Phu Hung
SECURITIES

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ NĂM 2023
ĐẾN LÚC RA KHƠI

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ NĂM 2023

NỘI DUNG CHÍNH	TRANG
LỜI MỞ ĐẦU	**3**
DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI	**4**
TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM– HOÀN THÀNH MỤC TIÊU TĂNG TRƯỞNG	**7**
BIẾN ĐỘNG TRÊN TTCK NĂM 2022– KHOẢNG THỜI GIAN KHÓ KHĂN	**16**
THẢO LUẬN – ĐIỀU GÌ ĐANG VÀ SẼ XẢY RA VỚI VIỆT NAM?	**23**
TRIỂN VỌNG NGÀNH	
Ngân hàng	40
Bảo hiểm	58
Thủy sản	67
Điện	81
BĐS dân dụng	95
BĐS KCN	115
Bán lẻ	132
Thực phẩm & đồ uống	153
Dầu khí	166
Dược phẩm	181
Dệt may	195

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ NĂM 2023 - ĐẾN LÚC RA KHƠI

Đến hết Q3/2022, nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trên đà tăng trưởng. GDP trong 9T2022 tăng mạnh 8,83%YoY trong khi GDP Q3/2022 tăng đáng kể 13,67%YoY nhờ lĩnh vực dịch vụ phục hồi. Trong cả năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của nền kinh tế sẽ vững chắc hơn, với GDP sẽ tăng 7% YoY, vượt qua dự báo của nhiều tổ chức toàn cầu.

Mặt khác, do tác động từ chính sách thắt chặt tiền tệ trên thế giới hiện này, Việt Nam cũng không tránh khỏi xu hướng này. Kết quả là, Việt Nam phải đối mặt thị trường tài chính không thuận lợi trong năm 2022 với việc lãi suất tăng cao hơn trong khi VND mất giá mạnh.

Ngoài ra, việc kiểm soát chặt chẽ thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp của Chính phủ nhằm ngăn chặn nguy cơ khủng hoảng đã và đang làm trầm trọng thêm vấn đề của thị trường tài chính trong nước. Do đó, thị trường chứng khoán đã trải qua một giai đoạn hết sức khó khăn.

Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi cho rằng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn hấp dẫn nhờ tốc độ tăng trưởng kinh tế ổn định với dân số trẻ. Sau khi những cơn gió ngược qua đi, chúng tôi tin rằng thị trường chứng khoán có thể sẽ phục hồi và đi lên mạnh mẽ.

Và theo quan điểm của chúng tôi, cơn bão sẽ qua vào cuối năm 2023 và trong bối cảnh thị trường chứng khoán đã điều chỉnh về mức hấp dẫn và hợp lý, đã đến lúc các nhà đầu tư sẵn sàng và chuẩn bị ra khơi.

Cuối cùng, PHS kính chúc Quý khách hàng năm Quý Mão 2023 an khang thịnh vượng.

PHS Research

DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI

Ngành	MCK	Dự phóng 2023				Chỉ số tài chính				Định giá					
		Thu nhập lãi thuần		LNST		Tăng trưởng tín dụng	NIM	LLR	NPL	Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)										
NGÂN HÀNG	VCB	58,328	17%	32,660	15%	20.7%	3.62%	442%	0.80%	111,681	79,500	16.5x	3.0x	40%	**Mua**
	BID	55,090	7%	19,032	14%	13.0%	2.71%	255%	1.15%	53,363	39,000	14.1x	2.2x	37%	**Mua**
	CTG	51,453	13%	17,382	11%	10.5%	3.28%	225%	1.30%	43,440	28,250	12.0x	1.7x	54%	**Mua**
	TCB	34,898	14%	24,518	15%	18.1%	5.32%	154%	0.65%	49,353	29,500	7.0x	1.2x	67%	**Mua**
	MBB	37,091	17%	24,005	22%	18.4%	5.38%	116%	1.19%	33,800	18,950	6.4x	1.5x	78%	**Mua**
	ACB	25,849	11%	15,757	14%	15.0%	4.29%	118%	0.70%	35,562	23,200	7.6x	1.4x	53%	**Mua**
	VPB	48,584	15%	24,988	17%	21.2%	7.95%	85%	4.80%	29,888	18,200	8.0x	1.6x	64%	**Mua**
	HDB	20,160	13%	9,995	16%	14.8%	5.09%	98%	1.55%	24,877	16,750	5.0x	1.0x	49%	**Mua**
	TPB	12,855	9%	5,941	6%	15.5%	3.97%	137%	1.35%	31,500	23,000	8.4x	1.3x	37%	**Mua**
	OCB	6,756	17%	4,178	9%	18.7%	3.20%	62%	2.37%	25,700	15,750	8.5x	1.0x	63%	**Mua**
	VIB	17,047	15%	9,762	14%	21.2%	4.53%	51%	2.79%	36,900	21,000	8.0x	1.8x	76%	**Mua**
	LPB	13,503	11%	4,833	12%	15.6%	3.80%	148%	1.51%	23,500	13,200	8.4x	1.4x	78%	**Mua**
	MSB	8,512	12%	4,874	9%	17.0%	3.90%	72.10%	1.73%	18,000	13,000	7.4x	1.1x	38%	**Mua**
	SHB	20,781	13%	10,196	5%	15.3%	3.66%	117%	2.46%	22,500	10,900	6.8x	1.2x	106%	**Mua**

DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI

Ngành	MCK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
BẢO HIỂM	PVI	11,244	38%	965	-9%	12,502	11%	996	3%	47,002	46,900	13.8x	1.3x	0%	**Nắm giữ**
	BMI	5,539	17%	332	7%	6,014	9%	427	30%	25,190	21,700	9.0x	1.0x	16%	**Mua**
	BVH	43,810	10%	1,665	-17%	46,644	7%	2,967	78%	70,900	49,500	17.7x	2.3x	43%	**Mua**
Thủy sản	ANV	4,988	43%	646	402%	4,730	-5%	320	-51%	30,100	24,700	12.0x	1.3x	22%	**Mua**
	MPC	16,083	18%	791	20%	14,999	-7%	572	-28%	27,219	17,763	9.5x	0.9x	53%	**Mua**
	VHC	13,741	52%	2,283	106%	10,667	-22%	1,510	-34%	69,000	70,900	8.4x	1.5x	-3%	**Nắm giữ**
	FMC	5,614	8%	368	28%	5,236	-7%	266	-28%	37,300	34,550	9.2x	1.1x	8%	**Nắm giữ**
NĂNG LƯỢNG	POW	25,513	4%	2,179	6%	31,982	25%	2,847	31%	13,800	11,400	12.7x	1.0x	21%	**Mua**
	NT2	8,117	32%	925	73%	8,745	8%	957	3%	31,200	27,950	10.1x	2.0x	12%	**Mua**
	GEG	2,161	56%	357	10%	2,686	24%	449	26%	24,500	13,150	25.5x	2.0x	86%	**Mua**
BĐS DÂN DỤNG	VHM	87,840	2%	33,671	-13%	98,372	12%	35,578	6%	82,000	50,700	10.0x	2.3x	62%	**Mua**
	NLG	5,720	10%	976	-9%	6,332	11%	1,368	40%	38,400	30,500	9.7x	1.4x	26%	**Mua**
	KDH	2,459	-34%	1,123	-7%	2,943	20%	1,363	21%	36,500	28,200	18.1x	1.9x	29%	**Mua**
	VRE	8,595	46%	2,604	98%	11,735	37%	3,461	33%	40,720	27,900	26.7x	2.7x	46%	**Mua**

DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI

Ngành	MCK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
BĐS KCN	SZC	1,258	76%	480	49%	1,501	19%	585	22%	42,700	33,000	7.5x	2.6x	29%	**Mua**
	GVR	24,993	-5%	4,201	-21%	27,156	9%	5,521	31%	29,755	15,600	27.8x	2.1x	91%	**Mua**
	LHG	1,061	36%	402	36%	1,725	63%	653	63%	42,250	21,350	3.5x	1.2x	98%	**Mua**
BÁN LẺ	MWG	137,092	12%	3,281	-33%	141,385	3%	4,891	49%	61,000	47,000	27.2x	3.8x	30%	**Mua**
	FRT	29,135	34%	418	-6%	31,216	7%	726	73%	126,900	74,900	35.9x	7.2x	69%	**Mua**
THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG	VNM	62,430	3%	9,672	-9%	66,661	7%	10,876	12%	84,300	77,600	18.2x	4.9x	9%	**Nắm giữ**
	SAB	33,400	27%	5,858	49%	36,833	10%	5,559	-5%	175,400	179,000	19.2x	4.5x	-2%	**Nắm giữ**
DƯỢC PHẨM	TRA	2,424	11%	327	23%	2,619	8%	349	7%	117,400	93,000	13.9x	2.8x	26%	**Mua**
	DHG	4,368	9%	925	19%	4,692	7%	981	6%	106,300	85,500	14.2x	3.0x	24%	**Mua**
	IMP	1,562	23%	229	21%	1,857	19%	306	34%	60,400	62,600	13.2x	1.9x	-4%	**Nắm giữ**
DẦU KHÍ	GAS	110,515	40%	15,483	75%	126,635	15%	18,771	21%	113,400	106,300	21.9x	3.1x	7%	**Nắm giữ**
	PLX	293,663	74%	1,184	-62%	293,125	0%	2,439	106%	48,500	31,250	29.6x	2.4x	55%	**Mua**
	BSR	143,181	42%	14,258	113%	118,690	-17%	7,375	-48%	24,900	15,063	10.4x	1.4x	65%	**Mua**
	PVT	7,863	5%	945	13%	7,952	1%	831	-12%	26,900	21,200	14.1x	1.2x	27%	**Mua**
DỆT MAY	TCM	4,210	19%	265	85%	4,101	-3%	253	-4%	55,200	54,400	16.6x	2.6x	1%	**Nắm giữ**
	STK	2,249	10%	243	-13%	2,252	0%	239	-1%	45,800	25,950	13.5x	1.8x	76%	**Mua**

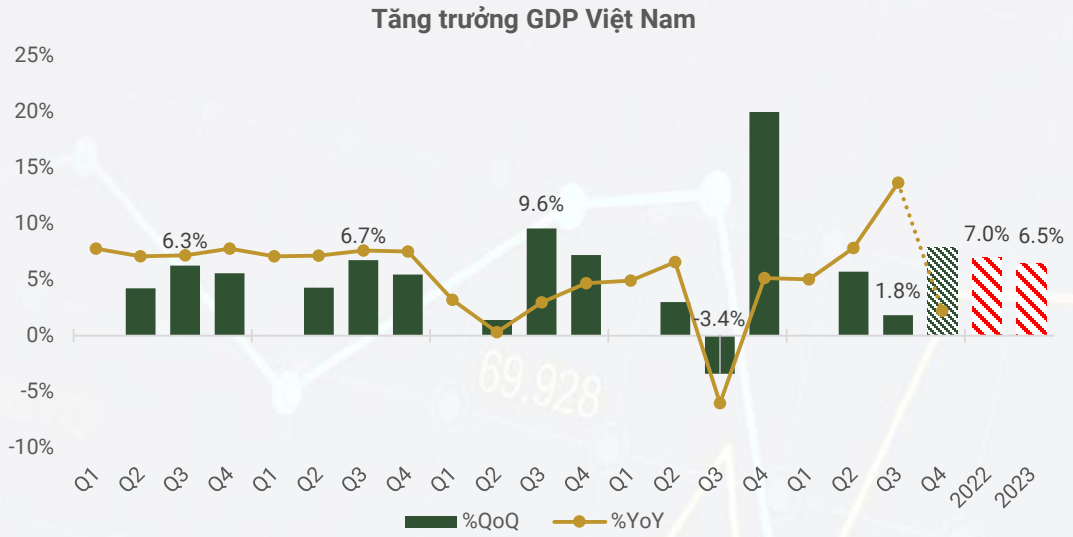
TÌNH HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ VIỆT NAM

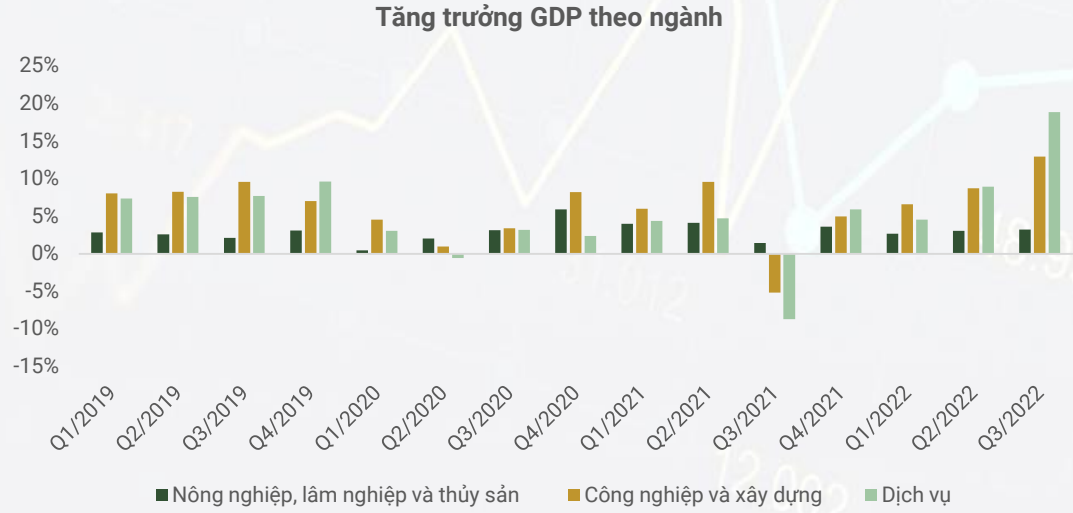
Phục hồi nhưng sóng gió còn ở phía trước

Tuấn Phạm – Phó phòng phân tích

Chương Phạm – Chuyên viên phân tích Vĩ mô & ETF

TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

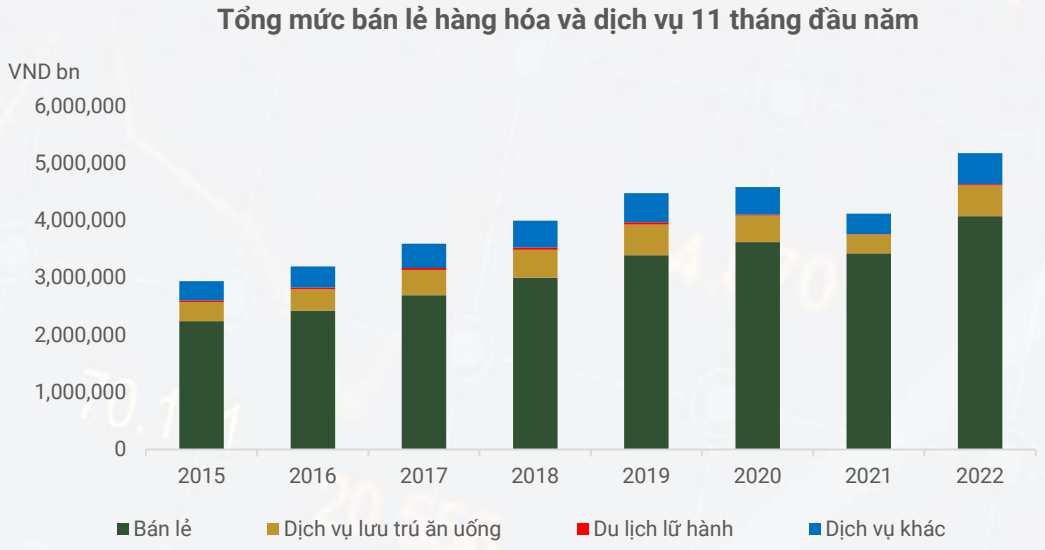




- Việt Nam giữ đà tăng trưởng trong quý 3/2022. Kinh tế Việt Nam đã tăng trưởng 13.67%YoY trong quý 3 năm 2022và trong 9M2022, GDP tăng trưởng 8.83%YoY.
- Sự tăng trưởng vượt bậc của Việt Nam được thúc đẩy bởi sự mở rộng mạnh mẽ của các hoạt động sản xuất trong khi lĩnh vực dịch vụ tiếp tục phục hồi khi Việt Nam mở cửa và khôi phục lại các hoạt động du lịch.
- Năm 2022, GDP được kỳ vọng tăng trưởng 7% YoY. Trong khi năm 2023, Quốc hội Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng 6.5% YoY.

Nguồn: GSO, PHS

TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG



Nguồn: GSO, PHS

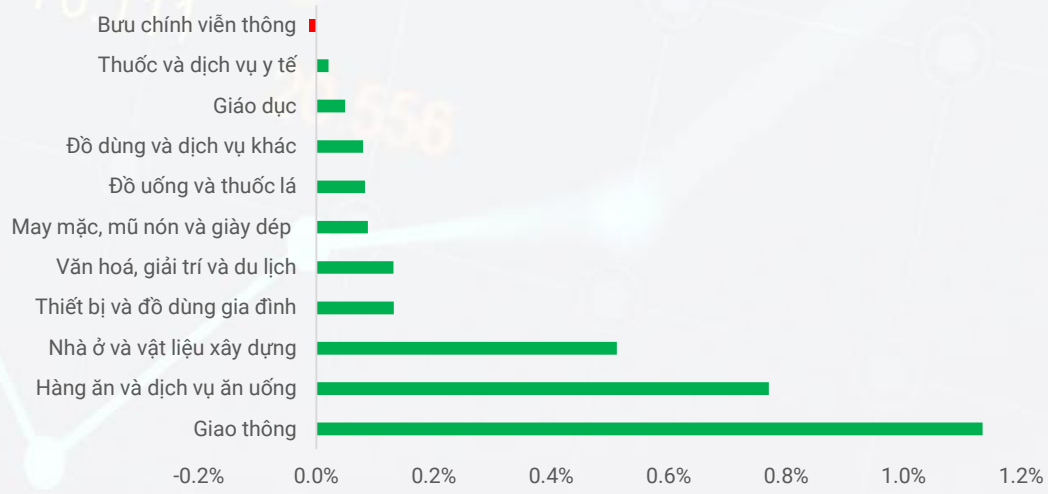
- Lĩnh vực công nghiệp, xây dựng vẫn khởi sắc trong 9T2022 nhờ tăng trưởng bền vững của ngành công nghiệp chế biến chế tạo sau khi nền kinh tế Việt Nam mở cửa trở lại vào cuối năm 2021.
- Lĩnh vực dịch vụ tiếp tục tăng tốc nhờ doanh số bán lẻ khi Việt Nam mở cửa trở lại cho các hoạt động du lịch.

LẠM PHÁT VẪN ĐƯỢC KIỂM SOÁT

- Bất chấp lạm phát tăng nhanh trên toàn thế giới, CPI của Việt Nam trong 11 tháng đầu năm 2022 chỉ tăng 3.02% YoY– thấp hơn nhiều so với mức trần 4% của Chính phủ đưa ra.
- CPI năm 2022 chủ yếu do (1) giá giao thông tăng do giá dầu thế giới tăng và (2) nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng khi Việt Nam mở cửa trở lại nền kinh tế kể từ Quý 1/2022.
- Tuy nhiên, nhờ các mặt hàng dầu được miễn thuế và giá lương thực ổn định nên CPI của Việt Nam vẫn được kiểm soát.

CPI trung bình 11 tháng hàng năm (%)

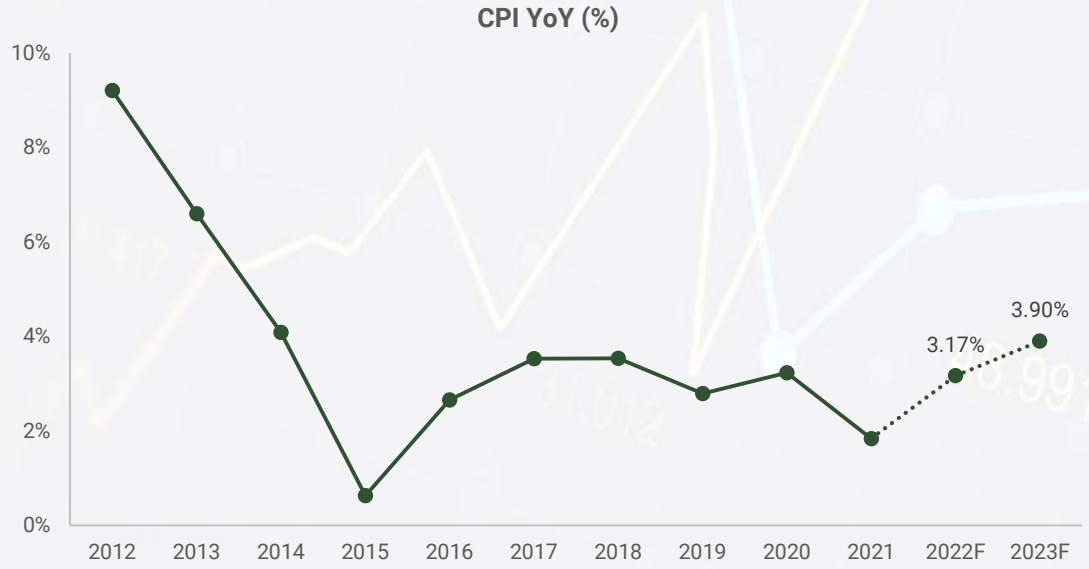
Đóng góp vào CPI của các nhóm ngành trong 11T2022

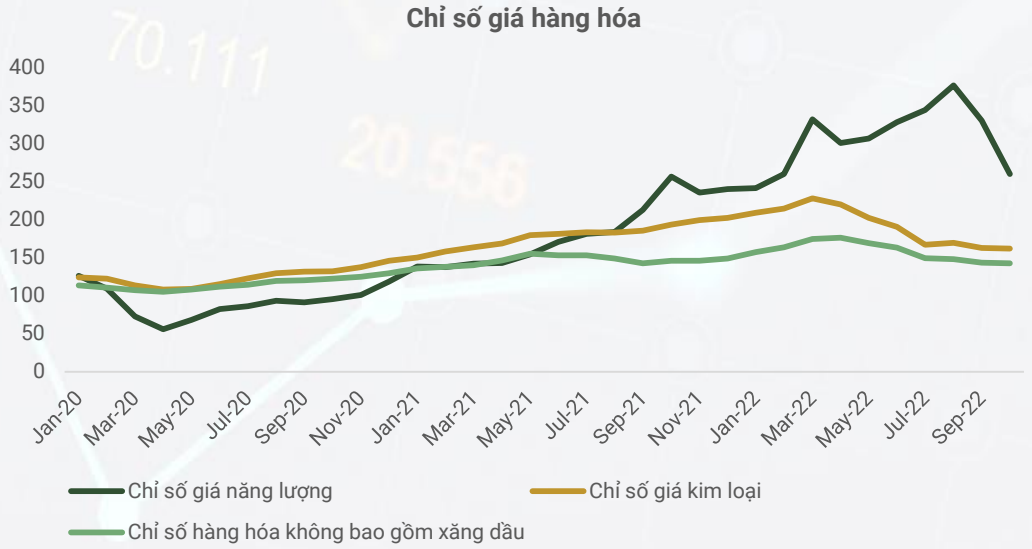


Nguồn: GSO, PHS

LẠM PHÁT VẪN ĐƯỢC KIỂM SOÁT

- Chúng tôi kỳ vọng CPI bình quân năm 2022 sẽ tăng 3.17% YoY.
- Năm 2023, do ảnh hưởng của việc VND mất giá dẫn đến chi phí đầu vào cao hơn trong khi giá điện có thể tăng trở lại. Chúng tôi dự báo CPI của Việt Nam có thể tăng lên 3.9%YoY, vẫn dưới mức lạm phát mục tiêu 4.5%.
- Theo chúng tôi, đà giảm tốc của hàng hóa toàn cầu nên là một trong những động lực chính để Việt Nam kiểm soát lạm phát trong thời gian tới.

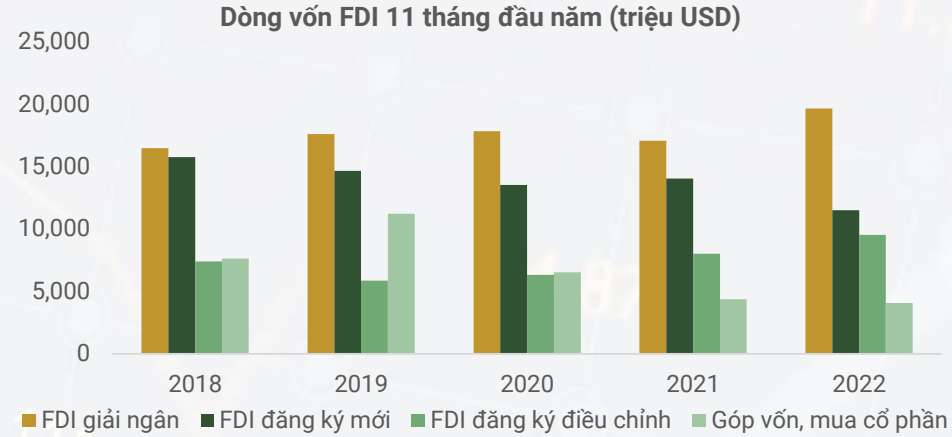


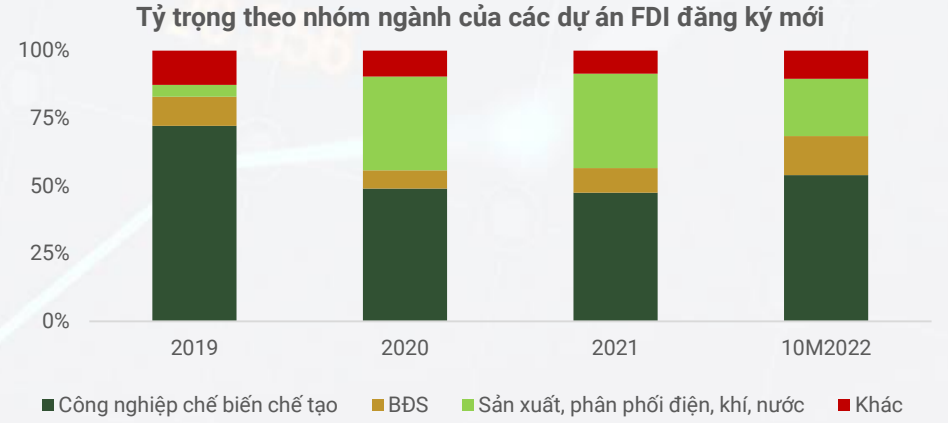


Nguồn: GSO, PHS, IMF

GIẢI NGÂN VỐN FDI KỶ LỤC

- Vốn FDI giải ngân trong 11 tháng đầu năm 2022 đạt 19.6 tỷ USD, tăng 14.6% YoY. Vốn FDI đăng ký đạt 25.1 tỷ USD, giảm nhẹ 5%YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2023 nhờ (i) tăng trưởng kinh tế năng động với các hiệp định thương mại tự do đa phương, (ii) nền kinh tế vĩ mô ổn định và (iii) Chính phủ nỗ lực thúc đẩy dòng vốn FDI.



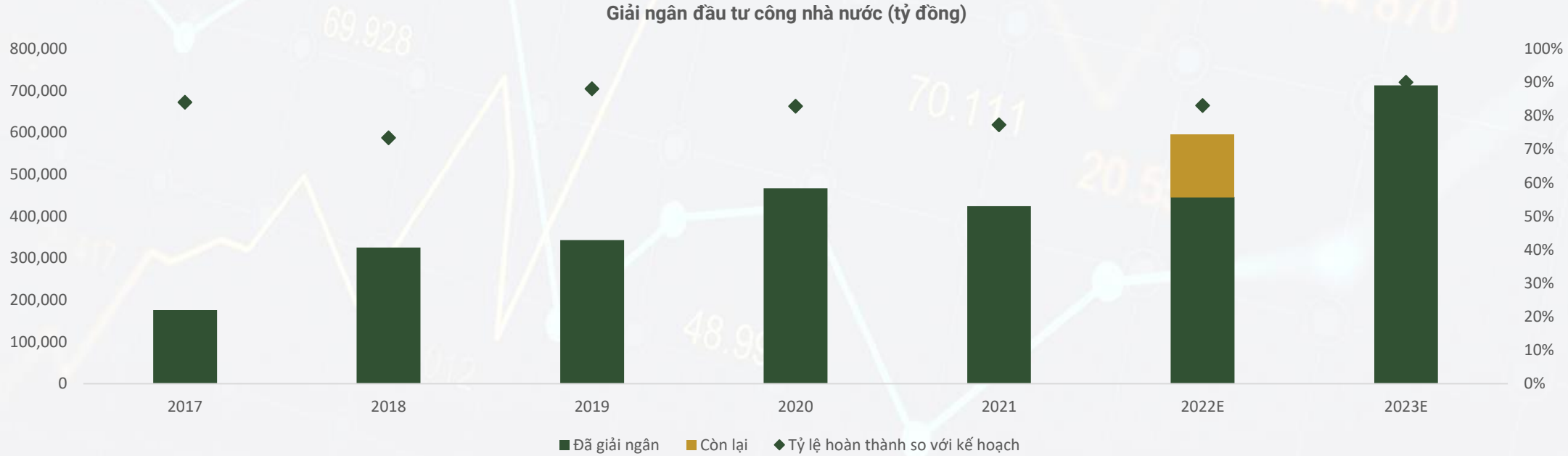


Nguồn: GSO, PHS

VỐN ĐẦU TƯ NHÀ NƯỚC TIẾP TỤC TĂNG

- Năm 2022, giải ngân vốn đầu tư Nhà nước duy trì đà tăng trưởng. Chúng tôi ước tính gần 500 nghìn tỷ đồng sẽ được giải ngân trong năm 2022, tương đương gần 83% kế hoạch năm và tăng 17% YoY.

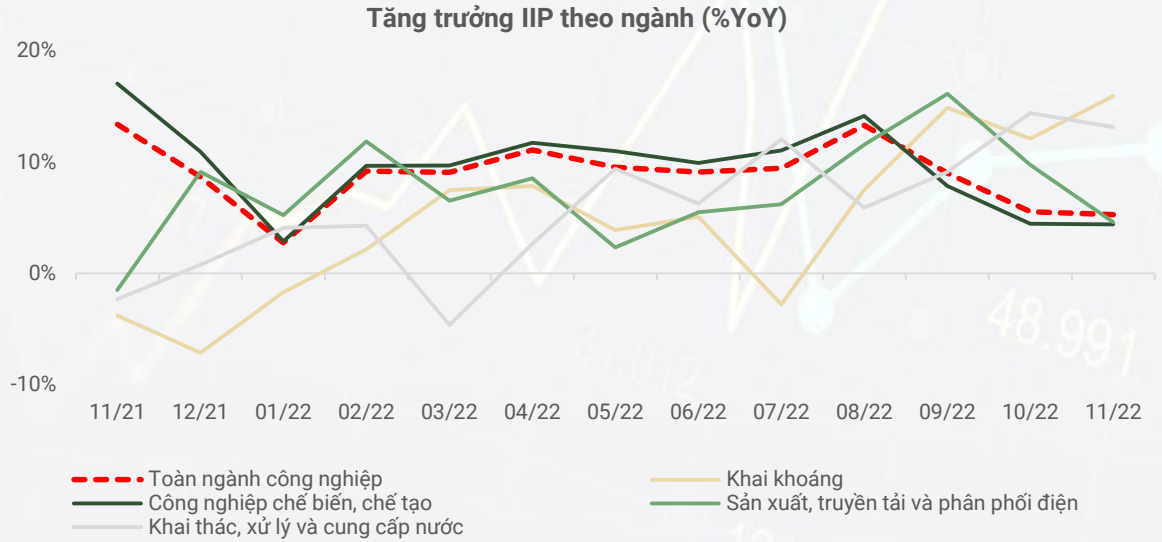
- Vào năm 2023, một gói tài chính tài khóa lớn được kỳ vọng sẽ hỗ trợ nền kinh tế. Theo Quốc hội Việt Nam, ngân sách đầu tư công sẽ khoảng 792 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ giải ngân sẽ là 90%, tương ứng với 720 nghìn tỷ đồng.



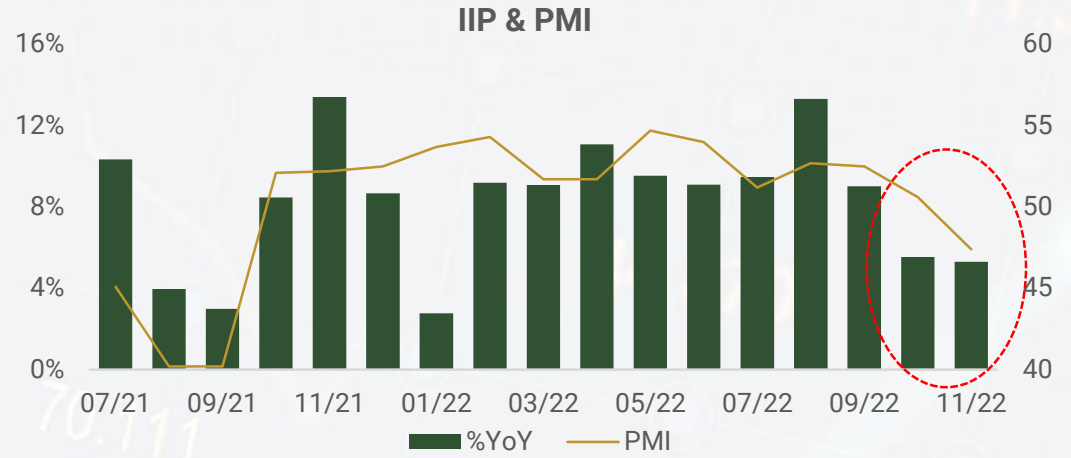
Nguồn: GSO, PHS

NHƯNG SÓNG GIÓ CÒN Ở PHÍA TRƯỚC

- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 10 và tháng 11 tăng chậm lại đáng kể so với tốc độ tăng trưởng bình quân trong 9 tháng đầu năm 2022.
- Ngoài ra, PMI tháng 11 đã giảm xuống còn 47.4 điểm, kết thúc chuỗi 13 tháng tăng trưởng. Con số chỉ ra rằng các đơn đặt hàng mới giảm, dẫn đến sản lượng và việc làm cũng đi xuống.



Nguồn: GSO, PHS

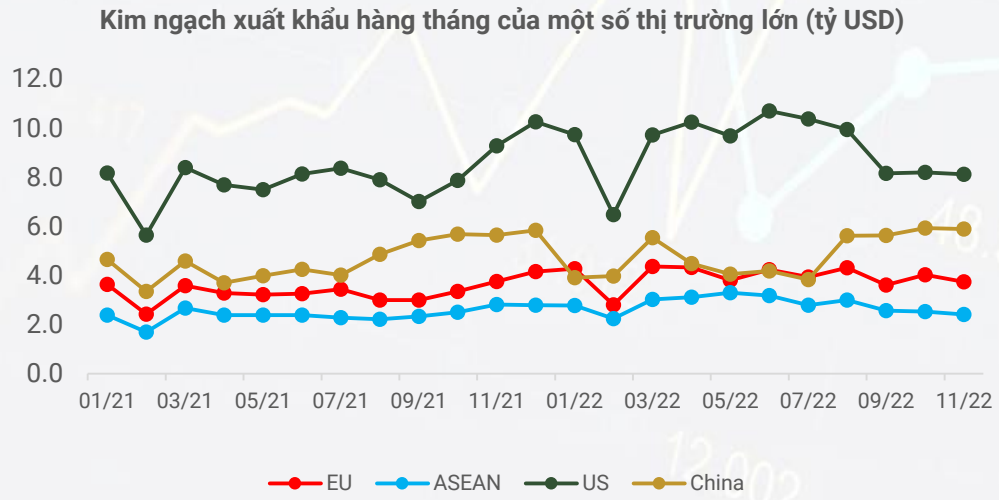


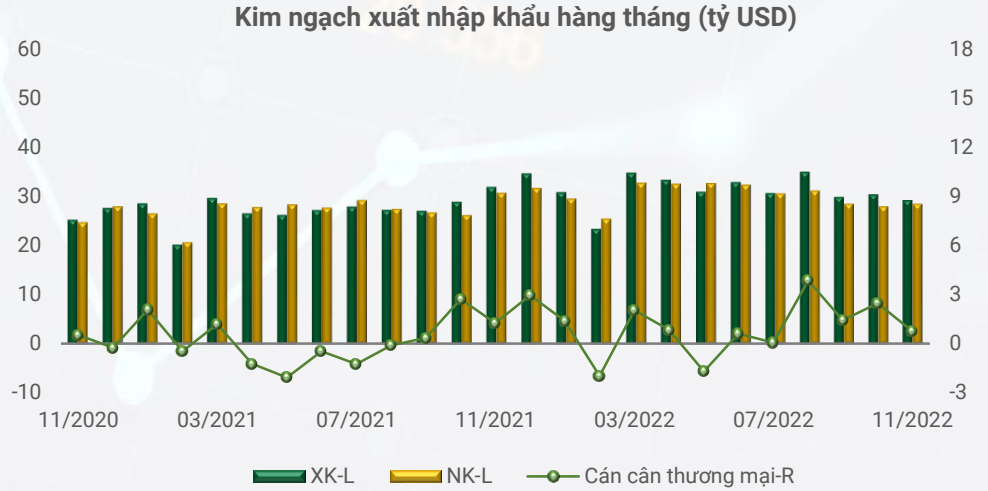
Nguồn: GSO, PHS

- Nền kinh tế Việt Nam chịu ảnh hưởng lớn bởi điều kiện kinh tế vĩ mô toàn cầu, với kim ngạch xuất nhập khẩu/GDP tương đương gần 200%.
- Chúng tôi nhận thấy sự suy yếu của nhu cầu toàn cầu do các điều kiện tài chính thắt chặt cùng với chính sách Zero-Covid của Trung Quốc sẽ tác động đáng kể đến tình hình của Việt Nam.

NHƯNG SÓNG GIÓ CÒN Ở PHÍA TRƯỚC

- Giá trị xuất khẩu tháng 11/2022 giảm 8%YoY xuống mức thấp nhất kể từ tháng 03/2022 và ghi nhận tăng trưởng âm lần đầu tiên kể từ tháng 10/2021. Thặng dư cán cân thương mại cũng bị thu hẹp còn 0.8 tỷ USD.
- Kết quả không khả quan trên chủ yếu do nhu cầu suy giảm từ EU và Mỹ - hai thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam. Nhu cầu tại hai thị trường lớn gần đây đã bị ảnh hưởng do lạm phát gia tăng và lãi suất cao hơn.
- Theo quan điểm của chúng tôi, những bất ổn của kinh tế vĩ mô toàn cầu nhiều khả năng sẽ tồn tại đến nửa đầu năm 2023 và tiếp tục tác động đến hoạt động thương mại của Việt Nam.
- Mặt khác, việc nới lỏng lệnh phong tỏa ở Trung Quốc có thể là yếu tố thúc đẩy cho xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2023.





Nguồn: GSO, PHS

BIẾN ĐỘNG TRÊN TTCK

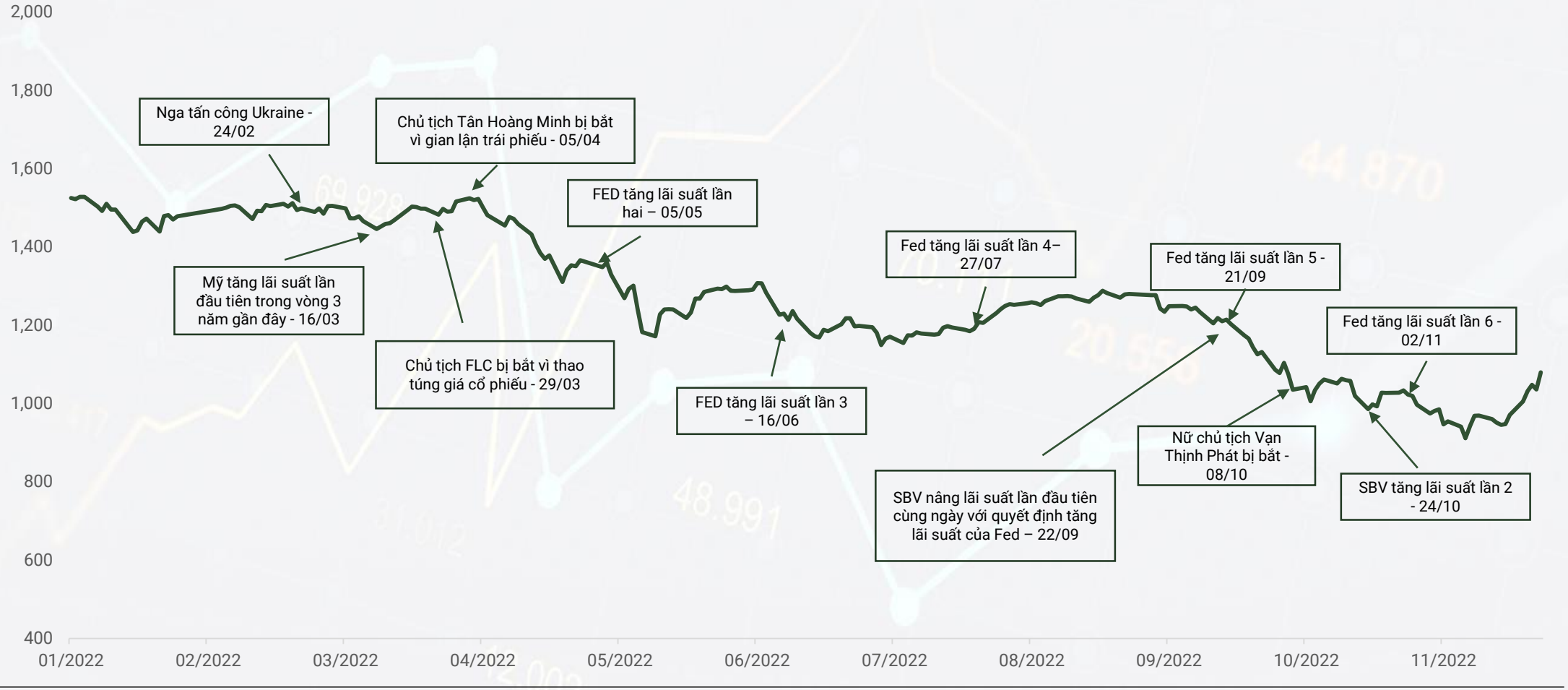
Toàn cảnh thị trường năm 2022 – Khoảng thời gian khó khăn

Tuấn Phạm

Phó phòng phân tích

TOÀN CẢNH THỊ TRƯỜNG 2022 – NHÌN LẠI

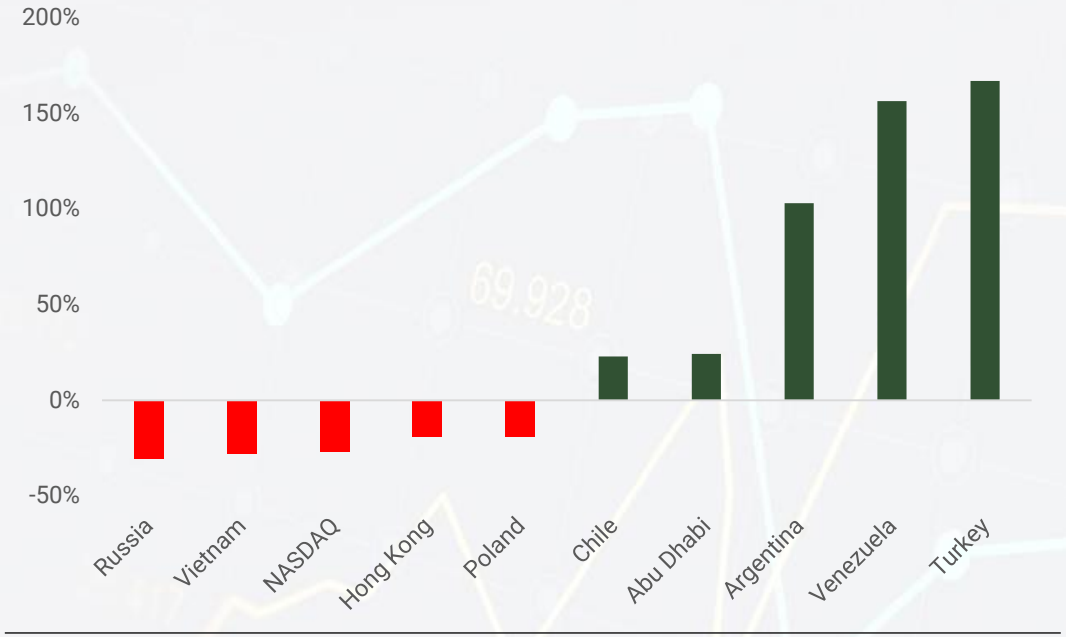
VN-Index – Những cột mốc đáng chú ý năm 2022



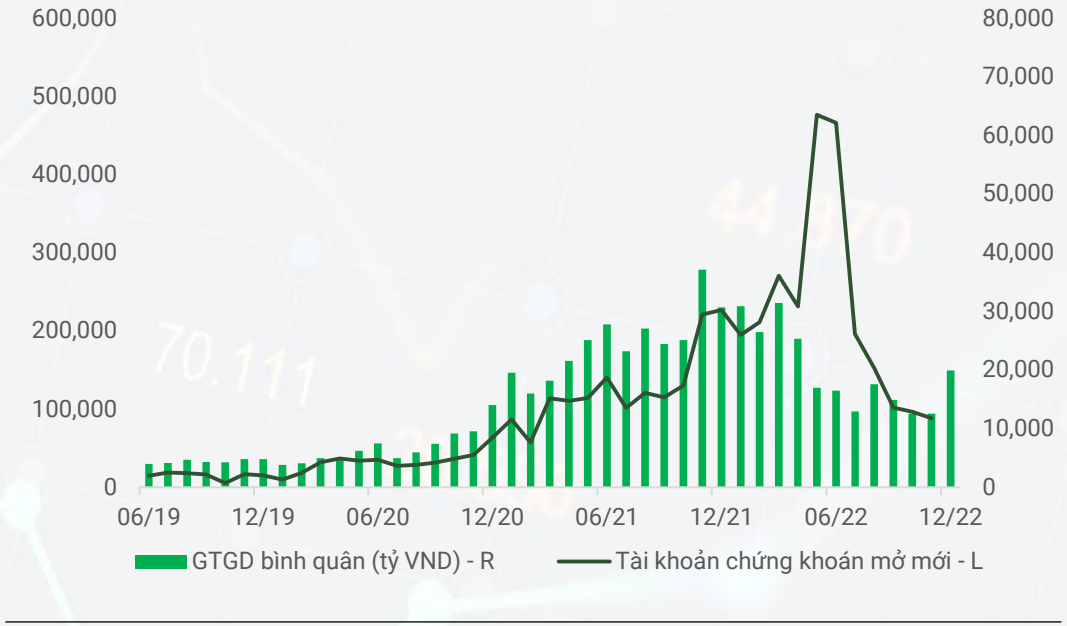
Nguồn: PHS

TOÀN CẢNH THỊ TRƯỜNG 2022 – NHÌN LẠI

Các thị trường chứng khoán hiệu suất tốt và tệ nhất



Tài khoản chứng khoán mở mới đạt đỉnh đi kèm với thanh khoản sụt giảm



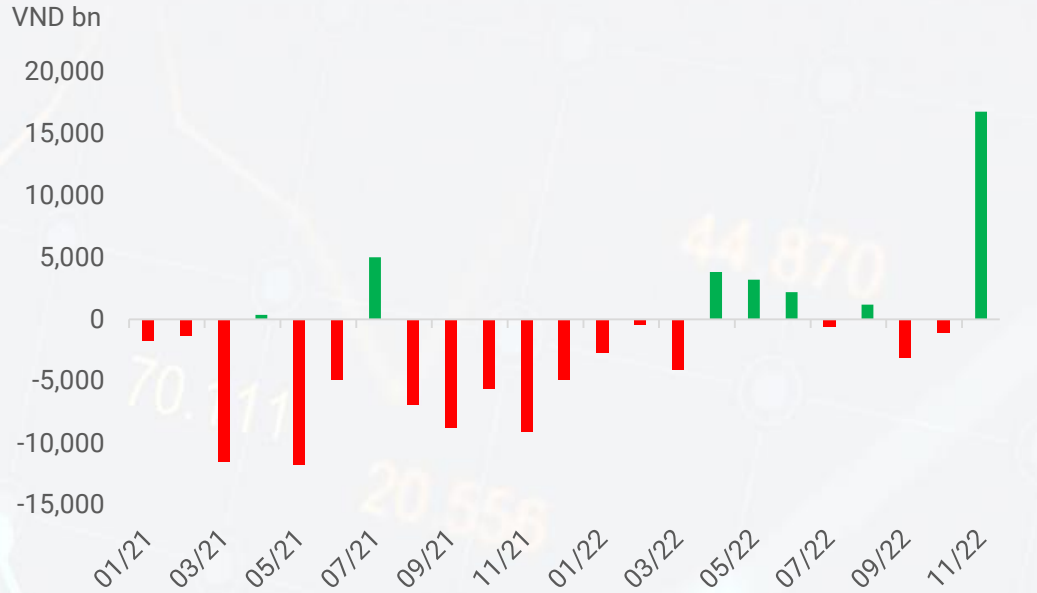
Nguồn: StockQ, SSC, PHS

- Tính đến hết tháng 11/2022, VN-Index đã lao dốc gần 30%YTD, nằm trong top các chỉ số hoạt động kém hiệu quả nhất trên thị trường chứng khoán toàn cầu.
- Cùng với sự suy giảm của thị trường, số lượng tài khoản mới được mở và giá trị giao dịch cũng sụt giảm nghiêm trọng.

TOÀN CẢNH THỊ TRƯỜNG 2022 – NHÌN LẠI

Định giá thị trường trở nên hấp dẫn

Khối ngoại tận dụng cơ hội tham gia bắt đáy…



Nguồn: PHS, Fiinpro

- Đợt điều chỉnh hiện tại đã đưa thị trường chứng khoán đến mức định giá hấp dẫn – mức 10x.
- Trong tháng 11, bởi mức định giá hấp dẫn, nhà đầu tư nước ngoài đã tận dụng cơ hội để giải ngân mua mạnh cổ phiếu.

TOÀN CẢNH THỊ TRƯỜNG 2022 – NHÌN LẠI

Tăng trưởng	Suy giảm	Suy thoái	Hồi phục
• Mở rộng đầu tư • Tăng trưởng đạt đỉnh • Lãi suất tăng nhẹ	• Tăng trưởng dương nhưng thấp • Tỷ lệ công suất hiệu dụng đạt đỉnh • Chính sách tiền tệ thắt chặt	• Suy giảm sản lượng • Niềm tin tiêu dùng giảm • Chính sách tiền tệ nới lỏng	• Nền kinh tế hồi phục • Niềm tin tiêu dùng tăng • Thêm các chính sách nới lỏng
++ Tài chính, Công nghệ -- Tiêu dùng thiết yếu, Y tế, Ngành tiện ích.	++ Tiêu dùng thiết yếu, Y tế -- VLXD, Tiêu dùng không thiết yếu, BĐS	++ Tiêu dùng thiết yếu, Tiện ích, Y tế. -- BĐS, Tài chính, Công nghệ	++ Tiêu dùng không thiết yếu, BĐS, VLXD -- Tiêu dùng thiết yếu, Tiện ích, Y tế

Nguồn: PHS

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2023 – THEO GÓC NHÌN CƠ BẢN

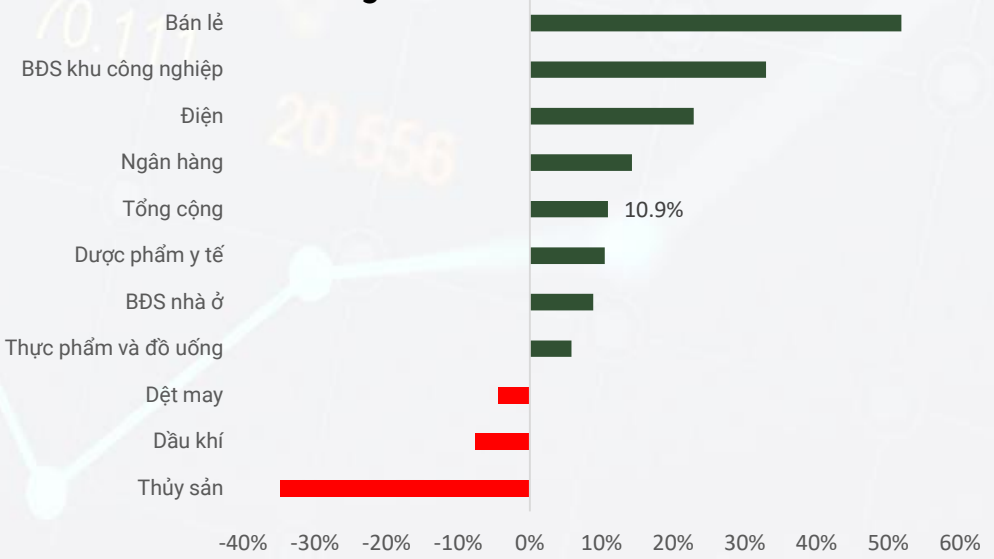
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ được hỗ trợ nhờ vào lợi nhuận bền vững khoảng 10.9% trong năm 2023 của các doanh nghiệp niêm yết, với tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2023 sẽ đạt 6.5%YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng PE mục tiêu trong năm 2023 sẽ đạt 12x, tương ứng với VN-Index đạt 1,535 điểm.
- Theo giả định của chúng tôi, bối cảnh tài chính năm 2023 sẽ được cải thiện khi Fed ngừng tăng lãi suất đồng thời kinh tế vĩ mô Việt Nam ổn định hơn sẽ là cú huých cho thị trường chứng khoán bật tăng.

Dự báo VN-Index 2023

Tăng trưởng lợi nhuận \ P/E	10.5x	11x	11.5x	12x	12.5x	13x	13.5x
5%	1,221	1,279	1,337	1,395	1,453	1,512	1,570
10%	1,282	1,343	1,404	1,465	1,526	1,587	1,648
15%	1,343	1,407	1,471	**1,535**	1,599	1,663	1,727
20%	1,404	1,471	1,538	1,605	1,671	1,738	1,805
25%	1,465	1,535	1,605	1,674	1,744	1,814	1,884
30%	1,526	1,599	1,671	1,744	1,817	1,889	1,962

Source: PHS

Tăng trưởng lợi nhuận theo ngành trong năm 2023F



THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NĂM 2023 – THEO GÓC NHÌN PTKT

Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ tiếp tục giảm trong năm 2023 cho đến Q2/2023 và sau đó phục hồi đến cuối năm:

- Kịch bản chính: Sóng hồi phục hiện tại nhiều khả năng sẽ đạt đỉnh vào khoảng cuối T12/2022 - đầu T1/2023, sau đó chỉ số sẽ bước vào một sóng giảm mới với khả năng kéo dài đến Q2.2023, sau đó phục hồi đến cuối năm . Kỳ vọng đáy dài hạn (>1 năm) hình thành quanh 750-800 và đỉnh năm có thể quanh 1100.
- Kịch bản phụ: Sóng hồi phục hiện tại nhiều khả năng sẽ kéo dài đến nửa đầu T2/2023, sau đó chỉ số sẽ bước vào sóng giảm mới (không thủng đáy 873) khả năng cũng kéo dài đến Q2.2023, sau đó phục hồi đến cuối năm. Đáy dài hạn (>1 năm) là 873 điểm và đỉnh năm có thể quanh 1300.

ĐIỀU GÌ ĐANG VÀ SẼ XẢY RA VỚI VIỆT NAM?

Chính sách tiền tệ thắt chặt trên thế giới ảnh hưởng đến điều kiện tài chính quốc tế và trong nước

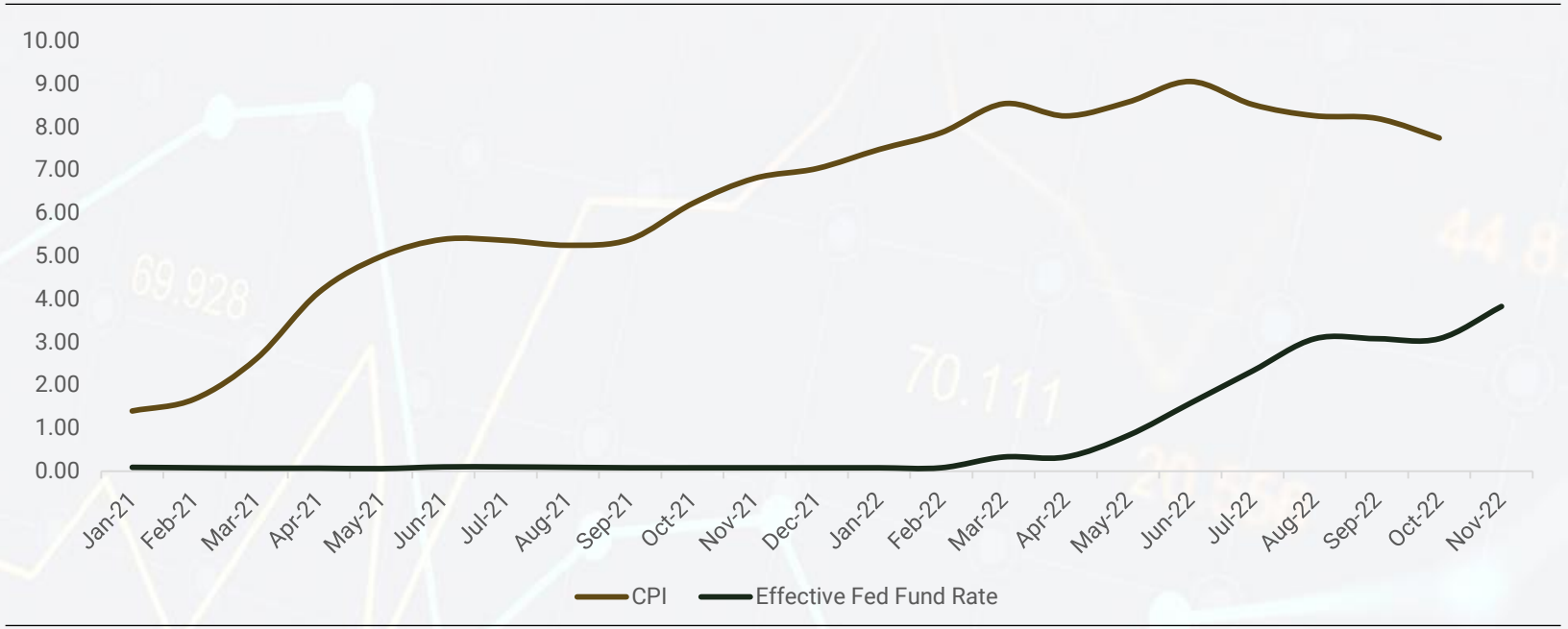
Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Tuấn Phạm

Phó phòng phân tích

FED MẠNH TAY TĂNG LÃI SUẤT

FED mạnh tay tăng lãi suất khi lạm phát vẫn chưa ổn định



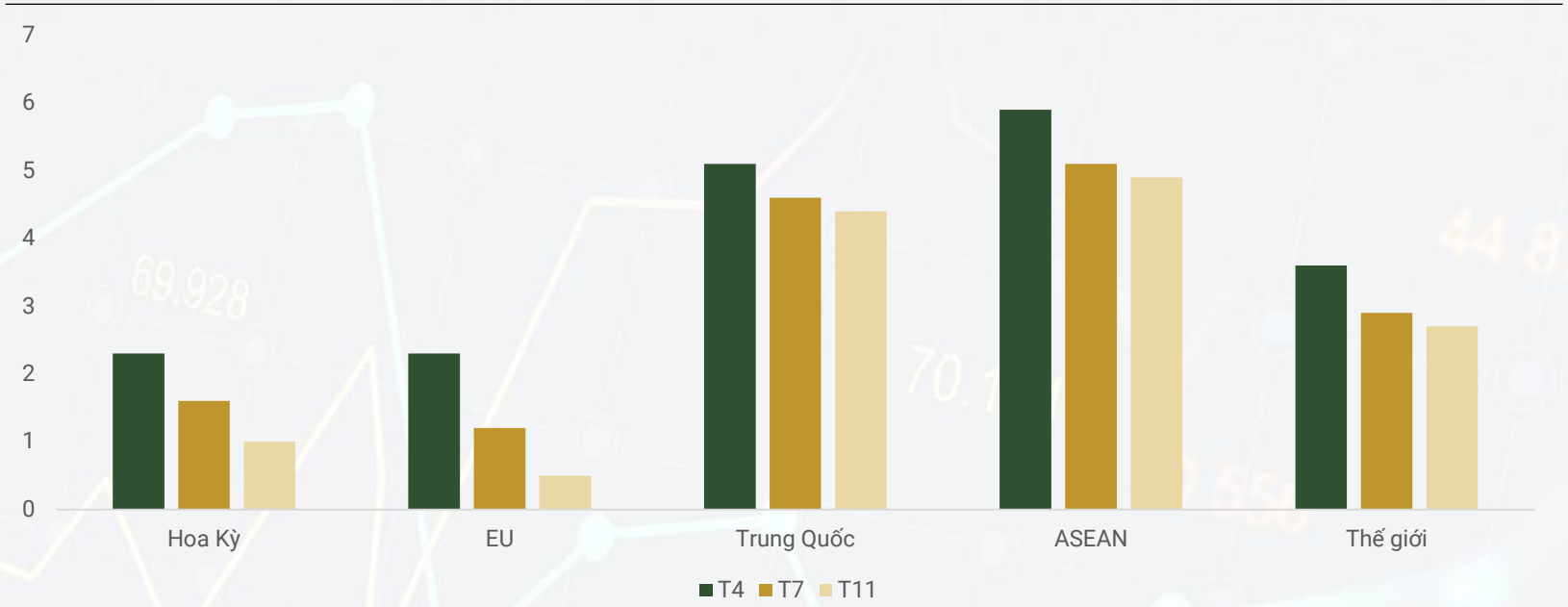
Nguồn: Investing, PHS

- Nhận thấy áp lực lạm phát hiện hữu sau nhiều năm chính sách tiền tệ mất cân đối trong khi chuỗi cung ứng toàn cầu tiếp tục chao đảo do chiến sự đang diễn ra ở Ukraine và lệnh phong tỏa biên giới ở Trung Quốc, FED đã mạnh tay tăng lãi suất thêm 6 lần vào năm 2022.

- Nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt là các nước mới nổi đã trải qua giai đoạn khó khăn khi đứng trước nguy cơ đồng nội tệ mất giá.

VÀ NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU BỊ TỔN THƯƠNG

Dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu cho năm 2023

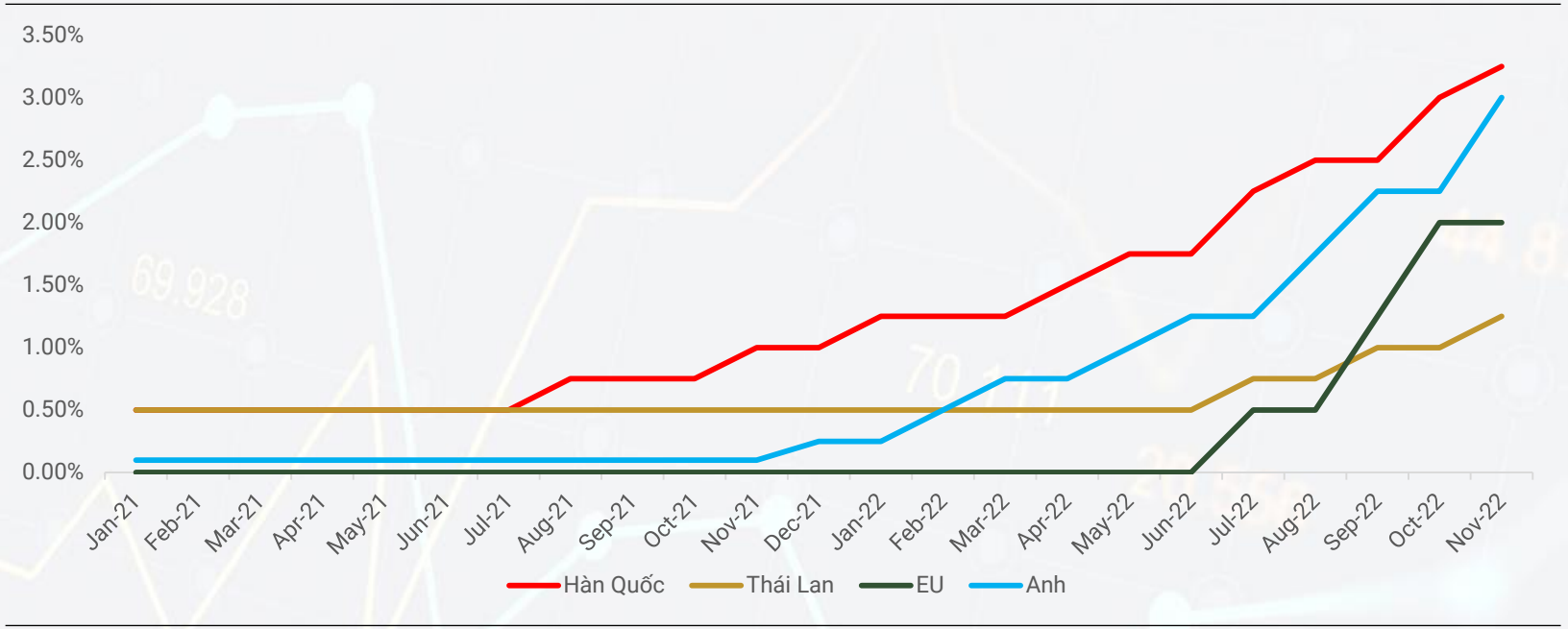


Nguồn: OECD

- Bị ảnh hưởng bởi chính sách tiền tệ thắt chặt tại Mỹ và những bất ổn khác, triển vọng kinh tế toàn cầu năm 2023 trở nên ảm đạm.
- Sản lượng thế giới liên tục sụt giảm trong những báo cáo triển vọng gần đây.

VÀ NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU BỊ TỔN THƯƠNG

Các ngân hàng trung ương trên thế giới phải tăng lãi suất cơ bản để phản ứng với hành động của FED

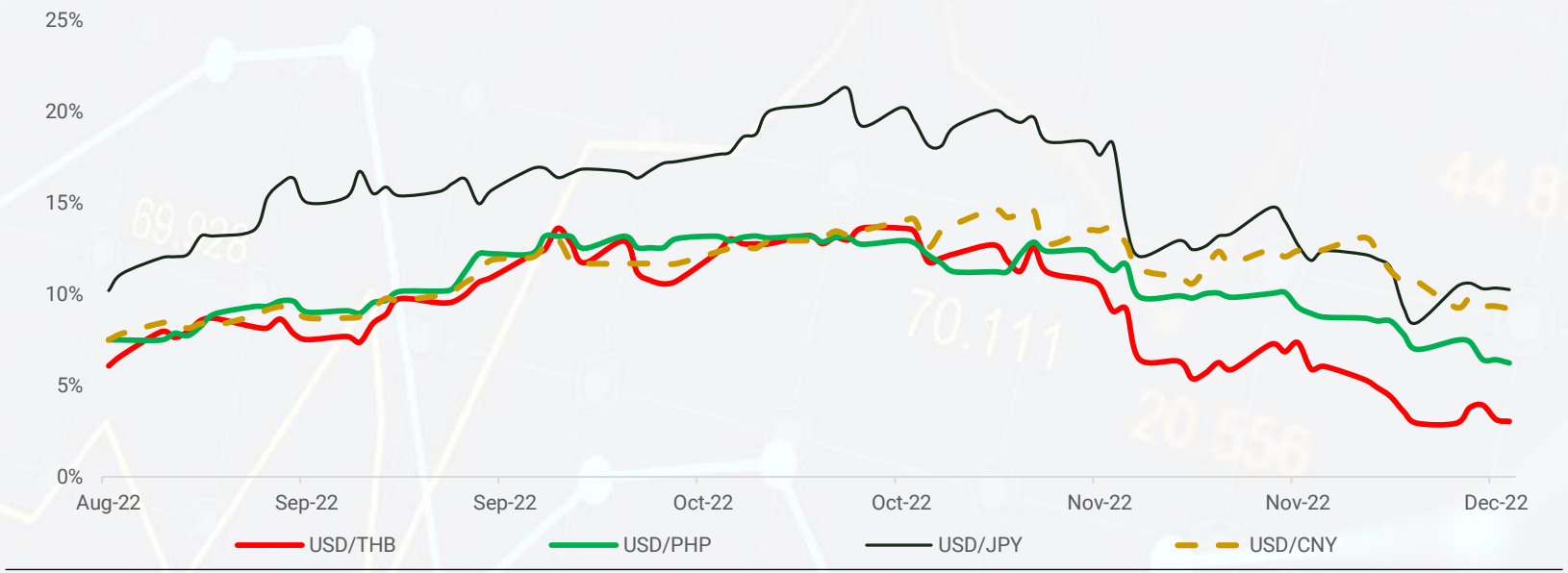


Nguồn: Investing, PHS

- Để chống lại việc FED tăng lãi suất, nhiều ngân hàng trung ương đã phải tăng lãi suất để bảo vệ đồng tiền của họ, trong bối cảnh nền kinh tế phải cân nhắc về vấn đề tăng trưởng.

VÀ NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU BỊ TỔN THƯƠNG

Nhưng đồng nội tệ của các quốc gia bị ảnh hưởng

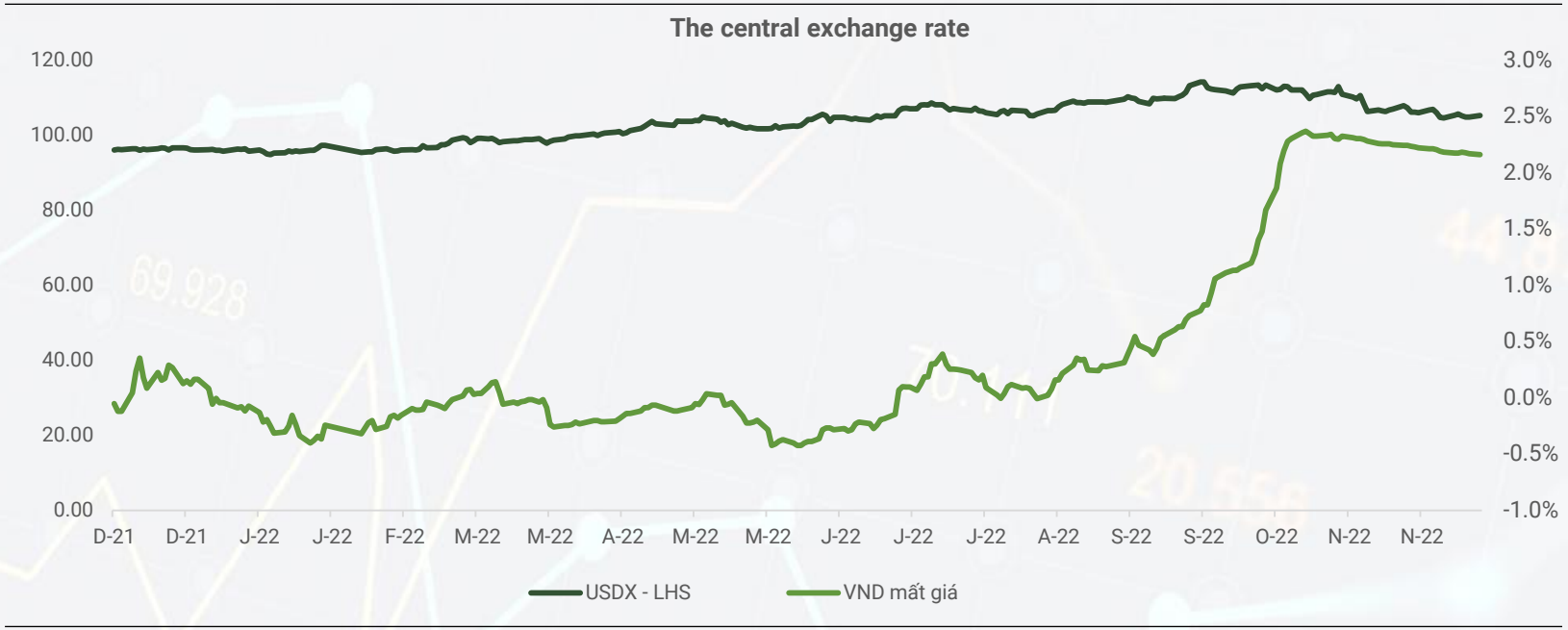


Nguồn: Bloomberg, PHS

- Tuy nhiên, nhiều đồng nội tệ vẫn chịu sức ép mất giá khá lớn so với đô la Mỹ

VIỆT NAM CŨNG CHỊU SỨC ÉP TỪ GIÓ NGƯỢC

Tiền đồng cũng chịu áp lực – tỷ giá VND/USD

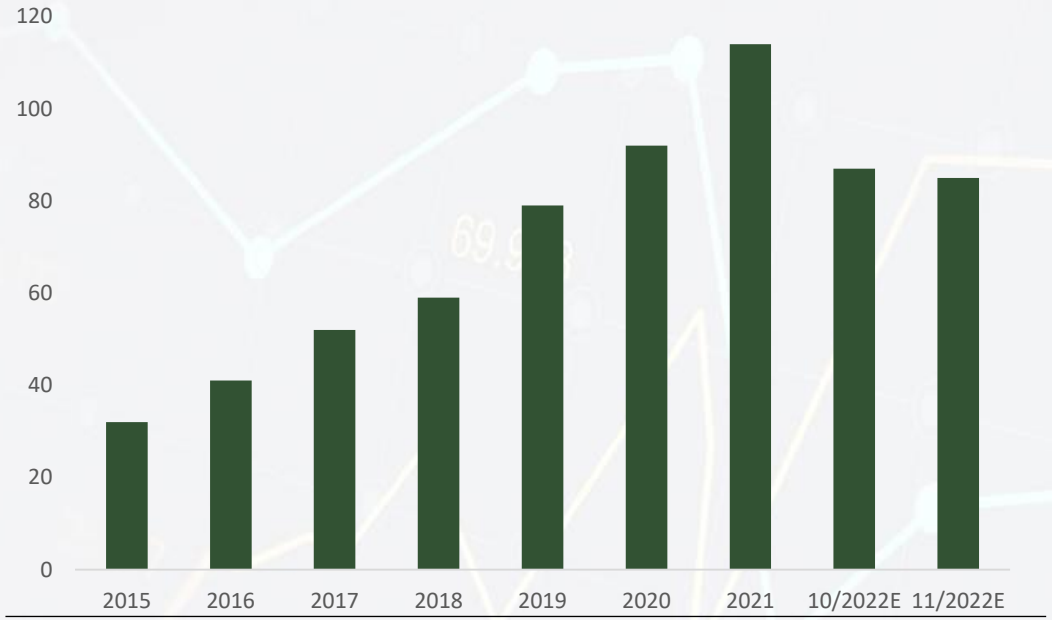


Nguồn: SBV, PHS

- Đi cùng với xu hướng thế giới, tiền đồng cũng mất giá so với đô la Mỹ trong 11 tháng đầu năm 2022.
- Tính theo giá chào mua USD của VCB, tính đến cuối tháng 11/2022, tiền đồng đã mất giá gần 9% so với đầu năm.
- Tuy nhiên, đến cuối tháng 11 và đầu tháng 12, tỷ giá dần ổn định trở lại.

SỨC ÉP THANH KHOẢN TÁC ĐỘNG LÊN LÃI SUẤT

SBV đã bán ra khoảng 25 tỷ USD dự trữ ngoại hối…

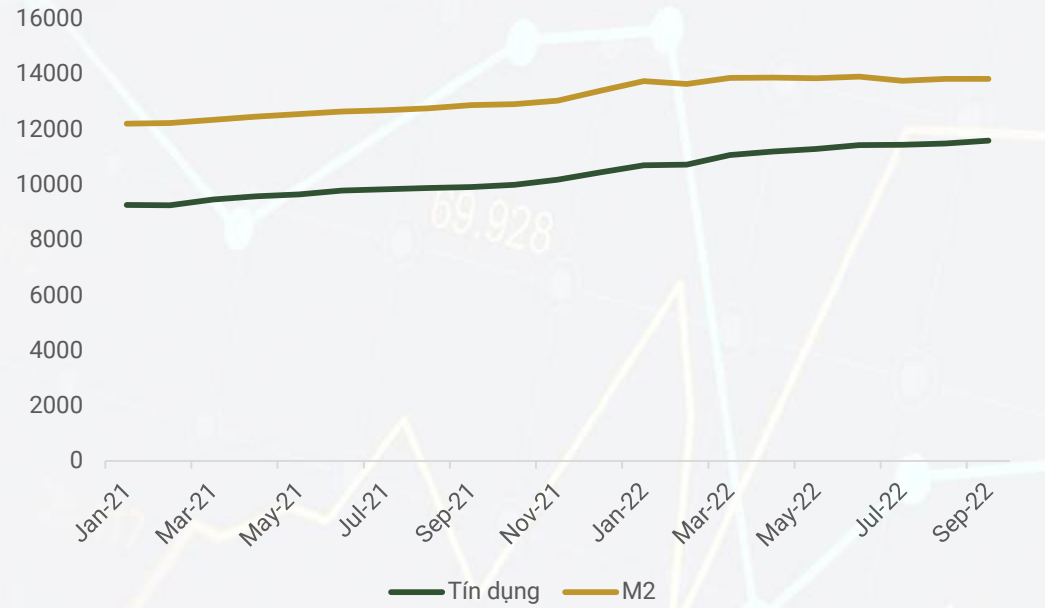


Nguồn: SBV, PHS

- Nhằm giảm áp lực lên VND khi đồng bạc xanh tiếp tục mạnh lên, NHNN đã phải bán USD ra thị trường và hút VND ra khỏi hệ thống.
- Theo đó, NHNN đã giảm khoảng 25 tỷ USD dự trữ ngoại hối, tương ứng với lượng hút ròng khoảng 580 nghìn tỷ đồng. Áp lực bán USD ồ ạt chủ yếu diễn ra trong Quý 2/2022 và Quý 3/2022.
- Trong tháng 10 và 11/2022, lượng USD bán ra có dấu hiệu giảm nhẹ so với vài tháng trước. Trong đó, NHNN đã bán gần 2 tỷ USD mỗi tháng trong tháng 10 và tháng 11/2022.
- Việc bán ra USD chậm lại chủ yếu do (i) việc Việt Nam tăng lãi suất và (ii) sự điều chỉnh của đồng USD trong hai tháng qua.

SỨC ÉP THANH KHOẢN TÁC ĐỘNG LÊN LÃI SUẤT

Cung tiền M2 và tín dụng (tỷ đồng)



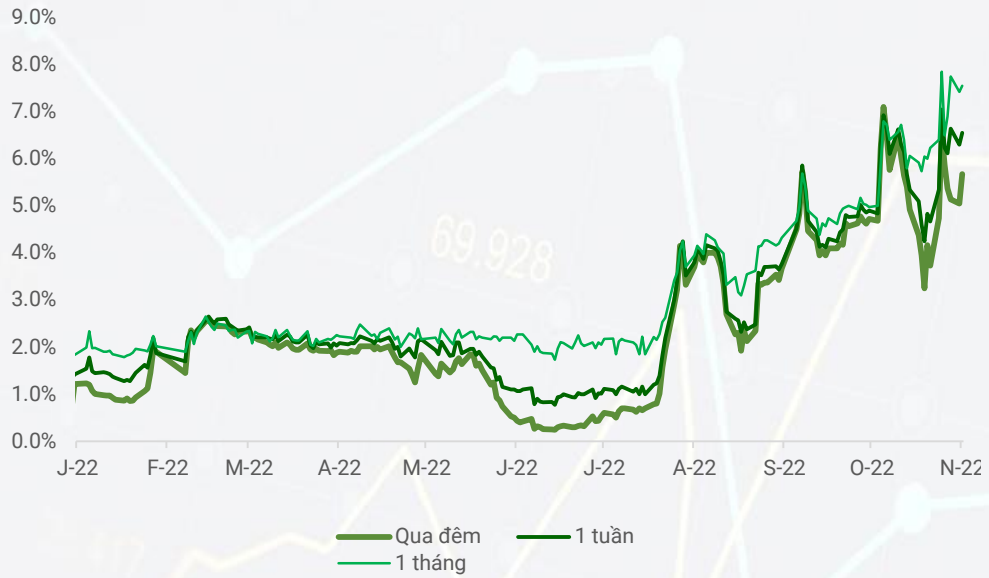
Tăng trưởng cung tiền M2 và tín dụng (YTD)

Nguồn: Fiinpro, PHS

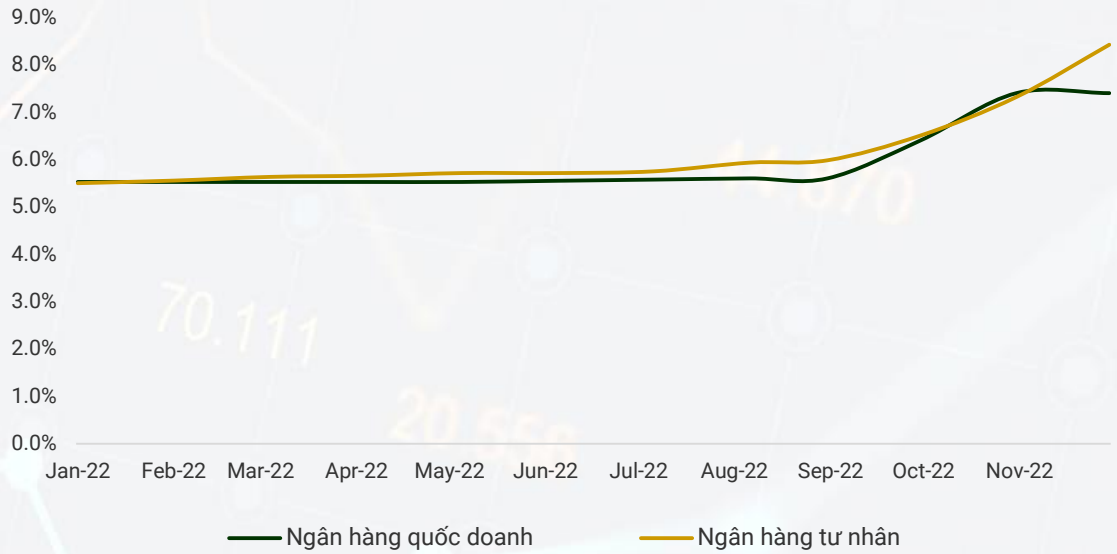
- Việc rút tiền ra khỏi nên kinh tế đã đẩy thị trường tài chính của Việt Nam bước vào giai đoạn thu hẹp.
- Trong 9 tháng đầu năm 2022, tăng trưởng tín dụng đạt 9.97%YTD trong khi cung tiền M2 chỉ tăng gần 3.2%YTD.

SỨC ÉP THANH KHOẢN TÁC ĐỘNG LÊN LÃI SUẤT

Lãi suất liên ngân hàng tăng vọt…



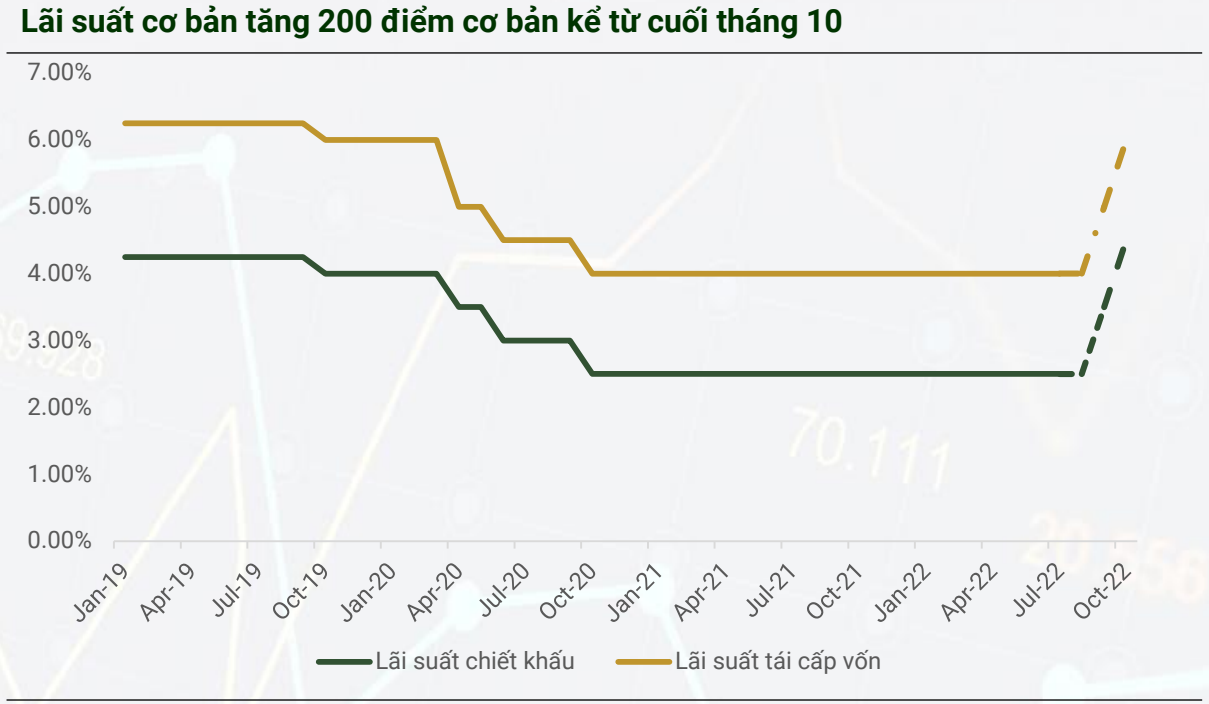
Lãi suất huy động của các NHTM cũng rục rịch tăng…



Nguồn: SBV, các NHTM, PHS

- Trong vài tháng gần đây, lãi suất thị trường đã tăng lên đáng kể.
- Lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng mạnh từ 1,8% trong nửa đầu năm 2022 lên 4,8% trong tháng 11/2022 trong khi lãi suất huy động cũng tăng.
- Sự dịch chuyển cơ cấu lãi suất cho thấy thanh khoản của tiền đồng đang chịu áp lực lớn do NHNN đã rút một lượng lớn nội tệ ra khỏi hệ thống mà chúng tôi đã đề cập ở trên.

SỨC ÉP THANH KHOẢN TÁC ĐỘNG LÊN LÃI SUẤT

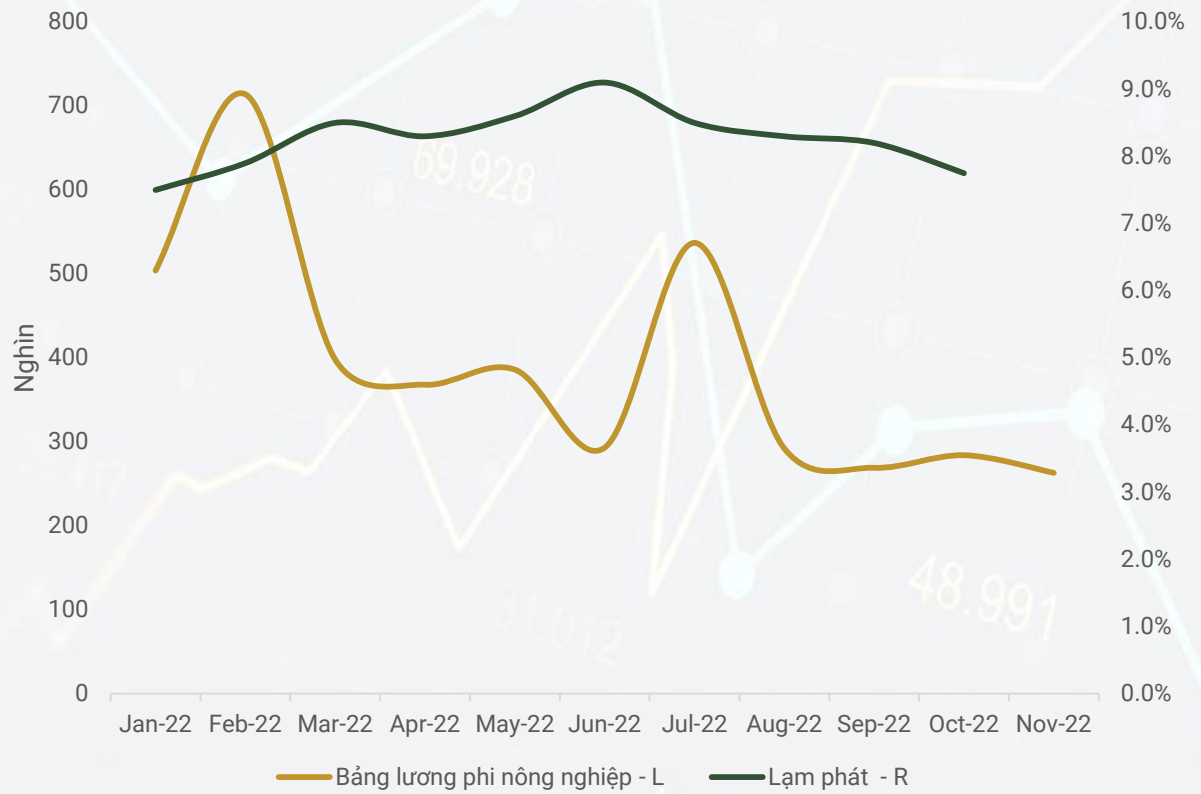


Nguồn: SBV, PHS

- Mặc dù NHNN đã bán ra một lượng lớn ngoại tệ và hút ròng tiền đồng ra khỏi hệ thống để giảm áp lực, tiền đồng vẫn liên tục mất giá trong Q2 và Q3/2022.
- Do đó, NHNN phải tăng lãi suất điều hành thêm 1 điểm phần trăm vào tháng 09/2022 và tăng thêm 1 điểm phần trăm vào tháng 10/2022.

ÁP LỰC LÊN VIỆT NAM GIẢM NHƯNG SẼ CÒN TỒN TẠI ĐẾN NỬA ĐẦU NĂM 2023

Lạm phát và bảng lương phi nông nghiệp của Mỹ có dấu hiệu chững lại?

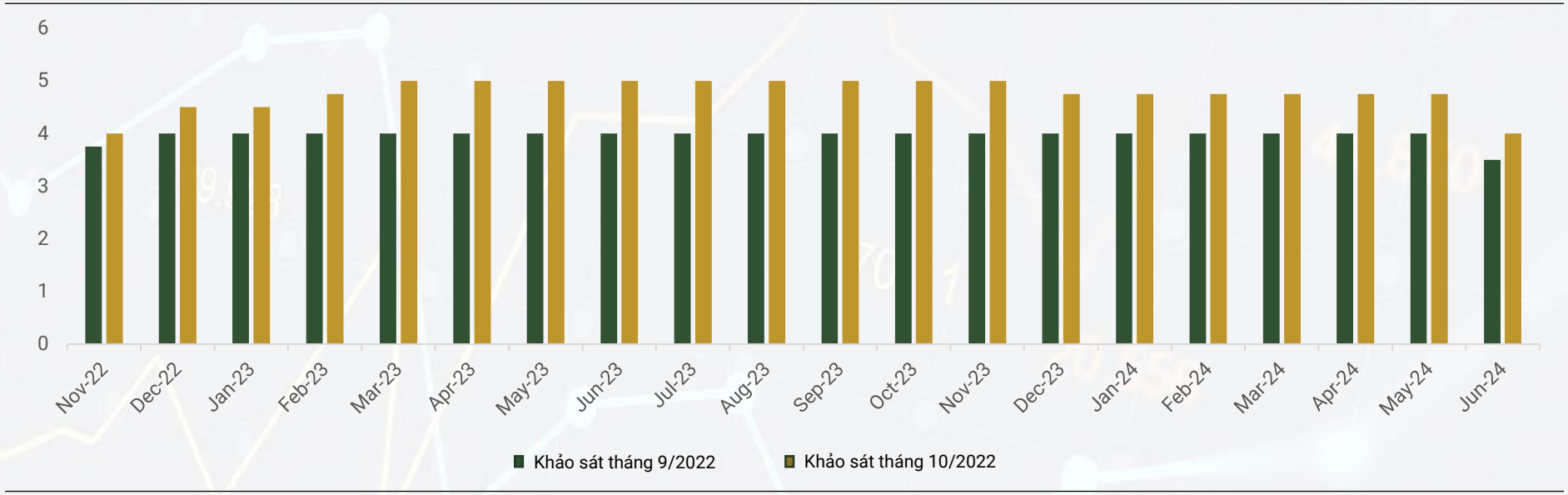


Nguồn: Investing, Bloomberg

- Sau 6 lần tăng lãi suất, chỉ số lạm phát và bảng lương của Mỹ có dấu hiệu hạ nhiệt.
- Mặc dù vậy, những số liệu vẫn cao hơn kỳ vọng của thị trường.
- Nhưng điều này cũng gợi ý rằng việc mạnh tay tăng lãi suất sẽ tác động đến nền kinh tế Mỹ và phản ứng sẽ có độ trễ với tiến độ tăng lãi suất.
- Sẽ cần xem xét dữ liệu phát và tỷ lệ làm việc trong vài tháng tới để đánh giá thêm.

ÁP LỰC LÊN VIỆT NAM GIẢM NHƯNG SẼ CÒN TỒN TẠI ĐẾN NỬA ĐẦU NĂM 2023

Dự báo của các nhà kinh tế về tiến độ nâng lãi suất (%)

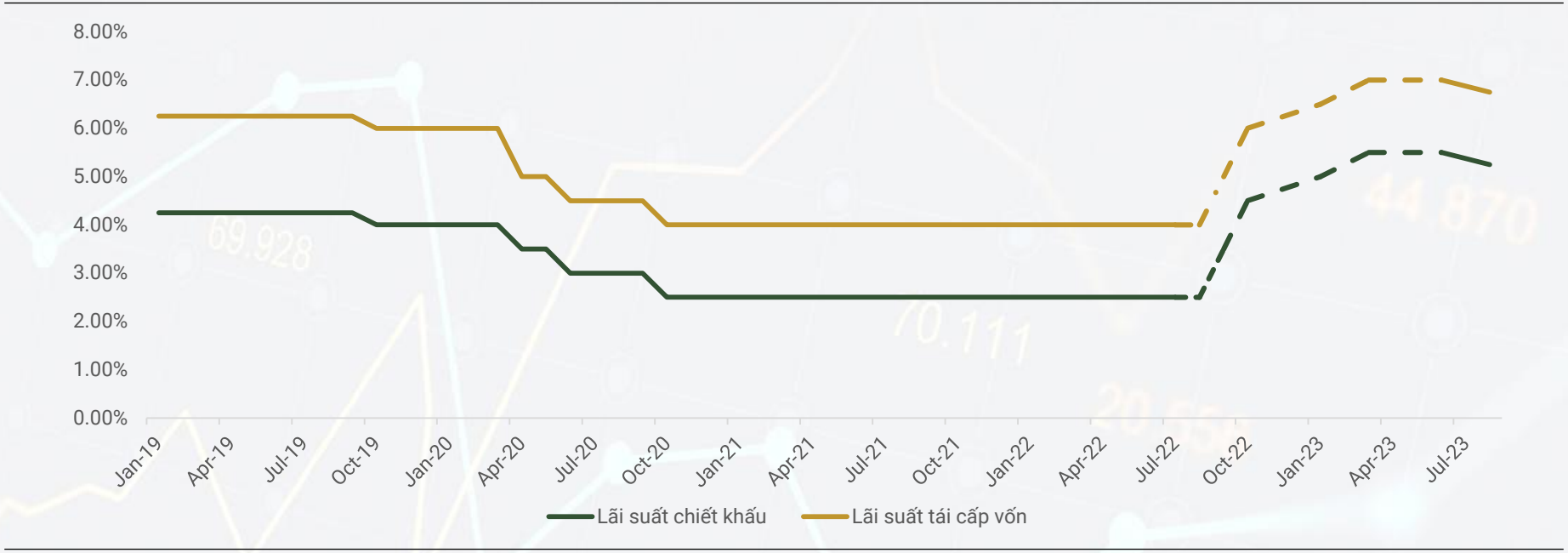


Nguồn: Bloomberg, PHS

- Trong bài phát biểu mới nhất, để đánh giá tác động của việc tăng lãi suất đối với kinh tế Mỹ, Chủ tịch FED Jerome Powell cũng đề xuất mức tăng lãi suất nhẹ nhàng hơn nhưng với lãi suất mục tiêu cao hơn mức 4,6%.
- Theo ý kiến của các nhà kinh tế được Bloomberg khảo sát, lộ trình lãi suất có thể đạt 5% vào giữa năm 2023 và FED có thể sẽ cắt giảm lãi suất lần đầu vào cuối năm 2023.

ÁP LỰC LÊN VIỆT NAM GIẢM NHƯNG SẼ CÒN TỒN TẠI ĐẾN NỬA ĐẦU NĂM 2023

Lãi suất điều hành của Việt Nam vẫn chịu áp lực nhưng sẽ giảm từ 2H2023

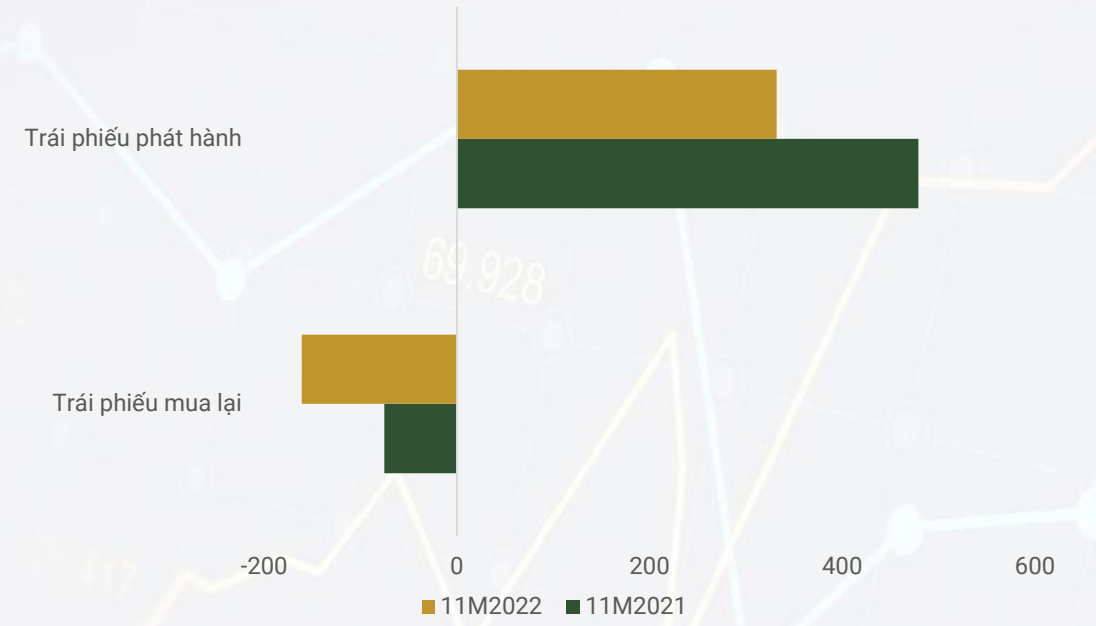


Nguồn: HNX, PHS

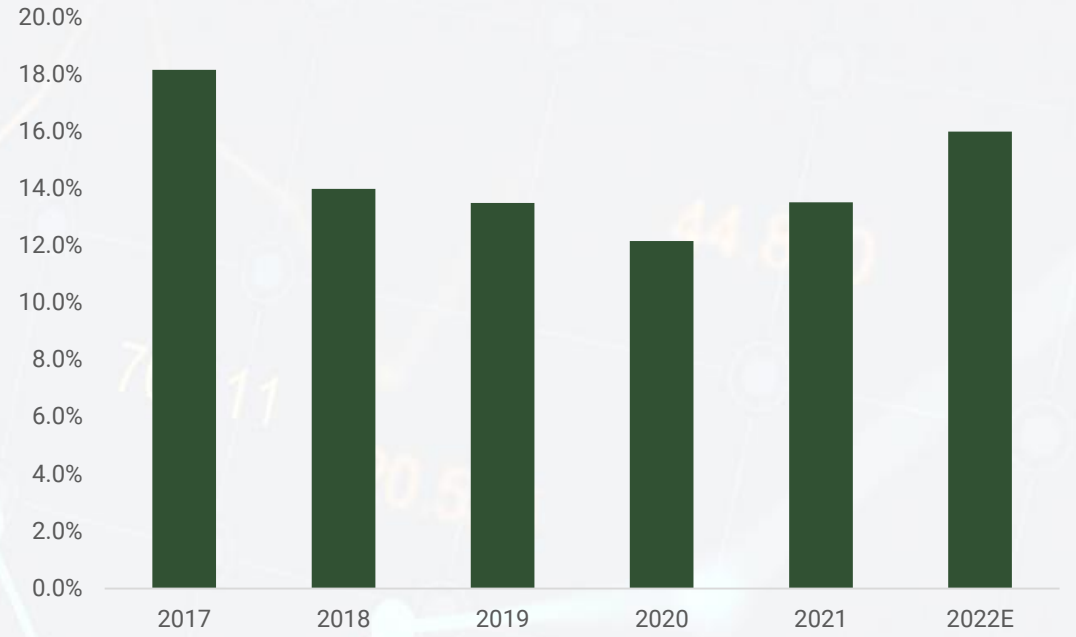
- Chúng tôi giả định rằng Việt Nam sẽ tiếp tục tăng các lãi suất cơ bản thêm 1% trong nửa đầu năm 2023, phù hợp với lộ trình tăng lãi suất của FED.
- Với kỳ vọng FED sẽ cắt giảm lãi suất lần đầu vào cuối năm 2023, NHNN có thể nỗ lực hành động sớm hơn từ 3-6 tháng để nới lỏng chính sách tiền tệ, tức là vào giữa năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng khi tình hình tài chính được cải thiện, thị trường chứng khoán có thể phục hồi trở lại trong nửa cuối năm 2023.

TRÁI PHIẾU VÀ THỊ TRƯỜNG BĐS CÓ PHẢI LÀ RỦI RO CHÍNH?

Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp giảm đột ngột



Tăng trưởng tín dụng ổn định

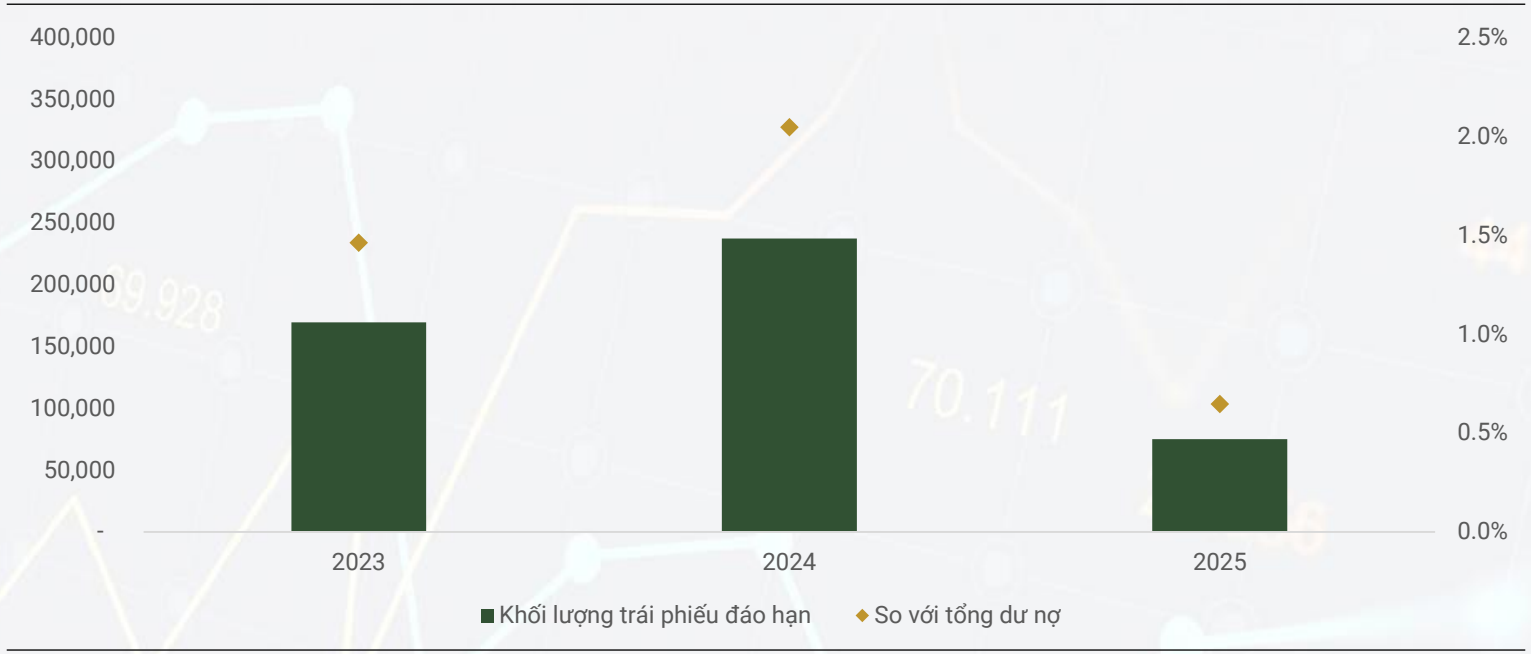


Nguồn: Bộ Tài chính

- Tính đến hết ngày 25/11/2022, tổng giá trị trái phiếu phát hành gần 331 nghìn tỷ đồng, giảm 31%YoY trong khi giá trị mua lại trái phiếu tăng mạnh 121%YoY lên 161,000 tỷ đồng. Tương đương với giá trị phát hành ròng trái phiếu doanh nghiệp ở mức 170 nghìn tỷ đồng, giảm 57% YoY.
- Tăng trưởng tín dụng giữ nguyên trong khi thị trường trái phiếu bị siết chặt, thị trường đối mặt với rủi ro tín dụng và thanh khoản.
- Hệ quả là thị trường trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là trái phiếu doanh nghiệp bất động sản trở nên hỗn loạn.

TRÁI PHIẾU VÀ THỊ TRƯỜNG BĐS CÓ PHẢI LÀ RỦI RO CHÍNH?

Khối lượng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong 3 năm tới

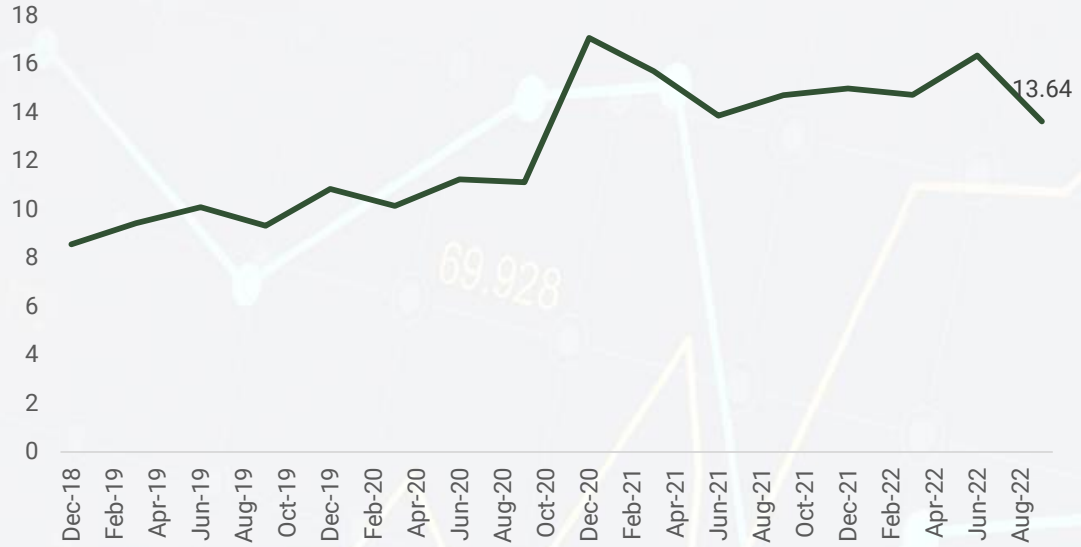


Nguồn: HNX, Fiinpro, PHS

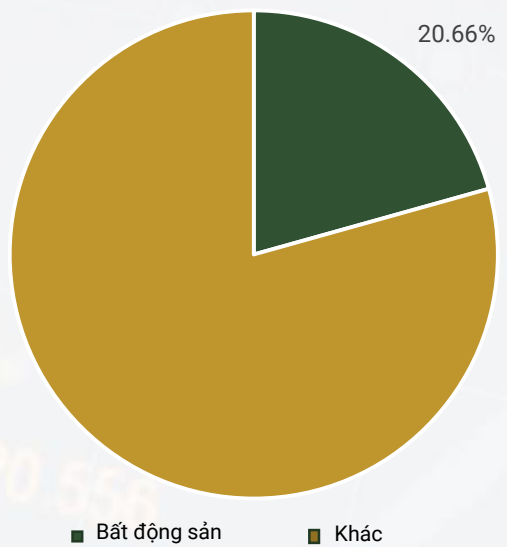
- Trái phiếu đáo hạn năm 2023 và 2024 dự kiến ở mức 170 nghìn tỷ đồng và 273 nghìn tỷ đồng, tương đương 1.5% và 2.0% tổng dư nợ nền kinh tế.
- Dư nợ trái phiếu có vẻ chỉ chiếm phần nhỏ trong tổng dư nợ . Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại sự đổ vỡ trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp có thể gây ra hiệu ứng dây chuyền đối với hệ thống tài chính.

TRÁI PHIẾU VÀ THỊ TRƯỜNG BĐS CÓ PHẢI LÀ RỦI RO CHÍNH?

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp trên tổng GDP (%)



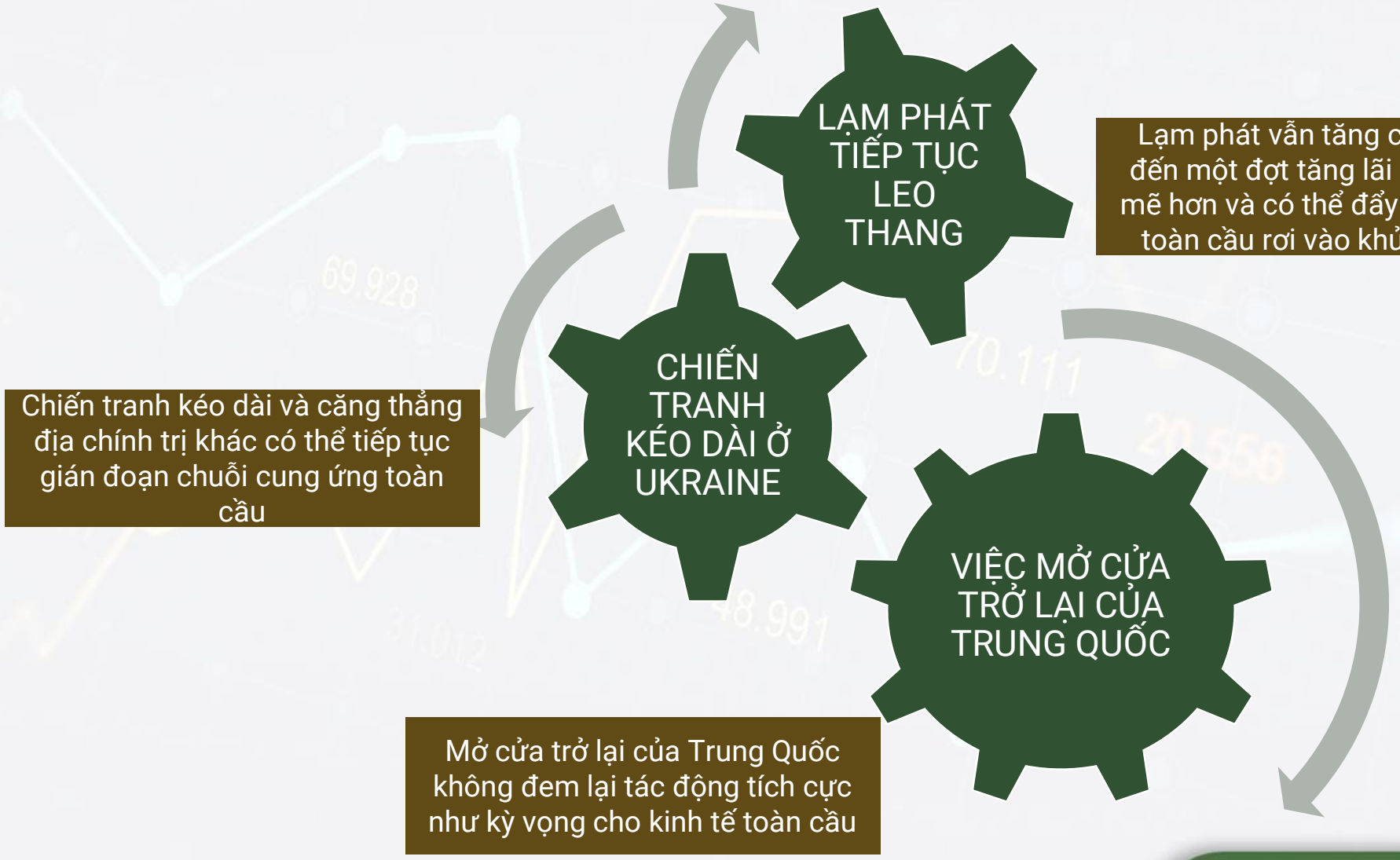
Dư nợ ngành BĐS trên tổng dư nợ



Nguồn: ADB, SBV

- Trong bối cảnh tình hình vĩ mô toàn cầu không thuận lợi, việc kiểm soát chặt chẽ thị trường trái phiếu đã làm trầm trọng thêm vấn đề thanh khoản trên thị trường tài chính và ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán.
- Tuy nhiên, để tránh cho thị trường trái phiếu và bất động sản xuất hiện tình trạng "hạ cánh cứng" và gây ra khủng hoảng, Chính phủ Việt Nam gần đây đã nới lỏng thị trường trái phiếu đồng thời đề xuất đưa ra một số chính sách điều chỉnh.

NHỮNG RỦI RO KHÁC



NGÀNH NGÂN HÀNG

Tăng trưởng được duy trì nhưng gió ngược chiều xuất hiện

- TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH
- RỦI RO TỪ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

Vy Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Ngân hàng, Thủy sản, Dược phẩm

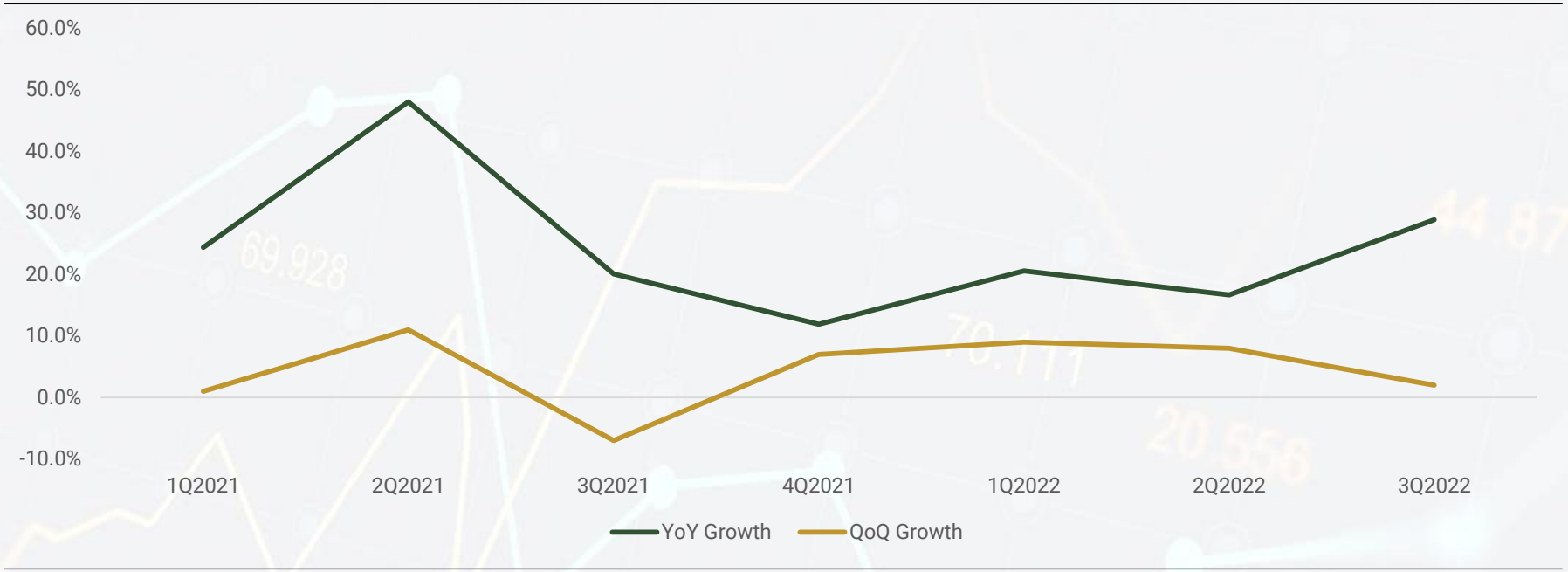
Tuấn Phạm

Phó phòng phân tích

TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

THU NHẬP LÃI THUẦN – TĂNG TRƯỞNG NHƯNG CHẬM LẠI ĐÁNG KỂ

Tăng trưởng từ lãi thuần có dấu hiệu giảm tốc



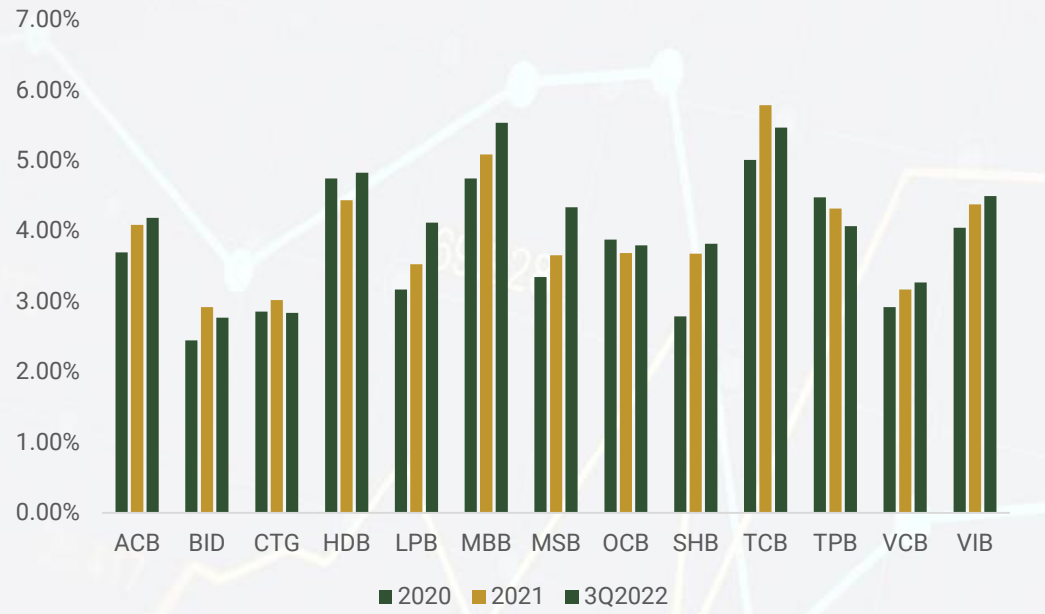
Nguồn: PHS, Fiinpro

- Thu nhập lãi thuần của các ngân hàng trong danh mục nghiên cứu của chúng tôi tăng trưởng 29% so với cùng kỳ năm trước trong Quý 3/2022, nhờ vào (i) tín dụng bứt tốc mạnh mẽ trong giai đoạn 3 quý đầu nằm (ii) nền so sánh thấp cùng kỳ.

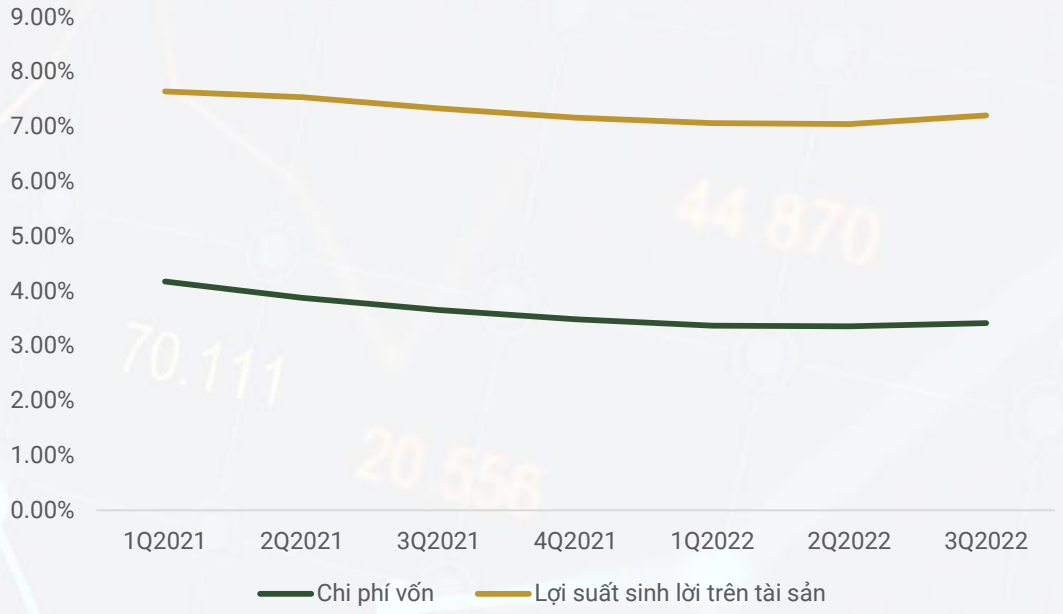
- Tuy nhiên, tăng trưởng thu lãi thuần chỉ ghi nhận mức tăng 2% so với quý trước khi tín dụng có dấu hiệu chậm lại rõ rệt trong quý 3 vừa qua.

NIM TRÁI CHIỀU – TUY NHIÊN VẪN CÒN CÓ THỂ GIẢM ?

NIM có dấu hiệu trái chiều ở các ngân hàng.



Chi phí sử dụng vốn có dấu hiệu tăng nhưng lợi suất sinh lời vẫn khá ổn định

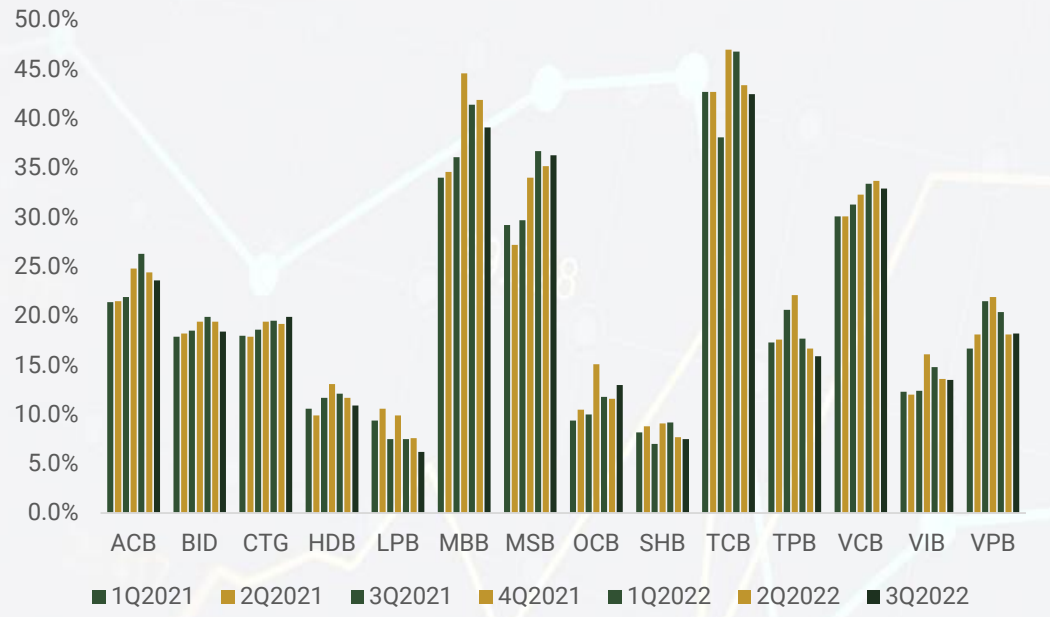


Nguồn: Fiinpro, PHS

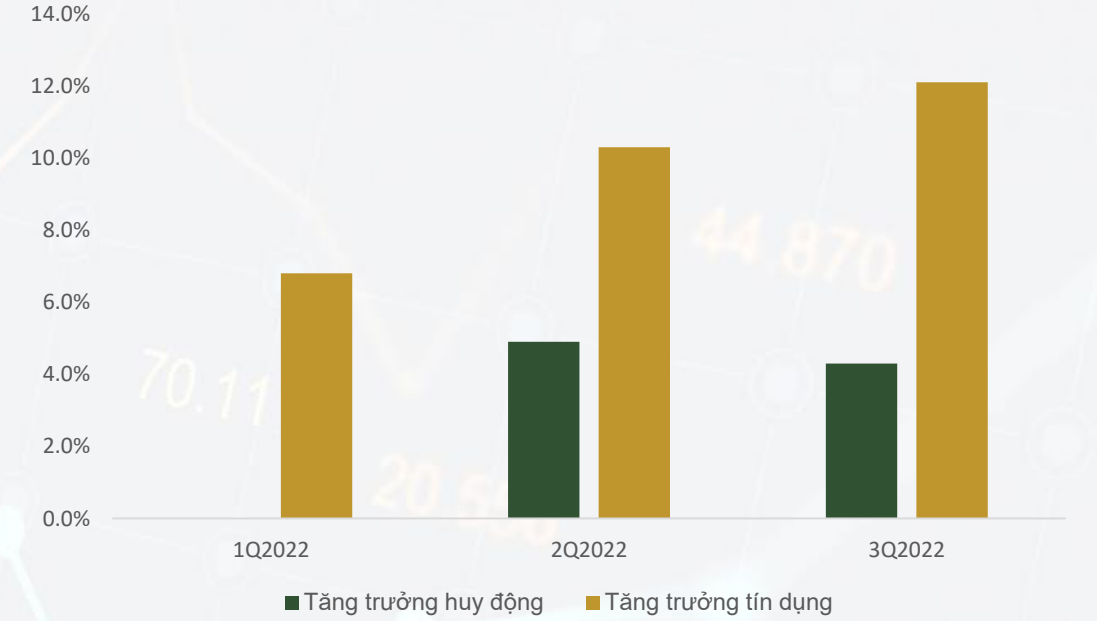
- NIM các ngân hàng đang có dấu hiệu tăng chậm lại hoặc suy giảm. Vì sao ?
  - Chi phí vốn đang có dấu hiệu tăng lại khi: tỷ lệ CASA giảm trong khi lãi suất huy động tăng mạnh trở lại.
  - Bù lại, lợi suất sinh lời trên tài sản vẫn được cải thiện.
- Chúng tôi cho rằng chi phí sử dụng vốn của ngân hàng và đặc biệt là NIM sẽ còn chịu tác động tiêu cực trong một vài quý tới khi lãi suất huy động bật tăng mạnh kể từ cuối quý 3 vừa qua.

CASA SỤT GIẢM KHI HUY ĐỘNG KHÁCH HÀNG CŨNG CHẬM LẠI

CASA sụt giảm khi thanh khoản bớt dồi dào.



Tăng trưởng huy động chậm chạp gây áp lực lên lãi suất.

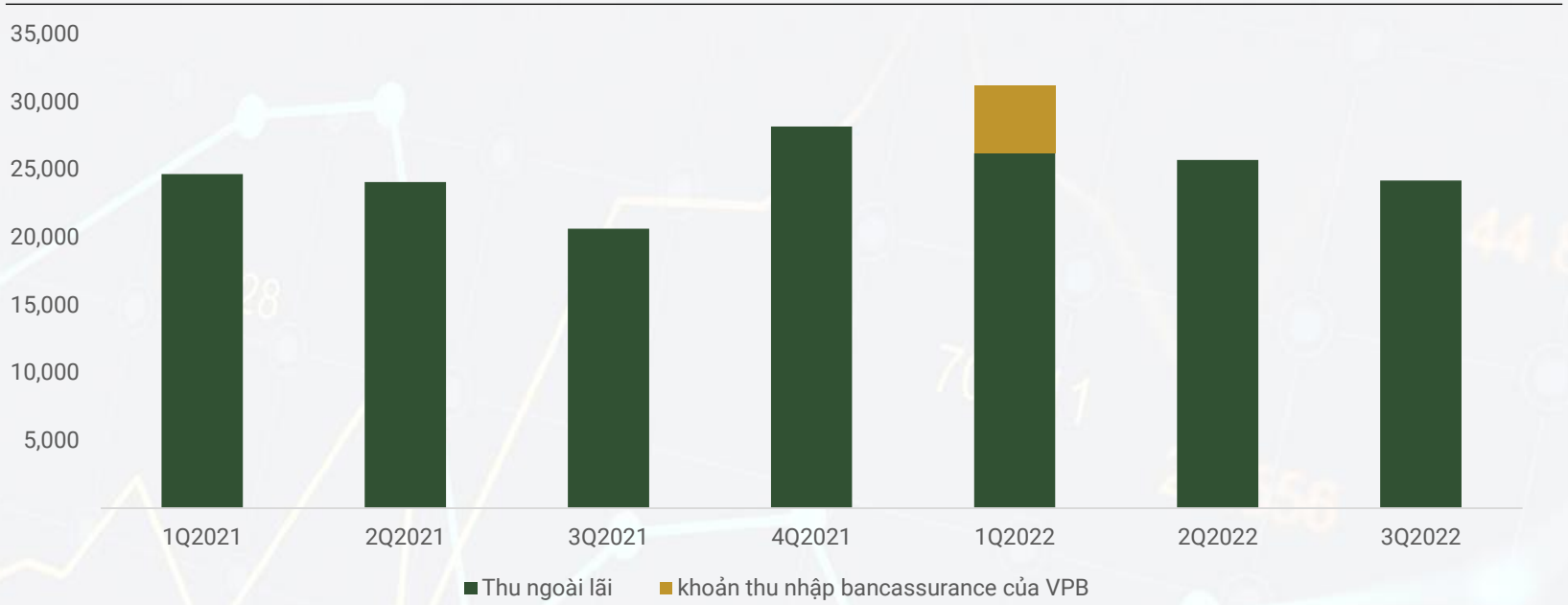


Nguồn: Fiinpro, PHS

- Ngành ngân hàng có thể phải đối diện với điều kiện kém thuận lợi khi kỷ nguyên nới lỏng tiền tệ chấm dứt:
  - Sau nhiều năm tiền rẻ, ngành ngân hàng đối diện với áp lực huy động khi lãi suất neo ở mức thấp. Để giải quyết bài toán huy động, cải thiện thanh khoản, ngành ngân hàng buộc phải nâng lãi suất huy động.
  - Hệ số CASA suy giảm khi dòng tiền rẻ và thanh khoản sụt giảm.
- Do đó, chi phí huy động vốn của ngành có thể tăng trong năm 2023 và ảnh hưởng tiêu cực tới hệ số NIM.

THU NHẬP NGOÀI LÃI – TĂNG TRƯỞNG DƯỚI NỀN SO SÁNH THẤP

Thu nhập ngoài lãi của ngân hàng tăng trưởng…

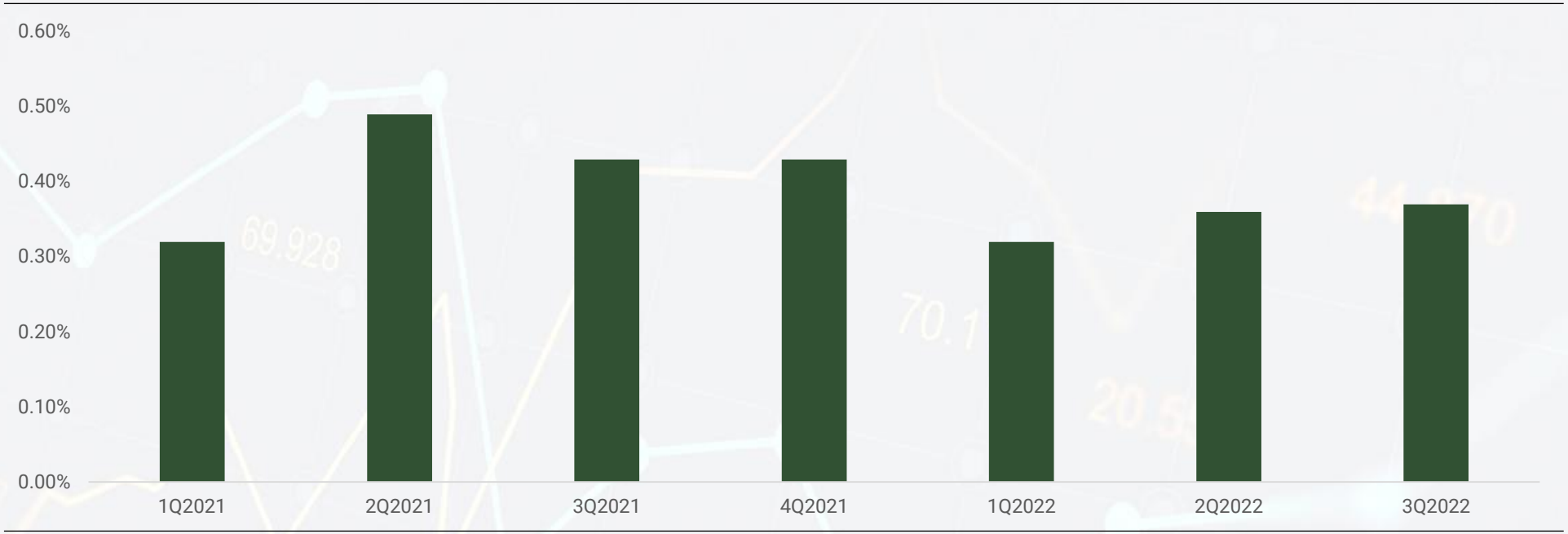


Nguồn: Fiinpro, PHS

- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng 17%YoY trong 3Q2022, chủ yếu nhờ vào nền so sánh thấp của cùng kỳ.
- Lũy kế 9T2022, thu nhập ngoài lãi của ngân hàng tăng trưởng 9.7%YoY (loại trừ khoản thu nhập bất thường từ hoạt động bancassurance của VPB) khi hoạt động đầu tư gặp nhiều khó khăn.

CHI PHÍ DỰ PHÒNG– KỲ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG

Chi phí tín dụng của ngân hàng (chi phí DPRR/tổng dư nợ)

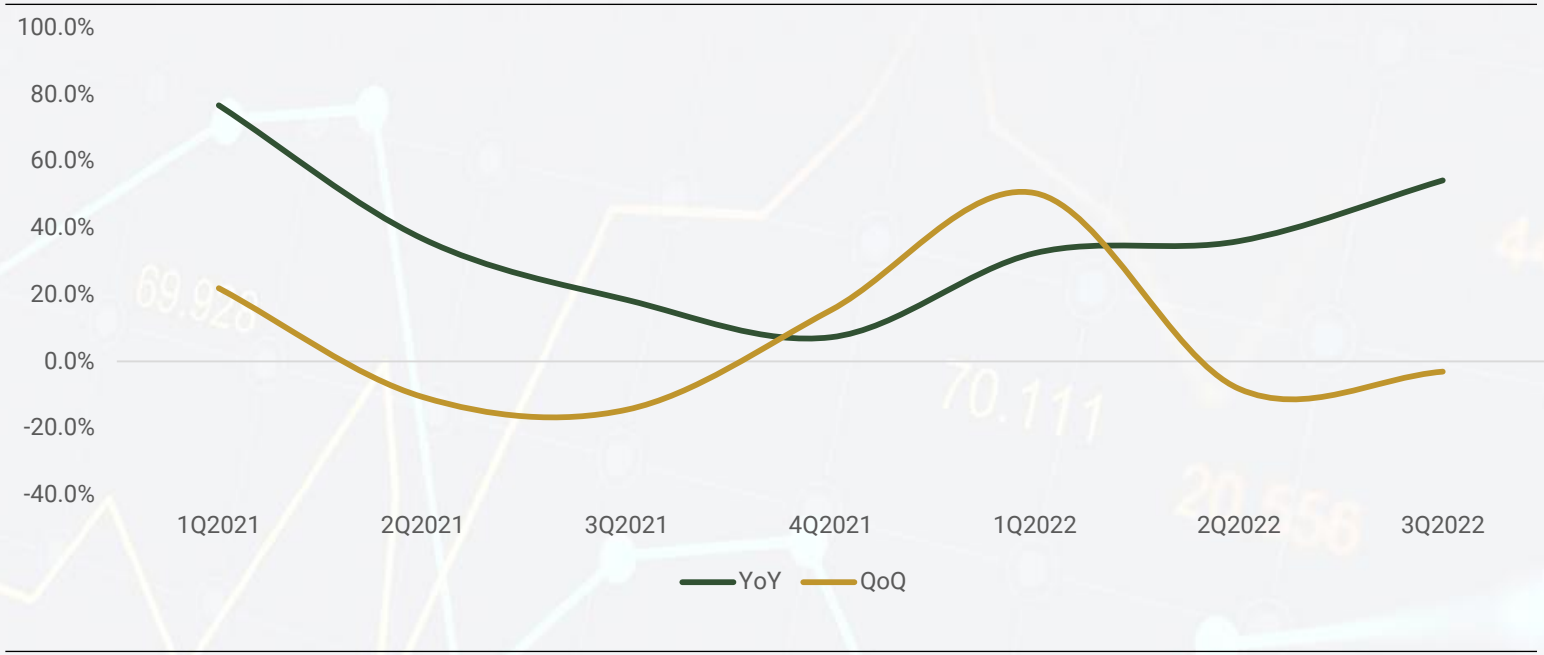


Nguồn: Fiinpro, PHS

- Chi phí tín dụng trong 3Q2022 chỉ tăng nhẹ 0.1%YoY và tính chung cho 9T2022 chi phí tín dụng đã giảm 1.2%YoY
- Liệu có hợp lý trong điều kiện thị trường hiện tại với rủi ro từ thị trường trái phiếu và bất động sản?

LỢI NHUẬN SAU THUẾ – TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2022

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của ngân hàng niêm yết



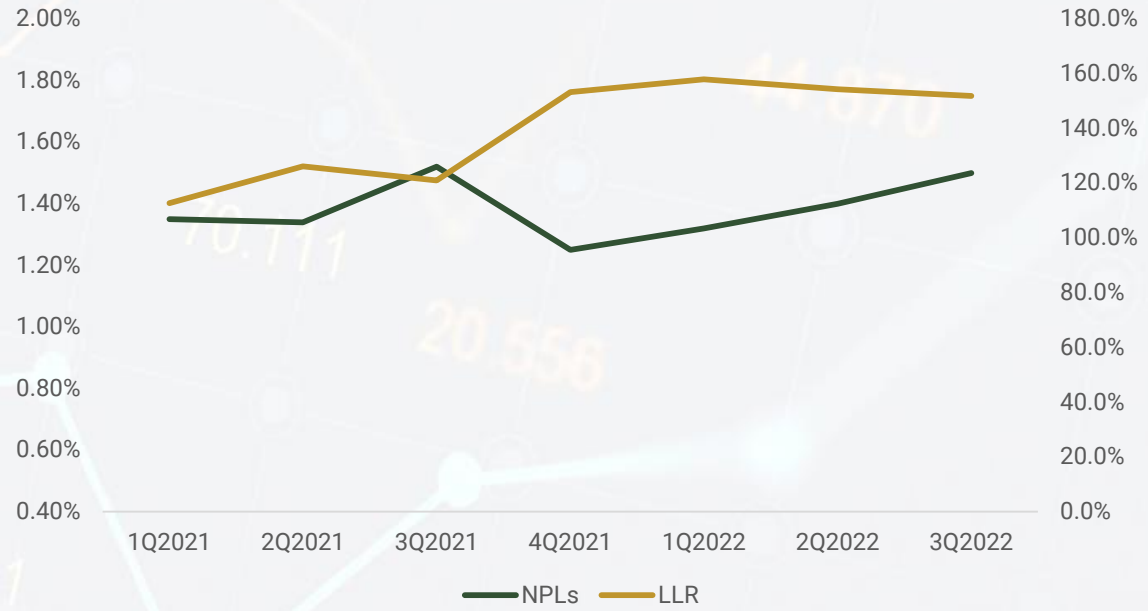
Nguồn: Fiinpro, PHS

- Theo đà tăng của thu nhập lãi thuần và ngoài lãi, tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của ngân hàng giảm 3.1%QoQ so với quý trước.
- Tuy vậy tính theo năm, lợi nhuận sau thuế của ngân hàng vẫn ghi nhận mức tăng 54%YoY trong 3Q2022, nhờ vào tăng trưởng tín dụng ổn định cùng với nền so sánh thấp.

CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN – NỢ XẤU VÀ BAO NỢ XẤU ỔN ĐỊNH

- Tính tới cuối Quý 3/2022, tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng tăng nhẹ 10 điểm cơ bản lên mức 1.5%
- Trong khi đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu có giảm nhẹ đôi chút và ghi nhận xấp xỉ ở mức 152%.
- Các chỉ báo về chất lượng tài sản nhìn chung vẫn tương đối ổn định,. Tuy nhiên, trên quan điểm của chúng tôi vẫn chưa thực sự đủ tốt trong giai đoạn hiện tại.

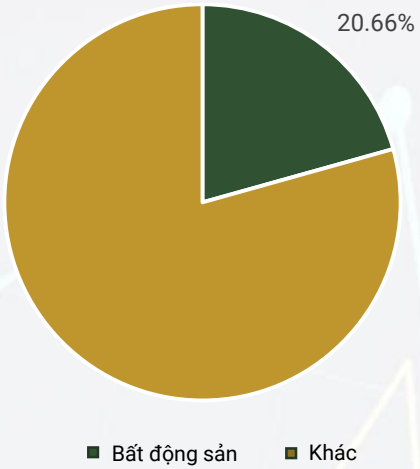
Tỷ lệ nợ xấu (NPLs) và bao nợ xấu (LLR) của các NHTM



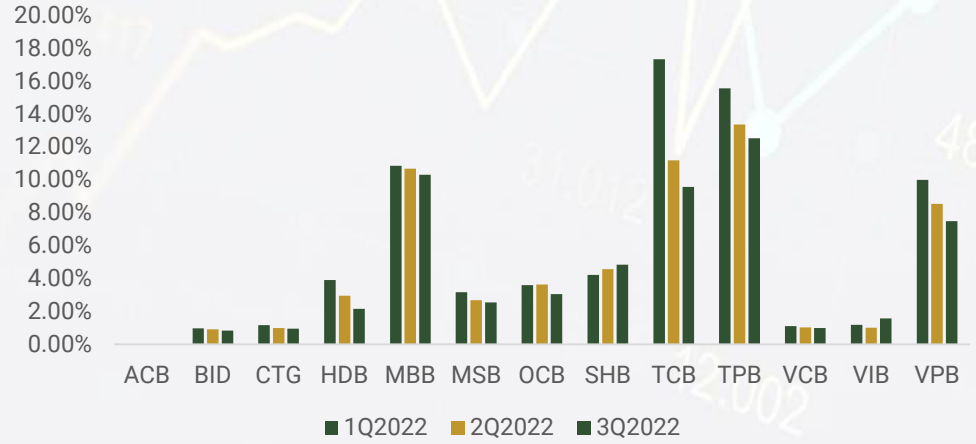
Nguồn: PHS

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU VÀ BẤT ĐỘNG SẢN GÂY RỦI RO LÊN BẢNG CÂN ĐỐI

Dư nợ bất động sản trong tổng dư nợ toàn thị trường



Dư nợ trái phiếu trên tổng dư nợ của các NHTM



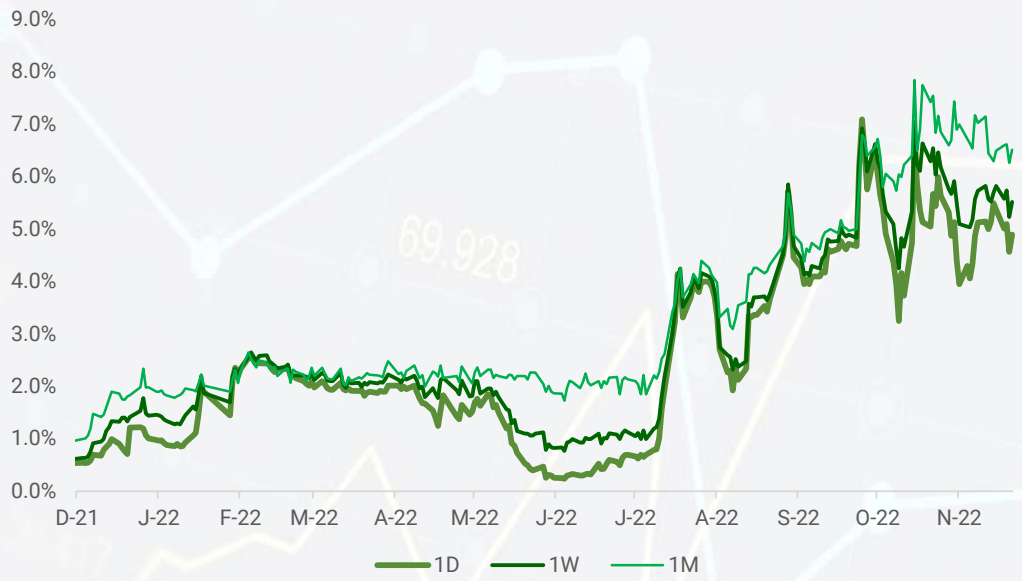
Nguồn: SBV, PHS

- Theo công bố của NHNN, tổng dư nợ liên quan bất động sản là 2.3 triệu tỷ đồng, tương đương với xấp xỉ 21% tổng dư nợ của toàn nền kinh tế.
- Do đó, một cuộc khủng hoảng của lĩnh vực bất động sản sẽ có tác động lên ngành ngân hàng.
- Do đó để ngăn ngừa rủi ro mà thị trường bất động sản đem lại, chính phủ đã có những động thái nhằm siết chặt hai thị trường này trong thời gian qua.
- Hệ quả, chúng ta đã ghi nhận hàng loạt trái phiếu doanh nghiệp được mua lại trước hạn trong thời gian qua.
- Tuy nhiên, trên quan điểm của chúng tôi, chính phủ có thể đã quá mạnh tay với cả hai thị trường này và khiến toàn ngành nghiệp bất động sản đối diện với rủi ro thanh khoản.
- Dẫn đến việc các NHTM gặp tương đối khó khăn cùng với đó là đối diện với rủi ro gia tăng nợ xấu.

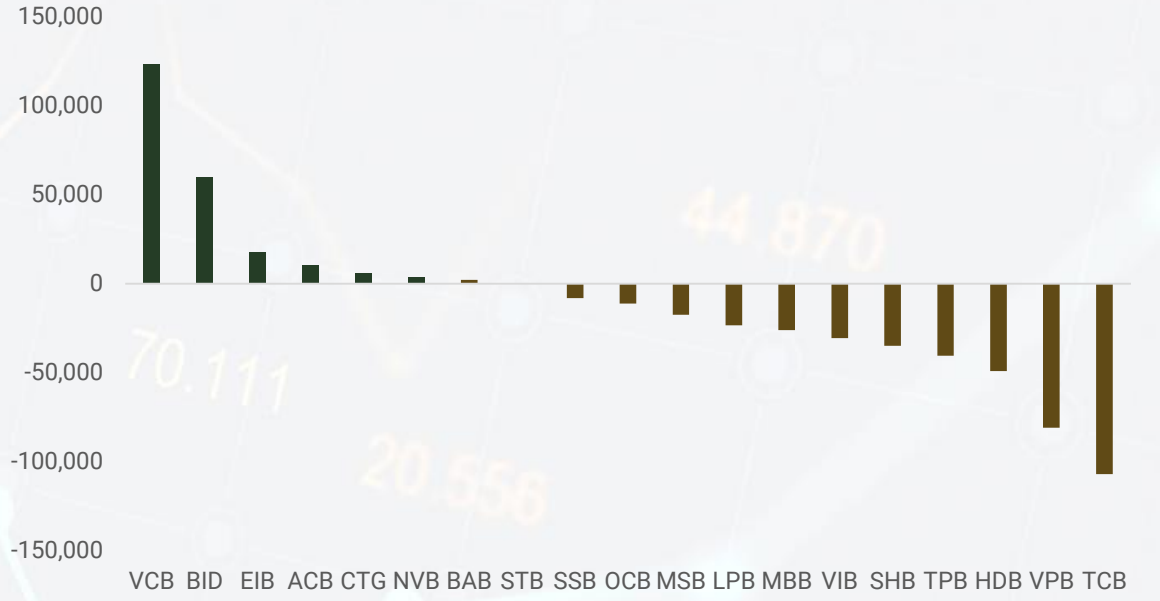
RỦI RO TỪ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

RỦI RO THANH KHOẢN CÓ TÁC ĐỘNG LÊN NGÀNH NGÂN HÀNG

Lãi suất liên ngân hàng



Dư nợ cho vay ròng của các ngân hàng trên thị trường liên ngân hàng (tỷ đồng)

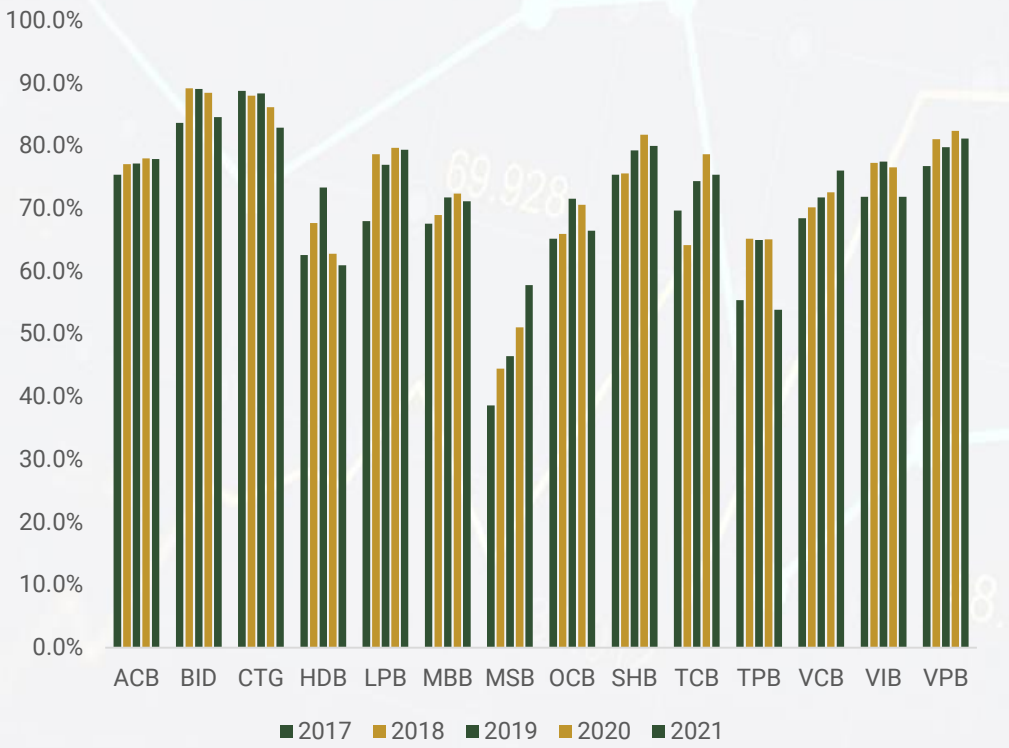


Nguồn: SBV, BCTC ngân hàng

- Trong 2 năm vừa qua, môi trường lãi suất thấp với thanh khoản tiền đồng dồi dào đã khiến cho lãi suất liên ngân hàng liên tục neo ở mức thấp kỷ lục.
- Tận dụng mức chi phí vốn thấp trên thị trường liên ngân hàng, đa phần các ngân hàng đã đẩy mạnh hoạt động vay mượn trên thị trường liên hàng nhằm bổ sung vốn nhằm hỗ trợ hoạt động cho vay của mình.

RỦI RO THANH KHOẢN CÓ TÁC ĐỘNG LÊN NGÀNH NGÂN HÀNG

Tỷ lệ vay trên huy động của các ngân hàng (LDR)



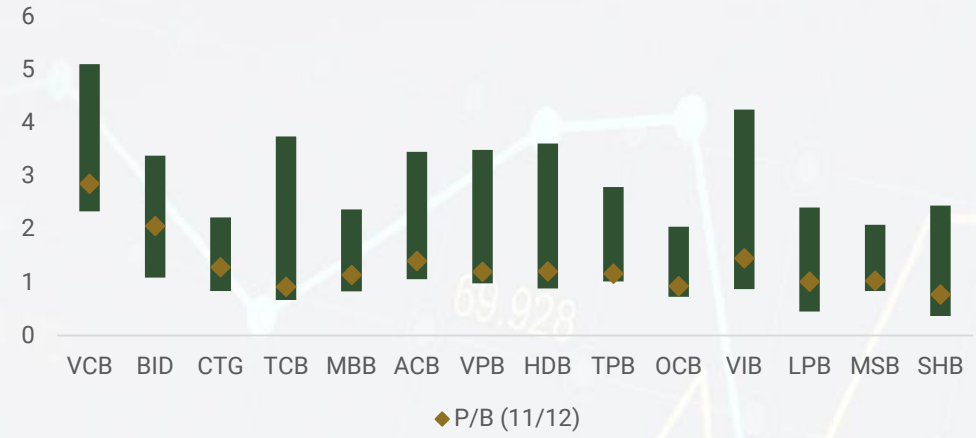
- Số liệu tính toán dựa trên thông tư 22 cho thấy, hệ số LDR của các ngân hàng vẫn đang được duy trì dưới mức trần 85%%.
- Tuy nhiên, hệ số LDR đã bị bóp méo bởi hoạt động liên ngân hàng.
- Với hệ số LDR thuần (Dư nợ cho vay/huy động) hầu hết đều trên ngưỡng 100% ở hầu hết các ngân hàng, việc thiếu hụt thanh khoản tiền đồng sẽ gây áp lực lên toàn bộ hệ thống.
- Trong trường hợp các ngân hàng bị ép buộc cải thiện hệ số LDR thuần, với nhiều khả năng huy động phải tăng và dư nợ cho vay tăng chậm hơn, hệ số NIM của các ngân hàng sẽ gặp áp lực tương đối lớn.

Nguồn: BCTC ngân hàng, PHS

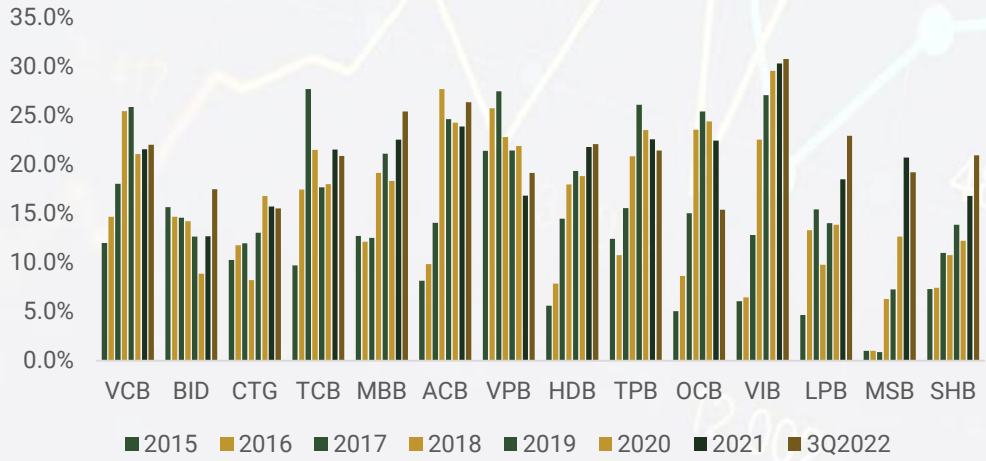
LDR thông tư 22 = (cho vay khách hàng + dư nợ trái phiếu)/ (huy động khách hàng + vay liên ngân hàng + phát hành giấy tờ có giá)

ĐỊNH GIÁ NGÂN HÀNG QUAY VỀ MỨC THẤP LỊCH SỬ - CƠ HỘI TỐT?

Vùng định giá P/B của ngân hàng trong 7 năm vừa qua



ROE of listed bank in last 5 years

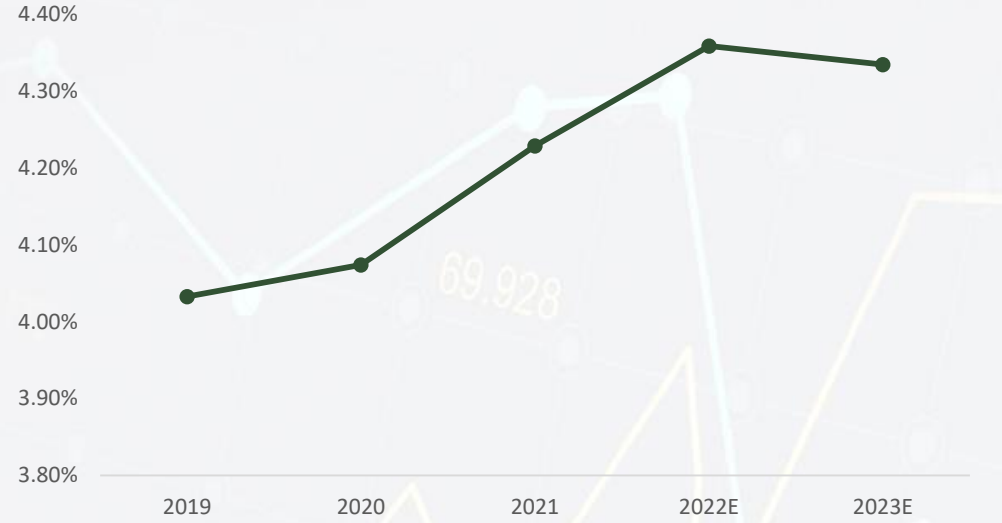


Nguồn: Bloomberg, PHS

- Các vấn đề về thanh khoản cũng như rủi ro chính sách đã đẩy định giá của nhóm ngân hàng về gần với mức thấp trong vài năm trở lại đây.
- Thậm chí một số cổ phiếu ngân hàng đã về mức định giá thấp nhất trong lịch sử.
- Với mức định giá thấp như vây liệu ROE của các ngân hàng có "bình thường hóa" về mức 12%-15%, tương đương với ROE của giai đoạn xử lý nợ xấu bất động sản 2012-2015?
- Trên quan điểm của chúng tôi, hiệu suất sinh lời của ngân hàng sẽ có suy giảm đôi chút nhưng vẫn neo ở mức cao.

LỢI NHUẬN SAU THUẾ TĂNG CHẬM VỚI NIM ĐI NGANG

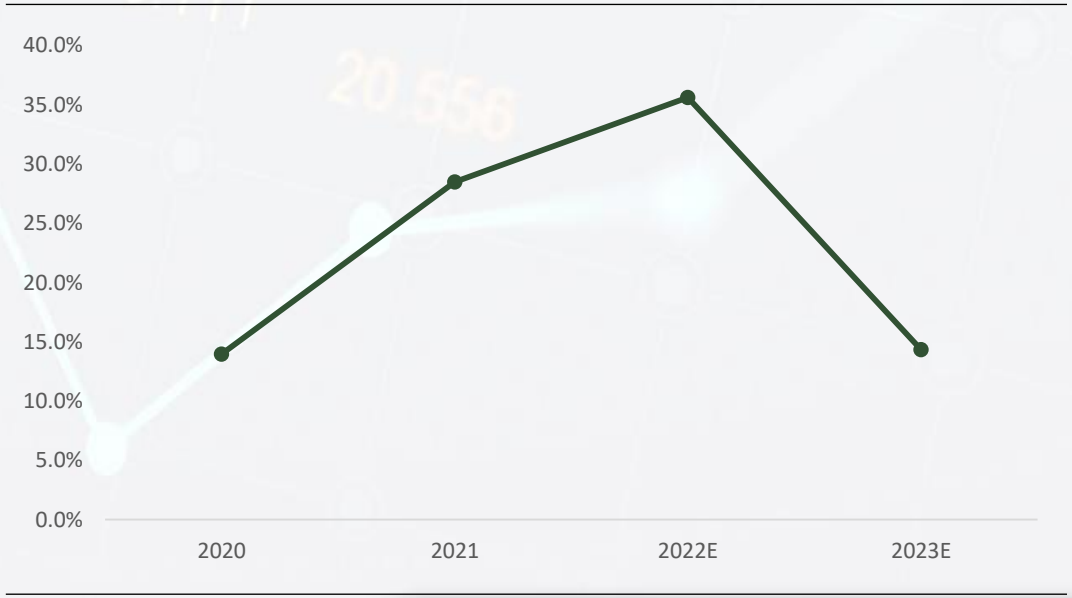
Hệ số NIM của các ngân hàng



- Tuy nhiên nhờ vào nhu cầu tín dụng ổn định, các ngân hàng vẫn ghi nhận tăng trưởng thu nhập lãi ổn định.
- Do đó chúng tôi dự báo LNST các ngân hàng có thể tăng trưởng 14.3%YoY trong năm 2023 sau khi nhận mức tăng trưởng 35.6%YoY trong năm 2022.

- Chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ chịu tác động tương đối trước các cơn gió ngược.
- Chúng tôi dự phóng rằng trước áp lực chi phí vốn tăng và thanh khoản kém dồi dào, NIM các ngân hàng chỉ tăng nhẹ 2 điểm cơ bản

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (YoY)



ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- Trên quan điểm của chúng tôi, rủi ro đối với nhóm ngân hàng cần được quân tâm nằm ở phía chất lượng tài sản hơn lợi nhuân báo cáo.
- Một lần nữa, chúng tôi nhấn mạnh rủi ro mà nhóm bất động sản và thị trường trái phiếu có thể đem lại cho toàn ngành.
- Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị lạc quan cho ngành ngân hàng, đặc biệt là các cổ phiếu: VCB, BID, ACB và VPB.
  - Đối với các cổ phiếu BID và VPB, chúng tôi kỳ vọng việc tăng vốn sẽ là động lực chính giúp cho các cổ phiếu này duy trì hoạt động ổn định.
  - Trong khi đó, các ngân hàng với bảng cân đối an toàn như ACB và VCB có thể cân nhắc trong danh mục đầu tư trong bối cảnh toàn ngành đang gặp các cơn gió ngược.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã	Dự phóng 2023				Chỉ số tài chính				Định giá					
		Thu lãi thuần		LNST		Tăng trưởng tín dụng	NIM	LLR	NPL	Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)										
NGÂN HÀNG	VCB	58,328	17%	32,660	15%	20.7%	3.62%	442%	0.80%	111,681	79,500	16.5x	3.0x	40%	**Mua**
	BID	55,090	7%	19,032	14%	13.0%	2.71%	255%	1.15%	53,363	39,000	14.1x	2.2x	37%	**Mua**
	CTG	51,453	13%	17,382	11%	10.5%	3.28%	225%	1.30%	43,440	28,250	12.0x	1.7x	54%	**Mua**
	TCB	34,898	14%	24,518	15%	18.1%	5.32%	154%	0.65%	49,353	29,500	7.0x	1.2x	67%	**Mua**
	MBB	37,091	17%	24,005	22%	18.4%	5.38%	116%	1.19%	33,800	18,950	6.4x	1.5x	78%	**Mua**
	ACB	25,849	11%	15,757	14%	15.0%	4.29%	118%	0.70%	35,562	23,200	7.6x	1.4x	53%	**Mua**
	VPB	48,584	15%	24,988	17%	21.2%	7.95%	85%	4.80%	29,888	18,200	8.0x	1.6x	64%	**Mua**
	HDB	20,160	13%	9,995	16%	14.8%	5.09%	98%	1.55%	24,877	16,750	5.0x	1.0x	49%	**Mua**
	TPB	12,855	9%	5,941	6%	15.5%	3.97%	137%	1.35%	31,500	23,000	8.4x	1.3x	37%	**Mua**
	OCB	6,756	17%	4,178	9%	18.7%	3.20%	62%	2.37%	25,700	15,750	8.5x	1.0x	63%	**Mua**
	VIB	17,047	15%	9,762	14%	21.2%	4.53%	51%	2.79%	36,900	21,000	8.0x	1.8x	76%	**Mua**
	LPB	13,503	11%	4,833	12%	15.6%	3.80%	148%	1.51%	23,500	13,200	8.4x	1.4x	78%	**Mua**
	MSB	8,512	12%	4,874	9%	17.0%	3.90%	72.10%	1.73%	18,000	13,000	7.4x	1.1x	38%	**Mua**
	SHB	20,781	13%	10,196	5%	15.3%	3.66%	117%	2.46%	22,500	10,900	6.8x	1.2x	106%	**Mua**

BẢO HIỂM

Môi trường lãi suất tăng hỗ trợ hoạt động kinh doanh

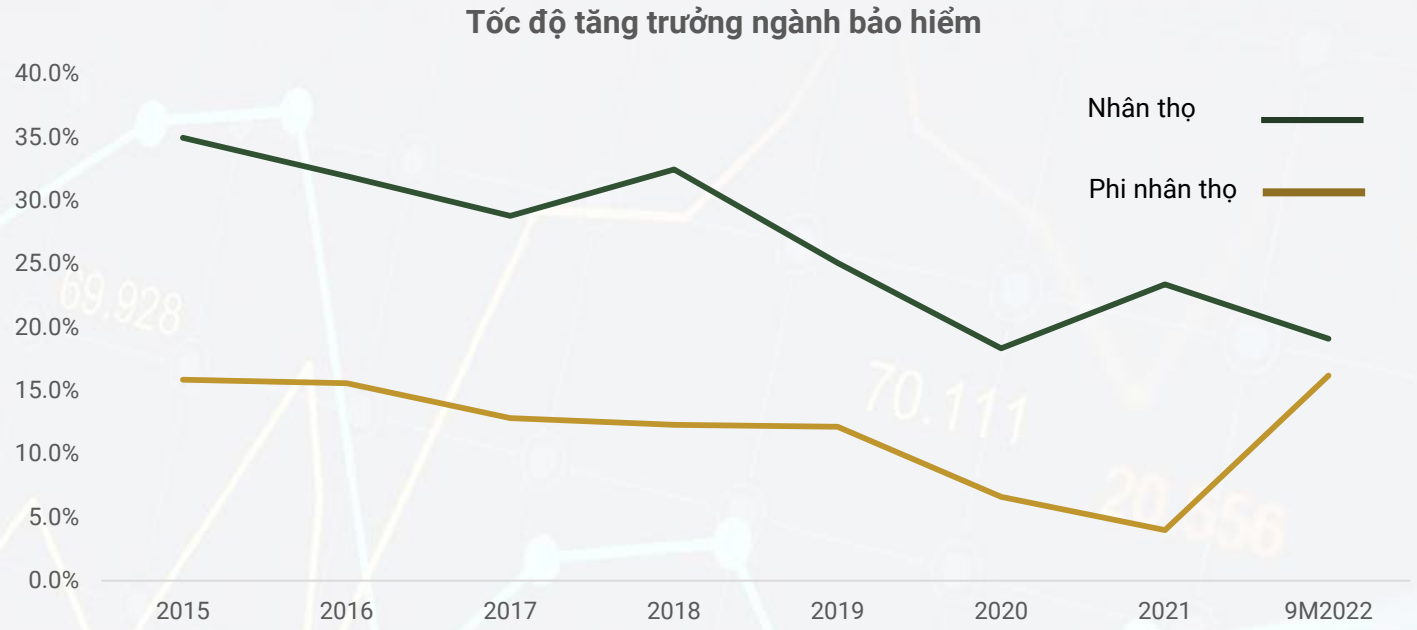
- TỔNG QUAN NGÀNH
- TRIỂN VỌNG 2023 & KHUYẾN NGHỊ

Tuấn Phạm

Phó phòng phân tích

TỔNG QUAN NGÀNH

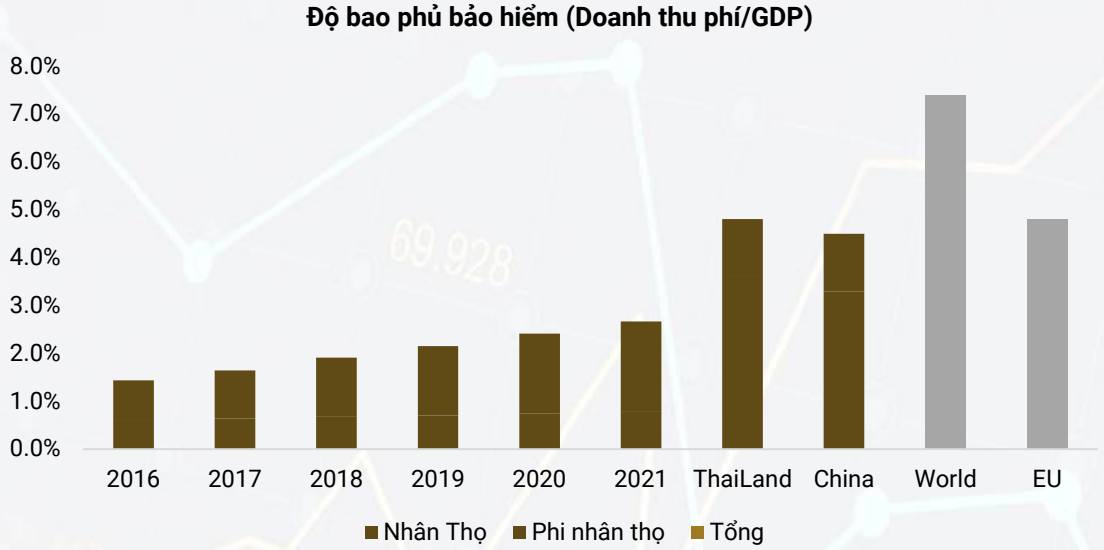
DUY TRÌ TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG

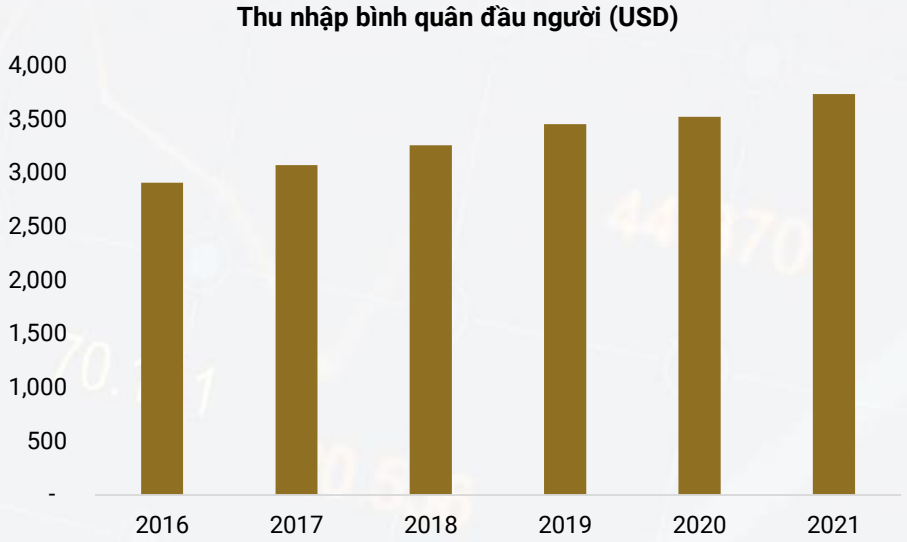


Nguồn: MoF, PHS

- Ngành bảo hiểm Việt Nam trong những năm vừa qua luôn duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 20%/năm.
- Trong đó mảng bảo hiểm nhân thọ có mức tăng trưởng bình quân khoảng 25%-30% trong khi nhóm bảo hiểm phi nhân thọ tăng trưởng từ 9-10% mỗi năm.
- Trong 9T2022, mảng bảo hiểm phi nhân thọ đã tăng trưởng ấn tượng 16.2% YoY, nhờ vào nền so sánh thấp của năm 2021. Chúng tôi cho rằng mảng bảo hiểm phi nhân thọ sẽ quay về mức tăng trưởng trung bình trước đại dịch là 10% trong năm 2023.

DUY TRÌ TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG





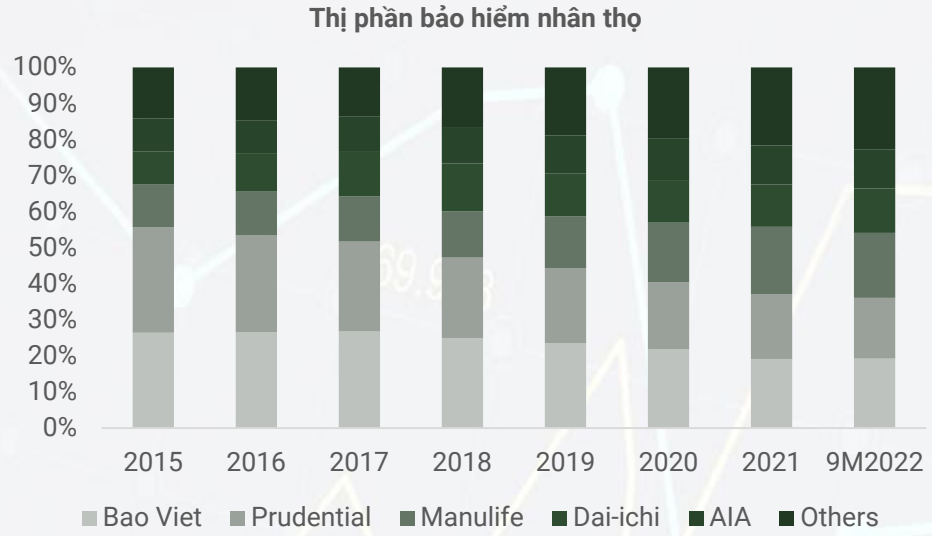
Nguồn: PHFM, IMF

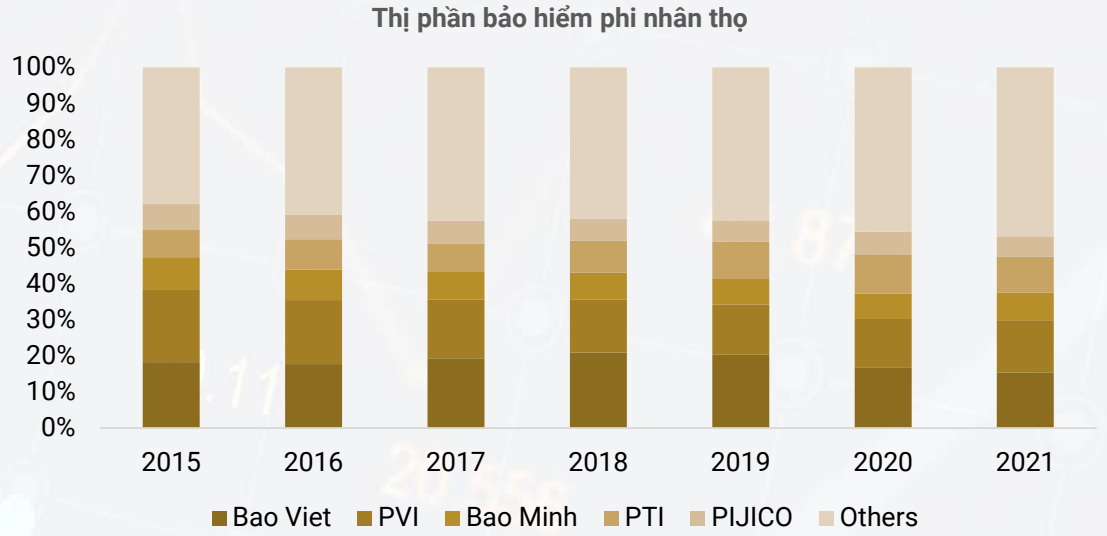
- Tốc độ tăng trưởng của ngành được duy trì ổn định nhờ vào:

(1) Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm vẫn còn ở mức thấp. Theo đó, tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm của Việt Nam trong năm 2021 mới chỉ đạt mức 2.7%, thấp hơn đáng kể so với trung bình của toàn thế giới là 7.4%.

(2) Cải thiện thu nhập bình quân, qua đó gia tăng nhu cầu về sở hữu bảo hiểm.

NHƯNG CẠNH TRANH KHỐC LIỆT

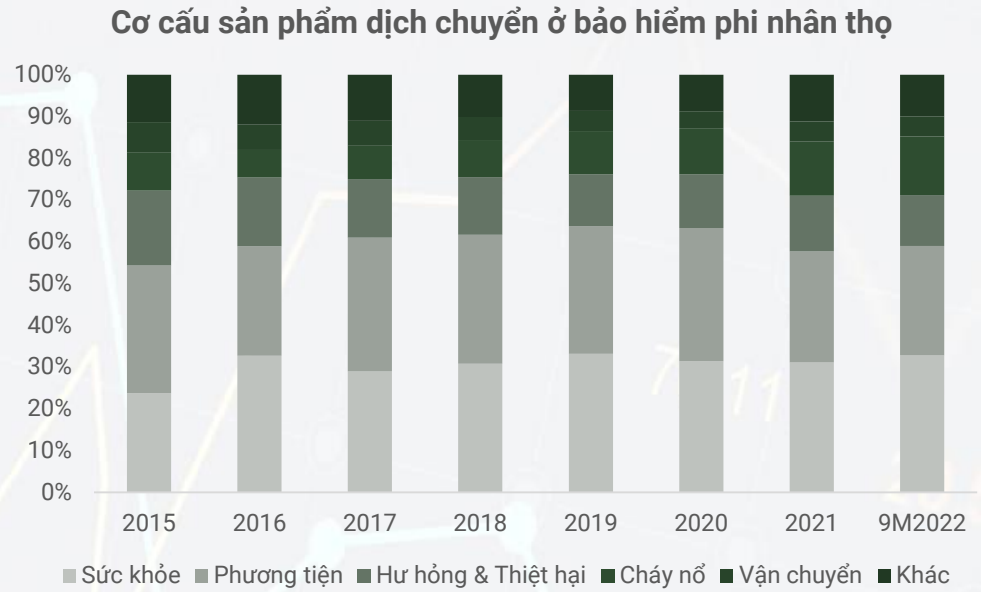




Nguồn: MoF, PHS

- Nhờ vào tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn, cả hai thị trường bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ đều chứng kiến áp lực cạnh tranh vô cùng khốc liệt khi ngày càng có nhiều doanh nghiệp ngoại đổ bộ vào Việt Nam. Do đó, miếng bánh thị phần của các công ty bảo hiểm dẫn đầu ngày càng bị thu hẹp.
- Đối với thị trường nhân thọ, thị phần của năm công ty đầu ngành đã sụt giảm từ 86% trong năm 2015 xuống còn 77.2% vào cuối 3Q2022. Bảo Việt vẫn đứng đầu với 19.2% thị phần, tuy nhiên, các doanh nghiệp ngoại hiện đang có dấu hiệu chiếm dần lấy thị phần của Bảo Việt.
- Thị phần của các doanh nghiệp trong thị trường phi nhân thọ có phần phân mảnh hơn so với thị trường nhân thọ. Nhóm năm công ty lớn nhất chỉ chiếm khoảng 50% thị phần toàn thị trường. Đồng thời, thị phần của các doanh nghiệp đầu ngành ngày càng có xu hướng co hẹp và rơi vào tay các công ty bảo hiểm phi nhân thọ khác.

CƠ CẤU SẢN PHẨM DỊCH CHUYỂN

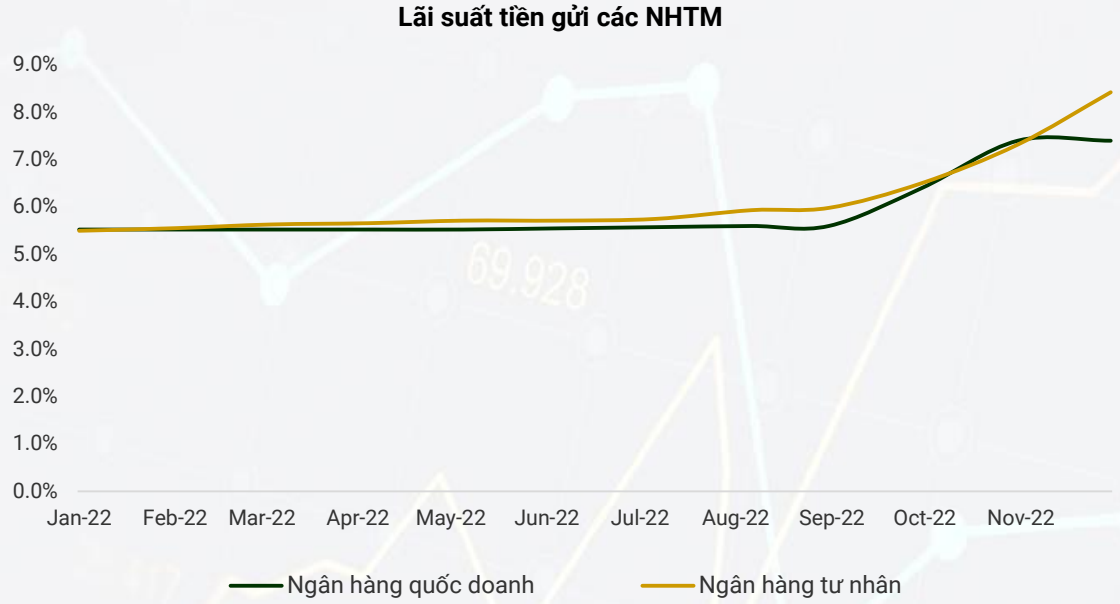


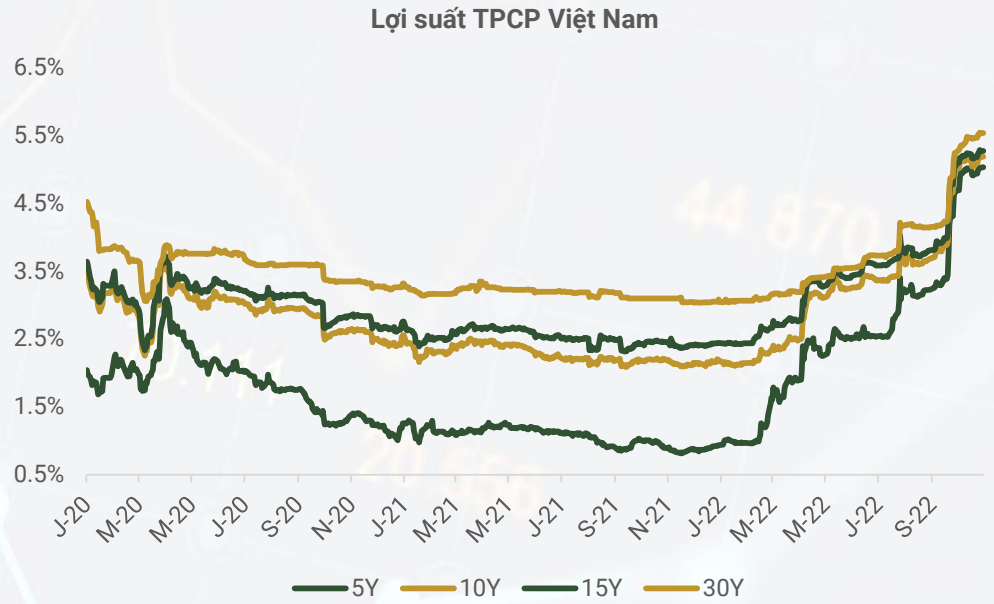
Nguồn: MoF, PHS compiles

- Sản phẩm của cả thị trường bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ đều đang có xu hướng chuyển dịch theo nhu cầu đầu tư và chăm sóc sức khỏe ngày một gia tăng của người dân Việt Nam.
- Đối với mảng phi nhân thọ, bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới là hai loại hình bảo hiểm phổ biến nhất, chiếm tỷ trọng lần lượt là 31.8% và 26.6%.

TRIỂN VỌNG 2023 VÀ ĐỊNH GIÁ

LÃI SUẤT TĂNG BÙ ĐẮP CHI PHÍ LEO DỐC





Nguồn: SBV, PHS

- Trong quý 3/2022, lãi suất tiền gửi các NHTM ghi nhận mức tăng vọt thêm 2 điểm phần trăm, do đó lợi nhuận từ hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp bảo hiểm sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2023 tới khi đây là nguồn thu chính.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Ticker	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
BẢO HIỂM	PVI	11,244	38%	965	-9%	12,502	11%	996	3%	47,002	46,900	13.8x	1.3x	0%	**Nắm giữ**
	BMI	5,539	17%	332	7%	6,014	9%	427	30%	25,190	21,700	9.0x	1.0x	16%	**Mua**
	BVH	43,810	10%	1,665	-17%	46,644	7%	2,967	78%	70,900	49,500	17.7x	2.3x	43%	**Mua**

THỦY SẢN

Tia sáng le lói trong viễn cảnh mịt mù

- TỔNG QUAN NGÀNH THỦY SẢN
- TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023
- CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

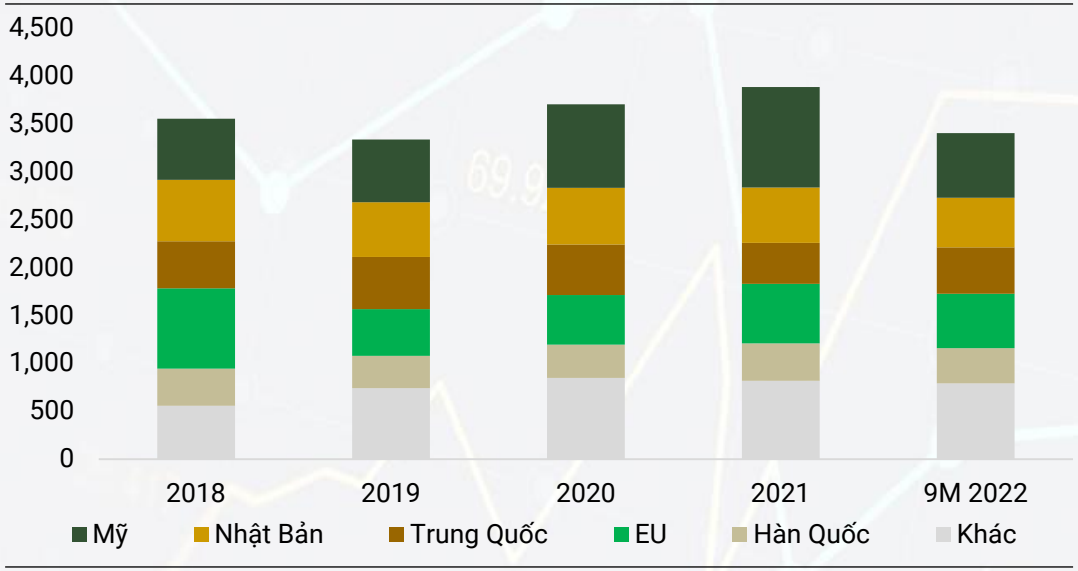
Vy Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Ngân hàng, Thủy sản, Dược phẩm

TỔNG QUAN NGÀNH THỦY SẢN

TỔNG QUAN XUẤT KHẨU TÔM CỦA VIỆT NAM

Xuất khẩu tôm trong 9M 2022 của Việt Nam

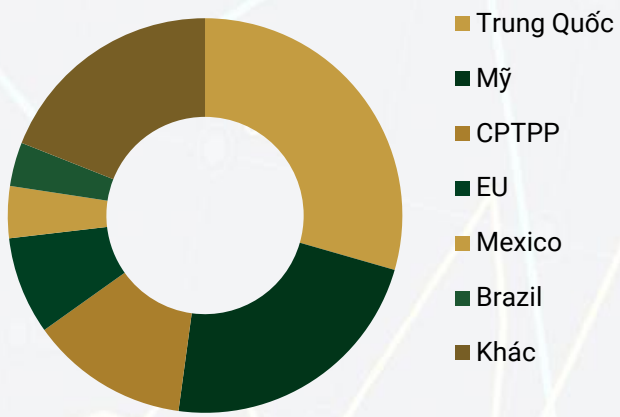


Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

- Luỹ kế 10 tháng 2022, xuất khẩu tôm Việt Nam đạt trên 3.7 tỷ USD (+16%YoY).
- Mỹ, Nhật Bản, EU, Trung Quốc và Hàn Quốc là những thị trường xuất khẩu lớn của tôm Việt Nam.
- Trong 10M2021, Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của tôm Việt Nam với kim ngạch đạt 727 triệu USD, tương đương 63 nghìn tấn tôm, chiếm gần 20% tổng giá trị xuất khẩu. Theo sau là thị trường EU với giá trị xuất khẩu đạt 570 triệu USD (+40%YoY) trong 9M 2022.
- Đến tháng 10/2022, xuất khẩu tôm sang Mỹ sụt giảm do ảnh hưởng của lạm phát và hàng tồn kho cao tại Mỹ.
- Tính tới 15/10/2022, xuất khẩu tôm sang Nhật Bản đạt 539 triệu USD, (+23%YoY), là thị trường xuất khẩu tôm lớn thứ 3 của Việt Nam.

TỔNG QUAN XUẤT KHẨU CÁ TRA CỦA VIỆT NAM

Cơ cấu xuất khẩu cá tra trong 9M 2022



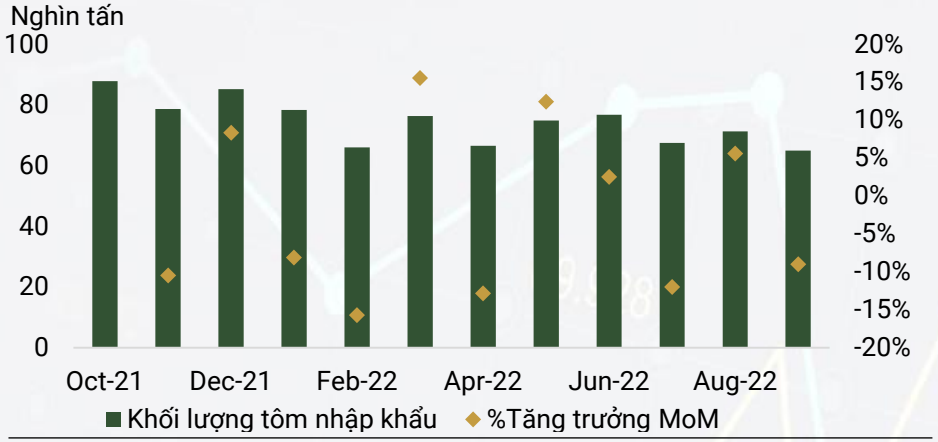
Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

- Lũy kế tới hết tháng 10 xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 2.1 tỷ USD, tăng 75% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Xuất khẩu cá tra cho dấu hiệu chững lại do lạm phát. Dù tăng trưởng mạnh 31%YoY, nhưng kim ngạch xuất khẩu cá tra trong tháng 10 (179 triệu USD) là mức thấp nhất kể từ đầu năm 2022 tới tháng 10/2022.
- Trung Quốc, Mỹ, EU là những thị trường xuất khẩu cá tra lớn của Việt Nam, chiếm 65% giá trị xuất khẩu.
- Xuất khẩu cá tra sang Mỹ trong tháng 10 đã giảm gần 25%MoM còn 32 triệu USD. Từ tháng 7/2022, nhu cầu tiêu thụ cá tra sụt giảm mạnh với giá trị xuất khẩu sang Mỹ dao động 32-33 triệu USD mỗi tháng, so với mức đỉnh 81 triệu USD hồi tháng 4.
- Đến hết tháng 10, Trung Quốc là thị trường số 1 của cá tra Việt Nam với giá trị đạt 594 triệu USD (+106%YoY), chiếm 28% tổng giá trị xuất khẩu. Nếu bao gồm Hongkong thì thị trường Trung Quố - HongKong chiếm tỷ trọng 30% với giá trị 632 triệu USD.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NĂM 2023

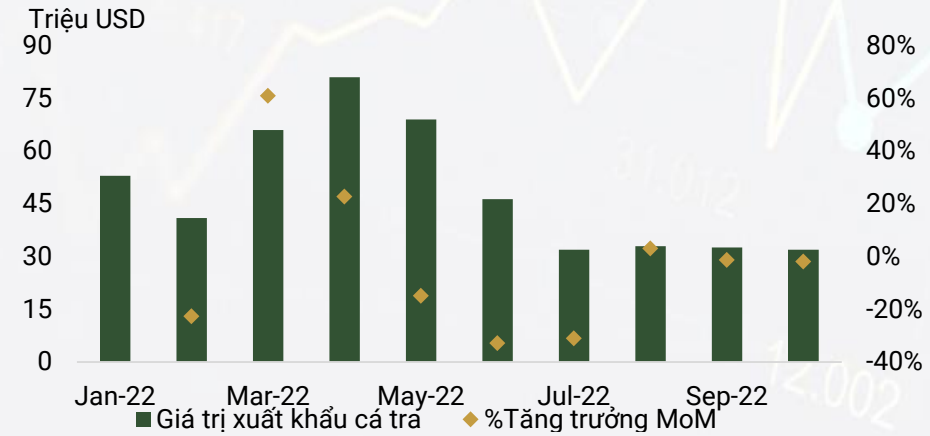
MỸ – KÉM KHẢ QUAN CHO XK TÔM VÀ CÁ TRA

Nhập khẩu tôm của Mỹ



Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

Xuất khẩu cá tra Việt Nam vào Mỹ

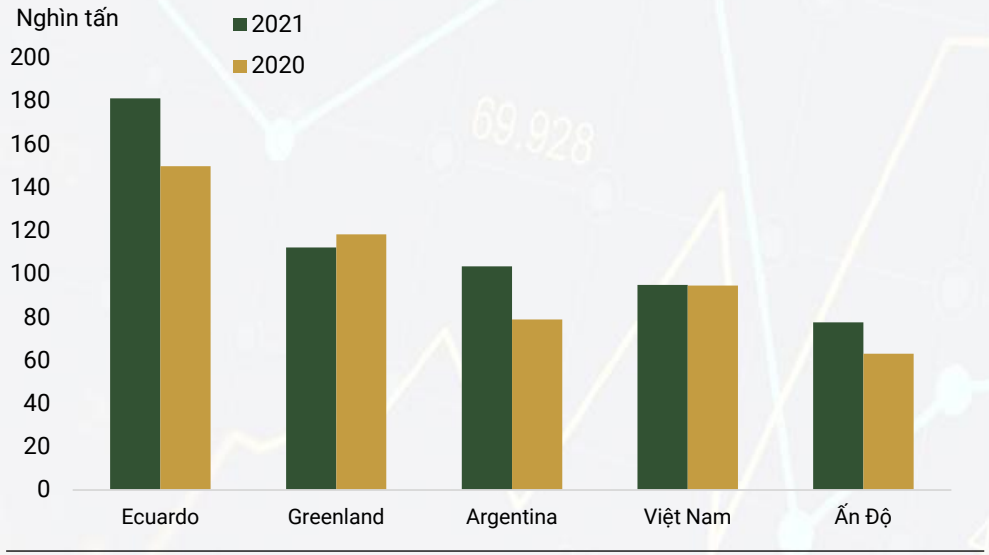


Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

- Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ tôm và cá tra tại Mỹ sẽ kém khả quan trong nửa đầu năm 2023 do:
- Lạm phát được kỳ vọng giảm vào năm 2023 nhưng vẫn ở mức cao. Chỉ số giá tiêu dùng cốt lõi (core PCE) của Mỹ vào năm 2023 có thể giảm còn 2.9% (theo Goldman Sachs), 2.8% (theo The Conference Board), 3.1% (theo các nhà kinh tế học của FED), cao hơn so với mức trước đại dịch Covid-19 vào tháng 12/2019 - 1.5%.
- Các đợt tăng lãi suất và lạm phát sẽ ảnh hưởng đến tiêu dùng. Theo dự phóng của Fitch, chi tiêu cho tiêu dùng sẽ tăng chậm lại còn 0.9% trong năm 2023 từ mức 2.5% trong năm 2022.
- Tôm của Ecuador ngày càng khẳng định vị thế cạnh tranh. Các nhà nhập khẩu Mỹ gia tăng nhập khẩu tôm Ecuador nhằm hạn chế rủi ro chuỗi cung ứng.
- Hơn nữa, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ tôm và cá tra sẽ cải thiện hơn vào các tháng cuối năm 2023 nhờ:
- Lạm phát tại Mỹ được kiểm soát tốt hơn; các vấn đề về chuỗi cung ứng được cải thiện.
- Cuối năm là mùa cao điểm mua sắm phục vụ cho mùa lễ hội năm tới.
- Hàng tồn kho cao vào cuối năm 2022 sẽ hạ nhiệt trong năm tới.

XUẤT KHẨU TÔM: EU – KHÔNG KHẢ QUAN

Nhập khẩu tôm vào EU của các nhà nhập khẩu chính



Nguồn: AIPCE-CEP, PHS tổng hợp

- Lũy kế 9 tháng, xuất khẩu tôm sang EU tăng 40%YoY đạt trên 570 triệu USD. Xuất khẩu tôm Việt Nam sang EU trong tháng 9/2022 giảm nhẹ 0.5% còn 49 triệu USD.
- Nhu cầu tiêu thụ tôm sẽ gặp nhiều khó khăn trong năm 2023 do:

i. Trong năm 2022, tỷ lệ lạm phát ước tính đạt 9.3% tại EU và được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt còn 7% trong năm 2023, trước khi giảm còn 3% trong năm 2024. Tôm dễ bị tổn thương bởi lạm phát do giá tôm đang ở mức cao so với giá các loại protein khác như thịt bò và thịt heo.

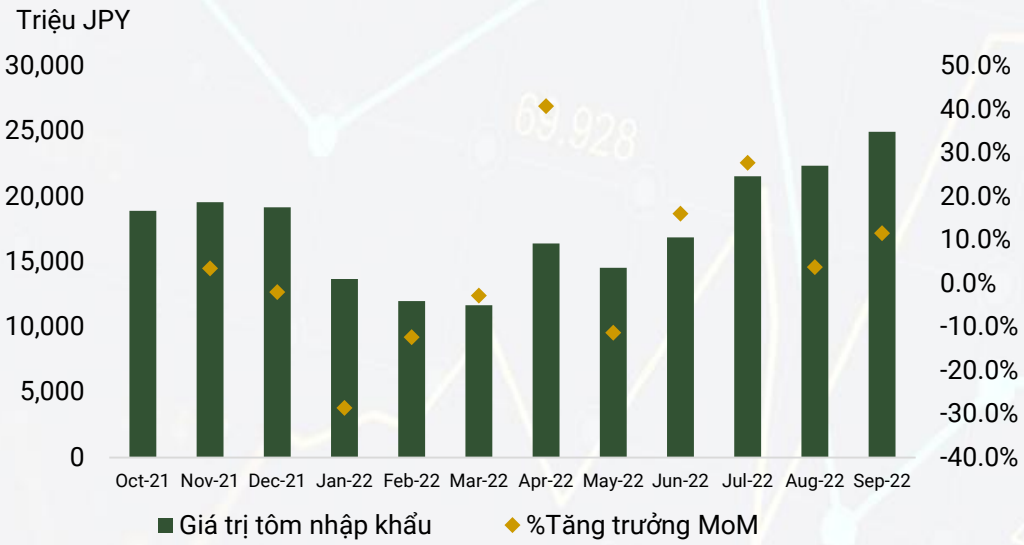
ii. Tăng trưởng tiêu dùng cá nhân thực tế được dự báo sẽ giảm mạnh từ 3.7% năm 2022 xuống 0.1% năm 2023.

iii. Cước vận chuyển sang EU của Việt Nam cao hơn một số đối thủ cạnh tranh như Ecuardor.

iv. Cuộc khủng hoảng khí đốt và năng lượng khiến chi phí lưu kho tại EU cao.

XUẤT KHẨU TÔM: NHẬT – TIỀM NĂNG NHƯNG THẬN TRỌNG

Nhập khẩu tôm của Nhật Bản



Nguồn: Ministry of Finance of Japan, PHS tổng hợp

- Các yếu tố hỗ trợ xuất khẩu tôm sang Nhật trong năm 2023 gồm:

i. Chi phí cước tàu vận chuyển hàng hóa tới Nhật Bản không cao như tới Mỹ, EU;

ii. Mức lạm phát tại Nhật Bản cũng thấp hơn so với mức lạm phát đang tăng kỷ lục tại Mỹ, EU. Qua đó, sự ảnh hưởng của lạm phát lên tiêu dùng tại Nhật sẽ ít hơn tại thị trường Mỹ và EU.

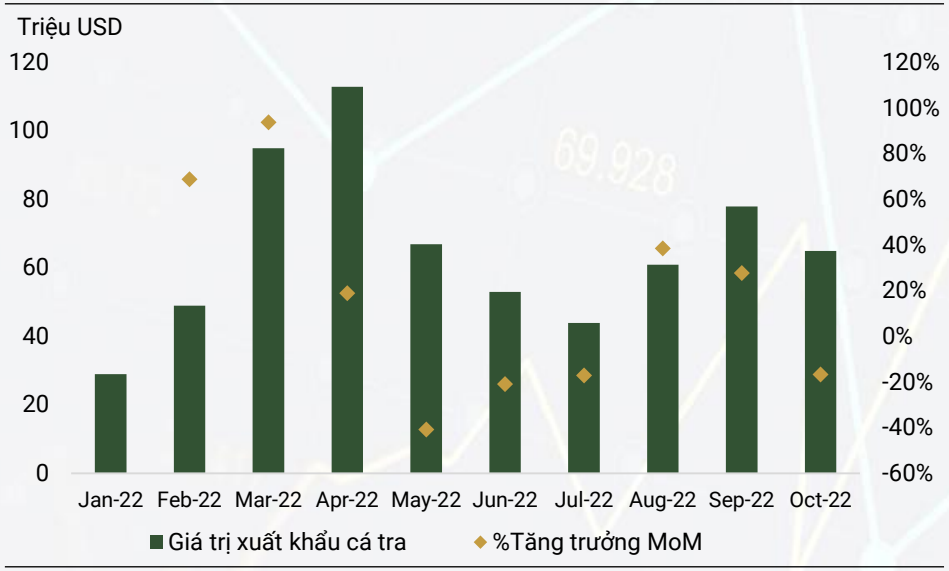
iii. Thị trường Nhật Bản đòi hỏi kỹ thuật chế biến tinh tế, tỉ mỉ phù hợp năng lực chế biến của các doanh nghiệp Việt Nam. Các sản phẩm tôm Việt Nam chế biến XK sang Nhật Bản có ưu thế hơn so với các thị trường khác.

iv. Được hỗ trợ bởi các hiệp định thương mại: Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - Nhật Bản (VJEPA), Hiệp định Đối tác Toàn diện Kinh tế Khu vực (RCEP), Hiệp định Thương mại tự do ASEAN - Nhật Bản (AJCEP) và Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP).

- Dù vậy, lạm phát vẫn là rủi ro đáng quan tâm đối với xuất khẩu tôm vào thị trường này trong năm 2023. Ngày 18/11, lạm phát của Nhật Bản đạt 3.6% là mức cao nhất trong 40 năm qua. Các nhà kinh tế không kỳ vọng BOJ sẽ tăng lãi suất, vì BOJ cho rằng lạm phát gia tăng do chi phí đẩy, và sẽ giảm dần khi chi phí nhập khẩu giảm.

XUẤT KHẨU CÁ TRA: TRUNG QUỐC – TIỀM NĂNG NHƯNG THẬN TRỌNG

Xuất khẩu cá tra Việt Nam vào Trung Quốc



Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

- Nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc trong năm 2023 được kỳ vọng sẽ tương đối khả quan nhờ:

i. Vị trí địa lý thuận lợi của Việt Nam gần Trung Quốc tạo điều kiện dễ dàng cho các nhà xuất nhập khẩu thủy sản Trung Quốc gia tăng lượng hàng tồn kho. Đặc biệt trong bối cảnh các chính sách phong tỏa nhiều năm đã làm giảm lượng tồn kho cá tra tại thị trường này và cước vận tải biển đang ở mức cao.

ii. Quy định kiểm tra Covid trong hàng nhập khẩu của Trung Quốc được nới lỏng từ tháng 7/2022. Với quy định này, nhà xuất khẩu sẽ không bị tạm ngừng xuất khẩu nếu phát hiện có dấu vết virus corona trên sản phẩm hoặc bao bì sản phẩm.

iii. Trung Quốc ra thông báo sẽ mở cửa vào tháng 3 năm 2023, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cá tra tại các nhà hàng.

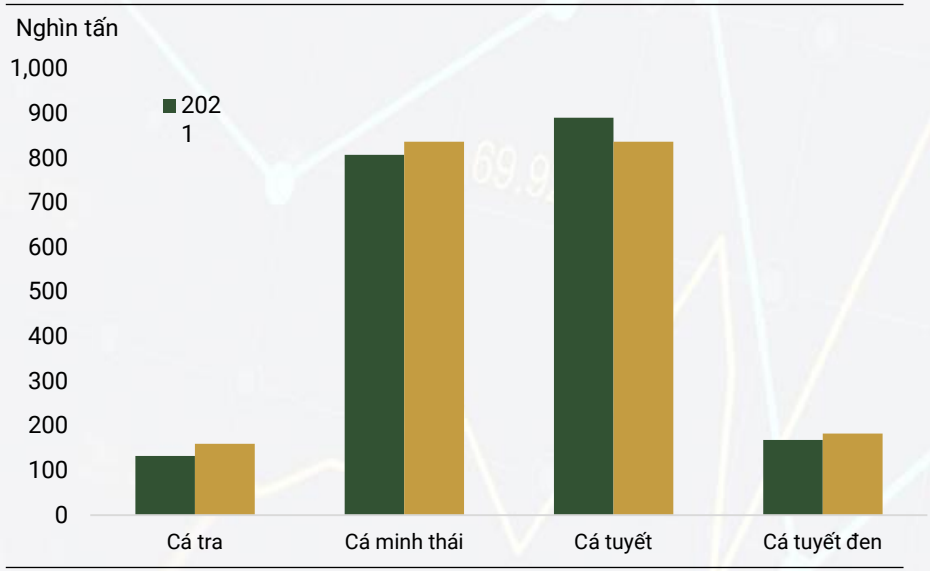
iv. Hiệp định RECEP sẽ hỗ trợ cá tra Việt Nam xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc. Vào cuối tháng 10/2022, Việt Nam đã ký với với Trung Quốc Bản ghi nhớ giữa Bộ Công Thương nước CHXHCN Việt Nam và Bộ Thương mại nước CHND Trung Hoa về tăng cường hợp tác đảm bảo chuỗi cung ứng Việt-Trung, sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho giao thương giữa 2 nước.

- Dù vậy, Xuất khẩu cá tra sang Trung quốc vẫn gặp thách thức:

i. Đồng nhân dân tệ đang ở mức thấp nhất trong 30 năm qua so với đồng USD, ảnh hưởng mạnh đến các nhà NK.

XUẤT KHẨU CÁ TRA SANG EU – TIỀM NĂNG NHƯNG THẬN TRỌNG

Nhập khẩu một số loại cá da trơn của EU



Nguồn: AIPCE-CEP, PHS tổng hợp

- Năm 2023, ngành cá tra của Việt Nam thấy một số cơ hội:

i. Theo báo cáo Finfish 2022 của AIPCE-CEP, khả năng tự khai thác đối với cá tự nhiên và nuôi giảm xuống mức thấp kỷ lục vào năm 2021, dự báo giảm tiếp trong năm 2022 còn 33%, do sản lượng khai thác giảm và Anh rời khỏi EU. Điều này sẽ tạo ra cơ hội cho cá nhập khẩu.

ii. EU đã đưa ra những gói trừng phạt thương mại Nga trong đó có lệnh cấm nhập khẩu hải sản từ Nga. Nga là nguồn cung cá thịt trắng lớn nhất cho EU với 17% cá tuyết cod nhập khẩu, 19% cá minh thái Alaska, và 19% cá tuyết chấm đen. Điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu cá tra Việt Nam.

iii. Hiệp định thương mại tự do EVFTA và hiệp định thương mại tự do Việt Nam – Anh (UKVFTA) hỗ trợ xuất khẩu sang thị trường EU.

iv. Nhu cầu tiêu thụ tập trung vào phân khúc thủy sản giá vừa và thấp.

- Dù vậy, ngành cá tra vẫn đối mặt với nhiều rủi ro lớn:

i. Lạm phát gia tăng và tiêu dùng giảm sút tại EU;

ii. Sự cạnh tranh bởi những loài cá da trơn khác đến từ những quốc gia có Hiệp định thương mại và giải pháp về hạn ngạch thuế quan tự chủ (ATQs) góp phần giúp EU giải quyết vấn đề thay thế nguồn cung từ Nga.

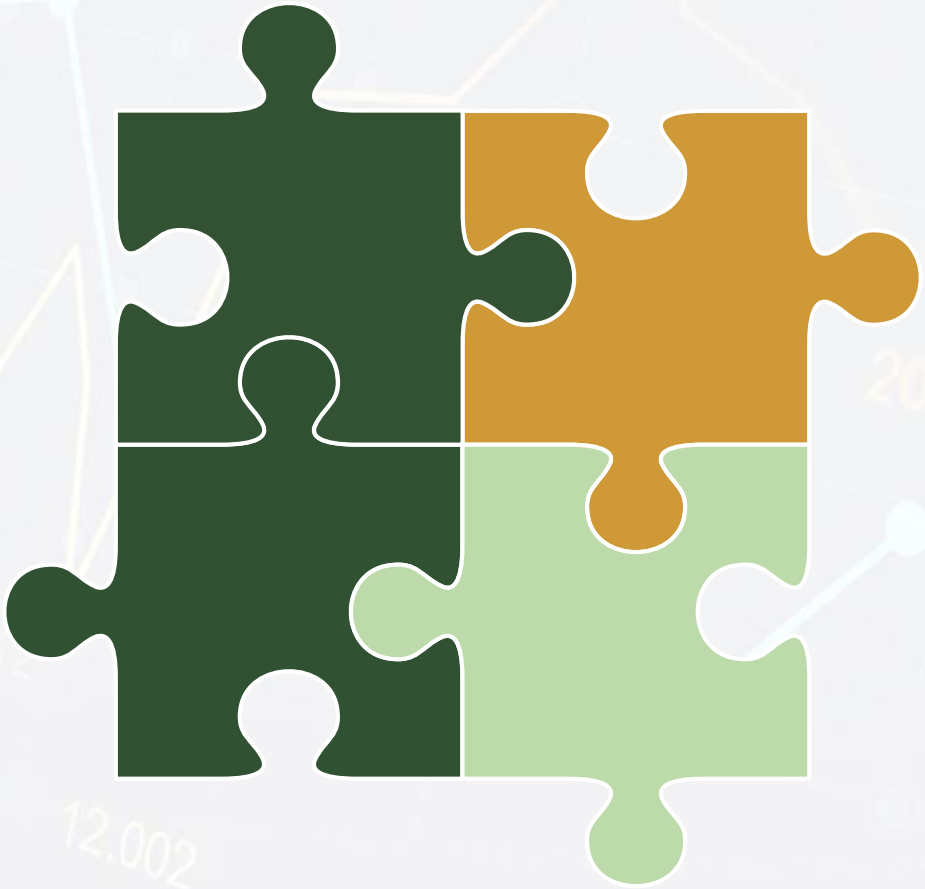
iii. Cuộc khủng khoảng năng lượng làm tăng chi phí lưu kho tại EU.

THÁCH THỨC

Bên cạnh khó khăn về đơn hàng sụt giảm và gia tăng mức độ cạnh tranh, ngành thủy sản còn gặp những khó khăn như:

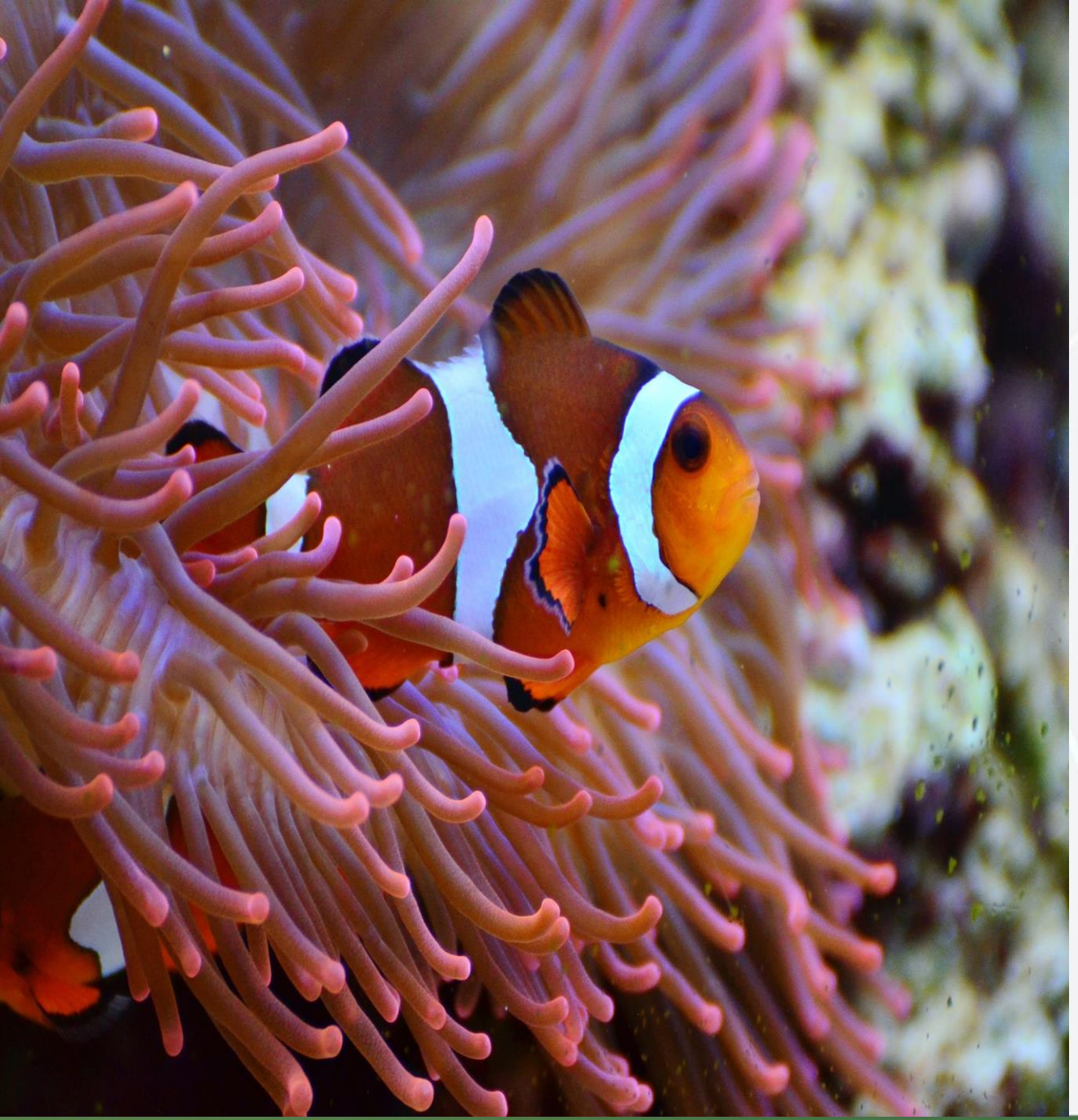
Đơn giá bán xu hướng giảm.

Chi phí đầu vào (nguồn nguyên liệu và chi phí sản xuất) tăng cao do lạm phát.



Lãi suất tăng cao gây khó khăn cho doanh nghiệp xuất khẩu tiếp cận được nguồn vốn vay từ ngân hàng. Do đó, gây khó khăn trong việc xoay vòng vốn sản xuất.

Tỷ giá USD tăng cao đã khiến cho chi phí nhập khẩu nguyên liệu tăng.



CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Xuất khẩu tôm và cá tra gặp nhiều thách thức trong năm 2023.

Trong cơn bão le lói ánh sáng, chúng tôi khuyến nghị ANV nhờ:

(1) Dù lạm phát đang xói mòn nhu cầu tiêu thụ thủy sản trên các thị trường, nhưng cá tra ở phân khúc vừa và thấp sẽ có nhiều cơ hội trở thành sản phẩm thay thế;

(2) ANV có thế mạnh và kinh nghiệm xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và do đó nhiều khả năng sẽ hưởng lợi từ RCEP và chính sách mở cửa của quốc gia này trong năm 2023, qua đó bù đắp doanh thu sụt giảm kỳ vọng tại các thị trường khác.

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
THỦY SẢN	ANV	4,988	43%	646	402%	4,730	-5%	320	-51%	30,100	24,700	12.0x	1.3x	22%	**Mua**
	MPC	16,083	18%	791	20%	14,999	-7%	572	-28%	27,219	17,763	9.5x	0.9x	53%	**Mua**
	VHC	13,741	52%	2,283	106%	10,667	-22%	1,510	-34%	69,000	70,900	8.4x	1.5x	-3%	**Nắm giữ**
	FMC	5,614	8%	368	28%	5,236	-7%	266	-28%	37,300	34,550	9.2x	1.1x	8%	**Nắm giữ**

CÔNG TY CỔ PHẦN NAM VIỆT (ANV)

Giá hợp lý: 30,100 VND/cổ phiếu

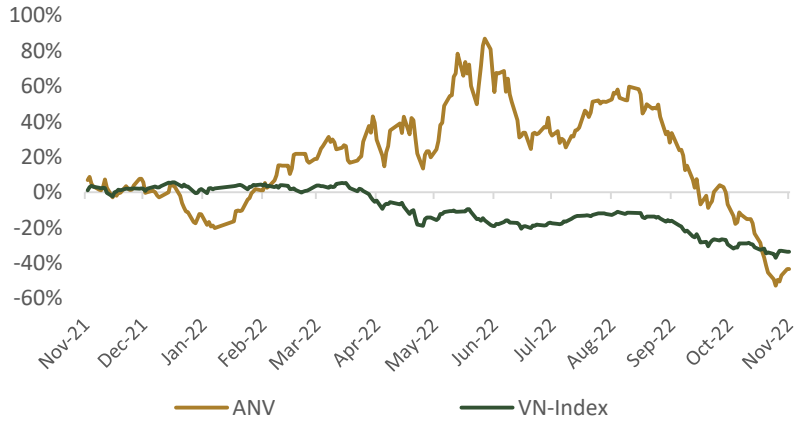
Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Nam Việt được thành lập năm 2006, với lĩnh vực kinh doanh chính là chế biến và xuất khẩu cá tra, basa đông lạnh. Năm 2000, Công ty quyết định đầu tư mở rộng phạm vi kinh doanh sang lĩnh vực chế biến thủy sản.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Vùng nuôi Bình Phú gia tăng tính hiệu quả của chuỗi giá trị khép kín, nâng cao khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và kiểm soát chi phí: Chuỗi giá trị khép kín từ công tác lai tạo giống, sản xuất thức ăn, nuôi cá tra thương phẩm cho đến khâu chế biến, bao gói và tiêu thụ thành phẩm giúp ANV cải thiện chất lượng cá tra nguyên liệu, tự chủ 100% nguồn nguyên liệu, kiểm soát chi phí và ổn định biên lợi nhuận.
- ✓ Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA và UKFTA.
- ✓ Động lực tăng trưởng từ thị trường Trung Quốc

Diễn biến giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,481	3,440	3,494	4,989	4,731
LNST (tỷ VND)	704	202	129	647	320
EPS (VND)	5,541	1,583	1,009	5,069	2,510
Tăng trưởng EPS (%)	15%	-71%	-36%	402%	-50%
Giá trị sổ sách (VND)	18,708	18,298	18,313	22,387	23,902
P/E	4.1	12.4	26.3	6.0	12.0
P/B	1.2	1.1	1.4	1.3	1.3

NGÀNH ĐIỆN

Hướng tới các cam kết xanh

- CHỦ ĐỀ CHÍNH CỦA NGÀNH ĐIỆN
- QUY HOẠCH ĐIỆN 8
- CỔ PHIẾU ƯA THÍCH CỦA CHÚNG TÔI

Nhân Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Dầu khí, Điện

CHỦ ĐỀ CHÍNH

Phát thải ròng bằng 0

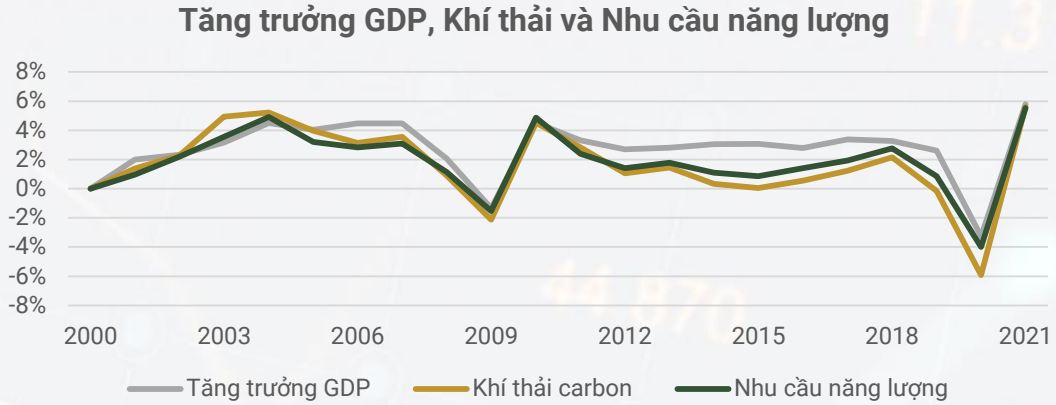
CHỦ ĐỀ CHÍNH: VIỆT NAM ĐÃ CAM KẾT KHÔNG PHÁT THẢI CARBON RÒNG VÀO GIỮA THẾ KỶ VÀ ĐẠT ĐƯỢC TIẾN BỘ ĐÁNG KỂ TRONG VIỆC SỬ DỤNG NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

Năm trước, các quốc gia trên thế giới đã cùng nhau họp tại COP26 để đưa ra cam kết mạnh mẽ nhằm cắt giảm đáng kể mức tiêu thụ nhiên liệu hóa thạch, và hướng đến mức phát thải ròng bằng 0 trên toàn cầu vào giữa thế kỷ này. Hiện tại, sau nhiều tháng, không có quốc gia lớn nào đưa ra một kế hoạch thực thi rõ ràng hơn, và hầu hết trong số họ, đặc biệt là châu Âu, đang đối mặt với cuộc khủng hoảng năng lượng tồi tệ nhất trong nhiều thập kỷ do thiếu dầu khí và nguồn cung cấp nhiên liệu hóa thạch khác từ Nga do cuộc chiến ở Ukraine, và các biện pháp trừng phạt liên tiếp ngày càng gia tăng.

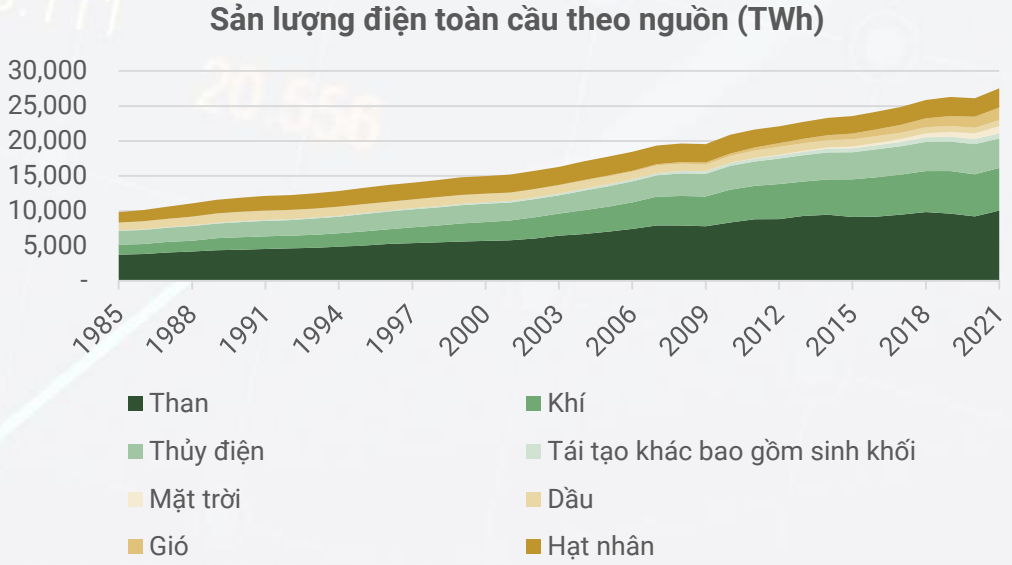
Tình thế khó khăn hiện tại đang cho thấy sự phụ thuộc quá lớn của thế giới vào nhiên liệu hóa thạch, đặc biệt là than, dầu mỏ và khí đốt để vận hành nền kinh tế. Trong những năm gần đây, Việt Nam đã nhận ra cơ cấu năng lượng đa dạng là một nhân tố chính cho tăng trưởng kinh tế bền vững. Và bên cạnh mục giảm thải carbon, quốc gia này quyết tâm phát triển năng lượng Mặt trời và Gió để tận dụng các đặc điểm địa lý thuận lợi của mình. Thật vậy, chính phủ đã đưa ra những ưu đãi hào phóng để thu hút các nhà đầu tư tham gia vào lĩnh vực cần rất nhiều vốn đầu tư này.

Chỉ trong vài năm, Việt Nam đã nổi lên như một trong những quốc gia đi đầu trong việc sử dụng năng lượng tái tạo xanh trong số các nước ASEAN. Trong vòng 3 năm trở lại đây, đất nước đã nhanh chóng vươn lên dẫn đầu khu vực về công suất lắp đặt Điện mặt trời. Giờ đây, khi kết thúc các ưu đãi, mặc dù tương lai của chuyển đổi xanh còn nhiều bất định nhưng nó vẫn là định hướng hàng đầu của ngành năng lượng Việt Nam, điều này được nhấn mạnh nhiều lần qua các công bố của nhà nước cũng như được nêu rõ trong dự thảo Quy hoạch điện 8, theo đó sẽ dừng phát triển nhiệt điện than và thủy điện trong thời gian tới, tạm dừng điện mặt trời cho đến năm 2030. Điều này cho thấy tiềm năng to lớn của điện gió trong những năm tới và điện khí sẽ được phát triển hơn nữa ở quy mô phù hợp để đóng vai trò trung gian trong quá trình chuyển đổi đầy tham vọng này.

Chúng tôi kỳ vọng quá trình này có thể được đẩy nhanh nhờ giá điện cao do khủng hoảng năng lượng dai dẳng trên toàn thế giới



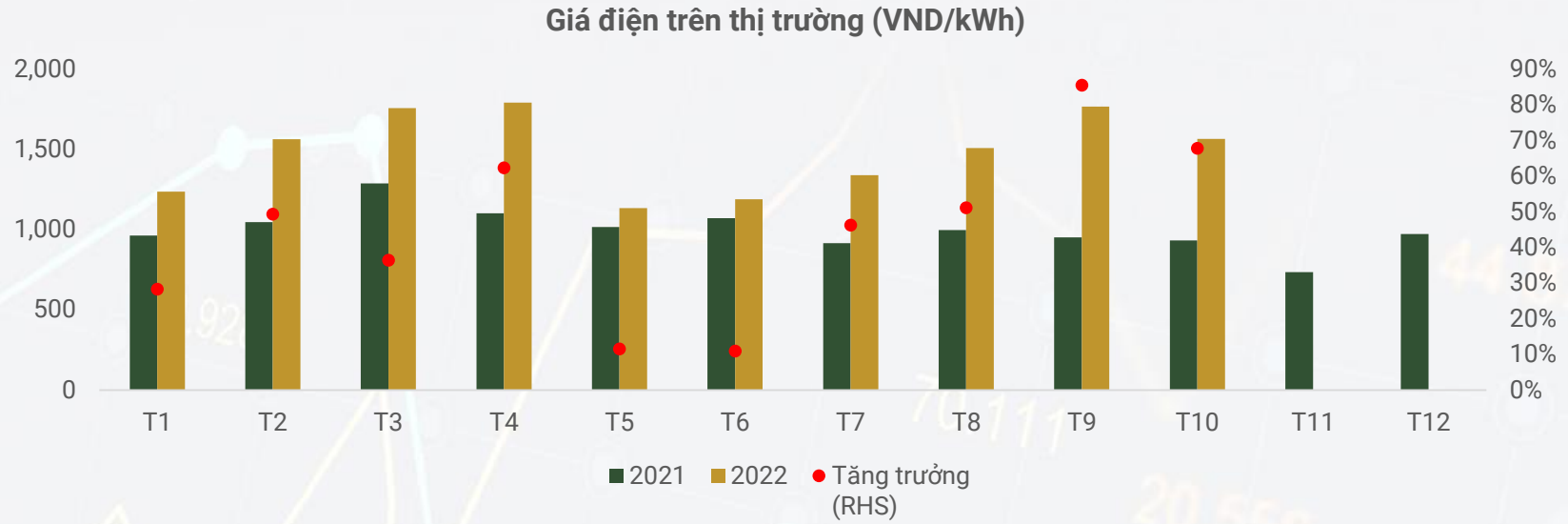
(Nguồn: Worldbank, BP, PHS tổng hợp)

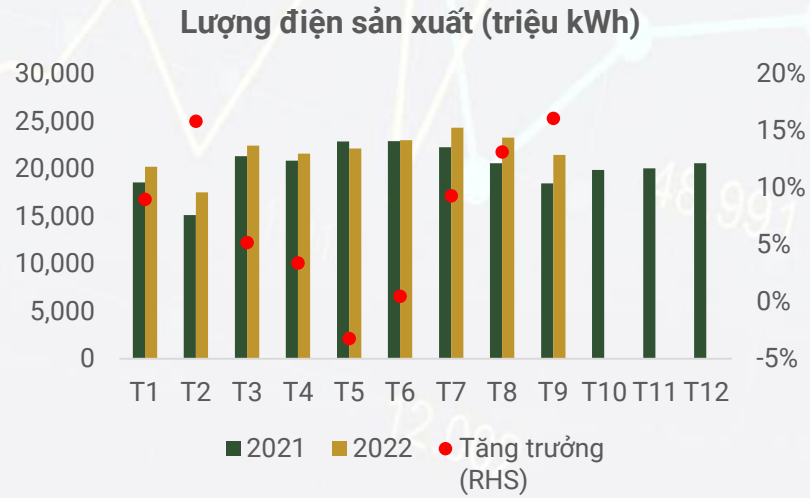


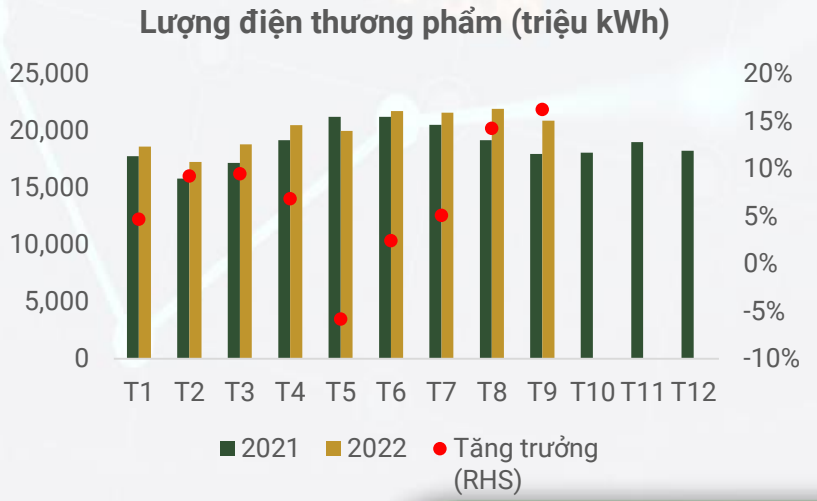
(Nguồn: BP, PHS tổng hợp)

GIÁ ĐIỆN LIÊN TỤC CAO TRONG NĂM 2022 VÀ CÓ THỂ SẼ TIẾP TỤC ĐÀ TĂNG TRONG TƯƠNG LAI

(Nguồn: MOIT, Genco3, PHS tổng hợp)







QUY HOẠCH ĐIỆN 8

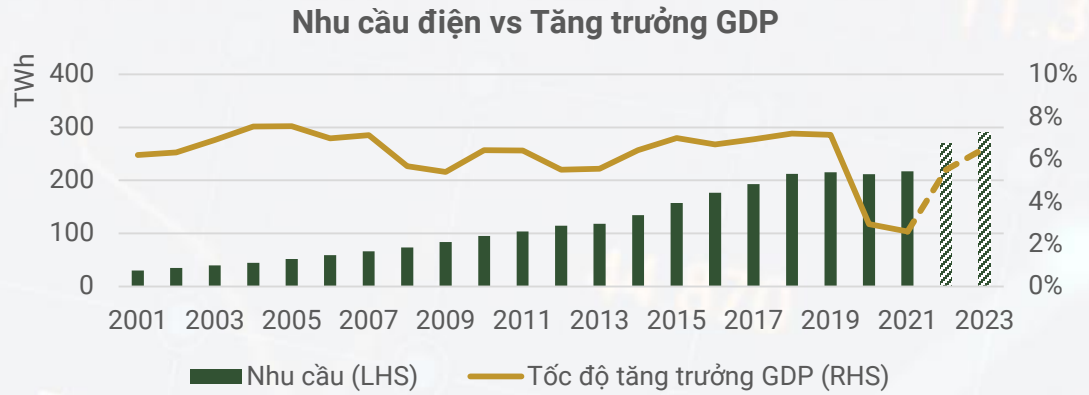
Hướng tới điện gió và điện khí

SỰ XUẤT HIỆN NHANH CHÓNG CỦA ĐIỆN MẶT TRỜI GIẢI TỎA CƠN KHÁT NĂNG LƯỢNG HÓA THẠCH

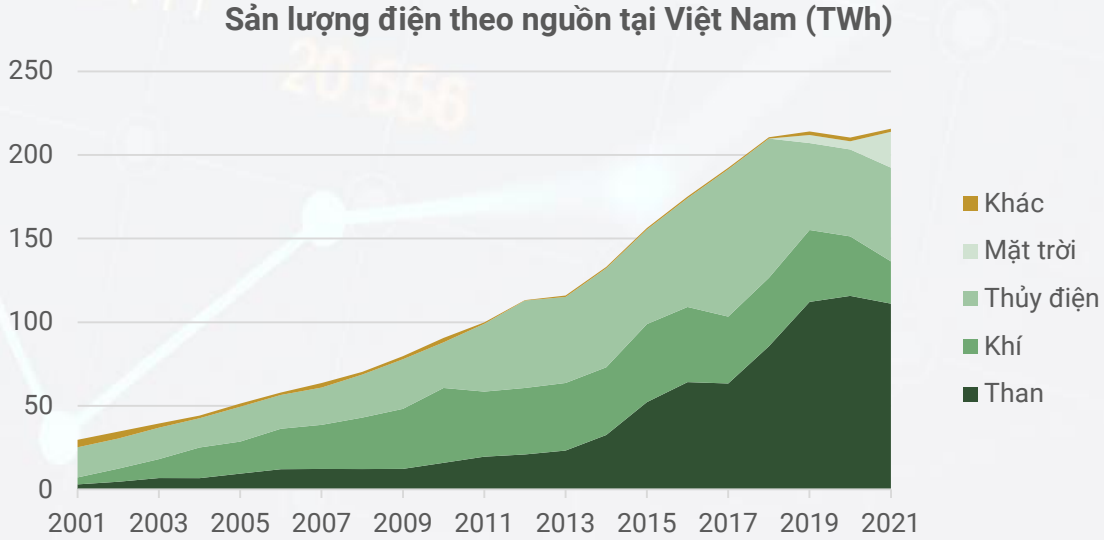
Trong quá khứ, chính phủ đã ban hành chính sách khuyến khích đầu tư – giá Feed-in Tariff (hoặc FIT), cao hơn đáng kể so với giá trong Thị trường bán buôn điện. Ưu đãi này ngay lập tức kích hoạt sự bùng nổ triển khai năng lượng tái tạo xanh, đặc biệt là năng lượng mặt trời. Từ đó, điện năng được tạo ra từ các tấm pin mặt trời được lắp đặt trên toàn quốc đạt 10% tổng sản lượng lượng điện năng vào năm 2021 (từ 0% vào năm 2018). Sự tăng trưởng phi thường này đã bù đắp cho sự sụt giảm của điện từ nhiên liệu hóa thạch trong khi vẫn giữ cho tổng sản lượng tăng theo nhu cầu.

Hướng tới năng lượng tái tạo xanh, phát triển năng lượng mặt trời và năng lượng gió vẫn là hướng đi chính được Chính phủ xác định sẽ thực hiện trong một thập kỷ tới, tuy nhiên, động lực thúc đẩy chúng vẫn còn nhiều bỏ ngỏ.

	Thời hạn	Giá FIT được áp dụng (UScents/kWh)
Điện mặt trời	Trước 01/01/2021	7.09 – 8.38
Điện gió	Trước 01/11/2021	8.5 – 9.8



(Nguồn: Worldbank, EVN, PHS ước tính)



(Nguồn: BP, PHS tổng hợp)

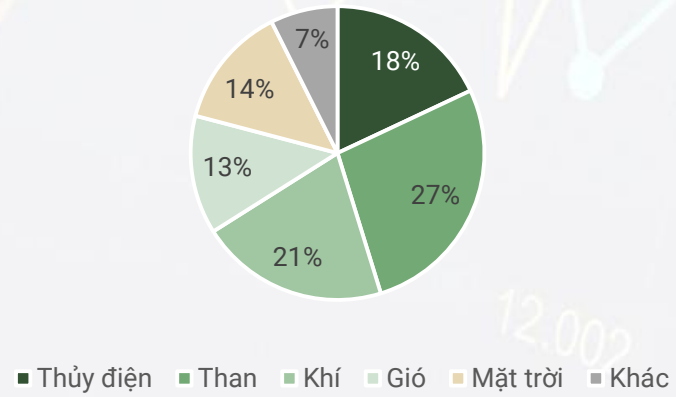
QUY HOẠCH ĐIỆN 8 – HƯỚNG TỚI CÁC CAM KẾT XANH

Theo dự thảo mới nhất về Quy hoạch phát triển điện 8 (PDP8), trong trường hợp cơ sở, tổng công suất sẽ đạt 138 nghìn MW vào năm 2030 và 277 nghìn MW vào năm 2045.

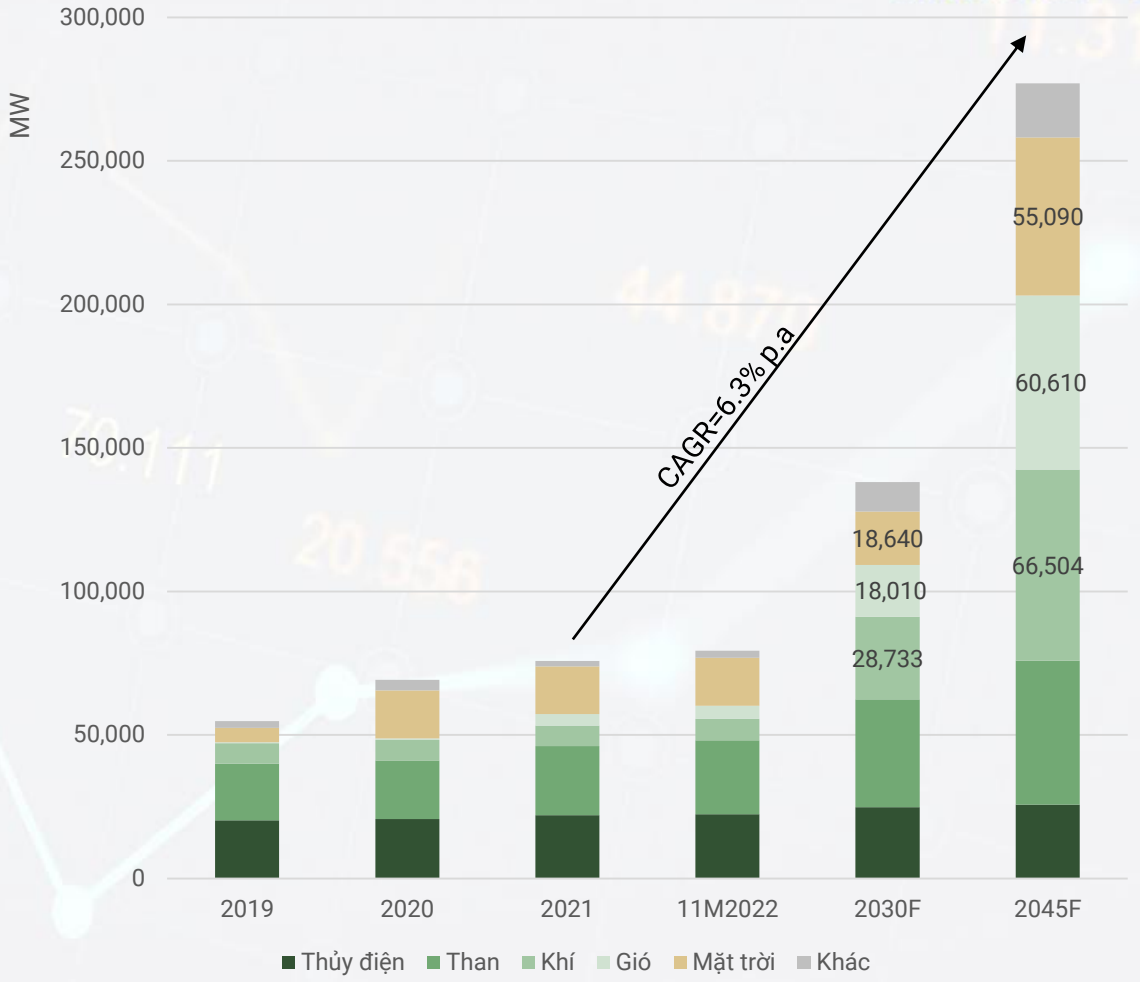
PDP8 chấm dứt phát triển nhiệt điện than và khuyến khích phát triển điện gió, đặc biệt là loại hình điện gió ngoài khơi. Đến năm 2030, nguồn năng lượng tái tạo xanh được xác định chiếm 27% tổng công suất điện. Lớn nhất là Điện mặt trời với 14%, tiếp theo là Điện gió với 13%.

Tuy nhiên, để đến được đích, Việt Nam cũng sẽ dựa vào điện khí như một trung gian quan trọng vì nó giúp giảm phát thải nhà kính với tốc độ nhanh (mặc dù không hoàn toàn) và củng cố sự ổn định của lưới điện. Thật vậy, dự thảo PDP8 đã gợi ý về việc tiếp tục phát triển điện khí từ nay đến năm 2030 cùng với việc triển khai nhiều cơ sở hạ tầng cho LNG hiện tại để chuẩn bị cho hướng đi này.

Cơ cấu nguồn điện được đề xuất vào năm 2030F



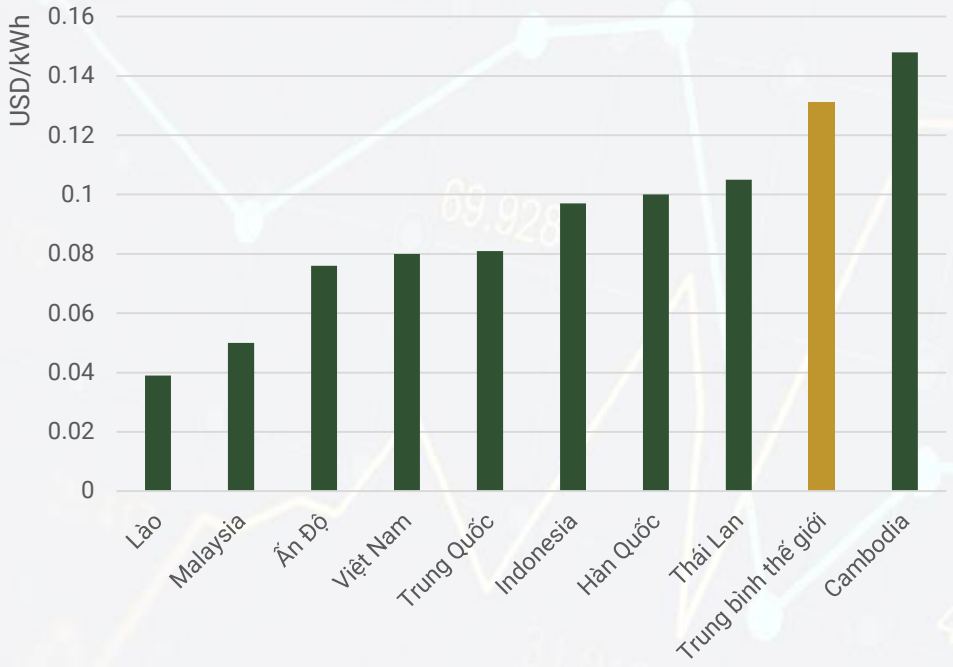
(Nguồn: MOIT, PHS tổng hợp)



(Nguồn: MOIT, EVN, PHS tổng hợp)

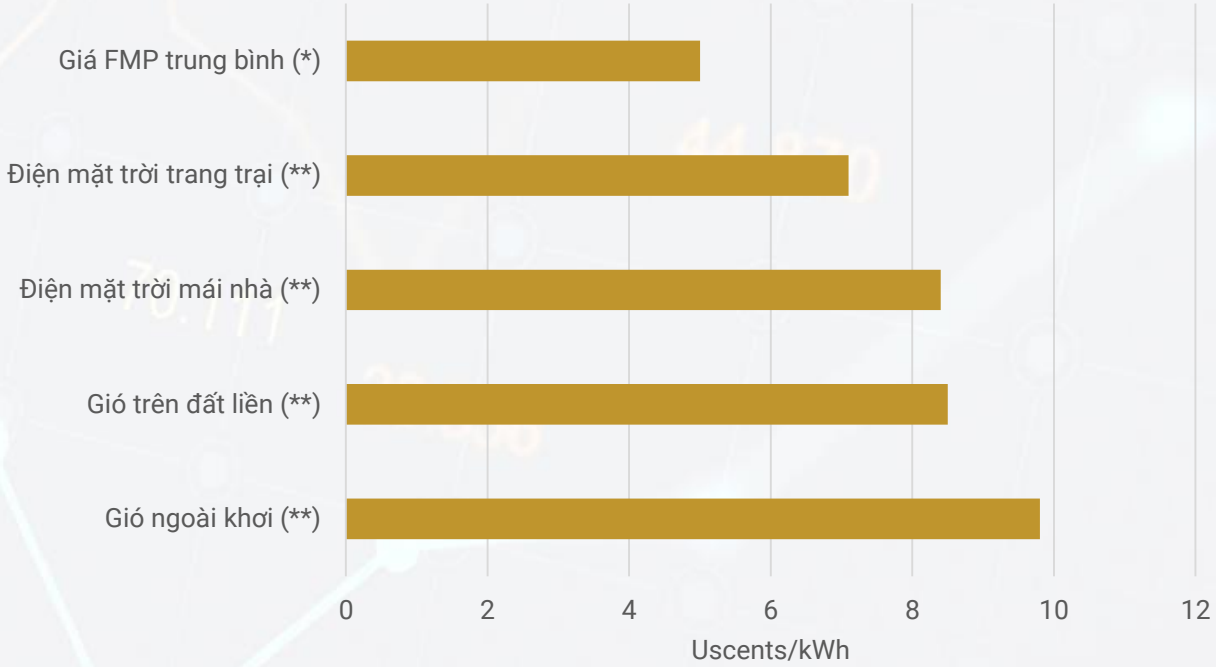
GIÁ NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO XANH HIỆN ĐANG CHIẾM ƯU THẾ TRONG NGÀNH

Giá điện cho hộ gia đình ở từng quốc gia



(Nguồn: GlobalPetrolprice.com, PHS tổng hợp)

Giá điện hiện tại theo nguồn điện



(Nguồn: MOIT, PHS tổng hợp)

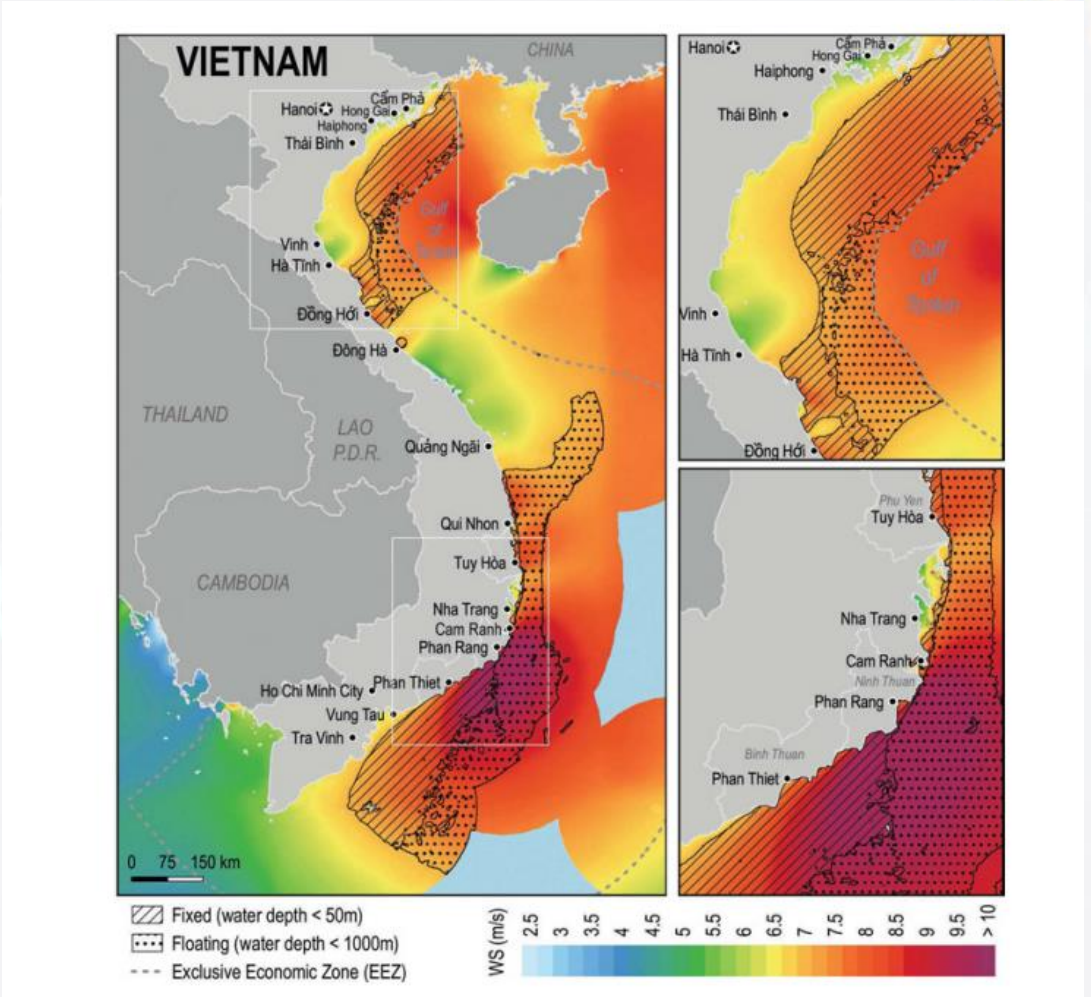
(*) FMP là giá áp dụng cho máy phát điện **Thủy điện** và **Nhiệt điện** trên Thị trường bán buôn điện

(**) Giá áp dụng cho Điện mặt trời và Điện gió (giá FIT) lần lượt hết hạn vào tháng 1/2021 và tháng 11/2021. Cơ chế giá mới vẫn đang chờ Quy hoạch điện 8.

TIỀM NĂNG 'KỸ THUẬT' ĐIỆN GIÓ NGOÀI KHƠI TẠI VIỆT NAM

(Nguồn: MOIT, PHS tổng hợp)

Việt Nam có tiềm năng tự nhiên thuận lợi về sức gió với bờ biển dài 3,000 km, sức gió thổi từ 5.5 đến hơn 10m/giây. Cho đến thời điểm hiện tại, công suất điện gió đã lắp đặt của Việt Nam đạt trên 4,600MW, tương đương với mức tăng đáng kể từ 600MW vào cuối năm 2020, nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với công suất tiềm năng trên 165,000MW theo ước tính của Bộ Công Thương. Các con số ngầm cho thấy không gian vô hạn cho các bên để khai thác nguồn năng lượng này, nhưng triển vọng đó còn phụ thuộc vào môi trường đầu tư thuận lợi và nhiều ưu đãi khác nhau của chính phủ.



(Nguồn: Worldbank, PHS tổng hợp)

CỔ PHIẾU ƯA THÍCH CỦA CHÚNG TÔI

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
ĐIỆN	POW	25,513	4%	2,179	6%	31,982	25%	2,847	31%	13,800	11,400	12.7x	1.0x	21%	**Mua**
	NT2	8,117	32%	925	73%	8,745	8%	957	3%	31,200	27,950	10.1x	2.0x	12%	**Mua**
	GEG	2,161	56%	357	10%	2,686	24%	449	26%	24,500	13,150	25.5x	2.0x	86%	**Mua**

POW, NT2 và **GEG** được chọn là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi vì vai trò tiên phong và nhạy bén trong việc nắm bắt quá trình chuyển đổi xanh, giúp các công ty này có thể đóng vai trò quan trọng trong việc mở rộng công suất điện của Việt Nam khi chính phủ chuyển hướng ưu tiên sang năng lượng tái tạo xanh và năng lượng chạy bằng khí đốt cũng như khuyến khích các công ty năng lượng bằng cơ chế giá bán hấp dẫn.

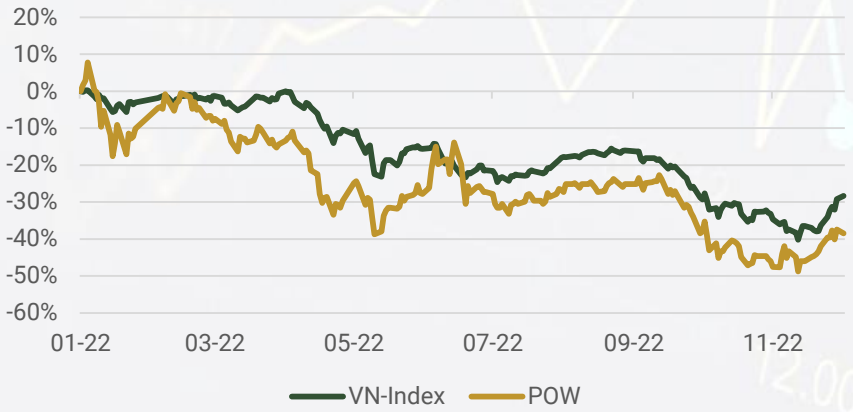
TỔNG CÔNG TY ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ VIỆT NAM – CTCP (POW)

Giá hợp lý: 13,800 VND/cổ phiếu

Sơ lược công ty

POW được thành lập năm 2007. Tổng công ty có ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất, truyền tải, kinh doanh, xuất nhập khẩu điện năng. PVPower quản lý vận hành 07 nhà máy điện với tổng công suất 4,205 MW, bao gồm nhà máy nhiệt điện khí, than và thủy điện.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Điểm nhấn đầu tư

- Sự phục hồi về doanh thu và lợi nhuận có thể xảy ra trong năm 2023F, nhờ khả năng quay lại của nhiệt điện, do hiện tượng La Nina có thể qua đi từ đầu năm 2023F và cuốn đi ưu thế thuận lợi của thủy điện. Theo đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng có thể đạt khoảng 17,462 triệu kWh trong năm 2023F, tương đương mức tăng trưởng cao lần lượt là 41% và 19% so với năm 2022F và 2021.
- Công ty đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng 2 nhà máy điện LNG mới là Nhơn Trạch 3 và 4 với tổng công suất thiết kế 750MW mỗi nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tạo ra sản lượng tăng thêm gần 5,600 triệu kWh/năm vào năm 2026F sau khi hoàn thành, và sẽ hỗ trợ tích cực cho sự tăng trưởng dài hạn của công ty.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	35,374	29,732	24,561	25,513	31,982
LNST (Tỷ VND)	2,855	2,663	2,052	2,179	2,847
EPS (VND)	1,072	1,010	768	796	1,086
Tăng trưởng EPS (%)	30.62%	-5.76%	-23.95%	3.63%	36.47%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	11,481	12,186	12,229	13,025	14,111
P/E	9.31	10.20	13.57	17.37	12.73
P/B	0.83	0.79	0.78	1.06	0.98
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	300	200	-	-

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

Giá hợp lý: 31,200 VND/cổ phiếu

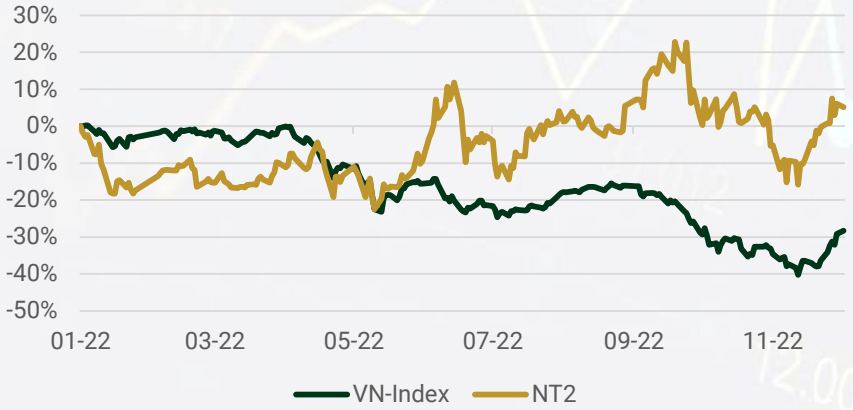
Sơ lược công ty

NT2 được thành lập năm 2007 để thực hiện đầu tư xây dựng Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 tại Khu công nghiệp Ông Kèo, ấp 3, xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 có công suất thiết kế 750 MW đã đi vào vận hành từ năm 2011. Năm 2017, Nhà máy đã hoàn thành đại tu nâng cấp, nâng tổng công suất lên 774 MW.

Điểm nhấn đầu tư

- Sự phục hồi về doanh thu và lợi nhuận có thể xảy ra trong năm 2023F, nhờ khả năng quay lại của nhiệt điện, do hiện tượng La Nina có thể qua đi từ đầu năm 2023F và cuốn đi ưu thế thuận lợi của thủy điện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện năm 2023 sẽ cao hơn 13.7% so với năm 2022 và 36.5% so với năm 2021, trong khi giá bán có thể giảm nhẹ 5% so với năm 2022.
- Công ty đang đẩy nhanh quá trình giảm nợ và duy trì hiệu suất vững chắc trong môi trường lãi suất tăng. Điều này có thể cho phép công ty đảm bảo lợi nhuận và tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong tương lai.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,654	6,082	6,150	8,117	8,745
LNST (Tỷ VND)	754	625	534	925	957
EPS (VND)	2,620	2,172	1,854	3,215	3,325
Tăng trưởng EPS (%)	-3.58%	-17.10%	-14.63%	73.38%	3.44%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	14,336	14,928	14,706	16,271	16,686
P/E	17.75	23.17	23.44	9.92	9.59
P/B	1.83	1.76	1.79	1.96	1.91
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	2,500	2,000	1,650	2,900

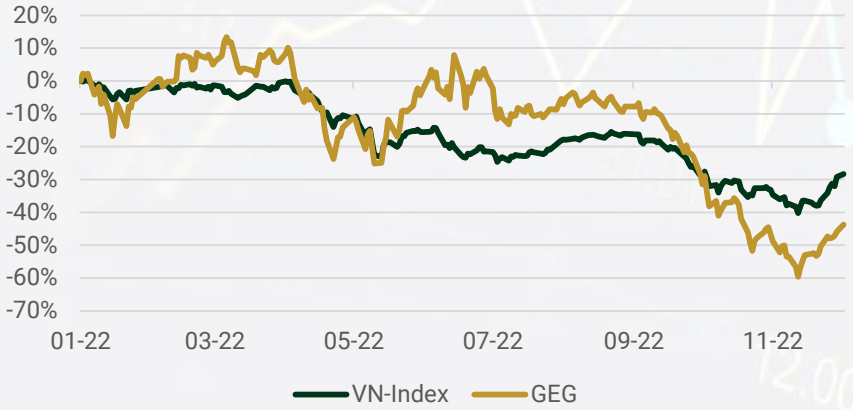
CÔNG TY CỔ PHẦN ĐIỆN GIA LAI (GEG)

Giá hợp lý: 24,500 VND/cổ phiếu

Sơ lược công ty

GEG được thành lập năm 1989, tiền thân là Công ty Thủy điện Gia Lai - Kon Tum. Trải qua 33 năm phát triển, GEG hiện sở hữu 12 nhà máy thủy điện vừa và nhỏ, 05 nhà máy điện mặt trời và 34 hệ thống điện mặt trời áp mái, 03 nhà máy điện gió với tổng công suất 545 MWp. GEG đặt mục tiêu mở rộng sang các dạng năng lượng tái tạo mới, chẳng hạn như sinh khối,... .

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Điểm nhấn đầu tư

- Sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu và lợi nhuận sẽ diễn ra vào năm 2023, nhờ vào việc nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 sắp đi vào hoạt động, dự kiến sẽ được hưởng giá bán thấp hơn khoảng 15% so với FIT trước đó.
- Công ty đang đẩy nhanh phát triển dự án điện gió mới VPL2 có tổng công suất 30MW vào năm 2023, cùng với Tân Phú Đông 1, cả hai sẽ tăng gấp đôi công suất điện gió lắp đặt hiện tại sau khi hoàn thành và sẽ đóng góp hơn 670 tỷ đồng vào tổng Doanh thu thuần vào năm 2024 theo dự phóng của chúng tôi.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,159	1,493	1,381	2,161	2,686
LNST (Tỷ VND)	291	295	325	357	449
EPS (VND)	1,231	949	931	820	960
Tăng trưởng EPS (%)	65.21%	-22.91%	-1.88%	-11.97%	17.11%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	11,384	11,274	11,121	11,193	12,312
P/E	17.75	23.17	23.44	29.91	25.54
P/B	1.84	1.85	1.88	2.19	1.99
Cổ tức tiền mặt (VND)	700	-	400	-	-

BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG

Vượt qua giông bão

- ĐIỀU GÌ ĐANG DIỄN RA Ở THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN?
- CHUẨN BỊ CHO TƯƠNG LAI THỊNH VƯỢNG
- CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

Đạt Đỗ

Chuyên viên phân tích ngành Bất động sản

ĐIỀU GÌ ĐANG DIỄN RA Ở THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN?

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN

Trong Q3/2022, số lượng căn hộ mở bán mới tại TP HCM đạt 2,851 sản phẩm (+49% YoY, -80% QoQ) Hà Nội đạt 3,640 sản phẩm (+5% YoY,-22% QoQ). Mặc dù đều ghi nhận sự tăng trưởng so với cùng kỳ vì Q3-Q4/2021 là thời điểm bùng phát dịch bệnh covid. Tuy nhiên, do các yếu tố vĩ mô thay đổi nhanh chóng như việc hạn chế tín dụng, mặt bằng lãi suất tăng, các vấn đề về cấp phép tiếp diễn, trong bối cảnh thị trường quốc tế và khu vực có nhiều biến động, khiến các chủ đầu tư cũng thận trọng hơn khi mở bán sản phẩm mới.

Giá bán trung bình vẫn ghi nhận sự tăng trưởng do thiếu hụt phân bình dân và phân khúc cao cấp chiếm tỷ trọng cao, với với 76% và 67% tổng sản phẩm mở mới tại TP HCM và Hà Nội. Cụ thể, giá bán căn hộ bình quân tại TPHCM và Hà Nội lần lượt là 2,545 USD/m2 (+12% YoY, +3.7% QoQ) và 1,896 USD/m2 (+23% YoY, +1.3% QoQ).

Chart: Nguồn cung chào bán mới và giá bán trung bình tại thị trường TP. Hồ Chí Minh (sản phẩm)

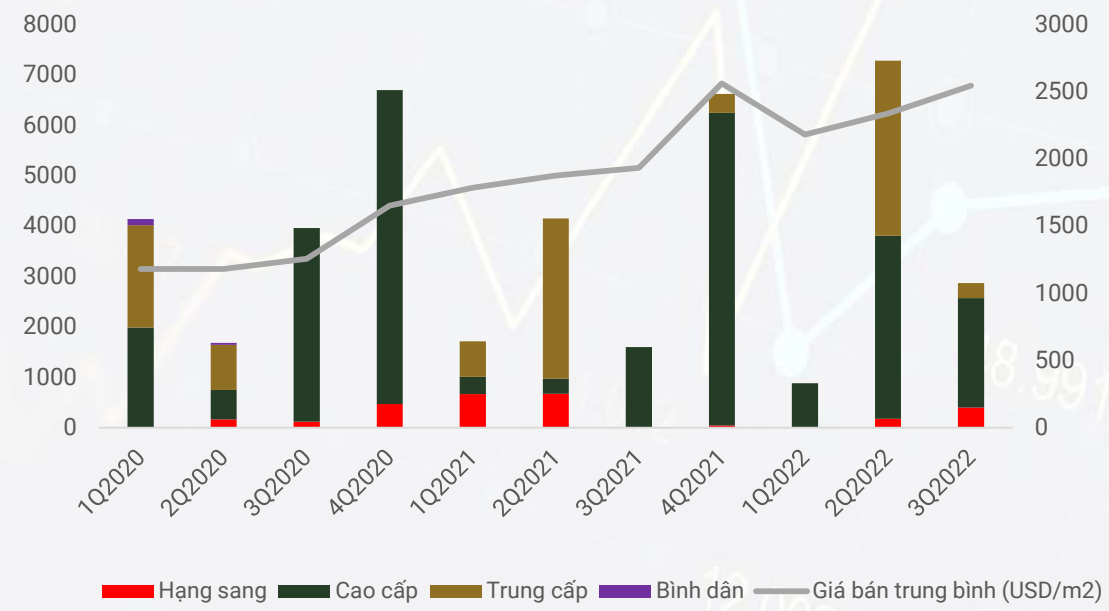
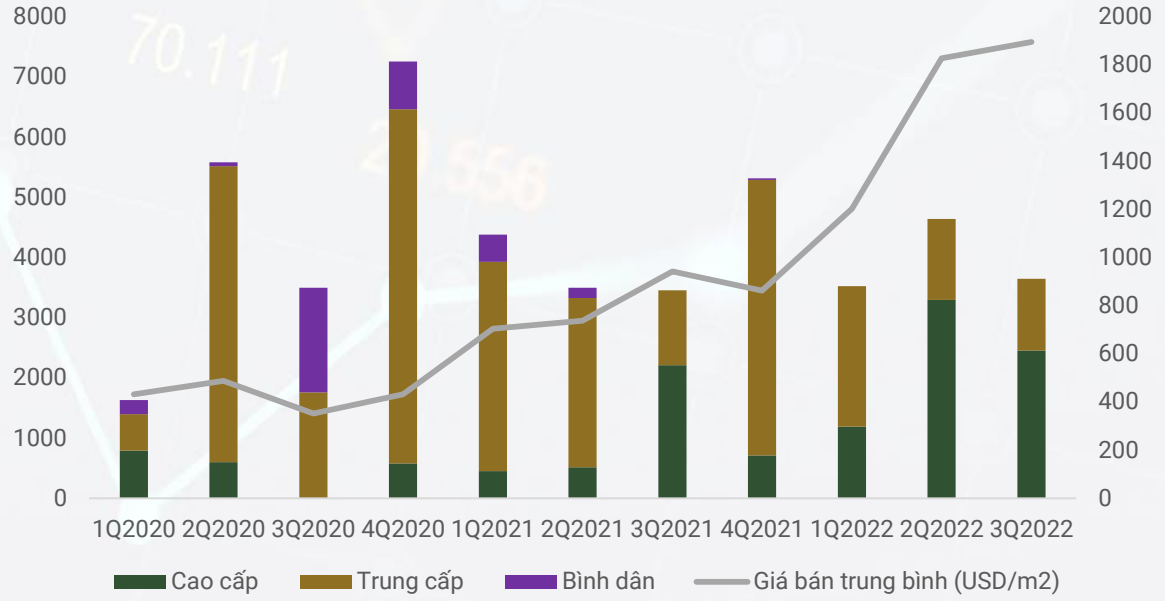
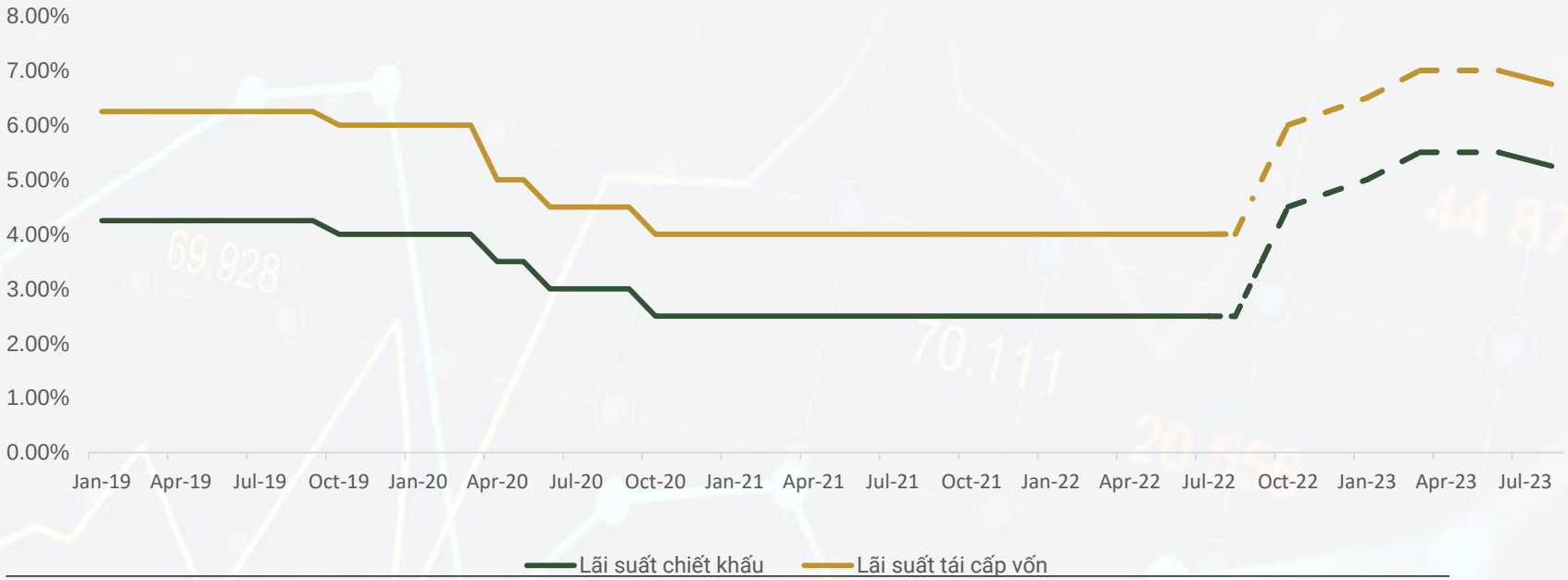


Chart: Nguồn cung chào bán mới và giá bán trung bình tại thị trường Hà Nội (sản phẩm)



MÔI TRƯỜNG LÃI SUẤT TĂNG TRỞ LẠI SẼ TÁC ĐỘNG TIÊU CỰC NHU CẦU MUA NHÀ.

Chart: Lãi suất cơ bản đã tăng 200 điểm cơ bản kể từ cuối tháng 10…



Nguồns: SBV, PHS

NHNN tiếp tục tăng 1 điểm phần trăm một số lãi suất chủ chốt và đưa ra mức tăng 1 điểm phần trăm nữa vào tháng 10/2022. Theo lộ trình tăng lãi suất của FED, chúng tôi giả định rằng Việt Nam sẽ tiếp tục tăng các lãi suất cơ bản thêm 1% trong nửa đầu năm 2023.

ÁP LỰC TỪ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP ĐÁO HẠN.

Theo NHNN, tổng dư nợ cho vay bất động sản khoảng 2,330 nghìn tỷ đồng (16.9% doanh nghiệp niêm yết và 83.1% doanh nghiệp chưa niêm yết), tương đương gần 21% tổng dư nợ nền kinh tế. Đáng chú ý, trong năm 2023 và 2024 sẽ là giai đoạn "cao trào" đáo hạn trái phiếu bất động sản của các doanh nghiệp bất động sản, với giá trị lần lượt là 170,000 tỷ và 273,000 tỷ đồng. Điều này sẽ tạo áp lực lên dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS khá lớn trong bối cảnh tín dụng được kiểm soát chặt chẽ và tâm lý người mua nhà suy yếu do lãi suất gia tăng.

Chart: Giá trị đáo hạn của trái phiếu doanh nghiệp (tỷ đồng).

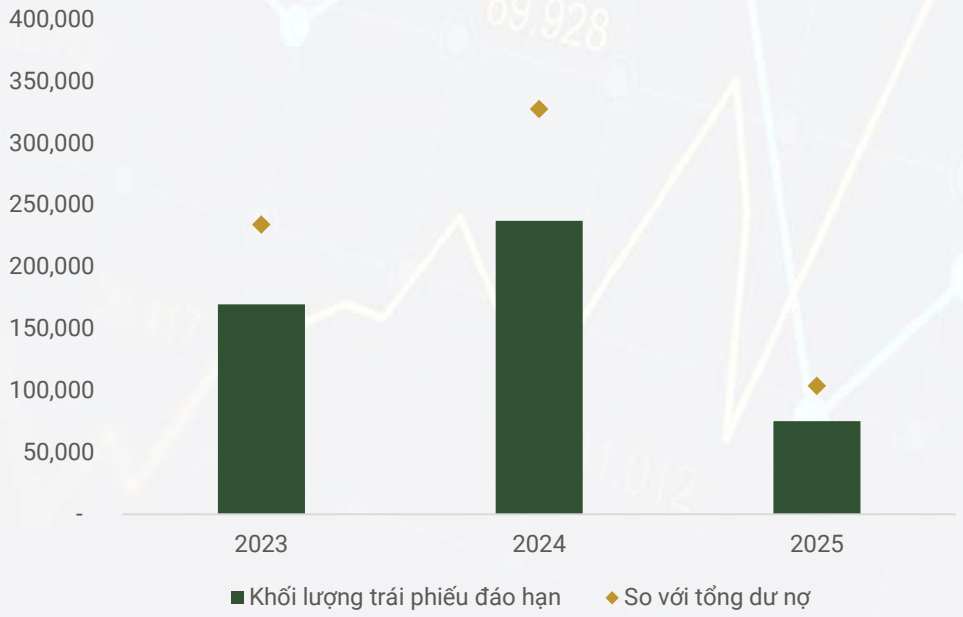
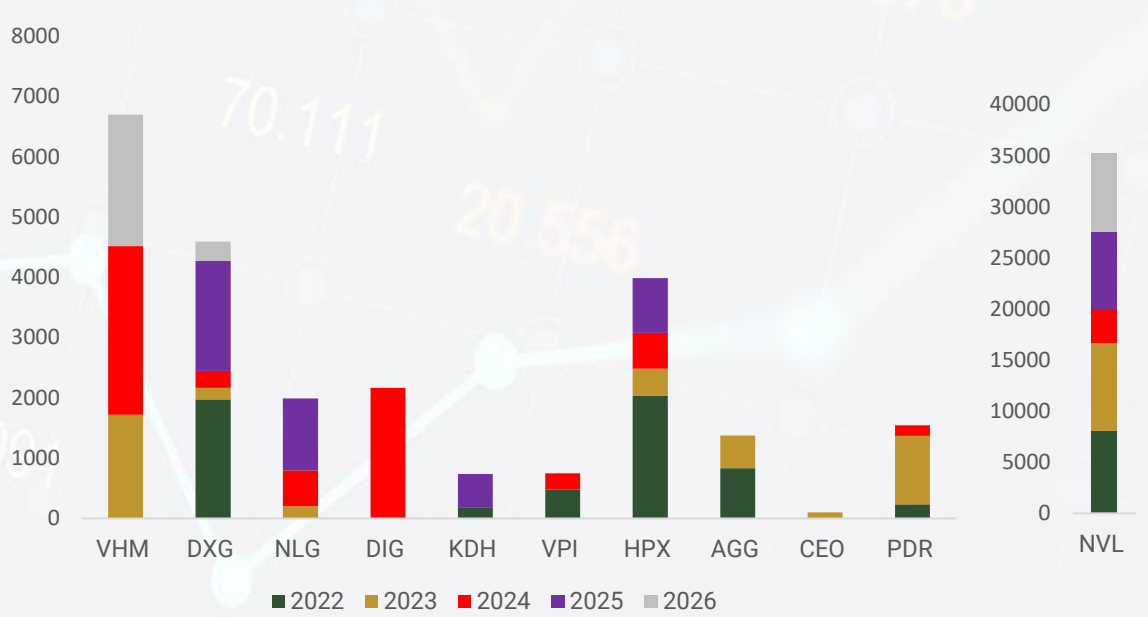


Chart : Giá trị đáo hạn của các công ty BĐS niêm yết (tỷ đồng).



Nguồns: Fiinpro,HNX, PHS

CHUẨN BỊ CHO TƯƠNG LAI THỊNH VƯỢNG

GIẢI QUYẾT "NÚT THẮT CỔ CHAI" VỀ PHÁP LÝ

Chính phủ đã chính thức ban hành Nghị định 65/2022/NĐ-CP quy định về hoạt động phát hành riêng lẻ TPDN vào ngày 16/09/2022. Chúng tôi kỳ vọng với những quy định ngày càng rõ ràng và chặt chẽ hơn sẽ giúp cho thị trường trái phiếu sẽ ngày càng minh bạch và trở thành kênh huy động vốn quan trọng cho thị trường bất động sản.

Bên cạnh đó, tháng 6 năm 2022, Nghị quyết số 18-NQ/TW đã được ban hành. Bên cạnh đó, trong năm 2023, luật đất đai được kỳ vọng sẽ hoàn thiện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các 'nút thắt' pháp lý sẽ từng bước một được tháo gỡ, qua đó giúp thị trường bất động từng bước phục hồi và trở lại chu kỳ tăng trưởng.

Bảng: Những điểm đáng chú ý của 18/2022/NQ-TW.

Nghị quyết số 18-NQ/TW	Những điểm đáng chú ý
Hoàn thiện Luật Đất Đai 2013 và những luật liên quan.	Giải quyết vấn đề trong việc quản lý và sử dụng đất nông nghiệp, an ninh quốc phòng, tôn giáo, v.v.
Bỏ khung giá đất; có cơ chế, phương pháp xác định theo nguyên tắc thị trường.	Có cơ chế hữu hiệu để nâng cao chất lượng công tác định giá đất, bảo đảm tính độc lập của hội đồng thẩm định giá đất
Qui định mức thuế cao hơn cho người sở hữu đất, nhà ở.	Để khắc phục tình trạng đầu cơ đất, củng cố lợi ích cho phát triển bền vững.
Giao đất, cho thuê đất chủ yếu thông qua đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu dự án có sử dụng đất.	Bảo đảm minh bạch trong giao đất, cho thuê đất.
Quy định cụ thể về bồi thường, hỗ trợ tái định cư	Nhằm đảm bảo quyền lợi của người sở hữu đất.
Mở rộng đối tượng, hạn mức nhận chuyển quyền sử dụng đất nông nghiệp	Nhằm phân phối đất cho đối tượng phù hợp với điều kiện từng vùng, từng địa phương
Quy định chế độ sử dụng đất xây dựng công trình trên không, công trình ngầm, đất hình thành từ hoạt động lấn biển.	Nhằm giải quyết vấn đề về quản lý và sử dụng đất
Các tổ chức tôn giáo sử dụng đất vào mục đích khác phải trả tiền thuê đất cho Nhà nước theo quy định.	Tạo điều kiện cho việc quản lý và sử dụng đất được công khai minh bạch, hiệu quả hơn.

Nguồn: PHS tổng hợp

KỲ VỌNG TƯƠNG LAI THỊNH VƯỢNG

Nhu cầu thực căn hộ gia tăng từ:

+ Dân số gia tăng tạo ra nguồn cầu thực cho BĐS.
+ Số thành viên trong 1 gia đình giảm xuống do sự thay đổi về văn hóa và không gian sống.
+ Tỷ lệ đô thị hóa cao giúp cho nhu cầu về nhà ở và giá trị bất động sản tại các thành phố gia tăng.

Chart: Dân số và độ tuổi làm việc (triệu người)

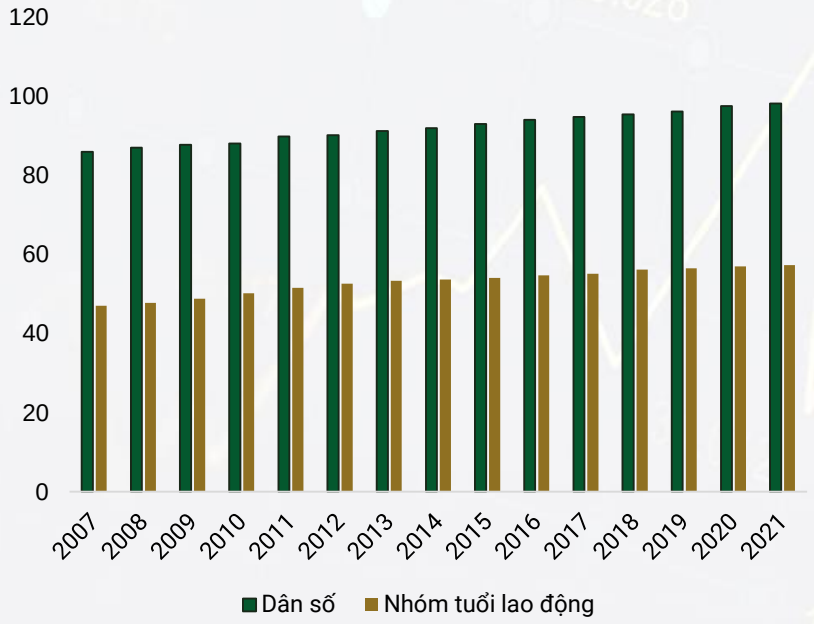


Chart: Số người bình quân trong 1 hộ gia đình.

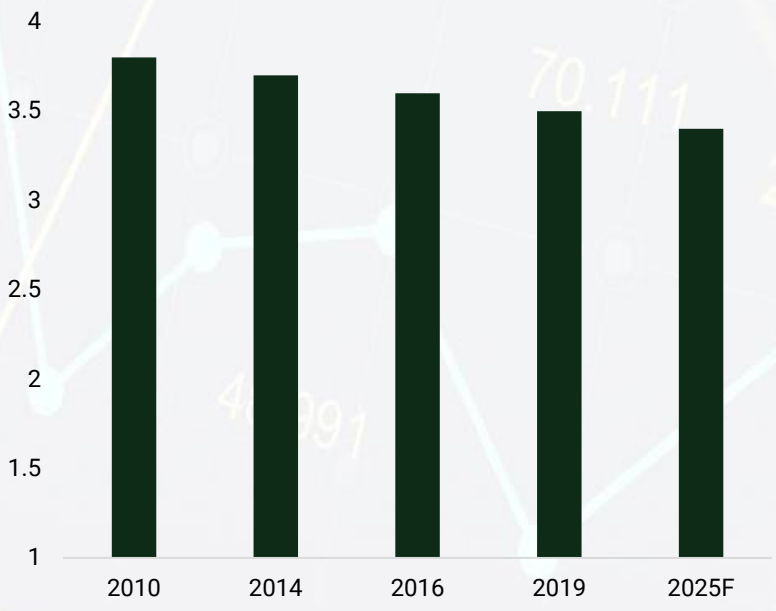
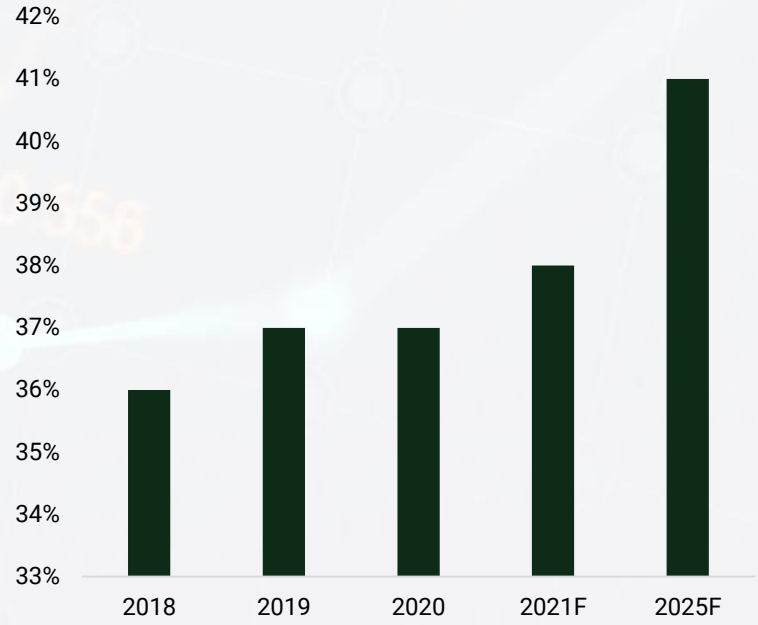


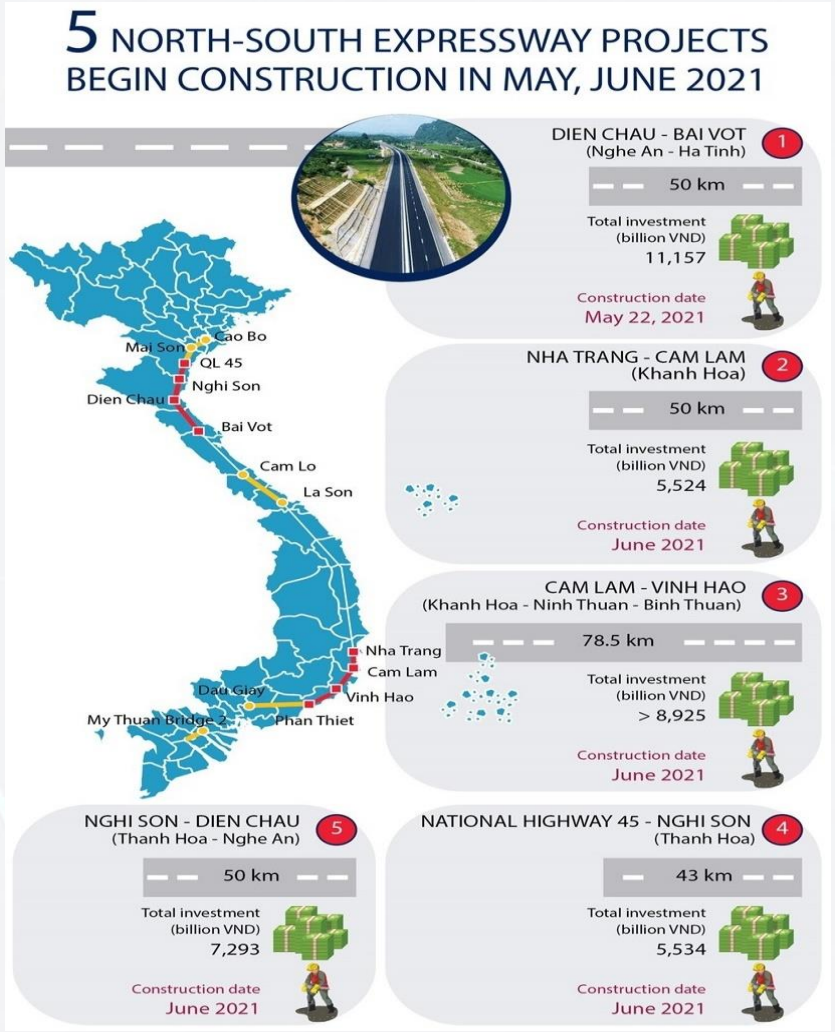
Chart: Tốc độ đô thị hóa tại Việt Nam giai đoạn 2018 – 2025F (%)



Nguồn: PHS tổng hợp

CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ CÔNG TRỌNG ĐIỂM VỀ GIAO THÔNG ĐÃ ĐƯỢC QUỐC HỘI THÔNG QUA VÀ BỐ TRÍ VỐN NGÂN SÁCH

Sau khi dịch bệnh hoàn toàn được kiểm soát, chúng tôi nhận thấy rằng chính phủ đang tập trung đẩy mạnh hoàn thiện cơ sở hạ tầng và đầu tư công. Cụ thể, theo kế hoạch vốn đầu tư công năm 2022 sẽ có hơn 584 nghìn tỷ đồng được giải ngân, nằm trong kế hoạch trung và dài hạn của đầu tư công giai đoạn 2021-2025 là 2,870 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng rằng với tiến độ giải ngân khẩn trương của chính phủ, sẽ giúp các dự án bất động sản gia tăng giá trị và tăng khả năng kết nối với nhau.



Nguồn: PHS tổng hợp

CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 9T2022.

Trong 9T2022, tổng doanh thu của các công ty đầu ngành bất động sản đạt 56,310 tỷ đồng (-39%). Đóng góp chính vào doanh thu là VHM với 31,199 tỷ đồng(-49%), , trong khi đó NVL đứng thứ hai có doanh thu giảm, đạt 7,894 tỷ đồng (-23%). Lợi nhuận sau thuế của các công ty này ghi nhận sự sụt giảm đáng kể hơn 27,763 tỷ đồng (-21% YoY).

Bảng: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng).

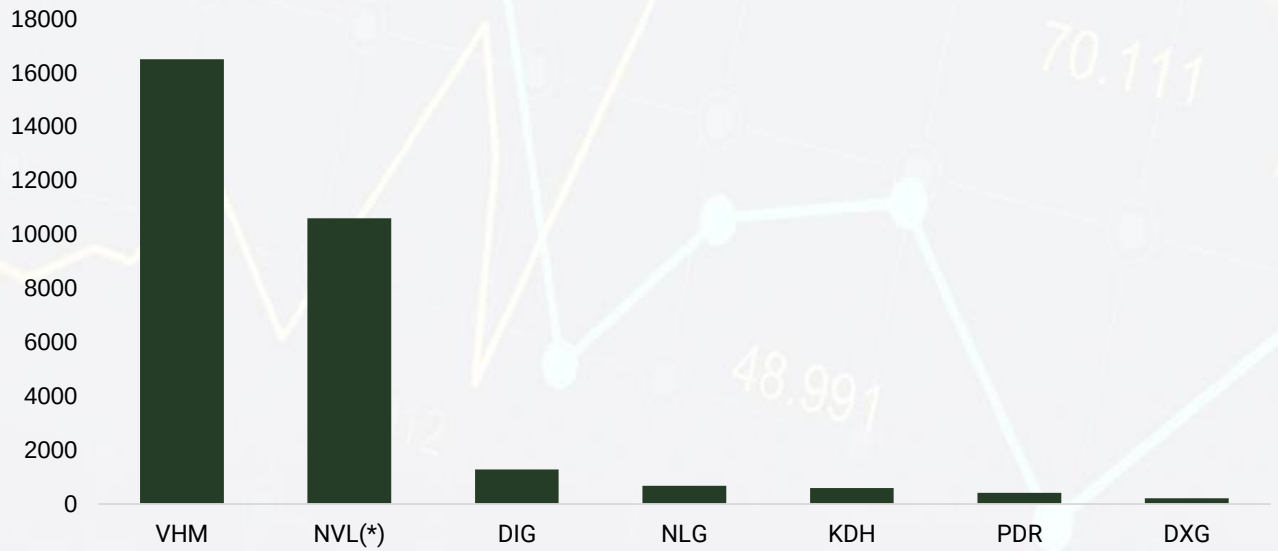
Mã CK	Doanh thu			Lợi nhuận sau thuế		
	9M2021	9M2022	Tăng trưởng (%)	9M2021	9M2022	Tăng trưởng (%)
VHM	61,681	31,199	-49%	27,245	20,048	-26%
NVL	10,312	7,894	-23%	2,550	2,054	-19%
VRE	4,524	5,224	15%	1,193	1,944	63%
DXG	7,819	4,597	-41%	1,350	929	-31%
NLG	787	2,710	244%	709	276	-61%
KDH	3,148	1,678	-47%	790	971	23%
DIG	1,655	1,518	-8%	139	142	2%
PDR	2,391	1,490	-38%	1,109	1,399	26%

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

VHM - KHẲNG ĐỊNH VỊ TRÍ DẪN ĐẦU THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ

- VHM sở hữu quỹ đất khổng lồ tại Việt Nam với quỹ đất được xác định là hơn 16,800 ha. Việc thoái vốn dự án hoặc bán buôn dự án được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng góp vào sự tăng trưởng doanh thu của công ty.
- Chúng tôi tin rằng lĩnh vực bất động sản sẽ hấp dẫn trở lại, đặc biệt là các chủ đầu tư bất động sản với quỹ đất lớn và tiềm lực tài chính mạnh sẽ được hưởng lợi nhiều nhất trong bối cảnh nền kinh tế bùng nổ trong những năm tới.

Chart: Quỹ đất của các công ty niêm yết (hecta) (tính đến 9M2022).



(*) quỹ đất tích lũy và đang nghiên cứu.

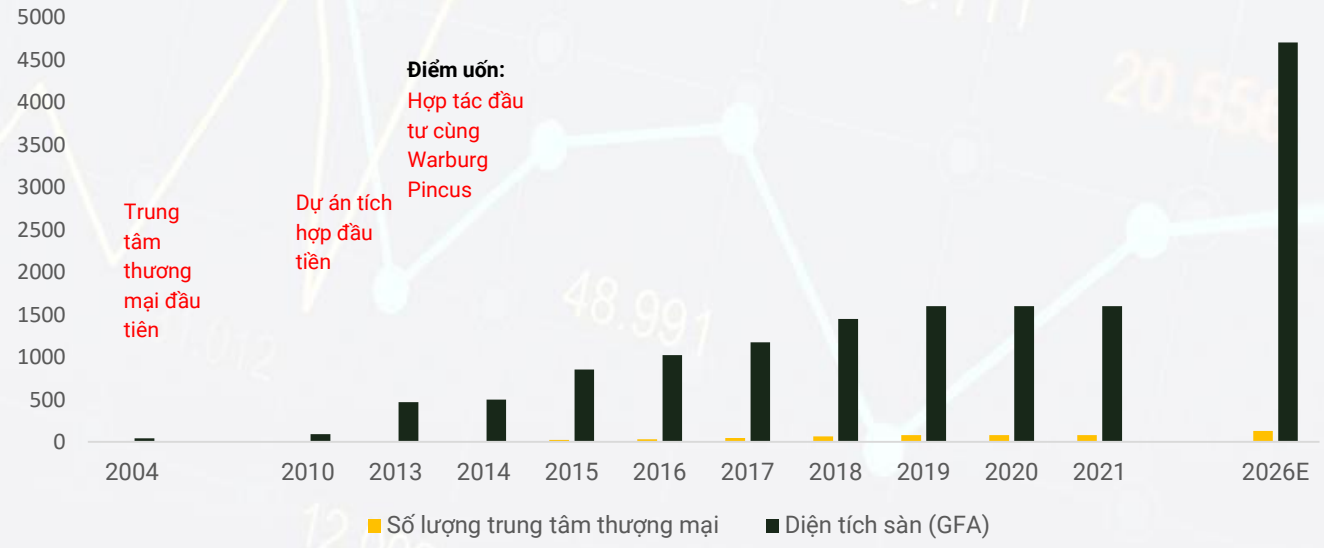
Nguồn: PHS tổng hợp

VRE – DẪN ĐẦU PHÂN KHÚC CHO THUÊ BẤT ĐỘNG SẢN BÁN LẺ.

- Mô hình bán lẻ truyền thống ở Việt Nam cũng bị ảnh hưởng tiêu cực từ đại dịch. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng VRE, với diện tích sàn cho thuê lớn nhất tại Việt Nam có lượng khách thuê ổn định, có thể thích nghi với mô hình tiêu dùng thay đổi nhanh. Chúng tôi kỳ vọng, trong năm 2022, khi dịch bệnh Covid-19 được kiểm soát triệt để sẽ giúp cho hoạt động kinh doanh của VRE được phục hồi.

- Tính đến cuối 9M2022, VRE sở hữu 83 TTTM (tương đương với gần 1.75 triệu m2 sàn bán lẻ) trên 44 tỉnh/thành phố trên khắp cả nước, nhiều hơn gần 4 lần đối thủ đứng thứ 2.

Chart: 17 năm phát triển diện tích sàn bán lẻ của VRE. GFA~ 1.7 triệu m2 sàn (~Tăng khoảng 35 lần kể từ 2004)

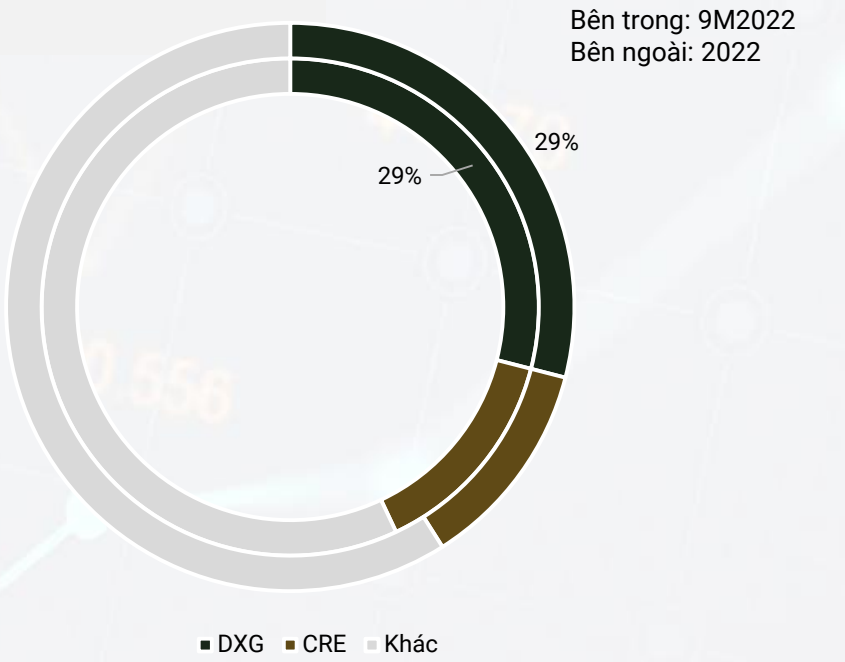


Nguồn: PHS tổng hợp

DXS – DẪN ĐẦU MẢNG MÔI GIỚI

- DXG tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu mảng môi giới bất động sản, chiếm khoảng 29% thị phần môi giới trong 9M2022. Thị phần môi giới lớn thứ hai CRE (~13%).
- Trong 9M2022, doanh thu của các công ty đứng đầu mảng môi giới là DXS, CRE và KHG ghi nhận 7,294 tỷ đồng (-10% YoY) do chịu sự ảnh hưởng từ khó khăn của ngành bất động sản. Lợi nhuận sau thế ghi nhận sự sụt giảm, về đạt mức 19% so với cùng kỳ, đạt 1,365 tỷ đồng.
- Do tình trạng thắt chặt tính dụng, sẽ ảnh hưởng đến tâm lý mua nhà, nên lĩnh vực môi giới sẽ gặp các khó khăn trong thời gian tới.

Chart: Thị phần môi giới(%)



Nguồn: PHS tổng hợp

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH ĐÁNG CHÚ Ý

Chúng tôi kỳ vọng với lượng dự án đã hoàn thành cũng như phần khách hàng trả trước sẽ là cơ sở giúp cho các công ty bất động sản tiếp tục mở bán và ghi nhận doanh thu, lợi nhuận trong tương lai. Đáng chú ý, các thương hiệu uy tín được nhà đầu tư tin tưởng sẽ giúp các sản phẩm của công ty được nhà đầu tư quan tâm đón nhận.

Bảng: Tóm tắt các chỉ số tài chính đáng chú ý, tính đến hết Q3/2022.

Mã chứng khoán	Hàng tồn kho (Tỷ đồng)	Bất động sản khác (Tỷ đồng)	Doanh thu chưa thực hiện và người mua trả tiền trước. (Tỷ đồng)	Tổng tài sản. (Tỷ đồng)	%Bất động sản/ Tổng tài sản. %	Doanh thu chưa thực hiện và người mua trả tiền trước/ Hàng tồn kho. %
DIG	5,633	285	1,655	15,829	37%	29%
DXG	14,108	843	2,349	31,301	48%	17%
KDH	12,729	810	539	21,470	63%	4%
VHM	54,668	84,260	61,950	341,601	41%	113%
NLG	16,175	436	4,143	25,526	65%	26%
NVL	129,638	3,115	14,878	259,590	51%	11%
PDR	13,378	1,079	2,113	25,797	56%	16%

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp.

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu khuyến nghị dựa trên tiêu chí
+ Quỹ đất tiềm năng.
+ Cấu trúc tài chính an toàn.
+ Định giá hấp dẫn.
+ Hưởng lợi từ việc phát triển cơ sở hạ tầng.

Bảng: Một số chỉ số tài chính đáng chú ý.

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		Lợi nhuận sau thuế		Doanh thu		Lợi nhuận sau thuế		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 13/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
BĐS DÂN DỤNG	VHM	87,840	2%	33,671	-13%	98,372	12%	35,578	6%	82,000	50,700	10.0x	2.3x	62%	**Mua**
	NLG	5,720	10%	976	-9%	6,332	11%	1,368	40%	38,400	30,500	9.7x	1.4x	26%	**Mua**
	KDH	2,459	-34%	1,123	-7%	2,943	20%	1,363	21%	36,500	28,200	18.1x	1.9x	29%	**Mua**
	VRE	8,595	46%	2,604	98%	11,735	37%	3,461	33%	40,720	27,900	26.7x	2.7x	46%	**Mua**

Định nghĩa xếp loại
Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%
Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%
Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.
Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.
Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

CTCP VINHOMES – VHM

Giá hợp lý: 82,000 VND/cổ phiếu

Tổng quan công ty

- Các dự án của Vinhomes đều tọa lạc tại những vị trí đắc địa tại các tỉnh thành phố bậc nhất Việt Nam, có tốc độ đô thị hóa cao và tiềm năng phát triển du lịch. Thương hiệu Vinhomes bao gồm ba dòng sản phẩm - Vinhomes Sapphire, Vinhomes Ruby và Vinhomes Diamond.
- Vinhomes là công ty phát triển bất động sản lớn nhất Việt Nam được niêm yết.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Vinhomes, công ty con của VIC, sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam 16,800ha. Các dự án do Vinhomes ra mắt đều được tận dụng dựa trên hệ sinh thái của Vingroup nhằm xây dựng các khu đô thị phức hợp với cơ sở hạ tầng đồng bộ và nhiều tiện ích, dịch vụ đa dạng.
- ✓ VHM tập trung trong việc đẩy mạnh hoạt động kinh doanh khu công nghiệp tại Hải Phòng, Hải Dương và tỉnh Quảng Ninh. Chúng tôi kỳ vọng các khu công nghiệp sẽ mang lại lợi nhuận cho VHM trong tương lai.

Biến động giá so với Index

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	51,627	71,546	84,985	87,840	98,372
LNST (tỷ VND)	21,747	27,351	38,824	33,671	35,578
EPS (VND)	6,502	8,461	8,916	7,732	8,169
Tăng trưởng EPS (%)	44%	30%	5%	-13%	6%
Giá trị sổ sách (VND)	16,748	25,586	28,647	33,679	36,051
P/E	12.9	12.6	7.29	10.6	10
P/B	5	3.4	2.27	2.4	2.3
Cổ tức tiền mặt (VND)	1000	N/A	1,500	N/A	N/A

Nguồn: PHS tổng hợp

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG – NLG

Giá hợp lý: 38,400 VND/cổ phiếu

Tổng quan công ty

- NLG là một trong những chủ đầu tư có uy tín hàng đầu trên thị trường BĐS với hơn 27 năm kinh nghiệm.
- Tập trung phát triển vào phân khúc nhà ở vừa túi tiền ở TPHCM, đang triển khai thêm các phân khúc căn hộ trung cấp, nhà phố, biệt thự tại TP.HCM, Long An, Cần Thơ, Đồng Nai và Hải Phòng.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ NLG đang sở hữu quỹ đất lớn đắc địa tại TPHCM, Đồng Nai, Long An… và dẫn đầu phân khúc nhà ở vừa túi tiền, đáp ứng được nhu cầu nhà ở thực trên thị trường BĐS.
- ✓ Cấu trúc tài chính an toàn, khả năng tiếp cận nguồn vốn tốt.
- ✓ Dự án Mizuki Park (26.4 ha) tại huyện Bình Chánh (TPHCM), dự án Akari City (8.4ha) tại quận Bình Tân và đại dự án Waterpoint (355ha) tại tỉnh Long An là động lực tăng trưởng trong năm 2023.

Biến động giá so với Index

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,546	2,217	5,205	5,720	6,332
LNST (tỷ VND)	960	835	1,070	976	1,368
EPS (VND)	3,923	2,929	3,099	2827	3962
Tăng trưởng EPS (%)	28%	-25%	6%	-9%	40%
Giá trị sổ sách (VND)	24,827	24,414	23,318	25,130	26,898
P/E	6.63	10.08	12.66	13.6	9.7
P/B	1.03	1.21	1.46	1.5	1.4
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	500	619	558	500

Nguồn: PHS tổng hợp

CTCP ĐẦU TƯ VÀ KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN – KDH

Giá hợp lý: 36,500 VND/cổ phiếu

KHANG ĐIỀN

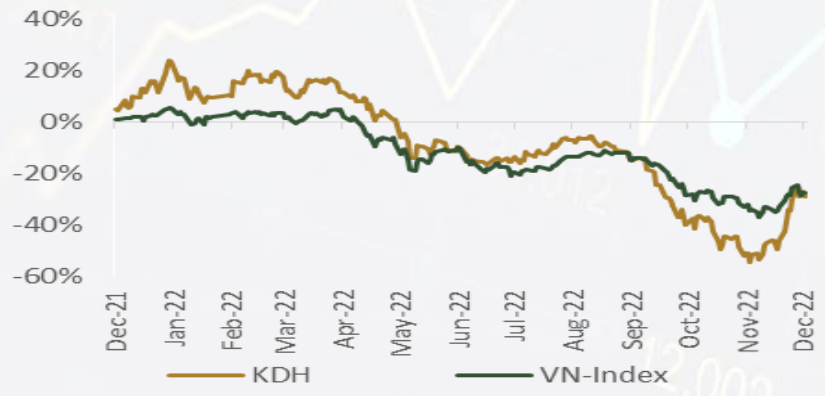
Tổng quan công ty

- KDH là nhà phát triển bất động sản (nhà phố và biệt thự) nổi tiếng tại TP.HCM. Từ 2016, công ty đã mở rộng sang lĩnh vực phát triển chung cư ở phân khúc trung cấp.
- Hiện tại, KDH đang sở hữu các dự án tập trung chủ yếu tại Quận 9, Quận 2, quận Bình Tân và huyện Bình Chánh tại TP.HCM, với tổng diện tích đất lên đến hơn 650ha.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Sở hữu quỹ đất sạch, rộng lớn hơn 650 hecta tại quận 2, quận 9 và huyện Bình Chánh sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho KDH.
- ✓ Các dự án đầy đủ về mặt pháp lý như Classia, Clarita, chung cư 150 An Dương Vương sẽ là nguồn đóng góp chính doanh thu và lợi nhuận cho KDH trong 3 năm tới. Trong dài hạn, các quỹ đất lớn tại các dự án Tân Tạo và Phong Phú 2 sẽ là động lực tăng trưởng cho KDH.

Biến động giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,845	4,532	3,738	2,459	2943
LNST (tỷ VND)	917	1,152	1,202	1,123	1363
EPS (VND)	1,659	2,117	1,777	1660	2015
Tăng trưởng EPS (%)	1%	27%	-9%	-7%	21%
Giá trị sổ sách (VND)	13,791	14,982	15,842	17,163	19,042
P/E	16.2	15.1	21.7	22.0	18.1
P/B	2	1.8	2.4	2.1	1.9
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	500	n/a	n/a	n/a

Nguồn: PHS tổng hợp

CTCP VINCOM RETAIL - VRE

Giá hợp lý: 40,720 VND/cổ phiếu

VINCOM RETAIL

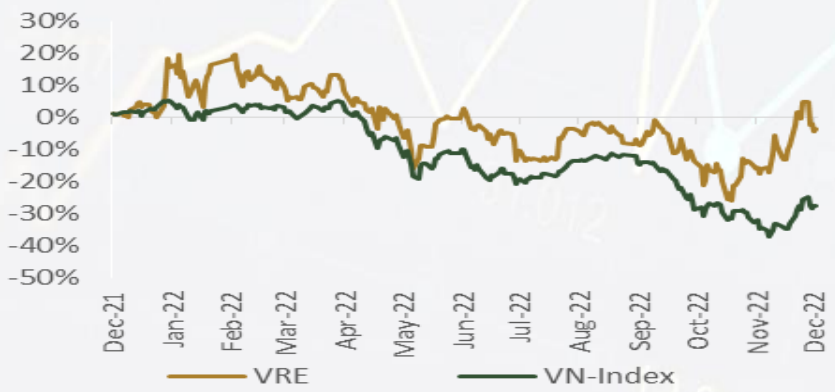
Tổng quan công ty

- Công ty Cổ phần Vincom Retail (VRE), một công ty con của Tập đoàn Vingroup (VIC), là công ty hàng đầu về cho thuê trung tâm thương mại tại Việt Nam.
- VRE có bốn loại hình trung tâm thương mại khác nhau bao gồm: Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom +. Công ty đã có 83 trung tâm mua sắm trên khắp 44 tỉnh thành.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ VRE được hưởng lợi nhờ dư địa phát triển mạnh từ thị trường bán lẻ, cùng cơ sở hạ tầng ngày càng hoàn thiện giúp nhu cầu khách thuê sàn bán lẻ cũng như khách hàng đến tham quan, mua sắm tại các TTTM của VRE gia tăng đáng kể.
- ✓ VRE hưởng lợi từ quỹ đất khổng lồ của Công ty mẹ (Vingroup), đã và đang mang lại cho VRE nguồn khách hàng lớn và tiềm năng. Ngoài ra, VRE có động lực tăng trưởng nhờ quỹ đất liên tục được mở rộng.

Biến động giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,259	8,329	5,891	8,595	11,735
LNST (tỷ VND)	2,848	2,383	1,315	2,604	3,461
EPS (VND)	1,293	1,082	578	1,145	1,522
Tăng trưởng EPS (%)	5%	-16%	-47%	98%	33%
Giá trị sổ sách (VND)	11,860	11,914	13,473	14,278	15,301
P/E	27.13	25.62	52.1	35.5	26.7
P/B	2.87	2.39	2.2	2.9	2.7
Cổ tức tiền mặt (VND)	1050	N/A	N/A	N/A	N/A

Nguồn: PHS tổng hợp

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Hưởng lợi từ sự phát triển của cơ sở hạ tầng

- TỔNG QUAN NGÀNH
- LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
- CÁC CỔ PHIẾU NIÊM YẾT

Đạt Đỗ

Chuyên viên phân tích ngành Bất động sản

TỔNG QUAN NGÀNH

TỔNG QUAN - QUỸ ĐẤT KHU CÔNG NGHIỆP MIỀN BẮC VÀ MIỀN NAM

Chart: Khu công nghiệp phía Nam và nhà xưởng xây sẵn (NXXS)

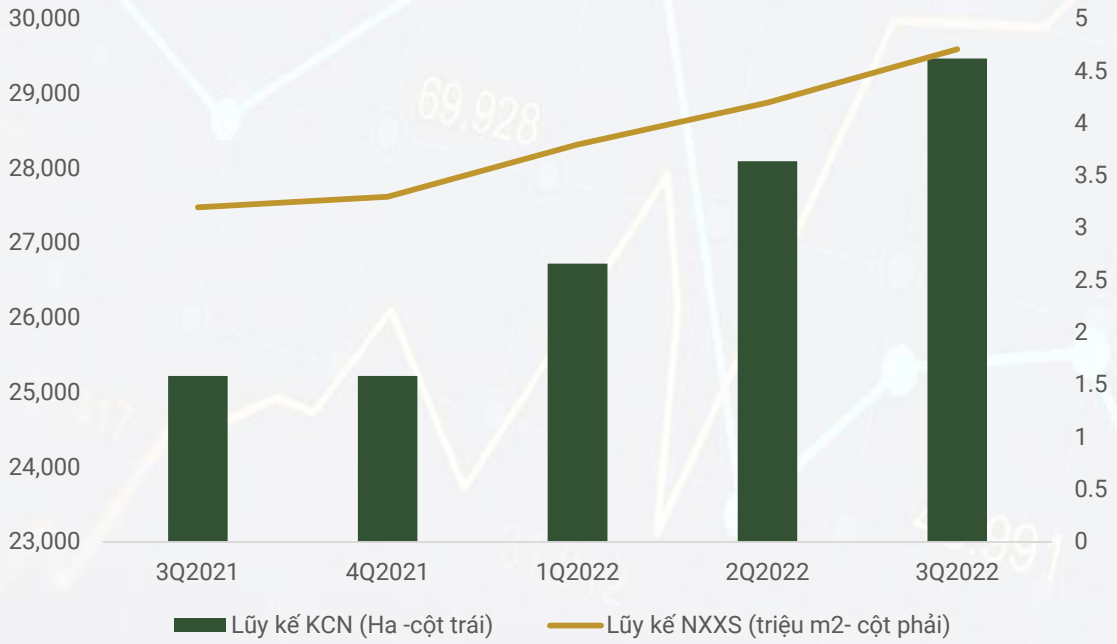
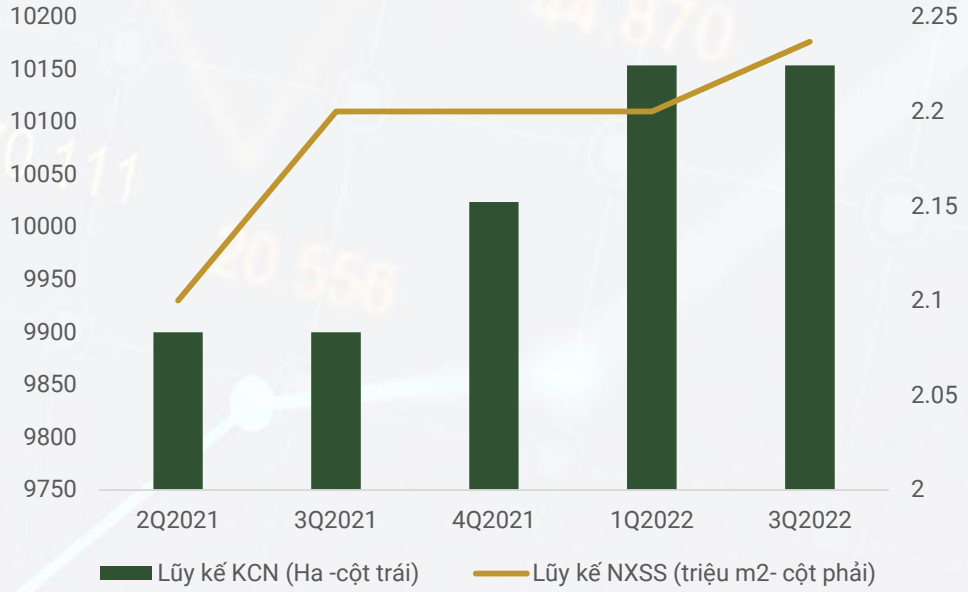


Chart: Khu công nghiệp phía Bắc và nhà xưởng xây sẵn (NXXS)



Thị trường phía Bắc bao gồm: Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương.
Thị trường phía Nam bao gồm: thành phố Hồ Chí Minh,Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu và Long An.

TỔNG QUAN – GIÁ THUÊ ĐẤT TIẾP TỤC TĂNG, GIÁ NHÀ XƯỞNG XÂY SẴN (NXXS) DUY TRÌ ỔN ĐỊNH.

Chart: Giá thuê đất (USD/m2)

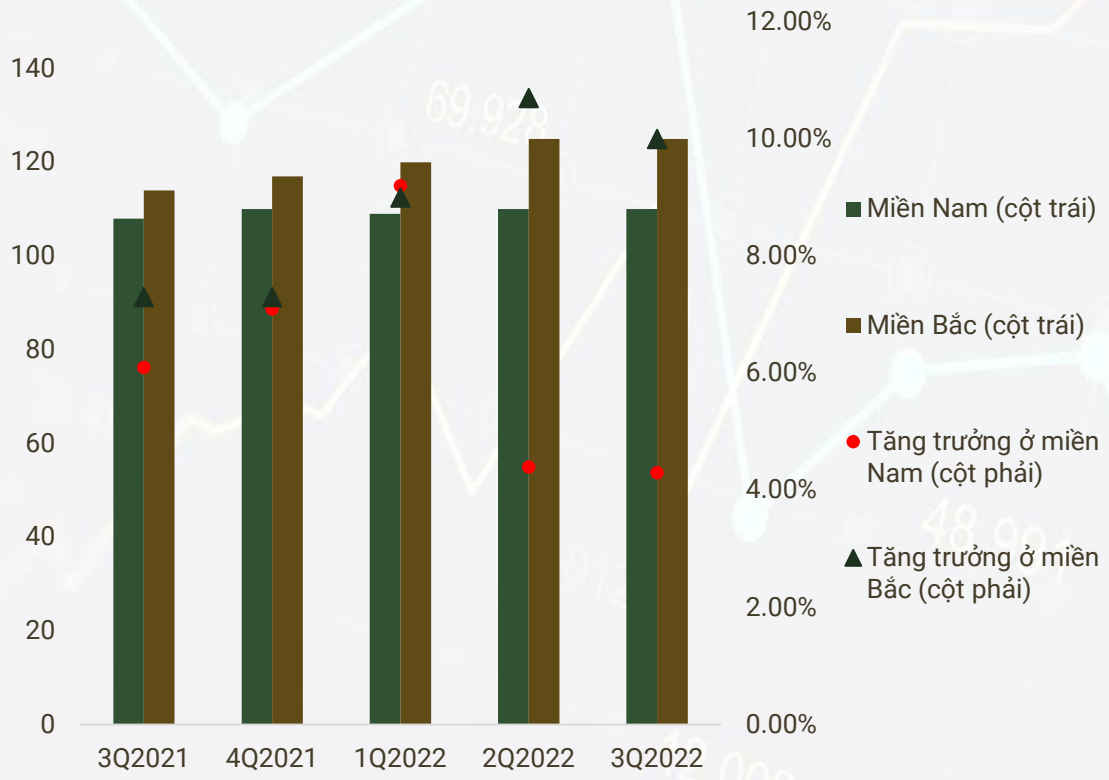
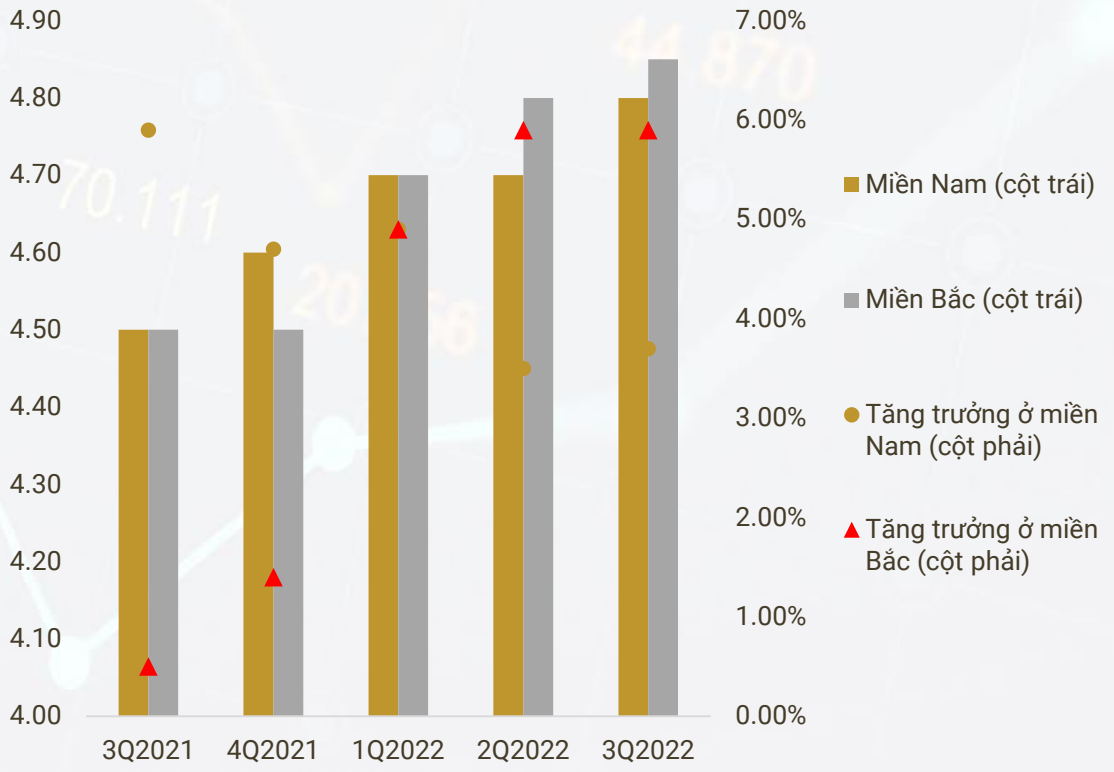
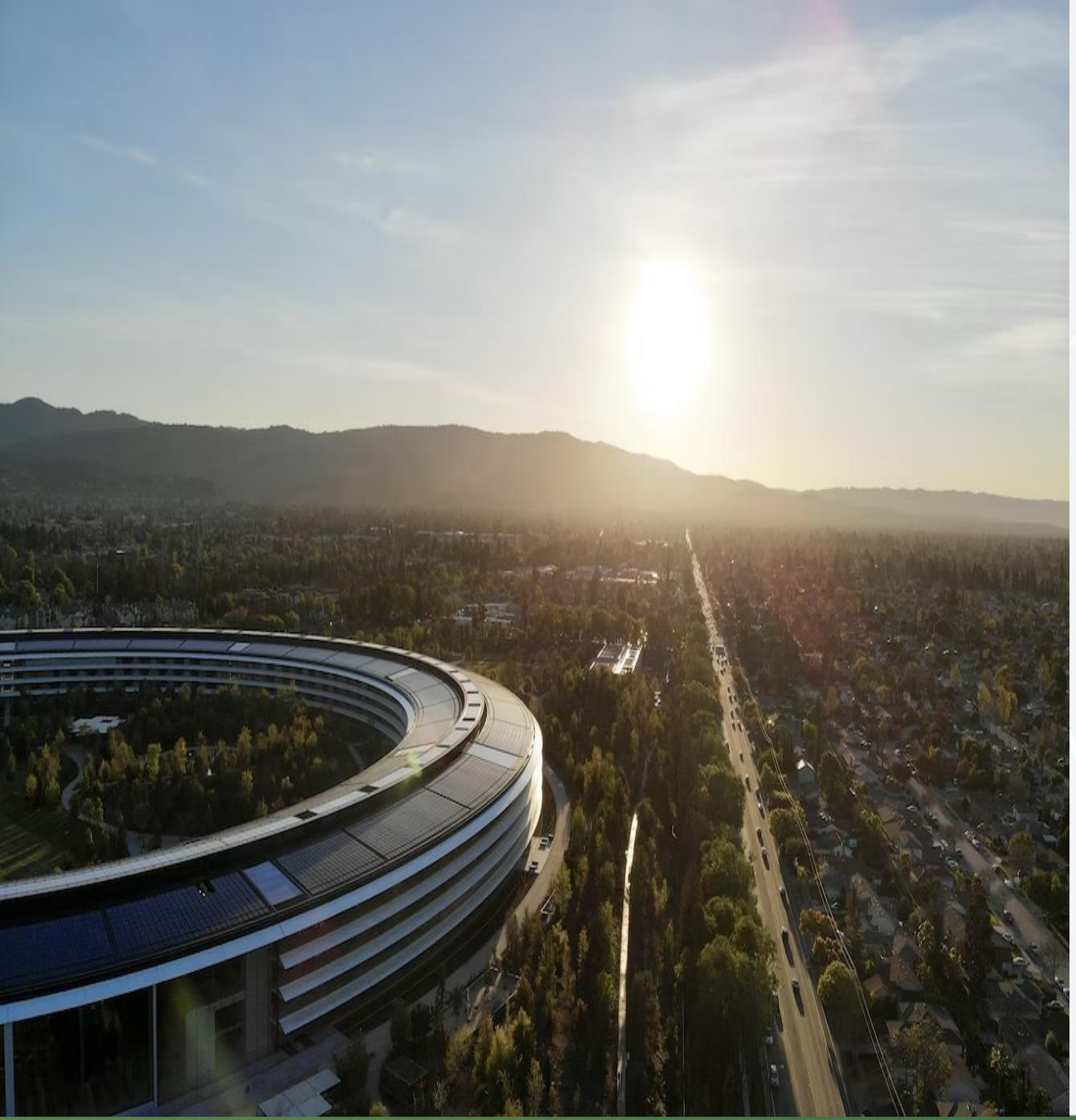


Chart: Giá NXXS (USD/m2)



***Nguồn**: JLL, Fiinpro, Công ty, PHS tổng hợp*

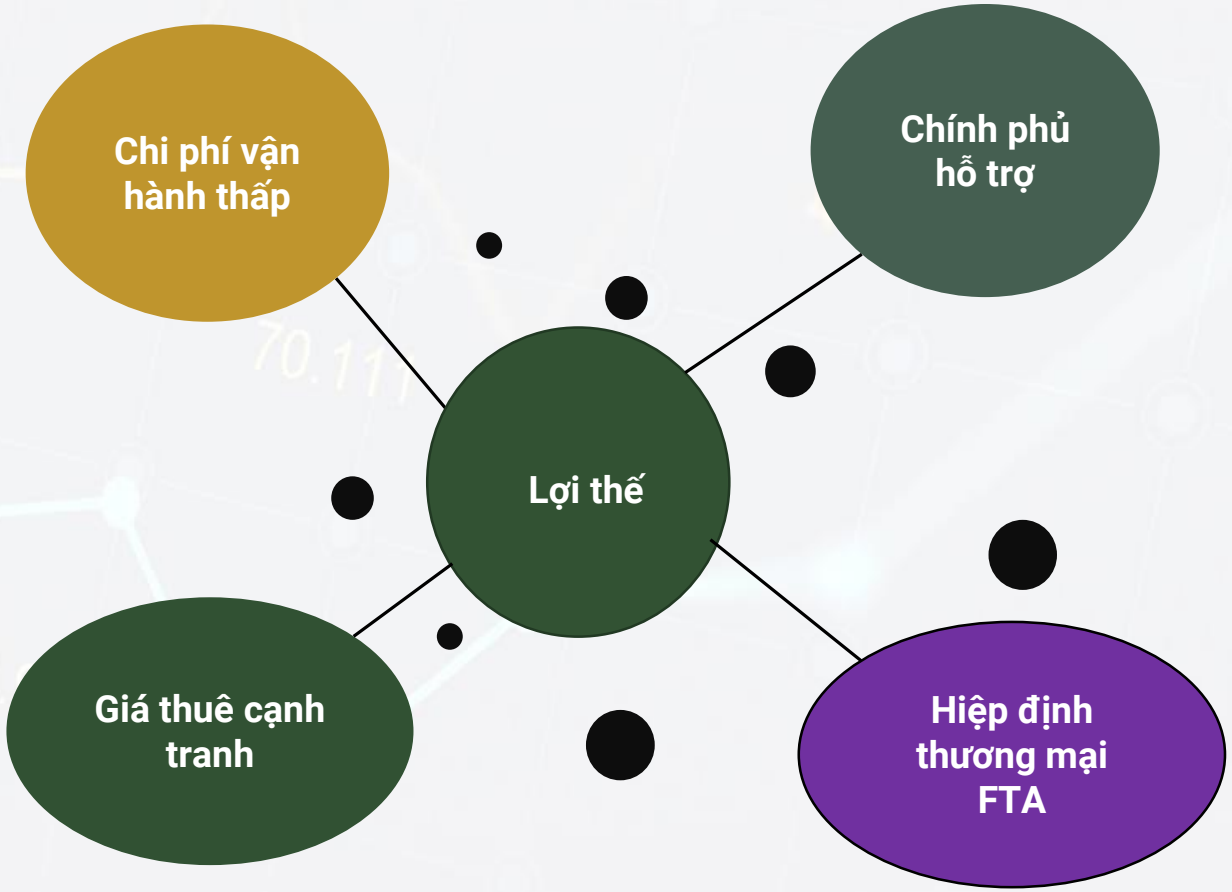


LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KHU CÔNG NGHIỆP VIỆT NAM: 4 ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH

Khu công nghiệp Việt Nam có 4 động lực tăng trưởng chính:

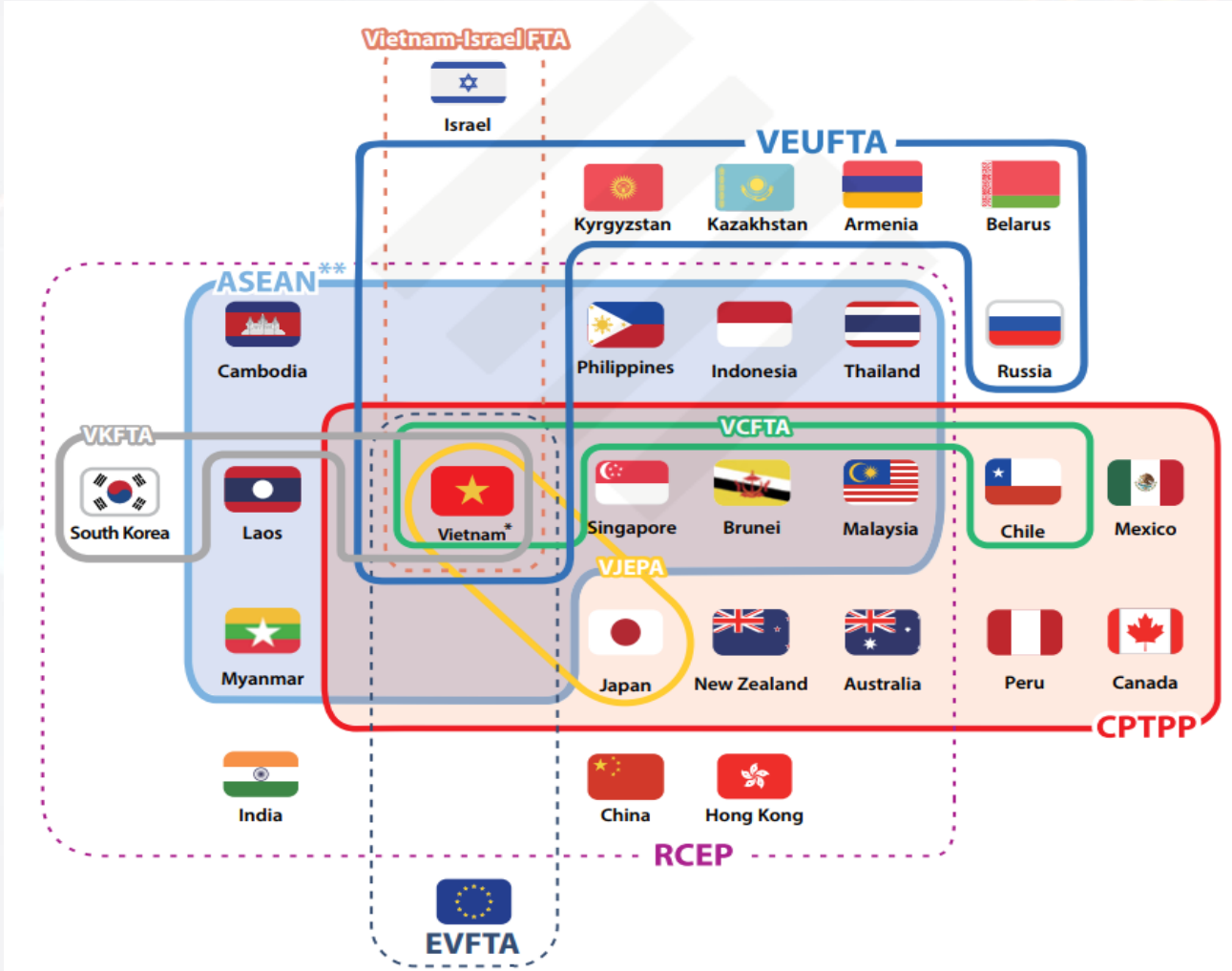
Triển vọng của các KCN dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhờ: (1) chi phí vận hành thấp, (2) giá thuê cạnh tranh, (3) các hiệp định thương mại FTA (4) hỗ trợ của chính phủ. Chúng tôi sẽ tập trung vào 4 yếu tố này.



VIỆT NAM - "ÔNG HOÀNG" CỦA CÁC HIỆP ĐỊNH FTA

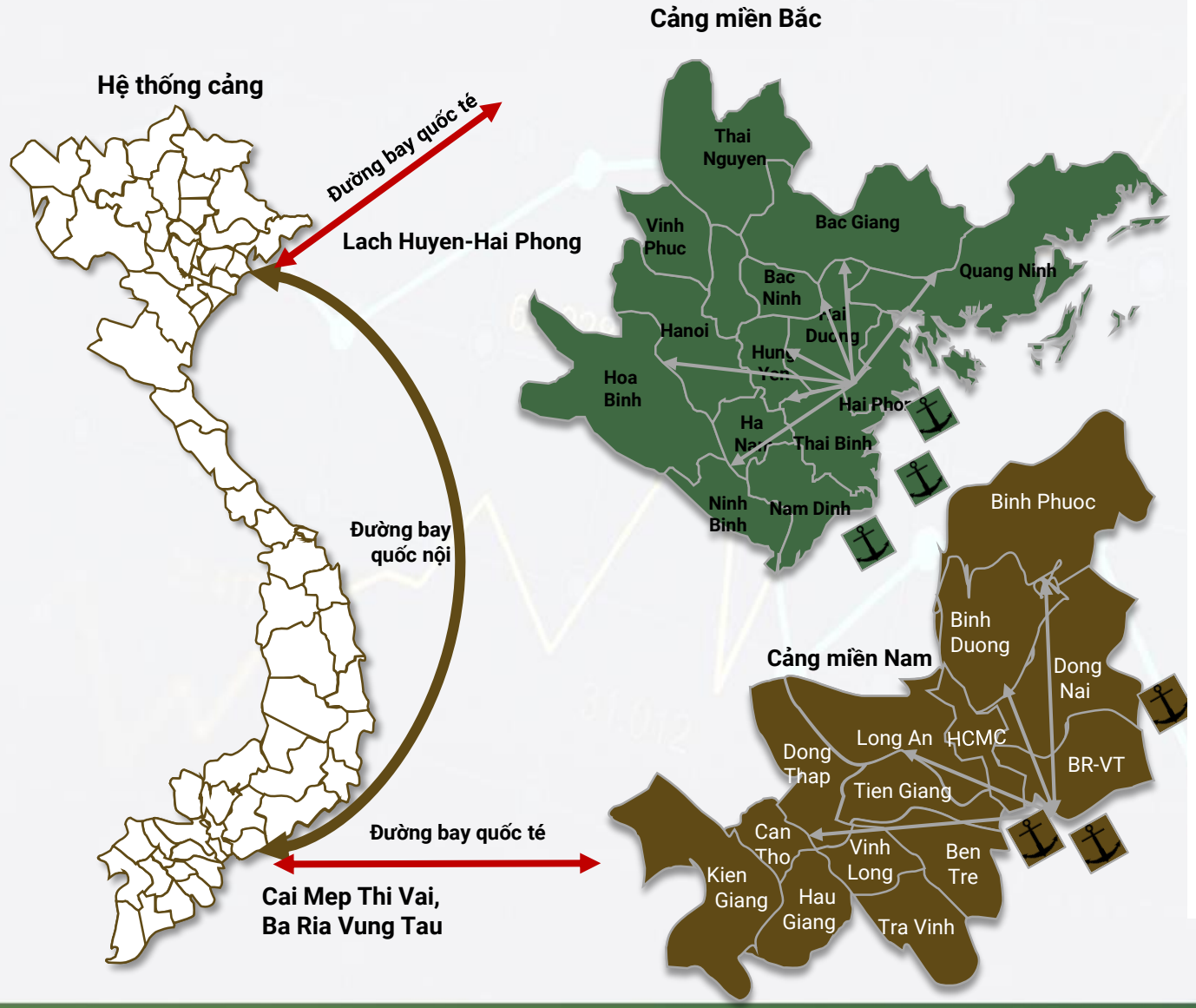
EVFTA có hiệu lực

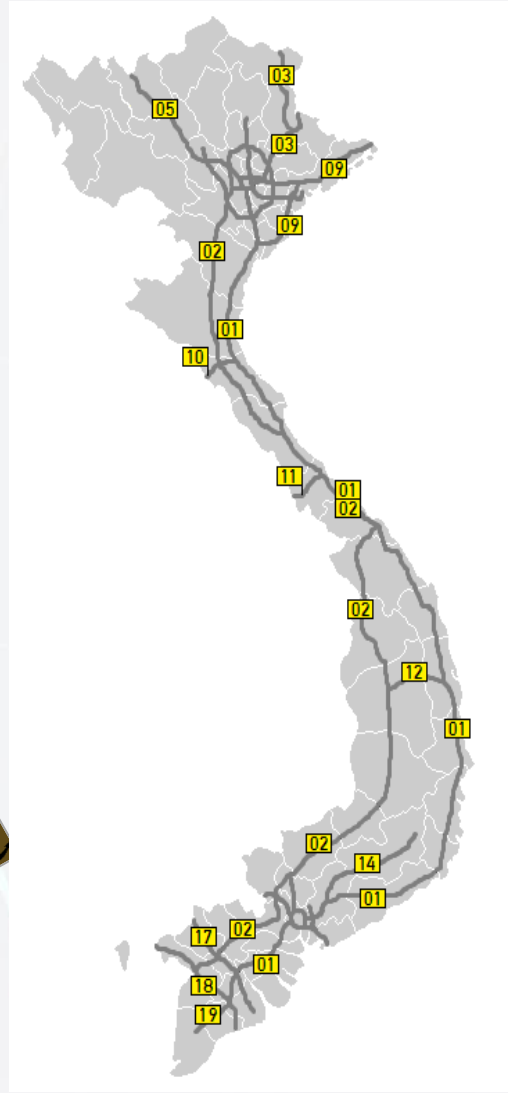
Các hiệp định thương mại tự do như CPTPP, EVFTA sẽ tiếp tục là động lực tích cực cho tăng trưởng. Chúng tôi kỳ vọng rằng, các hiệp định thương mại sẽ "chắp cánh" cho tiến trình hội nhập kinh tế toàn cầu và nâng cao vị thế của Việt Nam. Việc tạo ra một quy trình pháp lý ngày càng hoàn thiện và môi trường đầu tư minh bạch sẽ giúp Việt Nam thu hút thêm các nhà đầu tư đến từ EU và các nước khác. Qua đó, sẽ tạo niềm tin cho các nhà đầu tư vốn khá cẩn trọng trong việc tìm kiếm cơ hội và mở rộng thị trường đầu tư tại Việt Nam.



Nguồn: Dezan Shira & Assciates

HƯỞNG LỢI TỪ HẠ TẦNG





VỊ TRÍ THUẬN LỢI

Vị trí gần các cảng và thành phố quan trọng. Phát triển cơ sở hạ tầng sẽ hỗ trợ các nhà phát triển KCN xung quanh khu vực khi nhu cầu tăng lên.

HẠ TẦNG GIAO THÔNG

- Đầu tư Cảng:

-Giai đoạn 2021 – 2030: ~ 100 – 320 nghìn tỷ đồng.

- Đầu tư Đường bộ, Sân bay:

Giai đoạn 2021 – 2025 :

+ 66 nghìn tỷ đồng cho 3 dự án quan trọng.

+ 38 nghìn tỷ đồng cho đường cao tốc.

+ 79 nghìn tỷ đồng cho các tuyến đường khác.

Nguồn: PHS tổng hợp

LỢI THẾ CẠNH TRANH

Chart: Mức lương tối thiểu tại ASEAN (USD/tháng).

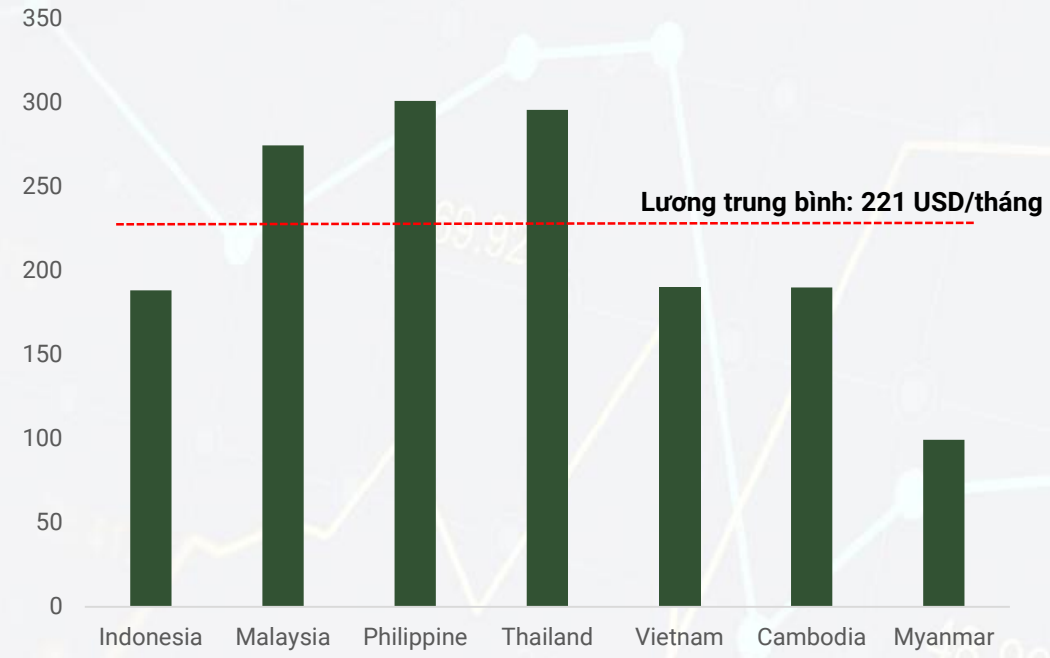
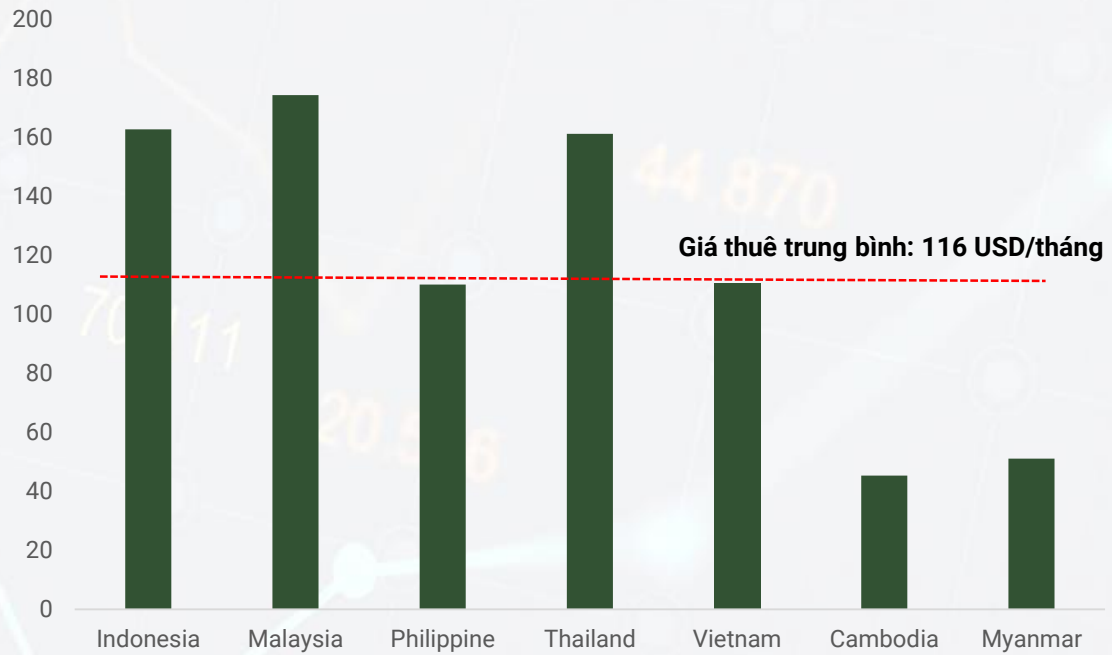


Chart: Giá thuê KCN trung bình (USD/m2).



***Nguồn**: Cushman and Wakefield.*

Các quốc gia Đông Nam Á đang chiếm ưu thế trong việc thu hút các nhà sản xuất từ Trung Quốc nhờ chi phí thấp, tiêu dùng nội địa ngày càng tăng và chi phí cơ sở hạ tầng được cải thiện. Thế mạnh của Việt Nam là nền chính trị ổn định và lực lượng lao động trẻ, tay nghề cao.

Đáng chú ý, giá nhân công của Việt Nam tương đối thấp so với các nước trong khu vực, chỉ bằng 1/3 so với giá nhân công tại Trung Quốc.

TIÊU ĐIỂM PHÁP LÝ

Nghị định số 35/2022/NĐ-CP – Qui định mới cho các khu công nghiệp

Phân rõ các loại hình khu công nghiệp.

- Khu công nghiệp hỗ trợ
- Khu công nghiệp chuyên ngành
- Khu công nghiệp công nghệ cao.
- Khu công nghiệp dịch vụ đô thị.
- Khu công nghiệp sinh thái

Tiết kiệm thời gian thực thi.

- Cụ thể hóa những dạng quy hoạch cho khu công nghiệp (nếu cần):

  – Quy hoạch chung

  – Quy hoạch phân khu

  – Quy hoạch chi tiết

- Những trường hợp đã được cho phép thì không cần lập nhiệm vụ quy hoạch,

Ủy quyền cho cơ quan hành chính cấp tỉnh việc quyết định cấp phép.

- Địa điểm và kích thước của khu vực hoạch định thi công khu công nghiệp trong các trường hợp sau:

  – Không quá 2% và không quá 6 ha so với quy mô diện tích của khu công nghiệp đã được xác định trong Danh mục các khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương.

  – Không quá 10% và không quá 30 ha so với quy mô diện tích của khu công nghiệp đã được xác định trong Danh mục các khu công nghiệp, sau khi có ý kiến bằng văn bản của Bộ Xây dựng, Bộ Tài nguyên và Môi trường, Bộ Kế hoạch và Đầu tư.

Dành ra không gian phát triển cho doanh nghiệp vừa và nhỏ

- Khu công nghiệp và vùng kinh tế phải dành ra ít nhất 5 ha hay 3% diện tích đất công nghiệp cho việc phát triển:

  – Doanh nghiệp vừa và nhỏ.

  – Doanh nghiệp ngành công nghiệp hỗ trợ

  – Doanh nghiệp đổi mới sáng tạo.

***Nguồn**: Cushman and Wakefield.*

CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2022

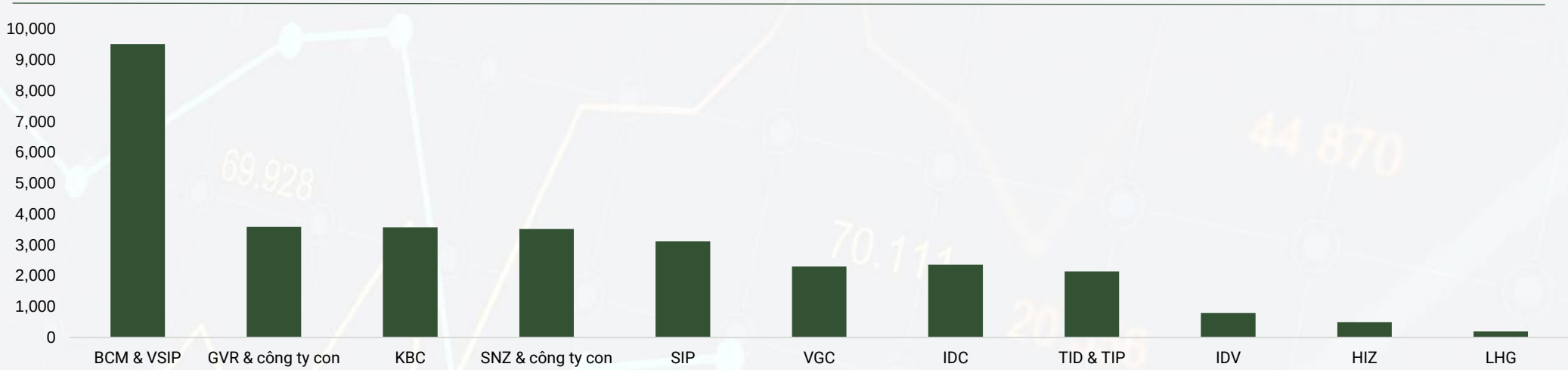
Bảng: Kết quả kinh doanh của các công ty bất động sản khu công nghiệp trong 9M2022 (tỷ đồng).

Ticker	Sàn	Doanh thu 9M2021	Doanh thu 9M2022	Tăng trưởng (%)	Lợi nhuận sau thuế 9M2021	Lợi nhuận sau thuế 9M2022	Tăng trưởng (%)
GVR	HOSE	16,695	16,302	-2%	3,816	3,487	-9%
IDC	HNX	3,210	7,034	119%	541	2,365	337%
BCM	HOSE	3,853	5,628	46%	1,038	1,665	60%
SIP	UPCOM	4,129	4,595	11%	734	700	-5%
KBC	HOSE	3,077	1,289	-58%	733	2,137	192%
SZC	HOSE	566	663	17%	256	160	-38%
LHG	HOSE	718	526	-27%	271	172	-37%
NTC	UPCOM	165	189	15%	212	210	-1%
TIP	HOSE	185	176	-5%	67	59	-12%

***Nguồn**: Fiinpro, PHS tổng hợp*

QUỸ ĐẤT CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT

Chart: Quỹ đất các công ty niêm yết (hecta)



***Nguồn**: PHS tổng hợp*

Hầu hết các công ty niêm yết đều có diện tích cho thuê lớn tại khu vực phía Nam. Hình trên mô tả tổng thể quỹ đất các công ty niêm yết. Những cái tên đáng chú ý ở miền nam là GVR, SNZ, TID, trong khi những công ty chính ở miền bắc Việt Nam là VGC, IDV và KBC. BCM không chỉ có quỹ đất lớn tại Bình Dương mà còn sở hữu nhiều KCN ở phía Bắc thông qua việc sở hữu VSIP và Sembcorp.

Xu hướng giá tăng đã hỗ trợ các chủ đầu tư có tiềm năng lớn trong tương lai với các dự án ở vị trí đắc địa, tạo đà thuận lợi cho tất cả các công ty niêm yết. Những người hưởng lợi trực tiếp là các công ty có các dự án tiềm năng nằm ở vị trí chiến lược. GVR là cổ phiếu yêu thích của chúng tôi

CỔ PHIẾU YÊU THÍCH

Vị trí chiến lược với chiến lược kinh doanh vượt trội.

Quỹ đất tiềm năng với quy hoạch phát triển chi tiết.

Vị trí chiến lược với quỹ đất lớn có thể cho thuê.

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		Lợi nhuận sau thuế		Doanh thu		Lợi nhuận sau thuế		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
BĐS KCN	SZC	1,258	76%	480	49%	1,501	19%	585	22%	42,700	33,000	7.5x	2.6x	29%	**Mua**
	GVR	24,993	-5%	4,201	-21%	27,156	9%	5,521	31%	29,755	15,600	27.8x	2.1x	91%	**Mua**
	LHG	1,061	36%	402	36%	1,725	63%	653	63%	42,250	21,350	3.5x	1.2x	98%	**Mua**

Việc phát triển đường cao tốc ở Việt Nam sẽ cải thiện cơ sở hạ tầng cho các công ty sản xuất. Các công ty KCN có vị trí chiến lược sẽ được hưởng lợi từ việc phát triển cơ sở hạ tầng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng KQKD của các công ty này sẽ khả quan trong năm 2023.

LONG HẬU – LHG

Giá hợp lý: 42,250 VND/cổ phiếu

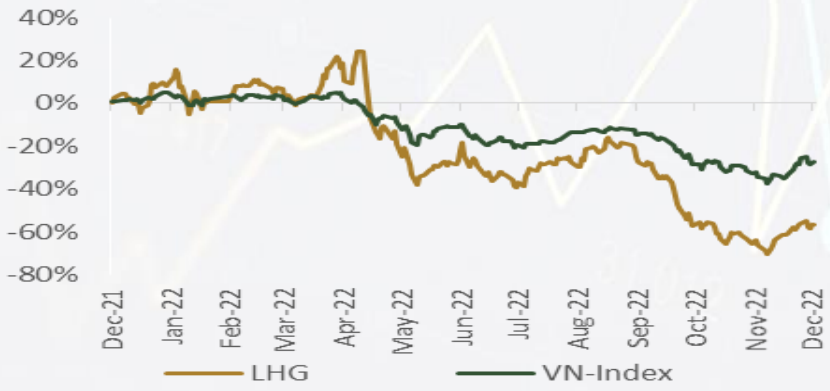
Tổng quan công ty

LHG có quỹ đất hơn 200ha ở Long An sát với TP HCM. Bên cạnh cho thuê đất KCN, LHG có Nhà xưởng cho thuê xây sẵn để phục vụ nhiều đối tượng khách hàng hơn

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Long Hậu 3 Giai đoạn 1 sẽ là động lực phát triển hiện tại cho công ty. Thêm vào đó, công ty có những dự án tiếp theo để phục vụ cho nhiều phân khúc khách hàng như Long Hậu 3 Giai đoạn 2, Khu dân cư Tái định cư Long Hậu 3 hay Khu tái định cư Long Hậu mở rộng.
- ✓ Công ty sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu phát triển các điểm logistics.

Biến động giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	599	644	782	1,061	1,725
LNST (tỷ VND)	143	199	296	402	653
EPS (VND)	2,554	3,662	5,477	7,431	12,081
Tăng trưởng EPS (%)	-27%	43%	50%	36%	63%
Giá trị sổ sách (VND)	23,818	25,667	28,386	32,200	36,320
P/E	8.3	8.6	8.8	5.8	3.5
P/B	1.0	1.3	1.7	1.7	1.2
Cổ tức tiền mặt (VND)	1600	1900	1900	1900	1900

Nguồn: PHS tổng hợp

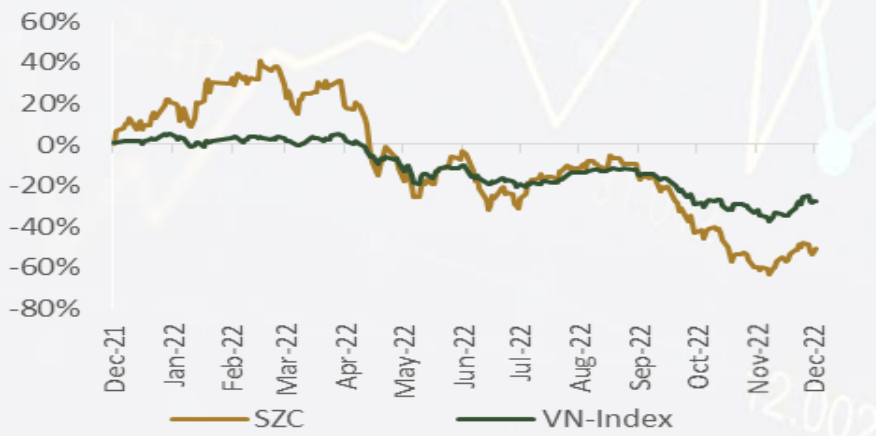
SONADEZI CHÂU ĐỨC- SZC

Giá hợp lý: 42,700 VND/cổ phiếu

Tổng quan công ty

Với diện tích đất đạt 2,287 ha, Sonadezi Châu Đức là một trong những nhà phát triển BĐS KCN lới nhất ở tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. Công ty là công ty con của Tập Đoàn Sonadezi, một trong những công ty phát triển KCN hang đầu tại Đồng Nai.

Biến động giá so với Index



***Nguồn**: PHS tổng hợp*

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ SZC còn hơn 600 ha sẽ được bàn giao trong tương lai. Ngoài ra, SZC cũng có 622 ha đất để phát triển khu dân cư, được dự kiến mở bán trong năm sau.
- ✓ SZC là doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu tăng cao từ nhà kho và trung tâm phân phối ở phía Nam Việt Nam với 2 trung tâm logistics trọng điểm: Cụm cảng Cái Mép – Thị Vải và Sân bay Quốc tế Long Thành.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	329	433	713	1,258	1,501
LNST (tỷ VND)	134	186	323	480	585
EPS (VND)	1,140	1,681	3,136	4,660	5,680
Tăng trưởng EPS (%)	46%	47%	87%	49%	22%
Giá trị sổ sách (VND)	11,959	12,642	14,656	15,961	16,320
P/E	13.2	17.2	21.4	9.0	7.5
P/B	1.5	2.5	4.6	3.1	2.6
Cổ tức tiền mặt (VND)	800	0	1000	1000	1000

TẬP ĐOÀN CAO SU VIỆT NAM–GVR

Giá hợp lý: 29,755 VND/cổ phiếu

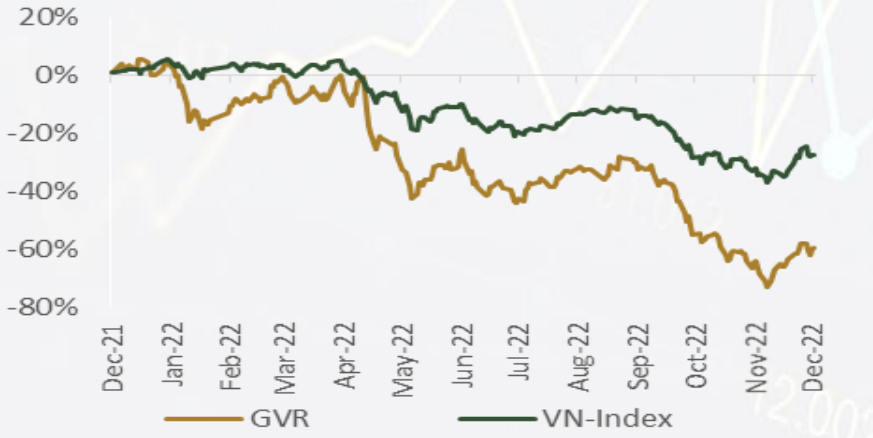
Tổng quan công ty

GVR là một trong những công ty nông nghiệp lớn nhất Việt Nam với quỹ đất lớn.GVR có 400 nghìn ha đất ở Việt Nam, Lào và Campuchia. Công ty dự định sẽ chuyển 15 nghìn ha đất nông nghiệp sang KCN.

Điểm nhấn đầu tư

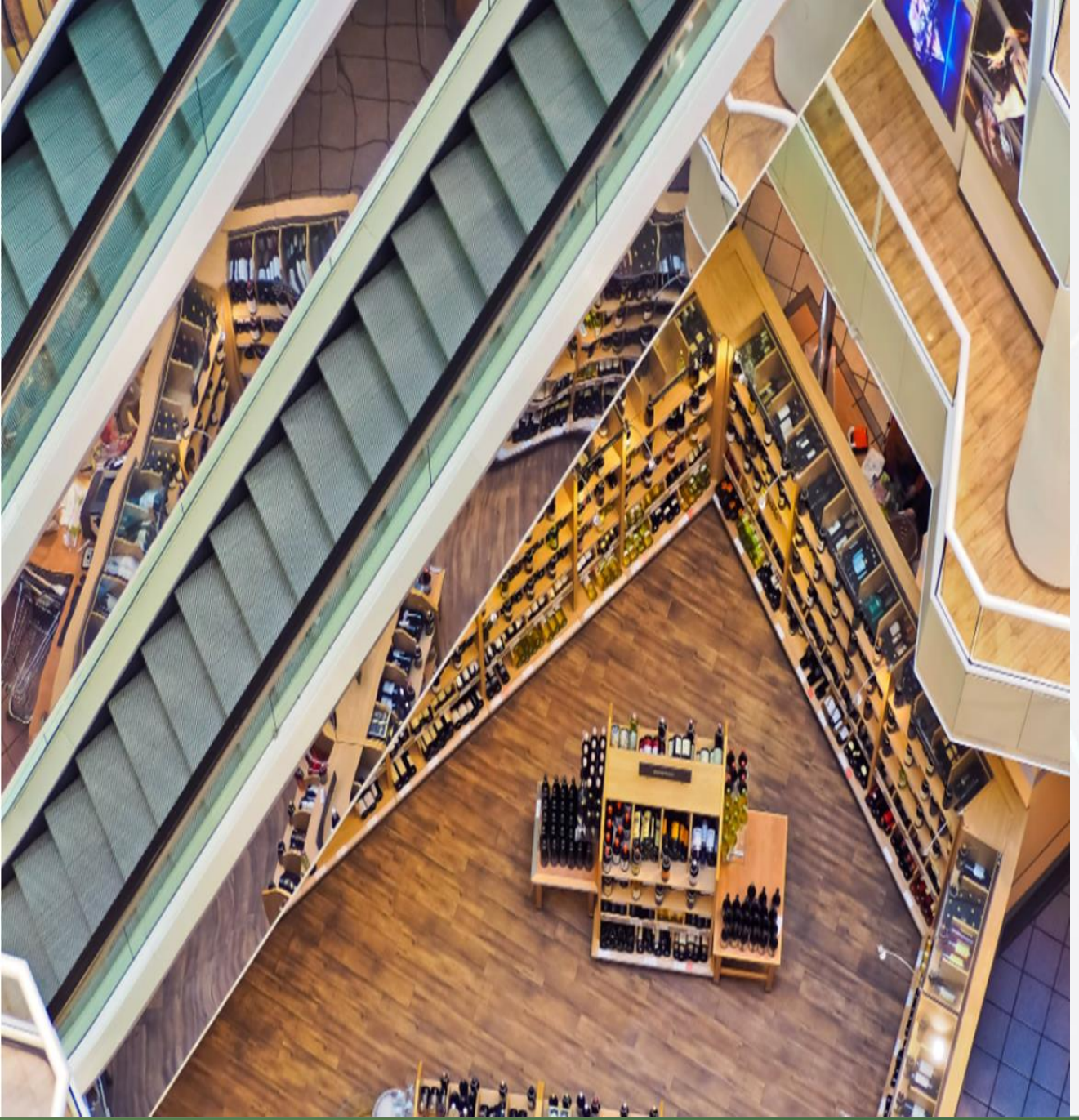
- ✓ Chuyển đổi đất từ nông nghiệp sang khu công nghiệp có thể nâng giá trị của đất. GVR có thể trở thành nhà phát triển KCN lớn nhất Việt Nam.
- ✓ Bên cạnh phát triển KCN, hoạt động kinh doanh của GVR cũng được hỗ trợ khi giá cao su tăng trở lại

Biến động giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	19,804	21,116	26,190	24,993	27,156
LNST (tỷ VND)	3,833	5,076	5,340	4,201	5,521
EPS (VND)	813	943	1,035	814	1,070
Tăng trưởng EPS (%)	25%	16%	10%	-21%	31%
Giá trị sổ sách (VND)	12,649	12,857	11,950	13,956	14,485
P/E	12.9	16.9	35.7	28.5	27.8
P/B	1.2	1.1	3.1	2.3	2.1
Cổ tức tiền mặt (VND)	250	600	600	410	410

Nguồn: PHS tổng hợp.



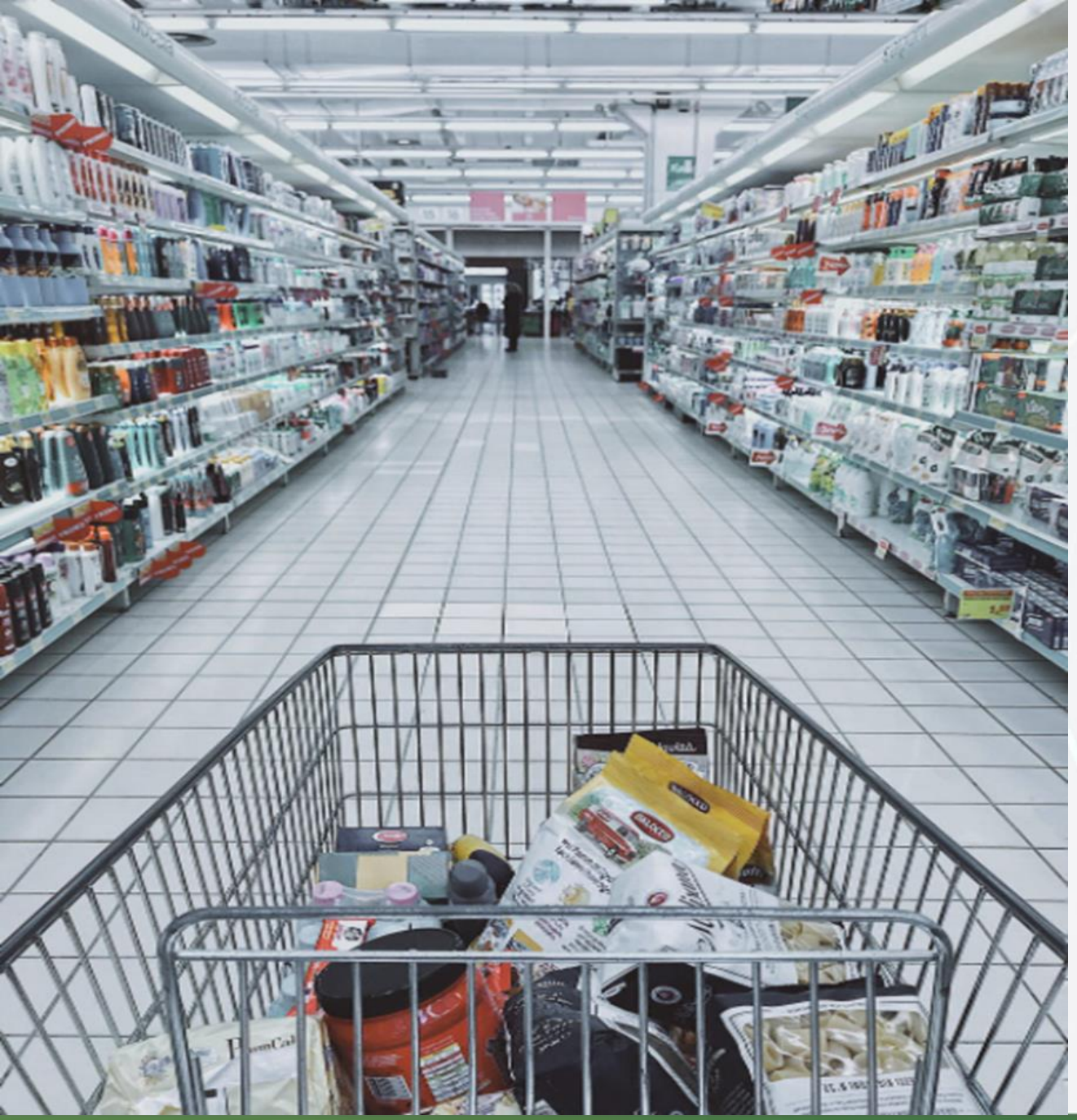
NGÀNH BÁN LẺ

Trong nguy có cơ

- TỔNG QUAN NGÀNH BÁN LẺ 2023
- TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG
- DOANH NGHIỆP NỔI BẬT TRONG NGÀNH

Trí Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Bán lẻ, Thực phẩm đồ uống

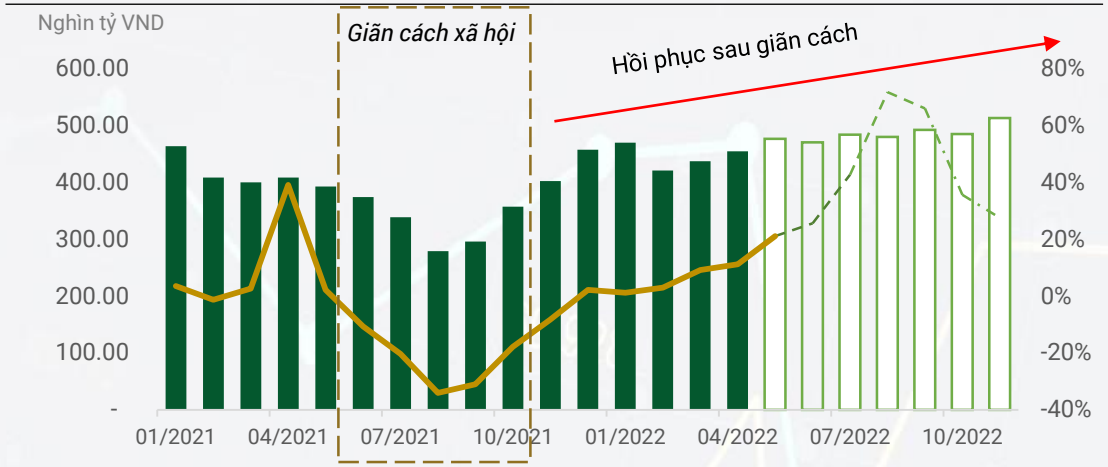


NGÀNH BÁN LẺ 2023

Nhiều khó khăn trước mắt

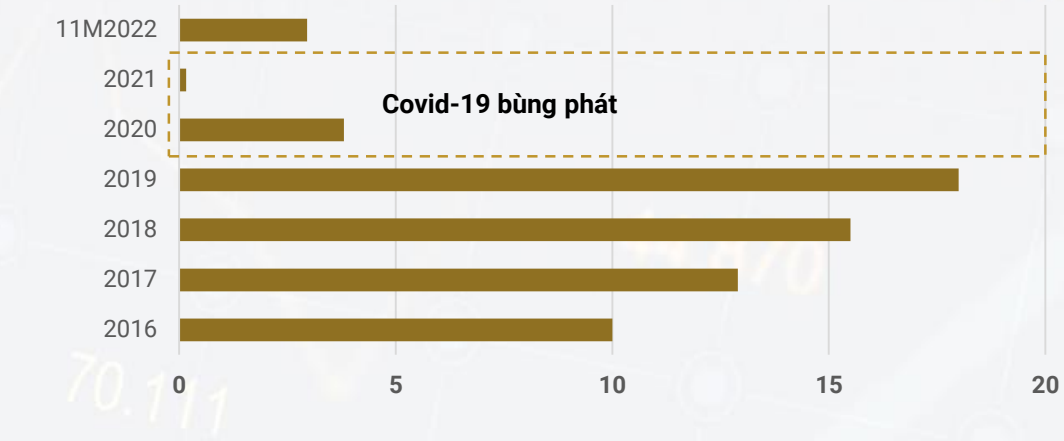
NGÀNH BÁN LẺ HỒI PHỤC ẤN TƯỢNG SAU GIÃN CÁCH XÃ HỘI

Tổng mức bán lẻ hàng hóa 2021 và 10M2022



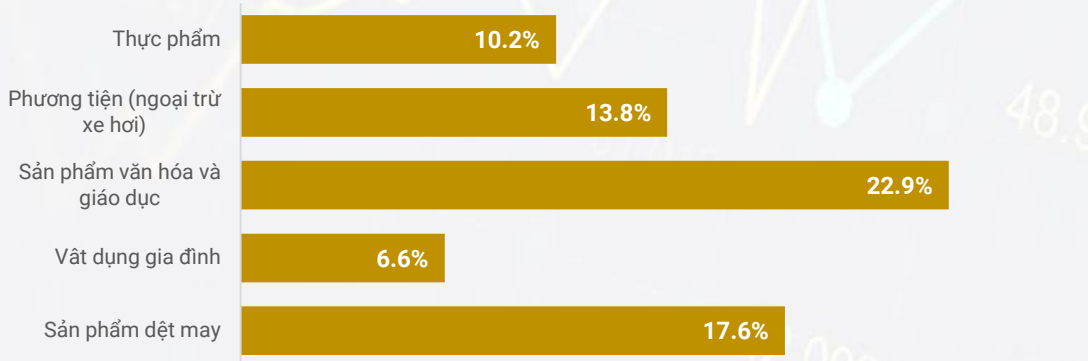
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Lượng khách quốc tế tăng trong 11M2022



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Mức tăng trưởng các ngành hàng 11M2022

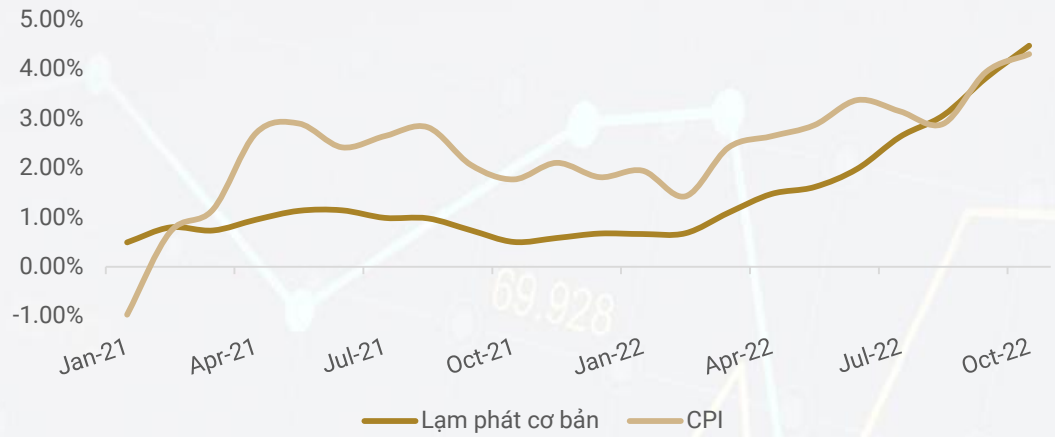


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Vào năm 2021, mảng bán lẻ gặp phải "rung lắc" dữ dội về doanh thu do đại dịch Covid-19. Mặc cho các biện pháp giãn cách xã hội tạo ra sự sụt giảm mạnh nhất về doanh thu trong quý 3 năm 2021 (-28.3% YoY), việc các áp lực lên lực cầu được tháo gỡ đã đem lại sự hồi phục nhanh chóng trong quý IV sau khi được dỡ bỏ các biện pháp cách ly. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt VND 4,790 tỷ, thấp hơn 3.8% so với cùng kỳ.
- Sức mua hàng hóa tiếp tục tăng trong 11 tháng đầu năm 2022 với tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt 4,079 tỷ đồng, tăng trưởng 14.8% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, bán lẻ Sản phẩm văn hóa và giáo dục, dệt may và thực phẩm tăng trưởng lần lượt 22.9%, 17.6% và 10.2%.
- Đối với khách du lịch quốc tế, trong 11 tháng đầu năm 2022, tổng số lượt khách đạt 2.95 triệu, cao hơn 21.1 lần so với cùng kỳ. Tuy nhiên, vẫn thấp so với con số của năm 2019 – 18 triệu lượt. Điều này cho thấy những khó khăn kinh tế đang gặp phải trên toàn thế giới.

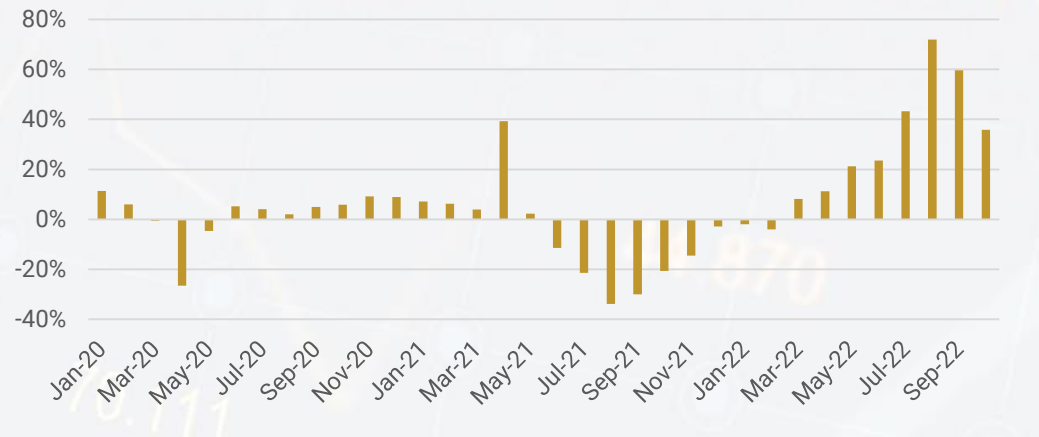
LẠM PHÁT ĐANG TĂNG TỐC TẠI VIỆT NAM

Lạm phát cơ bản và CPI từ 2021 đến 11M2022



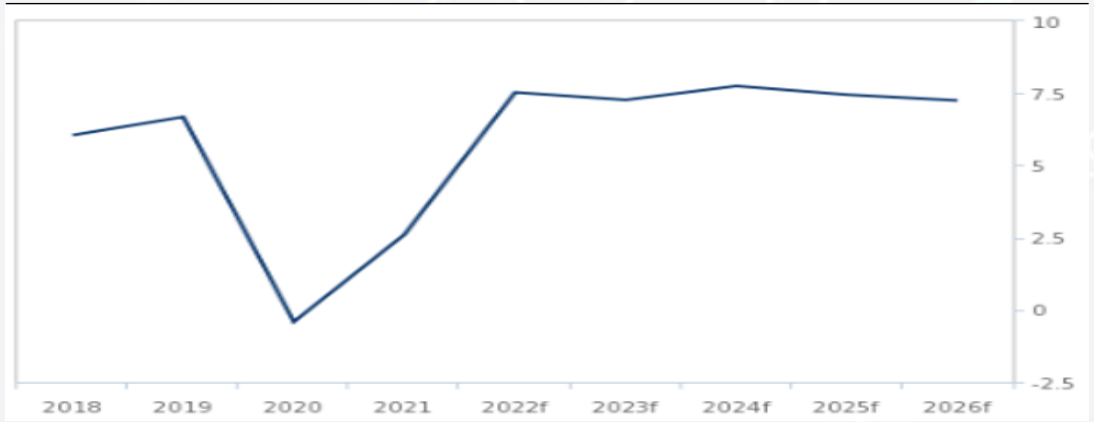
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Mức bán lẻ của Việt Nam, % chg YoY (2020-2022)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tổng chi tiêu hộ gia đình, tăng trưởng thực % y-o-y (2018-2026)



Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp

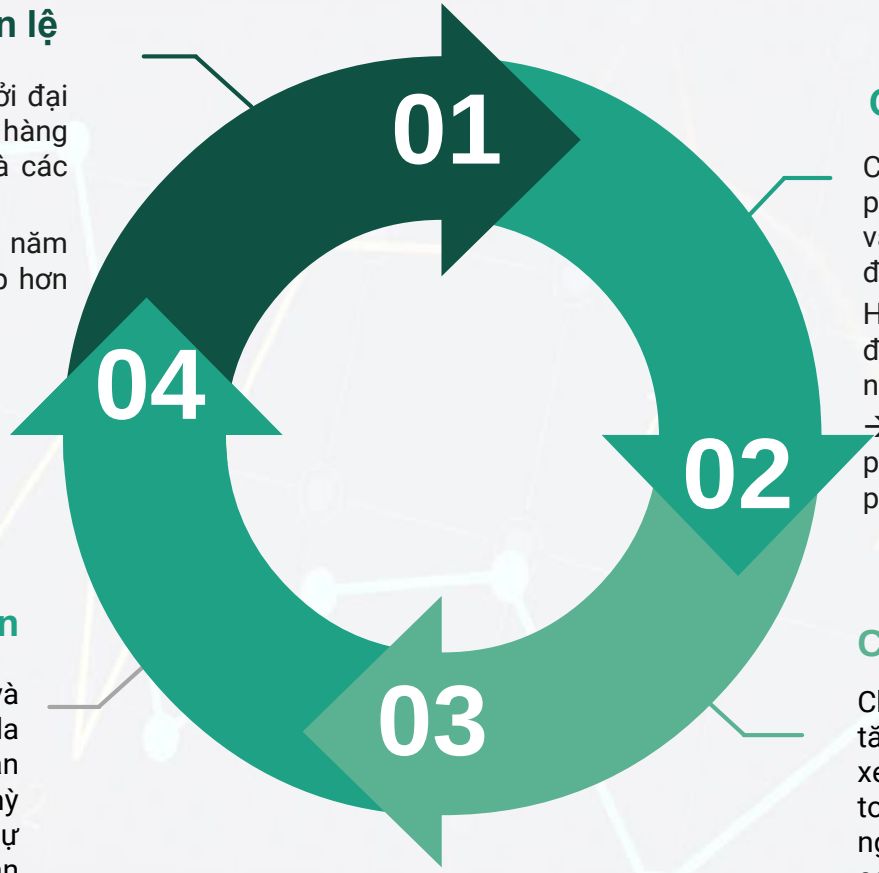
- Trong năm 2022, lạm phát bắt đầu tăng tốc tại Việt Nam. Lạm phát cơ bản tăng từ 0.66% vào đầu năm đến 4.47% trong tháng 10 và CPI cũng đã đạt 4.3% trong cùng tháng, như ta thấy trong biểu đồ.
- Sự phục hồi mức bán lẻ hàng hóa chựng lại vào tháng 8 năm 2022, đạt đỉnh khi tăng 72% so với cùng kỳ, và đã giảm từ đó do hiệu ứng mức nền cao của quý IV 2021 cùng với lạm phát đang diễn ra.
- Sau cú sụt giảm vào năm 2020 và 2021 gây ra bởi đại dịch, chi tiêu hộ gia đình đã phục hồi lại mức trước COVID và sẽ tăng trưởng 7.5% vào năm 2022. Nó được dự báo sẽ chậm lại ở mức 7.3% vào năm 2023, theo Fitch Solutions.

NGUYÊN NHÂN GÂY RA LẠM PHÁT

Chính sách QE chưa có tiền lệ

Nhằm chống lại các tác động tiêu cực gây ra bởi đại dịch COVID-19 lên nền kinh tế, FED và các ngân hàng trung ương khác đã đề ra mức lãi suất thấp và các biện pháp QE chưa từng có tiền lệ.

Lãi suất liên bang thấp hơn nhiều so với các năm trước đó. Nó đạt mức 2.33%, thậm chí còn thấp hơn lạm phát, ở mức 7-8%.



Cuộc chiến giữa Nga - Ukraine

Chiến tranh Nga – Ukraine là nguyên nhân chính của lạm phát cao trong năm 2022: các lệnh trừng phạt của EU nhắm vào Nga khiến giá dầu lập đỉnh mới trong năm 2022. Giá dầu đã tăng 37% trong 4 tháng đầu năm 2022.

Hơn nữa, Nga và Ukraine đều là những nhà xuất khẩu hàng đầu các mặt hàng lúa mỳ, dầu ăn và các sản phẩm nông nghiệp khác.

→ Việc thiếu hụt nguồn cung hậu đại dịch, các lệnh trừng phạt kinh tế và các hạn chế di chuyển đã khiến giá thực phẩm tăng cao dẫn đến chi phí đầu vào cao hơn.

Điều kiện thời tiết cực đoan

Thời tiết nóng và khô hạn tại Pháp và Ấn độ, cơn hạn hán tại Mỹ và Canada đã gây quan ngại về việc suy giảm sản lượng của các nước sản xuất lúa mỳ trong năm 2022. Nhiều chuyên gia dự đoán các hình thái thời tiết cực đoan kéo dài có thể đe dọa an ninh lương thực thế giới và khuyến khích bảo hộ thương mại → gây áp lực tăng giá lên sản phẩm nông nghiệp.

.

Chính sách Zero-Covid của Trung Quốc

Chính sách Zero Covid của Trung Quốc đã góp phần làm tăng giá nguyên vật liệu đầu vào khi Trung Quốc được xem là một mắt xích quan trọng trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Hơn nữa, chính sách Zero Covid còn khiến tắt nghẽn tàu thuyền tại cảng, dẫn đến chi phí vận chuyển cao hơn.

→ Cần phải theo dõi sát sao các thay đổi chính sách của Trung Quốc bởi nó sẽ ảnh hưởng rất lớn đến lạm phát.

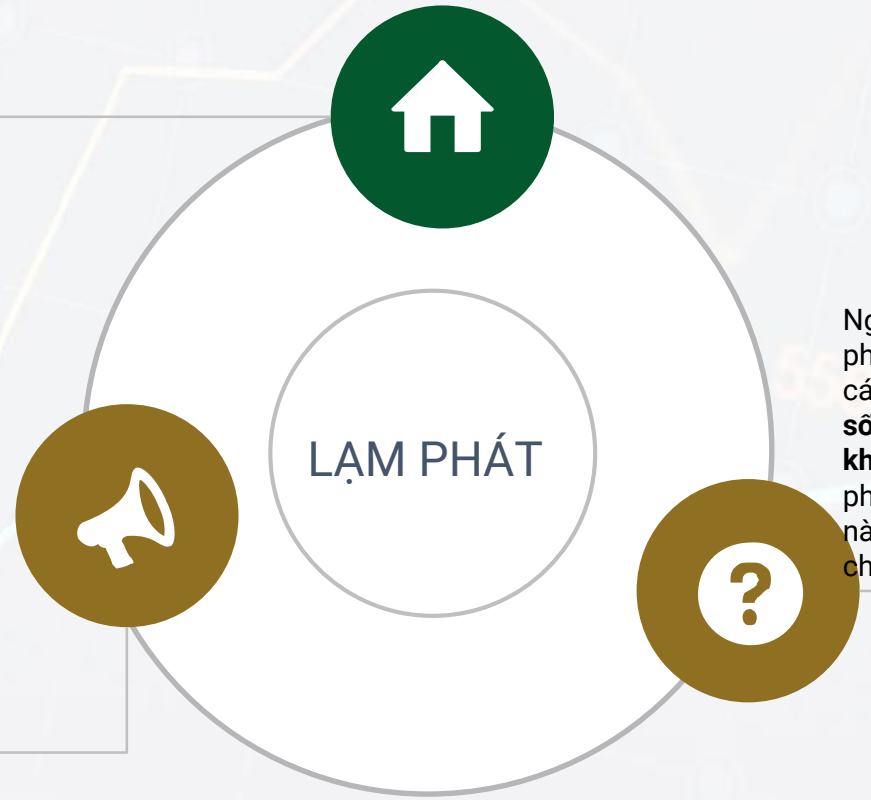
TÁC ĐỘNG CỦA LẠM PHÁT LÊN NGÀNH BÁN LẺ

Nhà sản xuất

Thiếu hụt nguồn cung và giá nguyên vật liệu đầu vào, chi phí vận chuyển tăng mạnh khiến lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sụt giảm. Lạm phát là động lực giúp các doanh nghiệp sản xuất đổi mới (sản xuất các sản phẩm rẻ hơn) để phù hợp với nhu cầu người tiêu dùng.

Nhà bán lẻ

Sức mua của người tiêu dùng đối với các sản phẩm không thiết yếu/ mặt hàng xa xỉ bị hạn chế trong thời kỳ lạm phát. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp bán lẻ có thể đối mặt với biên lợi nhuận sụt giảm khi giá nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn giá bán



Người tiêu dùng

Người tiêu dùng đối mặt với giá cả sản phẩm hàng thiết yếu tăng cao. Theo báo cáo Euromonitor, **các loại thực phẩm tươi sống, thực phẩm đóng gói và nước giải khát tăng giá mạnh nhất** trong thời kỳ lạm phát. Do tính chất thiết yếu của các loại này, các nhà sản xuất đã có thể tăng giá cho người tiêu dùng cuối cùng.

NGƯỜI TIÊU DÙNG BẮT ĐẦU CẢM NHẬN ĐƯỢC ẢNH HƯỞNG CỦA LẠM PHÁT

52%

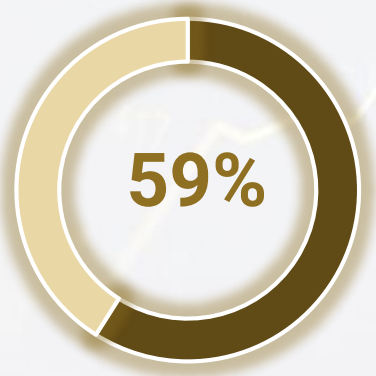
người tiêu dùng thành thị đang lo lắng về giá **Thực phẩm và Xăng dầu**

Chúng tương đương

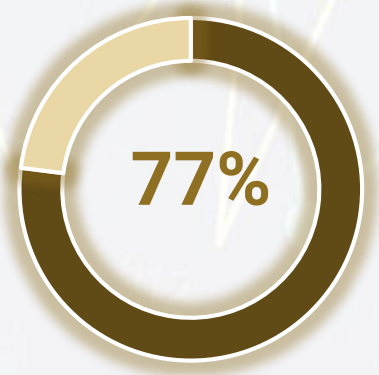
51%

giá trị mua sắm

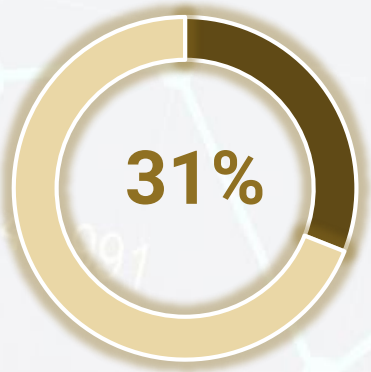
Nguồn: Kantar Worldpanel, PHS tổng hợp



người tiêu dùng toàn cầu tin rằng đất nước mình đã lâm vào một cuộc suy thoái



người tiêu dùng cẩn thận với quyết định chi tiêu trong tất cả điều kiện tài chính

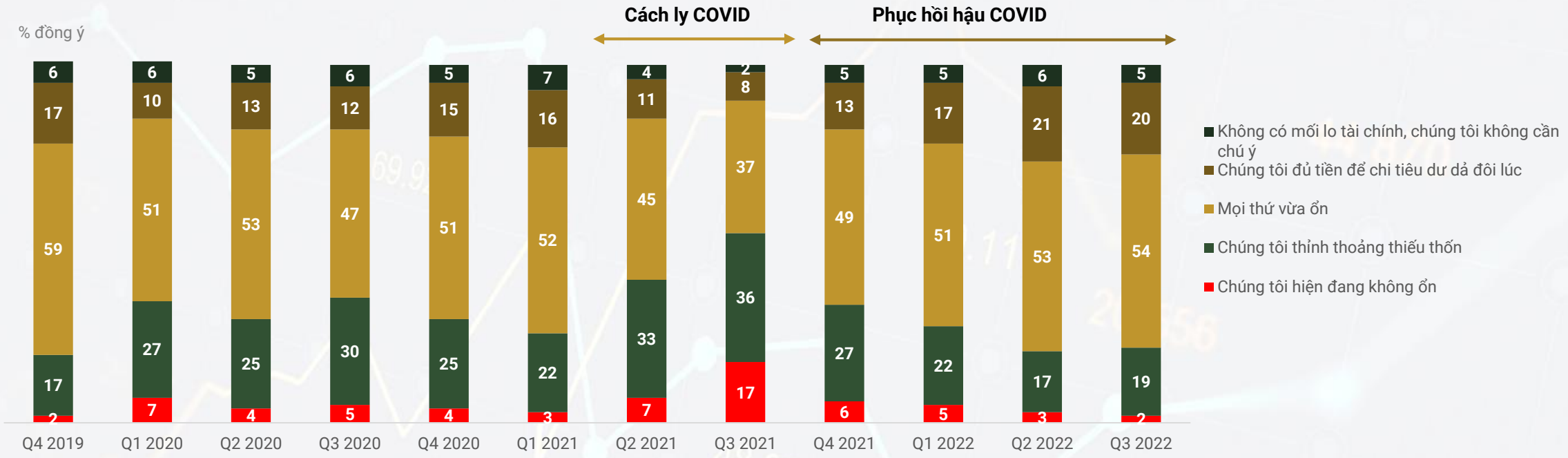


người tiêu dùng thừa nhận sẽ mua tất cả những gì được khuyến mãi

Nguồn: Nielsen IQ, PHS tổng hợp

NGƯỜI TIÊU DÙNG TẠI VIỆT NAM ĐANG CHO THẤY SỰ LẠC QUAN MẠNH

"Bạn đánh giá thế nào về tình trạng tài chính hiện tại của gia đình mình?"

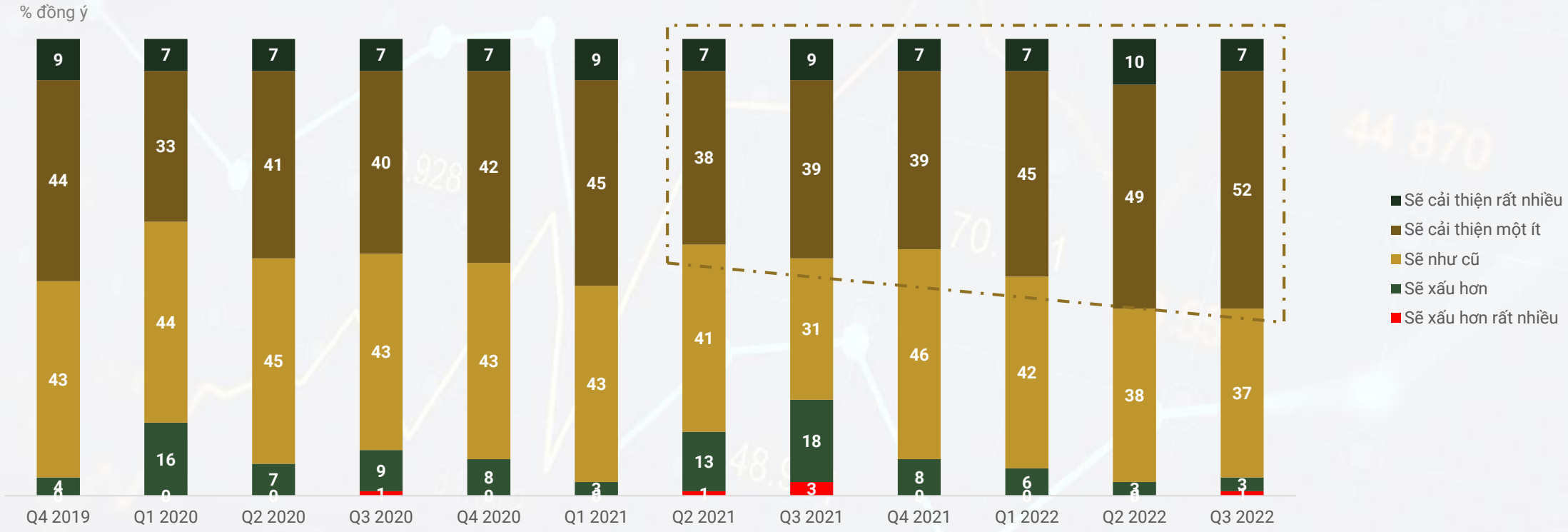


Nguồn: Kantar Worldpanel, PHS tổng hợp

- Theo cuộc Khảo sát niềm tin tiêu dùng bởi Kantar ở 4 thành phố chính tại Việt Nam, điều kiện tài chính hộ gia đình vừa trở lại mức trước dịch. Hơn 79% người được khảo sát cho thấy thái độ **tích cực**, tăng lên từ mức chỉ từ 47% trong thời kỳ giãn cách Q2 và Q3 2021.

NGƯỜI TIÊU DÙNG TẠI VIỆT NAM ĐANG CHO THẤY SỰ LẠC QUAN MẠNH

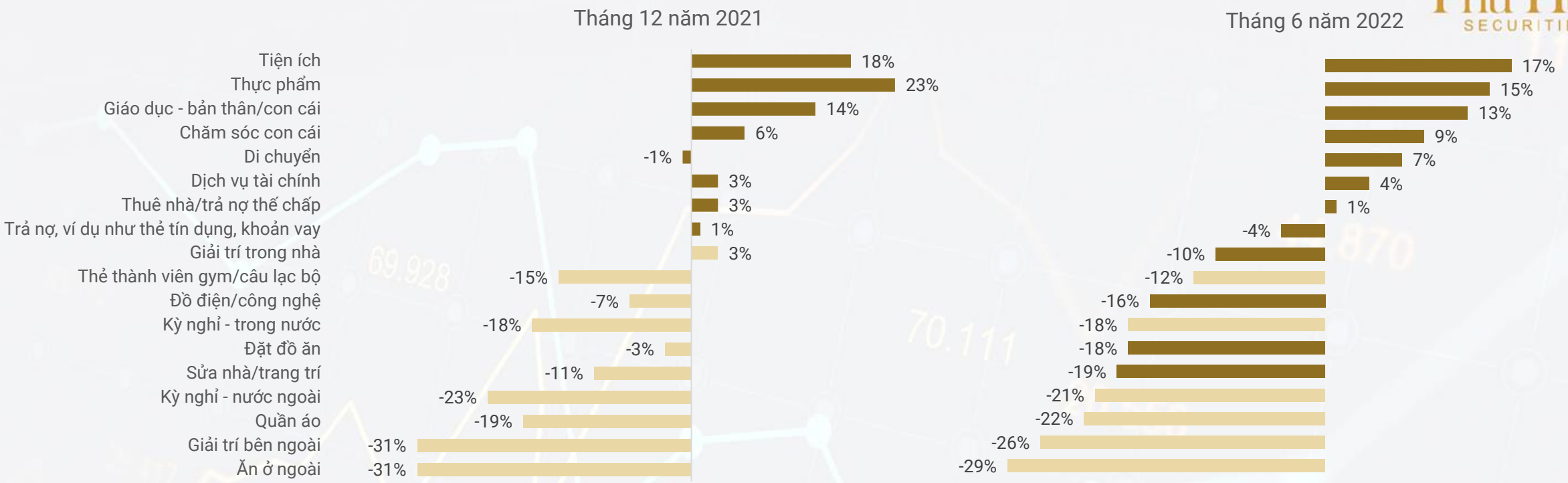
"Trong 12 tháng tới, bạn có nghĩ rằng tình hình tài chính của gia mình…"



Nguồn: Kantar Worldpanel, PHS tổng hợp

NGƯỜI TIÊU DÙNG CẮT GIẢM CHI TIÊU KHÔNG CẦN THIẾT

Thay đổi thuần trong chi tiêu



Nguồn: Nielsen IQ 2022 Consumer Outlook Survey, PHS tổng hợp

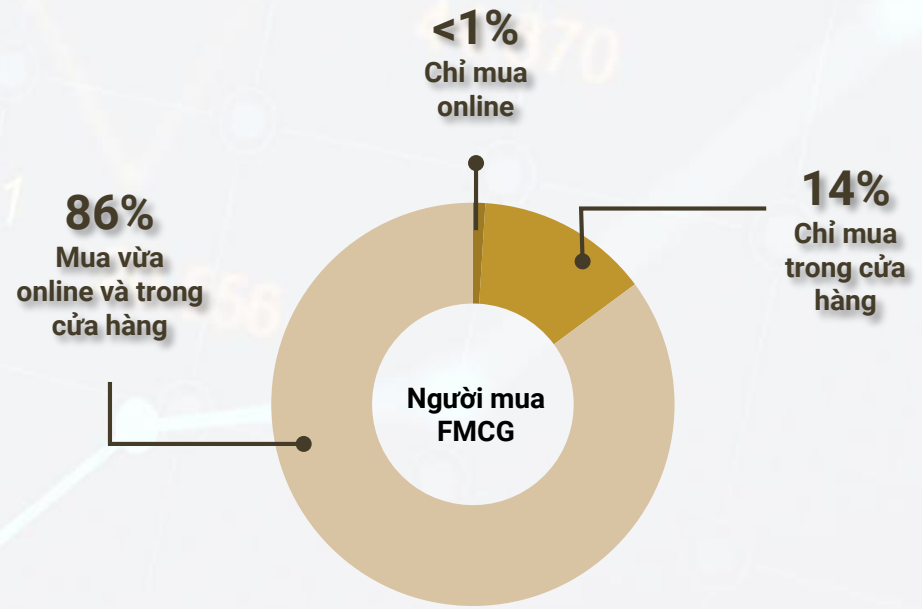
- Vào đầu năm nay, người tiêu dùng được khảo sát bởi Nielsen IQ đã có ý định cắt giảm các khoản tiêu pha như ăn bên ngoài, thẻ thành viên gym, giải trí bên ngoài. Chiến lược chi tiêu thay vào đó tập trung vào các việc quan trọng hằng ngày, ưu tiên nhu cầu cơ bản, chẳng hạn như tiện ích (17% đang ưu tiên) và thực phẩm (15%).

ĐA KÊNH LÀ XU HƯỚNG MỚI CỦA NGƯỜI TIÊU DÙNG

Chuyển đổi kỹ thuật số và bán hàng đa kênh là chìa khóa quan trọng giúp nhà bán lẻ vượt qua biến động thị trường: Nhiều doanh nghiệp đẩy mạnh bán hàng trên các nền tảng thương mại điện tử và trực tuyến trong thời kỳ đại dịch. Theo thống kê của Sapo, tỷ lệ doanh nghiệp chuyển đổi hình thức kinh doanh từ offline sang online (chiếm 72.8%) - tăng 9% so với năm 2020 (63.8%). Tỷ lệ doanh nghiệp chỉ tập trung vào kinh doanh offline giảm từ 36.2% (năm 2020) xuống còn 20.9% (năm 2021).

Thời gian trung/ngày của một người dành cho mua sắm trực tuyến *(Báo cáo "Kinh tế Internet khu vực Đông Nam Á" của Google, Temasek và Bain & Company)*

22% người mua hàng lên kế hoạch mua hàng trong cửa hàng kèm với đặt hàng online trước đó

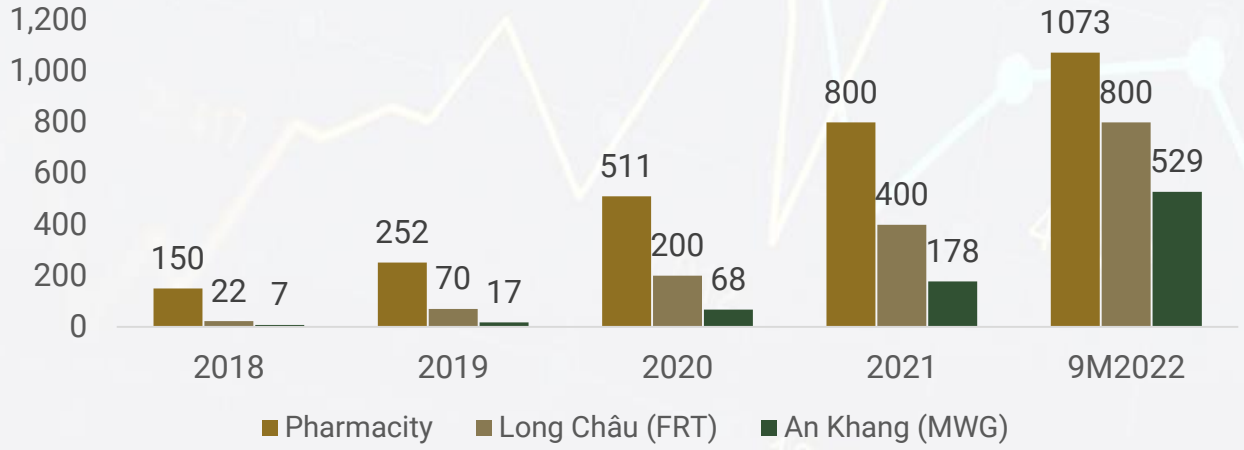


Nguồn: Nielsen IQ, PHS tổng hợp

SỨC KHỎE LÀ ƯU TIÊN HÀNG ĐẦU

- **Thị trường dược phẩm của Việt Nam đầy tiềm năng:** UQVIA Institute Organization xếp hạng Việt Nam là thị trường Pharmerging – **top 17** nước với tốc độ tăng trưởng ngành dược cao nhất thế giới. Doanh thu từ thuốc được dự phóng sẽ đạt 7.51 tỷ USD vào năm 2025, chiếm 1.78% GDP và 32.2% tổng chi tiêu sức khỏe, với CAGR hàng năm khoảng 8% cho giai đoạn 2020-2025.
- **Quan tâm đến sức khỏe nhiều hơn**: Các chuỗi bán lẻ dược phẩm bắt đầu phát triển mạnh mẽ trong lúc bùng phát Covid-19. Statista dự báo tăng trưởng ngành dược vào năm 2024 (thời điểm mà Covid-19 sẽ được kiềm chế tốt) có thể giữ ở mức 9%, cao hơn mức 3.6% vào năm 2019.

Số lượng cửa hàng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm (2018-9M2022)



Nguồn: Website doanh nghiệp, PHS tổng hợp

Bán lẻ dược phẩm cho thấy tiềm năng lớn

7.51 tỷ USD lợi nhuận từ thuốc năm 2025

Hạng **17** những nước có ngành dược phát triển nhanh nhất

18.4 triệu người trên 65 tuổi vào năm 2040

Nguồn: UQVIA Institute Organization, PHS tổng hợp

BÁN LẺ HIỆN ĐẠI ĐANG TĂNG TRƯỞNG THẦN TỐC

"Thị trường Việt Nam có lợi thế để phát triển cao hơn so với các thị trường lớn trong Đông Nam Á như Singapore và Thailand" – Nick Bradstreet, Trưởng bộ phận Bán lẻ, Châu Á – Thái Bình Dương ở Savills

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

Tích cực

1. TẦNG LỚP TRUNG LƯU TĂNG TRƯỞNG NHANH TẠI VIỆT NAM SẼ GIÚP TĂNG SỨC TIÊU THỤ TRONG TƯƠNG LAI

- Việt nam sẽ có 23.2 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu vào năm 2030. Việt Nam được dự báo sẽ nằm trong nhóm các nước với số lượng người trung lưu tăng trưởng mạnh nhất trong thập kỷ hiện tại. Các nhãn hàng xa xỉ phẩm như **PNJ** sẽ được lợi rất lớn từ xu hướng này trong dài hạn.

- Việt Nam sẽ trở thành thị trường tiêu thụ lớn thứ 10 trên thế giới vào năm 2030, với tốc độ tăng trưởng xếp **thứ tư** (7.8%), theo HSBC.

2 triệu người trưởng thành tại Việt Nam có thể sở hữu ít nhất 500 nghìn USD vào cuối thập kỷ.

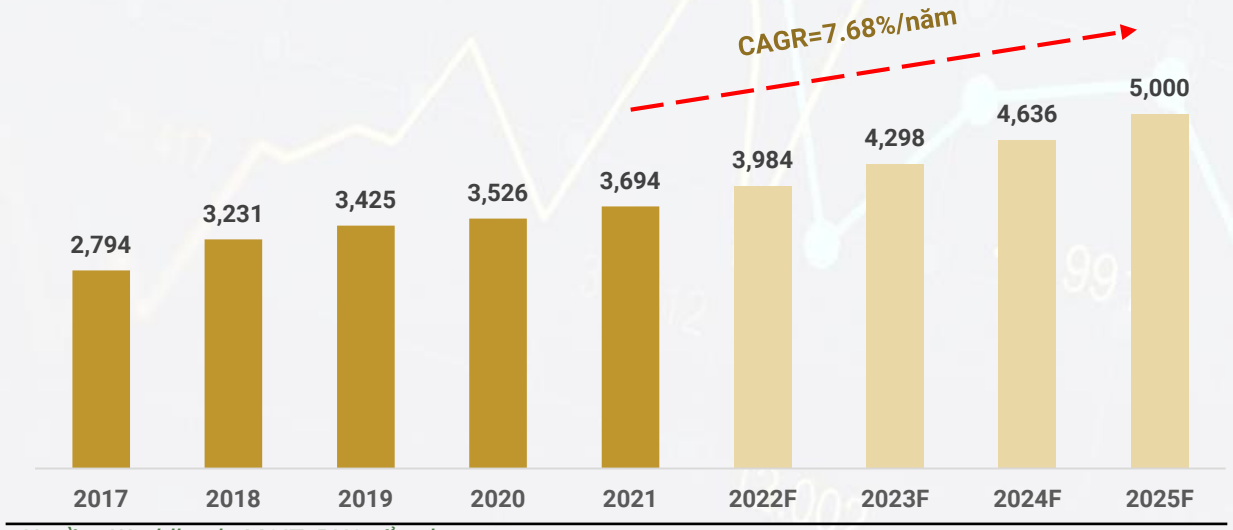
Tổng tài sản tài chính tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng 150% vào cuối thập kỷ.

Nguồn: HSBC Global, PHS tổng hợp

2. BÁN LẺ VÀ BÁN LẺ HIỆN ĐẠI NÓI RIÊNG ĐANG CHO THẤY TIỀM NĂNG TO LỚN

- **Sức mua của Việt Nam đang ngày càng gia tăng**: Theo McKinsey, trong thập kỷ kế tiếp, sẽ có thêm 36 triệu người gia nhập tầng lớp tiêu thụ của Việt Nam (được định nghĩa là người có chi tiêu hàng ngày ít nhất 11 USD theo PPP). GDP đầu người của Việt Nam cũng được dự báo sẽ đạt 5,000 đô vào năm 2025.
- **Thị trường bán lẻ của Việt Nam cực kỳ tiềm năng:** Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Bán buôn và bán lẻ tiếp tục là ngành hấp dẫn nhất đối với nhà đầu tư nước ngoài, chiếm đến 30% dự án FDI mới trong 9 tháng đầu năm 2022. Giá trị thị trường bán lẻ được dự báo sẽ tăng từ mức 142 tỷ của năm 2022 đến 350 tỷ vào năm 2025 (59% của GDP), tương đương với CAGR 35%.

GPD đầu người của Việt Nam đang tăng trưởng nhanh (USD/người)



Nguồn: Worldbank, MOIT, PHS tổng hợp

30% dự án FDI mới (hạng I) thuộc về ngành Bán buôn và bán lẻ

Trong thập kỷ kế tiếp, 36 triệu người có thể gia nhập tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam

MOIT dự báo Giá trị thị trường bán lẻ Việt Nam đạt 350 tỷ USD vào năm 2025 (59% GDP)

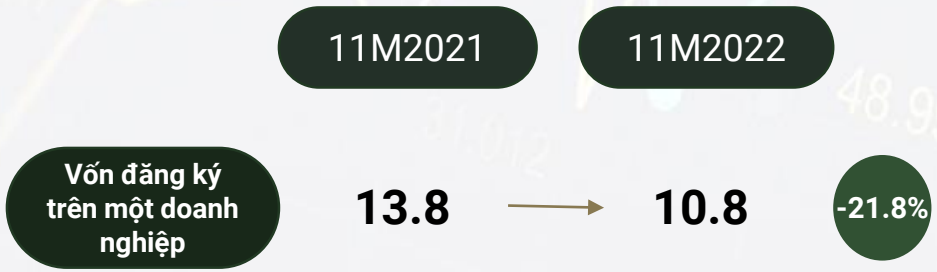
Thị trường bán lẻ F&B của Việt Nam được báo sẽ đạt 66 tỷ USD vào năm 2023.

Nguồn: FIA, McKinsey, Fitch Solutions, PHS tổng hợp

3. BÁN LẺ VÀ BÁN LẺ HIỆN ĐẠI NÓI RIÊNG ĐANG CHO THẤY TIỀM NĂNG TO LỚN

- Theo số liệu Đăng ký doanh nghiệp của MPI, trong 11 tháng đầu năm 2022, có 194,699 doanh nghiệp mới trong khi 132,339 doanh nghiệp rút lui khỏi thị trường (cao hơn 1.3 lần so với trung bình của giai đoạn 2017-2021).
- Quy mô của các doanh nghiệp mới cũng đang giảm, có thể thấy qua vốn đăng ký trung bình của một doanh nghiệp giảm từ 13.8 tỷ đồng còn 10.8 tỷ đồng. Điều này mở ra cơ hội cho các **doanh nghiệp lớn, tiềm lực mạnh** giành được thị phần từ các công ty nhỏ hơn.

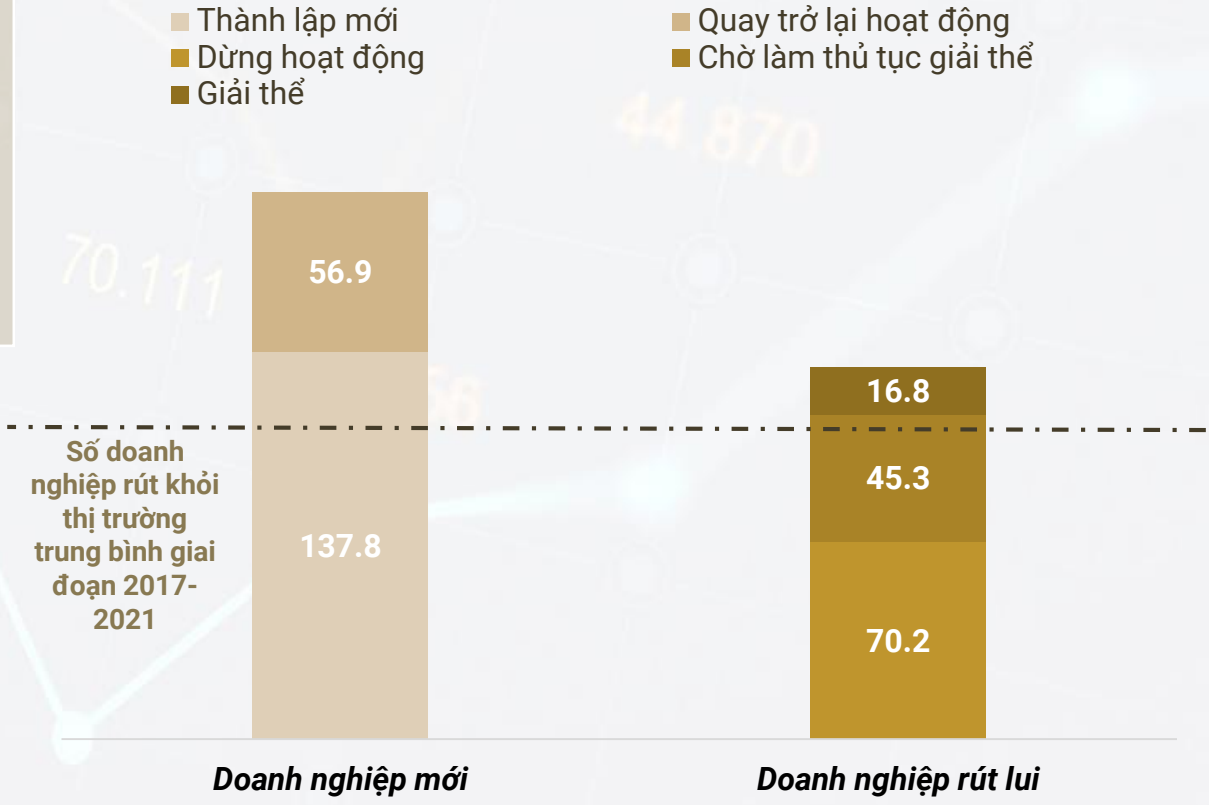
Vốn đăng ký trên một doanh nghiệp đang giảm (tỷ đồng)



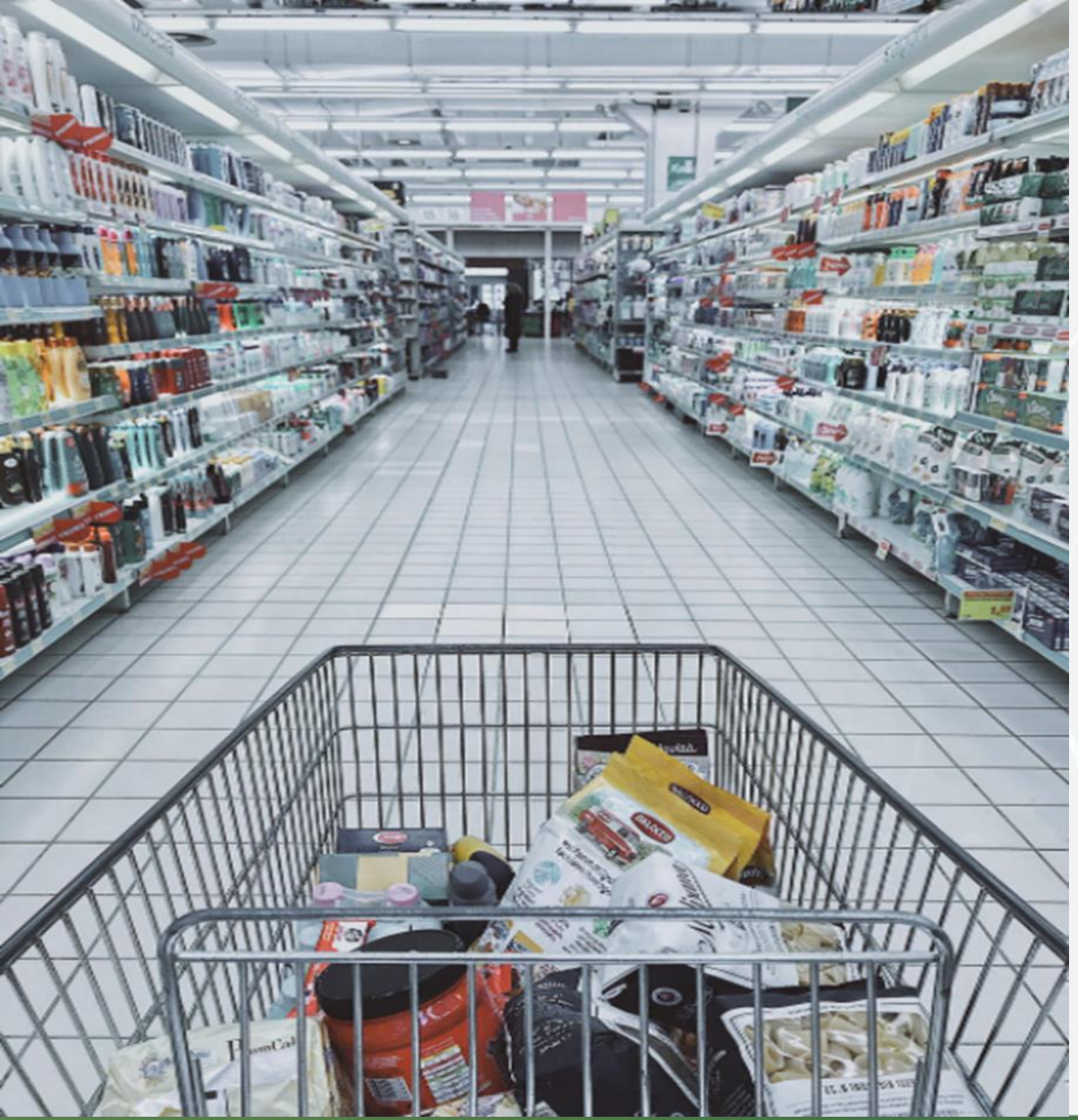
Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

Ngày càng nhiều doanh nghiệp rút khỏi thị trường

Nghìn, 11M2022



Nguồn: Dữ liệu đăng ký doanh nghiệp của MPI, PHS tổng hợp



CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

CÁC DOANH NGHIỆP NỔI BẬT TRONG NGÀNH

MWG

Hai chuỗi cửa hàng Thế giới di động và Điện Máy Xanh, chủ yếu kinh doanh các mặt hàng ICT, điện máy và điện lạnh

Chuỗi cửa hàng Bách hóa xanh, chủ yếu kinh doanh các mặt hàng thực phẩm, đồ gia dụng. Chuỗi bách hóa xanh là động lực tăng trưởng của MWG trong dài hạn.

FRT

Chuỗi cửa hàng FPT Shop, chủ yếu kinh doanh các mặt hàng ICT, đóng góp 83% tổng doanh thu FRT.

Chuỗi nhà thuốc Long Châu, chủ yếu kinh doanh sản phẩm thuốc không kê đơn và thực phẩm chức năng.

PNJ

Chuỗi cửa hàng PNJ chuyên kinh doanh mặt hàng trang sức vàng, bạc, kim cương và vàng miếng.
Mảng đồng hồ kinh doanh theo mô hình shop in shop.

DGW

DGW đứng đầu **phân phối sỉ** độc quyền các sản phẩm ICT và bắt đầu phân phối **sản phẩm gia dụng** vào 2022

PET

PET phân phối sỉ độc quyền các sản phẩm ICT (Samsung, Apple. Acer,..)

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ CÁC CỔ PHIẾU TRONG NGÀNH

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ CHO CỔ PHIẾU BÁN LẺ:

- ❖ Bán lẻ hiện đại đang chiếm thị phần của bán lẻ truyền thống.
- ❖ Bán lẻ ICT có thể sẽ chững lại do lạm phát cao trong năm 2023 và thiếu hụt nguồn cung IPhone.
- ❖ Bán lẻ dược phẩm tăng trưởng nhờ người dân bắt đầu quan tâm nhiều đến sức khỏe sau đại dịch Covid-19.
- ❖ Ngành bán lẻ của Việt Nam đang được xem là hấp dẫn và có tiềm năng tăng trưởng cao nhờ vào sự gia tăng tầng lớp trung lưu và sự phát triển của kênh bán lẻ hiện đại.

Ngành	Mã	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
	MWG	137,092	12%	3,281	-33%	141,385	3%	4,891	49%	61,000	47,000	27.2x	3.8x	30%	**Mua**
BÁN LẺ	FRT	29,135	34%	418	-6%	31,216	7%	726	73%	126,900	74,900	35.9x	7.2x	69%	**Mua**
	TỔNG	**166,227**		**3,699**		**172,601**	**4%**	**5,617**	**52%**						

CTCP ĐẦU TƯ THẾ GIỚI DI ĐỘNG (MWG)

Giá hợp lý: 61,000 VND/cổ phiếu

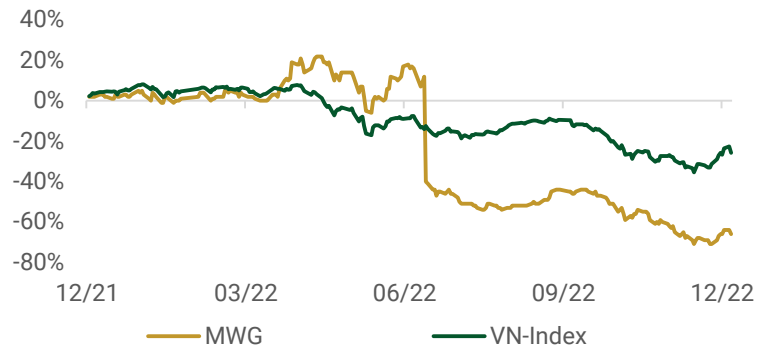
Sơ lược công ty

CTCP Đầu tư Thế giới Di động (HSX: MWG) là nhà bán lẻ hàng đầu Việt Nam, chiếm hơn 50% và 40% thị phần bán lẻ điện thoại và điện máy, với hơn 3,000 cửa hàng trên toàn quốc.

Điểm nhấn đầu tư

- **Chuỗi ĐMX và TGDĐ- bước vào ngưỡng bão hòa, muốn tăng trưởng phải giành thị phần**: MWG mở thêm trung tâm điện máy và tập trung vào phân khúc sản phẩm cao cấp hơn. Ngoài ra, MWG còn lấn sân sang thị trường Indonesia thông qua hợp tác chiến lược với Tập đoàn Erajaya để thành lập liên doanh PT Era Blue Elektronic (Era Blue) với mục tiêu 500 cửa hàng điện máy trong vòng 5 năm.
- **Bách hóa Xanh (BHX) – "làm mới" chuỗi, chuẩn bị cho IPO trong tương lai:** Ban lãnh đạo MWG cho biết Công ty tạm dừng mở rộng chuỗi BHX thay vào đó là tập trung xây dựng nền tảng backend (cải thiện không gian mua sắm, chất lượng sản phẩm,…) trong 2022 nhằm nâng cao trải nghiệm của khách hàng.
- **Chuỗi dược phẩm An Khang – tăng tốc vào năm 2023:** Công ty đã thay đổi website và cách bày trí cửa hàng. Chiến lược của công ty với chuỗi An Khang là (1) Đạt được hòa vốn vào cuối năm 2022; (2) Tăng tốc mở mới cửa hàng, mục tiêu 2,000 cửa hàng vào cuối năm sau. Mục tiêu top 3 về số lượng cửa hàng trong năm.

Biến động giá



Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022E	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	102,174	108,546	122,958	137,092	141,385
LNST (tỷ VND)	3,836	3,920	4,901	3,281	4,891
EPS (VND)	8,657	8,654	6,872	2,241	3,341
Tăng trưởng EPS (%)	29%	0%	-21%	-67%	49%
Giá trị sổ sách (VND/CP)	27,416	34,197	28,584	16,049	18,890
P/E	13.17	13.74	20.66	27.22	
P/B	4.16	3.48	4.97	3.8	
Cổ tức tiền mặt (%)	30%	10%	10%	N/A	N/A

CTCP BÁN LẺ KỸ THUẬT SỐ (FRT)

Giá hợp lý: 126,900 VND/cổ phiếu

Fpt Retail

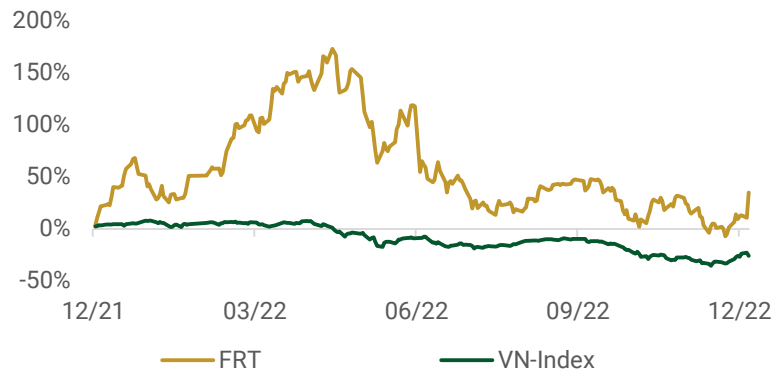
Sơ lược công ty

FPT Retail (FRT) là nhà bán lẻ lớn thứ 2 trong ngành bán lẻ điện thoại di động tại Việt Nam, chỉ sau MWG. FRT sở hữu 2 chuỗi bán lẻ là FPT Shop và F.Studio - chủ yếu kinh doanh mặt hàng ICT, riêng F.Sutdio chỉ kinh doanh sản phẩm của Apple. Một mảng kinh doanh mới của FRT từ Q1/2018 là chuỗi nhà thuốc Long Châu

Điểm nhấn đầu tư

- **FPT Shop có thể đối mặt suy yếu sức mua:** Mặc dù chuỗi có thể gặp một số khó khăn trong năm 2023 do suy yếu sức mua, công ty sẽ không bị bỏ lại bởi các đối thủ. Chuỗi đã áp dụng các chiến lược sau (1) Mở rộng chuỗi F.Studio – cửa hàng chuyên bán lẻ các sản phẩm của Apple về quy mô cửa hàng và số lượng, đồng thời nâng cao trải nghiệm của khách hàng; (2) Đẩy mạnh các điểm bán PC Gaming nhằm hoàn thiện hệ sinh thái máy tính; (3) Ghi nhận doanh thu từ nhãn hàng mới - Xiaomi, kỳ vọng doanh thu Xiaomi chiếm 7-10% tổng doanh thu ĐTDĐ; (4) Nghiên cứu, triển khai mô hình kinh doanh mạng di động ảo.
- **Chuỗi nhà thuốc Long Châu bắt đầu đạt được kết quả ấn tượng:** FRT sẽ tăng tốc mở mới cửa hàng, dự kiến mở ít nhất 3,00 cửa hàng trong 4 năm tới. Công ty đã cán mốc 1,000 cửa hàng trong tháng 12 năm 2022 (bằng 125% kế hoạch ban đầu). Doanh thu trung bình tháng một cửa hàng Long Châu trong năm 2022 đạt khoảng 1.1 tỷ VND. Hơn nữa, Long Châu sẽ tiếp tục đầu tư vào hạ tầng và hệ thống logistics để đảm bảo tốc độ tăng trưởng nhanh chóng sô lượng cửa hàng, tối ưu hàng hóa đồng thời tập trung quản lý chất lượng.

Biến động giá



Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022E	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	16,634	14,661	22,495	29,135	31,216
LNST (tỷ VND)	204	10	444	418	726
EPS (VND)	2,612	266	5,618	3,532	4,400
Tăng trưởng EPS (%)	-47%	-90%	2012%	-37%	25%
Giá trị sổ sách (VND/CP)	16,198	15,512	21,262	17,600	16,913
P/E	8.06	120.30	17.84	35.93	
P/B	1.3	2.1	4.7	7.2	
Cổ tức tiền mặt (%)	8%	10%	5%	N/A	N/A

NGÀNH THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

Lội ngược dòng nước

- NGÀNH THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG 1H2023
- TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG
- CÔNG TY NỔI BẬT

Trí Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Bán lẻ, Thực phẩm đồ uống

NGÀNH THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG 1H2023

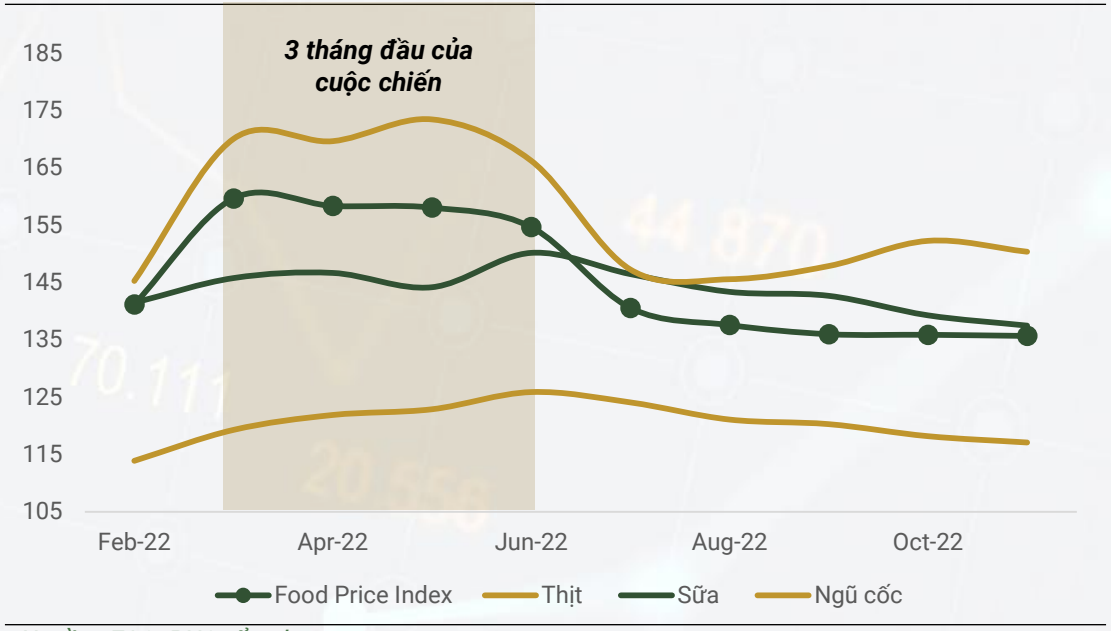
Bền bỉ

ÁP LỰC GIÁ NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO HẠ NHIỆT TRONG 2H2022

Giá nguyên liệu đầu vào leo thang 1H2022 (% thay đổi)

Nguồn: Bloomberg, Globaldairytrade, PHS tổng hợp

… dẫn tới giá thực phẩm cũng tăng mạnh



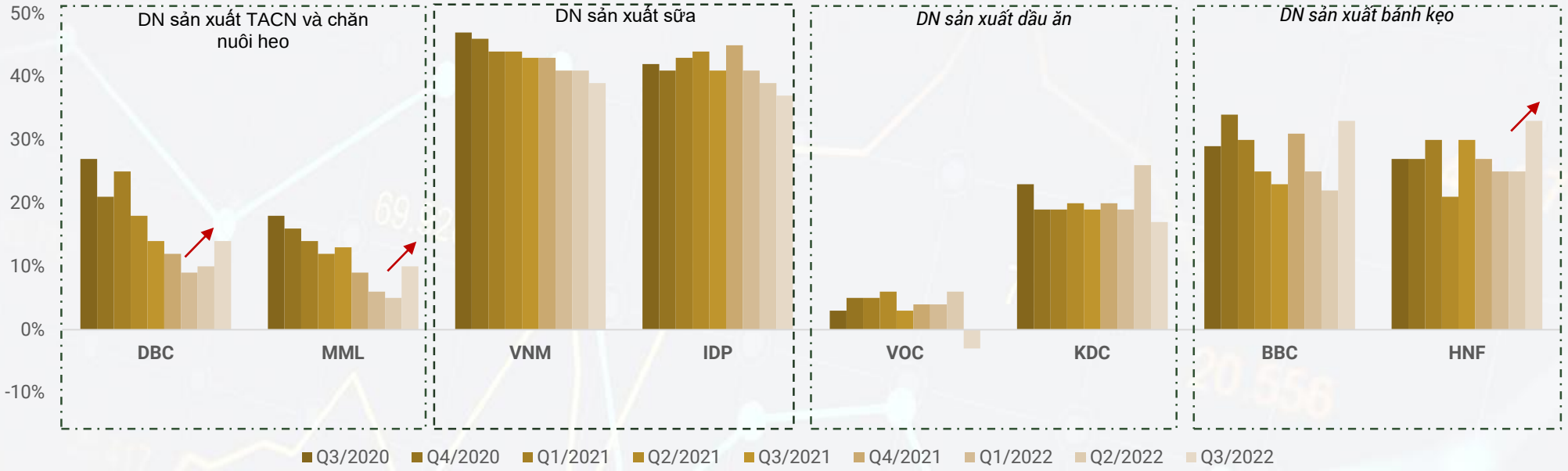
Nguồn: FAO, PHS tổng hợp

- Cuộc xâm lược Ukraine của Nga đã đặt an ninh lương thực của nhiều nước vào tình trạng báo động bởi vì 2 nước này chiếm 30% xuất khẩu lúa mỳ và 20% xuất khẩu ngô và đại mạch. Cả 2 cũng cung cấp 80% lượng dầu hướng dương trên toàn thế giới.

- Việc tăng giá nguyên liệu nông nghiệp đầu vào đột ngột đã khiến cho giá thực phẩm tăng nhanh chóng. Tuy nhiên, dường như giá nguyên vật liệu và thực phẩm đã đạt đỉnh trong 3 tháng đầu tiên của cuộc chiến nhờ vào Hành lang xuất khẩu ngũ cốc và chính sách Zero-Covid của Trung Quốc.

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP ĐANG ĐƯỢC CẢI THIỆN

Một số công ty đã thấy biên lợi nhuận gộp bật lên trở lại từ vùng đáy.



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

- Mặc dù, doanh thu các doanh nghiệp trong ngành F&B tăng nhờ sức mua phục hồi sau đại dịch nhưng không đủ "bù đắp" giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh, khiến biên lãi gộp của các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm sụt giảm trong Q1/2022 so với các quý trước. Đặc biệt, các doanh nghiệp sản xuất thức ăn chăn nuôi, chăn nuôi heo, sản xuất sữa, sản xuất bánh kẹo, sản xuất dầu ăn– chịu ảnh hưởng nặng nề hơn do giá bán tăng không đủ bù đắp được giá chi phí nguyên liệu tăng nhanh hơn.

- Tuy nhiên, đã có các dấu hiệu cho thấy việc hồi phục biên lợi nhuận, theo như trong hình. Có thể thấy, biên lợi nhuận có vẻ đã đạt đáy và đang hồi phục từ đó.

XU HƯỚNG TIÊU DÙNG GIỮA LẠM PHÁT

Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Phu Hung SECURITIES

Người tiêu dung đang cắt giảm chi tiêu

- Trong bối cảnh lạm phát, người tiêu dùng có xu hướng sẵn sàng **chi trả nhiều hơn cho ngành hàng tiêu dùng thiết yếu**, đặc biệt là thực phẩm và đồ uống.
- Tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa trong từng ngành hàng thực phẩm và đồ uống trong thời kỳ lạm phát. Cụ thể, sức mua sản phẩm cao cấp sẽ bị hạn chế. Theo Euromonitor, chỉ có 8% người tiêu dùng toàn cầu chi trả các sản phẩm có giá cao trong năm 2022

Nếu được lựa chọn, người tiêu dùng sẽ chọn size lớn hơn để đối phó với giá cả gia tăng.

Nếu giá nguyên vật liệu thô tăng mạnh với các nhà sản xuất thực phẩm, vật dụng gia đình và cá nhân, bạn sẽ muốn họ làm gì?

27%
Tung ra size kinh tế để giúp tiết kiệm chi tiêu.

17%
Sử dụng vật liệu đóng gói rẻ tiền hơn.

12%
Giữ nguyên chất lượng sản phẩm và tăng giá.

Nguồn: NielsenIQ Consumer Outlook Survey June 2022, PHS tổng hợp

CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT CẦN THAY ĐỔI TRONG LẠM PHÁT

Tung ra sản phẩm mới

Số lượng sản phẩm mới góp vào doanh thu nhãn hàng **> 35%**

Đưa ra các sáng kiến mới

% sáng kiến mới đóng góp vào doanh thu nhãn hàng **> 45%**

Cải tiến các sản phẩm hiện hữu

% "Làm mới" sản phẩm đóng góp vào doanh thu nhãn hàng **> 25%**

Thương hiệu ORION C'est đưa ra sản phẩm mới, nhấn mạnh "Ăn sáng và bữa ăn tiện lợi" – gửi thông điệp để tạo ra các thưởng thức mới cho sản phẩm thay vì trước đây loại sản phẩm phục vụ cho những dịp ăn nhẹ.

→ **+8%** tiêu dùng sản phẩm này vào buổi sáng

MNS đã tung ra sản phẩm "7 bữa sáng CHINSU" với từng loại phở/miến/mỳ với hương vị thơm ngon

→ **65%** tăng chi tiêu cho sản phẩm này vào buổi sáng và giúp phục hồi thương hiệu

KOKOMI tung ra gói lớn hơn 90gr (sản phẩm trước đây chỉ từ 65gr -75gr).

→ Đóng góp **+72%** sản lượng tiêu thụ trong 2 năm qua

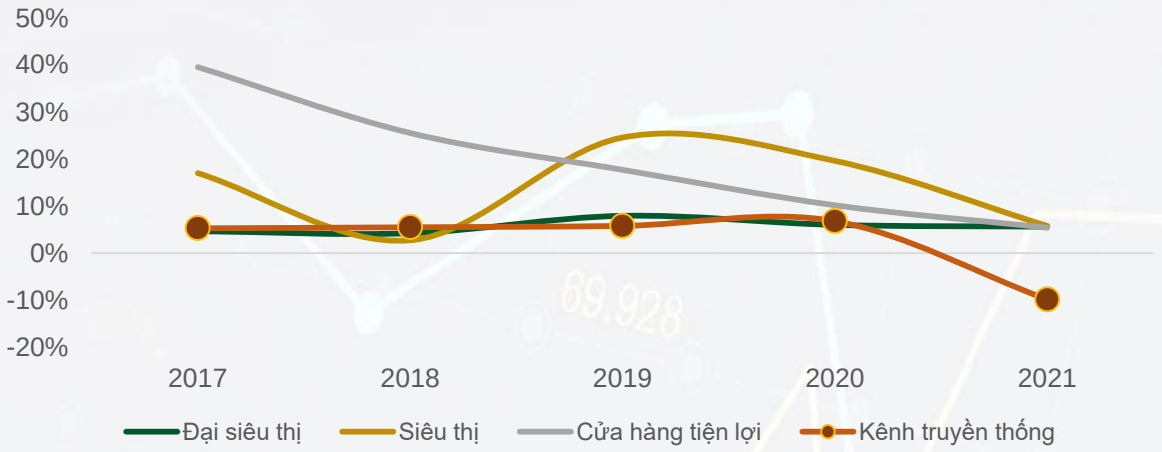
- Theo Kantar, trong bối cảnh lạm phát năm 2008, một số doanh nghiệp đã giành thêm thị phần từ các sản phẩm mới.
- MCH là doanh nghiệp duy trì mức biên lãi gộp trong 2021 và Q3/2022 nhờ công ty luôn tung ra những phát kiến mới phù hợp với xu hướng của người tiêu dùng dù giá nguyên liệu đầu vào tăng.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

Lạc quan

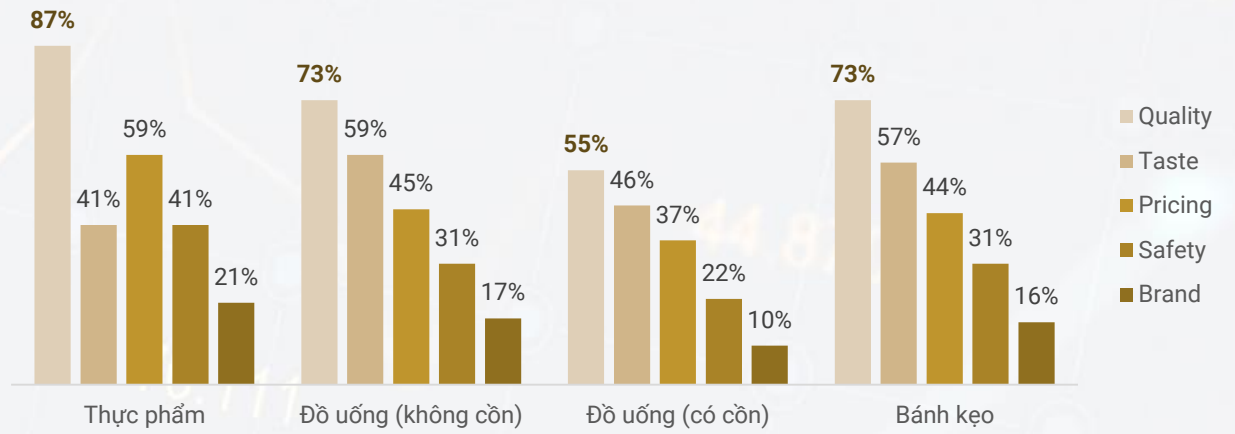
ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Các kênh hiện đại đang dẫn đầu (%tăng trưởng YoY).



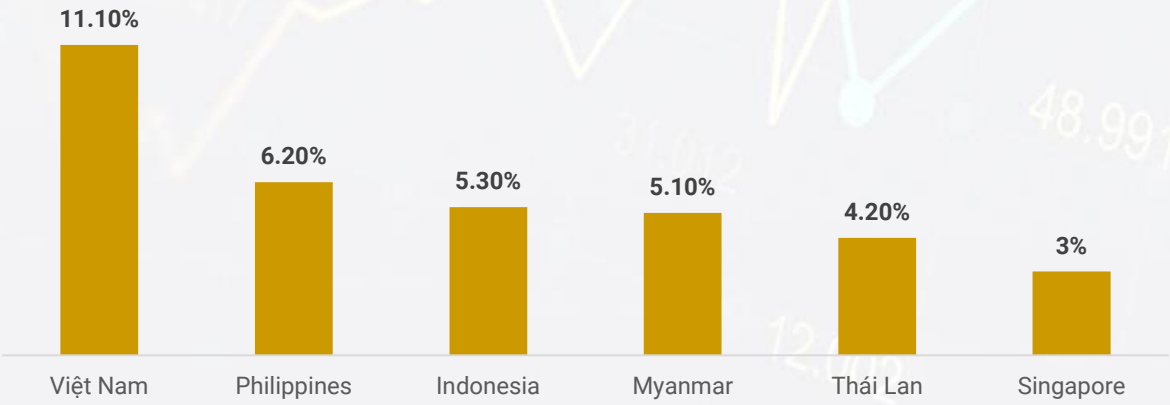
Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Chất lượng là yếu tố cân nhắc hàng đầu



Nguồn: Deloitte's Vietnam Consumer Survey (2021), PHS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng chi tiêu dùng bình quân đầu người tại Việt Nam sẽ đứng đầu trong khu vực niên độ 2021-2023F.



Nguồn: EIU, PHS tổng hợp

- Bán lẻ hiện đại đang dần thay thế kênh truyền thống, như ta thấy trên biểu đồ. Các sản phẩm bán tại đây chủ yếu là đồ khô và hàng đóng gói với chất lượng đồng nhất → Cơ hội cho các công ty sản xuất, bán lẻ lớn như **MSN, MWG.**
- Như chúng ta có thể thấy từ Khảo sát người tiêu dùng Việt Nam 2021 của Deloitte, Chất lượng được xem là yếu tố quan trọng nhất trong quá trình ra quyết định mua hàng. Tuy nhiên, không có nghĩa là giá cả không quan trọng bởi vì nó luôn nằm trong top 3 những yếu tố cân nhắc hàng đầu.
- Đúng hơn, người tiêu dùng đang đánh đổi giữa chất lượng và giá cả. Điều này mở ra cơ hội cho các nhà sản xuất thực phẩm lớn bởi vì chất lượng của họ cao hơn về mặt lợi ích sức khỏe và an toàn vệ sinh thực phẩm.

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Các nhà sản xuất và nhà bán lẻ thay đổi danh sách sản phẩm / phương thức phân phối để đáp ứng xu hướng mới của người tiêu dùng "hậu Covid-19".

1. Sự lên ngôi của các sản phẩm hữu cơ

VNM tiên phong sản xuất sữa Organic

Mô hình trồng rau hữu cơ của MWG

2. Gia tăng tiêu thụ các thực phẩm tươi sống

MSN tăng cường bán sản phẩm thịt mát

BHX tăng cường bán sản phẩm tươi sống

3. Chi tiền nhiều hơn vào các sản phẩm chất lượng

Ưu chuộng thịt mát Meatdeli và dòng sản phẩm gia vị cao cấp của MSN , dù giá cao từ 20-30% so với chợ truyền thống.

4. Cá nhân hóa chế độ dinh dưỡng

Tung ra những sản phẩm thu hút giới trẻ như nước tăng lực, trà sữa đóng chai

5. Sự phát triển của Ecommerce

Phát triển BHX online

MSN hợp tác với Alibaba nhằm phát triển nền tảng online

6. Sản xuất hướng đến tính bền vững

Các DN sản xuất như VNM, SAB cam kết tiết kiệm năng lượng, bảo vệ môi trường

CÔNG TY NỔI BẬT

CÁC DOANH NGHIỆP DẪN ĐẦU TRONG NGÀNH THỰC PHẨM ĐỒ UỐNG

MSN

Masan Consumer Holding (MCH) – công ty con của Tập đoàn Masan, chuyên sản xuất thực phẩm thiết yếu cho người tiêu dùng như gia vị, thực phẩm đóng gói, đồ uống, v.v. MCH là động lực tăng trưởng ngắn hạn của MSN Group

Masan MeatLife (MML) - công ty con của Tập đoàn Masan, chuyên sản thịt mát có thương hiệu (MeatDeli và 3F Việt).

KDC

Kido Group (KDC) - hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất dầu ăn, kem và nước giải khát. Công ty dẫn đầu thị trường kem và đứng thứ 2 trong thị trường dầu ăn.

VNM

Vinamilk (VNM) – công ty sản xuất sữa lớn nhất cả nước, cung cấp khoảng 1.2 triệu tấn sữa/ năm, cung ứng trên 60% nhu cầu tiêu thụ tại Việt Nam.

SAB

Sabeco (SAB) – công ty sản xuất bia, rượu, nước giải khát lớn nhất cả nước (40% thị phần), với những sản phẩm có thương hiệu nổi tiếng lâu đời như Bia 333, Bia Sài Gòn,..

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ CÁC CỔ PHIẾU TRONG NGÀNH

Ngành	Mã	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
Thực phẩm và đồ uống	VNM	62,430	3%	9,672	-9%	66,661	7%	10,876	12%	84,300	77,600	18.2x	4.9x	9%	**Nắm giữ**
	SAB	33,400	27%	5,858	49%	36,833	10%	5,559	-5%	175,400	179,000	19.2x	4.5x	-2%	**Nắm giữ**
	Tổng	**95,830**		**15,530**		**103,494**	**8%**	**16,435**	**6%**						

CÔNG TY CỔ PHẦN SỮA VIỆT NAM(VNM)

Giá hợp lý: 84,300 VND/cổ phiếu

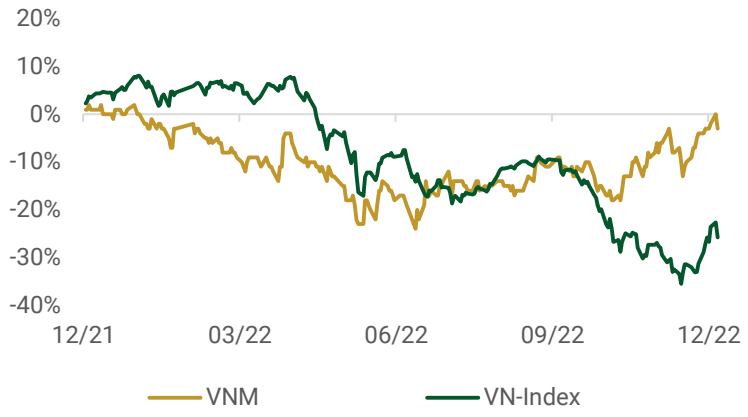
Sơ lược công ty

Vinamilk hiện đang là công ty dẫn đầu về ngành sữa với hơn 55% thị phần toàn ngành. Công ty cũng đang sở hữu hàng loạt lợi thế về mạng lưới phân phối, sức mạnh thương hiệu, khả năng sản xuất vượt trội so với các đối thủ trong ngành.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ **Công ty đang tích cực mở rộng năng lực sản xuất:** Công ty đang ngày càng tích cực đẩy mạnh mở rộng năng lực sản xuất, đa dạng hóa chuỗi nguyên vật liệu cả về chiều rộng lẫn chiều sâu.
- ✓ **Mở rộng thị trường xuất khẩu:** VNM đang tập trung đẩy mạnh các thị trường Châu Á và Châu Phi thông qua hoạt động liên doanh.
- ✓ **Mảng thịt bò mang lại tiềm năng tăng trưởng 2 con số:** Tổng công ty Chăn nuôi Việt Nam (Vilico), công ty con của Vinamilk, đã phê duyệt kế hoạch thực hiện dự án bò thịt liên doanh với Tập đoàn Sojitz của Nhật Bản, dự kiến phân phối ra thị trường vào cuối năm 2023.

Biến động giá cổ phiếu



Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022E	2023F
Doanh thu (tỷ VND)	37,354	77,218	88,629	62,430	66,661
LNST (tỷ VND)	6,365	1,395	10,101	9,672	10,876
EPS (VND)	4,754	1,056	7,325	4,628	5,204
Tăng trưởng EPS (%)	4%	-78%	594%	2%	12%
Giá trị sổ sách (VND/CP)	36,597	13,634	28,069	17,313	17,990
P/E	21.27	22.81	18.88	18.21	
P/B	7.6	6.8	5.0	4.9	
Cổ tức tiền mặt (%)	10%	10%	12%	N/A	N/A

NGÀNH DẦU KHÍ

Cơ hội giữa những bất định

- NỖI LO SUY THOÁI LÀM GIẢM BỚT ÁP LỰC GIÁ DẦU
- TỪ THƯỢNG NGUỒN ĐẾN HẠ NGUỒN
- CỔ PHIẾU ƯA THÍCH CỦA CHÚNG TÔI

Nhân Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Dầu khí, Điện

NỖI LO SUY THOÁI LÀM GIẢM BỚT ÁP LỰC GIÁ DẦU

Giá dầu tiếp tục đà giảm mạnh

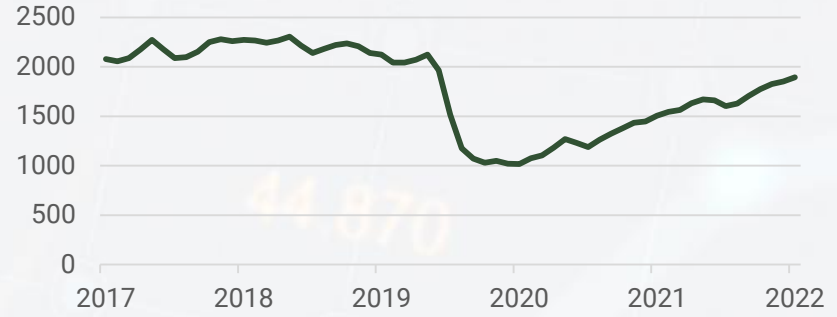
NỖI LO SUY THOÁI LÀM GIẢM BỚT ÁP LỰC GIÁ DẦU KỂ TỪ KHI XUNG ĐỘT NỔ RA Ở ĐÔNG ÂU

Cho đến cuối năm 2022, Covid-19 không còn là nỗi ám ảnh đối với nền kinh tế toàn cầu, do đó nhu cầu năng lượng nhanh chóng quay trở lại mức trước đại dịch và nhu cầu dầu khí cũng tương tự. Nó thậm chí đã vượt qua nguồn cung vốn đã bị sụt giảm mạnh do căng thẳng dai dẳng ở Đông Âu và các lệnh trừng phạt nghiêm khắc đối với Nga đang gia tăng. Giá dầu thô có thời điểm tăng lên mức cao nhất trong 13 năm qua ở 139 USD/thùng. Tình hình chỉ hạ nhiệt ở một mức độ nào đó khi thế giới có nguy cơ bước vào một cuộc suy thoái, khi các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới, đặc biệt là Cục Dự trữ Liên bang, đã đẩy nhanh việc nâng lãi suất để đối phó với lạm phát tồi tệ nhất trong nhiều thập kỷ.

Tính đến hết tháng 11/2022, giá dầu thô giảm bình quân 2.55% (MoM) và tiếp tục đà giảm mạnh kể từ tháng 7/2022 do kinh tế toàn cầu trì trệ khi lạm phát gia tăng. Trước tình hình ảm đạm, tháng 10/2022, các thành viên OPEC+ đã thống nhất duy trì mức giá cao bằng cách chủ động cắt giảm mục tiêu sản lượng 2 triệu thùng/ngày, động thái này đi ngược lại lời hứa trước đó nhưng có tác động hạn chế đến sản lượng và giá dầu toàn cầu, vì thị trường đã tính đến kỳ vọng rằng OPEC+ sẽ không đạt được các mục tiêu sản xuất trước đó của họ.

Chúng tôi dự đoán giá dầu thô trung bình năm 2023 có thể là 90 USD/thùng khi xét đến khả năng bất ổn về nguồn cung có thể xảy ra trong bối cảnh căng thẳng leo thang ở châu Âu. Giá cao hơn dự kiến có thể xuất phát từ sự gián đoạn nguồn cung nghiêm trọng do EU áp trần giá dầu của Nga và các lệnh cấm tiếp theo đối với dầu thô vận chuyển bằng đường biển và các sản phẩm dầu mỏ từ nước này. Tuy nhiên, tình hình này sẽ thuận lợi cho các dự án thượng nguồn ở Việt Nam và ngành vận tải Dầu khí, nhưng cũng làm giảm biên lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu ở hạ nguồn do cơ chế giá bán hiện tại không thể bắt kịp với những biến động sâu rộng trên thị trường xăng dầu.

Tổng số giàn khoan dầu toàn cầu



(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

Giá dầu thô Brent

(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

TỪ THƯỢNG NGUỒN ĐẾN HẠ NGUỒN

Cơ hội & bất định

THƯỢNG NGUỒN: NHIỀU CẢI CÁCH CHÍNH SÁCH ĐƯỢC ĐƯA RA KHI NHIỀU DỰ ÁN LỚN LIÊN TỤC BỊ TRÌ HOÃN

Tại Việt Nam, nguồn cung dầu thô và khí đốt tự nhiên sẽ giảm do trữ lượng của nhiều mỏ đang cạn kiệt trong những năm gần đây, nhưng việc phát triển các dự án mới gặp trở ngại nghiêm trọng về chính sách cũng như địa chính trị.

Mỏ Sư Tử Trắng tại bể Cửu Long - ĐANG THỰC HIỆN: GAS hoàn thành Giai đoạn 2A đảm bảo cung cấp 63 triệu thùng condensate và 193 tỷ m3 khí tự nhiên vào cuối năm 2025, công ty cũng công bố sẽ thực hiện Giai đoạn 2B của mỏ Sư tử trắng ngoài khơi miền nam Việt Nam giai đoạn 2020 - 2035.

Dự án Lô B-Ô Môn – ĐÃ TẠM NGƯNG: tiếp cận trữ lượng khí lớn trên 3 lô ở bể Malay-Thổ Chu, Lô B. Riêng lô B được ước tính có trữ lượng gần 4tcf và có sản lượng sản xuất khoảng 5bcm. Tuy nhiên, dự án có thể bị hoãn đến cuối năm 2026 do các bên tham gia chưa đàm phán xong Hợp đồng mua bán khí và dự án nhiệt điện khí Ô Môn III, Ô Môn IV nhằm tiêu thụ sản lượng khí của Lô B vẫn đang chờ Quyết định đầu tư cuối cùng (FID).

Cá Voi Xanh – ĐÃ TẠM NGƯNG: được ước tính có trữ lượng 150bcm, dự án nằm ở Lô 118, ngoài khơi bể Sông Hồng. Đây được kỳ vọng là mỏ khí đốt lớn nhất của Việt Nam và ban đầu được lên kế hoạch cung cấp khoảng 10% nhu cầu sản xuất điện ngày càng tăng của đất nước. ExxonMobil đã thăm dò được Cá Voi Xanh cách đây một thập kỷ và nắm giữ 63.75% cổ phần của mỏ trong mối quan hệ liên doanh với PetroVietnam, tuy nhiên từ đó đến nay dự án đã bị đình chỉ cho đến gần đây ngày 07 tháng 12 năm 2021, ExxonMobil trở lại và xác nhận tiếp tục tiến hành công việc chuẩn bị cho dự án. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn đánh giá tương lai của dự án này là bất định cho đến khi có thêm thông tin cập nhật từ các bên.

Vì vậy, nhiều cải cách chính sách đã được đưa ra trong Luật Dầu khí sửa đổi và có hiệu lực từ tháng 7/2023 nhằm tháo gỡ khó khăn cho thượng nguồn. Các điểm chính như sau:

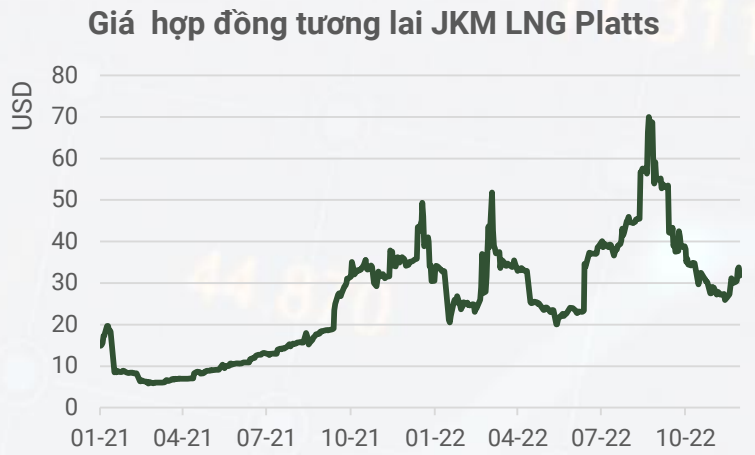
1. Thời hạn	1. Thời hạn hợp đồng dầu khí được kéo dài thêm 5 năm thành 30 năm (đối với lô/mỏ thông thường) và 35 năm (đối với lô/mỏ ưu đãi đầu tư) 2. Thời hạn hợp đồng dầu khí có thể được kéo dài thêm nhưng không quá 5 năm
2. Khuyến khích	1. Thuế suất thuế thu nhập: 25% - 32% (giảm so với trước đây là 32% - 50%) 2. Thuế suất thuế xuất khẩu thô: 5% - 10% (giảm so với mức cũ 10%) 3. Tỷ lệ thu hồi chi phí tối đa: 70% - 80% (tăng so với trước đây là 50% - 70%)
3. Phi tập trung hóa	1. Thủ tướng quyết định những vấn đề quan trọng 2. Phần còn lại, trong từng giai đoạn, được phân cấp cho cơ quan nhà nước có thẩm quyền tương ứng, đặc biệt là HĐQT của PVN/PVEP phụ trách công tác thăm dò, khai thác của PVN/PVEP Căn cứ pháp lý cần thiết để rút ngắn quy trình thẩm định, phê duyệt dự án

TRUNG NGUỒN: NHẬP KHẨU LNG LÀ GIẢI PHÁP CHO VẤN ĐỀ AN NINH NĂNG LƯỢNG TRONG TƯƠNG LAI

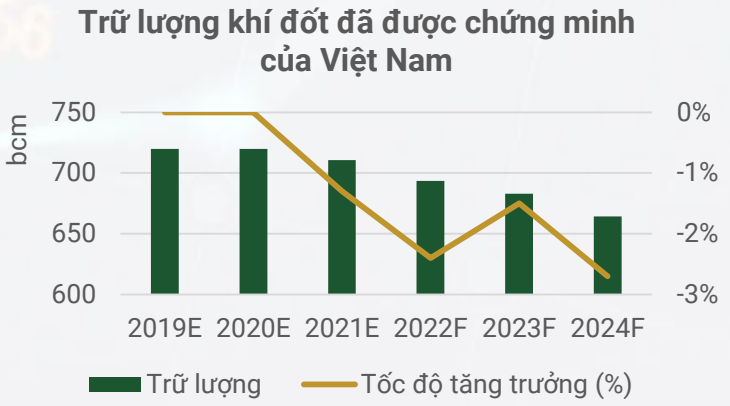
Việt Nam có kế hoạch nhập khẩu LNG lần đầu tiên vào năm 2023 và coi đây là giải pháp để giảm phát thải carbon cũng như đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia về lâu dài. Tuy nhiên, nguồn cung LNG trên toàn cầu đang bị thắt chặt và hầu hết sản lượng của các nhà sản xuất lớn như Qatar bị ràng buộc trong các hợp đồng dài hạn, chủ yếu dành cho các khách hàng châu Á, đặc biệt là Nhật Bản và Hàn Quốc. Do đó, chúng tôi cho rằng kế hoạch sử dụng LNG tại Việt Nam sẽ bị hoãn lại trong ngắn hạn do nguồn cung thiếu hụt và giá LNG tăng đột biến trong thời gian gần đây.

Dự án LNG đầu tiên - LNG Thị Vải tại tỉnh Vũng Tàu, hoàn thành vào năm 2023 sẽ cung cấp cho 2 nhà máy nhiệt điện LNG là Nhơn Trạch 3 và 4 (1500MW) đang được triển khai. Bên cạnh đó, PVGas cũng đặt ra dấu mốc quan trọng khi ký kết Thỏa thuận liên doanh với Công ty Cổ phần AES để phát triển dự án LNG Sơn Mỹ, phục vụ cho Tổ hợp Nhiệt điện Sơn Mỹ (4250MW). LNG Sơn Mỹ, sau khi đi vào hoạt động từ năm 2025, cùng với LNG Thị Vải và nhiều dự án khác sẽ tạo nên tương lai của ngành năng lượng của Việt Nam.

Công trình xây dựng LNG Thị Vải
(Nguồn: PVGas, PetroTimes)



(Nguồn: CME, PHS tổng hợp)

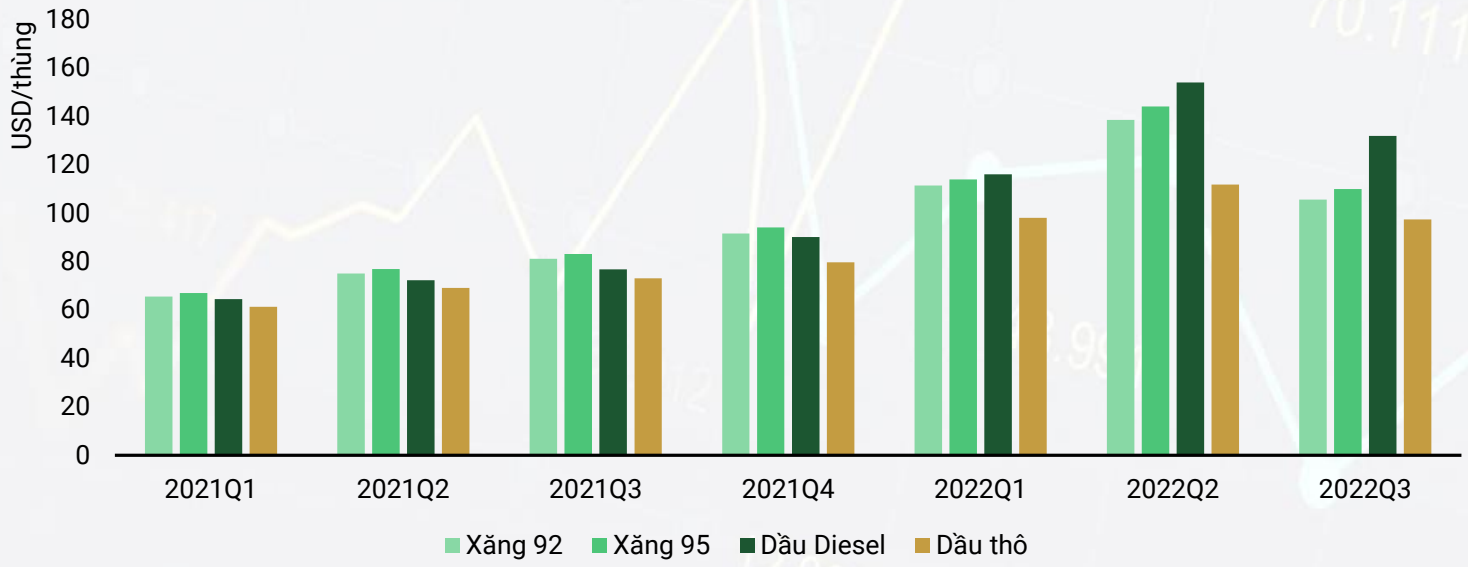


(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

TRUNG NGUỒN: BIÊN LỌC DẦU CỦA CÁC LOẠI XĂNG ĐANG TRỞ LẠI MỨC BÌNH THƯỜNG SAU KHI BÙNG NỔ, NHƯNG CÁC CÔNG TY LỌC DẦU VẪN ĐƯỢC HƯỞNG LỢI ĐÁNG KỂ TỪ DẦU DIESEL

Theo EIA dự báo, việc nguồn cung dầu sẽ có thể theo kịp mức tiêu thụ trên toàn thế giới và ổn định cán cân cung cầu. Tuy nhiên, nhiều khả năng căng thẳng tại châu Âu sẽ tiếp diễn trong ngắn và trung hạn, và có thể dẫn đến hỗn loạn các dòng chảy dầu khí và làm cho giá dầu thô tiếp tục ở mức cao (90 USD/thùng vào năm 2023). Giá dầu thô đầu vào bất lợi cuối cùng sẽ làm giảm biên lọc dầu của các sản phẩm xăng dầu khi tình trạng thiếu hụt xăng dầu đang giảm dần. Tuy nhiên, các nhà máy lọc dầu có thể tiếp tục củng cố Biên lợi nhuận của họ nhờ biên lọc dầu cao của DO, hiện đang được sử dụng để bù đắp cho việc thiếu khí khô để sản xuất điện. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành mà cụ thể là BSR đã đạt đỉnh nhưng sẽ duy trì ở mức cao trong ngắn hạn.

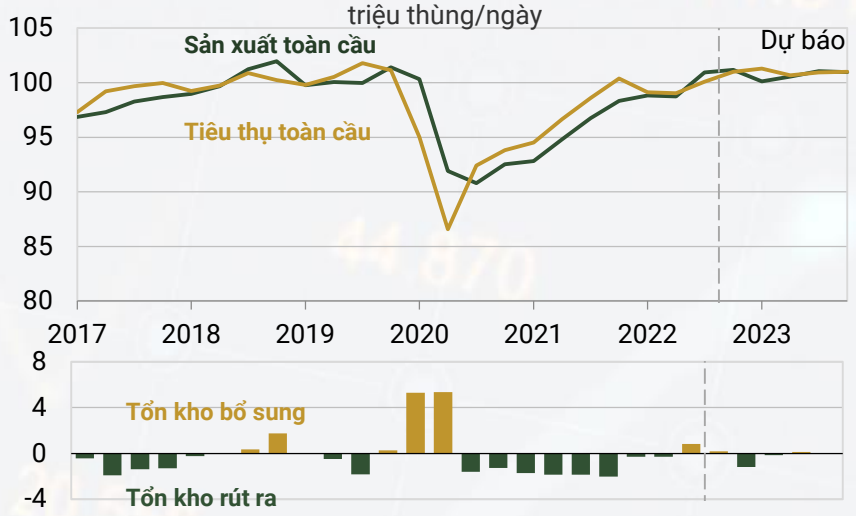
Giá các sản phẩm chính (*) so với giá dầu thô đầu vào



(Nguồn: Bloomberg, BSR, PHS tổng hợp)

(*) Giá xăng dầu trên thị trường Singapore do Bộ Công Thương Việt Nam thông báo.

Cán cân sản xuất và tiêu thụ dầu trên toàn cầu



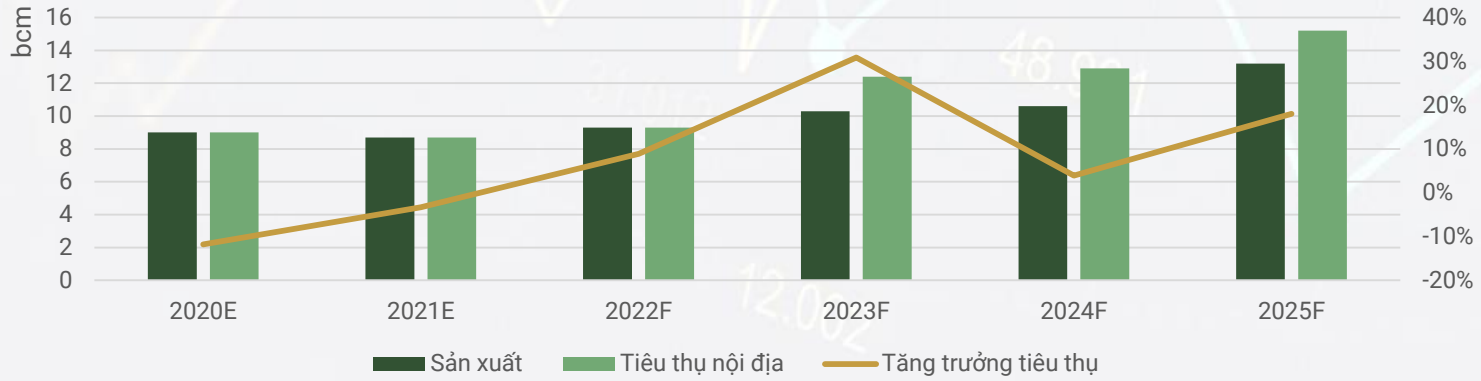
(Nguồn: EIA, PHS tổng hợp)

TRUNG NGUỒN: SỰ CHUYỂN DỊCH CỦA DÒNG CHẢY DẦU KHÍ ĐÃ ĐẨY GIÁ CƯỚC TÀU CHỞ LÊN CAO ĐỘT BIẾN VÀ THẮP SÁNG HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CHỦ TÀU

Cước tàu vận chuyển dầu thô đã tăng vọt kể từ sau chiến tranh ở Ukraine, như thể hiện trên Baltic Dirty Index, chỉ số này đã liên tục leo lên mức cao mới trong thời gian gần đây (đạt 2,500 vào tháng 11 năm 2022). Sự gia tăng đột biến được cho là do lệnh cấm phần lớn dầu mỏ của Nga được các nhà lãnh đạo EU áp đặt đã làm thay đổi dòng chảy dầu mỏ toàn cầu ở mức độ chưa từng thấy, dòng chảy trước đây từ Nga sang châu Âu (thông qua hệ thống đường ống) giờ đã biến thành các chuyến tàu vận chuyển đến các quốc gia Châu Á, chủ yếu là Trung Quốc và Ấn Độ. Chúng tôi kỳ vọng cước tàu dầu cao sẽ được củng cố trong thời gian tới do đội tàu chở dầu của Nga vẫn bị cô lập khỏi hoạt động vận tải quốc tế do lệnh cấm vận bảo hiểm và phí bảo hiểm chiến tranh cao.

Vận chuyển khí hóa lỏng cũng là điểm nổi bật trong bức tranh lớn. Trên toàn cầu, sự gián đoạn nghiêm trọng của hệ thống đường ống dẫn khí hiện tại (ví dụ: Nordstream,…) đã dẫn đến việc tìm kiếm LNG như một giải pháp thay thế. Tại Việt Nam, các chủ tàu khổng lồ, điển hình là PVT, đang đứng trước cơ hội chưa từng có để tăng trưởng vượt bậc trong lĩnh vực này khi Tổ hợp LNG đầu tiên – LNG Thị Vải đang được đẩy nhanh tiến độ và dự kiến đi vào hoạt động năm 2023, sau đó là LNG Sơn Mỹ tại 2025. Cả hai dự án sẽ cung cấp nhiên liệu cho các nhà máy điện sử dụng LNG đang được phát triển trên toàn quốc

Mức tiêu thụ khí sẽ vượt qua nguồn cung vào năm 2023 nhờ sự xuất hiện của LNG



(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

Baltic Dirty Index

(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

Baltic Clean Index

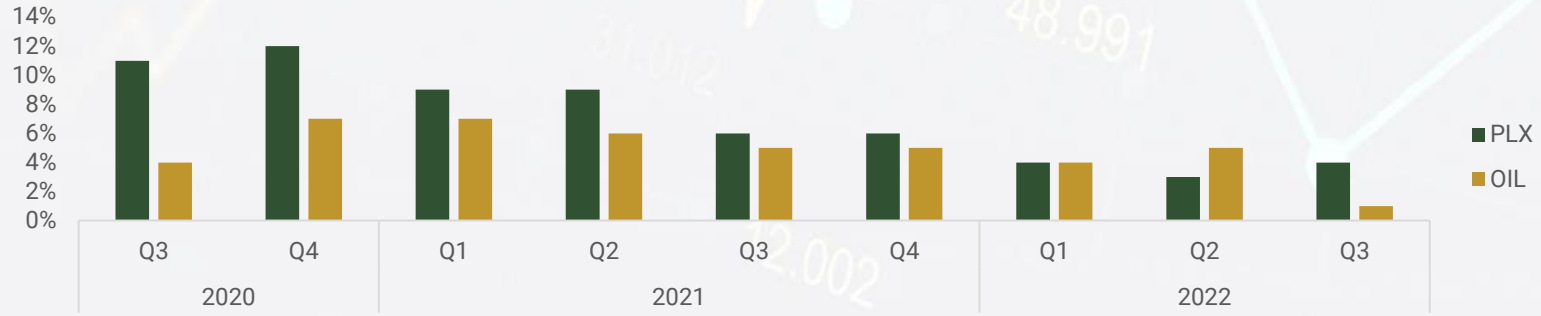
(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp)

HẠ NGUỒN: BIẾN ĐỘNG GIÁ BẤT THƯỜNG ĐÃ BÀO MÒN LỢI NHUẬN CỦA CÁC CÔNG TY PHÂN PHỐI TRONG BỐI CẢNH THIẾU VẮNG CƠ CHẾ THỊ TRƯỜNG

Giá xăng dầu trong nước đang chịu áp lực tăng cao sau khi giá dầu thế giới tăng mạnh và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn bị gián đoạn sản xuất do các vấn đề tài chính. Dù đã vận hành tối đa 2 nhà máy lọc dầu duy nhất là Bình Sơn và Nghi Sơn, Việt Nam vẫn đối mặt với tình trạng thâm hụt nguồn cung trầm trọng và phải phụ thuộc vào nhập khẩu để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng ở hiện tại và trong giai đoạn tới. Điều này cũng có nghĩa là các công ty xăng dầu có thể chịu thiệt hại đáng kể từ việc USD tăng giá so với VND cùng với việc lãi suất đang tăng nhanh trên thế giới.

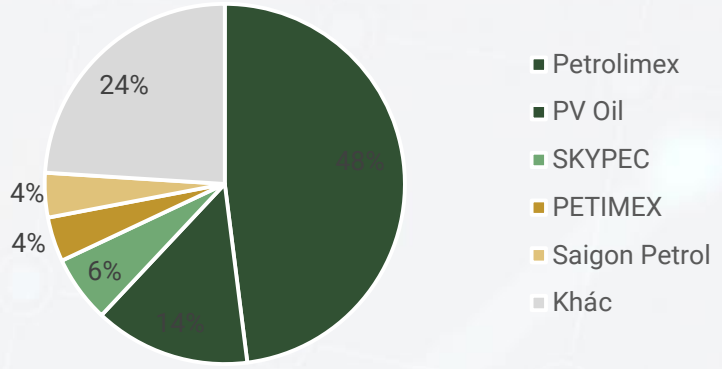
Đầu năm 2022, Nghị định 95/2021/NĐ-CP chính thức có hiệu lực, đã đưa chính sách giá bán tiệm cận với cơ chế giá thị trường. Theo đó, thời hạn điều chỉnh giá bán sẽ là 10 ngày thay vì 15 ngày như trước đây và số ngày tồn kho tối thiểu cũng giảm từ 30 ngày xuống 20 ngày. Tuy nhiên, giá xăng dầu đầu vào đã biến động bất lợi và dữ dội hơn nhiều so với mức mà chu kỳ 10 ngày điều chỉnh có thể theo kịp. Tuy đã gần hơn nhưng vẫn thiếu cơ chế thị trường cần thiết nên sự bất cân xứng giữa giá đầu vào và giá bán đã và đang bào mòn biên lợi nhuận của các nhà phân phối phía hạ nguồn, đặc biệt là Petrolimex và PVOil. Chúng tôi nhận thấy triển vọng lạc quan khi Bộ Tài chính có động thái đầu tiên nhằm xoa dịu tình hình bằng cách đề xuất tăng Chi phí định mức và chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm những cải cách chính sách tiếp theo để lấp đầy những khoảng trống hiện có trên thị trường xăng dầu.

Biên lợi nhuận gộp đang giảm dần của các doanh nghiệp trọng yếu trên thị trường



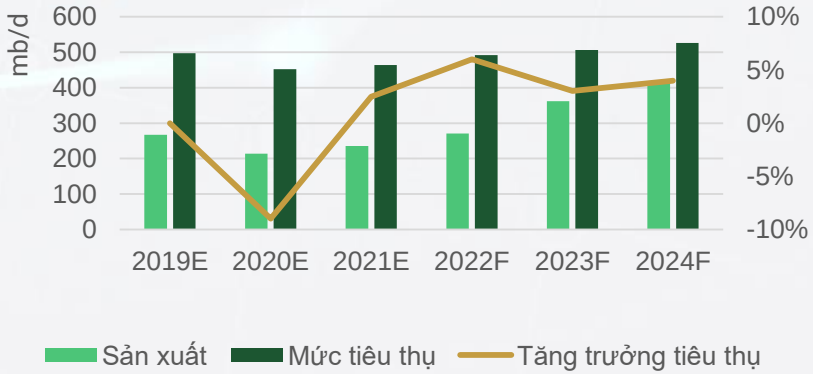
(Nguồn: PHS tổng hợp)

Thị phần trên thị trường xăng dầu



(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

Sản xuất và tiêu thụ xăng dầu



(Nguồn: Fitch Solutions, PHS tổng hợp)

CỔ PHIẾU ƯA THÍCH CỦA CHÚNG TÔI

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
DẦU KHÍ	GAS	110,515	40%	15,483	75%	126,635	15%	18,771	21%	113,400	106,300	21.9x	3.1x	7%	**Nắm giữ**
	PLX	293,663	74%	1,184	-62%	293,125	0%	2,439	106%	48,500	31,250	29.6x	2.4x	55%	**Mua**
	BSR	143,181	42%	14,258	113%	118,690	-17%	7,375	-48%	24,900	15,063	10.4x	1.4x	65%	**Mua**
	PVT	7,863	5%	945	13%	7,952	1%	831	-12%	26,900	21,200	14.1x	1.2x	27%	**Mua**

GAS, PLX, BSR và PVT là những cổ phiếu được lựa chọn vào danh sách theo dõi của chúng tôi vì những lợi thế đặc biệt về cơ sở hạ tầng và vị thế thống lĩnh thị trường sẽ cho phép những công ty này đóng vai trò quan trọng trong quá trình tăng trưởng nhanh của nền kinh tế Việt Nam và hưởng lợi từ sự gia tăng tiêu thụ năng lượng, đặc biệt là Khí khô, LNG và Xăng dầu trong giai đoạn sắp tới.

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (GAS)

Giá hợp lý: 113,400 VND/cổ phiếu

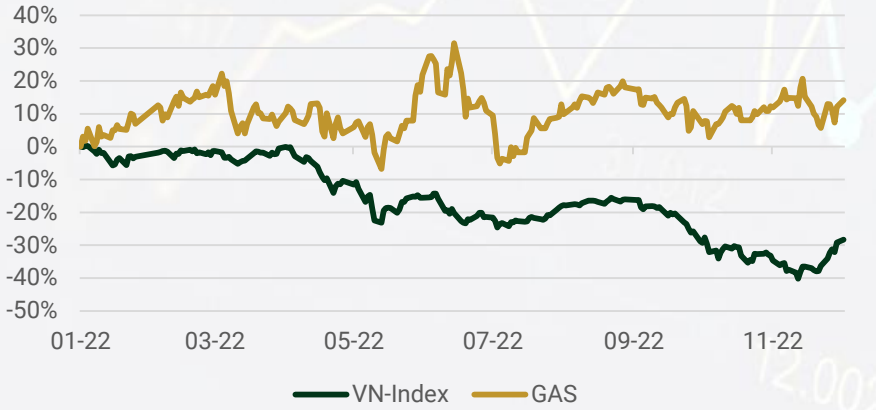
Sơ lược công ty

GAS đang cung cấp ra thị trường 4 sản phẩm chính: Khí khô, LPG, Condensate và CNG, và sắp tới là LNG. Doanh thu từ khí khô và LPG chiếm hơn 90% tổng doanh thu.

Điểm nhấn đầu tư

- Giá dầu khí sẽ giữ đà tăng do nguồn cung khan hiếm sẽ kéo dài trong suốt mùa đông sắp tới và sự hỗn loạn do các lệnh trừng phạt gia tăng áp đặt lên Nga, từ đó sẽ tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận của công ty
- Công ty đang tăng tốc phát triển cơ sở hạ tầng nhập khẩu và phân phối LNG để phục vụ nhu cầu khí đốt ngày một tăng cao trong nước, đặc biệt là nhiệt điện khí, vì chính phủ đã quyết tâm thực hiện chuyển đổi cơ cấu năng lượng để đáp ứng yêu cầu giảm phát thải carbon và do đó đặt ra ưu tiên phát triển năng lượng khí trong tầm nhìn đến năm 2030.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	75,005	64,135	78,992	110,515	126,635
LNST (Tỷ VND)	12,086	7,972	8,852	15,483	18,771
EPS (VND)	6,219	4,104	4,531	7,994	9,721
Tăng trưởng EPS (%)	4%	-34%	10%	76%	22%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	25,923	25,863	27,270	32,280	36,708
P/E	23.32	19.23	18.94	29.09	25.40
P/B	5.31	4.89	4.54	4.55	4.31
Cổ tức tiền mặt (VND)	4,300	3,500	3,000	3,000	5,000

TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM (PLX)

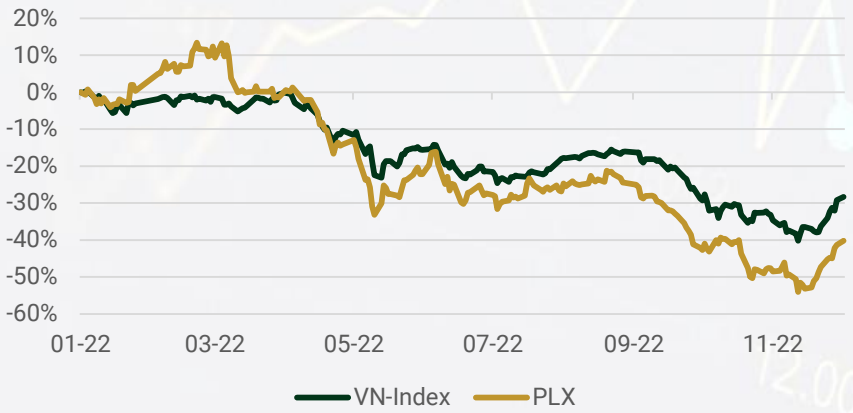
Giá hợp lý: 48,500 VND/cổ phiếu

PETROLIMEX

Sơ lược công ty

Petrolimex là nhà cung cấp xăng dầu lớn nhất tại thị trường Việt Nam với mạng lưới phân phối dày đặc gồm 2.500 cửa hàng bán lẻ xăng dầu và hơn 3.000 đại lý trên toàn quốc. Trong khi chiếm hơn 50% thị phần bán lẻ xăng dầu, công ty còn hoạt động kinh doanh vận tải, bảo hiểm và ngân hàng. PLX sẽ hoàn tất thoái vốn tại ngân hàng duy nhất của mình là PGB trong giai đoạn 2022 - 2023

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Điểm nhấn đầu tư

- Sự phục hồi kết quả kinh doanh có thể diễn ra vào năm 2023 và những năm tới khi Bộ Tài chính đề xuất tăng chi phí định mức cho xăng Mogas 92 và Mogas 95 thêm 350 đồng/lít. Điều này có thể cho phép PLX bù đắp tốt hơn những biến động tiềm tàng và mang lại tỷ suất lợi nhuận vững chắc
- Trong khi mức tiêu thụ xăng dầu bình quân đầu người của Việt Nam ở mức thấp nhất trong khu vực, thì thị trường ô tô đang phát triển rất nhanh chóng và người dân đã bắt đầu chuyển ra xa các trung tâm đô thị. Xu hướng này được kì vọng sẽ mang đến tiềm năng lớn cho tiêu thụ xăng dầu và thắp sáng triển vọng của PLX trong dài hạn

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	189,604	123,919	169,009	293,663	293,125
LNST (Tỷ VND)	4,677	1,253	3,124	1,184	2,439
EPS (VND)	3,272	778	2,234	642	1,637
Tăng trưởng EPS (%)	10.94%	-76.23%	187.20%	-71.28%	155.10%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	17,804	16,356	19,417	19,217	20,341
P/E	16.98	72.47	22.54	44.4	29.63
P/B	3.04	3.31	2.81	2.52	2.38
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,600	3,000	1,200	1,200	1,200

CTCP LỌC HÓA DẦU BÌNH SƠN (BSR)

Giá hợp lý: 24,900 VND/cổ phiếu

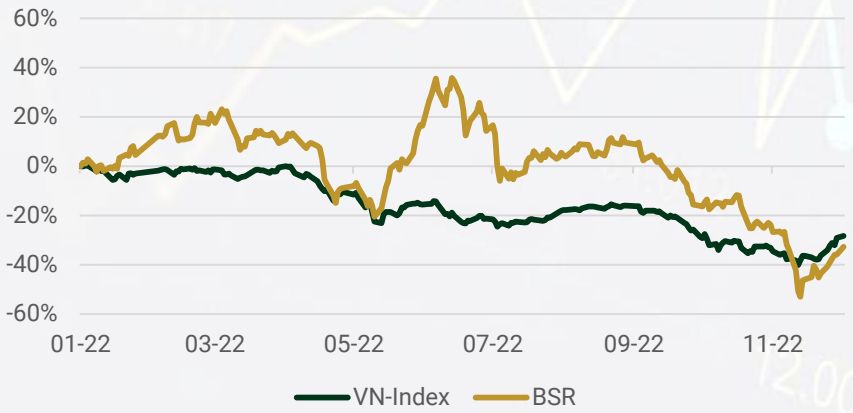
Sơ lược công ty

Công ty cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn được thành lập năm 2008 và là công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). BSR chịu trách nhiệm quản lý và vận hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (DQRE), là một trong hai nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam, chiếm hơn 40% tổng công suất lọc dầu trong nước.

Điểm nhấn đầu tư

- BSR có thể tiếp tục củng cố biên lợi nhuận nhờ biên lọc dầu hiện vẫn ở mức cao của DO, sản phẩm được sử dụng thay cho khí khô để sản xuất điện
- Trong khi DQRE thường xuyên hoạt động trên 100% công suất thiết kế, công ty cũng đang mở rộng quy mô sản xuất với một dự án đầy tham vọng nhằm nâng cao sản lượng và chất lượng, dự án này sẽ giúp khỏa lấp nguồn cung thiếu hụt trong nước và cho phép nhà máy xử lý được dầu thô chua, có giá thành thấp nhưng khó khăn trong việc xử lý.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	102,824	57,959	101,080	143,181	118,690
LNST (Tỷ VND)	2,873	(2,858)	6,684	14,258	7,375
EPS (VND)	858	(909)	2,162	4,612	2,391
Tăng trưởng EPS (%)	-24.87%	-205.94%	N/A	113.30%	-48.16%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	10,983	10,019	12,115	16,414	18,154
P/E	31.21	N/A	12.39	5.39	10.41
P/B	2.44	2.68	2.21	1.52	1.37
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	300	600

TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT)

Giá hợp lý: 26,900 VND/cổ phiếu

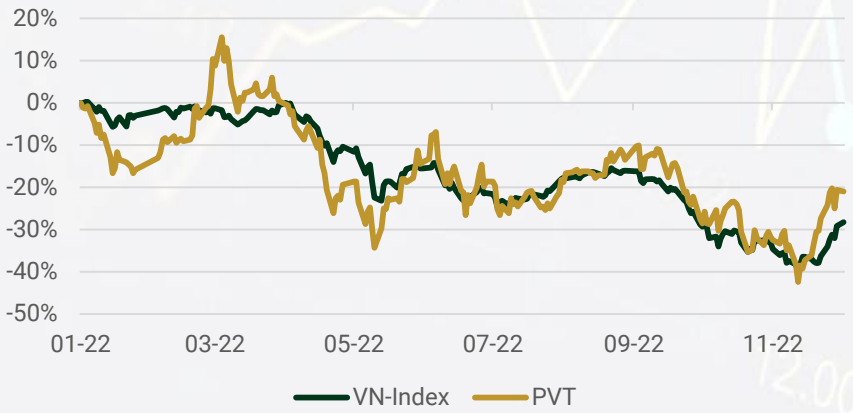
Sơ lược công ty

PVT được thành lập năm 2002 và sớm trở thành công ty hàng đầu trong lĩnh vực vận tải biển của Việt Nam và có uy tín trên thị trường quốc tế. Công ty vận hành đội tàu lên đến hơn 1 triệu DWT để cung cấp sản phẩm dầu, hóa chất, khí hóa lỏng và đặc biệt là vận chuyển dầu thô.

Điểm nhấn đầu tư

- Cước tàu chở dầu tăng vọt trên toàn cầu trong bối cảnh xung đột vũ trang kéo dài ở Đông Âu, và càng tăng thêm vì phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh và tình trạng thiếu tàu do sự thay đổi trật tự các dòng chảy dầu và khí đốt từ Nga (Châu Âu sang Châu Á).
- PVTrans đang mở rộng đội tàu chở dầu với tốc độ rất nhanh để nắm bắt không chỉ sự gia tăng nhu cầu toàn cầu mà còn cả nhu cầu nội địa. Công ty dự kiến sẽ được hưởng lợi từ nhiều dự án dầu khí quan trọng sắp đi vào hoạt động, đặc biệt là LNG Thị Vải vào năm 2022 và nhà máy lọc dầu Long Sơn vào năm 2023.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,758	7,383	7,460	7,863	7,952
LNST (Tỷ VND)	821	830	835	945	831
EPS (VND)	2,450	2,069	2,038	2,237	1,903
Tăng trưởng EPS (%)	5.75%	-15.58%	-1.45%	9.72%	-14.93%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	20,221	19,400	21,515	21,999	23,085
P/E	8.25	9.68	9.47	12.84	14.13
P/B	1.24	1.28	1.20	1.22	1.16
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,000	400	1,000	-	1,200

DƯỢC PHẨM

Hoàn thiện để bứt phá

- TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC NĂM 2023
- CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Vy Nguyễn

Chuyên viên phân tích ngành Ngân hàng, Thủy sản, Dược phẩm

TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC NĂM 2023

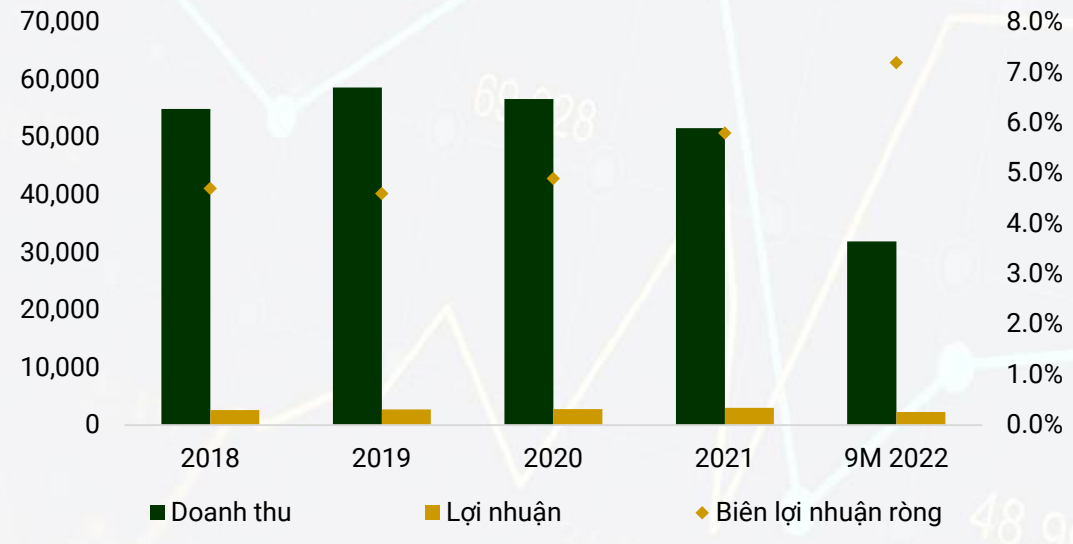
GIẢI THÍCH TỪ NGỮ

- Kênh ETC: Kênh thuốc điều trị
- Kênh OTC: Thuốc bán kênh nhà thuốc
- Thuốc nhóm 1: Thuốc đạt chuẩn EU-GMP, được cấp phép và lưu hành tại các nước thuộc ICH (International Conference on Harmonization), SRA (Stringent Regulatory. Authorities) hoặc Úc.
- Thuốc nhóm 2: Thuốc đạt chuẩn EU-GMP chưa được lưu hành tại các nước thuộc ICH và Úc, hoặc PIC/s được cấp bởi các nước ICH và Úc.
- Thuốc nhóm 3: Thuốc tương đương sinh học được bộ Y Tế chứng nhận theo chuẩn GMP.
- Thuốc nhóm 4: Thuốc sản xuất trên dây chuyền WHO-GMP được bộ Y Tế chứng nhận.
- Thuốc nhóm 5: Thuốc sản xuất trên dây chuyền GMP được Việt Nam công nhận, không thuộc nhóm Kháng sinh, tim mạch, tiểu đường, và huyết áp

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN CỦA NGÀNH DƯỢC

KẾT QUẢ TÍCH CỰC CỦA NGÀNH DƯỢC NĂM 2022

Kết quả kinh doanh ngành dược 9M 2022

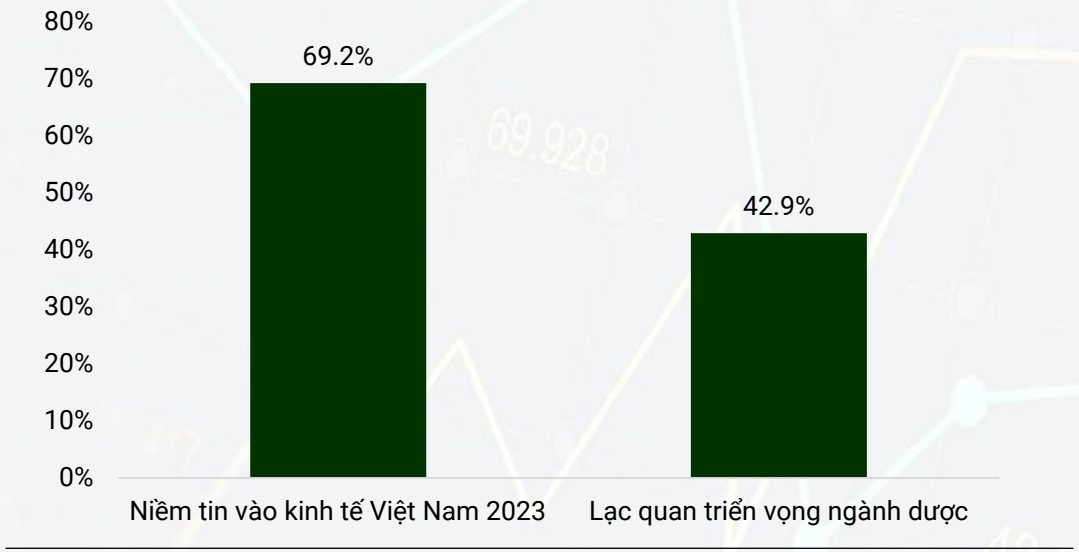


Nguồn: Finpro, PHS tổng hợp

- Kết thúc 11 tháng 2022, chỉ số sản xuất công nghiệp ngành thuốc, hóa dược và dược liệu tăng 17.5%, đánh dấu sự phục hồi của ngành dược sau đại dịch.
- Kết thúc 9M 2022, doanh thu ngành dược đạt gần 32 ngàn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận ngành tăng trưởng 18% lên 2.2 ngàn tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 21.3% trong 9M 2021 lên 25.3% trong 9M 2022, qua đó đưa biên lợi nhuận ròng trong 9M 2022 đạt 7.2%
- Dù vậy, trong năm 2022, ngành dược gặp nhiều thách thức do gián đoạn chuỗi cung ứng, chi phí nguyên vật liệu tăng, sức ép từ tỷ giá, v.v

TÂM LÝ NGÀNH DƯỢC NĂM 2023

Tâm lý ngành dược

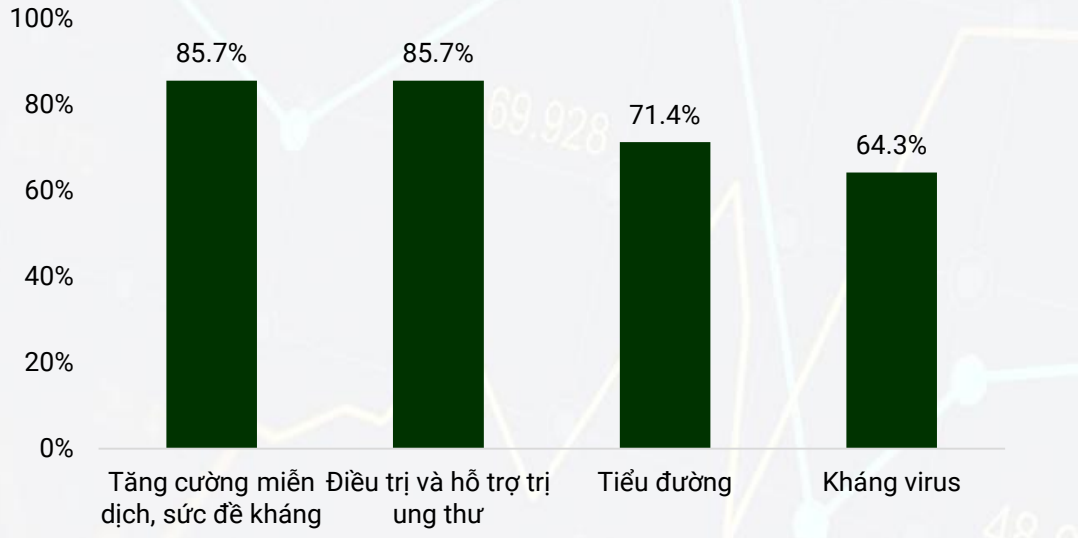


Nguồn: Vietnam report, PHS tổng hợp

- Khảo sát của Vietnam Report cho thấy:
  - 69.2% số doanh nghiệp trong ngành có niềm tin vào triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2023;
  - 42.9% số doanh nghiệp tỏ ra lạc quan vào triển vọng ngành Dược trong năm tới.
- Điều này cho thấy phần đông các doanh nghiệp dược vẫn còn quan ngại về những thách thức của ngành trong năm 2023.

TRIỂN VỌNG THUỐC KÊNH OTC

Xu hướng gia tăng nhu cầu điều trị (% số doanh nghiệp được khảo sát)



Nguồn: Vietnam report, PHS tổng hợp

- Thuốc kênh OTC được kỳ vọng khả quan trong năm 2023 nhờ:
  - Theo khảo sát của Vietnam Report, nhóm thuốc hỗ trợ tăng cường hệ miễn dịch, sức đề kháng là nhóm thuốc có triển vọng gia tăng nhanh nhất trong năm tới, với 85.7% số doanh nghiệp được khảo sát.
  - Nhu cầu và ý thức chăm sóc sức khỏe ngày càng được chú trọng sau đại dịch.
  - Sự mở rộng của các nhà thuốc theo mô hình hiện hiện đại như Pharmacity, Long Châu, An Khang.. làm thực phẩm chức năng ngày càng dễ tiếp cận người tiêu dùng.
  - Theo 1 khảo sát gần đây của Hiệp hội Thực phẩm chức năng Việt Nam, có 92% người dân biết đến và 80% người dân đang sử dụng thực phẩm chức năng. Hơn nữa, việc nghiên cứu phát triển thực phẩm bảo vệ sức khỏe được đưa vào trong Chiến lược phát triển khoa học công nghệ đến năm 2030.

TRIỂN VỌNG THUỐC KÊNH ETC

- Thuốc kênh ETC được kỳ vọng khả quan trong năm 2023 nhờ:
  - Theo khảo sát của Vietnam Report, xu hướng điều trị ung thư, tiểu đường và kháng virus đều được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm tới. Do đó, nhu cầu dược phẩm nhóm này sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới, qua đó hỗ trợ nhu cầu thuốc kênh ETC.
  - Các trở ngại về lưu hành và đăng ký thuốc đang dần được tháo gỡ: Thủ tướng đã ban hành Công điện 778/CĐ-TTg về việc đảm bảo thuốc và trang thiết bị trong công tác khám chữa bệnh để tháo gỡ các vướng mắt trong đấu thầu và mua sắm trang thiết bị y tế.
  - Nỗ lực hoàn thiện khuôn khổ pháp lý ngành dược: Bộ Y tế đang phối hợp với các bộ ngành sửa đổi luật dược và các Nghị định có liên quan, và các quy định về BHYT và các nội dung liên quan đến việc cấp giấy đăng ký lưu hành, đấu thầu tập trung quốc gia, v.v.
  - Chính phủ đặt mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội năm 2023 đạt 12 bác sĩ trên/10.000 dân, 32 số giường bệnh/10.000 dân, tỷ lệ tham gia bảo hiểm y tế đạt 93.2% dân số.
  - Dù vậy, kỳ vọng gia tăng chi phí khám chữa bệnh do lạm phát có thể sẽ tác động đến ngành dược trong năm 2023:
    - Tháng 11/2022, CPI thuốc và dịch vụ y tế tăng 0.53% so với cùng kỳ năm trước, là nhóm ngành có mức tăng thấp nhất so với những nhóm ngành khác.
    - Dự kiến trong năm 2023, Bộ Y tế sẽ hoàn thành xây dựng định mức kinh tế kỹ thuật và thực hiện khảo sát xây dựng giá dịch vụ.

RỦI RO NGÀNH DƯỢC

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- Chúng tôi khuyến nghị IMP, DHG, TRA vì:

1. IMP và DHG nổi bật với các nhà máy đạt chuẩn EU-GMP (đối với IMP) và Japan-GMP (đối với DHG), gia tăng lợi thế cạnh tranh của công ty và gia tăng khả năng đấu thầu vào phân khúc thuốc cao hơn. Trong khi đó, TRA theo đuổi chiến lược "duy trì, giữ vững vị thế số Đông dược và tập trung phát triển ngoài đông dược" sẽ tạo động lực tăng trưởng cho công ty trong dài hạn.

2. Sự hỗ trợ của đối tác chiến lược trong sản xuất, nghiên cứu phát triển và chuyển giao sản phẩm.

NGÀNH	MCK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST							
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Value (VND billion)	YoY (%)	Value (VND billion)	YoY (%)	Giá hợp lý (VND/cp)	Giá tại ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
DƯỢC PHẨM	TRA	2,424	11%	327	23%	2,619	8%	349	7%	117,400	93,000	13.9x	2.8x	26%	**Mua**
	DHG	4,368	9%	925	19%	4,692	7%	981	6%	106,300	85,500	14.2x	3.0x	24%	**Mua**
	IMP	1,562	23%	229	21%	1,857	19%	306	34%	60,400	62,600	13.2x	1.9x	-4%	**Nắm giữ**

CTCP TRAPHACO (TRA)

Giá hợp lý: 117,400 VND/cổ phiếu

Traphaco
Con đường sức khỏe xanh

Phu Hung SECURITIES

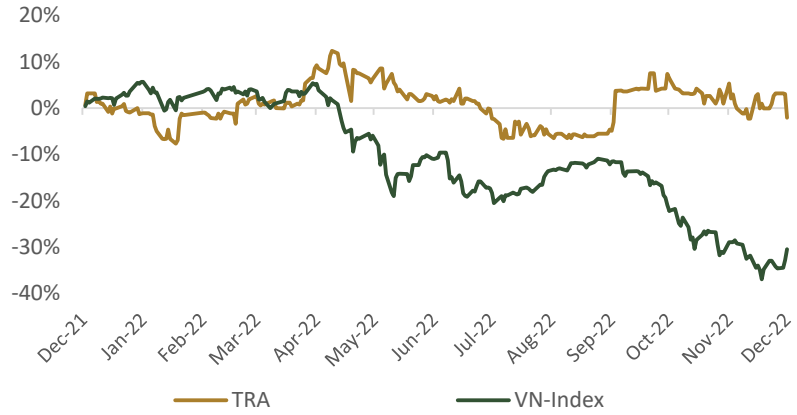
Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Traphaco (TRA), tiền thân là Tổ sản xuất thuốc thuộc Ty Y tế Đường sắt được thành lập vàonăm 1971. TRA chính thức hoạtđộng theo mô hình công ty cổ phần từ năm 1999. Công ty chuyên sản xuất kinh doanh đông dược, hóa chất và vật tư thiết bị y tế. Là doanh nghiệp sản xuất đông dược lớn nhất Việt Nam, TRA hiện sởhữu 5 vùngdược liệuđạt tiêu chuẩn GACP-WHO, quản lý vận hành 1 nhà máy chiết xuất dược liệu và 3 nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn GPs-WHO.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ ***Tân dược – động lực tăng trưởng trong thời kỳ mới***. Công ty đặt kế hoạch nâng tỷ trọng tân dược lên 40% Tổng doanh thu vào năm 2025. Trong giai đoạn này, công ty tập trung nâng cao năng lực R&D nhờ sự hợp tác với đối tác chiến lược Daewoong (nắm giữ trực tiếp 15% cổ phần TRA). Để thực hiện mục tiêu trên, công ty đã thành lập Tiểu ban Ngoài đông dược, tập trung vào 4 lĩnh vực: các sản phẩm chuyển giao công nghệ, sản phẩm tân dược tại Traphaco Hưng Yên, hàng khai thác nhập khẩu, sản phẩm kênh ETC. Tổng sản phẩm đăng ký và sở hữu hàng năm đạt CAGR (2022-2025) 7.3%, trong khi doanh số sản phẩm mới triển khai trên thị trường đạt CAGR (2022-2025) 66.5%.
- ✓ ***Duy trì vị trí dẫn đầu thị trường đông dược***.

Diễn biến giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,710	1,909	2,176	2,424	2,619
LNST (tỷ VND)	171	217	266	327	349
EPS (VND)	3,269	4,185	5,191	7,882	8,421
Tăng trưởng EPS (%)	-2%	28%	24%	52%	7%
Giá trị sổ sách (VND)	26,971	28,283	32,611	36,789	41,471
P/E	20.0	14.0	15.1	14.9	13.9
P/B	2.4	2.1	2.4	3.2	2.8

CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG)

Giá hợp lý: 106,300 VND/cổ phiếu

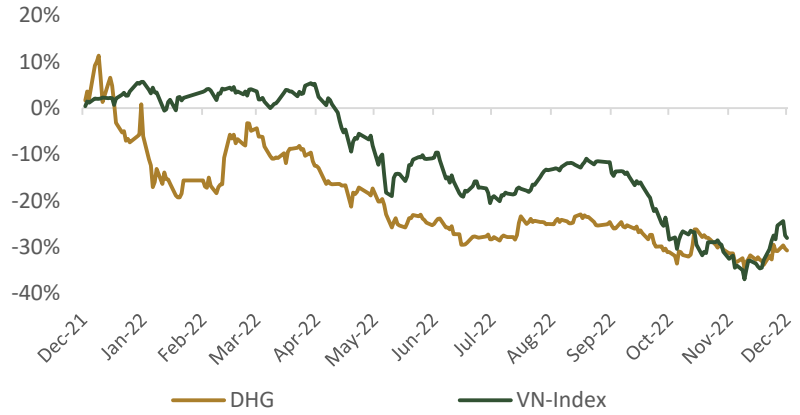
Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang thành lập từ năm 1974 với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất và phân phối dược phẩm (chiếm khoảng 85% doanh thu) và thực phẩm chức năng (chiếm 10% doanh thu). DHG đứng thứ đầu thị trường dược Việt Nam với thị phần 5% toàn ngành và 14% thị phần thuốc sản xuất trong nước.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Tăng trưởng dài hạn nhờ hợp tác chiến lược với Taisho Pharmaceuticals. Trong những năm qua, thành tựu lớn nhất là Taisho đã hỗ trợ Dược Hậu Giang triển khai thành công 2 dây chuyền sản xuất viên nén và viên nén bao phim với gần 100 sản phẩm đạt tiêu chuẩn Japan-GMP. DHG đang xây dựng nhà máy thuốc Betalactam đạt tiêu chuẩn JAPAN/EU_GMP với tổng vốn đầu tư 627 tỷ đồng. Dự kiến nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động năm 2024 và đưa công suất hiện tại lên gấp đôi. Nhà máy mới sẽ tạo điều kiện cho DHG gia tăng doanh thu thuốc kênh ETC nhóm 2 trong tương lai.
- ✓ Dư địa tăng trưởng của ngành Dược còn khá lớn.

Diễn biến giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,897	3,756	4,003	4,368	4,692
LNST (tỷ VND)	631	739	776	925	981
EPS (VND)	4,668	5,659	5,944	7,074	7,502
Tăng trưởng EPS (%)	5%	21%	5%	19.0%	6.0%
Giá trị sổ sách (VND)	25,833	27,290	29,012	32,086	35,588
P/E	21.5	17.0	16.8	15.0	14.2
P/B	3.9	3.5	3.4	3.3	3.0

CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (IMP)

Giá hợp lý: 60,400 VND/cổ phiếu

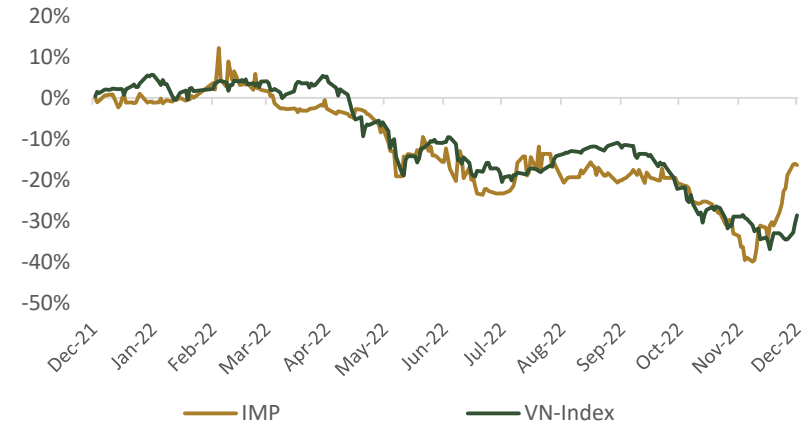
Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm thành lập từ năm 1977 với hoạt động kinh doanh chính sản xuất và buôn bán các sản phẩm thuốc tân dược.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ ***Tăng trưởng chính từ kênh ETC***. IMP là một trong số 3 doanh nghiệp có giá trị trúng thầu cao nhất trong mảng kháng sinh ở nhóm 2 nhờ các nhà máy và dây chuyền kháng sinh mới đạt chuẩn EU-GMP đi vào hoạt động. Nhà máy IMP4 , sẽ tạo sức bật mạnh mẽ cho doanh thu thuốc ETC, mở ra cơ hội thâm nhập sâu hơn vào mảng đấu thầu thuốc Nhóm 1, đồng thời gia tăng tính cạnh tranh của IMP trước sự gia nhập ngày càng mạnh mẽ của thuốc ngoại vào thị trường Việt Nam.
- ✓ ***Kiểm soát nguyên vật liệu nhằm ứng phó với tình trạng thiếu hụt do dịch Covid-19***.

Diễn biến giá so với Index



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,402	1,369	1,267	1,562	1,857
LNST (tỷ VND)	162	210	189	229	306
EPS (VND)	2,892	3,144	2,600	3,430	4,586
Tăng trưởng EPS (%)	15%	9%	-17%	32%	34%
Giá trị sổ sách (VND)	31,543	25,942	26,901	28,772	31,780
P/E	17.3	13.7	27.3	17.6	13.2
P/B	1.6	1.7	2.6	2.1	1.9

NGÀNH DỆT MAY

Đối mặt với những cơn gió ngược mạnh

- NHU CẦU DỆT MAY
- KHUYẾN NGHỊ

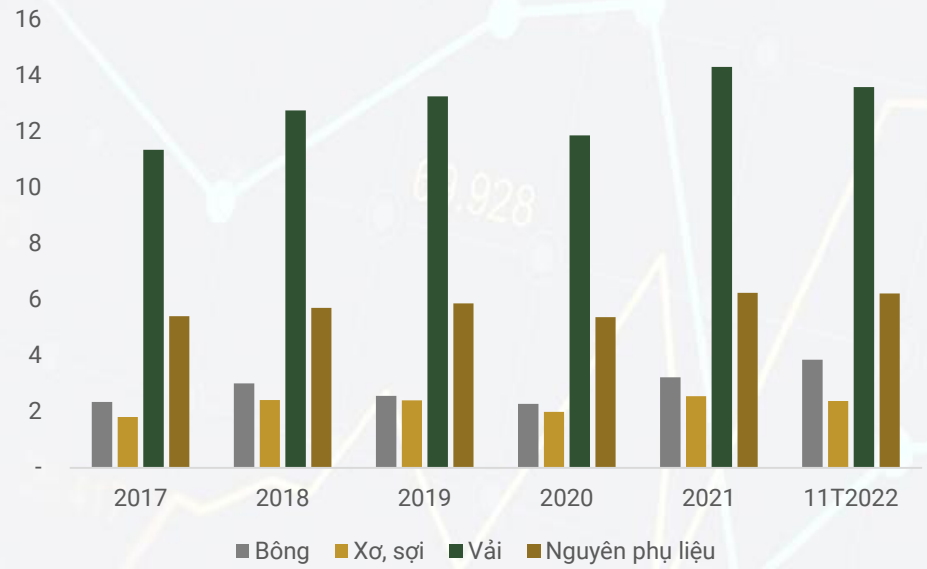
Hoa Dương

Chuyên viên phân tích ngành Dệt may

NHU CẦU DỆT MAY

TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Nhập khẩu các mặt hàng của ngành dệt may qua các năm (tỷ USD)

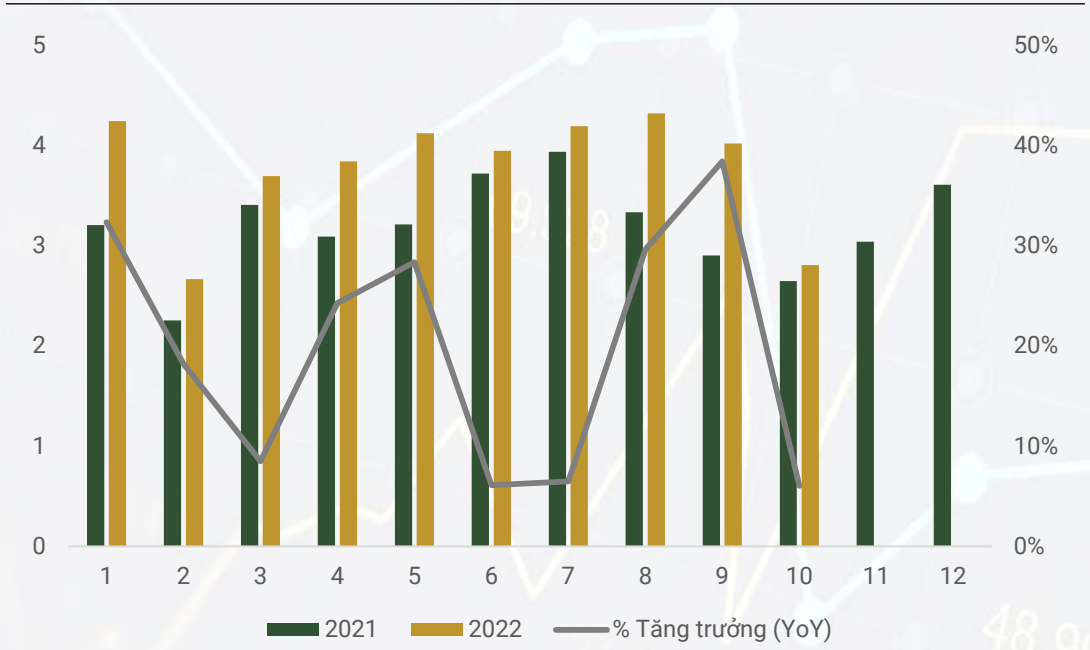


Nguồn: Tổng cục thống kê, PHS tổng hợp

- Trong 11T2022, trung bình mỗi tháng Việt Nam phải chi hơn 2 tỷ USD để nhập khẩu nguyên liệu, bao gồm: bông, xơ sợi dệt, vải các loại, nguyên phụ liệu cho các ngành dệt, may, da, giày; trong đó phần lớn là nhập khẩu từ thị trường Trung Quốc.
- Ngành dệt may Việt Nam mạnh khâu may gia công xuất khẩu; yếu và thiếu tập trung ở khâu dệt nhuộm, công nghiệp sản xuất các sản phẩm phụ trợ. Khó khăn về nguyên liệu khiến ngành dệt may vẫn trong vòng luẩn quẩn nhập bông về xe sợi, sau đó bán sợi rồi lại nhập vải.
- Hiện nay, vải sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được gần 50% nhu cầu, khiến mỗi năm Việt Nam phải nhập khẩu hơn 10 tỷ USD vải các loại, điều này đang ảnh hưởng đến tính bền vững của ngành dệt may.

TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam theo tháng (tỷ USD)

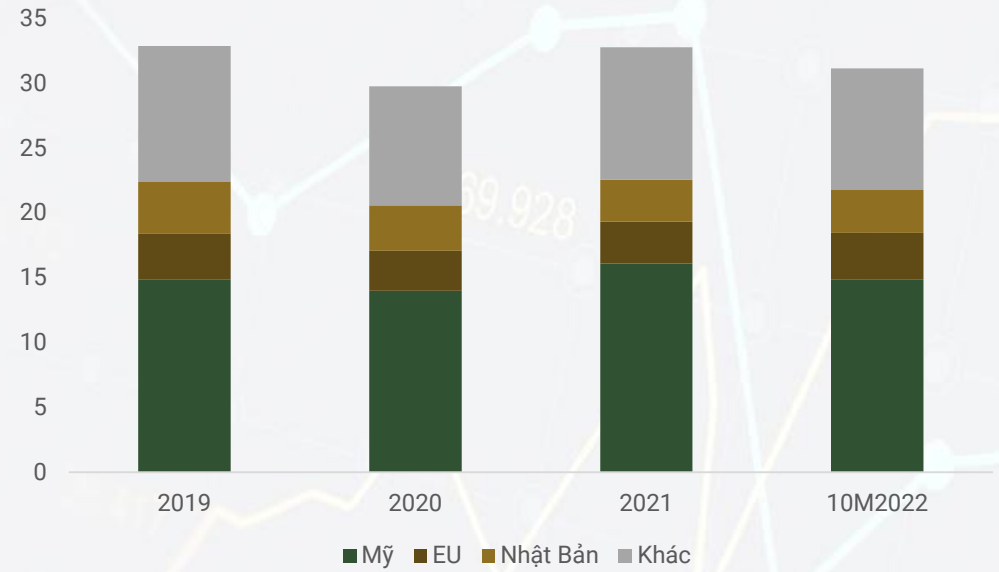


Nguồn: VITAS, Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

- Sau nỗ lực phục hồi mạnh mẽ trong 8 tháng đầu năm 2022, tình hình xuất khẩu ngành dệt may Việt Nam đã bắt đầu ghi nhận sự kém khả quan hơn. Lũy kế 10T2022, tổng kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm của ngành dệt may đạt 37.9 tỷ USD (+19.4% YoY), tuy nhiên tốc độ tăng đã chậm lại rõ rệt.
- Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam vào tháng 10/2022 đạt 2.8 tỷ USD (+5.7% YoY). Mặc dù tăng so với cùng kỳ, giá trị xuất khẩu hàng dệt may trong tháng 10 đã giảm 30% so với tháng 9/2022.
- Tình hình xuất khẩu dệt may chững lại vào 6 tháng cuối năm 2022 là do (1) là nhóm ngành hàng hóa tiêu dùng không thiết yếu, chịu ảnh hưởng trực tiếp từ lạm phát, (2) cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine khiến giá nguyên, nhiên phụ liệu tăng cao liên tục, (3) chính sách "Zero Covid" của Trung Quốc khi Việt Nam đang nhập khẩu trên 40% nguyên phụ liệu từ thị trường này, (4) yêu cầu khắt khe từ phía các quốc gia nhập khẩu về cam kết phát triển bền vững.
- Năm 2023 là thời điểm hiệp định thương mại EVFTA sẽ đưa thuế suất bằng 0. Đây là động lực thúc đẩy chuyển dịch đầu tư nước ngoài vào Việt Nam và sẽ có bứt phá trong năm tới. Do vậy, ngành dệt may Việt Nam vẫn đặt mục tiêu xuất khẩu 45 - 47 tỷ USD trong năm 2023.

TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Thị trường xuất khẩu hàng dệt may chính của Việt Nam (tỷ USD)

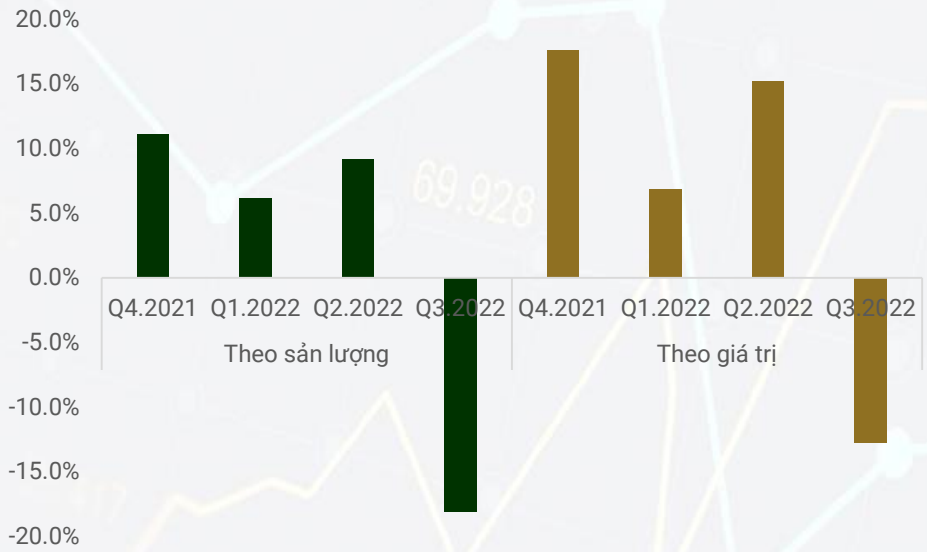


Nguồn: Bộ Công thương, Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

- 3 thị trường chính của hàng dệt may Việt Nam là Mỹ, EU và Nhật Bản. 3 thị trường này chiếm tổng tỷ trọng 72% kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam.
- Trong 10T2022, giá trị xuất khẩu sang Mỹ tăng 16.4% YoY lên 14.9 tỷ USD, sang EU tăng mạnh 42.52% YoY đạt mức 3.6 tỷ USD. Kim ngạch xuất khẩu sang Nhật Bản cũng tăng mạnh 28% YoY lên mức 3.3 tỷ USD.

NHU CẦU DỆT MAY TẠI MỸ HẠ NHIỆT TRONG NỬA CUỐI NĂM 2022

Tăng trưởng nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ theo quý

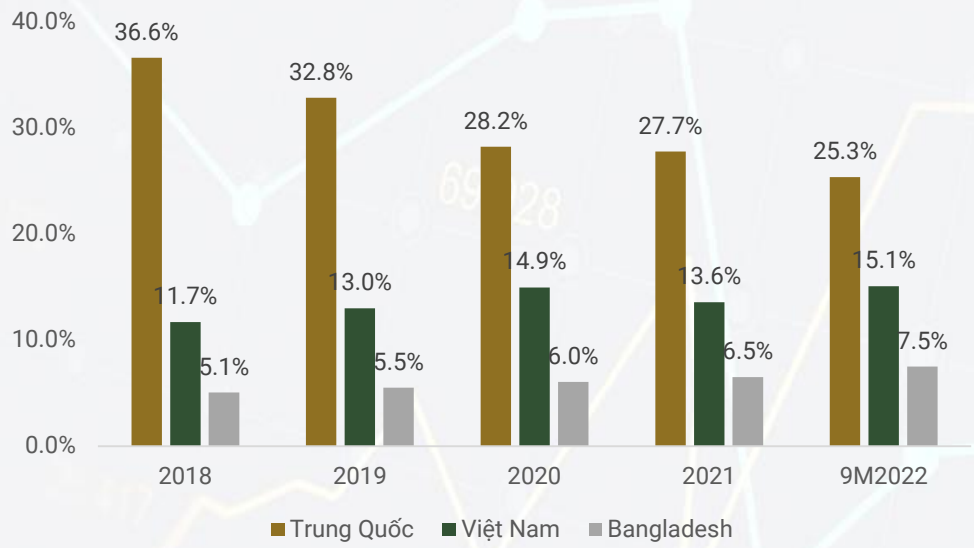


Nguồn: OTEXA, PHS tổng hợp

- Theo dữ liệu từ Văn phòng dệt may (OTEXA) thuộc Bộ Thương mại Mỹ, nhập khẩu dệt may Mỹ bắt đầu chậm lại từ tháng 8, phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm hơn của doanh số bán lẻ tại các cửa hàng may mặc.
- Hàng may mặc của Mỹ trong Q3.2022 giảm 18.1% QoQ về số lượng và giảm 12.7% QoQ về giá trị, mức tăng trưởng tồi tệ nhất kể từ năm 2021.
- Bị ảnh hưởng bởi môi trường kinh tế vĩ mô, chỉ số giá nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ đạt 106.0 vào tháng 9 năm 2022 (tháng 1 năm 2019 = 100), tăng 4.5% so với một năm trước và là mức cao nhất kể từ năm 2019.
- Từ tháng 8 đến tháng 10/2022, các nhà bán lẻ Hoa Kỳ đã giảm giá khoảng 60% các mặt hàng may mặc được bán trên thị trường bán lẻ, cao hơn 48% so với cùng kỳ năm 2021.

HÀNG DỆT MAY TRUNG QUỐC DẦN MẤT THỊ PHẦN TẠI MỸ

Thị trường nhập khẩu dệt may chính của Mỹ

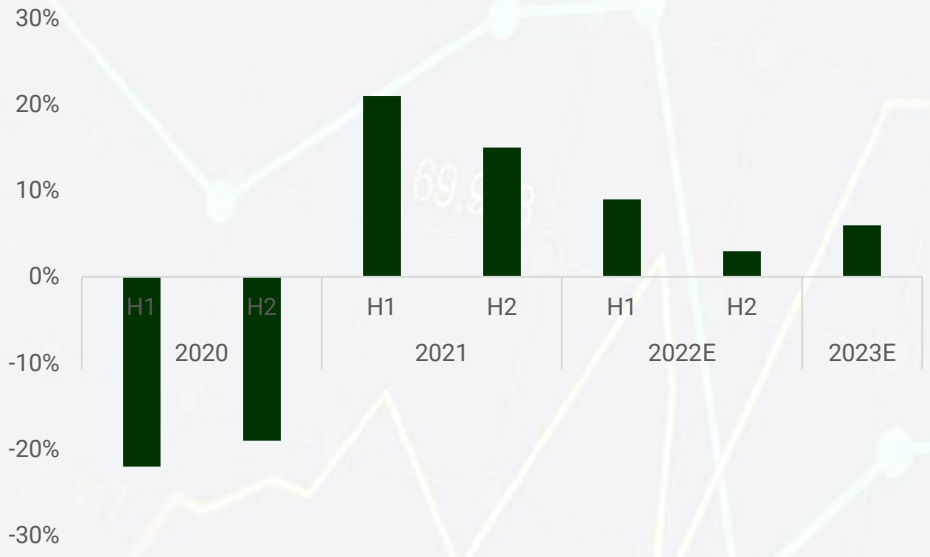


Nguồn: OTEXA, PHS tổng hợp

- Cho đến 9T2022, Việt Nam là nước xuất khẩu hàng dệt may vào Mỹ lớn thứ hai với 15.1% thị phần, xếp sau Trung Quốc với 25.3% thị phần.
- Trung Quốc đang mất dần thị phần về sản xuất và xuất khẩu hàng dệt may vào tay các nước Châu Á. Việc duy trì chính sách "Zero Covid" là nhân tố chính làm trầm trọng thêm tình trạng này. Ngoài ra, các công ty thời trang Mỹ cũng đã nỗ lực gấp đôi để giảm nguồn cung ứng từ Trung Quốc vào năm 2022 do việc thực thi Đạo luật Phòng chống Lao động Cưỡng bức của người Duy Ngô Nhĩ (UFLPA) vào mùa hè năm 2022.
- Lợi thế về lực lượng lao động giá rẻ và các chính sách thuận lợi của chính phủ đã góp phần tạo ra một trường mạnh mẽ và thuận lợi cho ngành dệt may Bangladesh. Tính đến 9T2022, xuất khẩu dệt may của Bangladesh sang Mỹ có mức tăng trưởng ấn tượng, đạt mức tăng 49.7% YoY.
- Tuy nhiên, việc Bangladesh được đưa ra khỏi danh sách các nước kém phát triển vào năm 2026 sẽ là một thách thức đối với nước này do các nước nhập khẩu có thể thu hồi quyền lợi miễn thuế sau đó. Một số nghiên cứu cho thấy, Bangladesh sẽ chịu mức thuế từ 9% - 12% sau khi Bangladesh trở thành một nước đang phát triển. Ngoài ra, với nhu cầu đang suy giảm ở cả Châu Âu, Mỹ và cuộc khủng hoảng năng lượng, triển vọng của ngành công nghiệp dệt may Bangladesh đang trở nên tiêu cực hơn.

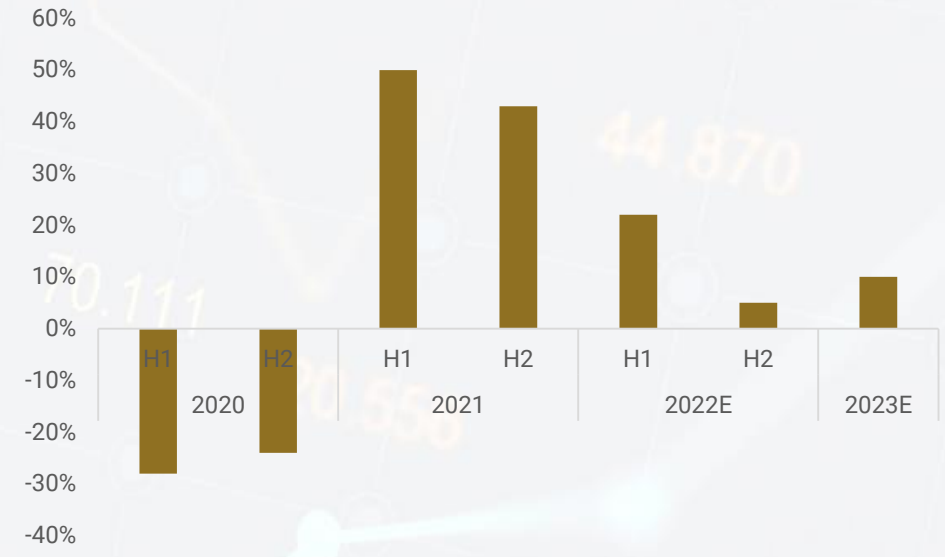
TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG CỦA NGÀNH THỜI TRANG MỸ CÓ THỂ SẼ CHẬM LẠI

Doanh số thời trang không xa xỉ của Mỹ



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Doanh số thời trang xa xỉ của Mỹ



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

- Vào năm 2023, doanh số bán hàng của ngành dự kiến sẽ tăng với tốc độ chậm hơn so với năm 2022, khi lợi nhuận đạt được từ nửa đầu năm 2022 phần lớn bị giảm sút do chi tiêu giảm trong nửa cuối năm. Tốc độ tăng trưởng của ngành thời trang Mỹ cũng có thể sẽ chậm lại, nhưng có thể cho thấy khả năng phục hồi tốt hơn so với Châu Âu.
- Theo dự báo tăng trưởng thời trang của McKinsey, phân khúc thời trang xa xỉ tại Mỹ cho thấy khả năng phục hồi tốt hơn trong những tháng tới so với các hạng mục khác. Doanh số thời trang xa xỉ tại Mỹ được dự báo tăng từ 3% trong nửa cuối năm 2022 và tăng từ 5% đến 10% vào năm 2023.

THÁCH THỨC NGÀNH DỆT MAY TẠI MỸ

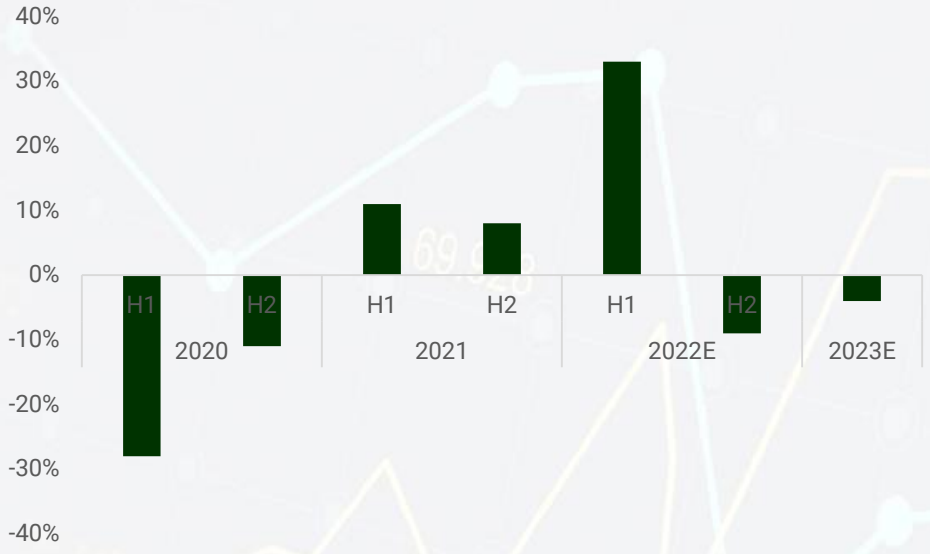
Nhu cầu tiêu dùng thay đổi và niềm tin giảm sút. Người tiêu dùng Mỹ đang phải vật lộn với lạm phát cao nhất trong 4 thập kỷ và phải ưu tiên ngân sách cho các nhu yếu phẩm khác.

Tỷ lệ tồn kho trên doanh số bán hàng của các nhà bán lẻ hàng may mặc Mỹ đã tăng từ 2.02 vào đầu năm lên 2.19 vào tháng 10/2022. Do đó, các công ty thời trang bị thắt chặt dòng tiền để đầu tư vào hàng hóa mới và nhiều công ty đã chọn cắt giảm các đơn đặt hàng tìm nguồn cung ứng để kiểm soát mức tồn kho.

Chi phí tìm nguồn cung ứng gia tăng vẫn là một thách thức kinh doanh đáng kể đối với các công ty thời trang Hoa Kỳ. Mặt khác, do nhu cầu suy yếu, các thương hiệu thời trang và nhà bán lẻ của Mỹ không thể chuyển hoàn toàn chi phí tìm nguồn cung ứng ngày càng tăng sang người tiêu dùng.

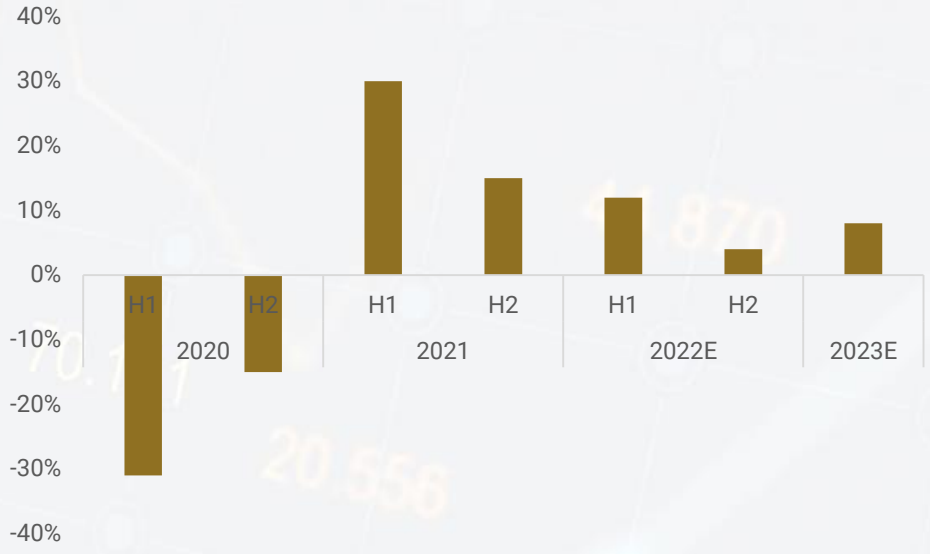
TRIỂN VỌNG CỦA CHÂU ÂU VÀO NĂM 2023 ĐẶC BIỆT U ÁM

Doanh số thời trang không xa xỉ của Châu Âu



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Doanh số thời trang xa xỉ của Châu Âu

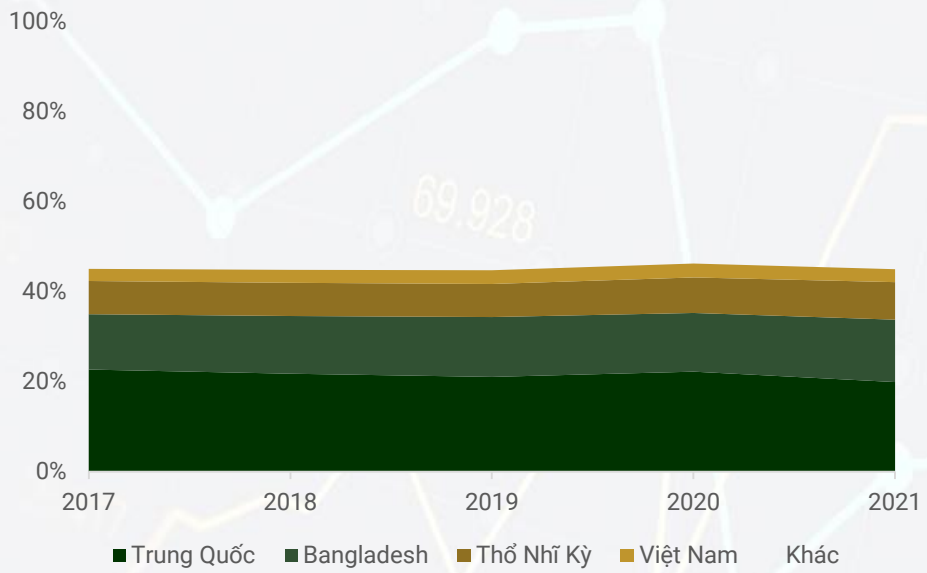


Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

- GDP của Châu Âu dự kiến sẽ tăng dưới 1% vào năm 2023, lạm phát dự kiến sẽ vẫn ở mức cao, làm suy giảm niềm tin của người tiêu dùng vốn đã ở mức thấp nhất vào năm 2020. Tại thị trường Châu Âu, đơn hàng của khách hàng cao cấp dự kiến giảm từ 20% - 25%, các khách hàng bình dân dự kiến giảm 30%.
- Theo McKinsey, hàng may mặc có thể sẽ tiếp tục để mất đi phần ví tiền của nhiều người tiêu dùng đang cảm thấy bị ảnh hưởng bởi giá xăng dầu và năng lượng cao, cũng như việc giảm dần các chương trình hỗ trợ của chính phủ trong thời kỳ đại dịch. Hàng xa xỉ sẽ vẫn là một ngoại lệ trong khu vực vì người tiêu dùng giàu có và khách du lịch từ Mỹ và Trung Đông sẽ ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát. Doanh số bán hàng tại châu Âu cho lĩnh vực này được dự đoán sẽ tăng từ 3% đến 8% vào năm 2023.

THỊ PHẦN HÀNG DỆT MAY CỦA VIỆT NAM TẠI EU VẪN Ở MỨC THẤP

Thị trường nhập khẩu hàng may mặc chính của EU

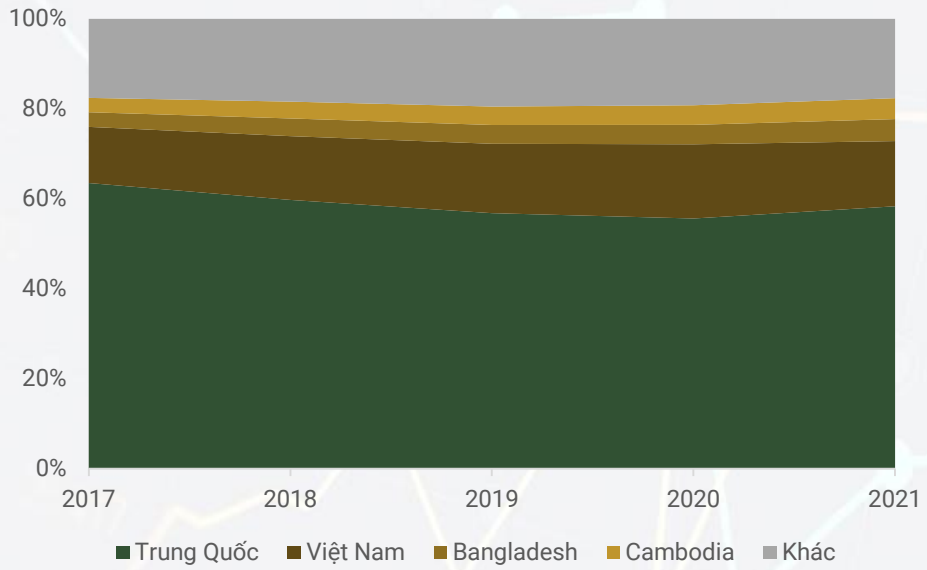


Nguồn: Trademap, PHS tổng hợp

- Trong các thị trường ngoại khối, Bangladesh, Trung Quốc, Thổ Nhĩ Kỳ là 3 thị trường cung cấp hàng may mặc lớn nhất cho EU, chiếm 41% tổng trị giá nhập khẩu hàng may mặc từ thị trường ngoại khối của EU. Trong 5T2022, Việt Nam là thị trường cung cấp hàng may mặc ngoại khối lớn thứ 6 của EU, chiếm 3.36% tổng trị giá nhập khẩu hàng may mặc của EU từ thị trường ngoại khối.
- Theo số liệu từ Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang EU trong 10T2022 đạt mức tăng trưởng ấn tượng, tăng lên 3.6 tỷ USD (+42.5% YoY).
- Mặc dù tăng trưởng nhưng thị phần hàng dệt may của Việt Nam trong tổng nhập khẩu ngoại khối của EU vẫn ở mức thấp và còn nhiều dư địa để phát triển. Xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam chưa tận dụng được tối đa cơ hội tại thị trường EU bởi nhiều khó khăn như (1) thách thức khi tận dụng Hiệp định EVFTA như yêu cầu truy soát nguồn gốc bông, vải, sợi, (2) yêu cầu "xanh hóa" đối với hàng dệt may của EU, (3) đồng Euro mất giá gây ảnh hưởng đến xuất khẩu dệt may bởi giá hàng hóa cao lên trong bối cảnh người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu, khiến sức mua tại thị trường này sẽ giảm đi, (4) cạnh tranh gay gắt trong nhóm các nước đang phát triển xuất khẩu vào EU do các chế độ ưu đãi thuế quan GSP+ và EBA giúp các quốc gia khác có ưu thế cạnh tranh lớn về giá.

TẠI NHẬT BẢN, VIỆT NAM LÀ NHÀ XUẤT KHẨU HÀNG MAY MẶC LỚN THỨ HAI

Thị trường nhập khẩu hàng may mặc chính của Nhật Bản

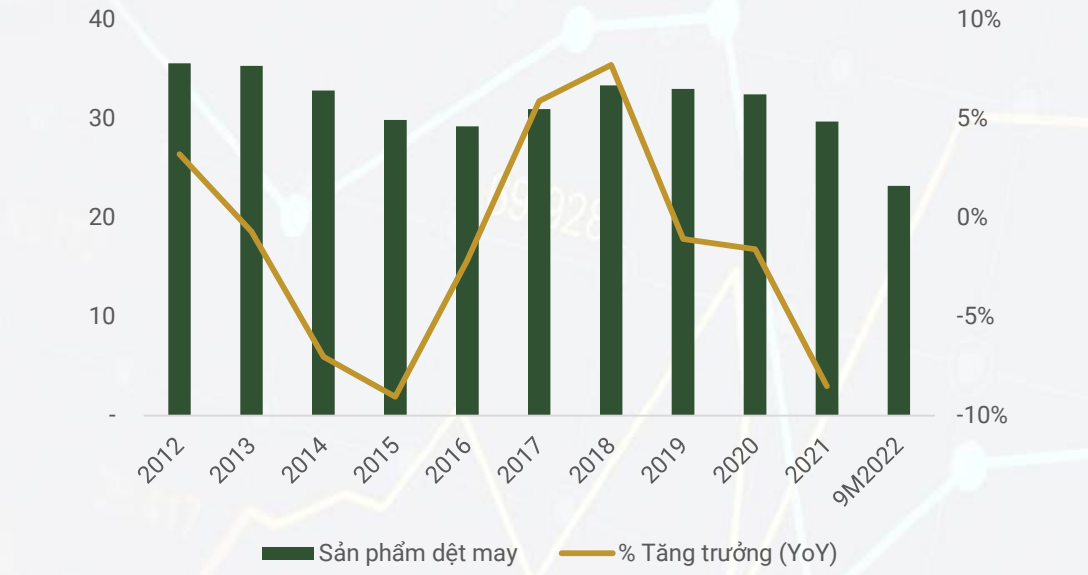


Nguồn: UN Comtrade, PHS tổng hợp

- Nhật Bản là một trong những thị trường tiêu thụ hàng may mặc lớn nhất thế giới, với tổng doanh thu bán lẻ năm 2021 đạt 100 tỷ USD, chỉ sau Hoa Kỳ (476 tỷ USD) và Trung Quốc (411 tỷ USD).
- Tại Nhật, tỷ trọng hàng may mặc Trung Quốc chiếm thị phần lớn nhất trong cơ cấu nhập khẩu hàng may mặc, tuy nhiên đang có xu hướng giảm dần qua các năm (CAGR 2017 – 2021 là -4.5%/năm). Trong khi đó, thị phần của Việt Nam có xu hướng tăng trong giai đoạn 2017 – 2020, tuy nhiên đã chững lại vào năm 2021 do tác động của đại dịch Covid-19 (CAGR 2017 – 2021 là 1.2%/năm).
- Theo dữ liệu từ UN Comtrade, Việt Nam là nước xuất khẩu hàng may mặc vào Nhật Bản lớn thứ hai với thị phần năm 2021 là 14%, xếp sau Trung Quốc với thị phần là 58%.
- RCEP có hiệu lực vào năm 2022 đã tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam đáp ứng quy tắc xuất xứ, nhưng RCEP sẽ khiến cạnh tranh với các nước ASEAN trở nên gay gắt hơn trong tương lai.

NHẬT BẢN ĐỐI MẶT VỚI NHU CẦU PHỤC HỒI CHẬM

Kim ngạch nhập khẩu các sản phẩm dệt may tại Nhật (tỷ USD)



Nguồn: Tổ chức Xúc tiến Mậu dịch Nhật Bản (JETRO), PHS tổng hợp

- Trong 9T2022, tổng nhập khẩu hàng dệt may của Nhật Bản đạt 2.007 triệu tấn về sản lượng (+4% YoY). Nhập khẩu hàng dệt may của Nhật Bản vào tháng 09/2022 là 254 nghìn tấn, tăng 5.1% YoY và giảm 5.1% MoM, đồng thời đạt mức cao thứ hai trong những năm gần đây. Tuy nhiên, sản lượng nhập khẩu từ Trung Quốc giảm 1.9% YoY và 5.5% MoM.
- Quy mô thị trường của doanh nghiệp may mặc tại Nhật Bản đang bị thu hẹp, chi tiêu cho quần áo đã giảm trong những năm gần đây.
- Nền kinh tế Nhật Bản đã suy giảm trong quý III/2022 do hoạt động tiêu dùng giảm tốc mạnh hơn dự kiến. Lạm phát tăng tốc, đồng yen lao dốc, chi phí nhập khẩu cao hơn, giá hàng hóa tăng vọt đang là những yếu tố đe dọa đà phục hồi vẫn còn mong manh ở Nhật Bản.

GIÁ BÔNG DỰ KIẾN SẼ GIẢM TỪ MỨC CAO CỦA NIÊN VỤ 2021/22

Giá bông (USD/100 Pound)

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

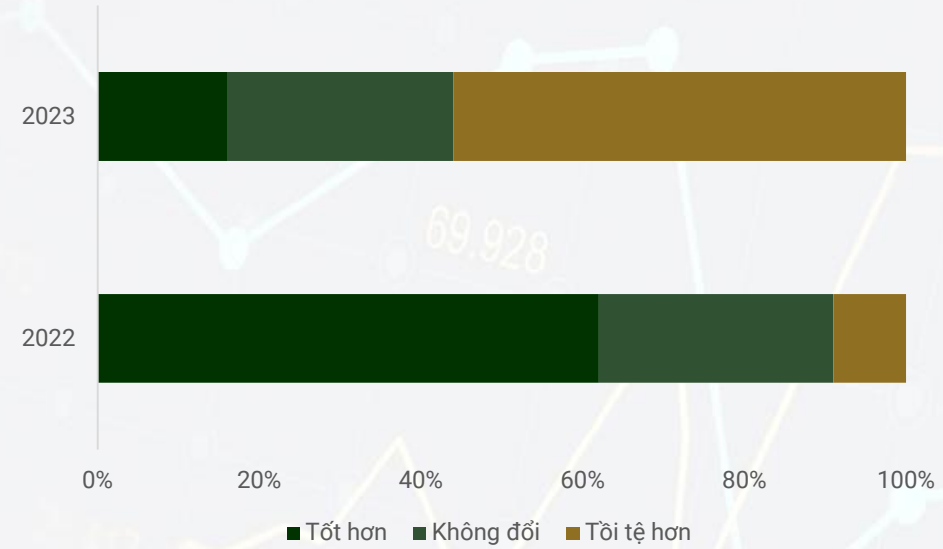
Giá nhập khẩu bông nguyên liệu (USD/tấn)

Nguồn: VCOSA, PHS tổng hợp

- Theo Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ (USDA), sản lượng bông thế giới cho niên vụ 2022/23 tăng nhẹ (+0.6%) so với niên vụ 2021/22. Trong khi đó nhu cầu của nhà máy bông niên vụ 2022/23 giảm, tỷ lệ dự trữ trên toàn cầu dự kiến cao hơn 2 mùa trước, giá bông dự kiến sẽ giảm từ mức cao của niên vụ 2021/22.
- Giá bông nguyên liệu nhập khẩu vào Việt Nam sau khi tăng liên tiếp từ đầu năm, đến tháng 09/2022 đã quay đầu giảm. Trước xu hướng giảm của giá bông thế giới, dự báo giá nhập khẩu bông nguyên liệu vào Việt Nam cũng sẽ tiếp tục giảm trong các tháng tới. Sự sụt giảm của giá bông nhập khẩu sẽ tạo điều kiện cho Việt Nam đẩy mạnh nhập khẩu bông nguyên liệu để sản xuất các đơn hàng dệt kim.

TRIỂN VỌNG 2023 - ĐỐI MẶT VỚI NHỮNG CƠN GIÓ NGƯỢC MẠNH

Khảo sát kỳ vọng về sự phát triển của ngành thời trang

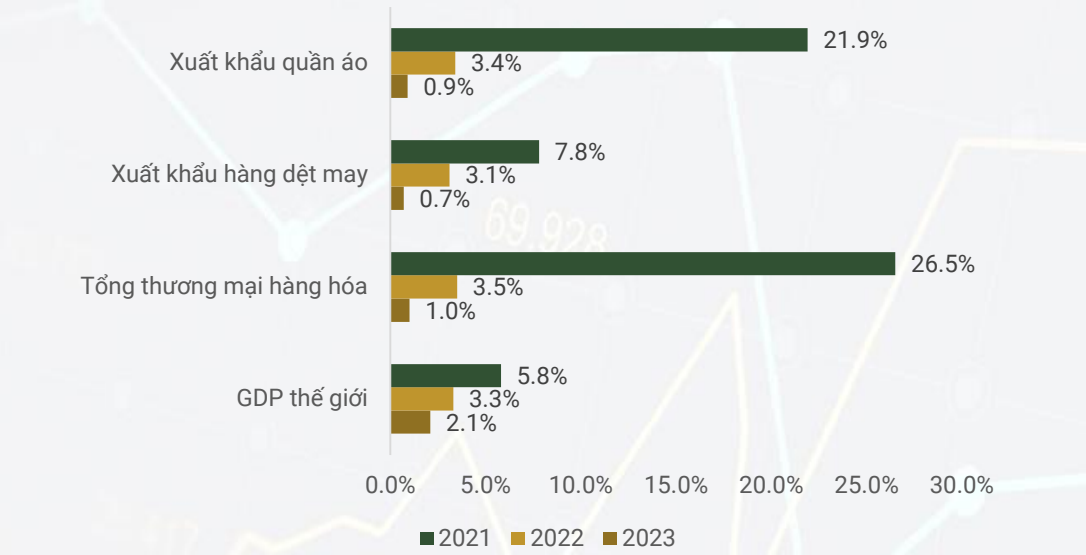


Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

- Triển vọng ngành dệt may cho năm 2023 khác nhau tùy theo khu vực và lục địa. Theo McKinsey, tại Mỹ, 61% giám đốc điều hành kì vọng điều kiện tương tự hoặc tốt hơn vào năm 2023 so với năm 2022.
- Trong khi đó, các nhà lãnh đạo Châu Âu và Châu Á bi quan nhất, với 64% và 53% tương ứng dự đoán các điều kiện vào năm 2023 sẽ xấu đi. Thương mại hàng dệt may thế giới có thể sẽ phải vật lộn với sự tăng trưởng trì trệ hoặc suy giảm nhẹ trong năm tới.

TRIỂN VỌNG 2023 - ĐỐI MẶT VỚI NHỮNG CƠN GIÓ NGƯỢC MẠNH

Tốc độ tăng trưởng GDP và xuất khẩu thế giới



Nguồn: Shenglu, PHS tổng hợp

- Trong bối cảnh lạm phát tăng cao, chi phí năng lượng cao và sự cắt giảm chuỗi cung ứng toàn cầu, World Bank và Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) đều dự đoán nền kinh tế toàn cầu đang tăng trưởng chậm lại. Tương tự như vậy, Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) dự báo rằng tốc độ tăng trưởng thương mại hàng hóa thế giới sẽ giảm xuống 3.5% vào năm 2022 và giảm xuống chỉ còn 1% vào năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng thị trường dệt may sẽ gặp khó khăn đến hết Q2/2023, các doanh nghiệp trong ngành phải đối diện với tình hình khó đoán định của thị trường. Lạm phát và nguy cơ suy thoái kinh tế tại nhiều quốc gia châu Âu, Mỹ khiến người tiêu dùng trở nên thận trọng hơn trong việc chi tiêu các mặt hàng không thiết yếu.
- Các đơn hàng dệt may tháng 11, 12/2022 và quý I/2023 sụt giảm mạnh, mức bình quân giảm từ 25% - 27%. Ngoài ra, các doanh nghiệp không chỉ gặp khó khăn về số lượng đơn hàng mà đơn giá hàng dệt may cũng bị giảm xuống tới 20% - 30%

KHUYẾN NGHỊ

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2022				Dự phóng 2023				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá tại ngày 15/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
DỆT MAY	TCM	4,210	19%	265	85%	4,101	-3%	253	-4%	55,200	54,400	16.6x	2.6x	1%	**Nắm giữ**
	STK	2,249	10%	243	-13%	2,252	0%	239	-1%	45,800	25,950	13.5x	1.8x	76%	**Mua**

Chúng tôi chọn TCM và STK vì:

(1) TCM có chuỗi giá trị tổng hợp, trong khi STK có lợi thế về nguồn nguyên liệu nên hạn chế rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng mà phần lớn các doanh nghiệp trong nước đang gặp phải.

(2) Chuỗi giá trị tích hợp cũng tạo điều kiện cho TCM dễ dàng đáp ứng quy tắc xuất xứ được quy định trong các FTA, trong khi STK được hưởng lợi từ xu hướng sử dụng nguyên liệu bền vững sản xuất trong nước đang gia tăng.

(3) TCM và STK tuân theo các thông lệ quốc tế về dệt may bền vững, giúp gia tăng lợi thế trong dài hạn.

CTCP DỆT MAY - ĐẦU TƯ - THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (TCM)

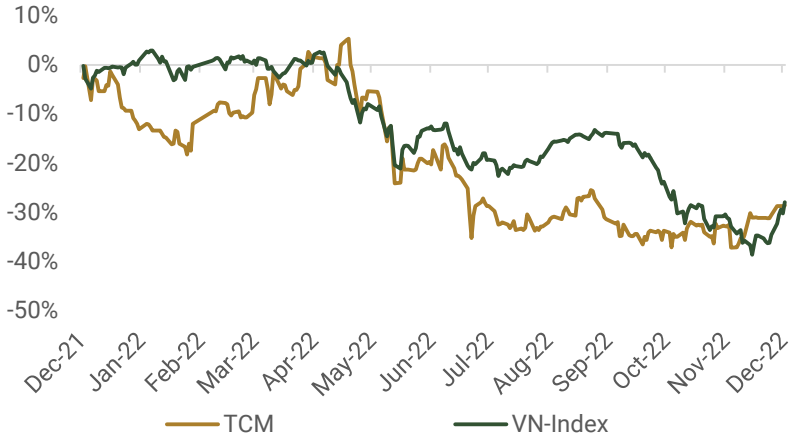
Giá hợp lý: 55,200 VND/cổ phiếu

- **Tổng quan doanh nghiệp**
- Công ty Cổ phần Dệt may Thành Công (TCM) được thành lập năm 1967. Công ty hiện có 4 nhà máy sợi với tổng công suất 21.000 tấn/năm, nhà máy dệt (7 triệu mét/năm), nhà máy dệt kim (7.000 tấn/năm), nhà máy nhuộm và nhà máy may (18 triệu sản phẩm/năm).

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Chuỗi cung ứng Dệt – Nhuộm – May tạo lợi thế giúp TCM ổn định nguồn cung nguyên liệu, khắc phục "điểm nghẽn" của ngành dệt may.
- ✓ Đẩy mạnh công tác nghiên cứu và phát triển (R&BD) nhằm nâng cao giá trị chuỗi cung ứng, đón đầu xu hướng thị trường
- ✓ Hưởng lợi từ CPTPP và EVFTA nhiều hơn so với những doanh nghiệp cùng ngành

Biến động giá so với chỉ số



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,644	3,470	3,535	4,210	4,101
LNST (tỷ VND)	217	276	144	265	253
EPS (VND)	3,166	4,435	1,997	3,232	3,089
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	40%	-55%	62%	-4%
Giá trị sổ sách (VND)	24,566	26,402	23,942	21,669	21,215
P/E	6.1	5.0	38.7	17.1	17.9
P/B	0.8	0.8	3.2	2.5	2.6
Cổ tức (%)	5%	5%	15%	N/A	N/A

CTCP SỢI THẾ KỶ (STK)

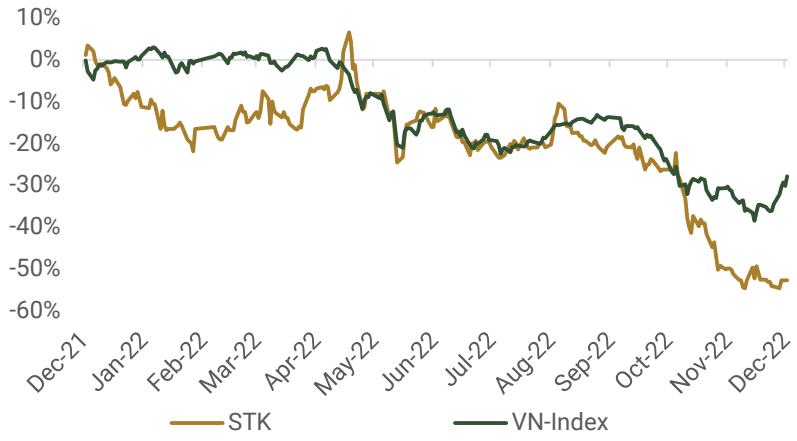
Giá hợp lý: 45,800 VND/cổ phiếu

- **Tổng quan doanh nghiệp**
- Công ty Sợi Thế Kỷ được thành lập năm 2000. Công ty hiện đang sản xuất các sản phẩm: sợi POY, sợi DTY, và sợi FDY xuất khẩu sang Châu Âu (Thổ Nhĩ Kỳ) và Châu Á. Công ty cũng là nhà cung cấp cho các hãng dệt may như Nike, Adidas, UNIQLO và Puma. Công ty được niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2015.

Điểm nhấn đầu tư

- ✓ Chiến lược phát triển sợi tái chế tạo động lực tăng trưởng dài hạn.
- ✓ Dự án liên minh Sợi – Vải – May gia tăng cơ hội hưởng lợi gián tiếp từ CPTPP.
- ✓ Dự án nhà máy sản xuất sợi tổng hợp Unitex sẽ giúp STK đón đầu xu hướng thời trang xanh.

Biến động giá so với chỉ số



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,229	1,766	2,042	2,249	2,252
LNST (tỷ VND)	214	144	278	243	239
EPS (VND)	3,163	2,041	3,937	3,430	3,382
Tăng trưởng EPS (%)	6%	-35%	93%	-13%	-1%
Giá trị sổ sách (VND)	15,314	15,309	17,801	22,359	24,942
P/E	6.5	8.3	10.5	13.4	13.5
P/B	1.3	1.1	2.3	2.0	1.8
Cổ tức (%)	15%	15%	15%	N/A	N/A

Định nghĩa xếp loại
Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%
Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%
Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.
Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.
Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách
Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS)
Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 08 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479 Fax: (+84-28) 5 413 5472
Hỗ trợ khách hàng: (+84-28) 5 411 8855 Hỗ trợ đặt lệnh: (+84-28) 5 413 5488
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng
Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên,
Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5478
Fax: (84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3
Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu,
Phường 6, Quận 3, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 3 820 8068
Fax: (84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Quận 1
Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby, 81-83-83B-85 Hàm Nghi, Phường Nguyễn Thái Bình,
Quận 1, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 3 535 6060
Fax: (84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Tân Bình
Tòa nhà Park Legend, 251 Hoàng Văn Thụ,
Phường 2, Quận Tân Bình, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 3 813 2401
Fax: (84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc,
Phường Đống Mác, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: (84-24) 3 933 4566
Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Thanh Xuân
Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội.
Điện thoại: (84-24) 6 250 9999
Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng
Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,
Quận Hồng Bàng, Hải Phòng
Điện thoại: (84-225) 384 1810
Fax: (84-225) 384 1801