

Triển vọng TTCK 2023

Cơ hội trong vùng nhiều động

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2023 ở mức 1,240 điểm, tương ứng với mức tăng 8.05% của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX, vùng P/E mục tiêu là 12 lần.

Xuyên suốt cả năm 2023, chúng tôi cho rằng 4 yếu tố mang tính định hình xu hướng TTCK Việt Nam sẽ có diễn biến như sau trong kịch bản cơ sở: i) Các hoạt động sản xuất kinh doanh của Trung Quốc trở lại bình thường đầu quý 2/2023 sẽ mang lại một số tác động tích cực lên kinh tế Việt Nam nhưng không gây áp lực quá mạnh lên lạm phát toàn cầu; ii) FED sẽ chỉ có thêm 2 lần tăng 25 điểm cơ bản vào quý I năm 2023 và bắt đầu hạ lãi suất vào quý IV khi kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái nhẹ; iii) tốc độ tăng cung tiền M2 về gần mức trước dịch và mặt bằng lãi suất trong nước hạ nhiệt dù vẫn ở mức cao; iv) không có sự đổ vỡ trên diện rộng ở thị trường TPDN.

Chúng tôi cho rằng thị trường sẽ có cơ hội mở rộng thêm đà hồi phục vào quý I 2023, tiếp nối nhịp hồi phục từ cuối năm 2022, khi nhà đầu tư kỳ vọng vào 2 động lực chính: 1) Trung Quốc mở cửa hoàn toàn nền kinh tế; và 2) FED chấm dứt chu kỳ tăng lãi suất sau kỳ họp tháng 3. Tuy nhiên, bước sang quý II là thời điểm các lo ngại suy thoái kinh tế sẽ gây áp lực lên TTCK toàn cầu khi hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp có dấu hiệu suy yếu rõ ràng hơn, áp lực đáo hạn TPDN lớn khiến rủi ro thị trường gia tăng và chỉ số VNIndex đứng trước nguy cơ quay lại xu hướng điều chỉnh. Giai đoạn nửa cuối 2023, sự chú ý của thị trường sẽ tập trung vào khả năng nới lỏng chính sách của các NHTW lớn cũng như mức độ suy thoái của kinh tế Mỹ và EU. Kịch bản cơ sở với 1 cuộc suy thoái nhẹ xảy ra, đủ để các NHTW đảo ngược chính sách trong khi không gây tổn thất quá lớn đến kinh tế toàn cầu. Theo đó, TTCK Việt Nam sẽ có cơ hội hồi phục trở lại với động lực đến từ động thái nới lỏng chính sách của các NHTW, trong khi nền tảng vĩ mô trong nước duy trì ổn định.

Trong kịch bản tiêu cực khi 4 yếu tố trên diễn biến không thuận lợi, chỉ số VNIndex được dự báo giảm về mốc 880 điểm cuối 2023 (tương ứng mức giảm EPS 8% và P/E ở mức 10.x).

Từ góc độ triển vọng ngành, trong 2023, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng các ngành dầu khí, công nghệ thông tin (*chi tiết về triển vọng ngành xem thêm ở phần V của báo cáo*).

Trần Đức Anh

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhtd@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công

Chuyên viên chiến lược đầu tư
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh

Chuyên viên chiến lược đầu tư
anhhttp@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyên

Chuyên viên vĩ mô
quyenlh@kbsec.com.vn

29/12/2022

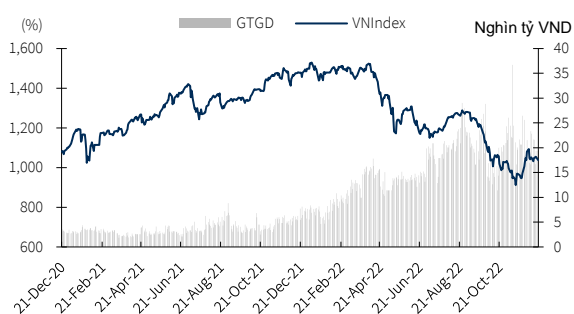
Nội dung	I. Triển vọng TTCK 2023	3
	II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	5
	III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2023	7
	1. Trung Quốc mở cửa hoàn toàn	7
	2. Chính sách tiền tệ của FED và rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ	12
	3. Tốc độ tăng cung tiền M2	15
	4. Rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp	19
	IV. KBSV Top picks và danh mục mẫu 2023	21
	V. Triển vọng ngành	23
	Ngân hàng – Trung lập	23
	Bất động sản nhà ở - Tiêu cực	33
	Khu công nghiệp – Trung lập	40
	Dầu khí – Tích cực	43
	Công nghệ thông tin (Tích cực)	46
	Cảng biển (Trung lập)	50
	Thép (Trung lập)	54
	Điện (Trung lập)	57
	Bán lẻ (Trung lập)	59
	Thủy sản (Trung lập)	63

I. Triển vọng TTCK 2023

TTCK Việt Nam lao dốc trong năm 2022

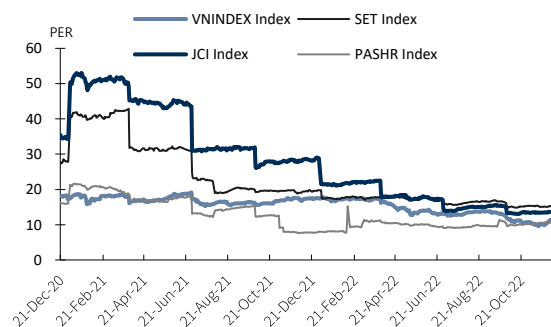
TTCK Việt Nam có diễn biến điều chỉnh sâu trong năm 2022, sau 2 năm tăng trưởng mạnh trước đó, dưới tác động của yếu tố tiêu cực cả bên trong và bên ngoài. Đối với các yếu tố ngoại biên, xung đột Nga – Ukraine; chính sách zero-Covid của Chính phủ Trung Quốc; các NHTW đẩy nhanh quá trình thắt chặt chính sách tiền tệ để đối phó với lạm phát tăng phi mã; rủi ro suy thoái kinh tế ở Mỹ và EU... là các yếu tố rủi ro chính. Trong khi đó đối với các yếu tố trong nước, rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp với các sự kiện như Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát; quá trình thanh lọc sai phạm trên TTCK như sự kiện FLC; áp lực tỷ giá và lạm phát dẫn đến trạng thái thắt chặt thanh khoản và mặt bằng lãi suất tăng cao; đầu tư công giải ngân chậm... gây gia tăng áp lực khiến TTCK Việt Nam là 1 trong những thị trường có diễn biến tiêu cực nhất toàn cầu.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



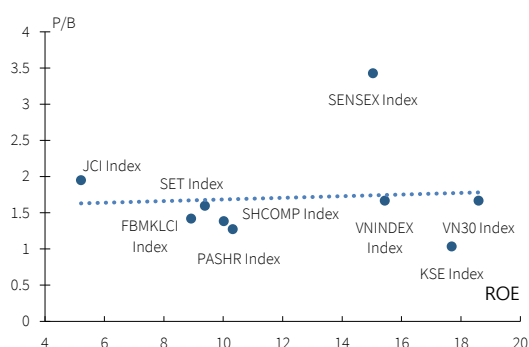
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



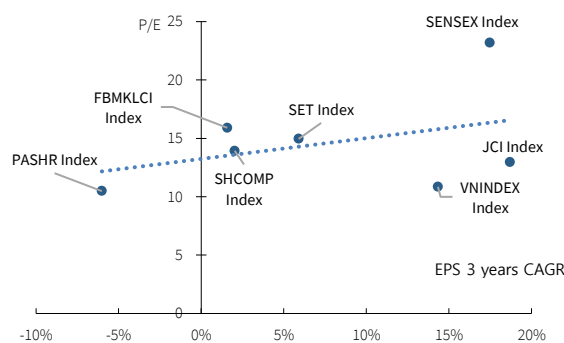
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Triển vọng TTCK Việt Nam trong năm 2023, cơ hội trong vùng nhiễu động

Đối với triển vọng trong năm 2023, chúng tôi cho rằng sẽ có 4 yếu tố chính định hình xu hướng TTCK Việt Nam, bao gồm (chúng tôi phân tích kỹ hơn đối với từng yếu tố này trong phần III – “các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2023” của báo cáo):

Trung Quốc mở cửa hoàn toàn

Việt Nam – Trung Quốc có mối quan hệ thương mại và dịch vụ chặt chẽ với nhau, việc Trung Quốc mở cửa nền kinh tế sẽ là động lực hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong nước và bù đắp tác động tiêu cực từ nhu cầu suy yếu ở Mỹ và EU. Theo đó, TTCK Việt Nam cũng được hưởng lợi xét trên góc độ một số nhóm ngành bao gồm các ngành có hoạt động thương mại chặt chẽ với Trung Quốc như dệt may, thủy sản, bán lẻ, cao su, xi măng, gạo...; các ngành hưởng lợi từ xu hướng hồi phục của giá nguyên vật liệu khi tiêu thụ của Trung Quốc phục hồi như thép, dầu khí...; các ngành hưởng lợi từ lượng khách du lịch Trung Quốc quay trở lại như hàng không, dịch vụ du lịch, bất động sản nghỉ dưỡng... Dù vậy, rủi ro rất đáng chú ý là việc Trung Quốc mở cửa có thể gia tăng áp lực lạm phát toàn cầu khiến cuộc chiến chống lạm phát của Mỹ và EU khó khăn hơn qua đó tác động đến quyết định của FED và ECB.

Chính sách tiền tệ của FED và rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ

Động thái thắt chặt tiền tệ của FED trong năm 2022 khiến TTCK toàn cầu chao đảo và TTCK các nước mới nổi, bao gồm Việt Nam, còn chịu thêm tác động kép đến từ đồng USD mạnh lên, gia tăng áp lực tỷ giá và buộc các NHTW phải thắt chặt chính sách tiền tệ để đối phó. Dù vậy, 1 số dấu hiệu đã cho thấy lạm phát Mỹ đã đạt đỉnh, trong khi kinh tế Mỹ dần suy yếu, qua đó giúp gia tăng kỳ vọng của thị trường về việc FED sẽ sớm chấm dứt chu kỳ thắt chặt tiền tệ vào cuối quý I năm 2023 và chuyển đổi sang chu kỳ nới lỏng vào cuối năm. Trọng tâm của yếu tố này sẽ đến từ việc liệu lạm phát ở Mỹ có xu hướng giảm nhanh như kỳ vọng (trong bối cảnh giá hàng hoá có thể bật tăng khi Trung Quốc mở cửa), và mức độ trầm trọng của suy thoái kinh tế Mỹ, nếu xảy ra.

Tốc độ tăng cung tiền M2

Chúng tôi quan sát thấy có sự tương quan cao giữa tăng trưởng cung tiền M2 và định giá P/E của VNIndex. Trên thực tế, việc M2 tăng ở mức thấp kỷ lục trong năm 2022, khiến điều kiện thanh khoản thị trường, hệ thống ngân hàng và cả nền kinh tế căng thẳng, đẩy mặt bằng lãi suất lên nền cao là 1 trong những nguyên nhân chính khiến chỉ số VNIndex diễn biến tiêu cực. Kỳ vọng tăng trưởng cung tiền trong năm 2023 sẽ hồi phục lại dựa trên nền cơ sở thấp của năm 2022, trong khi 1 số điều kiện khách quan thuận lợi như NHNN có khả năng mua vào USD hay đầu tư công được thúc đẩy.

Rủi ro từ thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Dự báo thị trường TPDN sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong năm 2023, các vụ vỡ nợ trái phiếu đơn lẻ sẽ xuất hiện, tuy nhiên mức độ nghiêm trọng và quy mô sẽ không quá lớn khi mà mặt bằng lãi suất kỳ vọng hạ nhiệt từ mức nền cao cuối 2022, thị trường bất động sản trầm lắng nhưng không đổ vỡ hệ thống, trong khi có thể kỳ vọng có thêm các động thái hỗ trợ từ Chính phủ

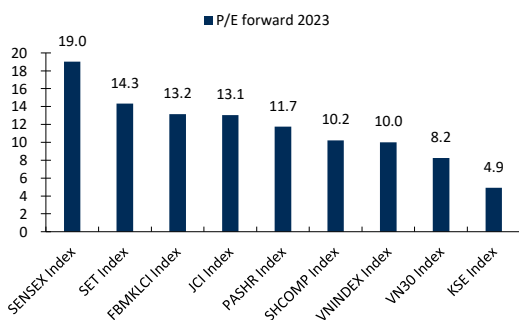
Vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm là 1,240 điểm

Dựa vào phân tích và đánh giá 4 yếu tố định hình xu hướng TTCK Việt Nam ở trên (xem thêm phần III – “các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2023”), chúng tôi xây dựng kịch bản cơ sở với xác suất xảy ra cao nhất với mỗi yếu tố: i) hoạt động sản xuất kinh doanh tại Trung Quốc bình thường hóa vào quý 2/2023, qua đó tác động tích cực lên kinh tế Việt Nam, trong khi không gây gia tăng đáng kể lên xu hướng lạm phát toàn cầu; ii) FED sẽ chỉ có 2 đợt tăng 25 điểm cơ bản vào quý 1 năm sau, trước khi duy trì nền lãi suất cao và bắt đầu hạ lãi suất ở thời điểm cuối năm khi kinh tế Mỹ rơi vào cuộc suy thoái nhẹ, đồng USD hạ nhiệt tạo thêm dư địa điều hành chính sách cho NHNN; iii) cung tiền M2 quay trở lại xu hướng tăng trưởng như giai đoạn trước dịch, giúp hạ nhiệt mặt bằng lãi suất; iv) thị trường TPDN không xảy ra đổ vỡ trên diện rộng mặc dù có thể vẫn sẽ xuất hiện các sự đổ vỡ đơn lẻ. Theo đó, EPS thị trường dự phóng tăng 8.5%

(xem thêm phần II của báo cáo) và P/E chỉ số VNIndex tiến gần hơn đến mức trung tính ở 12 lần (theo model tương quan M2, mặt bằng lãi suất, và P/E Vnindex), tương ứng với đó vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex cuối năm 2023 ở 1,240 điểm.

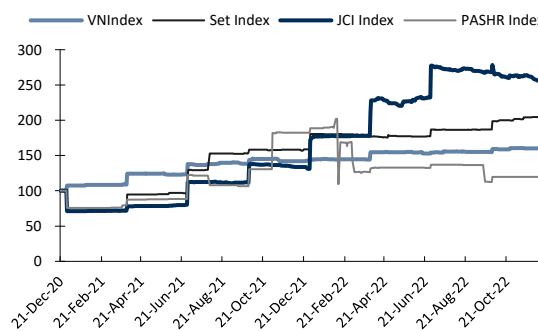
Bên cạnh đó, chúng tôi đề ngỏ khả năng các yếu tố trên diễn biến không thuận lợi với kịch bản tiêu cực: i) áp lực lạm phát toàn cầu gia tăng trở lại khi Trung Quốc mở cửa nền kinh tế, thúc đẩy tiêu dùng và dịch vụ, kéo theo giá cả hàng hoá tăng, tạo áp lực lên chính sách điều hành của FED và ECB; ii) FED buộc phải thắt chặt chính sách tiền tệ để đối phó với áp lực lạm phát tăng trở lại và đẩy nền kinh tế vào trạng thái stagflation (suy thoái mạnh đi kèm lạm phát cao); iii) áp lực lạm phát khiến NHNN tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ và mặt bằng lãi suất tăng lên mức nền cao mới; iv) xuất hiện nhiều hơn các vụ đổ vỡ ở thị trường TPDN, lĩnh vực bất động sản đóng băng, nợ xấu ngân hàng gia tăng. Tương ứng với đó, EPS thị trường dự phóng giảm 8% và P/E chỉ số VNIndex vận động quanh vùng đáy 10 lần. Theo đó, kịch bản tiêu cực của chỉ số VNIndex cuối năm 2023 ở 880 điểm.

Biểu đồ 5. P/E forward 2023 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. Hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh Q3/2022 có dấu hiệu chững lại trong bối cảnh có nhiều bất ổn về vĩ mô

Trong Q3/2022, của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX ghi nhận tổng lợi nhuận tăng trưởng 15.2% và doanh thu tăng 28.8% so với cùng kỳ chủ yếu do mức nền thấp Q3/2021 bởi ảnh hưởng từ giãn cách xã hội toàn quốc. Tuy nhiên, so với Q2/2022, lợi nhuận giảm 4.3% và doanh thu đi ngang do chịu tác động tiêu cực bởi nhu cầu suy giảm ở các đối tác thương mại lớn, trong khi điều kiện kinh doanh trong nước cũng không thực sự thuận lợi khi mà thị trường bất động sản, xây dựng ảm đạm, nguồn cung tín dụng hạn chế, hay 1 số doanh nghiệp lớn phải chịu lỗ chênh lệch tỷ giá do VND lao dốc.

Theo đó, xét cho cả 9 tháng đầu năm, doanh thu và lợi nhuận các DN niêm yết tăng lần lượt 19.7% và 8.3% so với cùng kỳ, phù hợp với bối cảnh tăng trưởng vĩ mô tích cực từ mức nền thấp của năm 2021 do chịu ảnh hưởng bởi dịch Covid-19. Dù vậy, số liệu cũng bước đầu cho thấy 1 số khó khăn ở phía trước khi xu hướng tăng trưởng trong quý 3 đã yếu dần.

Dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX đạt 8.05% YoY năm 2023

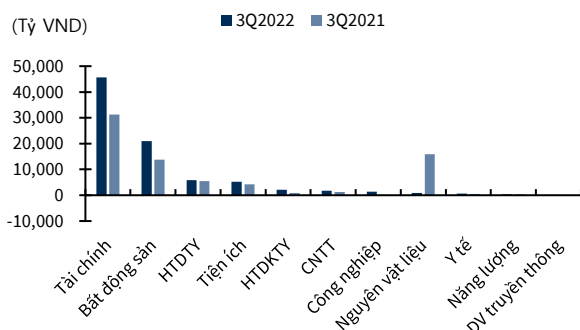
Đối với năm 2023, trong kịch bản cơ sở Mỹ và EU sẽ có cuộc suy thoái nhẹ, kinh tế Việt Nam tăng trưởng giảm tốc nhưng vẫn ở mức 6-6.5% GDP, một số chỉ tiêu vĩ mô như tỷ giá và lạm phát duy trì ổn định, chúng tôi dự phóng tăng trưởng

EPS cả thị trường ở mức 8.05% (sụt giảm mạnh từ mức tăng hơn 18% của năm 2022). Trong đó:

- Các yếu tố tiêu cực tác động gồm: suy thoái kinh tế ở Mỹ và EU khiến doanh thu các doanh nghiệp xuất khẩu chịu ảnh hưởng; mức nền lãi suất cao nhiều khả năng sẽ duy trì trong ít nhất nửa đầu năm tác động lên chi phí lãi vay của doanh nghiệp; rủi ro từ thị trường TPĐN (với tổng giá trị đáo hạn lên tới khoảng 400 nghìn tỷ cả năm 2023) tác động tiêu cực lên hoạt động ngành bất động sản và kéo theo đó là rủi ro gia tăng nợ xấu ngành ngân hàng.
- Ở chiều ngược lại, các yếu tố thuận lợi giúp hỗ trợ kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết không sụt giảm mạnh bao gồm: dù giảm tốc nhưng tăng trưởng GDP vẫn ở mức cao (6%-6.5%) với động lực đến từ nhu cầu nội địa; kỳ vọng đầu tư công được thúc đẩy sau năm 2022 trầm lắng; Trung Quốc mở cửa kinh tế giúp hoạt động thương mại song phương được khôi phục cũng như lượng khách du lịch đến từ Trung Quốc hồi phục.

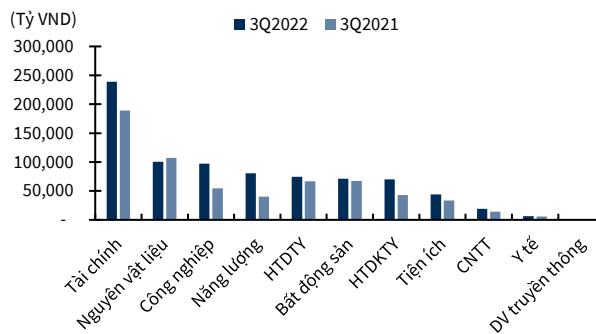
Các ngành kỳ vọng tăng trưởng mạnh năm sau (Biểu đồ 10) bao gồm: năng lượng (+179% YoY) bởi mức nền thấp năm 2022; CNTT (+20.1% YoY) tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số; hàng tiêu dùng thiết yếu (+14.1% YoY) do hưởng lợi từ sự tăng trưởng ở lĩnh vực tiêu dùng trong nước. Ngược lại, một số ngành tăng trưởng yếu như nguyên vật liệu (-15.2%) và tiện ích (-2.4%) do yếu tố thuận lợi trong năm 2022 suy giảm và nhóm bất động sản (+1.6%) vẫn ảm đạm dù được kỳ vọng hồi phục nhẹ cuối năm. Ngành tài chính (+8.5%) cũng sụt giảm tăng trưởng so với mức đạt được của năm 2022 (+17.5%) do lo ngại rủi ro nợ xấu ngành ngân hàng gia tăng xuất phát từ thị trường TPĐN bất động sản.

Biểu đồ 7. Lợi nhuận Q3 2022 so với cùng kỳ



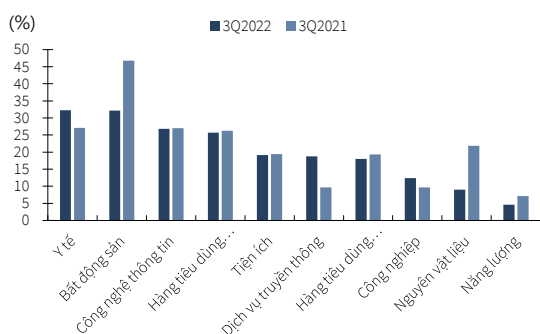
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Doanh thu Q3 2022 so với cùng kỳ



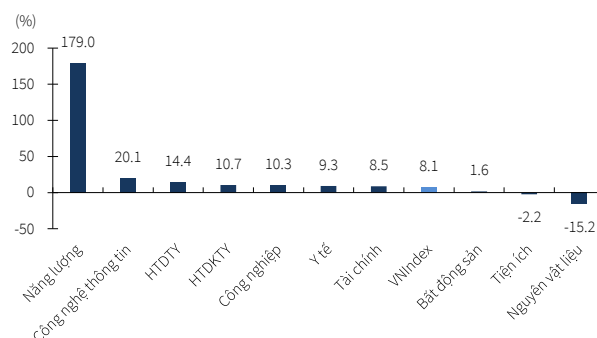
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Biên lợi nhuận gộp Q3 2022 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng tăng trưởng dự phóng EPS 2023 các ngành so với năm 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV

III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2023

1. Quá trình mở cửa trở lại của Trung Quốc

Việc Trung Quốc dần mở cửa trở lại và sớm chấm dứt chính sách Zero Covid sẽ gây ra các tác động trái chiều lên nền kinh tế cũng như TTCK Việt Nam. Dù yếu tố tích cực có phần chi phối, tuy nhiên yếu tố rủi ro cũng rất đáng quan tâm, tập trung vào việc gia tăng áp lực lạm phát toàn cầu khiến các nền kinh tế lớn buộc phải duy trì mặt bằng lãi suất cao.

Tác động tích cực:

Việc mở cửa trở lại sẽ tác động tích cực lên lĩnh vực du lịch, hàng không khi mà lượng khách Trung Quốc quay trở lại Việt Nam sau gần 3 năm bị hạn chế bởi Covid. Đây sẽ là động lực quan trọng để hỗ trợ nền kinh tế duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong năm 2023 trong bối cảnh hoạt động xuất khẩu được dự báo sẽ gặp nhiều khó khăn do nhu cầu tiêu thụ yếu. Trên thực tế, dù đã mở cửa du lịch từ sớm, lượng khách du lịch quốc tế của Việt Nam đến từ Châu Á trong 11 tháng đầu năm mới chỉ bằng 1/7 số lượt khách của năm 2019 (Bảng 1) với nguyên nhân không nhỏ đến từ việc thiếu vắng khách du lịch đến từ Trung Quốc (thường chiếm 30-40% số lượt khách đến từ Châu Á).

Ngành hàng không, dịch vụ hàng không

Bảng 1. Việt Nam – Lượng khách du lịch Châu Á và Trung Quốc đến Việt Nam giai đoạn 2019-2022

	Khách du lịch Châu Á	Khách du lịch Trung Quốc	Tỷ trọng
Năm 2019	14,386.30	5,806.40	40%
Năm 2020	2,813.65	959.22	34%
Năm 2021	132.84	57.73	43%
Năm 2022	2,075.96	107.91	5%

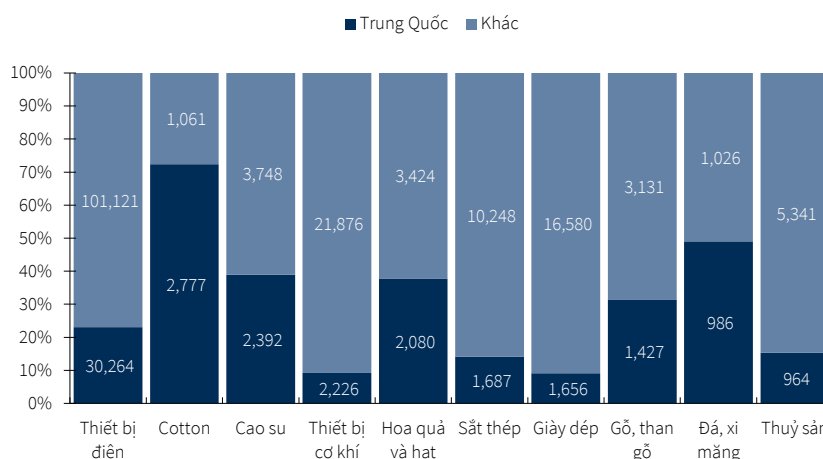
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dệt may, thủy sản, lương thực

Theo số liệu thống kê, giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc trong năm vừa qua đạt 56 tỷ USD, tăng 35% so với thời điểm trước Covid và chiếm 16.7% tổng giá trị xuất khẩu trong năm 2022. Về tổng thể, do việc xuất khẩu hàng hoá sang Trung Quốc vẫn duy trì được tốc độ tăng trưởng tích cực trong giai đoạn bùng phát dịch Covid-19, chúng tôi đánh giá việc mở cửa hoàn toàn trở lại sẽ không có nhiều tác động lớn lên hoạt động xuất khẩu mà chỉ tác động cục bộ lên một vài nhóm ngành. Trung Quốc là thị trường tiêu thụ chính của các mặt hàng xuất khẩu như sợi cotton (72%), đá, xi măng (49%), cao su (39%), hoa quả (38%) và gỗ (31%) (Biểu đồ 11). Khi nền kinh tế mở cửa trở lại, Trung Quốc được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh nhập khẩu dầu thô, nguyên vật liệu và hàng hoá công nghiệp. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ thủy sản và lương thực như gạo, ngô, sắn (vốn chịu tác động tiêu cực từ giãn cách xã hội (Biểu đồ 13.) cũng sẽ gia tăng để đáp ứng như cầu người dân và sản xuất thức ăn chăn nuôi khi sản

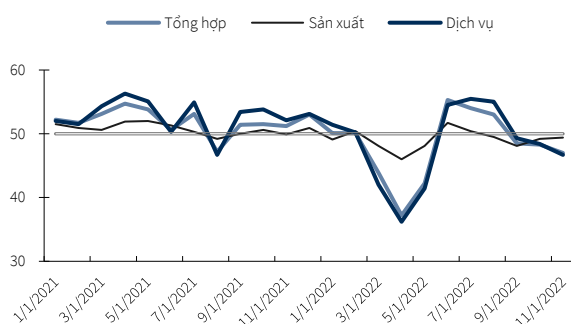
lượng mặt hàng này tại Trung Quốc sụt giảm trong niên vụ 2022/2023. Tuy nhiên, đối với nhóm lương thực, hiện giá các mặt hàng này dù đã hạ nhiệt nhưng hầu hết vẫn neo ở mức cao và nguồn cung được dự báo dù giảm nhưng vẫn đảm bảo nhu cầu tiêu thụ do đó chúng tôi cho rằng tác động đến Việt Nam là không đáng kể. Đối với nhóm thủy sản, dù kỳ vọng sản lượng xuất khẩu sang Trung Quốc gia tăng tuy nhiên hiện hàng tồn kho các nhà máy đang tăng, sản lượng thu hoạch cao và giá cá nguyên liệu đang trong xu hướng giảm do đó việc Trung Quốc mở cửa cũng khó tạo ra đột biến cho cá tra Việt Nam. Ở chiều ngược lại, giá trị nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc đạt 138 tỷ USD (chiếm 41.7% tổng giá trị nhập khẩu), trong đó, các mặt hàng phải nhập khẩu chủ yếu bao gồm sợi và vải nguyên liệu (~78%), thiết bị cơ khí (61%), thiết bị y tế, quang học (~60%),... Tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng được nối lại sẽ giúp cho doanh nghiệp Việt Nam thuận lợi hơn trong việc nhập khẩu hàng hoá, nguyên vật liệu đầu vào từ Trung Quốc phục vụ hoạt động sản xuất với chi phí thấp hơn, đặc biệt là nhóm ngành dệt may.

Biểu đồ 11. Việt Nam - Giá trị top 10 các mặt hàng xuất khẩu (DVT: Triệu USD)



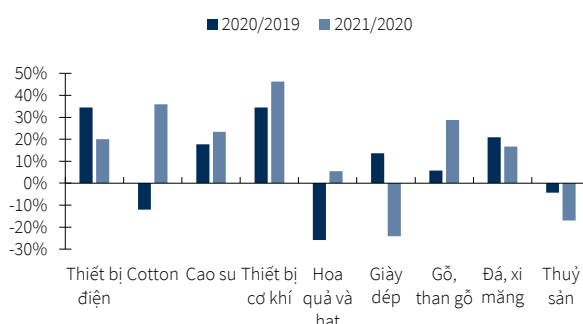
Nguồn: ICT, KBSV

Biểu đồ 12. Trung Quốc – Chỉ số PMI

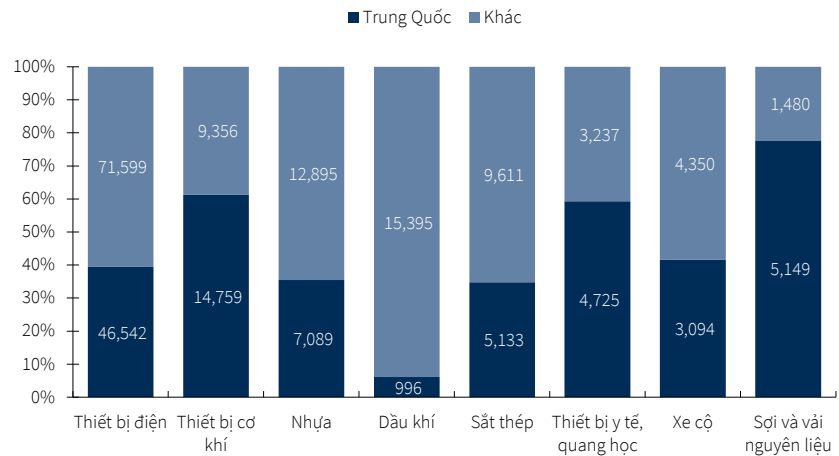


Nguồn: Bloomberg, KBSV

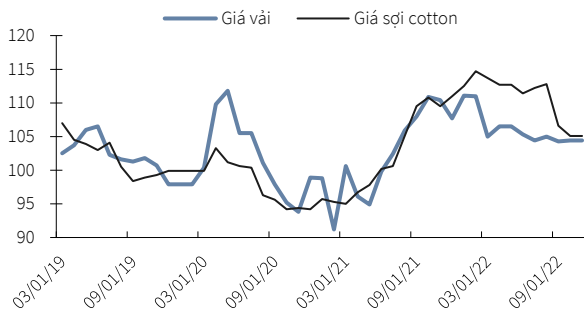
Biểu đồ 13. Việt Nam – Tốc độ tăng trưởng 9 loại mặt hàng xuất khẩu sang Trung Quốc giai đoạn 2020-2021



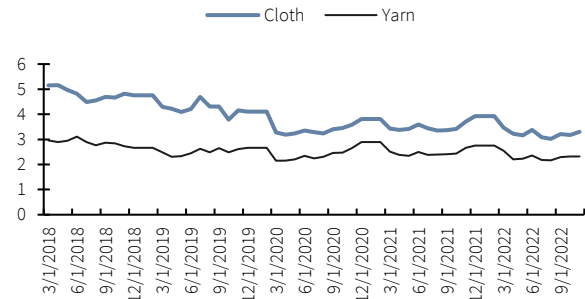
Nguồn: ICT, KBSV

Biểu đồ 14. Việt Nam - Giá trị nhập khẩu của top 8 các mặt hàng (DVT: Triệu USD)

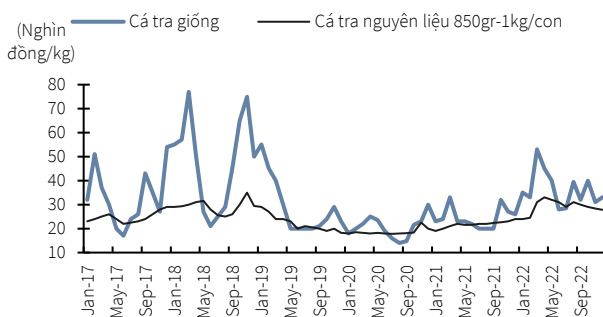
Nguồn: ICT, KBSV

Biểu đồ 15. Trung Quốc – Giá vải và sợi cotton xuất khẩu

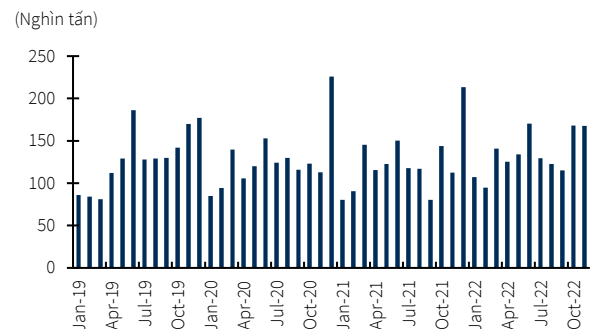
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 16. Trung Quốc – Sản lượng sợi và vải

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Việt Nam – Giá cá tra giống và cá tra nguyên liệu

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 18. Việt Nam – Sản lượng cá tra thu hoạch tại ĐBSCL

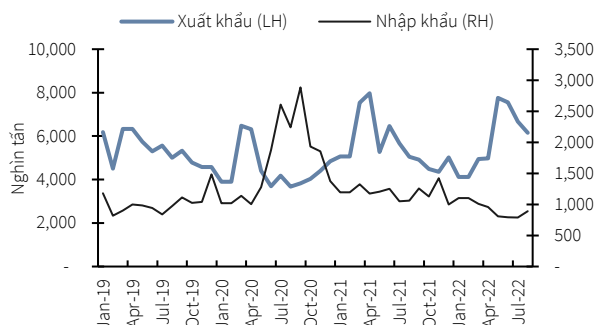
Nguồn: TCTK, KBSV

Vật liệu xây dựng

- Trung Quốc là quốc gia sản xuất hơn 50% tổng sản lượng sản xuất thép trên thế giới. Trong giai đoạn lockdown, Trung Quốc đã đẩy mạnh xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu để giải phóng hàng tồn kho. Hàng tồn kho nguyên liệu thép hiện ở mức thấp trong khi nhu cầu kỳ vọng cải thiện có thể giúp nhu cầu nhập khẩu thép Trung Quốc tăng và ngược lại khiến cho áp lực cạnh tranh với hàng xuất khẩu từ Trung Quốc giảm. Mặc dù giá thép và nguyên liệu thép đã hồi phục sau tin rơi lủng, triển vọng tăng giá sau đó sẽ phụ thuộc vào sự hồi phục của thị trường bất động sản và xây dựng của Trung Quốc. Nhóm xi măng cũng là nhóm được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi do

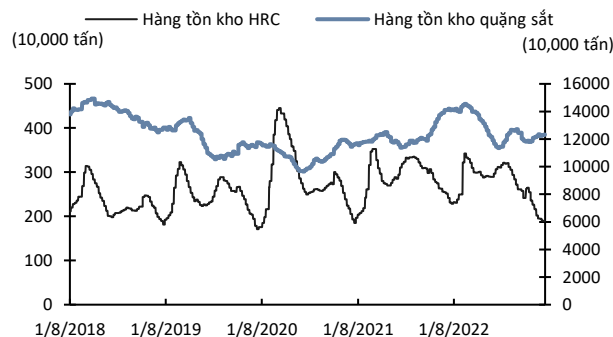
ngành xi măng Việt Nam xuất khẩu phần lớn sang Trung Quốc trong khi ngành đang trong tình trạng dư cung tại Việt Nam. Việc sản lượng sản xuất xi măng ở Trung Quốc thấp sẽ là yếu tố giúp xuất khẩu xi măng từ Việt Nam sang Trung Quốc khả quan hơn với nhu cầu tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 3% trong năm 2023.

Biểu đồ 19. Trung Quốc - Sản lượng xuất nhập khẩu thép



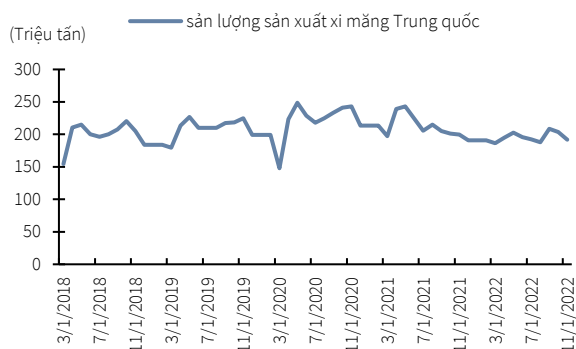
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Trung Quốc - Tồn kho HRC và quặng sắt



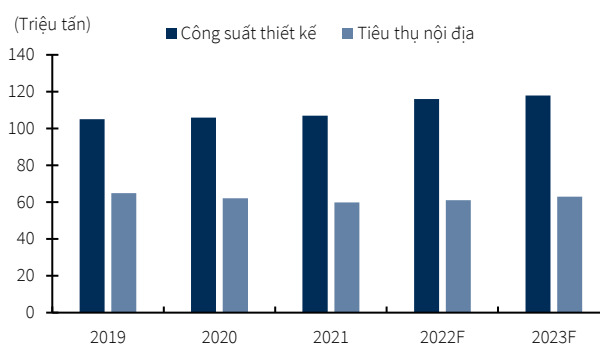
Nguồn: OPEC, KBSV

Biểu đồ 21. Trung Quốc - Sản lượng xi măng sản xuất



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 22. Công suất thiết kế và tiêu thụ xi măng Việt Nam



Nguồn: VNCA, KBSV dự phóng

Trong ngắn hạn, giá dầu hồi phục khi Trung Quốc mở cửa hoàn toàn sẽ làm gia tăng áp lực lạm phát

Tác động tiêu cực:

Nhu cầu tiêu thụ dầu bình quân tại Trung Quốc trong năm giai đoạn 2019-2021 dao động quanh ngưỡng 13.3 triệu thùng/ngày. Việc áp đặt các biện pháp phong tỏa tại các thành phố lớn khiến cho tổng lượng dầu tiêu thụ tại Trung Quốc sụt giảm mạnh. Cụ thể, nhu cầu tiêu thụ dầu bình quân/ngày cũng theo đó giảm lần lượt 6.2% và 7.8% trong quý II và quý III. Điều này là lý do khiến cho các quốc gia OPEC+ tiếp tục giữ nguyên chính sách cắt giảm sản lượng của mình trong bối cảnh thế giới đứng trước rủi ro suy thoái. Với nguồn cung đang có phần bị siết chặt (Biểu đồ 24), việc Trung Quốc mở cửa hoàn toàn trở lại sẽ thúc đẩy giá dầu khí nói riêng và nguyên liệu thô toàn cầu nói chung đi lên và gây áp lực lên giá của nhiều hàng hoá tiêu dùng và dịch vụ khác và khiến cho lạm phát toàn cầu bật tăng trở lại, đặc biệt tại Mỹ. Theo ước tính của Bloomberg, nếu Trung Quốc mở cửa hoàn toàn vào giữa năm 2023, giá năng lượng đứng trước nguy cơ tăng thêm 20% và theo đó, chỉ số giá tiêu dùng của Mỹ có thể tăng trở lại mức 5.7%. Trong kịch bản này, FED có thể duy trì mức lãi suất cao hơn với thời gian dài hơn so với kỳ vọng của thị trường. Lợi suất TPCP Mỹ cùng đồng USD lên giá, kéo theo diễn biến sụt giảm ở TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, theo như quan sát của chúng tôi, trong thời gian qua Trung Quốc tăng cường nhập khẩu dầu từ Nga, Saudi

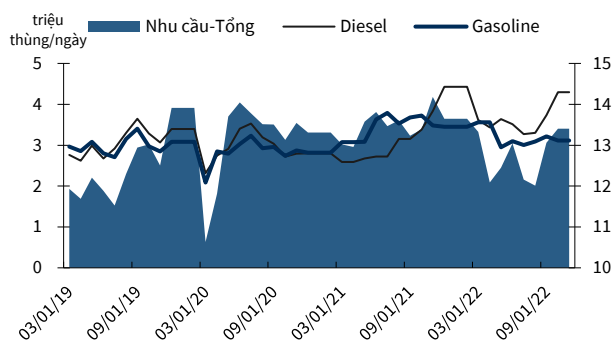
Arabia khi mà các nước phương Tây triển khai các biện pháp trừng phạt (Biểu đồ 25). Điều này được kỳ vọng sẽ giúp bù đắp phần nhu cầu tăng thêm từ việc mở cửa trở lại, nhất là khi Trung Quốc yêu cầu các doanh nghiệp xuất nhập khẩu năng lượng quốc doanh của nước này ngừng việc bán lại LNG cho khách hàng nước ngoài. Do đó, giá dầu được kỳ vọng có thể tăng trong ngắn hạn tuy nhiên xu hướng trong trung hạn còn dựa vào nhu cầu toàn cầu, rủi ro suy thoái, căng thẳng địa chính trị giữa Nga và EU...

Hoạt động SXKD trở lại bình thường vào đầu quý 2/2023 được coi là động lực quan trọng hỗ trợ xu hướng TTCK toàn cầu

Về tổng thể, chúng tôi đánh giá tác động tích cực của Trung Quốc mở cửa hoàn toàn trở lại lên kinh tế Việt Nam (thông qua hoạt động thương mại, du lịch) có phần nhiều hơn tác động tiêu cực (liên quan đến rủi ro lạm phát), do tác động của việc Trung Quốc mở cửa đến giá dầu (cũng như các nguyên liệu cơ bản khác) còn phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ toàn cầu, vốn được dự báo suy yếu khi kinh tế các nước phát triển đối mặt rủi ro suy thoái, cũng như chính sách sản lượng của OPEC và diễn biến xung quanh vấn đề Nga – Ukraine.

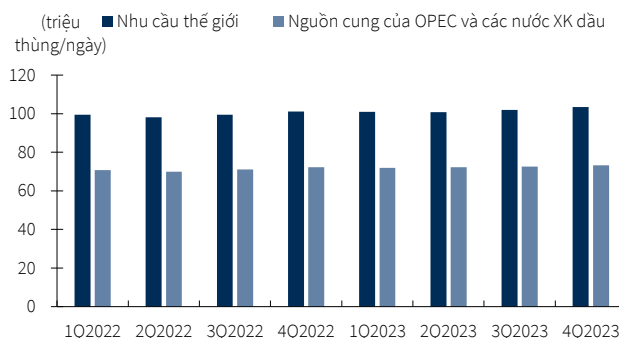
Trong kịch bản cơ sở, các hoạt động sản xuất kinh doanh của Trung Quốc sẽ trở lại bình thường vào đầu quý 2/2023 sẽ được coi là động lực quan trọng hỗ trợ xu hướng TTCK toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng trong bối cảnh đây cũng là thời điểm được kỳ vọng FED sẽ có đợt tăng lãi suất cuối cùng và chấm dứt chu kỳ nâng lãi suất.

Biểu đồ 23. Trung Quốc - Nhu cầu tiêu thụ dầu



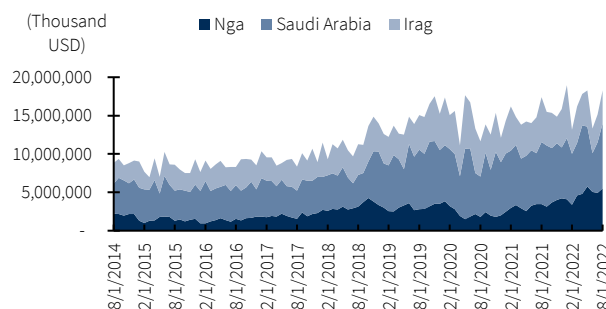
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 24. Nhu cầu và sản lượng dầu thế giới



Nguồn: OPEC, KBSV

Biểu đồ 25. Trung Quốc - Giá trị dầu thô nhập khẩu từ 3 nhà cung cấp chính



Nguồn: Bloomberg, KBSV

2. Chính sách tiền tệ của FED và rủi ro suy thoái của Mỹ

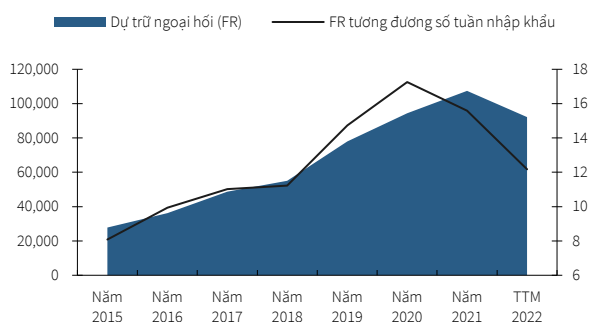
NHNN thực hiện bán ròng 25 tỷ USD làm gia tăng áp lực thiếu thanh khoản trong hệ thống

Áp lực tỷ giá và lạm phát là nguyên nhân chính khiến NHNN có những động thái thắt chặt chính sách tiền tệ trong năm 2022. Theo ước tính, SBV đã bán ra khoảng 25 tỷ USD, tương ứng hút ra khỏi lưu thông khoảng 400 nghìn tỷ VND trong lưu thông (Biểu đồ 26), từ đó làm góp phần gia tăng áp lực thiếu thanh khoản trong hệ thống (Biểu đồ 27). Điều này đã khiến cho một loạt các NHTM như Vietcapital Bank, Vietbank, Saigonbank buộc phải tăng mức lãi suất huy động 12 tháng lên trên 9%. TTCK vốn có độ nhạy với mặt bằng lãi suất, cũng đã bị chiết khấu mạnh với hệ số P/E nhiều thời điểm giảm xuống dưới 10 lần – tương đương vùng đáy của hơn 10 năm trở lại đây.

Biến động của TTCK Việt Nam có tương quan chặt chẽ với chỉ số DXY

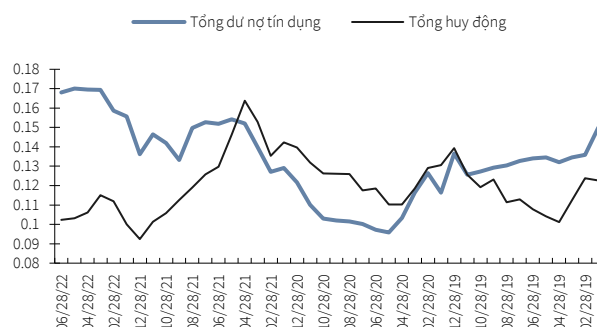
Nguyên nhân chính khiến áp lực tỷ giá tăng mạnh đến từ diễn biến leo dốc của đồng USD (Biểu đồ 28) dưới ảnh hưởng của các đợt tăng lãi suất của FED để đối phó với tình trạng lạm phát tăng phi mã (Biểu đồ 29). Trên thực tế, biến động TTCK Việt Nam, hay các TTCK mới nổi nói chung, có tương quan chặt chẽ với chỉ số DXY. Do đó, việc dự báo diễn biến đồng USD (bám theo chính sách điều hành của FED, rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ) đóng vai trò quan trọng trong việc dự báo áp lực tỷ giá của VN trong năm 2023, qua đó giúp đánh giá được triển vọng phục hồi của TTCK.

Biểu đồ 26. Việt Nam-Dự trữ ngoại hối (DVT: Tỷ USD)



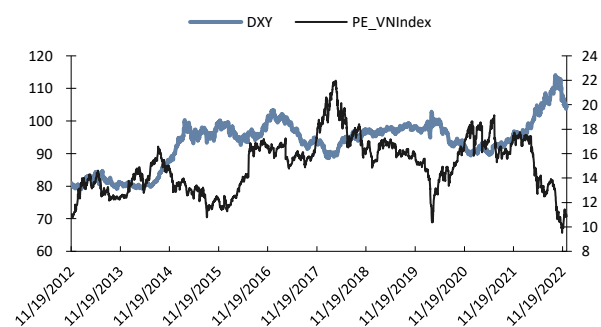
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 27. Việt Nam-chênh lệch tăng trưởng huy động và tín dụng (%)



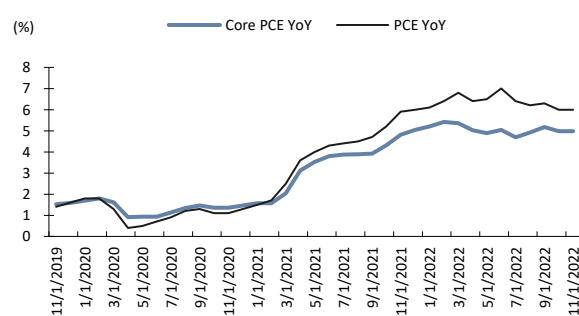
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 28. Diễn biến chỉ số DXY và hệ số P/E của VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 29. Mỹ - Chỉ số lạm phát và lạm phát lõi



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Fed dự kiến duy trì chính sách điều hòa đến hết năm 2023

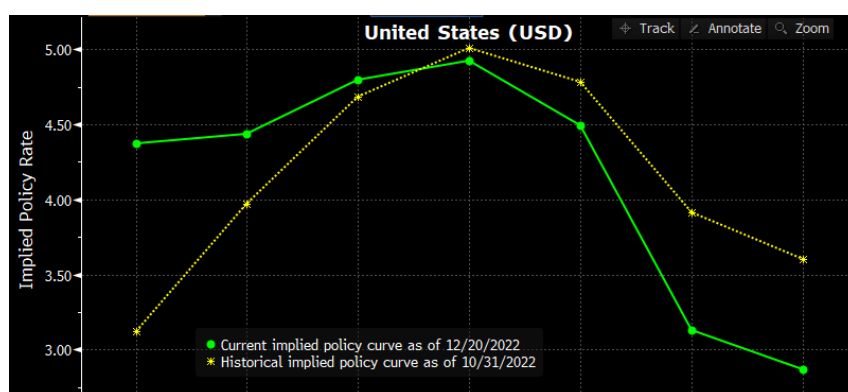
Trong cuộc họp tháng 12, FED đưa ra quyết định tiếp tục nâng lãi suất liên bang thêm 50 điểm cơ bản, lên mức 4.25-4.5% đồng thời giữ vững lập trường về việc sẽ tiếp tục nâng lãi suất thêm 50 điểm trong quý 1/2023 và neo lãi suất ở mức

cao đến hết năm sau. Quan điểm điều hâu này của Fed có phần trái ngược với kỳ vọng của các nhà đầu tư về việc đảo chiều chính sách kể từ tháng 6 năm sau (Biểu đồ 30) và khiến cho TTCK Mỹ ngay lập tức phản ứng với các phiên điều chỉnh mạnh sau đó.

Kinh tế Mỹ thể hiện sức chống chịu tốt với thị trường lao động chặt chẽ và doanh số bán lẻ tăng trưởng tích cực

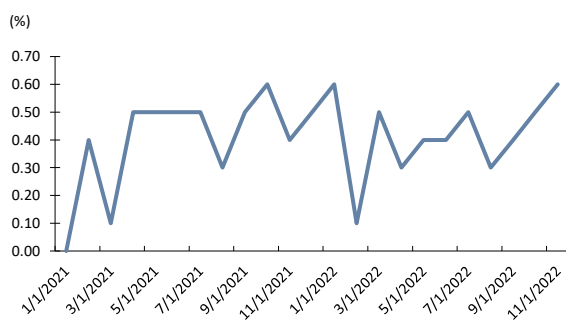
Cơ sở để FED đưa ra quan điểm này chủ yếu xuất phát từ việc thị trường lao động Mỹ vẫn đang chặt chẽ với tỷ lệ thất nghiệp ở Mỹ duy trì ở mức 3.7%. Số đơn xin trợ cấp thất nghiệp giảm cho thấy các doanh nghiệp hiện vẫn đang giữ chân người lao động. Tăng trưởng tiền lương tích cực (Biểu đồ 31) cũng như việc đẩy mạnh vay tiêu dùng (hiện đã ở mức 8.5%, cao nhất trong 20 năm trở lại đây) (Biểu đồ 32) đã giúp cho doanh số bán lẻ đến tháng 11 của Mỹ vẫn tương đối tích cực với 9/11 tháng ghi nhận mức tăng trưởng dương mặc dù tốc độ tăng trưởng cả năm hiện đang có dấu hiệu chậm dần.

Biểu đồ 30. Mỹ - Đường cong lãi suất chính sách ngụ ý hiện tại so với cuối tháng 10



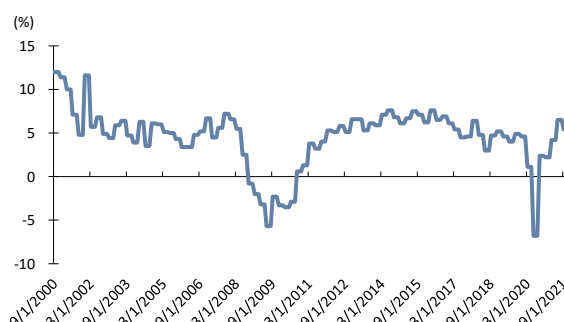
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 31. Mỹ - Tăng trưởng tiền lương (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 32. Mỹ-Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mặc dù vậy lĩnh vực tiêu dùng được dự báo sẽ có phần suy yếu trong năm 2023

Dù vậy, chúng tôi cho rằng lĩnh vực tiêu dùng sẽ sớm suy yếu và thị trường lao động của Mỹ sẽ bớt chặt chẽ trong nửa đầu năm 2023. Trong đó, lĩnh vực tiêu dùng sẽ suy yếu khi mà tỷ lệ tiết kiệm cá nhân trên thu nhập khả dụng của người dân Mỹ hiện đã xuống đến mức trước khi xảy khủng hoảng tài chính toàn cầu (Biểu đồ 34) do nguồn tiền dồi dào từ các đợt hỗ trợ Covid-19 của Chính phủ cho người dân cạn dần, trong khi áp lực lạm phát khiến chi phí sinh hoạt gia tăng với tốc độ tăng nhanh hơn tiền lương.

Quy mô của đợt cắt giảm bằng cân đối lớn nhất từ trước đến nay sẽ khiến cho nhiều doanh nghiệp gặp

Bên cạnh đó, thị trường lao động sẽ bớt thắt chặt khi kinh tế Mỹ dần suy yếu và khả năng cao sẽ rơi vào suy thoái nhẹ nửa sau 2023 và các doanh nghiệp sẽ hoạt động khó khăn hơn dưới ảnh hưởng từ các đợt tăng lãi suất của FED cũng

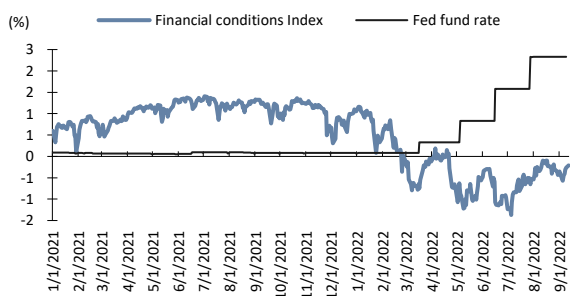
khó khăn

như chương trình thắt chặt định lượng (Quantitative Tightening). Theo Wells Fargo, với tốc độ giảm quy mô bảng cân đối như hiện nay, Fed dự kiến sẽ rút ròng 522 tỷ USD khỏi nền kinh tế đến cuối năm 2022 và thêm 1,100 tỷ USD nữa đến cuối năm 2023. Quy mô của việc cắt giảm này được đánh giá là có tác động tương đương với việc nâng lãi suất thêm 1%. Trước mắt, việc một lượng lớn thanh khoản bị hút ra khỏi thị trường kết hợp với mặt bằng lãi suất tăng sẽ làm thắt chặt các điều kiện tài chính và tác động mạnh mẽ nhất lên các doanh nghiệp của Mỹ, trong bối cảnh tổng nợ của doanh nghiệp nước này đã vượt ngưỡng 10 nghìn tỷ USD với phần lớn được vay trong vòng 1 thập kỷ trở lại đây khi Fed giữ lãi suất ở mức gần bằng 0.

Tỷ lệ thất nghiệp Mỹ có thể tăng lên mức 4.3% trong năm 2023

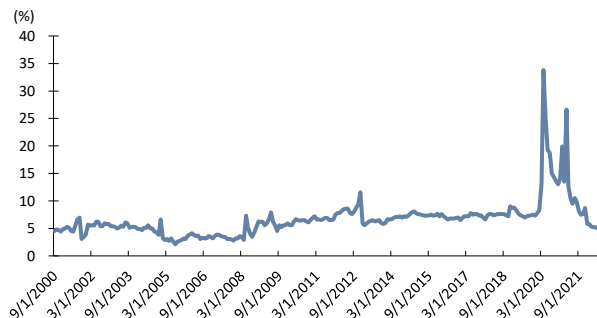
Trong báo cáo mới đây, Goldman Sachs kỳ vọng, trong kịch bản cơ sở, thu nhập của các doanh nghiệp S&P 500 sẽ đi ngang vào năm 2023 so với dự phóng tăng 3% trong nhận định trước đó. Trong kịch bản tiêu cực, nếu Mỹ xảy ra một cuộc suy thoái mạnh, các chiến lược gia đánh giá EPS của chỉ số S&P 500 đứng trước rủi ro có thể giảm đến hơn 11%. Nhìn chung, môi trường vĩ mô khó khăn hơn sẽ cản trở doanh nghiệp Mỹ mở rộng đầu tư, thuê nhân công mới và thậm chí trong 1 số trường hợp có thể phải cắt giảm quy mô (như đã và đang diễn ra ở các tập đoàn công nghệ, bất động sản, sản xuất xe hơi...). Theo đó, chúng tôi cho rằng tỷ lệ thất nghiệp Mỹ sẽ có xu hướng tăng dần từ mức 3.7% hiện tại lên 4.3% trong năm 2023.

Biểu đồ 33. Mỹ-Các điều kiện tài chính và lãi suất liên bang



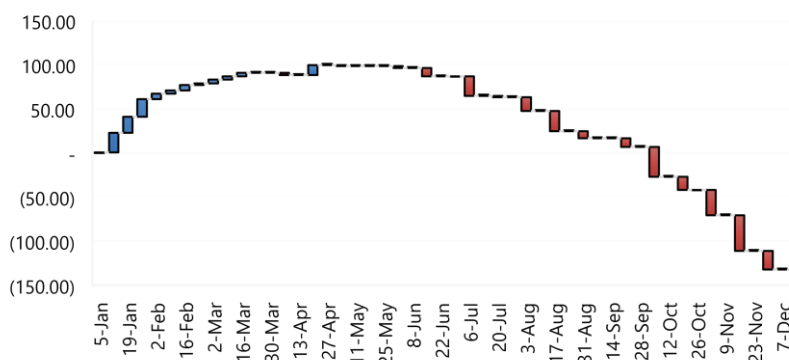
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 34. Mỹ-Tỷ lệ tiết kiệm cá nhân trên thu nhập khả dụng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 35. Mỹ - Mức độ thay đổi bảng cân đối của Fed theo tuần kể từ đầu năm 2022 (DVT: Tỷ USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đối mặt với áp lực lạm phát tăng cao, Fed đã tiến hành quá trình thắt chặt định lượng kể từ tháng 6/2022. Tốc độ cắt giảm được cho là mạnh nhất trong 10 năm trở lại đây với hạn mức 95 tỷ USD/tháng.

Lạm phát hạ nhiệt bền vững, kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái nhẹ giúp cho

Kịch bản cơ sở: Chúng tôi cho rằng lạm phát Mỹ sẽ có xu hướng hạ nhiệt bền vững khi lĩnh vực tiêu dùng ở Mỹ suy giảm, dù với tốc độ không nhanh do các

đồng Đô la Mỹ suy yếu và hỗ trợ TTCK đi lên

yếu tố chi phí đẩy khó có thể sớm được khắc phục. Kết hợp với với các dấu hiệu suy yếu của kinh tế Mỹ và 1 cuộc suy thoái nhẹ sẽ diễn ra vào 4Q 2023, FED được dự báo sẽ có 2 đợt tăng lãi suất 25 điểm cơ bản vào tháng 2 và tháng 3 năm sau, trước khi duy trì nền lãi suất cao và bắt đầu giảm vào cuối năm 2023. Đồng USD sẽ có xu hướng giảm là chủ đạo khi kết hợp chính sách ôn hoà của FED như dự báo và nền kinh tế Mỹ suy yếu (trong khi 1 số đồng tiền chủ chốt khác kỳ vọng mạnh lên như CNY khi Trung Quốc chấm dứt zero- Covid, JPY khi NHTW Nhật đảo chiều chính sách). Theo đó, áp lực tỷ giá trong nước kỳ vọng dần được giải toả, NHNN áp dụng các chính sách tiền tệ hỗ trợ (hạ lãi suất điều hành, mua vào USD), là yếu tố giúp thanh khoản thị trường được cải thiện. Mô hình định lượng cho thấy chỉ số Dollar Index và TTCK Việt Nam có mối quan hệ trái chiều khi mà với mỗi 1 điểm giảm của DXY sẽ giúp P/E VNIndex tăng 0.2 điểm.

Lạm phát tiếp tục tăng buộc Fed mạnh tay nâng lãi suất và tác động tiêu cực đến kinh tế toàn cầu nói chung và TTCK Việt Nam nói riêng

Kịch bản tiêu cực: Nền kinh tế Mỹ rơi vào trạng thái stagflation, 1 cuộc suy thoái mạnh đi kèm lạm phát duy trì tăng phi mã (như từng được chứng kiến vào thập kỷ 1970s) do giá hàng hoá đầu vào duy trì ở mức cao, trong khi hoạt động kinh tế suy yếu trầm trọng dưới tác động từ các đợt tăng lãi suất của FED. Trong kịch bản này, FED vẫn sẽ phải mạnh tay nâng lãi suất để đối phó với áp lực lạm phát dù phải đánh đổi với tỷ lệ thất nghiệp gia tăng, thu nhập người dân lao dốc. Đồng USD vẫn có xu hướng tăng, trong khi suy thoái ở Mỹ sẽ lan ra toàn cầu và tác động đến kinh tế Việt Nam, khi đó TTCK Việt Nam sẽ chịu tác động kép từ cả áp lực tỷ giá và suy giảm tăng trưởng khiến chỉ số VNIndex tiếp tục giảm mạnh.

3. Tốc độ tăng cung tiền M2

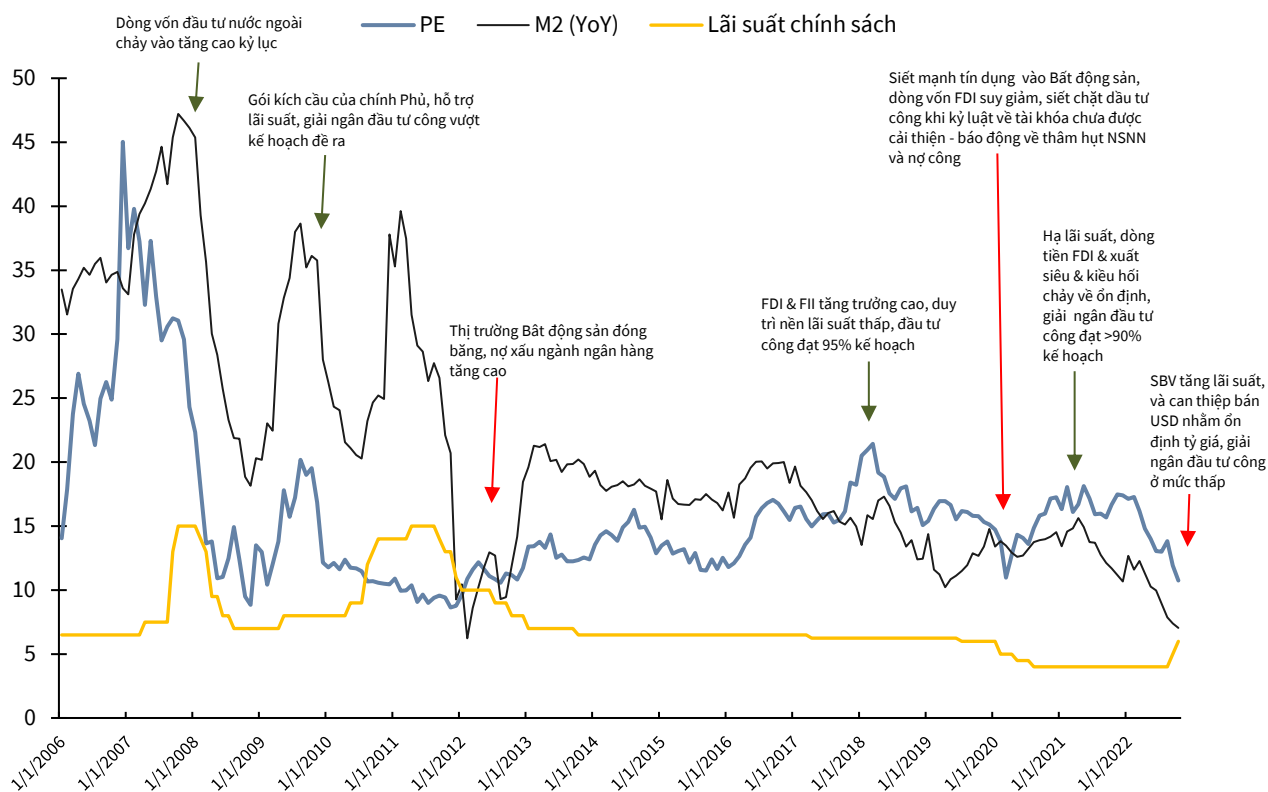
Các giai đoạn M2 tăng mạnh, đi kèm với mặt bằng lãi suất ở mức thấp thường tạo điều kiện thuận lợi cho dòng tiền chảy vào TTCK giúp VNIndex tăng điểm, và ngược lại

Cung tiền M2 là yếu tố có tác động mạnh lên diễn biến TTCK (biểu đồ 36 tương quan M2 & P/E Vnindex) do các giai đoạn M2 tăng mạnh, đi kèm với mặt bằng lãi suất ở mức thấp và dòng tiền dồi dào chảy vào TTCK giúp VNIndex tăng điểm, và ngược lại. Cụ thể:

Các giai đoạn 2006 - 2007, 2009, 2016 -2017, 2020 - 2021, TTCK Việt Nam đều có xu hướng tăng trưởng mạnh đi kèm với cung tiền M2 tăng cao (lớn hơn 14%) nhờ kết hợp của nhiều yếu tố như: chính sách tiền tệ mở rộng của SBV, khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế cao bao gồm cả chi đầu tư công của Chính phủ (với tỷ lệ giải ngân trên 90%), và vay mở rộng sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong nước, trong khi nguồn vốn nước ngoài chảy vào (thông qua các kênh FDI, FII, xuất siêu, kiều hối) cũng dồi dào.

Ngược lại, thị trường các giai đoạn 2011, 2018, và 2022 TTCK Việt Nam đều có xu hướng điều chỉnh đi kèm cùng tiền M2 tăng trưởng thấp (thấp hơn 12.5%) trước các yếu tố bất lợi bên trong và bên ngoài.

Biểu đồ 36. Tương quan giữa tốc độ tăng trưởng M2, lãi suất chính sách và PE của VNIndex (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Năm 2022, tăng trưởng cung tiền M2 đạt mức thấp kỷ lục ước tính đạt 6% -7%

Xét riêng trong năm 2022, tăng trưởng cung tiền M2 đạt mức thấp kỷ lục ước tính đạt 6% -7% (biểu đồ 37), so với mức bình quân 14% cho giai đoạn 2012-2021 và là 1 trong những nguyên nhân quan trọng khiến TTCK Việt Nam lao dốc. Cung tiền sụt giảm do 2 nguyên nhân:

Chính sách tiền tệ của SBV, khi tỷ giá và thị trường ngoại tệ bị chịu áp lực do cân đối cung cầu ngoại tệ và thị trường quốc tế có diễn biến bất lợi (Fed 5 lần nâng lãi suất điều hành để kiềm cường đà tăng của lạm phát, và DXY Index tăng mạnh kể từ đầu năm) (biểu đồ 38) đã gây áp lực lên thị trường trong nước, buộc SBV phải bán ngoại tệ khi cần thiết để ổn định thị trường. Cụ thể, tổng lượng USD SBV đã bán ước tính khoảng 25 tỷ USD (trong đó 18 tỷ USD đã thực hiện và còn 7 tỷ USD bán kỳ hạn đáo hạn trong quý 1/2023), tương ứng SBV đã hút về khoảng 400 nghìn tỷ VND trong lưu thông, gia tăng áp lực thiếu thanh khoản tiền VND trong hệ thống. (biểu đồ 39)

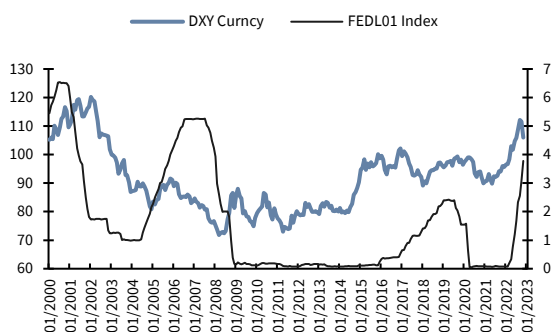
Chi tiêu giải ngân đầu tư công của chính phủ ở mức thấp, tiền gửi không kỳ hạn của kho bạc nhà nước để tại SBV ước tính tăng thêm 200 nghìn trong năm 2022 đến từ việc thặng dư ngân sách nhà nước (số dư cuối năm 2021 đạt 600 nghìn tỷ - biểu đồ 40). Theo Bộ Tài chính, ước tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công của cả nước 11 tháng năm 2022 mới đạt 52.43% kế hoạch.

Biểu đồ 37. Việt Nam - Tốc độ tăng trưởng cung tiền M2 (%)

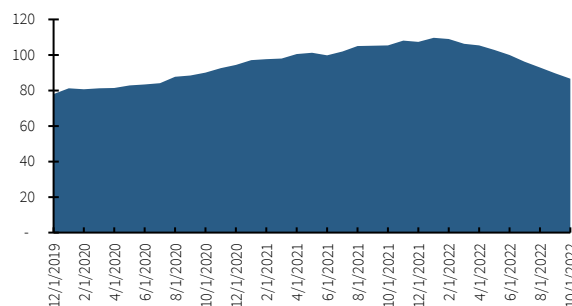
Tốc độ tăng trưởng cung tiền M2 năm 2022 đạt mức thấp kỷ lục 6-7% YoY



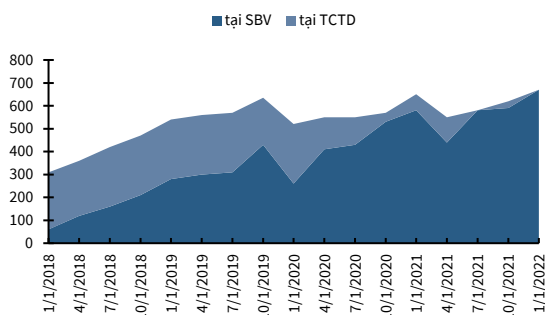
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 38. US - DXY Index (điểm) & Fedfund rate (%)

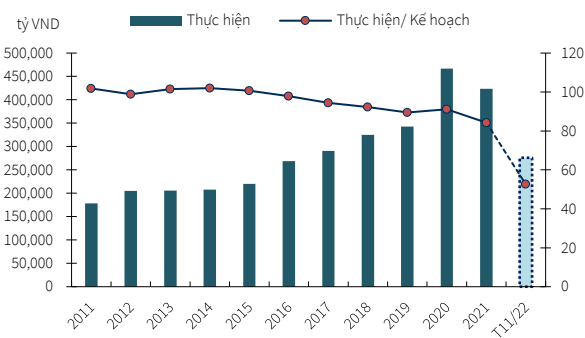
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 39. Việt Nam - Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 40. Việt Nam - Tiền gửi kho bạc nhà nước tại hệ thống ngân hàng

Nguồn: VIRA, SBV, KBSV

Biểu đồ 41. Việt Nam - Tiến độ giải ngân đầu tư công (% thực hiện/ kế hoạch)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự báo cho năm 2023, chúng tôi cho rằng tăng trưởng cung tiền sẽ chịu tác động trái chiều

Dự báo cho năm 2023, chúng tôi cho rằng tăng trưởng cung tiền sẽ chịu tác động trái chiều. Trong đó, tác động tích cực bao gồm:

NHNN sẽ có dư địa để nới lỏng chính sách hơn trong năm 2023 khi áp lực tỷ giá và lạm phát được dự báo bớt căng thẳng hơn so với năm 2022, khi các đứt gãy chuỗi cung ứng dần được cải thiện và nhu cầu tiêu thụ toàn cầu sụt giảm giúp giá hàng hoá hạ nhiệt, trong khi FED được dự báo sẽ sớm kết thúc chu kỳ tăng lãi suất vào cuối quý I. Theo đó, NHNN có thể thực hiện lại nghiệp vụ mua USD, trong bối cảnh nguồn cung ngoại tệ tốt đến từ thặng dư thương mại, kiều hối và

FDI, vay nợ ròng nước ngoài, qua đó giúp tăng dự trữ ngoại hối và hỗ trợ thanh khoản hệ thống, kéo giảm mặt bằng lãi suất huy động cũng như cải thiện tăng trưởng cung tiền.

Tỷ lệ thực hiện giải ngân vốn đầu tư công kỳ vọng cải thiện dự báo đạt trên 80% kế hoạch (so với mức 75% của năm 2022), giúp khơi thông nguồn vốn bị tắc nghẽn ở kho bạc, hỗ trợ thanh khoản nền kinh tế. Các động lực thúc đẩy đầu tư công cho năm 2023 bao gồm: giá hàng hoá nguyên vật liệu xây dựng hạ nhiệt; năm 2022 là năm thứ 2 thực hiện kế hoạch đầu tư công trung hạn 5 năm nên thường có tỷ lệ giải ngân thấp; các động lực tăng trưởng khác của năm 2023 suy yếu khiến đầu tư công quay trở lại làm điểm tựa.

Ngược lại, tác động tiêu cực có:

Nhu cầu vay vốn mới của các doanh nghiệp và hộ gia đình dự báo suy giảm do mặt bằng lãi suất ở mức cao, trong khi điều kiện kinh doanh dự báo kém thuận lợi hơn trong năm 2023. Thanh khoản hệ thống dù được dự báo bớt căng thẳng nhưng khó có thể sớm quay trở về mức ổn định.

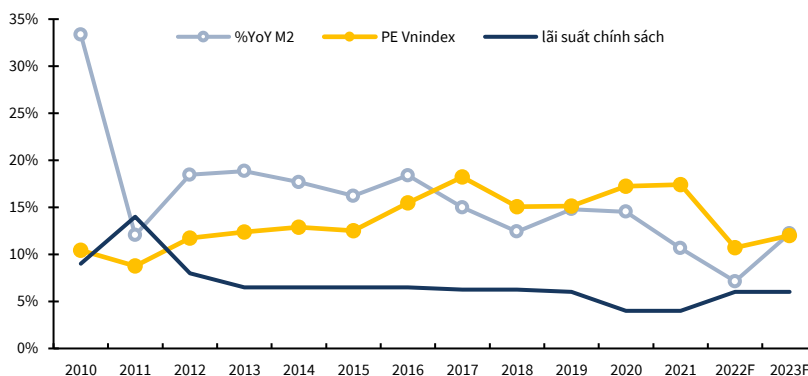
Việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ thúc đẩy giá dầu khí nói riêng và nguyên liệu thô toàn cầu nói chung đi lên và gây áp lực lên giá của nhiều hàng hoá tiêu dùng và dịch vụ khác và làm cho lạm phát toàn cầu bật tăng trở lại, khiến các ngân hàng trung ương trên thế giới có thể sẽ duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt với thời gian dài hơn kỳ vọng

Rủi ro liên quan đến thị trường TPDN cũng đáng chú ý khi mà áp lực đáo hạn vào năm 2023 là rất lớn. Một lượng tín dụng đáng kể sẽ được sử dụng để phục vụ mục đích tắt toán TPDN, khiến nguồn cung tín dụng thực tế bị thu hẹp. Hơn nữa, trong kịch bản tiêu cực nợ xấu ngân hàng tăng mạnh dưới ảnh hưởng bởi sự đổ vỡ của thị trường TPDN, hoạt động cho vay của các ngân hàng nhiều khả năng sẽ bị thu hẹp đáng kể khiến cung tiền tăng trưởng chậm lại.

Dự báo tăng trưởng tín dụng đạt 13-14 %YoY, huy động tăng cao đạt 12% giúp cung tiền tăng trở lại 13% YoY – một phần do nền thấp của năm 2022

Với cơ sở như trên, cho năm 2023, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 13-14 %YoY, huy động tăng cao đạt 12% giúp cung tiền tăng trở lại 13% YoY – một phần do nền thấp của năm 2022 (bảng 37). Thanh khoản hệ thống theo đó cũng sẽ bớt căng thẳng hơn, tạo điều kiện nền lãi suất sẽ hạ nhiệt so với cuối Q4/2022, dù vẫn duy trì ở mức cao. Với mối tương quan cao của M2 và P/E VNIndex như phân tích ở trên, việc M2 tăng trưởng trở lại là động lực quan trọng giúp P/E thị trường cân bằng trở lại và hướng về mốc trung tính.

Biểu đồ 43. Tăng trưởng M2, lãi suất cơ bản và PE của VNIndex (%)



4. Thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp gia tăng trong năm 2023-2024

Rủi ro đối với thị trường TPDN bất động sản gia tăng trong các năm tới do lượng trái phiếu đáo hạn giai đoạn từ 2023 đến 2024 là rất lớn, mỗi năm khoảng hơn 400 nghìn tỷ đồng; trong khi thị trường bất động sản hiện đang gặp nhiều khó khăn giữa bối cảnh lãi suất tăng cao hay việc Chính phủ xử lý các sai phạm của lãnh đạo doanh nghiệp bất động sản thời gian qua.

Theo đó, chúng tôi đặc biệt lưu ý đến các doanh nghiệp có cơ cấu nợ vay cao, dòng tiền hàng năm yếu sẽ dễ gặp vấn đề về khả năng thanh toán. Khả năng cơ cấu được nợ trong năm 2023 nhiều doanh nghiệp bị đặt dấu hỏi khi mà một phần lớn nguồn lực tài chính hiện tại của doanh nghiệp đã được sử dụng để thanh toán các khoản nợ vay và nghĩa vụ đáo hạn trái phiếu vào thời điểm cuối năm 2022 trong khi lượng đáo hạn tới đây vẫn còn khá lớn.

Trong năm 2023, giai đoạn giữa năm là giai đoạn căng thẳng khi lượng trái phiếu đến hạn lớn

Tính theo lượng đáo hạn các tháng trong năm 2023, giai đoạn giữa năm sẽ là giai đoạn căng thẳng đối với thị trường khi áp lực trái phiếu đến hạn lớn (biểu đồ 47). Trong khi đó, niềm tin của nhà đầu tư giảm trong thời gian qua khiến cho lượng phát hành mới sụt giảm mạnh và dự báo khó có khả năng hồi phục trong năm 2023. Hơn nữa, mặt bằng lãi suất trong nước và quốc tế tăng cao cũng khiến dòng tiền đầu tư dịch chuyển sang kênh gửi tiết kiệm.

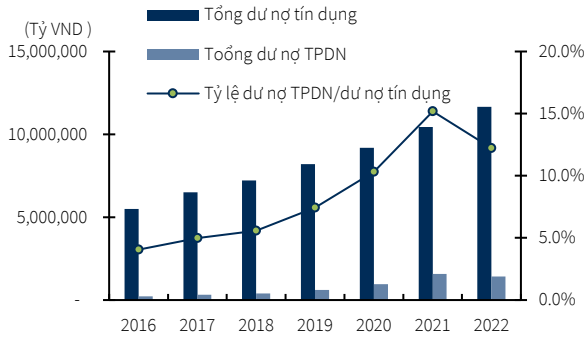
Chính Phủ đang có một số động thái hỗ trợ đối với thị trường TPDN

Điểm tích cực là Chính phủ cũng đang có một số động thái nới lỏng hơn đối với thị trường TPDN, thể hiện qua dự thảo sửa đổi, bổ sung Nghị định 65 với một số điểm quan trọng như đề xuất giãn thời gian 1 năm thực hiện các quy định về nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, hoãn 1 năm yêu cầu xếp hạng tín nhiệm và đề xuất cho phép thay đổi kỳ hạn, hoán đổi trái phiếu tối đa 2 năm nếu hơn 65% chủ sở hữu trái phiếu chấp thuận. Nhìn chung, những thay đổi có thể giúp giảm áp lực phần nào dòng tiền chi trả nợ đến hạn cũng như trái phiếu phát hành mới khi đây là một trong những vấn đề nội tại chính ảnh hưởng đến kinh tế trong năm 2022 và có thể kéo dài một vài năm tới.

Thêm vào đó, trong trường hợp áp lực lạm phát và tỷ giá bất ổn căng thẳng trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ có điều kiện để áp dụng các chính sách hỗ trợ hạ nhiệt mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế, nới room tín dụng, qua đó khơi thông dòng tiền cho các doanh nghiệp bất động sản và kéo giảm chi phí huy động vốn, đồng thời hỗ trợ lĩnh vực bất động sản nói chung vượt qua giai đoạn trầm lắng.

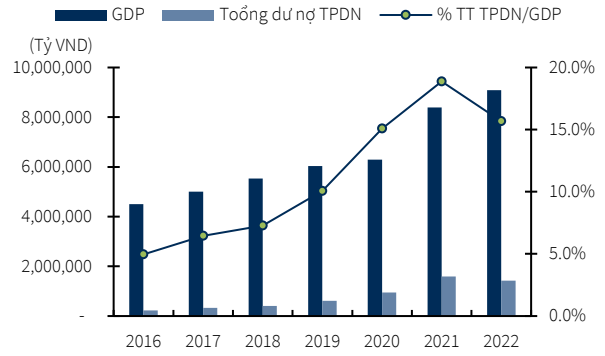
Với cơ sở như trên, chúng tôi dự báo thị trường TPDN sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong năm 2023, các vụ vỡ nợ trái phiếu đơn lẻ sẽ xuất hiện, tuy nhiên mức độ nghiêm trọng và quy mô toàn nền kinh tế sẽ không quá lớn khi mà mặt bằng lãi suất kỳ vọng hạ nhiệt từ mức nền cao cuối 2022, thị trường bất động sản trầm lắng nhưng không đổ vỡ hệ thống, trong khi có thể có thêm các động thái hỗ trợ từ Chính phủ.

Biểu đồ 44. Quy mô thị trường TPDN/dư nợ tín dụng



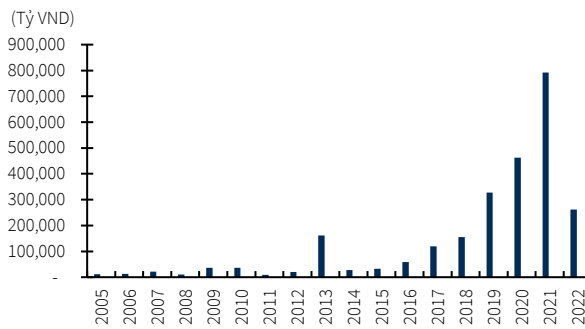
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 45. Quy mô thị trường TPDN/GDP



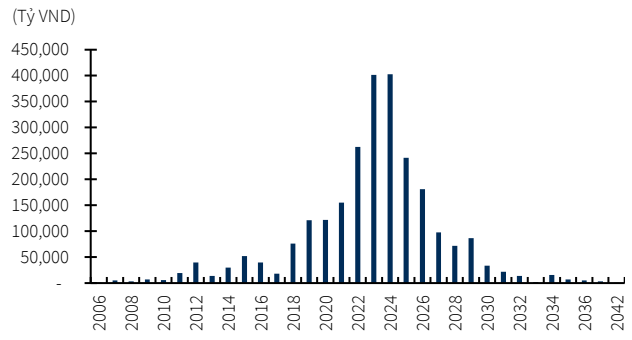
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 46. Giá trị trái phiếu phát hành



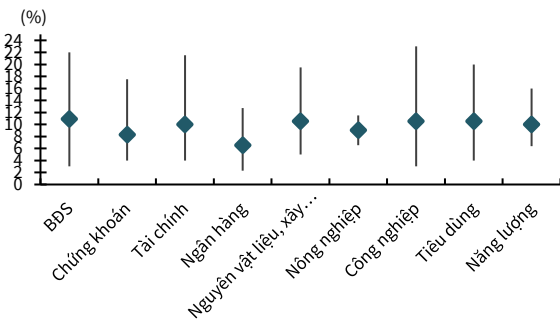
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 47. Giá trị trái phiếu đáo hạn



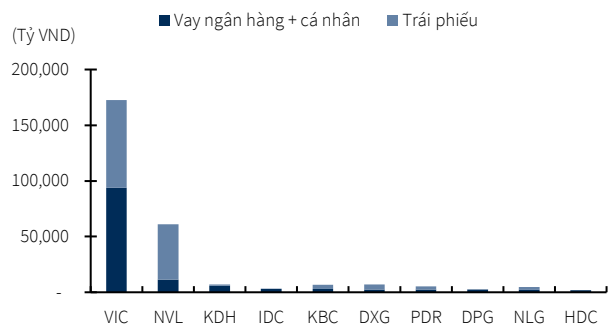
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 48. Lãi suất phát hành



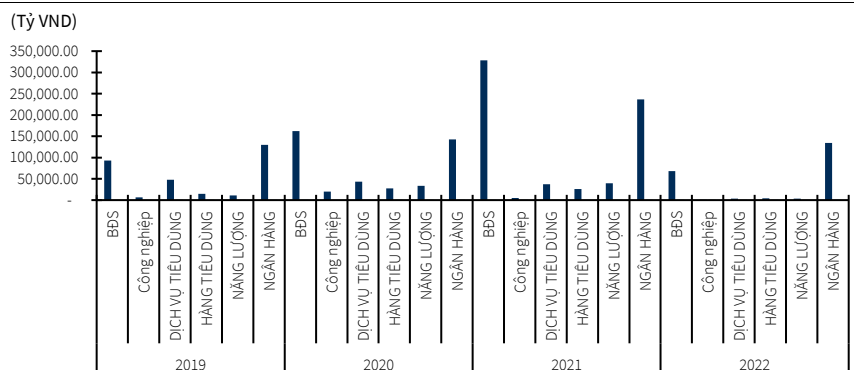
Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 49. Cơ cấu nợ một số doanh nghiệp niêm yết



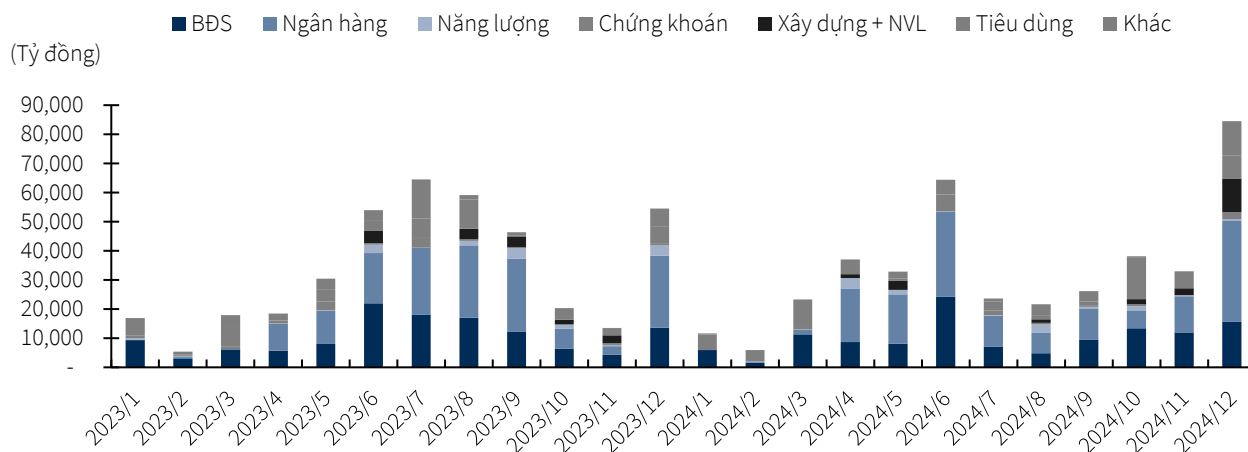
Nguồn: BCTC các công ty

Biểu đồ 50. Lượng trái phiếu phát hành theo nhóm ngành



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

Biểu đồ 51. Lượng trái phiếu đáo hạn theo tháng



Nguồn: VBMA, Fiinpro, KBSV

IV. Chủ đề đầu tư và danh mục đầu tư mẫu

Theme đầu tư	Ngành hưởng lợi	Mã	Động lực tăng trưởng của doanh nghiệp
Trung Quốc mở cửa trở lại	Tiện ích	GAS	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu khí khô từ các khách hàng nhà máy điện kỳ vọng phục hồi tích cực trong năm 2023 GAS có động lực tăng trưởng dài hạn từ tiêu thụ khí LNG và dự án Lô B – Ô Môn. Nhiệt điện khí LNG sẽ được ưu tiên phát triển trong tương lai. GAS sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này khi đang là nhà đầu tư tiên phong khi sở hữu 9/14 kho LNG sẽ được xây dựng và khai thác trong giai đoạn tới Giá dầu hồi phục khi Trung Quốc mở cửa
	Thép	HPG	<ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao nhất ngành, duy trì được lợi thế cạnh tranh và tăng thị phần tiêu thụ thép Trung Quốc mở cửa kỳ vọng giúp nhu cầu thép cải thiện Đầu tư công trong năm 2023 kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiêu thụ thép nội địa Dung Quất 2 là động lực tăng trưởng trong dài hạn của HPG
	Hàng không	HVN	<ul style="list-style-type: none"> Kỳ vọng Trung Quốc mở cửa giúp số lượng chuyến bay quốc tế gia tăng từ đó giúp kết quả kinh doanh HVN cải thiện
Đẩy mạnh đầu tư công	Xây lắp điện	PC1	<ul style="list-style-type: none"> Đầu tư công và quy hoạch điện VIII là động lực tăng trưởng mảng xây lắp nhờ vị thế là doanh nghiệp đầu ngành trong mảng xây lắp đường truyền tải điện Tiềm năng từ mỏ Nickel. Với tổng trữ lượng mỏ khoảng 14 triệu tấn, chúng tôi dự phóng vòng đời khai thác của mỏ sẽ đạt khoảng 12-13 năm với tổng doanh thu sẽ đạt khoảng 32.5 nghìn tỷ VNĐ và LNST đạt 9.76 nghìn tỷ VNĐ
	Hàng không	ACV	<ul style="list-style-type: none"> Kỳ vọng Trung Quốc mở cửa giúp số lượng chuyến bay quốc tế gia tăng Tiềm năng mở rộng mạnh lưới sân bay tạo động lực tăng trưởng dài hạn ACV làm chủ đầu tư dự án cảng hàng không quốc tế Long Thành là dự án đầu tư công trọng điểm của Việt Nam giai đoạn 2022-2025

	Xây dựng, vật liệu xây dựng	DHA	<ul style="list-style-type: none"> - DHA là doanh nghiệp sở hữu mỏ đá có vị trí thuận lợi gần các dự án trọng điểm lớn như sân bay Long Thành, dự án cao tốc Bắc Nam và còn nhiều trữ lượng khai thác - Chúng tôi kỳ vọng sản lượng và giá bán các mỏ đá có vị trí tại Đồng Nai và Long Thành như cụm mỏ Tân Cang và Thiện Tân sẽ tăng kể từ cuối 2022
	Công nghệ thông tin	FPT	<ul style="list-style-type: none"> - FPT kì vọng tiếp tục tăng trưởng ở mức 2 chữ số - Trong dài hạn, triển vọng tăng trưởng của FPT vẫn ở mức cao nhờ nhu cầu đối với ngành công nghệ thông tin còn khá lớn
Tăng trưởng ổn định, sức đề kháng tốt trong giai đoạn suy giảm	Cơ điện	REE	<ul style="list-style-type: none"> - Mảng cho thuê văn phòng của REE sẽ giữ được tăng trưởng doanh thu ổn định với CAGR 2022-2026 đạt 9.6%/năm - Trong trung hạn, với vị thế nhà thầu thi công cơ điện hàng đầu, chúng tôi cho rằng REE sẽ trúng thầu các dự án lớn như nhà ga T3 Tân Sơn Nhất và sân bay Quốc tế Long Thành, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn của mảng M&E với CAGR 2022-2026 ước tính khoảng 21.5%/năm
	Điện	NT2	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu tiêu điện dự kiến ổn định và tăng lên trong năm 2023. Tỷ trọng huy động từ thủy điện sẽ giảm xuống khi không còn hưởng lợi từ thời tiết, tạo dư địa cho các doanh nghiệp nhiệt điện. Cổ phiếu phòng thủ với tỷ suất chi trả cổ phiếu cao
Đón đầu chu kỳ nổi lộng chính sách	Chứng khoán	SSI	<ul style="list-style-type: none"> - Thuộc top doanh nghiệp đầu ngành về thị phần môi giới, dư nợ cho vay ký quỹ và sức mạnh tài chính - Kỳ vọng hưởng lợi khi yếu tố thanh khoản được cải thiện, môi trường lãi suất hạ nhiệt, dòng tiền chảy vào kênh chứng khoán
		HCM	<ul style="list-style-type: none"> - Kỳ vọng câu chuyện nâng hạng thị trường - Ngành có Beta cao thường dẫn dắt xu hướng khi thị trường chung hồi phục
Ngân hàng	Ngân hàng	ACB	<ul style="list-style-type: none"> - Cơ cấu cho vay an toàn khi không đầu tư TPDN, danh mục cho vay bất động sản thấp, chỉ khoảng 1.5% tổng dư nợ (thuộc nhóm thấp nhất ngành) - Duy trì tăng trưởng ổn định từ 20-25% trong năm 2023 nhờ (1) Danh mục cho vay hấp thụ tốt mức tăng trong lãi suất huy động; (2) Chi phí vốn được kiểm soát hợp lý và tỷ lệ CASA đang đứng thứ 4 toàn ngành (24.1%); (3) Ngân hàng vẫn còn dư địa mở rộng nguồn thu ngoài lãi thông qua Banca cùng định hướng đẩy mạnh khai thác mảng Upas L/C và thẻ tín dụng
		STB	<ul style="list-style-type: none"> - Sacombank được kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội cho giai đoạn 2023-2025 nhờ (1) Hoàn thành phân bổ lãi dự thu nên NIM sẽ được cải thiện rõ rệt quanh mức 4-4.5%; (2) đẩy mạnh trích lập VAMC trong năm 2022 và đang tiến dần tới việc tắt toán toàn bộ trong 2023; (4) Định giá được kỳ vọng sẽ được cải thiện nhờ chất lượng tài sản tốt hơn - Sacombank không đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và ảnh hưởng từ thị trường bất động sản lên danh mục cho vay của ngân hàng là rất nhỏ

V. Triển vọng ngành

INDUSTRY REPORT

Ngân hàng

Các yếu tố tiêu cực vẫn còn hiện hữu, nền định giá đang ở mức hấp dẫn trong dài hạn

Tình hình hoạt động 2022

Theo số liệu được Ngân hàng Nhà nước (NHNN) công bố, tính đến cuối tháng 11, dư nợ tín dụng đối với toàn nền kinh tế đạt 11.7 triệu tỷ đồng, tương ứng mức tăng khoảng 12.14% so với đầu năm. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm 2022 sẽ được nâng lên mức 15.5-16% sau động thái nới room của NHNN. Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành vào cuối quý 3 là 1.6% tăng nhẹ khoảng 0.11 điểm %QoQ và tương đương cùng kỳ, chủ yếu đến từ nợ tái cơ cấu được đưa về đúng nhóm nợ sau khi TT14 hết hiệu lực vào quý 2. Dự phòng bao nợ xấu dù đang có xu hướng giảm gần đây nhưng vẫn duy trì ở mức trên 140%, nhờ đó chất lượng tài sản toàn hệ thống vẫn được đảm bảo.

Trong phạm vi các ngân hàng niêm yết được nghiên cứu, NIM 3Q2022 tăng nhẹ 0.08 điểm % so với quý 2 và 0.36 điểm % so với cùng kỳ do cuộc đua lãi suất tập trung chủ yếu vào tháng 10 và chưa phản ánh vào NIM. Chi phí hoạt động OPEX tăng 25% so với cùng kỳ trong khi chi phí dự phòng rủi ro giảm nhẹ 0.9%YoY. LNTT quý 3 đạt 60,576 tỷ VND (-5.2%QoQ và +53.6%YoY).

Căng thẳng thanh khoản được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt trong 2023

Vấn đề thanh khoản trở nên nghiêm trọng hơn trong năm 2022 khi NHNN chủ động các biện pháp thắt chặt cung tiền để kiềm chế lạm phát. Cung tiền M2 sau 9 tháng chỉ tăng khoảng 7.4% YoY - mức thấp nhất trong vòng 10 năm qua, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng tín dụng là 16.95%. Tính chung cả năm 2022, CPI bình quân tăng 3,15% so với năm 2021, đạt mục tiêu Quốc hội đề ra cùng việc tỷ giá chỉ tăng 3.5%YoY – thấp nhất trong khu vực, và đồng USD suy yếu sẽ tạo điều kiện cho các biện pháp nới lỏng cung tiền của NHNN như mua ngoại tệ. Bên cạnh đó, SBV luôn cam kết hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng bằng cách chào mua GTCG kỳ hạn ngắn và dài, dù mang tính chất tạm thời nhưng cũng làm giảm bớt căng thẳng thanh khoản hệ thống trong thời gian tới. Ngoài ra, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm 2023 được kỳ vọng cũng sẽ góp phần cải thiện cung tiền.

NIM khó có thể mở rộng do mặt bằng lãi suất vẫn ở mức cao

Mặt bằng lãi suất tiền gửi hiện đang cao hơn trước dịch Covid-19 từ 0.6-1.46% dưới tác động của việc NHNN nâng lãi suất điều hành và cuộc đua lãi suất giữa các ngân hàng do thanh khoản hệ thống bị thiếu hụt. Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động sẽ hạ nhiệt trong thời gian tới nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với thời điểm trước dịch, cụ thể từ 9-10% nhờ những lý do sau (1) Căng thẳng thanh khoản được kỳ vọng dịu bớt; (2) NHNN có thể cân nhắc áp trần lãi suất huy động 12 tháng ở mức 9.5% để kiềm chế cuộc đua lãi suất nhờ đó các ngân hàng có thể giảm lãi cho vay. Trong khi đó, lợi suất tài sản của ngân hàng khó có thể tăng theo kịp do xu hướng giảm lãi suất cho vay để đẩy mạnh giải ngân room tín dụng mới và hỗ trợ khách hàng theo chỉ thị của NHNN (giảm 0.5-3% lãi cho vay) do đó chúng tôi dự báo biên lãi thuần khó có thể tiếp tục mở rộng. NIM 2023 dự báo giảm khoảng 30-40bps YoY.

KBSV RESEARCH

 **KB Securities**
VIETNAM

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Huy
huynd1@kbsec.com.vn

Trung lập Theo dõi

Khuyến nghị

NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 27,700
Giá mục tiêu	VNĐ 34,200

NHTMCP Ngoại Thương Việt Nam (VCB)	Nắm giữ
Giá hiện tại	VNĐ 79,000
Giá mục tiêu	VNĐ 89,400

NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 17,300
Giá mục tiêu	VNĐ 22,600

NHTMCP Á Châu (ACB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 22,550
Giá mục tiêu	VNĐ 28,000

NHTMCP Đầu tư và phát triển Việt Nam	Nắm giữ
Giá hiện tại	VNĐ 38,500
Giá mục tiêu	VNĐ 44,800

NHTMCP Quân đội (MBB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 17,600
Giá mục tiêu	VNĐ 22,000

NHTMCP Sài Gòn Thương Tín (STB)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 22,450
Giá mục tiêu	VNĐ 28,650

Dự báo tăng trưởng tín dụng chậm lại cho năm tới

Chúng tôi nhận thấy nhu cầu vay vốn là luôn hiện hữu dù mặt bằng lãi suất đã ở mức tương đối cao ngay cả so với thời điểm trước dịch, từ đó rào cản lớn nhất cho tăng trưởng tín dụng trong năm 2023 sẽ là vấn đề căng thẳng thanh khoản hệ thống. Như đã phân tích ở trên, các điều kiện kinh tế vĩ mô đang có tín hiệu ổn định sẽ tạo điều kiện cho NHNN có các động thái để cải thiện cung tiền nhờ đó giảm áp lực thanh khoản cho hệ thống. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng để cung tiền và tăng trưởng tín dụng đạt được điểm cân bằng sẽ phải mất từ 3-6 tháng chưa kể khả năng vấn đề tỷ giá và lạm phát có thể quay trở lại, do đó tín dụng sẽ bị kìm hãm trong nửa đầu năm 2023 và được kỳ vọng sẽ cải thiện vào nửa cuối năm. Ngoài ra, kênh trái phiếu vẫn đang đóng băng nên ngân hàng vẫn sẽ là kênh huy động chính của doanh nghiệp cho đến khi có sửa đổi chính thức của Nghị định 65. Với lý do nhu cầu vay vốn cao và kỳ vọng vấn đề thanh khoản hạ nhiệt, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2023 tương đương các năm trước, ở mức từ 13-14%.

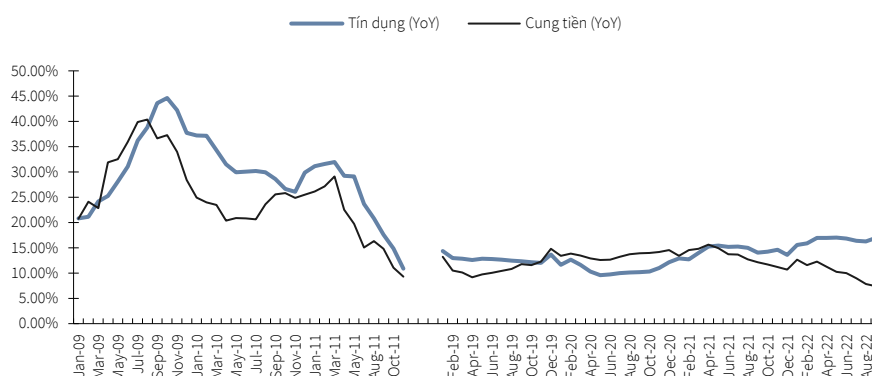
Rủi ro từ trái phiếu và bất động sản vẫn còn

Áp lực trái phiếu đáo hạn đã giảm bớt vào những tháng cuối năm nhờ nỗ lực mua lại trước hạn của các doanh nghiệp, tuy nhiên chúng tôi đánh giá rủi ro trái phiếu doanh nghiệp vẫn còn hiện hữu. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong năm 2023 là khoảng 350 nghìn tỷ đồng, trong đó có khoảng 120 nghìn tỷ trái phiếu của các doanh nghiệp bất động sản. Siết tín dụng bất động sản cùng thị trường trái phiếu doanh nghiệp gần như đóng băng sẽ tiếp tục làm giảm khả năng trả nợ của doanh nghiệp và đe dọa chất lượng tài sản của ngân hàng.

Giai đoạn 2009 – 2010, chênh lệch giữa tín dụng và cung tiền có lúc lên tới trên 13%. Lạm phát cùng thị trường bất động sản tăng nóng khiến NHNN phải thắt chặt cung tiền. Chênh lệch tín dụng và cung tiền hiện giờ là khoảng 9.5%. NHNN thắt chặt cung tiền chủ yếu để kiểm soát lạm phát và tỷ giá.

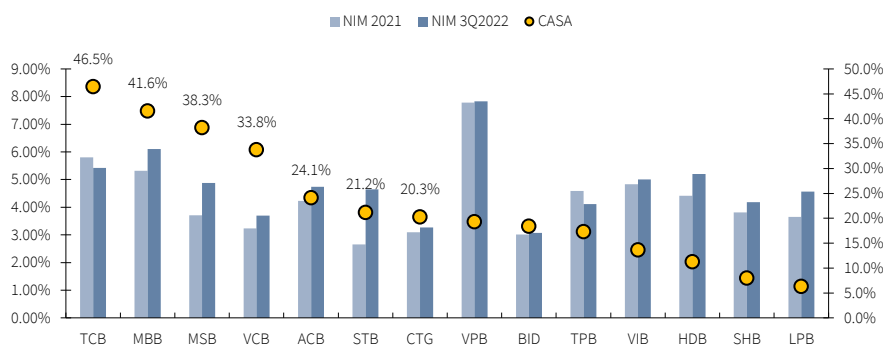
NHNN đang có những chiến lược tương tự thời kỳ trước như đặt trần lãi suất huy động, kêu gọi giảm lãi cho vay và dần nới lỏng cung tiền. Cần thời gian khoảng từ 3-6 tháng để tín dụng giảm tốc và tìm được điểm cân bằng với cung tiền. Chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm 2023 căng thẳng thanh khoản sẽ được giải quyết.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng và cung tiền (%YoY)



Nguồn: SBV, KBSV

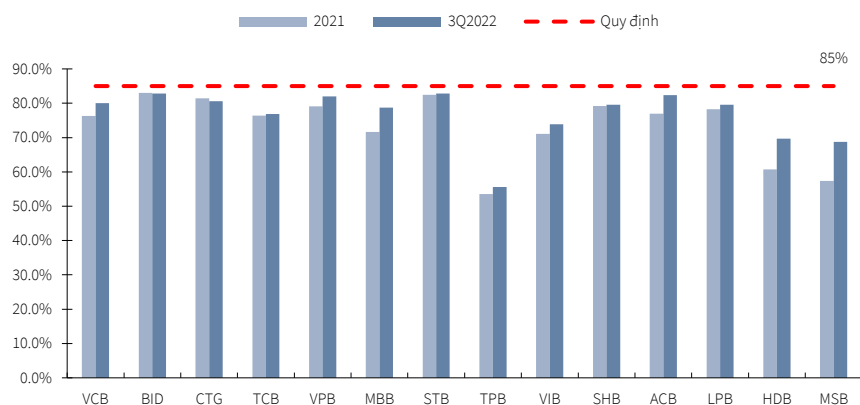
Biểu đồ 2. NIM các ngân hàng 2021 – 3Q2022



Nguồn: BCTC, KBSV

Đến hết quý 3 2022, hầu hết các ngân hàng ghi nhận LDR tăng so với cuối năm 2021. Một số các ngân hàng có tỷ lệ này rất sát ngưỡng quy định như BID (82.8%), VPB (82%), STB (82.8%) và ACB (82.3%).

Biểu đồ 3. Tỷ lệ LDR của các ngân hàng 2021 – 3Q2022

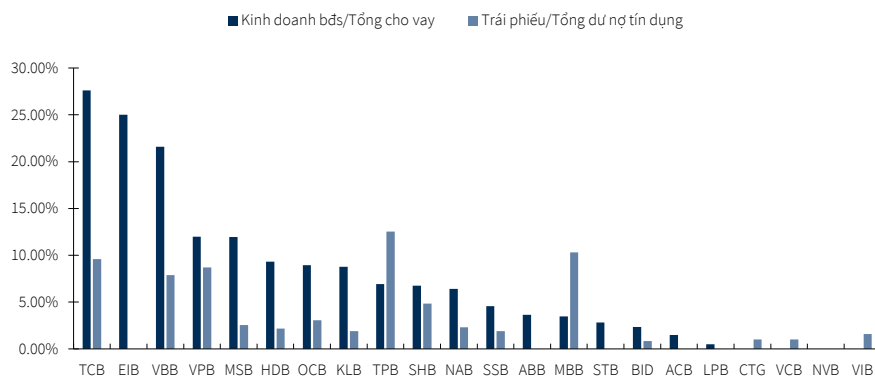


Nguồn: BCTC, KBSV

TCB, EIB, VBB là những ngân hàng có tỷ trọng cho vay kinh doanh bất động sản cao nhất trong hệ thống, lần lượt là 27.6%, 25% và 21.6%.

TPB, MBB và TCB là những ngân hàng có quy mô nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp trên tổng dư nợ tín dụng cao nhất ngành, lần lượt là 12.5%, 10.3% và 9.6%.

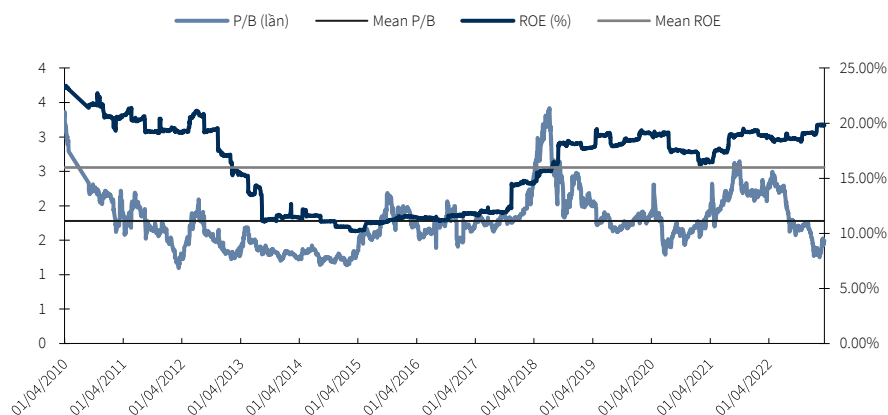
Biểu đồ 4. Quy mô Cho vay kinh doanh bất động sản và trái phiếu trên tổng dư nợ



Nguồn: BCTC, KBSV

Định giá P/B của ngành Ngân hàng đã có thời điểm về gần đáy Covid-19 rồi hồi phục tốt trong thời gian vừa qua. P/B ngành hiện giờ đang là 1.49 lần – tương đương -1Std. Trong khi đó kết quả kinh doanh của toàn ngành cho đến quý 3 vẫn khả quan, ROE toàn ngành là khoảng 15.97% - trên đường TB 12 năm. KQKD của ngành được dự báo chậm lại trong quý 4 và nửa đầu năm 2023 do NIM bị thu hẹp và áp lực thanh khoản khiến tăng trưởng tín dụng chậm lại. Dù vậy định giá ngành bây giờ vẫn ở mức hấp dẫn.

Biểu đồ 5. Định giá P/B và ROE của ngành Ngân hàng



Nguồn: Finpro, KBSV

Techcombank (TCB)

Cảm nhận áp lực từ lãi suất tăng

Chuyên viên Phân tích Tài chính

Nguyễn Đức Huy

huynd1@kbsec.com.vn

20/12/2022

3Q2022, LNTT tăng 20.7%YoY, đạt 6,715 tỷ VND.

TCB ghi nhận thu nhập lãi thuần quý 3 đạt 7,565 tỷ VND (-2.9%QoQ và +12.2%YoY), thu nhập ngoài lãi đạt 2,773 tỷ VND (-14.1%QoQ và +36.2%YoY). TCB trích 609 tỷ chi phí dự phòng cho quý 3 (+46%QoQ và +3.4%YoY). Chi phí hoạt động được tiết giúp LNTT chỉ giảm nhẹ 8.3%QoQ và vẫn tăng 20.7%YoY. Lũy kế 9T2022, LNTT đạt 20,821 tỷ VND (+21.7%YoY), hoàn thành 77% kế hoạch năm.

Tỷ lệ nợ xấu thấp nhất ngành

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2022 tăng 5bps QoQ lên mức 0.65%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm 6.6 điểm % so với quý trước xuống còn 165%. Ngân hàng còn khoảng 400 tỷ nợ tái cấu đã được đưa về đúng nhóm nợ và không có quá nhiều ảnh hưởng tới NPL.

Định giá hấp dẫn khi đã phản ánh hết rủi ro liên quan

Giá cổ phiếu đã giảm khoảng 43% từ đầu năm do TCB thuộc top những ngân hàng cho vay bất động sản và nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp. P/B hiện tại là 0.94x và P/B forward cho năm 2023 là 0.71 được coi là hấp dẫn cho 1 ngân hàng có nền tảng tài chính và khả năng sinh lời top đầu ngành.

Áp lực từ chi phí vốn vẫn sẽ hiện hữu dù có lợi thế CASA

Tỷ lệ CASA cuối quý 3 của TCB là 46.5% dù giảm từ đỉnh 2021 nhưng vẫn đứng đầu ngành. Tuy nhiên, trong tháng 11 TCB cũng đã phải tăng lãi suất tiền gửi không kỳ hạn từ 0.05% lên 1% dưới áp lực thanh khoản và xu hướng chạy đua lãi suất. Các kỳ hạn khác cũng đã tăng 2 điểm % chỉ trong quý 4. Do đó, NIM của TCB chịu rủi ro bị thu hẹp trong thời gian tới.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 34,200 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu cho năm 2022 của cổ phiếu TCB xuống 34,200 VND/cp, cao hơn 23.4% so với giá tại ngày 20/12/2022. Khuyến nghị MUA.

MUA

Giá mục tiêu	VND 34,200
Tăng/giảm	23.4%
Giá hiện tại (20/12/2022)	27,700
Giá mục tiêu thị trường	52,500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	125,690

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	18,751	26,699	31,231	36,492
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	18,411	25,903	30,625	36,302
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	12,325	18,052	22,468	26,314
EPS (đồng/cổ phiếu)	3,515	5,137	6,375	7,452
Tăng trưởng EPS (%YoY)	22.4%	46.1%	24.1%	16.9%
PER (x)	8.95	9.71	5.36	4.59
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,392	25,476	31,508	39,171
PBR (x)	1.54	1.96	1.08	0.87
ROE (%)	18.4%	22.0%	22.0%	20.7%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

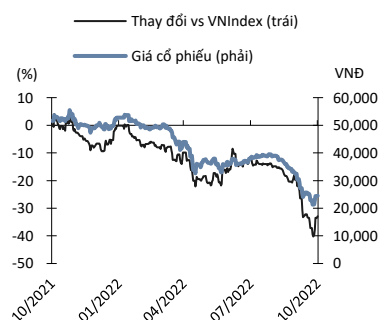
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	77.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	156.76
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cơ cấu cổ đông	MSN (14.96%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-24.5	-35.2	-44.2	-52.4
Tương đối	-16.5	-23.7	-25.5	-33.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV

VietcomBank (VCB)

Tăng trưởng chậm lại trong 2023

Chuyên viên phân tích Lê Hạnh Quyền

quyenlh@kbsec.com.vn

20/12/2022

3Q2022, LNST đạt 6,069 tỷ VND, tăng 32.2% YoY

3Q2022, thu nhập lãi thuần đạt 22,569 tỷ VND, tăng 27.9% YoY; lợi nhuận sau thuế đạt 6,069 tỷ VND, tăng trưởng ấn tượng 32.2 YoY, động lực chính đến từ tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao đạt 17.4% YoY và NIM nổi rộng đạt 3.4%

Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2022 đạt 0.8% (+19 bps QoQ và -37 bps YoY) – đứng thứ 2 toàn ngành chỉ sau TCB. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu dù giảm so với đầu năm xuống 402% từ đỉnh 506% của quý 2 nhưng vẫn là mức cao nhất trong hệ thống.

Kỳ vọng VCB sẽ được SBV đánh giá cao, và ưu tiên cấp room tín dụng ở mức cao cho năm 2023

Chúng tôi kỳ vọng VCB sẽ được Ngân hàng Nhà nước đánh giá cao, và ưu tiên cấp room tín dụng ở mức cao cho năm 2023, nhờ (1) Chất lượng tài sản tốt, đầu tư trái phiếu doanh nghiệp ở mức thấp; (2) Tham gia tiếp nhận chuyển giao một tổ chức tín dụng yếu kém; (3) Cung cấp các gói hỗ trợ theo yêu cầu của Chính Phủ

Tiếp tục triển khai kế hoạch tăng vốn sang năm 2023

VCB sẽ chào bán riêng lẻ 6.5% vốn điều lệ, tương đương phát hành hơn 307 triệu cổ phiếu cho tối đa 99 nhà đầu tư, tương đương vốn điều lệ sẽ tăng lên khoảng 50.4 nghìn tỷ đồng. Kế hoạch tăng vốn của VCB đã có từ năm 2019 nhưng bị hoãn lại do tác động của dịch Covid-19

Tăng trưởng chậm lại cho năm 2023

Chúng tôi đánh giá VCB sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong năm 2023 dưới áp lực từ việc tăng trưởng tín dụng toàn ngành phải chậm lại cùng áp lực chi phí vốn sẽ rõ ràng hơn trong giai đoạn 4Q2022 – 2Q2023. Ngoài ra VCB cũng phải đi đầu hỗ trợ nền kinh tế. Ngược lại khi các tín hiệu vĩ mô khả quan hơn thì VCB thuộc nhóm được hưởng lợi trực tiếp.

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu 89,400 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu VCB. Giá mục tiêu là 89,400 VND/cp, cao hơn 13.2% so với giá tại ngày 20/12/2022.

Năm giữ

Giá mục tiêu	VND 89,400
Tăng/Giảm	13.2%
Giá hiện tại (20/12/2022)	VND 79,000
Giá mục tiêu thị trường	VND 91,300
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	378.1/15.4

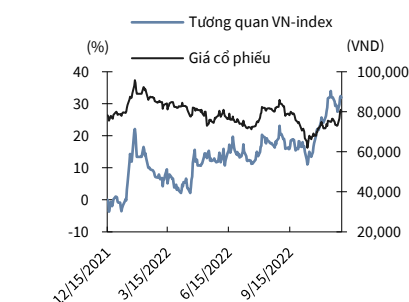
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	87.4/3.6
Sở hữu nước ngoài (%)	6.4%
Cơ cấu cổ đông	Ngân hàng nhà nước (74.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	11.4	1.8	4.6	2.2
Tương đối	7.5	18.8	19.2	31.9

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	36,285	42,400	50,414	57,197
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	33,024	39,149	45,749	51,153
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	18,451	21,919	26,583	31,142
EPS (VNĐ)	4,975	5,116	5,617	6,250
Tăng trưởng EPS (%)	0%	3%	10%	11%
PER (x)	17.1	16.6	15.1	13.6
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	25,370	29,421	30,837	36,042
PBR (x)	3.3	2.9	2.8	2.4
ROE (%)	21.1%	21.6%	20.9%	19.2%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

VPBank(VPB)

Tiếp tục câu chuyện vốn ngoại

Chuyên viên phân tích Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

20/12/2022

3Q2022, LNTT đạt 4,514 tỷ VND, tăng 67.3% YoY

3Q2022, hoạt động cho vay của VPB tăng trưởng mạnh mẽ nhờ mức nền thấp trong 3Q2021 với thu nhập lãi thuần đạt 10,385 tỷ VND (+38.9% YoY, -0.8% QoQ); LNTT 3Q2022 đạt 4,514 tỷ VND (+8.1% QoQ, +67.3% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, LNTT đạt 19,837 tỷ VND, tăng 69% YoY.

Câu chuyện nới room và bán vốn cho tổ chức nước ngoài

Hiện đang có một vài thông tin về sửa đổi Nghị định liên quan việc nâng room ngoại cho các ngân hàng tham gia tái cơ cấu TCTD yếu kém lên 49%. Chúng tôi cho rằng VPB và HDB là hai ứng cử viên tiềm năng. Ngoài ra, cũng có thông tin liên quan thương vụ SMBC thoái vốn EIB để đầu tư vào VPB.

Kỳ vọng tiếp tục bổ sung nguồn vốn huy động từ nước ngoài

Trong năm 2022, VPB đã có 2 lần huy động thành công các khoản vay hợp vốn từ các tổ chức nước ngoài với giá trị lên tới 1.25 tỷ USD. Hiện VPB chỉ đứng sau TCB về mức độ hoạt động trên thị trường vốn nước ngoài. Các khoản vay hợp vốn này là một sự bổ sung quan trọng trong bối cảnh huy động gặp khó khăn, mặt khác góp phần làm giảm chi phí vốn cho ngân hàng.

Kỳ vọng tiếp tục được nới room tín dụng vượt trội

VPB đang được giao room tín dụng cao nhất ngành cho năm 2022, đạt 31%. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng VPB sẽ được NHNN giao mức room cao hơn trung bình ngành cho năm 2023 nhờ (1) CAR hợp nhất cáo nhất ngành ~15%; (2) Tham gia xử lý tổ chức tín dụng yếu kém; (3) Luôn là thành viên tích cực tham gia hỗ trợ nền kinh tế.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,600 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu là 22,600 VND/cp, cao hơn 30.6% so với giá tại ngày 20/12/2022.

Mua

Giá mục tiêu	VND 22,600
Tăng/Giảm	30.6%
Giá hiện tại (20/12/2022)	VND 17,300
Giá mục tiêu thị trường	VND 29,298
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	109,425

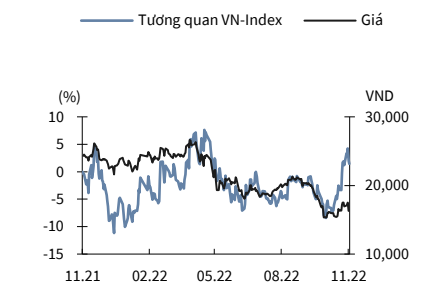
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	88.7
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	332/14.1
Sở hữu nước ngoài (%)	17.63
Cơ cấu cổ đông	Composite Capital Master Fund LP (5.0%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2	-22	-19	-33
Tương đối	11	3	4	1

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	32,346	34,349	40,263	45,443
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	27,641	33,583	44,485	44,207
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	10,414	11,808	19,309	16,889
EPS (VNĐ)	4,116	2,621	2,863	2,504
Tăng trưởng EPS (%)	26%	-36%	9%	-13%
PER (x)	7.1	11.2	10.3	11.7
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,867	19,187	16,056	18,827
PBR (x)	1.41	1.53	1.83	1.56
ROE (%)	21.9%	16.7%	20.6%	15.9%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Duy trì hoạt động an toàn, bền vững

Chuyên viên Phân tích Tài chính
Nguyễn Đức Huy
huynd1@kbsec.com.vn

20/12/2022

3Q2022, LNTT tăng 71.1%YoY, đạt 4,475 tỷ VND.

ACB ghi nhận thu nhập lãi thuần quý 3 đạt 6,032 tỷ VND (+7.6%QoQ và +33.4%YoY), thu nhập ngoài lãi đạt 1,059 tỷ VND (-19.6%QoQ và -9.4%YoY). ACB tiếp tục ghi nhận chi phí dự phòng thấp trong quý 3, chỉ khoảng 90 tỷ VND (-133.7%QoQ và -89%YoY). Nhờ đó, LNTT 3Q2022 tăng mạnh 71.1%YoY, đạt 4,475 tỷ VND.

Tỷ lệ nợ xấu tăng lên 1.01% do nợ tái cơ cấu

Đây là quý đầu tiên kể từ năm 2017 mà NPL của ACB chạm ngưỡng 1% (+0.25 điểm %QoQ). Được biết nợ xấu quý 3 tăng chủ yếu đến từ nợ tái cơ cấu tuy nhiên ngân hàng đã trích lập đầy đủ và dự kiến có thể thu hồi trong tháng 11, 12 nên không quá lo ngại. Dự phòng bao nợ xấu giảm còn 137.8%.

Chúng tôi đánh giá cao ACB nhờ tính ổn định và sự an toàn

ACB là một trong số ít các ngân hàng không bị ảnh hưởng bởi rủi ro liên quan trái phiếu và bất động sản nhờ danh mục cho vay liên quan bất động sản chủ yếu là cá nhân mua nhà và ngân hàng không đầu tư trái phiếu doanh nghiệp. Tăng trưởng tín dụng ổn định ở mức 16% hằng năm phù hợp với room tín dụng 2022 là 16%. Tỷ lệ nợ xấu thuộc nhóm thấp nhất ngành. Dự phóng LNTT tăng trưởng bình quân 20%/năm cho giai đoạn 2022-2026.

Biên lãi thuần vẫn còn cơ hội mở rộng trong năm tới

Danh mục cho vay của ACB chủ yếu là ngắn hạn (~63%) nên hấp thụ tương đối tốt mức tăng của lãi suất huy động trong thời gian vừa qua. Ngoài ra, sở hữu tỷ lệ CASA đứng thứ 4 toàn ngành (24.1%) cùng chiến lược kinh doanh nguồn vốn hợp lý giúp ACB kiểm soát tốt chi phí vốn.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 28,000 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2022 của cổ phiếu ACB là 28,000 VND/cp, cao hơn 24.2% so với giá tại ngày 20/12/2022. Khuyến nghị MUA.

MUA

Giá mục tiêu	VND 28,000
Tăng/giảm	24.2%
Giá hiện tại (20/12/2022)	22,550
Giá mục tiêu thị trường	34,200
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	77,276

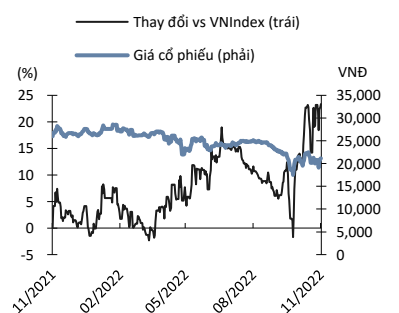
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	83.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	75.76
Sở hữu nước ngoài (%)	30%
Cơ cấu cổ đông	
Dragon Financial Holding	6.92%

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-15.9	-8.7	-21.0
Tương đối	8.4	10.5	16.9	18.4

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	14,582	18,945	23,105	27,086
LN trước CF DPRRD (tỷ VND)	10,537	15,334	18,423	21,974
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	7,683	9,603	14,016	16,733
EPS	3,511	3,498	4,150	3,963
Tăng trưởng EPS (%)	-3.3%	-0.4%	18.6%	-4.5%
PER (x)	8.95	9.71	8.44	8.84
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	15,906	16,219	19,253	21,225
PBR (x)	1.98	2.09	1.82	1.65
ROE (%)	24.3%	23.9%	25.2%	21.3%
Tỷ lệ cổ tức (%)	30%	25%	25%	25%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

20/12/2022

3Q2022, LNTT đạt 6,673 tỷ VND, tăng 149.6% YoY

3Q2022, BID duy trì kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực với thu nhập lãi thuần đạt 14,098 tỷ VND (-3.5% QoQ, +15.5% YoY); TOI đạt 17,555 tỷ VND (-3.2% QoQ, +15.1% YoY); LNTT 3Q2022 đạt 6,673 tỷ VND (+2.8% QoQ, +149.6% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, LNTT đạt 17,677 tỷ VND, tăng 64.7% YoY.

BID được nới room tăng trưởng tín dụng thêm khoảng 2%

Trong tháng 12/2022, KBSV kì vọng BID có thể đẩy giải ngân tín dụng lên mức tăng trưởng cao hơn dựa trên: (1) Mới đây BID được NHNN nới room tín dụng thêm 2% nâng room cả năm lên 12.7%; (2) Tỷ giá USD/VND có tín hiệu hạ nhiệt qua đó giảm áp lực lên lãi suất huy động cũng như cho vay – tạo điều kiện cho các doanh nghiệp có khả năng tiếp cận các khoản vay với chi phí hợp lý.

Kỳ vọng sửa đổi thông tư 22 giúp cởi bỏ vấn đề thanh khoản cho BID

Hiện nay đang có một số thông tin liên quan đến sửa đổi cách tính LDR trong thông tư 22, theo đó nguồn vốn huy động sẽ được tính thêm 50% tiền gửi kho bạc. BID đang nắm giữ tới 135 nghìn tỷ tiền gửi kho bạc do đó nếu thay đổi cách tính tính LDR của BID sẽ giảm từ mức 83% hiện tại xuống còn 78%. Điều này là hết sức cần thiết trong bối cảnh tăng trưởng huy động chậm lại và BID nhận được room cao hơn hẳn trong khi các năm trước chỉ 8.5% để hỗ trợ doanh nghiệp thời gian tới

NIM có khả năng bị thu hẹp trong năm 2023

NIM của BID nhiều khả năng sẽ bị thu hẹp trong năm 2023 do (1) Chịu đầy đủ tác động của việc tăng lãi suất huy động; (2) Lợi suất đầu ra giảm do phải đưa ra các gói hỗ trợ kinh tế theo chỉ định của NHNN.

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu 44,800 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BID. Giá mục tiêu cho năm 2023 là 44,800 VND/cp, cao hơn 16.4% so với giá tại ngày 20/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu VND 44,800

Tăng/Giảm	16.4%
Giá hiện tại (20/12/2022)	VND 38,500
Giá mục tiêu thị trường	VND 35,768
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	197.282

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	35,797	46,823	55,138	59,483
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	32,344	43,028	47,781	52,165
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	6,997	10,540	17,138	19,603
EPS (VND)	1,740	2,084	3,388	3,875
Tăng trưởng EPS (%)	-16%	20%	63%	14%
PER (x)	22.4	18.7	11.5	10.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	19,803	17,066	19,654	22,729
PBR (x)	1.97	2.29	1.98	1.72
ROE (%)	9.2%	13.1%	19.0%	18.9%
Tỷ lệ cổ tức (%)	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%

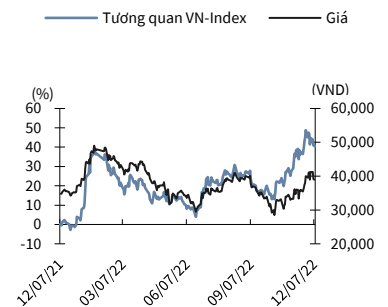
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.01%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	57/2.4
Sở hữu nước ngoài (%)	16.94%
Cơ cấu cổ đông	Ngân hàng nhà nước (80.99%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8	11	32	13
Tương đối	-2	25	43	40



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Ngân hàng TMCP Quân đội (MBB)

Động lực đến từ room tín dụng vượt trội

Chuyên viên Phân tích Tài chính
Nguyễn Đức Huy
huynd1@kbsec.com.vn

20/12/2022

3Q2022, LNTT tăng 61.5%YoY, đạt 6,296 tỷ VND.

MBB ghi nhận thu nhập lãi thuần quý 3 đạt 9,039 tỷ VND (+4.5%QoQ và +36.0%YoY), thu nhập ngoài lãi đạt 1,946 tỷ VND (-13.6%QoQ và -10.9%YoY). Tương tự quý trước, nhờ cắt giảm chi phí dự phòng (-45.9%YoY) mà lợi nhuận trước thuế quý 3 tăng mạnh 61.5%YoY, đạt 6,296 tỷ VND. Lũy kế LNTT 9T đạt 18,193 tỷ VND (+53.1%YoY).

Ngân hàng số tiếp tục ghi nhận tăng trưởng ấn tượng....

Chỉ trong quý 3, MBB đã thu hút được thêm 3 triệu người dùng mới App & Biz mới, gấp đôi so với cùng kỳ năm trước. Số lượng giao dịch trên kênh số vào quý 3 đạt 812 triệu giao dịch, tăng gấp 3.6 lần YoY và chiếm tới 94% các giao dịch tại MBB. Giá trị giao dịch trong quý 3 đạt 7.8 triệu tỷ đồng, gấp 2.7 lần YoY.

CASA cao giảm thiểu rủi ro NIM bị thu hẹp khi lãi suất tăng

Tỷ lệ CASA của MBB đã giảm 6 điểm % YTD về còn 41.6% vào cuối quý 3 do khó khăn chung của ngành. CASA vẫn có thể tiếp tục mở rộng nhờ tập khách hàng cá nhân rộng lớn trong hệ sinh thái cùng đẩy mạnh số hóa ngân hàng, từ đó giảm áp lực lên NIM khi thời kỳ vốn rẻ đã kết thúc.

Tăng trưởng tín dụng vượt trội cho giai đoạn tới

Nhờ tham gia xử lý tổ chức tín dụng yếu kém cùng tỷ lệ CAR khoảng 12% và LDR vẫn còn dư địa để tăng tín dụng trong bối cảnh huy động chậm lại (3Q2022: 78%), chúng tôi dự báo MBB sẽ ghi nhận tăng trưởng tín dụng vượt trội cho giai đoạn 2022/2023/2024 lần lượt là 22.1%/23.1%/28.4%.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,400 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm của cổ phiếu MBB là 22,400 VND/cp, cao hơn 27.3% so với giá tại ngày 20/12/2022. Khuyến nghị MUA.

MUA

Giá mục tiêu	VND 22,400
Tăng/giảm	27.3%
Giá hiện tại (20/12/2022)	17,600
Giá mục tiêu thị trường	32,267
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	101,070

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	20,278	26,200	35,448	44,489
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	16,807	24,557	30,206	38,720
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	8,263	12,697	18,661	24,509
EPS	2,993	3,362	3,951	4,324
Tăng trưởng EPS (%)	-16.8%	12.3%	17.5%	9.4%
PER (x)	8.95	9.71	5.58	5.10
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,463	16,150	18,844	18,738
PBR (x)	1.53	2.02	1.17	1.18
ROE (%)	19.1%	23.5%	25.4%	25.7%
Tỷ lệ cổ tức (%)	18%	35%	25%	20%

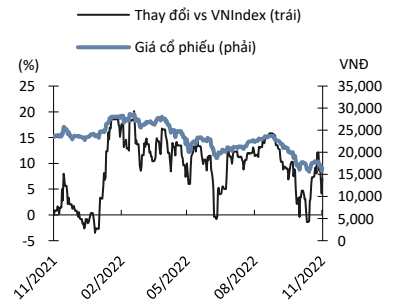
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	58.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	196.50
Sở hữu nước ngoài (%)	23.24%
Cơ cấu cổ đông	Viettel (18.5%) SCIC (9.42%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.5	-26.3	-28.2	-30.9
Tương đối	7.4	-4.0	-2.7	6.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

20/12/2022

Ngân hàng đang rất gần mục tiêu xử lý toàn bộ VAMC

Quy mô nợ xấu và VACM theo Đề án đã giảm từ 45 nghìn trong năm 2015 xuống chỉ còn khoảng 17 nghìn tỷ vào cuối quý 3 2022, nợ xấu theo đề án đã được ngân hàng xử lý toàn bộ. Sacombank đặt mục tiêu có thể xử lý dứt điểm VAMC thông qua bán đấu giá 18 khoản nợ được đảm bảo bằng KCN Phong Phú và 32.5% cổ phần STB đang được thế chấp tại VAMC ngày trong năm 2023.

Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ giai đoạn 2003 - 2025

Chúng tôi đánh giá Sacombank có thể đạt được tăng trưởng lợi nhuận cao hơn cho giai đoạn 2023 – 2025 do các lý do sau (1) Hoàn thành xử lý lãi phải thu giúp biên lãi thuần quay trở về mức hấp dẫn hơn; (2) Kỳ vọng có thể tắt toán trái phiếu VAMC trong năm 2023 góp phần giảm mạnh cho phí dự phòng; (3) STB sẽ có các khoản hoàn nhập dự phòng nếu đấu giá thành công tài sản.

Định giá thay đổi sau khi xử lý xong nợ xấu

STB và ACB có nhiều điểm tương đồng trong quy mô tài sản, vốn chủ, dư nợ cho vay và cơ cấu tập khách hàng tuy nhiên lợi nhuận đang có sự chênh lệch lớn do STB vẫn đang trong quá trình xử lý VAMC. Định giá của ACB đã cải thiện rõ rệt sau khi xử lý xong nợ xấu do đó chúng tôi kỳ vọng định giá của STB sẽ tốt hơn sau khi hoàn thành Đề án.

STB còn nhiều lợi thế để mở rộng tiền gửi không kỳ hạn

Ngân hàng có đầy đủ lợi thế để có thể tiếp tục mở rộng CASA trong thời gian tới nhờ (1) Sacombank đã xây dựng hệ thống thanh toán quốc tế rất toàn diện từ đó trở thành sự lựa chọn hàng đầu của doanh nghiệp xuất nhập khẩu; (2) Tiếp tục đẩy mạnh phát triển các sản phẩm thẻ tín dụng liên kết cùng các chương trình khuyến mãi nhằm kích thích các hoạt động thanh toán, tiêu dùng.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 28,650 đồng/cổ phiếu

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của cổ phiếu STB là 28,650 VND/cp, cao hơn 27.6% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2022. Khuyến nghị MUA.

Mua

Giá mục tiêu	VND 28,650
Tăng/Giảm	27.6%
Giá hiện tại (20/12/2022)	22,450
Giá mục tiêu bình quân	35,700
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	41,003

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	11,527	11,964	16,713	23,242
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	6,376	7,954	13,539	16,143
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	2,682	3,411	4,841	10,581
EPS	1,248	1,630	2,568	5,613
Tăng trưởng EPS (%)	11.5%	30.6%	57.5%	118.6%
PER (x)	8.95	9.71	11.16	5.11
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	13,329	16,223	18,994	24,028
PBR (x)	0.84	0.98	1.51	1.19
ROE (%)	9.6%	10.8%	13.2%	23.7%
Tỷ lệ cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

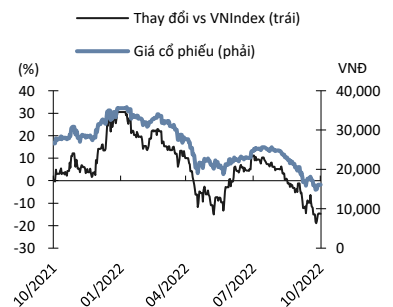
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

SLCP đang lưu hành (%)	94.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	276.65
Sở hữu nước ngoài (%)	9.2%
Cơ cấu cổ đông	Dragon Capital (6.09%) Eximbank (4.73%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-21.6	-34.6	-41.7	-39.3
Tương đối	-13.7	-23.3	-22.5	-15.0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Bất Động Sản Nhà ở

Đối mặt với nhiều khó khăn

2022: Thị trường BĐS bị ảnh hưởng đáng kể bởi hạn chế tín dụng và lãi suất tăng

Nguồn cung BĐS và số lượng căn bán được tại cả Hà Nội và TP HCM bắt đầu có dấu hiệu sụt giảm trong quý 3/2022 sau quý 2 bùng nổ. Cụ thể, tại Hà Nội, số căn hộ mở bán trong quý 3 đạt 3,640 căn (-22%QoQ) và số căn hộ bán được đạt 3,624 căn (-66%QoQ); tại TP HCM, nguồn cung đạt 2,851 căn (-80%QoQ) và số căn hộ bán được đạt 6,726 căn (-40%QoQ). Nguồn cung căn hộ sụt giảm do những khó khăn liên quan đến (1) Hạn chế vốn vay ngân hàng vào BĐS và kiểm soát hoạt động phát hành trái phiếu (2) Lãi suất cho vay mua nhà tăng ảnh hưởng đến nhu cầu mua nhà và (3) Vấn đề pháp lý vẫn diễn ra chậm khiến cho các Chủ đầu tư thận trọng hơn trong kế hoạch mở bán mới. Một số CĐT lùi kế hoạch mở bán sang năm sau.

Trong quý 3, mức giá bán căn hộ tiếp tục tăng ở cả thị trường Hà Nội và TP HCM, tuy nhiên tốc độ tăng giá chậm lại với mức tăng 1%QoQ tại HN và 3.4%QoQ tại TP HCM. Trước những diễn biến khó khăn của thị trường, một số chủ đầu tư đã chiết khấu giá mua nhà cũng như đưa ra các phương thức thanh toán hấp dẫn để thu hút người mua nhà. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, giá căn hộ bắt đầu có xu hướng giảm trong 2 tháng gần đây. Các bất động sản thấp tầng, giá có xu hướng giảm mạnh, đặc biệt là đối với các sản phẩm có tính đầu cơ cao như đất nền xa trung tâm

Triển vọng 2023: Thị trường BĐS đối mặt với nhiều khó khăn

Chúng tôi cho rằng thị trường BĐS trong năm 2023 sẽ đối mặt với nhiều khó khăn khi: 1) Lãi suất cho vay mua nhà dự kiến tiếp tục tăng khi lãi suất huy động tăng ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của người mua nhà (2) Các vấn đề về pháp lý thường mất nhiều thời gian và tồn tại nhiều rủi ro có thể làm chậm quá trình phê duyệt và cấp phép xây dựng dự án và (3) Các chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn khi hạn chế vốn vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS và thị trường trái phiếu chưa ổn định. Trong năm 2023, giá trị trái phiếu doanh nghiệp BĐS đến hạn là 120.4 nghìn tỷ VND. Áp lực trả gốc và lãi trái phiếu trong bối cảnh hạn chế tín dụng cùng với mở bán dự án chậm có thể ảnh hưởng đến thanh khoản của các chủ đầu tư. Các cổ phiếu BĐS giảm mạnh so với đầu năm phản ánh những thông tin tiêu cực về thị trường BĐS. Tuy nhiên, triển vọng của các cổ phiếu BĐS trong ngắn hạn vẫn chưa rõ ràng, NĐT có thể xem xét một số doanh nghiệp có quỹ đất lớn và tài chính khỏe mạnh như VHM, NLG, KDH khi có những thông tin tích cực hơn về mặt chính sách.

20/12/2022

Tiêu cực

Khuyến nghị

CTCP Vinhomes (VHM)	MUA
Giá hiện tại	VND 48,200
Giá mục tiêu	VND82,800

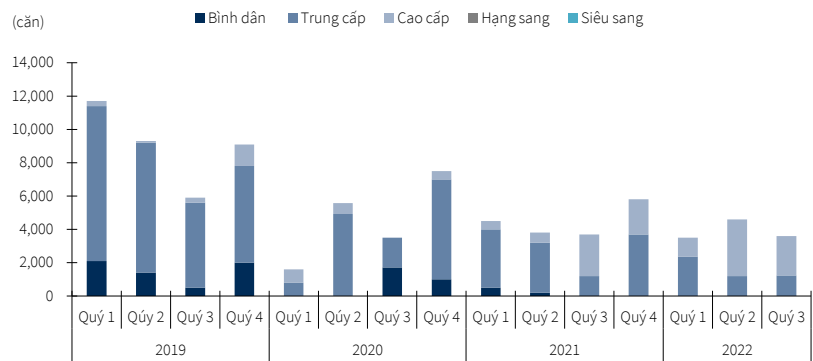
CTCP Đầu tư Nam Long (NLG)

	MUA
Giá hiện tại	VND30,700
Giá mục tiêu	VND39,300

Nguồn cung mở bán tại Hà Nội 9T2022 tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ năm 2021 nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước dịch.

Lãi suất cho vay mua nhà tăng, việc hạn chế dòng vốn chảy vào BĐS cũng như việc cấp phép dự án tiếp tục bị kéo dài khiến số lượng căn mở bán duy trì ở mức thấp và bắt đầu sụt giảm trong quý 3/2022 (-22%QoQ) và số lượng căn hộ bán được giảm mạnh 66%QoQ.

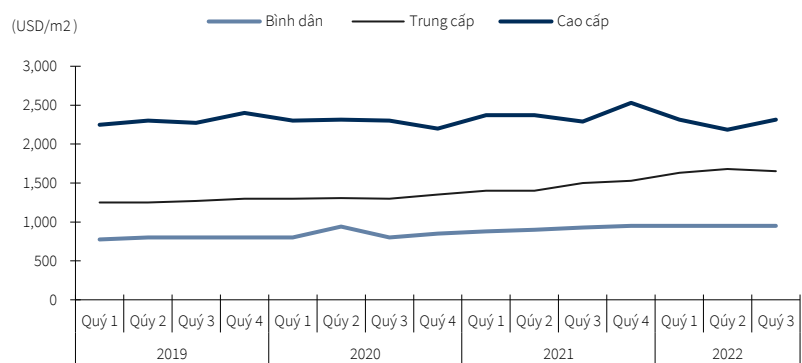
Biểu đồ 1. Nguồn cung căn hộ tại HN



Nguồn: CBRE

Giá bán quý 3 tiếp tục lập đỉnh mới đạt 1,896USD/m² (+23%YoY), tuy nhiên tốc độ tăng giá có dấu hiệu chậm lại khi giá bán chỉ tăng nhẹ 1% so với quý 2.

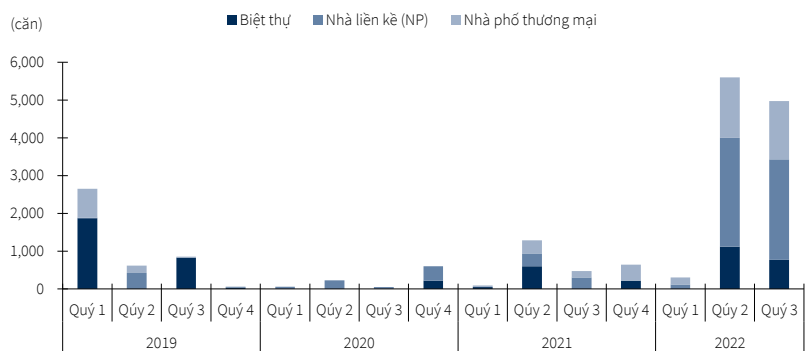
Biểu đồ 2. Giá bán căn hộ tại HN



Nguồn: CBRE

Nguồn cung nhà phố, biệt thự tăng trưởng đột biến đến từ mở bán đại dự án Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire (quy mô 12,600 sản phẩm thấp tầng).

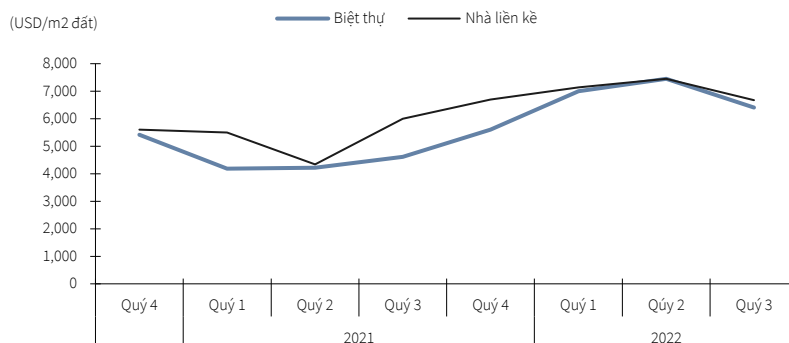
Biểu đồ 3. Nguồn cung nhà phố, biệt thự tại HN



Nguồn: CBRE

Giá bán nhà phố, biệt thự trong quý 3 bắt đầu giảm (-12%QoQ, +23%YoY) sau khi tăng liên tục từ giữa năm 2021.

Biểu đồ 4. Giá bán nhà phố, biệt thự tại HN

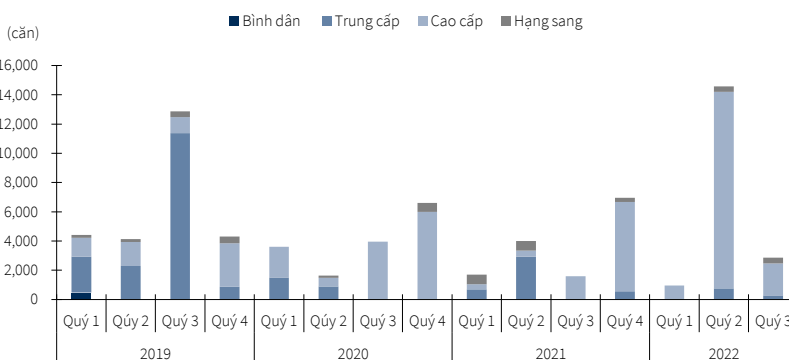


Nguồn: CBRE

Nguồn cung trong quý 3/2022 sụt giảm mạnh sau Quý 2 bùng nổ nhờ dự án Vinhomes Grand Park (Quận 9) với chỉ 2,851 căn (-80%QoQ, +49%YoY).

Trong quý 3/2022 có 6,726 căn hộ bán được (-40%QoQ và 36%YoY) do nguồn cung mới hạn chế cũng như các yếu tố liên quan đến tín dụng và lãi suất cho vay mua nhà tăng. Một số chủ đầu tư đã chiết khấu giá mua nhà cũng như đưa ra các phương thức thanh toán hấp dẫn để thu hút người mua nhà.

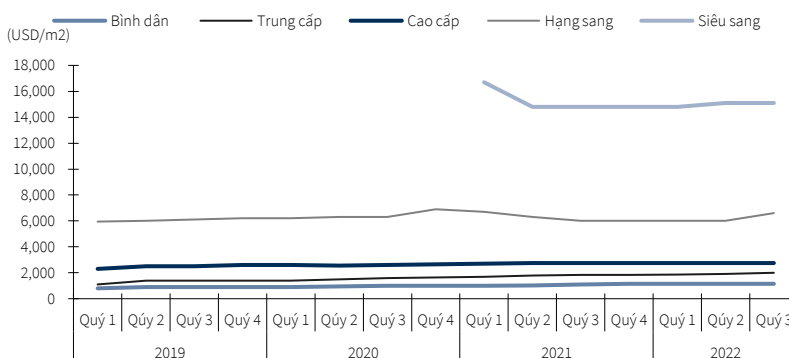
Biểu đồ 5. Nguồn cung căn hộ tại TP HCM



Nguồn: CBRE

Giá sơ cấp trung bình đạt mức 2.545USD/m², (+3,4%QoQ và +12%YoY).

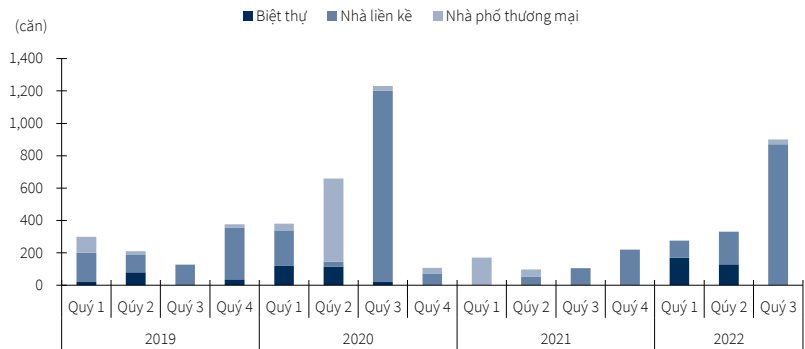
Biểu đồ 6. Giá bán căn hộ tại TP HCM



Nguồn: CBRE

Trong Q3/2022, thị trường Nhà phố/Biệt thự tại TP. HCM có 891 sản phẩm chào bán (+172%QoQ và 757%YoY), trong đó phần lớn là nhà phố tại các KĐT tại TP Thủ Đức. Tỷ lệ hấp thụ đạt 96.5%, duy trì ổn định so với mức 97.2% của quý 2 và 97.1% cùng kỳ năm 2021 nhờ các dự án mở bán có vị trí đặc địa và đến từ các chủ đầu tư uy tín.

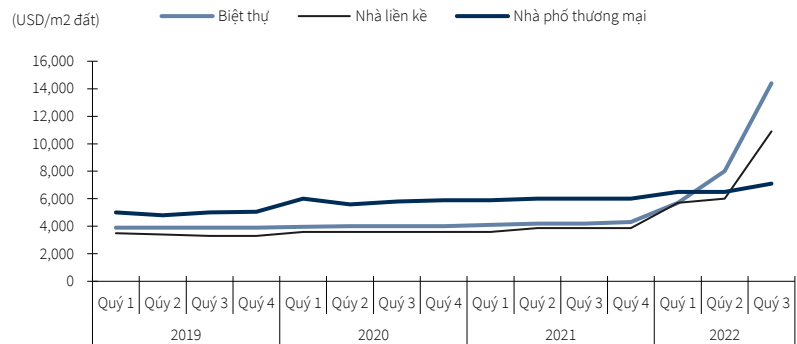
Biểu đồ 7. Nguồn cung nhà phố, biệt thự tại TP HCM



Nguồn: CBRE

Giá sơ cấp trung bình tăng mạnh đạt 10,692USD/m² đất (+55%QoQ và 129%YoY).

Biểu đồ 8. Giá bán nhà phố, biệt thự tại TP HCM



Nguồn: CBRE

20/12/2022

Vinhomes tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu thị trường Bất động sản (BDS)

Vinhomes tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu phân khúc BĐS nhà ở với thị phần trong phân khúc căn hộ ở tất cả các phân khúc trong giai đoạn 2016-3Q2022 lên tới 27%, cao hơn so với doanh nghiệp đứng thứ 2 là 4%. Vinhomes hiện đang sở hữu quỹ đất lên tới 168 triệu m² sàn giúp đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận và giữ vững thị phần trong các năm tới.

Tiếp tục bán hàng tại dự án Vinhomes Ocean Park 2 – The Empire và mở bán dự án Vinhomes Ocean Park 3 – The Crown

Hoạt động bán hàng trong Quý 3/2022 đạt 15,600 sản phẩm được bán (+164%YoY) với tổng giá trị hợp đồng là 17.7 nghìn tỷ VND (+33%YoY), trong đó bao gồm các giao dịch bán lẻ sản phẩm thấp tầng tại dự án The Empire và giao dịch bán buôn phân khu cao tầng tại dự án The Empire và The Crown. Tháng 10/2022 tại dự án The Crown, 800/1000 căn mở bán trong đợt đầu tiên đã được đặt cọc sau 3 ngày. Năm 2023, giá trị bán hàng ước tính của VHM đạt 98.6 nghìn tỷ VND (-23%YoY) phần lớn từ dự án The Empire, The Crown và Wonder Park

Dự án The Empire vẫn đang được xây dựng đúng tiến độ, dự kiến sẽ được bàn giao trong năm nay

Công tác xây dựng tại dự án The Empire vẫn đang đúng với tiến độ, khoảng 45% trong tổng số 12,600 căn dự kiến sẽ được bàn giao trong năm nay. Chúng tôi ước tính, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2022 và 2023 đạt lần lượt 30,144 tỷ VND (-22%YoY) và 32,835 tỷ VND (+9%YoY).

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 82,800VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 82,800VND/cp, cao hơn 73% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

Mua duy trì

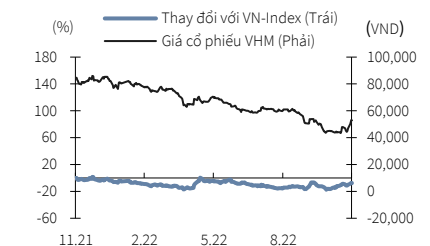
Giá mục tiêu	82,800VND
Tăng/giảm (%)	73%
Giá hiện tại (29/11/2022)	47,800VND
Giá mục tiêu đồng thuận	82,600VND
Vốn hóa thị trường (nhìn từ VND/ từ USD)	230.8/9.3

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	147.1/6.0
Sở hữu nước ngoài (%)	26.6%
Cổ đông lớn	Vingroup (66.66%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	18	-11	-25	-37
Tương đối	16	7	-5	-8

FY-end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	71,547	84,986	82,077	110,233
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	37,306	47,665	38,702	42,264
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	27,351	38,825	30,144	32,835
EPS (VND)	8,166	8,916	6,923	7,541
Tăng trưởng EPS (%)	26	9	-22	9
P/E (x)	8.36	7.66	7.67	7.04
P/B (x)	2.67	2.38	1.37	1.12
ROE (%)	36	35	18	16
Tỷ suất cổ tức (%)	7	1	6	

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

20/12/2022

 Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Hoạt động bán hàng trong quý 3/2022 có dấu hiệu chậm lại

Trong quý 3/2022, Nam Long đã bán được 450 căn với giá trị hợp đồng là 1,512 tỷ VND, đến từ hai dự án Akari City (860 tỷ VND) và Southgate (652 tỷ VND), thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của doanh nghiệp là gần 3,700 tỷ VND.

Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh số bán hàng đạt doanh số bán hàng đạt 9,922 tỷ VND, tăng 95% so với cùng kỳ, đến từ các dự án Mizuki Park, Akari City, Izumi City, Southgate và Cần Thơ.

Tập trung mở bán các dự án hiện hữu

Trong Quý 4 năm 2022 Nam Long sẽ tiếp tục mở bán tại dự án hiện hữu Mizuki Park, Akari City và Southgate. Các dự án Izumi City, Cần Thơ và Paragon Đại Phước sẽ được đẩy lùi sang năm 2023. Dựa trên kế hoạch mở bán mới, chúng tôi ước tính giá trị bán hàng năm 2022 và 2023 đạt lần lượt 11,915 tỷ VND (+75% YoY) và 9,987 tỷ VND (-16%YoY); đến từ các dự án Mizuki Park, Akari City, Southgate, Izumi City và Cần Thơ.

Lợi nhuận 2023 dự báo tăng trưởng trở lại

Chúng tôi điều chỉnh giảm ước tính lợi nhuận sau thuế của NLG năm 2022 và 2023 đạt lần lượt xuống còn 569 tỷ VND (-47% YoY) và 864 tỷ VND (+52% YoY) do kết quả kinh doanh 9T2022 thấp hơn kỳ vọng và lo ngại trước những khó khăn của thị trường BĐS.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 39,300VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với giá mục tiêu 39,300VND/cp, cao hơn 28% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

Mua duy trì

Giá mục tiêu 39,300 VND

Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (20/12/2022)	30,700 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	51,200VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	10.5/0.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	60.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	83.6/3.5
Sở hữu nước ngoài (%)	6.5%
Cổ đông lớn	Ông Nguyễn Xuân Quang (11.83%)

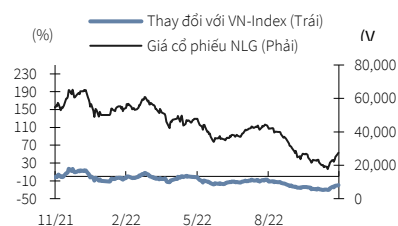
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	19	-38	-43	-51
Tương đối	21	-17	-21	-19

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,217	5,206	3,997	3,450
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,002	1,205	1,071	998
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	835	1,071	569	864
EPS (VND)	2,780	2,686	1,486	2,256
Tăng trưởng EPS (%)	-21	-3	-45	52
P/E (x)	16.98	17.57	18.01	11.86
P/B (x)	2.40	2.02	0.72	0.66
ROE (%)	13	11	6	7
Tỷ suất cổ tức (%)	2	1	1	

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Khang Điền (KDH)

Đẩy mạnh triển khai các dự án lớn

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

22/12/2022

Khang Điền sở hữu lợi thế khi sở hữu quỹ đất hơn 600ha tại Tp. HCM, đặc biệt là khi quỹ đất nội đô đang trở nên khan hiếm

Các dự án nhỏ sẽ đảm bảo giá trị bán hàng cũng lợi nhuận của KDH trong trung hạn

Các dự án lớn được kỳ vọng giúp Khang Điền khẳng định vị thế của doanh nghiệp cũng như đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 35,000VND/cổ phiếu

Khang Điền là một trong những chủ đầu tư có uy tín và kinh nghiệm 20 năm trong lĩnh vực đầu tư và phát triển BĐS trung và cao cấp tại thành phố Hồ Chí Minh. Khang Điền sở hữu quỹ đất lớn lên tới hơn 600ha, đều nằm tại Tp. HCM, tập trung tại khu vực Tp. Thủ Đức và khu vực phía Tây Tp. HCM với vị trí thuận lợi

Trong năm 2023-2024, Khang Điền có kế hoạch sẽ mở bán gối đầu các dự án có quy mô nhỏ Clarita – The Privia – The Solina. Các dự án này sẽ đảm bảo giá trị bán hàng cũng lợi nhuận của KDH trong trung hạn trong khi chờ đợi mở khóa các quỹ đất có quy mô lớn. KBSV ước tính tổng giá trị bán hàng trong năm 2023 đạt khoảng 4,304 tỷ VND (+54%YoY) và năm 2024 đạt 7,236 tỷ VND (+68%YoY) (Doanh số bán hàng ước tính chưa bao gồm dự án Đoàn Nguyên).

Khang Điền hiện đang đầu tư 3 dự án có quy mô lớn bao gồm KDC Tân Tạo (330ha), KCN Lê Minh Xuân (110ha) và KDC Phong Phú 2 (130ha). Các dự án này được kỳ vọng giúp Khang Điền khẳng định vị thế của doanh nghiệp cũng như đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn.

KBSV ước tính lợi nhuận sau thuế của KDH năm 2022 và 2023 đạt lần lượt là 1,254 tỷ VND (+4%YoY) và 1,337 tỷ VND (+7%YoY).

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KDH với giá mục tiêu là 35,000VND/cổ phiếu, upside 36% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu	35,000 VND
Tăng/giảm (%)	36%
Giá hiện tại (20/12//2022)	25,800 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	41,500 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	19.2/0.8

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,532	3,738	2,687	3,681
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,498	1,355	1,244	1,730
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,153	1,202	1,254	1,337
EPS (VND)	1,992	1,777	1,750	1,865
Tăng trưởng EPS (%)	25	-11	-2	7
P/E (x)	19.63	22.01	14.34	13.46
P/B (x)	2.78	2.47	1.46	1.31
ROE (%)	15	13	10	10
Tỷ suất cổ tức (%)	1	1	0	na

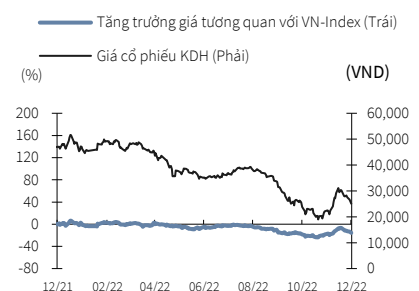
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	84.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	73.1/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	12.6%
Cổ đông lớn	Nhóm quỹ Dragon Capital (9%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	12	-20	-28	58
Tương đối	6	-4	-15	56



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

20/12/2022

Trung lập

Khuyến nghị

TCT IDICO - CTCP (IDC)	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 34,500
Giá mục tiêu	VNĐ 50,300

Khu công nghiệp

Động lực tăng trưởng chưa rõ nét

2022: Diện tích cho thuê mới và giá cho thuê tiếp tục tăng

Vốn FDI đăng ký mới 11 tháng 2022 đạt 25.1 tỷ USD, giảm 5.0% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, điểm đáng chú ý là vốn thực hiện đạt 19.7 tỷ USD (+15.1%YoY) cao nhất trong vòng 5 năm qua. Trong 9 tháng đầu năm 2022, tổng diện tích đất KCN phía Nam đạt 41,950ha (+9.5%YoY) và phía Bắc đạt 16,702ha (+2.7%). Tỷ lệ lấp đầy các KCN tại cả miền Bắc và miền Nam đều duy trì ở mức ổn định, giá thuê tăng cao so với cùng kỳ năm trước nhờ nhu cầu thuê đất hồi phục, tuy nhiên tốc độ tăng giá có dấu hiệu chậm lại. Cụ thể, tại khu vực phía Nam, nguồn cung mới gia tăng đáng kể nhưng tỷ lệ lấp đầy vẫn duy trì ở mức 85% cho thấy nhu cầu vẫn cao. Giá cho thuê đi ngang so với quý trước duy trì ở mức đỉnh là 125USD/m²/chu kì thuê (+10% YoY). Trong đó tại khu vực phía Bắc, tỉ lệ lấp đầy các khu công nghiệp đạt khoảng 82% và giá cho thuê đạt 110USD/m²/chu kì thuê (+0.1%QoQ và +4% YoY).

Triển vọng 2023: Động lực tăng trưởng chưa rõ nét

Động lực tăng trưởng của ngành KCN trong năm 2023 chưa thực sự rõ nét: (1) Vốn FDI giải ngân dự kiến đi ngang hoặc giảm nhẹ so với mức nền cao của năm 2022 do tâm lý thận trọng của NĐT trước triển vọng của nền kinh tế toàn cầu. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn với nhà đầu tư nhờ chi phí nhân công, giá cho thuê đất và chi phí đầu tư thấp hơn so với khu vực; (2) Nghị định 35/2022/NĐ-CP về quản lý KCN đã cho thấy nỗ lực của Chính Phủ trong việc đơn giản hóa quy trình đầu tư vào các KCN, do đó chúng tôi kì vọng thời gian phê duyệt pháp lý các khu công nghiệp sẽ được rút gọn; (3) Giá thuê KCN vẫn được kì vọng sẽ duy trì ở mức nền cao do nguồn cung hạn chế.

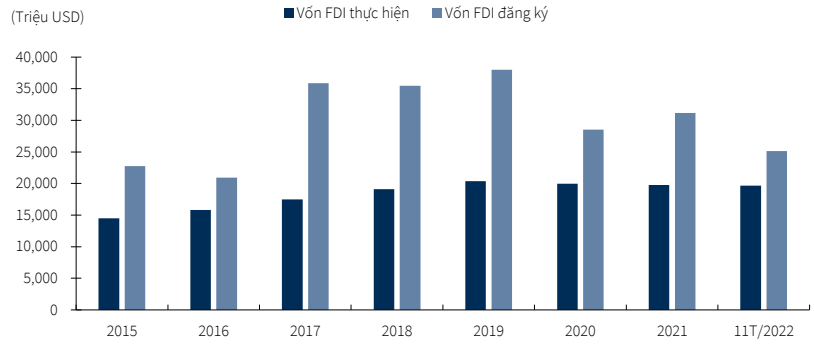
KBSV cho rằng các nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu ngành KCN có cơ bản tốt nhờ sở hữu quỹ đất thương phẩm lớn, sẵn sàng cho thuê, nằm ở vị trí thuận lợi tại các tỉnh trọng điểm là vệ tinh sản xuất quanh Hà Nội và Tp. HCM. Một số doanh nghiệp BĐS KCN đáng chú ý là IDC, KBC, PHR. Chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu này đã có sự hồi phục mạnh 50-70% so với thời điểm giữa tháng 11. Do vậy, các nhà đầu tư chỉ nên tham gia mở vị thế với các cổ phiếu này khi giá đã điều chỉnh và xuất hiện các mức upside hấp dẫn theo kỳ vọng.

Các rủi ro đối với hoạt động kinh doanh

Các rủi ro lớn nhất đối với ngành KCN trong thời gian tới là: 1) Rủi ro pháp lý kéo dài. Quy trình phê duyệt KCN của Việt Nam mặc dù được đơn giản hóa nhưng vẫn còn nhiều phức tạp, ảnh hưởng tới tiến độ triển khai của KCN; 2) Rủi ro tiến độ đền bù giải tỏa chậm làm chậm tiến độ triển khai dự án cũng như tăng chi phí phát triển dự án; 3) Rủi ro suy thoái kinh tế thế giới tác động đến nhu cầu thuê KCN tại Việt Nam.

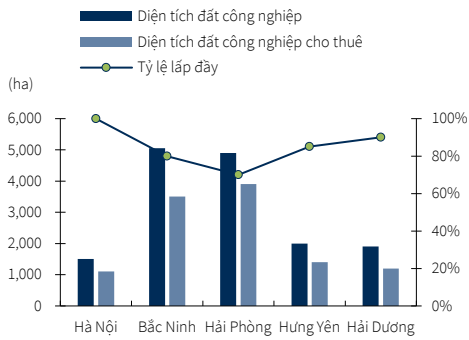
Biểu đồ 1. Vốn FDI đăng ký và giải ngân

Vốn FDI giải ngân trong 11 tháng 2022 cao nhất trong vòng 5 năm qua.



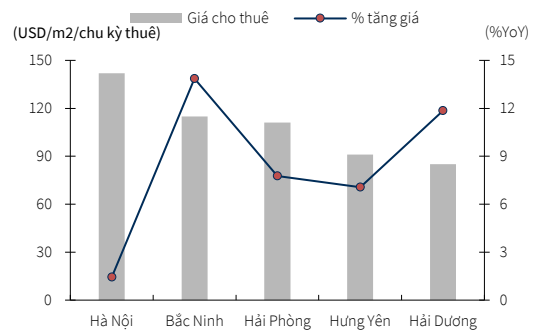
Nguồn: MPI, KBSV

Biểu đồ 2. Diện tích cho thuê và tỷ lệ lấp đầy KCN phía Bắc



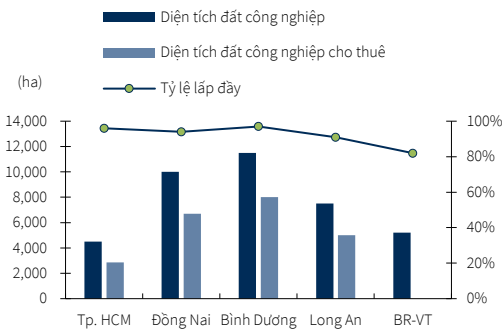
Nguồn: KB Securities Vietnam, CBRE, JLL

Biểu đồ 3. Giá cho thuê KCN phía Bắc



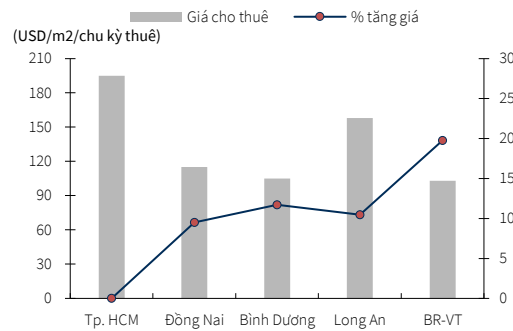
Nguồn: KB Securities Vietnam, CBRE, JLL

Biểu đồ 4. Diện tích cho thuê và tỷ lệ lấp đầy KCN phía Nam



Nguồn: KB Securities Vietnam, CBRE, JLL

Biểu đồ 5. Giá cho thuê KCN phía Nam



Nguồn: KB Securities Vietnam, CBRE, JLL

TCT IDICO (IDC)

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

20/12/2022

Kết quả kinh doanh quý 3/2022 tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ

Doanh thu thuần Quý 3/2022 đạt 2,053 tỷ VND (+128%YoY), trong đó (1) doanh thu cho thuê đất KCN tăng trưởng mạnh đạt 1,032 tỷ VND (473%YoY) nhờ ghi nhận 456 tỷ đồng từ doanh thu chưa thực hiện của KCN Mỹ Xuân B1 và doanh thu cho thuê đất từ các KCN Phú Mỹ II và Hựu Thạnh (2) Doanh thu kinh doanh điện đạt 714 tỷ VND (+21%YoY). Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 422 tỷ VND (+150%YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 39%, tăng 19 điểm % so với cùng kỳ do tỷ trọng đóng góp cao hơn của mảng KCN với biên lợi nhuận gộp cao nhờ giá cho thuê tăng trưởng tốt.

Hoạt động cho thuê đất KCN ghi nhận kết quả tích cực

Lũy kế 9 tháng đầu năm, IDC đã cho thuê được 129.7ha. Ban lãnh đạo tự tin rằng IDC sẽ đạt kế hoạch cho thuê cả năm là 160ha nhờ nhu cầu thuê đất duy trì tích cực. Diện tích cho thuê đất KCN mới năm 2023 đạt 145ha đến từ các KCN Cầu Nghìn, Hựu Thạnh, Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng

LNST giai đoạn 2022-2023 tăng trưởng tích cực

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ của IDC năm 2022 đạt lần lượt 8,123 tỷ VND (+89%YoY) và 2,267 tỷ VND (+399%). Cho năm 2023, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ của IDC năm 2023 đạt lần lượt 8,589 tỷ VND (+6%YoY) và 2,433 tỷ VND (+7%).

Khuyến nghị MUA - Giá mục tiêu: 50,300VND/cổ phiếu

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu IDC với giá mục tiêu là 50,300VND/cổ phiếu, tương đương với upside 46% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

Mua duy trì

Giá mục tiêu 50,300VND

Tăng/giảm (%)	46%
Giá hiện tại (20/12/2022)	34,500VND
Giá mục tiêu đồng thuận	51,600VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	11.2/0.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,356	4,301	8,123	8,589
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,179	717	3,119	3,312
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	873	454	2,267	2,433
EPS (VND)	2,900	1,498	6,869	7,373
Tăng trưởng EPS (%)	170	-48	359	7
P/E (x)	22.31	43.18	5.36	4.99
P/B (x)	4.65	4.98	2.71	2.09
ROE (%)	19	9	39	35
Tỷ suất cổ tức (%)	0	5%	4%	4%

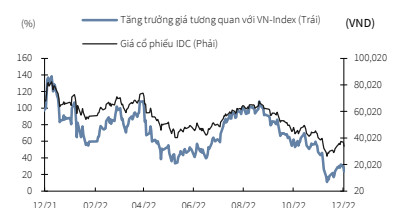
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KB Securities Vietnam

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	63.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	187.9/7.8
Sở hữu nước ngoài (%)	4.3%
Cổ đông lớn	SSG Group (22.5%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-16	-45	-27	2
Tương đối	-21	-27	-8	-20



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dầu khí Việt Nam

Tích cực nhờ giá dầu neo cao

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

28/12/2022

Tích cực

Khuyến nghị

TCT Khí Việt Nam (GAS)	MUA
Giá hiện tại	104,800 VNĐ
Giá mục tiêu	134,000 VNĐ

CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD)

Giá hiện tại	17,500 VNĐ
--------------	------------

TCT CP Vận tải Dầu khí (PVT)

Giá hiện tại	21,200 VNĐ
--------------	------------

Năm 2022: Giá dầu tăng phi mã từ cuộc chiến tranh giữa Nga-Ukraina

Từ cuộc chiến Nga-Ukraina, giá dầu thô đã đạt đỉnh quanh mốc 130 USD/thùng vào giữa năm, sau đó điều chỉnh về mức 82 USD/thùng. Bên cạnh đó, giá khí tự nhiên cũng sụt giảm khoảng 30% so với đỉnh. Giá dầu khí điều chỉnh do lo ngại của thị trường về suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu dầu thô, năng lượng giảm. Trong tháng 10/2022, tổng tiêu thụ dầu thô đạt khoảng 101.5 triệu thùng/ngày (+9.2% YoY). Theo OPEC, nhu cầu dầu thô dự kiến là khoảng 102 triệu thùng/ngày vào Quý 4/2022 và 2023. Trong khi đó, sản lượng dầu thô tháng 10 của OPEC-13 giảm 210 nghìn thùng/ngày so với tháng 9/2022. OPEC còn đưa ra quyết định cắt giảm sản lượng vào tháng 11 trong bối cảnh lệnh trừng phạt từ với dầu mỏ Nga sắp có hiệu lực, theo đó tình trạng thiếu nguồn cung dự đoán vẫn sẽ kéo dài đẩy giá dầu thô vẫn neo cao.

Điểm nhấn đầu tư 2023: Giá dầu kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao

KBSV kỳ vọng giá dầu Brent trong năm 2023 sẽ duy trì quanh mốc 90 USD/thùng do (1) căng thẳng giữa Nga-Ukraina vẫn chưa có dấu hiệu được giải quyết (2) Nguồn cung bị thiếu hụt trong bối cảnh bối cảnh các lệnh trừng phạt cấm nhập khẩu và áp giá trần với dầu đến từ Nga của phương Tây. Thêm vào đó, OPEC+ mới quyết định cắt giảm sản lượng vào đầu tháng 11 với mức 2 triệu thùng/ngày so với tháng 10 (3) Nhu cầu tiêu thụ dầu có thể phục hồi mạnh khi Trung Quốc mở cửa trở lại.

Kỳ vọng vào các dự án đầu tư mới trong thời gian tới

Các mỏ khí lớn ở Việt Nam đang dần suy giảm sản lượng và việc phát triển các dự án dầu khí mới là cần thiết. Dự án Lô B – Ô Môn, một trong những dự án khai thác khí có giá trị đầu tư lớn nhất tính đến nay, kỳ vọng sẽ khởi công trong tương lai. Trong tháng 8/2022, nhà máy nhiệt điện khí Ô Môn III - thành phần hạ nguồn quan trọng của đại dự án Lô B, đã được phê duyệt đầu tư. Chúng tôi cho rằng, việc phê duyệt nhiệt điện Ô Môn III sẽ đẩy nhanh tiến độ phê duyệt toàn thể dự án Lô B khi quyết định đầu tư cuối cùng (FID), tạo nên triển vọng tích cực cho các doanh nghiệp ngành dầu khí.

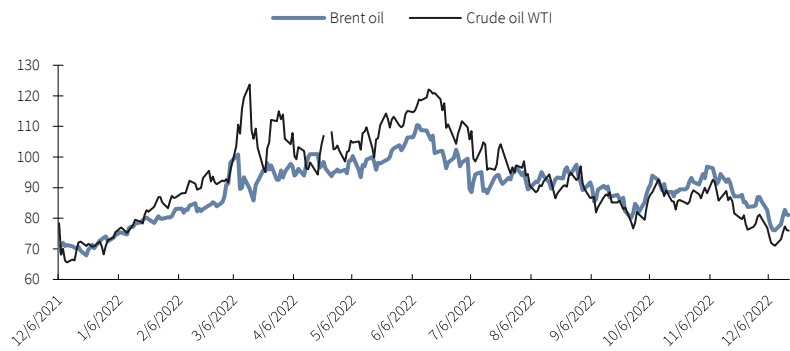
Giá cổ phiếu dầu khí gần đây biến động khá cùng chiều với diễn biến giá dầu khi đã có nhịp điều chỉnh mạnh từ cuối tháng 10 và bắt đầu phục hồi trong tháng 11 theo thị trường chung. Riêng đối với GAS – cổ phiếu hàng đầu của ngành, gần như đi ngang. GAS được hưởng lợi từ giá bán tương quan trực tiếp với đà tăng của giá dầu và việc Việt Nam chuyển dịch sang sử dụng khí đốt thiên nhiên và LNG nhập khẩu để sản xuất phục vụ nhu cầu điện năng thiếu hụt trong dài hạn. Nhìn chung, ngành dầu khí sẽ tích cực trong thời gian tới nếu giá dầu tiếp tục neo cao và các dự án mới được triển khai đúng tiến độ.

Rủi ro:

Các rủi ro lớn nhất đối với ngành dầu khí bao gồm: (1) Rủi ro đến từ biến động khó lường của giá dầu (2) Các dự án khai thác dầu khí lớn có thể bị chậm tiến độ

Biểu đồ 1. Diễn biến giá dầu trên thế giới

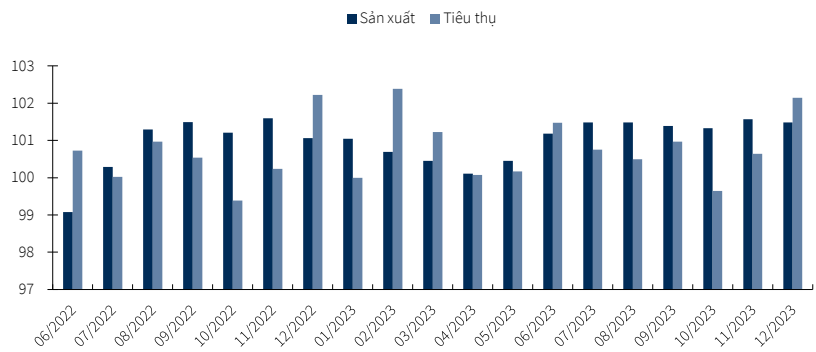
Giá dầu đã tăng phi mã kể từ cuộc chiến giữa Nga và Ukraina nổ ra, sau đó điều chỉnh mạnh về ngưỡng dưới 90 USD/thùng do lo ngại của thị trường về suy thoái kinh tế toàn cầu kéo theo giá dầu đi xuống. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường dầu tiếp tục sẽ bị thắt chặt vào năm tới nên giá dầu sẽ duy trì quanh mức 90 USD/thùng.



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Dự báo tiêu thụ và sản lượng dầu thô toàn cầu của EIA (triệu thùng/ngày)

Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) dự báo nhu cầu toàn cầu sẽ đạt mức trung bình 101,04 triệu thùng/ngày cho cả năm 2023 (+2% YoY). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nhu cầu dầu có thể thấp hơn vào 2022 nhưng khó có tình trạng dư cung do những động thái điều tiết nguồn cung ra thị trường (đặc biệt từ OPEC+) khiến giá dầu tiếp tục neo cao.



Nguồn: EIA, KBSV

TCT Khí Việt Nam (GAS)

Triển vọng tích cực

Chuyên viên phân tích – Nguyễn Đình Thuận
thuandn@kbsec.com.vn

30/11/2022

Doanh thu và LNST Quý 3/2022 đều tăng trưởng tích cực

Trong Quý 3/2022, GAS tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 24,329 tỷ VNĐ (+31.2% YoY) và 3,029 tỷ VNĐ (+25.4% YoY). Sản lượng khí ẩm của GAS phục hồi so với cùng kỳ 2021, đạt 1.8 tỷ m³ (+13.6% YoY) và sản lượng LPG đạt 547 nghìn tấn (+75.5% YoY).

Nhu cầu khí khô từ các khách hàng nhà máy điện kỳ vọng phục hồi tích cực trong năm 2023

Theo các tổ chức khí tượng quốc tế, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên ngưỡng 50% từ giai đoạn tháng 2-4, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Sản lượng điện ở các thủy điện giảm đi, nhiệt điện than gặp khó thì điện khí sẽ được ưu tiên huy động. Khách hàng nhà máy điện khí vốn là khách hàng chính của GAS nên nhu cầu khí khô trong năm 2023 kỳ vọng sẽ phục hồi. Chúng tôi dự phóng sản lượng khí khô năm 2023 đạt 8,920 triệu m³ (+16.1% YoY).

GAS có động lực tăng trưởng dài hạn từ tiêu thụ khí LNG và dự án Lô B – Ô Môn

Nhiệt điện khí LNG sẽ được ưu tiên phát triển trong tương lai. GAS sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này khi đang là nhà đầu tư tiên phong khi sở hữu 9/14 kho LNG sẽ được xây dựng và khai thác trong giai đoạn tới. Dự án LNG đầu tiên của GAS – kho LNG Thị Vải sẵn sàng chạy thử trong cuối năm 2022 và chính thức đi vào hoạt động trong năm 2023. Công suất giai đoạn 1 của kho LNG Thị Vải là 1 triệu tấn/năm, sau đó có thể mở rộng lên 3 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2024-2025. Bên cạnh đó, dự án Lô B – Ô Môn mà GAS là nhà đầu tư chính, kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 134,000 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là 134,000 VNĐ/cổ phiếu với tổng mức sinh lời là 27.8% so với giá tại ngày 20/12/2022.

Mua

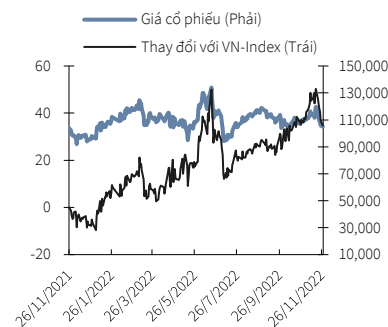
Giá mục tiêu	VNĐ 134,000
Tăng/giảm (%)	27.8%
Giá hiện tại (20/12/2022)	104,800 VNĐ
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ 132,753
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ)	200.852

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	450.68
Sở hữu nước ngoài (%)	3%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
GAS	-2	-12	-16	3
VNINDEX	-1	11	8	36

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	64,135	78,992	101,027	106,124
EBIT	8,694	10,374	17,530	17,090
LN sau CĐT	7,855	8,673	14,428	13,898
EPS (VNĐ)	4,028	4,356	7,538	7,261
Thay đổi EPS (%)	-34.4	8.1	73.0	-4.0
P/E (x)	10.5	16.6	20.0	20.8
EV/EBITDA (x)	7.1	10.6	14.3	14.7
P/B (x)	1.7	2.7	4.4	3.7
ROE (%)	16.1	17.0	22.6	18.3
Tỷ suất cổ tức (%)	8.4	4.2	2.0	2.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Công nghệ & Thông tin

Chuyển đổi số là động lực dẫn dắt tăng trưởng

20/12/2022

Tích cực Theo dõi

Khuyến nghị

FPT	MUA
Giá hiện tại	VNĐ 77,200
Giá mục tiêu	VNĐ 101,900

Tình hình hoạt động 2022

Tăng trưởng mảng CNTT duy trì ở mức cao với doanh thu công nghiệp CNTT 1H2022 đạt 72.5 tỷ USD, tăng 17.8% YoY. Số lượng doanh nghiệp ICT đạt 67,205 doanh nghiệp, tăng 4.2% YTD với động lực từ mảng sản xuất phần mềm, tăng 5.5% YoY.

Tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm duy trì tăng trưởng tốt cùng số hợp đồng kí mới gia tăng nhờ nhu cầu về giải pháp phần mềm, chuyển đổi số gia tăng nhanh trên thế giới.

Trong năm 2022, chuyển đổi số diễn ra mạnh mẽ trong khối doanh nghiệp nhà nước cũng như tư nhân. Tính đến tháng 9/2022 theo bộ TT&TT, tỷ lệ hồ sơ Thủ tục hành chính được xử lý trực tuyến đạt 43.2%, tăng 13% đơn vị so với cùng kì năm 2021.

Đối với mảng Viễn Thông, tổng doanh thu hoạt động Viễn Thông 9M2022 đạt 249 nghìn tỷ VND, tăng 7.1% YoY. Cạnh tranh gia tăng ở cả 2 mảng cố định và di động khiến các doanh nghiệp phải giảm giá dịch vụ, giảm tăng trưởng doanh thu.

Triển vọng 2023: Chuyển đổi số trong nước tiếp tục bứt phá trong giai đoạn tới

Tiềm năng chuyển đổi số của Việt Nam trong giai đoạn tới vẫn còn rất lớn khi khối tư nhân và quốc doanh đều nhận thấy rõ lợi ích từ công tác chuyển đổi số. Quy mô nền kinh tế số năm 2022 đạt khoảng 23 tỷ USD, tăng 28% YoY, là mức tăng trưởng cao nhất Đông Nam Á và dự kiến sẽ tăng lên trên 50 tỷ USD trong năm 2025 (theo báo cáo Nền Kinh tế số Đông Nam Á lần 7).

Còn nhiều dư địa tăng trưởng mảng xuất khẩu phần mềm trong dài hạn

KBSV đánh giá mảng xuất khẩu phần mềm của Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng dựa trên: (1) Tính hiệu quả của chuyển đổi số cùng sự xuất hiện liên tục của các nền tảng, ứng dụng mới khiến chi tiêu công nghệ trên thế giới sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao (2) Thiếu hụt lao động ngành CNTT trên thế giới trong khi chi phí lao động của Việt Nam là tương đối thấp so với các nước xuất khẩu phần mềm mạnh khác.

Mảng Viễn Thông phân hóa nhờ chuyển đổi số

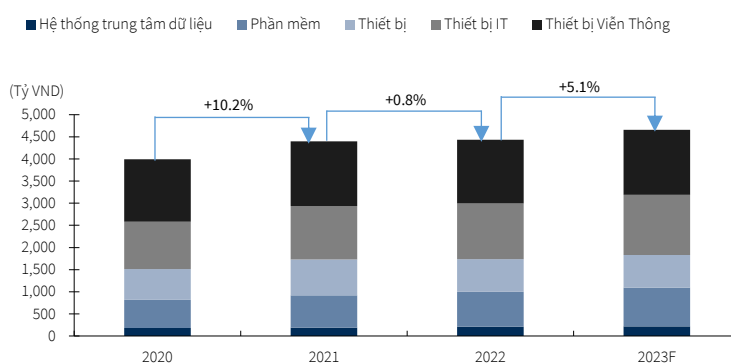
Cạnh tranh gia tăng cùng thị trường viễn thông truyền thống bão hòa khiến chuyển đổi số sẽ là yếu tố tác động mạnh đến tăng trưởng ngành. Tuy nhiên, chi phí hạ tầng, đầu tư công nghệ cao và thời gian hoàn vốn lâu khiến lợi thế cạnh tranh sẽ thuộc về nhóm các doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững chắc. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp ngành Công nghệ - Thông tin sẽ duy trì tăng trưởng 2 con số trong năm 2023. Các cơ hội đầu tư có thể xem xét bao gồm nhóm cổ phiếu có hoạt động xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số mạnh mẽ, nền tảng tài chính vững chắc cùng mức định giá đã chiết khấu hợp lý trong giai đoạn vừa qua như FPT.

Rủi ro

Tăng trưởng chi tiêu công nghệ thế giới thấp hơn dự kiến do ảnh hưởng từ các diễn biến vĩ mô tiêu cực như suy thoái và lạm phát.

Theo Garner dự phóng, tăng trưởng chi tiêu công nghệ thế giới năm 2023 tăng 5.1% YoY với động lực tiếp tục đến từ mảng phần mềm tăng 11.3% YoY và mảng thiết bị IT tăng 7.9% YoY

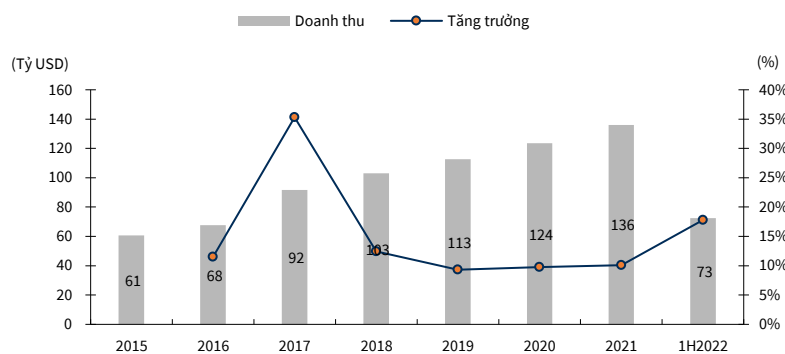
Biểu đồ 1. Tăng trưởng Chi tiêu công nghệ thế giới 2020-2023F (YoY)



Nguồn: Garner

CAGR doanh thu công nghiệp CNTT giai đoạn 2015 -2021 đạt 14.4% trong đó động lực trong các năm gần đây đến từ công cuộc chuyển đổi số được đẩy mạnh

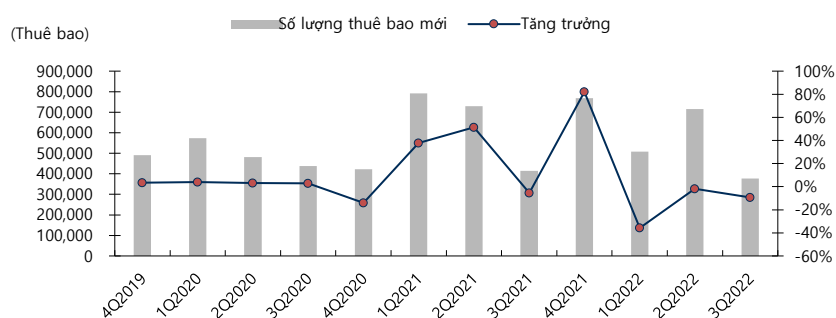
Biểu đồ 2. Tăng trưởng doanh thu công nghiệp CNTT 2015 - 1H2022 (YoY)



Nguồn: MIC, KBSV

Tăng trưởng số lượng thuê bao giảm trong 9M2022 do: (1) Mức nền cao trong 9M2021 khi các doanh nghiệp đẩy mạnh thực hiện số hóa trong giai đoạn dịch bệnh; (2) Thị trường bão hòa tại các thành phố lớn.

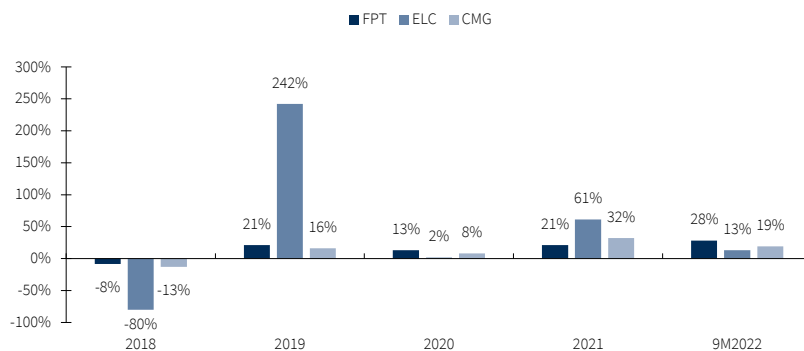
Biểu đồ 3. Tăng trưởng số lượng thuê bao FTTH mới (YoY)



Nguồn: VNNTA, KBSV

Các doanh nghiệp CNTT nhìn chung vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt trong 9M2022. Trong đó FPT tăng trưởng mạnh mẽ 28% YoY, cao hơn so với các năm trước đó nhờ đẩy mạnh mảng xuất khẩu phần mềm.

Biểu đồ 2. Tăng trưởng LNST 2017-9M2022 các doanh nghiệp CNTT



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV

CTCP FPT (FPT)

Tăng trưởng chuyển đổi số chậm lại trong 3Q2022

20/12/2022

Chuyên viên phân tích Tài chính & Công nghệ
Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

3Q2022, LNST đạt 1,756 tỷ VND, tăng 27.7% YoY

3Q2022, FPT tiếp tục có mức tăng trưởng ấn tượng với doanh thu đạt 11,149 tỷ VND, tăng 27.8% YoY. Trong đó khối Công nghệ tăng 24.9% YoY, khối Viễn Thông tăng 20.1% YoY và khối Giáo dục & Đầu tư tăng 119.1% YoY; khiến LNST 3Q2022 đạt 1,756 tỷ VND, tăng 27.7% YoY.

Khối dịch vụ CNTT nước ngoài sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2023

Doanh thu ký mới 9M2022 của khối dịch vụ CNTT nước ngoài đạt 16,799 tỷ VND, tăng 42.6% YoY. Với mức doanh thu ký mới cao cùng hoạt động M&A diễn ra sôi nổi trong năm 2022, khối dịch vụ CNTT nước ngoài được kỳ vọng tiếp tục là động lực chính của FPT trong năm 2023 với mức tăng trưởng trên 30%.

Tăng trưởng doanh thu chuyển đổi số dự kiến chậm lại trong năm 2023

Hoạt động kinh doanh mảng chuyển đổi số có dấu hiệu chậm lại với doanh thu chuyển đổi số 3Q2022 đạt 1,810 tỷ VND, giảm 1.1% YoY. Theo quan điểm của KBSV với diễn biến lạm phát thế giới vẫn đang ở mức cao và các quốc gia vẫn đang áp dụng các chính sách thắt chặt tiền tệ, nhu cầu chuyển đổi số phần nào sẽ suy giảm trong năm 2023 và sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu của FPT. Tuy nhiên trong dài hạn, triển vọng tăng trưởng của FPT vẫn ở mức cao khi thế giới thiếu nguồn lực chuyển đổi số do dân số già.

Khuyến nghị MUA – giá cổ phiếu 101,900 đồng/cổ phiếu

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu là 101,900 VND/cp, cao hơn 33.0% so với giá tại ngày 21/12/2022.

Mua

Giá mục tiêu VND 101,900

Tăng/Giảm	33.0%
Giá hiện tại (20/12/2022)	VND 76,600
Giá mục tiêu thị trường	VND 109,683
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	84,690

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	87.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	126.5/5.2
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cơ cấu cổ đông	Trương gia Bình (7.05%)

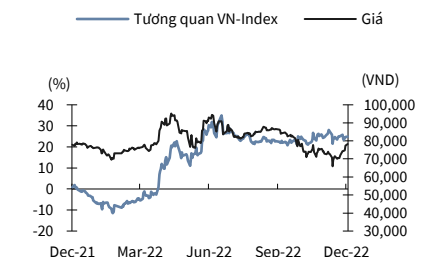
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7	-6	-12	-1
Tương đối	-5	6	-3	25

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	29,830	35,657	43,252	51,531
Tốc độ tăng trưởng (%)	7.6%	19.5%	21.3%	19.1%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	11,814	13,632	16,868	20,097
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.6%	38.2%	39.0%	39.0%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	3,538	4,337	5,524	6,555
Tốc độ tăng trưởng (%)	12.8%	22.6%	27.4%	18.7%
EPS (VND)	4,513	4,779	5,035	5,975
Tăng trưởng EPS	-2.4%	5.9%	5.4%	18.7%
P/E	17.4	16.4	15.6	13.1

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cảng biển

Tăng trưởng chậm lại theo đà XNK

Năm 2022: Sản lượng container qua cảng duy trì đà tăng trưởng

Tổng khối lượng hàng hóa qua cảng biển Việt Nam 11 tháng đầu năm 2022 đạt hơn 670 triệu tấn, tăng 4% YoY. Trong đó hàng xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt đạt 163,379 triệu tấn và 191,191 triệu tấn, đều giảm 3% YoY. Hàng nội địa đạt 314,036 triệu tấn, tăng 13% YoY. Lượng hàng container thông qua cảng biển 11 tháng đầu năm 2022 đạt 23 triệu Teu, tăng 5% so với cùng kỳ 2021, do mức nền thấp trong 3Q2021 nên vẫn cao hơn mức tăng trưởng 2% trong 8 tháng đầu năm dù tốc độ tăng trưởng XNK đang chậm lại.

Hàng hóa thông qua cảng khu vực Hải Phòng 11 tháng đầu năm nay đạt 149,053 nghìn tấn, tăng 12.78% YoY. Tổng doanh thu các cảng 11 tháng đầu năm ước đạt 6,048 tỷ VND, tăng 13.9% YoY. Tăng trưởng cao ở khối cảng Hải Phòng chủ yếu là do mức nền thấp năm 2021 của cảng Lạch Huyện. Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Bà Rịa - Vũng Tàu 9 tháng đầu năm nay đạt 26.3 triệu tấn, tăng 2% YoY. Tốc độ tăng trưởng thấp do hầu hết các cảng khu vực Cái Mép - Thị Vải đều đã hoạt động vượt công suất thiết kế, thị trường vận tải biển đang bắt đầu có phần chuyển biến tiêu cực theo xu hướng kinh tế toàn cầu. Tăng trưởng chủ yếu đến từ đóng góp của Gemalink giai đoạn 1, ước đạt mức sản lượng gần 1.5 triệu Teu trong năm nay.

Năm 2023: Tăng trưởng chậm do triển vọng vĩ mô ảm đạm

Kim ngạch XNK đang trên đà tăng trưởng chậm lại do nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ và Châu Âu đang giảm mạnh, áp lực lạm phát, chính sách Zero Covid từ Trung Quốc và cuộc xung đột Nga - Ukraine. Tuy nhiên, ngành Cảng biển vẫn có những động lực tăng trưởng tích cực trong 2023: (1) Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang các thị trường lân cận, trong đó có Việt Nam (2) Hải Phòng dự thảo sửa đổi nghị quyết điều chỉnh giảm 50% phí hạ tầng cảng biển với hàng hóa XNK từ 1/1/2023, (3) Dự án đầu tư nâng cấp tuyến luồng hàng hải Cái Mép - Thị Vải khởi công đầu 2023 giúp các bến cảng container nâng cao hiệu suất khai thác, đón được tàu lớn hơn, (4) Kinh tế Trung Quốc mở cửa trở lại toàn diện từ 2023. Ngoài ra, đề xuất tăng giá cảng biển nếu được thông qua sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng ngành cảng biển năm tới. Hiện giá cảng biển Việt Nam đang thấp nhất khu vực, chỉ bằng khoảng 50% các nước trong khối ASEAN.

Rủi ro: Theo chúng tôi, các rủi ro đối với ngành cảng biển trong thời gian tới là: (1) Kinh tế vĩ mô dự báo ảm đạm trong 2023 khiến triển vọng thương mại của Việt Nam kém khả quan hơn, ảnh hưởng không nhỏ tới tăng trưởng tổng kim ngạch XNK cũng như sản lượng container thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam trong 2023, (2) Tình trạng dư cung tại khu vực cảng Hải Phòng ảnh hưởng tiêu cực tới giá dịch vụ cảng biển, áp lực cạnh tranh gay gắt sau khi các dự án đang được triển khai Nam Đình Vũ 2, Lạch Huyện 3,4,5,6 được đưa vào khai thác trong những năm tới.

20/12/2022

Trung lập

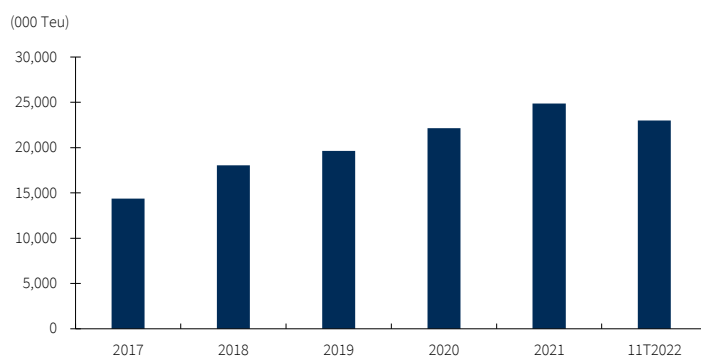
Khuyến nghị

Gemadep (GMD)	MUA
Giá hiện tại (20/12/2022)	44,700 VNĐ
Giá mục tiêu	VNĐ 71,500

CTCP Container Việt Nam (VSC)	MUA
Giá hiện tại (20/12/2020)	30,800 VNĐ
Giá mục tiêu	VNĐ 48,500

Sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam đạt mức tăng trưởng bình quân gần 12% trong giai đoạn 2017 – 2021. Năm 2022, sản lượng container qua cảng Việt Nam có xu hướng tăng chậm lại do tình hình vĩ mô âm ảm trên thế giới

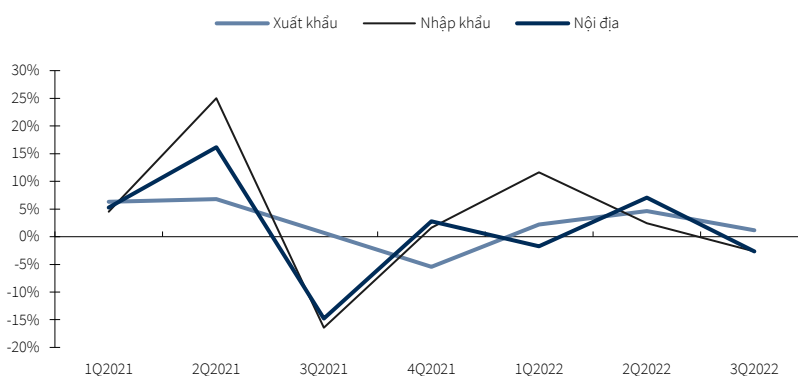
Biểu đồ 1. Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam



Nguồn: Vinamarine, KBSV

Sản lượng hàng container xuất khẩu, nhập khẩu và nội địa thông qua các cảng biển Việt Nam đều có xu hướng tăng trưởng chậm lại về cuối năm. Mức tăng trưởng 3Q2022 thấp nhất trong 2 năm trở lại đây nếu không tính đến tăng trưởng âm 3Q2021 do giãn cách xã hội

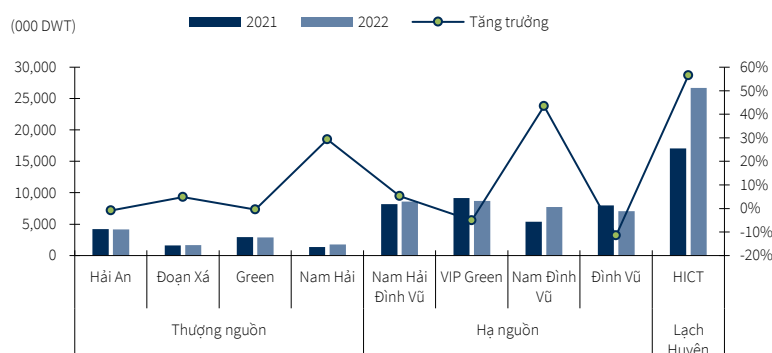
Biểu đồ 2. Tăng trưởng sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam



Nguồn: Vinamarine, KBSV

Hầu hết các cảng đều có sản lượng đi ngang, tăng/ giảm nhẹ so với 2021. Ngoại trừ cảng Nam Hải do nhận tuyến từ Nam Đình Vũ, sản lượng HICT cũng tăng đáng kể do (1) tình trạng sa bồi khu Lạch Huyện được cải thiện (2) HICT mở thêm 2 tuyến dịch vụ mới (tuyến Việt Nam – Trung Quốc – bờ đông Ấn Độ và tuyến nội Á kết nối Việt Nam – Trung Quốc – Thái Lan -Singapore)

Biểu đồ 3. Tăng trưởng trọng tải các cảng Hải Phòng



Nguồn: Cảng vụ Hải Phòng, KBSV

Gemadept (GMD)

Duy trì tăng trưởng ổn định

10/08/2022

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

3Q2022, doanh thu và lợi nhuận GMD tăng lần lượt 36% và 77%

3Q2022, Gemadept (GMD) ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt ở mức 992 tỷ VND (+30% YoY) và 287 tỷ VND (+87%YoY). Hoạt động khai thác cảng đóng góp chính cho doanh thu và lợi nhuận của Gemadept, với biên lãi gộp đạt 40.5%.

Nam Đình Vũ giai đoạn 2 dự kiến đi vào hoạt động từ đầu 2023

Khối cảng Hải Phòng vẫn là nguồn đem lại doanh thu lớn cho Gemadept, với sản lượng thông qua cảng trong 9T2022 đạt 831,242 Teu. Nam Đình Vũ giai đoạn 2 dự kiến đi vào hoạt động từ đầu 2023 sẽ trở thành động lực tăng trưởng cho khối cảng miền Bắc trong trung hạn.

Gemalink 1 sẽ hoạt động vượt công suất thiết kế trong 2023. Gemalink 2 đi vào hoạt động là động lực tăng trưởng cho GMD trong dài hạn

9T2022 Gemalink đạt công suất hơn 1 triệu Teu. Với tốc độ tăng trưởng nhanh của khu vực cảng Cái Mép hiện nay, cùng với thực trạng hầu hết các cảng khu vực này đã hoạt động ở công suất tối đa, Gemalink dự kiến sẽ đạt hơn 90% công suất trong năm nay và hoạt động vượt công suất trong 2023. Gemalink 2 dự kiến đi vào hoạt động từ 1Q2025 được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho GMD trong dài hạn.

Lợi nhuận 2023 dự kiến tăng trưởng chậm lại

Chúng tôi kì vọng năm 2023, kết quả kinh doanh của GMD sẽ tăng trưởng chậm lại, ảnh hưởng chủ yếu từ tình hình vĩ mô dự báo ảm đạm trong năm tới.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 71,500 VND/ cổ phiếu

Sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP), chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD, giá mục tiêu 71,500 VND/ cổ phiếu, tương ứng mức sinh lời 59.9% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu	VND 71,500
Tăng/giảm	+59.9%
Giá hiện tại (20/12/2022)	VND 44,700
Giá mục tiêu	VND 71,500
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	13,472

Dự phóng KQKD & định giá

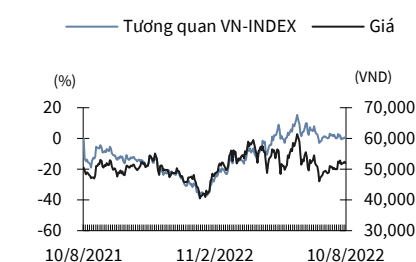
	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,606	3,206	3,680	4,323
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	950	1,142	1,328	1,564
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	440	721	959	1,111
EPS (VND)	6,207	1,602	2,760	2,404
Tăng trưởng EPS (%)	207%	-74%	72%	-13%
P/E (x)	8.4	32.5	18.9	21.6
P/B (x)	2.4	2.2	1.7	2.1
ROE	6.7%	10.2%	10.2%	11.4%

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	74%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	133,569
Sở hữu nước ngoài	43.6%
Cơ cấu cổ đông	SSJ Consulting (9.9%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5	3	2	3
Tương đối	-1	0	18	11



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

CTCP Container Việt Nam (VSC)

Cập nhật KQKD 2Q2022

15/09/2022

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

3Q2022, VSC ghi nhận doanh thu 507 tỷ VND (+7% YoY). Lũy kế 6 tháng đầu năm, VSC hoàn thành 51% doanh thu kế hoạch đề ra

3Q2022, Viconship ghi nhận doanh thu 507 tỷ VND (+7% YoY). Biên lợi nhuận gộp của VSC đạt 33%, giảm so với mức 35% cùng kỳ năm trước. Lũy kế 9 tháng đầu năm, VSC đạt doanh thu 1,488 tỷ VND (+7% YoY), LNTT đạt 388 tỷ VND (+9% YoY), hoàn thành 78% cả 2 chỉ tiêu kế hoạch đề ra cho năm 2022.

VIP Green kì vọng hồi phục, quay lại đà tăng trưởng

VIP Green kì vọng hồi phục, quay lại đà tăng trưởng theo xu hướng chung của khối cảng khu vực Hải Phòng, đặc biệt khi Hải Phòng đang đẩy mạnh đầu tư xây dựng hạ tầng cảng biển. Ngoài ra, lợi thế về vị trí địa lý và việc sở hữu hệ thống kho bãi, logistics tích hợp cũng giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh của cảng biển VSC với các cảng khác cùng khu vực.

VIMC Đình Vũ dự kiến khai thác từ cuối 3Q2022, kì vọng đem lại lợi nhuận cho VSC từ 2023

Tháng 9/2021, VSC hoàn tất mua lại 36% cổ phần của cảng VIMC Đình Vũ (chủ sở hữu Vinalines – sở hữu 51% cổ phần), dự kiến đưa vào khai thác từ cuối 3Q2022. Với khả năng đón tàu trọng tải lên đến 40,000 DWT, được kết nối hoàn chỉnh và đồng bộ với đường cao tốc Hà Nội – Hải Phòng – Lào Cai – Trung Quốc, cảng VIMC Đình Vũ kì vọng sẽ bắt đầu đem lại lợi nhuận cho VSC từ năm 2023.

VSC mua lại ICD Quảng Bình từ tháng 4/2022, nâng tổng diện tích các bãi container của VSC lên 68 ha

ICD Quảng Bình – Đình Vũ được VSC mua lại từ tháng 4/2022. Là một trong những cảng cạn lớn nhất miền Bắc, ICD Quảng Bình cùng với hệ thống các bãi container hiện có của VSC kì vọng sẽ gia tăng hiệu suất cho các cảng tại VSC.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 48,500 VND/ cổ phiếu

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VSC, giá mục tiêu 48,500 VND/ cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời 57.4% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

MUA

Giá mục tiêu VND 48,500

Tăng/giảm	57.4%
Giá hiện tại (20/12/2022)	30,800
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	3,735

Dữ liệu giao dịch

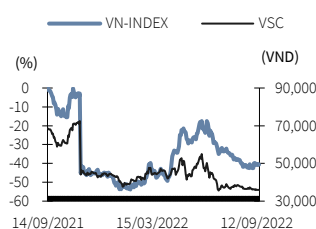
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	65
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	49.61
Sở hữu nước ngoài	4.89%
Cơ cấu cổ đông	Thành Đức Holding (5.18%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5	-22	-18	-48
Tương đối	-3	-24	-4	-41

Dự phóng KQKD & định giá

	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,689	1,892	2,016	2,156
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	331	488	579	691
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	296	414	487	582
EPS (VND)	5,733	3,333	2,993	3,163
Tăng trưởng EPS (%)	47	-42	-10	6
P/E (x)	11.1	6.3	10.8	12.0
P/B (x)	1.4	1.6	1.2	1.2
ROE (%)	13.7	13.8	13.9	12.2



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Thép

Thách thức lớn từ tiêu thụ

2022: Tiêu thụ toàn ngành gặp khó khăn trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào biến động

Theo VSA, sản lượng tiêu thụ thép 10M2022 đạt 23.159 triệu tấn (-6% YoY), xuất khẩu đạt 5.316 triệu tấn (-16.6% YoY). Thị trường Bất động sản bị siết tín dụng ảnh hưởng đến nhu cầu thép nội địa. Bên cạnh đó, lo ngại lạm phát và suy thoái kinh tế tại nhiều quốc gia cũng tác động đến hoạt động xuất khẩu. Sản xuất thép thành phẩm 10M2022 đạt 25.31 triệu tấn (-8.7% YoY). Các nhà sản xuất thép trong nước buộc phải giảm công suất, đóng lò để hạ tồn kho, giảm chi phí do tiêu thụ kém khả quan. Các doanh nghiệp ngành thép hầu hết phải chịu lỗ trong Quý 3/2022 do giá thép bán ra đi xuống trong khi tồn kho giá cao từ trước đó. Giá than cốc FOB AUS ngày 12/12/2022 giao dịch quanh 259.33 USD/tấn, vẫn cao hơn mức 100 USD/tấn thời điểm trước dịch. Giá quặng sắt 62% cũng giảm về gần ngang trước dịch (90-100 USD/tấn). Trong nước, giá bán thép xây dựng tạo đỉnh vào tháng 4 và đang giao dịch quanh 14,500,000 VND/tấn, cao hơn khoảng 30% so với thời điểm năm 2019.

Năm 2023: kỳ vọng từ đầu tư công và giá nguyên liệu ổn định hơn

Những yếu tố tích cực đối với ngành thép bao gồm: (1) Kỳ vọng đầu tư công là động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép năm 2023. Các dự án giao thông có tỷ trọng lớn, chiếm 46,6% kế hoạch phân bổ vốn đầu tư trung hạn nguồn ngân sách trung ương. Theo đó, các doanh nghiệp cung cấp thép cho các dự án này sẽ được hưởng lợi nếu giải ngân đầu tư công đúng tiến độ (2) Giá nguyên liệu sản xuất thép bớt biến động, doanh nghiệp sẽ thuận lợi hơn trong kiểm soát chi phí và giảm thiểu rủi ro liên quan đến đầu vào. Biên lợi nhuận gộp của ngành theo đó cải thiện hơn so với cuối 2022.

Tuy nhiên, tiêu thụ thép sẽ là thách thức lớn trong năm 2023 do (1) thị trường Bất động sản tiếp tục khó khăn làm giảm nguồn cung dự án mới, nhu cầu xây dựng suy giảm (2) lo ngại lạm phát và suy thoái kinh tế toàn cầu tác động tiêu cực đến triển vọng xuất khẩu thép.

Chúng tôi đưa ra đánh giá TRUNG LẬP khi ngành thép vẫn trong chu kỳ đi xuống, triển vọng tiêu thụ thiếu động lực trở lại. Theo VSA, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh khó khăn của ngành có thể kéo dài đến hết Quý 2/2023.

Cổ phiếu thép đã điều chỉnh mạnh bắt đầu từ cuối tháng 9. Điều này phản ánh lo ngại của thị trường về kết quả kinh doanh ảm đạm. Tuy nhiên, nhóm này đã có nhịp hồi phục liên tiếp khi đã rơi về vùng định giá thấp trong lịch sử vào tháng 11/2022. Nhà đầu tư cần thận trọng khi triển vọng ngành còn nhiều thách thức lớn.

Các rủi ro đối với hoạt động kinh doanh:

Rủi ro đối với ngành thép bao gồm: (1) Thị trường bất động sản tiếp tục khó khăn. Nguồn cung về dự án mới bị ảnh hưởng khiến nhu cầu thép nội địa theo đó suy giảm (2) Lạm phát và suy thoái diễn ra tại nhiều quốc gia trên thế giới tác động đến tiềm năng xuất khẩu các sản phẩm thép (3) Giải ngân đầu tư công thấp hơn kế hoạch.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
 thuannnd@kbsec.com.vn

20/12/2022

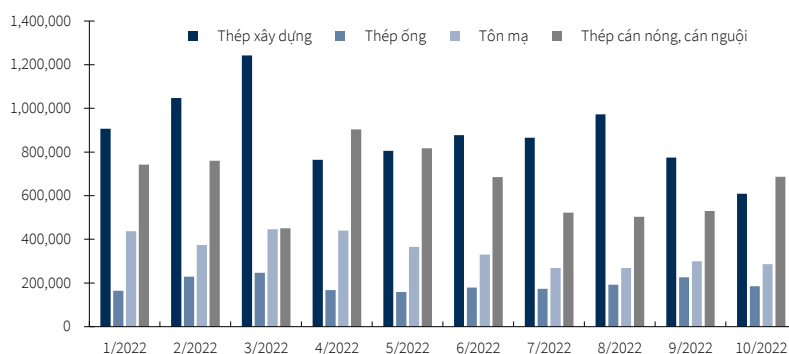
Trung lập

Khuyến nghị

CTCP Tập đoàn Hoà Phát (HPG)	NĂM GIỮ
Giá hiện tại	19,000 VNĐ
Giá mục tiêu	17,700 VNĐ

Tiêu thụ thép thành phẩm giảm dần từ 1Q2022 do ảnh hưởng của việc siết dòng vốn vào thị trường Bất động sản và nhu cầu cho xuất khẩu yếu bởi lo ngại về tình hình lạm phát và suy thoái tại một số quốc gia trên thế giới. Triển vọng tiêu thụ trong 2023 còn bị ảnh hưởng bởi yếu tố chu kỳ suy giảm của thị trường Bất động sản và nền kinh tế.

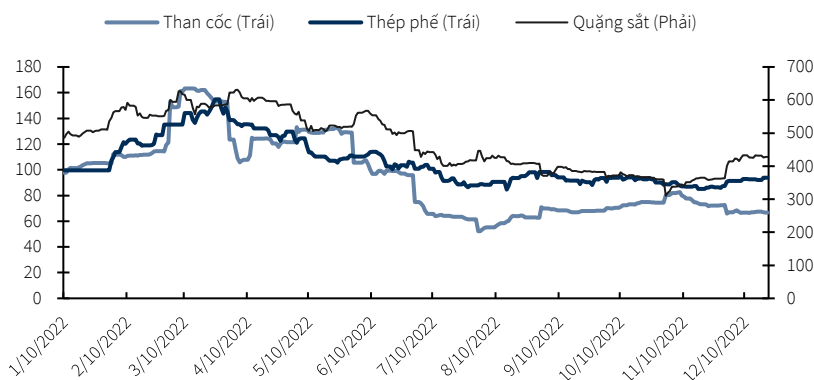
Biểu đồ 1. Sản lượng thép tiêu thụ 10 tháng 2022 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, KBSV

Giá quặng sắt và than cốc tăng mạnh giai đoạn đầu năm do ảnh hưởng của cuộc chiến Nga-Ukraine và tạo đỉnh vào cuối Quý 2/2022. Giá nguyên vật liệu sản xuất thép sau đó dần hạ nhiệt và ổn định hơn vào giai đoạn cuối năm. Doanh nghiệp trong ngành có thể cải thiện biên lợi nhuận gộp nếu giá nguyên liệu ổn định về mức trước dịch.

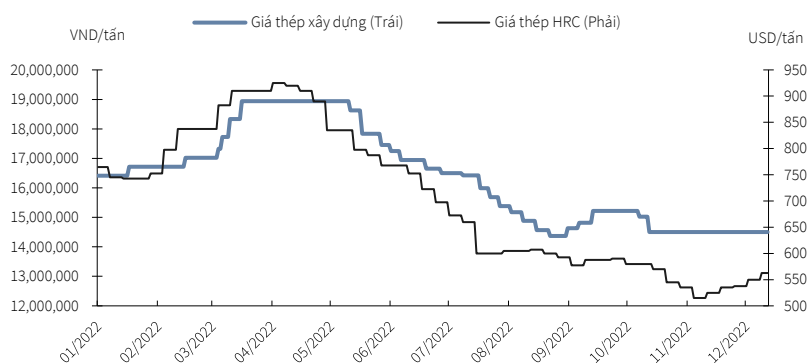
Biểu đồ 2. Diễn biến giá nguyên vật liệu sản xuất thép 2022 (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá bán thép xây dựng chững lại sau khi giảm liên tiếp từ đầu năm. Trong khi đó, thép HRC cũng đi xuống đáng kể. Việc Trung Quốc mở cửa trở lại và đẩy mạnh đầu tư công có thể là yếu tố hỗ trợ giá thép xây dựng và HRC trong khu vực hồi phục.

Biểu đồ 3. Diễn biến giá thép xây dựng, HRC 10 tháng 2022 (VND/tấn – USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Tập đoàn Hoà Phát (HPG)

Thách thức lớn từ nhu cầu tiêu thụ

20/12/2022

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
 thuannd@kbsec.com.vn

Doanh thu thuần 3Q2022 của HPG sụt giảm, lợi nhuận sau thuế ghi nhận lỗ

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 3Q2022 của Tập đoàn Hoà Phát đạt lần lượt là 34,440 tỷ đồng (-11.8% YoY), và -1,785 tỷ đồng (-117% YoY). Doanh thu và lợi nhuận sụt giảm nghiêm trọng do giá bán đi xuống cùng tồn kho nguyên vật liệu giá cao. Tỷ giá cũng tác động nhiều đến KQKD 3Q2022 của HPG. Trong kỳ, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng đạt 1,076,000 tấn (+12% YoY). Đặc biệt, tiêu thụ ống thép tăng vọt, ghi nhận 200,000 tấn (+62% YoY). Sản lượng tiêu thụ HRC chỉ nhích nhẹ trong khi tôn mạ ghi nhận sự sụt giảm.

HPG chủ động giảm hàng tồn kho và sản lượng sản xuất trong bối cảnh tiêu thụ yếu

Đầu ra giảm và tồn kho nguyên vật liệu giá cao đã được phản ánh vào kết quả kinh doanh Quý 3. HPG sẽ quản trị hàng tồn kho chặt chẽ và có thể ghi nhận giá vốn thấp hơn vào quý tới. Hoà Phát cũng ra quyết định tạm dừng hoạt động một số lò cao trong bối cảnh nhu cầu yếu. Tiêu thụ thép Quý 4 vẫn còn nhiều thách thức khi thị trường Bất động sản và giải ngân đầu tư công chưa khởi sắc.

HPG duy trì lợi thế cạnh tranh, gia tăng thị phần

Ngành thép đang trải qua giai đoạn khó khăn khi giá thép giảm và nhu cầu tiêu thụ yếu. Hầu hết doanh nghiệp sản xuất thép đều ghi nhận lỗ trong 3Q2022. Hoà Phát với biên lợi nhuận gộp cao, chi phí sản xuất cạnh tranh được kỳ vọng sẽ gia tăng thị phần khi các doanh nghiệp sản xuất thép phải giảm sản lượng do áp lực từ việc lỗ do giá thép đi xuống và nhu cầu tiêu thụ ảm đạm.

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 17,700 VND/CP

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu năm 2022 HPG xuống 137,883 tỷ đồng (-7.9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 10,236 tỷ đồng (-70% YoY). Với quan điểm thận trọng với nhu cầu tiêu thụ thép và giá bán đầu ra giảm nhẹ cho đến hết năm, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với giá mục tiêu 17,700 VND/cp.

NĂM GIỮ

Giá mục tiêu 17,700 VNĐ

Tăng/giảm	-7%
Giá hiện tại (20/12/2022)	19,000 VNĐ
Giá mục tiêu đồng thuận	27,143
Vốn hóa (nghìn tỉ VNĐ/ti USD)	87,222/ 3.5

Dự phóng KQKD & định giá

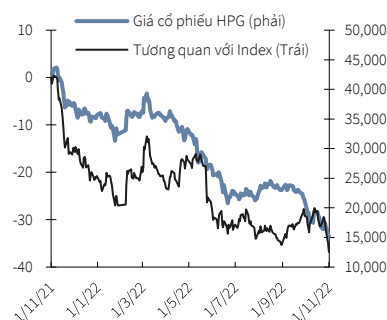
FY-end	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	90,119	149,680	137,883	95,433
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	15,289	37,008	11,668	11,638
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	13,506	10,236	12,436	10,517
EPS (VNĐ)	4,007	7,718	1,760	1,810
Tăng trưởng EPS (%)	49%	89%	-70%	3%
P/E (x)	3.86	2.03	7.6	7.4
P/B (x)	0.85	0.8	0.7	0.7
ROE (%)	25.14%	45.97%	10%	10%
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt (%)	5%	5%	0%	0%

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VNĐ/triệu USD)	991/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	22%

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-30	-36	-52	-64
Tương đối	-21	-19	-32	-36



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Điện lực

Triển vọng phân hoá

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Đình Thuận
thuannnd@kbsec.com.vn

20/12/2022

2022: Giá và sản lượng điện tăng trưởng so với 2021

Luỹ kế 11 tháng, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 21.9 tỷ kWh (+8% YoY). Về cơ cấu, nhiệt điện than và thủy điện chiếm tỷ trọng lớn nhất về sản lượng với tỷ lệ lần lượt là 38.3% và 36.5% toàn hệ thống. Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) tháng 10 vẫn giữ ở mức cao từ xu hướng tăng mạnh, đạt trung bình 1,567.88 VND/kWh (+68% YoY). Luỹ kế 10 tháng, giá CGM trung bình đạt 1487.4 VND/kWh (+44% YoY).

Điểm nhấn đầu tư 2023: Kỳ vọng nhu cầu điện tăng lên trong tương lai

KBSV kỳ vọng nhu cầu điện sẽ tăng lên trong giai đoạn 2022-2030 để phục vụ cho việc phát triển kinh tế. Theo dự thảo Quy hoạch điện 8, nhu cầu điện dự báo sẽ tăng trưởng kép đạt khoảng 9% trong giai đoạn 2022-2030 với kịch bản phụ tải cao. Nhu cầu dự báo tăng là yếu tố thúc đẩy ngành điện bởi các nhà máy sẽ được huy động với mức công suất cao hơn. Thủy điện phụ thuộc nhiều vào yếu tố thời tiết, trong khi nhóm nhiệt điện đang được huy động với mức thấp so với cùng kỳ 2021 nên khi nhu cầu điện tăng giúp nhóm này được hưởng lợi.

Triển vọng phân hoá theo nhóm nguồn phát

Đối với nhóm thủy điện, các nhà máy có thể tiếp tục duy trì kết quả kinh doanh khả quan đến đầu 2023 nhờ tình hình thủy văn thuận lợi. Tuy nhiên, xác suất chu kỳ La Nina đi qua, thời tiết bước vào pha trung tính từ tháng 2/2023 trở đi khá cao theo dự báo từ IRI. Điều này hàm ý rằng lượng nước cho nhà máy thủy điện không còn dồi dào như trong năm 2022.

Đối với nhóm nhiệt điện than, nhiều khả năng nhóm này sẽ được tăng tỷ lệ huy động từ A0 khi nhu cầu tiêu thụ điện năng trở lại và thủy điện không còn thuận lợi. Tuy nhiên, giá than trong thời gian đầu năm 2023 có thể vẫn ở mức cao do (1) Hạn chế về nguồn cung do các lệnh trừng phạt của phương Tây đối với Nga (2) Nhu cầu tiêu thụ gia tăng của các nước lớn, đặc biệt là khi Trung Quốc mở cửa trở lại.

Đối với nhóm điện khí, nhóm này sẽ được huy động tích cực bên cạnh điện than. Giá khí nội địa cũng giảm sẽ hỗ trợ thêm cho các nhà máy điện khí. Giá khí nội địa Việt Nam được neo theo giá dầu FO (diễn biến cùng chiều với giá dầu Brent). Hiện nay, giá Brent đã giảm về 83 USD/thùng. Theo kỳ vọng của chúng tôi, giá dầu Brent neo ở mức trung bình 90 USD/thùng vào năm 2023 và giảm dần vào 2024. Tuy nhiên, giá khí hiện vẫn ở mức cao hơn so với trung bình trong quá khứ nhưng việc giá khí giảm sẽ giúp thu hẹp khoảng cách giữa điện khí và điện than, trong bối cảnh giá than dự báo vẫn neo cao.

Trung lập

CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

Giá hiện tại 26,750 VNĐ

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)

Giá hiện tại 10,700 VNĐ

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

Giá hiện tại 13,000 VNĐ

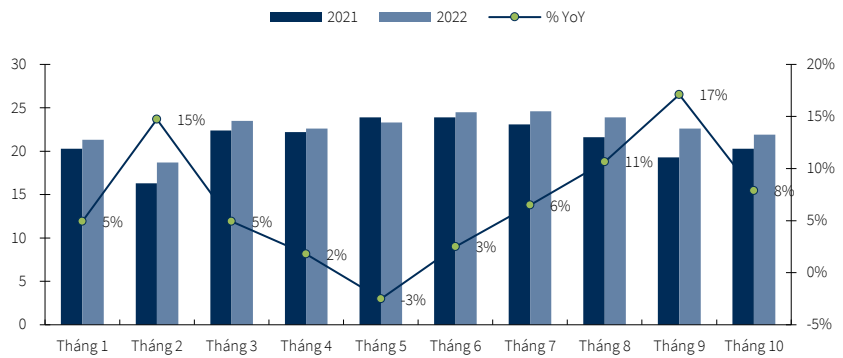
Với diễn biến giá các cổ phiếu hiện tại, đặc biệt nhóm điện khí và thủy điện, chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu này đã phản ánh một phần kỳ vọng của thị trường về diễn biến KQKD tích cực 2022 và 2023. Nhà đầu tư chỉ nên mua vào nhóm cổ phiếu này trong các nhịp điều chỉnh đủ mạnh, tạo dư địa tăng trưởng về giá cổ phiếu.

Rủi ro

Các rủi ro đáng lưu ý đối với ngành điện bao gồm: (1) Giá đầu vào biến động mạnh, gây áp lực cho các nhà máy nhiệt điện (2) Sản lượng điện thấp hơn dự kiến.

Biểu đồ 1. Sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống (tỷ kWh)

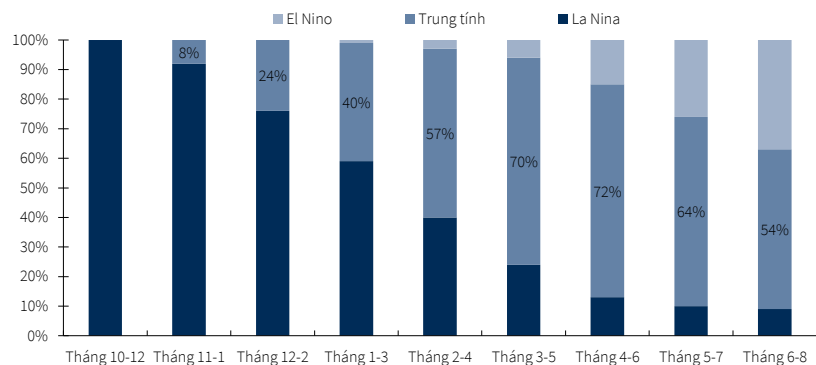
Sản lượng sản xuất điện tăng trưởng tích cực trong 10M2022 nhờ phục hồi từ giai đoạn nền thấp trong năm 2021. Tổng sản lượng điện tăng mạnh trong tháng 8 và tháng 9 lần lượt 10,7% và 16,9%, giúp sản lượng toàn quốc 10M2022 đạt 204,5 tỷ kWh (+6.3% YoY). Tuy nhiên, mức tăng trưởng tháng 10 đã thấp xuống do một số ngành thâm dụng năng lượng ghi nhận sự giảm sản lượng mạnh có thể kể đến như thép. Chúng tôi cho rằng trong trung dài hạn, nhu cầu điện năng vẫn sẽ tiếp tục tăng lên cùng với đà tăng trưởng, mở rộng của nền kinh tế



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 2. Thời tiết có khả năng cao bước vào pha trung tính trong năm 2023

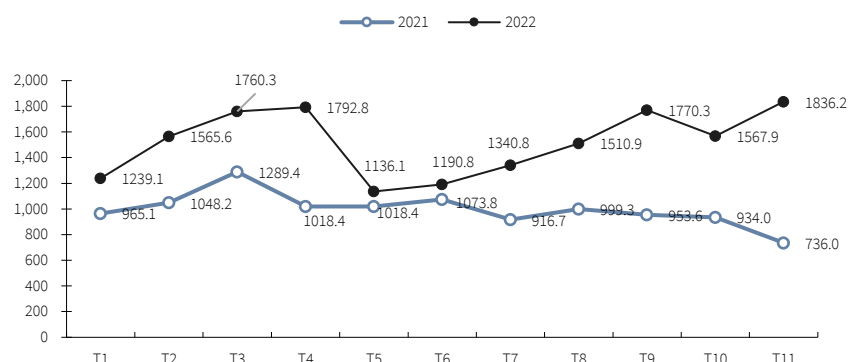
Theo dự báo từ các tổ chức khí tượng quốc tế, hiện tượng La Nina có xác suất cao duy trì đến hết tháng 2/2023. Tuy nhiên, dự báo cũng cho thấy xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên ngưỡng 50% từ giai đoạn tháng 2-4, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 - 2022. Theo đó, nhiệt điện sẽ được huy động nhiều hơn vào năm tới.



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 3. Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện cạnh tranh (CMG) (VND/kWh)

Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) tháng 11 vẫn giữ ở mức cao đạt trung bình 1,836.22 VND/kWh (+149% YoY). Trong năm 2022, giá trần điện năng được quy định ở mức 1,602 VND/kWh. Giá trung bình có xu hướng đi lên do giá than nhiệt tăng cao và nhu cầu điện trên toàn quốc phục hồi. Nếu giá điện duy trì ở mức này, các nhà máy thủy điện sẽ được hưởng lợi.



Nguồn: GENCO3, KBSV

Bán lẻ Việt Nam

Chờ đợi tín hiệu hồi phục từ nửa cuối năm 2023

2022: Hồi phục tích cực sau đại dịch COVID, nhưng tăng trưởng có dấu hiệu chậm lại trong những tháng cuối năm trước áp lực từ lạm phát

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 11/2022 đạt 514.2 nghìn tỷ đồng, tăng 2.6% so MoM và tăng 17.5% YoY. Lũy kế 11T2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng đạt 5,180.5 nghìn tỷ đồng, tăng 20.5% YoY sau khi đã loại trừ yếu tố giá tăng 16.9% (cùng kỳ năm 2021 giảm 6.8%). Tuy nhiên, quy mô tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 11 tháng năm 2022 chỉ đạt 82.5% quy mô của chỉ tiêu này nếu ước tính trong điều kiện bình thường không có dịch bệnh (theo GSO). Điều này cho thấy tiêu dùng nội địa có hồi phục nhưng chưa thể theo kịp tốc độ tăng trưởng như khi trước khi có COVID-19. Một số doanh nghiệp kinh doanh các mặt hàng không thiết yếu (MWG, FRT, DGW...) ghi nhận KQKD quý 3 chững lại và dự kiến quý 4 cũng không đạt kỳ vọng khi người tiêu dùng có xu hướng thắt chặt hầu bao. Việc tạm ngưng mở rộng kinh doanh của một số nhà bán lẻ cũng cho thấy thái độ thận trọng trước diễn biến vĩ mô không mấy khả quan. Trong khi đó, các doanh nghiệp kinh doanh các mặt hàng cao cấp, xa xỉ (PNJ, HAX) vẫn duy trì tăng trưởng ấn tượng do tầng lớp trung lưu chưa bị ảnh hưởng bởi lạm phát.

Điểm nhấn đầu tư 2023: Khó khăn chỉ mới bắt đầu, chờ đợi tín hiệu tích cực hơn trong nửa cuối năm

Bước sang năm 2023, dự báo tăng trưởng ngành bán lẻ sẽ chững lại khi bối cảnh vĩ mô chưa ổn định, tình trạng này có thể kéo dài ít nhất đến hết quý 1. Tuy nhiên, chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn trong nửa cuối năm, kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ hồi phục từ Q3/2023 khi các đợt tăng lãi suất chấm dứt, lạm phát đã tạo đỉnh từ những tháng trước đó. Các doanh nghiệp kinh doanh các mặt hàng ở phân khúc cao cấp sẽ ít bị ảnh hưởng hơn do nhóm khách hàng trung và cao cấp ít chịu tác động bởi lạm phát hơn. Yếu tố duy trì đà tăng trưởng tích cực trong năm tới đến từ: (1) Tầng lớp trung lưu tại Việt Nam tăng nhanh, dự kiến chiếm 26% dân số năm 2026; (2) Năng lực mở rộng kinh doanh, tài chính lành mạnh của các doanh nghiệp; (3) Cầu tiêu dùng hồi phục từ nửa sau năm 2023, đây cũng là mùa cao điểm kinh doanh của 1 số doanh nghiệp bán trang sức, sản phẩm iPhone. Nhóm doanh nghiệp kinh doanh các mặt hàng không thiết yếu như DGW, MWG, FRT sẽ chịu ảnh hưởng tạm thời, dù vậy chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng dài hạn của các doanh nghiệp này do có cơ bản tốt với nền tảng tài chính vững chắc và định hướng chiến lược kinh doanh bài bản trong dài hạn. Hiện nay, một số cổ phiếu ngành bán lẻ đang giao dịch ở mức P/E thấp trong 5 năm, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên tiếp tục chờ đợi dấu hiệu cầu tiêu dùng phục hồi để tích lũy dần các cổ phiếu.

Rủi ro: Suy giảm cầu tiêu dùng kéo dài với mức độ nghiêm trọng hơn

Theo chúng tôi, rủi ro suy giảm cầu tiêu dùng, sức mua có thể kéo dài hơn dự kiến do tác động của suy thoái toàn cầu, tác động trực tiếp đến toàn ngành bán lẻ.

20/12/2022

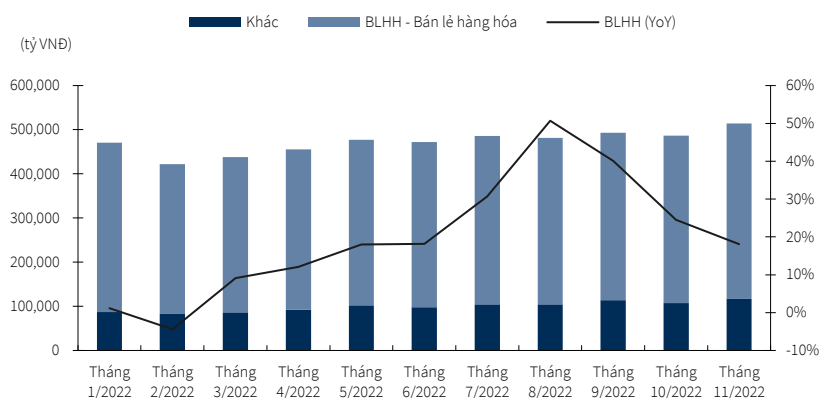
Trung lập Theo dõi

Khuyến nghị

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)	Nắm giữ
Giá hiện tại	110,500 VNĐ
Giá mục tiêu	121,100 VNĐ

Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng có mức tăng trưởng tương đối tích cực trong 8 tháng đầu năm, nhưng bắt đầu giảm từ tháng 9. Nguyên nhân đến từ: (1) tăng trưởng giảm nền so sánh cao của Q4/2021; (2) sức mua và cầu tiêu dùng bắt đầu bị tác động bởi lạm phát

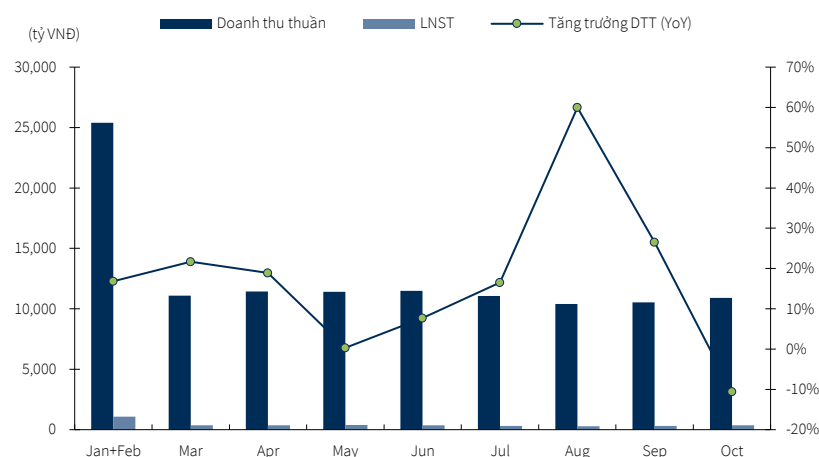
Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hoá và doanh thu dịch vụ tiêu dùng



Nguồn: GSO, KBSV

Lũy kế 10T2022, MWG ghi nhận doanh thu thuần (DTT) đạt 113,712 tỷ đồng (+15% YoY). Tốc độ tăng trưởng có xu hướng giảm mạnh kể từ tháng 9 khi so sánh với mức nền cao năm ngoái khi nhu cầu bị dồn nén sau giãn cách. Ngoài ra, những tín hiệu không mấy tích cực của nền kinh tế đang tác động đến thu nhập của người tiêu dùng, khiến sức mua bị ảnh hưởng mặc dù tết Nguyên đán đang đến gần. Các mặt hàng không thiết yếu (điện thoại, điện máy...) sẽ chịu ảnh hưởng nhiều hơn các mặt hàng khác.

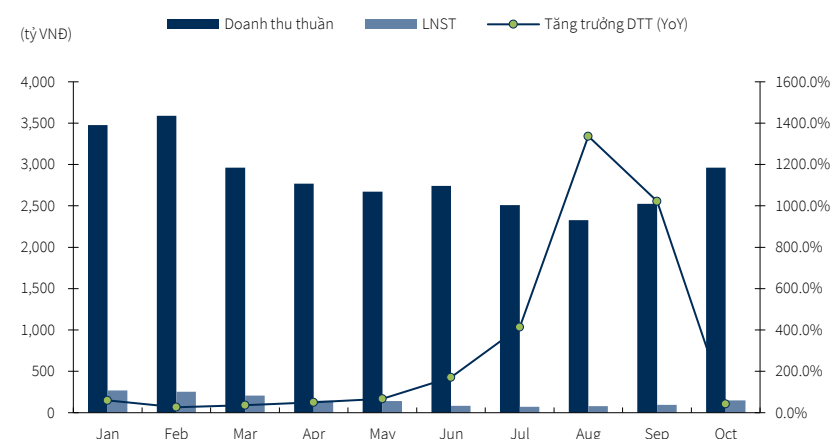
Biểu đồ 2. Doanh thu, LNST & tăng trưởng doanh thu YoY của MWG



Nguồn: MWG, KBSV

Lũy kế 10T2022, PNJ ghi nhận doanh thu thuần 28,535 tỷ đồng (+95.5% YoY), LNST đạt 1,487 tỷ đồng (+113.8% YoY), hoàn thành và đang vượt kế hoạch năm 2022. PNJ ghi nhận tốc độ tăng trưởng tích cực do nhóm khách hàng của công ty ít bị ảnh hưởng bởi xu hướng thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Trong quý 3, PNJ có mức tăng trưởng kỷ lục trên nền so sánh thấp Q3/2021 khi nhiều cửa hàng tạm đóng cửa trong thời điểm giãn cách xã hội. Lạm phát là yếu tố sẽ được cân nhắc trong năm 2023, song yếu tố này sẽ không có tác động quá tiêu cực đến KQKD của PNJ.

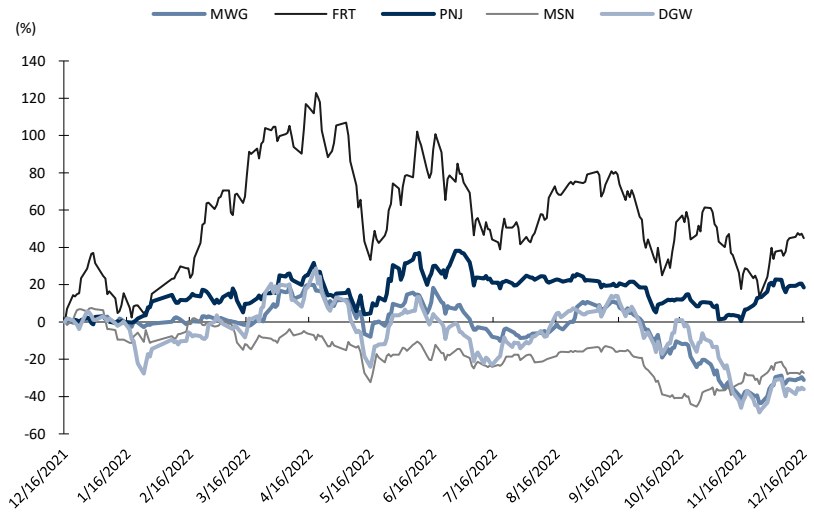
Biểu đồ 3. Doanh thu, LNST & tăng trưởng doanh thu YoY của PNJ



Nguồn: PNJ, KBSV

Giá cổ phiếu bán lẻ đã điều chỉnh tương đối trong giai đoạn vừa qua.

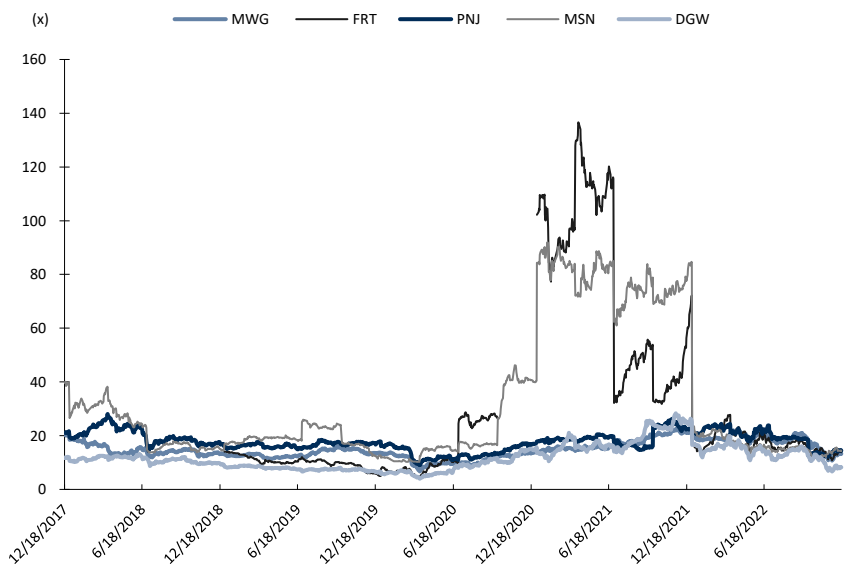
Biểu đồ 4. Biến động giá một số cổ phiếu ngành bán lẻ từ đầu năm đến nay



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Các cổ phiếu hiện đang được giao dịch ở mức P/E thấp nhất trong 5 năm.

Biểu đồ 5. P/E lịch sử của các cổ phiếu (lần)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Triển vọng tích cực dù trong bối cảnh lạm phát

20/12/2022

 Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
 linhpp@kbsec.com.vn

Vượt xa kế hoạch cả năm 2022 sau 11 tháng

Tính đến hết tháng 11/2022, doanh thu thuần lũy kế của PNJ đạt 31,036 tỷ đồng (+85.4% YoY) và LNST đạt 1,640 tỷ đồng (+96.1% YoY). Với kết quả trên, công ty đã vượt kế hoạch DTT và LNST cả năm 2022 (120.2% kế hoạch DTT và 124.2% kế hoạch LNST). So với kế hoạch dự phóng của chúng tôi, công ty đã hoàn thành lần lượt 91% và 89%.

Kỳ vọng bứt phá KQKD khi bước vào mùa cao điểm trong quý 4/2022 và quý 1/2023

Quý 1 và quý 4 hàng năm thường là mùa cao điểm kinh doanh của các doanh nghiệp bán trang sức, trong đó có PNJ. Trên cơ sở kết quả kinh doanh tăng trưởng tương đối ấn tượng trong 11T2022, chúng tôi kỳ vọng doanh số của PNJ sẽ tiếp tục thiết lập những mức kỷ lục mới trong Q4/2022 và 2023.

Tác động của lạm phát sẽ đến trong năm sau, hoặc sớm hơn là quý 4/2022

Dự báo lạm phát trong năm 2023 sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm trang sức, mặc dù với PNJ mức độ ảnh hưởng sẽ thấp hơn và có độ trễ hơn do nhóm khách hàng trung lưu ít bị tác động khi giá cả tăng. Về dài hạn, công ty đang hướng đến phân khúc khách hàng thượng lưu cao cấp có sức mua không bị ảnh hưởng bởi lạm phát. KQKD năm 2023 có thể không đạt kỳ vọng nhưng sẽ vẫn duy trì tăng trưởng khả quan.

Khuyến nghị: **NẮM GIỮ** – Giá mục tiêu: 121,100 VNĐ/cp

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD sau những tín hiệu tích cực trong thời gian gần đây. Doanh thu thuần năm 2022 kỳ vọng đạt 33,926 tỷ đồng (+73% YoY) và LNST đạt 1,838 tỷ đồng (+78% YoY). Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu PNJ, với giá mục tiêu là 121,100 VNĐ/cp, cao hơn 9.6% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2022.

NẮM GIỮ

Giá mục tiêu	VNĐ 121,100
Tăng/giảm (%)	9.6%
Giá hiện tại (20/12/2022)	VNĐ110,500
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ/tỷ USD)	23,936/0.96

Dự phóng KQKD & định giá

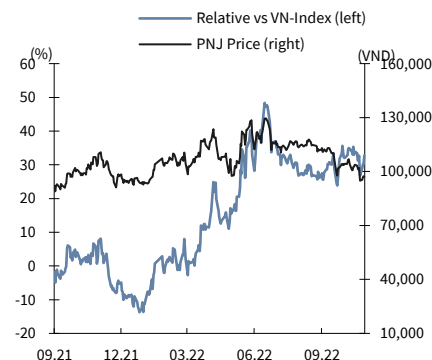
FY - end	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	17,511	19,613	33,926	38,786
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,349	1,305	2,319	2,641
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	1,069	1,033	1,838	2,093
EPS (nghìn VNĐ)	4,308	4,161	7,470	8,506
Tăng trưởng EPS (%)	-12.0	-3.4	79.5	13.8
P/E (x)	18.8	23.1	14.4	12.6
P/B (x)	3.5	3.6	3.0	2.6
ROE (%)	20	18	25	22
Ti suất cổ tức, phổ thông (%)	45	35	35	35

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	85%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ, triệu USD)	68.04/2.7
Sở hữu nước ngoài	49%
Cổ đông lớn	Dragon Capital (9.65%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-13	-17	-6	-6
Tương đối	11	5	21	30



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Thủy sản Việt Nam

Đã qua thời kỳ đỉnh cao

20/12/2022

Trung lập

2022: Tăng trưởng ấn tượng trong 3 quý đầu năm

11M2022, xuất khẩu thủy sản Việt Nam đạt 10.2 tỷ USD (+28% YoY), trong đó một số mặt hàng thủy sản như cá tra vẫn tăng trưởng mạnh 63%YoY đạt gần 2.3 tỷ USD; cá ngừ tăng 40% đạt 941 triệu USD; tôm thu về trên 4 tỷ USD, tăng 14%. Năm 2022, lạm phát và xung đột Nga – Ukraine đã giúp cá thịt trắng như cá tra tăng mạnh xuất khẩu sang các thị trường, đa số đều tăng 40-200%, tập trung trong 3 quý đầu năm trong bối cảnh nhu cầu thị trường hồi phục sau COVID-19, giá xuất khẩu tăng, nguồn nguyên liệu đủ cung ứng cho các đơn hàng. Bước vào giai đoạn cuối năm, tăng trưởng xuất khẩu có dấu hiệu chậm lại khi nhu cầu thị trường tụt dốc do lạm phát và lượng hàng tồn kho các nhà nhập khẩu cao. Riêng trong tháng 10/2022, xuất khẩu thủy sản chỉ ghi nhận tăng 2% YoY, sang tháng 11 xuất khẩu giảm 14% YoY.

Điểm nhấn đầu tư 2023: Đã qua thời kỳ đỉnh cao, thách thức và cơ hội phía trước

Chúng tôi dự báo xuất khẩu thủy sản thời gian tới không mấy tích cực do lạm phát gây tác động tiêu cực đến các thị trường nhập khẩu, nhu cầu mua hàng cho giai đoạn Q1/2023 đình trệ. Ngoài ra, một số doanh nghiệp thủy sản ghi nhận mức đỉnh lợi nhuận trong năm 2022 là dấu hiệu cho thấy ngành đang bước vào chu kỳ đi xuống. Chúng tôi cũng nhận thấy giá tôm nguyên liệu và giá cá tra dù đã giảm nhưng vẫn đang ở mức cao. Mặc dù dự kiến giá nguyên liệu sẽ có xu hướng giảm trong năm 2023, nhưng sẽ vẫn ở mức cao do chi phí nuôi cao trong khi tốc độ giá bán giảm nhanh hơn sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp.

Dù vậy, chúng tôi vẫn nhìn thấy một số yếu tố tích cực có thể hỗ trợ cho ngành thủy sản trong năm 2023: (1) Trung Quốc- thị trường xuất khẩu thủy sản lớn nhất của Việt Nam, mở cửa nền kinh tế sau khi từ bỏ “Zero-Covid”, giúp nhu cầu tại các nhà hàng, khách sạn tăng lên đáng kể. Tuy nhiên, cá tra Việt Nam vẫn phải cạnh tranh gay gắt với cá rô phi tại nước này nên chúng tôi cho rằng việc Trung Quốc mở cửa chỉ giảm bớt áp lực tăng trưởng chứ không tạo sự bùng nổ tại thị trường này; (2) Cước vận tải giảm giúp các doanh nghiệp bớt gánh nặng chi phí logistics, bù đắp biên lợi nhuận khi phải giảm giá bán; (3) Các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản sang thị trường Mỹ (VHC, FMC) có thể sẽ được hưởng lợi trong trường hợp đồng USD tăng giá.

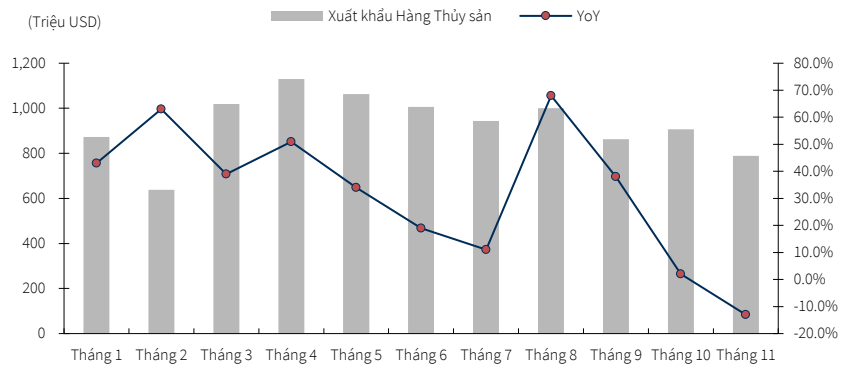
Một số cổ phiếu thủy sản đang có mức P/E thấp nhất trong vòng 5 năm. Chúng tôi cho rằng KQKD sụt giảm đầu năm 2023 sẽ tiếp tục gây áp lực lên giá cổ phiếu. Vì thế, nhà đầu tư nên tiếp tục theo dõi những tín hiệu đánh dấu chu kỳ tăng trở lại của ngành để tích lũy dần các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt.

Rủi ro: nhu cầu các thị trường xuất khẩu giảm mạnh do suy thoái kinh tế

Rủi ro có thể đến từ suy thoái kinh tế toàn cầu kéo dài với mức độ nghiêm trọng ảnh hưởng đến cầu tiêu thụ. Ngoài ra các sản phẩm xuất khẩu chính của Việt Nam như tôm, cá tra bị cạnh tranh gay gắt về giá bán, chất lượng trên thị trường quốc tế.

Luỹ kế tới hết tháng 11/2022, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt 10.2 tỷ USD, tăng gần 28% YoY. Sau khi đạt đỉnh vào quý 2/2022, giá trị xuất khẩu thủy sản những tháng gần đây có dấu hiệu chững lại mặc dù vẫn cao hơn cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu thủy sản chững lại là do nhiều nhà bán lẻ ồ ạt nhập khẩu trong nửa đầu năm 2022 trong bối cảnh lạm phát cao thất chặt chi tiêu của người dân, dẫn đến lượng hàng tồn kho cao.

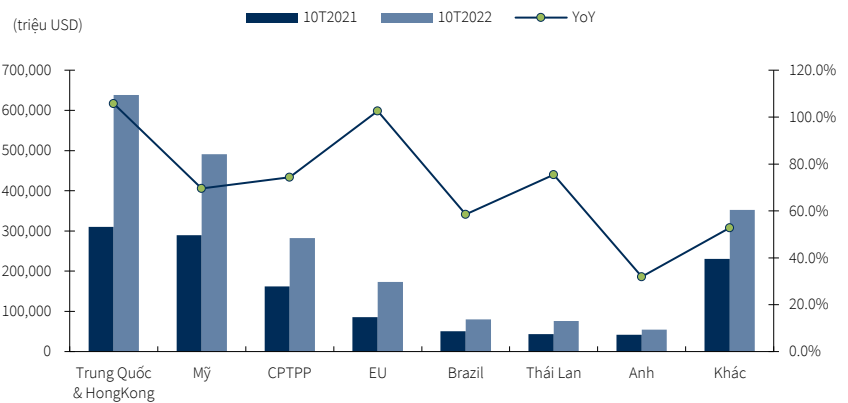
Biểu đồ 1. Giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam 2022



Nguồn: Vasep, KBSV

Thị trường Trung Quốc & HK dẫn đầu nhập khẩu cá tra Việt Nam, chiếm gần 30%, tiếp đến là Mỹ, chiếm 24%.

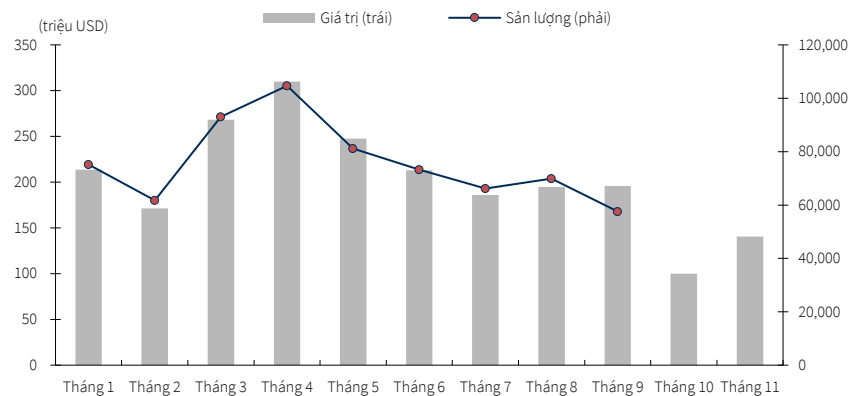
Biểu đồ 2. Xuất khẩu cá tra sang các thị trường chính 10T2022



Nguồn: Vasep, KBSV

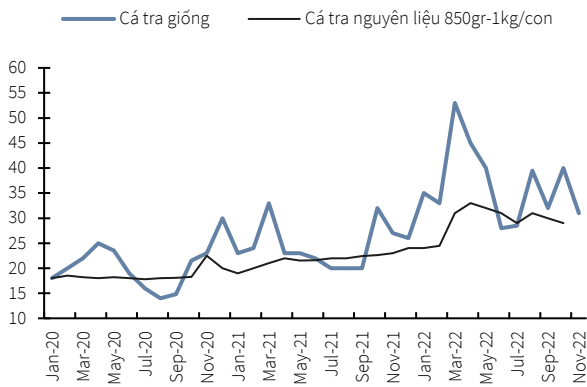
Năm 2022, cá tra là ngành xuất khẩu khởi sắc nhất trong các ngành hàng thủy sản nhờ có giá xuất khẩu trung bình tăng nhiều nhất và cơ hội thị trường cũng nhiều hơn so với các ngành hàng khác. Tính đến hết tháng 11, xuất khẩu cá tra cả nước đã đạt được hơn 2,3 tỷ USD. So với cùng kỳ năm trước xuất khẩu cá tra đã tăng 63% - mức tăng trưởng cao nhất trong các năm qua và cũng là mức cao nhất so với các ngành hàng khác. Tốc độ tăng trưởng của nhóm cá tra có giảm tốc khi thị trường Mỹ giảm mức nhập khẩu (so với quý 2) khi hàng tồn kho tại cảng cao

Biểu đồ 3. Sản lượng và giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam



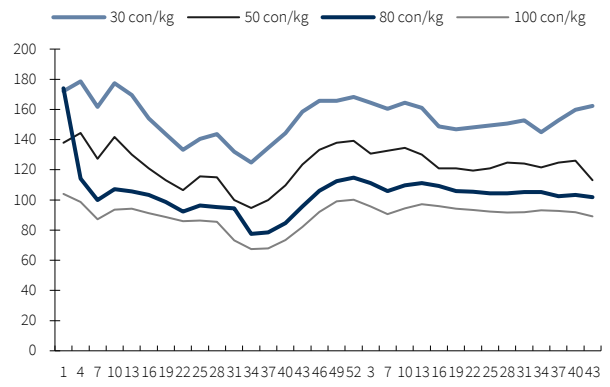
Nguồn: Agromonitor, KBSV

Biểu đồ 4. Diễn biến giá cá tra giống và cá tra nguyên liệu



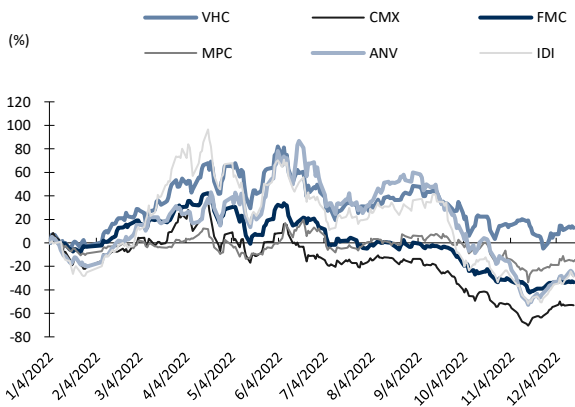
Nguồn: Agromonitor, KBSV

Biểu đồ 5. Diễn biến giá tôm thẻ tại Sóc Trăng, Bạc Liêu, Cà Mau theo tuần 2021-2022



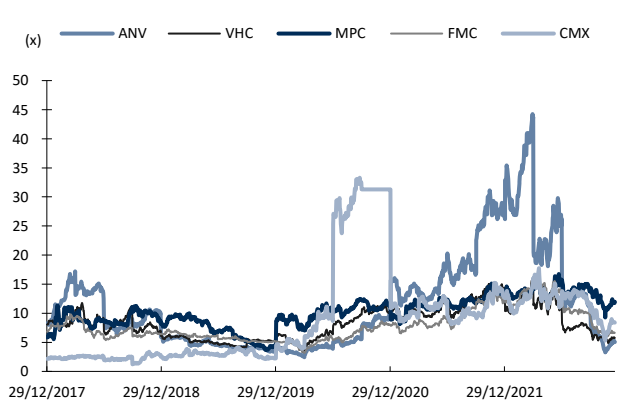
Nguồn: Agromonitor, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động giá cổ phiếu thủy sản từ đầu năm đến nay



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 7. P/E lịch sử của các cổ phiếu (lần)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuandd@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Năm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.