



## TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2021

# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN THĂNG HOA NHỜ NHÀ ĐẦU TƯ MỚI (F0)

## TÓM LƯỢC BÁO CÁO

**Năm 2020:** Một năm biến động và kết thúc ngoạn mục với nhiều niềm vui.

**Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2021:** Hồi phục nhanh và mạnh ước tính tăng trưởng GDP khoảng 6.9%.

- Động lực tăng trưởng mới của nền kinh tế đến từ sự thay đổi nhanh chóng của các công ty trong thời kỳ chuyển đổi số thích ứng nhanh sau đại dịch.
- Duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng thông qua lãi suất thấp và tài khoá linh hoạt thông qua các gói hỗ trợ.

### TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2021:

- Nhà đầu tư mới (F0) với tâm lý phấn khích và dòng tiền dồi dào tiếp tục là lực đẩy chính cho thị trường, đặc biệt trong 6 tháng đầu năm 2021.
- Dòng vốn ngoại sẽ có sự phân hoá khi nhóm các nhà đầu tư châu Âu tiếp tục bị rút vốn, ngược lại các nhà đầu tư Đông Bắc Á tiếp tục tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường Việt Nam, thông qua các quỹ ETFs cơ cấu.
- Chủ đề chính hỗ trợ thị trường là chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khoá tiếp tục, trong khi nền kinh tế có khả năng hồi phục nhanh và tăng trưởng mạnh trở lại sau ảnh hưởng từ dịch bệnh.
- Làn sóng phân bổ lại tài sản cùng sự dịch chuyển sản xuất sau những căng thẳng địa chính trị trên thế giới thúc đẩy giới đầu tư toàn cầu tìm kiếm miền đất mới tiềm năng hơn và một trong những điểm đến được lựa chọn ưu tiên trong đó có Việt Nam.
- Nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng đóng vai trò chính dẫn dắt thị trường trong năm 2021 nhờ triển vọng lợi nhuận phục hồi nhanh, trong khi cổ phiếu ngành bất động sản dự báo sẽ tăng trưởng vượt trội nhờ lãi suất tiếp tục giảm và duy trì ở mức thấp giúp nhu cầu nhà đất tăng lên.
- Dự báo năm 2021 lợi nhuận của các công ty niêm yết tăng 22% y/y.
- VN-Index có thể tăng trưởng hơn 18% trong năm 2021, và với kịch bản lạc quan sẽ đạt mức tăng 27%, tương ứng tại mức điểm trên 1,400.

### Các kịch bản cho thị trường chứng khoán Việt Nam 2021

Chỉ số	Năm 2020	Kịch bản năm 2021		
		Lạc quan	Cơ sở	Tiêu cực
VN-Index (điểm)	1,104	1,402	1,303	1,049
Biến động (%)	14.9%	27.0%	18.0%	-5.0%
PE (lần)	18.5	23.4	21.8	16.0

VN-Index có thể tăng trưởng hơn 27% trong năm 2021 và đạt điểm số 1,402 điểm.

Nhà đầu mới (F0) sẽ là động lực chính giúp thị trường thăng hoa, vượt đỉnh lịch sử và ngự trị trên đỉnh cao mới.

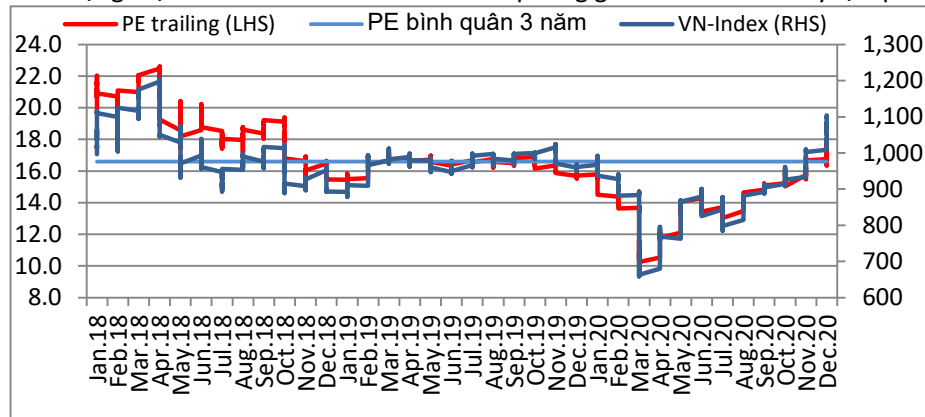
## NỘI DUNG

<b>THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2020:</b> Nhìn lại một năm khó khăn .....	3
<b>TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM 2021:</b> Dự báo tiếp tục một năm tỏa sáng .....	4-5
<b>TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2021:</b> VN-Index có thể tăng trưởng 27% .....	6-8
Chỉ số PE trailing rẻ và thấp so với các thị trường tương đồng.....	6
Tăng trưởng của các công ty niêm yết.....	7
Kịch bản cho VN-Index năm 2021.....	8
<b>DANH SÁCH RÚT GỌN 12 CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG NHẤT 2021:</b> .....	9
<b>BÁO CÁO TÓM LƯỢC CÔNG TY 12 CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG NHẤT CHO NĂM 2021</b> .....	10 - 33
<b>ACB-TCB-VCB:</b> Cổ phiếu tiêu biểu <b>Ngân hàng</b> .....	10 - 15
<b>DXG-KDH-VHM:</b> Cổ phiếu tiêu biểu các ngành <b>Bất động sản</b> .....	16 - 21
<b>FPT-PNJ-PTB:</b> Cổ phiếu tiêu biểu ngành <b>Hàng tiêu dùng</b> .....	22 - 27
<b>GMD-HPG-VHC:</b> Cổ phiếu tiêu biểu ngành khác <b>SXCN- Nguyên vật liệu-Tiêu dùng thiết yếu</b> .....	28 - 33

**Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2020: Nhìn lại một năm biến động mạnh**

Thị trường chứng khoán trải qua một năm với các sự kiện khác thường do ảnh hưởng từ dịch bệnh và kéo theo đó là những đợt biến động vượt ngoài các mẫu hình đã từng ghi nhận với nhiều trạng thái cảm xúc khác nhau, và rồi khép lại một năm 2020 với nhiều niềm vui cho các nhà đầu tư kiên nhẫn và những làn gió mới từ nhà đầu tư lần đầu (F0) dẫn thân vào thị trường chứng khoán.

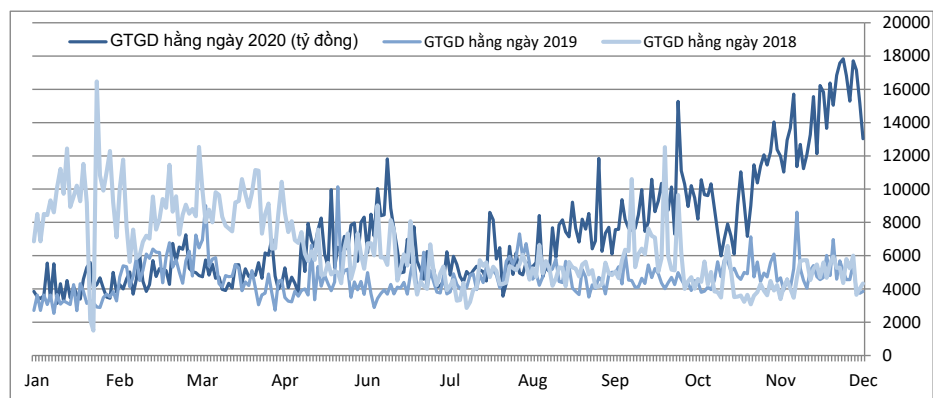
Biến động mạnh của chỉ số VN-Index: liên tiếp tăng giảm và kết thúc đầy lạc quan



Nguồn: Bloomberg, HOSE, HNX

**Thanh khoản tăng lên mức cao kỷ lục**

Thanh khoản thị trường tăng mạnh đặc biệt từ tháng 11 thanh khoản bắt đầu tăng mạnh với mức bình quân 16,000 tỷ đồng/phiên tăng hơn gấp đôi so với mức bình quân năm 2019.

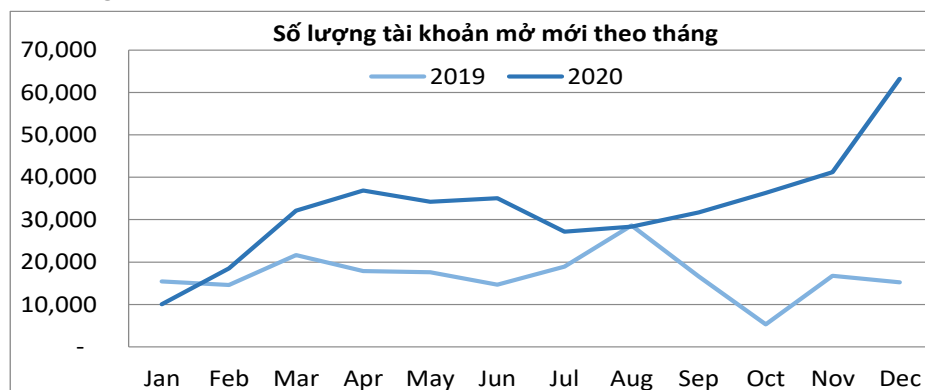


Nguồn: FiinGroup, HOSE, HNX

**Nhà đầu tư mới (F0) tăng mạnh**

Thị trường chứng khoán Việt Nam ghi nhận làn sóng nhà đầu tư mới tăng đột biến, đặc biệt kể từ tháng 9 lượng tài khoản mở mới liên tiếp tăng và lập kỷ lục với hơn 60,000 tài khoản được mở trong tháng 12/2020, đây là mức cao nhất tính theo tháng và hơn gần 4 lần so với tháng 12/2019.

**Số lượng tài khoản mở mới 2020**

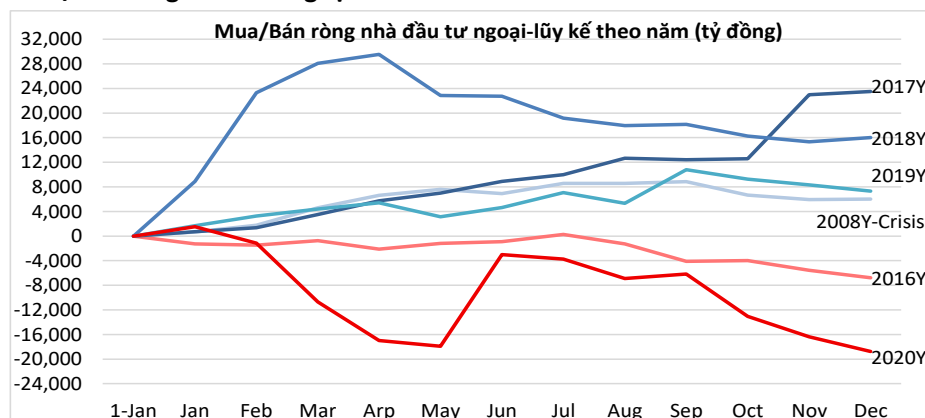


Nguồn: FiinPro, EVS

**Mua/Bán ròng của khối ngoại**

Giá trị nhà đầu tư nước ngoài bán ròng đạt mức lớn nhất từ trước đến nay gần 19,000 tỷ đồng trong năm 2020.

Đây là năm thứ 2 khối ngoại bán ròng dù thống kê hơn 10 năm qua khối ngoại đã mua ròng tích lũy tổng cộng hơn 70 nghìn tỷ đồng.



**TRIỂN VỌNG KINH TẾ VIỆT NAM 2021:** Hồi phục nhanh và mạnh dự báo với mức tăng trưởng kinh tế quanh 6.9%

Dự báo tăng trưởng của kinh tế thế giới năm 2021 đạt mức 4%.

Lãi suất hầu hết ở các nước đều giảm về 0% hoặc âm.

**Bối cảnh kinh tế thế giới sau đại dịch virus corona:**

**Châu Âu:** Lấy lại vị thế sau 1 thập niên lúng túng do chênh lệch giữa các nền kinh tế trong khối và thiếu nhất quán trong các chính sách kinh tế chung làm giảm vai trò toàn khối. Sau giai đoạn Brexit đầy khó khăn, dự báo khối EU và Anh sẽ tiếp tục duy trì chính sách lãi suất thấp kỷ lục nhằm khôi phục kinh tế nhanh hơn.

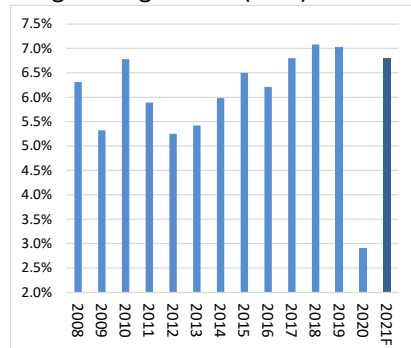
**Mỹ:** Mỹ dưới thời chính quyền mới Tổng thống Joe Biden và Đảng Dân chủ chiếm đa số lưỡng viện dự báo sẽ đưa ra các gói hỗ trợ mới và tiếp cận chính sách thương mại toàn cầu cởi mở hơn giúp kinh tế Mỹ nhanh chóng hồi phục và giúp thương mại toàn cầu tăng trưởng trở lại sau đại dịch.

**Đông Bắc Á và Ấn Độ:** Tiếp tục là điểm sáng và là đầu tàu của nền kinh tế toàn cầu nhờ đà hồi phục nhanh và mạnh mẽ của sản xuất từ Trung Quốc- Hàn Quốc- Nhật và Ấn Độ. Nền kinh tế Trung Quốc dự báo tăng trưởng mạnh trở lại sau khi Bắc Kinh kiểm soát tốt dịch bệnh. Trong đó, Nhật Bản và Hàn Quốc cũng nổi lên trở thành những nền kinh tế lớn hồi phục nhanh chóng nhờ kiểm soát tốt đại dịch và các biện pháp hỗ trợ kinh tế kịp thời.

**ASEAN:** Hồi phục không đồng đều giữa các nước nhưng có thể lạc quan nhờ các biện pháp quyết liệt kiểm soát dịch bệnh từng nước và cả khu vực, đồng thời tận dụng tốt thương mại truyền thống với các nền kinh tế lớn khu vực Đông Bắc Á.

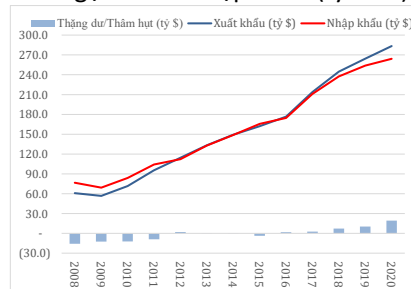
Theo dự báo của WB, tăng trưởng toàn cầu năm 2021 có thể gặp thử thách nếu dịch bệnh không được kiểm soát tốt. Theo đó WB giảm dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu quanh mức 4%. Các gói hỗ trợ của các nước lớn nhằm hồi phục kinh tế và lãi suất của ngân hàng trung ương giảm về Zero là những biện pháp mạnh mẽ giúp các doanh nghiệp trở lại trạng thái bình thường và nền kinh tế sớm hồi phục và tăng trưởng trở lại.

**Tăng trưởng kinh tế (GDP)**



Nguồn: Tổng cục thống kê, EVS dự phóng

**Kim ngạch xuất nhập khẩu (tỷ USD)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan

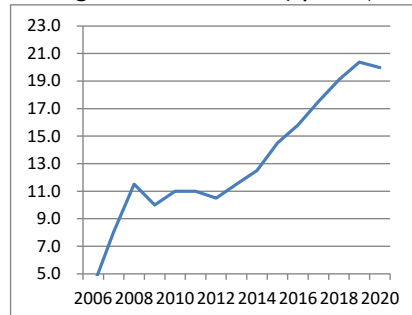
**Triển vọng kinh tế Việt Nam 2021:** Thúc đẩy nhanh tiến trình chuyển đổi số sau đại dịch dự báo kinh tế hồi phục mạnh với mức tăng trưởng khoảng 6.9%.

- Động lực tăng trưởng mới của nền kinh tế đến từ sự thay đổi nhanh chóng của các công ty trong thời kỳ chuyển đổi số thích ứng nhanh sau đại dịch.
- Dịch chuyển dần từ các ngành phụ thuộc nhiều vào tài nguyên thiên nhiên và sức lao động sang các ngành có hàm lượng giá trị gia tăng cao hơn như công nghiệp chế tạo, khoa học máy tính và dịch vụ thương mại điện tử.
- Các tập đoàn kinh tế tư nhân nổi lên như đầu tàu thúc đẩy nhanh giai đoạn chuyển đổi số giúp các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả, sản phẩm cạnh tranh cao, từ đó tác động đến tăng trưởng chung của kinh tế.
- Duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng thông qua lãi suất thấp và tài khoá linh hoạt thông qua các gói hỗ trợ nhằm đẩy nhanh khả năng phục hồi nền kinh tế, trọng tâm là tập trung các dự án đầu tư công, kết nối cơ sở hạ tầng nhằm thu hút vốn đầu tư quốc tế và trong nước, từ đó giảm chi phí tài chính, vận tải giúp doanh nghiệp tăng tính hiệu quả và hàng hoá có tính cạnh tranh cao.

Xuất nhập khẩu dự báo tiếp tục tiến lên mức kỷ lục mới, nhờ hưởng kinh tế mở cửa củng cố các thị trường truyền thống và mở rộng giao thương tìm kiếm các thị trường mới thông qua các thoả thuận FTAs song phương và đa phương với các thị trường và khu vực kinh tế rộng lớn hơn.

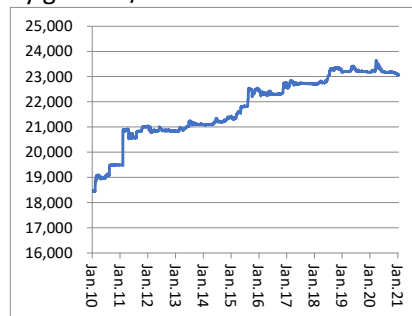
Dự báo năm 2021 kim ngạch xuất nhập khẩu tiếp tục tăng hơn 2 chữ số với cả 2 chiều xuất khẩu và nhập khẩu. Giá trị xuất khẩu được dự báo lần đầu tiên sẽ vượt qua mốc 300 tỷ USD, nhờ các mặt hàng chủ lực như máy móc thiết bị, dệt may. Theo đó, cán cân thương mại dự báo tiếp tục duy trì trạng thái thặng dư.

**Giải ngân FDI theo năm (tỷ USD)**



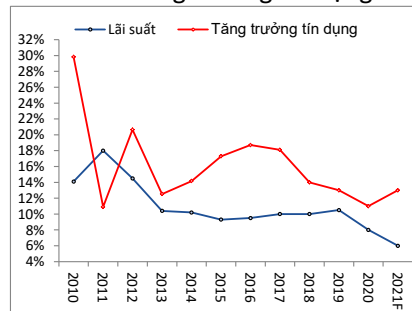
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

**Tỷ giá USD/VND**



Nguồn: Bộ Tài chính & NHNN

**Lãi suất và tăng trưởng tín dụng**



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư

**Đầu tư:** Việt Nam tiếp tục là một trong những điểm đến đầy hấp dẫn cho các nhà đầu tư quốc tế tìm đến nhằm mở rộng sản xuất kinh doanh nhờ có vị trí địa lý thuận lợi, giao thương kết nối với các vùng kinh tế trọng điểm của quốc tế và với chính sách khuyến khích đầu tư nước ngoài của Chính phủ đã thu hút hàng trăm tỷ USD đầu tư tại Việt Nam, đi đầu là các nước trong vùng Đông Bắc Á như Nhật Bản và Hàn Quốc. Ngoài ra, sự lo ngại về xung đột lợi ích thương mại giữa các nước lớn đã là động lực chính thúc đẩy các tập đoàn đa quốc gia cơ cấu lại hoạt động sản xuất và đầu tư nhằm hạn chế tối thiểu các rủi ro kinh doanh bằng cách tìm kiếm và dịch chuyển các hoạt động đầu tư đến các quốc gia tiềm năng hơn, trong đó có Việt Nam nổi lên như là một trong những sự lựa chọn hấp dẫn. Nhờ đó dòng vốn FDI tiếp tục xác lập các kỷ lục cao và dự báo tiếp tục tăng mạnh trong các năm sắp tới.

Dự báo dự trữ ngoại hối tiếp tục tăng cao nhờ tích lũy từ thặng dư cán cân thương mại và vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục gia tăng, nhờ đó đồng VND dự báo tiếp tục sẽ được duy trì ổn định.

Kết hợp với chính sách điều hành linh hoạt và theo sát biến động của các đồng tiền chính trên thế giới như USD, CNY, năm 2021 dự báo tỷ giá hối đoái USD/VND khá ổn định và biến động trong biên độ hẹp và hợp lý.

Nhờ kiểm soát tốt lạm phát, lãi suất dự báo có thể điều chỉnh giảm thêm từ 1%-1.5% trong năm 2021 và duy trì ở mức hợp lý này nhằm hỗ trợ phát triển doanh nghiệp và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Trong khi, tăng trưởng tín dụng ở mức hợp lý khoảng 2 lần so với tăng trưởng GDP, dự báo mức tăng khoảng 14% cho năm 2021.

**Bảng thống kê chỉ tiêu kinh tế vĩ mô giai đoạn 2010-2021F**

Macro Economy (Vĩ mô)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F
<b>% YoY</b>													
GDP	5.3%	6.8%	5.9%	5.3%	5.4%	6.0%	6.5%	6.2%	6.8%	7.1%	7.0%	2.9%	6.9%
Inflation (lạm phát)	6.5%	11.7%	18.1%	6.8%	6.0%	1.8%	0.6%	4.7%	3.5%	3.5%	3.6%	3.2%	3.5%
Trade Growth (Xuất Nhập khẩu)	-8.5%	23.5%	28.4%	13.7%	17.4%	12.0%	9.9%	7.2%	20.9%	13.5%	10.0%	5.7%	15.0%
Export (Xuất khẩu)	-6.9%	26.4%	33.0%	20.0%	16.5%	12.0%	8.6%	9.0%	21.0%	14.5%	12.0%	7.2%	16.0%
Import (Nhập khẩu)	-9.7%	21.2%	24.4%	7.9%	18.2%	12.0%	11.3%	5.5%	20.8%	12.5%	13.0%	4.0%	13.0%
<b>US\$ bil (tỷ)</b>													
Nominal GDP (Danh nghĩa)	106	113	135	156	171	186	192	202	217	240	260	n/a	n/a
FDI (Giải ngân)	10	11	11	10.5	11.5	12.5	14.5	15.8	17.5	19.1	20.4	20.0	n/a
Export (Xuất khẩu)	57	72	95	114	133	149	162	177	214	245	264	283	329
Import (Nhập khẩu)	69	84	104	112	133	149	166	175	211	238	254	264	306
Trade Balance	(12.4)	(12.1)	(8.9)	2.0	0.4	0.4	(3.6)	1.9	2.7	7.2	10.4	19.3	22.4
FX Reserves (Dự trữ)	14.1	12.4	9.0	21.9	25.0	34.0	37.0	41.0	51.5	60.0	69.0	92.0	100.0
<b>% (v/v)</b>													
Lending rate (Lãi suất)	10.1%	13.1%	17.0%	13.5%	10.4%	8.7%	7.8%	8.0%	8.5%	8.5%	9.0%	8.0%	7.0%
Credit growth (Tín dụng)	n/a	29.8%	10.9%	20.6%	12.5%	14.2%	17.3%	18.7%	18.1%	14.0%	13.0%	11.0%	14.0%
FX depreciation (Tỷ giá)	5.7%	9.1%	10.2%	1.5%	0.5%	1.0%	5.0%	3.0%	1.4%	2.4%	1.5%	0.0%	0.0%

Nguồn: EVS tổng hợp nhiều nguồn và ước tính

**TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2021:** Lạc quan và thăng hoa nhờ nhà đầu tư mới (F0)

**Thị trường Chứng khoán Việt Nam:** Có nền tảng và tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ hồi phục kinh tế nhanh và nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khoá.

Ngoại trừ yếu tố thiếu chắc chắn và tâm lý dễ tổn thương của nhà đầu tư mới, hầu hết các yếu tố cơ bản khác đều được dự báo rất tích cực: Từ kinh tế hồi phục và tăng trưởng nhanh, tỷ giá ổn định, lãi suất thấp đến tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết là những điểm hỗ trợ tích cực trên thị trường.

Các yếu tố ảnh hưởng tác động từ bên ngoài:

- Kinh tế thế giới dự báo hồi phục mạnh mẽ trở lại sau đại dịch.
- Căng thẳng thương mại giữa các nền kinh tế lớn sẽ giảm nhiệt nhờ cách tiếp cận mới và cởi mở hơn do đó giúp thương mại hồi phục mạnh mẽ trở lại.
- Dòng tiền được hỗ trợ bởi các gói hỗ trợ kinh tế và lãi suất ở mức 0% giúp các nhà đầu tư toàn cầu cơ cấu lại dòng vốn đặc biệt dự báo sẽ chảy mạnh vào các thị trường mới nổi trong đó có thị trường chứng khoán Việt Nam.

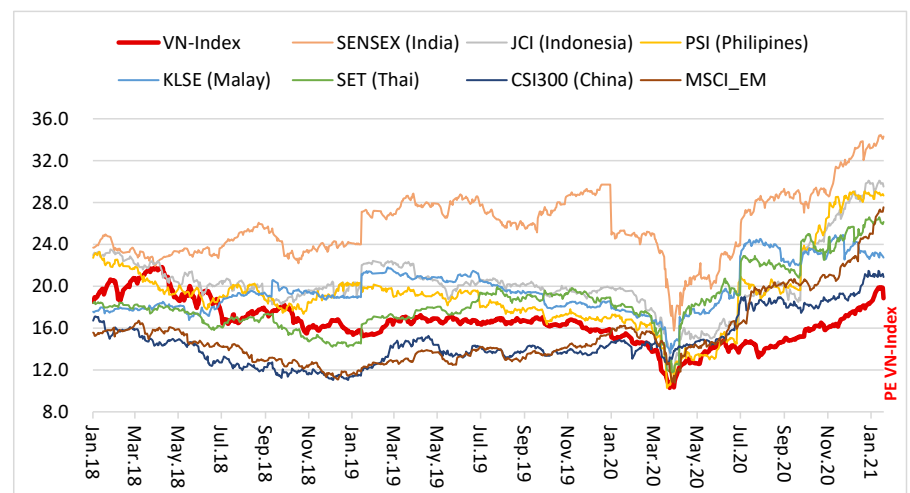
Các yếu tố nội tại hồi phục và tỏa sáng:

- Tăng trưởng kinh tế hồi phục nhanh chóng trở lại mức tăng trưởng cao.
- Giá trị đồng VND được duy trì ổn định giúp các nhà đầu tư quốc tế giảm thiểu rủi ro tỷ giá khi đầu tư vào Việt Nam.
- Lãi suất dự báo xu hướng giảm khoảng 1% giúp các doanh nghiệp giảm chi phí tài chính giúp các doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận.
- Làn sóng nhà đầu tư mới (F0) tiếp tục hào hứng và đổ dồn tiền vào thị trường chứng khoán.
- Các nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua việc mua cổ phần tại các công ty và dòng tiền đổ dồn vào các quỹ ETFs dựa trên các rổ cổ phiếu tại Việt Nam.
- Lợi nhuận công ty niêm yết duy trì mức tăng trưởng tích cực.
- Định giá cổ phiếu theo chỉ số PE trailing khá hấp dẫn quanh 18.9 lần, mức PE có thể tiếp tục giảm xuống nhờ tăng trưởng lợi nhuận các công ty niêm yết ước tính đạt 22%, đóng góp chính từ các công ty thuộc nhóm ngành tài chính và bất động sản vốn chiếm khoảng 60% vốn hoá thị trường.

Tuy nhiên ngoài các yếu tố tích cực, thị trường sẽ trải qua những thời điểm khó khăn, đặc biệt là giai đoạn 6 tháng cuối năm do tác động bởi các yếu tố từ bên ngoài và tâm lý dễ bị tổn thương và thiếu tính ổn định từ nhà đầu tư mới (F0) tham gia vào thị trường.

**Định giá thị trường theo chỉ số giá so với lợi nhuận (PE trailing 4 quý gần nhất)** theo tiêu chí này, so với 6 thị trường tương đồng và danh mục MSCI-EM, thị trường Việt Nam vẫn đang định giá rẻ nhất ở mức 18.9 lần, các thị trường khác đang giao dịch với mức định giá trên 22 lần.

**Chỉ số PE so sánh với các thị trường tương đồng**



Nguồn: Bloomberg, giá ngày 19/1/2021

Hầu hết các ngân hàng trung ương đang duy trì chính sách lãi suất thấp kỷ lục bằng 0% hoặc âm nhằm hỗ trợ nền kinh tế hồi phục.

Dòng vốn nhà đầu tư ngoại tiếp tục đổ dồn vào thị trường Việt Nam thông qua các quỹ chỉ số ETFs, đặc biệt là các nhà đầu tư đến từ Hàn Quốc, Đài Loan và Hồng Kông.

PE của VN-Index đang ở mức rẻ nhất và hấp dẫn nhất (màu đỏ đậm) so với các thị trường chứng khoán trong khu vực và MSCI-EM

**Tăng trưởng lợi nhuận các công ty niêm yết 2021: Tăng khoảng 22% y/y**

Lợi nhuận của các công ty niêm yết năm 2021 ước tính mức tăng khoảng 22% y/y.

Dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế các công ty niêm yết quay lại tốc độ tăng trưởng nhanh và tích cực nhờ đóng góp chính từ nhóm công ty ngành tài chính, có tỷ trọng vốn hoá lớn nhất chiếm 33%, nhóm bất động sản (thuộc 3 cổ phiếu Vingroup) chiếm 17.5% và ngành bất động sản chiếm 7.5%.

Các ngân hàng-thuộc ngành tài chính dự báo tăng trưởng khoảng 18% năm 2021 so với cùng kỳ như: (1) Chính sách nới lỏng tiền tệ thông qua giảm lãi suất giúp các ngân hàng cải thiện NIM, (2) Tăng trưởng tín dụng khoảng 13% giúp các ngân hàng tăng khả năng sử dụng vốn hiệu quả, (3) Áp dụng cơ chế quản trị mới và chuẩn Basel II và cao hơn, giúp các ngân hàng lớn tiết kiệm chi phí và hiệu quả trong sử dụng vốn và giảm nợ.

Nhóm 3 công ty Vingroup thuộc ngành bất động sản ước tính tăng khoảng 20% nhờ đà hồi phục nhanh của mảng bất động sản với việc mở bán nhiều dự án lớn tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh cũng như mảng dịch vụ cho thuê văn phòng và cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng trưởng trở lại sau đại dịch.

Các công ty thuộc nhóm ngành tài chính, bất động sản và hàng tiêu dùng dự báo sẽ tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhất.

Nhóm các công ty bất động sản còn lại dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế khoảng 25%, trong đó đóng góp chính từ BCM, NVL và KDH, DXG, NLG nhờ: (1) Lãi suất vay giảm giúp nhu cầu bất động sản tăng mạnh, (2) Kết nối cơ sở hạ tầng giao thông metro, đường cao tốc, dự án sân bay, cảng biển giúp như cầu nhà ở, nhà cho thuê tăng mạnh, (3) Làn sóng dịch chuyển đầu tư của các tập đoàn kinh tế lớn đến Việt Nam cũng giúp nhu cầu thuê văn phòng và khu công nghiệp tăng mạnh.

Ngoài ra nhóm công ty thuộc ngành hàng tiêu dùng dự báo cũng sẽ hồi phục và tăng trưởng mạnh trở lại nhờ nhu cầu mua sắm nội địa và cả mở rộng thị trường xuất khẩu.

Ngược lại các công ty thuộc ngành sản xuất công nghiệp, đặc biệt ngành vận tải và dịch vụ hàng không sẽ tiếp tục giai đoạn khó khăn do nhu cầu đi lại bằng đường hàng không tiếp tục sụt giảm và vận tải hàng hoá hàng không chưa thể hồi phục do ảnh hưởng từ đại dịch, trong khi giá dầu tăng trở lại cũng là trở ngại mới làm tăng chi phí đầu vào.

Dựa trên các đánh giá từng ngành chính và phân tích triển vọng tổng thể của toàn nền kinh tế, dự báo tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2021 cho toàn bộ các công ty niêm yết trên cả 2 sàn HOSE và HNX sẽ hồi phục mạnh mẽ trở lại sau đại dịch với ước tính tăng trưởng đạt khoảng 22% so với cùng kỳ.

**Tỷ lệ vốn hoá và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế theo từng nhóm ngành**

Ngành/Nhóm ngành	15/01/2021	YTD_2021	9T2020	2020E		2021F	
	Tỷ lệ Vốn hóa	Tăng trưởng CP theo ngành	Tăng trưởng lợi nhuận (y/y)	Ước tính tăng trưởng LNST (y/y)	PE Trailing 12 tháng (X)	Dự báo tăng trưởng LNST (y/y)	PE Fwd (X)
Tài chính (NH,CK,BH)	32.2%	10.3%	11.5%	10.0%	14.8	18.0%	12.6
Nhóm VinGroup	17.4%	8.5%	7.8%	8.0%	22.7	20.0%	18.9
Hàng tiêu dùng thiết yếu	13.0%	4.5%	-13.5%	-14.0%	23.9	20.0%	19.9
Nguyên vật liệu	8.1%	7.7%	5.6%	5.0%	24.3	18.0%	20.6
Bất động sản (trừ nhóm Vin)	7.5%	14.2%	-18.4%	-20.0%	24.0	25.0%	19.2
SXCN (Xây lắp,Vận tải,SX)	6.6%	7.4%	-119.1%	-95.0%	288.0	-2.0%	293.9
Năng lượng	6.0%	6.5%	-46.4%	-40.0%	25.5	2.0%	25.0
Hàng tiêu dùng	5.9%	8.8%	11.8%	10.0%	16.7	18.0%	14.2
Tiện ích	2.2%	3.7%	-34.4%	-30.0%	15.2	6.0%	14.3
Dược phẩm và Y tế	0.9%	3.1%	8.4%	7.0%	15.2	7.0%	14.2
Công nghệ thông tin	0.1%	8.5%	45.1%	40.0%	21.5	40.0%	15.3
Truyền thông và Giáo dục	0.1%	-2.0%	Neg	5.0%	Neg	7.0%	n/a
<b>Toàn thị trường (HOSE+HNX)</b>	<b>100.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>-10.8%</b>	<b>-10.0%</b>	<b>19.0</b>	<b>22.0%</b>	<b>15.6</b>

Nguồn: Bloomberg, FiinGroup, EVS ước tính

**Kịch bản nào cho VN-Index 2021: Kịch bản tốt nhất đạt 1,400 điểm, tăng 27%**

Thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua một năm biến động mạnh và trong nhiều thời điểm thị trường gần như mất liên kết với tác động hoặc ảnh hưởng từ nền kinh tế. Tuy nhiên, xét trong chu kỳ dài hạn hơn, thị trường chứng khoán không thể nằm ngoài tác động bởi những nền tảng tích cực nội tại của kinh tế Việt Nam, chính sách tiền tệ và tài khoá, dòng tiền của nhà đầu tư mới và các lựa chọn đầu tư của nhà đầu tư.

Dựa trên các yếu tố nội tại về tăng trưởng kinh tế, chính sách tiền tệ và tài khoá và ảnh hưởng từ các yếu tố bên ngoài xu hướng phân bổ dòng tiền của các nhà đầu tư toàn cầu, và các giả định (1) Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đạt 22%, (2) lãi suất tiếp tục giảm 1%, dòng tiền nhà đầu tư mới tiếp tục tích cực, (3) Khối ngoại quay lại mua ròng, theo đó xu hướng tăng điểm tích cực sẽ tiếp tục duy trì trên thị trường và VN-Index dự báo tăng 18%, đạt mức 1,303 điểm, trong trường hợp lạc quan cộng hưởng các giả định nêu trên, VN-Index có thể đạt trên mức 1,400 điểm, tăng trưởng tương ứng +27%. Tại các mức điểm này, định giá PE đạt mức 21 lần hoặc 22 lần cho từng kịch bản.

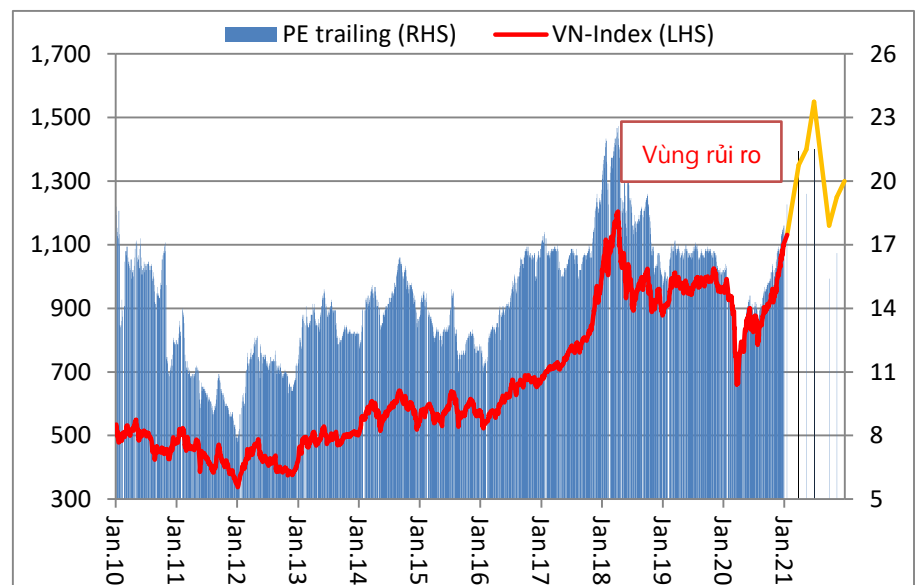
VN-Index có thể đạt trên mức 1,400 điểm, tăng trưởng tương ứng +27%

CHỈ TIÊU	Năm 2020	Kịch bản biến động VN-Index năm 2021		
		Lạc quan	Cơ sở	Tiêu cực
Tăng trưởng GDP (%)	2.9%	7.0%	6.8%	4.0%
VN-Index (điểm)	1,103.9	1,401.9	1,302.6	1,048.7
Biến động (%)	14.9%	27.0%	18.0%	-5.0%
Tăng trưởng LNST công ty niêm yết (%)	-10.0%	25.0%	22.0%	10.0%
PE (lần)	18.5	23.4	21.8	16.0

Ngược lại, trong điều kiện hồi phục kinh tế chậm hơn ước tính, tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết ở mức thấp, dòng tiền nước ngoài tiếp tục xu hướng bán ròng, và nhà đầu tư mới tháo chạy, thị trường có thể sẽ sụt giảm về 1,409 điểm, tương ứng mức giảm 5% so với cuối năm 2020.

**Vùng rủi ro:** Một khi thị trường biến động tăng lên trên mức 1,300 điểm với PE trailing vượt mức 20 lần, thị trường bắt đầu đi vào vùng rất rủi ro. Số liệu lịch sử năm 2008 và số liệu gần nhất tháng 4/2018 đã từng ghi nhận các mức PE vượt này và ngay sau đó thị trường bắt đầu giảm mạnh, thông thường mức giảm theo các kịch bản này có thể nhiều hơn 20%.

PE trailing vượt mức 20 lần, tương ứng VN-Index trên 1,300 điểm thị trường bắt đầu đi vào vùng rủi ro.



Nguồn: Bloomberg, EVS dự báo

Do đó, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư thận trọng giao dịch tại vùng rủi ro này, giảm tỷ lệ sở hữu cổ phiếu, tích lũy tiền mặt hoặc bắt đầu rút ra khỏi thị trường khi VN-Index bắt đầu tiến vào vùng rủi ro nêu trên.

**KHUYẾN NGHỊ CƠ HỘI ĐẦU TƯ CHO NĂM 2021**

Dựa trên những đánh giá về triển vọng tích cực của thị trường chứng khoán năm 2021, các chủ đề đầu tư nổi bật, các ngành và các công ty sẽ tăng trưởng lợi nhuận vượt trội, nhà đầu tư có lựa chọn những cơ hội cho nhà đầu vào các cổ phiếu của các công ty thuộc các nhóm ngành: Tài chính, Bất động sản, Hàng tiêu dùng sẽ giúp nhà đầu tư đạt hiệu suất lợi nhuận vượt trội trong năm 2021.

Ngân hàng: **ACB- TCB- VCB**  
 Bất động sản: **DXG-KDH-VHM**  
 Hàng tiêu dùng: **FPT- PNJ- PTB**  
 Ngành khác: **GMD-HPG-VHC**

Tiêu chí lựa chọn danh sách rút gọn khuyến nghị đến nhà đầu tư dựa vào: (1) Cổ phiếu thuộc nhóm ngành Tài chính-Ngân hàng, (2) Cổ phiếu ngành bất động sản, (3) Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định lớn hơn 20%, (4) Cổ phiếu của nhóm các công ty có đánh giá quản trị doanh nghiệp hiệu quả tốt và tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao và tiếp tục thu hút sự quan tâm của cộng đồng đầu tư, và (5) Cổ phiếu các công ty có định giá PE fwd dưới 10 lần đối với nhóm vốn hoá vừa và dưới 16 lần đối với nhóm vốn hoá lớn, tiêu chí không áp dụng cho nhóm cổ phiếu tài chính.

Dựa trên các tiêu chí phân tích triển vọng từng nhóm ngành, từng cổ phiếu đơn lẻ, chúng tôi lựa chọn danh sách rút gọn 12 cổ phiếu mà chúng tôi cho là tốt nhất, có khả năng mang lại hiệu suất cao nhất trong năm 2021 để khuyến nghị đến nhà đầu tư. Phương pháp lựa chọn của chúng tôi dựa trên việc mô hình hoá và lượng hoá các tiêu chí tài chính cơ bản, quản trị và yếu tố thị trường thông qua đánh giá bảng điểm để đưa ra các kết quả cuối cùng là danh sách rút gọn cổ phiếu được lựa chọn. Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư có thể đạt được mức sinh lời vượt trội hơn 20% cho chu kỳ đầu tư khoảng 3-6 tháng trong nửa đầu năm 2021.

**KHUYẾN NGHỊ CƠ HỘI ĐẦU TƯ CHO NĂM 2021**

STT	Ngành	MCK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá đóng cửa 19/01/2021 (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Kỳ vọng tăng trưởng (3-6 tháng)	PE trailing	PB (x)	Tăng trưởng LNST_YTD (y/y)	Tăng trưởng LNST 2021F (y/y)
1	Tài chính	ACB	60,307	27,900	36,500	31%	9.0	1.8	15%	15%
2	Tài chính	TCB	118,816	33,900	45,000	33%	10.4	1.7	19%	12%
3	Tài chính	VCB	367,179	99,000	125,000	26%	21.4	3.9	-9%	28%
4	Bất động sản	DXG	8,966	17,300	20,500	18%	(114.6)	1.4	-143%	n/a
5	Bất động sản	KDH	17,826	31,900	47,000	47%	15.3	2.3	51%	33%
6	Bất động sản	VHM	318,425	96,800	120,000	24%	14.3	4.3	7%	16%
7	Hàng tiêu dùng	FPT	48,602	62,000	78,500	27%	14.6	3.2	7%	18%
8	Hàng tiêu dùng	PNJ	17,968	79,000	100,000	27%	17.3	3.7	-20%	9%
9	Hàng tiêu dùng	PTB	2,810	61,000	85,500	40%	7.6	1.6	-12%	41%
10	Khác: SXCN	GMD	9,795	32,500	45,000	38%	25.5	1.7	-30%	22%
11	Khác: Nguyên vật liệu	HPG	137,833	41,600	54,000	30%	12.9	2.5	57%	33%
12	Khác: TD thiết yếu	VHC	7,642	42,000	52,000	24%	10.2	1.4	-42%	17%

Nguồn: Bloomberg, FiinPro, EVS dự phóng và khuyến nghị

Lưu ý: giá mua hợp lý tùy thuộc vào mức độ chấp nhận rủi ro, kỳ vọng lợi nhuận khác nhau và trạng thái danh mục khác nhau của các nhà đầu tư cũng như từng thời điểm của thị trường.

## Ngân hàng TMCP Á Châu [Mua, + 30.8%] (ACB: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

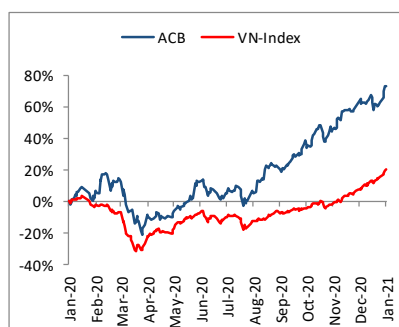
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	27,900
Giá mục tiêu (đồng/cp)	36,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	30.8%
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	30,900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	12,385
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	22.5%
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	58.3%
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	65.2%
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	65,387
KLGDQ (triệu cp, 3 tháng)	11.231
SL CP lưu hành (triệu cp)	2,162
Nước ngoài đang sở hữu (%)	30%
Giới hạn SH nước ngoài (%)	30%
P/E trượt 12 tháng (x)	8.33
P/E dự phóng 12 tháng (x)	8.31

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	10,363	12,112	14,014	16,251
Tăng trưởng (% y/y)	22.5%	16.9%	15.7%	16.0%
Lãi thuần từ HĐDV (tỷ đồng)	1,498	1,896	1,732	1,896
Tăng trưởng (% y/y)	26.0%	26.6%	-8.6%	9.5%
LN HĐKD trước DP (tỷ đồng)	7,321	7,790	9,443	10,938
Chi phí DP RRTD (tỷ đồng)	(932)	(274)	925	1,110
LNST (tỷ đồng)	5,137	6,010	6,811	7,859
Tăng trưởng (% y/y)	142.5%	17.0%	13.3%	15.4%
NIM (%)	3.56%	3.57%	3.54%	3.50%
NPL (%)	0.73%	0.54%	0.83%	0.83%
LDR TT22 (%)	78.0%	77.7%	16,007	19,645
CIR (%)	47.8%	51.6%	46.0%	45.0%
ROA (%)	1.7%	1.7%	1.65%	1.65%
ROE (%)	27.7%	24.6%	21.8%	20.40%
P/B (x)	1.86	1.82	1.89	1.54

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 36,500 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- ACB là ngân hàng tư nhân thuộc top đầu, quản trị và chất lượng dịch vụ rất tốt, được nhiều nhà đầu tư nước ngoài, quỹ đầu tư ưa thích và luôn giao dịch với tỷ lệ sở hữu tối đa cho khối ngoại.
- Quản trị rủi ro chặt chẽ và chất lượng tài sản tốt. Là ngân hàng có mức lợi nhuận điều chỉnh rủi ro cao, NPL thấp.
- Nhờ tập khách hàng truyền thống và đơn lẻ giúp ACB luôn duy trì được NIM trong bối cảnh nới lỏng chính sách tiền tệ và giảm lãi suất nhằm hỗ trợ hồi phục kinh tế.
- ACB định hướng phát triển theo hướng ngân hàng bán lẻ, đây cũng là xu hướng chung của ngành. Theo chúng tôi xu hướng này là phù hợp và mang lại tiềm năng tăng trưởng lớn cho ACB trong một nền kinh tế tăng trưởng nhanh (dựa vào FDI và tiêu dùng) như Việt Nam.
- ACB mới chuyển từ sàn HNX sang HOSE, ước tính cổ phiếu ACB thỏa mãn tất cả các tiêu chí và được đưa vào các chỉ số của HOSE, từ đó thu hút thêm các dòng tiền mô phỏng theo các bộ chỉ số này.
- Hợp đồng hợp tác toàn diện với Sunlife với upfront fee lớn có thể tăng lợi nhuận đột biến của ACB trong năm 2021.
- ACB còn tiềm năng tối ưu CIR (tăng chi phí chậm hơn tăng doanh thu) về mức trung bình ngành để cải thiện lợi nhuận.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp PB để định giá cổ phiếu ACB.
- Giá mục tiêu: Giá mục tiêu ACB được xác định ở mức 36,500 VNĐ/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu ACB.
- Rủi ro: Rủi ro nợ xấu tăng do ảnh hưởng từ Covid-19 chưa thể kiểm soát được hoàn toàn và sự hồi phục nền kinh tế chậm hơn mức kỳ vọng kéo theo lợi nhuận ngân hàng sẽ bị ảnh hưởng.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông của ACB năm 2020 dự kiến đạt 6,747 tỷ đồng (+12.3% YoY)**

**Tăng trưởng tín dụng ước đạt 15%**

**Áp lực giảm NIM**

**Lợi nhuận từ hoạt động dịch vụ phục hồi, Lợi nhuận trading duy trì, giảm CIR và tăng trích lập.**

**Lợi nhuận sau thuế ước đạt 8,336 tỷ đồng, tăng trưởng 22.4% so với năm 2020**

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F**

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2018A	2019A	2020E	2021F
Thu nhập lãi thuần	10,363	12,112	14,014	16,251
Lợi nhuận thuần trước dự phòng	7,321	7,790	9,443	11,535
Lợi nhuận sau thuế	5,137	6,010	6,811	7,859
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	9,731	12,854	16,007	19,645
EPS	2,378	2,782	3,153	3,638

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACB giá mục tiêu 36,500 đồng/cổ phiếu**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Năm 2020, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của ACB đạt 14,014 tỷ đồng (+15.7% YoY) với tăng trưởng tín dụng khoảng 14.2%. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh trước dự phòng +21.2% YoY nhờ CIR được cải thiện. Lợi nhuận sau thuế tăng chậm hơn do chi phí dự phòng tăng, đạt 6,811 tỷ đồng (+13.3% yoy).

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

NHNN dự kiến năm 2021 tăng trưởng tín dụng khoảng 12%. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của ACB ở mức 15%, cao hơn trung bình bởi ACB thuộc nhóm các ngân hàng top đầu, chất lượng tín dụng tốt.

Chúng tôi cho rằng năm 2021 có một số yếu tố tác động tiêu cực đến NIM của toàn bộ hệ thống ngân hàng, cụ thể:

(1) Áp lực giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ doanh nghiệp, người dân: năm 2020 lãi suất cho vay giảm rất ít, nhiều ngân hàng báo lãi lớn, đi ngược lại định hướng hi sinh lợi nhuận để hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ. Do đó năm 2021 tới đây, NHNN có thể áp dụng các biện pháp mạnh hơn như: giảm lãi suất hoặc không tăng trưởng tín dụng, để tạo sức ép các ngân hàng giảm LSCV.

(2) Lợi suất trái phiếu Chính phủ giảm mạnh trong năm 2020, nhiều ngân hàng lựa chọn bán bớt trái phiếu để tăng ghi nhận lợi nhuận trading, tuy nhiên đi kèm với đó là rủi ro tái đầu tư (re-investment). Việc nhập thêm trái phiếu lợi suất thấp, kỳ hạn dài gây áp lực kéo tụt thu nhập lãi của mảng này trong tương lai.

ACB có một số yếu tố hỗ trợ NIM như tiếp tục tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ hay tăng LDR. Chúng tôi cho rằng NIM của ACB năm 2021 sẽ giảm nhẹ và đạt khoảng 3.5%.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động dịch vụ của ACB sẽ phục hồi với động lực chính là mảng banca - hợp tác toàn diện với Sunlife.

Lợi nhuận trading: ACB sở hữu danh mục trái phiếu chính phủ có lợi suất cao hơn khá nhiều so với lợi suất thị trường, do đó có thể ghi nhận lợi nhuận trading nếu bán bớt một phần số trái phiếu này.

Chúng tôi cho rằng ACB sẽ tiếp tục giảm CIR bởi tỷ lệ này đang cao hơn rất nhiều so với đối thủ cạnh tranh. Chi phí trích lập dự phóng tăng nhẹ để xử lý các khoản nợ xấu do Covid-19.

Năm 2021, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của ACB đạt 16,251 tỷ đồng (+16.0% YoY) với tăng trưởng tín dụng khoảng 15%. Lợi nhuận sau thuế tăng 22.4%, đạt 8,336 tỷ đồng.

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PB định giá ACB. ACB thường được định giá cao hơn các ngân hàng khác nhờ chất lượng tài sản tốt. Mức định giá trung bình của ACB trong 4 năm gần nhất là 1.85 lần. Với mức định giá này, giá trị của ACB cuối năm 2021 là 36,500 VNĐ/cp.

## NH TMCP Kỹ thương Việt Nam [Mua, + 32.7%] (TCB: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

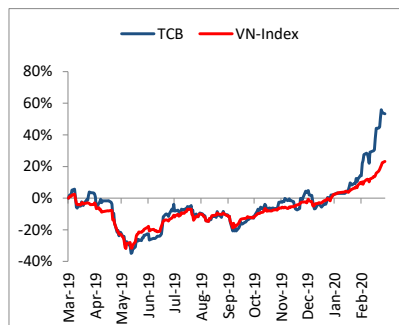
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	33,900
Giá mục tiêu (đồng/cp)	45,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	32.7%
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	37,550
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	14,000
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	57.1%
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	81.5%
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	60.9%
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	128,805
KLGDBQ (triệu cp, 3 tháng)	21.968
SL CP lưu hành (triệu cp)	3,505
Nước ngoài đang sở hữu (%)	22.49%
Giới hạn SH nước ngoài (%)	22.5%
P/E trượt 12 tháng (x)	11.3
P/E dự phóng 12 tháng (x)	10.0

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	11,390	14,258	17,880	20,598
Tăng trưởng (% y/y)	27.5%	25.2%	25.4%	15.2%
Lãi thuần từ HĐDV (tỷ đồng)	3,273	3,253	4,160	4,368
Tăng trưởng (% y/y)	-16.6%	-0.6%	27.9%	5.0%
LN HĐKD trước DP (tỷ đồng)	12,507	13,756	17,381	19,335
Chi phí DP RRTD (tỷ đồng)	(1,846)	(917)	2,694	2,963
LNST (tỷ đồng)	8,463	10,075	11,525	12,847
Tăng trưởng (% y/y)	31.3%	19.1%	14.4%	11.5%
NIM (%)	3.58%	3.57%	3.54%	3.50%
NPL (%)	1.75%	1.33%	0.60%	1.20%
LDR TT22 (%)	65.1%	80.3%	79.0%	79.0%
CIR (%)	31.8%	34.7%	33.2%	33.2%
ROA (%)	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
ROE (%)	21.5%	18.0%	17.0%	16.1%
P/B (x)	2.38	2.00	1.76	1.50

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- TCB là ngân hàng tư nhân có tính sáng tạo, năng động và áp dụng các phương thức dịch vụ mới nhằm thu hút khách hàng, quản trị rủi ro và tăng hiệu quả hoạt động.
- Các sản phẩm dịch vụ tín dụng, hoạt động trái phiếu, dịch vụ khách hàng tổ chức, dịch vụ tài chính cá nhân ưu việt và quản trị rủi ro tốt giúp lợi nhuận của ngân hàng luôn dẫn đầu trong nhóm các ngân hàng tư nhân.
- Danh mục và hệ sinh thái khách hàng của TCB có chất lượng tốt và đa dạng giúp ngân hàng có khả năng khai thác bán chéo nhiều sản phẩm.
- Là ngân hàng có CAR theo Basel II cao nhất trong số các ngân hàng niêm yết.
- Ước tính lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt 11,525 tăng 14.4% và vượt kế hoạch đặt ra.
- Dự báo lợi nhuận năm 2021 tiếp tục duy trì tăng trưởng mạnh 11.5% nhờ các sản phẩm dịch vụ mới và tận dụng hiệu quả trong hệ sinh thái của Ngân hàng.
- Thị trường Bất động sản hồi phục có thể là chất xúc tác cho tăng trưởng tín dụng BĐS và cho vay cá nhân mua BĐS của TCB, vốn là ngân hàng rất tích cực cho vay trong lĩnh vực này, nhờ đó giúp TCB có thể duy trì lợi nhuận dẫn đầu trong năm 2021.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp PB để định giá cổ phiếu TCB.
- Giá mục tiêu: TCB được xác định mục tiêu ở mức 45,000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu TCB.
- Rủi ro: TCB phụ thuộc nhiều mối liên kết trong hệ sinh thái của ngân hàng, nếu một trong các mối liên kết này thiếu hiệu quả - mảng cho vay khách hàng bất động sản có thể ảnh hưởng đến kết quả lợi nhuận trong năm 2021.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 45,000 đồng/cổ phiếu**

Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông của TCB năm 2020 dự kiến đạt 11,525 tỷ đồng (+14.4% YoY)

Thu nhập lãi thuần dự phóng tăng trưởng 15.2%, áp lực giảm NIM

Lợi nhuận từ hoạt động dịch vụ khó duy trì mức tăng trưởng như năm 2020

Lợi nhuận sau thuế ước đạt 12,847 tỷ đồng, tăng trưởng 11.5% so với năm 2020

Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2018A	2019A	2020E	2021F
Thu nhập lãi thuần	11,390	14,258	17,880	20,598
Lợi nhuận thuần trước dự phòng	12,507	13,756	17,381	19,335
Lợi nhuận sau thuế	8,463	10,075	11,525	12,847
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	14,775	17,652	20,945	24,616
EPS	2,418	2,879	3,293	3,671

Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TCB giá mục tiêu 45,000 đồng/cổ phiếu

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Năm 2020, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của TCB đạt 17,880 tỷ đồng (+25.4% YoY). Lợi nhuận hoạt động kinh doanh trước dự phòng +26.7% YoY nhờ CIR giảm nhẹ. Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông TCB tăng 14.8% và đạt 11,525 tỷ đồng.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Như trình bày tại phần đánh giá ACB, chúng tôi cho rằng có một số yếu tố tác động tiêu cực đến NIM của toàn ngành ngân hàng trong năm 2021.

Ngoài ra TCB cũng gặp áp lực duy trì tỷ lệ Casa cao để giữ chi phí huy động vốn tiền gửi thấp bằng hoặc tốt hơn năm 2020 (tính đến Q3.2020 tỷ lệ Casa của TCB cao nhất trong hệ thống ngân hàng kéo chi phí huy động vốn tiền gửi giảm mạnh) trong bối cảnh nhiều ngân hàng tham gia vào cuộc chiến thị phần Casa thông qua chiến thuật tài khoản số đẹp hay miễn phí giao dịch.

Chúng tôi ước tính NIM 2021 của TCB giảm xuống 4.8%, thu nhập lãi thuần tăng trưởng 15%, đạt 20,598 tỷ đồng.

9T/2020, TCB ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động dịch vụ tăng trưởng 65% yoy, một phần nhờ vào tăng trưởng phí liên quan đến hoạt động trái phiếu. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng này là khá đột biến và không tiếp tục duy trì trong các năm tiếp theo do (1) Năm 2020: các doanh nghiệp đẩy mạnh phát hành trái phiếu để bù đắp dòng tiền từ HĐKD thiếu hụt do covid-19, (2) Nghị định 81 của CP v/v siết chặt các quy định về phát hành trái phiếu doanh nghiệp mới được ban hành.

Năm 2021, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông của TCB đạt 12,847 tỷ đồng (+11.5% YoY). Chi phí dự phòng dự phóng tiếp tục tăng trong năm 2021 làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận.

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PB định giá TCB. Các ngân hàng cùng phân khúc với TCB hiện được thị trường định giá khá cao (ACB: PB 1.89 lần, VPB: PB 1.81 lần, TPB: PB: 1.94 lần...). Với mức định giá trung bình, giá mục tiêu của TCB cuối năm 2021 là 45,000 VNĐ/cp, tương ứng với PB 1.83 lần.

#### Rủi ro:

(1) Rủi ro tập trung: Chiến lược hoạt động của TCB xoay quanh chuỗi giá trị của các ngành với trọng tâm là các tập đoàn đầu ngành, do đó TCB có mức độ tập trung tín dụng cao vào một số tập đoàn lớn và các doanh nghiệp đối tác, khách hàng của tập đoàn đó. Sức khỏe danh mục tín dụng của TCB phụ thuộc vào sức khỏe của các tập đoàn này.

(2) Rủi ro về các yếu tố vĩ mô, dịch covid-19 tác động nhiều hơn đến KQKD của TCB so với ước tính của chúng tôi.

## Ngân hàng TMCP Vietcombank [Mua, + 26.2%] (VCB: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

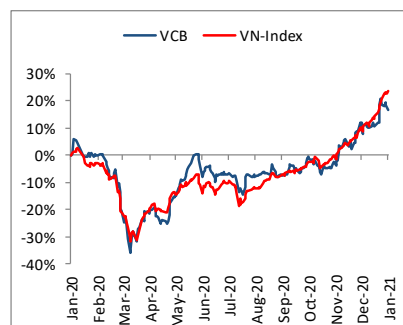
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	99,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	125,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	26.2%
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	108,500
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	56,142
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	17.9%
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	25.1%
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	16.1%
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	383,869
KLGDQ (triệu cp, 3 tháng)	0.99
SL CP lưu hành (triệu cp)	3,709
Nước ngoài đang sở hữu (%)	23.76%
Giới hạn SH nước ngoài (%)	30%
P/E trượt 12 tháng (x)	22.3
P/E dự phóng 12 tháng (x)	16.4

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Thu nhập lãi thuần (tỷ đồng)	28,409	34,577	35,269	42,323
Tăng trưởng (% y/y)	29.5%	21.7%	2.0%	20.0%
Lãi thuần từ HĐDV (tỷ đồng)	3,402	4,307	4,720	4,956
Tăng trưởng (% y/y)	34.1%	26.6%	9.6%	5.0%
LN HĐKD trước DP (tỷ đồng)	25,667	29,913	30,904	35,383
Chi phí DP RRTD (tỷ đồng)	(7,398)	(6,790)	8,081	7,469
LNST (tỷ đồng)	14,606	18,511	18,271	23,347
Tăng trưởng (% y/y)	60.7%	26.7%	-1.3%	27.7%
NIM (%)	2.78%	3.11%	2.95%	3.00%
NPL (%)	0.98%	0.79%	0.90%	0.83%
LDR TT22 (%)	71.6%	73.6%	76.1%	76.0%
CIR (%)	34.7%	34.6%	34.0%	35.0%
ROA (%)	1.4%	1.6%	1.5%	1.6%
ROE (%)	25.5%	25.9%	20.3%	20.2%
P/B (x)	6.05	4.80	3.85	3.12

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 125,000 đồng/cổ phiếu

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Vietcombank luôn là thương hiệu đảm bảo thu hút khách hàng, thu hút nhà đầu tư với dịch vụ và chất lượng cùng hệ thống quản trị rủi ro luôn ở mức tốt nhất và chất lượng an toàn nhất.
- Với thương hiệu Vietcombank kết hợp hệ sinh thái giữa khách hàng là các tổ chức doanh nghiệp trong và ngoài nước giúp cho VCB luôn tận dụng hiệu quả trong các dịch vụ tài chính nội địa và quốc tế hoặc dễ dàng triển khai các dịch vụ giá trị gia tăng cũng như áp dụng công nghệ mới nhằm mở rộng hệ sinh thái với khách hàng và tăng tính hiệu quả trong hoạt động giúp ngân hàng dễ dàng đạt được kết quả lợi nhuận tích cực.
- Với vị thế và thương hiệu của mình, VCB luôn duy trì lãi suất huy động ở mức thấp, cùng với việc sử dụng hiệu quả dòng tiền trong hệ thống quản lý và liên ngân hàng giúp VCB có lợi thế về chi phí vốn và kéo theo giúp NIM của ngân hàng duy trì ở mức cao so với nhóm các ngân hàng lớn.
- Nhờ lợi thế về chi phí vốn, lãi suất cho vay của VCB thấp, giúp ngân hàng này chiếm được thị phần khách hàng vay có rủi ro thấp. Đồng thời VCB cũng có tiềm năng mở rộng NIM nếu tăng lãi suất cho vay.
- VCB có khả năng đạt được mức NPL thấp nhất nhờ đó ngân hàng luôn có khả năng hoạt động và tạo dòng tiền hiệu quả hơn và duy trì một mức lợi nhuận vượt kỳ vọng.
- Năm 2021, chúng tôi dự phóng lợi nhuận VCB tăng trưởng mạnh trở lại ước đạt hơn 23,300 tỷ đồng, tăng 27.7% y/y.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp PB để định giá cổ phiếu VCB.
- Giá mục tiêu: VCB được xác định giá mục tiêu ở mức 125,000 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu VCB.
- Rủi ro: Nhờ vị thế dẫn đầu nên VCB đồng thời gánh vác vai trò đầu tàu trong lĩnh vực ngân hàng, điều này cũng tạo ra cho ngân hàng sự thận trọng trong hoạt động và chậm chân trong việc triển khai các ứng dụng công nghệ mới trong lĩnh vực tài chính.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông của VCB năm 2020 ước tính đạt 18,271 tỷ đồng (-1.3% YoY)**

**NIM có thể được phục hồi**

**Kỳ vọng lãi từ hoạt động dịch vụ sẽ tăng mạnh**

**VCB có thể ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động trading trái phiếu**

**Chi phí dự phòng giảm**

**Lợi nhuận sau thuế ước đạt 23,347 tỷ đồng, tăng trưởng 27.7% so với năm 2020**

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F**

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2018A	2019A	2020E	2021F
Thu nhập lãi thuần	28,409	34,577	35,269	42,323
Lợi nhuận thuần trước dự phòng	25,667	29,913	30,904	35,383
Lợi nhuận sau thuế	14,606	18,511	18,271	23,347
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	16,787	21,838	26,776	33,086
EPS	3,948	5,003	4,938	6,310

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB giá mục tiêu 125,000 đồng/cổ phiếu**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Năm 2020, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của VCB đạt 35,269 tỷ đồng, tăng trưởng +2% YoY do VCB tích cực giảm lãi suất để hỗ trợ khách hàng. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh trước dự phòng +3.3% YoY. Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông VCB giảm 1.3% và đạt 18,271 tỷ đồng.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Năm 2020, VCB là ngân hàng tích cực giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng. Tỷ lệ lợi suất khoản vay của VCB giảm 0.2% tính đến quý 3/2020. Mặt bằng lãi suất cho vay của VCB cũng thấp hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh. Đồng thời VCB có thể là ngân hàng không ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong năm nay, do đó chúng tôi cho rằng ngân hàng này sẽ không chịu áp lực giảm lãi suất cho vay trong năm 2021 và dự phóng NIM có thể phục hồi nhẹ trong năm 2021.

Cuối năm 2019, VCB và FWD ký hợp đồng banca độc quyền, tuy nhiên lợi nhuận từ hoạt động dịch vụ của VCB tính đến Q3.2020 chưa tăng trưởng. Chúng tôi kỳ vọng năm 2021, hoạt động banca sẽ thúc đẩy lợi nhuận dịch vụ của VCB.

Khác với các ngân hàng trong cùng ngành, tính đến quý 3/2020, VCB không ghi nhận lợi nhuận cao từ việc mua bán trái phiếu. Với mặt bằng lãi suất TPCP trên thị trường vẫn đang ở mức thấp, VCB hoàn toàn có thể bán đi một phần để ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động này.

VCB là ngân hàng có danh mục cho vay thận trọng, tỷ lệ vỡ nợ của khách hàng thấp so với đối thủ cạnh tranh, tuy nhiên lại trích lập mạnh tay nhất. Chi phí dự phòng danh mục cho vay của VCB tính đến Q3.2020 tăng 85% so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu xấp xỉ 142% (dự phòng cụ thể/nợ xấu). Tỷ lệ nợ cơ cấu theo thông tư 01 của VCB cũng chỉ ở mức 1.3%, thấp so với ngành. Chúng tôi cho rằng với việc đẩy mạnh trích lập năm nay, chi phí dự phòng năm sau của VCB có thể sẽ giảm.

Năm 2021, chúng tôi ước tính thu nhập lãi thuần của VCB đạt 42,323 tỷ đồng (+20.0% YoY). Lợi nhuận sau thuế tăng 27.7%, đạt 23,347 tỷ đồng.

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PB định giá VCB. VCB thường được định giá cao hơn các ngân hàng khác nhờ vị thế đầu ngành, danh mục cho vay có chất lượng tín dụng tốt và free-float thấp. Mức PB bình quân 3 năm gần nhất của VCB là 3.77 lần. Với mức PB trung bình, giá mục tiêu của VCB cuối năm 2021 theo ước tính của chúng tôi là 125,000 VNĐ.

**Rủi ro:** Rủi ro nợ xấu do ảnh hưởng từ Covid-19 cao hơn ước tính

## CTCP Tập Đoàn Đất Xanh [MUA, +18.5%] (DXG: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

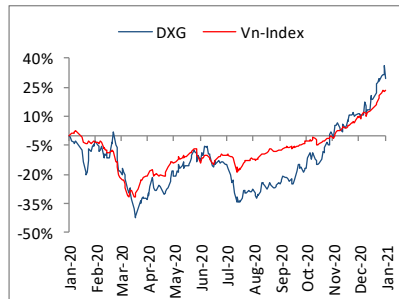
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	17,300
Giá mục tiêu (đồng/cp)	20,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	18.5
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	17,650
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	7,750
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	58.3
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	73.9
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	31.7
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	9,035
KLGD BQ (SLCP, 3 tháng)	6,866
SL CP lưu hành (triệu cp)	519,275
Nước ngoài đang sở hữu (%)	34.5
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	30.0
P/E dự phóng 12 tháng (x)	11.1

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,646	5,815	4,245	7,641
Tăng trưởng (% YoY)	61.2%	25.2%	-27.0%	80.0%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,178	1,217	(480)	817
Tăng trưởng (% YoY)	58.7%	9.5%	-139.4%	NA
Biên lợi nhuận ròng (%)	25.4%	20.9%	-11.3%	10.7%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6,199	9,228	8,905	10,854
Tổng tài sản (tỷ đồng)	13,729	19,881	25,264	29,651
ROA (%)	9.8%	7.2%	-2.1%	3.0%
ROE (%)	21.7%	15.8%	-5.3%	8.3%
EPS (đồng)	3,265	2,269	(925)	1,574
BVPS (đồng)	14,282	13,439	17,158	20,913
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0
P/E (x)	5.3	7.6	(18.8)	11.1
EV/EBITDA (x)	4.2	5.9	15.9	7.9
P/B (x)	1.2	1.3	1.0	0.8

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
20,500 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 4,245 tỷ đồng (-27.0% yoy) và lỗ 480 (-139.4% yoy).
- Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2020 đạt 5,900 tỷ đồng (+51% YoY) do tiến độ bán hàng nhanh hơn dự kiến tại dự án Opal Skyline (tổng dự án bao gồm 1.500 căn hộ trung cấp, mở bán vào quý 3/2020 với tỷ lệ hấp thụ 95%). Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2021 đi ngang so với năm 2020, đến từ việc tiếp tục bán hàng tại dự án Gem Sky World và dự kiến mở bán mới tại Opal Cityview.
- DXG đang sở hữu 230ha quỹ đất, trong đó riêng HCM đang chiếm khoảng 26% trong tổng quỹ đất, nằm tại các khu vực đặc địa như Quận 2, Quận 9, Quận 7 và Quận Thủ Đức. Trong đó, đáng chú ý nhất là dự án Gem Riverside, hiện tại so với mức giá mở bán khoảng 35-36 triệu đồng/m<sup>2</sup> tại thời điểm 2018, giá một số sản phẩm chung cư xung quanh đang giao dịch đã tăng lên mức 45-50 triệu đồng/m<sup>2</sup>. Do đó, trong trường hợp dự án Gem Riverside hoàn tất thủ tục pháp lý sẽ là cú hích lớn lên triển vọng của DXG trong trung hạn.
- Năm 2021, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ước đạt 7,641 tỷ đồng (+80.4% yoy) và 817 tỷ đồng nhờ vào bàn giao các dự án (1) Boulevard, (2) Gem Sky World, (3) ST Moritz và sự hồi phục của mảng dịch vụ môi giới.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu DXG
- Giá mục tiêu: DXG được xác định giá hợp lý ở mức 20,500 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu DXG
- Rủi ro chính của DXG là giá nguyên vật liệu biến động bất lợi và diễn biến tiêu thụ chậm lại do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của DXG năm 2020 dự kiến lỗ 480 tỷ đồng (-139.4% YoY)**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của DXG năm 2021F dự kiến đạt 817 tỷ đồng (+171.4% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 4,245 tỷ đồng (-27.0% yoy) và lỗ 480 tỷ đồng (-139.4% yoy).

Trong bối cảnh nguồn cung thị trường bất động sản TP. Hồ Chí Minh tắc nghẽn, DXG đã nhanh chóng dịch chuyển sang thị trường khu vực giáp ranh với loạt dự án. Qua đó, doanh thu mở bán mới (pre-sales) năm 2020 ghi nhận sự cải thiện đáng kể, ước đạt 4,912 tỷ đồng (+30% YoY).

Lợi nhuận năm 2020 ghi nhận mức lỗ do (1) Ảnh hưởng từ dịch Covid-19 đến mảng môi giới bất động sản, (2) Hạch toán lỗ chi phí tài chính 526.2 tỷ đồng từ thoái vốn LDG và (3) Thiếu hụt sản phẩm bàn giao dự án thứ cấp trong 2020.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của DXG đạt lần lượt là 7,641 tỷ đồng (+80.4% yoy) và 817 tỷ đồng (+171.4% yoy).

Mảng dịch vụ môi giới phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021. Dịch COVID-19 đã tạm thời ảnh hưởng nhu cầu dành cho các sản phẩm BĐS tại khu vực miền Trung – thị trường chính cho mảng môi giới bán buôn của DXG – khiến doanh thu 9 tháng năm 2020 của mảng này giảm 40% YoY. Trong năm 2021, chúng tôi dự báo doanh thu từ các dịch vụ môi giới sẽ tăng 50% so với năm 2020, đóng góp 40% lợi nhuận sau thuế trong năm 2021.

Các dự án cấp 2 thúc đẩy tăng trưởng mảng phát triển BĐS trong năm 2021. Chúng tôi dự báo lợi nhuận của mảng này sẽ tăng gấp ba so với mức cơ sở thấp năm 2020 và chiếm khoảng 60% lợi nhuận sau thuế năm 2021. Lượng bàn giao chính đến từ bàn giao dự kiến tại Opal Boulevard (tổng dự án bao gồm 1.500 căn hộ trung cấp tại tỉnh Bình Dương, tỷ lệ hấp thụ 100% và dự kiến bàn giao trong 6 tháng cuối năm 2021) và tiếp tục bàn giao dự án Gem Sky World (tổng dự án bao gồm khoảng 4,000 căn hộ thấp tầng/lô đất tại Đồng Nai, mở bán lần đầu vào tháng 7/2020 và dự kiến bàn giao trong quý 4/2020).

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	2,879	4,645	5,814	4,245	7,641
Giá vốn hàng bán	-1,149	-2,031	-2,730	-2,335	-4,432
Lợi nhuận gộp	1,730	2,615	3,084	1,910	3,209
Chi phí bán hàng	-295	-434	-483	-854	-649
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-249	-346	-501	-361	-665
Lợi nhuận tài chính	-63	-191	-209	-1057	-306
Lợi nhuận trước thuế	1,335	2,102	2,389	590	1,601
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	751	1,178	1,217	-480	817

Nguồn: DXG, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DXG giá mục tiêu 20,500 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

DXG hiện đang giao dịch ở mức PE 2021 là 11.0x. Trong năm 2021, DXG có nhiều catalyst để tăng giá cổ phiếu với việc (1) triển khai mở bán thành công các dự án mới và (2) Bổ sung thêm danh mục dự án vào quỹ đất, (3) Các dự án ở khu vực TP. Hồ Chí Minh có thể được tái triển khai từ năm 2021 và (4) Kết quả kinh doanh 2021 phục hồi mạnh từ mức nền thấp. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DXG với giá mục tiêu là 20,500 đồng/cp, tương ứng với PE mục tiêu là 13.0x.

## CTCP Đầu Tư Kinh Doanh Khang Điền [MUA, +47.3%] (KDH: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

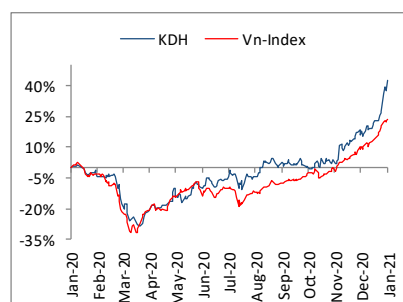
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	31,900
Giá mục tiêu (đồng/cp)	47,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	47.3
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	34,000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	17,074
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	39.0
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	35.4
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	39.4
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	18,727
KLGDBQ (SLCP, 3 tháng)	1,374
SL CP lưu hành (triệu cp)	550,806
Nước ngoài đang sở hữu (%)	38.0
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	19.0
P/E dự phóng 12 tháng (x)	14.3

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,920	2,845	4,052	4,862
Tăng trưởng (% YoY)	-4.6%	-2.6%	42.4%	20.0%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	808	915	984	1,310
Tăng trưởng (% YoY)	44.9%	13.3%	7.5%	33.1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	27.7%	32.2%	24.3%	26.9%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6,900	7,664	7,958	10,854
Tổng tài sản (tỷ đồng)	10,228	13,237	14,985	29,651
ROA (%)	8.1%	7.8%	7.0%	5.9%
ROE (%)	12.4%	12.6%	12.6%	13.9%
EPS (đồng)	1,854	1,597	1,789	2,382
BVPS (đồng)	16,579	14,006	14,469	19,735
Cổ tức (đồng)	500	500	500	500
P/E (x)	16.5	19.1	19.0	14.3
EV/EBITDA (x)	11.9	13.2	13.0	12.6
P/B (x)	1.8	2.2	2.4	1.7

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 4,052 tỷ đồng (+44.0% yoy) và 984 tỷ đồng (+7.5% yoy).
- Trong tương lai gần, chúng tôi cho rằng nguồn cung BĐS thấp tầng sắp tới sẽ tiếp tục khan hiếm do hạn chế về việc cấp phép mới cho các dự án thấp tầng ở TP.HCM từ nay đến năm 2025. Hiện các dự án sắp tới của KDH chủ yếu là các dự án thấp tầng, đây sẽ là lợi thế để KDH tiếp tục duy trì tăng trưởng trong các năm tới.
- Trong năm 2021, KDH tiếp tục bàn giao các dự án Safira (quận 9, Tp.HCM), Lovera Vista (huyện Bình Chánh, Tp.HCM), Clarita (quận 2, Tp.HCM), Arena (quận 9, Tp.HCM).
- Các dự án của KDH chủ yếu nằm ở quận 2, quận 9, thuộc khu Đông TP.HCM, hiện đang được tập trung phát triển cơ sở hạ tầng chính. Dự báo việc tiêu thụ và giá bán sẽ được hấp thụ tốt trong năm 2021.
- Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 đạt lần lượt là 4,862 tỷ đồng (+20.0% yoy) và 1,310 tỷ đồng (+33.1% yoy).
- KDH hiện sở hữu quỹ đất khoảng 650 ha. Công ty cũng có kế hoạch mua lại các dự án ở những vị trí có nhu cầu lớn như Quận 2, 9 và Bình Chánh. KDH đang đánh giá kỹ các cơ hội thị trường khác và sẽ chỉ nhắm đến việc mua lại đất nền với chi phí hợp lý và tình trạng pháp lý rõ ràng.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu KDH
- Giá mục tiêu: KDH được xác định giá hợp lý ở mức 47,000 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu KDH
- Rủi ro chính của KDH là rủi ro về việc hoàn thiện pháp lý và giải phóng mặt bằng của 2 dự án lớn là Khu công nghiệp Lê Minh Xuân và Khu dân cư Phong Phú.

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
47,000 đồng/cổ phiếu**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của KDH năm 2020E dự kiến đạt 984 tỷ đồng (+7.5% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 4,052 tỷ đồng (+44.0% yoy) và 984 tỷ đồng (+7.5% yoy). Hiện KDH đã bàn giao gần hết các căn hộ của dự án Verosa park, một phần dự án Lovera Vista và dự án Safira. Biên lợi nhuận gộp giảm từ 53.3% trong năm 2019 xuống còn 41% trong năm 2020, do các dự án thấp tầng sẽ được bàn giao trong năm 2021. Các dự án thấp tầng thường có mức biên lợi nhuận tốt hơn các dự án căn hộ.

Chúng tôi đánh giá hai dự án trọng điểm (Armena ở Quận 9 và Clarita ở Quận 2) được kỳ vọng mở bán trong giai đoạn Q4/20-2021 sẽ ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao nhờ vị trí đắc địa ở phía đông TP.HCM và được tiếp sức bởi nhiều dự án cơ sở hạ tầng sắp triển khai (Tuyến Metro số 1, cao tốc TP.HCM-Long Thành-Dầu Giây, Vành đai 2 và cao tốc Hà Nội).

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KDH đạt lần lượt là 4,862 tỷ đồng (+20.0% yoy) và 1,310 tỷ đồng (+33.1% yoy).

Lợi nhuận sau thuế tiếp tục tăng trưởng nhờ bàn giao các dự án chung cư như Lovera Vista, Safira, Clarita (Quận 2) và một phần nhỏ từ dự án thấp tầng Armena (Quận 9) chuẩn bị được triển khai.

Biên lợi nhuận được cải thiện tốt lên mức 45% so với 41% trong năm 2020. Dự án Armena và Clarita dự báo sẽ có giá bán tốt hơn nhờ thành phố Thủ Đức được thành lập

Quỹ đất của KDH chủ yếu tập trung ở quận 2, quận 9 và huyện Bình Chánh. Việc sở hữu phần lớn quỹ đất ở Khu Đông Tp.HCM là 1 lợi thế lớn, nhưng chúng tôi cũng xin lưu ý rằng, KDH cần tìm thêm quỹ đất ở các tỉnh lân cận như Long An, Đồng Nai để tiếp tục duy trì sự tăng trưởng trong các năm tới.

Quỹ đất của KDH có vị trí chiến lược tại TP.HCM, do đó có tỷ lệ hấp thụ tốt hơn so với các khu vực cấp hai khác. Tuy nhiên, với các dự án lớn sắp triển khai trong tương lai như khu đô thị Tân Tạo, Phong Phú, công ty vẫn chưa hoàn thành kế hoạch phát triển cụ thể liên quan đến các lô đất này.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,055	2,917	2,813	4,052	4,862
Giá vốn hàng bán	-2,019	-1,677	-1,313	-2,431	-2,674
Lợi nhuận gộp	1,036	1,239	1,500	1,621	2,188
Chi phí bán hàng	-110	-99	-115	-142	-175
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-134	-158	-162	-162	-219
Lợi nhuận tài chính	-125	-89	-42	-85	-112
Lợi nhuận trước thuế	729	1,076	1,190	1,274	1,701
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	502	808	915	984	1,310

Nguồn: KDH, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KDH giá mục tiêu 47,000 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

KDH hiện đang giao dịch ở mức PE 2020 là 19.0x và PE 2021 là 14.3x. KDH là cổ phiếu có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế khá ấn tượng trong giai đoạn 5 năm 2015-2020 lần lượt là 30.9% và 31.2%. KDH duy trì tỷ lệ nợ vay thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành với mức D/E là 0.23, mức cổ tức tiền mặt được duy trì đều đặn 5%/năm. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là 47,000 đồng/cp, tương ứng với PE mục tiêu là 17.0x.

## Công ty Cổ phần Vinhomes [MUA, +24.0%] (VHM: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

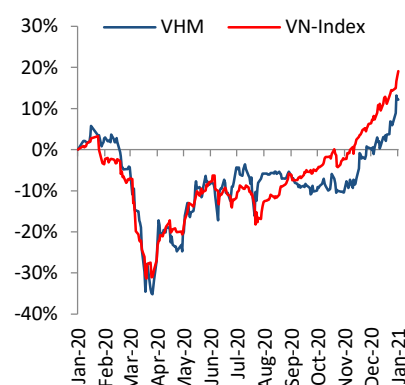
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	96,800
Giá mục tiêu (đồng/cp)	120,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	24.0
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	95,600
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	54,800
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	27.2
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	20.3
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	12.6
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	324,233
KLGDĐQ (SLCP, 3 tháng, tr)	2.7
SL CP lưu hành (triệu cp)	3,349.5
Nước ngoài đang sở hữu (%)	28.1
Giới hạn SH nước ngoài (%)	100.0
P/E trượt 12 tháng (x)	11.5
P/E dự phóng 12 tháng (x)	9.9

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	38,664.3	51,626.9	67,400.0	93,000.0
Tăng trưởng (% YoY)	152.8	33.5	30.6	38.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	14,284.5	21,747.4	28,090.0	32,700.0
Tăng trưởng (% YoY)	913.3	52.2	29.2	16.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	36.9	42.1	41.7	35.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	48,145	64,715	86,110	114,000
Tổng tài sản (tỷ đồng)	119,689	197,241	230,100	259,000
ROA (%)	17.3	15.3	14.0	14.2
ROE (%)	50.7	43.1	39.6	34.7
EPS (đồng)	4,503	6,502	8,386	9,763
BVPS (đồng)	12,907	16,748	25,708	34,034.8
Cổ tức (đồng)	-	1,000	-	-
P/E (x)	22.2	14.6	11.5	9.9
EV/EBITDA (x)	43.9	14.0	14.4	N/A
P/B (x)	7.3	5.7	3.8	3.5

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
120,000 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Tính đến cuối 2020, tổng giá trị hợp đồng chưa ghi nhận đạt 81,300 tỷ đồng. Trong 3 đại dự án của VHM hiện còn 42,600 căn bán trước, dự kiến bàn giao 11,000 căn trong Q4/2020 và phần còn lại trong năm 2021. Bên cạnh đó, trong Quý 2 VHM công bố thu về 15 nghìn tỷ đồng từ hoạt động bán sỉ nhưng đến nay vẫn chưa được ghi nhận, và nhiều khả năng sẽ được ghi nhận vào quý 4 năm nay. Dựa trên kế hoạch bàn giao của công ty, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng 2020 và 2021 lần lượt đạt 28,207 tỷ đồng (+16.5% YoY) và 32,634 tỷ đồng (+15.7% YoY).
- Trong năm 2021, Vinhomes sẽ bắt đầu mở bán dự án Wonder Park thay vì mở bán vào cuối năm 2020 như dự kiến trước đây. 2 dự án khác trong kế hoạch là Hạ Long Xanh (4,109 ha) và Long Beach Cần Giờ (2,870 ha) đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý để mở bán trong năm 2022.
- Q3/2020, VHM ghi nhận doanh thu đạt 26,483 tỷ đồng (+143% YoY) và LNR đạt 6,058 tỷ đồng (+11% YoY). Kết quả doanh thu đến từ việc bàn giao đúng tiến độ 10,800 căn hộ, chủ yếu từ 3 đại dự án Ocean Park, Smart City, và Grand Park và chuyển nhượng tòa nhà văn phòng Metropolis tại Hà Nội trị giá 6.8 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp (LNG) giảm còn 34% (Q3/2019 ~62%) do tỷ trọng giao dịch bán lẻ (vốn có biên LNG thấp hơn) cao hơn và việc chuyển nhượng ghi nhận biên LNG chỉ khoảng 30%. Bên cạnh đó, đóng góp từ hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) giảm -91% YoY, dẫn đến tốc độ tăng trưởng LNR thấp so với doanh thu.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để định giá cổ phiếu VHM
- Giá mục tiêu: VHM được xác định giá hợp lý ở mức 120,000 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu VHM
- Rủi ro chính của VHM liên quan đến (1) Rủi ro mang tính chu kỳ của thị trường BĐS (2) Rủi ro từ môi trường pháp lý trong lĩnh vực Bất động sản.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của VHM năm 2020E dự kiến đạt 28,090 tỷ đồng (+29.2% YoY)**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của VHM năm 2021F dự kiến đạt 32,700 tỷ đồng (+16.4% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020E đạt lần lượt là 67,400 tỷ đồng (+30.6% YoY) và 28,090 tỷ đồng (+29.2% YoY).

Giai đoạn 4Q20: Theo như dự kiến của VHM, trong quý cuối cùng của năm 2020, Công ty sẽ bàn giao tiếp khoảng 11.000 căn hộ tại 3 đại dự án Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City và Vinhomes Grand Park và một số sản phẩm từ các dự án đã bán từ trước, do đó doanh thu cho đến hết năm của Công ty chủ yếu sẽ đến từ việc ghi nhận các sản phẩm này. Mặt khác, VHM hiện mới chào bán dần một phần dự án kế tiếp là Vinhomes Wonder Park Đan Phượng vào cuối tháng 11 và cần một thời gian để thị trường hấp thụ, do đó, chúng tôi đưa ra giả định rằng doanh thu ghi nhận của dự án này sẽ vào năm 2021 và không tính vào phần doanh thu 2020.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Giai đoạn 2021 – 2025: Chúng tôi đặt giả định về doanh thu giai đoạn 2021 – 2025 dựa trên thông tin về quỹ đất phát triển đã được lên kế hoạch và công bố của VHM. Cụ thể, VHM dự kiến sẽ triển khai và bán ra khoảng 7,300 ha diện tích sàn thương mại (NSA) trong vòng 5 năm kế tiếp tại cả các tỉnh thành và đô thị tại Việt Nam.

Theo đó, quỹ diện tích sàn thương mại (NSA) của VHM được dự báo sẽ tập trung phân phối vào giai đoạn 2021 – 2023 (khoảng 15 – 30% quỹ đất/năm tại các tỉnh thành và khoảng 20 – 25% quỹ đất dự kiến/năm tại các đô thị lớn, nhiều nhất vào năm 2022), và có được mức tăng giá thành trung bình khoảng 5%/m<sup>2</sup> NSA/năm. Kể từ năm 2023, mức tăng này có khả năng đạt đến 7%/m<sup>2</sup> NSA/năm, trong bối cảnh cơ sở hạ tầng tại nhiều khu vực trọng điểm tại Việt Nam được hoàn thiện và dần đi vào hoạt động. VHM sẽ tiếp tục ghi nhận phần doanh thu chưa thực hiện từ các dự án hiện tại trong khoảng 1 – 2 năm tới.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2017A-2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	15,297	38,664	51,627	67,400	93,000
Giá vốn hàng bán	10,131	28,603	24,171	31,700	46,500
Lợi nhuận gộp	5,167	10,061	27,456	35,700	46,500
Chi phí bán hàng	1,586	1,381	2,081	2,800	4,000
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-453	-1,063	-2,156	-2,500	-3,900
Lợi nhuận tài chính	-688	12,108	6,497	8,600	8,700
Lợi nhuận trước thuế	2,109	19,719	29,746	38,240	42,000
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	1,410	14,284	21,747	28,090	32,700

Nguồn: VHM, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHM giá mục tiêu 120,000 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để xác định giá cổ phiếu VHM. Giá mục tiêu của VHM được xác định hợp lý ở mức 120,000 đồng/cổ phiếu tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2021F là 9.9 lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VHM với tiềm năng tăng giá 24.0% với thời hạn đầu tư 1 năm. Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân ở vùng giá 90,000 – 95,000 đồng/cổ phiếu.

## Công ty Cổ phần FPT [Mua, + 26.6%] (FPT: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

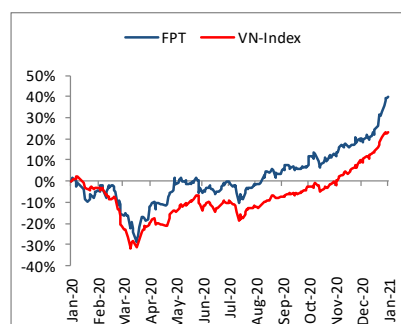
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	62,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	78,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	26.6%
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	67,400
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	33,514
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	30.8%
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	39.5%
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	39.8%
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	52,208
KLGDBQ (SLCP, 3 tháng, '000)	2,736
SL CP lưu hành (triệu cp)	784
Nước ngoài đang sở hữu (%)	49%
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49%
P/E trượt 12 tháng (x)	14.6
P/E dự phóng 12 tháng (x)	14.3

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2017A	2018A	2019E	2020F
Doanh thu (tỷ đồng)	23,259	27,792	29,695	33,878
Tăng trưởng (% y/y)	-46.3%	19.5%	6.8%	14.1%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	2,620	3,135	3,409	4,010
Tăng trưởng (% y/y)	-8.3%	21.0%	8.7%	17.6%
Biên lợi nhuận ròng (%)	11.3%	11.3%	11.5%	11.8%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	12,473	13,964	15,509	17,895
Tổng tài sản (tỷ đồng)	29,757	33,394	35,550	38,794
ROA (%)	11.8%	12.4%	12.3%	13.40%
ROE (%)	21.9%	23.7%	23.1%	24%
EPS (đồng)	3,524	4,216	4,585	5,393
BVPS (đồng)	2,000	2,000	2,000	2,001
Cổ tức (đồng)	13.8	12.7	13.6	11.6
P/E (x)	2.6	2.6	3.0	2.6
EV/EBITDA (x)	23,259	27,792	29,695	33,878
P/B (x)	-46.3%	19.5%	6.8%	14.1%

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 78,500 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- FPT là tập đoàn công nghệ, viễn thông tư nhân lớn nhất Việt Nam, có nhiều năm kinh nghiệm, thương hiệu và chất lượng đã được khẳng định. Dịch Covid-19 có thể hối thúc các doanh nghiệp đẩy nhanh tiến độ công nghệ hóa/chuyển đổi số, tác động tích cực đến hoạt kinh doanh của FPT.
- Tổ hợp giáo dục FPT mang lại lợi thế cạnh tranh cho tập đoàn nhờ cung cấp nhân sự có chất lượng trong bối cảnh toàn ngành đang thiếu hụt nhân sự như hiện tại. Chi phí lao động thấp là lợi thế của FPT trên thị trường quốc tế.
- Biên lợi nhuận của FPT dự kiến được cải thiện nhờ mảng FSoft và Ftel – các mảng có biên lợi nhuận cao – có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn và dần chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu của FPT.
- FPT là công ty duy nhất có thể duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong nhiều năm cho một giai đoạn dài nhờ khả năng quản trị và xúc tiến các hoạt động đầu tư tạo ra giá trị cao và có tốc độ tăng trưởng đột biến như: Công nghệ, phần mềm, viễn thông, dịch vụ internet và thương mại điện tử.
- Những đồn đoán về việc thoái vốn tại các công ty con, các đối tác góp vốn nếu thực hiện trong năm 2021 sẽ giúp công ty ghi nhận lợi nhuận đột biến.
- Các hợp đồng ký mới của FPT tăng trưởng ấn tượng: 11 tháng đầu năm 2020, doanh thu ký mới của thị trường nước ngoài tăng trưởng 23.6% và dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2021.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh PE để định giá cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu FPT được xác định ở mức 78,500 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu FPT.
- Rủi ro đầu tư:  
Phân tán đa ngành trong đó một số hoạt động thiếu hiệu quả làm ảnh hưởng đến hoạt động chung của Công ty và làm giảm tính hiệu quả trong việc phân bổ nguồn lực tổng thể.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của FPT năm 2020 dự kiến đạt 3,409 tỷ đồng (+8.7% YoY)**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của FPT năm 2021F dự kiến đạt 4,010 tỷ đồng (+17.6% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Trong năm 2020 chúng tôi ước tính doanh thu thuần của FPT đạt 29,695 tỷ đồng (+7.1% YoY). Lợi nhuận trước thuế năm 2020 dự kiến đạt 5,058 tỷ đồng (+8.4% YoY). LNST của cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 3,409 tỷ đồng (+8.7% YoY), EPS 2020 dự kiến đạt 4,180 đồng/cp (sau khi trừ trích quỹ khen thưởng phúc lợi dự tính).

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của FPT đạt 33,878 tỷ đồng (+14.1% YoY). Lợi nhuận trước thuế năm 2020 dự kiến đạt 5,930 tỷ đồng (+17.2 YoY). LNST của công ty mẹ dự kiến đạt 4,010 tỷ đồng (+17.6% YoY).

Phần mềm xuất khẩu (FSoft) và dịch vụ viễn thông (Ftel) tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của FPT. Trong khi đó mảng công nghệ thông tin trong nước (FPT IS) và mảng nội dung số dự kiến được hồi phục về mức trước dịch Covid-19. Theo bản tin gửi nhà đầu tư tháng 11/2020, FPT cho biết doanh thu ký mới mảng công nghệ thông tin trong nước trong 11 tháng đầu năm tăng trưởng 17.5%, thị trường nước ngoài tăng trưởng 23.6%, đây đều là các con số khá tích cực.

Biên lợi nhuận của FPT dự kiến được cải thiện nhờ mảng FSoft và Ftel – các mảng có biên lợi nhuận cao – có tốc độ tăng trưởng nhanh hơn và dần chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu doanh thu của FPT.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2019E-2020F

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021F
Doanh thu thuần	42,659	23,214	27,717	29,695	33,878
Giá vốn hàng bán	32,976	14,491	17,005	18,151	20,640
Lợi nhuận gộp	9,682	8,723	10,712	11,544	13,238
Chi phí BH và QLDN	6,516	5,601	6,565	7,099	8,099
Lợi nhuận kinh doanh	3,167	3,122	4,147	4,445	5,139
Lợi nhuận trước thuế	4,255	3,858	4,665	5,058	5,930
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	2,932	2,620	3,135	3,409	4,010

Nguồn: FPT, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT giá mục tiêu 78,500 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi áp dụng phương pháp so sánh PE để định giá FPT. Mức EPS dự phóng năm 2021 là 4,656 VNĐ/cp. Mức PE bình quân của các doanh nghiệp có vốn hóa lớn (Top 35) là 20.7 lần, toàn thị trường là 19.9 lần. Chúng tôi sử dụng mức PE = 16.9 lần để định giá FPT, với mức PE này, giá mục tiêu của FPT là 78,500 đồng/cp.

#### Rủi ro đầu tư:

Phân tán đa ngành trong đó một số hoạt động thiếu hiệu quả làm ảnh hưởng đến hoạt động chung của Công ty và làm giảm tính hiệu quả trong việc phân bổ nguồn lực tổng thể.

Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu khá lớn, trường hợp VND tăng giá so với các đồng USD, EUR, JPY có thể ảnh hưởng xấu đến doanh thu của FPT.

Bên cạnh đó, các yếu tố ảnh hưởng đến các giả định của mô hình định giá như: thị trường cạnh tranh khiến tăng trưởng doanh thu không đạt như dự kiến hay làm suy giảm biên lợi nhuận; tỷ lệ thực hiện ESOP thực tế... có thể ảnh hưởng đến giá trị của FPT.

## CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận [MUA, +20.3%] (PNJ: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

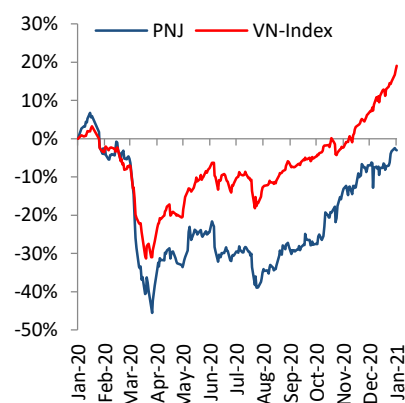
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	79,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	95,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	20.3
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	89,356
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	45,552
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	17.9
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	31.8
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	(10.3)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	17,968.0
KLGDĐQ (SLCP, 3 tháng, tr)	1.0
SL CP lưu hành (triệu cp)	227.4
Nước ngoài đang sở hữu (%)	38.7
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	17.8
P/E dự phóng 12 tháng (x)	16.3

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	14,571.1	17,000.7	16,750.0	18,500.0
Tăng trưởng (% YoY)	32.7	16.7	(1.5)	10.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	959.9	1,193.9	1,010.0	1,100.0
Tăng trưởng (% YoY)	32.4	24.4	(15.4)	8.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.6	7.0	6.0	5.9
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	3,745.1	4,577.3	4,850.0	5,200.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,437.9	8,603.0	8,590.0	8,860.0
ROA (%)	17.6	15.9	11.7	12.6
ROE (%)	28.7	28.7	21.4	21.9
EPS (đồng)	6,481	4,896	4,441	4,836
BVPS (đồng)	22,425	20,317	21,324	22,862.9
Cổ tức (đồng)	1,800	1,800	1,600	1,000
P/E (x)	14.9	16.1	17.8	16.3
EV/EBITDA (x)	11.4	12.4	13.4	N/A
P/B (x)	3.6	4.0	3.7	4.2

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 95,000 đồng/cổ phiếu

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- PNJ tăng thị phần trong bối cảnh nhu cầu trang sức giảm do COVID-19: Sức mua của ngành trang sức tiếp tục giảm trong 2020 do làn sóng COVID-19 lần 2 vào đầu tháng 8. Tuy nhiên, mảng bán lẻ của PNJ vẫn tăng trưởng dương, điều này cho thấy PNJ đã gia tăng thị phần trang sức. Hơn nữa, ra mắt thương hiệu Style by PNJ hướng đến đối tượng khách hàng trẻ tuổi cũng sẽ giúp PNJ gia tăng doanh thu kênh bán lẻ và thị phần trong những năm tiếp theo.
- Tái cấu trúc sản phẩm và điểm bán lẻ: Công ty đã nghiên cứu nhằm thiết kế và trưng bày sản phẩm theo nhu cầu của mỗi khách hàng ở từng vùng miền, ước tính giảm 500 tỷ đồng hàng tồn kho nếu cơ cấu lại sản phẩm. Ngoài ra, Ban lãnh đạo của PNJ nỗ lực tìm được nhiều mặt bằng thuê mới có vị trí tốt, giá rẻ, kể cả một số mặt bằng của những đối thủ cạnh tranh.
- Phát triển sản phẩm mới: PNJ bắt đầu triển khai nhà máy thứ hai tại Long An để xử lý các sản phẩm có những ảnh hưởng đến môi trường như hàng xi mạ, với công suất 500,000 sản phẩm/năm đồng thời nâng cấp nhà máy 1 để sản xuất các sản phẩm cao cấp hơn, thay thế được các mặt hàng nhập khẩu, qua đó cũng giảm được nhiều chi phí thuế nhập khẩu, tương ứng 100 tỷ đồng/năm. Vào cuối năm nay, PNJ dự kiến sẽ đưa ra 1 số sản phẩm bán sỉ mới, có hàm lượng công nghệ cao – những sản phẩm trước đây khách hàng chỉ mua hàng xách tay.
- Hoạt động xuất khẩu sẽ khởi sắc hơn sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Gia tăng chương trình khuyến mãi và quảng cáo vào thời điểm cuối năm.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp Dòng tiền chiết khấu và P/E để định giá cổ phiếu PNJ
- Giá mục tiêu: PNJ được xác định giá hợp lý ở mức 95,000 đồng/CP
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PNJ
- Rủi ro chính của PNJ là 1) Biến động giá vàng (2) Chu kỳ kinh tế đối với sản phẩm xa xỉ (3) Thay đổi hành vi tiêu dùng (4) Áp lực trả lãi vay trong ngắn hạn.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của PNJ năm 2020E dự kiến đạt 1,010 tỷ đồng (-15.4% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020E đạt lần lượt là 16,750 tỷ đồng (-1.5% YoY) và 1,010 tỷ đồng (-15.4% YoY).

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần trong quý 4 đạt 5,083 tỷ (-3.8% YoY) do sức mua chung đối với trang sức trong giai đoạn cuối năm 2020 vẫn sẽ kém tích cực so với 2019, nhất là mảng bán sỉ vẫn chịu ảnh hưởng tiêu cực từ COVID-19.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng mảng bán lẻ sẽ đạt mức tăng trưởng tốt nhờ mùa cưới và dịp lễ tết thời điểm cuối năm và thương hiệu mới dành cho giới trẻ Style by PNJ. Chúng tôi nâng Doanh thu thuần ước tính của cả năm 2020E lên 16,750 tỷ đồng.

Ngoài ra, chúng tôi nhận định chi phí bán hàng sẽ tăng mạnh vào thời điểm cuối năm do công ty gia tăng quảng bá cho thương hiệu mới. LNST ước tính đạt 1,010 tỷ đồng (-15.4% YoY).

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của PNJ năm 2021F dự kiến đạt 1,100 tỷ đồng (+8.9% YoY)**

PNJ đang vượt xa các công ty cùng ngành và sử dụng vị thế dẫn đầu để chuẩn bị cho sự phục hồi năm 2021E dù nhu cầu trên thị trường trang sức nói chung vẫn chưa hồi phục hoàn toàn, thể hiện ở sự suy giảm doanh số bán sỉ và tốc độ mở cửa hàng mới chậm lại.

Chi phí hoạt động trong tháng 11 tăng mạnh phần lớn đến từ việc tuyển nhân viên mới để thúc đẩy hoạt động bán hàng năm 2021E cũng như việc đẩy mạnh marketing cho các sản phẩm Style by PNJ bằng việc tài trợ cho các buổi biểu diễn ca nhạc. Ngoài ra, tháng 11 cũng có ghi nhận một số chi phí bị trì hoãn từ tháng 10. Trong tháng 11, PNJ chỉ mở mới 1 cửa hàng PNJ Gold. Trong 11 tháng đầu năm, PNJ đã mở mới 27 cửa hàng. Tổng số cửa hàng vào cuối tháng 11 là 342 cửa hàng, bao gồm 305 PNJ Gold, 30 PNJ Silver, 4 CAO Fine Jewelry, 3 PNJ Art và 66 cửa hàng đồng hồ shop-in-shop.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2017A - 2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	10,977	14,571	17,001	16,750	18,500
Giá vốn hàng bán	9,065	11,792	13,540	13,400	14,900
Lợi nhuận gộp	1,912	2,779	3,461	3,350	3,600
Chi phí bán hàng	775	1,170	1,362	1,430	1,540
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-188	-346	-476	-480	-500
Lợi nhuận tài chính	-48	-59	-117	-168	-137
Lợi nhuận trước thuế	907	1,206	1,507	1,263	1,375
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	725	960	1,194	1,010	1,100

Nguồn: PNJ, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ giá mục tiêu 95,000 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu PNJ sẽ vào khoảng 95,000 đồng/cổ phiếu, tăng 20.3% so với giá hiện tại. Từ đó đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu này với kỳ vọng tăng trưởng kinh tế sẽ hồi phục và tăng tốc từ nửa sau 2021 khi Vaccine cho COVID-19 được lưu hành rộng rãi sẽ tác động tích cực đến sức mua của người tiêu dùng.

## Công Ty Cổ Phần Phú Tài [MUA, +40.2%] (PTB: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

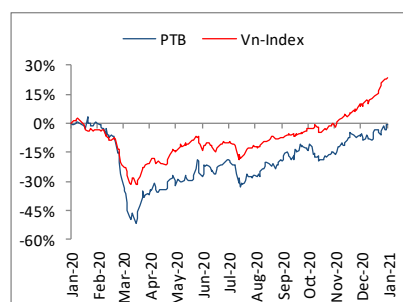
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	61,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	85,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	40.2
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	65,791
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	30,922
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	12.5
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	26.6
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	(3.0)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	2,809
KLGD BQ (SLCP, 3 tháng)	236
SL CP lưu hành (triệu cp)	46.059
Nước ngoài đang sở hữu (%)	18.2
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	7.2
P/E dự phóng 12 tháng (x)	5.7

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	4,719	5,549	5,661	6,534
Tăng trưởng (% YoY)	18.8%	17.6%	2.0%	15.4%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	385	435	378	530
Tăng trưởng (% YoY)	10.7%	14.3%	-13.1%	40.2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	8.2%	7.8%	6.7%	8.1%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,661	1,846	1,954	2,490
Tổng tài sản (tỷ đồng)	3,399	4,329	4,782	5,406
ROA (%)	12.9%	11.3%	8.3%	10.4%
ROE (%)	27.9%	24.8%	19.9%	23.9%
EPS (đồng)	7,534	8,534	8,217	11,522
BVPS (đồng)	33,071	36,719	42,478	54,130
Cổ tức (đồng)	1000	3000	3200	3000
P/E (x)	8.2	7.2	7.7	5.5
EV/EBITDA (x)	6.1	5.7	6.0	5.6
P/B (x)	1.9	1.7	1.5	1.2

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 5,661 tỷ đồng (2.0% yoy) và 378 tỷ đồng (-13.1% yoy).
- Mảng gỗ và mảng đá sẽ tiếp tục đóng góp chính cho lợi nhuận của PTB trong năm 2021. Mảng đá dự báo sẽ phục hồi trở lại sau khi dịch bệnh được kiểm soát.
- Mảng gỗ: Được hưởng lợi do khách hàng từ thị trường Mỹ dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam. Việc nâng công suất các nhà máy hiện tại từ 69,500m<sup>2</sup> lên 82,400m<sup>2</sup> sẽ giúp mảng gỗ tiếp tục tăng trưởng trong các năm tới khi nhu cầu từ Mỹ đang gia tăng.
- Mảng bất động sản: PTB có cơ hội mua lại dự án bất động sản, tọa lạc tại trung tâm TP. Quy Nhơn với giá vốn rất thấp, dự kiến sẽ ghi nhận một phần doanh thu và lợi nhuận trong Q1.2021. Theo công ty, lợi nhuận sau thuế cả năm 2021 dự tính ghi nhận khoảng 103 tỷ đồng.
- Mảng ô tô: PTB hiện đang sở hữu đất hơn 9,000m<sup>2</sup> để làm showroom cho Toyota tại Đà Nẵng, ngoài ra còn 1 showroom phân phối tại Bình Định. Việc phân phối xe mang lại lợi thế dòng tiền để xoay chuyển vào các mảng kinh doanh khác hơn là tập trung vào lợi nhuận.
- Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 đạt lần lượt là 6,534 tỷ đồng (+15.4% yoy) và 530 tỷ đồng (+40.2% yoy).
- PTB hiện có mức trả cổ tức tiền mặt khá cao từ 30%-35%, tương ứng với mức dividend yield đạt 5%. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong 5 năm gần nhất đều đạt trên 2 con số. Hiện PTB đang giao dịch với mức PE 2021 là 5.5x khá hấp dẫn so với các cổ phiếu khác hiện tại.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu PTB
- Giá mục tiêu: PTB được xác định giá hợp lý ở mức 85,500 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PTB
- Rủi ro chính của PTB là khả năng Mỹ đánh thuế hàng nhập khẩu Việt Nam sau khi bị dán nhãn thao túng tiền tệ, chúng tôi đánh giá khả năng Việt Nam bị đánh thuế là thấp.

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
85,500 đồng/cổ phiếu**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của PTB năm 2020 dự kiến đạt 378 tỷ đồng (-13.1% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 5,661 tỷ đồng (2.0% yoy) và 378 tỷ đồng (-13.1% yoy).

Mảng gỗ là mảng đem lại doanh thu và lợi nhuận chính cho PTB, trong năm 2020 dự phóng mảng gỗ đem lại doanh thu 2,962 tỷ đồng (+41.7% yoy), biên lợi nhuận gộp đạt 12% cao hơn cùng kỳ là 8.1% nhờ tăng trưởng về giá bán và đơn hàng tại Mỹ do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

Mảng đá giảm nhẹ trong 6 tháng đầu năm do ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến nhu cầu giảm, doanh thu dự báo đạt 1,378 tỷ đồng (-6.0% yoy), biên lợi nhuận cũng giảm từ 12.3% cùng kỳ xuống còn 9% trong năm 2020. Qua trao đổi với đại diện PTB cho biết mảng đá được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhẹ trở lại trong nửa cuối năm 2021 khi đại dịch được kiểm soát tốt trở lại. Thị trường xuất khẩu chính của mảng đá vẫn chủ yếu là thị trường Mỹ.

Mảng mua bán xe Toyota có sự suy giảm mạnh so với cùng kỳ đạt doanh thu 965 tỷ đồng (-46.5% yoy) do dịch covid-19 đã ảnh hưởng tới nhu cầu đi lại và thu nhập của người dân giảm. Mảng xe hiện đóng góp lợi nhuận không nhiều chỉ chiếm dưới 3% tổng lợi nhuận công ty. Mảng xe hiện là mảng đem lại dòng tiền lưu động cho PTB hơn là tập trung vào lợi nhuận.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của PTB năm 2021F dự kiến đạt 530 tỷ đồng (+40.2% YoY)**

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PTB đạt lần lượt là 6,534 tỷ đồng (+15.4% yoy) và 530 tỷ đồng (+40.2% yoy).

Chúng tôi dự báo năm 2021 PTB sẽ quay lại mức tăng trưởng lợi nhuận 2 con số dựa vào số lợi nhuận trong năm 2020 ở mức thấp, và sự phục hồi từ mảng đá khi đại dịch dự báo sẽ được kiểm soát vào cuối năm 2021. Ngoài ra, mảng gỗ PTB sẽ bắt đầu hoạt động nhà máy gỗ Phù Cát giai đoạn 2 vào Q2.2021 giúp nâng công suất tăng từ 69,500m<sup>2</sup> lên 82,400m<sup>2</sup>. PTB sẽ ghi nhận thêm lợi nhuận từ việc bàn giao dự án Phú Tài Residence tại Quy Nhơn, dự kiến bàn giao toàn bộ căn hộ vào cuối Q2.2021.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,971	4,719	5,549	5,661	6,534
Giá vốn hàng bán	-3,274	-3,876	-4,518	-4,329	-5,195
Lợi nhuận gộp	697	843	1,031	1,116	1,339
Chi phí bán hàng	-178	-177	-224	-299	-327
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-98	-157	-185	-196	-229
Lợi nhuận tài chính	-37	-67	-97	-114	-137
Lợi nhuận trước thuế	424	475	550	463	659
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	345	385	435	378	530

Nguồn: PTB, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PTB giá mục tiêu 85,500 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

PTB hiện đang giao dịch ở mức PE 2020 là 7.1x và PE 2021 là 5.6x, chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng của PTB trong các năm tới khi nhà máy gỗ Phù Cát giai đoạn 2 đi vào hoạt động Q2.2021. PTB có lịch sử trả cổ tức bằng tiền mặt cao đạt từ 30%-35%, tương ứng với mức dividend yield 5%. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PTB với giá mục tiêu là 85,500 đồng/cp, tương ứng với PE mục tiêu là 8.0x.

## Công ty Cổ phần Gemadept [MUA, +38.5%] (GMD: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

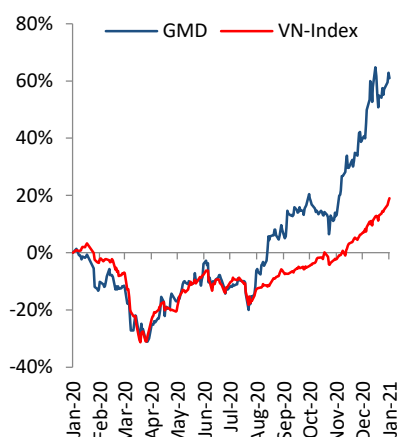
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	32,500
Giá mục tiêu (đồng/cp)	45,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	38.5
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	34,200
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	14,300
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	36.6
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	73.4
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	58.8
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	9,794.8
KLGDBQ (SLCP, 3 tháng, tr)	3.3
SL CP lưu hành (triệu cp)	301.4
Nước ngoài đang sở hữu (%)	38.7
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	21.8
P/E dự phóng 12 tháng (x)	17.8

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,707.6	2,642.9	2,510.0	2,870.0
Tăng trưởng (% YoY)	(32.0)	(2.4)	(5.0)	14.3
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,847.7	517.0	450.0	550.0
Tăng trưởng (% YoY)	263.8	(72.0)	(13.0)	22.2
Biên lợi nhuận ròng (%)	68.2	19.6	17.9	19.2
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6,529.0	6,567.3	6,570.0	6,990.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	9,984.1	10,119.9	9,910.0	10,430.0
ROA (%)	17.9	6.1	4.8	6.4
ROE (%)	27.9	9.4	7.4	9.6
EPS (đồng)	6,207	1,602	1,493	1,825
BVPS (đồng)	19,804	19,789	21,800	23,193.5
Cổ tức (đồng)	9,500	1,500	1,000	1,000
P/E (x)	5.6	20.4	21.8	17.8
EV/EBITDA (x)	13.6	13.0	14.4	N/A
P/B (x)	1.7	1.7	1.5	1.9

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
GMD 45,000 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- KQKD có thể hồi phục trở lại ngay trong quý 1/2021: Nhờ nhu cầu dịch vụ vận tải tàu biển gia tăng mạnh cuối năm 2020, giá cước vận tải đang gia tăng nhanh chóng, giá dịch vụ cảng biển liên tiếp tăng do nhu cầu vận tải tăng đột biến sau đại dịch.
- Duy trì và tăng trưởng mạnh từ dịch vụ vận tải hàng hoá hàng không do không bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và kỳ vọng tăng trưởng mạnh khi được kết nối chuỗi vận tải vaccine thông qua CTCP Dịch vụ hàng hoá Sài Gòn (SCS) mà GMD sở hữu 36.7%.
- Tăng giá dịch vụ cảng: Từ tháng 01/2021, giá phí xếp dỡ tại các cảng biển dự kiến sẽ được tăng thêm 10% theo lộ trình, đây là 1 thông tin tích cực cho các doanh nghiệp cảng biển. Với việc các hoạt động kinh doanh hồi phục trở lại, xuất nhập khẩu sôi động, chi phí tàu biển tăng cao như hiện nay có thể sẽ giúp cảng biển nhộn nhịp hơn trong thời gian tới, hỗ trợ KQKD các doanh nghiệp này.
- Cảng Gemalink có nhiều tiềm năng: Dự án trọng điểm Gemalink của GMD tại khu vực Cái Mép – Thị Vải đã hoàn thiện 80% và dự kiến có thể đi vào hoạt động từ Quý I/2021. Cảng này có quy mô lớn và có thể tiếp nhận tàu lên tới 200,000 DWT, giúp công suất cảng của GMD tăng gấp đôi, cảng được bao tiêu từ đối tác CMA-CGM. Hiện lượng tàu qua cảng khu vực Cái Mép – Thị Vải vẫn tăng trưởng 2 con số bất chấp tình hình dịch bệnh, việc tăng giá (nếu có) cũng không gây ra nhiều trở ngại cho dự án.
- Thoái vốn các tài sản ngoài ngành, bao gồm dự án trồng cao su và các dự án bất động sản tại trung tâm Quận 1 - HCM trong tương lai gần.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV để định giá cổ phiếu GMD
- Giá mục tiêu: GMD được xác định giá hợp lý ở mức 45,000 đồng/CP
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GMD
- Rủi ro chính của GMD: Nhu cầu vận tải hàng hoá có thể tiếp tục bị ảnh hưởng khi do dịch bệnh chưa thể kiểm soát hoàn toàn.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của GMD năm 2020E dự kiến đạt 450 tỷ đồng (-13.0% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020E đạt lần lượt là 2,510 tỷ đồng (-5.0% YoY) và 450 tỷ đồng (-13.0% YoY).

Từ đầu năm 2020, giá cao su đã tăng 48.7% từ 1.62 USD/kg lên 2.41 USD/kg. Chúng tôi kỳ vọng giá cao su sẽ tiếp tục tăng nhờ nhu cầu từ doanh số bán ô tô tại Hoa Kỳ và Trung Quốc hồi phục cùng nhu cầu nguyên vật liệu tăng từ mảng sản xuất găng tay.

GMD có thể thoái vốn tại dự án trồng cao su trong các năm sắp tới do cây cao su của GMD đã đạt tới mức đường kính 50 - 55 cm và sẵn sàng để khai thác. Chúng tôi kỳ vọng GMD có thể thoái vốn dự án tại mức giá tương đương giá trị sổ sách hiện tại (1.406 tỷ đồng) nhờ giá cao su tăng lên.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của GMD năm 2021F dự kiến đạt 550 tỷ đồng (+22.2% YoY)**

Với lộ trình tăng phí hiện nay, chúng tôi cho rằng Gemalink sẽ tăng phí bình quân 10% từ năm 2021 trở đi, do đó kỳ vọng Gemalink sẽ ghi nhận EBIT dương đạt 323.9 tỷ đồng, tuy nhiên việc chi phí lãi vay cao trong những năm đầu dự án sẽ kéo LNST của Gemalink xuống mức lỗ 8.1 tỷ đồng, trong đó GMD ghi nhận lỗ 5.3 tỷ đồng. Sau khi hoạt động hết công suất từ năm 2023, chúng tôi dự báo Gemalink có thể đóng góp 329.4 tỷ đồng vào LN ròng, chiếm 44.4% LN ròng của GMD năm 2023.

Chúng tôi tăng dự phóng EPS 2021 - 2022 thêm 9.5 – 10.5% nhằm phản ánh phí xếp dỡ tại cảng Gemalink tăng dẫn tới tăng LN ròng đóng góp của Gemalink cho GMD trong 2021-2022. Chúng tôi giữ nguyên các giả định khác đối với các cảng còn lại của GMD và các công ty liên kết trong 2021-2022, do đó doanh thu thuần và LN ròng từ các công ty liên kết còn lại không thay đổi.

Chúng tôi đánh giá dự án Saigon Gem ở Thành phố Hồ Chí Minh là dự án có tiềm năng thoái vốn triển vọng nhất.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2017A - 2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,984	2,708	2,643	2,510	2,870
Giá vốn hàng bán	2,955	1,739	1,630	1,540	1,705
Lợi nhuận gộp	1,029	968	1,013	970	1,165
Chi phí bán hàng	87	102	138	140	158
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-344	-321	-331	-350	-361
Lợi nhuận tài chính	27	1,582	-39	-135	-142
Lợi nhuận trước thuế	650	2,182	705	560	620
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	508	1,848	517	450	550

Nguồn: GMD, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD giá mục tiêu 45,000 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 45,000/CP dựa trên phương pháp SOTP nhằm phản ánh dự phóng EPS 2021 – 2022 là 9.5 – 10.5% và tăng giá trị tài sản ngoài ngành của GMD. Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) là 13.4% cho HĐKD cốt lõi của GMD dựa trên cơ sở 1) Lãi suất phi rủi ro 3%, 2) Hệ số Beta 1.1 và 3) Phần bù rủi ro thị trường là 11%.

## CTCP Tập Đoàn Hòa Phát [MUA, +29.8%] (HPG: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

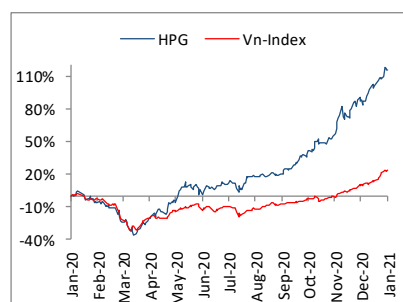
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	41,600
Giá mục tiêu (đồng/cp)	54,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	29.8
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	44,900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	13,253
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	54.6
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	82.9
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	118.2
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	147,441
KLGDBQ (SLCP, 3 tháng)	18,640
SL CP lưu hành (triệu cp)	3,313
Nước ngoài đang sở hữu (%)	32.0
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	11.5
P/E dự phóng 12 tháng (x)	8.8

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	56,580	64,678	92,356	119,568
Tăng trưởng (% YoY)	20.8%	14.3%	42.8%	29.5%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8,573	7,527	12,845	16,835
Tăng trưởng (% YoY)	7.3%	-11.9%	70.7%	31.1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.2%	11.6%	13.9%	14.1%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	40,623	47,787	58,906	73,049
Tổng tài sản (tỷ đồng)	78,223	101,776	121,057	158,356
ROA (%)	13.1%	8.4%	11.5%	12.1%
ROE (%)	23.5%	17.0%	24.1%	25.5%
EPS (đồng)	3,908	2,622	3,877	5,081
BVPS (đồng)	19,067	17,248	17,780	22,049
Cổ tức (đồng)	0	0	500	500
P/E (x)	10.9	16.3	11.5	8.8
EV/EBITDA (x)	8.8	12.2	13.0	12.6
P/B (x)	56,580	64,678	92,356	119,568

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 92,356 tỷ đồng (+45.1% yoy) và 12,845 tỷ đồng (+70.7% yoy).
- Trong năm 2020, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng dự báo đạt 3.5 triệu tấn (tăng 26.9%). Chúng tôi ước tính sản lượng bán phôi thép sẽ đạt 1.8 triệu tấn (+500% yoy). Sản lượng tiêu thụ ống thép dự báo đạt 800,000 tấn (+6.9% yoy).
- HPG vừa cho hoạt động thương mại lò cao 4 cuối cùng ở khu liên hợp Dung Quất. Lò cao số 3 và số 4 hiện dùng để sản xuất HRC. Theo lãnh đạo tập đoàn, HPG có thể linh hoạt giữa các lò cao để sản xuất ra phôi vuông hoặc phôi dẹt phục vụ sản xuất HRC hoặc thép xây dựng tùy vào thị trường tiêu thụ.
- Trong năm 2021, HPG đang tìm đối tác để thoái mảng nội thất. Hiện mảng nội thất của HPG có thị phần đứng thứ 2 sau AA Corporation, nhưng xét về hiệu quả hoạt động là đứng thứ 1, lợi nhuận sau thuế hàng năm của mảng nội thất trong các năm gần đây từ 300-400 tỷ đồng. Việc thoái vốn thành công trong năm 2021 có thể đóng góp thêm 1 phần lợi nhuận của năm.
- Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 của HPG đạt lần lượt là 119,568 tỷ đồng (+29.4% yoy) và 16,835 tỷ đồng (+31.3% yoy, chưa bao gồm lợi nhuận từ việc thoái vốn mảng nội thất). Ước tính HPG tiêu thụ được 4 triệu tấn thép xây dựng và 1.8 triệu tấn HRC.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá cổ phiếu HPG
- Giá mục tiêu: HPG được xác định giá hợp lý ở mức 54,000 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu HPG
- Rủi ro chính của HPG là giá nguyên vật liệu biến động bất lợi và diễn biến tiêu thụ chậm lại do ảnh hưởng của đại dịch Covid-19.

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu  
54,000 đồng/cổ phiếu**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của HPG năm 2020E dự kiến đạt 12,845 tỷ đồng (+70.7% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 92,356 tỷ đồng (+45.1% yoy) và 12,845 tỷ đồng (+70.7% yoy).

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng dự báo đạt 3.5 triệu tấn (tăng 26.9%). Chúng tôi ước tính sản lượng bán phôi thép sẽ đạt 1.8 triệu tấn (+500% yoy). Sản lượng tiêu thụ ống thép dự báo đạt 800,000 tấn (+6.9% yoy).

Theo thông tin từ tập đoàn HPG sẽ bắt đầu cho ra mắt sản phẩm HRC thương mại từ tháng 10.2020. Mặc dù lò cao 3 ở giai đoạn 2 của Dung Quất mới đi vào hoạt động từ ngày 24/8/2020 nhưng đến tháng 9/2020 đã đạt công suất sử dụng 85.7%, với sản lượng 100,000 tấn. Sản phẩm mới chỉ được sử dụng cho nhu cầu nội bộ của bộ phận tôn và ống thép.

Ngoài ra lò cao số 4 vừa được vận hành thương mại vào ngày 05/01/2021. Kỳ vọng sẽ đáp ứng tốt nhu cầu thiếu hụt và thép cuộn cán nóng (HRC), hiện VN vẫn phải nhập khẩu 4-5 triệu tấn HRC hàng năm sau khi bao gồm Hòa Phát Dung Quất và Formosa Hà Tĩnh chạy hết công suất cung cấp HRC.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của HPG đạt lần lượt là 119,568 tỷ đồng (+29.4% yoy) và 16,835 tỷ đồng (+31.3% yoy).

Chúng tôi cho rằng trong năm 2021, HPG có nhiều động lực tăng trưởng:

- + Lò cao số 4 đi vào hoạt động giúp nâng công suất sản xuất HRC lên 2 triệu tấn/năm.
- + Hoạt động tối đa công suất các lò cao 1, 2, 3 sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của tập đoàn.
- + Ghi nhận lợi nhuận từ việc thoái vốn mảng nội thất.
- + Hưởng lợi từ kích thích kinh tế của các nước thông qua đầu tư công giúp giá thép thành phẩm tăng đang có xu hướng tăng mạnh.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của HPG năm 2021F dự kiến đạt 16,835 tỷ đồng (+31.3% YoY)**

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2020E-2021F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	46,162	55,836	63,658	92,356	119,568
Giá vốn hàng bán	-35,536	-44,166	-52,473	-74,254	-95,654
Lợi nhuận gộp	10,626	11,671	11,185	18,102	23,914
Chi phí bán hàng	-595	-677	-873	-1,201	-1,554
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-409	-444	-569	-739	-957
Lợi nhuận tài chính	-556	-772	-1,182	-3,048	-3,587
Lợi nhuận trước thuế	9,288	10,071	9,097	14,607	19,131
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	8,007	8,573	7,527	12,854	16,835

Nguồn: HPG, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HPG giá mục tiêu 54,000 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

HPG hiện đang giao dịch ở mức PE 2020 là 11.5x và PE 2021 là 8.8x, chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng của HPG trong 3 năm tới khi các lò cao bắt đầu đi vào hoạt động đồng bộ và ổn định từ năm 2021, biên lợi nhuận được kỳ vọng sẽ cải thiện trong các năm tới khi sản lượng tăng, tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt dự báo đạt 1000 đồng/cp trong các năm tới khi không còn chi nhiều cho việc đầu tư xây dựng nhà máy. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu HPG với giá mục tiêu là 54,000 đồng/cp, tương ứng với PE mục tiêu là 11.0x.

## Công ty Cổ phần Vĩnh Hoàn [MUA, +23.8%] (VHC: HOSE)

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

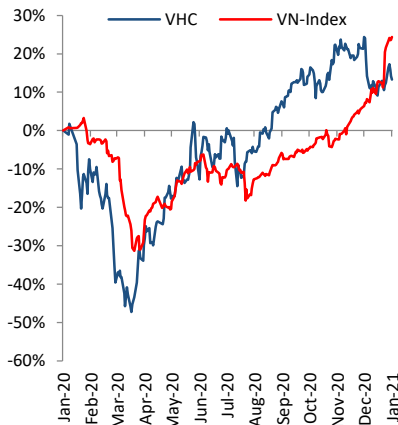
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	42,000
Giá mục tiêu (đồng/cp)	52,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	23.8
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	46,250
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	19,590
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	(-2.3)
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	12.8
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	14.2
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	7,701.8
KLGD BQ (SLCP, 3 tháng, tr)	1.1
SL CP lưu hành (triệu cp)	183.4
Nước ngoài đang sở hữu (%)	28.1
Giới hạn SH nước ngoài (%)	100.0
P/E trượt 12 tháng (x)	9.5
P/E dự phóng 12 tháng (x)	8.2

### TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2018A	2019A	2020E	2021F
Doanh thu (tỷ đồng)	9,271.3	7,867.1	7,400.0	7,800.0
Tăng trưởng (% YoY)	13.7	(15.1)	(5.9)	5.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,442.2	1,179.1	808.4	945.0
Tăng trưởng (% YoY)	138.5	(18.2)	(31.4)	16.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.6	15.0	10.9	12.1
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	4,015.2	4,877.3	5,869.8	6,814.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	6,298.5	6,612.4	7,688.8	8,588.8
ROA (%)	25.4	18.3	11.3	11.6
ROE (%)	41.5	26.5	15.0	14.9
EPS (đồng)	15,489	12,559	4,408	5,153
BVPS (đồng)	43,452	26,586	32,009	37,162.7
Cổ tức (đồng)	2,500	2,000	4,000	4,000
P/E (x)	2.6	6.7	9.5	8.2
EV/EBITDA (x)	2.7	6.4	8.7	N/A
P/B (x)	1.0	1.6	1.3	1.4

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

### Tăng trưởng giá so với VN-index



Nguồn: Fiinpro

**Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 52,000 đồng/cổ phiếu**

### NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Thị phần đứng đầu trong lĩnh vực cá tra xuất khẩu Việt Nam. Trước tình hình diễn biến phức tạp của dịch bệnh COVID-19, Vĩnh Hoàn với chuỗi giá trị kinh doanh bài bản, tình hình tài chính vững mạnh cùng với việc sở hữu lợi thế cạnh tranh so với các doanh nghiệp trong cùng ngành, công ty ghi nhận kết quả kinh doanh chịu tác động thấp hơn so với bức tranh tiêu cực chung của ngành xuất khẩu Thủy sản Việt Nam.
- Mảng Collagen và Gelatin tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao. Trong 2020, chúng tôi ước tính mảng Collagen và Gelatin của Vĩnh Hoàn. Chúng tôi kỳ vọng, năm 2021, sau khi dây chuyền Collagen và Gelatin mở rộng thêm 1.500 tấn thành phẩm/năm (+75% so với công suất hiện tại) chính thức đi vào hoạt động, doanh thu mảng này sẽ đạt ~1.000 tỷ đồng (+50% YoY), đóng góp ~13% tổng doanh thu của Vĩnh Hoàn.
- Hoạt động xuất khẩu cá tra Việt Nam được kỳ vọng phục hồi từ cuối năm 2020. Sau một thời gian dài giá cá tra nguyên liệu ở mức thấp nhất trong lịch sử, diện tích thả nuôi thu hẹp, nguồn cung giảm, đến cuối năm 2020, giá cá tra nguyên liệu đã bắt đầu hồi phục, tăng ~22% từ mức bình quân 18,000 đồng/kg lên đến 22,000 đồng/kg, nhờ sức cầu thu mua của các doanh nghiệp chế biến gia tăng, đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của thị trường cho các dịp lễ cuối năm, từ đó, kỳ vọng giá bán xuất khẩu cũng sẽ bắt đầu phục hồi, cùng với sản lượng bán ra cuối năm có tín hiệu tích cực.
- Hiệp định EVFTA đã chính thức có hiệu lực kể từ ngày 01/08/2020, ưu đãi từ Hiệp định này sẽ mở ra cơ hội lớn cho cá tra Việt Nam nâng cao lợi thế cạnh tranh tại thị trường EU.

### ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu VHC
- Giá mục tiêu: VHC được xác định giá hợp lý ở mức 52,000 đồng/cổ phiếu
- Chúng tôi giữ khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu VHC
- Rủi ro chính của VHC là rủi ro về nguồn cung cá nguyên liệu, luật pháp tại nước xuất khẩu và rủi ro tỷ giá và nhu cầu suy giảm do đại dịch COVID-19.

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của VHC năm 2020E dự kiến đạt 808.4 tỷ đồng (-31.4% YoY)**

**Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ của VHC năm 2021F dự kiến đạt 945 tỷ đồng (+16.9% YoY)**

### Ước tính kết quả kinh doanh 2020E

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2020 đạt lần lượt là 7,400 tỷ đồng (-5.9% YoY) và 808.4 tỷ đồng (-31.4% yoy).

Với mức nền thấp của hai năm liên tiếp (năm 2019 và 2020), bước sang năm 2021, tình hình dịch bệnh COVID-19 tại các thị trường xuất khẩu dần hồi phục, nhu cầu tiêu thụ tại các kênh nhà hàng, khách sạn bắt đầu gia tăng trở lại, cũng như thuế suất ưu đãi từ Hiệp định EVFTA giảm về mức đáng kể, sẽ giúp cho tình hình hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp thủy sản nói chung tại thị trường EU hồi phục. Vĩnh Hoàn với hoạt động kinh doanh bài bản, tình hình tài chính vững mạnh sẽ là doanh nghiệp có sức bật mạnh nhất so với các doanh nghiệp trong mảng.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2021F

Trong năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VHC đạt lần lượt là 7,800 tỷ đồng (+5.4% YoY) và 945 tỷ đồng (+16.9% YoY).

- Mảng cá tra phi-lê xuất khẩu: Năm 2020, do ảnh hưởng của dịch COVID-19, doanh thu mảng này dự báo giảm ~13%, do dự báo giá trị xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Trung Quốc và EU lần lượt - 10% YoY, -15% YoY và +20% YoY. Giai đoạn 2021F - 2024F, giả định nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường xuất khẩu dần hồi phục, tăng trưởng mảng này ~6%/năm.
- Mảng phụ phẩm: tăng trưởng tương đối ổn định ở mức 5%/năm.
- Mảng Collagen và Gelatin: Năm 2020, mảng này được kỳ vọng tăng khoảng 30%, sang năm 2021F, khi dây chuyền mới đi vào hoạt động, công suất tăng từ 2,000 lên 3,500 tấn thành phẩm mỗi năm, kỳ vọng doanh thu +50% yoy, và giai đoạn tiếp theo tăng trưởng với CAGR +5%.
- Mảng cá tra GTGT: Với sự tiện lợi, người tiêu dùng ngày càng ưu tiên sử dụng các sản phẩm chế biến sẵn, doanh thu mảng này được kỳ vọng phát triển ở mức CAGR 5%.

### Dự phóng kết quả kinh doanh 2019E-2020F

Chỉ tiêu (Đơn vị: Tỷ đồng)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	8,151	9,271	7,867	7,400	7,800
Giá vốn hàng bán	6,980	7,232	6,334	6,080	6,380
Lợi nhuận gộp	1,172	2,039	1,533	1,320	1,420
Chi phí bán hàng	269	210	252	300	260
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-141	-144	-149	-150	-140
Lợi nhuận tài chính	-30	-30	162	90	100
Lợi nhuận trước thuế	723	1,688	1,309	939	1,101
Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ	605	1,442	1,179	808	945

Nguồn: VHC, EVS dự phóng

**Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHC giá mục tiêu 52,000 đồng/cổ phiếu**

### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để xác định giá cổ phiếu VHC. Giá mục tiêu của VHC được xác định hợp lý ở mức 52,000 đồng/cổ phiếu tương ứng với P/E dự phóng cho năm 2021F là 8.1 lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VHC với tiềm năng tăng giá 23.8% với thời hạn đầu tư 1 năm. Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân ở vùng giá 40,000 – 41,000 đồng/cổ phiếu.

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 06 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 06 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 06 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

## THÔNG TIN LIÊN LẠC

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- [www.eves.com.vn](http://www.eves.com.vn)**

### Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

### Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

### Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586

### Phòng Nghiên cứu:

**Võ Văn Cường**-Giám đốc Đầu tư kiêm Giám đốc Nghiên cứu

**Nguyễn Thị Thùy Dung**- Phó Phòng Nghiên cứu

**Trần Văn Thảo, CFA**-Chuyên viên cao cấp

Ngành Nguyên Vật liệu, Bất động sản

**Vân Duy Ngọc Tân**-Chuyên viên cao cấp

Hàng tiêu dùng thiết yếu, Sản xuất Công nghiệp

**Nguyễn Thanh Tùng**- Chuyên viên cao cấp

Ngành tài chính