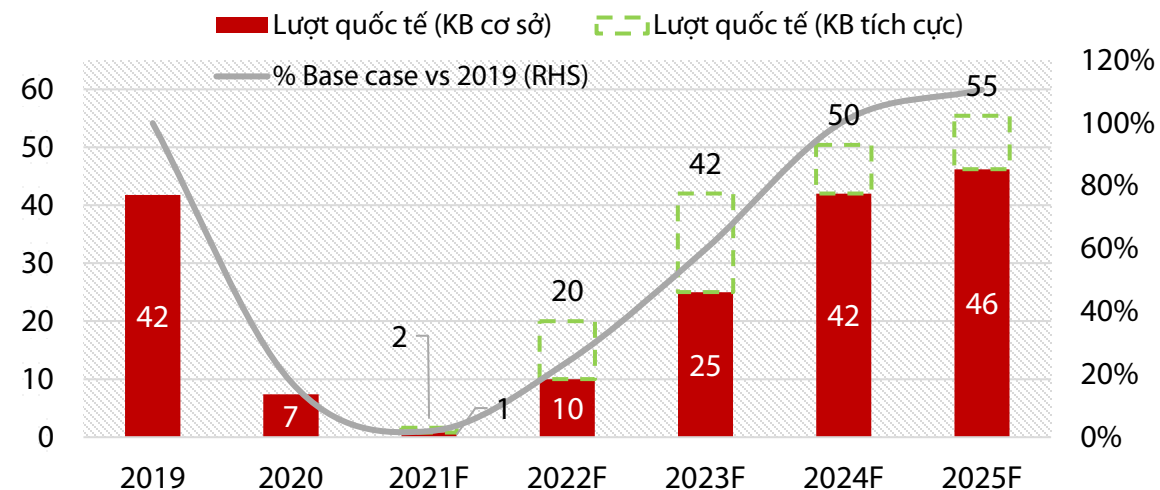
**Đề án “hộ chiếu vắc xin” có thể sẽ được áp dụng ở Việt Nam.** Ngày càng có nhiều quốc gia đang xem xét hộ chiếu Covid-19, một hình thức công nhận (thường được lưu trữ dưới dạng kỹ thuật số) được cấp cho những ai đã được tiêm ngừa đầy đủ, có kết quả xét nghiệm âm tính với Covid-19 hoặc đã khỏi bệnh, như một cách đi du lịch dễ dàng hơn.

**Hình 8: Dự báo lượt khách nội địa dài hạn**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

**Hình 9: Dự báo lượt hành khách quốc tế dài hạn**



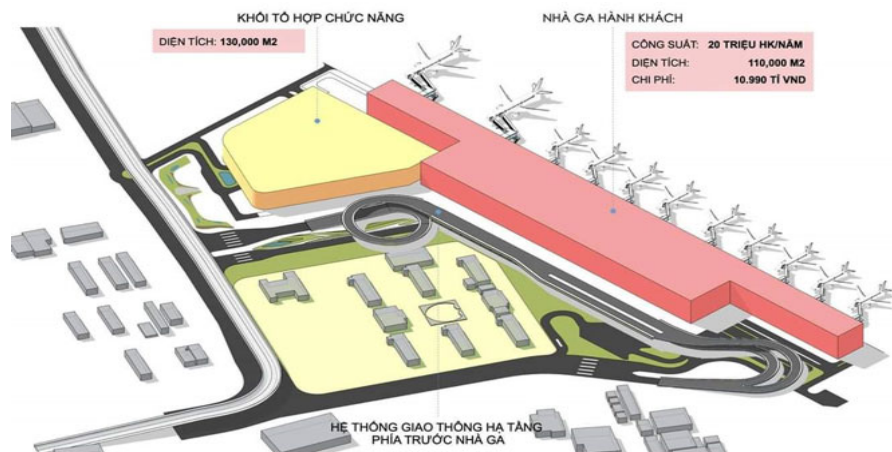
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi kỳ vọng rằng thị trường hàng không trong nước sẽ cần hai năm để phục hồi hoàn toàn từ mức thấp vào năm 2021F, trong khi thị trường quốc tế có thể cần đến ba năm. Tuy nhiên, tốc độ phục hồi của thị trường quốc tế sẽ nhanh hơn rất nhiều so với thị trường nội địa trong thời gian sau đó. Theo đó, CAGR 4 năm cho sản lượng trong nước/quốc tế trong giai đoạn 2021F-25F dự kiến là 23%/176%.

Trong kịch bản tích cực nhất, chúng tôi kỳ vọng rằng lượng hành khách thông qua trong nước sẽ cao hơn 18% so với mức của năm 2019 vào năm 2023F, trong khi thị trường quốc tế sẽ quay trở lại mức tiền đại dịch vào cùng thời điểm. Dự phóng CAGR 4 năm cho sản lượng nội địa/quốc tế tương ứng đạt 25%/143%.



**Hình 10: Nhà ga hành khách Tân Sơn Nhất T3 dự kiến khởi công xây dựng vào tháng 10/2021 và hoàn tất 24 tháng sau đó**



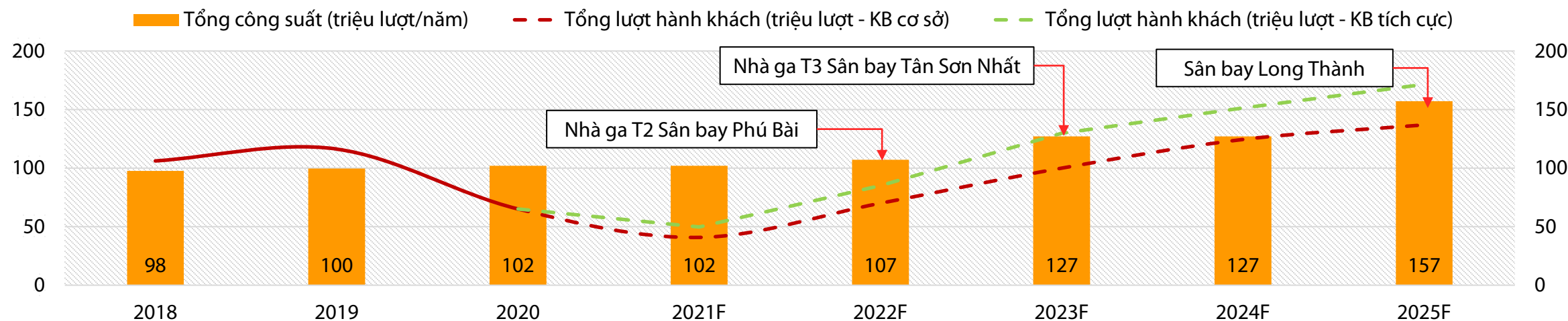
Nguồn: ACV

**Hình 11: Sân bay Quốc tế Long Thành Giai đoạn 1 dự kiến hoạt động vào cuối năm 2025**



Nguồn: ACV

**Hình 12: Tổng công suất và tổng lượt hành khách thông qua các cảng hàng không dự phóng**



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 18%

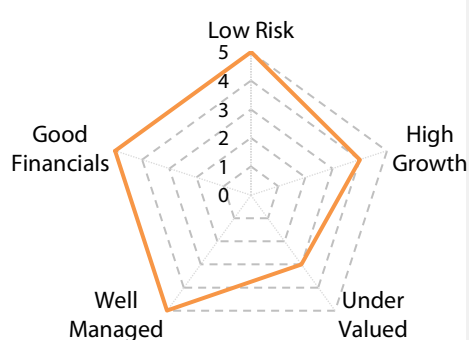
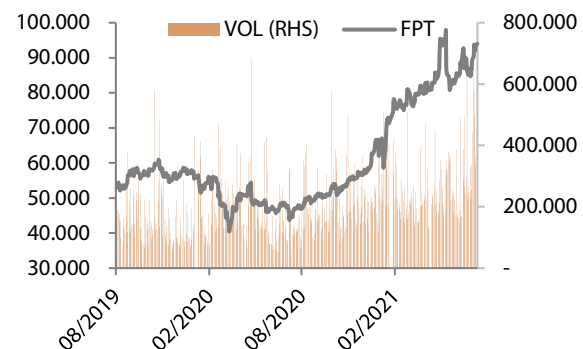
<GTT: 90.500>

<GMT: 108.800>

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

### TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                              |                 |
|------------------------------|-----------------|
| Ngành                        | Công nghệ       |
| Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng) | 86,754.1        |
| SLCPĐLH                      | 907.5           |
| KLGD bình quân 3T (nghìn)    | 3,704.8         |
| GTGD bình quân 3T (Tỷ đồng)  | 330.2           |
| Sở hữu NĐTNN còn lại (%)     | 0.0             |
| Giá 52 tuần (đồng)           | 44,500 - 97,900 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu              | 29.830 | 34.510 | 41.063 |
| LNST công ty mẹ        | 3.538  | 4.399  | 5.240  |
| ROA (%)                | 8,5%   | 8,9%   | 9,1%   |
| ROE (%)                | 22,5%  | 22,2%  | 22,6%  |
| EPS (VND)              | 4.512  | 4.828  | 5.751  |
| Giá trị sổ sách (đồng) | 20.078 | 21.795 | 25.535 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.000  | 2.000  | 2.000  |
| P/E (x) (*)            | 11,3   | 19,5   | 16,3   |
| P/B (x) (*)            | 2,1    | 4,3    | 3,7    |

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tốc độ chuyển đổi số tăng nhanh, được thúc đẩy bởi sự phục hồi của kinh tế thế giới, sẽ củng cố quỹ đạo tăng trưởng dài hạn của mảng công nghệ toàn cầu.** Việc triển khai vắc-xin Covid-19 toàn cầu khởi động cho sự phục hồi kinh tế toàn cầu, tạo ra ảnh hưởng lan tỏa đến nhu cầu đầu tư dịch vụ CNTT. Trong đó, quá trình chuyển đổi số (DX) của các doanh nghiệp thậm chí sẽ còn nhanh hơn so với năm 2020. Hơn nữa, chúng tôi tin vào những nỗ lực phát triển năng lực công nghệ cốt lõi và, qua đó, mở rộng phạm vi dịch vụ cung cấp cho khách hàng của FPT trong quá trình DX (từ tư vấn đến triển khai và bảo trì) sẽ giúp F-Soft tận dụng tốt xu hướng thị trường được đề cập. Minh chứng rõ ràng với gia tăng số lượng các dự án lớn (tổng giá trị trên 5 triệu USD) đã ký kết trong 6T2021 so với 6T2020 (11 giao dịch so với 2 giao dịch).

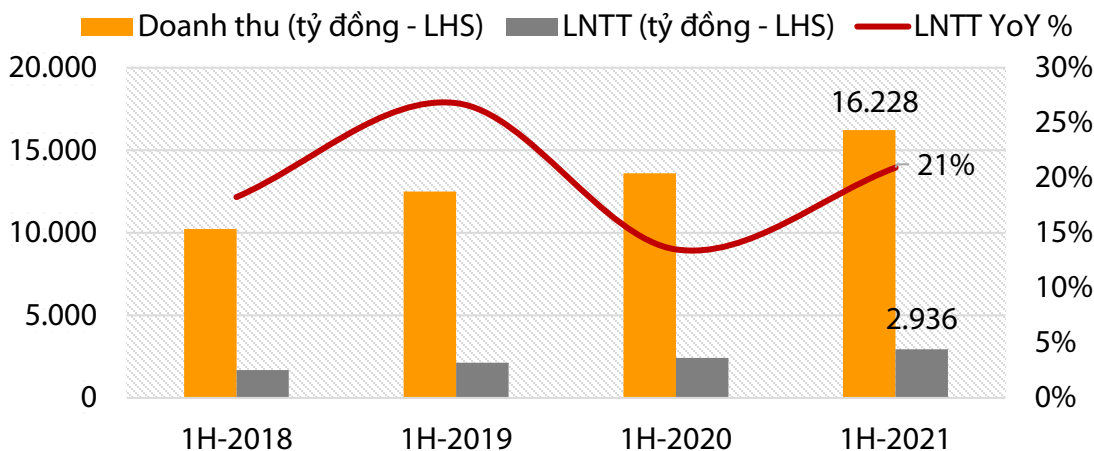
**Mảng công nghệ trong nước đang bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh.** Doanh thu công nghệ trong nước 6T2021 vẫn đang tăng trưởng (41% YoY và 19% so với 6T2019), thậm chí ở mức cao nhất kể từ năm 2014, bất chấp việc các doanh nghiệp Việt Nam đang bị ảnh hưởng bởi làn sóng covid-19 tồi tệ nhất và doanh thu dịch vụ liên quan tới phần cứng đã được chủ động cắt giảm. Việc đặt trọng tâm vào các dịch vụ phần mềm cũng được thể hiện qua thương vụ thương vụ với Base.vn, một công ty SaaS hàng đầu trong nước. Chiến lược này sẽ mang lại hiệu quả tốt hơn nữa trong xu hướng tăng chi tiêu đầu tư công nghệ, nhằm quy trình và hiệu quả hoạt động của các DN.

**Pay TV và Trung tâm dữ liệu (DC) mang lại cơ hội tăng trưởng cao trong mảng viễn thông.** Chúng tôi kỳ vọng rằng tăng trưởng thuê bao băng thông rộng sẽ kéo theo số lượng người dung DV PayTV và hiệu quả kinh tế nhờ quy mô tăng lên. Trong khi đó, nhu cầu sử dụng các ứng dụng liên quan tới công nghệ Cloud đang bùng nổ trong xu hướng DX mạnh mẽ sẽ nhanh chóng lấp đầy các trung tâm DC mới của FPT.

### RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

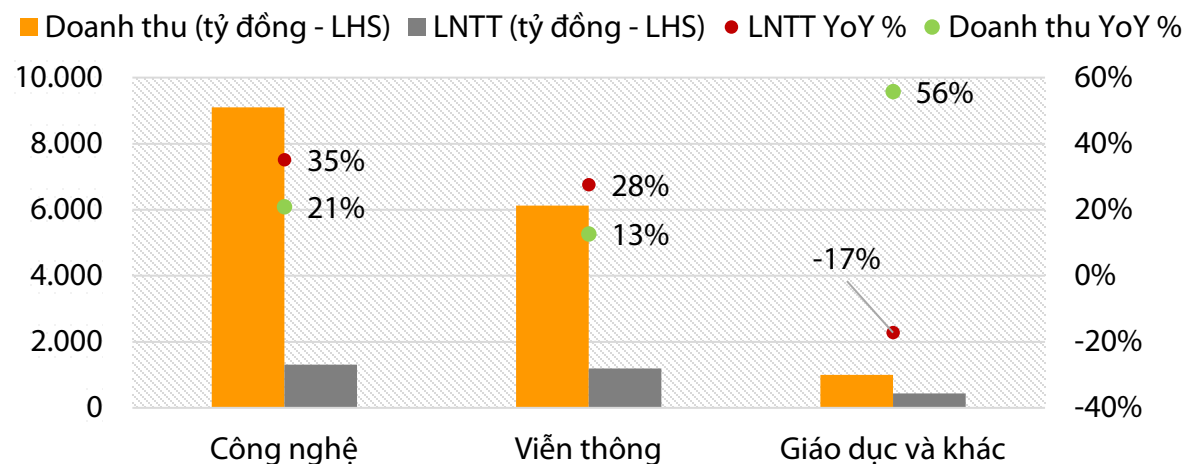
- Doanh thu dịch vụ CNTT tại thị trường Nhật Bản tăng trưởng chậm hơn so với dự kiến.

Hình 1: Tổng quan KQKD 6T2021



Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu và LNTT 6T2021, theo phân khúc



Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

**Mảng công nghệ tiếp tục đóng vai trò chủ đạo, đóng góp 56% doanh thu và 44% LNTT của Tập đoàn.** Tổng giá trị các dự án ký mới tăng mạnh 45% YoY lên 11.682 tỷ đồng do nhu cầu đầu tư vào CNTT tiếp tục gia tăng. Bên cạnh đó, nỗ lực của FPT trong việc triển khai các giải pháp công nghệ mới trong nền tảng Lowcode, Cloud và Blockchain cho khách hàng quốc tế đã giúp doanh thu DX đạt 2.116 tỷ đồng, tăng 19,3% YoY. Đáng chú ý, Công ty đã đạt được 11 thương vụ lớn so với 2 trong 1H2020.

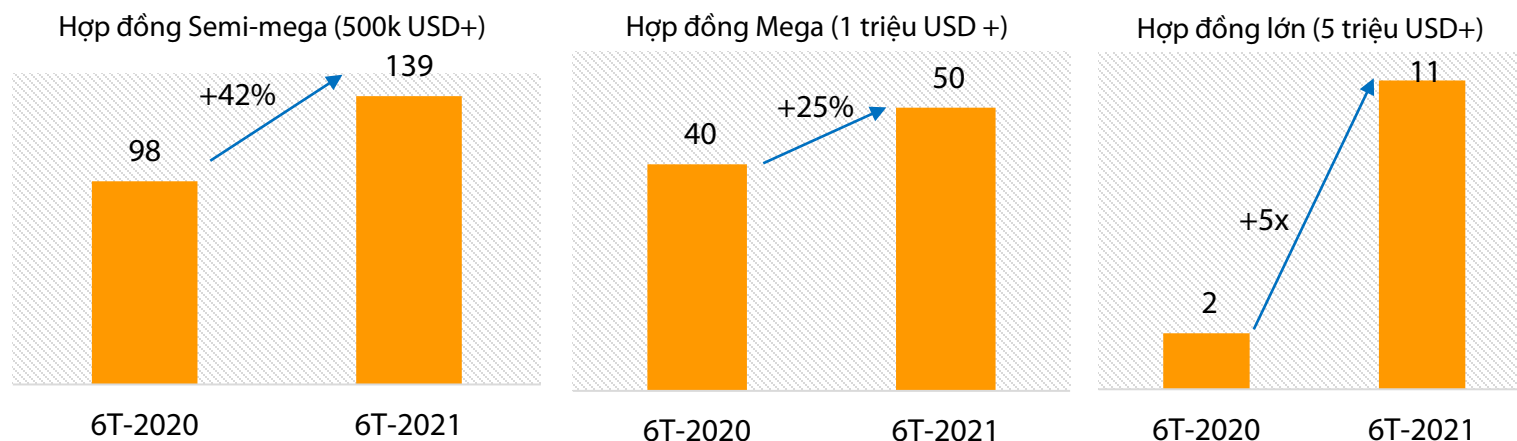
**Biên lợi nhuận mảng công nghệ trong nước tăng đáng kể** do FPT có chiến lược tập trung nhiều hơn vào dịch vụ CNTT. Ngoài ra **LNTT của dịch vụ Viễn thông** tiếp tục cải thiện do lợi nhuận của PayTV tăng, cùng với việc tạm hoãn đầu tư vốn vào các cơ sở mới do tình hình đại dịch hiện nay.

Bảng 1: Biên LNTT theo mảng

| Nhóm dịch vụ              | 1H-2021      | Thay đổi YoY   |
|---------------------------|--------------|----------------|
| Dịch vụ IT toàn cầu       | 15,9%        | +45 bps        |
| Dịch vụ IT nội địa        | 10,1%        | +601 bps       |
| Dịch vụ Viễn thông        | 18,3%        | +232 bps       |
| Quảng cáo trực tuyến      | 45,9%        | -163 bps       |
| <b>Biên LNTT tập đoàn</b> | <b>18,1%</b> | <b>+25 bps</b> |

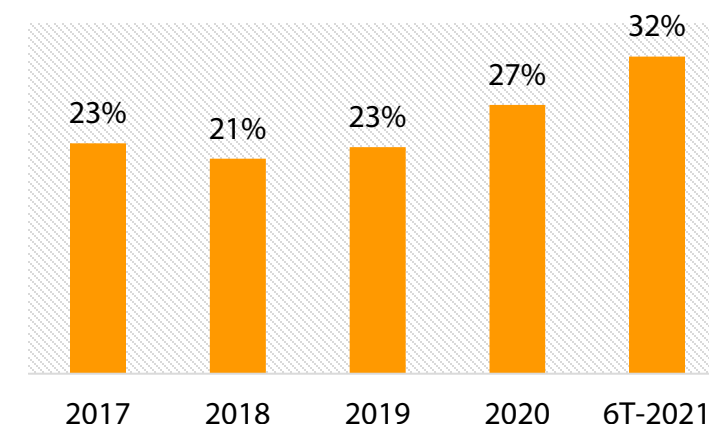
Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tổng số dự án ký mới tăng mạnh sẽ hỗ trợ triển vọng doanh thu trong trung hạn



Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tỷ trọng doanh thu DX đang tăng

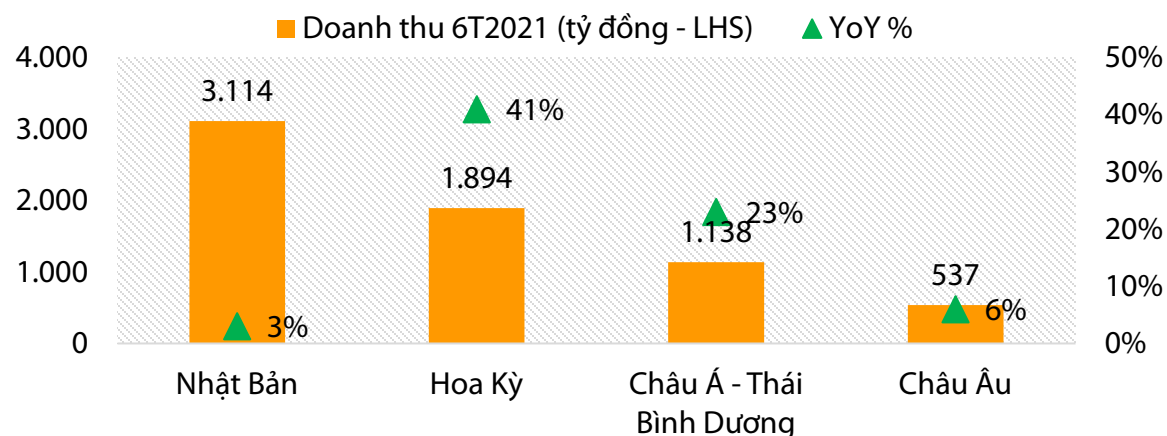


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Khi thế giới mở cửa trở lại, Gartner dự đoán **dịch vụ CNTT là một trong những lĩnh vực tăng trưởng cao hàng đầu trong năm 2021F/22F (9,8%/8,5%)**, chủ yếu dẫn dắt bởi sự gia tăng chi tiêu cho dịch vụ Cloud. Ngoài ra, dữ liệu khảo sát CEO của Gartner cho thấy **xu hướng tăng trưởng bền vững trong đầu tư vào năng lực kỹ thuật số**. Gia tăng về số lượng ký kết các dự án lớn và doanh thu DX là một minh chứng rõ ràng.

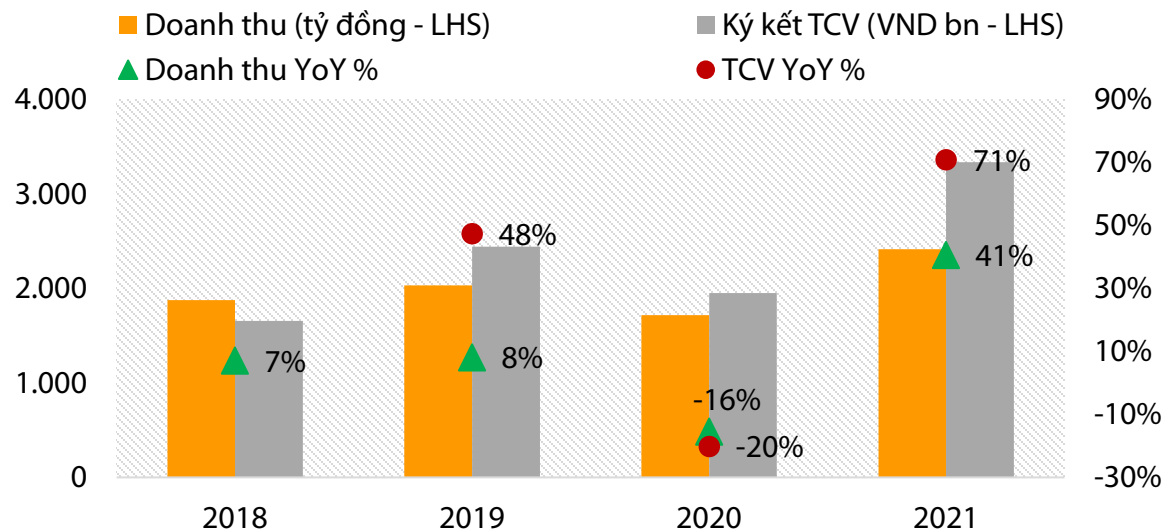
**Chúng tôi kỳ vọng F-Soft sẽ hưởng lợi với mức tăng trưởng doanh thu hai con số cao trong năm 2021F/22F là 14%/19%**, với định vị là một nhà cung cấp CNTT có chi phí cạnh tranh cùng với năng lực công nghệ lõi ngày càng được nâng cao. Chúng tôi tin rằng thị trường Hoa Kỳ sẽ dẫn dắt tăng trưởng nhờ vào chiến dịch tiềm chủng sớm, trong khi các thị trường khác cũng sẽ sớm chứng kiến sự phục hồi.

Hình 5: Hoa Kỳ dẫn đầu các thị trường quốc tế của FPT về tốc độ tăng trưởng



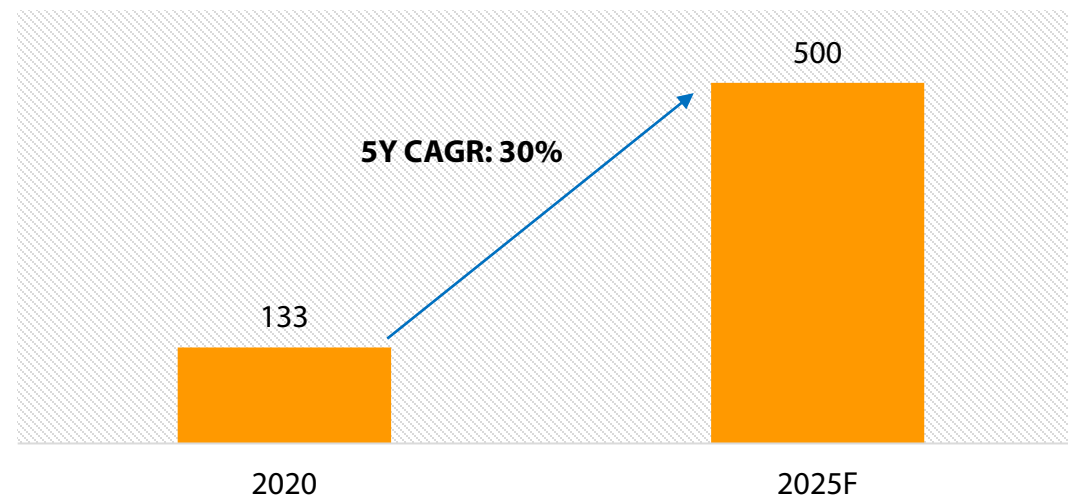
Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Doanh thu CNTT nội địa và tổng giá trị của các dự án trong nước đã ký trong 6T của một số năm gần đây**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Thị trường dịch vụ Cloud tại Việt Nam (triệu USD)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Mảng công nghệ trong nước cũng chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu ngày càng tăng.** Doanh thu công nghệ trong nước 6T2021 vẫn đang tăng trưởng ở mức cao nhất kể từ năm 2014 (41% YoY và 19% so với 1H2019), mặc dù các doanh nghiệp Việt Nam đang bị ảnh hưởng bởi làn sóng covid-19 tồi tệ nhất và thực tế là FPT đã có chiến lược giảm quy mô phần cứng cộng với doanh số tích hợp hệ thống.

Mặc dù vậy, làn sóng Covid-19 đang diễn ra và các biện pháp ngăn chặn nghiêm ngặt nhất được áp dụng đối với nền kinh tế Việt Nam và sẽ có một tỷ lệ không nhỏ các doanh nghiệp đang phải cắt giảm ngân sách đầu tư cho CNTT. Nói cách khác, **chúng tôi tin rằng nhu cầu chi tiêu cho CNTT đang bị dồn nén trong giai đoạn này sẽ thúc đẩy quỹ đạo tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2022F**, do xu hướng tất yếu của việc áp dụng CNTT và động lực chuyển đổi số được kích thích bởi đại dịch, khi nền kinh tế mở cửa trở lại.

Mặc dù kết quả công nghệ trong nước 6T2021 chủ yếu nhờ tập trung vào các dịch vụ DX cho Chính phủ và các doanh nghiệp lớn, **việc hợp tác với Base.vn sẽ giúp FPT nhanh chóng thâm nhập vào thị trường dịch vụ Cloud, phục vụ cho các DN SME trong tương lai nhờ lượng khách hàng từ Base.**



**Bảng 2: Dự phóng năm 2021F / 22F**

| Đơn vị: tỷ đồng       | 2021F         | YoY %        | 2022F         | YoY %        |
|-----------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Tổng doanh thu</b> | <b>34.510</b> | <b>15,7%</b> | <b>41.063</b> | <b>19,0%</b> |
| • Công nghệ           | 19.246        | 14,5%        | 22.954        | 19,3%        |
| • Viễn thông          | 13.393        | 16,8%        | 15.864        | 18,5%        |
| • Giáo dục và khác    | 1.871         | 20,0%        | 2.245         | 20,0%        |
| <b>LNTT</b>           | <b>6.552</b>  | <b>24,5%</b> | <b>7.794</b>  | <b>19,0%</b> |
| • Công nghệ           | 2.816         | 25,9%        | 3.438         | 22,1%        |
| • Viễn thông          | 2.564         | 23,6%        | 3.007         | 17,3%        |
| • Giáo dục và khác    | 1.171         | 23,3%        | 1.349         | 15,2%        |
| <b>LNST</b>           | <b>4.399</b>  | <b>24,4%</b> | <b>5.113</b>  | <b>19,1%</b> |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 3: Tóm tắt định giá**

| Đơn vị: tỷ đồng            | Giá trị hợp lý |
|----------------------------|----------------|
| <b>1. Công nghệ</b>        | <b>63.354</b>  |
| Dịch vụ IT toàn cầu        | 56.192         |
| Dịch vụ IT nội địa         | 7.161          |
| <b>2. Viễn thông</b>       | <b>15.113</b>  |
| <b>3. Giáo dục và khác</b> | <b>15.070</b>  |
| <b>4. Tiền ròng</b>        | <b>2.741</b>   |
| <b>5. Sở hữu TPB</b>       | <b>2.432*</b>  |
| <b>Tổng</b>                | <b>98.710</b>  |
| <b>Giá mục tiêu (đồng)</b> | <b>108.800</b> |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Giá mục tiêu trong một năm là 108.800 đồng của chúng tôi dựa trên phương pháp tổng thành phần với hệ số P/E mục tiêu cho các mảng tương ứng được tham chiếu trên tốc độ CAGR 3 năm của LN các mảng tương ứng. Theo đó, chúng tôi dự phóng LNST 3 năm CAGR giai đoạn 2021F-24F của F-Soft / FIS / FOX / FOC / FPT Education sẽ đạt lần lượt là 30% / 20% / 18% / 10% / 20%.

Xem xét tốc độ CAGR 3 năm của LNST ở mức 20% trong giai đoạn 2021F-24F, chúng tôi tin vào tính phù hợp của mức định giá trên (P/E 2021F/22F lần lượt là 22,5x/18,9x).

<TÍCH LŨY: +8%>

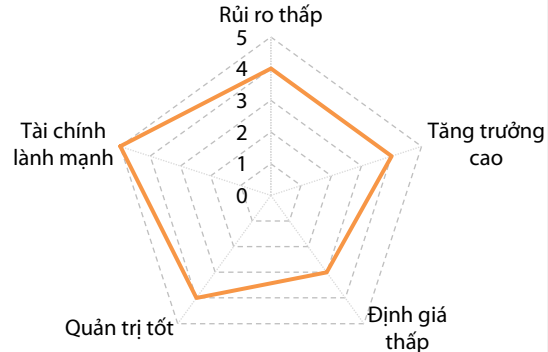
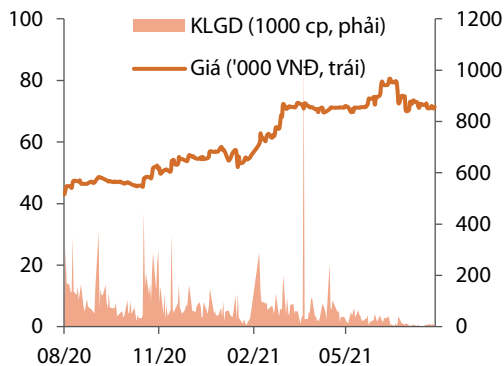
<GTT: 71.000>

<GMT: 75.000>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Ngành                    | Dược phẩm       |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 4.733,7         |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 66,7            |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 251,6           |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 19,6            |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | -               |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 21.700 - 67.800 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 1.369  | 1.439  | 1.769  |
| LNST (tỷ đồng)         | 210    | 228    | 280    |
| ROA (%)                | 10     | 9,8    | 11,1   |
| ROE (%)                | 12,1   | 12,5   | 14,1   |
| EPS (đồng)             | 2.873  | 3.129  | 3.835  |
| GTSS (đồng)            | 26.939 | 28.483 | 30.856 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.500  | 1.500  | 2.000  |
| P/E (x) (*)            | 16,7   | 22,4   | 18,3   |
| P/B (x) (*)            | 1,8    | 2,5    | 2,3    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Giá trị trúng thầu tăng mạnh, nhưng IMP cần thời gian để chuyển đổi tăng trưởng doanh thu**

- Công ty đã trúng thầu với giá trị 1135,4 tỷ đồng (89% là thuốc nhóm 2) trong 6 tháng đầu năm, tăng khoảng 105% YoY. Kết quả đấu thầu của IMP vượt xa các công ty dược phẩm khác trong nước.
- Nhu cầu về thuốc trong 2H có thể yếu hơn so với 1H do các biện pháp kiểm soát đại dịch đang được thực hiện trên diện rộng. Các thị trường chính của IMP như các tỉnh phía Nam, Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, đều đang áp dụng Chỉ thị 16.

**Công ty có tiềm năng tăng trưởng mạnh do các nhà máy đang hoạt động với công suất thấp và đơn hàng ở kênh bệnh viện có khả năng phục hồi trong năm tới.**

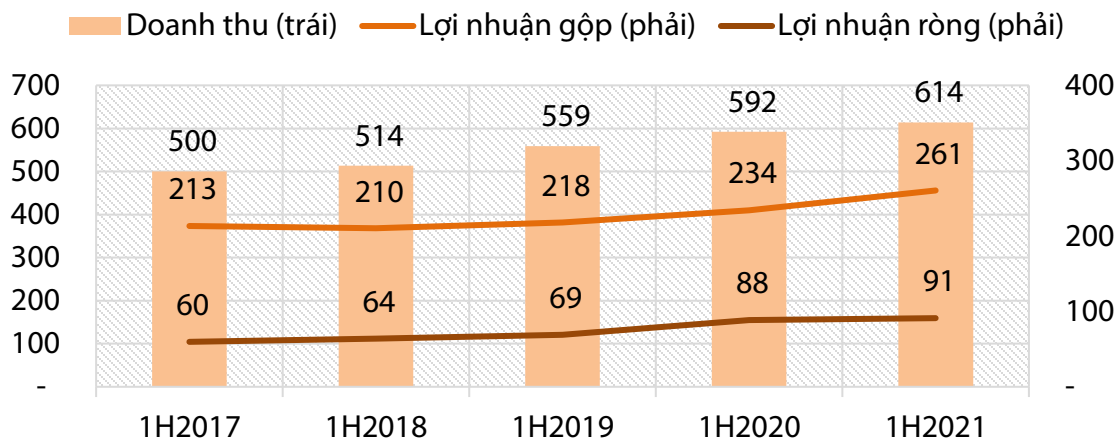
- Các nhà máy IMP2 và IMP3 đang hoạt động với công suất thấp, trong khi đó, nhà máy IMP4 có thể được phê duyệt EU-GMP vào năm 2022. Do đó, IMP vẫn còn nhiều dư địa để phát triển và nắm bắt cơ hội từ nhu cầu phục hồi trong năm tới.
- Dựa trên giá trị trúng thầu lớn trong 6T2021, đơn đặt hàng từ các bệnh viện đối với các sản phẩm của IMP có thể tăng mạnh vào năm 2022.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc triển khai Chỉ thị-16 ở miền Nam có thể bị kéo dài, ảnh hưởng tiêu cực lên doanh thu của IMP.
- Quá trình phê duyệt EU-GMP của IMP4 có thể tốn nhiều thời gian hơn dự kiến.

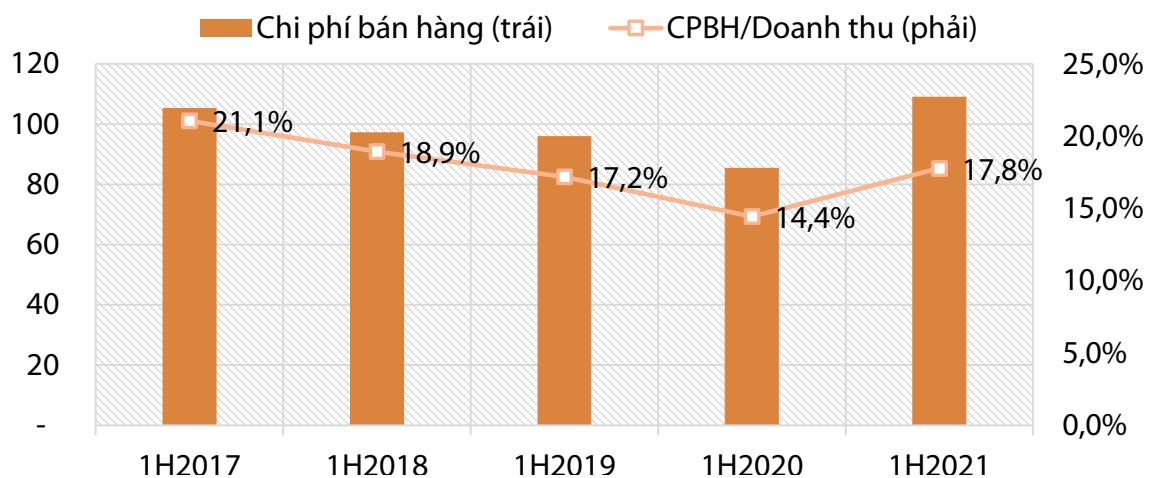


Hình 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng (tỷ đồng)



Nguồn IMP, CTCK Rồng Việt

Trong 6T2021, doanh thu thuần của IMP đạt 614 tỷ đồng (+4.4% YoY), hoàn thành 40,1% kế hoạch 2021.

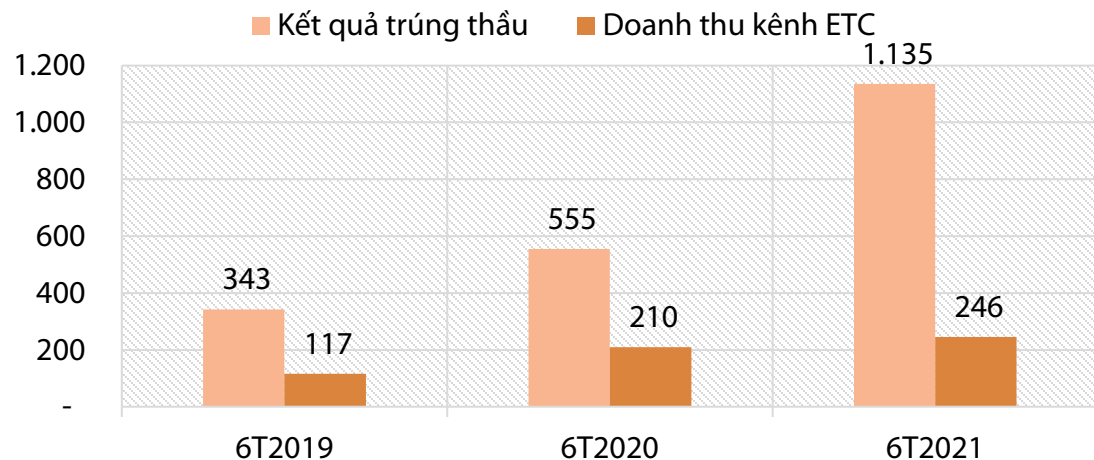
#### Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhưng chi phí bán hàng tăng mạnh

- Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 39,6% 6T2020 lên mức 42.5% 6T2021 nhờ tập trung vào các nhóm thuốc EU-GMP đạt biên lợi nhuận cao.
- Do đó, lợi nhuận gộp đạt 261 tỷ trong 6T, đạt mức tăng trưởng 11% YoY.
- Chi phí bán hàng tăng 27.5% YoY do các hoạt động hỗ trợ bán hàng, tiếp thị đã được triển khai trở lại trong 6T2021 sau thời gian tạm dừng từ Q2/2020 vì dịch. Vì vậy, LNST chỉ tăng 3.2% YoY.

#### Doanh thu kênh ETC tăng trưởng chậm lại

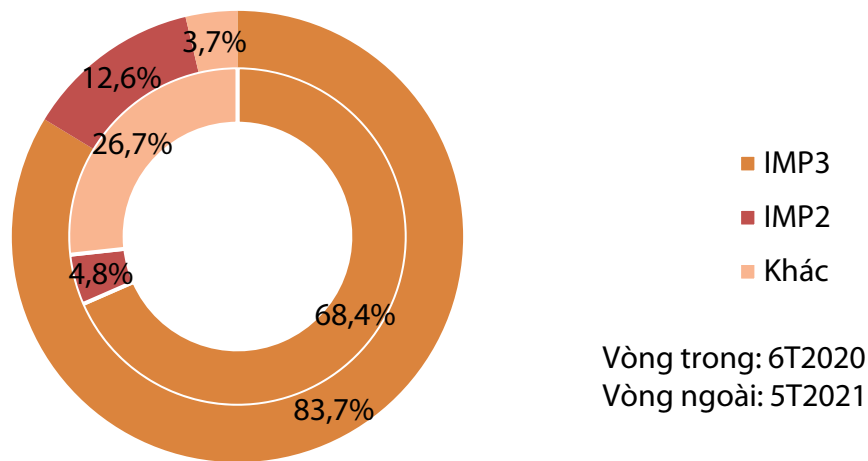
- Trong 6T2021, doanh thu kênh ETC tăng 17% YoY, chậm hơn mức tăng 80% YoY vào cùng kỳ năm ngoái. Tốc độ tăng trưởng bị chậm lại một phần do ảnh hưởng của dịch bệnh.

**Hình 3: Giá trị trúng thầu của IMP và doanh thu kênh ETC (tỷ đồng)**



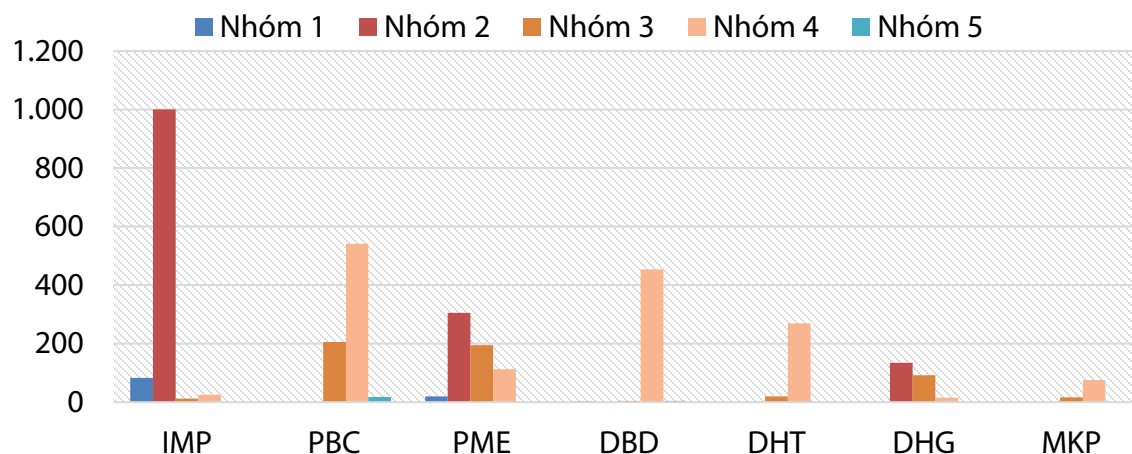
Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

**Hình 4: Cơ cấu giá trị trúng thầu của IMP theo nhà máy**



Nguồn IMP, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Kết quả đấu thầu của các công ty dược niêm yết (tỷ đồng)**

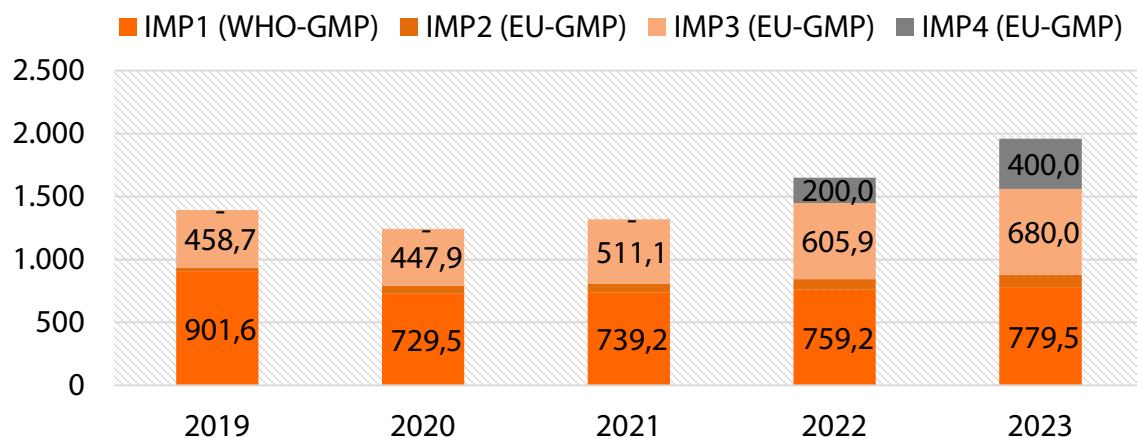


Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

**IMP đạt giá trị trúng thầu cao nhất ở kênh ETC trong số các công ty dược Việt Nam**

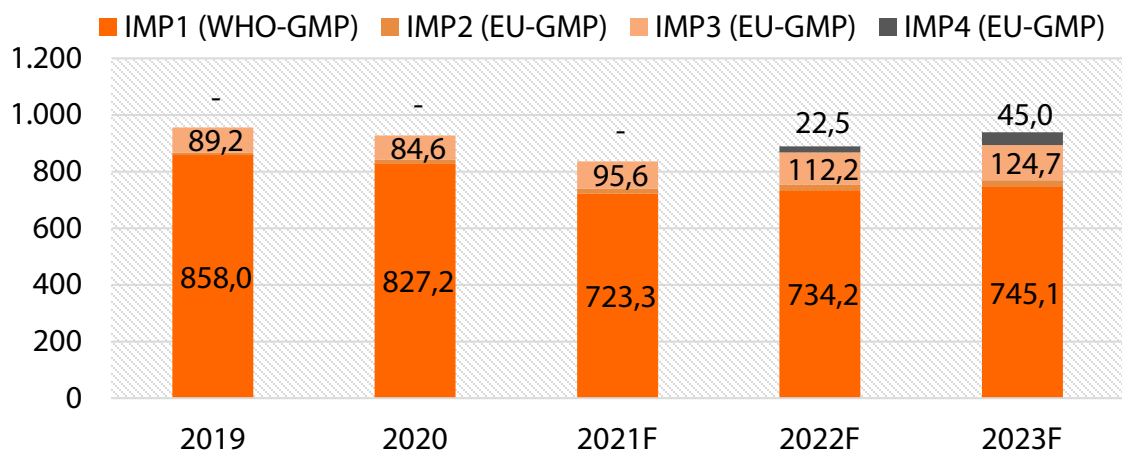
- Trong 6T2021, công ty giành được các gói thầu thuốc trị giá 1.135 tỷ đồng (trong đó, 89% là thuốc Nhóm 2), cao hơn 105% YoY.
- Nhà máy IMP3 (chủ yếu sản xuất Cephalosporin) đóng góp khoảng 84% giá trị trúng thầu của IMP.
- Mặc dù nhu cầu trong nửa cuối năm có thể bị ảnh hưởng bởi đại dịch, doanh thu của IMP có thể tăng trưởng đạt tốc độ cao hơn so với ngành do giá trị trúng thầu cao trong 6 tháng đầu 2021.

**Hình 6: Dự phóng doanh thu theo nhà máy (tỷ đồng)**



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

**Hình 7: Dự phóng sản lượng sản xuất theo nhà máy (triệu đơn vị sp)**



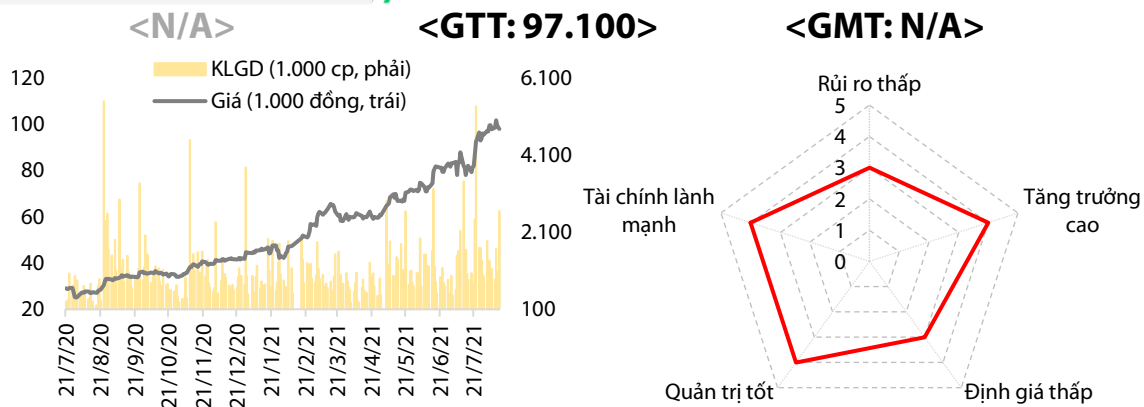
Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

### 2H2021: Nhu cầu suy yếu

- Doanh thu có thể suy yếu trong Quý 3 do thực hiện giãn cách xã hội ở miền Nam và các thành phố lớn. Quá trình tiêm chủng có thể kéo dài hơn sáu tháng, do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng chậm lại 6% YoY trong 2H2021.
- Chi phí bán hàng có thể không đổi YoY do công ty giảm các hoạt động bán hàng và tiếp thị trong quý 3.
- LNST có thể tăng 13% do biên lợi nhuận gộp có thể duy trì ở mức 41,2% trong 2H2021, cao hơn so với mức 40% trong 2H2020.

### Triển vọng 2022: Kỳ vọng mức tăng trưởng mạnh mẽ hơn

- Sau khi hoàn tất tiêm chủng, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu thuốc có thể phục hồi nhanh chóng vào năm 2022.
- Với ba nhà máy đạt chuẩn EU-GMP, IMP có thể nắm bắt cơ hội để phát triển mạnh mẽ. Bên cạnh đó, giá trị trúng thầu lớn trong 6T2021 có thể chuyển đổi thành mức tăng trưởng doanh thu cao.
- Chúng tôi kỳ vọng nhà máy IMP4 sẽ đi vào hoạt động trong 2H2022, đóng góp 200 tỷ đồng vào tổng doanh thu.
- Doanh thu và LNST dự kiến sẽ tăng trưởng lần lượt 23% và 22,6% vào năm 2022.



| THÔNG TIN CỔ PHIẾU          |           | TÀI CHÍNH              | 2018A  | 2019A  | 2020A  |
|-----------------------------|-----------|------------------------|--------|--------|--------|
| Ngành                       | Hóa chất  | Doanh thu              | 6.090  | 5.091  | 6.236  |
| Vốn hóa (tỷ đồng)           | 16,765    | LNST                   | 870    | 567    | 907    |
| SLCPĐLH (triệu cp)          | 189       | ROA (%)                | 18,4   | 12,0   | 15,4   |
| KLBQ 3 tháng (nghìn cp)     | 1,298     | ROE (%)                | 28,6   | 17,0   | 23,3   |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)    | 109       | EPS (đồng)             | 12.389 | 4.241  | 5.733  |
| SH NĐTNN còn lại (%)        | N/A       | GTSS (đồng)            | 28.225 | 25.695 | 26.289 |
| ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 11,2-30,5 | Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.000  | 2.500  | 2.000  |
|                             |           | P/E (x) (*)            | 3,7    | 5,8    | 8,9    |
|                             |           | P/B (x) (*)            | 1,6    | 0,9    | 1,9    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Câu chuyện về cải thiện biên lợi nhuận gộp

- Việc tự chủ đầu vào apatit bằng việc khai thác mỏ Khai Trường 25 sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của DGC. Bên cạnh đó, giá phốt pho vàng (P4) tăng trong thời gian gần đây sẽ tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp trong Q3/2021 khi các hợp đồng mới được áp dụng giá bán cao hơn. Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp mảng P4 sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2022 trong trường hợp giá P4 ổn định.
- Ngoài ra, DGC đã và đang sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn, có nguồn gốc từ P4, nhằm cải thiện biên lợi nhuận như HPO điện tử hoặc phốt pho đỏ.

### Lợi nhuận ấn tượng trong Q3 góp phần thúc đẩy lợi nhuận của cả năm

- DGC lên kế hoạch đạt 400 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong Q3/2021 (tăng 20.1% QoQ và 69.5% YoY), và theo chúng tôi doanh nghiệp có khả năng vượt xa kế hoạch trên khi lịch sử cho thấy DGC luôn vượt kế hoạch quý của mình. Nhìn chung, mức lợi nhuận 2021 dự kiến đạt khoảng 1.500 tỷ đồng, tăng 58,2% YoY, tương đương chỉ số P/E năm 2021 là 11 lần, khá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp đang tăng trưởng.

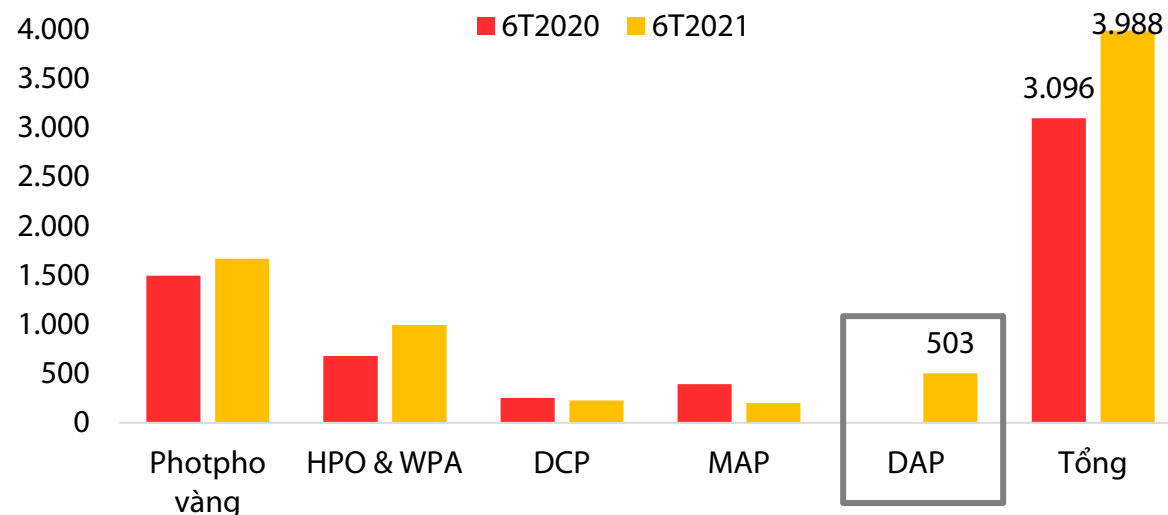
### Nghi Sơn sẽ là chất xúc tác chính trong dài hạn, cùng với chất xúc tác ngắn hạn là dự án bất động sản.

- Nghi Sơn cũng như các dự án bất động sản sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng từ năm 2023. Đặc biệt, dự án Nghi Sơn có thể giúp doanh thu và lợi nhuận của DGC tăng gấp đôi từ 2024-2025 trở đi nếu dự án hoạt động hết công suất.

## RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

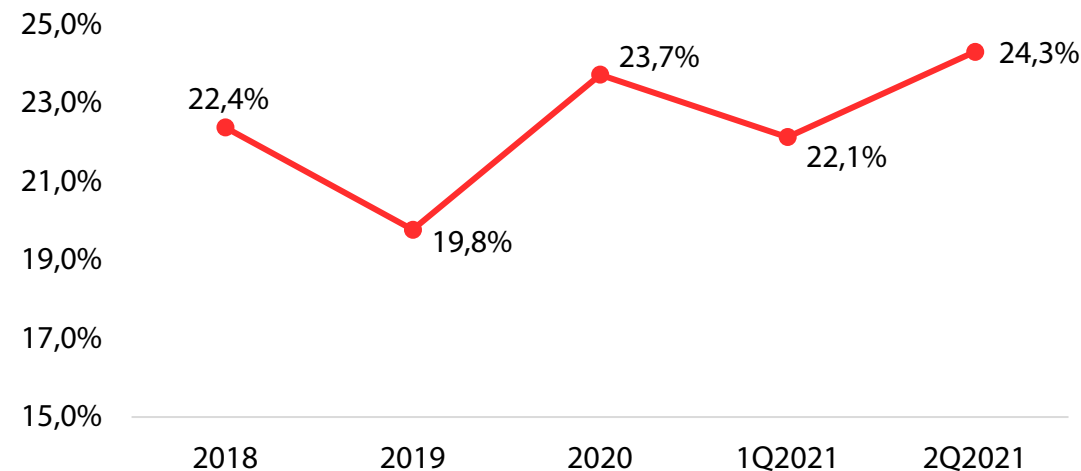
- Dự án Nghi Sơn bị trì hoãn lâu hơn dự kiến do các vấn đề môi trường. Các dự án bất động sản cần nhiều thời gian hơn để hoàn tất các thủ tục pháp lý.
- Tác động của mỏ Khai Trường 25 lên biên lợi nhuận gộp không quá lớn như kỳ vọng.

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc (tỷ đồng)**



Nguồn: DGC

**Hình 2: Biên lợi nhuận gộp của DGC (%)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

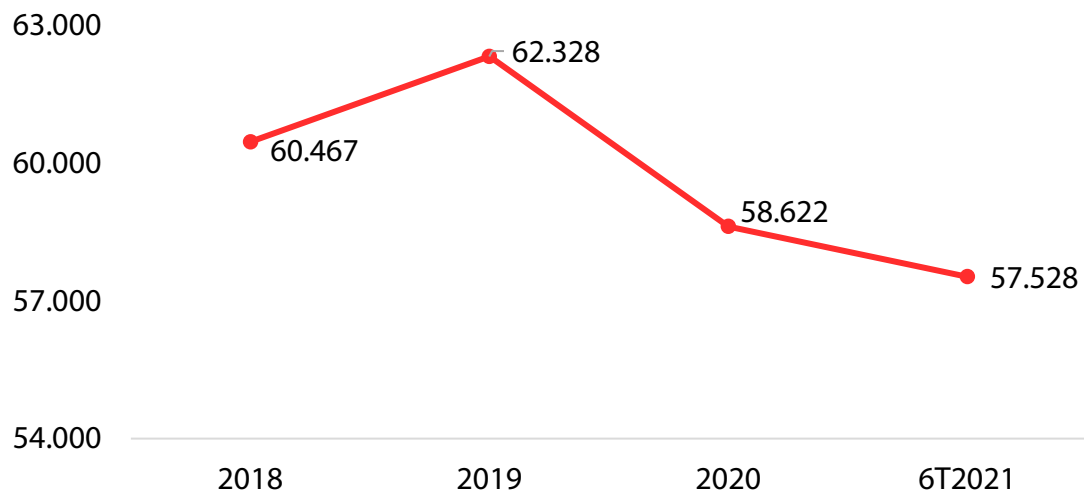
**Doanh thu DAP tăng trưởng đột biến trong 6 tháng đầu năm 2021, đóng góp nhiều nhất vào tổng doanh thu của công ty.**

- Tổng sản lượng tiêu thụ DAP trong 6 tháng đầu năm 2021 đạt 44,7 nghìn tấn, đóng góp 503 tỷ đồng vào tổng doanh thu nửa đầu năm 2021. Dây chuyền sản xuất DAP mới vừa bắt đầu đi vào hoạt động từ Q3/2020. Và DGC dự kiến tiêu thụ 100 nghìn tấn DAP trong năm 2021, tương đương 70% công suất nhà máy.
- Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của DAP là khá cao do giá DAP đã tăng hơn 30% kể từ đầu năm nay.
- Trong 6 tháng đầu năm 2021, doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt đạt 3.988 tỷ đồng (tăng 28,7% YoY) và 606 tỷ đồng (tăng 36,1% YoY).

**Mở Khai Trường 25 kỳ vọng sẽ có tác động tích cực lên tỷ suất lợi nhuận gộp kể từ Quý 3/2021**

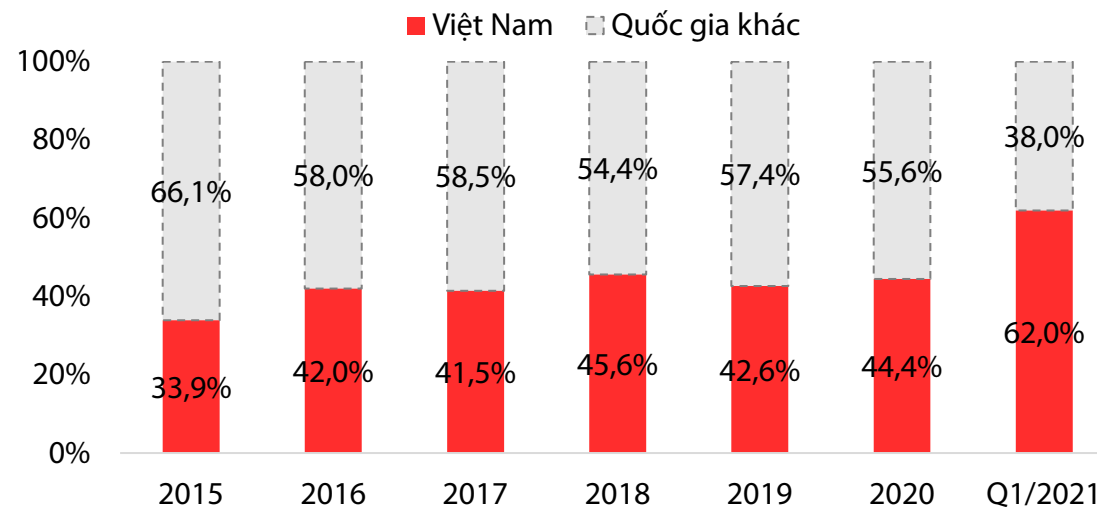
Mở Khai Trường 25 đi vào hoạt động kể từ cuối Q1/2021, đáp ứng được hơn 30% nhu cầu quặng apatit trong sản xuất photpho của DGC. Nguồn tự cung này sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của DGC từ Q3/2021 trở đi.

**Hình 3: Giá bán phốt pho vàng (P4) của DGC (VND/kg)**



Nguồn: DGC

**Hình 4: Thị phần xuất khẩu phốt pho Việt Nam (tính theo giá trị)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt

#### **Giá bán của P4 của DGC chưa bắt kịp xu hướng của giá thế giới**

- Giá bán P4 tăng mạnh trong Q2/2021 khi sản lượng từ Trung Quốc giảm do tình trạng thiếu điện ở khu vực Tây Nam Bộ nhưng giá bán P4 của DGC vẫn chưa có dấu hiệu tăng nửa đầu năm. Nguyên nhân chính có thể đến từ việc các hợp đồng đã được chốt giá bán từ trước đó. Do đó, chúng tôi kỳ vọng việc giá P4 tăng mạnh sẽ bắt đầu tác động lên KQKD trong 6 tháng cuối năm của công ty.

#### **Mảng P4 sẽ tiếp tục duy trì tốt nửa cuối năm**

- Doanh thu của P4 đạt 1.667 tỷ đồng (tăng 11,4% YoY) và tổng sản lượng P4 tiêu thụ ước tính khoảng 28,9 nghìn tấn (tăng 16% YoY) trong 6 tháng đầu năm.
- Không chỉ cải thiện biên lợi nhuận gộp, nhu cầu về phốt pho được dự đoán vẫn duy trì ở mức cao do sự thiếu hụt về chất bán dẫn và Việt Nam vẫn dẫn đầu về xuất khẩu phốt pho trên thế giới, giúp đảm bảo đầu ra P4 cho DGC khi mà các nhà máy đang hoạt động 100% công suất.

**Bảng 1: Dự án sản xuất các sản phẩm giá trị gia tăng**

|             | Công suất (tấn/năm) | Doanh thu (tỷ đồng) |
|-------------|---------------------|---------------------|
| Phốt pho đỏ | 5.000               | 500                 |
| HPO điện tử | 30,000              | 300-400             |

Nguồn: DGC

**Bảng 2: Thông tin dự án Nghi Sơn và dự án Bất động sản**

|              | Doanh thu (tỷ đồng) | Lợi nhuận ròng (tỷ đồng) |
|--------------|---------------------|--------------------------|
| Nghi Sơn     | 8.000               | 1.000 – 1.200            |
| Bất động sản | 2.000 – 3.000       | 600-900                  |

Nguồn : DGC, CTCK Rồng Việt dự phóng

## Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện

- Để cải thiện biên lợi nhuận gộp, DGC sẽ sản xuất các sản phẩm mang giá trị cao hơn từ phốt pho như phốt pho đỏ, axit photphoric điện tử (HPO điện tử) bắt đầu từ tháng 8/2021.
- Nhờ có mỏ Khai Trường 25, DGC có thể kiểm soát được 30% nguyên liệu đầu vào, từ đó góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của sản phẩm phốt pho vàng từ 20% lên 30%.

## LNST kỳ vọng tạo sự bất ngờ trong nửa cuối năm 2021.

- Cải thiện biên lợi nhuận gộp cộng với doanh thu tăng trưởng giúp lợi nhuận Q3 của DGC có thể đột biến. DGC đặt mục tiêu 400 tỷ đồng cho LNST (tăng 20.1% QoQ và 69.5% YoY) nhưng chúng tôi cho rằng công ty có thể vượt kế hoạch trên khi lịch sử cho thấy DGC luôn vượt kế hoạch quý của mình. LNST 2021 dự kiến đạt 1.500 tỷ đồng, tăng 58,2% YoY, đồng nghĩa với LNST nửa cuối năm đạt 894 tỷ đồng, tăng 86,6% YoY.

## Nghi Sơn về lâu dài sẽ là động lực chính cho doanh nghiệp

- Doanh thu từ dự án Nghi Sơn kỳ vọng đạt 8.000 tỷ đồng khi hoạt động 100% công suất vào từ 2024-2025 trở đi, tương đương 106% doanh thu kế hoạch 2021 của DGC.

## Bất động sản sẽ là chất xúc tác trong ngắn hạn

- Trong trường hợp khởi công vào cuối năm 2021, DGC có thể ghi nhận doanh thu bất động sản 2.000 tỷ đồng đến 3.000 tỷ đồng giai đoạn 2023-2024.



<GIẢM TỶ TRỌNG: -5%>

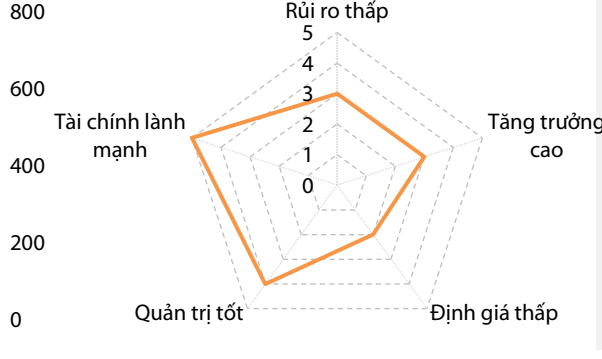
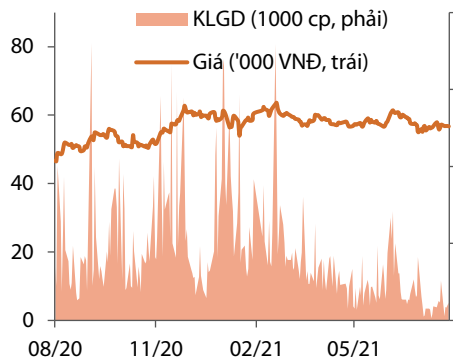
<GHT: 57.200>

<GMT: 52.600>

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

## TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



|                          |                 |
|--------------------------|-----------------|
| Ngành                    | NVL - Nhựa      |
| Vốn hóa (tỷ đồng)        | 4.682,4         |
| SLCPĐLH (triệu cp)       | 81,9            |
| KLBO 3 tháng (nghìn cp)  | 95,5            |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 5,6             |
| SH NĐTNN còn lại (%)     | 16,6            |
| BĐ giá 52 tuần (đồng)    | 21.700 - 67.800 |

|                        |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)    | 4.686  | 5.207  | 5.936  |
| LNST (tỷ đồng)         | 523    | 192    | 426    |
| ROA (%)                | 17,3   | 6,3    | 13,1   |
| ROE (%)                | 21,1   | 7,7    | 15,8   |
| EPS (đồng)             | 5.810  | 2.130  | 4.740  |
| GTSS (đồng)            | 30.193 | 30.323 | 33.063 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 5.840  | 2.000  | 2.000  |
| P/E (x) (*)            | 9,8    | 26,7   | 12,0   |
| P/B (x) (*)            | 2,1    | 1,9    | 1,7    |

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Công ty sẽ đối mặt với thách thức kép - giá đầu vào tăng và nhu cầu yếu trong nửa cuối năm**

- Các hoạt động xây dựng ở miền Nam đã bị hoãn lại từ tháng 6 do việc thực hiện Chỉ thị 16. Điều này sẽ làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ ống nhựa trong 2H.
- Giá PVC tiếp tục tăng mạnh trong tháng 5-6 lên 1.600 USD/tấn, +100% YoY, nhưng BMP khó tăng giá bán để duy trì biên lợi nhuận gộp do nhu cầu yếu.

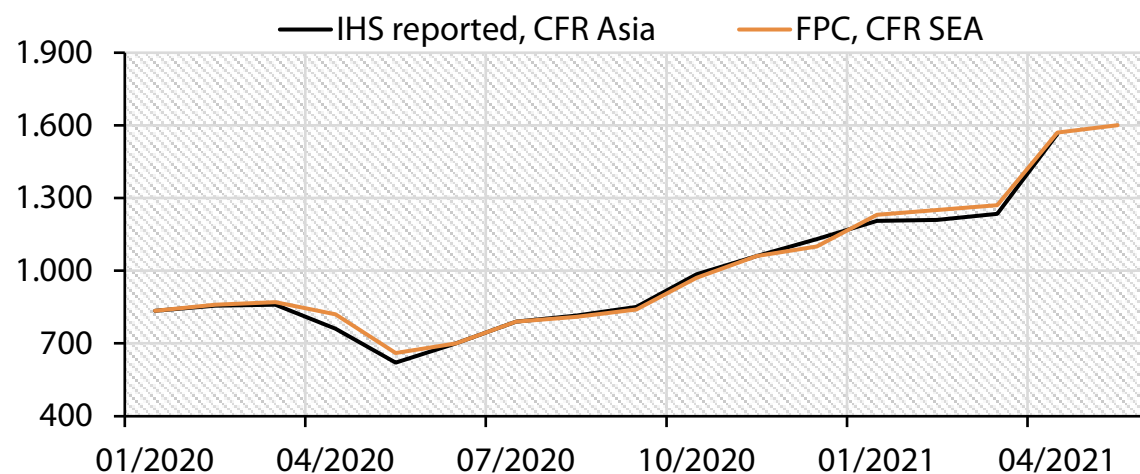
**BMP có sức khỏe tài chính lành mạnh và LNST có thể phục hồi về mức bình thường sau đại dịch**

- Với các khoản nợ thấp, công ty sẽ không gặp bất kỳ khó khăn nào về tài chính. Ngoài ra, với lượng tiền mặt dồi dào, chúng tôi kỳ vọng BMP có thể chi trả cổ tức ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu.
- BMP vẫn là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa đầu ngành tại miền Nam với năng lực cạnh tranh mạnh mẽ, bao gồm thương hiệu, nhà máy quy mô lớn và đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ đi vào quỹ đạo bình thường sau khi quá trình tiêm chủng hoàn tất.

## RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

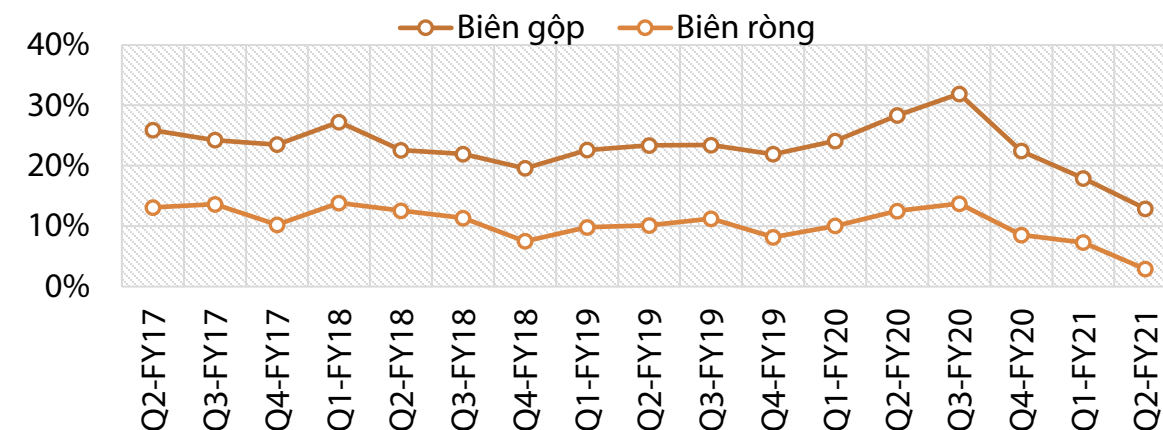
- Giá đầu vào có thể giảm do nhu cầu yếu hơn trong thời kỳ đại dịch.

Hình 1: Giá PVC (USD/tấn)



Nguồn: BMP, CTCK Rông Việt

Hình 2: Biên gộp và biên ròng



Nguồn: BMP, CTCK Rông Việt

**1H: Doanh thu đạt 2.606 tỷ đồng (+15 YoY); LNST đạt 126 tỷ đồng (-51% YoY); sản lượng tiêu thụ đạt 55.828 tấn (+3,4% YoY).**

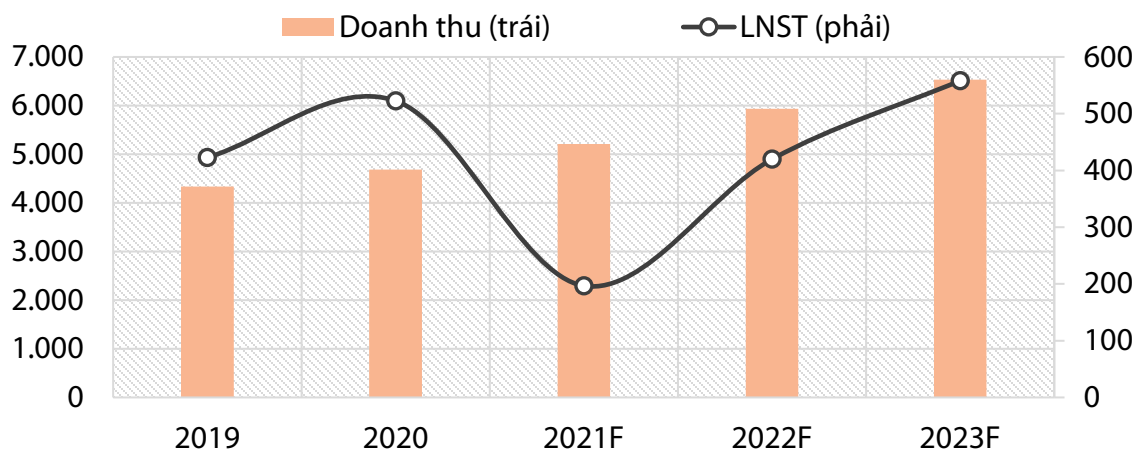
**Biên lợi nhuận giảm mạnh do giá nhựa đầu vào và giá cước vận chuyển cao.**

- Giá hạt nhựa và giá cước vận chuyển tăng làm giảm biên lợi nhuận gộp. Giá PVC tăng gấp đôi sau một năm trong 1H2021, đạt 1.600 USD/tấn vào tháng Năm. Trong khi đó, giá cước vận chuyển tăng do nhu cầu vận tải phục hồi, do đó đã đẩy giá nhập khẩu PVC tăng.
- Biên lợi nhuận gộp và LNST giảm mạnh từ mức cao 26,4% và 11,4% trong 6T2020 xuống mức 15,1% và 4,8% trong 6T2021.
- LNST chỉ đạt 51% kế hoạch nửa năm, trong khi doanh thu và sản lượng tiêu thụ lần lượt hoàn thành 105% và 101% kế hoạch của BMP.

**Giá bán tăng chậm giúp doanh thu và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng.**

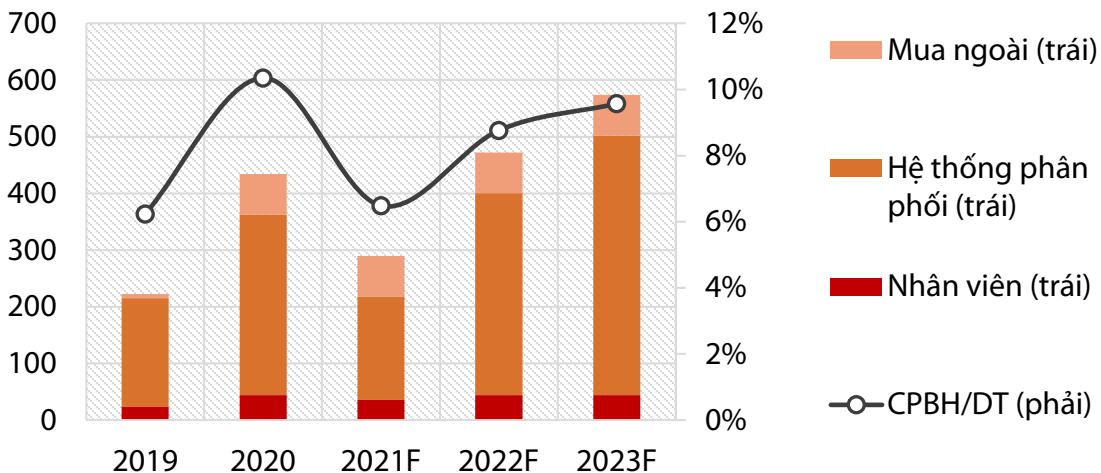
- BMP đã tăng giá bán 11% trong 1H2021, là lần tăng giá bán đầu tiên trong 10 năm qua, để bù đắp một phần tác động tiêu cực của giá hạt nhựa cao.
- Theo ban lãnh đạo, đây là mức tăng giá thấp nước so với các đối thủ trong nước khác (20-25%).

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



Nguồn: BMP, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng chi phí bán hàng (tỷ đồng)



Nguồn: BMP, CTCK Rồng Việt

#### Dự báo nhu cầu ở thị trường phía Nam yếu.

- Các hoạt động xây dựng đã bị chậm lại do việc thực hiện Chỉ thị 16 ở miền Nam. Ngành xây dựng có thể bắt đầu phục hồi nhẹ trong Q4 do quá trình tiêm chủng có thể mất vài tháng.
- Do nhu cầu yếu, sản lượng tiêu thụ của BMP trong 2H có thể giảm 7,5% YoY xuống 52.100 tấn. Trong đó, sản lượng tiêu thụ có thể giảm 9,6% YoY trong Q3 và giảm 5,4% YoY trong Q4.

#### Chi phí sản xuất tăng tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.

- Giá PVC đã tăng 28% so với tháng 3, đạt 1.600 USD/tấn. Cùng với chính sách tồn kho cho 40 ngày sản xuất, chi phí sản xuất có thể tăng tương tự giá PVC với độ trễ thời gian.
- Giá hạt nhựa tăng và nhu cầu yếu có thể làm giảm lợi nhuận của BMP trong 2H. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể giảm từ 15,1% trong 1H xuống 11,7% trong 2H.

#### BMP có thể cắt giảm chi phí bán hàng để hỗ trợ LNST.

- Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì chi phí cho hệ thống phân phối thấp trong 2H như trong Q2. Do đó, chi phí bán hàng có thể giảm 29% YoY trong năm 2021.

Trong 2H, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 2.600 tỷ đồng, +8%. LNST đạt 66 tỷ đồng, -75% YoY. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng LNST có thể phục hồi lên 426 tỷ đồng vào năm 2022 do quá trình tiêm chủng có thể hoàn thành trong 1H2022.

**RONG VIET**  
SECURITIES



## **CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



**Nguyễn Thị Phương Lam**  
**Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích**  
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)  
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

**Nguyễn Anh Vũ**  
**Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức**  
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)  
M: vu.na@vdsc.com.vn