

TRIỂN VỌNG

2023

TÍNH CHU KỶ CHUYỆN ĐẦU TƯ



LỜI TỰA

Bất kỳ nền kinh tế nào trên thế giới (bao gồm cả Việt Nam) không thể tăng trưởng cũng như suy thoái liên tục; thay vào đó quan điểm về tính chu kỳ của nền kinh tế đã được thừa nhận và chứng minh bởi thực tế. Mỗi giai đoạn trong chu kỳ đều có những đặc trưng riêng. Việc xem xét tính chu kỳ trong hoạt động đầu tư trên thị trường chứng khoán là một yếu tố mang tính định hướng. Chúng tôi không cố gắng đưa ra dự đoán về diễn biến tiếp theo của nền kinh tế, thay đổi của các yếu tố vĩ mô, chính trị hay xã hội. Việc nghiên cứu về tính chu kỳ của nền kinh tế là cơ sở để đưa ra các vấn đề trực tiếp hơn tác động đến từng ngành nghề và tác động vào thị trường.

Chủ đề xuyên suốt của Báo cáo triển vọng 2023 – FPTSI là “**TÍNH CHU KỶ và CHUYỆN ĐẦU TƯ**” bao gồm 3 phần chính:

- Phân tích bối cảnh nền kinh tế của Việt Nam theo các giai đoạn, các yếu tố vĩ mô trong năm 2022 và dự báo năm 2023.
- Phân tích Ngành với việc phân loại: Ngành chịu tác động mạnh mẽ từ chu kỳ kinh tế và Ngành ít bị ảnh hưởng bởi chu kỳ kinh tế
- Tính chu kỳ trên thị trường Chứng khoán và nhận định thị trường dưới góc nhìn Phân tích kỹ thuật

Để đảm bảo cho việc nghiên cứu khách quan, chúng tôi sử dụng dữ liệu trong thời gian dài nhất có thể tùy thuộc vào từng yếu tố phân tích. Việc khai thác, xử lý dữ liệu để làm mượt và chỉ rõ quan điểm về tính chu kỳ sẽ được trình bày trong phần Phụ lục liên quan đến phương pháp luận của Phân tích dữ liệu.

MỤC TIÊU BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2023: Đầu tư vào một cổ phiếu không còn là câu chuyện rời rạc của riêng doanh nghiệp, riêng ngành nghề mà bao gồm việc kết nối giữa những yếu tố kinh tế, yếu tố ngành và các yếu tố trên thị trường chứng khoán với nhau.

A. TÍNH CHU KỲ CỦA NỀN KINH TẾ VIỆT NAM

- I. NỀN KINH TẾ VIỆT NAM ĐANG TRONG PHA GIẢM CỦA CHU KỲ KINH TẾ LỚN KÉO DÀI TỪ 2017
- II. BỐI CẢNH KINH TẾ VĨ MÔ 2022 – ÁP LỰC ĐIỀU TIẾT TỪ CƠ QUAN CHỨC NĂNG
- III. TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ 2023 – TIẾP TỤC LÀ MỘT NĂM KHÓ KHĂN

B. TÍNH CHU KỲ CỦA NGÀNH KINH TẾ

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN - KHỦNG HOẢNG NGUỒN VỐN SAU "THỜI KỲ TIỀN RẺ"

- I. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN MANG TÍNH CHU KỲ CAO TRONG GIAI ĐOẠN 1991 - 2022
- II. NHÌN LẠI 2022 – TRIỂN VỌNG 2023: TIẾP TỤC GIAI ĐOẠN SỤT GIẢM

NGÀNH XÂY DỰNG - TRIỂN VỌNG TỪ PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG

- I. NGÀNH XÂY DỰNG MANG TÍNH CHU KỲ KINH TẾ CAO
- II. NHÌN LẠI NĂM 2022 – TRIỂN VỌNG NĂM 2023: KỲ VỌNG VÀO MẢNG CƠ SỞ HẠ TẦNG

NGÀNH THÉP - ÁP LỰC ĐÀU VÀO HẠ NHIỆT

- I. NGÀNH THÉP CÓ TÍNH CHU KỲ CAO, TƯƠNG QUAN MẠNH VỚI TĂNG TRƯỞNG XÂY DỰNG
- II. NHÌN LẠI 2022 – TRIỂN VỌNG 2023: DOANH THU GIẢM, LỢI NHUẬN PHỤC HỒI

NGÀNH XI MĂNG - PHỤC HỒI CHẬM TRONG BỐI CẢNH TIẾP TỤC DƯ CUNG

- I. NGÀNH XI MĂNG CÓ TÍNH CHU KỲ CAO DO LIÊN KẾT CHẶT CHẼ VỚI TĂNG TRƯỞNG XÂY DỰNG
- II. NHÌN LẠI 2022 – TRIỂN VỌNG 2023: CÓ DẤU HIỆU PHỤC HỒI NHƯNG VẪN Ở MỨC THẤP

NGÀNH NHỰA XÂY DỰNG - ÁP LỰC GIẢM GIÁ BÁN HẠN CHẾ LỢI ÍCH TỪ GIÁ HẠT NHỰA HẠ NHIỆT

- I. CHU KỲ NGÀNH NHỰA XÂY DỰNG CHỊU TÁC ĐỘNG TỪ SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ VÀ GIÁ HẠT NHỰA
- II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023 - SẢN LƯỢNG TĂNG TRƯỞNG CHẬM VÀ HẠT NHỰA TIẾP TỤC GIAI ĐOẠN GIẢM GIÁ

NGÀNH DẦU KHÍ - KỲ VỌNG GÌ KHI GIÁ DẦU KẾT THÚC PHA TĂNG GIÁ?

- I. NHÓM DỊCH VỤ KHAI THÁC VÀ PHÂN PHỐI KHÍ CÓ CHU KỲ SÁT VỚI GIÁ DẦU
- II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2023: GIÁ DẦU KẾT THÚC PHA TĂNG

NGÀNH DỆT MAY - ĐỔI MẶT NHU CẦU SỤT GIẢM

- I. NGÀNH DỆT MAY PHỤ THUỘC VÀO CHU KỲ KINH TẾ CỦA THỊ TRƯỜNG TIÊU THỤ
- II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023: CHUYỂN TỪ PHA TĂNG TRƯỞNG SANG PHA GIẢM TỐC

1 MẢNG CÁ TRA - NHU CẦU TIÊU THỤ DỰ BÁO GIẢM TRONG BỐI CẢNH KINH TẾ TOÀN CẦU KÉM TÍCH CỰC 38

- 1 I. MẢNG CÁ TRA CÓ TÍNH CHU KỲ Ở MỨC TRUNG BÌNH 38
- 2 II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023: MẢNG CÁ TRA CHUYỂN SANG PHA GIẢM TỐC 39

5 NGÀNH MÍA ĐƯỜNG - GIÁ ĐƯỜNG HẠ NHIỆT NHƯNG VẪN Ở MỨC CAO 42

- 7 I. NGÀNH MÍA ĐƯỜNG KHÔNG THEO CHU KỲ CỦA NỀN KINH TẾ, GIÁ TRỊ NGÀNH THAY ĐỔI THEO GIÁ BÁN ĐƯỜNG THÀNH PHẨM 42
- 8 II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023: GIÁ ĐƯỜNG GIẢM NHƯNG VẪN Ở MỨC CAO 43

8 MẢNG CHĂN NUÔI LỢN – TIẾP TỤC PHỤC HỒI 46

- 11 I. MẢNG CHĂN NUÔI LỢN – KHÔNG CÓ TÍNH CHU KỲ, MỨC ĐỘ TÁI ĐÀN ẢNH HƯỞNG TRỰC TIẾP 46
- 13 II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2023: GIÁ LỢN HƠI TĂNG NHẸ, ÁP LỰC CHI PHÍ TACN 47

13 NGÀNH PHÂN BÓN - GIÁ PHÂN BÓN KỲ VỌNG DUY TRÌ Ở MỨC CAO 49

- 14 I. NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM KHÔNG THEO CHU KỲ KINH TẾ 49
- 16 II. TRIỂN VỌNG 2023 – CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG VỀ GIÁ VẪN SẼ TIẾP DIỄN 52

16 NGÀNH CAO SU – SẴM LÓP - “THOÁT KHỎI” TÌNH TRẠNG DƯ CUNG 54

- 18 I. NGÀNH CAO SU – SẴM LÓP VIỆT NAM CHỊU ẢNH HƯỞNG LỚN TỪ BIẾN ĐỘNG GIÁ CAO SU TỰ NHIÊN THẾ GIỚI 54
- 21 II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023 – GIÁ CAO SU TỰ NHIÊN KỲ VỌNG PHỤC HỒI, NGÀNH CAO SU HƯỞNG LỢI, NGÀNH SẴM LÓP CHỊU ẢNH HƯỞNG TIÊU CỰC 57

21 NGÀNH ĐIỆN - NHIỀU THÁCH THỨC TRONG NĂM TỚI 59

- I. NGÀNH ĐIỆN - SỰ PHÂN HÓA LÀM MỜ ĐI CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG TOÀN NGÀNH 59
- II. NGÀNH ĐIỆN 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023 - NHIỀU THÁCH THỨC SAU MỘT NĂM THUẬN LỢI 61

C. “THỊ TRƯỜNG GẤU” CÓ SỚM KẾT THÚC? 64

- I. BIẾN ĐỘNG CHỈ SỐ VN-INDEX CÓ TÍNH CHU KỲ 65
- II. TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC NHÓM NGÀNH VÀ CHU KỲ THỊ TRƯỜNG 66
- III. KẾT LUẬN 68

D. PHỤ LỤC: BIẾN ĐỘNG VÀ TRIỂN VỌNG GIÁ CẢ HÀNG HÓA 69

- I. BIẾN ĐỘNG GIÁ CẢ HÀNG HÓA 69
- II. DỰ BÁO BIẾN ĐỘNG GIÁ CẢ HÀNG HÓA 71

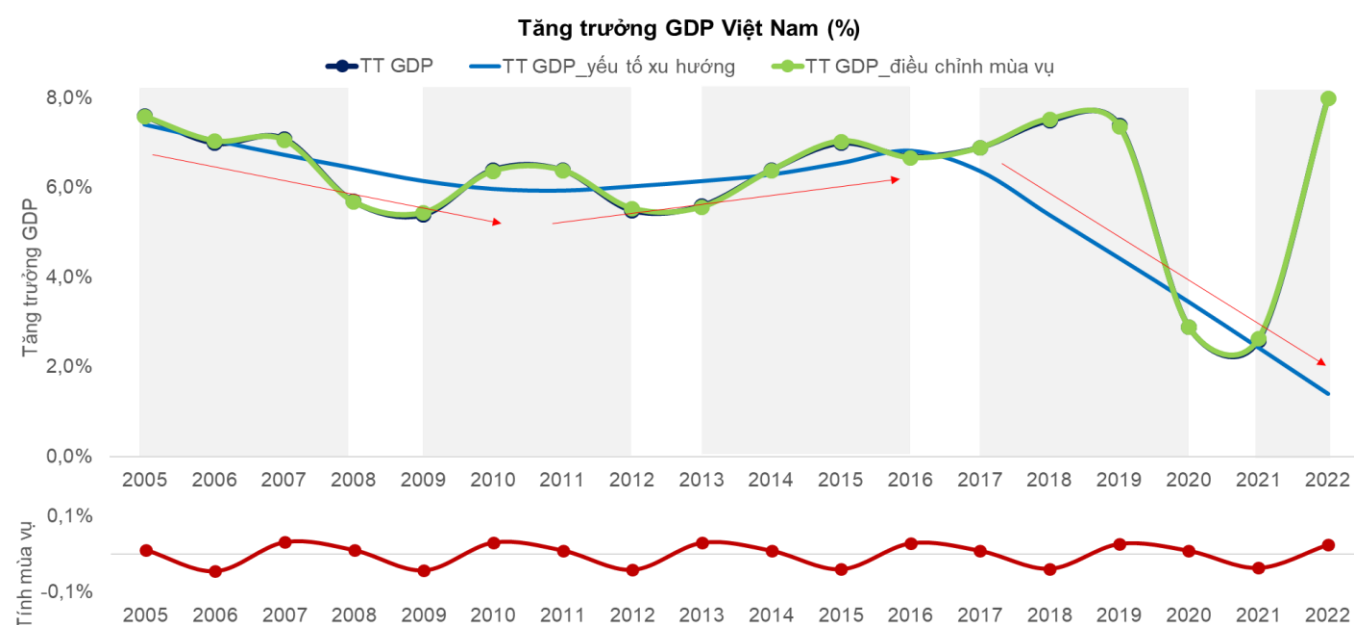
TÍNH CHU KỲ CỦA NỀN KINH TẾ VIỆT NAM

I. NỀN KINH TẾ VIỆT NAM ĐANG TRONG PHA GIẢM CỦA CHU KỲ KINH TẾ LỚN KÉO DÀI TỪ 2017

1. Tăng trưởng GDP là yếu tố chính để xem xét tính chu kỳ của nền kinh tế

Sau khi loại bỏ yếu tố mùa vụ trong dữ liệu tăng trưởng GDP, chúng tôi nhận thấy tăng trưởng kinh tế Việt Nam chạy theo chu kỳ nhỏ kéo dài 4 năm (2005 – 2008, 2009 – 2012, 2013 – 2016, 2017 – 2020) và chu kỳ lớn kéo dài 12 năm (pha giảm kéo dài từ năm 2005 – 2010 và pha tăng kéo dài từ 2011 – 2016). Các sự kiện gây ra suy thoái hoặc khủng hoảng kinh tế là kết thúc cho một chu kỳ nhỏ tương ứng bao gồm khủng hoảng tài chính năm 2007 – 2008, khủng hoảng nợ công châu Âu 2012, sự kiện Brexit 2016 và suy thoái kinh tế toàn cầu do dịch bệnh covid 2020.

Với việc xây dựng quan điểm dựa trên tính chu kỳ của nền kinh tế và phân tích dữ liệu, tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2022 hiện đang nằm trong pha tăng của chu kỳ kinh tế nhỏ 2021 – 2024 và nằm trong pha giảm của chu kỳ kinh tế lớn kéo dài từ 2017.



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

Sự phục hồi của tăng trưởng kinh tế năm 2022 là khởi đầu của chu kỳ kinh tế 4 năm 2021 – 2024 với mức nền thấp của năm 2021. Tổng sản phẩm trong nước (GDP) hàng quý tăng lần lượt 5,1%, 7,8%, 13,7%, 5,9% so với cùng kỳ năm trước. Tính chung cả năm 2022, tăng trưởng GDP ước đạt 8,02%. Kinh tế Việt Nam được đánh giá là điểm sáng của khu vực trong năm 2022. Tăng trưởng GDP của 3 quý đầu năm luôn ở mức cao: Việt Nam (5,1%, 7,8%, 13,7%), Philippines (8,2%, 7,5%, 7,6%), Malaysia (5,0%, 8,9%, 14,2%), Indonesia (5,0%, 5,4%, 5,7%), Thái Lan (2,3%, 2,5%, 4,6%). Theo báo cáo triển vọng kinh tế thế giới tháng 10/2022 của Quỹ tiền tệ thế giới (IMF), kinh tế Việt Nam có triển vọng tăng trưởng cao trong năm 2022: Việt Nam (+7,0%yoy), Philippines (+6,5%yoy), Malaysia (+5,4%yoy), Indonesia (+5,3%yoy), Thái Lan (+2,8%yoy).

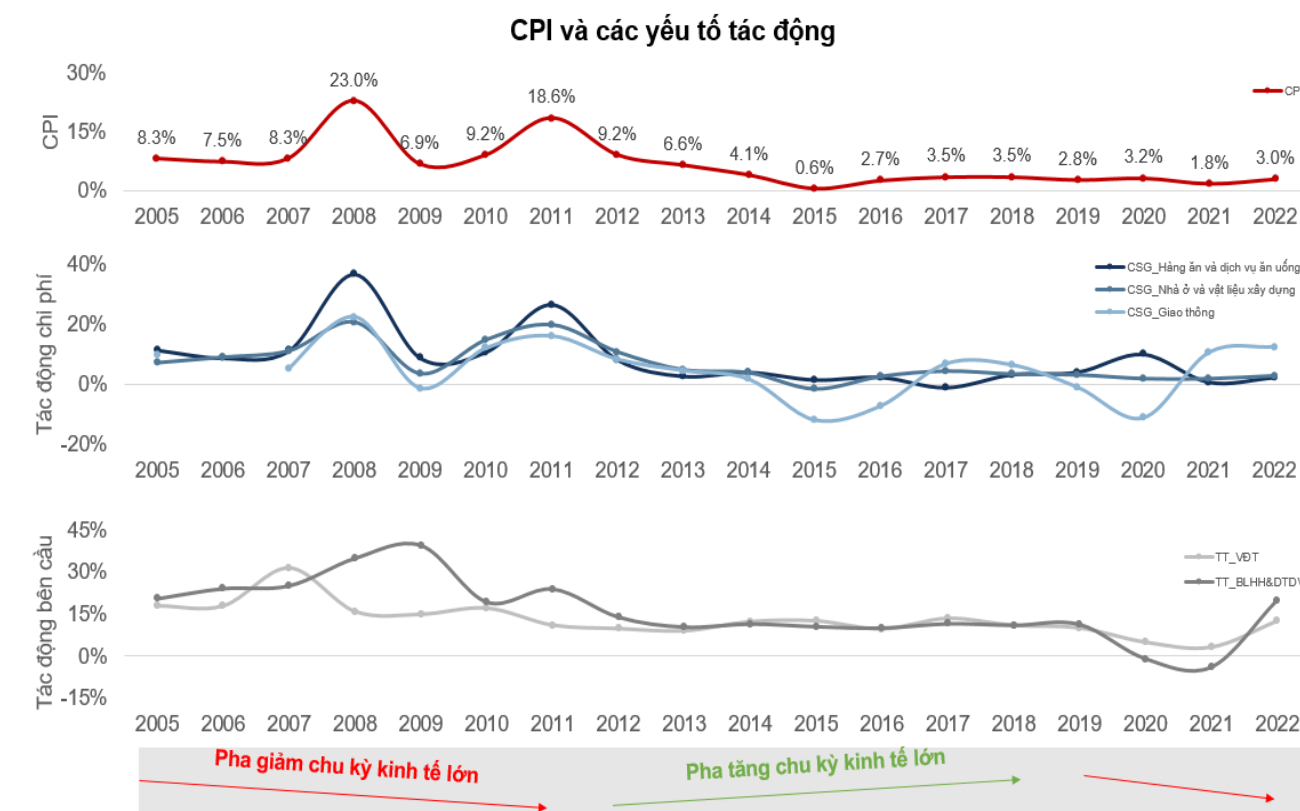
Tăng trưởng GDP của Việt Nam và một số quốc gia trong khu vực (%)



Nguồn: FPTS tổng hợp, (*) số liệu của Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Philippines theo ước tính của IMF

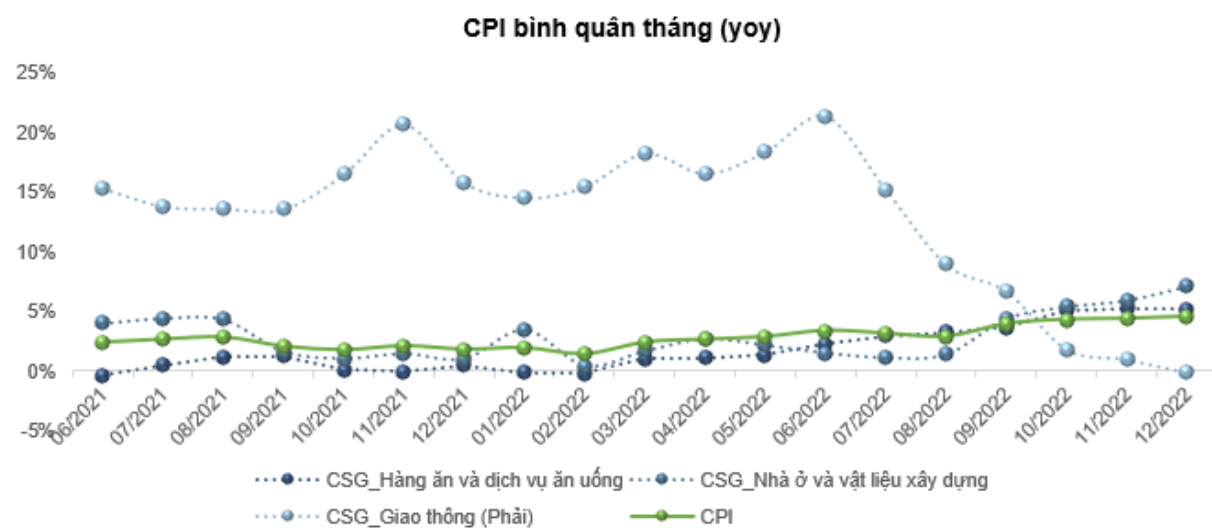
2. Áp lực lạm phát gia tăng trong pha giảm của chu kỳ kinh tế lớn

Nhìn lại chu kỳ kinh tế trước, trong pha giảm kéo dài từ 2005 đến 2010, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân hàng năm luôn ở mức cao, trên 7% so với năm trước. CPI trong giai đoạn này chịu sức ép của cả các yếu tố bên cung (giá cả lương thực – thực phẩm, giá các nguồn nguyên nhiên liệu đầu vào cho sản xuất như xăng dầu, sắt thép, phân bón,... liên tục biến động mạnh) và các yếu tố bên cầu (thể hiện qua sự tăng trưởng cao của vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội và tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ). Trong pha tăng của chu kỳ kinh tế (2011 – 2016), khi các yếu tố tác động ở cả hai phía cung và cầu dần trở nên ổn định hơn, chỉ số CPI bình quân hàng năm có xu hướng giảm dần và duy trì ở mức dưới 4%. Chuyển sang chu kỳ kinh tế mới với pha giảm bắt đầu từ 2017, các yếu tố ảnh hưởng có xu hướng biến động hơn so với giai đoạn trước – nhất là trong giai đoạn dịch bệnh Covid – đã gây áp lực lên lạm phát.



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

Kết thúc năm 2022, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân năm tăng 3,15% so với năm trước, hoàn thành mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4% của Chính phủ. Tuy nhiên, CPI bình quân hàng tháng so với cùng kỳ năm trước có xu hướng tăng dần. Lạm phát tăng cao đến từ áp lực tăng giá xăng dầu và giá nguyên, nhiên liệu đầu vào. Cụ thể, chỉ số giá bình quân của nhóm giao thông (chiếm ~10% trong CPI) tăng cao, đạt mức 11,27%yoy; giá cả nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (bao gồm tiền thuê nhà ở, điện, nước, chất đốt và vật liệu xây dựng – chiếm ~19% CPI) tăng 3,11% so với năm 2021; giá cả nhóm lương thực, thực phẩm cũng theo xu hướng tăng từ đầu năm. Trong đó, giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu, giá thịt lợn tăng theo đà tăng của giá thức ăn chăn nuôi, giá thủy hải sản tăng do giá dầu tăng khiến cho chi phí khai thác ở mức cao.

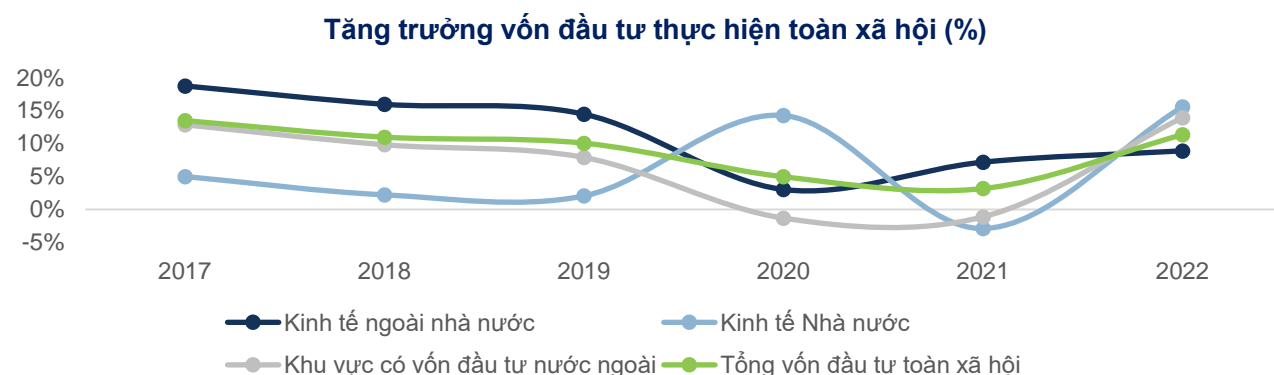


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs tổng hợp

II. BỐI CẢNH KINH TẾ VĨ MÔ 2022 – ÁP LỰC ĐIỀU TIẾT TỪ CƠ QUAN CHỨC NĂNG

1. Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội tăng trưởng trên mức nền thấp năm 2021, giá trị FDI cấp mới giảm

Việc triển khai gói hỗ trợ chi đầu tư phát triển (đầu tư cơ sở khám chữa bệnh, phát triển kết cấu hạ tầng,...) thuộc chương trình phục hồi và phát triển kinh tế xã hội đã tạo đà cho tăng trưởng huy động và thực hiện vốn đầu tư. Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội trong năm 2022 được đẩy mạnh, đạt gần 3.220 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng (+11,2%yoy) trên nền thấp của năm 2021 - giai đoạn COVID-19 tác động sâu rộng đến các hoạt động kinh tế. Trong đó, vốn khu vực Nhà nước đạt 825 nghìn tỷ đồng (+15,6%yoy); khu vực ngoài Nhà nước đạt 1.873 nghìn tỷ đồng (+8,9%yoy); khu vực có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài đạt 522 nghìn tỷ đồng (+13,9%yoy).

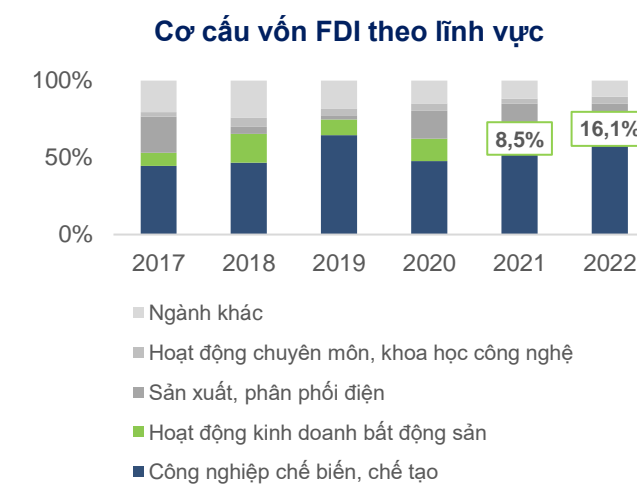
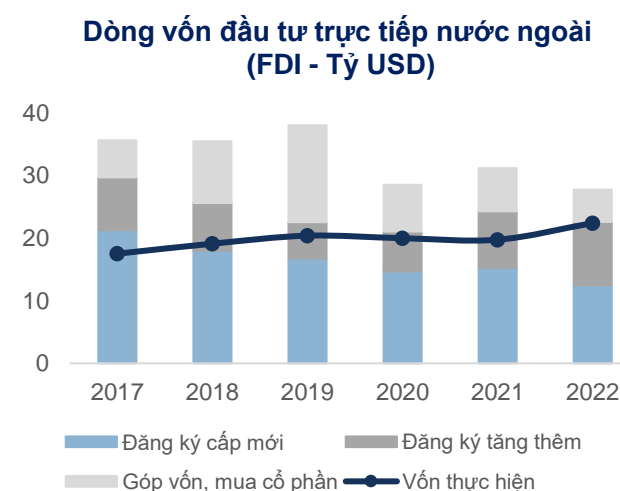


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs tổng hợp

Dòng vốn FDI đăng ký cấp mới giảm, tỷ trọng của nhóm kinh doanh bất động sản tăng mạnh

Trong năm 2022, tổng vốn FDI đăng ký mới đạt 12,45 tỷ USD, giảm 18,4% so với năm trước. Nguyên nhân chủ yếu do sự gián đoạn của các biện pháp chống dịch năm 2021 và biến động của cuộc xung đột địa chính trị tại châu Âu đã ảnh hưởng tiêu cực đến dòng vốn đầu tư ra nước ngoài của các nền kinh tế lớn, đặc biệt là các đối tác đầu tư của Việt Nam. Trái ngược với xu hướng giảm của vốn đăng ký, vốn đầu tư thực hiện tăng trưởng rất tích cực, đạt 22,4 tỷ USD (+13,5%yoy).

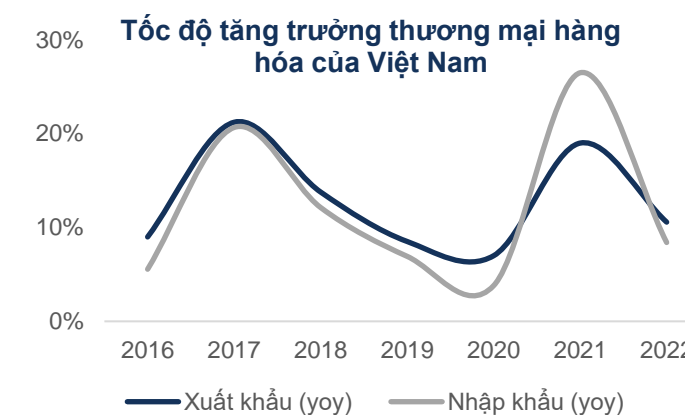
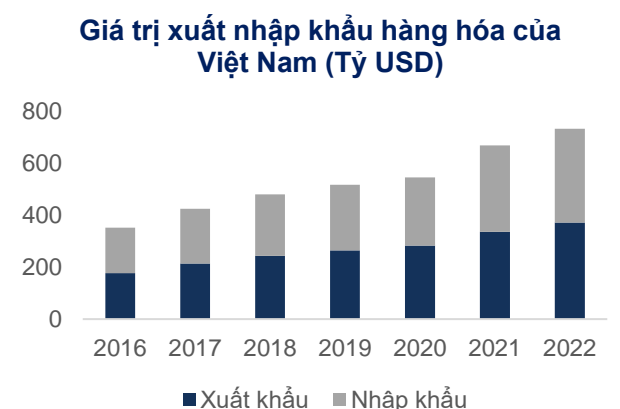
Tỷ trọng vốn FDI vào lĩnh vực kinh doanh bất động sản được cải thiện đáng kể. Dòng vốn FDI rót vào ngành kinh doanh bất động sản năm 2022 đạt hơn 4,45 tỷ USD (chiếm 16,1% tổng FDI đăng ký), trong khi đó năm 2021 chỉ đạt 2,64 tỷ USD (chiếm 8,5% tổng FDI đăng ký). Đây là điểm sáng của thị trường bất động sản trong bối cảnh tín dụng bất động sản bị kiểm soát chặt chẽ, phát hành trái phiếu gặp khó khăn.



Nguồn: Tổng cục thống kê

2. Tăng trưởng giá trị xuất/nhập khẩu giảm tốc trong các tháng cuối năm 2022

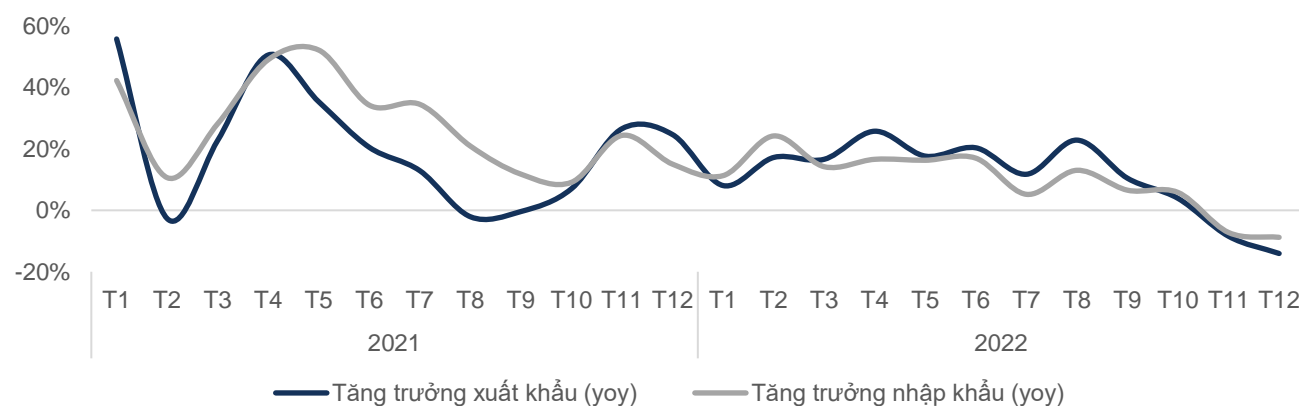
Quy mô xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam liên tục tăng. Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa năm 2022 đạt mức 732,5 tỷ USD (+9,6% yoy). Trong đó, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa không ngừng tăng lên và đạt 371,9 tỷ USD tương ứng (+10,6% yoy), nhập khẩu đạt 360,7 tỷ USD (+8,4% yoy).



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTs tổng hợp

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu đang giảm tốc ở các tháng cuối năm 2022, xuất nhập khẩu hàng hóa tháng 11 và tháng 12 ghi nhận giảm so với cùng kỳ trong khi cùng kỳ năm 2021 lại tăng cao. Nguyên nhân chủ yếu là do: (1) bối cảnh lạm phát đang tăng cao ở các thị trường xuất khẩu trọng điểm của Việt Nam khiến nhu cầu nhập khẩu hàng hóa từ các nước này nhất là các mặt hàng tiêu dùng không thiết yếu sụt giảm và (2) diễn biến đồng USD gây bất lợi đến nhập khẩu nhiều mặt hàng nguyên vật liệu để phục vụ xuất khẩu.

Tốc độ tăng trưởng xuất nhập khẩu hàng hóa theo tháng

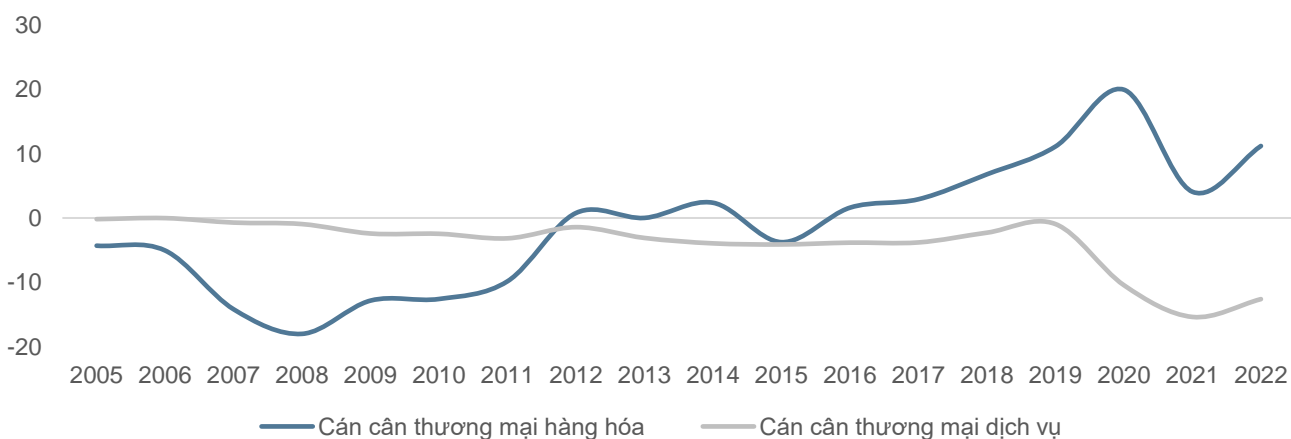


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

Điểm sáng của hoạt động xuất nhập khẩu năm 2022 là cán cân thương mại hàng hóa tiếp tục duy trì vị thế xuất siêu. Cán cân thương mại hàng hóa sau năm 2015 đã dần dịch chuyển sang vị thế xuất siêu. Giá trị thặng dư thương mại hàng hóa tăng liên tục qua các năm và đạt mức kỷ lục gần 20 tỷ USD năm 2020. Trong năm 2022, cán cân thương mại hàng hóa ước tính xuất siêu 11,2 tỷ USD. Sự cải thiện cán cân thương mại hàng hóa chủ yếu nhờ (1) sự chuyển dịch tích cực và ngày càng đa dạng của cơ cấu các mặt hàng xuất khẩu và hướng vào nhóm công nghiệp chế biến và (2) đóng góp của khu vực FDI.

Cán cân thương mại dịch vụ vẫn luôn ở trạng thái thâm hụt. Ngược lại với trạng thái của cán cân thương mại hàng hóa, cán cân thương mại dịch vụ luôn thâm hụt, đặc biệt tại những giai đoạn nền kinh tế suy thoái như 2008, 2021. Trong nhóm xuất khẩu dịch vụ, dịch vụ du lịch bị ảnh hưởng nặng nề nhất trong giai đoạn 2020 – 2021 do dịch bệnh, giá trị xuất khẩu giảm gần 90% so với giai đoạn trước dịch (năm 2018, 2019).

Cán cân thương mại hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam (Tỷ USD)

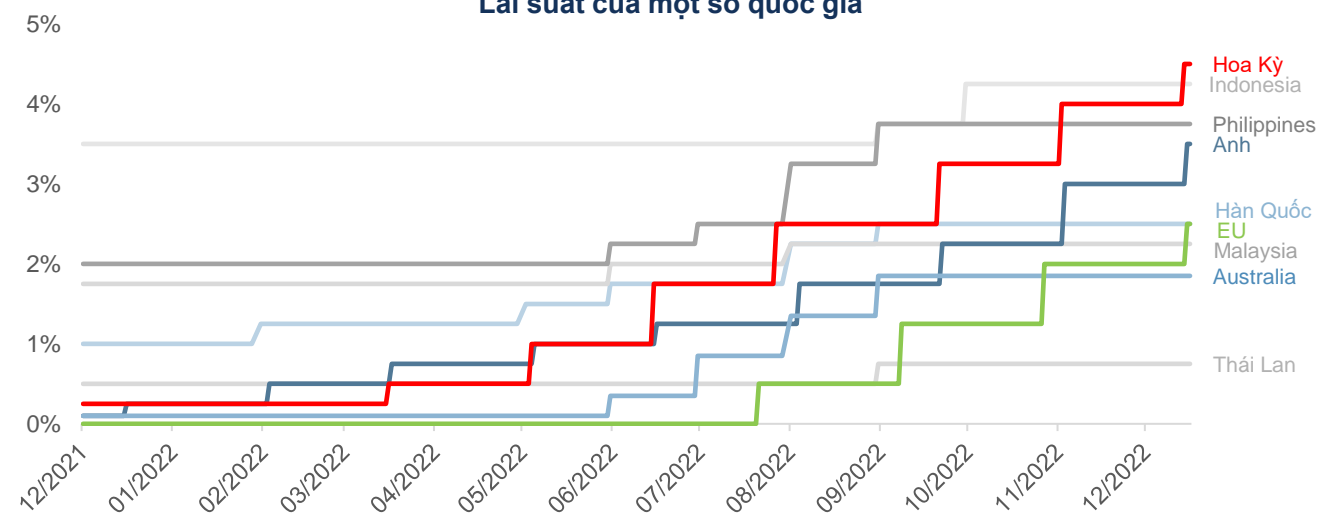


Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

3. Chính sách tiền tệ thắt chặt với việc can thiệp liên tục từ phía NHNN

Năm 2022, Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) liên tục tăng lãi suất mục tiêu để đối phó với lạm phát, mức lãi suất trần hiện nay đã tăng từ 0,25% lên 4,5%. Sau FED, nhiều NHTW của các quốc gia lớn trên thế giới đang có xu hướng đẩy nhanh thắt chặt tiền tệ khi tăng lãi suất nhanh với biên độ lớn. Một số quốc gia Đông Nam Á cũng đã bắt đầu tăng lãi suất trong giai đoạn nửa cuối năm với biên độ nhỏ hơn. Cùng với đó, thị trường ngoại hối quốc tế cũng biến động mạnh theo diễn biến đà tăng giá của đồng USD đã gia tăng áp lực lên mặt bằng lãi suất và tỷ giá của Việt Nam

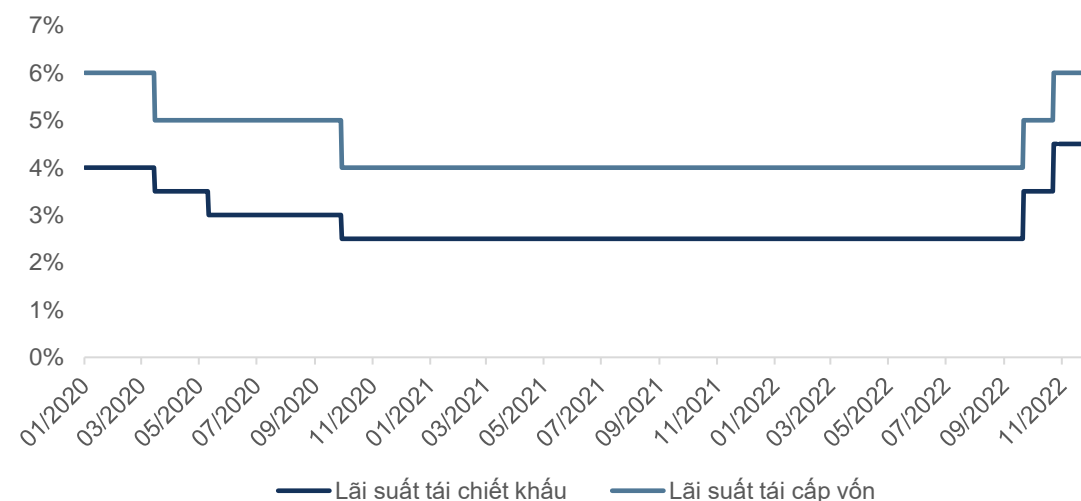
Lãi suất của một số quốc gia



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

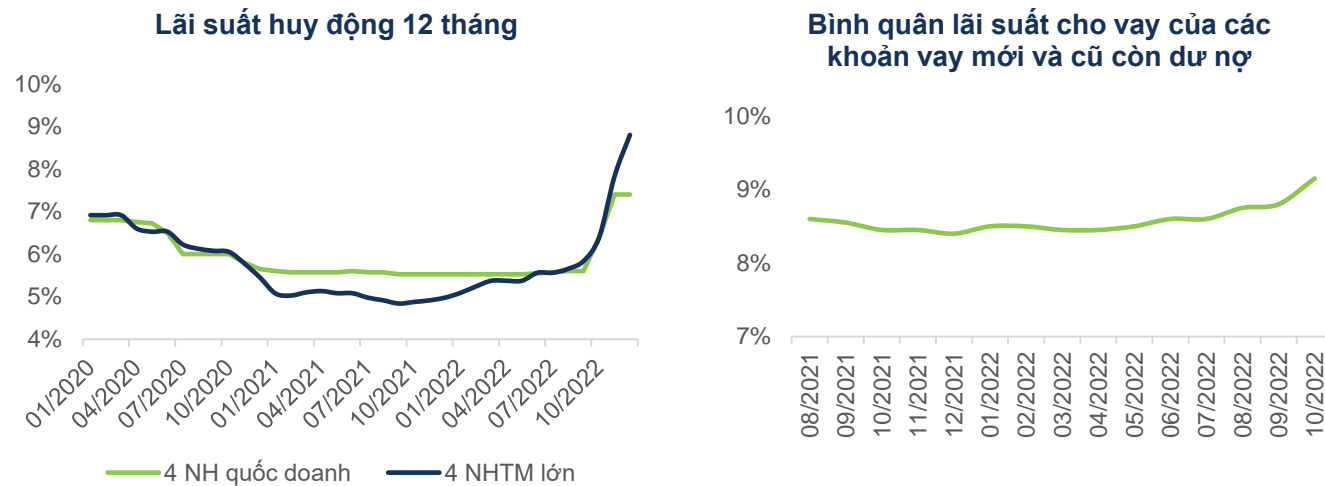
Điều chỉnh lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn 2 lần trong năm 2022. Trong 9 tháng đầu năm, lãi suất điều hành của Việt Nam được giữ nguyên như trong năm 2021 bất chấp việc FED liên tục tăng lãi suất điều hành. NHNN đã điều chỉnh tăng lãi suất tái chiết khấu và tái cấp vốn liên tiếp 2 lần vào thời điểm cuối tháng 9 và cuối tháng 10, mỗi lần tăng 1%, đưa lãi suất về tương đương giai đoạn trước dịch.

Lãi suất điều hành của Việt Nam



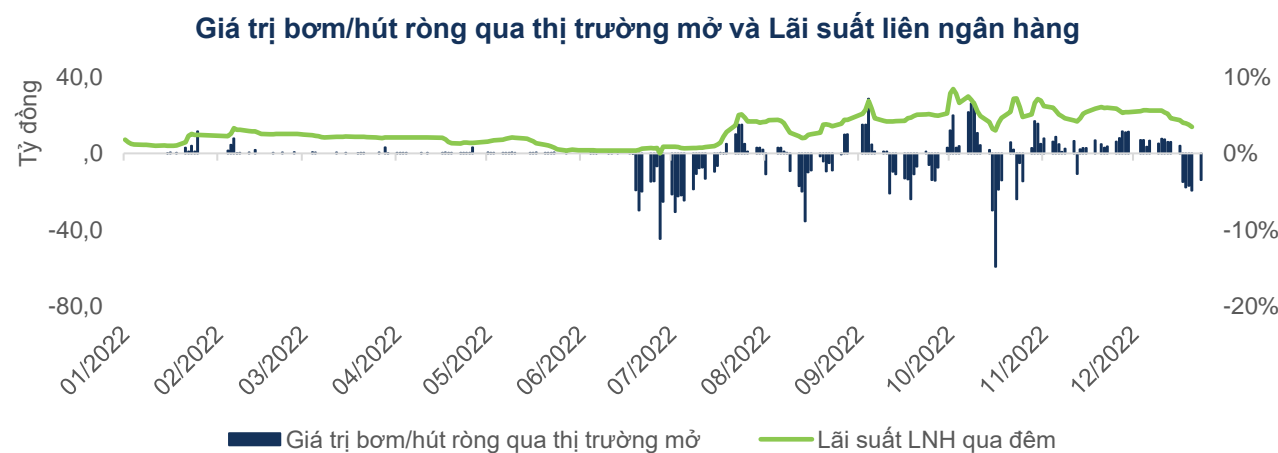
Nguồn: SBV, FPTS tổng hợp

Lãi suất huy động và cho vay duy trì ở mức cao. Sau khi NHNN điều chỉnh tăng lãi suất điều hành cùng với nâng trần lãi suất huy động dưới 6 tháng vào cuối tháng 9 và tháng 10, mặt bằng lãi suất huy động đã nhanh chóng tăng mạnh và có sự chênh lệch lớn giữa các mức tăng của các ngân hàng. Thống kê từ 8 ngân hàng thương mại (chiếm 71,6% tổng dư nợ cho vay), lãi suất huy động của bốn ngân hàng quốc doanh tăng 1,8 dpt so với hồi đầu năm trong khi đó của bốn NHTM lớn trung bình tăng 3,7 dpt so với hồi đầu năm. Lãi suất cho vay của các khoản vay mới và cũ còn dư nợ của các tổ chức tín dụng cũng đang có xu hướng tăng lên và ở mức 9,2% (+0,8 dpt ytd). Thời điểm cuối tháng 12, với sự kêu gọi của Hiệp hội Ngân hàng, đã có 16 TCTD đăng ký giảm lãi suất cho vay với mức giảm từ 0,5% - 3%.



Nguồn: SBV, 4 NH quốc doanh (VCB, CTG, BID, Agribank), 4 NHTM lớn (VPB, TCB, MBB, STB)

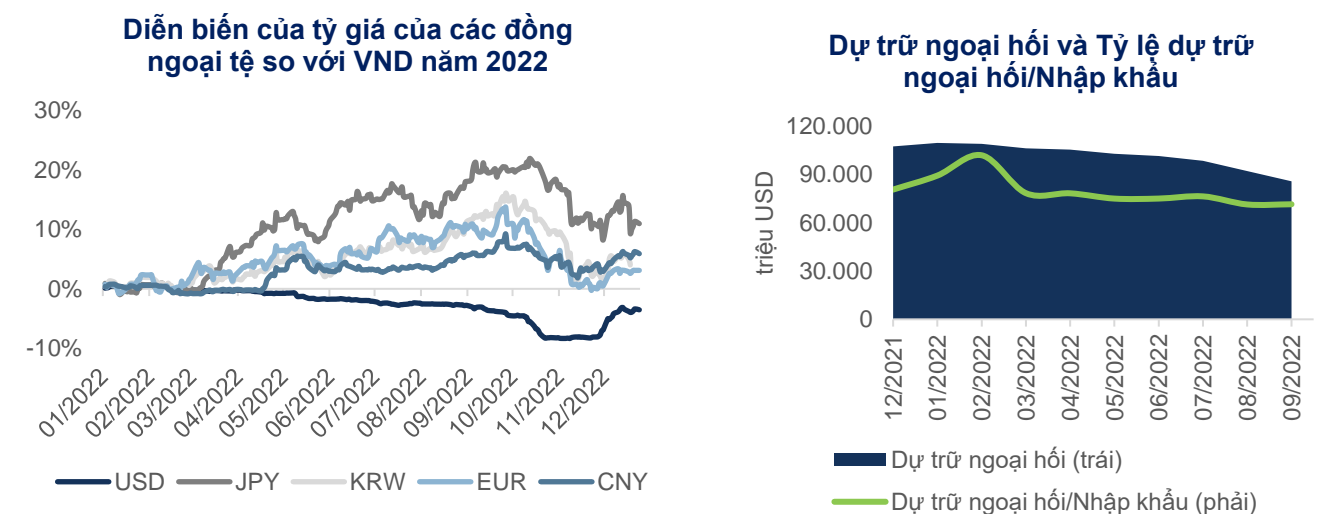
NHNN thực hiện nghiệp vụ thị trường mở. NHNN đã có nhiều đợt bơm và hút tiền trong 6 tháng cuối năm 2022 thông qua thị trường mở nhằm điều tiết thanh khoản của hệ thống trong ngắn hạn. Trong những tháng cuối năm, NHNN liên tục bơm tiền vào hệ thống nhằm hỗ trợ thanh khoản của các ngân hàng. Tính từ đầu tháng 10 đến 26/12/2022, tổng giá trị bơm ròng lũy kế trong qua thị trường mở là 92,4 nghìn tỷ đồng sau khi đã hút ròng gần 361 nghìn tỷ trong Q3-2022. Lãi suất liên ngân hàng trong 2 tháng cuối năm đã dần hạ nhiệt, tính đến ngày 23/12/2022, lãi suất liên ngân hàng qua đêm ở mức 3,49%, giảm 4,95 dpt so với hồi đầu tháng 10.



Nguồn: FPT S Tổng hợp

Tỷ giá trung tâm của Việt Nam năm 2022 có nhiều sự biến động và chịu áp lực lớn từ diễn biến của thị trường tiền tệ quốc tế. Tỷ giá trung tâm có diễn biến khá ổn định trong 6 tháng đầu năm, dao động ở mức 23.057 - 23.188 VND/USD). Sau đó, tỷ giá trung tâm liên tục tăng mạnh trong giai đoạn tháng 7 đến cuối tháng 10. Trong giai đoạn này, NHNN đã liên tục bán ròng dự trữ ngoại hối với tổng lượng bán ròng 9 tháng đầu năm lên tới 21,6 tỷ USD (tương đương 20,1% nguồn dự trữ ngoại hối đầu năm), điều chỉnh biên độ của tỷ giá trung tâm tăng từ +/-3% lên +/-5% vào giữa tháng 10. Tỷ giá trung tâm dần ổn định và đang có xu hướng giảm nhẹ trong những tháng cuối năm. Tính đến ngày 26/12/2022, tỷ giá trung tâm đang ở mức 23.626 VND/USD, giảm 0,3% so với thời điểm cuối tháng 10 nhưng vẫn ở mức cao so với hồi đầu năm (+2,1% ytd).

Năm 2022, đồng nội tệ của Việt Nam mất giá so với USD nhưng tăng giá so với nhiều đồng ngoại tệ khác. Tính từ đầu năm đến 26/12/2022, VND đã mất giá 3,5% so với USD – mức độ mất giá của VNĐ đã thu hẹp so với giai đoạn tháng 10 và 11 – giai đoạn đồng nội tệ mất giá lên đến 8,3%. So với các đồng tiền ngoại tệ khác như EUR, KRW, CNY và JPY, đồng nội tệ VND liên tục tăng giá, nhưng tại thời điểm hiện tại cuối năm 2022, biên độ tăng giá của VND đã thu hẹp lại sau khi tăng mạnh trong 10 tháng đầu năm (ngày 26/12/2022, JPY/VND +11,0% ytd, KRW/VND +4,0% ytd, EUR/VND +3,1% ytd, CNY/VND +5,9% ytd).



Nguồn: Bloomberg, FPT S tổng hợp

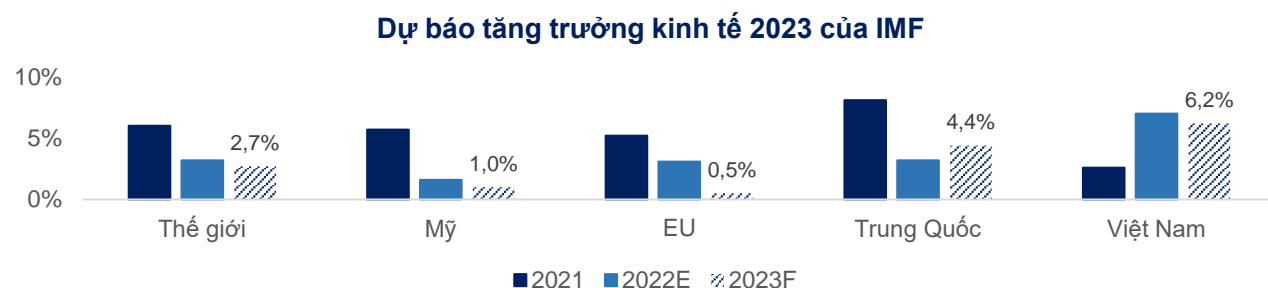


III. TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ 2023 – TIẾP TỤC LÀ MỘT NĂM KHÓ KHĂN

1. Kinh tế Việt Nam tăng trưởng chậm lại theo xu hướng chung của kinh tế thế giới

Triển vọng kinh tế thế giới kém khả quan. Theo Báo cáo Triển vọng kinh tế Thế giới tháng 10/2022, Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF) đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới năm 2023 xuống mức 2,7% - giảm 0,2 điểm phần trăm so với mức dự báo hồi tháng 7, trong bối cảnh điều kiện tài chính thắt chặt ở hầu hết các khu vực, các ngân hàng trung ương có động thái tăng lãi suất để chống lạm phát, phong tỏa kéo dài và khủng hoảng thị trường bất động sản tại Trung Quốc và xu hướng tăng của giá lương thực, năng lượng. Ba nền kinh tế lớn nhất thế giới gồm Mỹ, Trung Quốc và EU cũng được nhận định sẽ rơi vào trì trệ trong năm 2023.

Kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng chậm lại. Sự bất ổn của kinh tế thế giới nói chung, cùng với sự suy giảm kinh tế của các đối tác thương mại lớn (Mỹ, Trung Quốc và EU) sẽ tác động tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2023. Quỹ tiền tệ Quốc tế dự báo tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2023 là 6,2% (thấp hơn mức 7,0% trong năm 2022). Trong báo cáo Triển vọng phát triển châu Á tháng 12/2022, Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) cũng đã điều chỉnh giảm mức tăng trưởng trong năm 2023 của Việt Nam xuống còn 6,3% (giảm 0,4 điểm phần trăm so với mức dự báo hồi tháng 9/2022). Trong Nghị Quyết về Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2023, Quốc hội cũng thận trọng đặt mục tiêu tăng trưởng tổng sản phẩm trong nước (GDP) ở mức 6,5%.

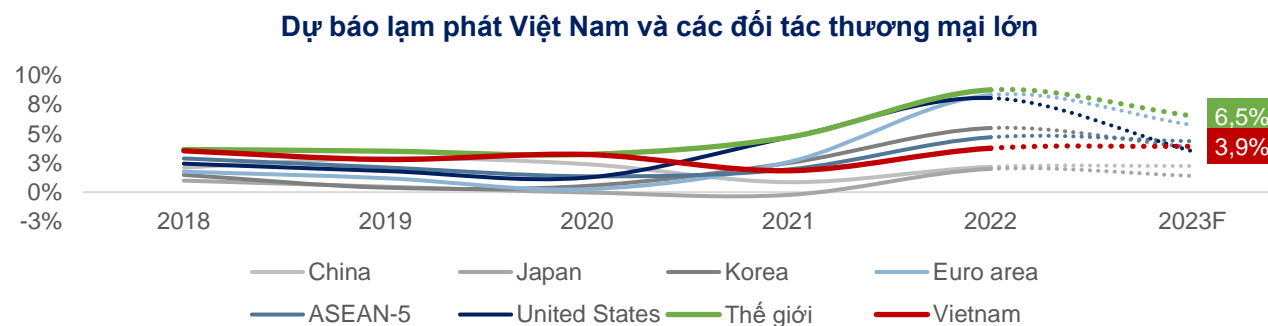


Nguồn: IMF, FPTS tổng hợp

2. Áp lực trong kiểm soát lạm phát 2023

Lạm phát chung của thế giới được dự báo giảm nhưng vẫn ở mức cao. IMF nhận định việc thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu sẽ giúp kiềm chế lạm phát. Theo đó, lạm phát được dự báo sẽ lập đỉnh ở mức 8,8% trong năm 2022 và giảm xuống mức 6,5% trong năm 2023, mức 4,1% trong năm 2024.

Việt Nam chịu áp lực lớn trong kiểm soát lạm phát 2023. Các chuyên gia kinh tế nhận định lạm phát Việt Nam thường có độ trễ so với thế giới. Trong năm 2023, áp lực lạm phát sẽ tăng cao do ảnh hưởng của chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu tăng và các yếu tố trong nước khác như tăng mức lương cơ sở và đẩy mạnh chi tiêu đầu tư công. Trong kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội, Quốc hội cũng đã nâng mục tiêu của tốc độ tăng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) lên mức 4,5% thay vì mức 4% như những năm trước đây.

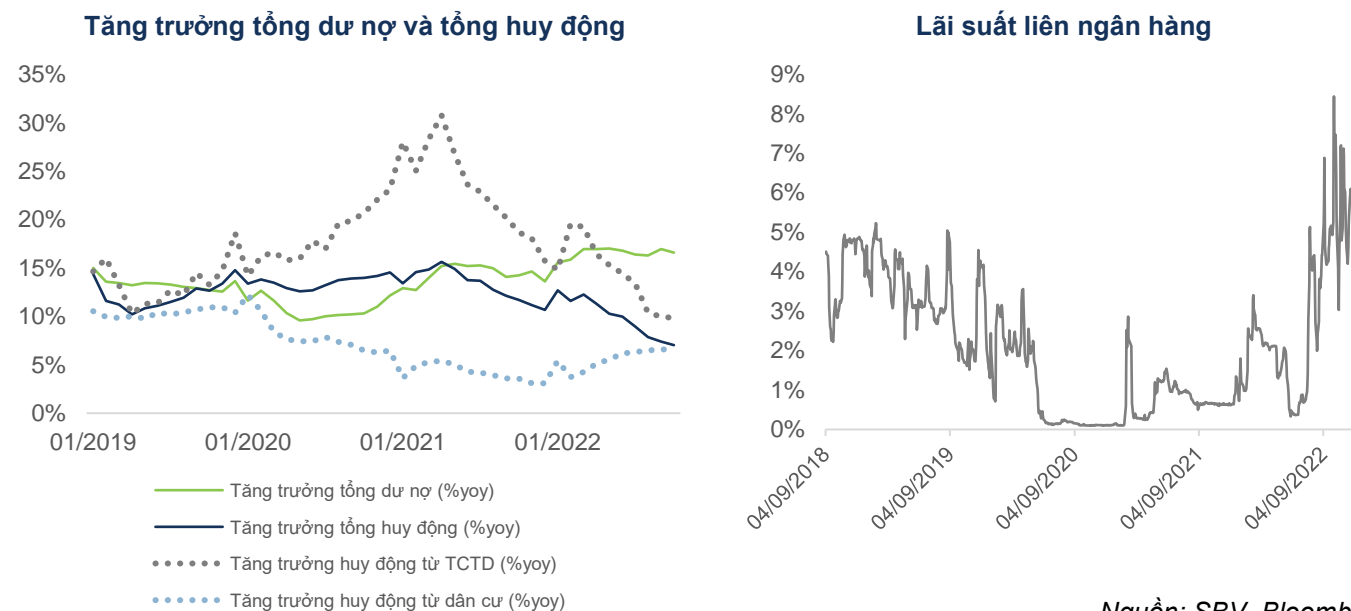


Nguồn: IMF, FPTS tổng hợp

3. Chính sách tiền tệ tiếp tục thắt chặt – áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng và xử lý trái phiếu doanh nghiệp

3.1. Chính sách tiền tệ tiếp tục thắt chặt và áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng

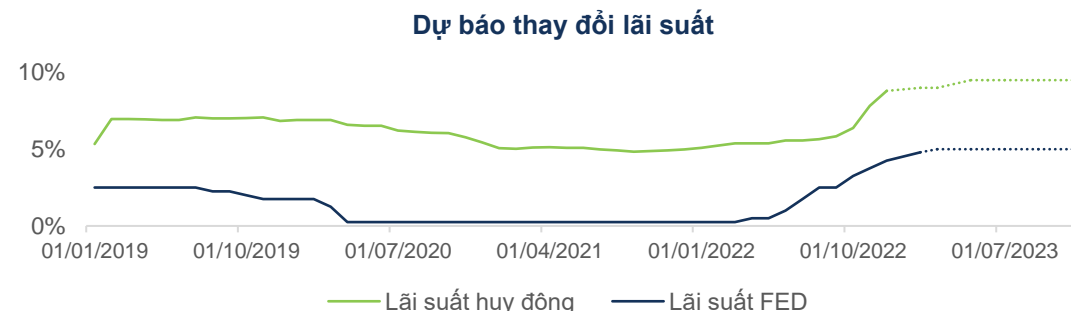
Thanh khoản hệ thống ngân hàng vẫn là yếu tố cần phải theo dõi trong năm 2023. Khoảng cách giữa tăng trưởng tổng dư nợ và tổng huy động ngày càng nới rộng tạo ra áp lực thanh khoản cho hệ thống ngân hàng khi phải đảm bảo các tỷ lệ liên quan như tỷ lệ LDR (Dư nợ tín dụng/vốn huy động), đặc biệt tại thời điểm NHNN nới room tín dụng vào tháng 10/2022. Quan sát tăng trưởng tổng huy động có thể thấy, tốc độ tăng trưởng huy động từ tổ chức tín dụng sụt giảm mạnh trọng quý 2/2022 đến hiện tại; cùng với đó là việc tăng nhanh của lãi suất liên ngân hàng.



Nguồn: SBV, Bloomberg

Kỳ vọng trong năm 2023, những vấn đề liên quan đến mất cân đối giữa nguồn vốn huy động và tăng trưởng dư nợ sẽ cần thời gian để xử lý cùng với các biện pháp can thiệp từ NHNN. Do đó, chúng tôi cho rằng vấn đề thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn cần phải theo dõi trong năm 2023.

Lãi suất kỳ vọng có thể tăng trong năm 2023 và bắt đầu hạ nhiệt khi FED có những động thái cắt giảm lãi suất. Trong bối cảnh FED tiếp tục tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động của hệ thống ngân hàng Việt Nam sẽ tăng ở mức 1% - 2% trong năm 2023. Kịch bản lãi suất FED được đưa ra dựa vào quan điểm của các nhà kinh tế và thống kê bởi Bloomberg. Quan điểm về kịch bản lãi suất huy động của Việt Nam dựa vào tình hình thực tế của các NHTM tại thời điểm cuối năm 2022 cũng như chiến lược của NHNN trong việc linh hoạt đưa ra các chính sách lãi suất và tỷ giá

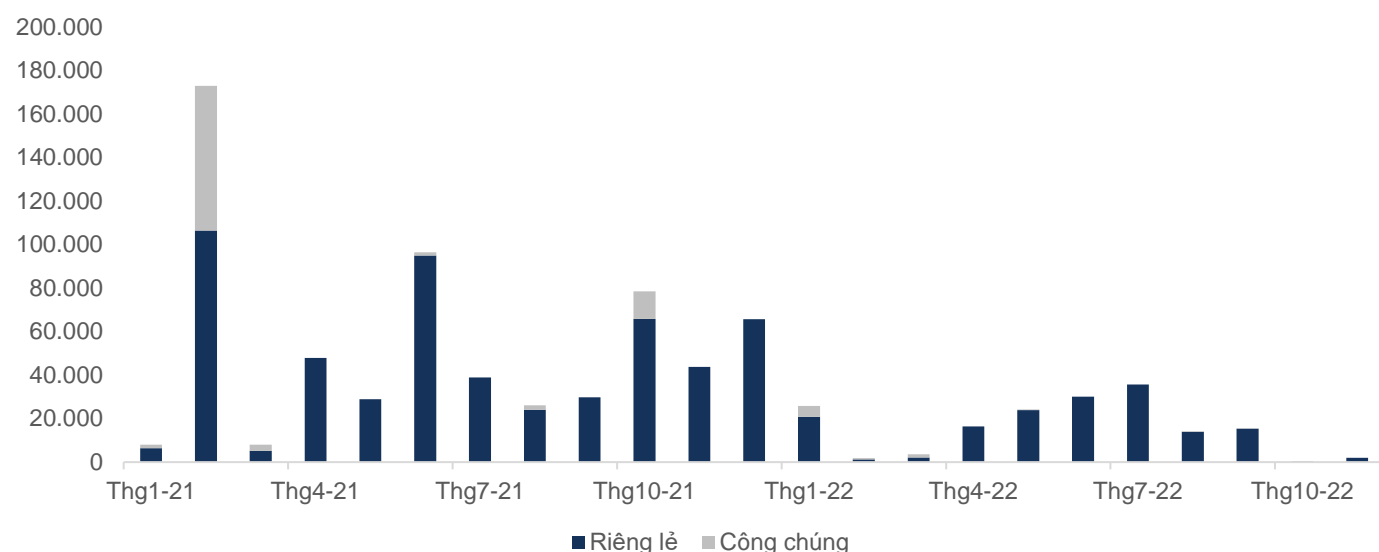


Nguồn: Bloomberg, FPTS dự phóng

3.2. Xử lý trái phiếu doanh nghiệp và bài toán khó liên quan đến thay đổi pháp lý

Hoạt động phát hành kém sôi động hơn trong năm 2022 và kỳ vọng sẽ có xu hướng giảm dần khi vẫn còn tồn tại những lo ngại từ phía nhà đầu tư. Lũy kế 11T2022, giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ và công chúng đạt gần 170 nghìn tỷ (-70,7%yoy) với xu hướng giảm đáng kể, từ sau khi Nghị định 65/2022/NĐ-CP được ban hành. Những thay đổi chặt chẽ hơn từ nghị định mới đi kèm với những vụ việc vi phạm có liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp tác động lớn tới tâm lý của nhà đầu tư.

Phát hành mới theo tháng 2021 - 2022 (tỷ đồng)

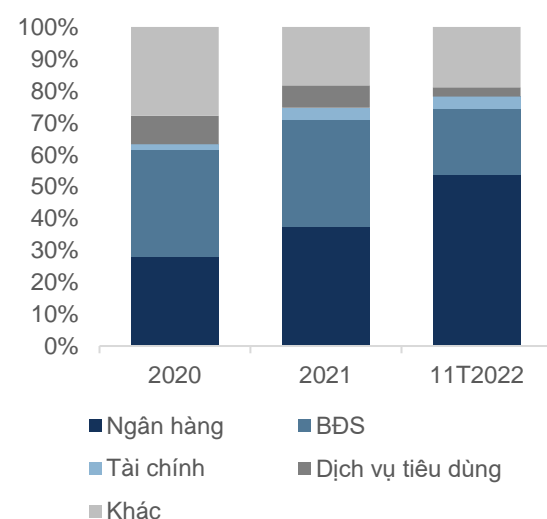


*Giá trị phát hành không bao gồm TPDN quốc tế

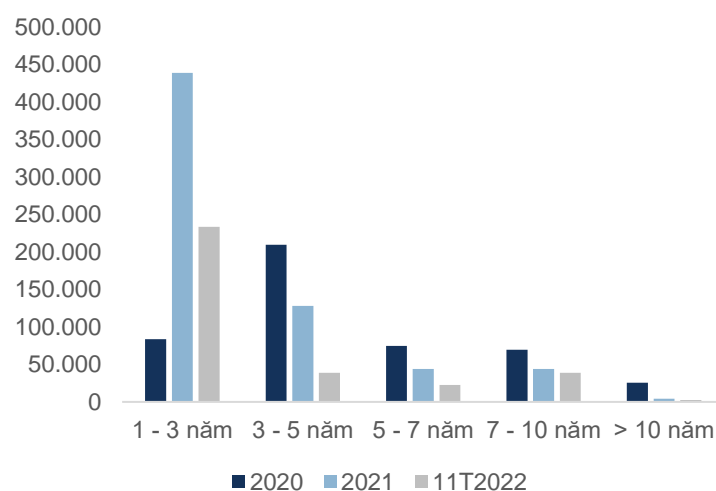
Nguồn: VBMA

Tỷ trọng giá trị phát hành giảm mạnh ở nhóm Bất động sản (chiếm 20,5% giá trị 11T2022), chủ yếu các trái phiếu phát hành mới thuộc nhóm ngành Ngân hàng (chiếm 54% giá trị 11T2022).

Giá trị phát hành theo nhóm ngành



Giá trị phát hành theo kỳ hạn

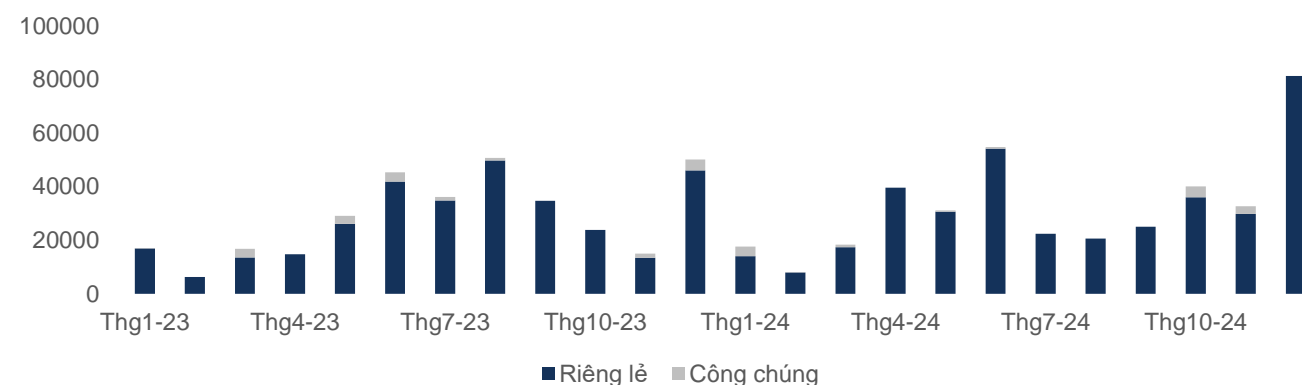


Nguồn: VBMA

Áp lực từ các khoản trái phiếu đến hạn trong năm 2023, 2024. Những lo ngại từ việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ còn tác động lớn tới nguồn vốn chung của thị trường tài chính khi các doanh nghiệp đưa ra quyết định mua lại trái phiếu trước hạn.

Theo thống kê từ VBMA, giá trị trái phiếu đến hạn trong năm 2023 gần 340 nghìn tỷ, trong năm 2024 gần 400 nghìn tỷ với áp lực lớn nhất tại Q2, 3/2023 và Q2, 4/2024.

Giá trị trái phiếu đáo hạn từ 1/2023 - 12/2024



Nguồn: VBMA

Đợi chờ thay đổi về mặt pháp lý. Theo dự thảo sửa đổi Nghị định 65/2022/NĐ-BTC, các nội dung được đề xuất sửa đổi bao gồm:

- Hoàn thực hiện trong vòng 01 năm đối với quy định về xác định tư cách nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Từ ngày 1/1/2024 sẽ tiếp tục thực hiện các quy định này.
- Giãn thời gian thực hiện đối với yêu cầu xếp hạng tín nhiệm bắt buộc (1/1/2024 thay 1/1/2023)
- Tăng thời gian phân phối trái phiếu (30 ngày thành 90 ngày), từ 1/1/2024 mới thực hiện phân phối trong 30 ngày
- Cho phép trái phiếu đã phát hành kéo dài kỳ hạn, thời gian gia hạn tối đa 02 năm

Dự thảo hướng tới việc giải quyết các vấn đề khó khăn trong việc cân đối nguồn tiền trong hoạt động sản xuất kinh doanh và thanh toán các nghĩa vụ đến hạn trong năm 2023 do khó khăn về thanh khoản và khủng hoảng niềm tin. Về cơ bản, Nghị định 65 được đánh giá sẽ hỗ trợ cho sự phát triển bền vững của thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong giai đoạn trung và dài hạn. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư cần phải theo dõi sự thay đổi về mặt pháp lý liên quan đến nội dung này để đánh giá tác động đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp cũng như thị trường chứng khoán.



NGÀNH MANG TÍNH CHU KỲ KINH TẾ CAO

BẤT ĐỘNG SẢN
XÂY DỰNG
THÉP
XI MĂNG

NHỰA XÂY DỰNG
DẦU KHÍ
DỆT MAY
CÀ TRÀ

NGÀNH ÍT MANG TÍNH CHU KỲ KINH TẾ

MÍA ĐƯỜNG
CHĂN NUÔI
PHÂN BÓN
CAO SU - SẼM LỐP
ĐIỆN

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN - KHỦNG HOẢNG NGUỒN VỐN SAU "THỜI KỲ TIỀN RẺ"

I. NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN MANG TÍNH CHU KỲ CAO TRONG GIAI ĐOẠN 1991 - 2022

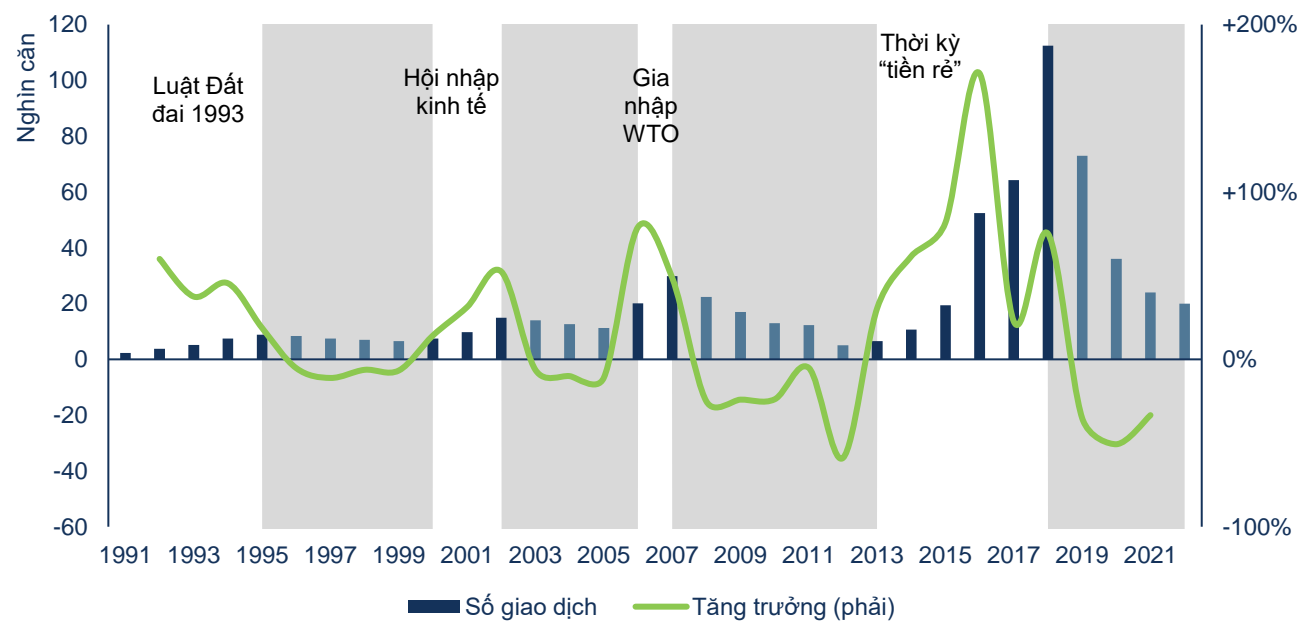
Ngành bất động sản mang tính chu kỳ cao trong 30 năm trở lại đây, chủ yếu ảnh hưởng bởi các thay đổi trong chính sách pháp lý và tín dụng. Hiện nay, ngành đang trong giai đoạn sụt giảm đã kéo dài từ năm 2018, chủ yếu do thắt chặt cấp phép tại các dự án thương mại mới. Ngược lại, chính sách tín dụng nới lỏng trong giai đoạn này đã hỗ trợ cho cả các nhà phát triển có quỹ đất sạch và các khách hàng bất động sản.

Bước sang 2022 – 2023, ngành bất động sản sẽ khó khăn hơn nữa trong giai đoạn bất định pháp lý và chính sách tiền tệ thắt chặt:

1. Tiến độ thủ tục pháp lý tiếp tục hạn chế bởi bất định chính sách, ít nhất cho tới khi Luật Đất đai được sửa đổi hoàn thiện và các thông tư, nghị định hướng dẫn được ban hành.
2. Chính sách tiền tệ thắt chặt cả về chi phí vốn và kênh huy động.

Dù vậy, giai đoạn này sẽ giúp ngành bất động sản (1) thanh lọc những doanh nghiệp có năng lực tài chính và pháp lý yếu kém và (2) tái cơ cấu thị trường, hướng tới các phân khúc sản phẩm phục vụ nhu cầu thực (nhà ở xã hội, nhà ở công nhân, nhà ở bình dân...) thay vì chủ yếu là các sản phẩm cao cấp hiện nay.

Số lượng giao dịch sơ cấp Bất động sản



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Lịch sử 30 năm qua của ngành bất động sản Việt Nam có thể chia thành 04 chu kỳ chính (mỗi chu kỳ kéo dài khoảng 06 - 09 năm) với các yếu tố ảnh hưởng chính về pháp lý và tín dụng như sau:

Tên chu kỳ	Giai đoạn tăng trưởng	Giai đoạn sụt giảm
Luật Đất đai 1993	1991 – 1995: Luật Đất đai 1993 chính thức hình thành thị trường bất động sản.	1996 – 1999: Lãi suất tăng mạnh để chống lại ảnh hưởng từ Khủng hoảng tài chính Châu Á.
Hội nhập kinh tế	2000 – 2002: Chính sách hội nhập quốc tế (gia nhập ASEAN, APEC, ký Hiệp định thương mại song phương Việt – Mỹ...) thúc đẩy kinh tế nói chung và nhu cầu bất động sản nói riêng.	2003 – 2005: Luật Đất đai 2003 ngắt cơn sốt đất thông qua hạn mức giao đất cho nông dân.
Gia nhập WTO	2006 – 2007: Chính thức gia nhập WTO sau 12 năm đàm phán khiến Việt Nam thu hút lượng lớn vốn quốc tế, trong đó đáng kể chảy vào bất động sản.	2008 – 2012: Lãi suất cho vay đạt đỉnh ở ~15% để chống lại lạm phát trong năm 2008 và năm 2011.
Thời kỳ tiền rẻ	2013 – 2018: Pháp lý được nới lỏng đồng thời lãi suất giảm về mức thấp (~07%) trong giai đoạn hồi phục sau Khủng hoảng tài chính toàn cầu.	2019 – 2022: Thủ tục pháp lý dự án bị thắt chặt từ năm 2019. Tín dụng cũng dần thắt chặt từ năm 2017 và đặc biệt trong năm 2022.

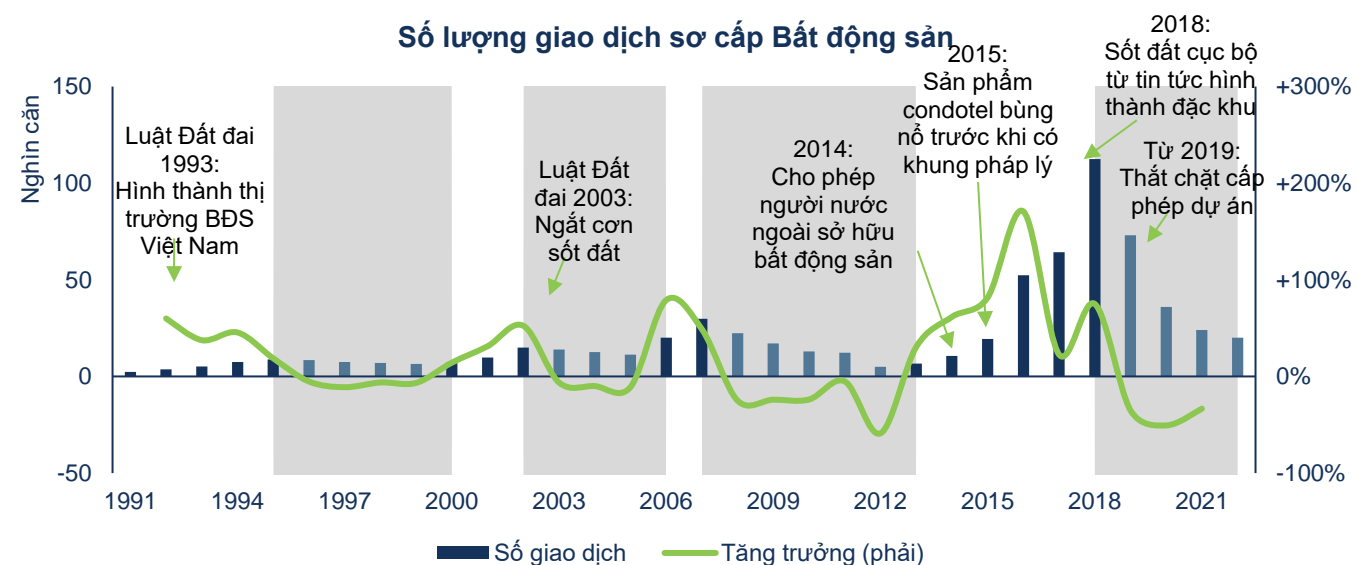
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Hiện nay, ngành bất động sản đang trong giai đoạn sụt giảm của chu kỳ Thời kỳ tiền rẻ với số lượng giao dịch giảm ~26%/năm từ 2018 – 09/2022, chủ yếu do nguồn cung hạn chế khi thủ tục pháp lý dần bị thắt chặt. Ngược lại, các doanh nghiệp và người tiêu dùng bất động sản vẫn có thể tiếp cận nguồn vốn tín dụng chi phí thấp tương đối dễ dàng cho tới đầu năm 2022.

Môi trường này rất thuận lợi cho các nhà phát triển bất động sản lớn với quỹ đất sạch, hưởng lợi từ mức tăng đáng kể trong giai đoạn này khi nguồn cung hạn chế và nhu cầu vẫn ở mức cao.

1. Pháp lý: Nhà nước quản lý chặt hoạt động của ngành

Pháp lý có ảnh hưởng trực tiếp tới thị trường bất động sản từ sự quản lý của Nhà nước trong toàn bộ chuỗi giá trị với ngành (từ chuẩn bị, thi công, bán hàng, bàn giao tới cả vận hành và bảo trì).



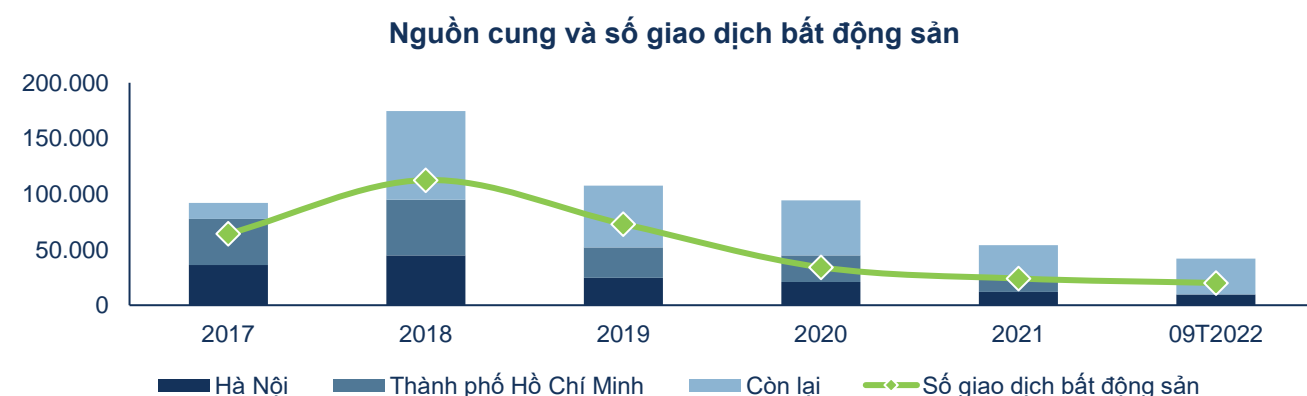
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Từ năm 1991 tới nay, thay đổi pháp lý đã 02 lần khởi động giai đoạn tăng trưởng của ngành bất động sản, gồm (1) Luật Đất đai 1993 chính thức hình thành thị trường bất động sản thông qua thừa nhận quyền sở hữu và giao dịch quyền sử dụng đất của người dân, và (2) Luật Nhà ở 2014 cho phép người nước ngoài sở hữu bất động sản.

Ngược lại, thất chặt quản lý hành chính cũng khiến thị trường bất động sản lâm vào sụt giảm, cụ thể ở (1) Luật Đất đai 2003 ngắt cơn sốt đất (đặt hạn mức giao đất cho hộ nông dân, nếu sở hữu vượt quá hạn mức sẽ phải chịu giảm một nửa thời gian sở hữu và đóng thuế sử dụng đất sau đó), và (2) Siết chặt cấp phép dự án bất động sản thương mại từ năm 2019 (tăng cường thanh tra, kiểm tra và liên tục hoàn thiện khung pháp lý gây gián đoạn trong ngắn hạn khi các cơ quan Nhà nước chờ đợi thay đổi và các hướng dẫn thực hiện khung pháp lý mới).

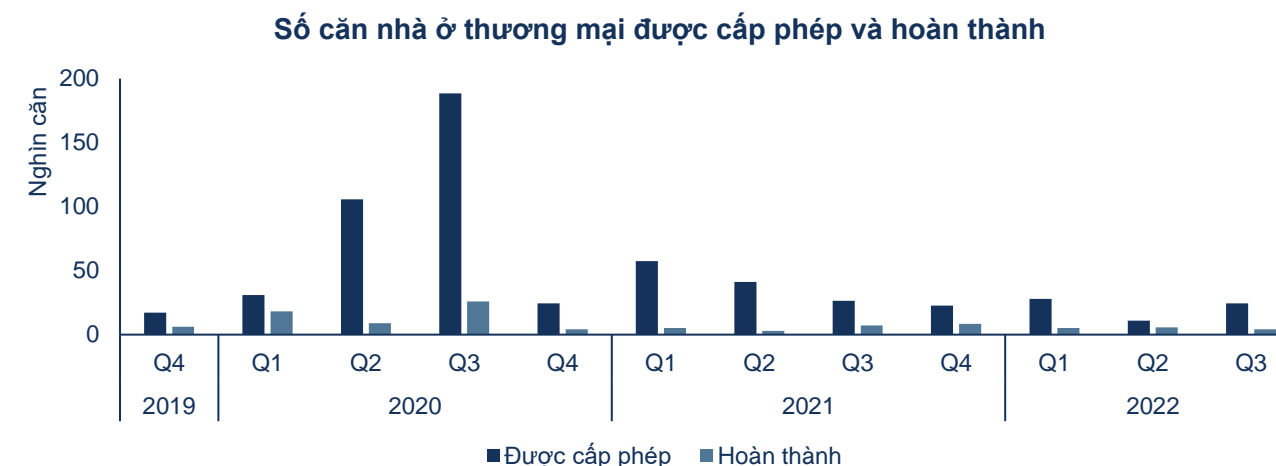
Giai đoạn sụt giảm từ 2018 tới 2021 của ngành bất động sản chủ yếu tới từ thất chặt pháp lý. Từ sau năm 2018, nguồn cung nhà ở tại hai thị trường lớn nhất Việt Nam (Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh) liên tục giảm mạnh ~37%/năm, chủ yếu do:

- Nhà nước tăng cường rà soát, thanh kiểm tra về tuân thủ quy định, thủ tục pháp lý tại các dự án;
- Cấp phép các dự án mới chững lại do các quy định pháp lý thay đổi (về chuyển đổi mục đích sử dụng đất, giải phóng mặt bằng, đấu thầu đất đai...) nhưng chưa có hướng dẫn rõ ràng về thủ tục hành chính.



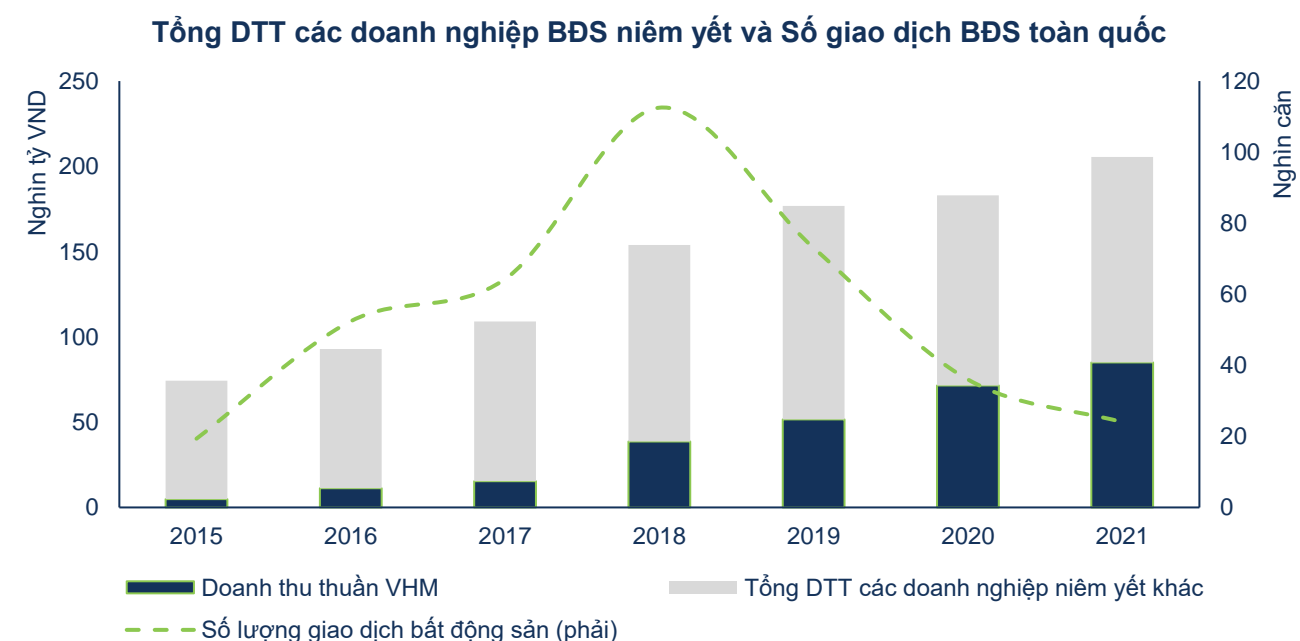
Nguồn: VARS, Bộ Xây dựng

Bước sang năm 2020, ách tắc pháp lý tại hai thị trường chính trên đã đẩy các nhà phát triển sang các thị trường lân cận, thể hiện qua số căn hộ thương mại được cấp phép tăng mạnh trong 20Q2 - 20Q3. Tuy nhiên, tiến độ pháp lý tại các địa phương này cũng bị thất chặt ngay sau đó – tương tự tới từ (1) tăng cường rà soát, thanh kiểm tra và (2) thận trọng cấp phép dự án do thay đổi trong khung pháp lý. Hệ quả của quá trình thất chặt này được thể hiện qua số căn nhà ở thương mại được cấp phép và hoàn thành rất hạn chế trong năm 2021 – 09T2022.



Nguồn: Bộ Xây dựng

Cần lưu ý rằng, **nguồn cung hạn chế và giá sản phẩm tăng do pháp lý thất chặt trong 2019 – 2021 là môi trường rất thuận lợi cho các nhà phát triển bất động sản quy mô lớn với quỹ đất sạch**, thể hiện qua tổng doanh thu các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tăng ~10%/năm trong giai đoạn này (trái với số lượng giao dịch toàn quốc giảm 26%/năm). Trong đó, CTCP Vinhomes (HSX: VHM) được hưởng lợi nhiều nhất với doanh thu tăng 30%/năm (tương ứng chiếm tới ~40% trong tổng doanh thu các doanh nghiệp niêm yết, tăng mạnh từ 25% năm 2018), chủ yếu phát triển các siêu dự án như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Grand Park, Vinhomes Star City... Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp trung bình của nhóm này cũng được cải thiện gấp rưỡi lên ~45% trong cùng kỳ (riêng VHM tăng gần gấp đôi lên ~57%).

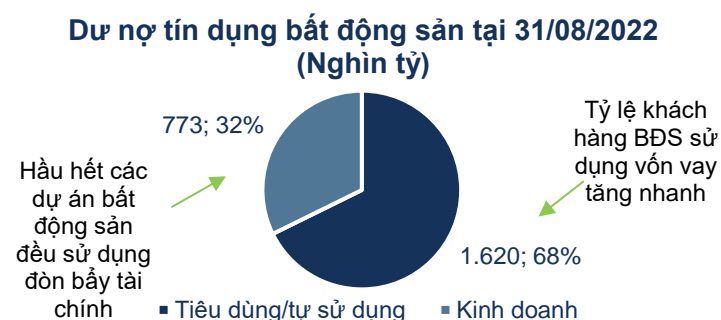


Nguồn: BCTC

2. Tín dụng: Doanh nghiệp và khách hàng bất động sản đều phụ thuộc vào vốn vay

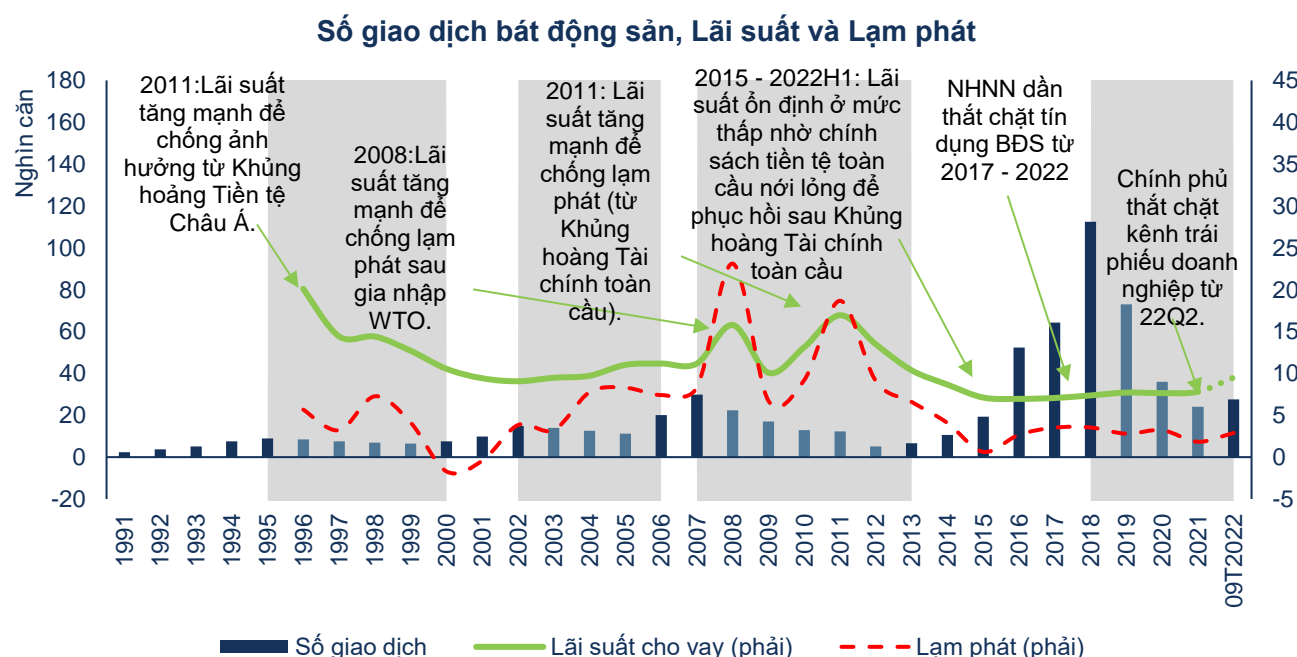
Tín dụng có ảnh hưởng lớn tới cả khách hàng và doanh nghiệp bất động sản, lần lượt chiếm 68% và 32% trên tổng 2,4 triệu tỷ tổng dư nợ tín dụng bất động sản tại ngày 31/08/2022.

- Càng ngày càng nhiều người mua nhà sử dụng vốn vay (lên đến 50 - 60%, theo batdongsan.com) và dự kiến tiếp tục tăng (các nước phát triển ở mức ~70 - 80%).
- Các nhà phát triển bất động sản thường sử dụng lượng lớn đòn bẩy tài chính để đáp ứng nhu cầu đầu tư ban đầu cao (tín dụng chiếm ~04 - 26% tổng nguồn vốn các doanh nghiệp này, theo VARS).



Nguồn: SBV

Lãi suất thấp và ổn định là môi trường đặc biệt thuận lợi cho thị trường bất động sản. Ngược lại, lãi suất tăng quá nhanh sẽ tạo áp lực rất cao lên người mua nhà (thường vay dài hạn với lãi suất thả nổi) và hạn chế nhu cầu từ những khách hàng tiềm năng. Về phía doanh nghiệp, chi phí tài chính tăng cao cộng thêm nhu cầu sụt giảm có thể làm các nhà phát triển bị mất thanh khoản, dẫn tới thị trường lâm vào đóng băng kéo dài.



Nguồn: FPTs tổng hợp

Từ năm 1991 tới nay, lãi suất cho vay Việt Nam đã 03 lần tăng lên trên 15%, phần lớn để chống lại lạm phát ảnh hưởng từ biến động kinh tế thế giới:

- 1996 - 1997: Lãi suất lên tới 20% bởi ảnh hưởng Khủng hoảng tiền tệ Châu Á. Cụ thể, vấn đề trong thị trường bất động sản khiến giá trị tài sản và tiền tệ ở một số nước Châu Á sụt giảm mạnh, Việt Nam chịu ảnh hưởng nhưng nhẹ.
- 2008: Lãi suất lên tới ~16% để chống lại lạm phát tăng mạnh cả cầu kéo (Việt Nam gia nhập WTO thu hút lượng lớn ngoại tệ) và chi phí đẩy (giá dầu tăng mạnh).
- 2011: Lãi suất tăng lên 17% khi lạm phát tăng mạnh do ảnh hưởng Khủng hoảng tài chính toàn cầu.

Những lần lãi suất tăng mạnh trên khiến thị trường bất động sản sụt giảm mạnh, thậm chí đẩy thị trường vào đóng băng kéo dài và giá sản phẩm bất động sản giảm tới 70-80% từ đỉnh trong giai đoạn 2011 - 2013.

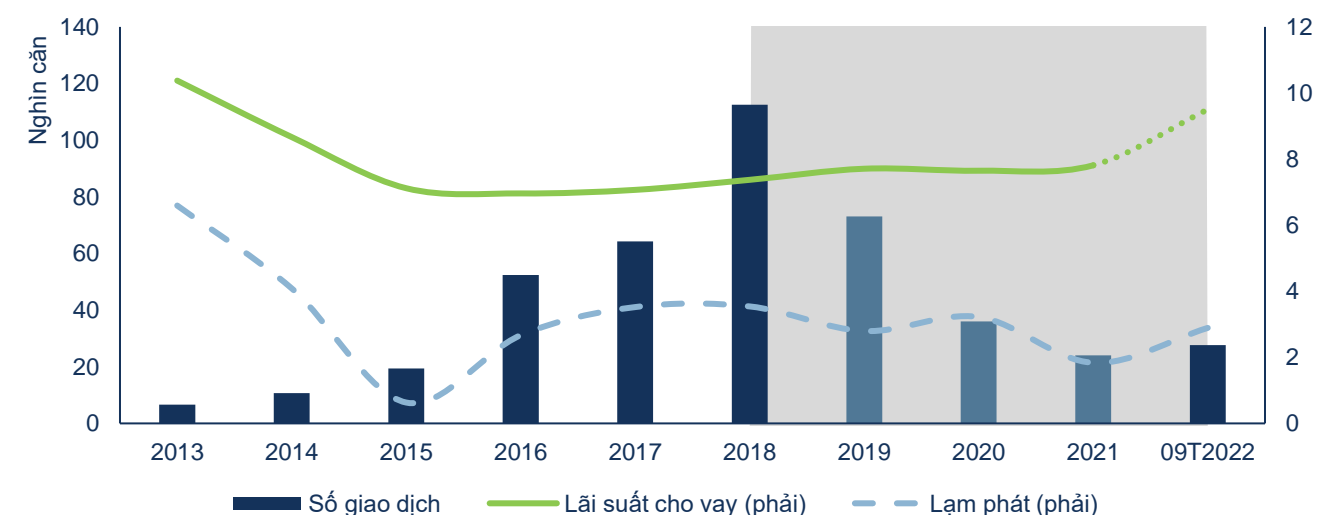
Ngược lại, lãi suất thấp và ổn định trong giai đoạn 2015 - 22Q2 (*thời kỳ tiền rẻ*) là một trong những yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng của ngành trong 2013 - 2018. Môi trường lãi suất thấp không chỉ thuận lợi cho việc phát triển dự án mà còn giúp các doanh nghiệp bán hàng dễ dàng hơn thông qua tích hợp gói tín dụng ưu đãi cho khách hàng khi mua sản phẩm bất động sản. Tương ứng, tỷ lệ người mua nhà sử dụng vốn vay tăng từ khoảng 10 - 15% trước năm 2014 lên tới khoảng 50 - 60% hiện nay.

Trái với pháp lý, **trong giai đoạn sụt giảm 2018 - 2021, tín dụng chi phí thấp và dễ tiếp cận đã tạo nên môi trường rất thuận lợi cho cả các nhà phát triển với quỹ đất sạch và các khách hàng bất động sản.**

Lãi suất: ổn định và ở mức thấp từ 2015 - 2021

Lãi suất cho vay trung bình chỉ ở mức ~7,4% trong giai đoạn này, một phần nhờ lạm phát được kiểm soát tốt và các cơ chế hỗ trợ trong giai đoạn dịch Covid-19 năm 2020 - 2021.

Số giao dịch bất động sản, Lãi suất và Lạm phát



Nguồn: FPTs tổng hợp, World Bank

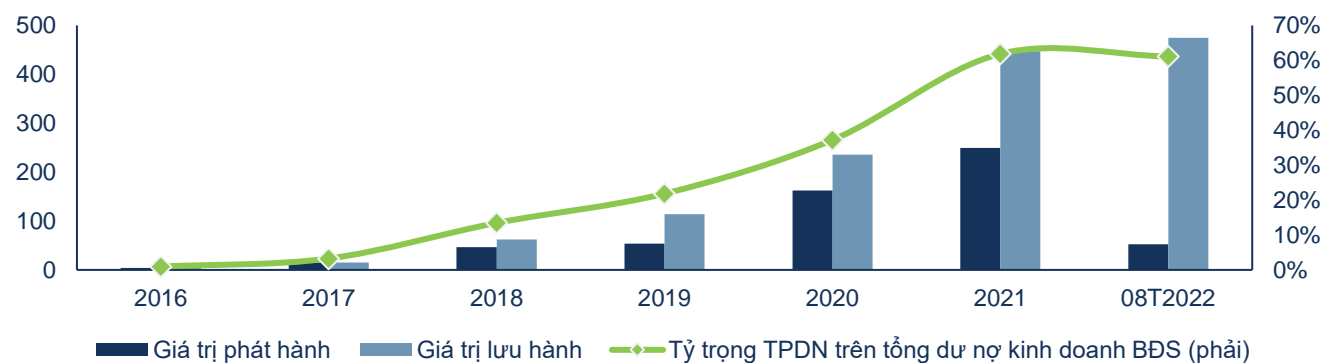
Tiếp cận tín dụng dễ dàng

Thêm nữa, nguồn vốn vay cũng rất dễ tiếp cận trong 2017 - 2021, thể hiện qua tổng dư nợ tín dụng bất động sản tăng 19,3%/năm trong giai đoạn này (gấp rưỡi tăng trưởng toàn hệ thống ở 12,5%/năm). Trong đó, dư nợ tiêu dùng bất động sản tăng 25,7%/năm, chủ yếu do các nhà phát triển bất động sản dần tích hợp các gói tín dụng vào quá trình bán hàng với lãi suất và điều kiện ưu đãi ban đầu hấp dẫn.

Bên cạnh đó, dư nợ kinh doanh bất động sản tăng ~10,4%/năm nhờ phát hành trái phiếu doanh nghiệp:

- Dư nợ tại các tổ chức tín dụng ước tính giảm 13,7%/năm do Ngân hàng Nhà nước thắt chặt:
 - (1) Tăng hệ số rủi ro cho vay kinh doanh bất động sản từ 150% lên 200% (cao nhất trong các nhóm tài sản của tổ chức tín dụng), theo TT 06/2016/TT-NHNN.
 - (2) Hạn chế tỷ lệ sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn của các tổ chức tín dụng từ 60% xuống 34% tới 01/10/2021, lần lượt theo TT 06/2016/TT-NHNN và TT 22/2019/TT-NHNN.
- Trái lại, phát hành trái phiếu doanh nghiệp dần trở thành kênh huy động chính với dư nợ lên tới ~447 nghìn tỷ tại 2021 (tăng ~130%/năm từ 2017, chiếm 64% tổng dư nợ kinh doanh bất động sản).

Giá trị TPDN phát hành bởi các doanh nghiệp bất động sản



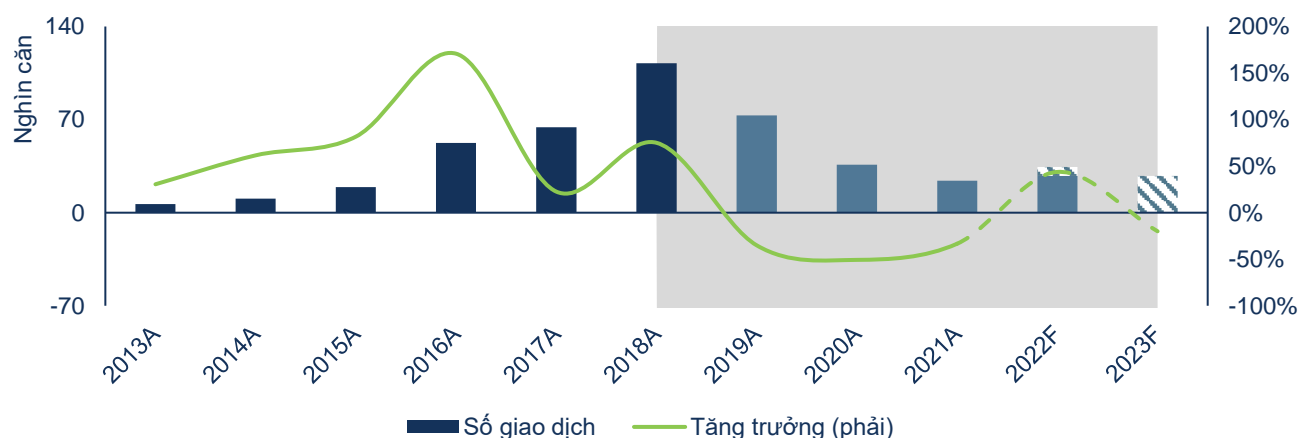
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Huy động vốn vay qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp rất thuận lợi cho các doanh nghiệp bất động sản nhưng cũng tạo ra rủi ro tiềm ẩn trong hệ thống, chủ yếu tới từ (1) khối lượng phát hành lớn với lãi suất cao ở 08 – 13%/năm, (2) trong đó ~29% không có tài sản đảm bảo hoặc đảm bảo bằng cổ phiếu, và (3) các cơ chế bảo vệ trái chủ chưa hoàn thiện (yêu cầu công bố thông tin, quản lý tình hình sử dụng vốn...). Vấn đề này đã khiến Chính phủ yêu cầu Bộ Tài chính kiểm tra và rà soát vào tháng 12/2021 và sau đó ban hành Nghị định 65/2022/NĐ-CP trong năm 2022 để thắt chặt quản lý phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

II. NHÌN LẠI 2022 – TRIỂN VỌNG 2023: TIẾP TỤC GIAI ĐOẠN SỤT GIẢM

Chúng tôi dự kiến ngành sẽ tiếp tục sụt giảm trong 2022 – 2023¹ khi cả pháp lý và tín dụng đều tiêu cực, lần lượt do (1) bất định chính sách trong khi chờ Luật Đất đai sửa đổi (dự kiến hoàn thành trong 2023) và (2) chính sách tiền tệ đã bị thắt chặt từ 22H2 trong bối cảnh Khủng hoảng Lạm phát toàn cầu (sau dịch Covid-19 và xung đột Nga – Ukraine). Cụ thể, chúng tôi dự kiến số lượng giao dịch sẽ đạt ~34,5 nghìn căn hộ trong năm 2022 (+44% yoy từ nền rất thấp 2021) và ~27,6 nghìn căn trong 2023 (-20% yoy).

Số lượng giao dịch Bất động sản



Nguồn: FPTIS tổng hợp và dự phóng

1. Pháp lý – Cấp phép dự án tiếp tục hạn chế trong giai đoạn sửa đổi Luật Đất đai

Chúng tôi đánh giá sự thận trọng cấp phép dự án nhà ở thương mại mới sẽ tiếp tục trong 2023, chủ yếu do bất định chính sách trong khi chờ Luật Đất đai sửa đổi hoàn thành (dự kiến trong năm 2023) và các thông tư/nghị định hướng dẫn được ban hành sau đó.

Khó khăn của ngành bất động sản cũng được thể hiện qua trao đổi của doanh nghiệp với Nhà nước trong năm 2022. Tại tháng 10/2022, có khoảng 100 dự án bất động sản nhà ở thương mại tại Thành phố Hồ Chí Minh bị ách tắc pháp lý, chủ yếu do bất cập trong điều kiện công nhận chủ đầu tư và yêu cầu tuân thủ quy hoạch đô thị (trong đó nhiều dự án đã kêu cứu chính quyền thành phố từ năm 2019 tới nay), theo Hiệp hội Bất động sản Thành phố Hồ Chí Minh. Đến tháng 11/2022, nhiều tập đoàn bất động sản lớn cả hai miền đã họp với Bộ Xây dựng và Chính phủ để tháo gỡ hạn chế trong ngành bất động sản hiện nay (trong đó đại đa số tới từ pháp lý và thủ tục hành chính) nhưng chưa có giải pháp cụ thể.

Dù gây gián đoạn trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng Luật Đất đai sửa đổi sẽ giúp ngành bất động sản phát triển bền vững trong dài hạn khi quyền lợi của người dân được đảm bảo và tính minh bạch của thị trường gia tăng. Cụ thể, Nghị quyết 18-NQ/TW đặt ra những mục tiêu sửa đổi Luật đất đai như sau:

- a. Đảm bảo quyền lợi người dân: xác định giá đất theo nguyên tắc thị trường thay vì khung giá đất; yêu cầu bố trí tái định cư trước khi thu hồi đất...
- b. Hướng tới phát triển bền vững thị trường bất động sản: minh bạch hóa (hoàn thiện hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai; thực hiện đăng ký bắt buộc về quyền sử dụng đất và mọi biến động đất đai; giao đất chủ yếu qua đấu giá, đấu thầu...) và hạn chế hoạt động đầu cơ (tăng thuế sử dụng đất với người sử dụng nhiều diện tích đất, nhiều nhà ở).
- c. Tiếp tục thắt chặt thanh kiểm tra, xử lý vi phạm; giải quyết khiếu nại; phòng chống tham nhũng... Dù những định hướng trên sẽ giúp ngành bất động sản phát triển bền vững trong dài hạn, cần lưu ý rằng cải cách pháp lý (đặc biệt những thay đổi mang tính hệ thống như sửa đổi Luật) thường cần nhiều thời gian để có hiệu quả trong thực tế.

2. Tín dụng – Chính sách tiền tệ thắt chặt làm tăng lãi suất và hạn chế tín dụng

Trong 2022 - 2023, ngành bất động sản nhìn chung sẽ gặp khó khăn khi Việt Nam phải thắt chặt chính sách tiền tệ để chống lại Khủng hoảng Lạm phát toàn cầu thông qua tăng lãi suất và hạn chế tín dụng, trái với giai đoạn nới lỏng từ 2015.

2.1. Lãi suất dự kiến tiếp tục tăng trong 2023

Lãi suất cho vay trung bình đã tăng 1,5 dpt trong năm 2022 và dự kiến tăng khoảng 01 – 02 dpt trong năm 2023 trong bối cảnh chính sách tiền tệ của nhiều nước lớn đang thắt chặt để chống lại khủng hoảng lạm phát toàn cầu. Môi trường lãi suất tăng đặc biệt tiêu cực với cả khách hàng và doanh nghiệp bất động sản:

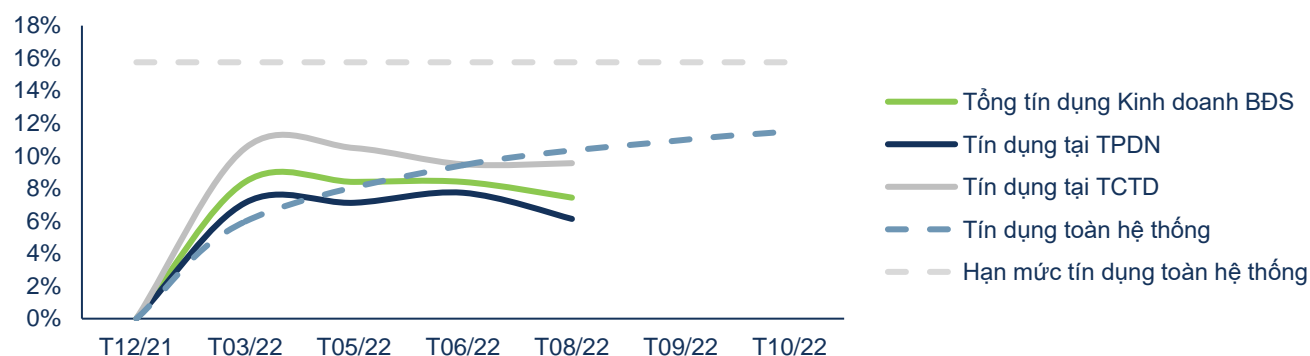
- (1) Các khách hàng đã mua: tiền trả góp mua nhà hàng tháng có thể tăng khoảng 5,5% với mỗi điểm phần trăm lãi suất tăng, với giả định lãi suất ban đầu 09% và thời hạn 15 năm (lãi suất ban đầu càng nhỏ hoặc thời gian vay càng dài thì mức tăng trên càng lớn).
- (2) Doanh nghiệp bất động sản: Không chỉ làm chi phí tài chính tăng, lãi suất tăng còn trực tiếp hạn chế nhu cầu bất động sản khi các khách hàng tiềm năng sẽ rời quyết định mua nhà lại. Tại 22Q3, hai lý do chính khiến khách hàng chưa mua bất động sản là (1) không vay được vốn chiếm ~23%, và (2) lo ngại thị trường bất động sản tiêu cực chiếm ~48%, theo khảo sát ~500 môi giới của batdongsan.com.

¹ Cần lưu ý rằng, chúng tôi không coi tăng trưởng số căn hộ giao dịch trong 09T2022 (đạt ~27,6 nghìn căn hộ, cao hơn ~15% so với cả năm 2021) là dấu hiệu ngành đã bước vào giai đoạn hồi phục, chủ yếu do tăng trưởng này tới từ mức nền năm 2021 rất thấp (phần lớn từ ảnh hưởng dịch Covid-19, đặc biệt trong 21Q3 đã phải giãn cách xã hội diện rộng).

2.2. Thắt chặt tín dụng ở cả tổ chức tài chính và trái phiếu doanh nghiệp

Các doanh nghiệp bất động sản sẽ gặp thách thức lớn về nguồn vốn khi (bên cạnh nhu cầu sụt giảm) tín dụng từ hai kênh chính đều sẽ bị kiểm soát chặt hơn trong 2022 – 2023². Tiếp cận tín dụng đã bắt đầu thắt chặt từ Q2/2022, thể hiện qua tổng dư nợ tín dụng kinh doanh bất động sản tăng cao hơn toàn hệ thống trong 22Q1 (tín dụng bất động sản tăng ~8,4% so với toàn hệ thống ở ~6,0%) nhưng đã chững lại và giảm sau đó.

Tăng trưởng Tín dụng Bất động sản so với cuối năm 2021

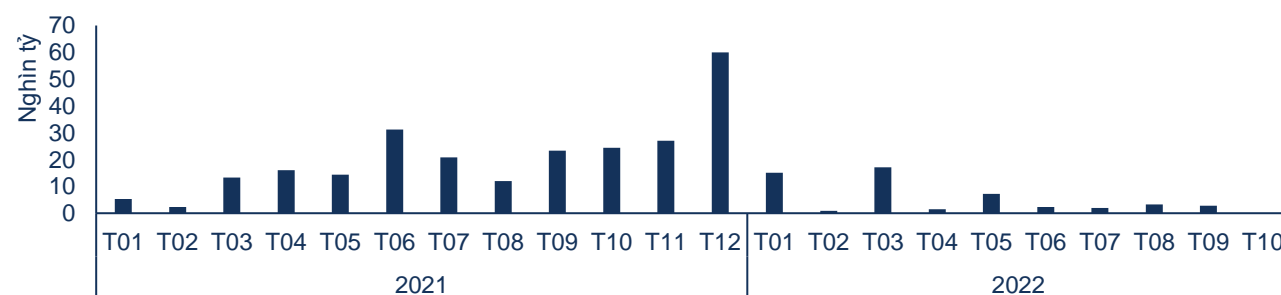


Nguồn: SBV, FPTS tổng hợp

Các động thái thắt chặt tín dụng trong năm 2022 – 2023 bao gồm:

- Từ Tổ chức tín dụng: Tiếp tục thắt chặt với (a) tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn giảm từ 34% xuống 30% từ ngày 01/10/2022, theo TT 22/2019/TT/NHNN, và (b) hạn chế tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống và tại từng ngân hàng bởi Ngân hàng Nhà nước.
- Từ Trái phiếu doanh nghiệp: Chính phủ sẽ thắt chặt pháp lý phát hành trái phiếu và đảm bảo quyền lợi của trái chủ, theo *Nghị định 65/2022/NĐ-CP*. Ngay từ khi có thông tin dự thảo Nghị định này, giá trị phát hành trái phiếu nhìn chung đã sụt giảm mạnh (riêng bất động sản chỉ đạt ~16 nghìn tỷ trong T05 - T09/2022, thấp hơn 54% so với riêng 22Q1, tương ứng giá trị phát hành trong 09T2022 giảm 63% yoy). Trái với giá trị phát hành, giá trị trái phiếu mua lại trước hạn toàn hệ thống tăng tới 67% yoy (đạt 142 nghìn tỷ) trong 09T2022 (một phần do yêu cầu mua lại trái phiếu vi phạm trong Nghị định 65), càng làm tình hình tài chính doanh nghiệp khó khăn hơn.

Trái phiếu doanh nghiệp Bất động sản phát hành



Nguồn: FPTS tổng hợp

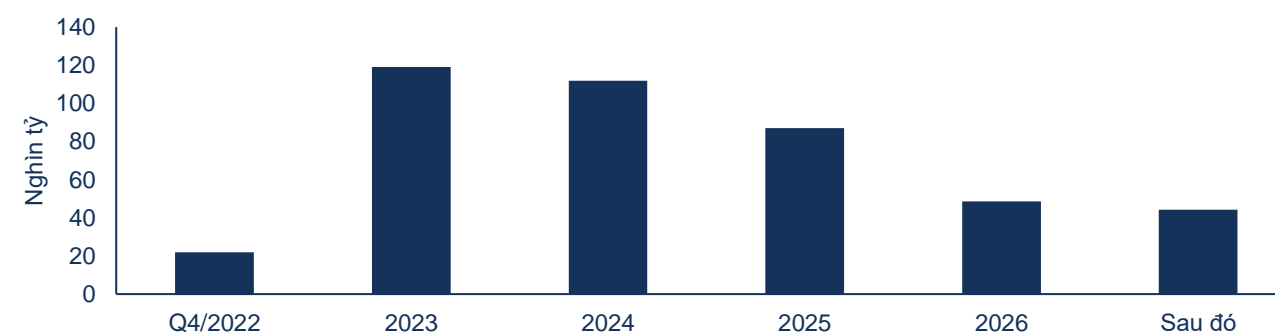
Dù giá trị trái phiếu phát hành có thể tăng trở lại sau giai đoạn bất định chính sách, yêu cầu cao hơn với tổ chức phát hành trong NĐ 65 vẫn sẽ hạn chế giá trị trái phiếu phát hành, đặc biệt từ các doanh nghiệp có năng lực tài chính và hồ sơ pháp lý kém.

Cụ thể, Nghị định 65/2022/NĐ-CP (ban hành ngày 16/09/2022) chủ yếu hướng tới đảm bảo quyền lợi của trái chủ như sau:

- Yêu cầu doanh nghiệp phát hành cung cấp nhiều thông tin tài chính hơn, phải báo cáo tình hình sử dụng vốn mỗi 06 tháng sau khi phát hành, một số trường hợp yêu cầu phải có xếp hạng tín nhiệm.
- Bắt buộc mua lại trái phiếu theo đề nghị của nhà đầu tư nếu doanh nghiệp phát hành vi phạm pháp luật hoặc phương án phát hành.
- Các nhà đầu tư được quyền biểu quyết nếu doanh nghiệp phát hành muốn thay đổi điều khoản (yêu cầu ít nhất 65% thông qua).
- Thắt chặt điều khoản sử dụng vốn: có thể dùng để cơ cấu nợ nhưng chỉ cho chính doanh nghiệp phát hành - không được sử dụng cho công ty con.

Thêm nữa, các doanh nghiệp bất động sản sẽ phải chịu áp lực trả nợ cao, một phần lớn từ lượng trái phiếu đã phát hành trước đó. Bên cạnh trái phiếu đã mua lại, giá trị trái phiếu đáo hạn của doanh nghiệp bất động sản ước tính lên tới ~141 nghìn tỷ trong 22Q4 - 2023 (~31% tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp bất động sản đang lưu hành) và ~200 nghìn tỷ trong 2024 – 2025.

Giá trị đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp Bất động sản



Nguồn: HNX, FPTS tổng hợp

Thắt chặt tín dụng trong năm 2022 có ảnh hưởng tiêu cực tới ngành bất động sản hơn cả thắt chặt pháp lý từ năm 2019 tới nay vì việc này hạn chế cả nhu cầu mua sản phẩm mới và khả năng phát triển dự án hiện tại của doanh nghiệp. Khó khăn này cũng được thể hiện qua những biện pháp khắc phục của doanh nghiệp bất động sản hiện nay như thỏa thuận hoán đổi trái phiếu lấy nhà ở của dự án với chiết khấu lên đến 40 – 50%, tăng chiết khấu thanh toán sớm (lên đến 05 – 15% với nhà đất và 15 – 35% với chung cư), cắt giảm lương và số lượng nhân sự (lên đến 50%), thậm chí một số doanh nghiệp lớn đã chuyển nhượng dự án, bán cổ phần để tái cấu trúc.

² Thêm nữa, lãi suất tăng cũng hạn chế khả năng huy động vốn đầu tư của doanh nghiệp khi chi phí vốn chủ sở hữu cũng tăng tương ứng. Với những doanh nghiệp niêm yết, thị giá cổ phiếu đã giảm rất mạnh trong 2022 để phản ánh cả chi phí vốn tăng và triển vọng tiêu cực.

NGÀNH XÂY DỰNG - TRIỂN VỌNG TỪ PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG

I. NGÀNH XÂY DỰNG MANG TÍNH CHU KỲ KINH TẾ CAO

Tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam có tính chu kỳ cao trong giai đoạn 1991 - 2022. Tuy nhiên, tính chu kỳ của ngành đang giảm dần, thể hiện qua (1) khác biệt giữa tăng trưởng đỉnh và đáy thu hẹp, và (2) chu kỳ dần kéo dài hơn (chu kỳ hiện nay đã kéo dài khoảng 7 năm so với trung bình ~03 – 05 năm như trước đây).

Tăng trưởng thực ngành xây dựng qua các năm



Nguồn: GSO, BMI, FPTIS tổng hợp

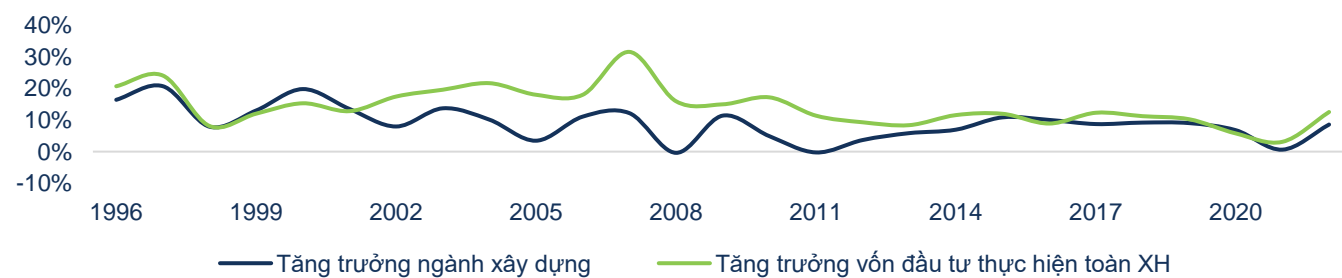
Ngành xây dựng có nhu cầu nhạy cảm với chu kỳ kinh tế, bị động về yếu tố đầu vào và nguồn cung dự án. Cụ thể, các yếu tố ảnh hưởng ngành xây dựng và những chỉ số đại diện như sau:

- (1) Nhu cầu đầu tư, xây mới:** Tổng nhu cầu xây dựng được thể hiện qua tổng mức đầu tư thực hiện toàn xã hội. Chi tiết hơn, nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng chịu ảnh hưởng nhiều từ chính sách đầu tư công và nhu cầu xây dựng dân dụng chịu ảnh hưởng nhiều từ ngành bất động sản.
- (2) Tín dụng:** Ngành phải vay vốn ngắn hạn do đặc thù bị chiếm dụng vốn lưu động.
- (3) Biến động chi phí nguyên vật liệu xây dựng:** Các nhà thầu xây dựng phải chịu phần lớn rủi ro biến động đầu vào, chiếm tới ~70% chi phí xây dựng.

1. Nhu cầu đầu tư, xây mới được phân tích thông qua số liệu vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội

Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội có thành phần chính là đầu tư xây dựng cơ bản, đại diện cho nhu cầu xây mới của tất cả các thành phần kinh tế tại Việt Nam (gồm khu vực kinh tế nhà nước, ngoài nhà nước và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài). Vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội có ảnh hưởng trực tiếp tới ngành xây dựng, thể hiện qua tương quan cao của tăng trưởng vốn đầu tư thực hiện và tăng trưởng thực ngành trong 25 năm trở lại đây.

Biến động tăng trưởng ngành và vốn đầu tư thực hiện toàn XH



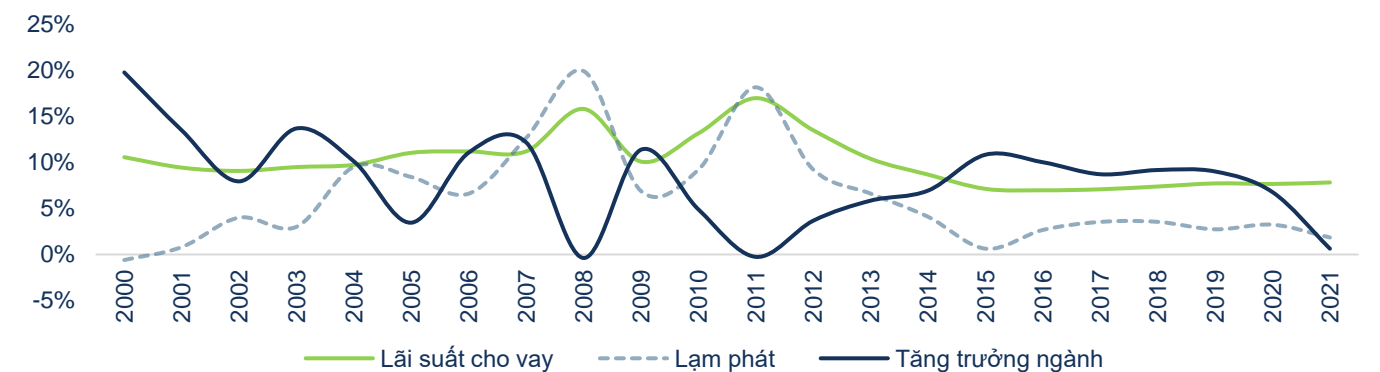
Nguồn: GSO, FPTIS tổng hợp

Trong năm 2007, tăng trưởng dòng vốn đầu tư và tăng trưởng thực ngành xây dựng đều đạt đỉnh (lần lượt 31,5% và 12,2%) nhờ Việt Nam thu hút 20,3 tỷ USD vốn FDI (+70% yoy) khi gia nhập WTO, mở ra cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài gia nhập thị trường Việt Nam thông qua việc mở cửa các ngành dịch vụ và xây dựng môi trường pháp lý hoàn chỉnh hơn do cam kết tuân thủ toàn bộ các hiệp định quan trọng của WTO. Ngược lại, giai đoạn 2019 – 2021, tăng trưởng vốn đầu tư trung bình chỉ đạt 6,36%, và ngành đạt tăng trưởng rất thấp 0,6% vào năm 2021, chủ yếu bởi suy thoái kinh tế toàn cầu do dịch COVID-19.

2. Tín dụng tác động đáng kể tới hoạt động ngành do đặc thù bị chiếm dụng vốn

Tín dụng có ảnh hưởng đáng kể tới hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành xây dựng do đặc thù bị chiếm dụng vốn của ngành. Yếu tố này được đại diện qua lãi suất (chi phí vay). Thêm nữa, tín dụng cũng ảnh hưởng đáng kể tới nhu cầu xây dựng, đặc biệt với các dự án dân dụng thường sử dụng đòn bẩy tài chính.

Lãi suất cho vay Việt Nam

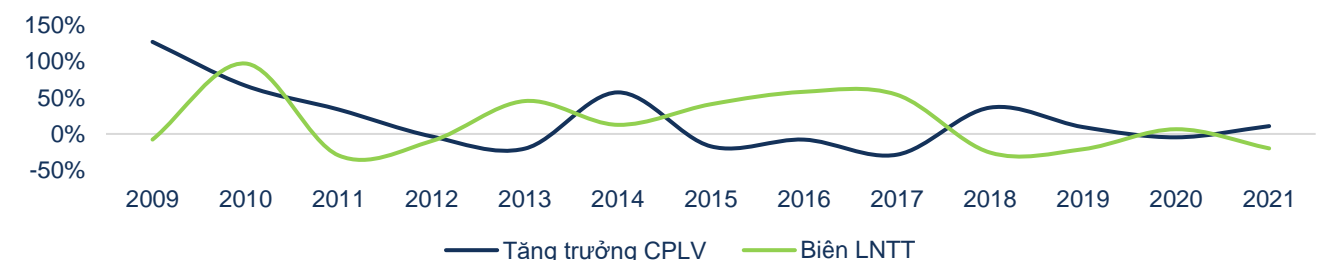


Nguồn: World Bank, GSO, FPTIS tổng hợp

Môi trường lãi suất thấp kích thích nhu cầu đầu tư, thúc đẩy tăng trưởng thực ngành xây dựng. Vào những giai đoạn lãi suất cho vay thấp như 2015 – 2018, ngành xây dựng đạt tăng trưởng ổn định ở ~9,7%/năm. Ngược lại, trong năm 2008 và 2011, lãi suất cho vay tăng cao (lần lượt là 15,78% và 16,95%) để hạn chế lạm phát, tương ứng ngành xây dựng sụt giảm 0,38% và 0,30%.

Bên cạnh đó, lãi suất cũng ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng sinh lời của ngành. Trung bình chi phí lãi vay các doanh nghiệp xây dựng chiếm 80% lợi nhuận trước thuế, một phần do các nhà thầu thường phải vay ngắn hạn để thực hiện dự án và thường có biên lợi nhuận gộp thấp (10-16%).

Biên LNTT và tăng trưởng chi phí lãi vay của một số DN niêm yết ngành xây dựng



Nguồn: BCTC các DN, FPTIS tổng hợp

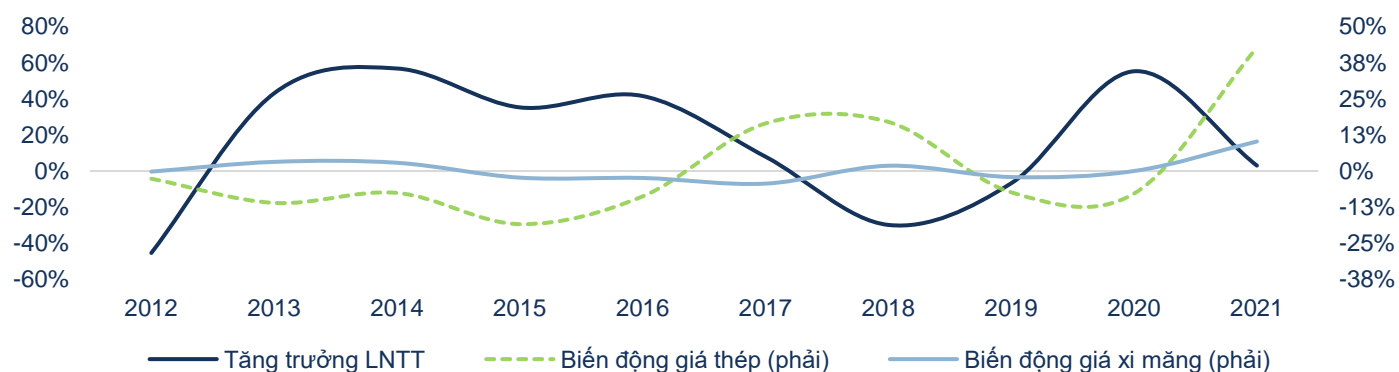
(* các doanh nghiệp sử dụng dữ liệu gồm: CTD, HBC, HTN, PHC, VCG, VC9, VC2, C4G, PC1, DPG, SJG, C47

3. Biến động giá vật liệu xây dựng

Biến động chi phí nguyên vật liệu là rủi ro lớn nhất trong ngành xây dựng do (1) chiếm tỷ trọng rất lớn (~70%) trong giá thành xây dựng, (2) ngành có biên lợi nhuận thấp ở 10-16% và (3) các nhà thầu thường chịu hoàn toàn rủi ro này trong thời gian hợp đồng (có thể lên tới 02 – 03 năm).

Giai đoạn 2016 – 2018, chính sách bảo hộ chống thép nhập khẩu Trung Quốc có hiệu lực, giá thép nội địa tăng khoảng 20%, khiến tăng trưởng LNTT năm 2018 giảm gần 30%. Giai đoạn 2020 – 2021, việc phục hồi hoạt động xây dựng sau ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 gặp khó khăn khi giá VLXD liên tục biến đổi. Năm 2021, tăng trưởng LNTT của ngành chỉ đạt 3%, so với trung bình 5 năm liền trước (2016-2020) là 13,63%.

Biến động giá thép, xi măng và tăng trưởng LNTT các DN ngành xây dựng

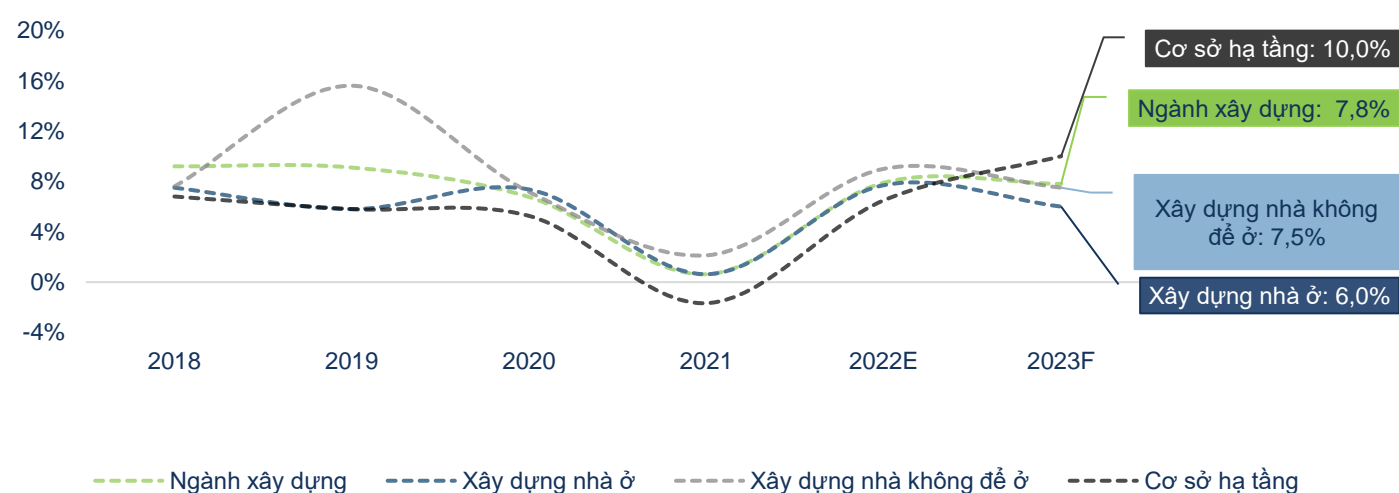


Nguồn: GSO, VSA, Hiệp hội Xi măng Việt Nam

II. NHÌN LẠI NĂM 2022 – TRIỂN VỌNG NĂM 2023: KỶ VỌNG VÀO MẢNG CƠ SỞ HẠ TẦNG

Sang năm 2023, chúng tôi dự kiến mảng xây dựng nhà ở và nhà không để ở sẽ tiếp tục tình trạng khó khăn của năm 2022 do khó khăn của ngành bất động sản và dự phóng tiêu cực từ tăng trưởng công nghiệp. Ngược lại, mảng cơ sở hạ tầng được đánh giá khả quan hơn với động lực tăng trưởng chính đến từ kế hoạch đầu tư công tăng 25% so với năm 2022. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng thực ngành đạt 7,8%, trong đó, mảng xây dựng nhà ở đạt 6%, nhà không để ở đạt 7,5% và cơ sở hạ tầng đạt 10,0%.

Tăng trưởng thực dự phóng ngành xây dựng Việt Nam



Nguồn: BMI, FPTs ước tính

1. Nhu cầu đầu tư, xây mới

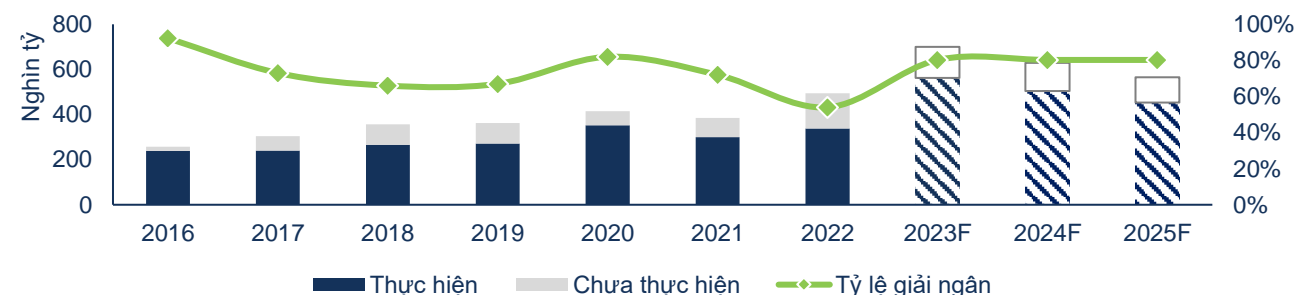
Trong năm 2022 – 2023, nhu cầu đầu tư xây mới có phân hóa giữa các mảng xây dựng. Trong đó, vốn đầu tư công dự kiến tăng mạnh (tăng 25%, khoảng 140.000 tỷ đồng trong 2023 so với kế hoạch năm 2022) sẽ thúc đẩy tăng trưởng xây dựng cơ sở hạ tầng. Ngược lại, khó khăn của ngành bất động sản và sản xuất công nghiệp chững lại sẽ hạn chế nhu cầu xây dựng nhà ở và nhà không để ở.

1.1. Xây dựng cơ sở hạ tầng

Giải ngân vốn đầu tư công là động lực quan trọng cho tăng trưởng của xây dựng cơ sở hạ tầng trong năm 2023, một phần từ (1) nguồn vốn dự kiến tăng 25% so với năm 2022 từ kế hoạch đầu tư công trung hạn và chương trình phục hồi và phát triển kinh tế; và (2) các chính sách cải thiện tiến độ giải ngân sau khi năm 2022 chỉ đạt 52,43% do nhiều dự án phải dừng thi công trong môi trường chi phí đầu vào tăng quá cao và các vướng mắc trong giải phóng mặt bằng.

Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng số vốn trên 700 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 25% (khoảng 140 nghìn tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022 và tăng khoảng 260 nghìn tỷ đồng so với kế hoạch năm 2021 (năm đầu tiên của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025). Năm 2023 cũng yêu cầu phải giải ngân toàn bộ số vốn thuộc Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội.

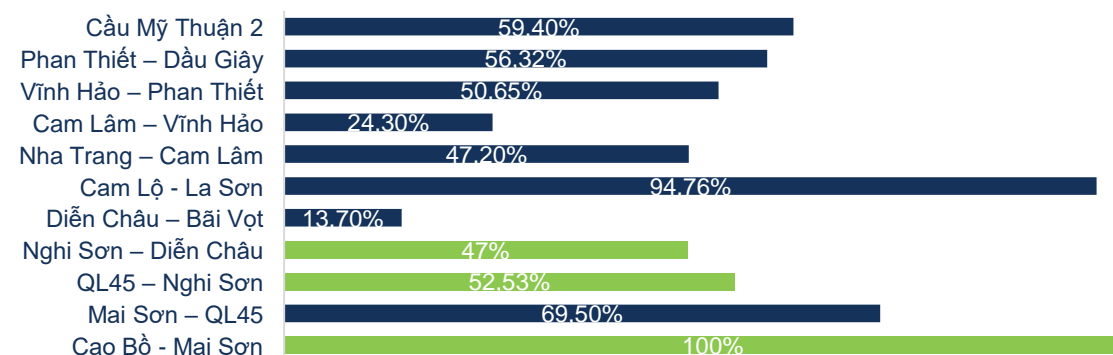
Kế hoạch và giải ngân đầu tư công



Nguồn: GSO, FPTs ước tính

Trong 11T2022, giải ngân vốn đầu tư công của cả nước tăng 14,8% so với cùng kỳ. Dù vậy, tiến độ hoàn thành kế hoạch năm 2022 vẫn giảm ~5,5 đpt yoy do kế hoạch năm 2022 cao (+26% yoy) nhưng thi công các dự án trọng điểm bị chậm. Tiêu biểu, dự án cao tốc Bắc – Nam GĐ1 chỉ hoàn thành 77,6% kế hoạch đã giao. Các nguyên nhân khiến tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm gồm: (1) thiếu nguồn cung VLXD như đất đắp, cát...; (2) giá nguyên vật liệu xây dựng tăng mạnh nhưng không có cơ chế điều chỉnh đơn giá khiến nhà thầu phải thi công cầm chừng, thậm chí dừng thi công; và (3) các vướng mắc trong đền bù giải phóng mặt bằng...

Tiến độ 11 dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 1 tính đến T10/2022



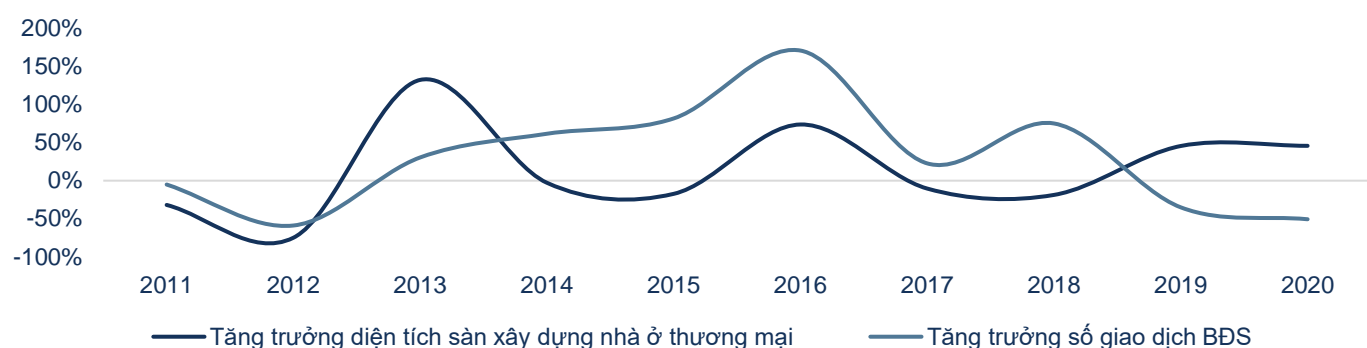
Nguồn: Bộ GTVT, FPTs tổng hợp

Những nỗ lực của Chính phủ trong hoạt động thúc đẩy đầu tư công đã có kết quả ban đầu trong năm 2022: (1) Các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam GĐ1 cam kết hoàn thành trong 2022 – 2024; (2) Dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 đã khởi công 12/25 gói thầu vào tháng 12/2022 và dự kiến khởi công toàn bộ trước ngày 15/01/2023 với 119.666 tỷ đồng đã được bố trí (47.169 tỷ đồng từ Kế hoạch đầu tư công trung hạn đã bàn giao cho bộ GTVT và 72.497 tỷ đồng từ Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội sẽ giao và giải ngân trong năm 2023).

1.2. Xây dựng nhà ở

Nhu cầu xây dựng nhà ở ít chịu ảnh hưởng bởi những thay đổi ngắn hạn của môi trường kinh tế, do khoảng 93% thị trường xây dựng nhà ở tại Việt Nam là nhà tự xây tự ở. Tuy nhiên, các doanh nghiệp xây dựng nhà ở lớn có thị trường chính là các dự án nhà ở thương mại, nhiều khả năng sẽ khó khăn trong năm 2023 khi triển vọng ngành bất động sản tiêu cực (*chi tiết tại ngành Bất động sản*).

Tương quan giữa chu kỳ ngành BĐS và hoạt động xây dựng nhà ở thương mại



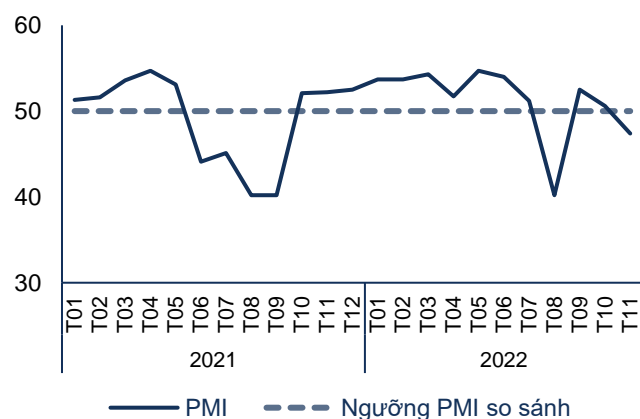
Nguồn: GSO, FPTs tổng hợp

Cụ thể, khả năng phát triển dự án của các doanh nghiệp bất động sản sẽ rất hạn chế trong năm 2023 khi chính sách tiền tệ thắt chặt, hạn chế cả nguồn vốn của doanh nghiệp và nhu cầu của khách hàng, thể hiện qua số lượng giao dịch bất động sản dự kiến giảm 20% trong năm 2023.

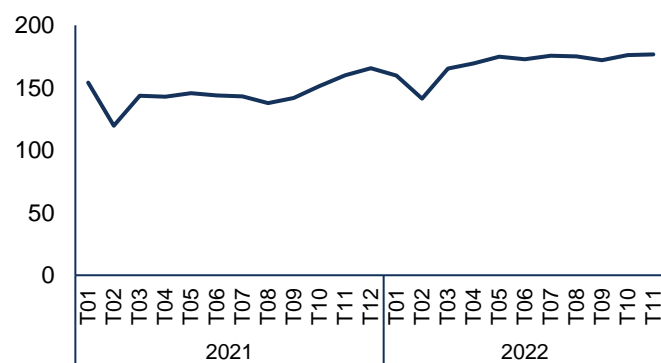
1.3. Xây dựng nhà không để ở

Nhu cầu xây dựng nhà không để ở kém khả quan trong năm 2023 do sản xuất công nghiệp Việt Nam hồi phục kém và nguồn vốn đầu tư FDI hạn chế do thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu. Chỉ số PMI Sản xuất và IIP có xu hướng giảm: PMI nằm trong đà giảm từ tháng 5/2022 và đạt dưới ngưỡng trung tính 50 điểm vào tháng 8 và tháng 11/2022, lần lượt là 40,2 và 47,4 điểm, do số lượng đơn đặt hàng ngành sản xuất, giá bán hàng và niềm tin kinh doanh đều giảm mạnh.

Chỉ số PMI sản xuất



Chỉ số IIP



Tuy giải ngân dòng vốn FDI 11T/2022 tăng 15,1% yoy nhưng vốn đăng ký mới lại giảm 18% yoy do các nhà đầu tư trở nên sợ rủi ro hơn trước tình trạng bất định toàn cầu gia tăng. Fitch Ratings và IMF đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu xuống mức 1,4% - 2%, do những căng thẳng địa chính trị, lạm phát, gián đoạn nguồn cung, rủi ro tỷ giá...

Tăng trưởng vốn FDI thực hiện vào Việt Nam



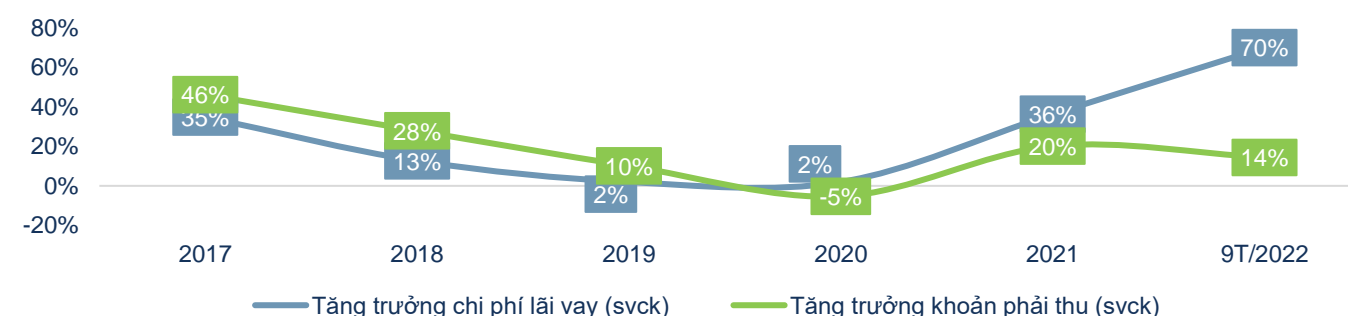
Nguồn: GSO

2. Tín dụng

Lãi suất dự kiến sẽ tiếp tục tăng vào năm 2023, gián tiếp hạn chế nhu cầu xây dựng (đặc biệt trong các dự án dân dụng) và tăng thêm khó khăn tài chính của các doanh nghiệp xây dựng. (*chi tiết tại phân tích Kinh tế vĩ mô*).

Năm 2023, dự kiến các doanh nghiệp xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục tăng vay nợ vì khả năng chi trả của khách hàng BĐS đang chịu áp lực từ những thay đổi về mặt chính sách liên quan tín dụng khi có một lượng lớn trái phiếu bất động sản đáo hạn vào quý 3/2023.

Tăng trưởng chi phí lãi vay và khoản phải thu qua các năm của 1 số DN xây dựng dân dụng niêm yết



Nguồn: BCTC các DN

Do vậy, chúng tôi đánh giá những doanh nghiệp có chính sách thu hồi công nợ hiệu quả và sử dụng ít nợ vay sẽ có kết quả kinh doanh tốt hơn trong môi trường lãi suất như hiện nay.

3. Biến động giá nguyên vật liệu xây dựng

Trong năm 2022, giá thép đã tăng ~25% YTD trong nửa đầu năm (chủ yếu do áp lực từ chi phí đầu vào) nhưng sau đó đã hạ nhiệt về tương đương mức năm 2021 khi nhu cầu hạn chế bởi thị trường bất động sản khó khăn và nhu cầu từ Trung Quốc giảm.

Giá xi măng cả nước trong năm 2022 đã tăng ~12% lên mức 1,6 triệu đồng/tấn và vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm chủ yếu do áp lực từ chi phí than (chiếm khoảng 40% chi phí sản xuất), đặc biệt là than Úc, khi mặt hàng này đã có mức tăng 127% so với cùng kỳ năm 2021.

Dự kiến trong năm 2023, ngành xây dựng sẽ giảm bớt được áp lực về giá nguyên vật liệu khi giá thép (chiếm ~40%) chi phí sản xuất được dự báo giảm. Giá xi măng sẽ có xu hướng điều chỉnh giảm nhẹ so với năm 2022, tuy nhiên vẫn sẽ neo ở mức cao khi giá than thế giới và trong nước vẫn chưa thể bình ổn trở lại như thời điểm trước dịch COVID-19. (*chi tiết tại ngành Thép & Xi măng*).

NGÀNH THÉP - ÁP LỰC ĐẦU VÀO HẠ NHIỆT

I. NGÀNH THÉP CÓ TÍNH CHU KỲ CAO, TƯƠNG QUAN MẠNH VỚI TĂNG TRƯỞNG XÂY DỰNG

1. Sản lượng tiêu thụ biểu kiến phản ánh tính chu kỳ ngành thép Việt Nam

Chuỗi giá trị ngành thép Việt Nam có bốn phần chính theo thứ tự từ thượng nguồn đến hạ nguồn là luyện gang, luyện phôi, cán thép và gia công sau cán. Trong đó, giá trị gia tăng các công đoạn như sau: luyện gang (433%), luyện phôi (18%), cán thép (17% - 30%) và gia công sau cán (18% - 20%).

Đầu vào nguyên liệu chính cho sản xuất tại thượng nguồn chuỗi giá trị ngành thép gồm có quặng sắt và than cốc đối với lò BOF và thép phế đối với lò EAF. Nguồn cung nội địa ba nguyên liệu này đều tương đối hạn chế và vì vậy các doanh nghiệp sản xuất vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn nhập khẩu.

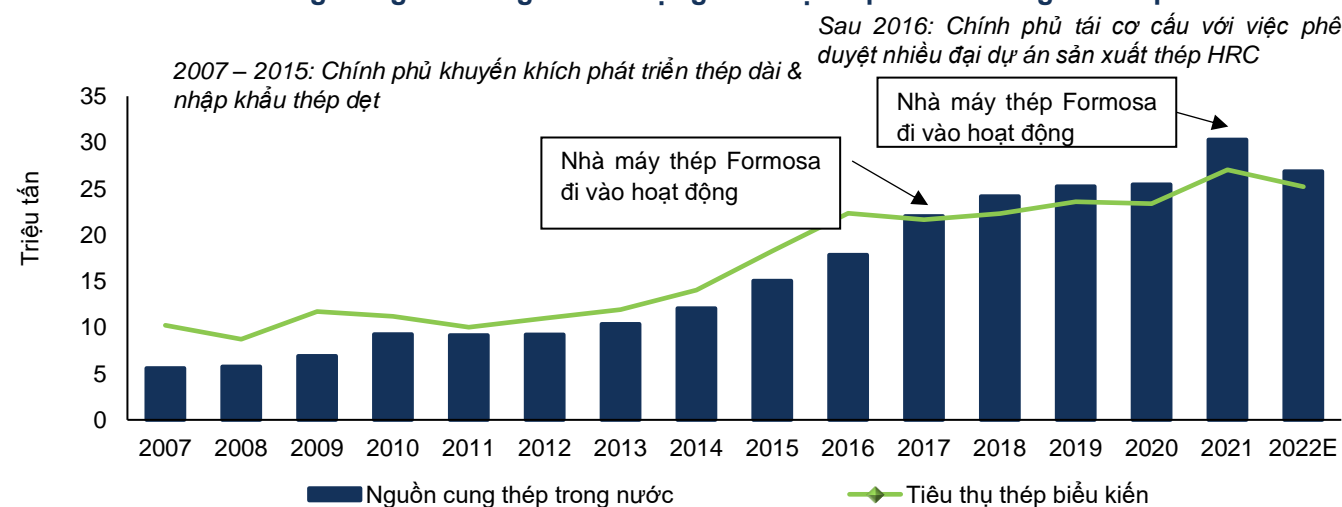
Ngành thép Việt Nam trong những năm gần đây vẫn chứng kiến một nghịch lý. Trong khi nguồn thép xây dựng (sản phẩm từ thép dài) sản xuất trong nước dư thừa so với nhu cầu nội địa, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu một lượng lớn thép cuộn cán nóng (sản phẩm từ thép dẹt) phục vụ cho sản xuất ống thép và tôn mạ tiêu thụ trong nước và xuất khẩu. Hoạt động sản xuất thép dẹt là mảng còn yếu trong ngành thép Việt Nam khi sản xuất thép HRC trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 67% tổng nhu cầu từ hai nhà máy thép Dung Quất và Formosa.

Như vậy, với thực tế ngành thép trong nước phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu đối với nguyên liệu thô đầu vào và thép HRC cùng hoạt động xuất khẩu sản phẩm thép tăng trưởng tích cực; chúng tôi cho rằng chỉ tiêu sản lượng tiêu thụ biểu kiến ngành thép là chỉ tiêu mang tính đại diện cao nhất khi xem xét tính chu kỳ của ngành thép trong nước.

$$\text{Sản lượng (SL) tiêu thụ biểu kiến} = \text{SL tiêu thụ nội địa} + \text{SL nhập khẩu} - \text{SL xuất khẩu}$$

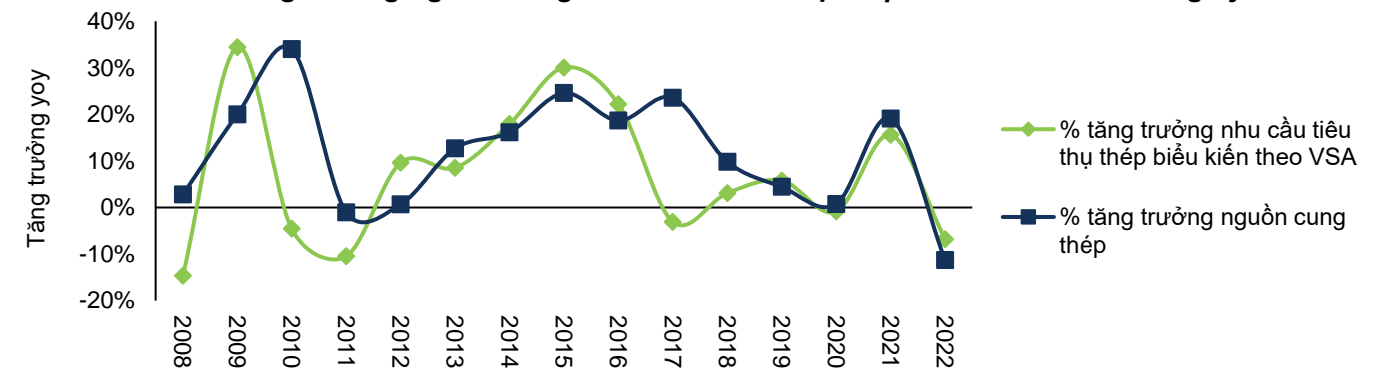
Do các sản phẩm thép cuộn cán nóng (HRC) và thép cán nguội (CRC) có thể vừa được coi là thành phẩm vừa là bán thành phẩm trong sản xuất ống thép, tôn mạ, tôn màu và thép cơ khí chế tạo; **chúng tôi thống kê chỉ tiêu tiêu thụ biểu kiến dựa trên hai thành phẩm là thép xây dựng các loại và thép dẹt.**

Thống kê nguồn cung & sản lượng tiêu thụ thép biểu kiến ngành thép



Nguồn: VSA, Báo cáo ngành thép FPT (2017).

Tăng trưởng nguồn cung & nhu cầu tiêu thụ thép biểu kiến so với cùng kỳ



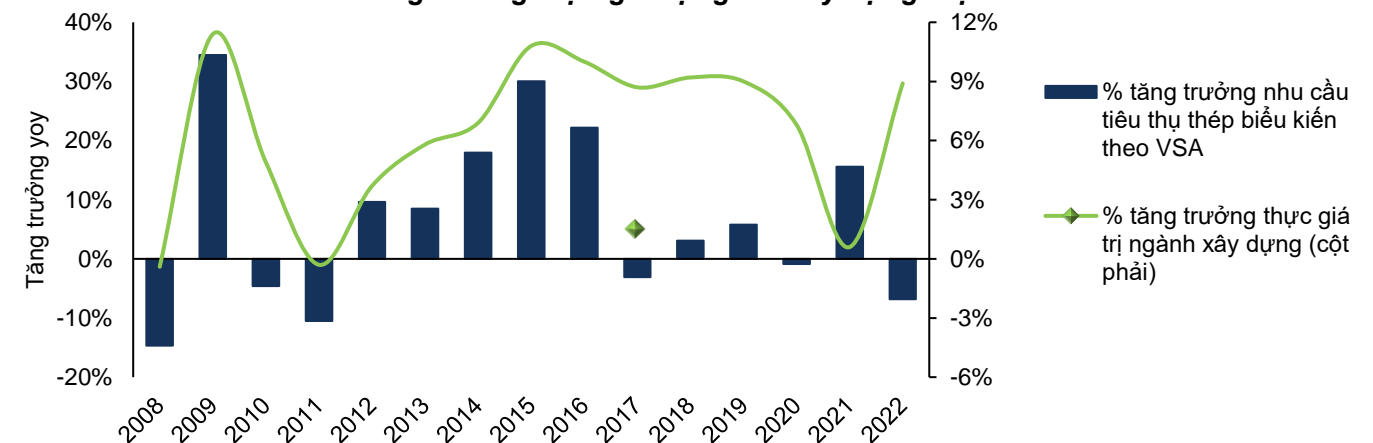
Nguồn: VSA, Báo cáo ngành thép FPT (2017).

2. Ngành thép đang trong giai đoạn suy thoái của chu kỳ gần nhất bắt đầu từ năm 2017

Với khoảng 60% đầu ra ngành thép Việt Nam là thép dài cùng với việc ngành công nghiệp phụ trợ trong nước còn non trẻ, phần lớn các sản phẩm của ngành phục vụ cho hoạt động xây dựng trong nước. Vì vậy, tăng trưởng ngành xây dựng Việt Nam là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đối với biến động sản lượng sản xuất và tiêu thụ ngành thép.

Nhìn từ góc độ số liệu, chúng tôi nhận thấy có sự tương quan mạnh giữa hai chỉ tiêu tăng trưởng là (1) tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thép biểu kiến và (2) tăng trưởng giá trị thực ngành xây dựng Việt Nam.

Mối tương quan giữa tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ biểu kiến ngành thép & tăng trưởng thực giá trị ngành xây dựng Việt Nam



Nguồn: VSA & GSO.

Kể từ năm 2015 đến nay, ngành thép Việt Nam đã trải qua ba chu kỳ. Trong đó, chu kỳ một từ năm 2005 đến 2011. Chu kỳ hai từ năm 2011 đến năm 2017. Ngành đang trong chu kỳ ba bắt đầu từ năm 2017, hiện đã qua đỉnh của giai đoạn tăng trưởng và bắt đầu bước vào giai đoạn suy thoái trong năm 2022.

3. Nhu cầu của ngành thép Việt Nam chủ yếu đến từ xây dựng (tham khảo thêm ngành Xây dựng)

Do mối tương quan chặt chẽ giữa ngành thép và ngành xây dựng, chu kỳ ngành thép chịu ảnh hưởng lớn từ chu kỳ ngành xây dựng Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng giá trị ngành xây dựng ở mức cao giúp gia tăng mạnh nhu cầu tiêu thụ thép, đặc biệt là thép xây dựng. Trong đó, các yếu tố có tác động tới tăng trưởng ngành xây dựng gồm có nhu cầu đầu tư xây mới và tín dụng.

Đối với nhu cầu đầu tư xây mới, chúng tôi sử dụng chỉ tiêu tăng trưởng vốn đầu tư thực hiện xã hội để đại diện cho nhu cầu xây dựng tất cả các thành phần kinh tế. Trong quá khứ, khi Việt Nam gia nhập WTO năm 2007, chính sách mở cửa và hội nhập nền kinh tế khiến dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam ngày càng tăng. Dòng vốn đầu tư ghi nhận tăng trưởng ấn tượng ở mức 31,5%. Tăng trưởng giá trị thực xây dựng dân dụng tăng mạnh 12,2% và tạo tiền đề cho nhu cầu thép tăng trưởng.

Ngoài nhu cầu đầu tư xây mới, tín dụng cũng là nhân tố quan trọng đối với ngành xây dựng và thể hiện qua hai yếu tố đại diện là chi phí lãi vay và khả năng tiếp cận nguồn vốn vay. Chi phí lãi vay tăng cao cùng khả năng tiếp cận vốn vay bị giới hạn có tác động tiêu cực tới nhu cầu xây dựng nói chung và nhu cầu thép nói riêng. Trong quá khứ, tại các năm 2008 và 2011, lãi suất cho vay duy trì quá cao khiến nhu cầu xây dựng giảm mạnh và khiến tăng trưởng nhu cầu thép ghi nhận lần lượt âm 14,7% và 10,5%.

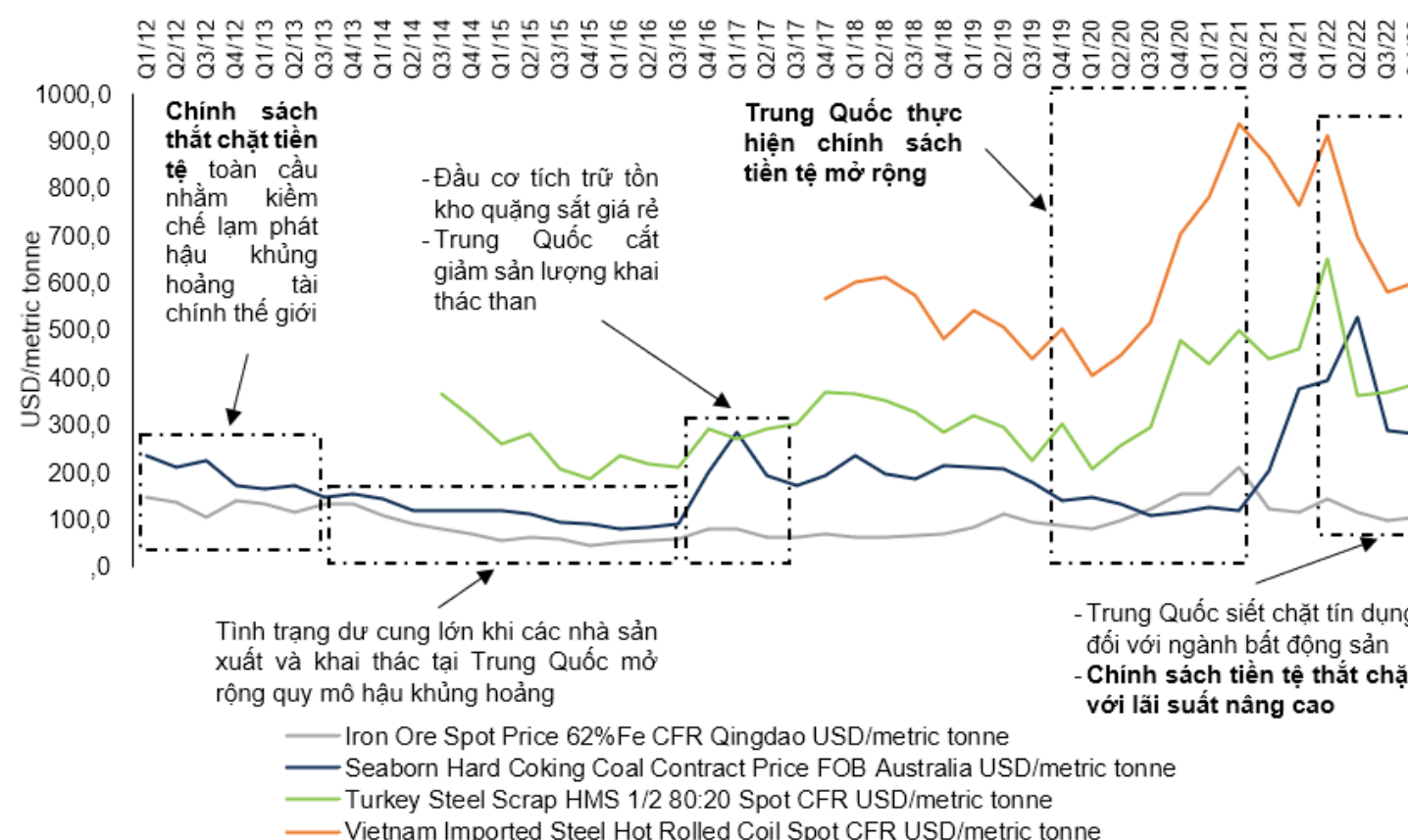
4. Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào nhập khẩu gồm quặng sắt, than cốc, thép phế & thép cuộn cán nóng HRC tác động lớn đến chi phí sản xuất của doanh nghiệp

Hiện ngành thép Việt Nam có hai công nghệ luyện phôi thép là lò BOF và lò EAF. Trong đó, đối với sản xuất bằng lò BOF, quặng sắt và than cốc chiếm tỷ trọng chi phí cao nhất với lần lượt 29% và 25%. Đối với lò EAF, thép phế và điện là hai đầu vào có tỷ trọng chi phí cao nhất với 55% và 26%. Ngoài trừ điện, các doanh nghiệp luyện phôi thép gần như phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu đối với quặng sắt (do quy mô khai thác trong nước nhỏ), than cốc (do chất lượng than trong nước không đủ cao để phục vụ cho ngành luyện kim) và thép phế (do ngành thép trong nước còn khá trẻ dẫn đến lượng thép phế nội địa không nhiều).

Ngoài ra, do thép cuộn cán nóng HRC chỉ có thể sản xuất bằng công nghệ lò cao BOF trong khi số lượng lò luyện phôi BOF trong nước chỉ chiếm khoảng 12,5% tổng số lò luyện phôi toàn ngành (bao gồm các loại lò là BOF, EAF và IF), các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ và ống thép trong nước như HSG, NKG hay DTL vẫn phải nhập khẩu HRC. Nguồn cung trong nước từ các lò Dung Quất (Hòa Phát) và Formosa Hà Tĩnh mới chỉ đáp ứng được khoảng 8,5 triệu tấn so với nhu cầu trên 12 triệu tấn.

Vì vậy, giá quặng sắt, thép phế và than cốc thế giới có tác động lớn tới chi phí sản xuất của các doanh nghiệp luyện phôi trong khi yếu tố tác động đối với các doanh nghiệp gia công tôn mạ và ống thép là giá thép HRC đầu vào.

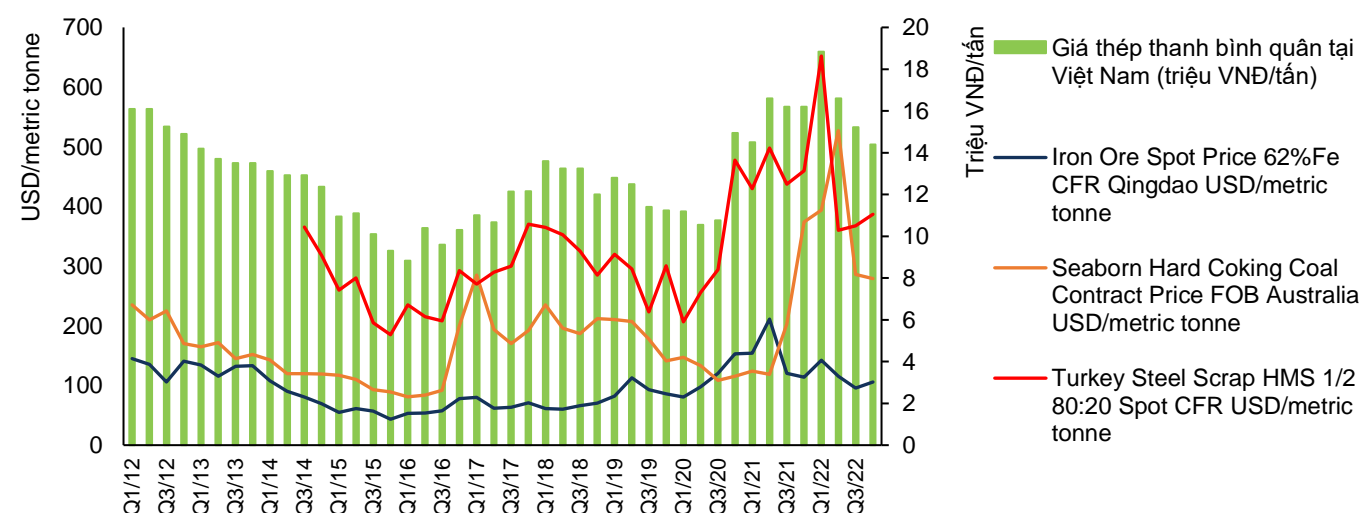
Giá nguyên liệu đầu vào ngành thép & thép HRC Việt Nam nhập khẩu



Nguồn: Bloomberg, FPTTS Tổng hợp.

Trung Quốc là tác nhân chính dẫn tới biến động giá các loại nguyên liệu đầu vào ngành thép dựa trên phân tích từ năm 2012 đến nay. Lý do đến từ thực tế ngành sản xuất thép dài và thép dẹt Trung Quốc đều có quy mô lớn nhất thế giới khi chiếm trên 35% sản lượng toàn cầu. Thêm vào đó, trữ lượng quặng sắt của Trung Quốc là lớn nhất thế giới cùng 35% số nhà máy than toàn cầu thuộc quốc gia này.

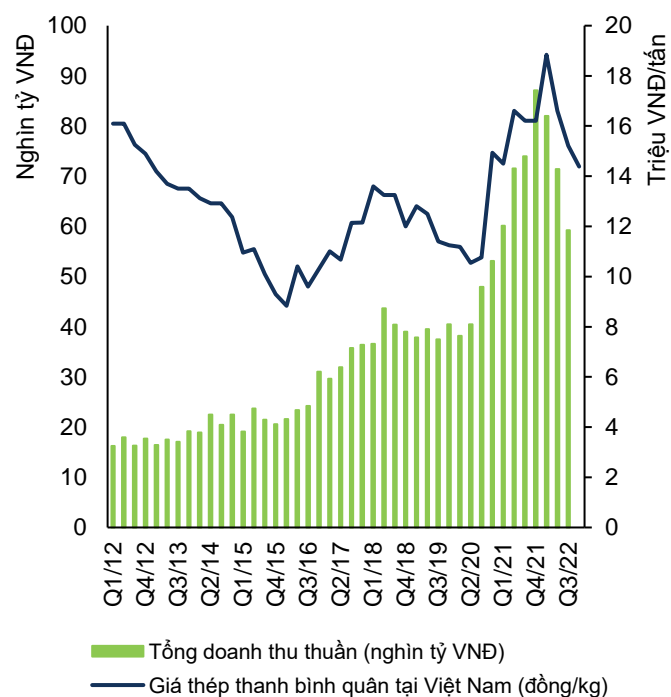
Tương quan giá thép thanh trong nước với giá nguyên liệu đầu vào của ngành



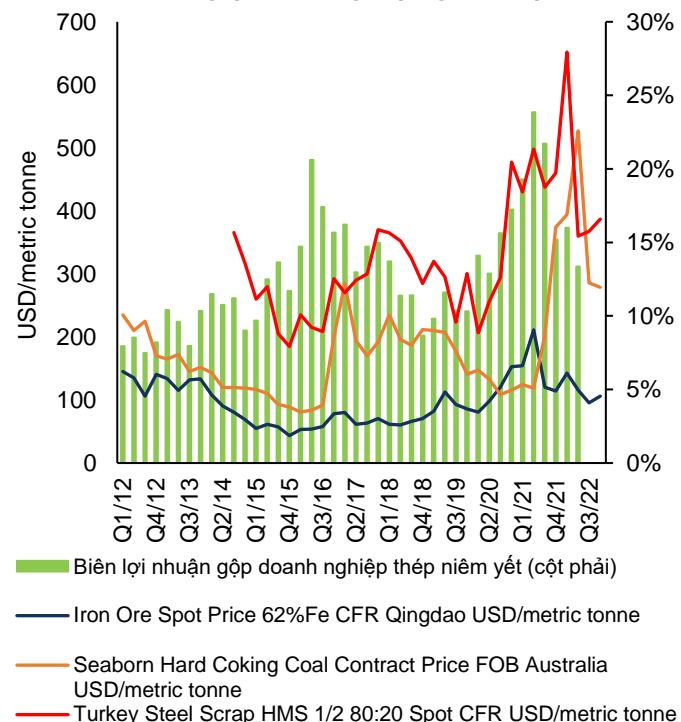
Nguồn: Bloomberg, FPTTS Tổng hợp.

Dựa trên tổng hợp giá thép thanh trong nước và giá nguyên liệu đầu vào các loại của ngành, chúng tôi nhận thấy có mối tương quan rất cao. Vì vậy, dự báo giá các loại nguyên liệu đầu vào là quặng sắt, than cốc và thép phế phục vụ dự báo giá thép, biến động doanh thu và biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp trong ngành.

Tương quan giá thép thành phẩm và tổng doanh thu doanh nghiệp ngành thép*



Tương quan giá nguyên liệu đầu vào và biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp ngành thép*



Chú thích: (*) Nhóm các doanh nghiệp thép Việt Nam niêm yết bao gồm: DTL, HMC, HPG, HSG, NKG, POM, SMC, VCA, VIS, VGS, KKC, KMT & SSM

Nguồn: Bloomberg, FPTS Tổng hợp.

II. NHÌN LẠI 2022 – TRIỂN VỌNG 2023: DOANH THU GIẢM, LỢI NHUẬN PHỤC HỒI

1. Ngành thép âm ảm đạm với tác động kép từ nhu cầu đầu ra và giá nguyên vật liệu đầu vào

1.1. Nhu cầu tiêu thụ thép suy giảm trong bối cảnh ngành xây dựng trầm lắng và âm ảm

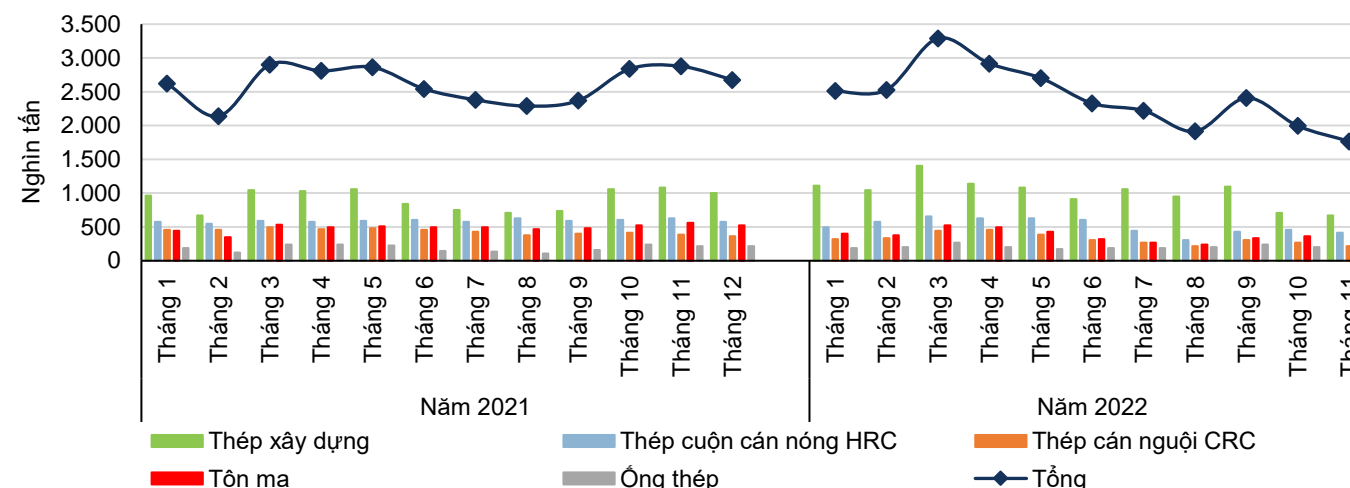
Ngành xây dựng Việt Nam đã trải qua một năm 2022 tiêu cực trong bối cảnh chi phí vật liệu xây dựng duy trì cao, lãi suất vay tăng mạnh và thị trường bất động sản âm ảm khi nguồn huy động vốn bị siết chặt từ nghị định của Chính phủ. Như đã phân tích ở trên, tăng trưởng xây dựng trong nước có mối liên quan chặt chẽ với tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thép biểu kiến. Trong bối cảnh nhu cầu xây dựng trong nước suy giảm, sản lượng sản xuất và bán hàng thép 11 tháng năm 2022 ghi nhận giảm lần lượt 11,3% và 6,8% so với cùng kỳ.

Tình hình tiêu thụ khó khăn, đặc biệt trong quý 3/2022 đã khiến nhiều doanh nghiệp thép phải cắt giảm sản lượng để tồn tại. Đáng kể nhất là doanh nghiệp đầu ngành Hòa Phát đã dừng 2 lò cao tại Khu liên hợp Sản xuất gang thép Dung Quất và 2 lò cao tại Khu liên hợp Sản xuất gang thép Hòa Phát Hải Dương. CTCP Thép Pomina cũng dừng hoạt động sản xuất lò cao để chuyển sang tập trung vào lò điện. Mặc dù giá quặng sắt đã giảm từ cuối năm 2021, giá than cốc tăng mạnh trong Q2/2022 trong khi giá bán thép trong nước giảm đã khiến các doanh nghiệp buộc phải đóng lò và cắt giảm sản lượng.

Sản lượng sản xuất thép 11 tháng năm 2022 đạt 27,1 triệu tấn; giảm 11,3% so với cùng kỳ

Mặc dù sản xuất thép xây dựng và ống thép ghi nhận tăng trưởng với lần lượt 11,2 triệu tấn (+12,4% yoy) và 2,3 triệu tấn (+10,0% yoy); sản lượng sản xuất nhóm thép dẹt gồm HRC, CRC và tôn mạ ghi nhận giảm 13,3%; 26,9% và 24,5% yoy.

Sản lượng sản xuất thành phẩm thép theo chủng loại



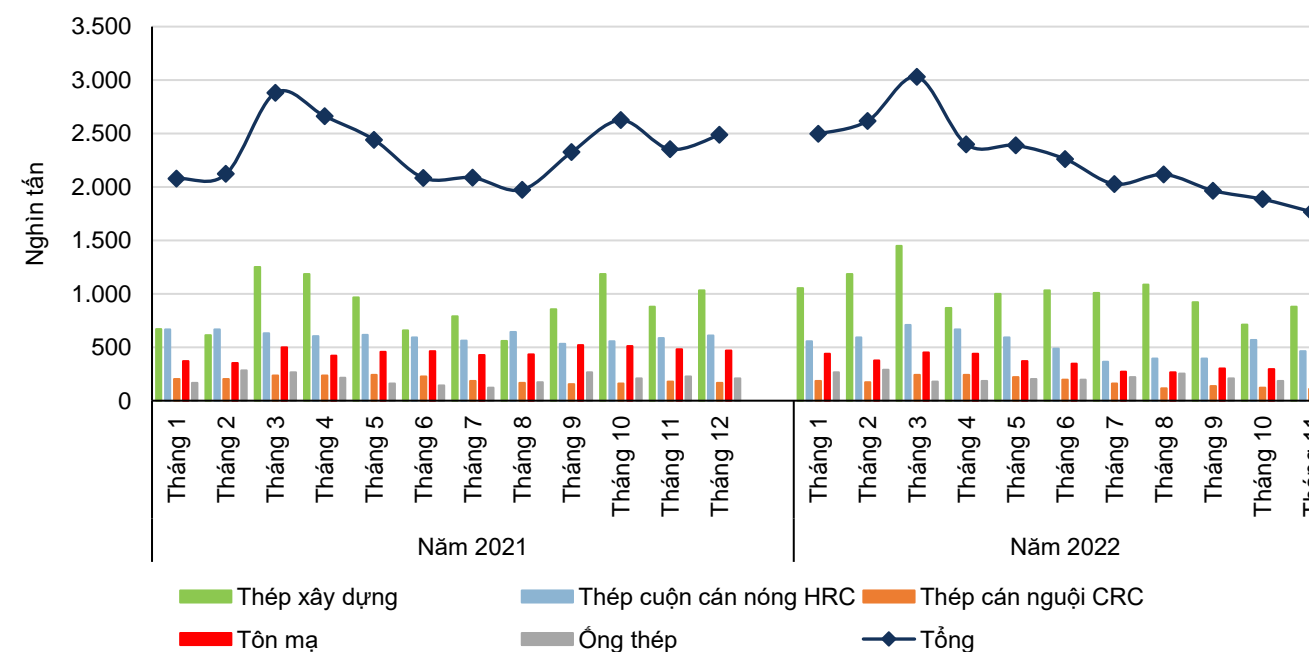
Nguồn: VSA.

Sản lượng bán hàng thép thành phẩm đạt 25,1 triệu tấn; giảm 6,8% so với cùng kỳ

Đối với sản lượng bán hàng, VSA thống kê bằng cách cộng tổng sản lượng bán hàng nội địa và sản lượng xuất khẩu (chủ yếu Việt Nam xuất khẩu các sản phẩm tôn mạ và ống thép). Kết thúc 11 tháng năm 2022, sản lượng bán hàng nội địa ước chiếm tỷ trọng khoảng 77,0%.

Cụ thể đối với từng loại sản phẩm thép trong 11 tháng đầu năm 2022, ngoại trừ thép xây dựng ghi nhận có tăng trưởng sản lượng bán hàng với 11,2 triệu tấn (+16,4% yoy); thép HRC, CRC, tôn mạ và ống thép đều có sản lượng bán hàng sụt giảm so với cùng kỳ 11 tháng năm 2020. Mức giảm lần lượt là -13,0%; -13,0%; -21,5% và -1,9% yoy.

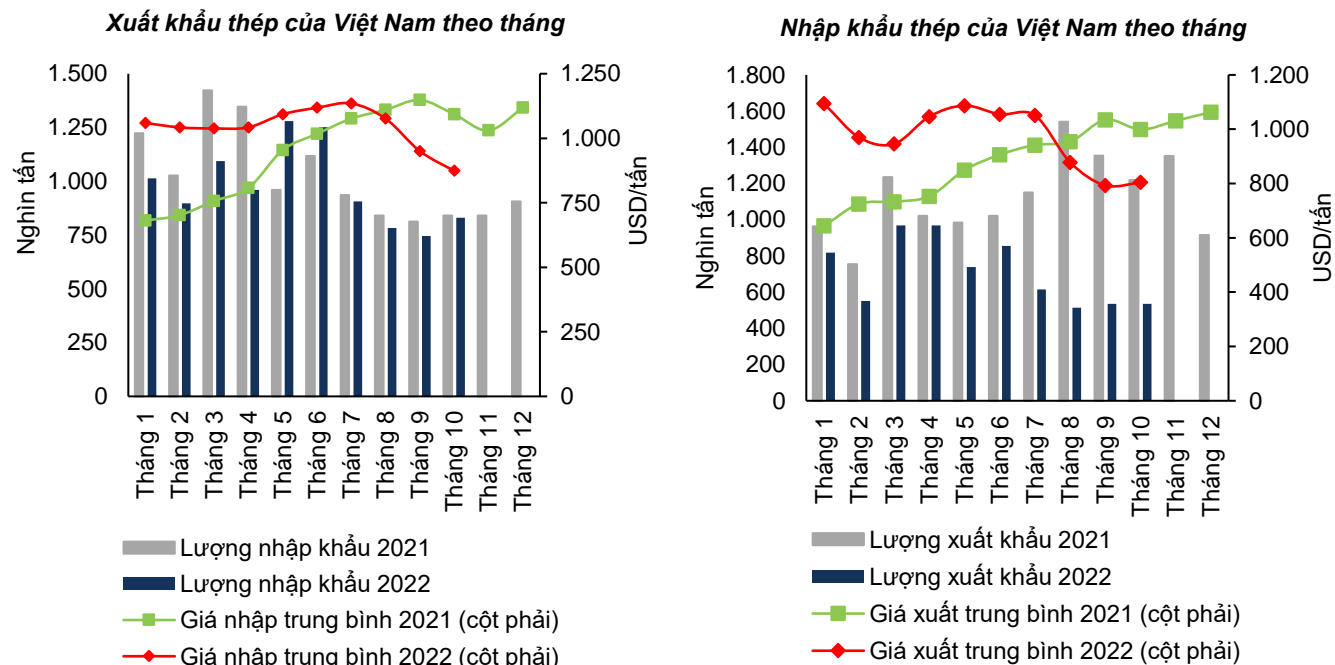
Sản lượng bán hàng thép thành phẩm theo chủng loại



Nguồn: VSA.

Sản lượng nhập & xuất khẩu thép 10 tháng đầu năm 2022 đồng loạt suy giảm lần lượt 8,4% & 36,9% yoy

Theo World Steel, tình hình lạm phát toàn cầu và chính sách tiền tệ thắt chặt trong năm 2022 đã làm lu mờ triển vọng tăng trưởng ngành thép. Cụ thể, giá năng lượng và lãi suất tăng cao đã dẫn đến hoạt động của các ngành sử dụng thép chậm lại. Điều này có thể thấy rõ từ ngành thép Việt Nam khi sản lượng thép xuất khẩu và nhập khẩu suy giảm mạnh so với mức thực hiện cùng kỳ.



Nguồn: VSA.

Đối với nhập khẩu, tính chung 10 tháng đầu năm 2022, sản lượng và giá trị đạt lần lượt 9,8 triệu tấn và 10,3 tỷ USD; tương đương tăng trưởng -8,4% về lượng và +6,8% về giá trị so với thực hiện cùng kỳ. Lò EAF chiếm tỷ trọng lớn cùng với mảng thép dẹt trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu dẫn tới việc các doanh nghiệp vẫn phải tiến hành nhập khẩu thép HRC, thép hợp kim và thép phế. Trong năm 2022, Trung Quốc tiếp tục là quốc gia cung ứng lớn nhất của Việt Nam khi chiếm tỷ trọng lên tới 44,1% tổng sản lượng. Tiếp đến là Nhật Bản (15,7%), Hàn Quốc (11,1%), Đài Loan (9,7%) và Ấn Độ (8,6%).

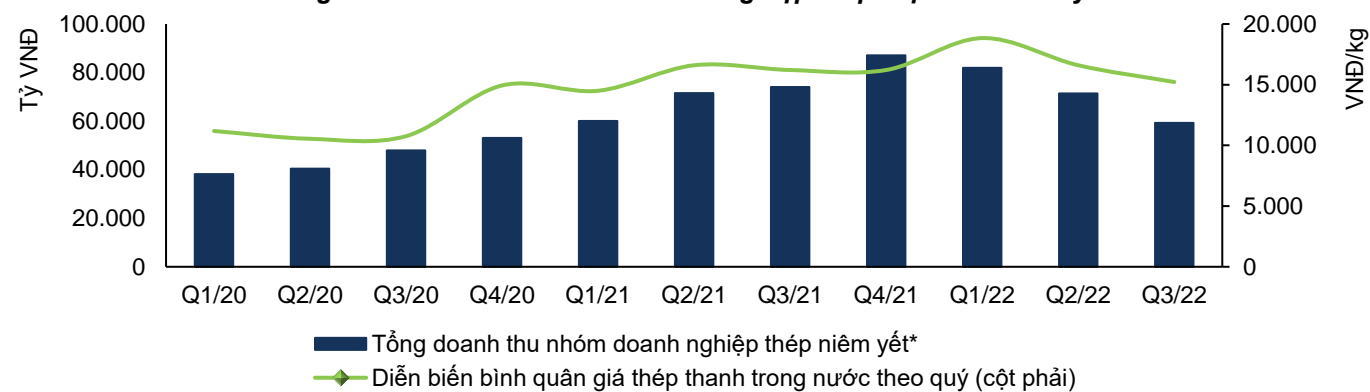
Đối với xuất khẩu, sản lượng 10 tháng đầu năm 2022 chỉ đạt 7,0 triệu tấn thép; giảm mạnh 36,9% so với cùng kỳ. Giá trị xuất khẩu trong cùng giai đoạn đạt 6,9 tỷ USD (-28,9% yoy). Lạm phát toàn cầu cùng chính sách thắt chặt tiền tệ toàn cầu đã tác động tiêu cực tới nhu cầu tiêu thụ thép nhập khẩu tại các thị trường lớn của Việt Nam như ASEAN, EU, Hoa Kỳ và Trung Quốc.

Nhu cầu thép suy giảm dẫn tới giá bán thép nhìn chung giảm trong năm 2022, tác động tiêu cực tới tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp trong ngành.

Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng âm cùng xu hướng giảm của giá bán thép trong nước từ cuối quý 1/2022 đã khiến doanh thu thuần theo quý các doanh nghiệp thép niêm yết liên tục giảm so với cùng kỳ và so với quý liền trước. Tổng doanh thu thuần quý 2 và quý 3 năm 2022 của nhóm này lần lượt ở mức 71,4 và 59,2 nghìn tỷ đồng; giảm lần lượt 0,2% và 19,9% so với cùng kỳ năm 2021.

Để đẩy mạnh tiêu thụ hàng tồn kho, các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước đã điều chỉnh giảm giá bán kể từ đầu quý 2/2022 đến nay; tác động tiêu cực đến tăng trưởng doanh thu chung của ngành.

Tổng doanh thu thuần nhóm doanh nghiệp thép Việt Nam niêm yết



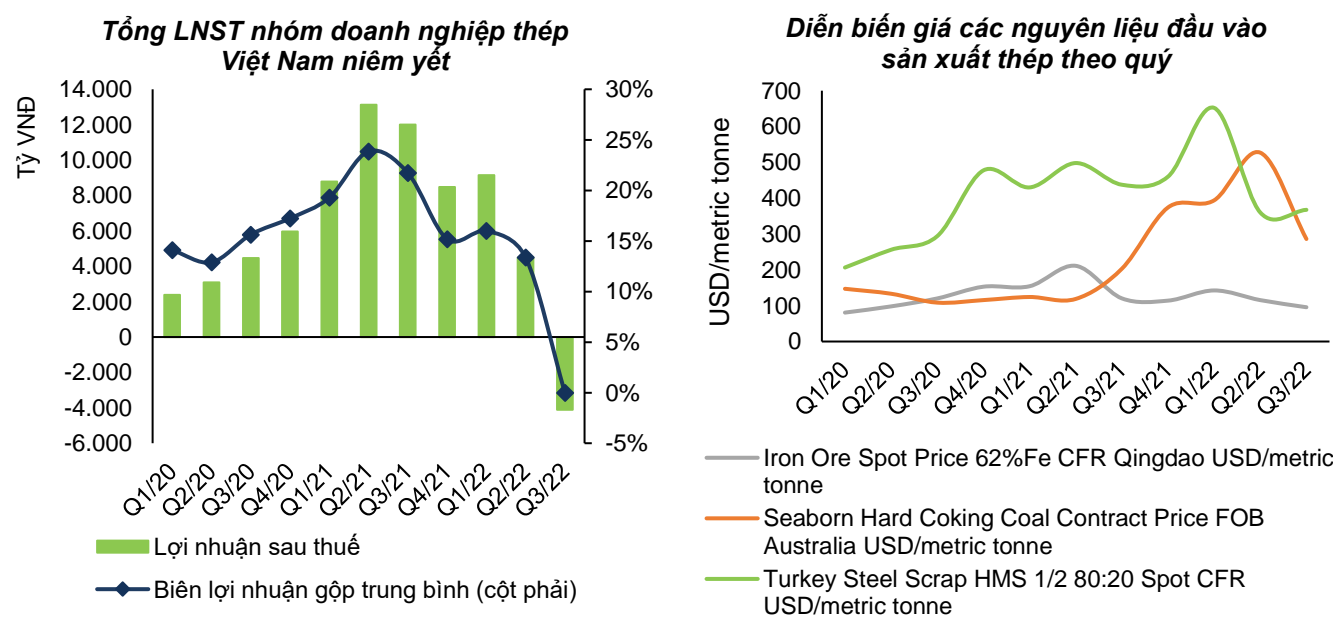
Chú thích: (*) Nhóm các doanh nghiệp thép Việt Nam niêm yết bao gồm: DTL, HMC, HPG, HSG, NKG, POM, SMC, VCA, VIS, VGS, KKC, KMT & SSM

Nguồn: VSA, FPTTS Tổng hợp.

1.2. Giá quặng sắt, than cốc và thép phế tăng cao bào mòn lợi nhuận doanh nghiệp trong ngành

Cùng với sự sụt giảm của doanh thu, giá các nguyên liệu đầu vào trọng yếu trong sản xuất thép là quặng sắt, than cốc và thép phế tăng cao trong đầu năm 2022 và mới chỉ hạ nhiệt từ quý 2/2022 tiếp tục bào mòn lợi nhuận các doanh nghiệp sản xuất thép trong ngành như Hòa Phát, gang thép Thái Nguyên, Việt Ý, Pomina và Dana - Ý. Đối với các doanh nghiệp tôn mạ như Hoa Sen hay Nam Kim, giá nguyên liệu tăng cao cũng khiến giá thép HRC nhập khẩu tăng mạnh và đẩy chi phí gia công sau cán tăng cao.

Biên lợi nhuận gộp trung bình theo quý của các doanh nghiệp thép Việt Nam liên tục giảm từ đầu năm đến nay trong bối cảnh giá bán giảm nhưng giá nguyên liệu than cốc mới chỉ bắt đầu hạ nhiệt trong quý 3/2022 sau khi biến động tăng mạnh trong hai quý đầu năm.



Nguồn: Bloomberg, VSA, FPTTS Tổng hợp.

2. Triển vọng ngành thép Việt Nam trong năm 2023

2.1. Sản lượng sản xuất & tiêu thụ thép năm 2023 dự kiến giảm 7,3% & 5,1% yoy từ kỳ vọng kém khả quan của ngành xây dựng

Chúng tôi nhận định năm 2023 sẽ tiếp tục là một năm với nhiều khó khăn cho ngành thép Việt Nam. Như đã phân tích ở trên, tăng trưởng ngành thép đến từ kỳ vọng tăng trưởng ngành xây dựng. Kỳ vọng này chủ yếu đến từ sự phát triển của thị trường bất động sản và hoạt động đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng. Tuy vậy, hai yếu tố này đều được dự báo kém khả quan trong năm 2023.

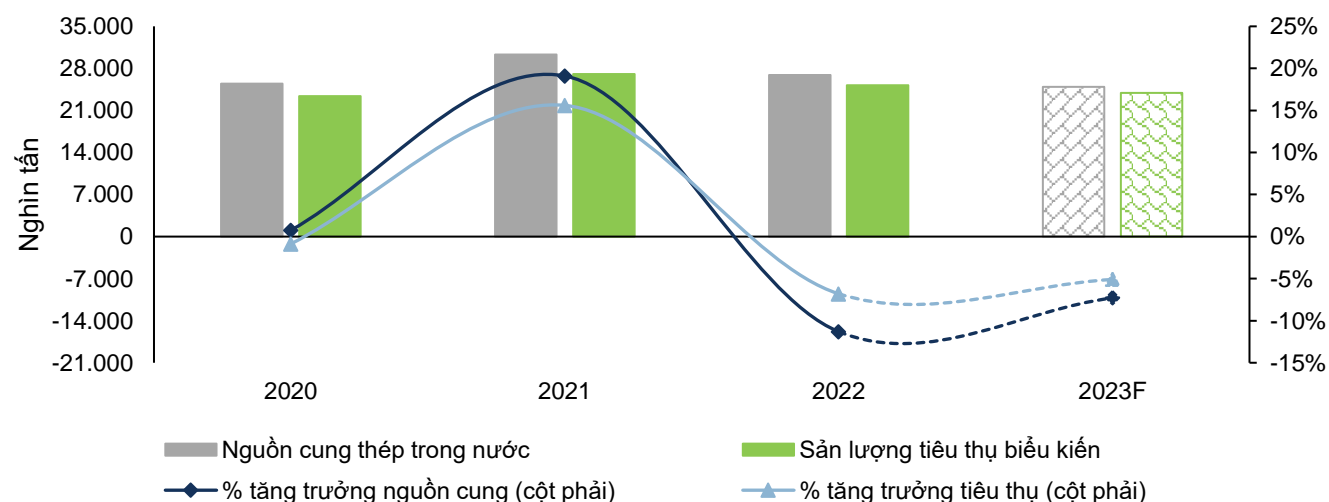
Cụ thể, thị trường bất động sản kỳ vọng tiếp tục giai đoạn sụt giảm trong bối cảnh cả pháp lý và tín dụng đều tiêu cực, lần lượt do (1) bất định trong chính sách khi chờ Luật Đất đai sửa đổi được ban hành và (2) chính sách thắt chặt tiền tệ bắt đầu từ giữa năm 2022 và kỳ vọng kéo dài ít nhất tới quý 2/2023 trong bối cảnh lạm phát leo thang trên toàn cầu. Số lượng giao dịch dự kiến ở mức 27,6 nghìn căn trong năm 2023, tương đương mức giảm 20% so với cùng kỳ.

Hoạt động đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng kỳ vọng sẽ bù đắp một phần cho sự sa sút của thị trường bất động sản trong năm 2023. Tuy nhiên, vấn đề chậm trễ trong hoạt động giải ngân vốn đầu tư công vẫn là một trở ngại lớn và Chính phủ vẫn đang nỗ lực trong việc tháo gỡ nút thắt này.

Chúng tôi dự kiến sản lượng tiêu thụ thép của Việt Nam trong năm 2023 ở mức 23,9 triệu tấn (-5,1% yoy). Con số dự kiến thấp hơn so với mức giảm 6,8% của năm 2022 chủ yếu đến từ kỳ vọng ngành sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm khi các chính sách thắt chặt tiền tệ được nới lỏng và Trung Quốc mở cửa hoàn toàn nền kinh tế giúp giá vật liệu xây dựng phục hồi.

Đối với hoạt động sản xuất thép, tình hình tiêu thụ đầu ra kỳ vọng trầm lắng cùng việc đóng lò của các doanh nghiệp sản xuất quy mô lớn như Hòa Phát và Pomina trong hai quý cuối năm 2022 sẽ khiến sản lượng sản xuất thép cả năm 2023 tăng trưởng âm so với năm 2022. Cụ thể, **sản lượng sản xuất thép của Việt Nam năm 2023 dự kiến đạt 24,9 triệu tấn (-7,3% yoy).**

Dự kiến nguồn cung & sản lượng tiêu thụ biểu kiến ngành thép



Nguồn: VSA, FPTs Tổng hợp & Dự phóng.

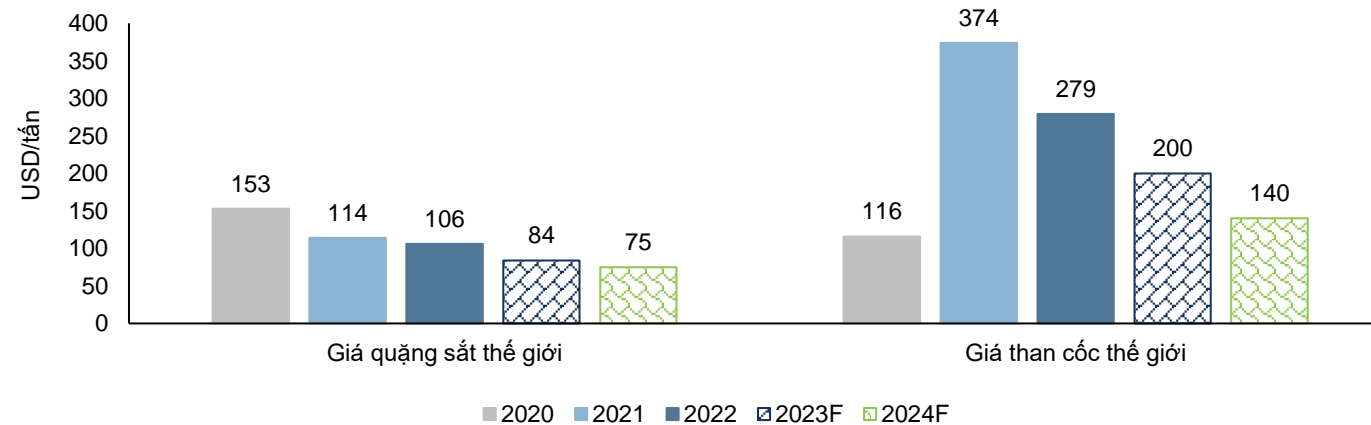
2.2. Giá nguyên liệu đầu vào sản xuất thép dự báo hạ nhiệt trong năm 2023

Trái ngược với triển vọng ảm đạm của đầu ra ngành thép Việt Nam, giá các loại nguyên liệu đầu vào quan trọng như quặng sắt và than cốc đều kỳ vọng hạ nhiệt trong năm 2023. Điều này giúp giảm bớt áp lực lên các doanh nghiệp sản xuất trong bối cảnh sản xuất và kinh doanh thép khó khăn.

Theo Fitch Ratings, giá quặng sắt dự kiến ở mức 85 USD/tấn và 75 USD/tấn lần lượt cho hai năm 2023 và 2024 trong bối cảnh nhu cầu thép toàn cầu ở mức thấp. Tuy nhiên, thị trường quặng sắt sẽ không dư cung bởi mức sụt giảm nguồn cung quặng sắt từ Nga và Ukraine được bù đắp bởi sự giảm nhu cầu quặng sắt của Châu Âu và các khu vực khác dưới tác động của lạm phát và chính sách thắt chặt tiền tệ.

Đối với than cốc, biến động tăng giá mạnh trong năm 2022 đến từ khủng hoảng năng lượng tại châu Âu khiến nhu cầu than cho sản xuất điện tăng mạnh. Tuy nhiên, giá than cốc trong năm 2023 được kỳ vọng giảm từ nhu cầu sụt giảm do ngành thép toàn cầu cắt giảm sản lượng và câu chuyện khủng hoảng năng lượng tại châu Âu dần được bình ổn.

Dự báo giá quặng sắt & than cốc thế giới theo Fitch Ratings



Nguồn: Fitch Ratings, FPTs Tổng hợp.

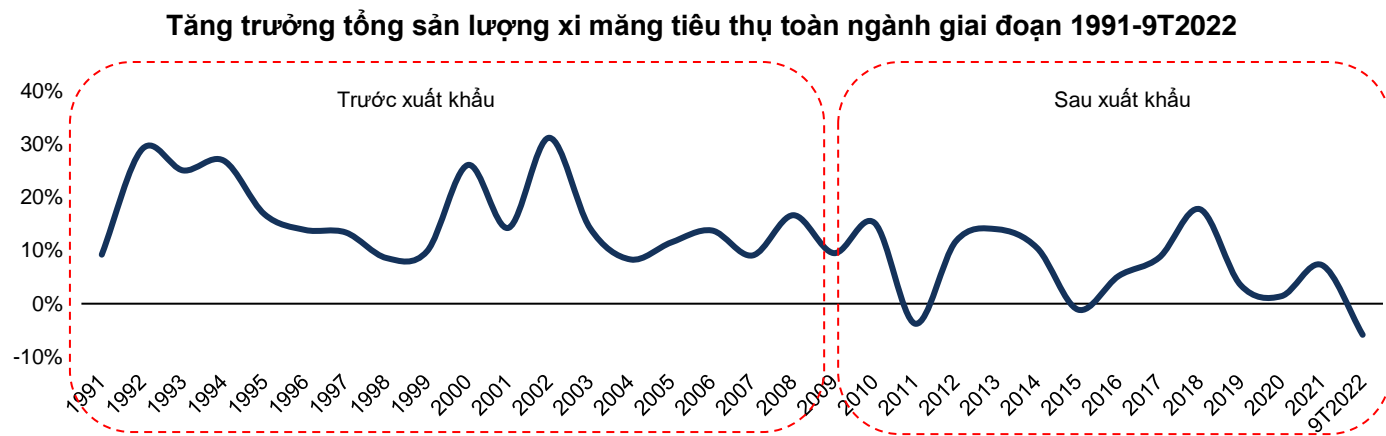
Trong bối cảnh doanh thu các doanh nghiệp thép Việt Nam kỳ vọng tiếp tục giảm trong năm 2023 từ sự sụt giảm của sản lượng tiêu thụ và giá bán thép thành phẩm, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ có sự phục hồi trong năm 2023. Cụ thể, giá nguyên liệu quặng sắt và than cốc kỳ vọng giảm lần lượt 20,8% và 28,3% trong năm 2023 sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất thép bằng công nghệ lò cao giảm bớt áp lực chi phí sản xuất và cải thiện biên lợi nhuận gộp so với năm 2022. Tương tự đối với các doanh nghiệp sản xuất bằng công nghệ lò điện và các doanh nghiệp sử dụng thép HRC làm đầu vào, giá quặng sắt và than cốc giảm mạnh cũng khiến giá thép phế và thép HRC giảm theo.

KẾT LUẬN: Triển vọng ngành thép năm 2023 kém khả quan trong bối cảnh ngành xây dựng và thị trường bất động sản suy thoái dưới ảnh hưởng của chính sách tiền tệ thắt chặt. Chúng tôi dự kiến doanh thu các doanh nghiệp niêm yết của ngành thép Việt Nam sẽ tiếp tục giảm so với cùng kỳ năm 2022 dựa trên kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và giá bán thép thành phẩm tiếp tục giảm. Tuy nhiên, về góc độ lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng năm 2023 sẽ có sự phục hồi từ mức nền lợi nhuận năm 2022 dựa trên kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh, lần lượt lên tới 20,8% và 28,3% đối với quặng sắt và than cốc.

NGÀNH XI MĂNG - PHỤC HỒI CHẬM TRONG BỐI CẢNH TIẾP TỤC DƯ CUNG

I. NGÀNH XI MĂNG CÓ TÍNH CHU KỲ CAO DO LIÊN KẾT CHẶT CHẼ VỚI TĂNG TRƯỞNG XÂY DỰNG

Tính chu kỳ của ngành xi măng được thể hiện qua **tốc độ tăng trưởng tổng sản lượng tiêu thụ toàn ngành**, có thể chia thành 2 giai đoạn chính là Trước xuất khẩu (1991-2009) và Sau xuất khẩu (2010-9T2022). Giai đoạn Trước xuất khẩu (1991-2009) các yếu tố nội tại của ngành cũng như công nghệ sản xuất không có nhiều thay đổi khiến cho tăng trưởng tiêu thụ xi măng khá bình ổn. Chỉ đến khi Việt Nam chính thức cho phép mở cửa và xúc tiến xuất khẩu vào năm 2010 (Giai đoạn Sau Xuất khẩu) thì tính chu kỳ của ngành xi măng mới thực sự xuất hiện. Chính vì vậy, chúng tôi sẽ chỉ thực hiện đánh giá tính chu kỳ của ngành xi măng Việt Nam kể từ năm 2010 trở đi.



Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam, FPTS tổng hợp

Tổng sản lượng tiêu thụ được chia thành 2 cấu phần chính là nội địa và xuất khẩu. Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa chịu tác động ảnh hưởng chính từ nhu cầu xây dựng vốn rất nhạy cảm với môi trường kinh tế (do sản phẩm xây dựng là hàng tiêu dùng lâu bền) và hoạt động xuất khẩu thì ngày càng phụ thuộc nhiều vào thị trường Trung Quốc (tại 2021 chiếm ~60% xuất khẩu của Việt Nam). Ngoài ra, hoạt động của ngành còn phụ thuộc nhiều vào biến động trong chi phí đầu vào, đặc biệt là than (chiếm ~40% giá thành).

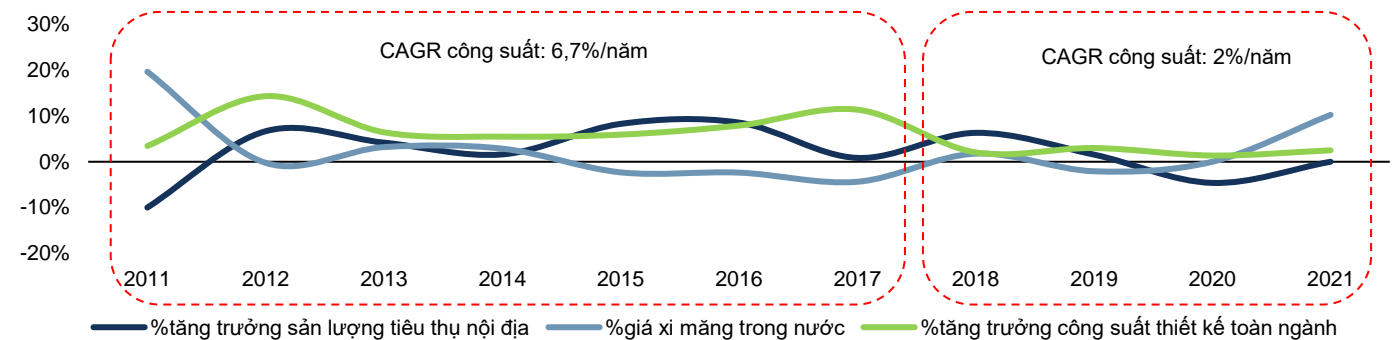
Bên cạnh đó, ngành xi măng khó tăng sản lượng do đã dư cung trầm trọng (tiêu thụ trong nước chỉ đạt ~60% công suất) khiến cho tiêu thụ xi măng bị phụ thuộc và chủ yếu cạnh tranh thông qua giá bán. Do đó, trong khuôn khổ báo cáo này, tính chu kỳ của ngành xi măng sẽ được chúng tôi tập trung phân tích thông qua các yếu tố tác động tới sản lượng tiêu thụ và giá xi măng, từ đó đánh giá triển vọng ngành trong năm 2023.

Các yếu tố ảnh hưởng tới tính chu kỳ của ngành xi măng bao gồm: Môi trường cạnh tranh, Nhu cầu và Chi phí đầu vào. Trong đó, yếu tố Môi trường cạnh tranh là trọng yếu khi yếu tố này có ảnh hưởng tới cả giá và sản lượng tiêu thụ của ngành xi măng Việt Nam.

1. Cạnh tranh trong ngành diễn ra gay gắt

Giai đoạn 2010-2017 có thể coi là giai đoạn tăng trưởng nóng của ngành xi măng khi hàng loạt dự án lớn đi vào hoạt động với tốc độ tăng trưởng công suất trung bình năm đạt 6,7%. Cũng chính từ năm 2010 trở đi, ngành xi măng trong nước bắt đầu phải đối diện với tình trạng dư cung khi công suất thiết kế vượt quá nhu cầu tiêu thụ trong nước. Tính riêng năm 2017, công suất toàn ngành xi măng đã đạt mức ~98 triệu tấn/năm, trong khi đó nhu cầu tiêu thụ nội địa chỉ đáp ứng khoảng 63% sản lượng sản xuất. Việc nhiều thương hiệu xi măng gia nhập thị trường và gia tăng công suất đã tạo ra áp lực cạnh tranh vô cùng gay gắt trong ngành, sản phẩm xi măng lại có tính đồng nhất cao khi phải tuân theo tiêu chuẩn sản xuất của Bộ Xây dựng khiến cho chi phí chuyển đổi thấp; dẫn tới các doanh nghiệp trong ngành chỉ có thể cạnh tranh về giá.

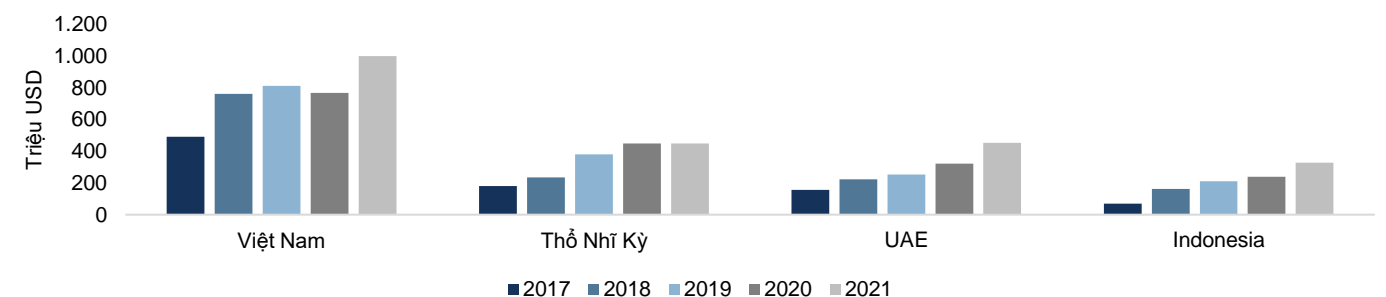
So sánh biến động giữa tăng trưởng giá xi măng trong nước và tăng trưởng công suất thiết kế giai đoạn 2011-2021



Nguồn: Bộ Xây dựng, Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTS tổng hợp

Giá xi măng nội địa trong giai đoạn này đã có mức giảm ~15% kể từ đỉnh năm 2011 và đạt mức thấp nhất 1,3 triệu đồng/tấn vào năm 2017. Trái lại, công suất thiết kế năm này lại đạt mức tăng 11%, tăng trưởng cao thứ hai sau năm 2012, với các dự án xi măng lớn của Tân Thắng, Thành Thắng, Long Sơn,... có công suất trung bình khoảng 2 triệu tấn/năm đi vào hoạt động. Gia tăng công suất quá nhanh cũng tạo áp lực lên thị trường tiêu thụ trong nước và làm giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ của ngành trong giai đoạn này, ước tính năm 2017, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ nội địa chỉ đạt 1% so với 9% của cùng kỳ năm 2016. Chính phủ đã cho giãn tiến độ thực hiện các dự án xi măng đồng thời quy định mức công suất cho phép được phép đầu tư trong từng thời kỳ kể từ năm 2017 để kiểm soát tình trạng trên, tốc độ tăng trưởng công suất của ngành từ giai đoạn này trở đi đã có sự chững lại đáng kể khi chỉ đạt ~2%/năm so với giai đoạn trước đó.

Giá trị xuất khẩu xi măng của Việt Nam so với các đối thủ chính trên thị trường giai đoạn 2017-2021



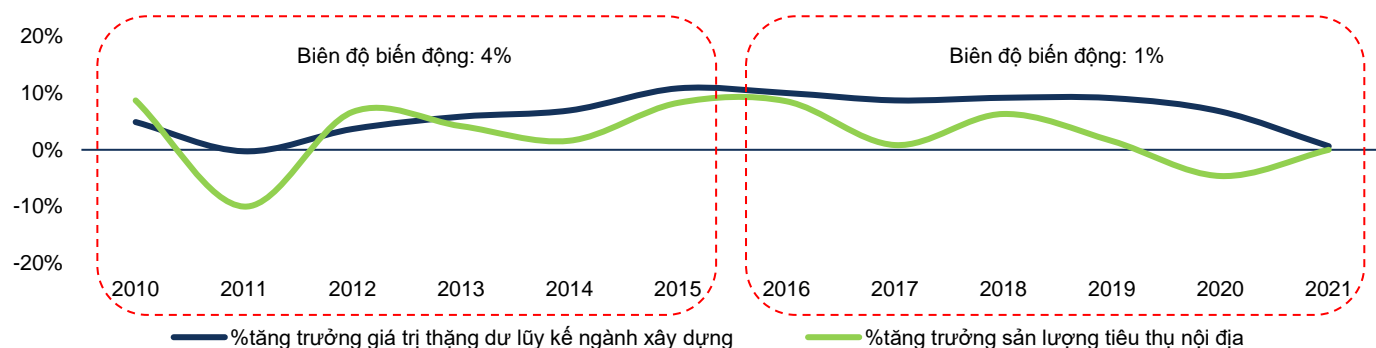
Nguồn: World Integrated Trade Solution, FPTS tổng hợp

Nhằm giải quyết tình trạng dư thừa trong nước, từ năm 2010, Việt Nam đã chính thức xuất khẩu các sản phẩm clinker và xi măng tới các thị trường chính bao gồm Bangladesh, Philippines và Trung Quốc. Trải qua hơn 20 năm thực hiện, tính đến nay, Việt Nam đã trở thành quốc gia xuất khẩu xi măng hàng đầu thế giới. Tuy nhiên, ngoài Việt Nam, nhiều quốc gia đang gia tăng cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu như Indonesia, Thổ Nhĩ Kỳ và các nước Trung Đông. Đây là những quốc gia mặc dù có chi phí sản xuất cao hơn so với xi măng Việt Nam, tuy nhiên do áp lực dư thừa sản xuất tại các nước này quá lớn nên hầu hết đã phải tăng cường giảm giá bán để cạnh tranh lấy thị phần xuất khẩu. Theo ước tính, giá xi măng xuất khẩu của Indonesia luôn thấp hơn ~10% so với giá xi măng xuất khẩu của Việt Nam.

2. Nhu cầu tăng trưởng chậm

Thị trường nội địa đã bão hòa

Tăng trưởng giá trị thặng dư lũy kế ngành xây dựng và tăng trưởng tiêu thụ xi măng nội địa giai đoạn 2007-2021

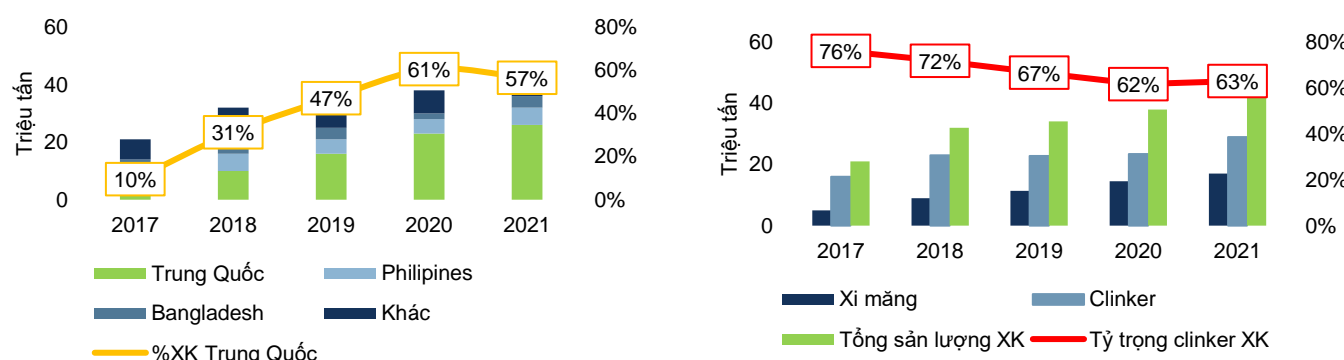


Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam, Bộ Xây dựng, FPTs tổng hợp

Chúng tôi nhận định thị trường xi măng nội địa đã bão hòa và không còn nhiều dư địa phát triển khi nhu cầu từ xây dựng suy yếu cùng với đó là tình trạng dư thừa công suất và áp lực cạnh tranh về giá tăng cao. Biên độ biến động của tiêu thụ xi măng nội địa cũng ngày càng thu hẹp khi sản lượng trong giai đoạn 2016-2021 chỉ đạt ~1% so với 4% trong giai đoạn trước đó, giữ quanh mức tiêu thụ ~59-62 triệu tấn/năm.

Xuất khẩu giúp giải quyết tình trạng dư cung nhưng không có tính lâu dài

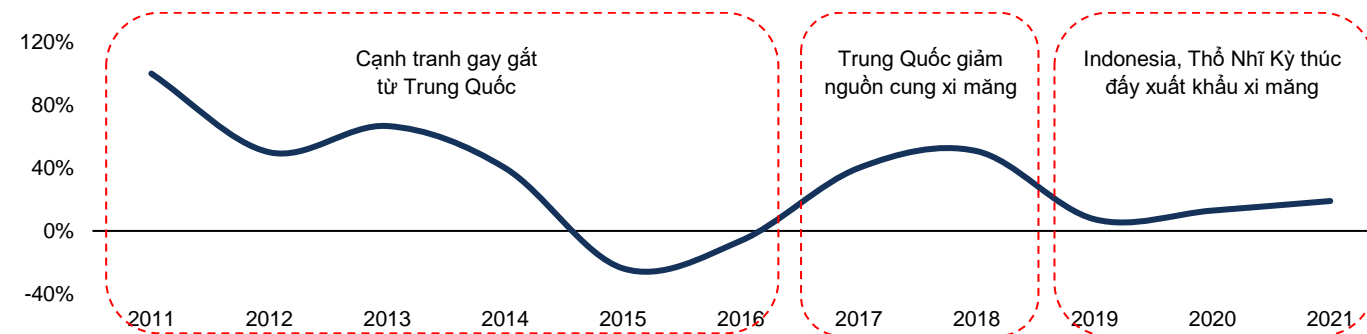
Tỷ trọng thị phần các thị trường xuất khẩu xi măng của Việt Nam (trái) và tỷ trọng clinker xuất khẩu của Việt Nam (phải) giai đoạn 2017-2021



Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTs tổng hợp

Giai đoạn 2015-2016, Trung Quốc là đối thủ chính của Việt Nam trên thị trường xuất khẩu xi măng, với tổng sản lượng lên tới 2,5 tỷ tấn, chiếm 60% sản lượng xi măng toàn cầu, giá xi măng của nước này cũng thấp hơn giá xuất khẩu của Việt Nam 3-4 USD/tấn khiến xi măng Việt Nam khó có thể cạnh tranh. Tuy nhiên, kể từ 2017 trở đi, Trung Quốc đã trở thành thị trường xuất khẩu xi măng chính của Việt Nam sau khi thực hiện đóng cửa hàng loạt nhà máy xi măng lớn để giảm thiểu ô nhiễm không khí và tiết kiệm điện sản xuất, khiến cho nước này từ một trong nước xuất khẩu xi măng hàng đầu thế giới, phải chuyển sang nhập khẩu để phục vụ cho nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu clinker và xi măng của Việt Nam giai đoạn 2011-2021



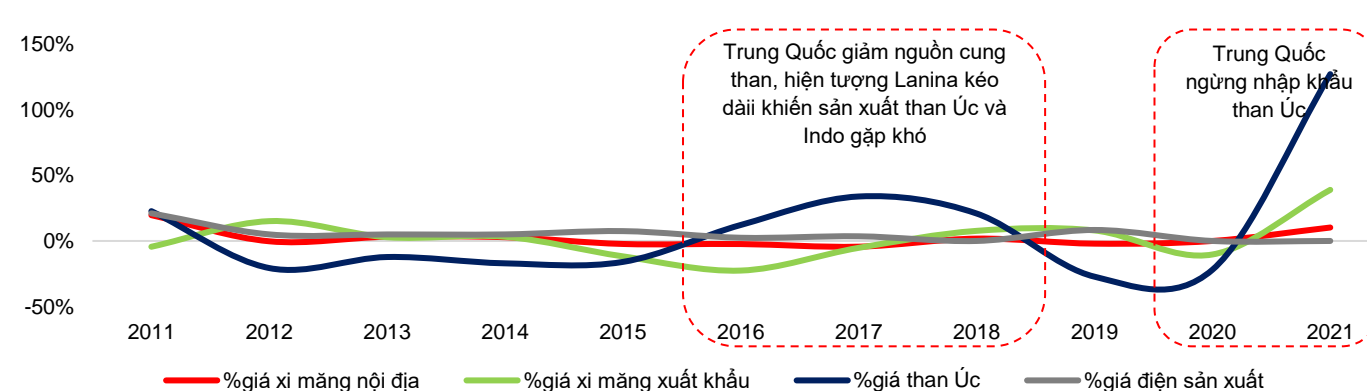
Nguồn: Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTs tổng hợp

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá thị trường Trung Quốc đang ở trong xu hướng bão hòa nhanh khi chính phủ nước này đưa ra nhiều chính sách thắt chặt thị trường bất động sản kể từ 2012 cùng với đó là mạnh tay cắt giảm từ 10-15% chi tiêu cho xây dựng cơ sở hạ tầng trong giai đoạn 2015-2020, dẫn tới tiêu thụ xi măng tại nước này sụt giảm. Ngoài ra, công tác xuất khẩu của Việt Nam không đem lại nhiều hiệu quả và chỉ mang tính chất tạm thời khi phần lớn tỷ trọng xuất khẩu là bán thành phẩm clinker, có biên lợi nhuận (3-4%) thấp hơn nhiều so với xi măng thành phẩm (10-12%) và phải chịu nhiều chính sách thuế quan ở cả trong và ngoài nước.

3. Chi phí đầu vào tăng cao bào mòn lợi nhuận doanh nghiệp

Trong cơ cấu chi phí sản xuất xi măng, chi phí than chiếm tỷ trọng cao nhất với tỷ trọng lên đến 40%. Do sản lượng sản xuất và trữ lượng than (đã phát hiện) không dồi dào nên chính phủ đã thúc đẩy nhập khẩu mạnh mẽ kể từ 2013, trong đó Úc là thị trường nhập khẩu than lớn nhất của Việt Nam chiếm tới 51% thị phần. Ngành xi măng lại là một trong những ngành công nghiệp có tỷ lệ sử dụng than nhập khẩu hàng đầu, do đó, biến động của giá than Úc sẽ có tác động rất lớn tới chi phí đầu vào và giá bán của các doanh nghiệp sản xuất xi măng

Biến động giá xi măng Việt Nam và giá than Úc giai đoạn 2011-2021

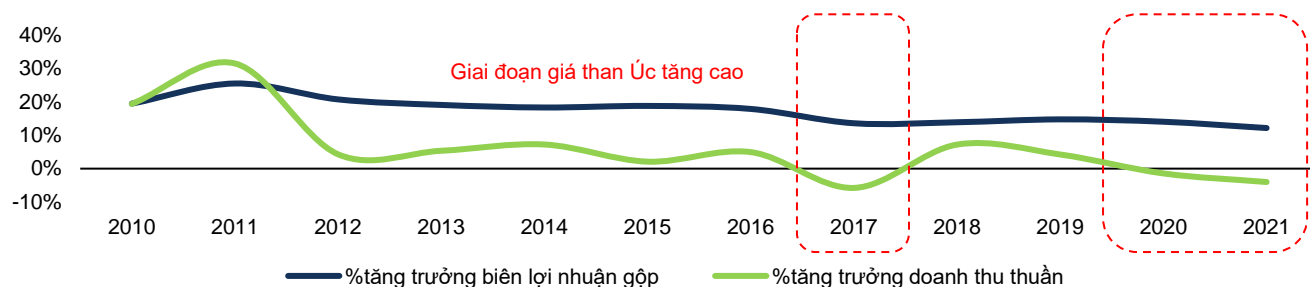


Nguồn: World Bank, EVN, Sở xây dựng các tỉnh, Hiệp hội xi măng Việt Nam, FPTs tổng hợp

Tính tới năm 2021, giá than Úc đã có mức tăng trưởng mạnh mẽ trong đó đáng chú ý nhất là hai giai đoạn 2016-2018 và 2020-2021, nguyên nhân chủ yếu tới từ động thái của Trung Quốc cùng với đó là diễn biến thời tiết cực đoan khiến cho nguồn cung sụt giảm. Tính tới cuối năm 2021, giá than Úc đã đạt mức ~138 USD/tấn, tăng 127% so với cùng kỳ. Thêm vào đó, giá than tăng cũng gây ảnh hưởng tới giá điện sản xuất (chiếm ~20% chi phí sản xuất xi măng) khi nhiệt điện vẫn là phân khúc cung cấp điện năng chính tại Việt Nam. Tuy nhiên, do là mặt hàng thiết yếu nên giá điện được đặt dưới sự kiểm soát của Bộ Công thương dẫn tới xu hướng biến động tương đối bình ổn so với giá than trong giai đoạn 2010-2021 với mức tăng ~5%/năm.

Việc chi phí đầu vào tăng mạnh cũng kéo theo giá bán xi măng tăng cao khiến tiêu thụ xi măng suy giảm, trong khi đó mức tăng trưởng của giá xi măng lại không thể bằng mức tăng của chi phí đầu vào, điều này khiến cho doanh thu và lợi nhuận doanh nghiệp xi măng trong ngành bị bào mòn nghiêm trọng. Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành xi măng đã giảm lần lượt xuống 14% và 12% trong năm 2017 và 2021 so với 18-25% trong giai đoạn trước đó. Doanh thu cũng có xu hướng tương tự khi đạt mức tăng trưởng -6% và -4% trong hai năm kể trên.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp xi măng giai đoạn 2010-2021

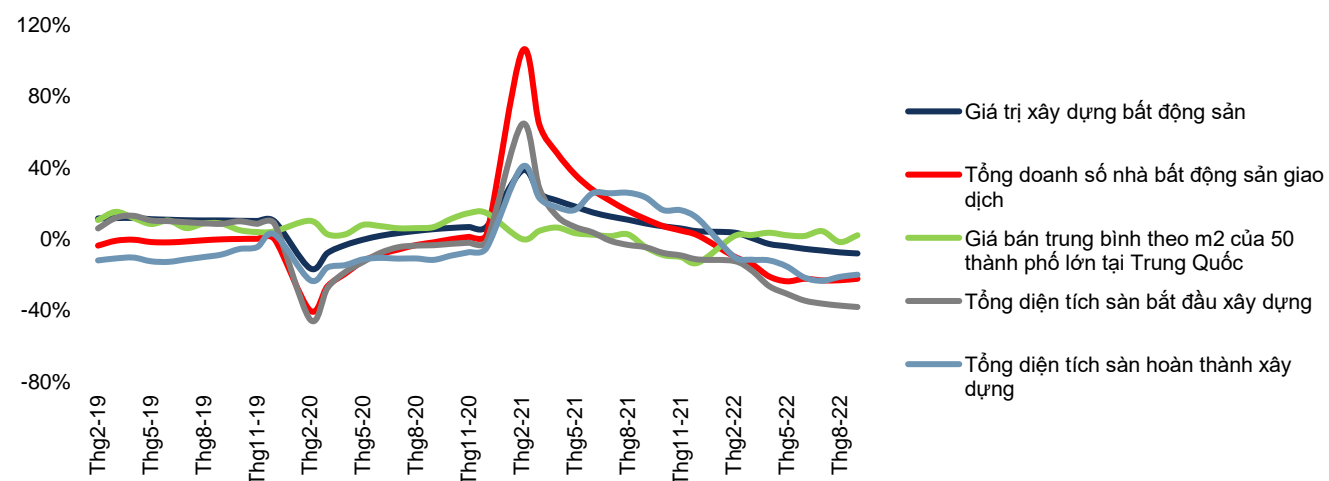


Nguồn: BCTC các công ty, FPTS tổng hợp

II. NHÌN LẠI 2022 – TRIỂN VỌNG 2023: CÓ DẤU HIỆU PHỤC HỒI NHƯNG VẪN Ở MỨC THẤP

1. Xuất khẩu kém khả quan khi nhu cầu từ Trung Quốc sụt giảm

Thống kê xây dựng dân dụng Trung Quốc 2019-9T2022



Nguồn: Tổng Cục thống kê Trung Quốc, FPTS tổng hợp

Trong năm 2022, xuất khẩu không phải là điểm sáng của tiêu thụ xi măng khi sản lượng 9T2022 chỉ đạt 23,97 triệu tấn, sụt giảm 25% so với cùng kỳ năm 2021. Nguyên nhân chủ yếu do thị trường nhà đất của Trung Quốc lâm vào khủng hoảng trầm trọng sau khi Chính phủ nước này thực hiện thắt chặt tín dụng đối với các đơn vị phát triển bất động sản thông qua chính sách “ba lần ranh đỏ”. Việc nhiều doanh nghiệp bất động sản không thể vay thêm vốn để hoạt động cùng với đó là hàng loạt công ty lớn trong ngành sử dụng nợ vay quá mức và không thể thanh toán đúng hạn đã đẩy thị trường bất động sản của nước này vào một đợt suy giảm mạnh mẽ, từ đó kéo theo nhu cầu xây dựng và tiêu thụ xi măng đi xuống. Ngoài ra, đầu năm 2022 cũng là thời điểm dịch COVID 19 bắt đầu diễn biến phức tạp trở lại tại Trung Quốc khiến hoạt động xây dựng trong nước đình trệ khi chính phủ áp dụng chính sách Zero Covid.

Sang đến 2023, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sẽ hồi phục một phần khi Trung Quốc có động thái mở cửa trở lại cùng với đó là gói chính sách 16 điểm nhằm “giải cứu” thị trường bất động sản trong nước, thời hạn áp thuế phòng vệ của Philippines cũng sẽ kết thúc trong năm tới. Ngoài ra, từ ngày 01/01/2023 nghị định 101/2021/NĐ-CP sẽ chính thức có hiệu lực, theo đó thuế xuất khẩu clinker sẽ tăng từ 5% lên 10% nhằm giảm thiểu xuất khẩu tài nguyên khoáng sản trong nước, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức độ tác động của chính sách này lên sản lượng xuất khẩu chỉ mang tính tạm thời do tình trạng dư cung trong nước vẫn đang diễn ra nghiêm trọng.

Chúng tôi dự phóng mức sản lượng xuất khẩu của Việt Nam sẽ lần lượt đạt 33,5 triệu tấn và 35,9 triệu tấn trong năm 2022 và 2023, giảm 27% và 21% so với năm 2021.

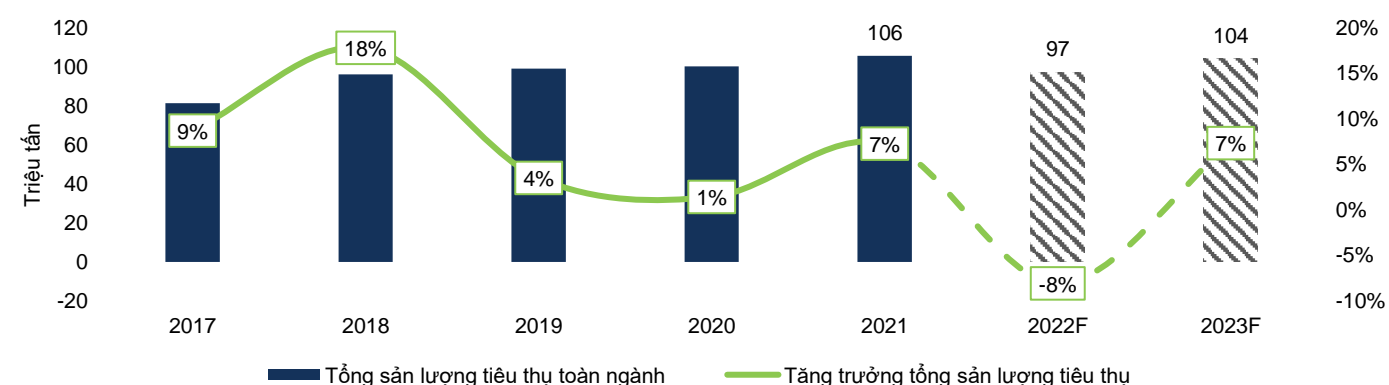
2. Tiêu thụ trong nước tăng trưởng chậm, tình trạng dư cung tiếp diễn

Tiêu thụ xi măng nội địa có mức phục hồi nhẹ trong 9 tháng đầu năm 2022 ở mức 48,96 triệu tấn, tăng ~7.4% so với cùng kỳ năm 2021. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ xi măng nội địa đang bước vào giai đoạn phục hồi, ước tính cả năm 2022 đạt ~63,5 triệu tấn, tăng ~6% so với cùng kỳ do ngành xây dựng vẫn còn gặp nhiều khó khăn khi kinh tế kém thuận lợi, giá vật liệu xây dựng neo cao cùng với đó là chậm giải ngân vốn đầu tư công.

Bên cạnh đó, tình trạng dư cung của ngành vẫn tiếp diễn trong năm 2022 khi nhiều dự án xi măng với công suất lớn đi vào hoạt động, bao gồm dự án xi măng Xuân Thành 3 (công suất 4,5 triệu tấn/năm), xi măng Long Thành (công suất 2,3 triệu tấn/năm), xi măng Long Sơn 4 (công suất 2,3 triệu tấn/năm).

Sang đến năm 2023, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ xi măng nội địa sẽ đạt khoảng ~7%, không có nhiều thay đổi so với năm 2022, đặc biệt là phân khúc xây dựng nhà ở vẫn tiếp tục khó khăn trong năm 2023. Ngoài ra, ngành xi măng sẽ tiếp tục dư thừa công suất với nhiều dự án mới được cấp phép khởi công, trong đó tiêu biểu là cụm dự án của xi măng Đại Dương với 4 dây chuyền (công suất 2,3 triệu tấn/năm).

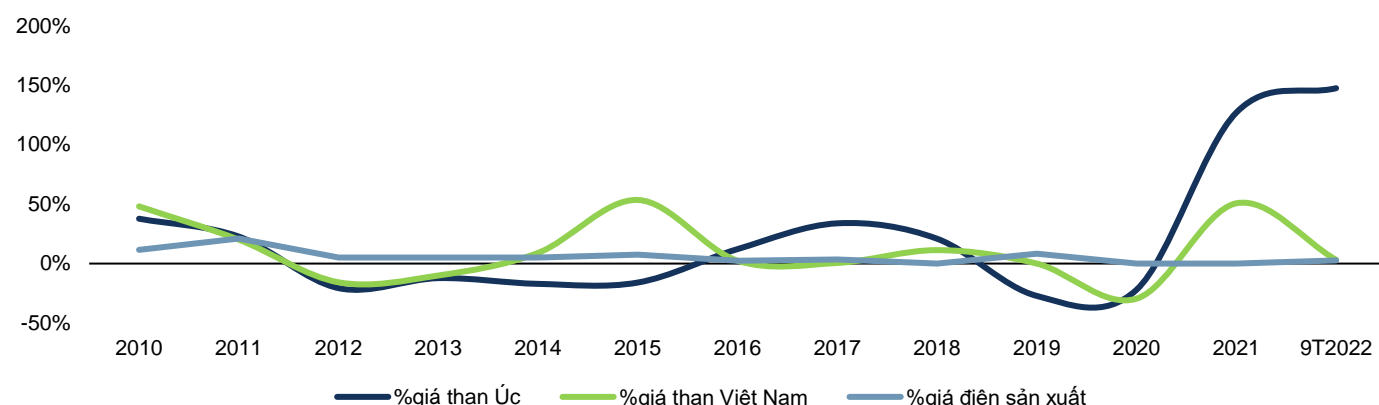
Dự phóng sản lượng tiêu thụ xi măng toàn ngành năm 2022F và 2023F



Nguồn: FPTS ước tính

3. Chi phí đầu vào tăng mạnh khi cả giá than và giá điện đồng thời điều chỉnh tăng

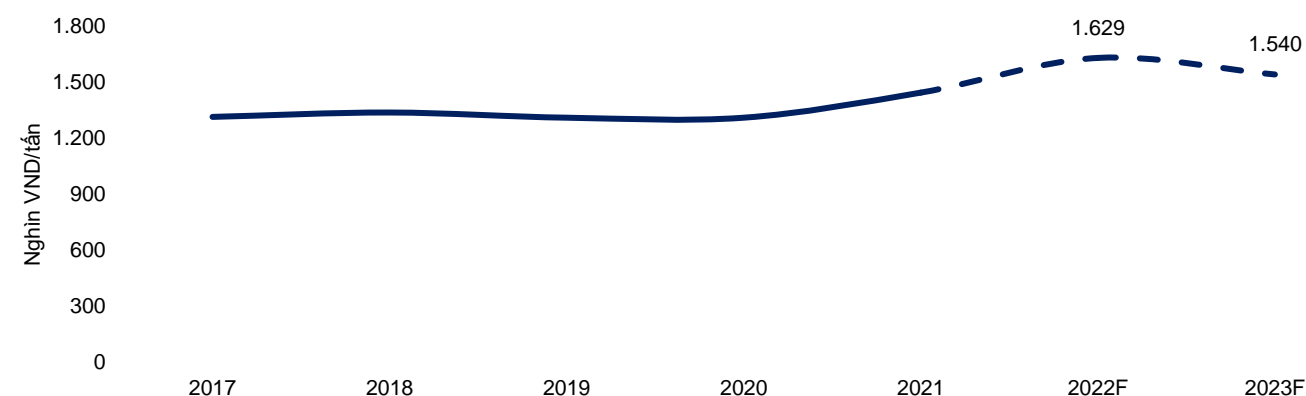
Biến động chi phí đầu của ngành xi măng vào giai đoạn 2010-9T2022



Nguồn: Worldbank, TKV, EVN, FPTS tổng hợp

Hai chi phí chính là than và điện đang tiếp tục xu hướng tăng: Than Úc tiếp tục có mức tăng mạnh lên ~350 USD/tấn do từ tháng 2 năm 2022, Nga đã tiến hành chiến dịch quân sự đặc biệt vào Ukraine khiến khủng hoảng năng lượng nổ ra khi Nga cắt nguồn cung cấp dầu mỏ nhằm đáp trả các biện pháp trừng phạt của EU và Mỹ. Nhu cầu sử dụng nguồn nhiên liệu thay thế cho dầu tăng cao, cùng với đó là mùa đông diễn ra khắc nghiệt tại châu Âu đã đẩy giá than Úc lên cao. Giá than trong nước có biến động ổn định hơn khi Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV) vẫn tiếp tục phối trộn than trong nước và than nhập khẩu để tiêu thụ, tuy nhiên vẫn giữ ở mức cao ~147 USD/tấn, tăng 3% so với cùng kỳ 2021. Giá điện cũng được Bộ Công thương điều chỉnh tăng ~3% để cải thiện kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp điện trong nước trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng cao. Do đó, giá xi măng năm 2022 đã điều chỉnh tăng ~12% so với cùng kỳ năm 2021, đạt mức 1,63 triệu đồng/tấn.

Dự phóng giá xi măng trong nước năm 2022F và 2023F



Nguồn: FPTS ước tính

Theo dự báo của World Bank, giá than Úc trong năm 2023 sẽ giảm khoảng ~31% về mức 240 USD/tấn và vẫn sẽ cao hơn mức giá trung bình 5 năm trở lại đây, giá điện vẫn sẽ giữ nguyên khi các doanh nghiệp sản xuất điện gặp khó khăn trong việc đàm phán một mức sản lượng hợp đồng tốt trong năm 2023 (Xem thêm tại ngành Điện). Dự kiến giá xi măng 2023 sẽ có cùng xu hướng biến động với giá than Úc với mức giảm khoảng ~5% về khoảng giá 1,54 triệu đồng/tấn so với 2022 do chi phí đầu vào vẫn neo ở mức cao và chưa thể trở lại mức giá trước dịch COVID 19.

KẾT LUẬN

Năm 2023, sản lượng tiêu thụ vẫn sẽ tiếp tục xu hướng **phục hồi** trong năm 2022, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại do ngành xây dựng vẫn còn nhiều khó khăn.

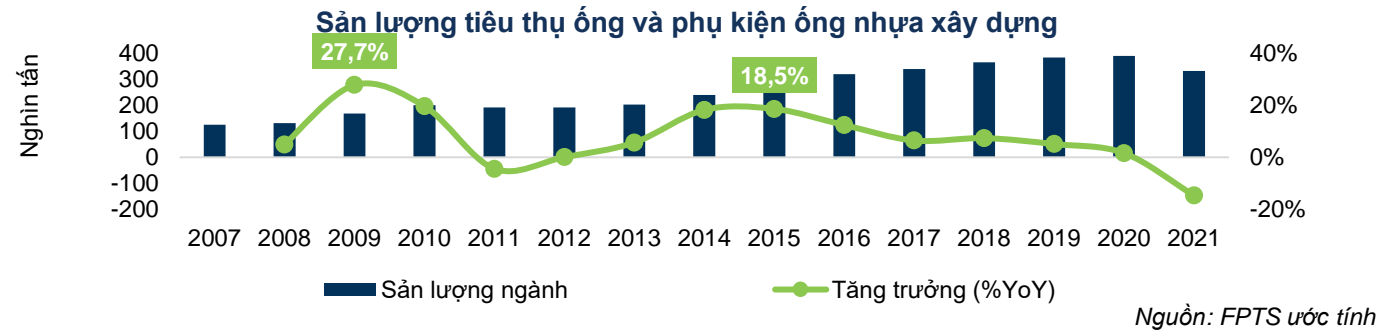
Giá xi măng 2023 sẽ có mức điều chỉnh giảm nhẹ không đáng kể do giá than vẫn đang neo ở mức cao và sẽ chưa thể giảm về mức giá thời điểm trước dịch.



NGÀNH NHỰA XÂY DỰNG- ÁP LỰC GIẢM GIÁ BÁN HẠN CHẾ LỢI ÍCH TỪ GIÁ HẠT NHỰA HẠ NHIỆT

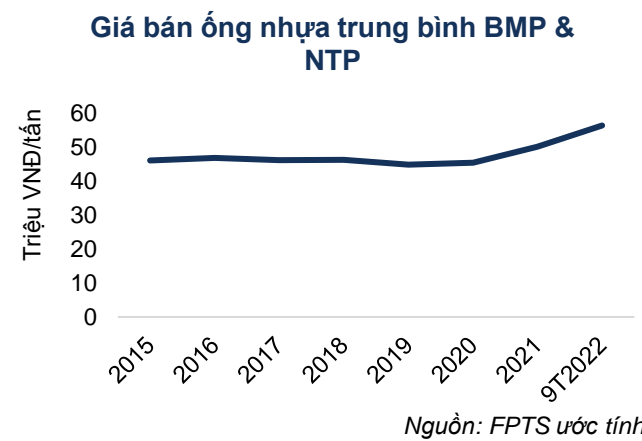
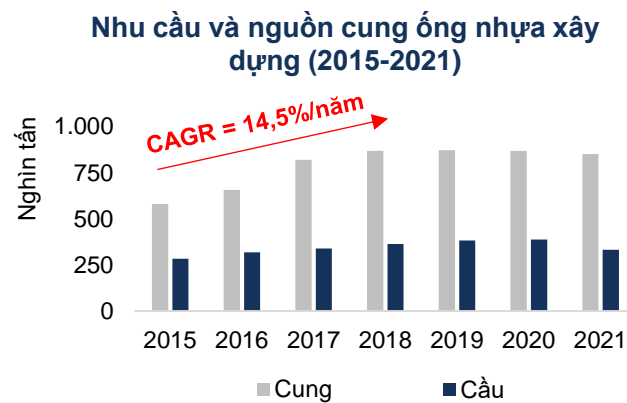
I. CHU KỲ NGÀNH NHỰA XÂY DỰNG CHỊU TÁC ĐỘNG TỪ SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ VÀ GIÁ HẠT NHỰA

Sản phẩm nhựa xây dựng được phân làm 2 mảng chính là (1) ống và phụ kiện ống nhựa và (2) nhựa vật liệu xây dựng (khung cửa nhựa, tấm lợp nhựa...). Vì hạn chế thông tin, trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi tập trung phân tích mảng Ống và phụ kiện ống nhựa (chiếm ~25%-30% tổng sản lượng nhựa xây dựng) với các doanh nghiệp đầu ngành như Nhựa Bình Minh (HSX: BMP), Nhựa Tiền Phong (HNX: NTP), Nhựa Hoa Sen (HSX: HSG), Stroman,... đại diện bởi sản lượng tiêu thụ.



Trong giai đoạn 2008-2021, sản lượng tiêu thụ ống nhựa xây dựng đã hoàn thành 02 chu kỳ (2008-2011 và 2012-2021). Trong đó, so với chu kỳ trước, chu kỳ sau có đỉnh thấp hơn, cùng với tình trạng dư cung xuất hiện và cạnh tranh trong ngành tăng cao. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng sản lượng nhựa xây dựng trong dài hạn đang tiến về giai đoạn bão hòa.

Bên cạnh đó, hoạt động của ngành nhựa xây dựng còn chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá hạt nhựa do (1) ngành nhựa xây dựng Việt Nam cạnh tranh về giá gay gắt do dư cung (tiêu thụ chỉ ~40% tổng công suất thiết kế), và (2) chi phí hạt nhựa đầu vào (ba loại chính là PVC, HDPE và PP) chiếm 60%-70% tổng giá thành nhựa xây dựng.



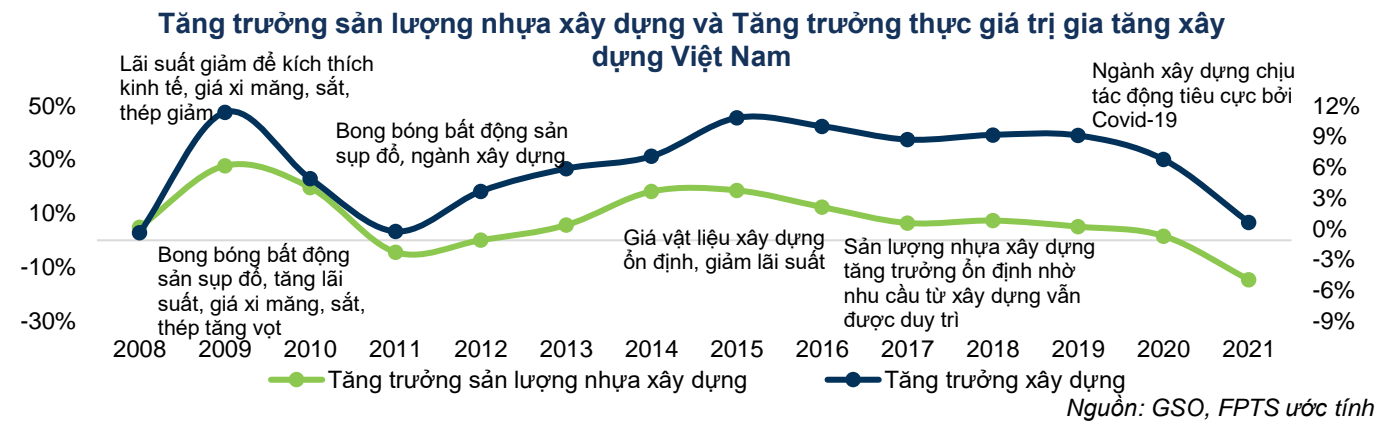
Cụ thể, tổng công suất thiết kế của ngành đã đi ngang từ năm 2018 tới nay sau giai đoạn 2016-2018 tăng trưởng cao 14,5%/năm. Mặc dù trước giai đoạn này, tình trạng dư cung đã xảy ra nhưng chủ yếu ở những dòng ống có kích thước lớn, điển hình như HDPE chuyên phục vụ cho xây dựng hạ tầng, thường chỉ sản xuất khi có đơn đặt hàng hoặc được bán thương mại với số lượng nhỏ nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm. Trong khi đó, dòng ống kích thước thông thường (đường kính nhỏ hơn 200mm), đặc biệt là ống uPVC, vẫn được sản xuất với hiệu suất khá cao và còn tiềm năng tăng trưởng. Tới nay, tình trạng dư cung khá lớn, xảy ra ở tất cả các dòng ống nhựa, bao gồm cả uPVC khi nhu cầu tiêu thụ toàn ngành nhựa xây dựng chỉ bằng khoảng 40% tổng CSTK. Điều này làm các doanh nghiệp trong ngành hạn chế tăng giá bán để duy trì năng lực cạnh tranh.

Điển hình như BMP và NTP (chiếm 56% thị phần ngành) đã không tăng giá bán trong suốt giai đoạn 2015-2020, chỉ tăng vào năm 2021 do áp lực từ chi phí đầu vào.

Trong phạm vi của báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích các yếu tố có tác động lớn tới (1) chu kỳ sản lượng tiêu thụ ống nhựa và (2) chu kỳ giá hạt nhựa, qua đó đánh giá triển vọng của ngành trong năm 2023.

1. Sản lượng tiêu thụ ống nhựa có tính chu kỳ cao do nhạy cảm với nhu cầu xây dựng

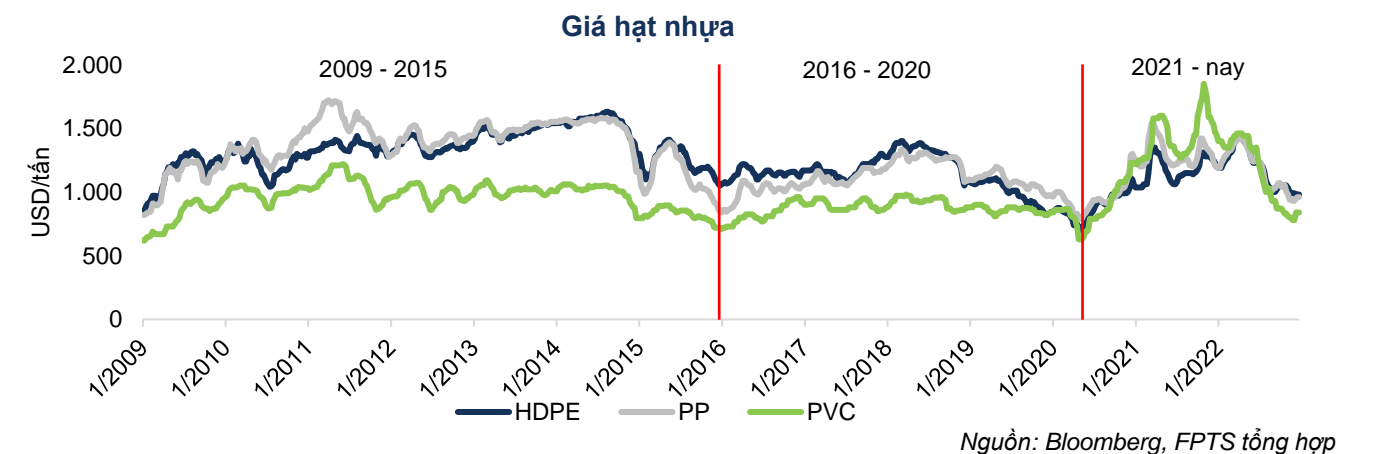
Tăng trưởng sản lượng ống nhựa xây dựng gắn liền với tăng trưởng của ngành xây dựng trong nước do đặc thù ống nhựa công kênh khó vận chuyển, khiến hầu hết sản lượng được tiêu thụ nội địa và không chịu cạnh tranh bởi hàng nhập khẩu. Qua đó, tăng trưởng sản lượng nhựa xây dựng diễn biến đồng pha với tăng trưởng thực giá trị gia tăng ngành xây dựng Việt Nam từ năm 2008 tới nay.



2. Chu kỳ giá hạt nhựa chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu hóa thạch và nhu cầu tiêu thụ trên thế giới

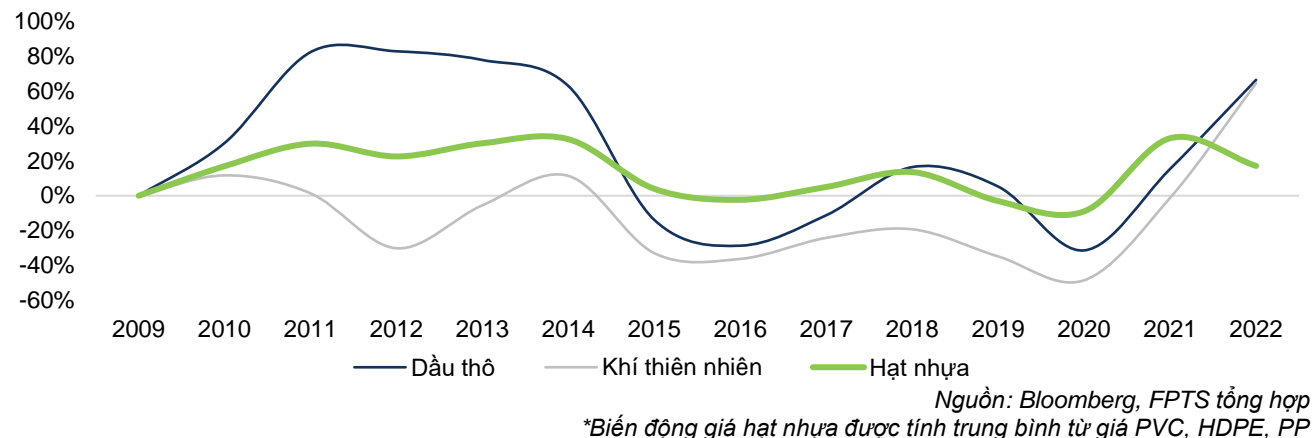
Giá hạt nhựa tại Việt Nam có diễn biến tương đồng với giá hạt nhựa trong khu vực, chủ yếu do ngành nhựa xây dựng Việt Nam còn đang phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu khi nguồn cung nội địa của PVC, PP hiện chỉ đáp ứng lần lượt khoảng 37% và 44% nhu cầu tiêu thụ, riêng HDPE chưa được sản xuất tại Việt Nam. Trong các loại hạt nhựa dùng cho sản xuất sản phẩm nhựa xây dựng, PVC chiếm tỷ trọng lớn nhất ~70%, vì vậy biến động giá PVC cũng có tác động lớn nhất tới ngành.

Từ 2009 tới nay, các loại hạt nhựa đã hoàn thành 02 chu kỳ về giá (2009-2015 và 2016-2020) và hiện đang trong giai đoạn giảm giá của chu kỳ thứ ba.



Giá hạt nhựa thế giới chịu ảnh hưởng lớn từ (1) tương quan và biến động giá dầu thô và khí thiên nhiên (chiếm ~70% chi phí sản xuất hạt nhựa) và (2) nhu cầu tiêu thụ hạt nhựa toàn cầu.

Biến động giá hạt nhựa và nguyên liệu hóa thạch



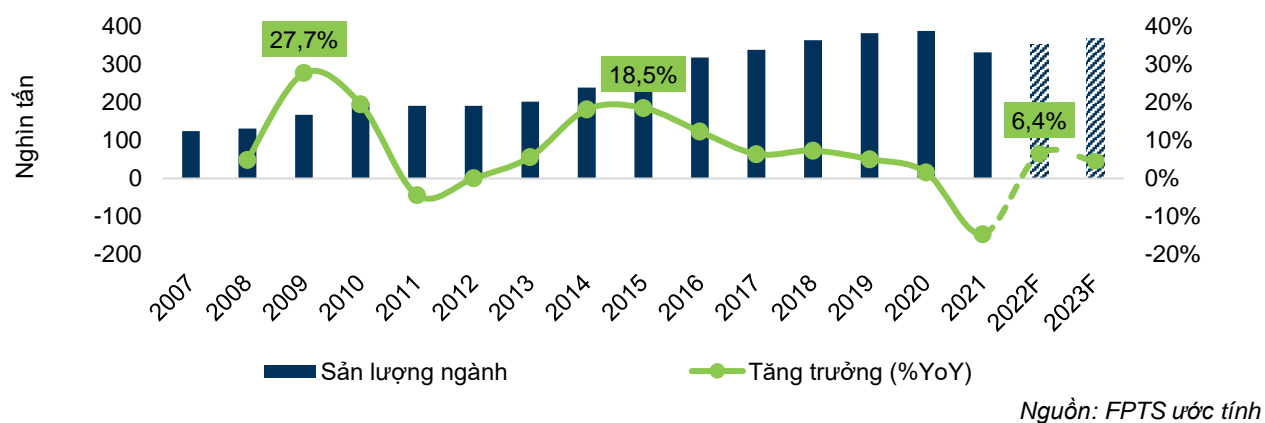
Cụ thể ảnh hưởng của các yếu tố trên tới chu kỳ giá hạt nhựa như sau:

- Chu kỳ 2009-2015: Giá hạt nhựa chỉ tăng nhẹ dù giá dầu tăng mạnh, chủ yếu do giá khí thiên nhiên sụt giảm, thuận lợi cho những doanh nghiệp sản xuất hạt nhựa nguồn gốc từ khí thiên nhiên gia tăng sản lượng, hạn chế mức tăng của giá hạt nhựa.
- Chu kỳ 2016-2020: Giá hạt nhựa duy trì ở nền giá thấp hơn so với chu kỳ trước do giá dầu sụt giảm mạnh và giá khí thấp.
- Chu kỳ 2021-nay: Từ cuối 2020 sang 2021, giá hạt nhựa nhìn chung tăng mạnh theo đà tăng của giá các loại nguyên liệu hóa thạch. Ngược lại, từ cuối năm 2021, giá hạt nhựa đã có xu hướng chững lại (dù giá nguyên liệu hóa thạch vẫn tăng), chủ yếu do nhu cầu sụt giảm khi biến thể Omicron xuất hiện. Từ T05/2022 tới nay, giá hạt nhựa trung bình liên tục sụt giảm, mạnh nhất là giá PVC do nhu cầu suy yếu khi (1) Trung Quốc (quốc gia tiêu thụ nguyên liệu nhựa nhiều nhất thế giới) áp dụng chính sách Zero-Covid phòng chống dịch nghiêm ngặt và (2) suy yếu kinh tế toàn cầu.

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023 - SẢN LƯỢNG TĂNG TRƯỞNG CHẬM VÀ HẠT NHỰA TIẾP TỤC GIAI ĐOẠN GIẢM GIÁ

1. Sản lượng phục hồi từ mức nền thấp nhưng bị hạn chế vì khó khăn của ngành xây dựng

Dự phóng sản lượng tiêu thụ ống nhựa xây dựng

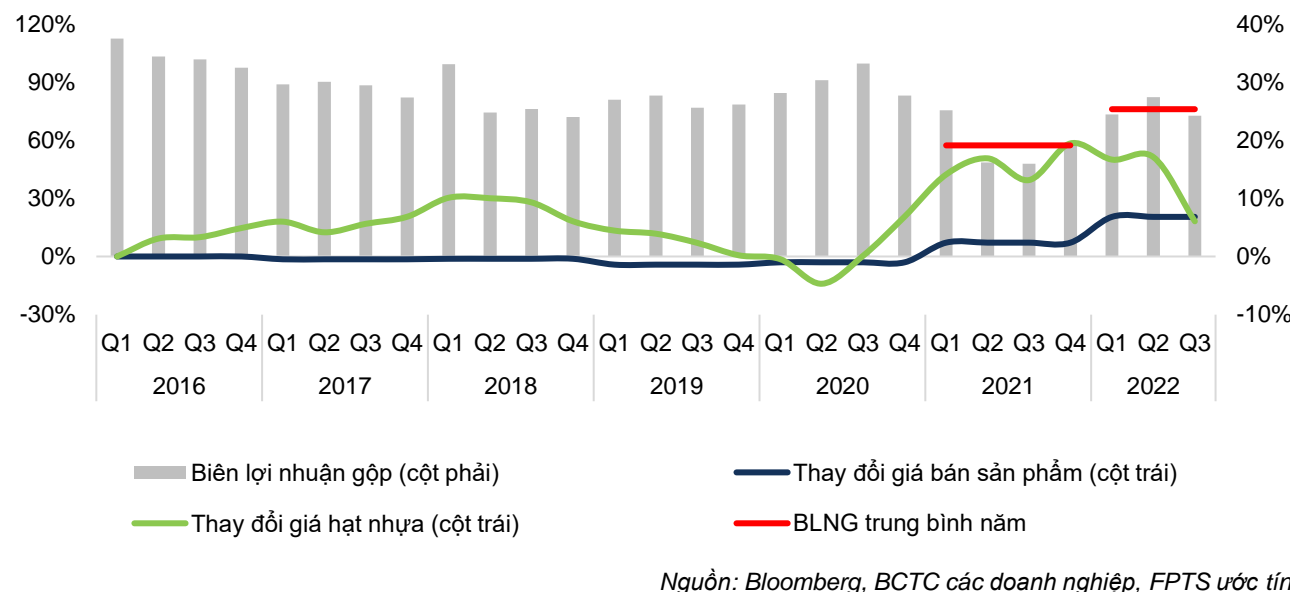


Sản lượng tiêu thụ năm 9T2022 của các doanh nghiệp trong ngành đã cải thiện ~9%-10% YoY. Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ nhựa xây dựng đã bắt đầu một chu kỳ mới với giai đoạn phục hồi, ước tính cả năm 2022 tăng trưởng đạt ~6,4% YoY. Tuy mức tăng trưởng này cao hơn so với chu kỳ trước (CAGR = 5,6%/năm) nhưng chủ yếu vì phục hồi từ mức nền thấp của năm 2021 (ảnh hưởng tiêu cực bởi dịch Covid-19), nhu cầu cho nhựa xây dựng nhìn chung vẫn chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch.

Sang năm 2023, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng sẽ chậm lại, đạt ~4,5% vì dự kiến ngành xây dựng, đặc biệt mảng xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục tình trạng khó khăn của năm 2022. (Tham khảo Ngành Xây dựng).

2. Giá hạt nhựa kỳ vọng duy trì ở vùng thấp trong năm 2023, cạnh tranh cao gây áp lực giảm giá bán

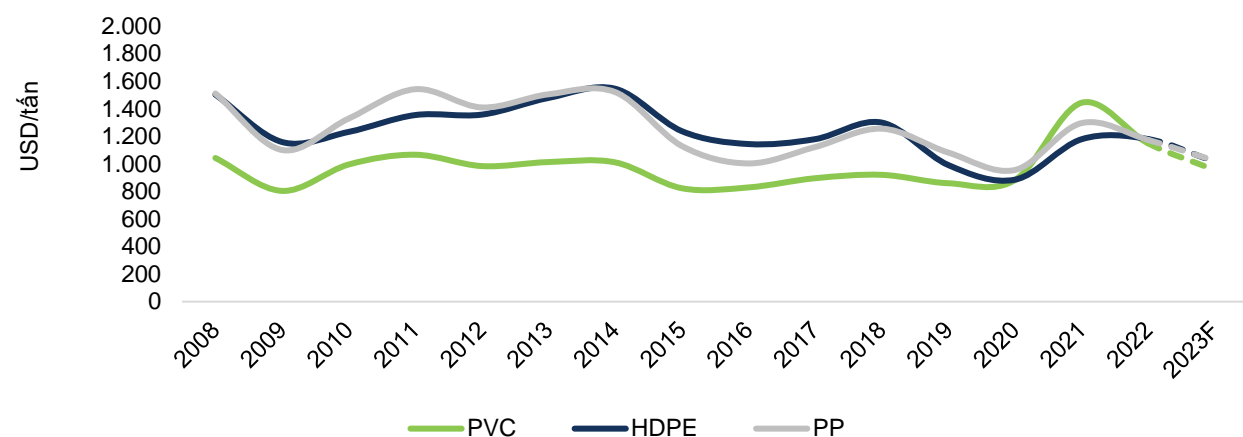
Biến động Biên lợi nhuận gộp ngành



Tính đến T09/2022, giá trung bình các loại hạt nhựa giảm ~21,0% so với đầu năm 2022, cùng với mức giá bán cao sau khi đã tăng mạnh trong năm 2021, đã hỗ trợ cho biên lợi nhuận các doanh nghiệp nhựa xây dựng tăng trưởng tích cực.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngành nhựa xây dựng trong Q4/2022 sẽ tiếp tục đà tăng trưởng vì giá các loại hạt nhựa dù bắt đầu có xu hướng tạo đáy từ đầu T12/2022, nhưng tác động lên lợi nhuận thường có độ trễ 1,5-3 tháng (thời gian các doanh nghiệp tích trữ nguyên liệu tồn kho).

Dự phóng giá hạt nhựa



Nguồn: Bloomberg, FPTS dự phóng

Năm 2023, chúng tôi ước tính giá hạt nhựa sẽ tăng so với hiện nay vì (1) giá nguyên liệu hóa thạch đi ngang và (2) Trung Quốc mở cửa sau chính sách Zero-Covid. Tuy nhiên, xét trung bình cả năm vẫn thấp hơn năm 2022 ~15%, cụ thể giá PVC, HDPE, PP dự phóng đạt lần lượt 955 USD/tấn, 1.015 USD/tấn, 1.023 USD/tấn, dựa trên những kỳ vọng về giá nguyên liệu hóa thạch và nhu cầu như sau:

- Dự phóng giá dầu đi ngang: Giá dầu đang trong xu hướng sụt giảm từ 2H2022. Trong năm 2023, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ giữ ở mức như hiện nay ~90-93 USD/thùng do cung cầu ổn định. Cụ thể, (1) triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới âm ảm đạm hơn trong năm 2023, (2) triển vọng nhu cầu tăng đến từ việc Trung Quốc mở cửa trở lại sau chính sách Zero-Covid và (3) nguồn cung thắt chặt đến từ nỗ lực của OPEC (*Tham khảo Ngành Dầu khí*).
- Kỳ vọng nhu cầu cải thiện: Tính đến tháng 12/2022, các loại hạt nhựa tại Châu Á nhìn chung đã có xu hướng ổn định hoặc tăng nhẹ nhờ thông tin Trung Quốc nới lỏng chính sách Zero-Covid. Tuy nhiên, xu hướng này vẫn chưa được xác nhận bền vững khi nhu cầu tiêu thụ trên toàn thế giới còn yếu vì những mối lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu. Chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa sẽ cải thiện vào khoảng Q2/2023 khi Trung Quốc mở cửa hoàn toàn và nhu cầu được xác định ổn định trở lại.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung ống nhựa sẽ tiếp diễn và cường độ cạnh tranh trong ngành sẽ tiếp tục tăng cao, từ đó kỳ vọng các doanh nghiệp trong ngành sẽ giảm giá bán ống nhựa trong năm 2023 vì (1) nhu cầu tiêu thụ ống nhựa tăng trưởng chậm lại và (2) giá hạt nhựa trung bình duy trì ở mức thấp. Tương ứng, biên lợi nhuận 2023 giảm nhẹ so với 2022.

Kết luận

Năm 2023, tốc độ tăng trưởng sản lượng sẽ tiếp tục giai đoạn hiện nay – giai đoạn phục hồi, tuy nhiên mức tăng trưởng sẽ hạn chế vì ngành xây dựng còn gặp nhiều khó khăn.

Dự báo giá hạt nhựa năm 2023 sẽ tăng nhẹ so với cuối năm 2022, tuy nhiên vẫn thấp hơn trung bình cả năm 2022. Đồng thời, trong bối cảnh cạnh tranh ngành tăng cao, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp trong ngành sẽ giảm giá bán ống nhựa vì nhu cầu tăng trưởng chậm và giá đầu vào hạ thấp. Tương ứng biên lợi nhuận ngành giảm nhẹ so với 2022.



NGÀNH DẦU KHÍ - KỶ VỌNG GÌ KHI GIÁ DẦU KẾT THÚC PHA TĂNG GIÁ?

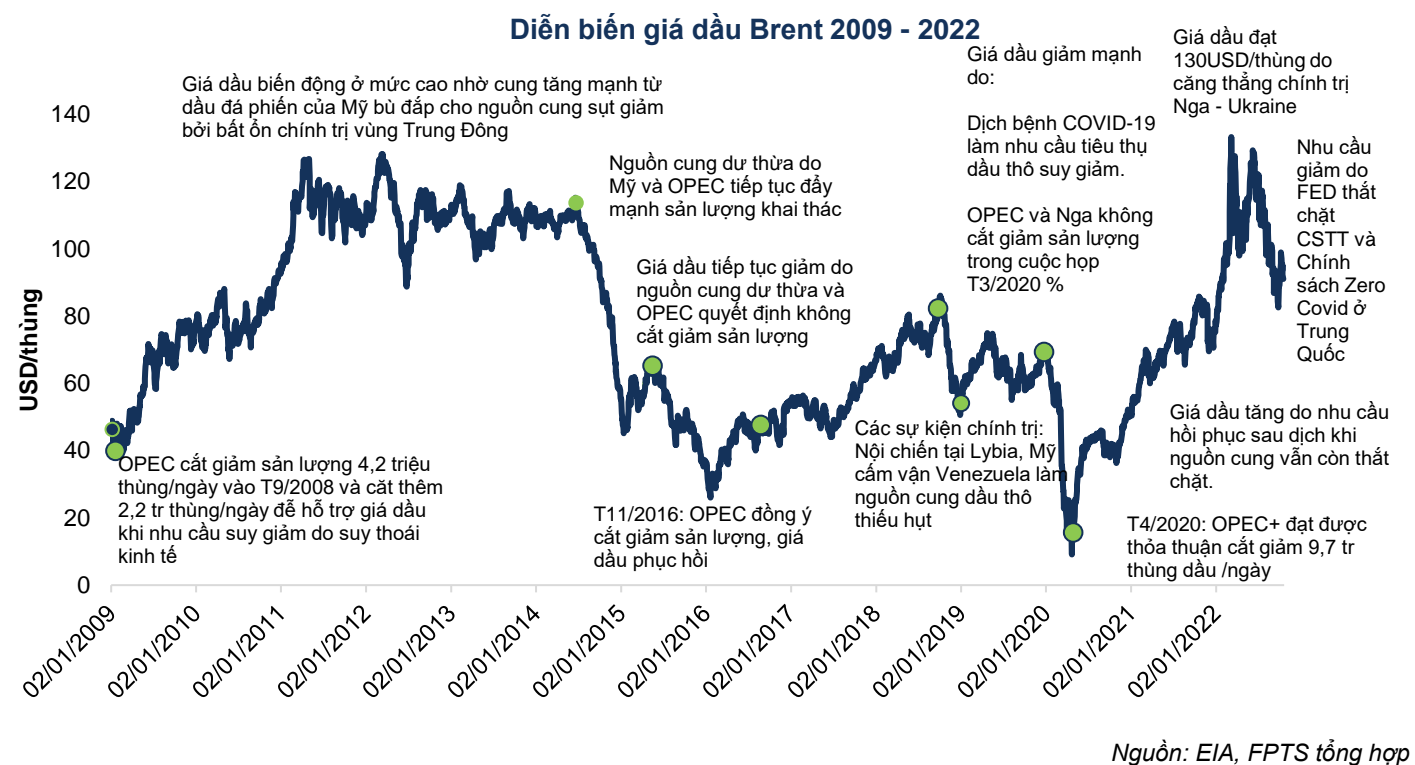
I. NHÓM DỊCH VỤ KHAI THÁC VÀ PHÂN PHỐI KHÍ CÓ CHU KỲ SÁT VỚI GIÁ DẦU

Hoạt động kinh doanh toàn ngành dầu khí gắn liền với hoạt động khai thác dầu thô, chế biến và tiêu thụ sản phẩm chế biến từ dầu thô, do đó chúng tôi chọn **diễn biến giá dầu thô** là yếu tố đại diện để xác định tính chu kỳ trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí.

Trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi sẽ **tập trung vào tác động của giá dầu đến nhóm doanh nghiệp có tính chu kỳ so với chu kỳ giá dầu là: Dịch vụ khai thác và Phân phối khí** thay vì phân tích các yếu tố tác động lên chu kỳ giá dầu thô, cụ thể:

	Hoạt động kinh doanh	Tính chu kỳ so với chu kỳ giá dầu	Doanh nghiệp được sử dụng để phân tích
Nhóm Dịch vụ khai thác	Cung cấp các dịch vụ kỹ thuật phụ trợ (khoan, kỹ thuật, lắp mới, bảo dưỡng,...) cho hoạt động thăm dò khai thác thượng nguồn.	Có độ trễ hơn so với giá dầu từ 6 – 12 tháng	PVS, PVD, PXS, PVC, PVB
Nhóm Phân phối khí	Thu gom khí ẩm ngoài khơi, chế biến thành khí khô và vận chuyển khí khô đến khách hàng tiêu thụ.	Diễn biến đồng pha với chu kỳ giá dầu	GAS

Từ 2009 tới nay, giá dầu đã trải qua 02 chu kỳ (mỗi chu kỳ dài ~04 – 06 năm) và đang ở cuối giai đoạn tăng của chu kỳ thứ 03.



Chu kỳ 1: Giai đoạn 2009 – 2015: Giá dầu thô bắt đầu tăng vào đầu năm 2009 khi OPEC cắt giảm thêm 2,2 triệu thùng dầu/ngày, đạt đỉnh và giao dịch ở mức 110 – 120 USD/thùng trong giai đoạn 2011 – 2014 và giảm về mức 35 USD/thùng vào Q2.2016 do nguồn cung dư thừa khi OPEC và Mỹ đẩy mạnh sản lượng khai thác. Trong chu kỳ này, giá dầu thô đạt trung bình khoảng 89,1 USD/thùng và biến động ổn định tại mức cao (trên 90 USD/thùng) trong khoảng 46 tháng.

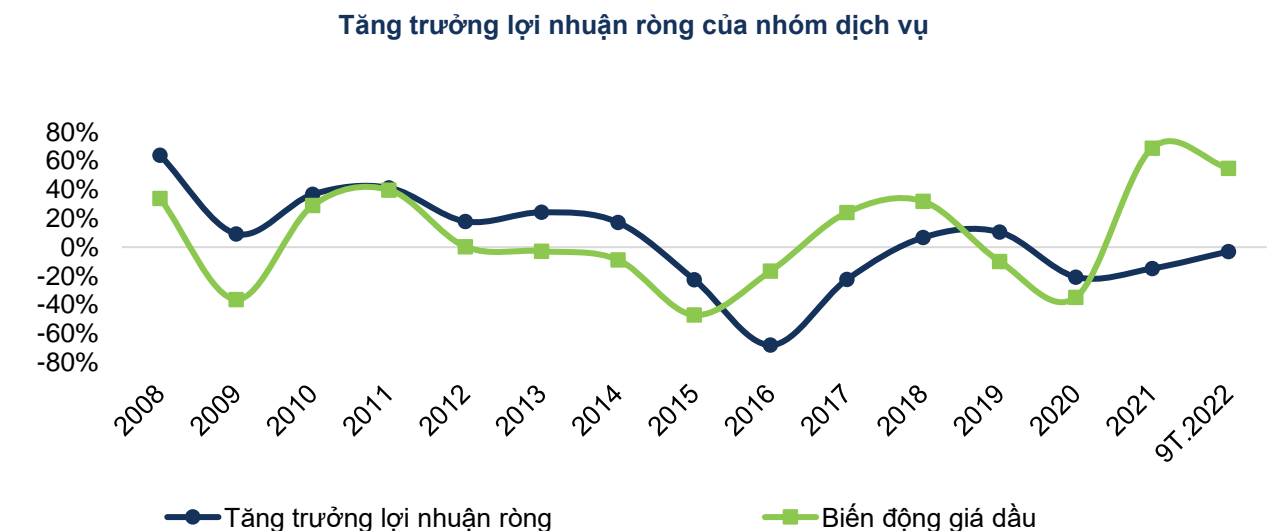
Chu kỳ 2: Giai đoạn 2016 – 2020: Giá dầu thô trong giai đoạn này bắt đầu hồi phục vào T11/2016 khi OPEC đồng ý cắt giảm sản lượng cho đến khi giá dầu chạm đáy vào T3/2020 do nhu cầu bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Giai đoạn này, giá dầu thô đạt trung bình khoảng 55,1 USD/thùng - thấp hơn 38% so với trung bình giá dầu của chu kỳ trước. Diễn biến giá dầu trong chu kỳ 2016 - 2020 không ổn định và luôn đối mặt với nguy cơ sụt giảm mạnh do tăng trưởng kinh tế chậm lại và Mỹ luôn muốn tăng công suất dầu đá phiến khi giá dầu hồi phục trên 80 USD/thùng.

Hiện tại diễn biến giá dầu đang ở cuối pha tăng của chu kỳ giá mới bắt đầu vào tháng 4/2022 nhờ OPEC+ đạt được thỏa thuận cắt giảm 9,7 triệu thùng/ngày. Giá dầu đạt đỉnh vào tháng 3/2022 tại mức 130 USD/thùng khi cuộc chiến Nga – Ukraine diễn ra. Hiện tại giá dầu đang giảm về mức 75 USD/thùng (-34,6% so với mức đỉnh) do những lo ngại về nhu cầu thiếu hụt khi FED thắt chặt CSTT và chính sách Zero Covid tại Trung Quốc.

Cần lưu ý rằng, giá dầu thô có diễn biến rất khó dự báo, phụ thuộc vào cả yếu tố kinh tế và chính trị (tăng/giảm đầu tư vào thăm dò khai thác, triển vọng tăng trưởng kinh tế, quan hệ giữa các nước xuất khẩu dầu thô - OPEC và các quốc gia ngoài OPEC, tình hình chính trị - thiên tai tại các quốc gia sản xuất dầu thô, yếu tố đầu cơ...).

1. Nhóm Dịch vụ khai thác: Có độ trễ so với chu kỳ giá dầu

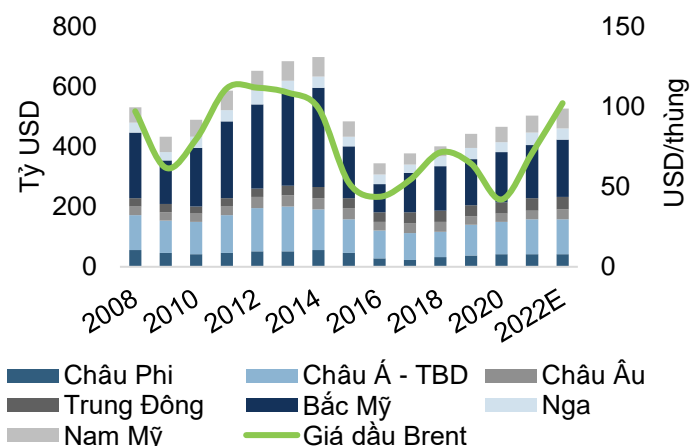
Kết quả kinh doanh của nhóm Dịch vụ khai thác thường trễ khoảng 06 – 12 tháng so với giá dầu do ảnh hưởng giá tiếp của giá dầu tới nhu cầu khai thác thăm dò dầu khí (thể hiện qua tổng vốn đầu tư vào hoạt động thăm dò và khai thác). Giá dầu càng cao, lợi nhuận từ việc khai thác dầu khí càng lớn, từ đó kéo theo nhu cầu thăm dò và khai thác dầu khí, đem lại việc làm và nhiều việc làm và đơn giá cao cho các doanh nghiệp dịch vụ khai thác và ngược lại. Bên cạnh đó, hoạt động của nhóm Dịch vụ khai thác còn chịu ảnh hưởng từ chính sách, chủ yếu từ các cơ chế ưu đãi trong Luật Dầu khí.



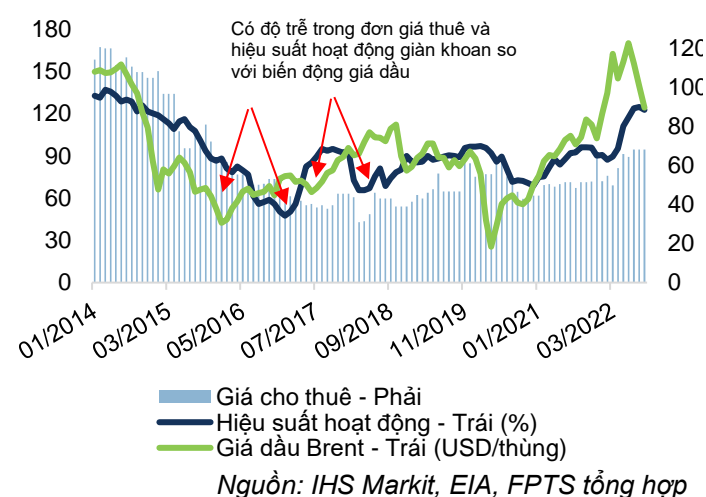
1. 1. Vốn đầu tư vào hoạt động thăm dò và khai thác

Giá dầu sẽ tác động đến nguồn vốn đầu tư vào hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí trên các khu vực trên thế giới. Khi giá dầu tăng, lợi nhuận khai thác dầu khí trở nên hấp dẫn từ đó thúc đẩy vốn đầu tư vào các dự án khai thác dầu khí. Nguồn vốn đầu tư này tạo ra công việc và đơn giá cao cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khai thác. Khi giá dầu giảm, lợi nhuận từ việc khai thác trở nên kém hấp dẫn, đặc biệt là ở các khu vực có chi phí khai thác dầu khí cao, khiến vốn đầu tư vào khai thác thăm dò giảm, ảnh hưởng đến khối lượng công việc và đơn giá của các doanh nghiệp khai thác.

Vốn đầu tư vào hoạt động khai thác thăm dò theo khu vực và giá dầu thô



Giá cho thuê và hiệu suất giàn khoan tự nâng 306 - 400 IC tại Đông Nam Á



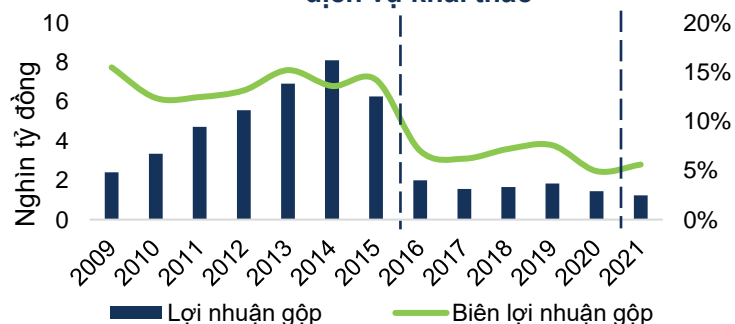
Vì giá dầu tác động gián tiếp đến nhóm dịch vụ khai thác qua vốn đầu tư vào hoạt động khai thác nên kết quả kinh doanh của nhóm dịch vụ có độ trễ so với giá dầu. Đơn cử giá cho thuê và hiệu suất giàn khoan khu vực Đông Nam Á (yếu tố tác động chính đến kết quả kinh doanh của nhóm dịch vụ khoan) trong giai đoạn 2014 – 2022 có độ trễ so với giá dầu.

1. 2. Chính sách trong nước tác động đến nhu cầu thăm dò khai thác:

Trong chu kỳ 2016 – 2020, kết quả kinh doanh của nhóm đạt kết quả kinh doanh cao hơn so với chu kỳ 2009 – 2015 chủ yếu do hoạt động thăm dò khai thác thượng nguồn trong nước âm ậm, bên cạnh đó còn thiếu các chính sách sửa đổi bổ sung kịp thời, cụ thể:

Chu kỳ 2009 - 2015: Kết quả kinh doanh giữ mức cao nhờ (1) Diễn biến giá dầu tăng và ổn định ở mức cao tạo điều kiện thúc đẩy hoạt động thăm dò khai thác, (2) Việt Nam thực hiện sửa đổi luật dầu khí vào năm 2008 tạo điều kiện trong việc thu hút nhà đầu tư cho các hợp đồng khai thác dầu khí mới.

Lợi nhuận ròng của các nhóm cung cấp dịch vụ khai thác

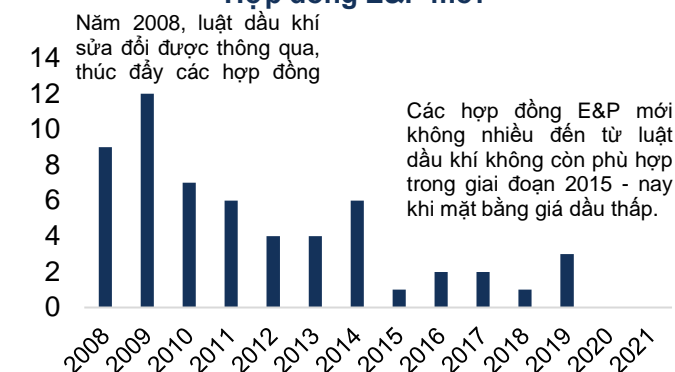


Nguồn: BCTC các DN

Gia tăng trữ lượng dầu khí giai đoạn 2009 - 2021



Hợp đồng E&P mới

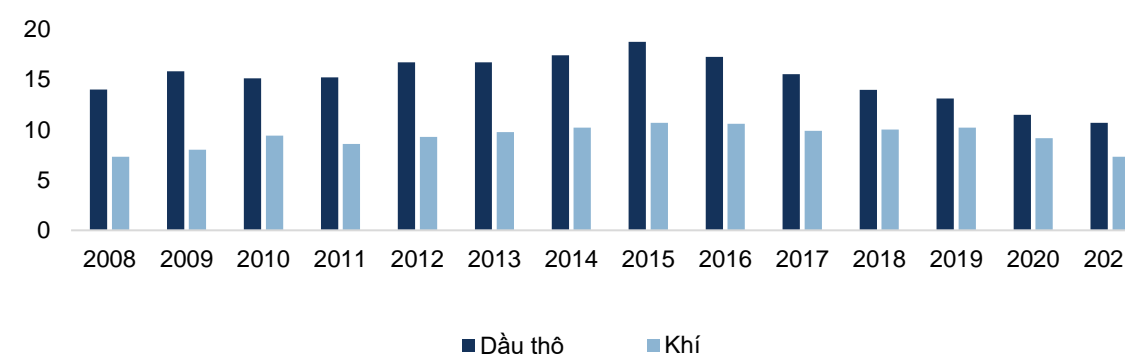


Nguồn: PVN, FPTs tổng hợp

Chu kỳ 2016 – 2020: Đầu tư mới vào hoạt động thăm dò trong nước âm ậm trong giai đoạn 2015 – 2021 với việc gia tăng trữ lượng và ký kết các hợp đồng thăm dò khai thác mới không có dấu hiệu phục hồi dù giá dầu tăng 1,7 lần từ mức đáy vào năm 2018. Về hợp đồng ký mới, số lượng hợp đồng khai thác dầu khí ký mới trong chu kỳ 2016 – 2020 chưa bằng một phần tư so với chu kỳ 2009 – 2015 (8 hợp đồng so với 40 hợp đồng trong chu kỳ 2009 – 2015).

Tình hình thăm dò và ký mới các hợp đồng thăm dò khai thác trong nước thấp do Luật dầu khí không còn phù hợp do thiếu các cơ chế ưu đãi trong điều kiện thị trường khó khăn: Giá dầu chỉ hồi phục trên mức khai thác hòa vốn của Việt Nam và các nước Đông Nam Á (60 – 65 USD/thùng) trong thời gian ngắn và các mỏ cần thăm dò chủ yếu nằm ở vùng xa bờ - khu vực tranh chấp với Trung Quốc hoặc là các mỏ nhỏ cận biên với chi phí tiếp cận cao. Tình hình khó khăn và thiếu các cơ chế ưu đãi khiến các chuỗi dự án thượng nguồn - hạ nguồn đều trễ tiến độ do bế tắc trong việc thu xếp vốn và hoàn tất đàm phán thương mại (đầu ra và mức giá đầu ra cho sản phẩm dầu khí).

Sản lượng dầu/khí khai thác sụt giảm



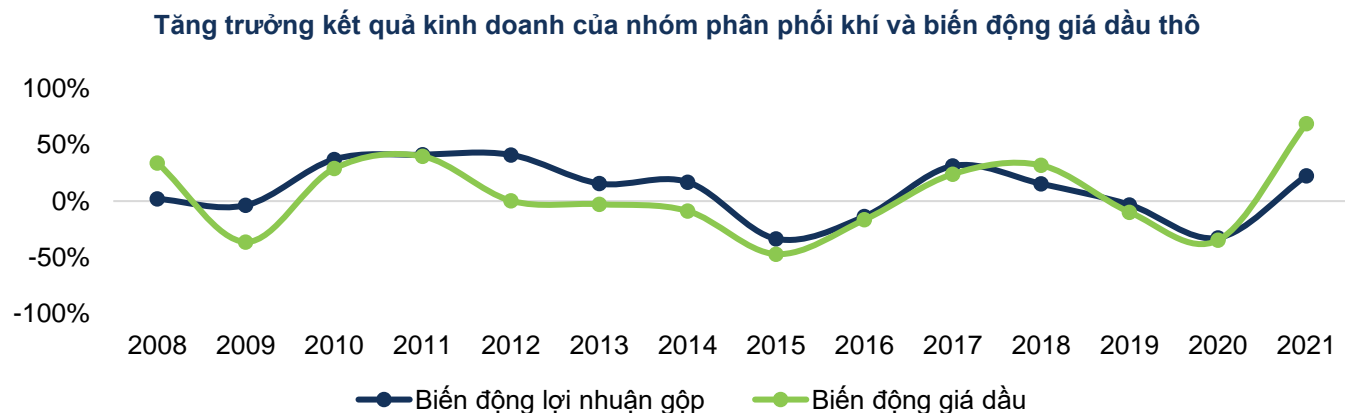
Nguồn: PVN, FPTs tổng hợp

Bên cạnh đó, tình hình khai thác dầu khí trong nước cũng âm ậm trong chu kỳ 2015 – 2020, sản lượng dầu thô và khí giảm đến từ hoạt động thăm dò kém và thiếu các dự án mới.

Hầu hết các doanh nghiệp trong mảng dịch vụ trong giai đoạn 2016 - 2020 chỉ hoạt động cầm chừng hoặc tìm kiếm cơ hội tại các nước khác trong khu vực (Malaysia, Thái Lan, Campuchia,...), cạnh tranh với các doanh nghiệp nội địa tại các quốc gia đó với các hợp đồng rủi ro hơn, đi kèm với đơn giá rẻ hơn kèm theo chi phí vận hành cao hơn so hoạt động khai thác trong nước.

2. Nhóm doanh nghiệp phân phối khí: Hưởng lợi khi giá dầu tăng cao

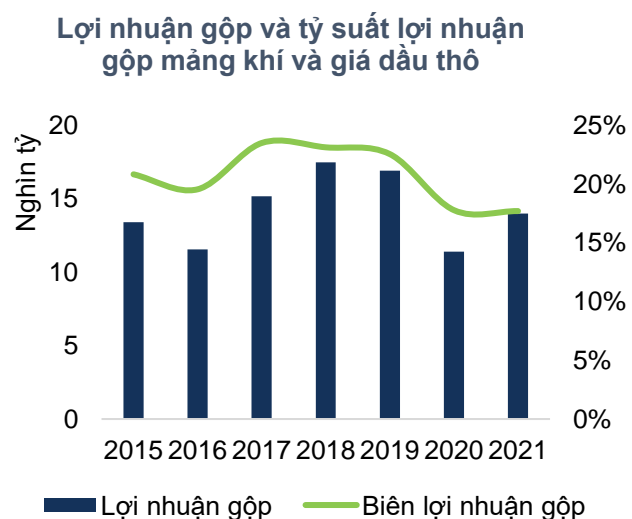
Lợi nhuận của nhóm phân phối khí chịu ảnh hưởng chính từ (1) giá bán khí biến động cùng chiều với giá dầu (nhưng có mức sàn là giá miệng giếng cố định) và (2) nhu cầu tiêu thụ từ các nhà máy điện khí (chiếm ~80% tiêu thụ khí tại Việt Nam) thường chịu ảnh hưởng gián tiếp từ thời tiết. Giá bán khí biến động cùng chiều với giá dầu giúp kết quả kinh doanh của nhóm phân phối khí có tính chu kỳ so với diễn biến giá dầu:



Nguồn: EIA, GAS, FPTTS tổng hợp

2.1. Giá bán khí khô neo theo giá dầu nhưng được bảo hộ nhờ mức sàn giá miệng giếng

Giá bán khí thả nổi được tính theo giá dầu FO (một sản phẩm từ quá trình lọc dầu và có biến động cùng chiều so với giá dầu thô) với công thức: **Giá bán khí = Max(Giá miệng giếng, 46%*FO) + Phí vận chuyển.**

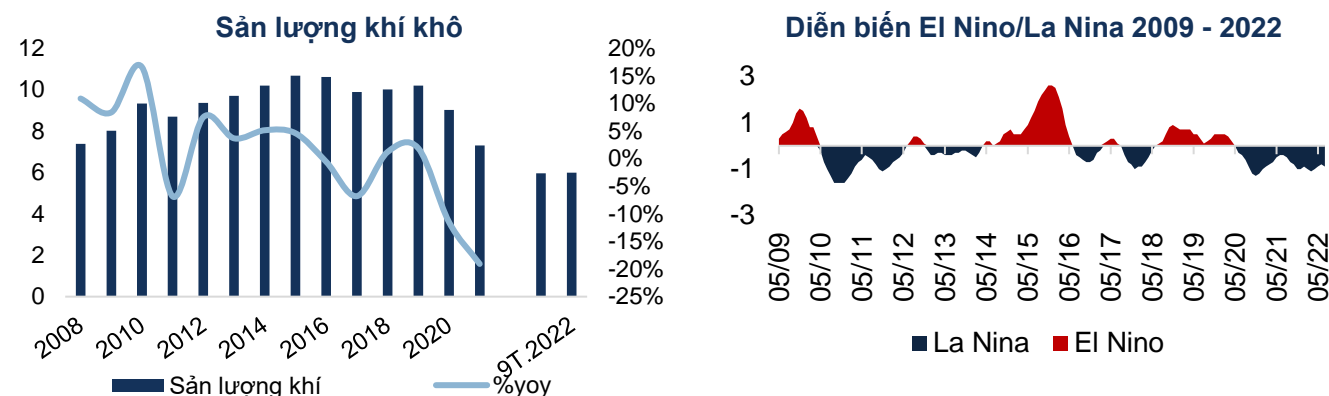


Nguồn: Bloomberg, GAS, FPTTS ước tính

Với bán khí tối thiểu trên giá miệng giếng, các doanh nghiệp này luôn có lợi nhuận nhờ phí vận chuyển và sẽ được hưởng lợi khi giá 46%*FO cao hơn giá sàn, thể hiện qua lợi nhuận tại các thời điểm giá khí cao hơn giá miệng giếng thường cao hơn so với các năm còn lại (các năm: 2018, 2019, 2021).

2.2. Sản lượng khí tiêu thụ chịu ảnh hưởng gián tiếp từ thời tiết

Sản lượng tiêu thụ khí chịu ảnh hưởng lớn từ các nhà máy điện khí (chiếm ~80% sản lượng khí khô trong nước). Nhu cầu của các nhà máy này chịu ảnh hưởng gián tiếp từ thời tiết – các nhà máy điện khí sẽ được huy động nhiều hơn khi sản lượng thủy điện sẽ hạn chế, thường trong các pha El Nino. Ngược lại, nhu cầu huy động điện khí sẽ hạn chế trong pha Lanina khi thời tiết mưa nhiều.



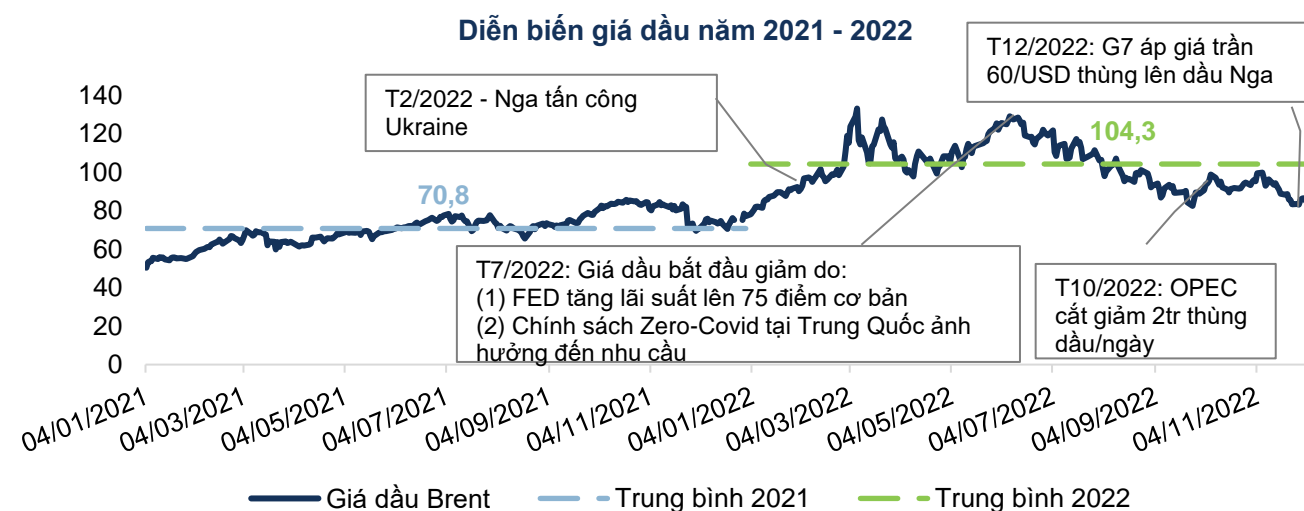
Nguồn: ONI, GAS, FPTTS tổng hợp

Giai đoạn sản lượng khí có mức tăng trưởng tốt nhờ hiện tượng El Nino: Giai đoạn 2009 – 2010, giai đoạn 2014 – 2015, giai đoạn 2018 – 2019.

Giai đoạn sản lượng khí ghi nhận giảm do hiện tượng La Nina: Giai đoạn 2011 – 2013, giai đoạn 2017 – 2018 và giai đoạn 2020 – nay.

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2023: GIÁ DẦU KẾT THÚC PHA TĂNG

Giá dầu đã kết thúc pha tăng trong chu kỳ 2020 – nay khi giá dầu bắt đầu sụt giảm trong H2/2022 do lo ngại về nhu cầu

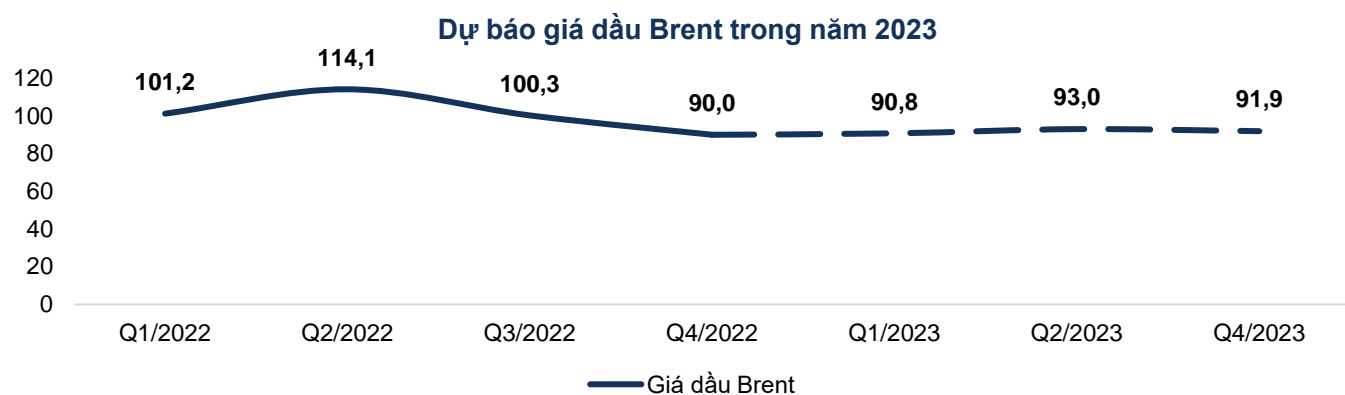


Nguồn: EIA, FPTTS tổng hợp

Giá dầu năm 2022 nhìn chung cao hơn so với năm 2021, Giá dầu Brent năm 2022 đạt 101,3 USD/thùng (+43,2%yoy). Tuy giá dầu năm 2022 cao hơn so với mức trung bình năm 2021 tuy nhiên diễn biến giá dầu trong năm 2022 chỉ tăng mạnh trong Q1/2022, biến động tại mức cao trong Q2/2023 và bắt đầu giảm trong H2/2022 do lo ngại về nhu cầu sụt giảm khi Trung Quốc duy trì chính sách zero Covid và Fed tăng lãi suất lên 75 điểm cơ bản.

Kỳ vọng giá dầu năm 2023 giảm nhẹ nhờ cung cầu ổn định:

Chúng tôi cho rằng giá dầu năm 2023 sẽ thấp hơn so với mức trung bình năm 2022 do nhu cầu tăng trưởng chậm khi triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới âm đạm hơn trong năm 2023 tuy nhiên chúng tôi vẫn kỳ vọng giá dầu có thể vẫn giữ được mức cao khi cung cầu dầu thô ổn định đến từ: (1) Nhu cầu tăng đến từ việc Trung Quốc mở cửa trở lại sau chính sách Zero-Covid và (2) Nguồn cung thắt chặt đến từ nỗ lực giữ cho giá dầu ở mức cao để khuyến khích hoạt động đầu tư vào thượng nguồn của OPEC.



Nguồn: EIA, FPTS tổng hợp và dự phóng

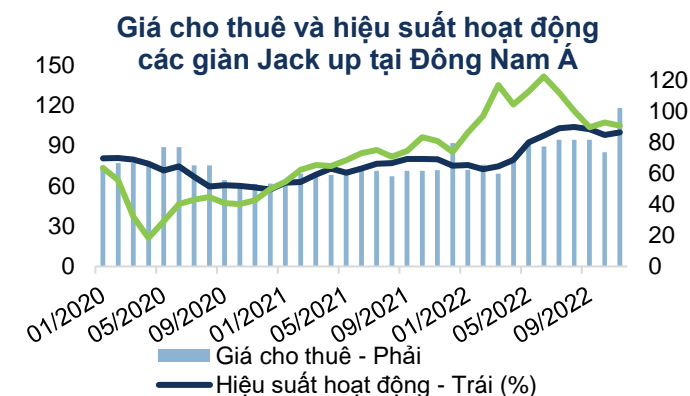
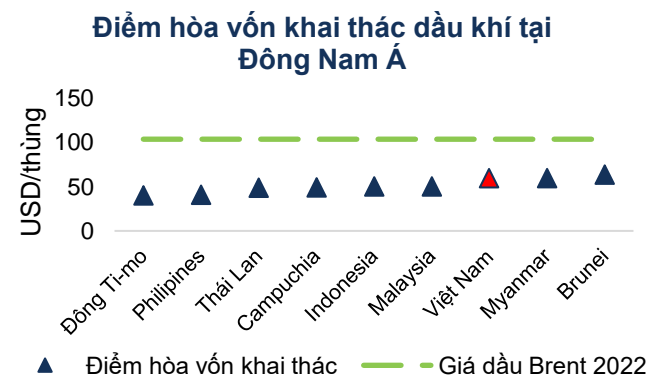
Chúng tôi dự phóng giá dầu thô trong năm 2022 sẽ đạt 92 USD/thùng, giảm 9,8% so với mức giá dầu trung bình năm 2022 và thấp hơn 1,7% trung bình các tổ chức dự báo giá dầu trên thị trường trong giai đoạn tháng 10 – 12/2022, do chúng tôi nhận thấy khả năng nhu cầu hồi phục chậm hơn dự báo đối với nhu cầu tại Trung Quốc khi cao nhiệm tăng mạnh và cơ sở vật chất bị quá tải khi các chính sách Zero Covid được nới lỏng.

Bảng tổng hợp một số dự báo về giá dầu trong năm 2023 của các tổ chức:

	Q1.2023	Q2.2023	Q3.2023	Q4.2023	2023
EIA	89,03	93,4	94	93	92,36
Wood Mackenzie	90	89,3	92,3	94,3	91,5
ING	100	100	105	110	104
JP Morgan					90
Goldman Sachs					110
Fitch Rating					85
Bloomberg Intelligence					96
Dustche Bank					80
Trung bình					93,6
FPTS	90,8	93,0	92,4	91,9	92

1. Nhóm doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khai thác: Kỳ vọng tăng trưởng trong năm 2023 nhờ giá dầu vẫn ở mức cao thúc đẩy nhu cầu khai thác

1.1. Giá dầu ở mức cao trong năm 2022 thúc đẩy hoạt động thăm dò và khai thác trong khu vực



Nguồn: IHS markit, EIA, FPTS tổng hợp

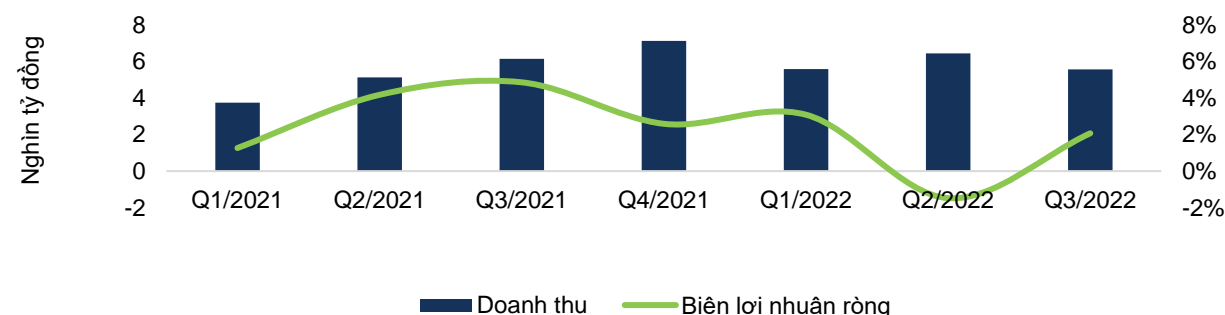
Giá dầu tăng mạnh trong năm 2022 và giữ ở mức cao (trên 85 USD/thùng), cao hơn rất nhiều so với mức khai thác hòa vốn trong khu vực Đông Nam Á đã khiến cho hoạt động thăm dò và khai thác trong khu vực sôi động trở lại trong năm 2022, thúc đẩy nhu cầu sử dụng dịch vụ dầu khí.

Riêng dịch vụ cung cấp giàn khoan, đã tăng giá dầu từ năm 2021 đã giúp đơn giá cho thuê giàn khoan năm 2022 tăng 23,1%yoy, đạt trung bình 87,7 nghìn USD/ngày trong năm. Hiệu suất giàn khoan trong khu vực đã cải thiện và duy trì ở mức 78,7% so với mức 63,4% năm 2021.

Kết quả kinh doanh của nhóm dịch vụ dầu khí tại Việt Nam chưa hồi phục do tình hình thượng nguồn trong nước vẫn còn âm đạm.

Dù hoạt động dịch vụ khai thác trong khu vực Đông Nam Á đã sôi động trong năm 2022 tuy nhiên kết quả kinh doanh nhóm dịch vụ dầu khí tại Việt Nam chưa thực sự hồi phục do: **(1) Tình hình thượng nguồn trong nước vẫn còn âm đạm:** vốn đầu tư vào thăm dò khai thác thấp nhất trong vòng 10 năm và các dự án lớn lần lượt trễ tiến độ – khiến các doanh nghiệp trong mảng dịch vụ khai thác vẫn chưa có công việc hoặc chuyển sang các dự án nước ngoài với chi phí vận hành cao hơn. **(2) Ảnh hưởng của các yếu tố khác** như trích lập dự phòng cho các khách hàng trong quá khứ, lỗ tỷ giá,...

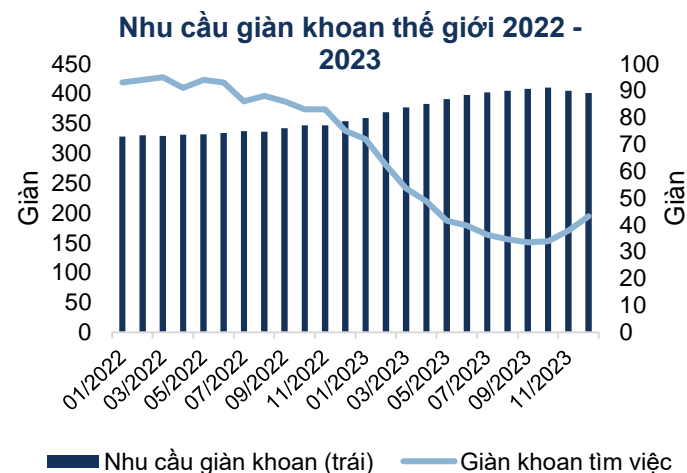
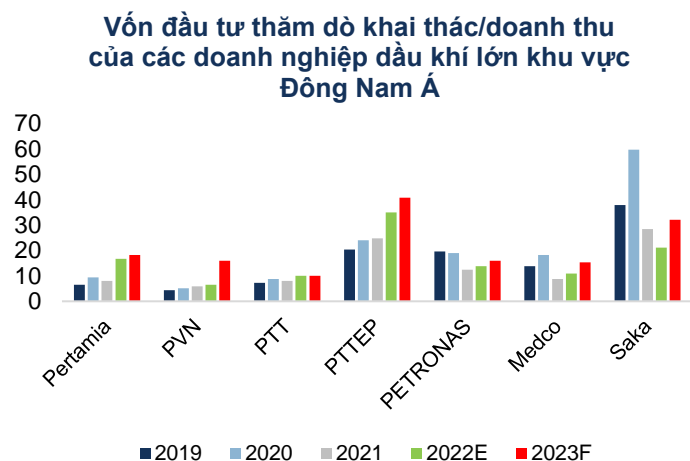
Doanh thu và biên lợi nhuận ròng của nhóm dịch vụ khai thác



Nguồn: PVD, PVS, PVB, PXS, FPTS tổng hợp

1.2. Triển vọng năm 2023: Kỳ vọng tăng trưởng nhờ giá dầu vẫn giữ ở mức cao và luật dầu khí thúc đẩy nguồn vốn đầu tư trong nước

Nhu cầu thăm dò khai thác tiếp tục được hỗ trợ nhờ giá dầu tiếp tục giữ mức cao trong năm 2023



Nguồn: Fitch solution, IHS markit, FPTs tổng hợp

Với kịch bản giá dầu đạt 92 USD/thùng và biến động ổn định trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng hoạt động khai thác thượng nguồn khu vực Đông Nam Á sẽ tiếp tục sôi động do giá dầu nhìn chung cao hơn 30 – 40 USD so với điểm hòa vốn khai thác trung bình trong khu vực.

Theo Fitch solution, năm 2023 sẽ là điểm rơi đầu tư vào các dự án dầu khí mới tại khu vực Đông Nam Á nhờ vào mặt bằng giá dầu đang ở mức cao. Nhu cầu giàn khoan trên thế giới cũng tiếp tục tăng trong năm 2023 chủ yếu đến từ khu vực Trung Đông.

Hiện tại đã có một số giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á được thuê để tham gia vào các chiến dịch khoan thăm dò tại trung đông khiến nguồn cung giàn khoan trong khu vực đang hạn chế trong khi nhu cầu tăng trưởng mạnh giúp tăng đơn giá dịch vụ của các giàn khoan trong năm 2023. Với điều kiện khai thác trong khu vực thuận lợi, các giàn khoan Việt Nam cũng đã có việc làm vào năm 2023, chủ yếu là ở khu vực Đông Nam Á cho thấy tình hình kinh doanh trong giai đoạn tiếp theo của nhóm dịch vụ sẽ khả quan hơn:

Lịch khoan của các giàn khoan PVD:

2023	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12
PVD I	Vietsopetro (Việt Nam)		JVPC (Việt Nam)			Valeura (Thái Lan)						
PVD II	Pertamia (Indonesia)											
PVD III	Hibiscus (Malaysia) - PM3											
PVD VI	POVO (Việt Nam)		PVEP POC (Việt Nam)									
PVD V	Shell (Brunei)											
Landrig 11	GBRS (Algeria)											

■ : Không hoạt động
 ■ : Hoạt động
 ■ : Tùy chọn gia hạn/khách hàng tiềm năng

Kỳ vọng luật dầu khí sửa đổi giúp khôi phục hoạt động khai thác – thăm dò trong nước và thúc đẩy tiến độ của các dự án thăm dò và khai thác lớn.

Tháng 11/2022, Quốc hội đã thông qua luật Dầu khí sửa đổi và luật này sẽ có hiệu lực thi hành vào 1/7/2023. Chúng tôi kỳ vọng luật dầu khí sửa đổi sẽ thu hút vốn đầu tư vào các dự án dầu khí từ đó thúc đẩy hoạt động thăm dò khai thác trong nước khởi sắc trở lại, cụ thể:

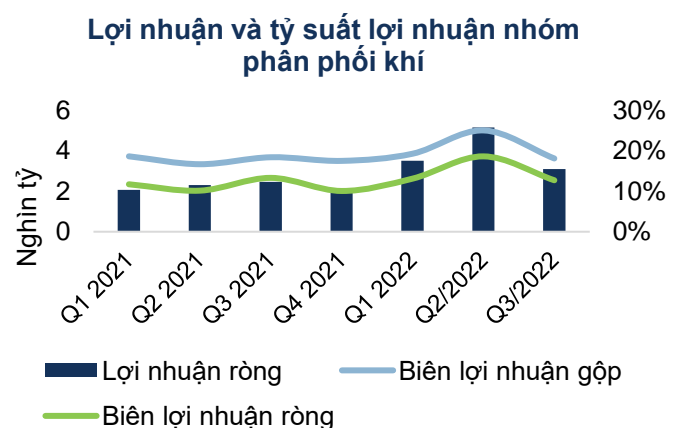
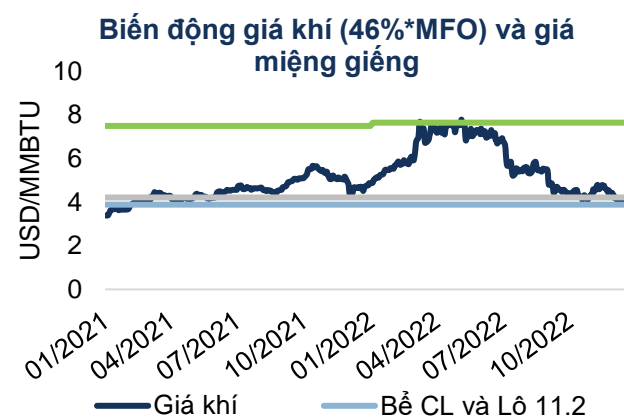
Nội dung	Điểm mới	Tác động
Hợp đồng dầu khí	Tăng thời hạn hợp đồng từ 25 năm lên 30 năm (và 35 năm đối với các lô thuộc diện ưu đãi đầu tư). Ưu tiên ký mới sau khi hợp đồng dầu khí đã ký hết hiệu lực. Mở rộng quy định diện tích đối với một hợp đồng dầu khí gồm nhiều lô dầu khí. Bổ sung tiêu chí phân loại các dự án được nhận ưu đãi (theo vị trí, điều kiện khai thác)	Thay đổi giúp tăng tính linh hoạt cho hợp đồng dầu khí, tạo điều kiện khuyến khích các nhà thầu dầu khí hiện hữu lâu dài hơn. Quy định rõ hơn về mức thuế ưu đãi với các dự án đặc biệt. Tạo điều kiện ưu đãi với các mỏ nhỏ, cận biên và các mỏ ở vùng nước sâu xa bờ, nhạy cảm.
Chính sách Ưu đãi/Khuyến khích đầu tư	Đối với dự án ưu đãi đầu tư: Giảm 30% thuế TNDN và giảm 50% thuế xuất khẩu dầu thô so với mức đang áp dụng. Trường hợp đặc biệt: Giảm thuế TNDN tối đa 70% và giảm thuế xuất khẩu dầu thô tối đa đến 100% so với dự án ưu đãi đầu tư.	
Các bước triển khai dự án trong hoạt động dầu khí	Quy định chi tiết hơn phạm vi thực hiện trong các hợp đồng có PVN và công ty con của PVN	
Quy định với doanh nghiệp nhà nước	Bổ sung và làm rõ quy định với doanh nghiệp nhà nước (PVN và PVEP) về công tác kế toán kiểm toán đối với hợp đồng dầu khí, dự án dầu khí và quyết toán chi phí.	Giúp gỡ các nút thắt pháp lý, chông chéo trong quy định thực hiện dự án, từ đó giúp PVN tập trung vào phát triển các dự án thăm dò – khai thác mới
Quy định cho phép bên thứ 3 tiếp cận cơ sở hạ tầng có sẵn	Bổ sung nội dung về chi sẻ cơ sở hạ tầng dầu khí sẵn có.	

Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng luật dầu khí sửa đổi và hành động quyết liệt của Chính phủ sẽ thúc đẩy các dự án sẽ triển khai trong năm 2023 - 2024, trong đó có dự án Sư tử trắng giai đoạn 2B (vốn đầu tư khoảng 2 tỷ USD), Nam Du – U Minh và Lô B – Ô môn (vốn đầu tư khoảng 6,7 tỷ USD) giúp các doanh nghiệp trong mảng dịch vụ thượng nguồn hưởng lợi do khối lượng công việc và đơn giá trong nước tăng.

2. Nhóm phân phối khí: Kỳ vọng sản lượng tăng trưởng bù đắp sự sụt giảm giá khí trong năm 2023

2.1. Năm 2022: Kết quả kinh doanh đạt đỉnh nhờ giá khí tăng theo giá dầu:

Trong 9T.2022, nhóm khí ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trưởng lần lượt 33,8% yoy và 71,9% yoy chủ yếu nhờ giá khí không tăng mạnh theo giá dầu thô:



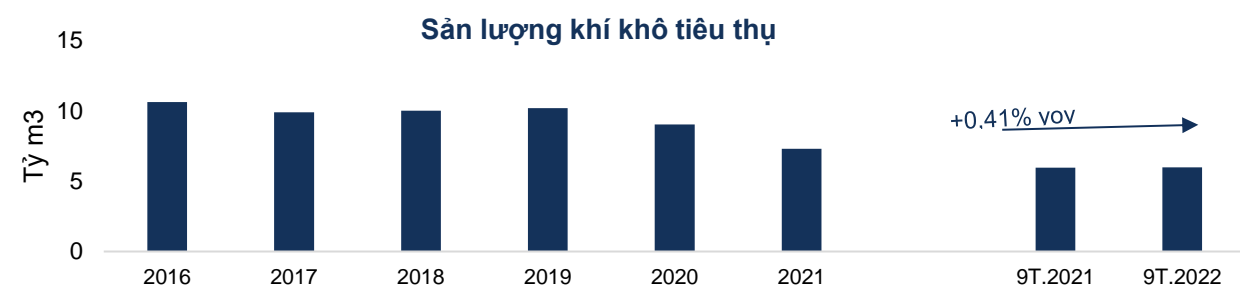
Nguồn: Bloomberg, GAS, FPTTS tổng hợp

Giá khí tăng mạnh theo giá dầu thô giúp kết quả kinh doanh tăng mạnh:

Năm 2022, giá dầu MFO tăng theo giá dầu thô giúp giá khí khô (46%*FO) ở Việt Nam đạt trung bình 5,8 USD/MMBTU tăng 28,3% so với mức 4,5 USD/MMBTU năm 2021 và cao hơn giá miệng giếng tại hai mỏ khí chính (trung bình 4 USD/MMBTU). Việc giá khí tăng cao hơn giá miệng giếng sẽ giúp các doanh nghiệp phân phối khí hưởng thêm phần lợi nhuận đến từ chênh lệch giá khí trong năm 2022.

Sản lượng khí không đạt kỳ vọng do khả năng cạnh tranh kém của điện khí so với các nguồn điện khác.

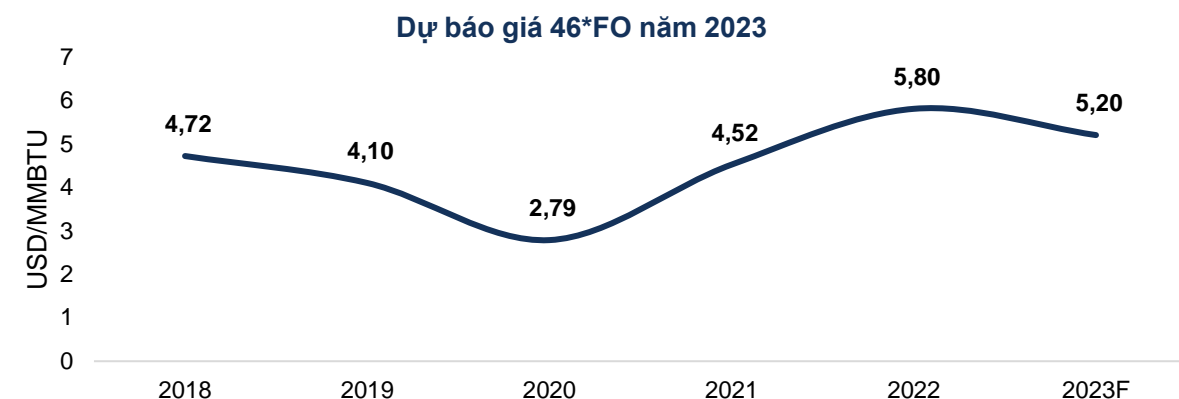
Trong 9T.2022, sản lượng khí khô tiêu thụ đạt 5.987 triệu m³ khí, tăng nhẹ 0,41% so với mức thấp năm 2021 – năm bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội để chống dịch. Sản lượng khí tiêu thụ không đạt kỳ vọng chủ yếu đến từ việc khách hàng điện khí không có nhiều khả năng cạnh tranh so với các nguồn điện khác do: (1) Giá khí trong năm 2022 tăng mạnh do đà tăng giá dầu và (2) Lượng mua nhiều do pha Lanina kéo dài từ năm 2020 – nay, tạo điều kiện cho thủy điện.



Nguồn: GAS, FPTTS tổng hợp

2.2. Năm 2023: Kỳ vọng sản lượng tăng trưởng bù đắp sự sụt giảm giá khí trong năm 2023

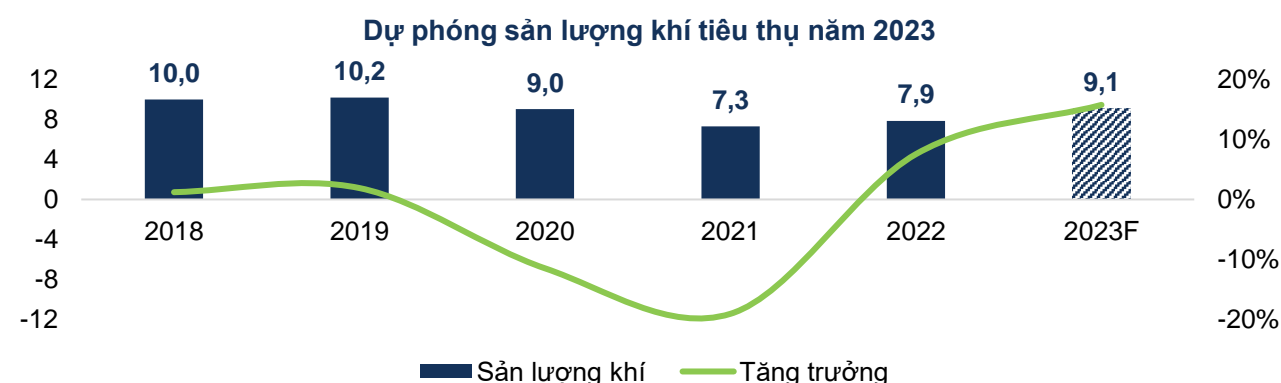
Giá khí năm 2023 giảm nhẹ theo giá dầu. Với kịch bản giá dầu năm 2022 đạt 92 USD/thùng, chúng tôi dự phóng giá khí sẽ đạt trung bình 5,51 USD/MMBTU, giảm nhẹ 5,3% so với mức trung bình năm 2022.



Nguồn: FPTTS dự phóng

Bên cạnh đó chúng tôi đánh giá rằng khả năng lợi nhuận biến động theo giá dầu trong tương lai không còn cao do: (1) Sản lượng sụt giảm ở các mỏ được hưởng chênh lệch giá khí (Cửu Long và Nam Côn Sơn 1) và (2) giá miệng giếng các mỏ mới khai thác sẽ rất cao, trong đó có mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt có giá miệng giếng đạt khoảng 8 USD/MMBTU nên nhóm phân phối khí chỉ có thể hưởng lợi từ mức phí vận chuyển tại các mỏ khai thác mới.

Sản lượng khí tăng nhờ điện khí trở nên cạnh tranh hơn



Nguồn: GAS, FPTTS dự phóng

Chúng tôi dự báo sản lượng khí khô tiêu thụ trong năm 2023, đạt 9.083 triệu m³, tăng trưởng 15,5% so với năm 2022 nhờ khả năng cạnh tranh của điện khí đang cải thiện khi: (1) Tình hình thời tiết chuyển sang pha El-nino trong năm 2023 và (2) Giá bán khí giảm nhẹ.

Tuy nhiên sản lượng khí không có nhiều dư địa hồi phục về mức 2018 – 2019 do: (1) Sản lượng khí đang sụt giảm tại các mỏ khai thác lâu năm và (2) Nguồn cung năng lượng tái tạo tăng mạnh trong giai đoạn 2020 – 2021 khiến thị trường điện tại khu vực Đông Nam Bộ trở nên cạnh tranh hơn.

NGÀNH DỆT MAY - ĐỐI MẶT NHU CẦU SỤT GIẢM

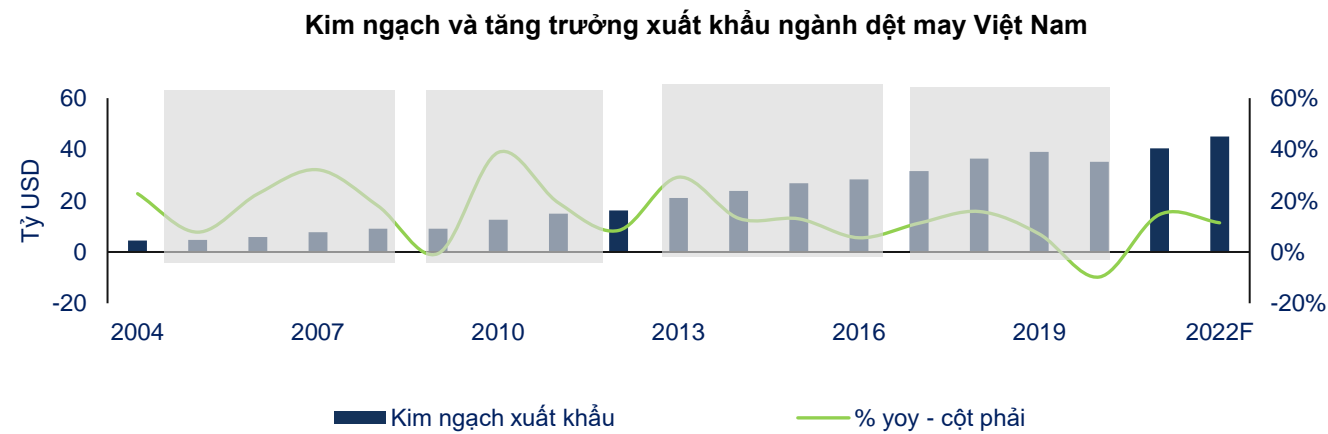
I. NGÀNH DỆT MAY PHỤ THUỘC VÀO CHU KỲ KINH TẾ CỦA THỊ TRƯỜNG TIÊU THỤ

Trong báo cáo này, chúng tôi tập trung vào phân tích mảng may (chiếm tới 80% doanh thu ngành) với chỉ tiêu đại diện là kim ngạch xuất khẩu.

Nhìn chung, tăng trưởng ngành dệt may Việt Nam có tính chu kỳ và phụ thuộc chủ yếu vào chu kỳ kinh tế tại các thị trường tiêu thụ.

Giai đoạn 2005 - 2021 ngành dệt may Việt Nam đã trải qua 04 chu kỳ tăng tốc – giảm tốc (mỗi chu kỳ dài 03 – 04 năm), tương đồng với chu kỳ kinh tế tại các thị trường tiêu thụ. Trong đó, chu kỳ kết thúc ở đáy của suy giảm, ứng với những sự kiện gây ra suy thoái hoặc khủng hoảng kinh tế thế giới, bao gồm: khủng hoảng tài chính năm 2009, khủng hoảng nợ công năm 2012, suy giảm tăng trưởng kinh tế năm 2016 và Covid năm 2020.

Ngoài ra, tăng trưởng của ngành còn chịu tác động từ sự thay đổi của các yếu tố trong nội tại ngành.

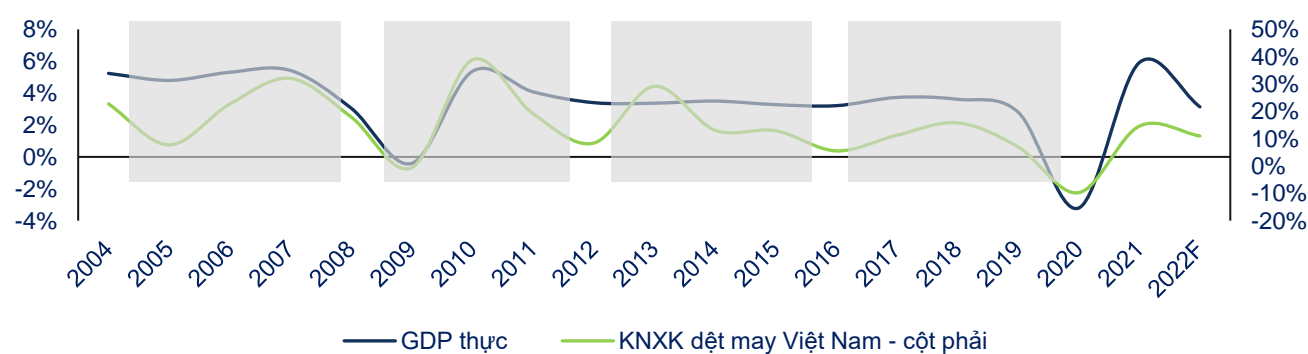


Nguồn: Tổng Cục Thống kê

Cụ thể đánh giá của chúng tôi về chu kỳ kinh tế tại các thị trường tiêu thụ và các yếu tố trong nội tại:

1. Chu kỳ kinh tế tại các thị trường tiêu thụ là yếu tố tác động chính tới chu kỳ của ngành

Tăng trưởng hàng năm GDP thực nhóm OECD và kim ngạch xuất khẩu (KNXK) dệt may Việt Nam

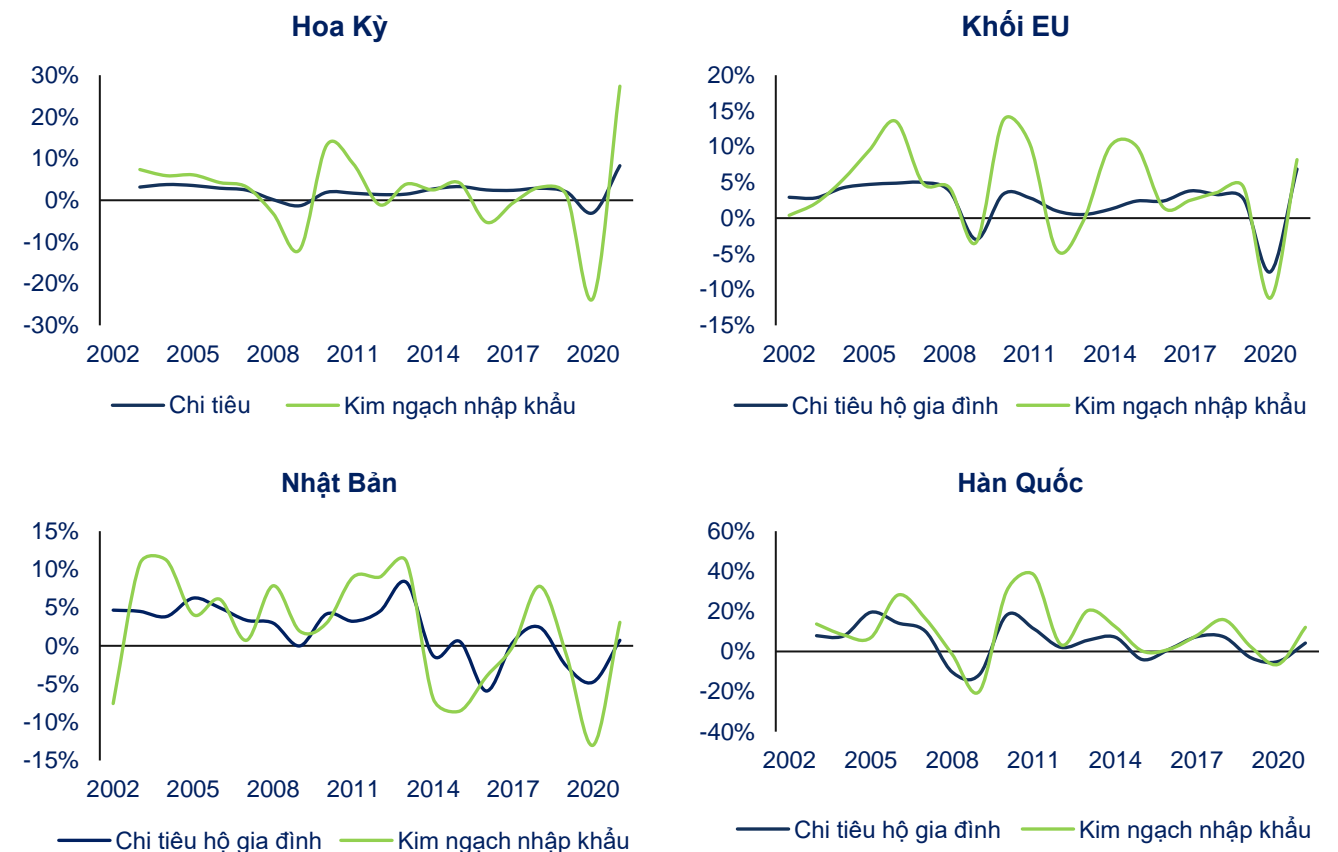


Nguồn: OECD

Với đặc thù xuất khẩu chủ đạo, đầu ra của ngành dệt may Việt Nam biến động theo chu kỳ kinh tế của các thị trường tiêu thụ (nhóm nước OECD – tiêu biểu là: Mỹ, khối EU, Nhật Bản, Hàn Quốc). Cụ thể:

Cầu nhập khẩu hàng may mặc ở các thị trường tiêu thụ biến động theo chu kỳ kinh tế, do quần áo là hàng tiêu dùng lâu bền - có nhu cầu nhạy cảm với khả năng chi tiêu, thể hiện qua tương quan cao giữa tăng trưởng tiêu dùng và kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của các thị trường trong quá khứ. Từ 2002 – 2021, những giai đoạn chi tiêu tăng trưởng ổn định sẽ thúc đẩy tăng trưởng cầu nhập khẩu, ngược lại những giai đoạn khủng hoảng – ngân sách chi tiêu thu hẹp sẽ làm giảm cầu nhập khẩu.

Tương quan giữa tăng trưởng chi tiêu và kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may ở các thị trường xuất khẩu chính



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

2. Thay đổi trong nội tại ngành tác động đến tăng trưởng thông qua khả năng thu hút đơn hàng

Với đặc thù gia công xuất khẩu, thay đổi trong nội tại ngành tác động đến ngành chủ yếu thông qua tăng trưởng sản lượng tiêu thụ (đơn hàng đặt may). Ngược lại, giá trị gia tăng của sản phẩm không có nhiều cải thiện do phương pháp sản xuất và cơ cấu sản phẩm gần như không đổi trong giai đoạn gia công. Cụ thể, khả năng thu hút đơn hàng được thúc đẩy bởi quá trình mở rộng thị trường tiêu thụ, trong khi đang gặp áp lực với chi phí nhân công tăng nhanh.

Mở rộng thị trường xuất khẩu thúc đẩy tăng trưởng

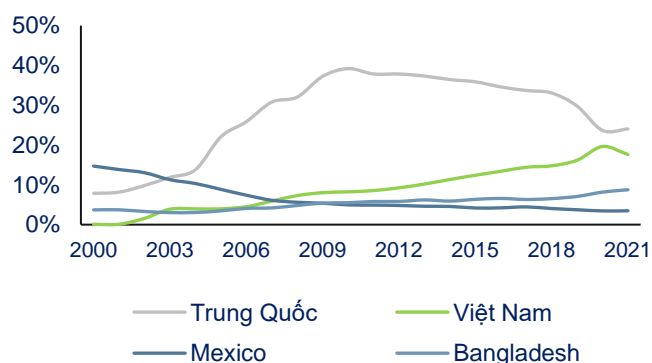
Nhìn chung, các Hiệp định Thương mại sẽ giúp hàng dệt may Việt Nam mở rộng thị trường và tăng sức cạnh tranh thông qua các thỏa thuận trong quan hệ thương mại và ưu đãi thuế quan.

Năm 2002, mở rộng thị trường Mỹ với Hiệp định Thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ, giúp kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng 38% yoy (mức tăng hàng năm cao nhất trong 20 năm gần đây), trong đó kim ngạch xuất khẩu vào Mỹ tăng 17 lần. Hiệp định này đã đưa Mỹ trở thành đối tác xuất khẩu dệt may lớn nhất của Việt Nam (tỷ trọng thị trường Mỹ tăng 34 đpt từ 2,4% ở 2001 lên 37% ở 2002). Đến nay, Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu chính của ngành, chiếm ~ 50% kim ngạch xuất khẩu 2021.

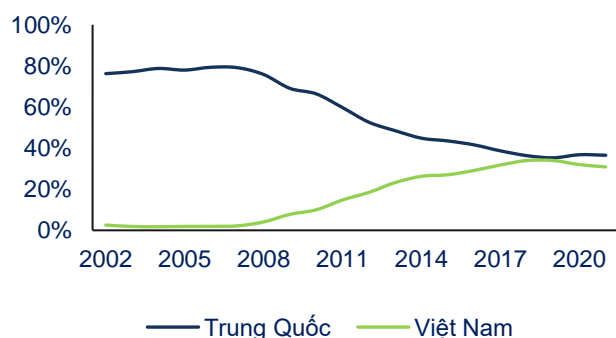
Tại Mỹ, nhờ hiệp định này mà thị phần của Việt Nam cũng tăng rất mạnh từ ~0,1% ở 2001 lên 1,6% ở 2002. Sau đó, thị phần của Việt Nam đã duy trì tăng trưởng, đến năm 2021 đạt khoảng 17,6%.

Hiệp định Thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ có hiệu lực vào tháng 12/2001, đã chính thức mở cửa giao thương cho hàng hóa của 02 nước (giai đoạn trước đó Việt Nam và Hoa Kỳ chưa có quan hệ thương mại).

Thị phần xuất khẩu hàng dệt may vào Mỹ



Thị phần xuất khẩu hàng dệt may vào Hàn Quốc



Nguồn: FPTs tổng hợp

Năm 2007, mở rộng thị trường Hàn Quốc qua Hiệp định Thương mại tự do ASEAN – Hàn Quốc (AKFTA), góp phần thúc đẩy tăng trưởng ngành dệt may Việt Nam. Kim ngạch xuất khẩu dệt may sang Hàn Quốc tăng trưởng cao trong năm 2008 (+98% yoy) và 2009 (+67% yoy), trong khi tăng trưởng của toàn ngành giảm tốc (~0% yoy ở 2009). Đến nay, Hàn Quốc vẫn là một trong những thị trường xuất khẩu quan trọng của Việt Nam, chiếm ~9,5% kim ngạch xuất khẩu năm 2021.

Tại Hàn Quốc, AKFTA đã góp phần giúp hàng dệt may Việt Nam gia tăng khả năng cạnh tranh, thể hiện qua sự tăng trưởng nhanh của thị phần sau khi hiệp định có hiệu lực. Thị phần của Việt Nam tại Hàn Quốc liên tiếp tăng mạnh trong 02 năm 2008 và 2009, lần lượt chiếm 04% và 08% tổng kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may.

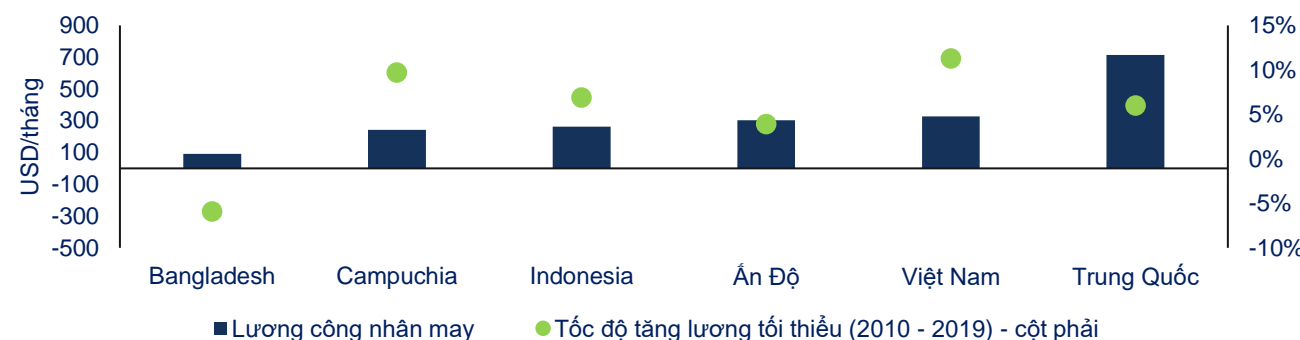
Hiệp định AKFTA chính thức có hiệu lực từ tháng 06/2007, theo đó đã xóa bỏ toàn bộ thuế nhập khẩu đối với hàng dệt may của các nước ASEAN vào Hàn Quốc, trước đó mức thuế trung bình là ~ 12%.

Chi phí lao động kém cạnh tranh có khả năng tạo áp lực lên tăng trưởng đơn hàng

Lương công nhân tăng nhanh khiến chi phí sản xuất hàng may mặc của Việt Nam kém cạnh tranh. Năm 2021, lương trung bình của một công nhân may ở Việt Nam là khoảng 328 USD/tháng, cao hơn so với các đối thủ trong khu vực như Bangladesh, Indonesia. Chi phí lao động tăng cao do áp lực từ chính sách lương tối thiểu tăng nhanh (+11%/năm trong 2010 - 2022) và cạnh tranh lao động đối với các ngành khác.

Chi phí nhân công dần kém cạnh tranh là xu hướng phát triển tất yếu của ngành dệt may (đã được chứng minh qua quá trình phát triển của ngành tại các nước khác như Nhật Bản, Đức, Hàn Quốc, Trung Quốc), và là áp lực với tăng trưởng trong dài hạn của ngành dệt may Việt Nam.

Lương công nhân may năm 2021 và tốc độ tăng lương tối thiểu giai đoạn (2010 – 2019)



Nguồn: ILO, FPTs tổng hợp

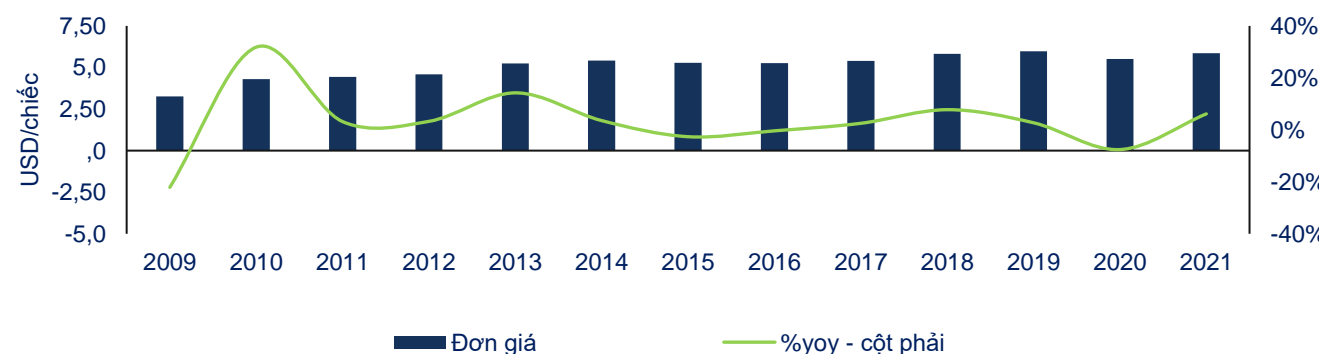
Phương pháp sản xuất và cơ cấu sản phẩm gần như không thay đổi

Giá trị gia tăng của sản phẩm không có nhiều cải thiện do hoạt động kinh doanh phổ biến vẫn là gia công, với những sản phẩm có độ khó từ thấp đến trung bình. Cụ thể:

Đến năm 2021, 90% hoạt động sản xuất của ngành vẫn là gia công, với 02 phương pháp chủ đạo là CMT (~60%) và FOB (30%). Nguyên nhân do, hoạt động gia công dễ tiếp cận với đa số doanh nghiệp Việt Nam (quy mô vốn nhỏ và siêu nhỏ). Đặc điểm này phổ biến ở các quốc gia bước đầu phát triển ngành dệt may, cũng là giai đoạn đầu tiên trong quá trình phát triển của ngành (gia công quần áo -> dệt/nhuộm vải -> sản xuất máy móc).

Bên cạnh đó, cơ cấu sản phẩm không có sự thay đổi lớn qua các năm, phổ biến vẫn là các loại quần áo có độ khó từ thấp đến trung bình, bao gồm: áo phông, áo gió, quần áo thể thao,... Từ năm 2009 đến nay, số lượng sản phẩm tăng trưởng cao (7,5%/năm), tuy nhiên đơn giá của sản phẩm (kim ngạch xuất khẩu/sản lượng sản xuất) tăng tương đối chậm (~2,8%/năm - chỉ nhỉnh hơn lạm phát toàn cầu).

Đơn giá xuất khẩu bình quân



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023: CHUYỂN TỪ PHA TĂNG TRƯỞNG SANG PHA GIẢM TỐC

Dựa trên phân tích chu kỳ và các yếu tố trong nội tại ngành chúng tôi cho rằng **tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu trong chu kỳ 2021 – 2024 vẫn phụ thuộc phần lớn vào chu kỳ kinh tế tại các thị trường tiêu thụ.**

Trong khi đó, các yếu tố trong nội tại ngành không có cải thiện đáng kể, với: (1) Khả năng mở rộng thị trường EU chưa rõ ràng do rào cản quy tắc xuất xứ; (2) Chi phí lao động tiếp tục tăng; (3) Phương pháp sản xuất và cơ cấu sản phẩm không thay đổi.

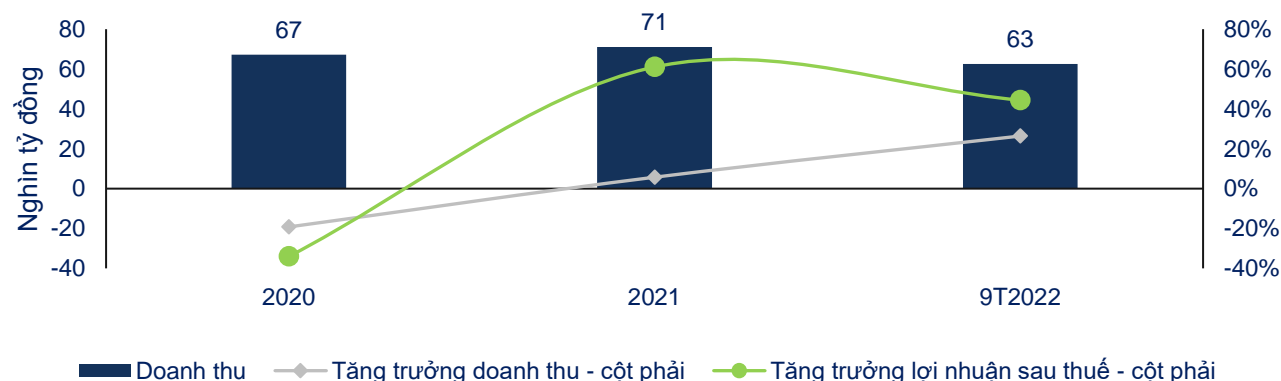
Chu kỳ kinh tế ở thị trường tiêu thụ chuyển từ pha tăng trưởng sang pha giảm tốc

Nhìn chung, chu kỳ kinh tế ở các thị trường tiêu thụ đang chuyển dần từ pha tăng trưởng (2021 – 2022) sang pha giảm tốc (2023 - 2024) theo chu kỳ kinh tế 2021 - 2024, và tương ứng tác động tác tăng trưởng ngành dệt may Việt Nam như sau:

Ngành dệt may Việt Nam trải qua giai đoạn hồi phục và tăng trưởng trong 2021 - 2022 nhờ cầu tiêu thụ hồi phục (sau khi sụt giảm do dịch Covid ở 2020), với kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc tăng trưởng lần lượt 16,4% yoy và 9,7% yoy, tương đương giá trị lần lượt đạt 41 tỷ USD và 44,5 tỷ USD.

Theo đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp cũng tăng trưởng khả quan trong cùng giai đoạn. Năm 2021 và 9T 2022 doanh thu các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng lần lượt 06% yoy và 26% yoy, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng lần lượt 61% yoy và 44% yoy.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2020 – 2022

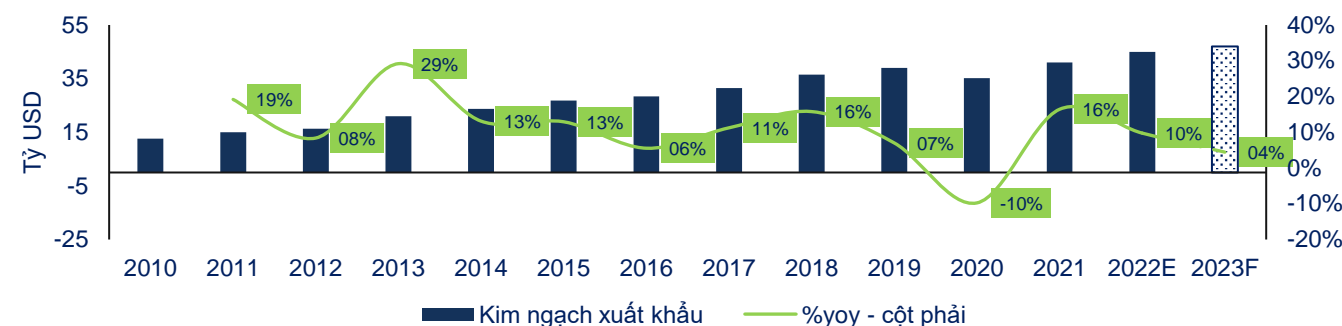


Nguồn: FPTs tổng hợp

Đến năm 2023, chúng tôi dự kiến tăng trưởng của ngành sẽ bước vào giai đoạn giảm tốc khi cầu tiêu thụ chậm lại, do lạm phát tăng cao kìm hãm chi tiêu tại các thị trường xuất khẩu. Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), dự báo tăng trưởng kim ngạch năm 2023 chỉ khoảng 3,5% - 04% yoy (thấp hơn 05 đpt so với tăng trưởng 09% ở năm 2022), tương đương kim ngạch đạt khoảng 47 tỷ USD.

Ngoài ra, tình trạng thiếu lao động cũng là thách thức với doanh nghiệp dệt may trong năm 2023. Theo VITAS, lao động ngành dệt may 2023 sẽ tiếp tục giảm vì đơn hàng chưa phục hồi và cạnh tranh lao động cao với các ngành khác. Từ đầu năm 2022, lao động của toàn ngành đã giảm 05% - 07%.

Dự phóng kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam

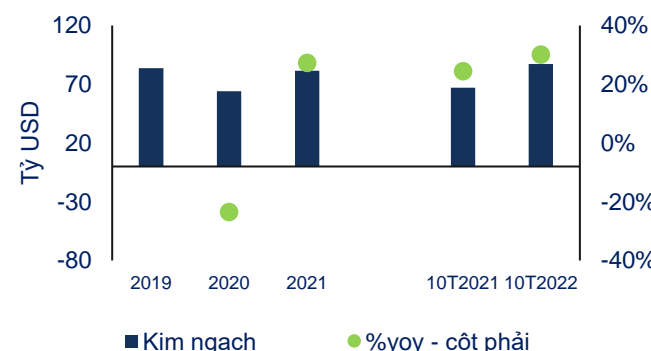


Nguồn: VITAS, FPTs tổng hợp và ước tính

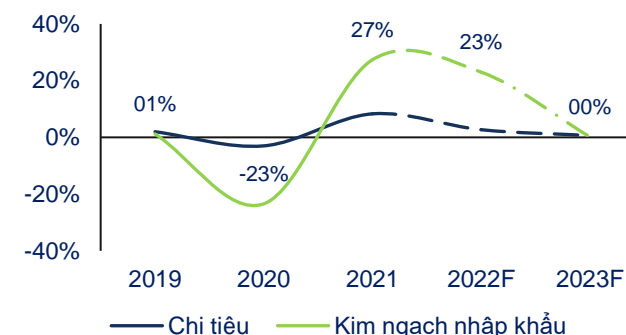
Cụ thể đánh giá của chúng tôi về chu kỳ kinh tế tác động tới cầu nhập khẩu ở các thị trường tiêu thụ như sau:

Thị trường Mỹ (chiếm ~ 47% kim ngạch xuất khẩu 2022): **Giai đoạn 2021 - 2022, cầu nhập khẩu dệt may được thúc đẩy bởi nền kinh tế Mỹ phục hồi mạnh mẽ.** Kim ngạch nhập khẩu 2021 tăng 27,4% yoy nhờ chi tiêu của người dân tăng trưởng +8,3% yoy. Tới năm 2022, kim ngạch nhập khẩu lũy kế 10T 2022 tăng trưởng cao +30,2% yoy (đạt ~87 tỷ USD) nhờ chi tiêu thực của người dân Mỹ duy trì đà tăng trưởng với +02% yoy (chủ yếu nhờ tăng trưởng thu nhập và các khoản tiết kiệm tích lũy).

Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc 10T2022 của Mỹ



Dự phóng tăng trưởng chi tiêu và kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ



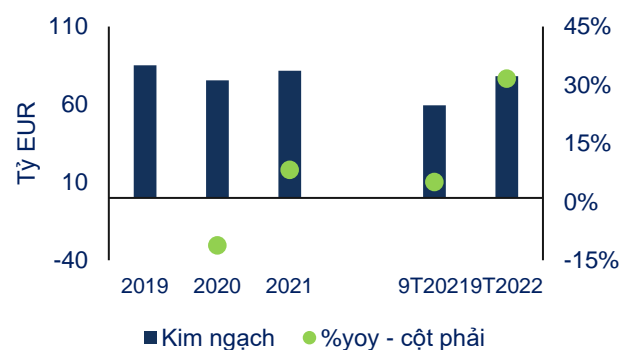
Nguồn: OTEXA, FPTs tổng hợp và ước tính

Bước sang 2023, áp lực lạm phát dự kiến sẽ kìm hãm tiêu dùng, khiến nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ tăng trưởng chậm lại. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu dệt may chỉ -0,2% yoy (tương đương kim ngạch đạt 101,3 tỷ USD), do tiêu dùng thực của Mỹ năm 2023F ước tính chỉ tăng khoảng 0,7% yoy (thấp hơn 1,7 đpt so với mức 2,7% ở 2022F).

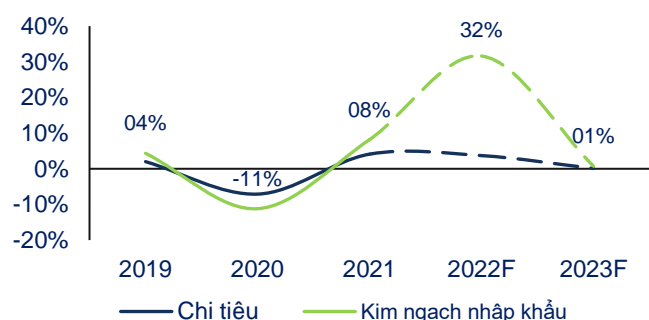
Thị trường EU (chiếm ~11,75% kim ngạch xuất khẩu 2022): **Tiêu thụ hàng may mặc trong 2021 – 2022 thúc đẩy bởi nền kinh tế EU hồi phục.** Năm 2021, kim ngạch nhập khẩu dệt may của EU tăng 8,9% yoy, tương đương đạt 81,7 tỷ EUR (gần bằng với mức 85 tỷ EUR ở 2019 – trước dịch), thời điểm này nền kinh tế EU vẫn chưa hồi phục hoàn toàn với chỉ tiêu chỉ tăng ~4% yoy. 9T2022, kim ngạch nhập khẩu tăng trưởng cao theo chỉ tiêu (+06% yoy), lũy kế đạt ~78,1 tỷ EUR (+30,2% yoy).

Tới 2023, cầu nhập khẩu dự kiến sẽ tăng trưởng chậm lại, do nền kinh tế giảm tốc bởi tác động của khủng hoảng năng lượng và áp lực lạm phát (theo Goldman Sachs). Chúng tôi ước tính kim ngạch nhập khẩu dệt may của EU năm 2023 tăng trưởng ~ 0,7% yoy (tương đương kim ngạch đạt 108,3 tỷ EUR), do tiêu dùng dự kiến chỉ tăng 0,1% (thấp hơn 3,6 đpt so với mức 3,7% ở 2022F).

Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc 9T 2022 của EU



Dự phóng tăng trưởng chi tiêu và kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của EU

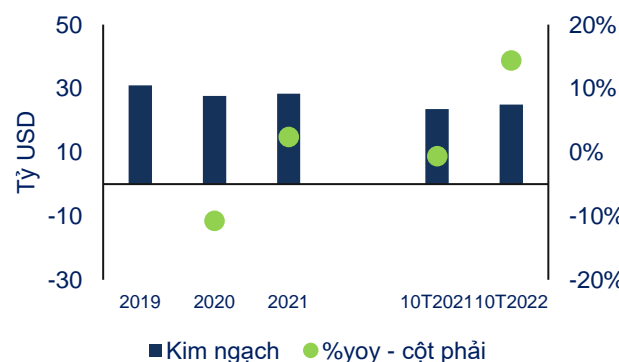


Nguồn: Eurostat, FPTs tổng hợp và ước tính

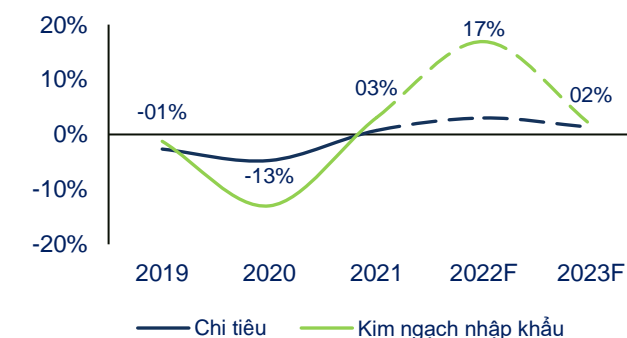
Thị trường Nhật Bản (chiếm ~10,4% kim ngạch xuất khẩu 2022): **Cầu nhập khẩu dệt may thúc đẩy bởi mở cửa kinh tế đầu năm 2022.** Lũy kế 10T 2022 giá trị nhập khẩu hàng may mặc của Nhật Bản đạt ~24,9 tỷ USD (+14,4% yoy), nhờ chi tiêu tăng 2,5% yoy. Nền kinh tế Nhật Bản hồi phục rõ ràng từ thời điểm mở cửa (tháng 03 2022), GDP thực duy trì đà tăng trưởng trong suốt 9T 2022, và tới Q3 2022 đã quay lại mức trước dịch (~547 triệu tỷ Yên).

Năm 2023, cầu nhập khẩu dự kiến tăng trưởng chậm lại. Mặc dù nền kinh tế Nhật vẫn được hỗ trợ bởi các yếu tố nội tại, tuy nhiên gặp áp lực lớn với lạm phát cao và suy giảm kinh tế toàn cầu. Theo đó, chúng tôi ước tính kim ngạch nhập khẩu dệt may của Nhật Bản năm 2023 chỉ tăng trưởng ~1,7% yoy (tương đương kim ngạch đạt 31 tỷ USD), do tiêu dùng dự phóng 2023 chỉ tăng 1,3% (thấp hơn 1,8 đpt so với mức 3% ở 2022F).

Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc 10T 2022 của Nhật Bản



Dự phóng tăng trưởng chi tiêu và kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Nhật Bản

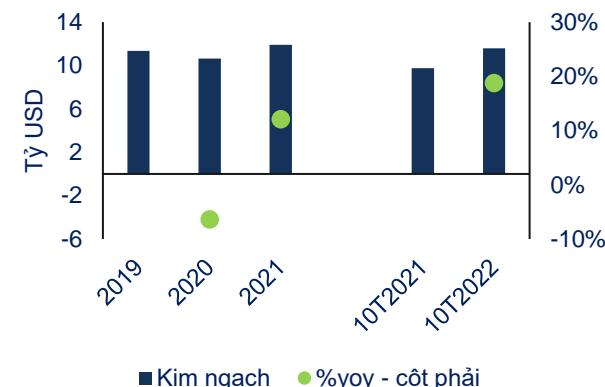


Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

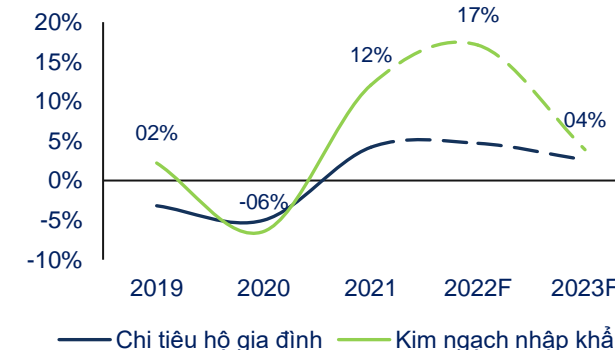
Thị trường Hàn Quốc (chiếm ~9% kim ngạch xuất khẩu 2022) **Cầu nhập khẩu dệt may trong 2021 – 2022 được thúc đẩy bởi nền kinh tế hồi phục nhanh và duy trì đà tăng trưởng.** Nền kinh tế của Hàn Quốc hồi phục ngay từ năm 2021 và duy trì tăng trưởng trong 2022 nhờ nước này mở cửa sớm, với chỉ tiêu 2021 và 2022 tăng trưởng lần lượt 4,2% yoy và 4,7% yoy. Theo đó, thúc đẩy cầu tiêu thụ hàng may mặc, năm 2021 và lũy kế 10T 2022 kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc tăng lần lượt 12,1% yoy 18,7% yoy (kim ngạch nhập khẩu 2022 đã cao hơn mức trước dịch)

Tới năm 2023, chúng tôi cho rằng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Hàn Quốc sẽ tăng trưởng chậm lại do tiêu dùng bị tác động tiêu cực bởi lạm phát cao. Dự phóng kim ngạch nhập khẩu sẽ đạt ~ 14,4 tỷ USD (+3,9% yoy), do tiêu dùng dự phóng chỉ tăng 2,6% yoy (giảm 0,4 đpt so với mức 03% năm 2022).

Kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc 10T 2022 của Hàn Quốc



Dự phóng tăng trưởng chi tiêu và kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Hàn Quốc



Nguồn: FPTs tổng hợp và ước tính

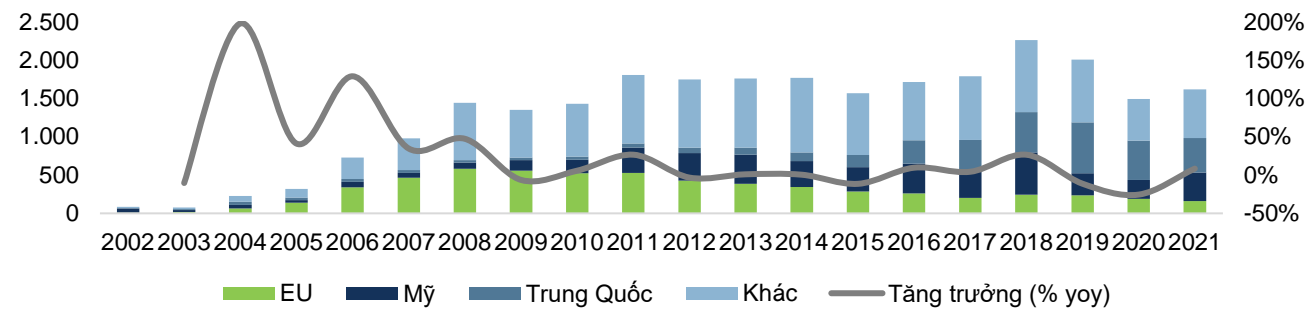
MẢNG CÁ TRA - NHU CẦU TIÊU THỤ DỰ BÁO GIẢM TRONG BỐI CẢNH KINH TẾ TOÀN CẦU KÉM TÍCH CỰC

I. MẢNG CÁ TRA CÓ TÍNH CHU KỲ Ở MỨC TRUNG BÌNH

Sản phẩm cá tra là hàng tiêu dùng thiết yếu, tuy nhiên khác với các sản phẩm như đường và thịt lợn trong khuôn khổ báo cáo này với nhu cầu đến từ trong nước, sản phẩm cá tra chủ yếu xuất khẩu nên nhu cầu tiêu thụ phụ thuộc hoàn toàn vào nước ngoài. Trong báo cáo này, chúng tôi lựa chọn chỉ tiêu đại diện mảng là kim ngạch xuất khẩu.

Theo chúng tôi, mảng cá tra bắt đầu thể hiện rõ nét tính chu kỳ trong giai đoạn 2020 – 2021 khi dịch Covid – 19 bùng phát dẫn đến suy thoái kinh tế toàn cầu và khiến nhu cầu tiêu dùng cá tra tại các thị trường suy giảm. Trong giai đoạn trước đó, mảng cá tra không thể hiện tính chu kỳ rõ ràng do nội tại mảng thường xuyên trải qua những thay đổi, bao gồm (1) sự thay đổi cơ cấu thị trường xuất khẩu toàn mảng qua các năm và (2) nguồn cung cá tra mỗi năm không ổn định khiến mảng thường rơi vào tình trạng mất cân bằng cung cầu. Cụ thể, thống kê kim ngạch xuất khẩu toàn mảng từ năm 2002 đến năm 2019 cho thấy kim ngạch xuất khẩu toàn mảng tăng nhanh trong giai đoạn 2002 – 2008 khi mảng bắt đầu tham gia vào chuỗi giá trị thủy sản toàn cầu. Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu bắt đầu chững lại trong giai đoạn 2009 – 2019 do nội tại mảng diễn ra những thay đổi.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra theo thị trường giai đoạn 2002 - 2021
(đơn vị: triệu USD)



Nguồn: VASEP, FPTIS tổng hợp

Vì mảng cá tra thể hiện tính chu kỳ tương đối hạn chế, chúng tôi tập trung phân tích các yếu tố nội tại tác động đến kim ngạch xuất khẩu mỗi năm của mảng, bao gồm (1) sự thay đổi trong cơ cấu thị trường xuất khẩu và (2) nguồn cung cá tra toàn mảng không ổn định.

1. Sự thay đổi trong cơ cấu thị trường xuất khẩu

Với đặc thù là thực phẩm xuất khẩu, cá tra phải đối mặt với nhiều rào cản về quy định chất lượng và thuế quan từ các thị trường xuất khẩu, điều này khiến cơ cấu thị trường xuất khẩu toàn mảng liên tục có sự thay đổi trong quá trình phát triển, chúng tôi tóm tắt những thay đổi chính như sau:

Giai đoạn 2002 – 2010: mảng cá tra bắt đầu tham gia vào chuỗi giá trị thủy sản toàn cầu. Kim ngạch xuất khẩu tăng nhanh trong giai đoạn này với động lực tăng trưởng chính đến từ thị trường EU.

Giai đoạn 2011 – 2015: cơ cấu thị trường thay đổi với sự suy giảm tỷ trọng của thị trường EU và tăng tỷ trọng vào thị trường Mỹ. Trong giai đoạn này kim ngạch xuất khẩu sang EU ngày càng suy giảm do cá tra đối diện với khủng hoảng truyền thông ở khu vực này từ năm 2010 về phương pháp nuôi trồng không đạt tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm, điều này khiến các kênh tiêu thụ cá tra chính ở EU như các chuỗi siêu thị và nhà hàng giảm dần nhập khẩu cá tra từ Việt Nam. Tuy nhiên, bù đắp sự sụt giảm từ thị trường EU, các doanh nghiệp Việt Nam đã linh hoạt mở rộng xuất khẩu sang các thị trường khác, đáng chú ý là thị trường Mỹ.

Giai đoạn 2016 – 2021: Mảng cá tra Việt Nam mở rộng thành công thị trường Trung Quốc trong bối cảnh xuất khẩu sang các thị trường Mỹ và EU ngày càng khó khăn. Tại thị trường Mỹ, nhiều doanh nghiệp cá tra bị áp thuế CBPG vì cạnh tranh không lành mạnh. Tại EU, doanh nghiệp xuất khẩu bắt buộc phải đáp ứng các yêu cầu chất lượng khắt khe như cá tra phải đạt chứng nhận nuôi trồng bền vững ASC hoặc chứng nhận chất lượng toàn cầu GlobalGAP. Do vậy, nhiều doanh nghiệp đã chuyển hướng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc. Tính đến năm 2021, Trung Quốc cùng với Mỹ là hai thị trường xuất khẩu lớn nhất đóng vai trò chi phối mảng cá tra Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu chiếm hơn 50% tổng kim ngạch xuất khẩu toàn mảng cùng năm.

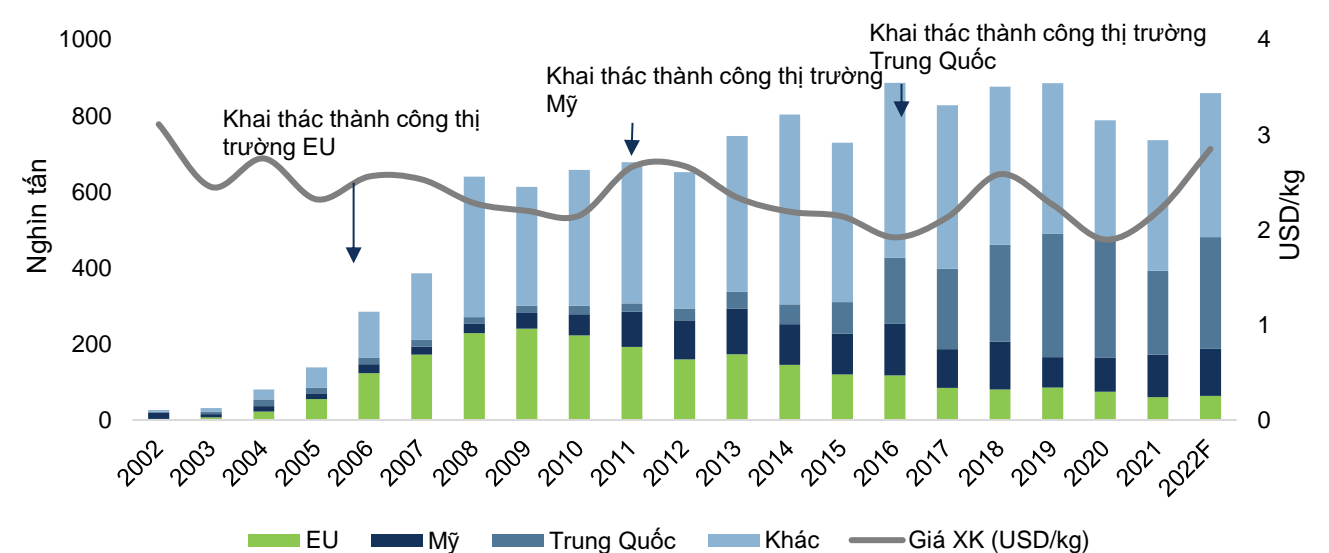
2. Nguồn cung cá tra không ổn định qua mỗi năm

Nguồn cung toàn mảng thường xuyên có sự biến động lớn giữa các năm do nguồn cung cá tra chịu sự tác động lớn từ các hộ nuôi cá tra nhỏ lẻ. Các hộ nuôi nhỏ lẻ có hoạt động nuôi trồng cá tra không ổn định, theo đó, các hộ nuôi thường tăng diện tích thả nuôi khi giá cá tra tăng và thu hẹp diện tích thả nuôi khi giá cá tra giảm, dẫn đến nguồn cung cá tra có sự biến động lớn giữa các năm và ảnh hưởng đến giá xuất khẩu cá tra toàn mảng.

Mảng cá tra đã trải qua 3 lần khủng hoảng thừa cung, bao gồm giai đoạn 2008 – 2010, giai đoạn 2013 – 2016 và giai đoạn 2019 – 2020. Điểm chung của 3 lần khủng hoảng là mảng cá tra phát triển thành công thị trường mới dẫn đến nguồn cung cá tra bị thiếu hụt tạm thời và giá xuất khẩu cá tra tăng mạnh. Sau đó, các hộ nuôi mở rộng nhanh diện tích nuôi trồng, dẫn đến nguồn cung cá tra tăng quá mức và toàn mảng rơi vào khủng hoảng thừa với tình trạng giá xuất khẩu giảm sâu.

Kể từ năm 2011 đến nay, mặc dù sản lượng xuất khẩu có xu hướng tăng trưởng qua mỗi năm, nhưng với diễn biến kém tích cực về giá xuất khẩu do ảnh hưởng của các cuộc khủng hoảng thừa, kim ngạch toàn mảng gần như đi ngang trong cả giai đoạn, trừ giai đoạn sụt giảm do dịch Covid 2020 – 2021. Chi tiết về các cuộc khủng hoảng như sau:

Sản lượng xuất khẩu cá tra và giá xuất khẩu theo thị trường giai đoạn 2002 - 2021



Nguồn: Agromonitor, FPTIS tổng hợp và ước tính

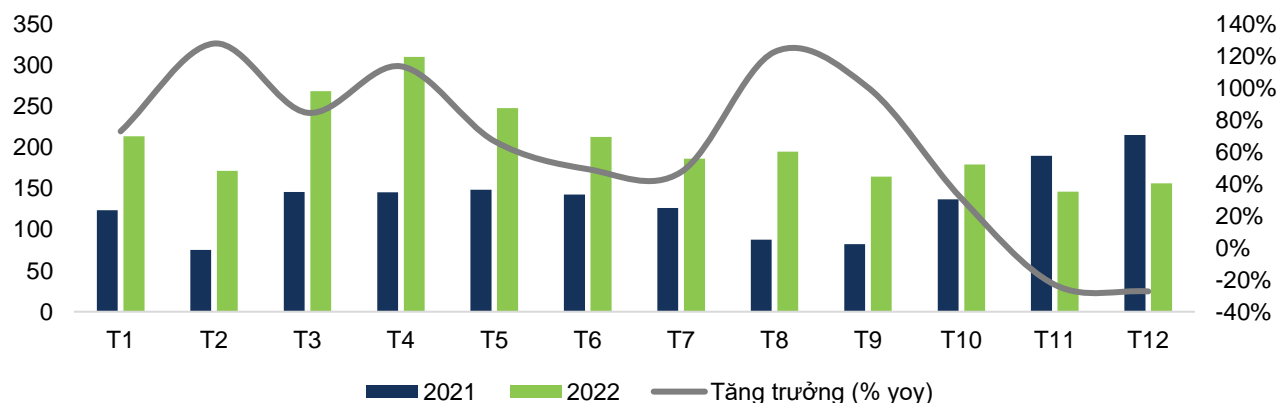
Sự kiện	Giai đoạn tăng giá	Giai đoạn giảm giá
Phát triển thành công thị trường EU 2006	2006 – 2007: Hoạt động xuất khẩu sang EU tăng trưởng mạnh dẫn đến nguồn cung cá tra bị thiếu hụt và giá xuất khẩu tăng cao.	2008 – 2010: Nguồn cung cá tra tăng trưởng nóng và trở nên dư thừa, tạo áp lực giảm giá xuất khẩu. Các hộ nuôi phải điều chỉnh giảm diện tích nuôi trồng trong giai đoạn này. 2013 – 2016: Nguồn cung cá tra tăng trưởng nóng trong khi tình hình xuất khẩu sang các thị trường lớn kém thuận lợi. Tại Mỹ, nhiều doanh nghiệp cá tra bị áp thuế CBPG vì cạnh tranh không lành mạnh. Tại EU, hoạt động xuất khẩu liên tục giảm do ảnh hưởng của truyền thông tiêu cực. Kết quả là nguồn cung bị dư thừa và các doanh nghiệp phải chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường giá trị thấp hơn như ASEAN, Mỹ Latin và Trung Đông, dẫn đến giá xuất khẩu toàn mảng giảm sâu.
Phát triển thành công thị trường Mỹ 2011	2011 – 2012: Hoạt động xuất khẩu sang Mỹ tăng trưởng mạnh dẫn đến nguồn cung cá tra bị thiếu hụt và giá xuất khẩu tăng cao.	2019 – 2020: Nguồn cung cá tra tăng nhanh trong khi tình hình xuất khẩu chậm lại, đặc biệt tại Mỹ sau năm 2018 tăng nhập khẩu nhanh. Kết quả là nguồn cung cá tra bị dư thừa và tình trạng này trở nên nghiêm trọng trong năm 2020 khi dịch Covid bùng phát, tạo áp lực khiến giá xuất khẩu giảm sâu. Nhiều hộ nuôi đã phải thu hẹp diện tích thả nuôi trong thời gian này vì thua lỗ.
Phát triển thành công thị trường Trung Quốc 2016	2017 – 2018: Hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc liên tục duy trì ở mức cao từ năm 2016 khiến nguồn cung cá tra bị thiếu hụt. Đỉnh điểm là năm 2018 khi nhu cầu nhập khẩu cá tra sang Mỹ cũng tăng cao do ảnh hưởng của chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.	

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023: MẢNG CÁ TRA CHUYỂN SANG PHA GIẢM TỐC

1. Mảng cá tra bước vào pha tăng trưởng nhờ nền kinh tế tại các thị trường bước vào giai đoạn phục hồi

Năm 2022, kim ngạch xuất khẩu toàn mảng ước đạt khoảng 2,4 tỷ USD, tăng hơn 50% so với năm 2021. Kết quả trên là nhờ (1) nhu cầu phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn 2020 – 2021 kinh tế các nước bị ảnh hưởng bởi dịch Covid và (2) bối cảnh nguồn cung cá tra thắt chặt đã hỗ trợ giá cá tra duy trì ở mức cao.

Kim ngạch xuất khẩu cá tra theo tháng giai đoạn T1/2021 - T12/2022
(đơn vị: triệu USD)

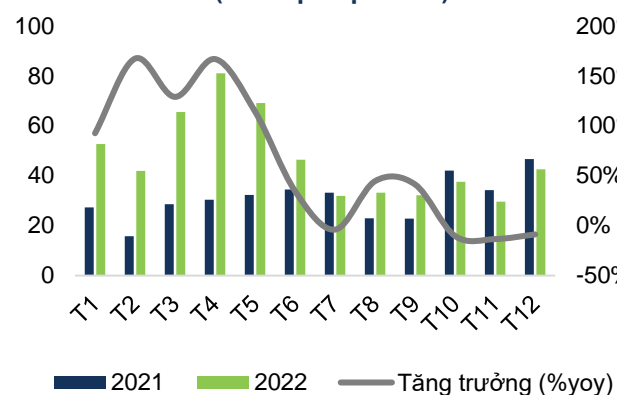


Nguồn: VASEP, FPTs tổng hợp

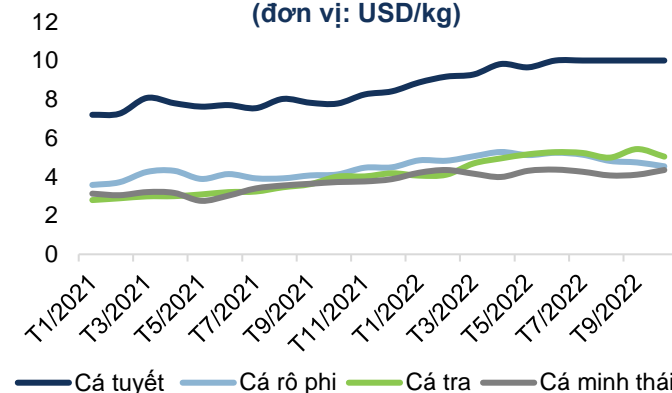
1. 1. Nhu cầu phục hồi mạnh mẽ, đặc biệt từ hai thị trường xuất khẩu trọng điểm là Mỹ và Trung Quốc

Tại thị trường Mỹ, kim ngạch xuất khẩu năm 2022 ước đạt 562 triệu USD (+52% yoy), chiếm khoảng 23% kim ngạch toàn mảng. Trong đó, sản lượng xuất khẩu đạt 124 nghìn tấn (+11% yoy) và giá xuất khẩu bình quân đạt 4,5 USD/kg (+36% yoy). Kim ngạch xuất khẩu cá tra sang Mỹ tăng nhanh nhờ (1) kênh tiêu thụ cá tra HORECA (Hotel, Restaurant and Café) hoạt động trở lại giúp nhu cầu tiêu thụ tăng cao. Hoạt động xuất khẩu cá tra duy trì ở mức cao trong H1/2022 với kim ngạch đạt đỉnh trong T4 với 81 triệu USD. Tuy nhiên, kim ngạch xuất khẩu có dấu hiệu chững lại trong H2/2022 do giá cá tra liên tục tăng cao đã khiến sản phẩm này kém cạnh tranh trong bối cảnh lạm phát cao và nhu cầu tiêu dùng cá tra chậm lại.

Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ theo tháng giai đoạn T1/2021 - T11/2022
(đơn vị: triệu USD)



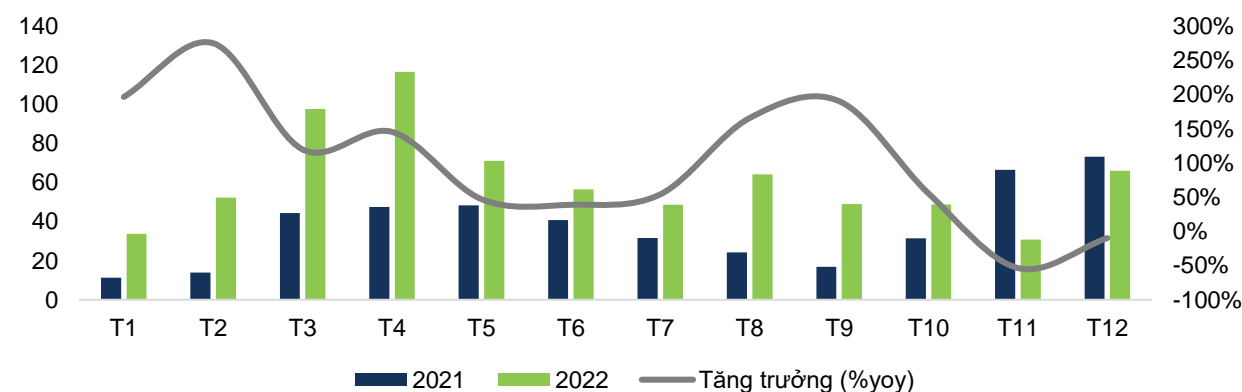
Giá một số loại cá thịt trắng chính ở Mỹ giai đoạn T1/2021 - T10/2022
(đơn vị: USD/kg)



Nguồn: VASEP, ITC, FPTs tổng hợp

Tại thị trường Trung Quốc, kim ngạch xuất khẩu năm 2022 ước đạt 735 triệu USD (+50% yoy), chiếm 30% kim ngạch toàn mảng. Trong đó, sản lượng xuất khẩu đạt 294 nghìn tấn (+33% yoy) và giá xuất khẩu bình quân đạt 2,5 USD/kg (+22% yoy). Mặc dù Trung Quốc vẫn duy trì chính sách Zero – Covid nhưng bối cảnh nguồn cung thủy sản nước này thiếu hụt do ngành thủy sản nội địa suy yếu bởi hệ quả của chính sách chống Covid đã khiến Trung Quốc tăng cường nhập khẩu thủy sản nhiều hơn. Hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc tăng trưởng tốt trong H1/2022 với kim ngạch đạt đỉnh trong T4 với 117 triệu USD. Tuy nhiên, với sự bùng phát dịch Covid từ T3/2022 khiến các thành phố tại Trung Quốc thường xuyên phải phong tỏa đã dẫn đến nhu cầu tiêu thụ cá tra bị chậm lại và kim ngạch xuất khẩu có dấu hiệu giảm dần trong H2/2022.

Kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc theo tháng giai đoạn T1/2021 - T12/2022

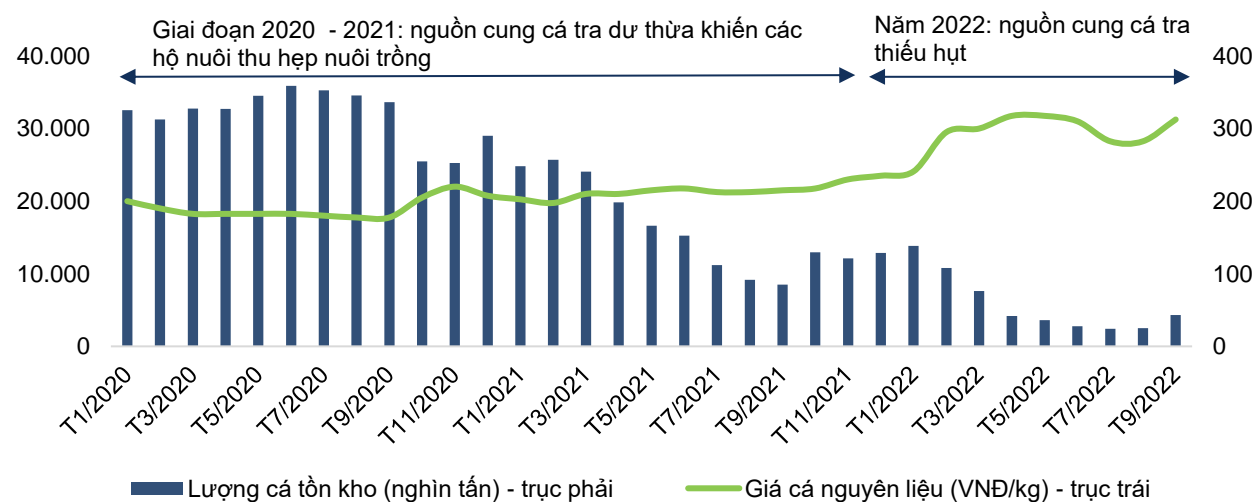


Nguồn: VASEP, Our World in Data, FPTs tổng hợp

1.2. Nguồn cung cá tra thất chặt đã hỗ trợ cho giá xuất khẩu duy trì ở mức cao trong năm 2022

Diễn biến xuất khẩu khó khăn trong giai đoạn 2020 – 2021 đã dẫn đến tồn kho cá tra nguyên liệu trong nước tăng cao và giá thu mua cá tra nguyên liệu liên tục duy trì ở mức thấp, điều này đã khiến các hộ nuôi phải thu hẹp diện tích nuôi trồng do thua lỗ trong thời gian dài. Trong năm 2022, với nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng lên đột biến nhờ các thị trường mở cửa trở lại, nguồn cung cá tra dần trở nên thiếu hụt và tạo áp lực làm tăng giá cá tra xuất khẩu.

Diễn biến giá cá nguyên liệu và tồn kho cá nguyên liệu theo tháng giai đoạn T1/2020 - 9T/2022



Nguồn: Agromonitor, FPTs tổng hợp

2. Triển vọng năm 2023 – mảng cá tra bước vào pha giảm tốc do nền kinh tế toàn cầu được dự báo bước vào giai đoạn suy thoái

Trong năm 2023, với bối cảnh kinh tế toàn cầu được dự báo sẽ bước vào giai đoạn suy thoái, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các thị trường sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong bối cảnh này. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu toàn mảng trong năm 2023 sẽ kém tích cực do (1) nhu cầu tại các thị trường sẽ giảm do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế và (2) giá cá tra dự báo giảm do nguồn cung cá tra toàn mảng phục hồi. Cụ thể như sau:

2.1. Nhu cầu tiêu thụ tại phần lớn các thị trường sẽ kém khả quan

Tại thị trường Mỹ, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ năm 2023 sẽ kém tích cực so với năm 2022 do (1) tình hình tồn kho cá tra ở Mỹ tính đến Q4/2022 vẫn duy trì ở mức cao, theo thông tin tại Hội nghị tổng kết mảng cá tra năm 2022 và (2) kênh tiêu thụ HORECA được dự báo kém tích cực trong năm 2023 do ảnh hưởng của lạm phát. Theo Hiệp hội Nhà Hàng Hoa Kỳ, doanh thu của các chuỗi nhà hàng được dự báo sẽ giảm 3 - 5% trong năm 2023 do người tiêu dùng hạn chế đi ăn ngoài để tiết kiệm chi tiêu.

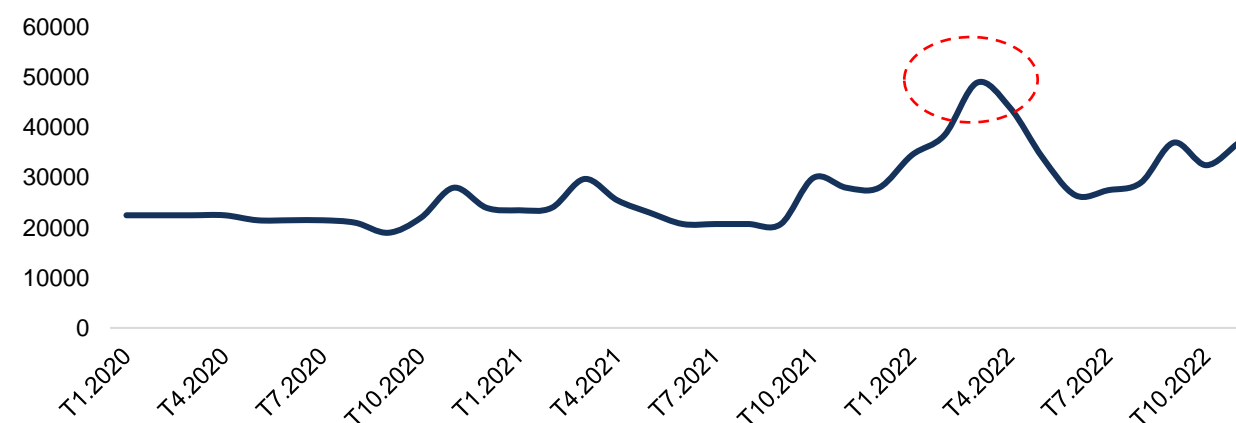
Tại thị trường Trung Quốc, nhu cầu tiêu thụ được kỳ vọng sẽ là điểm sáng của mảng nhờ triển vọng mở cửa vào năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng mức độ phục hồi của thị trường Trung Quốc sẽ phụ thuộc vào tiến độ mở cửa của Chính phủ nước này.

Tại các thị trường khác mở cửa trong năm 2022 (EU, Mỹ Latin, ASEAN,...), chúng tôi duy trì quan điểm kém tích cực về tình hình tiêu thụ do triển vọng kinh tế kém khả quan trong năm 2023 sẽ khiến kênh tiêu thụ cá tra HORECA ở các thị trường gặp khó khăn.

2.2. Nguồn cung cá tra kỳ vọng phục hồi

Theo dự báo của VASEP, nguồn cung cá tra dự kiến sẽ dồi dào trở lại từ năm 2023 nhờ giá cá tra nguyên liệu phục hồi tích cực trong năm 2022 đã kích thích các hộ nuôi mở rộng nuôi trồng. Theo đó, diện tích nuôi trồng cá tra đạt khoảng 5.800 ha trong năm 2022, tăng 14% so với năm 2021 sau thời gian hoạt động nuôi trồng bị ảnh hưởng bởi dịch Covid. Chúng tôi cho rằng dự báo này là hợp lý bởi vì quan sát dữ liệu lịch sử về giá cá giống, chúng tôi thấy rằng giá cá giống có xu hướng tăng cao trong khoảng T4/2022 thể hiện nhu cầu thả nuôi của các hộ dân đã phục hồi và dựa trên chu kỳ nuôi trồng cá tra kéo dài khoảng 8 tháng thì lượng cá thả nuôi mới sẽ đạt kích cỡ phù hợp để chế biến từ đầu năm 2023.

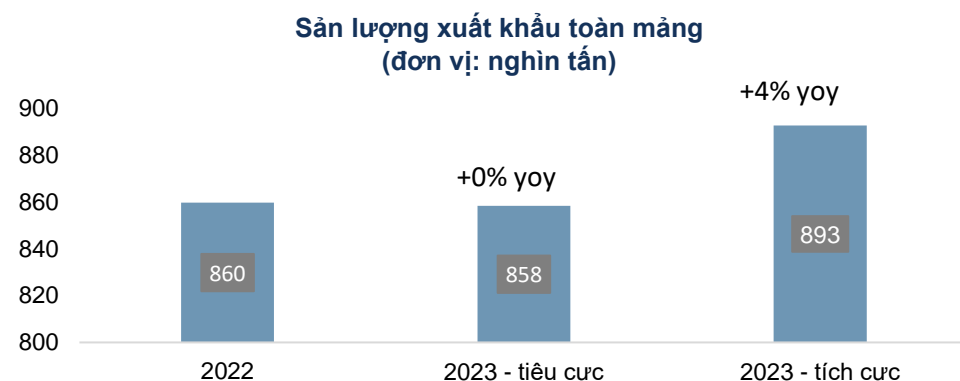
Giá cá tra giống theo tháng giai đoạn T1/2020 - T11/2022 (đơn vị: VNĐ/kg)



Nguồn: VASEP, FPTs tổng hợp

2.3. Tổng hợp dự báo – kim ngạch xuất khẩu toàn mảng dự báo giảm 15% yoy

Chi tiêu	Giải thích dự báo
Sản lượng	<p>Mỹ và các nước còn lại: Chúng tôi giả định hai kịch bản cho các nước đã mở cửa nền kinh tế trong năm 2023 như sau:</p> <p>TH1 – tích cực: sản lượng xuất khẩu đi ngang trong năm 2023 nhờ lượng hàng tồn kho cá tra tại các thị trường giảm dần và giá xuất khẩu điều chỉnh giảm sẽ giúp cá tra cạnh tranh tốt hơn trong bối cảnh suy thoái kinh tế.</p> <p>TH2 – tiêu cực: sản lượng xuất khẩu giảm 10% trong năm 2023 do lượng hàng tồn kho cá tra ở các thị trường vẫn duy trì ở mức cao và cá tra kém cạnh tranh với các loài cá thịt trắng khác trong bối cảnh suy thoái kinh tế.</p> <p>Trung Quốc: Dựa trên lịch sử quá khứ về tốc độ tăng trưởng sản lượng của thị trường Trung Quốc trước dịch Covid – 19. Chúng tôi giả định hai kịch bản bao gồm:</p> <p>TH1 – tích cực: sản lượng xuất khẩu tăng 20% trong năm 2023 nhờ thị trường nhanh chóng mở cửa từ đầu năm 2023.</p> <p>TH2 – tiêu cực: sản lượng xuất khẩu tăng 10% trong năm 2023 do thị trường mở cửa chậm hơn dự kiến.</p> <p>Chúng tôi tóm tắt dự phóng sản lượng xuất khẩu toàn mảng như sau:</p>



Chi tiết dự báo sản lượng xuất khẩu:

Đơn vị: nghìn tấn	Tăng trưởng sản lượng thị trường Mỹ và các thị trường khác	Tăng trưởng sản lượng thị trường Trung Quốc				
		10%	13%	15%	17%	20%
0%	889	898	904	910	918	
-3%	872	881	887	893	901	
-5%	861	870	875	881	890	
-7%	849	858	864	870	879	
-10%	832	841	847	853	862	

Giá xuất khẩu

Dựa trên những biến động lịch sử về giá xuất khẩu cá tra sau những giai đoạn tăng mạnh. Chúng tôi giả định 2 kịch bản bao gồm:

TH1 – tích cực: giá xuất khẩu sẽ giảm -10% nhờ nguồn cung mở rộng hợp lý và nhu cầu tiêu thụ ở các thị trường diễn biến thuận lợi.

TH1 – tiêu cực: giá xuất khẩu sẽ giảm -20% do nguồn cung mở rộng quá mức và nhu cầu tiêu thụ ở các thị trường diễn biến kém thuận lợi.

Kim ngạch

Dựa trên những kỳ vọng về sản lượng và giá xuất khẩu, chúng tôi dự báo kim ngạch toàn mảng năm 2023 sẽ đạt khoảng 2,1 – 2,2 tỷ USD, giảm khoảng 15% yoy.

Đơn vị: triệu USD	Thay đổi giá xuất khẩu					
	-10%	-13%	-15%	-17%	-20%	
Sản lượng xuất khẩu toàn mảng năm	858	2.201	2.127	2.079	2.030	1.956
	870	2.232	2.157	2.108	2.058	1.984
	881	2.260	2.184	2.134	2.084	2.009
	893	2.291	2.214	2.163	2.112	2.036



NGÀNH MÍA ĐƯỜNG - GIÁ ĐƯỜNG HẠ NHIỆT NHƯNG VẪN Ở MỨC CAO

I. NGÀNH MÍA ĐƯỜNG KHÔNG THEO CHU KỲ CỦA NỀN KINH TẾ, GIÁ TRỊ NGÀNH THAY ĐỔI THEO GIÁ BÁN ĐƯỜNG THÀNH PHẨM

1. Giá trị ngành đường thay đổi theo giá bán đường thành phẩm do nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng ổn định

Ngành đường Việt Nam mang đặc điểm:

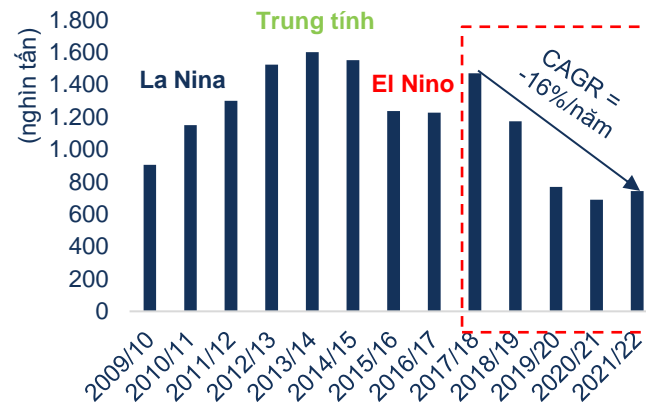
- Sản phẩm đường là hàng tiêu dùng thiết yếu với tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 5%/năm. Đường mía sản xuất tại Việt Nam chủ yếu được tiêu thụ trong nước và rất ít xuất khẩu do giá thành sản xuất còn cao, không cạnh tranh được với đường ngoại.
- Tình hình cung - cầu đường ở Việt Nam hiện nay ở trạng thái: Nguồn cung nội địa chỉ đáp ứng khoảng 30% tổng tiêu thụ, còn lại đều phụ thuộc vào nguồn cung nhập khẩu.

Nguồn cung đường từ mía trong nước bị chi phối bởi các yếu tố (1) Tình hình thời tiết ảnh hưởng đến vụ trồng mía, (2) Áp lực cạnh tranh từ đường giá rẻ Thái Lan (quốc gia đứng thứ 4 về sản xuất và thứ 3 về xuất khẩu đường trên thế giới) và (3) Cạnh tranh lợi ích kinh tế giữa cây mía với các loại cây trồng khác. Cụ thể:

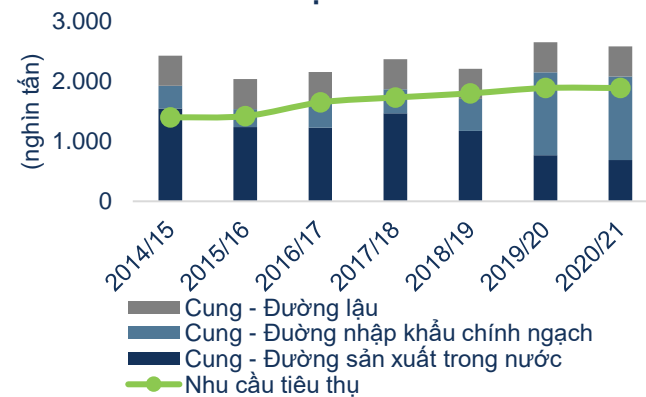
- Canh tác mía thuận lợi do thời tiết ở trạng thái trung tính giúp sản lượng đường đạt mức cao trong giai đoạn 2013 – 2015 và niên vụ 2017/18. Trái lại, giai đoạn 2010 – 2012 và 2016 – 2017, sản lượng sụt giảm do hiện tượng El Nino và La Nina hoạt động mạnh.
- Trong giai đoạn 2018 - 2022, sản lượng đường giảm nhanh với tốc độ 16%/năm do sự cộng hưởng của các yếu tố bất lợi: (1) Trạng thái thời tiết La Nina diễn biến mạnh mẽ, kéo dài từ đầu năm 2020 đến nay gây mất mùa trên cả nước, (2) Áp lực cạnh tranh từ đường Thái Lan mạnh mẽ hơn kể từ sau khi Việt Nam thực hiện ATIGA (2020) khiến sản xuất mía đường sụt giảm và (3) Cây mía không đủ sức cạnh tranh về lợi ích kinh tế với các loại cây trồng khác do sự biến động của giá đường, khiến nông dân bỏ trồng mía để chuyển đổi sang các loại cây trồng khác.

Do sự sụt giảm sản lượng trong những niên vụ gần đây, sản xuất mía đường trong nước chỉ đáp ứng khoảng 30% nhu cầu sử dụng, còn lại đều phụ thuộc vào nguồn đường nhập từ Thái Lan, gồm nhập khẩu chính ngạch và nhập lậu thông qua biên giới Việt Nam với Lào và Campuchia.

Sản lượng sản xuất từ mía trong nước



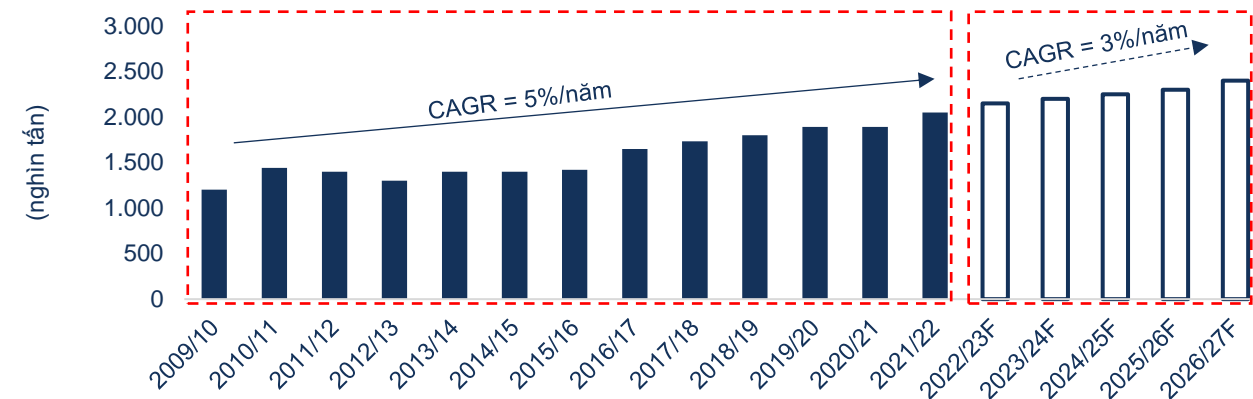
Tình hình cung - cầu đường trong nước từ niên vụ 2014/15 - 2020/21



Nguồn: UNComtrade, VSSA, Agromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính
Niên vụ của ngành mía đường được tính từ 01/07 năm trước đến 30/06 năm sau

Sản lượng tiêu thụ đường tại Việt Nam hiện ổn định ở mức 2 triệu tấn/năm với tốc độ tăng trưởng đạt 5%/năm trong giai đoạn 2010 – 2022 và được quyết định bởi các yếu tố như: tốc độ tăng trưởng dân số, tăng trưởng nhu cầu sử dụng đường bình quân đầu người, tăng trưởng của ngành chế biến thực phẩm công nghiệp (bánh kẹo, nước giải khát,...) có sử dụng đường làm nguyên liệu sản xuất. Chúng tôi cho rằng, tăng trưởng nhu cầu sử dụng đường sẽ giảm tốc trong giai đoạn 2023 – 2027 với CAGR = 3%/năm dựa vào các yếu tố: (1) Tốc độ tăng trưởng dân số trong thời kỳ được dự báo đạt 0,9%/năm, giảm 0,24 đpt so với giai đoạn 2009 – 2021 (theo Tổng cục Thống kê) và (2) Tăng trưởng tiêu thụ đường bình quân đầu người tại Việt Nam đạt 5%/năm (theo PwC). Tổng sản lượng tiêu thụ đường cả nước ước đạt khoảng 2,4 triệu tấn/năm vào năm 2027.

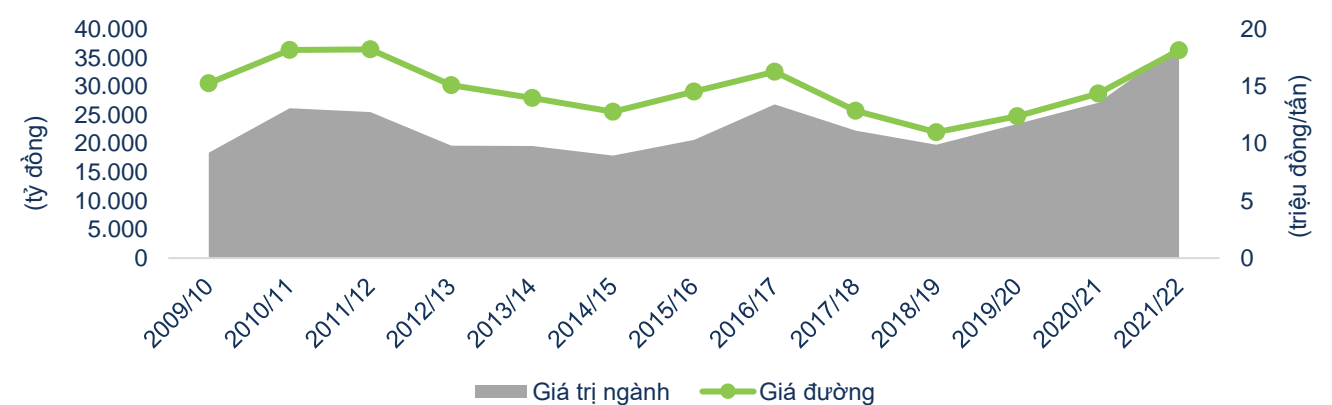
Sản lượng tiêu thụ đường tại Việt Nam



Nguồn: VSSA, FPTs tổng hợp và ước tính

Do nhu cầu tiêu thụ đường tại Việt Nam không quá biến động, giá trị ngành mía đường chủ yếu thay đổi theo biến động của giá bán đường thành phẩm (giá trị ngành được tính bằng tích giữa giá bán trung bình và sản lượng tiêu thụ đường trong năm). Cụ thể, trong các niên vụ 2014/15 và 2018/19, giá trị ngành tạo đáy khi giá đường lần lượt giảm 9% và 14% yoy. Tương tự, giai đoạn 2010 – 2012 và niên vụ 2016/17, giá đường tăng cao giúp giá trị ngành hình thành đỉnh. Từ năm 2020 đến nay, giá trị ngành mía đường phục hồi nhờ giá đường tăng mạnh.

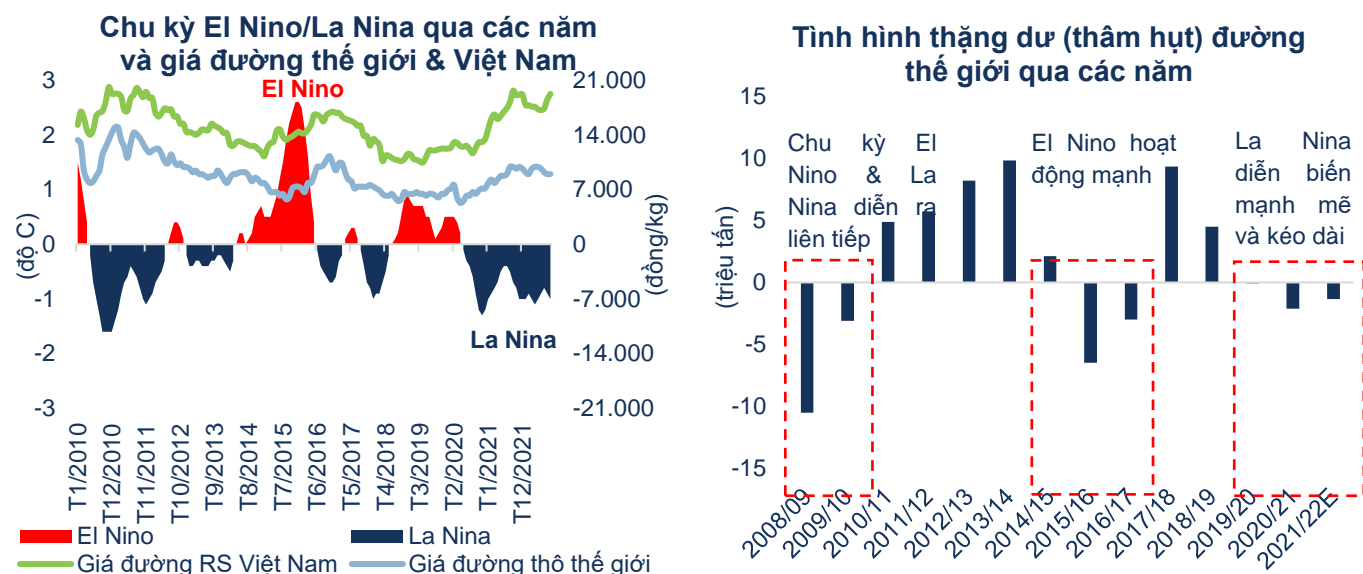
Giá trị ngành mía đường và giá đường thành phẩm



Nguồn: VSSA, FPTs tổng hợp và ước tính

2. Chu kỳ thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng và giá đường

Với đặc thù của ngành sản xuất nông nghiệp, giá đường Việt Nam và thế giới đều chịu ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết. Cụ thể, hiện tượng El Nino và La Nina (ENSO) hoạt động mạnh gây hiện tượng thời tiết cực đoan trên toàn cầu và ảnh hưởng xấu tới canh tác mía như: mưa bão gây ngập úng, hạn hán khiến cây mía bị khô héo. Năng suất và chất lượng cây mía giảm dẫn tới sản lượng đường sản xuất từ mía giảm. Sản lượng đường thế giới bị sụt giảm và thâm hụt so với nhu cầu tiêu thụ khiến giá đường tăng mạnh. Trái lại, thời tiết ở trạng thái trung tính thuận lợi cho vụ mùa mía giúp sản lượng đường dồi dào trên toàn cầu, khi đó giá đường sẽ điều chỉnh xuống thấp.

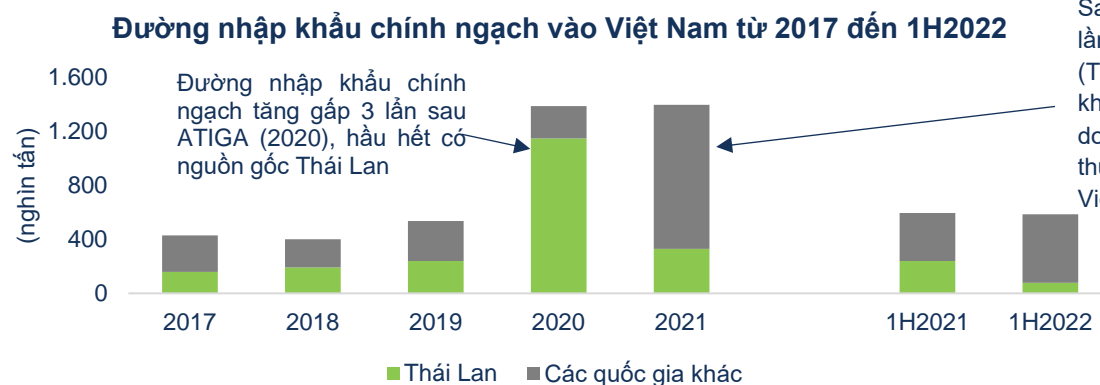


Nguồn: ISO, CPC, Indexmundi, VSSA, FPTs tổng hợp
Già định tỷ giá USD/VND là 23.000 đồng

3. Các biện pháp phòng vệ thương mại đối với ngành mía đường

Biện pháp phòng vệ thương mại (PVTM) đối với ngành mía đường giúp giá đường trong nước tăng mạnh hơn giá đường thế giới. Sau khi Việt Nam thực hiện Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) vào năm 2020, hạn ngạch nhập khẩu đường được xóa bỏ và thuế nhập khẩu áp dụng là 5%, đường Thái Lan nhập khẩu đã tăng gấp 03 lần so với năm 2019 với giá bán rẻ hơn giá đường nội địa, gây tổn kho và thiệt hại lớn cho các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước. Trước tình hình đó, Bộ Công Thương đã áp dụng thuế CBPG & CTC lần 01 (Tháng 6/2021) lên đường Thái Lan và lần 02 (Tháng 8/2022) với đường Thái Lan lần tránh thuế qua 05 nước ASEAN: Campuchia, Indonesia, Lào, Myanmar, Malaysia.

Nhờ tác động của thuế PVTM, giá đường nội địa tăng khoảng 60% trong giai đoạn 2019 – 2022, tăng nhanh hơn mức tăng trưởng của giá đường quốc tế trong cùng giai đoạn (khoảng 33%). Chúng tôi sẽ minh họa chi tiết hơn về biến động của giá đường sau 02 lần áp thuế PVTM ở phần “Ngành mía đường năm 2022”.



Sau khi áp thuế CBPG & CTC lần 1 với đường Thái Lan (T6/2021), tổng đường nhập khẩu vẫn tương đương cùng kỳ do đường Thái Lan lần tránh thuế qua 05 nước ASEAN vào Việt Nam

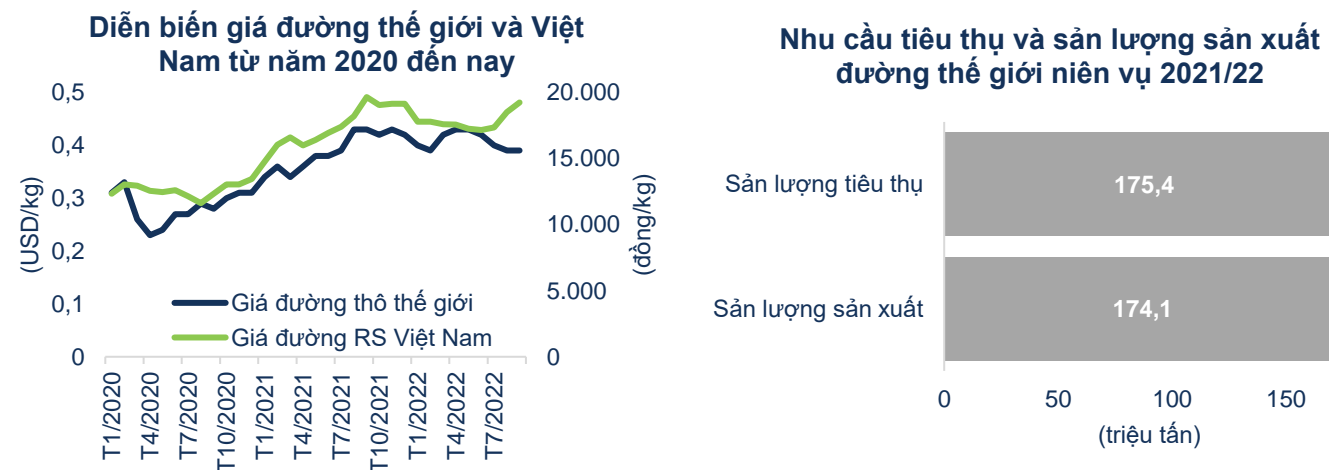
Nguồn: UNComtrade, Agromonitor, VSSA, FPTs tổng hợp và ước tính

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023: GIÁ ĐƯỜNG GIẢM NHƯNG VẪN Ở MỨC CAO

1. Ngành mía đường năm 2022: Sản xuất và tiêu thụ trong nước phục hồi nhẹ, giá đường tăng mạnh do thời tiết bất lợi và tác động từ thuế PVTM

Năm 2022, nhu cầu tiêu thụ đường Việt Nam tăng khoảng 8% yoy do sự phục hồi sau đại dịch Covid-19 của ngành chế biến thực phẩm công nghiệp có sử dụng đường làm nguyên liệu sản xuất. Trong khi đó, niên vụ 2021/22, sản xuất trong nước cũng đạt mức tăng 8% yoy so với mức nền thấp của niên vụ 2020/21 nhờ thời tiết ổn định hơn trên cả nước.

1.1. Giá đường năm 2022 nằm trong pha tăng trưởng kéo dài từ nửa sau năm 2020 đến nay do trạng thái La Nina gây thâm hụt sản lượng trên toàn cầu.



Nguồn: ISO, Indexmundi, VSSA, FPTs tổng hợp

Cụ thể, thời tiết khắc nghiệt tại các quốc gia sản xuất đường lớn nhất thế giới như: hạn hán, sương giá tại Brazil, mưa trái mùa tại Ấn Độ, mưa lớn tại Úc,... khiến sản lượng đường toàn cầu chỉ đạt khoảng 168,9 triệu tấn (-0,12% yoy) vào niên vụ 2020/21, thâm hụt so với nhu cầu tiêu thụ ở mức 170,5 triệu tấn. Theo ước tính của Tổ chức Đường Thế giới (ISO), tình trạng thâm hụt đường tiếp diễn trong niên vụ 2021/22 khi sản lượng tiêu thụ vượt quá sản lượng sản xuất do nhu cầu tiêu thụ đường toàn cầu phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch. Do đó, giá đường thế giới hiện vẫn đang ở mức cao nhất trong vòng 05 năm trở lại đây.

Cùng xu hướng tăng của giá đường thế giới, giá đường nội địa tăng mạnh vì nguồn cung đường trong nước và nguồn cung đường Thái Lan (quốc gia xuất khẩu đường đến Việt Nam nhiều nhất) đều sụt giảm do chịu ảnh hưởng của thời tiết bất lợi trong giai đoạn 2019 – 2022. Đối với sản xuất đường tại Việt Nam, La Nina gây mưa bão, ngập lụt, thiệt hại nặng nề đến vụ mía. Riêng niên vụ 2020/21, sản lượng sản xuất chỉ đạt 689 nghìn tấn (-10% yoy) – mức sản lượng thấp nhất trong vòng 20 năm. La Nina cũng gây mất mùa tại Thái Lan khiến sản lượng đường sản xuất giảm 13% yoy, đạt 7,13 triệu tấn niên vụ 2020/21 – mức thấp nhất trong vòng 10 năm. Do sản lượng đường giảm, giá đường Thái Lan xuất khẩu chính ngạch và giá đường Thái Lan nhập lậu vào Việt Nam hiện đã tăng khoảng 60% so với giá ở thời điểm cuối năm 2019.

Niên vụ 2021/22, nhờ thời tiết thuận lợi hơn, nguồn cung mía đường của Việt Nam và Thái Lan đều có sự phục hồi. Cụ thể, sản lượng sản xuất đường từ mía của Việt Nam và Thái Lan lần lượt tăng 8% (theo VSSA) và 42% yoy (theo OCSB) so với mức nền thấp của niên vụ 2020/21. Tuy nhiên giá đường trong nước vẫn ở mức cao do nhu cầu tiêu thụ đường phục hồi sau đại dịch và tác động của thuế PVTM.

1. 2. Thuế PVTM áp dụng lần 2 (T8/2022) khiến giá đường trong nước tăng mạnh vào nửa sau năm 2022.

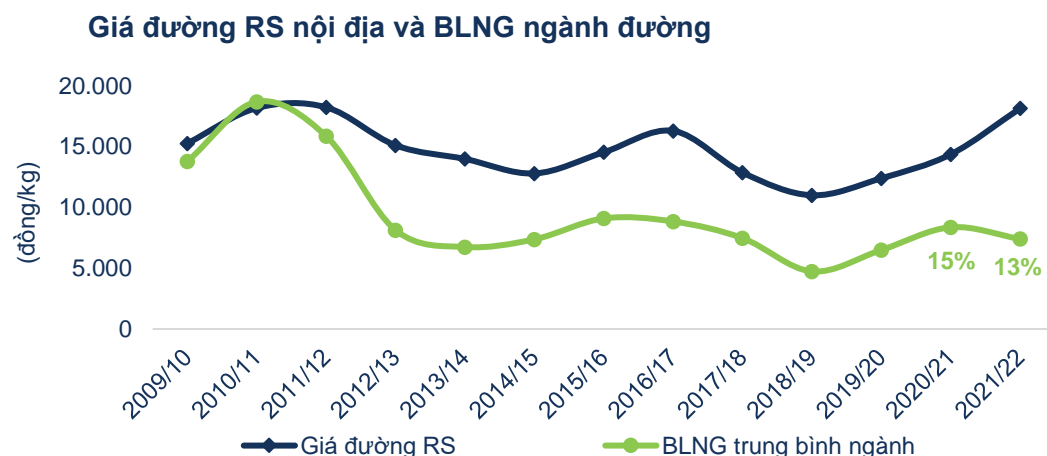
Sau khi thuế PVTM được áp dụng lần 2 lên đường Thái Lan miễn thuế, giá đường nhập khẩu chính ngạch đã tăng cao hơn đường sản xuất nội địa. Do nguồn cung đường từ mía trong nước bị thiếu hụt, chỉ đáp ứng 1/3 nhu cầu sử dụng, giá đường nội địa đã tăng 10 – 15% theo đà tăng của giá đường nhập khẩu chính ngạch bị áp thuế CBPG & CTC lên mức 19.000 – 20.000 đồng/kg.

Giá đường RS Việt Nam và giá bán trung bình đường nhập khẩu từ Thái Lan & 05 nước ASEAN



Nguồn: Agromonitor, VSSA, FPTS tổng hợp và ước tính

1. 3. BLNG toàn ngành giảm dù giá đường tăng mạnh trong niên vụ 2021/22



Nguồn: VSSA, BCTC các DN, FPTS tổng hợp

BLNG ngành được tính không bao gồm QNS do màng sữa chiếm trên 50% doanh thu và lợi nhuận gộp của doanh nghiệp

Nhìn chung, BLNG ngành đường thay đổi theo biến động của giá đường thành phẩm. Vào cuối mỗi giai đoạn giá tăng, chi phí nguyên liệu thường tăng mạnh hơn giá bán khiến BLNG toàn ngành giảm.

Niên vụ 2021/22, chi phí 02 nguyên liệu đầu vào để sản xuất đường là mía và đường thô (chiếm 75 – 80% giá thành sản xuất đường thành phẩm) đều tăng khiến BLNG toàn ngành giảm 2 đpt, đạt 13%. Giá mía nguyên liệu tăng do chi phí canh tác (phân bón, thuốc trừ sâu, máy móc,...) tăng và nhà máy tăng giá thu mua mía để khuyến khích nông dân trở lại trồng mía. Trong khi đó, giá nguyên liệu đường thô tăng do đường thô Thái Lan bị áp thuế PVTM.

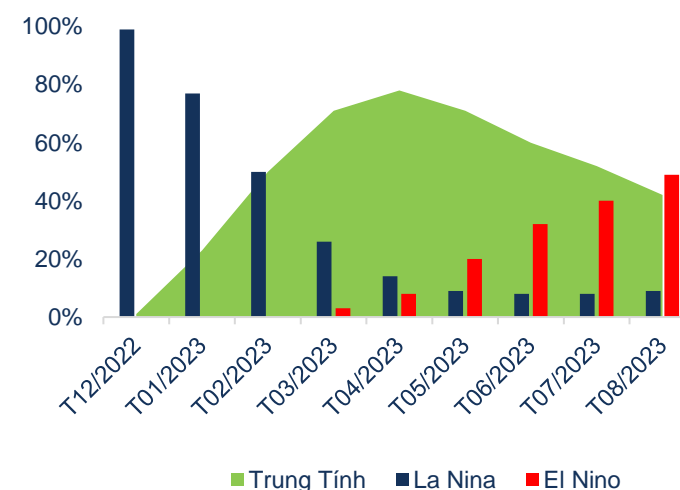
2. Triển vọng 2023: Dự báo giá đường giảm nhẹ và đạt đỉnh vào đầu năm 2023 nhờ triển vọng thời tiết tích cực trên toàn cầu

Chúng tôi kỳ vọng giá đường thế giới và giá đường nội địa tiếp tục giữ mức cao và bắt đầu điều chỉnh nhẹ từ Quý 1/2023.

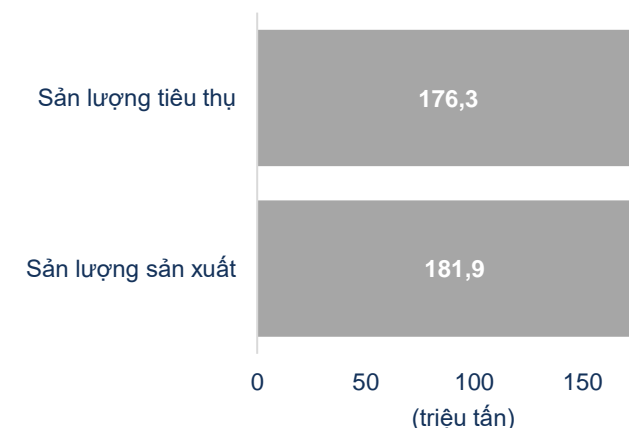
Giá đường thô quốc tế được dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao đến hết Q1/2023 nhờ (1) Thời tiết vẫn duy trì trạng thái La Nina, (2) Sự phục hồi của nhu cầu sử dụng đường sau đại dịch Covid-19 tiếp diễn và (3) Trung Quốc (quốc gia tiêu thụ đường lớn thứ 3, chiếm ~9% sản lượng tiêu thụ thế giới) mở cửa sau thời gian dài thực hiện chính sách Zero-Covid.

Từ Q2/2023, theo dự báo của OECD-FAO, giá đường thô thế giới sẽ giảm từ mức ~0,4 USD/kg hiện tại về mức 0,35 USD/kg với triển vọng sản lượng đường tăng nhờ vụ mùa tốt hơn trên toàn cầu khi thời tiết ở trạng thái ổn định hơn. Cụ thể, theo dự báo của CPC, trạng thái La Nina hiện tại có thể kéo dài đến hết T2/2023 sẽ kết thúc, sau đó thời tiết sẽ chuyển sang trạng thái trung tính. Như vậy, từ nửa sau của niên vụ 2022/23 đến hết năm 2023, thời tiết sẽ thuận lợi hơn cho canh tác và thu hoạch mía trên toàn cầu. Tình hình cung – cầu đường thế giới có thể chuyển từ trạng thái thâm hụt hiện tại sang trạng thái thặng dư 5,6 triệu tấn (theo dự báo của ISO), khiến giá đường điều chỉnh giảm.

Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



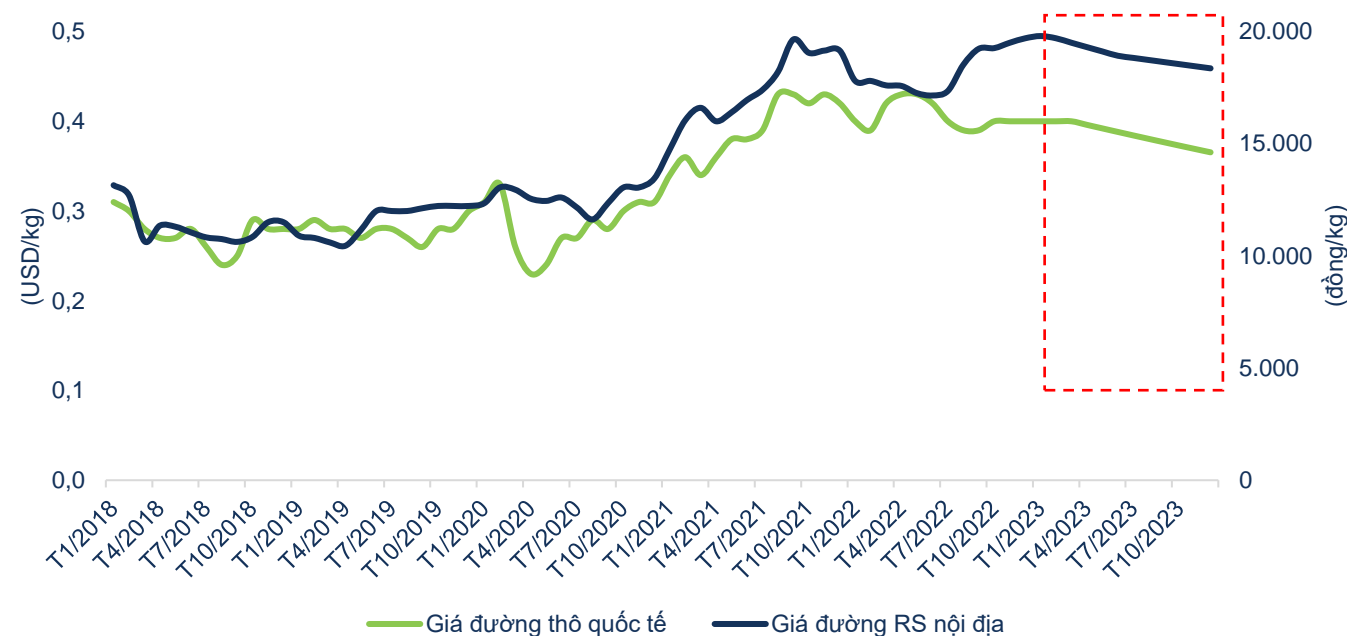
Nhu cầu tiêu thụ và sản lượng sản xuất đường thế giới niên vụ 2022/23F



Nguồn: CPC, FPTS tổng hợp, Dự báo của ISO

Từ những phân tích về giá đường thế giới và mối liên hệ của giá đường thế giới và giá đường Việt Nam, chúng tôi cho rằng giá bán đường thành phẩm nội địa sẽ giảm nhẹ 5% – 10% so với hiện tại về mức 18.000 đồng/kg trong năm 2023 do thời tiết thuận lợi cho vụ mùa mía tại Thái Lan và Việt Nam.

Giá đường thô thế giới và giá đường RS nội địa từ 2018 - 2023F



Nguồn: Indexamundi, VSSA, dự phóng của OECD-FAO, FPTS tổng hợp và ước tính

Theo dự báo của ISO, sản lượng đường của Thái Lan niên vụ 2022/23 có thể đạt 12 triệu tấn (+19% yoy). Với việc Thái Lan tăng sản lượng đường, chúng tôi cho rằng giá đường xuất khẩu của nước này sẽ giảm khoảng 5% yoy.

Theo dự báo của VSSA, sản lượng mía đưa vào chế biến trong niên vụ 2022/23 của Việt Nam là trên 8,76 triệu tấn và sản lượng đường từ mía đạt khoảng 871 nghìn tấn (+17% yoy) nhờ (1) Thời tiết chuyển sang trạng thái trung tính thuận lợi hơn cho canh tác mía, giúp tăng năng suất và tỉ lệ thu hồi đường từ mía, (2) Các biện pháp PVTM được áp dụng đối với đường có nguồn gốc xuất xứ từ Thái Lan giúp khôi phục diện tích vùng nguyên liệu mía và (3) Kể từ niên vụ 2020/21, các nhà máy đường đã tăng giá thu mua mía từ 10% – 15%, cao hơn 100.000 – 150.000 đồng/tấn so với các niên vụ trước, tạo động lực để nông dân tăng cường đầu tư canh tác cây mía thay vì chuyển sang các loại cây trồng khác.

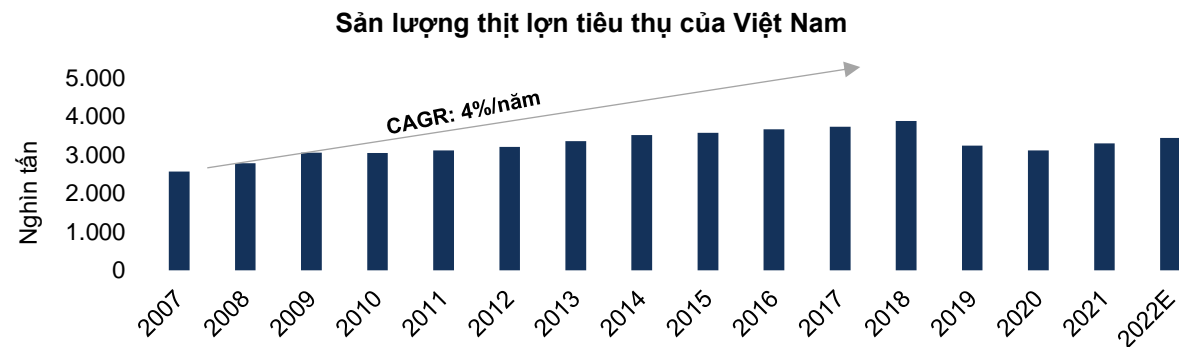
Về tác động của các biện pháp PVTM, chúng tôi cho rằng sẽ không có chính sách thuế nào được áp dụng thêm đối với ngành mía đường trong năm 2023. Trong khi đó, thuế PVTM áp dụng từ 2021 và 2022 chỉ có tác dụng làm tăng giá đường trong ngắn hạn. Hoạt động của đường Thái Lan nhập lậu cùng với hạn ngạch nhập khẩu đường bổ sung vào cuối năm 2022 và năm 2023 sẽ làm suy giảm tác dụng của thuế PVTM. Do đó, chúng tôi cho rằng giá đường sẽ chủ yếu thay đổi theo biến động của yếu tố thời tiết với kỳ vọng đã được phân tích ở trên.



MÀNG CHĂN NUÔI LỢN – TIẾP TỤC PHỤC HỒI

I. MÀNG CHĂN NUÔI LỢN – KHÔNG CÓ TÍNH CHU KỲ, MỨC ĐỘ TÁI ĐÀN ẢNH HƯỞNG TRỰC TIẾP

Màng chăn nuôi lợn của Việt Nam ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế do sản phẩm thịt lợn đầu ra là mặt hàng tiêu dùng thiết yếu, nhu cầu tiêu thụ ổn định.

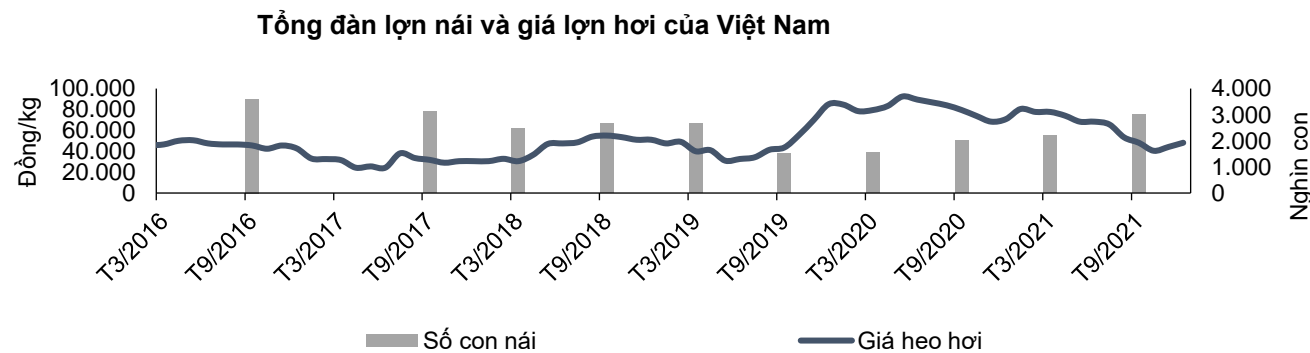


Nguồn: OECD, FPTS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ thịt lợn trong nước tương đối ổn định với mức tăng trưởng 4%/năm trong giai đoạn 2007 - 2018, được quyết định chủ yếu bởi các yếu tố: tốc độ tăng trưởng dân số, tăng trưởng nhu cầu sử dụng thịt bình quân đầu người. Sau dịch tả lợn Châu Phi (ASF) bùng phát mạnh ở Việt Nam vào năm 2019, sản lượng tiêu thụ thịt lợn sụt giảm mạnh sau đó có dấu hiệu phục hồi từ năm 2021.

Mức độ tái đàn là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến màng chăn nuôi lợn. Mức độ tái đàn lợn thể hiện qua biến động tăng hoặc giảm số lượng con nái sinh sản trong đàn. Ở Việt Nam, có 2 lần tái đàn trong năm vào khoảng tháng 3 và tháng 9. Trung bình 1 lứa heo từ khi sinh ra đến khi xuất chuồng mất khoảng 6 tháng. **Mức độ tái đàn có sức ảnh hưởng đến giá lợn hơi.** Khi môi trường chăn nuôi thuận lợi, các hộ chăn nuôi sẽ tích cực tái đàn khiến nguồn cung tăng mạnh gây nên tình trạng dư cung dẫn đến giá lợn hơi sụt giảm. Ngược lại khi môi trường chăn nuôi khó khăn các hộ giảm tái đàn, ngừng chăn nuôi khiến nguồn cung suy giảm gây nên tình trạng khan cung làm giá lợn hơi tăng mạnh.

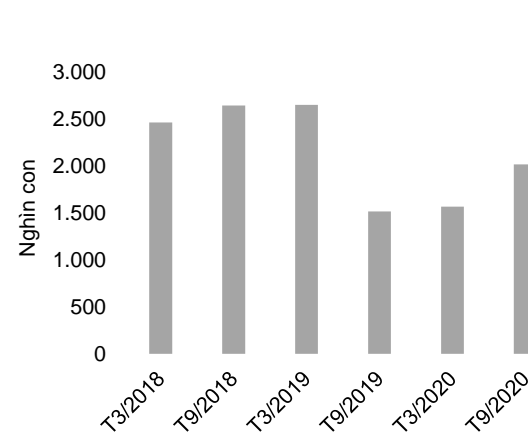
Giai đoạn 2016-2021, mức độ tái đàn trong nước biến động mạnh do (1) dịch bệnh ở lợn và (2) biến động giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi, khiến giá lợn hơi kém ổn định với những pha tăng giảm mạnh.



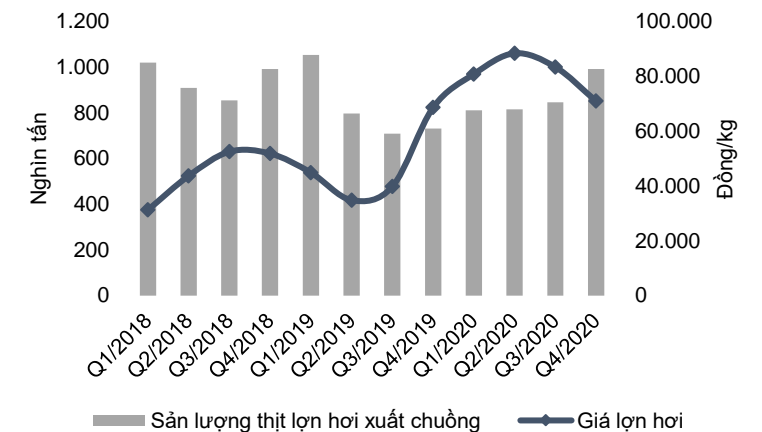
Nguồn: Agromonitor, Cục quản lý giá, FPTS tổng hợp

1. Dịch bệnh ở lợn là yếu tố mang tính đột biến, tác động trực tiếp đến mức độ tái đàn trong nước

Đàn lợn nái của Việt Nam giai đoạn 2018-2020



Sản lượng lợn hơi xuất chuồng và biến động giá lợn hơi



Nguồn: Agromonitor, Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

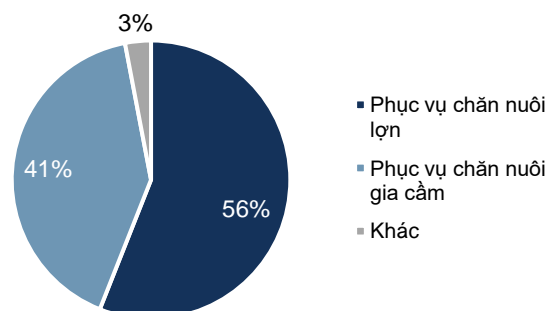
Cụ thể, dịch tả lợn Châu Phi xuất hiện lần đầu vào T2/2019 và bùng phát mạnh tại thời điểm T5/2019. Ước tính tổng số lợn tiêu hủy trong 5 tháng đầu năm lên tới hơn 3 triệu con. Tính đến thời điểm T9/2019, tổng đàn nái của cả nước đạt hơn 1,5 triệu con giảm 43% so với cùng kỳ. Nguồn cung thịt lợn sụt giảm nghiêm trọng trong giai đoạn cuối năm 2019 đầu năm 2020 (thời điểm tiêu thụ chính trong năm). Sản lượng lợn hơi xuất chuồng Q4/2019 đạt 731 nghìn tấn giảm 26% svck. Giá lợn hơi tăng mạnh đạt mức trung bình 70.000 đồng/kg tại Q4/2019, tăng 32% so với cùng kỳ.

Năm 2020, dịch bệnh dần được kiểm soát, tuy nhiên các hộ chăn nuôi sau thời gian dài bị thiệt hại không có đủ nguồn lực để đầu tư tái đàn, dẫn tới mức độ tái đàn trong nước sụt giảm đáng kể. Tính đến thời điểm tháng 3 năm 2020, tổng đàn nái cả nước đạt xấp xỉ 1,6 triệu con giảm 41% so với cùng kỳ. Đến tháng 9 năm 2020, đàn nái cả nước có sự hồi phục đạt hơn 2 triệu con nhưng vẫn thấp hơn so với thời điểm trước dịch. Sản lượng lợn hơi xuất chuồng năm 2020 đạt xấp xỉ 3,5 triệu tấn tăng 4,4% so với cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn mức 3,8 triệu tấn năm 2018. Giá lợn hơi tiếp tục duy trì ở mức cao, trung bình năm 2020 đạt 81.000 đồng/kg tăng 70% so với cùng kỳ.

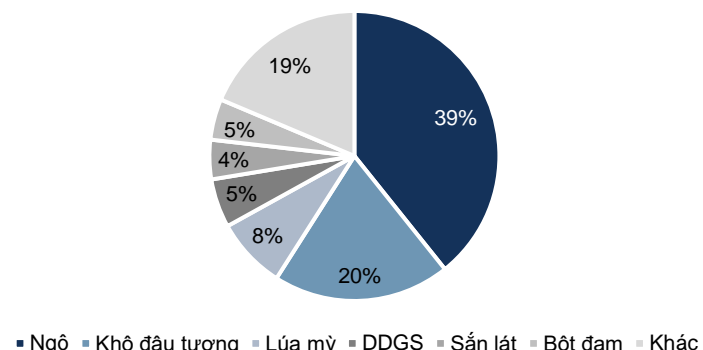
2. Biến động giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi (TACN)

Đối với màng chăn nuôi lợn ở Việt Nam, chi phí thức ăn chăn nuôi chiếm khoảng 65-70% giá thành chăn nuôi (theo Cục chăn nuôi). Theo thống kê của Cục chăn nuôi, nhu cầu nguyên liệu ăn chăn nuôi hàng năm của Việt Nam ước tính khoảng 35 triệu tấn trong đó chỉ tự chủ được khoảng 13,1 triệu tấn (chiếm 37%), còn lại phải nhập khẩu từ các nước như Archentina, Mỹ, Trung Quốc, Braxin,... Cơ cấu nguyên liệu thức ăn chăn nuôi nhập khẩu về Việt Nam chiếm chủ yếu là ngô, lúa mì và đậu tương. Trong đó nguyên liệu phục vụ cho chăn nuôi lợn chiếm 56%.

Phân bổ nguyên liệu TACN nhập khẩu của Việt Nam 2021

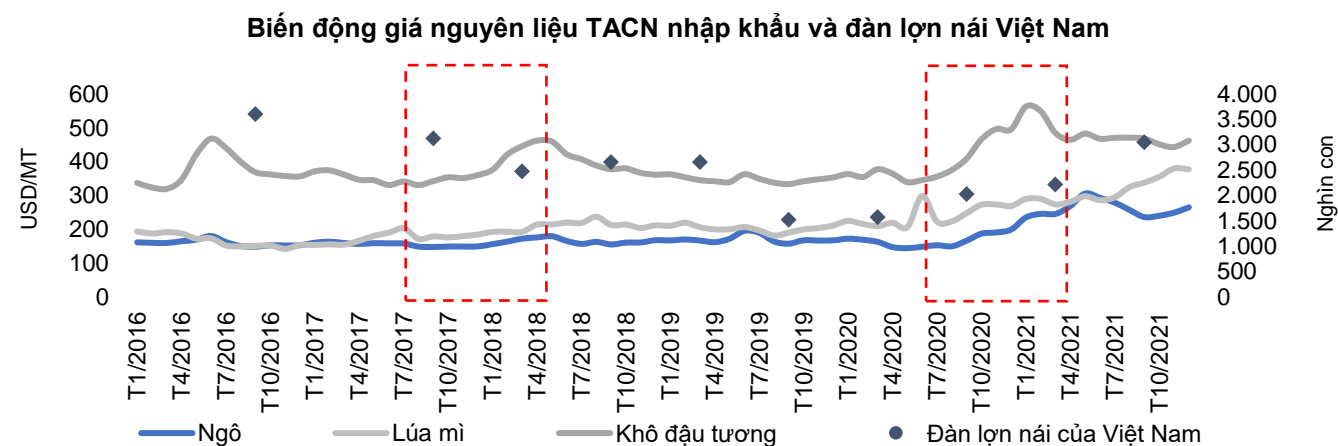


Cơ cấu nhập khẩu nguyên liệu TACN của Việt Nam 2021



Nguồn: Agromonitor, FPTS tổng hợp

Việc không tự chủ được nguồn nguyên liệu dẫn đến các hộ chăn nuôi bị phụ thuộc vào nguyên liệu thức ăn chăn nuôi nhập khẩu. Do đó, chịu biến động của giá thế giới và ảnh hưởng tiêu cực vào lợi nhuận của các hộ chăn nuôi từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến mức độ tái đàn của các hộ.



Nguồn: IndexMundi, Agromonitor, FPTS tổng hợp

Nửa đầu năm 2018, giá nguyên liệu TACN nhập khẩu tăng mạnh (giá ngô, khô đậu tương, lúa mì lần lượt tăng 6%, 22%, 23%) đã gây áp lực lên các hộ chăn nuôi làm tốc độ tái đàn trong nước sụt giảm đáng kể. Tại thời điểm tháng 3/2018, đàn lợn nái của cả nước đạt xấp xỉ 2,5 triệu con, giảm 21% so với tháng 9/2017. Tương tự trong giai đoạn nửa cuối năm 2020 đầu năm 2021, giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi nhập khẩu tăng đột biến do dịch Covid-19 bùng phát làm gián đoạn nguồn cung ngũ cốc trên thế giới. Giá ngô, khô đậu tương và lúa mì tăng lần lượt 10%, 26% và 28% so với cùng kỳ. Điều này cũng tạo sức ép lên các hộ chăn nuôi khiến mức độ tái đàn tại thời điểm tháng 9 năm 2020 mặc dù có sự phục hồi với tổng đàn nái đạt hơn 2 triệu con tăng 33% svck tuy nhiên vẫn thấp hơn nhiều so với cùng thời điểm năm 2018.

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG NĂM 2023: GIÁ LỢN HƠI TĂNG NHẸ, ÁP LỰC CHI PHÍ TACN

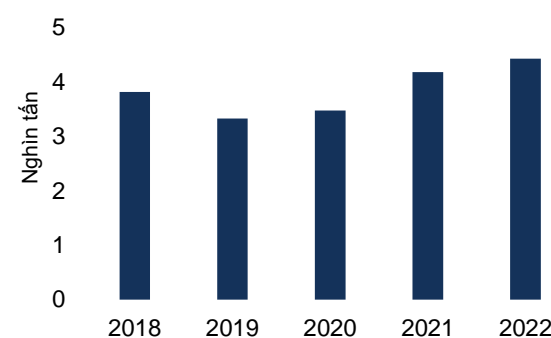
1. Năm 2022: Mức độ tái đàn trong nước có dấu hiệu giảm tốc do áp lực từ giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi vẫn ở mức cao

Tình hình dịch bệnh ở lợn được ngăn chặn và kiểm soát trong năm 2022

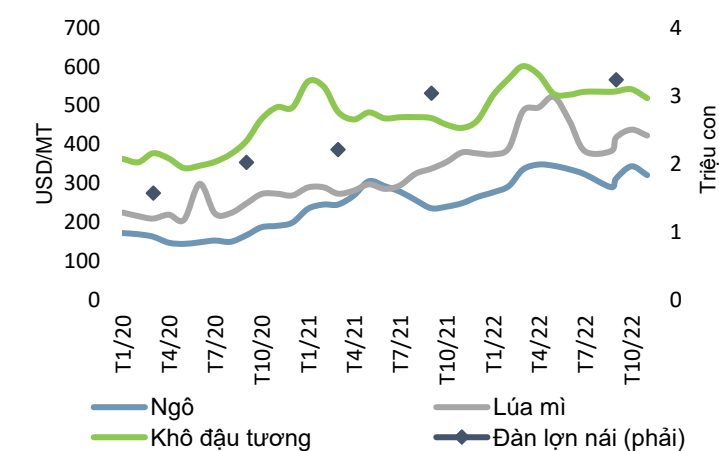
Tính đến cuối tháng 11 năm 2022, cả nước phát sinh 1 ổ dịch lợn tai xanh, số lợn mắc bệnh, chết và tiêu hủy là 30 con. Đối với dịch Tả lợn Châu Phi, cùng thời điểm này, cả nước phát sinh 1.185 ổ dịch tại 52 tỉnh, thành phố. Tổng số lợn tiêu hủy gần 54.533 con lợn, chỉ bằng 23% so với mức 233.740 con năm 2021. Do đó chúng tôi nhận định, yếu tố dịch bệnh không gây ảnh hưởng đáng kể đến mức độ tái đàn năm 2022.

Mức độ tái đàn có dấu hiệu giảm tốc do giá nguyên liệu TACN mặc dù có sự điều chỉnh nhưng vẫn ở mức cao

Sản lượng lợn hơi xuất chuồng



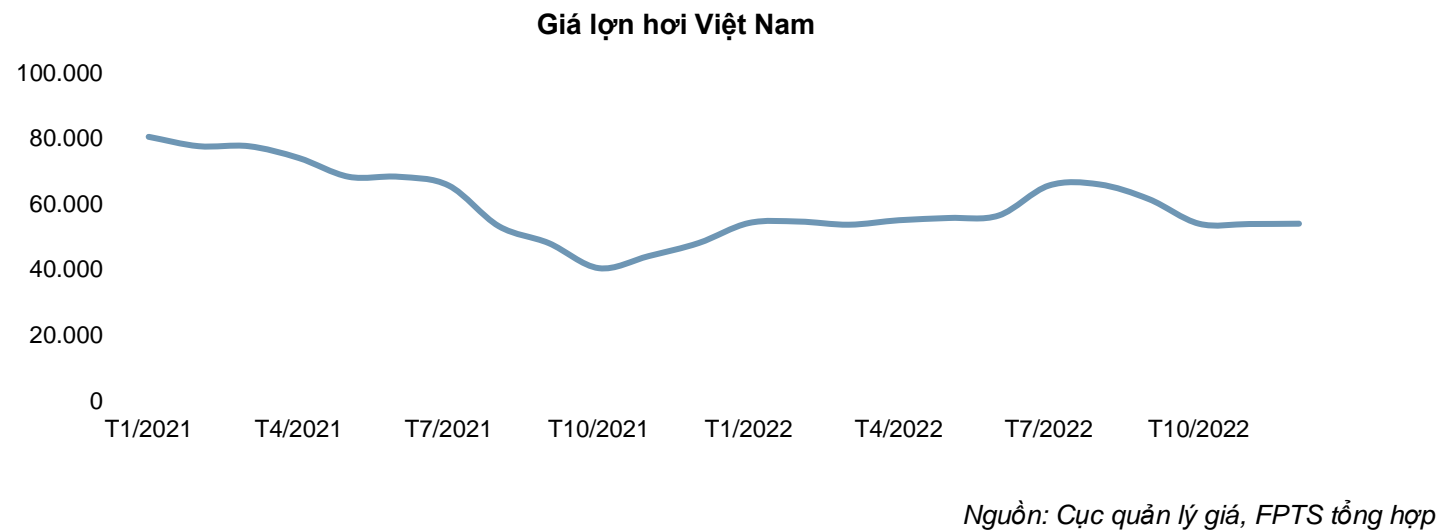
Biến động giá nguyên liệu TACN nhập khẩu và đàn lợn nái của Việt Nam



Nguồn: IndexMundi, Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

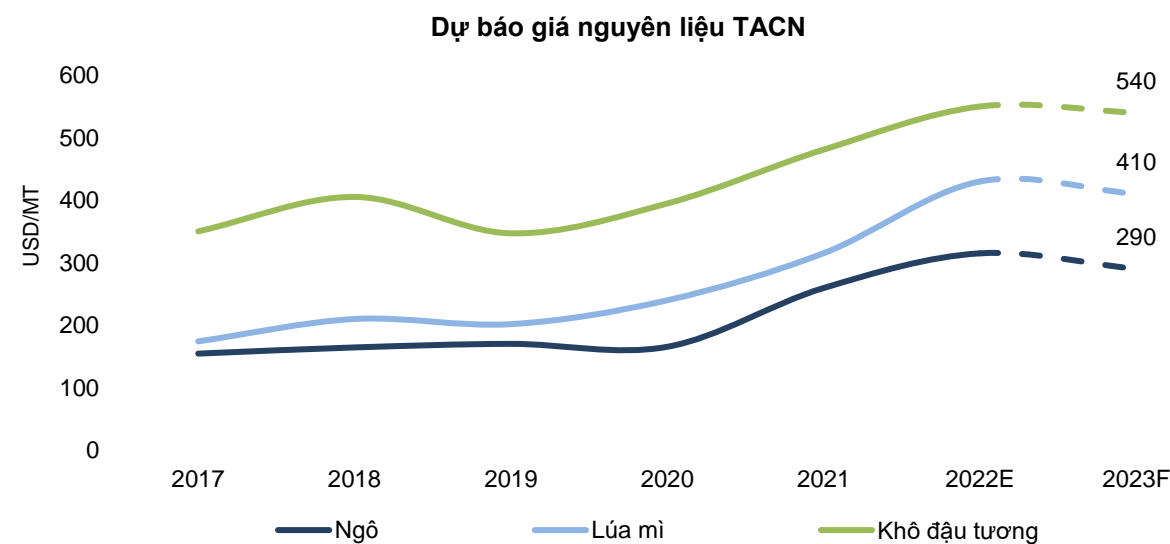
5 tháng đầu năm 2022, giá nguyên liệu TACN tăng đáng kể. Cụ thể giá ngô, khô đậu tương, lúa mì lần lượt tăng 23%, 10% và 59% so với cùng kỳ do (1) Ảnh hưởng của Covid 19 làm gián đoạn chuỗi cung ứng, (2) Thời tiết bất lợi ở các nước Nam Mỹ (khu vực trồng chính trên thế giới) ảnh hưởng đến nguồn cung ngũ cốc và (3) Cuộc xung đột chính trị giữa Nga và Ukraine làm gián đoạn nguồn cung ngũ cốc. Bắt đầu từ Q3, giá các nguyên liệu trên có tín hiệu hạ nhiệt tuy nhiên vẫn ở mức cao so với năm 2021. Theo Word Bank, giá ngô Q3 đã giảm 10% qoq tuy nhiên vẫn cao hơn 20% so với năm 2021. Giá lúa mì giảm gần 20% qoq tuy nhiên vẫn cao hơn 25% so với năm 2021. Giá khô đậu tương giảm nhẹ 2%.

Mức độ tái đàn có dấu hiệu giảm tốc, tại thời điểm tháng 9 năm 2022 đàn nái cả nước đạt hơn 3,2 triệu con với mức tăng trưởng 7% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng trưởng 50% tại cùng thời điểm năm 2021. Ước tính của Tổng cục thống kê, năm 2022 sản lượng lợn hơi xuất chuồng đạt xấp xỉ 4,43 triệu tấn tăng 6% so với cùng kỳ. Nhu cầu tiêu thụ ổn định trong năm 2022 với sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 3,45 triệu tấn thịt lợn xẻ (tương đương với gần 4,36 triệu tấn thịt lợn hơi) tăng 4,4% svck. Do đó, **giá lợn hơi dần phục hồi sau đợt giảm mạnh vào cuối năm 2021, dao động ở mức 53.000 – 66.000 đồng/kg.**

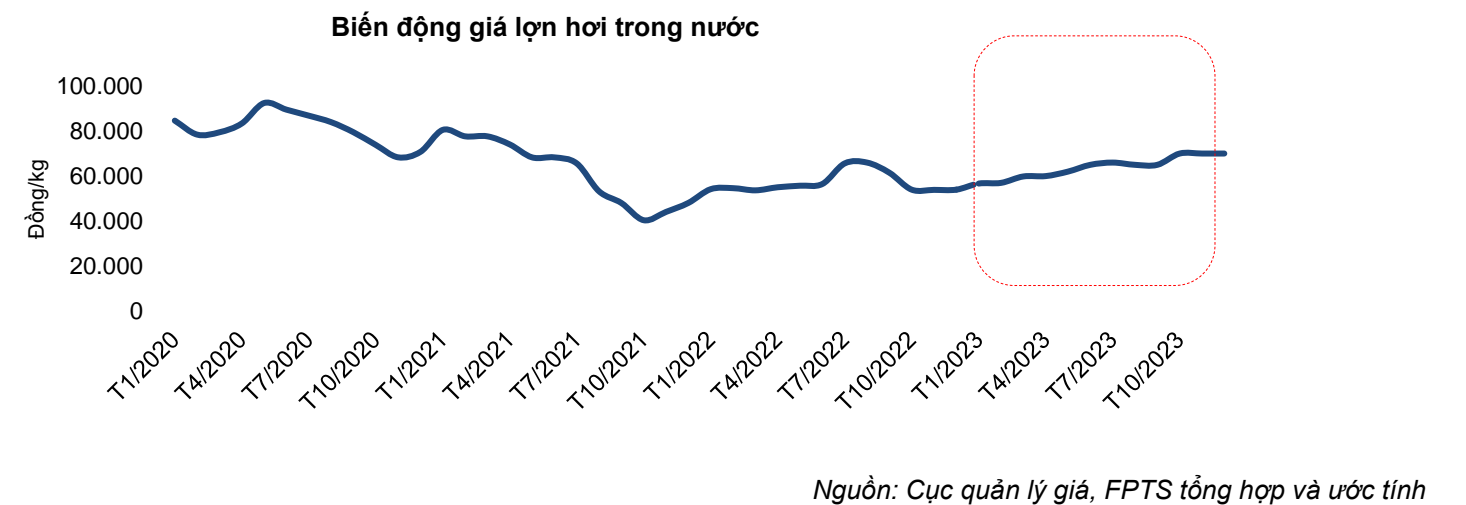


2. Triển vọng 2023: Mức độ tái đàn trong nước kỳ vọng ở mức thấp do áp lực chi phí thức ăn chăn nuôi đầu vào vẫn ở mức cao và giả định không có dịch bệnh phát sinh

Do dịch bệnh là yếu tố mang tính đột biến nên chúng tôi giả định năm 2023 sẽ không bùng một loại dịch mới ở lợn, các dịch bệnh cũ (dịch tai xanh, dịch tả lợn Châu Phi) vẫn được kiểm soát tốt. Do đó mức độ tái đàn năm 2023 chủ yếu chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu TACN.



Theo dự báo của WorldBank, chỉ số giá lương thực được kỳ vọng sẽ giảm 6% vào năm 2023. Giá ngô trung bình năm 2023 đạt 315 USD/MT giảm 8% svck, giá lúa mì đạt 410 USD/MT giảm 5% svck, giá khô đậu tương đạt 540 USD/MT giảm 2% svck. Mặc dù được kỳ vọng có dấu hiệu hạ nhiệt, tuy nhiên giá dự báo của các loại ngũ cốc trên vẫn ở mức cao hơn nhiều so với mức nền thấp của giai đoạn 2017-2020. Hơn nữa mức giảm giá bán TACN đến tay các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ sẽ có độ trễ nhất định khoảng 2-3 tháng do tồn kho giá cao tại đại lý các cấp, cùng với đó, hoạt động tái đàn của các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ cần từ 4 -5 tháng. Do đó chúng tôi kỳ vọng **tốc độ tái đàn trong nước sẽ duy trì ở mức thấp với tổng đàn nái tại thời điểm tháng 9 năm 2023 dự kiến tăng trưởng nhẹ khoảng 9% so với cùng kỳ. Vì vậy, chúng tôi dự kiến giá lợn hơi năm 2023 sẽ tăng trưởng khoảng 5% so với cùng kỳ và duy trì quanh mức 60.000-70.000 đồng/kg trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ ổn định trong năm 2023.**



KẾT LUẬN : Năm 2022, mức độ tái đàn trong nước có dấu hiệu giảm tốc do áp lực từ chi phí nguyên liệu thức ăn chăn nuôi vẫn cao. Giá lợn hơi phục hồi sau đợt giảm mạnh năm 2021, dao động ở mức 53.000 – 66.000 đồng/kg. Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng mức độ tái đàn sẽ duy trì ở mức thấp mặc dù giá nguyên liệu thức ăn chăn nuôi được dự báo có dấu hiệu điều chỉnh tuy nhiên vẫn cao hơn mức nền thấp giai đoạn 2017-2020. Giá lợn hơi dự kiến tăng khoảng 5% so với năm 2022 và duy trì quanh mức 60.000-70.000 đồng/kg.

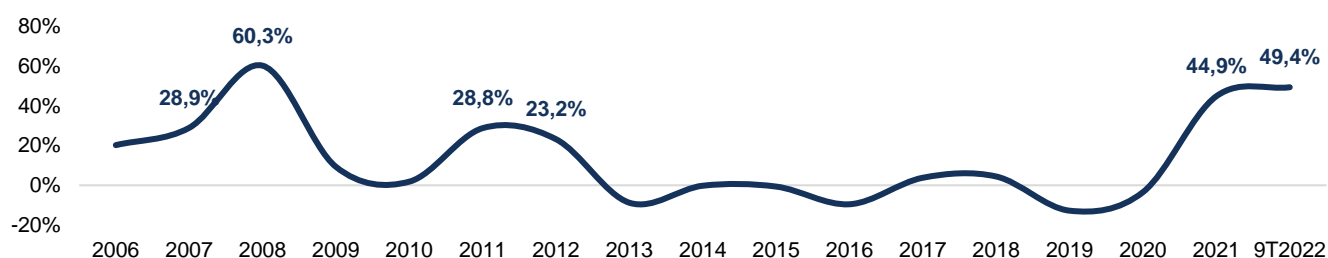
NGÀNH PHÂN BÓN - GIÁ PHÂN BÓN KỶ VỌNG DUY TRÌ Ở MỨC CAO

I. NGÀNH PHÂN BÓN VIỆT NAM KHÔNG THEO CHU KỶ KINH TẾ

Ngành phân bón Việt Nam có độ mở tương đối cao khi không sử dụng các chính sách hạn chế thương mại hay các chính sách điều tiết giá phân bón trong nước, nên giá phân bón nội địa bị ảnh hưởng đáng kể bởi diễn biến giá phân bón thế giới. Vì vậy, chúng tôi sử dụng giá phân bón thế giới để xác định tính chu kỳ về giá phân bón tại Việt Nam. Ngược lại, nhu cầu phân bón của Việt Nam phụ thuộc hơn vào yếu tố nội tại của ngành, bao gồm diện tích gieo trồng và mật độ áp dụng phân bón trong nước.

Xét về tính chu kỳ trong giai đoạn 2005-nay, ngành phân bón đã trải qua 3 chu kỳ về giá, bao gồm giai đoạn 2007-2008, giai đoạn 2011-2012 và giai đoạn 2021-nay. Nhìn chung, trong 3 giai đoạn này, doanh thu ngành phân bón đều tăng trưởng ở mức cao, trên 28% so với mức cùng kỳ. Xét về nhu cầu tiêu thụ, ngành phân bón đã bước vào giai đoạn bão hòa kể từ năm 2015, do đó tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2015-2020 ở mức rất thấp, ước tính chỉ đạt CAGR = -3,3%/năm.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu ngành phân bón (2006-2022)



*Tốc độ tăng trưởng doanh thu của ngành phân bón được ước tính dựa trên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón niêm yết, đã loại bỏ ảnh hưởng của việc thêm/bớt doanh nghiệp
 Nguồn: BCTC DN, FPTIS tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy giá phân bón có tương quan lớn đối với giá năng lượng và giá lương thực, tương ứng với đầu vào và đầu ra của ngành phân bón. Có thể thấy, các chu kỳ về giá đối với ngành phân bón đều liên quan đến các cuộc khủng hoảng lương thực và năng lượng trên thế giới. Để dễ hình dung, chúng tôi tóm gọn chu kỳ ngành phân bón như trong bảng dưới đây:

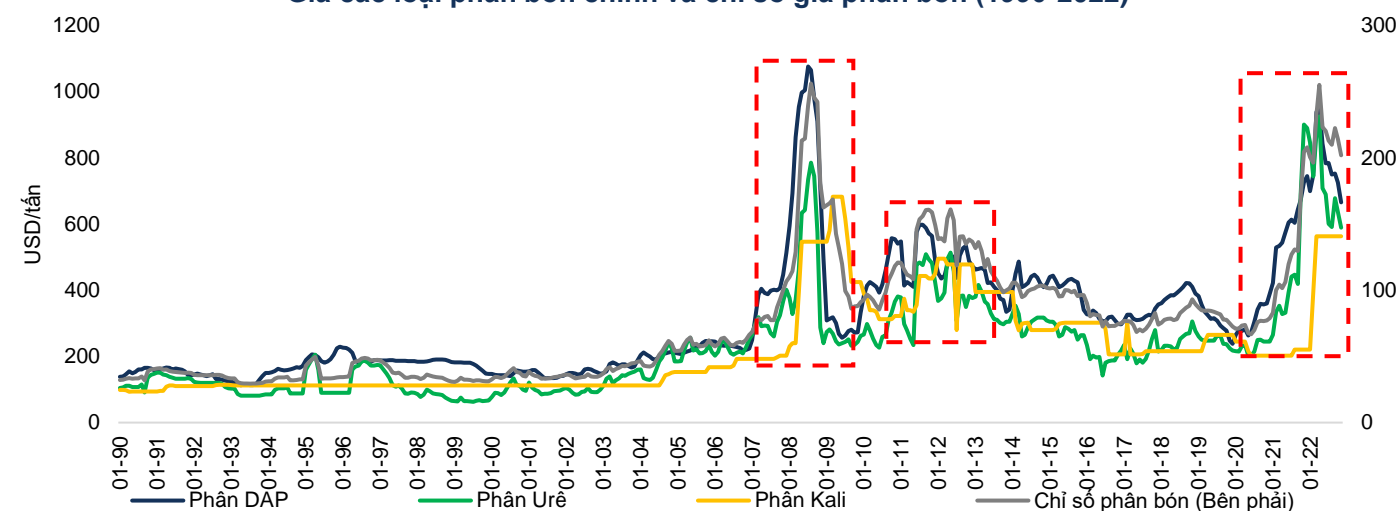
Phân loại chu kỳ	Sự kiện ảnh hưởng chính	Giai đoạn tăng trưởng	Giai đoạn sụt giảm
Chu kỳ về giá 1	Khủng hoảng lương thực	2007 – 2008	2009 – 2010
Chu kỳ về giá 2	Khủng hoảng lương thực	2011 – 2012	2013 – 2020
Chu kỳ về giá 3	Khủng hoảng năng lượng	2021 – nay	
Chu kỳ về nhu cầu		Trước 2015	2016 – nay

Trong bài viết này, chúng tôi sẽ phân loại các tác động ảnh hưởng đến chu kỳ ngành phân bón của Việt Nam như sau: **(1)** các yếu tố bên ngoài (ảnh hưởng đến giá phân bón) và **(2)** các yếu tố nội tại (ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón).

1. Các yếu tố bên ngoài

Như chúng tôi đã trình bày, giá phân bón của Việt Nam bị chi phối bởi giá phân bón thế giới. Do đó, các yếu tố tác động đến giá phân bón ở Việt Nam chủ yếu đến từ bên ngoài, bao gồm các (1) các chính sách hạn chế thương mại, (2) chi phí năng lượng và (3) giá lương thực. Chúng tôi sẽ xem xét các yếu tố này trong 3 giai đoạn mà giá phân bón có tính chu kỳ, bao gồm giai đoạn 2007-2008, giai đoạn 2011-2012 và giai đoạn 2021-nay

Giá các loại phân bón chính và chỉ số giá phân bón (1990-2022)



*Chỉ số giá phân bón lấy mốc năm 2010 = 100
 Nguồn World Bank, FPTIS tổng hợp

1. 1. Các chính sách hạn chế thương mại – Nguồn cung giảm khiến giá bán tăng trong ngắn hạn

Chính sách hạn chế thương mại đối với mặt hàng phân bón thường được áp dụng để đảm bảo nguồn cung và ổn định giá phân bón trong nước của một số quốc gia xuất khẩu phân bón lớn. Tuy nhiên, điều này lại gây ảnh hưởng tiêu cực đến nguồn cung và giá phân bón thế giới, cụ thể như sau:

Giai đoạn 2007-2008: Trung Quốc đã tăng mức thuế xuất khẩu từ 25% lên 35%, và công bố thêm mức thuế xuất khẩu đặc biệt 100% đối với phân bón có hiệu lực từ 20/04/2008, qua đó nâng tổng mức thuế xuất khẩu đối với Urê, DAP và MAP từ 25% lên 135%. Sau đó, mức thuế xuất khẩu với urê còn được điều chỉnh từ 135% lên 185% kể từ 01/09/2008, trong khi đối với các loại phân bón còn lại vẫn được giữ nguyên mức thuế xuất khẩu 135% cho đến 31/12/2008. Trung Quốc là nước xuất khẩu phân urê lớn nhất thế giới (17% sản lượng xuất khẩu toàn cầu), và xuất khẩu phân lân lớn thứ hai thế giới (chiếm 18% sản lượng xuất khẩu) trong năm 2007.

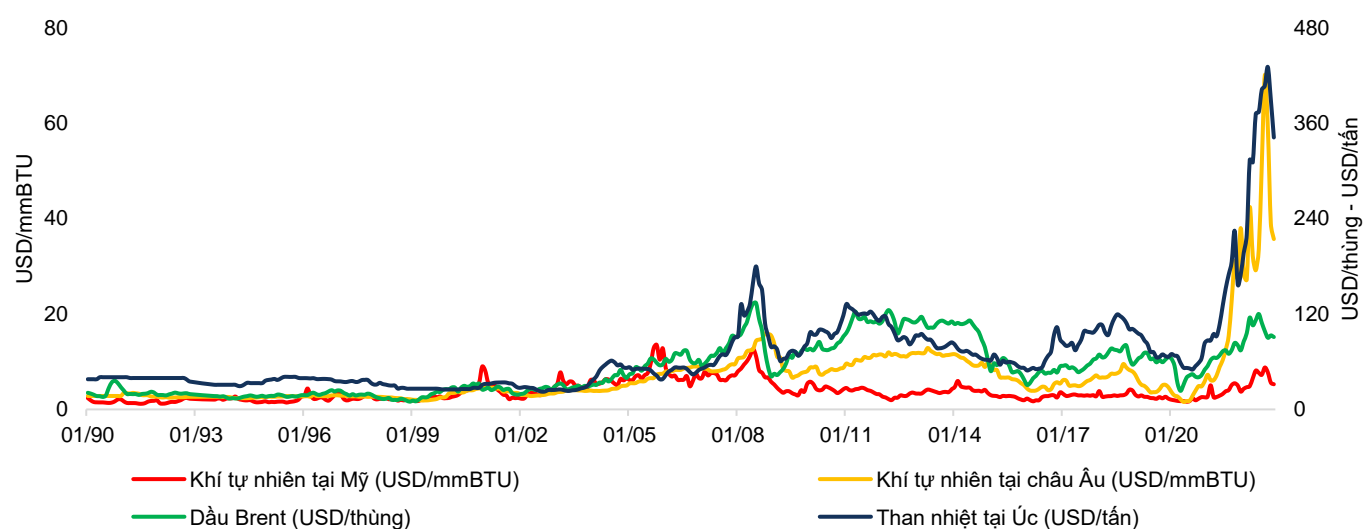
Giai đoạn 2011-2012: Trung Quốc đã áp thuế xuất khẩu tổng cộng 110% (bao gồm 35% thuế xuất khẩu tạm thời và 75% thuế xuất khẩu đặc biệt) trong giai đoạn T12/2010-T12/2012 đối với một số mặt hàng phân bón vào mùa cao điểm trong năm, cụ thể đối với Urê (T11-T06 năm sau), DAP và MAP (T10-T05 năm sau). Ngược lại, trong giai đoạn thấp điểm, mức thuế xuất khẩu được tính là 7% nếu giá xuất khẩu thấp hơn mức X (X: tương đương 2.100 NDT/tấn đối với Urê, 3.400 NDT/tấn đối với DAP, 2.900 NDT/tấn đối với MAP), và nhà xuất khẩu sẽ trả thêm mức thuế xuất khẩu 100% cho phần chênh lệch giữa giá xuất khẩu và X khi giá xuất khẩu lớn hơn mức X.

Giai đoạn 2021-nay: Các chính sách cắt giảm xuất khẩu của Ai Cập, Trung Quốc và Nga (3 trong 4 quốc gia xuất khẩu Urê lớn nhất thế giới, chiếm hơn 40% sản lượng xuất khẩu năm 2020) trong năm 2021. Đối với Nga, nước này đã đưa ra hạn ngạch xuất khẩu phân Urê khoảng 5,9 triệu tấn trong giai đoạn 1/12/2021 – 31/05/2022. Tại Ai Cập, nguồn cung xuất khẩu từ các nhà sản xuất Urê trong nước cũng bị thắt chặt trong 1H2022 khi chính phủ nước này đã yêu cầu các nhà sản xuất nội địa cung cấp 65% lượng sản xuất cho thị trường nội địa (tăng 10% so với yêu cầu trước đó) kể từ T12/2021. Trong khi đó, Trung Quốc đã ban hành chính sách hạn chế xuất khẩu 29 mặt hàng phân bón, bao gồm Urê, DAP, MAP, NPK, v.v. từ ngày 15/10/2021 và kéo dài đến T06/2022. Sau khi chính sách hạn chế xuất khẩu hết hiệu lực, Trung Quốc đã tiếp tục gia hạn lệnh hạn chế xuất khẩu với phân Urê và áp đặt hạn ngạch xuất khẩu với phân lân (chủ yếu bao gồm phân DAP và MAP) trong 2H2022.

1.2. Chi phí năng lượng – Chiếm hơn 60% giá thành sản xuất phân bón

Chi phí năng lượng, chủ yếu là khí đốt và than, chiếm lần lượt hơn 60% và 70% chi phí giá thành sản xuất Urê – loại phân bón chính chiếm hơn 50% tổng sản lượng sản xuất ngành phân bón. Trong đó, hơn 70% năng lượng sử dụng để sản xuất phân bón đến từ khí đốt. Ngoài khí đốt và than là nguyên liệu sản xuất chính, dầu thô là nguồn năng lượng chủ yếu để vận chuyển nguyên liệu đầu vào để sản xuất phân bón cũng như thành phẩm phân bón. Nhìn chung, giá các loại năng lượng chính để sản xuất phân bón có diễn biến cùng pha với nhau do có thể thay thế cho nhau trong nhiều mục đích sử dụng.

Chi phí năng lượng liên quan đến sản xuất phân bón (1990-2022)



Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp

Giai đoạn 2007-2008: Giá dầu tăng cao do nguồn cung dầu thô không mở rộng trong khi nhu cầu về dầu thô tăng cao ở các nước đang phát triển, đặc biệt là Trung Quốc. Tương tự, giá khí đốt tự nhiên tăng cao do giá dầu ở mức cao, nhập khẩu LNG bị hạn chế và lượng tồn kho ở mức thấp. Trong khi đó, giá than tăng cao do nhu cầu cho ngành công nghiệp ở châu Á gia tăng và thiếu hụt nguồn cung ở một số nước xuất khẩu chính. Tuy nhiên, kể từ T07/2022, giá năng lượng hạ nhiệt do suy thoái kinh tế toàn cầu xảy ra khiến nhu cầu giảm mạnh.

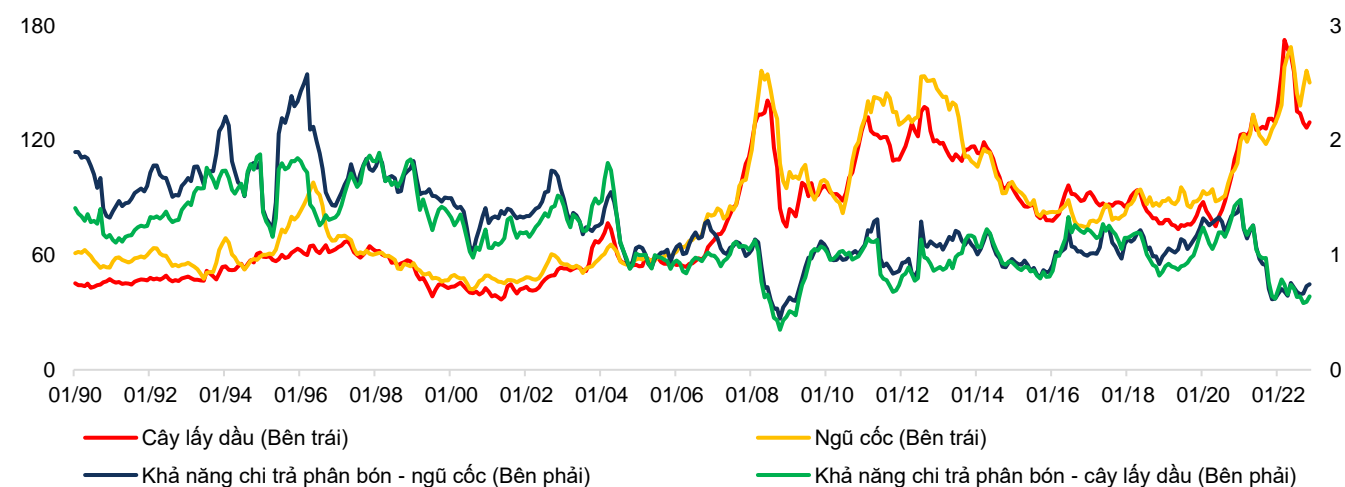
Giai đoạn 2011-2012: Giá dầu thô bắt đầu tăng vào đầu năm 2009 khi OPEC cắt giảm thêm 2,2 triệu thùng dầu/ngày, đạt đỉnh ở mức 125 USD/thùng vào T03/2012, trước khi hạ nhiệt do nguồn cung dư thừa khi OPEC và Mỹ đều đẩy mạnh sản lượng khai thác dầu thô. Ngoài ra, giá than cũng tăng cao do thời tiết bất lợi như hạn hán và mưa lớn ở một số khu vực đã ảnh hưởng đến sản lượng khai thác. Mặc dù vậy, giá khí tự nhiên trong giai đoạn này lại có mức tăng chậm hơn nhiều so với giá dầu thô, thậm chí giá khí tại Mỹ còn hạ nhiệt so với năm 2010, do sự gia tăng công suất LNG và khí đá phiến nhờ các kỹ thuật khai thác mới.

Giai đoạn 2021-nay: Giá khí tự nhiên và than tăng nhanh hơn so với giá dầu thô. Năm 2021, giá khí đốt tăng chủ yếu từ nhu cầu huy động điện khí tăng cao bởi (1) nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng sau dịch Covid-19, đặc biệt ở Trung Quốc và (2) hạn hán làm sản lượng thủy điện sụt giảm ở một số quốc gia (Brazil, Trung Quốc, Mỹ, Thổ Nhĩ Kỳ), và (3) sản lượng điện gió thấp ở châu Âu do tốc độ gió thấp. Trong khi đó, nguồn cung cũng bị ảnh hưởng do các gián đoạn sản xuất tại Mỹ và đứt gãy logistics liên quan đến nhập khẩu LNG tại Nhật Bản. Sang năm 2022, chiến tranh ở Nga-Ukraine đã làm gián đoạn xuất khẩu than và khí đốt tự nhiên của Nga, đặc biệt sang khu vực châu Âu khiến giá khí khu vực này tăng cao, buộc phải nhập khẩu LNG để bù đắp cho lượng khí đốt giảm từ Nga. Tương tự, giá than tăng cao cũng nhờ các yếu tố trên và việc chuyển hướng sang sử dụng than thay thế khí đốt tự nhiên trong sản xuất điện của nhiều quốc gia.

1.3. Giá lương thực – Phân bón chiếm 20% chi phí canh tác

Do phân bón chiếm ~20% trong chi phí canh tác của người nông dân, do đó, giá lương thực, đặc biệt là ngũ cốc và cây lấy dầu, liên quan mật thiết đến giá phân bón.

Chỉ số giá và khả năng chi trả của ngũ cốc và cây lấy dầu (1990-2022)



*Chỉ số giá ngũ cốc và cây lấy dầu lấy mốc năm 2010 = 100

*Khả năng chi trả phân bón - ngũ cốc (cây lấy dầu) được tính bằng chỉ số giá ngũ cốc (cây lấy dầu)/chỉ số giá phân bón

Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp

Giai đoạn 2007-2008: Giá lương thực tăng chủ yếu đến từ (1) hạn hán ở các quốc gia sản xuất ngũ cốc và (2) chi phí phân bón, vận chuyển tăng cao bởi giá dầu và (3) sử dụng nhiên liệu sinh học ngày càng tăng ở các nước phát triển. Những yếu tố trên, cùng với dự trữ lương thực thế giới giảm, đã góp phần gia tăng giá lương thực trên toàn cầu.

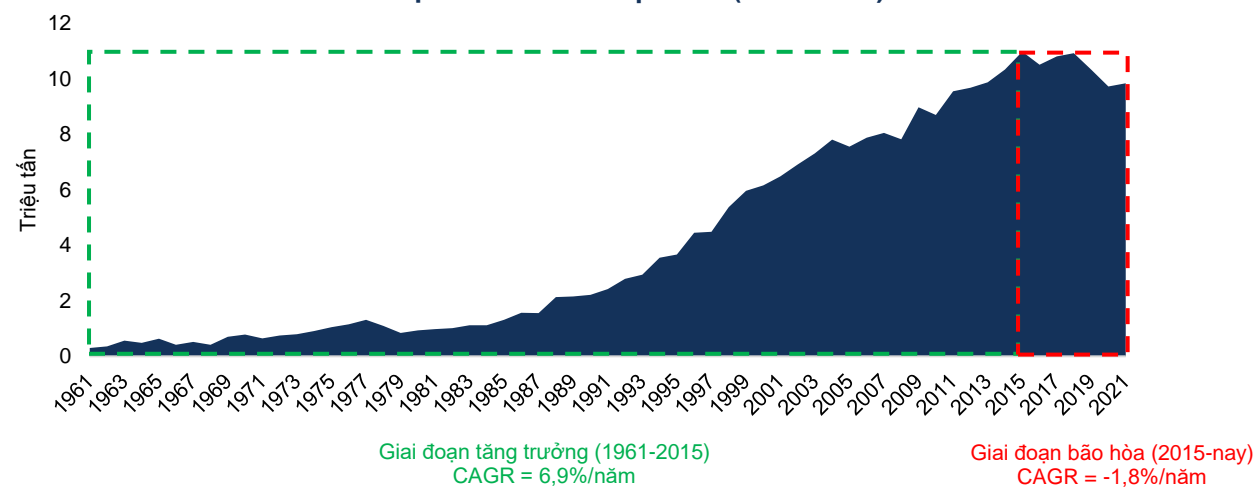
Giai đoạn 2011-2012: Sau cuộc khủng hoảng giá lương thực thế giới 2007–2008 và một thời gian ngắn tạm lắng trong năm 2009, chỉ số giá lương thực trên toàn thế giới lại bắt đầu tăng vào giữa năm 2010 và đạt mức cao nhất vào giữa năm 2012. Nguyên nhân do (1) hạn hán vào mùa hè ở Mỹ và khu vực châu Âu, khiến giá ngô và đậu tương đã đạt đỉnh vào T07/2012 và (2) giá dầu tăng khiến nhu cầu sử dụng và sản xuất nhiên liệu sinh học tăng, đặc biệt là việc sử dụng ngô để sản xuất nhiên liệu ethanol.

Giai đoạn 2021-nay: Giá lương thực chủ yếu tăng từ đầu năm 2021 trước khi duy trì ổn định tới cuối năm 2021 do (1) nguồn cung thiếu hụt do thời tiết xấu, chủ yếu gồm đậu nành ở khu vực Nam Mỹ và dầu cọ ở khu vực Đông Á và (2) nhu cầu thức ăn chăn nuôi tăng mạnh ở Trung Quốc. Sang năm 2022, giá lương thực tăng cao trong 1H2022 do đứt gãy chuỗi cung ứng bởi cuộc chiến tranh Nga-Ukraine và chi phí vật tư nông nghiệp tăng cao. Trong đó, Ukraine chiếm 30% sản lượng sản xuất hướng dương toàn cầu, 10% sản lượng ngô và 15% sản lượng lúa mì xuất khẩu toàn cầu

2. Các yếu tố nội tại

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ phân bón ở Việt Nam phụ thuộc vào các yếu tố nội tại của ngành phân bón trong nước, cụ thể gồm diện tích gieo trồng và tỷ lệ áp dụng phân bón nội địa. Trước năm 2015, nhu cầu ngành phân bón Việt Nam đã tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR = 6,9%/năm trong giai đoạn 1961-2015, nhờ việc luôn mở rộng diện tích canh tác và tăng tỷ lệ sử dụng phân bón trên cây trồng. Ngược lại, kể từ năm 2015, diện tích canh tác của Việt Nam dần thu hẹp và tỷ lệ sử dụng phân bón đã ở mức cao so với mức trung bình của thế giới cũng như với các quốc gia lân cận trong vực. Do đó, nhu cầu ngành phân bón đã bước vào giai đoạn bão hòa, với CAGR = -1,8%/năm trong giai đoạn 2015-2021.

Nhu cầu phân bón của Việt Nam (1961-2021)

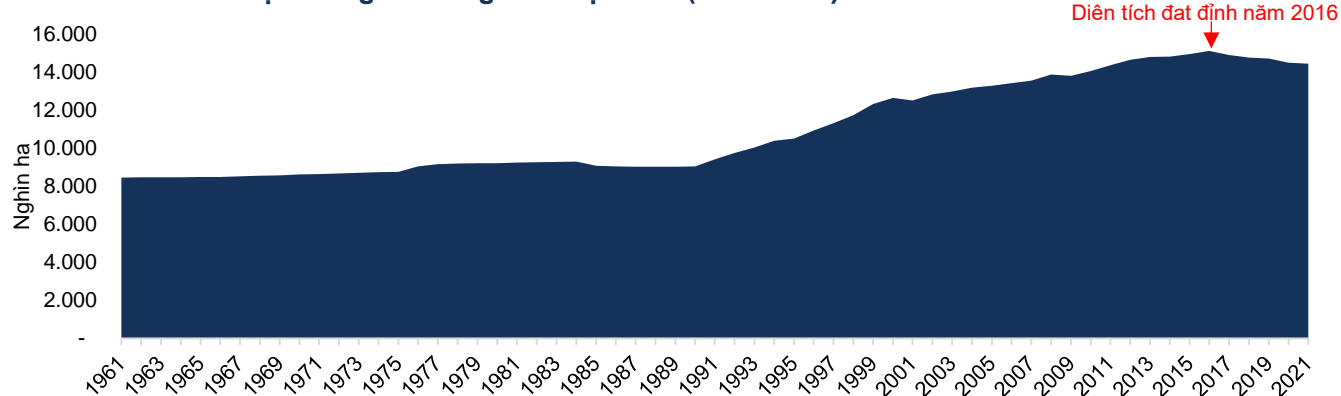


Nguồn: Agromonitor, World Bank, TCTK, FPTTS tổng hợp và ước tính

2.1. Diện tích gieo trồng – Phụ thuộc vào quy hoạch của Bộ NN&PTNT

Diện tích gieo trồng của Việt Nam ước tính tăng trưởng với CAGR = 1,1%/năm trong giai đoạn 1961-2016 và đạt đỉnh ở mức 15.112,1 nghìn ha trong năm 2016. Tuy nhiên, kể từ năm 2016, diện tích gieo trồng dần thu hẹp do Bộ NN&PTNT tái cơ cấu ngành trồng trọt theo định hướng gia tăng chuỗi giá trị bằng việc đầu tư công nghệ và máy móc để nâng cao năng suất thay vì mở rộng diện tích gieo trồng. Theo đó, diện tích gieo trồng giảm dần với CAGR = -0,9%/năm trong giai đoạn 2016-2021.

Diện tích gieo trồng của Việt Nam (1961-2021)

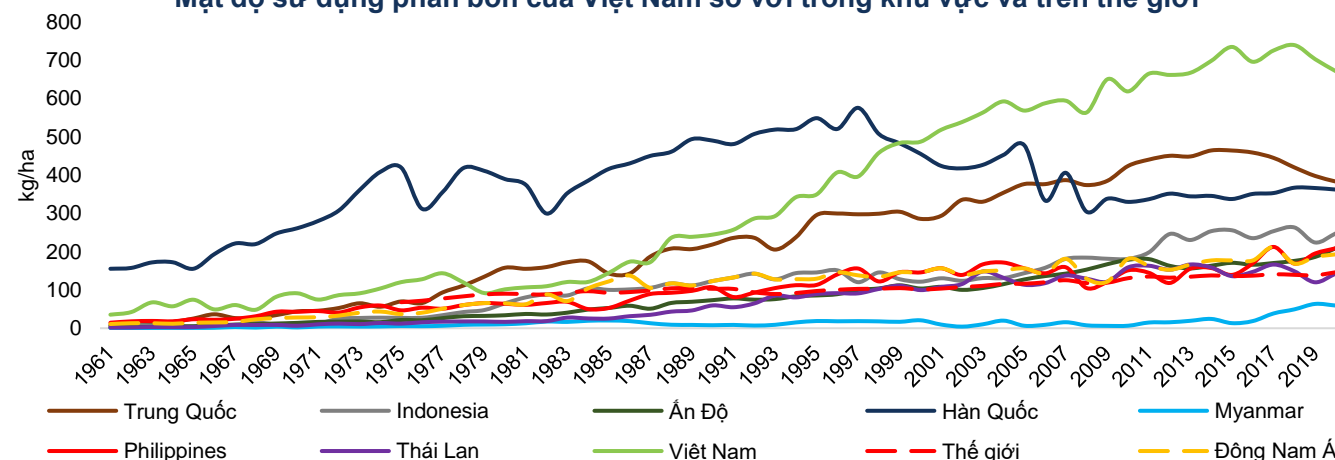


Nguồn: World Bank, TCTK, FPTTS tổng hợp và ước tính

2.2. Mật độ sử dụng phân bón – Cao hơn đáng kể so với các quốc gia trong khu vực và trên thế giới

Trước năm 2015, mật độ sử dụng phân bón của Việt Nam đã tăng trưởng nhanh chóng với CAGR = 5,8%/năm trong giai đoạn 1961-2015, với mật độ sử dụng phân bón trên mức 700 kg/ha trong năm 2015. Sau năm 2015, mật độ sử dụng phân bón đang có xu hướng chững lại, dao động quanh mức 650 – 750 kg/ha. Mức này cao hơn nhiều so với các quốc gia trong khu vực Đông Nam Á và trên thế giới do việc lạm dụng phân bón trong canh tác của nông dân khi bón phân vượt quá liều lượng khuyến cáo của các chuyên gia và cán bộ khuyến nông. Theo báo cáo của World Bank, hầu hết nông dân tại Việt Nam bón nhiều hơn khoảng 20–30% lượng phân bón so với khuyến cáo trong canh tác lúa (chiếm khoảng 65% nhu cầu phân bón tại Việt Nam). Tương tự, nông dân trồng cà phê ở Tây Nguyên cũng sử dụng phân bón với tỷ lệ cao hơn nhiều so với mức khuyến cáo, lần lượt cao hơn 50%, 210% và 30% so với mức khuyến nghị đối với phân đạm, lân và kali.

Mật độ sử dụng phân bón của Việt Nam so với trong khu vực và trên thế giới



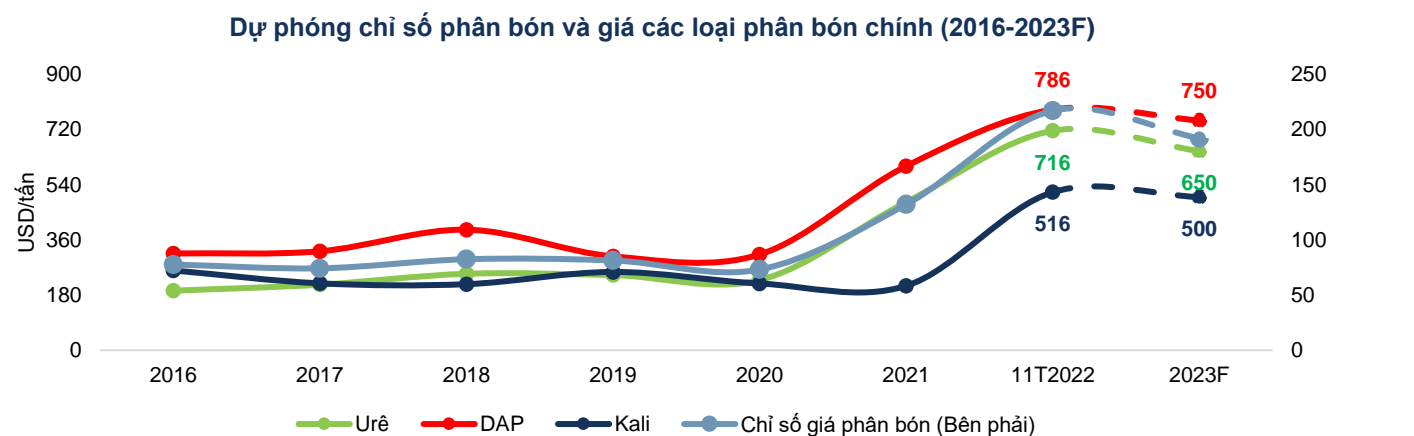
Nguồn: World Bank, FPTTS tổng hợp và ước tính số liệu của Việt Nam

Nguyên nhân cho việc lạm dụng phân bón đến từ (1) chế độ bón phân chủ yếu dựa vào kinh nghiệm và thói quen của nông dân, ít phụ thuộc vào nhu cầu dinh dưỡng của cây trồng và đất và (2) chất lượng thấp của một số loại phân bón ở thị trường trong nước. Đối với chế độ bón phân, ở các nước phát triển, mức độ bón phân dựa trên các phân tích thường xuyên về chất lượng đất để ngăn chặn các tác động tiêu cực của việc dư thừa phân bón; trong khi ở Việt Nam thường không thực hiện các phân tích trên và chủ yếu bón phân dựa trên niềm tin sai lầm rằng nhiều phân bón hơn sẽ luôn dẫn đến năng suất cây trồng cao hơn và gia tăng lợi nhuận. Xét về chất lượng phân bón, khoảng 54% phân NPK trên thị trường không đạt tiêu chuẩn chất lượng. Hơn nữa, hiệu quả sử dụng phân bón cũng ở mức thấp, chỉ khoảng 60% đối với phân đạm, 40% đối với phân kali và 50% đối với kali.

II. TRIỂN VỌNG 2023 – CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG VỀ GIÁ VẪN SẼ TIẾP DIỄN

1. Các yếu tố bên ngoài

Chúng tôi cho rằng ngành phân bón vẫn sẽ tiếp tục chu kỳ tăng trưởng về giá trong giai đoạn 2022-2023. Theo WorldBank, mặc dù giá phân bón năm 2023 dự kiến sẽ hạ nhiệt so với mức trung bình trong 11T2022, tuy nhiên mức này vẫn cao hơn nhiều so với giai đoạn 2016-2020. Cụ thể, giá Urê, DAP và Kali năm 2023 được dự báo sẽ đạt mức 650 USD/tấn (+187,1% so với mức 2016-2020), 750 USD/tấn (+127,1% so với mức 2016-2020) và 500 USD/tấn (+114,2% so với mức 2016-2020)

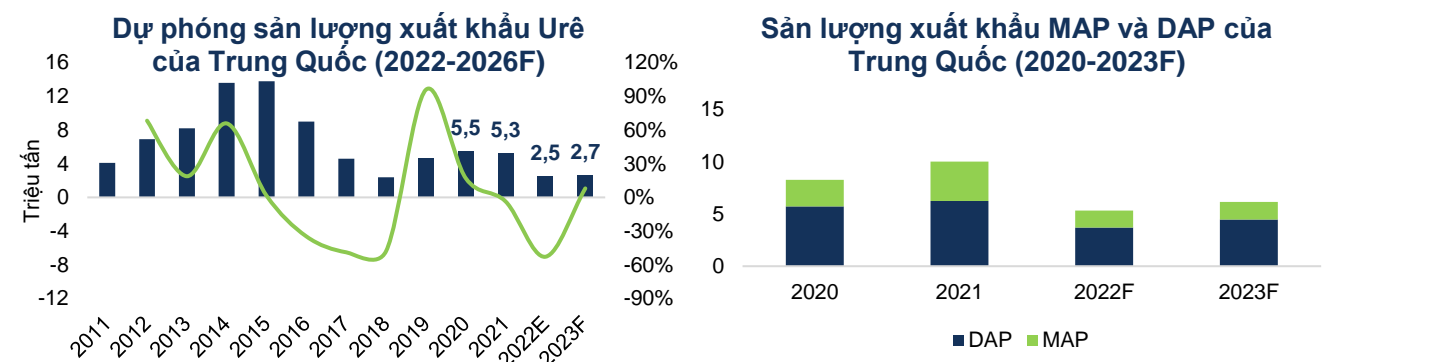


*Chỉ số giá phân bón lấy mốc năm 2010 = 100
 Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp

1.1. Các chính sách hạn chế thương mại – Dự kiến kéo dài sang T05/2023

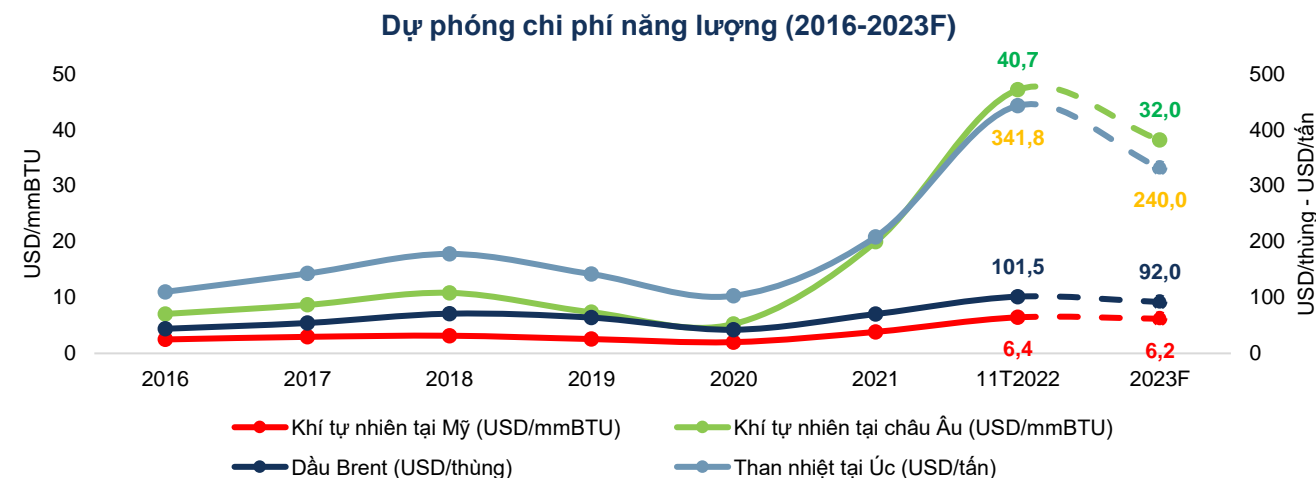
Chúng tôi cho rằng nguồn cung phân Urê và phân lân thế giới vẫn sẽ bị ảnh hưởng bởi chính sách hạn chế/hạn ngạch xuất khẩu của Trung Quốc, dự kiến sẽ kéo dài ít nhất tới T05/2023 khi giai đoạn từ T10 đến T05 năm sau thường là mùa cao điểm về nhu cầu phân bón ở nước này.

Đối với Urê, Trung Quốc sẽ kéo dài lệnh hạn chế xuất khẩu cho đến ít nhất tới T05/2023, với sản lượng xuất khẩu Urê của năm 2023 được OCI ước tính đạt 2,7 triệu tấn (+8,0% yoy). Mặc dù có cải thiện hơn so với cùng kỳ, tuy nhiên mức này chỉ xấp xỉ bằng 1 nửa so với mức trung bình giai đoạn 2020-2021. Đối với DAP, việc áp đặt hạn ngạch đối với phân lân của Trung Quốc nhiều khả năng sẽ có thể được gia hạn sang T05/2023, khiến xuất khẩu dự kiến sẽ ở mức thấp trong 4T2023. Nếu xảy ra, Mosaic ước tính Trung Quốc sẽ xuất khẩu 4,48 triệu tấn DAP (+21,4% yoy) và 1,68 triệu tấn MAP (+2,1% yoy), tổng cộng chiếm ~90% trong sản lượng xuất khẩu phân lân của Trung Quốc, trong năm 2023. Tuy nhiên, mức này vẫn thấp hơn ~32,3% so với mức trung bình giai đoạn 2020-2021.



Nguồn: Cục hải quan Trung Quốc, Mosaic, OCI, FPTs tổng hợp và ước tính

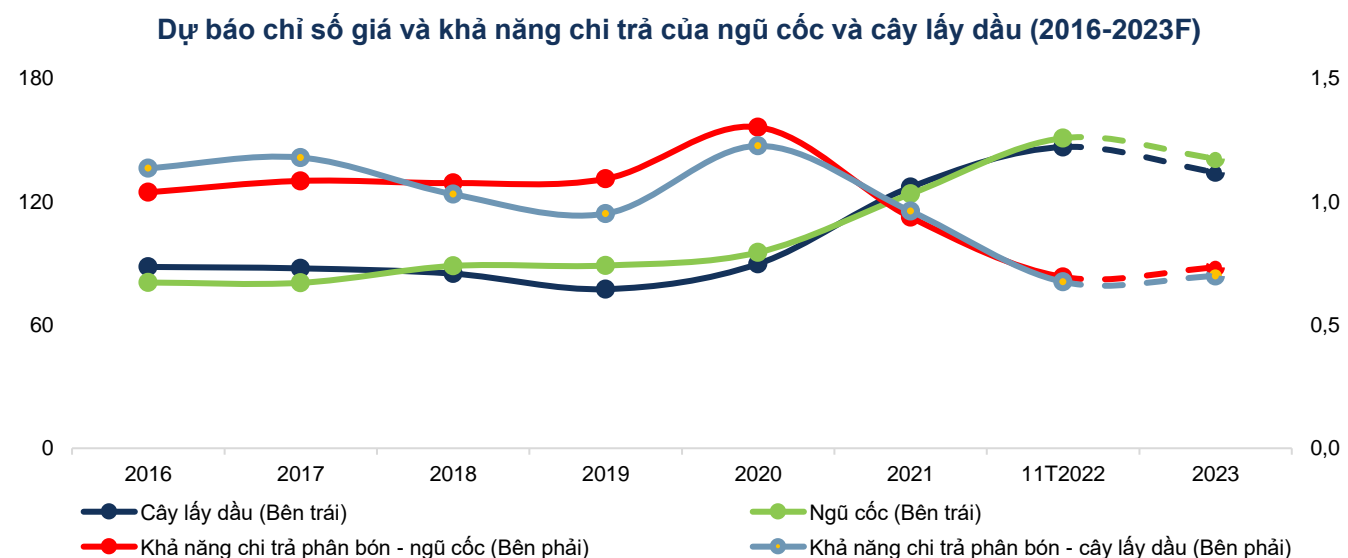
1.2. Chi phí năng lượng – Dự báo vẫn sẽ giữ ở mức cao trong năm 2023



Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp

Theo World Bank dự báo, giá năng lượng dự kiến sẽ hạ nhiệt trong năm 2023, tuy nhiên vẫn cao hơn nhiều so với mức trung bình trong giai đoạn 2016-2020. (Tham khảo phân tích chi phí năng lượng ở phần Phân tích vĩ mô). Đặc biệt, giá khí đốt tự nhiên tại châu Âu dự kiến đạt 32 USD/mmBTU theo World Bank dự báo năm 2023, thấp hơn 21,4% so với mức 11T2022 do nhu cầu khí đốt tự nhiên thấp hơn khi các hộ gia đình và ngành công nghiệp sẽ chuyển sang sử dụng các nguồn năng lượng thay thế như than và LNG nhập khẩu hoặc năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, việc thúc đẩy lắp đặt các dự án nhà máy điện than và năng lượng tái tạo mới ở châu Âu sẽ khó có thể cải thiện nguồn cung trong ngắn hạn do môi trường lạm phát và lãi suất cao ở hiện tại khiến chi phí đầu tư dự án mới trở nên khó khăn hơn. Với mức giá khí như trên, giá thành sản xuất Urê trung bình tại khu vực này ước tính đạt 710 USD/tấn, cao hơn 9,3% so mức dự báo 650 USD/tấn trong năm 2023 của World Bank. Do đó, chúng tôi cho rằng nguồn cung tại khu vực châu Âu (chiếm 5% tổng công suất sản xuất Urê toàn cầu) vẫn sẽ thiếu hụt khi các nhà máy sản xuất Urê tại khu vực này khả năng cao vẫn tiếp tục hoạt động ở mức cầm chừng trong năm 2023.

1.3. Giá lương thực – Kỳ vọng duy trì ở mức cao, khả năng chi trả được cải thiện



*Chỉ số giá phân bón và khả năng chi trả phân bón lấy mốc năm 2010 = 100

Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp

Theo WorldBank dự báo, giá các loại cây lương thực, bao gồm ngũ cốc và cây lấy dầu, sẽ sụt giảm ~6-9% trong năm 2023 so với mức 11T2022, tuy nhiên vẫn sẽ ở mức cao hơn ~45-52% so với giai đoạn 2016-2020. Giá ngũ cốc dự kiến năm sau sẽ hạ nhiệt nhờ việc nối lại xuất khẩu ngũ cốc vào T07/2022 của Ukraine (chiếm lần lượt 10% và 15% sản lượng xuất khẩu lúa mì và ngô trên thế giới) do Liên Hợp Quốc làm trung gian. Trong khi đó, giá cây lấy dầu dự báo giảm do nguồn cung sẽ cải thiện nhờ (1) triển vọng mùa màng tốt hơn, (2) việc dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu dầu cọ của Indonesia và (3) nối lại xuất khẩu từ các cảng quanh Biển Đen, trong đó Ukraine chiếm ~30% sản lượng sản xuất hướng dương toàn cầu.

Mặc dù giá lương thực được dự báo hạ nhiệt trong năm 2023, mức giảm vẫn ở mức thấp hơn so với giá phân bón, giúp khả năng chi trả phân bón đối với người nông dân sẽ được cải thiện hơn so với năm 2022. Do đó, việc giá phân bón dự kiến ở mức cao trong năm 2023 sẽ được hỗ trợ nhiều hơn từ giá lương thực.

2. Các yếu tố nội tại

Mặc dù tiêu thụ phân bón đã ở mức bão hòa kể từ giai đoạn 2015, chúng tôi cho rằng nhu cầu phân bón trong ngắn hạn, cụ thể trong giai đoạn 2022-2023, sẽ biến động phần lớn phụ thuộc vào vào diễn biến mật độ sử dụng phân bón khi khả năng chi trả phân bón được cải thiện. Trong khi đó, diện tích gieo trồng trong giai đoạn 2022-2023 được chúng tôi ước tính không thay đổi so với năm 2021. Chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 8.630 nghìn tấn (-12,4% yoy) và 9.100 nghìn tấn (+5,4% yoy).

2.1. Diện tích gieo trồng – Dự kiến không thay đổi do quy hoạch

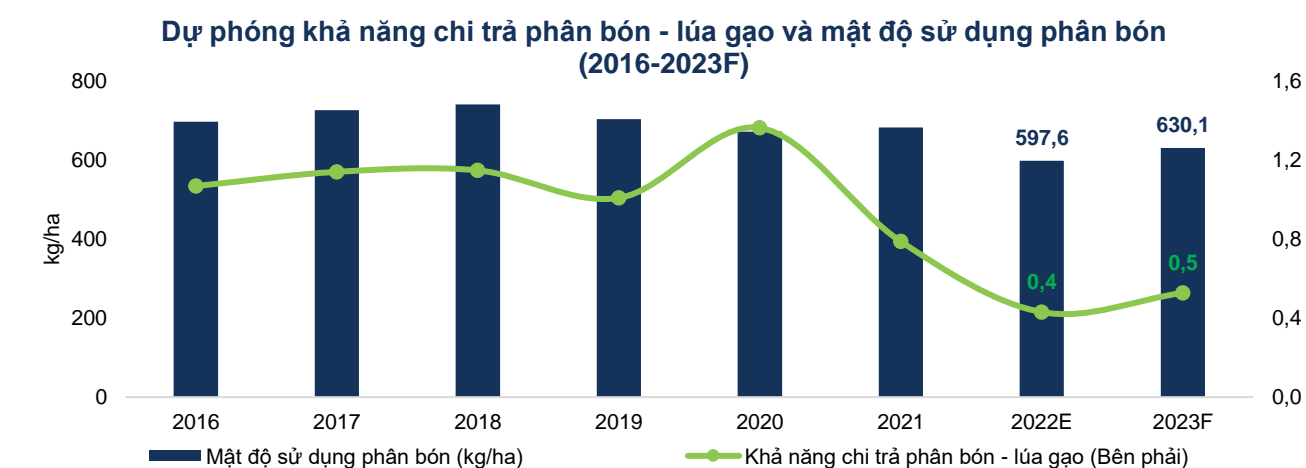
Chúng tôi cho rằng diện tích gieo trồng của Việt Nam giai đoạn 2022-2023 sẽ không thay đổi so với năm 2021, dựa trên “*Kế hoạch cơ cấu lại ngành nông nghiệp giai đoạn 2021-2025*” của Bộ NN&PTNT được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt ([Xem chi tiết tại đây](#)). Theo đó, tổng diện tích gieo trồng các loại cây trồng chủ lực của Việt Nam tới năm 2025 duy trì ổn định, chỉ tăng xấp xỉ 0,2%, so với mức thực hiện năm 2021.

ĐVT: nghìn tấn	TH 2019	TH 2020	TH 2021	KH 2025	% KH25/TH21	KH25-TH21
Lúa gạo	7.469,9	7.278,9	7.238,9	7.250	100,2%	11,1
Cà phê	688,7	695,6	710,6	670	94,3%	-40,6
Cao su	941,3	932,4	930,5	900	96,7%	-30,5
Đào	295,0	302,4	314,4	300	95,4%	-14,4
Hồ tiêu	140,2	131,8	129,2	110	85,1%	-19,2
Chè	123,3	123,6	122,6	122,5	99,9%	-0,1
Cây ăn quả	1.067,1	1.135,2	1.171,5	1.200	102,4%	28,5
Rau	986,0	975,8	983,2	1.100	111,9%	116,8
Sắn	519,0	524,7	524,5	500	95,3%	-24,5
Tổng cộng	12.230,5	12.100,4	12.125,4	12.152,5	100,2%	27,1
% Tổng DT gieo trồng	83,2%	83,5%	84,0%			

Nguồn: TCTK, Quyết định số 255/QĐ-TTg, FPTs tổng hợp

2.2. Mật độ sử dụng phân bón – Cải thiện nhờ khả năng chi trả phân bón cho lúa gạo tốt hơn

Chúng tôi cho rằng mật độ sử dụng phân bón của Việt Nam đã bão hòa và phụ thuộc vào khả năng chi trả phân bón đối với lúa gạo, hay biến động giá gạo so với giá phân bón. Theo đó, chúng tôi ước tính mật độ sử dụng phân bón năm 2023 đạt 630,1 kg/ha (+5,4% yoy) nhờ khả năng chi trả phân bón đối với lúa gạo sẽ cải thiện hơn trong năm 2023 so với năm 2022. Tuy nhiên, mức này vẫn sẽ thấp hơn so với giai đoạn 2016-2021 do khả năng chi trả phân bón đối với lúa gạo thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trên. Khả năng chi trả phân bón đối với lúa gạo trong năm 2023 được ước tính dựa trên dự báo của World Bank về (1) giá phân bón (dự kiến giảm 12,4% yoy) và (2) giá gạo (dự kiến tăng 7,4% yoy) trong năm 2023.



Nguồn: World Bank, FPTs tổng hợp

3. Kết luận – Chu kỳ tăng trưởng về giá sẽ tiếp diễn trong năm 2023

Chúng tôi cho rằng ngành phân bón vẫn sẽ tiếp tục chu kỳ tăng trưởng về giá trong giai đoạn 2022-2023. Mặc dù giá phân bón năm 2023 dự kiến sẽ hạ nhiệt so với mức trung bình trong 11T2022, tuy nhiên mức này vẫn cao hơn nhiều so với giai đoạn 2016-2020. Cụ thể, giá Urê, DAP và Kali năm 2023 được dự báo sẽ đạt mức 650 USD/tấn (+187,1% so với mức 2016-2020), 750 USD/tấn (+127,1% so với mức 2016-2020) và 500 USD/tấn (+114,2% so với mức 2016-2020).

Xét về nhu cầu, chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ phân bón trong năm 2023 đạt 9.100 nghìn tấn (+5,4% yoy) nhờ khả năng chi trả phân bón cho lúa gạo cải thiện hơn so với năm 2022. Tuy nhiên, mức dự phóng này vẫn thấp hơn giai đoạn 2016-2021 do khả năng chi trả phân bón đối với lúa gạo vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn kể trên.

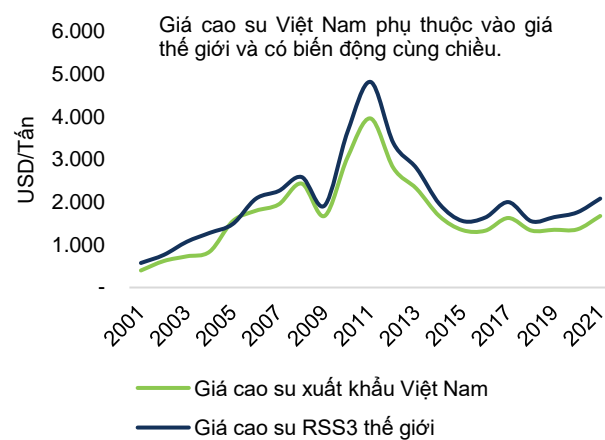
NGÀNH CAO SU – SĂM LỚP - “THOÁT KHỎI” TÌNH TRẠNG DƯ CUNG

I. NGÀNH CAO SU – SĂM LỚP VIỆT NAM CHỊU ẢNH HƯỞNG LỚN TỪ BIẾN ĐỘNG GIÁ CAO SU TỰ NHIÊN THẾ GIỚI

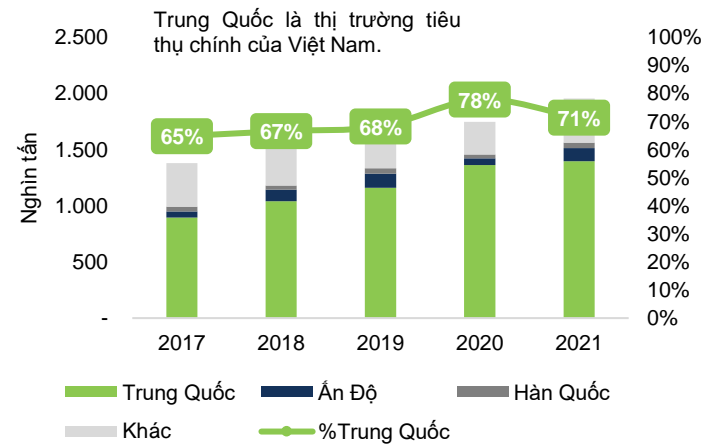
Ngành cao su tự nhiên và ngành sản phẩm là 2 ngành có tính chu kỳ và được thể hiện qua biến động giá cao su tự nhiên, đặc biệt là giá cao su tự nhiên thế giới – yếu tố tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của 2 ngành. Nguyên nhân chủ yếu là do (1) giá cao su tự nhiên Việt Nam phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên thế giới; (2) nhu cầu ngành cao su và ngành sản phẩm thế giới nói chung, Việt Nam nói riêng không có tính chu kỳ và tăng trưởng ổn định. Do vậy, giá cao su tự nhiên sẽ tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh của ngành cao su và ngành sản phẩm, trong khi sản lượng tiêu thụ của cả 2 ngành tăng trưởng ổn định. Cụ thể như sau:

Về giá cao su tự nhiên Việt Nam, giá cao su tự nhiên Việt Nam phụ thuộc vào biến động chung của giá cao su tự nhiên thế giới. Nguyên nhân chính là do (1) ngành cao su Việt Nam chỉ đóng góp khoảng 6% tổng sản lượng cao su toàn cầu, thấp hơn so với Thái Lan luôn đóng góp hơn 30%; (2) ngành cao su Việt Nam xuất khẩu hơn 70% tổng sản lượng cao su sang Trung Quốc và chỉ đóng góp vào khoảng 8% tổng sản lượng cao su nhập khẩu của Trung Quốc, thấp hơn so với Thái Lan luôn cung cấp hơn 50%. Do vậy, khả năng đàm phán giá thấp và giá cao su tự nhiên Việt Nam phải phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên thế giới.

Giá cao su xuất khẩu của Việt Nam và giá cao su RSS3 thế giới (2001 - 2021)



Cơ cấu thị trường xuất khẩu cao su của Việt Nam theo sản lượng (2017 - 2021)

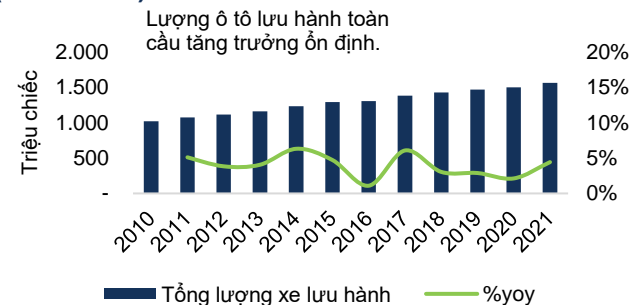


Về nhu cầu của ngành cao su và ngành sản phẩm, cả 2 ngành đều có tốc độ tăng trưởng nhu cầu ổn định và không có tính chu kỳ. Với ngành cao su, nhu cầu ngành phụ thuộc vào ngành sản phẩm – ô tô, hơn 70% tổng sản lượng cao su tự nhiên được ngành sản phẩm – ô tô tiêu thụ. Với ngành sản phẩm, hơn 70% tổng sản lượng lốp xe được tiêu thụ ở phân khúc thay thế, do vậy nhu cầu tiêu thụ lốp xe sẽ phụ thuộc vào tổng lượng xe lưu hành và không có sự biến động lớn.

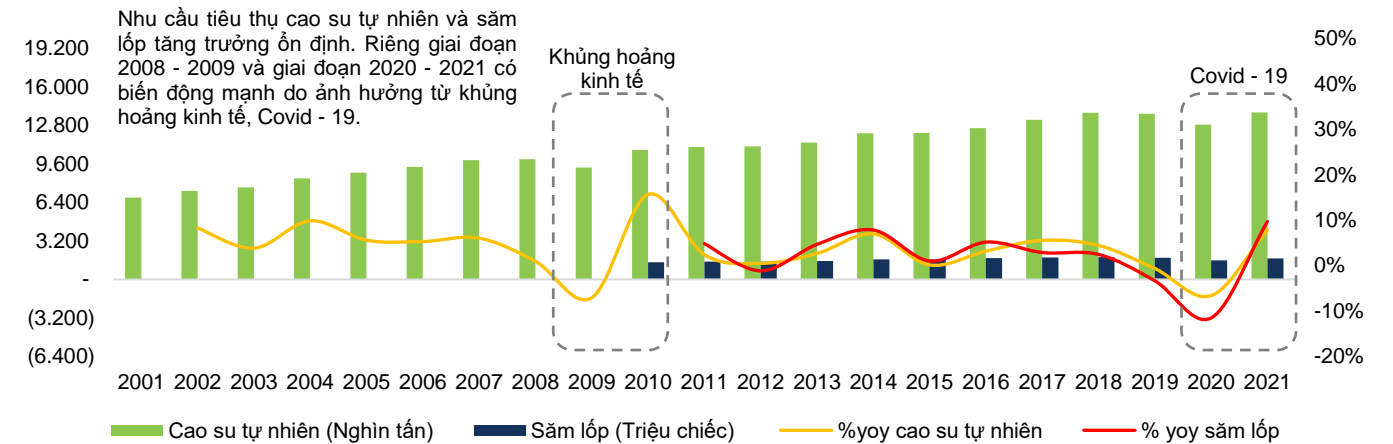
Chúng tôi cho rằng nhu cầu ngành cao su và ngành sản phẩm Việt Nam cũng có diễn biến tương tự so với ngành thế giới

Nguồn: Tổng cục Hải quan Việt Nam, IMF, FPTIS tổng hợp

Tổng lượng xe ô tô lưu hành toàn cầu (2010 - 2021)



Nhu cầu cao su tự nhiên và nhu cầu sản phẩm toàn cầu (2001 - 2021)



Nguồn: ANRPC, Michelin, OICA, FPTIS tổng hợp

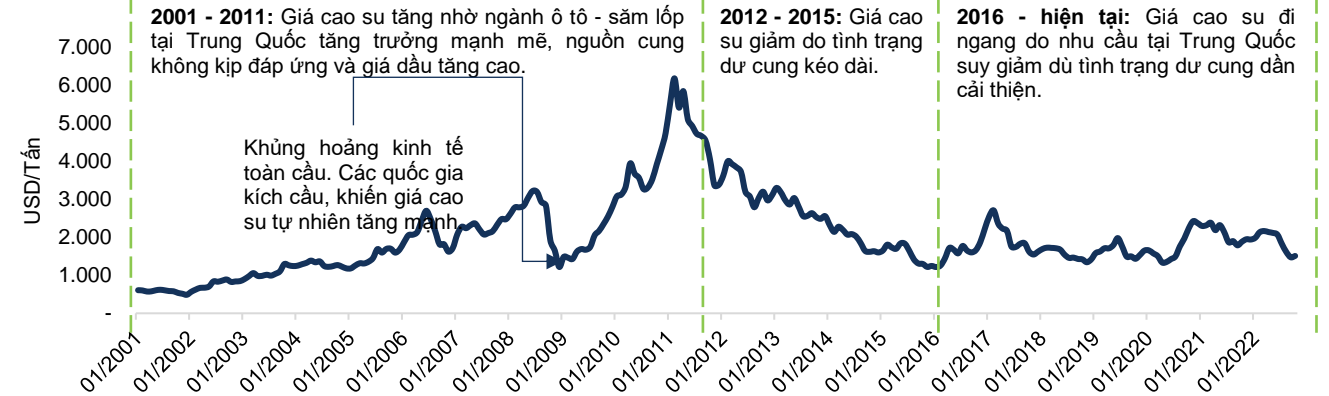
Với 2 nguyên nhân trên, tính chu kỳ của ngành cao su và ngành sản phẩm Việt Nam dựa vào giá cao su tự nhiên thế giới. Do vậy, chúng tôi sẽ tập trung phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến chu kỳ giá cao su tự nhiên thế giới trong phạm vi bài TRIỂN VỌNG 2023.

1. Ngành cao su – sản phẩm tại Trung Quốc, diện tích trồng cao su và giá dầu thô là 3 yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến chu kỳ giá cao su tự nhiên thế giới

Giá cao su tự nhiên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng chịu tác động trực tiếp bởi 3 yếu tố chính (1) ngành cao su – sản phẩm tại Trung Quốc, quốc gia này tiêu thụ hơn 40% tổng sản lượng cao su toàn cầu; (2) diện tích trồng cao su, yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cung cao su tự nhiên trong dài hạn do đặc thù cây cao su có thể khai thác từ 20 – 25 năm kể từ lúc trưởng thành; (3) giá dầu thô có tác động gián tiếp lên giá cao su tự nhiên thông qua giá cao su tổng hợp.

Chúng tôi nhận thấy cả 3 yếu tố trên đều có tác động đáng kể đến chu kỳ giá cao su tự nhiên trong giai đoạn 2001 – 2022 và giá cao su tự nhiên đã đi qua 1 chu kỳ hoàn chỉnh trong giai đoạn trên: pha tăng trong giai đoạn 2004 – 2011, pha giảm trong giai đoạn 2012 – 2015 và bắt đầu đi ngang trong giai đoạn 2016 – đến nay. Cụ thể như sau:

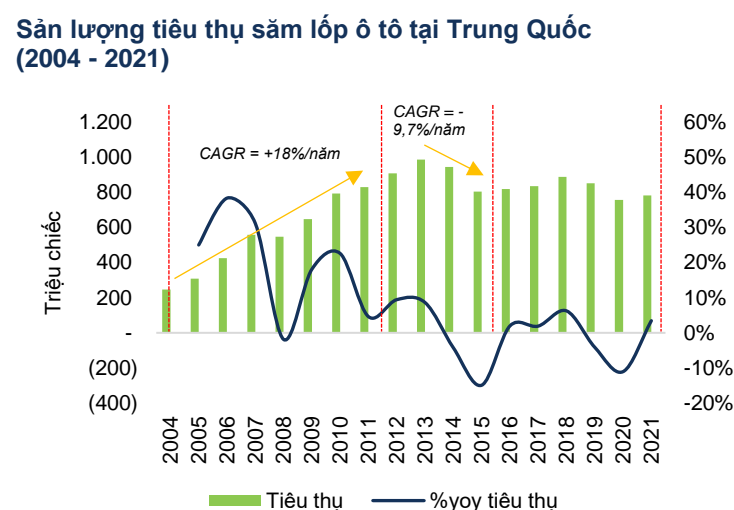
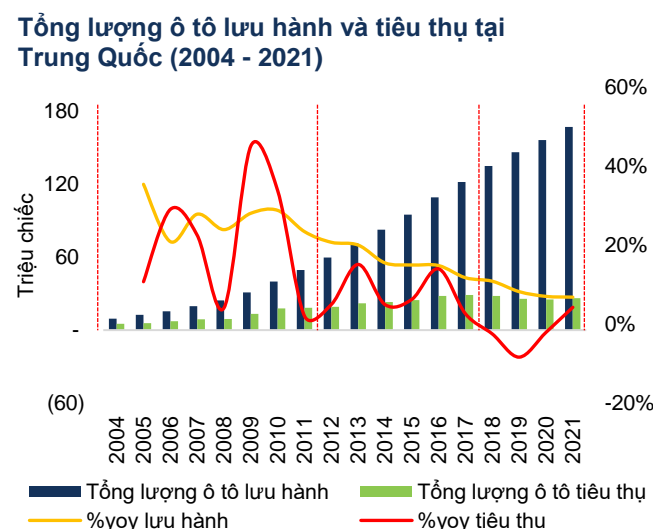
Giá cao su tự nhiên RSS3 thế giới (T1/2001 - T1/2022)



Nguồn: IMF, FPTIS tổng hợp

Giai đoạn	Yếu tố tác động	Giá cao su tự nhiên
2001 – 2011	<ul style="list-style-type: none"> - Ngành cao su – sản phẩm Trung Quốc tăng mạnh. - Diện tích khai thác cao su tăng trưởng chậm, khiến nguồn cung không kịp đáp ứng nhu cầu cao su tăng mạnh. - Giá dầu thô có xu hướng tăng đã hỗ trợ cho giá cao su tự nhiên. 	Tăng trưởng
2012 – 2015	<ul style="list-style-type: none"> - Ngành cao su – sản phẩm Trung Quốc giảm tốc. - Diện tích khai thác cao su tăng mạnh, gây tình trạng dư cung kéo dài. - Giá dầu thô có xu hướng giảm gây áp lực lên giá cao su tự nhiên. 	Sụt giảm
2016 – hiện tại	<ul style="list-style-type: none"> - Ngành cao su – sản phẩm Trung Quốc suy yếu. - Diện tích khai thác cao su tăng trưởng chậm dần, tình trạng dư cung được cải thiện. 	Đi ngang

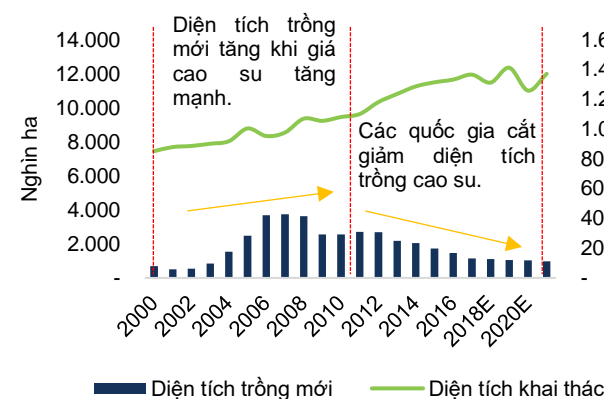
Giai đoạn 2001 – 2011: Giá cao su tự nhiên có xu hướng tăng và đạt đỉnh ở mức trung bình khoảng 4.800 USD/Tấn trong năm 2011, tương ứng mức tăng trưởng +737% so với năm 2001. Kết quả trên đến từ 3 yếu tố chính là (1) ngành ô tô Trung Quốc tăng trưởng mạnh ở mức CAGR = +20%/năm đã giúp lượng xe lưu hành tại đây tăng mạnh, nhờ vậy ngành sản phẩm Trung Quốc được hưởng lợi và tăng trưởng ở mức CAGR = +18%/năm; (2) diện tích khai thác cao su tăng trưởng chậm, khiến nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu chỉ tăng trưởng ở mức CAGR = +5,3%/năm và không kịp đáp ứng cho nhu cầu tăng cao tại Trung Quốc; (3) giá dầu thô trung bình đạt khoảng 111 USD/Thùng trong năm 2011, tương ứng mức tăng trưởng +362% so với năm 2001 đã hỗ trợ cho đà tăng giá cao su tự nhiên. Với giá cao su tự nhiên thế giới tăng cao, các quốc gia trồng cao su lớn bắt đầu tăng diện tích trồng thiếu kiểm soát và dẫn đến tình trạng dư cung cao su tự nhiên trong giai đoạn 2012 – 2015, [diện tích trồng cao su Việt Nam đã có diễn biến tương tự](#).



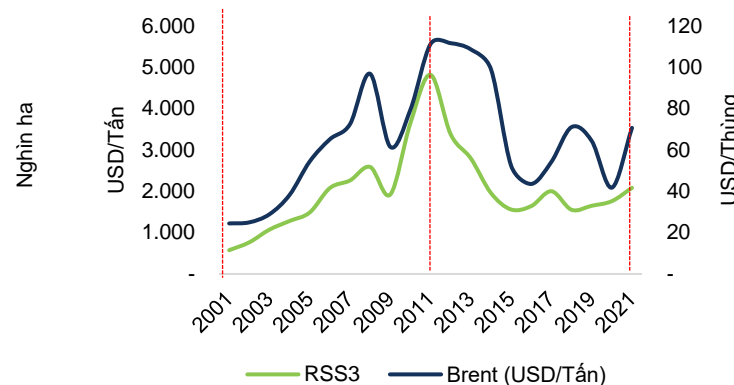
Nguồn: CAAM, Wind, FPTs tổng hợp và ước tính

Giai đoạn 2012 – 2015: Giá cao su tự nhiên bắt đầu xu hướng giảm sau và chạm đáy ở mức trung bình khoảng 1.600 USD/Tấn trong năm 2015, tương ứng mức giảm -53% so với năm 2012. Nguyên nhân đến từ 3 yếu tố chính là (1) ngành ô tô Trung Quốc hạ nhiệt và chỉ tăng trưởng ở mức CAGR = +8,6% yoy/năm, do vậy ngành sản phẩm Trung Quốc cũng kém khả quan và sụt giảm ở mức CAGR = -9,7%/năm trong giai đoạn 2013 – 2015; (2) diện tích khai thác cao su tăng trưởng mạnh khi phần diện tích trồng mới trong giai đoạn 2005 – 2009 đi vào khai thác và gây tình trạng dư cung kéo dài; (3) giá dầu thô bắt đầu xu hướng giảm đã gây áp lực lên giá cao su tự nhiên.

Diện tích cao su tự nhiên trồng mới và khai thác toàn cầu (2000 - 2021)



Giá cao su tự nhiên RSS3 và giá dầu thô Brent (2001 - 2021)



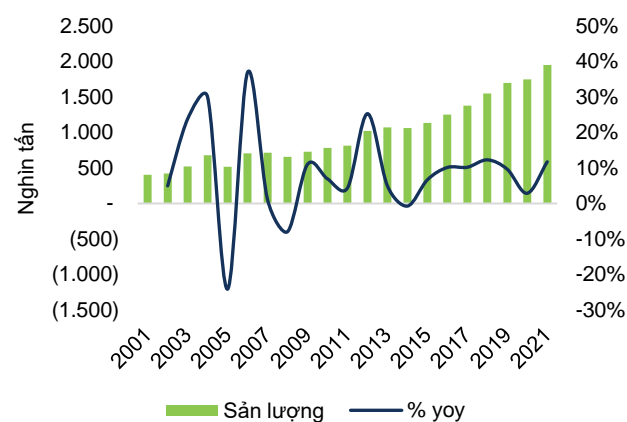
Nguồn: ANRPC, EIA, IRSG, FAOSTAT, FPTs tổng hợp

Giai đoạn 2016 – đến nay: Giá cao su tự nhiên đi ngang, chưa có xu hướng rõ ràng và duy trì ở mức trung bình khoảng 1.780 USD/Tấn. Nguyên nhân là do mức độ ảnh hưởng giữa 2 yếu tố cung – cầu vẫn chưa rõ ràng, cụ thể là (1) ngành ô tô và ngành sản phẩm tại Trung Quốc đã dần bão hòa, nhu cầu nhập khẩu cao su của Trung Quốc vẫn còn yếu do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách “Zero – Covid” kể từ năm 2020; (2) tình trạng dư cung đã dần được cải thiện khi các quốc gia trồng cao su lớn chủ động cắt giảm sản lượng và hạn chế tăng thêm diện tích cao su để giữ giá.

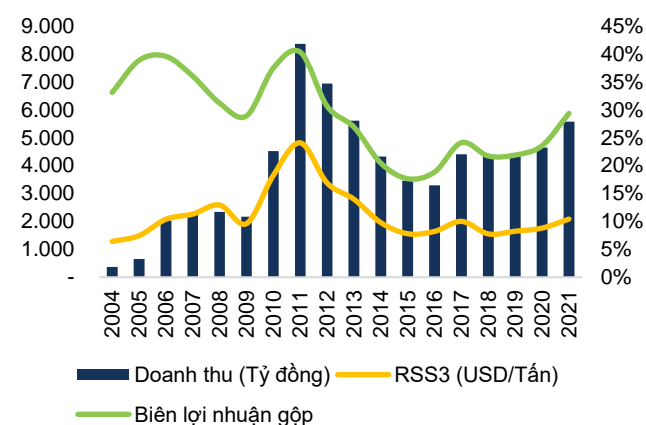
2. Các yếu tố nội tại ngành cao su – sản phẩm Việt Nam không có sự thay đổi, do vậy hoạt động kinh doanh vẫn phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên thế giới
- 2.1. Ngành cao su Việt Nam – Sản lượng tiêu thụ ổn định, chi phí khó tiết giảm, giá bán cao su vẫn phụ thuộc vào thế giới

Chúng tôi cho rằng nội tại ngành cao su Việt Nam không có sự thay đổi, do vậy kết quả kinh doanh của ngành cao su Việt Nam vẫn phụ thuộc vào biến động giá cao su tự nhiên thế giới. Cụ thể, nội tại ngành có 3 đặc điểm chính là (1) quy mô ngành còn khiêm tốn, dẫn đến giá cao su Việt Nam phải phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên thế giới; (2) chi phí nhân công và nguyên vật liệu khó tiết giảm; (3) sản lượng tiêu thụ ổn định, kết quả kinh doanh phụ thuộc lớn vào giá cao su tự nhiên thế giới. Giai đoạn 2001 – 2021, sản lượng cao su xuất khẩu của ngành tăng trưởng ổn định ở mức CAGR = +8,2%/năm và không có tính chu kỳ, do vậy doanh thu và biên lợi nhuận gộp biến động cùng chiều với giá cao su tự nhiên thế giới.

Sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam (2001 - 2021) (*)



Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp ngành cao su Việt Nam (2004 - 2021)

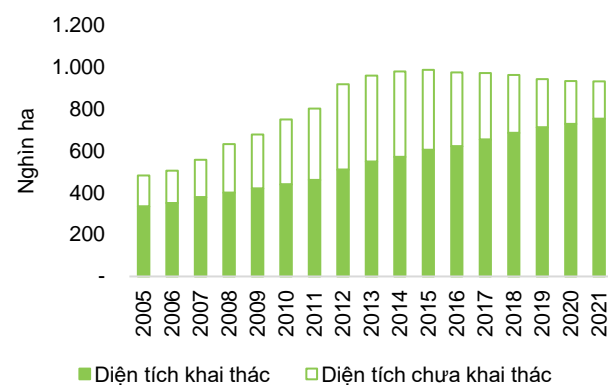


Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, Tổng cục hải quan Việt Nam, ANRPC, FPTTS tổng hợp

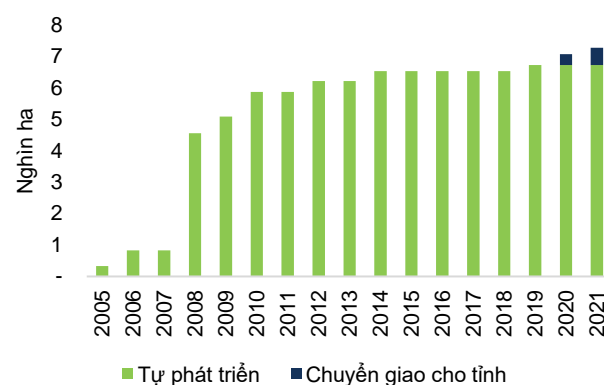
(*): Chúng tôi sử dụng sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam để đại diện cho sản lượng tiêu thụ của ngành vì hơn 70% tổng lượng cao su sản xuất được xuất khẩu

Với ngành cao su Việt Nam phụ thuộc vào giá cao su thế giới và giá cao su tự nhiên duy trì ở mức thấp kể từ năm 2011, ngành cao su Việt Nam đã hạn chế tăng thêm diện tích trồng và chuyển đổi một phần sang phát triển khu công nghiệp trên đất cao su. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sự chuyển dịch này vẫn chưa có tác động đáng kể vào nội tại của ngành cao su do quy mô chuyển đổi còn thấp so với tổng diện tích trồng cao su.

Diện tích cao su tự nhiên tại Việt Nam (2005 - 2021)



Diện tích cao su lũy kế GVR được chuyển đổi sang khu công nghiệp (2005 - 2021) (*)



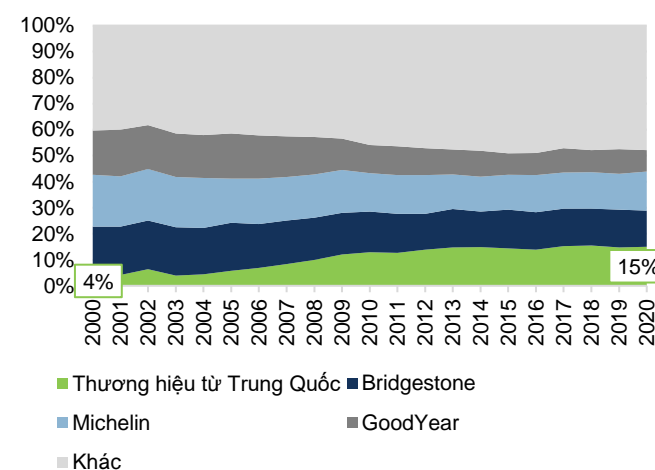
Nguồn: GSO, FPTTS tổng hợp

(*): Chúng tôi sử dụng diện tích chuyển đổi đất cao su sang đất khu công nghiệp của GVR để ước tính, do GVR chiếm hơn 30% tổng diện tích cao su cả nước

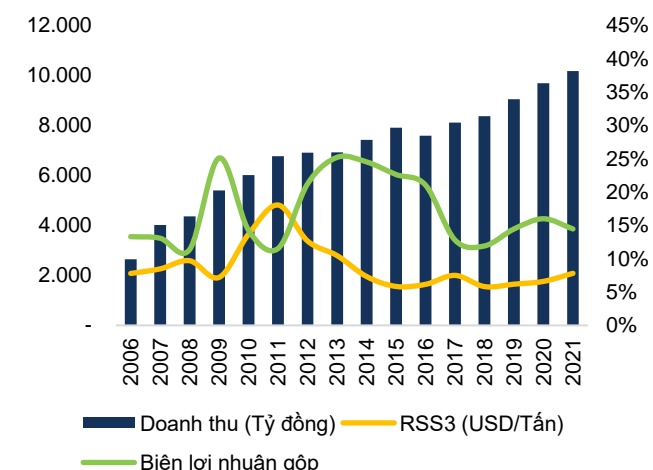
2. 2. Ngành sản lốp Việt Nam – Sản lượng tiêu thụ ổn định, cao su tự nhiên vẫn là chi phí chính, giá bán lốp xe phụ thuộc vào các doanh nghiệp sản lốp Trung Quốc

Chúng tôi cho rằng nội tại ngành sản lốp Việt Nam không có sự thay đổi, do vậy kết quả kinh doanh của ngành sản lốp Việt Nam vẫn phụ thuộc vào biến động giá cao su tự nhiên thế giới. Cụ thể, nội tại ngành có 3 đặc điểm chính là (1) ngành sản lốp Việt Nam kém cạnh tranh so với các Trung Quốc (chiếm khoảng 15% tổng thị phần toàn ngành), khiến giá bán sản lốp phải phụ thuộc vào các doanh nghiệp Trung Quốc; (2) cao su tự nhiên vẫn chiếm gần 40% tổng chi phí nguyên vật liệu của ngành; (3) sản lượng tiêu thụ ổn định nhờ hơn 70% nhu cầu đến từ phân khúc thay thế lốp xe, do vậy kết quả kinh doanh phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên thế giới. Giai đoạn 2006 – 2021, doanh thu thuần ngành tăng trưởng ở mức CAGR = +9,4%/năm nhờ sản lượng tiêu thụ ổn định, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp biến động ngược chiều với giá cao su thế giới.

Thị phần ngành sản lốp theo doanh thu (2000 - 2021)



Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp ngành sản lốp Việt Nam (2006 - 2021)



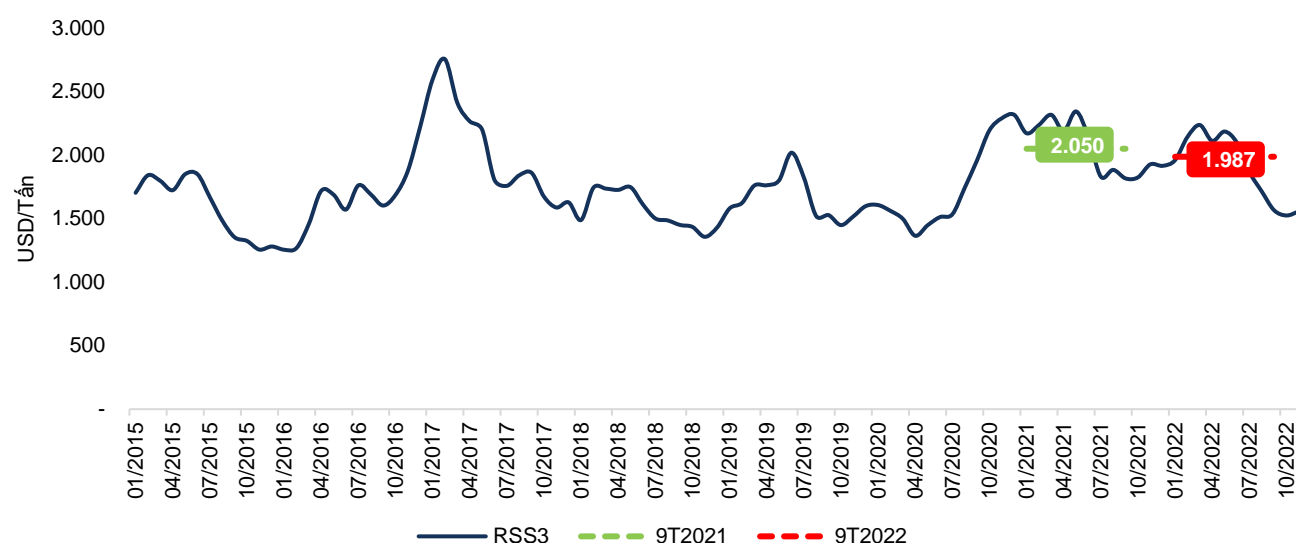
Nguồn: TireBusiness, Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, ANRPC, FPTTS tổng hợp

II. NĂM 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023 – GIÁ CAO SU TỰ NHIÊN KỶ VỌNG PHỤC HỒI, NGÀNH CAO SU HƯỞNG LỢI, NGÀNH SẴM LỚP CHỊU ẢNH HƯỞNG TIÊU CỰC

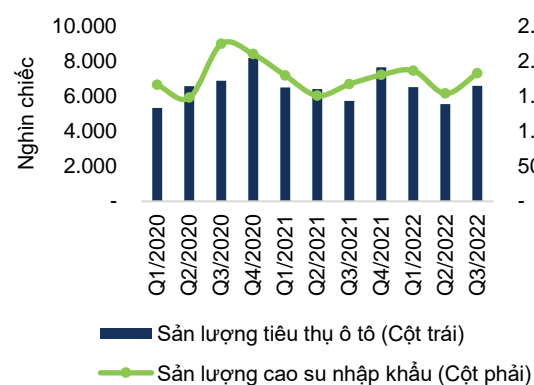
1. Ngành cao su – sẵm lớp trong 9T2022 kém khả quan do giá cao su tự nhiên hạ nhiệt

Về chỉ tiêu đại diện ngành, giá cao su tự nhiên thế giới RSS3 trong 9T2022 đã hạ nhiệt và chỉ đạt khoảng 1.987 USD/Tấn (-3,07% yoy). Nguyên nhân lớn nhất là do chính sách “Zero – Covid” kéo dài đã ảnh hưởng tiêu cực đến ngành ô tô – sẵm lớp tại Trung Quốc, khiến nhu cầu nhập khẩu cao su tự nhiên suy yếu. Do vậy, giá cao su tự nhiên trong 9T2022 vẫn bị sụt giảm, dù giá dầu thô duy trì ở mức cao và nguồn cung cao su tự nhiên đang chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi hiện tượng La Nina

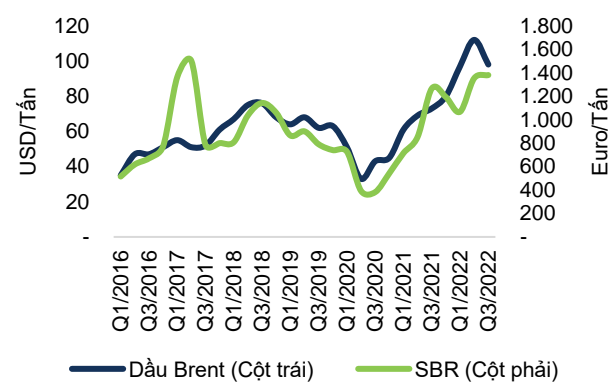
Giá cao su tự nhiên RSS3 (T1/2015 - T11/2022)



Sản lượng tiêu thụ ô tô và nhập khẩu cao su của Trung Quốc (Q1/2020 - Q3/2022)



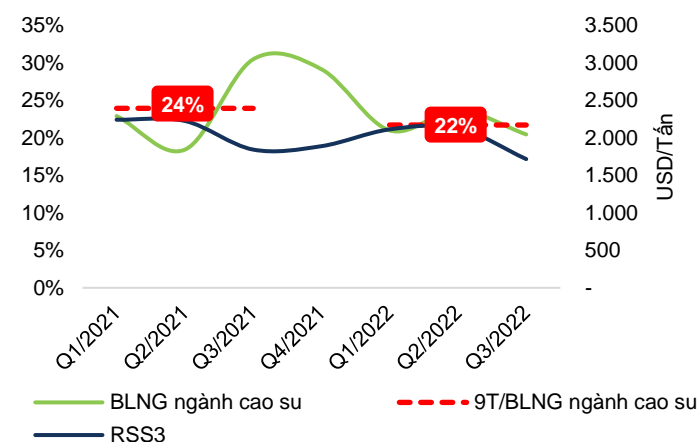
Giá dầu thô và giá cao su tổng hợp (Q1/2016 - Q3/2022)



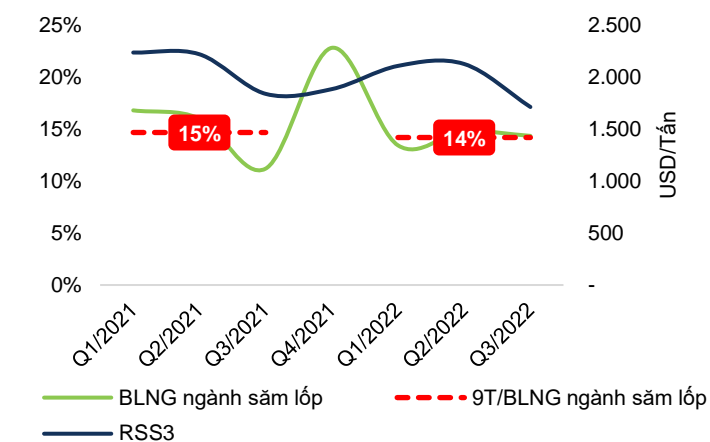
Nguồn: ANRPC, EIA, GACC, FPTs tổng hợp

Về kết quả hoạt động kinh doanh, giá cao su tự nhiên hạ nhiệt đã ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của ngành cao su và giúp giảm áp lực từ chi phí nguyên vật liệu tăng cao cho ngành sẵm lớp. Cụ thể trong 9T2022, đối với ngành cao su, biên lợi nhuận gộp trung bình của ngành chỉ đạt khoảng 22%, giảm -2 đpt yoy. Đối với ngành sẵm lớp, biên lợi nhuận gộp trung bình của ngành đạt khoảng 14%, giảm nhẹ -1 đpt yoy nhờ giá cao su tự nhiên hạ nhiệt, trong khi ngành vẫn còn chịu áp lực từ giá nguyên vật liệu gốc dầu thô như cao su tổng hợp, than đen, ... neo ở mức cao theo giá dầu.

Biên lợi nhuận gộp ngành cao su và giá cao su tự nhiên RSS3 (Q1/2021 - Q3/2022)



Biên lợi nhuận gộp ngành sẵm lớp và giá cao su tự nhiên RSS3 (Q1/2021 - Q3/2022)



Nguồn: ANRPC, Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, FPTs tổng hợp

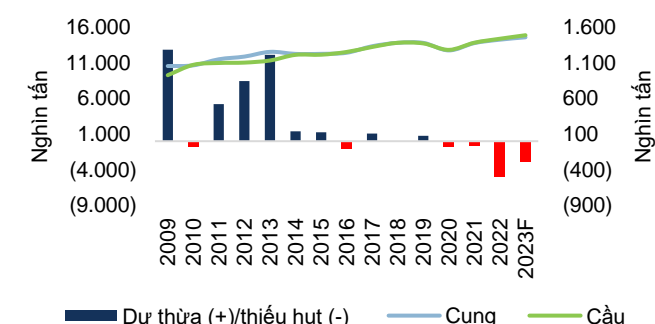
2. Triển vọng 2023 – Giá cao su tự nhiên kỳ vọng phục hồi, ngành cao su được hưởng lợi, trong khi ngành sẵm lớp chịu ảnh hưởng tiêu cực

Năm 2023, WorldBank dự báo giá cao su tự nhiên sẽ đạt trung bình khoảng 1.900 USD/Tấn, tăng trưởng +5,5% yoy chủ yếu là nhờ (1) nhu cầu nhập khẩu cao su tại Trung Quốc dự báo sẽ tăng trưởng khoảng +3,09% yoy, nhờ ngành sẵm lớp – ô tô phục hồi khi Trung Quốc nới lỏng chính sách “Zero – Covid”; (2) nguồn cung cao su tự nhiên chững lại do các nước hạn chế tăng thêm diện tích cao su sẽ gây thiếu hụt khoảng 290 nghìn tấn cao su tự nhiên; (3) giá dầu thô hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức cao sẽ hỗ trợ cho mức tăng giá của cao su tự nhiên. Chúng tôi đánh giá 3 yếu tố này sẽ có tác động tích cực lên giá cao su tự nhiên trong năm 2023F, các yếu tố trên được dự báo cụ thể như sau:

Dự phóng giá cao su tự nhiên năm 2023F



Dự báo tình trạng dư thừa/thiếu hụt cao su tự nhiên năm 2023F

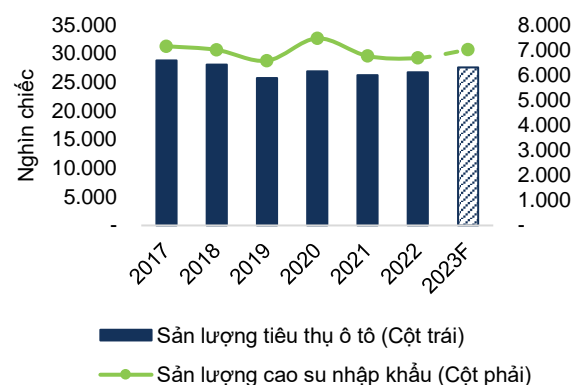


Nguồn: WorldBank, ANRPC, Agromonitor, FPTs tổng hợp

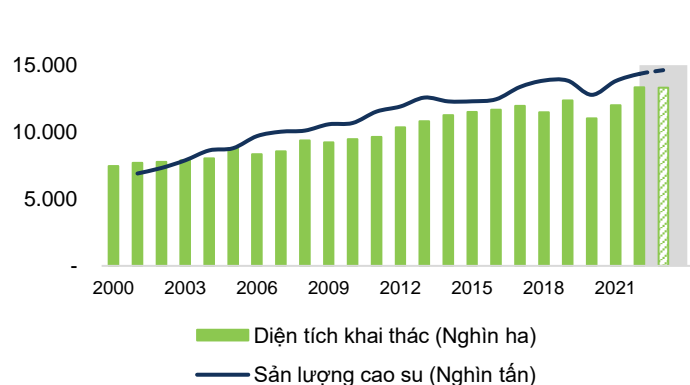
Về ngành cao su – sản lốp tại Trung Quốc, chúng tôi kỳ vọng việc Trung Quốc nới lỏng chính sách “Zero – Covid” sẽ giúp ngành sản lốp – ô tô tại đây phục hồi. Theo Reuter, sản lượng tiêu thụ ô tô tại Trung Quốc sẽ tăng trưởng +3,09% yoy và sản lượng cao su nhập khẩu để phục vụ cho ngành ô tô – sản lốp cũng sẽ tăng trưởng khoảng +4,9% yoy.

Về diện tích cao su tự nhiên, chúng tôi cho rằng các quốc gia trồng cao su tự nhiên lớn như Thái Lan, Malaysia, ... sẽ tiếp tục hạn chế diện tích trồng cao su tự nhiên để giữ giá. Chúng tôi ước tính diện tích trồng cao su tự nhiên sẽ giảm nhẹ -0,2% yoy, sản lượng cao su tự nhiên chỉ tăng nhẹ +1,9% yoy và không đủ để đáp ứng cho nhu cầu phục hồi tại Trung Quốc. Ngoài ra, dựa vào “[Kế hoạch cơ cấu lại ngành nông nghiệp giai đoạn 2021-2025](#)” của Bộ NN&PTNT, diện tích cao su tự nhiên Việt Nam cũng sẽ duy trì khoảng 900 nghìn ha và tiếp tục giảm diện tích ở địa bàn không phù hợp.

Dự phóng sản lượng nhập khẩu cao su và tiêu thụ ô tô tại Trung Quốc năm 2023F

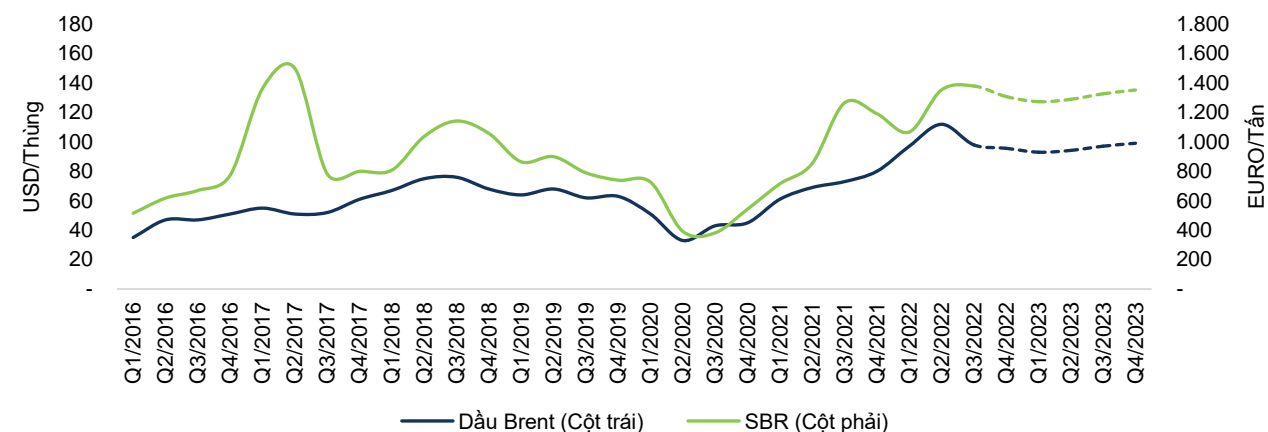


Dự phóng diện tích trồng và sản lượng cao su tự nhiên năm 2023F



Nguồn: Agromonitor, Reuter, IRSG, FPTs tổng hợp

Dự báo giá dầu thô và giá cao su tổng hợp SBR năm 2023F



Nguồn: CEIC, EIA, FPTs tổng hợp và ước tính

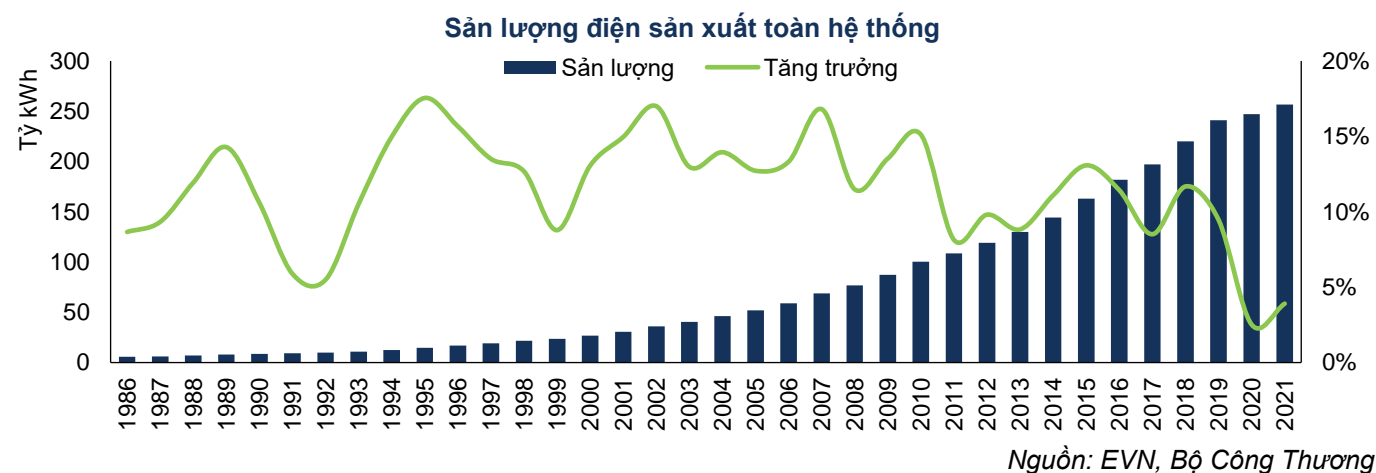
Về giá dầu thô, giá dầu thô được dự báo sẽ hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức cao, chúng tôi cho rằng giá cao su tổng hợp duy trì ở mức cao sẽ khiến nhu cầu sử dụng cao tự nhiên để thay thế tăng. Cụ thể, giá dầu thô dự báo sẽ đạt trung bình khoảng 96 USD/Thùng (-5% yoy), dẫn đến giá cao su tổng hợp SBR ước tính đạt khoảng 1.311 Euro/Tấn (+3% yoy). Nguyên nhân hỗ trợ giá dầu thô tiếp tục duy trì ở mức cao được trình bày tại đây (tham khảo ngành Dầu khí)



NGÀNH ĐIỆN - NHIỀU THÁCH THỨC TRONG NĂM TỚI

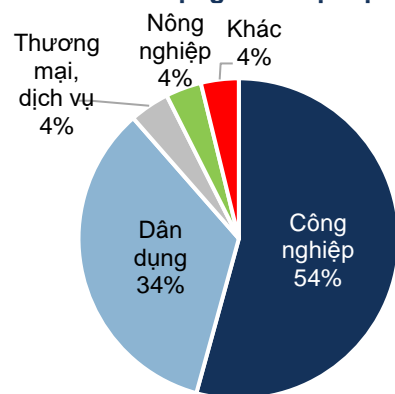
I. NGÀNH ĐIỆN - SỰ PHÂN HÓA LÀM MỜ ĐI CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG TOÀN NGÀNH

Chúng tôi đánh giá tính chu kỳ cho toàn ngành điện Việt Nam dựa trên chỉ tiêu là sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống. Có thể thấy sản lượng điện Việt Nam liên tục tăng trưởng qua các năm, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của ngành vẫn có sự biến động theo chu kỳ.

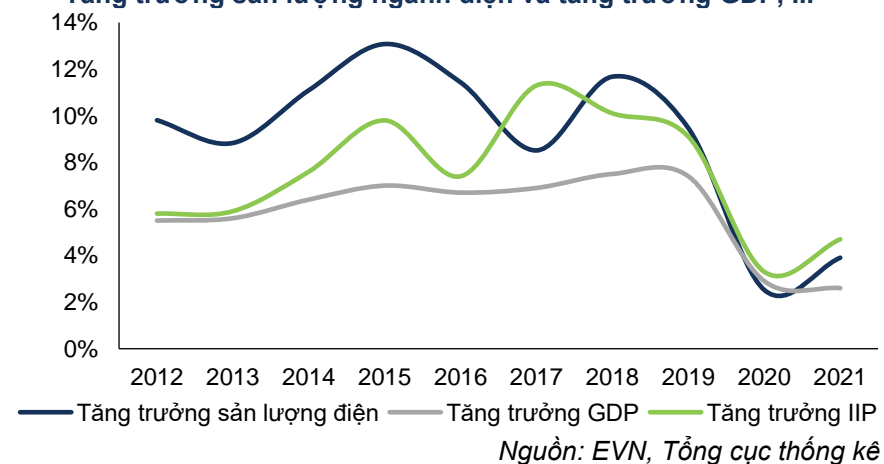


Chu kỳ tăng trưởng của sản lượng điện toàn ngành điện có sự tương quan khá lớn với chu kỳ tăng trưởng của nền kinh tế nói chung và với lĩnh vực công nghiệp nói riêng. Nguyên nhân là do ngành điện đóng vai trò thiết yếu và phục vụ cho hầu hết mọi lĩnh vực của nền kinh tế, trong đó lĩnh vực công nghiệp là khách hàng tiêu thụ điện lớn nhất, chiếm 54% nhu cầu tiêu thụ điện hàng năm.

Cơ cấu sản lượng tiêu thụ điện 2021

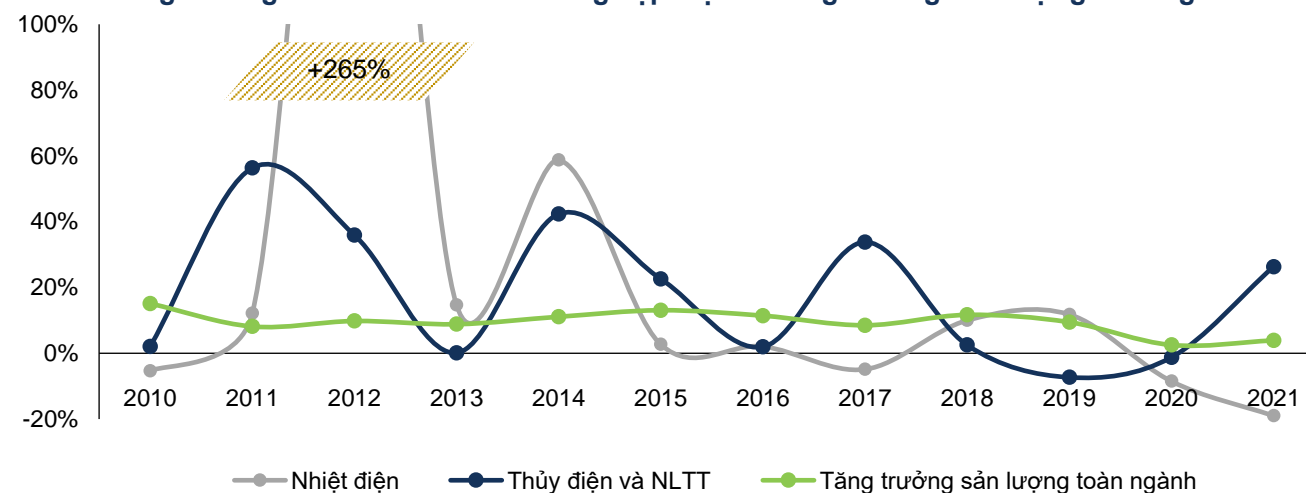


Tăng trưởng sản lượng ngành điện và tăng trưởng GDP, IIP



Tuy nhiên, xét trên góc độ của các doanh nghiệp sản xuất điện, biến động của tăng trưởng sản lượng điện toàn ngành lại không có tác động quá lớn. Hoạt động và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp điện thường không biến động theo tăng trưởng của toàn ngành do có những yếu tố khác có tác động lớn hơn. Chu kỳ kinh doanh của các doanh nghiệp điện cũng không đồng pha mà thường có sự phân hóa rõ nét giữa các nhóm doanh nghiệp sử dụng các loại hình phát điện khác nhau.

Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp điện vs tăng trưởng sản lượng toàn ngành

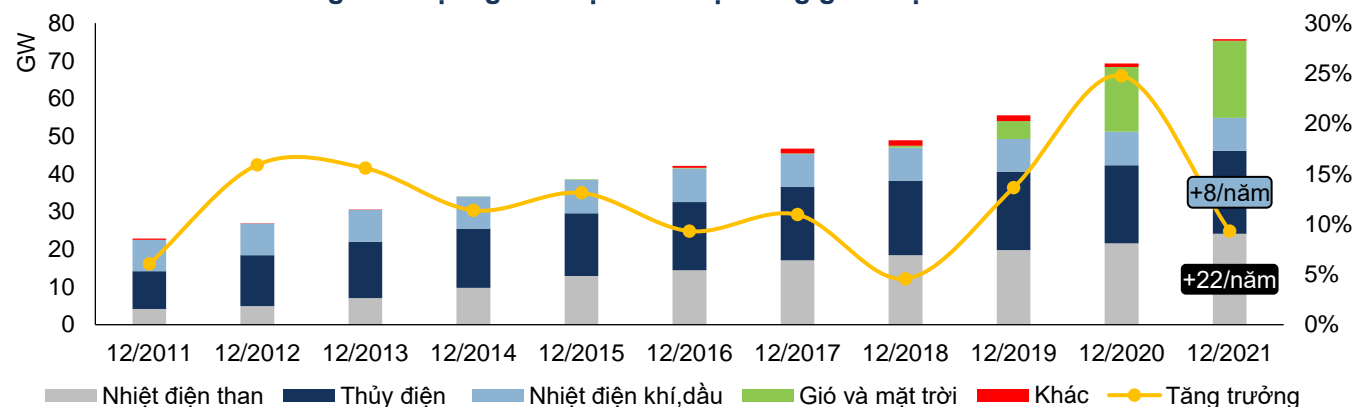


Do đó, trong phạm vi của báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích các yếu tố có tác động lớn tới hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành thay vì phân tích chi tiết chu kỳ biến động sản lượng của toàn ngành.

1. Quy hoạch điện và các chính sách phát triển nguồn điện

Ngành điện có nhiều đặc điểm đặc thù, có vai trò đảm bảo an ninh năng lượng và việc đầu tư nguồn điện có nhiều rủi ro do chi phí đầu tư ban đầu cao và thời gian xây dựng kéo dài. Do đó việc đầu tư phát triển ngành điện luôn được Nhà nước quản lý chặt chẽ và cần phát triển dựa theo Quy hoạch điện.

Công suất đặt nguồn điện toàn hệ thống giai đoạn 2011-2021



*NLTT không bao gồm thủy điện

Nguồn: EVN, NLDC, FPTs tổng hợp

Định hướng phát triển theo Quy hoạch, các chính sách liên quan cùng với tình hình thực hiện Quy hoạch có tác động lớn tới:

- **Khả năng tăng trưởng công suất của các loại hình phát điện hay của các doanh nghiệp**, từ đó giúp các doanh nghiệp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Các loại hình phát điện được ưu tiên phát triển trong quy hoạch thường cũng sẽ nhận được những chính sách thuận lợi để phát triển.

Trong giai đoạn 2011-2021, nhiệt điện than có tăng trưởng rất mạnh về công suất (tăng trung bình 22%/năm) do được định hướng phát triển mạnh trong Quy hoạch điện VII. Trong khi đó, điện mặt trời và điện gió có sự tăng trưởng bùng nổ về công suất trong một thời gian ngắn nhờ các chính sách ưu đãi và cơ chế giá FIT hấp dẫn.

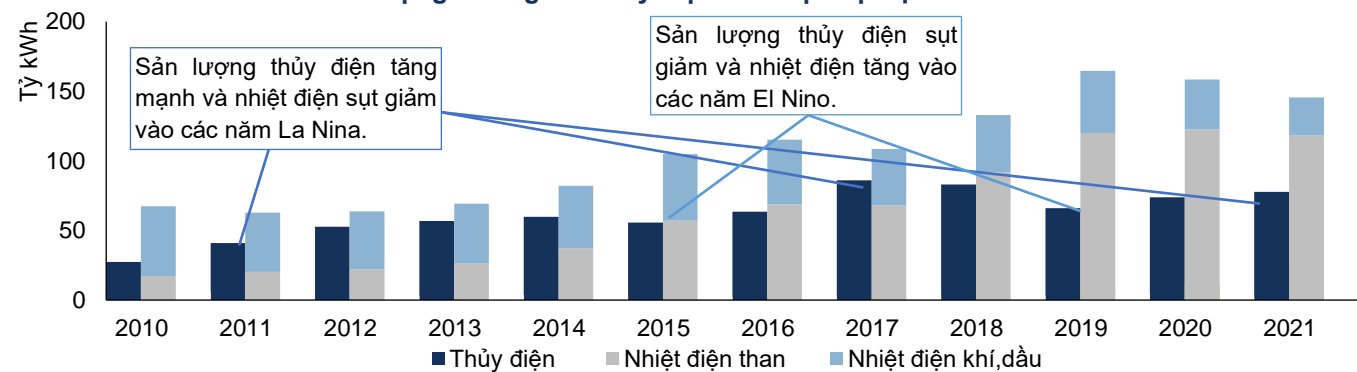
- **Ảnh hưởng tới cân bằng cung-cầu toàn ngành hoặc tại các vùng miền**. Quy hoạch điện có định hướng dài hạn nên thường có sự sai lệch so với thực tế, do sai lệch trong dự báo tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ khác hay do tiến độ thực hiện các dự án nguồn điện. Điều này có thể khiến cho cung-cầu ngành điện trở nên mất cân đối và ảnh hưởng tới hoạt động của các doanh nghiệp điện. Có những giai đoạn các dự án chậm tiến độ khiến cho nguồn cung điện thiếu hụt trầm trọng dẫn tới nguy cơ thiếu điện như năm 2019. Hay như trong giai đoạn 2020-2021, nhu cầu điện suy yếu bất thường do Covid cộng thêm việc tăng trưởng quá ồ ạt của các nguồn điện tái tạo đã gây ra nhiều khó khăn cho ngành điện.

2. Yếu tố thời tiết

Các yếu tố thời tiết sẽ ảnh hưởng rất lớn tới sản lượng của các nguồn điện tái tạo (bao gồm cả thủy điện). Các nguồn điện này hiện đang chiếm tỷ trọng lớn trong hệ thống điện, đồng thời được ưu tiên huy động do có chi phí thấp và/hoặc có cơ chế hỗ trợ. Do đó, biến động sản lượng của các nguồn điện tái tạo cũng có tác động tới các nguồn nhiệt điện.

Chu kỳ thủy văn: Trong quá khứ, yếu tố thời tiết đáng chú ý và có tác động rõ rệt nhất tới ngành điện là chu kỳ thủy văn dựa theo hiện tượng El Nino/La Nina. Đây là 2 hiện tượng tạo ra tác động trái ngược đến các nhà máy thủy điện, qua đó cũng tạo ra chu kỳ kinh doanh đối lập giữa hai loại hình nguồn điện quan trọng là thủy điện và nhiệt điện. Cụ thể, vào các năm La Nina sản lượng thủy điện thường tăng trưởng mạnh kéo theo sự sụt giảm sản lượng nhiệt điện và ngược lại đối với các năm xảy ra El Nino.

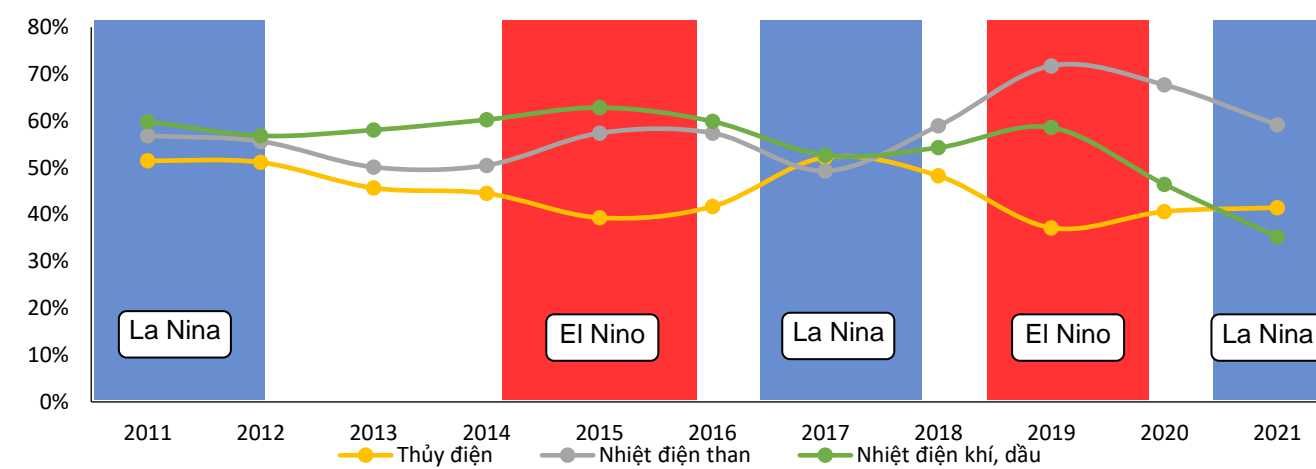
Sản lượng các nguồn thủy điện và nhiệt điện qua các năm



Nguồn: EVN, NLDC, FPTs tổng hợp

Ảnh hưởng của chu kỳ thủy văn có thể thấy rõ hơn khi loại bỏ sự tăng trưởng công suất đặt, thể hiện qua chỉ tiêu là hệ số tải – chỉ tiêu thể hiện hiệu suất hoạt động của các nhà máy điện trong năm. Hệ số tải trung bình của nhóm thủy điện biến động mạnh theo chu kỳ thủy văn, với mức đỉnh khoảng 52-53% trong các năm La Nina và giảm dần và tạo đáy khoảng 37-38% vào các năm El Nino. Trong khi đó, hệ số tải của các nhà máy nhiệt điện than, khí gần như luôn biến động ngược chiều với thủy điện.

Hệ số tải³ trung bình của nhóm thủy điện và nhiệt điện



Nguồn: FPTs tổng hợp

Ngoài chu kỳ thủy văn, các yếu tố thời tiết liên quan tới các nguồn điện mặt trời và điện gió như lượng bức xạ, sức gió, gió mùa,...cũng dần có ảnh hưởng nhiều hơn tới ngành điện do sự phát triển mạnh của các nguồn điện này trong một vài năm trở lại đây.

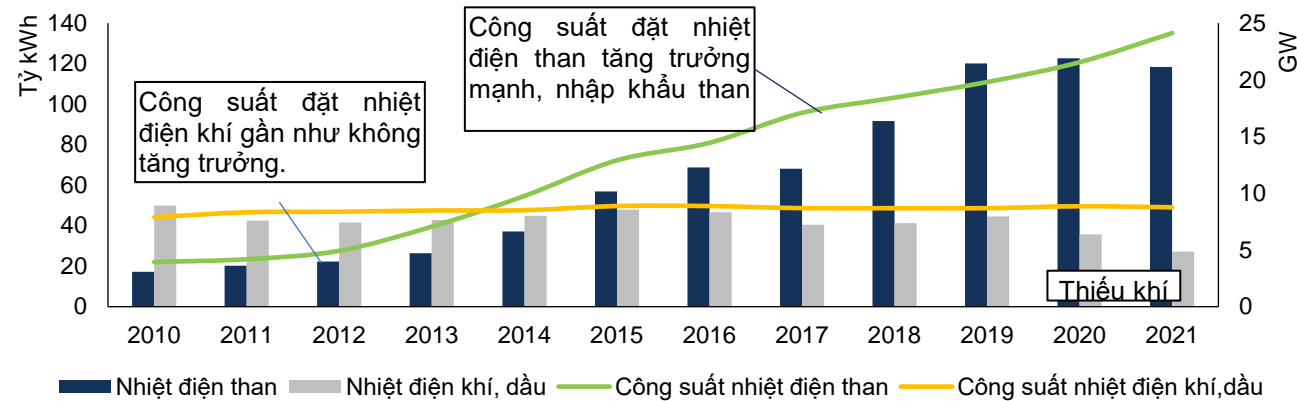
3. Nguồn cung và giá các loại nhiên liệu

- **Nguồn cung nhiên liệu:** Ngành điện có nhu cầu sử dụng các loại nhiên liệu rất lớn, đặc biệt là than và khí. Ngành điện tiêu thụ trên 80% sản lượng than và khí khai thác ở trong nước và cũng đang sử dụng một lượng lớn nguồn nhiên liệu nhập khẩu. Nguồn cung nhiên liệu ảnh hưởng tới các nguồn nhiệt điện theo 2 hướng:

+ **Tăng trưởng công suất:** Nguồn cung nhiên liệu, đặc biệt là nguồn cung nội địa có ý nghĩa quan trọng đối tiềm năng tăng trưởng, mở rộng công suất các nguồn nhiệt điện. Trong giai đoạn 2011-2021, công suất nhiệt điện khí không có sự tăng trưởng do nguồn cung khí nội địa không phát triển và chưa có cơ sở hạ tầng để nhập khẩu khí (LNG). Trong khi đó, công suất nhiệt điện than lại tăng lên rất mạnh do còn dư địa nguồn cung than trong nước và việc nhập khẩu than dễ dàng hơn so với khí.

+ **Vận hành/sản lượng:** Nguồn cung nhiên liệu cho các nhà máy điện luôn cần được duy trì ổn định để đảm bảo việc sản xuất vì các nhà máy luôn phải vận hành một cách liên tục. Có một số giai đoạn nguồn cung nhiên liệu thiếu hụt như giai đoạn thiếu khí năm 2020 hay thiếu than năm 2022 đã ảnh hưởng lớn tới các nguồn điện này.

Sản lượng và công suất đặt các nguồn nhiệt điện



Nguồn: EVN, NLDC, FPTs tổng hợp

- **Giá nhiên liệu:** Biến động giá nhiên liệu ít ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận của các doanh nghiệp nhiệt điện do phần lớn sản lượng điện của các nhà máy có giá bán được điều chỉnh theo giá nhiên liệu đầu vào. Tuy nhiên, giá nhiên liệu làm ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh của các nguồn điện, qua đó tác động tới sản lượng và kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Ảnh hưởng của giá nhiên liệu thường được thể hiện rõ nhất khi có sự chênh lệch giá giữa các loại nhiên liệu, đặc biệt là đối với giá than và giá khí.

4. Giá bán điện và các cơ chế liên quan tới giá điện

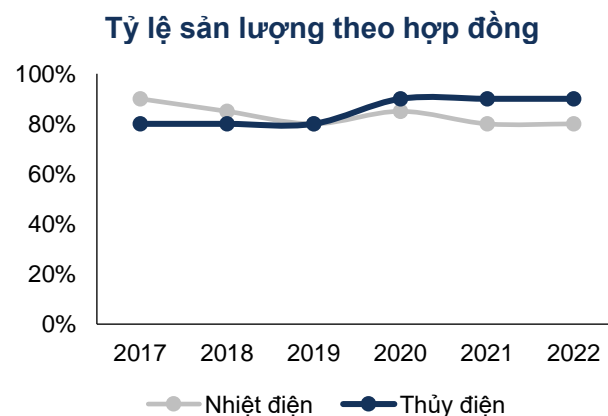
+ Giá và sản lượng hợp đồng đối với nhiệt điện, thủy điện:

Từ khi thị trường điện cạnh tranh chính thức đi vào hoạt động từ năm 2012, cơ chế giá bán điện cho các nhà máy nhiệt điện và thủy điện dần được hoàn thiện và trở nên ổn định. Hiện tại, các nhà máy tham gia trực tiếp thị trường điện đang bán điện theo 2 loại giá là: (1) giá hợp đồng (khoảng 80%-90% sản lượng) và (2) giá thị trường.

Sản lượng và giá hợp đồng có ý nghĩa rất quan trọng đối với các doanh nghiệp nhiệt điện. Phần sản lượng này chiếm tỷ trọng lớn (80-90%), giúp bảo vệ doanh nghiệp khỏi rủi ro **biến động giá nhiên liệu** và **biến động giá điện trên thị trường điện cạnh tranh** và giúp các doanh nghiệp có thể duy trì mức sản lượng ổn định.

Trong cơ cấu giá hợp đồng, thành phần giá cố định có ảnh hưởng lớn nhất tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhiệt điện. Giá cố định này do hai bên đàm phán theo **profile giá điện** và khi thời hạn profile kết thúc, giá cố định thường giảm mạnh và ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp nhiệt điện. Năm 2021, nhiều doanh nghiệp nhiệt điện phải điều chỉnh giảm thành phần giá cố định trong giá hợp đồng, khiến doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền của các doanh nghiệp này sụt giảm đáng kể.

+ **Giá FIT đối với điện tái tạo:** Các nhà máy điện tái tạo đã đi vào vận hành đang được hưởng giá FiT ưu đãi trong vòng 20 năm. Mức giá này khá cao, được điều chỉnh theo tỷ giá đồng USD do đó đem lại lợi nhuận khá tốt cho các nhà máy đủ điều kiện để được hưởng giá FiT. Cơ chế giá hấp dẫn là lý do dẫn đến sự tăng trưởng bùng nổ của mảng điện tái tạo trong giai đoạn 2019-2021.



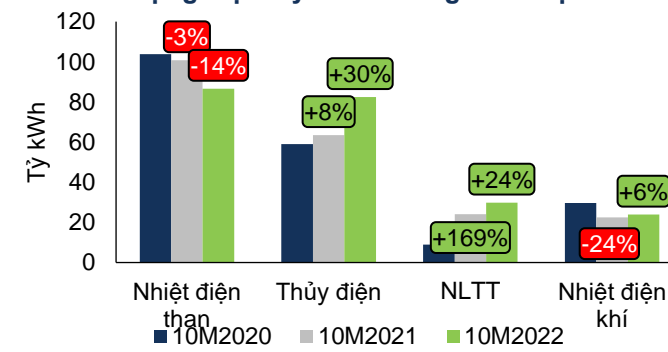
Nguồn: ERAV

II. NGÀNH ĐIỆN 2022 VÀ TRIỂN VỌNG 2023 - NHIỀU THÁCH THỨC SAU MỘT NĂM THUẬN LỢI

1. Năm 2022 tương đối thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất điện

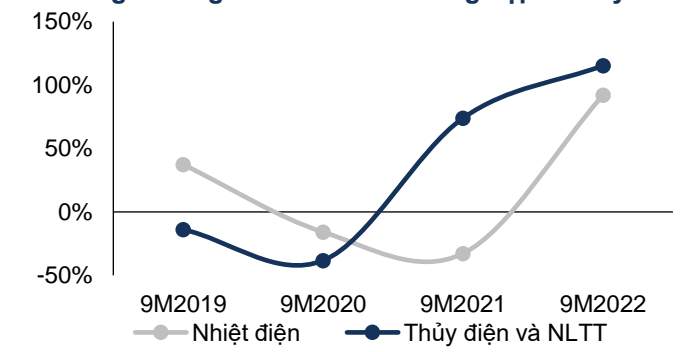
Năm 2022 nhìn chung khá thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất điện. Trong đó, nhóm thủy điện và năng lượng tái tạo có kết quả kinh doanh tốt nhờ tăng trưởng mạnh về sản lượng. Các doanh nghiệp nhiệt điện gặp phải một số khó khăn, tuy nhiên kết quả kinh doanh vẫn tăng trưởng cao so với mức nền thấp năm 2021.

Sản lượng điện lũy kế 10 tháng theo loại hình



Nguồn: EVN

Tăng trưởng LNST các doanh nghiệp niêm yết

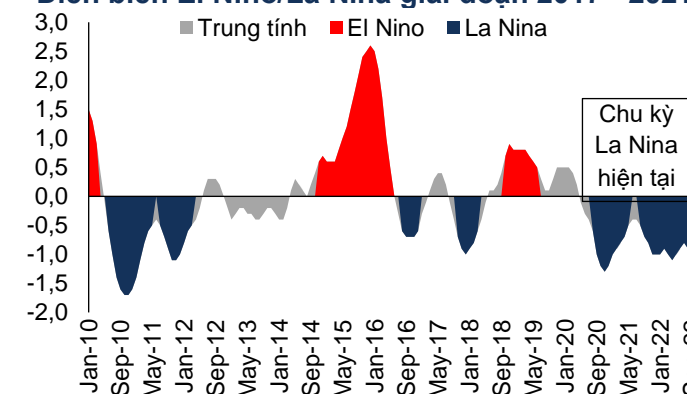


Nguồn: FPTs tổng hợp

1.1. Thời tiết tiếp tục thuận lợi cho nhóm thủy điện

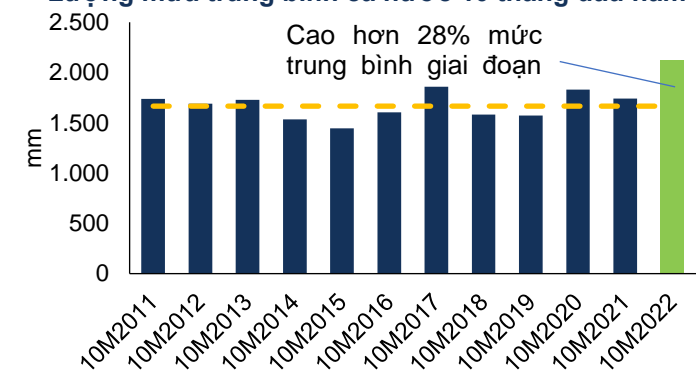
Năm 2022 có thể xem là năm đỉnh của chu kỳ La Nina. Chu kỳ này bắt đầu từ giữa năm 2020 và kéo dài cho tới hiện tại. Ảnh hưởng của La Nina khiến cho lượng mưa trung bình cả nước trong 10 tháng đầu năm 2022 tăng đột biến. Lượng mưa 10 tháng đầu năm 2022 đạt mức cao nhất trong vòng nhiều năm trở lại đây và cao hơn 28% so với trung bình giai đoạn 2011-2021.

Diễn biến El Nino/La Nina giai đoạn 2017 - 2021



Nguồn: NOAA

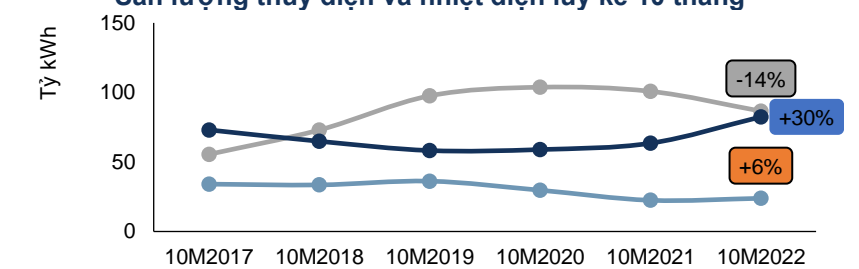
Lượng mưa trung bình cả nước 10 tháng đầu năm



Nguồn: Tổng cục thủy lợi, FPTs tổng hợp

Sản lượng thủy điện cũng đã tăng trưởng mạnh trong năm 2022 nhờ tình hình thủy văn thuận lợi. Lũy kế 10 tháng đầu năm, sản lượng thủy điện toàn hệ thống đạt 82 tỷ kWh, tăng 30% so với cùng kỳ năm 2021. Đây cũng là mức sản lượng lũy kế 10 tháng cao nhất từ trước tới nay của nhóm thủy điện.

Sản lượng thủy điện và nhiệt điện lũy kế 10 tháng



Nguồn: EVN, NLDC, FPTs tổng hợp

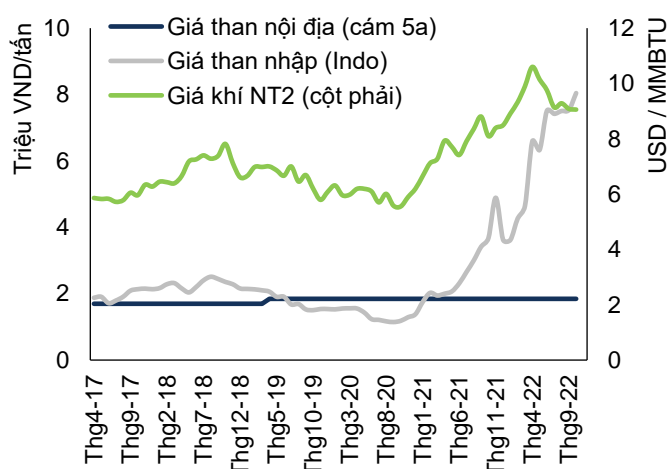
³ Hệ số tải (hay hệ số công suất): là chỉ tiêu thể hiện hiệu suất hoạt động của các nhà máy điện được tính bằng tỷ lệ giữa sản lượng điện phát của nhà máy trong một khoảng thời gian (thường là năm) so với sản lượng điện có thể phát tối đa trong khoảng thời gian đó.

Sản lượng các nguồn nhiệt điện vẫn kém khả quan trong năm 2022. Sản lượng nhiệt điện than 10 tháng 2022 sụt giảm 14% so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ các nhà máy sử dụng hoàn toàn than nhập khẩu. Sản lượng nhiệt điện khí 10 tháng đầu năm tăng trưởng 6% so với cùng kỳ 2021, tuy nhiên đây vẫn là mức sản lượng thấp nếu so sánh với giai đoạn trước đó.

1.2. Giá nhiên liệu đầu vào tăng, nguồn cung than thiếu hụt

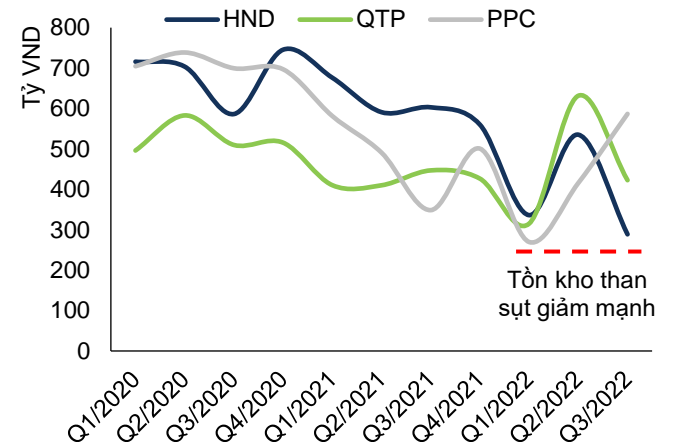
Giá khí và giá than đều tăng mạnh trong năm 2022. Trong đó giá than nhập tăng trung bình hơn gấp 2 lần so với mức trung bình năm 2021 và gần 5 lần mức trung bình năm 2020. Giá than khai thác nội địa vẫn được giữ nguyên, tuy nhiên từ Q2/2022 EVN và TKV đã thống nhất cơ chế giá than pha trộn, khiến giá loại than này tăng 50-60% và tỷ trọng sử dụng than trộn tại các nhà máy nhiệt điện đang ngày càng tăng lên.

Giá các loại nhiên liệu đầu vào của ngành điện



Nguồn: NT2, EVN Genco 3

Hàng tồn kho các doanh nghiệp nhiệt điện than



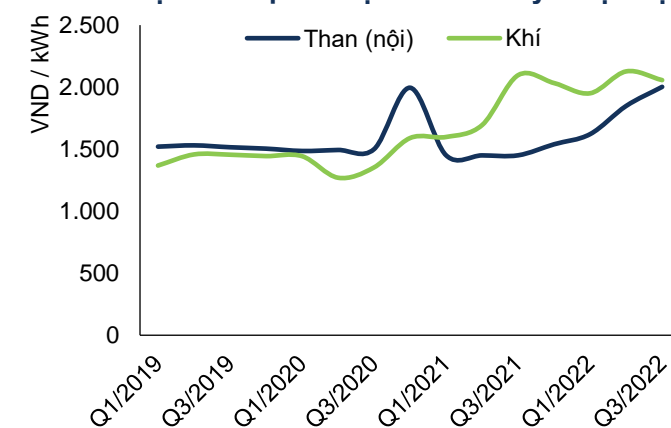
Nguồn: FPTS tổng hợp

Nguồn cung than thiếu hụt. Nguyên nhân thiếu hụt là do: (1) giá than thế giới tăng cao; (2) thị trường than thế giới có nhiều biến động và (3) việc chậm trễ trong thống nhất giá than trộn của EVN và TKV. Đỉnh điểm thiếu than là vào Q1 và đầu Q2/2022, tại thời điểm đó tồn kho than giảm xuống mức rất thấp, nhiều nhà máy nhiệt điện than đã phải giảm công suất, thậm chí phải dừng tổ máy do không đủ than để sản xuất.

1.3. Giá bán điện tăng mạnh trong năm 2022

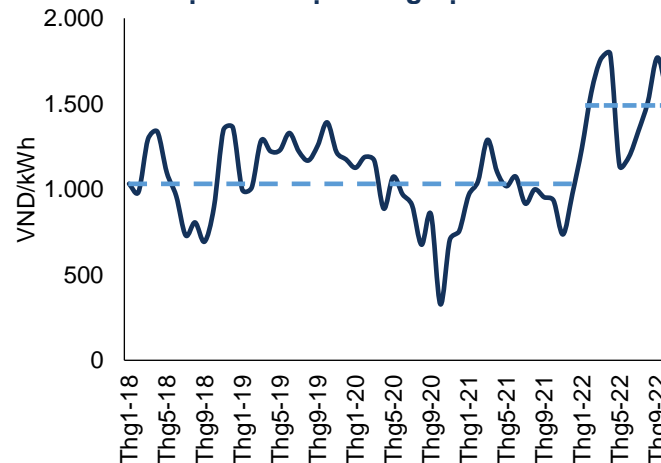
Giá và sản lượng hợp đồng: Tỷ lệ sản lượng hợp đồng vẫn giữ nguyên như trong năm 2021. Sản lượng Qc hầu hết các doanh nghiệp nhiệt điện đều tăng khoảng 5%. Tuy nhiên, từ giữa năm EVN đã đàm phán lại sản lượng hợp đồng với nhiều nhà máy điện do giá nhiên liệu tăng bất thường khiến tập đoàn này gặp khó khăn.

Giá bán điện bình quân một số nhà máy nhiệt điện



Nguồn: FPTS tổng hợp

Giá điện trên thị trường cạnh tranh



Nguồn: EVN Genco3

Giá điện hợp đồng của các doanh nghiệp nhiệt điện được điều chỉnh theo giá nhiên liệu đầu vào, do đó đã tăng lên rất mạnh. Giá bán bình quân của các nhà máy nhiệt điện cả than và khí đều đã tăng lên rất cao trong năm 2022. Giá bán trung bình Q3/2022 vào khoảng gần 2.000 VND/kWh, trong khi giai đoạn trước dịch chỉ khoảng 1.500 VND/kWh (tăng 33%). Trong năm 2022 không có trường hợp phải điều chỉnh giảm giá cố định theo profile như trong năm 2020, 2021.

Giá điện trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) cũng tăng mạnh trong năm 2022. Do giá bán của nhiệt điện than và nhiệt điện khí đều tăng nên giá điện trên thị trường điện cạnh tranh (giá CGM) cũng neo ở mức cao. Mặc dù năm nay thủy điện có sản lượng tốt, giá CGM vẫn cao ngay cả trong mùa mưa (thông thường giá CGM thấp vào mùa mưa). Giá CGM trung bình 10 tháng đầu năm 2022 đạt gần 1.500 VND/kWh, cao hơn khoảng 50% mức trung bình giai đoạn 2018-2021.

Ảnh hưởng của việc giá bán điện tăng. Giá bán tăng nhìn chung là yếu tố có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất điện. Trong đó, các doanh nghiệp thủy điện có tham gia vào thị trường điện cạnh tranh được hưởng lợi nhiều nhất. Đối với các doanh nghiệp nhiệt điện, giá bán tăng giúp bảo vệ lợi nhuận khỏi việc tăng giá đầu vào.

Tuy nhiên, giá bán tăng đã gây ra ảnh hưởng tiêu cực tới người mua điện là Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) do đơn vị này không thể tăng giá bán lẻ điện đầu ra trong năm 2022. Theo thông cáo báo chí của EVN, đơn vị có thể lỗ khoảng 33.000 tỷ VND trong năm 2022 do giá mua điện gia tăng. Điều này ảnh hưởng tới dòng tiền thanh toán tiền điện (phải thu các doanh nghiệp sản xuất điện tăng mạnh) và khiến cho việc đàm phán sản lượng Qc trong năm 2023 sẽ khó thuận lợi cho các nhà máy.

1.4. Sản lượng điện tái tạo tăng trưởng tốt trong năm 2022 nhờ điện gió

Cơ chế giá FiT cho các nhà máy điện gió đã kết thúc vào cuối năm 2021, do đó trong năm 2022 công suất các nguồn điện tái tạo gần như không có sự tăng trưởng.

Tuy nhiên, sản lượng điện tái tạo vẫn tăng trưởng mạnh trong năm 2022. Lũy kế 10 tháng 2022, sản lượng điện tái tạo tăng trưởng 24% so với cùng kỳ năm 2021. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ điện gió, do vào cuối năm 2021, rất nhiều nhà máy điện gió mới bắt đầu đi vào vận hành. Các nhà máy này không đóng góp nhiều sản lượng trong năm 2021 mà đến 2022 mới có thể vận hành một cách tối đa.

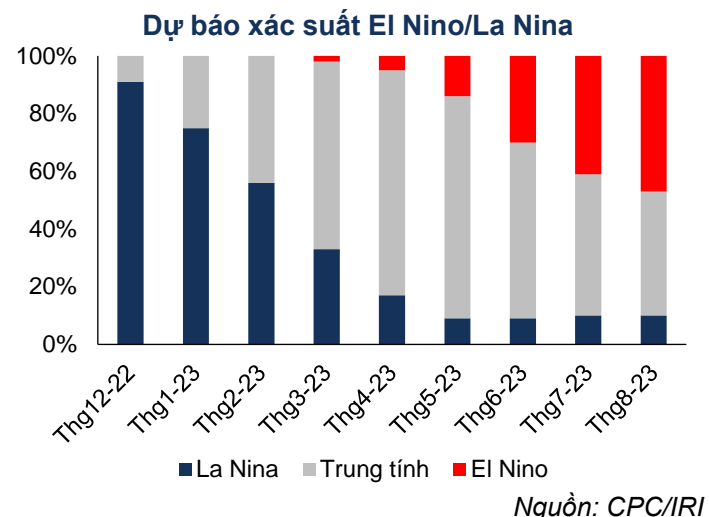
Trong khi đó, nguồn điện mặt trời không có sự tăng trưởng về công suất trong hai năm 2021, 2022, do đó sản lượng điện mặt trời trong 10 tháng đầu năm không thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm 2021.

2. Triển vọng năm 2023 nhiều khó khăn cho ngành điện

2.1. Chu kỳ thủy văn nhiều khả năng sẽ bắt đầu đảo ngược từ năm 2023

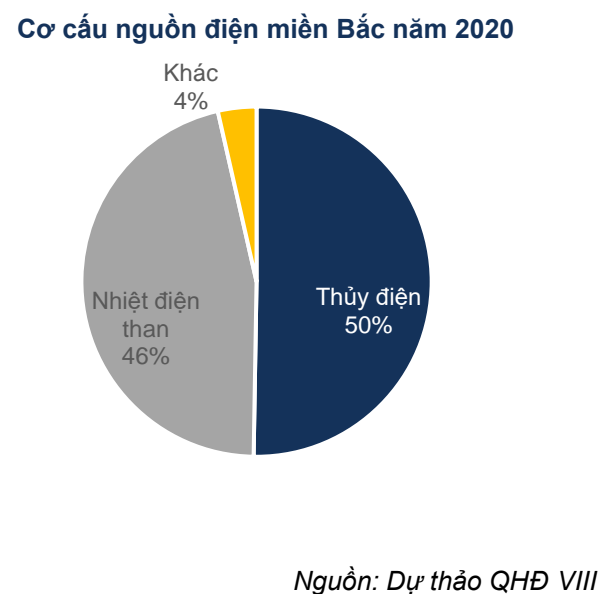
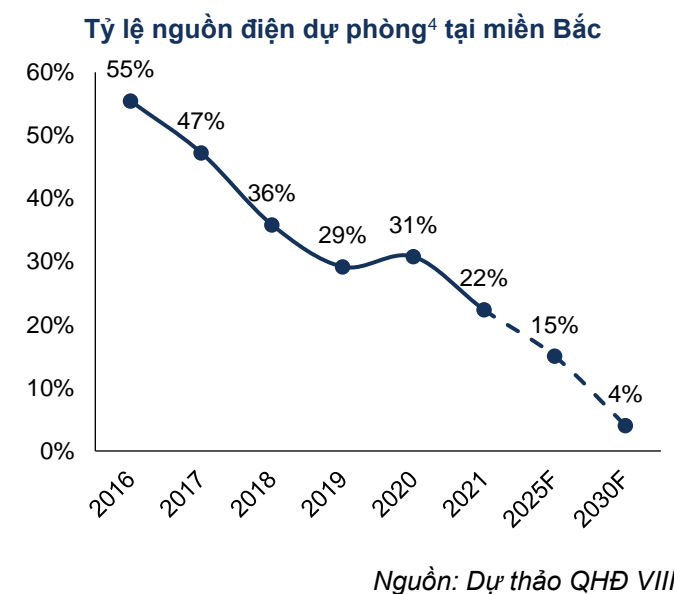
La Nina đã kéo dài khá lâu và theo dự báo của CPC/IRI cho rằng La Nina sẽ kết thúc trong nửa đầu năm 2023 và chuyển sang trạng thái trung tính. Xác suất cao El Nino sẽ quay trở lại vào cuối năm 2023.

Sản lượng thủy điện năm 2023 dự kiến sẽ bắt đầu sụt giảm từ đỉnh 2022. Tình hình thời tiết như trên chưa phải là quá xấu đối với thủy điện, tuy nhiên sản lượng thủy điện nhiều khả năng vẫn sẽ không thể duy trì mức cao như trong năm 2022. Chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện toàn hệ thống có thể sẽ giảm 10% so với năm 2022. Khả năng cao El Nino sẽ quay trở lại vào cuối năm 2023, do đó triển vọng nhóm thủy điện có thể sẽ trở nên kém khả quan từ năm 2024 trở đi.



2.2. Sản lượng nhiệt điện có triển vọng hồi phục tích cực, đặc biệt là các nhà máy tại miền Bắc

Tình hình thủy văn như trên sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho nhóm nhiệt điện hồi phục sản lượng trong năm 2023. Trong đó, chúng tôi cho rằng các nhà máy nhiệt điện tại miền Bắc có triển vọng tốt nhất do khu vực đang có nguy cơ thiếu điện cao. Miền Bắc đang có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện nhanh nhất, trong khi nguồn cung lại đang tăng trưởng thấp nhất, do đó tỷ lệ nguồn điện dự phòng tại miền Bắc đang giảm xuống rất thấp. Miền Bắc cũng phụ thuộc khá lớn vào thủy điện (chiếm khoảng 50% công suất đặt), do đó việc La Nina suy yếu sẽ là yếu tố thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện tại khu vực này.



2.3. Giá nhiên liệu dự kiến vẫn sẽ neo ở mức cao và nguồn cung than vẫn chưa cải thiện

Triển vọng tăng trưởng của nhóm nhiệt điện vẫn sẽ gặp trở ngại do các vấn đề về nhiên liệu vẫn chưa được giải quyết. Giá khí trong năm 2023 dự kiến có thể sẽ giảm nhưng nhiều khả năng vẫn sẽ neo ở mức cao. Trong khi đó giá than thế giới thì vẫn chưa có xu hướng giảm. Dự báo giá than và giá khí trong năm 2023 xem thêm tại Phụ lục biến động giá cả hàng hóa.

Nguồn cung than cũng chưa có dấu hiệu cải thiện để đáp ứng nhu cầu nhiên liệu tăng lên khi các nhà máy nhiệt điện gia tăng sản lượng. Tình hình thiếu than có thể sẽ nghiêm trọng hơn trong năm 2023. Bên cạnh đó, theo như thông báo từ cuộc họp giữa EVN và TKV, năm 2023 lượng than cung cấp cho các nhà máy điện của EVN sẽ hoàn toàn là than trộn. Với mức giá than trộn cao như hiện tại thì các doanh nghiệp nhiệt điện than sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm tới.

2.4. Giá bán điện dự kiến vẫn sẽ cao trong năm 2023, tuy nhiên các doanh nghiệp sẽ không còn hưởng lợi quá nhiều

Chúng tôi cho rằng, với khó khăn hiện tại của EVN, việc các doanh nghiệp sản xuất điện có thể đàm phán được một mức sản lượng hợp đồng tốt trong năm 2023 là khá khó khăn. Đồng thời, với chi phí đầu vào của than và khí đều cao thì việc hưởng lợi từ thị trường điện cạnh tranh là không nhiều.

2.5. Cơ chế giá cho các điện tái tạo vẫn chưa rõ ràng

Chúng tôi đánh giá triển vọng của nhóm điện tái tạo trong năm 2023 vẫn chưa quá tích cực. Quy hoạch điện VIII vẫn chưa được ban hành và cơ chế giá cho các dự án điện tái tạo mới vẫn chưa rõ ràng, do đó tiềm năng phát triển công suất của các doanh nghiệp điện tái tạo vẫn còn bỏ ngỏ. Đồng thời, chúng tôi cho rằng các cơ chế giá bán cho điện tái tạo cho giai đoạn tiếp theo sẽ không còn quá hấp dẫn để tránh tình trạng phát triển quá nóng như giai đoạn 2019-2021.

Vào ngày 03/10/2022, Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư 15/2022/TT-BCT quy định về khung giá cho các dự án điện tái tạo chuyển tiếp và EVN cũng đã đưa ra đề xuất về khung giá theo Thông tư trên. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các thông tin trên vẫn chưa quá tích cực đối với nhóm điện tái tạo do: (1) chỉ áp dụng cho các dự án chuyển tiếp; (2) khung giá EVN đề xuất không hấp dẫn và (3) vẫn còn nhiều quy trình phức tạp nên thời gian để các doanh nghiệp hoàn tất đàm phán giá điện vẫn còn khá dài.

⁴ Tỷ lệ giữa Công suất đặt nguồn điện (không bao gồm nhập khẩu, phụ tải riêng) (P_{đặt}) và Công suất tiêu thụ đỉnh (P_{max}). Công thức tính tỷ lệ nguồn điện dự phòng = (P_{đặt} - P_{max}) / P_{max}

2023

**“THỊ TRƯỜNG GẤU”
CÓ SỚM KẾT THÚC**



I. BIẾN ĐỘNG CHỈ SỐ VN-INDEX CÓ TÍNH CHU KỲ

1. Tổng quan biến động thị trường

Chỉ số sàn HSX được chọn là chỉ số đại diện phản ánh tâm lý thị trường. Các đặc điểm biến động cũng như xu hướng đặc thù của VN-Index sẽ đại diện cho sự thay đổi về tâm lý trong từng giai đoạn của nhà đầu tư. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy sự vận động của dòng tiền đã hình thành những đặc trưng nhất định có tính quy luật xuyên suốt từ năm 2005 cho đến nay.



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Tính từ 2005 cho đến nay, biến động chỉ số VN-Index vẫn đang tiếp tục duy trì xu hướng tăng dài hạn. Trong đó, 04 chu kỳ đã hình thành: chu kỳ 01 bắt đầu từ Q2/2005 đến Q1/2009, chu kỳ 02 bắt đầu từ Q2/2009 đến Q4/2012, chu kỳ 03 bắt đầu từ Q1/2013 đến Q2/2016 và chu kỳ 04 bắt đầu từ Q3/2016 đến Q1/2020. Các thời điểm hình thành cực trị đỉnh của các chu kỳ thường xuất hiện trước khi các sự kiện kinh tế lớn như: khủng hoảng tài chính năm 2007 – 2008, khủng hoảng nợ công 2012, sự kiện Brexit 2016, chiến tranh thương mại Mỹ-Trung và suy thoái kinh tế toàn cầu do dịch bệnh Covid-19. Xét về biên độ biến động, chúng tôi không nhận thấy sự tương quan giữa các chu kỳ với nhau. Cụ thể, các chu kỳ trong quá khứ ghi nhận biên độ biến động lần lượt là 403,34%, 168,07%, 94,30% và 132,17%.

Tuy nhiên, sau khi loại bỏ các yếu tố ngẫu nhiên và kết hợp sử dụng công cụ kênh xu hướng hồi quy trên dữ liệu tuần của chỉ số VN-Index, chúng tôi nhận thấy 02 đặc điểm chính:

- (1) Chỉ số duy trì quy luật xu hướng tăng trưởng dài hạn. Kênh hồi quy giới hạn biến động ghi nhận độ dốc là 22 độ. Các cực trị biến động tại đáy bảo toàn trong khoảng giới hạn với tham số 1,2.
- (2) Các chu kỳ tâm lý ghi nhận sự đồng nhất nhất định về mặt thời gian hình thành biến động. Cụ thể, mỗi chu kỳ tăng và giảm được hình thành trong khoảng 184 tuần.

Tính từ năm quý 01/2020 cho đến nay, chỉ số VN-Index vẫn đang thực hiện biến động của chu kỳ 05. Mức biên độ biến động ghi nhận từ đáy trong Q1/2020 kéo dài cho đến Q4/2021 là 136,99%. Về yếu tố thời gian, chu kỳ hiện tại chỉ số đã ghi nhận 154 tuần biến động. Chúng tôi chia nhỏ biến động chu kỳ tiêu biểu thành 04 giai đoạn: Early Bull, Late Bull, Early Bear và Late Bear. Sau khi VN-Index vượt qua điểm uốn (Middle Bear) vào đầu tháng 09/2022, chỉ số được xác định đang tiếp diễn biến động giảm trong giai đoạn Late Bear. Tính toán dự địa thời gian tương ứng với thời gian của các giai đoạn biến động trong quá khứ, chỉ số có thể sẽ tiếp diễn kịch bản biến động của thị trường Late Bear trong khoảng 30 tuần. Đánh giá về trạng thái biến động, loại trừ biến động đặc biệt trong giai đoạn Late Bear của chu kỳ 04 khi thị trường giảm mạnh do xuất phát từ sự kiện Covid-19, dạng biến động đặc thù được nhận diện diễn ra trong những giai đoạn cuối của chu kỳ thường có dạng Choppy Market. Theo đó, biên dưới của kênh hồi quy xu hướng, tham chiếu tới vùng 830 – 850 điểm, được chúng tôi kỳ vọng sẽ vùng hỗ trợ dưới cho trạng thái biến động này.

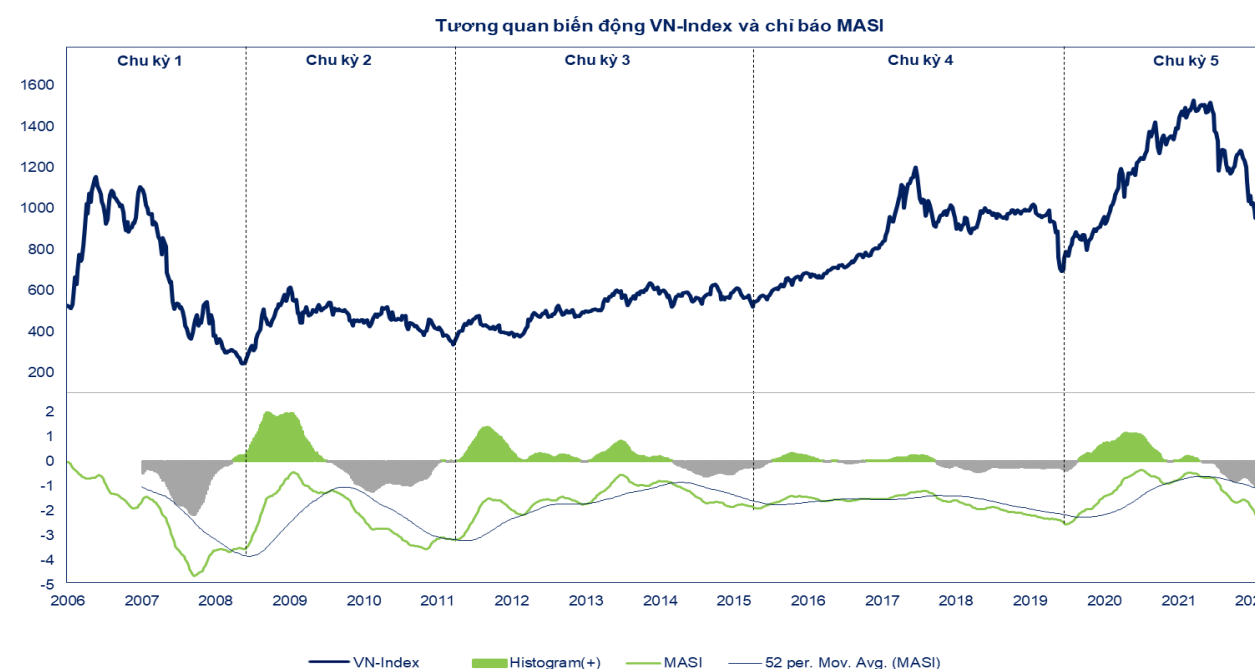
Nhìn chung, biến động chỉ số VN-Index được xác định có tồn tại tính chu kỳ trên kênh xu hướng tăng dài hạn. Diễn biến của chỉ số năm 2023 được chúng tôi kỳ vọng sẽ là giai đoạn chuyển tiếp biến động của chu kỳ 05 sang chu kỳ biến động mới.

Xác định tính chu kỳ chỉ số VN-Index giúp chúng tôi định hình xu hướng chủ đạo và môi trường tâm lý trong tầm nhìn dài hạn. Do đó, để đánh giá và xác định các biến động ngắn và nhạy hơn trên xu hướng này thì các chỉ báo thị trường về biến động sẽ cần được chú trọng.

2. Chỉ báo thị trường

2.1. Chỉ báo McClellan Adjusted Summation Index (MASI)

Chỉ báo McClellan Adjusted Summation Index (MASI) là chỉ báo xác định độ rộng biến động thị trường theo từng giai đoạn. Nguyên lý tính toán dựa trên tỷ lệ giữa tổng số lượng cổ phiếu tăng và tổng số lượng cổ phiếu giảm trên sàn HSX. Theo đó, các tín hiệu đảo chiều được xác định từ tương quan biến động của chỉ báo này so với biến động chỉ số VN-Index. Trong trường hợp biến động VN-Index giảm mà chỉ báo MASI tăng, điều này hàm ý rằng mức giá thấp của thị trường đang thu hút mạnh sự quan tâm của dòng tiền mới. Các thời điểm đảo chiều của tín hiệu này sẽ được xác định dựa trên giao cắt giữa đường giá trị và đường bình quân 52 kỳ.



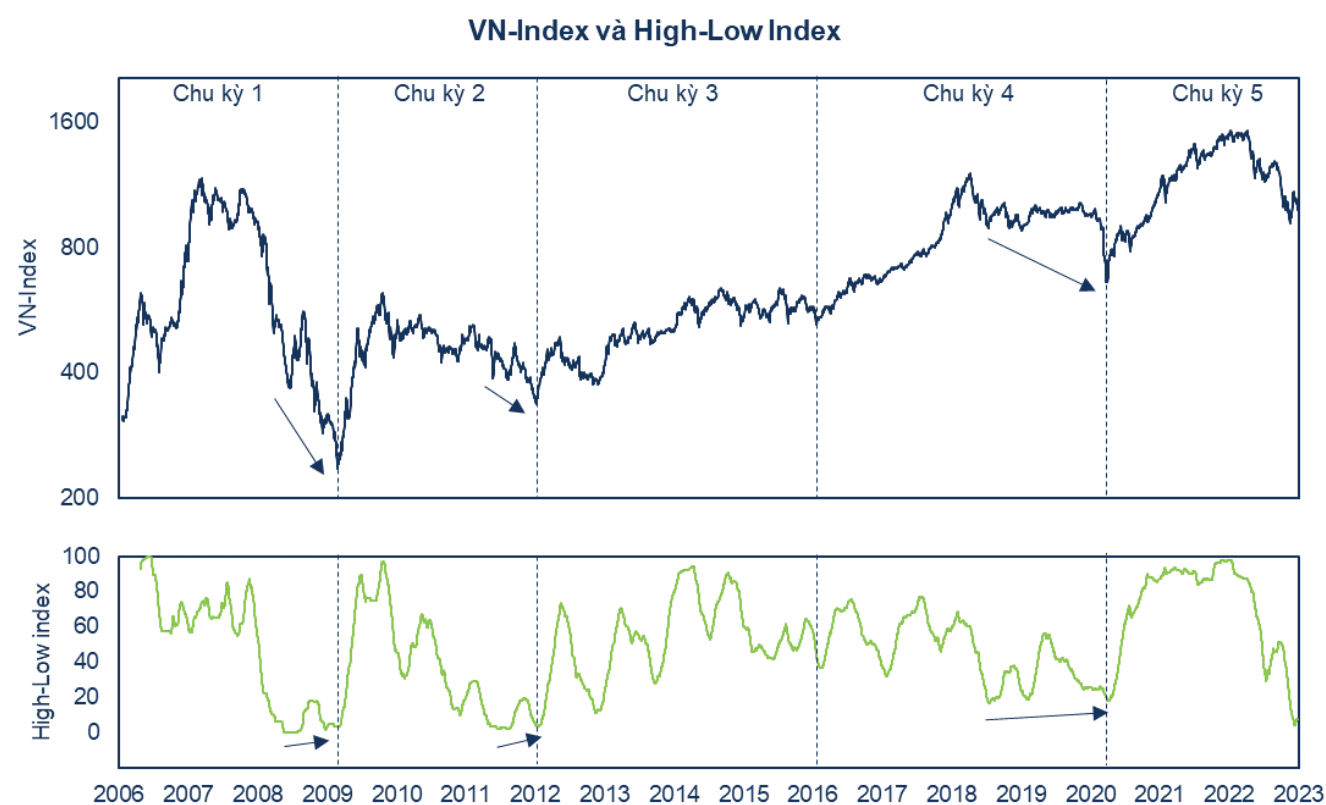
Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp và ước tính

Đánh giá chu kỳ biến động 01 và 02, giao cắt cảnh báo khả năng đảo chiều xuất hiện tại chỉ báo này ghi nhận lần lượt tại tuần 16/01/2009 và 04/11/2011, trong khi đó các cực sự biến động VN-Index xuất hiện sau đó lần lượt tại tuần 27/02/2009 và 06/01/2012. Trong hai chu kỳ tiếp theo là chu kỳ 03 và 04, các tín hiệu xuất hiện trễ hơn so với các thời điểm tạo đáy của thị trường. Tín hiệu chu kỳ 03 xuất hiện tại tuần 22/04/2016 và chỉ số tạo đáy tại tuần 22/01/2016. Tín hiệu chu kỳ 04 xuất hiện tại tuần 12/06/2020 và chỉ báo xuất hiện tại tuần 27/03/2020. Mặc dù các tín hiệu trong 02 chu kỳ gần nhất được đánh giá là trễ hơn so với biến động tạo đáy tuyệt đối của thị trường, tuy nhiên xét về quy luật thời gian giữa các chu kỳ thì tín hiệu này vẫn đóng vai trò xác nhận kịch bản thị trường Bear Market kết thúc và chỉ số được cảnh báo cơ hội bắt đầu một chu kỳ biến động mới.

Hiện tại, chỉ báo MASI vẫn đang duy trì khoảng chênh lệch âm -1,29 với đường tín hiệu 52 kỳ và chưa có dấu hiệu thu hẹp biên độ rõ ràng. Do đó, trên cơ sở xác định tín hiệu từ chỉ báo độ rộng thị trường MASI thì khả năng cao thị trường vẫn sẽ tiếp diễn kịch bản biến động trong thị trường Late Bear. Các tín hiệu cảnh báo cơ hội xuất hiện chu kỳ tăng kế tiếp sẽ được chúng tôi tiếp tục theo dõi trong những biến động năm 2023.

2.2. Chỉ báo High-Low Index

Chỉ báo High-Low Index, thuộc nhóm chỉ báo độ rộng thị trường, đo lường dựa tỷ lệ giữa số lượng cổ phiếu vượt đỉnh và vượt đáy 52 tuần. Số lượng cổ phiếu vượt đỉnh 52 tuần tăng lên hoặc số lượng cổ phiếu vượt đáy 52 tuần trên sàn HOSE giảm đi sẽ khiến cho chỉ báo tăng điểm và ngược lại.



Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp và ước tính

Trong pha giảm (Late Bear) tháng 03/2007 - 02/2009, VN-Index đã tạo đáy đầu tiên vào tháng 06/2008 trước khi tạo đáy thấp hơn tại 240 điểm ở cuối pha giảm. Trái ngược với diễn biến giá, chỉ báo High-Low Index hình thành các đáy tương ứng cao hơn. Tín hiệu hàm ý mặc dù trong bối cảnh thị trường Bear Market vẫn chưa kết thúc nhưng đã xuất hiện nhóm cổ phiếu duy trì trạng thái vượt đỉnh và chiếm ưu thế hơn nhóm cổ phiếu “dò đáy”. Nhóm cổ phiếu vượt đỉnh này đóng vai trò như điểm tựa tâm lý cho nhóm dòng tiền tìm kiếm cơ hội ở vùng giá thấp. Đây là điều kiện thuận lợi để giúp thị trường tạo đáy dài hạn và bước vào chu kỳ tăng kế tiếp, kéo dài từ tháng 2/2009-10/2009. Trạng thái phân kỳ này cũng đã xuất hiện khi thị trường kết thúc chu kỳ biến động 02 và

Quan sát trạng thái chỉ báo trong thời điểm hiện tại, đường giá trị đã lùi sâu xuống khu vực 0 – 20 điểm và chưa ghi nhận tín hiệu phân kỳ tương tự. Do đó dưới góc nhìn từ tín hiệu của chỉ báo High-Low index, thị trường chưa có đủ điều kiện để hình thành đáy dài hạn để khởi đầu cho một chu kỳ tăng mới.

Mặc dù 02 chỉ báo thị trường chưa thể xác nhận Bear Market kết thúc, nhưng tín hiệu này sẽ tiếp tục được chúng tôi theo dõi trong thời gian tới với mục tiêu xác định sớm vùng đáy của chỉ số trong bối cảnh biến động của giai đoạn IV (Late Bear).

II. TƯƠNG QUAN GIỮA CÁC NHÓM NGÀNH VÀ CHU KỲ THỊ TRƯỜNG

1. Tính tương quan giữa các nhóm ngành và thị trường

Do giới hạn về mặt dữ liệu, trong báo cáo này chúng tôi tập trung đánh giá biến động các chỉ số nhóm ngành cấp 1 (GICS) tính trên các cổ phiếu thuộc sàn HSX cho khoảng thời gian từ năm 2008 đến nay.

Ma trận tương quan về hiệu suất biến động hàng năm của VN-Index và các chỉ số ngành

	VNINDEX	Bất động sản	Công nghệ	Công nghiệp	DV công cộng	DV viễn thông	HTD không thiết yếu	HTD thiết yếu	Năng lượng	Nguyên vật liệu	Tài chính	Y tế
VNINDEX	1,00	0,93	0,83	0,90	0,70	0,60	0,85	0,54	0,58	0,73	0,86	0,80
Bất động sản	0,93	1,00	0,79	0,88	0,51	0,50	0,80	0,49	0,48	0,53	0,80	0,68
Công nghệ	0,83	0,79	1,00	0,73	0,64	0,78	0,71	0,18	0,41	0,66	0,79	0,62
Công nghiệp	0,90	0,88	0,73	1,00	0,57	0,43	0,81	0,57	0,60	0,54	0,63	0,83
DV công cộng	0,70	0,51	0,64	0,57	1,00	0,65	0,64	(0,01)	0,70	0,80	0,51	0,69
DV viễn thông	0,60	0,50	0,78	0,43	0,65	1,00	0,52	(0,12)	0,35	0,74	0,56	0,49
HTD không thiết yếu	0,85	0,80	0,71	0,81	0,64	0,52	1,00	0,46	0,37	0,79	0,71	0,64
HTD thiết yếu	0,54	0,49	0,18	0,57	(0,01)	(0,12)	0,46	1,00	(0,00)	0,16	0,49	0,27
Năng lượng	0,58	0,48	0,41	0,60	0,70	0,35	0,37	(0,00)	1,00	0,42	0,21	0,88
Nguyên vật liệu	0,73	0,53	0,66	0,54	0,80	0,74	0,79	0,16	0,42	1,00	0,70	0,58
Tài chính	0,86	0,80	0,79	0,63	0,51	0,56	0,71	0,49	0,21	0,70	1,00	0,47
Y tế	0,80	0,68	0,62	0,83	0,69	0,49	0,64	0,27	0,88	0,58	0,47	1,00

Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Dựa trên bảng ma trận tương quan về hiệu suất biến động hàng năm của VN-Index và các chỉ số ngành cho giai đoạn từ 2008 đến nay, có thể thấy rằng hầu hết các ngành có mối tương quan dương về biến động với thị trường chung. Điều này có thể được lý giải bởi việc chỉ số thị trường được cấu thành dựa trên sự biến động của tất cả các cổ phiếu thuộc các nhóm ngành khác nhau trên thị trường. Do đó, tính chu kỳ của thị trường có thể đại diện cho tính chu kỳ về biến động giá của hầu hết các nhóm ngành trong dài hạn.

Tuy nhiên, điểm cần lưu ý là ma trận tương quan cũng chỉ ra sự khác biệt tồn tại trong mối quan hệ của VN-Index với từng chỉ số ngành là khác nhau. Các mối quan hệ tiêu biểu giữa biến động của các ngành và thị trường có thể dễ dàng nhận thấy dựa trên dữ liệu thị trường:

- Các nhóm ngành có mối tương quan cao (hệ số tương quan >0,8) với biến động thị trường bao gồm: **Bất động sản, Công nghệ, công nghiệp, Hàng tiêu dùng không thiết yếu, Tài chính và y tế**. Trong đó, nhóm ngành với hệ số tương quan >0,9 thể hiện mối quan hệ thuận chiều rất mạnh mẽ.

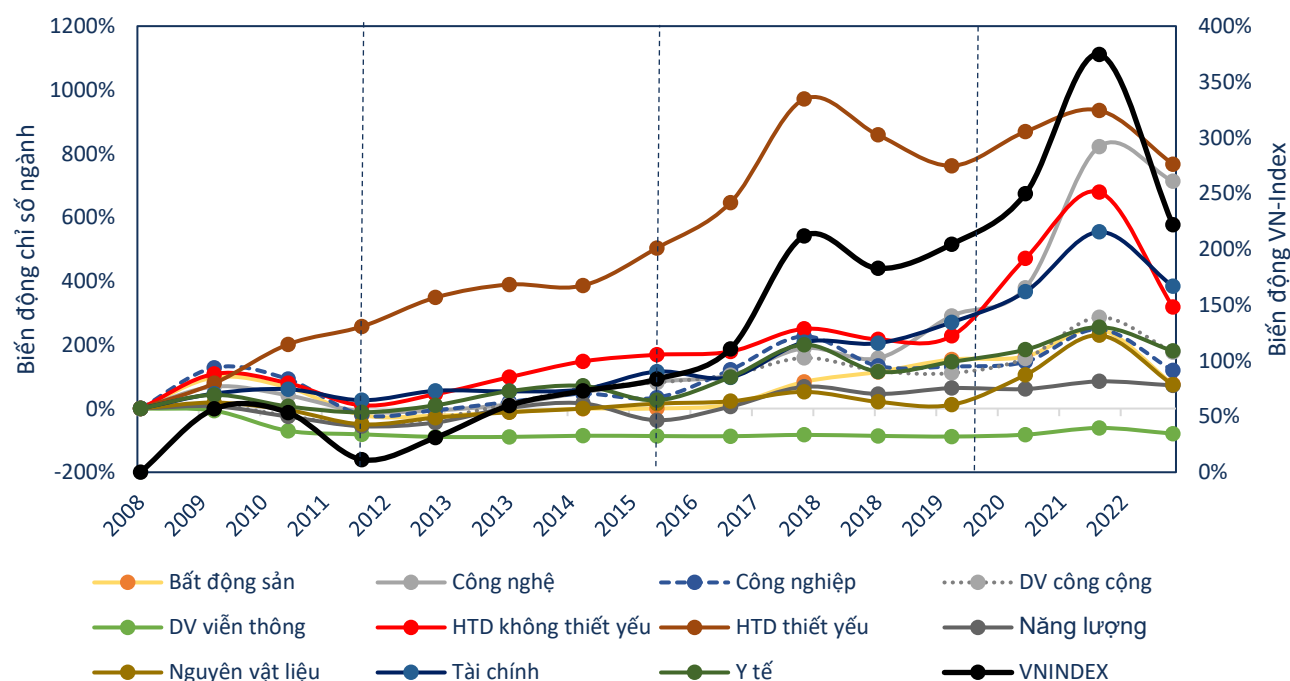
- Các nhóm ngành có mối tương quan thấp (0,8>hệ số tương quan >0,5) bao gồm: **Dịch vụ công cộng, Dịch vụ viễn thông, Hàng tiêu dùng thiết yếu và năng lượng**.

Về mặt ý nghĩa, hệ số tương quan cao phản ánh mối quan hệ thuận chiều rất chặt chẽ giữa biến động thị trường và biến động của nhóm ngành. Theo đó, những nhóm ngành có hệ số tương quan cao thường là những nhóm ngành thể hiện tính chu kỳ rõ nét tương đồng với đặc điểm chu kỳ biến động của thị trường. Ở chiều ngược lại, những nhóm ngành có hệ số tương quan thấp sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn từ các biến động mang tính chu kỳ của VN-Index.

2. Sự phân kỳ giữa các nhóm ngành thường báo hiệu các pha trên chu kỳ thị trường

Về dài hạn, sẽ là khó khăn để một cổ phiếu hoặc nhóm ngành có thể chống lại xu hướng chung của thị trường. Tuy nhiên, trong mỗi một chu kỳ thị trường thì sự khác biệt về sức mạnh giá và mối liên hệ tương quan ở từng thời điểm khác nhau sẽ tạo ra sự phân hóa giữa các nhóm ngành. Một sự phân hóa đủ rộng hoặc xuất phát từ những nhóm ngành có tính chu kỳ và sức ảnh hưởng lớn có thể gây ra tác động ngược chiều tới biến động chung của thị trường và tạo ảnh hưởng lan tỏa ra toàn bộ những nhóm ngành còn lại.

So sánh biến động VN-Index và các chỉ số ngành từ 2008 đến nay



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

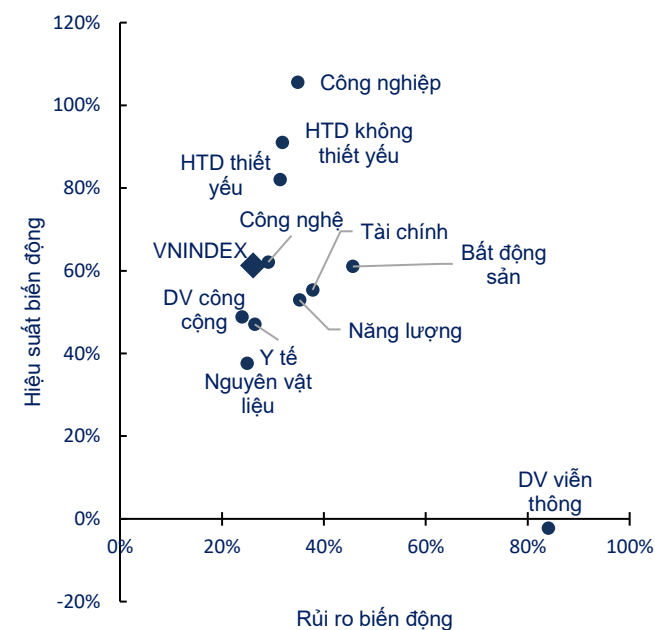
Nhìn lại biến động của các ngành kể từ năm 2008 đến nay, đặc điểm dễ nhận thấy nhất trong các chu kỳ của thị trường là sự đồng thuận tăng của hầu hết các nhóm ngành thường xảy ra trong nửa đầu pha tăng giá của chỉ số VN-Index. Tương tự, sự đồng thuận giảm thường xảy ra ở hầu hết các nhóm ngành trong nửa đầu pha giảm giá của chỉ số. Ở chiều ngược lại, sự phân hóa về chiều biến động của các nhóm ngành thường xuất hiện quanh giai đoạn tạo đỉnh hoặc đáy của chu kỳ thị trường. Dấu hiệu này thường gắn liền với tín hiệu chuẩn bị cho sự khởi đầu của pha biến động mới.

Hiện tại, VN-Index đang trong pha giảm giá của chu kỳ lần thứ 05. Dấu hiệu đồng thuận theo chiều giá xuống vẫn đang diễn ra ở 11/11 nhóm ngành cấp 1 trên HSX. Điều này hàm ý rằng xu hướng giảm của thị trường vẫn chưa thể sớm kết thúc. **Sang năm 2023, sự phân hóa về xu hướng biến động giữa các nhóm ngành sẽ là đặc điểm cần được theo dõi để có thể mở ra kịch bản tạo đáy và bước vào chu kỳ biến động mới của VN-Index.**

3. Hiệu suất và rủi ro biến động của các nhóm ngành trong các chu kỳ

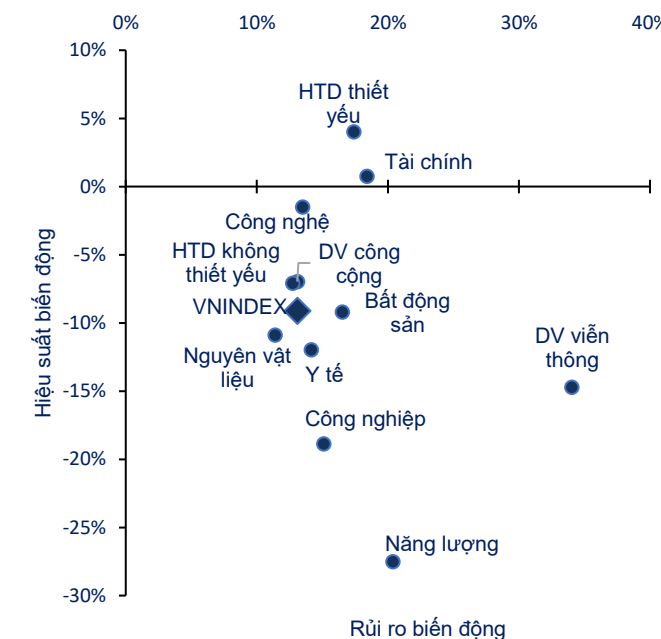
Sự phân kỳ là hệ quả từ việc không phải lúc nào thị trường và các nhóm ngành cũng có biến động tương tự nhau tại cùng một thời điểm. Sẽ luôn tồn tại những nhóm cổ phiếu mà cường độ biến động hoặc chiều hướng biến động khác biệt nhau. Để đo lường hiệu suất biến động của các nhóm ngành này, chúng tôi sử dụng thước đo lợi nhuận hàng năm (annualized returns) – đo lường lợi nhuận giả định mà khoản đầu tư thu được trong một năm nếu lợi nhuận được gộp lại. Chúng tôi cũng đo lường rủi ro bằng cách sử dụng độ lệch chuẩn để xem xét mức độ thay đổi của hiệu suất biến động.

Hiệu suất vs rủi ro biến động theo ngành trong giai đoạn tăng giá



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Hiệu suất vs rủi ro biến động theo ngành trong giai đoạn giảm giá



Nguồn: FPTIS tổng hợp và ước tính

Việc tính toán được thực hiện cho từng giai đoạn tăng/giảm và ước lượng giá trị bình quân trong 03 chu kỳ gần nhất của VN-Index để tìm kiếm đặc điểm biến động của các ngành theo các chu kỳ thị trường:

- Trong giai đoạn thị trường tăng giá, các ngành có tính chu kỳ thường ghi nhận mức hiệu suất biến động tốt hơn so với các nhóm ngành khác nhưng cũng yêu cầu nhà đầu tư chấp nhận mức rủi ro cao hơn so với thị trường. Trong đó, công nghiệp và hàng tiêu dùng không thiết yếu mang lại mức hiệu suất biến động tốt nhất với rủi ro ở mức trung bình. Nhóm cổ phiếu ít tương quan với thị trường có mức hiệu suất biến động thấp hơn nhưng mức chịu rủi ro cũng thấp hơn.

- Trong giai đoạn thị trường giá xuống, hàng tiêu dùng thiết yếu, công nghệ, tài chính là những nhóm ngành có hiệu suất biến động tốt nhất với rủi ro mờ mức trung bình. Các nhóm ngành tương quan cao với thị trường như: bất động sản, công nghiệp ghi nhận mức hiệu suất thấp nhưng yêu cầu nhà đầu tư chấp nhận mức rủi ro cao hơn so với thị trường. Nhóm năng lượng có hiệu suất thấp nhất nhưng với rủi ro ở mức cao so với phần lớn các ngành còn lại của thị trường.

Hiệu suất vs rủi ro biến động theo ngành năm 2022

Chỉ số	Hiệu suất biến động	Rủi ro biến động
VNINDEX	-33,82%	18,71%
Bất động sản	-49,59%	21,92%
Công nghệ	-11,76%	22,38%
Công nghiệp	-37,08%	27,56%
DV công cộng	-28,14%	13,94%
DV viễn thông	-45,62%	43,26%
HTD không thiết yếu	-46,26%	30,53%
HTD thiết yếu	-16,25%	17,18%
Năng lượng	-6,77%	24,08%
Nguyên vật liệu	-47,20%	35,43%
Tài chính	-26,11%	24,05%
Y tế	-21,15%	16,46%

Nguồn: FPTIS tổng hợp

Mặc dù đặc điểm được nhận diện dựa trên dữ liệu quá khứ nhưng so sánh với hiệu suất và rủi ro biến động của các ngành trong năm 2022, có thể thấy rằng các thông tin này vẫn giữ nguyên giá trị. Công nghệ, hàng tiêu dùng thiết yếu và dịch vụ công cộng đang là những nhóm ngành có sức mạnh giá tích cực hơn so với thị trường đi kèm với mức rủi ro ở mức trung bình hoặc thấp. Bất động sản, công nghiệp, hàng tiêu dùng không thiết yếu vẫn đang là nhóm ngành có biến động tiêu cực với rủi ro cao.

III. KẾT LUẬN

Tính từ năm 2005 cho đến nay, chỉ số VN-Index đã hình thành 04 chu kỳ biến động và hiện tại đang vận động trong chu kỳ thứ 05. Dựa trên kết quả phân tích chu kỳ biến động, VN-Index được xác định đang nằm trong kịch bản biến động của giai đoạn cuối thị trường giá giảm (Late Bear).

Mục tiêu biến động tiếp theo của chỉ số trong năm 2023 là diễn biến tạo đáy dài hạn, giai đoạn chuyển tiếp giữa chu kỳ 05 sang chu kỳ thứ 06. Trên cơ sở dự địa thời gian xác định theo phương pháp phân rã biến động, chu kỳ biến động mới được kỳ vọng sẽ xuất hiện sau khoảng 30 tuần tính từ thời điểm hiện tại. Vùng giá giới hạn cho kịch bản này được xác định tại 830 – 850 điểm. Yếu tố cần theo dõi nhằm xác định sớm thời điểm tạo đáy dài hạn trọng năm 2023 là cặp chỉ báo thị trường McClellan Adjusted Summation Index (MASI) và High-Low Index.

Chúng tôi cho rằng nhóm Hàng tiêu dùng thiết yếu và dịch vụ công cộng sẽ tiếp tục thể hiện sức chống chịu tốt trước các đợt sụt giảm của thị trường bởi đây là những nhóm ngành phòng thủ đã được khẳng định xuyên suốt 03 chu kỳ gần nhất của thị trường.

Nhóm tài chính và công nghệ cũng có thể được cân nhắc cho mục tiêu đa dạng hóa danh mục dựa vào đặc điểm về khả năng thường xuyên duy trì mức hiệu suất biến động vượt trội so với thị trường chung xuyên suốt 02 chu kỳ biến động gần nhất.

Trong trường hợp các tín hiệu tạo đáy trên xu hướng dài hạn của thị trường sớm được kích hoạt, nhóm công nghiệp, công nghệ và Hàng tiêu dùng không thiết yếu sẽ được kỳ vọng là lĩnh vực mang lại mức lợi nhuận/ rủi ro tích cực hơn khi thị trường bước vào chu kỳ biến động mới.

PHU LUC: BIẾN ĐỘNG VÀ TRIỂN VỌNG GIÁ CẢ HÀNG HÓA

I. BIẾN ĐỘNG GIÁ CẢ HÀNG HÓA

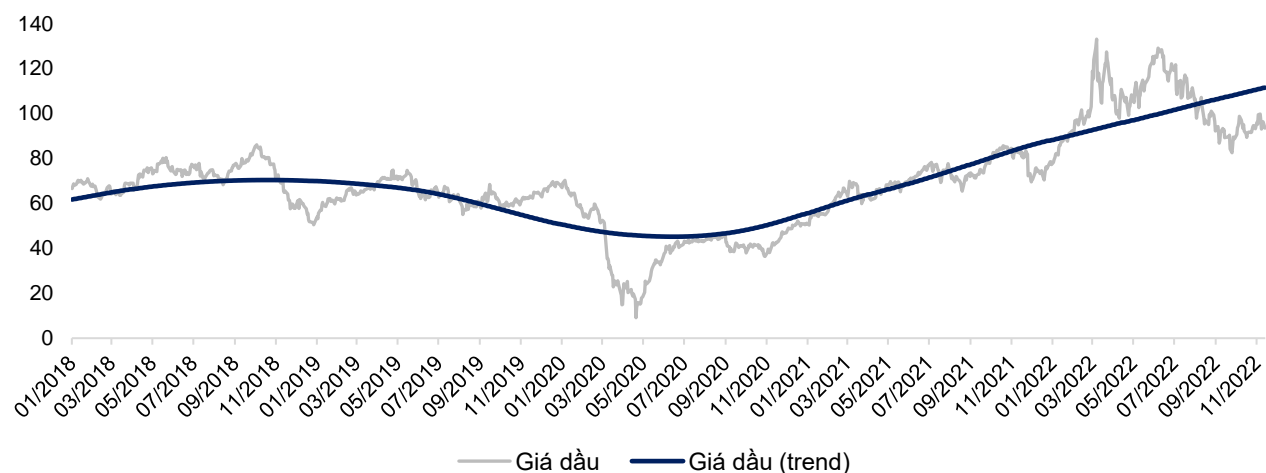
1. Giá dầu thế giới tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2022

Ngày 28/02/2022, xung đột giữa Nga – Ukraine nổ ra đã ảnh hưởng lớn đến nền kinh tế thế giới và thị trường hàng hóa. Ngày 08/03/2022, lệnh cấm vận xuất khẩu dầu của Nga có hiệu lực, khiến giá dầu tăng 70% so với thời điểm đầu tháng 1, đạt mức cao nhất 133,18 USD/thùng, và duy trì mức giá cao sau đó.

Trong Q2-2022, giá dầu biến động phức tạp, trung bình đạt 113,83 USD/thùng, cao hơn 65% so với cùng kỳ năm trước. Giá dầu tăng quá cao trong thời gian dài khiến lạm phát tăng cao, trầm trọng nhất tại các nước Châu Âu nơi chịu ảnh hưởng trực tiếp từ việc cắt giảm nguồn cung dầu từ Nga.

Đến quý Q3-2022 và Q4-2022, giá dầu dần ổn định, duy trì giao dịch ở mức xung 90 – 95 USD/thùng nhờ vào những biện pháp tăng sản lượng, mở kho tích trữ của các nước phát triển, và sự suy yếu của các nền kinh tế khi phải đối chọi với lạm phát tăng cao. Nhưng giá dầu vẫn cao hơn 14% - 38% so với cùng kỳ năm 2021.

GIÁ DẦU WTI 2018 - Q4/2022



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Với dữ liệu quá khứ từ năm 2000 đến nay, chúng tôi nhận thấy giá dầu thế giới diễn biến theo chu kỳ gồm 3 pha: tăng giá, giảm giá và phục hồi. Mỗi chu kỳ kéo dài từ 4 – 5 năm: 2000 – 2003, 2004 – 2007, 2008 - 2011, 2012 - 2016, 2017 - 2021. Trong thời gian diễn ra các sự kiện gây khủng hoảng và suy thoái, giá dầu có xu hướng tăng cao: khủng hoảng tài chính 2007 – 2008, khủng hoảng nợ công châu Âu 2011 – 2012 và suy thoái kinh tế do dịch bệnh Covid. Giá dầu trong năm 2022 nằm trong pha tăng giá của một chu kỳ giá mới, tương ứng với thời kỳ suy thoái do dịch bệnh.



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

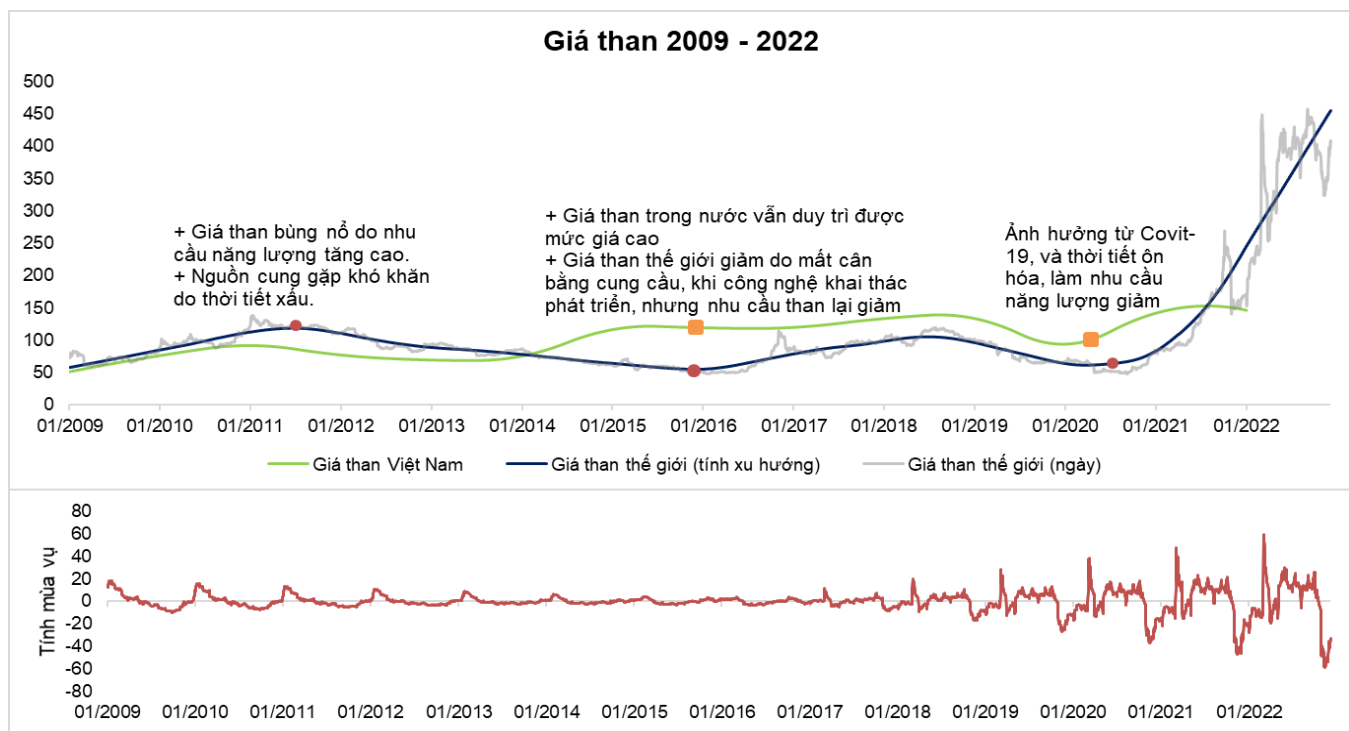
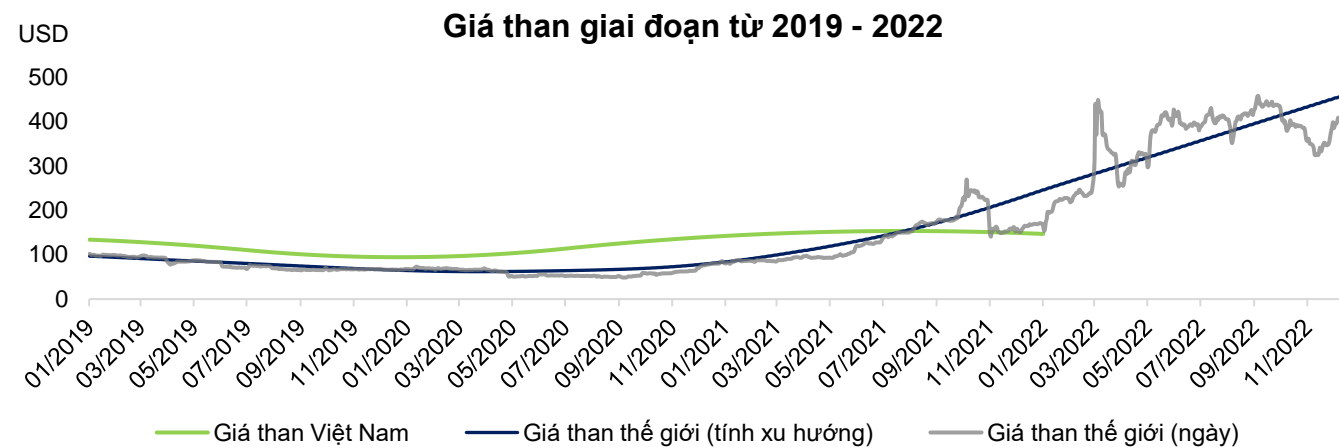
2. Giá than thế giới tiếp tục tăng mạnh

Tính đến hết ngày 07/12/2022, giá than thế giới đạt mức 458 USD/tấn, tăng 139% so với thời điểm cuối năm 2021. Động lực tăng giá than đến từ sự phục hồi nhu cầu năng lượng tại các quốc gia trong năm 2021 và cuộc xung đột Nga – Ukraine trong năm 2022.

Nhu cầu năng lượng giá rẻ từ than tăng mạnh tại Châu Âu khi xung đột Nga – Ukraine xảy ra vào T2/2022 khiến cho nguồn cung khí đốt và than trở nên khan hiếm sau lệnh cấm nhập khẩu từ Nga, nguồn thay thế từ các thị trường lớn lại không có tuyến vận chuyển thuận lợi đã làm tăng chi phí và đẩy giá than leo cao. Tại Trung Quốc nhu cầu than sản xuất điện cũng tăng trong Q3/2022 nhằm bù đắp tình hình thiếu điện trong nước.

Nguồn cung than trong năm 2022 gặp nhiều khó khăn khi các mỏ than lớn tại Úc, Nam Phi khai thác khó khăn do tình hình thời tiết không thuận lợi, nguồn cung chủ yếu đến từ Indonesia khi lệnh cấm vận xuất khẩu của nước này hết hiệu lực vào tháng 1/2022. Sản lượng từ Ấn Độ và Trung Quốc tăng 21% và 11% so với cùng kỳ năm 2021 nhưng nhằm phục vụ thị trường trong nước (theo báo cáo tháng 10 của World Bank).

Giá than trong nước năm 2022 vẫn duy trì ổn định, trong giai đoạn giá than thế giới tăng cao, giá than trong nước vẫn được TKV duy trì ổn định tại mức giá 146,76 usd/tấn suốt 2 năm 2021-2022.



Nguồn: FPTs Tổng hợp

Giá than thế giới từ năm 2009 đến nay cho thấy xu hướng tăng, giảm giá của giá than diễn ra trong thời gian dài, giá than có thể chia làm 2 giai đoạn chu kỳ giá:

- Giai đoạn trước 2018: giá than thể hiện tính xu hướng rõ ràng, Mỗi chu kỳ tăng/giảm của giá than diễn ra trong thời gian từ 3 – 4 năm.
- Giai đoạn sau 2018: Khoảng thời gian của mỗi chu kỳ thu ngắn lại, kéo dài từ 2 – 3 năm.

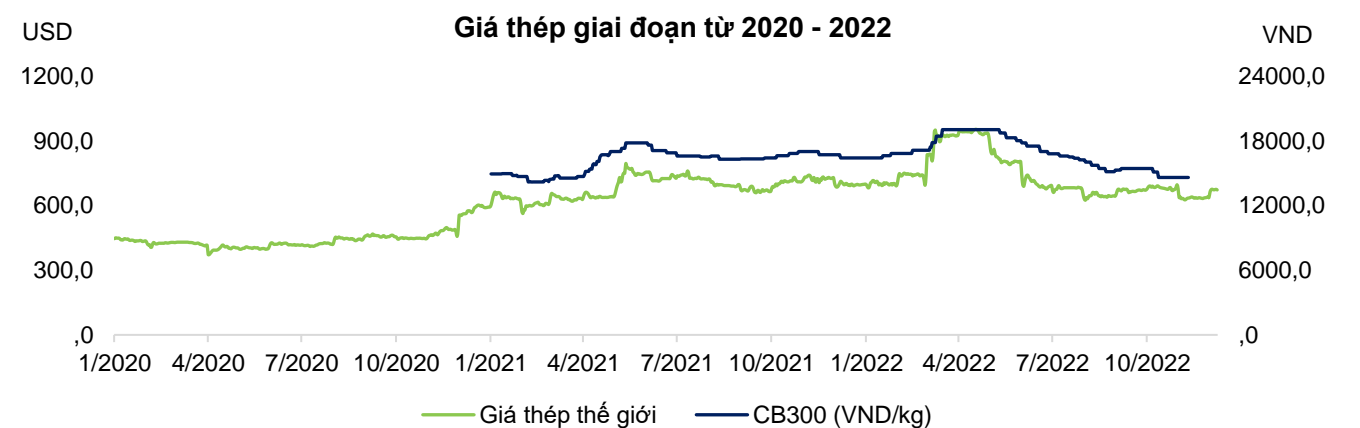
3. Giá thép nội địa tăng mạnh do Trung Quốc cắt giảm sản lượng và giá nguyên vật liệu tăng cao

Chính sách cấm nhập khẩu thép từ Nga nhà sản xuất thép lớn thứ hai thế giới, và chính sách đóng cửa phòng chống Covid của Trung Quốc nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới là 2 nguồn động lực chính khiến giá thép tăng và duy trì mức giá cao trong Q1/2022. Giá thép cao trong thời gian dài cũng khiến hàng loạt các thị trường cắt giảm sản lượng. Tại ngày 16/03/2022, giá thép đạt mức 928,5 USD/tấn, tăng 54,1% so với hồi đầu tháng 1.

Giá nguyên vật liệu tăng cao khi Ấn Độ tăng thuế xuất khẩu, các mỏ quặng sắt lớn trên thế giới gặp bất lợi thời tiết, phần lớn lượng quặng sắt toàn cầu mắc kẹt tại thị trường Trung Quốc, giá than cũng tăng khiến giá thép tăng cao, và nguồn cung bị thu hẹp.

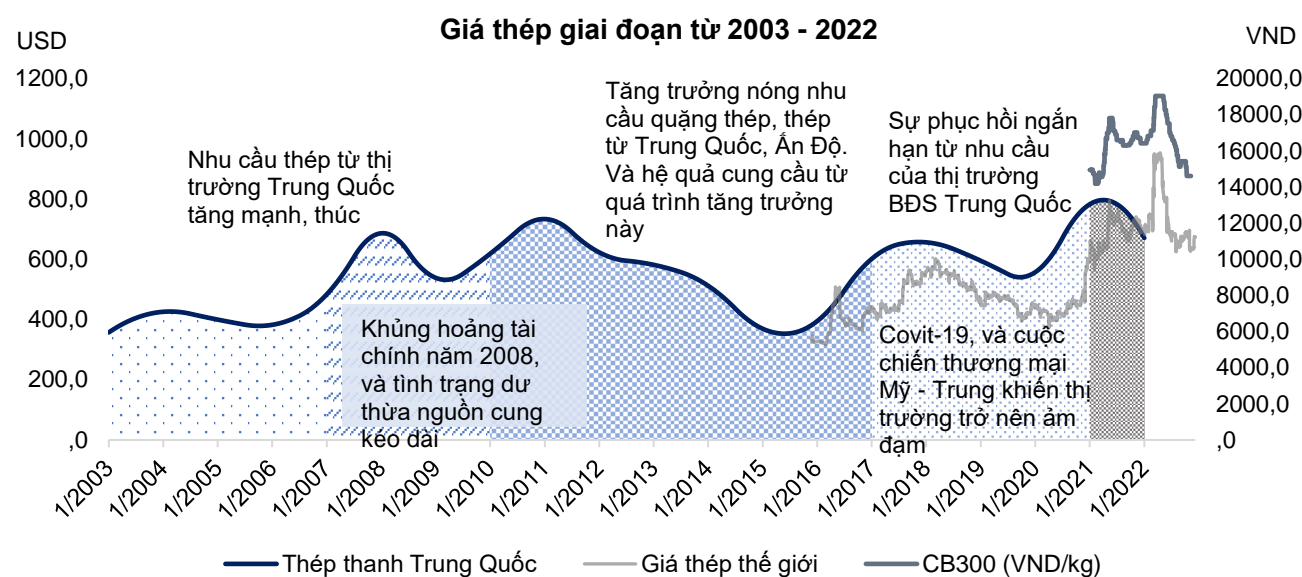
Trong Q2/2022 – Q4/2022, giá thép hạ nhiệt, nhu cầu thép và nguồn cung bị ảnh hưởng do các lo ngại suy thoái kinh tế, cuộc xung đột Nga – Ukraine kéo dài, thị trường Trung Quốc tiếp tục đóng cửa. Theo báo cáo T10/2022 của World Steel, trong năm 2022 nhu cầu thép của Trung Quốc có thể giảm đến 4%, EU giảm 3,5%.

Đối với thị trường thép trong nước, giai đoạn Q1/2022 – Q2/2022 giá thép được hưởng lợi từ lệnh cấm vận đối với thép từ Nga, thị trường Trung Quốc đóng cửa. Thép D10 CB300 của Hòa Phát tăng từ 16.410 VNĐ/kg tại ngày 15/01/2022 lên 19.404 VNĐ/kg tại ngày 15/03/2022 và duy trì 2 tháng sau đó. Đây là giai đoạn thuận lợi để các doanh nghiệp trong nước tăng cường xuất khẩu thép vào thị trường EU, khi lượng hàng tồn kho của các doanh nghiệp thép lớn trong nước đang ở mức cao do sự tích lũy từ cuối năm 2021. Trong giai đoạn Q3/2022 – Q4/2022, giá thép trong nước giảm giá và dần ổn định tương tự thị trường quốc tế.



Nguồn: FPTs Tổng hợp

Tại dữ liệu quá khứ từ năm 2003 đến nay, chu kỳ giá của ngành thép kéo dài từ 3 – 6 năm, giai đoạn giảm giá thường kéo dài từ 1 đến 2 năm dài hơn các giai đoạn khác. Với chu kỳ hiện tại bắt đầu từ năm 2021 đến 2022, giá thép đang trong giai đoạn giảm giá và dấu hiệu giảm giá vẫn duy trì trong các giao dịch gần đây.

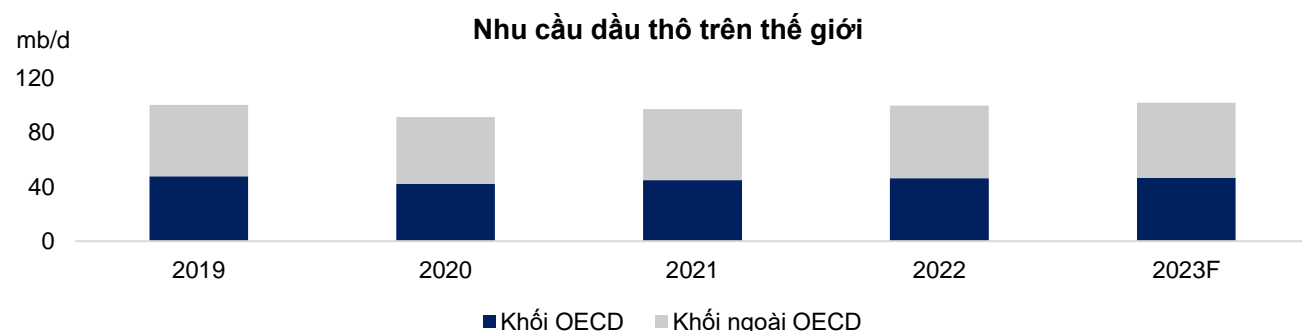


Nguồn: FPTs Tổng hợp

II. DỰ BÁO BIẾN ĐỘNG GIÁ CẢ HÀNG HÓA

1. Giá dầu thô được dự báo giảm trong năm 2023

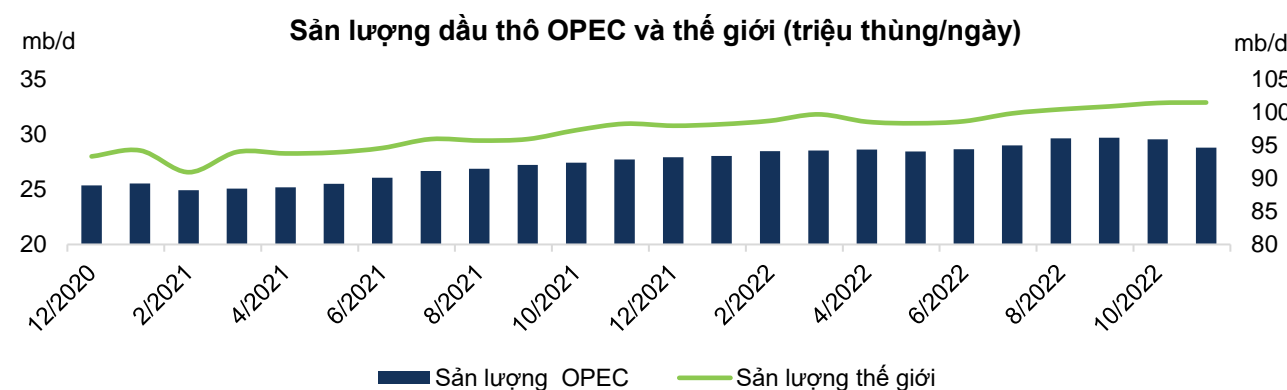
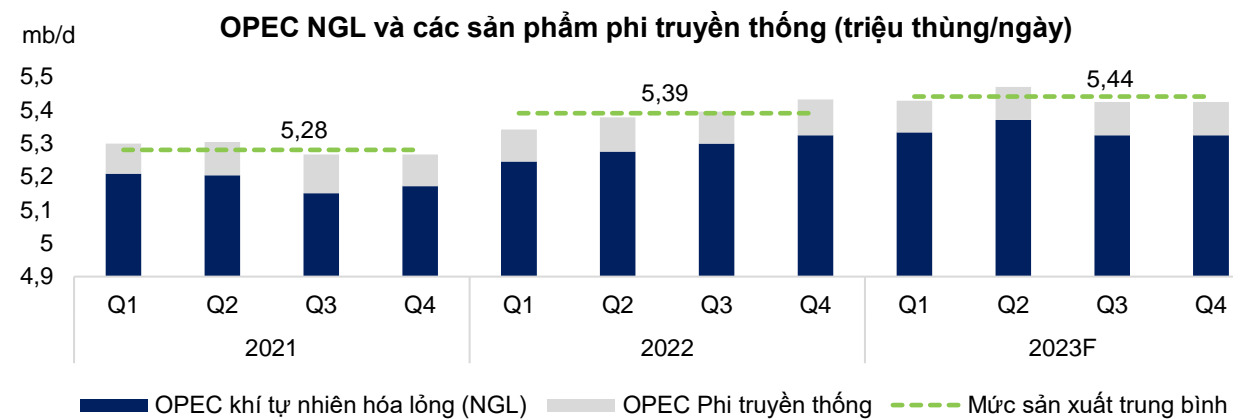
Nhu cầu dầu của thế giới trong năm 2023 theo báo cáo tháng 12/2022 của Opec dự kiến tăng trưởng 2,2 triệu thùng/ngày đạt 101,8 triệu thùng/ngày. Trong đó, các nước trong Opec tăng 0,3 triệu thùng/ngày đạt 46,5 triệu thùng/ngày. Khối ngoài Opec tăng 1,88 triệu thùng/ngày, đạt mức tiêu thụ 55,4 triệu thùng/ngày.



Nguồn: OPEC Monthly Report (12/2022), FPTs Tổng hợp

Nguồn cung chất lỏng truyền thống từ khối ngoài Opec tăng trưởng 1,5 triệu thùng/ngày đạt 67,1 triệu thùng/ngày, trong đó các nước Mỹ, Na Uy, Brazil, Canada, Kazakhstan có tỷ lệ tăng trưởng cao nhất. Cung ứng dầu thô từ OPEC dự kiến tiếp tục cắt giảm, tuy chưa đưa ra mức dựa báo cho năm 2023 nhưng với dữ liệu quá khứ trong báo cáo tháng 12, tỷ trọng dầu thô của OPEC trong tổng nguồn cung toàn cầu đang giảm từ tháng 09/2022 và kéo dài đến nay. Tháng 11/2022 tỷ trọng dầu thô của OPEC xuống còn 28,8% so với mức 29,1% tại tháng 10/2022. Nguồn cung khí tự nhiên, và các sản phẩm dầu phi truyền thống được OPEC dự báo sẽ tăng lên mức 5,4 triệu thùng/ngày so với mức 5,39 triệu thùng/ngày tại năm 2022 và giá khí đốt tự nhiên trong năm 2023 được World Bank dự báo đạt 32 USD/mmBTU⁵.

⁵ mmBTU (million British Thermal Units): đơn vị nhiệt Anh, được sử dụng mô tả công suất của hệ thống và mô tả giá trị nhiệt của nhiên liệu.



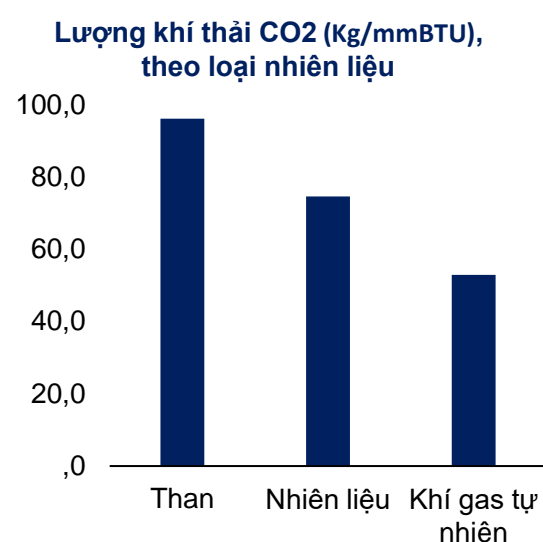
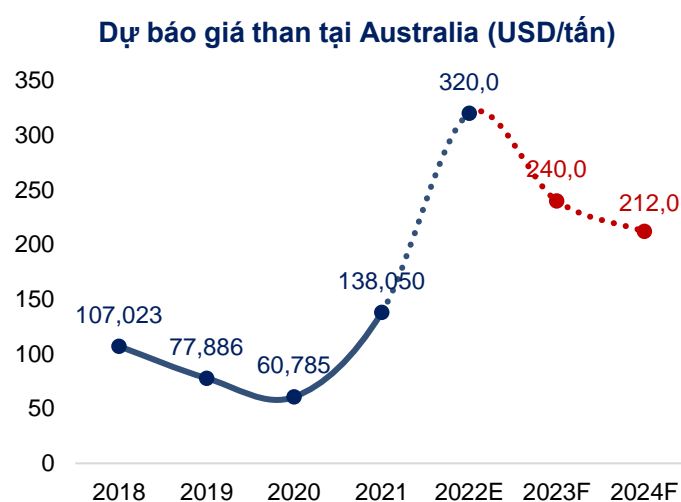
Nguồn: OPEC Monthly Report (12/2022), FPTs tổng hợp

Theo JP Morgan, và báo cáo tháng 12 của EIA giá dầu thô trong năm 2023 được dự báo sẽ giao dịch xung quanh mức 90 USD/thùng và 92,35 USD/thùng. World Bank cũng đưa ra dự báo tương tự khi giá dầu thô trong 2023 sẽ giao dịch tại mức 92 USD/thùng tại kỳ báo cáo tháng 10/2022. Theo World Bank và OPEC các bất ổn địa chính trị tại Đông Âu, các lệnh trừng phạt đối với Nga, sản lượng đá phiến của Mỹ, và thỏa thuận cắt giảm cung dầu của OPEC sẽ là những yếu tố ảnh hưởng đến giá dầu trong năm 2023.

Theo quan sát dữ liệu, tại Q4/2022 giá dầu đã cho thấy những dấu hiệu hình thành đỉnh giá khi giá dầu có dấu hiệu hạ nhiệt trong thời gian gần đây.

2. Giá than có khả năng giảm trong năm 2023

Giá than bình quân trong năm 2023 được World Bank dự báo giảm xuống còn 240 USD/tấn và sau đó giảm xuống còn 212 USD/tấn trong năm 2024. Phân tích của World Bank cho thấy sự tăng trưởng năng lượng từ than trong năm 2023 sẽ chậm lại do những chính sách cắt giảm CO2, giảm tiêu thụ năng lượng của các nước phát triển, sự gia tăng của các hợp đồng mua bán theo giá cố định trong dài hạn, và phục hồi nguồn cung từ các thị trường Trung Quốc, Ấn Độ. IEA cũng dự báo giai đoạn 2023 – 2030 nhu cầu và tỷ trọng sử dụng than trong một số ngành công nghiệp sẽ giảm dần qua các năm, vốn đầu tư xây dựng, thăm dò các mỏ than mới cũng sẽ thu hẹp dần, do than vẫn được coi là một nguồn nhiên liệu không sạch có ảnh hưởng đến môi trường, và sẽ dần bị thay thế. Tuy nhiên, việc thay thế sẽ không diễn ra quá nhanh tại các nước đang phát triển và Trung Quốc do vẫn còn nhu cầu về nguồn năng lượng rẻ.



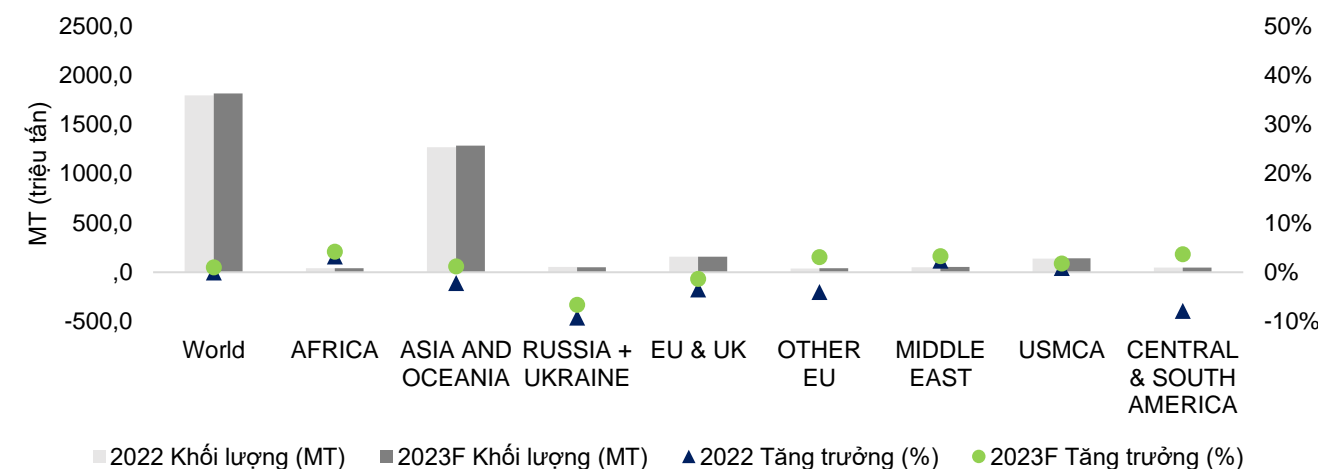
Nguồn: World Bank Outlook (10/2022)

3. Giá thép, thị trường khó khởi sắc

Giá thép trong năm 2023 chưa có nhiều tích cực khi nhu cầu thép gần như không đổi, và nguồn cung vẫn gặp khó khăn. Theo Fitch Solution, giá thép trung bình năm 2023 đạt 825 USD/tấn.

Theo báo cáo tháng 10 của World Steel, nhu cầu thép thế giới sẽ tăng trưởng 1% trong năm 2023 sau khi giảm 2,3% trong năm 2022, chủ yếu đến từ khu vực ngoài EU, Nam Mỹ, Châu Phi. Nhu cầu tại Châu Á được dự báo sẽ không thay đổi so với năm 2022 do Trung Quốc rất thận trọng khi mở cửa thị trường.

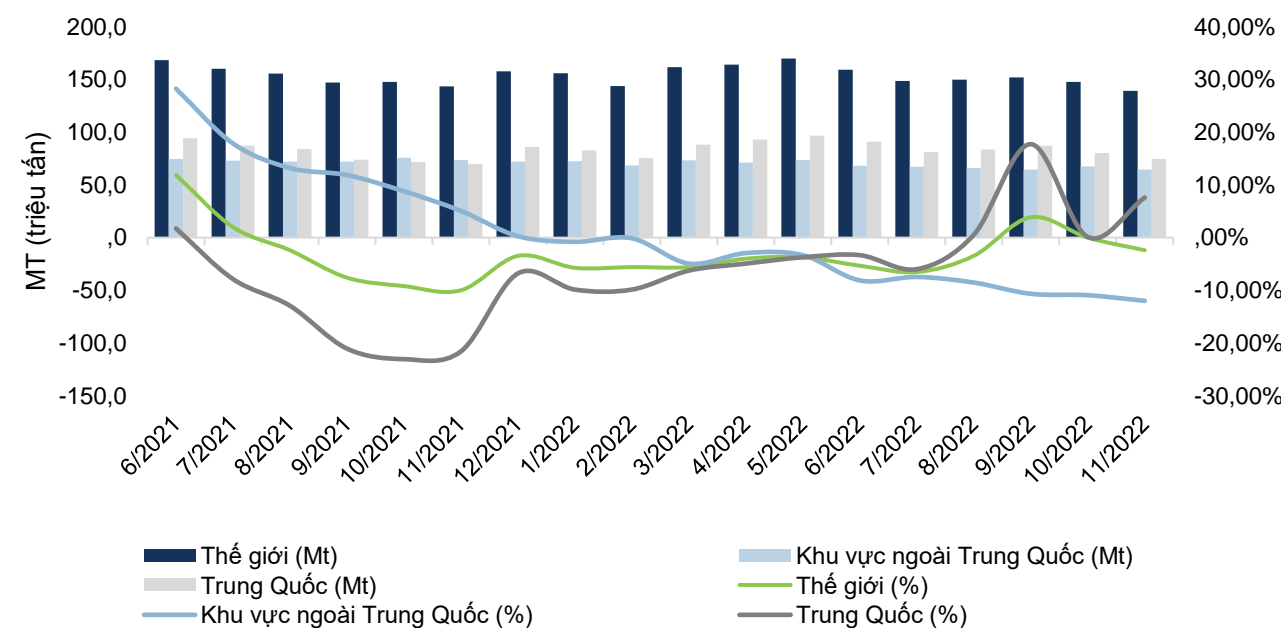
Dự báo nhu cầu thép, thép thành phẩm



Nguồn: World Steel (10/2022), FPTS tổng hợp

Sản lượng thép chưa có dấu hiệu hồi phục. Giai đoạn Q1/2022 – Q2/2022 khi giá thép lên cao nhất, sản lượng thép tăng không đáng kể, mức tăng chủ yếu ở Trung Quốc nhằm phục vụ thị trường nội địa, các thị trường ngoài Trung Quốc thì không có sự tăng trưởng sản lượng.

Sản lượng thép thô



Nguồn: World Steel (10/2022), FPTS tổng hợp

PHƯƠNG PHÁP LUẬN STL DECOMPOSITION

STL Decomposition (Seasonal and Trend decomposition using Loess) là phương pháp điều chỉnh tính mùa vụ của chuỗi dữ liệu thời gian. Dữ liệu sẽ được phân tách thành ba thành phần: tính xu hướng (Trend), tính mùa vụ (Seasonal) và phần còn lại (Remainder) thông qua việc sử dụng thuật toán lọc dựa trên phương pháp hồi quy LOESS (Locally Estimated Scatterplot Smoothing). Ba thành phần trên được giả định liên kết với nhau theo mối quan hệ cộng:

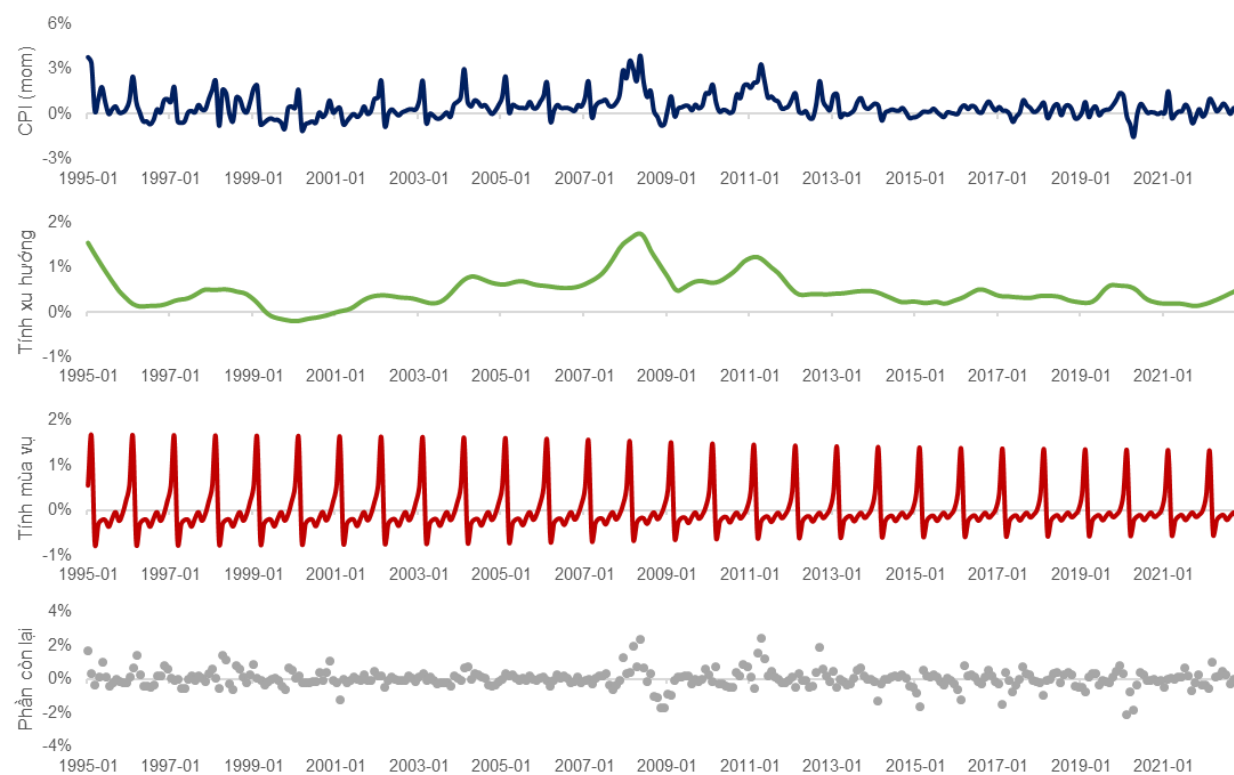
$$Y_t = T_t + S_t + R_t$$

Trong đó: Y_t : Dữ liệu thời gian; T_t : Yếu tố xu hướng; S_t : Yếu tố mùa vụ; R_t : Yếu tố khác tại thời điểm t.

Các bước xác định ba yếu tố:

- Xác định tính xu hướng (T_t): Yếu tố xu hướng được xác định bằng hai phương pháp phổ biến là trung bình động (moving averages) và phương pháp hồi quy.
- Loại bỏ yếu tố xu hướng ra khỏi dữ liệu (Detrend): $Y_t - T_t$
- Xác định yếu tố mùa vụ (S_t): Phương pháp đơn giản nhất để xác định yếu tố này là tính trung bình giá trị dữ liệu sau khi đã loại bỏ yếu tố xu hướng của từng kỳ cụ thể. Ví dụ, ảnh hưởng mùa vụ trong tháng 3 được xác định bằng trung bình tất cả dữ liệu tháng 3 sau khi đã loại bỏ tính xu hướng.
- Xác định phần còn lại (R_t): $R_t = Y_t - T_t - S_t$

Ví dụ: Sử dụng phương pháp STL để phân tích dữ liệu CPI bình quân hàng tháng so với tháng trước của Việt Nam.



Nguồn: FPTIS tổng hợp

THÔNG TIN LIÊN HỆ

GIÁM ĐỐC PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Kim Chi

chintk@fpts.com.vn

NHÓM PHÂN TÍCH CƠ BẢN

Nguyễn Ngọc Đức

Trưởng nhóm, ngành BĐS

ducnn2@fpts.com.vn

Đậu Đức Nam

Chuyên viên, ngành Điện

namdd@fpts.com.vn

Hà Huy Thắng

Chuyên viên, ngành Dệt may

thanghh@fpts.com.vn

Đình Hải Lương

Chuyên viên, ngành Xây dựng

luongdh@fpts.com.vn

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm, ngành Thép

duybd@fpts.com.vn

Trịnh Đức Thành

Chuyên viên, ngành Xi măng

thanhtd@fpts.com.vn

Nguyễn Gia Bách

Chuyên viên, ngành Logistics

bachng@fpts.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Thư

Chuyên viên, ngành Thực phẩm

thuntt@fpts.com.vn

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm, ngành Phân bón

nhanndt@fpts.com.vn

Nguyễn Hữu Thiên Ân

Chuyên viên, ngành Dầu khí

annht2@fpts.com.vn

Nguyễn Anh Nhật

Chuyên viên, ngành Cao su

nhatna@fpts.com.vn

Lê Quốc Trung

Chuyên viên, ngành Thủy sản

trunglq@fpts.com.vn

Phạm Hương Lê

Chuyên viên, ngành Mía đường

leph@fpts.com.vn

Phạm Thị Thảo Vy

Chuyên viên, ngành Nhựa

vyptt@fpts.com.vn

NHÓM PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Nguyễn Ngọc Tuấn

Trưởng nhóm

tuannn@fpts.com.vn

Nguyễn Tuấn Hùng

Chuyên viên

hungnt@fpts.com.vn

Trần Nguyễn Anh Tùng

Chuyên viên

tungtna@fpts.com.vn

Nguyễn Đức Anh

Trưởng nhóm

anhnd@fpts.com.vn

Phạm Thành An

Chuyên viên

anpt@fpts.com.vn

Tôn Thất Việt Hoàng

Chuyên viên

hoangttv@fpts.com.vn

NHÓM PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

Vũ Thị Hồng

Trưởng nhóm

hongvt@fpts.com.vn

Phan Thị Ngọc Hà

Chuyên viên

haptn@fpts.com.vn

Đào Đức Hiếu

Chuyên viên

hieudd@fpts.com.vn

Nguyễn Thanh Hương

Chuyên viên

huongnt4@fpts.com.vn

Nguyễn Huyền Huy

Chuyên viên

huynh@fpts.com.vn

Trần Thị Thủy Tiên

Chuyên viên

tienttt2@fpts.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.	Tầng 3, Tòa nhà Bến Thành Times Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.	Số 100 Quang Trung, phường Thạch Thang, quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3773 9058	Fax: (84.28) 6291 0607	Fax: (84.236) 3553 888