

Sự phân hóa trong quá trình phục hồi

Ý tưởng đầu tư kết hợp yếu tố cơ bản và tín hiệu thanh khoản

Công ty Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Nguyễn Thị Bảo Trân tran.ntb@miraeasset.com.vn

Hậu COVID-19: Sự phân hóa trong quá trình phục hồi

Đánh giá kết quả kinh doanh quý 3:

- Từ việc tổng hợp kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2020, chúng tôi nhận thấy nhiều ngành có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong quý 3 (so với cùng kỳ) cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng trong quý 2, giống như mô hình phục hồi của nền kinh tế chung. Trong đó, chúng tôi nhận thấy các ngành Bất động sản, Xây dựng và Vật liệu, Bán lẻ, và Ô tô và phụ tùng là những ngành có mức phục hồi ấn tượng nhất. Dịch COVID-19 đã khiến thị trường phân hóa thành 2 nhóm ngành: 1) nhóm "ít bị ảnh hưởng" gồm Ngân hàng, Chứng khoán, Tài nguyên Cơ bản, Công nghệ, và Viễn thông; 2) nhóm "bị ảnh hưởng nhiều" gồm Du lịch & giải trí, Hàng cá nhân và gia dụng, Năng lượng, Tiện ích, và Hàng & Dịch vụ Công nghiệp. Bên cạnh đó, một số ngành chưa có sự đồng đều giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu với tăng trưởng lợi nhuận, cụ thể là Thực phẩm và đồ uống, Hóa chất, Y tế, và Truyền thông.

Tầm nhìn 2021:

- Xét về kỳ vọng thị trường, các dự báo cho thấy kỳ vọng sự phục hồi sẽ diễn ra trên diện rộng vào năm 2021. Theo dữ liệu thu thập từ Bloomberg, lợi nhuận của doanh nghiệp trên mỗi cổ phần (EPS) tính cho các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE được kỳ vọng sẽ tăng khoảng 22% vào năm 2021 và gần 19% vào năm 2022. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa trong kỳ vọng phục hồi đó, với những ngành có mức tăng vượt trội hơn mặt bằng chung và những ngành phục hồi với mức tăng thấp.
- Theo phân ngành ICB cấp 2, chúng tôi đã phân loại các ngành thành 3 nhóm: (1) Nhóm "Chưa phục hồi" trong năm 2021 bao gồm các ngành Du lịch và giải trí, Hàng cá nhân và gia dụng, Hàng và dịch vụ công nghiệp, Thực phẩm đồ uống, Năng lượng, và Tiện ích; (2) Nhóm "Miễn nhiễm với COVID-19" gồm có Ngân hàng, Bảo hiểm, Chứng khoán, Tài nguyên cơ bản, Công nghệ, Truyền thông, Hóa chất, và Y tế; (3) Nhóm "Phục hồi hoàn toàn" gồm Bán lẻ, Xây dựng và vật liệu, Bất động sản, và Ô tô phụ tùng.

Ý tưởng đầu tư

Lựa chọn cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt và có tín hiệu thanh khoản

- Đối với ngành ngân hàng, những ngân hàng có danh mục cho vay ít bị ảnh hưởng bởi COVID-19 là ưu tiên hàng đầu của chúng tôi. Sau đó, chúng tôi đưa ra bộ lọc áp dụng theo khung phân tích CAMEL để lựa chọn ngân hàng có các chỉ tiêu tài chính tốt về: 1) Mức độ an toàn vốn; 2) Chất lượng tài sản; 3) Hiệu quả quản trị; 4) Suất sinh lời; và 5) Thanh khoản.
- Đối với các doanh nghiệp khác, chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt—được thể hiện qua sự miễn nhiễm trước những tác động của dịch COVID-19—sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hậu COVID-19. Ngược lại, những doanh nghiệp bị tác động nặng nề bởi dịch COVID-19 sẽ mất nhiều thời gian hơn để phục hồi. Để được các doanh nghiệp này, chúng tôi đề xuất bộ lọc với các tiêu chí như sau: (1) suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) trong năm 2019 và 9 tháng đầu năm được duy trì trên mức 4%; (2) tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong 9 tháng đầu năm 2020 so với cùng kỳ dương; (3) tỷ lệ vốn chủ sở hữu so với tổng tài sản trên 35%; (4) tỷ lệ nợ vay (bao gồm cả ngắn và dài hạn) so với vốn chủ sở hữu không được vượt quá 112%; và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương, tính cho năm 2019 và 9 tháng đầu năm 2020.
- Kết hợp với tín hiệu thanh khoản:** Chúng tôi kết hợp thêm điểm tín hiệu thanh khoản vào bộ lọc cơ bản để đề khuyến nghị đầu tư.

Tóm tắt khuyến nghị từ bộ lọc cổ phiếu:

Mã cổ phiếu	Giá hiện tại (ngày 28/12/2020)	Giá mục tiêu (đồng)	Mức tăng giá kỳ vọng	Khuyến nghị
TCB	29.700	35.100	18,2%	Tăng tỷ trọng
ACB	27.800	38.700	39,2%	Mua
HPG	41.550	44.800	7,8%	Nắm giữ
GIL	42.000	52.900	26,0%	Mua
DGC	48.050	63.800	32,8%	Mua
DHC	59.900	72.300	20,7%	Mua
DGW	77.400	80.400	3,9%	Nắm giữ

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset Việt Nam

M Ụ C L Ụ C

Sự phân hóa trong quá trình phục hồi	3
Ý tưởng đầu tư	9
Lựa chọn cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt	9
Kết hợp giữa yếu tố cơ bản và tín hiệu thanh khoản	13
Quan điểm đầu tư đối với các cổ phiếu từ kết quả bộ lọc	14

Sự phân hóa trong quá trình phục hồi

Nhờ những biện pháp phòng chống dịch COVID-19 kịp thời, Việt Nam đang là điểm sáng trên bản đồ thế giới về tăng trưởng kinh tế. Năm 2020, Việt Nam là một trong số ít các nền kinh tế có mức tăng trưởng GDP tích cực, với mức tăng 2,91%. Hơn nữa, Việt Nam đặt mục tiêu mức tăng trưởng GDP 6% trong năm 2021 và 6,8% trong năm 2022. Các tổ chức trên thế giới cũng hướng tới mức kỳ vọng này trong dự báo cho năm 2021 và 2022. Đáng chú ý, các chính sách tài khóa và tiền tệ nhằm khôi phục nền kinh tế hậu COVID-19 đã và đang tạo môi trường thuận lợi cho các ngành công nghiệp và sản xuất phục hồi trên diện rộng.

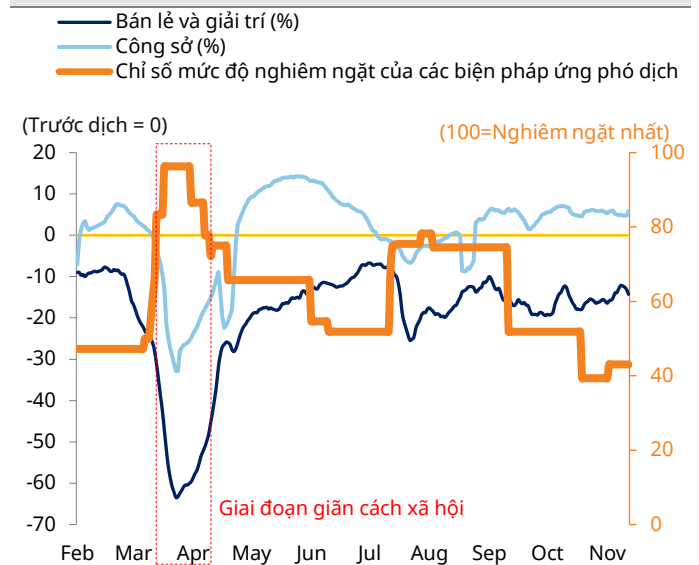
Trên thực tế, nhiều chỉ báo đã cho thấy nền kinh tế đã được tái khởi động từ tháng 5/2020: 1) Chỉ số đo lường mức độ nghiêm ngặt của các biện pháp ứng phó dịch COVID-19 (công cụ nhằm theo dõi ứng phó của chính phủ các nước đối với dịch COVID-19 của Oxford) sụt giảm, và chỉ số xu hướng di chuyển của cộng đồng (của Google) cũng cho thấy sự hồi phục đáng kể sau đó; 2) Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng PMI (Purchasing Managers' Index) của Việt Nam, cũng như của thế giới cho thấy đã tạo đáy từ tháng 4; 3) Tăng trưởng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) so với cùng kỳ, cũng như tăng trưởng doanh số bán lẻ so với cùng kỳ cũng tạo đáy từ tháng 4. Do đó, chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh quý 3/2020 sẽ thấy sự hồi phục hình chữ V rõ ràng bởi vì các doanh nghiệp đã khôi phục hoạt động sản xuất kinh doanh “bình thường” kể từ tháng 5.

Hình 1. Thị trường chứng khoán tạo đáy kể từ khi chính thức thực hiện giãn cách xã hội toàn quốc



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Hình 2. Trạng thái “bình thường” được kích hoạt kể từ tháng 5



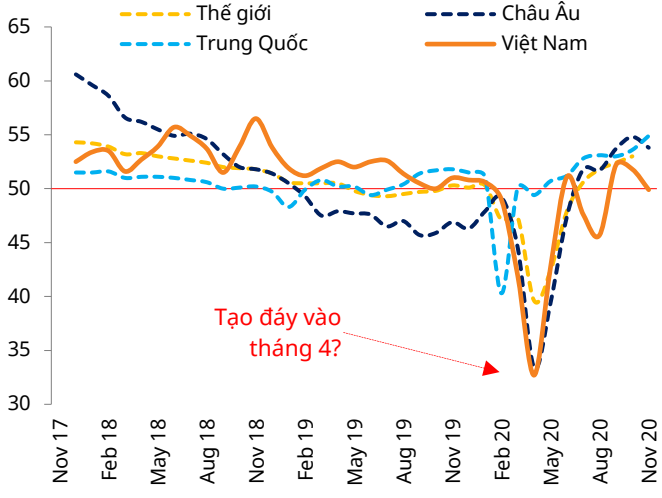
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu OxCGRT, Google

Ghi chú:

1) OxCGRT là công cụ nhằm theo dõi ứng phó của chính phủ các nước đối với dịch COVID-19 của Oxford. Chỉ số đo lường mức độ nghiêm ngặt của các biện pháp ứng phó dịch, được tính từ 9 chỉ số, có giá trị từ 0 đến 100. Giá trị tăng dần với mức độ nghiêm ngặt.

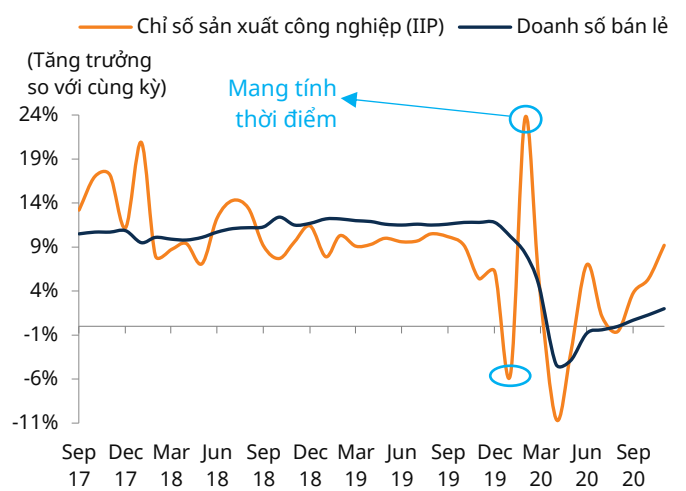
2) Chỉ số đo lường sự suy giảm mức độ di chuyển so với trước dịch được lấy từ “Báo cáo xu hướng di chuyển của cộng đồng” của Google. báo cáo này thể hiện biểu đồ mô tả xu hướng di chuyển theo thời gian, theo vị trí địa lý và nhiều danh mục địa điểm, chẳng hạn như điểm bán lẻ và giải trí, siêu thị và hiệu thuốc, công viên, bến xe, nhà ga, nơi làm việc và khu dân cư. Mức độ di chuyển thời điểm trước dịch được lấy làm đường cơ sở (= 0), là giá trị trung vị trong khoảng thời gian từ ngày 3/1 đến 6/2/2020.

Hình 3. Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng PMI của Việt Nam, cũng như của thế giới cho thấy đã tạo đáy từ tháng 4



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Hình 4. Sự phục hồi ở các nhóm ngành công nghiệp và bán lẻ



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Tổng Cục thống kê

Bảng 1. Tóm tắt kết quả kinh doanh theo ngành năm 2020

Phân ngành (ICB Cấp 2)	Số DN	Doanh thu quý 1	Doanh thu quý 2	Doanh thu quý 3	Doanh thu 9T2020	Lợi nhuận quý 1	Lợi nhuận quý 2	Lợi nhuận quý 3	Lợi nhuận 9T2020
Tài nguyên Cơ bản	18	3,8%	8,1%	32,8%	14,7%	31,2%	17,7%	123,1%	57,1%
Viễn thông	4	22,9%	16,3%	22,2%	20,5%	248,3%	-7,8%	213,3%	54,1%
Ô tô và phụ tùng	7	-10,6%	-14,0%	9,9%	-4,5%	32,0%	28,2%	72,6%	43,7%
Bất động sản	58	-17,9%	-29,8%	30,4%	-6,8%	23,5%	-35,4%	32,9%	1,7%
Xây dựng và Vật liệu	54	-10,8%	-15,4%	-10,2%	-12,3%	-7,7%	-12,4%	18,5%	0,2%
Hàng cá nhân & Gia dụng	15	-4,4%	-15,4%	-7,0%	-9,1%	-22,8%	1,9%	6,1%	-5,1%
Bán lẻ	7	16,0%	-0,9%	9,7%	8,2%	4,1%	-29,5%	5,7%	-6,7%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	29	0,3%	-15,9%	7,8%	-3,0%	-16,9%	-36,2%	-49,4%	-38,9%
Du lịch và Giải trí	9	-33,6%	-73,4%	-73,3%	-59,8%	-215,5%	-36,1%	-259,6%	-257,9%
Truyền thông	4	-28,2%	-41,0%	33,4%	-14,3%	-7,5%	482,1%	309,3%	2014,5%
Chứng khoán	19	14,0%	24,6%	18,1%	19,2%	-93,3%	115,4%	43,4%	17,4%
Công nghệ	7	11,6%	-2,1%	7,4%	5,3%	18,8%	16,8%	0,9%	10,8%
Y tế	14	13,3%	-11,6%	-5,5%	-2,0%	11,4%	13,2%	4,9%	9,6%
Hóa chất	20	-16,7%	-16,8%	2,1%	-10,3%	-18,9%	27,2%	8,9%	7,9%
Thực phẩm và đồ uống	34	10,7%	9,7%	18,6%	13,1%	-28,9%	13,5%	-4,6%	-7,0%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	22	0,0%	-17,8%	-15,4%	-11,4%	-40,4%	-6,8%	-2,8%	-24,0%
Năng lượng	7	-8,8%	-43,3%	-43,4%	-33,0%	-311,0%	-15,9%	-2,3%	-163,2%
Tổng (loại trừ ngân hàng)	328	-4,1%	-19,7%	-4,9%	-10,0%	-39,9%	-27,0%	-6,8%	-23,8%
Ngân hàng	28	17,4%	6,8%	6,3%	9,9%	7,4%	20,8%	5,9%	11,1%

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tổng hợp các báo cáo tài chính hợp nhất vào ngày 24/11/2020 từ nguồn Finpro.

Lưu ý, lợi nhuận sau thuế được đề cập trong kết quả là lợi nhuận đã trừ lợi ích của cổ đông thiểu số.

Dữ liệu được tổng hợp cho tất cả các cổ phiếu đang niêm yết trên 3 sàn HOSE, HNX, UPCOM. Chúng tôi loại trừ các doanh nghiệp có giá trị giao dịch bình quân/ngày (dưới 1 tỷ) và vốn hóa nhỏ (dưới 100 tỷ). Các doanh nghiệp không có đầy đủ các thông số đầu vào cũng bị loại trừ khỏi kết quả này. Chúng tôi đã loại trừ các cổ phiếu thuộc ngành Bảo hiểm vì đặc thù báo cáo tài chính. Kết quả được chia thành 2 phần: Doanh nghiệp thường và Ngân hàng vì đặc thù ngành ngân hàng.

Mức độ đại diện của dữ liệu: (1) Ngành ngân hàng đại diện 100% vốn hóa của ngành; (2) Ngành bảo hiểm đại diện cho 0% vốn hóa ngành; (3) 17 nhóm ngành còn lại đại diện cho 90,5% vốn hóa. Tính tổng thể, bộ dữ liệu đại diện 91,6% tổng vốn hóa của cả thị trường.

Hình 5. Phân tích mức tăng trưởng lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2020 của thị trường

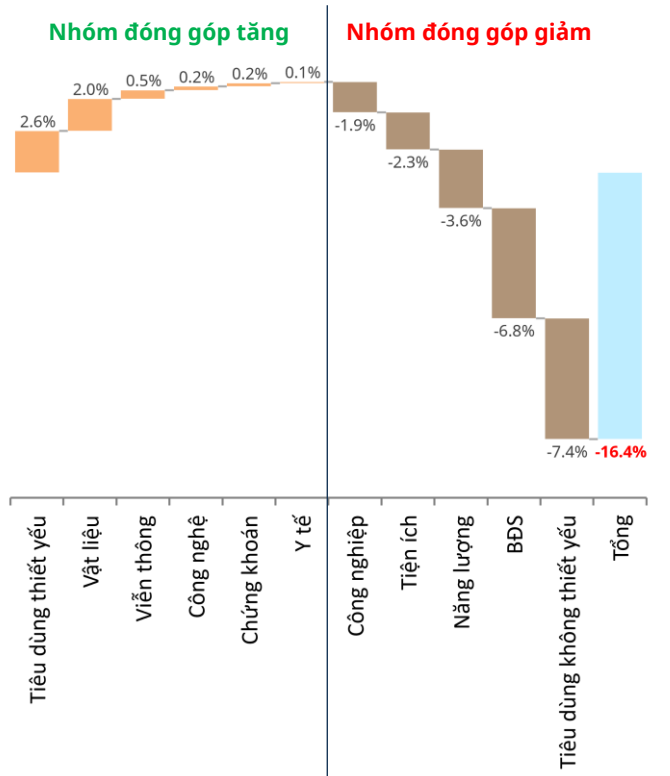
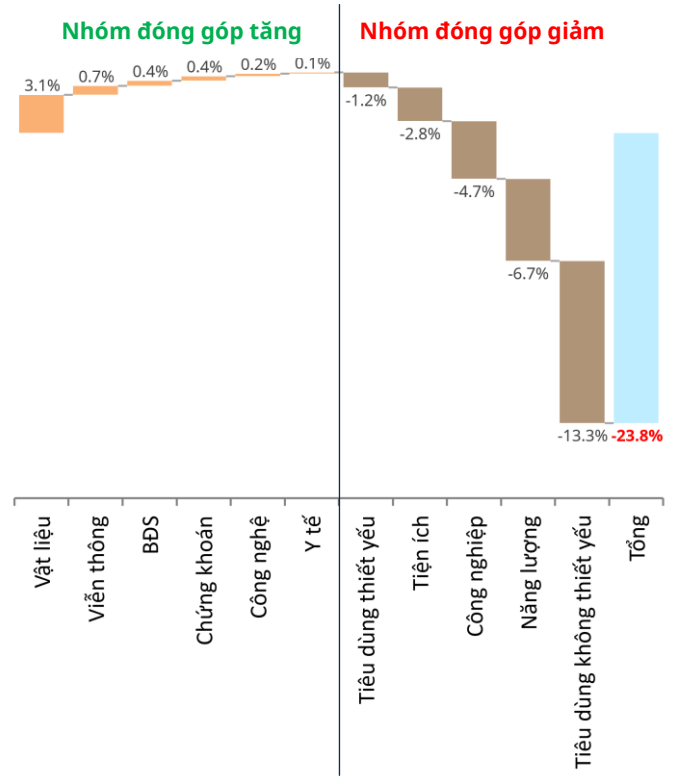


Figure 6. Phân tích mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế 9 tháng đầu năm 2020 của thị trường



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tổng hợp các báo cáo tài chính hợp nhất vào ngày 24/11/2020 từ nguồn Fiinpro.

Lưu ý, lợi nhuận sau thuế được đề cập trong kết quả là lợi nhuận đã trừ lợi ích của cổ đông thiểu số.

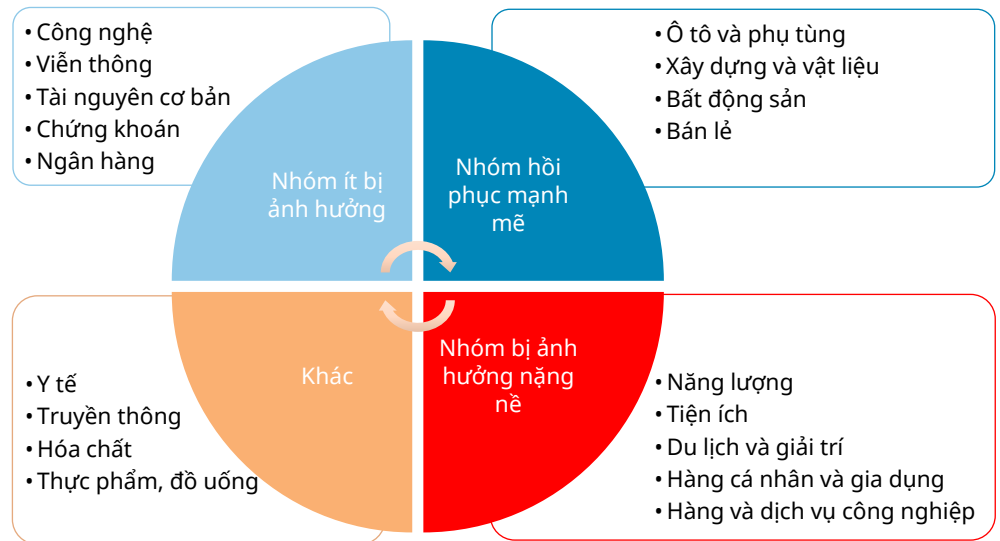
Dữ liệu được tổng hợp cho tất cả các cổ phiếu đang niêm yết trên 3 sàn HOSE, HNX, UPCOM. Chúng tôi loại trừ các doanh nghiệp có giá trị giao dịch bình quân/ngày (dưới 1 tỷ) và vốn hóa nhỏ (dưới 100 tỷ). Các doanh nghiệp không có đầy đủ các thông số đầu vào cũng bị loại trừ khỏi kết quả này. Chúng tôi đã loại trừ các cổ phiếu thuộc ngành Bảo hiểm vì đặc thù báo cáo tài chính. Kết quả được chia thành 2 phần: Doanh nghiệp thường và Ngân hàng vì đặc thù ngành ngân hàng.

Mức độ đại diện của dữ liệu: (1) Ngành ngân hàng đại diện 100% vốn hóa của ngành; (2) Ngành bảo hiểm đại diện cho 0% vốn hóa ngành; (3) 17 nhóm ngành còn lại đại diện cho 90,5% vốn hóa. Tính tổng thể, bộ dữ liệu đại diện 91,6% tổng vốn hóa của cả thị trường.

Phân ngành theo chuẩn ICB cấp 1: Bất động sản/BĐS, Chứng khoán, Công nghệ, Công nghiệp (Xây dựng và Vật liệu, Hàng & Dịch vụ Công nghiệp), Năng lượng, Tiện ích/Điện, nước & xăng dầu khí đốt, Tiêu dùng không thiết yếu (Du lịch và Giải trí, Truyền thông, Ô tô và phụ tùng, Hàng cá nhân & Gia dụng, Bán lẻ), Tiêu dùng thiết yếu (Thực phẩm và đồ uống), Vật liệu (Tài nguyên Cơ bản, Hóa chất), Viễn thông, và Y tế.

Từ việc tổng hợp kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2020 (xem bảng 1), chúng tôi nhận thấy nhiều ngành có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong quý 3 (so với cùng kỳ) cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng trong quý 2, giống như mô hình phục hồi của nền kinh tế chung. Trong đó, chúng tôi nhận thấy các ngành Bất động sản, Xây dựng và Vật liệu, Bán lẻ, và Ô tô và phụ tùng là những ngành có mức phục hồi ấn tượng nhất. Dịch COVID-19 đã khiến thị trường phân hóa thành 2 nhóm ngành: 1) nhóm “ít bị ảnh hưởng” gồm Ngân hàng, Chứng khoán, Tài nguyên Cơ bản, Công nghệ, và Viễn thông; 2) nhóm “bị ảnh hưởng nhiều” gồm Du lịch & giải trí, Hàng cá nhân và gia dụng, Năng lượng, Tiện ích, và Hàng & Dịch vụ Công nghiệp. Bên cạnh đó, một số ngành chưa có sự đồng đều giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu với tăng trưởng lợi nhuận, cụ thể là Thực phẩm và đồ uống, Hóa chất, Y tế, và Truyền thông.

Hình 7. Phân rã sự ảnh hưởng của dịch COVID-19 dựa trên kết quả kinh doanh



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

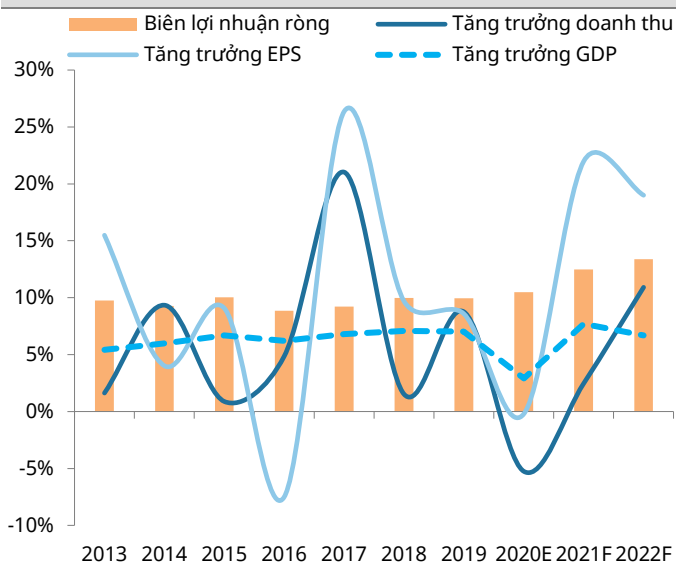
Động lực tăng trưởng của nhóm các ngành ít bị ảnh hưởng:

- Ngành ngân hàng:** Một là chất lượng tài sản của các ngân hàng vẫn chưa phản ánh đầy đủ tác động của dịch COVID-19 nhờ Thông tư 01/2020/TT-NHNN, do đó, áp lực trích lập dự phòng đã được giảm đi phần nào. Theo Thông tư, các ngân hàng đã giữ nguyên nhóm nợ cho những người đi vay bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Hai là biên thu nhập lãi thuần của các ngân hàng được cải thiện từ quý 3 (so với quý 2) do chi phí sử dụng vốn bắt đầu giảm nhanh hơn lợi suất cho vay. Ngân hàng Nhà nước đã liên tục cắt giảm lãi suất điều hành để kích thích nền kinh tế phục hồi. Theo đó, cả lãi suất huy động và lãi suất cho vay đều giảm đáng kể so với thời điểm cuối năm 2019; tuy nhiên, việc lãi suất huy động giảm sẽ có độ trễ phản ánh vào báo cáo tài chính hơn. Ba là mức độ đa dạng hóa trong cấu trúc thu nhập của ngân hàng được gia tăng. Hay nói cách khác, các nguồn thu nhập ngoài lãi (bao gồm thu nhập từ phí dịch vụ, thu từ kinh doanh ngoại hối, thu từ mua bán chứng khoán kinh doanh và chứng khoán đầu tư) vẫn có mức tăng trưởng tốt và gia tăng mức đóng góp vào tổng thu nhập của ngân hàng. Đặc biệt, nhiều hợp đồng bancassurance độc quyền được ký kết giữa ngân hàng với các công ty bảo hiểm nước ngoài mang lại khoản thu nhập từ phí độc quyền cho các ngân hàng sau khi được ký kết, cũng như giúp triển vọng thu nhập từ phí sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tiếp theo. Tiêu biểu 3 hợp đồng bancassurance độc quyền được ký kết gần đây nhất là: hợp đồng 16 năm giữa Vietinbank–Manulife partnership, 15 năm giữa ACB–Sun Life partnership, và 15 năm giữa Vietcombank–FWD.
- Ngành chứng khoán:** Thị trường chứng khoán Việt Nam đã tạo đáy kể từ cuối tháng 3 và phục hồi ấn tượng sau đó. Đáng chú ý, các công ty chứng khoán đã được hưởng lợi từ việc giá trị giao dịch hàng ngày tăng đáng kể sau đó. Cụ thể, giá trị giao dịch bình quân đã tăng từ mức 3,9 nghìn tỷ/ngày hồi năm 2019 lên mức trên 6 nghìn tỷ/ngày tính bình quân từ đầu năm đến nay. Đặc biệt, trong tháng 12/2020, giá trị giao dịch liên tục lập mức cao mới, với mức bình quân trên 11 nghìn tỷ. Ngoài ra, danh mục tự doanh của các công ty chứng khoán cũng đạt mức sinh lời tốt trong bối cảnh thị trường chung thuận lợi.
- Ngành Tài nguyên cơ bản:** Thép và giấy là hai phân ngành lớn của ngành Tài nguyên cơ bản. Ngành này được hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ lớn ở Trung Quốc, cũng như nội địa. Ngoài ra, giá của các loại tài nguyên cơ bản đã ghi nhận mức tăng đáng kể so với mức đáy trong đại dịch. Cụ thể đối với ngành thép, các công ty sản xuất thép đã và đang hưởng lợi từ việc chính phủ thúc đẩy đầu tư công trong năm 2020-21. Trong khi đó, đối với các công ty sản xuất giấy bao bì, carton đang trong giai đoạn tăng cầu tiêu thụ trước xu hướng bảo vệ môi trường (hạn chế rác thải nhựa), xu hướng thương mại điện tử, và hoạt động xuất khẩu hàng hóa trở nên sôi động trước các hiệp định tự do thương mại lớn như RCEP, EVFTA, CPTPP.

- Ngành công nghệ thông tin:** Các công ty trong ngành duy trì được đà tăng trưởng trong mùa dịch nhờ: 1) Nhu cầu số hóa doanh nghiệp để tối ưu hiệu quả hoạt động nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh; 2) Dịch COVID-19 đã làm thay đổi cách thức làm việc, học tập nói riêng, và hành vi tiêu dùng, sự vận hành của doanh nghiệp nói chung. Nhờ đó nhu cầu đối với các sản phẩm và dịch vụ công nghệ thông tin gia tăng đáng kể trong thời gian dịch bệnh. 3) Nhờ ngăn ngừa lây lan dịch hiệu quả, Việt Nam đã trở thành một điểm đến hấp dẫn về gia công phần mềm công nghệ thông tin. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp bị ảnh hưởng lớn bởi COVID-19 có xu hướng cắt giảm chi phí công nghệ thông tin trong thời gian dịch bệnh diễn ra.
- Ngành Viễn thông** được hỗ trợ bởi các yếu tố: 1) Sự gia tăng lưu lượng dữ liệu và sử dụng dữ liệu băng thông rộng được thúc đẩy trong thời gian dịch bệnh bởi chuyển đổi làm việc tại nhà, đào tạo từ xa, và mua sắm trực tuyến; 2) doanh thu ổn định từ thị trường nước ngoài.

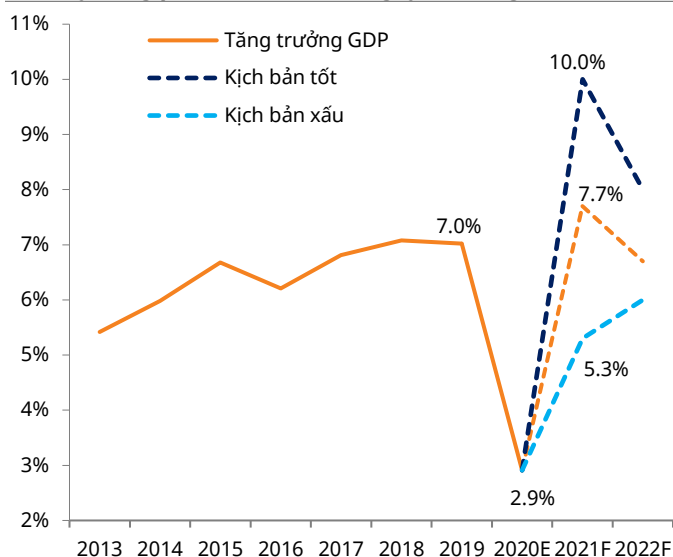
Xét về kỳ vọng thị trường, các dự báo cho thấy kỳ vọng sự phục hồi sẽ diễn ra trên diện rộng vào năm 2021. Theo dữ liệu thu thập từ Bloomberg, lợi nhuận của doanh nghiệp trên mỗi cổ phần (EPS) tính cho các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE được kỳ vọng sẽ tăng khoảng 22% vào năm 2021 và gần 19% vào năm 2022. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa trong kỳ vọng phục hồi đó, với những ngành có mức tăng vượt trội hơn mặt bằng chung và những ngành phục hồi với mức tăng thấp. Theo phần ngành ICB cấp 2, chúng tôi đã phân loại các ngành thành 3 nhóm: 1) Nhóm “Chưa phục hồi” trong năm 2021 khi mức ước tính EPS năm 2021 vẫn thấp hơn mức 2019 (thời điểm trước dịch); 2) Nhóm “Miễn nhiễm với COVID-19” khi có tăng trưởng EPS dương trong cả hai năm 2020 và 2021; và 3) Nhóm “Phục hồi hoàn toàn” khi có mức EPS năm 2021 cao hơn mức 2019. Kết quả được minh họa trong Hình 10.

Hình 8. Mô hình phục hồi “chữ V” theo kỳ vọng thị trường



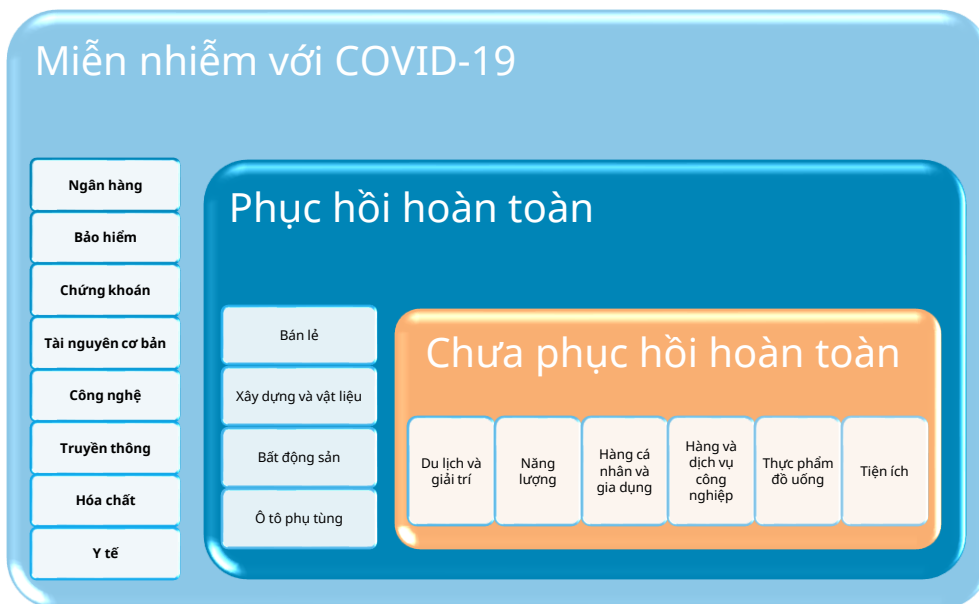
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Hình 9. Các kịch bản dự báo tăng trưởng GDP đều cho thấy sự kỳ vọng phục hồi tích cực, ngay cả trong kịch bản xấu



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Hình 10. Sự phân hóa trong kỳ vọng phục hồi dựa trên dự phóng EPS 2021



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

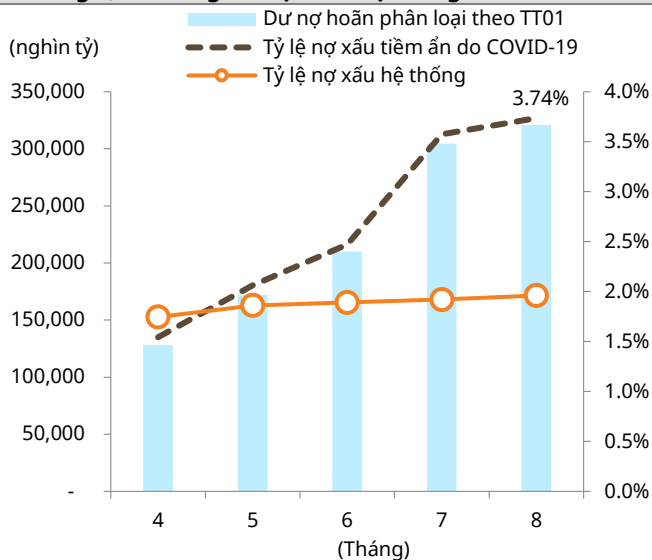
Ý tưởng đầu tư

Lựa chọn cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt

1. Bộ lọc cổ phiếu dành cho ngành ngân hàng

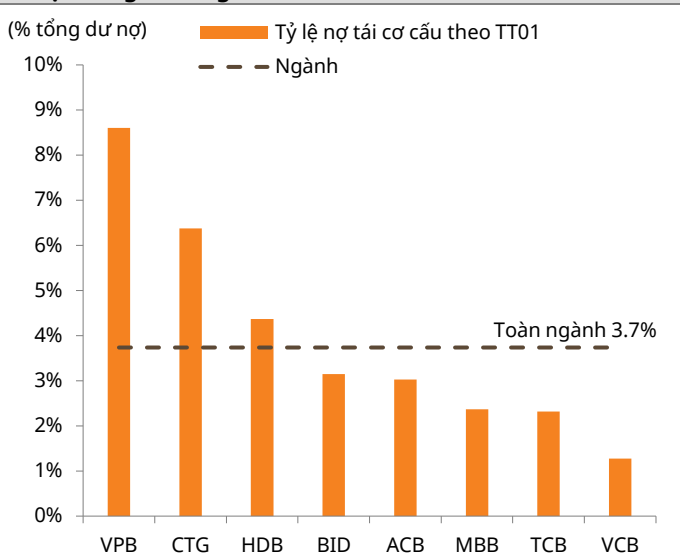
Đối với ngành ngân hàng, những ngân hàng có danh mục cho vay ít bị ảnh hưởng bởi COVID-19 là ưu tiên hàng đầu của chúng tôi. Cụ thể, các ngân hàng đã giữ nguyên phân loại nợ với những đối tượng đi vay bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 theo Thông tư 01/2020/TT-NHNN (gọi tắt là Thông tư 01). Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu hiện tại của các ngân hàng chưa phản ánh đầy đủ tác động của dịch. Khi thời hạn Thông tư 01 kết thúc, một phần nợ được gia hạn này có khả năng sẽ chuyển thành nợ xấu. Như vậy, những ngân hàng có tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 thấp, về cơ bản, sẽ có rủi ro tín dụng tiềm ẩn thấp hơn. Theo công bố của Ngân hàng nhà nước, tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 của toàn hệ thống đang là 3,74% tổng dư nợ. Chúng tôi lấy mức 3,74% là tiêu chuẩn chọn lọc những ngân hàng có tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01 thấp hơn. Cụ thể, các ngân hàng này là VCB, TCB, MBB, và ACB.

Hình 11. Dư nợ bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 tương đương 3,74% tổng dư nợ toàn hệ thống



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam ước tính từ phát biểu của đại diện Ngân hàng Nhà nước

Hình 12. Tỷ lệ nợ bị ảnh hưởng bởi dịch COVID-19 của một số ngân hàng



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam ước tính từ công bố của các ngân hàng

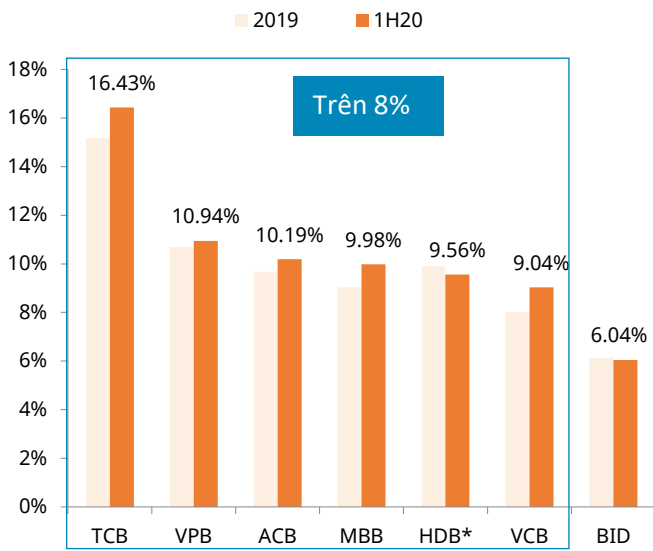
Sau đó, chúng tôi đưa ra bộ lọc áp dụng theo khung phân tích CAMEL (viết tắt của Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity) để lựa chọn ngân hàng có các chỉ tiêu tài chính tốt về: 1) Mức độ an toàn vốn; 2) Chất lượng tài sản; 3) Hiệu quả quản trị; 4) Suất sinh lời; và 5) Thanh khoản.

- Chúng tôi lựa chọn ngân hàng đang áp dụng Thông tư 41/2016/TT-NHNN (theo chuẩn Basel II). Theo thông tư, ngân hàng cần duy trì hệ số an toàn vốn (CAR) cao hơn 8%. Về công thức tính, CAR bao gồm 2 cấu phần là tỷ lệ vốn cấp 1 (Tier 1 ratio) và tỷ lệ vốn cấp 2 (Tier 2 ratio), trong đó tỷ lệ vốn cấp 1 được xem là nguồn cốt lõi của vốn tự có. Do đó, tiêu chí tiếp theo để chúng tôi đưa vào bộ lọc là tỷ lệ vốn cấp 1 lớn hơn 8%.
- Tiêu chí tiếp theo là về chất lượng tài sản. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ nợ xấu cộng với tỷ lệ nợ nhóm 2 (gọi tắt là tỷ lệ nợ xấu mở rộng), với điều kiện tỷ lệ này thấp tương đối hơn so với các ngân hàng trong ngành. Kết hợp với tỷ lệ nợ xấu mở rộng, chúng tôi dùng tỷ lệ vốn dự phòng rủi ro tín dụng so với tổng nợ xấu mở rộng, với điều kiện tỷ lệ này cao hơn mặt bằng chung của ngành.
- Về hiệu quả quản trị, chúng tôi đưa ra tiêu chí tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) thấp hoặc có xu hướng giảm dần qua thời gian. Theo chúng tôi, xu hướng số hóa và gia tăng ứng dụng công nghệ vào hoạt động của ngân hàng sẽ giúp các ngân hàng tiết kiệm được chi phí, từ đó giảm được CIR.

- Về suất sinh lời, chúng tôi sử dụng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và biên thu nhập lãi thuần (NIM). Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng “mạnh” sẽ duy trì được cả ROA và NIM trong bối cảnh tác động của dịch COVID-19. Hơn nữa, chúng tôi cũng xem xét, các ngân hàng có lợi thế về mặt huy động vốn chi phí thấp, hoặc có tỷ lệ CASA cao sẽ giúp NIM cải thiện trong thời gian sắp tới. Ngoài ra, chúng tôi yêu cầu tỷ lệ tài sản sinh lời so với nguồn vốn chịu lãi có xu hướng tăng trong 9 tháng đầu năm, bởi vì với mức đòn bẩy cao hơn, suất sinh lời của ngân hàng sẽ có xu hướng tốt hơn.
- Về đảm bảo an toàn thanh khoản, chúng tôi quan sát thấy các ngân hàng Việt Nam tuân thủ tốt các quy định về đảm bảo an toàn thanh khoản của Ngân hàng nhà nước. Do đó, chúng tôi không đưa các tỷ lệ thanh khoản vào bộ lọc của chúng tôi.

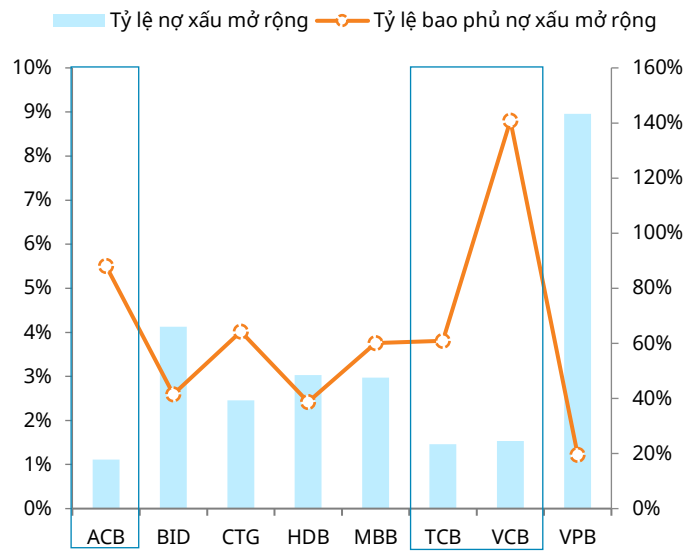
Từ bộ lọc này, chúng tôi thấy TCB và ACB là các ngân hàng có yếu tố cơ bản tốt. Xét về mặt định giá, đây cũng là các cổ phiếu có mức định giá tương đối hấp dẫn so với các ngân hàng khác. Xét phương pháp định giá lịch sử, ACB đang giao dịch ở trên mức P/B (giá so với giá trị sổ sách) trung bình 5 năm; TCB đang giao dịch dưới mức P/B trung bình kể từ khi niêm yết đến nay.

Hình 13. Tỷ lệ vốn cấp 1 của các ngân hàng đạt chuẩn Basel II



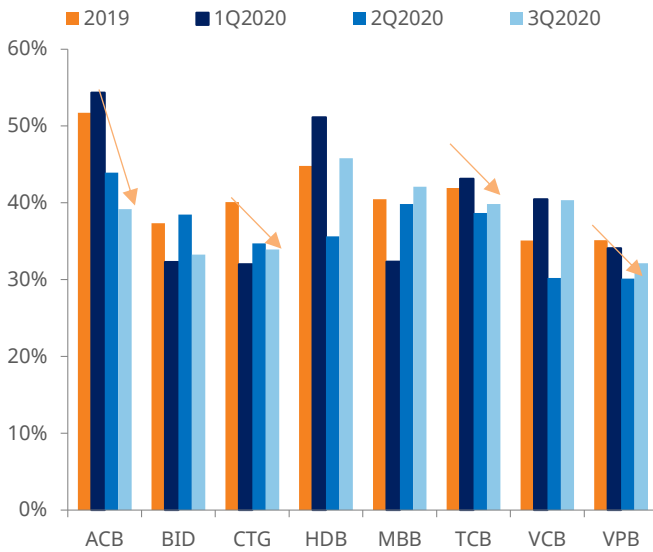
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu các ngân hàng

Hình 14. Tỷ lệ nợ xấu mở rộng thấp, và tỷ lệ bao phủ nợ xấu mở rộng cao



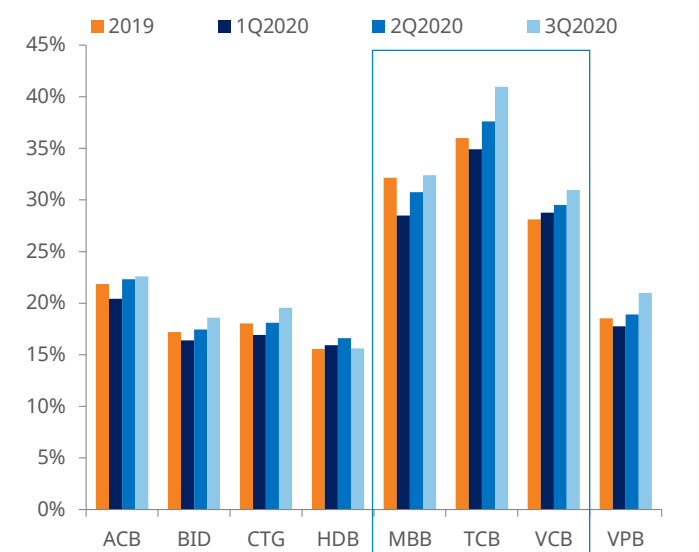
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

Hình 15. Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR)



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

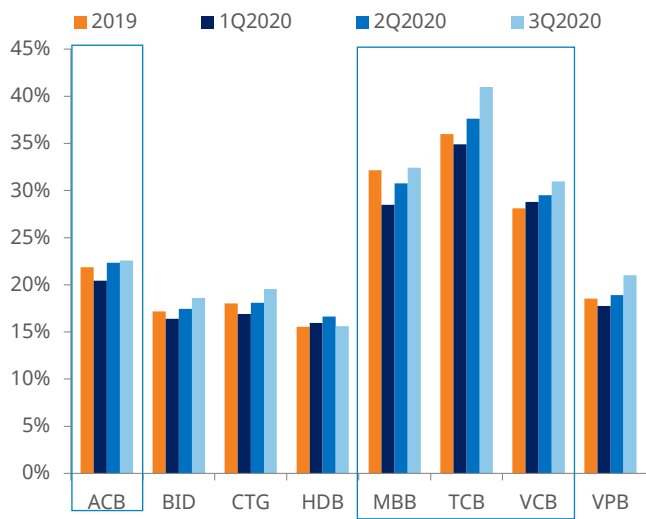
Hình 16. Tỷ lệ CASA



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

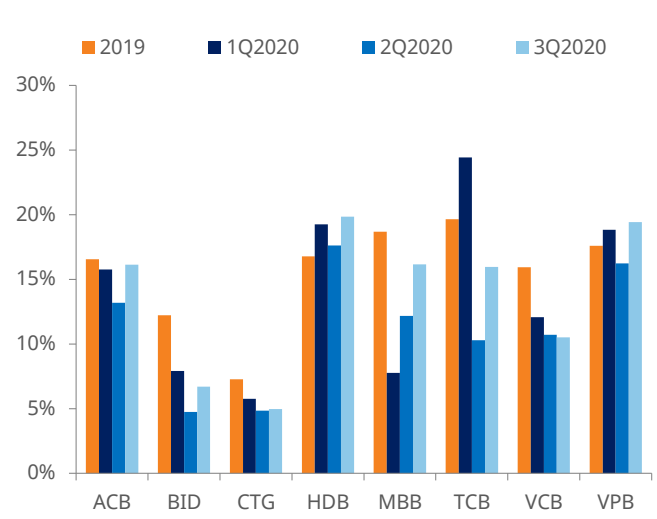
*Tỷ lệ CASA = [(Tiền gửi không kỳ hạn + Tổng vốn chủ sở hữu) / Tổng tài sản]

Hình 17. Tỷ lệ tài sản sinh lời / nguồn vốn chịu lãi



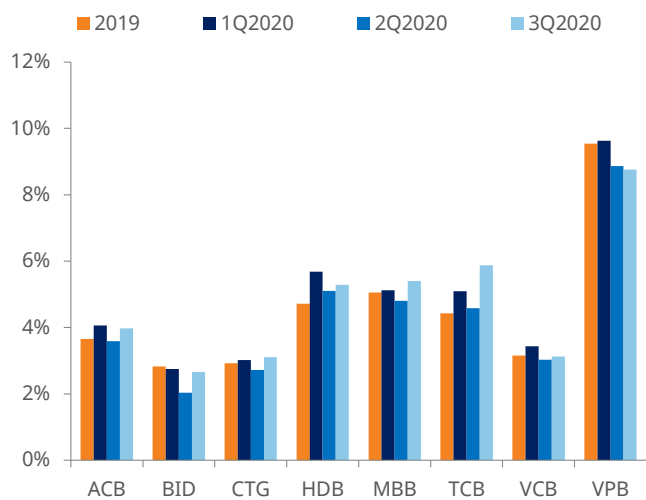
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

Hình 18. Chi phí sử dụng vốn bình quân



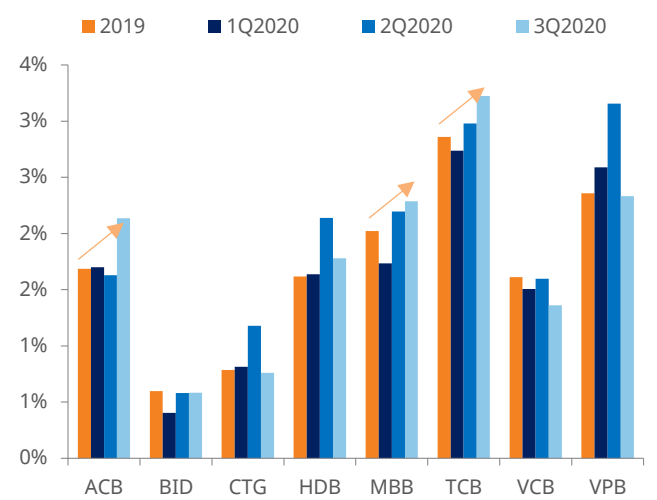
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

Hình 19. Biên thu nhập lãi thuần (NIM)



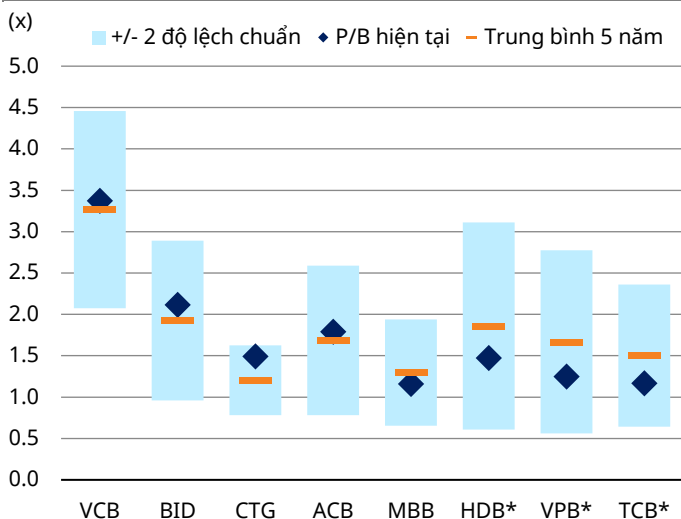
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

Hình 20. Suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)



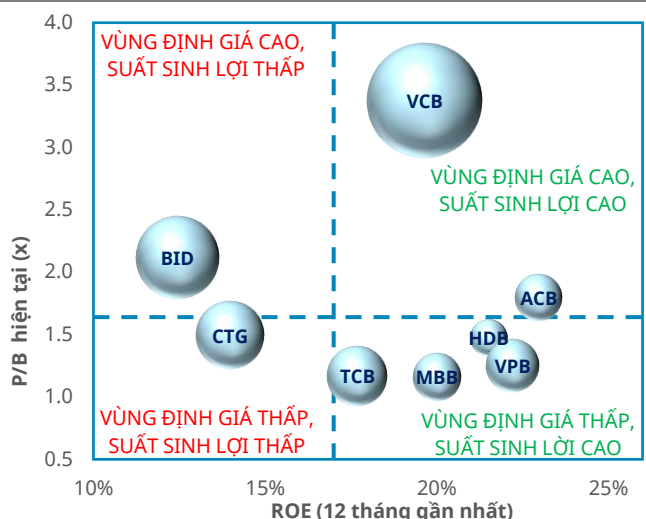
Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tính toán từ báo cáo tài chính của các ngân hàng

Hình 21. Phương pháp định giá lịch sử theo P/B 5 năm



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Hình 22. Phương pháp định giá so sánh: P/B và ROE



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg

Lựa chọn cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt (tiếp theo)

2. Bộ lọc cổ phiếu dành cho các doanh nghiệp thông thường (loại trừ ngành ngân hàng và bảo hiểm)

Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt—được thể hiện qua sự miễn nhiễm trước những tác động của dịch COVID-19—sẽ tăng trưởng mạnh mẽ hậu COVID-19. Ngược lại, những doanh nghiệp bị tác động nặng nề bởi dịch COVID-19 sẽ mất nhiều thời gian hơn để phục hồi. Để lọc được các doanh nghiệp này, chúng tôi đề xuất bộ lọc với 6 tiêu chí như sau:

- Các doanh nghiệp có suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) trong năm 2019 và 9 tháng đầu năm được duy trì trên mức 4%. Các doanh nghiệp được yêu cầu có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế trong 9 tháng đầu năm 2020 so với cùng kỳ.
- Chúng tôi kết hợp các tỷ lệ về đòn bẩy tài chính để sàng lọc những doanh nghiệp có nợ vay thấp, vốn chủ sở hữu cao. Cụ thể điều kiện yêu cầu: 1) tỷ lệ vốn chủ sở hữu so với tổng tài sản trên 35%; 2) tỷ lệ nợ vay (bao gồm cả ngắn và dài hạn) so với vốn chủ sở hữu không được vượt quá 112%.
- Các doanh nghiệp được chọn phải có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương, tính cho năm 2019 và 9 tháng đầu năm 2020. Trong báo cáo dòng tiền của doanh nghiệp, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mô thể hiện dòng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh cốt lõi trong kỳ xem xét. Theo đó, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã điều chỉnh lợi nhuận sau thuế (trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh) khỏi những khoản mục kế toán ghi nhận theo cơ sở dồn tích. Kết quả các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới cho thấy các doanh nghiệp có tỷ lệ dồn tích/lợi nhuận cao thường có chất lượng thu nhập kém.

Bảng 2. Thống kê xác định ngưỡng cho các tiêu chí trong bộ lọc

Thống kê tứ phân vị	Thứ nhất	Trung vị	Thứ ba	Ngưỡng đánh giá	Ý nghĩa ngưỡng đánh giá
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ	-24%	-3%	22%	> 0%	Gần phân nửa tập dữ liệu thỏa mãn điều kiện này
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ	-53%	0%	67%	> 0%	Phân nửa tập dữ liệu thỏa mãn điều kiện này
ROA (chuẩn hóa theo năm)	1%	4%	9%	>4%	Phân nửa tập dữ liệu thỏa mãn điều kiện này
Vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản	36%	49%	69%	>36%	¾ tập dữ liệu thỏa mãn điều kiện này
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu	12%	40%	88%	<88%	¾ tập dữ liệu thỏa mãn điều kiện này

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam tổng hợp các báo cáo tài chính hợp nhất của 330 doanh nghiệp thường – đại diện cho 90,5% vốn hóa.

Bảng 3. Kết quả từ bộ lọc

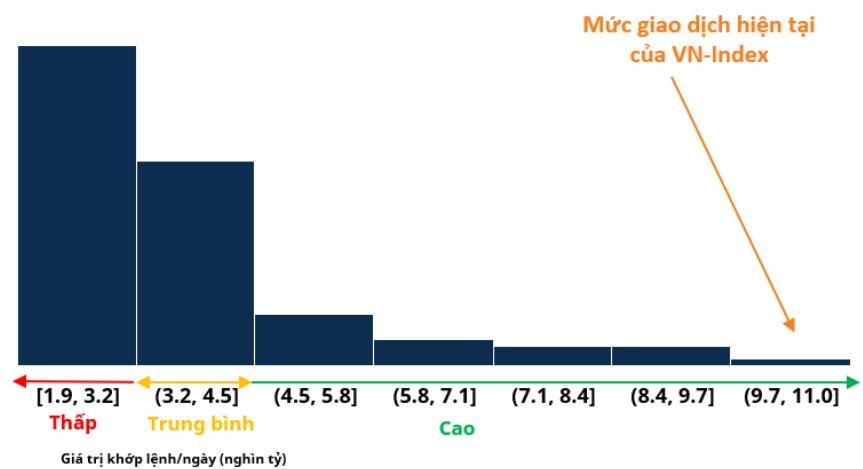
THÔNG TIN CỔ PHIẾU			Tăng trưởng doanh thu (so với cùng kỳ)			Tăng trưởng LNST (so với cùng kỳ)			ROA (chuẩn hóa theo năm)			Vốn chủ sở hữu / Tổng tài sản	Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	Dòng tiền thuần từ HĐKD (tỷ đồng)	
Mã	Tên công ty	Phân ngành IBC cấp 2	1Q20	2Q20	3Q20	1Q20	2Q20	3Q20	1Q20	2Q20	3Q20	3Q20	3Q20	2019	9M20
DGW	Thế Giới Số	Bán lẻ	68,4%	29,0%	38,6%	79,6%	44,8%	44,4%	8,3%	9,4%	13,2%	45,6%	44,7%	287	304
TCW	Kho Vận Tân Cảng	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	19,1%	2,5%	10,8%	55,0%	14,6%	6,9%	13,1%	11,7%	13,1%	53,8%	28,4%	140	121
DXP	Cảng Đoàn Xá	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	8,0%	12,8%	1,2%	34,4%	39,7%	53,8%	6,4%	10,7%	14,7%	91,9%	0,0%	16	27
GIL	XNK Bình Thạnh	Hàng cá nhân & Gia dụng	32,4%	68,9%	36,1%	32,1%	95,0%	214,2%	9,1%	11,5%	13,2%	39,0%	62,9%	311	357
DGC	Hóa chất Đức Giang	Hóa chất	30,6%	19,2%	34,8%	56,7%	61,0%	90,8%	15,7%	19,6%	16,0%	70,4%	30,8%	847	809
HPG	Hòa Phát	Tài nguyên Cơ bản	28,5%	30,6%	63,6%	26,9%	34,8%	115,0%	8,8%	10,0%	13,1%	46,8%	82,3%	7.715	8.952
DHC	Đồng Hải Bến Tre	Tài nguyên Cơ bản	226,7%	181,2%	112,1%	320,9%	215,4%	129,1%	17,0%	15,1%	13,0%	59,7%	40,1%	192	244
VLC	Chăn nuôi Việt Nam	Thực phẩm và đồ uống	12,8%	1,6%	10,6%	28,6%	49,9%	137,0%	6,5%	8,9%	12,2%	82,1%	0,0%	235	326
MCH	Hàng Tiêu Dùng MaSan	Thực phẩm và đồ uống	22,7%	33,6%	31,2%	2,3%	27,6%	30,7%	15,0%	17,4%	19,8%	54,9%	53,0%	3.968	2.927
FOX	FPT Telecom	Viễn thông	12,3%	9,1%	8,9%	16,6%	9,9%	17,7%	10,2%	11,3%	11,9%	40,5%	76,6%	1.618	1.806
BMP	Nhựa Bình Minh	Xây dựng và Vật liệu	9,5%	6,2%	4,2%	12,4%	33,4%	27,6%	14,1%	21,0%	19,7%	73,1%	2,3%	964	629

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu doanh nghiệp

Kết hợp giữa yếu tố cơ bản và tín hiệu thanh khoản

Chúng tôi kết hợp thêm điểm tín hiệu thanh khoản vào bộ lọc cơ bản để khuyến nghị đầu tư (xem bảng 4). Theo quan điểm của chúng tôi, thanh khoản cao thể hiện sự quan tâm của nhà đầu tư đối với cổ phiếu cao. Sử dụng phân tích quan hệ nhân quả Granger cho thị trường Việt Nam (cụ thể là VN-Index), chúng tôi thu được kết quả là thanh khoản gia tăng sẽ có tác động tích cực lên mức tăng giá của cổ phiếu. Để chấm điểm tín hiệu thanh khoản, chúng tôi sử dụng phạm vi phân vị từ 0% đến 100% để đánh giá mức thanh khoản hiện tại trong khung thời gian 1 năm gần nhất. Nhằm mục đích minh họa, chúng tôi kết hợp thang đo màu: Màu **đỏ** đại diện cho mức thanh khoản thấp từ 0% đến 33%; Màu **xanh** đại diện cho mức thanh khoản cao từ 77% đến 100%; Màu **vàng** đại diện cho mức thanh khoản trung bình (trong khoảng 33% đến 77%).

Hình 23. Thống kê giá trị giao dịch khớp lệnh hằng ngày của VN-Index từ 2/1/2019 đến 11/12/2020



Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

Bảng 4. Kết quả bộ lọc kết hợp giữa yếu tố cơ bản và tín hiệu thanh khoản

Mã	Điểm thanh khoản (ngày 18/12/2020)	Heat map							
		30/10/2020	6/11/2020	13/11/2020	20/11/2020	27/11/2020	4/12/2020	11/12/2020	18/12/2020
TCB	94%								
ACB	94%						N/A		
HPG	96%								
GIL	92%								
DGC	75%								
DHC	69%								
DGW	65%								

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam. Kết quả đã loại bỏ các cổ phiếu có điểm thanh khoản thấp.

Ghi chú: Quy luật thang đo màu

Điểm thanh khoản từ 0% đến 100%

Bảng 5. Một số chỉ tiêu định giá dựa trên kỳ vọng của thị trường

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Sở hữu khối ngoại (%)	Biến động giá (%)		P/E (x)*		P/B (x)*		Tăng trưởng EPS (%)*		ROE (%)*	
			1 tháng	1 năm	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
VN-INDEX	3.987.487		9,6	12,2	17,5	13,6	2,3	2,1	-0,2	22	15,8	16,2
VN30	2.830.885		10,6	20,1	15,1	12,3	2,2	1,9	1,5	16,1	16,7	16,9
NHÓM NGÂN HÀNG												
TCB	102.343	22,5	25,1	28,6	9,4	8	1,4	1,2	7,8	13,4	16,3	16,2
ACB	61.388	30	4,4	64,1	9,1	7,8	1,8	1,5	12,6	10,6	21,8	20,3
NHÓM PHI NGÂN HÀNG												
HPG	127.893	33,6	11,6	105,4	11,2	9,1	2,2	1,9	53	22,5	20,8	20,7
GIL	1.583	9,7	15,2	155,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
DGC	7.133	1,7	2	103,5	8,8	8,4	1,8	1,6	52	10,7	18,4	16,6
DHC	3.326	29,3	13,1	53,1	10,8	9,1	2,5	NA	63,1	18,6	25,3	27,1
DGW	3.367	28,7	19	249,6	14,5	11,3	3	2,5	40,6	30,1	21,1	21,7

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam, dữ liệu Bloomberg ngày 18/12/2020. (*) kỳ vọng của thị trường.

Quan điểm đầu tư đối với các cổ phiếu từ kết quả bộ lọc

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (TCB VN/ GIÁ MỤC TIÊU: 35.100 đồng/ TĂNG TỶ TRỌNG)

An toàn

- TCB vẫn duy trì được đà tăng trưởng lợi nhuận dù đã tăng trưởng tín dụng một cách thận trọng. Với tỷ lệ an toàn vốn (CAR) theo tiêu chuẩn Basel II cao nhất ngành và dư địa tăng trưởng tín dụng trong quý 4, ngân hàng có khả năng duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hiện tại.
- Chất lượng danh mục cho vay dần được cải thiện trong ba quý đầu năm. Trong 9 tháng đầu năm, ngân hàng đã xóa khoảng 3.100 tỷ (tương đương 134 triệu USD), cao gấp 34 lần so với cùng kỳ. Nhờ vậy, cả tỷ lệ nợ xấu và tỷ lệ nợ nhóm 2 đều giảm.
- TCB là một trong số ít ngân hàng có lợi thế về thu hút tiền gửi không kỳ hạn, hơn nữa tỷ lệ CASA tính đến hết quý 3 đã đạt mức cao mới. Trong khi suất sinh lời tài sản bình quân không thay đổi nhiều, chi phí sử dụng vốn thấp sẽ giúp NIM cải thiện.
- **Các rủi ro đối với triển vọng của ngân hàng:** 1) Áp lực trích lập dự phòng lớn; 2) Rủi ro tập trung của danh mục tài sản sinh lời.
- **Định giá:** TCB được đánh giá cao về chất lượng tài sản và đà tăng trưởng lợi nhuận được duy trì. Trong khi đó, mức định giá P/B hiện tại tương đối thấp so với các ngân hàng trong ngành, do đó chúng tôi đánh giá mức giá hiện tại là hấp dẫn.

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB VN / GIÁ MỤC TIÊU: 38.700 đồng / MUA)

Nền tảng cơ bản vững chắc, ký kết hợp đồng bancassurance độc quyền là nhân tố mới

- Là một trong những ngân hàng hàng đầu xét về suất sinh lời, ACB đặt mục tiêu duy trì mức ROE trung bình trong 5 năm tới không thấp hơn 20%, mặc dù cổ phần tiếp tục được pha loãng để tăng vốn tự có theo Basel II. Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ lấy lại mức NIM trước đại dịch nhờ: 1) các khoản vay bán lẻ (với lợi suất cao) tiếp tục đà tăng trưởng; và 2) ghi nhận các khoản thu nhập từ lãi đã hoãn cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi COVID-19 trong năm 2020.
- Việc ký kết hợp đồng bancassurance độc quyền 15 năm với đối tác Sun Life sẽ mang lại khoản phí độc quyền khoảng US\$370mn, cũng như giúp gia tăng nguồn thu nhập ngoài lãi từ nguồn phí/hoa hồng phân phối bảo hiểm.
- Việc chuyển sàn niêm yết từ sàn chứng khoán Hà Nội (HNX) sang sàn chứng khoán TP.HCM (HOSE) được kỳ vọng là yếu tố tích cực cho giá cổ phiếu. Trên thực tế, việc không còn room ngoại là trở ngại cho các nhà đầu tư nước ngoài trong việc đầu tư vào cổ phiếu ACB. Sau khi chuyển sang niêm yết ở sàn HOSE, chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ được thêm vào danh mục các rổ chỉ số như VN30, VN Diamond (VND), VN Vietnam Leading Financial (VNFL), và VN Financial Select Sector (VNFS). Khi đó, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu ACB sẽ thu hút được dòng tiền vào từ các quỹ ETF dựa trên các rổ chỉ số này.
- **Các rủi ro đối với triển vọng của ngân hàng:** Lợi suất bình quân trên tài sản của ACB vốn dĩ đang ở mức cao so với ngành nhờ chiến lược đẩy mạnh ngân hàng bán lẻ. Tuy nhiên, sự cạnh tranh đang gia tăng trong mảng cho vay cá nhân. Một nhược điểm của ngân hàng là có chi phí sử dụng vốn tương đối cao, do phụ thuộc nguồn khách hàng cá nhân. Trong ngắn hạn, NIM sẽ bị giảm dưới ảnh hưởng của dịch COVID-19 vì các đối tượng khách hàng mà ngân hàng tập trung là các doanh nghiệp nhỏ, hộ kinh doanh và cá nhân có thu nhập trung bình; đây là các đối tượng có sức đề kháng kém trong bối cảnh kinh tế xấu.
- **Định giá:** Dựa trên phương pháp định giá Residual income, chúng tôi nhận thấy mức định giá P/B hợp lý của ngân hàng là 2,03x, cao hơn so với mức P/B trung bình 5 năm 1,7x. Mức ROE trung bình dự báo cho giai đoạn 2021-2030 ở mức 21,3%. Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn hợp lý được giả định ở mức 2,1%.

Quan điểm đầu tư đối với các cổ phiếu từ kết quả bộ lọc (tiếp theo)

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG VN / GIÁ MỤC TIÊU: 44.800 đồng/ NĂM GIỮ)

Dẫn đầu thị phần ngành thép xây dựng, hưởng lợi từ thúc đẩy đầu tư công

- Doanh nghiệp đầu ngành, với thép xây dựng và ống thép duy trì thị phần số 1 trên thị trường.
- Mở rộng công suất hoạt động, gia tăng thị phần. Thị phần thép xây dựng tăng từ 19,1% năm 2014 lên 26,2% năm 2019; tương tự, thị phần ống thép tăng từ 19,8% lên 31,5%.
- Dự án Dung Quất sẽ là một bước đột phá của HPG, gồm 4 lò cao. Năm 2019, 2 lò cao đầu tiên của Dự án Dung Quất được đưa vào vận hành, đưa công suất thép xây dựng lên 4,4 triệu tấn/năm. Hiện lò cao số 3 dây chuyền đúc cán thép dẹt (HRC) đã đi vào hoạt động. Lò cao số 4 được kỳ vọng hoạt động từ năm 2021.
- Nhu cầu tiêu thụ thép tăng nhờ: 1) Thúc đẩy đầu tư công; 2) Nhu cầu tăng cao từ Trung Quốc.
- Giá thép tiếp tục xu hướng tăng mạnh trong thời gian tới do nhu cầu thị trường gia tăng.
- Việc cơ cấu lại mô hình hoạt động từ năm 2021 sẽ giúp HPG gia tăng hiệu quả hoạt động. Việc thoái vốn khỏi ngành Nội thất dự kiến sẽ mang lại thu nhập bất thường cho công ty trong năm sau.
- **Rủi ro:** Các nhà máy của HPG, áp dụng quy trình sản xuất thép lò thổi oxy (BOF), sử dụng quặng sắt và than cốc làm nguyên liệu cơ bản (chiếm hơn 50% chi phí lò BOF). Do đó, HPG chịu rủi ro đối sự biến động của quặng sắt và giá than cốc.

CTCP SXKD và Xuất nhập khẩu Bình Thạnh (GIL VN / GIÁ MỤC TIÊU: 52.900 đồng / MUA)

Nắm bắt xu hướng thương mại điện tử

- Công ty sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng may gia dụng, hàng may mặc thời trang, ba lô, túi xách.. Kế hoạch của công ty là sẽ tăng năng suất sản xuất bình quân mỗi năm thêm 10%. Đầu tư mở rộng sang những vùng có chi phí lao động cạnh tranh như vùng 3 và vùng 4.
- GIL đang có 36 dây chuyền may ở hai nhà máy Bình Thạnh & Thạnh Mỹ. Ngoài ra, GIL có hệ thống gia công 36 dây chuyền khác. Mục tiêu của GIL là phát triển hệ thống dây chuyền may nội bộ lên 37 trong năm 2020 và tăng số lượng dây chuyền gia công bên ngoài lên mức 58.
- Nhờ phân phối sản phẩm thông qua kênh online, GIL đã tránh bị ảnh hưởng nặng nề từ COVID-19. Với 2 đối tác lớn là Amazon và IKEA, mạng lưới tiêu thụ của GIL mở rộng ra tầm quốc tế.
- Mở rộng hoạt động sang ngành bất động sản khu công nghiệp: GIL dự kiến góp vốn từ 260,1-484,5 tỷ đồng, tương ứng từ mức 51%-95% vốn điều lệ của CTCP Khu công nghiệp Gilimex, vào dự án khu công nghiệp Phú Bài 4. Quy mô dự án ở mức 411,68 ha giai đoạn 1, và thêm 85,87 ha ở giai đoạn 2. Tổng vốn đầu tư dự án dự kiến ở mức 3.400 tỷ đồng.
- **Rủi ro:** (1) Các thị trường tiêu thụ Châu Âu, Mỹ, và Trung Quốc sẽ có nhiều biến động do COVID-19; (2) Đặc thù ngành nghề thâm dụng lao động, rủi ro thiếu hụt lao động và tăng chi phí nhân sự; (3) Rủi ro biến động giá nguyên liệu như vải, nhựa, thép; (4) Rủi ro tỷ giá.

CTCP Thế Giới Số (DGW VN / GIÁ MỤC TIÊU: 80.400 đồng / NĂM GIỮ)

Đại lý phân phối của Apple, triển vọng lợi nhuận lạc quan

- DGW có 3 mảng chính: (1) laptop và máy tính bảng chiếm 31% thị phần; (2) điện thoại di động chiếm 12% thị phần; (3) mảng thiết bị văn phòng chiếm 5% thị phần.
- Tỷ suất lợi nhuận của công ty không ngừng cải thiện nhờ nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm công nghệ như laptop, máy tính bảng, điện thoại di động gia tăng ở Việt Nam. Theo kế hoạch, công ty đặt mục tiêu doanh thu năm 2021 là 15.200 tỷ (+49% so với kế hoạch 2020): 1) Mảng điện thoại 7.500 tỷ (+55%); Mảng laptop và máy tính bảng 5.000 tỷ (+55%); Mảng thiết bị văn phòng 2.200 tỷ (+29%); Mảng hàng tiêu dùng 500 tỷ (không đổi).
- Phân phối sản phẩm của Apple là động lực tăng trưởng mới. Sau khi ký kết phân phối các sản phẩm của Apple, DGW có tiềm năng ký được nhiều hợp đồng phân phối với các thương hiệu khác trong tương lai.
- Bảng cân đối kế toán lành mạnh với hệ số nợ so với vốn chủ sở hữu và nợ ròng trên vốn chủ sở hữu thấp, và giảm trong 9 tháng đầu năm 2020.
- Cải thiện hiệu quả hoạt động: cắt giảm chi phí hoạt động, cải thiện vòng quay tiền mặt và cải thiện biên lợi nhuận.
- **Rủi ro:** (1) Cạnh tranh với doanh nghiệp đầu ngành khác là MWG; (2) Sản phẩm Xiaomi chiếm tỷ trọng cao trong doanh số, tạo ra rủi ro phụ thuộc vào đối tác Xiaomi.

Quan điểm đầu tư đối với các cổ phiếu từ kết quả bộ lọc (tiếp theo)

CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC VN / GIÁ MỤC TIÊU: 63.700 đồng / MUA)

2021-22: Lợi nhuận tăng tốc (*xem báo cáo lần đầu*)

- Là một trong số ít các doanh nghiệp có thể sản xuất phốt pho vàng và các sản phẩm Axit Phosphoric, phân bón. Phốt pho là tài nguyên hữu hạn, không thể phục hồi và không thể thay thế.
- DGC trở thành doanh nghiệp Việt Nam duy nhất sản xuất thành công Cloramin B được dùng trong công tác khử khuẩn phòng dịch COVID-19.
- Triển vọng kinh doanh tốt nhờ sở hữu ưu thế về công nghệ và một loạt các dự án mở rộng sản xuất, chế biến sâu sản phẩm phốt pho và tiết kiệm chi phí sẽ đi vào hoạt động từ cuối 2020 đến 2022. Cụ thể, 4 dự án đi vào vận hành từ 2021-2022 là:
 - (1) **Khai trường 25**, vận hành từ tháng 12/2020: khai thác quặng Apatit Lào Cai. Mỏ có trữ lượng 3,7 triệu tấn.
 - (2) **Xử lý Gypsum**, vận hành từ tháng 1/2021: Xử lý phế phẩm của quá trình sản xuất phốt pho vàng để tạo ra phụ gia cho ngành xi măng.
 - (3) **Nhà máy Đức Giang-Nghi Sơn**, vận hành thử từ Q1/2022: Giúp công ty tự chủ sản xuất được Sút, Axit Chlohidric, Clo lỏng... phục vụ cho chế biến sâu Phốt pho vàng thành những sản phẩm có giá trị cao sử dụng trong công nghiệp điện tử.
 - (4) **Nhà máy nhiệt điện 100MW**, vận hành từ Q3/2022: Cung cấp điện cho sản xuất nội bộ, giúp cắt giảm chi phí điện năng và hoàn thiện chuỗi sản xuất.
- **Rủi ro:** (1) Thuế xuất khẩu gia tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận; (2) Các sự cố về môi trường.

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC VN / GIÁ MỤC TIÊU: 72.300 đồng / MUA)

Tích cực từ kế hoạch phát triển

- Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm giấy/bao bì tăng mạnh nhờ: (1) thương mại điện tử phát triển mạnh mẽ; (2) các ngành hàng xuất khẩu nhiều bao bì giấy tăng tốc nhờ các hiệp định thương mại tự do. Các khách hàng chính: khoảng 45% doanh thu mảng bao bì đến từ công ty chế biến thủy sản, 20% từ công ty may mặc và dược phẩm.
- Tiềm năng dài hạn: Xu hướng hạn chế rác thải nhựa và khuyến khích sử dụng bao bì giấy thay thế góp phần cho sự tăng trưởng dài hạn của thị trường giấy bao bì carton. Việt Trung Quốc sẽ áp dụng lệnh cấm hoàn toàn nhập khẩu giấy thu hồi (RCP) từ năm 2021 sẽ khiến nhu cầu nhập khẩu giấy/bao bì thành phẩm tăng ở Trung Quốc-thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam. Xuất khẩu giấy bao bì có nhiều cơ hội từ các hiệp định thương mại CPTPP, EVFTA, RCEP.
- Từ cuối năm 2018, DHC đã vận hành hết công suất nhà máy Giao Long 1 với công suất thiết kế là 60,000 tấn/năm. Đến tháng 9/2019, nhà máy Giao Long 2 được đưa vào hoạt động chính thức với công suất 220,000 tấn/năm. Hiện tại, DHC có kế hoạch nâng cao công suất và hiệu suất của nhà máy Giao Long 2. Ban lãnh đạo cho biết Giao Long 2 có thể hoạt động ở mức tối đa 120% công suất thiết kế. Đối với nhà máy giấy Giao Long 3 mới, công suất của nhà máy này sẽ đạt tối thiểu 1.000 tấn/ngày, dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng từ 2022.
- Công ty đã nâng mục tiêu lợi nhuận sau thuế cho năm 2020 từ 200 tỷ đồng lên 300 tỷ đồng và mức thanh toán cổ tức cho năm 2020 từ 30% lên 45%/mệnh giá (bao gồm cổ tức tiền mặt là 2.000 đồng/cổ phiếu và cổ tức cổ phiếu với 100 cổ phiếu hiện hữu nhận được thêm 25 cổ phiếu).
- **Rủi ro:** (1) Thiếu hụt nguồn đầu vào giấy carton cũ (OCC-chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán) do dịch COVID-19 kéo dài ở các quốc gia Mỹ và EU...; (2) Giá OCC tăng; (3) Rủi ro về chất thải nguy hại đến môi trường phát sinh từ nhà máy; (4) Gia tăng cạnh tranh với sự tham gia của các doanh nghiệp FDI.

GHI CHÚ NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Khuyến nghị	Mức tăng giá kỳ vọng so với giá mục tiêu
MUA	Từ 20% trở lên
TĂNG TỶ TRỌNG	Từ 10% đến 20%
NẮM GIỮ	Từ -10% đến 10%
BÁN	Thấp hơn -10%

Nguồn: Phòng phân tích Mirae Asset Việt Nam

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Stock ratings		Sector ratings	
Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater	Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%	Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%	Underweight	Expected to underperform the market over 12 months
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse		

Rating and TP history: Share price (—), TP (→), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations. No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7989-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
