



TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
& TƯ VẤN ĐẦU TƯ SSI

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC NĂM 2023

CHỌN LỌC CƠ HỘI

TỔNG QUAN

Năm 2023 sẽ là năm then chốt để thử thách nền tảng sức mạnh của kinh tế Việt Nam. Chúng tôi cho rằng Việt Nam có thể đạt được tăng trưởng GDP ở mức 6,2% cho năm nay, đây là con số đáng khích lệ trong bối cảnh xu hướng kinh tế thế giới giảm tốc đáng kể. Cụ thể, Chính phủ đã mở rộng chính sách tài khóa và khu vực kinh tế tư nhân đang thu hút FDI. Chính sách tiền tệ có thể duy trì thận trọng, nhưng không tích cực như năm 2022. Nhu cầu toàn cầu chậm lại vẫn là rủi ro lớn trong ngắn hạn, nhưng đáng quan tâm hơn sẽ là rủi ro thanh khoản và các vấn đề liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2023: Chọn lọc cơ hội

- Sau những biến cố trong năm 2022, TTCK Việt Nam bước sang năm 2023 với các yếu tố tích cực và tiêu cực đan xen:** Một điểm tích cực mà chúng tôi nhận thấy là thị trường đã phản ánh khá nhiều rủi ro, bao gồm cả rủi ro định giá lại trong chu kỳ lãi suất tăng, cũng như triển vọng tăng trưởng kém khả quan hơn cho năm 2023. P/E thị trường dự phóng cho năm 2023 là 9,2 lần (tính tại ngày 30/12/2022), thấp hơn 35% so với mức P/E trung bình của thị trường là 14,16 lần trong giai đoạn 2009- 2022. Một điểm cộng quan trọng khác cho năm 2023 là đồng VND có thể sẽ ổn định hơn trong năm nay. Ngược lại, rủi ro về thanh khoản vẫn tồn tại xuyên suốt trong năm, do áp lực lớn đến từ lượng trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đến hạn. Lãi suất có thể sẽ đạt đỉnh nhưng sẽ quay đầu với tốc độ khá chậm. Do đó thị trường bất động sản vẫn sẽ đối mặt với khó khăn kéo dài. Mặt khác, kỳ vọng được đẩy lên cao khi Chính phủ đang có những động thái thực tế hơn nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường vốn, cụ thể là chuyển biến tích cực từ quá trình sửa đổi Nghị định 65, nhưng đây cũng không phải là câu chuyện một sớm một chiều có thể giải quyết được
- Với kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex tăng 15% vào cuối năm 2023, cao hơn so với ước tính tăng trưởng lợi nhuận là 13,8% cho năm nay** (vùng điểm mục tiêu của VNIndex là 1.160 vào cuối năm). Mặc dù vậy, sẽ có những giai đoạn trong năm chỉ số có thể ghi nhận vùng điểm cao hơn so với ngưỡng mục tiêu kể trên. Với những động thái chủ động và quyết liệt của Chính phủ để đối phó với các thách thức vĩ mô, chúng tôi kỳ vọng TTCK trong năm 2023 sẽ khả quan hơn nếu so sánh với năm 2022, nhưng còn quá sớm để trở nên quá lạc quan về khả năng bứt phá mạnh của thị trường. Các giả định chính của chúng tôi liên quan đến thị trường bao gồm: (i) Về thị trường TPDN, rủi ro vỡ nợ vẫn tồn tại - đặc biệt đối với các tổ chức phát hành có quy mô nhỏ. (ii) Các tổ chức phát hành lớn trên thị trường TPDN có thể vẫn đứng vững trước rủi ro vỡ nợ nhưng vẫn cần được theo dõi chặt chẽ. (iii) Quá trình thanh lọc thị trường/ xử lý các sai phạm vẫn tiếp diễn nhưng sẽ không ảnh hưởng quá mạnh mẽ đến thị trường như trong năm 2022.
- TTCK sẽ có 3 chủ đề nổi bật trong năm: (i) Đầu tư công; (ii) Trung Quốc mở cửa trở lại hoàn toàn; (iii) Dòng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài.** Câu chuyện đẩy mạnh đầu tư công vẫn luôn là chất xúc tác cho thị trường trong vài năm nay, tuy nhiên mức độ giải ngân thực tế là khá chậm so với kế hoạch. Vẫn còn khoảng 15 tỷ USD cho giai đoạn 2022-2023 vẫn chưa được giải ngân. Bộ Tài chính đã công bố kế hoạch ngân sách cho đầu tư phát triển năm 2023 ở mức 726 triệu tỷ đồng (khoảng 30,5 tỷ USD, cao hơn mức kế hoạch đã sửa đổi cho năm 2022 là 27,2 tỷ USD). Câu chuyện thứ hai là kỳ vọng Trung Quốc sẽ mở cửa hoàn toàn trở lại. Khách du lịch Trung Quốc chiếm 32% lưu lượng khách hàng không quốc tế đến Việt Nam trong năm 2019, trong khi Trung Quốc là điểm đến du lịch lớn nhất của người dân Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách từ Trung Quốc đến Việt Nam sẽ phục hồi dần dần từ Q2.2023. Lượng khách quốc tế vào năm 2024 có thể vượt mức của năm 2019, đánh dấu sự phục hồi hoàn toàn của ngành hàng không Việt Nam.
- Chúng tôi đánh giá thị trường sẽ biến động mạnh theo cả 2 chiều do thanh khoản dự kiến duy trì ở mức thấp** (chúng tôi giả định GTGD bình quân của thị trường sẽ giảm 25% trong năm 2023). Với thanh khoản ở mức thấp, khi có dòng tiền lớn xuất hiện như dòng tiền từ khối ngoại, thị trường có thể đảo chiều nhanh chóng. Khối ngoại bắt đầu mua ròng mạnh kể từ tuần thứ 2 của tháng 11 và đây là động lực chính cho diễn biến tích cực của thị trường từ thời điểm đó cho đến nay. Tuy nhiên, có thể vẫn còn quá sớm để kết luận rằng TTCK Việt Nam có thể bứt phá mạnh trở lại trong cả năm nay trước khi suy thoái kinh tế toàn cầu bắt đầu tác động đến Việt Nam (và trước khi tất cả các thách thức vĩ mô dịu bớt). Các đợt hồi phục ngắn hạn của thị trường có thể sẽ dựa trên kỳ vọng về khả năng “hạ cánh mềm” của các nền kinh tế trên thế giới cũng như các rủi ro vĩ mô trong nước hạ nhiệt, trong khi định giá thị trường trở nên hấp dẫn hơn cho tầm nhìn dài hạn.
- Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ có những cơ hội tốt để MUA cho mục tiêu dài hạn trong những thời điểm thị trường chịu tác động tiêu cực từ các biến số rủi ro.

Các yếu tố cần theo dõi trong nửa đầu năm 2023 bao gồm:

- Lạm phát cao (dự kiến đạt đỉnh vào Q1.2023) tác động tiêu cực đến tiêu dùng.
- Lượng TPND đến hạn thanh toán (một số lượng TPND đến hạn được dời Q4.2022 sang Q1.2023); các vụ việc sai phạm liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp đang chờ xử lý.
- Fed tăng lãi suất vào tháng 2, tháng 3 và tháng 5 sẽ giữ lãi suất ở mức cao.
- Chúng tôi giả định NĐ 65 sửa đổi về TPDN sẽ được thông qua trong Q1.2023.
- Vinfast IPO.
- Lợi nhuận doanh nghiệp kém khả quan, một số ngành ghi nhận mức đáy về tăng trưởng lợi nhuận.
- Thị trường bất động sản trầm lắng.
- Trung Quốc mở cửa trở lại, nhiều khả năng sẽ tác động đến ngành du lịch Việt Nam từ cuối Q2.2023 (kỳ nghỉ hè).

Trong nửa cuối năm 2023, có rất nhiều câu hỏi đặt ra để quyết định chiều hướng của thị trường: Nếu tiêu dùng yếu đi, thì yếu đến mức nào? Liệu suy thoái toàn cầu có sớm kết thúc? Khi lãi suất giảm thì mức giảm có mạnh không? Nỗ lực phòng chống tham nhũng sẽ có tiến triển như thế nào? Nghị định 65 sửa đổi sẽ được triển khai hiệu quả và thực tế hay không?

Trong kịch bản tích cực, mặc dù các dữ liệu vĩ mô có vẻ vẫn yếu, nhưng thị trường có thể đã bỏ qua các yếu tố này và hướng đến kỳ vọng cho sự phục hồi vào năm 2024. Tuy nhiên, chúng ta cũng cần thận trọng và không nên bỏ qua tác động của các yếu tố có độ trễ, như lợi nhuận doanh nghiệp kém khả quan hoặc dòng vốn FDI yếu đi, vì những yếu tố này có thể chỉ bắt đầu xuất hiện từ nửa cuối năm 2023.

Ngành	Phân ngành	Triển vọng 2023	Cổ phiếu ưa thích	Cổ phiếu theo dõi
Tiêu dùng không thiết yếu	Dệt may	Kém Khả quan		
	Bán lẻ	Trung lập	PNJ	
	Ô tô/Xe máy	Trung lập		
Tiêu dùng thiết yếu	Thủy sản	Kém Khả quan		
	Thực phẩm & Đồ uống	Trung lập	VNM, DBC	SAB
Năng lượng	Dầu khí	Trung lập	PVD, PLX	GAS
Bất động sản	Bất động sản nhà ở	Kém Khả quan		
	Bất động sản KCN	Khả quan	IDC, KBC	BCM
Tài chính	Ngân hàng	Trung lập	VCB, STB, BID, ACB	
	Bảo hiểm	Khả quan	BVH	
	Chứng khoán	Trung lập		
Chăm sóc sức khỏe	Y tế/Dược phẩm	Trung lập		TRA, DBD
Công nghiệp	Cảng biển & Logistics	Kém Khả quan	GMD	
	Hàng không	Khả quan	ACV, AST	
	Xây dựng	Kém Khả quan		CTD
Công nghệ thông tin	CNTT/Viễn thông	Khả quan	FPT, CTR	
Nguyên vật liệu	Thép	Trung lập	HPG, HSG	
	Xi măng	Trung lập		HT1
	Phân bón	Kém Khả quan		
	Đá Xây dựng	Khả quan		DHA
Tiện ích	Điện	Trung lập	POW, QTP	PC1, NT2
	Nước	Trung lập		TDM

MỤC LỤC

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2023: LỬA THỬ VÀNG	5
Bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu 2023.....	5
Triển vọng thị trường Việt Nam năm 2023	7
Động lực tăng trưởng chính trong 2023.....	8
Các rủi ro chính ảnh hưởng tới cân đối vĩ mô trong 2023.....	10
TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2023: CHỌN LỌC CƠ HỘI	13
Năm 2022 ghi nhận mức sụt giảm mạnh nhất của chỉ số VNIndex từ đợt khủng hoảng tài chính thế giới vào năm 2008	13
Triển vọng Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam năm 2023: Chọn lọc cơ hội.....	17
TRIỂN VỌNG NGÀNH.....	19
Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Dệt may: Đối mặt với nhiều thách thức khi sản lượng tiêu thụ dự kiến sẽ giảm	19
Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Bán lẻ: Chèo lái qua khó khăn.....	23
Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Ô tô/ Xe máy: Trở lại bình thường.....	30
Hàng tiêu dùng thiết yếu – Thủy sản: Lợi nhuận năm 2023 giảm do mức nền so sánh cao.....	34
Hàng tiêu dùng thiết yếu – Thực phẩm & Đồ uống: Cải thiện tỷ suất lợi nhuận là điểm sáng duy nhất trong bối cảnh lạm phát cao...38	38
Dầu khí: Giá dầu có thể giảm từ mức đỉnh năm 2022, nhưng nhiều khả năng vẫn ở mức cao	49
Tài chính – Ngân hàng: Vẫn còn nhiều câu hỏi cần giải đáp.....	56
Tài chính – Bảo hiểm: Lãi suất cao tác động tích cực đến lợi nhuận các công ty bảo hiểm	69
Tài chính – Chứng khoán: Kết quả kinh doanh có thể được cải thiện trong nửa cuối 2023	77
Bất động sản - Bất Động sản Nhà ở: Khó khăn vẫn còn	83
Bất động sản – Bất động sản khu công nghiệp: Nguồn cung hạn chế, triển vọng tích cực trong 6 tháng đầu năm 2023.....	92
Y tế và Dược phẩm: Tăng trưởng lợi nhuận trở về mức bình thường	102
Công nghiệp – Cảng biển & Logistics: Đối mặt khó khăn trong chu kỳ giảm.....	107
Công nghiệp – Hàng không: Tiến dần đến phục hồi hoàn toàn.....	115
Công nghiệp – Xây dựng Nhà ở: Cải thiện dòng tiền hoạt động là trọng tâm.....	122
Công nghệ và Viễn thông: Tăng trưởng vững chắc	127
Nguyên vật liệu - Thép: Biên lợi nhuận có thể cải thiện nhờ giá bán ổn định, nhưng nhu cầu vẫn còn rủi ro suy yếu.....	140
Nguyên vật liệu – Xi măng: Triển vọng lợi nhuận tích cực	146
Nguyên vật liệu – Phân bón: Vị thế tiền mặt rủng rỉnh cao giúp hạn chế đà giảm giá cổ phiếu	152
Nguyên vật liệu – Đá Xây dựng: Nhu cầu tăng từ các dự án cơ sở hạ tầng.....	156
Tiện ích – Điện: Sự trở lại của nhiệt điện	161
Tiện ích – Nước: M&A tích cực giữa các công ty nước	172
THÔNG TIN LIÊN HỆ.....	178

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ VIỆT NAM NĂM 2023: LỬA THỬ VÀNG

Bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu 2023

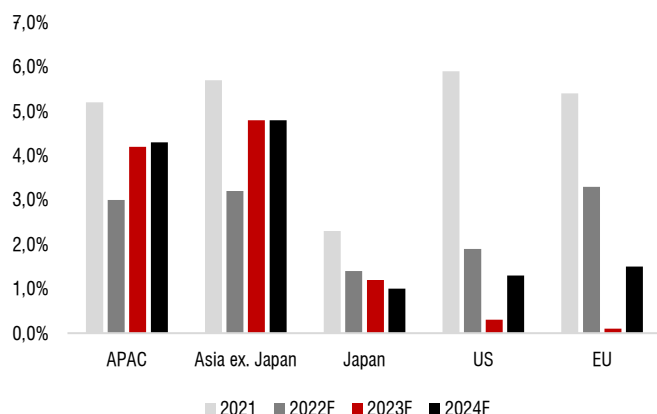
Chúng tôi liệt kê 3 câu hỏi lớn mà kinh tế toàn cầu cần có lời giải đáp xuyên suốt năm 2023 mà sẽ tác động lớn tới bối cảnh vĩ mô của Việt Nam, bao gồm:

- 1) Liệu có xảy ra suy thoái trong năm 2023 hay không?
- 2) Việc thắt chặt chính sách tiền tệ trong năm 2022 sẽ tác động tới lạm phát như thế nào? Và
- 3) Thời điểm các NHTW lớn phát tín hiệu nới lỏng?

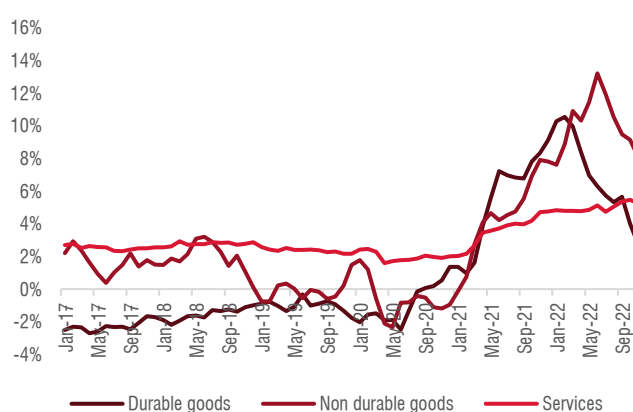
Câu hỏi thứ nhất: Suy thoái

Trên thực tế, các số liệu kinh tế hiện tại đang chỉ ra rằng nền kinh tế toàn cầu sẽ đối mặt với rủi ro suy thoái trong 2023. Môi trường lãi suất ở mức cao, lạm phát cao kéo dài và thu nhập suy giảm đã và đang tác động tới tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng tiếp tục có sự chênh lệch lớn giữa các quốc gia và khu vực. Cụ thể, xác suất xảy ra suy thoái kinh tế tại khu vực EU trong nửa đầu năm 2023 hiện đang tương đối cao, trong khi các dữ liệu kinh tế của Mỹ vẫn cho thấy sự vững vàng nhất định từ tiêu dùng nội địa. Mặc dù vậy, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi vẫn cho rằng nước Mỹ sẽ rơi vào suy thoái nhẹ (và ngắn) vào cuối năm 2023. Khu vực Châu Á, tiếp tục có sự vượt trội so với các khu vực khác, với sự trở lại của Trung Quốc (nhờ việc dỡ bỏ dần chính sách Không Covid và mở cửa nền kinh tế).

Dự báo GDP toàn cầu theo khu vực (% so với cùng kỳ)



Biến động chỉ số PCE của Mỹ theo ngành (% so với cùng kỳ)



Nguồn: Bloomberg, tính đến tháng 12/2022

Nguồn: CEIC

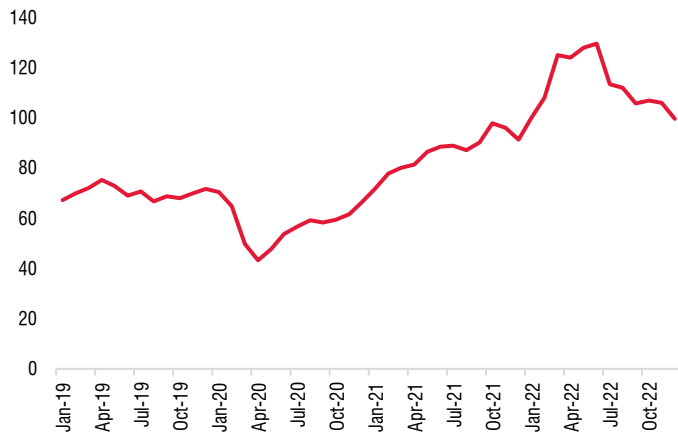
Câu hỏi thứ hai: Lạm phát

Một vấn đề đáng chú ý khác cần theo dõi trong năm tới là tốc độ giảm của lạm phát như thế nào sau những động thái thắt chặt chính sách tiền tệ trong năm 2022. Mặc dù lạm phát đang cho thấy các tín hiệu hạ nhiệt rõ ràng hơn, tốc độ sụt giảm và khi nào lạm phát quay về mức mục tiêu dài hạn vẫn là những câu hỏi khó có thể đưa ra đáp án, đặc biệt đối với nước Mỹ khi lạm phát dịch vụ hiện vẫn duy trì mức cao trong thời gian dài. Đặc biệt, lạm phát tổng thể có thể có dấu hiệu dịu lại, nhưng lạm phát cơ bản duy trì ở mức cao vẫn là vấn đề làm đau đầu các ngân hàng trung ương.

Câu hỏi thứ ba: Chính sách tiền tệ

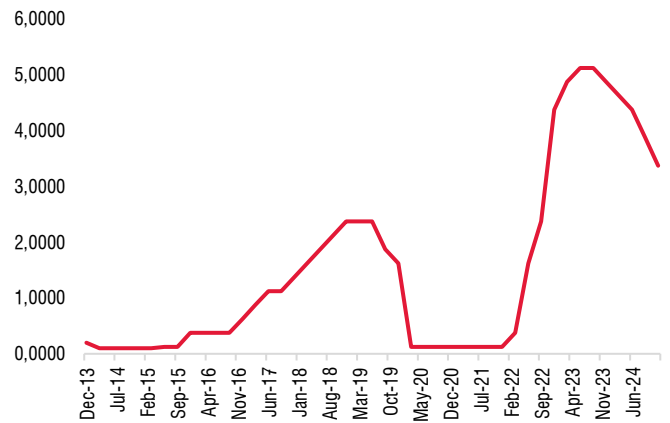
Thị trường hiện đang kỳ vọng Cục dự trữ liên bang Mỹ sẽ tăng lãi suất từ 50-75 điểm cơ bản trong nửa đầu năm 2023 và bắt đầu đẩy mạnh chu kỳ nới lỏng vào cuối năm 2023 và 2024, với mức giảm kỳ vọng là 200 điểm cơ bản từ mức đỉnh.

S&P Goldman Sachs Spot Commodity Index (point, T1/2022=100)



Nguồn: CEIC, SSIR

Dự báo lãi suất liên bang của Fed (%)



Nguồn: SSI Research

Triển vọng thị trường Việt Nam năm 2023

Việt Nam đã có một năm 2022 với kết quả tương đối thành công, nhờ đóng góp lớn từ nhu cầu nội địa, dòng vốn FDI và hoạt động sản xuất. Tuy nhiên, đà phục hồi đã có tín hiệu chậm dần vào nửa cuối năm 2022, với những rủi ro đến từ nội tại nền kinh tế và thế giới. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP trong năm 2023 vào khoảng 6%-6,2%. Trong đó, Chính phủ sẽ tiếp tục theo đuổi chính sách tài khóa mở rộng (thông qua việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và Chương trình hồi phục và phát triển kinh tế 2022-2023) và Ngân hàng Nhà nước với chính sách tiền tệ linh hoạt hơn so với năm 2022.

Các chỉ tiêu kinh tế chính trong 2023

	2019	2020	2021	2022	2023F
Tăng trưởng GDP (%- 2010p)	7,02	2,91	2,58	8,02	6,0-6,2
CPI (trung bình, % svck)	2,79	3,23	1,84	3,15	4,3
CPI (cuối kỳ, % svck)	5,23	0,19	1,89	4,55	3,4
Xuất khẩu (Tỷ USD)	264,19	281,5	336,25	371,3	375
Nhập khẩu (Tỷ USD)	253,07	262,4	332,25	358,9	365
Cán cân thương mại (Tỷ USD)	11,1	19,1	4,0	12,4	10
Tỷ giá (USD/VND)	23.230	23.215	22.930	23.780	23.500
Cán cân vãng lai (Tỷ USD)	12	14	-3,8	0	1
Dự trữ ngoại hối (Tỷ USD)	79	94,4	107	84,00	85
Tăng trưởng tín dụng (% svck)	13,7	12	12,97	14,50	14,0
Lãi suất huy động trung bình (%/năm)	6,9	5,8	5,5	6,50	8,0

Nguồn: SSI Research

Các kịch bản kinh tế vĩ mô năm 2023

- **Kịch bản tích cực:** Nền kinh tế toàn cầu hạ cánh mềm, Chiến tranh Nga – Ukraine kết thúc trong năm 2023, và Trung Quốc hủy bỏ hoàn toàn chính sách Zero Covid. Trong nước, chính sách mở rộng tài khóa được sử dụng hiệu quả trong 2023.
- **Kịch bản cơ sở:** Nền kinh tế toàn cầu hạ cánh cứng (nhưng không phải suy thoái kéo dài). Mặc dù các bất ổn địa chính trị có thể lắng dịu, chiến tranh Nga – Ukraine có thể vẫn tiếp diễn dưới nhiều hình thức. Trung Quốc hủy bỏ hoàn toàn chính sách Zero Covid. Trong nước, chính sách tài khóa và gói hỗ trợ được giải ngân tương đối tốt.
- **Kịch bản kém khả quan:** Nền kinh tế toàn cầu hạ cánh cứng và suy thoái kéo dài hơn. Bất ổn địa chính trị nghiêm trọng và cần nhiều thời gian hơn để giải quyết. Trong nước, các khó khăn trong việc giải ngân đầu tư công vẫn tiếp tục kéo dài sang năm 2023.

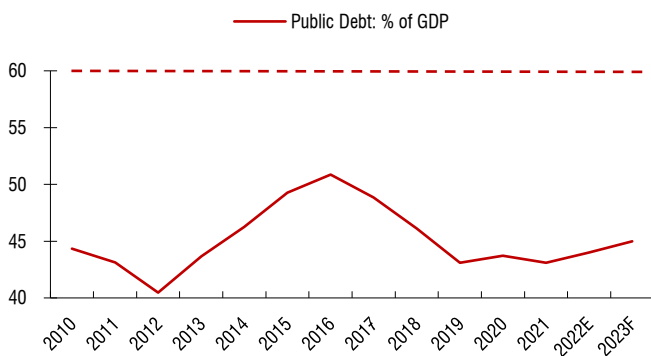
	KB tích cực	KB cơ sở	KB kém khả quan
Tăng trưởng GDP (%)	7%++	6,0-6,2%	4,5-5,0%
CPI (bình quân, %)	4,5%	4,3%	5++%
Lãi suất tái cấp vốn (%/năm)	5,5%	6,0%	6,5%
USDVND (% YTD)	-1,5%++	-0,2% – 0%	3%++

Động lực tăng trưởng chính trong 2023

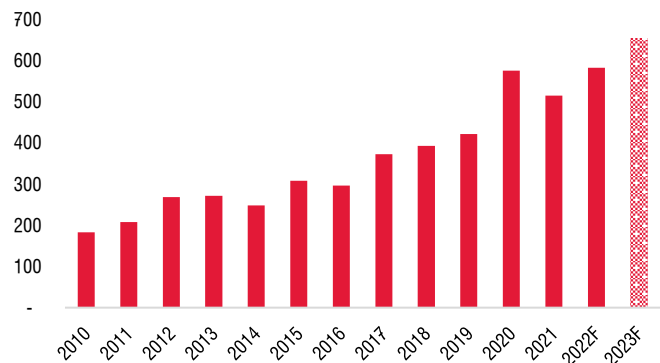
Đầu tư công là động lực tăng trưởng chính trong 2023

Năm 2023, Việt Nam có nhiều dư địa để thúc đẩy nhu cầu trong nước thông qua các biện pháp kích thích tài khóa nhờ cơ cấu nợ công vẫn đang được kiểm soát ở mức hợp lý (ước tính nợ công trong năm 2023 đạt 45% GDP, thấp hơn mức trần 60% của Chính phủ). Trong đó, Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế vẫn là điểm khác biệt của Việt Nam so với phần còn lại của thế giới, và là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng, nếu phần lớn gói này chưa được giải ngân. Trên thực tế, kế hoạch đầu tư công trong năm 2023 đã được thông qua với ước tính vào khoảng 726 nghìn tỷ đồng – mức lớn nhất từ trước đến nay và tập trung vào các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng như Dự án đường bộ cao tốc Bắc – Nam tuyến phía đông (giai đoạn 2), các dự án vành đai ở Hà Nội và HCM. Tuy nhiên, không phải các vấn đề liên quan đến chậm giải ngân đã được giải quyết.

Nợ công tại Việt Nam (% GDP)



Giải ngân đầu tư công (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, SSI Research

Nguồn: Bộ Tài chính, SSI Research

Các dự án chính trong 2023	Tổng vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Dự kiến hoàn thành
Dự án thành phần cao tốc Bắc Nam (GD 2017-2020)		
Mai Sơn - QL 45	12,11	2023
QL 45 - Nghi Sơn	5,61	
Nghi Sơn - Diễn Châu	7,29	
Vĩnh Hào - Phan Thiết	10,85	
Phan Thiết - Dầu Giây	12,57	
Cầu Mỹ Thuận 2	3,38	2023
Cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ	4,82	
Dự án luồng sông Hậu (giai đoạn 2)	2,6	2023
Tuyến đường thủy kênh Chợ Gạo	1,3	2023
Dự án thành phần cao tốc Bắc Nam (GD 2021-2025)		
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7,4	2025
Hàm Nghi - Vũng Áng	10,2	
Vũng Áng - Bùng	11,8	
Bùng - Vạn Ninh	10,5	
Vạn Ninh - Cam Lộ	10,6	
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,9	
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,5	
Quy Nhơn - Chí Thạnh	12,3	
Chí Thạnh - Vân Phong	10,6	
Vân Phong - Nha Trang	12,9	
Cần Thơ - Hậu Giang	9,8	2027
Hậu Giang - Cà Mau	17,5	
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85,8	2027
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75,4	2027
Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng (Giai đoạn 1)	45,1	2025-2026
Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột (Giai đoạn 1)	21,9	2025-2026
Biên Hòa – Vũng Tàu (Giai đoạn 1)	17,8	2025

Các dự án chính trong 2023	Tổng vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Dự kiến hoàn thành
Cao tốc Dầu Giây - Liên Khương (Giai đoạn 1)	~ 42	2025
Chợ Mới - Bắc Kạn	2,7	2025
Hòa Liên - Túy Loan	2,15	2025
Đắk Nông - Bình Phước	19,8	2025
Nam Định - Ninh Bình - Thái Bình - Hải Phòng	N/A	N/A
Lạng Sơn - Cao Bằng	20,9	2025
Hòa Bình - Mộc Châu	22	2024
Hà Giang - Tuyên Quang	5,5	2025
Nâng cấp tuyến đường Cái Mép-Thị Vải	1,4	2025

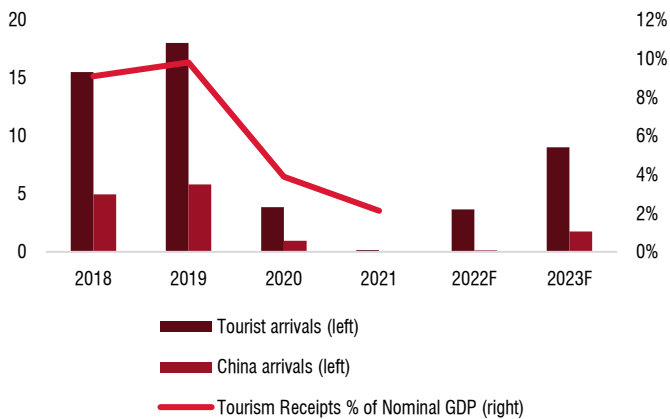
Nguồn: Website Chính phủ, SSI Research

Trung Quốc mở cửa trở lại: Cơ hội nào cho Việt Nam

Việc Trung Quốc chính thức mở cửa hoàn toàn sau 3 năm chịu ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 chắc chắn tác động tích cực đến các hoạt động kinh tế của Việt Nam, ví dụ như đối với ngành xuất khẩu, du lịch. Tuy nhiên, tác động rõ rệt có thể chỉ đến từ nửa cuối năm 2023, và cũng cần phải nhắc lại rằng 3 năm Covid đã phần nào thay đổi thói quen tiêu dùng cũng như du lịch của du khách Trung Quốc, và các doanh nghiệp của Việt Nam sẽ cần phải nỗ lực hơn để thích ứng với xu hướng du lịch đó. Với ước tính tích cực (dựa trên số liệu về chi tiêu của du khách Trung Quốc giai đoạn trước Covid), **chúng tôi kỳ vọng khách Trung Quốc sẽ có tiềm năng đóng góp 2,8 tỷ USD doanh thu khách sạn và dịch vụ cho Việt Nam** trong năm 2023.

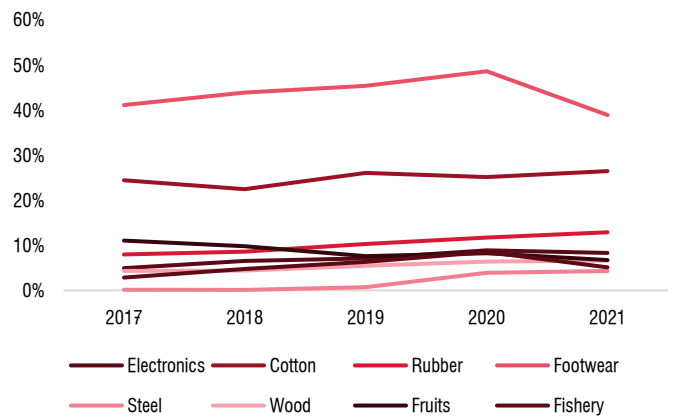
Về thương mại, việc các hoạt động thương mại tại các cửa khẩu đường bộ có thể diễn ra mạnh mẽ hơn là nhân tố quan trọng giúp hỗ trợ xuất khẩu, chưa kể đến việc phục hồi của cầu nội địa của Trung Quốc. Cụ thể, xuất khẩu các mặt hàng sản phẩm nông nghiệp ước tính tăng sau thời gian gặp khó khăn do chính sách Không Covid kéo dài trong khi đó tốc độ tăng trưởng của các sản phẩm chủ chốt khác như hàng điện tử, giày dép, gỗ và bông vẫn được duy trì.

Khách quốc tế đến và đi (triệu lượt khách, %)



Nguồn: CEIC, GSO, SSI Research

Các sản phẩm chính Trung Quốc nhập khẩu từ Việt Nam (% tổng nhập khẩu Trung Quốc)



Nguồn: ITC, SSI Research

Doanh thu từ hoạt động du lịch và tỷ trọng khách Trung Quốc (2019)

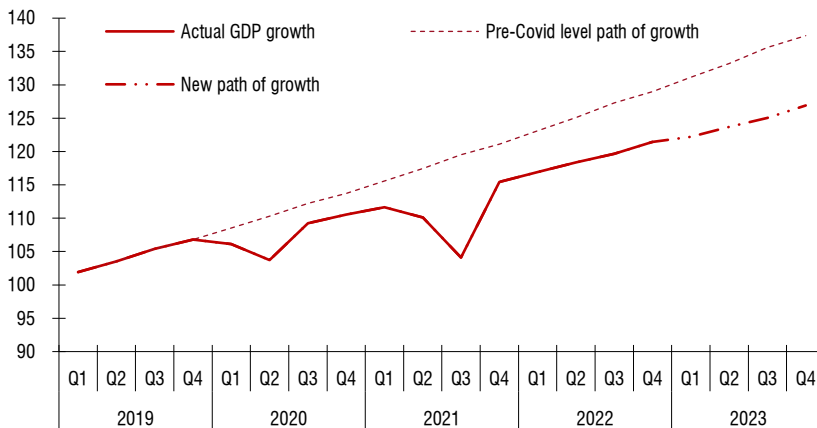
	Doanh thu du lịch (% GDP)	Tỷ trọng khách Trung Quốc (trên tổng số khách du lịch nước ngoài)
Thailand	11,3%	28,6%
Hongkong	10,4%	79,1%
Vietnam	9,8%	29,6%
Malaysia	5,7%	11,4%
Singapore	5,4%	19,4%
Taiwan	2,3%	28,1%
Indonesia	1,6%	13,5%

Nguồn: CEIC, SSI Research

Các rủi ro chính ảnh hưởng tới cân đối vĩ mô trong 2023

Xét tổng quát, tăng trưởng GDP trong cả năm 2022 đạt 8,02%, đánh dấu mức tăng trưởng nhanh nhất kể từ năm 1997 và giúp Việt Nam có thể nằm trong những quốc gia có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực Châu Á. Động lực đến từ hầu hết các khu vực kinh tế chính khi nền kinh tế mở cửa hoàn toàn sau Covid-19, cũng như những yếu tố nền tảng đến từ tiêu dùng nội địa và dòng vốn FDI. Tuy nhiên, cũng cần phải lưu ý rằng ngay cả khi tăng trưởng mạnh mẽ vào năm 2022, nền kinh tế vẫn chưa tiến gần đến mức tăng trưởng trung bình trong giai đoạn trước Covid (6,5%/năm), khi tăng trưởng GDP bình quân hàng năm giai đoạn 2020-2022 là ước tính khoảng 4,5%/năm.

Tốc độ tăng trưởng GDP (2018Q4=100, điều chỉnh mùa vụ)



Nguồn: GSO, SSI Research

Rủi ro lạm phát

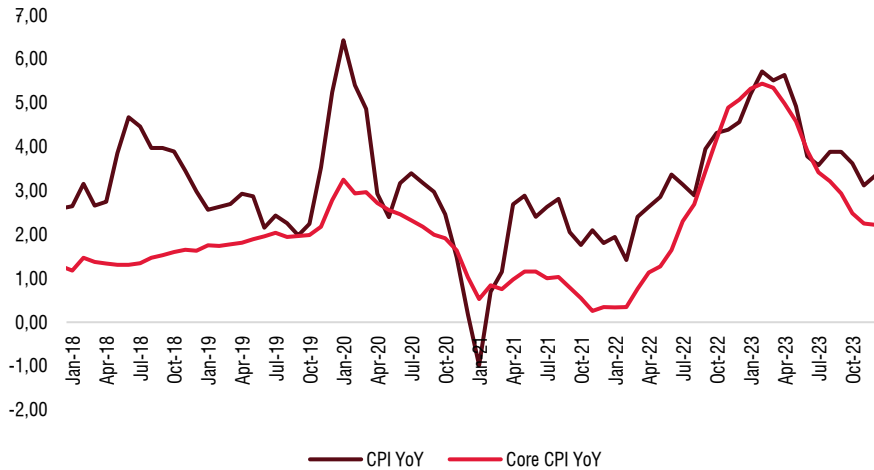
Trong khi lạm phát trung bình trong năm 2022 được kiểm soát ở mức 3,15% so với cùng kỳ, thấp hơn mục tiêu của Chính phủ là 4%, dữ liệu theo tháng cho thấy chỉ số CPI đã bắt đầu tăng tốc mạnh từ quý 3/2022 với các yếu tố tác động tăng dịch chuyển dẫn từ nhóm năng lượng sang nhóm hàng hóa liên quan đến giáo dục và nhà ở. Điều này cũng khiến cho lạm phát cơ bản tăng mạnh hơn lạm phát chung, và áp lực lạm phát sẽ lớn dần hơn trong nửa đầu năm 2023, đặc biệt khi xem xét việc điều chỉnh giá các nhóm hàng thuộc quản lý của Chính phủ như điện hay y tế hay từ yếu tố mùa vụ. Bên cạnh đó, lạm phát lương thực & thực phẩm có thể là yếu tố rủi ro trong năm 2023, khi các biện pháp hỗ trợ Covid không còn nữa (như VAT trở lại 10% cho năm 2023) hay giá thịt heo trong nước có thể sẽ bật tăng do việc mở cửa của Trung Quốc (khiến cầu tăng).

Trên thực tế, các kịch bản lạm phát trong năm 2023 từ các cơ quan chính phủ cũng có sự phân hóa (dao động từ 3,8% - 5%), cho thấy các yếu tố tác động đến lạm phát sẽ khó lường hơn rất nhiều và thậm chí mục tiêu 4,5% mà Chính phủ đưa ra cũng khá thách thức. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát bình quân trong kịch bản cơ sở là khoảng 4,3% cho năm 2023, trong đó CPI bình quân cho 1H23 và 2H23 lần lượt là 5,1% và 3,6%.

	Ước tính (% svck)	Tác động lên CPI (điểm phần trăm)
Giá xăng dầu	-10%	-0,4
Giá thịt heo	10%	+0,4
Giá điện bán lẻ	8%	+0,8
Lương cơ bản	21%	+0,5
2023 CPI (trung bình)		4,3%

Nguồn: SSI Research

Ước tính lạm phát chung và lạm phát cơ bản (% so với cùng kỳ)



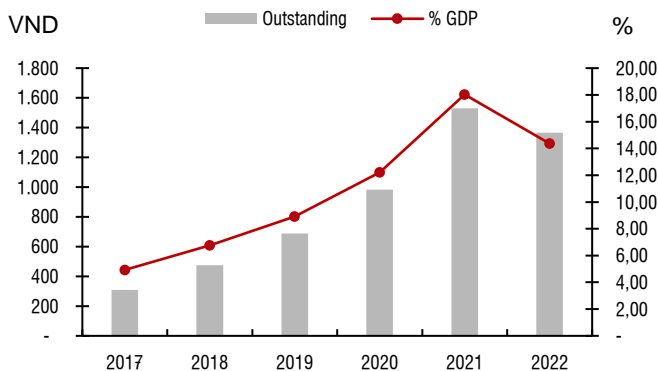
Nguồn: SSI Research

Rủi ro thanh khoản

Sự kiện Vạn Thịnh Phát vào đầu tháng 10 (và sau đó tạo áp lực lớn lên thanh khoản hệ thống), kết hợp với các điều kiện tài chính toàn cầu thắt chặt hơn đã cho thấy những điểm yếu trong thị trường tài chính Việt Nam. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá đà trong môi trường lãi suất thấp (khi tăng trưởng kinh tế dựa nhiều vào tăng trưởng tín dụng), dưới hình thức các khoản vay ngân hàng trong nước, trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay nước ngoài đi kèm với việc không có nhận thức đầy đủ về rủi ro đi kèm, đã và sẽ gây ra rủi ro thanh khoản cho Việt Nam trong năm 2023 và 2024.

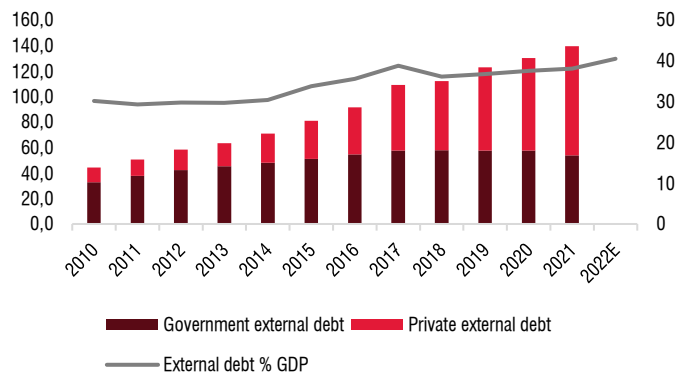
Trên thực tế, cũng không khó để nhận ra giai đoạn khó khăn này và giai đoạn 2010-2011 có khá nhiều điểm tương đồng. Xét về bối cảnh trong nước và quốc tế, sau một giai đoạn khủng hoảng (dù là khủng hoảng tài chính 2007-2008, hay khủng hoảng do đại dịch Covid-19, 2020-2021), kinh tế thế giới và Việt Nam đều có một giai đoạn hồi phục nhẹ một năm sau đó (2010, 2021-2022) và ngay lập tức bước vào một giai đoạn khó khăn hơn với rủi ro tiếp tục suy thoái. Nếu giai đoạn 2010-2011 thế giới cuộc khủng hoảng nợ công tại châu Âu, rồi ngay cả Mỹ cũng bị S&P hạ xếp hạng tín nhiệm, thì tới 2022 châu Âu lại phải đương đầu với xung đột Nga – Ukraine và cả thế giới cùng phải đương đầu với lạm phát tăng cao (khủng hoảng về chi phí sinh hoạt). Và khi đều phải đối diện với một điều kiện tài chính thắt chặt (lãi suất tăng) đi kèm với rủi ro suy thoái tăng lên, thì có thể thấy các vấn đề về tỷ giá, tín dụng, thanh khoản, hay ảnh hưởng tới các thị trường có độ nhạy cao với lãi suất như thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán... hoặc những câu chuyện thiêu đờn hàng xuất khẩu là những điểm chung dễ thấy giữa giai đoạn 2011 và 2022 tại Việt Nam.

Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (% GDP)



Nguồn: HNX, SSI Research

Nợ nước ngoài (Tỷ USD, % GDP)



Nguồn: Bộ Tài chính, SSIR

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng có một số điểm khác biệt trong 2022-2023 có thể giúp Việt Nam vượt qua giai đoạn khó khăn này, thay vì rơi vào khủng hoảng như thời kỳ trước.

Thứ nhất, sức khỏe ngành ngân hàng của Việt Nam đã tốt hơn nhiều so với trước đây. Các điều kiện đảm bảo tỷ lệ an toàn vốn theo Basel II đã được triển khai kể từ sau cuộc khủng hoảng năm 2011 và tính đến hiện tại, hai phần ba số ngân hàng đã đáp ứng mức tỷ lệ an toàn vốn từ 11% đến 12%. Tỷ lệ nợ xấu nội bảng hiện chỉ ở mức 1,7% từ mức 5% vào năm 2012, trong khi tỷ lệ nợ có vấn đề ước tính trên 7% - thấp hơn nhiều so với mức hơn 17% vào năm 2022.

Thứ hai, các yếu tố giúp cân bằng vĩ mô của Việt Nam được kiểm soát tốt, bao gồm tăng trưởng tín dụng, lạm phát, tỷ giá và lãi suất. Lạm phát tại Việt Nam trong năm 2022 được kiểm soát tốt, các đợt tăng lãi suất của Ngân hàng Nhà nước trong năm phù hợp với diễn biến toàn cầu và giảm áp lực lên tỷ giá.

Thứ ba, các chính sách được sử dụng linh hoạt, bớt cứng nhắc hơn, phù hợp với giai đoạn có nhiều yếu tố bất định như hiện nay.

Diễn biến giai đoạn 2022-2023 so với 2010-2011

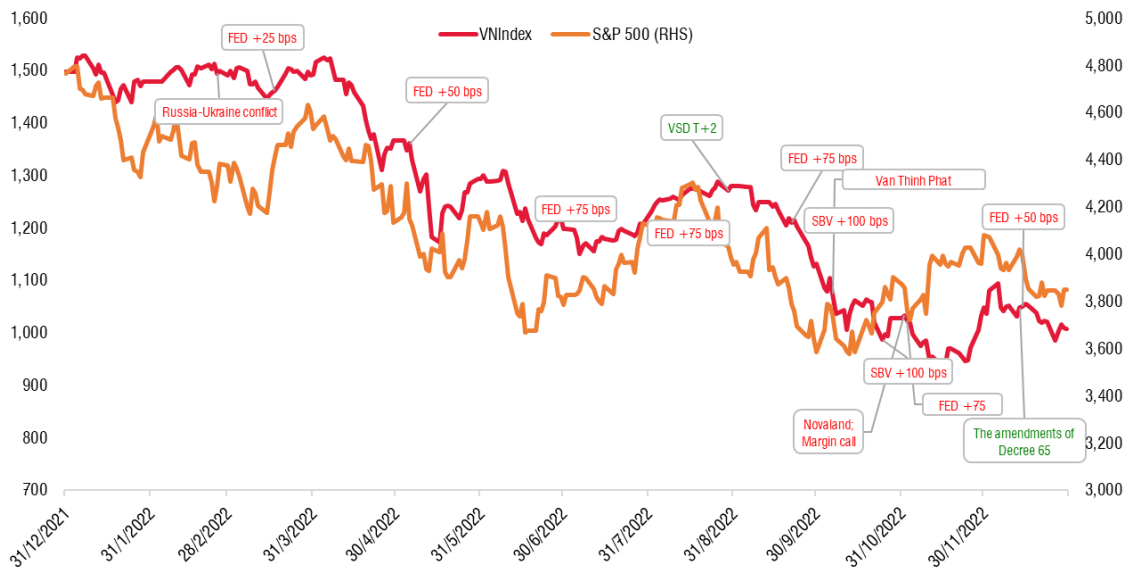
	2010-2011	2022-2023
Bối cảnh quốc tế	<ul style="list-style-type: none"> - Khủng hoảng nợ công tại EU - Fed phát tín hiệu tăng LS - Lạm phát cao và giá hàng hóa tăng mạnh 	<ul style="list-style-type: none"> - Khủng hoảng năng lượng tại EU - Fed tăng lãi suất - Lạm phát cao và giá hàng hóa tăng mạnh
Bối cảnh trong nước	<ul style="list-style-type: none"> - Môi trường lãi suất thấp (nhờ gói kích thích 2008-2009) - Tăng trưởng tín dụng cao (~34%) so với tăng trưởng kinh tế, dòng tiền vào thị trường bất động sản - Thiêu hụt thanh khoản tại ACB và NH Đông Á, và lan ra hệ thống 	<ul style="list-style-type: none"> - Môi trường lãi suất thấp (hỗ trợ Covid-19) - Tăng trưởng tín dụng cao (~34%) so với tăng trưởng kinh tế, dòng tiền vào thị trường bất động sản - Thiêu hụt thanh khoản tại SCB nhưng NHNN đã có hỗ trợ kịp thời. SCB được đưa vào diện kiểm soát đặc biệt
Sự kiện “thiên nga đen”	<ul style="list-style-type: none"> - Bất giữ sai phạm liên quan đến sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng 	<ul style="list-style-type: none"> - Bất giữ sai phạm liên quan đến thị trường TPĐN
Lãi suất tái cấp vốn	15% (2010)	6% (2022)
Tăng trưởng tín dụng	31,8% (2010)	14,5% (2022)
Tỷ giá US\$VND	-7,3% YTD (2011)	-3,4% (2022)
Lạm phát (% YoY)	18,1%	4,5%
Nợ xấu nội bảng NPLs	3,07% (2011) và 4,93% (tháng 9/2012)	1,76% (tháng 9/2022)
Nợ có vấn đề	17,2% (tháng 9/2012)	Trên 7% (tháng 9/2022)

Nguồn: SSI Research

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM NĂM 2023: CHỌN LỌC CƠ HỘI

Năm 2022 ghi nhận mức sụt giảm mạnh nhất của chỉ số VNIndex từ đợt khủng hoảng tài chính thế giới vào năm 2008

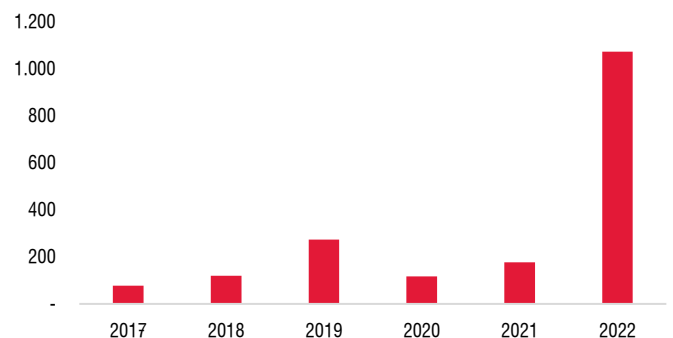
- Năm 2022 vừa qua đánh dấu giai đoạn rất nhiều biến động và khó khăn với TTCK Việt Nam khi chỉ số VN Index ghi nhận mức sụt giảm mạnh nhất kể từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008 (giảm 32,78%). Đỉnh của chỉ số VNIndex là 1.536,45 điểm thiết lập trong tháng 01 trong khi mức đáy 873,78 điểm thiết lập trong tháng 11, đồng nghĩa chỉ số giảm đến 43% từ đỉnh. Biến động mạnh đến từ các tác động bên ngoài và cả các cú sốc nội tại, bao gồm cả các yếu tố bất ngờ và những câu chuyện đã được dự báo trước. Thanh khoản dồi dào trong giai đoạn Covid-19 (2020-2021) trong bối cảnh “tiền rẻ” đã thu hẹp mạnh mẽ trong năm qua. Thanh khoản trong năm 2022 trung bình ngày đạt 787 triệu USD, giảm 25% so với cùng kỳ. Xu hướng rõ rệt được nhận thấy là thanh khoản liên tục có xu hướng giảm dần xuyên suốt năm 2022, với quy mô trong Q4.2022 chỉ bằng một phần ba so với mức thanh khoản ghi nhận trong Q4.2021.



Nguồn: SSI Research

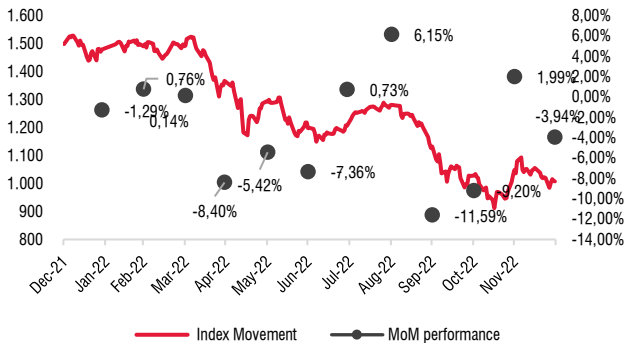
- Diễn biến ngành:** Không có bất ngờ khi nhóm ngành giảm mạnh hơn thị trường chung bao gồm Bất động sản (-32,9%) và Nguyên vật liệu (-43,4%). Các cổ phiếu bất động sản được cho là chịu ảnh hưởng nhiều nhất do các biến cố xảy ra trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và môi trường lãi suất tăng cao. Ngành nguyên vật liệu ghi nhận mức điều chỉnh mạnh về giá cả hàng hóa từ nửa cuối năm 2022. Các ngành CNTT (-0,5%) và tiện ích (-0,7%) là những ngành có diễn biến khá quan nếu so với thị trường chung, cho thấy mức độ chống chịu tốt hơn trong bối cảnh thị trường giá xuống.
- Điểm sáng là dòng vốn ngoại:** Thị trường sụt giảm về mức định giá hấp dẫn hơn đã thu hút dòng vốn ngoại đổ vào TTCK Việt Nam, đặc biệt là trong Q4.2022. Bất chấp diễn biến kém tích cực của TTCK Việt Nam, dòng tiền từ các quỹ ETF khởi sắc trong năm 2022. Tính tổng cả năm 2022, nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 1,24 tỷ USD (chủ yếu trong Q4), đây là mức cao nhất kể từ năm 2017. Trong đó, 14 quỹ ETF mà chúng tôi theo dõi ghi nhận dòng vốn tăng thêm 1,1 tỷ USD cho năm 2022.

Dòng vốn ròng từ nước ngoài (triệu USD)

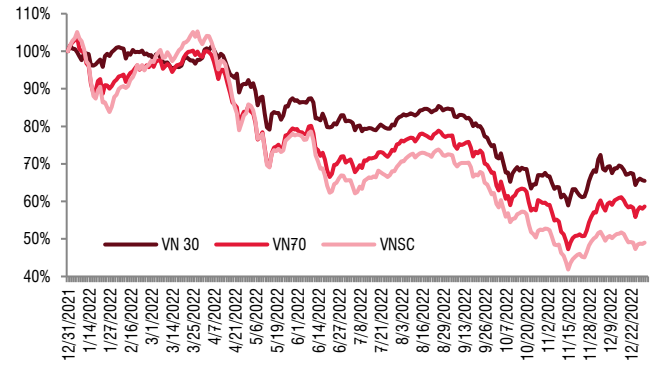


Nguồn: EPFR

Diễn biến của chỉ số VNIndex



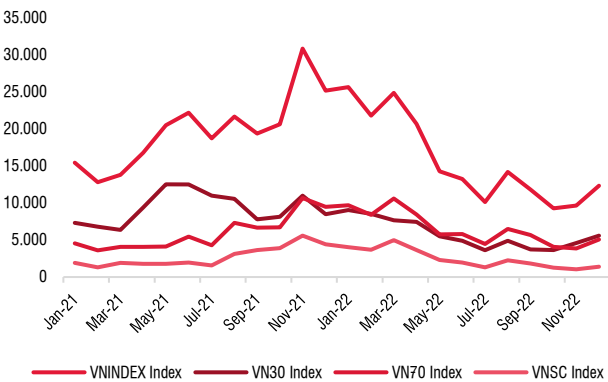
Diễn biến của VN30, VN Midcap, VN Smallcap



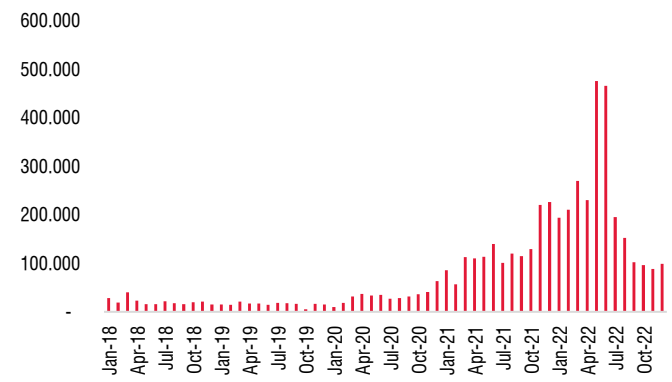
Nguồn: Bloomberg

Nguồn: Bloomberg

Thanh khoản VN Index, VN30, VN Midcap and VN Smallcap



Số lượng tài khoản cá nhân mở mới theo tháng

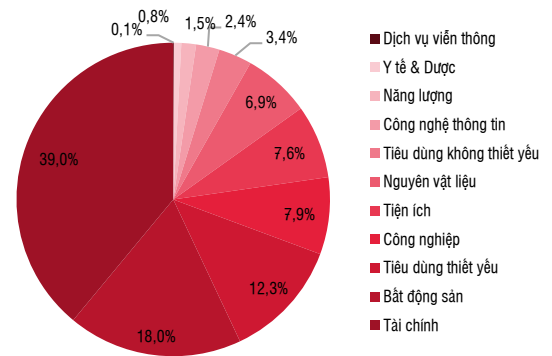
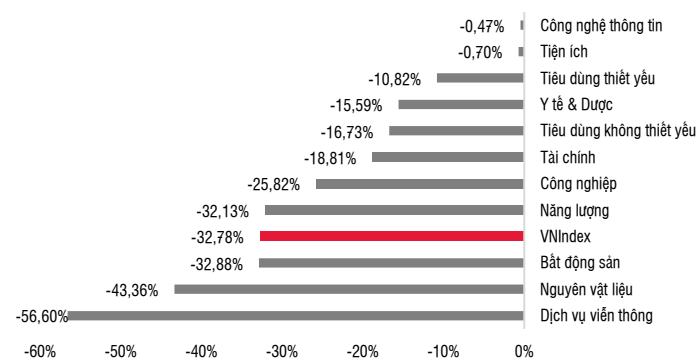


Nguồn: SSI Research

Nguồn: VSD

Diễn biến các ngành năm 2022

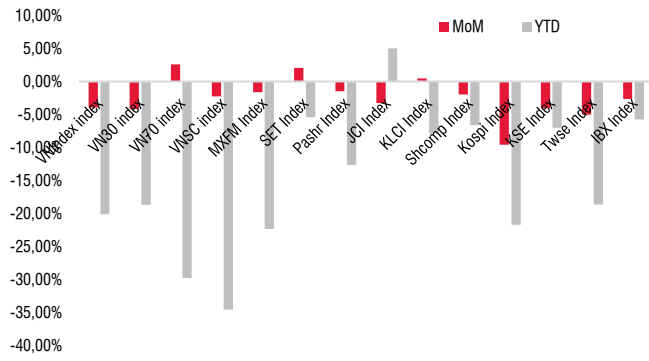
Tỷ trọng ngành trong VNIndex



Nguồn: Bloomberg

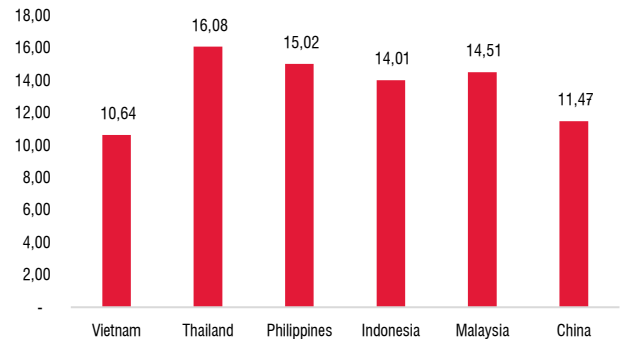
Nguồn: Bloomberg

Diễn biến các thị trường trong khu vực



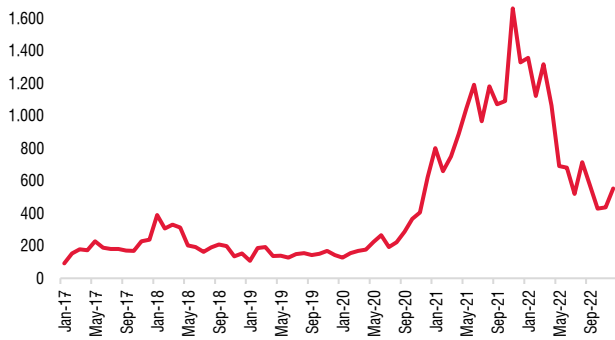
Nguồn: Bloomberg

Chỉ số P/E 2022 các thị trường trong khu vực tại ngày 30/12/2022



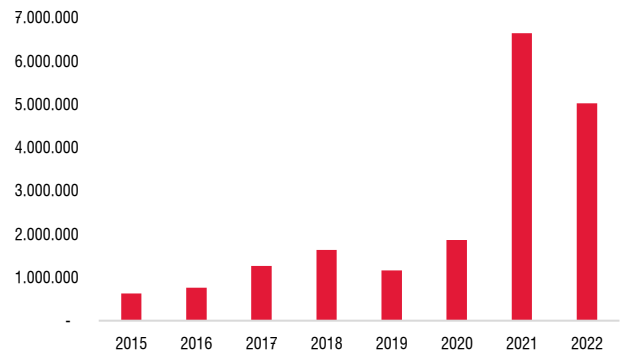
Nguồn: Bloomberg

Thanh khoản theo kênh khớp lệnh (triệu USD)

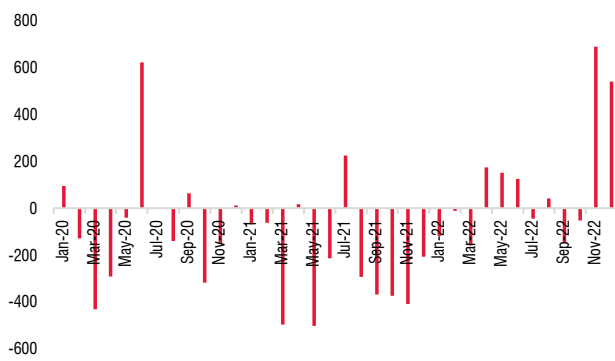


Nguồn: Bloomberg

Tổng giá trị giao dịch (tỷ đồng)

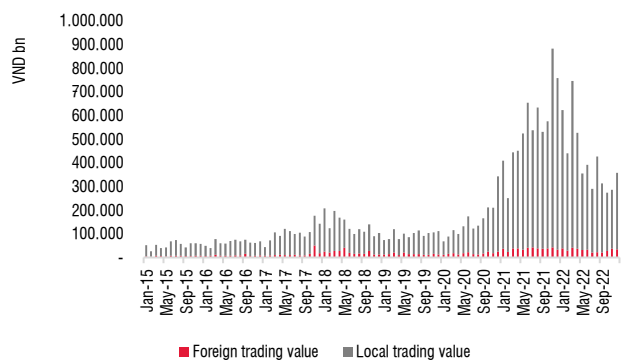


Dòng vốn ròng từ nước ngoài (triệu USD)



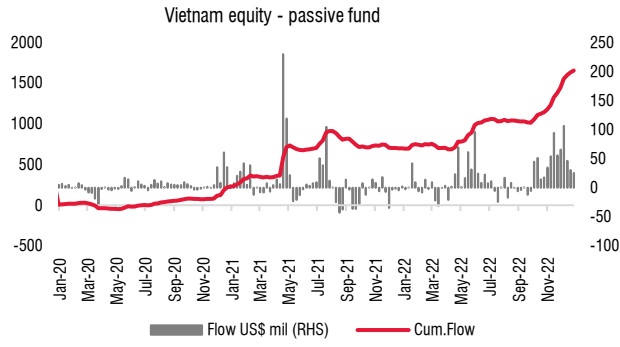
Nguồn: Bloomberg

GTGD của nhà đầu tư nước ngoài và trong nước (tỷ đồng)

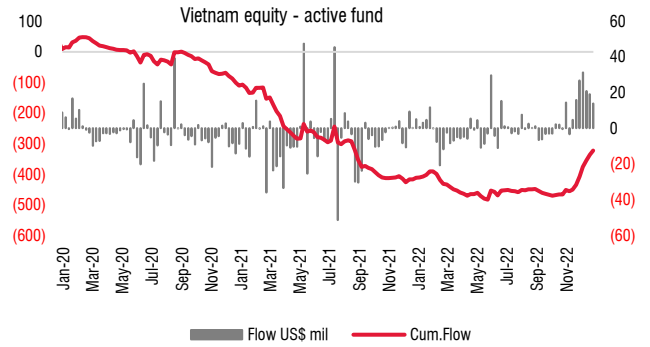


Nguồn: Fiipro

Dòng vốn ETF



Dòng vốn quỹ chủ động



Nguồn: EPFR Global

Triển vọng Thị Trường Chứng Khoán Việt Nam năm 2023: Chọn lọc cơ hội

- Sau những biến cố trong năm 2022, thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam bước sang năm 2023 với các yếu tố tích cực và tiêu cực đan xen:** Một điểm tích cực mà chúng tôi nhận thấy là thị trường đã phản ánh khá nhiều rủi ro, bao gồm cả rủi ro định giá lại trong chu kỳ lãi suất tăng, cũng như triển vọng tăng trưởng kém khả quan hơn cho năm 2023. P/E thị trường dự phóng cho năm 2023 là 9,2 lần (tính tại ngày 30/12/2022), thấp hơn 35% so với mức P/E trung bình của thị trường là 14,16 lần trong giai đoạn 2009- 2022. Một điểm cộng quan trọng khác cho năm 2023 là Việt Nam đồng có thể sẽ ổn định hơn trong năm nay. Ngược lại, rủi ro về thanh khoản vẫn tồn tại xuyên suốt trong năm, do áp lực lớn đến từ lượng TPDN đến hạn. Mặc dù lãi suất có thể sẽ đạt đỉnh nhưng sẽ quay đầu với tốc độ khá chậm. Do đó thị trường bất động sản vẫn sẽ đối mặt với khó khăn kéo dài. Mặt khác, kì vọng được đẩy lên cao khi Chính phủ đang có những động thái thực tế hơn nhằm tháo gỡ khó khăn cho thị trường vốn, cụ thể là chuyển biến tích cực từ quá trình sửa đổi Nghị định 65, nhưng đây cũng không phải là câu chuyện một sớm một chiều có thể giải quyết được.
- Với kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex tăng 15% vào cuối năm 2023, cao hơn một chút so với ước tính tăng trưởng lợi nhuận là 13,8% cho năm nay** (vùng điểm mục tiêu của VNIndex là 1.160 vào cuối năm 2023). Mặc dù vậy, sẽ có những thời điểm trong năm chỉ số có thể vượt cao hơn so với ngưỡng mục tiêu nói trên. Với những động thái chủ động và quyết liệt của Chính phủ để đối phó với các thách thức vĩ mô, chúng tôi kỳ vọng TTCK trong năm 2023 sẽ khả quan hơn nếu so sánh với năm 2022, nhưng còn quá sớm để trở nên quá lạc quan về khả năng bứt phá mạnh của thị trường. Các giả định chính của chúng tôi liên quan đến thị trường bao gồm: (i) Về thị trường TPDN, rủi ro vỡ nợ vẫn tồn tại - đặc biệt đối với các tổ chức phát hành có quy mô nhỏ. (ii) Các tổ chức phát hành lớn trên thị trường TPDN có thể vẫn đứng vững trước rủi ro vỡ nợ nhưng vẫn cần được theo dõi chặt chẽ. (iii) Quá trình thanh lọc thị trường/xử lý các sai phạm vẫn tiếp diễn nhưng sẽ không ảnh hưởng quá mạnh mẽ đến thị trường như trong năm 2022.
- TTCK sẽ có 3 chủ đề nổi bật trong năm: (i) Đầu tư công; (ii) Trung Quốc mở cửa trở lại hoàn toàn; (iii) Dòng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài.** Câu chuyện đẩy mạnh đầu tư công vẫn luôn là yếu tố xúc tác cho thị trường trong vài năm nay, tuy nhiên mức độ giải ngân thực tế là khá chậm so với kế hoạch. Vẫn còn khoảng 15 tỷ USD cho giai đoạn 2022-2023 vẫn chưa được giải ngân. Bộ Tài chính đã công bố kế hoạch ngân sách cho đầu tư phát triển năm 2023 ở mức 726 triệu tỷ đồng (khoảng 30,5 tỷ USD, cao hơn mức kế hoạch đã sửa đổi cho năm 2022 là 27,2 tỷ USD). Câu chuyện thứ hai là kỳ vọng Trung Quốc sẽ mở cửa hoàn toàn trở lại. Khách du lịch Trung Quốc chiếm 32% lưu lượng khách hàng không quốc tế đến Việt Nam trong năm 2019, trong khi Trung Quốc là điểm đến du lịch lớn nhất của người dân Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách từ Trung Quốc đến Việt Nam sẽ phục hồi dần dần từ Q2.2023. Lượng khách quốc tế vào năm 2024 có thể vượt mức của năm 2019, đánh dấu sự phục hồi hoàn toàn của ngành hàng không Việt Nam.
- Chúng tôi đánh giá thị trường sẽ biến động mạnh theo cả 2 chiều do thanh khoản dự kiến duy trì ở mức thấp** (chúng tôi giả định GTGD bình quân của thị trường sẽ giảm 25% trong năm 2023). Với thanh khoản ở mức thấp, khi có dòng tiền lớn xuất hiện như dòng tiền từ khối ngoại, thị trường có thể đảo chiều nhanh chóng. Khối ngoại bắt đầu mua ròng mạnh kể từ tuần thứ 2 của tháng 11 và đây là động lực chính cho diễn biến tích cực của thị trường từ thời điểm đó cho đến nay. Tuy nhiên, có thể vẫn còn quá sớm để kết luận rằng TTCK Việt Nam có thể bứt phá mạnh trở lại trong cả năm nay trước khi suy thoái kinh tế toàn cầu bắt đầu có tác động rõ rệt đến Việt Nam (và trước khi tất cả các thách thức vĩ mô dịu bớt). Các đợt hồi phục ngắn hạn của thị trường có thể sẽ dựa trên kỳ vọng về khả năng “hạ cánh mềm” của các nền kinh tế trên thế giới cũng như các rủi ro vĩ mô trong nước hạ nhiệt, trong khi định giá thị trường trở nên hấp dẫn hơn cho tầm nhìn dài hạn.
- Do đó, chúng tôi cho rằng sẽ có những cơ hội tốt để MUA cho mục tiêu dài hạn trong những thời điểm thị trường chịu tác động tiêu cực từ các biến số rủi ro.

Các yếu tố cần theo dõi trong nửa đầu năm 2023 bao gồm:

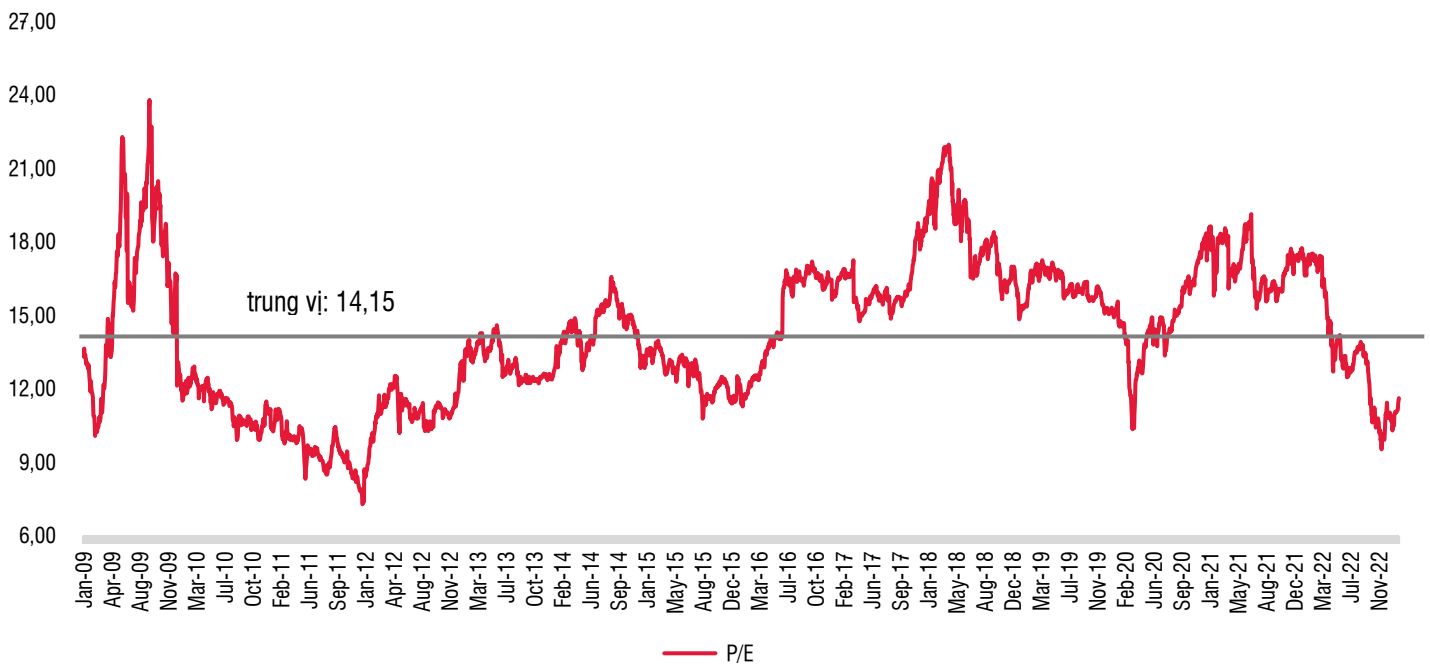
- Lạm phát cao (dự kiến đạt đỉnh vào Q1.2023) tác động tiêu cực đến tiêu dùng.
- Lượng TPND đến hạn thanh toán (một số lượng TPND đến hạn được dời Q4.2022 sang Q1.2023); các vụ việc sai phạm liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp đang chờ xử lý.
- Fed tăng lãi suất vào tháng 2, tháng 3 và tháng 5 sẽ giữ lãi suất ở mức cao.

- Chúng tôi giả định NĐ 65 sửa đổi về TPDN sẽ được thông qua trong Q1.2023.
- Vinfast IPO.
- Lợi nhuận doanh nghiệp kém khả quan, một số ngành ghi nhận mức đáy về tăng trưởng lợi nhuận.
- Thị trường bất động sản trầm lắng.
- Trung Quốc mở cửa trở lại, nhiều khả năng sẽ tác động đến ngành du lịch Việt Nam từ cuối Q2.2023 (kỳ nghỉ hè).

Trong nửa cuối năm 2023, có rất nhiều câu hỏi đặt ra để quyết định chiều hướng của thị trường: Nếu tiêu dùng yếu đi, thì yêu cầu mức nào? Liệu suy thoái toàn cầu có sớm kết thúc? Khi lãi suất giảm thì mức giảm có mạnh không? Nỗ lực phòng chống tham nhũng sẽ có tiến triển như thế nào? Nghị định 65 sửa đổi sẽ được triển khai hiệu quả và thực tế hay không?

Trong kịch bản tích cực, mặc dù các dữ liệu vĩ mô có vẻ vẫn yếu, nhưng thị trường có thể đã bỏ qua các yếu tố này và hướng đến kỳ vọng cho sự phục hồi vào năm 2024. Tuy nhiên, chúng ta cũng cần thận trọng và không nên bỏ qua tác động của các yếu tố có độ trễ, như lợi nhuận doanh nghiệp kém khả quan hoặc dòng vốn FDI yếu đi, vì những yếu tố này có thể chỉ bắt đầu xuất hiện từ nửa cuối năm 2023.

Biểu đồ: P/E thị trường



Nguồn: Bloomberg

Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Dệt may: Đối mặt với nhiều thách thức khi sản lượng tiêu thụ dự kiến sẽ giảm

Triển vọng 2023: Kém khả quan

Cổ phiếu ưa thích: N.a

Nhìn lại năm 2022: KÉM KHẢ QUAN – Lạm phát khiến các đơn hàng trì trệ trong 6 tháng cuối năm 2022

Kết quả ngành: KÉM KHẢ QUAN

Giá cổ phiếu ngành dệt may giảm 41% vào năm 2022, thấp hơn 10,3% so với kết quả của chỉ số VNIndex. Cá mã cổ phiếu ghi nhận kết quả kém khả quan nhất bao gồm: NDT (giảm 70% so với đầu năm), ADS (giảm 68% so với đầu năm), GIL (giảm 64% so với đầu năm), VGT (giảm 60% so với đầu năm); và TNG (giảm 52% so với đầu năm). Cổ phiếu các công ty sợi, chẳng hạn như NDT và ADS, rất nhạy cảm với việc giá bông giảm mạnh trong nửa cuối năm 2022. Cổ phiếu may mặc có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng quý giảm tốc, trong đó GIL cho thấy tốc độ giảm đáng kể hơn so với các cổ phiếu khác do hoàn toàn không ghi nhận các đơn đặt hàng của Amazon từ quý 3 năm 2022, vốn chiếm hơn 80% doanh thu của công ty.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành năm 2022



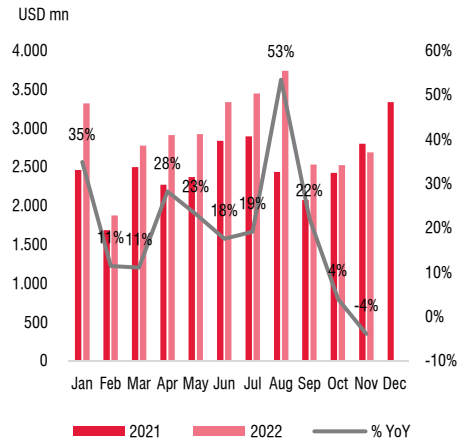
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành năm 2022

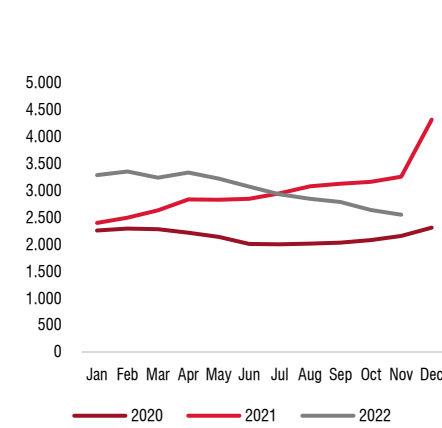
• Kỳ vọng và... bất ngờ

- ✓ Sau khi ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2022, nhờ sự bùng nổ của nhu cầu bị dồn nén (doanh thu hàng không xa xỉ toàn cầu tăng 11% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2022), ngành dệt may bước vào giai đoạn khó khăn vào giữa năm do căng thẳng địa chính trị, lạm phát không ngừng và tâm lý người tiêu dùng sụt giảm. McKinsey dự báo doanh thu hàng không xa xỉ toàn cầu sẽ giảm 5% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2022. Thời trang cao cấp và hàng bình dân sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả vượt trội, trong khi các cửa hàng bán lẻ truyền thống cũng phục hồi vào năm 2022.
- ✓ Tại Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu dệt may ước đạt 42 tỷ USD cho năm 2022 (tăng 3,8% so với cùng kỳ và 11% so với năm 2019). Trong 9 tháng đầu năm 2022, giá trị xuất khẩu toàn ngành đạt 35 tỷ USD (tăng 20% so với cùng kỳ), mức tăng trưởng cao kỷ lục trong 10 năm qua. Xu hướng nhanh chóng đảo ngược trong tháng 10/2022, khi kim ngạch xuất khẩu lần đầu tiên giảm so với cùng kỳ trong năm 2022 (giảm 3% so với cùng kỳ), sau khi có dấu hiệu tăng trưởng chậm lại trong tháng 9/2022 (tăng 12% so với cùng kỳ so với mức tăng 39% so với cùng kỳ vào tháng 8/2022). Xuất khẩu sợi là mặt hàng đầu tiên giảm trong tháng 7 năm 2022 (giảm 162% so với cùng kỳ), sau khi giá bông toàn cầu giảm mạnh vào cuối tháng 6 năm 2022 (giảm 30% so với mức đỉnh). Giá trị xuất khẩu hàng may mặc ghi nhận mức giảm 4% so với cùng kỳ trong tháng 11/2022, đi cùng với diễn biến nhu cầu toàn cầu suy yếu.

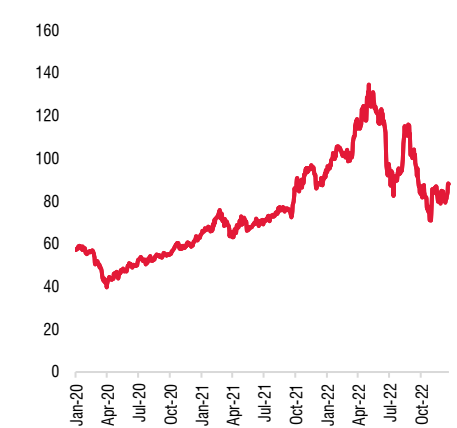
Kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam



Giá sợi xuất khẩu của Việt Nam (USD/tấn)



Giá bông (USD/lbs)



Nguồn: TCHQ, SSI Research

Nguồn: TCHQ, Bloomberg, SSI Research

- ✓ Nhìn chung, các công ty niêm yết đã công bố kết quả khác nhau trong 9 tháng đầu năm 2022. Các nhà sản xuất sợi là những đơn vị ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận kém khả quan nhất (NDT, ADS, STK), do giá xuất khẩu trung bình bắt đầu giảm mạnh trong tháng 7 năm 2022. Giá xuất khẩu sợi trung bình giảm 6% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022 và giảm 46% so với cùng kỳ trong quý 4 năm 2022, điều này khiến các nhà sản xuất sợi ghi nhận một mức lỗ đáng báo động trong 6 tháng cuối năm 2022. Các nhà sản xuất hàng may mặc có trụ sở tại miền Nam Việt Nam (VGG, GIL, TCM) là những doanh nghiệp có tăng trưởng lợi nhuận tốt nhất nhờ mức nền so sánh thấp trong nửa cuối năm 2021 khi các doanh nghiệp này chịu ảnh hưởng bởi các biện pháp giãn cách xã hội do Covid-19.

Mã cổ phiếu	Sàn giao dịch	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2022	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2021	Tăng trưởng so với cùng kỳ	NPATMI 9 tháng đầu năm 2022	NPATMI 9 tháng đầu năm 2021	Tăng trưởng so với cùng kỳ
VGT	UPCOM	14.207.735	11.112.232	27,86%	651.958	568.823	14,62%
VGG	UPCOM	5.818.216	4.389.977	32,53%	135.359	38.349	252,97%
TNG	HNX	5.262.345	4.080.498	28,96%	231.368	168.783	37,08%
MSH	HOSE	4.379.608	3.448.205	27,01%	307.479	333.749	-7,87%
GIL	HOSE	2.904.673	2.751.583	5,56%	351.618	204.221	72,17%
TCM	HOSE	3.400.055	2.706.898	25,61%	219.785	118.135	86,05%
STK	HOSE	1.684.714	1.545.633	9,00%	197.483	203.274	-2,85%
PPH	UPCOM	1.314.799	1.172.024	12,18%	382.751	297.752	28,55%
ADS	HOSE	1.327.840	1.031.007	28,79%	58.143	63.913	-9,03%
NDT	UPCOM	992.702	973.240	2,00%	45.909	64.928	-170,71%
Tổng	Triệu đồng	41.292.687	33.211.297	24,33%	2.581.852	2.061.927	25,22%

Nguồn: Các công ty, SSI Research

- **Định giá ngành:** Trong 10 năm qua, các cổ phiếu dệt may được giao dịch ở mức P/E trung bình là 8x. Năm nay, toàn bộ ngành đã bị giảm định giá từ 14x vào đầu năm xuống 6x sau khi ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận không khả quan trong năm 2022 cũng như triển vọng tiếp tục tiêu cực cho năm 2023. Mức định giá thấp nhất trong lịch sử của ngành ở mức 5x trong giai đoạn 2010~2011 và 2020, điều này chỉ ra rằng định giá cổ phiếu của ngành có thể giảm hơn nữa trong thời gian tới, thời điểm mà các công ty dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận giảm vào năm 2023.

Triển vọng năm 2023

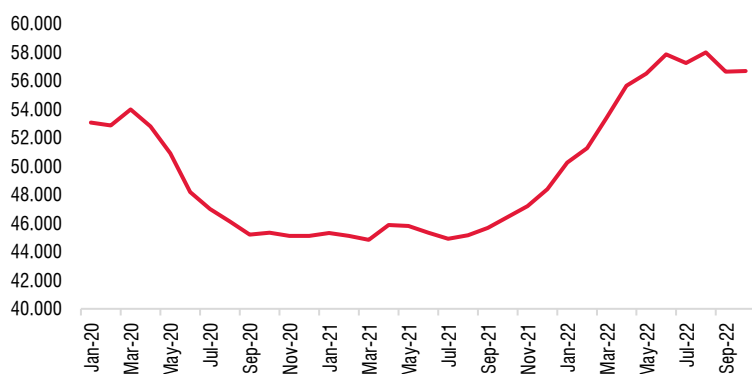
- Nhìn sang năm 2023, chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ tiếp tục thách thức thị trường. McKinsey dự báo doanh thu hàng thời trang cao cấp trên toàn cầu sẽ tăng 5~10% so với cùng kỳ, trong khi phần còn lại của thị trường sẽ giảm 3% so với cùng kỳ. Ngoài sự khác biệt giữa thời trang cao cấp và các phân khúc khác trong ngành dệt may, sự khác biệt giữa các vùng cũng sẽ được thể hiện rõ. Nền kinh tế Mỹ, mặc dù dự kiến sẽ chậm lại, nhưng được dự báo vẫn sẽ là thị trường có quy mô lớn hơn các nền kinh tế lớn khác.

	Mỹ	Châu Âu	Trung Quốc	Nhật Bản	Hàn Quốc
Nhu cầu năm 2022 (tỷ USD)	116,9	264,7	34,3	36	8,8
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	-9%	1%	7%	8%	-46%
Nhu cầu năm 2023 (tỷ USD)	117,4	260	33	37,2	11,3
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	0,4%	-1,8%	-3,8%	3,3%	28,4%

Nguồn: Vinatex, SSI Research

- Quá trình xử lý giảm lượng hàng tồn kho đã được tiến hành tại các nhà bán lẻ lớn, diễn biến tích cực nhất được ghi nhận tại các doanh nghiệp kinh doanh đồ thể thao. Tuy nhiên, dữ liệu từ Hoa Kỳ vẫn cho thấy mức tồn kho cao trong toàn ngành dự kiến sẽ kéo dài đến quý 2 năm 2023. Các đơn đặt hàng sẽ bắt đầu tăng tốc (theo quý) trong quý 3/2023, mặc dù triển vọng tăng trưởng lợi nhuận (theo năm) vẫn không chắc chắn trong nửa cuối năm 2023.

Biểu đồ: Hàng tồn kho bán lẻ của Hoa Kỳ - hàng may mặc (triệu USD)



Nguồn: U.S. Census Bureau, SSI Research

- VITAS dự báo giá trị xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sẽ đạt 45~47 tỷ USD (tăng 7~11% so với cùng kỳ) trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này khá thách thức do phân ngành sợi đã bắt đầu ghi nhận mức lỗ trong quý 4 năm 2022, và Vinatex cũng dự báo đơn hàng may mặc sẽ giảm 25% so với cùng kỳ trong năm 2023.
- Chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu và tiêu dùng nói chung được dự báo cũng sẽ giảm đi, và doanh thu bán lẻ sẽ được thúc đẩy bởi các chương trình khuyến mãi và giảm giá. Theo đó, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn bộ chuỗi giá trị sẽ chịu áp lực, trong đó các nhà sản xuất sợi và hàng may mặc trong nước dễ bị tổn thương nhất do giá bán trung bình thấp hơn.
- Trong khi đó, chúng tôi cho rằng áp lực từ chi phí nguyên vật liệu đối với các nhà sản xuất đã giảm bớt do giá bông và giá dầu đã giảm đáng kể từ quý 2 năm 2022. Chi phí vải giảm sẽ bù đắp một phần giá bán trung bình thấp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp tổng thể sẽ giảm do (i) năng lực đàm phán của các nhà sản xuất trong nước thấp hơn so với các nhà bán lẻ (đặc biệt là trong giai đoạn nhu cầu yếu) và (ii) lương cơ bản dự kiến sẽ tăng 20% so với cùng kỳ. Với lãi suất dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong suốt cả năm, chi phí tài chính tăng cao có thể sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận ròng, đặc biệt đối với những công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao như TNG.
- Định giá có thể giảm xuống mức P/E thấp nhất trong lịch sử của ngành, ở mức khoảng 4~5x như trong giai đoạn 2010~2012, cũng do suy thoái kinh tế toàn cầu) cho đến quý 3 năm 2023. Vì lợi nhuận của hầu hết các công ty đã đạt đỉnh trong quý 3 năm 2022 (về giá trị tuyệt đối),

chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sẽ giảm mạnh nhất trong quý 3 năm 2023 và định giá sẽ dần phục hồi về mức P/E trung bình lịch sử của ngành là 8 lần, vì các dấu hiệu phục hồi sẽ xuất hiện từ quý 4 năm 2023.

- **Yếu tố hỗ trợ tăng giá/rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi:** (i) tiêu dùng tại thị trường Hoa Kỳ cao hơn/thấp hơn dự báo; (ii) giá hàng hóa cao/thấp hơn dự báo và (iii) cạnh tranh từ các quốc gia có chi phí lao động thấp khác như Bangladesh và Pakistan cũng như các quốc gia sản xuất gần thị trường tiêu thụ.

Mã CP	Tiềm năng tăng giá	Giá mục tiêu(VND)	Giá hiện tại	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	12/30/2022	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
MSH	-10%	29.700	33.000	90,8%	-20,7%	-15,6%	4,0	7,5	8,9	30,1%	21,9%	16,7%	13,7%	7,6%	7,6%
STK	-9%	24.900	27.500	92,9%	-10,4%	-9,3%	13,9	9,0	9,9	23,8%	17,9%	14,4%	2,7%	5,5%	5,5%
TCM	-30%	36.900	53.000	-48,0%	93,4%	-15,8%	38,4	15,7	18,7	8,4%	15,3%	11,7%	0,8%	0,9%	0,9%
TNG	12%	14.894	13.300	51,6%	38,7%	-25,4%	13,5	4,3	5,6	17,8%	20,2%	13,5%	2,5%	3,8%	3,8%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Bán lẻ: Chèo lái qua khó khăn

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: PNJ

Nhìn lại năm 2022: Diễn biến tích cực hơn thị trường, nhờ nhu cầu tiêu dùng bị dôn nén

Kết quả ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Vốn hóa ngành bán lẻ giảm 24% vào năm 2022, thấp hơn mức giảm 32% của VNIndex. Trong ngành, PNJ là mã cổ phiếu có kết quả tốt nhất, với mức tăng giá 15% trong năm 2022 nhờ tăng trưởng lợi nhuận ròng gần gấp đôi (tăng 96% trong giai đoạn tháng 1~tháng 11 năm 2022), huy động vốn thành công và tỷ lệ đòn bẩy thấp. Các cổ phiếu có tỷ trọng mảng ICT & CE và đòn bẩy tương đối cao cho thấy kết quả kém tích cực (giá cổ phiếu MWG và DGW lần lượt giảm 32% và 42% so với đầu năm). Trong khi đó, kết quả ổn định trong mảng kinh doanh dược phẩm của FRT đã giúp cổ phiếu tăng 7% so với đầu năm mặc dù phân khúc ICT của công ty chịu tác động của suy thoái kinh tế.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành năm 2022



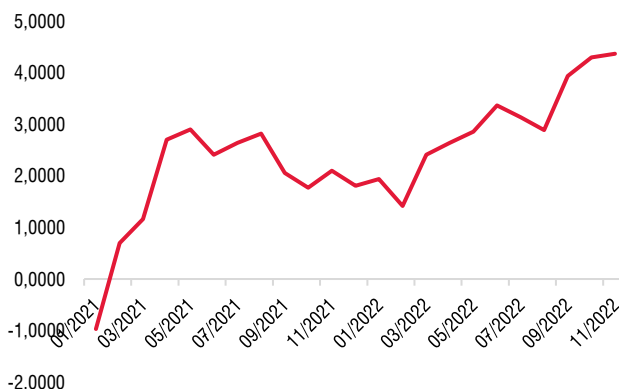
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- Dự báo của chúng tôi

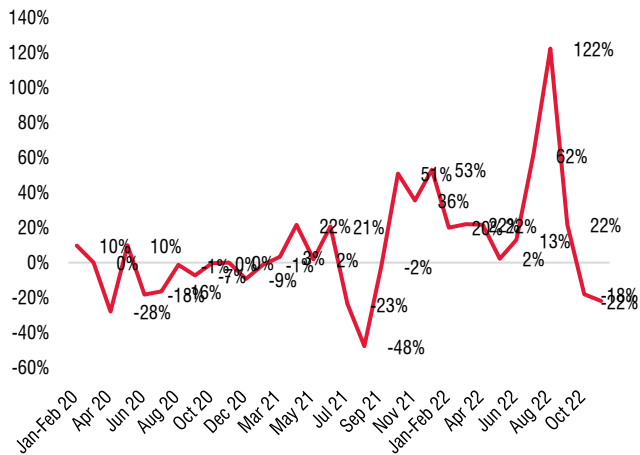
- ✓ **Áp lực lạm phát leo thang từ tháng 6/2022**, khi giá xăng dầu tăng cao kỷ lục. Việc tăng phí thuê nhà và phí giáo dục càng gây thêm áp lực cho người tiêu dùng. Với lạm phát tương đối cao trong quý 2 và quý 3 năm 2022, chi tiêu cho các sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu phần nào bị ảnh hưởng, nhưng vẫn cho thấy mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ do mức cơ sở thấp của năm ngoái. Từ quý 4 năm 2022, tác động của lạm phát cao đối với chi tiêu cho các sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu đã dần trở nên rõ ràng.

Đồ thị: % tăng trưởng CPI so với cùng kỳ

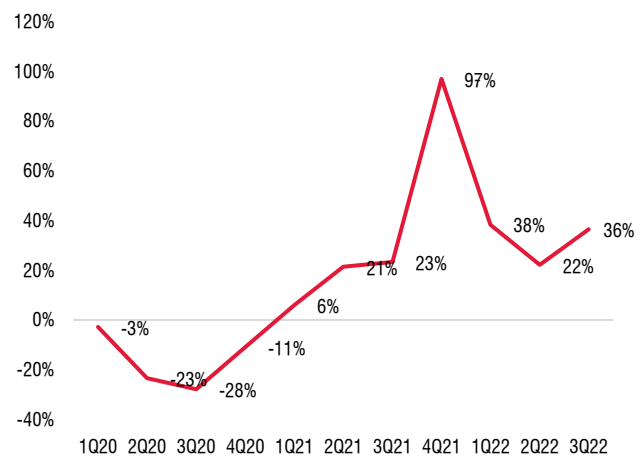


Nguồn: TCTK

- ✓ **Mảng bán lẻ ICT & CE (điện thoại di động và điện máy) tăng trưởng ổn định từ mức cơ sở thấp của năm ngoái:** Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu của MWG từ mảng ICT & CE tăng 27% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu từ ICT của FRT tăng 32% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, doanh thu ICT & CE của MWG giảm 18% so với cùng kỳ trong tháng 10 và giảm 22% so với cùng kỳ trong tháng 11, phản ánh mức cơ sở so sánh cao trong năm ngoái và nhu cầu yếu bất chấp vào mùa cao điểm.

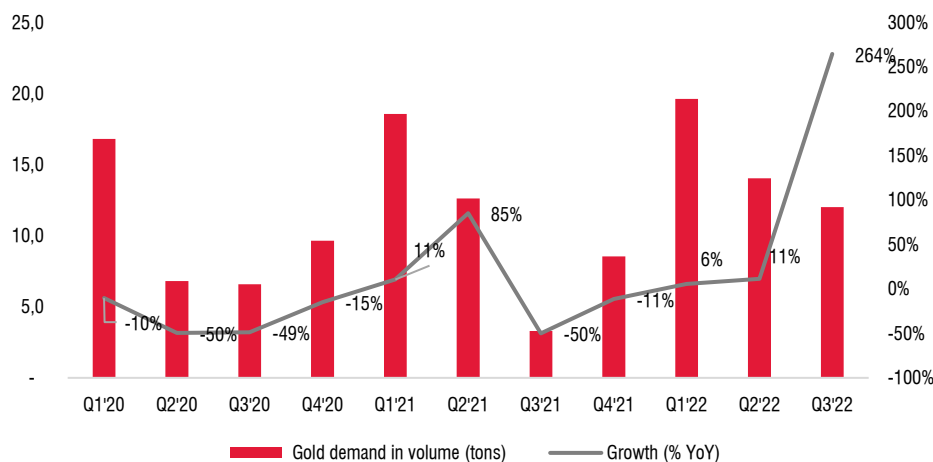
Tăng trưởng doanh thu mảng ICT&CE của MWG

Nguồn: MWG, SSI Research

Tăng trưởng doanh thu mảng ICT của FRT

Nguồn: FRT, SSI Research

- ✓ **Mảng trang sức:** Trong 6 tháng đầu năm 2022, nhu cầu vàng tại Việt Nam phục hồi tốt với mức tăng 7,8% so với cùng kỳ, và giá trị tuyệt đối cao hơn những năm trước covid. Sự phục hồi của nhu cầu được giải thích do nhu cầu bị dồn nén và nhu cầu mua vàng để tích trữ trong bối cảnh lạm phát gia tăng. Doanh số bán lẻ của PNJ tăng gần gấp đôi (tăng 92% so với cùng kỳ), khi công ty mở rộng tệp khách hàng và phục vụ khách hàng hiện tại hiệu quả hơn, giành được thêm thị phần. Trong khi nhu cầu vàng trong nửa đầu năm 2022 vượt qua nhu cầu của những năm trước covid, thì nhu cầu trong quý 3 năm 2022 lại giảm nhẹ so với trước covid.

Đồ thị: Nhu cầu vàng theo quý

Nguồn: WGC, SSI Research

- ✓ **Chuỗi dược phẩm thương mại hiện đại đã và đang mở rộng nhanh chóng.** Trong nửa đầu năm 2022, biến thể omicron bắt đầu lan rộng. Vì các triệu chứng liên quan đến biến thể omicron nhẹ nên mọi người có xu hướng tự mua thuốc hơn là tìm cách điều trị tại các cơ sở y tế, điều này giúp kênh hiệu thuốc thu hút khách hàng từ các bệnh viện. Để tăng cường sức khỏe, bệnh nhân có xu hướng mua thực phẩm chức năng chủ yếu được bán qua các nhà thuốc thương mại hiện đại hơn là các nhà thuốc truyền thống. Ngoài ra, vấn đề thiếu thuốc có

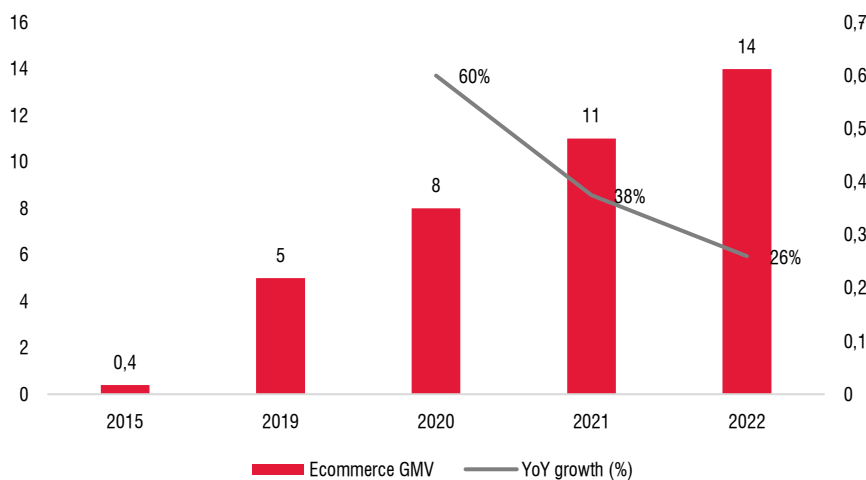
thể đã giúp các hiệu thuốc thương mại hiện đại giành được khách hàng từ các hiệu thuốc truyền thống, vì các hiệu thuốc truyền thống thường không có đủ khả năng thương lượng để đảm bảo đủ hàng tồn kho.

Bộ Y tế đã đưa ra thời hạn thực hiện kê đơn điện tử, theo đó các nhà thuốc cần trang bị đầy đủ hệ thống để kết nối với hệ thống kê đơn điện tử quốc gia. Điều này khiến các nhà thuốc truyền thống gặp khó khăn trong việc tuân thủ, trong khi các nhà thuốc thương mại hiện đại nhanh chóng thích nghi với các quy định mới.

Tuy nhiên, việc mở mới của chuỗi nhà thuốc An Khang và Pharmacity đã chậm lại đáng kể trong nửa cuối năm 2022, do nhu cầu về thực phẩm bổ sung và nhu cầu tự mua thuốc đã giảm bớt. Trong khi đó, Long Châu tiếp tục ráo riết mở các cửa hàng mới, do chuỗi nhà thuốc này tập trung nhiều hơn vào thuốc kê đơn và thuốc điều trị các bệnh mãn tính hơn là thực phẩm chức năng hay thuốc điều trị các triệu chứng nhẹ.

- ✓ Theo e-Conomy SEA, nền kinh tế kỹ thuật số (được đo bằng tổng giá trị thị trường – GMV) ước tính đạt 23 tỷ USD (tăng 28% so với cùng kỳ) vào năm 2022, trong đó **GMV thương mại điện tử là 14 tỷ USD (tăng 26% so với cùng kỳ)**. Thương mại điện tử tiếp tục thu hút khách hàng sau đại dịch nhờ sự tiện lợi và giá cả cạnh tranh. Doanh thu trực tuyến tại MWG và FRT tăng lần lượt 52% và 39% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022.

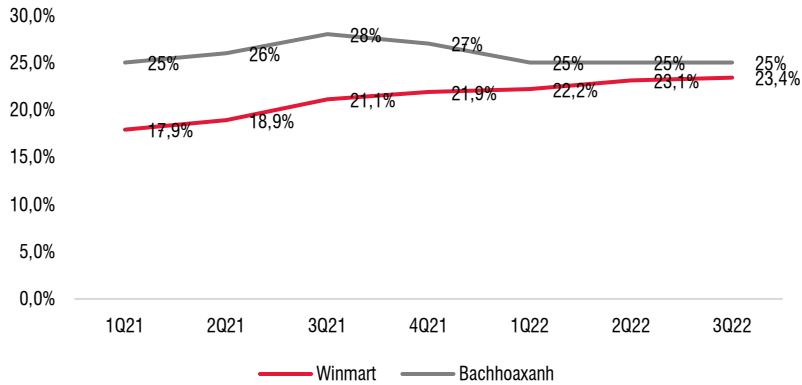
Biểu đồ: GMV thương mại điện tử, tỷ USD



Nguồn: e-Conomy SEA

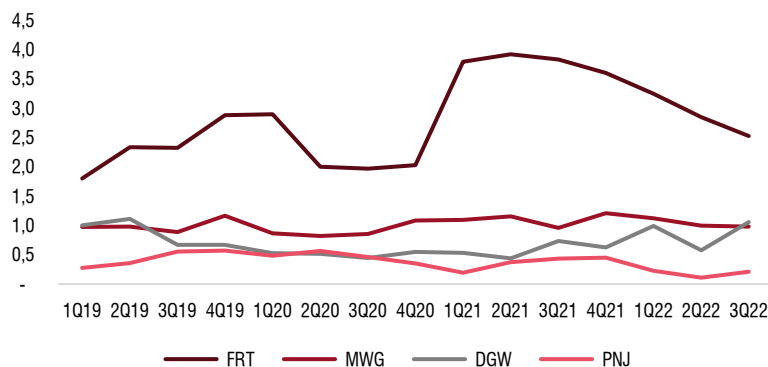
• Diễn biến ngoài dự đoán

- ✓ **Từ quý 4 năm 2022, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam đã chậm lại đáng kể.** Các ngành sử dụng nhiều lao động (dệt & may mặc, nuôi trồng thủy sản, gỗ và du lịch) là những ngành đóng góp lớn vào tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Do đó, xuất khẩu suy yếu đã ảnh hưởng đến thu nhập khả dụng và chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu.
- ✓ **KQKD của các chuỗi cửa hàng bách hóa giảm sút so với mức cơ sở cao của năm ngoái,** khi các chợ truyền thống ở Thành phố Hồ Chí Minh đóng cửa. Ngoài ra, trong bối cảnh thu nhập hộ gia đình bị ảnh hưởng bởi tình hình kinh tế vĩ mô suy yếu, người tiêu dùng đã chuyển thói quen mua sắm từ cửa hàng bách hóa thương mại hiện đại sang chợ truyền thống với giá rẻ hơn. Với sự thay đổi trong thói quen mua sắm của người tiêu dùng, MWG đã cơ cấu lại hoạt động của chuỗi BHX trong quý 2 năm 2022 với các biện pháp như xử lý hàng tồn kho, thay đổi danh mục sản phẩm, cắt giảm chi phí và quy chuẩn hóa mô hình cửa hàng. MWG ngừng mở mới cửa hàng để tập trung nâng cao hiệu quả. Do đó, doanh thu mảng BHX giảm 7% so với cùng kỳ trong khoảng thời gian từ tháng 1 đến tháng 11 năm 2022. Doanh thu Winmart giảm 9% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022 mặc dù MSN tiếp tục mở mới các cửa hàng trong năm 2022. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp của Winmart đã cải thiện lên 22,9% trong 9 tháng đầu năm 2022 từ 19,5% trong 9 tháng đầu năm 2021, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của BHX giảm do triển khai các chương trình giảm giá.

Biểu đồ: Biên lợi nhuận gộp

Nguồn: Công ty

- ✓ **Một số doanh nghiệp bán lẻ có dư nợ bằng USD, do đó sẽ phải chịu khoản lỗ chênh lệch tỷ giá cao hơn nếu USD tăng giá. Lãi suất cũng tăng lên.** Khoản nợ bằng USD của MWG là 370 triệu USD tại thời điểm quý 3 năm 2022 (tương đương 38% tổng nợ), mặc dù công ty đã hoàn trả 120 triệu USD vào cuối tháng 11. Ngược lại, nợ bằng USD của DGW chỉ chiếm dưới 1% tổng nợ vào quý 3 năm 2022, nhưng giá vốn hàng bán của công ty có thể tăng cùng với sự tăng giá của USD. Nợ bằng USD tại FRT chiếm 6% tổng nợ vào quý 3 năm 2022. FRT bị ảnh hưởng nhiều nhất khi lãi suất tăng, trong khi PNJ có đòn bẩy thấp nhất trong số các doanh nghiệp bán lẻ.

Biểu đồ: Tỷ lệ D/E

Nguồn: Công ty, SSI Research

- **Kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp**

- ✓ **MWG:** Doanh thu và LNTT trong 9 tháng đầu năm 2022 lần lượt là 102,8 nghìn tỷ đồng (tăng 18% so với cùng kỳ) và 5,1 nghìn tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ). Nếu loại trừ các chi phí phát sinh liên quan đến việc đóng cửa các cửa hàng bách hóa hoạt động không hiệu quả, lợi nhuận cốt lõi tăng 28% so với cùng kỳ do sự phục hồi của phân khúc ICT & CE. KQKD của phân khúc ICT & CE bắt đầu kém khả quan trong khoảng thời gian từ tháng 10 đến tháng 11, với doanh thu lần lượt giảm 18% và 22% so với cùng kỳ. Điều này có thể được giải thích bởi: (1) nhu cầu ảm đạm do những khó khăn trong kinh tế vĩ mô; (2) bàn giao iPhone 14s chậm trễ; và (3) mức cơ sở cao trong quý 4 năm 2021. Hoạt động kém hiệu quả của mảng ICT & CE kết hợp với chi phí tài chính tăng mạnh trong khoảng thời gian từ tháng 10 đến tháng 11 đã khiến lợi nhuận ròng lần lượt giảm 37% và 67%. Doanh thu và LNST trong giai đoạn từ tháng 1 đến tháng 11 lần lượt đạt 123,7 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ) và 4 nghìn tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ), chỉ hoàn thành lần lượt 88% và 63% kế hoạch năm.
- ✓ **FRT:** Doanh thu và lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm 2022 lần lượt đạt 21,7 nghìn tỷ đồng (tăng 55% so với cùng kỳ) và 369 tỷ đồng (tăng 169% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 80% và 51% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế của mảng ICT trong kỳ tăng 146% so

với cùng kỳ do: (1) nhu cầu phục hồi sau khi dỡ bỏ các biện pháp giãn cách xã hội; (2) nỗ lực cắt giảm chi phí; và (3) giá bán máy tính xách tay cao trong quý 1 năm 2022 khi nhu cầu làm việc/học tập tại nhà đặc biệt cao. Mặc dù số lượng cửa hàng mới mở tăng mạnh, nhưng lợi nhuận trước thuế của mảng được phẩm cải thiện đáng kể lên 34 tỷ đồng (so với 1,2 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái) do cả hai nguyên nhân: (1) người tiêu dùng tích trữ thuốc và thực phẩm chức năng trong quý 1 năm 2022; và (2) tỷ suất lợi nhuận được cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính lợi nhuận trong quý 4 năm 2022 sẽ giảm 72% so với cùng kỳ do: (1) nhu cầu ảm đạm do những khó khăn trong kinh tế vĩ mô; (2) bàn giao iPhone 14s bị chậm trễ; (3) mức cơ sở cao trong quý 4/2021; và (4) và tăng chi phí tài chính.

- ✓ **DGW:** Doanh thu và LNST trong 9 tháng đầu năm 2022 lần lượt là 18 nghìn tỷ đồng (tăng 38% so với cùng kỳ) và 528 tỷ đồng (tăng 60% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 68% và 66% kế hoạch năm. Doanh số bán điện thoại di động và thiết bị văn phòng ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc lần lượt là 41% và 49% so với cùng kỳ, do nhu cầu phục hồi từ mức cơ sở thấp của năm ngoái. Doanh số máy tính xách tay tăng 28% theo năm (chủ yếu trong quý 1 năm 2022) do nhu cầu làm việc/học tập tại nhà tăng cao. DGW bắt đầu phân phối thiết bị gia dụng trong quý 3/2022 và phân khúc này đóng góp 3% tổng doanh thu trong quý này. Tuy nhiên, lợi nhuận trong quý 4 năm 2022 có thể giảm 32% so với cùng kỳ do: (1) nhu cầu ảm đạm do những khó khăn trong kinh tế vĩ mô; (2) bàn giao iPhone 14s bị chậm trễ, (3) mức cơ sở cao trong quý 4 năm 2021; và (4) chi phí tài chính tăng.
- ✓ **PNJ:** Doanh thu và LNST trong 9 tháng đầu năm 2022 lần lượt là đạt 25,6 nghìn tỷ đồng (tăng 104% so với cùng kỳ) và 1,3 nghìn tỷ đồng (tăng 132% so với cùng kỳ). KQKD tích cực này có thể được giải thích bởi: (1) nhu cầu bị dồn nén; (2) nỗ lực mở rộng tập khách hàng của PNJ, bao gồm việc mở cửa hàng ở các khu vực cấp 2, cấp 3; và (3) tận dụng các khách hàng hiện tại hiệu quả hơn. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp trong 9 tháng đầu năm 2022 giảm xuống 17,4% so với 18,5% trong cùng kỳ năm 2021. Điều này là do công ty mở thêm các cửa hàng cấp 2-3 và khách hàng thích trang sức có hàm lượng vàng cao hơn để tích trữ. Tăng trưởng thu nhập ròng từ tháng 10 đến tháng 11 giảm xuống mức 15% so với cùng kỳ (so với mức tăng trưởng thu nhập ròng 9 tháng đầu năm 2022 là 132% so với cùng kỳ) do nhu cầu suy yếu và mức cơ sở cao của năm ngoái. Chúng tôi lưu ý rằng PNJ tập trung vào nhóm khách hàng trung và cao cấp, những người có thể chưa bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế.

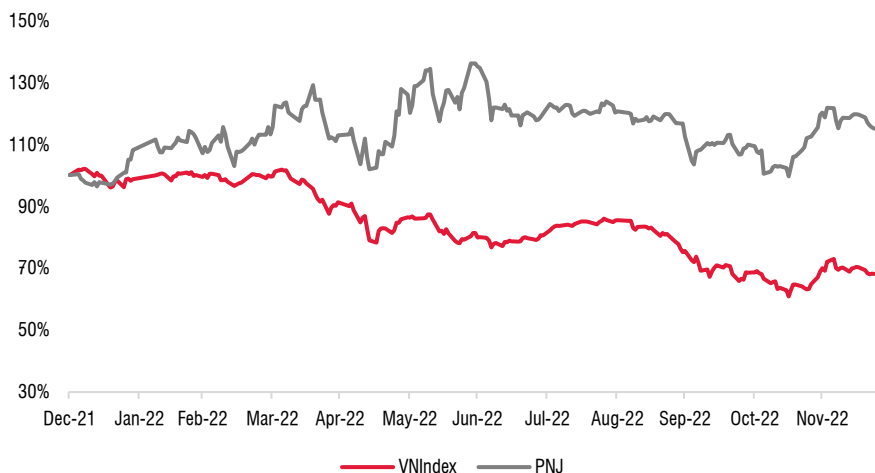
Triển vọng năm 2023

- Tiêu dùng cho các sản phẩm không thiết yếu sẽ vẫn ảm đạm, ít nhất là cho đến nửa đầu năm 2023** do những khó khăn về kinh tế vĩ mô. Trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi cho rằng giá điện, chi phí y tế và học phí sẽ tăng lên. Thuế GTGT tăng lên 10% (từ mức hiện tại là 8%) kể từ ngày 1 tháng 1 năm 2023. Những yếu tố này sẽ ảnh hưởng đến sức mua của người tiêu dùng. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi giả định lạm phát sẽ đạt đỉnh trong 6 tháng đầu năm 2023 và sau đó sẽ giảm tốc trong 6 tháng cuối năm. Chúng tôi ước tính chi tiêu cho điện thoại & điện máy sẽ giảm 10% so với cùng kỳ và nhu cầu tiêu thụ vàng sẽ không thay đổi vào năm 2023, với mức chi tiêu thấp cho đến nửa đầu năm 2023, sau đó dần phục hồi từ nửa cuối năm 2023.
- Việc hợp nhất thị trường sẽ rõ ràng hơn trong thời kỳ suy thoái kinh tế.** Các nền tảng thương mại điện tử thường giảm giá sâu, tạo ra tỷ suất lợi nhuận thấp. Trong bối cảnh chi phí tăng và nhu cầu yếu, các nhà bán lẻ trực tuyến có thể bị lỗ, do đó mất dần thị phần. Các nhà bán lẻ quy mô nhỏ không tiếp cận được tín dụng ngân hàng cũng có thể bị mất thị phần. Do đó, các nhà bán lẻ có dòng tiền ổn định có thể giành được thị phần.
- Tỷ suất lợi nhuận sụt giảm do xu hướng mua hàng giá trị thấp.** Lạm phát gia tăng sẽ làm tăng chi phí cho các nhà bán lẻ, vì khó có thể chuyển phần chi phí tăng lên sang giá bán cho khách hàng. Người tiêu dùng đang tìm kiếm các đợt giảm giá sâu và xu hướng mua hàng giá rẻ có thể kéo dài đến năm 2023.
- Chi phí tài chính có thể giảm bớt vào năm 2023.** Thị trường kỳ vọng lại suất Fed sẽ tăng nhẹ hơn trong năm 2023, vì vậy chúng tôi dự báo đồng USD sẽ tăng giá với tốc độ chậm hơn trong 2023. Tương tự, chúng tôi dự báo lãi suất trung bình vẫn có thể tăng vào năm 2023, nhưng với tốc độ chậm hơn (khoảng 50~100 điểm cơ bản vào năm 2023 so với 200~300 điểm cơ bản vào năm 2022). Tuy nhiên, các nhà bán lẻ có thể chọn tích trữ ít hàng tồn kho hơn do dự đoán nhu cầu yếu – điều này sẽ giúp giảm áp lực lên chi phí lãi vay. Do đó, tổng chi phí tài chính của các nhà bán lẻ có thể sẽ giảm, giả định kế hoạch mở mới thận trọng trong năm 2023.
- Tăng vốn là một yếu tố hỗ trợ tích cực cho các doanh nghiệp bán lẻ, đặc biệt trong bối cảnh chi phí vay tăng cao.** MWG hoàn thực hiện tăng vốn cho công ty mảng bách hóa từ quý 1 năm 2023 sang quý 3 năm 2023. Việc phát hành cổ phiếu thành công sẽ giúp công ty giảm áp lực về chi phí tài chính.
- Định giá:** Định giá của PNJ và MWG ở mức hợp lý với P/E năm 2023 lần lượt là 15,0 lần và 13,2 lần. FRT được định giá cao với hệ số này là 19,4 lần. Trong khi đó, P/E năm 2023 của DGW đã giảm xuống mức hấp dẫn hơn là 7 lần do tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc so với giai đoạn 2017~2021. Nhiều dự báo cho rằng tăng trưởng lợi nhuận có thể âm trong 6 tháng đầu năm 2023 đối với các doanh nghiệp bán lẻ ICT & CE, chúng tôi tin rằng có thể có cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn tích lũy cổ phiếu trong thời kỳ giá thấp trước khi lấy lại đà tăng trưởng lợi nhuận dương trong nửa cuối năm 2023.

Mã CP	Tiềm năng tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	30/12/2022	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
MWG	1%	43.500	42.900	25,0%	-10,8%	8,4%	19,8	14,4	13,2	27,3%	20,3%	19,6%	1,1%	3,5%	3,5%
FRT	-13%	60.000	69.000	4244,8%	-10,7%	8,3%	17,8	21,0	19,4	30,6%	21,8%	20,4%	0,5%	1,4%	1,4%
DGW	18%	44.600	37.750	146,1%	4,7%	17,4%	16,6	8,9	7,6	44,7%	33,5%	30,5%	0,8%	2,6%	2,6%
PNJ	-2%	87.800	89.900	-3,8%	78,5%	13,7%	23,3	16,7	15,0	18,3%	24,8%	21,9%	2,1%	1,5%	1,5%

Cổ phiếu ưa thích: PNJ

Công ty Cổ phần Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ: HOSE)



- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 89.900 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 87.800 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ **Đòn bẩy thấp trong môi trường lãi suất tăng.** Tỷ lệ D/E của PNJ thấp nhất trong các doanh nghiệp bán lẻ (chỉ 0,25 lần). Với bảng cân đối kế toán an toàn, công ty có vị thế tốt để giành được thị phần, trong khi các đối thủ cạnh tranh nhỏ hơn phải đóng cửa trong thời kỳ suy thoái sắp tới.
 - ✓ **Tập trung vào khách hàng trung và cao cấp,** phân khúc này ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái.
 - ✓ **Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường sẽ giành được thêm thị phần.** Trang sức có thương hiệu hiện chiếm khoảng 40% nhu cầu và PNJ chiếm 57% thị phần trang sức có thương hiệu.
- **Rủi ro giảm giá**
 - ✓ Giá vàng dao động mạnh có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh số bán vàng miếng.
 - ✓ Áp lực lạm phát có thể ảnh hưởng đến thu nhập khả dụng và nhu cầu trang sức.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	14.571	17.001	17.511	19.547	33.613	38.759
Lợi nhuận ròng	960	1.194	1.069	1.029	1.837	2.088
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	32%	24%	-10%	-4%	78%	14%
EPS (VND)	5.365	4.931	4.308	4.132	7.173	7.966
ROE (%)	28,7%	28,7%	21,8%	18,3%	24,8%	21,9%
Tỷ suất cổ tức (%)	1,9%	2,1%	2,5%	2,1%	1,5%	1,5%
Nợ/VCSH	0,42	0,57	0,35	0,45	0,25	0,25
P/E (x)	17,37	17,27	18,80	23,28	16,72	15,05
P/B (x)	4,16	4,19	3,51	3,64	3,35	2,86
EV/EBITDA (x)	12,93	12,89	12,62	16,62	11,68	10,14

Nguồn: Công ty, SSI Research

Hàng tiêu dùng không thiết yếu – Ô tô/ Xe máy: Trở lại bình thường

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: N.a

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung do nhu cầu bị dồn nén

Kết quả ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Nhu cầu bị dồn nén từ khi bùng phát đại dịch Covid 19 đã thúc đẩy doanh số bán ô tô/xe máy trong năm 2022. Tình trạng thiếu chip bán dẫn đã cản trở hoạt động sản xuất toàn cầu, nhưng lại tạo cơ hội cho các đại lý nâng giá bán cao hơn tới 50% trên mỗi chiếc xe.

Cổ phiếu ngành cơ bản đứng vững trong năm 2022, vượt 35% so với kết quả của VN Index. VEA chiếm 90% vốn hóa thị trường của ngành và giá cổ phiếu vẫn ổn định trong năm 2022. Diễn biến tích cực nhất ghi nhận tại City Auto (CTF), với giá cổ phiếu tăng 56% do nhu cầu cao đối với dòng xe Ford. Cổ phiếu HAX kết thúc năm với mức giảm 34% do thị trường dự báo lợi nhuận của công ty đã đạt đỉnh trong năm 2022.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

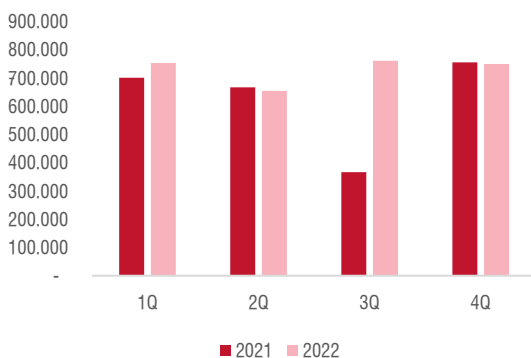


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

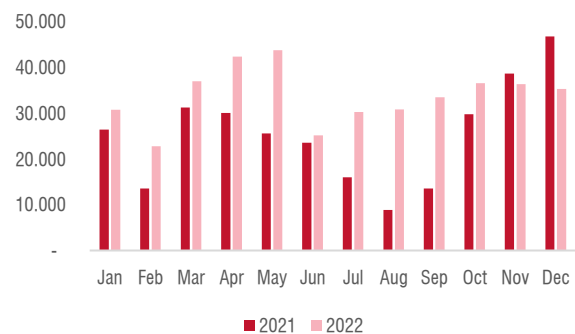
Nhu cầu bị dồn nén và sự hỗ trợ từ Chính phủ là hai động lực chính giúp ngành phục hồi. Trong năm 2022, khoảng 3 triệu xe máy đã được bán ra (tăng 20% so với cùng kỳ), nhưng vẫn thấp hơn mức trước Covid (năm 2018 với 3,3 triệu xe; năm 2019 với 3,2 triệu xe). Đối với xe bốn bánh, đã có 404.635 xe (tăng 33% so với cùng kỳ) được bán ra từ các thành viên Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) và con số này vượt xa lượng xe bán ra hàng năm trước Covid. Việc giảm 50% lệ phí trước bạ cho xe lắp ráp trong nước cũng thúc đẩy nhu cầu trong 6 tháng đầu năm 2022. Ở chiều ngược lại, yếu tố cản trở sự phục hồi là tình trạng thiếu hụt nguyên liệu: Năm 2022 là một năm khó khăn đối với các nhà sản xuất ô tô, vì họ không thể đảm bảo đủ lượng chip bán dẫn cho hoạt động sản xuất.

Lượng xe máy bán ra theo quý



Nguồn: VAMMS, SSI Research ước tính

Lượng xe ô tô bán ra theo tháng

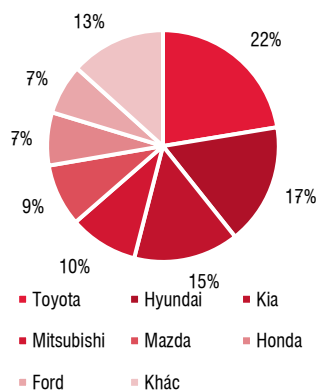


Nguồn: VAMA, SSI Research ước tính

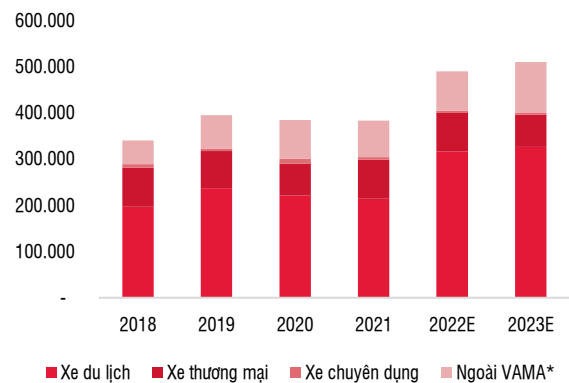
Bảng: Các quy định quan trọng trong năm vừa qua với ngành công nghiệp ô tô

Số hiệu	Thời hạn hiệu lực	Chi tiết
Nghị định 103/2021/NĐ-CP	1/12/2021~31/5/2022	Giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô lắp ráp trong nước
Nghị định 32/2022/NĐ-CP	21/5~20/11/2022	Gia hạn thời hạn nộp thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ô tô lắp ráp trong nước
Nghị định 10/2022/NĐ-CP	1/3/2022~1/3/2024	Miễn lệ phí trước bạ đối với xe chạy hoàn toàn bằng động cơ điện (BEV)
Thông tư 11/2022/TT-BKHCN	1/10/2022	Bỏ quy định tính tỷ lệ nội địa hóa đối với ô tô. Điều này nhằm khuyến khích các hãng ô tô đầu tư sản xuất phụ tùng tại Việt Nam, hỗ trợ cho các nhà sản xuất ô tô trong nước.

Xe máy Honda và xe ô tô Toyota là những lựa chọn phổ biến nhất tại Việt Nam trong năm 2022. Đối với xe máy, thương hiệu Honda vẫn ở vị trí gần như độc quyền, với 80% thị phần. Ô tô Toyota tăng thị phần từ 17.5% lên tới 22%, chiếm vị trí top 1, vượt qua Hyundai và Kia. Lượng xe du lịch tăng 48%, trong khi lượng xe thương mại và xe chuyên dụng không có tăng trưởng.

Thị phần xe ô tô Việt Nam theo thương hiệu năm 2022

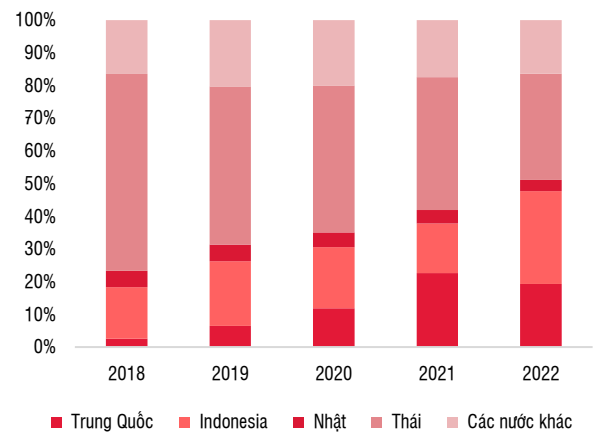
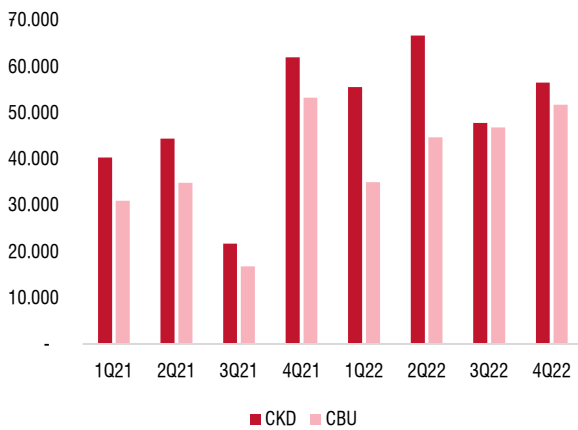
Nguồn: VAMA, SSI Research tổng hợp

Lượng xe ô tô bán ra theo năm, theo chủng loại

Nguồn: VAMA, SSI Research

*Các thành viên không thuộc VAMA bao gồm một số thương hiệu lớn không công bố thông tin như Nissan, Volkswagen, Subaru, Mercedes-Benz, Audi, Volvo hay Jaguar Land Rover.

Tiêu thụ xe nhập khẩu nguyên chiếc đang bắt kịp xe lắp ráp trong nước. Lượng xe nhập khẩu tăng 35% so với cùng kỳ trong năm 2022, trong khi xe lắp ráp trong nước tăng 31% so với cùng kỳ (theo VAMA). Ô tô nhập khẩu chiếm một tỷ trọng đáng kể trong tổng lượng xe bán ra trong vài năm gần đây (khoảng 30~40%). Xu hướng gia tăng này là do hàng loạt thương hiệu mới gia nhập thị trường Việt Nam, đặc biệt là các thương hiệu Trung Quốc được bán với mức giá hấp dẫn. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ xe nhập khẩu sẽ tăng nhờ lợi thế tỷ giá và một số xe nhập khẩu hiện có giá phải chăng hơn so với xe lắp ráp trong nước. Hơn nữa, việc miễn thuế nhập khẩu (từ 50~70% xuống 0%) đối với ô tô nhập khẩu nguyên chiếc (CBU) từ các nước ASEAN, được áp dụng từ năm 2018, sẽ tiếp tục được gia hạn trong 5 năm nữa từ 2023 đến 2027 (theo Nghị định 126/2022/NĐ-CP). Hiện tại, mức thuế nhập khẩu đối với các nước ngoài ASEAN vẫn được giữ ở mức 50~70%.

CBU (nhập nguyên chiếc) đang đuổi kịp CKD (lắp ráp) về sản lượng bán ra**Indonesia, Trung Quốc tăng cường xuất khẩu xe vào Việt Nam**

Nguồn: VAMA, SSI Research

Nguồn: Tổng cục Hải quan, SSI Research

Kết quả lợi nhuận tích cực nhờ tiêu thụ tốt

Doanh thu và lợi nhuận ròng của CTCP City Auto (CTF VN) trong 3 quý đầu năm 2022 đạt 4,1 nghìn tỷ đồng (173 triệu USD, tăng 42% so với cùng kỳ) và lợi nhuận hồi phục trở lại mức 78 tỷ đồng (3 triệu USD, tăng 800% so với cùng kỳ). Nhu cầu đối với xe bán tải Ford tăng đột biến vào năm 2022, CTF được hưởng lợi do là đại lý ô tô Ford lớn nhất.

Đối với CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh (HAX), doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất trong 3 quý đầu năm sau thuế lần lượt là 5,2 nghìn tỷ đồng (223 triệu USD, tăng 52% so với cùng kỳ) và 192 tỷ đồng (8 triệu USD, tăng 560% so với cùng kỳ). Đại dịch COVID-19 bùng phát trong năm 2021 tạo ra mức nền thấp cho mức tăng trưởng mạnh trong năm 2022 của HAX.

Tổng công ty Máy động lực và Máy nông nghiệp Việt Nam (VEA) ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng trong 3 quý đầu năm lần lượt đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (150 triệu USD, tăng 23% so với cùng kỳ) và 5,1 nghìn tỷ đồng (219 triệu USD, tăng 32% so với cùng kỳ). Lợi nhuận của VEA phần lớn nhờ vào khoản đầu tư liên doanh liên kết với các hãng xe Honda, Toyota và Ford. Thu nhập từ lãi tiền gửi cũng góp phần mang lại tăng trưởng lợi nhuận cho VEA trong năm nay.

Mặc dù không niêm yết tại Việt Nam, nhưng hồ sơ đăng ký niêm yết IPO tại Mỹ cho thấy Vinfast ghi nhận doanh thu 10 nghìn tỷ đồng (439 triệu USD, giảm 6% so với cùng kỳ) trong 9 tháng đầu năm năm 2022. Công ty đã bán được tổng cộng khoảng 22.900 ô tô trong 10 trên 12 tháng của năm 2022 (hãng không cung cấp số liệu bán hàng vào tháng 10 và tháng 11), trong đó có khoảng 7.000 xe điện được bán ra. Công ty gần đây đã chuyển 999 xe điện đến San Francisco, Hoa Kỳ với mục tiêu thâm nhập thị trường Hoa Kỳ.

	Doanh thu thuần				Lợi nhuận gộp				LNTT			
	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022
CTF	2.839	4.050	342	1.486	188	338	19	137	12	93	-7	47
HAX	3.395	5.177	709	1.971	154	356	-1	117	44	241	-33	72
VEA	2.837	3.480	793	1.232	341	465	67	159	4.021	5.275	781	1.971

Nguồn: Công ty, SSI Research

Triển vọng tăng trưởng năm 2023

Tiêu thụ sẽ giảm tốc tăng trưởng trong năm 2023. Sau năm 2022 tăng trưởng mạnh mẽ, ước tính lượng xe bán ra năm 2023 chỉ tăng 5% so với năm 2022, vượt qua mốc 500.000 xe (theo dự báo của EIU). Tình trạng thiếu chip ô tô và gián đoạn chuỗi cung ứng khả năng sẽ không ảnh hưởng tới thị trường nửa cuối năm 2023.

Tình hình kinh tế khó khăn mang lại nhiều thách thức: Khi điều kiện kinh tế xấu đi, tiêu thụ ô tô và giá bán ô tô tại các đại lý có thể không còn cao như trong năm 2022, do người tiêu dùng giảm thiểu chi tiêu trong thời kỳ suy thoái. Bên cạnh đó, việc mua trả góp một phương tiện mới sẽ đắt đỏ và khó khăn hơn. Các hỗ trợ của chính phủ (bao gồm cắt giảm lệ phí trước bạ và trì hoãn nộp thuế tiêu thụ đặc biệt) đã kết thúc, do mức tiêu thụ đã trở lại mức trước Covid.

Doanh nghiệp ô tô tăng sản xuất tại Việt Nam giúp giảm giá bán xe. THACO, nhà sản xuất ô tô Việt Nam, gần đây đã đàm phán thành công để lắp ráp trong nước một số mẫu xe của thương hiệu BMW (X3, X5, 3-Series, 5-Series), tạo áp lực lên các thương hiệu xe sang khác. Ngoài ra, TC Motor, thương hiệu liên kết giữa Tập đoàn Thành Công và Hyundai Motor, cũng đã khánh thành giai đoạn 1 của nhà máy thứ hai của họ tại Việt Nam. Nhà máy trị giá 140 triệu USD này sẽ cung cấp 100.000 chiếc mỗi năm khi được hoàn thành vào năm 2025.

Xe điện có tiềm năng tạo nên sự đột phá cho ngành ô tô tại Việt Nam. Trong năm 2022, Audi và Mercedes-Benz đã chính thức công bố một số mẫu xe điện dành cho phân khúc xe hạng sang. Ở phân khúc xe phổ thông, Hyundai và Kia đều giới thiệu các mẫu xe điện (IONIQ5 và EV6) tại Việt Nam.

Tuy nhiên, còn quá sớm để đánh giá tác động của xe điện tới ngành công nghiệp ô tô tại Việt Nam. Các hãng xe mới bắt đầu thử nghiệm bán để đánh giá sự quan tâm của người tiêu dùng và chính phủ trong việc chuyển sang loại xe này khi mà Việt Nam chưa có chiến lược phát triển hạ tầng trạm sạc cho xe điện. Hơn nữa, giá của các mẫu EV vẫn cao so với các mẫu xe chạy xăng. Chúng tôi tin rằng chính phủ cần xem xét 3 việc sau để tăng tỷ lệ điện khí hóa ngành ô tô: chính sách thuế ưu đãi đối với xe điện; tăng thuế đối với ô tô chạy bằng năng lượng hóa thạch; và đầu tư vào hạ tầng các trạm sạc.

Mã CP	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (VND)		Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	12/30/2022	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
VEA	38%	56.252	40.800	3,50%	18%	5%	9,2	8,0	7,6	24%	29%	30%	11%	10%	10%
HAX	-24%	12.400	16.300	22,60%	7%	9%	7,9	5,6	5,2	25%	20%	17%	6%	0%	0%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng thiết yếu – Thủy sản: Lợi nhuận năm 2023 giảm do mức nền so sánh cao

Triển vọng 2023: Kém khả quan

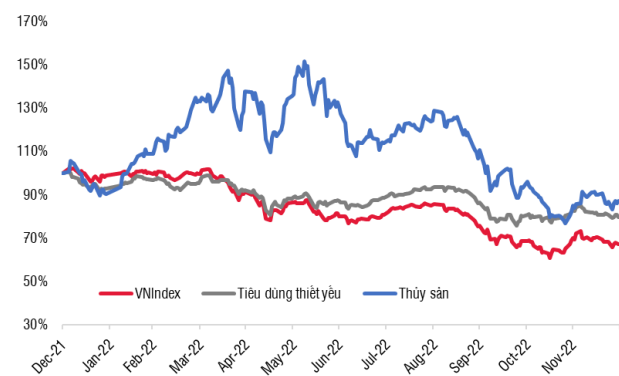
Cổ phiếu ưa thích: N.a

Nhìn lại năm 2022: Diễn biến tích cực hơn thị trường, khi lợi nhuận đạt mức cao kỷ lục

Kết quả ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Theo diễn biến giá cổ phiếu, ngành thủy sản giảm 13% trong năm 2022, nhưng vẫn vượt 20% so với VN Index. Định giá ngành đã cải thiện 50% trong tháng 6/2022 với lợi nhuận đạt đỉnh trong quý 2/2022. Tuy nhiên, cổ phiếu ngành nhanh chóng giảm giá khi tăng trưởng lợi nhuận hàng quý giảm tốc. Cổ phiếu ghi nhận kết quả tốt nhất là VHC (+14,1%) và MPC (-11,8%), đây là cổ phiếu của những doanh nghiệp đầu ngành đã duy trì được đà tăng sau khi lợi nhuận đạt đỉnh. Các công ty chủ chốt khác trong ngành đều giảm: FMC (-36%); ANV (-30%); và IDI (-27%).

Diễn biến giá cổ phiếu của ngành trong năm 2022

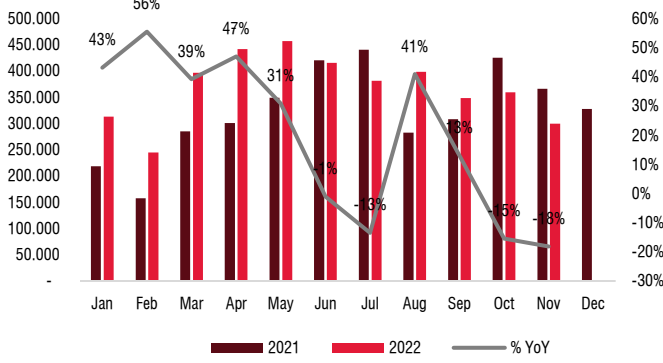


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

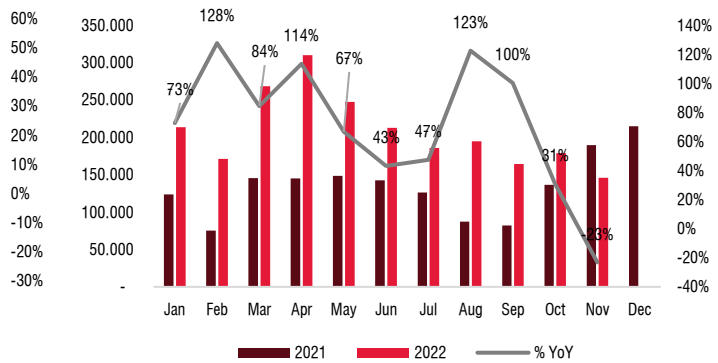
Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- Trong năm 2022, ngành thủy sản Việt Nam đã có một năm phục hồi và tăng trưởng vượt bậc, mặc dù có nhiều biến động giữa nửa đầu và nửa cuối năm. Theo VASEP, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 10,2 tỷ USD (tăng 28% so với cùng kỳ) trong 11 tháng đầu năm 2022, trong đó xuất khẩu tôm và cá tra lần lượt đạt 4 tỷ USD (tăng 14% so với cùng kỳ) và 2,3 tỷ USD (tăng 64% so với cùng kỳ) chủ yếu do đạt mức tăng trưởng ấn tượng 38% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022. Đây là mức cao kỷ lục, so với CAGR xuất khẩu thủy sản là 4% trong giai đoạn 2011~2021.
- ✓ Trong nửa đầu năm, cả xuất khẩu tôm và cá tra đều tăng trưởng nhờ nhu cầu cao và giá tăng (giá bán bình quân tôm và cá tra sang thị trường Mỹ lần lượt tăng 11% và 55% so với cùng kỳ). Trong nửa cuối năm, lạm phát cao ở các nền kinh tế lớn đã ảnh hưởng đến tâm lý người tiêu dùng, trong khi hàng tồn kho vẫn ở mức cao. Do đó, khối lượng xuất khẩu nhanh chóng giảm tốc trong nửa cuối năm 2022. Trong bối cảnh khó khăn đó, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam cũng phải đối mặt với những thách thức như biến động tiền tệ, đặc biệt là những khoản nợ phải trả bằng USD và áp lực cạnh tranh gay gắt từ các nhà cung cấp đối thủ - đặc biệt là các nhà xuất khẩu tôm. Với những sản phẩm thay thế có mức giá hợp lý hơn, người tiêu dùng sẽ giảm chi tiêu trước áp lực lạm phát, và xuất khẩu cá tra duy trì đà tăng trưởng tốt hơn xuất khẩu tôm.
- ✓ Trong tháng 11 năm 2022, xuất khẩu tôm và cá tra lần lượt giảm 18% và 23% so với cùng kỳ, trong đó xuất khẩu sang Mỹ giảm lần lượt 55% và 11% so với cùng kỳ. Giá bán bình quân của tôm và cá tra sang thị trường Mỹ hiện đã giảm lần lượt 11% và 32% so với mức đỉnh. Lũy kế trong 11 tháng đầu năm 2022, xuất khẩu tôm và cá tra sang Mỹ lần lượt giảm 21% và tăng 61% so với cùng kỳ, cho thấy người tiêu dùng có xu hướng giảm giao dịch trong thời kỳ bất ổn.

Xuất khẩu tôm (nghìn USD)

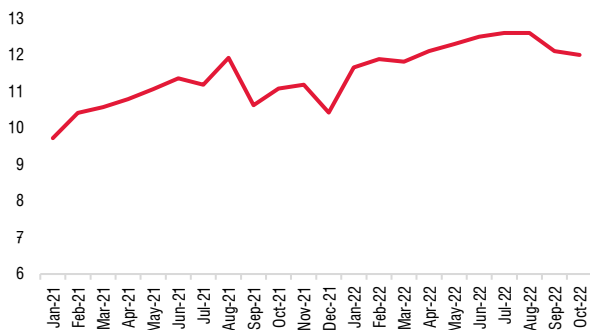


Xuất khẩu cá tra (nghìn USD)

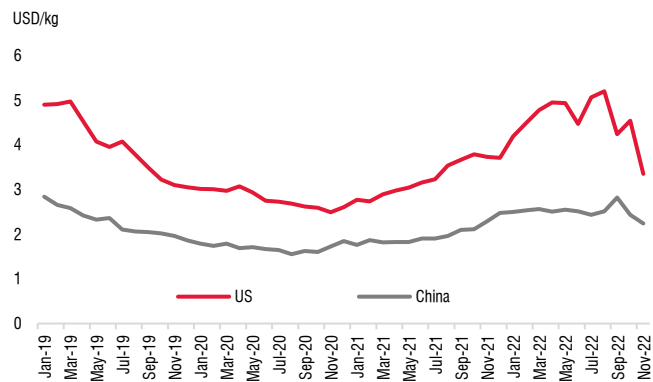


Nguồn: VASEP, SSI Research

Giá bán bình quân của tôm thẻ chân trắng sang Mỹ (USD/kg)

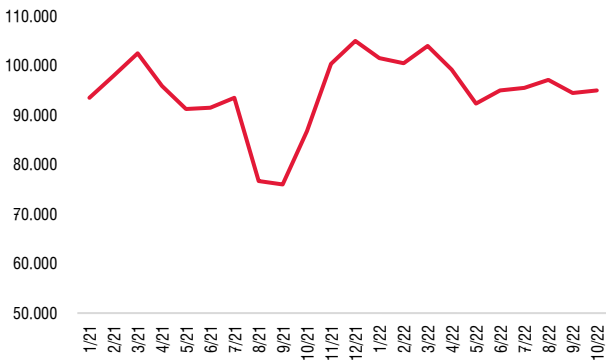


Giá bán bình quân của cá tra sang Mỹ và Trung Quốc

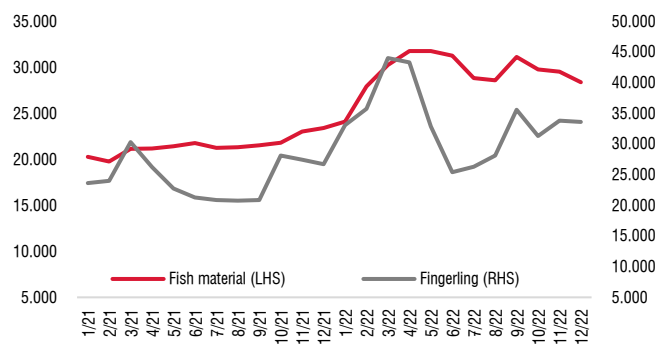


Nguồn: VASEP, Agromonitor, SSI Research

Giá tôm nguyên liệu (đồng/kg)



Giá cá nguyên liệu và cá giống (đồng/kg)



Nguồn: VASEP, SSI Research

Nguồn: Agromonitor, SSI Research

✓ Các công ty niêm yết đã công bố kết quả kinh doanh khả quan trong suốt 9 tháng đầu năm 2022, mặc dù tốc độ tăng trưởng hàng quý đang giảm dần. Hầu hết các công ty đều được hưởng lợi từ sự giảm giá của VND so với USD với doanh thu được ghi nhận bằng USD. Chỉ những công ty có khoản nợ bằng USD mới trải ghi nhận các khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện, nhưng dư nợ bằng USD của những công ty này tương đối thấp. Với nhu cầu giảm, giá bán bình quân và chi phí thức ăn thủy sản chưa được điều chỉnh (tăng 33% so với đầu năm), chúng tôi dự báo các công ty sẽ ghi nhận lợi nhuận giảm trong quý 4 năm 2022.

Cổ phiếu	Sàn giao dịch	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2022	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2021	Tăng trưởng doanh thu 9 tháng đầu năm 2022	NPATMI trong 9 tháng đầu năm 2022	NPATMI trong 9 tháng đầu năm 2021	Tăng trưởng NPATMI trong 9 tháng đầu năm 2022
VHC	HOSE	10.755.331	6.361.328	69,07%	1.786.949	646.590	176,37%
ANV	HOSE	3.752.368	2.436.027	54,04%	567.219	74.372	662,68%
IDI	HOSE	6.221.871	4.311.612	44,30%	521.817	52.082	901,91%
ABT	HOSE	472.570	210.788	124,19%	51.744	19.026	171,97%
MPC	UPCOM	13.871.279	8.886.615	56,09%	571.383	543.981	5,04%
FMC	HOSE	4.491.123	3.754.697	19,61%	231.594	162.054	42,91%
CMX	HOSE	2.181.703	1.432.570	52,29%	65.738	46.302	41,98%
Tổng	Triệu VND	41.746.244	27.393.635	52,39%	3.796.445	1.544.408	145,82%

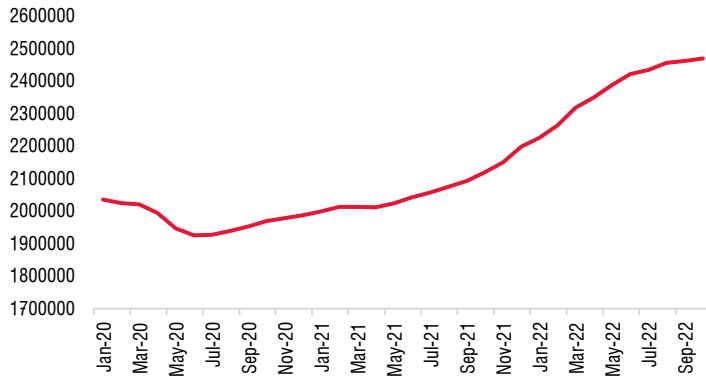
Nguồn: Các công ty, SSI Research

- Định giá ngành:** Trong 10 năm qua, các cổ phiếu trong ngành thủy sản được giao dịch ở mức trailing P/E trung bình là 8 lần. Năm nay, định giá toàn bộ ngành đã bị giảm từ 15 lần vào đầu năm xuống 5 lần do tăng trưởng thu nhập yếu và triển vọng năm 2023 kém khả quan. Mức định giá thấp nhất trong lịch sử của ngành là 4 lần trong giai đoạn 2010~2011 và năm 2018, cho thấy cổ phiếu có thể giảm giá hơn nữa trong thời gian tới khi các công ty có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận âm cho đến năm 2023.

Triển vọng năm 2023

- Năm 2023, chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ tiếp tục là một thách thức trong bối cảnh hàng tồn kho còn lại luân chuyển chậm. Mặc dù các sự kiện lớn mang tính mùa vụ đang đến (ví dụ như Super Bowl và Lễ Phục sinh ở Hoa Kỳ), chúng tôi không cho rằng những sự kiện này sẽ làm giảm lượng hàng tồn kho đang ở mức cao. Chúng tôi dự báo hàng tồn kho sẽ được xử lý hoàn toàn vào khoảng thời gian nào đó trong quý 3 năm 2023, với các đơn đặt hàng bắt đầu nhận được vào thời điểm đó.

Biểu đồ: Tổng hàng tồn kho của các doanh nghiệp tại Hoa Kỳ (triệu USD)



Nguồn: U.S. Census Bureau, SSI Research

- VITAS đặt mục tiêu xuất khẩu thủy sản đạt 10 tỷ USD (giảm 9% so với cùng kỳ) vào năm 2023. Trong bối cảnh người tiêu dùng giảm mức tiêu thụ, chúng tôi cho rằng doanh thu cá tra sẽ ít bị ảnh hưởng hơn so với doanh thu tôm.
- Việc Trung Quốc mở cửa trở lại là chất xúc tác cho ngành vào năm 2023. Mặc dù cần thêm thời gian để đánh giá tác động định lượng của việc Trung Quốc mở cửa trở lại đối với hoạt động xuất khẩu cá tra, chúng tôi tin rằng điều đó sẽ có lợi cho doanh thu của ngành vì Trung Quốc là thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất của Việt Nam. Tuy nhiên, thị trường Trung Quốc là một thị trường nhạy cảm về giá và giá bán bình quân sang thị trường này luôn ở mức thấp hơn khoảng 40% so với giá bán bình quân sang thị trường Mỹ. Chúng tôi tin rằng doanh thu từ thị trường Trung Quốc sẽ bù đắp một phần cho sự suy giảm doanh thu từ thị trường Hoa Kỳ và EU, nhưng không đủ để mang lại cơ hội phục hồi lợi nhuận của các công ty trong nửa đầu năm 2023. Điều này có thể là do mức lợi nhuận so sánh cao vào năm 2022. Chúng tôi vẫn quan ngại về mức độ không chắc chắn xung quanh các chính sách mở cửa trở lại của Trung Quốc. Tuy nhiên, hiện tại, chúng tôi dự báo lợi nhuận của các công ty cá tra sẽ giảm trong năm 2023.
- Chúng tôi dự báo giá bán bình quân sẽ giảm 20~30% so với cùng kỳ trong năm 2023 và chi phí thức ăn thủy sản cũng sẽ giảm theo. Với lượng đơn đặt hàng tăng chậm, chúng tôi cho rằng nguồn cung sẽ không thiếu hụt đối với cả tôm và cá nguyên liệu, qua đó chúng tôi dự báo giá nguyên liệu tôm và cá sẽ giảm nhẹ do nhu cầu yếu cho đến hết nửa đầu năm 2023. Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm vào năm 2023. Với lãi suất dự kiến sẽ ở mức cao trong cả năm, chi phí tài chính tăng sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận ròng, đặc biệt là đối với những công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao, chẳng hạn như IDI. Nhìn chung, chúng tôi dự báo các công ty sẽ công bố mức tăng trưởng lợi nhuận âm trong năm 2023.
- Định giá có thể giảm xuống mức P/E thấp lịch sử của ngành là 4 lần cho đến quý 3 năm 2023, do lợi nhuận dự kiến sẽ giảm so với mức cơ sở cao của năm 2022. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ giảm mạnh nhất trong quý 2 năm 2023 và định giá có thể dần phục hồi về mức P/E trung bình lịch sử của ngành là 8 lần khi hàng tồn kho tại các nhà bán buôn đã xử lý hoàn toàn.
- Yếu tố hỗ trợ tăng giá/rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi: (i) Tiêu dùng của Hoa Kỳ và Trung Quốc tăng /giảm hơn dự báo; và (ii) giá hàng hóa cao/thấp hơn dự báo.

Cổ phiếu	Tiềm năng tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	12/30/2022	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
VHC	-10%	62.200	69.800	54,3%	98,2%	-33,2%	10,4	5,8	8,7	20,1%	32,4%	17,8%	3,2%	2,9%	2,9%
ANV	12%	25.100	22.550	-36,3%	439,0%	-23,1%	33,0	4,1	5,4	5,5%	25,7%	16,4%	3,0%	0,0%	4,4%
FMC	-3%	32.433	32.200	27,0%	10,4%	-9,8%	9,2	8,0	8,9	18,8%	15,4%	13,0%	6,2%	6,0%	6,0%

Nguồn: SSI Research

Hàng tiêu dùng thiết yếu – Thực phẩm & Đồ uống: Cải thiện tỷ suất lợi nhuận là điểm sáng duy nhất trong bối cảnh lạm phát cao

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: VNM, DBC. Cổ phiếu theo dõi: SAB

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung khi các cổ phiếu phòng thủ phát huy vai trò trong thị trường giá xuống.

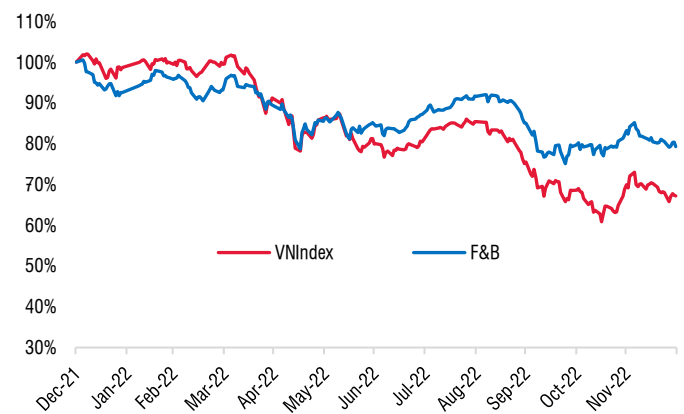
Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Mặc dù giá cổ phiếu ngành thực phẩm và đồ uống (F&B) giảm 20,7% trong năm 2022, nhưng mức sụt giảm vẫn thấp hơn so với kết quả của VNIndex (giảm 32,8%).

Những cổ phiếu có diễn biến tốt nhất gồm: SAB (+14,8%); KDC (+22,6%); và VNM (-5,7%). Như chúng tôi đã phân tích trong báo cáo được công bố vào tháng 7 năm 2022 ([link](#)), trong giai đoạn thị trường giảm giá, chúng tôi ưu tiên những cổ phiếu phòng thủ nhờ vào nhu cầu phục hồi sau khi kết thúc các biện pháp giãn cách xã hội (chẳng hạn như SAB), cũng như cổ phiếu của các công ty có doanh thu tương đối ổn định, và bảng cân đối kế toán lành mạnh (VNM, KDC, QNS).

Tuy nhiên, vẫn còn nhiều cổ phiếu cho thấy diễn biến kém khả quan. MSN, MCH, PAN, DBC và MML giảm mạnh do lợi nhuận/tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh (như trong trường hợp của DBC và MML). So với các lĩnh vực sản phẩm và dịch vụ khác, tiêu dùng thực phẩm và đồ uống được cho là tương đối ổn định trong giai đoạn lạm phát gia tăng và thắt chặt tiền tệ.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



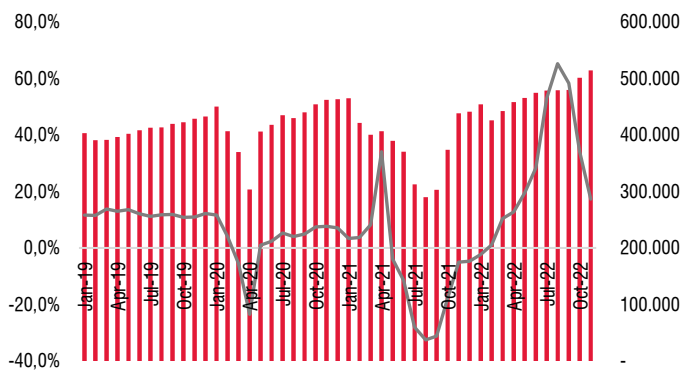
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

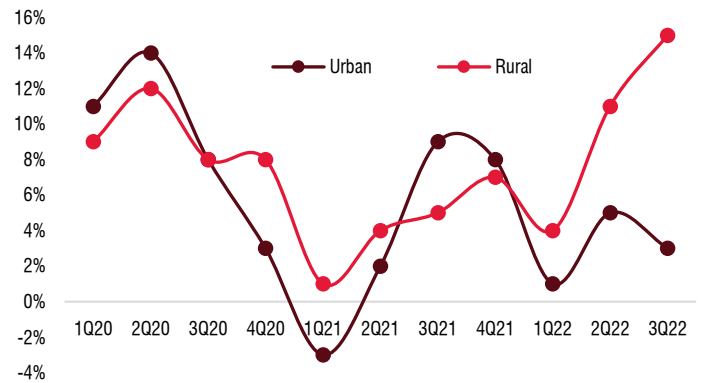
✓ Mở cửa trở lại thúc đẩy tiêu dùng...

Báo cáo chiến lược đầu năm 2022 của chúng tôi ngày 13 tháng 1 năm 2022 đã dự báo mức tiêu thụ sẽ tiếp tục phục hồi sau khi mở cửa trở lại hoàn toàn, nhưng có thể vẫn cần thêm thời gian để nhu cầu tiêu thụ quay trở lại mức trước covid. Khi Việt Nam dỡ bỏ hoàn toàn các biện pháp chống dịch Covid vào cuối tháng 3 năm 2022, các hoạt động mua sắm của người tiêu dùng đã phục hồi, cụ thể doanh số bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng cao hai con số và điều này cũng được xác nhận bởi dữ liệu theo dõi xu hướng di chuyển của Google. Đáng chú ý, theo Tổng cục Thống kê, doanh số bán lẻ năm 2022 chỉ bằng 82,5% kết quả năm 2019, đã điều chỉnh theo lạm phát. Điều này hàm ý rằng tiêu dùng (mặc dù đã đạt đến mức được coi là phục hồi) vẫn chưa quay trở lại đà tăng trưởng mạnh như trước khi bùng phát đại dịch. Lạm phát tăng cao và doanh thu từ hoạt động du lịch thấp (do thiếu khách du lịch Trung Quốc,...) là một trong những lý do khiến đà tăng trưởng chưa đạt được mức cao như giai đoạn trước covid.

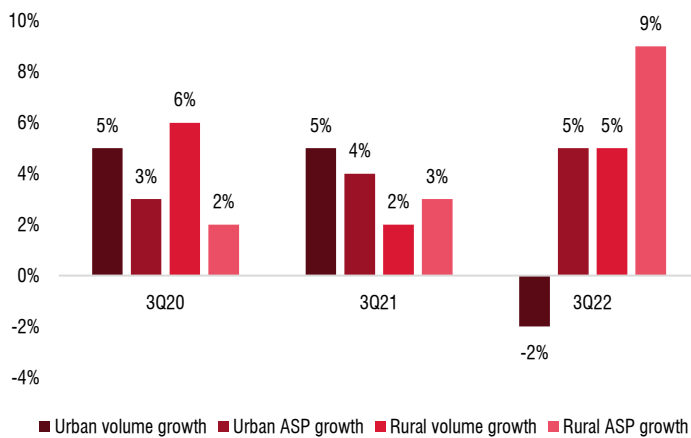
Dữ liệu từ Kantar cũng cho thấy tăng trưởng tiêu dùng mặt hàng FMCG chủ yếu được thúc đẩy bởi giá bán trung bình cao hơn thay vì khối lượng tiêu thụ.

Biểu đồ: Doanh số bán lẻ hàng tháng (tỷ đồng, cột phải) và tăng trưởng theo năm

Nguồn: TCTK

Biểu đồ: Tăng trưởng tiêu dùng FMCG ở thành thị và nông thôn

Nguồn: Kantar Worldpanel

Biểu đồ: Tổng quan về tăng trưởng FCMG, theo khối lượng và giá

Nguồn: Kantar Worldpanel

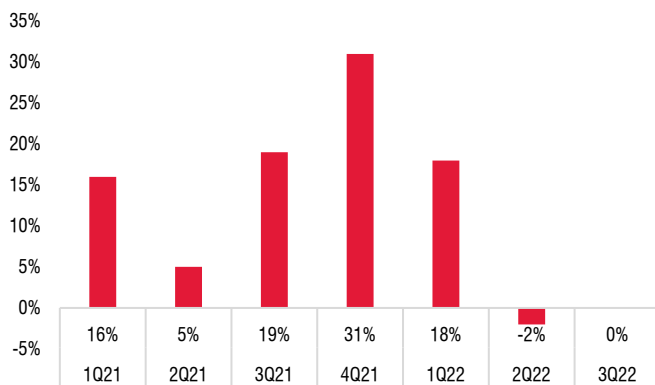
Đúng như dự đoán, vào năm 2022, lĩnh vực bia sẽ phục hồi mạnh mẽ cả về sản lượng tiêu thụ và giá bán so với mức cơ sở thấp của năm 2021, khi các biện pháp giãn cách xã hội do Covid-19 trước đó đã tác động tiêu cực đến lượng bia tiêu thụ. Doanh số bán lẻ bia cho thấy sự tăng trưởng bền vững trong suốt cả năm do nhu cầu bị dồn nén, khi các kênh tiêu thụ trực tiếp mở cửa trở lại. Dữ liệu từ Kantar cho thấy ngành bia có mức tăng trưởng giá trị danh nghĩa là 106% so với cùng kỳ trong quý 1 đến quý 3 năm 2022, vượt trội so với các mặt hàng FMCG khác. Các công ty dẫn đầu thị trường như Heineken và Sabeco ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu lần lượt là 37% và 44% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022.

✓ ...nhưng yếu hơn kì vọng do áp lực lạm phát và rủi ro suy thoái kinh tế.

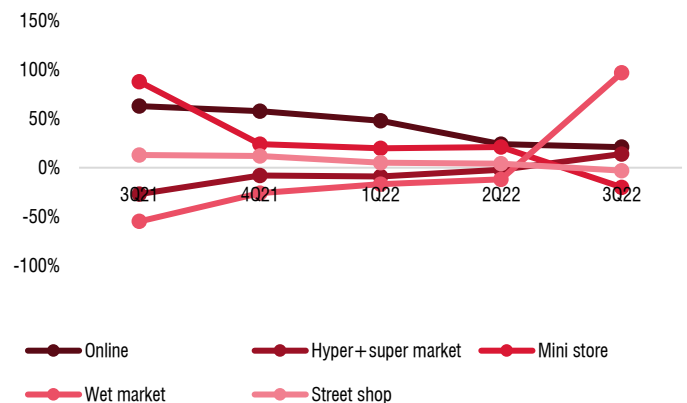
Mặc dù chỉ số CPI vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4% của năm 2022 (trung bình đạt 3,2% và 4,5% trong quý 4), người tiêu dùng đã cảm nhận được sức nóng của chi phí sinh hoạt tăng cao. Theo khảo sát của Kantar vào tháng 5/2022, giá nhiên liệu và lương thực tăng cao đã trở thành mối lo ngại lớn nhất của các hộ gia đình. Áp lực lạm phát, lãi suất tăng, suy thoái kinh tế toàn cầu phủ bóng đen lên Việt Nam, khiến hoạt động xuất khẩu suy yếu, đơn hàng dệt may, da giày, đồ gỗ, điện tử giảm, gây ra hiệu ứng dây chuyền ảnh hưởng đến hàng trăm nghìn lao động trong các cụm công nghiệp. Ngoài ra, sự sụt giảm mạnh mẽ của thị trường tài chính cũng như các vấn đề của thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp đã gây áp lực lên thu nhập hộ gia đình. Các hộ gia đình đã bắt đầu cắt giảm chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu và chuyển sang những hàng hóa có giá thấp hơn.

Hiệu ứng tích trữ hàng hóa đã không còn, thể hiện qua: (1) tiêu thụ thực phẩm đóng gói và đồ dùng nấu ăn giảm sút; và (2) sự chậm lại trong đà phát triển của kênh thương mại hiện đại, vốn đã được hưởng lợi đáng kể từ việc đóng cửa chợ truyền thống trong thời gian triển khai các biện pháp giãn cách xã hội. Cụ thể, Masan Consumer (MCH: HSX) được hưởng lợi lớn từ việc người tiêu dùng đổ xô mua sắm để dự trữ thực phẩm tiện lợi và gia vị trong quý 1 đến quý 3 năm 2021. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng đã chậm lại theo quý trong năm 2022. WCM, chuỗi bán lẻ lớn nhất tại Việt Nam, cũng ghi nhận doanh thu giảm 9% trong 9 tháng đầu năm 2022 mặc dù đã mở cửa trở lại (điều này sẽ hỗ trợ doanh thu của siêu thị nằm trong trung tâm mua sắm). BHX, chuỗi bách hóa lớn thứ 2 đã tạm dừng hoạt động mở rộng chuỗi (vốn rất tích cực trước đây) do sức tiêu thụ yếu.

Biểu đồ: Tăng trưởng doanh thu của MCH



Biểu đồ: tăng trưởng doanh thu bán lẻ qua các kênh bán hàng (YoY)

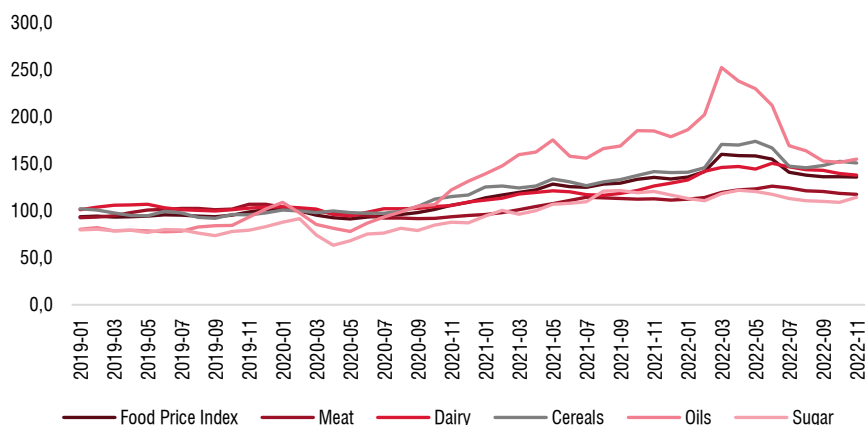


Nguồn: MCH

Nguồn: Kantar Worldpanel

Tỷ suất lợi nhuận giảm đi đúng như dự báo, giá hàng hóa cũng giảm từ mức đỉnh nhưng mức giảm thấp hơn nhiều so với dự kiến. Một yếu tố ngoài dự đoán đã tạo áp lực lên giá hàng hóa là cuộc chiến tranh Nga-Ukraine, cuộc chiến này đã đẩy giá hàng hóa và giá dầu tăng mạnh kể từ tháng 2 năm 2022. Theo đó, chỉ số giá lương thực của Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp thế giới (FAO) đã tăng lên 159,7 điểm trong tháng 3 năm 2022, mức cao nhất trong nhiều thập kỷ qua. Sau đó, chỉ số này giảm dần xuống 132,9 điểm trong tháng 12 năm 2022, điều chỉnh 17% so với mức đỉnh nhưng đi ngang so với năm trước chủ yếu do giá dầu ăn và ngũ cốc hạ nhiệt. Giá dầu tăng vọt 72% so với đầu năm và đạt mức cao nhất trên 133 USD/thùng vào đầu tháng 3, sau khi chiến tranh Nga-Ukraine nổ ra dẫn đến tắc nghẽn chuỗi cung ứng toàn cầu đối với cả dầu mỏ và nhiên liệu chưng cất. Tuy nhiên, giá dầu sau đó đã điều chỉnh 37% xuống chỉ còn khoảng 85 USD/thùng vào cuối năm 2022 do nhu cầu yếu và lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu.

Chỉ số giá lương thực của FAO



Nguồn: FAO

Ngoại trừ SAB, hầu hết các công ty F&B đều bị thu hẹp tỷ suất lợi nhuận do chi phí sản xuất, bao gồm giá nguyên vật liệu và giá dầu thô tăng (dẫn đến chi phí đóng gói và vận chuyển tăng). Hầu hết các thương hiệu F&B đều tăng giá bán lẻ khoảng 4~10% trong năm 2022 nhưng mức tăng không đủ bù đắp hoàn toàn phần chi phí gia tăng.

Theo những gì chúng tôi dự đoán, giá hàng hóa, chẳng hạn như dầu ăn, bột sữa, ngô và đậu tương, đã điều chỉnh 7~41% so với mức đỉnh thiết lập trước đó vào năm 2022, nhưng vẫn cao hơn khoảng 12~72% so với mức trung bình giai đoạn 2019~2021. Cần vài tháng/quý để hàng tồn kho chi phí cao được xử lý hoàn toàn, nên tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện từ quý 4 năm 2022 là sớm nhất.

Tỷ suất lợi nhuận gộp	2020	2021	9 tháng đầu năm 2021	9 tháng đầu năm 2022
SAB	30,4%	28,9%	29,5%	31,9%
VNM	46,4%	43,1%	43,4%	40,2%
MCH	42,5%	42,5%	42,2%	41,2%
QNS	31,6%	30,8%	30,5%	29,7%
KDC	21,2%	19,5%	19,2%	20,8%
MML	16,9%	12,2%	13,0%	7,3%
DBC	25,5%	17,1%	19,1%	11,0%
BBC	27,0%	29,4%	27,3%	27,5%

Nguồn: Các công ty, SSI Research

✓ Kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp

Theo dữ liệu mới nhất giai đoạn 3 quý đầu năm 2022, lĩnh vực F&B có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 6,9% và 19,6% so với cùng kỳ, vượt trội so với thị trường chung. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng được dự báo sẽ chậm lại trong quý 4 năm 2022.

SAB: Theo Ban lãnh đạo, SAB ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt là 25,0 nghìn tỷ đồng (tăng 44% so với cùng kỳ) và 4,4 nghìn tỷ đồng (tăng 75% so với cùng kỳ) trong 9 tháng đầu năm 2022. Về doanh thu, con số này thấp hơn 11,4% so với kết quả 9 tháng đầu năm 2019 (giai đoạn trước COVID). Chúng tôi dự báo SAB sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu thuần và LNST lần lượt là 30% và 48% so với cùng kỳ trong năm 2022.

VNM: Trong 9 tháng đầu năm 2022, VNM ghi nhận doanh thu đạt 44,9 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ) và LNST đạt 6,7 nghìn tỷ đồng (giảm 20,2% so với cùng kỳ). Chúng tôi dự báo LNST năm 2022 đạt khoảng 9 nghìn tỷ đồng (giảm 15,3% so với cùng kỳ). Theo AC Nielsen, mức tiêu thụ sữa tăng 4% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022. Trong nhóm các mặt hàng FMCG, sữa có mức tăng trưởng thấp hơn các sản phẩm khác. Với doanh số bán hàng đi ngang trong quý 3 năm 2022, Vinamilk dường như đang chậm hơn tốc độ tăng trưởng chung của ngành, theo dữ liệu của Nielsen. Tuy nhiên, ban lãnh đạo lập luận rằng dữ liệu của Nielsen không xem xét các khách hàng chủ chốt, chẳng hạn như trường học, khu công nghiệp và nhà hàng, và do đó, thị phần thực tế của VNM sẽ là con số cao hơn. Đáng chú ý, VNM đã ghi nhận doanh thu từ các khách hàng chủ chốt tăng 40% so với cùng kỳ trong quý 3 năm 2022, do cùng kỳ năm ngoái công ty chịu tác động của các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt.

MSN đạt doanh thu 55,5 nghìn tỷ đồng (giảm 14,3% so với cùng kỳ) và LNST của cổ đông công ty mẹ 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng 46,8% so với cùng kỳ) trong 9 tháng đầu năm 2022, lần lượt hoàn thành 62% và 56% dự báo của chúng tôi. Mặc dù quý 4 thường là mùa cao điểm, chúng tôi vẫn phải điều chỉnh ước tính cho MSN do: (1) doanh thu của MCH và WCM thấp hơn dự kiến; và (2) tỷ suất lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng trong tất cả các phân khúc. Chúng tôi cũng nhận thấy tác động tiêu cực của việc tăng lãi suất đối với lợi nhuận của MSN trong ngắn hạn. Theo đó, chúng tôi hạ dự báo LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2022 và 2023 xuống lần lượt là 4 nghìn tỷ đồng (giảm 53% so với cùng kỳ) và 3,3 nghìn tỷ đồng (giảm 17% so với cùng kỳ).

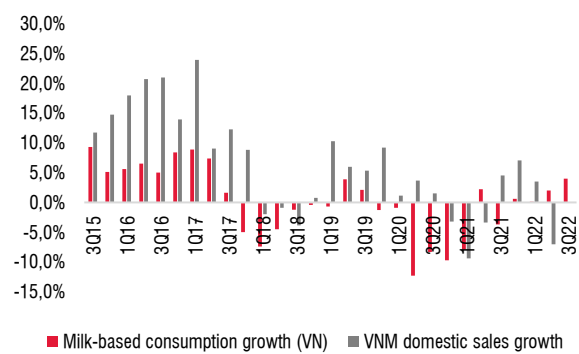
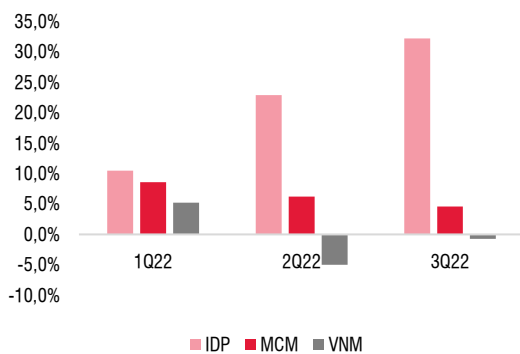
QNS: QNS ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận ròng năm 2022 lần lượt là 8,3 nghìn tỷ đồng (tăng 13% so với cùng kỳ) và 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ). Trong quý 1~quý 3/2022, công ty công bố doanh thu thuần đạt 6,3 nghìn tỷ đồng (tăng 9,3% so với cùng kỳ) và LNST đạt 859 tỷ đồng (giảm 1,2% so với cùng kỳ). Sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành đạt 207 triệu lít (giảm 1,3% so với cùng kỳ) với sản lượng đường đạt 94 nghìn tấn (tăng 12% so với cùng kỳ) trong 9 tháng đầu năm 2022. KQKD trong 9 tháng đầu năm 2022 thấp hơn dự kiến do: (1) sản lượng tiêu thụ sữa đậu nành giảm 1,3% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022 (giảm 12% so với cùng kỳ trong quý 3/2022); và (2) tỷ suất lợi nhuận gộp mảng đường giảm từ 20,9% trong 9 tháng đầu năm 2021 xuống 16,5% trong 9 tháng đầu năm 2022.

KDC: Trong 9 tháng đầu năm 2022, KDC đạt doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 9,6 nghìn tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ) và 487 tỷ đồng (tăng 2% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 68% và 54% kế hoạch đề ra. Doanh thu thuần tăng trưởng nhờ doanh thu dầu ăn đạt 7,8 nghìn tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ) và doanh thu thực phẩm đông lạnh đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng 27% so với cùng kỳ). Ngoài ra, doanh thu khác tăng 225 tỷ đồng (tăng 520% so với cùng kỳ) khi KDC quay trở lại mảng bánh kẹo và mở rộng chuỗi cà phê. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 23% trong nửa đầu năm 2022 xuống còn 17% trong quý 3 năm 2022 do chi phí đầu vào cao hơn ở cả hai mảng dầu ăn và thực phẩm đông lạnh. Thuế suất của KDC trong quý 3 năm 2022 là 50% do mức chi phí không được khấu trừ thuế và chênh lệch thuế hoãn lại cao hơn. Do đó, LNST trong 9 tháng đầu năm 2022 của KDC là 370 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ).

Các công ty nông nghiệp: Trong 9 tháng đầu năm 2022, hầu hết các công ty trong lĩnh vực này đều ghi nhận kết quả kinh doanh trái chiều, với tỷ suất lợi nhuận thấp do chi phí tăng. DBC công bố mức tăng trưởng doanh thu thuần từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (không bao gồm bất động sản) là 13% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận ròng giảm 68% so với cùng kỳ do biên lợi nhuận gộp giảm 800 điểm cơ bản, chủ yếu do chi phí thức ăn chăn nuôi tăng. BAF công bố doanh thu thuần giảm 46% nhưng vẫn có lãi. BAF chứng kiến doanh thu hoạt động nông nghiệp tăng gấp đôi trong 9 tháng đầu năm 2022 (mặc dù ở mức thấp). BAF đã trải qua quá trình chuyển đổi từ giao dịch nguyên liệu thô sang trồng trọt, giúp tăng lợi nhuận ròng. Tương tự, HAG ghi nhận doanh thu từ mảng nông nghiệp tăng 125% so với cùng kỳ, trong khi biên lợi nhuận gộp từ mảng nông nghiệp giảm 720 điểm cơ bản. Trong 9 tháng đầu năm 2022, MML ghi nhận doanh thu mảng nông nghiệp là 663 tỷ đồng (giảm 6% so với cùng kỳ) và tỷ suất lợi nhuận gộp là 24,5% (giảm đáng kể so với mức 36,9% trong 9 tháng đầu năm 2021) do giá lợn hơi giảm và chi phí thức ăn chăn nuôi cao hơn.

Tăng trưởng doanh thu hàng quý

Tăng trưởng tiêu thụ các sản phẩm sữa tại Việt Nam

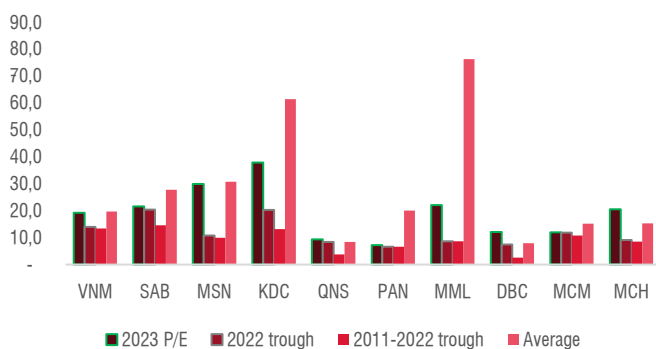


Nguồn: VNM, SSI

Nguồn: AC Nielsen, VNM

- ✓ **Định giá ngành:** Cổ phiếu F&B giảm nhưng không quá sâu như các ngành khác. Bất chấp sự suy thoái của thị trường trong năm 2022, mức định giá F&B vẫn cao hơn mức thấp nhất được ghi nhận trong năm 2011. Trong giai đoạn thị trường giá xuống, cổ phiếu F&B sẽ ít biến động hơn và được coi là nơi trú ẩn trước những thách thức của thị trường.

Biểu đồ: Định giá cổ phiếu F&B



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Triển vọng năm 2023

- **Tăng trưởng doanh thu ở mức vừa phải do người tiêu dùng hướng đến các sản phẩm giá rẻ**

Áp lực lạm phát và suy thoái kinh tế sẽ ảnh hưởng đến chi tiêu của người tiêu dùng ít nhất là trong nửa đầu năm 2023. Lạm phát năm 2023 có thể tiếp tục gia tăng, đặc biệt trong bối cảnh Chính phủ dùng hỗ trợ giá xăng dầu và tăng các chi phí như điện, lương tối thiểu, y tế,.... Nhóm phân tích vĩ mô và ngành ngân hàng của chúng tôi dự báo lãi suất sẽ bắt đầu điều chỉnh từ nửa cuối năm 2023 nhưng chỉ điều chỉnh nhẹ (dưới 100 bp). Khi những thách thức từ các yếu tố vĩ mô xuất hiện, bao gồm lãi suất cho vay cao, lạm phát gia tăng và thị trường lao động không mấy khả quan, chúng tôi không kỳ vọng mức tiêu dùng sẽ cao. Hoạt động xuất khẩu dự kiến sẽ suy giảm trong nửa đầu năm 2023, do lượng hàng tồn kho cao kỷ lục ở Mỹ và suy thoái kinh tế ở châu Âu, trong khi Trung Quốc có thể sẽ trở lại là đối thủ cạnh tranh chính ở các thị trường xuất khẩu chính. Do đó, chúng tôi cho rằng nhóm thu nhập thấp, đặc biệt là công nhân tại các khu công nghiệp, sẽ tiếp tục bị ảnh hưởng. Chúng tôi dự báo du lịch sẽ phục hồi từ quý 2 năm 2023 do Trung Quốc mở cửa trở lại, tuy nhiên, điều này có thể sẽ không đủ để bù đắp hoàn toàn tình trạng trì trệ của tiêu dùng nội địa. **Do đó, tăng trưởng doanh thu của các công ty F&B trong năm 2023 sẽ không cao khi xu hướng cắt giảm chi tiêu vẫn tiếp diễn.**

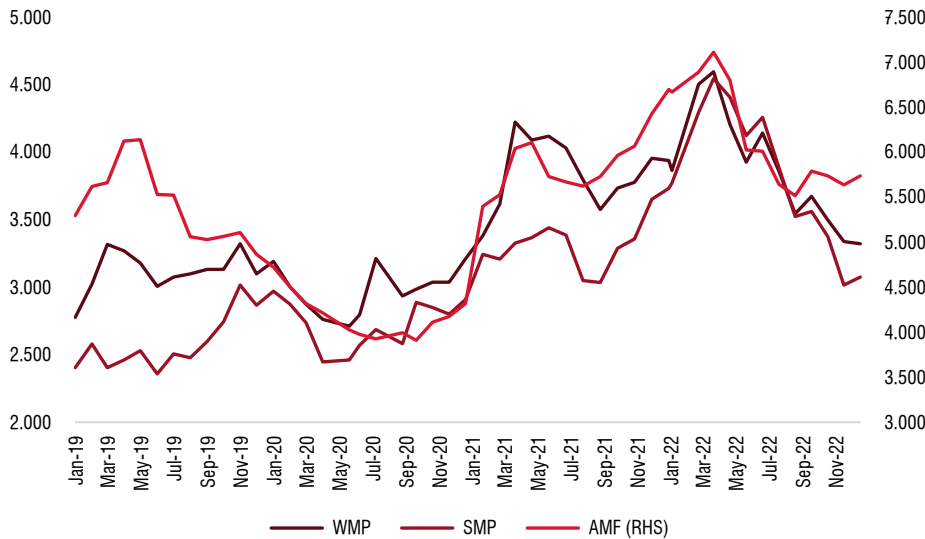
- **Cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp**

Như đã đề cập ở trên, việc điều chỉnh giá hàng hóa (đặc biệt là giá dầu) nhiều khả năng sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho tỷ suất lợi nhuận của các công ty sản xuất. Mức độ cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ khác nhau giữa các công ty, nhưng chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận ròng. Các công ty có thể đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2023 mặc dù doanh thu bán hàng tăng trưởng vừa phải. SAB có thể là ngoại lệ, vì giá mạch nha tăng 15% so với cùng kỳ mà không có dấu hiệu điều chỉnh, và các hợp đồng nguyên vật liệu của SAB đã hết hạn vào quý 3 năm 2022. Do đó, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm 170 bp trong năm 2023 so với năm 2022.

- **Triển vọng lợi nhuận**

Bia: Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn về triển vọng của phân khúc này trong năm 2023, do áp lực suy thoái kinh tế đối với sức mua của người tiêu dùng và chi phí đầu vào gia tăng. Chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận của phân khúc sẽ quay về mức bình thường (tức là tăng trưởng một con số) trong năm 2023, ổn định sau mức cơ sở cao của năm 2022. Nhu cầu bia nói chung có thể giảm do áp lực giảm chi tiêu của người tiêu dùng có thu nhập thấp. Trong khi đó, tình trạng thiếu nguồn cung đang đẩy giá mạch nha lên cao do các nguyên liệu thô chính (chiếm 70% giá vốn hàng bán) tiếp tục ở mức cao, điều này sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất bia nếu không thể chuyển hoàn toàn phần chi phí tăng lên vào giá bán cho người tiêu dùng cuối cùng. Tuy nhiên, khi Trung Quốc mở cửa trở lại, chúng tôi vẫn kỳ vọng du lịch sẽ tăng trưởng mạnh trong năm nay, điều này có thể bù đắp một phần sự sụt giảm trong tiêu dùng nội địa. Chúng tôi dự báo SAB sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu thuần và LNST lần lượt là 13% và 5,3% so với cùng kỳ, với tỷ suất lợi nhuận gộp phân khúc bia giảm 170 điểm cơ bản vào năm 2023.

Sữa: Chúng tôi không nhận thấy động lực thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ trong năm 2023, đặc biệt khi người tiêu dùng ngày càng lo lắng về thu nhập. Tiêu thụ sữa ở thị trường thành thị chủ yếu được thúc đẩy bởi quá trình cao cấp hóa sản phẩm và quá trình này sẽ giảm tốc hoặc bị gián đoạn trong thời kỳ suy thoái kinh tế. Đối với thị trường nông thôn, chúng tôi cho rằng nhu cầu vẫn ổn định hơn một chút so với thị trường thành thị do vẫn còn dư địa cho tăng trưởng sản lượng do mức nền tiêu thụ hiện còn thấp. Yếu tố tích cực đến từ việc chi phí đầu vào giảm xuống. Giá sữa nguyên kem, sữa bột tách béo và chất béo khan (AMF) đã điều chỉnh lần lượt 28%, 32% và 19% so với mức đỉnh hình thành trong tháng 3/2022, điều này có thể giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận của các công ty sữa từ quý 1/2023, đặc biệt là đối với VNM do 65% nguyên liệu phụ thuộc vào sữa bột nhập khẩu. Các công ty sữa, chẳng hạn như VNM, IDP và MCM, có bảng cân đối kế toán tốt và dòng tiền lành mạnh, do đó những công ty này có khả năng chống chọi với tình hình lãi suất tăng. Về tăng trưởng doanh thu, chúng tôi cho rằng các công ty nhỏ hơn (MCM & IDP) sẽ có động lực mạnh hơn VNM do quy mô nhỏ hơn và khả năng mở rộng công suất (ví dụ MCM sẽ tăng công suất hoạt động từ năm 2024).

Đồ thị: Giá trúng thầu sữa bột

Nguồn: Global Dairy Trade

Thị trường lợn hơi: Dữ liệu của OECD cho thấy mức tiêu thụ thịt lợn bình quân đầu người đã giảm so với mức trước đại dịch, từ 31,4kg/người/năm trong năm 2018 xuống 26,8kg/người/năm trong năm 2022. Cũng có ý kiến cho rằng con số này sẽ tăng 3% so với cùng kỳ trong năm 2023. Với sản lượng sản xuất tăng đột biến trong những tháng gần đây (tăng 12,4% so với cùng kỳ từ tháng 1 đến tháng 11 năm 2022), nguồn cung heo hơi khó có thể thiếu hụt trong năm 2023, trong điều kiện dịch bệnh được kiểm soát tốt. Do đó, chúng tôi dự báo giá heo hơi sẽ tăng không đáng kể. Chúng tôi hy vọng giá heo hơi sẽ đạt khoảng 60.000 VND/kg vào năm 2023 (tăng 10% so với cùng kỳ). Về mặt chi phí, chúng tôi hy vọng chi phí thức ăn sẽ bắt đầu giảm trong quý 2 năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo chi phí chăn nuôi sẽ giảm trong năm 2023, trong khi giá heo hơi cải thiện dần. Theo đó, chúng tôi dự báo các công ty chăn nuôi sẽ bắt đầu phục hồi trong năm 2023. Việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ là yếu tố cần theo dõi, vì chúng tôi nhận định thương mại biên giới sẽ hỗ trợ giá heo hơi trong năm 2023. Việc xuất khẩu heo hơi chính thức sang Trung Quốc cũng sẽ mang lại những tác động tích cực. Tuy nhiên, điều này khó có thể xảy ra do còn nhiều quy định liên quan đến nguồn gốc xuất xứ và an toàn thực phẩm. Các trang trại thương mại với 'mô hình 3F' được tích hợp đầy đủ sẽ là đối tượng hưởng lợi chính nếu hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc được chấp thuận.

- Lợi nhuận của các doanh nghiệp**

Dựa trên KQKD của các công ty chúng tôi đang phân tích, tăng trưởng doanh thu và LNST năm 2023 của ngành ước tính lần lượt đạt 5,3% và 7,5%, chủ yếu được dẫn dắt bởi KDC, VNM, SAB và DBC.

Chúng tôi ước tính KDC và DBC sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận cao nhất trong ngành trong năm 2023. Với KDC, thu nhập tài chính từ việc thoái vốn tại Calofic sẽ là động lực chính, trong khi chi phí thức ăn chăn nuôi của DBC giảm và giá heo hơi tăng nhẹ (khoảng 10% so với cùng kỳ) sẽ giúp mang lại bước ngoặt trong tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng các công ty có tỷ lệ đòn bẩy cao, chẳng hạn như MSN, có thể sẽ giảm lợi nhuận do chi phí lãi vay cao hơn đáng kể (từ 200~300 bps so với cùng kỳ) và tiêu dùng yếu ảnh hưởng đến mảng tiêu dùng và bán lẻ của công ty. Chúng tôi ước tính LNST của cổ đông công ty mẹ của MSN sẽ giảm 17% so với cùng kỳ trong năm 2023.

- Diễn biến lợi nhuận:** Tăng trưởng doanh thu sẽ thấp trong nửa đầu năm 2023 do mức nền cơ sở cao được thiết lập trong nửa đầu năm 2022 và tâm lý người tiêu dùng yếu do lạm phát sẽ đạt đỉnh trong quý 1/2023. Đáng chú ý, do năm nay Tết đến sớm nên doanh số bán Tết sẽ chủ yếu được ghi nhận trong quý 4 năm 2022. Loại trừ ảnh hưởng Tết, đối với hầu hết các công ty F&B mà chúng tôi đang phân tích, chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2023 khi lạm phát hạ nhiệt và lãi suất bắt đầu điều chỉnh giảm.

- **Các yếu tố hỗ trợ:** (1) tiêu thụ mạnh hơn kỳ vọng; (2) giá đầu vào thấp hơn dự kiến; (3) các hoạt động của công ty bao gồm IPO công ty con/công ty mẹ (MSN, SAB) hoặc thoái vốn (KDC) hoặc M&A.
- **Rủi ro:** (1) nhu cầu yếu hơn kỳ vọng; (2) giá đầu vào cao hơn dự kiến; (3) môi trường vĩ mô suy yếu hơn tác động đến thị trường vốn và gây ra sự chậm trễ trong việc thực hiện các kế hoạch của công ty.
- **Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi có quan điểm TRUNG LẬP đối với ngành F&B trong năm 2023 sau diễn biến khả quan của ngành năm năm 2022. Trong nửa đầu năm 2023, với giả định rằng những khó khăn vĩ mô sẽ tiếp tục đè nặng lên thị trường chứng khoán, đặc biệt là rủi ro thanh khoản liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp và lạm phát tạo đỉnh, một số cổ phiếu F&B có thể vẫn ghi nhận diễn biến khả quan trong ngắn hạn nhờ lợi nhuận tương đối ổn định. Tuy nhiên, TTCK đã phản ánh trước phần lớn những rủi ro vĩ mô trong khi định giá của cổ phiếu F&B không bị giảm đáng kể, do đó chúng tôi không kỳ vọng cổ phiếu/ngành F&B sẽ tăng mạnh hơn so với thị trường chung khi thị trường bước vào giai đoạn phục hồi. Với lãi suất và lạm phát có khả năng hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2023, chúng tôi tin rằng năm 2023 có thể là thời điểm dành cho các công ty tăng trưởng mạnh mẽ hơn thay vì các công ty F&B với mức tăng trưởng không ấn tượng.

Cổ phiếu ưa thích: VNM, DBC**1. Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (VNM: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 76.100 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 85.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đạt 16% sau giai đoạn suy giảm năm 2020~2022.
 - ✓ Bảng cân đối kế toán mạnh và được hưởng lợi từ lãi suất tăng, không có rủi ro liên quan đến thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản.
- **Rủi ro giảm giá**
 - ✓ Cạnh tranh từ các thương hiệu Nutifood, TH Milk, IDP, và thương hiệu ngoại nhập.
 - ✓ Tăng trưởng hạn chế trong dài hạn, trong khi áp lực lạm phát đè nặng lên nhu cầu trong ngắn hạn.
 - ✓ Giá sữa bột cao hơn dự kiến.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	52.562	56.318	59.636	60.919	62.359	66.352
Tăng trưởng	3,0%	7,1%	5,9%	2,2%	2,4%	6,4%
Lợi nhuận ròng	10.206	10.554	11.236	10.633	9.007	10.264
Tăng trưởng	-0,7%	3,4%	6,5%	-5,4%	-15,3%	14,0%
ROA	28,3%	25,7%	24,1%	20,9%	17,6%	21,0%
ROE	40,7%	37,7%	35,5%	30,6%	25,6%	29,8%
Tỷ suất cổ tức	4,2%	4,3%	4,6%	5,8%	5,9%	5,9%
Nợ/VCSH	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1
P/E	22,7	21,3	22,8	19,1	19,8	17,4
P/B	9,7	7,4	7,3	5,5	5,0	4,9
EV/EBITDA	14,4	12,9	11,2	11,5	11,0	9,8

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. Công ty Cổ phần Tập đoàn Dabaco Việt Nam (DBC: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 14.150 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 17.700 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Dự báo tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ ở mức 54% so với cùng kỳ trong năm 2023, sau hai năm suy yếu.
 - ✓ DBC được hưởng lợi từ giá heo hơi cao hơn, tăng 5% so với cùng kỳ, trong khi giá thức ăn chăn nuôi giảm trong năm 2023.
- **Rủi ro giảm giá**
 - ✓ Giá heo hơi thấp hơn dự đoán.
 - ✓ Dịch bệnh hoành hành bất ngờ dẫn đến phải tiêu hủy hàng tồn kho và xử lý chi phí.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	6.674	7.187	10.022	10.813	11.948	12.443
Lợi nhuận ròng	360	305	1.400	830	324	500
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	80%	-15%	359%	-41%	-61%	54%
EPS (VND)	4.070	3.081	13.156	6.421	1.337	1.961
ROE (%)	13,7%	10,6%	38,7%	18,7%	6,7%	9,8%
Tỷ suất cổ tức (%)	3,8%	2,1%	2,6%	2,7%	0,0%	0,0%
Nợ/VCSH	1,46	1,54	0,81	0,70	0,73	0,88
P/E (x)	6,39	7,89	4,31	11,37	10,58	7,21
P/B (x)	0,78	0,73	1,41	1,80	0,65	0,66
EV/EBITDA (x)	6,68	6,62	3,68	5,47	6,76	4,97

Nguồn: Công ty, SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: SAB

Tổng Công ty Cổ phần Bia - Rượu - Nước Giải khát Sài Gòn (SAB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 175.000 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 204.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Điểm mạnh nằm ở danh mục bia phổ thông của SAB, vốn được hưởng lợi từ xu hướng tiêu dùng các sản phẩm giá thấp hơn của người tiêu dùng trong thời kỳ lạm phát.
 - ✓ LNST dự kiến tăng trưởng 5% so với cùng kỳ, sau năm 2022 ghi nhận KQKD tích cực.
 - ✓ Bảng cân đối kế toán lành mạnh, hưởng lợi từ lãi suất tăng và không có rủi ro liên quan đến thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp.
- **Rủi ro giảm giá**
 - ✓ Cạnh tranh khốc liệt từ Heineken và các nhãn hiệu nhập khẩu.
 - ✓ Giá mạch nha cao hơn dự kiến trong năm 2023, và công ty không thể chuyển hoàn toàn phần chi phí tăng lên vào giá bán cho người tiêu dùng.
- **Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	35.949	37.899	27.961	26.374	34.263	38.676
Lợi nhuận ròng	4.403	5.370	4.937	3.929	5.817	6.124
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	-11,0%	22,0%	-8,1%	-20,4%	48,0%	5,3%
EPS (VND)	6.143	7.477	7.133	5.502	8.228	8.664
ROE (%)	28,8%	29,7%	23,9%	17,9%	24,0%	22,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	1,9%	1,5%	1,8%	2,3%	2,0%	2,0%
Nợ/VCSH	0,04	0,05	0,05	0,03	0,04	0,04
P/E (x)	43,55	30,49	27,34	27,44	21,27	20,20
P/B (x)	11,40	7,78	6,27	4,56	4,63	4,07
EV/EBITDA (x)	26,42	17,74	15,68	14,08	11,27	10,73

Nguồn: Công ty, SSI Research

Cổ phiếu F&B trong danh sách phân tích của chúng tôi

Mã CP	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	30/12/2022	30/12/2022	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022F	2023F
SAB	22%	204.000	166.900	4.539	-22,1%	49,5%	5,3%	27,4	20,3	19,3	17,9%	22,4%	22,1%	2,3%	2,1%	2,1%
VNM	12%	85.000	76.100	6.745	-5,1%	-15,4%	15,5%	19,1	19,8	17,2	30,6%	24,6%	28,9%	4,5%	4,6%	4,6%
MSN	11%	103.000	93.000	5.615	593,9%	-53,1%	-17,2%	23,5	32,8	39,7	30,0%	10,6%	9,0%	0,7%	0,0%	0,0%
KDC	-22%	51.000	65.000	709	189,8%	-7,9%	232,4%	21,1	31,9	9,6	9,0%	8,3%	26,1%	1,1%	2,5%	8,6%
QNS	13%	40.400	35.800	542	19,0%	-4,4%	9,4%	11,8	9,1	8,3	18,3%	16,2%	17,3%	6,2%	8,4%	8,4%
DBC	26%	17.700	14.100	145	-40,8%	-60,9%	54,0%	10,1	10,5	7,2	18,7%	6,5%	9,6%	2,7%	0,0%	0,0%

Dầu khí: Giá dầu có thể giảm từ mức đỉnh năm 2022, nhưng nhiều khả năng vẫn ở mức cao

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: PVD, PLX. Cổ phiếu theo dõi: GAS

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường nhờ dầu thuận lợi

Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Giá cổ phiếu ngành dầu khí giảm 16% trong năm 2022, nhưng vẫn vượt trội 18% so với kết quả của VNIndex. Kết quả của ngành được thúc đẩy bởi GAS, mã duy nhất tăng giá 8,4%. Hầu hết các mã cổ phiếu còn lại đều ghi nhận mức giảm giá đáng kể 20–40%.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- Diễn biến giá dầu:** Giá dầu tăng vọt 72% so với đầu năm, đạt mức đỉnh trên 133 USD/thùng vào đầu tháng 3 sau khi chiến tranh Nga-Ukraine nổ ra, gây tắc nghẽn chuỗi cung ứng toàn cầu đối với cả dầu mỏ và nhiên liệu chưng cất. Tuy nhiên, giá dầu sau đó đã điều chỉnh 37% xuống chỉ còn khoảng 85 USD/thùng vào cuối năm 2022 do nhu cầu chững lại và lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu. Giá dầu thô Brent trung bình trong năm 2022 là 100 USD/thùng, tăng mạnh 42% so với cùng kỳ.

Brent oil price (USD/bbl)



Nguồn: Bloomberg

- **Hoạt động E&P tại Việt Nam**

Sản lượng ổn định: Theo dữ liệu mới nhất, tổng sản lượng khai thác dầu từ tháng 1 đến tháng 11 năm 2022 không đổi so với cùng kỳ năm ngoái, ở mức 9,9 triệu tấn nhưng vượt 13% so với mục tiêu năm. Sản lượng khí khô ước tăng khoảng 7% so với 7,9 tỷ mét khối trong năm ngoái, giảm hơn 10% so với kế hoạch của Chính phủ do hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện cao hơn trong khi hiệu suất hoạt động của các nhà máy điện khí giảm đi do lượng mưa lớn hơn trong 2022.

Mặc dù giá dầu tăng mạnh nhưng năm 2022 không phải là một năm bận rộn đối với hoạt động E&P tại Việt Nam khi không có phát hiện dầu khí nào đáng kể. Tuy nhiên, triển vọng có thể cải thiện trong thời gian tới với việc ban hành Luật Dầu khí sửa đổi mới (có hiệu lực từ tháng 7 năm 2023, nội dung chi tiết được thảo luận bên dưới).

- **Cập nhật các dự án trọng điểm**

- ✓ **Dự án LNG đầu tiên tại Việt Nam - LNG Thị Vải:** Đã hoàn thành xây dựng cơ khí toàn bộ dự án, dự kiến đi vào hoạt động năm 2023.
- ✓ **Dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B:** Mô Sư Tử Trắng giai đoạn 2A (nằm trong Lô 15.1) được đưa vào vận hành vào ngày 18 tháng 6 năm 2021, với tổng trữ lượng khí tự nhiên là 5,5 tỷ mét khối và 63 triệu thùng condensate dự kiến khai thác giai đoạn 2021~2025. Giai đoạn hai, Sư Tử Trắng 2B, có tổng vốn đầu tư 1,1 tỷ USD, dự kiến sẽ triển khai hoạt động EPCI vào cuối năm 2023 và bắt đầu vận hành vào năm 2026.
- ✓ **Mỏ khí Đại Nguyệt:** Khai thác khí lần đầu vào tháng 8/2022 giúp nâng công suất mỏ khí Sao Vàng- Đại Nguyệt lên 1,5 tỷ mét khối khí.
- ✓ **Siêu dự án Block B:** Tổng vốn đầu tư của dự án là 10 tỷ USD, trong đó giá trị EPC khoảng 4,6 tỷ USD. Thời hạn ban hành FID (Quyết định đầu tư cuối cùng) cho siêu dự án Lô B – Ô Môn được dời sang tháng 6/2023, giúp EVN và PVN có thêm thời gian giải quyết các khúc mắc liên quan đến Hợp đồng bán khí (GSA), Hợp đồng mua bán khí (GSPA) và Hợp đồng mua bán điện (PPA) giữa hai bên.

- **KQKD năm 2022 của các công ty dầu khí:** Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu và LNST của các công ty dầu khí niêm yết lớn tăng lần lượt 77% và 75% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ GAS và BSR tăng trưởng mạnh do giá dầu tăng cao. Theo kết quả sơ bộ, LNNT của GAS, BSR và PVT năm 2022 đều tăng trưởng vượt bậc so với năm 2021, trong khi LNNT của các doanh nghiệp phân phối xăng dầu như PLX hay OIL lại sụt giảm do nguồn cung gián đoạn và giá dầu biến động, đặc biệt là trong quý II và quý III năm 2022..

Tỷ đồng	Doanh thu			LNNT			Doanh thu			LNNT (lợi nhuận ròng đối với BSR)		
	9T2022	9T2021	Tăng trưởng	9T2022	9T2021	9T2022	2022	2021	Tăng trưởng	2022	2021	Tăng trưởng
GAS	78.672	58.815	34%	14.633	8.654	69%	100.000	78.992	27%	16.600	11.205	48%
BSR	126.717	66.588	90%	13.678	4.099	234%	165.500	101.080	64%	12.176	6.684	82%
PVT	6.609	5.288	25%	1.035	767	35%	9.150	7.460	23%	1.348	1.040	30%
PVS	11.087	9.667	15%	672	698	-4%	n.a	14.215	n.a	n.a	877	n.a
OIL	79.625	37.809	111%	616	615	0%	100.000	57.848	73%	763	928	-18%
PLX	225.777	119.812	88%	614	2.952	-79%	300.000	169.009	78%	2068	3.789	-45%
PVD	3.923	2.661	47%	-169	8	-2111%	5.500	5.228	5%	n.a	62	n.a

Nguồn: Các công ty, SSI Research

Triển vọng năm 2023

Giá dầu có thể giảm từ mức đỉnh năm 2022, tuy nhiên sẽ vẫn duy trì ở mức cao: Chúng tôi dự báo giá dầu trung bình sẽ dao động trong khoảng 80–90 USD/thùng trong năm 2023. Theo IEA, nhu cầu dầu toàn cầu có thể tăng 1,7% trong năm 2023 lên 101,3 triệu thùng/ngày. Theo OPEC, nguồn cung dầu toàn cầu dư thừa 0,2 triệu thùng/ngày trong quý 2 năm 2022 và 1,1 triệu thùng/ngày trong quý 3 năm 2022, thay đổi so với mức thâm hụt 0,3 triệu thùng/ngày trong quý 1 năm 2022. Yếu tố hỗ trợ giá dầu có thể đến từ việc mở cửa trở lại của Trung Quốc (nước nhập khẩu dầu lớn nhất thế giới) cùng với việc nới lỏng tiền độ tăng lãi suất của Fed trong nửa cuối năm tới.

Ngành khoan dầu có thể được hưởng lợi từ nhu cầu khoan tăng lên ở khu vực APAC và Trung Đông, giúp triển vọng tốt hơn cho giá thuê ngày. Nhu cầu chính đến từ các thị trường quốc tế như Indonesia, Malaysia và Trung Đông. Tại Đông Nam Á, tổng tỷ lệ sử dụng giàn khoan JU trên thị trường đạt 90% vào tháng 8 năm 2022, trong khi giá thuê theo ngày ổn định ở mức khoảng 90 nghìn USD/ngày trong ba tháng qua, với một số hợp đồng ghi nhận mức giá thuê 100 nghìn USD/ngày, theo IHS Markit. Đây là lần đầu tiên kể từ năm 2015 giá thuê ngày ghi nhận mức cao như vậy.

Theo quan điểm của chúng tôi, một trong những lý do chính cho diễn biến tích cực như vậy trong ngành khoan xuất phát từ sự thay đổi gần đây trong triển vọng năng lượng toàn cầu. Trong những năm trước, giá dầu thấp và xu hướng trung hòa carbon dẫn đến việc nhiều khu vực hướng tới các nguồn năng lượng tái tạo (gió, mặt trời, hydro,...). Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng năng lượng gần đây ở châu Âu do xung đột Nga-Ukraine gây ra đã mang lại triển vọng tích cực hơn cho nhiên liệu hóa thạch. Trong báo cáo triển vọng dầu của OPEC gần đây nhất, OPEC dự kiến nhu cầu dầu toàn cầu sẽ tăng 10 triệu thùng/ngày lên 107 triệu thùng/ngày vào năm 2027, với phần lớn tăng trưởng đến từ các khu vực ngoài OECD. Do vậy, chúng tôi nhận thấy nhu cầu dồi dào đối với giàn khoan tự nâng ở Trung Đông, khi các công ty lớn như Saudi Aramco và ADNOC có kế hoạch mở rộng năng lực sản xuất. Ví dụ, Saudi Aramco dự kiến sẽ tăng gấp đôi đội tàu JU của họ vào năm 2024. Mặt khác, nguồn cung khá eo hẹp với lượng giàn khoan đóng mới chỉ tương đương 5% đội giàn khoan JU hiện tại.

Hoạt động E&P Việt Nam trong những năm tới có thể được hỗ trợ bởi Luật Dầu khí sửa đổi

Trong tháng 11/2022, Quốc hội Việt Nam đã thông qua Luật Dầu khí sửa đổi (có hiệu lực từ tháng 7 năm 2023), bộ luật này được kỳ vọng sẽ tạo khung pháp lý rõ ràng hơn cho các hoạt động dầu khí, bao gồm cả việc đầu tư mới vào các dự án E&P. Những thay đổi chính bao gồm:

- Chính sách thuế thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư trong các dự án thăm dò.
- Cho phép khai thác các mỏ dầu gần hết tuổi thọ và không còn hiệu quả kinh tế. Điều này cho thấy PVN có thể tiếp tục phát triển và khai thác các mỏ hiện có để khai thác hết lượng dầu còn lại (mà trước đây đã bị bỏ hoang vì lý do kinh tế), dẫn đến nhu cầu lớn hơn cho các hoạt động xây dựng và phát triển.
- Kéo dài thời gian thực hiện dự án và quá trình thăm dò thêm 5 năm.
- Tách biệt vai trò của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam thành nhà quản lý dự án và nhà đầu tư, qua đó rút ngắn quy trình phê duyệt dự án.

Điều này sẽ thu hút thêm đầu tư (đặc biệt là đầu tư nước ngoài) vào lĩnh vực dầu khí Việt Nam, giúp tạo thêm cơ hội cho các công ty thượng nguồn trong dài hạn.

Triển vọng lợi nhuận: Tích cực trên hầu hết các mặt

Năm 2023, tác động tích cực của việc giá dầu tăng cao lên các doanh nghiệp thượng nguồn thường có độ trễ so với các cổ phiếu khác, Ví dụ, PVD có khả năng sẽ bắt đầu có lãi sau khi chịu lỗ vào năm 2022 do giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng và hiệu suất sử dụng cao hơn. Những tên tuổi xây dựng như PVS có thể phải chờ thêm một thời gian nữa để các dự án dầu khí lớn trong nước khởi động. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực từ việc PVS hiện đang tham gia vào thị trường điện gió ngoài khơi đầy tiềm năng, được dự báo sẽ phát triển nhanh chóng trong những năm tới. Nhìn chung, triển vọng tốt hơn so với cuối năm 2021 khi có các tín hiệu cho thấy thị trường E&P khu vực bận rộn hơn.

Những cổ phiếu tập trung vào trung nguồn như PVT có thể ghi nhận tốc độ tăng trưởng chậm hơn so với cùng kỳ trong năm 2023, nhưng vẫn duy trì triển vọng lợi nhuận ổn định do nhu cầu mạnh mẽ từ các thị trường liên quan. Mặt khác, GAS và BSR sẽ chứng kiến lợi nhuận giảm do giá dầu

binh quân giảm mặc dù sản lượng khí bán cho các nhà máy điện có thể vẫn tăng trưởng trong năm 2023. BSR có thể cũng sẽ có sản lượng tiêu thụ thấp hơn trong năm 2023 do phải đóng cửa nhà máy 50 ngày để bảo dưỡng định kỳ, và nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn hoạt động ổn định hơn.

Những doanh nghiệp hạ nguồn như PLX cũng có thể có một năm bất phá mạnh mẽ từ mức thấp vào năm 2022 nhờ chuỗi cung ứng và giá dầu ổn định hơn, nhờ đó sẽ tránh được tình trạng trích lập hàng tồn kho như tại một số thời điểm trong năm 2022.

Nhìn chung, đối với các mã cổ phiếu chúng tôi đang phân tích, LNST ước tăng 11,2% so với cùng kỳ vào năm 2023, dẫn đầu là PLX, PVD và PVS.

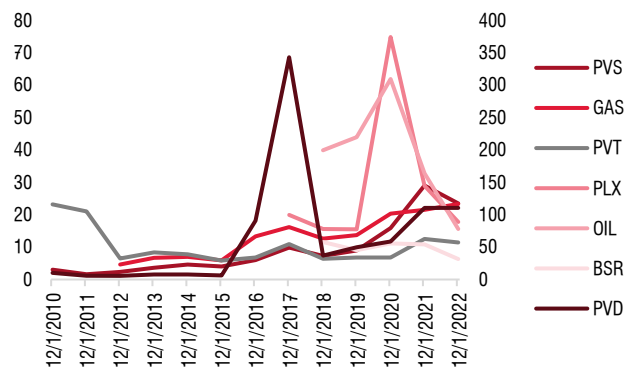
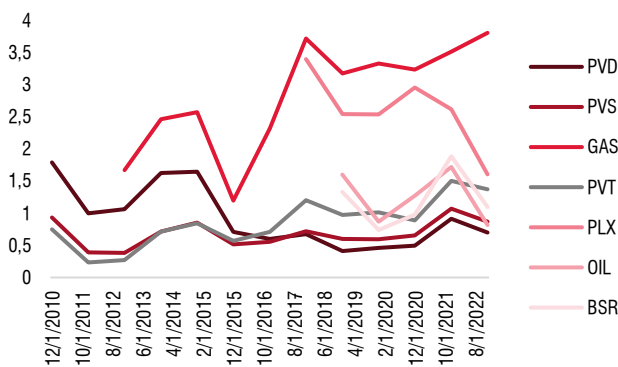
• Định giá ngành

Xét về P/E, có sự khác biệt trong định giá các cổ phiếu dầu khí trong năm 2022. Các cổ phiếu đạt lợi nhuận cao nhất vào năm 2022 với dự báo lợi nhuận điều chỉnh mạnh trong năm 2023 như BSR đang giao dịch ở mức thấp hơn mức trung bình lịch sử. Mặt khác, các cổ phiếu chạm đáy lợi nhuận trong năm 2022 (chẳng hạn như PLX, PVD và PVS) đang giao dịch ở mức cao hơn 20~40% so với giá trị lịch sử. Định giá hiện tại vẫn cao hơn nhiều so với mức thấp lịch sử vào tháng 3 năm 2020 hoặc thậm chí là năm 2012.

Trên cơ sở P/B, chúng tôi thấy PVD và PLX đang được định giá ở vùng thấp nhất lịch sử, trong khi PVS ở vùng cao lịch sử.

P/B giai đoạn 2010~2022

P/E giai đoạn 2010~2022 (PVD trên trục RHS)



Nguồn: Bloomberg

Năm 2023, PLX và PVD là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi khi xét đến khả năng phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ vào năm 2023 từ mức đáy vào năm 2022 và triển vọng dài hạn được cải thiện.

Các chỉ số chính của cổ phiếu dầu khí niêm yết

Mã CP	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND) (30/12/2022)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			PE			ROE			Tỷ suất cổ tức		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PLX	42.000	31.700	148,4%	-77,1%	259,1%	24,6	27,3	15,0	11,9%	5,7%	10,2%	2,2%	1,6%	5,4%
PVT	24.000	21.650	0,9%	23,1%	6,4%	6,8	9,3	8,8	12,7%	14,2%	14%	7,1%	5%	7%
BSR	N.a	13.400	-333,5%	82,4%	-38,8%	10,7	3,6	5,9	19%	28%	14%	1%	4%	4%
GAS	128.000	101.500	6,5%	56,5%	-5,1%	24,5	17,4	18,3	17%	24%	19%	4,4%	3,0%	3,0%
PVD	21.200	17.900	-80,2%	-532,0%	-349,4%	649,53	-69,81	27,99	0%	-1%	3%	0%	0%	0%
PVS	22.700	21.600	-4,5%	-8,5%	19,1%	8,9	22,1	18,1	5,3%	4,9%	5,8%	4,4%	5%	5%

Nguồn: SSI Research

Các rủi ro chính cho năm 2023 bao gồm: (1) giá dầu thấp hơn dự báo trong trường hợp suy thoái toàn cầu trầm trọng hơn hoặc kéo dài hơn dự kiến; và (2) sự chậm trễ hơn trong các dự án E&P quan trọng, chẳng hạn như Lô B.

Cổ phiếu lựa chọn/ưa thích: PLX, PVD**1. Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 31.700 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 42.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Dẫn đầu thị trường phân phối xăng dầu, với thị phần khoảng 45%
 - ✓ Lợi nhuận ròng có thể chạm đáy vào năm 2022 và phục hồi lên 3 nghìn tỷ đồng (tăng 82% so với cùng kỳ) trong năm 2023, nhờ giá dầu ổn định và tăng chi phí định mức và premium theo công thức giá bán lẻ xăng dầu.
 - ✓ Việc thoái vốn khỏi PGB có thể mang lại khoản lợi nhuận ghi nhận bất thường cho công ty
- **Rủi ro**
 - ✓ Giá dầu trong trường hợp giảm mạnh có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty trong một khoảng thời gian ngắn hạn.
 - ✓ Là công ty dẫn đầu thị trường và là doanh nghiệp nhà nước, PLX có vai trò đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong nước. Vì vậy, trong trường hợp thị trường trong nước thiếu hụt nguồn cung, PLX phải tăng tỷ trọng đầu vào từ nguồn nhập khẩu với giá cao hơn để bù đắp cho sự thiếu hụt, từ đó ảnh hưởng động tiêu cực đến lợi nhuận của công ty.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	191.932	189.604	123.919	169.113	298.614	302.433
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	4.155	4.677	1.253	3.112	1.652	3.013
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	6,2%	12,6%	-73,2%	148,4%	-46,9%	82,3%
EPS (VND)	2.897	3.213	764	2.187	1.162	2.119
ROE (%)	17,9%	19,1%	5,0%	11,9%	5,7%	10,2%
Nợ/VCSH (%)	63,7%	59,4%	66,4%	52,4%	71,6%	69,2%
Tỷ suất cổ tức (%)	4,9%	5,4%	2,2%	2,2%	1,6%	5,4%
P/E (x)	18,3	17,4	71,5	24,6	27,3	15,0
P/B (x)	3,4	3,1	3,3	2,8	1,6	1,6

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 17.900 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 21.200 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ **Thị trường khoan tiếp tục phục hồi sau khi chứng lại do ảnh hưởng của dịch COVID-19 và giá dầu thấp.** Theo IHS Markit, hiệu suất sử dụng của đội giàn khoan tự nâng toàn cầu đã quay trở lại mức 82%, cao nhất kể từ năm 2015, tiếp tục phục hồi từ mức thấp nhất trong năm 2015. Mặt khác, số lượng giàn khoan đóng mới chỉ ở mức 5% đội tàu hiện tại, khiến việc tăng nguồn cung trong ngắn hạn trở nên khó khăn. Điều này giúp giữ cho giá thuê ngày tăng bền vững và đạt mức 80.000~109.000 USD/ngày ở thời điểm hiện tại. Ngoài ra, các hợp đồng ký mới cũng có xu hướng có thời hạn dài hơn (2-3 năm) giúp tăng hiệu suất sử dụng giàn.
 - ✓ **Giá thuê ngày trung bình của PVD có thể tăng nhanh trong năm 2023-2024 đối với các hợp đồng mới.** Theo ước tính của chúng tôi, PVD sẽ ký được hợp đồng với mức giá thuê trung bình là 74.000 USD/ngày vào năm 2023 và 90.000 USD/ngày vào năm 2024, tăng lần lượt 18% và 22% so với cùng kỳ. Với các hợp đồng dài hạn hơn (1-2 năm), chúng tôi kỳ vọng hiệu suất sử dụng có thể tăng đáng kể từ 85% vào năm 2022 lên 95% vào năm 2023-2024, điều này sẽ giúp giảm đáng kể chi phí di chuyển và tăng khả năng sinh lời của các giàn khoan.
 - ✓ **Lợi nhuận dự báo chuyển sang khả quan từ năm 2023.** Năm 2022, chúng tôi dự báo PVD ghi nhận khoản lỗ trước thuế 136 tỷ đồng, nhưng có thể chuyển sang ghi nhận lãi từ năm 2023 với giá cho thuê ngày cao hơn và hiệu suất sử dụng giàn khoan cao hơn. Chúng tôi ước tính LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2023 và 2024 của PVD lần lượt đạt 373 tỷ đồng và 1.119 tỷ đồng
- **Rủi ro**
 - ✓ Giá dầu giảm có thể dẫn đến biến động giá cổ phiếu do tính tương quan cao
 - ✓ VND mất giá so với USD có thể khiến công ty phải ghi nhận khoản lỗ tỷ giá
- **Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính**

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	4.368	5.229	3.988	5.230	6.252
Lợi nhuận ròng	172	184	36	-157	393
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-0,3%	6,8%	-80,2%	-532,0%	-349,4%
EPS (VND)	438	442	46	-256	638
ROE (%)	1%	1%	0%	-1%	3%
Nợ/VCSH	0,27	0,28	0,29	0,27	0,26
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
P/E (x)	34,39	36,62	649,53	-69,81	27,99
P/B (x)	0,46	0,50	0,92	0,74	0,73
EV/EBITDA (x)	7,65	10,57	19,52	19,94	9,65

Nguồn: Công ty, SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: GAS**Tổng Công ty Khí Việt Nam - Công ty Cổ phần (GAS: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 101.500 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 128.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Độc quyền trong hoạt động vận chuyển khí và dẫn đầu thị trường LPG (70% thị phần).
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ dự kiến cao hơn vào năm 2023 nhờ nhu cầu từ các nhà máy điện tăng
 - ✓ Lợi nhuận tăng 56% so với cùng kỳ trong năm 2022 lên mức cao lịch sử 17 nghìn tỷ đồng (LNTT), và có thể điều chỉnh về mức khoảng 16 nghìn tỷ đồng vào năm 2023 do giá dầu giảm.
 - ✓ Số dư tiền mặt ròng dồi dào 27 nghìn tỷ đồng, cổ tức tiền mặt ổn định mặc dù vốn đầu tư cao
- **Rủi ro**
 - ✓ Giá dầu điều chỉnh mạnh so với mức hiện tại.
 - ✓ Mức tiêu thụ yếu hơn dự kiến
 - ✓ Nhu cầu thấp từ nhà máy điện NT3,4

(tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	69.059	61.639	76.572	97.712	113.113
EBITDA	17.243	12.385	13.372	20.266	20.235
Lợi nhuận ròng	11.921	8.069	8.593	13.450	12.768
ROA	20,1%	13,3%	12,2%	16,6%	13,6%
ROE	25,4%	16,6%	17,0%	24,0%	19,1%
Tỷ suất cổ tức	5,7%	4,6%	2,6%	2,2%	3,0%
Nợ/VCSH	0,0	0,1	0,2	0,2	0,20
P/E	15,2	20,9	24,5	17,4	18,31
P/B	3,69	3,40	3,80	3,95	3,53
EV/EBITDA	9,0	11,7	12,1	6,9	7,17

Nguồn: Công ty, SSI Research

Tài chính – Ngân hàng: Vẫn còn nhiều câu hỏi cần giải đáp

Triển vọng 2023: Trung lập

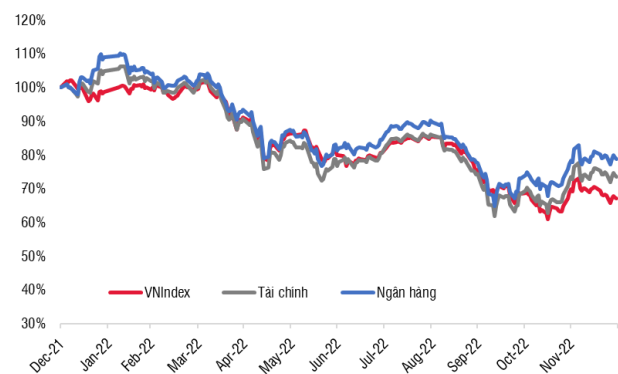
Cổ phiếu ưa thích: VCB, STB, BID, ACB

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung, nhờ lợi nhuận tăng trưởng mạnh

Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Cổ phiếu ngành ngân hàng giảm 21% trong năm 2022, nhưng vẫn vượt trội 12% so với kết quả của VNIndex. Cổ phiếu ghi nhận diễn biến tốt nhất bao gồm: BID (+4%), VCB (+2%), SSB (-7%), CTG (-20%) và ACB (-21%).

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

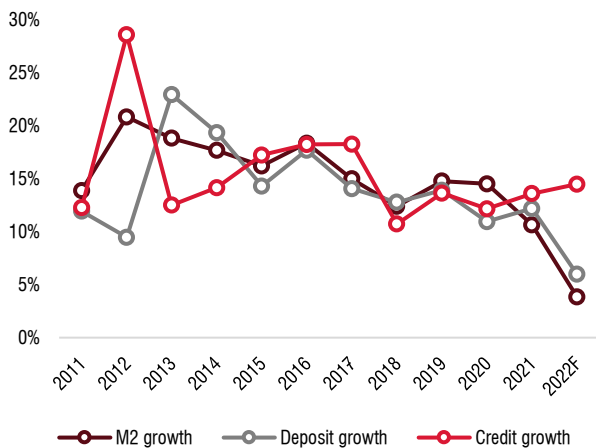
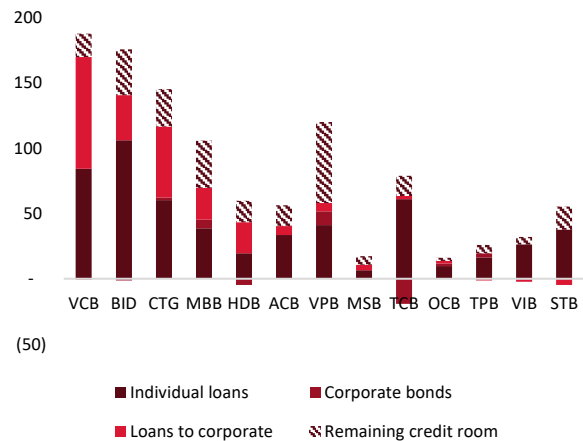


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

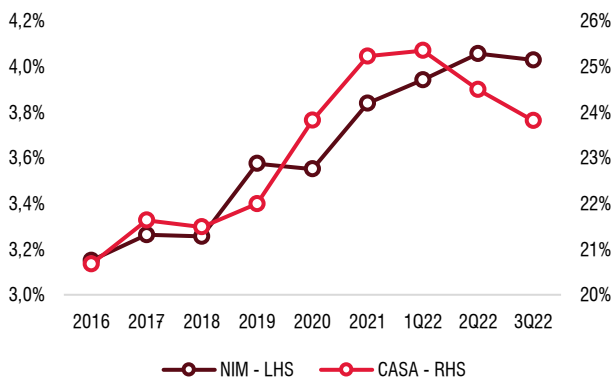
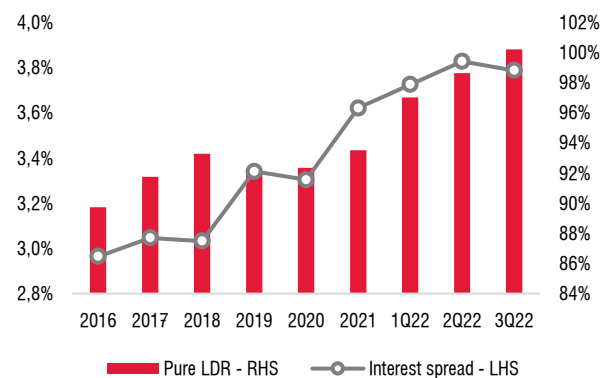
- Những diễn biến phù hợp với dự báo của chúng tôi
- ✓ **Tín dụng tăng trưởng mạnh hơn so với năm 2021, trong đó với việc điều chỉnh cơ cấu tín dụng có sự điều chỉnh theo hướng giảm dư nợ cho vay trái phiếu doanh nghiệp.** Theo số liệu của NHNN, tăng trưởng tín dụng năm 2022 ước tính đạt 14,5%, cao hơn mức tăng trưởng của năm 2021 là 13,6%. Động lực tăng trưởng tín dụng trong 9 tháng đầu năm 2022 vẫn đến từ mảng bán lẻ. VCB và CTG là hai ngân hàng duy nhất có tốc độ tăng trưởng tín dụng KHDN tương đối ngang bằng với tín dụng KHCN. Xem xét dư nợ tín dụng theo từng lĩnh vực, tính đến hết tháng 9/2022, dư nợ cho vay mua nhà tăng trưởng 20,1% so với đầu năm, vượt xa tốc độ tăng trưởng tín dụng chung, trong khi đó dư nợ cho vay chủ đầu tư bất động sản tăng trưởng 7,4% so với đầu năm, trong bối cảnh hoạt động cho vay bất động sản được giám sát chặt chẽ hơn. Theo số liệu của NHNN, dư nợ cho vay lĩnh vực bất động sản (bao gồm cả chủ đầu tư và người mua nhà) vẫn chiếm 20,9% tổng tín dụng. Đồng thời, một số ngân hàng có xu hướng giảm quy mô danh mục trái phiếu doanh nghiệp, ví dụ như tại TCB và HDB.

Mặc dù tăng trưởng tín dụng danh nghĩa mạnh mẽ, nhưng tăng trưởng thực tế có thể thấp hơn so với năm 2021 do tác động của yếu tố lạm phát. Một đặc điểm nữa của hoạt động tín dụng trong năm 2022 là diễn biến khác biệt giữa nửa đầu năm và nửa cuối năm, trong đó tăng trưởng tín dụng vẫn ổn định trong nửa đầu năm 2022 nhưng giảm tốc từ tháng 9, do nguồn cung tín dụng bị gián đoạn tại một số thời điểm trong nửa cuối năm 2022. Vào cuối quý 3 năm 2022, nhu cầu tín dụng vẫn tương đối cao nhưng việc giải ngân gặp khó khăn do một trong các yếu tố như (1) một số ngân hàng sử dụng gần hết hạn mức tăng trưởng tín dụng do ngân hàng nhà nước phân bổ, (2) các ngân hàng thận trọng không hạ chuẩn cấp tín dụng với tiêu chí cấp tín dụng nghiêm ngặt, và (3) một số ngân hàng gặp vấn đề căng thẳng thanh khoản trong ngắn hạn do đã kéo giãn LDR quá nhiều trong nửa đầu năm 2022. Lãi suất huy động tại một số NHTMCP tăng mạnh từ tháng 10/2022 (lên khoảng 9~10%), kéo theo lãi suất cho vay cũng tăng mạnh lên khoảng 14~15% (đối với cho vay cá nhân và DNVVN). Lãi suất cho vay cao đã phần nào tác động tiêu cực đến nhu cầu vay mới trong giai đoạn cuối năm.

Đồ thị: Tín dụng tăng mạnh nhưng M2 & số dư huy động tăng trưởng thấp**Đồ thị: Tăng ròng về dư nợ tín dụng ròng trong 9 tháng đầu năm 2022 tại các ngân hàng (nghìn tỷ đồng)**

Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, SSI Research

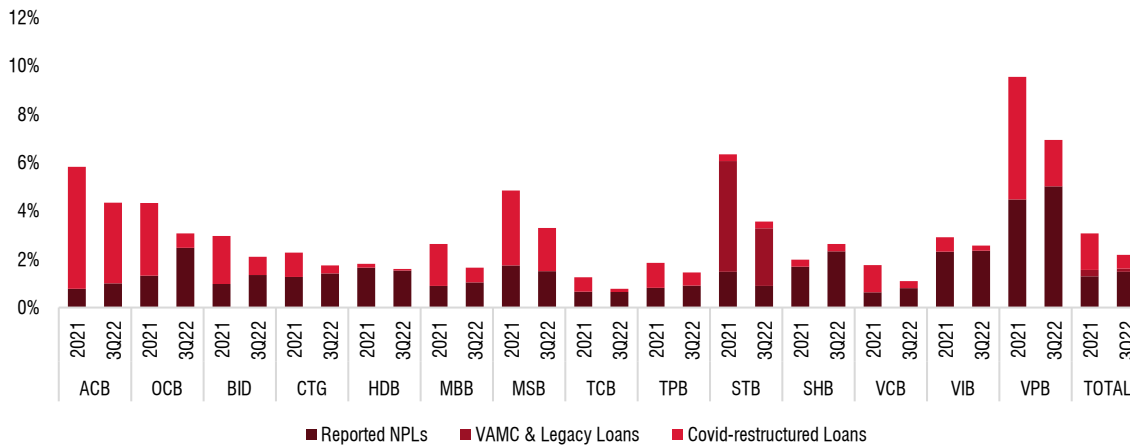
- ✓ **Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ do lợi suất sinh lời của tài sản và chi phí trích lập dự phòng quay trở lại mức bình thường.** Do kết quả kinh doanh của ngành ngân hàng trong năm 2021 bị ảnh hưởng bởi Covid-19 và kết quả năm 2022 chưa phản ánh nhiều tác động của mặt bằng lãi suất tăng cũng như thị trường bất động sản trì trệ, nên tăng trưởng lợi nhuận năm 2022 so với cùng kỳ ở mức tương đối cao, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Trong 9 tháng đầu năm 2022, LNTT của ngân hàng tăng 39% so với cùng kỳ, nội dung chi tiết được chia sẻ trong báo cáo trước của chúng tôi ([link](#)). Theo ước tính của chúng tôi, tăng trưởng có thể sẽ yếu đi trong quý 4 năm 2022 do sự biến động về chi phí vốn, căng thẳng thanh khoản tại một số thời điểm và có độ trễ trong việc định giá lại các khoản vay theo lãi suất huy động. Bên cạnh đó, các ngân hàng cũng đưa ra các gói hỗ trợ với lãi suất cho vay giảm 1~2% trong tháng 11 và tháng 12. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận cả năm sẽ đạt khoảng 35% so với cùng kỳ (giảm tốc nhẹ so với tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm).

Biểu đồ: NIM bắt đầu đảo chiều trong quý 3/2022**Biểu đồ: LDR tăng lên không thể bù đắp cho sự thu hẹp về chênh lệch lãi suất**

Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

- ✓ **Chất lượng tài sản vẫn được duy trì trong quý 3 nhưng có thể yếu đi từ quý 4/2022.** Đối với các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, tỷ lệ trên tổng dư nợ của các khoản nợ xấu được báo cáo, trái phiếu VAMC & nợ cơ cấu thuộc chu kỳ trước, các khoản vay tái cơ cấu do Covid lần lượt là 1,47%; 0,14% và 0,57%. Những tỷ lệ này tại thời điểm cuối năm 2021 lần lượt là 1,29%; 0,27% và 1,51%. Điều này cho thấy các khoản vay tái cơ cấu do Covid-19 sau khi hết hạn đã có hồi phục tương đối tốt trong 9 tháng đầu năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chất lượng tín dụng sẽ yếu đi từ quý 4 năm 2022, do những thời điểm gián đoạn về nguồn cung tín dụng và mặt bằng lãi suất cho vay cao hơn.

Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

- ✓ **Các quy định pháp lý được nghiên cứu xây dựng theo hướng chặt chẽ hơn để đảm bảo hoạt động an toàn và bền vững cho hệ thống.** Quan điểm này phần nào đã được thể hiện từ cuối năm 2021, khi Thông tư 16/2021 được ban hành nhằm giới hạn những loại trái phiếu doanh nghiệp mà các ngân hàng có thể mua, hay việc giữ nguyên thời gian hạ trần tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn (MLTL) về 34% từ 1/10/2022. Trong năm, NHNN cũng đã nghiên cứu một loạt các dự thảo theo hướng quy định chặt chẽ hơn về sự an toàn trong hoạt động của ngành ngân hàng, bao gồm dự thảo quy định về điều kiện vay nước ngoài của doanh nghiệp không được Chính phủ bảo lãnh, giới hạn cho vay các phân khúc rủi ro (Dự thảo thông tư thay thế Thông tư 39), và đề xuất phương pháp sửa đổi để tính LDR,... Một động thái khác từ cơ quan quản lý nhằm chuẩn hóa và cân bằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp là việc sửa đổi Nghị định 153 bằng Nghị định 65. Việc phát triển một kênh huy động vốn thông qua thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ giúp giảm bớt gánh nặng cho hoạt động tín dụng trung và dài hạn của ngân hàng.

- **Những diễn biến nằm ngoài dự báo của chúng tôi**

- ✓ **Năm của hai cuộc chiến...**

Chiến tranh Nga-Ukraine và tiếp đó là cuộc chiến chống lạm phát toàn cầu là những sự kiện chúng tôi đã không lường trước tại thời điểm đầu năm 2022. Điều này đã tạo ra một bối cảnh đầy thách thức trong suốt cả năm vừa qua. Khởi đầu năm 2022, NHNN quyết tâm duy trì lãi suất ở mức thấp để hỗ trợ phục hồi kinh tế. Theo đó, khoảng 25 tỷ USD dự trữ ngoại hối đã được NHNN bán ra trong 10 tháng đầu năm 2022. Tuy nhiên, cùng với những trở ngại khác trên thị trường trong nước và thâm hụt cung cầu USD, NHNN đã có sự điều hành linh hoạt và tăng lãi suất điều hành hai lần, với tổng mức tăng 200 bps trong khoảng thời gian từ tháng 9 đến tháng 10/2022.

- ✓ **...và những biến động lớn trên nhiều lĩnh vực, làm xói mòn niềm tin của thị trường**

Mặc dù đã dự báo hoạt động tín dụng đối với thị trường trái phiếu và bất động sản sẽ được quản lý nghiêm ngặt hơn, nhưng tình hình thực tế vẫn khắc nghiệt hơn so với dự báo của chúng tôi. Sau khi Chủ tịch Tập đoàn FLC bị bắt vào tháng 3/2022 với cáo buộc thao túng thị trường chứng khoán, Chủ tịch Công ty phát triển bất động sản Tân Hoàng Minh (THM) và những người liên quan cũng bị bắt vì nghi ngờ "lừa đảo chiếm đoạt tài sản" liên quan đến việc phát hành trái phiếu và huy động vốn từ các nhà đầu tư của các công ty thành viên Tập đoàn. Theo đó, 9 đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ với tổng giá trị 10 nghìn tỷ đồng (425 triệu USD) đã bị hủy bỏ và THM buộc phải mua lại trái phiếu đã phát hành - nhưng THM không có nguồn vốn để thực hiện việc này. Cùng với đó cũng có những lo ngại cho rằng việc phát hành trái phiếu của THM và nhiều chủ đầu tư bất động sản khác được thực hiện theo những cấu trúc phức tạp, được thiết kế để che giấu rủi ro. Trong khi niềm tin của thị trường đang ở trạng thái mong manh thì sự cố Vạn Thịnh Phát và ngân hàng liên quan (SCB) là giọt nước tràn ly. Điều này làm rung chuyển toàn bộ thị trường vốn.

Với những diễn biến như vậy trong một bối cảnh vốn đã có nhiều thách thức, thanh khoản VND trong hệ thống ngân hàng gần như đóng băng, do khách hàng gửi tiền tại SCB ở ạt rút tiền vào thời điểm đó. Lãi suất liên ngân hàng qua đêm có thời điểm tăng cao tới 8,33%. Sau sự kiện rút tiền tại ngân hàng, ảnh hưởng của vụ việc còn nhanh chóng lan sang cả những nhà đầu tư bán lẻ nắm giữ trái phiếu do các công ty con của Vạn Thịnh Phát phát hành dưới sự tư vấn của SCB và việc rút tiền đầu tư vào các quỹ trái phiếu.

Điều này cuối cùng đã dẫn đến việc đẩy nhanh các đợt tăng lãi suất tiền gửi ở hầu hết các ngân hàng từ tháng 10, với mức tăng trung bình là 363 điểm cơ bản trong hai tháng so với mức tăng nhẹ 77 điểm cơ bản trong 9 tháng đầu năm 2022. Tuy nhiên, tăng trưởng M2 và tiền gửi vẫn ở mức thấp lịch sử lần lượt là 3,85% và 5,99% so với đầu năm tính đến ngày 21 tháng 12 năm 2022, khiến chênh lệch giữa huy động vốn và tín dụng tiếp tục ở mức âm. Điều này cùng với việc một lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp sẽ đáo hạn trong năm 2023 có thể khiến lãi suất duy trì ở mức tương đối cao nếu không có những chính sách hỗ trợ/chỉ đạo đặc biệt từ NHNN.

✓ Những chính sách hướng đến sự hỗ trợ bắt đầu xuất hiện vào cuối năm

Khi tâm lý thị trường suy yếu, chúng tôi nhận thấy các cơ quan quản lý bắt đầu đưa ra các biện pháp hỗ trợ trước thời điểm cuối năm. Hạn mức tăng trưởng tín dụng được tăng thêm khoảng 1,5~2%, trong khi NHNN xác nhận sẽ hỗ trợ về thanh khoản cho các ngân hàng thương mại thực hiện giải ngân các khoản vay này. NHNN cũng cam kết cung cấp thanh khoản cho các ngân hàng để đảm bảo hoạt động ổn định qua Tết. Điều này phần nào thể hiện qua hợp đồng repos kỳ hạn 91 ngày trên thị trường tiền tệ. Tổng khối lượng giao dịch đạt 21 nghìn tỷ đồng, lãi suất ở mức 6,3~7%/năm.

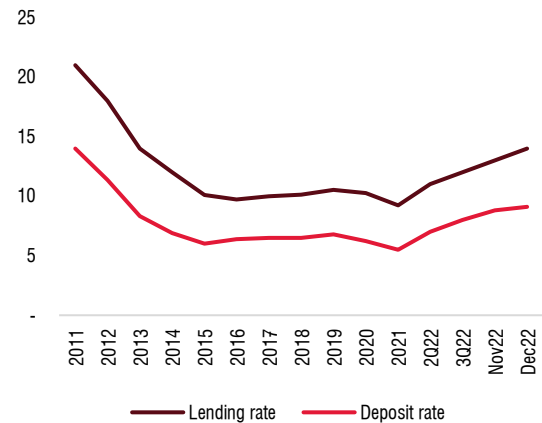
Thứ hai, NHNN đã ban hành Thông tư 16/2022, mở rộng phạm vi các loại giấy tờ có giá được phép lưu ký tại NHNN để thực hiện các nghiệp vụ trên thị trường tiền tệ. Mặc dù việc khi nào và với những điều kiện/cơ chế nào các ngân hàng có thể vay vốn tại NHNN thông qua trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu ngân hàng vẫn chưa rõ, Thông tư này vẫn mang lại một số hy vọng cho những ngân hàng có tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp tương đối lớn.

Quan trọng nhất, dự thảo nghị định sửa đổi Nghị định 65/2022 mới ban hành đã được thảo luận trong những tuần cuối cùng của năm 2022. Nếu dự thảo này được thông qua, áp lực đối với lợi nhuận của các ngân hàng có thể phần nào giảm bớt trong giai đoạn 2023-2024, vì các khoản thanh toán gốc trái phiếu có thể được hoãn lại thêm hai năm nữa (với điều kiện là tổ chức phát hành nhận được sự chấp thuận từ 65% trái chủ). Tuy nhiên, chỉ riêng dự thảo sửa đổi này không thể khơi thông nút thắt thanh khoản mà các chủ đầu tư đang gặp phải. Để giải quyết được vấn đề, các chủ đầu tư bất động sản vẫn cần phải bán được dự án qua đó có nguồn tiền để chi trả cho các khoản nợ của họ - điều tương đối khó thực hiện trong bối cảnh thị trường bất động sản trì trệ & lãi suất cho vay mua nhà ở mức cao như hiện nay. Do đó, chúng tôi coi việc sửa đổi Nghị định 65 là một sự hỗ trợ tâm lý ngắn hạn hơn là một yếu tố tạo ra sự thay đổi đáng kể về sức mạnh tài chính dài hạn của các ngân hàng.

• Định giá ngành đang tiệm cận đáy lịch sử

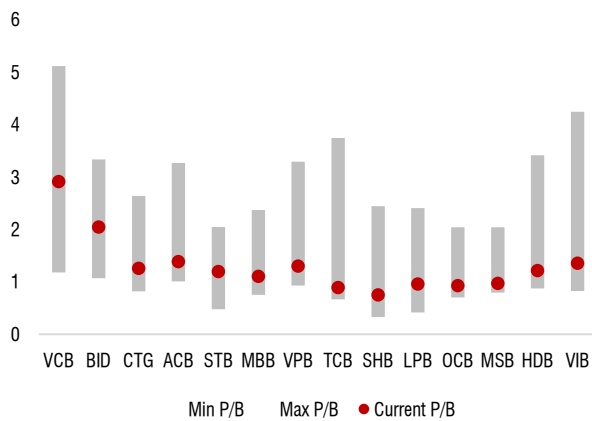
Trailing P/B của các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi vào cuối năm 2022 là 1,17 lần, thấp hơn nhiều so với mức 2,11 lần vào cuối năm 2021 – gần tiến đến mức đáy 0,98 lần được thiết lập trong năm 2020. Hầu hết các ngân hàng đều giao dịch ở mức P/B cao hơn một chút so với năm 2020 và/hoặc mức đáy giai đoạn 2011-2012, ngoại trừ VCB, BID và STB. Mức định giá thấp hiện nay phản ánh một phần rủi ro liên quan đến thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp. Dư nợ cho vay đối với chủ đầu tư bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp vào cuối quý 3 năm 2022 lần lượt là 53% và 25% tổng vốn chủ sở hữu tại các ngân hàng chúng tôi phân tích.

Lãi suất cho vay và huy động bình quân

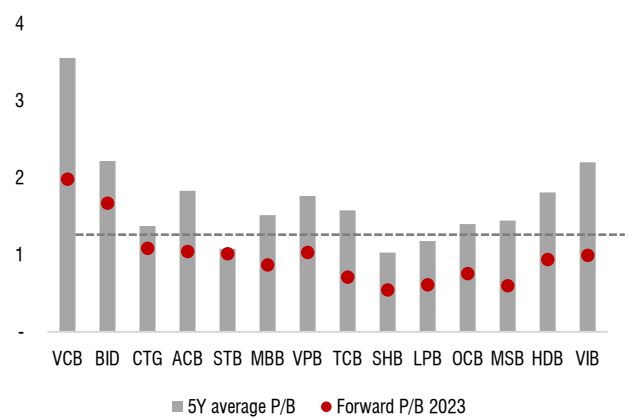


Nguồn: TCTK, các ngân hàng, SSI Research

Biểu đồ: Định giá ngành tiền sát mức đáy



Biểu đồ: Hầu hết các ngân hàng giao dịch với BVPS năm 2023 thấp hơn



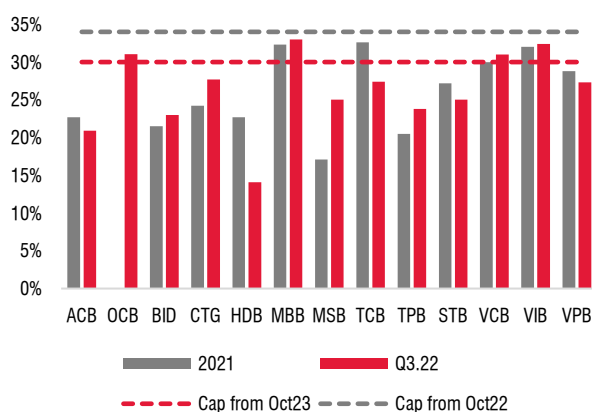
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Triển vọng năm 2023

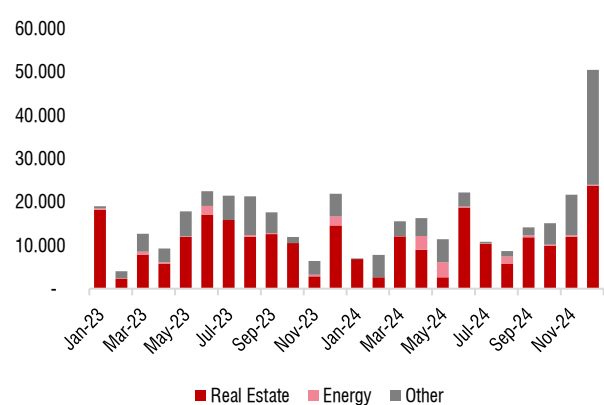
• Bối cảnh chính sách: Giám sát chặt chẽ nghiêm ngặt hay Linh hoạt phù hợp với tình hình

Chúng tôi tin rằng xu hướng chính sách sẽ là yếu tố cốt lõi tiếp tục định hướng hoạt động của hệ thống ngân hàng trong năm 2023, với tâm điểm vẫn là thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản. Một trong những quy định chính có thể tác động đến triển vọng lợi nhuận của ngành ngân hàng là việc thông qua dự thảo sửa đổi Nghị định 65. Với quyết tâm chính trị nhằm hỗ trợ sự ổn định của hệ thống ngân hàng, có khả năng quá trình tái cơ cấu và lành mạnh hóa thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ được thực hiện theo cách thức có thể đạt được tình trạng “hạ cánh mềm”, tất nhiên với điều kiện cần những hỗ trợ hơn nữa về mặt chính sách. Do đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đưa ra giả định thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ hạ cánh mềm trong năm 2023 với việc Dự thảo sửa đổi Nghị định 65 được ban hành. Điều này sẽ giúp cho cả ngân hàng và các chủ đầu tư bất động sản có thêm thời gian giải quyết vấn đề của mình. Ước tính trước đây của chúng tôi trở thành kịch bản thận trọng hiện tại, trong đó Nghị định 65 không được sửa đổi nhưng các chủ đầu tư lớn vẫn sẽ có thể đàm phán với các ngân hàng trong việc cơ cấu lại lịch trả nợ.

Đồ thị: Tỷ lệ vốn ngắn hạn sử dụng cho vay trung dài hạn



Đồ thị: Dự nợ trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn giai đoạn 2023-2024



Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

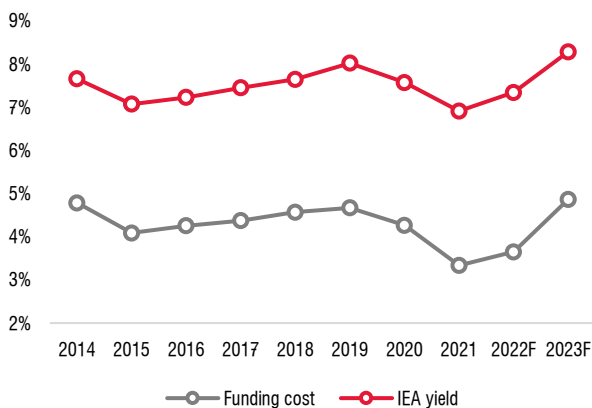
• Các yếu tố thuận lợi có thể đến từ các chính sách hỗ trợ thanh khoản và xu hướng lãi suất ổn định hơn

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định hoạt động tái cấu trúc thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ được diễn ra với tốc độ thích hợp để duy trì sự ổn định của hệ thống, tình hình thanh khoản có thể không bị căng thẳng như trong giai đoạn tháng 10 ~ 11 năm 2022 do quan điểm hài hòa hơn từ các nhà hoạch định chính sách. Theo đó, mặt bằng lãi suất có thể sẽ không tăng mạnh trong năm 2023.

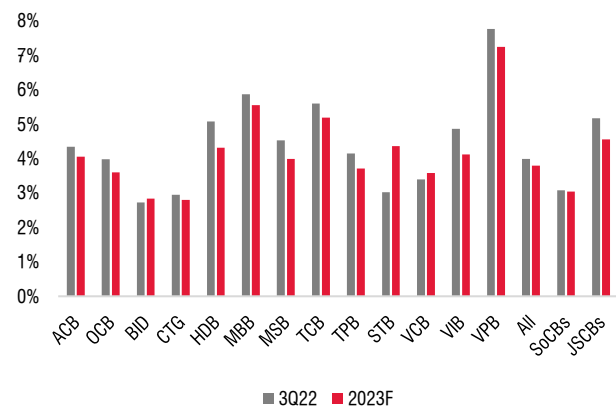
- ✓ Các yếu tố tiêu cực có thể ảnh hưởng đến thanh khoản/lãi suất VND bao gồm: (1) áp lực tăng lãi suất USD do Fed có thể thực hiện thêm một số đợt tăng lãi suất nữa; (2) số dư huy động vốn đang thấp hơn dư nợ tín dụng vào cuối năm 2022; (3) một số yêu cầu về các tỷ lệ an toàn hoạt động (LDR, MLTL, ...); và (4) lượng trái phiếu doanh nghiệp đến hạn trong năm 2023. Chúng tôi ước tính khoảng 185 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp (không bao gồm trái phiếu ngân hàng) sẽ đến hạn trong năm 2023, phần lớn trong số đó đến hạn vào tháng 1, tháng 5~ tháng 8 và tháng 12. Điểm thú vị là con số này đã giảm 24% trong năm tuần qua do hoạt động mua lại trái phiếu trước hạn của các doanh nghiệp.
- ✓ Trong khi đó, các yếu tố hỗ trợ sẽ đến từ: (1) giải ngân đầu tư công mạnh hơn, qua đó một phần lượng bị ứ đọng của KBNN tại các ngân hàng (khoảng 380 nghìn tỷ đồng tại 3 ngân hàng quốc doanh) sẽ được giải tỏa; (2) cân đối cung và cầu ngoại tệ tốt hơn; và (3) chương trình cấp bù lãi suất được đẩy mạnh.

Xu hướng chính sách sẽ là yếu tố quyết định xem cán cân nghiêng về phía tích cực hay tiêu cực. Với điều kiện có sự hỗ trợ kịp thời từ NHNN về thanh khoản, cùng với sự điều hành linh hoạt liên quan đến các tỷ lệ an toàn hoạt động và Nghị định 65 sửa đổi, tình hình thanh khoản có thể cải thiện so với 6 tháng cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chỉ khi các đợt tăng lãi suất của Fed kết thúc thì lãi suất VND trong nước mới có thể hạ nhiệt – có thể là trong nửa cuối năm 2023. Khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và huy động có khả năng thu hẹp so với năm 2022, lần lượt ở mức 12~14% và 10~12%.

Biểu đồ: Chi phí huy động và tỷ suất sinh lời của tài sản



Biểu đồ: NIM của các ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

• Những thách thức đối với lợi suất sinh lời tài sản thực tế

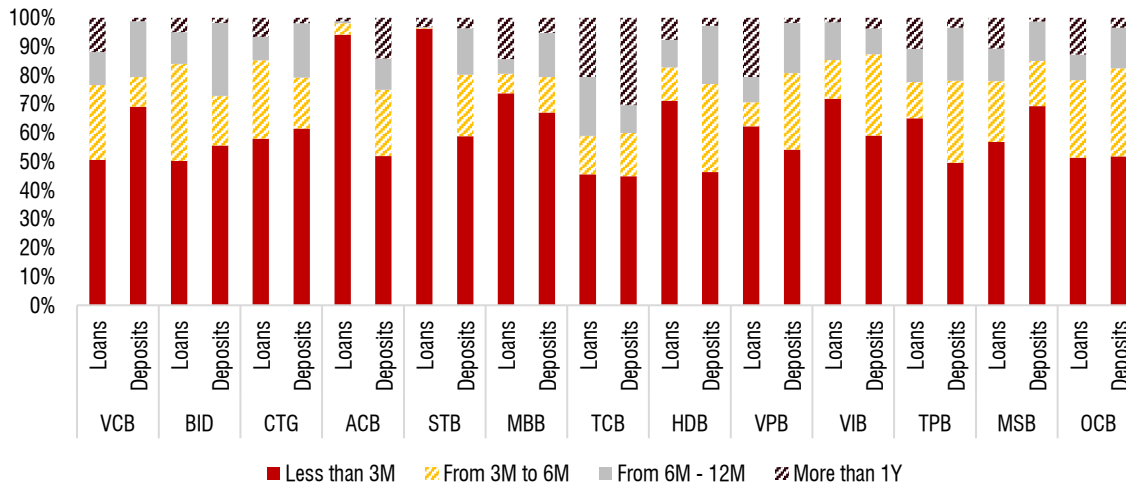
Nhìn vào kỳ định giá lại các khoản cho vay và tiền gửi vào cuối tháng 9, hầu hết các ngân hàng duy trì vị thế tương đối cân bằng giữa các khoản tiền gửi và cho vay tới kỳ định giá lại nằm trong quý 4 năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng với mức lãi suất cho vay hiện tại trong khoảng 14~16% đối với cho vay bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ, việc đưa ra mức lãi suất mà người đi vay có thể chịu được (để không phát sinh nợ xấu) sẽ quan trọng hơn việc duy trì mức chênh lệch lãi suất tốt để củng cố thu nhập lãi ròng của ngân hàng. Với lãi suất cho vay thấp hơn so với các ngân hàng TMCP, chúng tôi tin rằng các NHTMNN có dư địa tốt hơn để điều chỉnh lãi suất cho vay so với các NHTMCP. Điều này sẽ giúp các ngân hàng bù đắp được khoản chi phí huy động cao hơn cũng như khả năng tiền gửi KBNN với chi phí thấp giảm đi trong năm 2023 nếu/ khi đầu tư công tăng tốc.

Một điểm quan trọng khác sẽ ảnh hưởng đến NIM năm 2023 là lợi suất sinh lời thực tế của tài sản. Mặc dù việc sửa đổi Nghị định 65 có điều khoản liên quan đến việc hoàn thành toán gốc hoặc lãi trái phiếu, điều này vẫn có thể ảnh hưởng đến lợi tức tài sản thực tế của các ngân hàng

nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp. Chúng tôi tin rằng NIM sẽ chịu áp lực đáng kể hơn đối với những ngân hàng có tỷ trọng trái phiếu doanh nghiệp và cho vay chủ đầu tư bất động sản ở mức cao. Chúng tôi cho rằng việc gia tăng NIM và gia tăng các khoản lãi dự thu nếu xảy ra đồng thời sẽ là điểm cần theo dõi chặt chẽ trong năm 2023.

Theo đó, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phân hóa giữa: (1) các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cao đối với trái phiếu doanh nghiệp/bất động sản (TCB, VPB, TPB, MSB, OCB và HDB); (2) ngân hàng thương mại nhà nước; (3) STB và (4) các NHTMCP khác. Nhóm đầu tiên được dự báo có NIM giảm 41~76 bps, trong khi nhóm thứ hai sẽ có NIM giảm 4 bps. STB là ngân hàng duy nhất sẽ có bước nhảy vọt mạnh mẽ về NIM, với mức tăng NIM đáng kể là 134 bps.

Biểu đồ: Thời gian cho đến kỳ định giá lại



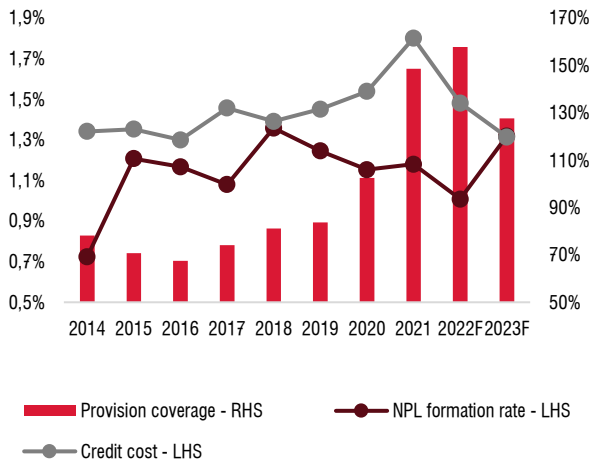
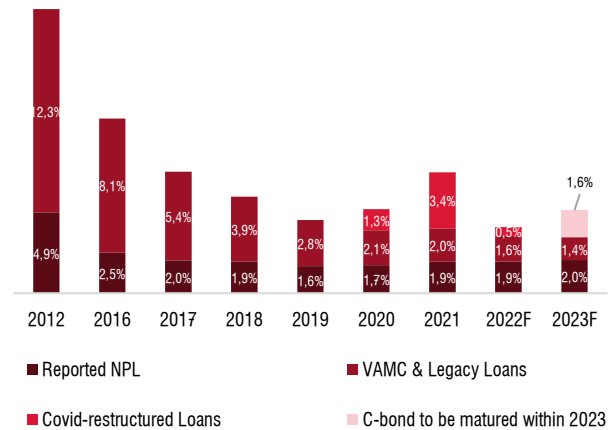
Nguồn: Các ngân hàng, SSI Research

- **LNTT tăng trưởng 10~ 14% trong kịch bản của chúng tôi,**

Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu sẽ tăng 26 bps lên 1,71% tại các ngân hàng chúng tôi phân tích, với tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng lên 1,3% (từ khoảng 1% trong giai đoạn 2020~2022) dưới tác động của lãi suất cho vay cao hơn. Tuy nhiên, chi phí tín dụng vẫn đang có xu hướng thấp hơn khi giảm xuống 1,3% (từ 1,5% trong năm 2022) do bộ đệm dự phòng tín dụng vững chắc. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, khi Nghị định 65 sửa đổi được ban hành, nợ xấu liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp sẽ không xuất hiện ngay trong năm 2023, nhưng vẫn là một rủi ro lớn cần theo dõi trong cả năm.

Với những giả định như vậy, LNTT của các ngân hàng thuộc phạm vi nghiên cứu dự kiến đạt 249 nghìn tỷ đồng (hay 10 tỷ USD), tăng 13,7% so với cùng kỳ trong năm 2023 theo kịch bản cơ sở của chúng tôi. Con số này bằng một nửa tốc độ tăng trưởng trong giai đoạn 2017~2021 (28% so với cùng kỳ) và cao hơn mức tăng trưởng giai đoạn 2014~2015 (11,3% so với cùng kỳ). Tăng trưởng lợi nhuận tại các NHTMNN (18,4% so với cùng kỳ) có thể sẽ cao hơn mức tăng trưởng của các ngân hàng thương mại tư nhân (10,8% so với cùng kỳ) do triển vọng NIM tốt hơn, cũng như tỷ trọng dư nợ cho vay đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp và bất động sản của các NHTMNN ở mức thấp. Các ngân hàng thương mại nhà nước cũng có thể ghi nhận mức tăng trưởng phí mạnh hơn năm 2022 do đây là năm đầu tiên thực hiện các chương trình miễn phí giao dịch. Tuy nhiên, thu nhập từ kinh doanh ngoại hối khó có thể tăng mạnh như 2022. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng bancassurance giảm tốc là những gì chúng tôi quan sát thấy tại các ngân hàng thương mại tư nhân trong năm 2022, ngoại trừ ACB và STB.

Trong kịch bản thận trọng của chúng tôi ([link](#)), tăng trưởng lợi nhuận có thể sẽ ở mức 10% cho năm 2023 hoặc bằng một phần ba mức tăng trưởng trung bình đạt được trong giai đoạn 2017~2021.

Biểu đồ: Các chỉ tiêu phản ánh chất lượng tín dụng của các ngân hàng trong phạm vi phân tích**Biểu đồ: Tài sản có vấn đề của ngành**

Nguồn: NHNN, các ngân hàng, SSI Research

• Định giá có thể cho thấy bước ngoặt trong nửa đầu năm 2023

Chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi nhuận với giả định thị trường trái phiếu doanh nghiệp hạ cánh mềm trong năm 2023, theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu và đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP về triển vọng của ngành trong năm. Trong nửa đầu năm 2023, chúng tôi vẫn nhận thấy các yếu tố tiêu cực ảnh hưởng đến ngành ngân hàng. Điều này bao gồm áp lực lên lãi suất tương ứng với việc FED tăng lãi suất điều hành, tăng trưởng lợi nhuận giảm tốc từ mức cao của 2022 và rủi ro nợ xấu vẫn tiềm ẩn. Những thách thức này có thể dẫn đến sự điều chỉnh của một số cổ phiếu trong ngành, và cũng có thể tạo ra cơ hội đầu tư tốt đối với những cổ phiếu có yếu tố cơ bản vững chắc. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là: VCB, ACB, BID và STB. Trong khi VCB và ACB là những lựa chọn tốt nhất của chúng tôi nhờ chất lượng tài sản và hoạt động ổn định, BID và STB dường như sẽ có những câu chuyện thú vị.

Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với những ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cho vay cao đối với lĩnh vực bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp, mặc dù chúng tôi tin rằng sẽ có những biến động lớn về giá đối với những cổ phiếu này trong năm 2023 xuất phát từ bất kỳ thay đổi nào về mặt chính sách liên quan đến thị trường bất động sản và/hoặc trái phiếu doanh nghiệp.

Bảng: Tóm tắt dự báo (tỷ đồng)

Ngân hàng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu 1 năm (VNĐ)	% tăng giá	2022F		2023F		2022F			2023F		
				LNTT (tỷ VNĐ)	% YoY	LNTT (tỷ VNĐ)	% YoY	PE	PB	ROE	PE	PB	ROE
ACB	Khà quan	26,300	20.1%	17,028	41.9%	19,591	15.1%	5.43	1.27	26.4%	4.72	1.00	23.7%
BID	Khà quan	47,600	23.3%	23,187	70.5%	28,188	21.6%	14.15	1.85	18.7%	12.14	1.61	18.3%
CTG	Khà quan	32,700	20.0%	21,177	20.4%	24,402	15.2%	9.56	1.22	16.9%	8.30	1.06	17.0%
HDB	Trung lập	16,100	0.9%	9,941	23.2%	11,654	17.2%	4.83	1.09	22.6%	4.72	0.88	21.1%
MBB	Trung lập	19,600	14.6%	22,442	35.8%	25,943	15.6%	4.11	1.01	26.2%	4.02	0.84	24.3%
MSB	Trung lập	13,900	11.2%	6,153	20.9%	6,805	10.6%	3.97	0.92	20.1%	3.54	0.77	18.3%
OCB	Kém khà quan	13,500	-25.0%	4,001	-27.5%	4,465	11.6%	7.83	1.00	13.7%	6.99	0.87	13.3%
TCB	Trung lập	25,300	-2.1%	27,198	17.0%	28,941	6.4%	4.23	0.80	20.9%	3.97	0.67	18.3%
TPB	Trung lập	22,800	8.3%	8,001	32.5%	9,016	12.7%	5.55	1.03	21.9%	5.09	0.92	20.0%
STB	Mua	29,100	29.3%	6,322	43.7%	11,544	82.6%	10.48	1.11	13.9%	5.74	0.93	22.0%
VCB	Mua	101,700	27.1%	37,524	37.1%	44,362	18.2%	11.44	2.51	23.2%	9.69	1.97	20.4%
VIB	Trung lập	21,300	12.1%	10,402	29.8%	11,812	13.6%	4.92	1.24	29.3%	4.33	0.96	25.5%
VPB	Trung lập	17,700	-1.1%	25,298	73.5%	21,849	-13.6%	6.04	1.18	24.8%	6.92	1.01	17.4%
Tổng				218,673	35.0%	248,574	13.7%	6.63	1.18	21.8%	5.76	0.98	20%

Bảng: Cổ phiếu khuyến nghị

Cổ phiếu	Tiềm năng tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Sở hữu nước ngoài (%)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	30/12/2022	30/12/2022	30/12/2022	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ACB	20%	26.300	21.900	3.137	30%	25,0%	41,9%	15,1%	9,9	4,9	4,7	23,9%	23,3%	23,7%	0%	4,6%	N.a
VCB	27%	101.700	80.000	16.056	24%	18,8%	37,1%	18,2%	18,8	11,4	9,7	21,3%	23,2%	20,4%	0%	0%	0%
STB	31%	29.500	22.500	1.799	27%	27,2%	48,3%	82,6%	19,3	10,5	5,7	10,8%	13,2%	22,0%	0%	0%	0%
BID	23%	47.600	38.600	8.281	17%	50,6%	71,0%	21,6%	21,5	14,1	12,1	13,1%	18,2%	17,7%	0%	0%	0%

Nguồn: SSI Research

- **Các yếu tố có thể ảnh hưởng đến khuyến nghị của chúng tôi theo hướng tiêu cực**
 - ✓ Fed tăng lãi suất cao hơn dự kiến;
 - ✓ Chiến tranh leo thang giữa Nga và Ukraine; và
 - ✓ Các chính sách được thực hiện theo hướng giám sát nghiêm ngặt hơn. Điều này có nghĩa là các dự thảo quy định về an toàn hoạt động được hoàn thiện trong khi dự thảo sửa đổi Nghị định 65 không được thông qua.

Cổ phiếu ưa thích: VCB, STB, BID, ACB

1. Ngân hàng Thương mại Cổ phần Ngoại thương Việt Nam (VCB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 79.500 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 101.700 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Là ngân hàng có quan điểm thận trọng trong ngành ngân hàng Việt Nam. Với những biến động gần đây trên thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư nên tập trung vào các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ cho vay những thị trường này ở mức thấp, có nhận diện thương hiệu tốt cùng bộ đệm tín dụng vững chắc. VCB là một trong số những ngân hàng đó nhờ hoạt động cho vay thận trọng và quản lý rủi ro chặt chẽ. VCB cũng có thể được hưởng lợi phần nào từ việc khách hàng gửi tiền chuyển sang những ngân hàng lớn uy tín hơn, do đó giảm bớt áp lực NIM trong ngắn hạn.
 - ✓ **Chất lượng tài sản hàng đầu.** Nợ xấu và tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn ở mức tốt nhất trong ngành. Tại quý 3/2022, tỷ lệ nợ xấu và LLCR lần lượt là 0,8% và 402%. Bộ đệm tín dụng mạnh của ngân hàng sẽ cho phép VCB tránh được những cú sốc đột ngột đối với bảng cân đối kế toán.
 - ✓ Với áp lực đối với NIM và nợ xấu thấp hơn so với các ngân hàng cùng ngành, chúng tôi cho rằng tăng trưởng LNTT tại VCB sẽ cao hơn mức trung bình ngành, đạt mức 18% so với cùng kỳ trong năm 2023.
 - ✓ Việc phát hành cổ phiếu tương đương với 6,5% vốn điều lệ trước phát hành sẽ hỗ trợ tăng trưởng của ngân hàng trong trung hạn. Nếu thành công, chúng tôi ước tính tỷ lệ CAR sẽ cải thiện khoảng 200 bps.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến, và tham gia hỗ trợ ngân hàng “0 đồng”.

Bảng: Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng. %)	2019	2020	2021	2022	2023
Tổng thu nhập hoạt động	45.693	49.063	56.711	68.157	77.528
LNTT	23.212	23.050	27.376	37.524	44.362
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	27,1%	-0,7%	18,8%	37,1%	18,2%
Tăng trưởng tín dụng (%)	16%	14%	15%	19%	18%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	16%	11%	10%	9%	14%
ROE (%)	26%	21%	21%	23%	20%
NIM (%)	3,09%	2,92%	3,16%	3,60%	3,58%
GIR (%)	34,7%	32,7%	31,0%	31,8%	31,7%
NPL (%)	0,79%	0,62%	0,64%	0,67%	1,30%
LLCR (%)	176%	368%	424%	465%	177%
BVPS (VND)	21.805	25.347	29.951	31.118	42.529
P/B (x)	4,02	3,72	2,55	2,51	1,97

Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

2. Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BID: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 38.600 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 47.600 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Cải thiện sức mạnh tài chính. Sau khi tắt toán trái phiếu VAMC trong năm 2019 và trích lập dự phòng trước cho các khoản vay bị ảnh hưởng bởi Covid trong năm 2020, các yếu tố cơ bản tại BID đã được cải thiện đáng kể. Đáng chú ý, ROE đã tăng gấp đôi từ 9% trong năm 2020 lên 18% trong năm 2022. ROE hiện tương đương với các ngân hàng khác. Chất lượng tài sản được cải thiện khi tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1,76% vào năm 2020 xuống còn 0,9% vào năm 2022. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu nằm trong những nhóm cao nhất ngành ở mức 245%.
 - ✓ *Sự cân đối giữa lợi nhuận và rủi ro.* Trong năm 2023, do tỷ trọng dư nợ cho vay đối với cả thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp đều ở mức thấp, chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận của BID có thể đạt mức cao 21% so với cùng kỳ. Theo đó, tỷ lệ sinh lời so với rủi ro sẽ hấp dẫn hơn nhiều so với trước đây với hệ số P/B và ROE dự phóng lần lượt là 1,6x và 18%, so với 2,5x và 9,3% vào năm 2020.
 - ✓ Việc phát hành cổ phiếu tương đương với 9% vốn điều lệ trước phát hành sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong trung hạn. Nếu thành công, chúng tôi ước tính tỷ lệ CAR sẽ cải thiện khoảng 130~150 bps. Ngoài ra, khả năng ký kết một hợp đồng bancassurance độc quyền có thể đóng vai trò là chất xúc tác cho cổ phiếu.
- **Rủi ro:** Chi phí tín dụng và tỷ lệ hình thành nợ xấu cao hơn dự kiến

Bảng: Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(VND bn. %)	2019	2020	2021	2022	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	48.121	50.037	62.395	70.656	76.729
LNTT	10.732	9.026	13.602	23.187	28.188
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	14,3%	-15,9%	50,7%	70,5%	21,6%
Tăng trưởng tín dụng (%)	12,2%	8,2%	11,2%	12,7%	9,9%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	14,3%	9,6%	16,6%	10,4%	11,3%
ROE (%)	13,3%	9,3%	13,2%	18,2%	17,7%
NIM (%)	2,7%	2,4%	2,9%	3,0%	2,8%
CIR (%)	35,9%	35,4%	31,0%	32,5%	33,0%
NPL (%)	1,7%	1,8%	1,0%	0,9%	1,6%
LLCR (%)	75,1%	89,2%	219,4%	245%	200,0%
BVPS (VND)	18.529	18.998	16.444	20.885	23.919
P/B (x)	2,74	2,52	2,61	1,85	1,61

Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

3. Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 22.900 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 26.300 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ **Danh mục cho vay được kiểm soát tốt, và ngân hàng không phải đối mặt với rủi ro trái phiếu doanh nghiệp.** Trong quý 3 năm 2022, ACB đã giảm tỷ trọng cho vay bất động sản và xây dựng xuống còn 3,5% tổng tín dụng, trong đó 1,5% dư nợ tín dụng là cho vay các dự án bất động sản. Con số này thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khác. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng sự biến động của thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ không ảnh hưởng nghiêm trọng đến ACB do danh mục cho vay của ngân hàng được kiểm soát tốt.
 - ✓ **Quản lý rủi ro thận trọng với bộ đệm tín dụng mạnh.** Do ACB đã trích lập đầy đủ dự phòng cho khoản vay tái cơ cấu do Covid, ngân hàng sẽ có thể tối đa hóa lợi nhuận cốt lõi và củng cố vùng đệm tín dụng trong năm 2022. Với nhiều trở ngại dự kiến trong năm 2023, chúng tôi cho rằng chiến lược cho vay thận trọng sẽ giúp ACB hạn chế tỷ lệ hình thành nợ xấu và đạt mức tăng trưởng LNTT 15% so với cùng kỳ.
 - ✓ **Định giá hấp dẫn:** ACB đang giao dịch ở mức P/B năm 2023 là 1,05 lần, khá hấp dẫn với ROE là 23,7%.
- **Rủi ro:** Môi trường lãi suất cao hơn có thể khiến: (1) chi phí vốn cao hơn; (2) NIM giảm; và (3) nợ xấu cao hơn.

Bảng: Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng. %)	2019	2020	2021	2022	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	16.097	18.161	23.564	27.757	31.120
LNTT	7.516	9.596	11.998	17.028	19.591
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	17,6%	27,7%	25,0%	41,9%	15,1%
Tăng trưởng tín dụng (%)	16,6%	15,9%	16,2%	12,7%	0,13
Tăng trưởng tiền gửi (%)	18,2%	14,1%	9,4%	10,4%	12,8%
ROE (%)	24,6%	24,3%	23,9%	26,4%	23,7%
NIM (%)	3,59%	3,70%	4,06%	4,25%	4,05%
CIR (%)	51,6%	42,0%	34,9%	36,5%	35,1%
NPL (%)	0,5%	0,6%	0,8%	1,0%	1,1%
LLCR (%)	175,0%	160,3%	209,4%	162,8%	139,6%
BVPS (VND)	16.761	16.399	16.618	17.298	21.909
P/B (x)	2,21	1,71	2,08	1,32	1,05

Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

4. Ngân hàng Thương mại Cổ phần Sài Gòn Thương Tín (STB: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 23.300 đồng; Giá mục tiêu 1 năm: 29.500 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Lợi nhuận tăng trưởng mạnh: NIM của STB trong quý 3 đạt 4,43% - mức cao nhất kể từ năm 2015. Ngân hàng đã thoái thu toàn bộ phần lãi dự thu nằm trong đề án tái cơ cấu trong năm 2022. Do đó, NIM sẽ có thể quay về mức bình thường và tương đương với các NHTMCP khác từ thời điểm này trở đi. Nếu STB có thể duy trì quỹ đạo tích cực này, tăng trưởng thu nhập lãi thuần sẽ được phản ánh đầy đủ trong kết quả kinh doanh năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ đạt mức tăng trưởng mạnh hơn trong năm 2023 với dự báo LNTT là 11,5 nghìn tỷ đồng (hay 481 triệu USD, tăng 83% so với cùng kỳ) với giả định hầu hết trái phiếu VAMC sẽ được trích lập trong năm 2023.
 - ✓ Chất lượng tài sản được kiểm soát: Một trong những điểm khác biệt chính giữa STB và các ngân hàng thương mại khác là STB không có số dư trái phiếu doanh nghiệp tại thời điểm quý 3/2022 và số dư cho vay đối với các chủ đầu tư bất động sản chỉ chiếm 2,1% tổng dư nợ. Bên cạnh đó, tỷ lệ nợ xấu của STB giảm xuống chỉ còn 0,9% vào quý 3/2022, thấp hơn mức trung bình của ngành. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tiếp tục tăng lên 154% từ mức 138% vào quý 2 năm 2022. STB là một trường hợp đặc biệt, vì ngân hàng đã trải qua một quá trình tái cấu trúc kéo dài, do đó khẩu vị rủi ro trong giai đoạn tái cơ cấu vừa qua có thể thận trọng hơn so với các ngân hàng cùng ngành.
 - ✓ Tình hình bảng cân đối kế toán ổn định và định giá hợp lý: Hệ số LDR ở mức hợp lý, khoảng 87% tại quý 3/2022. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ mạnh cho tăng trưởng tín dụng trong năm tới. Trong khi đó, STB đang giao dịch tương đương giá trị sổ sách năm 2023 và có thể được đánh giá lại do triển vọng lợi nhuận khả quan.
- **Rủi ro**
 - ✓ Việc chậm xử lý tài sản đảm bảo còn lại tại STB do điều kiện thị trường không thuận lợi.
 - ✓ Nợ xấu gia tăng do bất ổn vĩ mô.

Bảng: Tóm tắt chỉ tiêu tài chính

(tỷ đồng. %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	11.677	14.635	17.271	17.704	28.788	31.781
LNTT	2.247	3.217	3.339	4.400	6.322	11.544
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	50,6%	43,2%	3,8%	31,8%	43,7%	82,6%
Tăng trưởng tín dụng (%)	14,1%	15,4%	14,9%	14,0%	13,0%	12,0%
Tăng trưởng tiền gửi (%)	9,2%	14,8%	6,8%	-0,1%	10,0%	12,0%
ROE (%)	7,5%	9,6%	9,6%	10,8%	13,9%	22,0%
NIM (%)	2,7%	2,8%	3,0%	2,7%	3,5%	4,5%
CIR (%)	67,1%	63,3%	63,1%	55,5%	41,7%	41,2%
NPL (%)	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,6%
LLCR (%)	64,9%	69,3%	93,7%	120,9%	118,9%	107,1%
BVPS (VND)	13.657	14.826	16.054	18.174	20.300	24.219
P/B (x)	1,19	0,68	1,05	1,73	1,16	0,97

Nguồn: Ngân hàng, SSI Research

Tài chính – Bảo hiểm: Lãi suất cao tác động tích cực đến lợi nhuận các công ty bảo hiểm

Triển vọng 2023: Khả quan

Cổ phiếu ưa thích: BVH

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung, nhờ môi trường lãi suất cao

Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Mặc dù vốn hóa nhóm ngành bảo hiểm giảm 12% trong năm 2022, nhưng kết quả này vẫn vượt 20% so với VNIndex. Sự vượt trội này chủ yếu đến từ kỳ vọng về môi trường lãi suất tăng, hơn là từ tác động thực tế đến lợi nhuận của các công ty bảo hiểm. Trong 9 tháng đầu năm 2022, thu nhập ròng nhóm doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết giảm 29% so với cùng kỳ. Diễn biến giá các cổ phiếu bảo hiểm bắt đầu ghi nhận kết quả vượt trội kể từ tháng 4 năm 2022, khi diễn biến giá nhóm ngân hàng và bất động sản (đóng góp phần lớn vào VNIndex) bị ảnh hưởng nặng nề. Những cổ phiếu có mức tăng trưởng về vốn hóa tốt nhất trong nhóm doanh nghiệp bảo hiểm bao gồm: PVI (+0,2%), BVH (-8,8%), BIC (-10%).

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

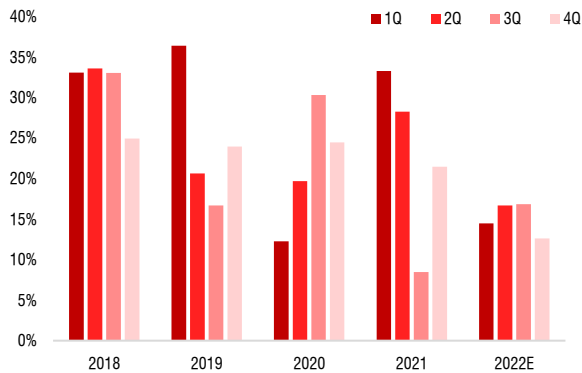
Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu phí bảo hiểm đạt 177 nghìn tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ), trong đó doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ lần lượt tăng 16% và 19% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng giảm nhẹ vào cuối năm với tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc đạt 251 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 12 tháng 12 năm 2022, tăng 15,1% so với cùng kỳ. Đây là tốc độ tăng trưởng thấp nhất kể từ năm 2013.

- ✓ **Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ thấp hơn dự kiến.** Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu phí khai thác mới (NBPS) tăng nhẹ 6% so với cùng kỳ và tổng doanh thu phí bảo hiểm (TPS) tăng 16% so với cùng kỳ. Con số này thấp hơn nhiều so với mức trung bình trong cả thời kỳ bùng phát đại dịch Covid (17% đối với NBPS và 22% đối với TPS) và giai đoạn trước đại dịch (42% đối với NBPS và 24–31% đối với TPS). Tốc độ tăng trưởng chậm hơn xảy ra ở cả kênh đại lý và kênh bancassurance và có thể được giải thích như sau:
 - Môi trường lãi suất cao có thể làm giảm mức độ hấp dẫn của các sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư. Tại thị trường bảo hiểm còn khá non trẻ như Việt Nam, hầu hết các cá nhân vẫn xem bảo hiểm như một kênh đầu tư khác hơn là một phương thức bảo vệ. Đây là lý do tại sao các công ty bảo hiểm tập trung vào việc bán các sản phẩm bảo hiểm liên kết chung và bảo hiểm liên kết đơn vị. Doanh thu khai thác mới từ những sản phẩm này chiếm 87% tổng NBPS trong năm 2022 (tăng từ mức 84% vào năm 2021). Tuy nhiên, do lãi suất tiền gửi tăng nhanh và đã đạt khoảng gần 10% trong thời gian gần đây cùng với sự sụt giảm của thị trường vốn và trái phiếu doanh nghiệp, việc mua một hợp đồng bảo hiểm với lãi suất cam kết thấp cùng với rủi ro đầu tư vào cổ phiếu và/hoặc trái phiếu có thể không còn hấp dẫn.
 - Từ năm 2021, chúng tôi nhận thấy một số doanh nghiệp bảo hiểm đã có sự cơ cấu lại đội ngũ đại lý, cắt giảm những đại lý có hiệu quả thấp. Tính đến cuối quý 3 năm 2022, số lượng đại lý tại một số công ty bảo hiểm đã giảm từ 6% đến 29%. Trong khi đó, doanh số kênh bancassurance vẫn phụ thuộc khá nhiều vào khả năng giải ngân các khoản vay mới đối với khách hàng cá nhân đã bị ảnh

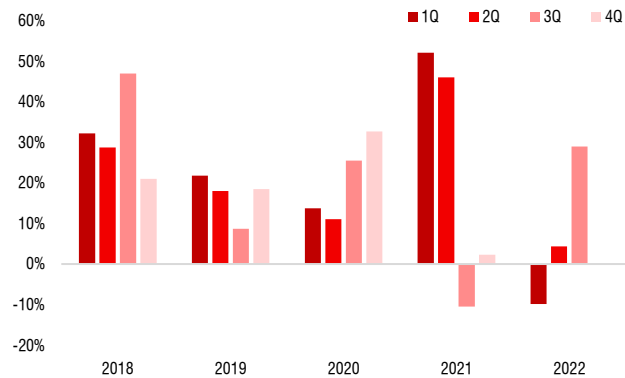
hường trong giai đoạn Q3 và đầu Q4 khi hạn mức tăng trưởng tín dụng đã gần cạn tại một số ngân hàng.

- Cuối cùng, mặc dù tăng trưởng kinh tế Việt Nam rất khả quan trong một năm 2022 nhiều khó khăn, chúng tôi tin rằng bối cảnh toàn cầu đã gây ra những lo ngại nhất định trong tâm lý người tiêu dùng. Chiến tranh Nga-Ukraine, cuộc chiến chống lạm phát ở các nền kinh tế phát triển và nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu đang rình rập là những yếu tố tác động đến niềm tin của người tiêu dùng tại Việt Nam. Những lo ngại về thu nhập khả dụng giảm sút có thể đã dẫn đến việc không gia tăng chi tiêu cho các sản phẩm bảo hiểm.

Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ

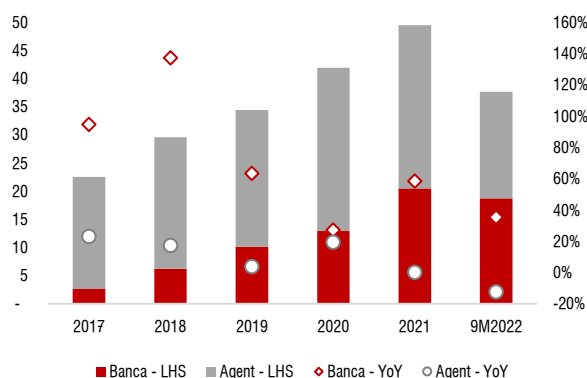


Tăng trưởng doanh thu phí khai thác mới, so với cùng kỳ



Nguồn: AVI, SSI Research

NBPS, theo kênh bán hàng



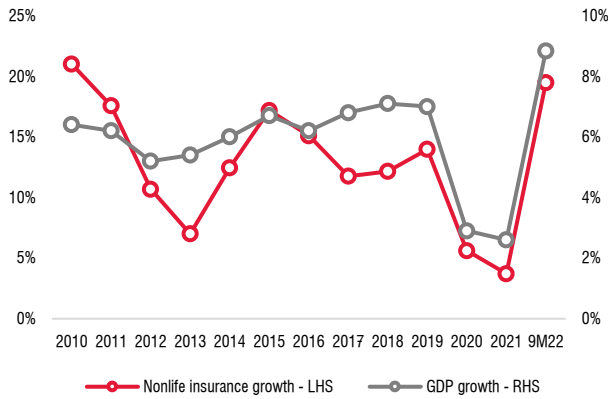
Nguồn: AVI, SSI Research

Thị phần bảo hiểm nhân thọ & tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm trong 9 tháng đầu năm 2022

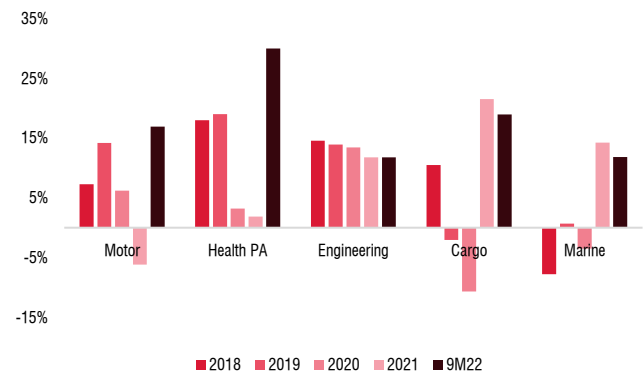
	Thị phần		So với cùng kỳ		Bancassurance /NBPS
	TPS	NBPS	TPS	NBPS	
BVL	19,2%	10,6%	10,8%	-13,6%	1,3%
Manulife	17,9%	18,2%	8,7%	-19,2%	40,7%
Prudential	16,8%	17,7%	17,4%	51,5%	62,7%
Dai-ichi Life	12,3%	13,7%	23,0%	20,3%	61,4%
AIA	10,7%	7,0%	17,5%	-9,3%	54,9%
MB Ageas	3,8%	7,6%	20,6%	13,4%	78,3%
FWD	3,2%	6,4%	54,2%	58,0%	73,8%
SunLife	2,9%	6,2%	59,2%	43,5%	75,5%
Khác	13,3%	12,6%	11,0%	-5,9%	27,1%
Tổng			16,1%	6,3%	49,7%

- ✓ **Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tăng mạnh 19% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022.** Đây là tốc độ tăng trưởng hàng năm cao nhất kể từ năm 2011, vì theo chúng tôi quan sát thì tốc độ tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ thường đi cùng với tốc độ tăng trưởng GDP. Trong 9 tháng đầu năm 2022, mảng bán lẻ tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ do không còn giãn cách xã hội trong năm 2022. Doanh thu phí bảo hiểm xe máy và bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân đều có tốc độ tăng trưởng cao nhất trong 5 năm qua, lần lượt là 17% và 30% so với cùng kỳ. Trong khi đó, bảo hiểm hàng hóa và bảo hiểm hàng hải cũng đạt mức tăng trưởng khả quan nhờ kim ngạch xuất nhập khẩu tăng trưởng tốt trong 9 tháng đầu năm 2022. Tuy nhiên, bảo hiểm kỹ thuật vẫn trên đà giảm tốc trong năm thứ năm liên tiếp, điều này có thể được giải thích là do hoạt động đầu tư của cả khu vực công và tư nhân đều không có nhiều diễn biến tích cực.

GDP và tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ



Tăng trưởng so với cùng kỳ của mảng bảo hiểm phi nhân thọ



Nguồn: AVI, SSI Research

- ✓ **Cạnh tranh vẫn diễn ra gay gắt trong cả lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ.** Chúng tôi không nhận thấy sự gia tăng đáng kể về mức phí của các công ty bảo hiểm mặc dù xu hướng tăng phí bảo hiểm đang diễn ra trên toàn cầu. Cùng với việc tỷ lệ bồi thường đã quay trở về mức trước Covid, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm của hầu hết các công ty bảo hiểm trong năm 2022 đều sụt giảm. Trong các phân khúc bán lẻ, các công ty bảo hiểm hàng đầu tiếp tục đẩy mạnh bảo hiểm sức khỏe và tai nạn cá nhân thay vì bảo hiểm xe cơ giới. Bảo hiểm sức khỏe & tai nạn cá nhân được coi là có tiềm năng phát triển lớn về dài hạn, cũng như có lợi nhuận tốt hơn so với bảo hiểm xe cơ giới. Nghiệp vụ này cũng chính là động lực tăng trưởng cho BVGI (+14%), BMI (+43%), BIC (+78%) và MIG (+175%) trong 3 quý đầu năm. Trong khi đó, cuộc đua giành thị phần sẽ tiếp tục diễn ra gay gắt giữa Top 3 DNBH nhân thọ (BVL, Manulife và Prudential).

Bảng: Thị phần của các công ty bảo hiểm theo các sản phẩm

	Motor	Health PA	Fire & PC	Cargo	Marine	GWP	YTD Change
BVGI	11%	20%	11%	16%	24%	14.6%	-0.9%
PVI	9%	8%	18%	10%	33%	15.2%	0.9%
PTI	16%	10%	8%	5%	4%	9.5%	-0.6%
BMI	5%	10%	16%	5%	5%	8.0%	0.2%
PGI	8%	1%	9%	15%	11%	5.4%	-0.4%
VASS	1%	0%	72%	0%	0%	0.6%	-1.1%
MIG	9%	9%	10%	4%	9%	7.4%	0.6%
BIC	4%	7%	22%	6%	5%	5.1%	0.5%
ABI	2%	7%	1%	0%	1%	3.2%	-0.2%
Samsung Vina	0%	0%	5%	6%	0%	2%	0.0%
Other	34%	28%	6%	31%	9%	29%	1.1%

- ✓ **Cả lợi nhuận hoạt động đầu tư và hoạt động bảo hiểm đều bị ảnh hưởng.** Mặc dù doanh thu phí vẫn tăng trưởng tương đối tốt, lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp bảo hiểm có sự sụt giảm. LNTT trong ba quý đầu năm 2022 của các doanh nghiệp bảo hiểm giảm 29% so với cùng kỳ. Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ kết hợp lần lượt là 39% và 99%, so với 35% và 95% trong cùng kỳ năm ngoái. Tỷ lệ bồi thường gia tăng mạnh cũng một phần phản ánh tác động của lạm phát cao.

	Doanh thu phí bảo hiểm gốc	So với cùng kỳ	Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh bảo hiểm	So với cùng kỳ	Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư	So với cùng kỳ	LNST	So với cùng kỳ	Tỷ lệ bồi thường	Tỷ lệ kết hợp	ROI	ROE	P/B
ABI	1.571	14%	128	-54%	96	2%	169	-42%	35%	91%	4,9%	17%	1,17
BIC	2.781	36%	44	-63%	215	-17%	183	-36%	27%	98%	5,9%	10%	1,25
BMI	3.962	25%	137	86%	150	-5%	223	31%	32%	96%	7,3%	13%	0,98
BVH	31.721	12%	(4.038)	-5%	5.940	2%	1.197	-9%	52%	100%	5,5%	7%	1,55
MIG	3.661	36%	38	-21%	149	-2%	135	-9%	35%	98%	6,7%	10%	1,30
PGI	2.682	15%	71	-58%	145	-12%	162	-38%	47%	96%	5,5%	12%	1,66
PTI	4.721	13%	(407)	-2034%	85	-64%	(348)	-272%	48%	112%	2,5%	-23%	2,15
PVI	7.585	21%	209	-57%	518	2%	702	-13%	47%	94%	6,5%	12%	1,33
VNR	1.888	10%	132	167%	153	-42%	248	-10%	29%	87%	6,2%	10%	0,89
Total	60.572	16%	(3.686)	-42%	7.450	-3%	2.671	-29%	39%	99%	5,7%	8%	1,37

Định giá ngành đã trở về mức hợp lý hơn, với trailing P/B trung bình là 1,37 lần (so với 1,81 lần vào đầu năm nay). Ngoại trừ cổ phiếu BVH đang giao dịch thấp hơn mức trung bình lịch sử và tương đương với mức đáy năm 2020, tất cả các công ty bảo hiểm khác vẫn đang giao dịch trên mức trung bình lịch sử.

Triển vọng năm 2023

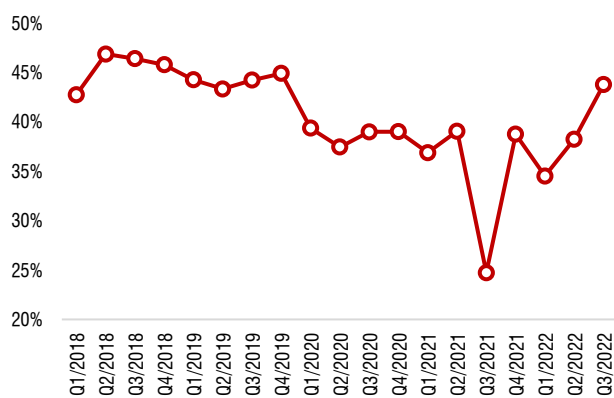
- Tăng trưởng doanh thu phí ở mức ổn định, tuy nhiên lợi nhuận thuần hoạt động bảo hiểm phi nhân thọ không khả quan**

Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt, chúng tôi không kỳ vọng doanh thu phí bảo hiểm sẽ đền bù việc tăng mức phí bảo hiểm, ngoại trừ phân khúc bảo hiểm xe cơ giới. Tăng trưởng của hầu hết các phân khúc bảo hiểm có thể sẽ tiếp tục phụ thuộc nhiều hơn vào số lượng hợp đồng khai thác mới của các công ty bảo hiểm. Với việc ban hành Luật Kinh doanh bảo hiểm mới, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ đẩy mạnh hơn nữa hoạt động “bảo hiểm vi mô”. Chúng tôi cũng đã nhận thấy MIG, BVGI và PTI (cùng các công ty khác) đã tích cực triển khai các sản phẩm này trong năm 2022 và nhiều khả năng sẽ tiếp tục triển khai trong năm 2023. Đối với các nghiệp vụ bán buôn, động lực tăng trưởng có thể sẽ phụ thuộc vào giải ngân đầu tư công, việc tái khởi động các công trường xây dựng đang dang dở và việc mở cửa trở lại của Trung Quốc. Đây là những yếu tố hỗ trợ cho sự tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm (đặc biệt là bảo hiểm hàng hóa vận chuyển, hàng hải, tài sản & thiệt hại). Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ sẽ thấp hơn kết quả năm 2022, ở mức 10~12%.

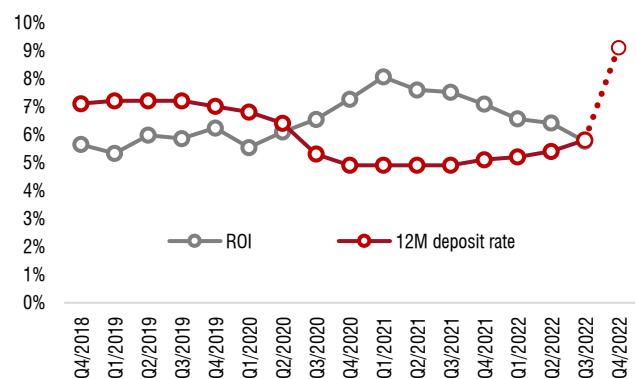
Tỷ lệ bồi thường và tỷ lệ kết hợp dự báo sẽ chịu áp lực do lạm phát cao, giá hàng hóa, vật dụng và chi phí y tế tăng lên, cũng như chi phí gia tăng do sự phức tạp của những dịch bệnh mới ảnh hưởng đến tình trạng sức khỏe. Trong khi đó, mức phí bảo hiểm nhiều khả năng sẽ tiếp tục ổn định dưới áp lực cạnh tranh.

Đối với bảo hiểm nhân thọ, chúng tôi dự báo tổng doanh thu phí bảo hiểm sẽ tăng 16~18% so với cùng kỳ, cao hơn kết quả năm 2022 nhưng thấp hơn 26% so với mức trung bình lịch sử giai đoạn 2012~2021. Trong dự thảo Thông tư hướng dẫn Luật kinh doanh bảo hiểm, có nội dung đề xuất các ngân hàng bán chéo bảo hiểm (bancassurance) phải ghi âm toàn bộ quá trình tư vấn và lưu lại trong 5 năm toàn bộ nội dung đã tư vấn cho khách hàng. Mặc dù Thông tư này vẫn chưa được phê duyệt, nhưng hoạt động bán sản phẩm bảo hiểm qua chi nhánh ngân hàng đang được cơ quan quản lý giám sát chặt chẽ hơn. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng chung của thị trường.

Tỷ lệ bồi thường của các công ty bảo hiểm



ROI của các công ty bảo hiểm



Nguồn: Các công ty, SSI Research

- Tuy nhiên, môi trường lãi suất cao có thể cứu cánh cho tăng trưởng lợi nhuận của các công ty bảo hiểm**

Năm 2022, lãi suất tiền gửi đã tăng 400~500 điểm cơ bản so với đầu năm và lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm tăng 257 điểm cơ bản so với đầu năm, trong khi ROI của công ty bảo hiểm vẫn ở mức 5,8% - thậm chí thấp hơn mức 7,6% của năm 2021. Điều này chủ yếu là do lãi suất huy động chủ yếu tăng mạnh vào cuối quý 3 năm 2022 trong khi chỉ số VNIndex sụt giảm trong năm. Đối với năm 2023, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ phản ánh hoàn toàn việc lãi suất huy động đã diễn ra trong năm 2022. Bên cạnh đó, các công ty bảo hiểm nhân thọ còn được hưởng lợi từ việc giảm áp lực dự phòng toán học khi lãi suất kỹ thuật tăng phù hợp với lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn trên 10 năm.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động đầu tư sẽ đủ để bù đắp phần giảm sút của lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, giúp các công ty bảo hiểm phi nhân thọ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận hai con số vào năm 2023. Đối với BVH, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt mức

tăng trưởng vững chắc (34% so với cùng kỳ) do cả lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm (bảo hiểm nhân thọ) và lợi nhuận hoạt động đầu tư đều cải thiện.

Lợi nhuận của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ dự kiến sẽ biến động khá mạnh giữa các quý. Tuy nhiên, với mức nền so sánh thấp trong quý 2 và quý 3/2022, chúng tôi cho rằng có thể tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ sẽ ở mức cao hơn trong quý 2 và quý 3 năm 2023.

Bảng: Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm thời điểm cuối quý 3/2022

	ABI	BIC*	BMI	BVH	MIG	PGI	PTI	PVI	VNR
Giá trị (tỷ đồng)									
Tiền gửi	2.733	3.914	2.972	102.579	1.847	2.984	3.768	6.121	2.520
Trái phiếu	-	650	187	62.061	577	400	899	3.895	709
Cổ phiếu	-	297	108	2.632	-	147	-	1.555	15
Khác	-	76	58	6.523	1.170	47	102	65	629
Tỷ trọng trong danh mục									
Tiền gửi	100%	79%	89%	59%	51%	83%	79%	53%	65%
Trái phiếu	0%	13%	6%	36%	16%	11%	19%	33%	18%
Cổ phiếu	0%	6%	3%	2%	0%	4%	0%	13%	0%
Khác	0%	2%	2%	4%	33%	1%	2%	1%	16%

Nguồn: Các công ty bảo hiểm, SSI Research

*Dữ liệu thời điểm quý 2/2022

Trái phiếu bao gồm trái phiếu Chính phủ, trái phiếu tổ chức tài chính và trái phiếu doanh nghiệp khác

- **Khung pháp lý tiếp tục được hoàn thiện và các kế hoạch tăng vốn/phát hành thêm có thể là những động lực tích cực đến diễn biến giá cổ phiếu**

Luật Kinh doanh Bảo hiểm có hiệu lực từ ngày 1 tháng 1 năm 2023. Tuy nhiên, Nghị định và Thông tư hướng dẫn mới chỉ ở dạng Dự thảo và chúng tôi đang theo dõi các diễn biến mới. Một trong những thay đổi quan trọng nhất mà chúng tôi nhận thấy là những yêu cầu về việc công bố thông tin định kỳ minh bạch và nhất quán hơn, cũng như chuyển dần sang khung quản lý vốn dựa trên rủi ro. Với khung quản lý rủi ro theo tiêu chuẩn toàn cầu & chặt chẽ hơn, các doanh nghiệp bảo hiểm có thể có nhu cầu tăng vốn để củng cố năng lực tài chính – đây cũng sẽ là những cơ hội thúc đẩy sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài trong lĩnh vực này.

- **Rủi ro đầu tư:**

- ✓ Lãi suất tăng thấp hơn dự kiến trên phạm vi toàn cầu
- ✓ Phí tái bảo hiểm từ các nhà tái bảo hiểm cao hơn dự kiến

Cổ phiếu ưa thích: BVH**Tập đoàn Bảo Việt (BVH: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 46.000 đồng/cổ phiếu; giá mục tiêu 1 năm: 62.500 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Công ty số 1 về bảo hiểm nhân thọ và số 2 về bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam. Với việc cung cấp sản phẩm ở cả thị trường bảo hiểm nhân thọ và bảo hiểm phi nhân thọ, BVH được hưởng lợi từ cả việc ROI cao hơn và dự phòng toán học thấp hơn. Mặc dù nhu cầu về bảo hiểm nhân thọ vẫn còn gặp thách thức trong ngắn hạn, nhưng trong dài hạn chúng tôi cho rằng BVH sẽ được hưởng lợi từ cả hai yếu tố “cung đẩy” và “cầu kéo”.
 - ✓ Định giá hiện ở mức tương đối thấp với P/B là 1,55 lần, so với mức trung bình lịch sử là 2,2 lần. P/B thấp nhất của BVH là 1,23 lần trong đợt bùng phát covid đầu tiên và 1,25 lần vào tháng 12 năm 2009 và tháng 9 năm 2012. Chúng tôi cho rằng năm 2023 sẽ chưa diễn ra sự điều chỉnh mạnh về lãi suất. Do đó, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là khá hấp dẫn với tốc độ tăng trưởng LNTT dự kiến là 34% và cổ tức tiền mặt ổn định 8%.
 - ✓ Tiềm năng tăng giá có thể đến từ các kế hoạch tăng vốn trong tương lai. BVH có thể sẽ tăng vốn trong thời gian tới (ở cả công ty mẹ và tại BaoVietLife/BVGI), điều này có thể đóng vai trò là chất xúc tác tích cực cho giá cổ phiếu.
- **Rủi ro đầu tư**
 - ✓ Lãi suất giảm nhanh hơn dự kiến.
 - ✓ BVH chọn cách tiếp cận thận trọng hơn và áp dụng lãi suất kỹ thuật thấp hơn dự kiến dẫn tới lợi nhuận thuần hoạt động bảo hiểm thấp hơn dự kiến.

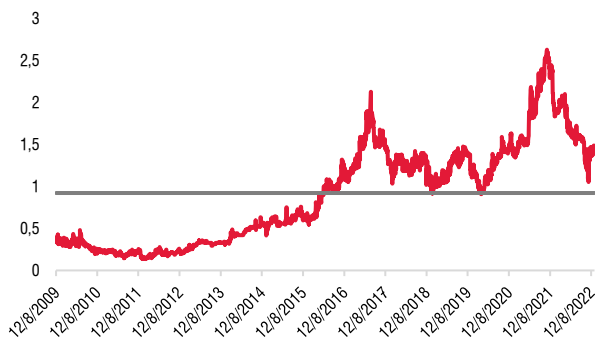
Bảng: Các chỉ tiêu tài chính (tỷ đồng)

	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu phí bảo hiểm gốc	35.748	37.727	39.504	43.297	47.445
So với cùng kỳ (%)	14,0%	5,5%	4,7%	9,6%	9,6%
Lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(765)	(2.041)	603	714	661
So với cùng kỳ (%)	-71,0%	166,8%	-129,6%	18,4%	-7,5%
Lợi nhuận ròng từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm	(3.707)	(5.218)	(4.991)	(5.205)	(5.932)
So với cùng kỳ (%)	-33,2%	40,8%	-4,3%	4,3%	14,0%
Doanh thu tài chính	5.687	7.654	7.852	7.987	9.573
So với cùng kỳ (%)	-22,5%	34,6%	2,6%	1,7%	19,9%
LNTT	1.512	1.953	2.376	2.356	3.174
So với cùng kỳ (%)	8,3%	29,2%	21,7%	-0,9%	34,7%
Tỷ lệ bồi thường	60,8%	56,5%	47,8%	45,8%	44,7%
Tỷ lệ kết hợp	106,5%	106,5%	103,0%	101,7%	100,0%
ROI	5,5%	6,5%	5,7%	5,3%	5,8%
ROE	6,7%	7,9%	8,9%	8,6%	11,1%
BVPS	25.688	27.033	28.546	28.060	30.683
P/B	1,81	1,72	1,63	1,66	1,52

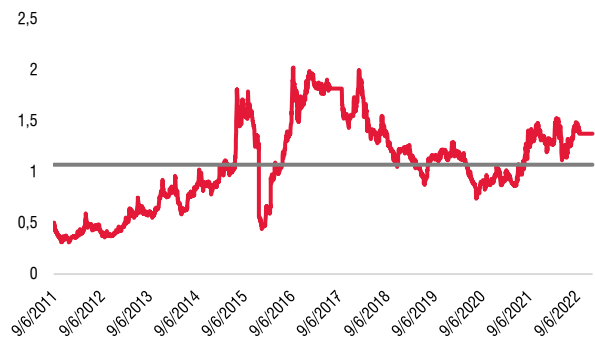
Nguồn: BVH, SSI Research

Phụ lục – Định giá các doanh nghiệp bảo hiểm so với giá trị trung bình lịch sử

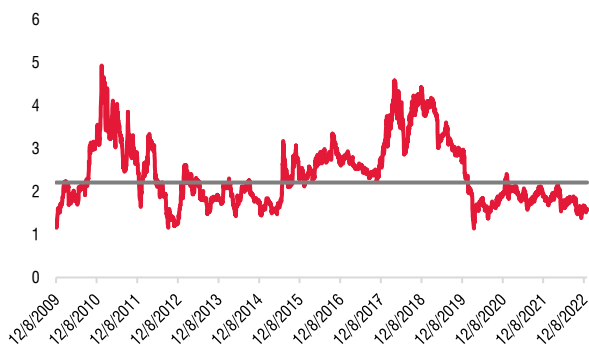
ABI



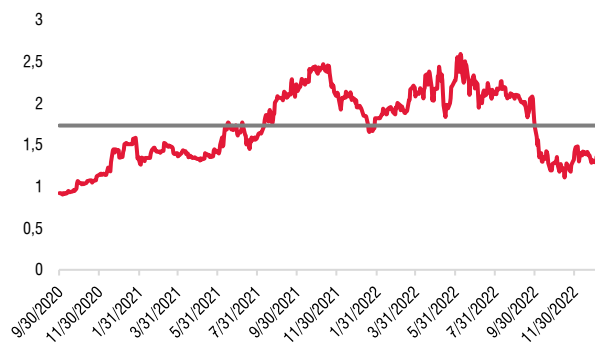
BIC



BVH



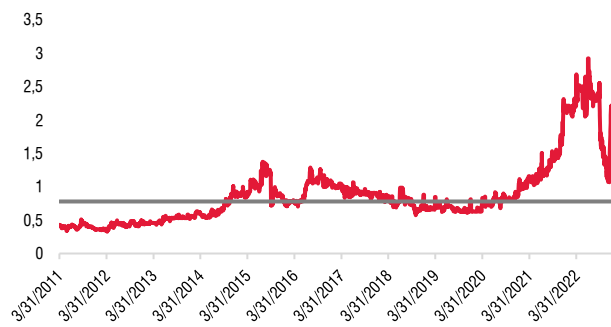
MIG



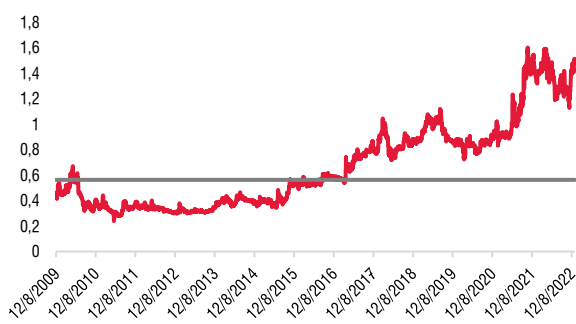
PGI



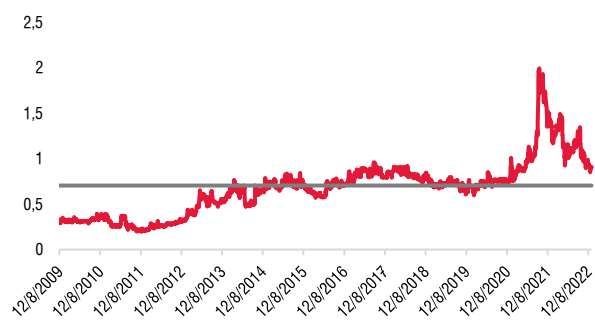
PTI



PVI



VNR



Tài chính – Chứng khoán: Kết quả kinh doanh có thể được cải thiện trong nửa cuối 2023

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: N/A

Nhìn lại năm 2022: KÉM KHẢ QUAN

Diễn biến ngành: KÉM KHẢ QUAN

Năm 2022 là một năm khó khăn đối với ngành chứng khoán, đến từ nhiều yếu tố bên ngoài và bên trong, bao gồm thị trường cổ phiếu suy giảm, thị trường trái phiếu doanh nghiệp bị siết chặt, các điều kiện tài chính thắt chặt hơn và tâm lý thận trọng của nhà đầu tư cá nhân. Biến động giá cổ phiếu trong ngành đã phần nào phục hồi vào cuối Quý 4 nhưng gần như không đủ để phục hồi toàn bộ mức giảm trong năm 2022.

Ngành chứng khoán giảm 61,8% trong năm 2022, cao hơn nhiều so với mức giảm 32,8% của VNIndex. Trong đó, TVB VN (giảm 85%) là cổ phiếu có diễn biến kém tích cực nhất, do các khoản lỗ đầu tư và liên quan trực tiếp đến cáo buộc thao túng thị trường. Hầu hết các cổ phiếu khác đều ghi nhận mức giảm 60~70% so với cùng kỳ, trong đó diễn biến của 4 công ty niêm yết có vốn hóa cao nhất như sau: SSI giảm 61%, VND giảm 58,6%, VCI giảm 57,2% và HCM giảm 56,0%.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



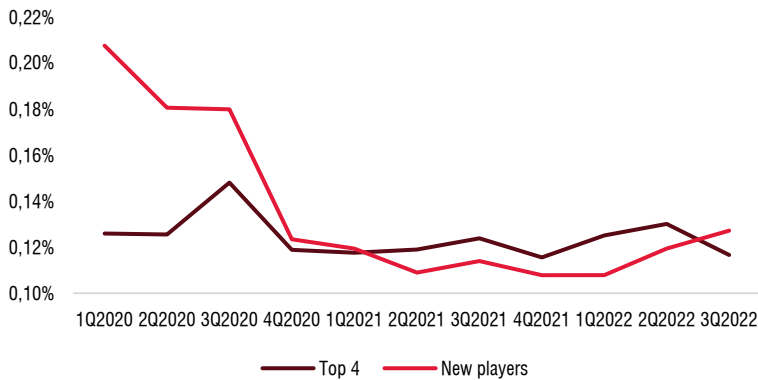
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- **Dự báo của chúng tôi**

Phí giao dịch tiếp tục xu hướng giảm trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

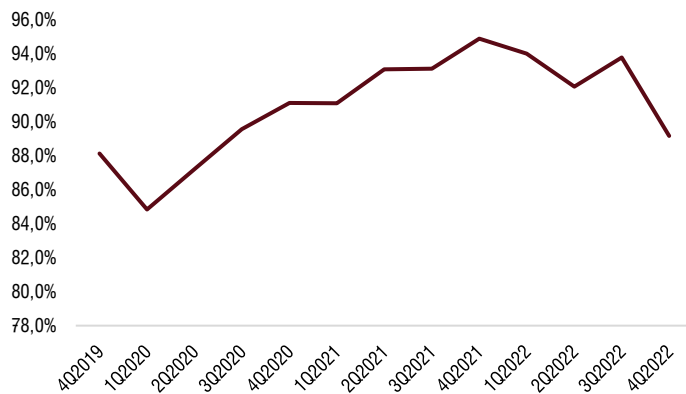
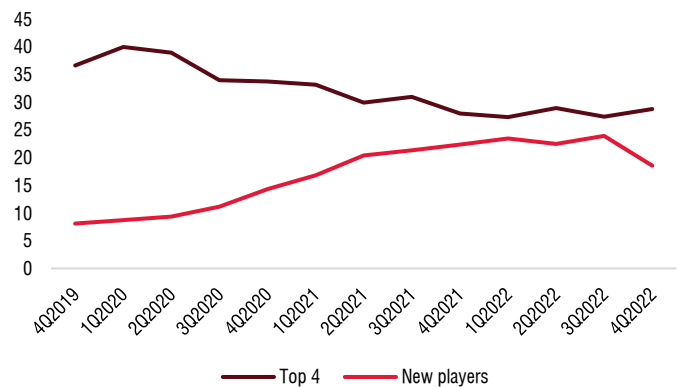
Sau khi mức sàn phí giao dịch được loại bỏ trong năm 2019, khá nhiều công ty chứng khoán (CTCK) đã áp dụng mức phí giao dịch gần như là 0% nhằm giành thị phần trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt của thị trường, đặc biệt là sau khi chứng kiến dòng tiền mạnh mẽ từ nhà đầu tư cá nhân thời kì Covid. Nhờ đó, xu hướng giảm phí giao dịch đã được ghi nhận trên diện rộng, bao gồm cả các CTCK truyền thống như SSI, HCM, VND và VCI. Theo ước tính của chúng tôi, tính đến quý 3 năm 2022, phí giao dịch của nhóm 4 CTCK ước tính giảm 1 điểm cơ bản so với quý 4 năm 2019, trong khi những công ty mới gia nhập thị trường (như VPBS và TCBS) đã giảm 5 điểm cơ bản. Tuy nhiên, xu hướng này dường như đã ổn định hơn và khoảng cách phí hoa hồng giữa công ty chứng khoán truyền thống và công ty chứng khoán mới cũng đã được thu hẹp dần trong năm 2022. Điều này một phần đến từ việc các CTCK truyền thống cũng đã đưa ra nhiều lựa chọn phí khác nhau cho khách hàng, trong khi nhóm công ty mới như TCBS đã tăng mức phí giao dịch đối với các giao dịch sử dụng môi giới hay các chương trình ưu đãi miễn phí phí giao dịch của VPBS chỉ áp dụng trong một khoảng thời gian nhất định (thường là 3 đến 6 tháng).

Phí giao dịch ước tính giảm dần qua các quý (%)

Nguồn: BCTC của các công ty, SSI Research ước tính. Top 4 công ty chứng khoán bao gồm SSI, HCM, VND và VCI, trong khi các công ty mới trên thị trường là VPBS và TCBS

Nhà đầu tư cá nhân vẫn là lực đẩy chính của làn sóng giao dịch

Dòng tiền từ nhóm giao dịch cá nhân trong nước vẫn chiếm đa số thị trường, với ước tính đóng góp 92,6% tổng khối lượng giao dịch của thị trường năm 2022. Trong khi đó, tỷ lệ giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài có sự cải thiện nhẹ, ở mức 7,4%, từ mức thấp lịch sử là 6,7% trong năm 2021, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức hai con số trong giai đoạn trước khi bùng phát đại dịch Covid. Nhờ vậy, tính đến cuối Quý 3/2022, các CTCK tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân vẫn duy trì được thị phần môi giới, trong khi nhóm CTCK KHTC chưa thấy có sự cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng thị phần của nhóm CTCK KHTC (SSI, HCM, VCI) đã cải thiện nhẹ trong quý 4/2022 (đạt 21,3%, từ mức 20,3% trong quý 4/2021) nhờ dòng vốn lớn từ nhà đầu tư nước ngoài đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam.

Đóng góp từ nhà đầu tư cá nhân (% doanh số thị trường)**Thị phần môi giới trên HSX (%)**

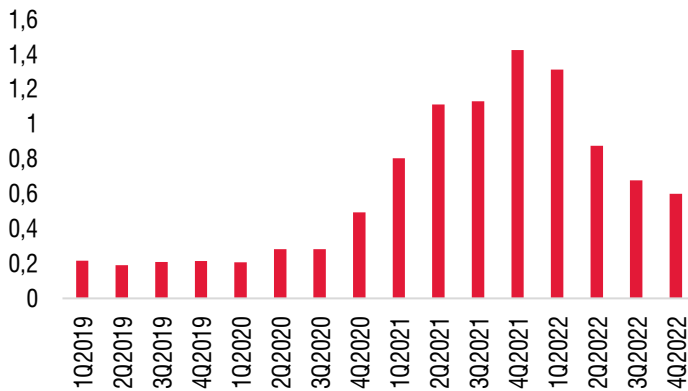
Nguồn: HSX, HNX, SSI Research

- Diễn biến ngoài dự báo của chúng tôi**

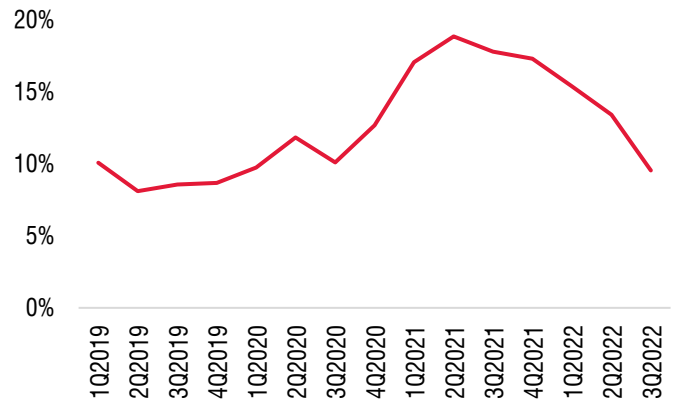
Khối lượng giao dịch và số lượng tài khoản mở mới đạt đỉnh trong quý 4/2021

Khối lượng giao dịch và số lượng tài khoản mở mới đều giảm tốc trong năm 2022 trong bối cảnh thị trường chứng khoán không mấy tích cực. Giá trị giao dịch trung bình (ADV) đạt đỉnh trong quý 4 năm 2021 ở mức 1,4 tỷ USD, và giảm một nửa xuống chỉ còn 600 triệu USD vào quý 4 năm 2022. Trong cả năm, ADV đã giảm 22% so với cùng kỳ nhưng đã tăng gấp ba lần so với trước Covid. Bên cạnh đó, nếu loại trừ mức tăng đột biến của số lượng tài khoản được mở mới trong quý 2 năm 2022, số lượng tài khoản mở mới cũng đã đạt đỉnh trong quý 4 năm 2021.

Giá trị giao dịch bình quân (tỷ USD)



Tỷ lệ giá trị giao dịch bình quân trên số dư cho vay ký quỹ (%)



Nguồn: HSX, HNX, SSIR

Dư nợ cho vay ký quỹ đạt đỉnh vào quý 1/2022 nhưng xu hướng giảm tỷ lệ đòn bẩy chưa thực sự phản ánh trong 9 tháng đầu năm 2022

Dư nợ cho vay ký quỹ của thị trường ước tính đã đạt đỉnh trong quý 1 năm 2022, ở mức 200,6 nghìn tỷ đồng và giảm xuống chỉ còn 167 nghìn tỷ đồng vào cuối Quý 3 năm 2022. Do đó, điều này giúp cải thiện tỷ lệ an toàn cho vay ký quỹ so với vốn chủ sở hữu của CTCK, giảm từ 155% vào quý 4 năm 2021 xuống 120% vào quý 3 năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi cũng quan sát thấy tỷ lệ giao dịch trung bình/ dư nợ cho vay ký quỹ chưa thực sự phản ánh xu hướng giảm vay nợ của thị trường. Do vậy, dư nợ cho vay ký quỹ trong Quý 4/2022 sẽ là yếu tố cần được đánh giá thận trọng khi thị trường đã chứng kiến việc bán tháo các cổ phiếu do bị giải chấp sau sự kiện Vạn Thịnh Phát, đặc biệt là việc giải chấp diễn ra đối với các khoản vay từ các cổ đông lớn hay chủ sở hữu doanh nghiệp.

KQKD 9 tháng đầu năm của CTCK chưa phản ánh hết rủi ro của thị trường

Trong 9 tháng đầu năm 2022, lợi nhuận của các CTCK trong phạm vi phân tích của chúng tôi (SSI, HCM, VCI, VND, TCBS và VPBS) có sự phân hóa nhưng tất cả đều chưa phản ánh diễn biến kém khả quan của thị trường. Mặc dù LNTT của ngành giảm 10,8% so với cùng kỳ, nhưng nhóm các CTCK mới cho thấy kết quả tốt hơn (cụ thể, VPBS tăng 21,5% hay TCBS chỉ giảm 3,8%), trong khi các CTCK truyền thống giảm trung bình 15% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận trong quý 4 mới là mức đáy lợi nhuận của các CTCK, không chỉ đến từ sự sụt giảm đáng kể của thanh khoản (giá trị giao dịch trung bình trong quý 4/2022 giảm 58% so với cùng kỳ và giảm 12% so với quý trước), mà còn do khoản lỗ tự doanh hay việc gia tăng nợ xấu liên quan đến các khoản cho vay ký quỹ sau sự kiện VTP.

Tỷ đồng	SSI	HCM	VCI	VND	VPBS	TCBS
Doanh thu hoạt động	4.219,8	2.267,2	1.860,1	3.397,4	3.713,9	4.170,1
Tự doanh	732,0	498,4	426,7	564,4	(138,9)	904,6
Nguồn vốn	335,4	-	37,1	334,0	73,3	26,1
Cho vay ký quỹ	1.455,5	1.018,6	545,7	1.264,8	980,7	1.169,7
Phí môi giới	1.436,6	693,8	812,4	1.057,5	2.342,5	780,1
IB	65,9	49,7	37,9	158,5	12,9	1.287,7
Chi phí hoạt động	(1.299,2)	(1.099,1)	(380,3)	(866,1)	(2.310,8)	(582,0)
Chi phí tự doanh	(36,9)	(57,0)	(13,4)	(12,4)	(316,6)	-
Dự phòng tài sản tài chính và các khoản vay	1,2	(574,7)	-	18,0	-	-
Chi phí nghiệp vụ môi giới	(1.065,5)	(443,4)	(344,8)	(591,4)	(1.988,6)	(161,0)
Chi phí IB	(25,2)	(21,0)	(22,1)	(18,9)	(5,6)	-
Doanh thu thuần hoạt động tài chính	(891,4)	2,7	(437,8)	(675,1)	(293,3)	(523,9)
Lãi lỗ chênh lệch tỷ giá	(106,8)	-	17,5	(94,9)	(0,5)	12,6
Chi phí lãi vay	(780,0)	-	(346,9)	(591,5)	(437,6)	(460,3)
Chi phí khác	(4,5)	2,7	(108,4)	11,3	144,9	(76,2)
Chi phí quản lý và bán hàng	(210,9)	(262,8)	(58,6)	(288,3)	(199,4)	(351,0)
LNTT	1.821,1	908,5	1.027,4	1.567,9	912,3	2.738,1
So với cùng kỳ (%)	-13,8%	-21,1%	-18,9%	-19,1%	+21,5%	-3,8%

Nguồn: Các công ty, SSI Research

Công ty có thị phần cao hơn chiếm ưu thế trên thị trường

Mặc dù thanh khoản trung bình trong 9 tháng đầu năm 2022 ghi nhận mức giảm 5,9% so với cùng kỳ, các công ty chứng khoán có thị phần cải thiện trong năm 2022 có kết quả khả quan hơn. Cụ thể, doanh thu môi giới từ VPBS và TCBS đều ghi nhận tăng so với cùng kỳ (lần lượt là 13,2% và 20,3%). Trái ngược, các CTCK truyền thống đều ghi nhận doanh thu môi giới giảm nhiệt, như VND giảm 2,6%, SSI giảm 18,6% hay HCM giảm 32,7%.

Lãi suất cho vay ký quỹ chưa phản ánh xu hướng tăng lãi suất

Doanh thu từ hoạt động cho vay ký quỹ là động lực chính cho tăng trưởng của các CTCK trong 9 tháng đầu năm 2022, với mức tăng 54,6% so với cùng kỳ, điều này cũng phản ánh sự cải thiện trong dư nợ cho vay của các công ty chứng khoán (tăng 8,2% so với cùng kỳ). TCBS ghi nhận kết quả vượt trội (tăng 106,3%) nhờ cải thiện tệp khách hàng. Các công ty còn lại cũng cho thấy mức tăng tốt: VND (73,2%), VPBS (51,8%), SSI (43,4%), VCI (38,3%) và HCM (26%). Tuy nhiên, như chúng tôi đã lưu ý ở trên, kết quả hoạt động cho vay ký quỹ trong quý 3 năm 2022 vẫn chưa phản ánh hết biến động của thị trường, cũng như xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ (lãi suất điều hành tăng 200 điểm cơ bản và lãi suất cho vay tăng khoảng 400 điểm cơ bản) chưa được phản ánh trong kết quả kinh doanh của các CTCK vào cuối quý 3/2022. Cụ thể, lợi suất cho vay trung bình của các công ty chứng khoán vẫn đang thấp hơn 80 bps so với năm 2021. Trên thực tế, phải sang cuối quý 4/2022, chúng tôi mới quan sát thấy động thái tăng lãi suất cho vay ký quỹ từ các CTCK, với mức tăng trung bình khoảng 200 điểm cơ bản.

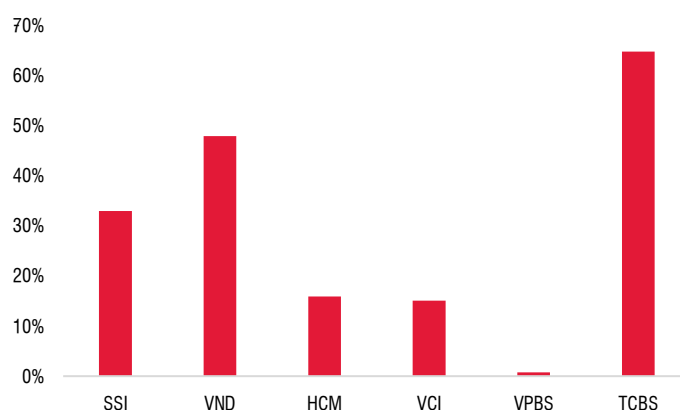
Bảng: Lãi suất cho vay ký quỹ tại các công ty chứng khoán

	Nửa đầu năm 2022	Cuối năm 2022
SSI	12%	14,20%
VCI	12%	14,50%
HCM	14,60%	14,60%
VND	12%	13,70%
VPS	9,8%-14%	14%
TCBS	10,50%	14%

Lợi suất cho vay ký quỹ (%/năm)



Số dư trái phiếu doanh nghiệp (% vốn chủ sở hữu)



Nguồn: SSI Research

Giao dịch tự doanh kém tích cực

Doanh thu từ hoạt động tự doanh giảm 24,7% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022 do biến động thị trường. Trên bảng cân đối kế toán, danh mục tài sản đầu tư suy giảm, điều này phản ánh sự giảm giá của tài sản tài chính. Tuy nhiên, điểm đáng lưu ý là chúng tôi quan sát thấy xu hướng tăng mạnh danh mục TPDN của các CTCK trong năm 2022 và điều này sẽ đem lại rủi ro thanh khoản đối với các công ty này, trong bối cảnh thị trường TPDN kém tích cực,

Doanh thu phí từ hoạt động ngân hàng đầu tư bị đình trệ do thị trường cổ phiếu suy giảm và những quy định chặt chẽ đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động IB bị ảnh hưởng nặng nề bởi sự sụt giảm của thị trường cổ phiếu (các công ty hoãn thực hiện IPO hoặc kế hoạch tăng vốn), và những quy định thắt chặt trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp (làm đóng băng toàn bộ thị trường trái phiếu doanh nghiệp). Do đó, doanh thu phí IB đã giảm 19,5% trong 9 tháng đầu năm 2022. TCBS – công ty chứng khoán lớn nhất về phát hành và phân phối trái phiếu, chứng kiến doanh thu phí IB có xu hướng giảm theo quý, và ghi nhận kết quả trong 9 tháng đầu năm 2022 chỉ ở mức 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 5,8% so với cùng kỳ) với doanh thu phí IB phần lớn được ghi nhận trong quý 1/2022 (723 tỷ đồng).

Định giá ngành giảm xuống quanh mức thấp nhất trong lịch sử

Hệ số P/B trượt của các công ty chứng khoán đã giảm từ mức cao lịch sử là 4,0 lần vào năm 2021 xuống 1,0 lần vào năm 2022, cùng với kết quả lợi nhuận giảm sút (do khối lượng giao dịch giảm), và phản ánh một phần rủi ro liên quan đến thị trường bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp. Theo đó, định giá ngành chứng khoán trong quý 3/2022 đã giảm xuống mức định giá thấp nhất trong lịch sử (P/B dưới 1,0 lần, tương tự như giai đoạn 2011~2012), và chỉ bắt đầu có sự cải thiện vào cuối quý 4.

Triển vọng ngành năm 2023: Tăng trưởng lợi nhuận có thể được ghi nhận trở lại vào cuối năm 2023

Do ngành chứng khoán là ngành thuận chu kỳ và có liên quan chặt chẽ đến diễn biến thị trường và các điều kiện kinh tế vĩ mô, do đó chúng tôi đưa ra một số giả định lớn trong năm 2023 như sau:

	2022	2023
Lãi suất tiền gửi bình quân (%)	6,5%	8,0%
VNindex (điểm)	1007,9	1160
Kết quả của thị trường cổ phiếu (%)	-32,8%	+15-20%
Tăng trưởng lợi nhuận	15,3%	13,8%
ADV (triệu USD)	866	650

Nguồn: SSI Research

Các giả định trên cho thấy VNindex sẽ ghi nhận mức tăng trưởng khoảng 15-20% vào cuối năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo biến động trên thị trường chứng khoán trong năm 2023 sẽ tương đối mạnh, như nội dung trình bày trong phần Triển vọng thị trường chứng khoán phía trên.

Khối lượng giao dịch vẫn đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận

Khối lượng giao dịch vẫn đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận của các CTCK trong năm 2023. Với giả định lãi suất huy động khó có thể hạ nhiệt mạnh cho đến cuối năm, thanh khoản thị trường sẽ khó có thể quay lại thời kỳ như giai đoạn cuối năm 2021. Do vậy, chúng tôi ước tính giá trị giao dịch trung bình sẽ giảm 25% so với năm 2022. Các yếu tố tích cực có thể hỗ trợ thanh khoản bao gồm: 1) các nhà đầu tư cá nhân có nhiều kinh nghiệm hơn; và 2) dòng tiền mạnh từ các nhà đầu tư nước ngoài. Việc thanh khoản không được kỳ vọng tăng cao cũng sẽ không thúc đẩy xu hướng tăng vốn như đã thấy trong năm 2021, ngoại trừ các công ty có mức độ rủi ro cao đối với trái phiếu doanh nghiệp như TCBS.

Bối cảnh chính sách

Chúng tôi tin rằng các chính sách sẽ tiếp tục hỗ trợ ngành trong năm 2023, trong đó quan trọng nhất là việc phê duyệt Nghị định 65 sửa đổi và các biện pháp hỗ trợ thanh khoản khác của Chính phủ và NHNN sẽ tạo điều kiện tái cấu trúc ngành một cách quy củ hơn, giúp thị trường trái phiếu doanh nghiệp hạ cánh mềm, đồng thời cũng tạo niềm tin cho thị trường.

Chúng tôi thấy hai yếu tố tích cực cho triển vọng ngành năm 2023. Đầu tiên, nền tảng giao dịch KRX mới và các sản phẩm mới trên thị trường vốn (như việc áp dụng thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (CCP) sẽ là chất xúc tác chính trong cả năm. Trên thực tế, việc thành lập Tổng công ty Lưu ký và Bù trừ Chứng khoán Việt Nam (VSDC) vào tháng 12 năm 2022 là một bước quan trọng cho phép hệ thống mới đi vào hoạt động vào

tháng 6 năm 2023. Theo kịch bản khả quan nhất của chúng tôi, việc ra mắt hệ thống giao dịch KRX cùng với việc áp dụng hệ thống thanh toán bù trừ CCP sẽ hỗ trợ cho việc FTSE nâng cấp thị trường Việt Nam lên thành thị trường EM.

Thứ hai, nền tảng giao dịch trái phiếu doanh nghiệp thứ cấp mới của HNX, dự kiến ra mắt vào quý 1 năm 2023 sẽ mang lại sự minh bạch cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp và cải thiện tính thanh khoản cho thị trường TPDN thứ cấp.

Các yếu tố hỗ trợ trong dài hạn: Triển vọng tích cực về thị trường chứng khoán Việt Nam

Về trung và dài hạn, chúng tôi cho rằng định giá thị trường chứng khoán đang ở mức hấp dẫn, bất chấp những khó khăn trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, các sản phẩm có cấu trúc phức tạp hơn có thể được triển khai (ví dụ bán không, quyền chọn,...) và điều này sẽ thu hút nhiều sự quan tâm hơn đến thị trường. Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu tăng tỷ lệ sở hữu tài khoản chứng khoán lên 10% vào năm 2030.

Lợi nhuận của ngành có thể đổi chiều vào cuối năm 2023

Chúng tôi tin rằng KQKD của các công ty chứng khoán sẽ có những chuyển biến tích cực trong năm 2023

Thứ nhất, nếu dự phòng nợ xấu và các khoản vay đã được trích lập trong quý 4 năm 2022, và trong bối cảnh các tài sản đầu tư đã ở mức định giá thấp vào năm 2022, thì KQKD của các công ty chứng khoán sẽ có chuyển biến tích cực trong nửa cuối năm 2023

Thứ hai, việc tăng lãi suất cho vay ký quỹ trong thời gian gần đây sẽ được phản ánh trong lợi nhuận của các công ty chứng khoán vào năm 2023 và NIM sẽ được cải thiện.

Thứ ba, các công ty chứng khoán đang có xu hướng đa dạng hóa doanh thu, chuyển hướng dần việc phụ thuộc vào doanh thu từ phí giao dịch sang doanh thu của các hoạt động khác, chẳng hạn như hoạt động quản lý tài sản.

Thứ tư, các công ty chứng khoán có thể sẽ cơ cấu lại hoạt động kinh doanh, theo hướng quản lý rủi ro tốt hơn, bao gồm cắt giảm chi phí bán hàng & quản lý để đạt hiệu quả cao hơn.

Theo đó, chúng tôi tin rằng các công ty chứng khoán truyền thống sẽ có khả năng ghi nhận lợi nhuận tích cực hơn do danh mục đầu tư được đa dạng hóa. Hơn nữa, sự trở lại của dòng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài sẽ có lợi cho các công ty chứng khoán tập trung vào khách hàng tổ chức, bao gồm VCI, HCM và SSI.

Định giá

Định giá ngành có thể giảm xuống gần mức P/B thấp nhất trong lịch sử của ngành là dưới 1,0 lần khi lợi nhuận quý 4 được công bố. Vì hầu hết các công ty chứng khoán đều ghi nhận lợi nhuận cao trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ tiếp tục giảm. Tuy nhiên, định giá có thể sẽ tăng trở lại mức P/B trung bình lịch sử của ngành với các dấu hiệu phục hồi từ quý 3 năm 2023.

Rủi ro giảm giá

Các chính sách được triển khai theo hướng thắt chặt hơn, dự thảo sửa đổi Nghị định 65 vẫn chưa được thông qua hoặc sẽ không có cải tiến thực sự nào đối với hệ thống KRX.

Bất động sản - Bất Động sản Nhà ở: Khó khăn vẫn còn

Triển vọng 2023: Kém khả quan

Cổ phiếu ưa thích: N.a

Nhìn lại năm 2022: KÉM KHẢ QUAN do phải đối mặt với nhiều khó khăn

Diễn biến ngành: KÉM KHẢ QUAN

Nhóm cổ phiếu ngành bất động sản nhà ở giảm giá 53,8% vào năm 2022, thấp hơn 21% so với kết quả của VNIndex.

Các mã cổ phiếu ghi nhận kết quả kém tích cực nhất bao gồm: HPX (giảm 86,2% so với đầu năm); NVL (giảm 84,6% so với đầu năm); PDR (giảm 80,5% so với đầu năm); và DIG (giảm 82% so với đầu năm), chủ yếu do những vấn đề liên quan đến việc trả nợ trái phiếu doanh nghiệp và áp lực bán giải chấp cổ phiếu lớn trong năm.

Trong khi đó, VIC và VHM, những mã có vốn hóa thị trường chiếm tỷ trọng lớn nhất trong ngành, cũng ghi nhận kết quả thấp hơn đáng kể so với VNIndex (lần lượt giảm 43% và 37,5% so với đầu năm). Các cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ khác cũng giảm từ 40% đến 80% so với đầu năm.

VPI ghi nhận kết quả tích cực nhất, tăng 7,8% so với đầu năm, vượt trội so với ngành và VN Index nhờ tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm 2022

Kết quả kém tích cực của ngành trong năm 2022 được cho là do tác động trực tiếp của các biện pháp thắt chặt tín dụng, đặc biệt là các quy định chặt chẽ hơn về phát hành trái phiếu doanh nghiệp và tăng lãi suất.

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

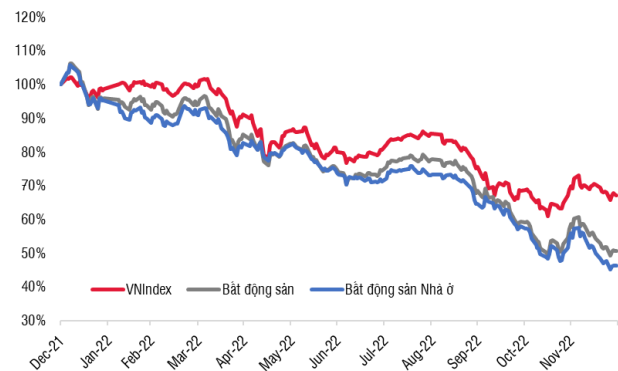
Ngành bất động sản nhà ở của Việt Nam đã trải qua một năm 2022 đầy thách thức do phải đối mặt với nhiều khó khăn: (i) thắt chặt tín dụng đối với toàn ngành; (ii) rà soát của Chính phủ về đầu giá đất và phát hành trái phiếu doanh nghiệp; và (iii) nhu cầu đối với bất động sản nhà ở suy giảm do lãi suất tăng. Do đó, hầu hết các chủ đầu tư đã bắt đầu chứng kiến doanh số bán hàng sụt giảm và ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận giảm dần kể từ quý 3/2022.

Khó khăn tài chính

Để tránh tình trạng vỡ bong bóng trên thị trường bất động sản sau hai năm giá cả leo thang mạnh mẽ trong môi trường lãi suất thấp và dòng vốn rời lỏng, Chính phủ và NHNN đã trở nên thận trọng hơn trong việc cho vay và phát hành trái phiếu doanh nghiệp liên quan đến thị trường bất động sản. Tín dụng ngân hàng cấp cho lĩnh vực bất động sản được giám sát chặt chẽ bởi các cơ quan liên quan và có áp mức trần tăng trưởng tín dụng.

- Cụ thể, đã có các quy định chặt chẽ hơn (về quy trình, điều kiện, thủ tục, phương án sử dụng vốn, phương án trả nợ...) đối với các khoản vay mua nhà mới, xây dựng cải tạo, nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất để xây nhà. Theo đó, nếu có nhu cầu vay để mua/xây nhà, người vay phải có hồ sơ 83hương án chi tiết. Trước đây, các khoản vay mua nhà như vậy không bắt buộc phải có kế hoạch cụ thể. Ngoài ra, ngân hàng

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

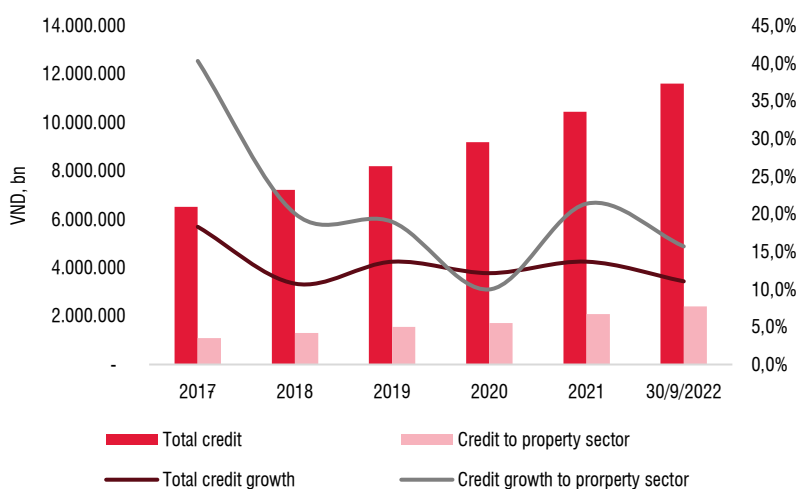


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

không còn được phép giải ngân đối với các khoản vay phục vụ mục đích đặt cọc mua nhà hay dự án hình thành trong tương lai. Thực tế cho thấy, hầu hết các dự án BĐS giao dịch trên thị trường thường chưa hoàn tất thủ tục pháp lý (như chưa có giấy phép xây dựng, chưa có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, hoặc các giấy tờ cần thiết khác...). Sau khi được cấp tín dụng, người vay có thể hủy hợp đồng đặt cọc do dự án chưa hoàn thành được các thủ tục pháp lý theo quy định. Vì vậy, việc cấp tín dụng cho khách hàng với mục đích đặt cọc mua nhà/dự án được coi là có nhiều rủi ro, cần sự giám sát chặt chẽ.

- Theo NHNN, tính đến cuối tháng 9, tổng dư nợ cho vay lĩnh vực BĐS tăng 15,7% so với năm 2021, chiếm 20,9% tổng tín dụng của nền kinh tế. Dư nợ tín dụng cho hoạt động kinh doanh bất động sản, chiếm 33% tổng tín dụng ngành, tăng 7,3% trong 9 tháng đầu năm 2022. Trong khi đó, dư nợ tín dụng cho các khoản vay mua nhà tăng 20,3%, chiếm 2/3 tổng tín dụng cho lĩnh vực này. Theo quan sát của chúng tôi, tín dụng vẫn còn dư địa giải ngân cho những khách hàng có nhu cầu nhưng đi kèm với các yêu cầu chặt chẽ hơn. Đối với các ngân hàng, khi bị áp hạn mức tín dụng đối với lĩnh vực này tức là các ngân hàng phải lựa chọn đối tượng khách hàng kỹ lưỡng hơn để giải ngân. Khi các ngân hàng thận trọng hơn trong việc cho vay bất động sản, việc tiếp cận các khoản vay sẽ trở nên khó khăn hơn, không chỉ đối với các chủ đầu tư bất động sản mà còn đối với cả người mua.

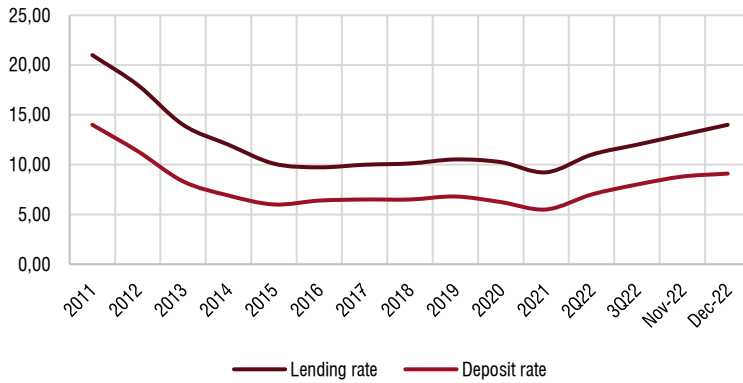
Dư nợ tín dụng cho lĩnh vực bất động sản



Nguồn: NHNN, Bộ Xây dựng, SSI Research

- Trong lúc tín dụng ngân hàng bị thắt chặt, huy động vốn thông qua phát hành trái phiếu cũng gặp khó khăn sau các điều tra sai phạm tại Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát, khi các quy định chặt chẽ về hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp được ban hành. Nghị định 65 được ban hành trong tháng 9 nhằm đưa ra những quy định chặt chẽ hơn về phát hành trái phiếu riêng lẻ (yêu cầu thông tin chi tiết về mục đích phát hành trái phiếu, khả năng thanh toán, tình hình tài chính,... từ phía tổ chức phát hành; áp dụng các tiêu chí cao hơn cho nhà đầu tư trái phiếu hoặc yêu cầu trách nhiệm cao hơn từ các nhà cung cấp dịch vụ trái phiếu), điều này khiến việc phát hành trái phiếu trở nên khó khăn hơn và cơ hội điều chuyển dòng vốn của các chủ đầu tư bị hạn chế. Trong những tháng gần đây, một số chủ đầu tư đã phải khẩn trương xử lý vấn đề vỡ nợ, đặc biệt là việc không duy trì được giá trị tài sản đảm bảo do hầu hết trái phiếu doanh nghiệp được thế chấp bằng cổ phiếu doanh nghiệp. Do sự biến động của thị trường chứng khoán, một số trái phiếu rơi vào tình trạng vỡ nợ kỹ thuật và cần phải bổ sung tài sản thế chấp.
- Bên cạnh những khó khăn về huy động vốn, các chủ đầu tư cũng bị ảnh hưởng lớn bởi đợt tăng lãi suất bắt đầu từ tháng 9 năm 2022. Kể từ đó, lãi suất huy động và cho vay đều tăng đáng kể. Theo quan sát của chúng tôi, khi lãi suất cho vay mua nhà tăng lên mức 13%~15%/năm, cả người mua nhà và giới đầu tư BĐS đều đóng băng kế hoạch mua. Điều này thậm chí còn gây ra nhiều tác động tiêu cực hơn cho các chủ đầu tư, kéo doanh số bán hàng và lợi nhuận trong tương lai xuống thấp hơn dự báo.

Lãi suất cho vay và lãi suất huy động (%)



Nguồn: TCTK, SSI tổng hợp

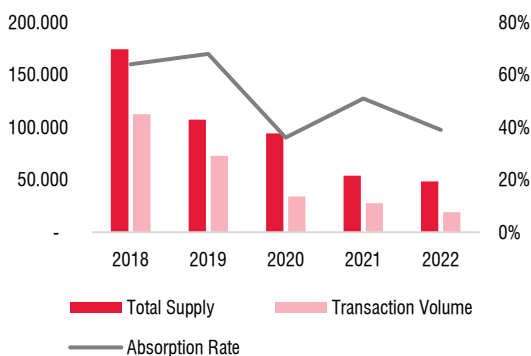
Thanh khoản thị trường chứng lại

Từ quý 2, thị trường bất động sản bắt đầu hạ nhiệt. Hàng loạt biện pháp thắt chặt khiến tâm lý thị trường chung chuyển sang tiêu cực và giao dịch lắng xuống. Đã có nhiều công ty môi giới đóng cửa hoặc tạm dừng hoạt động do thị trường thiếu thanh khoản. Ngoài ra, do nguồn vốn hạn chế và giảm tiền thu từ người mua, các chủ đầu tư phải tạm dừng phát triển dự án và/hoặc áp dụng các chính sách giảm giá để thúc đẩy kết quả bán hàng.

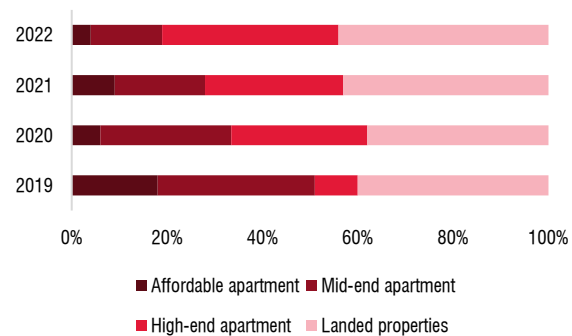
Theo Hiệp hội Môi giới Bất động sản Việt Nam (VARs), tổng nguồn cung toàn thị trường năm 2022 là 48.500 căn, tương đương 90% tổng sản phẩm chào bán mới năm 2021 – thời điểm thị trường chịu ảnh hưởng nặng nề bởi dịch Covid-19 và chỉ bằng 28% so với mức đỉnh vào năm 2018 – trước Covid (180.000 sản phẩm). Hầu hết nguồn cung là bất động sản thấp tầng, tiếp đến là chung cư cao cấp và trung cấp, cơ cấu sản phẩm như vậy được cho là chưa được cân đối để duy trì hoạt động bền vững của thị trường do thiếu vắng hẳn các sản phẩm nhà ở bình dân. Nguyên nhân chính khiến nguồn cung sụt giảm được cho là do thủ tục cấp phép kéo dài và chính sách tín dụng thắt chặt hơn khiến việc triển khai dự án bị trì hoãn hoặc tạm dừng. Theo Bộ Xây dựng, trong 9 tháng đầu năm 2022, số lượng dự án nhà ở thương mại hỗn hợp được cấp phép mới giảm 49% so với cùng kỳ xuống còn 104 dự án với tổng số 49.700 căn (giảm 41% so với cùng kỳ). Chúng tôi cho rằng xu hướng này vẫn tiếp diễn trong quý 4 vừa qua.

Theo báo cáo thị trường năm 2022 của VARs, tổng số giao dịch toàn thị trường đạt 19.000 căn, giảm 31% so với năm 2021 và chỉ bằng 17% lượng giao dịch của năm 2018 – giai đoạn trước Covid. Theo đó, tỷ lệ hấp thụ chung của thị trường giảm mạnh xuống 39% từ mức 51% của năm 2021 và chỉ còn 14% trong quý 4/2022. Kết quả kém tích cực như vậy là do tăng lãi suất, khó khăn trong việc tiếp cận các khoản vay mua nhà và tâm lý thị trường yếu do ảnh hưởng từ các vụ điều tra rà soát của chính phủ tại một số công ty bất động sản.

Kết quả giao dịch trên thị trường, theo năm



Cơ cấu nguồn cung theo phân khúc, theo năm



Nguồn: VARs

Theo VARS, giá bán bất động sản, đặc biệt là sản phẩm đất nền đã điều chỉnh giảm về ngang thời điểm cuối năm 2021 – trước khi cơn sốt đất xảy ra đẩy giá tăng cao đột ngột ở nhiều tỉnh thành. Phân khúc sản phẩm này thường thu hút nhiều hoạt động đầu cơ, sử dụng đòn bẩy để đầu tư. Do đó, khi tín dụng thắt chặt hơn và lãi suất cho vay tăng lên, những nhà đầu tư này thường là nhóm đầu tiên giảm giá bán. Chúng tôi cũng quan sát thấy giá bán bất động sản thấp tầng tại một số điểm nóng ở các tỉnh thành cấp 2 có mức giảm nhiều hơn so với giá bán tại các khu vực đô thị chính như Hà Nội và TP.HCM vốn thường có nguồn cung hạn chế và cơ sở hạ tầng phát triển hơn, do đó, giảm với tốc độ chậm hơn. Trong khi đó, giá bán nhà chung cư vẫn chưa giảm do nhu cầu thực về nhà ở khá ổn định. Tỷ lệ hấp thụ của các dự án có giá hợp lý, lợi suất cho thuê hấp dẫn, phương thức thanh toán linh hoạt vẫn duy trì ở mức cao; tuy nhiên, số lượng giao dịch không nhiều do nguồn cung hạn chế ở phân khúc bình dân và hạn chế cho vay đối với lĩnh vực bất động sản.

Kết quả lợi nhuận phân hóa

- Trong 9 tháng đầu năm 2022, hầu hết các DN bất động sản lớn đều chứng kiến doanh thu sụt giảm hai con số do doanh số bán hàng giảm trong hai năm vừa qua, giai đoạn đại dịch Covid bùng phát (2019 – 2021) cộng với việc các dự án chưa đến thời điểm bàn giao. Chỉ có VPI và NLG ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh, lần lượt là 118% và 244% so với cùng kỳ do VPI bàn giao dự án thấp tầng - Vlasta Sầm Sơn (Thanh Hóa) và NLG ghi nhận doanh thu từ Akari City và Southgate.
- VPI có mức tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ cao nhất 237% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022 nhờ doanh thu tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện do phần lớn sản phẩm bàn giao là bất động sản thấp tầng, vốn là sản phẩm thường có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Trong khi đó, KDH và PDR trong thời gian này cũng ghi nhận LNST của cổ đông công ty mẹ tăng trưởng nhờ khoản thu nhập bất thường từ đánh giá lại tài sản và chuyển nhượng dự án. Ở chiều ngược lại, VHM có doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ giảm trong 9 tháng đầu năm 2022, do hầu hết các đại dự án đã được bàn giao phần lớn trong năm 2021 trong khi các dự án mới vừa chỉ bắt đầu bàn giao vào tháng 8. Đối với các doanh nghiệp khác, LNST của cổ đông công ty mẹ giảm theo doanh thu khi số lượng bàn giao thấp và chi phí tăng lên. Do đó, chúng tôi tin rằng hầu hết các chủ đầu tư bất động sản sẽ khó đạt được kế hoạch cả năm của họ, ngoại trừ những doanh nghiệp ghi nhận được doanh thu bán buôn (ví dụ: VHM) hoặc ghi nhận khoản lãi bất thường từ việc bán hoặc định giá lại tài sản.

Tổng hợp lợi nhuận các doanh nghiệp trong 9 tháng đầu năm 2022

STT	Mã cổ phiếu	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2021 (tỷ đồng)	Doanh thu 9 tháng đầu năm 2022 (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu	NPATMI 9 tháng đầu năm 2021 (tỷ đồng)	NPATMI 9 tháng đầu năm 2022 (tỷ đồng)	Tăng trưởng NPATMI (%)
1	VIC	90.848	60.356	-33,6%	3.193	6.793	112,8%
2	VHM	61.681	31.199	-49,4%	27.084	19.700	-27,3%
3	NVL	10.312	7.894	-23,5%	2.413	2.025	-16,1%
4	KDH	3.148	1.678	-46,7%	788	983	24,8%
5	VPI	640	1.394	117,9%	106	357	236,8%
6	NLG	787	2.710	244,1%	709	119	-83,2%
7	PDR	2.391	1.490	-37,7%	1.111	1.412	27,1%
8	DIG	1.655	1.518	-8,3%	138	142	3,0%
9	DXG	7.819	4.597	-41,2%	882	556	-36,9%
10	HDG	526	368	-30,1%	48	21	-55,5%

Nguồn: Công ty, SSI Research

- Về doanh số bán hàng, ngoại trừ VHM duy trì được đà tăng trưởng với chiến lược bán buôn, các chủ đầu tư khác như NVL, NLG, DXG, ... đều có kết quả bán hàng thấp kỷ lục trong quý 3 – thấp hơn nhiều so với mục tiêu ban đầu đặt ra từ đầu năm 2022. Nhiều chủ đầu tư cũng đã phải hoãn kế hoạch bán hàng, huy động vốn hoặc các hoạt động IPO sau năm 2023.

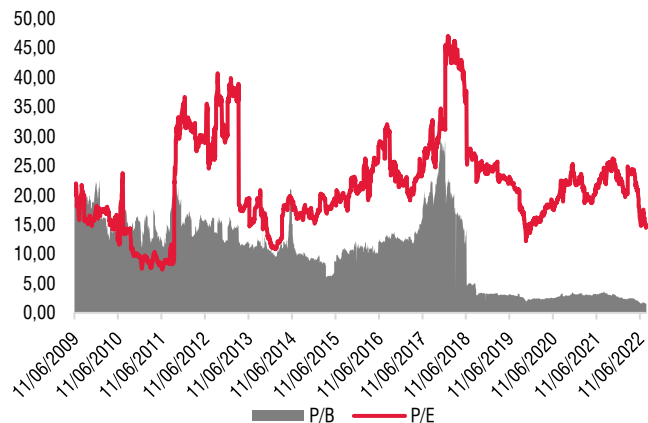
Định giá ngành

Từ năm 2009, cổ phiếu bất động sản được giao dịch ở mức P/E trung bình là 21,8 lần. Năm 2022, định giá ngành này giảm từ 23,9 lần vào đầu năm xuống 14,9 lần vào cuối năm do tâm lý tiêu cực của thị trường về thắt chặt tín dụng cho lĩnh vực bất động sản, các cuộc điều tra sai phạm về phát hành trái phiếu tại Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát, và thao túng giá cổ phiếu tại FLC, trong bối cảnh áp lực thanh toán nợ vay tăng cao. Chúng tôi dự đoán triển vọng tiêu cực này sẽ kéo dài sang năm 2023.

Định giá P/E của ngành đã từng giảm xuống mức thấp lịch sử là 7,3 lần và 12,2 lần trong giai đoạn thị trường giảm vào năm 2011 và 2020, điều này tiềm ẩn khả năng định giá cổ phiếu có thể giảm hơn nữa trong thời gian sắp tới - giai đoạn dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đến hạn lớn nhất, doanh số bán hàng sụt giảm và lãi suất cao ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp.

P/B ngành năm 2022 giảm từ 3,6 lần thời điểm đầu năm xuống 1,5 lần vào cuối năm, mức thấp nhất trong lịch sử kể từ năm 2009. Mặc dù mức định giá này được cho là hấp dẫn để nắm giữ trong dài hạn, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng đối với cổ phiếu bất động sản với nhiều khó khăn và bất ổn phía trước.

P/E & P/B – Lĩnh vực Bất động sản



Nguồn: Fiiipro, SSI Research

Triển vọng năm 2023

Chúng tôi duy trì quan điểm thị trường bất động sản Việt Nam sẽ tiếp tục chịu áp lực trong năm 2023. Lãi suất cho vay có thể hạ nhiệt vào cuối năm 2023, nhưng chúng tôi không kỳ vọng lãi suất sẽ giảm mạnh. Ngoài ra, các chủ đầu tư có tình hình tài chính yếu kém hoặc thiếu năng lực bán hàng có thể sẽ tiếp tục gặp khó khăn về dòng tiền nên chính sách tín dụng thắt chặt tiếp tục được thực thi và thanh khoản thị trường không được cải thiện.

Cung vẫn ở mức thấp

- Chúng tôi cho rằng lãi suất có thể đạt đỉnh vào giữa năm 2023 – có thể sang nửa cuối năm 2023. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng thanh khoản sẽ cải thiện ít nhất cho đến hết 6 tháng đầu năm 2023, do những khó khăn về huy động vốn và chi phí huy động vốn tăng lên. Ngoài ra, nhiều căn hộ chung cư cao cấp và hạng sang có thể mất nhiều thời gian để hấp thụ, khiến thị trường không thể phục hồi ngay lập tức.
- Do áp lực trả nợ vẫn còn tiếp diễn và huy động vốn vẫn còn khó khăn trên nên lãi suất tăng, chúng tôi cho rằng tình trạng trì hoãn phát triển dự án sẽ tiếp diễn trong năm 2023. Do đó, nguồn cung có thể vẫn hạn chế.

Nhu cầu có thể tiếp tục suy yếu

- Chúng tôi cho rằng nhu cầu vẫn yếu trong 6 tháng đầu năm 2023 do người mua vẫn duy trì trạng thái “chờ xem” liệu giá bán tiếp tục giảm và khả năng lãi suất cho vay mua nhà hạ nhiệt mới quyết định đầu tư. Ngoài ra, nhu cầu nhà ở có xu hướng dịch chuyển nhiều hơn sang thị trường thứ cấp, đặc biệt là với những bất động sản đã giảm giá do những người mua trước phải hạ giá bán khi gặp áp lực trả nợ cao, đặc biệt trong môi trường lãi suất cho vay mua nhà tăng lên. Điều này cũng có thể ảnh hưởng đến kết quả bán hàng trên thị trường sơ cấp.
- Ngoài ra, thu nhập có thể bị suy giảm do các điều kiện vĩ mô không thuận lợi, và điều này có thể gây áp lực lên nhu cầu mua nhà.

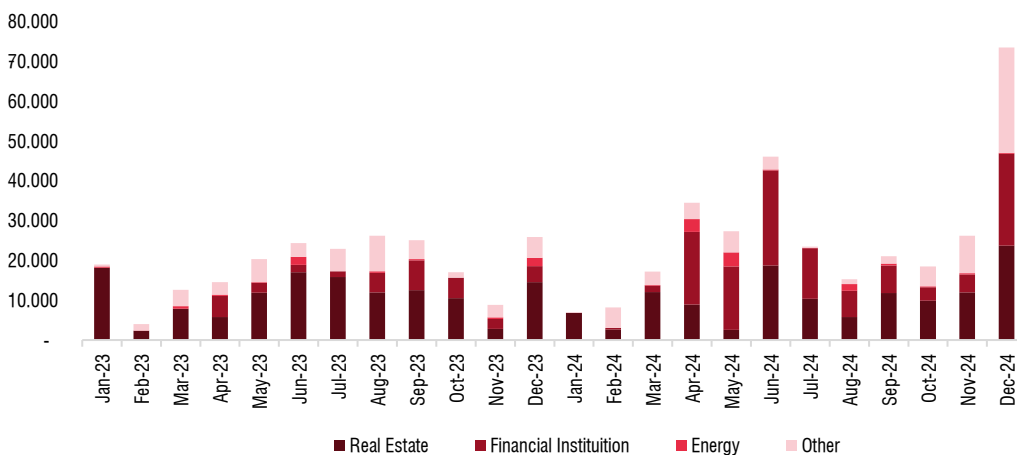
Giá bán có thể tiếp tục xu hướng giảm

- Nguồn cung hạn chế có thể cho phép duy trì giá bán ở mức cao, tuy nhiên, thanh khoản khó khăn lại không phải là môi trường tích cực cho các nhà đầu tư BĐS. Do đó, chúng tôi dự báo thị trường nhà ở có khả năng phải tái cơ cấu, dịch chuyển sang phân khúc trung cấp và bình dân nhiều hơn. Nếu vậy, giá bán trung bình sẽ có xu hướng giảm xuống.
- Nhìn lại chu kỳ trước (năm 2012), các chủ đầu tư cũng đã phải chuyển hướng sản phẩm cao cấp sang sản phẩm bình dân có diện tích nhỏ hơn hoặc xin chuyển đổi thành dự án nhà ở xã hội nhằm tăng thanh khoản và để được vay ưu đãi để duy trì hoạt động. Diễn biến giai đoạn này có thể khác, với kỳ vọng chính phủ sẽ đưa ra các chính sách hỗ trợ nhanh chóng hơn. Theo đó, kỳ vọng thị trường sẽ hồi phục sớm hơn.

Trái phiếu doanh nghiệp có thể tiếp tục gây áp lực

- Bộ Tài chính vừa công bố dự thảo sửa đổi Nghị định 65 – khung pháp lý mới nhất về trái phiếu doanh nghiệp, trong đó một số quy định sẽ có hiệu lực từ 1/1/2024, muộn hơn 1 năm so với đề xuất ban đầu để thị trường có thêm thời gian thích nghi với những quy định mới, nhằm khơi thông nút thắt thanh khoản cũng như cải thiện sức cầu thị trường. Những quy định lùi thời hạn hiệu lực bao gồm: (i) định nghĩa về nhà đầu tư chuyên nghiệp; (ii) thời gian phân phối trái phiếu; và (iii) bắt buộc xếp hạng tín dụng.
 - ✓ Nội dung sửa đổi chính trong dự thảo mới nhất là điều khoản về hoàn thanh toán gốc trái phiếu và chuyển đổi thanh toán trái phiếu (gốc và lãi), nhằm giảm bớt rủi ro tái cấp vốn cho trái phiếu. Tổ chức phát hành sẽ được phép gia hạn thanh toán gốc trái phiếu thêm tối đa hai năm hoặc sửa đổi các điều khoản trái phiếu (điểm mới được bổ sung, sẽ được sử dụng để hoàn thanh toán lãi trái phiếu) khi có 65% trái chủ bỏ phiếu chấp thuận. Trong khi đó, các trái chủ có quyền nhận được toàn bộ khoản thanh toán nếu họ chọn không thông qua các điều kiện hoãn lại.
 - ✓ Các sửa đổi cũng có thể cho phép tổ chức phát hành và trái chủ đạt được thỏa thuận chuyển đổi trái phiếu đang lưu hành thành tài sản hoặc khoản vay, thay vì nhận hoàn trả bằng tiền mặt. Trong trường hợp ngân hàng hoặc công ty chứng khoán là trái chủ, việc chuyển đổi thành các khoản vay hoặc tài sản sẽ được thực hiện theo Luật các tổ chức tín dụng và các văn bản pháp luật liên quan khác để tính toán các tỷ lệ an toàn, cũng như tính toán nợ xấu, và đây sẽ là một quá trình phức tạp.
- Trong khi việc sửa đổi Nghị định 65 được kỳ vọng sẽ nới lỏng các hạn chế của thị trường trái phiếu, chúng tôi cho rằng vấn đề trái phiếu doanh nghiệp sẽ tiếp tục gây áp lực cho ngành bất động sản. Theo số liệu của SSI Research, tổng giá trị đáo hạn của trái phiếu doanh nghiệp trong các năm 2023 và 2024 lần lượt là 221 nghìn tỷ đồng và 318 nghìn tỷ đồng, trong đó trái phiếu của các DN bất động sản chiếm tỷ trọng lớn nhất với 131,5 nghìn tỷ đồng và 125,3 nghìn tỷ đồng. Phần lớn trái phiếu sẽ đáo hạn trong quý 2 và quý 3 năm 2023, chiếm khoảng 57% dư nợ trái phiếu đến hạn. Mặc dù các ngân hàng có thể sẵn sàng giải ngân tín dụng cho các chủ đầu tư bất động sản và người mua nhà khi hạn mức tín dụng mới được phân bổ cho n, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, áp lực trả nợ trái phiếu vẫn còn đáng kể.

Trái phiếu doanh nghiệp: Thời hạn nghĩa vụ thanh toán (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, SSI Research

- Các doanh nghiệp thường đảo nợ bằng cách phát hành trái phiếu mới, vay ngân hàng hoặc phát hành cổ phiếu; tuy nhiên, nhiều khả năng hoạt động huy động vốn vẫn gặp khó khăn do biến động trên thị trường chứng khoán và nhiều vấn đề pháp lý liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp. Lãi suất tiền gửi tăng cũng gây khó khăn hơn cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, do các nhà đầu tư nhỏ lẻ trở nên do dự hơn khi mua trái phiếu ngay cả khi lãi suất trái phiếu tăng. Do đó, các doanh nghiệp có vị thế tài chính rủi ro hơn có thể phải đối mặt với rủi ro vỡ nợ lớn hơn. Vì vậy, hoạt động bán hàng tại các dự án sẽ đóng vai trò quan trọng đối với dòng tiền của các doanh nghiệp.
- Nhìn lại giai đoạn 2011–2012, đã có một số thương vụ M&A nổi bật diễn ra khi các chủ đầu tư gặp khó khăn phải bán dự án để trả các khoản nợ ngắn hạn. Chúng tôi cũng dự đoán các hoạt động M&A có thể sẽ là hướng giải quyết phổ biến của các chủ đầu tư bất động sản trong năm 2023, khi một số chủ đầu tư có thể bị loại khỏi thị trường do tình trạng doanh số sụt giảm và khó khăn tài chính tăng cao.
- Trong số các DN BĐS niêm yết, NVL có gánh nặng trả nợ cao nhất với tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là 1,6 lần và 24% dư nợ (tại thời điểm quý 3/2022) sẽ đến hạn trong nửa đầu năm 2023. Công ty đã phải chịu áp lực rất lớn trong việc trả nợ và bổ sung tài sản thế chấp kể từ tháng 10 năm 2022 do giá cổ phiếu giảm và công ty đang phải tiến hành tái cấu trúc toàn diện hoạt động kinh doanh với kỳ vọng tăng cường thanh khoản. VIC có tỷ lệ đòn bẩy là 1,26 lần và 36% dư nợ vào cuối quý 3 năm 2022 sẽ đến hạn trong 6 tháng đầu năm 2023. VIC cũng đang tiến hành IPO Vinfast (đơn vị sản xuất ô tô của VIC), nếu IPO thành công thì có thể phần nào giúp VIC giảm nợ.

Tình trạng nợ của các chủ đầu tư bất động sản niêm yết đến 6 tháng đầu năm 2023

STT	Công ty	Dư nợ đến hạn thời điểm cuối quý 2/2023 (tỷ đồng)	Tỷ trọng trong tổng dư nợ thời điểm 30/9/2022	Tỷ lệ nợ trên VCSH thời điểm 30/9/2022	Dư nợ trái phiếu đáo hạn vào thời điểm cuối 6 tháng đầu năm 2023
1	NVL	17.300	24%	1,6	4.600
2	VIC	62.820	36%	1,26	20.152
3	DIG	803	15%	0,7	0
4	PDR	1497	28%	0,5	1139
5	KDH	1029	17%	0,62	0
6	DXG	3.064	51%	0,41	1.479
7	NLG	1625	35%	0,35	407
8	VHM	21.583	54%	0,29	3.340

Nguồn: SSI Research, Công ty

Thay đổi về quy định pháp lý sẽ có những tác động nhất định

Để tiếp tục hoàn thiện chính sách và nâng cao hiệu quả quản lý đất đai, chính phủ đã ban hành Nghị quyết 18-NQ/TW yêu cầu sửa đổi Luật Đất đai 2013 và các luật liên quan, dự kiến sẽ được hoàn tất vào năm 2023 để đảm bảo tính thống nhất của hệ thống luật pháp. Trong những sửa đổi này, chúng tôi cho rằng Luật Đất đai sửa đổi sẽ có tác động nhiều nhất đến thị trường. Trong khi việc thảo luận vẫn tiếp tục trước khi phiên bản cuối cùng được thông qua, chúng tôi lưu ý một số nội dung sau sẽ có tác động đáng kể đến thị trường bất động sản:

- **Loại bỏ khung giá đất, định giá đất theo nguyên tắc thị trường**
 - ✓ Cách tiếp cận hiện tại là chính quyền trung ương ban hành khung giá đất 5 năm một lần, trong đó đưa ra một khung giá cho mỗi loại đất cho một số vùng nhất định. Chính quyền địa phương ban hành bảng giá đất làm cơ sở để tính tiền thuê đất, tiền sử dụng đất, xử phạt hành chính và số tiền bồi thường trong trường hợp thu hồi đất.
 - ✓ Theo dự thảo sửa đổi luật đất đai, nhiều phương pháp định giá quyền sử dụng đất (QSDĐ) (như so sánh trực tiếp, phương pháp thu nhập, phương pháp thặng dư, phương pháp chiết trừ,...) đã được nêu ra kèm quy trình thu thập dữ liệu, công thức áp dụng,... Chính quyền địa phương phải cập nhật biến động giá QSDĐ hàng quý và công bố trong 10 ngày đầu tiên của mỗi quý. Một bản cập nhật khác sẽ được chính quyền địa phương cung cấp hàng năm (vào ngày 1 tháng 1). Chúng tôi lưu ý rằng cuối cùng vẫn là chính quyền cấp tỉnh sẽ quyết định phương pháp nào sẽ được sử dụng. Nếu các cơ quan liên quan quyết định áp dụng nhiều hơn một phương pháp thì phương pháp định giá tốt nhất (ví dụ là phương pháp sẽ tạo ra nguồn thu lớn nhất cho ngân sách nhà nước) sẽ được lựa chọn.

- ✓ Chúng tôi không có ý kiến gì về các phương pháp định giá nhưng việc chính quyền địa phương sẽ thường xuyên cập nhật giá đất và các dữ liệu liên quan khác là một thay đổi đáng kể trong việc định giá QSDĐ. Chúng tôi cũng lưu ý rằng việc thu thập dữ liệu vẫn là một vấn đề không dễ dàng. Do đó, cần có các quy định phù hợp để cải thiện quy trình định giá QSDĐ ở Việt Nam.

- **Đấu giá quyền sử dụng đất và đấu thầu dự án – hình thức cấp đất chủ yếu của Nhà nước**

- ✓ Luật đất đai năm 2013 quy định việc giao đất, cho thuê đất, chuyển mục đích sử dụng đất được quyết định dựa trên kế hoạch sử dụng đất hàng năm của địa phương hoặc theo nhu cầu được nêu trong các = dự án đầu tư, hoặc hồ sơ xin cấp đất, thuê đất, và chuyển đổi mục đích sử dụng đất
- ✓ Dự thảo luật đề xuất việc giao đất và cho thuê đất sẽ được thực hiện chủ yếu thông qua đấu thầu quyền sử dụng đất của dự án. Trường hợp không phải đấu thầu hoặc chuyển đổi mục đích sử dụng đất thì quyết định sẽ dựa trên kế hoạch sử dụng đất hàng năm của địa phương, văn bản xác định nhu cầu sử dụng đất của cơ quan có thẩm quyền hoặc phê duyệt dự án đầu tư bằng nguồn vốn ngân sách nhà nước để quyết định.
- ✓ Dự thảo cũng nêu rõ tiêu chí, trường hợp được giao đất, cho thuê đất có hoặc không thông qua đấu thầu. Tuy nhiên, điều này có thể tạo ra sự thiếu nhất quán với luật đấu thầu, luật đầu tư và luật nhà ở nên các quy định này sẽ cần được làm rõ trước khi được phê chuẩn.

- **Thu hồi đất**

- ✓ Luật đất đai năm 2013 quy định rằng việc thu hồi đất sẽ được thực hiện nếu: (i) đất không được sử dụng trong 12 tháng liên tục; hoặc (ii) tiến độ sử dụng đất chậm hơn 24 tháng kể so với tiến độ thực hiện dự án. Như vậy, nhà đầu tư có thể được gia hạn sử dụng đất 24 tháng và phải trả thêm tiền thuê đất trong 24 tháng.
- ✓ Luật sửa đổi đề xuất rằng bất kỳ dự án phi nông nghiệp nào không tuân thủ tiến độ dự án đều có thể bị thu hồi đất nếu: (i) nhà đầu tư đã bị xử phạt nộp tiền thuê đất tăng thêm theo quy định; mà vẫn (ii) không nộp tiền thuê đất tăng thêm. Đây có vẻ là một quy định chặt chẽ hơn; tuy nhiên, nội dung sửa đổi không có quy định chi tiết về thời hạn tối thiểu cho việc chậm trễ dự án trước khi bị thu hồi đất cũng như liệu các chủ đầu tư có thể tiếp tục nộp phạt để duy trì quyền sử dụng đất hay không. Chúng tôi đang chờ nội dung rõ ràng hơn được công bố.

- **Làm rõ về căn hộ và biệt thự du lịch, văn phòng kết hợp lưu trú,...**

- ✓ Luật sửa đổi quy định người mua căn hộ và biệt thự du lịch, văn phòng kết hợp lưu trú có thể được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất với thời hạn sử dụng được xác định theo thời hạn sử dụng đất gắn liền với công trình xây dựng theo quy định của pháp luật về đất đai. Điều này sẽ mở đường cho các phân khúc này trở lại ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp, khi người mua trở nên tự tin hơn vào quyền sở hữu được chứng nhận.
- ✓ Một điểm quan trọng khác liên quan đến việc bán các loại bất động sản này là nếu có cam kết chia sẻ lợi nhuận (ví dụ như theo cơ cấu thuê mua, hoặc thỏa thuận hợp tác kinh doanh) thì chủ đầu tư phải có bảo lãnh ngân hàng đối với nghĩa vụ cam kết đó và phải được nêu rõ trong hợp đồng mua bán. Việc này nhằm hạn chế tình trạng triển khai thất bại đã từng xảy ra ở nhiều dự án, làm gia tăng tranh chấp giữa hai bên.

Triển vọng lợi nhuận

Đôi với năm 2022, chúng tôi dự đoán rằng hầu hết các doanh nghiệp BĐS sẽ khó đạt được mục tiêu cả năm, ngoại trừ những doanh nghiệp có ghi nhận giao dịch bán buôn (ví dụ như VHM) hoặc ghi nhận được khoản thu nhập bất thường từ việc bán tài sản hoặc lãi định giá lại.

Dưới áp lực của dòng tiền hoạt động co hẹp vào năm 2023, các chủ đầu tư có thể phải giảm giá bán để tăng cường thu hút cầu, ngăn chặn tình trạng khó khăn thanh khoản hoặc thậm chí là khả năng vỡ nợ; do đó, điều này sẽ tạo ra áp lực đối với tỷ suất lợi nhuận của các chủ đầu tư. Trong bối cảnh chi phí vốn tăng cao, các chủ đầu tư có thể cố gắng giảm quy mô nợ, nhưng điều này có thể không dễ dàng trong bối cảnh thanh khoản thị trường ảm đạm. Do đó, chi phí lãi vay vốn hóa tăng lên có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận, dẫn đến tiến độ chậm lại hoặc trì hoãn triển khai dự án.

Trong số các doanh nghiệp mà chúng tôi phân tích, chúng tôi nhận thấy trong năm 2023, VHM, NLG và DXG có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận nhất định từ việc bàn giao các dự án đã bán trước đây. Cụ thể, chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2023 của VHM sẽ tăng 10% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ bàn giao dự án The Empire và The Crown (giai đoạn 2 & 3 của Vinhomes Ocean Park, Hà Nội) với sự kết hợp của chiến lược bán lẻ và bán buôn. Đối với NLG, chúng tôi dự báo lợi nhuận có thể tiếp tục đà tăng với LNST của cổ đông công ty mẹ ước tính đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ) nhờ bàn giao dự án Akari, Mizuki, Waterpoint, Cần Thơ và chuyển nhượng 25% cổ phần còn lại tại Paragon. Chúng tôi dự báo lợi nhuận năm 2022 của DXG sẽ ở mức khiêm tốn, tuy nhiên, lợi nhuận năm 2023 sẽ mang lại mức tăng trưởng hai con số so với mức cơ sở thấp năm 2022 với đóng góp chính từ dự án Opal Skyline và Gem Skyworld, tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ có thể đạt mức 14% so với cùng kỳ.

Ngược lại, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của NVL trong năm 2023 không khả quan do công ty vẫn còn gặp khó khăn trong việc thanh toán các khoản nợ vay với một lượng lớn trái phiếu doanh nghiệp sẽ đến hạn trong năm nay. Đối với KDH, chúng tôi dự đoán lợi nhuận sẽ giảm 6% so với 2022 với đóng góp chính từ việc bàn giao dự án The Classia (thấp tầng) và The Privia (cao tầng).

Yếu tố khác cần theo dõi

- Tăng tốc đầu tư công có thể tạo ra nhu cầu tăng lên ở các khu vực lân cận, thúc đẩy thanh khoản thị trường và giá bất động sản.
- Chính phủ có thể ban hành các chính sách hỗ trợ để tăng thanh khoản cho thị trường.

Rủi ro

- Lãi suất tiếp tục tăng
- Nhu cầu yếu hơn kỳ vọng do thu nhập thấp hơn.

NHẬN ĐỊNH CỦA CHÚNG TÔI

Trong bối cảnh triển vọng âm ảm, chúng tôi không kỳ vọng ngành bất động sản nhà ở sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2023. Do đó, chúng tôi vẫn giữ quan điểm KÉM KHẢ QUAN đối với ngành này.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng có thể sẽ có một số chính sách hỗ trợ được áp dụng để giúp giải quyết phần nào khó khăn, nhằm tránh tình trạng hạ cánh cứng, và điều này có thể mang đến yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu bất động sản, đặc biệt trong ngắn hạn.

Bất động sản – Bất động sản khu công nghiệp: Nguồn cung hạn chế, triển vọng tích cực trong 6 tháng đầu năm 2023

Triển vọng 2023: Khả quan

Cổ phiếu ưa thích: IDC, KBC. Cổ phiếu theo dõi: BCM

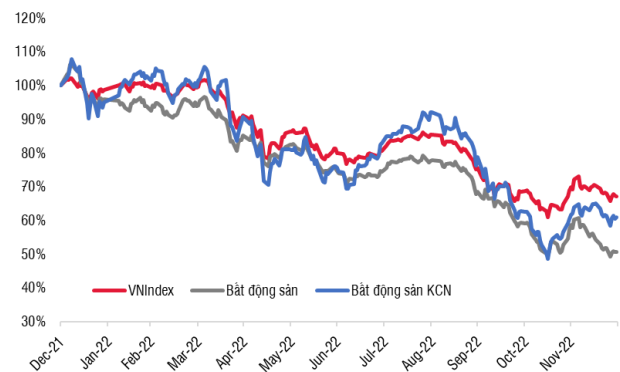
Diễn biến ngành: KÉM KHẢ QUAN

Trong năm 2022, giá cổ phiếu ngành bất động sản công nghiệp giảm 38,6%, thấp hơn 6,7% so với VN Index.

Hầu hết các cổ phiếu trong ngành bất động sản KCN (như IDC, KBC, GVR, LHG, SZC) đều giảm điểm đáng kể, đặc biệt là ở nhóm vốn hóa vừa và nhỏ. Hiệu quả hoạt động của ngành trong năm 2022 được cho là chịu tác động bởi nhiều yếu tố, bao gồm cả việc giao đất chậm (do quá trình phê duyệt kéo dài) hoặc tái cơ cấu quản lý. ITA là mã có diễn biến kém tích cực nhất (giảm 75,3% so với đầu năm) do cổ phiếu này bị Tổng cục Thuế đưa vào danh sách cảnh báo.

Trong khi đó, BCM là mã cổ phiếu tăng tốt nhất, với mức tăng 25,7% so với cùng kỳ trong năm 2022, nhờ bán thành công quỹ đất tại Thành phố mới Bình Dương cho CapitalLand (18,9 ha với tổng giá trị 242 triệu USD) và lợi nhuận ròng tăng trưởng mạnh mẽ (+60% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022).

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

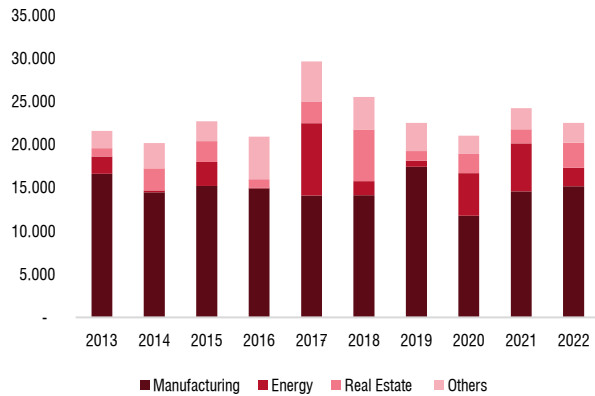


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

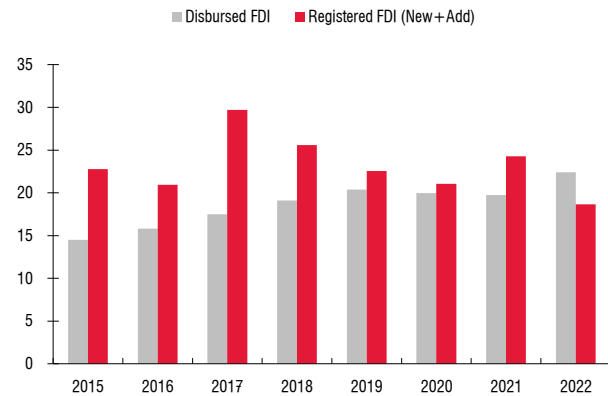
Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- ✓ **Dòng vốn FDI được duy trì ổn định.** Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, vốn FDI của Việt Nam đã tăng 13,5% so với cùng kỳ, lên 22,4 tỷ USD trong năm 2022 - mức lớn nhất trong vòng 5 năm qua. Trong khi đó, vốn FDI đăng ký mới, chỉ tiêu cho thấy quy mô giải ngân vốn FDI trong tương lai, giảm 11% so với cùng kỳ xuống 27,7 tỷ USD. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng vốn FDI đăng ký bổ sung đạt 10,1 tỷ USD, tăng 12,4% so với cùng kỳ, điều này phản ánh cam kết vững chắc của các nhà đầu tư FDI hiện tại tại Việt Nam. Lĩnh vực sản xuất nhận được lượng vốn đầu tư lớn nhất, chiếm 67% tổng vốn FDI đăng ký, tiếp theo là lĩnh vực bất động sản (chiếm 13% tổng vốn FDI). Vốn FDI đăng ký mới có sự đóng góp đáng kể từ khoản đầu tư 1,3 tỷ USD của Tập đoàn LEGO.

Vốn FDI đăng ký mới theo từng lĩnh vực (triệu USD)



Dòng vốn FDI vào Việt Nam (triệu USD)



Nguồn: MPI

- ✓ **Nghị định 35/2022/NĐ-CP (NĐ35) mới ban hành ngày 28/05/2022 (thay thế Nghị định 82/2018/NĐ-CP) đã đơn giản hóa quy trình phê duyệt đối với chủ đầu tư khu công nghiệp bằng cách loại bỏ thủ tục thành lập khu công nghiệp.** Bên cạnh đó, nghị định cũng nhằm mục đích phân cấp hơn nữa vai trò quản lý nhà nước bằng cách giao trách nhiệm cho Bộ KH&ĐT và Ủy ban nhân dân cấp tỉnh xử lý các thủ tục liên quan đến hoạt động của khu công nghiệp. Chúng tôi tin rằng việc đơn giản hóa các thủ tục pháp lý và phân cấp quản lý nhiều hơn cho chính quyền cấp tỉnh có thể giúp giảm thủ tục phê duyệt cho các khu công nghiệp.
- ✓ **Tiến độ giải phóng mặt bằng còn chậm.** Mặc dù các thủ tục pháp lý đã được tinh giản để rút ngắn quy trình cấp phép đầu tư phát triển khu công nghiệp, nhưng tiến độ giải phóng mặt bằng còn chậm, do các nguyên nhân sau:

- (1) **Chi phí đền bù tăng mạnh.** “Giá đất đền bù” giai đoạn 2020-2024 được áp dụng tại hầu hết các tỉnh, thành phố, thay thế cho biểu giá đất công bố giai đoạn 2015-2019, trong đó giá tại các trung tâm khu công nghiệp tăng mạnh (cụ thể, tăng 20% tại TP.HCM, 15% tại Hà Nội, 1,5x-3x tại Đồng Nai, 20~45% tại Bình Dương, 50% -2,73 lần tại Bà Rịa – Vũng Tàu, 84% tại Bình Phước, 40% tại Bắc Ninh, 60% tại Long An, 36% tại Bắc Giang và 39% tại Hưng Yên).
- (2) **Khó khăn trong đền bù giải phóng mặt bằng, đặc biệt cho các hộ dân hiện hữu.** Việc đền bù giải phóng mặt bằng do Trung tâm Phát triển quỹ đất cấp Huyện thực hiện, và việc phê duyệt phương án đền bù của các dự án khu công nghiệp do Ủy ban nhân dân tỉnh thực hiện. Chúng tôi nhận thấy thời gian bồi thường giải phóng mặt bằng bị kéo dài là do: (1) Chênh lệch giá bồi thường giải phóng mặt bằng theo quy định của Nhà nước quá lớn qua các năm; (2) Một số hộ dân không hợp tác.

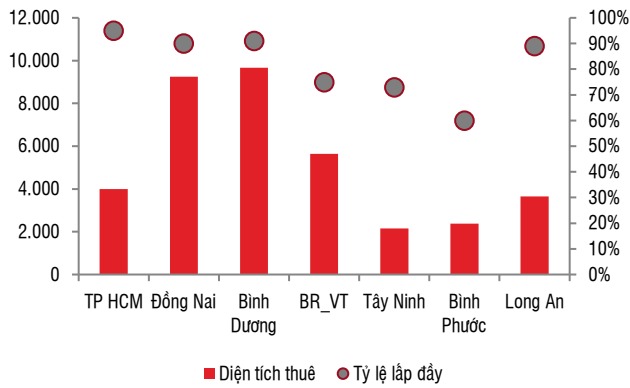
- ✓ **Nguồn cung hạn chế**

Theo JLL, Việt Nam có ba khu công nghiệp mới ở miền Nam đi vào hoạt động trong năm 2022, đó là Khu công nghiệp Nam Thuận (Long An), Khu công nghiệp Việt Phát (Long An) và Khu công nghiệp VSIP 3-Giai đoạn 1 (Bình Dương), với tổng diện tích đất 413,7 ha. Bình Dương và Đồng Nai vẫn dẫn đầu thị trường, lần lượt chiếm 27% và 25% tổng nguồn cung. Tổng diện tích đất công nghiệp ở miền Nam là 27.780 ha.

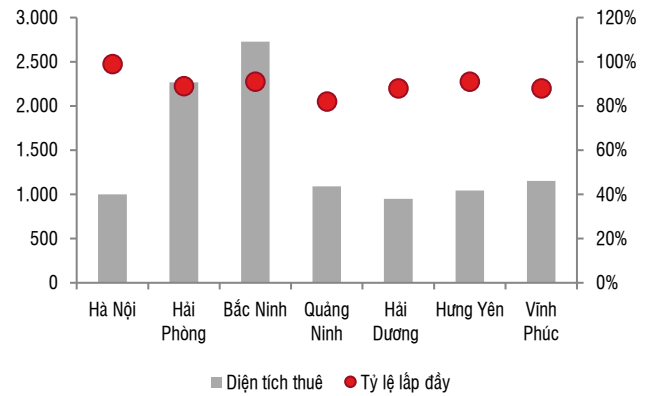
Hai khu công nghiệp đi vào hoạt động tại miền Bắc gồm Thuận Thành I, Bắc Ninh (160 ha) và Khu công nghiệp An Phát 1, Hải Dương (130 ha), nâng tổng diện tích đất công nghiệp tại miền Bắc lên hơn 10.314 ha.

Chúng tôi cho rằng việc mở rộng các khu công nghiệp mới ở miền Nam và miền Bắc trong năm 2022 sẽ chỉ đạt 707 ha, thấp hơn mức trung bình khoảng 1500~1800 ha trong giai đoạn 2017~2021.

Diện tích đất công nghiệp (ha) và tỷ lệ lấp đầy (%) tại Miền Nam



Diện tích đất công nghiệp (ha) và tỷ lệ lấp đầy (%) ở miền Bắc

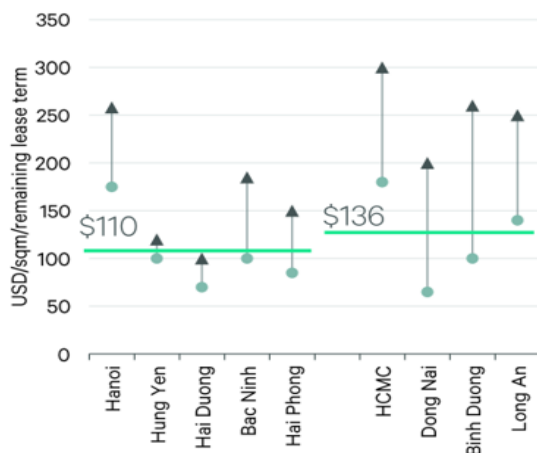
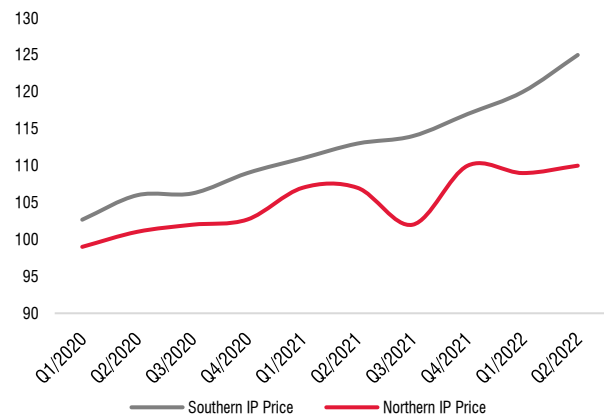


Nguồn: JLL

Nhu cầu vẫn mạnh và tỷ lệ lấp đầy ở mức cao. Theo JLL, trong quý 3 năm 2022, tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp ở miền Nam đạt 85,2%, do tỷ lệ hấp thụ ròng mạnh mẽ của các khu công nghiệp mới hoàn thành trong 6 tháng đầu năm 2022. Lego dự kiến thuê 44 ha và Pandora thuê 10 ha tại Khu công nghiệp VSIP3 - Bình Dương, trong khi đó dự án nhà máy của Coca Cola sẽ được triển khai tại Khu công nghiệp Phú An Thạnh, Long An với vốn đầu tư hơn 136 triệu USD.

Tỷ lệ lấp đầy của các khu công nghiệp ở miền Bắc là 80% trong quý 3 năm 2022, tăng nhanh so với mức 75% trong cùng kỳ năm ngoái. Các dự án tại KCN VSIP Bắc Ninh đã tăng vốn đầu tư thêm 941 triệu USD, dự án nhà máy sản xuất của Tập đoàn Goertek tại KCN Quê Võ (Bắc Ninh) tăng vốn thêm 306 triệu USD, LG Display tăng thêm 1,4 tỷ USD, nâng tổng vốn đầu tư tại Hải Phòng lên mức USD 4,7 tỷ.

Giá cho thuê trung bình trong quý 3/2022 đạt 110 USD/m²/chu kì thuê (tăng 4,3% so với cùng kỳ) tại miền Bắc và 125 USD/m²/chu kì thuê (tăng 10% so với cùng kỳ) tại miền Nam. Chúng tôi lưu ý rằng tại một số tỉnh thành loại 2 như Bà Rịa Vũng Tàu và Bình Phước, giá cho thuê trong năm 2022 tăng với tốc độ cao hơn nhiều so với mức trung bình tại các khu vực khác, với mức tăng giá trung bình lần lượt là hơn 30% và 21% so với cùng kỳ.

Giá chào thuê trung bình trong quý 3/2022 (USD/m²/chu kỳ thuê)Giá thuê trung bình trong quý 3/2022 (USD/m²/chu kỳ thuê)

Nguồn: CBRE

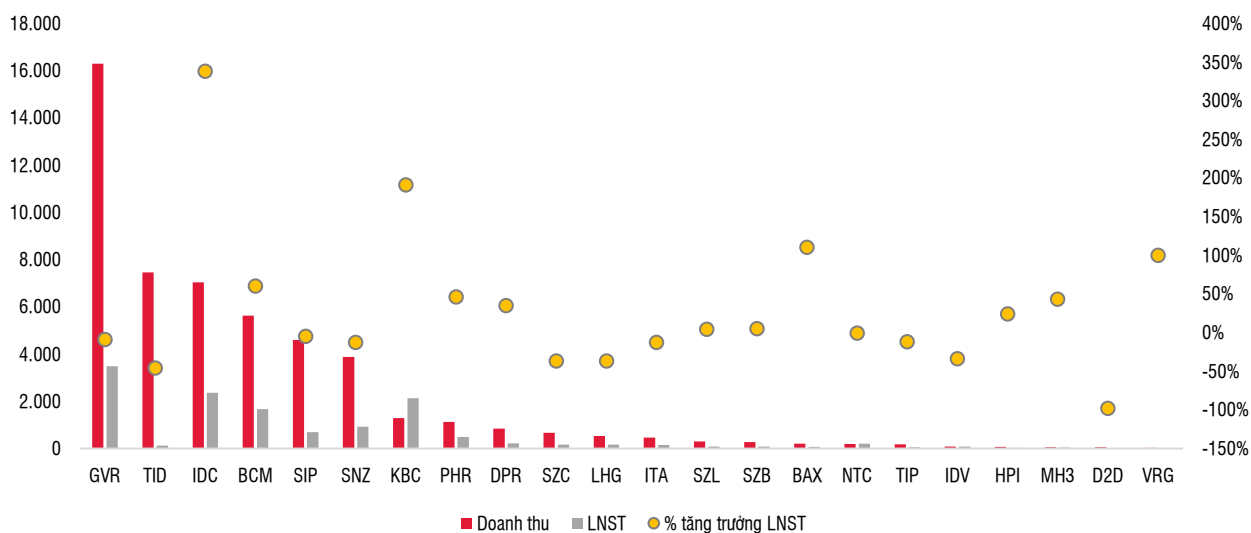
Trong ba quý đầu năm 2022, các công ty phát triển khu công nghiệp niêm yết đã đạt doanh thu 51,2 nghìn tỷ đồng (+ 13,4% svck) và LNST 13,2 nghìn tỷ đồng (+ 29,9% svck). Trong đó:

BCM, công ty phát triển khu công nghiệp ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, với lợi nhuận ròng đạt 1,6 nghìn tỷ đồng (hay 68 triệu USD, tăng 60% so với cùng kỳ) nhờ: (1) nhu cầu thuê đất phục hồi tại các khu công nghiệp, cũng như nhu cầu nhà ở tại khu tái định cư; và (2) chi phí hỗ trợ phòng chống dịch Covid-19 giảm mạnh. Trong 9 tháng đầu năm 2022, KBC chỉ ghi nhận 1,3 nghìn tỷ đồng doanh thu – giảm 58% so với cùng kỳ năm ngoái - trong khi lợi nhuận ròng tăng 191,3% so với cùng kỳ lên 2,1 nghìn tỷ đồng do ghi nhận lãi đánh giá lại tài sản trong quý 3 năm 2022. Trong khi đó, nhờ khoản lợi nhuận ghi nhận một lần liên quan đến KCN Mỹ Xuân, lợi nhuận của IDC tăng 338% so với cùng kỳ, đạt 2,3 nghìn tỷ đồng.

Ngược lại, SZC, D2D, TID và LHG chứng kiến sự sụt giảm lợi nhuận trong kỳ. Cụ thể, LNST của SZC là 23,3 tỷ đồng (giảm 38% so với cùng kỳ), do chi phí bồi thường tăng 54% so với cùng kỳ. Trong khi đó, do không ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án khu dân cư Lộc An - mãng đóng góp lợi nhuận chính cho công ty, lợi nhuận sau thuế của D2D giảm 98% so với cùng kỳ xuống còn 3 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế của TID giảm 46% so với cùng kỳ do: (1) tỷ suất lợi nhuận gộp mảng kinh doanh cà phê chỉ đạt 2% (giảm 1% so với cùng kỳ); (2) doanh thu từ cho thuê đất khu công nghiệp và tỷ suất lợi nhuận gộp giảm lần lượt 41% và 9% so với cùng kỳ do khó khăn trong hoạt động đền bù giải phóng mặt bằng.

Các công ty chuyển đổi đất trồng cao su sang đất khu công nghiệp như GVR, PHR, DPR hầu như chưa ghi nhận doanh thu từ bồi thường đất do chưa có quy định pháp lý trong việc đấu giá đất trồng cao su. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2022, PHR ghi nhận 140 tỷ đồng doanh thu bồi thường đất cao su từ Khu công nghiệp VSIP 3.

Doanh thu và LNST các KCN niêm yết trong 9 tháng 2022



Nguồn: Finnpro

- P/E và P/B của các công ty phát triển khu công nghiệp lần lượt là 12,8x và 1,8x vào năm 2022, giảm nhẹ so với mức 13,6x và 2,1x trong năm 2021 do lợi nhuận ròng cải thiện với giá cho thuê tăng tại các khu công nghiệp (đôi với diện tích còn lại có thể cho thuê) và ghi nhận khoản lợi nhuận hồi tố, lợi nhuận đánh giá lại các khu công nghiệp đã lấp đầy 100%.

Triển vọng năm 2023

- Mặc dù còn nhiều thách thức, nhu cầu dự kiến sẽ tiếp tục ổn định vào năm 2023.

Trong bối cảnh vốn FDI đăng ký mới giảm tốc vào cuối năm 2022, năm 2023 có thể là một năm có nhiều thách thức hơn đối với hoạt động các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam do rủi ro suy thoái toàn cầu. Tuy nhiên, xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam đang diễn ra sẽ là động lực tăng trưởng. Việt Nam là một trong những quốc gia thu hút các nhà sản xuất lớn như Lego (vốn đầu tư 1 tỷ USD), LG với kế hoạch đầu tư thêm 4 tỷ USD vào Việt Nam với mục tiêu biến Việt Nam thành một trung tâm sản xuất điện thoại thông minh trong tương lai, cũng như Foxconn, một trong những nhà cung cấp chính của Apple đang có kế hoạch đầu tư 300 triệu USD. Bên cạnh đó, Samsung đang tìm cách tăng vốn đầu tư tại Việt Nam lên 20 tỷ USD, tập trung vào trí tuệ nhân tạo, dữ liệu lớn và các lĩnh vực khác. Trong năm 2022, Quanta Computer - công ty gia công phần mềm lớn thứ ba thế giới - được cho là đang lên kế hoạch xây dựng một nhà máy ở miền Bắc, nơi công ty dự kiến sẽ thực hiện các đơn đặt hàng cho Apple MacBook; BOE Technology Group Co Ltd (Trung Quốc), nhà cung cấp của cả Apple Inc và Samsung Electronics Co Ltd, có kế hoạch đầu tư một số vốn lớn để xây dựng hai nhà máy ở Việt Nam, diện tích thuê 100 ha ở miền Bắc.

Các giao dịch thuê đất khu công nghiệp quy mô lớn trong 3 quý đầu năm 2022

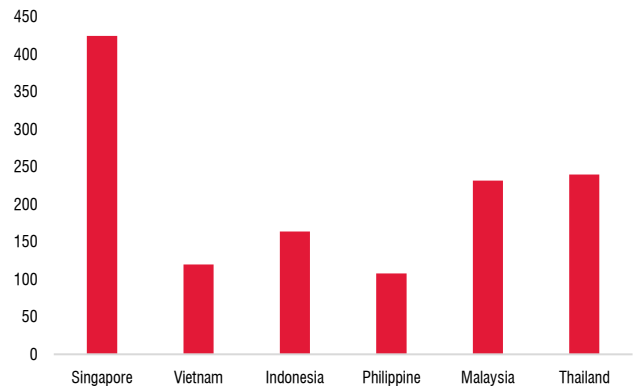
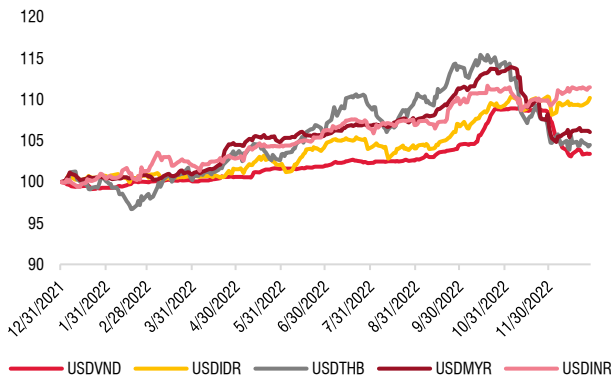
Tỉnh/Thành	Lĩnh vực hoạt động	Quốc tịch	Cấp 1/cấp 2	Diện tích (ha)
Bình Dương	Đồ chơi/Nhựa	Denmak	Cấp 1	44
Vĩnh Phúc	Nội thất	Japan	Cấp 2	40
Nghệ An	Logistics/ RBF	Hong Kong	Cấp 2	30
Bắc Giang	Logistics	Singapore	Cấp 2	30
Bắc Giang	Năng lượng mặt trời	Hong Kong	Cấp 2	20
Bắc Ninh	Logistics	Hong Kong	Cấp 1	20
Quảng Ninh	LPG + polypropylen	Vietnam	Cấp 2	20
Bà Rịa – Vũng Tàu	Đầu nhờn	Germany	Cấp 2	20
Long An	Thực phẩm và đồ uống	USA	Cấp 1	19
Hải Phòng	Logistics	Hong Kong	Cấp 1	17
Đồng Nai	Logistics	China	Cấp 1	16
Hưng Yên	Logistics/ RBF	Vietnam	Cấp 1	10

Nguồn: CBRE

Đầu tư vào các KCN Việt Nam được đánh giá là hấp dẫn do: (1) VND mất giá ít hơn so với đồng tiền của các nước trong khu vực như Indonesia, Thái Lan, Ấn Độ và Malaysia và các thị trường trọng điểm khác của Châu Á Thái Bình Dương như Nhật Bản; (2) Các chính sách thu hút FDI của Việt Nam cũng giúp thu hút các nhà đầu tư bằng cách đưa ra nhiều ưu đãi như miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm đầu hoạt động, giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 5 năm tiếp theo và các ưu đãi hỗ trợ doanh nghiệp khác; (3) Giá cho thuê đất khu công nghiệp tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các nước ASEAN, cụ thể thấp hơn 30~36% so với Indonesia và Thái Lan. Theo Colliers, tại các trung tâm KCN như Bogor -Sukabumi, Tangerang và Bekasi của Indonesia, giá đất trung bình dao động trong khoảng 164 USD/m²/chu kỳ thuê, cao hơn 36% so với giá đất tại các trung tâm KCN của Việt Nam như Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Hải Phòng.

Diễn biến tỷ giá hối đoái tại Việt Nam, Thái Lan, Ấn Độ, Indonesia

Giá thuê đất khu công nghiệp tại các nước ASEAN trong quý 3/2022 (USD/m2/chu kỳ thuê)



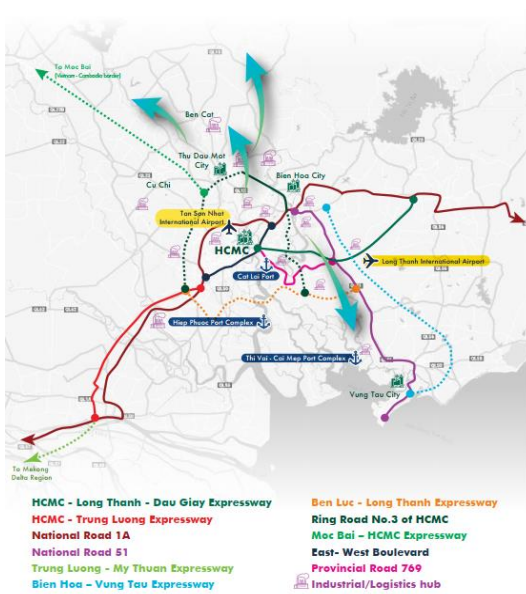
Nguồn: Bloomberg

Tiếp tục cải thiện cơ sở hạ tầng hỗ trợ kết nối các khu công nghiệp

Cải thiện cơ sở hạ tầng với các dự án như đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, đường cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết, đường cao tốc Bắc - Nam, cảng Cái Mép Thị Vải, cảng Gemalink và đường vành đai 3 & 4 sẽ tạo ra sự kết nối thuận tiện hơn giữa các khu công nghiệp.

Hệ thống giao thông tại các khu công nghiệp khu vực phía Nam

Hệ thống giao thông tại các khu công nghiệp khu vực phía Bắc



Nguồn: CBRE

Giá thuê dự kiến sẽ tăng nhẹ khi các khu công nghiệp mới đi vào hoạt động

Trong năm 2022, Phó Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt thành lập mới 9 khu công nghiệp, với tổng diện tích khu công nghiệp là 2.472 ha (với khoảng 29,4 nghìn tỷ đồng tổng vốn đầu tư). Chúng tôi cho rằng nguồn cung khu công nghiệp sẽ hạn chế vào năm 2023 do:

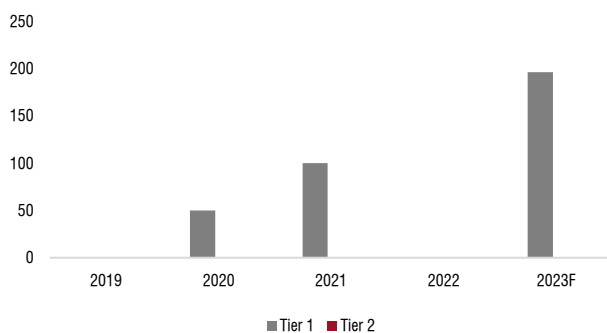
- ✓ Khó khăn trong công tác đền bù giải tỏa mặt bằng, đặc biệt đối với các hộ dân hiện hữu.
- ✓ Việc chuyển đổi đất trồng cao su sang đất khu công nghiệp gặp khó khăn do quy định về đầu thầu.

- ✓ Ngoài ra, Nghị quyết số 115/NQ-CP ban hành ngày 05/09/2022 về Quy hoạch sử dụng đất quốc gia 5 năm giai đoạn 2021~2025 yêu cầu hạn chế và **kiểm soát chặt chẽ việc chuyển đổi đất trồng lúa**, đặc biệt khi chuyển đổi sang đất công nghiệp.

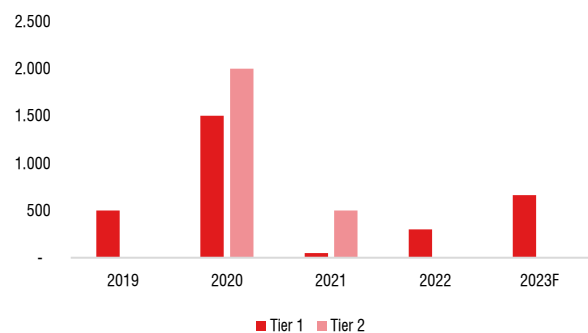
Chúng tôi dự đoán giá đất khu công nghiệp khu vực phía Nam sẽ tăng với tốc độ chậm lại ở mức 1~2%, khi nguồn cung bất động sản tại các thành phố cấp 1 (TP Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Long An) hạn chế, và nguồn cung mới tại các thành phố cấp 2 (Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Phước, Tây Ninh,...) tăng 5~6% so với cùng kỳ.

Hải Phòng và Bắc Ninh sẽ tiếp tục dẫn đầu về nguồn cung đất công nghiệp cho thuê tại miền Bắc, theo đó Khu công nghiệp Tiên Thành (Hải Phòng) và Gia Bình 2 (Bắc Ninh) với diện tích lần lượt là 410 ha và 250 ha sẽ đi vào hoạt động vào năm 2023 với giá cho thuê trung bình tại các khu công nghiệp khu vực phía Bắc có thể sẽ tăng 1~2% trong năm.

Diện tích đất khu công nghiệp mới đi vào hoạt động tại khu vực phía Nam (ha)



Diện tích đất khu công nghiệp mới đi vào hoạt động tại khu vực phía Bắc (ha)



Nguồn: CBRE

- **Năm 2023, lợi nhuận ròng của các công ty phát triển khu công nghiệp niêm yết dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 12% so với cùng kỳ**, do: (1) tổng diện tích đất cho thuê tăng khoảng 10%/năm; và (2) giá cho thuê dự kiến sẽ tăng 3% so với cùng kỳ tại các khu công nghiệp ở miền Nam và 2% so với cùng kỳ tại các khu công nghiệp ở miền Bắc vào năm 2023.

Một số điểm nổi bật:

- ✓ **Các hợp đồng MOU kí kết trong năm 2022 sẽ giúp lợi nhuận của các khu công nghiệp tăng trưởng khả quan trong 6 tháng đầu năm 2023.** Chúng tôi nhận thấy nhu cầu thuê đất tại các khu công nghiệp tăng mạnh trong năm 2022, do đó một phần hợp đồng MOU sẽ được hoàn thành trong nửa đầu năm 2023. Cụ thể, trong số các KCN đã niêm yết, chúng tôi dự báo IDC có thể ghi nhận khoảng 60~80 ha đất cho thuê (tăng 100% so với cùng kỳ) trong 6 tháng đầu năm 2023 từ các KCN Phú Mỹ II mở rộng và KCN Hựu Thạnh. Trong khi đó, BCM ghi nhận 60 ha đất cho thuê tại Khu công nghiệp Bàu Bàng và Khu công nghiệp Cây Trường, SZC ghi nhận 21ha đất cho thuê, chủ yếu từ hợp đồng với Tổng công ty Sonadezi (SNZ).
- ✓ **Dòng tiền tích cực khi thay đổi tiền độ thanh toán tiền thuê từ nhà đầu tư.** Chúng tôi lưu ý rằng một số công ty phát triển khu công nghiệp đã thay đổi thời gian thanh toán từ 1 năm thành 6 tháng kể từ 6 tháng cuối năm 2022, cụ thể lịch thanh toán sẽ như sau: thanh toán 5% giá trị hợp đồng tại thời điểm ký MOU, thanh toán 50~60% giá trị hợp đồng trong 10 ngày đến 3 tháng tiếp theo, và thanh toán 95% giá trị hợp đồng trong 3 tháng tiếp theo. Chúng tôi cho rằng với việc đẩy nhanh tiến độ thanh toán sẽ giúp dòng tiền của các công ty có diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn như IDC, SZC, & BCM sẽ tích cực, dư nợ sẽ giảm và tỷ lệ chi trả cổ tức tăng lên.
- ✓ **Các khu công nghiệp niêm yết còn quỹ đất cho thuê với lợi thế chi phí đầu tư thấp sẽ tiếp tục duy trì được tỷ suất lợi nhuận cao.** Chúng tôi ưa thích các công ty có quỹ đất còn lại sẵn sàng cho thuê với chi phí đầu tư thấp như IDC, SZC, BCM, VGC, với giá cho thuê cao trong năm 2022, giúp duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp trên 40% trong năm 2023.

Diện tích đất còn lại có thể cho thuê (ha) của các khu công nghiệp niêm yết:

Mã cổ phiếu	Tổng diện tích	Diện tích đất thương mại (ha)	Diện tích còn lại (ha)	Địa điểm
SZC	1.556	1.251	588	Bà Rịa – Vũng Tàu
SIP	3.195	2.113	234	TP Hồ Chí Minh, Tây Ninh, Đồng Nai
VRG	200	140	68	Hải Dương
MH3	293	212	13	Bình Phước
D2D	331	282	-	Đồng Nai
NTC*	965	683	255	Bình Dương
BAX	500	325	-	Đồng Nai
TIP	334	232	-	Đồng Nai
IDV	377	242	44	Vĩnh Phúc, Hà Nam
BCM	4.420	3.048	878	Bình Dương
IDC	3.251	2.279	755	Đồng Nai, Long An, Bà Rịa – Vũng Tàu, Bắc Ninh, Thái Bình
ITA	800	532	50	TP Hồ Chí Minh, Long An
KBC	4.290	1.784	543	Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng, TP Hồ Chí Minh
LHG	374	273	40	Long An
HPI	590	384	-	TP Hồ Chí Minh
SZL	488	309	-	Đồng Nai
TID	4.839	3.163	477	Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Long An
SZG	529	332	71	Đồng Nai
DTD	162	85	-	Hà Nam
VGC	4.408	3.036	676	Bắc Ninh, Hà Nam, Quảng Ninh, Phú Thọ, Thái Bình

Nguồn: SSI tổng hợp

- **Rủi ro:** (1) Dòng vốn FDI có thể chậm lại do tác động của suy thoái kinh tế thế giới, nhất là trong lĩnh vực sản xuất chế tạo vốn chiếm hơn 65% tổng vốn FDI; (2) Tỷ lệ lấp đầy các trung tâm khu công nghiệp trọng điểm như Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh đều trên 85%. Việc tiến độ giải phóng mặt bằng bị kéo dài có thể dẫn đến nguồn cung đất tại các khu công nghiệp còn lại bị hạn chế, ảnh hưởng đến việc cho thuê diện tích lớn; và (3) Pháp lý các khu công nghiệp mới có thể bị chậm.

Cổ phiếu ưa thích: IDC, KBC

1. Tổng Công ty IDICO - CTCP (IDC: HNX)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 32.600 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 59.300 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư:** Cổ phiếu IDC đang giao dịch ở mức P/E năm 2022 là 5,5x và P/B là 2,1x - thấp hơn mức trung bình ngành là 12,8x và 2,8x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu IDC, giá mục tiêu 1 năm là 59.300 đồng/cổ phiếu. IDC là một trong những nhà phát triển khu công nghiệp lớn nhất Việt Nam với 717 ha đất cho thuê tại Long An, Bà Rịa Vũng Tàu và Thái Bình. Chi phí bồi thường giải phóng mặt bằng thấp sẽ giúp IDC duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp khu công nghiệp ở mức trên 50% từ năm 2022 đến năm 2026. Tỷ suất cổ tức/thị giá của IDC là 12,2%.

Nhu cầu thuê tăng mạnh từ các khách hàng mới trong và ngoài nước. Trong quý 3 năm 2022, IDC đã ký hợp đồng cho thuê mới 37,9 ha, bao gồm các khách hàng lớn như Hòa Phát Container, Heineken, Kinh Siêu Trắng Phú Mỹ,... nâng tổng diện tích đất cho thuê lên 129,7 ha vào năm 2022. Với lợi thế gần khu cảng Cái Mép - Thị Vải, Khu công nghiệp Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng được kỳ vọng thu hút các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghiệp nặng. Đồng thời, kết nối giao thông thuận tiện qua tuyến đường cao tốc Trung Lương Mỹ Thuận giúp thu hút các doanh nghiệp hàng tiêu dùng và logistics tại Khu công nghiệp Hựu Thạnh. Chúng tôi dự báo IDC sẽ duy trì kế hoạch cho thuê 150 ha/năm trong giai đoạn 2023-2024.

Giá cho thuê đất khu công nghiệp tăng lên cho phép IDC duy trì tỷ suất lợi nhuận cao từ năm 2022. Chúng tôi nhận thấy giá cho thuê đất Khu công nghiệp Phú Mỹ II đã tăng 20% so với cùng kỳ trong năm 2022, trong khi Khu công nghiệp Hựu Thạnh cũng ghi nhận giá thuê trung bình tăng lên 135 USD/m²/chu kỳ thuê (tăng 8% so với cùng kỳ). Hầu hết đất tại các khu công nghiệp Phú Mỹ II mở rộng và khu công nghiệp Hựu Thạnh đã được giải phóng mặt bằng, giúp IDC triển khai các hợp đồng thuê đất và duy trì tỷ suất lợi nhuận trên 50%.

Dòng tiền tích cực, duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Diện tích ký kết MOU của các khu công nghiệp của IDC đến cuối năm 2022 là 180 ha, đồng thời công ty cũng điều chỉnh giảm tiền độ thanh toán từ 1 năm xuống còn 6 tháng, điều này giúp cải thiện dòng tiền. Chúng tôi cho rằng IDC có thể duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 40% mệnh giá trong năm 2023.

Trong năm 2023, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 9,4 nghìn tỷ đồng (tăng 8,6% so với cùng kỳ) và LNST đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (tăng 9,3% so với cùng kỳ).

- **Rủi ro:** (1) Nhu cầu thuê đất giảm khi dòng vốn FDI chững lại; và (2) chi phí đền bù giải phóng mặt bằng cho các dự án mới tăng lên sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận từ hơn 50% xuống khoảng 30~35% sau năm 2026.

(tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	4.921	5.119	4.931	4.561	4.324	8.645	9.392
Tăng trưởng doanh thu thuần	11%	4%	-4%	-8%	-5%	100%	9%
Lợi nhuận gộp	821	914	838	775	737	3.359	3.714
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17%	18%	17%	17%	17%	39%	40%
Doanh thu tài chính	180	166	129	149	605	182	154
Chi phí tài chính	(191)	(251)	(206)	(230)	(294)	(271)	(294)
Chi phí quản lý và bán hàng	(185)	(210)	(197)	(184)	(189)	(234)	(250)
Thu nhập thuần khác	22	16	29	69	64	64	64
LNST	540	555	574	521	768	3.068	3.285
Lợi nhuận ròng	442	475	477	430	590	2.480	2.708
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-2%	8%	0%	-10%	37%	320%	9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9%	9%	10%	9%	14%	29%	29%
EPS (VND)	1.116	1.165	1.149	1.014	1.555	7.626	7.759

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 24.200 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 28.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ KBC trực tiếp và gián tiếp sở hữu một số khu công nghiệp với quỹ đất rộng lớn trên toàn quốc, đủ để công ty duy trì sự phát triển trong dài hạn.
 - ✓ Chúng tôi cho rằng KBC sẽ tiếp tục hưởng lợi từ dòng vốn FDI bền vững, đặc biệt là từ xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc.
 - ✓ Các hợp đồng cam kết thuê đất tại KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh và Quang Châu với diện tích khoảng 100 ha sẽ là nguồn thu nhập chính trong năm 2023, đồng thời công ty cũng có thể ghi nhận doanh thu tiềm năng từ các dự án tại Long An, Hải Phòng dự kiến sẽ ra mắt trong năm nay.
- **Rủi ro**
 - ✓ Tiến độ giao đất chậm trễ do thủ tục kéo dài và điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty.
 - ✓ Chi phí đền bù giải phóng mặt bằng cho các dự án mới tăng lên có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời.
 - ✓ Nhu cầu thuê đất công nghiệp giảm đi khi FDI giảm tốc.

(tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	1.260	2.491	3.210	2.151	4.246	3.983	10.760
Tăng trưởng doanh thu thuần	-36,1%	97,7%	28,9%	-33,0%	97,4%	-6,2%	170,1%
Lợi nhuận gộp	650	1.469	1.847	689	2.467	1.748	5.447
Tỷ suất lợi nhuận gộp	51,6%	59,0%	57,5%	32,0%	58,1%	43,9%	50,6%
Doanh thu tài chính	431	92	80	314	170	307	273
Chi phí tài chính	-109	-194	-223	-230	-541	-626	-375
Chi phí quản lý và bán hàng	-177	-307	-314	-323	-618	-737	-1.614
Thu nhập thuần khác	-2	-26	-27	1	-127	20	65
LNTT	812	1.047	1.364	453	1.364	2.921	4.039
Lợi nhuận ròng	619	809	1.041	320	954	2.483	3.433
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-13,0%	30,7%	28,7%	-69,3%	198,2%	160,3%	38,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	49,1%	32,5%	32,4%	14,9%	22,5%	62,3%	31,9%
EPS (VND)	1.244	1.588	1.955	483	1.388	2.967	4.102

Nguồn: Công ty, SSI Research

Y tế và Dược phẩm: Tăng trưởng lợi nhuận trở về mức bình thường

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu theo dõi: TRA, DBD

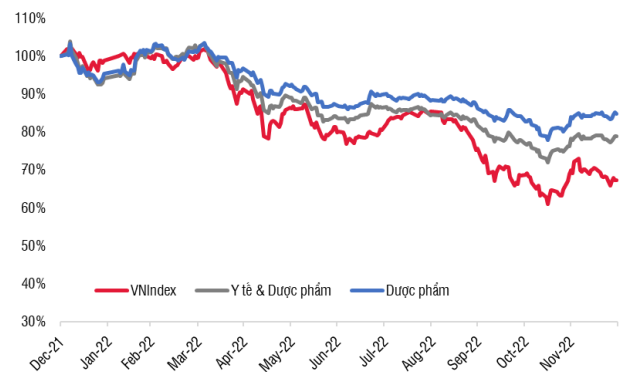
Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Diễn biến kém khả quan trong năm 2021 đã tạo ra mức nền thấp cho hầu hết các công ty dược phẩm và y tế. Nhu cầu mua thuốc cũng đã tăng lên sau đại dịch. Nhiều doanh nghiệp ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng hai con số.

Nhờ vậy giá cổ phiếu ngành đều diễn biến khả quan hơn thị trường. Cổ phiếu đáng chú ý là TRA (+4%) và DBD (-2%), trong khi cả DHG và IMP đều giảm 22%.

Nhìn chung, ngành chăm sóc sức khỏe chỉ giảm 21% trong năm 2022, ít hơn so với mức giảm chỉ số VNIndex. Các cổ phiếu dược phẩm ghi nhận mức giảm 15% trong năm 2022.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

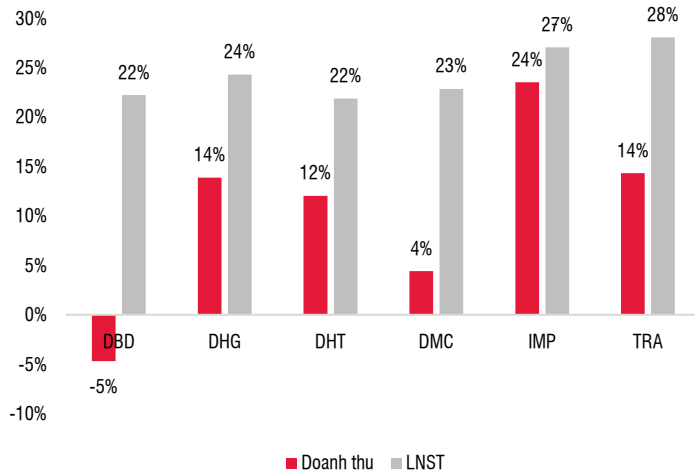
Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

Theo BMI, năm 2022 chứng kiến sự phục hồi mạnh trong chỉ tiêu chăm sóc sức khỏe. Doanh thu ngành chăm sóc sức khỏe tăng 25% so với năm 2021, đạt 155 nghìn tỷ đồng (6,6 tỷ USD), cao hơn đáng kể so với mức trước Covid (doanh thu năm 2019 đạt 4,7 tỷ USD). Năm 2021 là mức nền thấp đối với các hoạt động tại bệnh viện và kênh bán thuốc tại bệnh viện, do mọi người hạn chế đến những nơi này để tránh lây lan virus. Do đó, chúng tôi nhận thấy sự phục hồi mạnh của doanh thu các bệnh viện cũng như doanh thu của các công ty dược phẩm đối với kênh bệnh viện (điển hình như IMP) vào năm 2022 và mức tăng trưởng toàn ngành của phân khúc ETC là 29% so với cùng kỳ. Tăng trưởng doanh thu tại các chuỗi bán lẻ dược phẩm có xu hướng giảm tốc từ mức nền cao trong năm 2021 nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng 23% so với cùng kỳ. Trong thời gian giãn cách xã hội do dịch Covid-19 trong năm 2021, các hiệu thuốc vẫn được phép mở cửa và người dân dự trữ rất nhiều loại thuốc và thực phẩm chức năng.

Hoạt động của bệnh viện công gặp nhiều xáo trộn trong năm 2022. Thứ nhất, các bệnh viện công phải đối mặt với tình trạng thiếu thuốc và vật tư y tế do các rào cản pháp lý trong việc mua sắm và đấu thầu thuốc. Thứ hai, làn sóng nghỉ việc của nhân viên y tế tại các bệnh viện công vẫn tiếp tục do lương thấp, cường độ làm việc lớn và sự kiệt sức sau đại dịch Covid. Hệ quả là nhiều bệnh viện công không thể cung cấp dịch vụ khám chữa bệnh cho bệnh nhân, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến việc tiêu thụ thuốc và các sản phẩm liên quan tới y tế. Trong khi đó, các bệnh viện tư nhân đang hoạt động tốt, nhờ nguồn nhân lực ổn định và ít rào cản pháp lý hơn.

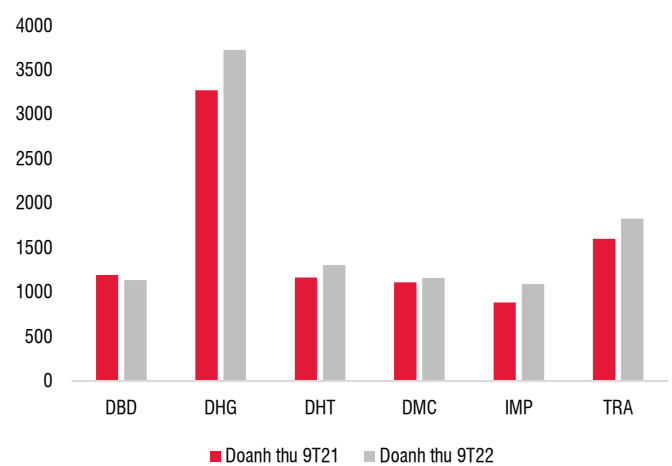
Hầu hết các công ty đều ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng ở mức hai con số trên mức nền thấp của phân khúc ETC trong năm 2021 dù phải đối mặt với nhiều thách thức như gián đoạn chuỗi cung ứng và chiến dịch chống tham nhũng trong ngành y tế. Đáng chú ý có thể kể đến: CTCP Dược Hậu Giang (DHG, doanh thu tăng 14% so với cùng kỳ và lợi nhuận ròng tăng 24%), CTCP Traphaco (TRA, lợi nhuận ròng tăng 28% so với cùng kỳ) & CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP, doanh thu và lợi nhuận ròng tăng hơn 20% so với cùng kỳ). Đối với CTCP Dược – Trang thiết bị y tế Bình Định (DBD), mức nền cao trong năm 2021 và các vướng mắc ở kênh bệnh viện công là nguyên nhân khiến doanh thu giảm 5%, tuy nhiên lợi nhuận ròng tăng nhờ giá vốn hàng bán giảm.

Năm 2022 là một năm đạt tăng trưởng tốt ở hầu hết các công ty dược (9T2022 so với 9T2021 - %)



Nguồn: SSI Research

Nhìn chung doanh thu đều tăng ở các công ty dược phẩm lớn trong 9T2021 và 9T2022

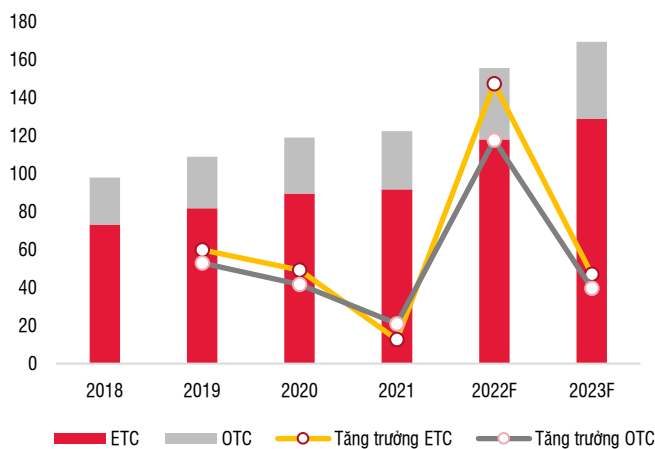


Nguồn: SSI Research (đơn vị: tỷ đồng)

Triển vọng năm 2023

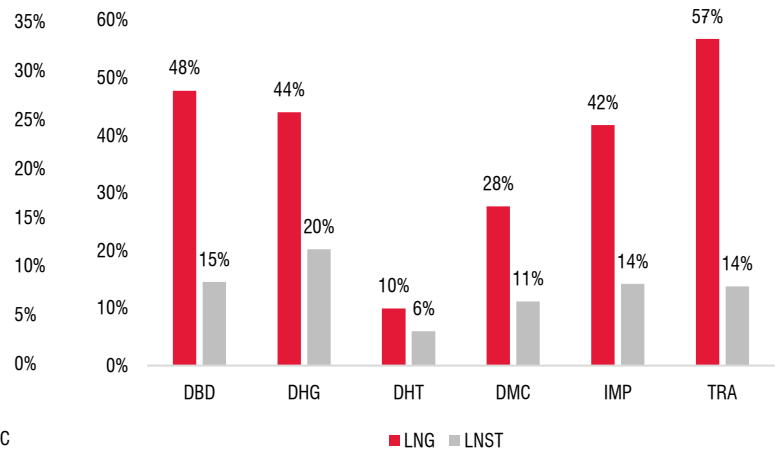
Tăng trưởng của ngành sẽ hạn chế, lợi nhuận có thể ghi nhận mức thấp hơn trước khi khá dần lên. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu ngành sẽ tăng 8%, đạt 169 nghìn tỷ đồng (7,2 tỷ USD) vào năm 2023. Bối cảnh sau đại dịch sẽ ổn định ở hầu hết các khía cạnh, nhưng suy thoái kinh tế có thể làm đình trệ chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe. Nửa đầu năm 2023 sẽ là khoảng thời gian khó lường đối với nguồn cung hoạt chất (API) và tá dược. Khoảng 65% API được sử dụng trong việc sản xuất thuốc tại Việt Nam là từ Trung Quốc – quốc gia đã mở cửa trở lại; nhưng chúng tôi lo ngại tình trạng thiếu hụt vẫn có thể xảy ra. Thêm vào đó, cuộc chiến giữa Nga-Ukraine vẫn đang diễn ra, các hoạt chất và thuốc nhập khẩu từ Châu Âu có nguy cơ bị thiếu hụt. Các công ty có thể sử dụng nguồn nguyên liệu trong nước sẽ giành được vị thế tốt hơn (điển hình là TRA).

Doanh thu (cột trái) và tăng trưởng (cột phải) của ngành dược phẩm tại Việt Nam



Nguồn: BMI, đơn vị: nghìn tỷ đồng

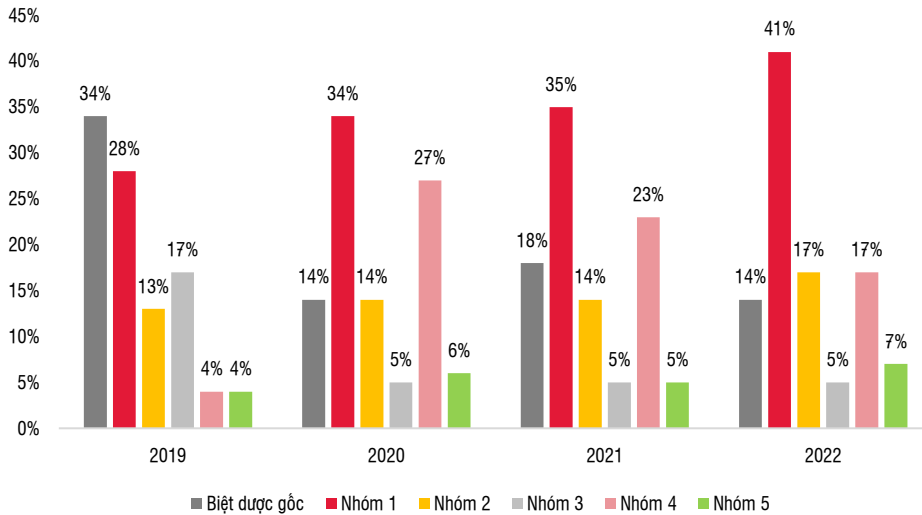
Lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận ròng của các công ty dược phẩm trong 9T2022



Nguồn: SSI Research

Cuộc đua về nâng cấp chất lượng đang diễn ra tại các công ty dược phẩm lớn. Nhiều công ty như DHG, IMP, DBD, TRA và Dược Cửu Long (DCL) đang đặt mục tiêu đạt tiêu chuẩn EU GMP cho các cơ sở sản xuất của họ. Các sản phẩm được sản xuất tại nhà máy đạt tiêu chuẩn EU GMP sẽ được xét vào nhóm thuốc chất lượng cao nhất trong đấu thầu ở bệnh viện công (nhóm 1). Các công ty trong nước hy vọng sẽ đấu thầu được sản phẩm với giá cao hơn trước nhưng vẫn thấp hơn nhiều loại thuốc nhập khẩu thuộc nhóm này. Theo ước tính của chúng tôi, chỉ có 6% thuốc trong nhóm 1 được sản xuất trong nước, phần còn lại chủ yếu là thuốc nhập khẩu. Ngoài ra, việc nâng cấp EU GMP sẽ giúp nâng cao chất lượng sản phẩm và nâng cao khả năng cạnh tranh. Tại thời điểm viết báo cáo này, chỉ có 8 công ty sở hữu dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU GMP hoặc tương đương tại Việt Nam. Tuy nhiên, với chi phí đầu tư ban đầu và chi phí duy trì cao, các yêu cầu khắt khe và thời gian phê duyệt kéo dài, các công ty sẽ phải cân nhắc việc theo đuổi cuộc đua này hoặc đầu tư vào các mảng khác để có thể mang lại lợi nhuận tốt hơn.

Đấu thầu thuốc chia theo nhóm từ 2019-2022



Nguồn: Cục quản lý Dược Việt Nam

Các yếu tố cần theo dõi: Tình trạng thiếu vật tư và nhân lực tại các bệnh viện công dự kiến sẽ được cải thiện từ Q2.2023. Bộ Y tế đang đề xuất Luật Khám chữa bệnh sửa đổi để giải quyết những bất cập về khung pháp lý mà các bệnh viện công đang gặp phải, đặc biệt là vấn đề giá khám chữa bệnh thấp và quy trình đấu thầu đã nêu trên. Trong năm 2023, mức phí khám chữa bệnh ở bệnh viện công sẽ tăng lên và hoạt động bán thuốc kê đơn qua kênh bệnh viện sẽ phục hồi. Cho tới khi vấn đề được giải quyết, nhóm bệnh viện tư nhân sẽ được hưởng lợi từ lượng bệnh nhân mà các bệnh viện công không thể phục vụ.

CP	% tăng giá	Giá mục tiêu (đồng)	Giá hiện tại (đồng)	Tăng trưởng LN ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
		1 năm	30/12/2022	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
TNH	-5%	33.200	34.950	31,0%	2,0%	-11,4%	12,7	12,6	14,3	20,1%	17,1%	13,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TRA	16%	103.000	89.000	22,0%	21,6%	15,1%	14,8	12,9	11,2	21,7%	23,5%	23,3%	3,5%	3,3%	3,3%
IMP	7%	64.657	60.200	-9,80%	13%	12%	26,8	18,8	16,7	10,70%	12%	13%	2%	1,60%	1,60%
DBD	7%	42.200	39.450	20%	16%	12%	12,5	13,0	11,2	17,80%	17,6%	17,5%	0%	4%	4%

Nguồn: Công ty, SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: TRA, DBD

1. Công ty Cổ phần Traphaco (TRA: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (ngày 30-12-2022): 89.000 đồng; Giá mục tiêu 1 năm: 103.000 đồng**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ **Tăng trưởng hai con số nhờ phát triển sản phẩm mới:** Sau hai năm xây dựng nhà máy mới sản xuất thuốc tân dược và hạn chế do dịch Covid, chúng tôi kỳ vọng TRA sẽ được hưởng lợi từ việc bán các sản phẩm mới được chuyển giao từ Công ty Daewoong Pharmaceutical. Giai đoạn hai của chuyển giao sản phẩm đang được tiến hành với trọng tâm là các sản phẩm điều trị bệnh huyết áp, tiểu đường và cholesterol cao.
 - ✓ **Chuỗi cung ứng ít bị gián đoạn:** Công ty con của TRA cung cấp 80% nguyên liệu chiết xuất thảo dược trong danh mục thuốc đông y, mảng chiếm tới 65% doanh thu của công ty.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các sản phẩm thực phẩm chức năng.
 - ✓ Quá trình phê duyệt đăng ký sản phẩm mới bị kéo dài.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.798	1.710	1.909	2.161	2.444	2.704
Tăng trưởng doanh thu thuần	-3,9%	-4,9%	11,6%	13,2%	13,1%	10,6%
Lợi nhuận gộp	935	940	1.031	1.147	1.298	1.461
Tỷ suất lợi nhuận gộp	52,0%	55,0%	54,0%	53,1%	53,1%	54,0%
Thu nhập tài chính	2	5	7	11	15	36
Chi phí tài chính	-12	-18	-12	-6	-6	-6
SG&A	-708	-713	-762	-821	-904	-1.028
Thu nhập ròng khác	-1	0	2	-1	0	0
Lợi nhuận trước thuế	216	215	267	331	402	462
Lợi nhuận ròng	175	171	217	264	322	370
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-32,9%	-2,4%	27,1%	22,0%	21,6%	15,1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,7%	10,0%	11,4%	12,2%	13,2%	13,7%
EPS (VND)	3.770	3.701	4.723	5.828	7.059	8.122

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. CTCP Dược - Trang thiết bị Y tế Bình Định (DBD: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (ngày 30-12-2022): 39.450 đồng; Giá mục tiêu 1 năm: 42.200 đồng**
- **Luận điểm đầu tư:**
- ✓ **Dự kiến tăng giá khi sản phẩm được đưa từ nhóm 4 lên nhóm 1 & 2 trong đấu thầu thuốc bệnh viện; mức tăng giá có thể lên đến 200%.** Điều kiện cần là dây chuyền sản xuất thuốc điều trị ung thư đạt tiêu chuẩn EU GMP mà công ty đã nộp hồ sơ trong năm 2022. Hiện danh mục thuốc điều trị ung thư chiếm 12% doanh thu của công ty.
- ✓ **Mục tiêu M&A tiềm năng.** Xu hướng gần đây cho thấy các công ty dược phẩm nước ngoài ưa thích mua lại các công ty dược phẩm Việt Nam. DBD có thể hưởng lợi từ việc có một nhà đầu tư chiến lược cùng ngành mạnh để mở rộng danh mục sản phẩm cũng như tận dụng năng lực sản xuất của họ để xuất khẩu.
- **Rủi ro:**
- ✓ Việc cấp phép EU GMP mất nhiều thời gian hơn dự kiến.
- ✓ Tăng trưởng kênh OTC giảm.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.401	1.262	1.257	1.559	1.690	1.811
Tăng trưởng doanh thu thuần	0,9%	-9,9%	-0,4%	24,0%	8,5%	7,2%
Lợi nhuận gộp	428	415	491	623	683	771
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,6%	32,9%	39,1%	39,9%	40,4%	42,5%
Thu nhập tài chính	16	13	8	6	0	0
Chi phí tài chính	-12	-15	-14	-9	-3	-4
SG&A	-242	-254	-309	-405	-414	-456
Thu nhập ròng khác	0	0	3	2	2	3
Lợi nhuận trước thuế	201	174	193	232	283	329
Lợi nhuận ròng	163	142	158	189	226	263
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-0,8%	-12,7%	11,0%	19,8%	19,8%	16,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	11,6%	11,3%	12,6%	12,1%	13,4%	14,5%
EPS (VND)	3.112	2.715	3.014	3.283	3.025	3.517

Nguồn: Công ty, SSI Research

Công nghiệp – Cảng biển & Logistics: Đồi mặt khó khăn trong chu kỳ giảm

Triển vọng 2023: Kém khả quan

Đánh giá ngành: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: GMD

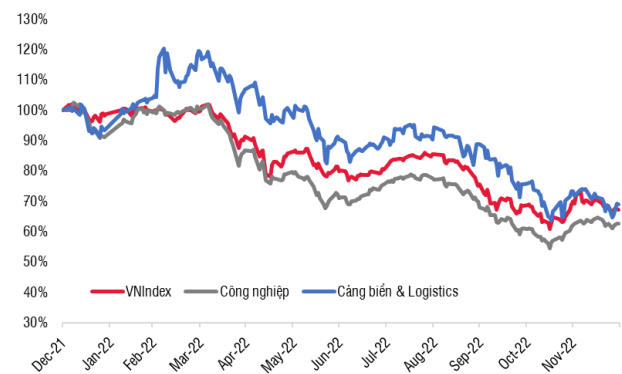
Nhìn lại năm 2022

Diễn biến ngành: Tương đương với VN-Index

Ngành Cảng biển và Logistics khởi đầu năm với diễn biến tốt khi hầu hết các cổ phiếu đều vượt trội so với VN-Index trong Q1. Tuy nhiên, ngành giảm mạnh trong ba quý tiếp theo và kết thúc năm gần tương đương với VN-Index (-32,8%), giảm -31% so với cuối năm trước.

Trong số các cổ phiếu có diễn biến giá tốt nhất, PDN (+59%) và STG (+38%) là hai cổ phiếu đạt tăng trưởng dương. GMD tương đối ổn định với mức giảm nhẹ -2%, trong khi TMS, VSC, DVP, TCL, CLL, ILB giảm từ -11% đến -20%, và HAH giảm -32,7%. Các cổ phiếu có kết quả kém tích cực nhất bao gồm: PHP (-38%); VOS (-38%); MVN (-42%); VTP (-60%); và SGP (-61%). Mặc dù tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2022, định giá của hầu hết các cổ phiếu trong ngành đã giảm đáng kể để phản ánh những khó khăn sắp tới.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



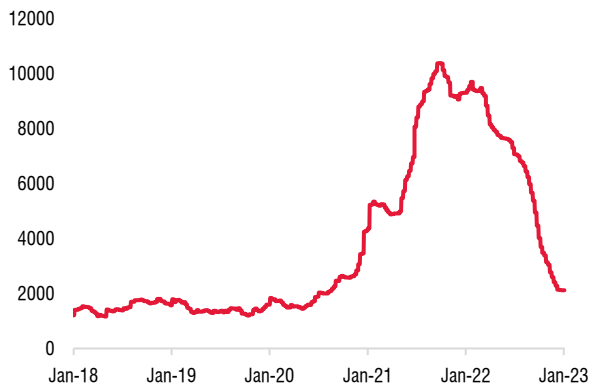
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

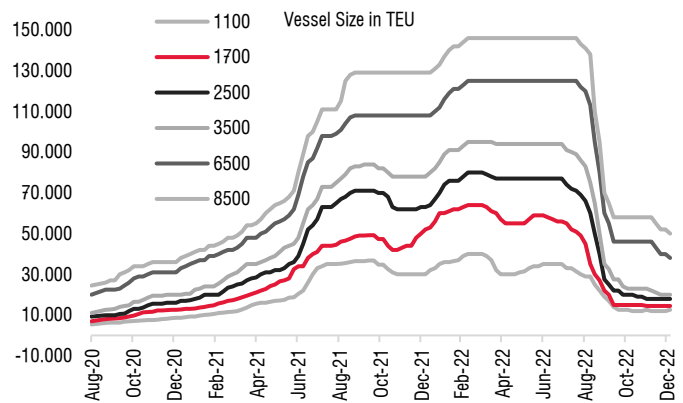
- Thị trường vận tải container đã kết thúc chu kỳ tăng và bước vào giai đoạn điều chỉnh

Chu kỳ giảm xuất phát từ nhu cầu yếu. Sự bùng nổ của thị trường vận tải container đã kết thúc trong năm 2022 như nhiều dự báo trước đó, tuy nhiên nguyên nhân đằng sau đó lại có phần bất ngờ. Chiến tranh Nga – Ukraine đã gây ra một cú sốc về nguồn cung, đẩy giá năng lượng và giá hàng hóa lên cao. Niềm tin người tiêu dùng chịu ảnh hưởng nặng nề do lạm phát tăng cao tại các nước nhập khẩu. Ngoài ra, chi tiêu tiêu dùng dần chuyển từ hàng hóa sang dịch vụ trong thời kỳ hậu Covid, khiến nhu cầu hàng hóa vận tải bằng container suy yếu. Bên cạnh đó, hàng tồn kho duy trì ở mức cao do các hãng bán lẻ đã đẩy mạnh nhập khẩu hàng hóa từ sớm để tránh rủi ro vận chuyển chậm trễ. Mùa cao điểm đã không diễn ra trong nửa cuối năm 2022 và nhu cầu vận tải giảm đáng kể vào cuối năm. Nhu cầu giảm khiến tình trạng tắc nghẽn cảng cũng được cải thiện dần, giúp giải phóng một lượng đáng kể cung tàu ra thị trường. Nhu cầu yếu và cung tàu tăng khiến giá cước giảm -77% so với cuối năm trước và -80% so với mức đỉnh vào tháng 9/2021. Tương tự, giá thuê tàu cũng giảm từ Q3/2022 và đến cuối năm đã giảm -77% từ mức đỉnh, nhưng vẫn cao gấp 2 lần so với lúc trước Covid.

World Container Index



Giá thuê tàu Container theo kích thước tàu (USD/ngày)

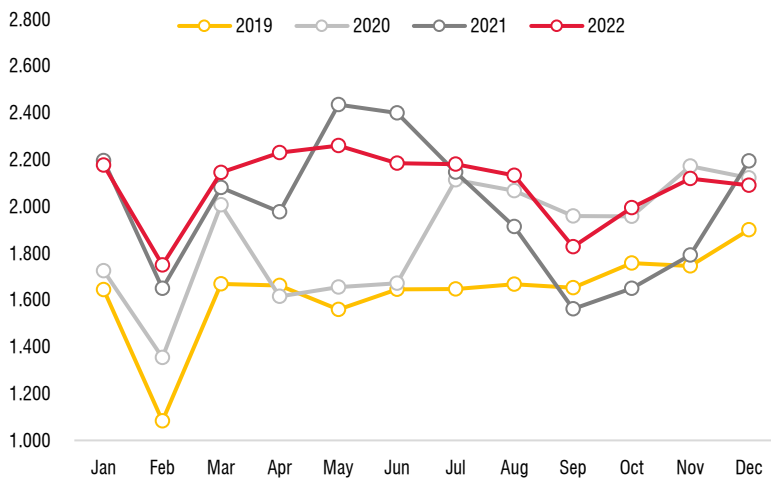


Nguồn: Drewry, SSI Research

Nguồn: Harper Petersen, SSI Research

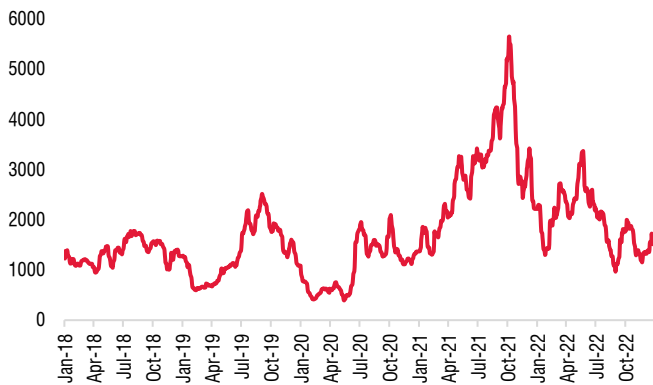
Thị trường trong nước cũng giảm theo thị trường quốc tế. Sản lượng container qua các cảng biển vẫn duy trì tăng trưởng tích cực +5% trong năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sản lượng hàng nội địa và quốc tế đều yếu đi kể từ nửa cuối năm 2022. Ngoài ra, nguồn cung tàu trong nước cũng tăng đáng kể sau khi một số lượng lớn các tàu không thể gia hạn hợp đồng cho thuê đã quay trở lại thị trường nội địa. Điều này khiến giá cước trong nước giảm sâu xuống mức thấp của năm 2020, và giảm -50% từ mức đỉnh.

Sản lượng container qua cảng hàng tháng tại Việt Nam ('000 TEU)



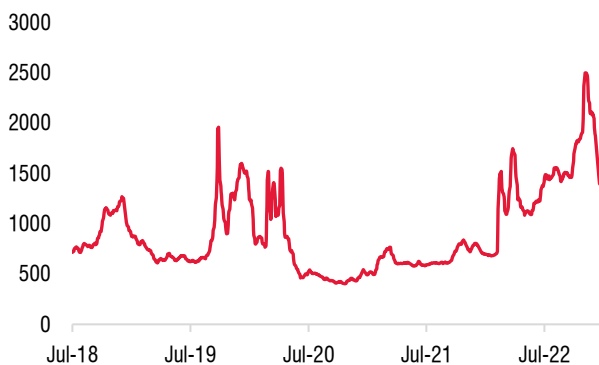
Nguồn: Vinamarine, SSI Research

- Vận tải hàng rời chịu áp lực trong năm 2022.** Chỉ số Baltic Dry Index tiếp tục giảm -32% vào cuối năm 2022, ở mức 1.515, hay giảm -73% từ mức đỉnh tháng 10/2021. Năm 2022, nhu cầu vận tải hàng khô chủ yếu chịu ảnh hưởng từ sản lượng ngũ cốc của Ukraine giảm, trong khi nhu cầu quặng sắt giảm do hoạt động xây dựng tại Trung Quốc đình trệ, bên cạnh nhu cầu từ Châu Âu và Nhật Bản cũng yếu đi.

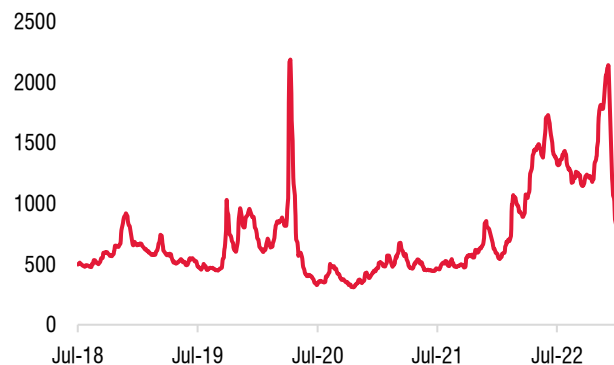
Baltic Dry Index

Nguồn: Baltic Exchange

- **Vận tải hàng lỏng âm lên do thay đổi cấu trúc thị trường.** Kể từ khi chiến tranh Nga - Ukraine bùng phát, nhu cầu tàu chở dầu tăng khi các lệnh trừng phạt nhằm vào ngành năng lượng của Nga khiến thế giới chuyển sang tìm kiếm nguồn cung năng lượng từ các thị trường khác, làm tăng nhu cầu vận tải xăng dầu. Trong khi đó, nguồn cung tàu hạn chế do lượng đặt đóng mới vẫn ở mức thấp. Do đó, chỉ số Baltic Dirty Tanker Index và Baltic Clean Tanker Index đã tăng 138% và 171% so với cuối năm 2021, thậm chí cao hơn mức đỉnh năm 2020.

Baltic Dirty Tanker Index

Nguồn: Bloomberg

Baltic Clean Tanker Index

Nguồn: Bloomberg

- **Lợi nhuận doanh nghiệp đạt đỉnh, định giá về mức thấp**

Tăng trưởng lợi nhuận duy trì tốt với tất cả phân ngành nhỏ, trong đó lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của ngành vận tải tăng 59% so với cùng kỳ trong 9T2022, tiếp theo là ngành logistics (+31% so với cùng kỳ) và ngành cảng biển (+26% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng lợi nhuận ngành đã đạt đỉnh trong Q2/2022, khi NPATMI Q3/2022 đã giảm -19% so với quý trước. Mặt khác, giá cổ phiếu giảm sâu đã đưa định giá về mức trung bình trong lịch sử, thậm chí hệ số P/E của các cổ phiếu ngành vận tải đã xuống mức thấp nhất trong lịch sử.

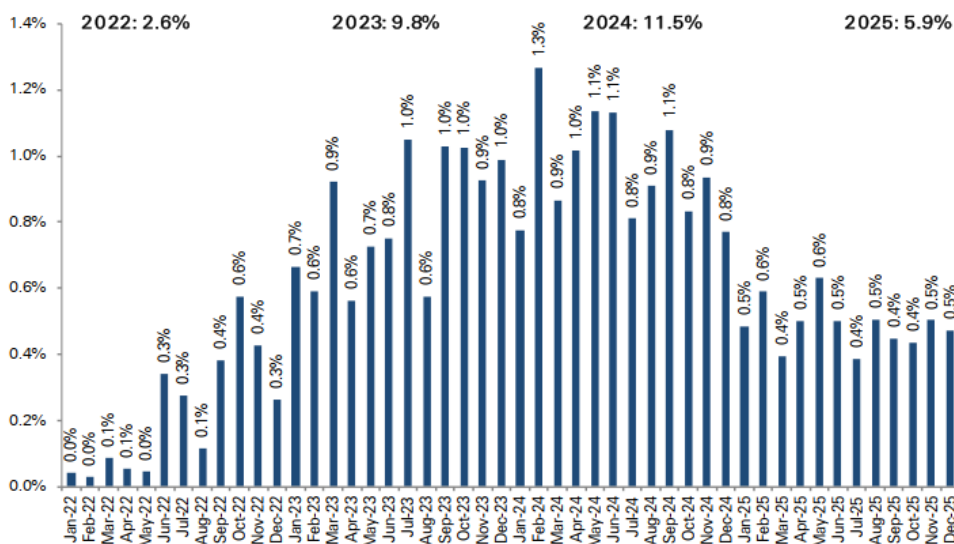
Mã CP	Phân ngành	Doanh thu (tỷ đồng)			LNST (tỷ đồng)			Biên lợi nhuận ròng		TTM P/E	TTM P/B
		9T2021	9T2022	YoY	9T2021	9T2022	YoY	9T2021	9T2022		
MVN	Cảng biển	9.544	11.025	15,5%	1.805	2.367	31,2%	18,9%	21,5%	8,1	2,2
GMD	Cảng biển	2.168	2.850	31,5%	513	941	83,6%	23,7%	33,0%	13,7	1,9
VSC	Cảng biển	1.386	1.488	7,4%	307	323	5,2%	22,2%	21,7%	10,3	1,3
SGP	Cảng biển	995	876	-11,9%	296	193	-34,6%	29,7%	22,1%	3,5	1,1
PHP	Cảng biển	1.687	1.737	3,0%	526	572	8,8%	31,2%	32,9%	9,1	1,2
DVP	Cảng biển	455	445	-2,1%	219	230	5,1%	48,0%	51,5%	6,4	1,3
CDN	Cảng biển	818	863	5,5%	181	197	8,7%	22,2%	22,8%	11,2	1,9
PDN	Cảng biển	678	805	18,7%	130	193	48,8%	19,1%	24,0%	11,6	3,1
TCL	Logistics	875	1.024	17,0%	88	94	6,6%	10,1%	9,2%	7,9	1,9
TMS	Logistics	4.061	2.935	-27,7%	374	553	47,7%	9,2%	18,8%	7,9	1,8
STG	Logistics	2.154	2.065	-4,1%	203	209	2,9%	9,4%	10,1%	16,6	2,0
SFI	Logistics	1.138	1.257	10,4%	76	185	142,9%	6,7%	14,7%	2,6	0,9
VTP	Logistics	15.461	16.385	6,0%	247	257	4,2%	1,6%	1,6%	9,9	1,9
HAH	Vận tải	1.284	2.360	83,8%	284	861	203,4%	22,1%	36,5%	2,6	1,0
VOS	Vận tải	964	1.804	87,1%	408	470	15,3%	42,3%	26,0%	3,0	1,1
VNA	Vận tải	628	831	32,4%	138	219	58,8%	22,0%	26,4%	2,2	1,3
VTO	Vận tải	746	838	12,3%	39	28	-27,8%	5,3%	3,4%	4,9	0,5
SWC	Vận tải	572	660	15,3%	146	168	15,0%	25,5%	25,4%	5,8	1,0
PVT	Vận tải	5.288	6.609	25,0%	603	832	37,9%	11,4%	12,6%	8,6	1,2
TỔNG (P/E, P/B trung bình)		50.902	56.857	11,7%	6.582	8.894	35,1%	12,9%	15,6%	7,7	1,6

Nguồn: SSI Research

Triển vọng trong năm 2023

- Nhu cầu vận tải container đối mặt nhiều khó khăn phía trước.** Chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu dùng sẽ tiếp tục yếu trong năm 2023 trong bối cảnh lạm phát cao (trong khi thu nhập và tiết kiệm cá nhân giảm do tăng trưởng kinh tế chậm lại), và cơ cấu tiêu dùng tiếp tục dịch chuyển từ hàng hóa sang dịch vụ. Ngoài ra, việc giải phóng hàng tồn kho cần ít nhất hai quý, và chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vận tải sẽ phục hồi từ nửa cuối năm 2023 để chuẩn bị cho mùa mua sắm cao điểm cuối năm. Trung Quốc mở cửa trở lại và khôi phục các chuyến bay quốc tế là yếu tố tích cực đáng kể đối với ngành. Tuy nhiên, tình trạng tắc nghẽn có thể diễn ra tại các cảng Trung Quốc trong giai đoạn đầu mở cửa khi làn sóng lây nhiễm mới ảnh hưởng đến hoạt động cảng. Việc đứt gãy chuỗi cung ứng có thể được giải quyết đáng kể sau khi Trung Quốc đạt miễn dịch cộng đồng.
- Áp lực gia tăng từ nguồn cung tàu đóng mới.** Theo Clarksons, tổng khối lượng đặt đóng mới chiếm đến 26,3% đội tàu hiện có, trong đó 9% ước tính sẽ được bàn giao trong năm 2023 và 16,3% còn lại kể từ năm 2024 trở đi. Ngoài ra, lượng cung tàu được giải phóng khi tình trạng tắc nghẽn cảng được giải quyết có thể tạo thêm áp lực dư cung cho thị trường vận tải. Mặt khác, hai quy định mới của IMO về giảm thải carbon từ tàu biển (Chỉ số hiệu quả năng lượng đối với tàu hiện có - EEXI, và Chỉ số nồng độ carbon - CII) có hiệu lực từ năm 2023 sẽ giúp giảm khoảng 5% lượng cung tàu khi nhiều tàu buộc phải giảm tốc độ vận hành. Chúng tôi cũng cho rằng hoạt động phá dỡ tàu sẽ tăng trở lại nhưng không đủ bù cho lượng cung tàu mới bổ sung. Do đó, tình trạng thừa cung sẽ gây áp lực cho thị trường vận tải container. Chúng tôi ước tính xu hướng giá cước giảm sẽ tiếp diễn trong nửa đầu năm 2023, và phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm nếu nhu cầu tăng.

Lịch bàn giao tàu đóng mới (TEU, và % so với cuối 2021)



Nguồn: Clarksons, Deutsche Bank

- Thị trường trong nước cũng rơi vào tình trạng dư cung tương tự thị trường thế giới.** Do đó, chúng tôi ước tính giá cước trong nước sẽ ổn định ở mức thấp và tỷ suất lợi nhuận của các công ty vận tải sẽ giảm.
- Sản lượng container qua cảng có thể ở mức thấp trong nửa đầu 2023,** đặc biệt tại các cảng nước sâu với lượng tàu chủ yếu đến từ Mỹ và Châu Âu. Sản lượng tại cảng feeder có thể duy trì tốt hơn nhờ Trung Quốc mở cửa trở lại. Chúng tôi kỳ vọng mùa cao điểm vận tải sẽ quay lại trong nửa cuối năm 2023, giúp hỗ trợ tăng trưởng sản lượng hàng qua cảng.
- Nhu cầu vận tải dầu khí vẫn cao hơn so với mức trước khi diễn ra chiến tranh Nga – Ukraine, nhưng giá cước có thể điều chỉnh giảm sau mùa đông.** Tại thời điểm viết báo cáo, chỉ số Baltic Clean Tanker Index (BCTI) đã giảm 62% kể từ đầu năm 2023 và cũng giảm 62% từ mức đỉnh, trong khi chỉ số Baltic Dirty Tanker Index (BDTI) cũng giảm 22% từ đầu năm và 41% từ mức đỉnh. Điều này một phần do hiệu ứng mùa thấp điểm vào đầu năm. Một nguyên nhân khác là do mùa đông ấm hơn dẫn đến nhu cầu năng lượng thấp hơn dự báo trong khi hàng tồn kho đã được tích trữ ở mức cao trong giai đoạn trước khi lệnh cấm vận đối với dầu thô Nga bắt đầu có hiệu lực vào ngày 5/12/2022. Các biện pháp

trừng phạt sẽ mở rộng hơn và sản phẩm dầu của Nga sẽ bị áp giá trần từ ngày 5/2/2023 (bao gồm dầu nhiên liệu như diesels hay naptha), dẫn đến EU phải nhập khẩu các sản phẩm dầu từ các thị trường xa hơn như Trung Đông, khiến nhu cầu vận tải dầu khí vẫn cao trong ngắn hạn. Do đó mặc dù giá cước điều chỉnh giảm sau đợt tăng gần đây, chúng tôi cho rằng giá cước sẽ không quay lại mức năm 2021. Hiện tại, BCTI và BDTI vẫn cao hơn 53% và 124% so với mức trung bình của năm 2021.

- **Chu kỳ đầu tư lớn đang diễn ra trong ngành.** Chúng tôi lưu ý rằng, các công ty trong ngành đang thực hiện nhiều dự án mới như PHP (Cảng cảng 3+4 tại cảng nước sâu Lạch Huyện), GMD (Gemalink GĐ 2, Cảng Nam Đình Vũ GĐ 2+3), VSC (cảng nước sâu Cát Hải), HAH (4 tàu đóng mới) và dự án Cái Mép Hạ (đang chờ phê duyệt). Các dự án này được kỳ vọng sẽ củng cố mạng lưới của các công ty logistic để thích nghi với xu hướng tăng kích cỡ tàu và tăng hiệu quả sử dụng tàu. Tuy nhiên, cạnh tranh có thể sẽ trở nên gay gắt hơn trong ngành khi các dự án hoàn tất và làm tăng nguồn cung cho thị trường (đặc biệt là khu vực Hải Phòng). Gánh nặng tài chính có thể là thách thức cho các doanh nghiệp trong môi trường lãi suất cao khi tất cả các dự án kể trên đều cần nguồn vốn vay lớn, dẫn đến chi phí khấu hao cao và chi phí lãi vay cao trong những năm đầu hoạt động.

Danh mục các dự án cảng biển

Dự án	Chủ đầu tư	Khởi công	Bắt đầu hoạt động	Công suất (TEU)	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
Cảng Lạch Huyện bến 3+4	Cảng Hải Phòng	2022	Q3/2024	1.100.000	7.000
Cảng Lạch Huyện bến 5+6	Hateco	Đang lên kế hoạch			6.400
Cảng nước sâu Cát Hải	Viconship	Đang lên kế hoạch			5.000
Gemalink GĐ2	Gemadept	2023	2025	1.500.000	4.400
Nam Đình Vũ GĐ2	Gemadept	T12/2021	Q1/2023	500.000	2.200
Nam Đình Vũ GĐ3	Gemadept	Q4/2023	2025	500.000 + 3tr tần	2.200

Nguồn: SSI Research

- **Câu chuyện M&A.** Hoạt động mua bán sáp nhập có thể sẽ diễn ra sôi động trong năm 2023. Đến năm 2025, Tổng Công ty Hàng hải Việt Nam – CTCP (MVN: Upcom) lên kế hoạch thoái vốn Cảng Hải Phòng (PHP:Upcom), Cảng Quy Nhơn (QNP), Cảng Cần Thơ (CCT: Upcom), Cảng Cam Ranh (CCR: HNX), Cảng Đà Nẵng (CDN: HNX), và Vinaship (VNA: Upcom). Trong khi đó, Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) sẽ giảm tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại MVN xuống mức 65%. VSC có kế hoạch mua 49% cổ phần VNA, và công bố mua một bến cảng tại cụm cảng Hải Phòng. GMD có kế hoạch thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ, và bán 24% cổ phần tại Cảng Gemalink cho nhà đầu tư chiến lược. Các công ty cảng Việt Nam từ lâu đã gặp bất lợi trước các hãng tàu nước ngoài do tình trạng dư cung và thị trường phân mảnh. Chúng tôi cho rằng việc hợp nhất thị trường là một chiến lược tốt để các công ty hoàn thiện chuỗi logistics, tăng năng lực đàm phán và giảm bớt cạnh tranh trong ngành. Do đó, chúng tôi cho rằng M&A có thể là chủ đề đáng chú ý trong năm nay.
- **Triển vọng lợi nhuận doanh nghiệp:** Chúng tôi cho rằng các công ty vận tải container và logistics sẽ chịu ảnh hưởng nhiều nhất do nhu cầu yếu và nguồn cung tăng, tuy nhiên sản lượng kỳ vọng có thể phục hồi vào nửa cuối năm 2023 khi nhu cầu tăng trở lại. Các công ty cảng biển có thể duy trì tốt hơn nhờ giá dịch vụ ổn định mặc dù tăng trưởng sản lượng yếu. Các công ty vận tải dầu khí tham gia vào thị trường cho thuê tàu có thể hưởng lợi từ nhu cầu tàu chở dầu ổn định trong ngắn đến trung hạn, trong khi những công ty hoạt động trên thị trường giao ngay có thể chịu biến động mạnh về giá cước như quan sát từ đầu năm. Phân khúc vận tải hàng rời có thể được hưởng lợi từ việc Trung Quốc mở cửa trở lại. Do hầu hết các công ty đang ở định giá hợp lý, chúng tôi đánh giá ngành ở mức **TRUNG LẬP**. Các yếu tố tác động chính cần theo dõi bao gồm: hồi phục nhu cầu tiêu dùng từ các nước nhập khẩu; chiến tranh Nga – Ukraine, và kinh tế Trung Quốc mở cửa trở lại.

Mã	% tiềm năng Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa (triệu USD)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Tăng trưởng Lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	12/30/22	12/30/22	12/30/22	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
GMD	26%	57.400	45.400	580	49%	65,0%	60,8%	82,7%	25,3	15,1	8,3	10,6%	14,8%	24,7%	0,0%	2,2%	2,2%
HAH	33%	42.800	32.250	96	14%	222,1%	87,6%	-26,3%	7,7	2,8	3,8	34,0%	44,3%	23,5%	1,5%	3,1%	3,1%

Cổ phiếu ưa thích: GMD**Công ty Cổ phần Gemadept (GMD: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 45.400 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 57.400 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Là công ty tư nhân cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất Việt Nam với mạng lưới logistics tích hợp hoàn chỉnh trên khắp cả nước bao gồm cảng biển, ICD, trung tâm phân phối, nhà xưởng, cảng hàng hóa hàng không, tàu container, xe tải,... GMD được hưởng lợi từ tăng trưởng thương mại của Việt Nam trong dài hạn.
 - ✓ Gemalink là cảng nước sâu lớn nhất khu vực Cái Mép, đây cũng là cụm cảng tăng trưởng mạnh nhất Việt Nam. Gemalink được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính cho GMD trong trung và dài hạn
 - ✓ Trong năm 2023, việc bán cảng Nam Hải Đình Vũ có thể mang lại lợi nhuận bất thường đáng kể và cho phép GMD tập trung nguồn lực cho cảng Nam Đình Vũ giúp nâng cao khả năng cạnh tranh của GMD tại khu vực Hải Phòng.
- **Rủi ro**
 - ✓ Nhu cầu yếu trong ngắn hạn do kinh tế suy yếu tại các nước đối tác nhập khẩu của Việt Nam
 - ✓ Cạnh tranh vẫn ở mức cao tại Hải Phòng, nơi các cảng sông đang mất thị phần cho cảng nước sâu Lạch Huyện.

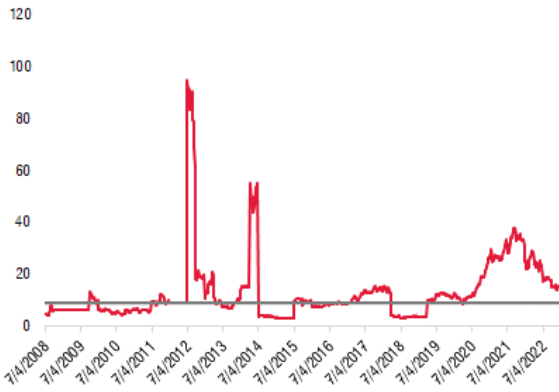
Bảng: Tóm tắt tài chính

(tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	2.606	3.206	3.757	3.597	3.797
Tăng trưởng so với cùng kỳ	-1,4%	23,1%	17,2%	-4,3%	5,6%
Lợi nhuận trước thuế	513	806	1.301	2.405	1.406
Tăng trưởng so với cùng kỳ	-27%	57%	61%	85%	-42%
Lợi nhuận ròng	440	721	1.158	2.140	1.251
Tăng trưởng so với cùng kỳ	-28%	64%	61%	85%	-42%
EPS (VND)	1.149	1.869	3.004	5.488	3.170
BVPS (VND)	19.582	20.967	22.971	27.459	29.629
ROA	4,4%	7,0%	10,4%	17,1%	9,0%
ROE	6,7%	10,6%	15,6%	24,7%	12,6%
Nợ/ Vốn CSH	0,29	0,27	0,27	0,24	0,22
P/E	41,17	19,29	15,11	8,27	14,32
P/B	2,42	1,72	1,98	1,65	1,53
EV/EBITDA	10,57	11,87	7,79	4,68	6,78

Nguồn: Công ty, SSI Research

Phụ lục – PE cổ phiếu so với Trung vị

GMD



TMS



VSC



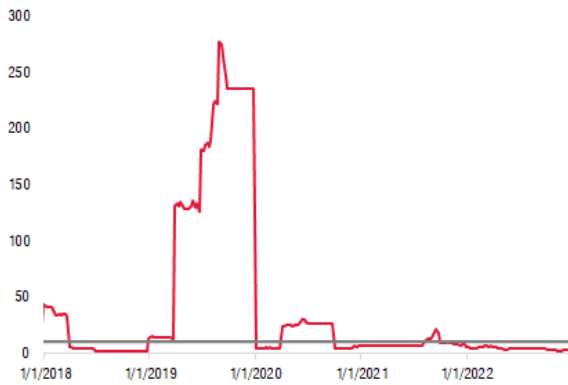
PHP



HAH



VOS



Công nghiệp – Hàng không: Tiến dần đến phục hồi hoàn toàn

Triển vọng 2023: Khả quan

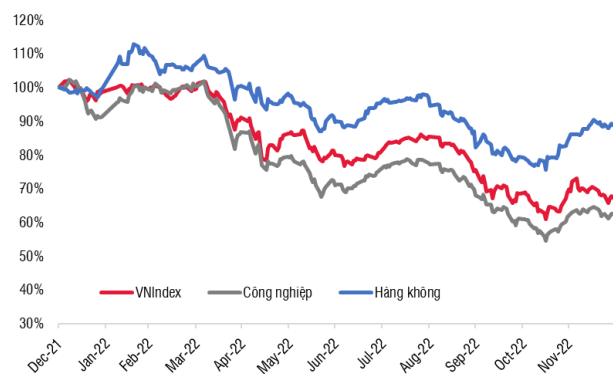
Cổ phiếu ưa thích: ACV, AST

Nhìn lại năm 2022: Câu chuyện phục hồi khả quan

Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Ngành hàng không vượt trội so với VN-Index trong 2022, kết thúc năm giảm -11% so với cùng kỳ (so với VN-Index giảm -32% so với cùng kỳ). Kết quả khả quan này là nhờ ngành hàng không phục hồi, với công ty lớn (ACV) chỉ giảm -2,3%. AST, công ty bán lẻ tại sân bay tăng 2% so với cùng kỳ. Trong khi đó, các hãng hàng không đạt kết quả kém khả quan nhất với HVN (-41%) và VJC (-13%).

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

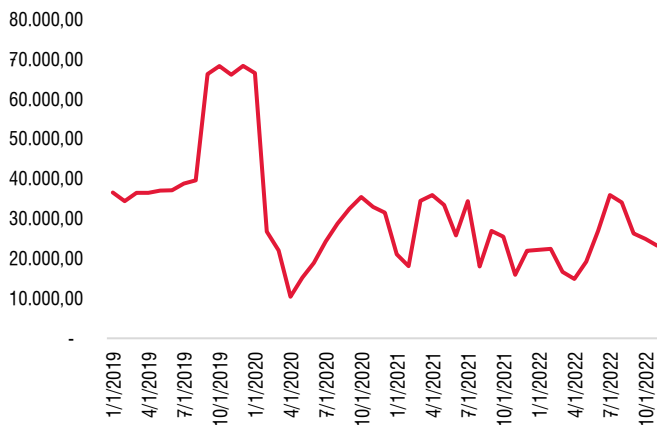


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

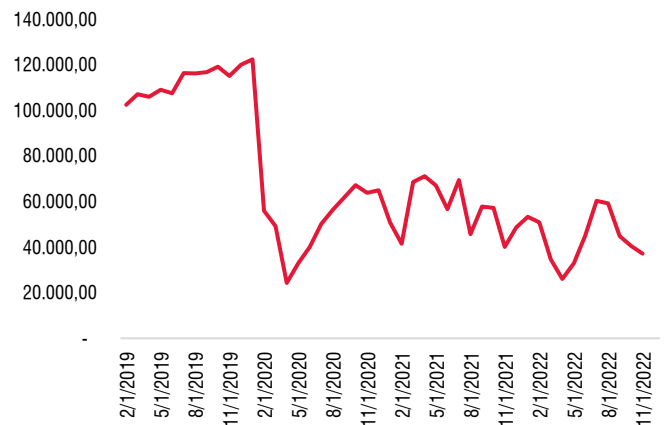
Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- Ngành hàng không toàn cầu ghi nhận phục hồi mạnh mẽ về nhu cầu và hiệu suất trên toàn diện, đưa RPK (số khách kilomet, một chỉ số đo lường nhu cầu bay) toàn cầu về mức 70% của năm 2019 (không bao gồm chuyến bay quốc tế đi và đến Trung Quốc).** Theo IATA ước tính đối với các hãng hàng không thương mại toàn cầu, RPK toàn cầu tăng 70% so với cùng kỳ. Hệ số tải trung bình cũng cải thiện 11 điểm phần trăm lên 78% (mức trước Covid là 81%). Do đó, biên lợi nhuận EBIT năm 2022 của ngành hàng không toàn cầu đạt gần đến điểm hòa vốn (-1,3%, so với -8,9% trong 2021 và -29% trong 2020), mặc dù chi phí nhiên liệu tăng hơn nhiều. Lợi nhuận các hãng hàng không Châu Á- TBD (bao gồm Trung Quốc) vẫn ở mức âm (-8,2%) trong khi Bắc Mỹ đã trở lại tăng trưởng dương, với biên lợi nhuận EBIT là 2,4% trong 2022, theo ước tính của IATA.
- ASK toàn cầu (số ghế kilomet cung ứng, đo lường nguồn cung từ các hãng hàng không) cải thiện 19% so với cùng kỳ, và 74% mức trước Covid.** Theo IATA, Bắc Mỹ đã dần hoàn thành công tác phục hồi mạng lưới bay, với ASK chỉ giảm -6% so với 2019, sau 2 năm mở cửa trở lại (từ đầu 2021). Điều này trái ngược với Châu Á – TBD, với công suất vẫn thấp hơn 49% so với 2019, khi nhiều quốc gia như Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, vẫn thực hiện biện pháp phòng chống Covid-19, bao gồm: cấm biên, hạn chế công suất chuyến bay và khách quốc tế đến; yêu cầu về cách ly và xét nghiệm.

RPK khu vực Châu Á, Thái Bình Dương (triệu lượt khách km)



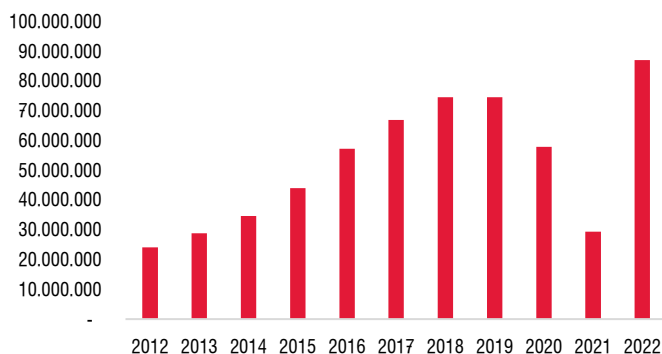
ASK khu vực Châu Á, Thái Bình Dương (triệu ghế km)



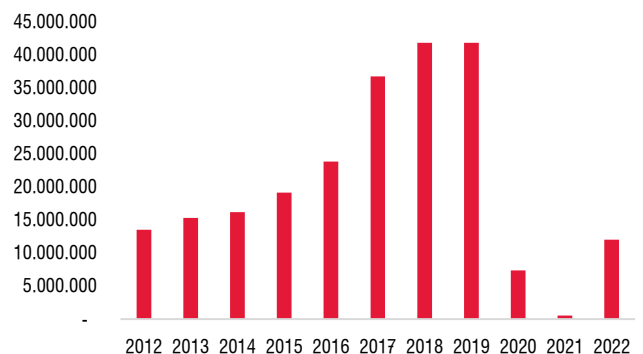
Nguồn: Bloomberg

- Việt Nam đã mở cửa trở lại cả hai tuyến nội địa và quốc tế từ ngày 15/3/2022, đây là một trong những nước mở cửa sớm nhất Châu Á, giúp nhu cầu bay trong nước hồi phục mạnh mẽ. Năm 2022, mặc dù mở cửa hoàn toàn chỉ trong 9 tháng, ngành hàng không Việt Nam đã đón tiếp 99 triệu lượt khách. Trong đó, 12 triệu lượt khách là khách quốc tế, tương đương 30% mức 2019, trong đó 87 triệu lượt khách trong nước (119% năm 2019). Theo CAAV, trong 11 tháng đầu năm 2022, tất cả các hãng hàng không đã hoàn thành 285 nghìn chuyến bay (tương đương 92% chuyến bay giai đoạn 11 tháng đầu năm 2019).

Hành khách trong nước



Hành khách quốc tế



Nguồn: SSI Research, CAAV

- Yếu tố như chúng tôi ước tính**
 - ✓ **Chuyến bay quốc tế sẽ cần thời gian để hồi phục khi Trung Quốc thực hiện chính sách Zero Covid (ZCP).** Ước tính ban đầu của chúng tôi rằng khách quốc tế đến Việt Nam sẽ chậm, đặc biệt từ khi các thị trường chính như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc tiếp tục áp dụng một số biện pháp phòng chống Covid-19 từ đầu năm 2022. Hầu hết các biện pháp đều có hiệu lực đến giữa/ cuối năm 2022, do đó khách quốc tế hồi phục ở mức 30% năm 2019. Kết quả này tốt hơn ước tính ban đầu của chúng tôi là 20%.
 - ✓ **Lợi nhuận khó phục hồi đối với hãng hàng không và sân bay do thiếu khách quốc tế và công suất đội bay thấp.** Do các công ty sân bay (ACV, AST) có cơ cấu khách quốc tế chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu và lợi nhuận, chúng tôi ước tính cần thời gian dài (vào khoảng năm 2024) để lợi nhuận quay trở lại mức trước Covid. Các hãng hàng không cũng ước tính hồi phục chậm, do thị trường trong nước không đạt công suất đội bay tối đa. Vietnam Airlines (HVN) gần đây công bố ghi nhận 9 nghìn tỷ đồng (400 triệu USD) lỗ trước thuế năm 2022, cải thiện so với lỗ 13 nghìn tỷ đồng trong năm 2021. VJC cũng ghi nhận lỗ trước thuế 570 tỷ đồng trong báo cáo tài chính công ty mẹ 9 tháng đầu năm 2022.

- **Yếu tố nằm ngoài ước tính**

- ✓ **Thị trường trong nước hồi phục mạnh hơn nhiều so với chúng tôi ước tính ban đầu, vượt 20% so với mức trước Covid trong năm đầu tiên mở cửa.** Chúng tôi ước tính ban đầu rằng du lịch trong nước có thể hồi phục hoàn toàn vào cuối năm 2022, nhưng nhu cầu dồn nén và tỷ lệ tiêm chủng cao giúp du lịch mùa hè bùng nổ, với mức phục hồi cao nhất +40% so với mức trước Covid trong tháng 7/2022. Du lịch trong nước sau 2 năm giãn cách xã hội hồi phục mạnh hơn chúng tôi ước tính.
- ✓ **Chi phí nhiên liệu tăng tạo thêm gánh nặng cho ngành hàng không và quá trình hồi phục.** Giá nhiên liệu máy bay A1 ở mức 102 USD/thùng vào đầu năm, trước khi chạm đỉnh vào tháng 6/2022 là 173 USD/thùng và điều chỉnh về 120-130 USD/thùng vào cuối năm. Đây là mức tăng mạnh so với mức trung bình năm 2021 là 77 USD/thùng và mức trung bình năm 2019 là 79 USD/thùng. HVN ước tính lỗ trước thuế 9 nghìn tỷ đồng trong 2022 mặc dù đã vận chuyển 16 triệu lượt khách trong năm, chỉ thấp hơn một chút so với 18 triệu lượt khách trong 2019. Trong đó, nguyên nhân chính dẫn đến lỗ là máy bay vận hành dưới công suất, chi phí nhiên liệu cao, lãi suất cao và chi phí liên quan đến tỷ giá cao và tỷ trọng các chuyến bay quốc tế tương đối thấp trong tổng số điểm đến.
- ✓ **Biến động tỷ giá cao giúp tạo thu nhập ngoài ngành, nhưng cũng tăng chi phí đầu tư.** Năm 2022, chúng tôi nhận thấy đồng USD tăng 3,5% so với cùng kỳ, dẫn đến các hãng hàng không lỗ tỷ giá và tạo thêm gánh nặng tài chính. Mặc dù vậy, đồng JPY giảm 10% so với VND, giúp ACV lãi chênh lệch tỷ giá lớn (~1,3 nghìn tỷ đồng), thúc đẩy đà hồi phục.

- **Định giá ngành:**

- ✓ **Sân bay:** Giá cổ phiếu ACV đã hồi phục và vượt mức trước Covid trong năm 2022. EV/EBITDA 2024 dự phóng là 16x, cao hơn EV/EBITDA 2019 là 11x. Đối với AST, PE dự phóng 2023 là 16x, tương đương mức trung bình trước Covid (trong khoảng 14x-20x). Định giá sẽ trông hấp dẫn hơn nếu nhìn vào PE 2024 ở mức 11x, nhờ lợi nhuận 2024 ước tính vượt mức trước Covid.
- ✓ **Hàng không:** Định giá vẫn duy trì mức cao do triển vọng lợi nhuận yếu. Đối với HVN, chúng tôi vẫn ước tính công ty chịu lỗ trong 2023 mặc dù ở mức thấp hơn so với 2022 do chi phí nhiên liệu giảm và công suất đội tàu tăng.

Triển vọng năm 2023

- **COVID-19 hiện được coi như bệnh đặc hữu tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, do đó hồi phục sẽ là chủ đề chính cho năm 2023.** Chúng tôi nhận thấy tại nhiều quốc gia trên thế giới, bao gồm Trung Quốc, đã giảm phân loại mức độ nghiêm trọng của COVID-19. Ví dụ, hầu hết các quốc gia đã dừng yêu cầu cách ly và xét nghiệm trước chuyến bay, cũng như bỏ việc xét nghiệm cho khách đến trong năm 2022. Trong tháng 9 và 10/2022, Nhật Bản đã nâng giới hạn về số lượng người được cấp phép nhập cảnh mỗi ngày lên 50.000 người/ ngày (từ 5.000 người/ ngày), trong khi Hàn Quốc dừng xét nghiệm kháng thể/PCR cho tất cả khách đến. Trung Quốc cũng công bố mở cửa trở lại vào ngày 8/1/2023, không giới hạn công suất các hãng hàng không nội địa.
- **Nhu cầu toàn cầu tiếp tục hồi phục trong khi Trung Quốc hủy bỏ chính sách Zero Covid, tạo cơ hội cho du lịch Châu Á - Thái Bình Dương và du lịch xuyên lục địa.** Trung Quốc đã hủy bỏ hầu hết chính sách Zero Covid, đặc biệt là quy định cách ly bắt buộc đối với khách đến và giới hạn về số lượng khách vận chuyển bằng đường hàng không đi/ đến quốc gia này. Từ ngày 8/1/2023, khách đến Trung Quốc chỉ yêu cầu xuất trình chứng nhận xét nghiệm PCR âm tính trong vòng 48 tiếng trước giờ bay và không có yêu cầu cách ly đối với khách đến. Mặc dù vẫn yêu cầu xét nghiệm, đây là bước tiến quan trọng đối với chính sách nghiêm ngặt của nước này trong 3 năm qua, và cũng sớm hơn ước tính của thị trường (trước đây là Q2-Q3/2023).

Do Trung Quốc là thị trường lớn cho du lịch đường dài và trong khu vực, chúng tôi ước tính việc thay đổi chính sách này sẽ tác động đến thị trường hàng không toàn cầu.

Tuy nhiên, sẽ cần thêm thời gian do số ca bệnh COVID-19 tăng đột biến tại Trung Quốc vào cuối năm, và một số quốc gia như Mỹ, Anh, Pháp, Úc, Hàn Quốc đang áp dụng xét nghiệm trước khi bay đối với khách đến từ Trung Quốc, hoặc gần đây có đến Trung Quốc. Bất chấp những diễn biến mới này, chúng tôi cho rằng những trở ngại lớn nhất đối với thị trường Trung Quốc đã được giải quyết và chúng tôi ước tính mùa nghỉ hè sẽ là cao điểm phục hồi mạnh mẽ sau 3 năm nhu cầu dồn nén.

Đối với Việt Nam, đây là yếu tố đáng kể tác động đến ngành, khi khách quốc tế Trung Quốc chiếm 32% khách quốc tế đến Việt Nam qua đường hàng không trong năm 2019 và Trung Quốc là điểm đến du lịch sôi động nhất đối với người Việt Nam. Chúng tôi không kỳ vọng phục hồi nhanh về khách du lịch Trung Quốc, do quốc gia này vừa có đợt bùng phát dịch Covid-19 và có thể diễn biến nghiêm trọng hơn trong đợt Tết Nguyên đán tháng 1/2023. Sau 3 năm giãn cách xã hội, việc mở cửa toàn bộ cần thêm thời gian. Do đó, chúng tôi ước tính khách Trung Quốc đến Việt Nam dần hồi phục trong Q2/2023, trước khi đạt đỉnh vào kỳ nghỉ hè 2023. Các chuyến bay quốc tế 2024 có thể vượt qua mức 2019, đánh dấu hồi phục hoàn toàn cho ngành hàng không Việt Nam.

Tuy nhiên, để hoàn thành mục tiêu này vẫn có nhiều thách thức do 3 năm vừa qua thiếu vắng khách quốc tế. Do đó, chúng tôi cho rằng việc hồi phục cần nỗ lực về tuyển dụng nhân sự và cải thiện cơ sở vật chất. Một yếu tố hỗ trợ khác là chính sách miễn thị thực đối với một số quốc gia (miễn thị thực 15 ngày cho 25 quốc gia). Trong khi đó, Thái Lan, quốc gia gần nhất với Việt Nam có 45 ngày miễn thị thực cho hơn 65 quốc gia.

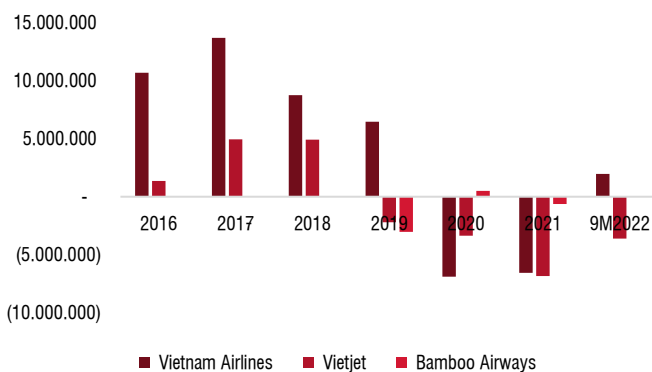
- **Hoạt động kinh tế chậm lại và thu nhập khả dụng giảm làm hạn chế nhu cầu bay.** Trong khi Trung Quốc mở cửa trở lại là yếu tố tích cực, ngành cũng đối mặt với một số bất lợi trong năm nay, bao gồm suy thoái tại những quốc gia lớn như US/EU/Nhật Bản, và thu nhập khả dụng giảm đáng kể do tỷ lệ thất nghiệp và lãi suất tăng, khiến triển vọng 2023 khá thách thức. Mặc dù vậy, chúng tôi nhận thấy Trung Quốc mở cửa trở lại vẫn đem lại nhiều lợi ích hơn.
- **Lợi nhuận các hãng hàng không được hỗ trợ bởi giá nhiên liệu giảm và công suất đội bay tăng nhưng vẫn duy trì ở mức thấp hoặc âm.** Trong 2023, chúng tôi giả định giá dầu thô Brent trung bình ở mức 80-85 USD/thùng, thấp hơn 16%-21% so với trung bình 2022 là 102 USD/thùng. Giả định của chúng tôi cao hơn 15%-20% so với giá năm 2019 nhưng sẽ giảm áp lực chi phí lên các hãng hàng không trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính các hãng hàng không vẫn lỗ trong 2023, mặc dù lỗ ít hơn so với 2022, khi nhu cầu dồn nén du lịch trong nước và thu nhập khả dụng giảm ảnh hưởng đến nhu cầu du lịch quốc tế và trong bối cảnh cạnh tranh về giá để giành thị phần. Ngoài ra, một số biện pháp tiết kiệm chi phí, như khấu hao theo giờ bay trong Covid-19 có thể không còn hiệu quả khi bước vào giai đoạn phục hồi, thêm một áp lực chi phí đối với các hãng hàng không. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu hàng không thích hợp để theo dõi trong trung hạn, khi doanh thu/ lợi nhuận cải thiện.

- **Ngành Dịch vụ sân bay (ACV, AST) được hỗ trợ bởi tỷ trọng khách quốc tế tăng.** Chúng tôi ước tính sản lượng khách quốc tế đạt 80% mức trước Covid trong 2023 (từ 20% năm nay), chúng tôi ước tính doanh thu, lợi nhuận các công ty dịch vụ sân bay cải thiện mạnh. Ví dụ, chúng tôi ước tính ACV ghi nhận LNTT 2023 đạt 8,7 nghìn tỷ đồng (cải thiện từ 7 nghìn tỷ đồng trong 2022), tương đương 85% mức năm 2019. Đối với AST (bán lẻ tại sân bay và hàng miễn thuế), chúng tôi ước tính LNTT 2023 tăng lên 234 tỷ đồng, tăng từ mức hòa vốn trong 2022 và tương đương 88% mức năm 2019. Tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhất trong kỳ nghỉ lễ mùa hè (Q2-Q3), khi sản lượng khách quốc tế bắt đầu hồi phục.

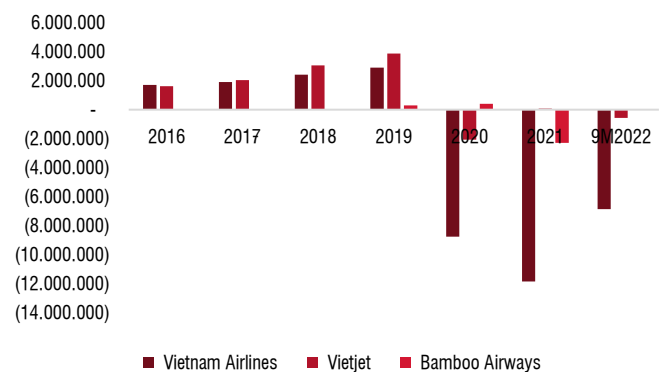
Do đó, dựa trên bối cảnh Trung Quốc mở cửa trở lại và chuyên bay quốc tế hồi phục, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu sân bay nhờ triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ, trong khi chúng tôi không lựa chọn cổ phiếu hàng không cho năm 2023 do cạnh tranh và chi phí nhiên liệu vẫn tạo áp lực mạnh lên biên lợi nhuận ngành hàng không vốn thường ở mức thấp (biên lợi nhuận 2019 các công ty hàng không là 3-7%). Đối với ngành hàng không, chúng tôi cần thêm thời gian để tỷ trọng các chuyến bay quốc tế tăng để giảm cạnh tranh về giá, giảm chi phí vốn và rủi ro chi phí nguyên liệu, ước tính diễn ra vào cuối 2023. Các chuyến bay quốc tế hồi phục ban đầu có thể chưa đem lại lợi nhuận hoặc có lợi nhuận thấp do cạnh tranh tăng giữa các hãng hàng không để giành thị phần quốc tế trong khi hiệu suất thấp hơn mức trước Covid-19 do công suất đội bay ở mức thấp.

- **Vietnam Airlines (HVN: HOSE) có khả năng hủy niêm yết do vốn chủ sở hữu âm trong năm 2022, sau khi công bố báo cáo tài chính đã kiểm toán trong Q1/2023.** Nếu hủy niêm yết, cổ phiếu vẫn giao dịch tại Upcom. Theo quy định của HOSE, để niêm yết trở lại, công ty cần giải quyết lợi nhuận giữ lại âm (khoảng -26 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2022, theo ước tính của chúng tôi), chúng tôi cho rằng công ty có thể mất nhiều năm để giải quyết hoàn toàn (khoảng 10 năm dựa trên lợi nhuận 2019).

Dòng tiền hoạt động của các hãng hàng không trong nước



Lợi nhuận trước thuế các hãng hàng không trong nước (triệu đồng)



Nguồn: SSI Research ước tính, VJC, HVN

- **Yếu tố tác động tăng:** Chuyến bay quốc tế đi/đến Trung Quốc hồi phục nhanh hơn ước tính, giá dầu giảm
- **Yếu tố tác động giảm:** Đợt bùng phát Covid-19, và nền kinh tế thấp hơn ước tính, thu nhập khả dụng toàn cầu thấp hơn ước tính

Cổ phiếu ưa thích: ACV, AST**1. Tổng Công ty Cảng Hàng không Việt Nam - Công ty Cổ phần (ACV: UPCOM)**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 84.600 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 98.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ ACV là công ty điều hành 22 sân bay tại Việt Nam, tác động gián tiếp đến ngành du lịch và tăng trưởng kinh tế nói chung
 - ✓ ACV là công ty hưởng lợi chính từ việc mở cửa trở lại, đặc biệt là khi khách quốc tế ước tính hồi phục về mức 2019 trong năm 2024.
 - ✓ Bảng cân đối kế toán duy trì mạnh sau 3 năm Covid-19, và chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận trước thuế cốt lõi là 24% so với cùng kỳ.
- **Rủi ro:** Sản lượng khách quốc tế phục hồi thấp hơn dự kiến; và (các) biến thể COVID-19 mới/nguy hiểm hơn. Vốn đầu tư lớn cho các sân bay mới (sân bay quốc tế Long Thành, Tân Sơn Nhất T3, Nội Bài T2 mở rộng...) với tổng vốn đầu tư 120 nghìn tỷ đồng (5 tỷ USD) có thể làm giảm thu nhập trong vài năm đầu hoạt động (từ năm 2025 trở đi).

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	16.123	18.329	7.767	4.752	14.560	20.150	24.033
Tăng trưởng doanh thu thuần	16,6%	13,7%	-57,6%	-38,8%	206,4%	38,4%	19,3%
Lợi nhuận gộp	7.828	9.334	1.389	-785	6.417	10.675	13.699
Biên lợi nhuận gộp	48,5%	50,9%	17,9%	-16,5%	36,7%	45,9%	49,6%
Thu nhập tài chính	1.363	1.920	2.231	3.254	2.728	654	523
Chi phí tài chính	-756	-104	-968	-204	-83	-83	-83
Chi phí SG&A	-1.218	-1.386	-812	-1.316	-1.165	-1.411	-1.562
Thu nhập thuần khác	65	9	13	9	28	39	47
Lợi nhuận trước thuế	7.618	10.156	2.000	990	8.075	10.125	12.968
Lợi nhuận sau thuế	6.185	8.214	1.642	790	6.460	8.100	10.374
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	50,1%	32,8%	-80,0%	-51,9%	718,2%	25,4%	28,1%
Biên lợi nhuận ròng	38,4%	44,8%	21,1%	16,6%	44,4%	40,2%	43,2%
EPS (VND)	2.518	3.450	577	220	2.670	3.348	4.288

Nguồn: SSI Research ước tính, ACV

2. Công ty Cổ phần Dịch vụ Hàng không Taseco (AST: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 57.000 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 69.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Chuyên bay quốc tế hồi phục, nhờ Trung Quốc hủy bỏ chính sách Zero Covid. Chúng tôi ước tính khách Trung Quốc sẽ hồi phục đáng kể trong mùa hè 2023 và khách quốc tế có thể đạt mức trước Covid vào cuối năm 2023.
 - ✓ AST duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh trong đại dịch với tổng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn là 197 tỷ đồng vào cuối Q3/2022 và tiền mặt ròng là 152 tỷ đồng.
 - ✓ Công ty tích cực mở rộng kinh doanh từ 92 cửa hàng năm 2019 lên 105 cửa hàng năm 2020 để giành thị phần từ đối thủ và sẵn sàng hưởng lợi khi thị trường phục hồi.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Chuyên bay quốc tế hồi phục có thể chậm hơn ước tính trong bối cảnh khách Trung Quốc hồi phục chậm hơn ước tính và nhu cầu du lịch toàn cầu giảm nhanh hơn do kinh tế suy thoái.

Bảng: Tóm tắt tài chính

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	865	1.141	359	154	723	1.212	1.622
Tăng trưởng so với cùng kỳ	31,2%	31,9%	-68,5%	-57,1%	369,1%	67,6%	33,9%
Lợi nhuận trước thuế	204	263	-49	-128	38	234	339
Lợi nhuận ròng	163	212	-52	-129	31	188	271
Tăng trưởng so với cùng kỳ	10,2%	30,1%	-124,3%	n.a	n.a	513,0%	44,6%
EPS (VND)	4.336	4.114	-1.057	-2.545	593	3.597	5.142
BVPS (VND)	15.253	13.107	10.896	8.289	8.882	12.480	17.622
ROA	25,3%	27,6%	-6,9%	-22,8%	5,3%	24,0%	25,3%
ROE	31,9%	35,4%	-8,7%	-27,0%	7,0%	33,6%	34,7%
Nợ/ Vốn CSH	0,01	0,01	0,08	0,12	0,10	0,07	0,05
P/E	15,96	20,66	-54,33	-20,75	96,05	15,85	11,08
P/B	4,54	6,49	5,27	6,37	6,42	4,57	3,23
EV/EBITDA	10,35	11,68	-307,18	-25,71	32,37	8,84	6,37

Nguồn: SSI Research ước tính, AST

Cổ phiếu trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi

Mã	% tiềm năng Tăng giá	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
					2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
ACV	16%	98.000	84.600	7.810	-52,1%	718,0%	25,4%	395,5	31,7	25,3	2,1%	14,9%	17,2%	0,0%	0,0%	0,0%
HVN	N.a	N.a	13.900	1.305	18,7%	-41,2%	-63,2%	(2,9)	(4,0)	(11,0)	-405,4%	322,7%	74,5%	0,0%	0,0%	0,0%
AST	21%	69.000	57.000	109	140,8%	-123,3%	495,0%	(20,1)	96,1	16,1	-27,0%	6,5%	33,1%	0,0%	0,0%	0,0%
SCS	-4%	71.900	75.000	299	21,4%	8,2%	6,9%	15,3	12,2	11,4	49,8%	42,0%	41,4%	1,9%	5,3%	5,3%

Nguồn: SSI Research

Công nghiệp – Xây dựng Nhà ở: Cải thiện dòng tiền hoạt động là trọng tâm

Triển vọng 2023: Kém khả quan

Cổ phiếu ưa thích: N/A. Cổ phiếu theo dõi: CTD

Nhìn lại năm 2022: Một năm biến động

Diễn biến ngành: Kém khả quan

Ngành xây dựng giảm -52% trong 2022, thấp hơn so với VN Index (-33%). CTD giảm -70%, HBC (-67%); HTN (-71%); PHC (-63%); và SRF (-38%).

Ngành Bất động sản trải qua nhiều thử thách trong năm 2022 với thắt chặt tín dụng, quy định chặt chẽ hơn về phát hành trái phiếu doanh nghiệp và lãi suất tăng. Ngành xây dựng do đó cũng chịu ảnh hưởng nặng nề và lợi nhuận của các công ty xây dựng cũng giảm theo.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

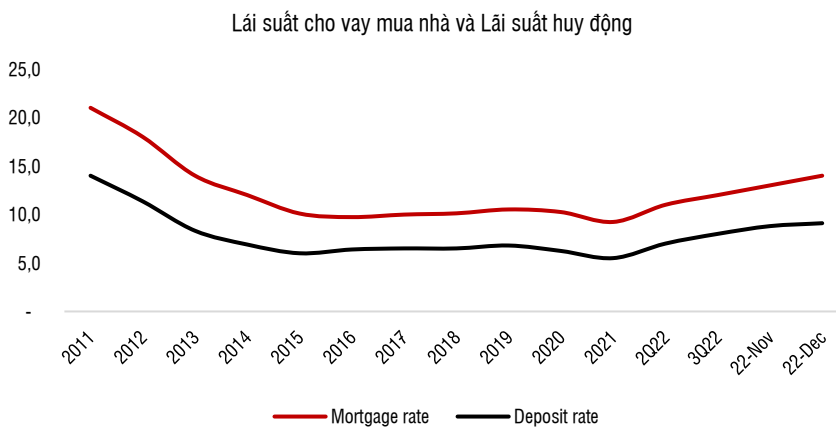


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- **Ngành BĐS gặp nhiều thách thức trong 2022...** Lĩnh vực này phải đối mặt với quy định nghiêm ngặt, các đợt thanh tra về đầu thầu đất và phát hành trái phiếu doanh nghiệp, thắt chặt hạn mức tín dụng và chi phí nợ vay tăng.

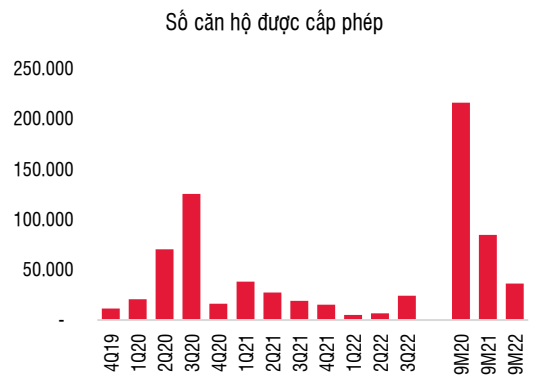
Biểu đồ 1: Lãi suất cho vay tăng ảnh hưởng đến thu nhập của người mua nhà và tiền độ mở bán của các chủ đầu tư



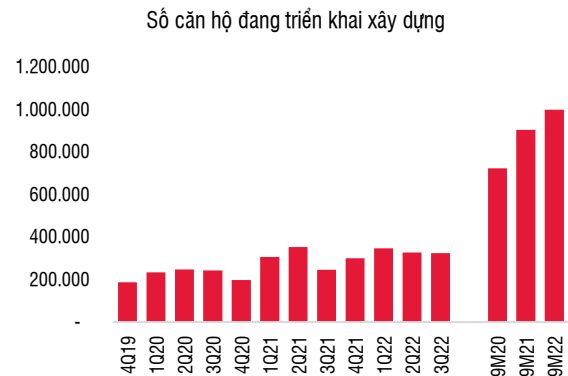
Nguồn: Tổng cục Thống kê, SSI tổng hợp

- ... Thị trường Bất động sản giảm đáng kể về số căn hộ được cấp phép (-57% YoY), số căn hộ hoàn thành (-4% YoY), và số căn hộ sẵn sàng để bán (-31% YoY) trong 9 tháng đầu năm 2022. Trong khi đó, số lượng căn hộ đang triển khai xây dựng tăng 10% so với cùng kỳ nhưng số căn sẵn sàng để bán giảm -31% so với cùng kỳ theo số liệu của Bộ Xây dựng.

Biểu đồ 2: Các dự án cấp mới chịu quy định nghiêm ngặt và môi trường tín dụng còn hạn chế, do đó số lượng đơn hàng mới của các công ty xây dựng còn âm ảm

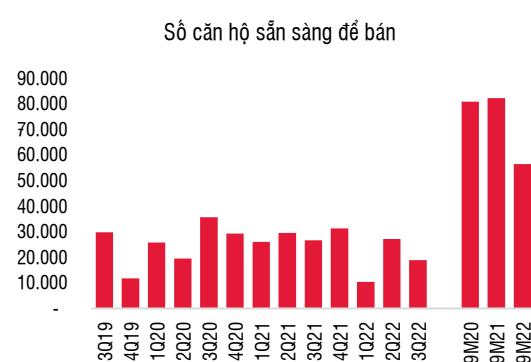
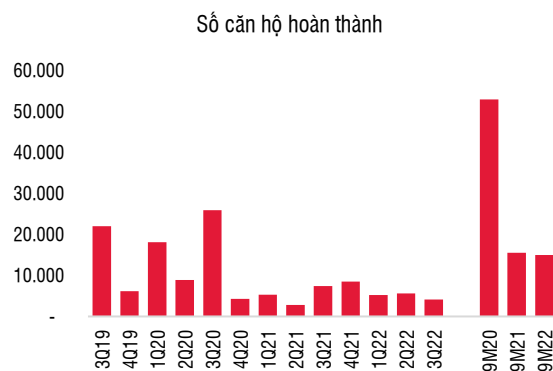


Biểu đồ 3: Số lượng căn hộ đang triển khai xây dựng tăng chủ yếu do tồn đọng vì chậm trễ thủ tục pháp lý và thắt chặt tín dụng



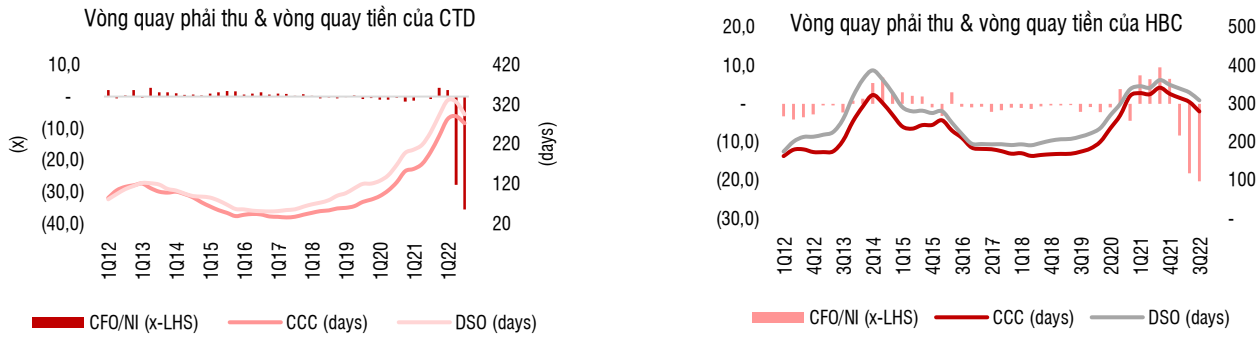
Nguồn: Bộ Xây dựng

Biểu đồ 4: Do các vấn đề pháp lý và môi trường tín dụng thắt chặt, số căn hộ hoàn thành và sẵn sàng để bán giảm mạnh



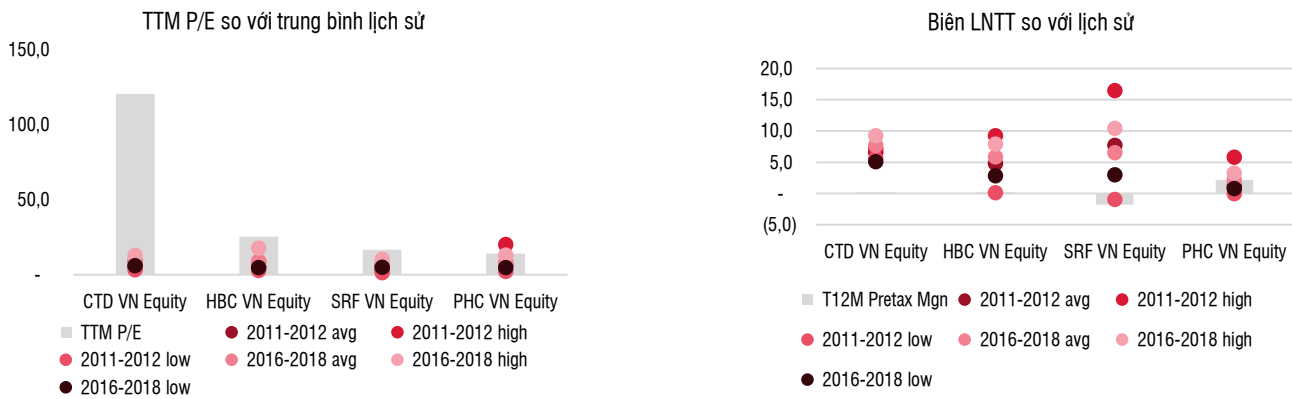
Nguồn: Bộ Xây dựng

- Các đợt thanh tra về đầu thầu đất và phát hành trái phiếu doanh nghiệp, thắt chặt hạn mức tín dụng và lãi suất cho vay tăng ảnh hưởng đáng kể đến tiến độ mở bán của các công ty BĐS và cũng là rủi ro cho các nhà thầu.** Đây là lý do khiến các nhà thầu phải rà soát các hợp đồng đã ký trong 2022. Ví dụ, Cotecons cũng ước giá trị hợp đồng chuyển tiếp sang 2023 đạt 17 nghìn tỷ đồng (-32% YoY).
- Dòng tiền hoạt động âm.** Thách thức từ ngành bất động sản (trì hoãn bán dự án, thanh toán nợ, tiềm ẩn các vấn đề về trái phiếu...) dẫn đến số ngày phải thu và vòng quay tiền mặt dài hơn cũng như dòng tiền hoạt động âm đối với các công ty xây dựng (biểu đồ 5).

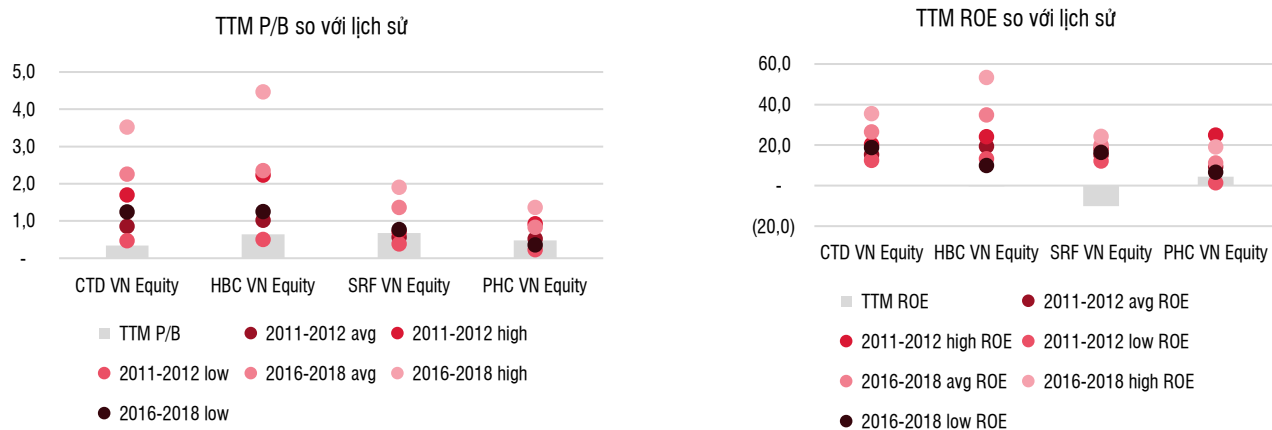
Biểu đồ 5: Một số công ty xây dựng lớn như CTD và HBC có dòng tiền hoạt động âm

Nguồn: Bloomberg, SSIRS

- **Định giá ngành 2022:** Một năm nhiều thử thách đối với ngành xây dựng khiến biên lợi nhuận giảm đáng kể và định giá kém hấp dẫn

Biểu đồ 6: PE ngành năm 2022 cao hơn nhiều so với trung bình lịch sử và mức đỉnh mặc dù biên LNTT giảm

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

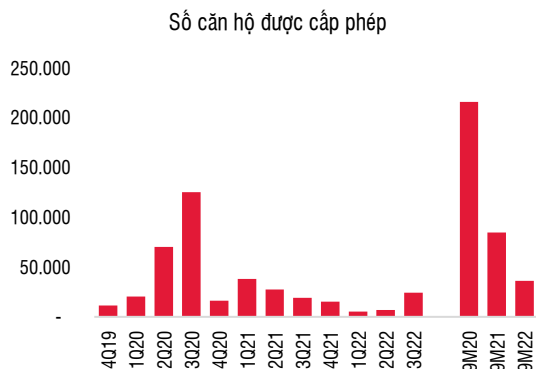
Biểu đồ 7: PB ngành năm 2022 thấp hơn so với lịch sử do tỷ suất sinh lời trên VCSH (ROE) giảm đáng kể

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

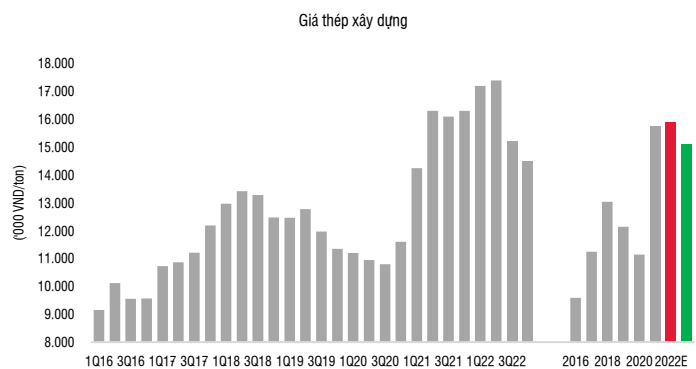
Triển vọng năm 2023: Cải thiện dòng tiền hoạt động là trọng tâm

- Thị trường bất động sản dự tính sẽ tiếp tục chịu áp lực trong năm 2023. Do tiến độ phê duyệt dự án mới chậm lại trong năm 2022, giá trị hợp đồng chuyển tiếp sang 2023 khá thấp và các nhà thầu có thể gặp nhiều thách thức. Coteccons chưa đưa ra kế hoạch giá trị ký mới năm 2023. Tuy nhiên, theo thảo luận của chúng tôi với một số công ty, triển vọng giá trị ký mới ước tính giảm từ -30% đến -40%.
- Giá thép xây dựng giá định điều chỉnh nhẹ -5% so với cùng kỳ trong năm 2023. Điều này có thể hỗ trợ cho biên lợi nhuận của công ty xây dựng. Tuy nhiên, việc Trung Quốc mở cửa trở lại có thể là một yếu tố tác động tăng đến giá thép xây dựng và tạo rủi ro đối với các nhà thầu. Nhìn chung, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp năm 2023 đi ngang so với 2022.

Biểu đồ 8: Số căn hộ được cấp phép giảm là một dấu hiệu không khả quan cho tình hình ký mới của các nhà thầu



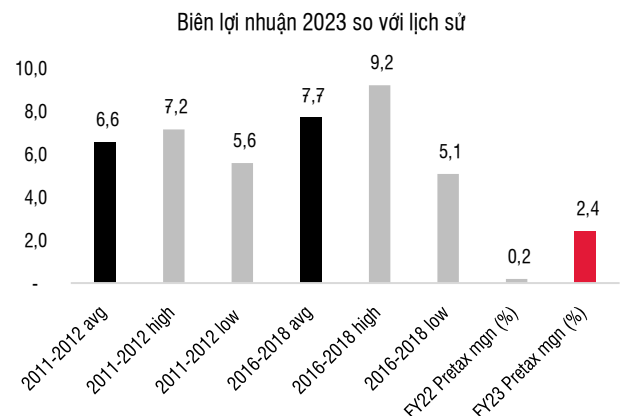
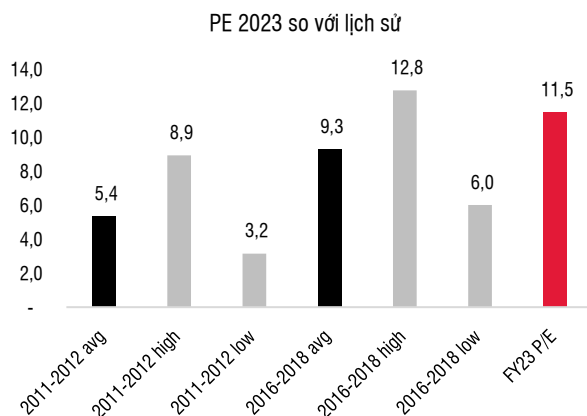
Biểu đồ 9: Giá định giá thép xây dựng điều chỉnh nhẹ 5% so với cùng kỳ trong 2023



Nguồn: Bộ Xây dựng, SSIRS

- Năm 2023.** Chi phí dự phòng lũy kế của CTD (961 tỷ đồng) chiếm 84% tổng nợ xấu tại thời điểm tháng 9/2022 (1,1 nghìn tỷ đồng). Khoản dự phòng còn lại là khoảng 185 tỷ đồng. Do chi phí dự phòng cao trong 2022, nên năm 2023 kỳ vọng giảm 60% so với cùng kỳ, do đó lợi nhuận có thể cải thiện. Nếu bao gồm yếu tố dự phòng giảm và lợi nhuận tăng, PE 2023 của CTD thấp hơn 10% so với giai đoạn 2016-2018, trong khi biên LNTT 2023 có thể sẽ thấp hơn 70%-74% so với mức trung bình & cao trong giai đoạn 2016-2018.

Biểu đồ 10: PE 2023 của CTD thấp hơn 10% so với giai đoạn 2016-2018, trong khi biên LNTT 2023 có thể sẽ thấp hơn 70%-74% so với mức trung bình & cao trong giai đoạn 2016-2018.



Nguồn: Bộ Xây dựng, SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: CTD

Công ty Cổ phần Xây dựng Coteccons (CTD: HOSE): Dự phòng nợ xấu giảm (hoặc hoàn nhập dự phòng) – điều kiện bắt buộc để thỏa mãn định giá hiện tại

- Giá hiện tại (ngày 31/12/2022): 32.900 đồng/cp
- Luận điểm đầu tư
 - ✓ Do trích lập dự phòng cao trong năm 2022, năm 2023 kỳ vọng có thể giảm đáng kể so với cùng kỳ, do đó lợi nhuận có thể phục hồi.
 - ✓ Sau khi tính đến chi phí dự phòng giảm và lợi nhuận phục hồi, mức định giá hiện tại của CTD có thể được coi là hợp lý. PE 2023 của CTD thấp hơn 10% so với mức cao nhất trong giai đoạn 2016-2018, trong khi biên lợi nhuận trước thuế năm 2023 ước tính thấp hơn 70%-74% so với mức trung bình và cao trong lịch sử 2016-2018.
- Rủi ro
 - ✓ Giá định nợ xấu không chuyển biến tiêu cực trong bối cảnh thị trường bất động sản khó khăn có thể gặp nhiều sự thay đổi & có thể đáng kể đến các dự báo của chúng tôi.
 - ✓ Giá thép xây dựng có thể không giảm như kỳ vọng do Trung Quốc mở cửa trở lại
 - ✓ Chính sách thắt chặt phát hành trái phiếu hay hạn mức tín dụng, lãi suất cho vay tăng mạnh có thể là những thách thức đối với cả công ty bất động sản và nhà thầu.

Bảng 10: Các chỉ tiêu chính của CTD (tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	4.510	4.477	6.190	7.634	13.669	20.783	27.153	28.561	23.733	14.620	9.087	14.121	10.967
Lợi nhuận gộp	347	323	464	556	1.112	1.799	2.016	1.833	1.048	856	269	524	407
Biên lợi nhuận gộp	7,7%	7,2%	7,5%	7,3%	8,1%	8,7%	7,4%	6,4%	4,4%	5,9%	3,0%	3,7%	3,7%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	221	201	249	341	761	1.533	1.653	1.425	593	173	(290)	(128)	37
Lợi nhuận trước thuế	283	300	393	464	927	1.763	2.061	1.873	891	428	38	32	265
Biên lợi nhuận trước thuế	6,3%	6,7%	6,4%	6,1%	6,8%	8,5%	7,6%	6,6%	3,8%	2,9%	0,4%	0,2%	2,4%
Lợi nhuận ròng	211	219	280	357	733	1.422	1.653	1.510	711	335	24	20	212
Biên lợi nhuận ròng	4,7%	4,9%	4,5%	4,7%	5,4%	6,8%	6,1%	5,3%	3,0%	2,3%	0,3%	0,1%	1,9%
EPS (VND)	6.325	4.927	5.798	7.381	13.189	16.189	20.306	19.010	8.644	4.439	328	273	2.868
BVPS (VND)	45.344	49.320	54.647	59.982	69.298	80.974	95.469	105.493	110.305	110.768	110.925	111.199	114.067
ROE	29,4%	12,4%	12,8%	14,8%	25,4%	30,0%	24,4%	19,8%	8,7%	4,0%	0,3%	0,2%	2,5%
P/E	0,0	6,0	8,7	7,7	11,6	11,3	11,2	8,4	5,9	17,5	334,3	120,3	11,5
P/B	0,0	0,6	0,9	1,0	2,2	2,3	2,4	1,5	0,5	0,7	1,0	0,3	0,3

Nguồn: Công ty, SSI Research

Công nghệ và Viễn thông: Tăng trưởng vững chắc

Triển vọng 2023: Khả quan

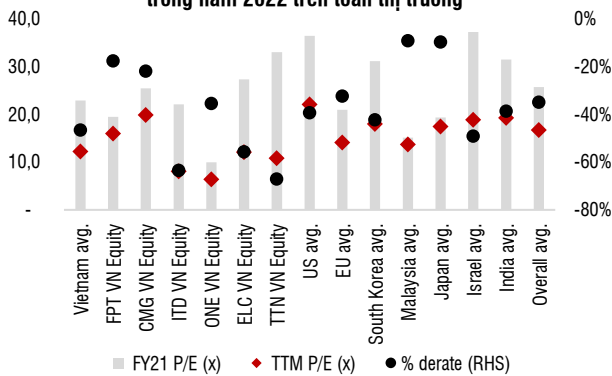
Cổ phiếu ưa thích: FPT, CTR

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung nhờ tăng trưởng bền vững

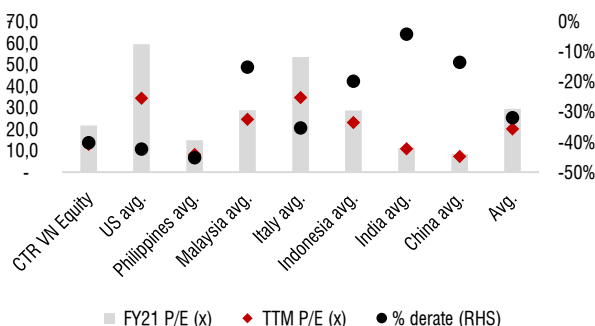
Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

- Cổ phiếu lĩnh vực công nghệ và viễn thông giảm giá 23% trong năm 2022, vượt trội so với kết quả của VNIndex với mức giảm 32%.
- Nếu loại trừ kết quả kém khả quan của VGI (giảm 39%) do bị hạn chế số lượng cổ phiếu được tự do chuyển nhượng, nhóm cổ phiếu công nghệ & viễn thông chỉ giảm 8%. VGI đã giao dịch ở mức EV/EBITDA cao trong giai đoạn 2020~2021 là 18~21x, sau đó nhiều lần hạ định giá dẫn đến diễn biến kém khả quan trong cả năm 2022.
- Diễn biến khả quan của ngành phù hợp với dự báo của chúng tôi, với cổ phiếu dẫn đầu là FPT (tăng 1%), chiếm 40% vốn hóa thị trường của ngành công nghệ và viễn thông trong nước.
- Nhìn chung, lãi suất tăng trong năm là nguyên nhân chính dẫn đến nhiều đợt sụt giảm định giá của ngành.

Các hệ số định giá của các công ty công nghệ sụt giảm trong năm 2022 trên toàn thị trường

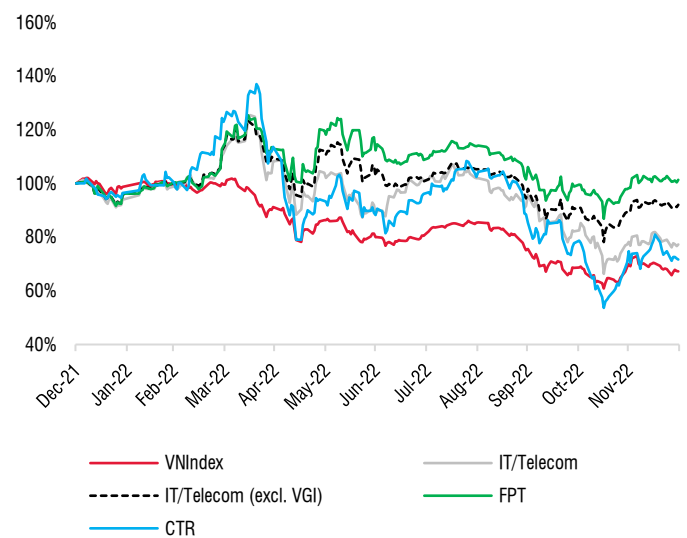


Towerco.'s multiples derated in 2022



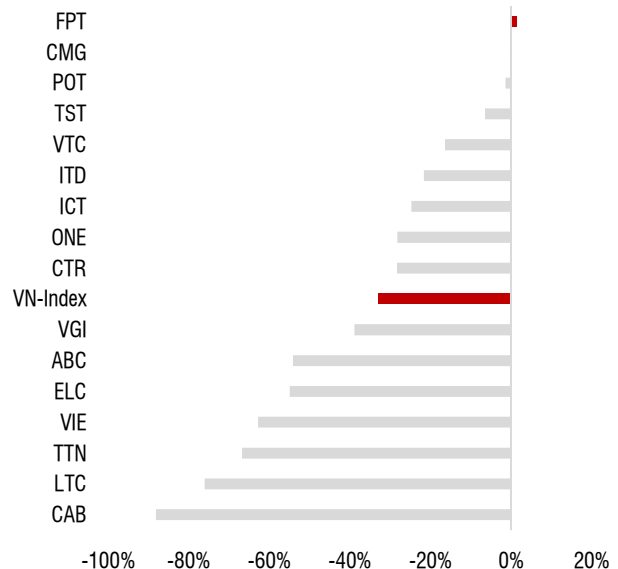
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Top những cổ phiếu tăng giá và giảm giá trong ngành công nghệ & viễn thông



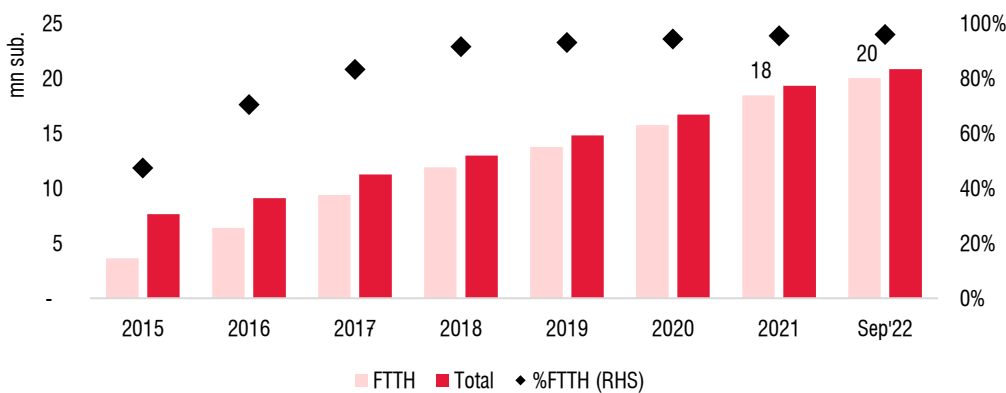
Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

Diễn biến theo dự báo của chúng tôi

- **Tăng trưởng lợi nhuận ngành phù hợp với dự báo của chúng tôi nhờ tăng trưởng vững chắc từ FPT & CTR:**
 - ✓ Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của FPT năm 2022 là 20,8% so với cùng kỳ năm ngoái, phù hợp với dự báo của chúng tôi nhờ tăng trưởng của mảng dịch vụ viễn thông và CNTT toàn cầu, bù đắp cho sự sụt giảm của mảng CNTT và quảng cáo trực tuyến trong nước.
 - ✓ Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của CTR năm 2022 là 18% so với cùng kỳ nhờ kết quả khá quan ở hầu hết các phân khúc bao gồm xây dựng, cho thuê và vận hành cơ sở hạ tầng viễn thông.
- **Số lượng thuê bao Internet băng thông rộng tăng trưởng như dự báo**

Biểu đồ 1: Số lượng người dùng đăng ký Internet băng thông rộng



Nguồn: MIC

*FTTH: thuê bao cáp quang đến tận nhà

*Tổng cộng bao gồm xDSL, kênh thuê riêng, CATV, FTTH

Diễn biến ngoài dự báo của chúng tôi

- **Lãi suất tăng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp bị siết chặt và chậm trễ trong quy trình phê duyệt đầu tư đã ảnh hưởng đến lĩnh vực ngân hàng và bất động sản, gián tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu chi tiêu CNTT trong nước.** LNTT tăng trưởng âm tại mảng CNTT và quảng cáo trực tuyến trong nước của FPT bắt đầu từ tháng 10/2022. Trong quý 4/2022, LNTT từ mảng CNTT trong nước (giảm 25% so với cùng kỳ) và Quảng cáo trực tuyến (giảm 27% so với cùng kỳ) giảm do những thách thức trong lĩnh vực bất động sản và ngân hàng.
- **Thách thức đối với doanh thu bằng đồng JPY trong bối cảnh đồng JPY mất giá.** Doanh thu từ thị trường Nhật Bản chiếm 39% doanh thu mảng CNTT nước ngoài năm 2022 của FPT. Tăng trưởng doanh thu của thị trường Nhật Bản vẫn duy trì hai con số 16% do tăng trưởng hữu cơ vững chắc bù đắp cho sự mất giá của JPY. Tăng trưởng hữu cơ từ thị trường Nhật Bản tốt hơn nhiều so với kỳ vọng. Bên cạnh đó, đồng Yên đã phục hồi 8,9% từ mức đáy hình thành trong tháng 11/2022.

Bảng 2: Diễn biến tỷ giá hối đoái	USD/VND	EUR/VND	JPY/VND
Tỷ giá ngày 31/12/2022 so với mức đáy	4,3%	10,4%	8,9%
Tỷ giá năm 2022 so với đầu năm	3,5%	-2,7%	-9,9%
Tỷ giá trung bình năm 2022 so với cùng kỳ	2,2%	-8,7%	-14,0%

Nguồn: Giá chào bán tại VCB, SSI Research tổng hợp

Bảng 3: Tăng trưởng doanh thu bằng đồng JPY của FPT	Diễn biến tỷ giá JPY/VND so với cùng kỳ	Tăng trưởng so với cùng kỳ của thị trường Nhật Bản (%)	Tăng trưởng hữu cơ của thị trường Nhật Bản (%)
Quý 1/2022	-9%	9%	20%
Quý 2/2022	-15%	8%	27%
Quý 3/2022	-18%	19%	45%
Quý 4/2022	-14%	28%	49%
6 tháng đầu năm 2022	-12%	8%	23%
9 tháng đầu năm 2022	-14%	12%	30%
Năm 2022	-14%	16%	35%

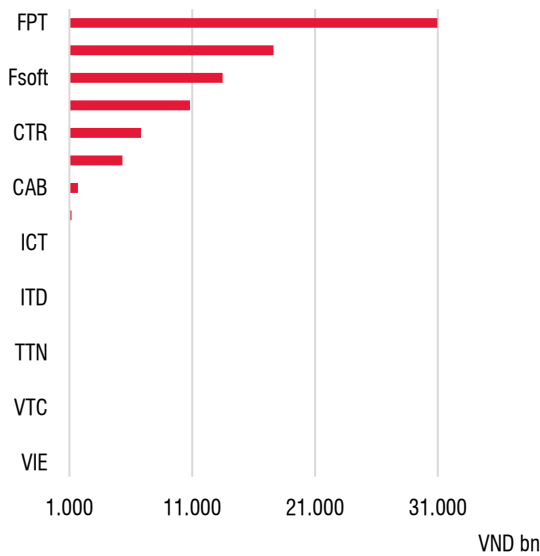
Nguồn: Các công ty, SSI tổng hợp

- Căng thẳng Nga – Ukraine dẫn đến giá năng lượng leo thang và tình trạng thiếu hụt năng lượng, đặt ra thách thức đối với thị trường Châu Âu.** Suy thoái nghiêm trọng tại thị trường Châu Âu có thể tác động tiêu cực đến doanh thu mảng CNTT nước ngoài của FPT. Tuy nhiên, doanh thu của FPT từ thị trường Châu Âu chỉ chiếm 7% doanh thu mảng CNTT nước ngoài, và chỉ chiếm 3% tổng doanh thu năm 2022.

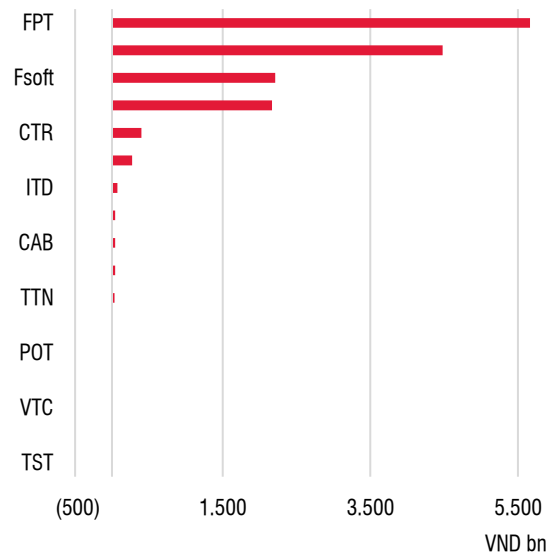
Dữ liệu đáng chú ý

Biểu đồ 4: FPT giữ vững vị trí dẫn đầu về tổng doanh thu và LNTT trong 9 tháng đầu năm 2022 trong số các công ty công nghệ & viễn thông niêm yết

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2022 của các công ty trong ngành công nghệ và viễn thông



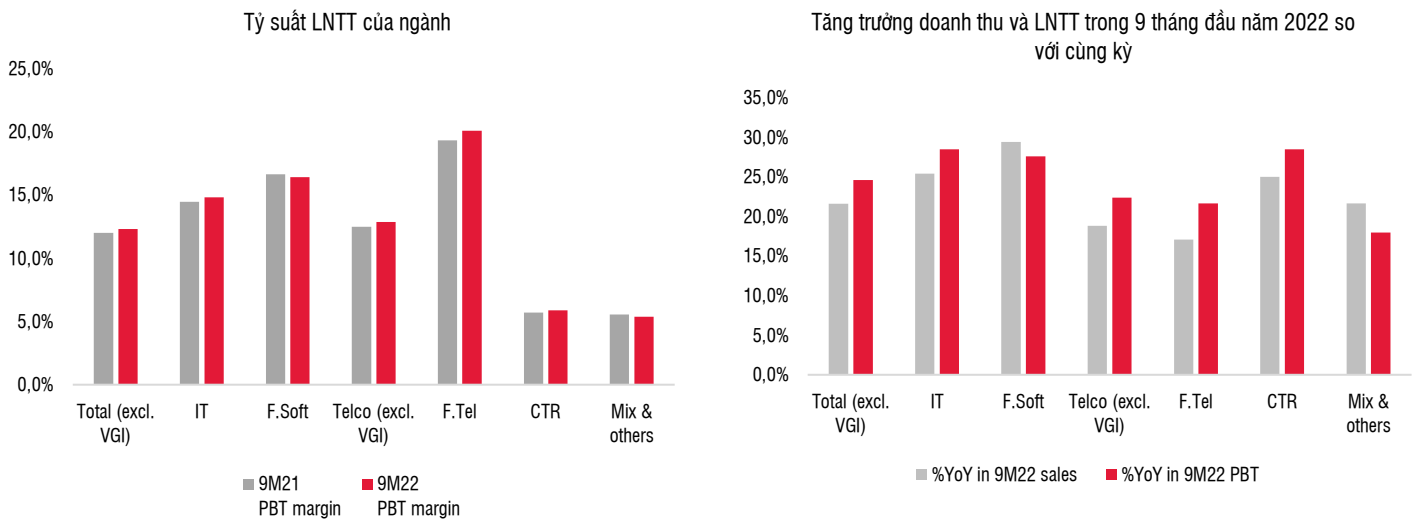
LNTT 9 tháng đầu năm của các công ty trong ngành công nghệ và viễn thông



Nguồn: SSI tổng hợp

* LNTT 9 tháng đầu năm 2022 của VGI không tính đến khoản lãi ròng chênh lệch tỷ giá

Biểu đồ 5: Ổn định về tăng trưởng doanh thu & LNTT và tỷ suất lợi nhuận trước thuế



Nguồn: SSI Research tổng hợp

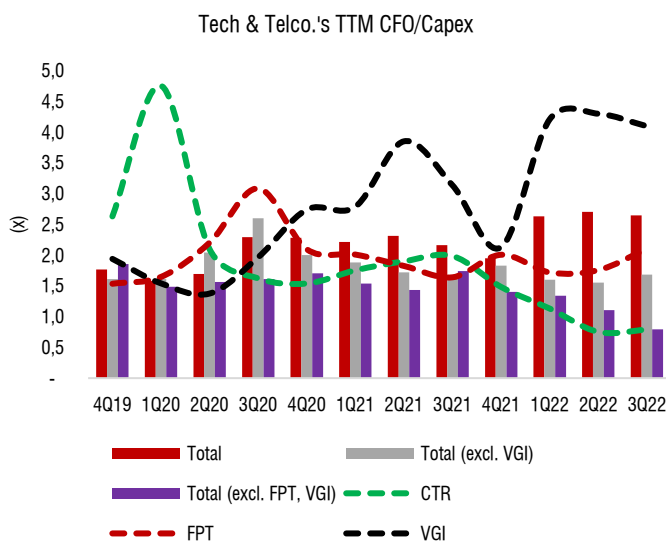
* Lĩnh vực công nghệ bao gồm các công ty F.Soft (FPT Software), ONE, ELC, ABC

* Lĩnh vực viễn thông bao gồm các công ty CTR, F.Tel như FPT Telecom, POT, TST, VIE, VTC, CAB

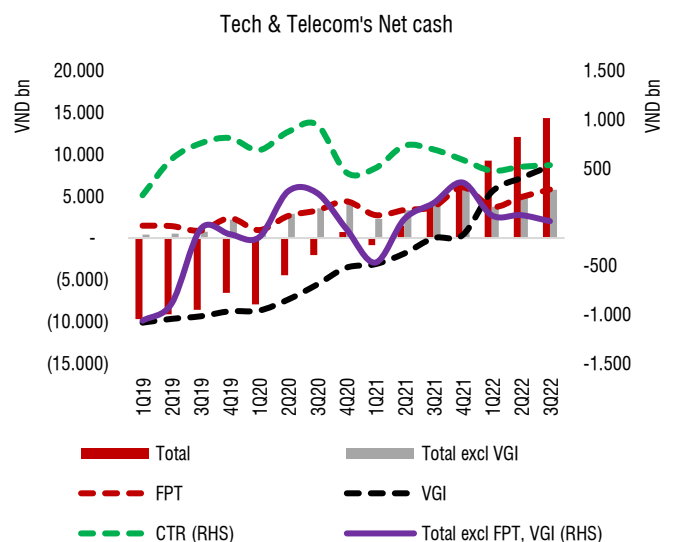
* Hoạt động trên cả hai lĩnh vực và các lĩnh vực khác bao gồm các công ty CMG, ICT, ITD, TTN

* Chúng tôi đã loại trừ VGI do mức cơ sở thấp vào năm 2021

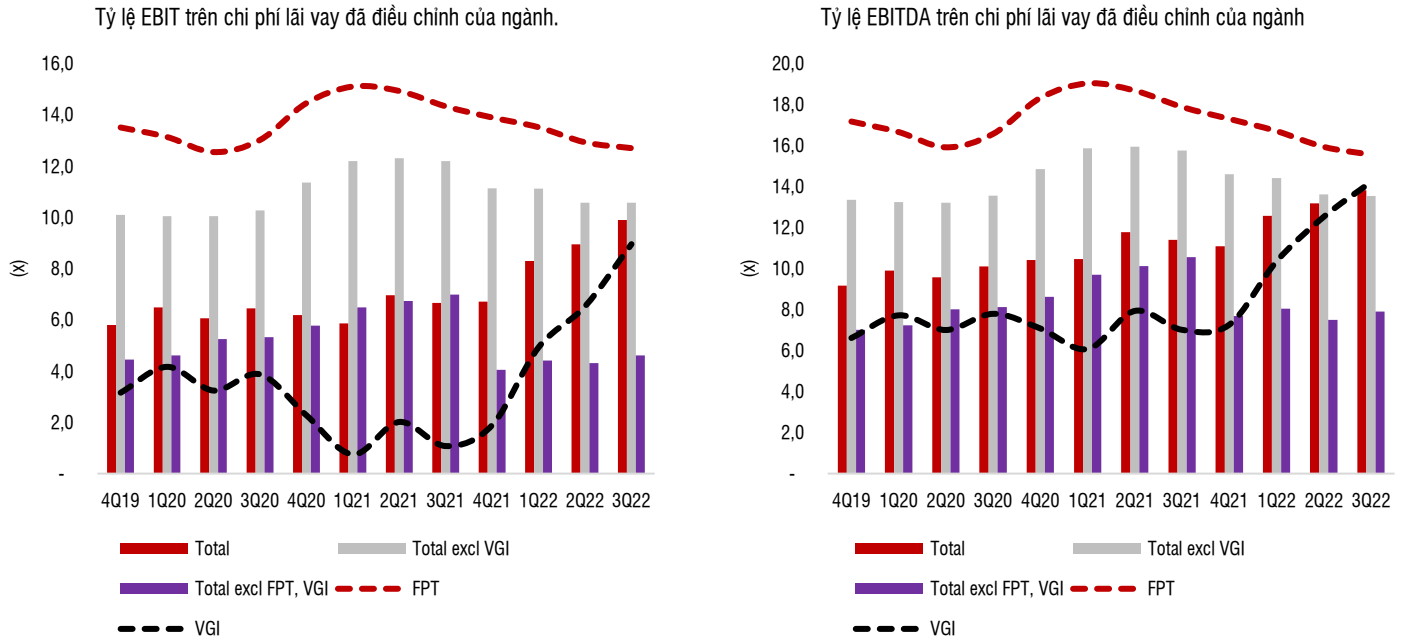
Biểu đồ 6: Dòng tiền hoạt động mạnh để tài trợ vốn đầu tư



Biểu đồ 7: Vị thế tiền mặt ròng mạnh giúp bảo vệ công ty khỏi tác động của việc tăng lãi suất cho vay



Nguồn: SSI Research tổng hợp

Biểu đồ 8: Tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay cao trong bối cảnh lãi suất cho vay tăng lên

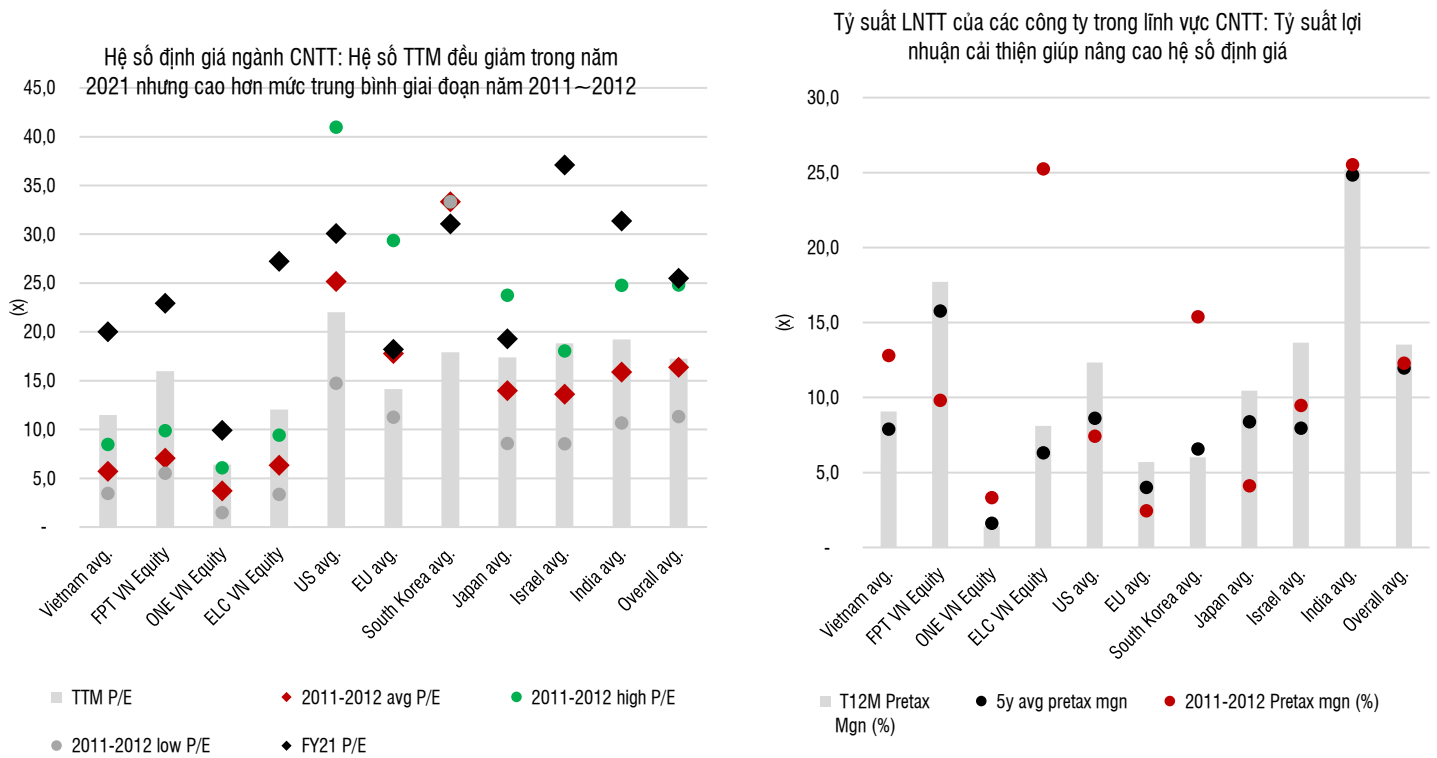
Nguồn: SSI tổng hợp

Định giá ngành trong năm 2022

Chúng tôi quan sát thấy hệ số định giá P/E lũy kế 12T của cả mảng công nghệ và cho thuê trạm viễn thông đã giảm đáng kể so với năm 2021, nhưng vẫn cao hơn mức trung bình trong lịch sử mặc dù tỷ suất lợi nhuận được cải thiện.

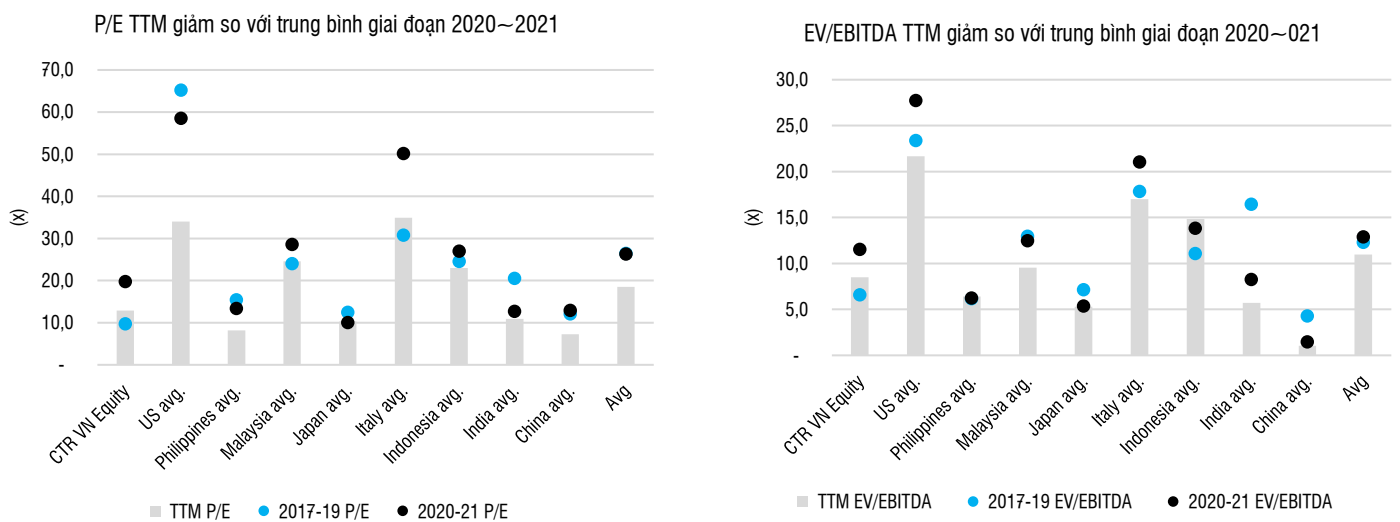
- **Lĩnh vực CNTT:** Hệ số P/E TTM của FPT đã giảm 30% xuống 16x từ 22,9x vào cuối năm 2021 (tương đương với mức giảm 35% của các công ty CNTT toàn cầu) trong bối cảnh lãi suất tăng và lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu cũng như trong nước.
- **Lĩnh vực cho thuê trạm viễn thông:** P/E TTM của CTR đã giảm 40% xuống 13 lần từ 22 lần trong năm tài 2021 (so với mức giảm 32% của công ty cùng ngành trên toàn cầu do lãi suất tăng và tốc độ tăng trưởng chậm hơn trong năm 2023).

Biểu đồ 9: P/E TTM của hầu hết các công ty trong lĩnh vực CNTT đều giảm so với năm 2011 nhưng vẫn cao hơn bình quân giai đoạn 2011~2012, nhờ biên lợi nhuận trước thuế cải thiện.

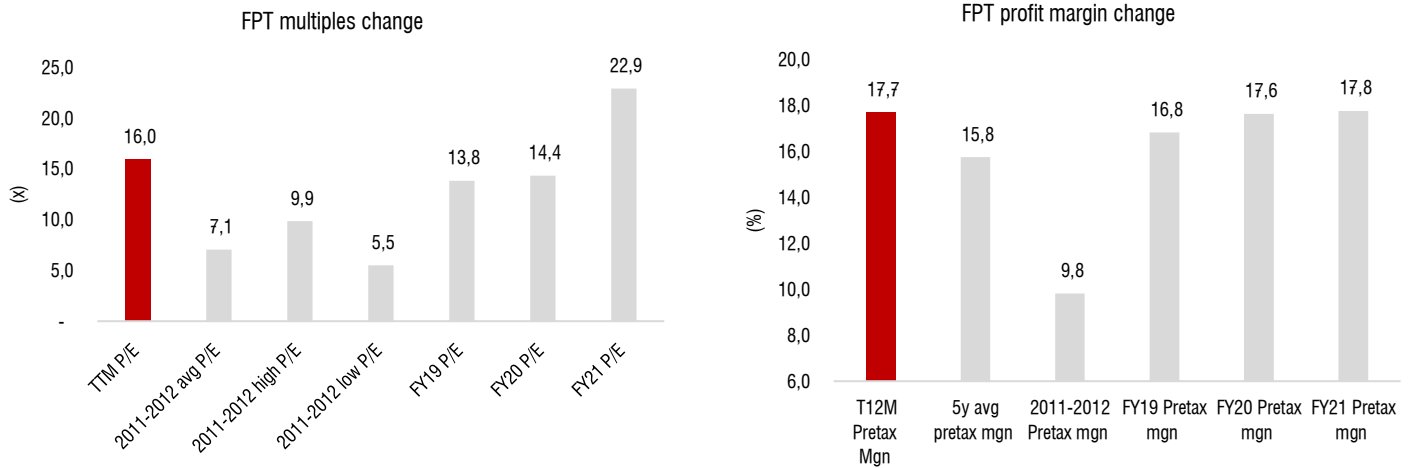


Nguồn: Bloomberg, SSI tổng hợp

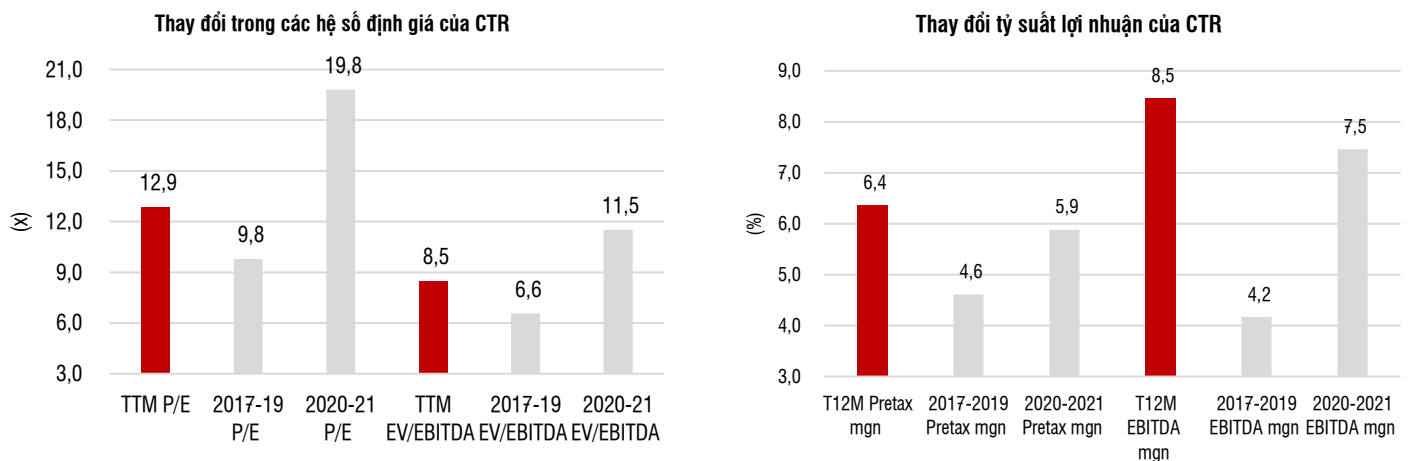
Biểu đồ 10: Hầu hết các hệ số định giá của lĩnh vực viễn thông đều giảm so với mức trung bình giai đoạn 2020-2021



Nguồn: Bloomberg, SSI Research tổng hợp

Biểu đồ 11: Tỷ suất lợi nhuận của FPT cải thiện giúp định giá cao hơn gấp nhiều lần so với lịch sử

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Biểu đồ 12: Tỷ suất lợi nhuận của CTR cải thiện giúp đẩy cao hệ số định giá TTM, so với mức trung bình giai đoạn 2017~2019

Nguồn: Bloomberg, SSI Research tổng hợp

* Cần lưu ý rằng CTR đã đẩy mạnh phân khúc cho thuê cơ sở hạ tầng viễn thông kể từ năm 2020.

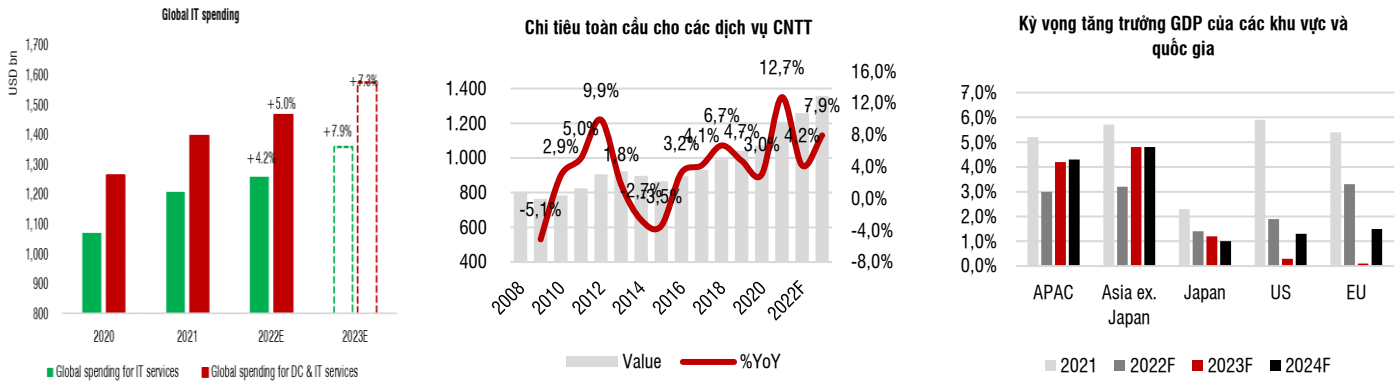
*CTR niêm yết từ năm 2017. Đó là lý do tại sao chúng tôi chỉ so sánh với giai đoạn 2017-2019 thay vì 2011-2012.

Triển vọng năm 2023: Giá cổ phiếu điều chỉnh sẽ là thời điểm tích lũy cho lợi nhuận dài hạn

Lĩnh vực công nghệ

- Theo Gartner, chi tiêu cho CNTT toàn cầu được dự đoán sẽ tăng trưởng cao hơn vào năm 2023. Tuy nhiên, đối với FPT, chúng tôi dự báo tăng trưởng LNTT năm 2023 từ mảng CNTT nước ngoài là 21% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng trưởng 28% so với cùng kỳ trong năm 2022. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu của mảng CNTT nước ngoài trong năm 2023 của FPT sẽ giảm tốc, cụ thể tăng trưởng doanh thu từ thị trường Châu Âu ở mức 10% trong năm 2023 so với 27% trong năm 2022, thị trường Hoa Kỳ tăng trưởng 29% trong năm 2023 so với 48% trong năm 2022, thị trường APAC tăng trưởng 35% trong năm 2023 so với 46% trong năm 2022 và thị trường Nhật Bản tăng trưởng 15%.

Biểu đồ 13: Chi tiêu CNTT toàn cầu được dự báo sẽ tăng trưởng cao hơn vào năm 2023



Nguồn:

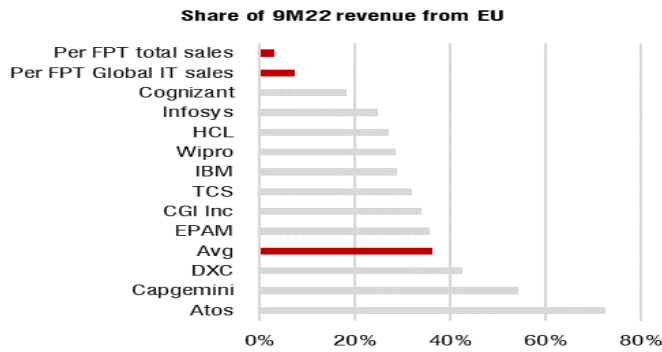
*Statista

*Gartner, Báo cáo "Gartner Dự báo chi tiêu CNTT trên toàn thế giới sẽ tăng 5,1% vào năm 2023", Meghan Rimol & Catherine Howley, cập nhật ngày 19 tháng 10 năm 2022

Nguồn: Bloomberg consensus

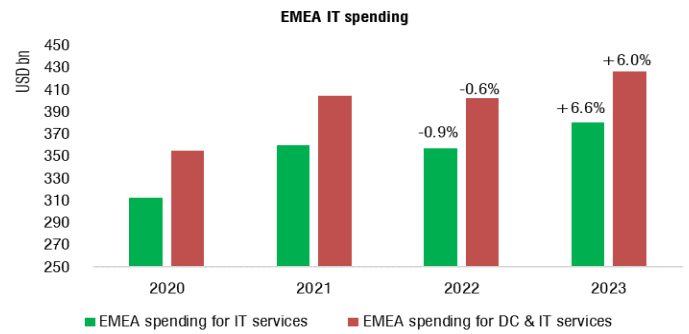
- Tỷ trọng doanh thu từ thị trường Châu Âu ở mức thấp giúp FPT hạn chế được phần nào rủi ro do chiến tranh Nga – Ukraine kéo dài. Doanh thu từ thị trường Châu Âu chiếm 7,6% doanh thu mảng CNTT nước ngoài của FPT và chiếm 3% tổng doanh thu của FPT trong năm 2022, theo dữ liệu cập nhật gần đây. Chúng tôi lo ngại cuộc chiến Nga-Ukraine kéo dài, cũng như giá năng lượng cao và tình trạng thiếu năng lượng có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế Châu Âu và chi tiêu CNTT toàn cầu của thị trường này. Tuy nhiên, dự báo gần đây của Gartner cho thấy chi tiêu của khu vực EMEA (Châu Âu, Trung Đông và Châu Phi) trong năm 2023 cho các dịch vụ CNTT và trung tâm dữ liệu có mức tăng trưởng khá 6% so với cùng kỳ, so với mức giảm 0,6% so với cùng kỳ trong năm 2022. Theo Gartner, CIOs có thể tìm kiếm hợp tác với các đối tác công nghệ mới. Kết hợp với việc kiểm soát chi phí trong bối cảnh lạm phát đầy thách thức ở các quốc gia phát triển, chúng tôi cũng tin rằng các tập đoàn Châu Âu sẽ đa dạng hóa và/hoặc phân bổ lại các nhà cung cấp dịch vụ CNTT. Điều này mở ra cơ hội cho FPT tiếp cận các khách hàng mới nhờ lợi thế chi phí thấp. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của FPT từ thị trường Châu Âu sẽ đạt mức tăng trưởng hơn 10% trong năm 2023, thấp hơn mức tăng trưởng 27% trong năm 2022.

Biểu đồ 14: FPT có tỷ trọng doanh thu từ thị trường EU khá thấp so với các công ty cùng ngành



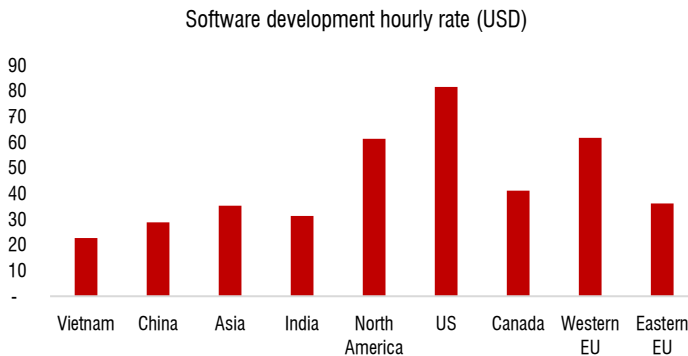
Nguồn: SSI Research tổng hợp

Biểu đồ 15: Gartner dự báo mức chi tiêu cho các dịch vụ DC & CNTT của khu vực EMEA vào năm 2023 là 6% so với cùng kỳ, so với mức giảm -0,6% so với cùng kỳ trong năm 2022.



Nguồn: Gartner, "Gartner Dự báo chi tiêu cho CNTT ở khu vực EMEA sẽ tăng 3,7% vào năm 2023", theo cập nhật ngày 09 tháng 11 năm 2022 của Laurence Goasduff.

Biểu đồ 16: Việt Nam - Lợi thế về chi phí thấp về mức lương theo giờ của các kỹ sư CNTT



Nguồn: FPT, SSI Research tổng hợp

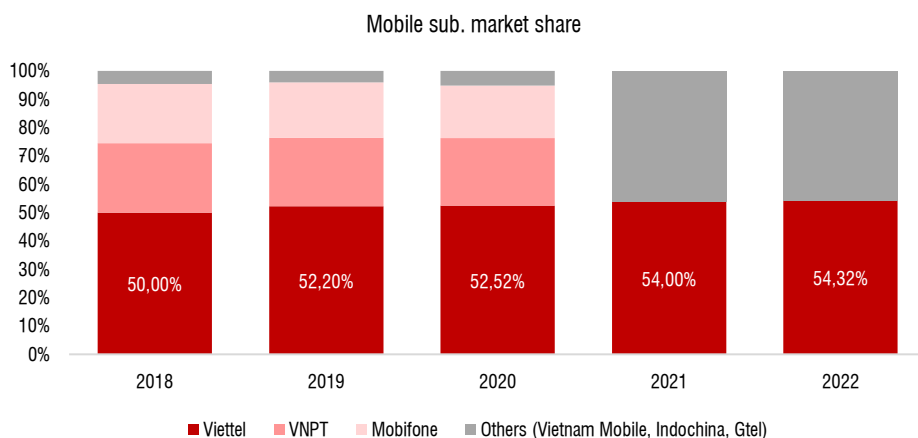
- **Môi trường lãi suất cao, khó khăn trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp và việc chậm trễ trong quy trình phê duyệt đầu tư vẫn có thể vẫn đặt ra những thách thức đối với lĩnh vực ngân hàng và bất động sản, cũng như nhu cầu CNTT trong nước.** Lợi nhuận trước thuế lĩnh vực CNTT trong nước của FPT bị thu hẹp từ quý 4 năm 2022. Trong khoảng thời gian từ tháng 10 đến tháng 11/2022, LNTT của mảng CNTT trong nước đã giảm 2% so với cùng kỳ do những thách thức trong lĩnh vực bất động sản và ngân hàng. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi dự báo LNTT năm 2023 sẽ giảm 4% so với cùng kỳ do mảng CNTT trong nước của FPT giảm sút, so với mức tăng 12% LNTT trong năm 2022.
- Theo trao đổi của chúng tôi với công ty, chúng tôi nhận định tăng trưởng lợi nhuận của FPT có thể giảm xuống mức trên 10% trong nửa đầu năm 2023 (do tác động kém tích cực từ mảng CNTT & Quảng cáo trực tuyến trong nước và mức cơ sở cao trong quý 4/2022 cũng như 6 tháng đầu năm 2022), sau đó sẽ hồi phục dần trong nửa cuối năm 2023

Lĩnh vực viễn thông

- Đây là một lĩnh vực phòng thủ. Tỷ lệ tăng trưởng thuê bao internet băng thông rộng dự báo ở mức trên 10% và phù hợp với mức trung bình của ngành. Tỷ lệ tăng trưởng ở mức trên 10% có thể là do tỷ lệ sử dụng internet cao gần đây ở các thành phố cấp 1 (TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng,...) trong khi việc đẩy mạnh sử dụng internet tại các thành phố cấp 2 & 3 có thể tốn nhiều chi phí hơn.
- **Một diễn biến tích cực cho lĩnh vực viễn thông (trong đó CTR được dự báo là cổ phiếu hưởng lợi) là việc sửa đổi luật về tần số vô tuyến đã được thông qua vào tháng 11/2022, đây có thể là thời điểm để bắt đầu đầu giá băng tần cho 4G và 5G cho giai đoạn 2023–2024.** Một

mục tiêu khác đang được hướng tới là dẫn đóng mạng 2G cho đến tháng 9 năm 2024. Trong khi chúng ta chờ đợi động lực mới từ việc triển khai 5G, việc nâng cấp lên tần số 4G sắp tới và mở rộng thị phần di động vẫn là động lực tăng trưởng cho mảng cho thuê cơ sở hạ tầng viễn thông của Viettel và Viettel Construction.

Biểu đồ 17: Thị phần thuê bao di động Viettel tiếp tục tăng lên



Nguồn: MIC

*Không có số liệu thị phần của VNPT, Mobile trong giai đoạn 2021~2022. Thị phần Viettel căn cứ theo báo cáo của MIC

Dự báo lợi nhuận năm 2023

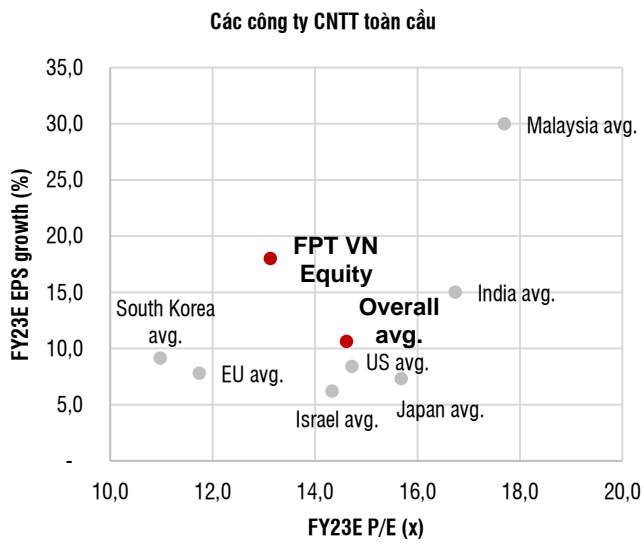
Lĩnh vực CNTT

- **Việc điều chỉnh giá dự báo sẽ khiến ngành tăng trưởng chậm hơn trong nửa đầu năm 2023.** Cổ phiếu FPT giao dịch ở mức P/E năm 2023 là 13 lần dựa trên mức tăng trưởng EPS dự kiến là 18% so với cùng kỳ trong năm 2023 (so với P/E của các công ty CNTT toàn cầu là 15 lần và mức tăng trưởng EPS là 11%). Chúng tôi cho rằng P/E năm 2023 của FPT đã phản ánh rủi ro tăng trưởng chậm hơn trong nửa đầu năm 2023 như chúng tôi đã lưu ý ở trên. Theo ban lãnh đạo, tăng trưởng lợi nhuận của FPT sẽ giảm xuống mức hơn 10% trong nửa đầu năm 2023 do hoạt động kém khả quan của mảng CNTT và quảng cáo trực tuyến trong nước từ quý 4 năm 2022.
- **Nhà đầu tư có thể chú ý về so sánh định giá giữa giai đoạn 2011~2012 và năm 2023.** Chúng tôi cho rằng sẽ không công bằng nếu so sánh hai giai đoạn này vì FPT đã công bố tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ thoái vốn khỏi FPT Retail & FPT Trading. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế năm 2023 của FPT ước tính là 17,7%, cao hơn mức trung bình 9,8% trong giai đoạn 2011~2012. Điều này giúp tăng hệ số P/E của FPT lên 13 lần từ mức trung bình 7 lần trong giai đoạn 2011~2012.

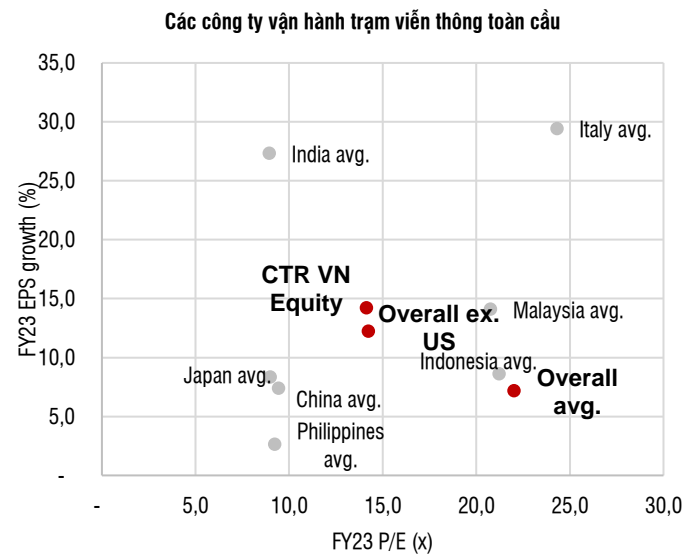
Lĩnh vực cho thuê trạm viễn thông

- **Cổ phiếu CTR hiện đang giao dịch ở mức P/E năm 2023 là 14 lần, phù hợp với tốc độ tăng trưởng ở mức 15,5%.** Việc sửa đổi luật về tần số vô tuyến đã được thông qua vào tháng 11/2022, điều này sẽ cho phép bắt đầu đấu giá băng tần cho 4G trong năm 2023. Cùng với việc mở rộng thị trường di động của Viettel, sẽ giúp củng cố mảng vận hành và cho thuê cơ sở hạ tầng viễn thông của CTR, mang lại yếu tố tích cực cho cổ phiếu.
- **Hệ số định giá tăng lên trong giai đoạn 2018~2019 và 2019 do tỷ suất lợi nhuận cải thiện.** Chúng tôi lưu ý rằng CTR đã cải thiện mảng cho thuê cơ sở hạ tầng viễn thông kể từ năm 2020, giúp tỷ suất lợi nhuận trước thuế tăng từ 4,6% trong giai đoạn 2017~2019 lên 6,1~6,3% trong giai đoạn 2021~2023. P/E của CTR đã tăng lên 14 lần từ 10 lần trong giai đoạn 2017~2019.

Biểu đồ 18: FPT có thể nhận được mức định giá cao hơn



Biểu đồ 19: Động lực mới đến từ hoạt động đầu tư băng tần 4G/5G sẽ là chất xúc tác cho cổ phiếu CTR



Nguồn: Bloomberg, SSI Research dự báo và tổng hợp

Cổ phiếu ưa thích: FPT, CTR

Bảng 20: Cổ phiếu lựa chọn

Mã	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng LNTT (%)				P/E (x)				ROE (%)				Tỷ suất cổ tức (%)			
	1 năm	1 năm	30/12/2022	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
FPT	24%	95.400	76.900	12,80%	20,40%	21,00%	18,20%	14,4	22,9	15,3	13	25,00%	26,70%	28,00%	27,40%	3,40%	2,20%	2,60%	2,60%
CTR	41%	71.100	50.400	44,00%	36,70%	17,90%	15,50%	20,9	25,4	16,8	14,5	28,40%	31,70%	30,60%	29,20%	3,80%	1,80%	1,80%	1,80%

Nguồn: SSIRS ước tính và tổng hợp

Công ty Cổ phần FPT (FPT: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 76.900 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 95.400 đồng/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá 24%, khuyến nghị KHẢ QUAN**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Lợi thế chi phí thấp có thể mang lại lợi ích cho mảng CNTT nước ngoài của FPT trong thời kỳ suy thoái. Chi phí nhân sự CNTT của FPT thấp hơn khoảng 25~30% so với các đối thủ đến từ Ấn Độ. Kiểm soát chi phí có thể sẽ là ưu tiên hàng đầu vào năm 2023.
 - ✓ FPT có tỷ trọng doanh thu từ thị trường Châu Âu thấp nhất so với các công ty cùng ngành và chúng tôi tin rằng mảng CNTT nước ngoài của FPT có thể ít bị ảnh hưởng hơn so với các đối thủ cạnh tranh trong trường hợp chiến tranh Nga-Ukraine kéo dài hơn.
 - ✓ Các khoản nợ nước ngoài được phòng ngừa rủi ro đầy đủ
 - ✓ Hạn chế được rủi ro lãi suất cho vay tăng cao nhờ lượng tiền ròng dồi dào và tỷ lệ thanh toán lãi cao.
 - ✓ Mua khi giá giảm trong ngắn hạn. Chúng tôi tin rằng mức tăng trưởng dự kiến yếu hơn trong 6 tháng đầu năm 2023 đã được phản ánh trong giá cổ phiếu, tuy nhiên, chúng tôi vẫn tiếp tục tin tưởng rằng FPT vẫn có thể tăng trưởng vững chắc ở mức hai con số trong dài hạn.
- **Rủi ro giảm giá:** Suy thoái toàn cầu nghiêm trọng hơn dự kiến có thể tác động tiêu cực đến chi tiêu CNTT toàn cầu và có thể ảnh hưởng đến các giả định của chúng tôi đối với FPT và tăng trưởng mảng CNTT nước ngoài của công ty. Hơn nữa, những thách thức trong nước kéo dài trên thị trường bất động sản có thể mang lại những tác động không tích cực đối với hoạt động của công ty. Kịch bản kém khả quan nhất của chúng tôi là tăng trưởng EPS ở mức 13% trong năm 2023, tương ứng với giá mục tiêu 1 năm là 80.900 đồng (tiềm năng tăng giá là 5%).

Hình 21: Các chỉ tiêu chính của FPT	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	23.214	27.717	29.830	35.657	43.832	50.482
Lợi nhuận gộp	8.723	10.712	11.814	13.632	17.088	20.328
LNTT	3.852	4.665	5.263	6.337	7.666	9.065
Lợi nhuận ròng	3.228	3.912	4.424	5.349	6.593	7.796
EPS (VND)	2.298	2.746	2.973	4.054	5.013	5.918
BVPS (VND)	20.325	20.584	20.083	19.767	23.174	27.601
DPS (VND)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
ROA	11,8%	12,4%	11,8%	11,2%	11,6%	12,5%
ROE	23,0%	24,8%	25,0%	26,7%	28,0%	27,4%
Tỷ suất cổ tức	4,7%	3,4%	3,4%	2,2%	2,6%	2,6%
Tiền mặt ròng/VCSH (x)	0,2	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3
P/E (x)	10,9	13,8	14,4	22,9	15,3	13,0
P/B (x)	2,1	2,8	2,9	4,7	4,0	3,4

Nguồn: Công ty, SSI Research

Tổng Công ty Cổ phần Công trình Viettel (CTR: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 50.400 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 71.100 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 41%)**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ CTR là công ty niêm yết duy nhất được hưởng lợi từ đợt đầu giá băng tần mới 4G/5G sắp tới. Việc sửa đổi luật về tần số vô tuyến đã được thông qua vào tháng 11/2022 và đây có thể là cơ hội để bắt đầu đầu giá băng tần cho 4G trong 6 tháng cuối năm 2023.
 - ✓ Việc triển khai băng tần mới 4G, cùng với việc mở rộng thị phần di động của Tập đoàn Viettel sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng khai thác và cho thuê hạ tầng viễn thông của CTR.
 - ✓ CTR đã khai thác tốt phân khúc xây dựng nhà ở B2C. Thị trường B2C bị phân mảnh có thể là cơ hội để CTR giành được thị phần mới. Doanh số bán hàng của phân khúc xây dựng nhà ở tăng 61% so với cùng kỳ, đẩy lợi nhuận gộp cao hơn 41% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022. Doanh số bán hàng từ xây dựng nhà ở chiếm khoảng 17% tổng doanh thu. Mặc dù dự báo đ ingang trong năm 2023, nhưng phân khúc này sẽ tiếp tục mở rộng trong dài hạn.
- **Rủi ro giảm giá:** Suy thoái kinh tế trong nước tồi tệ hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến hoạt động đầu giá băng tần mới 4G/5G, tác động tiêu cực đến thu nhập khả dụng, giảm doanh thu trung bình trên mỗi người dùng (ARPU) và làm chậm tăng trưởng số lượng thuê bao di động mới. Điều này có thể ảnh hưởng đến dự báo của chúng tôi đối với phân khúc cho thuê & vận hành cơ sở hạ tầng viễn thông của CTR.

Hình22: Các chỉ tiêu chính của CTR (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	4.277	5.100	6.359	7.454	9.390	10.496
Lợi nhuận gộp	259	304	475	626	790	931
EBITDA	196	282	436	634	842	1.083
Lợi nhuận ròng	147	189	274	376	461	527
EPS (VND)	1.067	1.385	2.025	3.395	3.386	3.868
BVPS (VND)	14.962	14.282	14.779	14.128	17.295	21.056
DPS (VND)	1.700	1.600	1.000	1.000	1.000	1.000
ROA	7,1%	7,9%	8,7%	9,6%	10,1%	9,0%
ROE	20,0%	23,0%	28,4%	31,7%	31,6%	29,6%
Tỷ suất cổ tức	19,3%	7,8%	3,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Tiền mặt ròng/VCSH	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	(0,1)
P/E	8,3	14,8	20,9	25,4	16,2	14,1

Nguồn: Công ty, SSI Research

Nguyên vật liệu - Thép: Biên lợi nhuận có thể cải thiện nhờ giá bán ổn định, nhưng nhu cầu vẫn còn rủi ro suy yếu

Triển vọng 2023: Trung lập

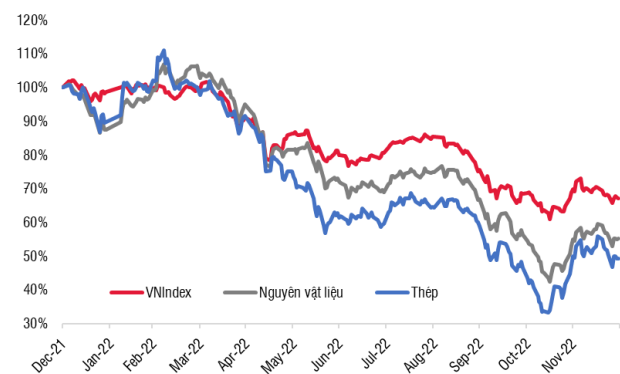
Cổ phiếu ưa thích: HPG, HSG

Nhìn lại năm 2022: KÉM KHẢ QUAN, do lợi nhuận giảm mạnh

Diễn biến ngành: KÉM KHẢ QUAN

Sau giai đoạn năm 2020 và 2021 khi giá cổ phiếu ghi nhận diễn biến vượt trội, ngành thép đã giảm 51% trong năm 2022, thấp hơn 18% so với kết quả của chỉ số VN Index. Hầu hết các cổ phiếu đều giảm giá 60~70%, trong khi HPG – mã cổ phiếu có diễn biến tốt nhất - cũng chứng kiến mức giảm giá 49%.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

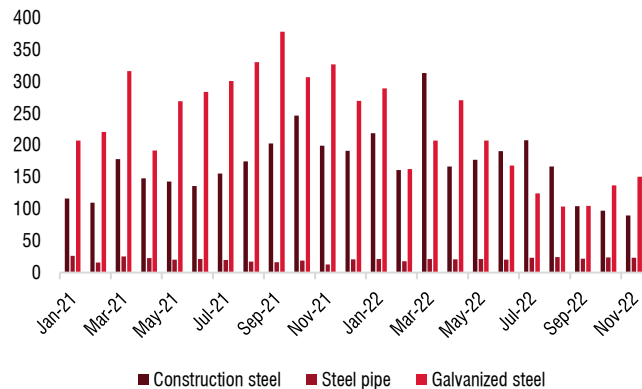
Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

Nhu cầu giảm do hoạt động xuất khẩu suy yếu: Tổng sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm trong 11 tháng đầu năm 2022 giảm 3,8% so với cùng kỳ do kênh xuất khẩu giảm sút.

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng và ống thép (trong đó kênh nội địa đóng góp 80~90% tổng doanh thu) tăng 4~5% so với cùng kỳ nhờ mức nền so sánh thấp trong năm 2021.

Tuy nhiên, sản lượng tôn mạ giảm 22% so với cùng kỳ do xuất khẩu giảm mạnh 37%, vốn chiếm 63% doanh thu tôn mạ trong năm 2021. Xuất khẩu giảm do nhu cầu toàn cầu chậm lại, đặc biệt là tại thị trường Mỹ và Châu Âu. Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu toàn cầu ước tính giảm 2,3% trong năm 2022 sau khi phục hồi 2,8% trong năm 2021. Nhu cầu từ thị trường Châu Âu ước tính sẽ giảm 3,5% trong năm 2022 sau khi tăng 18,1% trong năm 2021, trong khi nhu cầu của thị trường Hoa Kỳ cũng cho thấy diễn biến tương tự, với tăng trưởng nhu cầu ước tính giảm tốc từ mức 21,3% cho năm 2021 xuống 2,1% năm 2022.

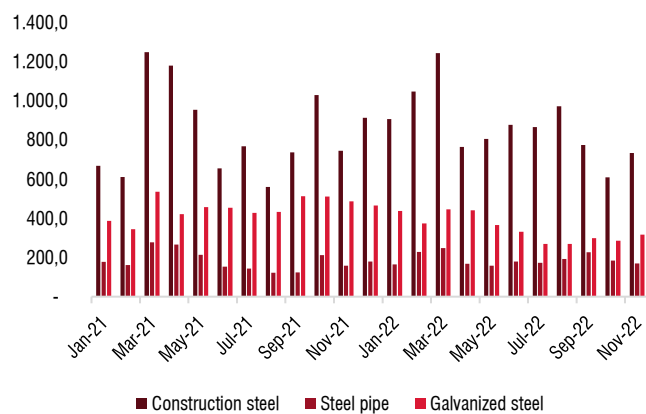
Sản lượng xuất khẩu thép thành phẩm (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, SSI Research

Nhu cầu trong nước cũng suy yếu đáng kể trong nửa cuối năm: Doanh thu trong nước đạt mức cao nhất trong tháng 3 cả về giá trị tuyệt đối và mức tăng trưởng hàng năm. Kết quả này là do nhu cầu bị dồn nén và giá thép tăng đã khuyến khích các nhà phân phối tích trữ hàng tồn kho. Tuy nhiên, nhu cầu có xu hướng giảm nhanh hơn dự kiến từ nửa cuối năm 2022 do lãi suất tăng cũng như sự biến động trên thị trường bất động sản. Cụ thể, sau khi tăng 15% so với cùng kỳ trong quý 1 năm 2022, sản lượng tiêu thụ thép thành phẩm từ tháng 4 đến tháng 11 đã giảm 4% so với cùng kỳ, mặc dù quý 3/2021 ghi nhận mức cơ sở thấp. Sản lượng tiêu thụ trong quý 2 năm 2022 và giai đoạn tháng 10~ tháng 11/2022, thường là mùa cao điểm, lần lượt giảm 19% và 12% so với cùng kỳ. So với mức trước covid, doanh thu bán hàng trong nước trong 11 tháng đầu năm 2022 đã giảm 8,2% so với cùng kỳ năm 2019.

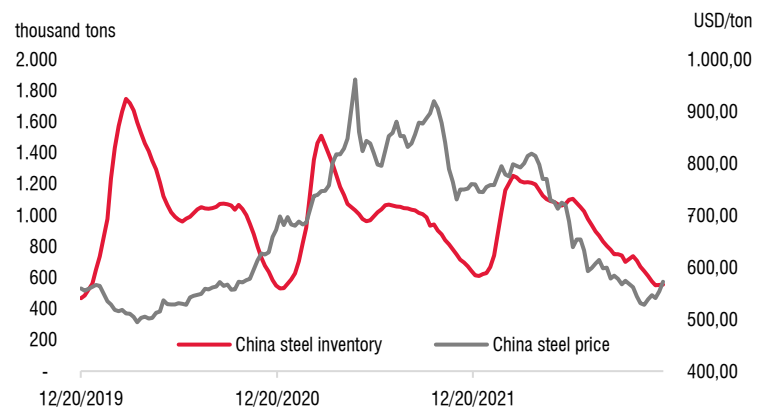
Doanh thu bán hàng trong nước



Nguồn: VSA, SSI Research

Giá thép tăng vọt trong quý đầu tiên trước khi điều chỉnh đáng kể vào cuối năm. Giá HRC tăng 20%, trong đó giá thép xây dựng tăng hơn 15% trong 3 tháng đầu năm 2022 nhờ nhu cầu bị dồn nén và giá bán trên thị trường toàn cầu phục hồi, trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung do xung đột Nga-Ukraine. Tuy nhiên, từ mức cao nhất trong tháng 3, giá thép xây dựng và HRC đã giảm lần lượt 22% và 35% do nhu cầu suy yếu và hàng tồn kho ở mức cao.

Lượng hàng tồn kho và giá thép tại Trung Quốc (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Lợi nhuận của doanh nghiệp thép xấu đi và ghi nhận khoản lỗ lịch sử trong quý 3 do sản lượng giảm và giá điều chỉnh mạnh: Lợi nhuận của gần như tất cả các công ty thép đều giảm đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2022 và ghi nhận mức lỗ cao kỷ lục trong quý 3 năm 2022 do nhu cầu thị trường giảm nhanh và giá thép giảm, khiến các công ty phải tăng trích lập dự phòng hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng hầu hết các công ty sẽ vẫn phải ghi nhận khoản lợi nhuận âm trong quý cuối cùng của năm 2022.

	Doanh thu				Lợi nhuận gộp				LNTT			
	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022	9T2021	9T2022	Quý 3/2021	Quý 3/2022
HPG	104.969	115.584	38.674	34.103	31.521	17.649	11.861	1.001	29.018	12.001	10.979	-1.300
HSG	39.627	32.777	15.797	7.939	7.318	2.794	2.467	(231)	4.166	(393)	1.043	(997)
NKG	19.393	18.771	7.531	4.424	3.212	1.691	1.296	-159	2.049	354	706	-476
POM	9.588	11.132	3.104	2.978	626	-219	120	-578	226	-706	4	-715
TVN	29.447	30.378	9.090	8.589	1.993	371	357	-271	1.231	-383	59	-585
TIS	9.634	9.525	3.085	2.605	800	262	186	45	142	22	15	-23
SMC	15.163	18.949	4.141	5.672	1.359	338	234	-67	1.061	-52	163	-217

Nguồn: Các công ty

Triển vọng năm 2023

Nhu cầu trong nước có thể tiếp tục suy yếu do thị trường bất động sản trì trệ và chính sách tiền tệ thắt chặt. Theo Bộ Xây dựng, số lượng căn hộ mới được cấp phép xây dựng trong 3 quý đầu năm 2022 giảm 41% so với cùng kỳ. Ngoài ra, tiến độ của các dự án đang tồn đọng cũng có thể bị chậm lại, do vấn đề thanh khoản của chủ đầu tư bất động sản.

Kênh hộ gia đình (từng có khả năng phục hồi tốt hơn) cũng có thể bị ảnh hưởng bởi sự suy giảm của nền kinh tế nói chung, với tỷ lệ thất nghiệp và lãi suất cao hơn. Chúng tôi cho rằng nhu cầu thép thành phẩm trong nước có thể giảm ở mức một con số vào năm 2023. Nhìn vào các dữ liệu trong quá khứ có thể thấy ngành thép Việt Nam đã từng đối mặt với điều này trước đây. Doanh thu thép xây dựng giảm 7% so với cùng kỳ trong năm 2022. Tuy nhiên, việc tăng tốc đầu tư công có thể giúp bù đắp một phần nhu cầu thép giảm từ kênh dân dụng.

Giá thép có thể ít biến động hơn trong năm 2023 do nhu cầu của Trung Quốc ổn định: Sau khi giảm 2~4% trong năm 2022, nhu cầu của Trung Quốc dự kiến sẽ không thay đổi hoặc phục hồi nhẹ trong khoảng 1~2% trong năm 2023, điều này được thúc đẩy bởi việc mở cửa trở lại trong những tháng đầu năm

Nhu cầu của thị trường Trung Quốc có thể vẫn yếu, do doanh thu bán nhà ở mới giảm kể từ nửa cuối năm 2021, nhưng sẽ được hỗ trợ bởi các biện pháp gần đây của chính phủ nhằm giải quyết vấn đề thanh khoản của các chủ đầu tư bất động sản và đầu tư cơ sở hạ tầng. Bên cạnh đó, sản lượng thép của các nhà sản xuất lớn nhất thế giới cũng sụt giảm do các nhà máy phải cắt giảm sản lượng sau một thời gian dài thua lỗ. Sau khi đạt mức cao nhất vào tháng 5/2022 ở mức 96,6 triệu tấn, sản lượng thép của Trung Quốc đã giảm dần xuống 74,5 triệu tấn vào tháng 11, gây ra sự cân bằng giữa cung và cầu.

Những yếu tố này có thể giúp giá thép khu vực ổn định hơn trong năm 2023. Tuy nhiên, ít có khả năng giá thép tăng mạnh, vì việc mở cửa trở lại ở Trung Quốc cũng sẽ dẫn đến nguồn cung tăng. Ngoài ra, mức giá hiện tại đã cao hơn 20~40% so với mức trước covid. Nhu cầu yếu ở Việt Nam cũng có thể gây khó khăn cho các nhà sản xuất trong việc tăng giá lên mức tương đương với giá trong khu vực.

Thị trường xuất khẩu vẫn chưa thuận lợi do suy thoái, nhưng có khả năng phục hồi vào cuối năm:

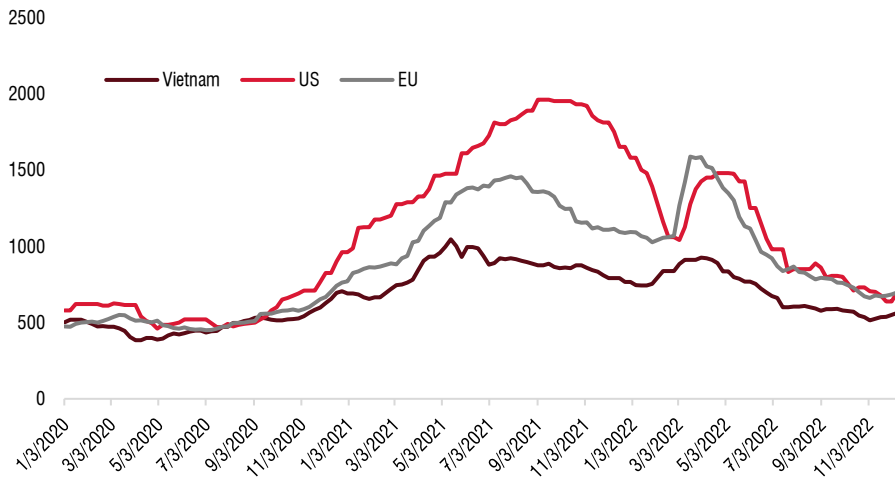
Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép dự kiến sẽ phục hồi 1% so với cùng kỳ, lên 1,8 tỷ tấn vào năm 2023, sau khi giảm 2,3% trong năm 2022. Nhu cầu ở cả thị trường Mỹ và Châu Âu dự kiến sẽ giảm trong năm tới do suy thoái kinh tế.

Nhu cầu tại thị trường ASEAN dự kiến sẽ duy trì ổn định trong năm 2023, sau khi tăng trưởng 4~6% trong năm 2022. Tuy nhiên, xuất khẩu sang các đối tác thương mại lâu năm vẫn có thể bị ảnh hưởng bởi sự gia tăng công suất trong những năm gần đây ở các nước láng giềng như Malaysia, Indonesia, và Phi-lip-pin.

Theo đó, chúng tôi dự báo xuất khẩu thép thành phẩm có thể giảm hơn 10% so với cùng kỳ trong năm 2023.

Lợi nhuận của các công ty có thể phục hồi từ năm 2022 nhưng vẫn còn rủi ro cao: Giá thép và nguyên liệu thô ổn định hơn có thể giúp ổn định lợi nhuận của các công ty thép trong năm 2023. Tuy nhiên, nhu cầu yếu có thể dẫn đến hiệu suất sử dụng thấp, chỉ ở mức 60~75% (so với trên 80% trong năm 2022 và hơn 90% trong năm 2021), điều này sẽ gây áp lực lên doanh thu, dòng tiền và tỷ suất lợi nhuận của công ty trong năm tới. Ngoài ra, khoảng cách giá giữa Việt Nam và các thị trường khác ngày càng thu hẹp sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận xuất khẩu kém hấp dẫn hơn so với giai đoạn 2020-2021.

Giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của ngành thép sẽ tiếp tục giảm trong nửa đầu năm nhưng dần phục hồi vào cuối năm nhờ khả năng phục hồi nhu cầu ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu.

Định giá ngành

P/E dự phóng năm 2023 của ngành nằm trong khoảng 10~20x, cao hơn nhiều so với mức trung bình lịch sử là 8~10x và thậm chí cao hơn cả mức định giá trong thời kỳ suy thoái là 10~13x.

Mặt khác, P/B của các cổ phiếu chủ chốt như HPG, HSG và NKG hiện nằm trong khoảng 0,6~1x, thấp hơn 20% so với mức trung bình lịch sử, nhưng vẫn cao hơn 20~30% so với mức định giá thấp trong các thị trường giảm giá trước đó (giai đoạn năm 2011 hoặc tháng 3 năm 2020). Chúng tôi không kỳ vọng P/B của các công ty thép sẽ phục hồi đáng kể trong ngắn hạn, do ROE có thể sẽ ở quanh mức thấp lịch sử trong năm 2023.

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND) (*)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			PE			ROE			Tỷ suất cổ tức		
			2021	2022E	2023F	2021	2022E	2023F	2021	2022E	2023F	2021	2022E	2023F
HPG	18.000	18.200	155,6%	-70,4%	7,1%	6,0	11,4	10,6	46,0%	10,8%	10,8%	1,1%	2,8%	2,8%
HSG	11.000	12.650	274,0%	-94,2%	35,5%	5,3	35,3	22,2	49,5%	2,3%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%
NKG	10.000	13.400	653,6%	-99,6%	1994,5%	3,8	424,2	20,3	50,0%	0,1%	2,8%	2,6%	0,0%	0,0%

Nguồn: SSI Research, (*) Giá hiện tại dựa trên giá ngày 30 tháng 12 năm 2022

Cổ phiếu ưa thích: HPG, HSG

1. Công ty Cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HPG: HOSE)

- **Giá hiện tại (ngày 30/12/2022): 18.200 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 18.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Dẫn đầu ngành thép Việt Nam với lợi thế vượt trội về quy mô, chi phí sản xuất và vị thế tài chính.
 - ✓ Thị phần có thể tăng trong dài hạn đi cùng với quá trình tái cơ cấu thị trường, khi các công ty nhỏ hơn và hoạt động kém hiệu quả có thể bị xóa sổ khỏi thị trường. HPG có thể có vị thế tốt nhất để hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường.
- **Rủi ro**
 - ✓ Hiệu suất sử dụng thấp trong năm 2023 có thể ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận
 - ✓ Việc Trung Quốc mở cửa trở lại có thể trở thành con dao hai lưỡi khi sức cầu yếu tại thị trường trong nước sẽ khiến HPG gặp khó trong việc tăng giá bán lên ngang tầm khu vực, đặc biệt là đối với thép xây dựng.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	55.836	63.658	90.119	149.680	139.013	120.773
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	8.601	7.578	13.506	34.521	10.217	10.947
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	7,3%	-11,9%	78,2%	155,6%	-70,4%	7,1%
EPS (VND)	4.036	2.726	4.060	7.708	1.704	1.826
ROE (%)	23,6%	17,1%	25,2%	46,0%	10,8%	10,8%
Nợ/VCSH (%)	59,8%	76,8%	91,4%	63,0%	57,1%	47,1%
Tỷ suất cổ tức (%)	0,0%	2,1%	1,2%	1,1%	2,6%	2,6%
P/E (x)	7,7	8,7	10,2	6,0	11,4	10,6
P/B (x)	1,2	1,0	1,5	1,4	0,8	0,9

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HSG: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (ngày 30/12/2022): 11.550 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 11.000 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Công ty hàng đầu về tôn mạ tại Việt Nam, với thị phần đạt 29% trong 11 tháng đầu năm 2022
 - ✓ Dư nợ giảm 60% trong 4 năm qua do chi phí đầu tư thấp và dòng tiền hoạt động mạnh. Điều này đã giúp công ty giảm tỷ lệ nợ trên VCSH về mức an toàn là 0,35 lần vào năm tài chính 2022 - so với mức cao nhất là 2,3 lần vào năm tài chính 2018.
 - ✓ Lợi nhuận trong năm 2023 có thể phục hồi khoảng 35%, đạt 340 tỷ đồng do không còn hàng tồn kho chi phí cao và chi phí lãi vay giảm. Tăng trưởng lợi nhuận có thể phục hồi từ nửa cuối năm tài chính 2023.
- **Rủi ro**
 - ✓ Nhu cầu yếu kéo dài có thể dẫn đến sản lượng tiêu thụ và hiệu suất hoạt động thấp hơn dự kiến.
 - ✓ Biến động giá có thể mang lại những thách thức cho việc quản lý hàng tồn kho

	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	28.035	27.531	48.727	49.711	30.334
Lợi nhuận ròng	361,4	1.153,0	4.312,8	251,1	340,1
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-12%	219%	274%	-94%	35%
EPS (VND)	853	2.594	8.740	420	569
ROE (%)	7%	19%	50%	2%	3%
Nợ/VCSH	1,77	1,24	0,63	0,38	0,24
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
P/E (x)	14,82	6,03	5,32	35,25	22,24
P/B (x)	0,98	1,06	2,12	0,81	0,68
EV/EBITDA (x)	6,05	4,61	4,53	7,14	6,34

Nguồn: Công ty, SSI Research

Nguyên vật liệu – Xi măng: Triển vọng lợi nhuận tích cực

Triển vọng 2023: Trung lập

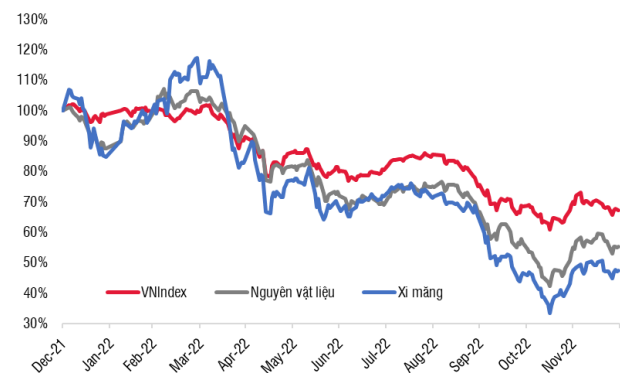
Cổ phiếu theo dõi: HT1

Nhìn lại năm 2022: Kém khả quan do giá than đầu vào tăng cao

Diễn biến ngành: Kém khả quan

Ngành xi măng ghi nhận mức giảm 53% trong năm 2022, kém hơn 20% so với chỉ số VNIndex. Diễn biến ngành kém khả quan hơn so với kỳ vọng; lợi nhuận chưa thể trở lại mức trước dịch Covid vào năm 2022. Hai nguyên nhân chính khiến LNST giảm bao gồm: (1) nhu cầu xi măng ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu đều thấp; và (2) giá than ở mức cao.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

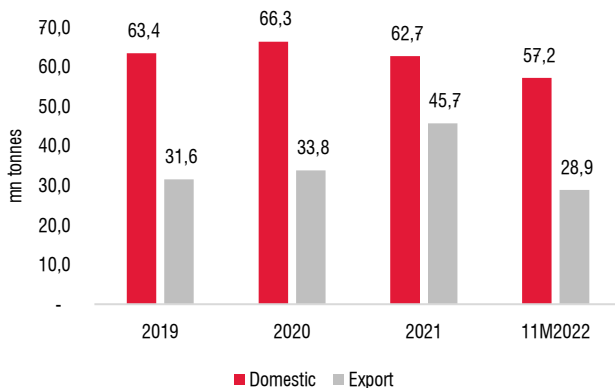


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

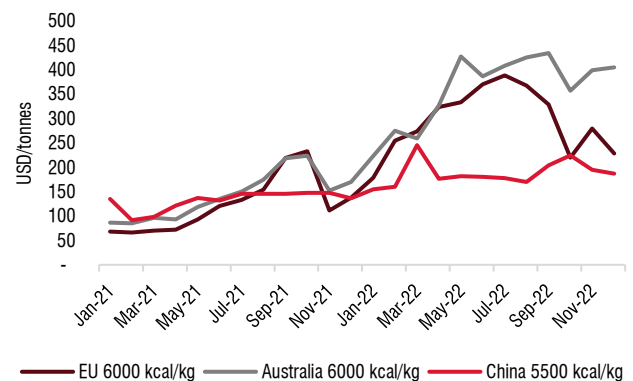
- Giá than toàn cầu đã tăng khoảng 66% -138% trong năm 2022.** Than chiếm khoảng 30%-40% chi phí sản xuất xi măng. Giá than của Úc hạ nhiệt xuống 404 USD/tấn vào T12/2022 sau khi đạt đỉnh 458 USD/tấn (+170% so với đầu năm) vào T9/2022. Giá than của Châu Âu cũng giảm 30% kể từ T9/2022. Giá than tăng mạnh trong năm 2022 là do: (1) chiến tranh Ukraine-Nga đẩy giá năng lượng lên cao; (2) việc áp đặt các biện pháp trừng phạt đối với Nga buộc châu Âu phải sử dụng năng lượng thay thế khác, trong đó bao gồm than và (3) nền kinh tế mở cửa trở lại sau dịch Covid-19.

Sản lượng xi măng của Việt Nam



Nguồn: VNCA, SSI Research

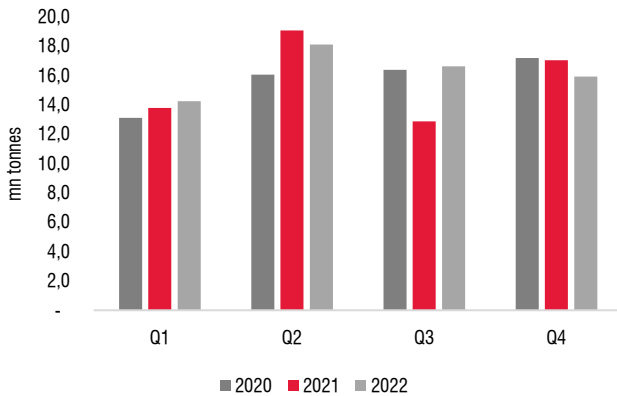
Giá than thế giới



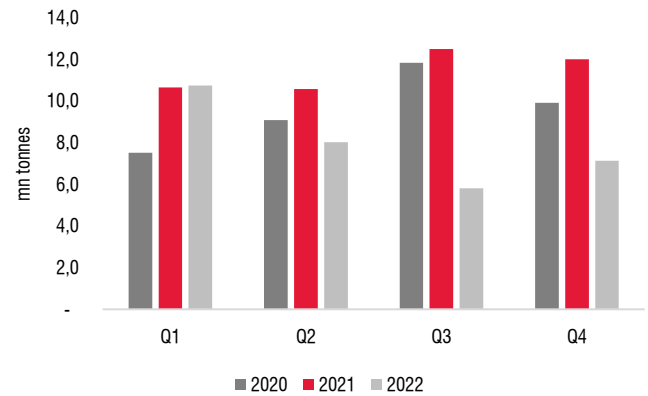
Nguồn: Bloomberg

Mức tiêu thụ xi măng trong nước đạt 57,2 triệu tấn (+4% so với cùng kỳ) trong 11T2022. Nhu cầu trong nước yếu đi do chu kỳ đi xuống của thị trường bất động sản (kể từ Q2.2022). Mức tiêu thụ xi măng trong nước tăng 3,3% so với cùng kỳ trong Q1.2022, sau đó giảm 5,1% so với cùng kỳ trong Q2.2022. Trong Q3.2022, tiêu dùng trong nước tăng 29,2% so với cùng kỳ, do mức cơ sở thấp của Q3.2021 trong bối cảnh đóng cửa nền kinh tế do đại dịch Covid-19. Trong hai tháng đầu Q4.2022, sản lượng tiêu thụ xi măng giảm 1,8% so với cùng kỳ và 4,1% so với quý trước. Năm 2020-2021, mức tiêu thụ xi măng trong nước thường tăng 5%-30% tại quý 4 so với quý trước đó.

Mức tiêu thụ xi măng trong nước



Xi măng xuất khẩu và clinker



Nguồn: VNCA, SSI Research

Nguồn: VNCA, SSI Research

- Trong năm 2022, xuất khẩu xi măng và clinker giảm -29% so với cùng kỳ, với sản lượng xuất khẩu đạt 31,7 triệu tấn. Theo dữ liệu 11T2022, sản lượng xi măng xuất khẩu đạt tổng cộng 14,8 triệu tấn (-3% so với cùng kỳ), trong khi xuất khẩu clinker đạt tổng cộng 14,1 triệu tấn (-48% so với cùng kỳ). Trung Quốc là thị trường xuất khẩu clinker lớn nhất của Việt Nam, chiếm lần lượt 53% và 27% thị phần xuất khẩu trong năm 2021 và 2022. Tuy nhiên, xuất khẩu xi măng sang Trung Quốc đã giảm -64% so với cùng kỳ trong năm 2022 do thị trường bất động sản trì trệ và chính sách Zero-Covid của Trung Quốc. Do đó, sự cạnh tranh giữa các nhà sản xuất xi măng ở miền Bắc và miền Trung của Việt Nam ngày càng gay gắt.

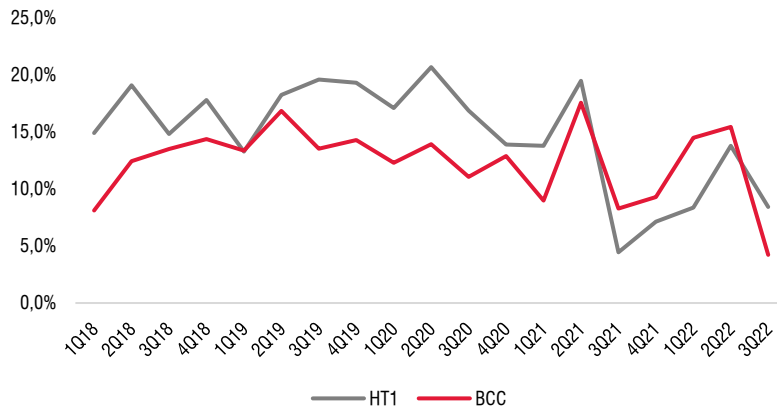
Bảng: Các nước xuất khẩu xi măng hàng đầu của Việt Nam (tấn)

	2019	2020	2021	2022	2022/2021 YoY
Trung Quốc	16.560.270	22.225.607	24.405.569	8.708.705	-64,3%
Philippines	5.030.676	6.345.366	7.547.508	7.803.424	3,4%
Bangladesh	3.345.050	1.859.756	3.486.911	4.438.499	27,3%
Tổng sản lượng xuất khẩu	31.581.231	33.790.227	45.701.077	31.685.479	-30,7%

Nguồn: Tổng cục Hải quan

- Lợi nhuận của các công ty sản xuất xi măng tiếp tục giảm do chi phí sản xuất tăng. Khi chi phí sản xuất tiếp tục tăng, lợi nhuận của công ty đều giảm. Chi phí sản xuất xi măng tăng đáng kể trong năm 2022 do giá than tăng, nhưng giá xi măng chỉ nhích nhẹ (5%-10%) do cạnh tranh gay gắt và tiêu thụ yếu. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất xi măng vẫn ở mức thấp trong khoảng 4,2%-8,4% trong Q3.2022. Do đó các công ty xi măng trong Q3.2022 ghi nhận lỗ hoặc tại mức hòa vốn. Trong Q3.2022, lợi nhuận ròng của HT1 và BCC lần lượt đạt 36 tỷ đồng và -36 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty xi măng



Nguồn: Các công ty, SSI Research

Bảng: Doanh thu và lợi nhuận ròng của một số công ty xi măng (triệu đồng)

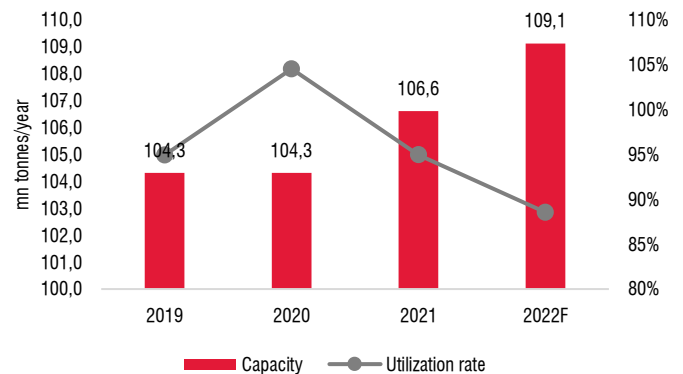
Mã CP	Sàn	Doanh thu 9T22	Doanh thu 9T21	Tăng trưởng doanh thu 9T22	LNST 9T2022	LNST 9T2021	Tăng trưởng LNST 9T22
HT1	HOSE	6.602.918	5.039.983	31,01%	203.795	316.541	-35,62%
BCC	HNX	3.298.815	3.125.994	5,53%	93.471	93.702	-0,25%
Tổng	Triệu đồng	9.901.734	8.165.977	21,26%	267.266	410.243	-27,54%

Nguồn: Các công ty, SSI Research

Triển vọng năm 2023

- **Chúng tôi kỳ vọng giá than sẽ có sự điều chỉnh hợp lý trong năm 2023 do:** (1) tác động của cuộc chiến Nga – Ukraine lắng xuống; (2) giá năng lượng khác (như dầu mỏ, LNG) ổn định hơn; và (3) Trung Quốc tăng kế hoạch sản xuất than. Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia (NDRC) của Trung Quốc dự đoán rằng sản lượng than hàng năm sẽ tăng lên 4,6 tỷ tấn vào năm 2025 (so với 4,1 tỷ tấn trong năm 2021). Đồng thời, Fitch Solution dự báo giá than (của Úc) sẽ ở mức 200 USD/tấn (-45% so với cùng kỳ) vào cuối năm 2023 trong khi World Bank dự báo 240 USD/tấn (-34% so với cùng kỳ). Giá than của Úc và Châu Âu đã giảm 10%-30% trong T12/2022 sau khi đạt đỉnh vào T9/2022.
- **Trong năm 2023, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ xi măng trong nước sẽ đi ngang so với năm 2022** do thị trường bất động sản vẫn yếu. Một điểm tích cực là kế hoạch đầu tư công năm 2023 ước tính sẽ tăng 25% so với cùng kỳ về giá trị, đóng vai trò là động lực hỗ trợ tiêu thụ xi măng trong nước. Trong năm 2012, một năm mà cả thị trường bất động sản và đầu tư công đều suy giảm, tiêu thụ xi măng trong nước chỉ giảm 8% so với cùng kỳ.
- **Thị trường xuất khẩu có thể phục hồi trong nửa cuối năm 2023** do Trung Quốc mở cửa trở lại. Điều này có thể giúp giảm áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp ở miền Bắc và miền Trung của Việt Nam. Trong Q4.2022, chúng tôi nhận thấy dấu hiệu phục hồi của xuất khẩu xi măng khi xuất khẩu xi măng tăng 32% so với quý trước. Tuy nhiên, kênh này có thể bị ảnh hưởng do việc tăng thuế xuất khẩu clinker từ 5% lên 10% từ ngày 1/1/2023 nhằm hạn chế xuất khẩu khoáng sản, theo Nghị định số 101/2021/NĐ-CP mới đây.
- **Áp lực cạnh tranh trong nước có thể gia tăng khi công suất tăng:** Công suất trong nước tăng từ 3%-10% trong giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi ước tính rằng hiệu suất sử dụng của ngành xi măng giảm từ 95% trong năm 2021 xuống còn 89% trong năm 2022. Khi kết hợp với mức tiêu thụ yếu và thị trường xuất khẩu giảm mạnh, điều này dẫn đến sự gia tăng cạnh tranh ở miền Bắc và miền Trung tại Việt Nam, tập trung hầu hết các dự án sản xuất xi măng mới và có tỷ lệ xuất khẩu cao hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá xi măng trong năm 2023 sẽ đi ngang hoặc giảm nhẹ 1-3% so với năm 2022.

Công suất và hiệu suất sử dụng xi măng Việt Nam



Nguồn: VNCA, SSI Research

Bảng: Dây chuyền sản xuất xi măng mới trong năm 2022-2023

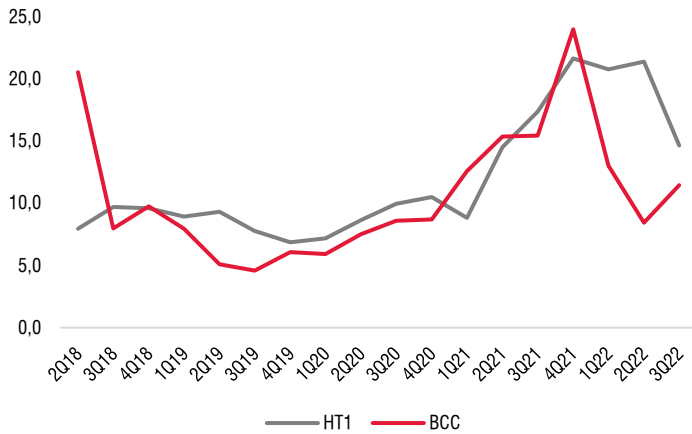
Công ty	Công suất (tấn/năm)	Tỉnh	Năm bắt đầu
Long Sơn – Dây chuyền sản xuất 4	2,5	Thanh Hóa	2022
Xuân Thành – Dây chuyền sản xuất 3	4,5	Hà Nam	2022-2023
Đại Dương – Dây chuyền sản xuất 1	2,3	Thanh Hóa	2022-2023
Long Thành – Dây chuyền sản xuất 1	2,3	Hà Nam	2023

Nguồn: VNCA, SSI Research

- **Kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xi măng cải thiện trong năm 2023:** Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty xi măng sẽ cải thiện trong khoảng 2%-3% so với cùng kỳ do giá than điều chỉnh giảm. Chúng tôi cho rằng giá than nhập khẩu tại Việt Nam có thể sẽ thấp hơn vào năm 2023; tuy nhiên, thời gian biến động giữa giá than thế giới và giá than Việt Nam thường có độ trễ. Đồng thời, tại Q3.2022, các công ty xi măng niêm yết như HT1 và BCC có tỷ lệ vay nợ trên vốn chủ sở hữu thấp lần lượt là 0,34/0,31. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2023 của các công ty xi măng sẽ phục hồi từ 50%-90%, với phần lớn mức tăng trưởng chủ yếu trong nửa cuối năm 2023.

- Định giá có thể đã phản ánh dấu hiệu phục hồi lợi nhuận:** P/E của các mã trong ngành xi măng đã giảm mạnh từ 22-24 lần trong năm 2021 xuống 11-15 lần năm 2022, nhưng vẫn cao hơn mức trung bình 10 năm là khoảng 7-10 lần. Điều này đã phản ánh sự sụt giảm trong lợi nhuận của các công ty xi măng trong năm 2022. Nếu lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2023 nhờ việc giá than điều chỉnh giảm, thì hệ số P/E của ngành dự kiến sẽ nằm tại mức cao trong phạm vi lịch sử là khoảng 10 lần. Do đó, chúng tôi cho rằng việc kỳ vọng lợi nhuận phục hồi đã được phản ánh một phần vào định giá hiện tại. Vậy nên, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nên chờ đợi dấu hiệu giá than điều chỉnh thấp hơn và giá cổ phiếu được điều chỉnh sâu hơn.

P/E của HT1 and BCC



Nguồn: Fiinpro, SSI Research

Cổ phiếu quan sát: HT1**Công ty Cổ phần Xi măng Hà Tiên 1 (HT1: HOSE)**

- **Giá cổ phiếu (ngày 30/12/2022): 10.350 đồng; Giá mục tiêu 1 năm: 12.300 đồng**
- **Luận điểm đầu tư:**
 - ✓ Thị trường chính của HT1 là ở miền Nam - áp lực cạnh tranh ít hơn do thiếu nguồn cung. Vì vậy, sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức cao.
 - ✓ Kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn so với các công ty sản xuất xi măng trong năm 2023 khi giá than giảm.
 - ✓ Cơ cấu tài chính lành mạnh, cùng với dòng tiền ổn định.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Nhu cầu xi măng phục hồi chậm/nhanh hơn dự kiến.
 - ✓ Giá than đầu vào tăng ít/cao hơn dự kiến.

(tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	8.378	8.839	7.963	7.064	8.736	8.741
Lợi nhuận ròng	634	741	608	412	261	509
Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	30,4%	16,9%	-17,9%	-32,2%	-36,8%	95,3%
EPS (VND)	1.661	1.940	1.593	1.080	629	1.227
ROE (%)	12,2%	14,1%	11,3%	7,8%	5,0%	9,4%
Tỷ suất cổ tức (%)	8,8%	8,0%	4,2%	2,7%	4,8%	4,8%
Nợ/VCSH (%)	0,74	0,59	0,44	0,31	0,22	0,21
P/E (x)	8,22	7,71	17,93	20,7	15,07	8,43
P/B (x)	1,01	1,07	2,02	1,64	0,69	0,71
EV/EBITDA (x)	4,54	4,3	7,59	8,12	4,65	5,34

Nguồn: Công ty, SSI Research

Nguyên vật liệu – Phân bón: Vị thế tiền mặt ròng cao giúp nâng đỡ giá cổ phiếu

Triển vọng 2023: Kém khả quan

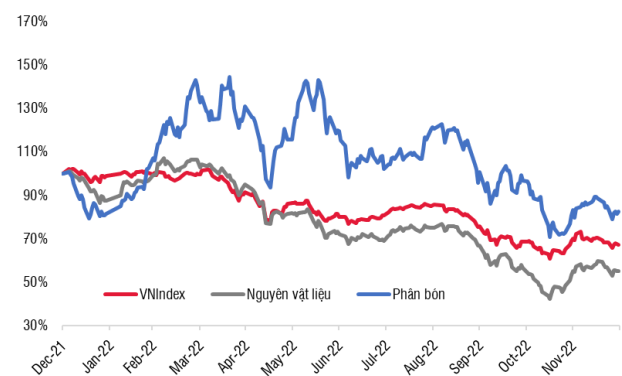
Cổ phiếu ưa thích: N.a

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung nhờ lợi nhuận đạt mức cao kỷ lục

Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Vốn hóa ngành phân bón giảm giá 16% so với đầu năm, tốt hơn so với kết quả của VNIndex (giảm 32% so với đầu năm) do lợi nhuận đạt mức cao kỷ lục. Trong đó, DPM là cổ phiếu khả quan nhất với giá cổ phiếu chỉ giảm 4% so với đầu năm do chính sách chi trả cổ tức với tỷ lệ cao (lên đến 70% mệnh giá, tỷ suất cổ tức đạt 16%) và tăng trưởng lợi nhuận vững chắc. Kém hiệu quả nhất là các công ty sản xuất NPK (giá cổ phiếu BFC và LAS lần lượt giảm 43% và 61% so với đầu năm), những công ty gặp khó khăn khi chi phí nguyên liệu thô nhập khẩu tăng lên trong năm 2022.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

• Dự báo của chúng tôi

- ✓ **Giá urê đạt đỉnh trong nửa đầu năm 2022, cùng với xu hướng tăng giá khí thiên nhiên và than.** Vào đầu năm 2022, chúng tôi dự báo tình trạng thiếu than ở Trung Quốc và tình trạng thiếu khí đốt tự nhiên ở châu Âu sẽ ảnh hưởng đến sản xuất urê, khiến giá urê ở mức cao trong nửa đầu năm 2022. Trong nửa cuối năm 2022, chúng tôi dự báo giá urê sẽ giảm do vấn đề thiếu hụt than và khí đốt tự nhiên dần được giải quyết.
- ✓ **Xuất khẩu urê trì trệ trong 6 tháng đầu năm 2022 nhưng tăng lên trong 6 tháng cuối năm 2022.** Việc tạm ngừng xuất khẩu của Trung Quốc kéo dài đến hết tháng 6 năm 2022 và hạn chế xuất khẩu của Nga kéo dài đến tháng 5 năm 2022. Sau đó, Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu urê cho đến hết năm 2022 nhưng không nêu rõ hạn ngạch xuất khẩu. Theo Nitrogen Market Reporter, khối lượng xuất khẩu urê của Trung Quốc trong quý 1 và quý 2 năm 2022 lần lượt là 303 nghìn tấn và 421 nghìn tấn. Trong quý 3 năm 2022, khối lượng xuất khẩu urê của Trung Quốc tăng vọt lên 849.000 tấn mặc dù quốc gia này vẫn áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu. Nga cũng tiếp tục áp dụng hạn mức xuất khẩu đối với phân đạm (chủ yếu là urê) giai đoạn từ tháng 7 đến tháng 12 năm 2022, nhưng hạn mức đã tăng lên 8,3 triệu tấn (so với 5,9 triệu tấn trong giai đoạn từ tháng 12 năm 2021 đến tháng 5 năm 2022). Do cả Trung Quốc và Nga đều tăng dần khối lượng xuất khẩu urê, điều này đã gây áp lực giảm giá urê toàn cầu.

• Diễn biến ngoài dự báo của chúng tôi

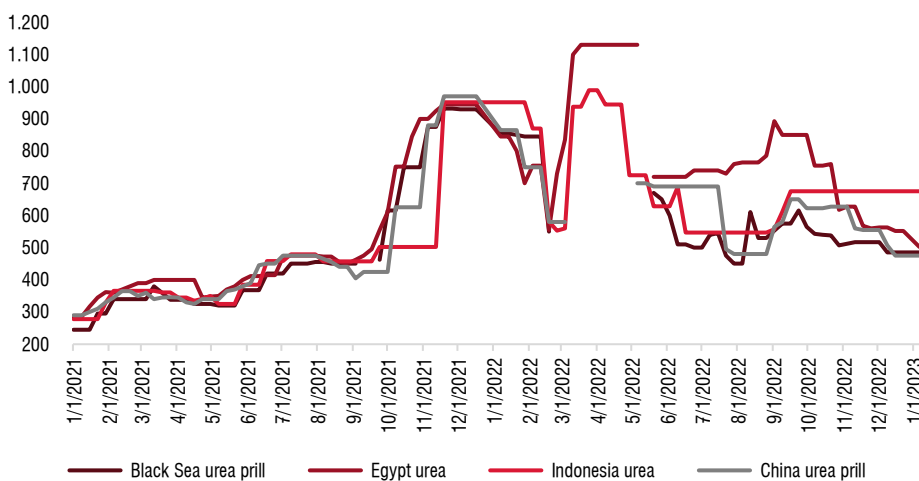
- ✓ **Chiến tranh Nga-Ukraine đã làm gián đoạn dòng chảy khí đốt tự nhiên.** Điều này đã đẩy giá nguyên liệu sản xuất phân bón (dầu mỏ và khí tự nhiên) lên cao hơn. Kết quả là, các ngành công nghiệp sử dụng nhiều năng lượng ở Châu Âu như phân bón phải cắt giảm sản xuất, làm tăng giá urê. Sự thiếu hụt nguồn cung urê ở Châu Âu đã được bù đắp bằng hàng nhập khẩu từ các nước khác (Trung Đông, Ma-rôc

và Ai Cập). Các nhà sản xuất urê Việt Nam không xuất khẩu sang Châu Âu do quãng đường vận chuyển dài, nhưng vẫn được hưởng lợi từ việc tính giá cao hơn tại các thị trường xuất khẩu (Ấn Độ và các nước ASEAN).

- ✓ **Các biện pháp trừng phạt của Châu Âu đối với hàng hóa của Nga đã làm thay đổi hoạt động giao dịch than, gián tiếp làm tăng giá than.** Than của Nga đã bị Châu Âu cấm vận bắt đầu từ tháng 8 năm 2022. Theo Ngân hàng Thế giới, than của Nga đã được chuyển hướng từ EU sang các nước khác, bao gồm cả Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ. Trong khi đó, Châu Âu chuyển sang nhập khẩu nhiều than hơn từ Columbia, Nam Phi, Mỹ và Australia. Bên cạnh đó, Trung Quốc tiếp tục tìm cách chuyển từ mua than của Australia sang than của Mỹ và Nga. Điều này làm tăng khoảng cách vận chuyển và chi phí vận chuyển, buộc các nhà sản xuất than phải chuyển phần chi phí gia tăng cho khách hàng. Ngoài ra, các nhà máy điện ở Châu Âu đã huy động nhiều điện hơn từ các nhà máy điện than để bù đắp cho phần điện khí thiếu hụt, điều này cũng đẩy giá than lên cao hơn.

Do chiến tranh Nga-Ukraine, giá ure hạ nhiệt chậm hơn dự báo ban đầu của chúng tôi.

Đồ thị: Giá ure giao ngay (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Tăng trưởng sản lượng urê ổn định trong năm 2022 nhờ hoạt động xuất khẩu. Theo Tổng cục Thống kê, sản lượng tiêu thụ urê tại Việt Nam trung bình tăng 7% so với cùng kỳ trong khoảng thời gian từ tháng 1 đến tháng 11 năm 2022. Chúng tôi ước tính **sản lượng tiêu thụ urê của DPM và DCM tăng lần lượt 9% và 8% so với cùng kỳ trong năm 2022. Giá urê tăng 40~45% so với cùng kỳ trong năm 2022.** Mặc dù giá bán urê cao, các nhà sản xuất urê vẫn cố gắng duy trì tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ổn định nhờ hoạt động xuất khẩu tích cực (tăng 131% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022 – theo Cục Hải quan Việt Nam), và điều này đã bù đắp cho sự sụt giảm nhu cầu trên thị trường nội địa.

• Kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp và định giá

DPM: Ban lãnh đạo dự kiến doanh thu và LNTT năm 2022 lần lượt đạt 19,4 nghìn tỷ đồng (tăng 52% so với cùng kỳ) và 6 nghìn tỷ đồng (tăng 58% so với cùng kỳ). LNTT trong 9 tháng đầu năm 2022 tăng 200% so với cùng kỳ, với mức tăng trưởng mạnh nhất diễn ra trong quý 1 năm 2022. Trong quý 4 năm 2022, lợi nhuận có thể giảm 60~70% so với cùng kỳ, cùng với việc giá urê giảm. Khi lợi nhuận đạt đỉnh vào năm 2022, P/E năm 2022 giảm xuống 3,6 lần, đây là mức thấp nhất trong hơn mười năm qua.

DCM: Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu và LNTT lần lượt đạt 11,5 nghìn tỷ đồng (tăng 90% so với cùng kỳ) và 3,5 nghìn tỷ đồng (tăng 308% so với cùng kỳ), với mức tăng trưởng mạnh nhất diễn ra trong quý 1/2022. Chúng tôi ước tính LNTT quý 4/2022 sẽ giảm 46% so với cùng kỳ, cùng với việc giá bán urê giảm. Với lợi nhuận đạt mức kỷ lục trong năm 2022, P/E tính đến năm 2022 giảm xuống 4,1 lần, đây là mức thấp nhất kể từ khi niêm yết (2014).

LAS: Trong 9 tháng đầu năm 2022, doanh thu và LNTT lần lượt đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (tăng 24% so với cùng kỳ) và 85 tỷ đồng (tăng 15% so với cùng kỳ). Sản lượng tiêu thụ phân lân và NPK lần lượt giảm 14% và 28% so với cùng kỳ do nhu cầu tiêu thụ giảm, trong khi công ty không

có thị trường xuất khẩu. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 14,6% trong 9 tháng đầu năm 2021 xuống 12,8% trong 9 tháng đầu năm 2022 do công ty chịu áp lực duy trì sản lượng bán ra.

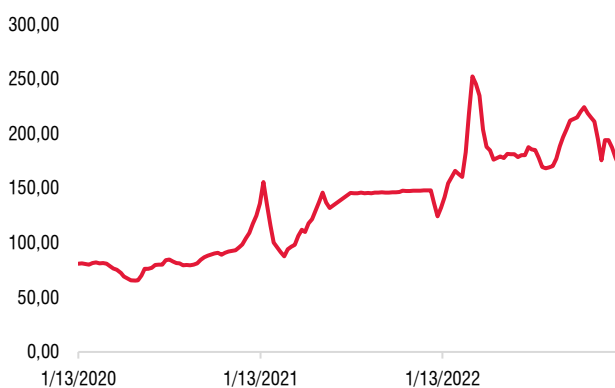
BFC: Doanh thu và LNTT 9 tháng đầu năm 2022 lần lượt đạt 6,78 nghìn tỷ đồng (tăng 14% so với cùng kỳ) và 212 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ). Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ NPK của BFC giảm ở mức hai con số trong 9 tháng đầu năm 2022 do nhu cầu tiêu thụ giảm và tỷ trọng xuất khẩu thấp. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 11,2% trong 9 tháng đầu năm 2021 xuống 10,5% trong 9 tháng đầu năm 2022 do công ty chịu áp lực duy trì sản lượng bán ra.

Triển vọng năm 2023: Vị thế tiền mặt ròng cao là một điểm cộng nâng đỡ giá cổ phiếu

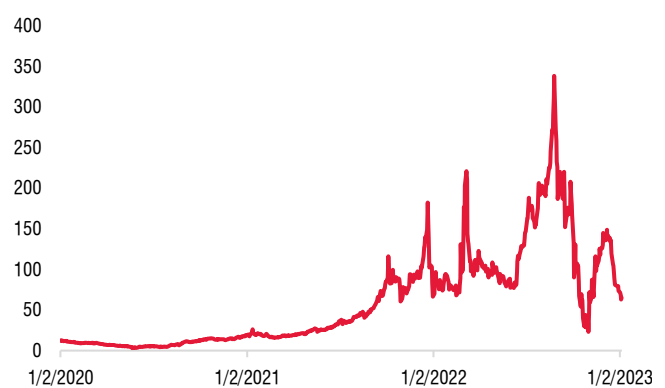
Giá urê có thể lao dốc trong năm 2023 do những nguyên nhân sau:

- **Xuất khẩu urê từ Nga và Trung Quốc sẽ phục hồi.** Chúng tôi lưu ý rằng cả Trung Quốc và Nga đều nới lỏng các biện pháp hạn chế xuất khẩu trong 6 tháng cuối năm 2022 so với nửa đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ kéo dài đến năm 2023.
- **Xu hướng nguyên liệu đầu vào:** Theo Ngân hàng Thế giới, sản lượng than dự kiến sẽ tăng mạnh để đáp ứng nhu cầu của các nhà máy điện than. Nguồn cung dự kiến tăng và nhu cầu suy yếu do suy thoái kinh tế toàn cầu sẽ ảnh hưởng đến giá than trong năm 2023. Đối với giá khí đốt tự nhiên, sự phụ thuộc của Châu Âu vào khí đốt tự nhiên trong năm 2023 có thể không đáng kể như năm 2022 do khu vực này chuyển sang khai thác các nguồn năng lượng năng lượng, chẳng hạn như than đá và năng lượng tái tạo. Điều này, cùng với nhu cầu giảm do suy thoái kinh tế, có thể sẽ kéo giá khí đốt tự nhiên xuống trong năm 2023.

Giá than Trung Quốc (USD/tấn)

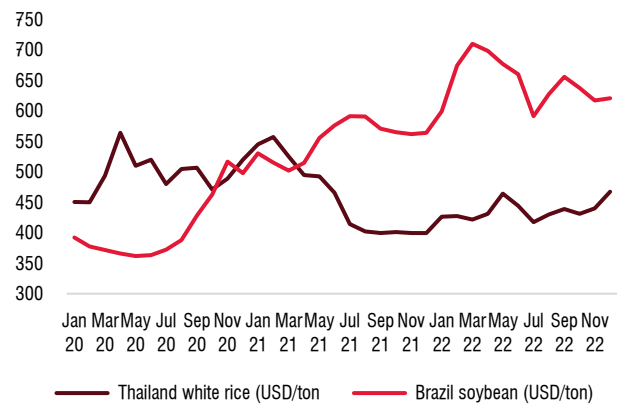
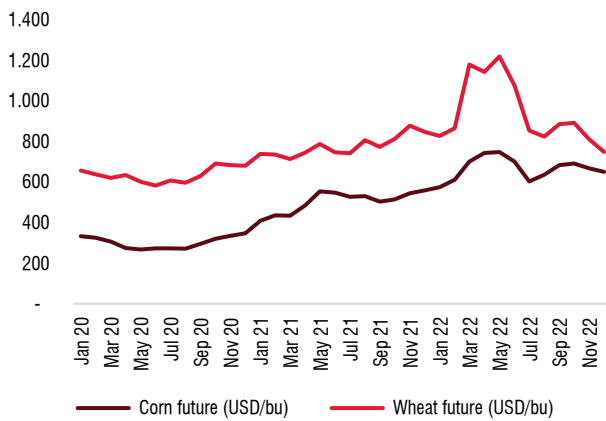


Giá khí thiên nhiên TTF tại Châu Âu (EUR/MWh)



Nguồn: Bloomberg

- **Nhu cầu urê có thể suy yếu trong năm 2023** do lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu và sự điều chỉnh giá của các mặt hàng nông nghiệp. Quý 4 thường được coi là mùa cao điểm. Tuy nhiên, giá urê không tăng trong quý 4 năm 2022. Điều này phản ánh nhu cầu đang suy yếu và nhu cầu có thể tiếp tục giảm đi vào năm 2023.



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Lợi nhuận giảm đáng kể nhất trong quý 1 năm 2023 đối với các nhà sản xuất urê. Chúng tôi lưu ý rằng cả DPM và DCM đều chốt được đơn hàng xuất khẩu với mức giá rất cao (trên 900 USD/tấn so với giá hiện tại là 480 USD/tấn) trong tháng 1 năm 2022, và giá urê đã hình thành mức đỉnh khác vào tháng 3 năm 2022 do căng thẳng Nga- Ukraine vào thời điểm đó. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của DPM và DCM sẽ giảm nhiều nhất trong quý 1 năm 2023. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của DPM và DCM lần lượt là 3 nghìn tỷ đồng (giảm 39% so với cùng kỳ) và 2,26 nghìn tỷ đồng (giảm 41% so với cùng kỳ) vào năm 2023, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với mức trước COVID lần lượt là 700 tỷ đồng và 600 tỷ đồng.

Quan điểm của chúng tôi: Với dự báo lợi nhuận giảm trong năm 2023, chúng tôi khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN đối với ngành phân bón.

- Tuy nhiên, lượng tiền mặt ròng cao và tỷ lệ chi trả cổ tức cao có thể giúp hạn chế đà giảm giá cổ phiếu. Tiền mặt ròng tại thời điểm cuối quý 3 năm 2022 của DPM và DCM chiếm lần lượt 50% và 55% vốn hóa thị trường hiện tại. DPM có chính sách chi trả cổ tức với tỷ lệ cao nhất (lên đến 70% mệnh giá, tỷ suất cổ tức là 16% cho năm 2022). Công ty có thể thông báo trả cổ tức trong tháng 1 năm 2023.
- Nhà máy urê của DCM sẽ hết khấu hao vào khoảng tháng 9 năm 2023 và chúng tôi dự báo lợi nhuận của DCM sẽ giảm từ quý 4 năm 2023. Đây có thể là một bước ngoặt đối với giá cổ phiếu.

Mã cổ phiếu	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng			P/E			ROE			Tỷ suất cổ tức (%)		
	1 năm	1 năm	30/12/2022	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
DPM	-10%	38.600	42.950	351,9%	56,7%	-38,6%	6,7	3,6	5,9	33,4%	42,6%	23,4%	10,0%	16,3%	11,6%
DCM	-8%	24.300	26.500	189,9%	97,3%	-40,5%	11,3	4,1	6,9	27,6%	43,8%	22,5%	4,9%	9,4%	9,4%

Rủi ro tăng giá: Nguồn cung khí tự nhiên và than có thể bị gián đoạn đột ngột do chiến tranh Nga-Ukraine, do đó có thể đảo ngược xu hướng giảm giá khí tự nhiên và than.

Nguyên vật liệu – Đá Xây dựng: Nhu cầu tăng từ các dự án cơ sở hạ tầng

Triển vọng 2023: Khả quan

Cổ phiếu theo dõi: DHA

Nhìn lại năm 2022: Kém khả quan do nhu cầu sụt giảm

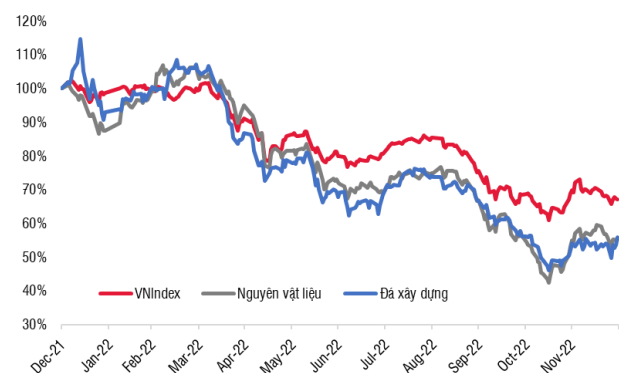
Diễn biến ngành: Kém khả quan

Ngành đá xây dựng giảm 44%, giảm mạnh hơn cả chỉ số VN Index (-33%) trong năm 2022 do: (i) nguồn cung tại các mỏ chính gần khu trung tâm Bình Dương hết thời gian khai thác; (ii) nhu cầu đá xây dựng chưa phục hồi trong bối cảnh giải ngân vốn đầu tư công và xây dựng dân dụng còn hạn chế.

Cổ phiếu có diễn biến khả quan nhất bao gồm NNC (-24%), do CTCP Vật tư và Xây dựng Bình Dương nâng tỷ lệ sở hữu từ 37,7% lên 43,2% và DHA (-28%) chia cổ tức bằng tiền tỷ lệ 30%/cổ phiếu.

Cổ phiếu có diễn biến kém khả quan nhất là VLB (-50%) do công ty bị truy thu mức thuế lớn (trong giai đoạn 2014-2019) dẫn đến khoản lỗ lớn vào năm 2022.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- Những diễn biến phù hợp/nằm ngoài dự báo của chúng tôi

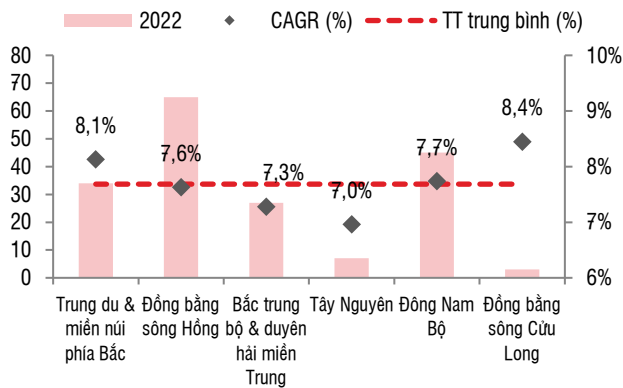
Theo Quyết định số 1469/QĐ-TTG do Thủ tướng Chính phủ ban hành năm 2017 về quy hoạch phát triển ngành vật liệu xây dựng, tổng công suất đá xây dựng là 181 triệu m³/năm, trong đó các mỏ đá ở miền Bắc chiếm 54% tổng công suất, miền Trung chiếm 18,7% công suất, và miền Nam chiếm 26,5% công suất. Các mỏ đá ở miền Bắc và miền Trung phân bố rải rác ở nhiều tỉnh, trong khi các mỏ ở miền Nam tập trung 90% ở Đồng Nai và Bình Dương. Do đó, chúng tôi tập trung chú ý vào các mỏ đá ở Đồng Nai và Bình Dương trong báo cáo này.

- ✓ **Nhu cầu về đá xây dựng yếu do giải ngân đầu tư công ở mức thấp.** Nhu cầu đá xây dựng để xây dựng cầu, đường và các cơ sở hạ tầng giao thông khác chiếm khoảng 65%-70% tổng nhu cầu đá xây dựng. Theo Bộ Tài chính, mức giải ngân năm 2022 ước đạt 436 nghìn tỷ đồng, đạt 67,3% kế hoạch.

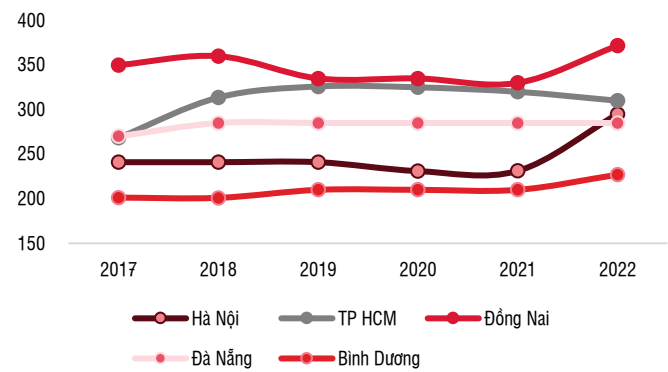
Theo quan sát của chúng tôi, nhu cầu xây dựng cầu đường có thể tăng từ 10%-12% so với cùng kỳ trong năm 2022.

Theo Bộ Xây dựng, giá đá xây dựng trong năm 2022 đã tăng 7,6% so với cùng kỳ do giá xăng, dầu tăng tác động đến chi phí khai thác và vận chuyển.

Công suất khai thác đá xây dựng tại các khu vực trọng điểm (triệu m3/năm)



Giá bán đá 1x2 (đồng/m3)



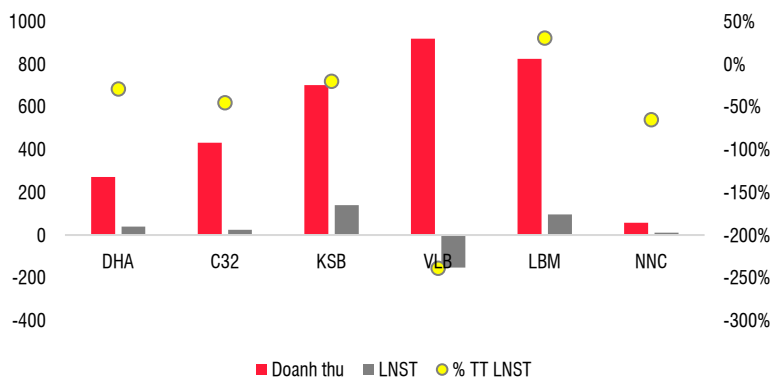
Nguồn: SSI tổng hợp

- ✓ **Nguồn cung hạn chế có thể kể đến một số lý do như sau:** (i) Quy hoạch khai thác VLXD giai đoạn 2021-2025 do Thủ tướng Chính phủ ban hành chưa được phê duyệt; (ii) việc thay đổi các mỏ đá xây dựng cũ gặp phải các thách thức về pháp lý và đánh giá tác động môi trường; (iii) các mỏ gần khu vực trung tâm Bình Dương gồm Tân Đông Hiệp và Núi Nhỏ dần cạn kiệt; và (iv) khó khăn trong việc đền bù giải phóng mặt bằng trong thời điểm giá đất tăng mạnh.
- ✓ Trong 9T2022, doanh thu và LNST của ngành đá xây dựng (bao gồm VLB, KSB, NNC, DHA, LBM, C32) lần lượt đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (+23,8% so với cùng kỳ) và 312 tỷ đồng (-18,1% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu chủ yếu do: (1) nhu cầu phục hồi từ mức nền thấp trong Q3.2021, do sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 9%-18% so với cùng kỳ; và (2) giá bán trung bình tăng 7% so với cùng kỳ.

Ngoài ra, LNST của VLB ghi nhận khoản lỗ 224 tỷ đồng khi công ty phải thanh toán chi phí cấp quyền khai thác giai đoạn 2014-2021 cho các mỏ đá Thạnh Phú 1, Tân Cang 1 và Thiện Tân 2.

LNST của KSB trong 9T2022 giảm 21% so với cùng kỳ do ảnh hưởng từ các yếu tố sau: (i) tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 38%, khi diện tích Khu công nghiệp Đất Cuộc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn chỉ còn 2ha (-80% so với cùng kỳ); (2) cổ tức từ công ty liên kết giảm 49% so với cùng kỳ; và (3) Chi phí lãi vay tăng 59% so với cùng kỳ.

Doanh thu và LNST của các công ty đá xây dựng trong 9T2022



Nguồn: Finnpro

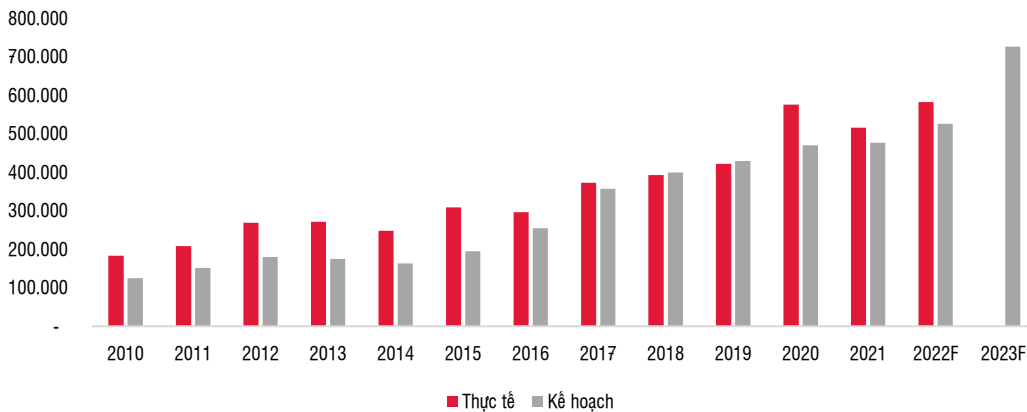
- P/E và P/B của các công ty đá xây dựng niêm yết lần lượt là 10,5 lần (không bao gồm VLB, do lỗ) và 1,4 lần trong năm 2022 - giảm nhẹ so với mức 10,6 lần và 1,2 lần trong năm 2021 do giá cổ phiếu giảm -33% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận giảm 18% so với cùng kỳ. Đồng thời, nếu so với giai đoạn 2018-2020 là 6,1-7,4 lần, thì P/E năm 2022 vẫn cao hơn giai đoạn 2018-2020 (LNST của các công ty đá xây dựng tăng trưởng mạnh nhờ chi phí khai thác giảm).

Triển vọng năm 2023

- Nhu cầu đầu tư dự kiến tăng lên nhờ vào động lực chính đến từ các dự án đầu tư công.** Kế hoạch giải ngân đầu tư công năm 2023 dự kiến là 726 nghìn tỷ đồng (30,5 tỷ USD; so với 27,2 tỷ USD của kế hoạch sửa đổi năm 2022). Các dự án trọng điểm bao gồm: đường cao tốc Bắc Nam; các dự án Đường vành đai khác nhau ở Hà Nội và TP.HCM; sân bay Long Thành...

Tuy nhiên, theo Tổng công ty Hàng không Việt Nam (ACV - chủ đầu tư Sân bay Long Thành), gói thầu xây dựng nhà ga vẫn chưa tìm được nhà thầu. Do đó, nhiều khả năng nhu cầu đá xây dựng từ dự án Sân bay Long Thành chỉ có thể tăng lên sớm nhất từ Q2.2023 do cần thời gian để có thể thay đổi các điều khoản và điều kiện đấu thầu.

Giải ngân đầu tư công theo kế hoạch và thực tế (tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính

Chúng tôi nhận thấy **nhu cầu sử dụng đá xây dựng phục vụ cho các dự án đầu tư công là rất lớn**. Theo Bộ Giao thông vận tải, nhu cầu về đá xây dựng **giai đoạn 2023-2025** rơi vào khoảng **21,5 triệu m³**. Cụ thể hơn, dự án sân bay Long Thành, đường cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu, đường vành đai 3 dự kiến sử dụng lần lượt 2,04 triệu m³, 738 nghìn m³ và 5,2 triệu m³ đá xây dựng.

Khối lượng thi công các công trình đầu tư công trọng điểm trong năm 2023

	Tổng giá trị (nghìn tỷ đồng)	Thời gian hoàn thành dự kiến	Khối lượng đá xây dựng ước tính sử dụng (nghìn m ³)
Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)	109,9	2025	2.040
12 dự án cao tốc Bắc Nam	147		
Bãi Vọt - Hàm Nghi	7,4		692
Hàm Nghi - Vũng Áng	10,2		1.000
Vũng Áng - Búng	11,8		496
Bùng - Vạn Ninh	10,5		
Vạn Ninh - Cam Lộ	10,6		2.204
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	20,9	2025	
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	12,5		
Quy Nhơn - Chí Thành	12,3		2.950
Chí Thành - Văn Phong	10,6		N/A
Văn Phong - Nha Trang	12,9		876
Cần Thơ - Hậu Giang	9,8		2.000
Hậu Giang - Cà Mau	17,5		N/A
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	85,8	2027	N/A
Đường vành đai 3 (TP, HCM)*	75,4	2027	5.200
Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	45,1	2025-2026	600
Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	21,9	2025-2026	878
Biên Hòa - Vũng Tàu	17,8	2025	738

* Bao gồm cát và đá xây dựng; Nguồn: SSI tổng hợp

- Nguồn cung hạn chế, chủ yếu đến từ các mỏ khu vực gần dự án.** Hầu hết các mỏ đá xây dựng được phân bố trên cả nước, chi phí vận chuyển là yếu tố ảnh hưởng lớn đến giá thành đá xây dựng. Do đó, hầu hết các nhà thầu xây dựng sẽ chọn mỏ đá gần dự án. Chúng tôi cho rằng nguồn cung đá xây dựng vẫn tiếp tục còn hạn chế do:
 - Quy hoạch mỏ đá xây dựng giai đoạn 2021-2025 mới chưa hoàn thành, đặc biệt đối với các tỉnh, thành phố là “trung tâm” khai thác đá xây dựng miền Nam, trong đó có tỉnh Bình Dương và Đồng Nai.
 - Giá bồi thường đất tại các khu vực khai thác đá đều tăng (+20% tại TP.HCM, +15% tại Hà Nội, +1,5x – 3x tại Đồng Nai, +20% - 45% tại Bình Dương, +50% - 2,73 x ở Bà Rịa – Vũng Tàu, +84% ở Bình Phước, +40% ở Bắc Ninh, +60% ở Long An, +36% ở Bắc Giang và +39% ở tỉnh Hưng Yên).
- Mỏ đá xây dựng Tân Cang - nguồn cung chính cho dự án Sân bay Long Thành, Vành đai 3 và các dự án khác.** Có 9 mỏ đá ở khu vực Tân Cang, bao gồm các công ty niêm yết như DHA và VLB. Chúng tôi ước tính nhu cầu tại các mỏ đá của Tân Cang sẽ tăng 28% so với cùng kỳ nhờ cung cấp cho dự án Sân bay Long Thành, các dự án cơ sở hạ tầng tại Đồng Nai và Đường Vành đai 3. Giá đá xây dựng dự kiến tăng 8% so với cùng kỳ, bù đắp cho giá nhiên liệu và chi phí bảo vệ môi trường cho khai thác mỏ tăng lên. Tỷ suất lợi nhuận gộp tại các mỏ Tân Cang được duy trì trong khoảng 28%-30% (thấp hơn mức trung bình tại các mỏ đá khác như Tân Đông Hiệp và Thạnh Phú lần lượt là 45% và 32%) do chi phí đào/bóc các lớp đất cao (chiều cao lớp đất từ 10-12m).

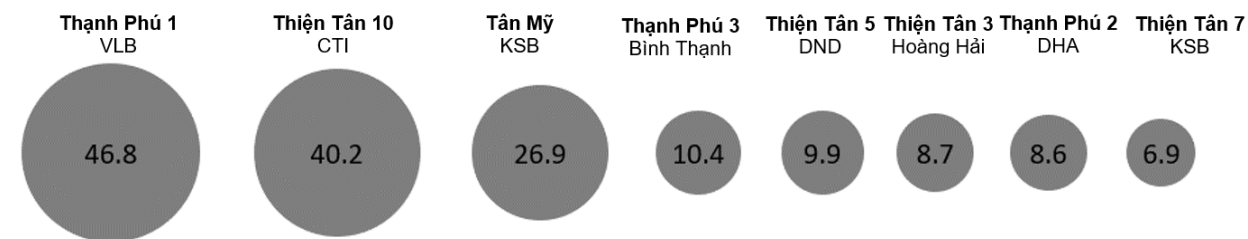
Trữ lượng (triệu m³) của các mỏ Tân Cang (Đồng Nai)



Nguồn: SSI tổng hợp

- Mỏ đá xây dựng Thạnh Phú - nguồn cung cấp chính cho các công trình tại Tây Nam Bộ.** Có 9 mỏ đá ở khu vực Thạnh Phú, bao gồm các công ty niêm yết (CTI, KSB, VLB, DHA và DND). Chúng tôi ước tính nhu cầu tại các mỏ đá Thạnh Phú sẽ tăng từ 15%-16% so với cùng kỳ nhờ cung cấp cho các dự án ở khu vực phía Tây Nam như Cần Thơ - Hậu Giang, đường cao tốc Hậu Giang - Cà Mau. Giá đá xây dựng dự kiến sẽ tăng 7% so với cùng kỳ.

Trữ lượng (triệu m³) của các mỏ Thạnh Phú (Đồng Nai)



Nguồn: SSI tổng hợp

- Lợi nhuận của các công ty đá xây dựng niêm yết dự kiến sẽ ghi nhận tăng trưởng trong năm 2023.** Chúng tôi dự báo LNST của các công ty niêm yết tăng 16% so với cùng kỳ trong năm 2023. Sản lượng đá dự báo tăng bình quân 15%, giá bán dự kiến tăng khoảng 7%-8% so với cùng kỳ. LNST của KSB, VLB và DHA ước tính lần lượt đạt 208 tỷ đồng (+16% so với cùng kỳ), 165 tỷ đồng (gấp đôi so với cùng kỳ) và 90 tỷ đồng (+25% so với cùng kỳ).

- Chúng tôi đưa DHA vào danh sách cổ phiếu quan sát do: (1) DHA có 3 mỏ đá sẵn sàng khai thác tại khu vực phía Nam; (2) Lợi thế chi phí khai thác thấp do các mỏ đã khai thác thời gian dài giúp tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình là 39%; (3) Trả cổ tức ổn định và không có nợ vay.

Thông tin về các mỏ đá của các công ty đá xây dựng niêm yết

Công ty	Mỏ đá	Địa điểm		Công suất khai thác (m3)	Ngày hết hạn khai thác
KSB	Tân Đông Hiệp	Dĩ An	Bình Dương	2.341.858	12/31/2019
	Tân Mỹ	Bắc Tân Uyên	Bình Dương	1.500.000	8/28/2029
	Phước Vĩnh	Phú Giáo	Bình Dương	1.200.000	1/13/2023
	Thiện Tân 7	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	280.000	1/29/2035
DHA	Thạnh Phú 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	818.000	9/30/2026
	Tân Cang 3	Biên hòa	Đồng Nai	490.000	3/31/2024
	Núi Gió	Hớn Quảng	Bình Phước	300.000	8/31/2025
NNC	Núi Nhỏ	Dĩ An	Bình Dương	2.000.000	12/31/2017
	Mũi Tàu	Tân Lập	Bình Phước	1.000.000	12/31/2032
DND	Tân Cang 5	Biên hòa	Đồng Nai	1.000.000	1/1/2023
	Thiện Tân 5	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	750.000	1/1/2026
C32	Tân Đông Hiệp	Dĩ An	Bình Dương	762.738	12/31/2019
CTI	Thiện Tân 10	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	2.000.000	12/31/2033
	Xuân Hòa		Đồng Nai		1/31/2030
VLB	Thạnh Phú 1	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.800.000	2/8/2023
	Thiên Tân 2	Vĩnh Cửu	Đồng Nai	1.500.000	
	Tân Cang 1	Biên hòa	Đồng Nai	1.500.000	
	Soklu 2	Thông Nhất	Đồng Nai	400.000	
	Soklu 5	Thông Nhất	Đồng Nai	500.000	
	Soklu 6	Thông Nhất	Đồng Nai		
BMJ	An Bình	Phú Giáo	Bình Dương	800.000	
DGT	Tân Cang 4	Long Thành	Đồng Nai		

Nguồn: SSI tổng hợp

- Rủi ro.** (1) Việc cấp phép cho các mỏ mới kéo dài; (2) Chi phí bảo vệ môi trường dự kiến tăng trong năm 2023. Theo Nghị định - quy định chi phí bảo vệ môi trường đối với khai thác khoáng sản thay thế Nghị định số 164/2016/NĐ-CP có thể sẽ tăng trong năm 2023. Điều này sẽ làm tăng 50% chi phí đá xây dựng so với quy định hiện hành. Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm 0,8% từ việc tăng phí này; (3) Các khoản phải thu của công ty đá xây dựng có khả năng tăng lên khi các dự án thi công không đúng tiến độ.

Tiện ích – Điện: Sự trở lại của nhiệt điện

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu ưa thích: POW, QTP và Cổ phiếu theo dõi: PC1, NT2

Nhìn lại năm 2022: Thủy điện ghi nhận kết quả khả quan

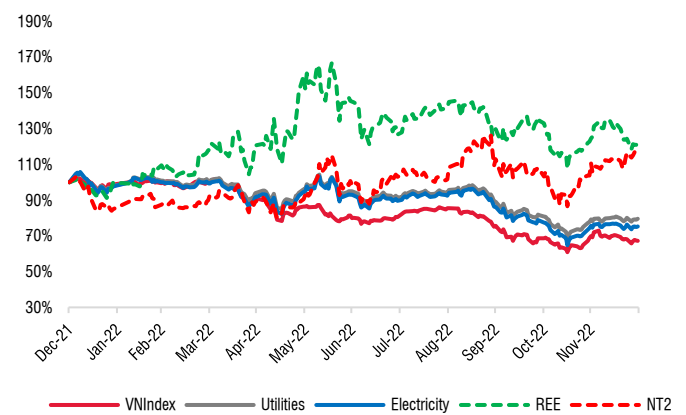
Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Cổ phiếu ngành điện giảm giá 25% trong năm 2022, nhưng vẫn tích cực hơn so với kết quả của VN Index (giảm 33%).

Các công ty thủy điện ghi nhận kết quả tích cực nhất, do được hỗ trợ bởi chu kỳ thời tiết La Nina. Các mã vượt trội gồm có REE (+20%), VSH (+13%), SHP (+18%), CHP (+11%). NT2 – công ty nhiệt điện khí (+17%) có thể là ngoại lệ trong số các công ty nhiệt điện. Kết quả vượt trội của NT2 là do khối lượng hợp đồng và giá CGM tích cực, đồng thời công ty cũng có bảng cân đối kế toán lành mạnh.

Kết quả kém tích cực nhất là các công ty nhiệt điện như PGV (-50%), POW (-39%), PC1 (-41%), PPC (-46%). Điều này là do rủi ro biến động tỷ giá, lãi suất tăng và tăng trưởng lợi nhuận âm.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022

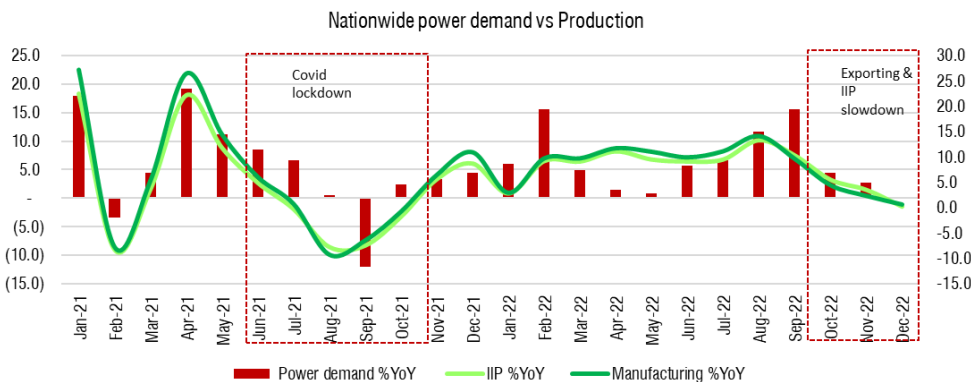


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

- Nhu cầu điện toàn quốc thấp hơn dự kiến do Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) giảm đi trong 6 tháng cuối năm 2022.** Đầu năm 2022, nhu cầu điện toàn quốc dự kiến đạt 280 tỷ kwh (tăng 9,2% so với cùng kỳ) nhưng kết quả năm 2022 chỉ đạt 268 tỷ kwh (tăng 6,2% so với cùng kỳ) - đạt 96% dự báo của chúng tôi.

Hình 1: Hoạt động xuất khẩu chậm lại và tăng trưởng IIP giảm đi, khiến nhu cầu điện yếu hơn



Nguồn: TCTK

- **Điều kiện thủy điện thuận lợi trong năm 2022.** Đầu năm 2022, theo NOAA, tình hình hoạt động của các nhà máy thủy điện được dự báo không quá tích cực. Nhưng thực tế sản lượng điện của các nhà máy thủy điện trong năm 2022 tốt hơn dự kiến và tăng 21% so với cùng kỳ. Đây là lý do tại sao sản lượng các công ty thủy điện khá tích cực trong năm 2022.

Hình 2: Điện năng tiêu thụ toàn quốc năm 2022

2022	Tổng khối lượng phát điện (GWh)	So với cùng kỳ	Tỷ trọng	Công suất (MW)	Hiệu suất hoạt động (%)
Thủy điện	95.054	21%	35%	22.349	49%
Nhiệt điện than	104.921	-11%	39%	25.820	46%
Nhiệt điện khí	29.619	13%	11%	8.977	38%
Nhiệt điện	134.540	-7%	50%	34.797	44%
Điện mặt trời	25.530	-2%	10%	16.428	17,7%
Khác + nhập khẩu	4.091	87%	2%	975	47,9%
Điện gió + điện sinh khối	9.231	152%	3%	4.667	22,6%
Tổng khối lượng điện năm 2022	268.446	6,2%		79.216	

Nguồn: EVN, TCTK

- **Tình hình thủy văn khó dự báo và là một áp lực cho việc điều tiết sản lượng điện trong năm 2022 vừa qua.** Điều kiện thủy văn tốt hơn kỳ vọng. Ngoài ra giá nhiên liệu khí & than đã tăng và neo ở mức cao. Tuy nhiên Qc giao cho các nhà máy nhiệt điện trong năm 2022 lại cao hơn so với cùng kỳ và đây có thể là một trong những nguyên nhân giúp KQKD của một số NM nhiệt điện khá tích cực. Ví dụ: chúng tôi đã thấy mức tăng 10% so với cùng kỳ đối với Qc của NT2 (3,47 tỷ kwh), 7% so với cùng kỳ YoY đối với Qc của QTP (5,5 tỷ kwh) và 3,4% so với cùng kỳ đối với Qc của HND (6,2 tỷ kwh). **Cùng với giá CGM hấp dẫn, các nhà máy nhiệt điện này đạt LNST cao trong 9 tháng đầu năm 2022.** Cụ thể, NT2 ghi nhận 724 tỷ đồng (tăng 75% so với cùng kỳ) LNST, QTP ghi nhận LNST đạt 745 tỷ đồng (tăng 88% so với cùng kỳ) và HND ghi nhận LNST đạt 578 tỷ đồng (tăng 2 lần so với cùng kỳ).
- **...ERAV đã tăng trần giá CGM thêm 23% so với cùng kỳ, từ 1.693 đồng/kwh lên 2.081 đồng/kwh.** Qc và CGM cao đã giúp các công ty nhiệt điện có được kết quả kinh doanh khả quan hơn cho năm 2022. Tuy nhiên, điều này đặt ra thách thức đối với kết quả năm 2022 của EVN. Chúng tôi cho rằng giá điện bán lẻ có thể tăng trong năm 2023.

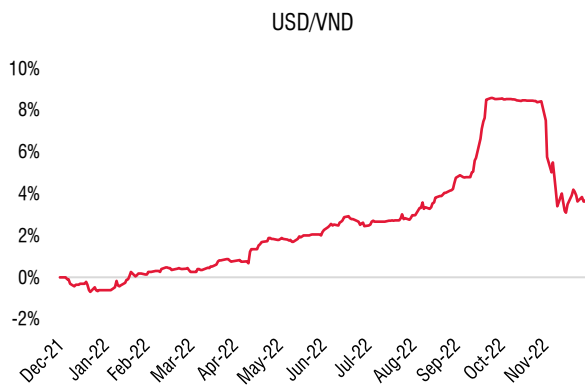
Hình 3: Giá CGM năm 2022 (đồng/kWh)

	2021	2022
Trần giá SMP	1.503	1.602
<i>So với cùng kỳ (%)</i>	<i>12%</i>	<i>7%</i>
Giá CAN – trung bình	152	376
<i>So với cùng kỳ (%)</i>	<i>153%</i>	<i>148%</i>
Giá CGM	1.001	1.523
<i>So với cùng kỳ (%)</i>	<i>13%</i>	<i>52%</i>
Giá CGM – trung bình	1.655	1.978
Giá CGM – mức thấp	1.616	1.874
Giá CGM – mức cao hơn	1.693	2.081

Nguồn: ERAV

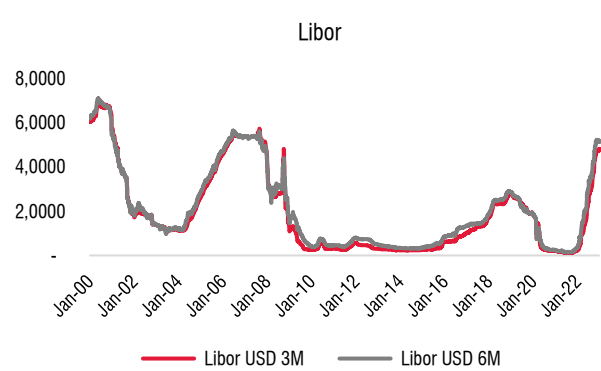
- **USD tăng giá dẫn đến khoản lỗ tỷ giá.** Trong quý 3 năm 2022, VND đã mất giá 3% so với USD. Theo đó, PC1 đã ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 100 tỷ đồng trong quý 3 năm 2022. Sự tăng giá của USD đã giảm tốc xuống 1% trong quý 4 năm 2022. Chúng tôi cho rằng PC1 có thể ghi nhận khoản lãi tỷ giá 37 tỷ đồng. Tuy nhiên, lãi suất LIBOR 3 tháng và 6 tháng (mức lãi suất tham chiếu cho khoản nợ bằng USD của PC1 cho các dự án điện gió) cũng tăng xấp xỉ 100 bps trong quý 4/2022.

Hình 4: USD tăng 3% trong quý 3/2022 nhưng sau đó hạ nhiệt xuống mức tăng 1% trong quý 4/2022



Nguồn: Giá bán tại VCB

Hình 5: Lãi suất Libor 3 tháng và 6 tháng tiếp tục tăng khoảng 100bps trong quý 4/2022



Nguồn: Bloomberg

- Tăng trưởng lợi nhuận của các công ty thủy điện tốt hơn dự kiến do hình thái thời tiết La Nina bất ngờ thuận lợi trong năm 2022 trong khi lợi nhuận từ các công ty nhiệt điện than và khí đốt cao hơn một chút so với dự báo do giá CGM cao hơn và Qc cao hơn.

Triển vọng năm 2023: Sự trở lại của nhiệt điện

- Tăng trưởng nhu cầu điện năng thấp, dự kiến ở mức 5,4% trong năm 2023 trên cơ sở tăng trưởng GDP dự kiến vào năm 2023 trong khoảng 6,0~6,2%. Nhìn lại, nhu cầu điện và GDP năm 2022 tăng trưởng lần lượt 6,2% và 8,0%.

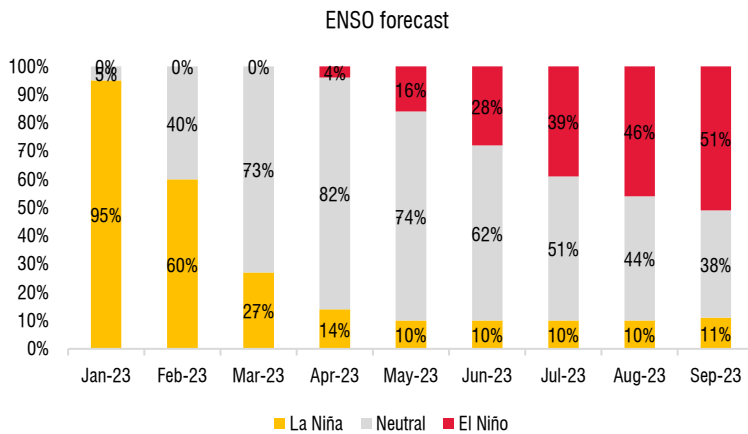
Hình.6: Dự báo nhu cầu điện toàn quốc năm 2023

2023	Tổng khối lượng phát điện (GWh)	So với cùng kỳ	Tỷ trọng	Công suất (MW)	Hiệu suất hoạt động (%)
Thủy điện	87.768	-8%	31%	22.681	45%
Nhiệt điện than	116.624	11%	41%	28.452	48%
Nhiệt điện khí	33.815	14%	12%	8.977	43%
Nhiệt điện	150.439	12%	53%	37.429	46%
Điện mặt trời trước tháng 6/2019	8.586		3%	5.159	19%
Điện mặt trời trong giai đoạn tháng 6/2019~12/2020	5.849		2%	3.514	19%
Điện gió trong giai đoạn tháng 6/2019~12/2020	12.907		5%	7.755	19%
Điện mặt trời	27.343	7%	10%	16.428	19%
Nhập khẩu & Khác	4.091	0%	1%	975	48%
Điện gió & năng lượng tái tạo khác	13.370	45%	5%	7.124	29%
Năm 2023	283.011	5,4%		84.636	

Nguồn: EVN, MOIT, GSO, SSI Research

- Điều kiện thủy điện sẽ duy trì tích cực cho đến hết quý 1 năm 2023 và có thể trở nên kém thuận lợi hơn trong 6 tháng cuối năm 2023, theo NOAA. Các điều kiện thủy điện kém thuận được dự báo có nhiều khả năng xảy ra trong năm 2023, với sản lượng tiêu thụ của các nhà máy thủy điện giảm 8% so với cùng kỳ trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng điều này có thể không khả quan đối với REE, do hơn một nửa LNST của REE là đóng góp từ mảng thủy điện.

Hình 7: Nhiều khả năng sẽ xảy ra El Nino từ 6 tháng cuối năm 2023 theo dự đoán của NOAA



Nguồn: NOAA

- **Hiệu suất sử dụng cao hơn của các nhà máy nhiệt điện sẽ hỗ trợ giá CGM và bù đắp cho tăng trưởng nhu cầu điện thấp hơn. Chúng tôi dự báo giá CGM sẽ đi ngang trong năm 2023.** Giá CGM bao gồm hai phần là giá CAN và giá SMP. Giá SMP có thể được thúc đẩy bởi nhu cầu điện và mức giá trần được thiết kế tăng 11% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá CAN năm 2023 được ERAV/MOIT thiết lập ở mức giảm 20% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá CAN năm 2023 được Cục điều tiết điện lực, Bộ Công thương điều chỉnh giảm 20% và theo chúng tôi đây có thể do việc kiểm soát chi phí đầu vào sẽ được chú trọng hơn trong năm nay. Do đó nếu nhu cầu tiêu thụ điện kém hơn dự báo thì có rủi ro giá CGM có thể giảm, tương tự như những gì đã xảy ra trong năm 2020

Hình 8: Dự báo giá CGM (đồng/kWh)

	2019	2020	2021	2022	2023
Giá SMP trần	1.319	1.342	1.503	1.602	1.779
<i>So với cùng kỳ (%)</i>		2%	12%	7%	11%
Giá CAN – trung bình	144	60	152	376	300
<i>So với cùng kỳ (%)</i>		-58%	153%	148%	-20%
Giá CGM thực tế/dự báo	1.208	887	1.001	1.523	1.523
		-27%	13%	52%	0%
Giá SMP thực tế/dự báo	1.065	827	850	1.148	1.223
Chênh lệch giữa giá SMP thực tế/dự báo và giá SMP trần	255	515	654	455	556

Nguồn: ERAV, SSI Research

*SMP – Giá biên của hệ thống là giá đầu giá cao nhất được sử dụng để cân bằng tải/nhu cầu của hệ thống. Giá trần SMP được đặt cao hơn khi tính đến chi phí cao hơn từ các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than và nhu cầu điện phục hồi

*CAN – Giá tăng công suất là giá tăng thêm phải trả để nhà máy điện mới tham gia tốt nhất có thể hòa vốn (nhiệt điện Thăng Long)

- Giá khí gas định giảm khoảng 12~15% so với cùng kỳ, đây là yếu tố hỗ trợ tích cực cho nhà máy điện khí.

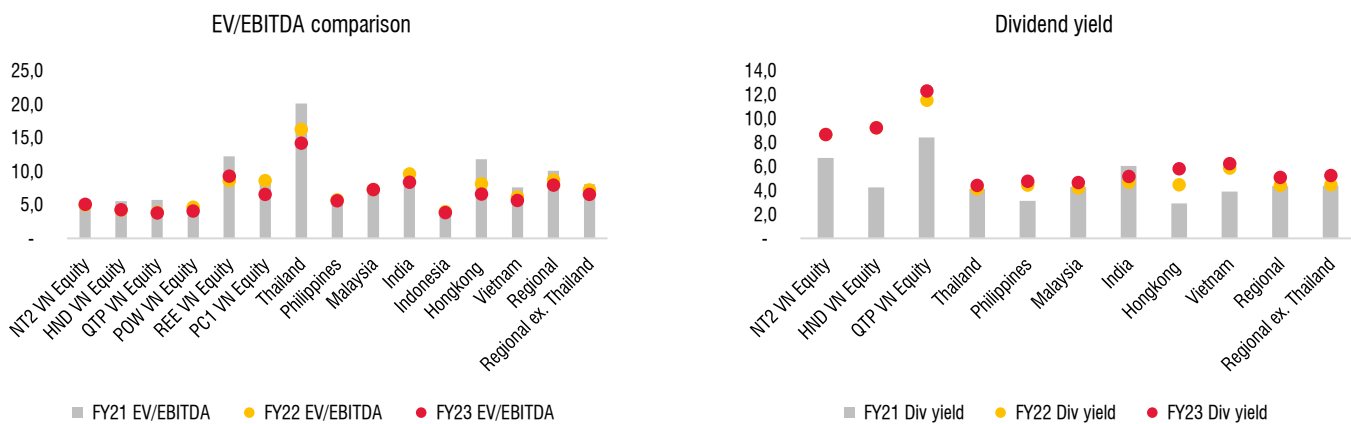
Hình.9: Giá định về giá khí

	FO (USD/ton)	Brent (USD/bbl)	NT2 (SVND + 46%FO)	Ca Mau (12.7%Brent + 90%FO)
2021	393	71	7,8	8,2
2022	487	100	9,4	10,2
2023	430	85	9,2	9,1

Nguồn: Bloomberg, SSI Research

- **KQKD chưa khả quan của EVN trong năm 2022 sẽ là thách thức đối với các nhà máy phát điện.** Hơn nữa, sản lượng hợp đồng (Qc) cho các nhà máy phát điện chưa được phân bổ. Qua trao đổi với một số nhà máy nhiệt điện, chúng tôi được biết Qc có thể được giao hàng tháng thay vì đầu năm. Điều này sẽ giúp EVN kiểm soát chặt chẽ chi phí đầu vào hơn. Ngược lại, các nhà máy phát điện sẽ gặp khó khăn trong việc đặt mục tiêu về khối lượng, doanh thu và lợi nhuận.
- **Định giá năm 2023.** Các công ty phát điện có mức EV/EBITDA năm 2022 giảm 19% so với năm 2021. Nhìn sang EV/EBITDA năm 2023, 4 cổ phiếu yêu thích hàng đầu của chúng tôi (bao gồm NT2, QTP, POW, PC1) dự kiến sẽ đạt mức trung bình 4,9 lần, thấp hơn 39% so với các công ty cùng ngành trong khu vực và thấp hơn 30% so với mức trung bình lịch sử của 4 cổ phiếu hàng đầu này giai đoạn 2017~2019. Hơn nữa, các cổ phiếu có thể kỳ vọng vào tỷ lệ chia cổ tức cao của chúng tôi (QTP và NT2) sẽ mang lại tỷ suất cổ tức năm 2023 cao hơn so với các cổ phiếu khác cùng ngành.

Hình 10: Hệ số định giá và so sánh tỷ suất cổ tức giữa các công ty ngành điện

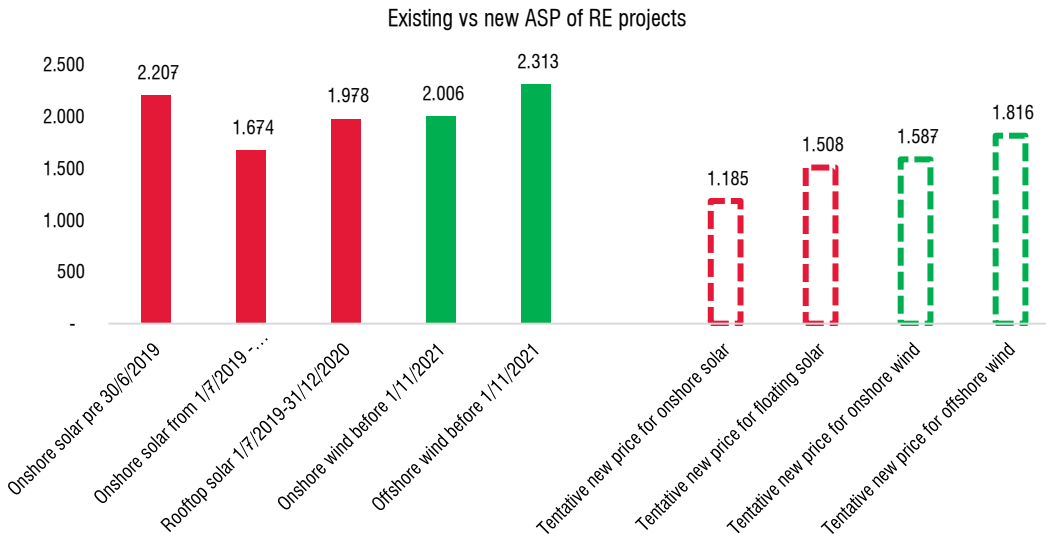


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

- **Yếu tố hỗ trợ tăng giá bất ngờ**
 - ✓ **Chờ đợi Quy hoạch điện 8 được phê duyệt.** Tuy nhiên, theo Nghị quyết 01/2023, trong đó đặt ra kế hoạch hoạt động kinh tế xã hội năm 2023, song dường như vẫn chưa đưa ra mốc thời gian phê duyệt cụ thể do Quy hoạch điện 8. Do đó, thời hạn phê duyệt Quy hoạch điện 8 vẫn chưa rõ ràng. Nếu được thông qua, kế hoạch này có thể là chất xúc tác cho mảng xây dựng lưới điện của PC1.
 - ✓ Một cuộc suy thoái nhẹ sẽ là yếu tố tích cực đối với nhu cầu tiêu thụ điện và giá CGM.
 - ✓ Căng thẳng địa chính trị hoặc thỏa thuận đình chiến giữa Nga và Ukraine có thể khiến giá dầu khí giảm và gián tiếp làm giảm nhu cầu/giá than.
- **Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi**
 - ✓ Đồng USD tăng giá bất ngờ có thể đặt ra thách thức cho các nhà máy điện đang vay nợ và EVN. Do đó, kết quả hoạt động của EVN sẽ tác động gián tiếp đến các nhà máy phát điện thông qua các khoản phải thu và khó xác định thời gian trong việc hoàn trả các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện.
 - ✓ Suy thoái nghiêm trọng hơn dự kiến có thể tác động tiêu cực đến nhu cầu điện. Nếu điều kiện thủy điện thuận lợi ngoài dự báo, giá CGM có thể thấp hơn dự kiến. Tính đến hết 2022, trạng thái La Nina đã diễn ra trong khoảng 30 tháng và điều này tương đương với các đợt diễn ra trong quá khứ trong giai đoạn 1950-2019. Tuy nhiên không loại trừ khả năng thủy văn và trạng thái La Nina có thể tiếp tục diễn ra thuận lợi và kéo dài 42 tháng như đợt tháng 7/1998-12/2001. Trong trường hợp điều kiện thủy điện thuận lợi hơn kỳ vọng của chúng tôi, REE có thể là cổ phiếu tiềm năng cho năm 2023.

- ✓ Chúng tôi nhận thấy các rủi ro đối với các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) hiện tại do sự cạnh tranh từ các dự án NLTT mới sắp tới với giá bán thấp hơn. Nếu nhu cầu tiêu thụ điện trên toàn quốc yếu hơn, EVN sẽ giảm sản lượng huy động các nguồn năng lượng có chi phí cao (tức là các dự án năng lượng tái tạo cũ có giá bán cao).

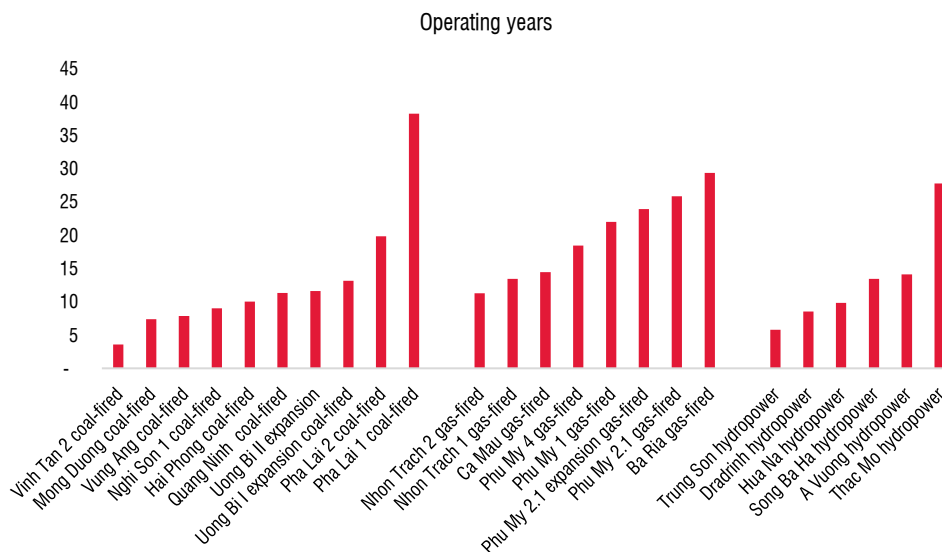
Hình 11: Sau các đề án FIT, chúng ta thấy giá bán trung bình thấp hơn đối với các dự án mới về năng lượng mặt trời và gió



Nguồn: MOIT, EVN

- ✓ **Các vấn đề kỹ thuật & tuổi thọ của các nhà máy điện.** Phả Lại là nhà máy nhiệt điện than có số năm hoạt động cao nhất. Đó là lý do tại sao chúng tôi không khuyến nghị PPC mặc dù chúng tôi cho rằng công ty đó có thể ghi nhận lợi nhuận phục hồi vào năm 2023 nhờ mức cơ sở so sánh thấp vào năm 2022 do vấn đề kỹ thuật. Các nhà máy điện lâu năm hoặc các vấn đề kỹ thuật có thể dẫn đến các sự cố dừng tổ máy, dòng tiền hoạt động không chắc chắn và tỷ suất cổ tức không ổn định.

Hình 12: Số năm vận hành của các nhà máy điện



Nguồn: MOIT, EVN

Cổ phiếu ưa thích: POW, QTP và Cổ phiếu theo dõi: PC1, NT2

Chúng tôi lựa chọn POW do kỳ vọng lợi nhuận có thể ghi nhận mức tăng trưởng khả quan hơn trong năm 2023 sau một số sự cố kỹ thuật ở năm 2022. Đồng thời chúng tôi cũng lựa chọn QTP với tỷ suất cổ tức cao. Bên cạnh đó, sự điều chỉnh về giá sẽ cần cho cổ phiếu NT2 để mang lại tỷ suất đầu tư cao hơn và đây là lý do cổ phiếu NT2 nằm trong danh sách theo dõi của chúng tôi. Với những nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro cao hơn, PC1 có thể là một lựa chọn vì công ty đang chờ phê duyệt xây dựng các dự án bất động sản và phục hồi xây dựng lưới điện theo nội dung cuối cùng của Quy hoạch điện 8.

Hình 13: Các chỉ số quan trọng của các cổ phiếu lựa chọn và theo dõi

Mã	Tiềm năng tăng giá (%)	Giá mục tiêu (VND)	Giá hiện tại (VND)	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Sở hữu nước ngoài (%)	Tăng trưởng LNST (%)			P/E (x)			ROE (%)			Tỷ suất cổ tức		
	1 năm	1 năm	30/12/2022	30/12/2022	30/12/2022	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F	2021	2022F	2023F
POW	39%	14.800	10.650	1.058	5%	-23,7%	-4,7%	23,2%	24,8	16,8	12,6	6,4%	5,9%	6,9%	1,1%	1,9%	1,9%
QTP	32%	17.100	13.000	248	1%	-63,5%	43,3%	12,5%	17,9	8,9	7,9	7,8%	11,3%	12,7%	8,4%	11,5%	12,3%
PC1	29%	26.100	20.200	232	4%	40,4%	-33,5%	37,8%	14,9	14,8	11,1	13,8%	7,8%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%
NT2	-1%	28.500	28.850	352	17%	-15,1%	67,9%	-4,6%	14,7	10,2	10,7	12,4%	20,6%	19,2%	6,7%	8,7%	8,7%

Nguồn: SSI Research

Cổ phiếu ưa thích: POW, QTP

1. Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 10.650 đồng/cổ phiếu; Giá mục tiêu 1 năm: 14.800 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 39%, khuyến nghị MUA)**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Tổ máy số 1 của Vũng Áng có thể hoạt động trở lại trong quý 2 năm 2023. Đóng góp gần 30% LNNT trong năm 2023, Vũng Áng có thể là động lực tăng trưởng cho LNST của cổ đông công ty mẹ (2,1 nghìn tỷ đồng, tăng 33% so với cùng kỳ)
 - ✓ Xu hướng giá khí giảm và giá than nhiệt giảm có thể là yếu tố tích cực đối với POW.
 - ✓ POW đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2023 là 4,1 lần, thấp hơn 50% so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là 14.800 đồng/cổ phiếu dựa trên hai phương pháp định giá DCF & EV/EBITDA, Với mức giá mục tiêu trên, mức EV/EBITDA năm 2023 kỳ vọng vẫn ở mức chiết khấu hấp dẫn 29% so với các công ty cùng ngành.
- **Rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi**
 - ✓ Suy thoái kinh tế tồi tệ hơn dự kiến có thể gây ra thách thức đối với giá CGM
 - ✓ Điều kiện thủy văn thay đổi bất ngờ.
 - ✓ Chậm trễ trong việc sửa chữa tổ máy 1 của nhà máy Vũng Áng.
 - ✓ Phát sinh nợ khó đòi khó đòi liên quan đến EVN.

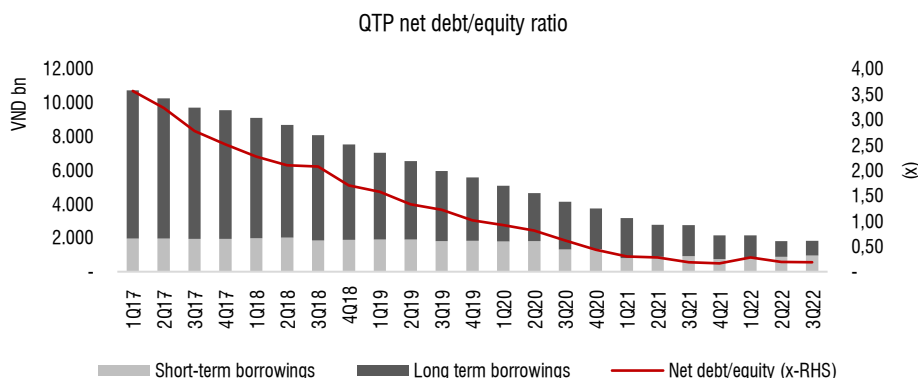
Hình 14: Chỉ tiêu quan trọng của POW (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	32.663	35.374	29.732	24.565	26.276	29.277
Lợi nhuận gộp	4.218	5.138	4.580	2.543	2.710	3.248
EBITDA	7.448	7.451	6.481	5.613	5.558	6.327
LNTT	2.221	3.165	2.875	2.319	2.211	2.724
Lợi nhuận ròng	2.052	2.855	2.663	2.032	1.937	2.387
EPS (VND)	716	1.072	939	706	635	848
BVPS (VND)	10.464	11.481	12.186	12.659	13.093	13.742
ROE	7,5%	10,1%	8,8%	6,4%	5,9%	6,9%
VCSH	26.815	29.509	31.267	32.133	33.490	35.259
Tổng tài sản	58.111	55.696	54.050	52.950	57.806	60.942
Nợ/VCSH	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3
P/E	22,4	10,7	13,5	24,8	16,8	12,6
P/B	1,5	1,0	1,1	1,4	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,2	5,2	5,6	4,6	4,6	4,1

Nguồn: Công ty, SSI Research

2. Công ty Cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP: UPCOM)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 13.000 đồng/cổ phiếu, Giá mục tiêu 1 năm: 17.100 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá 32%, khuyến nghị MUA)**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Cổ phiếu phòng thủ với tỷ suất cổ tức hấp dẫn 12%. Với KQKD chưa khả quan của EVN trong năm 2022 vừa qua, nhiều khả năng thông qua EVNGENCO1 đẩy mức chi trả cổ tức tiền mặt của QTP cao hơn. Theo kịch bản này, tỷ suất cổ tức năm 2022 của QTP có thể cao hơn mức kỳ vọng hiện tại của chúng tôi (12%).
 - ✓ Dư nợ giảm và chi phí lãi vay giảm. Trong năm 2023, chi phí lãi vay có thể giảm 42% so với cùng kỳ. Tại thời điểm quý 3/2022, tổng dư nợ là 1,8 nghìn tỷ đồng, thấp hơn so với mức 2,1 nghìn tỷ đồng vào năm 2021 và 3,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2020. Nhìn chung, chi phí lãi vay trong 9 tháng đầu năm 2022 cao hơn 66% so với cùng kỳ.
 - ✓ QTP đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2023 hấp dẫn là 3,8 lần, thấp hơn 50% so với công ty cùng ngành. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm căn cứ trên 2 phương pháp DCF & EV/EBITDA. Với giá mục tiêu trên, mức EV/EBITDA năm 2023 kỳ vọng vẫn thấp hơn 37% so với các công ty cùng ngành.

Hình.15: Dư nợ của QTP



Nguồn: Công ty

- **Rủi ro giảm giá:** Suy thoái kinh tế nghiêm trọng và điều kiện thủy văn thuận lợi ngoài dự kiến có thể ảnh hưởng đến sản lượng phát điện và giá định về giá CGM.

Hình 16: Chỉ tiêu chính của QTP (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	9.018	10.127	9.182	8.455	10.176	10.108
Lợi nhuận gộp	1.203	1.271	1.834	709	841	1.008
EBITDA	2.803	2.997	2.833	1.669	1.813	1.850
LNTT	275	660	1.375	502	719	809
Lợi nhuận ròng	275	651	1.306	477	683	768
EPS (VND)	612	1.447	2.901	1.059	1.465	1.647
BVPS (VND)	9.145	10.878	13.530	13.487	13.452	13.499
DPS (VND)	0	200	1.000	1.600	1.500	1.600
ROE	7,0%	14,4%	23,8%	7,8%	11,3%	12,7%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	1,8%	8,5%	8,4%	11,5%	12,3%
Nợ/VCSH	1,7	1,0	0,4	0,2	0,3	0,2
P/E	17,8	7,9	4,1	17,9	8,9	7,9
EV/EBITDA	4,2	3,4	2,7	5,7	3,9	3,8

Nguồn: Công ty, SSI Research

Cổ phiếu theo dõi: PC1, NT2**Cổ phiếu theo dõi: PC1**

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 20.200 đồng/cổ phiếu, Giá mục tiêu 1 năm: 26.100 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Chờ đợi việc phê duyệt chủ trương đầu tư và xây dựng 4 dự án BĐS (Định Công, Gia Lâm, Vĩnh Hưng và Thăng Long). Chúng tôi chưa tính doanh thu từ Định Công và Gia Lâm trong năm 2023 do tình hình khó khăn hiện tại của thị trường BĐS. Các dự án bất động sản này có thể được đưa vào dự báo khi nhận được quyết định phê duyệt cuối cùng.
 - ✓ Dự án niken được lên kế hoạch khởi động từ quý 2 năm 2023, và đã được đưa vào dự báo của chúng tôi. Dự án này sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho năm 2023. Do tính biến động, giá niken năm 2023 được giả định ở mức thận trọng là 21.000 USD/tấn, thấp hơn 20% so với giá hiện tại. Trung Quốc mở cửa trở lại có thể hỗ trợ giá niken và điều này có thể tạo ra yếu tố hỗ trợ tăng giá bất ngờ.
 - ✓ Nếu được thông qua, quy hoạch điện 8 có thể đóng vai trò là động lực cho hoạt động xây dựng lưới điện của PC1
- **Rủi ro giảm giá:** Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu cao của PC1 có thể gặp thách thức trong bối cảnh lãi suất tăng (cả lãi suất cho vay trong nước và lãi suất toàn cầu thông qua Libor). Nợ ròng/vốn chủ sở hữu của PC1 là 1,2 lần trong khi công ty cùng ngành là 0,5 lần.

Hình 17: Chỉ tiêu chính của PC1 (tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	5.084	5.845	6.679	9.813	8.288	10.138
Lợi nhuận gộp	866	819	1.162	1.145	1.407	1.739
EBITDA	881	769	1.174	1.564	1.713	2.094
NPATMI	467	358	513	691	369	491
NPATMI điều chỉnh	467	358	513	429	369	491
EPS (VND)	3.248	2.021	2.507	2.645	1.437	1.910
BVPS (VND)	23.494	21.578	20.856	19.968	21.405	23.315
ROE	16,1%	10,8%	12,9%	13,8%	7,8%	9,9%
Nợ/VCSH	0,6	0,8	0,8	1,4	1,3	1,1
P/E	7,6	8,7	8,9	14,9	14,8	11,1
P/B	1,1	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,1	17,4	11,4	8,6	7,8	6,4

Nguồn: Công ty, SSI Research

Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2: HOSE)

- **Giá cổ phiếu (30/12/2022): 28.850 đồng/cổ phiếu, Giá mục tiêu 1 năm: 28.500 đồng/cổ phiếu**
- **Luận điểm đầu tư**
 - ✓ Dư nợ thấp và không đáng kể sẽ giúp NT2 hạn chế được rủi ro từ việc lãi suất cho vay tăng lên và rủi ro biến động tỷ giá.
 - ✓ Xu hướng giảm giá gas có thể là yếu tố hỗ trợ cho giá cổ phiếu
 - ✓ Việc điều chỉnh giá có thể mang lại tỷ suất cổ tức hấp dẫn hơn.
- **Rủi ro giảm giá:** Suy thoái nghiêm trọng hơn dự kiến và điều kiện thủy văn thuận lợi có thể ảnh hưởng đến sản lượng phát điện và giá định về giá CGM.

Hình 18: Chỉ tiêu chính của NT2 (tỷ đồng VND)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	7.670	7.654	6.031	6.046	8.288	8.470
Lợi nhuận gộp	1.015	974	891	670	989	905
EBITDA	1.628	1.581	1.396	1.263	1.631	1.599
LNTT	824	797	659	560	932	890
Lợi nhuận ròng	782	754	621	528	886	845
EPS (VND)	2.638	2.540	2.018	1.679	2.823	2.694
BVPS (VND)	12.795	14.336	14.928	14.706	15.149	15.457
DPS (VND)	2.400	2.500	2.000	1.650	2.500	2.500
ROE	18,0%	19,3%	14,8%	12,4%	20,6%	19,2%
Tỷ suất cổ tức	9,8%	11,5%	8,1%	6,7%	8,7%	8,7%
Nợ/VCSH	0,8	0,3	0,2	0,0	0,1	(0,0)
P/E	9,3	8,5	12,2	14,7	10,2	10,7
EV/EBITDA	6,1	4,7	5,6	5,8	5,0	5,1

Nguồn: Công ty, SSI Research

Tiện ích – Nước: Hoạt động M&A khá sôi động giữa các công ty trong ngành

Triển vọng 2023: Trung lập

Cổ phiếu theo dõi: TDM

Nhìn lại năm 2022: Tích cực hơn thị trường chung do nhu cầu tiêu thụ nước phục hồi sau khi mở cửa trở lại

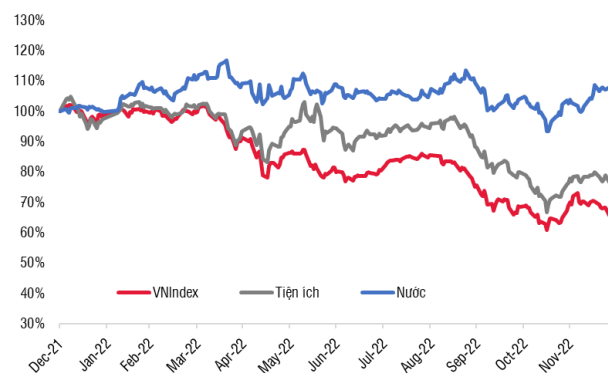
Diễn biến ngành: Tích cực hơn thị trường chung

Cổ phiếu ngành nước tăng 7% trong năm 2022, vượt trội 39% so với VNIndex nhờ lợi nhuận tăng mạnh. Những cổ phiếu ghi nhận diễn biến tích cực nhất bao gồm: LAW (tăng 173% so với cùng kỳ do cắt giảm chi phí trả trước để mua nước sạch); BDW (tăng 48,9% so với đầu năm; nhờ LNST tăng 66% trong 9 tháng đầu năm 2022 do nhu cầu cải thiện).

BDW có kế hoạch chuyển sàn niêm yết từ UPCOM lên HNX. Nhu cầu tăng từ các khu vực mới, như Khu công nghiệp Becamex Bình Định tăng trưởng tích cực. Lợi nhuận sau thuế của BDW trong 9 tháng đầu năm 2022 tăng 106% so với cùng kỳ nhờ nhu cầu tiêu thụ nước tại các khu công nghiệp phục hồi và tỷ lệ thất thoát nước duy trì ở mức thấp. Cùng với việc thực hiện các giao dịch M&A với CTCP Cấp nước Gia Tân (Đồng Nai) và CTCP Cấp nước Cần Thơ, cổ phiếu của BWE đã tăng 11,3% trong năm 2022.

Ngược lại, SII, CLW, THW và TNW giảm giá khoảng 16~42%. SII tiếp tục thua lỗ do hiệu quả phân phối nước thấp. CLW có đường ống cũ và tỷ lệ thất thoát nước cao hơn nên hiệu quả hoạt động thấp hơn.

Diễn biến giá cổ phiếu ngành trong năm 2022



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

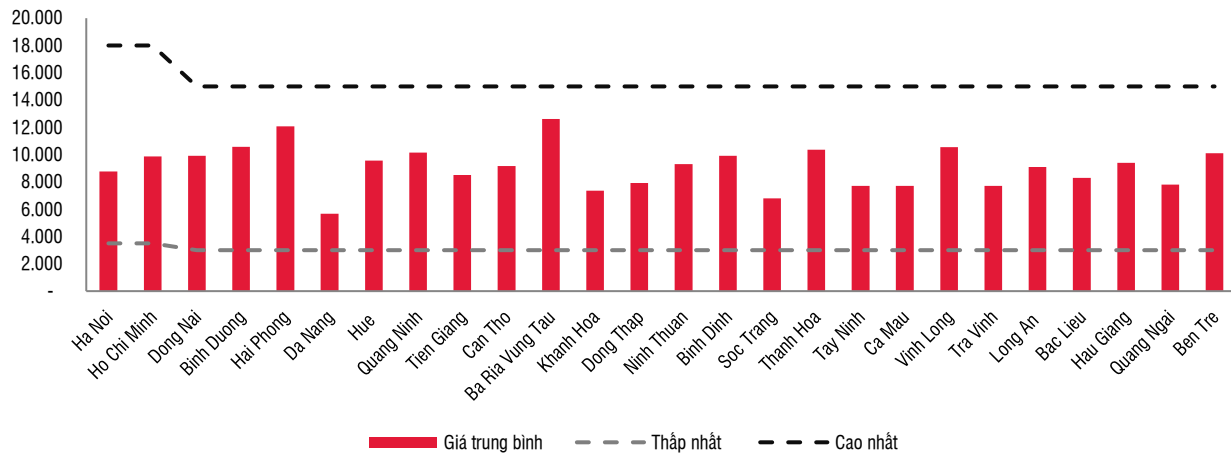
Diễn biến chính của ngành trong năm 2022

• Dự báo của chúng tôi và những diễn biến ngoài dự đoán

- ✓ **Nguồn cung:** Theo Bộ Xây dựng, đến năm 2022, Việt Nam có 750 nhà máy nước sạch ở khu vực đô thị và nông thôn đi vào hoạt động, với tổng công suất 11,2 triệu m³/ngày. Quy hoạch các nhà máy nước được Bộ Xây dựng quy định tại Thông tư 01/2021/TT-BXD, phù hợp với quy hoạch của từng địa phương trong đó các công ty tư nhân được phép tham gia. Trong khi đó, hệ thống phân phối được quản lý bởi công ty cấp thoát nước và môi trường tỉnh.
- ✓ **Nhu cầu sử dụng nước hộ gia đình tăng 5% so với cùng kỳ.** Tiêu thụ nước hộ gia đình (chiếm 71% tổng nhu cầu nước sạch) tăng 5% so với cùng kỳ ở khu vực nông thôn và khoảng 3~4% so với cùng kỳ ở khu vực thành thị. Trong năm 2022, mức tiêu thụ nước trung bình tăng 3~6% so với cùng kỳ do tốc độ đô thị hóa tăng lên.
- ✓ **Nhu cầu sử dụng nước công nghiệp tăng 5~8% so với cùng kỳ.** Nhu cầu tiêu thụ nước công nghiệp (chiếm 18% tổng nhu cầu nước) tăng trưởng trở lại sau Covid. Cụ thể, lượng nước tiêu thụ tại Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Bắc Giang (các cụm khu công nghiệp) tăng lần lượt 6%, 7%, 5% và 8% so với cùng kỳ trong năm 2022.

- ✓ **Giá bán nước bình quân (ASP) tăng 3% so với cùng kỳ.** Giá nước trên thị trường do Ủy ban nhân dân cấp tỉnh quy định. Cụ thể, giá bán nước bình quân tại TP.HCM và Bình Dương tăng 5% so với cùng kỳ trong năm 2022. Ngược lại, Hà Nội và Hải Phòng, Đồng Nai và Bà Rịa Vũng Tàu không tăng giá trong năm 2021.

Giá bán nước theo tỉnh thành (đồng/m³) năm 2022



Nguồn: SSI Research tổng hợp

- ✓ **Tỷ lệ thất thoát nước ít hơn, nâng cao hiệu suất vận hành.** Tỷ lệ thất thoát nước trung bình ở Việt Nam là 17,5% vào năm 2022- giảm từ 18,7% vào năm 2021. Chúng tôi ước tính tỷ lệ thất thoát nước giảm 1% sẽ giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện 1,1%.
- ✓ **Tăng trưởng mạnh nhờ giao dịch M&A.** Nhu cầu tiêu thụ nước tăng trưởng ổn định ở mức 5~8% so với cùng kỳ hàng năm, nhưng các công ty có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm trong ngành có thể đạt mức tăng trưởng cao hơn trung bình ngành thông qua giao dịch M&A. Trong năm 2022, DNP tiếp tục mở rộng các nhà máy nước trên địa bàn với kỳ vọng dòng tiền ổn định khi đi vào hoạt động. REE duy trì đầu tư vào các nhà máy nước tại TP.HCM, nơi có nhu cầu dồi dào, mức tiêu thụ cao và hoạt động ổn định. BWE mua lại CTCP Cấp nước Cần Thơ với kỳ vọng mở rộng mạng lưới cấp nước liên vùng ĐBSCL, và công ty cũng mua lại Nhà máy nước Gia Tân để mở rộng mạng lưới cấp nước tới vùng sâu, vùng xa của Đồng Nai, lấy nguồn nước từ sông Đồng Nai.

Công ty	Nhà máy nước và mạng lưới phân phối	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (m ³ /ngày)	Khu vực phân phối nước
DNP Water	Bình Hiệp	80	70,70%	51.250	Phan Thiết, Hàm Thuận Nam - Bình Thuận
	Đồng Tâm	389,2	52,66%	90.000	Mỹ Tho, Gò Công - Tiền Giang
	NS3	79,2	59,97%	50.000	Hoàn Kiếm, Hà Nội
	CTCP Cấp thoát nước Long An	122	37,15%	50.000	Long An
	CTCP Cấp nước Thừa Thiên Huế	876	2,86%	200.000	Thừa Thiên Huế
	CTCP Cấp nước Bình Thuận	79,7	44%	700.000	Phan Thiết, La Gi, Bắc Bình
	CTCP Cấp nước Cần Thơ 2	280	34,60%	940	Thành phố Cần Thơ
	DNP Quảng Bình	193	100%	15.000	Ba Đồn- Quảng Bình
	CTCP Đô thị Ninh Hòa	267		30.000	Ninh Hòa - Khánh Hòa
	CTCP Đô thị Châu Thành	17,57		5.000	Châu Thành - Long An
	CTCP Cấp nước Tây Ninh	172,7		49.420	Tây Ninh
	CTCP Cấp nước Bình Phước	422		35.000	Đồng Xoài- Bình Phước
	DNP Bắc Giang	1000		60.000-80.000	Bắc Giang
	DNP Long An	786		60.000	Thủ Thừa, Bến Lức, Cần Giuộc - Long An
REE	CTCP B.O.O nước Thủ Đức		42%	300.000	Quận 2,7,9, Thủ Đức, Nhà Bè - TP.HCM
	CTCP nước Thủ Đức III		40%	300.000	Thủ Đức, Bình Thạnh - TP.HCM
	CTCP nước Tân Hiệp II		32%	300.000	TP Hồ Chí Minh
	Viwasupco	750	36%	300.000	Hà Nội
	TDW	85	44,17%	82	Quận 2,9, Thủ Đức - TP.HCM

Công ty	Nhà máy nước và mạng lưới phân phối	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (m3/ngày)	Khu vực phân phối nước
	NBW	109	20,02%	69	Quận 4,7, Nhà Bè - TP.HCM
	GDW	95	20,05%	52	Bình Thạnh, Phú Nhuận- TPHCM
	KHW	286	44%	115.000	Khánh Hòa
BWE	DNW	1200	18,53%	450.000	Đồng Nai
	CTCP Cấp nước Cần Thơ	280	24,64%	90.000	Cần Thơ
	CTCP Cấp nước Cần Thơ II	111	48,86%	52.500	Cần Thơ
	CTCP Cấp nước Gia Tân	785,3	32%	40.000	Đồng Nai

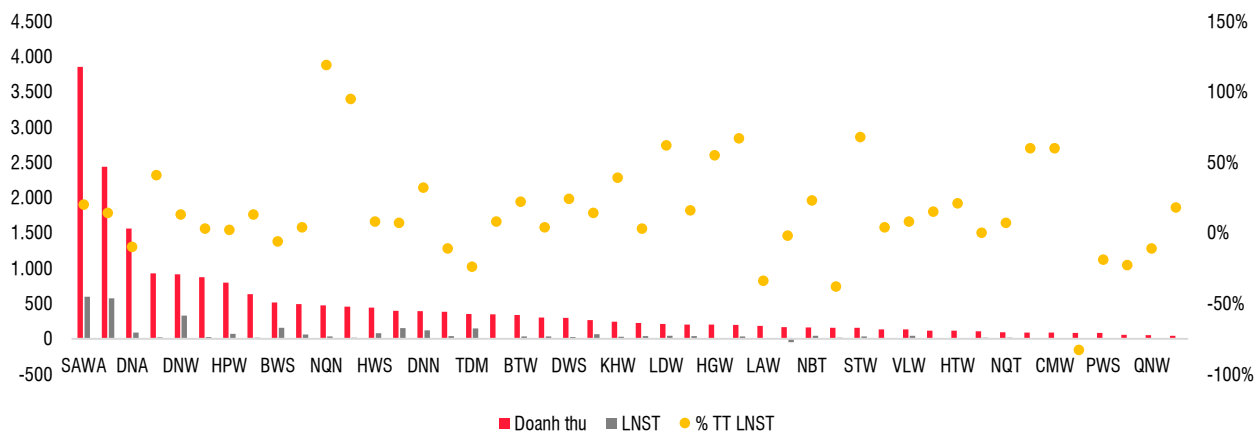
Nguồn: SSI Research

- ✓ Trong 9 tháng 2022, doanh thu và lợi nhuận của các công ty niêm yết trong ngành nước lần lượt đạt 21 nghìn tỷ đồng (hay 882 triệu USD, tăng 10,4% so với cùng kỳ) và 3,1 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ), trong đó GDW ghi nhận mức tăng lợi nhuận 95% so với cùng kỳ nhờ: (1) sản lượng tiêu thụ tăng 26,6% so với cùng kỳ; (2) giá bán nước tăng 8,5% so với cùng kỳ; và (3) tỷ lệ thất thoát nước giảm xuống 2,5~14,0%. Trong 9 tháng 2022, doanh thu thuần của BWE đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 639 tỷ đồng, lần lượt tăng 16% và 11% so với cùng kỳ do giá bán và lượng nước tiêu thụ tăng 5% so với cùng kỳ. Tỷ lệ thất thoát nước đạt 5% - mức thấp nhất so với các công ty trong ngành. Việc mở rộng mạng lưới cấp nước cho Khu kinh tế Nhơn Hội (4.500 m3/ngày) và Khu công nghiệp VSIP Becamex Bình Định (2.900 m3/ngày), cùng việc kiểm soát chi phí và giảm thất thoát nước giúp lợi nhuận sau thuế của BDW tăng 66% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2022.

Ngược lại, do không nhận được cổ tức từ BWE (TDM sở hữu 29,93%) nên LNST của TDM giảm 22% so với cùng kỳ. Hiệu quả hoạt động thấp khiến SII tiếp tục ghi nhận khoản lỗ 46 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2022

- P/E của các công ty niêm yết đã giảm mạnh từ 12,0 lần vào năm 2021 xuống còn 8,3 lần vào năm 2022 do định giá toàn ngành giảm xuống khi lãi suất tăng.

Doanh thu và LNST (tỷ đồng) của các công ty nước niêm yết trong 9 tháng đầu năm 2022

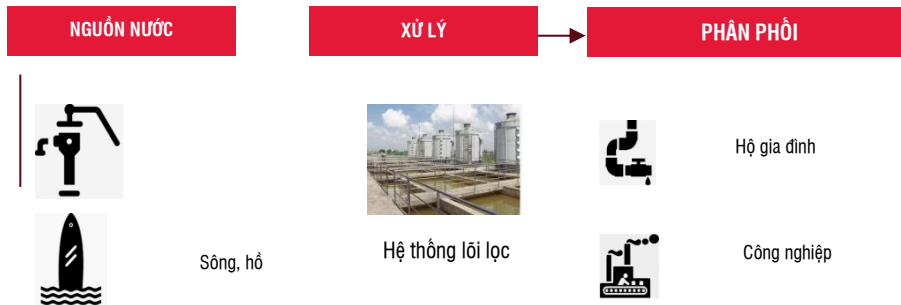


Nguồn: Fiinpro

Triển vọng năm 2023

Chúng tôi chia các công ty cấp nước thành hai nhóm: (i) các công ty sở hữu mạng lưới phân phối nước (BWE, DNW, Sawaco, Hawaco, CTW, HPW, DNA, BWS, HDW, NBW, GDW, LKW, BDW, NAW, NQB, PJS, TAW, VPW,...); và (ii) các công ty sở hữu nhà máy xử lý nước (DNP, TDM, VCW);

Chuỗi giá trị ngành nước



Các công ty sở hữu và vận hành mạng lưới phân phối nước

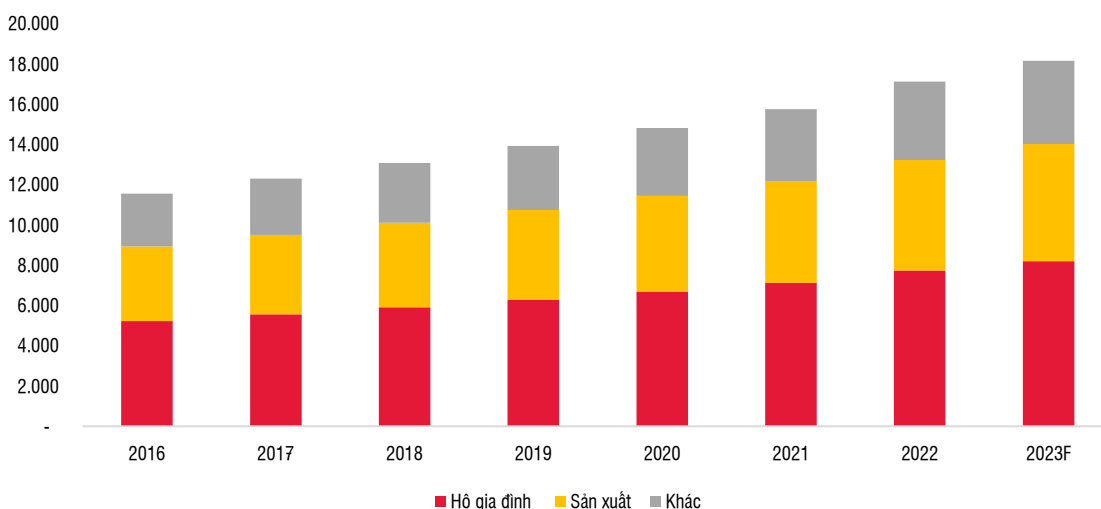
Các công ty có hệ thống phân phối nước được sự quản lý của Ủy ban Nhân dân Tỉnh, điều này đồng nghĩa với việc các công ty này độc quyền phân phối. Hiệu quả hoạt động của các công ty cấp nước phụ thuộc vào tỷ lệ thất thoát nước cũng như mật độ dân số trên địa bàn phân phối.

Đối với những công ty này, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 8% so với cùng kỳ vào năm 2023. Cụ thể, lượng nước tiêu thụ trung bình tăng 6% so với cùng kỳ, trong khi giá nước bán lẻ bình quân tăng 3% so với cùng kỳ.

- **Nhu cầu nước tăng trưởng ổn định 5% so với cùng kỳ.** Theo Hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA), tổng công suất của các nhà máy xử lý nước tại Việt Nam đạt từ 11,2 triệu m³ đến 11,5 triệu m³/ngày. Mặt khác, nhu cầu sử dụng nước của các hộ gia đình ước tính đạt từ 8,2 triệu m³ đến 8,6 triệu m³ mỗi ngày (tăng 6% so với cùng kỳ) vào năm 2023. Cụ thể, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ nước tại Hà Nội sẽ tăng 12% trong giai đoạn 2025~2030, và tăng bình quân 6~8%/năm tại Thành phố Hồ Chí Minh trong cùng giai đoạn.

Theo quy hoạch tổng thể ngành nước đến năm 2030, mức tiêu thụ nước bình quân đầu người tăng từ 105~110 lít/người/ngày trong năm 2021 lên 120 lít/người/ngày năm 2030. Tỷ lệ dân số nông thôn được cấp nước qua hệ thống cấp nước ước tính sẽ tăng từ 43,5% hiện nay lên 47% vào năm 2030.

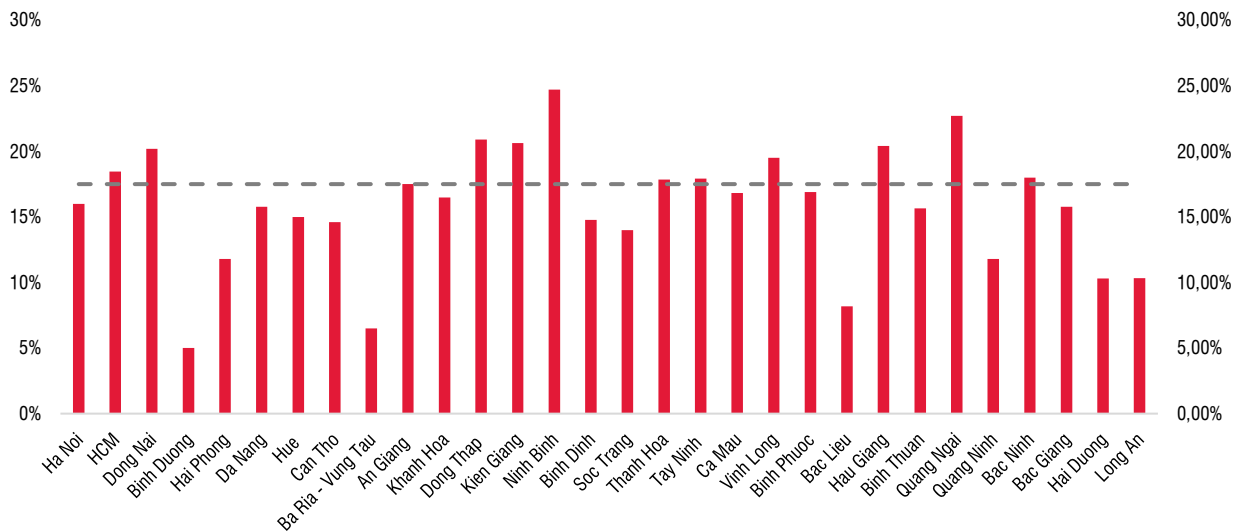
Nhu cầu nước (nm m³/ngày)



Nguồn: Hiệp hội Cấp thoát nước Việt Nam (VWSA)

- **Hiệu quả hoạt động của các công ty phân phối nước tiếp tục được cải thiện.** Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục được duy trì trong trung hạn. Tỷ lệ thất thoát nước trung bình dự kiến sẽ giảm từ 17,5% vào năm 2022 xuống còn 16,5% vào năm 2023, khi các công ty cấp nước áp dụng hệ thống phát hiện rò rỉ nước cải tiến, bên cạnh việc cải thiện mạng lưới đường ống dẫn nước cho người tiêu dùng cuối.

Tỷ lệ nước thải năm 2022, theo tỉnh

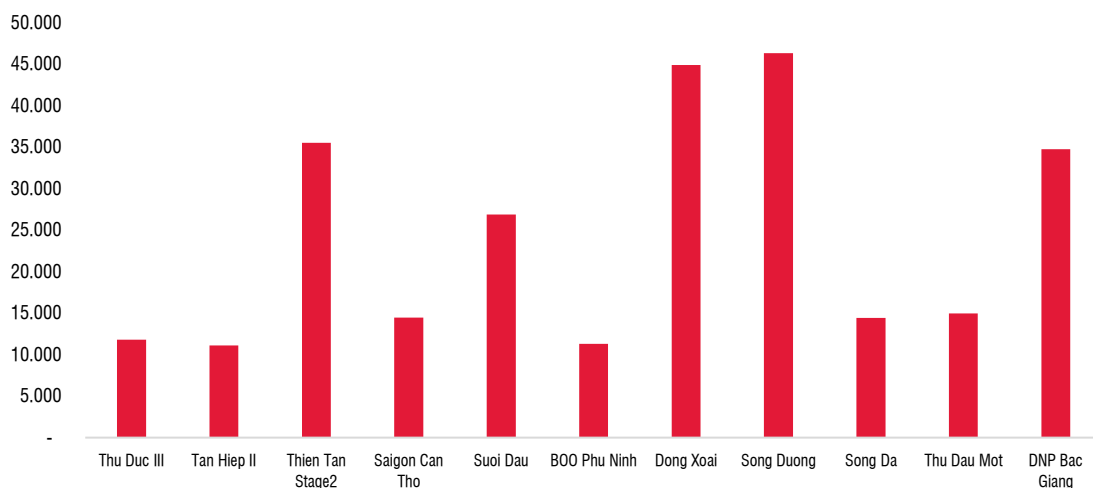


Nguồn: SSI Research

- **Giá bán lẻ nước sạch bình quân tăng 3~5% so với cùng kỳ.** Chúng tôi dự báo giá bán nước sạch bình quân sẽ tăng khoảng 3~5% tùy theo tỉnh/thành phố. Trong đó, Hà Nội và TP.HCM có khả năng tăng giá bán lẻ bình quân 5% và Bình Định có khả năng tăng giá bán bình quân 3% trong năm 2023. Những khu vực khác như Bình Dương, Hải Phòng và Đồng Nai có khả năng sẽ không tăng giá bán lẻ bình quân trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng giá nước cho các khách hàng công nghiệp sẽ tiếp tục tăng do nhu cầu ngày càng tăng của các khách hàng trong khu công nghiệp, đặc biệt các nhà đầu tư FDI.
- **Xử lý ô nhiễm ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty cấp nước.** Luật Tài nguyên nước và Môi trường sẽ được thông qua vào năm 2023, trong đó quy định rõ nguồn nước có thể khai thác, và chi phí thuế tài nguyên môi trường sẽ được tính theo sản lượng khai thác thay vì theo công suất. Do đó, chúng tôi dự báo các công ty cấp nước sẽ ghi nhận mức phí cao hơn. Chi phí nguyên vật liệu chiếm 30~35% chi phí hoạt động của các doanh nghiệp nước. Hóa chất chiếm 21% chi phí nguyên vật liệu. Ngoài ra, thuế tài nguyên tại các tỉnh dao động trong khoảng 48~50 VND/m³ vào năm 2023. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 0,2~0,4% do chi phí nguyên vật liệu và thuế tài nguyên nước tăng.

Doanh nghiệp sở hữu nhà máy nước

- Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả của nhà máy xử lý nước bao gồm: (i) khoản đầu tư nhà máy nước; (ii) khoảng cách từ nhà máy đến nguồn nguyên liệu (nước mặt hoặc nước ngầm); và (iii) sản lượng và giá bán cho các công ty phân phối.
- Tỷ suất lợi nhuận ròng của các nhà máy nước hiện tại đạt 35~40%.
- **Suất vốn đầu tư các nhà máy xử lý nước sạch tăng theo thời gian.** Theo các công ty nước niêm yết, suất vốn đầu tư nhà máy xử lý nước sạch tại một số công ty nước niêm yết giai đoạn 2022-2023 sẽ đạt 5.300 đồng/m³ - cao hơn mức 4.600 đồng/m³ bình quân giai đoạn 2020-2021.

Suất vốn đầu tư nhà máy cấp nước và xử lý nước (đồng/m³)

Nguồn: SSI Research tổng hợp

Chúng tôi khuyến nghị theo dõi cổ phiếu TDM vì (1) Mức tiêu thụ nước ổn định (tăng trưởng khoảng 10% so với cùng kỳ) ở khu vực Dĩ An và Bà Rịa; (2) LNST năm 2023 dự báo tăng trưởng 38% so với cùng kỳ nhờ tăng trưởng hữu cơ và nhận khoản chi trả cổ tức từ BWE; (3) Động lực tăng trưởng từ thương vụ M&A với CTCP Cấp nước Cần Thơ từ năm 2023; (4) Đòn bẩy thấp với tỷ lệ nợ trên VCSH ở mức 0,12 lần.

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

VĂN PHÒNG

TP. HỒ CHÍ MINH

Phòng số 03, Tầng 18, Tòa nhà Saigon Centre, 67 Đường Lê Lợi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

SĐT: (84-28) 3636 3688

Fax: (84-28) 3636 3668

HÀ NỘI

Số 1C Ngô Quyền, Phường Lý Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội

SĐT: (84-24) 3936 6321

Fax: (84-24) 3936 6311

THÔNG TIN LIÊN HỆ**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư****Hoàng Việt Phương**

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
 phuonghv@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô**Phạm Lưu Hưng**

Phó Giám đốc
 hungpl@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
 trinntv@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Ngành Hàng tiêu dùng**Phạm Huyền Trang**

Giám đốc
 trangph@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Trần Thùy Trang, ACA

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 trangtt2@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8705

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 ngantp@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

Hoàng Anh Tuấn

Chuyên viên Phân tích
 tuanha2@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3089

Ngành Công nghệ Thông tin**Thái Gia Hào**

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 haotg@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3055

Ngành Y tế/ Dược Phẩm**Đặng Trần Minh**

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 minhdt1@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8671

Ngành Tài chính**Nguyễn Thu Hà, CFA**

Phó giám đốc
 hant4@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8708

Trương Minh Phương Duy

Chuyên viên Phân tích
 duytmp@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3046

Ngành Bất động sản**Đinh Thị Mai Anh**

Trưởng phòng Phân tích
 anhdtm@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8701

Vũ Ngọc Quang

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 quangvn@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3056

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
 thanhntk@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Ngành Nguyên Vật liệu**Đào Minh Châu, CFA**

Phó giám đốc
 chaudm@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 ngantp@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

Ngành Dầu khí**Phạm Huyền Trang**

Giám đốc
 trangph@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Đào Minh Châu, CFA

Phó giám đốc
 chaudm@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

Ngành Công nghiệp**Nguyễn Hoàng Giang, CFA**

Trưởng phòng Phân tích
 giangnh@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703

Đào Minh Châu, CFA

Phó giám đốc
 chaudm@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
 tranglh@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Ngành Tiện ích**Thái Gia Hào**

Chuyên viên Phân tích cao cấp
 haotg@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3055

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
 thanhntk@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Dữ liệu & Hỗ trợ**Lương Thị Việt**

Chuyên viên hỗ trợ
 vietlt@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
 tanntk@ssi.com.vn
 SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715