

BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

6 tháng cuối năm 2022

Căng buồm vượt sóng lớn

Tháng 6 - 2022



- Chúng tôi tin rằng chủ đề đầu tư chính trong những quý tới là **sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam**. Chúng tôi kỳ vọng trong nửa cuối 2022, nền kinh tế sẽ tăng tốc phục hồi, kéo tăng trưởng cả năm 2022 đạt mức 7,1% svck nhờ động lực từ hoạt động sản xuất mở rộng mạnh mẽ và ngành dịch vụ khởi sắc trở lại.
- Xuất khẩu của Việt Nam và hoạt động đầu tư tư nhân trong nửa đầu năm 2022 tương đối tích cực, khẳng định lại quan điểm của chúng tôi trước đó rằng **phục hồi trong nước sẽ là động lực giúp nền kinh tế Việt Nam vượt qua các thách thức bên ngoài**. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng xu hướng thắt chặt tiền tệ toàn cầu có thể làm giảm triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới, dẫn đến giảm nhu cầu hàng xuất khẩu từ Việt Nam trong sáu tháng cuối năm 2022.
- Chúng tôi nhận thấy rằng Ngân hàng Nhà nước Việt Nam sẽ chưa vội vã trong việc kế hoạch thắt chặt và **chính sách tiền tệ đang được điều hành đồng bộ với gói hỗ trợ tài khóa trong năm nay**. Gói cấp bù lãi suất bổ sung quy mô 40.000 tỷ đồng cùng với giảm thuế GTGT xuống 8% từ 10% đã được triển khai trong sáu tháng đầu năm 2022. Tuy vậy, chúng tôi nhận định rằng chính sách tiền tệ có thể thắt chặt hơn một chút vào cuối Q4/22 với mức tăng lãi suất điều hành vào khoảng 25-50 điểm cơ bản.
- **Lạm phát vẫn là rủi ro hàng đầu**. Mặc dù CPI tăng nhẹ 2,25% svck trong 5T22, nhưng lạm phát sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2022 do cả cầu kéo và chi phí đẩy. Nếu giá dầu duy trì đà tăng, Chính phủ có thể tiếp tục giảm thuế môi trường đối với mặt hàng xăng dầu. Chúng tôi kỳ vọng CPI bình quân ở mức 3,5% cho năm 2022, thấp hơn so với mốc kế hoạch 4%. Các rủi ro vĩ mô khác bao gồm khủng hoảng địa chính trị và chiến lược “zero-Covid” của Trung Quốc, cả hai đều gây ảnh hưởng tiêu cực tới chuỗi cung ứng toàn cầu.

- Bất chấp diễn biến đáng thất vọng trong sáu tháng đầu năm, chúng tôi vẫn lạc quan một cách thận trọng về triển vọng thị trường chứng khoán trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ. Chúng tôi ước tính **EPS thị trường sẽ duy trì ở tăng trưởng cao, bình quân 21% svck trong giai đoạn 2022-2023**, đây là yếu tố thúc đẩy xu hướng đi lên của thị trường trong dài hạn.
- Để định giá thị trường Việt Nam trong tương quan với môi trường lãi suất tăng, chúng tôi sử dụng lợi suất thu nhập thị trường (E/P), vốn hữu ích khi xuất hiện lo ngại về lãi suất tăng và giúp nhà đầu tư tối ưu phân bổ tài sản. Chúng tôi nhận thấy mức chênh lệch giữa lợi suất thu nhập của thị trường Việt Nam và lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các ngân hàng thương mại đang được nới rộng, hàm ý rằng thị trường hiện tại có thể đang bị định giá thấp. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ dao động trong khoảng 1.330 - 1.500 điểm trong năm 2022; với P/E mục tiêu cho năm 2022 là 12,5-14,0 lần. Rủi ro giảm điểm đối với thị trường bao gồm lãi suất tăng cao hơn dự báo trong khi động lực tăng giá là việc nâng hạng thị trường mới nổi MSCI sớm hơn dự kiến.
- **Chúng tôi đưa ra năm chủ đề đầu tư cho nửa cuối năm 2022.** Thứ nhất, ngành dịch vụ sẽ phục hồi nhanh hơn và dẫn đầu là du lịch hàng không. Thứ hai, các ngân hàng, công ty bảo hiểm và các doanh nghiệp với lượng “tiền mặt” lớn có thể được hưởng lợi từ môi trường lãi suất tăng. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng lĩnh vực ngân hàng là đại diện tốt nhất cho sự hồi sinh của nền kinh tế Việt Nam. Thứ ba, giá một số hàng hóa cơ bản có xu hướng đạt đỉnh trong nửa cuối năm 2022 sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cho các doanh nghiệp sản xuất sữa và thực phẩm. Thứ tư, chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng tốc trong những tháng tới nhờ những nỗ lực gần đây của Chính phủ và sự đảo chiều giá vật liệu xây dựng. Và cuối cùng, phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng sẽ là câu chuyện đầu tư dài hạn mang lại tăng trưởng cho một số cổ phiếu ngành điện và dầu khí.

- Bức tranh vĩ mô 6 tháng đầu năm 2022 - Phục hồi rõ nét – [Trang 5](#)
- Triển vọng vĩ mô 6 tháng cuối năm 2022 – Kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tiếp tục cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2022 – [Trang 14](#)
- Tổng quan thị trường 6 tháng đầu năm 2022 – Diễn biến không như kỳ vọng – [Trang 25](#)
- Triển vọng thị trường nửa cuối năm 2022 – Chúng tôi lạc quan trong thận trọng về triển vọng thị trường – [Trang 37](#)
- Luận điểm đầu tư – [Trang 45](#)
- Ngân hàng – Bước ngoặt đến gần – [Trang 59](#)
- Bảo hiểm phi nhân thọ - Hưởng lợi lớn từ xu hướng lãi suất tăng trở lại – [Trang 77](#)
- Điện – Nhu cầu tăng cao củng cố triển vọng ngành điện – [Trang 87](#)
- Hàng không – Mở cửa chào đón du khách – [Trang 105](#)
- Bán lẻ - Quay về quỹ đạo tăng trưởng – [Trang 121](#)
- Thực phẩm và đồ uống – Giá hàng hóa có khả năng hạ nhiệt từ Q3/22 – [Trang 136](#)
- BĐS khu công nghiệp – Tiếp tục tỏa sáng – [Trang 151](#)
- Dầu khí – Nước nổi, thuyền lên – [Trang 171](#)
- Gỗ & Nội thất – Khó khăn vẫn ở phía trước – [Trang 188](#)
- Dệt may – Vững bước đi lên – [Trang 197](#)
- Xây dựng & Vật liệu xây dựng – Chờ đợi sự bùng nổ của đầu tư cơ sở hạ tầng – [Trang 206](#)
- BĐS nhà ở - Sóng gió nổi lên thách thức triển vọng ngành – [Trang 226](#)

Bức tranh vĩ mô 6 tháng đầu năm 2022

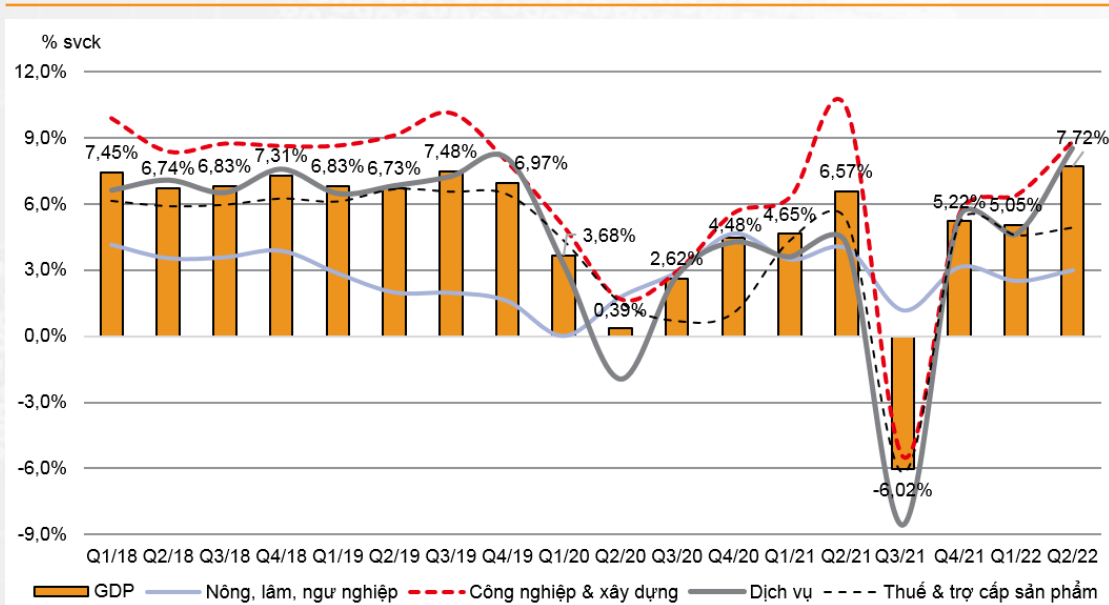
5

VNDIRECT

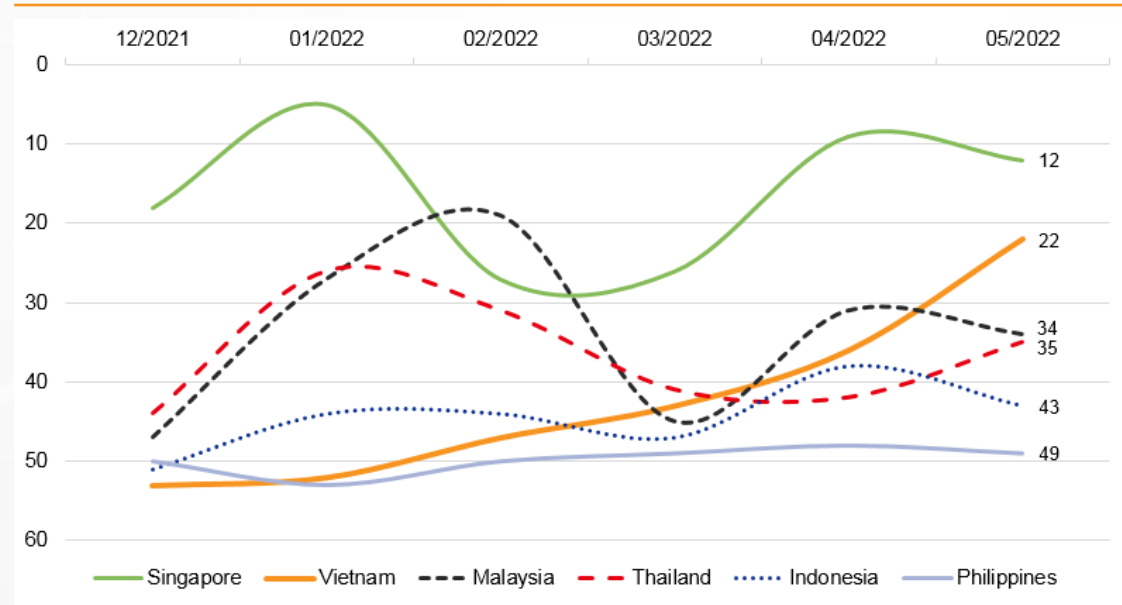
Phục hồi rõ nét



GDP của Việt Nam tăng 6,4% svck trong 6T22

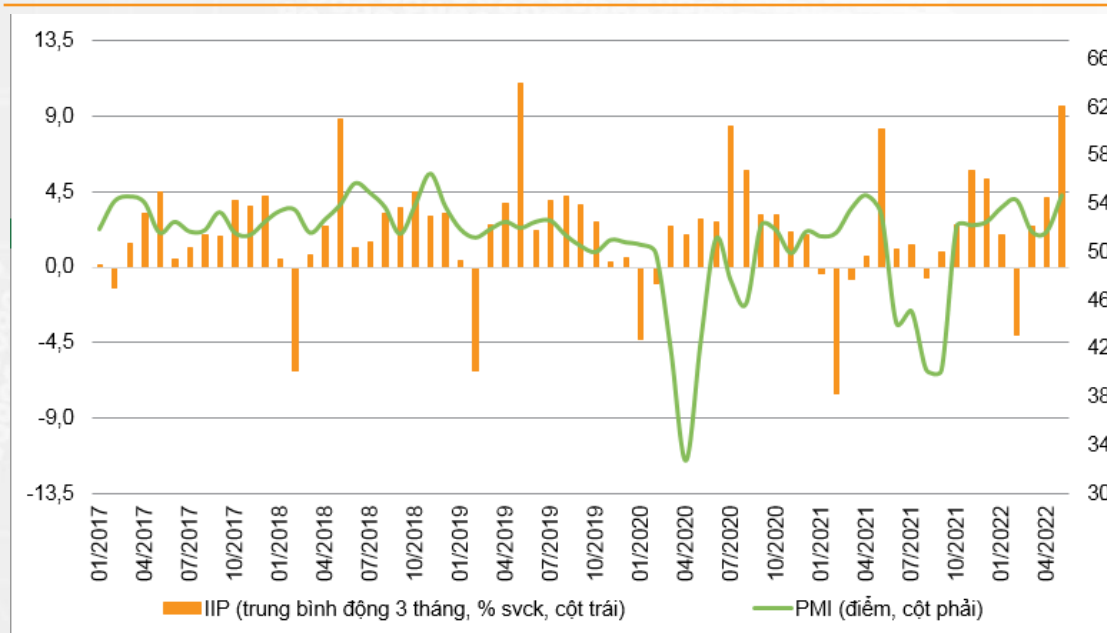


Việt Nam đứng thứ 2 khu vực Đông Nam Á về xếp hạng phục hồi hậu COVID-19 của Bloomberg

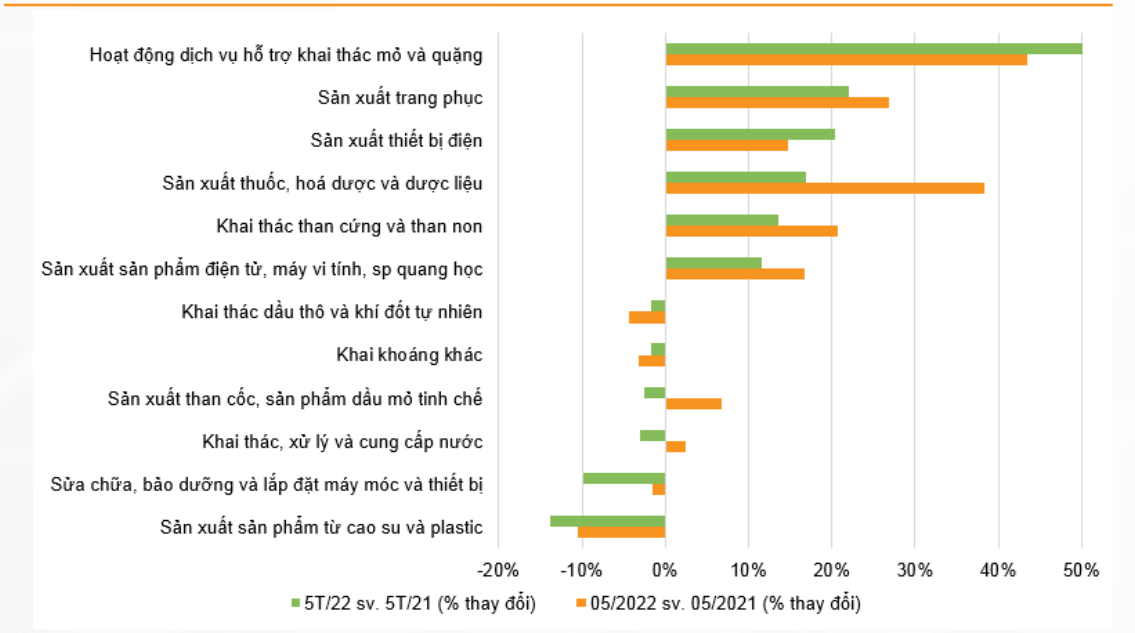


- Việt Nam đã leo từ vị trí cuối cùng (thứ 53/53) trong xếp hạng phục hồi hậu COVID-19 của Bloomberg hồi T12/21 lên thứ 22 vào T5/22 (theo lần cập nhật gần nhất). Đây là đánh giá đáng khích lệ của cộng đồng quốc tế về những thành quả của Việt Nam trong phòng chống dịch và phục hồi kinh tế trong 5T22. Bảng xếp hạng phục hồi hậu COVID-19 của Bloomberg xếp hạng 53 nền kinh tế lớn về tác động của biện pháp phòng chống dịch COVID-19 tới môi trường kinh doanh.
- Theo TCTK, GDP của Việt Nam tăng 7,7% svck trong Q2/22 (so với +6,6% svck trong Q2/21). Đối với 3 trụ cột nền kinh tế, ngành công nghiệp và xây dựng tăng 8,9% svck, ngành dịch vụ và nông nghiệp lần lượt tăng lần lượt 8,6% svck và 3,0% svck.
- Trong 6T22, kinh tế Việt Nam tăng trưởng 6,4% svck (6T21 tăng 5,6% svck). Ngành công nghiệp và xây dựng tăng 7,7% svck trong 6T22, theo sau là ngành dịch vụ (+6,6% svck) và nông, lâm, ngư nghiệp & thủy sản (+2,8% svck).

Sản xuất công nghiệp tăng trưởng ổn định trong 5T22

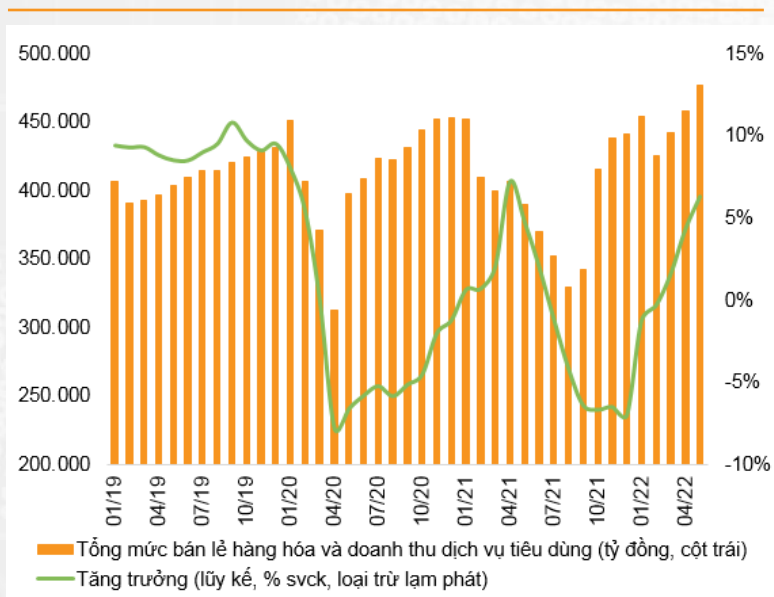


Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo phân ngành

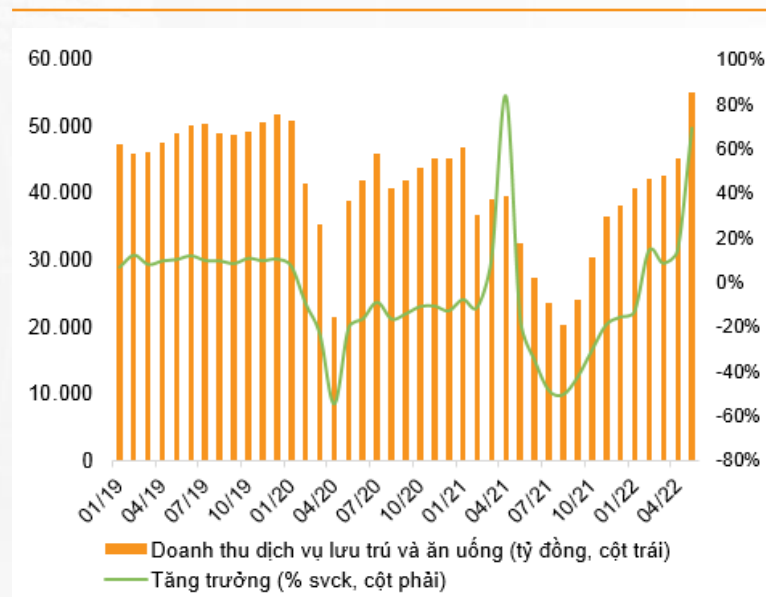


- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam trong 5T22 cho thấy sự tăng trưởng ổn định của ngành công nghiệp. Cụ thể, IIP tăng 8,3% svck trong 5T22 (thấp hơn một chút so với mức tăng 9,9% trong 5T21). Lưu ý rằng tốc độ tăng trưởng cao trong 5T21 chủ yếu là do mức nền thấp ở 5T/20. Đặc biệt, chỉ số này liên tục được cải thiện kể từ T2/22 sau khi Việt Nam đẩy lùi làn sóng dịch COVID-19 do biến thể Omicron gây ra. IIP ghi nhận mức tăng 10,4% svck vào T5/22, mức cao nhất kể từ T6/21.
- Vào T5/22, chỉ số người mua hàng (PMI) của Việt Nam đạt 54,7 điểm, đánh dấu tháng thứ 8 liên tiếp chỉ số này đứng trên mốc 50 điểm (ngưỡng mở rộng sản xuất).

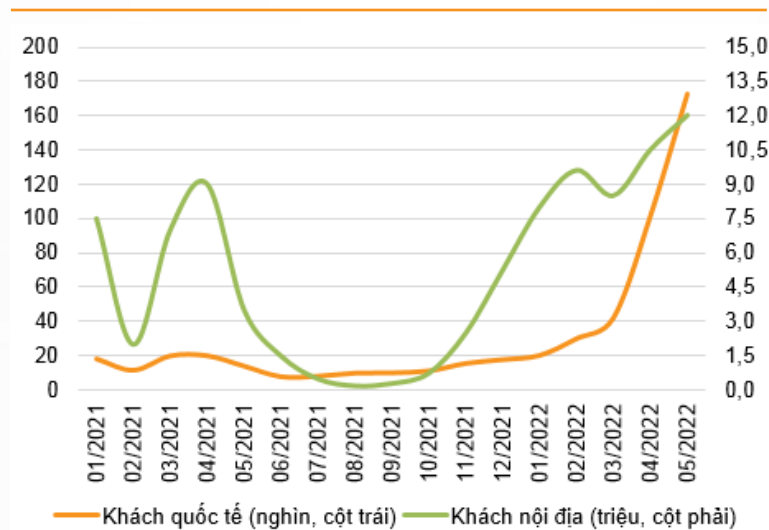
Ngành dịch vụ tăng tốc độ hồi phục trong T5/22



Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng mạnh svck trong T5/22

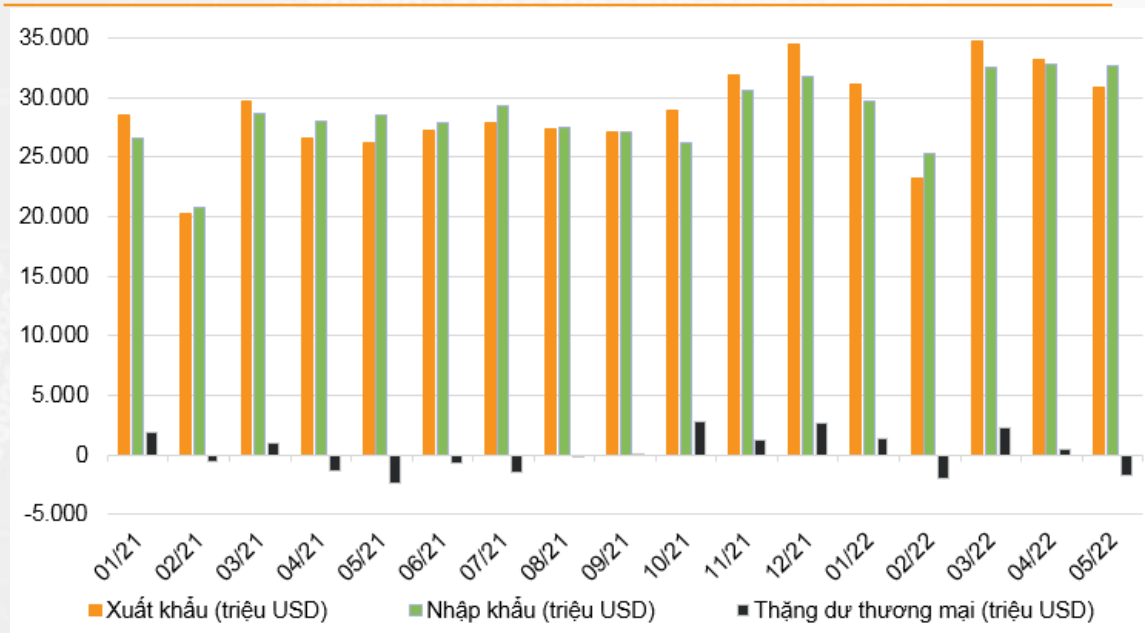


Lượng khách du lịch đã tăng mạnh kể từ giữa T3/22

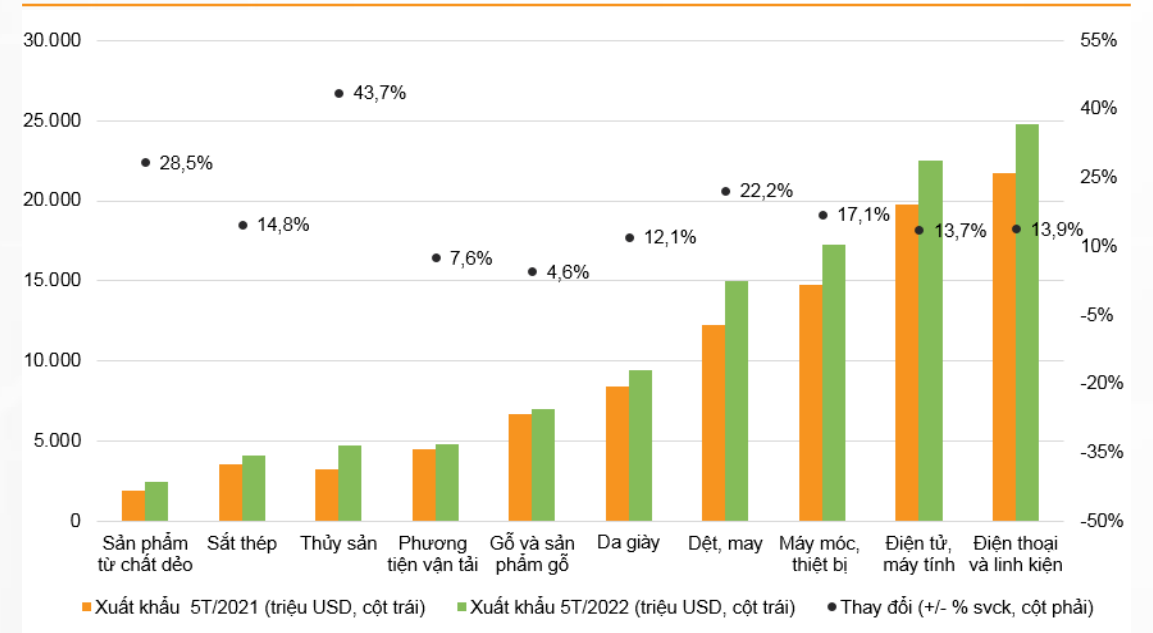


- Ngành dịch vụ Việt Nam đang tăng tốc độ hồi phục với tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9,7% svck trong 5T22, cao hơn mức tăng 6,1% trong 5T21. Đặc biệt, chỉ số này đã tăng đáng kể 22,6% svck trong T5/22, đánh dấu mức tăng trưởng hàng tháng cao nhất được ghi nhận kể từ T5/21.
- Sự phục hồi ngoạn mục của du lịch là điểm nhấn của ngành dịch vụ. Thống kê của Tổng cục Du lịch cho thấy, khách quốc tế đến Việt Nam trong T5/22 đạt gần 173.000 lượt (+70,6% so với tháng trước), tăng 12,8 lần svck năm trước. Trong 5T22, Việt Nam đã đón hơn 365.000 lượt khách quốc tế (+350% svck), trong đó có 353.000 lượt khách đến Việt Nam kể từ khi Việt Nam chính thức mở cửa du lịch cho khách quốc tế từ ngày 15/3/2022. Không chỉ khách quốc tế, khách nội địa cũng tăng mạnh với 48,6 triệu lượt khách trong 5T22, tăng 67,6% svck năm ngoái.

Xuất khẩu tăng mạnh 16,7% svck trong 5T22

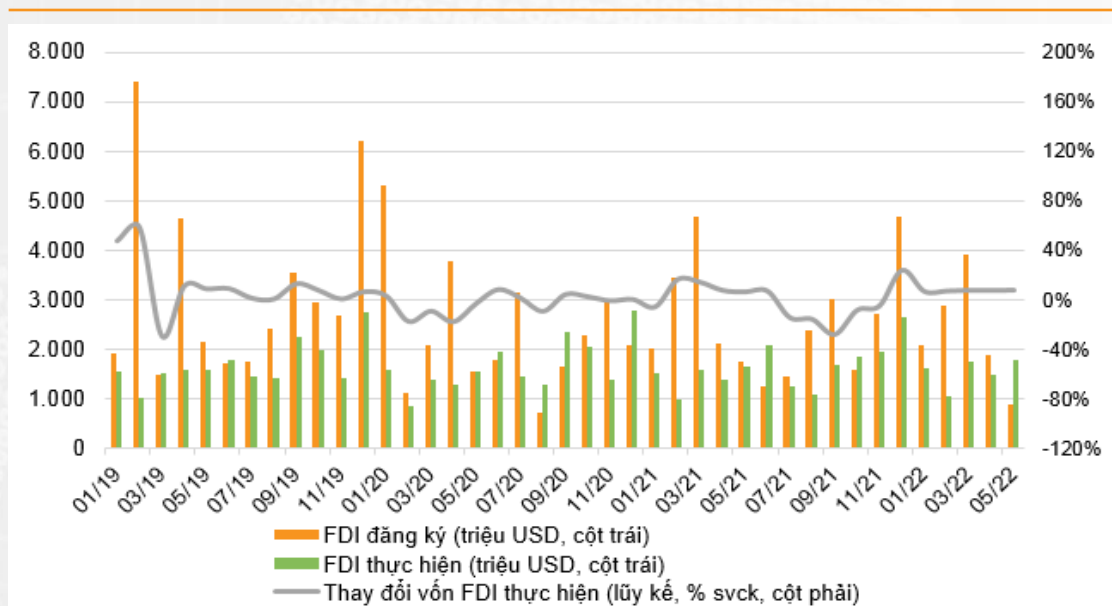


Top các ngành xuất khẩu mạnh trong 5T22



- Theo Tổng cục Hải quan, giá trị xuất khẩu tăng 16,7% svck đạt khoảng 153,3 tỷ USD trong 5T22. Chúng tôi nhận thấy một số yếu tố hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam trong 5T22, bao gồm (1) sản lượng sản xuất cao hơn do tình hình COVID-19 được cải thiện ở Việt Nam, (2) nhu cầu mạnh mẽ đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam trong bối cảnh thiếu lương thực và nguyên liệu sản xuất toàn cầu do ảnh hưởng từ xung đột Nga-Ukraine và (3) giá xuất khẩu được cải thiện trong bối cảnh giá hàng hóa toàn cầu tăng mạnh.
- Giá trị nhập khẩu của Việt Nam đạt 152,9 tỷ USD trong 5T22 (+15,3% svck). Hoạt động nhập khẩu vẫn diễn ra mạnh mẽ do ngành sản xuất Việt Nam liên tục mở rộng đã thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu và sản phẩm đầu vào, trong khi nhu cầu tiêu dùng trong nước phục hồi đã thúc đẩy nhập khẩu hàng hóa tiêu dùng. Do đó, Việt Nam xuất siêu 434 triệu USD trong 5T22, con số này đã được cải thiện đáng kể so với mức nhập siêu 1,2 tỷ USD cùng kỳ năm ngoái.

Vốn thực hiện của các dự án FDI tăng 7,8% svck trong khi vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 16,4% svck trong 5T22

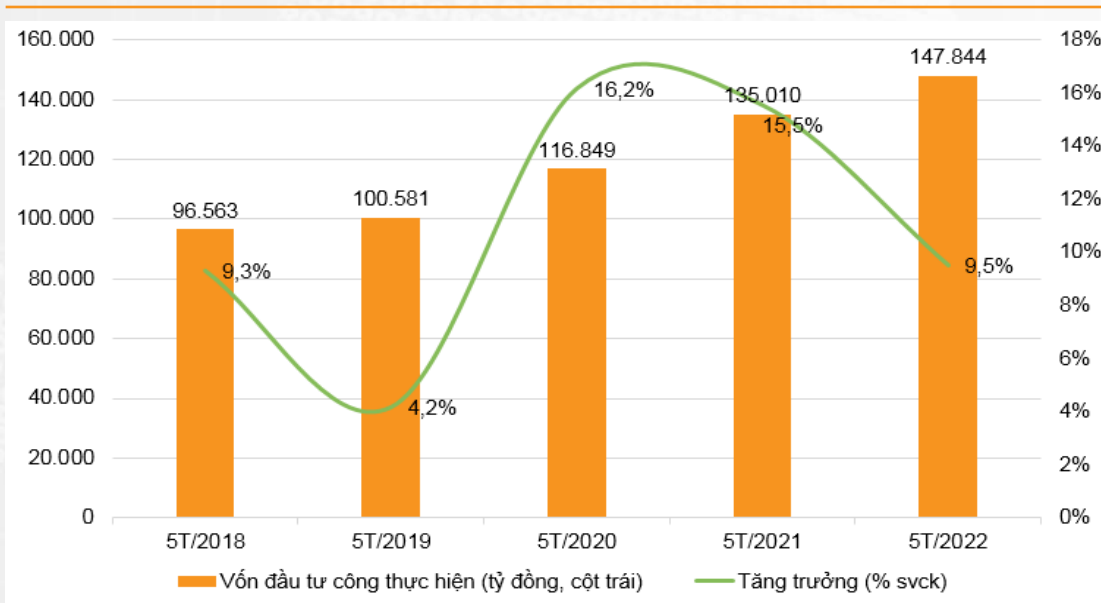


Danh sách các dự án FDI lớn trong 5T22

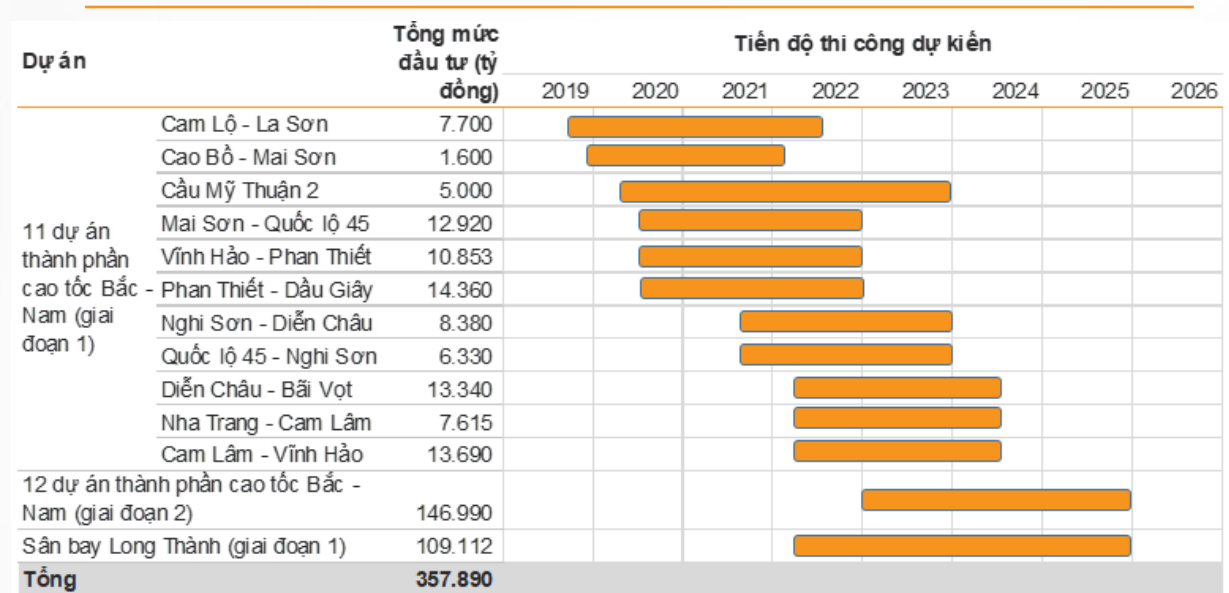
| Dự án | Lĩnh vực | Vốn đăng ký (tỷ USD) | Tỉnh, thành phố |
|---|----------------------|----------------------|-----------------|
| Nhà máy đồ chơi Lego (Đan Mạch) | Sản xuất | 1,3 | Bình Dương |
| Dự án mở rộng VSIP Bắc Ninh (Singapore) | Khu công nghiệp | 0,9 | Bắc Ninh |
| Mở rộng nhà máy Samsung Thái Nguyên (Hàn Quốc) | Sản xuất | 0,9 | Thái Nguyên |
| Nhà máy sản xuất thiết bị điện tử Goertek (Hong Kong, Trung Quốc) | Sản xuất | 0,3 | Nghệ An |
| Các dự án thương mại và dịch vụ của GE Việt Nam (Hàn Quốc) | Thương mại & dịch vụ | 0,2 | Bắc Ninh |
| Nhà máy sản xuất linh kiện điện tử (JNTC - Hàn Quốc) | Sản xuất | 0,2 | Phú Thọ |

- Vốn thực hiện của các dự án FDI đạt 7,7 tỷ USD (+7,8% svck) trong khi vốn đăng ký của các dự án FDI giảm 16,4% svck xuống 11,7 tỷ USD trong 5T22. Vốn FDI đăng ký giảm trong 5T22 chủ yếu do cùng kỳ năm trước ghi nhận một số dự án quy mô rất lớn là Nhà máy điện khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) Long An I, II trị giá 3,1 tỷ USD và nhà máy nhiệt điện Ô Môn II trị giá 1,3 tỷ USD. Trong khi đó, dự án FDI đăng ký lớn nhất trong 3T22 là nhà máy sản xuất đồ chơi Lego, trị giá 1,3 tỷ USD.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo từ đầu năm nay rằng vốn FDI đăng ký và vốn FDI thực hiện tăng trưởng lần lượt 10% và 9% svck cho cả năm 2022. Cần lưu ý, dòng vốn FDI vào Việt Nam giảm mạnh trong Q3/21 do ảnh hưởng từ đợt bùng phát dịch COVID-19 lần thứ tư.

Vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) tăng 9,5% svck trong 5T22

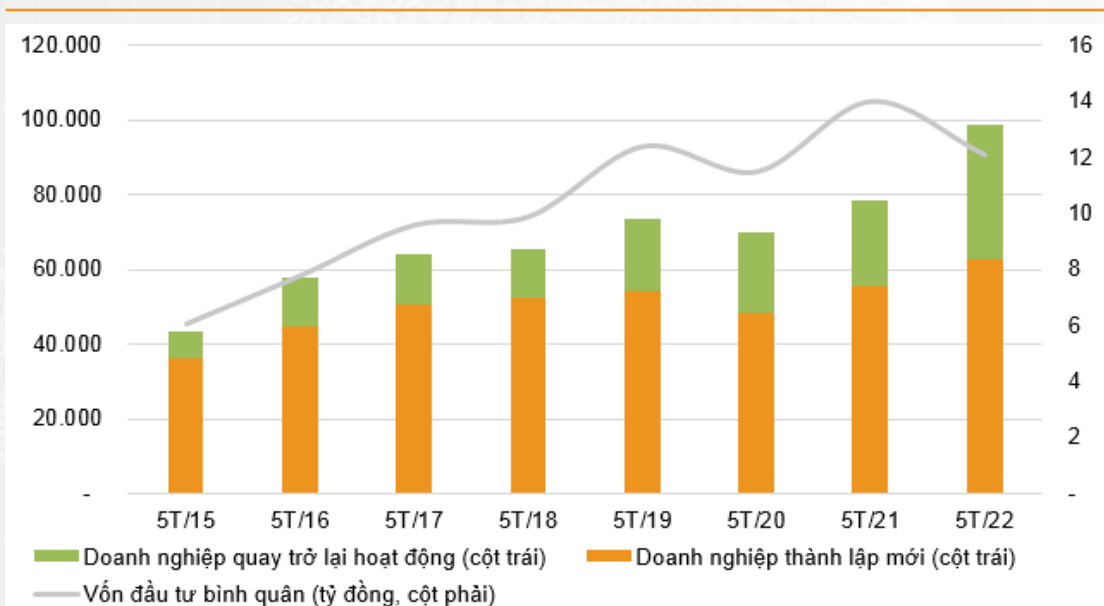


Tiến độ các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm giai đoạn 2021-2025

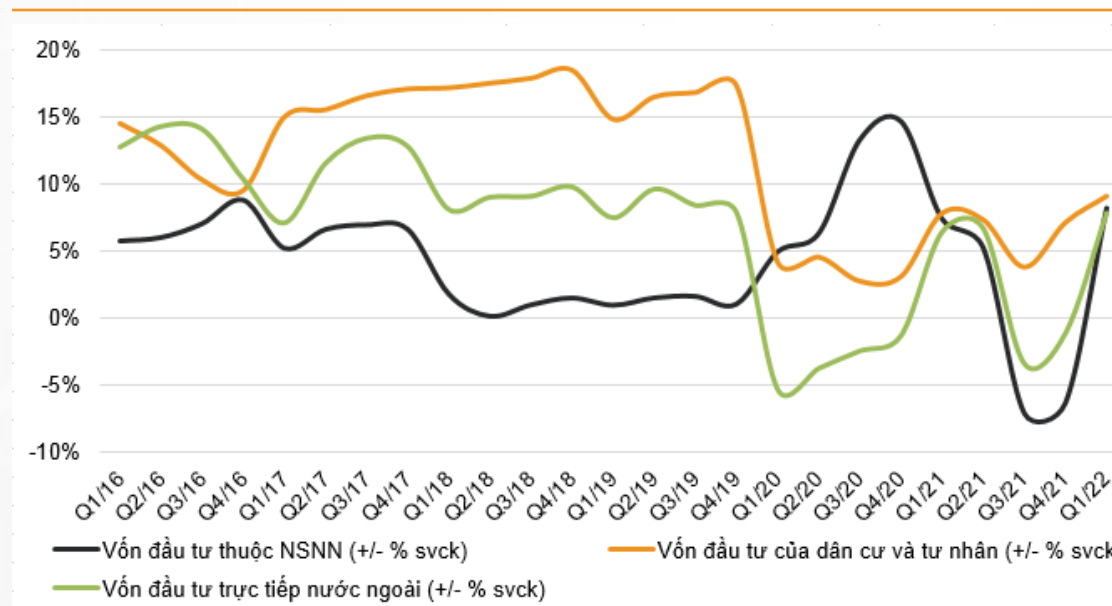


- Theo TCTK, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong 5T22 tăng 9,5% svck đạt 147,8 nghìn tỷ đồng (thấp hơn mức tăng 15,5% trong 5T/21), tương đương 27,7% kế hoạch cả năm.
- Đối với năm 2022, chúng tôi giữ nguyên dự báo vốn đầu tư công thực hiện tăng 20-30% so với thực tế thực hiện trong năm 2021, do tốc độ tăng trưởng sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm 2022 nhờ mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021. Lưu ý rằng, đầu tư công tăng trưởng âm trong sáu tháng cuối năm 2021 do ảnh hưởng của đợt bùng phát dịch COVID-19 thứ tư, giãn cách xã hội và giá vật liệu xây dựng tăng.

Số lượng doanh nghiệp thành lập mới và doanh nghiệp trở lại hoạt động tăng mạnh trong 5T22

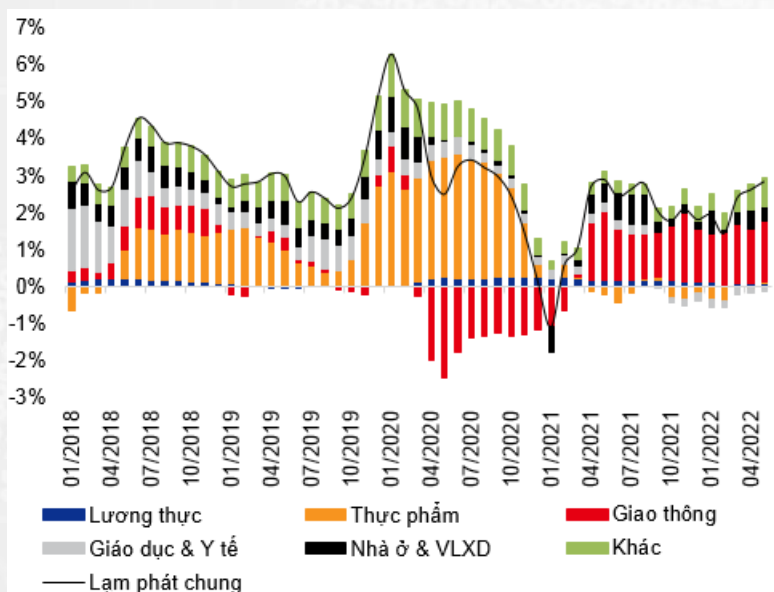


Vốn đầu tư tư nhân tăng trưởng ổn định

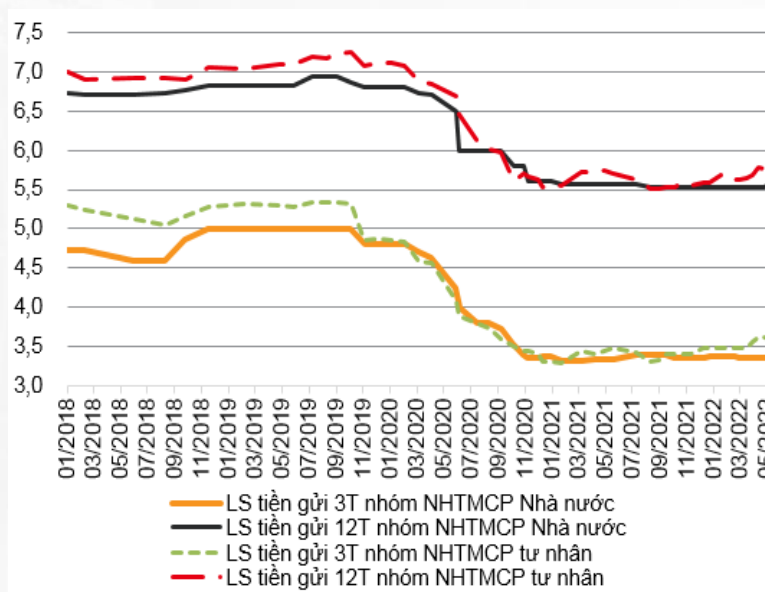


- Trong 5 tháng đầu năm 2022, cả nước có 62.961 doanh nghiệp đăng ký thành lập mới (+12,9% svck). Ngoài ra, có 35.615 doanh nghiệp trở lại hoạt động (+57,8% svck), nâng tổng số doanh nghiệp thành lập mới và doanh nghiệp hoạt động lại trong 5T/22 lên 98.576 doanh nghiệp (+25,8% svck).
- Vốn đầu tư tư nhân đạt 323,1 nghìn tỷ đồng trong Q1/22, chiếm 57,5% tổng vốn đầu tư toàn xã hội và tăng 9,1% svck năm trước (cao hơn mức tăng 7,9% của Q1/21).

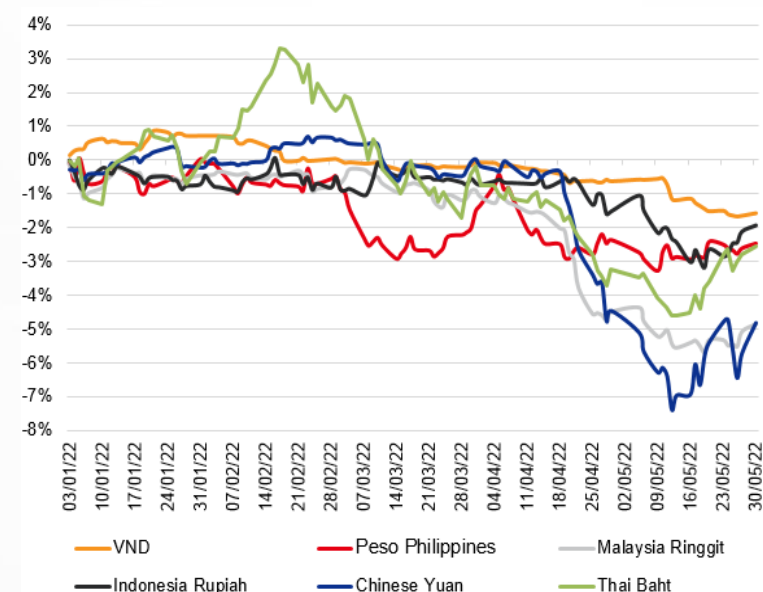
Lạm phát của Việt Nam tăng 2,8% svck trong T5/22



Lãi suất huy động tăng nhẹ trong 5 tháng đầu năm 2022



Tỷ giá USD/ VND tăng 1,6% trong 5T22



- Lạm phát của Việt Nam đang được kiểm soát với CPI bình quân tăng 2,25% svck trong 5T22.
- Tính đến ngày 6/6/2022, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng không đổi so với mức cuối năm 2021 trong khi lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng quốc doanh tăng nhẹ 4 điểm cơ bản (xem hình trên). Trong khi đó, lãi suất huy động kỳ hạn 3 tháng và kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng tư nhân lần lượt tăng 19 và 23 điểm cơ bản so với mức cuối năm 2021.

Triển vọng vĩ mô 6 tháng cuối năm 2022

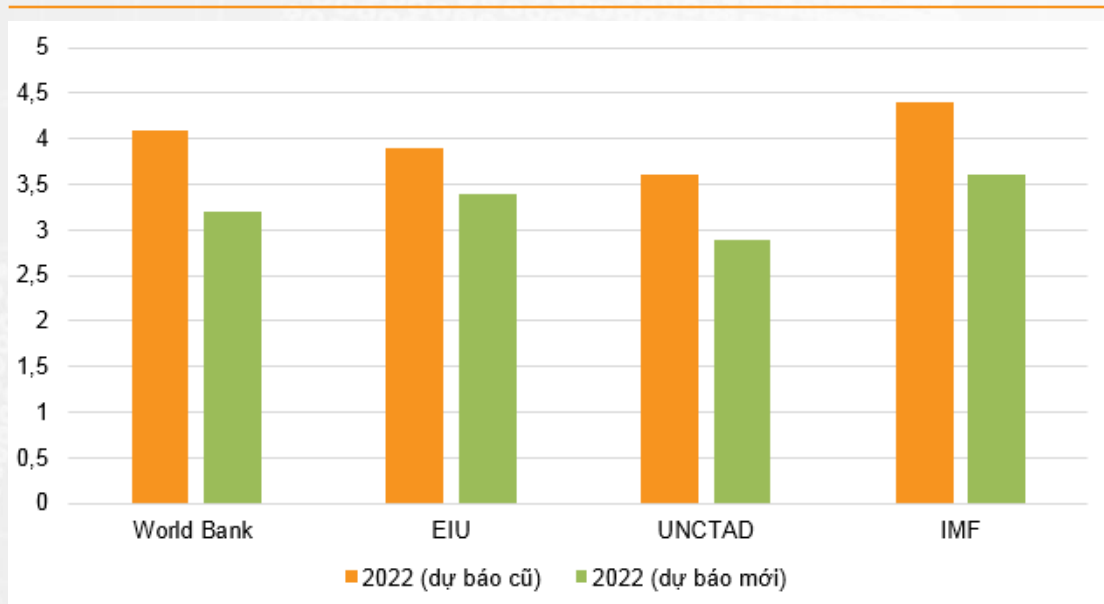
14

VNDIRECT

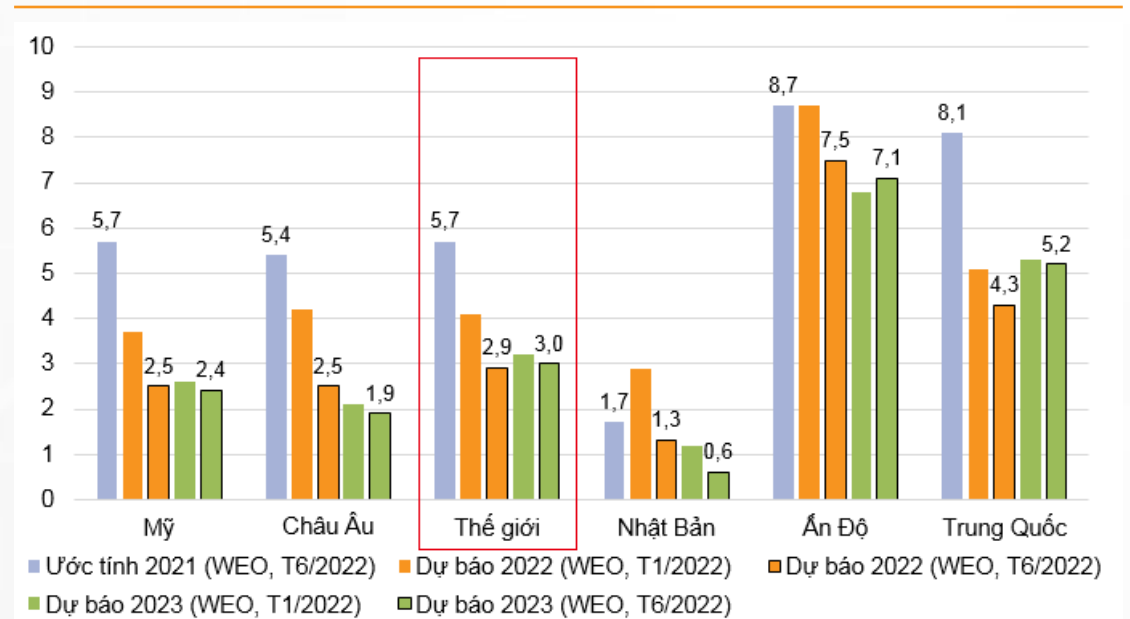
Kỳ vọng tốc độ tăng trưởng tiếp tục cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2022



Các tổ chức nghiên cứu lớn hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu năm 2022 (% svck)

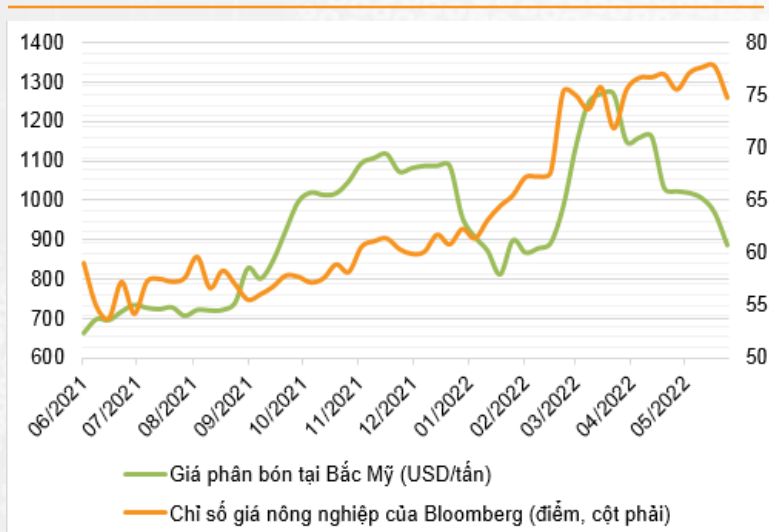


World Bank hạ dự báo tăng trưởng cho các nền kinh tế lớn trong báo cáo mới nhất (% svck)

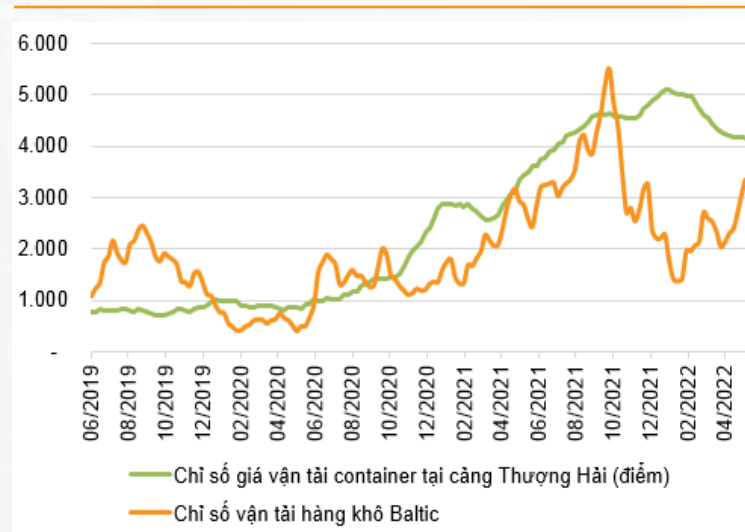


- Các tổ chức nghiên cứu lớn đã hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu 0,5-0,9 điểm phần trăm cho năm 2022 do hậu quả kinh tế của cuộc xung đột Nga-Ukraine. Theo đó, tăng trưởng kinh tế toàn cầu được dự báo trong khoảng 2,9-3,6% svck vào năm 2022, giảm từ mức 5,7% svck trong năm 2021.
- World Bank đã hạ dự báo tăng trưởng GDP của Mỹ và khu vực đồng Euro vào năm 2022 xuống 2,5% svck trong báo cáo mới nhất.
- Bối cảnh tài chính toàn cầu thắt chặt hơn có thể làm giảm triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế toàn cầu, dẫn đến giảm nhu cầu hàng xuất khẩu của Việt Nam.

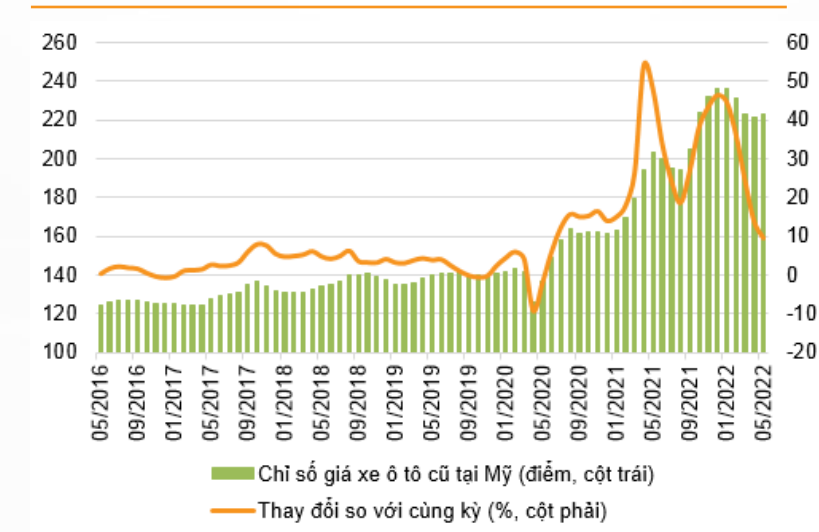
Giá phân bón ở Bắc Mỹ đã giảm mạnh kể từ cuối T3/22



Giá cước vận chuyển đường biển giảm

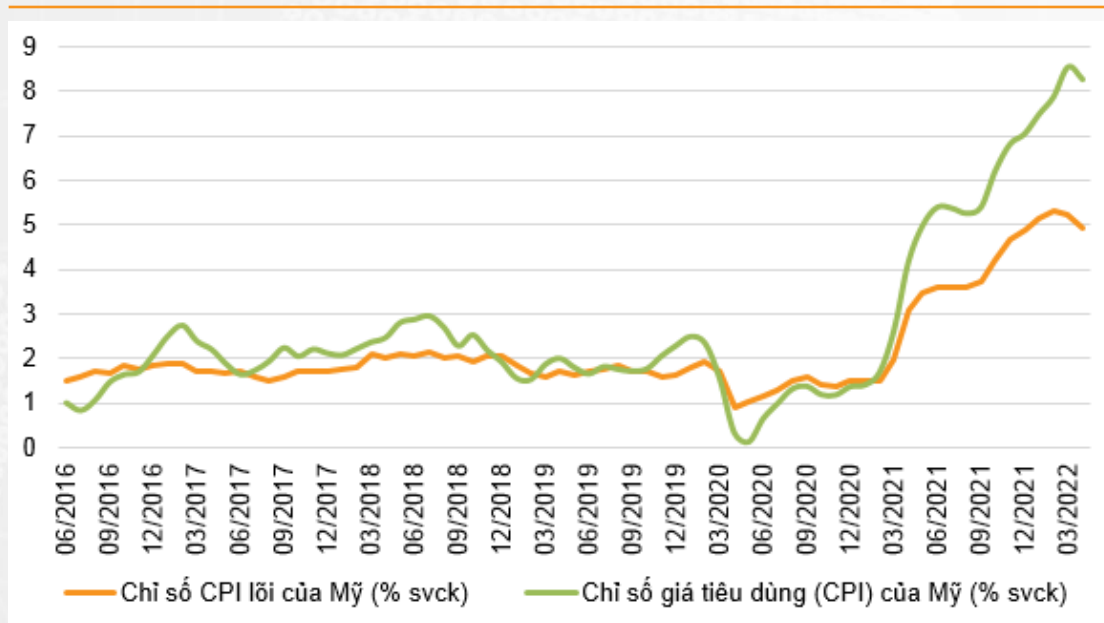


Giá ô tô đã qua sử dụng tại Mỹ cũng đang trên đà giảm

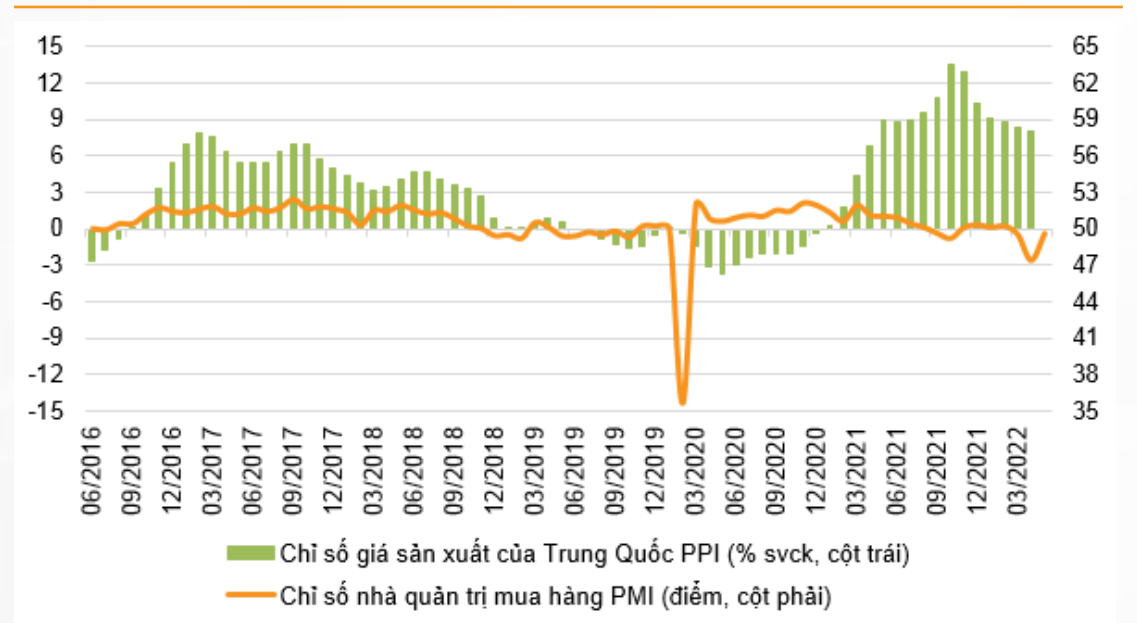


- Giá một số mặt hàng quan trọng có dấu hiệu điều chỉnh như giá phân bón tại Bắc Mỹ, giá ô tô đã qua sử dụng tại Mỹ và giá cước vận tải biển. Giá phân bón giảm giúp giảm chi phí sản xuất nông sản, từ đó góp phần hạ giá lương thực toàn cầu. Giá xe cũ giảm cho thấy cuộc khủng hoảng thiếu xe đã bắt đầu hạ nhiệt. Lưu ý rằng, giá ô tô cũ chiếm 4% trong rổ chỉ số giá tiêu dùng của Hoa Kỳ.
- Trong khi đó, giá cước vận tải biển từ Thượng Hải đến Los Angeles, New York và Rotterdam giảm trung bình 28% so với mức cao nhất năm ngoái, theo dữ liệu của LPL Financial. Điều này giúp giảm giá hàng hóa nhập khẩu, từ đó giảm lạm phát nhập khẩu ở nhiều nước trên thế giới.

Chỉ số giá tiêu dùng tại Mỹ (+/- svck)

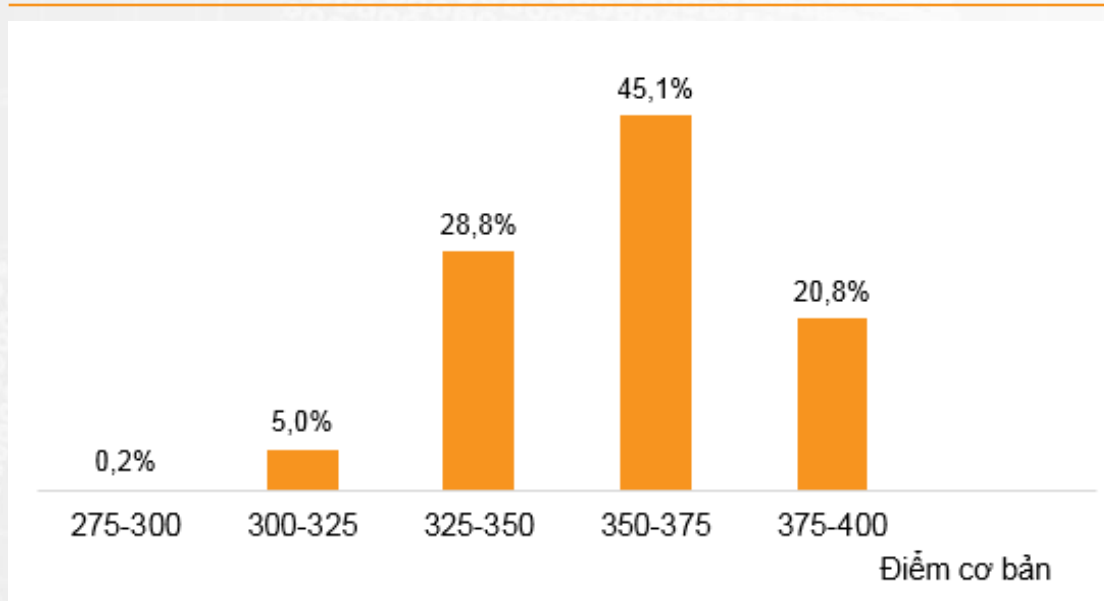


Chỉ số giá sản xuất (PPI) ở Trung Quốc đã liên tục giảm từ T11/21

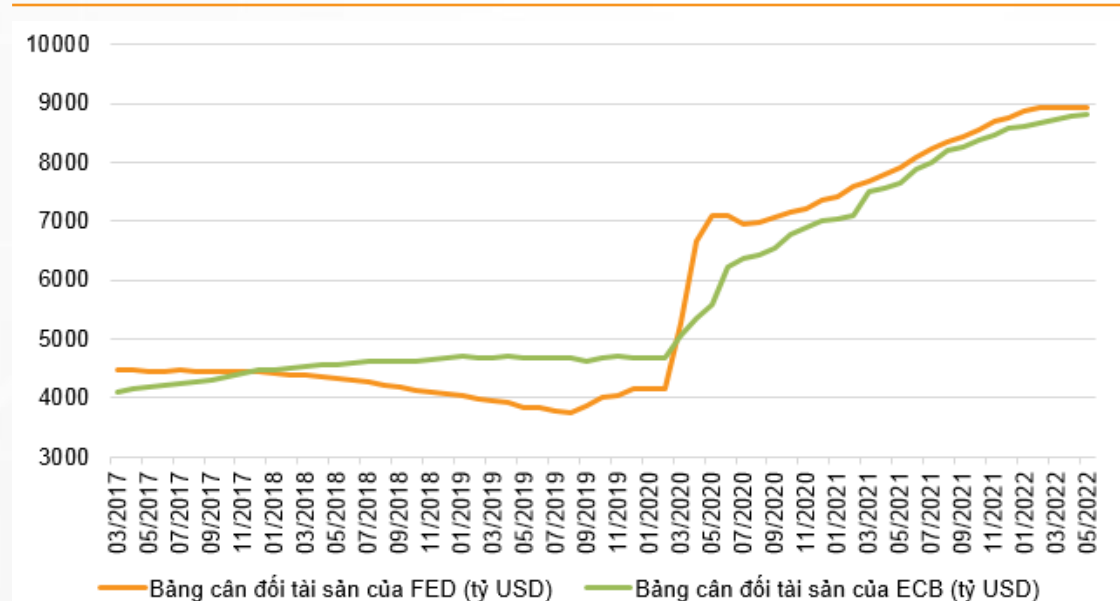


- Chúng tôi nhận thấy các yếu tố hỗ trợ khác giúp hạ nhiệt lạm phát toàn cầu, bao gồm (1) Trung Quốc nới lỏng giãn cách xã hội, đặc biệt là ở các trung tâm công nghiệp lớn, sẽ giúp cải thiện tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, (2) Chỉ số giá sản xuất (PPI) ở Trung Quốc liên tục giảm kể từ tháng 11/21, (3) Các nhà máy lọc dầu ở Mỹ tăng sản lượng lọc dầu, điều này sẽ giúp giảm giá xăng dầu trong nửa cuối năm 2022, (4) FED và nhiều ngân hàng trung ương trên thế giới quyết liệt tăng lãi suất điều hành và giảm quy mô bảng cân đối kế toán, giúp hạ nhiệt lạm phát.

Phân bổ xác suất các mức lãi suất điều hành của FED vào cuộc họp ngày 14/12/2022

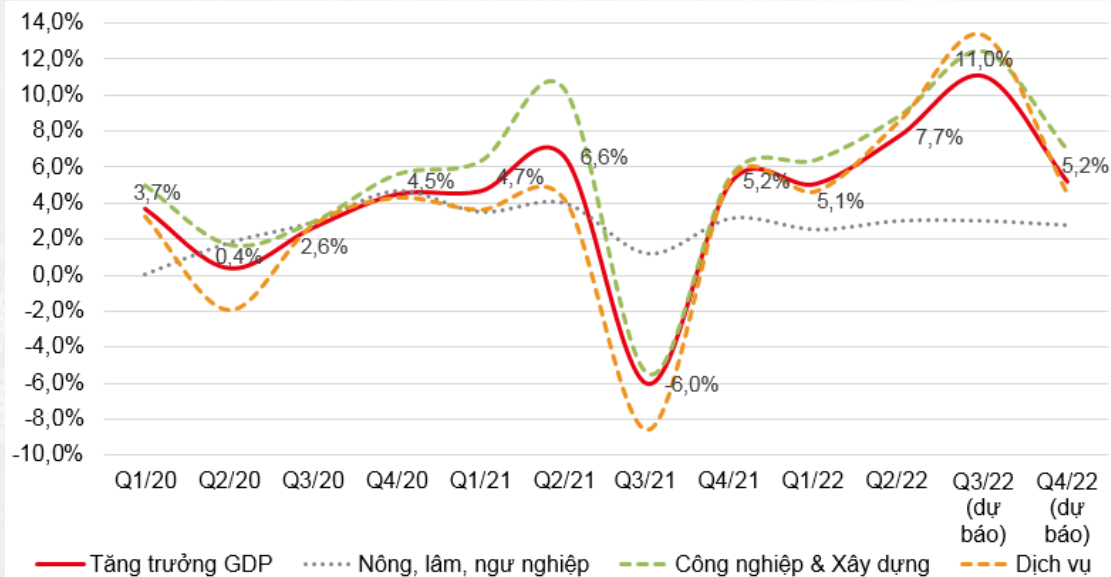


Fed tuyên bố bắt đầu giảm quy mô bảng cân đối kế toán vào tháng 6 năm 2022

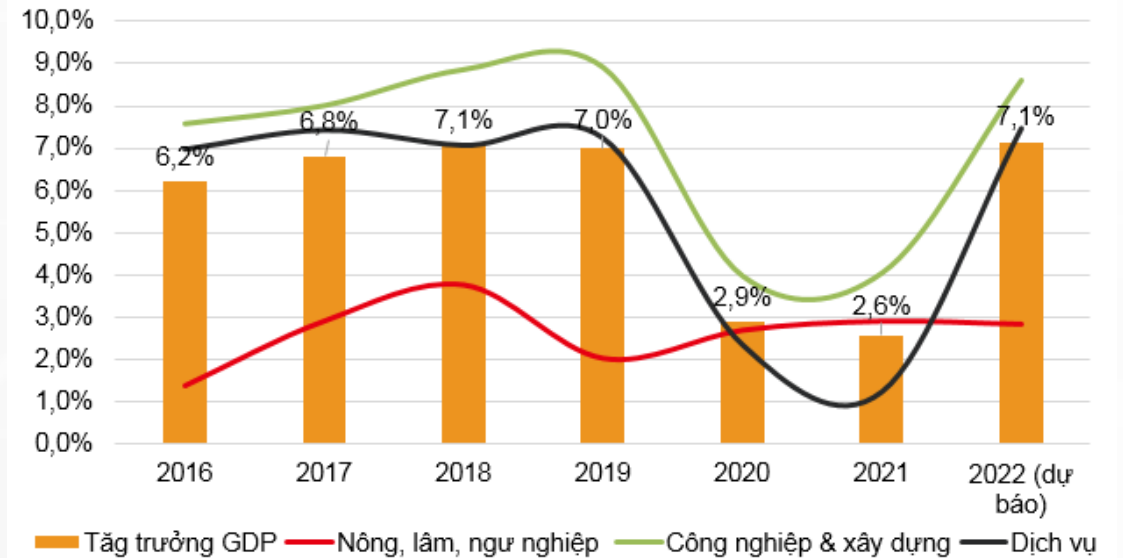


- Tại cuộc họp gần đây nhất được tổ chức vào ngày 14-15 tháng 6 năm 2022, Ủy ban Thị trường Mở Liên bang (FOMC) đã bỏ phiếu để tăng lãi suất huy động của FED thêm 75 điểm cơ bản lên khoảng mục tiêu mới từ 1,5% đến 1,75%. Quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 0,75% đánh dấu mức tăng mạnh nhất được thực hiện chỉ trong thời gian một cuộc họp kể từ tháng 11 năm 1994. Về lộ trình tăng lãi suất, các thành viên FOMC dự báo lãi suất điều hành có thể tăng lên 3,1-3,6% vào cuối năm 2022 và 3,6-4,1% vào năm 2023.
- FED cũng quyết định giảm quy mô bảng cân đối kế toán từ T6/22, bắt đầu với 47,5 tỷ USD mỗi tháng (30 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 17,5 tỷ USD chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp), sau ba tháng sẽ là 95 tỷ USD mỗi tháng (60 tỷ USD trái phiếu Kho bạc Mỹ và 35 tỷ USD chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp). Theo kế hoạch trên, FED có thể giảm quy mô bảng cân đối kế toán của mình khoảng 427,5 tỷ USD trong nửa cuối 2022. Con số này tương đối nhỏ (chiếm 5% quy mô bảng cân đối hiện tại), do đó chưa tác động nhiều đến thanh khoản thị trường tài chính toàn cầu.

Tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng tốc trong những quý tới.

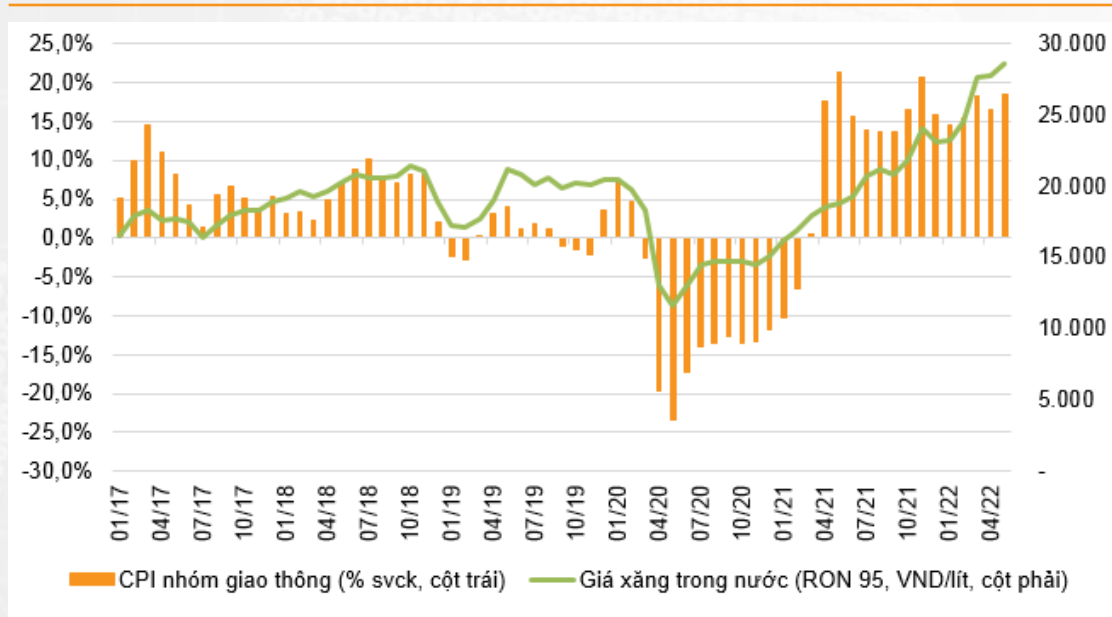


Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam tăng 7,1% svck trong năm 2022

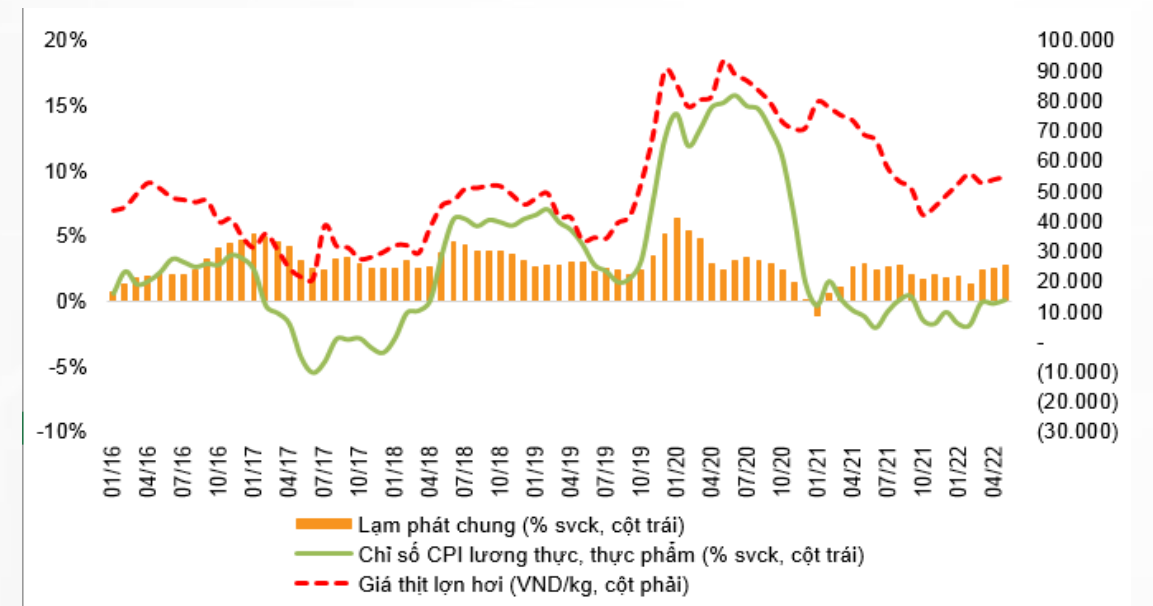


- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam tăng 7,8% svck trong 6 tháng cuối năm 2022 (so với mức giảm 0,2% nửa cuối năm 2021), qua đó nâng tốc độ tăng trưởng cả năm 2022 lên 7,1% svck (+/- 0,3 điểm %).
- Những động lực chính đến từ (1) mức nền thấp của Q3/21 khi GDP của Việt Nam giảm 6,0% svck năm 2020, (2) việc mở cửa trở lại các dịch vụ không thiết yếu, bao gồm giao thông công cộng, du lịch và giải trí, (3) các gói kích thích kinh tế mới (giảm thuế VAT 2%, nâng quy mô gói cấp bù lãi suất với tổng giá trị 40.000 tỷ VND, giải ngân gói đầu tư cơ sở hạ tầng trị giá 113.550 tỷ VND, ...), (4) dòng vốn FDI phục hồi sau khi Chính phủ cấp phép cho các chuyến bay thương mại quốc tế và (5) hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ.

Giá xăng dầu tăng cao gây áp lực lên lạm phát

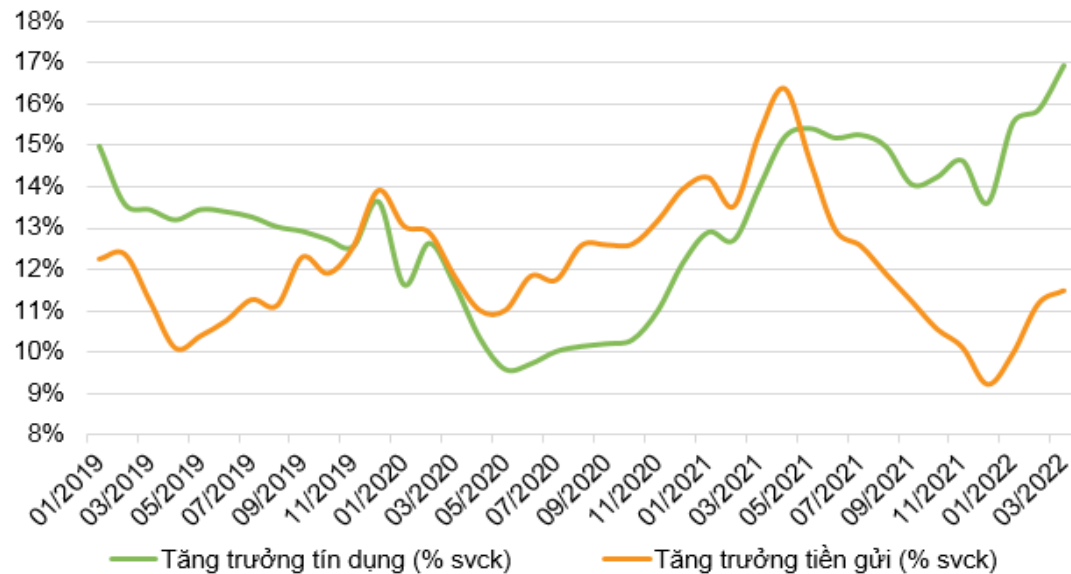


CPI nhóm thực phẩm vẫn ở mức thấp nhờ sản lượng trong nước ổn định và nhu cầu tiêu dùng tương đối thấp

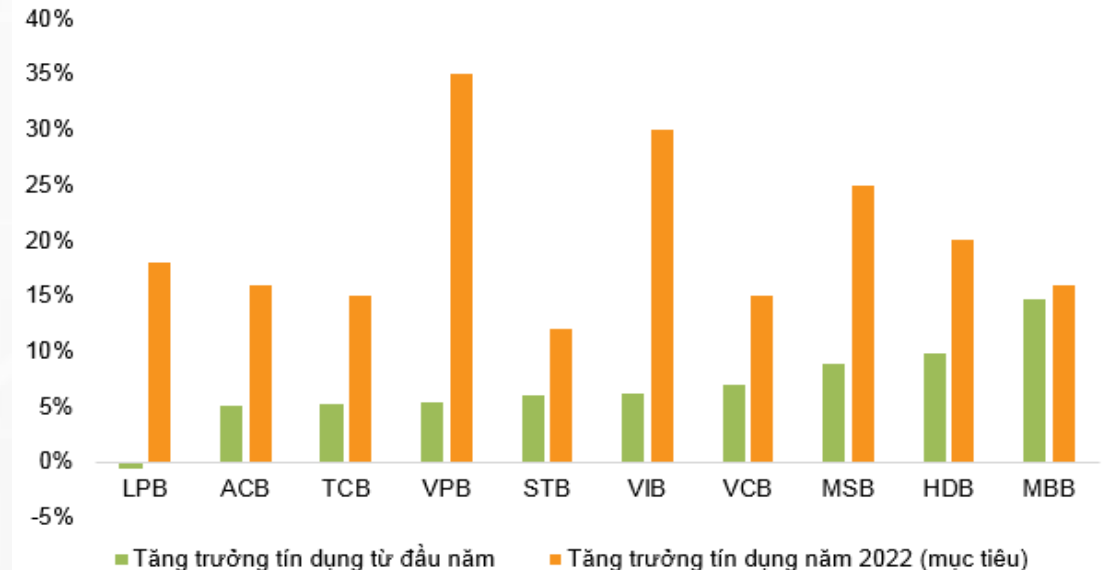


- Chúng tôi dự báo lạm phát của Việt Nam tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2022 do (1) Nhu cầu trong nước phục hồi, (2) Giá xăng dầu sẽ vẫn ở mức cao trong nửa cuối năm 2022, (3) Giá nguyên liệu đầu vào tăng cao hơn kéo theo chi phí sản xuất trong nước tăng lên.
- Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng Chính phủ có đủ nguồn lực để kiểm soát mức trung bình lạm phát năm nay theo như mục tiêu của Quốc hội đề ra là dưới 4% cho năm 2022. Chính phủ đang thực hiện các giải pháp cần thiết để kiềm chế lạm phát trong năm nay, bao gồm giảm thuế môi trường đối với xăng dầu để hạ giá xăng trong nước và điều chỉnh giá các dịch vụ công, ví dụ như học phí. Chính phủ đã lên kế hoạch tiếp tục giảm thuế đối với các mặt hàng xăng dầu nếu giá dầu thế giới tiếp tục tăng nhằm kiểm soát lạm phát. Nhìn chung, chúng tôi duy trì dự báo CPI bình quân của Việt Nam năm 2022 ở mức 3,5% svck.

Tăng trưởng tín dụng tăng tốc kể từ đầu năm 2022

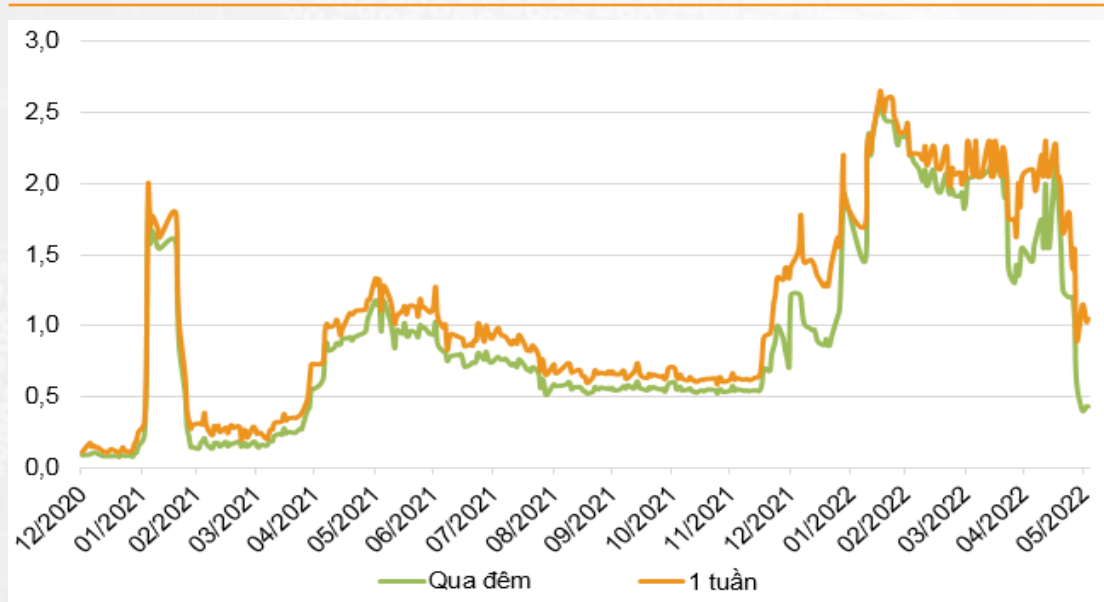


Mục tiêu tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng thực tế của các Ngân hàng Thương mại

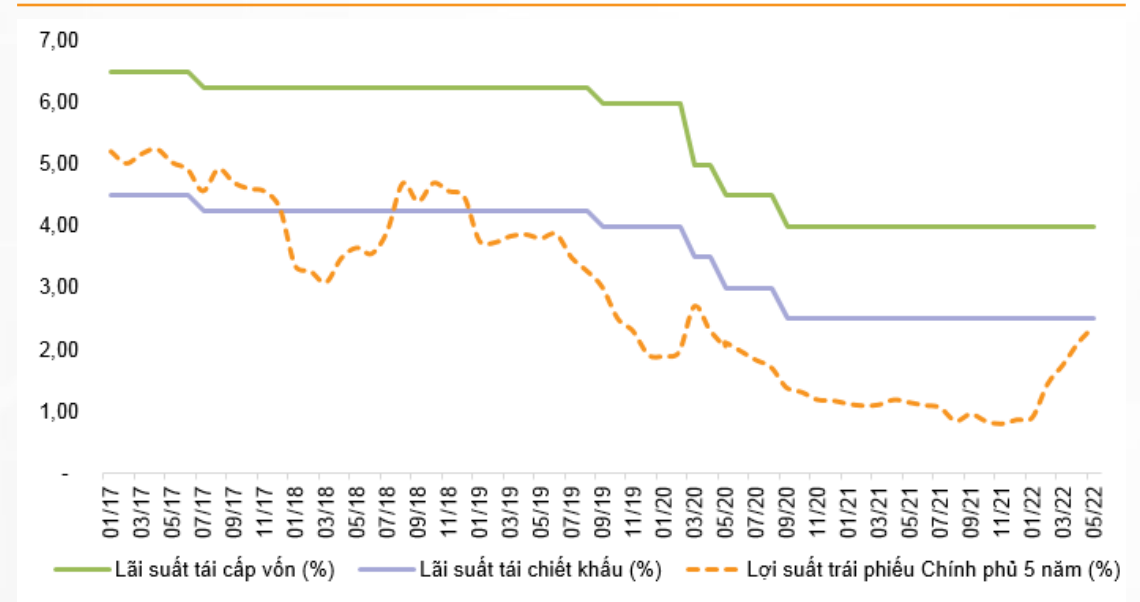


- Chúng tôi dự báo đà tăng lãi suất huy động sẽ chậm lại trong Q3/22 vì nhu cầu huy động vốn thấp do nhiều ngân hàng đã tạm hết dư địa để tăng trưởng tín dụng. Tuy nhiên, đà tăng của lãi suất huy động có thể tăng tốc trở lại trong Q4/22 sau khi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) nâng hạn mức tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng thương mại (NHTM).
- Chúng tôi cho rằng rằng lãi suất huy động có thể tiếp tục tăng thêm 30-50 điểm cơ bản trong 6 tháng cuối năm 2022. Chúng tôi dự báo lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NHTM có thể tăng lên mức khoảng 5,9-6,1%/năm (bình quân) vào cuối năm 2022, mức này vẫn thấp hơn so với mặt bằng trước đại dịch là khoảng 7,0%/năm.

Lãi suất liên ngân hàng giảm trong T5/22

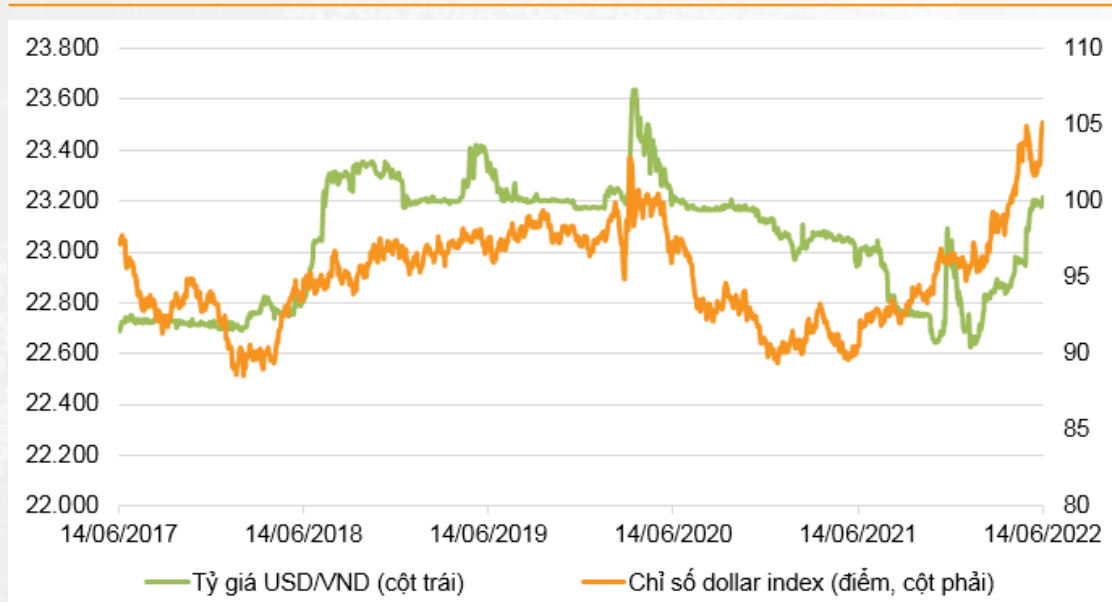


Lãi suất điều hành giữ nguyên kể từ Q4/20

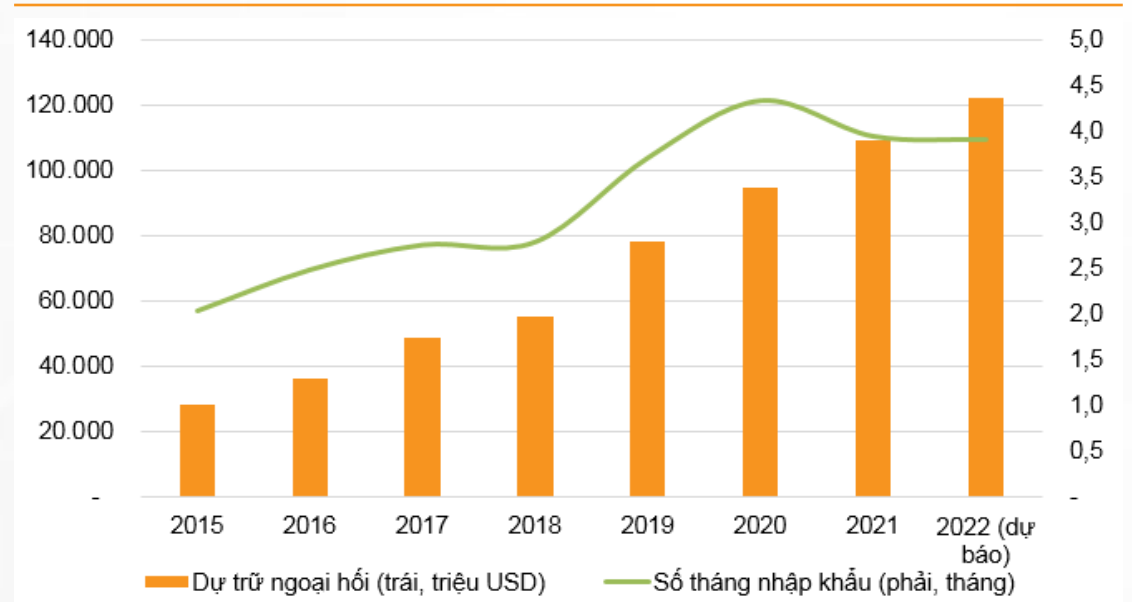


- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ nỗ lực duy trì chính sách tiền tệ “phù hợp”, không thắt chặt chính sách ngay lập tức để hỗ trợ phục hồi kinh tế và ổn định thị trường vì: (1) Mặc dù áp lực lạm phát dự kiến sẽ gia tăng trong các tháng tới, chỉ số giá tiêu dùng bình quân nửa đầu năm 2022 được dự báo ở mức 2,5% svck, thấp hơn so với mục tiêu 4%. (2) Cầu trong nước vẫn yếu và chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch và (3) NHNN vẫn ưu tiên mục tiêu duy trì lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ doanh nghiệp và phục hồi kinh tế. Đối với lãi suất điều hành, nếu có đợt tăng nào trong năm nay thì khả năng cao sẽ diễn ra vào quý 4/2022 và mức tăng (nếu có) sẽ hạn chế, khoảng 0,25-0,5%. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tín dụng của Việt Nam vẫn cao ở mức tăng trưởng 14% svck vào năm 2022.
- Chúng tôi dự báo gói cấp bù lãi suất có thể giảm lãi suất cho vay trung bình từ 20-40 điểm vào năm 2022. Tuy nhiên, tác động thực tế của gói bù lãi suất với doanh nghiệp và nền kinh tế có thể giảm bớt nếu các NHTM tăng lãi suất cho vay đối với các khoản vay thông thường khác để bù đắp việc tăng lãi suất huy động.

Tỷ giá USD/VND tăng 1,6% trong 5T/22 do chỉ số đồng USD chạm mức cao nhất trong 20 năm



Dự trữ ngoại hối của Việt Nam liên tục tăng trong những năm gần đây



- Chúng tôi nhận thấy có một số yếu tố hỗ trợ tiền Đồng trong nửa cuối năm 2022, bao gồm: cải thiện thặng dư thương mại (dự báo đạt khoảng 7,2 tỷ USD vào năm 2022), thặng dư cán cân thanh toán, dự trữ ngoại hối dự kiến tiếp tục tăng (đạt 120-122 tỷ USD, tương đương 3,9 tháng nhập khẩu).
- Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ dao động trong khoảng 22.900-23.300 vào cuối năm 2022, tương ứng mức tăng không quá 2% so với cuối năm 2021.

| Chỉ tiêu | Đơn vị | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 (ước tính) | 2022 (dự báo) |
|---|--------------|-------|-------|-------|--------------------|------------------|
| Tăng trưởng GDP | % svck | 7,1 | 7,0 | 2,9 | 2,6 | 7,1 |
| Tăng trưởng xuất khẩu | % svck | 13,3 | 8,4 | 6,5 | 19,0 | 14,0 |
| Tăng trưởng nhập khẩu | % svck | 11,8 | 6,9 | 3,6 | 26,5 | 13,0 |
| Cán cân thương mại | tỷ USD | 6,9 | 10,9 | 18,9 | 3,3 | 7,2 |
| Cán cân thanh toán | tỷ USD | 5,8 | 12,8 | 12,7 | -1,2 | 5,6 |
| Thặng dư cán cân thanh toán trên GDP | % GDP | 1,9 | 3,8 | 3,7 | -0,3 | 1,4 |
| Dự trữ ngoại hối | tỷ USD | 55,1 | 79,0 | 95,0 | 109,4 | 122,5 |
| Dự trữ ngoại hối trên GDP | % GDP | 17,9 | 23,8 | 27,8 | 30,3 | 31,2 |
| Số tháng nhập khẩu | tháng | 2,8 | 3,7 | 4,3 | 3,9 | 3,9 |
| Lạm phát bình quân | % svck | 3,5 | 2,8 | 3,2 | 1,8 | 3,5 |
| Tăng trưởng tín dụng | % từ đầu năm | 13,9 | 13,7 | 12,1 | 13,6 | 14,0 |
| Dư nợ tín dụng trên GDP | % GDP | 103,9 | 107,1 | 115,7 | 126,9 | 131,6 |
| Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán | % từ đầu năm | 12,4 | 14,8 | 14,7 | 10,7 | 13,0 |
| Lãi suất tái cấp vốn | % | 6,3 | 6,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0-4,5 |
| Lãi suất huy động 12 tháng (cuối năm) | % | 6,8 | 6,8 | 5,6 | 5,6 | 6,1 |
| Lợi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm (cuối năm) | % | 5,1 | 3,4 | 2,4 | 2,1 | 3,4 |
| Tỷ giá (USD/VND) | % svck | 1,8 | 1,4 | -0,3 | -1,2 | 1,0-2,0 |
| Thâm hụt ngân sách | % GDP | 2,2 | 2,7 | 3,4 | 3,8 | 4,3 |
| Nợ công | % GDP | 46,6 | 43,4 | 45,0 | 45,0 | 46,4 |

- Chúng tôi dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 7,1% svck (+/-0,3 điểm phần trăm) trong năm 2022.
- Nền kinh tế vĩ mô Việt Nam sẽ vẫn duy trì ổn định với lạm phát dự kiến bình quân ở mức 3,5% svck trong năm 2022. Trong khi đó, Việt Nam có thể có thặng dư thương mại (~ 7-8 tỷ USD) và thặng dư tài khoản vãng lai vào năm 2022.
- Chúng tôi duy trì quan điểm lãi suất huy động có thể tăng 30-50 điểm cơ bản vào năm 2022, trong khi lãi suất cho vay có thể duy trì ở mức thấp nhờ gói bù lãi suất của Chính phủ.

Tổng quan thị trường

6T/2022

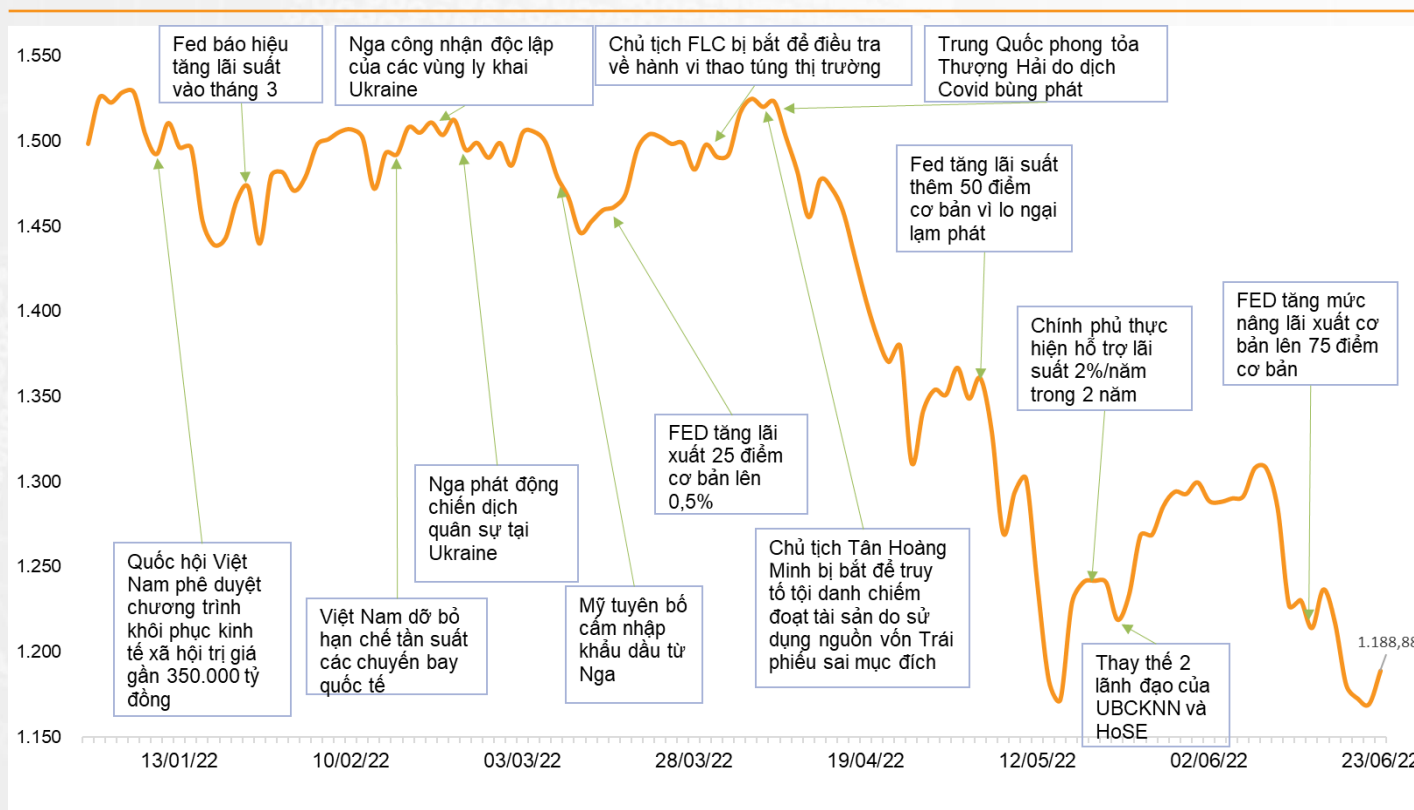
25

VNDIRECT

Diễn biến không như kỳ vọng



Tính tới ngày 23/6/2022, VN-INDEX đã giảm 20,7% so với đầu năm

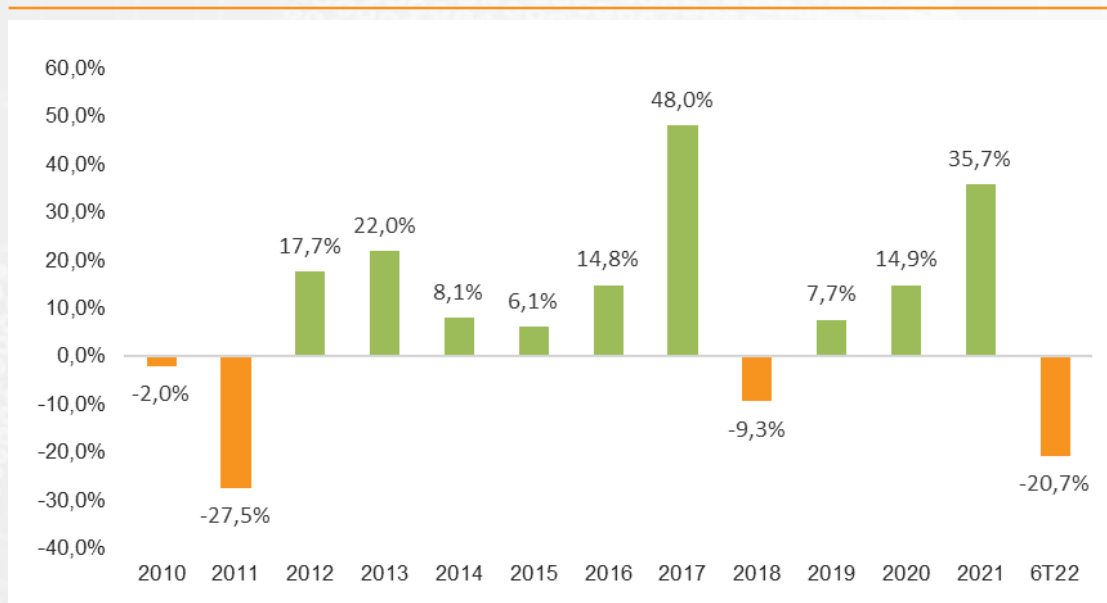


Sau khi đạt mức cao lịch sử tại 1.528,6 điểm vào ngày 6/1/2022, chỉ số VN-Index đã giảm mạnh trong những tháng tiếp theo. Tâm lý tiêu cực lan rộng khiến chỉ số VN-INDEX giảm xuống 1.188,9 điểm (-20,7% sv đầu năm) vào ngày 23/6/2022. Việc bán tháo của thị trường có thể là do:

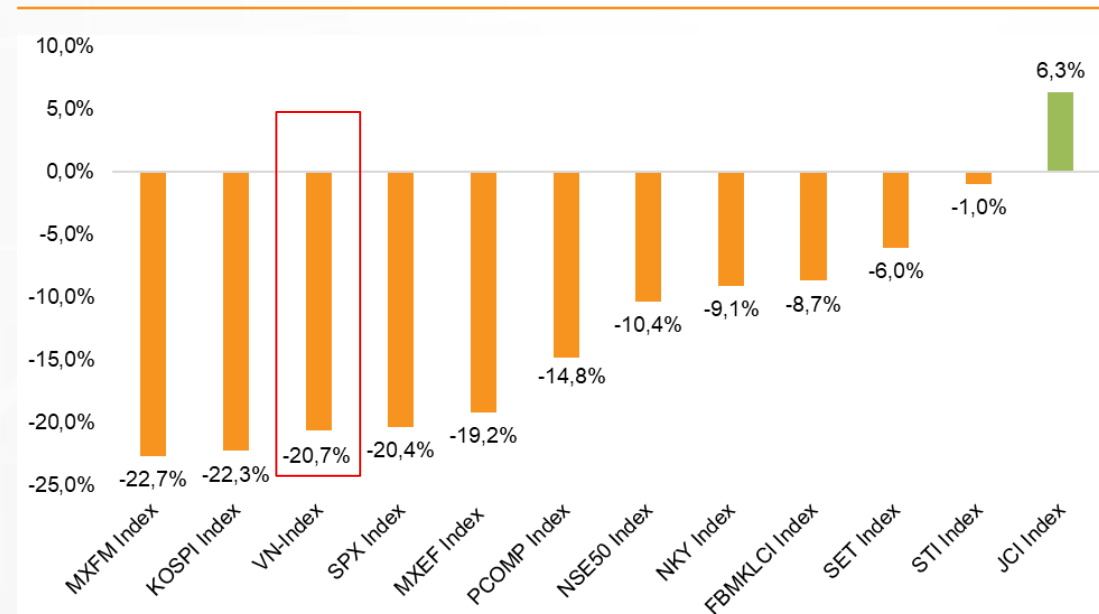
- (1) FED đẩy mạnh thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát.
- (2) lo ngại về tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại do lạm phát cao, gián đoạn chuỗi cung ứng và tình trạng tài chính toàn cầu thắt chặt.
- (3) tâm lý thị trường tiêu cực do các vụ bắt giữ một số chủ tịch công ty lớn liên quan đến thao túng cổ phiếu và gian lận phát hành trái phiếu doanh nghiệp.

Tính từ đầu năm 2022, chỉ số HNX-INDEX đã giảm 41,5% sv đầu năm và UPCOM-INDEX cũng giảm 23,1% sv đầu năm.

Từ đầu năm đến giờ là khoảng thời gian VN-INDEX có hiệu suất kém nhất kể từ năm 2011 (dữ liệu tại ngày 23/6/2022)

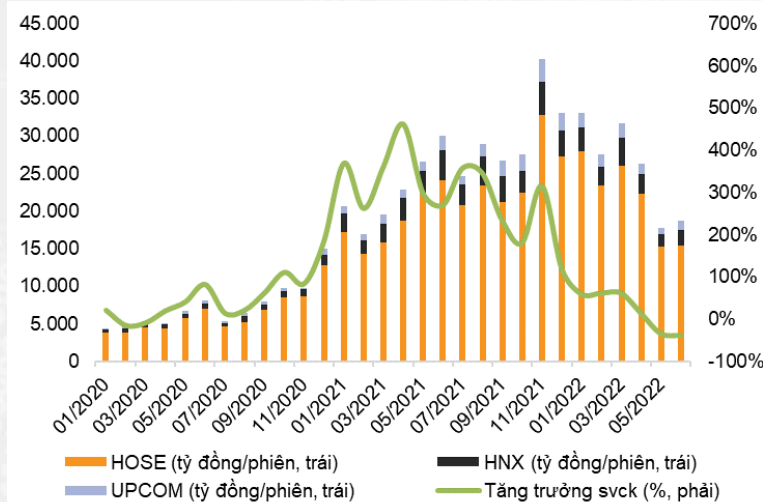


VN-INDEX hoạt động kém hơn các chỉ số trong khu vực Đông Nam Á trong 6T/22 (dữ liệu tại ngày 23/6/2022)

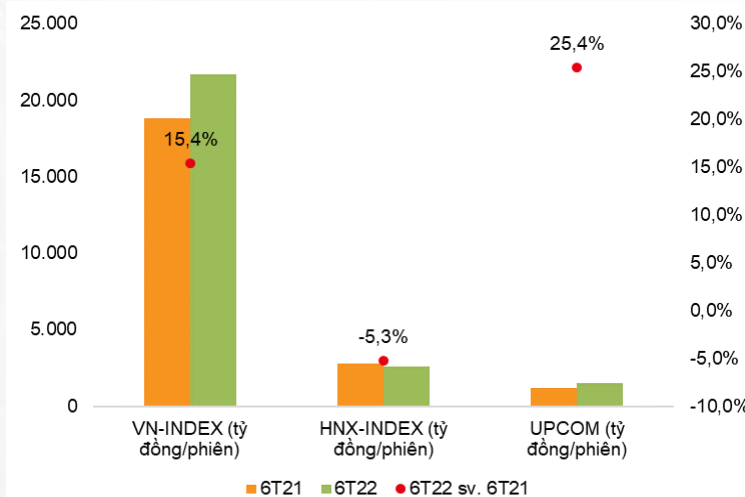


- Chỉ số VN-INDEX giảm mạnh 20,7% sv đầu năm, nhiều hơn tất cả các thị trường chứng khoán Đông Nam Á, bao gồm JCI Index (+6,3% sv đầu năm), STI Index (-1,0% sv đầu năm), SET Index (-6,0% sv đầu năm), FBMKLCL Index (-8,7% sv đầu năm) và PCOMP Index (-14,8% sv đầu năm).

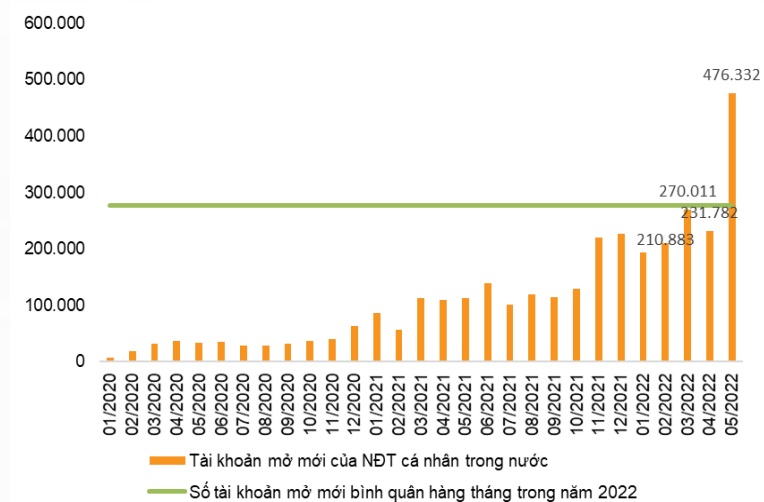
Giá trị giao dịch bình quân phiên đã sụt giảm kể từ T12/21 (dữ liệu tại ngày 23/6/2022)



Thanh khoản trong 6T22 vẫn cao hơn so với 6T21 (dữ liệu tại ngày 23/6/2022)

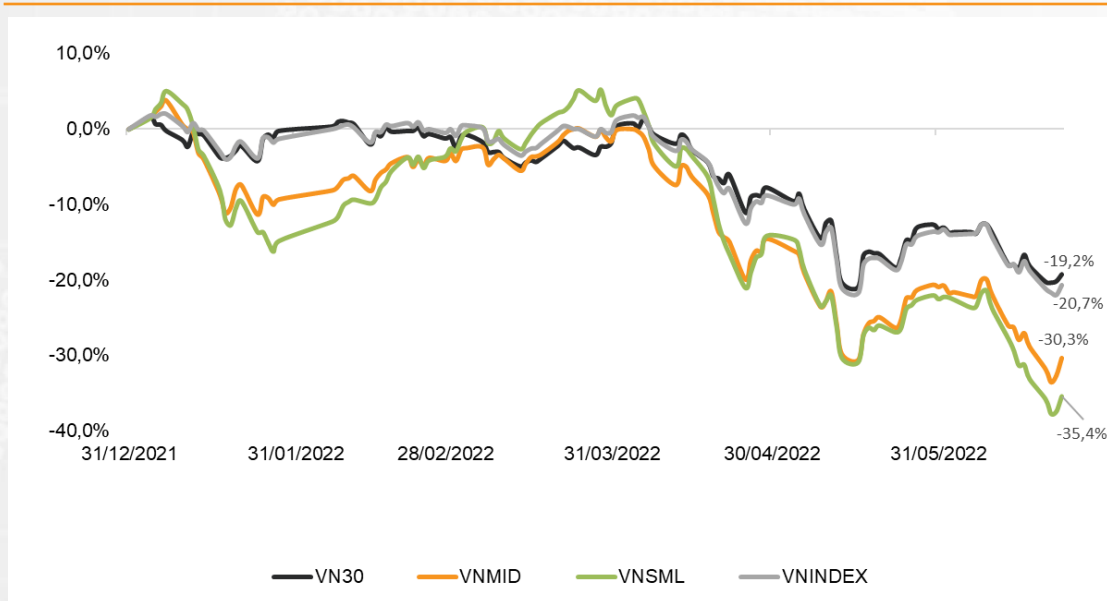


Số tài khoản mở mới cao kỷ lục vào T5/22

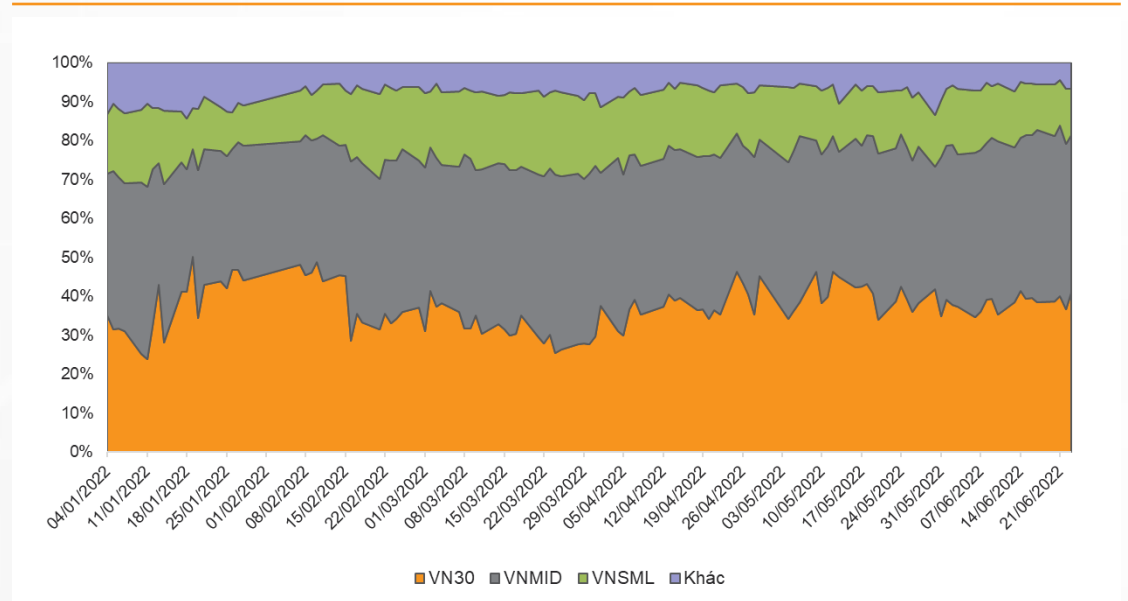


- Cùng với diễn biến xấu của VN-Index, thanh khoản thị trường sụt giảm kể từ T12/21, tuy nhiên giá trị giao dịch bình quân 6T/22 vẫn cao hơn so với 6T/21. Tổng thanh khoản trên 3 sàn chính tăng 13,4% svck lên 25.844 tỷ đồng/phiên trong 6T/22, trong đó giá trị giao dịch hàng ngày trên VN-INDEX và UPCOM-INDEX cũng tăng lên lần lượt là 21.701 tỷ đồng/phiên (+15,4% svck) và 1,520 tỷ/phiên (+25,4% svck). Trong khi đó, giá trị giao dịch hàng ngày trên HNX-INDEX giảm xuống còn 2.623 tỷ đồng/phiên (-5,3% svck).
- Trong 5T/22, các nhà đầu tư trong nước đã mở tổng cộng 1,38 triệu tài khoản, gần bằng tổng số tài khoản được mở trong cả năm 2021 (1,53 triệu), nâng tỷ lệ sử dụng tài khoản chứng khoán của Việt Nam lên khoảng 5,7%.

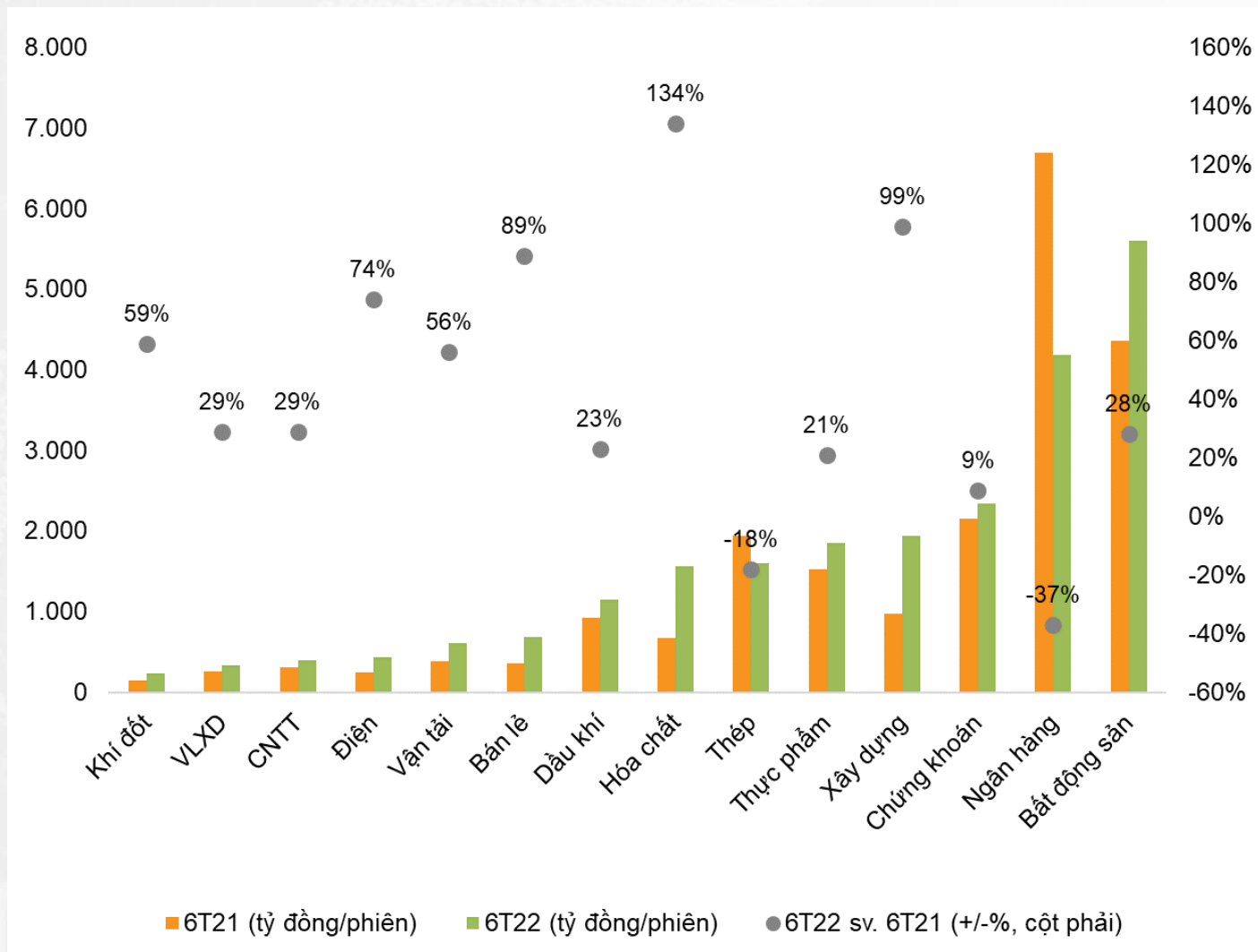
Diễn biến các chỉ số theo vốn hóa trong 6T22 (% svck)
(dữ liệu tại ngày 23/6/2022)



Dòng tiền đầu tư phân bổ vào các nhóm chỉ số theo vốn hóa
(dữ liệu tại ngày 23/6/2022)

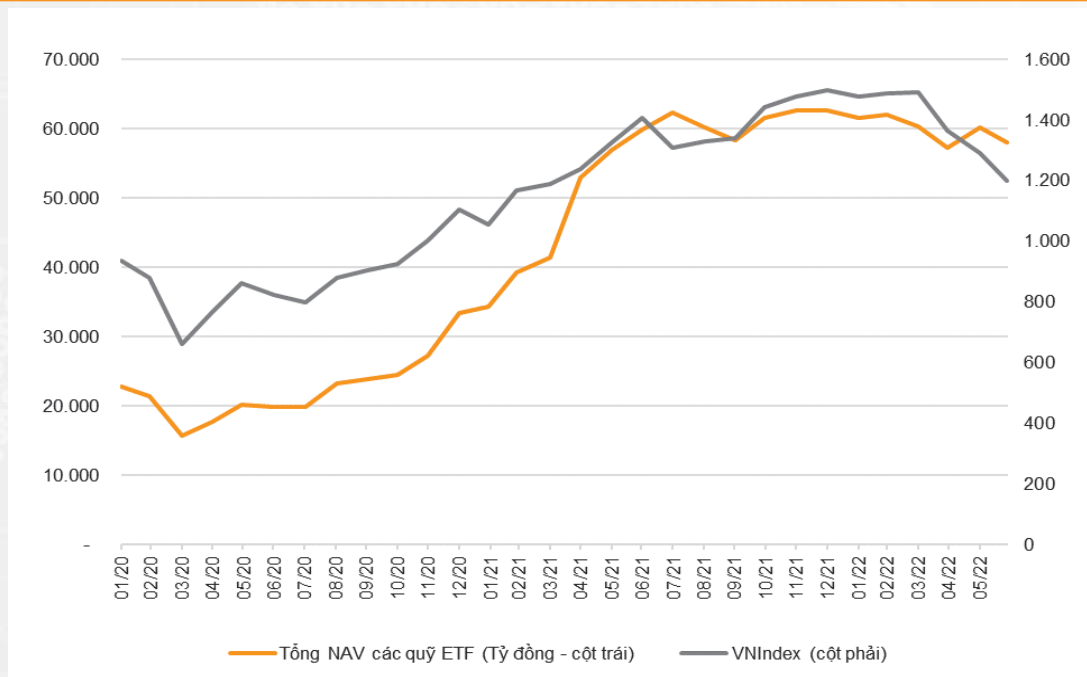


- Nhóm vốn hóa trung bình và nhỏ đã từng là động lực chính giúp VN-Index có kết quả ấn tượng trong 6 tháng cuối năm 2021, tuy nhiên xu hướng đó đã thay đổi. VNSML trở thành chỉ số có diễn biến xấu nhất trong 6T22 với mức giảm 35,4% sv đầu năm, theo sau là VNMID (-30,3% sv đầu năm).
- Hiện tại, tỷ trọng nhóm vốn hóa trung bình chiếm khoảng 41,6% giá trị giao dịch hàng ngày, tiếp theo là VN30 (38,3%) và nhóm vốn hóa nhỏ (14,2%).

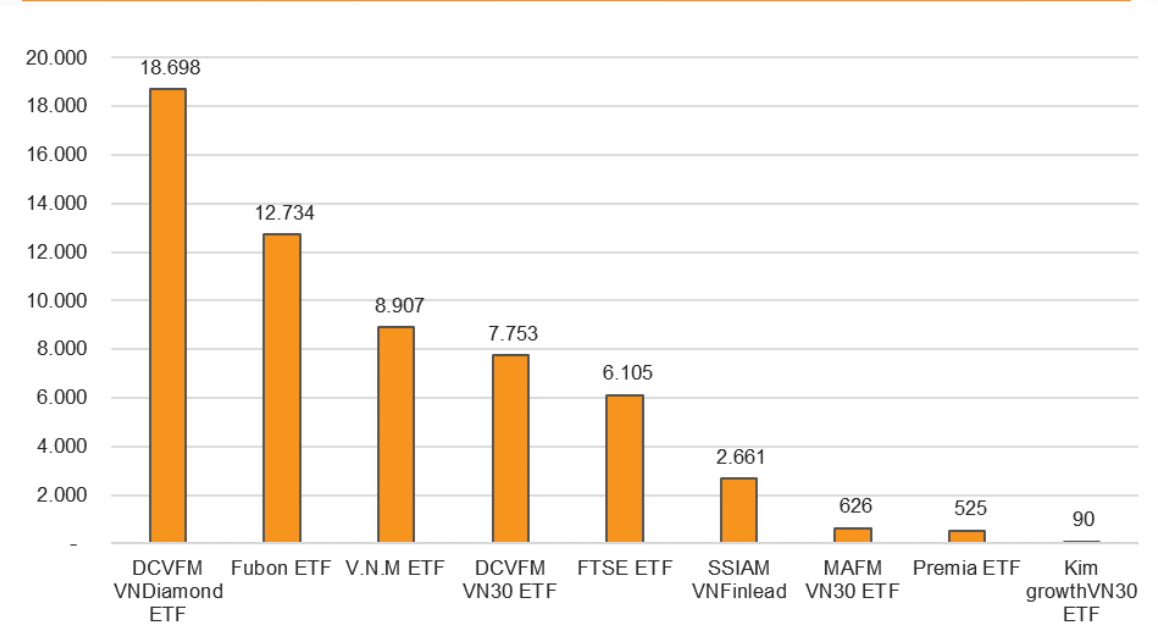


- Trong 6T/22, hầu hết các ngành (trừ ngành Thép và Ngân hàng) đều có thanh khoản tăng đột biến. Trong số đó, ngành Hóa chất (+134% svck) có dòng tiền đổ vào nhiều nhất do giá phốt pho và phân bón tăng cao, xuất phát từ tình hình địa chính trị ở Ukraine. Các ngành khác thu hút dòng tiền bao gồm Xây dựng (+99% svck), Bán lẻ (+89% svck), Điện (+74% svck), Khí đốt (+59% svck), Vận tải (+56% svck), CNTT (+29% svck), Vật liệu xây dựng (+29% svck), Bất động sản (+28% svck), Dầu mỏ (+23% svck), Thực phẩm & Đồ uống (+21%) và Chứng khoán (+9% svck).
- Ở chiều ngược lại, dòng tiền rời khỏi ngành Ngân hàng và ngành Thép với thanh khoản giảm lần lượt 37% svck và 18% svck

Tổng NAV của các quỹ ETF tại Việt Nam và chỉ số VNIndex từ năm 2020 – T6/22



Các quỹ ETF có quy mô NAV lớn tại thị trường Việt Nam (tỷ đồng)

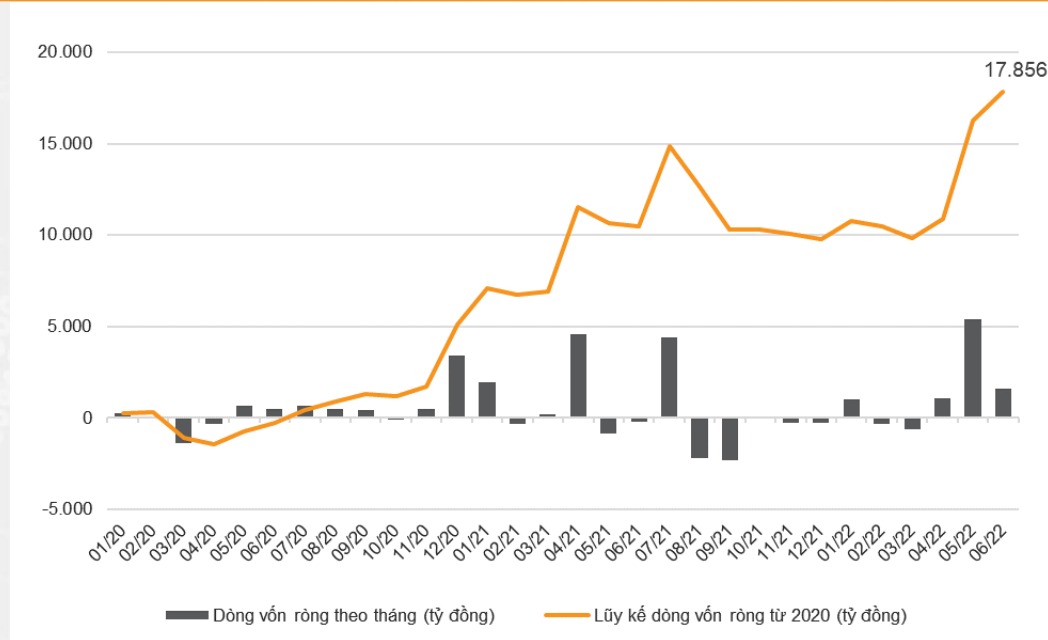


- Cùng với đà tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường, tổng NAV của các quỹ ETFs tại Việt Nam đã tăng khoảng 3 lần lên hơn 60.000 tỷ đồng trong 2020 T6/21 . Tuy nhiên, trước sự điều chỉnh của thị trường, NAV của các quỹ ETF tại Việt Nam có xu hướng đi ngang trong giai đoạn T6/21 đến T6/22.
- Tính đến ngày 27/6, ETF VNDiamond có NAV lớn nhất với 18.700 tỷ đồng. Xếp thứ 2 và thứ 3 lần lượt là quỹ Fubon ETF (NAV 12.700 tỷ đồng) và V.N.M ETF (NAV 8.900 tỷ đồng).
- Trong nửa cuối năm 2022, hai quỹ ETF mới gồm DCVFM VNMidcap và KIM Growth VNFinselect sẽ được tung ra thị trường, cho thấy tiềm năng tăng trưởng của các quỹ ETF tại Việt Nam vẫn được duy trì cùng với triển vọng tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam.

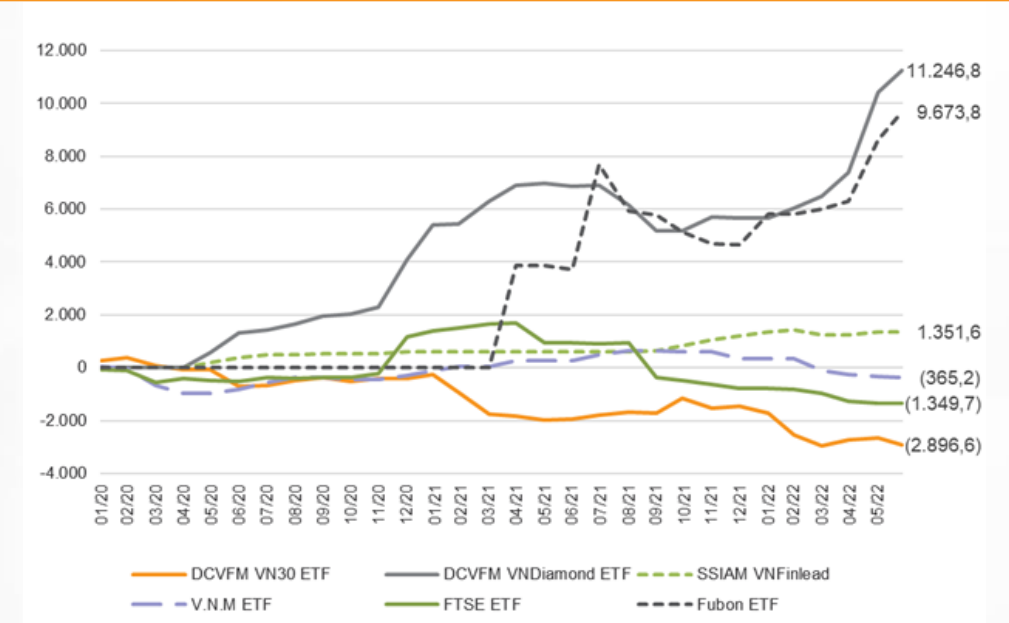


VNDiamond ETF và Fubon ETF là tâm điểm thu hút dòng vốn ETF vào thị trường Việt Nam

Dòng tiền ETFs hàng tháng và giá trị dòng tiền lũy kế từ năm 2020 – T6/22

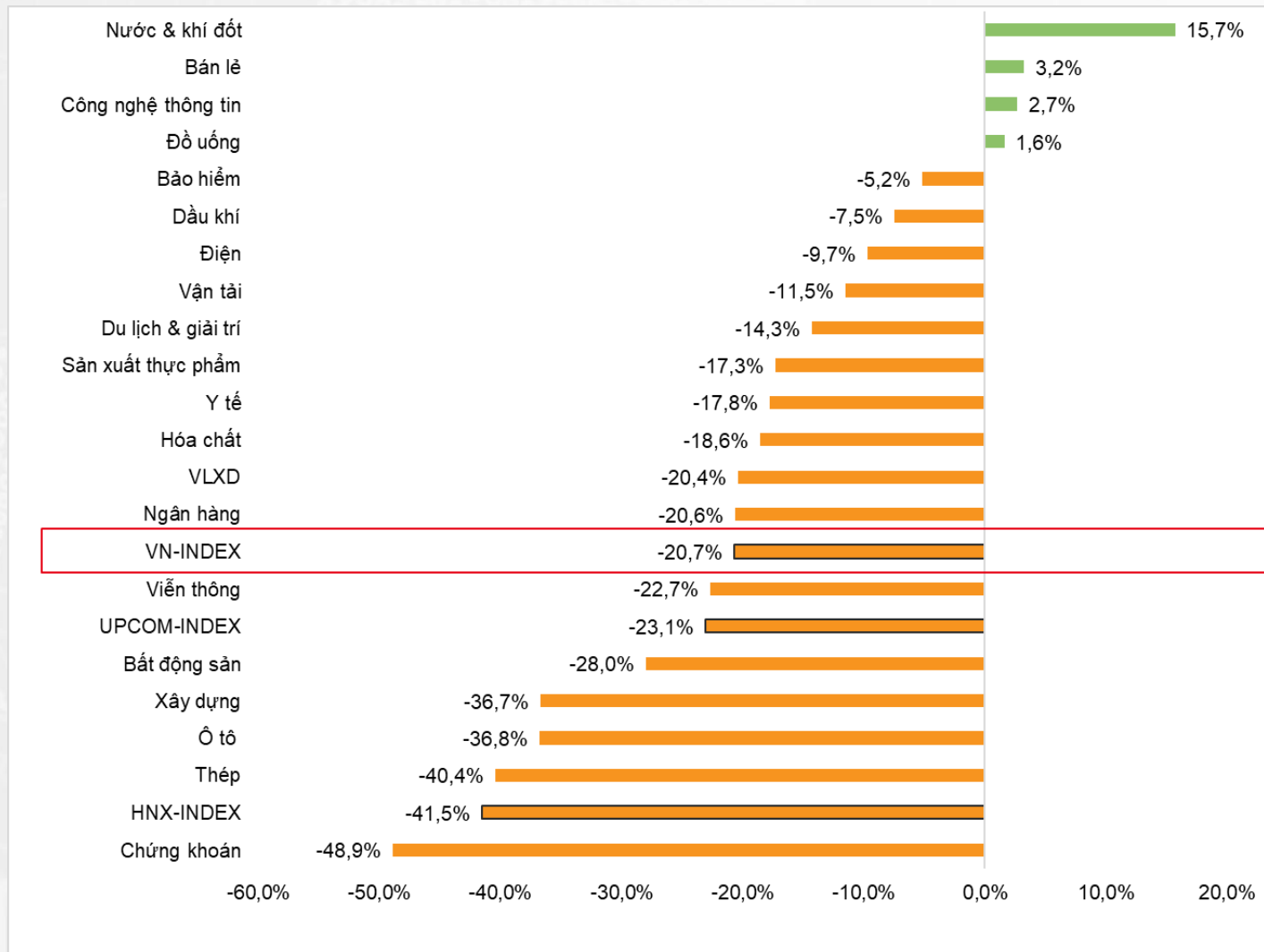


Dòng tiền lũy kế theo từng ETF nổi bật từ năm 2020 – T6/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

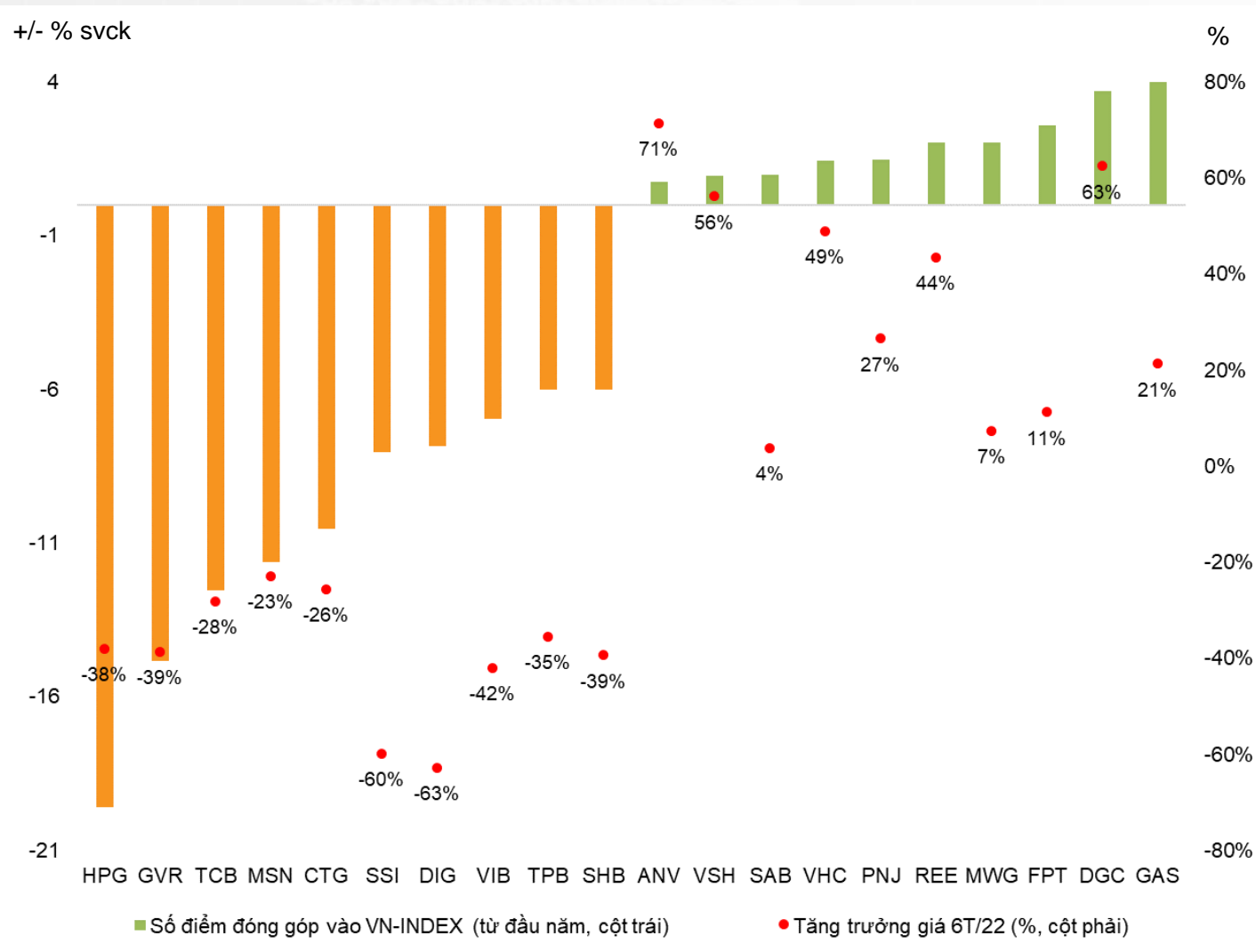


- Dòng vốn ETF tích cực kể T4/22 với tổng giá trị tích lũy trong Q2/22 lên đến 7.754 tỷ đồng. Dòng vốn ETF mạnh mẽ chủ yếu đến từ hai quỹ ETFs VNDiamond và Fubon với tổng dòng tiền ròng chảy vào 2 quỹ lần lượt là 4.603 tỷ đồng và 3.652 tỷ đồng trong Q2/22. Đối với VNDiamond, dòng tiền tăng mạnh trong Q2/22 chủ yếu đến từ việc huy động chứng chỉ quỹ DR tại Thái Lan với giá trị gần 2.000 tỷ đồng tính đến ngày 27/6.
- Chúng tôi cho rằng dòng vốn ETF sẽ tiếp tục tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm nhưng tập trung vào các quỹ ETF có tiềm năng tăng trưởng tốt và định giá phù hợp, chẳng hạn như VNDiamond ETF. Ngoài ra, cùng với dòng vốn Fubon ETF đổ vào mạnh mẽ, cho thấy dòng vốn từ các nước Đông Á vào ETFs Việt Nam đang là yếu tố hỗ trợ cho thị trường trong giai đoạn điều chỉnh.

D Ngành Cung cấp nước và khí đốt là ngành có diễn biến tốt nhất trong 6T/22

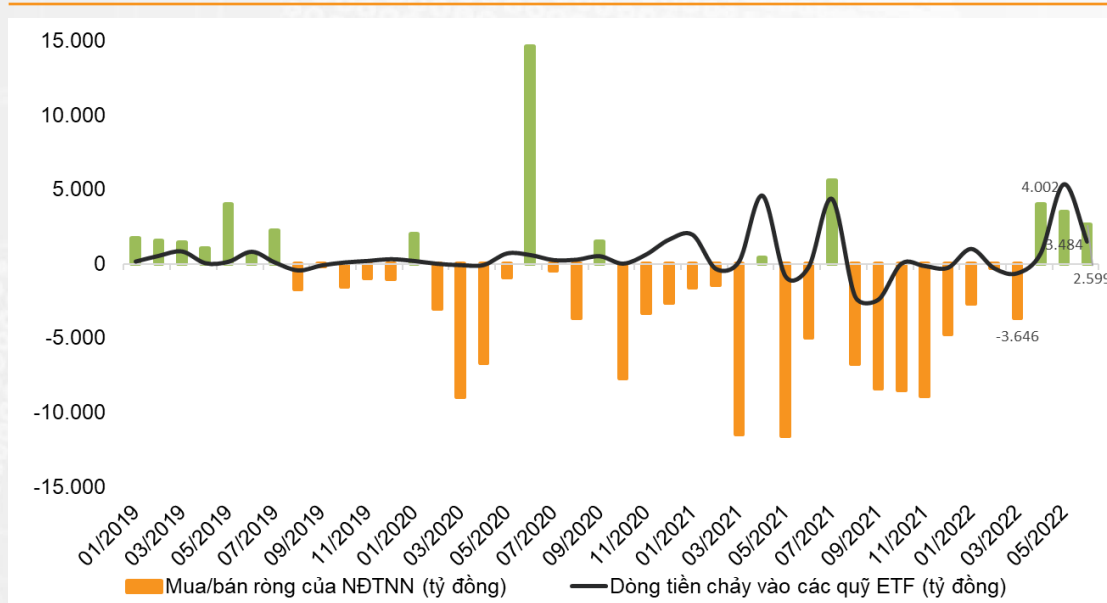


- Cung cấp nước & khí đốt (+15,7% sv đầu năm), Bán lẻ (+3,2% sv đầu năm), CNTT (+2,7% sv đầu năm), Đồ uống (+1,6% sv đầu năm) là 4 ngành duy nhất ghi nhận diễn biến tích cực trong 6 tháng đầu năm.
- Đáng chú ý, Chứng khoán là ngành có diễn biến kém nhất trong 6T22, ghi nhận mức sụt giảm 48,9% so với đầu năm, là kết quả của thanh khoản suy yếu so với tháng trước.
- Từ đầu năm đến nay, tất cả các ngành khác đều giảm. Đặc biệt, một số ngành có hiệu suất kém hơn so với VN-INDEX như Viễn thông (-22,7%), Bất động sản (-28%), Xây dựng (-36,7%), Ô tô (-36,8%) và Thép (-40,4%).

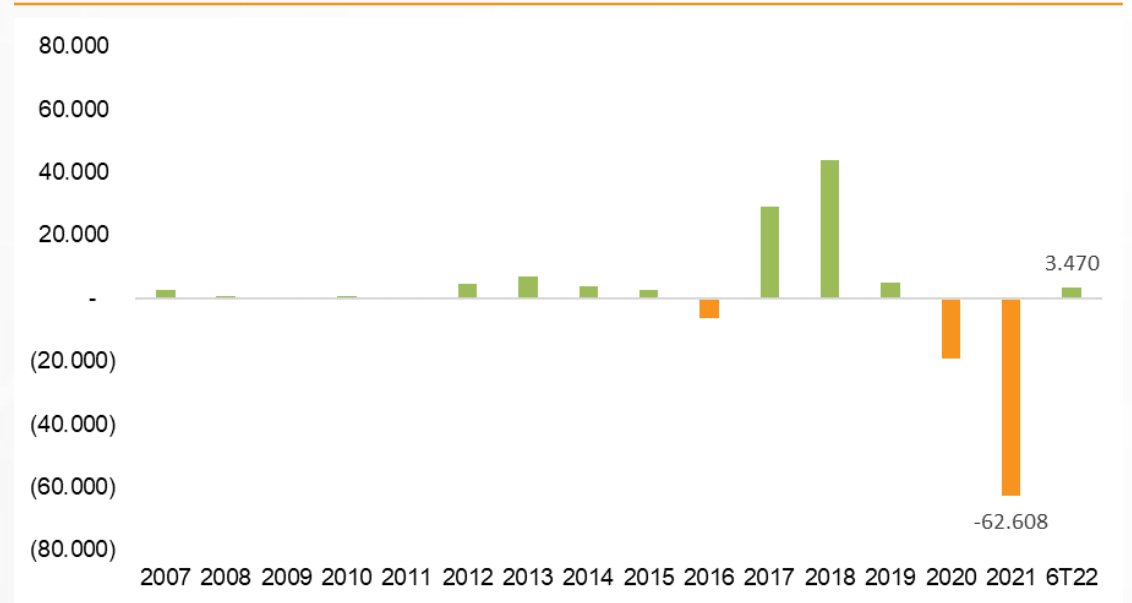


- Khí đốt (+21% sv đầu năm) là ngành hỗ trợ nhiều nhất cho VN-INDEX 6T/22, tiếp theo là DGC (+63% sv đầu năm), FPT (+11% sv đầu năm), MWG (+7% sv đầu năm) và REE (+44% sv đầu năm). 10 cổ phiếu khác dẫn dắt thị trường bao gồm PNJ (+27% sv đầu năm), VHC (49% sv đầu năm), SAB (+4% sv đầu năm), VSH (+56% sv đầu năm), ANV (+71% sv đầu năm).
- Ở chiều ngược lại, HPG trở thành mã lấy đi nhiều điểm nhất của thị trường, ghi nhận mức giảm 38% kể từ đầu năm. Các mã giảm khác bao gồm GVR (-39% sv đầu năm), TCB (-28% sv đầu năm), MSN (-23% sv đầu năm), CTG (-26% sv đầu năm), SSI (-60% sv đầu năm), DIG (-63% sv đầu năm), VIB (-42% sv đầu năm), TPB (-35% sv đầu năm), SHB (-39% sv đầu năm).

Giá trị mua bán ròng của khối ngoại theo tháng (đơn vị: tỷ đồng) (dữ liệu ngày 23/06/2022)



Khối ngoại mua ròng 3.470 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022 (đơn vị: tỉ đồng) (dữ liệu ngày 23/06/2022)



- Chúng tôi nhận thấy khối ngoại đã giảm dần giá trị bán ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ đầu năm 2022 và đảo vị thế sang mua ròng kể từ tháng 4. Trong nửa đầu năm 2022, giá trị mua ròng của khối ngoại đạt 3.470 tỷ đồng, tích cực hơn nhiều so với việc bán ròng 62 nghìn tỷ đồng trong năm 2021. Giá trị mua ròng mạnh của khối ngoại phần lớn là do dòng vốn ETF (chủ yếu từ VNDiamond ETF và Fubon). Điều này cho thấy bối cảnh vĩ mô cũng như định giá thị trường chứng khoán đang hấp dẫn trong mắt những nhà đầu tư nước ngoài.



DGC, STB và DPM nằm trong top được khối ngoại mua ròng nhiều nhất trong nửa đầu năm 2022

Top mã chứng khoán được khối ngoại mua mạnh nhất trong nửa đầu năm 2022 (triệu USD, dữ liệu ngày 23/06/2022)

| Mã CP | Mua ròng | Mua | Bán |
|-------|----------|-----|------|
| DGC | 104 | 257 | -153 |
| STB | 96 | 275 | -179 |
| DPM | 79 | 179 | -100 |
| MWG | 52 | 441 | -389 |
| BSR | 52 | 77 | -25 |
| NLG | 47 | 122 | -75 |
| CTG | 42 | 147 | -105 |
| KBC | 41 | 160 | -119 |
| DXG | 41 | 208 | -168 |
| DCM | 41 | 119 | -79 |

Top mã chứng khoán bị khối ngoại bán mạnh nhất trong nửa đầu năm 2022 (triệu USD, dữ liệu ngày 23/06/2022)

| Ticker | Net Sold | Bought | Sell |
|--------|----------|--------|------|
| HPG | -233 | 416 | -649 |
| MSN | -213 | 285 | -497 |
| VIC | -193 | 226 | -419 |
| NVL | -103 | 86 | -190 |
| SSI | -51 | 123 | -174 |
| CII | -32 | 24 | -56 |
| VND | -22 | 128 | -151 |
| VCI | -21 | 45 | -66 |
| DHC | -15 | 6 | -21 |
| SGB | -13 | 0 | -13 |

Triển vọng thị trường

6 tháng cuối năm 2022

Chúng tôi lạc quan trong thận trọng về triển vọng thị trường



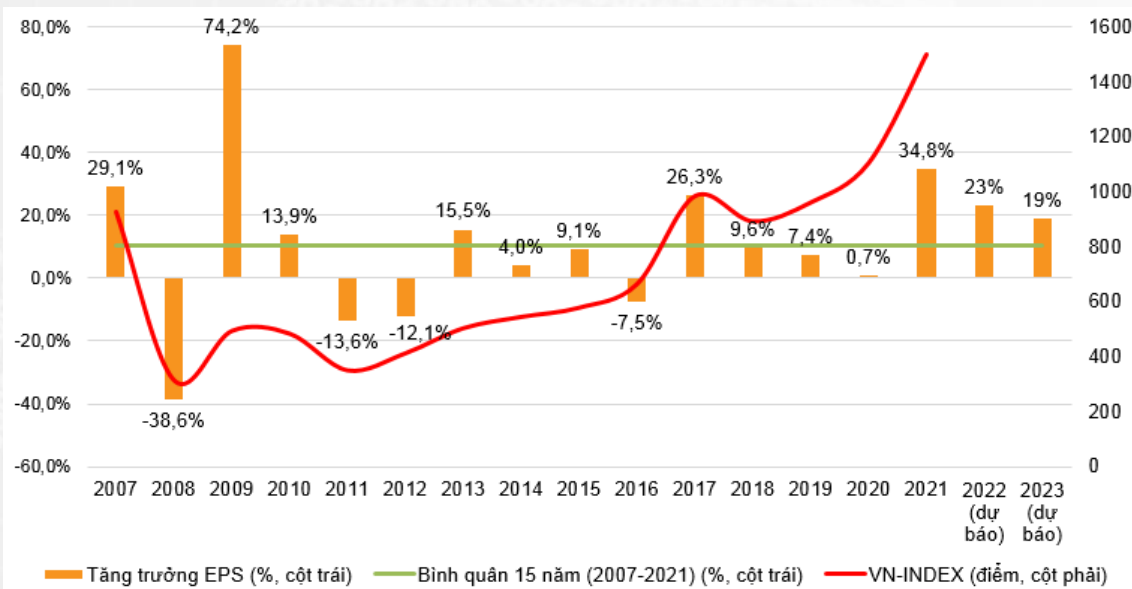
Những yếu tố hỗ trợ chính

- **Tăng trưởng GDP dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện trong nửa cuối năm nay.** Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam đạt 7,1% svck vào năm 2022 (tăng trưởng GDP có thể đạt 7,8% svck trong 6 tháng cuối năm 2022).
- **Chính phủ đẩy nhanh thực hiện gói kích thích kinh tế,** bao gồm gói cấp bù lãi suất và thúc đẩy tiến độ các dự án đầu tư công.
- **Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết duy trì tăng trưởng cao.** Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng EPS của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE có thể đạt 23% svck vào năm 2022 và 19% svck vào năm 2023.
- **Định giá thị trường rất hấp dẫn so với mức lịch sử và các thị trường khác trong khu vực.** Tại ngày 23/6/2022, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng là 12,9 lần, chiết khấu 22% so với P/E trung bình 5 năm. Định giá của thị trường chứng khoán Việt Nam đang chiết khấu trung bình khoảng 17% so với các thị trường khác trong khu vực Đông Nam Á.

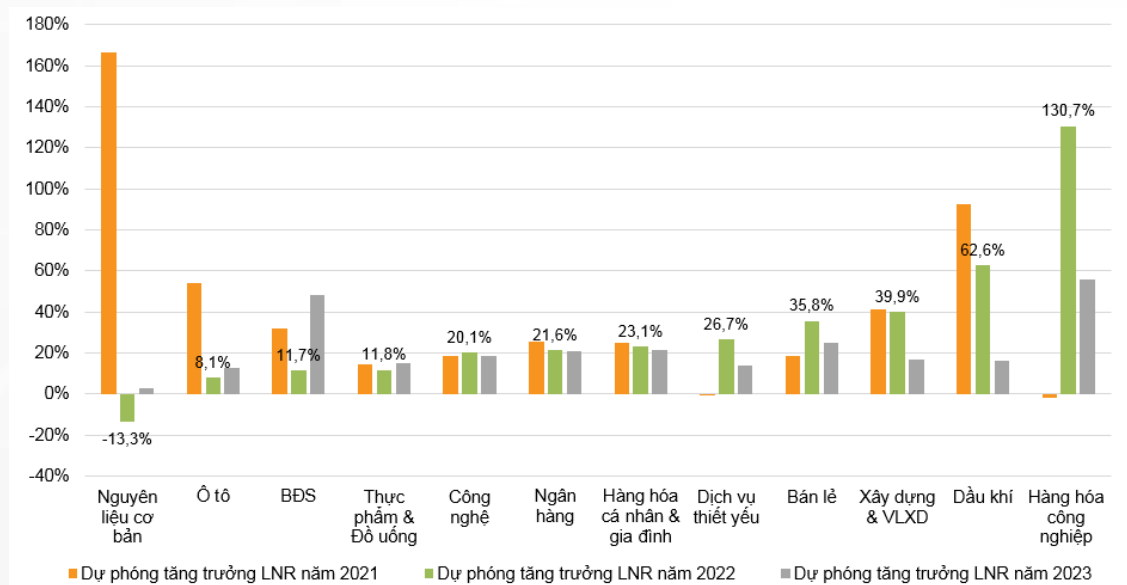
Rủi ro thị trường

- **Căng thẳng Nga - Ukraine kéo dài hơn dự kiến và lệnh phong tỏa nghiêm ngặt của Trung Quốc** gây thêm lo ngại về sự gián đoạn chuỗi cung ứng và tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại. Điều đó ảnh hưởng đến sản xuất và xuất khẩu của các doanh nghiệp Việt Nam, như trường hợp của Samsung, đã phải điều chỉnh kế hoạch sản lượng trong năm nay.
- **Fed thắt chặt chính sách tiền tệ mạnh hơn kỳ vọng của thị trường.** Chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ánh một phần lộ trình tăng lãi suất của FED, tuy nhiên việc siết chặt hơn nữa có thể ảnh hưởng đến tâm lý thị trường ở cả các thị trường phát triển và mới nổi.
- **Lạm phát cao hơn dự kiến của Việt Nam** có thể cản trở tăng trưởng kinh tế và khiến chính sách tiền tệ trở nên siết chặt hơn. NHNN có ít dư địa hơn để duy trì chính sách tiền tệ phù hợp nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Bên cạnh đó, đồng đô la Mỹ mạnh lên cũng gây áp lực lên tỷ giá hối đoái của Việt Nam, dẫn đến nguy cơ rút vốn đầu tư gián tiếp khỏi Việt Nam, đồng thời gia tăng áp lực lên nợ công.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE giai đoạn 2022-2023 sẽ nhanh gấp đôi tốc độ bình quân 15 năm qua

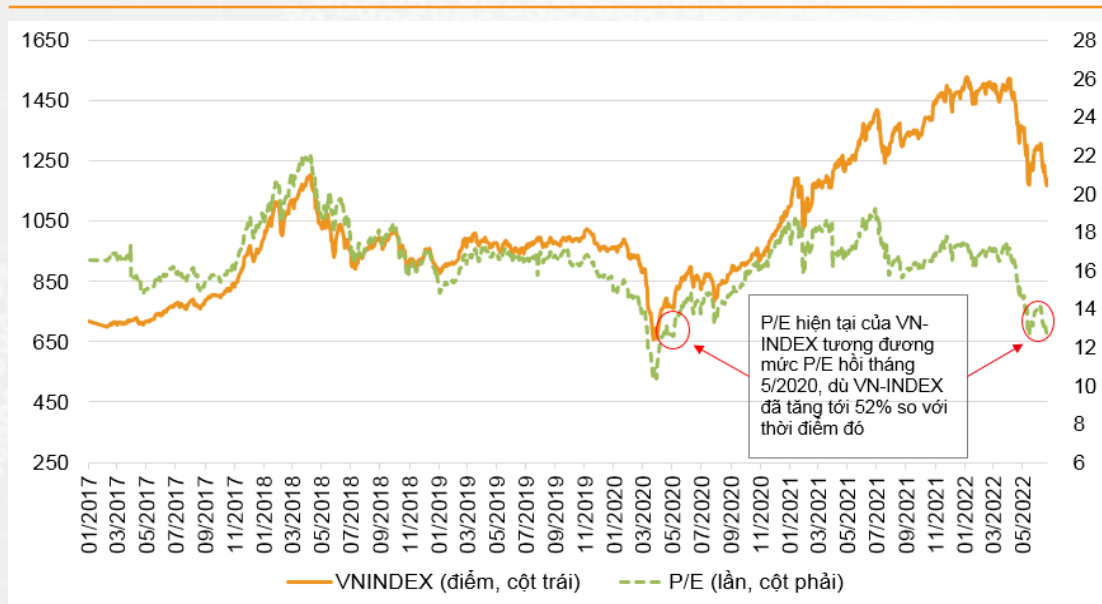


Dự báo tăng trưởng LN theo lĩnh vực trong giai đoạn 2022-2023

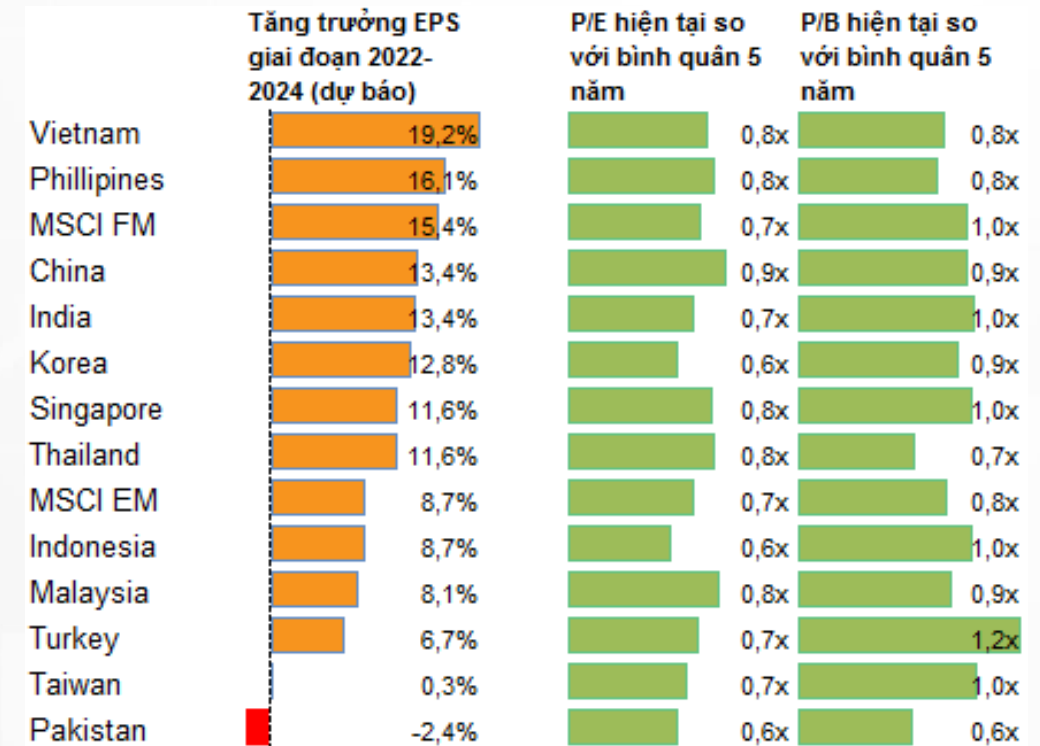


- Các công ty niêm yết trên HOSE có triển vọng kinh doanh tích cực trong giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi dự báo tăng trưởng LN ròng của các công ty niêm yết trên HOSE sẽ tăng trưởng 21% svck trong hai năm tới. Tốc độ tăng trưởng này cao gấp đôi tốc độ của bình quân 15 năm qua.
- Tăng trưởng LN một số ngành có thể cải thiện mạnh mẽ năm 2022, bao gồm Hàng công nghiệp và Dịch vụ (đóng góp lớn từ ACV), Bán lẻ và Bất động sản trong khi tăng trưởng của nhóm Dầu khí, Dịch vụ thiết yếu và Công nghệ vẫn tương đối mạnh.
- Theo dữ liệu lịch sử, VN-INDEX hầu hết ghi nhận mức tăng trưởng dương trong những năm mà tăng trưởng LN của các doanh nghiệp niêm yết cao trên 10%, ngoại trừ năm 2010 khi Việt Nam phải đối mặt với lạm phát cao và vụ vỡ nợ của Vinashin.

P/E hiện tại của VN-INDEX đã giảm xuống gần mức thấp nhất trong 5 năm

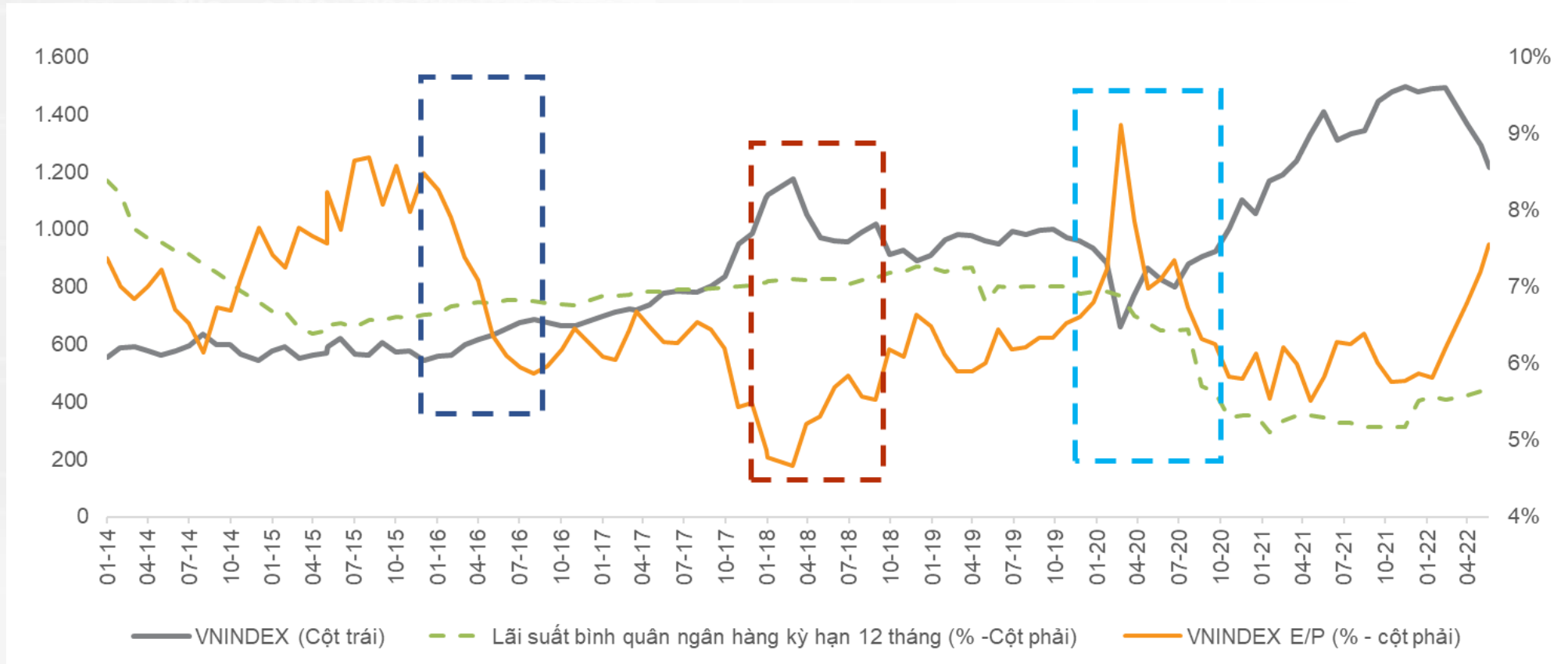


Định giá thị trường chứng khoán Việt Nam đang hấp dẫn so với các thị trường mới nổi khác



- Thị trường chứng khoán Việt Nam đã điều chỉnh giống như hầu hết các thị trường mới nổi khác trong 6 tháng đầu năm, đưa chỉ số VN-INDEX giao dịch ở mức gần như thấp nhất trong 5 năm qua. Vào ngày 23 tháng 6 năm 2022, VN-INDEX đang giao dịch ở mức P/E hiện tại là 12,9 lần, tức là mức chiết khấu 25% so với mức đỉnh trong năm nay và chiết khấu 22% so với mức P/E trung bình 5 năm.
- Tuy nhiên, Việt Nam vẫn đang nổi bật hơn các thị trường mới nổi khác do có mức tăng trưởng EPS cao trong giai đoạn 2022-24 (trung bình 19,2%)

Khoảng cách giữa lợi tức thu nhập thị trường (E/P) và lãi suất huy động đang nới rộng



Tuy nhiên, để định giá thị trường Việt Nam trong tương quan với môi trường lãi suất tăng, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá lợi suất thu nhập thị trường. Phương pháp này rất hữu ích khi xuất hiện lo ngại về lãi suất tăng và giúp nhà đầu tư tối ưu phân bổ tài sản. Chúng tôi quan sát thấy rằng chênh lệch giữa lợi suất thu nhập của thị trường Việt Nam và lãi suất huy động bình quân 12 tháng của các ngân hàng thương mại đang gia tăng, điều này cho thấy thị trường chứng khoán có thể đang bị định giá thấp.



Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn phục hồi vào nửa cuối năm 2022

Kịch bản cơ sở

- Lạm phát của Mỹ khó có thể sớm hạ nhiệt.
- Fed tăng lãi suất điều hành theo kế hoạch. Lãi suất mục tiêu quỹ của Fed có thể tăng đến 3,2-3,8% vào cuối năm 2022.
- Tăng trưởng GDP của Việt Nam được dự báo ở mức 7,1% svck (+/- 0,3% điểm).
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) có thể tăng lãi suất điều hành thêm 25-50 điểm cơ bản trong Q4/22.
- Tăng trưởng EPS năm 2022 của các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE sát với dự báo của chúng tôi là 23% svck.
- **Chúng tôi dự báo VN-INDEX đạt 1.330 điểm vào cuối năm 2022 (tương đương P/E ở mức 12,5 lần).**

Kịch bản tích cực

- Lạm phát của Mỹ có thể sớm hạ nhiệt từ cuối Q3/22.
- Kế hoạch tăng lãi suất của Fed có thể chậm lại. Lãi suất mục tiêu quỹ của Fed có thể đạt 2,8-3,2% vào cuối năm 2022.
- Tăng trưởng GDP của Việt Nam được dự báo vượt 7,5% svck.
- NHNN không thể tăng lãi suất điều hành trong năm 2022.
- Tăng trưởng EPS năm 2022 của các công ty niêm yết trên HOSE có thể vượt dự báo của chúng tôi là 23% svck.
- **Chúng tôi dự báo VN-INDEX sẽ đạt 1.500 điểm vào cuối năm 2022 (tương đương P/E khoảng 14,0 lần).**

Đối với phân loại thị trường MSCI:

Morgan Stanley Capital International (MSCI) trong đánh giá phân loại thị trường hàng năm vào tháng 6 năm 2022 đã xếp loại thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục ở trạng thái Thị trường Cận biên. Trong báo cáo đánh giá khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu MSCI 2022, MSCI duy trì tất cả các đánh giá của mình đối với thị trường chứng khoán Việt Nam từ lần xem xét tháng 6 năm 2021, tập trung vào giới hạn sở hữu nước ngoài và tiêu chí công bố thông tin bằng tiếng Anh.

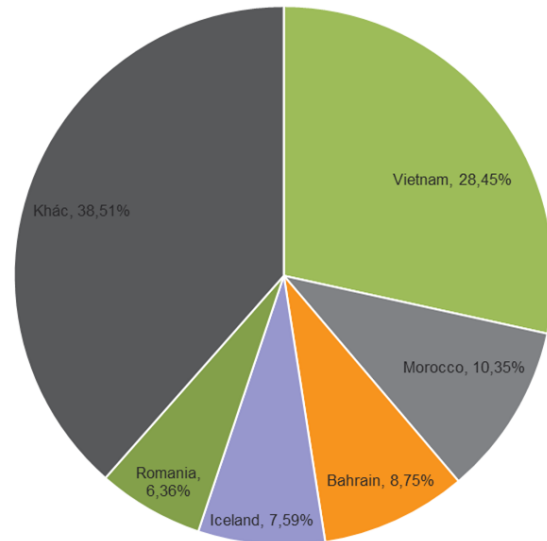
+ Đối với giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL): MSCI nhấn mạnh về việc nới room tại Việt Nam vẫn ảnh hưởng đến hơn 10% thị trường chứng khoán Việt Nam và hơn 1% IMI của MSCI Việt Nam bị ảnh hưởng bởi room ngoại thấp.

- Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, thị trường chứng khoán Việt Nam khó có thể lọt vào danh sách theo dõi để phân loại lại thành thị trường Mới Nổi trong đợt đánh giá tháng 6 năm 2023 khi hệ thống giao dịch mới chưa ấn định ngày ra mắt và cần nhiều thay đổi về nghị định/thông tư liên quan đến công bố thông tin tiếng Anh và tiếp cận thị trường dễ dàng hơn cho người nước ngoài.
- Trong trường hợp này, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam có thể được thêm vào danh sách theo dõi để phân loại lại từ trạng thái thị trường Cận Biên sang trạng thái Thị trường mới nổi tại kì đánh giá phân loại thị trường hàng năm của MSCI vào tháng 6 năm 2024. Sau đó, việc Việt Nam sẽ được đưa vào rổ chỉ số các thị trường mới nổi MSCI có thể được công bố vào tháng 6 năm 2025.

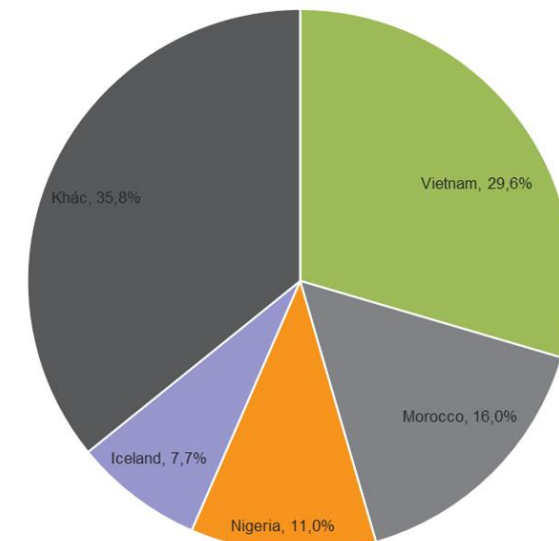
Đối với phân loại thị trường FTSE Russell:

Đối với FTSE, tại cuộc đánh giá phân loại quốc gia tạm thời vào T3/22, Việt Nam vẫn không đáp ứng tiêu chí 'Chu kỳ thanh toán (DvP)', hiện được đánh giá là 'Hạn chế'. Không có thay đổi nào đối với hệ thống giao dịch nhằm cải thiện tiêu chí Chu kỳ thanh toán, chúng tôi kỳ vọng rằng thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn được duy trì trong danh sách theo dõi để phân loại lại thành thị trường Mới Nổi trước đợt tái phân loại quốc gia hàng năm vào tháng 9 năm 2022.

Chỉ số thị trường cận biên MSCI - Tỷ trọng theo quốc gia (% - tính đến tháng 5 năm 2022)



Chỉ số FTSE Frontier 50 – Tỷ trọng theo quốc gia (% - tính đến tháng 5 năm 2022)



- Việt Nam đang có tỷ trọng lớn nhất trong cả chỉ số thị trường cận biên của MSCI và chỉ số thị trường cận biên (Frontier 50) của FTSE với tỷ trọng quốc gia lần lượt là 28,5% và 29,8%.
- Trong đó, 5 công ty trong 10 công ty hàng đầu trong chỉ số thị trường cận biên MSCI và 8/50 công ty trong chỉ số thị trường cận biên FTSE (Frontier 50 Index) là những công ty niêm yết của Việt Nam.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đưa ra 5 luận điểm đầu tư cho nửa cuối năm 2022



Luận điểm

Ngành ưa thích

Cổ phiếu ưa thích

#1: Ngành dịch vụ sẽ tăng tốc trong 6 tháng cuối năm 2022

Với việc Việt Nam mở cửa trở lại ngành du lịch từ giữa tháng 3 năm 2022, nhu cầu liên quan đến dịch vụ lưu trú và ăn uống, du lịch và giải trí đang trên đà phục hồi mạnh mẽ. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ hàng không, lưu trú-ăn uống, lữ hành và giải trí trong nửa cuối năm 2022.

ACV, AST

#2: Ai sẽ được hưởng lợi trong môi trường lãi suất tăng?

Ngân hàng, công ty bảo hiểm và nhóm doanh nghiệp giữ nhiều tiền mặt sẽ được hưởng lợi trong môi trường lãi suất tăng. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng ngân hàng là đại diện tốt nhất cho sự hồi sinh của nền kinh tế Việt Nam.

FPT, GAS, VPB, TCB, HDB

#3: Kịch bản giá hàng hóa cơ bản có thể đảo chiều trong 6 tháng cuối năm?

Chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa sẽ có sự phân hóa, trong đó giá thép, phân bón, sữa bột nguyên kem, ngô, đường... sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022. Sự đảo chiều của giá hàng hóa, đặc biệt là hàng hóa thực phẩm, sẽ báo hiệu cho mức tăng trưởng lợi nhuận cao của các DN sản xuất sữa và thực phẩm.

VNM, MCH

4: Đầu tư công tăng tốc trong nửa cuối năm 2022

Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ tăng tốc trong những tháng tới nhờ những nỗ lực gần đây của chính phủ và ự đảo chiều của giá vật liệu xây dựng.

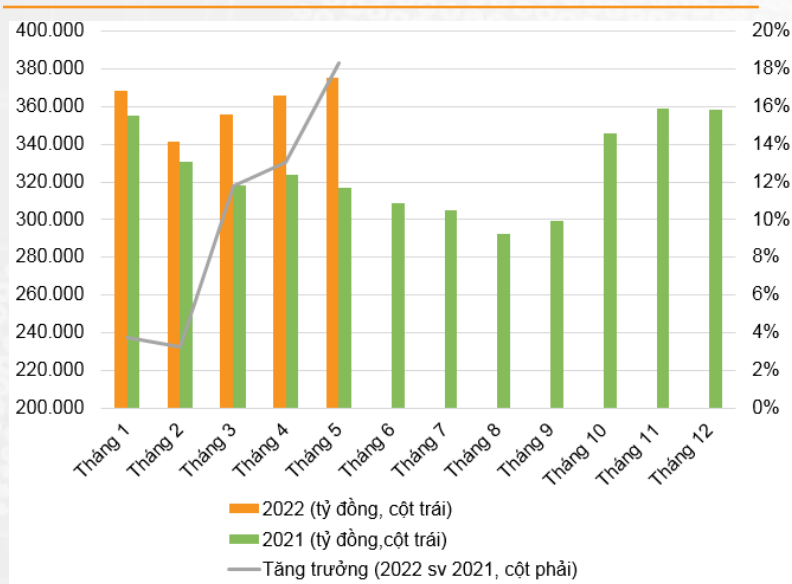
HPG, PLC, C4G

5: Phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng

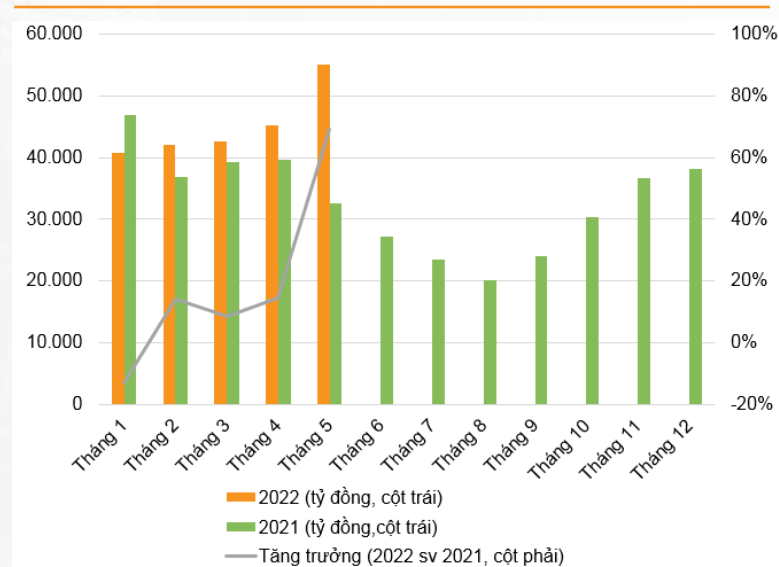
Ngành năng lượng Việt Nam đang trải qua một quá trình chuyển đổi lớn do các ưu tiên của Chính phủ nhằm duy trì sự cân bằng giữa tăng trưởng kinh tế vĩ mô và tính bền vững của môi trường. Với quy mô và tiến độ nhanh hơn dự kiến của quá trình chuyển đổi năng lượng này, chúng tôi tin rằng các cổ phiếu điện và nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng sẽ vượt trội trong vài năm tới.

POW, GAS, PVS

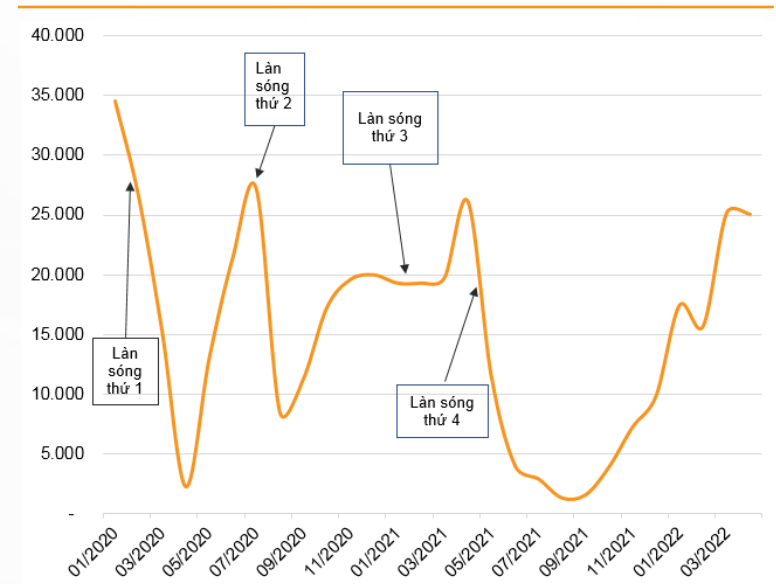
Doanh thu bán lẻ tăng 18,3% so với cùng kỳ vào tháng 5/2022



Doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 69,3% so với cùng kỳ vào tháng 5/2022

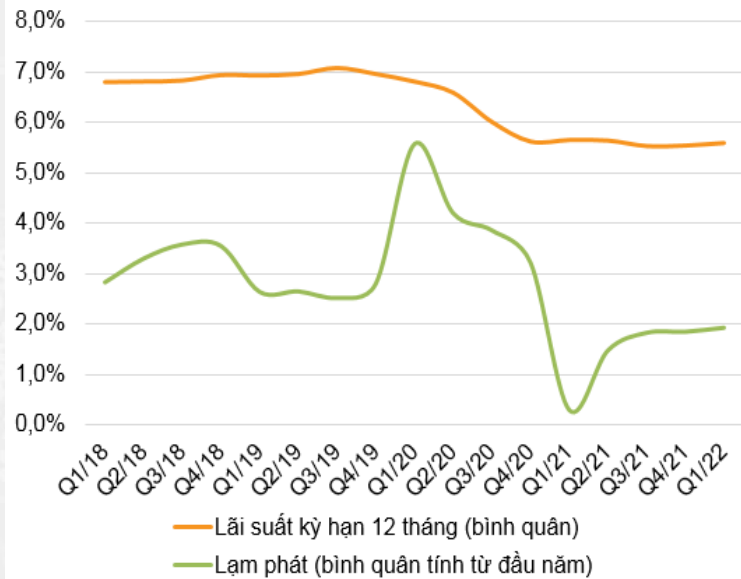


Tổng số chuyến bay trong tháng 5/2022 đạt hơn 90% mức trước đại dịch

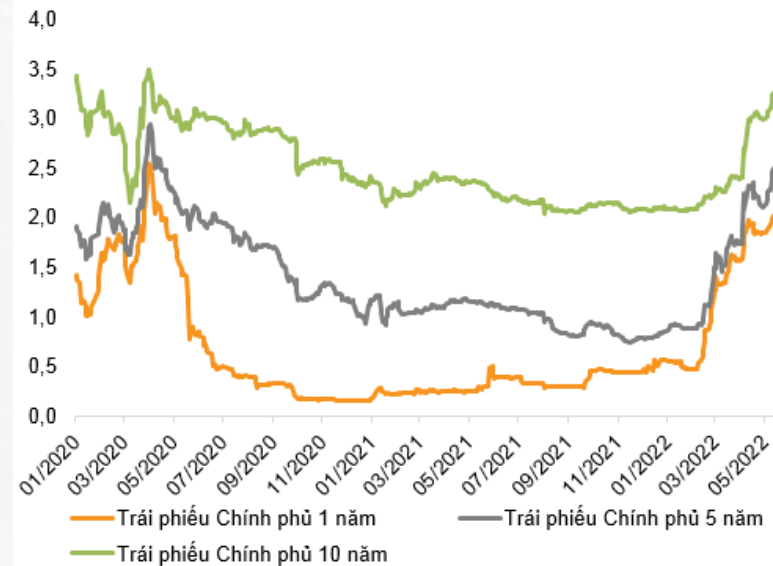


- Chúng tôi kỳ vọng ngành dịch vụ sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng cao hơn trong 6 tháng đầu năm 2022 từ mức nền thấp trong 6 tháng cuối năm 2021 nhờ các yếu tố sau: (1) tầng lớp trung lưu - những người ít bị tác động bởi áp lực lạm phát ngày càng tăng; (2) sự trở lại của ngành du lịch cả ở trong nước và ngoài nước, và (3) thuế VAT giảm xuống 8% so với mức 10% trước đó. Do đó, chúng tôi kỳ vọng GDP của lĩnh vực dịch vụ sẽ tăng 8,3% svck trong 6 tháng cuối năm 22.
- Tuy nhiên, sự phục hồi sẽ không đồng đều giữa các nhóm ngành. Khi Việt Nam mở cửa trở lại ngành du lịch từ giữa tháng 3 năm 2022, nhu cầu liên quan đến du lịch, dịch vụ lưu trú và ăn uống, du lịch và giải trí sẽ tiếp tục phục hồi mạnh mẽ. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ hàng không, dịch vụ lưu trú, ăn uống, du lịch và giải trí trong 6 tháng cuối năm 2022 và cả năm 2023. Mặt khác, hàng tiêu dùng không thiết yếu và bán lẻ có triển vọng kém tích cực hơn một chút do tác động của áp lực lạm phát gia tăng trong những tháng tới.

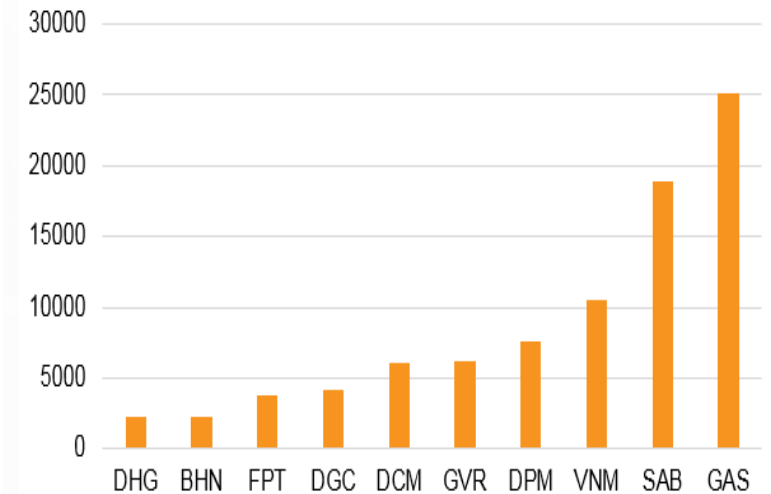
Diễn biến lãi suất huy động so với lạm phát



Lãi suất trái phiếu chính phủ tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm 2022



Top 10 công ty niêm yết trên HOSE có lượng tiền mặt ròng lớn nhất (đơn vị: tỷ đồng)



- Chúng tôi tin rằng các công ty bảo hiểm sẽ cải thiện lợi suất đầu tư trong bối cảnh cả lợi suất TPCP và lãi suất huy động đều tăng.
- Theo quan điểm của chúng tôi, các doanh nghiệp nắm giữ lượng tiền mặt ròng và các doanh nghiệp có tỷ lệ tiền mặt ròng cao (bao gồm tiền mặt cộng với các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn trừ đi nợ ngắn hạn và dài hạn) có thể không bị ảnh hưởng nhiều bởi lãi suất tăng và thậm chí được hưởng lợi từ lãi tiền gửi tăng.
- **Ngành ngân hàng:** Trong ngắn hạn, ngành ngân hàng sẽ được hưởng lợi từ việc Chính phủ triển khai gói bù lãi suất với tổng giá trị 43.000 tỷ đồng (tương đương khoảng 1 nghìn tỷ đồng nợ) trong hai năm 2022-2023. Điều này giúp các ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng cao và giảm bớt việc phải cắt giảm một phần lợi nhuận để hỗ trợ lãi suất cho doanh nghiệp như giai đoạn 2020-2021 vừa qua. Về dài hạn, lãi suất cho vay tăng sẽ bù đắp cho lãi suất huy động tăng và giúp ngành ngân hàng cải thiện hệ số NIM và khả năng sinh lời.

Giá lúa mì toàn cầu đã giảm mạnh so với mức đỉnh ở tháng 4 (đơn vị: USD/mT)



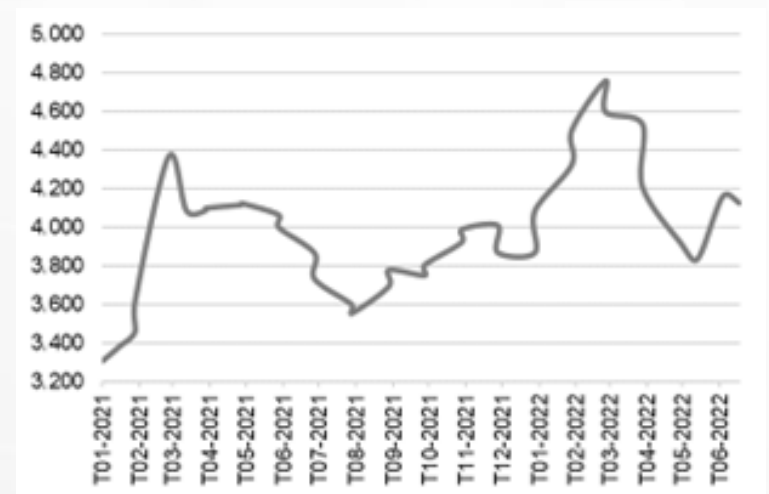
Giá than luyện cốc (USD/tấn) đã giảm xuống mức của năm 2021



Giá dầu ăn toàn cầu có xu hướng hạ nhiệt



Giá sữa bột nguyên kem đã trở lại mức trước khủng hoảng Nga-Ukraina

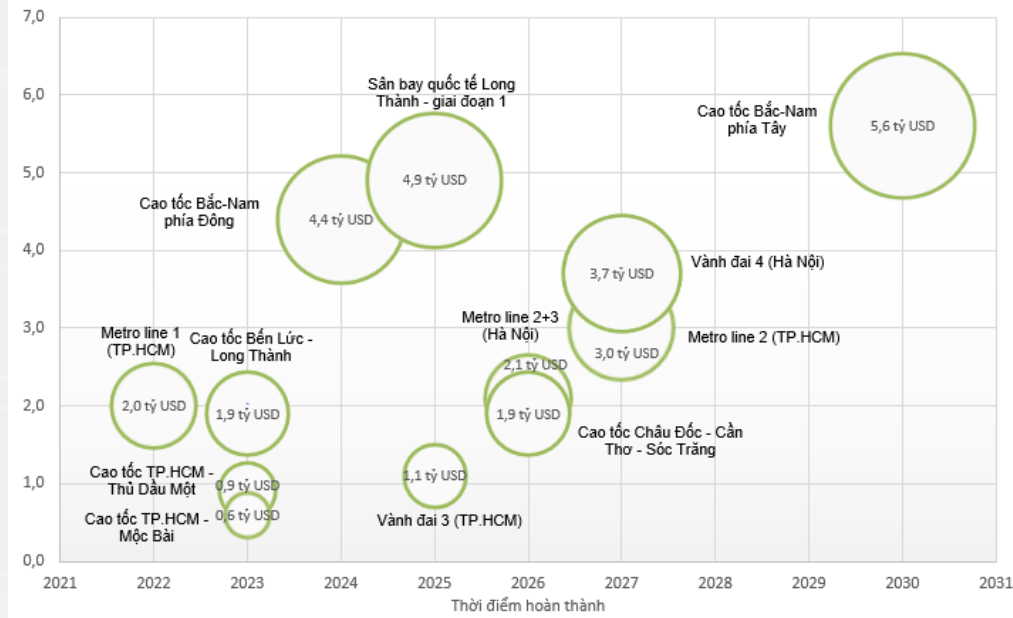


| Hàng hóa | Tác động tiêu cực đến các ngành / lĩnh vực liên quan | Tác động tích cực đến các ngành / lĩnh vực liên quan |
|----------------|--|---|
| Dầu khí | Giá dầu giảm mạnh sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến ngành dầu khí trên hai khía cạnh: Thứ nhất, do tương quan cao với diễn biến giá dầu Brent, giá dầu giảm sẽ ngay lập tức tác động tới diễn biến giá cổ phiếu nhóm dầu khí. Thứ hai, giá dầu giảm mạnh sẽ kéo theo kết quả kinh doanh của các công ty dầu khí kém khả quan hơn, trong đó một số công ty niêm yết như GAS, BSR sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp do giá thành sản phẩm đầu ra của họ được tham chiếu theo giá dầu. Trong khi đó, một số nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn như PVS, PVD sẽ bị ảnh hưởng sau do có tác động của giá dầu lên KQKD có độ trễ. | Trong trường hợp giá dầu giảm, chúng tôi cho rằng các ngành mà chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất như nhiệt điện khí, phân bón, hàng không sẽ được lợi. Bên cạnh đó, các nhà sản xuất khác sử dụng sản phẩm hóa dầu làm nguyên liệu đầu vào (sản xuất nhựa, sợi) cũng có thể được hưởng lợi nhờ giá dầu giảm do giá nguyên liệu đầu vào của họ thường biến động cùng chiều với giá dầu. |
| Thép | Biên LN gộp của các doanh nghiệp ngành thép đang có xu hướng thu hẹp dần kể từ vùng đỉnh được trong Q2/21. Chúng tôi cho rằng giá thép giảm sẽ gây áp lực đáng kể lên các doanh nghiệp trong ngành, đặc biệt với các công ty sản xuất thép quy mô nhỏ và thương mại thép. Trong khi đó, những nhà sản xuất thép với khả năng định giá, năng lực tài chính mạnh và ưu thế sản xuất theo quy mô sẽ có cơ hội để giành lấy thị phần từ các công ty nhỏ hơn. | Than cốc thường chiếm 30-40% giá thành sản xuất thép thô bằng phương pháp lò thổi (BOF – tại Việt Nam hiện có HPG, Tisco và Formosa sử dụng phương pháp này). Đà tăng mạnh của giá than cốc trong 5 tháng đầu năm 2022 phản ánh việc nguồn cung gián đoạn do ảnh hưởng của thời tiết tại Australia và xung đột Nga-Ukraine. Australia đã phải đối mặt với lượng mưa lớn (ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và vận chuyển ở Queensland) và sự gia tăng mạnh về số ca COVID-19 làm gián đoạn lực lượng lao động tại một số cơ sở khai thác than. Những gián đoạn kể trên được kỳ vọng sẽ được cải thiện trong phần còn lại của năm 2022, khiến giá than cốc dần điều chỉnh giảm, từ đó hỗ trợ biên LN gộp của các nhà sản xuất thép theo phương pháp BOF. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng xu hướng giá thép giảm sẽ thúc đẩy nhu cầu xây dựng nội địa ở cả mảng dân dụng và hạ tầng giao thông, từ đó cải thiện doanh thu và biên LN gộp của các công ty xây dựng. |

| Hàng hóa | Tác động tiêu cực đến các ngành / lĩnh vực liên quan | Tác động tích cực đến các ngành / lĩnh vực liên quan |
|--------------------------------------|---|--|
| Hóa chất (phốt pho vàng – P4) | Theo Hãng thông tấn Tài chính Trung Quốc, trong bối cảnh nhu cầu xe điện bùng nổ và nguồn cung thiếu hụt, Trung Quốc đã phê duyệt tăng công suất P4 thêm 356.000 tấn/năm cho giai đoạn 2023-2024 (từ mức sản lượng hiện tại là 1,4 triệu tấn/năm). Chúng tôi dự báo giá P4 hạ nhiệt trong năm 2023. | |
| Cao su | Cao su tự nhiên đã liên tục duy trì đà tăng giá và có thể đạt đỉnh trong thời gian gần đây. Vào đầu tháng 5, cao su tự nhiên được giao dịch ở mức cao hơn 9,5% so với thời điểm đầu năm 2022, tương ứng với mức tăng 0,8% so với tháng trước và 13% svck. Giá cao su tự nhiên sẽ được điều chỉnh theo xu hướng giảm của giá dầu Brent. Trung Quốc, thị trường xuất khẩu cao su chính của Việt Nam dự kiến kéo dài áp dụng “zero-Covid” sẽ ảnh hưởng mạnh đến nhu cầu cũng như giá cao su xuất khẩu của Việt Nam. Các công ty niêm yết có sản lượng xuất khẩu lớn sẽ bị ảnh hưởng như PHR, DPR, DRI... | Mặt khác, chúng tôi nhận thấy ngành săm lốp sẽ được hưởng lợi khi giá nguyên liệu đầu vào giảm. Dầu Brent giảm kéo theo giá cao su tự nhiên và cao su tổng hợp sẽ giảm, đây là 2 loại nguyên liệu đầu vào chính của sản phẩm săm lốp. Các doanh nghiệp niêm yết như CSM, DRC và SRC sẽ được hưởng lợi nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm, luôn chiếm tới 60-75% tỷ trọng giá vốn hàng bán. |
| Thủy sản | Kết quả kinh doanh ấn tượng của các công ty trong 6 tháng đầu năm 2022 được hỗ trợ bởi giá tô và cá tra xuất khẩu tăng mạnh nhờ 1) nguồn cung cá tra nguyên liệu bị thắt chặt và 2) nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường xuất khẩu khi hoạt động dịch vụ đang hồi phục và mức tồn kho thấp tại thị trường Mỹ. Giá thủy sản tiếp tục duy trì ở mức cao giúp biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái. Trong nửa cuối năm 2022, khi nguồn cung cá tra tăng trở lại cùng với nhu cầu tại các thị trường chính dần ổn định, chúng tôi cho rằng diễn biến giá và khối lượng xuất khẩu cá tra và tôm có thể kém tích cực hơn so với giai đoạn nửa đầu năm, kéo theo thu hẹp biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành. | |

| Hàng hóa | Tác động tiêu cực đến các ngành / lĩnh vực liên quan | Tác động tích cực đến các ngành / lĩnh vực liên quan |
|---|---|---|
| Phân bón | Tính đến giữa tháng 6 năm 2022, giá phân Urê đã giảm 23,5% kể từ khi đạt đỉnh vào cuối tháng 5 (dữ liệu của Ngân hàng Thế giới). Chúng tôi cho rằng xu hướng giảm giá sẽ còn kéo dài trong bối cảnh nguồn cung tăng trở lại do (1) Mỹ và EU đã đàm phán với Nga và khẳng định sẽ không áp đặt các biện pháp trừng phạt đối với mặt hàng này, (2) Trung Quốc (chiếm thị trường xuất khẩu phân bón lớn thứ hai trên thế giới) mở cửa trở lại. Việc giá phân bón hạ nhiệt sẽ khiến cho tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp phân bón chậm lại trong 6 tháng cuối năm 2022 (khi so sánh với mức nền cao trong 6 tháng cuối năm 2021). Đồng thời, biên LN gộp của các công ty này sẽ bị xói mòn nếu giá dầu tiếp tục neo cao. | Cùng với việc giá phân bón giảm, các công ty sử dụng phân bón làm đầu vào, cụ thể là ngành lúa gạo sẽ được hưởng lợi. Theo USDA, nhu cầu nhập khẩu gạo năm 2022 từ Trung Quốc và Philippines sẽ tăng lần lượt là 48,4% và 14,3% so với cùng kỳ năm trước. Đây sẽ là chất xúc tác giúp tăng giá gạo, từ đó mở rộng biên lãi gộp của các doanh nghiệp xuất khẩu gạo. |
| Sữa bột nguyên kem | | Ngoài nguồn nguyên liệu tự cung cấp, VNM còn nhập khẩu bột sữa nguyên kem để sản xuất các sản phẩm sữa bột (trẻ em & người lớn) và bột dinh dưỡng. VNM khá nhạy cảm với biến động sữa bột do khoảng 60% nguyên liệu sữa đầu vào của VNM được nhập khẩu từ Mỹ, Châu Âu và Châu Đại Dương. Do đó, giá bột sữa nguyên kem giảm sẽ tác động tích cực đến tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM. |
| Đường | Giá đường trong nước biến động theo giá đường thế giới. Bên cạnh đó, đường Việt Nam đang chịu áp lực cạnh tranh về giá so với đường nhập lậu. Do đó, giá đường thế giới giảm sẽ tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước. | |
| Giá ngũ cốc (ngô, đậu tương, lúa mì) | | Chi phí nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi chiếm 80-85% giá thành thức ăn chăn nuôi. Trong khi đó, chi phí thức ăn chăn nuôi hiện chiếm 65 - 70% giá thành sản xuất trong chăn nuôi. Chúng tôi tin rằng giá ngũ cốc toàn cầu giảm sẽ có tác động tích cực đến chi phí sản xuất của các nhà sản xuất thịt. Điều này sẽ giúp giảm áp lực lên biên liên nhuận gộp của các doanh nghiệp chế biến thịt trong bối cảnh giá lợn hơi bình quân năm 2022 được dự báo sẽ thấp hơn 5,8% so với năm 2021. |

Tổng mức đầu tư của các dự án giao thông trọng điểm tại Việt Nam lên tới 32,1 tỷ USD trong giai đoạn 2022-30 (tỷ USD)

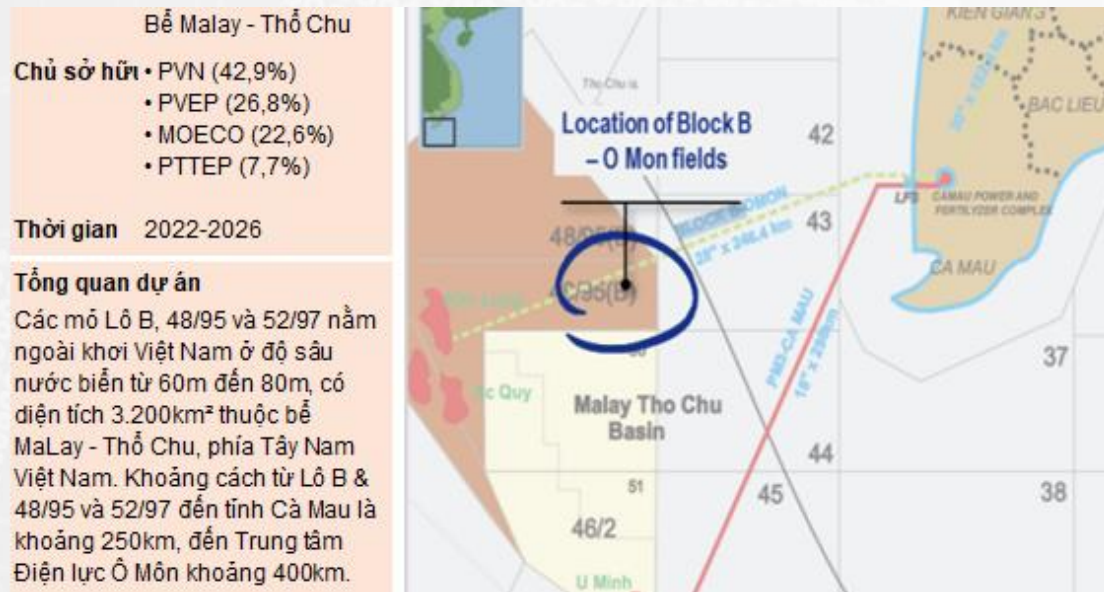


Chính phủ sẽ thực hiện nhiều giải pháp quyết liệt nhằm đẩy mạnh đầu tư công trong nửa cuối năm 2022 và 2023

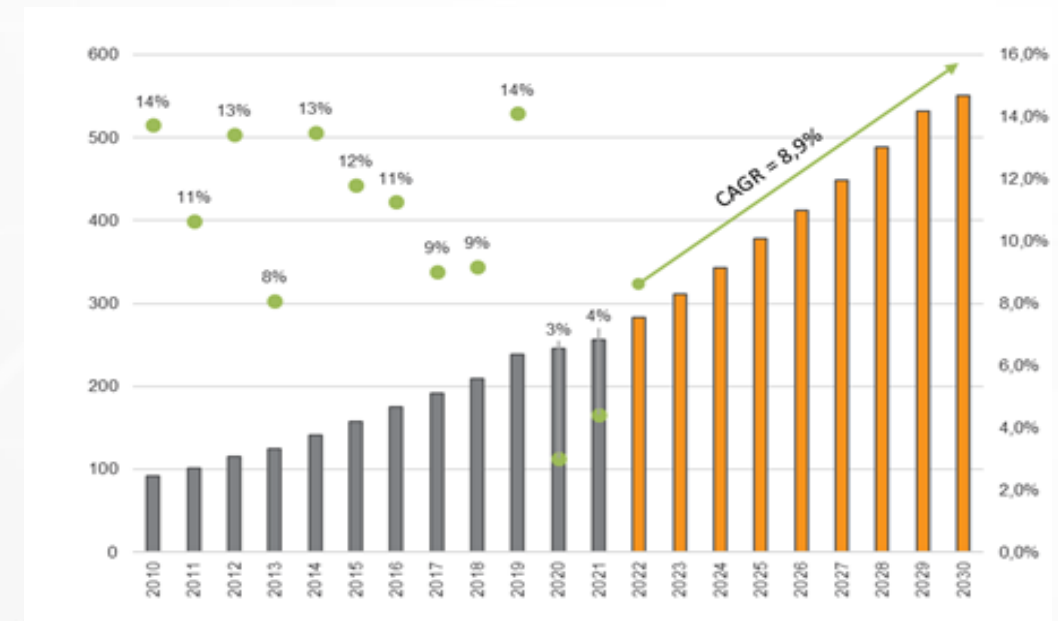
- 1. Tăng tần suất cập nhật giá vật liệu tại các địa phương.
- 2. Lập sổ nhật ký công trình để đảm bảo thanh toán nhanh chóng cho các nhà thầu.
- 3. Giao trách nhiệm cho các Trưởng ban quản lý các dự án đầu tư công.
- 4. Tiến hành khảo sát và cấp phép sớm cho các mỏ vật liệu thực hiện 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2, tránh tình trạng thiếu hụt nguồn cung như giai đoạn 1.

- Chúng tôi kỳ vọng việc triển khai đầu tư công sẽ tăng tốc trong những tháng tới do gói đầu tư cơ sở hạ tầng trong gói kích thích kinh tế mới, trị giá khoảng 113.050 tỷ đồng, được giải ngân từ T4/22. Ngoài ra, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã ký Quyết định số 548/QĐ-TTg ngày 2 tháng 5 thành lập sáu đoàn kiểm tra để giải quyết các vướng mắc liên quan đến giải ngân vốn đầu tư công. Đoàn kiểm tra sẽ làm việc với các bộ, cơ quan trung ương và các tỉnh có tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công dưới mức bình quân chung của cả nước. Sau đó, đoàn kiểm tra sẽ báo cáo Thủ tướng Chính phủ và đề xuất các giải pháp cụ thể để đẩy nhanh đầu tư công trong vòng 5 ngày làm việc kể từ khi hoàn thành quá trình thẩm tra. Trong cả năm 2022, chúng tôi duy trì dự báo vốn đầu tư công thực hiện tăng 20-30% so với thực hiện thực tế năm 2021, do tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 sẽ cao hơn nửa đầu năm nhờ mức nền thấp của cùng kỳ năm 2021.
- Chúng tôi tin rằng các công ty xây lắp hạ tầng và vật liệu xây dựng sẽ được hưởng lợi từ chủ đề này.

Chuỗi dự án phát triển mỏ khí Lô B trị giá 10 tỷ USD có thể được trao FID (Quyết định đầu tư cuối cùng) trong Q3/22



Sản lượng tiêu thụ điện dự kiến sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 8,9% trong giai đoạn 2022-30 (Đơn vị: tỷ kWh)



- Ngành năng lượng Việt Nam đang trải qua một quá trình chuyển đổi mạnh mẽ với việc Chính phủ ưu tiên duy trì sự cân bằng giữa tăng trưởng kinh tế vĩ mô và tính bền vững của môi trường. Với quy mô cũng như tiến độ nhanh hơn dự kiến của quá trình chuyển đổi này, chúng tôi tin rằng các cổ phiếu ngành điện và các nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng sẽ có cơ hội tăng trưởng vượt trội trong một vài năm tới. Một loạt siêu dự án, bao gồm chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn trị giá 10 tỷ USD và chuỗi giá trị liên quan đến điện khí LNG đã được công bố gần đây, trở thành phân khúc hứa hẹn nhất trong những năm sắp tới.
- Chúng tôi đánh giá cao các cổ phiếu có mức độ liên quan đến năng lượng tái tạo (NLTT) ngày càng tăng. Chúng tôi nhận thấy sự gia tăng đáng kể của dòng vốn ESG vào các thị trường mới nổi trong khu vực. Ngay tại Việt Nam, chúng tôi thấy ESG đang mở rộng đầu tư ở giai đoạn đầu. Chúng tôi ưu tiên các công ty có các dự án năng lượng tái tạo đang triển khai được hưởng lợi từ mức thuế quan hấp dẫn và các công ty hưởng lợi từ phát triển cơ sở hạ tầng NLTT.



| Mã cổ phiếu | Giá đóng cửa | Giá mục tiêu điều chỉnh | Tỷ suất cổ tức | Tiềm năng tăng giá | Khuyến nghị | Báo cáo gần nhất |
|-------------|--------------|-------------------------|----------------|--------------------|-------------|----------------------|
| BCG | 14.450 | 29.600 | 5,5% | 110,3% | Khả quan | Link |
| HPG | 21.800 | 44.500 | 2,3% | 106,4% | Khả quan | Link |
| TCB | 35.950 | 66.400 | 0,0% | 84,7% | Khả quan | Link |
| VHM | 63.200 | 115.000 | 2,4% | 84,4% | Khả quan | Link |
| SZC | 44.500 | 81.100 | 1,9% | 84,1% | Khả quan | Link |
| CRE | 20.300 | 36.100 | 4,9% | 82,7% | Khả quan | Link |
| KBC | 29.700 | 54.000 | 0,0% | 81,8% | Khả quan | Link |
| PVD | 17.200 | 30.500 | 0,0% | 77,3% | Khả quan | Link |
| VTP | 56.000 | 95.300 | 2,8% | 73,0% | Khả quan | Link |
| PHP | 17.500 | 29.200 | 3,2% | 70,1% | Khả quan | Link |
| MBB | 24.050 | 40.800 | 0,0% | 69,6% | Khả quan | Link |
| VIB | 20.350 | 34.400 | 0,0% | 69,0% | Trung lập | Link |
| PPC | 17.700 | 27.400 | 12,3% | 67,1% | Khả quan | Link |
| FPT | 85.500 | 140.200 | 2,3% | 66,3% | Khả quan | Link |



| Mã cổ phiếu | Giá đóng cửa | Giá mục tiêu điều chỉnh | Tỷ suất cổ tức | Tiềm năng tăng giá | Khuyến nghị | Báo cáo gần nhất |
|-------------|--------------|-------------------------|----------------|--------------------|-------------|----------------------|
| MCH | 97.000 | 157.200 | 4,1% | 66,2% | Khả quan | Link |
| CTG | 25.250 | 40.600 | 0,0% | 60,8% | Khả quan | Link |
| VNM | 70.700 | 110.000 | 5,0% | 60,6% | Khả quan | Link |
| VPB | 28.450 | 44.900 | 0,0% | 57,8% | Khả quan | Link |
| LPB | 13.500 | 21.300 | 0,0% | 57,8% | Trung lập | Link |
| NLG | 36.300 | 56.000 | 2,0% | 56,3% | Khả quan | Link |
| TPB | 26.500 | 41.100 | 0,0% | 55,1% | Trung lập | Link |
| HDB | 23.500 | 35.900 | 0,0% | 52,8% | Khả quan | Link |
| AST | 56.700 | 85.700 | 0,0% | 51,1% | Khả quan | Link |
| PTB | 63.100 | 93.700 | 2,3% | 50,8% | Khả quan | Link |
| DBC | 17.750 | 25.000 | 8,5% | 49,3% | Trung lập | Link |
| ACV | 76.700 | 114.000 | 0,0% | 48,6% | Khả quan | Link |
| POW | 13.900 | 20.400 | 0,3% | 47,1% | Khả quan | Link |
| PVS | 24.700 | 35.500 | 2,4% | 46,1% | Khả quan | Link |



| Mã cổ phiếu | Giá đóng cửa | Giá mục tiêu điều chỉnh | Tỷ suất cổ tức | Tiềm năng tăng giá | Khuyến nghị | Báo cáo gần nhất |
|-------------|--------------|-------------------------|----------------|--------------------|-------------|----------------------|
| PHR | 65.200 | 88.000 | 10,1% | 45,1% | Khả quan | Link |
| ACB | 23.750 | 33.400 | 0,0% | 40,6% | Khả quan | Link |
| PVT | 19.700 | 26.300 | 5,0% | 38,5% | Khả quan | Link |
| PLX | 40.700 | 54.900 | 3,0% | 37,8% | Khả quan | Link |
| KDH | 38.100 | 52.400 | 0,0% | 37,5% | Khả quan | Link |
| STK | 51.400 | 68.200 | 2,9% | 35,6% | Khả quan | Link |
| VRE | 28.050 | 37.800 | 0,0% | 34,8% | Khả quan | Link |
| ACG | 66.500 | 88.800 | 0,6% | 34,1% | Khả quan | Link |
| SCS | 156.300 | 200.800 | 3,5% | 32,0% | Khả quan | Link |
| FMC | 62.900 | 80.300 | 3,1% | 30,8% | Khả quan | Link |
| GMD | 53.000 | 64.400 | 5,2% | 26,7% | Trung lập | Link |
| VCB | 75.900 | 95.600 | 0,0% | 26,0% | Khả quan | Link |
| GAS | 116.800 | 143.100 | 3,2% | 25,7% | Khả quan | Link |
| MWG | 72.500 | 90.100 | 0,2% | 24,5% | Khả quan | Link |



| Mã cổ phiếu | Giá đóng cửa | Giá mục tiêu điều chỉnh | Tỷ suất cổ tức | Tiềm năng tăng giá | Khuyến nghị | Báo cáo gần nhất |
|-------------|--------------|-------------------------|----------------|--------------------|-------------|----------------------|
| VJC | 128.200 | 158.000 | 0,0% | 23,2% | Khả quan | Link |
| NT2 | 25.000 | 29.200 | 6,1% | 22,9% | Khả quan | Link |
| NVL | 74.900 | 89.000 | 0,0% | 18,8% | Khả quan | Link |
| VHC | 93.600 | 105.600 | 2,2% | 15,0% | Khả quan | Link |
| MML | 65.600 | 73.400 | 0,0% | 11,9% | Trung lập | Link |
| MSH | 53.000 | 55.500 | 6,6% | 11,3% | Trung lập | Link |
| PNJ | 120.500 | 131.100 | 0,6% | 9,4% | Khả quan | Link |
| HDG | 55.100 | 55.100 | 2,7% | 2,7% | Khả quan | Link |
| KDC | 61.800 | 61.700 | 1,0% | 0,8% | Trung lập | Link |
| REE | 85.300 | 85.500 | 0,4% | 0,6% | Khả quan | Link |

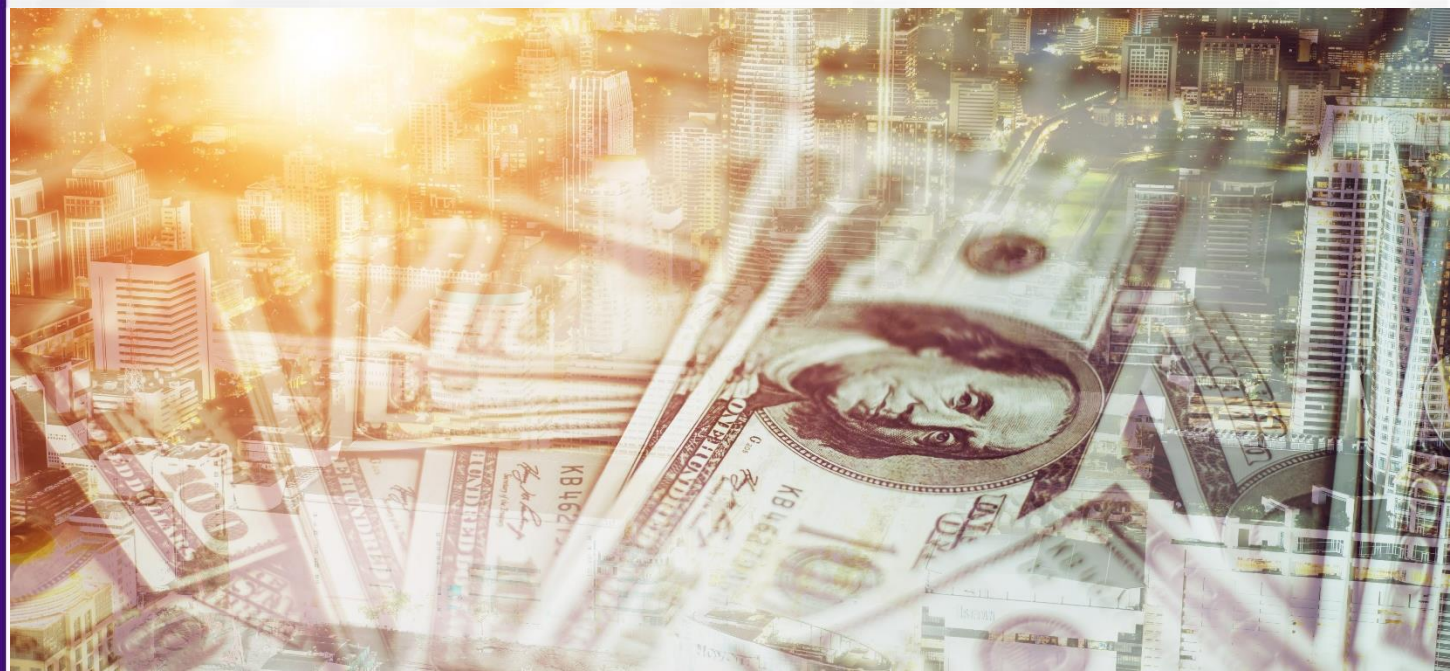
Ngân hàng

06/2022

59

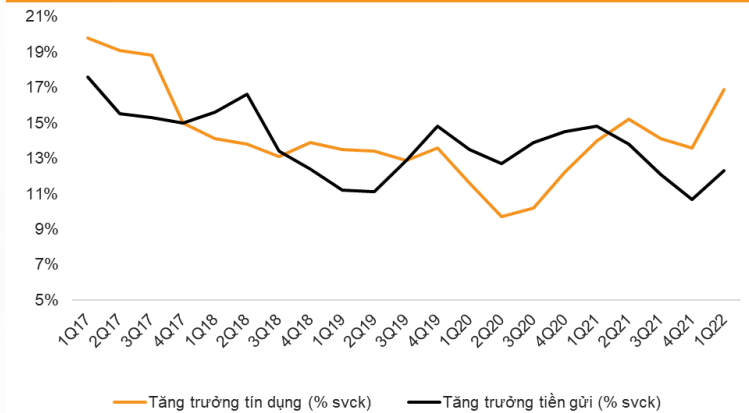
VNDIRECT

Bước ngoặt đến gần

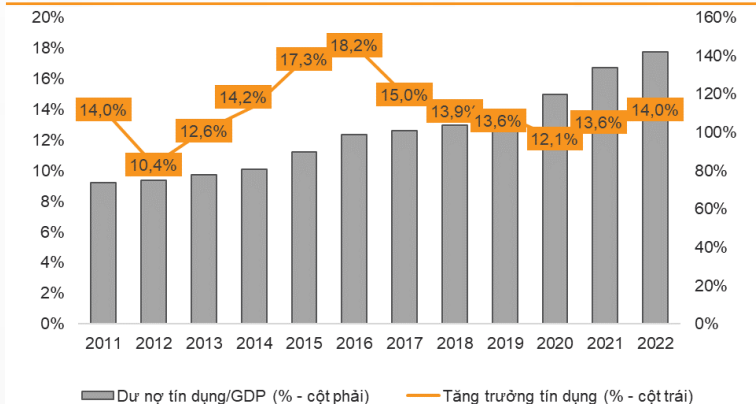


- Tín dụng hệ thống đã tăng 8,15% từ đầu năm tính đến ngày 9/6/2022, gần gấp đôi so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu tín dụng tăng mạnh nhằm phục vụ cho hoạt động kinh doanh quay trở lại sau đại dịch. Tính đến Q1/22, tín dụng tăng 6% kể từ đầu năm (+16,9% svck) lên 11.149 nghìn tỷ đồng (Q1/21: 2,95% sv đầu năm 2021), nhờ vào tăng trưởng từ các ngành nghề sản xuất - kinh doanh và các lĩnh vực ưu tiên.
- Việc Việt Nam bình thường hóa kể từ ngày 21/10/2021 cùng với các gói hỗ trợ hiện hành của Chính phủ và lãi suất cho vay thấp sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp hồi phục và nhận các khoản vay mới để hỗ trợ hoạt động, điều này giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Tuy vậy, lạm phát hiện đang là một vấn đề đáng được quan tâm và tăng trưởng tín dụng sẽ cần phải hạn chế lại nếu như lạm phát cao hơn dự kiến. Bên cạnh đó, Chính phủ đã ra quy định kiểm soát dòng tín dụng vào lĩnh vực bất động sản và giám sát thận trọng hơn về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) để tránh những sai phạm ảnh hưởng đến tính minh bạch của thị trường. Với mục tiêu ổn định vĩ mô, kiểm soát, không để xảy ra lạm phát và nâng cao sự phát triển bền vững của thị trường vốn, NHNN sẽ phải thận trọng hơn trong việc cấp hạn mức tín dụng cho các NHTM. Các NHTM đã ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2022, tuy vậy hiện tại một số ngân hàng đã sử dụng hết hạn mức tín dụng NHNN cấp từ đầu năm; và mức tín dụng mới dự kiến sẽ được cấp thêm vào cuối Q3/2022, theo quan điểm của chúng tôi. Nhìn chung, tín dụng hệ thống đã tăng nhanh 8,15% kể từ đầu năm, nhưng sẽ hạ nhiệt dần vào nửa cuối năm nay và dự kiến sẽ đạt tăng trưởng 14% cho cả năm 2022.
- Đối với tăng trưởng cung tiền (M2), M2 cải thiện 3,45% từ đầu năm, 12,3% svck tính đến cuối Q1/22, thấp hơn tốc độ tăng 6% của tín dụng hệ thống. Tiền gửi của dân cư tăng trưởng chậm lại, chỉ tăng 3,3% so với đầu năm. Chúng tôi cho rằng khách hàng cá nhân vẫn đang tìm kiếm các công cụ đầu tư có lợi suất cao hơn như trái phiếu doanh nghiệp, chứng khoán, bất động sản trong bối cảnh lãi suất tiền gửi vẫn ở mức thấp.
- Chúng tôi nhận thấy rằng chênh lệch tăng trưởng huy động-tín dụng đang nới rộng sẽ phần nào đè nặng lên các ngân hàng có thanh khoản thấp.

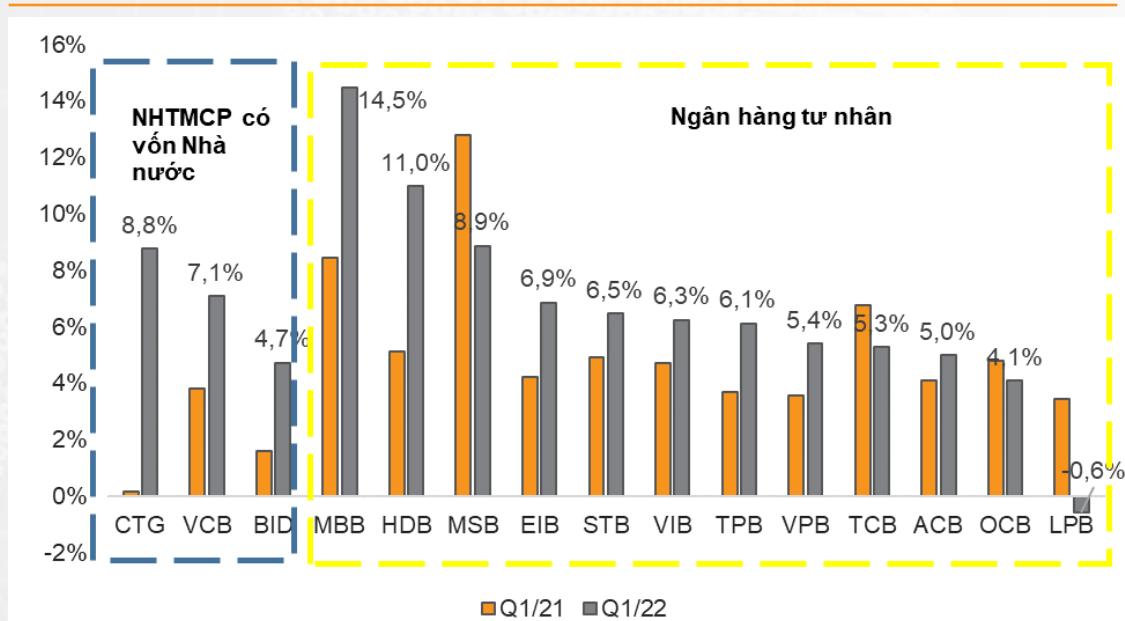
Tín dụng hệ thống tăng trưởng mạnh kể từ đầu năm 2022



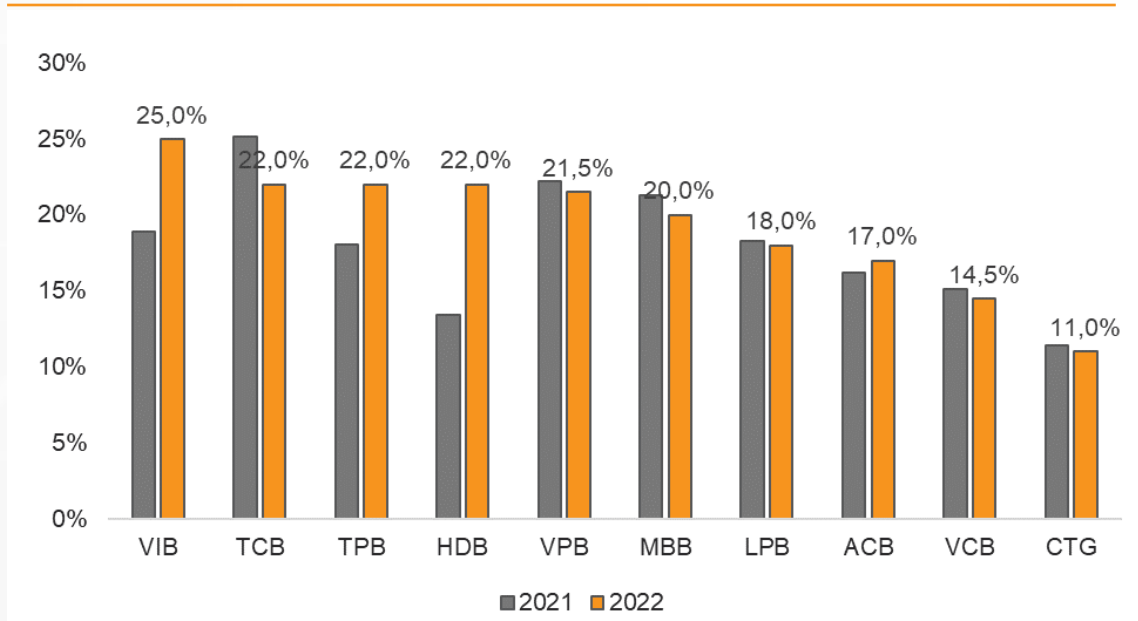
Chúng tôi dự kiến tín dụng sẽ tăng 14% trong năm 2022 (% svck)



Phần lớn tăng trưởng cho vay của các ngân hàng trong Q1/22 tốt hơn so với cùng kỳ Q1/21

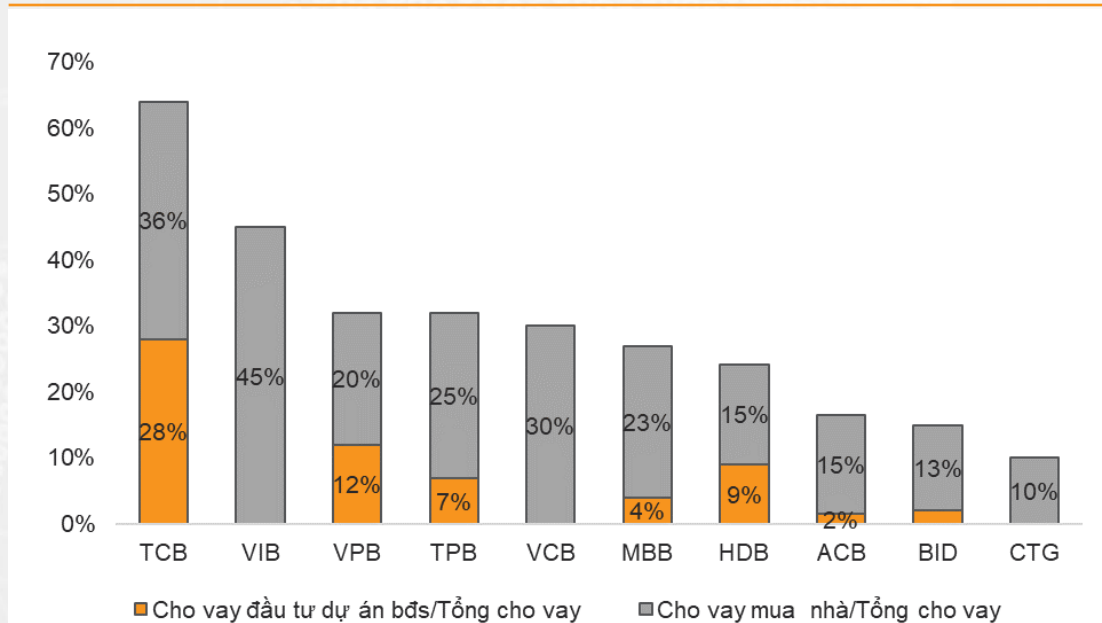


Dự phóng tăng trưởng cho vay của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi năm 2022 (% svck)

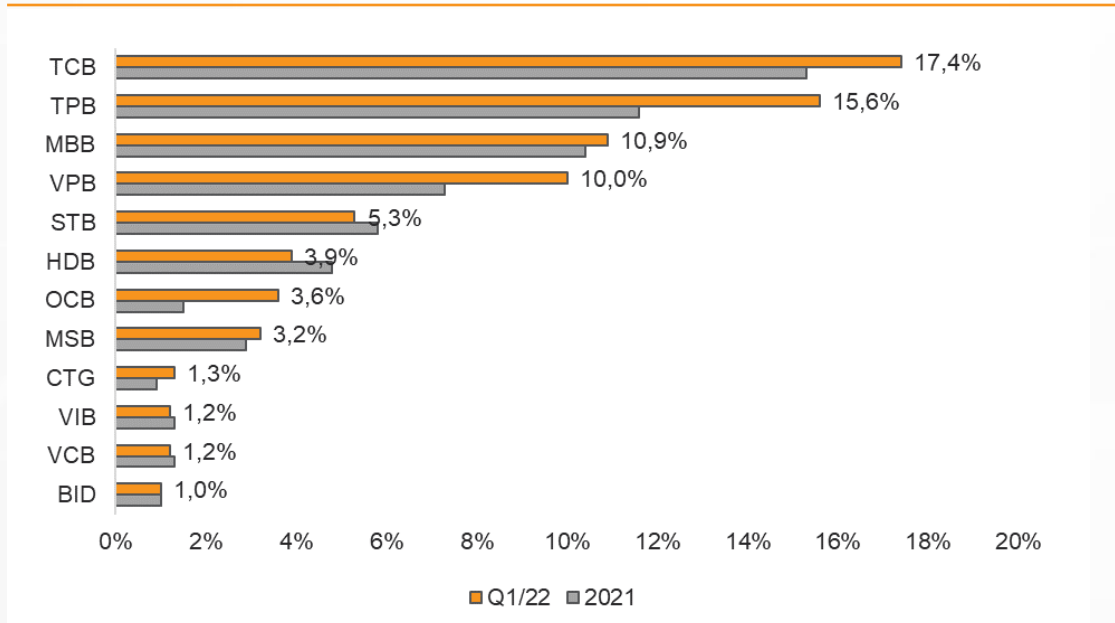


- Ba ngân hàng thương mại Nhà nước (NHTM Nhà nước) niêm yết là BID, VCB, CTG, chiếm 33,5% thị phần cho vay cả nước, ghi nhận tín dụng tăng 6,7% từ đầu năm, cao hơn mức tăng của toàn hệ thống. Tổng dư nợ cho vay của 15 ngân hàng niêm yết, chiếm 62% tín dụng hệ thống, tăng 6,7% tính đến cuối Q1/22.
- Tổng tiền gửi của khách hàng tại 3 NHTM Nhà nước (chiếm 30% tổng M2), tăng 4,2% từ đầu năm, cao hơn mức tăng trưởng chung. Tổng tiền gửi của 15 ngân hàng niêm yết, chiếm 56% tổng M2, tăng 4,2% so với đầu năm ở cuối Q1/22 (cao hơn nhiều so với mức 1,6% kể từ đầu năm ở cuối Q1/21).
- Như đã đề cập trước đó, mục tiêu của NHNN là ổn định vĩ mô, kiểm soát, không để xảy ra lạm phát và sẽ phải căn cứ vào mức độ tuân thủ của các ngân hàng về độ an toàn vốn để xét cấp hạn mức tín dụng. Chúng tôi cho rằng những ngân hàng có độ an toàn vốn (hệ số CAR) cao sẽ được ưu tiên cấp hạn mức tín dụng cao hơn toàn ngành, tiêu biểu như TCB, VPB, HDB.

Cơ cấu cho vay bất động sản trên tổng cho vay của các ngân hàng năm 2021... (%)



...và cơ cấu nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) trong danh mục tín dụng (%)

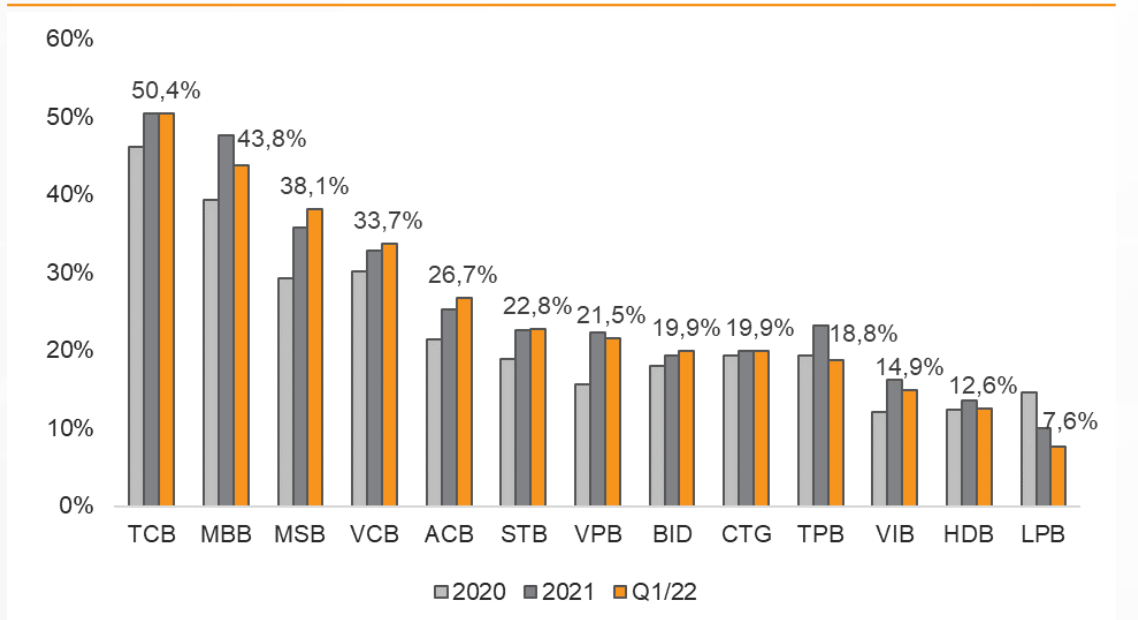


- Chính phủ đã ra quy định kiểm soát tín dụng vào lĩnh vực bất động sản và giám sát thận trọng hơn về việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN). Quy định về thị trường TPDN (Nghị định 153) đang được sửa đổi một cách chặt chẽ hơn để đảm bảo tính bền vững của thị trường vốn Việt Nam. Theo VBMA, lượng phát hành TPDN tăng mạnh 42% svck nhưng chủ yếu đến từ phát hành riêng lẻ (chiếm 95% tổng lượng phát hành), được biết đến với nhiều trường hợp huy động vốn sai mục đích, sai quy định. Theo đó, các ngân hàng có tỷ lệ cho vay BĐS/nắm giữ TPDN cao trong danh mục tín dụng sẽ khó ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao trong năm nay.
- Đối với TCB, mặc dù TCB có tỷ lệ cho vay bất động sản cao (28% tổng cho vay và 32% tổng tín dụng) và nắm giữ khối lượng TPDN lớn (17% tổng tín dụng), chúng tôi cho rằng TCB sẽ ít gặp rủi ro hơn liên quan vụ việc trên nhờ vào mô hình kinh doanh ổn định và bền vững sẵn có.

Diễn biến NIM trong Q1/2022 (svck điểm cơ bản)

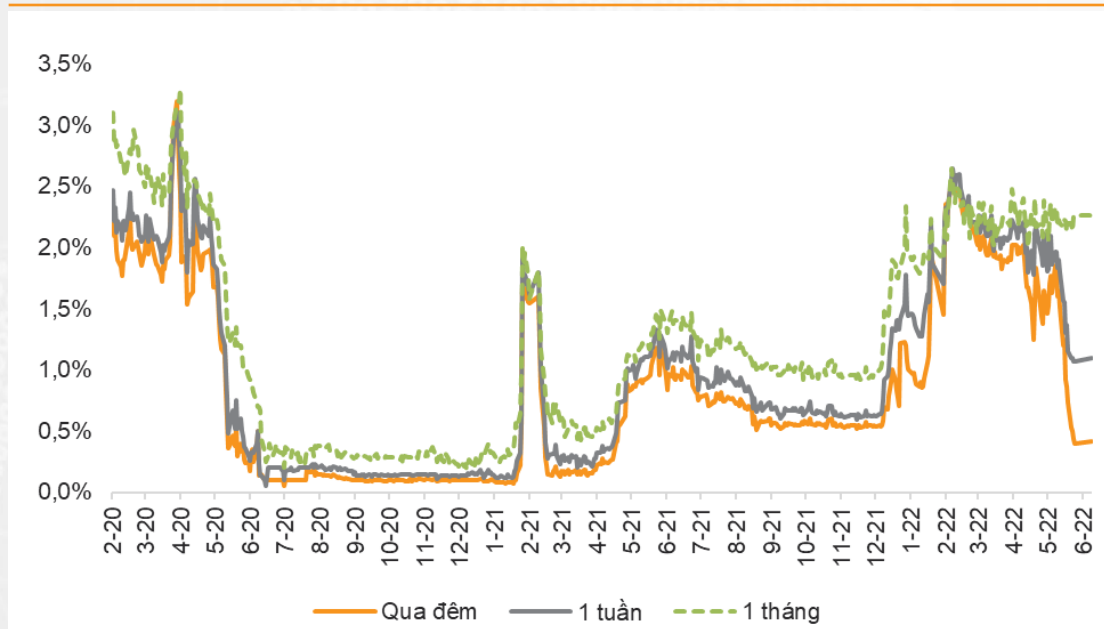
| +/- % | Lợi suất tài sản | Chi phí vốn | NIM |
|-------|------------------|-------------|-------|
| | | | |
| EIB | 24 | (77) | 94 |
| LPB | (17) | (75) | 61 |
| MSB | 8 | (44) | 34 |
| MBB | (25) | (61) | 27 |
| VCB | 9 | (15) | 24 |
| HDB | (14) | (40) | 19 |
| OCB | (17) | (35) | 13 |
| TCB | - | (9) | 6 |
| VIB | (30) | (40) | 2 |
| BID | (35) | (36) | - |
| ACB | (66) | (59) | (7) |
| STB | (80) | (17) | (48) |
| TPB | (110) | (56) | (53) |
| CTG | (80) | (14) | (66) |
| VPB | (228) | (82) | (143) |

Tỷ lệ CASA tại các ngân hàng (%)

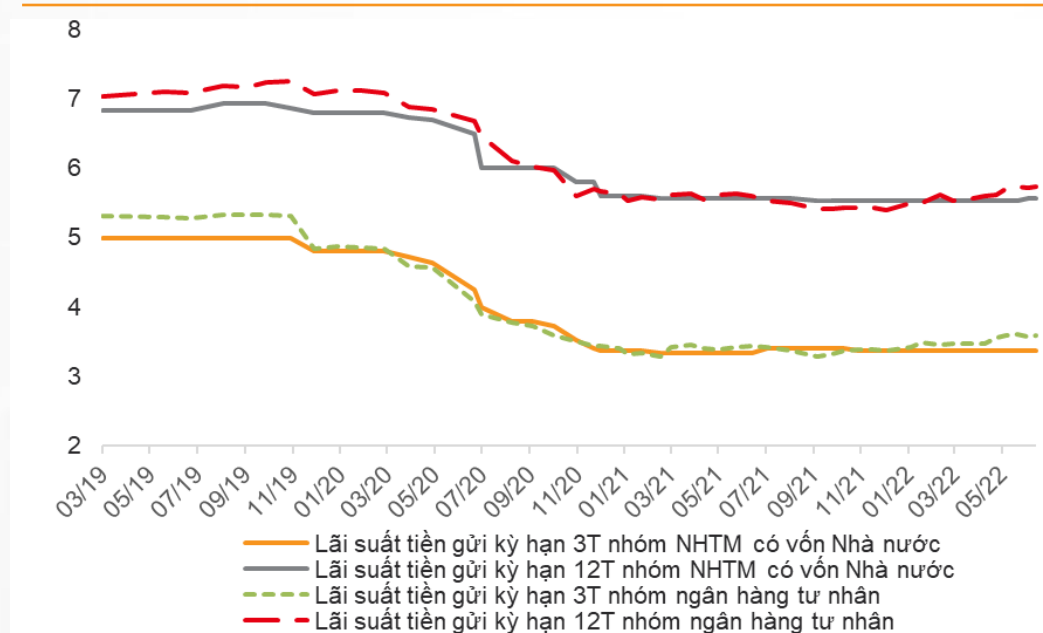


- Tỷ suất sinh lời trên tài sản của các ngân hàng cơ bản giảm do hỗ trợ khách hàng chịu ảnh hưởng bởi Covid-19 bằng cách giảm/miễn trả lãi cho vay. Trong Q1/22, các ngân hàng niêm yết có vốn Nhà nước (SOCBs) ghi nhận mức giảm lợi suất trung bình là 35 điểm cơ bản svck, trong khi lợi suất của các ngân hàng tư nhân niêm yết giảm trung bình là 46 điểm cơ bản svck. Mặt khác, chi phí vốn (COF) trung bình của các SOCBs giảm 22 điểm cơ bản svck xuống 2,97% trong Q1/22 trong khi các ngân hàng tư nhân niêm yết trung bình ghi nhận COF giảm 50 điểm cơ bản xuống còn 3,4%. Trong Q1/22, NIM của các ngân hàng niêm yết có vốn Nhà nước giảm nhẹ 14 điểm cơ bản xuống 2,96%. NIM trung bình của các ngân hàng tư nhân niêm yết ghi nhận mức tăng 1 điểm cơ bản svck lên 4,48%.
- Các ngân hàng có lợi thế về chi phí vốn thấp hơn nhờ cải thiện CASA và/hoặc hệ số LDR thấp, tiếp tục duy trì hoặc mở rộng NIM — MSB +34 điểm cơ bản, MBB +27 điểm cơ bản, HDB +19 điểm cơ bản, TCB +6 điểm cơ bản. Thông qua chính sách miễn phí giao dịch, các ngân hàng niêm yết có vốn Nhà nước đã ghi nhận tăng trưởng CASA cuối Q1/2022; và tỷ lệ này sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm nay.

Lãi suất liên ngân hàng phục hồi từ vùng thấp (%)

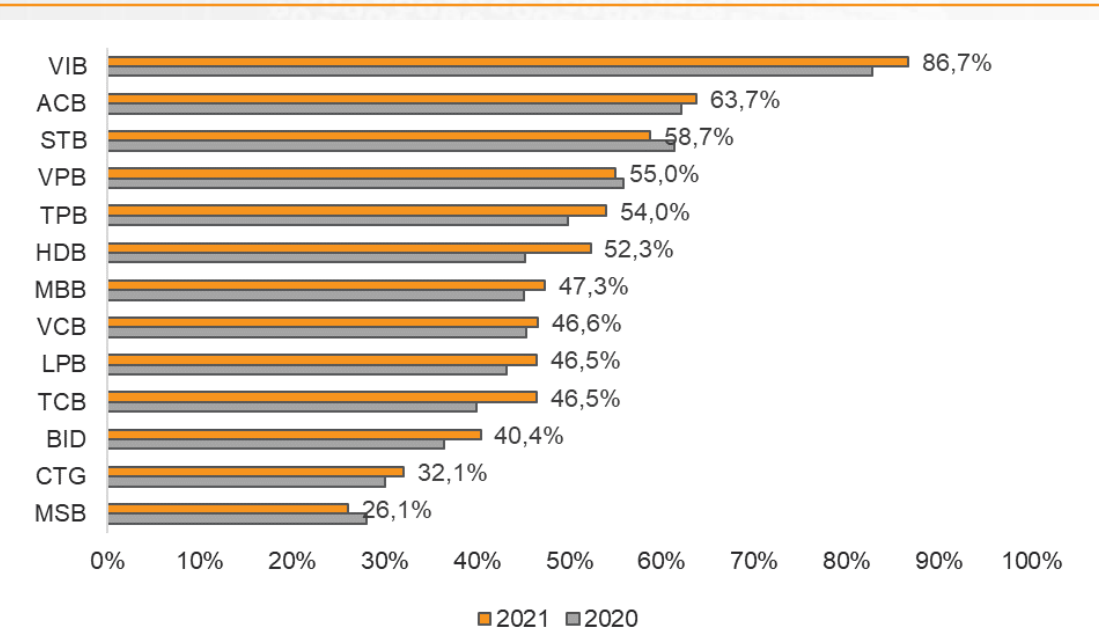


Lãi tiền gửi vẫn ở mức thấp; tuy vậy đã bắt đầu tăng mạnh kể từ tháng 5/2022 (%)

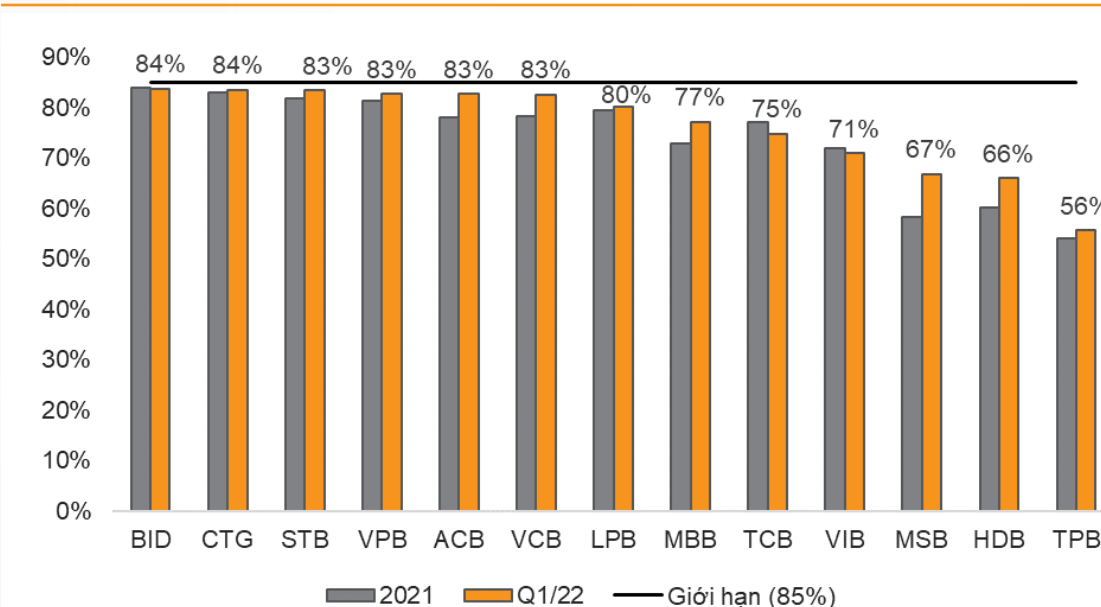


- Tại thời điểm cuối Q1/22, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 3 và 12 tháng không đổi so với mức cuối năm 2020 và năm 2021; tuy nhiên đã tăng trở lại kể từ tháng 5/2022. Lãi suất liên ngân hàng cũng đã tăng mạnh trở lại tuy vậy vẫn còn ở vùng thấp so với giai đoạn trước dịch bệnh. lãi suất tiền gửi sẽ khó duy trì ở mức thấp và sẽ bắt đầu tăng trở lại trong năm nay do (1) nhu cầu huy động vốn tăng dựa trên (1) tín dụng tăng trưởng, (2) sự cạnh tranh từ các kênh đầu tư hấp dẫn như bất động sản và chứng khoán và nhất là (3) áp lực lạm phát. Theo đó, lãi suất tiền gửi sẽ tăng 30-50 điểm cơ bản trong năm 2022. Chúng tôi dự đoán lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng tại các NHTM sẽ tăng lên mức 5,9-6,1%/năm vào cuối năm 2022, tuy nhiên vẫn thấp hơn mức 6,8%/năm giai đoạn trước dịch bệnh. Nhờ những chính sách hỗ trợ (gói cấp bù lãi suất 40 nghìn tỷ với mức lãi suất ưu đãi 2% đến hết 2023), chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ giảm trung bình khoảng 20-40 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong năm 2022. Tuy nhiên, tác động thực tế của gói cấp bù lãi suất có thể giảm bớt nếu các ngân hàng tăng lãi suất cho vay đối với các khoản vay thông thường khác để bù đắp việc tăng lãi suất huy động. Do đó, NIM của các ngân hàng sẽ khó mở rộng trong năm nay, đặc biệt là giai đoạn nửa cuối năm.

Cho vay KHCN/tổng danh mục cho vay tại các ngân hàng (%)

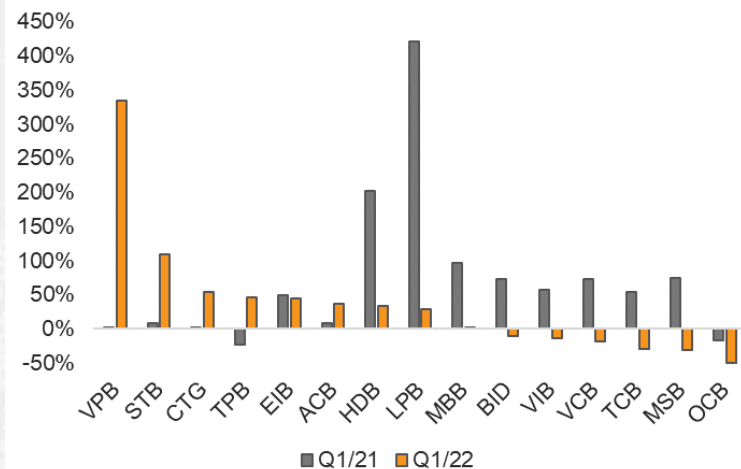


... và tỷ lệ LDR cuối Q1/2022 (%)

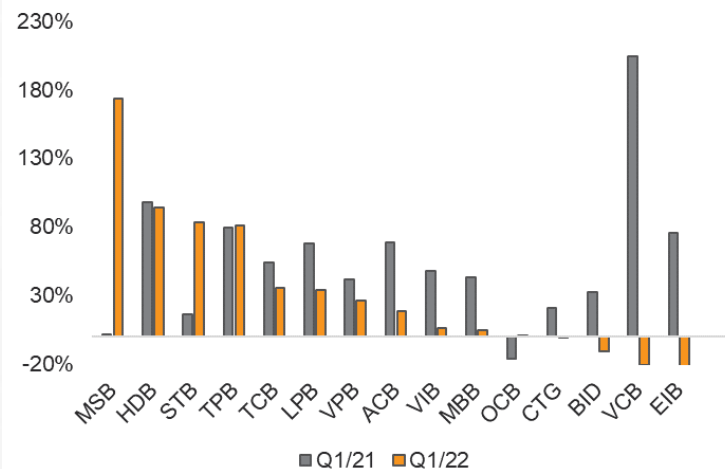


- Diễn biến NIM trong năm sau có thể sẽ không tương đồng giữa các ngân hàng. Theo chúng tôi, các ngân hàng có thể cải thiện NIM trong năm nay khi sở hữu những lợi thế cạnh tranh như:
 - Hệ số CASA cao hoặc tỷ lệ LDR thấp: giúp giảm được chi phí vốn trong bối cảnh lãi suất cho vay giảm.
 - Có khả năng vay vốn nước ngoài: giúp các ngân hàng vay được vốn với lãi suất thấp trong bối cảnh tỷ giá ổn định.
 - Có khả năng mở rộng cho vay cá nhân, theo đó gia tăng tỷ suất lợi nhuận.

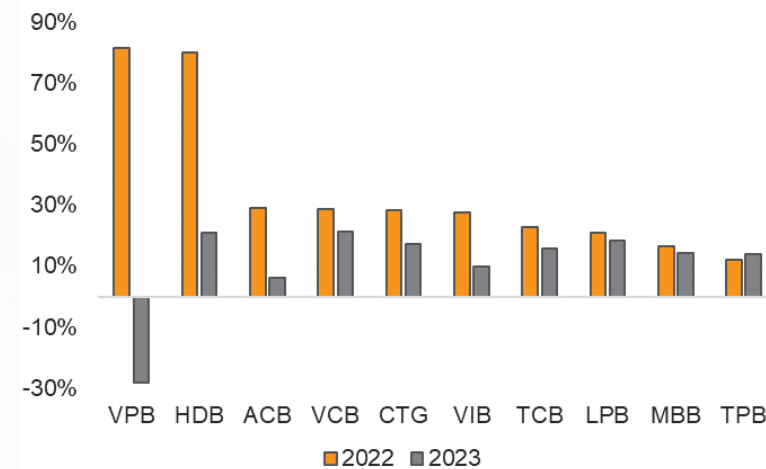
VPB ghi nhận mức tăng cao nhất nhờ phí bảo hiểm độc quyền trong Q1/22 (% svck)



NFI tăng 11,8% svck trong Q1/22, thấp hơn mức 62,6% svck trong Q1/21 chủ yếu do giảm từ các NHTM có vốn Nhà nước (%svck)

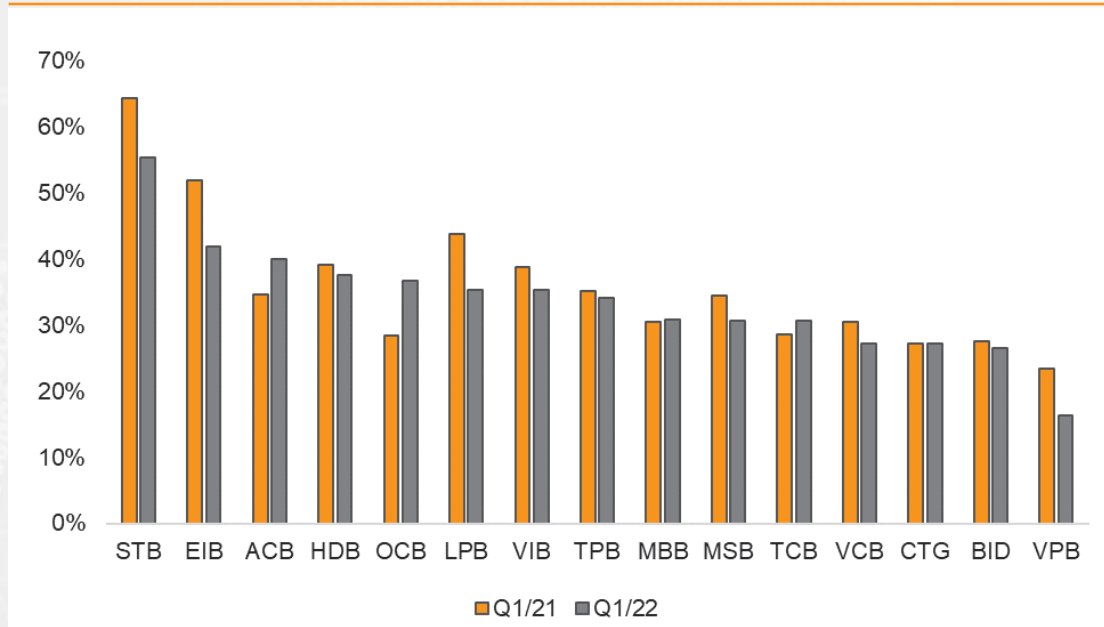


Dự phóng tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng (% svck)

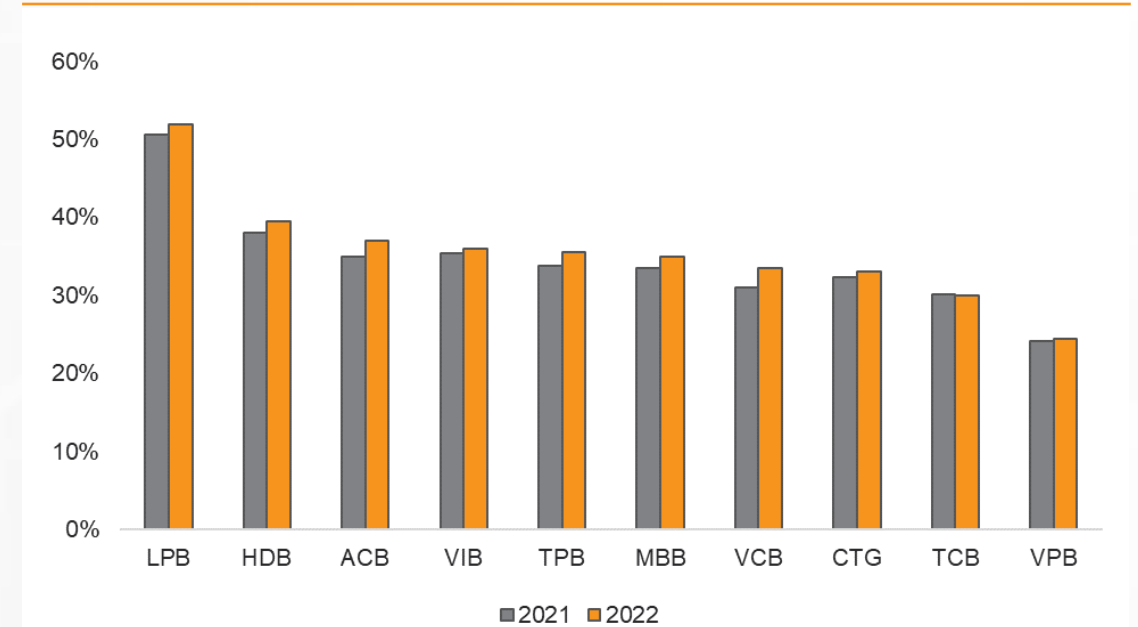


- Thu nhập ngoài lãi các ngân hàng trong Q1/22 tăng 27,9% svck, thấp hơn so với mức tăng 44,3% svck trong Q1/21. Thu nhập từ phí thuần (NFI) và thu nhập khác là hai nhân tố chính, đóng góp 82% trong tổng thu nhập ngoài lãi, tăng trưởng lần lượt là 11% và 102% svck. Đáng lưu ý, VPB ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong lịch sử 333,9% svck nhờ ghi nhận khoản phí độc quyền từ hợp đồng bảo hiểm với AIA.
- Trong Q1/22, thu nhập từ phí thuần của các NHTM có vốn Nhà nước giảm 14,5% svck, trong khi Q1/21 ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 88,1% svck. Chúng tôi cho rằng đây là kết quả của việc các ngân hàng này giảm chi phí chuyển tiền, quản lý tài khoản... từ đầu năm 2022 nhằm thu hút nhiều khách hàng sử dụng dịch vụ, giúp nâng cao tỷ lệ CASA. Chi phí khác tăng 103% svck, cao hơn mức 76,3% svck trong Q1/22 chủ yếu nhờ khoản phí độc quyền của VPB và thu hồi từ nợ xấu (ACB, CTG, EIB...). Chúng tôi dự kiến các ngân hàng như CTG, HDB và VPB sẽ ghi nhận thu nhập ngoài lãi cao vượt trội so với cùng kỳ nhờ vào các khoản phí bảo hiểm độc quyền.

Hầu hết các ngân hàng ghi nhận tỷ lệ CIR trong Q1/2022 thấp hơn Q1/2021 (%)

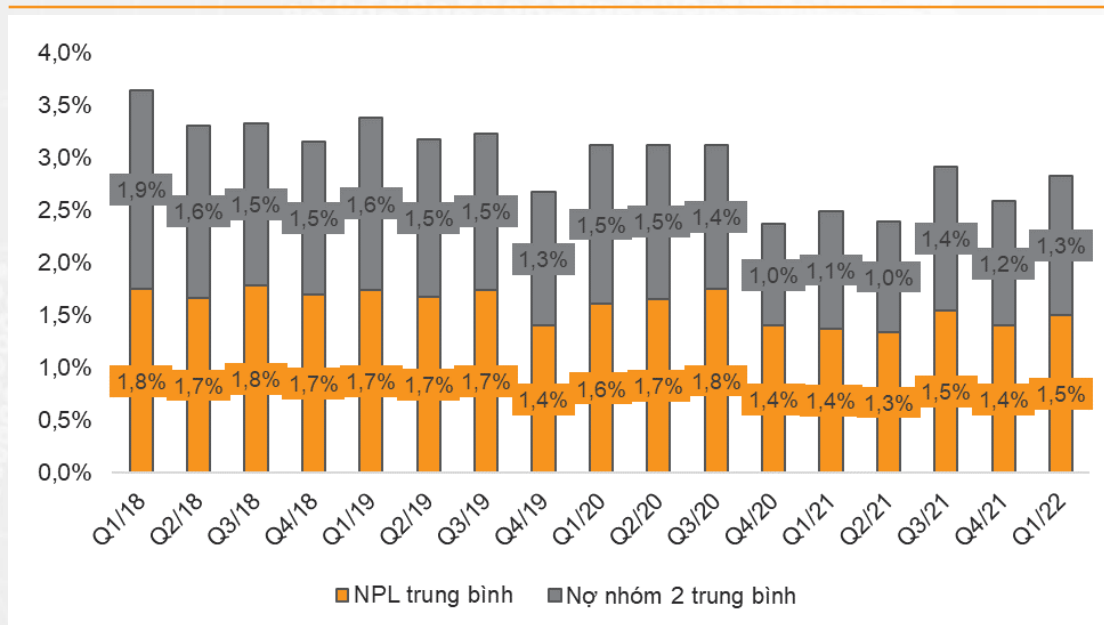


... tuy vậy chúng tôi dự kiến CIR trong năm 2022 sẽ cao hơn 2021 (%)

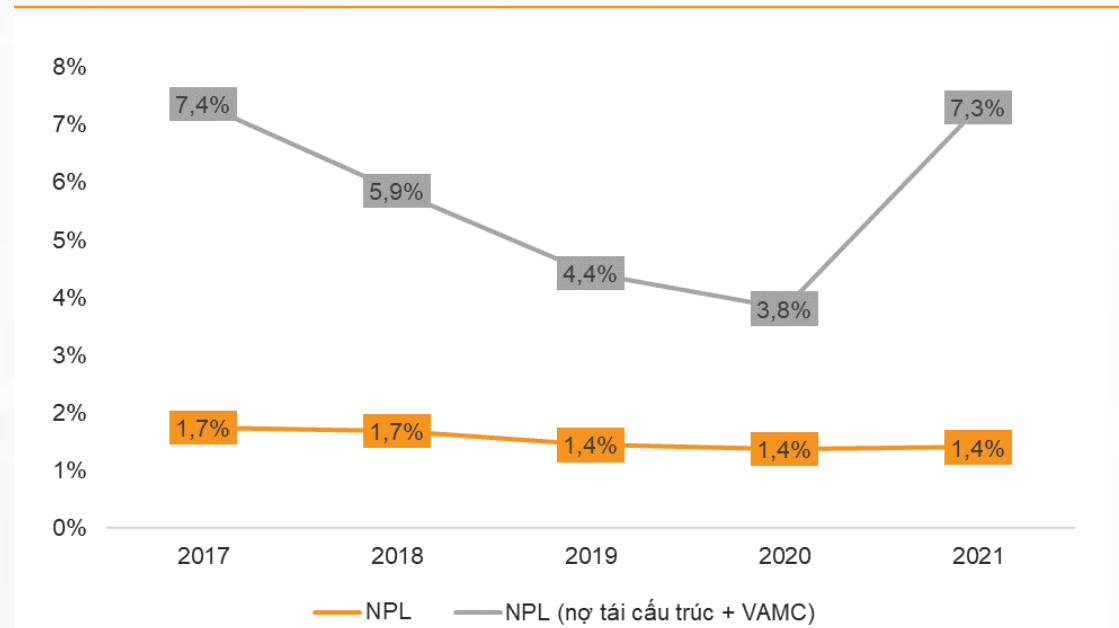


- Chi phí hoạt động của 15 ngân hàng niêm yết tăng 12,8% svck trong Q1/2022 (thấp hơn mức tăng 34,5% svck của Q1/2021); trong khi tổng thu nhập hoạt động tăng 27,7% svck (cao hơn mức 20,7% svck của Q1/2021). Nhờ đó, tỷ lệ CIR trung bình toàn ngành giảm xuống 30% trong Q1/2022 (từ mức 32% trong Q1/2021); lưu ý tỷ lệ này đạt 31% nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường của VPB.
- Chúng tôi dự kiến CIR toàn ngành sẽ tăng trở lại kể từ Q2/2022 trở đi do các ngân hàng sẽ tiếp tục mạnh tay đầu tư vào công nghệ/chuyển đổi số hóa. Chi phí đầu tư vào công nghệ của 1 số ngân hàng (CTG, TCB, VPB...) sẽ rơi vào khoảng 50-100 triệu USD/năm trong giai đoạn 2022-25.

Các khoản vay có rủi ro (%)

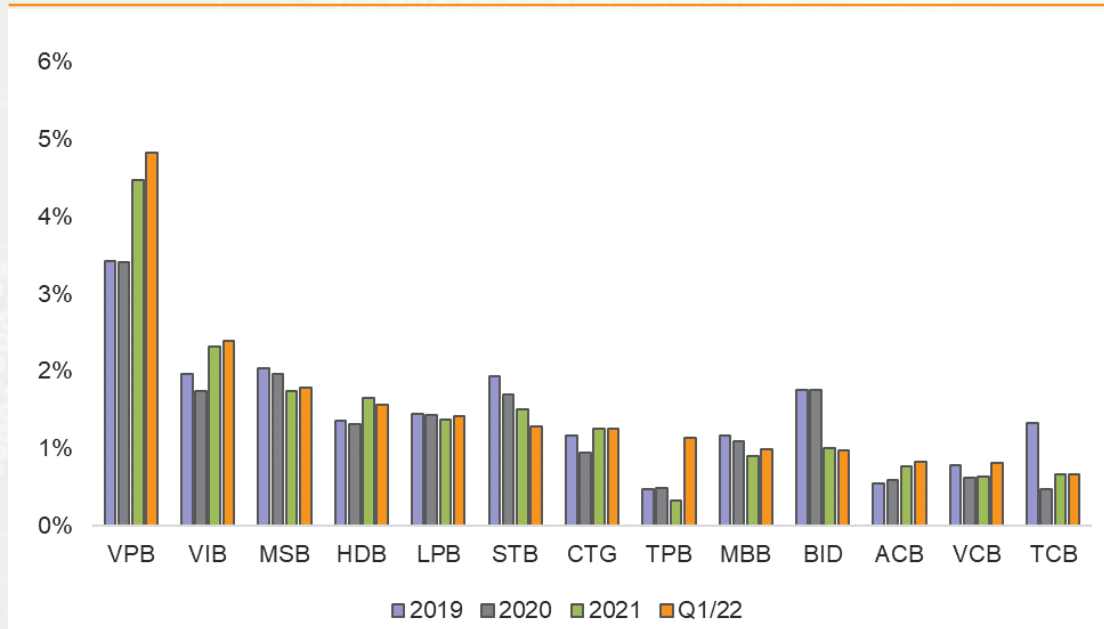


Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và nợ xấu đã bao gồm nợ tái cơ cấu + nợ bán cho VAMC (%)

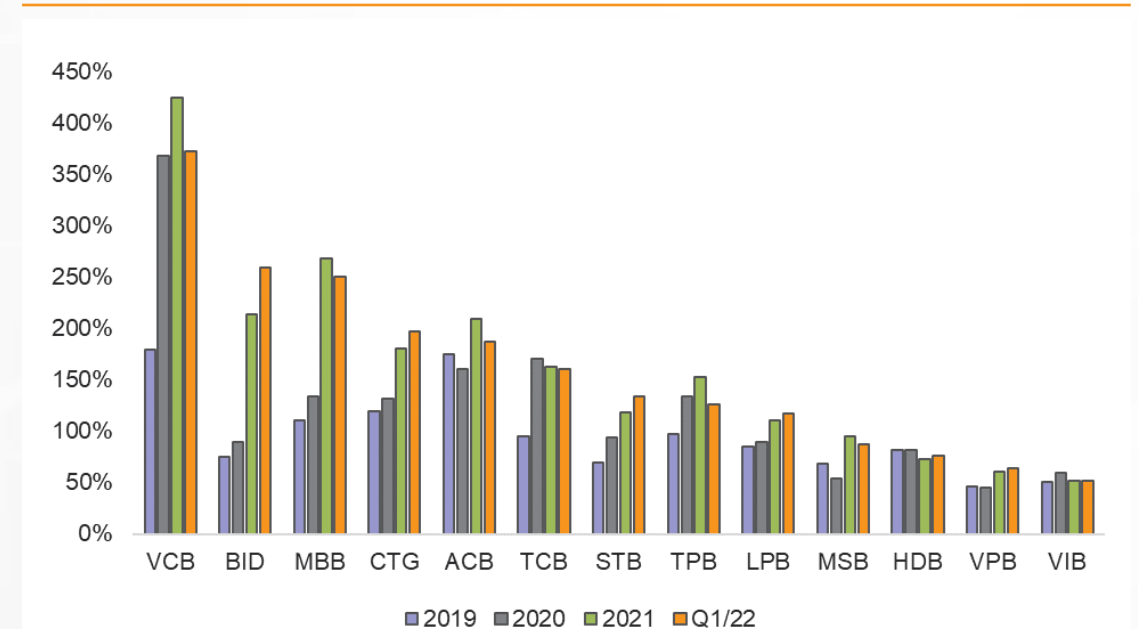


- Nợ xấu tăng lên trong những tháng tới cũng là điều đáng lưu ý khi Thông tư 14 sẽ hết hiệu lực vào cuối tháng 6 năm 2022. Theo NHNN, tỷ lệ nợ xấu nội bảng có thể lên tới 7,3% nếu tính cả các khoản cho vay tái cơ cấu và nợ xấu bán cho VAMC, tương đương mức nợ xấu giai đoạn 2016-2017.
- Tuy nhiên, chất lượng tài sản của các ngân hàng đã được cải thiện mạnh mẽ so với giai đoạn 2016-2017. Các ngân hàng đã trích lập dự phòng để tránh khả năng nợ xấu tăng cao, đồng thời LLR đã đạt mức cao nhất lịch sử tại hầu hết các ngân hàng vào cuối năm 2021. Mặt khác, các ngân hàng cũng đã thực hiện trích lập tương đối đầy đủ dự phòng đối với các khoản nợ tái cơ cấu thay vì mức 30% như quy định. Theo quan điểm của chúng tôi, nhờ vào chất lượng tài sản vững chắc và bộ đệm dự phòng mạnh mẽ, các ngân hàng sẽ có thể giảm thiểu được tối đa rủi ro nợ xấu gia tăng trong thời gian sắp tới.

Tỷ lệ nợ xấu cuối Q1/2022 ghi nhận tăng so với thời điểm cuối 2021 (%)

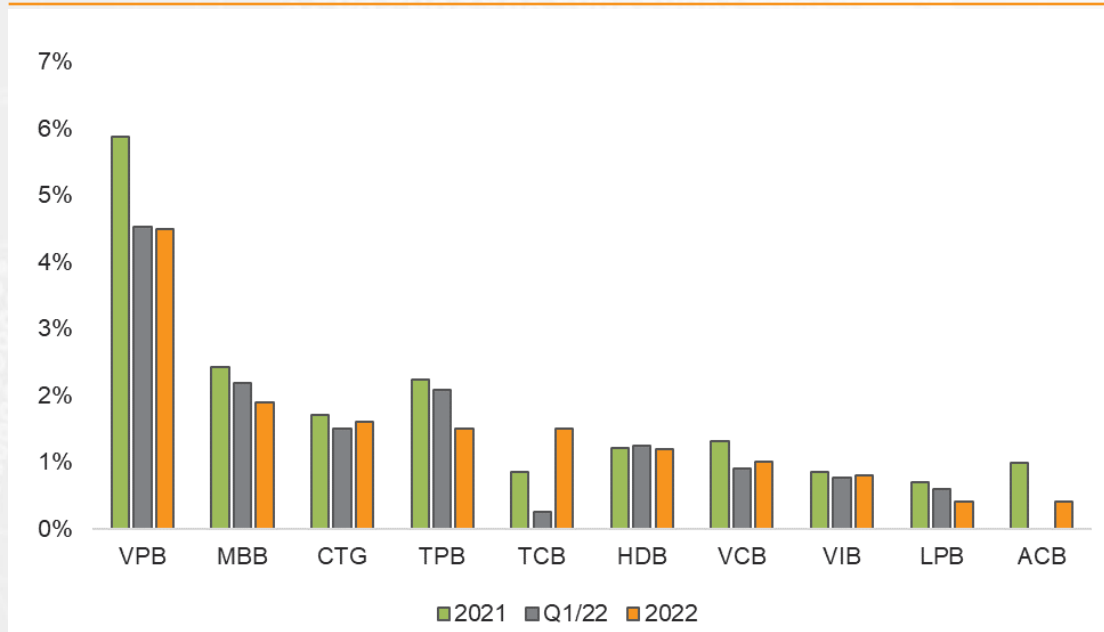


Trong khi LLR giảm so với cuối năm ngoái (%)

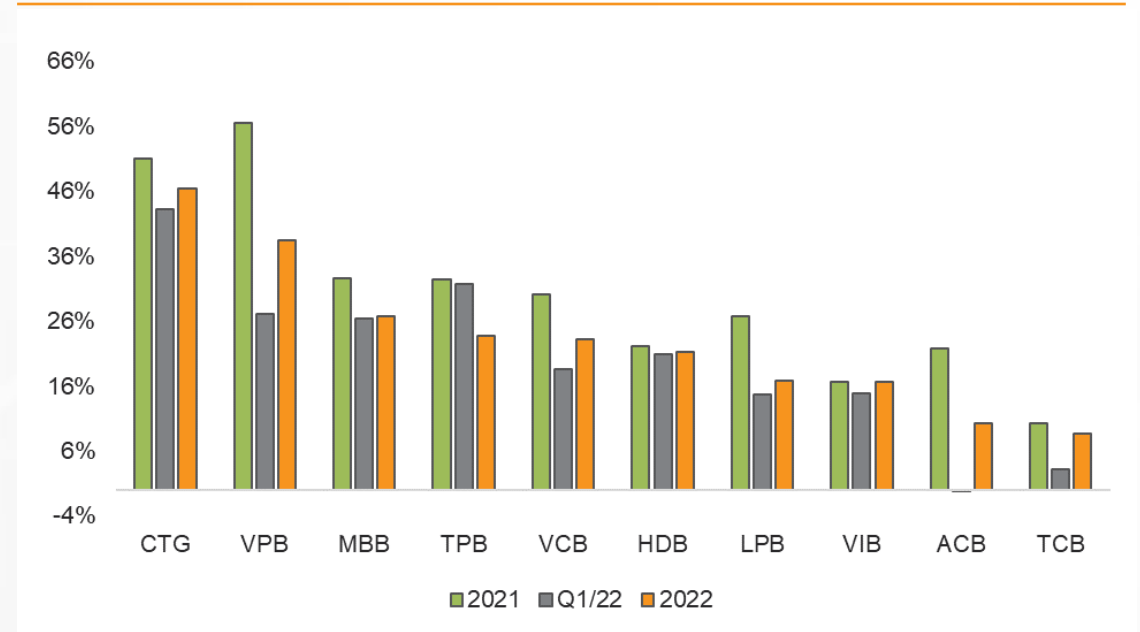


- Chất lượng tài sản của các ngân hàng đã phần nào bị ảnh hưởng do hậu quả của đại dịch Covid-19, trong đó tỷ lệ nợ xấu (NPL) trung bình Q1/22 tăng trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm nhẹ so với mức cuối Q4/21.
- NPL trung bình tăng lên 1,5% vào cuối Q1/22 từ mức 1,39% vào cuối Q4/21. Tỷ lệ nợ xấu nhóm 5 tăng nhẹ lên mức 0,58% vào cuối Q1/22 từ mức 0,51% vào cuối Q4/21. Tổng cho vay của 15 ngân hàng niêm yết tăng 6,7% sv đầu năm trong khi nợ xấu tăng 11,4%. Năm ngân hàng có tỷ lệ NPL thấp nhất gồm TCB (0,67%), VCB (0,81%), ACB (0,82%) và MBB (0,99%).
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) giảm về 147,2% vào cuối Q1/22 từ mức 151,4% vào cuối năm 2021, tuy nhiên vẫn cao hơn mức 108,6% vào cuối năm 2020. Năm ngân hàng có LLR cao nhất gồm VCB (372,6%), BID (259,2%), MBB (250,1%), ACB (197,7%) và CTG (197,3%).

Chi phí tín dụng của các ngân hàng trong Q1/2022 và dự phóng cho cả năm 2022 (%)

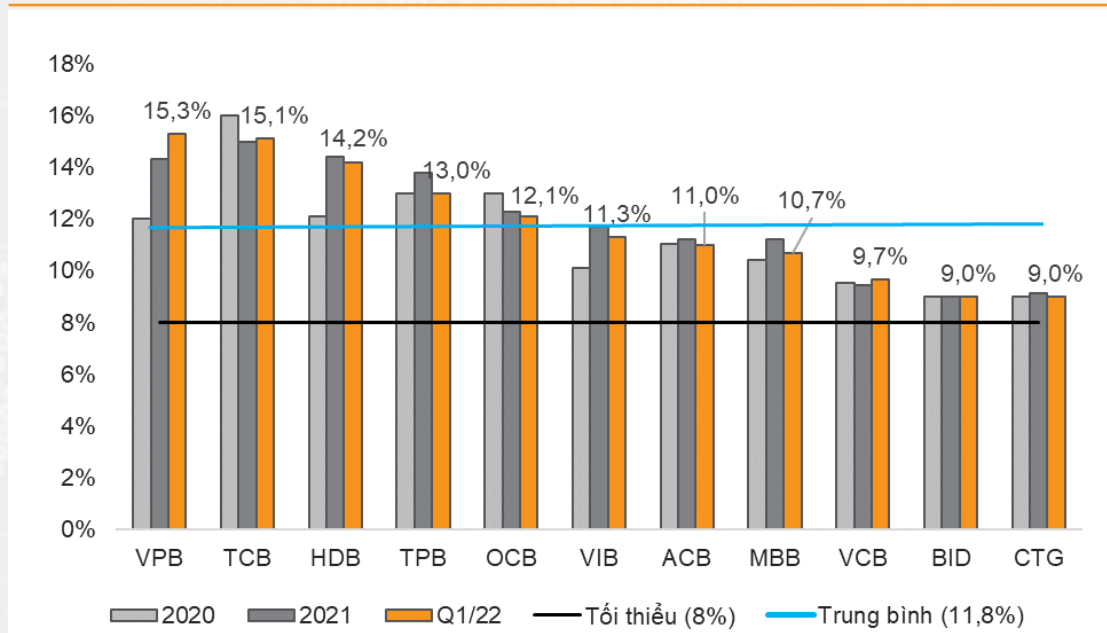


... và chi phí dự phòng/Lợi nhuận hoạt động trước dự phòng (%)



- Chi phí tín dụng bình quân của 15 ngân hàng niêm yết giảm về 1,48% trong Q1/22 từ mức 1,84% trong năm 2021 và 1,51% trong Q1/21. Tuy nhiên, tỷ lệ chi phí dự phòng/ lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) giảm nhẹ về 28,9% trong Q1/22 từ mức 31,4% trong Q1/21 nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của các ngân hàng và việc quản lý chi phí hiệu quả (CIR thấp). Những ngân hàng ghi nhận dự phòng lớn bao gồm BID (62,1%), CTG (43,2%), TPB (31,8%).
- Chúng tôi dự phóng tỷ lệ chi phí tín dụng của các ngân hàng sẽ giảm trong năm 2022, tương tự với tỷ lệ chi phí trích lập dự phòng cũng sẽ giảm hơn so với năm 2021.

Tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng đã được cải thiện

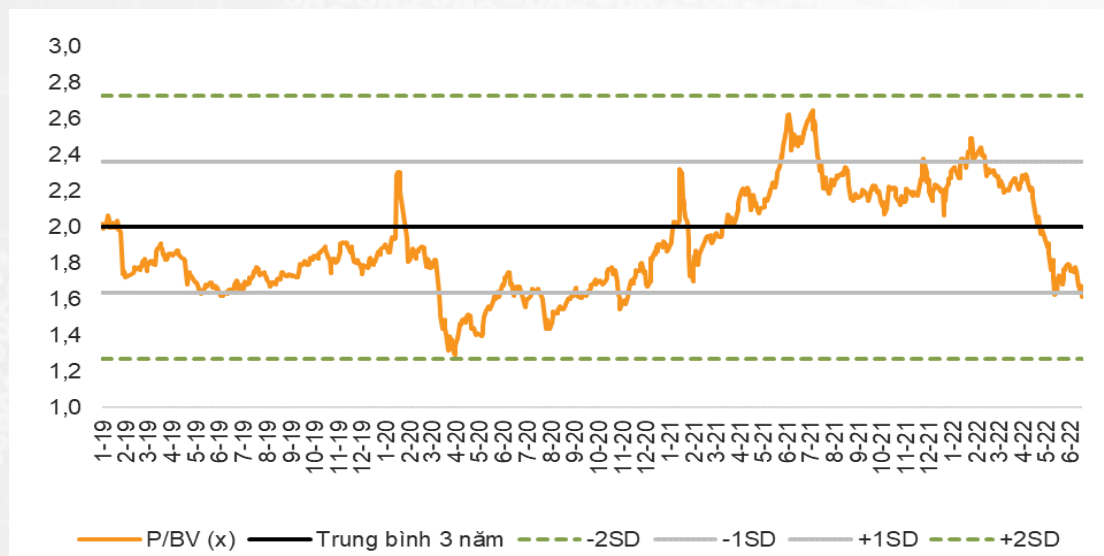


Kế hoạch tăng vốn và trả cổ tức bằng cổ phiếu của các ngân hàng

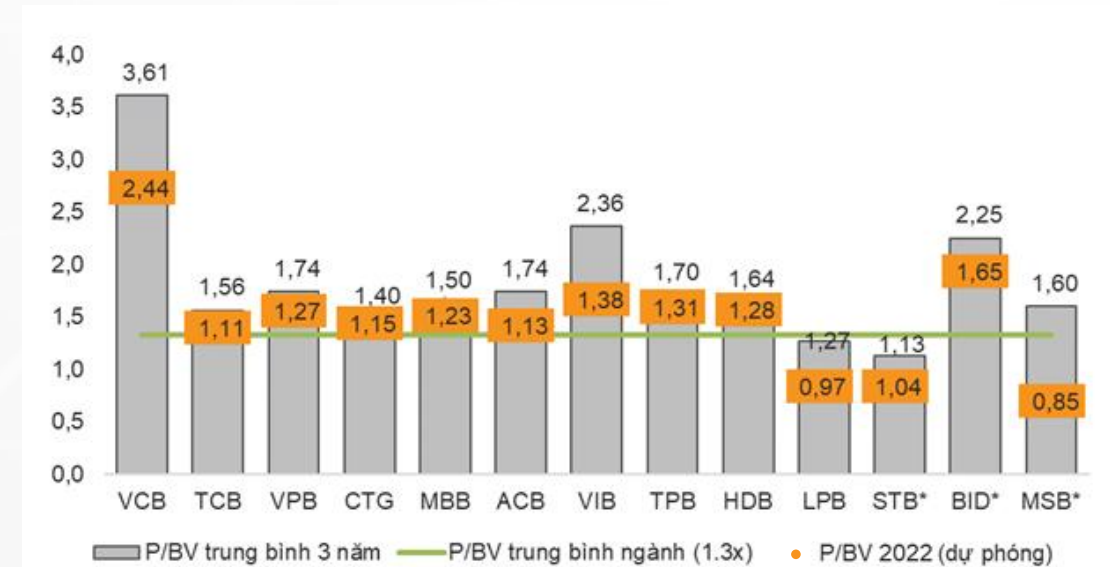
| Ngân hàng | Chia cổ tức bằng cổ phiếu (%) | Kế hoạch tăng vốn | | Nhận xét |
|-----------|-------------------------------|-------------------|------------------------|--|
| | | ESOP | Phát hành riêng lẻ (%) | |
| VPB | 50% | | | 15% cổ phiếu phát hành riêng lẻ 15% cho nhà đầu tư nước ngoài |
| BID | 12% | | | 9% |
| VCB | 18% | | | |
| CTG | 11,85% | | | |
| MBB | 20% | | | 17% |
| SHB | 15% | 1,69% | | 20% cổ phiếu phát hành riêng lẻ 40% cho nhà đầu tư nước ngoài |
| TCB | | 0,02% | | |
| ACB | 25% | | | |
| HDB | 25% | 0,99% | | |
| LPB | 15% | | | 9,99% cổ phiếu phát hành riêng 22% lẻ cho nhà đầu tư nước ngoài |
| TPB | 33% | 0,33% | | |
| VIB | 35% | 0,70% | | |
| MSB | 30% | 0,94% | | |
| OCB | 30% | | | |

- Tính đến thời điểm hiện tại đã có hơn 20 ngân hàng triển khai chuẩn Basel II, trong đó có 12 ngân hàng đã hoàn thành 3 trụ cột của Basel II. Hơn nữa, một số ngân hàng đã có những bước đầu tiếp cận Basel III, tạo nền tảng cho một hệ thống quản trị rủi ro thanh khoản tốt hơn.
- Bộ đệm vốn của các ngân hàng Việt Nam đã và đang được cải thiện trong những năm gần đây dựa trên khả năng sinh lời mạnh mẽ và việc tăng vốn. Tuy vậy, vốn của hệ thống ngân hàng Việt Nam vẫn mỏng nếu so sánh với các ngân hàng quốc tế; và tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh cũng sẽ khiến tỷ lệ an toàn vốn của các ngân hàng trong 2 - 3 năm tới giảm nếu không có lộ trình tăng vốn phù hợp. Tỷ lệ CAR trung bình (theo Basel II) của các NHTM Nhà nước và NHTM tư nhân lần lượt là 9,2% và 11,4% tính đến cuối Q3/2021 – thấp hơn nhiều so với các ngân hàng khu vực là 19,4%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì chính sách trả cổ tức bằng cổ phiếu (thay vì cổ tức tiền mặt) trong giai đoạn 2022-23, và kế hoạch tăng vốn sẽ được đẩy mạnh hơn vào năm 2023 để các ngân hàng Việt Nam có thể duy trì tỷ lệ CAR trung bình là 10%.

P/BV hiện tại của ngành ngân hàng đang giảm xuống dưới mức trung bình 3 năm; và P/BV dự phóng 2022 đang ở mức chỉ 1,3 lần



Hầu hết các ngân hàng đều đang giao dịch ở mức P/BV dự phóng 2022 dưới trung bình 3 năm



- Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng tốc từ năm 2022 nhờ xuất khẩu tăng trưởng, nhu cầu phục hồi và được các chính sách tài khóa hỗ trợ; và ngành ngân hàng sẽ là lựa chọn đầu tư tiêu biểu trong bối cảnh nói trên. Mặc dù NIM khó có thể cải thiện do mặt bằng lãi suất huy động tăng, các ngân hàng vẫn sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận tốt (ước tính +29,4% svck; +25,6% svck nếu loại trừ thu nhập bất thường của VPB) và khả năng sinh lời mạnh mẽ 22% trong năm nay, nhờ vào tín dụng và thu nhập từ phí tăng trưởng ổn định cùng với chi phí tín dụng được kiểm soát tốt. Ngành ngân hàng đang giao dịch ở mức P/BV dự phóng trung bình là 1,3 lần trong năm 2022 - thấp hơn nhiều so với P/BV trung bình 3 năm là 2 lần bất chấp tăng trưởng lợi nhuận tốt và khả năng sinh lời cao. Ngành ngân hàng đã phải đối mặt với những khó khăn do lo ngại lạm phát, NIM thu hẹp và nợ xấu tăng nhanh sau khi Thông tư 14 kết thúc. Hơn nữa, tâm lý dè chừng đối với cổ phiếu ngân hàng đã trở nên nghiêm trọng hơn khi Chính phủ có những động thái quản lý và giám sát thị trường vốn, cho dù việc này sẽ giúp cải thiện tính minh bạch và bền vững của thị trường trong dài hạn. Chúng tôi tin rằng những sự kiện nói trên sẽ không đem lại hệ quả nghiêm trọng và các ngân hàng có thể vượt qua rủi ro về chất lượng tài sản nhờ vào bộ đệm dự phòng lớn và sự kiểm soát chặt chẽ khi giải ngân vào phân khúc bất động sản có rủi ro cao; và đợt bán tháo ồ ạt vừa qua đã đưa định giá của các ngân hàng về mức rất hấp dẫn. Rủi ro: lạm phát cao hơn dự kiến và nợ xấu tăng nhanh hơn dự kiến.



Tóm tắt dự phóng KQKD 2022-23 các ngân hàng trong danh mục của chúng tôi

| | VCB | | CTG | | TCB | | VPB | | MBB | | ACB | | VIB | | TPB | | LPB | | HDB | |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Thu nhập lãi thuần | 9,5% | 14,8% | 7,7% | 13,6% | 23,2% | 22,7% | 23,2% | 21,2% | 19,9% | 18,0% | 8,4% | 17,6% | 14,0% | 19,8% | 14,0% | 15,6% | 11,0% | 19,5% | 13,6% | 18,9% |
| Thu nhập ngoài lãi | 28,7% | 21,3% | 28,4% | 17,2% | 22,7% | 15,7% | 81,5% | -28,1% | 16,5% | 14,1% | 29,2% | 6,0% | 27,8% | 9,7% | 12,1% | 13,9% | 20,8% | 18,4% | 80,2% | 21,1% |
| Tổng thu nhập hoạt động | 14,3% | 16,7% | 12,2% | 14,4% | 23,1% | 20,8% | 36,3% | 6,5% | 18,9% | 16,9% | 12,5% | 15,0% | 16,9% | 17,5% | 13,5% | 15,1% | 12,0% | 19,4% | 25,0% | 19,4% |
| Chi phí hoạt động | 23,6% | 14,9% | 14,5% | 17,9% | 22,5% | 20,8% | 38,0% | 21,7% | 24,2% | 16,9% | 19,2% | 11,9% | 18,6% | 17,5% | 19,2% | 13,5% | 15,0% | 19,4% | 29,6% | 19,4% |
| Lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) | 10,2% | 17,6% | 11,0% | 12,7% | 23,3% | 20,8% | 35,8% | 1,5% | 16,2% | 16,9% | 8,9% | 16,8% | 15,9% | 17,5% | 10,6% | 16,0% | 8,9% | 19,4% | 22,1% | 19,4% |
| Chi phí dự phòng (%PPOP) | 23,2% | 20,8% | 46,5% | 43,5% | 8,7% | 8,5% | 38,4% | 45,3% | 26,7% | 24,6% | 10,3% | 10,2% | 16,6% | 16,8% | 23,8% | 18,2% | 16,9% | 17,2% | 21,2% | 19,5% |
| Lợi nhuận trước thuế | 21,0% | 21,2% | 21,5% | 19,2% | 25,4% | 21,0% | 92,6% | -9,9% | 26,5% | 20,3% | 24,9% | 16,9% | 15,9% | 17,2% | 25,0% | 24,5% | 23,5% | 18,9% | 23,8% | 21,9% |
| Lợi nhuận ròng | 21,0% | 21,2% | 17,6% | 19,2% | 25,9% | 21,0% | 90,2% | -9,9% | 28,5% | 20,3% | 24,9% | 16,9% | 15,9% | 17,2% | 25,0% | 24,5% | 23,5% | 18,9% | 24,1% | 21,9% |
| Chỉ tiêu chính | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tăng trưởng cho vay (%) | 14,5% | 13,0% | 11,0% | 11,0% | 22,1% | 21,2% | 21,5% | 21,8% | 20,0% | 17,5% | 16,9% | 17,1% | 25,0% | 20,0% | 22,0% | 20,0% | 18,0% | 17,0% | 22,1% | 19,5% |
| Tăng trưởng tiền gửi (%) | 13,0% | 10,0% | 10,5% | 10,0% | 18,5% | 17,5% | 17,9% | 17,5% | 24,0% | 16,0% | 18,5% | 19,0% | 25,0% | 20,0% | 13,0% | 12,0% | 16,0% | 16,0% | 12,5% | 13,0% |
| NIM (%) | 3,2% | 3,2% | 2,9% | 2,9% | 5,6% | 5,7% | 7,6% | 7,6% | 5,0% | 5,1% | 3,7% | 3,7% | 4,0% | 4,0% | 3,9% | 3,8% | 3,3% | 3,4% | 4,3% | 4,3% |
| CIR (%) | 33,5% | 33,0% | 33,0% | 34,0% | 30,0% | 30,0% | 24,5% | 28,0% | 35,0% | 35,0% | 37,0% | 36,0% | 36,0% | 36,0% | 35,5% | 35,0% | 52,0% | 52,0% | 39,5% | 39,5% |
| Chi phí tín dụng (%) | 1,0% | 0,9% | 1,6% | 1,5% | 0,7% | 0,7% | 4,5% | 4,4% | 1,9% | 1,7% | 0,4% | 0,4% | 0,8% | 0,8% | 1,5% | 1,1% | 0,4% | 0,4% | 1,2% | 1,1% |
| NPL (%) | 0,6% | 0,7% | 1,5% | 1,3% | 0,7% | 0,7% | 3,8% | 4,6% | 0,7% | 0,6% | 0,8% | 0,9% | 2,4% | 2,3% | 1,2% | 1,2% | 1,5% | 1,5% | 1,9% | 2,0% |
| LLR (%) | 471% | 366% | 175% | 202% | 155% | 162% | 73% | 61% | 299% | 297% | 177% | 154% | 51% | 58% | 160% | 201% | 88% | 89% | 76% | 77% |
| CAR (%) | 11,4% | 11,6% | 9,1% | 9,4% | 16,3% | 16,8% | 14,6% | 15,0% | 10,8% | 11,3% | 13,0% | 13,5% | 11,4% | 11,7% | 13,5% | 13,9% | 9,6% | 9,8% | 14,2% | 14,8% |
| ROA | 1,8% | 1,9% | 1,0% | 1,1% | 3,6% | 3,7% | 3,7% | 2,8% | 2,5% | 2,6% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 1,9% | 2,1% | 1,1% | 1,2% | 2,0% | 2,0% |
| ROE | 20,5% | 20,3% | 16,7% | 17,5% | 22,1% | 21,6% | 25,0% | 18,2% | 24,5% | 23,8% | 23,6% | 22,3% | 26,9% | 25,2% | 20,8% | 21,1% | 19,1% | 18,8% | 23,6% | 23,6% |

| | | Giá mục tiêu (VND) | Giá hiện tại (VND) | Tiềm năng tăng giá (%) |
|-------------------------|--|--------------------|--------------------|------------------------|
| Luận điểm đầu tư | | | | |
| VPB | <p>- Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ ghi nhận hạn mức tăng trưởng tín dụng cao trong năm nay, ít nhất 23%, dựa vào tỷ lệ an toàn vốn cao nhất ngành (15,2% cuối Q1/22).</p> <p>- FE Credit sẽ hồi phục trở lại về mức trước đại dịch (3-4 nghìn tỷ đồng LNTT; gấp 6 lần năm 2021).</p> <p>- Quan trọng hơn, việc bán vốn thành công cho đối tác nước ngoài sẽ là một động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho VPB trong thời gian sắp tới.</p> <p>- VPB hiện đang giao dịch tại mức P/BV dự phóng 2022 là 1,37 lần, thấp hơn rất nhiều so với mức trung bình 3 năm là 1,74 lần và trung bình ngành là 1,46 lần trong khi tăng trưởng LN và khả năng sinh lời của ngân hàng vẫn mạnh mẽ (lần lượt là 30,1% và 18%)- cho thấy định giá hiện tại của VPB đang rất hấp dẫn. Với mô hình ngân hàng độc đáo và tiềm năng phát triển còn rất lớn, chúng tôi cho rằng VPB xứng đáng với mức định giá P/BV ít nhất là 2 lần.</p> | 44.900 | 28.450 | 57,8% |
| HDB | <p>- HDB cũng sẽ là ngân hàng nhận được hạn mức tăng trưởng tín dụng cao nhờ vào tỷ lệ an toàn vốn thuộc top toàn ngành (14,4%); chúng tôi dự kiến tăng trưởng tín dụng của HDB sẽ đạt ít nhất 22% vào năm nay. Ngoài ra, HDB cũng sẽ là 1 trong số ít các ngân hàng có thể hạn chế được rủi ro NIM thu hẹp của toàn ngành trong năm 2022 dựa trên tỷ lệ cho vay/tiền gửi (LDR) rất thấp 66% (so với quy định là 85%).</p> <p>- Bảo hiểm sẽ là điểm sáng trong bức tranh kết quả kinh doanh của HDB khi HDB là 1 trong số ít các ngân hàng mới tái khởi động lại hoạt động bảo hiểm và đồng thời chưa ký kết hợp đồng bảo hiểm độc quyền. Với tệp khách hàng lớn và tiềm năng vốn có, chúng tôi tin rằng HDB sẽ đẩy mạnh được thu nhập từ phí 1 cách mạnh mẽ thông qua mảng bảo hiểm.</p> <p>- HDB hiện đang giao dịch tại P/BV là 1,38 lần, thấp hơn mức trung bình 3 năm là 1,64 lần và trung bình ngành là 1,46 lần mặc dù khả năng sinh lời của ngân hàng đã vượt trội hơn so với quá khứ rất nhiều (ROE 23%). Vì vậy chúng tôi cho rằng HDB xứng đáng được định giá ở mức 1,9 lần P/BV.</p> | 35.900 | 23.500 | 52,8% |
| TCB | <p>- Việc Chính phủ sẽ kiểm soát và giám sát chặt chẽ thị trường vốn theo chúng tôi là một điểm tích cực để giúp nâng tính minh bạch và bền vững của thị trường trong dài hạn. Tuy vậy, điều này đã gây ra tâm lý dè chừng của nhà đầu tư đối với cổ phiếu TCB - cổ phiếu của 1 ngân hàng có tỷ trọng cho vay bất động sản lớn trong danh mục cho vay và nắm giữ khối lượng trái phiếu doanh nghiệp lớn nhất trong toàn ngành NH.</p> <p>- Chúng tôi tin rằng TCB sẽ gặp ít rủi ro đối với sự kiện trên nhờ vào mô hình kinh doanh tốt và vị thế vững chắc của ngân hàng trong thời điểm hiện tại để có thể nắm bắt được xu hướng tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường trái phiếu và bất động sản trong những năm tới. Việc bán tháo ồ ạt trên thị trường vừa qua đã khiến TCB có được mức định giá rất hấp dẫn: 1,13 lần P/BV so với mức 1,56 lần trung bình 3 năm và 1,46 lần toàn ngành - tạo ra cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn có thể bắt đầu mua vào và nắm giữ.</p> <p>- Về bức tranh KQKD 2022: TCB sẽ là 1 trong các ngân hàng ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao (khoảng 22%) dựa trên tỷ lệ an toàn vốn CAR cao (15,1%). NIM nhìn chung sẽ không giảm mạnh nhờ vào tỷ lệ CASA cao nhất trong toàn ngành và tiềm năng lớn để mở rộng cho vay cá nhân. Kết hợp với chất lượng tài sản tốt nhất toàn ngành, chúng tôi tự tin rằng TCB sẽ đạt 26% tăng trưởng LN ròng trong năm nay với tỷ suất sinh lời ROE là 22%.</p> | 66.400 | 35.950 | 84,7% |

| Ngân hàng | Mã Bloomberg | Khuyến nghị | Giá đóng cửa | Giá mục tiêu | Vốn hóa tỷ USD | P/BV (x) | | P/E (x) | | Tăng trưởng kép EPS 3 năm | ROE % | | ROA % | |
|----------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|----------------|------------|------------|------------|------------|---------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | | | Nội tệ | Nội tệ | | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | % | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Vietcombank | VCB VN | Khả quan | 75.900 | 95.600 | 15,4 | 2,4 | 2,1 | 12,0 | 11,1 | 20,8% | 20,5% | 20,3% | 1,8% | 1,9% |
| Techcombank | TCB VN | Khả quan | 28.450 | 44.900 | 5,4 | 1,3 | 1,0 | 5,6 | 6,3 | 24,5% | 25,0% | 18,2% | 3,7% | 2,8% |
| Vietinbank | CTG VN | Khả quan | 25.250 | 40.600 | 5,2 | 1,1 | 1,0 | 9,6 | 8,1 | 16,3% | 16,7% | 17,5% | 1,0% | 1,1% |
| VPBank | VPB VN | Trung lập | 35.950 | 66.400 | 5,4 | 1,1 | 0,9 | 5,5 | 4,6 | 20,6% | 22,1% | 21,6% | 3,6% | 3,7% |
| NHTM CP Quân Đội | MBB VN | Trung lập | 24.050 | 40.800 | 3,9 | 1,2 | 1,0 | 5,8 | 4,8 | 21,7% | 24,5% | 23,8% | 2,5% | 2,6% |
| NH TMCP Á Châu | ACB VN | Khả quan | 23.750 | 33.400 | 3,4 | 1,1 | 0,9 | 5,4 | 4,6 | 17,1% | 23,6% | 22,3% | 2,1% | 2,1% |
| NH TMCP Quốc Tế Việt Nam | VIB VN | Trung lập | 20.350 | 46.400 | 1,8 | 1,4 | 1,1 | 5,2 | 5,0 | 19,3% | 26,9% | 25,2% | 2,1% | 2,1% |
| NH TMCP Tiên Phong | TPB VN | Trung lập | 26.500 | 41.100 | 1,8 | 1,3 | 1,0 | 6,8 | 5,5 | 23,0% | 20,8% | 21,1% | 1,9% | 2,1% |
| HDBank | HDB VN | Khả quan | 23.500 | 35.900 | 2,0 | 1,3 | 0,9 | 6,2 | 4,7 | 21,5% | 23,6% | 23,6% | 2,0% | 2,0% |
| NH TMCP Bưu Điện Liên Việt | LPB VN | Trung lập | 13.500 | 21.300 | 0,9 | 1,0 | 0,8 | 5,4 | 4,9 | 26,8% | 19,1% | 18,8% | 1,1% | 1,2% |
| Trung bình | | | | | | 1,3 | 1,1 | 6,7 | 5,9 | 21,2% | 22,3% | 21,2% | 2,2% | 2,2% |



Bảng so sánh các ngân hàng trong khu vực (số liệu ngày 17/06/2022)

| Mã CP | Ngân hàng | Giá hiện tại (đồng nội tệ) | Giá mục tiêu (đồng nội tệ) | Vốn hóa thị trường (triệu USD) | P/BV (x) | P/E (x) | NIM (%) | ROE (%) | ROA (%) | TA/TE (x) | Tăng trưởng EPS trung bình 5 năm (%) | |
|-------------------|--------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------------------------------|--|
| China | | | | | | | | | | | | |
| 1288 HK | Agricultural Bank of China Ltd | 3,0 | N/A | 155.341 | 0,4 | 3,7 | 2,2% | 12,1% | 0,8% | 12,0 | 3,4% | |
| 3968 HK | China Merchants Bank Co Ltd | 52,5 | N/A | 157.615 | 1,5 | 9,2 | 2,5% | 17,2% | 1,4% | 10,7 | 13,4% | |
| 3988 HK | Bank of China Ltd | 3,1 | N/A | 135.794 | 0,4 | 3,6 | 1,8% | 11,7% | 0,8% | 11,4 | 5,3% | |
| 3328 HK | Bank of Communications Co Ltd | 5,4 | N/A | 53.382 | 0,4 | 3,9 | 1,5% | 11,4% | 0,8% | 11,9 | 5,4% | |
| Trung bình | | | | | 0,7 | 5,1 | 2,0% | 13,1% | 0,9% | 11,5 | 6,9% | |
| Malaysia | | | | | | | | | | | | |
| MAY MK | Malayan Banking Bhd | 8,6 | N/A | 23.376 | 1,2 | 13,0 | 1,6% | 9,2% | 0,9% | 10,0 | 0,6% | |
| PBK MK | Public Bank Bhd | 4,4 | N/A | 19.416 | 1,8 | 15,5 | 1,9% | 11,8% | 1,2% | 9,4 | 1,6% | |
| CIMB MK | CIMB Group Holdings Bhd | 5,1 | N/A | 11.998 | 0,9 | 15,8 | 2,0% | 5,6% | 0,5% | 10,3 | 0,9% | |
| HLBK MK | Hong Leong Bank Bhd | 20,3 | N/A | 10.001 | 1,4 | 13,6 | 1,7% | 10,4% | 1,3% | 8,0 | 7,0% | |
| RHBBANK MK | RHB Bank Bhd | 5,7 | N/A | 5.484 | 0,8 | 9,1 | 1,5% | 9,4% | 0,9% | 10,3 | 8,2% | |
| AMM MK | AMMB Holdings Bhd | 3,7 | N/A | 2.826 | 0,8 | 0,0 | 1,6% | -19,9% | -2,0% | 10,9 | 0,0% | |
| BIMB MK | Bank Islam Malaysia Bhd | 2,7 | N/A | 1.300 | 1,1 | 10,3 | 0,0% | 8,4% | 0,7% | 12,5 | 2,9% | |
| ABMB MK | Alliance Bank Malaysia Bhd | 3,2 | N/A | 1.110 | 0,8 | 8,5 | 2,2% | 9,0% | 0,9% | 9,6 | 2,0% | |
| Trung bình | | | | | 1,1 | 10,7 | 1,6% | 5,5% | 0,5% | 10,1 | 2,9% | |
| Thailand | | | | | | | | | | | | |
| KBANK TB | Kasikornbank PCL | 152,0 | N/A | 10.126 | 0,7 | 9,3 | 3,3% | 8,2% | 1,0% | 7,6 | -0,9% | |
| SCB TB | SCB X PCL | 105,0 | N/A | 9.940 | 0,8 | 10,0 | 2,8% | 8,2% | 1,1% | 7,5 | -5,7% | |
| BBL TB | Bangkok Bank PCL | 134,0 | N/A | 7.192 | 0,5 | 9,6 | 2,1% | 5,6% | 0,6% | 8,8 | -3,6% | |
| KTB TB | Krung Thai Bank PCL | 15,6 | N/A | 6.130 | 0,6 | 8,8 | 2,5% | 7,1% | 0,7% | 9,5 | -7,8% | |
| TISCO TB | Tisco Financial Group PCL | 88,5 | N/A | 1.992 | 1,6 | 10,4 | 4,9% | 16,2% | 2,6% | 5,9 | 6,3% | |
| KKP TB | Kiatnakin Phatra Bank PCL | 63,0 | N/A | 1.500 | 1,0 | 7,7 | 4,3% | 13,7% | 1,6% | 8,5 | 2,6% | |
| Trung bình | | | | | 0,9 | 9,3 | 3,3% | 9,8% | 1,3% | 8,0 | -1,5% | |
| Indonesia | | | | | | | | | | | | |
| BBCA IJ | Bank Central Asia Tbk PT | 7.300,0 | N/A | 60.182 | 4,6 | 27,8 | 4,4% | 17,4% | 2,8% | 6,1 | 8,8% | |
| BBRI IJ | Bank Rakyat Indonesia Persero Tbk PT | 4.130,0 | N/A | 41.860 | 2,3 | 15,1 | 6,9% | 15,7% | 2,4% | 5,8 | 2,6% | |
| BMRI IJ | Bank Mandiri Persero Tbk PT | 7.775,0 | N/A | 24.265 | 1,9 | 11,3 | 4,1% | 17,1% | 1,9% | 7,8 | 15,2% | |
| BBNI IJ | Bank Negara Indonesia Persero Tbk PT | 7.775,0 | N/A | 9.697 | 1,2 | 11,6 | 4,1% | 10,4% | 1,4% | 7,6 | -0,8% | |
| Trung bình | | | | | 2,5 | 16,4 | 4,9% | 15,1% | 2,1% | 6,8 | 6,5% | |
| Vietnam | | | | | | | | | | | | |
| VCB VN | Vietcombank | 76.100 | 95.600 | 15.448 | 3,1 | 15,9 | 3,4% | 21,1% | 1,7% | 13,0 | 28,7% | |
| VPB VN | VPBANK | 27.900 | 44.900 | 5.439 | 1,5 | 7,2 | 7,6% | 24,0% | 3,4% | 6,3 | 11,4% | |
| TCB VN | Techcombank | 34.500 | 66.400 | 5.428 | 1,3 | 6,4 | 5,8% | 21,7% | 3,6% | 6,1 | 39,4% | |
| CTG VN | Vietinbank | 23.550 | 40.600 | 5.219 | 1,2 | 9,3 | 2,9% | 13,0% | 0,8% | 16,4 | 21,4% | |
| MBB VN | NHTM CP Quân Đội | 23.300 | 40.800 | 3.908 | 1,4 | 6,5 | 5,3% | 23,7% | 2,4% | 9,7 | 32,9% | |
| ACB VN | NH TMCP Á Châu | 23.100 | 33.400 | 3.450 | 1,7 | 7,6 | 4,3% | 24,2% | 2,1% | 11,8 | 51,4% | |
| VIB VN | NH TMCP Quốc Tế Việt Nam | 20.650 | 46.400 | 1.845 | 1,6 | 6,6 | 4,7% | 29,5% | 2,3% | 12,7 | 59,8% | |
| TPB VN | NH TMCP Tiên Phong | 25.500 | 41.100 | 1.803 | 1,5 | 7,8 | 4,6% | 22,0% | 1,9% | 11,3 | 46,8% | |
| HDB VN | HDBank | 24.600 | 35.900 | 2.034 | 1,5 | 7,6 | 4,5% | 23,1% | 1,8% | 12,2 | 47,1% | |
| LPB VN | NH TMCP Bưu Điện Liên Việt | 12.000 | 21.300 | 873 | 1,1 | 5,6 | 3,2% | 18,5% | 1,1% | 17,2 | 15,5% | |
| Trung bình | | | | | 1,6 | 7,2 | 4,4% | 22,0% | 2,0% | 12,2 | 33,1% | |

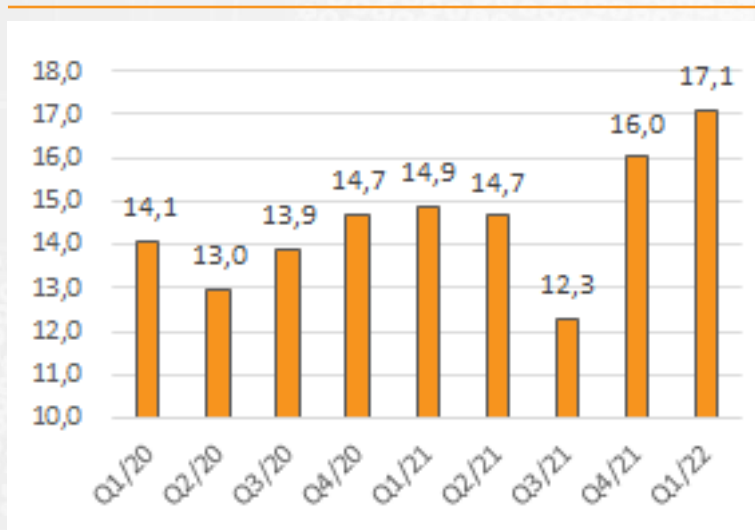
Bảo hiểm phi nhân thọ

06/2022

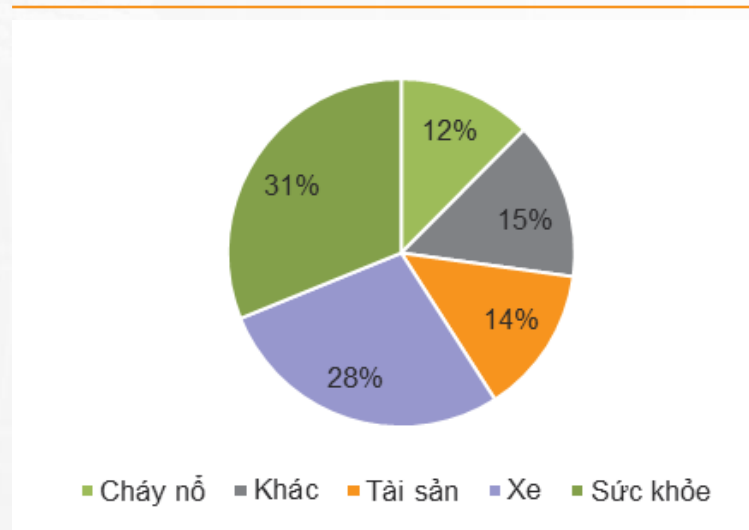
Hưởng lợi lớn từ xu hướng lãi suất tăng trở lại



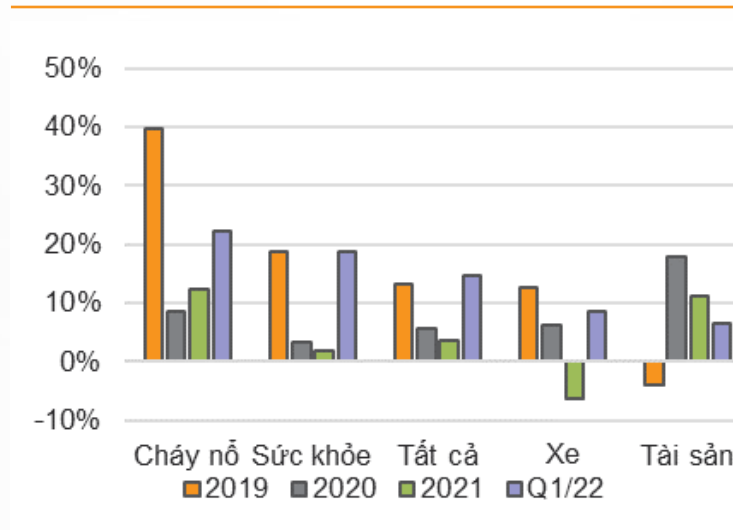
Phí BH gốc (nghìn tỷ đồng) tiếp tục đà phục hồi trong Q1/22



BH sức khỏe, xe cơ giới, tài sản & thiệt hại, và cháy nổ là những sản phẩm BH có tỷ trọng lớn nhất trong thị trường phi nhân thọ

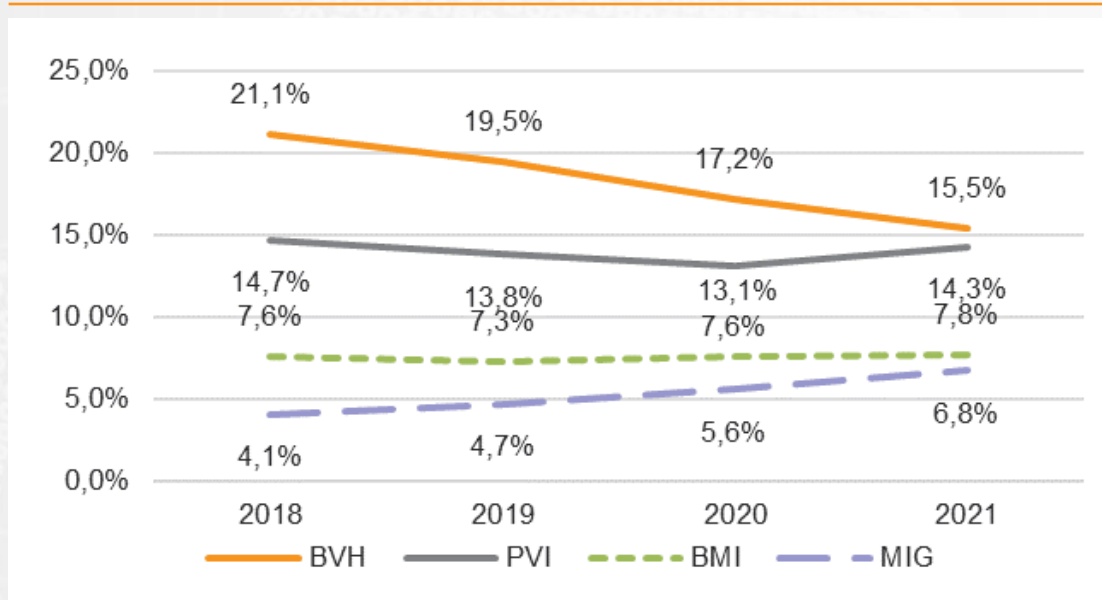


Ngoại trừ tài sản & thiệt hại, các sản phẩm BH lớn đều có mức tăng trưởng mạnh mẽ trong Q1/22

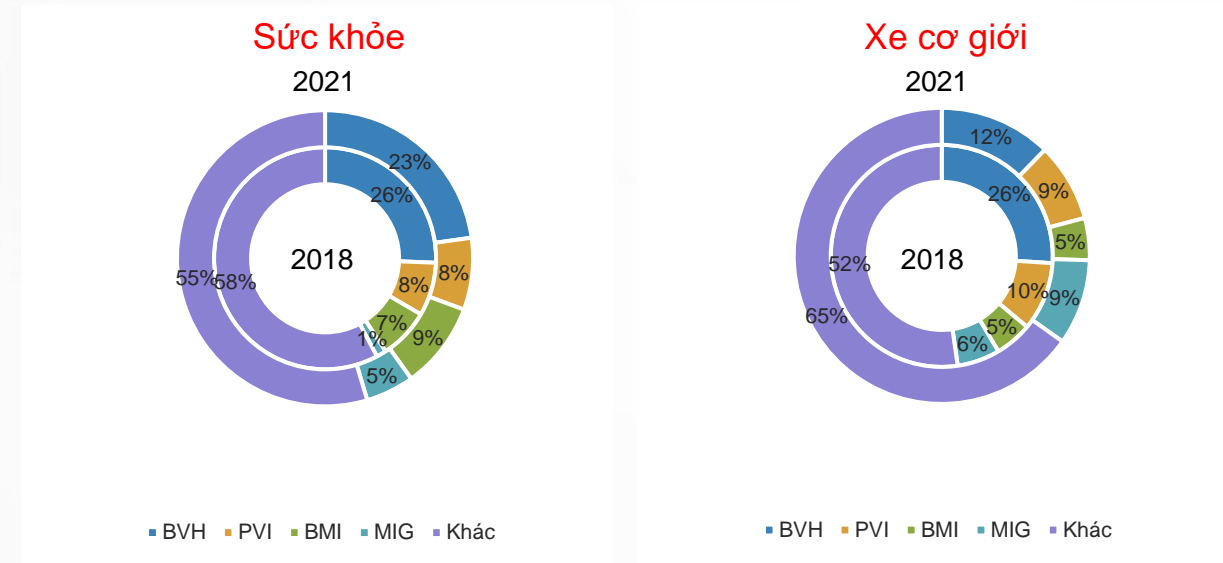


- Phí BH gốc phi nhân thọ tăng 14,7% svck trong Q1/22, cao hơn mức 7,8% của Q1/21. Hầu hết các dòng sản phẩm đều đạt mức tăng trưởng tốt trong Q1/22, ví dụ như cháy nổ (+22,3% svck), sức khỏe (+18,8% svck), và xe cơ giới (+8,7% svck).
- Nhiều chỉ báo kinh tế của Việt Nam như IIP, PMI, doanh thu bán lẻ, xuất khẩu, số DN đăng ký thành lập mới, số DN quay lại hoạt động, ... đều đạt mức tăng trưởng đáng kể từ đầu năm tới nay. Với sự phục hồi kinh tế và xã hội tích cực này, chúng tôi kỳ vọng thị trường BH phi nhân thọ sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong 2022 và 2023.

Trong 4 năm qua, MIG đạt được mức tăng trưởng thị phần mạnh nhất trong các công ty BH niêm yết

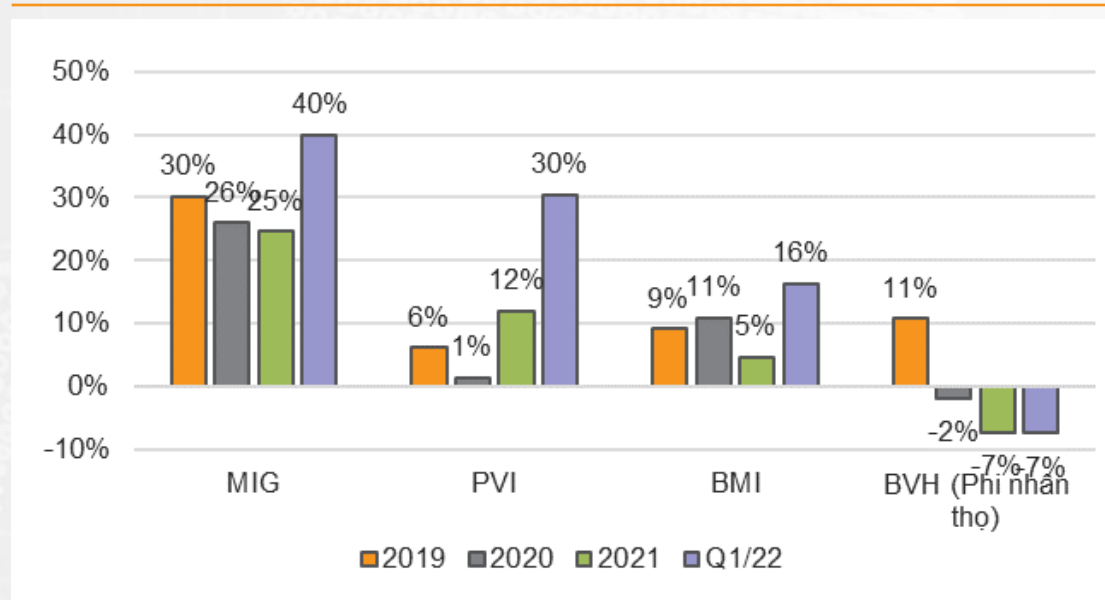


MIG chiếm được nhiều thị phần ở mảng BH sức khỏe và xe cơ giới trong khi BVH mất nhiều thị phần ở mảng BH xe cơ giới

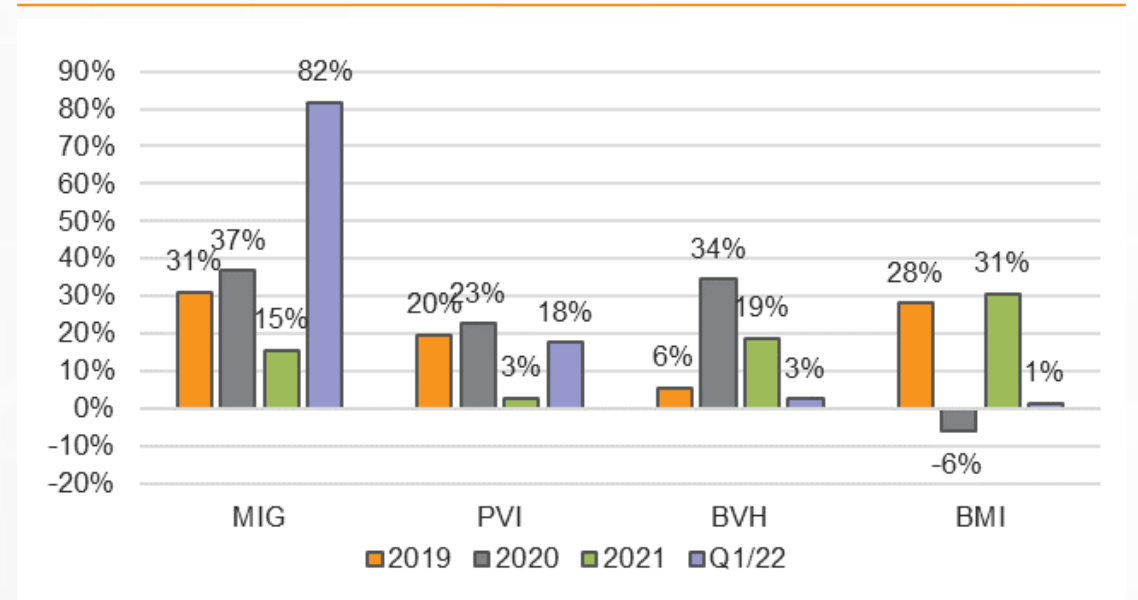


- Bất chấp ảnh hưởng của bệnh dịch, mức độ cạnh tranh của thị trường BH phi nhân thọ Việt Nam vẫn đang tiếp tục nóng lên. Trong khi thị phần của PVI và BMI không thay đổi quá nhiều thì thị phần của BVH đã giảm mạnh trong 4 năm vừa qua. Riêng MIG đạt được thành công trong việc tăng thị phần của mình lên 6,8% trong năm 2021 từ mức 4,1% vào cuối năm 2018. Trong giai đoạn này, MIG đã chiếm được 4% thị phần BH sức khỏe (tăng gấp 5 lần từ 1% lên 5%) và 3% thị phần BH xe cơ giới (gấp 1,5 lần từ 6% lên 9%).

Phí BH của các công ty hồi phục mạnh trong Q1/22 – MIG vượt trội so với ngành

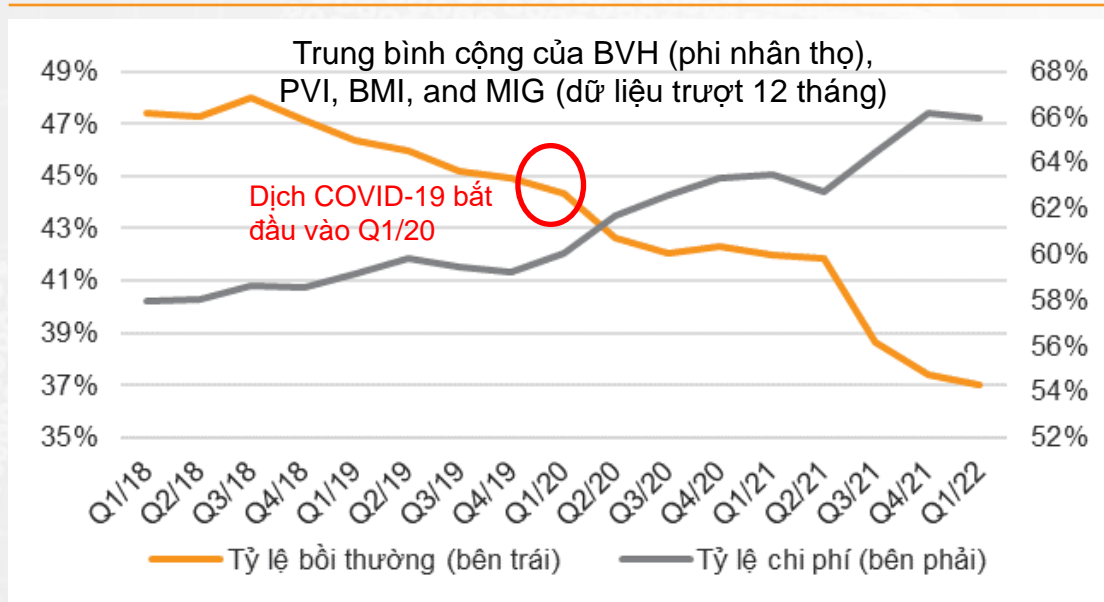


Lợi nhuận cũng ghi nhận tăng trưởng tương đối tốt trong Q1/22 sau 2 năm đột phá 2020/2021 – MIG vượt trội so với ngành

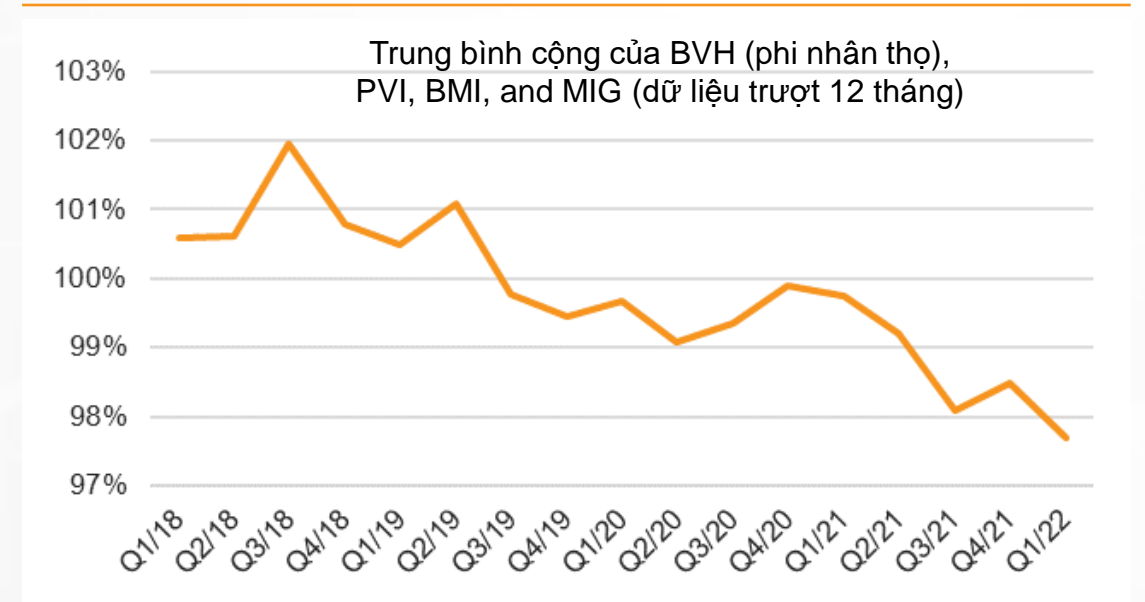


- Lợi nhuận của các công ty BH phi nhân thọ đạt mức tăng trưởng mạnh mẽ trong 2 năm 2020-2021 nhờ tỷ lệ kết hợp giảm và lợi suất đầu tư ổn định. MIG và PVI tiếp tục đà tăng trưởng lợi nhuận dương trong Q1/22 – đặc biệt là MIG với mức tăng trưởng ấn tượng 82% svck nhờ tăng trưởng doanh thu và hiệu quả đầu tư tiếp tục đạt mức cao.
- Trong khi đó, lợi nhuận của BVH và BMI đi ngang trong Q1/22 do lợi suất đầu tư giảm svck.

Tỷ lệ bồi thường đã liên tục giảm từ khi dịch bệnh COVID-19 bắt đầu; trong khi đó, tỷ lệ chi phí lại tăng

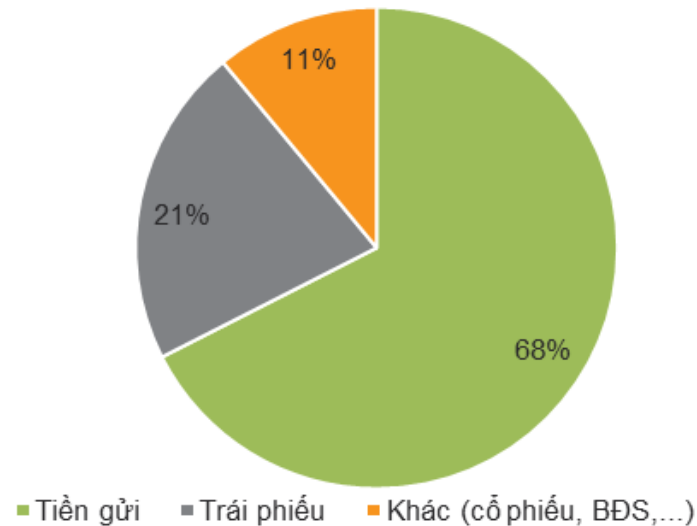


Sự sụt giảm của tỷ lệ bồi thường có ảnh hưởng lớn hơn sự tăng lên của tỷ lệ chi phí – do đó, tỷ lệ kết hợp giảm

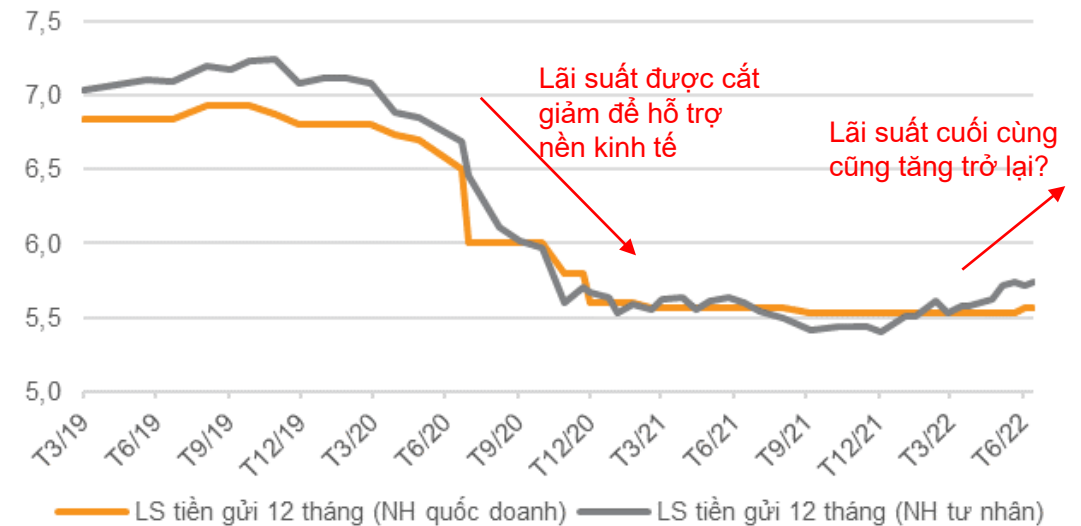


- Dịch bệnh dẫn tới sự trì trệ của các hoạt động kinh tế và xã hội đã gây ra sự sụt giảm mạnh của tỷ lệ bồi thường. Tuy vậy, khi Việt Nam chuyển sang giai đoạn “bình thường mới” hậu COVID trong năm nay, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bồi thường có thể sớm bật tăng trở lại.
- Ở mặt khác, tỷ lệ chi phí trong thời gian dịch bệnh 2 năm qua lại có xu hướng tăng. 2 yếu tố có thể giải thích cho xu hướng này bao gồm: 1) công ty BH mất đòn bẩy hoạt động do tăng trưởng doanh thu thấp, 2) mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt. Với việc tăng trưởng doanh thu hiện đang hồi phục mạnh mẽ về mức trước COVID, các công ty BH có thể dần lấy lại hiệu quả từ đòn bẩy hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi quan ngại là mức độ cạnh tranh sẽ không thuyên giảm và sẽ tiếp tục gây áp lực lên tỷ lệ chi phí.

Cơ cấu danh mục đầu tư của các công ty BH (trung bình cộng của BVH, PVI, BMI, và MIG* vào cuối năm 2021)



Lãi suất huy động tiền gửi 12 tháng của các ngân hàng đang bắt đầu tăng trở lại sau khi giảm mạnh trong 2 năm vừa qua

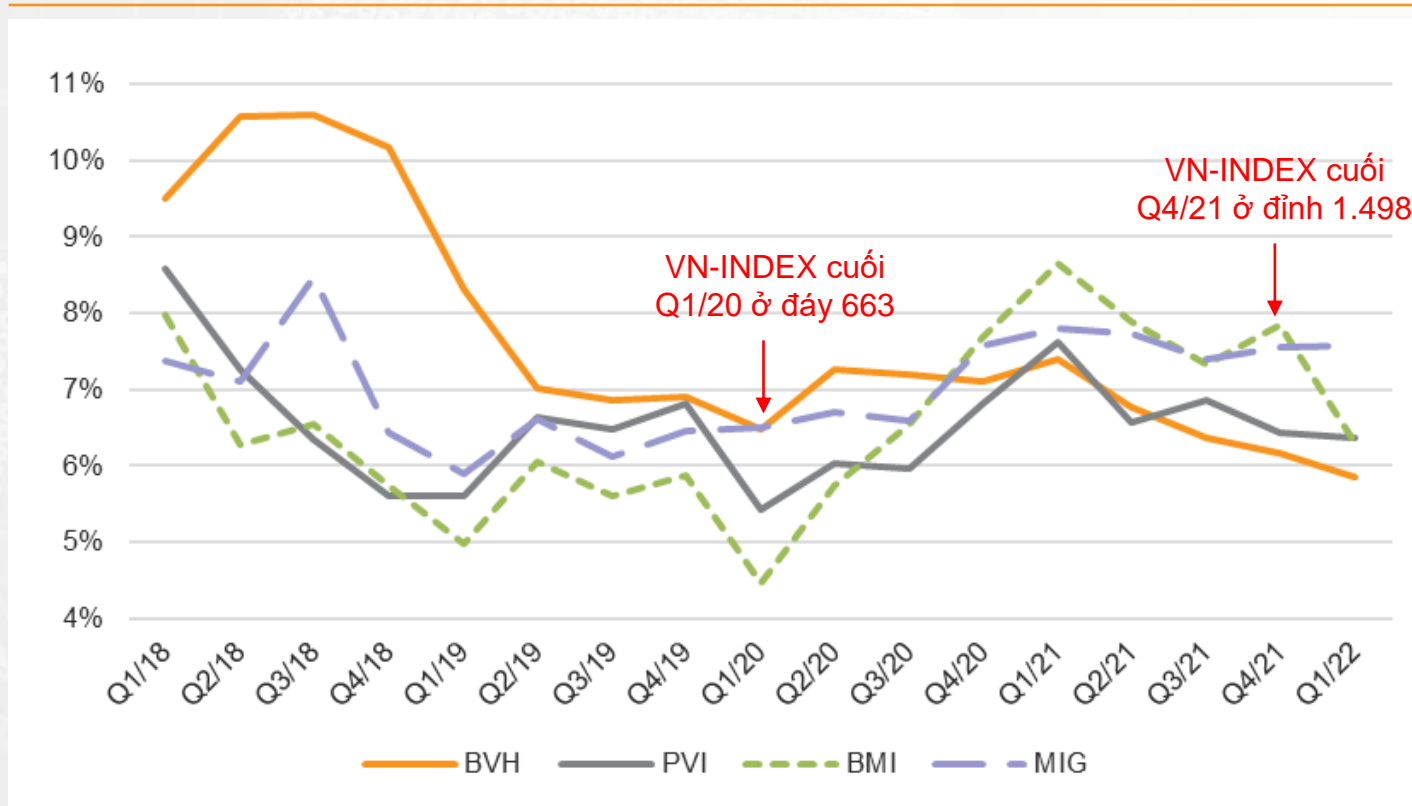


- Một phần lớn lợi nhuận của các công ty BH đến từ hoạt động đầu tư. Danh mục đầu tư của họ thường tập trung chủ yếu vào tiền gửi và trái phiếu (khoảng 90%). Trong giai đoạn bệnh dịch vừa qua, lãi suất của 2 loại tài sản này đã giảm mạnh.
- Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng lãi suất đã tạo đáy và đang tăng dần trở lại khi thế giới và Việt Nam phục hồi mạnh mẽ sau bệnh dịch, kéo theo nhu cầu tín dụng và lạm phát tăng cao.

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÁC CÔNG TY, WEBSITE CỦA CÁC NGÂN HÀNG

*Đối với khoản ủy thác đầu tư 900 tỷ đồng của MIG, chúng tôi giả định 50% được đầu tư vào tiền gửi, 25% vào trái phiếu, và 25% vào cổ phiếu

Lợi suất đầu tư trượt 12 tháng – MIG hiện đạt được lợi suất cao nhất nhóm ở mức 7,6%



- Dù cho việc lãi suất thấp đã gây ảnh hưởng xấu đến hiệu quả đầu tư của các công ty BH, thị trường cổ phiếu với mức tăng trưởng nhảy vọt trong năm 2021 đã giúp các công ty này duy trì được lợi suất đầu tư ổn định trong giai đoạn bệnh dịch vừa qua.
- Bước sang năm 2022, chỉ số VN-INDEX hiện đã giảm 21% từ đầu năm. Sự sụt giảm mạnh này rõ ràng sẽ có ảnh hưởng không tốt lên các khoản đầu tư cổ phiếu của các công ty bảo hiểm.
- Tuy nhiên, như chúng tôi đã phân tích ở trong các phần khác, VNDirect tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với thị trường cổ phiếu Việt Nam từ bây giờ cho đến hết năm 2022. Cộng với lợi ích từ xu hướng lãi suất tăng (mặc dù ở tốc độ tương đối chậm), chúng tôi tin rằng các công ty BH sẽ tiếp tục đạt được lợi suất ổn định trong năm nay.

Phân tích độ nhạy của lợi nhuận các công ty BH với giả định lãi suất tăng 10 điểm cơ bản

| Tỷ đồng | BVH | PVI | BMI | MIG* |
|--|----------------|---------------|--------------|--------------|
| Tiền gửi + trái phiếu cuối năm 2021 | 145.490 | 10.482 | 3.193 | 3.067 |
| Nợ vay cuối năm 2021 | 15.996 | 224 | 0 | 0 |
| Tài sản tài chính ròng | 129.494 | 10.258 | 3.193 | 3.067 |
| Lợi ích trước thuế với giả định lãi suất tăng 10 điểm cơ bản | 129 | 10 | 3 | 3 |
| Lợi nhuận trước thuế 2021 | 2.376 | 1.101 | 306 | 281 |
| % lợi nhuận trước thuế 2021 | 5,4% | 0,9% | 1,0% | 1,1% |

- Danh mục đầu tư của các công ty BH chủ yếu tập trung vào tiền gửi và trái phiếu (khoảng 90%) – 2 loại tài sản sẽ cho lợi suất tốt hơn khi lãi suất tăng.
- Dựa vào dữ liệu năm 2021, chúng tôi ước tính là nếu lãi suất tăng 10 điểm cơ bản thì lợi nhuận của các công ty bảo hiểm thuần phi nhân thọ (PVI, MIG, và BMI) sẽ tăng khoảng 1% và lợi nhuận của BVH sẽ tăng 5% (80% lợi nhuận của BVH từ nhân thọ / 20% từ phi nhân thọ).

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÁC CÔNG TY

*Đối với khoản ủy thác đầu tư 900 tỷ đồng của MIG, chúng tôi giả định 75% được đầu tư vào tiền gửi và trái phiếu

Chỉ số P/B tuyệt đối và P/B tương đối với VN-INDEX của các cổ phiếu BH

| P/B tuyệt đối | BVH | BMI | PVI | MIG |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Hiện tại | 1,81x | 1,34x | 1,48x | 2,25x |
| Trung bình 1 năm | 2,01x | 1,81x | 1,49x | 2,06x |
| Trung bình 3 năm | 2,27x | 1,29x | 1,20x | N/A |

| P/B tương đối | BVH | BMI | PVI | MIG |
|------------------|-----|-----|-----|------|
| Hiện tại | 89% | 66% | 73% | 111% |
| Trung bình 1 năm | 77% | 69% | 58% | 80% |
| Trung bình 3 năm | 97% | 54% | 51% | N/A |

| ROE | BVH | BMI | PVI | MIG |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 2017 | 11,4% | 7,3% | 7,5% | 5,0% |
| 2018 | 7,3% | 7,9% | 8,2% | 11,4% |
| 2019 | 6,6% | 8,1% | 10,5% | 10,5% |
| 2020 | 7,8% | 8,6% | 11,4% | 13,2% |
| 2021 | 9,0% | 10,9% | 11,5% | 13,5% |
| Trung bình 17-21 | 8,4% | 8,6% | 9,8% | 10,7% |

- Ngoại trừ BMI, hầu hết cổ phiếu BH với thanh khoản đáng kể, bao gồm MIG, PVI, và BVH đều diễn biến tốt hơn chỉ số VN-INDEX trong nửa đầu năm.
- Chúng tôi tin rằng diễn biến giá cổ phiếu tốt của nhóm BH được hỗ trợ bởi 3 yếu tố: 1) tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2021 và Q1/22, 2) lãi suất tăng, và 3) việc MIG tìm kiếm cổ đông chiến lược & kế hoạch thoái vốn của SCIC ở BVH và BMI.
- Trên cả cơ sở định giá tuyệt đối và tương đối so với VN-INDEX, BVH đang giao dịch ở mức P/B thấp hơn so với trung bình 1 và 3 năm.
- Trong khi đó, BMI, PVI, và MIG đang giao dịch ở mức định giá cao hơn so với trung bình trong quá khứ.
- Đặc biệt MIG đang giao dịch ở mức định giá cao với 2,25x P/B tuyệt đối và 111% P/B tương đối. Tuy vậy, công ty đã cải thiện ROE đáng kể trong những năm gần đây – góp phần giải thích chênh lệch định giá giữa MIG và các công ty còn lại.

| Công ty | Mã CK | Giá hiện tại | Vốn hóa | Tăng trưởng | P/E (lần) | | P/B (lần) | | ROE (%) | | ROA (%) | |
|-----------------------------------|-------|--------------|---------|-------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | | Nội tệ | tr.USD | EPS 3 năm | Trượt 12T | FY22F | Hiện tại | FY22F | Trượt 12T | FY22F | Trượt 12T | FY22F |
| Tập đoàn Bảo Việt | BVH | 52.700 | 1.749 | 18,2 | 20,5 | 17,1 | 1,81 | 1,76 | 9,0 | 11,0 | 1,14 | 1,40 |
| Công ty cổ phần Bảo Minh | BMI | 29.400 | 139 | 14,6 | 12,6 | 14,5 | 1,34 | 1,59 | 11,1 | 13,0 | 3,66 | 4,10 |
| Công ty cổ phần PVI | PVI | 49.200 | 492 | 17,1 | 13,1 | na | 1,55 | na | 11,6 | na | 3,52 | na |
| Công ty cổ phần Bảo hiểm Quân Đội | MIG | 24.800 | 173 | 16,0 | 16,0 | na | 2,25 | na | 14,8 | na | 3,89 | na |
| <i>Trung bình</i> | | | 638 | 16,5 | 15,5 | 15,8 | 1,74 | 1,67 | 11,6 | 12,0 | 3,05 | 2,75 |
| <i>Trung vị</i> | | | 332 | 16,6 | 14,5 | 15,8 | 1,68 | 1,67 | 11,3 | 12,0 | 3,59 | 2,75 |

Ghi chú: Dữ liệu giá cổ phiếu tại ngày 23/06/2022. Các dự phóng đều dựa theo Bloomberg consensus.

- Chúng tôi ưa thích BVH nhất vì 1 số lý do sau: 1) vị trí đầu ngành về thị phần, 2) triển vọng lợi nhuận lớn khi lãi suất tăng, 3) lợi suất cổ tức tốt, và 4) định giá hấp dẫn so với quá khứ.
- Với MIG, mặc dù chúng tôi tiếp tục ấn tượng với mức tăng trưởng doanh và hiệu quả đầu tư đầu ngành của công ty, chúng tôi nghĩ rằng giá cổ phiếu đã phản ánh hầu hết các tin tốt và MIG hiện đã không còn giao dịch ở mức định giá hấp dẫn. Vì vậy, chúng tôi giữ quan điểm trung lập với MIG.

Ngành điện

06/2022

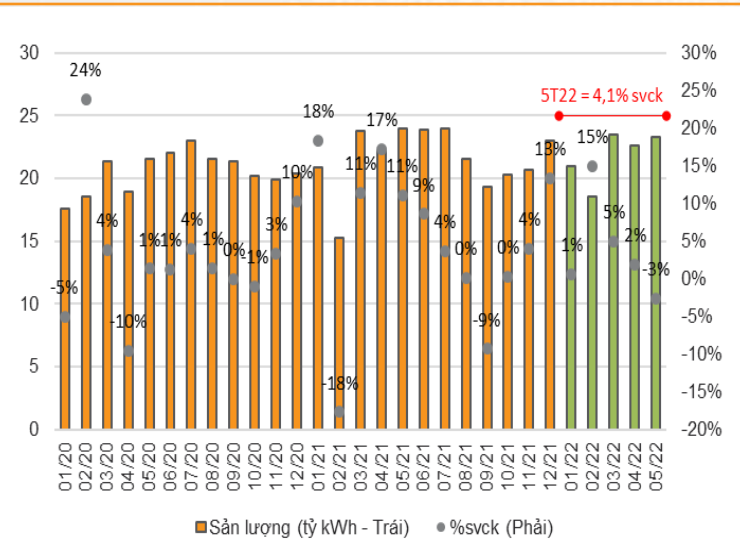
87

VNDIRECT

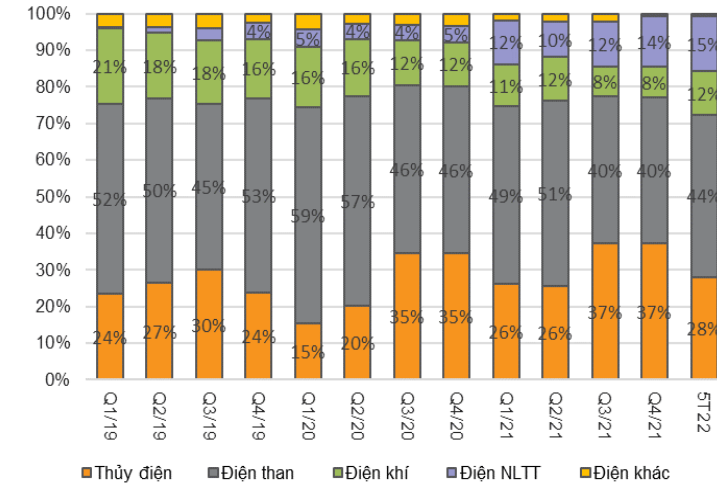
Nhu cầu tăng cao củng cố triển vọng ngành điện



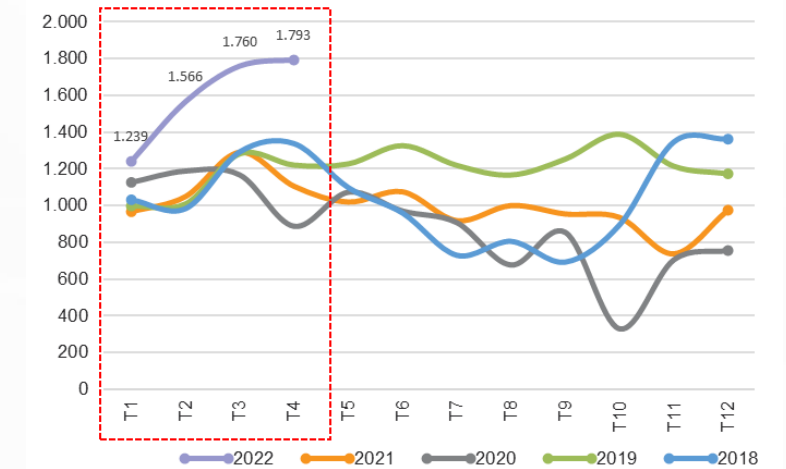
Sản lượng huy động điện toàn quốc tăng 4,1% svck trong 5T22



Điện khí được huy động cao hơn do tình trạng thiếu than kéo dài trong 5T22 (Đơn vị: %)

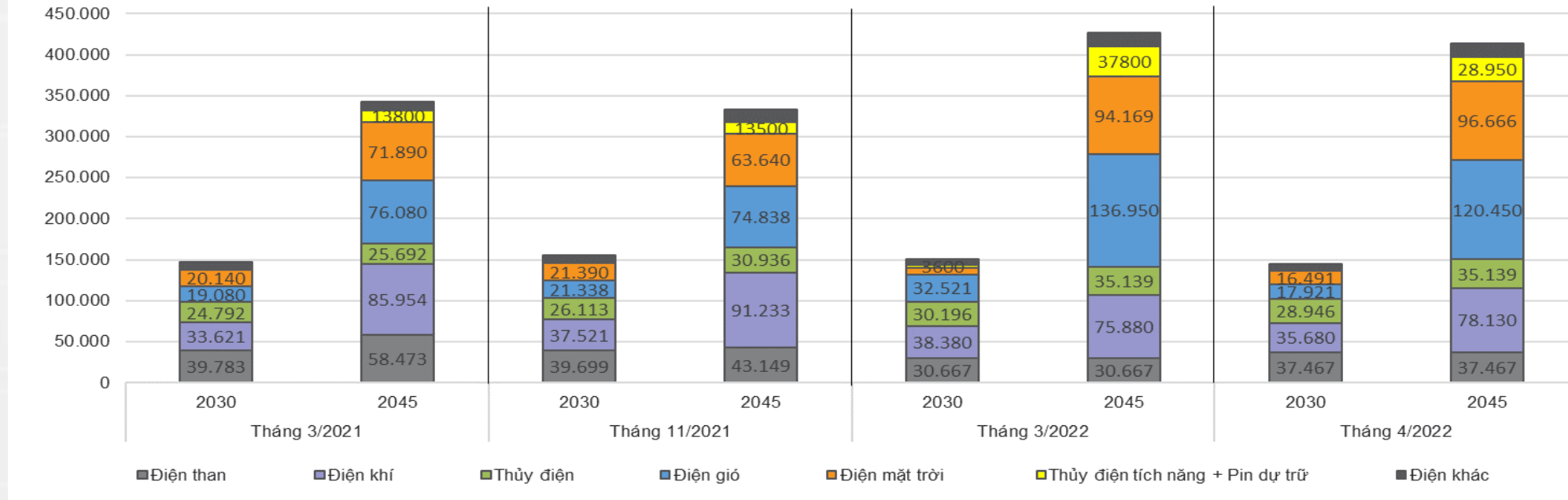


Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) phục hồi từ đầu năm 2022 (Đơn vị: đ/kWh)



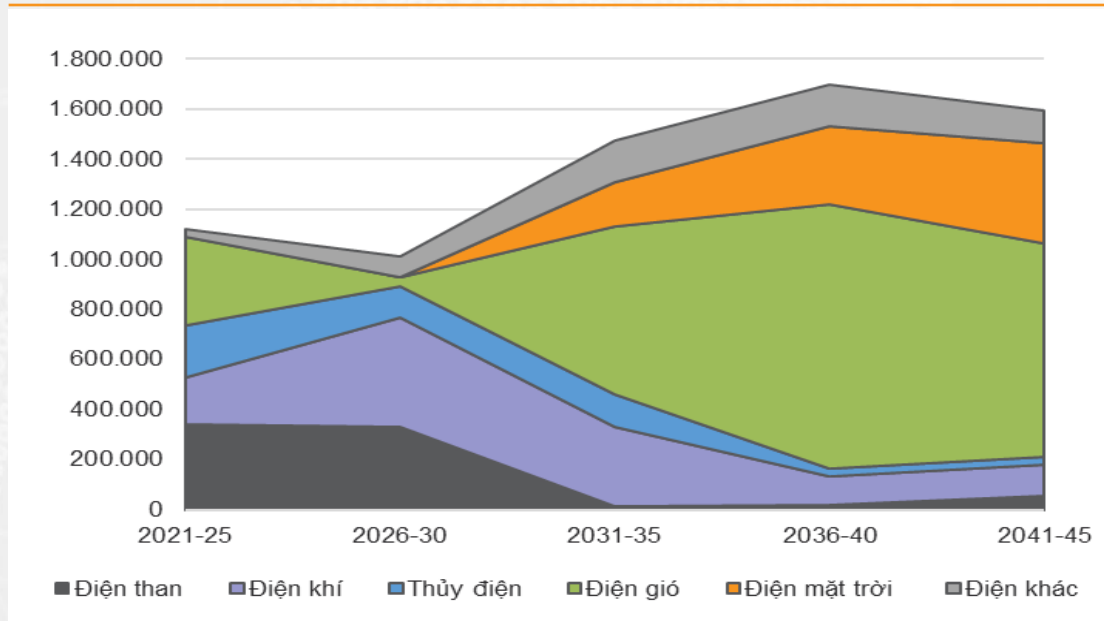
- Sản lượng điện ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ 7,8% svck trong Q1/22 nhưng giảm tốc và đạt 4,1% svck trong 5T22 (thấp hơn mức dự báo 8,5%) do mùa nóng đến muộn hơn mọi năm. Tuy nhiên chúng tôi kì vọng một mức tăng trưởng cao hơn trong nửa cuối 2022 khi mùa nóng dự kiến đang đến gần và nhu cầu phụ tải sẽ tăng mạnh trở lại.
- **Thủy điện** ghi nhận mức sản lượng tích cực (đạt 28% tổng sản lượng) nhờ điều kiện thời tiết lý tưởng; sản lượng **điện than** chỉ đạt 44% tổng sản lượng, phản ánh tình trạng thiếu than; Sản lượng **điện khí** ghi nhận sự phục hồi, đạt 12% tổng sản lượng huy động từ mức chỉ 8% trong nửa cuối 2021; Sản lượng **điện NLTT** đạt 15,9% tổng sản lượng nhờ sự bổ sung 3,980MW điện gió đi vào hoạt động từ cuối năm 2021.
- Giá điện toàn phần trên thị trường điện cạnh tranh tăng mạnh từ đầu năm đạt 1,793đ/kWh trong T4/2022 (+62% svck) nhờ huy động điện khí tích cực hơn. Ngày 22 tháng 1, Cục Điều tiết Điện lực Việt Nam (ERAV) đã phê duyệt kế hoạch vận hành thị trường điện năm 2022, trong đó, mức trần của giá điện năng thị trường điện (SMP cap) là 1.602,3 đồng/kWh, cao hơn 6,5% so với kế hoạch năm 2021. Tỷ trọng quy định của sản lượng huy động điện thị trường (Qm) đối với nhiệt điện là 20%, thủy điện là 10%, tương tự như tỷ lệ năm ngoái.

Dự thảo QHĐ8 chú trọng chuyển đổi năng lượng xanh mạnh mẽ để đáp ứng cam kết "net zero" của Việt Nam

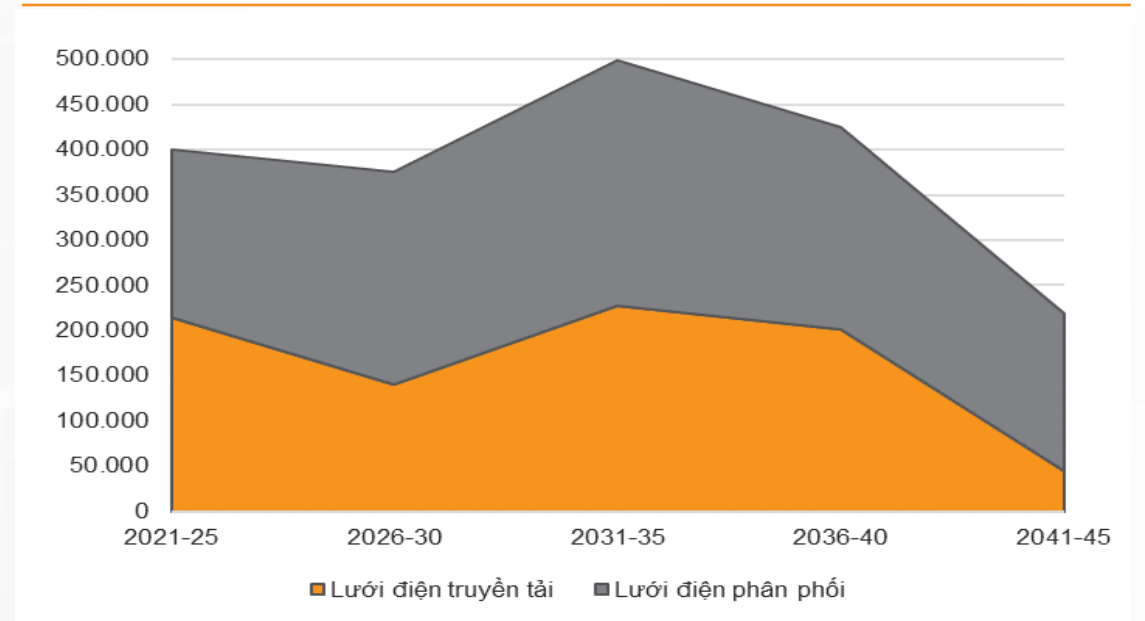


- Đã có những ý kiến đánh giá của Thủ tướng Chính phủ về dự thảo QHĐ 8 mới nhất, với chỉ thị đẩy nhanh tốc độ hoàn thành dự thảo ngay trong tháng 6. Do đó, chúng tôi kì vọng bản chính thức QHĐ 8 sẽ sớm được phê duyệt và ban hành trong tương lai gần. Với quyết tâm chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ, trong dự thảo mới nhất, tổng công suất trong năm 2045 cao hơn 20% so với dự thảo trước đó và đạt 413.054MW tại kịch bản phụ tải cao.
- Dự thảo mới nhất sẽ ngừng phát triển điện than sau năm 2030. Tổng công suất **điện than** sẽ đạt 37.467MW, với tỷ trọng giảm từ 25,7% xuống còn 9,7% tổng công suất trong giai đoạn 2030-45. **Thủy điện** sẽ chiếm khoảng 19,8% tổng công suất vào năm 2030 và sau đó giảm xuống còn 9,1% vào năm 2045 khi tiềm năng được đánh giá đã gần khai thác hết.
- **Điện khí** duy trì vị thế mũi nhọn trong giai đoạn 2030-45 với tỷ trọng công suất dự kiến lần lượt là 26,7% và 18,9% tổng công suất trong giai đoạn 2030-45. Trong đó, các nhà máy điện khí mới phải dần chuyển đổi sang hydrogen (hoặc nâng cao tỷ lệ đốt kèm hydrogen) sau 20 năm hoạt động.
- Mặc dù công suất thấp hơn vào năm 2030 so với phiên trước, công suất **điện gió** năm 2045 trong bản dự thảo mới cao hơn 57% so với phiên tháng 3/21, đạt 120.450MW. **Điện mặt trời** sau khi chậm lại vào năm 2030 sẽ bắt đầu phát triển trở lại từ 2031. Đặc biệt, tổng công suất điện mặt trời năm 2045 trong dự thảo mới cao hơn 35% so với phiên tháng 3/2021 và đạt 96.666MW, chiếm 23% tổng công suất điện.

Dự báo nhu cầu vốn phát triển nguồn điện cho phương án chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ (Đơn vị: Tỷ đồng)

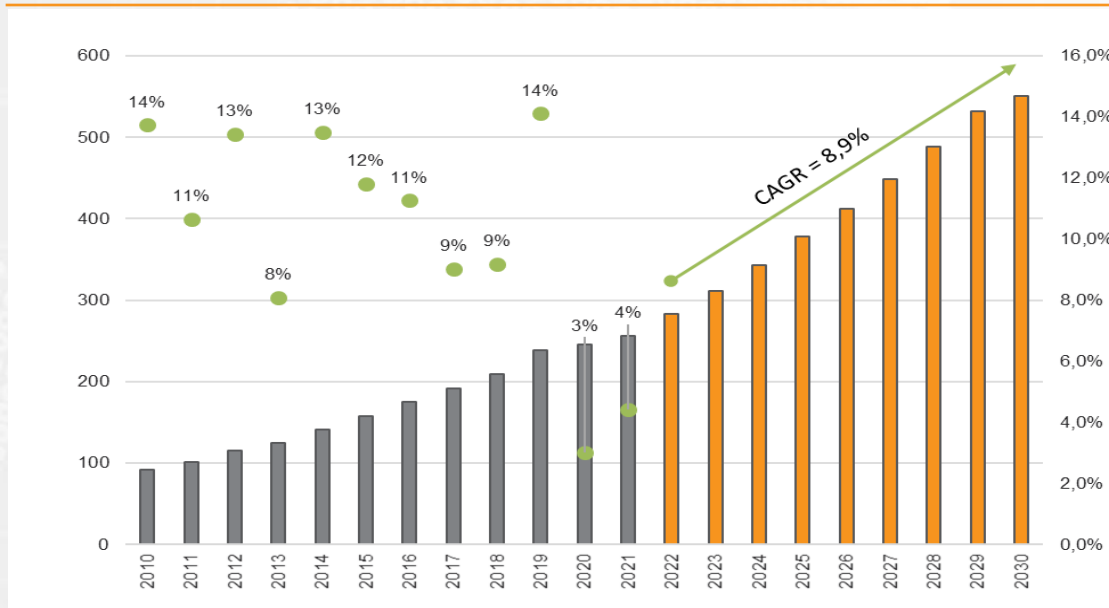


Dự báo nhu cầu vốn phát triển lưới điện truyền tải theo phương án chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ (Đơn vị: Tỷ đồng)

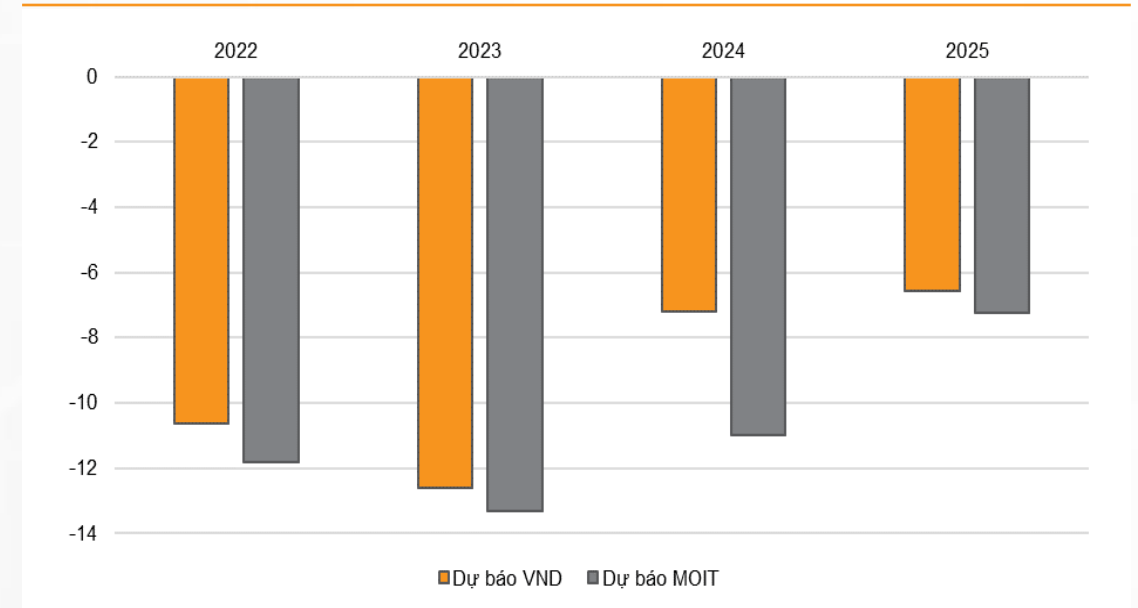


- So với các kịch bản cũ, kịch bản mới sẽ cắt giảm đáng kể nhập khẩu nhiên liệu hóa thạch, tăng cường cung cấp điện và giảm thiểu gánh nặng nhập khẩu điện. Tuy nhiên, kịch bản chuyển đổi năng lượng sẽ làm tăng chi phí đầu tư hệ thống điện khoảng 25-32% trong giai đoạn 2021-45, tùy thuộc vào từng kịch bản phụ tải. Theo quan điểm của chúng tôi, dự thảo QHĐ8 mới đã đưa ra một kế hoạch "đủ và xanh", nhưng có thể sẽ khó thực hiện hơn bản Quy hoạch điện 7 sửa đổi với sự phát triển mạnh mẽ của điện khí và điện NLTT, trong khi tính khả thi của công nghệ hydro, amoniac của các nhà máy nhiệt điện vẫn đang được nghiên cứu.
- Tổng nhu cầu đầu tư cho nguồn điện đạt 1,12 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2021-25 và 1,012 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2026-30, phân bổ chủ yếu cho nhiệt điện (33% cho điện than và 43% cho điện khí). Từ giai đoạn 2031-35, nhu cầu vốn sẽ đạt 1,47 triệu tỷ đồng sau đó tiếp tục tăng lên 1,7 triệu tỷ đồng và 1,6 triệu tỷ đồng trong giai đoạn 2036-40 và 2041-45, do sự xuất hiện của điện NLTT.
- Nhu cầu vốn cho phát triển lưới điện chiếm khoảng 20-25% tổng vốn đầu tư ngành điện trong giai đoạn 2031-2045. Trong đó, tổng nhu cầu vốn cho lưới điện đạt 399 nghìn tỷ đồng và 425 nghìn tỷ đồng trong các giai đoạn 2021-2025 và 2036-40 và phân bổ đều cho lưới điện truyền tải và lưới điện phân phối.

Nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng đạt tăng trưởng kép 8,9% trong giai đoạn 2022-30 (Đơn vị: tỷ kWh)

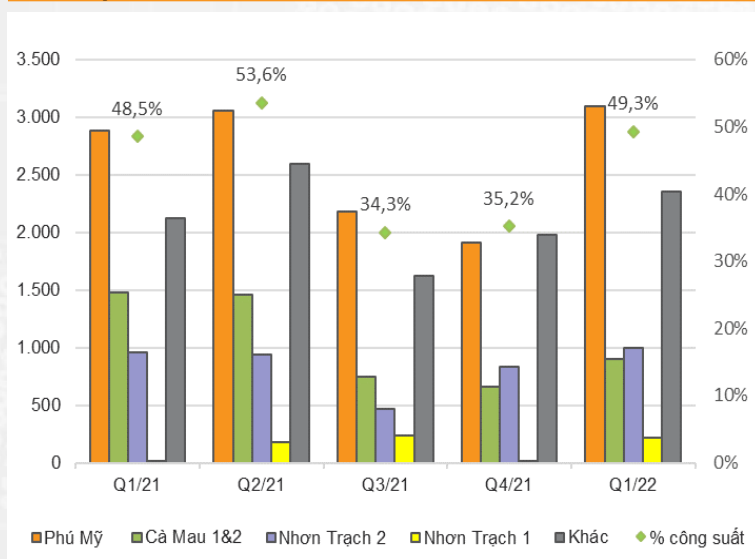


Tình trạng thiếu điện có khả năng sẽ xảy ra từ 2022 đặc biệt trong mùa hè (Đơn vị: tỷ kWh)

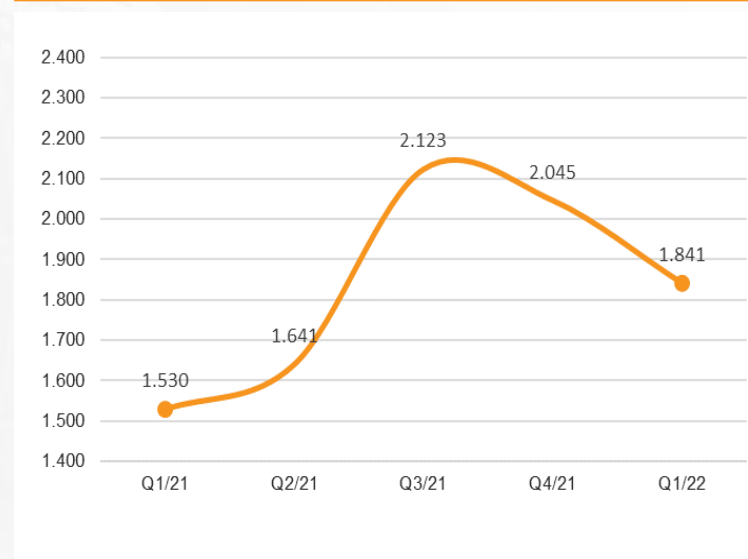


- Tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng mạnh sau hai năm đạt kết quả khiêm tốn 2020-21 khi nền kinh tế Việt Nam quay trở lại đà tăng trưởng mạnh. Miền Bắc được dự báo có nguy cơ thiếu điện do phụ tải điện cục bộ trong mùa nắng nóng, cùng với sự thiếu hụt nguồn cung than cho hơn 3.000MW các nhà máy nhiệt điện trong thời gian gần đây. Theo kịch bản cơ sở, dự thảo Quy hoạch điện (QHĐ8) ước tính tốc độ tăng trưởng kép tiêu thụ điện đạt 8,9% trong giai đoạn 2021-30 (9,5% cho kịch bản phụ tải cao), và chúng tôi tin rằng đây là động lực để ngành điện tiếp tục tăng trưởng cùng với kỳ vọng kinh tế Việt Nam phục hồi nhanh trong những năm tới.

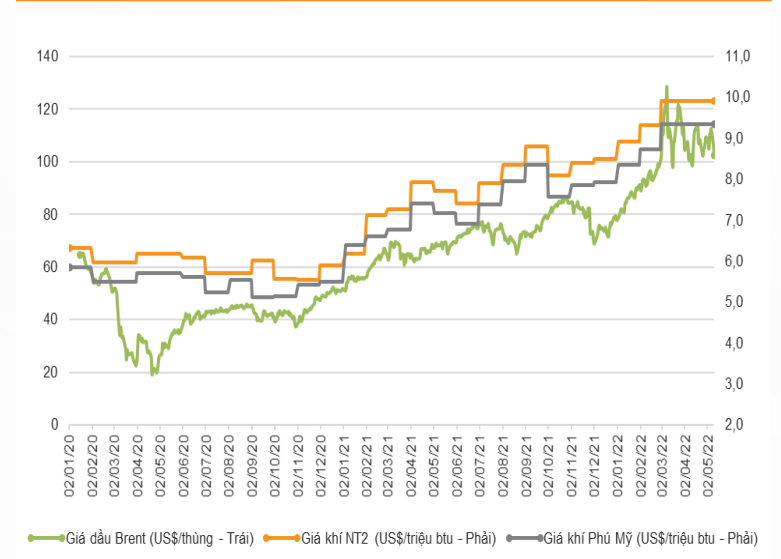
Sản lượng điện khí ghi nhận kết quả tốt trong Q1/22 nhờ nhu cầu phục hồi và nguồn điện than thiếu hụt (Đơn vị: triệu kWh)



Đợt tăng giá khí vừa qua ảnh hưởng mạnh lên giá điện bình quân tăng từ Q1/21 (Đơn vị: đ/kWh)

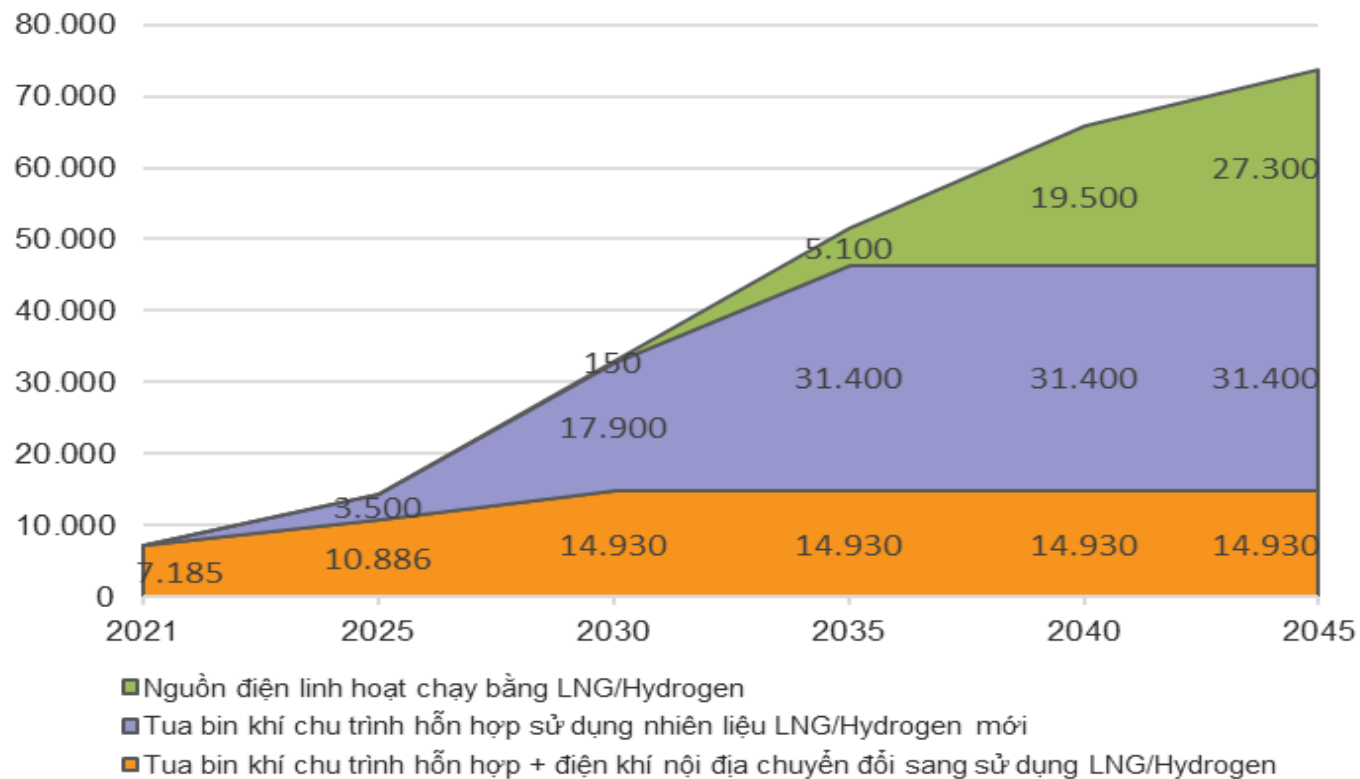


Giá khí tiếp tục tăng cao trong năm Q1/22 do ảnh hưởng từ xung đột Nga - Ukraine



- Giá dầu Brent ghi nhận xu hướng tăng từ năm 2020 và vượt ngưỡng 100 USD/thùng vào năm 2022 do ảnh hưởng địa chính trị của xung đột Ukraine – Nga, kéo theo giá khí tăng. Cụ thể, giá khí NT2 đã tăng 66% svck từ 5,9USD/triệu BTU trong ngày 21 tháng 3 lên 9,8USD/triệu BTU trong T3/22. Cụm nhà máy Phú Mỹ cũng ghi nhận xu hướng tương tự khi giá khí tăng mạnh từ 5,5USD/triệu BTU lên 9,3USD/triệu BTU (+69%).
- Giá khí tăng cao đã ảnh hưởng lớn đến việc huy động sản lượng điện khí do giá bán bình quân (ASP) tăng đột biến, đặc biệt trong bối cảnh phụ tải điện thấp trong thời gian cách ly nghiêm ngặt vào nửa cuối năm 2021. Tuy nhiên, trong Q1/22, một số nhà máy điện khí ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ từ mức sản lượng khiêm tốn trong nửa cuối năm 2021, bao gồm cụm Phú Mỹ, Nhơn Trạch 1&2 và Cà Mau 1&2 nhờ nhu cầu phục hồi và tình trạng thiếu than.
- Chúng tôi tin vào sự phục hồi của các doanh nghiệp điện khí trong năm 2022 với những luận điểm sau 1) giá dầu Brent sẽ ổn định lại ở mức 100-85 USD/thùng trong năm 2022-23, giải tỏa áp lực tiếp tục tăng cho giá khí; 2) Điện khí đã liên tục ghi nhận mức giảm sản lượng mạnh và chạm mức nền thấp theo quan điểm của chúng tôi, đặc biệt là trong 2 năm dịch Covid 2020-21; 3) Sản lượng tiêu thụ điện được dự báo sẽ tăng mạnh đặc biệt là trong mùa hè sắp tới, và tốc độ tăng trưởng kỳ vọng sẽ đạt mức kế hoạch 8,9%.

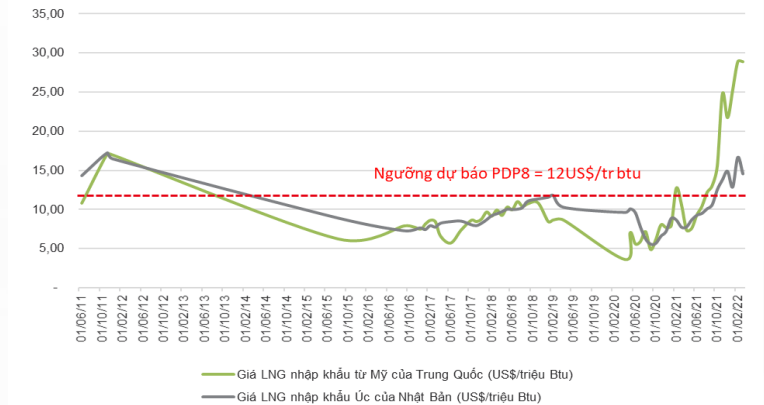
Theo bản điều hành tháng 4 dự thảo QHĐ8, công suất điện khí sẽ tăng trưởng kép 8% trong 2021-45 (Đơn vị: MW)



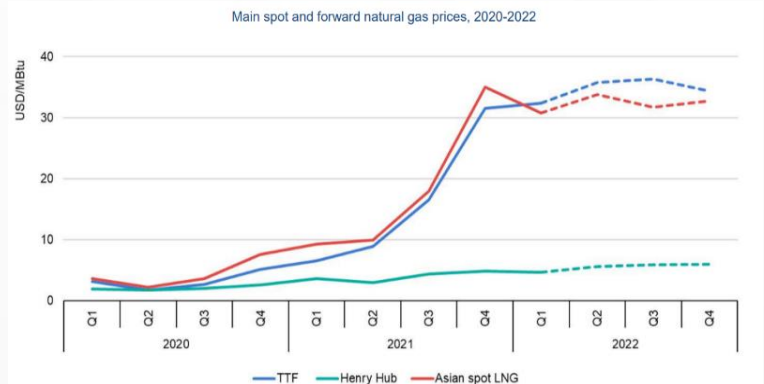
- Bên cạnh điện NLTT, dự thảo QHĐ 8 bản mới nhất tiếp tục nhấn mạnh tầm quan trọng của điện khí trong quá trình phát triển nguồn điện của Việt Nam giai đoạn 2020-45. Với việc các mỏ khí nội địa đang dần cạn kiệt, trong khi giá khí LNG sẽ có xu hướng giảm trong dài hạn, đây sẽ là một cơ hội tốt để Việt Nam tập trung phát triển nguồn điện khí nhập khẩu LNG – nguồn năng lượng mang tính ổn định cao.
- Theo kịch bản phụ tải cao, tổng công suất điện khí sẽ tăng từ 7.185MW lên 14.386MW từ nay đến 2025 và sẽ chuyển dần sang công nghệ tua bin khí hỗn hợp sử dụng LNG/Hydrogen mới.
- Từ năm 2035, dự thảo mới bổ sung thêm 5.100MW nguồn nhiệt điện linh hoạt chạy LNG/Hydrogen. Tổng công suất điện khí sẽ ghi nhận mức tăng trưởng kép 10,6% và đạt 73.630MW trong 2045. Đáng chú ý, các nhà máy điện khí sẽ dần chuyển sang đốt kèm hoặc đốt toàn phần các nguồn năng lượng thay thế sạch hơn như hydrogen sau 20 năm hoạt động, để có thể đảm bảo được những cam kết phát thải ròng bằng “0” trong hội nghị COP26 vừa qua.

- Theo báo cáo tháng 4/22 của IEA, giá khí sẽ tiếp tục neo ở mức cao đến hết năm. Trong đó, giá khí LNG Châu Á dự báo đạt 32 USD/triệu BTU và giá khí tự nhiên của Mỹ Henry Hub sẽ đạt 5,5 USD/triệu BTU trong 2022. Những ảnh hưởng khó lường từ nguồn cung từ Nga và nhu cầu tích trữ tồn kho của thế giới sẽ là yếu tố mạnh mẽ để giữ giá khí neo cao trong năm nay. Mặc dù hiện tại chưa có những thông tin cụ thể về nhà phân phối LNG cho Việt Nam, PVN hiện đang làm việc và đã hoàn thiện hợp đồng khung với nhiều đơn vị phân phối LNG đến từ nhiều khu vực như Châu Á – Thái Bình Dương, Châu Mỹ và Trung Đông để đa dạng hóa chuỗi nhập khẩu, doanh nghiệp dự kiến sẽ bắt đầu nhập LNG từ năm 2023 tùy theo tình hình giá LNG thế giới. Chúng tôi đánh giá việc giá khí LNG tăng cao sẽ đẩy lên những lo ngại về tính khả thi tài chính cho các dự án điện khí sắp tới của Việt Nam. Theo những đánh giá của chuyên gia Hiệp hội Năng lượng Việt Nam, để giá bán điện ở mức 8 đến 9 cents/kWh theo kế hoạch, giá khí LNG đầu vào sẽ giao động ở mức 12 USD/triệu BTU. Tuy nhiên, với mức giá khí đạt 30-40 USD/triệu BTU như hiện nay, giá điện sẽ không thể thấp hơn 15 cents/kWh, một mức chưa thể bán cho EVN trong tương lai gần.
- Tuy nhiên, trong dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng giá khí sẽ quay trở lại vùng giá hợp lý khi nguồn cung phục hồi và tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng được cải thiện. Chúng tôi vẫn tin rằng điện khí đóng vai trò quan trọng trong mục tiêu và định hướng phát triển nguồn điện của Việt Nam, và cụ thể điện khí LNG sẽ ghi nhận xu hướng đi đầu, với Nhơn Trạch 3&4 sẽ là nhà tiên phong – dự án điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam. Nhờ tính ổn định và phát thải thấp hơn điện than, chúng tôi tin rằng điện khí LNG sẽ dần được ưu tiên huy động với một mức sản lượng tích cực, và các nhà đầu tư điện khí sẽ được hưởng lợi trong dài hạn. Theo quan điểm của chúng tôi, POW là một doanh nghiệp niềm yết trên sàn được hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng phát triển điện khí LNG với hai nhà máy đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ 2024-25.

Tình hình giá khí LNG tăng cao gây ra những lo ngại về tính khả thi tài chính cho các dự án điện khí LNG sắp tới



IEA dự báo giá khí thế giới sẽ tiếp tục neo cao đến hết năm 2022



Các dự án điện khí LNG nổi bật trong QHĐ8

| Dự án | Vị Trí | Công suất (MW) | Tổng mức đầu tư (tr USD) | Tiến độ theo QHĐ7 điều chỉnh | Nhà đầu tư | Ghi chú |
|-----------------|------------|----------------|--------------------------|---------------------------------------|--|---|
| Nhơn Trạch 3&4 | Đồng Nai | 1.600 | 1.400 | 2024-25 | PVPower | Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Thị Vải |
| Sơn Mỹ 2 CCGT | Bình Thuận | 2.250 | 4.000 | 2023-24 | AES group | Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Sơn Mỹ. Nhà máy BOT hợp đồng 20 năm. |
| Sơn Mỹ 1 CCGT | Bình Thuận | 2.250 | | 2026-28 | EDF, Sojitz, Kyushu, Pacific Group | Sử dụng LNG nhập khẩu từ kho cảng Sơn Mỹ. |
| TBKHH Bạc Liêu | Bạc Liêu | 3.200 | 4.000 | 2025-27 | Delta Offshore Energy | Nhà Máy điện độc lập (IPP), giá bán dự báo 7UScents/kWh. Giai đoạn 1 800MW, dự kiến hoàn thành năm 2024 |
| Long Sơn (GD1) | BR-VT | 1.200 | 3.780 | 2025-26 | GENCO3, TTC, PECC2, Mitsubitshi Corp, General Electric, GTPP | Sử dụng LNG nhập khẩu kho cảng Long Sơn |
| Cà Ná 1 | Ninh Thuận | 1.500 | 3.850 | 2025-26 | Tập đoàn Trung Nam | Đang xây dựng FS |
| LNG Long An 1&2 | Long An | 3.000 | 3.130 | Long An 1: 2025-26 Long An 2: 2035 | Vinacapital GS Energy Pte.Ltd | Đã phê duyệt đầu tư cho cả 3.000MW |
| LNG Hải Lăng | Quảng Trị | 1.500 | 2.300 | 2025-27 | T&T Group (VN), Hanwha, Kospo, Kogas (Korea) | Sử dụng LNG nhập khẩu kho cảng Hải Lăng |

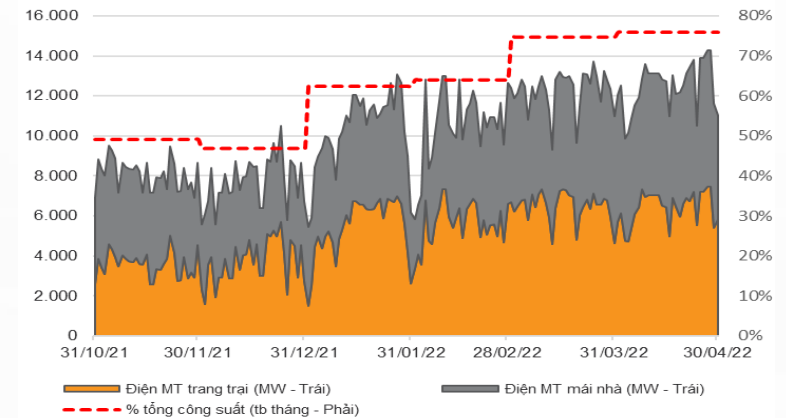
Lô B – Ô Môn: Triển vọng dài hạn cho các doanh nghiệp điện khí. Chúng tôi điểm mặt một số cái tên nổi bật

| Vốn đầu tư (tr USD) | Chủ đầu tư | Phạm vi công việc | Hoạt động | DN hưởng lợi | Tác động |
|---------------------|---|---|--|-------------------------------------|------------------|
| 6.700 | <ul style="list-style-type: none"> •IPVN (42,9%) •PVEP (26,8%) •MOECO (22,6%) •PTTEP (7,7%) | <ul style="list-style-type: none"> •1 giàn xử lý trung tâm (CPP) •46 giàn đầu giếng (WHP) •1 giàn nhà ở •1 tàu chứa condensate (FSO) •Khoảng 750 giếng khai thác | EPCI Tàu FSO Khoan/Dịch vụ giếng khoan Dung dịch khoan | - - - - | - - - - |
| | | <ul style="list-style-type: none"> •IPVGAS (51%) •IPVN (28,7%) •MOECO & PTTEP (20,3%) | 431km đường ống dẫn khí, bao gồm: <ul style="list-style-type: none"> • 295km đường ống biển, đường kính 28 inch. • 102km đường ống trên bờ. • Trạm tiếp bờ và trung tâm phân phối khí (GDC) | Phân phối khí Bọc ống EPC/EPC | - - - |
| 6.500 | <ul style="list-style-type: none"> •Marubeni •EVN (GENCO2) | 3 nhà máy mới tại trung tâm điện lực Ô Môn (Ô Môn 2,3, và 4) | EPC Sản xuất điện | NA • GE2 • Vietracimex | NA |

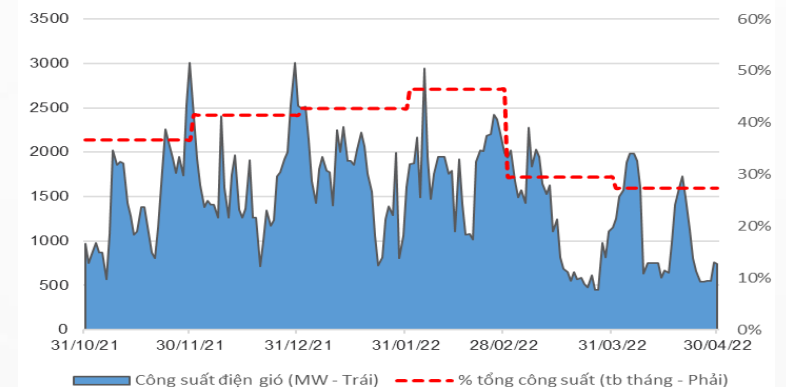
- Chúng tôi tin rằng điện khí sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong mục tiêu và định hướng phát triển nguồn điện của Việt Nam, trong đó, Nhơn Trạch 3&4 dự kiến sẽ là nhà máy điện khí LNG đầu tiên tại Việt Nam. Theo sau bao gồm LNG Long Sơn (GENCO3, TV2), Cà Ná 1 (tập đoàn Trung Nam) và LNG Hải Lăng (tập đoàn T&T). Chúng tôi đánh giá đây là những doanh nghiệp trong nước được hưởng lợi dài hạn với khả năng mở rộng công suất từ các dự án điện khí của mình.
- Với thông tin tích cực từ công tác tiến độ khâu thượng nguồn Lô B – Ô Môn, điều này kéo theo những triển vọng tươi sáng hơn cho khâu hạ nguồn bao gồm thực hiện đầu tư, triển khai các nhà máy điện khí Ô Môn 1,2,3, và 4. Trong đó, GENCO2 (GE2) sở hữu danh mục các dự án nhà máy liên quan bao gồm 1) Dự án chuyển đổi đốt dầu sang khí cho Ô Môn 1; 2) Đầu tư xây dựng Ô Môn 2 và 4; 3) Khảo sát nghiên cứu phát triển Ô Môn 5. Trong khi đó, dự án điện khí Ô Môn 3 thuộc về liên doanh nhà đầu tư Marubeni và Vietracimex. Chúng tôi đánh giá đây là những triển vọng dài hạn cho các doanh nghiệp liên quan giai đoạn 2025-30.

- Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (EVN NLDC – A0) đã bước đầu công bố số liệu về công suất huy động theo các loại nguồn bắt đầu từ tháng 10.
- Điện mặt trời được huy động ở mức công suất khiêm tốn trong Q4/21 do bị cắt giảm mạnh với tỷ lệ cắt giảm khoảng 20% trong giai đoạn phụ tải thấp dịch Covid. Tuy nhiên, tình hình đã được cải thiện trong Q1/22 khi điện mặt trời đều được huy động ở mức công suất cao hơn trung bình khoảng 11.400MW (73% tổng công suất) và cao hơn nhiều so với mức trung bình 7.900MW trong Q4/21.
- Sau 4 tháng vận hành, đã có những số liệu ban đầu về hiệu quả của điện gió, và nó đã cho thấy những hạn chế khi khả năng huy động và có thời điểm ghi nhận công suất rất khiêm tốn kể cả trong mùa gió chướng – mùa điện gió được hưởng lợi với tốc độ gió cao. Cụ thể, công suất huy động điện gió đạt trung bình 1.500MW trong 5 tháng đi vào hoạt động (38% tổng công suất), và đạt mức cao hơn trong thời gian gió mùa từ cuối tháng 11 đến tháng 2 (cao điểm đạt khoảng 1.700-1.800MW). Tuy nhiên, từ tháng 3, điện gió ghi nhận mức công suất khả dụng thấp, nhiều thời điểm điện gió chỉ đóng góp 200-300MW kể cả trong thời điểm phụ tải cao buổi tối so với tổng công suất gần 4.000MW. Đây là mức đóng góp rất khiêm tốn cho hệ thống khi điện mặt trời “đi ngủ”, và chúng tôi tin rằng sẽ cần nhiều thời gian hơn để thực sự kết luận đầy đủ về hiệu quả của nguồn điện này.

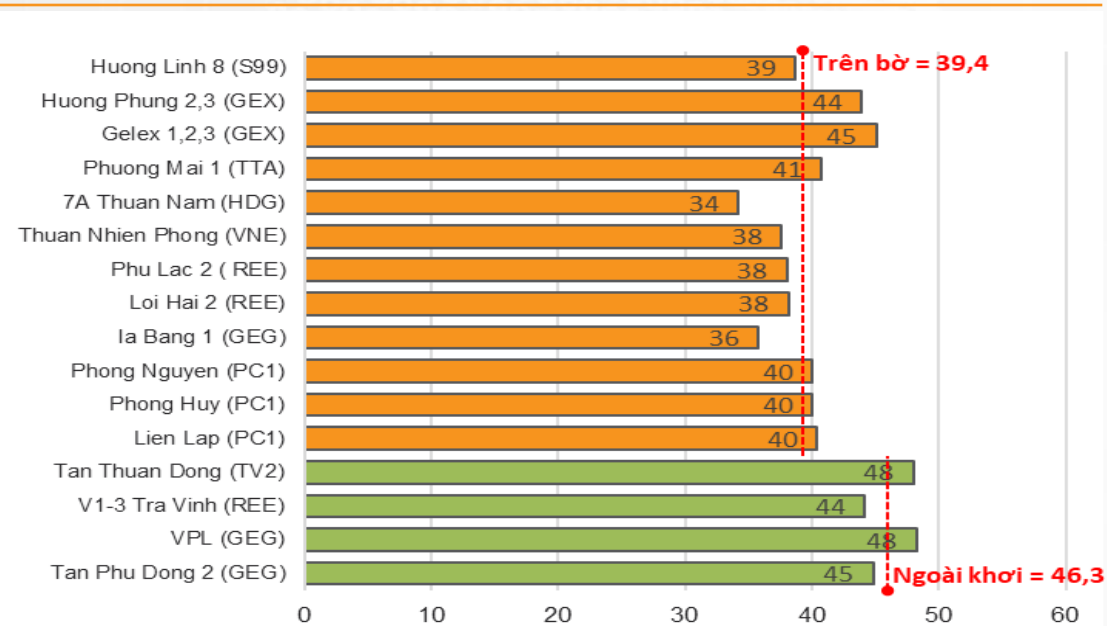
Công suất huy động điện mặt trời được cải thiện trong 4T22 sau khi chịu cắt giảm mạnh trong nửa cuối 2021



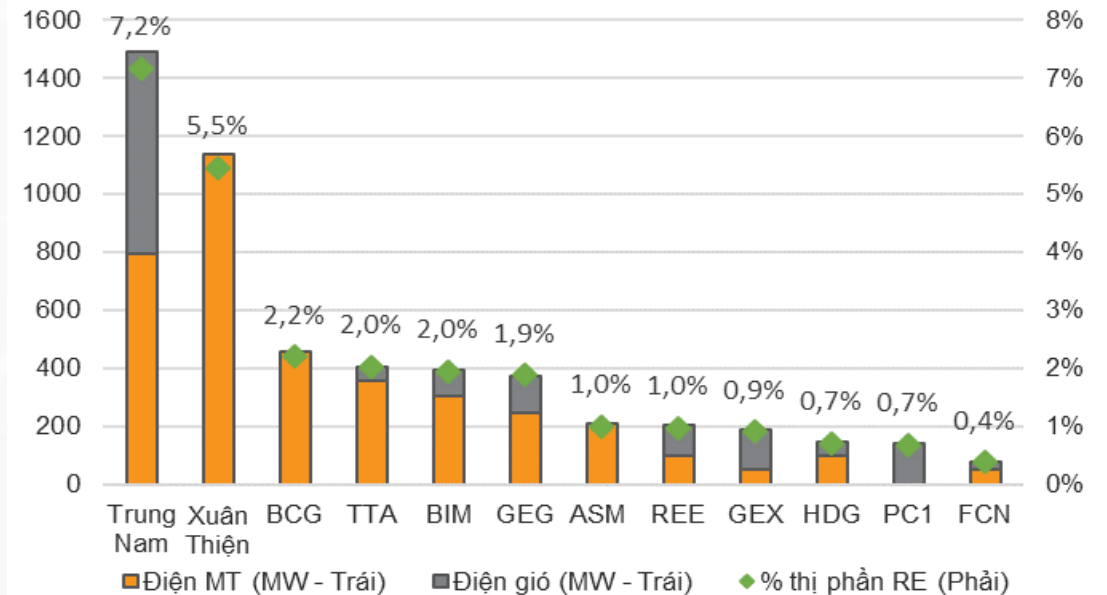
Điện gió ghi nhận công suất biến động và đạt tỉ lệ huy động thấp từ tháng 3/2022



Danh sách các nhà máy điện gió của các công ty niêm yết được COD đúng hạn và hưởng giá FIT ưu đãi



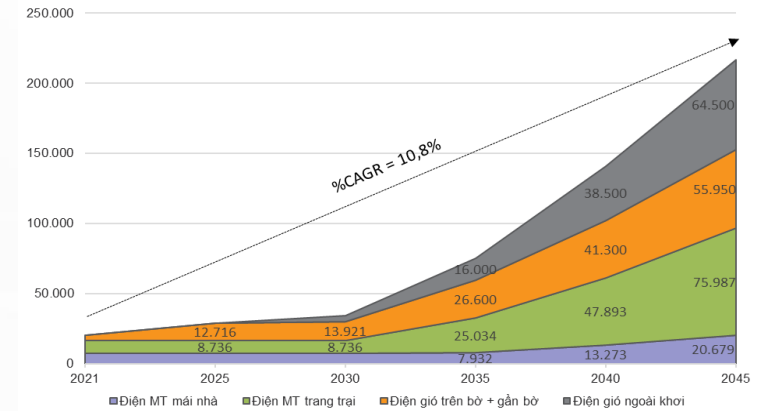
Các doanh nghiệp tận dụng cơ hội với danh mục điện gió lớn đã vươn lên đứng trong top 10 doanh nghiệp NLTT như REE, GEG, GEX



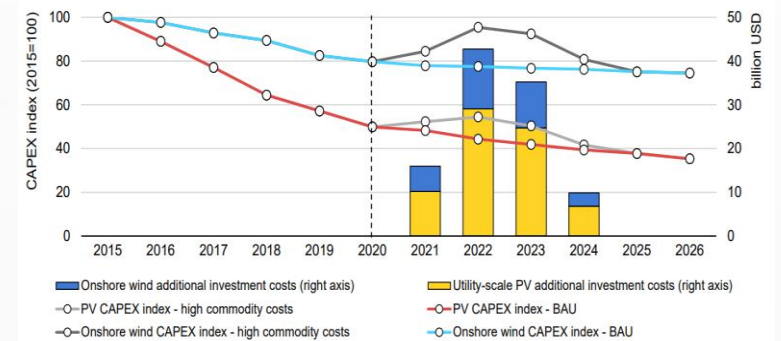
- EVN thông báo chỉ có 86 nhà máy với tổng công suất 3.980M đi vào hoạt động, và được hưởng giá FIT ưu đãi. Nhờ COD trước hạn 01/11/2021, các nhà đầu tư điện gió sẽ được hưởng mức giá FIT ưu đãi 8,5UScent/kWh cho điện gió trên bờ và 9,8UScent/kWh cho điện gió ngoài khơi. Một vài cái tên nổi bật như REE, GEG, PC1, GEX, nhờ tiếp cận với một danh mục điện gió lớn đã giúp doanh nghiệp đứng vào top 10 doanh nghiệp điện NLTT theo công suất.
- Theo quan điểm của chúng tôi, các cơ chế, chính sách hỗ trợ phát triển năng lượng sạch chưa có tính liên tục và đang bị gián đoạn như điện mặt trời bị chậm lại (sau 01/01/2021) và gần đây là điện gió (sau 01/11/2021). Đây cũng là điểm nghẽn cần được khơi thông và chính phủ cần có một hành lang pháp lý thông suốt và liên tục do các cơ chế chính sách áp dụng trong thời gian gần đây chưa mang tính định hướng lâu dài. Do đó, mặc dù đặc đánh giá là nguồn năng lượng quan trọng trong kịch bản chuyển đổi năng lượng mạnh mẽ của Việt Nam, các nhà đầu tư hiện vẫn đang phải chờ đợi một cơ chế chính sách giá mới từ Chính phủ sau khi chính sách giá FIT hết hiệu lực. Đã có những dự thảo về một cơ chế mới cho các dự án NLTT chuyển tiếp được ban hành từ Bộ Công Thương tại 13/06, tuy nhiên để đi đến kết luận cuối cùng, chúng ta có thể sẽ tiếp tục phải chờ đợi đến sớm nhất là cuối năm 2022.

- Trong giai đoạn 2021-45, điện NLTT sẽ tăng trưởng kép với tốc độ cao nhất các loại hình điện đạt 10,8% từ 20.408MW lên 217.116MW. Tuy nhiên, sau khi phát triển khá ồ ạt trong giai đoạn 2019-20, điện mặt trời sẽ chậm lại trong giai đoạn 2021-30 và sẽ bắt đầu tăng trưởng nhanh từ 16.491MW lên 96.666MW trong giai đoạn 2030-45. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng hiện tại 6.500MW điện mặt trời đã phê duyệt trong QHĐ 7 điều chỉnh hiện chưa được bổ sung vào phương án điều hành của dự thảo QHĐ 8 và đang chờ những kết luận từ Thường trực Chính phủ.
- Bên cạnh đó, điện gió, bắt đầu từ điện gió trên bờ sẽ trở thành cỗ máy tăng trưởng chính cho công suất điện NLTT trong 2021-30. Cụ thể, công suất điện gió trên bờ sẽ tăng nhanh từ 3.980MW lên gấp ba đạt 13.921MW. Từ năm 2035, sẽ có sự bổ sung 16.000MW điện gió ngoài khơi, đóng góp thêm cho quá trình phát triển rất nhanh của loại hình điện này. Vào năm 2045, dự kiến tổng công suất điện gió đạt 120.450MW, đóng góp 29% tổng công suất nguồn điện cả nước.
- Theo đánh giá của IEA trong báo cáo ngành NLTT, việc giá hàng hóa tăng mạnh trong thời gian gần đây có thể sẽ làm gián đoạn đà giảm Capex của nguồn điện NLTT trong năm 2022, do những ảnh hưởng về chi phí xây dựng cao hơn. Tuy nhiên, với nhu cầu và xu thế ưu tiên phát triển năng lượng tái tạo trên toàn cầu, Capex được dự báo sẽ bắt đầu giảm trở lại từ 2023-26 và sẽ tiếp tục giảm trong dài hạn.
- Bên cạnh đó, chi phí quy dẫn (LCOE) cũng được dự báo sẽ giảm dần, và đây là một thông tin tốt cho các nhà đầu tư điện NLTT trong dài hạn với một chi phí đầu tư hợp lý hơn.

Điện gió trên bờ tiếp tục là mũi nhọn phát triển điện NLTT trong 2022-30. Trong khi đó, điện gió xa bờ và điện mặt trời sẽ bắt đầu tăng tốc trong giai đoạn 2030-45 (Đơn vị: MW)



Xu hướng giảm Capex điện NLTT có thể bị gián đoạn do giá hàng hóa tăng trong 2022, dự báo sẽ bắt đầu giảm lại từ 2023



Notes: BAU = business as usual. Onshore wind data exclude China.

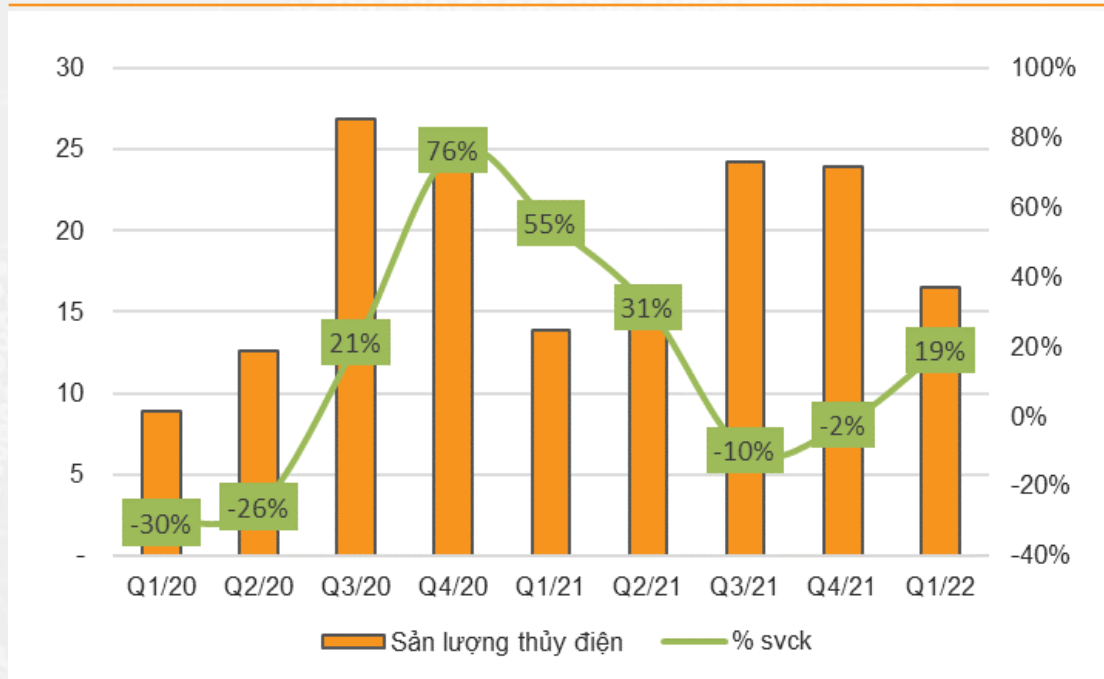
IEA. All rights reserved.

Nhiều doanh nghiệp thủy điện ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/22 nhờ điều kiện thời tiết tiếp tục lý tưởng

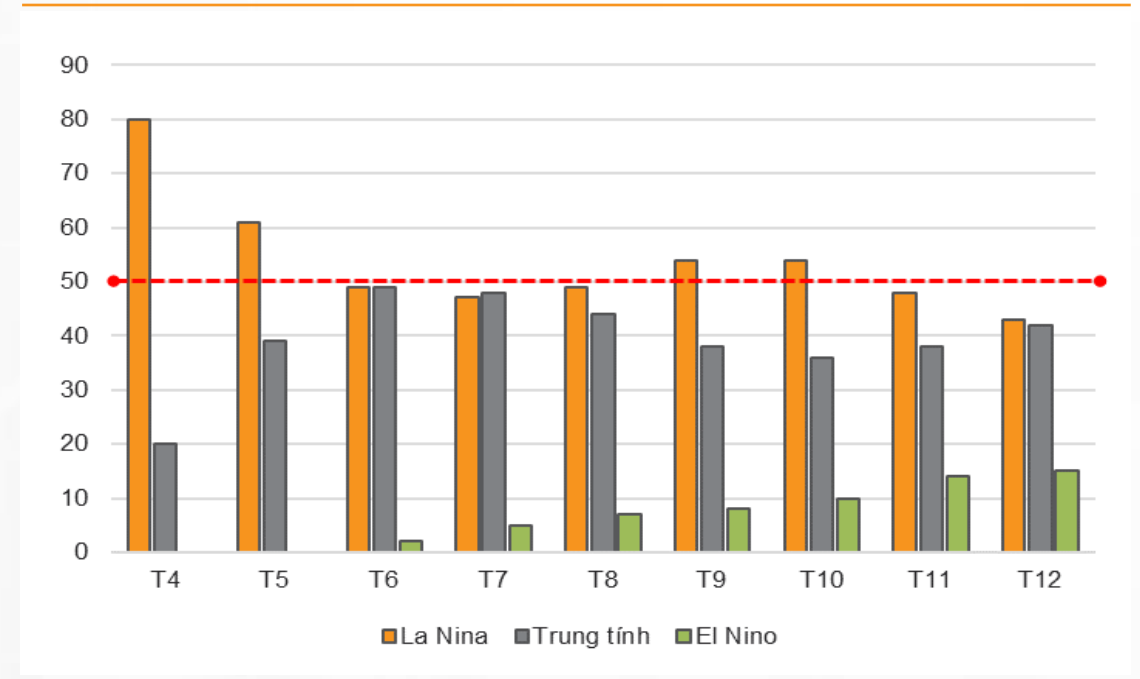
| Doanh nghiệp | Vốn hóa (tỷ đồng) | Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng) | % svck | LNST Q1/22 (tỷ đồng) | %svck |
|--------------|----------------------|------------------------------|--------|-------------------------|-------|
| DNH | 17.107,20 | 784,60 | 22% | 510,67 | 49% |
| VSH | 6.602,94 | 808,57 | 325% | 403,85 | 298% |
| SBH | 4.751,61 | 131,58 | 15% | 52,77 | 41% |
| TMP | 4.564,00 | 235,97 | 56% | 122,48 | 78% |
| HNA | 3.591,29 | 215,57 | 24% | 76,02 | 125% |
| CHP | 3.525,90 | 208,73 | 347% | 78,08 | 224% |
| SHP | 2.864,14 | 138,14 | 100% | 61,48 | 1560% |
| AVC | 2.701,87 | 184,37 | 10% | 98,89 | 12% |
| TBC | 1.892,30 | 167,47 | 8% | 88,39 | 18% |
| S4A | 1.413,70 | 52,66 | 6% | 22,42 | 40% |
| GHC | 1.270,25 | 77,66 | 9% | 57,23 | 92% |
| SBA | 1.208,72 | 95,20 | 29% | 44,86 | 57% |
| SJD | 1.186,78 | 78,88 | 57% | 29,18 | 106% |
| BSA | 1.071,34 | 58,74 | 5% | 13,70 | 272% |
| ISH | 869,90 | 41,54 | 76% | 12,37 | 1994% |

- Sản lượng thủy điện trong Q1/22 giảm đáng kể so với 2 quý cuối nửa sau 2021 nhưng tăng 18% svck. Hàng năm, quý I thường là thời điểm thủy điện huy động ít nhất do các nhà máy này (đặc biệt ở miền Bắc) phải tích nước để phục vụ cho nhu cầu phủ tải cao trong mùa nắng nóng.
- Do đó, A0 sẽ xem xét huy động từ thủy điện ở mức vừa phải. Tuy nhiên, sản lượng thủy điện trong Q1/22 vẫn tăng mạnh, nguyên nhân chủ yếu là do thiếu điện than, buộc A0 phải huy động thêm từ các nguồn khác và thủy điện là một trong số đó. Do vậy, nhiều doanh nghiệp thủy điện đã nắm bắt được tình hình và ghi nhận kết quả lợi nhuận khả quan trong Q1/22, bao gồm REE, VSH, DNH, SBH.

Sản lượng thủy điện tăng 19% svck nhờ điều kiện thời tiết tốt và nhiệt điện than thiếu hụt (Đơn vị: tỷ kWh)



Theo dự báo mới nhất của IRI về ENSO, pha La Nina có thể kéo dài đến hết 2022 mới xác suất xảy ra lớn nhất



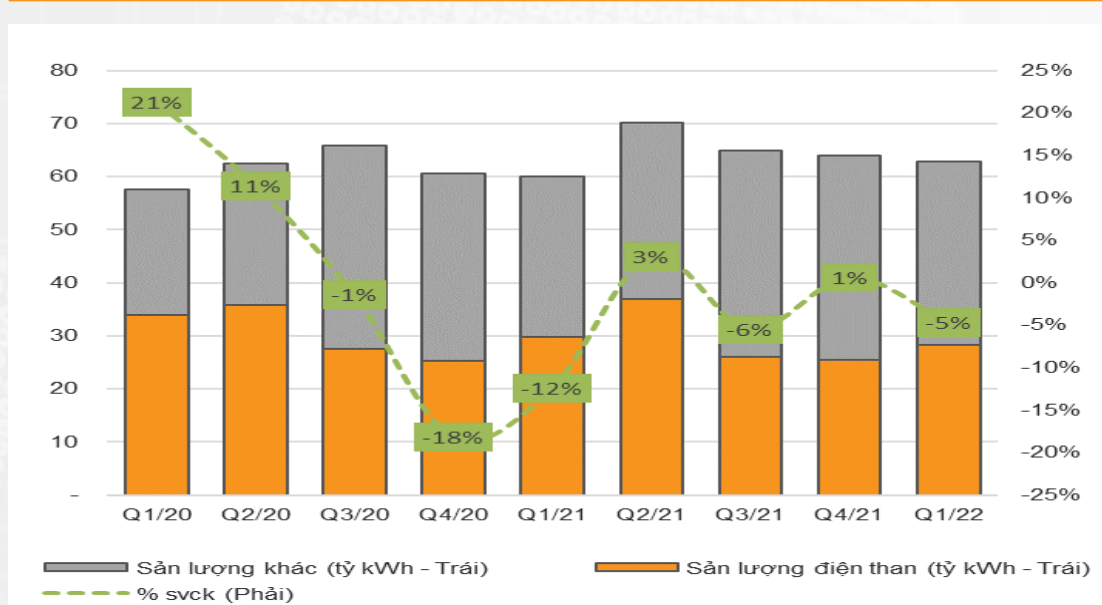
- Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI), pha La Nina sẽ kéo dài đến hết năm 2022, với khả năng xảy ra cao nhất trong năm 2022. Pha El Nino cũng được ước tính với khả năng xảy ra thấp nhất. Ở kịch bản thấp hơn, pha Trung tính sẽ có nhiều tỉ lệ xảy ra hơn và ở pha này vẫn có lợi cho thủy điện.
- Chúng tôi kỳ vọng mảng thủy điện sẽ vẫn được hưởng lợi trong cả năm 2022 nhờ sản lượng huy động cao do thủy điện luôn là nguồn năng lượng rẻ nhất, do đó, A0 luôn cân nhắc huy động từ thủy điện ở mức cao nhất có thể, đặc biệt trong bối cảnh EVN sẽ không tăng bán giá lẻ điện cho năm 2022.
- Với kỳ vọng tích cực về nhu cầu điện tăng nhanh vào năm 2022, cũng như sản lượng nhiệt cao trên huy động trong thị trường phát điện cạnh tranh ở mức giá FMP cao hơn, chúng tôi cho rằng thủy điện sẽ được hưởng lợi với sản lượng Qm (10%) và mức giá rẻ.

Các doanh nghiệp điện than ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/22 nhờ hoạt động huy động trên thị trường điện (CGM) sôi động hơn Q1/21

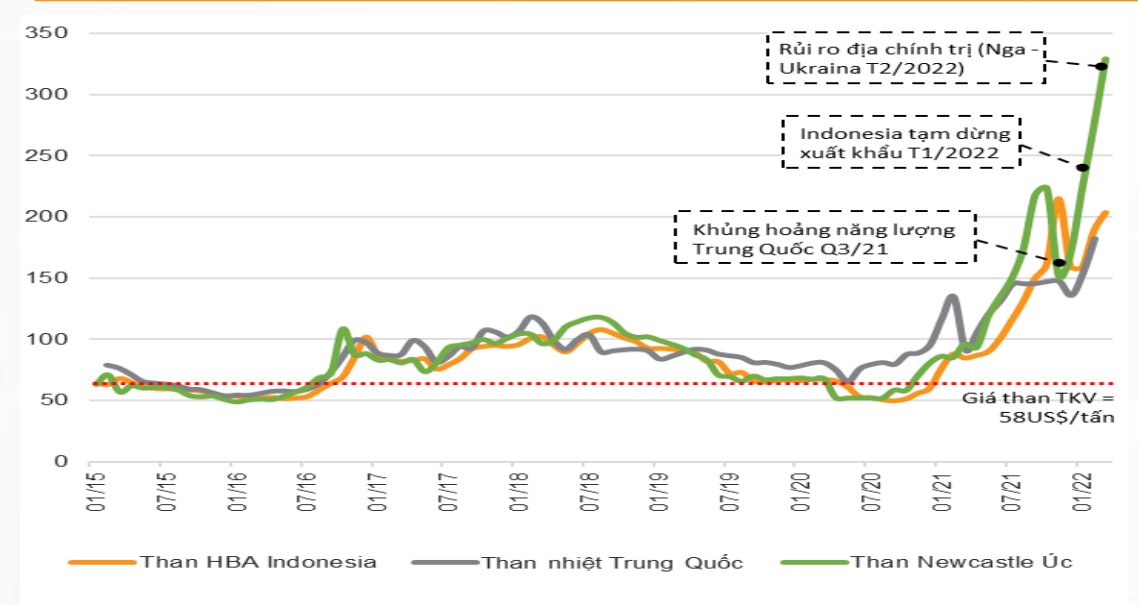
| Doanh nghiệp | Vốn hóa (tỷ đồng) | Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng) | % svck | LNST Q1/22 (tỷ đồng) | %svck |
|--------------|----------------------|------------------------------|--------|-------------------------|-------|
| QTP | 7.246,80 | 2.598,17 | 45% | 345,89 | 195% |
| DTK | 8.671,15 | 3.225,50 | 11% | 381,74 | 83% |
| HND | 8.107,00 | 2.539,43 | 28% | 258,10 | 2402% |
| PPC | 5.658,82 | 1.077,40 | 0% | 80,44 | -42% |
| NBP | 272,75 | 150,83 | -10% | (2,66) | -350% |

- Trong Q1/22, mặc dù có sự cải thiện đáng kể so với 2 quý trước, nhưng sản lượng điện than lại giảm nhẹ 5% svck do tình trạng thiếu hụt than. Theo báo cáo của EVN, căn cứ vào số liệu cập nhật tại ngày 30/03/2022, nguồn cung than cho các nhà máy nhiệt điện của EVN đang thiếu hụt lớn so với lượng đã ký kết ban đầu. Trong Q1/22, tổng lượng than cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện của EVN là 4,49 triệu tấn trên tổng số 5,85 triệu tấn theo hợp đồng đã ký (chỉ đạt 76% tổng kế hoạch).
- Do thiếu nguồn cung cấp than và lượng tồn kho thấp, một số nhà máy nhiệt điện than đã phải dừng hoạt động một số tổ máy. Cụ thể: Nghi Sơn 1, Vũng Áng 1, Vĩnh Tân 2, Duyên Hải 1 chỉ đủ than vận hành 1 tổ máy đạt 60-70% công suất; Nhà máy nhiệt điện Hải Phòng chỉ đủ than vận hành cho 1 trong 4 tổ máy. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh nhà máy điện than vẫn ghi nhận kết quả khả quan nhờ được huy động mạnh mẽ trên thị trường phát điện cạnh tranh khi giá bán bình quân tăng 26% svck từ 1.200 đồng/kWh lên 1.521 đồng/kWh.

Sản lượng điện than Q1/22 ghi nhận mức giảm 5% svck do tình trạng thiếu than



Giá than thế giới ghi nhận mức tăng mạnh từ Q3/21 sau một loạt các sự kiện tiêu cực (Đơn vị: USD/tấn)



- Một trong những lý do chính khiến sản lượng than nhiệt nhập khẩu giảm liên quan đến sự gia tăng giá than gần đây do xung đột địa chính trị giữa Ukraine và Nga đã dẫn đến tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng than. Hiện giá than quốc tế đã tăng gấp 2-3 lần và cao hơn nhiều so với giá than trong nước là 58 USD/tấn. Tuy nhiên, với sự chỉ đạo quyết liệt của Chính phủ, bằng mọi cách không để xảy ra tình trạng thiếu than nhất là trong mùa nắng nóng sắp tới, TKV và các đơn vị đang nỗ lực tăng cường khai thác trong nước, bù đắp lượng than nhập khẩu thiếu hụt để đảm bảo đủ nguồn than cho các nhà máy điện trong tương lai gần.
- Chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu than có thể cải thiện, do 1) Số ca mắc Covid của cán bộ, công nhân TKV đã giảm đáng kể so với quý I khi có thời điểm số ca nhiễm lên tới 40.000; 2) TKV cam kết đảm bảo bù than cho sản xuất điện trong những tháng tới. Kết thúc 4T22, TKV ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan, trong đó than cung cấp cho điện là 11,7 triệu tấn, đạt 33% kế hoạch năm, tăng 300 nghìn tấn svck. Chúng tôi tin tưởng vào sự phục hồi của điện than nhờ 1) Tăng trưởng tiêu thụ điện dự kiến đạt mức cao vào năm 2022, 2) Điện than là nguồn điện chạy nền đáng tin cậy giúp cho hệ thống ổn định với giá điện hợp lý, đặc biệt khi điện gió đã phần nào thể hiện những yếu điểm sau sáu tháng hoạt động.



Tóm tắt dự phóng KQKD 2022-23 các cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi

| Tỷ đồng | REE | | | POW | | | NT2 | | |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022F | 2023F | 2021 | 2022F | 2023F | 2021 | 2022F | 2023F |
| Doanh thu | 5.810 | 8.939 | 10.659 | 24.565 | 30.591 | 34.478 | 6.150 | 7.875 | 7.168 |
| % svck | 3,0% | 53,9% | 19,2% | -17,4% | 24,5% | 12,7% | 1,1% | 28,1% | -9,0% |
| Ln gộp | 2.364 | 3.078 | 3.616 | 2.543 | 3.660 | 4.548 | 676 | 820 | 924 |
| Biên LN gộp (%) | 39,8% | 34,3% | 33,7% | 10,4% | 12,0% | 12,7% | 11,0% | 10,4% | 12,9% |
| EBITDA | 1.534 | 1.531 | 1.924 | 5.222 | 6.221 | 6.846 | 1.283 | 1.413 | 1.520 |
| Biên EBITDA (%) | 47,4% | 28,7% | 28,9% | 23,0% | 23,0% | 21,6% | 20,4% | 18,0% | 21,3% |
| LN ròng | 1.855 | 2.183 | 2.565 | 1.779 | 2.333 | 2.630 | 534 | 654 | 754 |
| % svck | 13,9% | 17,7% | 17,5% | -24,8% | 31,1% | 12,7% | -14,6% | 22,6% | 15,1% |
| EPS (đ/cp) | 5.982 | 7.042 | 8.273 | 760 | 996 | 1.123 | 1.854 | 2.274 | 2.618 |
| BVPS (đ/cp) | 42.897 | 49.824 | 57.124 | 12.659 | 13.662 | 14.711 | 14.706 | 15.434 | 16.104 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0,0% | 0,4% | 0,4% | 0,37% | 0,37% | 0,37% | 8,6% | 7,0% | 8,6% |
| ROAE (%) | 15,0% | 15,2% | 15,5% | 6,1% | 7,6% | 7,9% | 12,5% | 15,1% | 16,6% |
| ROAA (%) | 7,1% | 6,6% | 7,0% | 3,3% | 4,2% | 4,1% | 8,2% | 9,7% | 11,1% |

| Tên công ty | Mã cp | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa tr US\$ | P/E(x) | | P/BV(x) | | EV/EBITDA (x) | | ROE (%) | |
|--------------------------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-----------------|-------------|-------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Nội tệ | Nội tệ | | | TTM | 2022 | Hiện tại | 2022 | TTM | 2022 | TTM | 2022 |
| Điện khí | | | | | | | | | | | | | |
| Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 | NT2 VN Equity | 23.800 | 29.200 | Khả quan | 294,8 | 12,3 | 11,6 | 1,6 | 1,6 | 6,0 | NA | 13,1 | 15,0 |
| CTCP Nhiệt điện Bà Rịa | BTP VN Equity | 13.000 | NA | KKN | 43,5 | 10,4 | NA | 0,8 | NA | 14,3 | NA | 7,7 | NA |
| Trung bình | | | | | | 11,4 | 11,6 | 1,2 | NA | 10,1 | NA | 10,4 | 15,0 |
| Điện Than | | | | | | | | | | | | | |
| Tổng Công ty Điện lực TKV | DTK VN Equity | 12.000 | NA | KKN | 352,6 | 7,6 | NA | 1,0 | NA | 4,6 | NA | 13,8 | NA |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng | HND VN Equity | 16.000 | NA | KKN | 344,2 | 17,6 | NA | 1,3 | NA | 5,0 | NA | 6,9 | NA |
| CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh | QTP VN Equity | 15.600 | NA | KKN | 302,1 | 12,1 | 8,7 | 1,1 | NA | 4,7 | NA | 9,4 | 14,1 |
| CTCP Nhiệt điện Phả Lại | PPC VN Equity | 17.800 | NA | KKN | 245,6 | 36,1 | 14,3 | 1,2 | NA | NA | NA | 2,8 | 8,4 |
| Trung bình | | | | | | 18,3 | 11,5 | 1,1 | NA | 4,8 | NA | 8,2 | 11,2 |
| Thủy điện | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Tập đoàn Hà Đô | HDG VN Equity | 48.650 | 55.100 | Khả quan | 426,7 | 9,4 | 7,9 | 2,2 | 1,9 | 7,8 | NA | 25,7 | 26,5 |
| Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh | VSH VN Equity | 41.850 | NA | KKN | 425,4 | 14,4 | NA | 2,2 | NA | 8,2 | NA | 16,9 | NA |
| CTCP Thủy điện Hủa Na | HNA VN Equity | 15.000 | NA | KKN | 151,8 | 26,9 | NA | 1,3 | NA | 8,3 | NA | 4,8 | NA |
| CTCP Thủy điện Thác Bà | TBC VN Equity | 30.500 | NA | KKN | 83,3 | 11,2 | NA | 2,1 | NA | 6,2 | NA | 18,5 | NA |
| Trung bình | | | | | | 15,5 | 14,5 | 1,9 | NA | 7,6 | NA | 16,5 | 26,5 |
| Điện NLTT | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Điện Gia Lai | GEG VN Equity | 21.800 | NA | KKN | 302,0 | 20,0 | 18,6 | 2,0 | 1,8 | 10,9 | 11,1 | 10,3 | 11,0 |
| CTCP Bamboo Capital | BCG VN Equity | 13.300 | 29.600 | Khả quan | 288,0 | 6,0 | NA | 1,1 | NA | 20,8 | NA | 19,2 | NA |
| Trung bình | | | | | | 13,0 | 18,6 | 1,5 | 1,8 | 15,9 | 11,1 | 14,7 | NA |
| Điện đa ngành | | | | | | | | | | | | | |
| GENCO 3 | PGV VN Equity | 26.950 | NA | KKN | 1.302,9 | 9,5 | 11,3 | 1,7 | 1,7 | 7,8 | NA | 19,3 | NA |
| PVPower | POW VN Equity | 13.150 | 20.400 | Khả quan | 1.325,2 | 15,3 | 16,6 | 1,1 | 1,0 | 6,3 | 6,3 | 6,9 | 6,3 |
| CTCP Cơ Điện Lạnh | REE VN Equity | 82.500 | 85.500 | Khả quan | 1.261,7 | 13,8 | 10,4 | 2,1 | 1,7 | 11,4 | 9,0 | 16,7 | 15,2 |
| CTCP Tập Đoàn PC1 | PC1 VN Equity | 36.700 | NA | KKN | 371,4 | 11,3 | 12,0 | 1,8 | 1,2 | 12,0 | 7,3 | 16,9 | 13,4 |
| Trung bình | | | | | | 12,5 | 12,6 | 1,7 | 1,4 | 9,4 | 7,5 | 14,9 | 11,6 |

NGUỒN: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH
Dữ liệu tại ngày 23/06/2022

Cổ phiếu ưa thích của chúng tôi

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí sẽ tăng trở lại trong 2022 từ mức nền thấp 2021, nhờ sự nhu cầu điện phục hồi mạnh mẽ, và chúng tôi tin rằng **POW** và **NT2** sẽ hưởng lợi từ xu hướng này. Đối với POW chúng tôi dành sự chú ý cho dự án nhà máy điện khí của công ty – Nhơn Trạch 3&4 với tổng công suất dự kiến 1.600MW. Đối với NT2, chúng tôi tin rằng doanh nghiệp sẽ tăng cường trả cổ tức trong các năm tới khi doanh nghiệp đã trả hết nợ vay dài hạn trong 2021 và dự kiến sẽ hết khấu hao từ sau 2024.
- Chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục là một năm rực rỡ cho thủy điện khí pha La Nina có thể kéo dài đến cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi khá thận trọng cho số tăng trưởng nửa cuối năm khi cuối năm ngoài thủy điện đã ghi nhận một mức tăng trưởng tích cực. Chúng tôi đặt niềm tin vào **REE**, doanh nghiệp có danh mục thủy điện dày đặc và có khả năng mở rộng công suất với các dự án mới đi vào hoạt động.

Rủi ro giảm giá ngành:

- Giá khí LNG thế giới tiếp tục tăng, đẩy lên lo ngại về tính khả thi kinh tế có các dự án điện khí LNG sắp tới. Trong khi giá Brent tăng cao sẽ ảnh hưởng lên khả năng cạnh tranh giá điện của các nhà máy sử dụng khí nội địa.
- Sự xuất hiện của nguồn điện NLTT có thể ảnh hưởng hưởng lên sản lượng huy động điện khí trong ngắn hạn.
- Dự báo ENSO có thể thay đổi theo hướng tiêu cực cho pha La Nina.

Mở cửa chào đón du khách

Hàng không

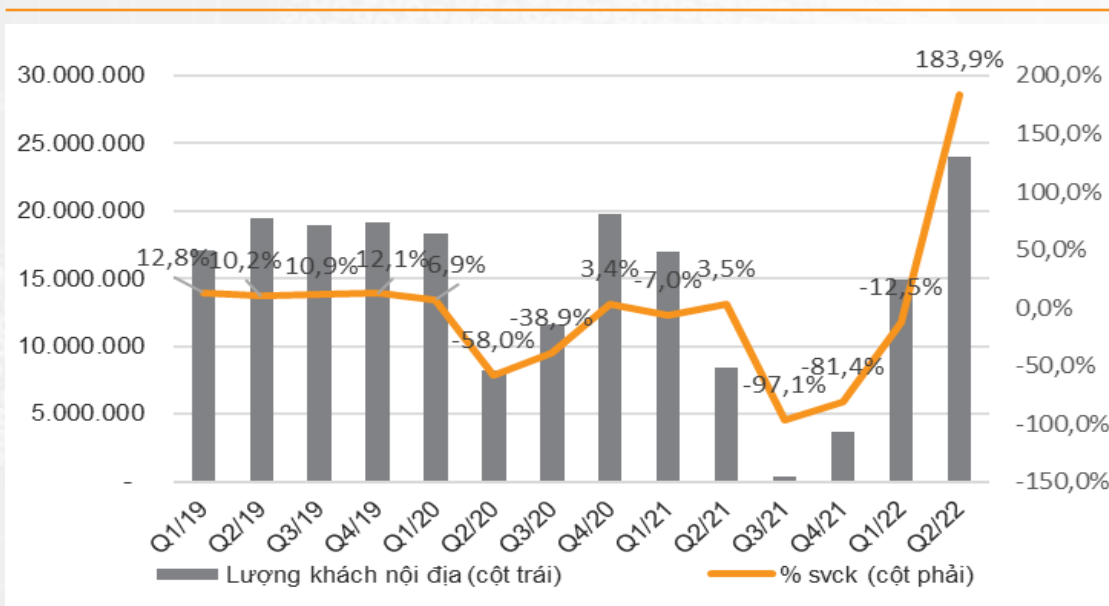
06/2022

105

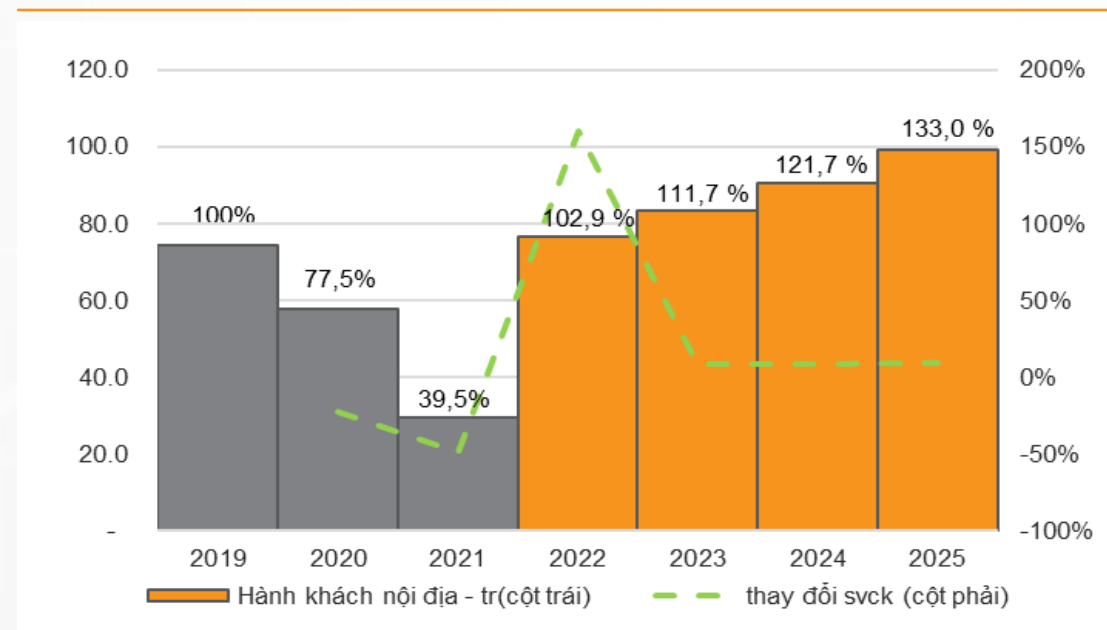
VNDIRECT



Lượng hành khách nội địa thông quan Q1/19-Q2/22

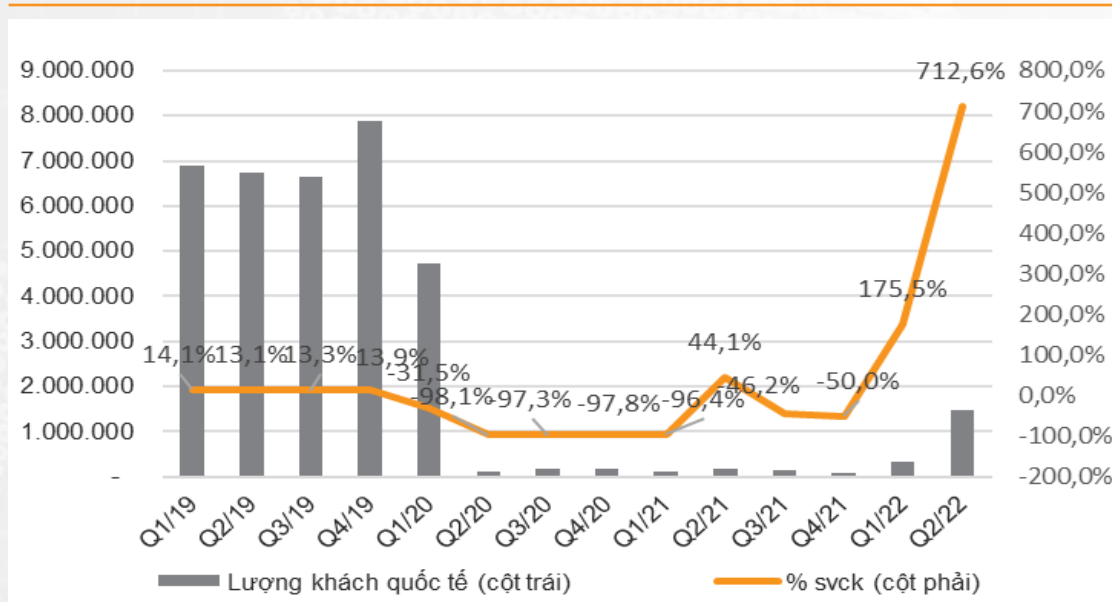


Dự phóng lượng khách nội địa trong trung hạn

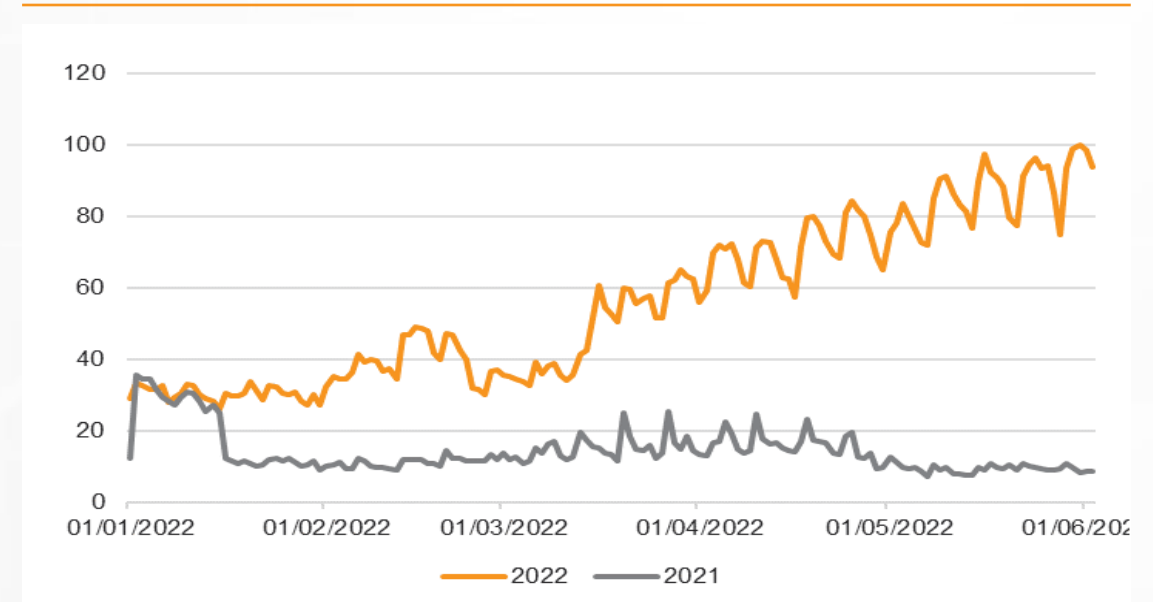


- Việt Nam đã khống chế thành công dịch bệnh và hàng không nội địa đã hoạt động trở lại bình thường kể từ Q1/22. Theo CAAV, lượng khách nội địa thông quan phục hồi mạnh trong Q2/22 với sản lượng tăng 183,9% svck, giúp lượng khách nội địa nửa đầu 2022 tăng 52,6% svck đạt 38,9 triệu. Theo IATA, Việt Nam đứng đầu về mức độ phục hồi trên thế giới với lượng khách nội địa đã phục hồi về mức 106% trước dịch.
- Lưu ý rằng, giao thông hàng không trong nửa cuối 2021 có mức thấp do dịch bệnh bùng phát mạnh trên toàn quốc. Theo đà phục hồi, chúng tôi kỳ vọng lượng khách nội địa có thể tăng 160,4% svck trong năm 2022, sau đó tiếp tục tăng mạnh 15,8% svck trong năm 2023 trước khi tăng trưởng giảm còn 8,9%/9,3% svck trong năm 2024-25.

Lượng hành khách quốc tế thông quan Q1/19-Q2/22



Lượng tìm kiếm về du lịch và hàng không Việt Nam

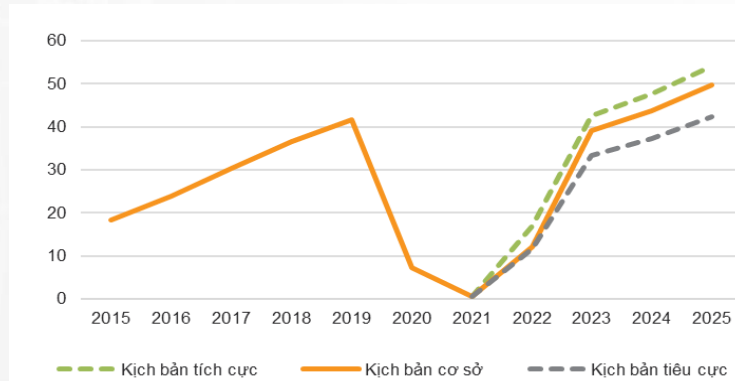


- Ngày 15/02/2022, Việt Nam đã dỡ bỏ hạn chế tần suất các chuyến bay quốc tế. Đến 15/03/2022, Việt Nam đã (1) đưa số lượng các đường bay thường lệ về mức trước dịch, và (2) khôi phục chính sách visa như trước dịch. Đến 15/05/2022, Việt Nam đã dừng yêu cầu xét nghiệm âm tính với Covid-19 khi nhập cảnh và hoàn toàn mở lại hàng không quốc tế. Kết quả là, lượng khách quốc tế thông quan nửa đầu năm ước tăng 503% svck đạt 1,8 triệu khách và đạt mức 13% trước dịch (6T19).
- Trong nửa đầu 2022, trong suốt thời gian diễn ra Sea Games, Việt Nam đã khởi động các chương trình quảng bá văn hóa du lịch của quốc gia, giúp tổng lượng tìm kiếm về hàng không và du lịch tăng 291% svck.

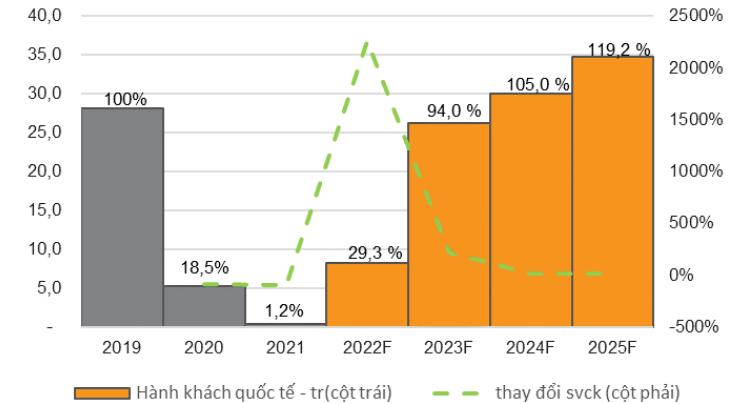
Mức độ phục hồi của các đường bay quốc tế, theo kịch bản cơ sở

| Quốc gia | Tỷ trọng | | | | | | | | |
|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2019 | Q1/22 | Q2/22 | Q3/22 | Q4/22 | Q1/23 | Q2/23 | Q3/23 | Q4/23 |
| Trung Quốc | 34,5% | 4% | 5% | 10% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% |
| Hàn Quốc | 25,5% | 5% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% | 110% |
| Đông Nam Á | 12,5% | 5% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% | 110% | 115% |
| Châu Âu | 8,1% | 5% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% | 110% |
| Nhật Bản | 5,6% | 6% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% | 110% |
| Đài Loan | 5,5% | 4% | 10% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% |
| Mỹ | 4,4% | 5% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% | 110% |
| Nga | 3,8% | 5% | 10% | 20% | 50% | 80% | 90% | 100% | 105% |
| Tổng | 100,0% | 4,7% | 17,7% | 37,2% | 57,8% | 76,5% | 92,8% | 100,0% | 106,7% |
| | | 29,3% | | | | 94,0% | | | |

Dự phóng lượng khách quốc tế theo ba kịch bản (tr khách)



Dự phóng lượng khách quốc tế trong trung hạn



- Khả năng phục hồi du lịch quốc tế của Việt Nam trong thời gian tới phụ thuộc vào điều kiện nhập cảnh của quốc gia đến. Hầu hết các quốc gia đã gỡ bỏ hạn chế hoặc sẽ gỡ bỏ trong thời gian tới, tuy nhiên yếu tố tiêu cực nhất tác động tới phục hồi du lịch Việt Nam hiện tại là chính sách zero-Covid của Trung Quốc, theo đó việc du lịch từ/đến quốc gia này đang bị hạn chế.
- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng đường hàng không giữa Việt Nam và Đông Nam Á sẽ phục hồi kể từ Q2/22 do quảng bá du lịch đang được triển khai, theo sau là Hàn Quốc, Châu Âu, Nhật Bản, Mỹ trong Q3/22, Đài Loan và Nga trong Q4/22 và Trung Quốc trong Q1/23.
- Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng lượng khách quốc tế thông quan có thể đạt 12,2 triệu khách trong năm 2022 (so với 0,5 triệu khách trong năm 2021), và có thể tăng 222,5%/11,7% svck trong năm 2023-24. Lượng khách quốc tế có thể phục hồi hoàn toàn về mức trước dịch trong năm 2024 (đạt 105% của năm 2019) và có thể đạt 119,2% trong năm 2025.

Các dự án hạ tầng hàng không lớn đến 2030

| Dự án | Loại hình | CAPEX đến 2030 (tỷ đồng) | Công suất thiết kế đến 2030 (tr khách) | Chủ đầu tư | Tình trạng |
|---------------------------|-----------------|--------------------------|--|--------------------|--|
| Long Thành | Sân bay quốc tế | 185.600 | 50,0 | ACV | Đang thi công |
| Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất | Nhà ga quốc tế | 10.990 | +20,0 | ACV | Dự án đang đợi bàn giao đất. Dự án sẽ khởi công trong Q3/22 và dự kiến hoàn thành trong 37 tháng. |
| Mở rộng nhà ga T2 Nội Bài | Nhà ga quốc tế | 4.983 | +5,0 | ACV | Dự án sẽ khởi công trong Q4/22 và dự kiến hoàn thành trong Q3/24. |
| Phan Thiết | Sân bay nội địa | 13.833 | 2,0 | Tập đoàn Rạng Đông | Chính phủ đã thành lập Ủy ban thẩm định để điều chỉnh phương án đầu tư của dự án thành BOT trong tháng 5/2021 với tập đoàn Rạng Đông làm chủ đầu tư. Dự án được thực hiện thông qua hình thức BOT với tập đoàn T&T làm chủ đầu tư. T&T đã nộp báo cáo nghiên cứu khả thi vào tháng 5/2021 và đã được chấp thuận. Thời gian chuẩn bị từ 2022-24 và thời gian xây dựng trong 22 tháng. |
| Quảng Trị | Sân bay nội địa | 8.014 | 1,0 | Tập đoàn T&T | |
| Sapa | Sân bay nội địa | 6.948 | 3,0 | Đang tìm kiếm | Đây cũng là một dự án BOT. Dự án đã bắt đầu xây dựng trong Q1/22. |
| Lai Châu | Sân bay nội địa | 4.000 | 0,5 | Đang tìm kiếm | Dự án đã được đưa vào quy hoạch phát triển ngành hàng không đến năm 2030, tuy nhiên gặp khó khăn trong việc tìm nhà đầu tư. |
| Nà Sản | Sân bay nội địa | 2.179 | 1,0 | ACV | ACV là chủ đầu tư của dự án. ACV đang hoàn thiện báo cáo khả thi để nộp cho chính phủ. |

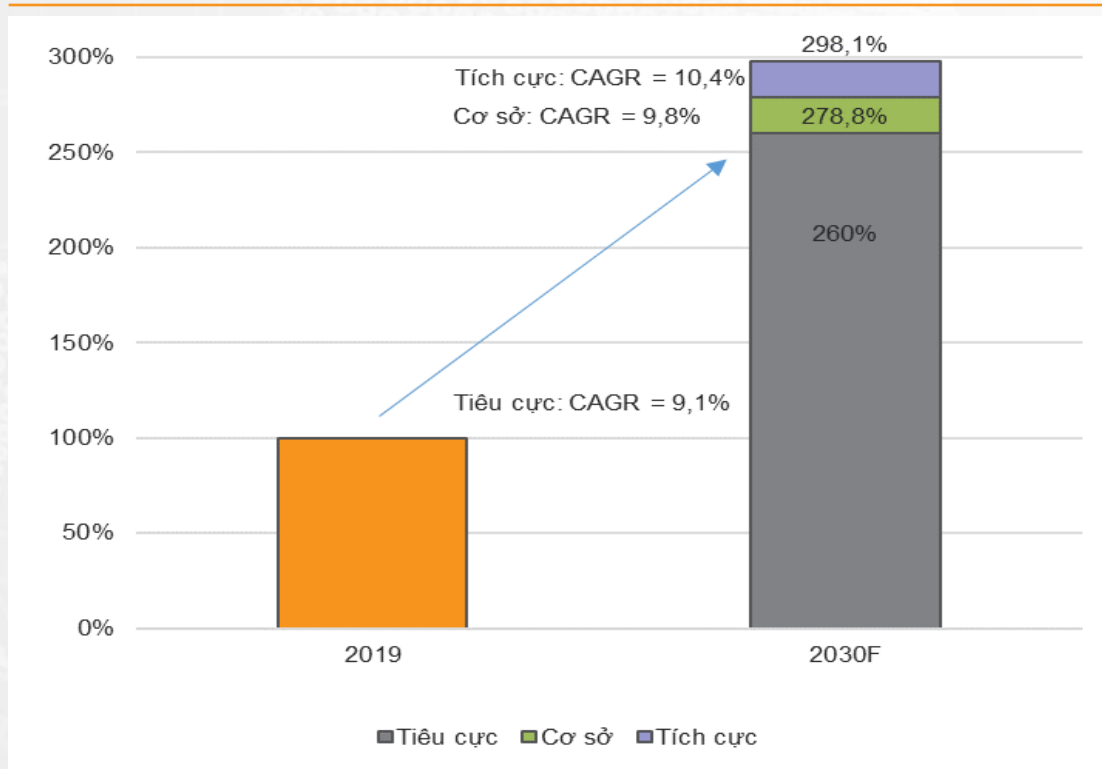
- Dự án T3 Tân Sơn Nhất và dự án mở rộng T2 Nội Bài là các dự án trọng điểm phát triển trong tương lai gần sẽ giúp tăng năng lực khai thác và giảm ùn tắc khi máy bay cất cánh/hạ cánh ở hai sân bay chính của Việt Nam.
- Dự án Long Thành đang theo đúng tiến độ và có thể hoàn thành trong năm 2025. Sân bay Long Thành được định vị để trở thành cầu nối quan trọng của khu vực Đông Dương và nước khu vực Đông Nam Á.
- Trong dài hạn, 5 sân bay nội địa mới sẽ được phát triển và 3 sân bay nội địa sẽ được nâng cấp lên sân bay quốc tế đến năm 2030.

Tiến độ xây dựng sân bay Long Thành

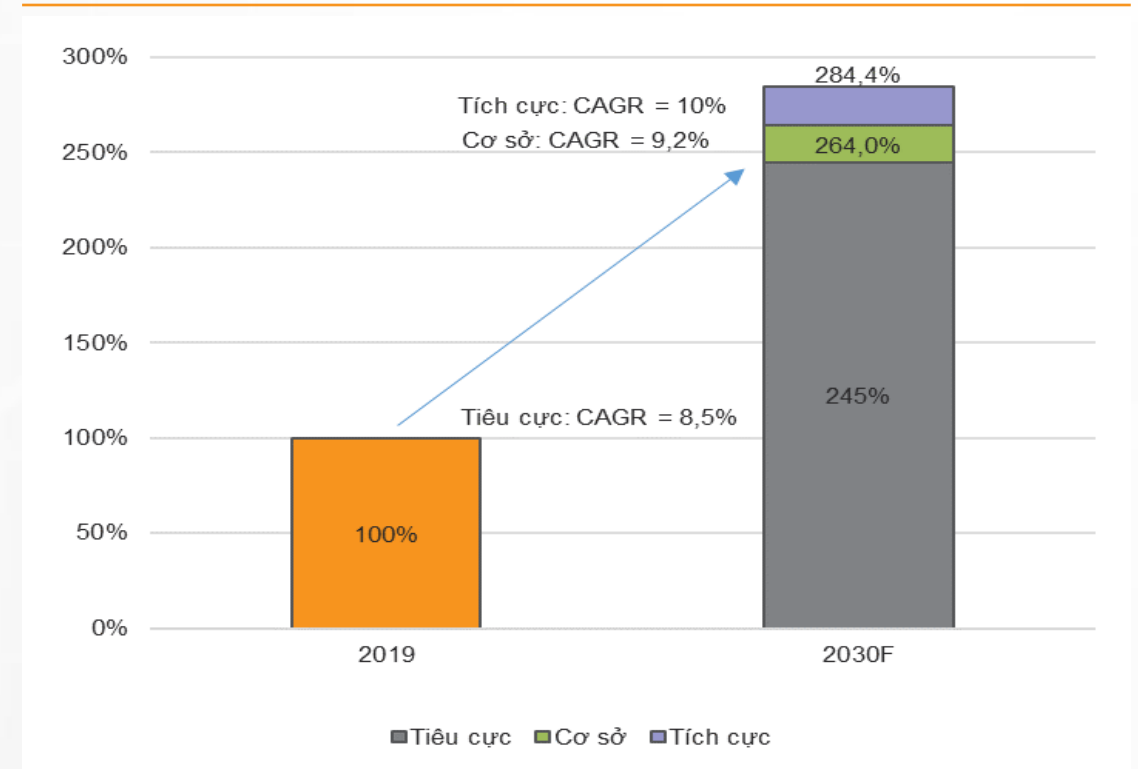
| Hạng mục | 1H21 | 2H21 | 1H22 | 2H22 | 1H23 | 2H23 | 1H24 | 2H24 | 1H25 | 2H25 |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Đền bù và giải phóng mặt bằng | ████████████████████ | | | | | | | | | |
| Rà soát bom mìn | ████████████████████ | | | | | | | | | |
| Xây dựng tường rào cho 5.000 ha | ████████████████████ | | | | | | | | | |
| Thiết kế kỹ thuật | ████████████████████ | | | | | | | | | |
| San nền thoát nước | | ████████████████████ | | | | | | | | |
| Xây dựng móng | | | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | | | | | |
| Xây dựng nhà ga và các công trình liên quan | | | | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | |
| Xây dựng khu bay | | | | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | ████████████████████ | |
| Xây dựng các tòa nhà quản lý | | | | | | | | ████████████████████ | ████████████████████ | |
| Xây dựng các công trình phục vụ quản lý bay | | | | | | | | ████████████████████ | ████████████████████ | |
| Hệ thống hỗ trợ | | | | | | | | ████████████████████ | ████████████████████ | |
| Chính thức vận hành | | | | | | | | | | ████████████████████ |

- UBND tỉnh Đồng Nai đã hoàn thành bàn giao 91% diện tích phần đất cho ACV, dự kiến hoàn thành 100% trong Q2/22.
- ACV đã hoàn thành san nền cho khu vực nhà ga và bắt đầu thi công cọc trong T5/2022, kỳ vọng hoàn thành trong T10/2022. Ngoài ra, hạng mục thiết kế nhà ga đã hoàn thành 90% khối lượng công việc.
- Theo chỉ định của chính phủ, tháng 7 phải hoàn thành thẩm định nhà ga, Q4/2022 phải bắt đầu khởi công để đảm bảo tiến độ hoàn thành phần xây dựng cơ bản trong Q1/25 và kịp đưa vào vận hành chính thức trong T9/2025.

Dự phóng tăng trưởng khách nội địa 2019-2030

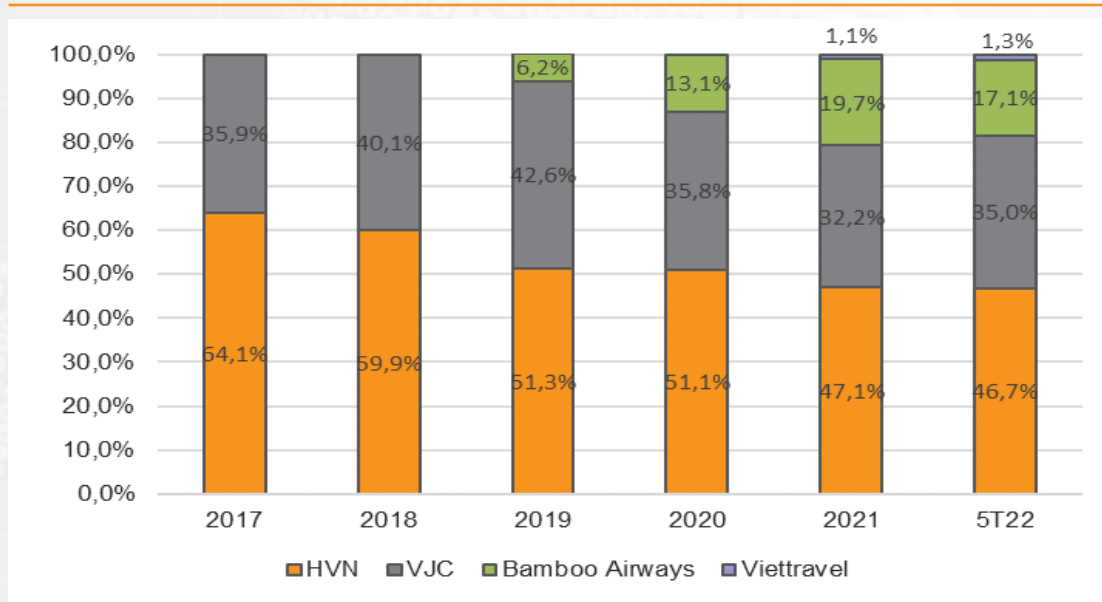


Dự phóng tăng trưởng khách quốc tế 2019-2030

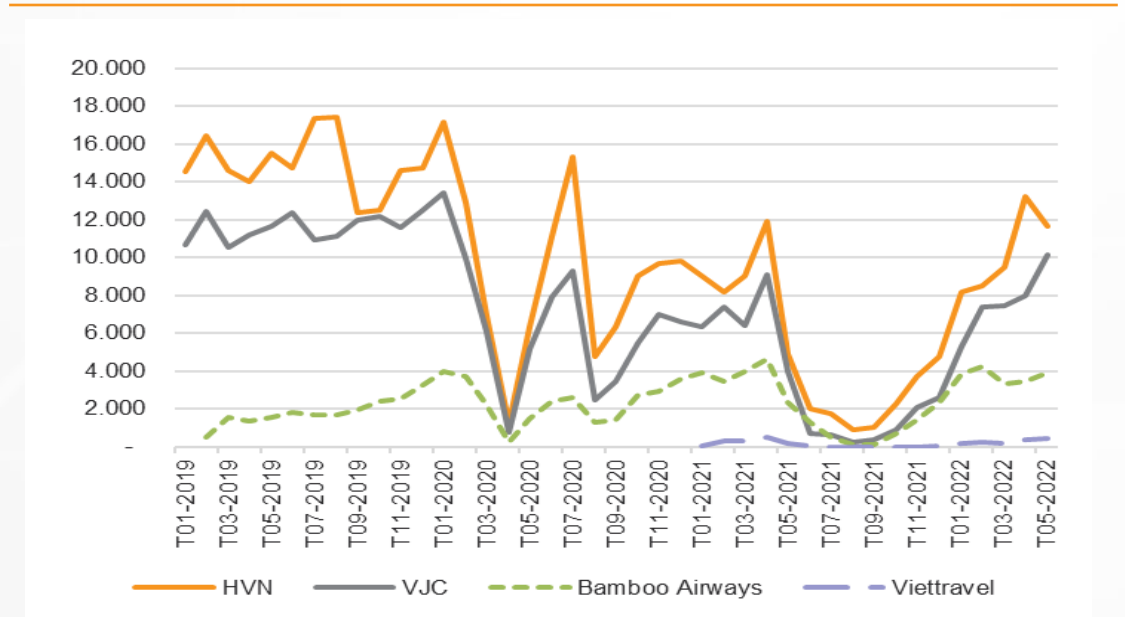


- Trong kịch bản cơ sở, chính phủ kỳ vọng tổng lượng hành khách đạt mức tăng trung bình 9,6%/năm giai đoạn 2019-30.
- Lượng khách nội địa có thể tăng trung bình 9,8%/năm.
- Lượng khách quốc tế có thể tăng trung bình 9,2%/năm.

Thị phần các hãng hàng không theo tổng số chuyến bay

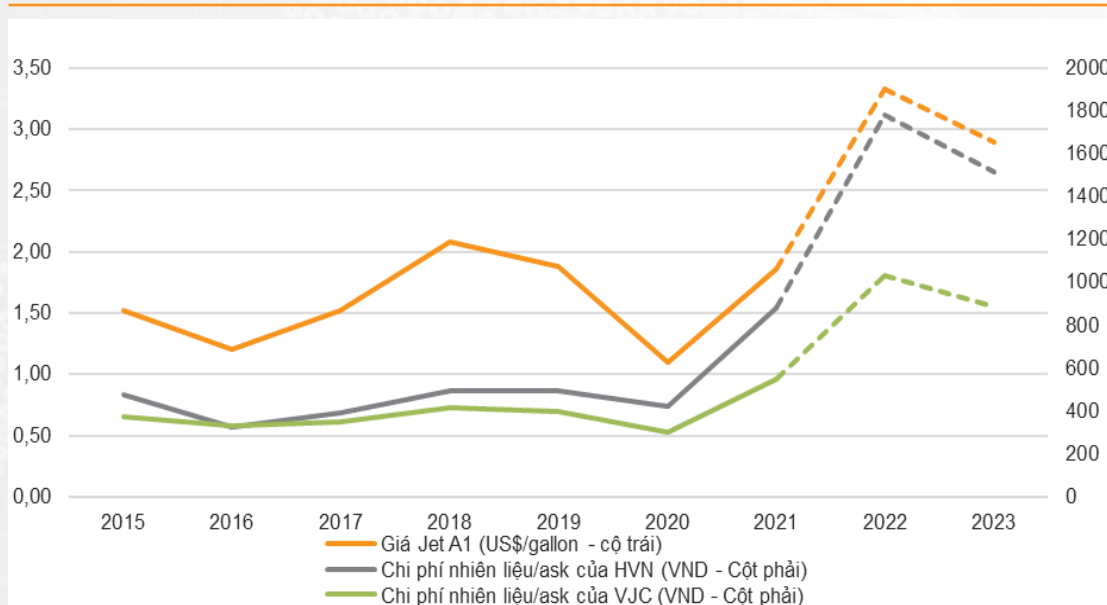


Tổng số chuyến bay các hãng theo tháng

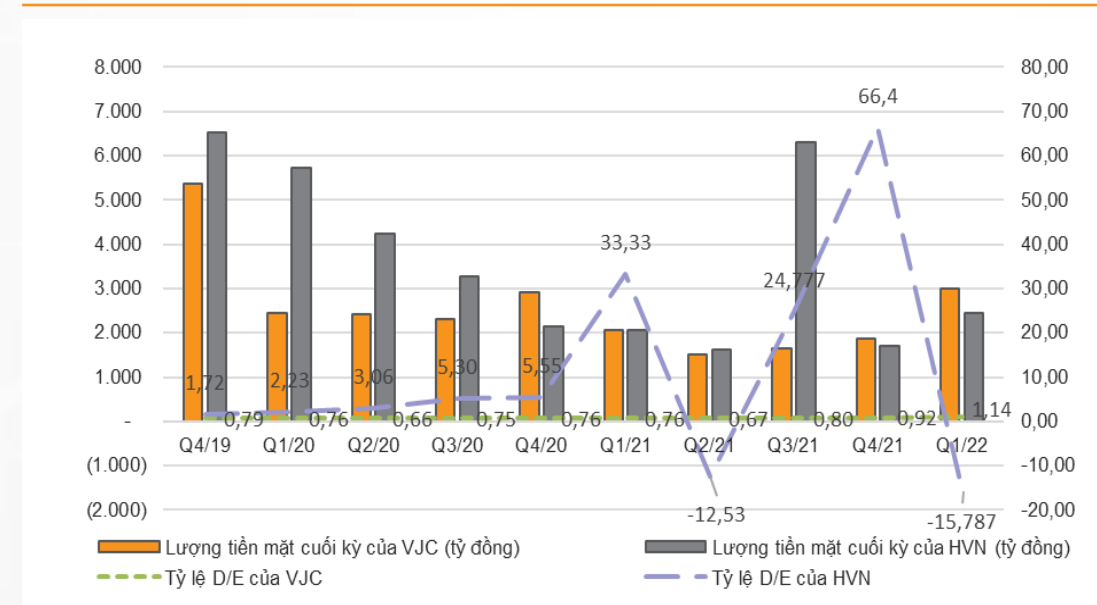


- Nhờ hàng không nội địa phục hồi mạnh, tổng số chuyến bay của Việt Nam trong 5T22 tăng 14,3% svck, trong đó HVN tăng mạnh nhất 18,8% svck, theo sau là VJC với mức tăng 15,4% svck trong khi Bamboo Airways chỉ tăng nhẹ 1,9% svck.
- Trong 5T22, thị phần theo số chuyến bay của VJC đã tăng lên 35,0% nhờ nắm bắt đà phục hồi của thị trường. HVN ghi nhận thị phần giảm qua từng năm, từ mức 54,1% trong năm 2017 xuống 46,7% trong 5T22 do đội tàu không có sự mở rộng. Sau 1 giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ, thị phần của Bamboo Airways bắt đầu giảm xuống 17,1% trong 5T22 do thay đổi lớn về nhân sự ban điều hành.

Đà tăng giá nguyên liệu bay gây nhiều khó khăn cho ngành hàng không

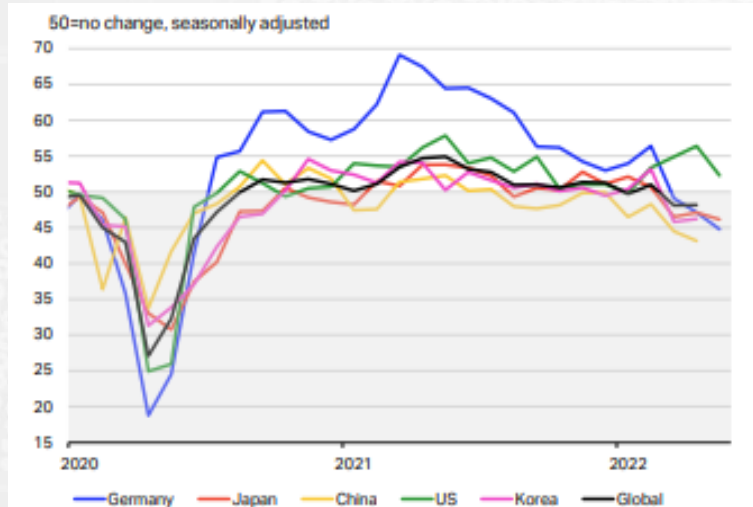


Tình hình tài chính khó khăn của các hãng sau đại dịch



- Giá xăng Jet A1 dự báo tăng 79,2% svck do chiến tranh leo thang giữa Nga và Ukraina, sau đó có thể giảm 13,0% svck trong năm 2023. Giá nhiên liệu bay trong năm 2022-23 duy trì mức cao nhất kể từ 2015, tiềm ẩn nhiều khó khăn cho các hãng hàng không, đặc biệt là các hãng hàng không truyền thống. Với việc giá nhiên liệu bật tăng, chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu/ASK của HVN/VJC lần lượt tăng 101,7%/88,2% svck trong năm 2022 trước khi giảm 14,8%/13,8% svck trong năm 2023.
- Tình hình tài chính khó khăn của các hãng hàng không khiến triển vọng phục hồi và tăng trưởng khó khăn hơn. HVN lên kế hoạch tái cơ cấu tài chính đội bay và bán bớt máy bay để giải quyết vấn đề âm vốn chủ sở hữu trong khi tỷ lệ đòn bẩy của VJC cũng đang ở mức cao nhất kể từ 2019.

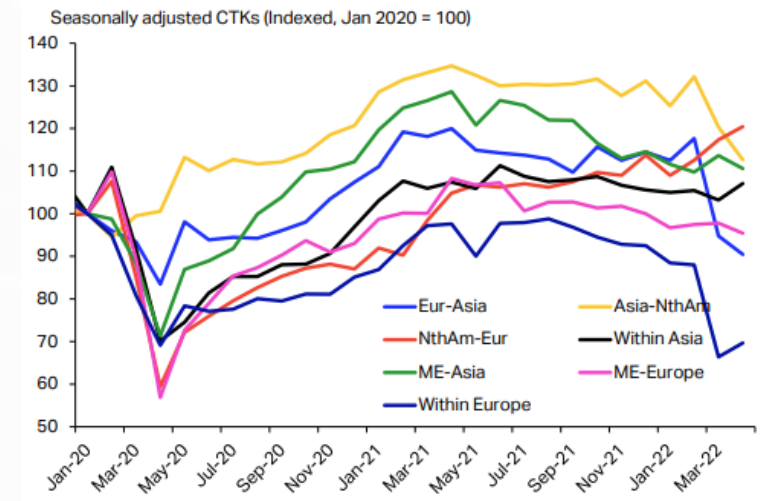
Đơn đặt hàng mới đang suy giảm ở tất cả các thị trường chính trừ Mỹ



Giao thương toàn cầu và sản lượng hàng hóa hàng không đang giảm do đứt gãy chuỗi cung ứng

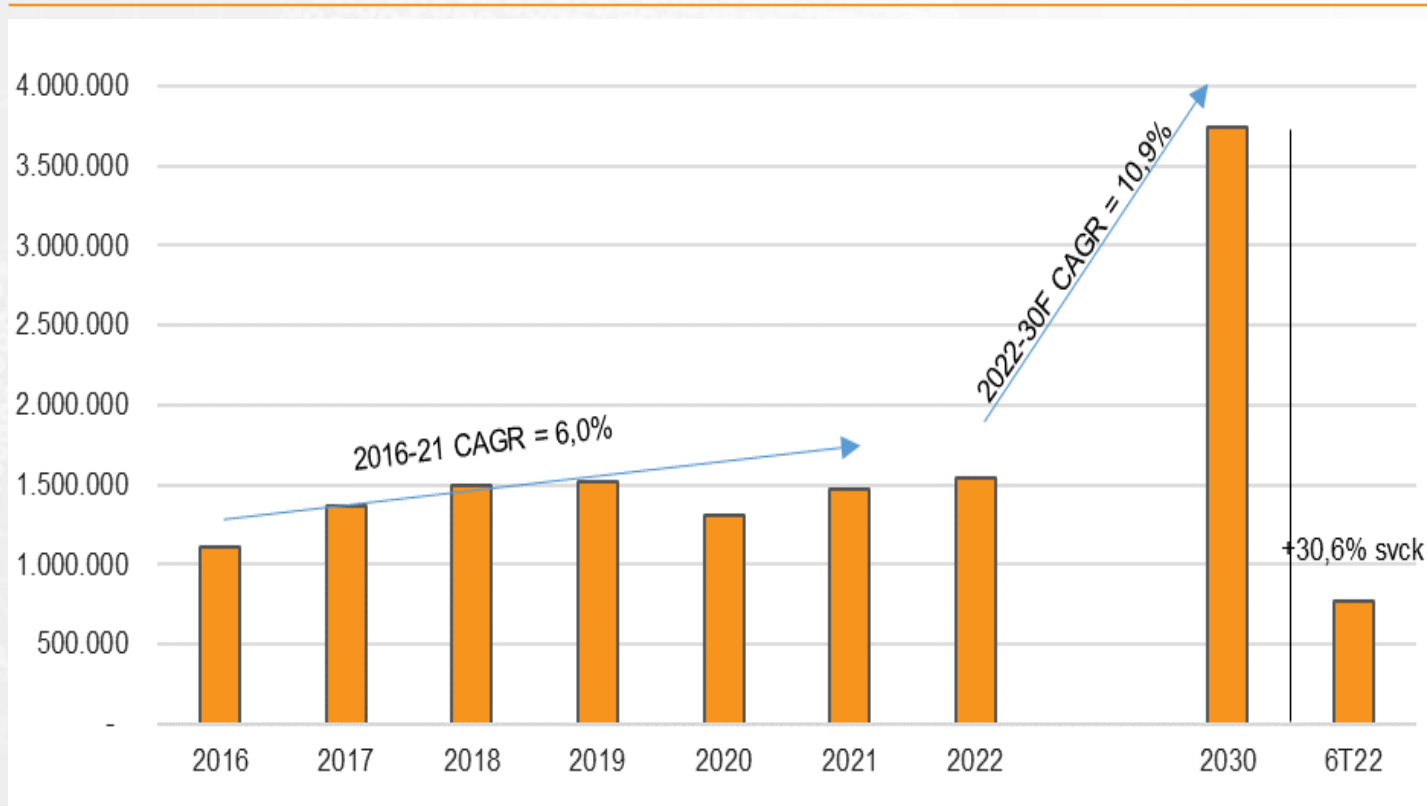


Tất cả các thị trường hàng hóa hàng không đều bị ảnh hưởng



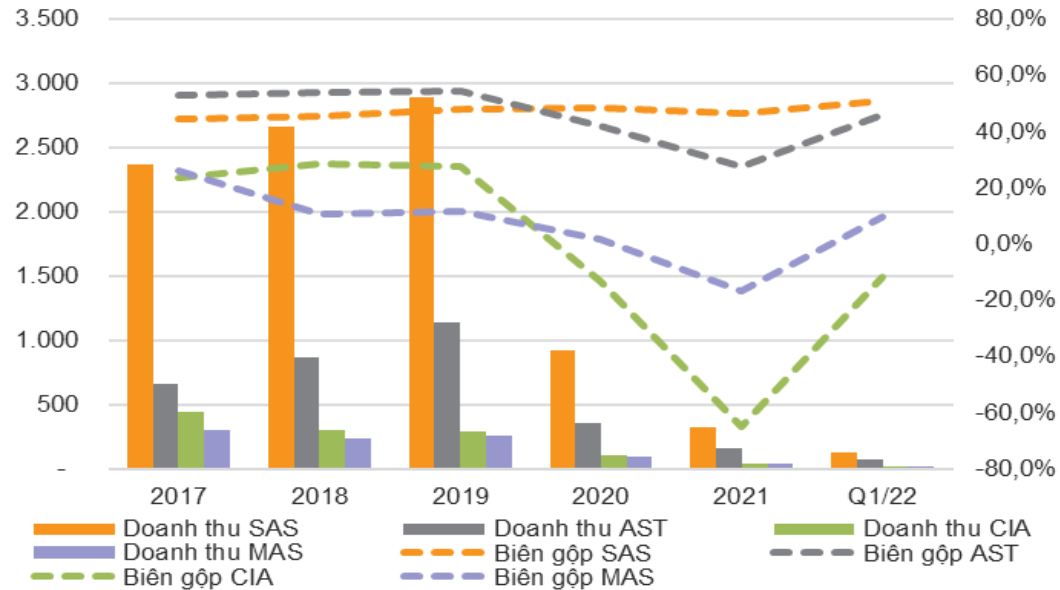
- Việc cấm vận Nga khiến hoạt động sản xuất toàn cầu bị đứt gãy, bằng chứng là số đơn đặt hàng đã giảm tính đến thời điểm hiện tại ở Đức, Nhật, Hàn Quốc. Số đơn đặt hàng của Trung Quốc xuống dưới 50 điểm do dịch Covid bùng phát ở nước này.
- Sản lượng hàng hóa hàng không và giao thương toàn cầu đều giảm, cho thấy hàng hóa có giá trị cao, trọng lượng thấp có xu hướng vận chuyển bằng đường không đặc biệt bị ảnh hưởng bởi những sự kiện gần đây.
- Thị trường hàng hóa hàng không ở Châu Âu và Châu Á bị ảnh hưởng lớn nhất do (1) chiến tranh ở Ukraina, (2) thiếu hụt lao động, (3) sản xuất và giao thương ở Trung Quốc bị giảm bởi dịch bệnh.

Sản lượng hàng hóa hàng không Việt Nam dự báo tăng 5% svck trong năm 2022 và có thể tăng trưởng kép 10,9% trong 2022-30 (đơn vị: tấn)

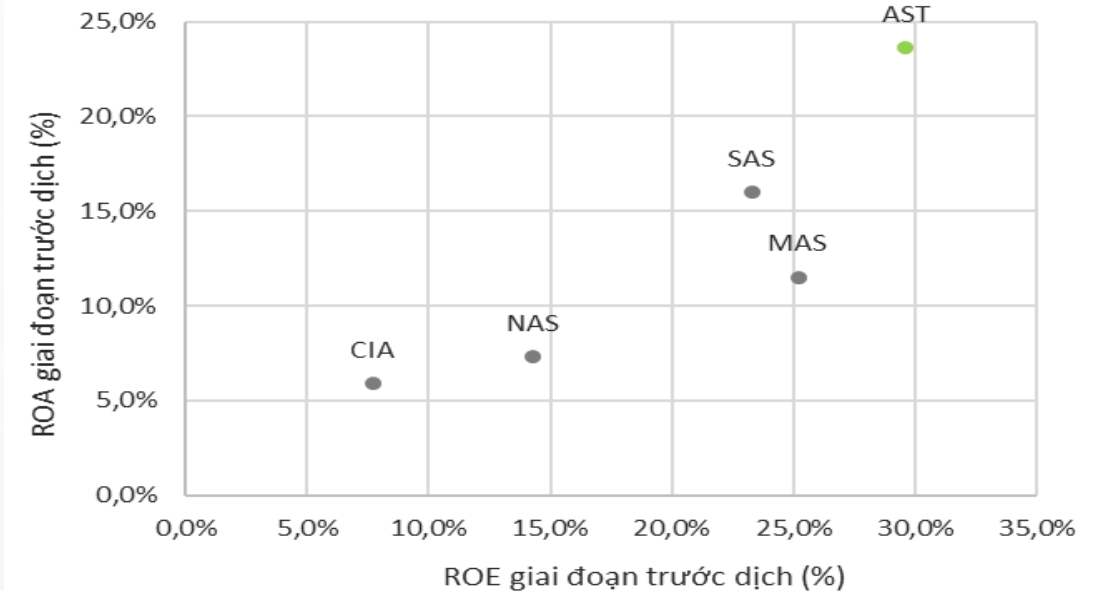


- Sản lượng hàng hóa hàng không thông quan của Việt Nam trong 6T22 ước tăng 30,6% svck đạt 765.000 tấn, vượt trội so với thế giới nhờ (1) nối lại đường bay quốc tế, và (2) sản lượng xuất khẩu của một số ngành tăng trưởng mạnh.
- Tuy nhiên, CAAV ước tính tăng trưởng có thể chậm lại trong nửa sau 2022, khiến tăng trưởng cả năm 2022 chỉ đạt 5,0% svck do (1) bất ổn về địa chính trị trên thế giới, (2) lạm phát và lãi suất tăng có thể khiến hoạt động sản xuất bị thu hẹp, (3) ở Việt Nam, Samsung vừa tạm ngừng các đơn mua sắm mới và yêu cầu các nhà cung cấp giảm sản lượng linh kiện nhập do tồn kho tăng cao và lo ngại về lạm phát.
- Trong dài hạn, thị trường hàng hóa hàng không Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng với mục tiêu trở thành “công xưởng lớn” của chính phủ. CAAV ước tính tăng trưởng kép sản lượng hàng hóa hàng không 2022-30 đạt 10,9%.

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp bán lẻ đã tạo đáy và bắt đầu phục hồi trong Q1/22

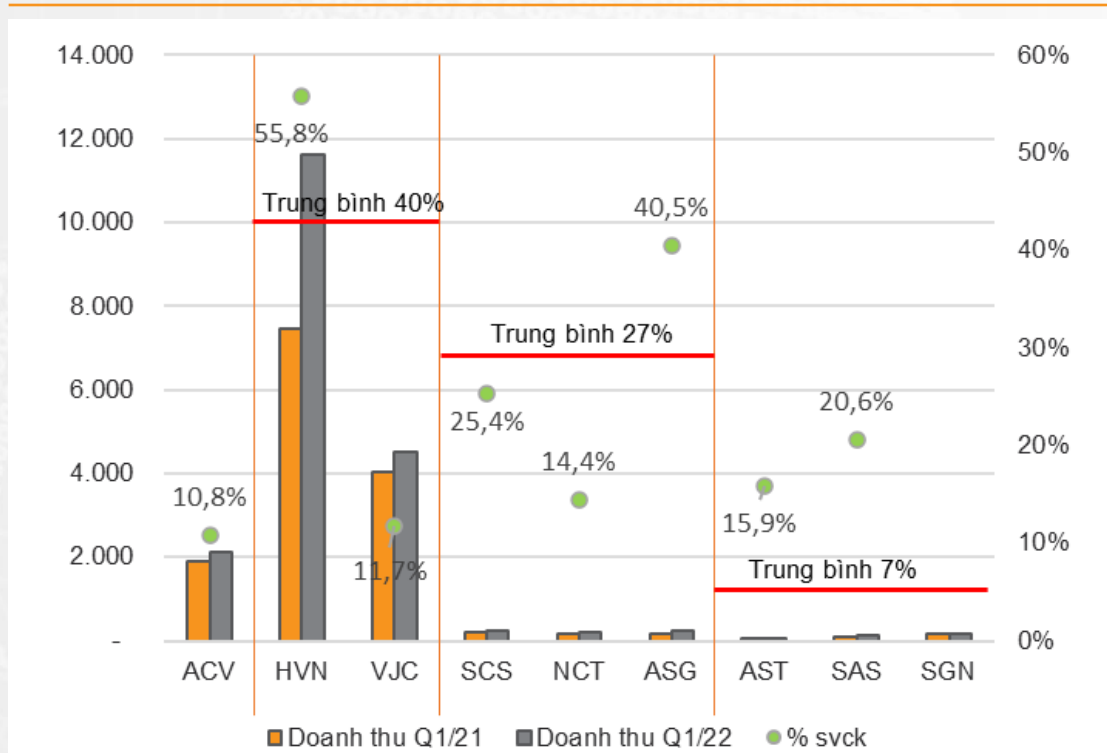


Khả năng sinh lời của AST vượt trội các đối thủ trong nước giai đoạn trước dịch (2019)

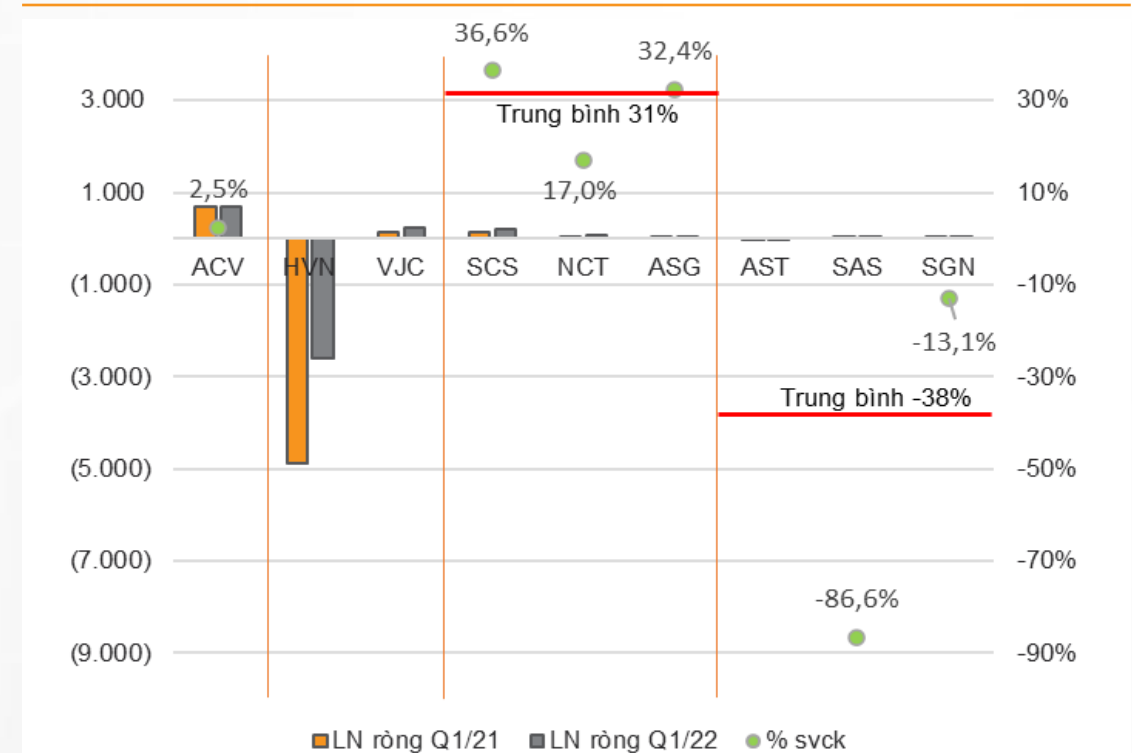


- Bán lẻ tại sân bay là mô hình kinh doanh có khả năng sinh lời vượt trội nhờ độ nhạy với giá thấp, dẫn đến việc nhà bán lẻ tại sân bay có thể đặt giá hàng hóa cao hơn nhiều để có biên lợi nhuận gộp cao mà không làm giảm sức mua của khách hàng. AST là doanh nghiệp có khả năng sinh lời vượt trội trong số các công ty bán lẻ hàng không giai đoạn trước dịch.
- Biên gộp các công ty bán lẻ hàng không đã gần hồi phục về mức trước dịch trong Q1/22. Tuy nhiên, do hoạt động bán lẻ hàng không có độ tương quan cao với khách du lịch quốc tế, doanh thu các công ty bán lẻ hàng không hiện vẫn thấp.
- Với kỳ vọng hàng không quốc tế phục hồi, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của các công ty bán lẻ hàng không sẽ phục hồi với lợi nhuận dương trong năm nay và sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2023 khi khách quốc tế phục hồi mạnh.

Doanh thu Q1/22 của các doanh nghiệp trong ngành hàng không bắt đầu dần phục hồi

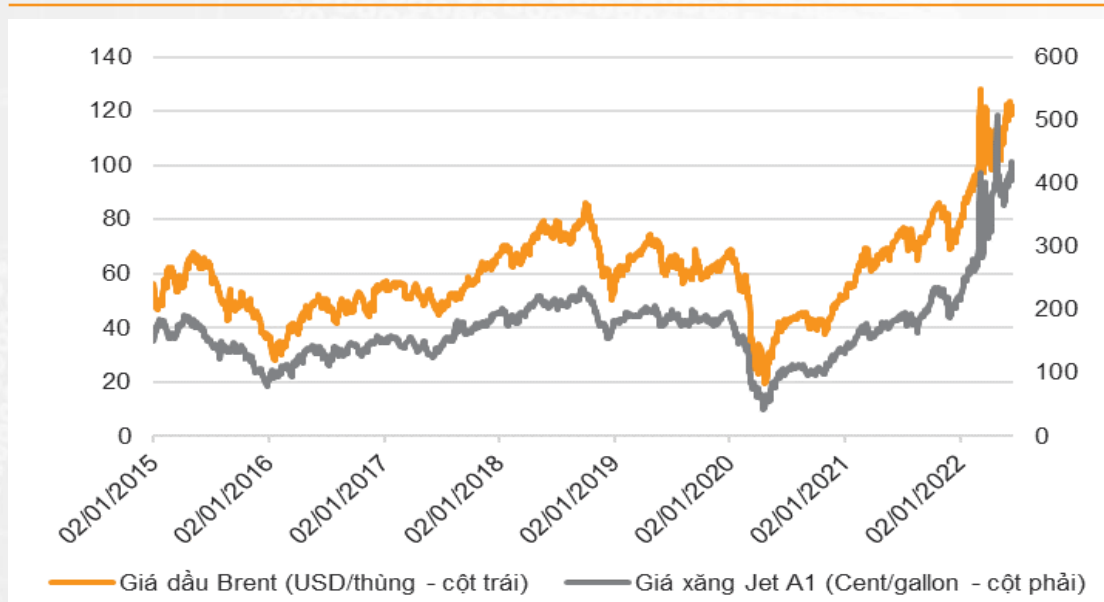


Lợi nhuận ở một số phân khúc cũng cho dấu hiệu phục hồi



- Doanh thu các hãng hàng không đạt mức tăng trưởng cao 40% svck trong Q1/22 nhờ hàng không nội địa và quốc tế hoạt động trở lại, theo sau là các cảng hàng hóa HK nhờ mức tăng trưởng 14,4% svck về giá trị xuất nhập khẩu trong Q1/22. Cảng hàng không, bán lẻ hàng không và các công ty dịch vụ có mức tăng trưởng doanh thu thấp hơn do tỷ trọng lớn doanh thu đến từ quốc tế.
- Về lợi nhuận, các cảng hàng hóa HK vẫn là ngôi sao sáng với LN ròng tăng trưởng 31% svck do các công ty có thể tăng phí dịch vụ. Do chi phí cố định lớn, các hãng hàng không vẫn ghi nhận lỗ tuy nhiên mức lỗ được thu hẹp trong Q1/22. Cảng hàng không và các công ty bán lẻ, dịch vụ HK ghi nhận tăng trưởng nhẹ về lợi nhuận trừ SAS do không còn ghi nhận lợi nhuận tài chính bất thường trong Q1/22.

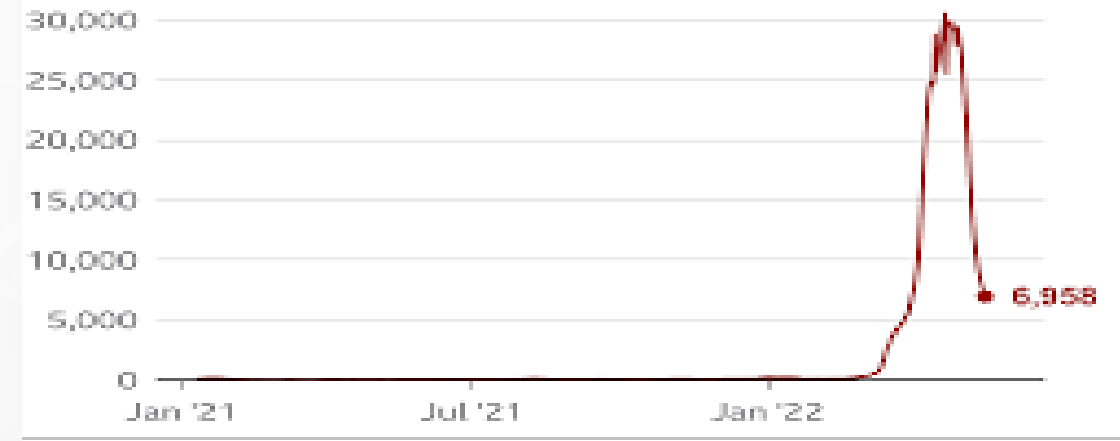
Giá nhiên liệu duy trì mức cao trong 2022-23



Bất ổn từ chiến lược zero-Covid của Trung Quốc

Daily new cases of COVID-19 in mainland China

Seven-day average from January 2021 to May 2022



- Trong bối cảnh nguồn cung dầu mỏ thắt chặt, căng thẳng giữa Nga và Ukraina làm tình hình tệ thêm, khiến giá dầu Brent chạm mức cao nhất kể từ 2008. Do đó, có nhiều yếu tố khó lường có thể khiến giá dầu duy trì ở mức cao. Giá dầu cao hơn dự kiến khiến giá vé máy bay cao hơn và giảm nhu cầu đi lại đường không.
- Bên cạnh giá dầu cao, chính sách zero-Covid của Trung Quốc ảnh hưởng tiêu cực tới sự phục hồi của ngành hàng không do Trung Quốc chiếm đến 35% lượng khách quốc tế đến Việt Nam trước dịch. Khi Trung Quốc vẫn theo đuổi chính sách này, chúng tôi cho rằng quan hệ du lịch song phương giữa Việt Nam và Trung Quốc khó phục hồi được về mức trước dịch.

| Tỷ đồng | ACV | | | SCS | | | AST | | | VJC | | |
|------------------------|--------------|---------------|---------------|------------|------------|--------------|-------------|------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 4.752 | 13.752 | 23.276 | 839 | 979 | 1.144 | 154 | 714 | 1.701 | 12.875 | 46.745 | 81.960 |
| % tăng trưởng | -38,8 | 189,4 | 69,3 | 21,1 | 16,7 | 16,8 | -57,1 | 363,2 | 138,3 | -29,3 | 263,1 | 75,3 |
| Lợi nhuận gộp | -785 | 6.023 | 14.548 | 652 | 792 | 892 | 43 | 299 | 924 | -2.039 | -1.287 | 4.358 |
| Biên lợi nhuận gộp (%) | -16,5 | 43,8 | 62,5 | 77,7 | 80,9 | 78,0 | 27,9 | 41,9 | 54,3 | -15,8 | -2,8 | 5,3 |
| Lợi nhuận ròng | 480 | 5.175 | 8.975 | 565 | 711 | 749 | -118 | 29 | 274 | 75 | 120 | 1.848 |
| % tăng trưởng | -70,9 | 978,7 | 73,4 | 21,6 | 25,9 | 5,4 | NA | NA | 849,4 | 8,7 | 60,0 | 144,0 |
| EPS (VND/CP) | 220 | 2.377 | 4.122 | 11.127 | 14.006 | 14.757 | -2.623 | 642 | 6.094 | 139 | 222 | 3.425 |
| BVPS (VND/CP) | 17.275 | 19.735 | 23.651 | 839 | 979 | 1.144 | 8.289 | 8.931 | 14.025 | 31.119 | 31.341 | 34.766 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 0 | 0 | 0 | 3.1 | 1.9 | 2.3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROAE (%) | 1,3 | 12,8 | 19,0 | 49,8 | 49,0 | 40,7 | -27,3 | 7,5 | 53,1 | 0,5 | 0,8 | 12,3 |
| ROAA (%) | 0,9 | 6,3 | 7,8 | 45,0 | 44,0 | 36,8 | -20,9 | 5,1 | 29,9 | 0,2 | 0,3 | 4,9 |
| Biên EBITDA (%) | 75,9 | 79,8 | 75,4 | 78,7 | 83,2 | 84,0 | -62,9 | 10,1 | 26,4 | 1,8 | 2,7 | 3,3 |

| Tên công ty | Mã công ty | Giá thị trường | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa tr USD | P/E | | Tăng trưởng EPS 3 năm | P/BV | | ROE (%) | | EV/EBITDA | |
|---------------------------------|------------|----------------|--------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|-----------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | Nguyên tệ | Nguyên tệ | | | 2022 | 2023 | CAGR (%) | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Cảng hàng hóa hàng không | | | | | | | | | | | | | | |
| Atlas Air Worlwide Holdings | AAWW US | 76,0 | N/A | KKN | 1.920,8 | 3,7 | 4,2 | NA | 0,6 | 0,5 | 17,1 | 13,2 | 3,5 | 3,5 |
| Xiamen Interna-A | 600897 CH | 15,2 | N/A | KKN | 675,4 | 15,2 | 10,3 | -27,2 | 1,1 | 1,1 | 7,6 | 10,6 | 5,5 | 4,0 |
| Saigon Cargo Services Corp | SCS VN | 156.300,0 | 200.800 | Khả quan | 343,8 | 11,1 | 10,5 | 12,6 | 4,8 | 3,9 | 49,0 | 40,7 | 9,8 | 8,3 |
| Trung bình | | | | | | 10,0 | 8,3 | | 2,2 | 1,8 | 24,6 | 21,5 | 6,2 | 5,3 |
| Cảng hàng không | | | | | | | | | | | | | | |
| Airport Corp of Vietnam | ACV VN | 76.700,0 | 114.000 | Khả quan | 7.304,0 | 36,0 | 20,7 | 175,0 | 4,3 | 3,6 | 12,8 | 19,0 | 21,1 | 13,2 |
| Airport of Thailand | AOT TB | 68,5 | N/A | KKN | 27.748,3 | NA | 85,8 | NA | 9,3 | 8,6 | -8,4 | 10,1 | NA | 38,2 |
| Shanghai International Air-A | 600009 CH | 49,9 | N/A | KKN | 14.390,3 | NA | 57,5 | NA | 3,7 | 3,5 | -5,3 | 5,9 | NA | 24,1 |
| Beijing Capital Intl Airpo-H | 694 HK | 4,4 | N/A | KKN | 2.566,7 | NA | NA | NA | 0,9 | 0,9 | -7,0 | 1,6 | NA | 12,5 |
| Japan Airport Terminal Co | 9706 JP | 5.230,0 | N/A | KKN | 3.612,8 | NA | 56,8 | NA | 3,2 | 2,9 | 1,7 | 6,3 | 25,0 | 13,5 |
| Shenzen Airport Co-A | 000089 CH | 6,6 | N/A | KKN | 2.035,3 | NA | 36,4 | NA | 1,2 | 1,1 | -1,8 | 1,8 | 35,4 | 19,0 |
| Malaysia Airports Holdings | MAHB MK | 6,3 | N/A | KKN | 2.375,0 | NA | 25,1 | NA | 1,5 | 1,4 | -3,0 | 6,4 | 12,7 | 7,3 |
| Trung bình | | | | | | 36,0 | 47,1 | | 3,4 | 3,1 | -1,6 | 7,3 | 23,6 | 18,3 |
| Bán lẻ hàng không | | | | | | | | | | | | | | |
| Southern Airport Services JSC | SAS VN | 26.500,00 | N/A | KKN | 142,4 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Cam Ranh International Airport | CIA VN | 11.700,00 | N/A | KKN | 10,5 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Danang Airport Services JSC | MAS VN | 43.900,00 | N/A | KKN | 8,4 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Taseco Air Services JSC | AST VN | 56.700,00 | 85.700 | Khả quan | 116,4 | 89,5 | 9,5 | 281,4 | 6,6 | 4,1 | 7,5 | 53,1 | 54,1 | 8,5 |
| Trung bình | | | | | | 89,5 | 9,5 | | 6,6 | 4,1 | 7,5 | 53,1 | 54,1 | 8,5 |
| Hàng không giá rẻ | | | | | | | | | | | | | | |
| VIETJET AVIATION JSC | VJC VN | 128.200,0 | 158.000 | Khả quan | 2.727,8 | 58,7 | 17,9 | -40,6 | 3,8 | 3,1 | 7,0 | 19,0 | 38,4 | 14,3 |
| AIRASIA GROUP BHD | AAGB MK | 1 | N/A | KKN | 830,0 | NA | NA | NA | NA | NA | 47,2 | 21,1 | NA | 12,6 |
| CEBU AIR INC | CEB PM | 53 | N/A | KKN | 662,4 | NA | 29,4 | NA | 1,9 | 1,5 | -45,5 | 24,4 | 57,0 | 4,4 |
| AIRASIA X BHD | AAX MK | 0,1 | N/A | KKN | 79,8 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| ASIA AVIATION PCL | AAV TB | 3 | N/A | KKN | 429,9 | NA | NA | NA | 1,2 | 1,3 | -26,8 | -0,3 | NA | 10,7 |
| Trung bình | | | | | | 52,7 | 22,8 | | 2,2 | 1,9 | -4,5 | 16,1 | 45,8 | 10,1 |

Dữ liệu cập nhật vào ngày 23/06/2022

- Chúng tôi lựa chọn những đại diện tốt nhất của từng phân khúc với nhiều yếu tố hỗ trợ, bao gồm **ACV, SCS, AST**.
- **ACV** đã về vùng giá hấp dẫn để tích lũy với tiềm năng tăng giá 44%, dựa trên (1) kết quả kinh doanh hồi phục vững chắc, (2) khả năng niêm yết trên HSX, (3) kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu, (4) tiềm năng tăng trưởng dài hạn với việc đầu tư nâng cấp cơ sở hạ tầng hàng không.
- **SCS** lên kế hoạch nâng công suất thêm 75% trong năm 2022, ngoài ra SCS cũng có kế hoạch xây thêm tòa nhà văn phòng và trả cổ tức cổ phiếu 85% trong năm 2022. Đây là những yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ trong thời gian tới. Theo chúng tôi, SCS có tiềm năng tăng giá 26%.
- Sự hồi phục của **AST** gắn liền với hội phục khách quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng LN ròng AST đạt 29 tỷ trong 2022 và có thể tăng 8,45 lần lên 274 tỷ trong năm 2023. Theo chúng tôi, AST có tiềm năng tăng giá 48%.

Quay về quỹ đạo tăng trưởng

Bán lẻ

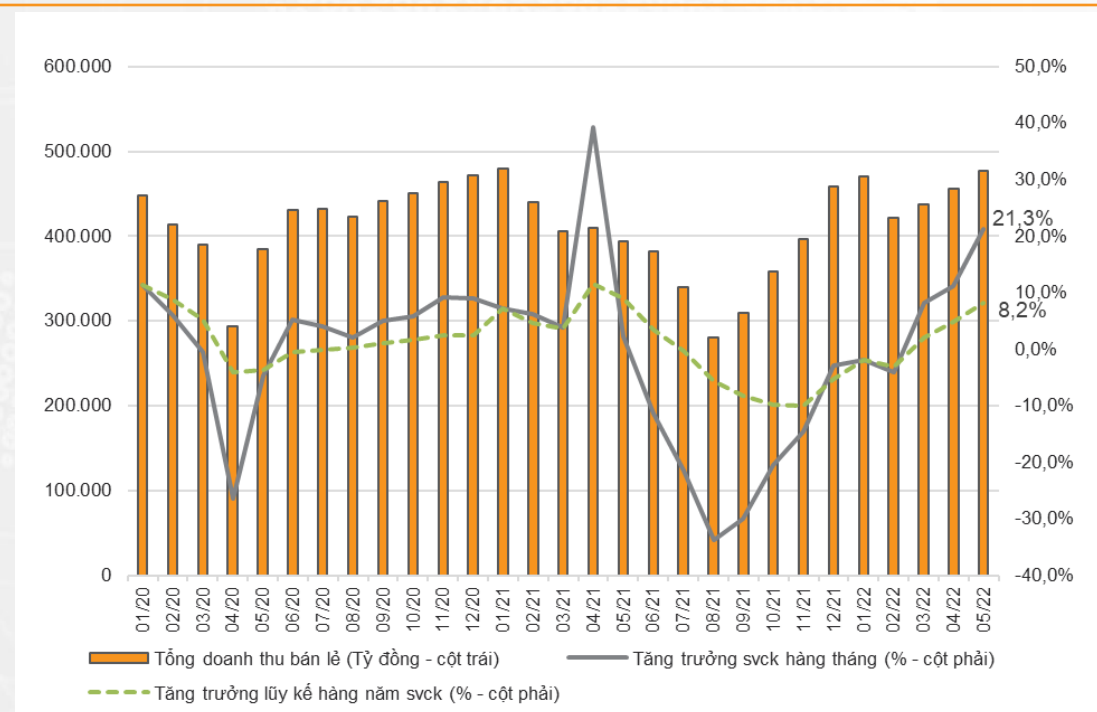
06/2022

121

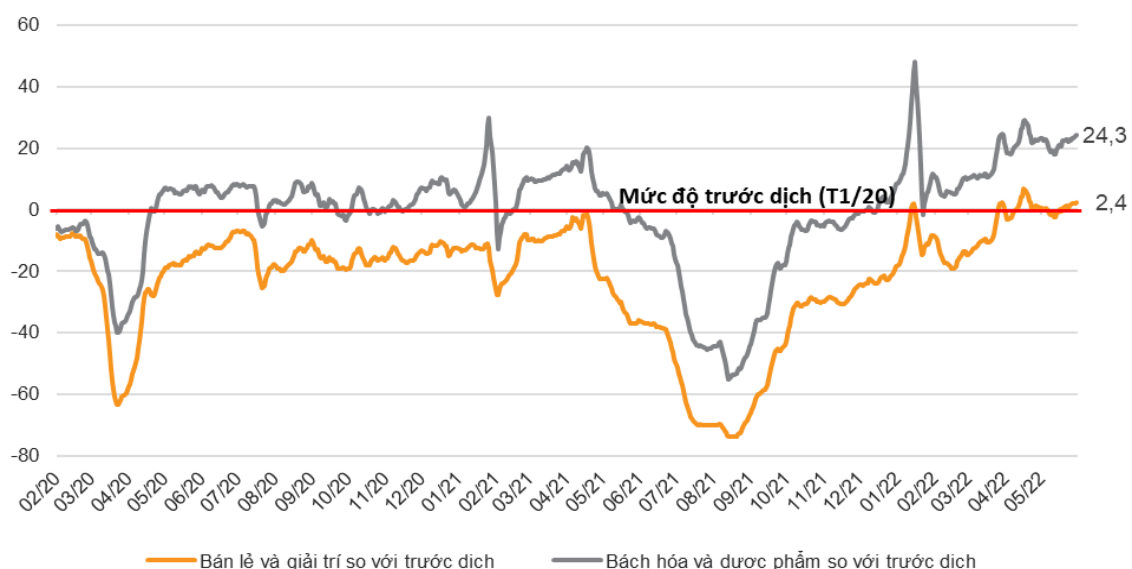
VNDIRECT



Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng trưởng mạnh trong 5T22, đạt gần 2.257 nghìn tỷ đồng, +8,2% svck

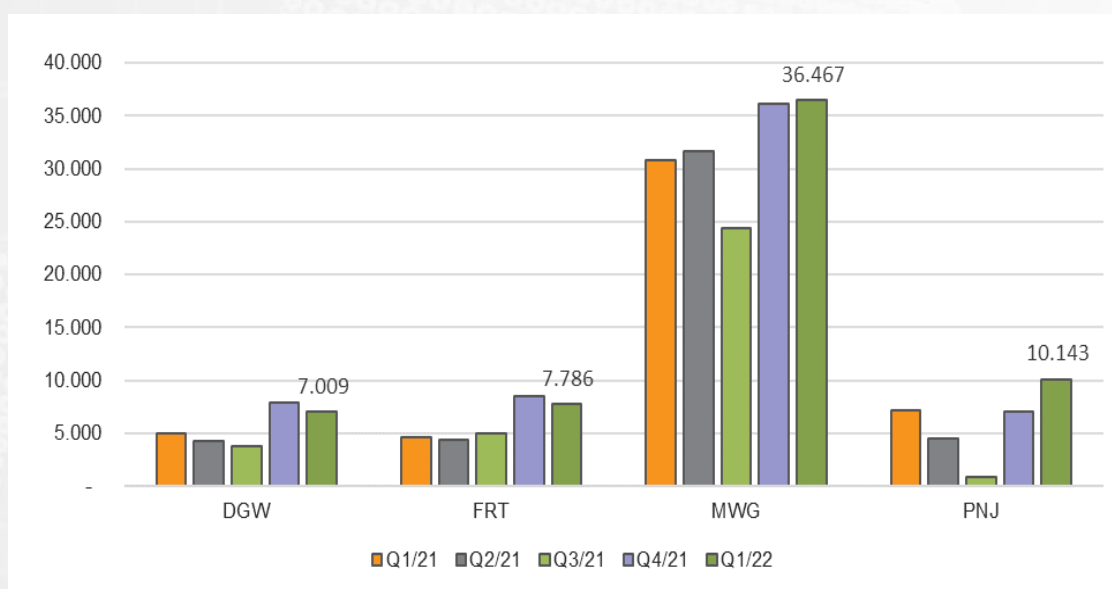


Xu hướng di chuyển từ năm 2020 đến T6/22 cho thấy sự phục hồi trở lại về mức trước dịch (% so với mức trước dịch)

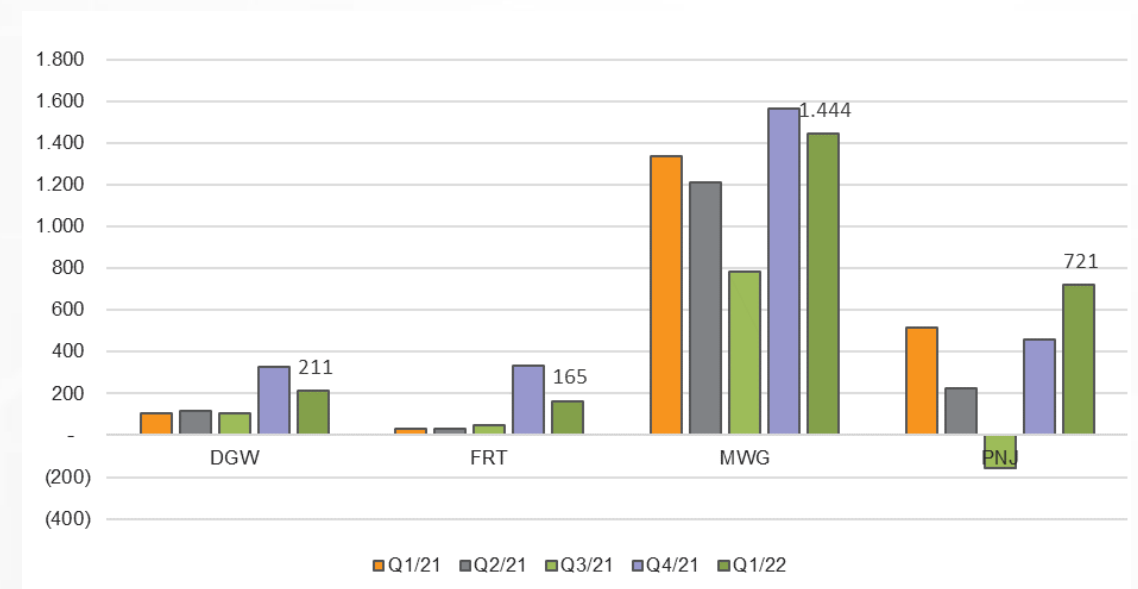


- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong T5/22 tăng 4,8% so với tháng trước và 21,3% so với cùng kỳ, mức tăng trưởng hàng tháng cao nhất được ghi nhận kể từ T5/21. Trong 5T22, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 8,2% so với cùng kỳ bất chấp mức giảm trong T2/22 và T3/22 do sự bùng phát của đại dịch.
- Tính đến T6/22, mức độ di chuyển của người Việt Nam đến các địa điểm bán lẻ và vui chơi giải trí đã phục hồi về mức trước dịch (theo dữ liệu về tính di động của Google), đánh dấu sự trở lại giai đoạn tăng trưởng tiêu dùng Việt Nam sau 2 năm bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19. Mức độ di chuyển của người Việt Nam đến các cửa hàng tạp hóa và hiệu thuốc tăng trưởng mạnh mẽ trong 5T22, đạt mức cao hơn 24,3%, so với trước đại dịch vào T5/22, cho thấy xu hướng gia tăng của ngành bán lẻ hàng tạp hóa và dược phẩm tại Việt Nam sau đại dịch.

Doanh thu của các nhà bán lẻ và nhà phân phối từ Q1/21 đến Q1/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

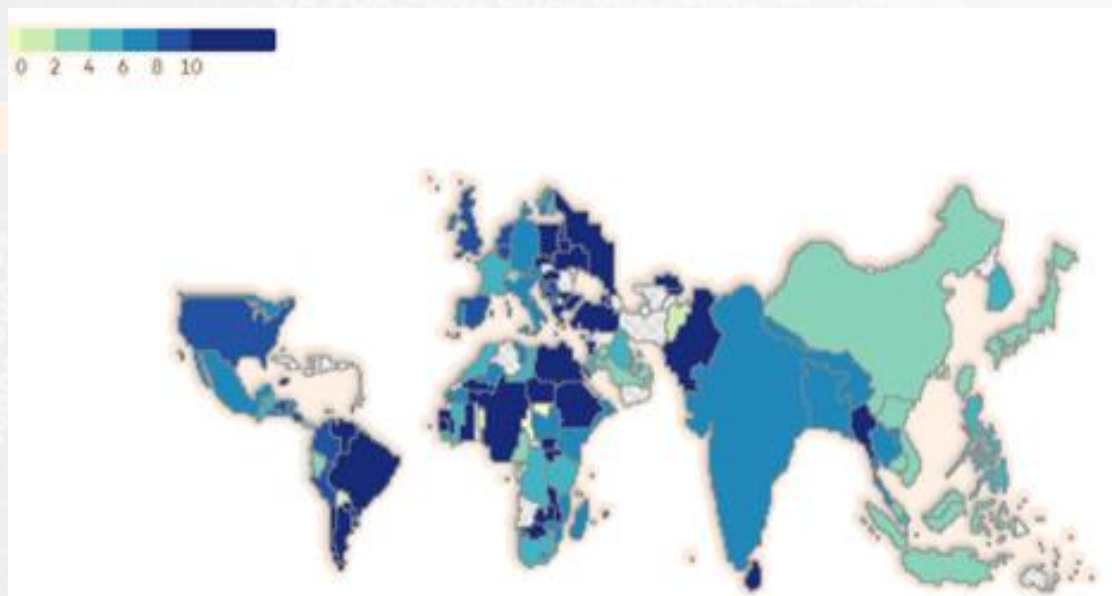


Lợi nhuận ròng của các nhà bán lẻ và nhà phân phối từ Q1/21 đến Q1/22 (Đơn vị: tỷ đồng)

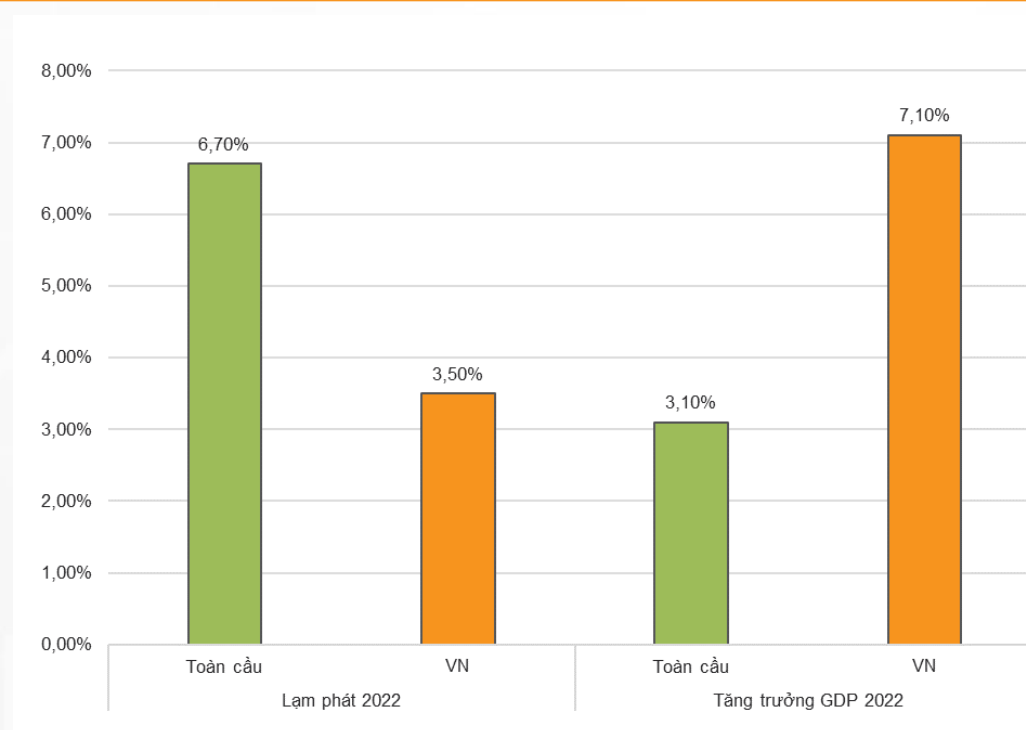


- Các công ty bán lẻ niêm yết cũng cho thấy sự trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong giai đoạn “bình thường mới” của Việt Nam với doanh thu và lợi nhuận ròng đạt tăng trưởng tích cực trong Q1/22. Chúng tôi cho rằng doanh thu và lợi nhuận ròng của mảng bán lẻ điện máy (như MWG, DGW và FRT) phục hồi sớm hơn và tạo đỉnh vào Q4/21, sau đó duy trì ở mức cao trong Q1/22, trong khi mảng trang sức - đại diện là PNJ có doanh thu phục hồi chậm hơn và tạo đỉnh mới trong Q1/22.
- Trong khi đó, công ty kinh doanh bất động sản bán lẻ, đại diện là VRE, phục hồi chậm nhất khi vẫn chịu tác động của Covid-19 trong Q1/22, khiến doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q1/22 giảm 38,5% svck và 51,6% svck.

Bức tranh lạm phát toàn cầu được điều chỉnh theo quy mô dân số (dữ liệu tại thời điểm mới nhất tương ứng với mỗi quốc gia)



Dự báo lạm phát và tăng trưởng toàn cầu và Việt Nam cho năm 2022 (% svck)

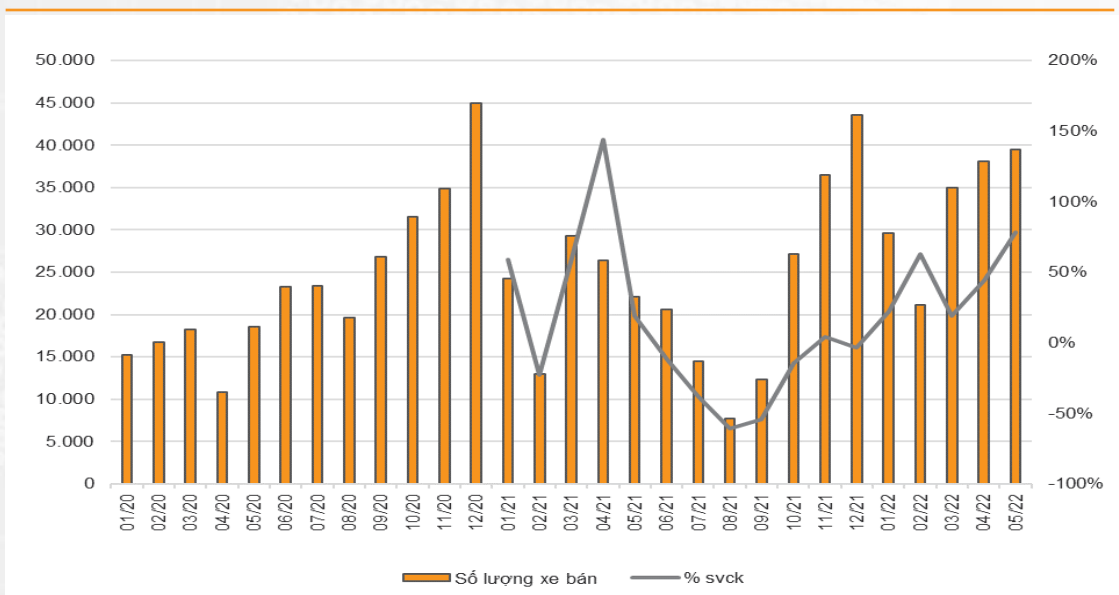


- Lạm phát đã đạt mức cao nhất trong nhiều thập kỷ ở nhiều quốc gia, trong đó xung đột giữa Nga và Ukraine đã đẩy giá năng lượng và lương thực lên cao. Tuy nhiên, lạm phát tăng mạnh ở châu Âu và châu Mỹ, trong khi các khu vực châu Á duy trì mức lạm phát thấp với khả năng phục hồi sau đại dịch. Theo dữ liệu của United Nations, dự báo lạm phát toàn cầu năm 2022 ở mức gần 6,7% svck, cao hơn nhiều so với lạm phát của Việt Nam với dự báo mức tăng CPI của Việt Nam vào năm 2022 ở mức 3,5% svck. Chúng tôi cho rằng với việc tình hình địa chính trị không chịu nhiều ảnh hưởng cùng với sự phục hồi tốt của nền kinh tế, lạm phát ở Việt Nam có thể được duy trì ở mức thấp hơn các nước khác và không ảnh hưởng nhiều đến tiêu dùng của người dân.



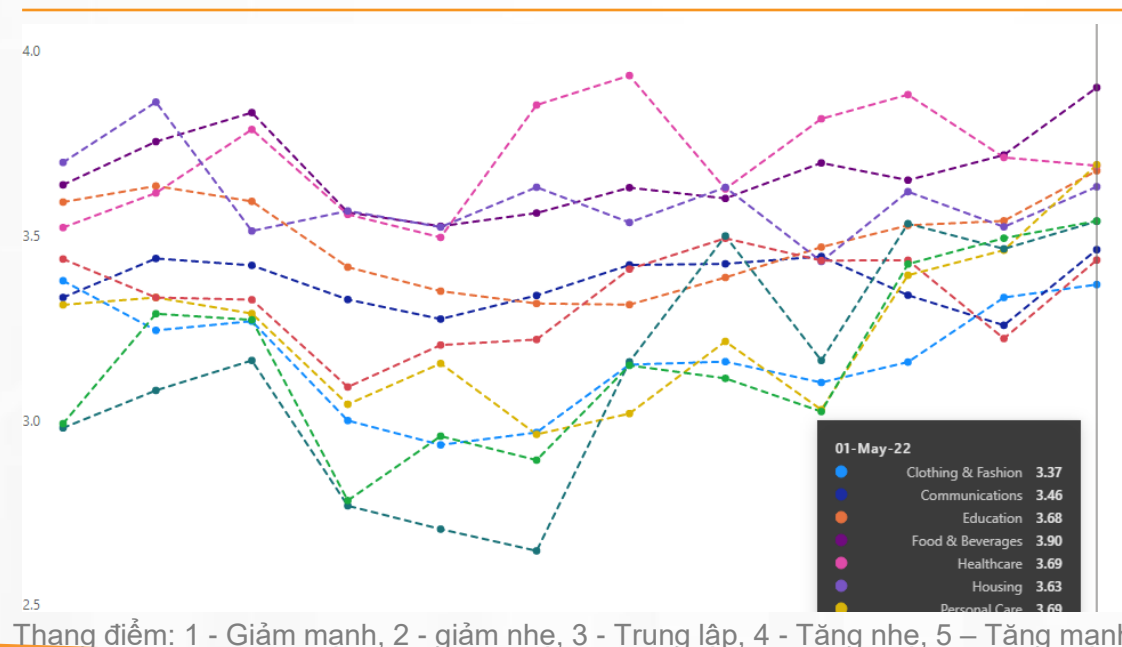
Chúng tôi cho rằng lạm phát của Việt Nam vẫn ở mức thấp và không ảnh hưởng nhiều đến nhu cầu tiêu dùng

Doanh số ô tô tính đến T5/22 (Số lượng xe bán được – cột trái)



Số không bao gồm Vinfast, Hyundai, Mercedes

Thay đổi chi tiêu của người Việt Nam dựa trên khảo sát của Intage (dựa trên 2832 mẫu khảo sát)



- Theo dữ liệu của VAMA, doanh số bán xe 5T22 tại Việt Nam vẫn tăng 42% svck. Bên cạnh việc vấn đề logistic đang được khơi thông trong nửa đầu 2022 cũng như nhu cầu bị dồn nén sau đại dịch, chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với các sản phẩm không thiết yếu trên thị trường sẽ vẫn ở mức cao.
- Theo khảo sát của Intage, mức tiêu thụ sản phẩm vẫn ở mức “Trung lập” - “Tăng nhẹ”, nằm trong thang điểm 3-4 trong khảo sát, điều này cũng cho thấy lạm phát chưa tác động nhiều đến tiêu dùng của người Việt.



Chúng tôi nhận thấy ba xu hướng cho ngành bán lẻ trong 6 tháng cuối năm 2022

1. Sự chuyển hướng sang bán lẻ hiện đại rõ ràng hơn sau đại dịch, giúp các chuỗi bách hóa hiện đại tăng trưởng mạnh hơn

MWG, MSN

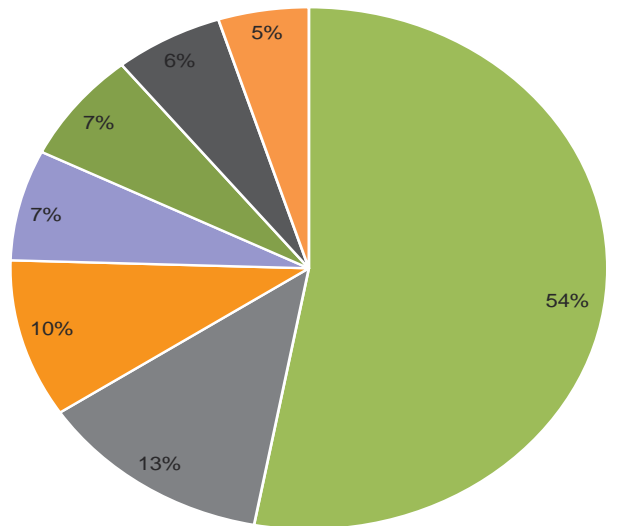
2. Các nhà bán lẻ lớn đang không ngừng mở rộng sang các thị trường bán lẻ tiềm năng như được phẩm hoặc thị trường mẹ và bé

MWG, FRT

3. Dịch vụ bán lẻ phục hồi mạnh mẽ, thúc đẩy sự phục hồi của các công ty kinh doanh bất động sản bán lẻ

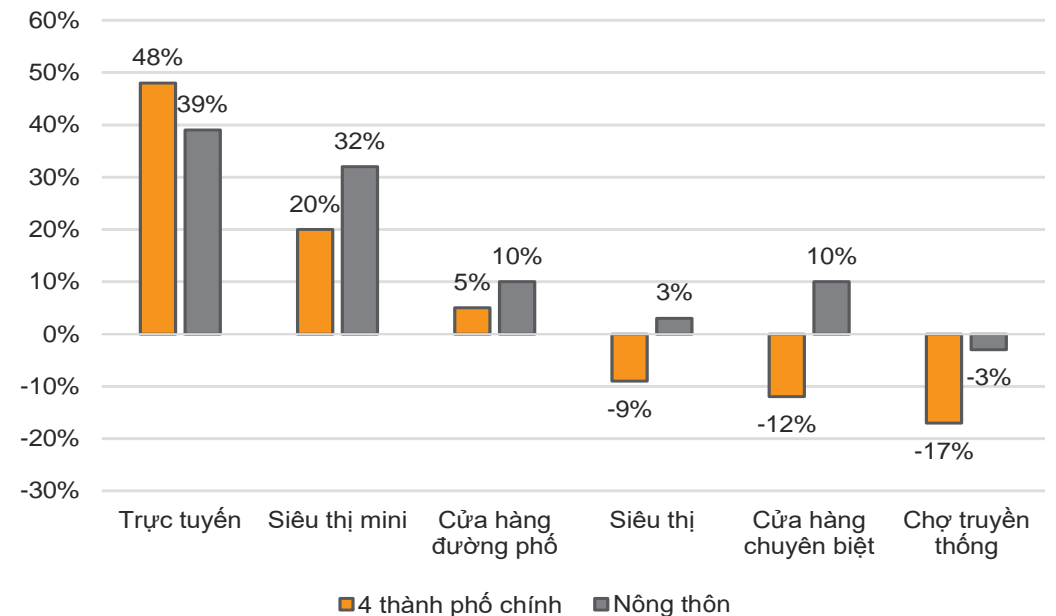
VRE

% thị phần chi tiêu hàng tiêu dùng nhanh theo kênh trong Q1/2 ở 4 thành phố trọng điểm



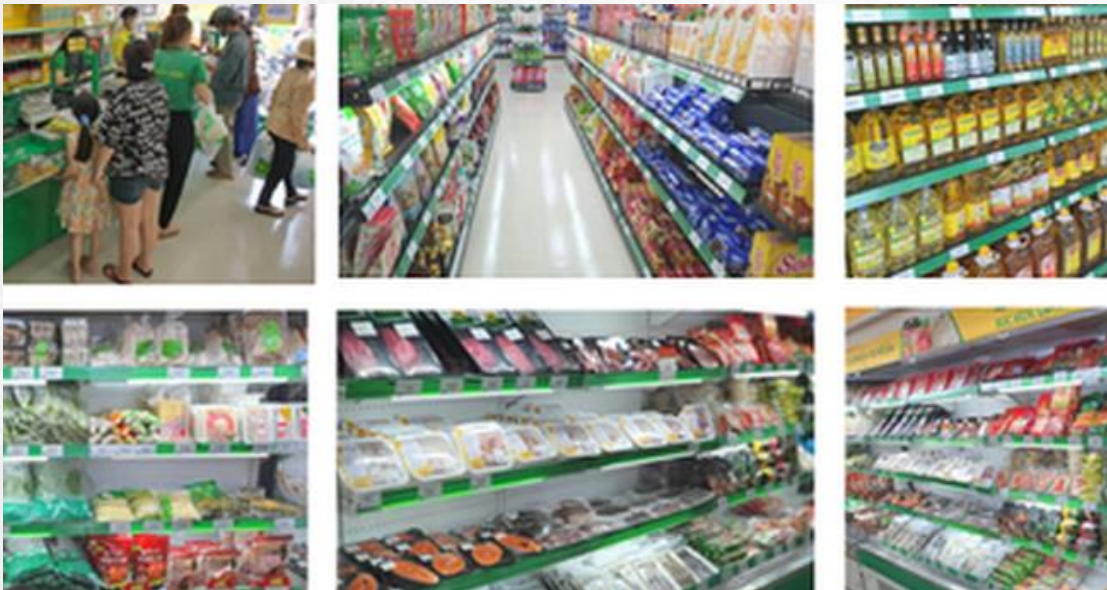
Cửa hàng đường phố ■ Siêu thị
 Chợ truyền thống ■ Siêu thị mini
 Khác ■ Cửa hàng chuyên biệt
 Trực tuyến

Thay đổi giá trị chi tiêu hàng tiêu dùng nhanh theo kênh trong Q1/22 (% svck)



- Theo số liệu của Kantar, sau đại dịch, thị phần của kênh siêu thị mini đạt 10% trong Q1/22, gấp gần 2,0 lần so với mức trước đại dịch (khoảng 5-6% trước giai đoạn T5/21). Trong Q1/22, giá trị tiêu dùng hàng tiêu dùng nhanh theo kênh siêu thị mini tăng 20% svck ở 4 thành phố trọng điểm và 32% ở khu vực nông thôn, cho thấy sự chuyển dịch sang các kênh hiện đại, đặc biệt là kênh siêu thị mini đang được thúc đẩy mạnh mẽ sau đại dịch.

Bách Hóa Xanh không ngừng thay đổi chất lượng dịch vụ và sản phẩm để có thể tăng trưởng trở lại trong xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang bán lẻ hiện đại

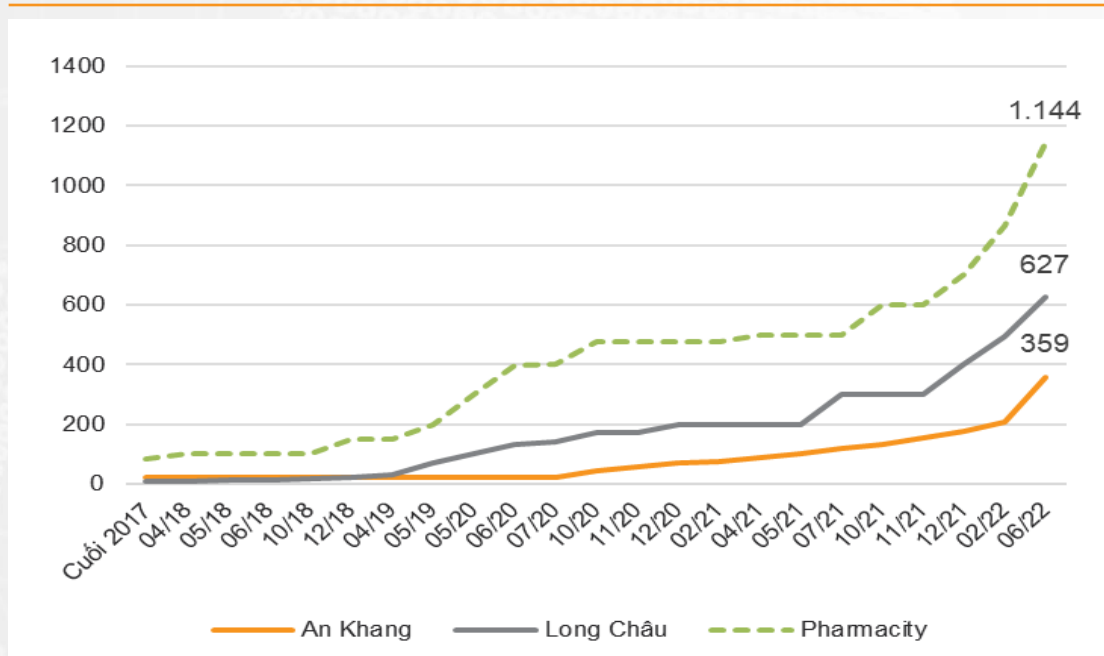


Các cửa hàng Winmart cũng cung cấp thêm nhiều dịch vụ để tăng doanh thu cho chuỗi

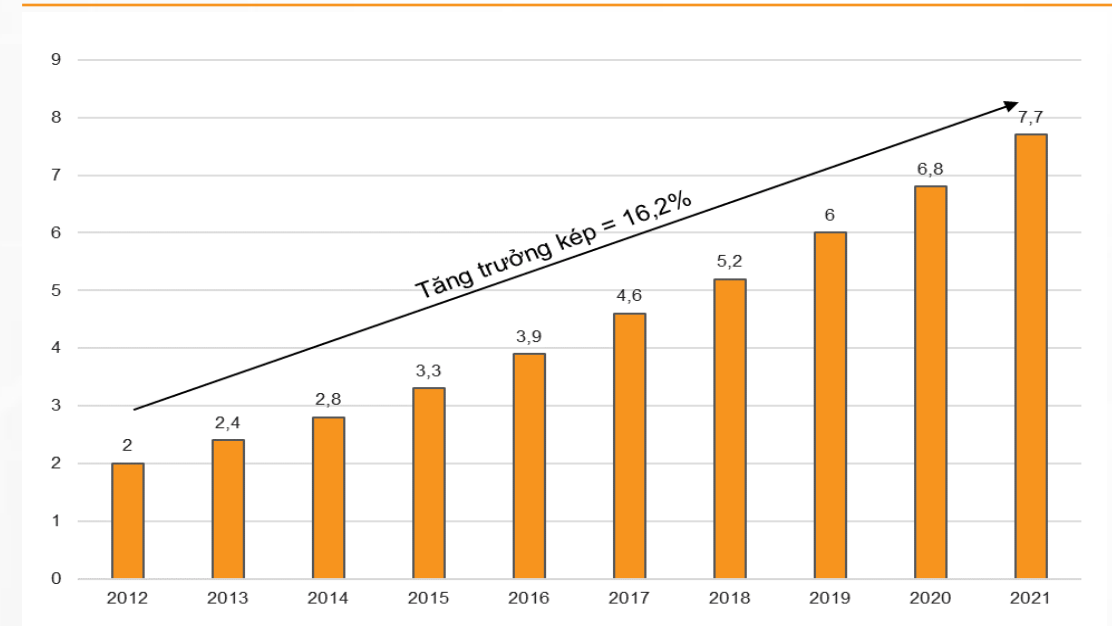


- Sau khi doanh thu BHX sụt giảm mạnh kể từ Q4/21, MWG đã thể hiện quyết tâm mạnh mẽ trong việc cải tổ chuỗi BHX với việc thay đổi người lãnh đạo BHX từ Q4/21 kết hợp với những thay đổi trong hệ thống vận hành để nâng cấp trải nghiệm của khách hàng Q1/22. T4/22 đánh dấu sự đổi mới đáng kể đối với BHX khi 460/2140 cửa hàng được nâng cấp lên mô hình mới với doanh thu tăng 10% so với mô hình cũ. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX sẽ tăng trưởng mạnh trong nửa cuối 2022 trong xu hướng tiêu dùng hướng tới bán lẻ hiện đại.
- MSN đã tích hợp các dịch vụ bổ sung như hệ thống trà & cà phê Phúc Long, chuỗi dược phẩm Phano, dịch vụ thanh toán Techcombank cũng như dịch vụ giặt là Joins Pro để biến Winmart + trở thành chuỗi cửa hàng bán lẻ đa tiện ích trong xu hướng bán lẻ hiện đại trên đà phát triển.

Số lượng cửa hàng dược phẩm của các chuỗi bán lẻ hiện đại lớn



Giá trị thị trường dược phẩm Việt Nam giai đoạn 2012 - 2021 (Đơn vị: tỷ USD)



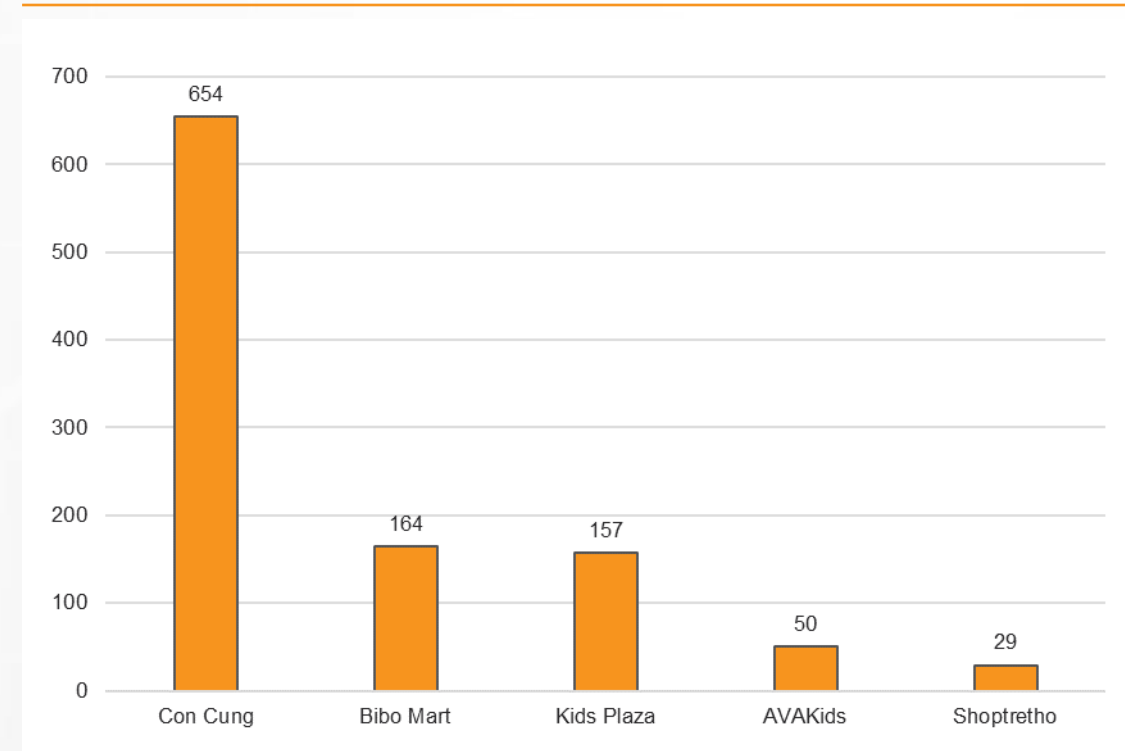
➤ Theo nghiên cứu thị trường của IBM, quy mô thị trường dược phẩm Việt Nam ước tính đạt 7,7 tỷ USD vào năm 2021 với tốc độ tăng trưởng kép 16,2% (2012 – 2021). Quy mô thị trường kỳ vọng đạt 16,1 tỷ USD vào năm 2026, tương đương tốc độ tăng trưởng kép là 15,9% giai đoạn 2021-2026 cho thấy thị trường dược phẩm Việt Nam còn nhiều tiềm năng với mức tăng trưởng gần 2,0 lần tăng trưởng GDP (khoảng 7% / năm). Ngoài ra, quy mô các chuỗi bán lẻ thuốc hiện đại lớn chỉ đang chiếm ít hơn 4% tổng số lượng nhà thuốc toàn quốc, cho thấy tiềm năng để phát triển chuỗi bán lẻ thuốc quy mô lớn như An Khang, Long Châu.

➤ Tính đến T6/22, chuỗi iPharmacy có số lượng cửa hàng lớn nhất với hơn 1.100 cửa hàng, xếp thứ hai là chuỗi Long Châu với gần 630 cửa hàng và An Khang đứng thứ ba với gần 360 cửa hàng.

Thị trường sản phẩm trẻ em giai đoạn 2016 – 2025 (tỷ đồng)

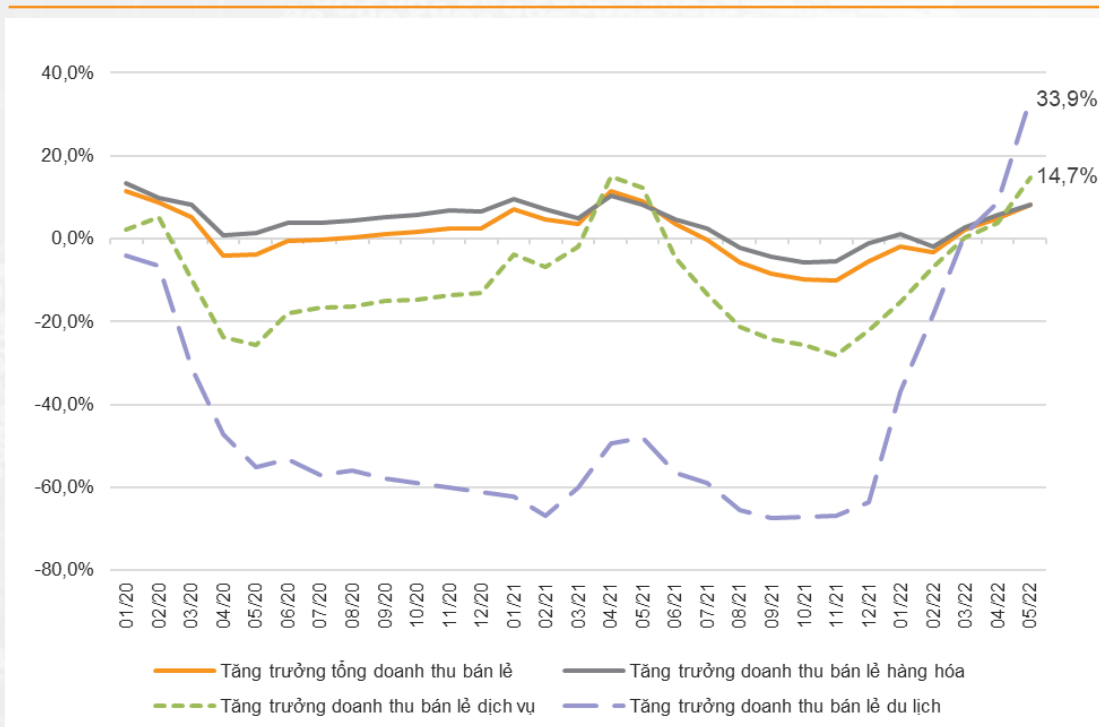


Số lượng cửa hàng Mẹ và bé theo chuỗi tại Việt Nam tính đến T6/22

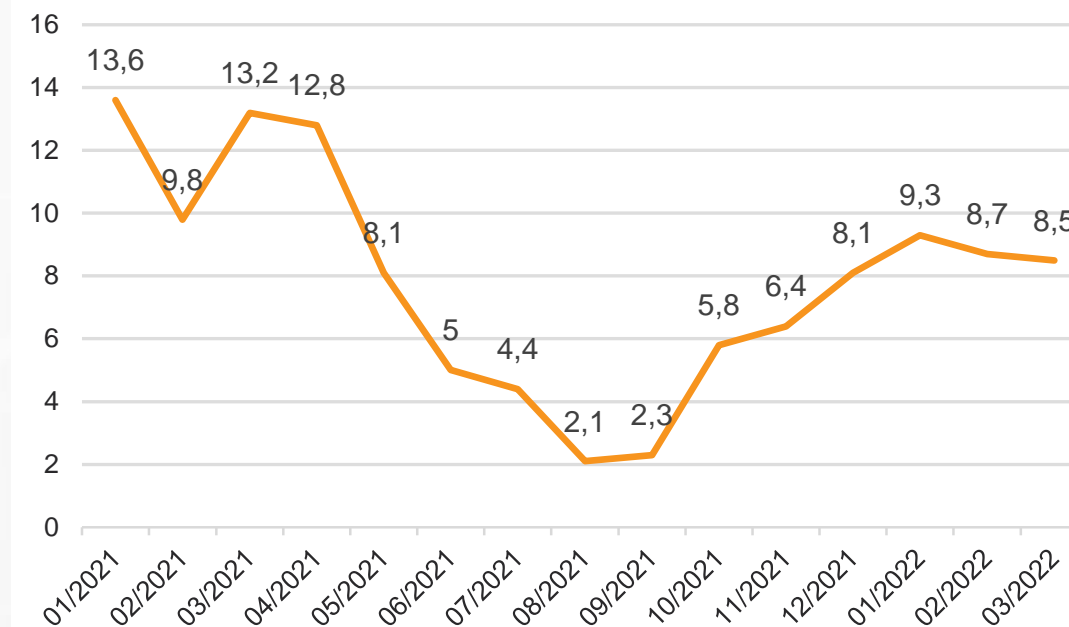


- Theo Euromonitor, doanh thu sản phẩm trẻ em tại Việt Nam (bao gồm thức ăn trẻ em, sản phẩm dành riêng cho trẻ nhỏ và quần áo trẻ em) đạt khoảng 50.100 tỷ đồng vào năm 2021 và dự kiến sẽ tăng trưởng kép khoảng 7,3% / năm trong giai đoạn 2021 – 2025 với 80% thị phần thuộc về các cửa hàng quy mô nhỏ, khiến thị trường này tiềm năng cho các nhà bán lẻ hiện đại lớn như MWG với AVAKids.
- Sau giai đoạn thử nghiệm đầu tiên kể từ T1/22, kết quả của chuỗi AVAKids khá khả quan khi doanh thu hàng tháng trên mỗi cửa hàng AVAKids có thể đạt tới 2,0 tỷ đồng, trong đó doanh thu trực tuyến chiếm 25 - 30%. Vào ngày Quốc tế Thiếu nhi – 1/6/2022, số lượng cửa hàng AVAKids đã lên đến con số 50, đánh dấu giai đoạn 2 thử nghiệm AVAKids trên quy mô lớn hơn.

Tăng trưởng doanh thu tổng doanh thu bán lẻ, doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ và du lịch (% svck)



Lượng khách đến trung tâm thương mại của VRE đang dần hồi phục sau khi chạm đáy vào Q3/21 (đơn vị: triệu lượt khách)

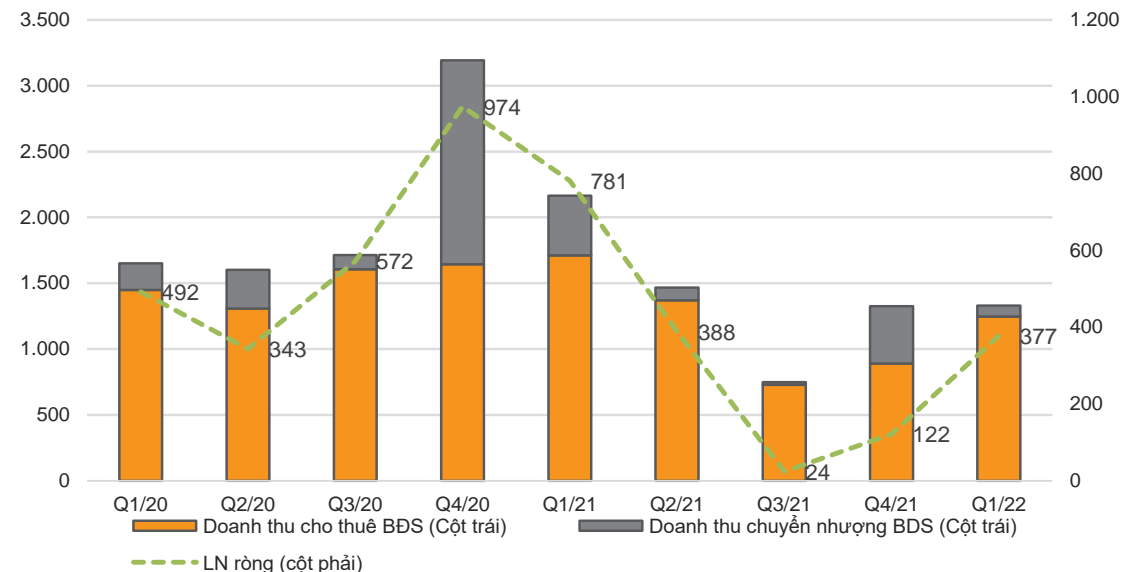


- Trong điều kiện “bình thường mới” của Việt Nam, khi Covid-19 trở thành bệnh đặc hữu với tỷ lệ tiêm chủng cao, thì lĩnh vực dịch vụ đã phục hồi mạnh mẽ trong 5T22 với sự tăng trưởng của “doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống” và “dịch vụ du lịch” đạt 14,7% svck và 33,9% svck, đánh dấu sự trở lại của các doanh nghiệp bán lẻ dịch vụ.
- Tương tự như sự phục hồi của mức độ di chuyển tới các bán lẻ và giải trí đã trở lại mức trước đại dịch, lượng khách đến các trung tâm thương mại của VRE đã phục hồi đến 60% mức trước dịch trong Q1/22 và phục hồi về mức trước đại dịch trong Q2/22 khi bước vào mùa hè, mùa cao điểm với các hoạt động sôi động tại các trung tâm mua sắm.

Cuối T4/22, Vincom Mega Mall Smart City được khai trương với mô hình "Life-Design Mall" thế hệ mới tại Việt Nam



Doanh thu hàng quý và lợi nhuận ròng của VRE (Đơn vị: tỷ đồng)



- Việc khai trương VMM Smart City đánh dấu sự trở lại giai đoạn mở rộng diện tích sàn của VRE với trọng tâm là xây dựng các trung tâm thương mại lớn mới xung quanh các dự án lớn của Vinhomes. Với chiến lược này, VRE cho biết họ sẽ mở rộng khoảng 1,4-2 triệu m² diện tích sàn trong giai đoạn 2022-26 để đạt được tổng diện tích sàn là 3,3-3,7 triệu m² vào năm 2026 (gấp khoảng 2,0 lần so với 2021).
- Chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2022 với kỳ vọng không bổ sung bất kỳ gói hỗ trợ nào nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của ngành dịch vụ sau đại dịch, kết hợp với việc mở rộng diện tích sàn cũng như sự quay trở lại của khách hàng tới các trung tâm thương mại của VRE kể từ Q2/22

| Tỷ đồng | MWG | | | PNJ | | | VRE | | |
|--------------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2021 | 2022F | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 122.958 | 147.488 | 178.912 | 19.613 | 24.206 | 28.535 | 5.891 | 8.614 | 11.699 |
| % svck | 13,3 | 19,9 | 21,3 | 12 | 23,4 | 17,9 | -29,3 | 46,2 | 35,8 |
| LN gộp | 27.666 | 33.332 | 39.897 | 357 | 4.357 | 5.308 | 2.392 | 4.135 | 6.329 |
| Biên LNG gộp (%) | 22,5 | 22,6 | 22,3 | 18,2 | 18 | 18,6 | 40,6 | 48 | 54,1 |
| LN ròng | 4.898 | 6.325 | 7.713 | 1.033 | 1.658 | 2.058 | 1.314 | 2.569 | 4.229 |
| % svck | 25,0 | 29,1 | 21,9 | (3,4) | 60,5 | 24,1 | (44,8) | 95,5 | 64,6 |
| EPS (VND/cổ phiếu) | 3.342 | 4.315 | 5.149 | 4.585 | 7.087 | 8.483 | 578 | 1.131 | 1.861 |
| BVPS (VND/cổ phiếu) | 13.893 | 2.233 | 25.716 | 26.708 | 33.325 | 39.805 | 13.147 | 14.263 | 15.579 |
| Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu) | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 2.000 | 2.000 | 2.000 | - | - | - |
| ROAE (%) | 27,3 | 23,8 | 21,7 | 18,3 | 23,5 | 23,2 | 4,4 | 8 | 12,2 |
| ROAA (%) | 9 | 9,9 | 10,9 | 10,9 | 14,3 | 14,8 | 3,4 | 6,2 | 9 |
| Tổng tài sản / VCSH (lần) | 3,1 | 2,4 | 2 | 1,7 | 1,7 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,4 |

| Cổ phiếu | Luận điểm đầu tư | Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) |
|----------|---|------------------------------|
| VRE | VRE đang phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch, kể từ Q4/21 cùng với sự phục hồi của mảng dịch vụ trong nước. Chúng tôi kỳ vọng VRE không cần đưa ra các gói hỗ trợ cho khách thuê kể từ nửa cuối 2022. Việc khai trương VMM Smart City vào ngày T4/22 đánh dấu sự quay trở lại giai đoạn mở rộng diện tích sàn của VRE với trọng tâm là xây dựng các trung tâm thương mại lớn mới quanh các dự án lớn của Vinhomes. VRE cho biết họ sẽ mở rộng khoảng 1,4-2 triệu m2 diện tích sàn trong giai đoạn 2022-26 để đạt tổng diện tích sàn lên mức 3,3 -3,7 triệu m2 vào năm 2026 (khoảng x2,0 lần so với cuối 2021). Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của VRE có thể tăng trưởng 95,5% / 64,6% svck lên 2.569 tỷ đồng / 4.229 tỷ đồng trong năm 2022/23. | 37.800 |
| MWG | Chúng tôi đánh giá cao MWG vì: (1) MWG có thể hưởng lợi từ tăng trưởng mạnh mẽ của tiêu dùng bán lẻ hiện đại Việt Nam sau đại dịch nhờ vị thế thống lĩnh thị phần, (2) MWG đang tối ưu hóa hiệu quả của BHX (chuỗi cửa hàng bách hóa) vào năm 2022 để đạt điểm hòa vốn sau đó đặt chân ra miền bắc vào năm 2023, (3) MWG đang mở rộng chuỗi nhà thuốc An Khang và không ngừng tìm kiếm các động lực tăng trưởng mới như AVAKids để có thể duy trì đà tăng trưởng trong dài hạn và (4) Cổ phiếu MWG có thể được hưởng từ dòng vốn vào nhờ vào việc tăng NAV của Quỹ ETF VNDiamond. | 90.100 |
| PNJ | Chúng tôi đánh giá cao PNJ vì (1) PNJ có thể phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch, và chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của PNJ có thể tăng trưởng 60,5% / 24,1% svck lên 1.658 tỷ đồng / 2.058 tỷ đồng trong năm 2022/23 và (2) Các chiến lược của PNJ có thể duy trì động lực tăng trưởng cho mảng bán lẻ của PNJ trong 5 năm tới, bao gồm concept hấp dẫn với Style by PNJ / “Cửa hàng đa thương hiệu” hợp tác với các thương hiệu nổi tiếng khác như Pandora / tập trung vào số hóa và bán hàng đa kênh. | 31.200 |

Rủi ro đầu tư:

- Suy thoái kinh tế toàn cầu ảnh hưởng đến Việt Nam kéo theo thu nhập của người dân giảm và tác động đến nhu cầu tiêu dùng của người dân trong thời gian tới.
- Các công ty dự trữ nhiều hàng tồn kho liên quan đến xu hướng tiêu dùng bùng nổ trong thời kỳ đại dịch có thể bị ảnh hưởng ngắn hạn khi xu hướng này đảo ngược.

| Công ty | Mã CK | Khuyến nghị | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Vốn hóa tr USD | P/E (x) | | Tăng trưởng EPS 3 năm (%) | P/B (x) | | ROA (%) | | ROE (%) | |
|---|---------------|-----------------|----------------|----------------|-------------------|-------------|-------------|---------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | Nội tệ | Nội tệ | | 2022 | 2023 | | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| SM Prime Holdings Inc | SMPH EQUITY | na | 36,5 | na | 19.771 | 33,9 | 26,1 | -4,4 | 3,01 | 2,75 | 4,2 | 5,2 | 9,2 | 10,8 |
| Central Pattana PCL | CPN TB | na | 60,3 | na | 7.702 | 30,4 | 24,3 | -13,1 | 3,29 | 3,02 | 3,5 | 4,0 | 11,7 | 13,1 |
| Pakuwon Jati Tbk PT | PWON IJ | na | 560,0 | na | 1.857 | 14,3 | 12,4 | -3,4 | 1,34 | 1,23 | 5,7 | 5,3 | 9,0 | 10,1 |
| Trung bình | | | | | | 26,2 | 21,0 | -7,0 | 2,55 | 2,33 | 4,5 | 4,9 | 10,0 | 11,3 |
| CTCP Vincom retail | VRE VN | Khả quan | 28.900 | 37.800 | 2.831 | 25,6 | 15,9 | -19,8 | 2,03 | 1,86 | 6,20 | 9,00 | 8,00 | 12,20 |
| Tiffany & Co | TIF US | na | na | na | na | na | na | 12,5 | na | na | 4,0 | 8,5 | 9,0 | 13,9 |
| Chow Tai Fook Jewellery Group Ltd | 1929 HK | na | 13,32 | na | 16.968 | 16,3 | 13,9 | 27,5 | 3,47 | 3,17 | 9,3 | 10,0 | 22,0 | 23,6 |
| LEYSEN Jewelry Inc | 603900 CH | na | 6,68 | na | 339 | na | na | -41,0 | na | na | na | na | na | na |
| Chow Sang Sang Holdings International Ltc | 116 HK | na | 8,35 | na | 721 | 6,1 | 5,0 | -11,2 | 0,42 | 0,40 | 5,3 | 6,1 | 7,1 | 8,2 |
| Trung bình | | | | | | 11,2 | 9,5 | -3,1 | 1,95 | 1,79 | 6,2 | 8,2 | 12,7 | 15,2 |
| CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận | PNJ VN | Khả quan | 118.000 | 131.100 | 1.233 | 16,7 | 13,9 | 1,7 | 3,54 | 2,96 | 14,30 | 14,80 | 23,50 | 23,20 |
| Công ty bán lẻ điện máy & bách hóa | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Đầu tư Thế giới Di động | MWG VN | Khả quan | 73.850 | 90.100 | 4.659 | 17,1 | 14,3 | 16,2 | 3,31 | 2,87 | 9,90 | 10,80 | 27,30 | 26,30 |
| Các công ty bán lẻ điện máy | | | | | | | | | | | | | | |
| Erajaya Swasembada Tbk PT | ERAA IJ | na | 496,00 | na | 536 | 6,4 | 5,6 | 36,3 | 1,11 | 0,97 | 10,5 | 10,9 | 19,0 | 19,2 |
| CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT | FRT VN | na | 91.400 | na | 467 | 19,6 | 17,3 | 627,6 | na | na | 4,7 | 4,4 | 29,8 | 26,0 |
| Challenger Technologies Ltd | CHLG SP | na | na | na | 159 | na | na | -1,1 | na | na | na | na | na | na |
| Sunfar Computer Co Ltd | 6154 TT | na | 17,00 | na | 46 | na | na | 69,7 | na | na | na | na | na | na |
| Tsann Kuen Enterprise Co Ltd | 2430 TT | na | 34,00 | na | 191 | na | na | 51,0 | na | na | na | na | na | na |
| Trung bình | | | | | | 13,0 | 11,4 | 156,7 | 1,11 | 0,97 | 7,6 | 7,6 | 24,4 | 22,6 |
| Công ty bán lẻ bách hóa | | | | | | | | | | | | | | |
| Taiwan FamilyMart Co Ltd/Taiwan | 5903 TT | na | 188,5 | na | 1.418 | 22,7 | 18,5 | -2,4 | 5,45 | 4,96 | 3,3 | 4,0 | 26,4 | 28,4 |
| Sumber Alfaría Trijaya Tbk PT | AMRT IJ | na | 1.795 | na | 5.046 | 30,1 | 24,8 | 50,1 | 7,15 | 6,13 | na | na | 26,2 | 26,1 |
| Trung bình | | | | | | 26,4 | 21,7 | 23,9 | 6,30 | 5,54 | 3,3 | 4,0 | 26,3 | 27,3 |

Thực phẩm và đồ uống

06/2022

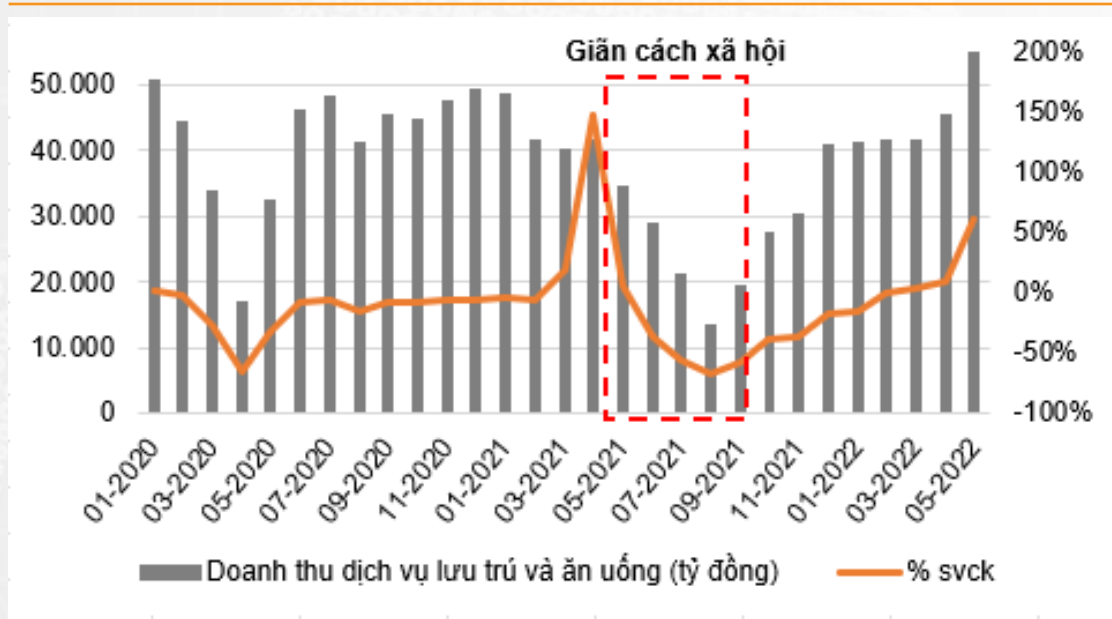
136

VNDIRECT

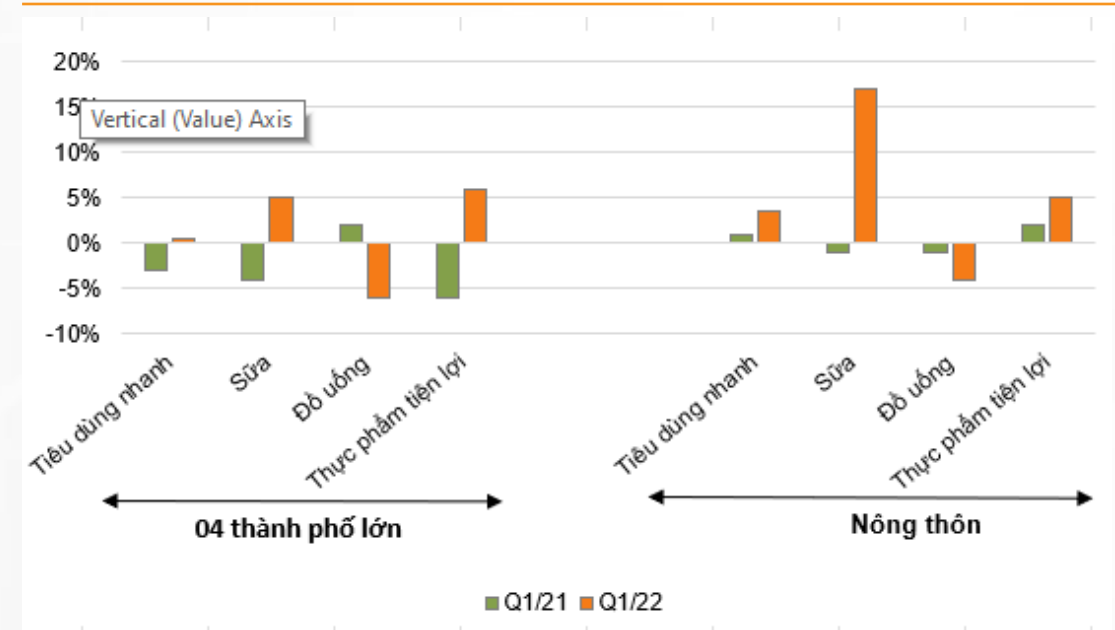
Giá hàng hóa có khả năng hạ nhiệt từ Q3/22



Tổng doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống phục hồi trong 5T22

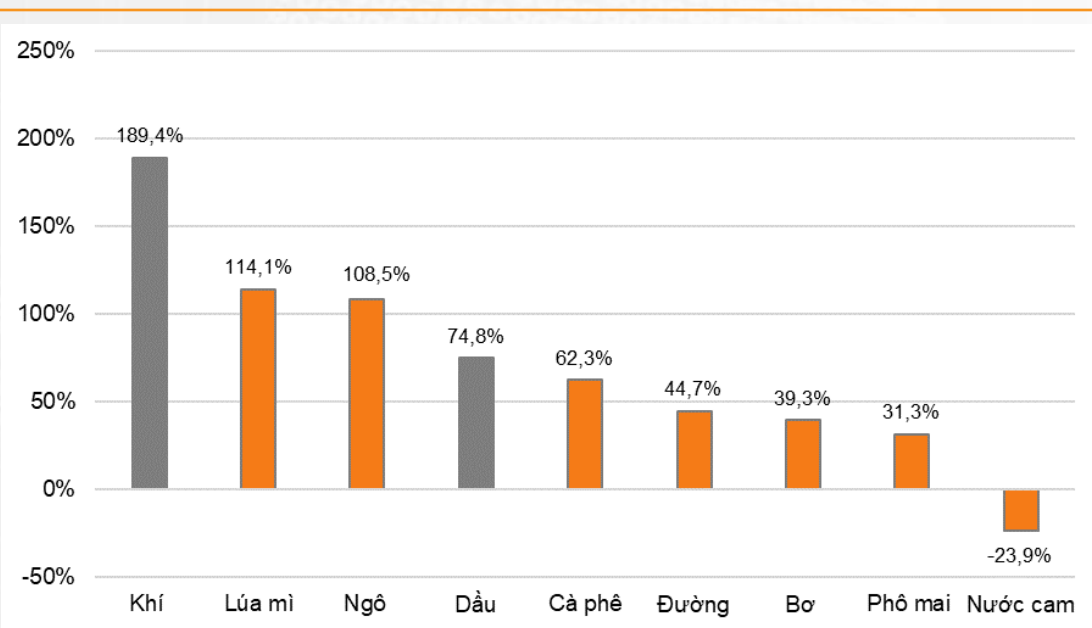


Tổng mức tiêu thụ các sản phẩm tiêu dùng nhanh phục hồi về giá trị ở khu vực nông thôn



- Ngành dịch vụ Việt Nam duy trì tăng trưởng tích cực trong Q2/22 với tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng T5/2022 đạt 477.305 tỷ, tăng 4,2% so với T4/2022 và 22,6% svck. Trong đó, doanh thu dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 60,4% svck và 21,1% so với tháng trước.
- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng sẽ tiếp tục phục hồi với tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng dự kiến tăng 10-12% svck vào năm 2022 nhờ 1) thu nhập thực của người dân được cải thiện và 2) du lịch phục hồi sau khi các chuyến bay quốc tế được cấp phép cho mục đích thương mại kể từ Q4/21.

Giá thực phẩm tăng nhanh theo giá năng lượng từ T1/2020 đến T5/2022



Giá hàng hóa trung bình được dự báo sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2022

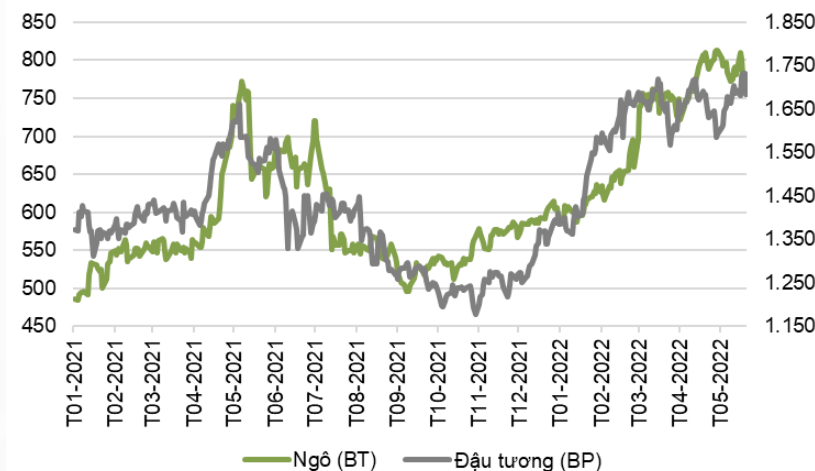
| Hàng hóa | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | % tăng giá năm 2021 svck | % tăng giá năm 2022 svck |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------------|--------------------------|
| Hạt thô | | | | | | | |
| Lúa mạch (USD/tấn) | 98 | N/a | 165 | 150 | 149 | N/a | -9,1% |
| Ngô (USD/tấn) | 165 | 260 | 310 | 280 | 278 | 19,2% | -9,7% |
| Gạo (USD/tấn) | 497 | 458 | 425 | 415 | 423 | -7,2% | -2,4% |
| Lúa mì (USD/tấn) | 232 | 315 | 450 | 380 | 370 | 42,9% | -15,6% |
| Đậu tương (USD/tấn) | 407 | 583 | 700 | 600 | 596 | 20,1% | -14,3% |
| Dầu thực vật | | | | | | | |
| Dầu dừa (USD/tấn) | 1.010 | 1.636 | 2.200 | 1.900 | 1.882 | 34,5% | -13,6% |
| Dầu cọ (USD/tấn) | 752 | 1.131 | 1.650 | 1.400 | 1.372 | 45,9% | -15,2% |
| Dầu đậu nành (USD/tấn) | 407 | 583 | 700 | 600 | 596 | 20,1% | -14,3% |
| Đường (USD/kg) | 0,28 | 0,39 | 0,39 | 0,38 | 0,38 | 0,0% | -2,6% |

- Giá ngũ cốc thế giới tiếp tục tăng nhanh trong 5T22 do 1) lo ngại về nguồn cung bị gián đoạn do xung đột Nga-Ukraine xảy ra từ ngày 24/02/2022 và 2) lệnh cấm/hạn chế xuất khẩu ở các nước xuất khẩu nông sản lớn như Ấn Độ và Indonesia.
- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá hàng hóa đang có xu hướng giảm vào đầu T6/2022. Dựa trên dự báo giá hàng hóa toàn cầu cả năm của World Bank, chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa sẽ giảm nhẹ khoảng 6-10% trong nửa cuối năm 2022 so với 6T22.

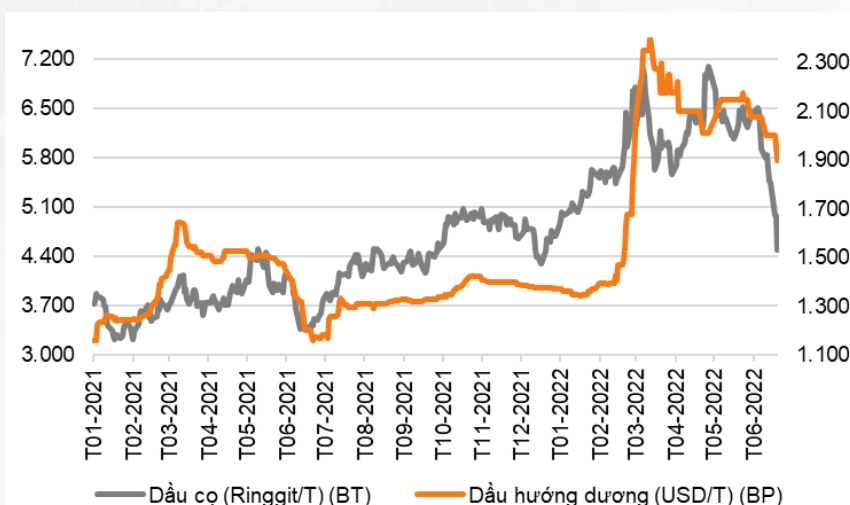
Giá lúa mì thế giới đã giảm 25,6% từ mức đỉnh (T5/2022) và duy trì xu hướng giảm giá trong T6/2022



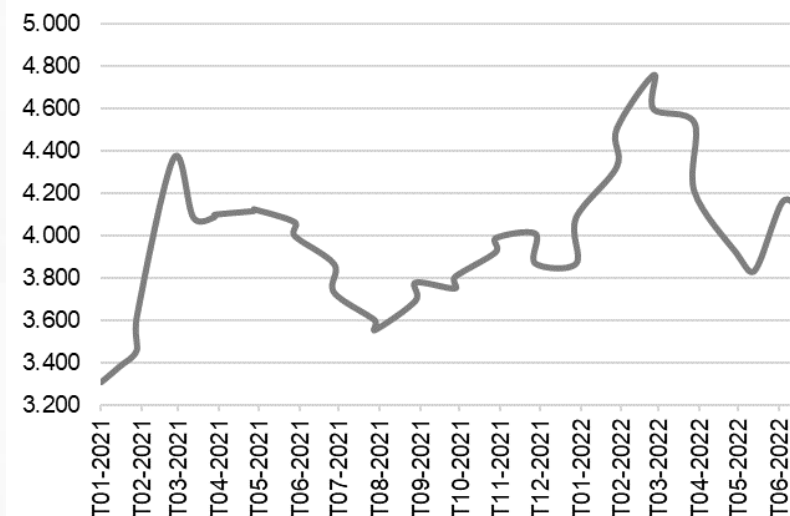
Giá ngô và đậu tương vẫn ở mức cao trong T5/2022. Tuy nhiên mức độ tăng giá đã chậm lại so với Q1/21








Giá dầu hướng dương duy trì xu hướng giảm từ đầu T4/2022 trong khi dầu cọ giảm mạnh trong T6/2022



Giá bột sữa nguyên kem đã trở lại mức trước khủng hoảng Nga-Ukraine và giảm 13,3% từ mức đỉnh (T3/2022)

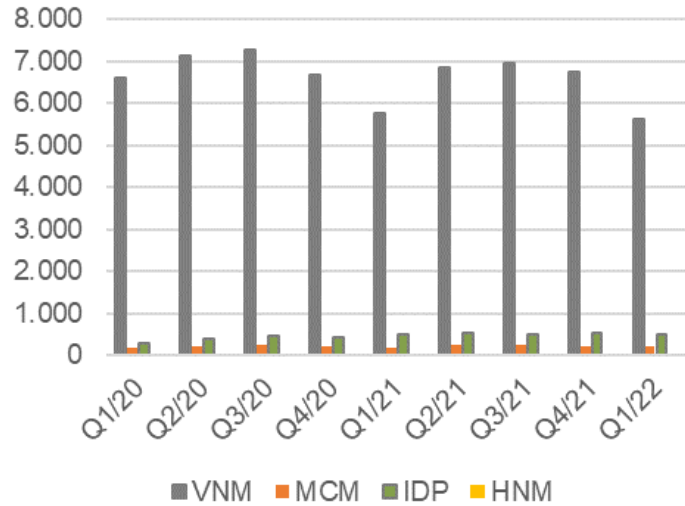


| Ngành sản xuất | Cổ phiếu | Ảnh hưởng | Chú thích |
|--------------------|------------|---|---|
| Sản xuất sữa | VNM |  | VNM khá nhạy cảm với biến động giá bột sữa nguyên liệu. Do đó, giá bột sữa nguyên kem giảm sẽ có tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp của VNM. |
| Sản xuất thịt | DBC và MML |  | Chi phí thức ăn chăn nuôi hiện chiếm 65-70% giá thành sản xuất trong chăn nuôi. Chúng tôi cho rằng giá ngũ cốc toàn cầu giảm sẽ có tác động tích cực đến chi phí sản xuất thức ăn chăn nuôi. Điều này sẽ giảm áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thịt. |
| Dầu thực vật | KDC |  | Giá dầu cọ đã tăng mạnh kể từ ngày 22/2/2022 do xung đột Nga-Ukraine, buộc các nhà sản xuất dầu ăn phải tăng giá bán lẻ để bảo toàn biên lợi nhuận gộp. Trong trường hợp giá dầu cọ giảm mạnh trong khi giá bán lẻ dầu ăn giảm chậm hơn sẽ giúp các công ty sản xuất dầu ăn hưởng lợi từ việc mở rộng biên lợi nhuận gộp. |
| Thực phẩm tiện lợi | MCH |  | Trong kịch bản tích cực, giá lúa mì (một trong những nguyên liệu đầu vào chính của mì ăn liền) giảm trong nửa cuối năm. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trong mảng thực phẩm tiện lợi của MCH. |
| Sản xuất đường | QNS |  | Giá đường nội địa biến động theo giá đường thế giới. Bên cạnh đó, đường Việt Nam đang chịu áp lực cạnh tranh về giá so với đường nhập lậu. Do đó, giá đường thế giới giảm sẽ tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước. |

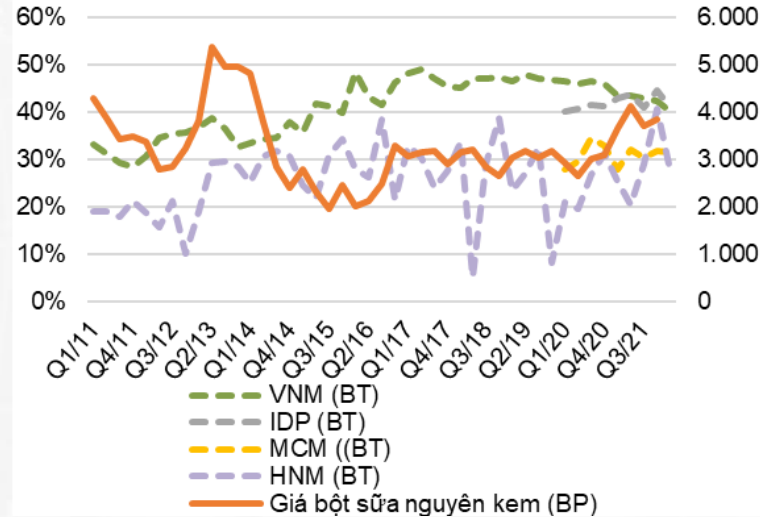
15 công ty sản xuất thực phẩm - đồ uống hàng đầu ghi nhận kết quả kinh doanh trái chiều trong Q1/22

| Mã | Doanh nghiệp | Doanh thu Q1/21 | Doanh thu Q1/22 | Thay đổi (svck) | Biên LNG Q1/21 (%) | Biên LNG Q1/22 (%) | Thay đổi (svck) | LN ròng Q1/21 | LN ròng Q1/22 | Thay đổi (svck) |
|-----|--|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|
| MSN | Công ty Cổ phần Tập đoàn Masan | 19.977 | 18.189 | -8,9% | 21,6% | 28,0% | 6,4 đ % | 187 | 1.596 | 752% |
| VNM | Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam | 13.190 | 13.878 | 5,2% | 43,6% | 40,5% | -3,1 đ % | 2.576 | 2.266 | -12% |
| MCH | Công ty cổ phần Hàng tiêu dùng MASAN | 5.263 | 6.185 | 17,5% | 41,0% | 42,0% | 1,0 đ % | 876 | 1.163 | 33% |
| MML | Công ty cổ phần Masan MeatLife | 4.704 | 931 | -80,2% | 14,3% | 6,0% | -8,3 đ % | 138 | 274 | 99% |
| QNS | Công ty cổ phần Đường Quảng Ngãi | 1.639 | 1.813 | 10,6% | 23,6% | 26,7% | 3,1 đ % | 161 | 176 | 9% |
| KDC | Công ty Cổ phần Tập đoàn KIDO | 2.322 | 2.879 | 24,0% | 19,0% | 19,0% | 0,0 đ % | 94 | 107 | 14% |
| SBT | Công ty Cổ phần Thành Thành Công-Biên Hòa | 3.181 | 3.516 | 10,5% | 15,8% | 17,4% | 1,6 đ % | 192 | 205 | 7% |
| IDP | Công ty cổ phần Sữa Quốc tế | 1.128 | 1.246 | 10,4% | 43,0% | 41,2% | -1,8 đ % | 178 | 236 | 33% |
| MCM | Công ty cổ phần Giống bò sữa Mộc Châu | 621 | 675 | 8,6% | 28,1% | 31,6% | 3,6 đ % | 50 | 86 | 73% |
| PAN | Công ty cổ phần Tập đoàn PAN | 1.680 | 2.949 | 75,5% | 22,3% | 17,2% | -5,2 đ % | 22 | 77 | 245% |
| VSF | Tổng Công ty Lương thực Miền Nam | 3.696 | 2.804 | -24,1% | 4,8% | 10,0% | 5,3 đ % | (81) | (6) | -93% |
| VSN | Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản | 1.200 | 944 | -21,3% | 20,7% | 24,9% | 4,2 đ % | 38 | 36 | -4% |
| VOC | Tổng Công ty Công nghiệp dầu thực vật Việt Nam | 474 | 311 | -34,3% | 5,1% | 4,1% | -1,0 đ % | 9 | 0 | -99% |
| BBC | CTCP Bibica | 336 | 302 | -10,3% | 30,2% | 25,5% | -4,7 đ % | 7 | 131 | 1660% |
| CMF | Công ty cổ phần Thực phẩm Cholimex | 579 | 688 | 18,9% | 26,9% | 26,9% | 0,0 đ % | 44 | 49 | 9% |

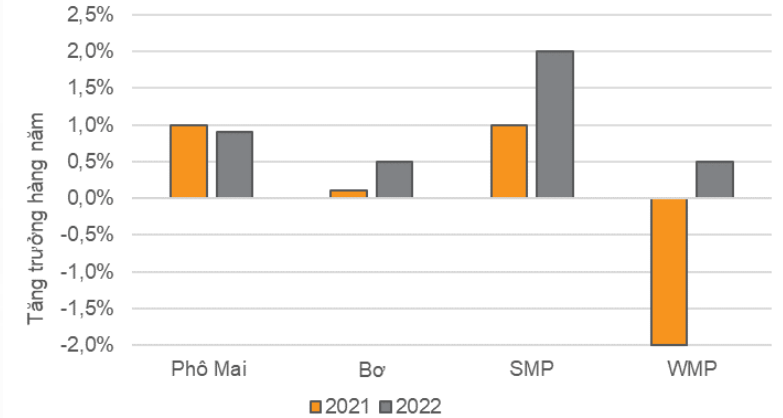
Doanh thu các DN sản xuất sữa từ Q1/20 đến Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)



Giá bột sữa nguyên kem trung bình (USD/T) và biên LN gộp các DN sản xuất sữa (%) từ Q1/11 đến Q1/22

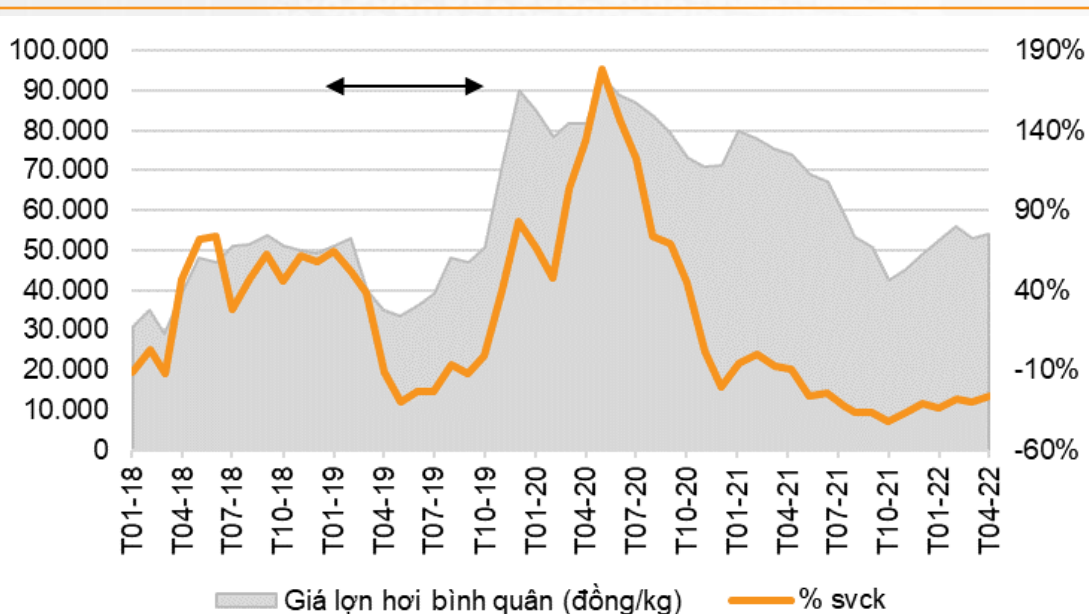


Sản lượng sữa thế giới dự diễn sẽ phục hồi vào năm 2022

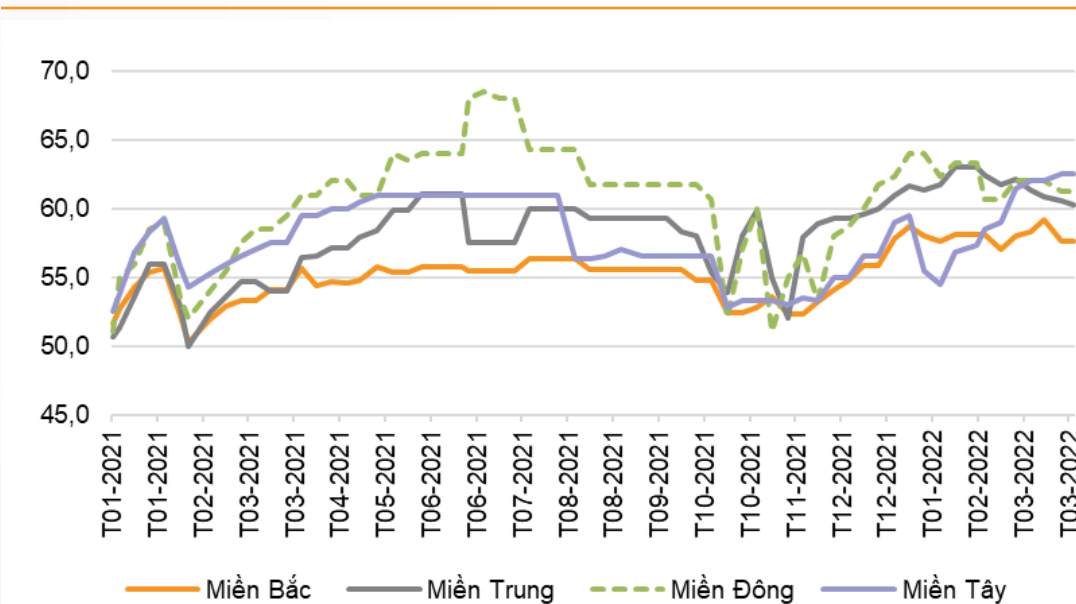


- Giá bột sữa nguyên kem trong T5/2022 giảm 5,9% svck và 2,5% so với đầu năm trước lo ngại về nhu cầu tiêu thụ thấp do Trung Quốc tiếp tục đóng cửa. Chúng tôi cho rằng, giá bột sữa nguyên kem đã đạt mức cao nhất vào đầu T3/2022. Ngoài ra, chính sách Zero Covid đã làm giảm nhu cầu nhập khẩu bột sữa nguyên kem từ Trung Quốc (nhà nhập khẩu bột sữa lớn nhất). Do đó chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên kem sẽ dần hạ nhiệt dần và ở dưới mức cao nhất vào T3/2022.
- Theo quan điểm của chúng tôi, VNM sẽ được hưởng lợi từ xu hướng giá này. Theo ban lãnh đạo, công ty đã thực hiện hai đợt tăng giá vào T12/2021 và T1/2022 với mức tăng giá trung bình 3-4%. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của VNM sẽ cải thiện nhẹ 0,7/0,6 điểm % trong 2022-23 sau khi giảm 3,3 điểm % trong năm 2021.

Giá lợn hơi tăng 18,6% trong Q1/22 so với Q4/21



Giá gia cầm tăng 10,2% svck trong Q1/22 (đơn vị: nghìn đồng)



- Trong Q1/22, giá lợn hơi cải thiện 18,6% so với Q4/21. Trong khi đó, giá gia cầm Q1/22 tăng 10,2% svck và 7,2% so với Q4/21. Chúng tôi cho rằng giá gia cầm tăng do thiếu hụt nguồn cung trong khi nhu cầu tiêu thụ phục hồi sau Covid-19.
- Chúng tôi kỳ vọng giá lợn hơi bình quân giảm 5,8% svck trong 2022 so với mức 61.600 đồng/kg ghi nhận trong năm 2021 chủ yếu do mức nền giá cao 73.800 đồng/kg trong 6T21. Trong khi đó, giá gia cầm được dự báo sẽ tăng 6,0% svck do thiếu hụt nguồn cung khi người chăn nuôi bỏ đàn vào năm 2021 trong khi nhu cầu sẽ tiếp tục phục hồi cho đến cuối năm.

KQKD các doanh nghiệp sản xuất thịt trong Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)

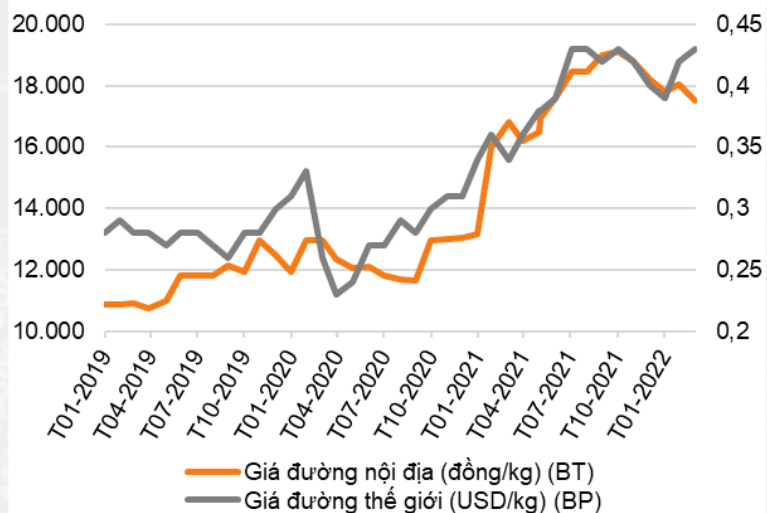
| Mã | Doanh nghiệp sản xuất thịt | Doanh thu Q1/21 | Doanh thu Q1/22 | Thay đổi (svck) | Biên LNG Q1/21 (%) | Biên LNG Q1/22 (%) | Thay đổi (svck) |
|-----|--|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------|-----------------|
| DBC | Công ty Cổ phần Tập đoàn DABACO Việt Nam | 2.474 | 2.806 | 13,4% | 25,4% | 9,1% | -16,3 đ % |
| BAF | Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam | 2.508 | 1.582 | -36,9% | 5,3% | 8,7% | 3,4 đ % |
| VLC | Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam | 622 | 676 | 8,7% | 28,1% | 29,7% | 1,6 đ % |
| MML | Công ty cổ phần Masan MeatLife | 4.704 | 931 | -80,2% | 14,3% | 6,0% | -8,3 đ % |
| VSN | Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản | 1.200 | 944 | -21,3% | 20,7% | 24,9% | 4,2 đ % |
| HAG | Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai | 266 | 803 | 202,0% | 19,7% | 36,1% | 16,4 đ % |

Kế hoạch kinh doanh năm 2022 của các doanh nghiệp sản xuất thịt

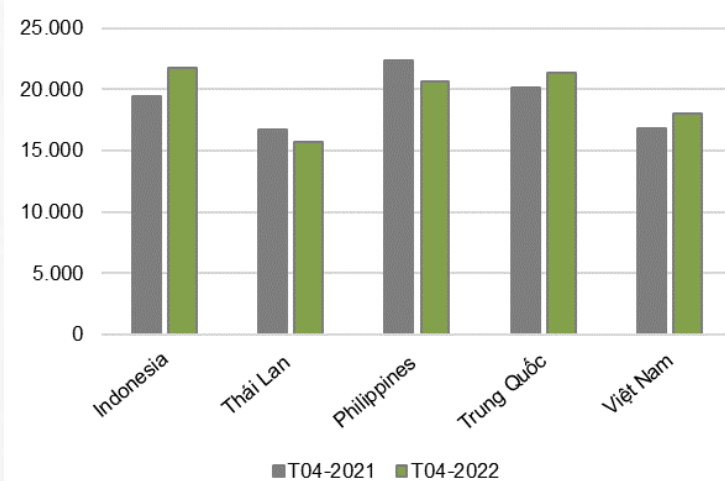
| Mã | Doanh nghiệp | Kế hoạch DT 2022 (tỷ đồng) | % sv DT 2021 | Kế hoạch LNST 2022 (tỷ đồng) | % sv LNST 2021 |
|-----|--|----------------------------|------------------|------------------------------|-------------------|
| DBC | Công ty Cổ phần Tập đoàn DABACO Việt Nam | 22.558 | 12,8% | 918 | 10,7% |
| MML | Công ty cổ phần Masan MeatLife | 5.000-6.500 | (-7,5%)-(-65,6%) | 500-670 | (-62,4%)-(-49,6%) |
| BAF | Công ty cổ phần Nông nghiệp BAF Việt Nam | 5.950 | -43,0% | 402 | 25,0% |
| VLC | Tổng Công ty Chăn nuôi Việt Nam | 3.247 | 10,9% | 242 | -25,2% |
| VSN | Công ty cổ phần Việt Nam Kỹ nghệ Súc sản | 5.000 | 15,6% | 186 | 9,4% |
| HAG | Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai | 4.820 | 120,4% | 1.120 | 781,9% |

- Chúng tôi cho rằng giá ngũ cốc toàn cầu vẫn ở mức cao trong nửa cuối năm do 1) xung đột ở Ukraine nghiệp (một trong những nước xuất khẩu nông sản chính) có thể làm gián đoạn năng suất sản xuất nông nghiệp trong mùa vụ sắp tới và 2) lệnh cấm/hạn chế xuất khẩu ở các nước xuất khẩu nông sản lớn sẽ ảnh hưởng tới sản lượng ngũ cốc trên thế giới.
- Biên LN gộp của các nhà sản xuất thịt có thể sẽ chịu áp lực vào năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của DBC giảm 3,8 điểm % svck. Trong khi đó, biên LN gộp mảng thịt lợn của MML sẽ duy trì ở mức 18,5% nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 22,5% svck trong khi giá bán trung bình giảm 5,0% svck.

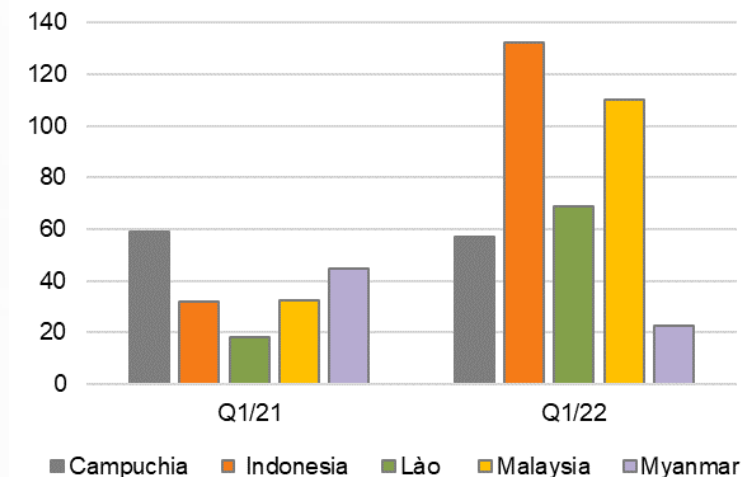
Giá đường nội địa diễn biến trái chiều với giá đường thế giới trong 5T22



Giá đường Việt Nam vẫn thấp hơn so với giá đường thị trường nội địa khu vực ASEAN và Trung Quốc

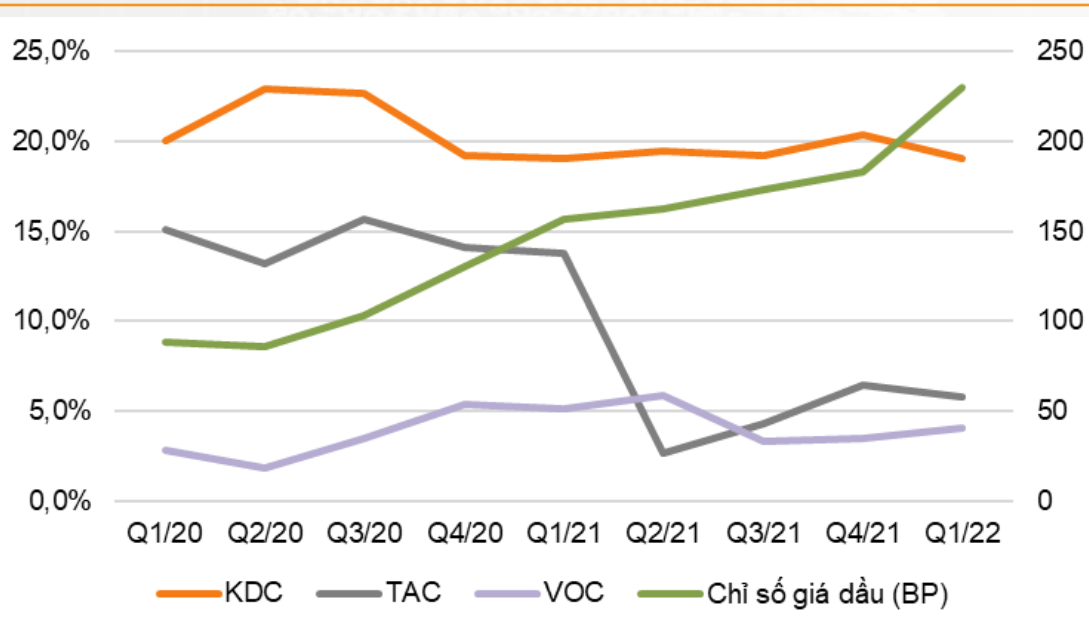


Đường nhập khẩu từ các nước ASEAN tăng mạnh trong Q1/22

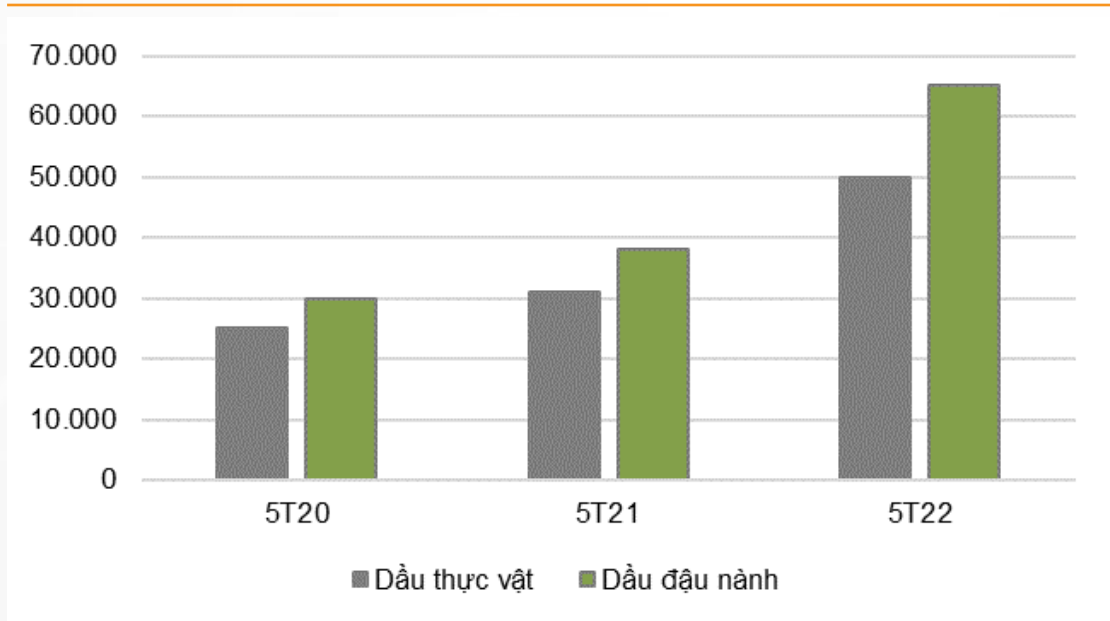


- Giá đường thế giới giảm nhẹ trong T5/2022 do triển vọng dư cung. Tổ chức Đường thế giới (ISO) dự báo thị trường đường thế giới trong vụ mùa năm 2021-22 sẽ đạt thặng dư 0,2 triệu tấn. Trong khi đó, giá đường nội địa có xu hướng giảm do chịu áp lực từ đường nhập khẩu trái phép trong 5T21.
- Giá đường thế giới dự báo dao động nhẹ trong nửa cuối năm nay. Đồng thời, chúng tôi cho rằng đường nhập lậu sẽ tiếp tục tạo ra áp lực đối với giá đường nội địa.

Chỉ số giá dầu và biên LN gộp của công ty sản xuất dầu ăn (%) từ 1Q20 đến 1Q22



Giá dầu ăn bán lẻ trong nước tăng mạnh trong 5T22



- Giá dầu cọ tăng mạnh 57,6% svck trong 5T22 1) lệnh cấm xuất khẩu dầu cọ tại Indonesia và 2) chuyển dịch xu hướng tiêu thụ từ dầu hướng dương sang dầu cọ sau khi xung đột tại Ukraine khiến dầu hướng dương tăng giá. Do đó, giá dầu ăn trong nước tăng 60% svck trong 5T22.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá dầu cọ sẽ giảm trong nửa cuối năm sau khi Indonesia gỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu. Theo quan điểm của chúng tôi, các doanh nghiệp sản xuất dầu ăn trong nước như TAC và VOC sẽ tận dụng được lợi thế từ giá dầu cọ thô với mức thấp hơn trong 6T21, nhờ đó giảm áp lực lên biên lợi nhuận gộp trong 6 tháng cuối năm.

| Tỷ đồng | VNM | | | MCH | | | MML | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 60.919 | 64.738 | 68.944 | 27.774 | 31.515 | 34.325 | 18.891 | 5.446 | 7.001 |
| % svck | 2,2% | 6,3% | 6,5% | 19,0% | 13,5% | 8,9% | 17,2% | -71,2% | 28,5% |
| Lợi nhuận gộp | 26.278 | 26.314 | 28.699 | 11.791 | 13.460 | 14.662 | 2.303 | 645 | 1.079 |
| Biên LN gộp (%) | 43,1% | 43,8% | 44,4% | 42,5% | 42,7% | 42,7% | 12,2% | 11,8% | 15,4% |
| Lợi nhuận ròng | 10.532 | 10.905 | 11.737 | 5.442 | 6.108 | 6.806 | 1.329 | 449 | 336 |
| % svck | -5,1% | 3,5% | 7,6% | 20,4% | 12,2% | 11,4% | 404,6% | -66,2% | -25,0% |
| EPS (đồng/cổ phiếu) | 4.546 | 4.696 | 5.055 | 7.488 | 8.521 | 9.226 | 4.041 | 1.304 | 997 |
| BVPS (đồng/cổ phiếu) | 16.902 | 16.498 | 17.693 | 23.398 | 25.583 | 30.109 | 16.884 | 18.088 | 18.966 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 4,1% | 4,3% | 4,6% | 4,8% | 5,2% | 5,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| ROAE (%) | 30,8% | 31,2% | 32,9% | 34,8% | 34,1% | 33,1% | 23,9% | 7,9% | 5,6% |
| ROAA (%) | 20,7% | 20,3% | 21,2% | 19,5% | 19,2% | 19,0% | 8,9% | 4,1% | 3,2% |

| Tỷ đồng | KDC | | | DBC | | | QNS | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 10.501 | 12.050 | 13.875 | 10.813 | 11.575 | 12.422 | 7.335 | 8.296 | 8.998 |
| % svck | 26,2% | 14,8% | 15,1% | 7,9% | 7,0% | 7,3% | 13,0% | 13,1% | 8,5% |
| Lợi nhuận gộp | 2.058 | 2.338 | 2.761 | 1.853 | 1.549 | 1.708 | 2.262 | 2.506 | 2.733 |
| Biên LN gộp (%) | 19,6% | 19,4% | 19,9% | 17,1% | 13,4% | 13,7% | 30,8% | 30,2% | 30,4% |
| Lợi nhuận ròng | 589 | 544 | 715 | 830 | 584 | 696 | 1.254 | 1.322 | 1.458 |
| % svck | 188,7% | -7,6% | 31,4% | -40,8% | -29,6% | 19,1% | 19,0% | 5,4% | 10,3% |
| EPS (đồng/cổ phiếu) | 2.575 | 2.162 | 2.842 | 3.240 | 3.183 | 2.842 | 3.423 | 3.468 | 3.912 |
| BVPS (đồng/cổ phiếu) | 29.163 | 29.103 | 31.500 | 20.377 | 23.435 | 25.964 | 19.877 | 21.467 | 23.438 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 4,2% | 3,5% | 4,6% | 8,7% | 9,5% | 11,4% | 5,8% | 6,1% | 6,7% |
| ROAE (%) | 9,5% | 7,8% | 9,4% | 18,6% | 11,1% | 11,4% | 21,0 | 20,6 | 20,9% |
| ROAA (%) | 4,4% | 3,8% | 4,7% | 7,9% | 5,0% | 5,6% | 15,1% | 14,6% | 14,6% |

Chúng tôi cho rằng các công ty chịu tác động do giá hàng hóa đầu vào tăng cao như VNM sẽ được hưởng lợi khi giá hàng hóa toàn cầu đảo chiều giảm. Trong khi đó, MCH, với vị thế dẫn đầu trong thị trường gia vị và thực phẩm tiện lợi, sẽ có khả năng tăng giá nhanh để bù đắp lại chi phí đầu vào tăng cao.

- **CTCP Sữa Việt Nam (VNM VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 110.000 đồng):** Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép LN sau thuế là 7,5% trong giai đoạn 2022-25. Chúng tôi cho rằng đây là mức tăng trưởng ổn định đối với một doanh nghiệp đã đạt mức lợi nhuận lớn từ 10.000-11.000 tỷ đồng như VNM.
- **CTCP Hàng tiêu dùng Masan (MCH VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 157.200 đồng):** Chúng tôi cho rằng khả năng tăng giá sẽ là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu cũng như duy trì biên lợi nhuận gộp của MCH trong giai đoạn 2022-23. Bên cạnh đó, MCH còn có tốc độ tung sản phẩm mới ra thị trường nhanh nhất, giúp công ty nhanh chóng cải thiện giá bán cho phù hợp với điều kiện thị trường. Do đó, chúng tôi kỳ vọng MCH sẽ ghi nhận LN ròng tăng trưởng 12,2%/11,4% svck trong giai đoạn 2022-23.

Rủi ro ngành:

- Căng thẳng kéo dài giữa Ukraine và Nga có thể đẩy giá hàng hóa lên mức cao mới, tạo thêm áp lực lên chi phí nguyên liệu đầu vào của các nhà sản xuất thực phẩm trong nước như sữa, thịt và dầu ăn.
- Giá lợn hơi thấp hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp sản xuất thịt.
- Sản lượng đường nhập khẩu giá rẻ tăng cao sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất đường trong nước.

| Doanh nghiệp | Mã Bloomberg | Giá mục tiêu (đv: nội tệ) | Khuyến nghị | Vốn hóa (tr USD) | Tăng trưởng EPS ba năm (%) | P/E (x) | | P/B (x) | | ROE (%) | | ROA (%) | |
|---|--------------|---------------------------|-------------|------------------|----------------------------|---------|------|---------|------|---------|------|---------|------|
| | | | | | | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Doanh nghiệp sản xuất sữa | | | | | | | | | | | | | |
| China Mengniu Dairy Co | 2319 HK | N/a | KKN | 18.689 | 20,7 | 20,8 | 17,4 | 2,9 | 2,6 | 14,5 | 15,6 | 5,8 | 6,5 |
| Bright dairy & food Co Ltd-A | 600597 CH | N/a | KKN | 2.497 | 21,5 | 24,1 | 20,9 | 2,0 | 1,8 | 8,6 | 8,9 | 3,0 | 3,2 |
| Inner Mongolia Yili Indus-A | 600887 CH | N/a | KKN | 36.061 | 10,8 | 22,4 | 19,1 | 4,5 | 4,0 | 20,7 | 21,6 | 10,3 | 11,3 |
| Meiji Holdings Co Ltd | 2269 JP | N/a | KKN | 7.001 | 13,5 | 15,9 | 15,5 | 1,3 | 1,2 | 8,4 | 8,1 | 5,5 | 5,4 |
| Universal Robina Corp | URC PM | N/a | KKN | 3.905 | 44,3 | 19,5 | 16,7 | 1,9 | 1,9 | 10,1 | 11,2 | 7,2 | 8,3 |
| CTCP sữa Việt Nam | VNM VN | 110.000 | Khả quan | 6.632 | 0,9 | 15,2 | 14,2 | 4,3 | 4,0 | 31,2 | 32,9 | 20,3 | 21,2 |
| Doanh nghiệp 3F | | | | | | | | | | | | | |
| Charoen Pokphand Foods | CPF TB | N/a | KKN | 6.251 | 2,9 | 15,7 | 13,3 | 1,0 | 1,0 | 6,7 | 7,6 | 2,1 | 2,3 |
| Wellhope Foods Co | 603609 CH | N/a | KKN | 1.266 | 4,2 | 23,5 | 9,3 | 1,2 | 1,1 | 5,4 | 12,3 | 3,3 | 7,5 |
| Jiangxi Zhengbang | 002157 CH | N/a | KKN | 3.114 | N/a | N/a | 20,7 | N/a | N/a | N/a | 38,6 | N/a | N/a |
| Wens Foodstuffs Group | 300498 CH | N/a | KKN | 20.109 | N/a | N/a | 11,3 | 4,4 | 3,3 | -7,0 | 29,0 | -3,2 | 11,2 |
| CTCP Tập đoàn Dabaco | DBC VN | 25.000 | Trung lập | 171 | 99,3 | 5,2 | 5,8 | 0,7 | 0,6 | 11,1 | 11,4 | 5,0 | 5,6 |
| CTCP Masan MeatLife | MML VN | 73.400 | Trung lập | 919 | 170,3 | 51,0 | 66,7 | 3,7 | 3,5 | 7,9 | 5,6 | 4,1 | 3,2 |
| Package food Peers | | | | | | | | | | | | | |
| Indofood CBP Sukses Makmur Tbk PT | ICBP IJ | N/a | KKN | 7.201 | 12,7 | 15,2 | 13,4 | 2,8 | 2,5 | 18,7 | 18,9 | 6,1 | 6,8 |
| Nissin Foods Holdings Co Ltd | 2897 JP | N/a | KKN | 6.650 | 26,1 | 24,6 | 22,8 | 2,1 | 2,0 | 8,8 | 9,1 | 5,1 | 5,2 |
| Want Want China Holdings Ltd | 151 HK | N/a | KKN | 11.005 | 10,8 | 17,5 | 16,0 | 4,6 | 4,2 | 27,3 | 27,9 | 13,3 | 14,2 |
| Uni-President Enterprises Corp | 1216 TT | N/a | KKN | 12.368 | 4,9 | 18,1 | 16,5 | 3,0 | 2,8 | 17,3 | 18,3 | 4,5 | 4,8 |
| CTCP Hàng tiêu dùng Masan | MCH VN | 157.200 | Khả quan | 3.042 | 16,7 | 11,5 | 10,6 | 3,8 | 3,3 | 34,1 | 33,1 | 19,2 | 19,0 |
| Doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống khác | | | | | | | | | | | | | |
| Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Sài Gòn | SAB VN | N/a | KKN | 4.280 | (2,2) | 23,2 | 19,4 | 4,2 | 3,8 | 20,0 | 21,3 | 15,1 | 16,1 |
| Tổng CTCP Bia - Rượu - Nước giải khát Hà Nội | BHN VN | N/a | KKN | 545 | (6,8) | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a |
| CTCP Đường Quảng Ngãi | QNS VN | 61.000 | Khả quan | 669 | 0,8 | 12,5 | 11,1 | 2,0 | 1,9 | 20,6 | 20,9 | 14,6 | 14,6 |
| CTCP Thành Thành Công - Biên Hòa | SBT VN | N/a | KKN | 402 | 13,5 | 13,1 | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a |
| CTCP Tập đoàn Kido | KDC VN | 61.700 | Trung lập | 665 | 168,8 | 28,2 | 21,4 | 2,1 | 2,0 | 7,8 | 9,4 | 3,8 | 4,7 |

BĐS khu công nghiệp

06/2022

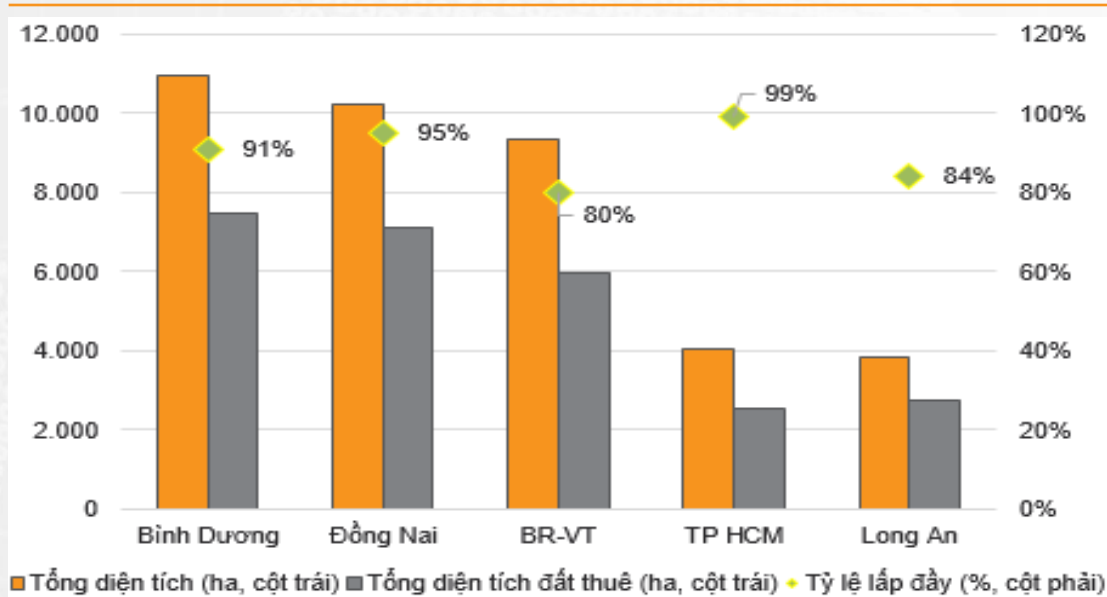
151

VNDIRECT

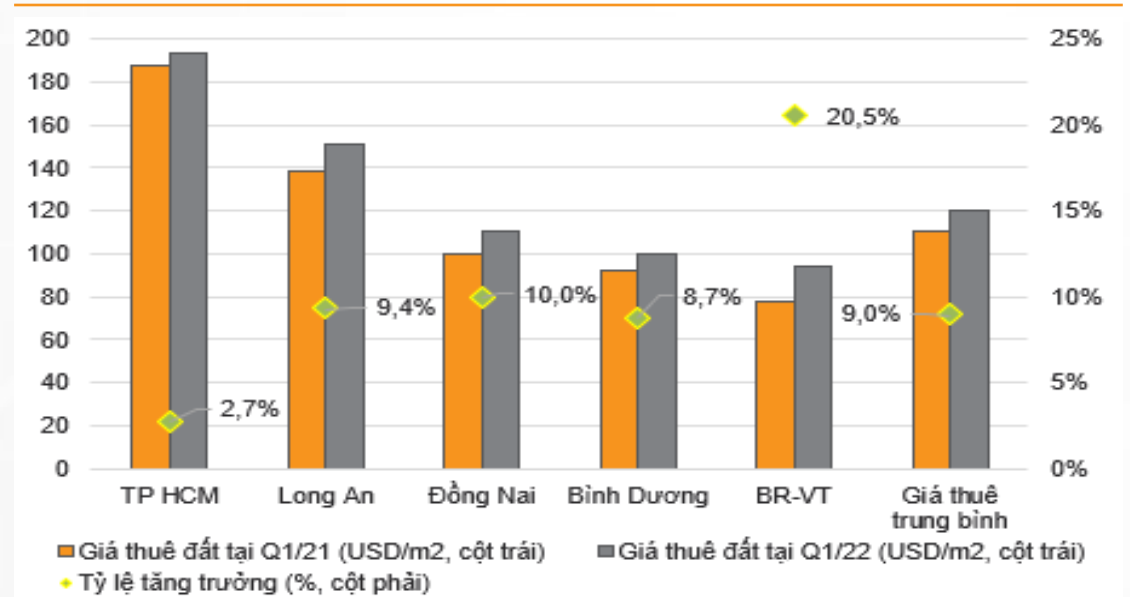
Tiếp tục tỏa sáng



Tỷ lệ lấp đầy trung bình trong 2021 tại phía Nam vẫn ở mức cao 89,6% (+0,8% svck) do nhu cầu tiếp tục vượt cung mới

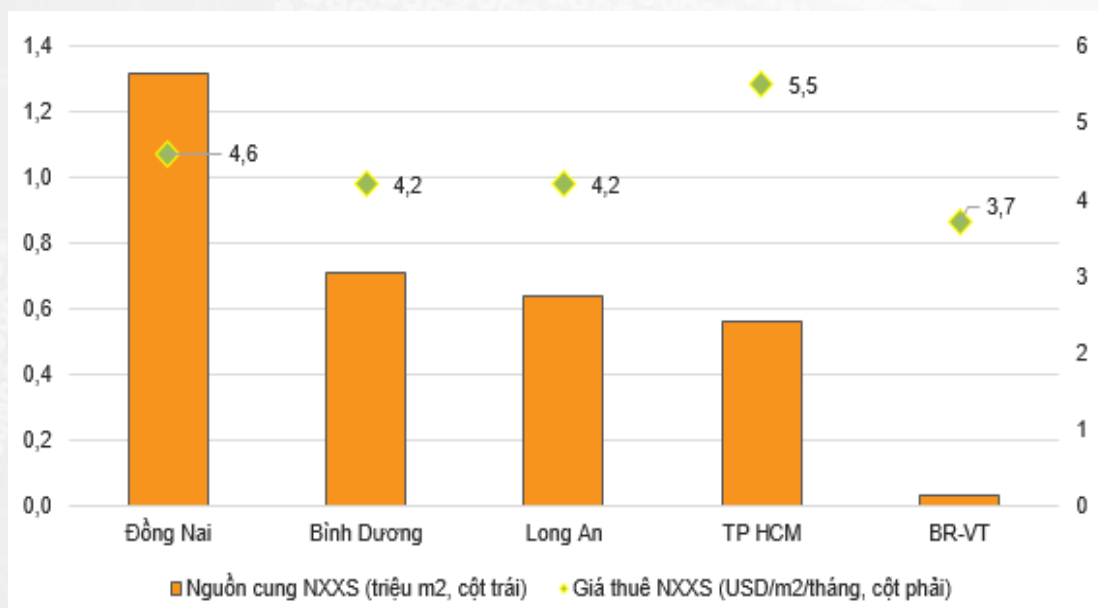


Giá thuê đất tại BR-VT tăng cao nhất khoảng 20% svck trong các KCN phía Nam, vào Q1/22



- Tổng diện tích đất công nghiệp đã đưa vào hoạt động tại năm tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Nam tăng 4,4% svck lên 26.000ha trong 2021. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ Bà Rịa-Vũng Tàu (BR-VT), Đồng Nai và Bình Dương. Tỷ lệ lấp đầy tại phía Nam duy trì ở mức cao 89,6% (+0,8% svck) trong 2021.
- Trong bối cảnh nhu cầu cao và diện tích đất công nghiệp hạn chế, giá thuê đất trung bình tiếp tục tăng 9% svck lên 120 USD/m2/kỳ thuê, theo JLL. Trong đó, chúng tôi nhận thấy giá thuê tại thành phố vệ tinh tăng mạnh mẽ như BR-VT ghi nhận mức tăng ấn tượng khoảng 20% svck lên 94 USD/m2/kỳ thuê trong Q1/22 nhờ thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng.

Giá thuê NXXS tại phía Nam tăng nhẹ 0,9% sv quý trước/5,9% svck trong Q1/22

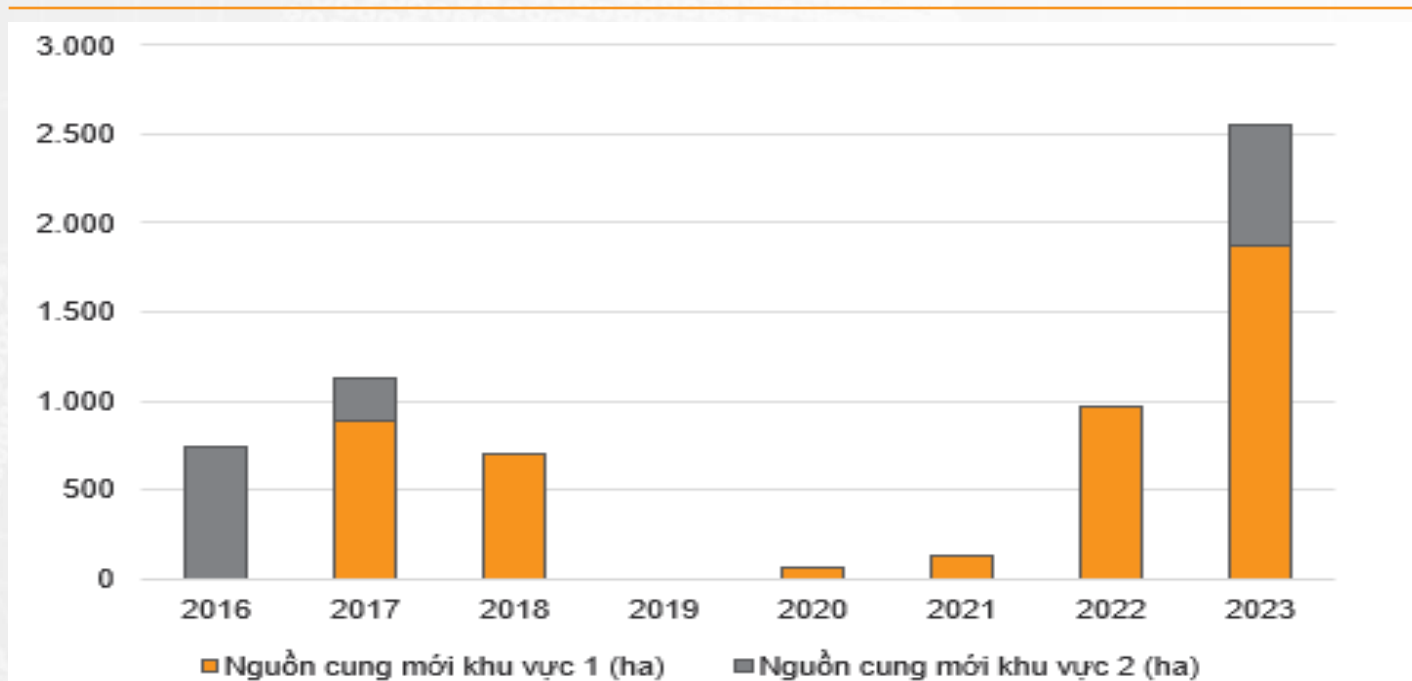


Cuộc đua đặt chân vào thị trường NK và NXXS ở phía Nam từ năm 2020, đặc biệt là ở Đồng Nai và Long An

| Chủ đầu tư | Quốc gia | Diện tích (ha) | Vị trí |
|----------------|----------------------|----------------|---|
| BW | Mỹ/Việt Nam | 518 | TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Hải Phòng |
| KCN Việt Nam | Việt Nam | 260 | Bắc Giang, Hải Phòng, Hải Dương, Đồng Nai, và Long An |
| KTG & Boustead | Việt Nam / Singapore | 84 | Đồng Nai, Hà Nội, Bắc Ninh |
| SLP logistics | Hong Kong | 78 | Bắc Giang, Bắc Ninh, Long An |
| Mapletree | Singapore | 75 | Đồng Nai, Bình Dương, Bắc Ninh |
| Kizuna | Việt Nam | 24 | Long An |
| Daiwahouse | Nhật Bản | 24 | Đồng Nai |
| Frasers | Singapore | 7 | Bình Dương |

- Chúng tôi nhận thấy thị trường nhà kho (NK) và nhà xưởng xây sẵn (NXXS) đang nổi lên với nguồn cung mới tăng đáng kể, lần lượt tăng 10% svck lên 3,5 triệu m2 và 8% svck lên 3,2 triệu m2 trong 2021, theo CBRE. Tỷ lệ lấp đầy NXXS duy trì ở mức cao 89% vào cuối Q1/22.
- Giá thuê NXXS tại phía Nam tăng nhẹ 0,9% sv quý trước/5,9% svck lên 4,8 USD/m2/tháng trong Q1/22.

Diện tích đất KCN phía Nam dự kiến tăng mạnh thêm 3.500ha trong 2022-23



Khu vực 1 phía Nam: TP HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An

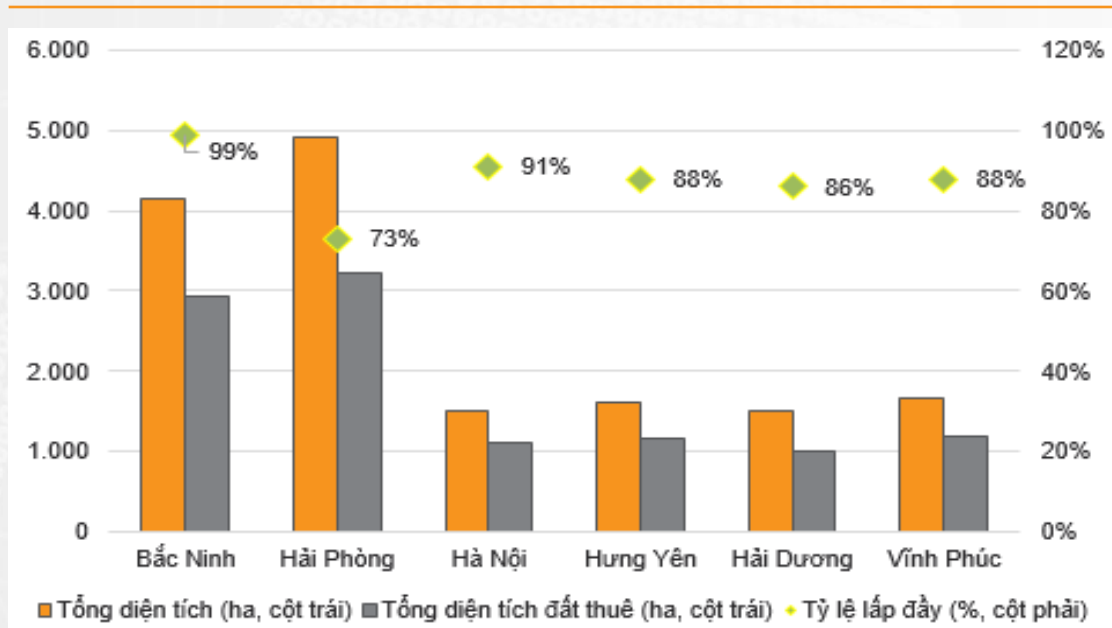
Khu vực 2 phía Nam: Bình Thuận, BR-VT, Bình Phước, Tây Ninh, Tiền Giang, Vĩnh Long

Diện tích đất KCN ở phía Nam dự kiến sẽ tăng thêm hơn 3.500ha trong 2022-23 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong khu vực. Chúng tôi nhận thấy cơ sở hạ tầng phía Nam đang được đẩy mạnh phát triển với các dự án sắp và đang được triển khai như 11 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam, đường cao tốc Trung Lương - Mỹ Thuận và giai đoạn một của dự án sân bay quốc tế Long Thành.

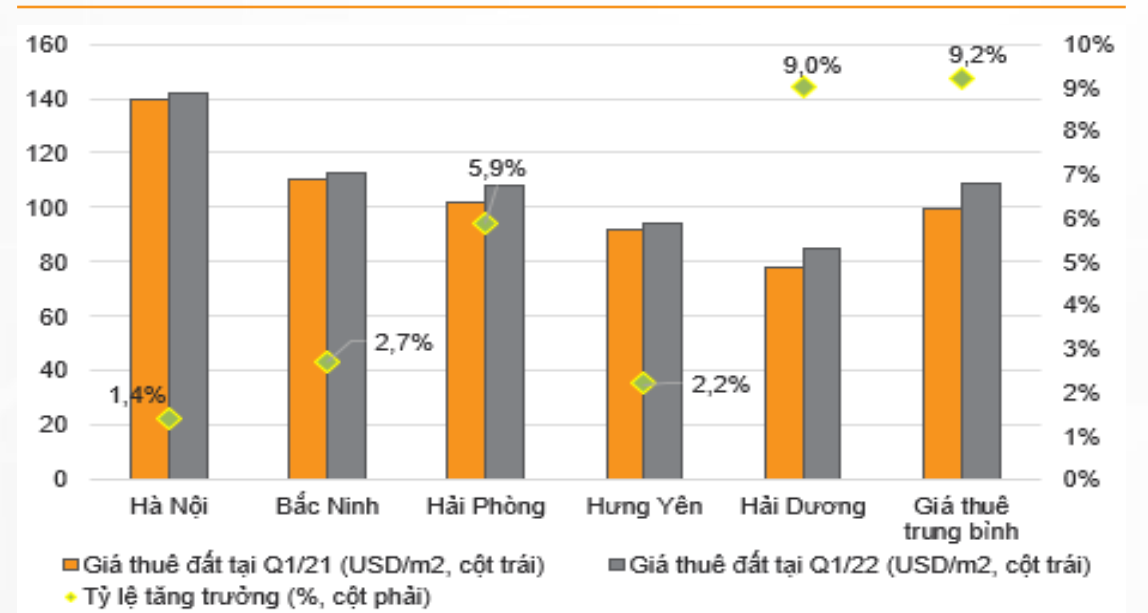
Chúng tôi nhận thấy Bình Dương nổi bật với hơn 2.000ha đất KCN dự kiến được đưa vào hoạt động trong 2022-23, với các dự án KCN VSIP 3 (1.000ha) của VSIP, KCN Cây Trường (700ha) của BCM, KCN Nam Tân Uyên (346ha) của NTC.

Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng Long An sẽ là điểm sáng nhờ thúc đẩy phát triển cơ sở hạ tầng và thương mại điện tử. Những yếu tố này giúp hỗ trợ KCN Hựu Thạnh (500ha) của IDC và KCN Nam Tân Tập sắp tới của SGT (245ha) trở nên hấp dẫn hơn nhờ nắm bắt được nhu cầu đất KCN ngày càng tăng.

Tỷ lệ lấp đầy trung bình trong 2021 tại miền Bắc vẫn ở mức cao 86,6% (+2,0% svck) do nhu cầu tiếp tục vượt cung mới

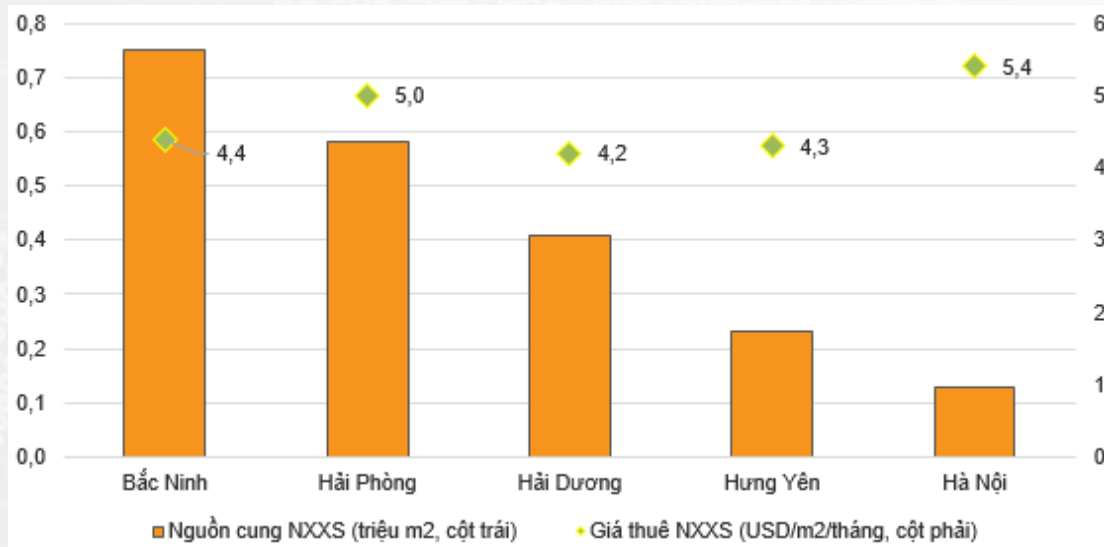


Giá thuê đất tại Hải Dương tăng cao nhất khoảng 9% svck trong các KCN phía Bắc, Q1/22



- Tổng diện tích đất công nghiệp đã đưa vào hoạt động tại sáu tỉnh/thành phố công nghiệp trọng điểm phía Bắc tăng 6,0% svck lên 10.600ha. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ Bắc Ninh và Hải Phòng. Nguồn cầu tiếp tục vượt cung mới với tỷ lệ lấp đầy trung bình tăng 2,0% svck lên 86,6%.
- Giá thuê đất KCN tại phía Bắc tiếp tục tăng mạnh trong Q1/22, với mức tăng trung bình 9% svck lên 109USD/m²/kỳ thuê. Chúng tôi nhận thấy Hải Dương ghi nhận mức tăng mạnh nhất 9% svck lên 85USD/m²/kỳ thuê, nhờ vị trí địa lý và cơ sở hạ tầng phát triển. Đáng chú ý, vào Q1/22 nhà đầu tư Ấn Độ đã công bố sẽ xây dựng công viên dược phẩm trị giá 12 tỷ USD tại Hải Dương.

Giá thuê NXXS tại phía Bắc ghi nhận mức tăng ổn định 3,5% svck trong Q1/22

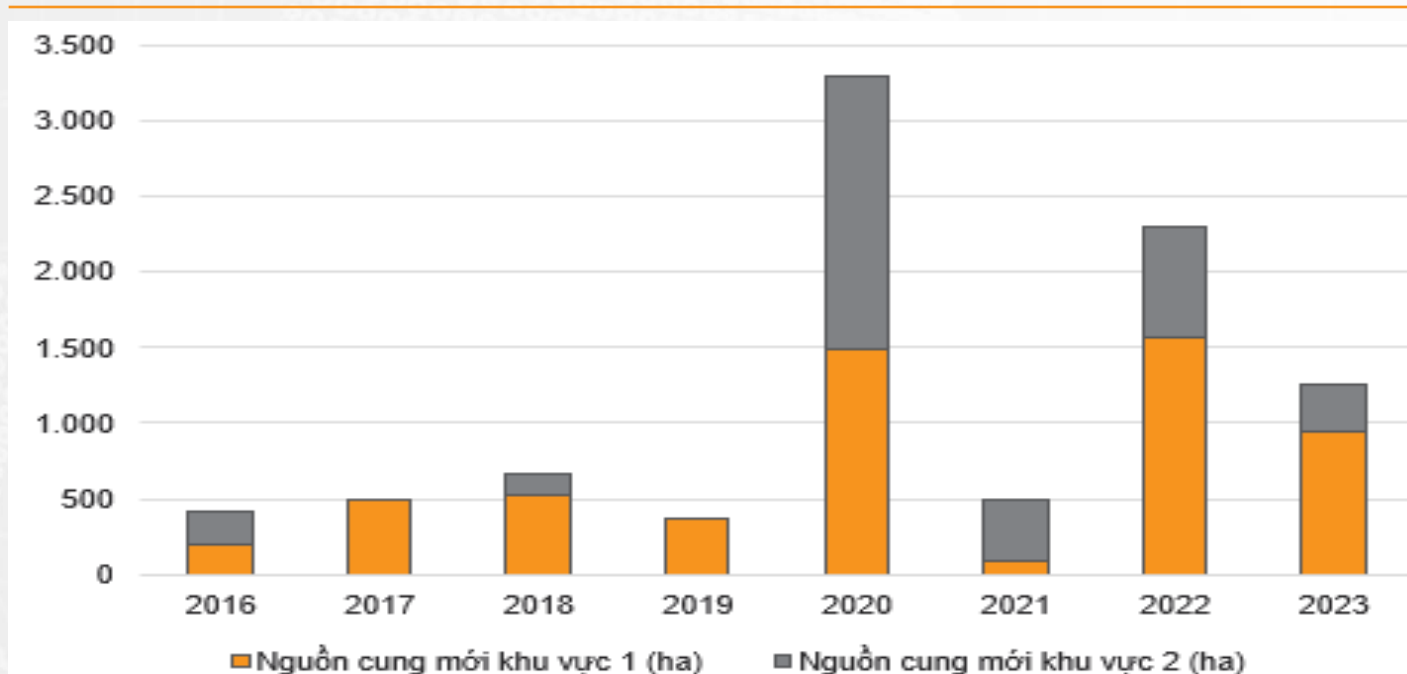


Cuộc đua đặt chân vào thị trường NK và NXXS ở miền Bắc từ năm 2020, đặc biệt là ở tỉnh Bắc Ninh

| Chủ đầu tư | Quốc gia | Diện tích (ha) | Vị trí |
|-------------------|----------------------|----------------|---|
| BW | Mỹ/Việt Nam | 518 | TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bắc Ninh, Hải Phòng |
| KCN Việt Nam | Việt Nam | 260 | Bắc Giang, Hải Phòng, Hải Dương, Đồng Nai, và Long An |
| KTG & Boustead | Việt Nam / Singapore | 84 | Đồng Nai, Hà Nội, Bắc Ninh |
| SLP logistics | Hong Kong | 78 | Bắc Giang, Bắc Ninh, Long An |
| Mapletree | Singapore | 75 | Đồng Nai, Bình Dương, Bắc Ninh |
| Gaw NP Industrial | Hong Kong | 13 | Thái Nguyên |
| Logos | Úc | 13 | Bắc Ninh |

- Nguồn cung mới NK và NXXS lần lượt tăng 7% svck lên 1,3 triệu m2 và 9% svck lên 2,5 triệu m2 trong 2021, theo CBRE. Theo JLL, tỷ lệ lấp đầy NXXS đạt 98% trong Q1/22. Chúng tôi kỳ vọng một số dự án NXXS đáng chú ý sẽ được triển khai vào năm 2022 giúp gia tăng nguồn cung như các dự án của liên doanh KTG-BKIM tại KCN Yên Phong II-C và BW tại KCN Hải Dương.
- Giá thuê NXXS tại phía Bắc ghi nhận mức tăng ổn định 3,5% svck trong Q1/22 lên USD4,7/m2/tháng trong Q1/22.

Nguồn cung mới có thể dịch chuyển sang Hưng Yên, Hải Dương do quỹ đất tại các trung tâm công nghiệp như Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Phòng hạn chế



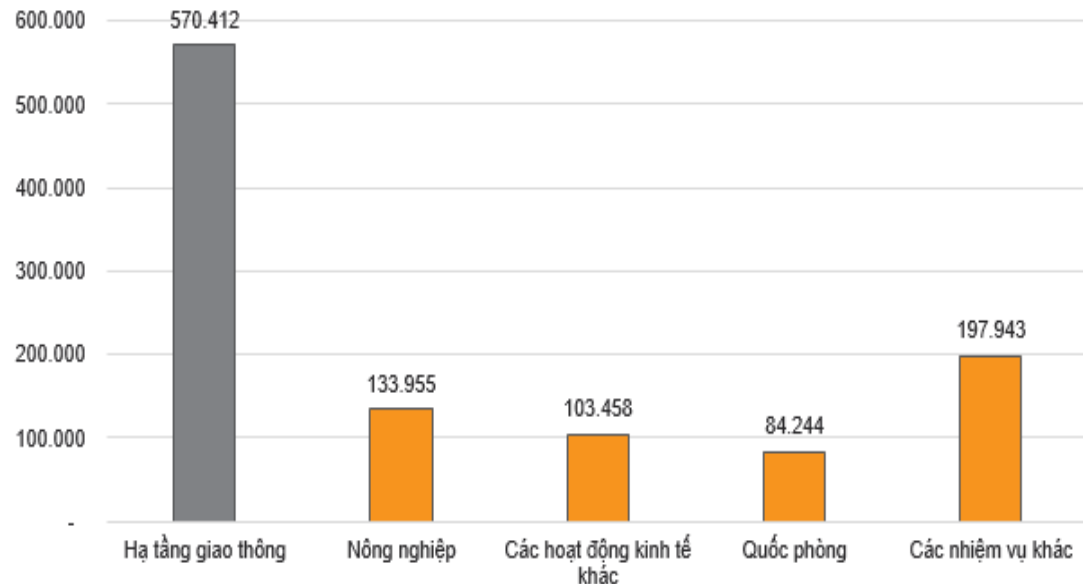
Khu vực 1 phía Bắc: Hà Nội, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên, Hải Phòng

Khu vực 2 phía Bắc: Bắc Giang, Nam Định, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh

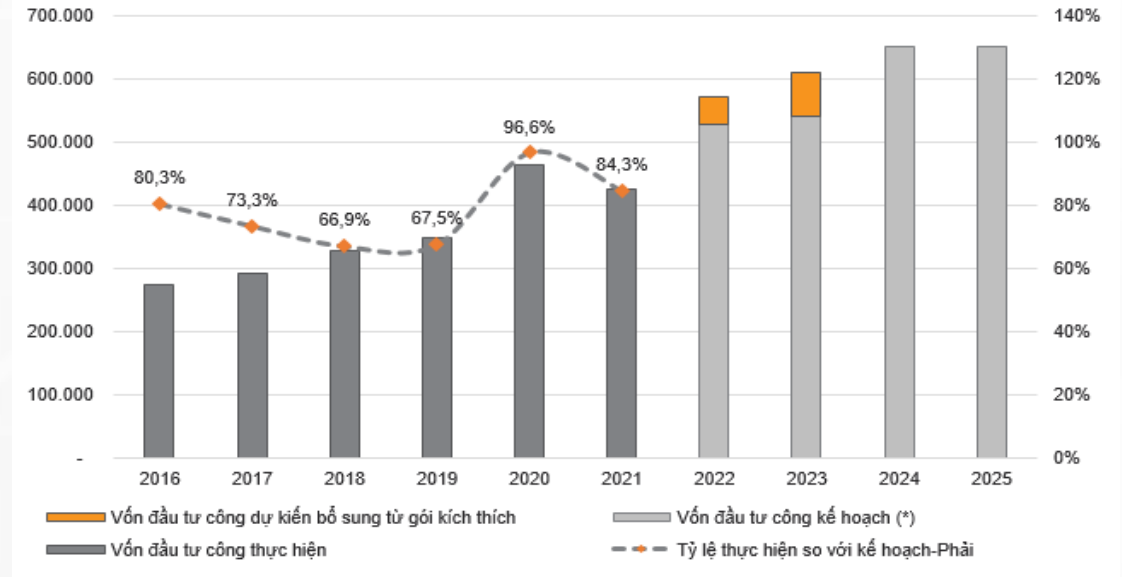
Diện tích đất KCN ở phía Bắc dự kiến sẽ tăng thêm hơn 3.600ha trong 2022-23 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong khu vực. Trong đó nổi bật KCN Trảng Duệ 3 của KBC nằm trong khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải, một trong những nơi được hưởng nhiều chính sách ưu đãi nhất của Chính phủ Việt Nam, dự kiến sẽ khởi công trong Q4/22-2023.

Trong bối cảnh quỹ đất ở các trung tâm công nghiệp ngày càng hạn chế, chúng tôi nhận thấy Hưng Yên và Hải Dương đang nổi lên nhờ vị trí thuận lợi, cơ sở hạ tầng được cải thiện, cũng như sự nỗ lực tích cực của chính quyền địa phương. KBC nổi bật với ba khu công nghiệp mới (1.291ha) tại Hải Dương và ba cụm công nghiệp mới (225ha) tại Hưng Yên có thể sẽ được bổ sung vào năm 2023-24.

Chi cho hạ tầng giao thông chiếm 52% tổng vốn đầu tư từ ngân sách trung ương trong Kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-25 (tỷ đồng)



Chúng tôi cho rằng giải ngân đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 20-30% svck (tỷ đồng)

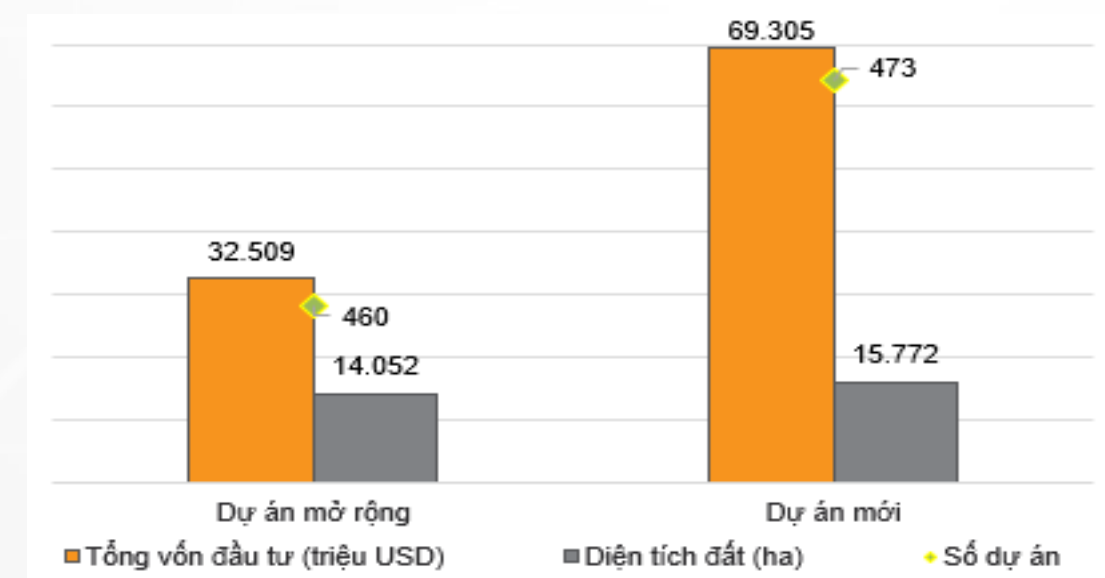


- Quốc hội mới đây đã thông qua gói kích thích kinh tế mới trị giá 347.000 tỷ đồng trong Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội. Đáng chú ý, nguồn vốn thực hiện nhóm giải pháp phát triển kết cấu hạ tầng lên tới 113.850 tỷ đồng, trong đó tập trung vào phát triển 13 dự án giao thông quan trọng (dự kiến chi 103.164 tỷ đồng). Tương tự trong kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-25, phân bổ vốn cho phát triển hạ tầng giao thông tiếp tục được chú trọng với 570.412 tỷ đồng, chiếm 52% tổng vốn đầu tư từ ngân sách trung ương.
- Chúng tôi tin rằng giải ngân vốn đầu tư công năm 2022 sẽ tăng 20-30% so với giải ngân thực tế năm 2021. Chính phủ cũng cho biết sẽ tập trung đẩy nhanh tiến độ các dự án hạ tầng lớn trong năm 2022 như Sân bay Long Thành, cao tốc Bắc-Nam. Những điều này sẽ tạo ra một mạng lưới giao thông công cộng kết nối dễ dàng giúp rút ngắn thời gian vận chuyển, giảm chi phí sản xuất, chi phí hậu cần, v.v.

Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn với chi phí hoạt động thấp và ưu đãi thuế

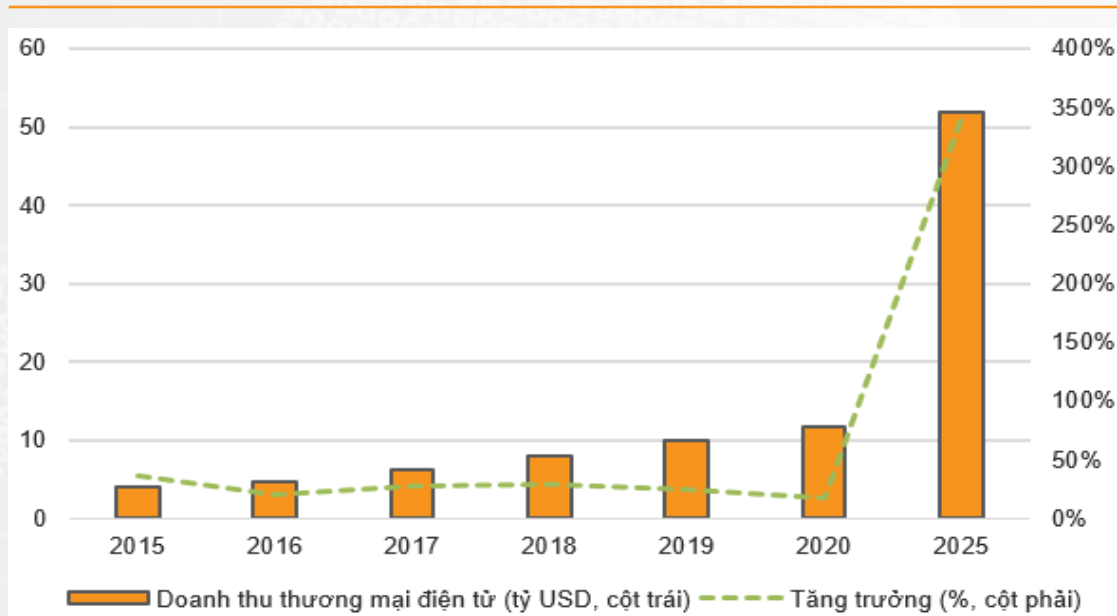
| | Tiền lương nhân viên sản xuất (USD/tháng) | Giá điện công nghiệp (USD/kWh) | Chi phí xây dựng nhà xưởng, nhà máy (USD/m ²) | Giá thuê đất trung bình (USD/m ² /kỳ thuê) | Thuế TNDN (%) | Số KCN |
|-----------------|---|--------------------------------|---|---|---------------|------------|
| Myanmar | 162 | 0,110 | na | 80 | 25 | 63 |
| Philippines | 205 | 0,110 | na | 122 | 30 | 323 |
| Việt Nam | 265 | 0,077 | 352 | 110 | 20 | 394 |
| Indonesia | 287 | 0,073 | 504 | 238 | 25 | 108 |
| Thái Lan | 440 | 0,121 | na | 183 | 20 | 86 |
| Malaysia | 844 | 0,099 | 533 | 225 | 24 | 340 |
| Trung Quốc | 1042 | 0,104 | 356 | na | 25 | na |

Lượng lớn các dự án đang được chuẩn bị triển khai trong Q1/22

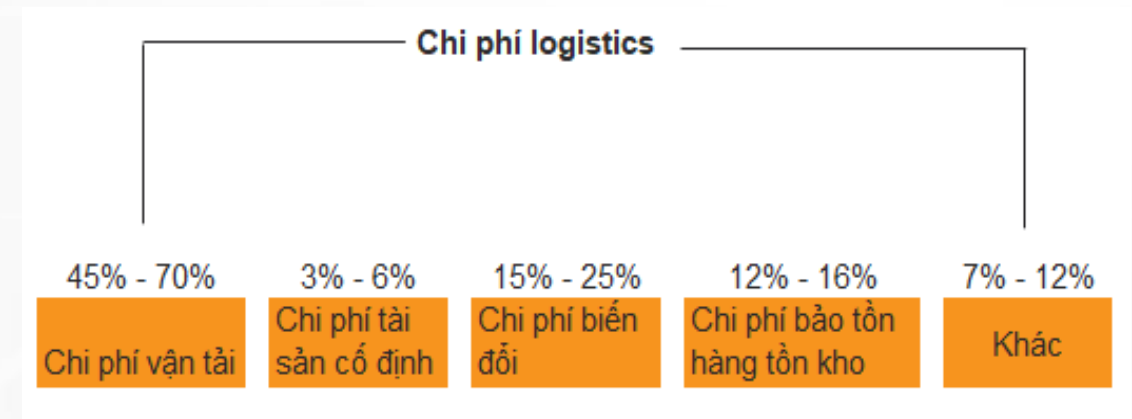


- Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) diễn biến tích cực hơn trong nửa cuối năm 2022 khi Việt Nam đẩy nhanh việc mở cửa trở lại nền kinh tế và nhiều đường bay quốc tế được phép hoạt động trở lại. Ngoài ra, Việt Nam vẫn được hưởng lợi từ chiến lược đa dạng hoá chuỗi cung ứng 'Trung Quốc +1' của các công ty đa quốc gia, trong đó Việt Nam là lựa chọn hàng đầu nhờ chi phí lao động cạnh tranh, vị trí gần Trung Quốc và chính trị ổn định. Chúng tôi duy trì dự báo từ đầu năm nay rằng vốn đăng ký của các dự án FDI và vốn thực hiện của các dự án FDI vào năm 2022 sẽ tăng lần lượt 10% svck và 9% svck.
- Theo Houselink, có 460 dự án mở rộng sản xuất (14.052ha diện tích đất) và 473 dự án mới (15.772ha diện tích đất) đang trong giai đoạn chuẩn bị và thiết kế trong Q1/22, do đó chúng tôi cho rằng xu hướng mở rộng sản xuất vẫn còn mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2022.

Sự bùng nổ thương mại điện tử ở Việt Nam với doanh thu tăng trưởng kép ước đạt 44,9% trong giai đoạn 2020-25

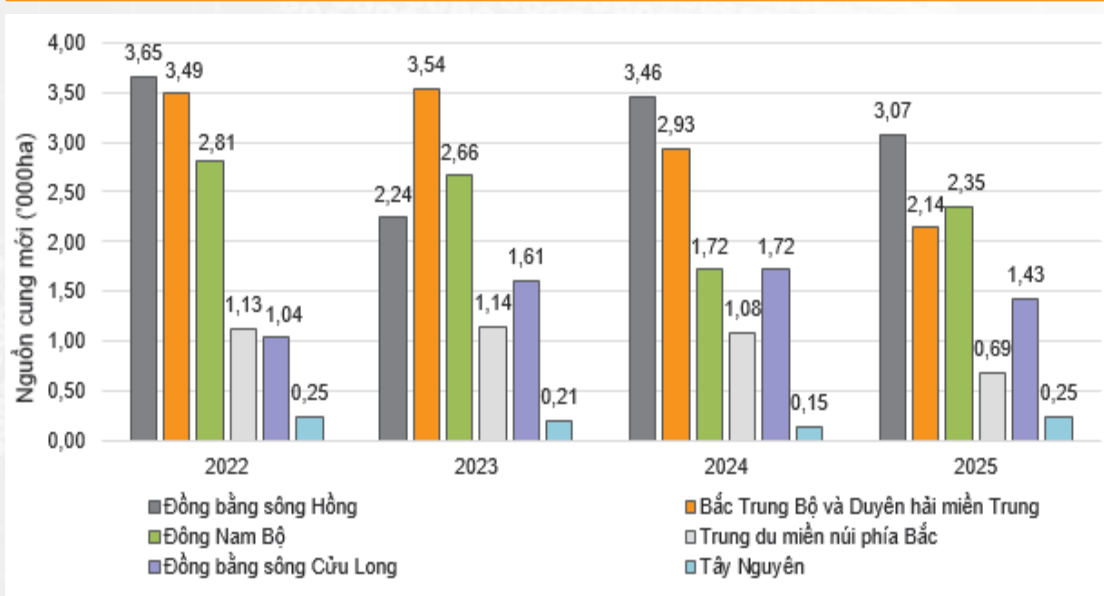


Chi phí vận chuyển tăng cao hơn nhiều so với tăng chi phí kho bãi

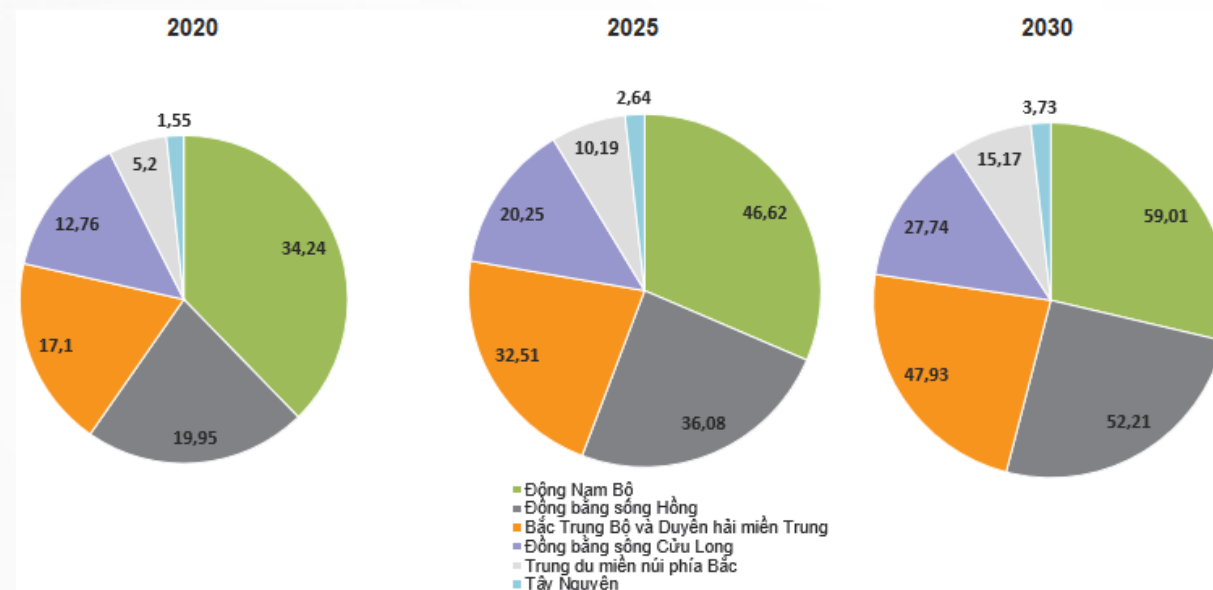


- Theo Bộ Công Thương, doanh thu từ thương mại điện tử của Việt Nam đang bùng nổ, với tốc độ tăng trưởng kép ước tính đạt 44,9% lên 52 tỷ USD trong giai đoạn 2020-25. Theo CBRE Châu Á, doanh thu từ thương mại điện tử đạt khoảng 25-27 tỷ USD ước tính sẽ yêu cầu thêm khoảng 350.000m² diện tích kho mới, tương đương với yêu cầu hơn 700.000m² kho bãi trong năm 2025 cho Việt Nam.
- Bên cạnh đó, nhu cầu hàng hóa mạnh mẽ và sự gián đoạn chuỗi cung ứng cũng làm tăng nhu cầu về diện tích nhà kho để dự trữ hàng hóa và giảm thiểu gián đoạn trong tương lai, theo CBRE Econometric Advisors.

Quy hoạch sử dụng đất KCN 2022-25: đẩy mạnh mở rộng nguồn cung mới tại Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung

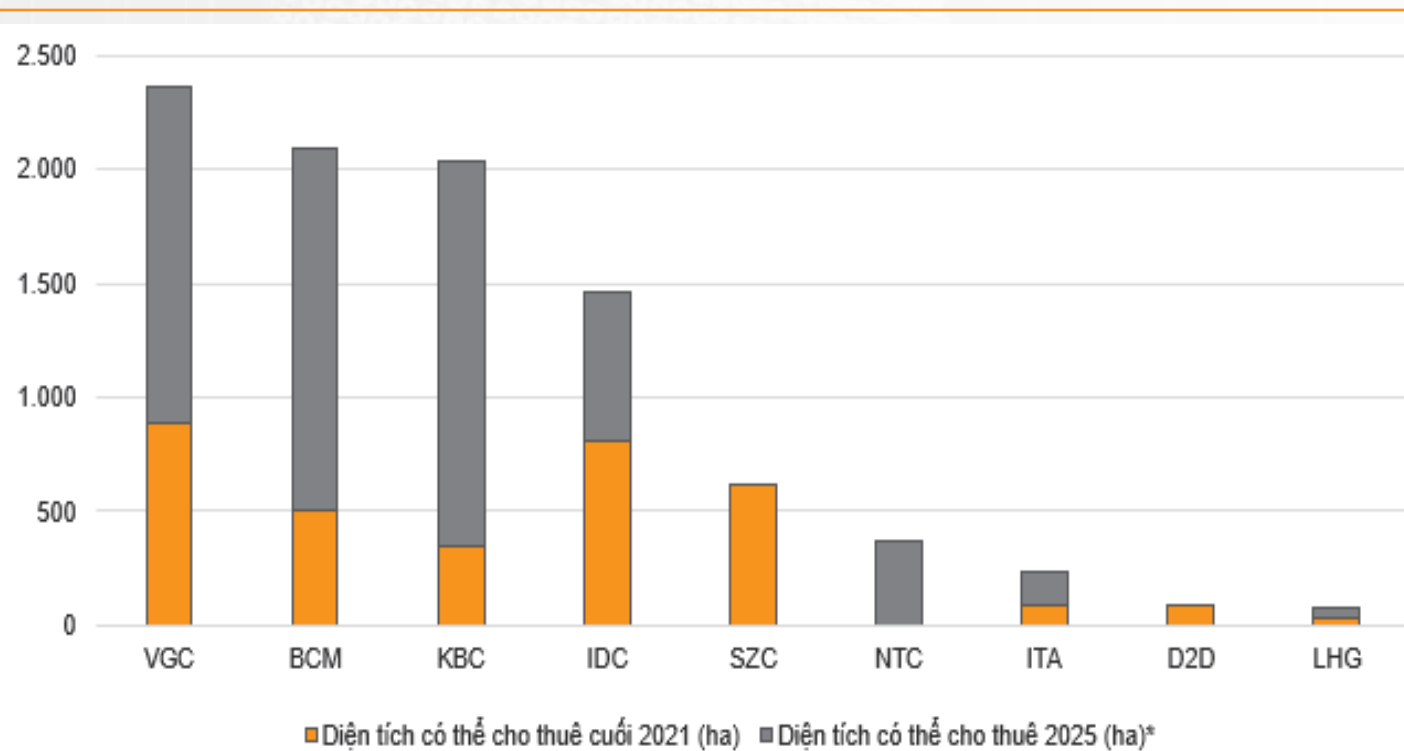


Quy hoạch sử dụng đất KCN đến 2030: bổ sung hơn 115.000ha đất KCN, tập trung tại Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung ('000ha)



- Trong bối cảnh nguồn cầu vượt cung, Việt Nam dự kiến sẽ đẩy mạnh mở rộng nguồn cung đất KCN để đáp ứng nhu cầu đang gia tăng. Theo quy hoạch sử dụng đất KCN đến 2030, Việt Nam dự kiến tăng 115.000ha, trong đó sẽ đẩy mạnh mở rộng nguồn cung mới tại Đồng bằng sông Hồng và Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung.

Tiềm năng lớn cho VGC, KBC và BCM với quỹ đất dồi dào dự kiến đưa vào hoạt động trong ba năm tới



*Dựa theo ước tính của chúng tôi.

Chúng tôi quan sát thấy các công ty KCN niêm yết đang tăng tốc mở rộng quỹ đất để đáp ứng nhu cầu thuê đất KCN đang gia tăng mạnh mẽ. Xét về diện tích cho thuê trong giai đoạn 2022-25, chúng tôi nhận thấy tiềm năng lớn đối với VGC, KBC và BCM với quỹ đất dồi dào dự kiến đưa vào hoạt động trong ba năm tới.

Chúng tôi lưu ý rằng GVR, PHR có nhiều tiềm năng chuyển đổi vườn cao su thành khu công nghiệp trong 2022-25. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thủ tục pháp lý cho các dự án này có thể bị kéo dài do thiếu cơ chế đất đai, đặc biệt là đối với các công ty cổ phần hóa.

Nghị định mới 35/2022/NĐ-CP về quản lý KCN và khu kinh tế ban hành vào 28/05/2022, có hiệu lực từ 15/07/2022, được kỳ vọng sẽ tạo khung pháp lý cho các hoạt động đầu tư phát triển các KCN và khu kinh tế.

| Các bổ sung/sửa đổi nổi bật trong Nghị định 35/2022/NĐ-CP | Nhận xét |
|--|--|
| <p>Bỏ thủ tục thành lập khu công nghiệp (Khoản 6, Điều 6).</p> | <p>Rút ngắn thời gian và đơn giản hóa các quy trình về đầu tư vào khu công nghiệp.</p> |
| <p>Bổ sung và làm rõ điều kiện đầu tư kinh doanh kết cấu hạ tầng khu công nghiệp (tỷ lệ lấp đầy, quy mô KCN, năng lực của nhà đầu tư và các điều kiện khác) (Điều 9,10). Nổi bật:</p> <ul style="list-style-type: none"> + Điều kiện tỷ lệ lấp đầy bình quân của các khu công nghiệp đã được thành lập trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương tối thiểu 60% sẽ không được áp dụng nếu đáp ứng các điều kiện tại Khoản 6, Điều 9. + KCN có quy mô diện tích trên 500ha phải được phân kỳ đầu tư theo các giai đoạn, mỗi giai đoạn không quá 500ha. + Quỹ đất dành cho nhà ở, công trình dịch vụ, tiện ích công cộng cho người lao động tối thiểu là 2% tổng diện tích khu công nghiệp. | <ul style="list-style-type: none"> - Nói lỏng quy định điều kiện tỷ lệ lấp đầy sẽ tạo cơ hội cho các chủ đầu tư KCN có năng lực phát triển các dự án KCN mới. - Điều kiện hạn chế về diện tích KCN có thể tạo ra một số rào cản cho các chủ đầu tư trong việc phát triển KCN trên 1.000ha và thu hút vốn dòng vốn FDI lớn. |
| <p>Trao quyền cho Ủy ban nhân dân cấp tỉnh và các cấp địa phương khác. Nổi bật:</p> <ul style="list-style-type: none"> + “Ủy ban nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh địa điểm, điều chỉnh quy mô diện tích lập quy hoạch xây dựng khu công nghiệp ...” (Khoản 7, Điều 7). | <p>Rút ngắn các bước thủ tục điều chỉnh khi không phải nộp hồ sơ lên cơ quan Trung ương sẽ rút ngắn thời gian, tiết kiệm chi phí và đơn giản hóa các quy định về đầu tư vào KCN.</p> |



| Các bổ sung/sửa đổi nổi bật trong Nghị định 35/2022/NĐ-CP | Nhận xét |
|--|---|
| Quy định điều kiện chuyển đổi khu công nghiệp sang phát triển khu đô thị - dịch vụ (Điều 13). | Tạo điều kiện cho các KCN kém hiệu quả, nằm trong lòng khu đô thị, gây ô nhiễm môi trường như KCN Biên Hòa 1 chuyển đổi công năng. |
| Bỏ điều khoản: “Khu chức năng đô thị - dịch vụ chỉ được triển khai đồng thời hoặc sau khi hoàn thành đầu tư xây dựng các hạng mục công trình kết cấu hạ tầng cơ bản của khu công nghiệp.” (Điều 35). | Khuyến khích các nhà phát triển linh hoạt hơn trong việc đầu tư và phát triển. |
| Quy định rõ các loại hình khu công nghiệp, bao gồm khu công nghiệp hỗ trợ, khu công nghiệp chuyên ngành, khu công nghiệp công nghệ cao; khu công nghiệp - đô thị - dịch vụ. | Tạo hành lang pháp lý rõ ràng để doanh nghiệp thuận lợi định hướng mô hình KCN phát triển. |
| <p>Chính sách hỗ trợ và hợp tác phát triển khu công nghiệp sinh thái (Mục 4):</p> <ul style="list-style-type: none"> + Hướng dẫn chi tiết hơn về việc thành lập, tiêu chí xây dựng, cơ sở hạ tầng khu công nghiệp sinh thái + Bổ sung một số hỗ trợ của UBND tỉnh + Bổ sung một số nghĩa vụ của Ban quản lý KCN, KKT + Bổ sung các chính sách khuyến khích, ưu đãi đáng kể đối với các nhà đầu tư xây dựng và phát triển | Tạo điều kiện và khuyến khích phát triển các KCN bền vững để giảm thiểu tác động đến môi trường theo cam kết đạt phát thải ròng bằng “0” vào 2050 của Việt Nam. |

Phần lớn các DN KCN niêm yết sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn đạt KQKD ấn tượng Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)

| | Doanh thu Q1/22 | Doanh thu Q1/21 | Thay đổi svck (%) | LN ròng Q1/22 | LN ròng Q1/21 | Thay đổi svck (%) |
|-----|--------------------|--------------------|----------------------|------------------|------------------|----------------------|
| GVR | 4.893 | 4.850 | 1% | 1.055 | 818 | 29% |
| VGC | 3.833 | 2.358 | 63% | 702 | 277 | 153% |
| IDC | 1.673 | 1.046 | 60% | 255 | 53 | 381% |
| SIP | 1.476 | 1.331 | 11% | 230 | 186 | 24% |
| BCM | 1.433 | 1.399 | 2% | 425 | 457 | -7% |
| SNZ | 1.158 | 1.226 | -6% | 144 | 174 | -17% |
| KBC | 692 | 2.002 | -65% | 481 | 599 | -20% |
| PHR | 366 | 280 | 31% | 295 | 84 | 251% |
| SZC | 277 | 178 | 56% | 75 | 80 | -6% |
| DPR | 204 | 202 | 1% | 38 | 39 | -3% |
| LHG | 114 | 110 | 4% | 49 | 33 | 48% |
| ITA | 64 | 177 | -64% | 16 | 57 | -72% |
| NTC | 53 | 68 | -22% | 82 | 113 | -27% |
| TIP | 39 | 97 | -60% | 5 | 40 | -88% |
| D2D | 22 | 88 | -75% | 6 | 47 | -87% |

Chúng tôi nhận thấy phần lớn các DN KCN niêm yết sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn đạt KQKD ấn tượng Q1/22.

- Doanh thu Q1/22 của VGC tăng 63% svck lên 3.833 tỷ đồng, nhờ vào mảng kính (+257% svck đạt 859 tỷ đồng) và mảng KCN (+22% svck đạt 931 tỷ đồng). Biên LN gộp Q1/22 tăng 7,6 điểm % svck lên 36,4% nhờ giá vật liệu xây dựng tăng mạnh. Do đó, LN ròng Q1/22 tăng 153% svck lên 702 tỷ đồng.
- Doanh thu Q1/22 của IDC tăng 60% svck lên 1.673 tỷ đồng nhờ chuyển đổi sang ghi nhận một lần đối với một số KCN. Biên LN gộp Q1/22 tăng 8,0 điểm % svck lên 24,8% nhờ đóng góp của ngành động sản có biên LN cao. LN ròng Q1/22 tăng 381% svck lên 255 tỷ đồng.
- Doanh thu Q1/22 của BCM tăng 2% svck lên 1.433 tỷ đồng, chủ yếu từ KCN và BĐS dân cư. Biên LN gộp Q1/22 tăng 15,8 điểm % svck lên 57,3% nhờ bàn giao BĐS dân cư có biên LN cao. Tuy nhiên, chi phí tài chính trong Q1/22 tăng mạnh 74% svck lên 266 tỷ đồng trong khi thu nhập từ công ty liên kết giảm 28% svck xuống 170 tỷ đồng. Do đó, LN ròng Q1/22 giảm 7% svck xuống còn 425 tỷ đồng.

| Tỷ đồng | BCM | | | KBC | | | PHR | | | SZC | | |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 6.990 | 7.485 | 12.687 | 4.246 | 9.353 | 14.602 | 1.945 | 2.165 | 2.498 | 713 | 1.128 | 1.529 |
| % tăng trưởng | 7,5 | 7,1 | 69,5 | 97,4 | 120,3 | 56,1 | 19,2 | 11,3 | 15,4 | 64,7 | 58,2 | 35,5 |
| LN gộp | 3.221 | 3.285 | 5.535 | 2.467 | 5.810 | 9.275 | 516 | 559 | 664 | 451 | 529 | 782 |
| Biên LN gộp (%) | 46,1 | 43,9 | 43,6 | 58,1 | 62,1 | 63,5 | 26,6 | 25,8 | 26,6 | 63,2 | 46,9 | 51,2 |
| LN ròng | 1.405 | 2.417 | 4.452 | 782 | 3.973 | 5.849 | 478 | 1.224 | 868 | 324 | 377 | 566 |
| % tăng trưởng | -29 | 72,1 | 84,1 | 249,2 | 407,8 | 47,2 | -55,9 | 156,2 | -29,1 | 74,0 | 16,4 | 50,2 |
| EPS (VND/cp) | 1.357 | 2.336 | 4.301 | 1.373 | 5.175 | 7.620 | 3.524 | 9.030 | 6.405 | 3.236 | 3.768 | 5.662 |
| BVPS (VND/cp) | 15.585 | 17.113 | 20.614 | 24.380 | 23.630 | 31.250 | 22.057 | 25.709 | 27.880 | 15.656 | 16.784 | 20.766 |
| Tỷ lệ cổ tức (%) | 1,1 | 1,3 | N/A | 0 | N/A | N/A | 6,4 | 7,4 | N/A | 1,5 | 2,4 | N/A |
| ROAE (%) | 8,7 | 14,2 | 22,3 | 6,6 | 24,7 | 27,2 | 15,4 | 37,8 | 23,9 | 23,7 | 24,0 | 30,2 |
| ROAA (%) | 2,9 | 4,6 | 7,7 | 2,9 | 11,7 | 14,9 | 7,6 | 18,7 | 11,8 | 6,5 | 5,6 | 6,6 |
| Tỷ lệ nợ/VCSH (%) | 78 | 98 | 73 | 28 | 29 | 17 | -52,1 | -51,6 | -42,3 | 132,4 | 94,6 | 53,0 |

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC, Khả quan, Giá mục tiêu: 54.000 đ/cp). Chúng tôi tin rằng KBC có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu BĐS KCN ngày càng tăng vì 1) sở hữu quỹ đất lớn với hơn 2.000ha đất KCN được kỳ vọng đưa vào khai thác trong 2022-24, 2) KBC giữ vị thế dẫn đầu trong việc thu hút FDI với danh mục khách hàng là những tập đoàn công nghệ lớn, bao gồm Samsung Electronics Việt Nam tại KCN Quế Võ, LG Electronics tại KCN Trảng Duệ, Foxconn tại KCN Quang Châu và sắp tới là OPPO tại KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng kể từ 2022 sẽ là điểm rơi lợi nhuận cho hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của KBC. KBC hiện đang hoàn thành các thủ tục pháp lý và đang thi công san lấp tại dự án KĐT Trảng Cát (581ha) với tổng giá trị phát triển chúng tôi ước hơn 50.000 tỷ đồng. Công ty dự kiến sẽ mở bán buôn 30ha đất thành phẩm đầu tiên trong 2022. KBC cũng dự kiến sẽ bàn giao 6ha đất tại KĐT Phúc Ninh trong 2022, với doanh thu ước khoảng 1.300-1.400 tỷ đồng. Các dự án này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng doanh thu dài hạn cho KBC. Chúng tôi dự báo LN ròng của KBC năm 2022-23 sẽ đạt 3.973 tỷ đồng (+407,8% svck) / 5.849 tỷ đồng (+47,2% svck) trong 2022-23.

Tiềm năng tăng giá đến từ việc bán đất nhanh hơn và liệu KBC có thể xoá các rào cản pháp lý để bắt đầu các KCN mới hay không. Rủi ro giảm giá gồm 1) bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) chậm trễ hoàn tất thủ tục pháp lý tại các dự án KĐT Trảng Cát và KCN Trảng Duệ 3 và 3) chậm trễ ghi nhận doanh thu từ các dự án nhà ở.

Sonadezi Châu Đức (SZC, Khả quan, Giá mục tiêu: 81.100 đ/cp). Chúng tôi ưa thích do: 1) quỹ đất lớn (600ha) và giá cho thuê cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cùng ngành niêm yết tại Việt Nam; 2) khả năng thu hút tệp khách hàng đa dạng nhờ vị thế gần cảng biển, sân bay và các KCN khác của Bà Rịa – Vũng Tàu, một trung tâm sản xuất tại phía Nam; giá thuê đất KCN trung bình Q1/22 tại BR-VT tăng 20,5% svck lên 94 USD/m²/kỳ thuê, mức tăng mạnh nhất trong 5 tỉnh/thành phố phía Nam (TP.HCM, Long An, Đồng Nai, Bình Dương, BR-VT) và 3) hoạt động kinh doanh BĐS nhà ở của SZC có thể đón điểm rơi lợi nhuận trong 2022-24 với giai đoạn đầu tiên - Sonadezi Hữu Phước (40,5ha) đã mở bán thành công trong nửa cuối năm 2021. Thêm vào đó, SZC đã thông qua Báo cáo Nghiên cứu khả thi dự án Khu đô thị Châu Đức với tổng giá trị phát triển dự kiến hơn 14.500 tỷ đồng sau hơn 10 năm. Chúng tôi tin rằng công ty sẽ đẩy mạnh việc hoàn thành các thủ tục pháp lý tại dự án này và đưa vào khai thác để nắm bắt xu hướng giá đất tăng tại BR-VT trong những năm gần đây.

Tiềm năng tăng giá cho SZC là 1) doanh thu KCN và dân cư tốt hơn dự kiến, 2) giải phóng mặt bằng nhanh hơn giúp đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án. Rủi ro giảm giá là 1) giá đền bù đất cao hơn dự kiến, 2) tiến độ pháp lý tại các dự án KĐT chậm hơn dự kiến.

Becamex (BCM): BCM là nhà phát triển KCN hàng đầu tại Bình Dương với 6 KCN đang hoạt động có quy mô diện tích hơn 4.000ha, chiếm khoảng 30% tổng quỹ đất công nghiệp của Bình Dương. Ngoài ra, BCM có kế hoạch đưa vào hoạt động KCN Cây Trường (700ha) với tổng vốn đầu tư 5.459 tỷ đồng trong năm 2022, nâng tổng diện tích sẵn sàng cho thuê lên 992ha, là một trong những DN KCN niêm yết có diện tích đất cho thuê lớn nhất miền Nam. Với nguồn cung KCN dồi dào của BCM và nhu cầu công nghiệp ngày càng tăng tại Việt Nam, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng KCN trong năm 2022-23 lần lượt đạt 2.914 tỷ đồng (+11,5% svck) và 3.603 tỷ đồng (+23,7% svck). Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng BCM có thể hoàn tất các thủ tục chuyển nhượng 18,9ha đất từ dự án Thành phố mới Bình Dương cho Capitaland trong năm 2022 và ghi nhận khoản doanh thu 5.060 tỷ đồng trong năm 2023. Chúng tôi ước tính LN ròng 2022-23 của BCM lần lượt đạt 2.417 tỷ đồng (+72,1% svck) và 4.452 tỷ đồng (+84,1% svck).

Tiềm năng tăng giá 1) doanh số bán KCN hoặc đất ở nhanh hơn dự kiến, 2) giá thuê cao hơn dự kiến tại các KCN mới như KCN VSIP 3 Bình Dương, KCN Cây Trường và 3) ra mắt các KCN mới sớm hơn dự kiến. **Rủi ro giảm giá:** 1) doanh số bán đất KCN kém hơn dự kiến, 2) thủ tục cấp phép dự án mới bị trì hoãn và 3) đòn bẩy cao hơn dự kiến có thể làm giảm LN ròng.

Tiềm năng tăng giá: **1)** dòng vốn FDI mạnh hơn dự kiến; **2)** các nút thắt pháp lý được tháo gỡ giúp thúc đẩy thủ tục triển khai dự án nhanh hơn.

Rủi ro giảm giá:

- 1) Mức thuế doanh nghiệp tối thiểu toàn cầu 15% của Tổ chức Hợp tác và phát triển kinh tế (OECD) có hiệu lực từ năm 2023 có thể làm giảm lợi thế ưu đãi thuế của Việt Nam như miễn thuế 4 năm, giảm thuế 50% trong 9 năm và ưu đãi 10% thuế suất trong 15 năm đối với các công ty đầu tư vào các lĩnh vực được khuyến khích, v.v. nếu không có bất kỳ luật thuế nào được sửa đổi;
- 2) Giá đền bù tăng làm chậm tiến độ triển khai dự án, tăng chi phí đầu tư và giá thuê đất KCN;
- 3) Giá thuê đất tiếp tục tăng cao có thể làm mất lợi thế chi phí hoạt động thấp của Việt Nam;
- 4) Cạnh tranh ngày càng tăng từ các nước trong khu vực. Không chỉ Việt Nam mà các nước lân cận cũng nhanh chóng bổ sung thành lập các khu công nghiệp mới. Indonesia thành lập KCN 4.000ha vào năm 2020, Myanmar hợp tác với Hàn Quốc, Thái Lan, Singapore thành lập KCN Myanmar Singapore (436ha), Yangon Amata Smart và Eco City (800ha) để thu hút thêm các công ty sản xuất nước ngoài).

| Tên công ty | Mã | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa | P/E (x) | | | EPS 3 năm | P/B (x) | | | ROE (%) | | Nợ/VCSH Q1/22 (%) |
|---|--------|--------------|--------------|-------------|---------|-------------|-------------|-------------|---------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------------|
| | | Nội tệ | Nội tệ | | Tr.USD | TTM | 2022 | 2023 | Tăng trưởng kép (%) | Hiện tại | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | |
| Cao su Việt Nam | GVR VN | 22.700 | NA | KKN | 3.906 | 20,7 | 18,6 | 18,6 | 3 | 1,8 | N/A | N/A | 8,1 | 10,0 | 78,4 |
| Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp | BCM VN | 63.300 | NA | KKN | 2.818 | 53,2 | 27,1 | 14,7 | 34 | 4,0 | 3,7 | 3,1 | 14,2 | 22,3 | 65,7 |
| Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc | KBC VN | 29.700 | 54.000 | Khả quan | 981 | 34,3 | 5,7 | 3,9 | 37 | 1,6 | 1,3 | 1,0 | 24,7 | 27,2 | 24,2 |
| Tổng Công ty Viglacera | VGC VN | 52.600 | NA | KKN | 1.014 | 14,3 | 15,1 | 14,5 | 15 | 3,0 | 3,1 | 2,5 | 22,9 | 21,6 | 3,0 |
| Tổng Công ty Phát triển KCN | SNZ VN | 36.000 | NA | KKN | 583 | 15,2 | N/A | N/A | N/A | 2,4 | N/A | N/A | 16,1 | N/A | 12,4 |
| Tổng Công ty IDICO | IDC VN | 51.700 | NA | KKN | 667 | 23,6 | 8,2 | 6,9 | 20 | 3,7 | 1,9 | 1,7 | 13,0 | 16,0 | 17,3 |
| CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG | SIP VN | 99.000 | NA | KKN | 396 | 11,0 | N/A | N/A | N/A | 3,1 | N/A | N/A | 31,5 | N/A | (120,6) |
| CTCP Cao su Phước Hòa | PHR VN | 65.200 | 88.000 | Khả quan | 380 | 12,8 | 8,4 | 14,9 | 6 | 2,7 | 2,5 | 2,3 | 37,8 | 23,9 | (52,1) |
| CTCP Sonadezi Châu Đức | SZC VN | 44.500 | 81.100 | Khả quan | 191 | 16,1 | 13,0 | 8,7 | 47 | 3,2 | 2,7 | 2,1 | 24,0 | 30,2 | 132,4 |
| CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên | NTC VN | 166.000 | NA | KKN | 171 | 13,5 | 4,7 | 4,3 | N/A | 6,3 | 5,3 | N/A | 44,7 | 51,1 | (180,1) |
| CTCP Long Hậu | LHG VN | 32.300 | NA | KKN | 69 | 5,2 | 8,3 | 9,1 | 16 | 1,1 | 1,9 | 1,8 | 22,1 | 20,7 | (60,8) |
| KCN Cao Su Việt Nam | VRG VN | 32.400 | NA | KKN | 36 | 265,6 | N/A | N/A | N/A | 3,1 | N/A | N/A | 1,2 | N/A | 132,4 |
| Trung bình VN | | | | | | 40,5 | 12,1 | 10,6 | 24,9 | 3,0 | 2,8 | 2,1 | 21,7 | 24,8 | (20,1) |

Dầu khí

06/2022

171

VNDIRECT

Nước nổi, thuyền lên

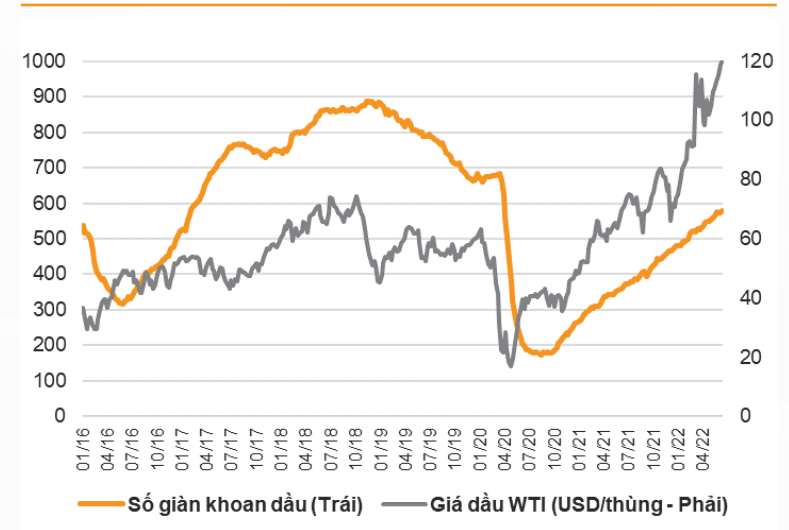
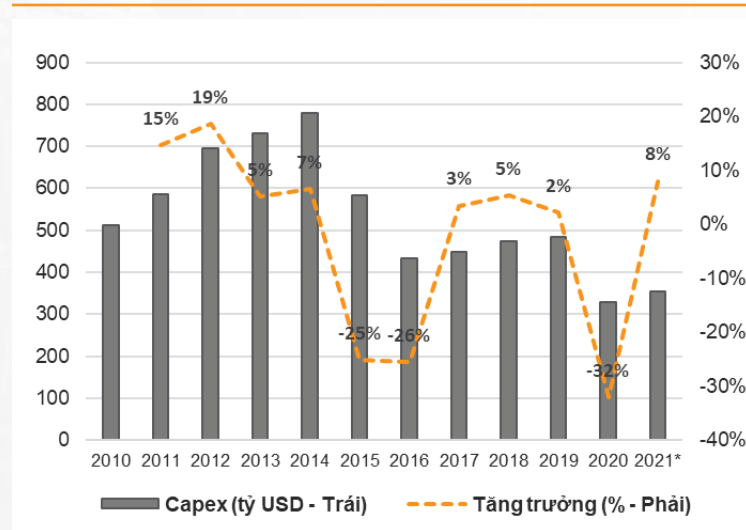
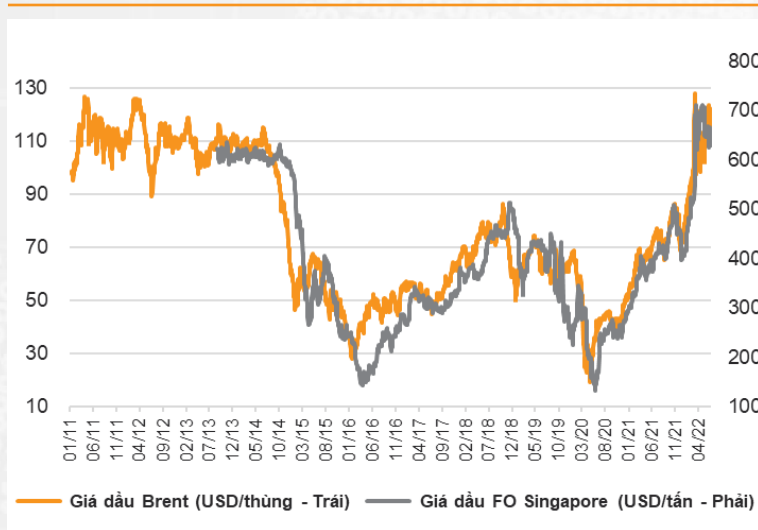


D Diễn biến giá dầu Brent trong 6T22: Giá dầu biến động trong một “môi trường không thể đoán định”

Giá dầu tăng mạnh trong 6T22 do căng thẳng địa chính trị tại Ukraine làm trầm trọng thêm tình trạng mất cân bằng cung – cầu

Đầu tư vào hoạt động thượng nguồn trên toàn cầu vẫn duy trì ở mức thấp hơn nhiều so với trước đại dịch

Số giàn khoan dầu tại Mỹ đang phản ứng chậm hơn so với đà tăng giá dầu, cho thấy sự phục hồi chậm của ngành dầu mỏ Mỹ



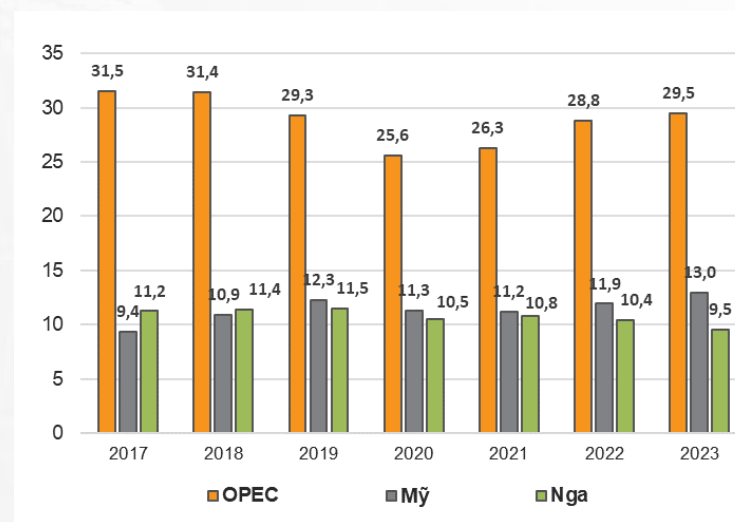
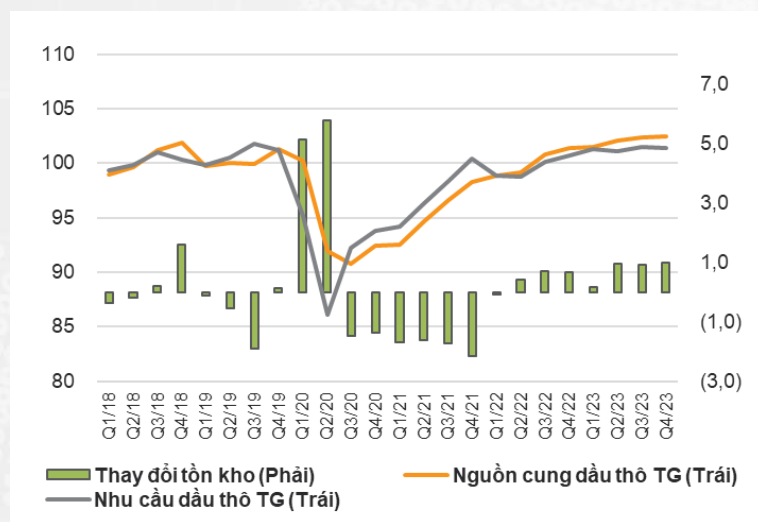
- Trong bối cảnh nguồn cung thị trường dầu thô toàn cầu vốn đã thắt chặt, khủng hoảng Nga – Ukraine càng làm trầm trọng thêm tình hình này, đẩy giá dầu Brent lên mức cao nhất kể từ 2008 là 139,13 USD/thùng vào ngày 7/3. Sau đó, giá dầu Brent dao động quanh mức 110-120 USD/thùng, là vùng giá chưa từng thấy kể từ năm 2011.
- Chúng tôi cho rằng nguyên nhân cơ bản dẫn đến tình trạng này là do đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn đã giảm mạnh trong nhiều năm, do: (1) môi trường giá dầu thấp sau đợt khủng hoảng giá dầu năm 2014, và (2) xu hướng chuyển dịch năng lượng xanh kéo theo việc giảm nguồn vốn đầu tư vào ngành dầu khí trên toàn cầu. Do đó, khi khủng hoảng Nga – Ukraine xảy ra, không có cách nào để có thể thay thế ngay được nguồn cung dầu thô của Nga.

D TT dầu thô đường như sẽ tiếp tục thắt chặt trong thời gian tới. Giá dầu Brent dự kiến đạt trung bình ~100 USD/thùng cho năm 2022

Trong khi nhu cầu dầu thô toàn cầu được dự báo sẽ đạt mức trước dịch Covid trong năm nay...

... sản lượng dầu thô của các nhà sản xuất lớn có thể sẽ không bắt kịp nhu cầu, ít nhất là cho đến năm 2023 (triệu thùng/ngày)

Giá dầu Brent dự kiến sẽ vẫn biến động mạnh trong ngắn hạn do các sự kiện bất ổn toàn cầu

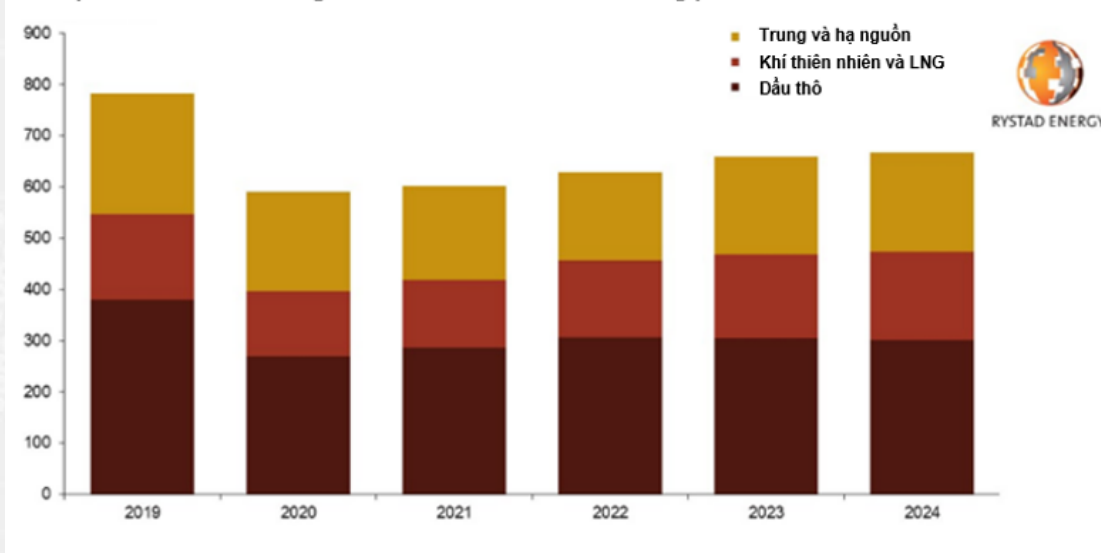


| Sự kiện | Tác động lên giá dầu |
|---|----------------------|
| Nguồn cung bị gián đoạn do căng thẳng địa chính trị tại Ukraine | +++ |
| OPEC không đạt mục tiêu sản lượng | ++ |
| Trung Quốc nới lỏng các biện pháp giãn cách | ++ |
| Sản lượng dầu đá phiến của Mỹ đang tăng dần | - |
| FED nâng lãi suất điều hành | -- |
| Thỏa thuận hạt nhân Iran / Nới lỏng các biện pháp cấm vận với Venezuela | --- |

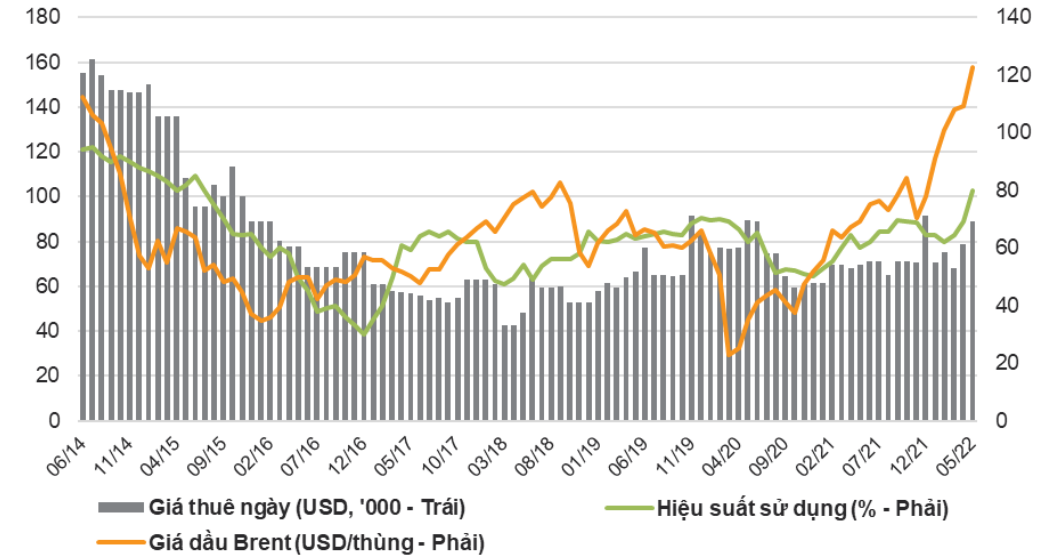
- Nhu cầu dầu thô thế giới sẽ được thúc đẩy bởi mức tiêu thụ xăng dầu phục hồi mạnh và hoạt động du lịch quốc tế sôi động trở lại khi nhiều quốc gia mở lại biên giới. Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo nhu cầu toàn cầu sẽ tăng 2,3 triệu thùng/ngày lên mức trung bình 99,7 triệu thùng/ngày cho cả năm 2022, gần tương đương với mức trước dịch Covid-19.
- Trong khi đó, nguồn cung toàn cầu dường như tiếp tục bị thắt chặt do: (1) các lệnh trừng phạt đối với Nga dẫn đến sản lượng khai thác của nước này sụt giảm ~1 triệu thùng/ngày, và (2) OPEC đã không đạt được mục tiêu sản xuất trong suốt nhiều tháng qua.
- Nhìn chung, chúng tôi cho rằng giá dầu Brent sẽ tiếp tục duy trì mức cao trong những tháng tới, sau đó hạ nhiệt dần vào cuối năm 2022 khi nguồn cung bổ sung tiềm năng từ Mỹ, OPEC và Iran có thể đáp ứng một phần nhu cầu đang ngày càng tăng. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent trung bình 2022 đạt 100 USD/thùng.

Rystad Energy dự báo đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn trên toàn cầu sẽ tăng trong trung hạn kể từ sau đại dịch (tỷ USD)

Giá trị khoản đầu tư vào ngành Dầu khí toàn cầu theo từng phân khúc

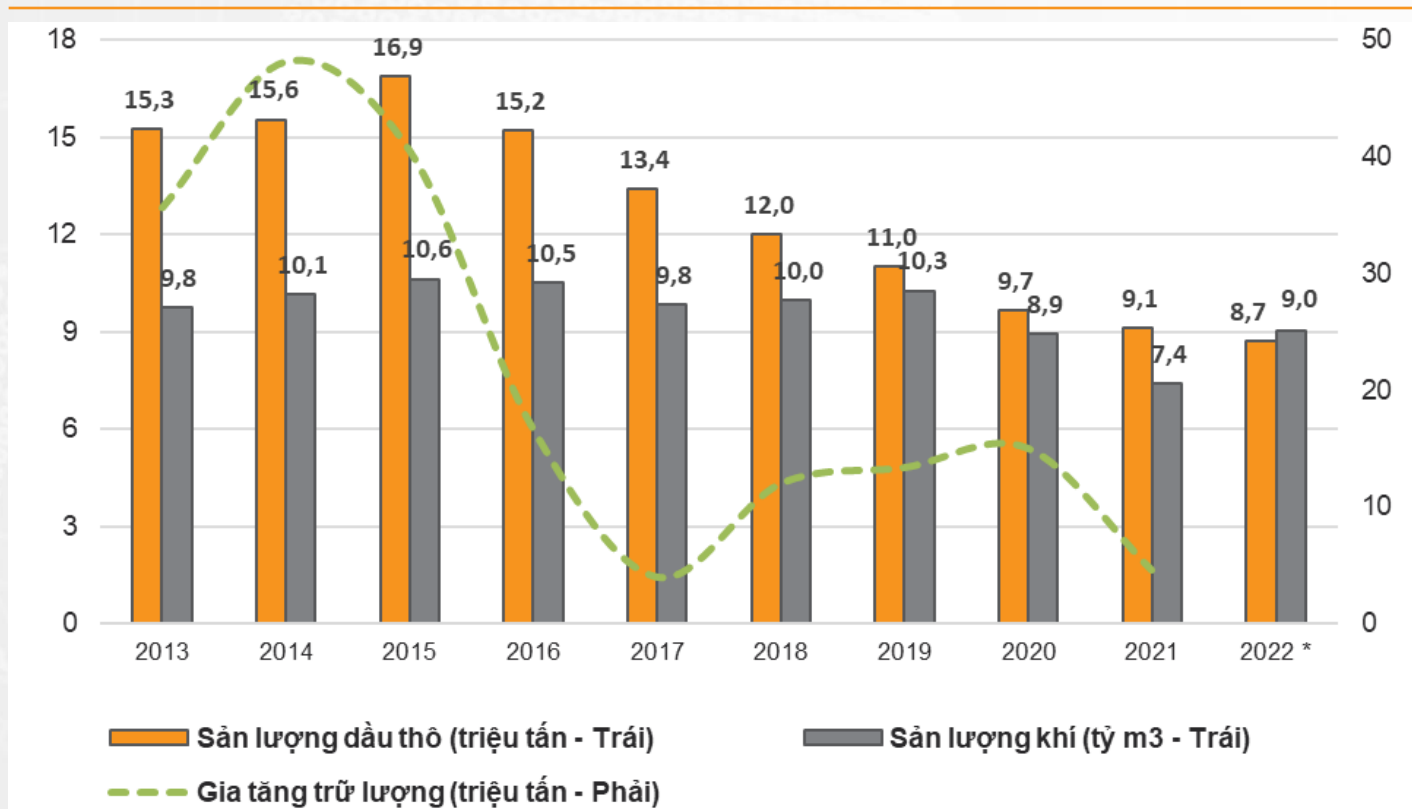


Hiệu suất sử dụng và giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng tại ĐNÁ được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn theo sau đà tăng mạnh của giá dầu



- Rystad dự báo đầu tư vào thượng nguồn sẽ tăng 9,1% svck trong 2022 khi ngành dầu khí tiếp tục phục hồi sau đại dịch. Do đó, chúng tôi cho rằng hoạt động Thăm dò & Khai thác tại ĐNÁ cũng sẽ không nằm ngoài xu hướng này, giúp TT khoan khu vực phục hồi mạnh mẽ hơn.
- Theo IHS Markit, có 30 giàn khoan đã có hợp đồng trong tổng số 42 giàn khoan có thể làm việc vào đầu năm nay tại ĐNÁ và dự báo hiệu suất sử dụng giàn tự nâng sẽ tiếp tục tăng từ Q2/22 khi nhiều chiến dịch khoan bắt đầu được triển khai. Nhu cầu huy động giàn khoan được dự báo sẽ tăng cao tại ĐNÁ trong giai đoạn 2022-25 với nhu cầu dự kiến là 6 - 8 giàn tại Việt Nam, 11 - 22 giàn tại Malaysia, 8 - 12 giàn tại Indonesia và 8 - 16 giàn tại Thái Lan. Theo đó, giá thuê ngày giàn tự nâng được dự báo sẽ tăng lên vùng 75.000 USD trong năm nay, mang lại lợi ích cho các nhà cung cấp dịch vụ khoan như PVD.

Hiện sản lượng khai thác dầu khí trong nước và gia tăng trữ lượng dầu đang liên tục giảm kể từ năm 2015 do thiếu các dự án lớn



- Do thiếu vắng các dự án Thăm dò & Khai thác (E&P) lớn trong những năm gần đây, tổng sản lượng khai thác dầu khí trong nước đã liên tục giảm với tốc độ kép là 8% kể từ năm 2015. Bên cạnh đó, gia tăng trữ lượng dầu cũng đang trên đà giảm xuống mức thấp đáng báo động.
- Hiện nay, Việt Nam còn khoảng 50% trữ lượng dầu khí chưa được khai thác, trong đó trữ lượng khí chiếm khoảng 60-70%.
- Do đó, chúng tôi tin rằng các dự án phát triển mỏ khí sẽ là điểm sáng trong những năm tới, đặc biệt khi quyền tự chủ nguồn cung khí là vô cùng quan trọng sau cuộc khủng hoảng năng lượng hiện nay trên phạm vi toàn cầu.



Thượng nguồn: Giá dầu ở mức cao như hiện nay là điều kiện lý tưởng để thúc đẩy các dự án E&P

| Dự án | Dự kiến hoàn thành | Chủ sở hữu | Vốn đầu tư ước tính (tr. USD) | Trữ lượng ước tính |
|--------------------------|--------------------|--|-------------------------------|--|
| Sư Tử Trắng giai đoạn 2B | 2024-2025 | PVEP (50%), Perenco Cửu Long (23,25%), KNOC (14,25%), SK (9%), Geopetrol VN (3,5%) | 2.000 | Trữ lượng 2P: 317 tỷ bộ khối (bcf) khí và 435 triệu thùng condensate |
| Nam Du - U Minh | 2024-2025 | Jadestone (100%) | NA | Trữ lượng 2C: 171 bcf khí (+31 bcf khí) |
| Lạc Đà Vàng | 2026 | Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SK Innovation (25%) | 700 | Trữ lượng thu hồi được: 63tr thùng |
| Lô B - Ô Môn | 2025-2026 | PVN (42,38%), MOECO (25,62%), PVEP (23,5%), PTTEP (8,5%) | 6.700 | 3,7 nghìn tỷ bộ khối (tcf) khí |
| Cá Voi Xanh | 2027-2028 | Exxonmobil (64%) | NA | 5,3 tcf khí |
| Kèn Bàu | 2027-2028 | ENI (50%), ESSAR (50%) | NA | 7-9 tcf of khí thô và 400-500 triệu thùng condensate |

- Theo quan điểm của chúng tôi, mặt bằng giá dầu cao như hiện nay sẽ là điều kiện lý tưởng để các cơ quan có thẩm quyền của Việt Nam và các nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh các hoạt động E&P tại Việt Nam, đặc biệt là một số dự án lớn như Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng giai đoạn 2 hay Nam Du - U Minh.
- Ngoài ra, nhiều dự án phát triển mỏ dầu khí nhỏ hơn (như Đại Hùng Nam, Kinh Ngư Trắng...) cũng sẽ đủ điều kiện triển khai nếu giá dầu Brent tiếp tục duy trì ở mức cao (khoảng 80 USD/thùng).
- Hiện nay, Luật Dầu khí sửa đổi đang trong quá trình soạn thảo ban hành, nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động đầu tư vào ngành Dầu khí. Luật dự kiến sẽ được trình Quốc hội thông qua vào kỳ họp tháng 10 tới.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng một chu kỳ đầu tư mới vào ngành Dầu khí có thể sẽ bắt đầu từ năm nay.

Vị trí Lô B&48/95 và 52/97;
Bể Malay - Thổ Chu

Chủ sở hữu

- PVN (42,9%)
- PVEP (26,8%)
- MOECO (22,6%)
- PTTEP (7,7%)

Thời gian 2022-2026

Tổng quan dự án

Các mỏ Lô B, 48/95 và 52/97 nằm ngoài khơi Việt Nam ở độ sâu nước biển từ 60m đến 80m, có diện tích 3.200km² thuộc bể Malay - Thổ Chu, phía Tây Nam Việt Nam. Khoảng cách từ Lô B & 48/95 và 52/97 đến tỉnh Cà Mau là khoảng 250km, đến Trung tâm Điện lực Ô Môn khoảng 400km.

Trữ lượng dầu khí

Theo ước tính ban đầu, trữ lượng khí tại chỗ ở mức xấp xỉ 6 tỷ bộ khối (170 tỷ m³) và 4tr m³ condensate (25,25tr thùng), trong đó trữ lượng khí có thể thu hồi (loại 2P) là 3,78 tỷ bộ khối (107 tỷ m³) và 2tr m³ condensate. Trữ lượng dự kiến sẽ tăng lên khi có thêm các hoạt động thăm dò mở rộng trong khu vực.

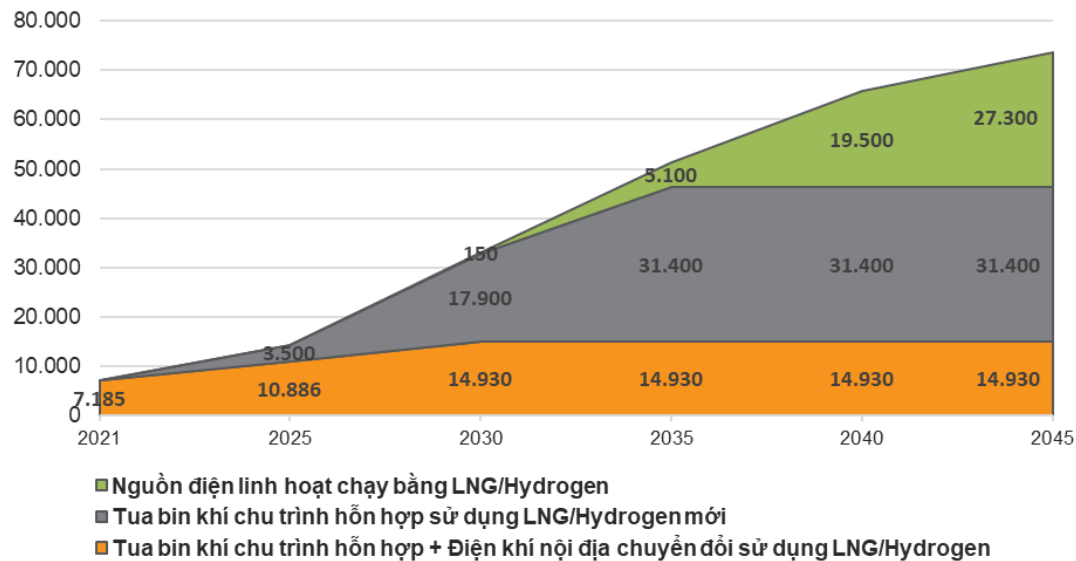


- Có một số tín hiệu cho thấy dự án phát triển mỏ khí Lô B có thể được trao Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong Q3/22, tạo tiền đề cho toàn chuỗi dự án này khởi động trong nửa cuối năm nay.
- Nhà điều hành mỏ khí Lô B (Phú Quốc POC) cũng đang trong quá trình mở các gói thầu EPCI, mục tiêu sẽ trao các hợp đồng liên quan đến phát triển mỏ khí (hợp đồng EPCI, hợp đồng FSO...) ngay sau khi chuỗi Lô B nhận được FID.
- Những tín hiệu này cho thấy thời điểm khởi công dự án Lô B dường như đang đến gần và chúng tôi kỳ vọng mốc đón dòng khí đầu tiên của dự án sẽ rơi vào khoảng cuối năm 2025, đầu năm 2026.

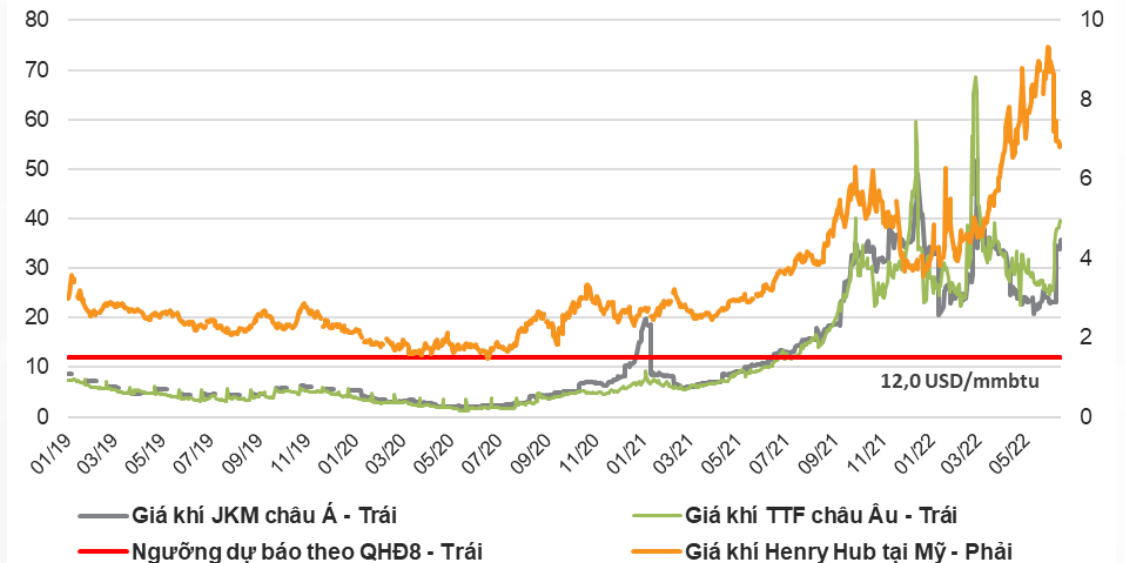
| | Vốn đầu tư (tr USD) | Chủ đầu tư | Phạm vi công việc | Hoạt động | DN hưởng lợi | Tác động |
|--|---------------------|--|---|---------------------------|--|----------|
| Thượng nguồn: Dự án phát triển mỏ khí Lô B | 6.700 | <ul style="list-style-type: none"> • PVN (42,9%) • PVEP (26,8%) • MOECO (22,6%) • PTTEP (7,7%) | 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) | EPCI | <ul style="list-style-type: none"> • PVS • PVX, PXS | ● |
| | | | 46 giàn đầu giếng (WHP) | Tàu FSO | PVS | ● |
| | | | 1 giàn nhà ở | Khoan/Dịch vụ giếng khoan | PVD | ◐ |
| | | | 1 tàu chứa condensate (FSO) | Dung dịch khoan | PVC | ◐ |
| | | | Khoảng 750 giếng khai thác | | | |
| Trung nguồn: Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn | 1.300 | <ul style="list-style-type: none"> • PVGAS (51%) • PVN (28,7%) • MOECO & PTTEP (20,3%) | 431km đường ống dẫn khí, bao gồm: | Phân phối khí GAS | | ◐ |
| | | | • 295km đường ống biển, đường kính 28in. | Bọc ống | PVB | ◐ |
| | | | • 102km đường ống trên bờ. | EPC/EPCI | <ul style="list-style-type: none"> • PVS, POS • PVX, PXT | ● |
| | | | • Trạm tiếp bờ và trung tâm phân phối khí | | | |
| Hạ nguồn: Nhà máy nhiệt điện khí | NA | <ul style="list-style-type: none"> • Marubeni • EVN | 3 nhà máy nhiệt điện khí mới tại Trung tâm Điện lực Ô Môn (Ô Môn II, III và IV) | EPC | - | |
| | | | | Sản xuất điện - | | |

- Với tổng vốn đầu tư ~10 tỷ USD, chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ tạo ra nhiều cơ hội việc làm cho các nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn và nhà thầu EPC tại Việt Nam.
- Ngoài ra, mỏ khí Lô B với trữ lượng khí ước tính ~107 tỷ m3 cũng sẽ đảm bảo nguồn cung cấp khí cho phát điện, thay thế cho một số mỏ khí trưởng thành đang ở giai đoạn khai thác cuối cùng.
- Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng mới cho các DN trong chuỗi giá trị dầu khí tại Việt Nam, củng cố nền tảng cơ bản của ngành và thúc đẩy tăng trưởng LN của các DN dầu khí trong những năm tới. Và theo quan điểm của chúng tôi, các công ty hàng đầu trong ngành có nhiều cơ hội để tham gia và hưởng lợi từ chuỗi dự án, bao gồm: PVS, PVD và GAS.

Công suất điện khí tại Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 10,6% lên 73.630MW vào năm 2045 (Đơn vị: MW)



Giá LNG tăng vọt hiện nay có thể làm chậm tiến độ chuyển dịch sang điện khí LNG trong thời gian tới (Đơn vị: USD/mmbtu)



Theo Quy hoạch phát triển Điện 8 (QHĐ8), điện khí LNG sẽ là một trong những nguồn cung cấp điện quan trọng với các dự án sắp được triển khai như Nhơn Trạch 3&4, Sơn Mỹ hay Bạc Liêu.

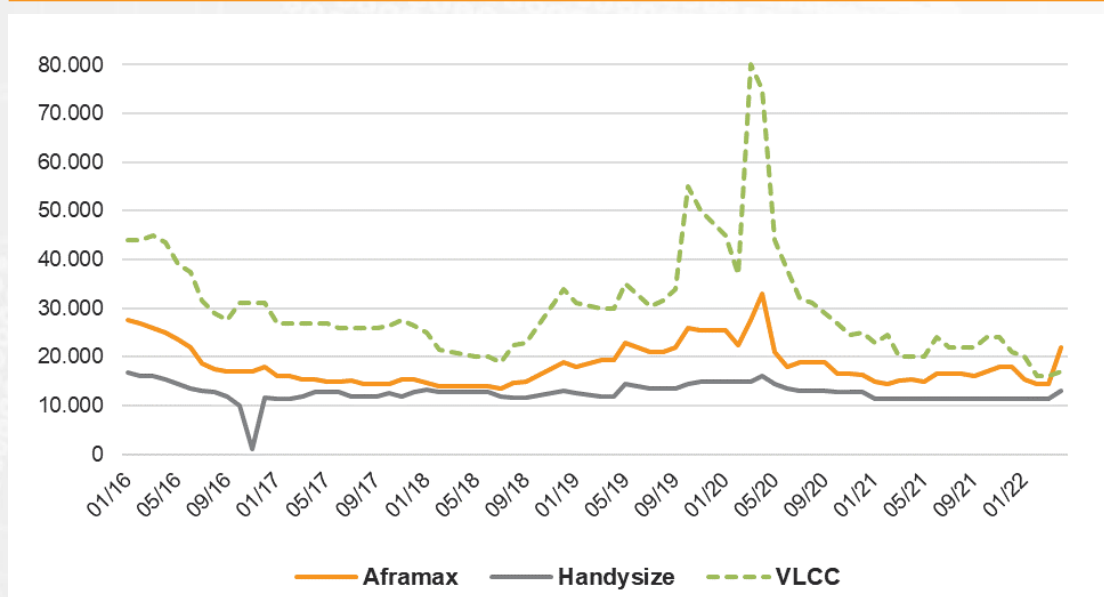
Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy một số trở ngại chính liên quan đến việc phát triển các dự án LNG, bao gồm:

- Rủi ro phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu cũng như sự thiếu ổn định của giá LNG. Giá LNG cao kỷ lục hiện nay có thể làm chậm tiến độ của nhiều dự án LNG cũng như ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh tế của các dự án LNG tại Việt Nam.
- Các quy định chưa rõ ràng về việc quyết toán của các dự án LNG tích hợp liên quan đến giá mua bán khí và giá bán điện

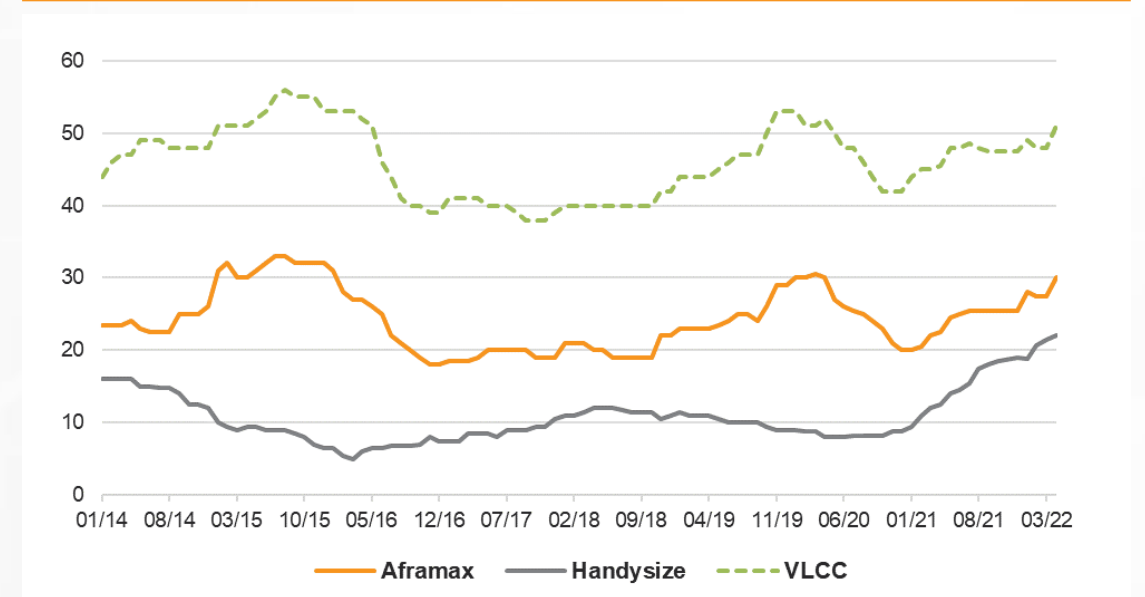
| Dự án | Vị trí | Công suất (tr. tấn/năm) | Dự kiến hoạt động | Chủ đầu tư | Nhà máy điện |
|---|-------------------|----------------------------|----------------------|--|--|
| Các dự án nhà máy điện liên quan đã được bổ sung vào Quy hoạch Điện 7 điều chỉnh | | | | | |
| Hải Linh | Bà Rịa - Vũng Tàu | 2-3 | NA | Công ty TNHH Hải Linh | Hiệp Phước, các nhà máy điện của EVN |
| Thị Vải | Bà Rịa - Vũng Tàu | 1-3 | 2022-2024 | PVGas | Nhơn Trạch 3&4 |
| Sơn Mỹ GD 1 | Bình Thuận | 3 | 2024-2025 | PVGas, AES (Mỹ) | Sơn Mỹ 2 |
| Bạc Liêu | Bạc Liêu | 3 | 2024 | Delta Offshore Energy (Singapore) | Bạc Liêu |
| Long Sơn GD 1 | Bà Rịa - Vũng Tàu | 3,5 | 2025-2026 | GTPP (nhóm các nhà đầu tư Việt Nam), Mitsubishi Corp, General Electric | Trung tâm điện lực Long Sơn |
| Cà Ná GD 1 | Ninh Thuận | | 2025-2026 | Trung Nam (Việt Nam) | Trung tâm điện lực Cà Ná |
| Long An | Long An | 1-3 | 2025-2027 | | Long An 1, 2 |
| Quảng Ninh | Quảng Ninh | NA | 2026-2027 | Tokyo Gas, Marubeni, Colavi, PVPower | Quảng Ninh |
| Hải Lăng | Quảng Trị | 1,5 | 2026-2027 | T&T, Hanwa, KOSPO and KOGAS | Hải Lăng |
| Các dự án nhà máy điện liên quan được đề xuất bổ sung vào Quy hoạch Điện 8 | | | | | |
| Cái Mép Hạ | Bà Rịa - Vũng Tàu | 9 | 2023-2030 | GenX Energy, T&T (Mỹ) | Cái Mép Hạ |
| Chân Mây | Huế | | 2024-2027 | CTCP LNG Chân Mây | LNG Chân Mây |
| Vũng Áng 3 | Hà Tĩnh | 1,5 | 2025-2028 | Vingroup (VN) | LNG Vũng Áng 3 |
| Kê Gà | Bình Thuận | 1,5 | 2025 | ECV (Mỹ), KOGAS (Hàn Quốc), Excelerate Energy (Mỹ) | Kê Gà |
| Mỹ Giang | Khánh Hòa | 3 | 2025 | Petrolimex | Mỹ Giang |
| Tiên Lãng | Hải Phòng | 6 | 2026-2030 | Exxon Mobil (Mỹ), JERA (Nhật Bản) | LNG Tiên Lãng |
| Cái Tráp | Hải Phòng | 1-3 | 2025-2028 | Vingroup (VN) | LNG Cái Tráp |
| Long Sơn 2 | Bà Rịa - Vũng Tàu | NA | | NA Marubeni (Nhật Bản) | Long Sơn (trong khu liên hợp dầu khí Long Sơn) |

- Trong số các dự án được đề cập, kho cảng LNG Thị Vải sẽ được hoàn thành trong Q4/22, đánh dấu là dự án liên quan đến LNG đầu tiên được đưa vào hoạt động tại Việt Nam.
- LNG Thị Vải sẽ bổ sung nguồn cung khí cho các khách hàng tại khu vực Đông Nam Bộ, trước khi cung cấp cho hai nhà máy điện khí mới tại Nhơn Trạch kể từ năm 2024 theo kế hoạch.
- Dựa theo xu hướng đầu tư LNG, chúng tôi tin rằng GAS sẽ là DN được hưởng lợi lớn nhất với tư cách vừa là nhà phát triển cơ sở hạ tầng, vừa là nhà cung cấp LNG.

Chúng tôi kỳ vọng giá cước thuê tàu chở dầu sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm nay (Đơn vị: USD/ngày)

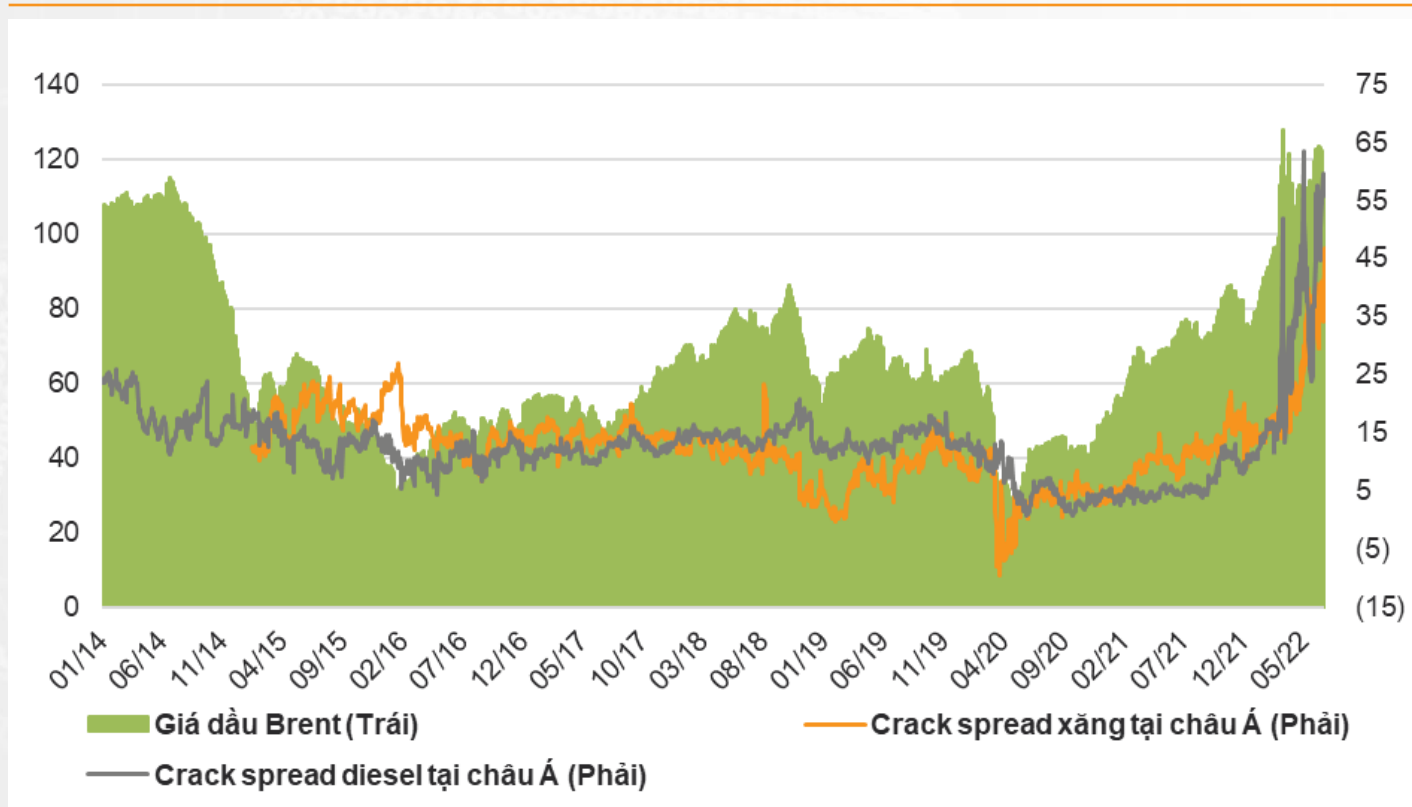


Giá tàu chở dầu 10 năm tuổi đang tăng dần trở lại sau đại dịch (Đơn vị: triệu USD)



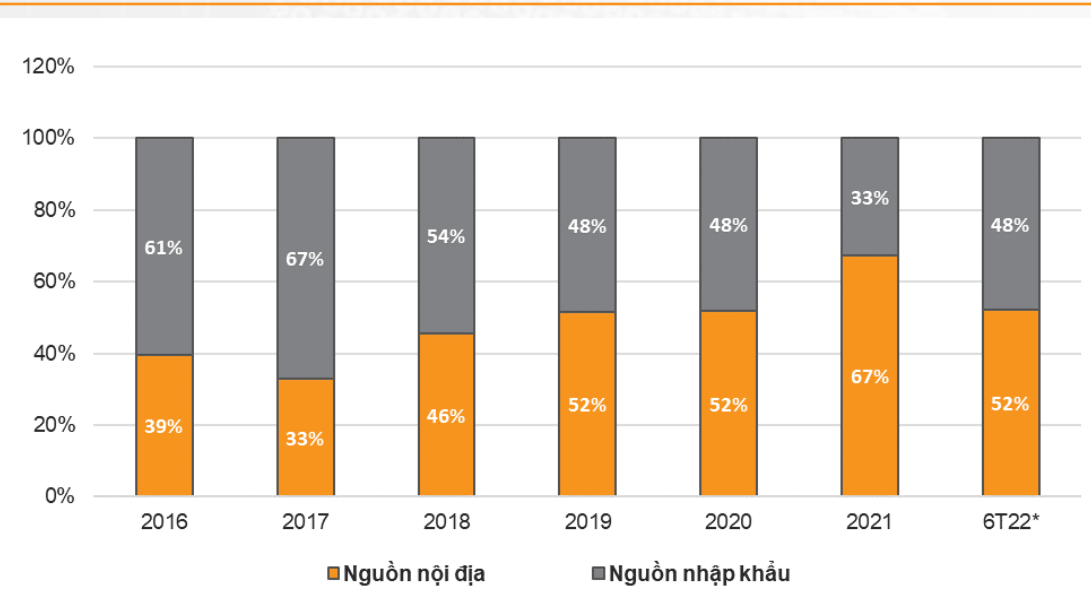
- Chúng tôi kỳ vọng giá cước thuê tàu chở dầu sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm nay khi cả OPEC+ và các quốc gia ngoài OPEC nhiều khả năng sẽ gia tăng sản lượng trong bối cảnh giá dầu đang duy trì ở mức rất cao, kéo theo nhu cầu vận tải dầu khí cao hơn. Clarksons Research dự báo tăng trưởng nhu cầu sử dụng tàu chở dầu có khả năng sẽ vượt mức tăng trưởng đội tàu lần đầu tiên sau ba năm trong năm nay.
- Bên cạnh đó, sản lượng vận tải dầu thành phẩm sinh dự kiến sẽ tăng 13,6% trong 2022 và trở lại mức trước dịch vào năm 2023.
- Do đó, chúng tôi cho rằng DN vận tải dầu khí đầu ngành tại Việt Nam như PVT sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này.

Crack spread xăng dầu đã tăng vọt kể từ khi Nga tấn công Ukraine vào cuối tháng 2 (Đơn vị: USD/thùng)

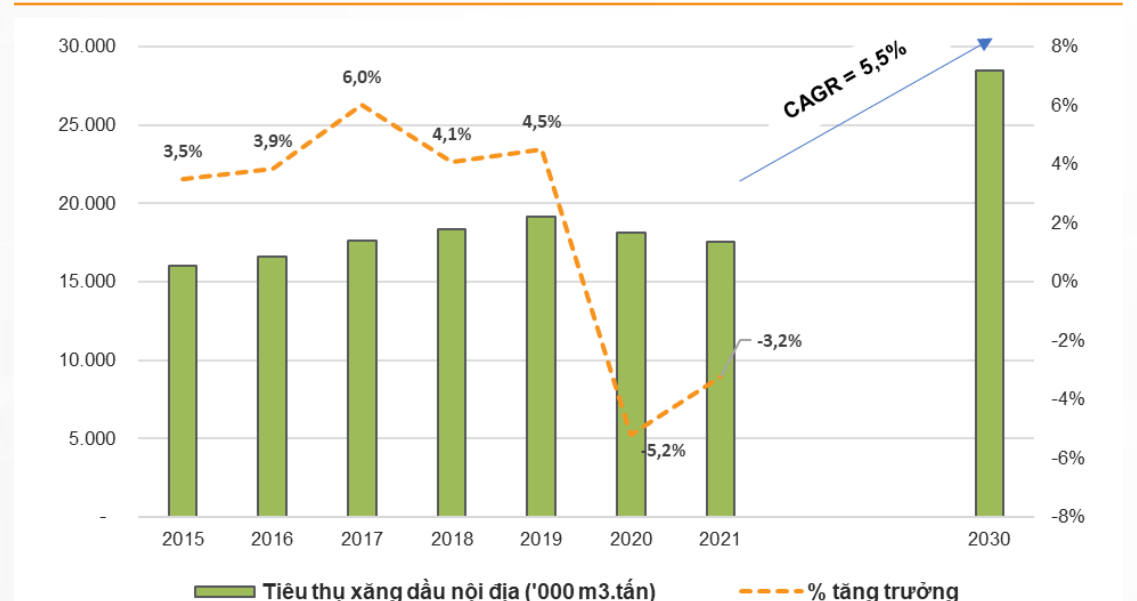


- Trong 6T22, biên lợi nhuận lọc dầu (crack spread), đặc biệt là crack spread dầu diesel đã tăng vọt trên toàn cầu do: (1) lo ngại về sự thiếu hụt nguồn cung tại châu Âu khi người mua né tránh nguồn hàng của Nga do các lệnh trừng phạt, (2) các nhà máy ngừng hoạt động tại Mỹ và hiệu suất hoạt động thấp hơn của các nhà máy lọc dầu tại Trung Quốc, và (3) sự gia tăng các hoạt động vận tải đường bộ, kéo theo sự phục hồi của nhu cầu.
- Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ hạ nhiệt dần trong những tháng tới khi LN cao sẽ kích hoạt sự phục hồi hiệu suất hoạt động của các nhà máy lọc dầu ở Mỹ và Trung Quốc. Tuy nhiên, biên lợi nhuận vẫn sẽ ở mức cao do những bất ổn của cuộc khủng hoảng Nga - Ukraine.
- Hưởng lợi từ đà tăng đột biến này, BSR đã ghi nhận mức LN rất ấn tượng sau 5T22 (LN sau thuế sơ bộ ước đạt 6.700 tỷ đồng, tương đương cả năm 2021).

Thiếu hụt nguồn cung nội địa trong 6T22 do lọc hóa dầu Nghi Sơn hoạt động dưới công suất



Tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng 5,5% mỗi năm trong giai đoạn 2022-2030



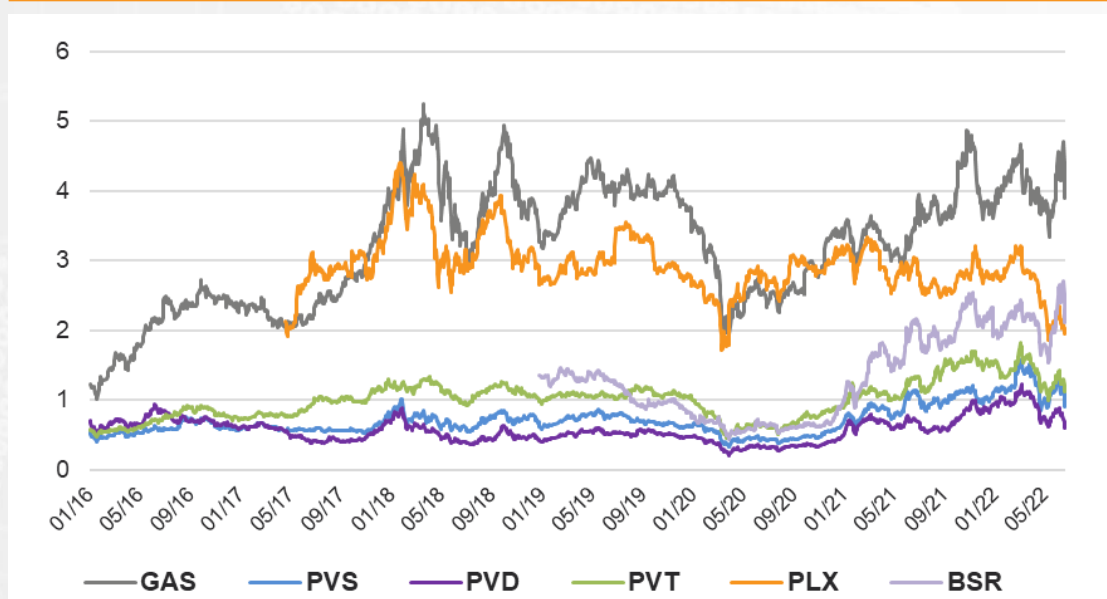
- Trong 6T22, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn hoạt động dưới công suất do gặp vấn đề tài chính, khiến nguồn cung trong nước thiếu hụt trong ngắn hạn. Do đó, một số nhà phân phối lớn như PLX phải tăng mạnh nguồn nhập khẩu để đảm bảo nguồn cung cho TT nội địa trong bối cảnh TT dầu mỏ toàn cầu biến động mạnh và chi phí vận chuyển cao, tác động tiêu cực đến biên LN của công ty.
- Nhìn chung, chúng tôi cho rằng các nhà phân phối xăng dầu sẽ phục hồi tốt hơn trong nửa cuối 2022, được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu phục hồi sau đại dịch, dự báo sẽ tăng trưởng 7% vào năm 2022 sau đó tăng trưởng kép là 5,5% trong năm 2022-30.
- Một mối lo ngại gia tăng là giá xăng dầu cao có thể ảnh hưởng đến nhu cầu. Hiện Chính phủ đang nghiên cứu để tiếp tục giảm thuế xăng dầu (giảm 50% thuế bảo vệ môi trường, giảm thuế tiêu thụ đặc biệt ...). Đây là biện pháp khả thi nhằm kiểm chế giá nhiên liệu trong nước đang ngày càng tăng, giúp bảo vệ nhu cầu tiêu thụ nội địa.



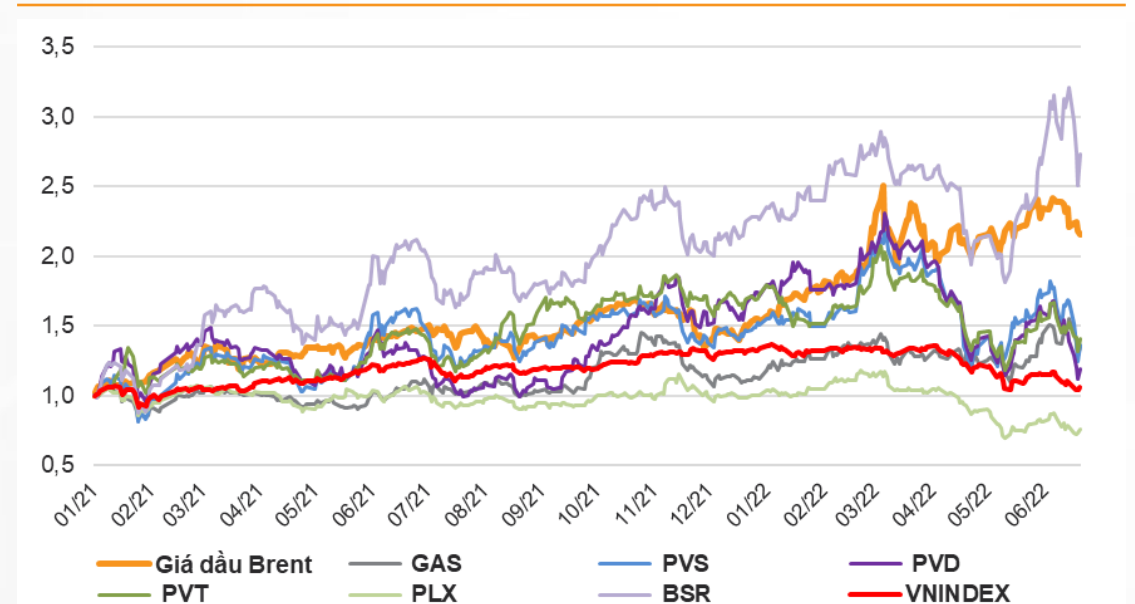
Tóm tắt dự phóng KQKD 2022-23 các cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi

| Tỷ đồng | GAS | | | PVS | | | PVD | | | PVT | | | PLX | | |
|------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 78.992 | 97.668 | 103.541 | 14.198 | 19.654 | 23.276 | 3.995 | 5.763 | 5.823 | 7.460 | 8.448 | 9.193 | 169.009 | 241.780 | 248.250 |
| % tăng trưởng | 23,2% | 23,6% | 6,0% | 38,2% | 18,4% | -12,1% | -23,6% | 44,2% | 1,0% | 1,1% | 13,2% | 8,8% | 36,4% | 43,1% | 2,7% |
| LN gộp | 17.718 | 19.459 | 19.863 | 1.209 | 1.490 | 1.402 | 769 | 1.031 | 1.191 | 1.238 | 1.431 | 1.574 | 12.623 | 13.837 | 15.038 |
| Biên LN gộp (%) | 17,7% | 18,1% | 18,8% | 6,2% | 6,4% | 6,9% | 9,3% | 13,3% | 17,7% | 16,6% | 16,9% | 17,1% | 7,5% | 57% | 6,1% |
| LN ròng | 8.673 | 11.510 | 12.825 | 938 | 1.137 | 1.224 | 20 | 340 | 593 | 660 | 814 | 859 | 2.839 | 2.994 | 4.237 |
| % tăng trưởng | 10,4% | 32,7% | 11,4% | 55,9% | 21,2% | 7,6% | -89,5% | 1636% | 74,7% | 23,4% | 5,5% | 10,7% | 187% | 5,5% | 41,5% |
| EPS (đồng/cp) | 4.531 | 6.014 | 6.701 | 1.258 | 1.963 | 2.379 | 46 | 671 | 1.173 | 2.038 | 2.516 | 2.655 | 2.194 | 2.314 | 3.275 |
| BVPS (đồng/cp) | 26.696 | 27.306 | 29.170 | 24.701 | 25.771 | 25.507 | 32.243 | 26.670 | 27.222 | 16.051 | 16.031 | 16.566 | 19.417 | 20.666 | 22.771 |
| Cổ tức tiền (đồng/cp) | 3.000 | 4.000 | 4.000 | 800 | 1.000 | 1.000 | - | - | - | 1.000 | 1.000 | 1.000 | 1.200 | 2.000 | 2.500 |
| ROAE | 17,4% | 22,3% | 23,7% | 5,0% | 7,8% | 9,3% | 0,1% | 2,5% | 4,4% | 13,1% | 15,7% | 16,3% | 12,3% | 11,5% | 15,1% |
| ROAA | 12,2% | 14,7% | 15,8% | 2,4% | 3,8% | 4,6% | 0,1% | 1,6% | 2,9% | 5,6% | 6,2% | 6,0% | 4,5% | 4,3% | 5,5% |
| Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH | -42,4% | -42,1% | -40,1% | -57,3% | -57,8% | -55,8% | 9,2% | 11,1% | 9,0% | 2,5% | 10,3% | 11,8% | -9,4% | -7,3% | -2,2% |

P/B lịch sử của các cổ phiếu Dầu khí từ 2016. Định giá không còn rẻ, nhưng vẫn còn nhiều động lực tăng giá ở phía trước



Diễn biến giá cổ phiếu Dầu khí so với biến động giá dầu Brent kể từ đầu năm 2021



- Trong lịch sử, hầu hết giá cổ phiếu Dầu khí thường di chuyển cùng chiều với giá dầu Brent. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy giá cổ phiếu Dầu khí đã lệch nhịp so với diễn biến giá dầu kể từ tháng 4, chủ yếu do thị trường chứng khoán điều chỉnh mạnh.
- Mặc dù định giá của một số cổ phiếu Dầu khí không còn rẻ nhưng chúng tôi cho rằng vẫn có những động lực tăng giá hỗ trợ cho giá cổ phiếu Dầu khí trong thời gian tới, bao gồm: (1) Mặt bằng giá dầu cao do tình trạng thắt chặt nguồn cung kéo dài, làm tăng triển vọng của ngành trong thời gian tới cũng như củng cố tâm lý TT đối với giá cổ phiếu Dầu khí, và (2) Tiềm năng một chu kỳ đầu tư mới vào ngành nhờ giá dầu cao, có thể mang lại nhiều cơ hội việc làm cho các công ty dịch vụ thượng nguồn trong trung hạn.

D So sánh các công ty trong ngành và Rủi ro đối với ngành

| Công ty | Mã CK | Khuyến nghị | Giá mục tiêu Nội tệ | Vốn hóa tr. USD | P/E (x) | | Tăng trưởng EPS 3 năm (%) | P/B (x) | | ROE (%) | | ROA (%) | |
|--------------------------------------|---------------|-----------------|------------------------|--------------------|-------------|-------------|------------------------------|------------|------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | | 2022 | 2023 | | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 | 2022 | 2023 |
| Công ty phân phối khí | | | | | | | | | | | | | |
| PV GAS | GAS VN | KHẢ QUAN | 143.100 | 9.616 | 19,4 | 17,4 | 14,9% | 4,3 | 4,0 | 22,3% | 23,7% | 14,6% | 15,8% |
| Indraprastha Gas | IGL IN | KKN | NA | 3.163,8 | 16,6 | 14,9 | | 2,8 | 2,4 | 22,7% | 21,2% | NA | NA |
| Toho Gas Ltd | 9533 JP | KKN | NA | 2.430 | 20,5 | 18,9 | | 0,8 | 0,8 | 4,2% | 4,2% | 2,1% | 2,5% |
| Petronas Gas Bhd | PTG MK | KKN | NA | 7.300,7 | 16,8 | 16,3 | | 2,4 | 2,3 | 14,3% | 14,3% | 10,2% | 10,1% |
| China Gas Holdings | 384 HK | KKN | NA | 7.846,5 | 7,4 | 6,4 | | 0,9 | 0,9 | 14,4% | 14,3% | 5,6% | 6,2% |
| PTT Plc | PTT TB | KKN | NA | 26.765,5 | 8,0 | 8,0 | | 0,9 | 0,9 | 10,8% | 10,4% | 4,2% | 4,2% |
| Trung bình (loại trừ GAS) | | | | | 13,9 | 12,9 | | 1,6 | 1,5 | 13,3% | 12,9% | 5,5% | 5,7% |
| Công ty dịch vụ dầu khí | | | | | | | | | | | | | |
| PTSC | PVS VN | KHẢ QUAN | 35.500 | 508 | 12,6 | 10,4 | 26,7% | 1,0 | 1,0 | 7,8% | 9,3% | 3,8% | 4,6% |
| Malaysia Marine Eng | MMHE MK | KKN | NA | 136,15 | NA | 28,6 | | 0,3 | 0,4 | 0,4% | 1,9% | 1,4% | 1,4% |
| Yinson Holdings | YNS MK | KKN | NA | 1.164,07 | 12,5 | 9,0 | | 1,6 | 1,0 | 12,6% | 13,8% | 4,0% | 5,6% |
| Sembcorp Marine | SMM SP | KKN | NA | 2.392,36 | NA | NA | | 0,9 | 0,9 | -5,9% | -0,1% | -3,3% | -0,5% |
| Hyundai Engineering | 000720 KS | KKN | NA | 3.034 | 8,2 | 7,2 | | 0,5 | 0,5 | 6,7% | 7,3% | 3,0% | 3,5% |
| Keppel Corp | KEP SP | KKN | NA | 8.334,95 | 13,9 | 13,0 | | 1,0 | 0,9 | 7,3% | 7,8% | 2,6% | 2,7% |
| Trung bình (loại trừ PVS) | | | | | 11,5 | 14,5 | | 0,9 | 0,7 | 4,2% | 6,1% | 1,5% | 2,5% |
| Công ty dịch vụ khoan dầu khí | | | | | | | | | | | | | |
| PV Drilling | PVD VN | KHẢ QUAN | 30.500 | 374 | 25,6 | 14,7 | 231,9% | 0,6 | 0,6 | 2,5% | 4,4% | 1,6% | 2,9% |
| Borr Drilling Ltd | BORR NO | KKN | NA | 845,71 | NA | NA | | 1,3 | 1,3 | -12,0% | 9,1% | NA | NA |
| Velesto Energy Bhd | VEB MK | KKN | NA | 205,06 | 27,5 | 12,2 | | 0,5 | 0,6 | 1,2% | 2,6% | 0,1% | 1,6% |
| Sapura Energy Bhd | SAPE MK | KKN | NA | 163,16 | NA | NA | | NA | 0,6 | -76,6% | 5,6% | -3,5% | -2,4% |
| Valaris Ltd | VAL US | KKN | NA | 3.490,55 | NA | 5,1 | | 3,1 | 2,2 | 9,3% | 30,7% | NA | NA |
| Transocean | RIG US | KKN | NA | 2.363,26 | NA | NA | | 0,2 | 0,2 | -3,8% | -2,9% | -1,9% | -0,8% |
| Trung bình (loại trừ PVD) | | | | | 27,5 | 8,7 | | 1,3 | 1,0 | -16,4% | 9,0% | -1,8% | -0,5% |
| Công ty vận tải dầu khí | | | | | | | | | | | | | |
| PVTrans | PVT VN | KHẢ QUAN | 26.300 | 274 | 7,8 | 7,4 | 13,0% | 1,2 | 1,2 | 15,7% | 16,3% | 6,2% | 6,0% |
| Vietnam Petroleum Trans | VIP VN | KKN | NA | 18 | NA | NA | | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Vietnam Tanker JSC | VTO VN | KKN | NA | 26 | NA | NA | | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Buana Lintas Lautan Tbk PT | BULL IJ | KKN | NA | 149 | NA | NA | | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| Thoresen Thai Agencies PCL | TTA TB | KKN | NA | 449 | 6,3 | 7,5 | | 0,7 | 0,6 | 10,8% | 8,5% | 6,5% | 5,6% |
| MISC Bhd | MISC MK | KKN | NA | 7.070 | 17,3 | 15,9 | | 0,9 | 0,9 | 5,3% | 5,8% | 3,4% | 3,6% |
| Trung bình (loại trừ PVT) | | | | | 11,8 | 11,7 | | 0,8 | 0,7 | 8,1% | 7,1% | 4,9% | 4,6% |
| Công ty phân phối xăng dầu | | | | | | | | | | | | | |
| Petrolimex | PLX VN | KHẢ QUAN | 54.900 | 2.224 | 17,6 | 12,4 | 15,3% | 1,9 | 1,7 | 11,5% | 15,1% | 4,3% | 5,5% |
| PVOil | OIL VN | KKN | NA | 547,19 | 20,1 | 18,6 | | 1,2 | 1,2 | 6,1% | 6,4% | NA | NA |
| PTT Oi I& Retail | OR TB | KKN | NA | 8.708,40 | 26,0 | 23,0 | | 2,9 | 2,7 | 11,3% | 12,1% | 5,7% | 6,1% |
| Petronas Dagangan Bhd | PETD MK | KKN | NA | 4.702,39 | 33,5 | 28,2 | | 3,8 | 3,8 | 11,2% | 13,6% | 6,1% | 7,4% |
| Thai Oil PCL | TOP TB | KKN | NA | 2.889 | 6,0 | 8,7 | | 0,8 | 0,7 | 15,2% | 8,8% | 5,2% | 3,0% |
| Hindustan Petroleum | HPCL IN | KKN | NA | 4.041,68 | 4,6 | 3,9 | | 0,7 | 0,6 | 16,4% | 16,8% | 5,4% | 5,6% |
| Trung bình (loại trừ PLX) | | | | | 18,0 | 16,5 | | 1,9 | 1,8 | 12,0% | 11,6% | 5,6% | 5,5% |

➤ Đối với ngành Dầu khí, chúng tôi ưu tiên các công ty có thể hưởng lợi từ cả mặt bằng giá dầu cao và tiềm năng một chu kỳ đầu tư mới vào ngành. Theo đó, các cổ phiếu ưa thích của chúng tôi bao gồm **GAS**, **PVS** và **PVD**.

➤ **Những rủi ro chính** đối với ngành Dầu khí bao gồm:

- Giá dầu thấp hơn kỳ vọng do việc giá dầu giảm sẽ cản trở sự phục hồi nền tảng cơ bản của ngành.
- Các dự án lớn tiếp tục bị trì hoãn có thể do thiếu hụt nguồn lực tài chính, vì nó có thể ảnh hưởng tiêu cực đến khối lượng công việc tiềm năng cho các công ty dịch vụ thượng nguồn cũng như nguồn cung dầu khí trong nước trong giai đoạn tới.

- Chúng tôi ưa thích DN có thể hưởng lợi từ việc giá dầu tăng mạnh và câu chuyện đầu tư vào cơ sở hạ tầng năng lượng tại Việt Nam như **Tổng công ty Khí Việt Nam (GAS VN, Khả Quan, Giá mục tiêu: 143.100 đồng)**. Chúng tôi lạc quan về triển vọng của GAS trong năm tới nhờ vào: (1) giá dầu Brent dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong thời gian tới do TT dầu thô toàn cầu dư thừa như sẽ tiếp tục bị thắt chặt, (2) chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ khí khô của GAS tăng 22,6% svck trong 2022 nhờ huy động điện khí phục hồi, và (3) GAS đang trong giai đoạn đầu tư với các dự án hạ tầng năng lượng trọng điểm để tạo tiền đề cho tăng trưởng trong dài hạn, đặc biệt là kho cảng LNG Thị Vải và đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn. Nhìn chung, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng của GAS đạt 14,9% trong năm 2022-24.
- Với kỳ vọng về chu kỳ đầu tư mới vào ngành Dầu khí, chúng tôi đánh giá cao **Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 35.500 đồng)**, chủ yếu do: (1) PVS là doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam cung cấp các dịch vụ kỹ thuật thượng nguồn, đặc biệt là dịch vụ cơ khí và xây lắp (M&C) cho các dự án ngoài khơi, và (2) môi trường giá dầu cao như hiện nay là điều kiện lý tưởng để củng cố các hoạt động kinh doanh chính của PVS, bao gồm việc gia các hạn hợp đồng thuê tàu FSO/FPSO và dịch vụ xây lắp ngoài khơi, trong đó chúng tôi kỳ vọng chuỗi dự án Lô B - Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng mới cho PVS. Nhìn chung, chúng tôi dự báo PVS sẽ đạt tăng trưởng kép LN ròng là 26,7% trong năm 2022-24.
- Bên cạnh đó, **Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD VN, Khả Quan, Giá mục tiêu: 30.500đ)** cũng là cổ phiếu chúng tôi lựa chọn cho ngành Dầu khí. Mặc dù KQKD Q1/22 không mấy khả quan do hiệu suất sử dụng và giá thuê giàn tự nâng đang cải thiện nhưng vẫn chưa đủ bù đắp cho chi phí cố định mảng khoan, chúng tôi vẫn tin tưởng vào sự phục hồi mạnh mẽ hơn của PVD trong thời gian tới nhờ: (1) tất cả giàn khoan của PVD đều đã có việc cho phần còn lại của năm nay và cả sang năm 2023, (2) giàn khoan TAD đã chính thức hoạt động trở lại từ tháng 1/2022 sau 5 năm dừng hoạt động, và (3) nhu cầu khoan dự kiến sẽ tăng trong trung hạn nhờ mặt bằng giá dầu cao, kéo theo đó là sự phục hồi của giá thuê ngày giàn tự nâng. Nhìn chung, chúng tôi ước tính PVD sẽ ghi nhận mức LN ròng tăng trưởng mạnh trong năm 2022 so với mức thấp năm 2021 (+17,4 lần svck), sau đó đạt tăng trưởng kép là 45,1% trong năm 2023-24.

Gỗ & Nội thất (G&NT)

06/2022

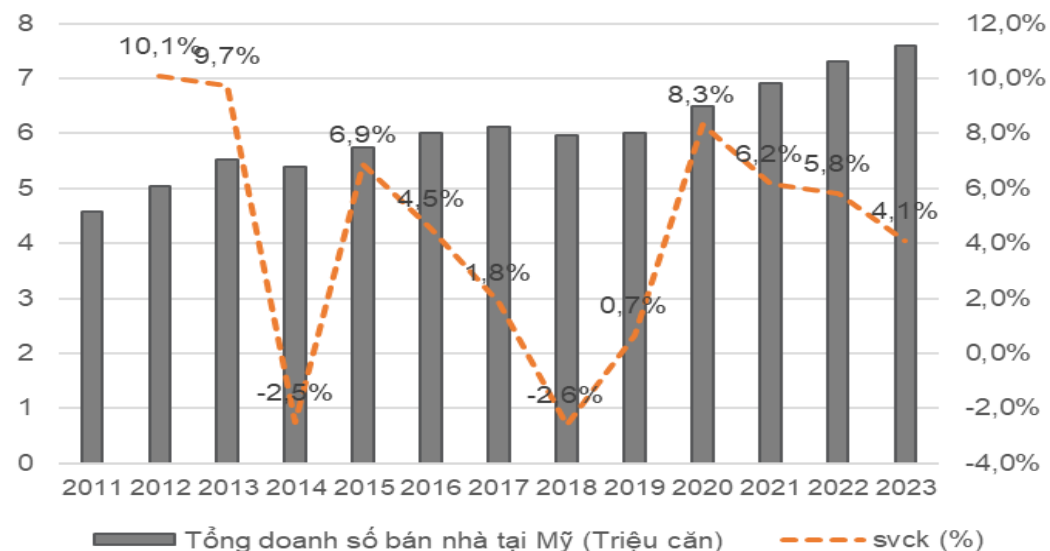
188

VNDIRECT

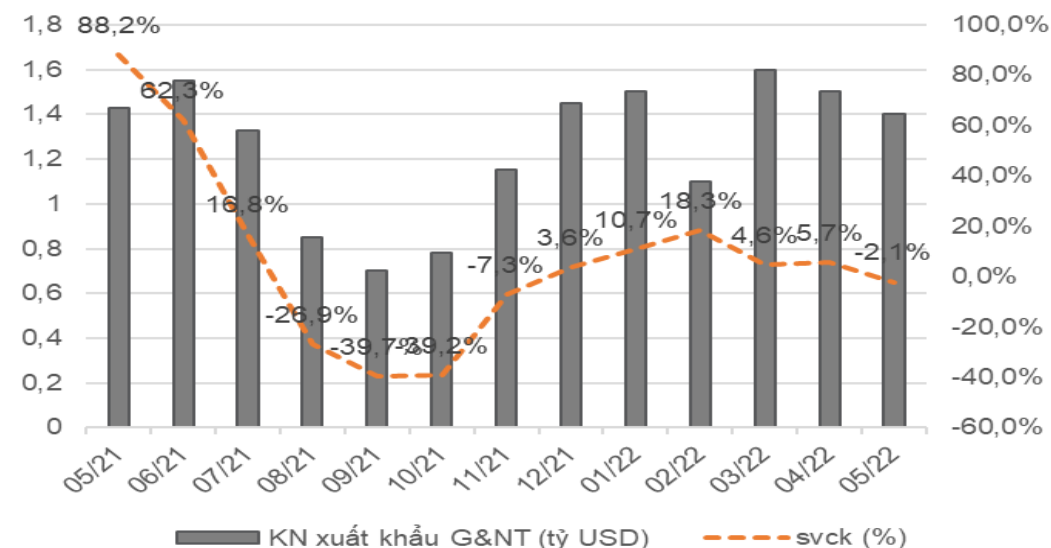
Khó khăn vẫn ở phía trước



Doanh số bán nhà tại Mỹ dự kiến sẽ tăng 5,8% svck năm 2022, đạt 7,3 triệu căn

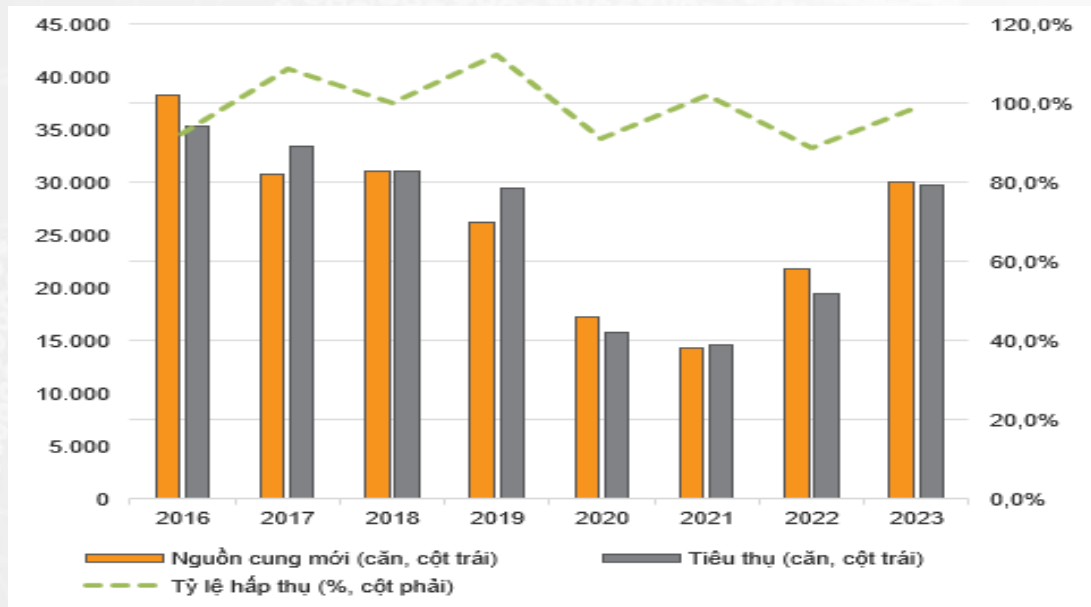


Giá trị xuất khẩu G&NT trong 5T22 tăng 6,9% svck, đạt 7,1 tỷ USD

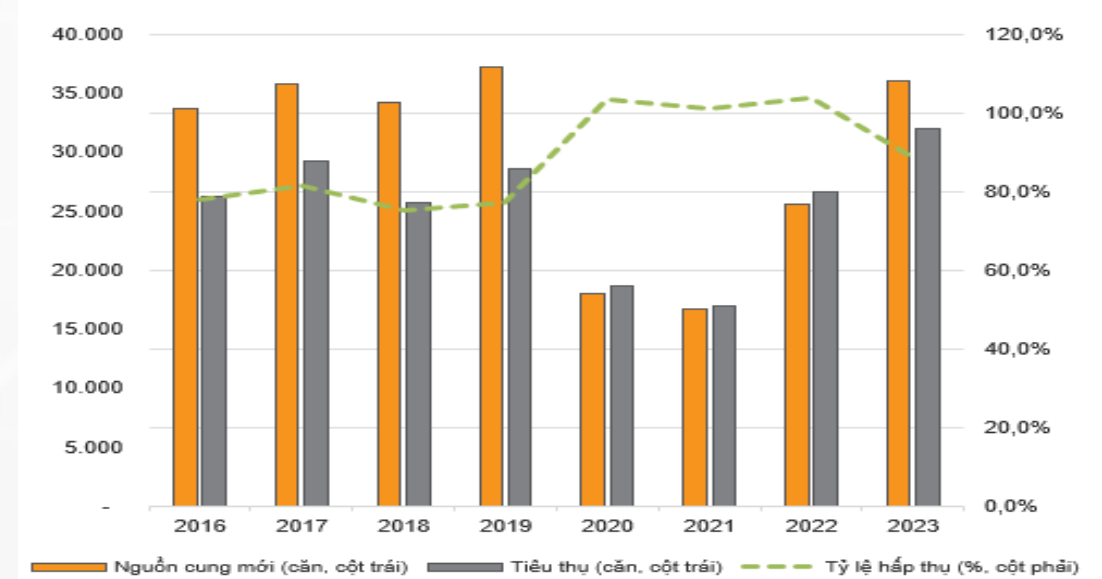


- Giá trị xuất khẩu G&NT trong 5T22 tăng 6,9% svck, đạt 7,1 tỷ USD do các nhà máy gỗ trong nước đã hoạt động trở lại và chạy ở 90%-100% công suất sau Covid-19, hoàn thành 40,1% kế hoạch của Bộ Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn Việt Nam 2022. Trong đó Mỹ vẫn là nhà nhập khẩu G&NT lớn nhất của Việt Nam trong 4T22 với giá trị nhập khẩu đạt 3,3 tỷ USD (+6,6% svck) nhờ nhu cầu về đồ nội thất bằng gỗ tăng mạnh.
- Theo Realtor, doanh số bán nhà tại Mỹ sẽ tiếp tục tăng 5,8% svck năm 2022, đạt 7,3 triệu căn. Nhu cầu mua nhà sẽ vẫn mạnh mẽ, với hơn 45 triệu người bước vào độ tuổi mua nhà vào năm 2022.
- Mặc dù lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ đang ở mức cao nhất kể từ năm 2018, nhưng các hợp đồng vay mua nhà vẫn tiếp tục tăng 8% svck trong tháng 4-22. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cao về nhà ở tại Mỹ sẽ thúc đẩy việc mua các sản phẩm đồ nội thất bằng gỗ trong năm 2022-23.

Nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM kỳ vọng phục hồi vào năm 2022-23 nhờ mức nền thấp năm 2020-21

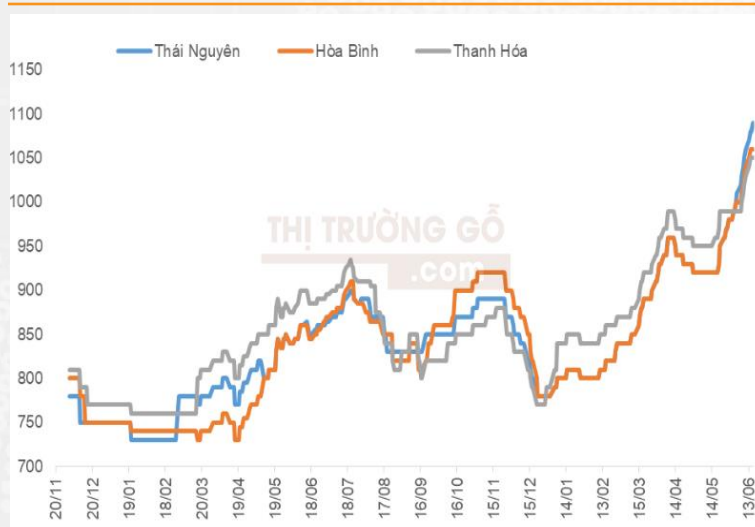


Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2022 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes

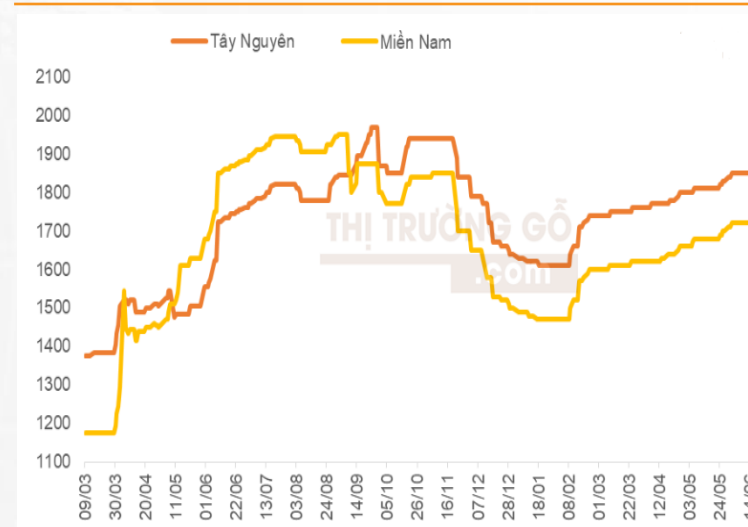


- Động lực tăng trưởng chính cho các công ty G&NT tại thị trường nội địa đến từ triển vọng của ngành bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS sẽ chứng kiến xu hướng phục hồi nguồn cung trong năm 2022, vì chúng tôi tin rằng các chủ đầu tư sẽ tập trung đẩy mạnh hoạt động bán hàng để cải thiện dòng tiền. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM sẽ phục hồi mạnh mẽ từ 60-70% vào năm 2022-23, được hỗ trợ bởi các quy định mới tháo gỡ các nút thắt pháp lý như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng 40-50% svck trong năm 2022-23 lên 25.600 căn/36.000 căn, nhờ sự đóng góp ổn định từ các dự án lớn của Vinhomes.
- Chúng tôi kỳ vọng các nhà sản xuất gỗ hàng đầu với tệp khách hàng lớn như ACG và TTF sẽ tận dụng được lợi thế từ sự phục hồi của thị trường bất động sản nhà ở. ACG là sự lựa chọn quen thuộc của một số chủ đầu tư bất động sản như Vinhomes, Novaland, City Land, trong khi TTF cũng đã cung cấp nội thất gỗ cho các dự án lớn như: Vinpearl Riverfront Condotel, Vinhomes Central Park, Crownne Plaza Phú Quốc Starbay.

Giá gỗ keo đạt 1.070.000 đồng/tấn (+ 28,9% svck) trong tháng 6-22. (Đơn vị: nghìn đồng / tấn)



Giá gỗ cao su vẫn ở mức cao trong 6T22 (Đơn vị: nghìn đồng / tấn)

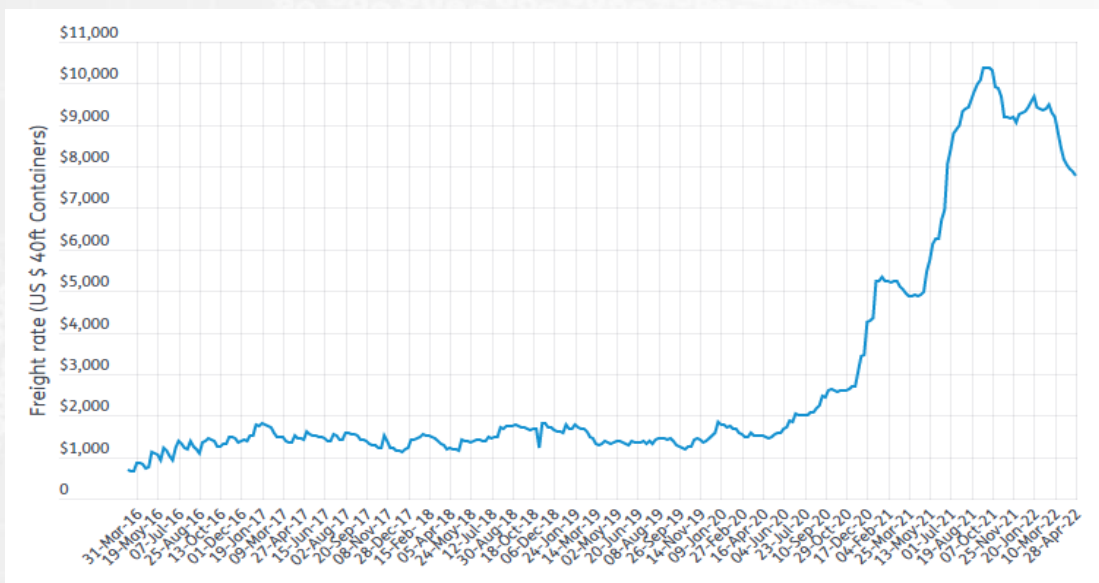


Giá gỗ bạch dương đạt 960.000 đồng / tấn trong T6/2022 (+ 37,1% svck) (Đơn vị: nghìn đồng / tấn)

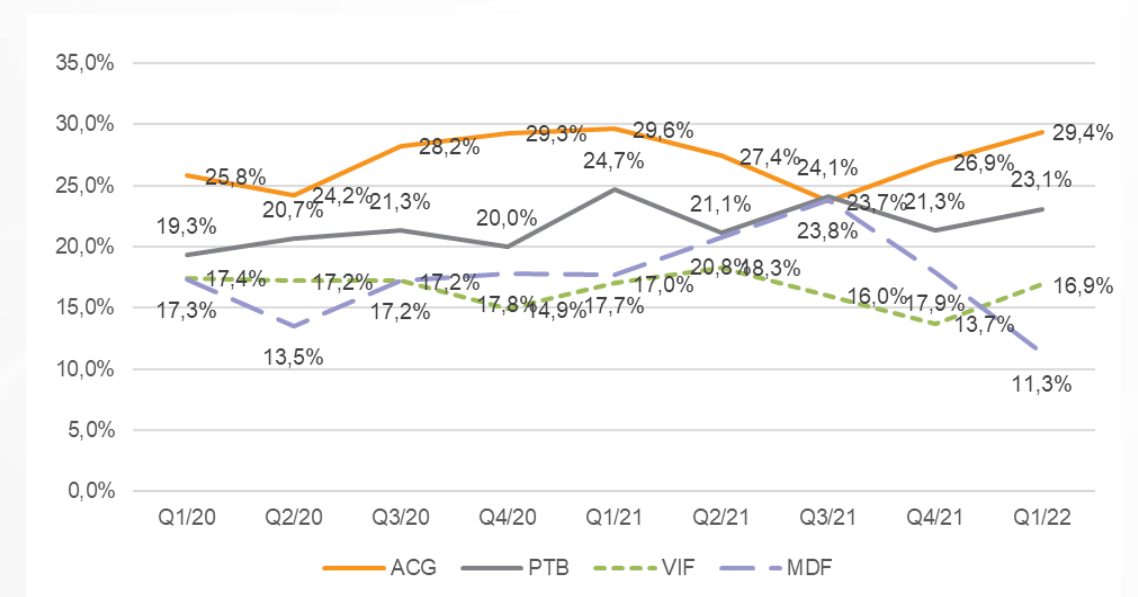


- Chính phủ Nga đã ban hành lệnh cấm xuất khẩu gỗ tròn sang các nước châu Âu và Mỹ, dẫn đến tình trạng thiếu hụt nguồn cung gỗ nguyên liệu trên toàn cầu, kéo theo giá gỗ nguyên liệu tăng cao.
- Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của các công ty G&NT trong năm 2022 sẽ bị ảnh hưởng do nguồn cung thiếu hụt sẽ tiếp tục đẩy giá gỗ nguyên liệu tăng cao vào năm 2022.
- Chi phí gỗ nguyên liệu chiếm 60% giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp gỗ vào năm 2021. Chúng tôi dự báo nếu giá gỗ nguyên liệu tăng 1%, biên LN gộp của các công ty gỗ sẽ giảm 0,05-0,1 điểm % trong năm 2022.

Cước vận chuyển container toàn cầu (Thượng Hải-Los Angeles) đạt 8.852 USD/container 40ft vào T3/22 (đơn vị: USD/container 40 ft)



Hầu hết biên LN gộp của các công ty G&NT đều giảm svck do nguyên liệu đầu vào và chi phí logistic tăng cao (đơn vị:%)



- Chi phí vận chuyển container đã tăng từ 1.500 USD/container 40ft (chặng Thượng Hải-Los Angeles) vào T7/19 lên gần 8.852 USD/container 40ft vào ngày T3/22, tăng gấp sáu lần trong vòng 5 năm.
- Mặc dù chi phí vận chuyển có dấu hiệu hạ nhiệt vào ngày T4/22 (-10% so với T3/22), chúng tôi dự báo rằng chi phí logistic sẽ vẫn ở mức cao (~7.000 USD/container 40ft) vào năm 2022 do mức giá dầu cao hiện nay.
- Chúng tôi dự báo biên LN gộp của các công ty G&NT sẽ tiếp tục giảm 0,4-0,6 điểm % svck trước khi đi ngang vào năm 2023.

Tóm tắt KQKD Q1/22 của các công ty G&NT niêm yết (đơn vị: tỷ đồng)

| | DT Q1/21 | DT Q1/22 | svck (%) | LN ròng Q1/21 | LN ròng Q1/22 | svck (%) | Biên LN gộp Q1/21 | Biên LN gộp Q1/22 | Thay đổi (điểm %) |
|----------|----------|----------|----------|---------------------|---------------------|----------|----------------------------|----------------------------|-------------------|
| PTB (**) | 1,403 | 1,719 | 22.5% | 99 | 141 | 42.4% | 24,5%(*) | 23,1%(*) | -1.4 |
| ACG | 787 | 856 | 8.8% | 101 | 120 | 18.8% | 29.6% | 29.4% | -0.2 |
| TTF (**) | 312 | 536 | 71.8% | -40 | 15 | n/a | 11.5% | 14.0% | 2.4 |
| VIF | 563 | 488 | -13.3% | 120 | 124 | 3.3% | 17.1% | 17.0% | 0.1 |
| MDF | 313 | 317 | 1.3% | 21 | 3 | -85.7% | 17.6% | 11.4% | -6.2 |
| SAV | 280 | 274 | -2.1% | 10 | 13 | 30.0% | 11.4% | 15.3% | 3.8 |
| NHT | 239 | 223 | -6.7% | 8 | 8 | 0.0% | 18.0% | 13.9% | -4.1 |
| GTA (**) | 120 | 138 | 15.0% | 4 | 5 | 25.0% | 9.2% | 9.4% | 0.2 |
| GDT (**) | 101 | 108 | 6.9% | 18 | 20 | 11.1% | 32.7% | 32.4% | 0.3 |

(*) Biên LN gộp mảng gỗ

(**) DN xuất khẩu gỗ

- Nhóm DN gỗ xuất khẩu đạt KQKD khả quan hơn trong Q1/22. Trong đó, TTF và PTB có kết quả kinh doanh ấn tượng trong Q1/22 chủ yếu nhờ vào 1) nhu cầu mạnh mẽ từ khách hàng Mỹ và 2) duy trì hàng tồn kho cao trong Q4/21.
- Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất gỗ trong nước như VIF, MDF ghi nhận mức tăng trưởng âm do 1) nguyên liệu đầu vào cao và 1) áp lực cạnh tranh cao hơn từ mảng ván gỗ khi các doanh nghiệp khác liên tục mở rộng công suất trong giai đoạn 2021-22.
- LN ròng của cả ngành trong Q1/22 đã tăng 28% svck, vượt xa mức tăng trưởng doanh thu nhờ các thu nhập bất thường từ hoạt động kinh doanh bất động sản của PTB (23 tỷ đồng) và lãi chênh lệch tỷ giá của TTF (21,3 tỷ đồng).

| Tỷ đồng | ACG | | | PTB | | | NHT | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 3.294 | 4.535 | 5.803 | 6.490 | 7.981 | 9.006 | 929 | 1.048 | 1.291 |
| % tăng trưởng (svck) | 27,2 | 25,8 | 26,6 | 15,9 | 23 | 12,8 | 4,8 | 12,8 | 23,2 |
| LN gộp | 896 | 1.169 | 1.544 | 1.453 | 1.755 | 1.963 | 165 | 192 | 248 |
| Biên LN gộp (%) | 27,2 | 25,8 | 26,6 | 22,4 | 22 | 21,8 | 8,5 | 12,1 | 13,7 |
| LN ròng | 451 | 585 | 753 | 512 | 620 | 702 | 54 | 84 | 123 |
| % tăng trưởng (svck) | -8,3 | 29,7 | 28,7 | 42,9 | 21,1 | 13,1 | 25,9 | 55,4 | 46 |
| EPS (VND/cp) | 3.249 | 4.213 | 5.420 | 7.725 | 8.788 | 9.941 | 3.510 | 5.455 | 7.966 |
| BVPS (VND/cp) | 27.191 | 28.319 | 31.021 | 33.881 | 38.437 | 46.488 | 15.739 | 18.387 | 19.759 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 3,1 | 2,9 | 2,9 | 1,92 | 1,92 | 1,92 | 12,1 | 12,1 | 12,1 |
| ROAE (%) | 12,4 | 15,2 | 18,3 | 23,7 | 24,3 | 23,4 | 23,4 | 32 | 41,8 |
| ROAA (%) | 1,29 | 136 | 1,43 | 10,1 | 11 | 11,2 | 6,2 | 8,7 | 10,6 |

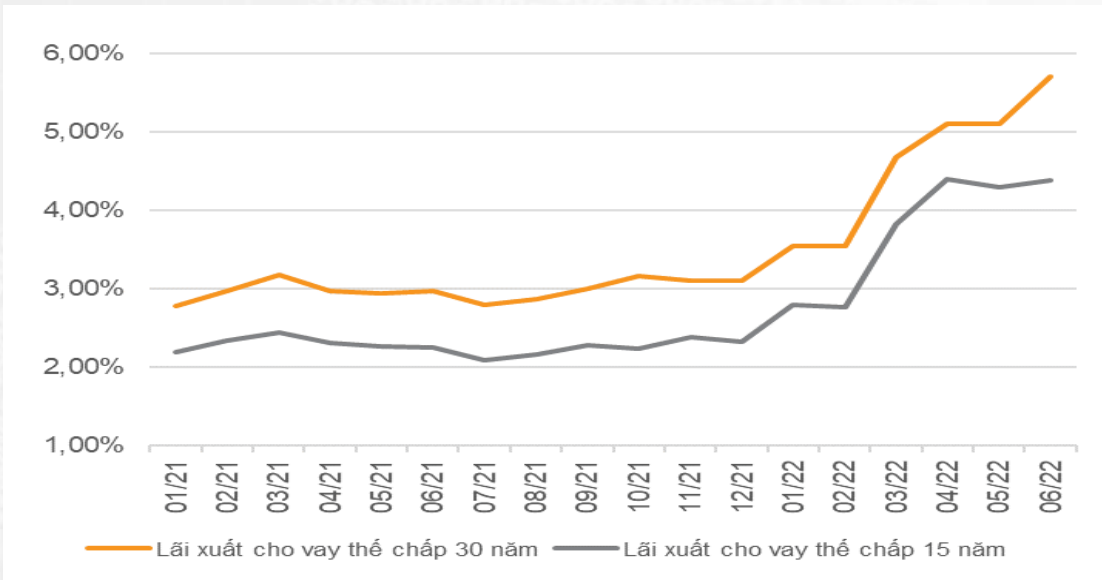
Cổ phiếu G&NT đã giảm khoảng 24,9% so với mức đỉnh sau sự điều chỉnh của thị trường chung và hiện đang được giao dịch ở mức PE trượt là 15,7 lần. Chúng tôi ưa thích những cổ phiếu có doanh thu xuất khẩu vào thị trường Mỹ cao và vị thế dẫn đầu trong thị trường nội địa. Do đó, các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là **PTB** và **ACG** cho đầu tư dài hạn, dựa trên triển vọng lợi nhuận 2022-23 tích cực.

Chúng tôi lựa chọn CTCP Phú Tài (**PTB VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 93.700 đồng**) nhờ 1), chúng tôi kỳ vọng mảng gỗ sẽ giành thêm thị phần từ thị trường Mỹ nhờ lợi thế giá bán so với Trung Quốc. Chúng tôi dự báo mảng gỗ của PTB sẽ tăng trưởng 23,4% svck và 17,9% svck trong năm 2022-23; 2) chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ bàn giao 60% căn hộ Phú Tài vào năm 2022, sẽ có giá bán cao hơn so với giá đã bàn giao vào năm 2021 và 3) chúng tôi dự báo LN ròng của PTB tăng 21,7%/11,4% svck trong năm 2022/23.

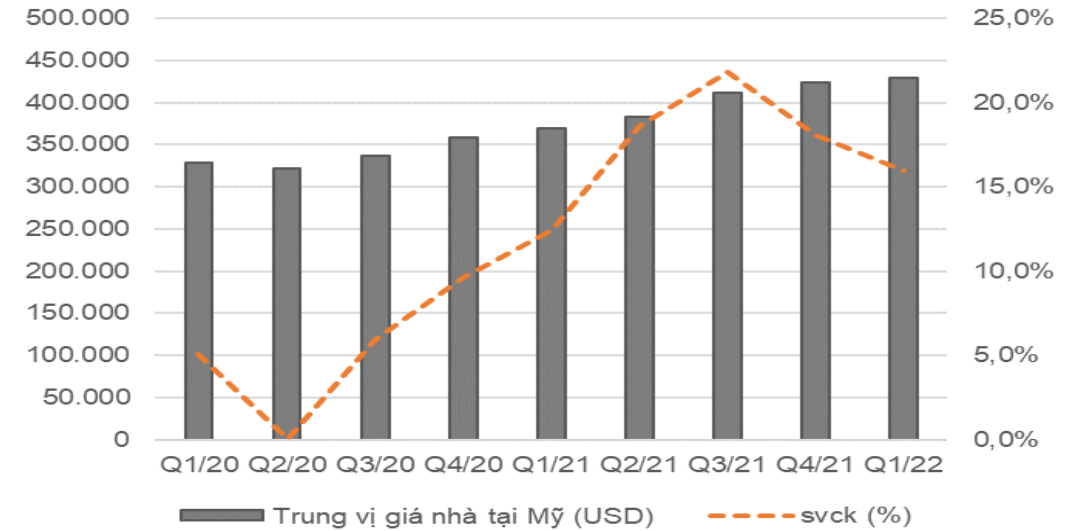
Chúng tôi ưa thích CTCP Gỗ An Cường (**ACG VN, Khả quan, giá mục tiêu: 88.800 đồng**) nhờ 1) vị trí dẫn đầu về gỗ ép tại thị trường nội địa; 2) chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của ACG sẽ lấy lại đà tăng từ 2022-23 nhờ sự phục hồi của bất động sản nhà ở trong năm 2022-23 và đóng góp cao hơn từ doanh thu xuất khẩu và 3) chúng tôi tin rằng việc chuyển sàn từ UPCOM sang HOSE sẽ giúp ACG cải thiện thanh khoản và thu hút sự quan tâm lớn của các nhà đầu tư, đặc biệt là các quỹ đầu tư nước ngoài.

| Công ty | Mã công ty | Khuyến nghị | Giá mục tiêu | | Vốn hóa | P/E (x) | | Tăng trưởng EPS 3 năm CAGR | P/BV (x) | | EV/EBITDA | | ROE (%) | | Tỷ suất cổ tức (%) | | |
|-------------------------|------------|-------------|--------------|-----------|---------|---------|-------------|----------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--|--|
| | | | VND | Triệu USD | | Trượt | 2022 | | Hiện tại | 2022 | Trượt | 2022 | Trượt | 2022 | 2022 | | |
| CTCP Gỗ An Cường | ACG VN | Khả quan | 88.800 | 346,1 | 23,1 | 16,8 | -3,6 | 2,4 | 2,1 | 16 | 13,0 | 12,4 | 15,2 | 0,7 | | | |
| CTCP Phú Tài | PTB VN | Khả quan | 93.700 | 263,7 | 7,2 | 6,8 | 11,8 | 2,2 | 1,6 | 16,9 | 14,0 | 22,4 | 24,3 | 1,9 | | | |
| CTCP gỗ Trường Thành | TTF VN | na | na | 114,9 | 37,9 | na | na | na | na | 17,4 | 13,9 | 3,2 | na | 0 | | | |
| CTCP Thương Mại Nam Hoa | NHT VN | Khả quan | 40.500 | 39,2 | 8,5 | 5,3 | -2,6 | 2,4 | 2,2 | 9,15 | 8,0 | 14,5 | 20,4 | 11,1 | | | |
| CTCP Gỗ Đức Thành | GDT VN | na | na | 35,6 | 11,3 | 6,2 | -14,0 | 3,3 | na | 9,4 | 6,3 | 9,1 | na | 8,2 | | | |
| CTCP Gỗ Thuận An | GTA VN | na | na | 2,6 | 3,5 | na | -3,0 | na | na | 8,2 | na | 20,77 | na | 5,6 | | | |
| Trung Bình | | | | | | | 15,2 | 8,8 | -2,3 | 2,6 | 2,0 | 12,8 | 11,0 | 13,7 | 20,0 | | |
| Trung vị | | | | | | | 9,9 | 6,5 | -3,0 | 2,4 | 2,1 | 12,7 | 13,0 | 13,5 | 20,4 | | |

Lãi suất trung bình đối với khoản cho vay thế chấp trong 30 năm đã tăng lên 5,65% vào T6/22, mức cao nhất kể từ cuối năm 2008



Giá nhà trung vị tại Mỹ đạt 429.000 USD trong Q1/22 (+ 15,9% svck)



- Lãi suất cho vay thế chấp ở Mỹ hiện ở mức 5,65% - trở lại mức cao nhất kể từ năm 2011, trong khi giá nhà khả dụng trung bình trong tháng 3 tăng 15% svck do nguồn cung thiếu hụt, đạt 429.000 USD trong Q1/22. Chúng tôi cho rằng lãi suất thế chấp và giá nhà cao hơn có thể làm giảm nhu cầu mua nhà và các sản phẩm gỗ nội thất ở Hoa Kỳ trong những năm 2022-23.
- Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) vừa thông báo khởi xướng điều tra hành vi trốn thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với mặt hàng tủ gỗ nhập khẩu từ Việt Nam. Chúng tôi cho rằng việc điều tra thuế chống bán phá giá từ Mỹ có thể ảnh hưởng đến doanh thu của các doanh nghiệp xuất khẩu như PTB, NHT.
- Chi phí logistic và đầu vào cao hơn dự kiến có thể làm giảm biên LN gộp các công ty G&NT trong năm 2022.

Dệt may

06/2022

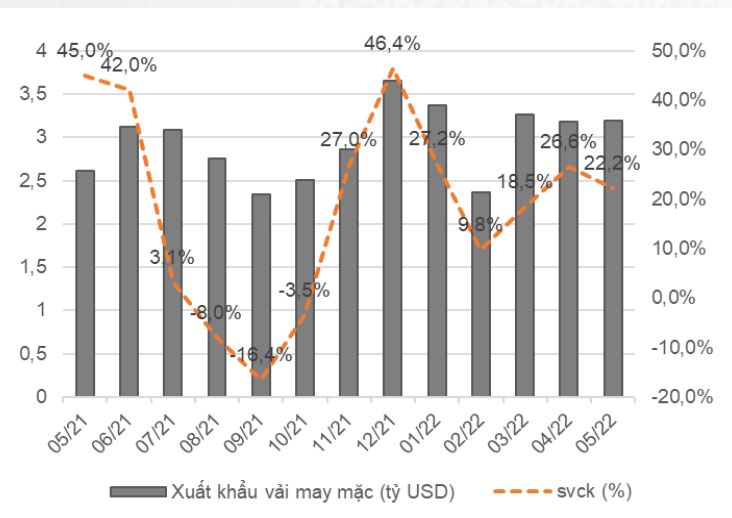
197

VNDIRECT

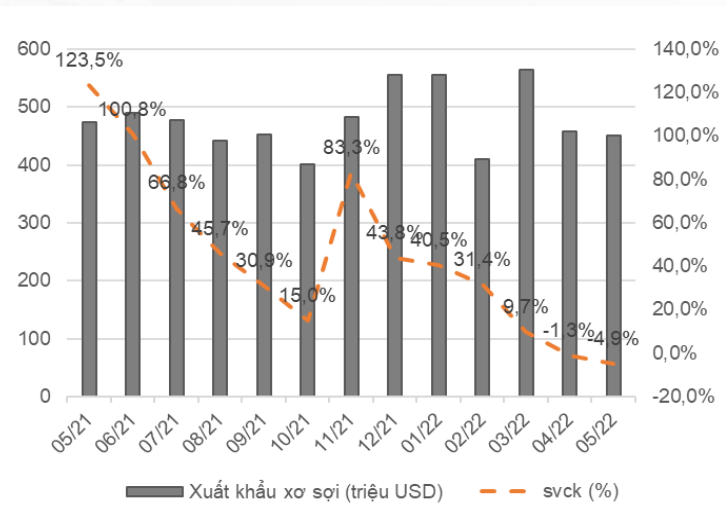
Vững bước đi lên



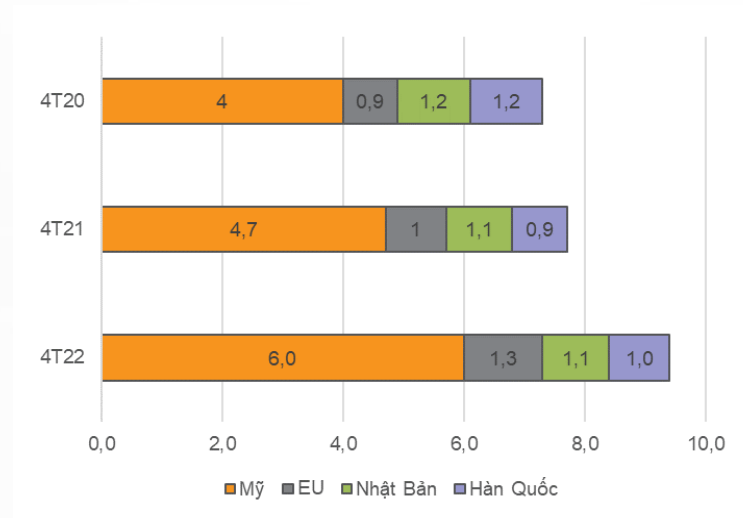
Giá trị xuất khẩu vải và hàng may mặc của Việt Nam



Giá trị xuất khẩu xơ và sợi của Việt Nam



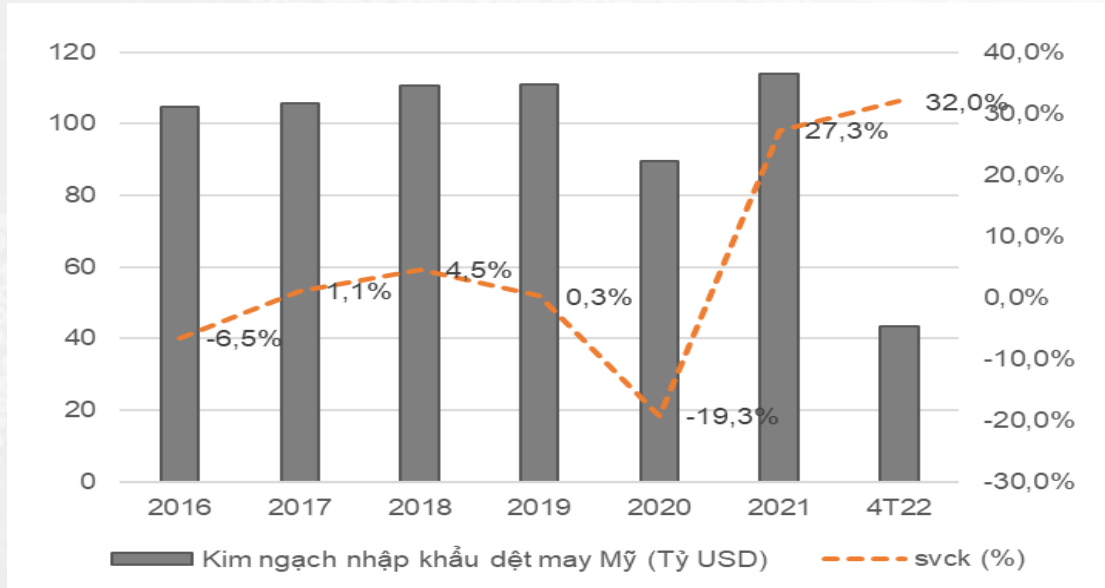
Mỹ vẫn là nhà nhập khẩu lớn nhất của các sản phẩm dệt may của Việt Nam (đơn vị: tỷ USD)



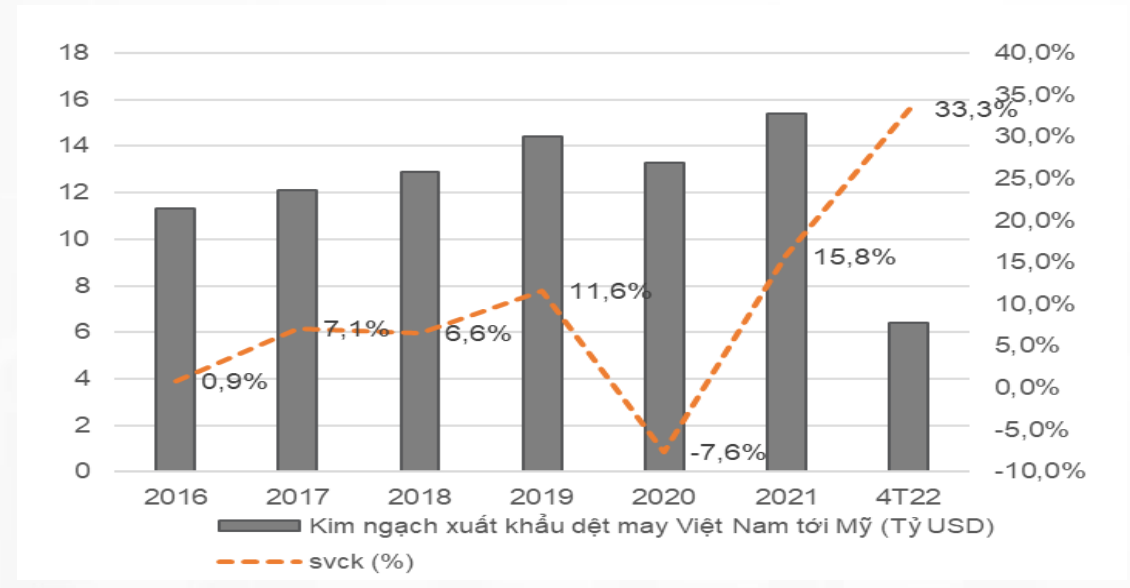
- Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng 22,22% svck trong 5T22 nhờ sự phục hồi nhu cầu đối với các sản phẩm truyền thống (com-lê, áo sơ mi) tại các thị trường xuất khẩu chính và sự chuyển dịch đơn đặt hàng từ Trung Quốc và Sri Lanka.
- Xuất khẩu xơ và sợi của Việt Nam trong các ngày T4/22 và T5/22 lần lượt giảm 1,3% và 4,9% svck do Trung Quốc thực hiện chính sách “zero Covid” dẫn đến gián đoạn chuỗi cung ứng.
- Mỹ tiếp tục là nhà nhập khẩu lớn nhất của các sản phẩm dệt may của Việt Nam với giá trị nhập khẩu 6,0 tỷ USD trong 4T22 (+ 14,3% svck, chiếm 40,7% giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam).

D Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu dệt may Việt Nam sẽ tăng do nhu cầu tại thị trường Mỹ tăng mạnh

Giá trị nhập khẩu dệt may của Mỹ trong 4T22 tăng 32,0% svck, đạt 43,3 tỷ USD

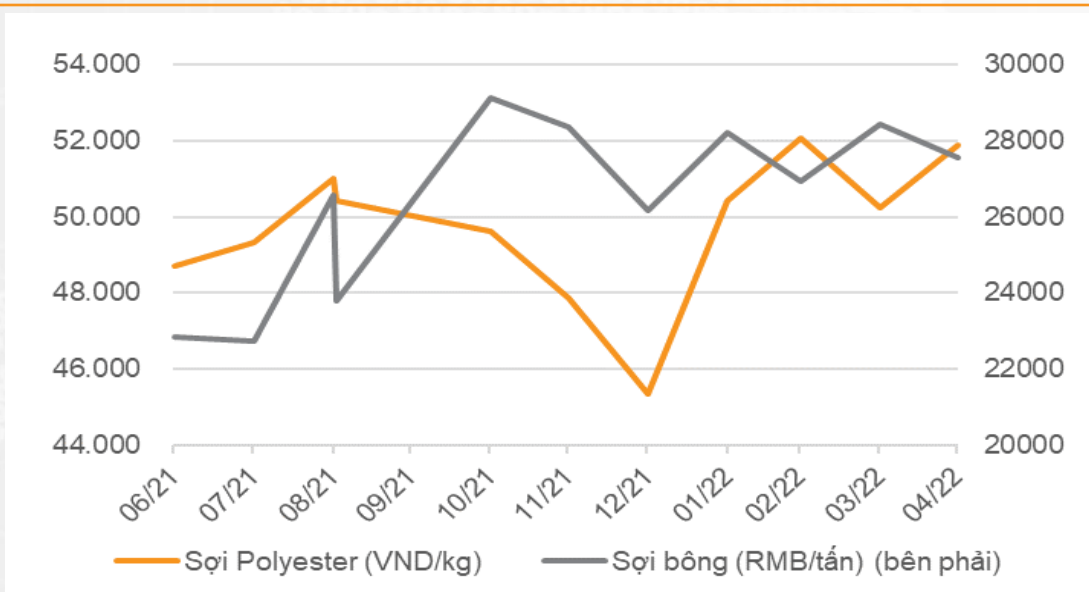


Việt Nam chiếm 14,7% tổng kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ trong 4T22

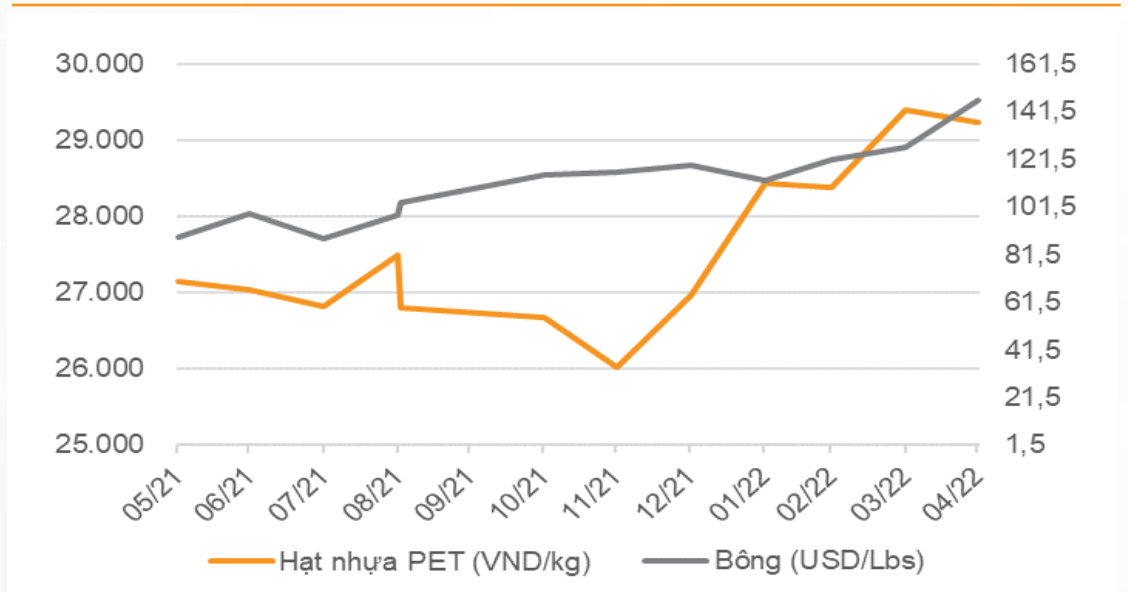


- Mỹ đã cho thấy một nhu cầu bị dồn nén mạnh mẽ sau khi gỡ lệnh phong tỏa. Người Mỹ đã quay trở lại văn phòng, kéo theo sự phục hồi về nhu cầu đối với các sản phẩm văn phòng như vest, sơ mi. Theo đó, giá trị nhập khẩu dệt may của Mỹ trong 4T22 tăng 32,0% svck, đạt 43,3 tỷ USD.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của ngành dệt may Việt Nam trong năm 2022-23 sẽ tăng trưởng theo sự phục hồi của thị trường Mỹ.
- VITAS dự báo kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam đạt 43 tỷ USD (13,1% svck).

Giá sợi polyester tăng 12,1% kể từ T1/22 sau đà tăng của giá dầu



Giá hạt chip PET và bông tăng 8,3% và 17,5% kể từ ngày T1/22



- Chúng tôi kỳ vọng giá chip PE trung bình sẽ đạt 28.309 đồng/kg (+10,8% svck) vào năm 2022 và 27.459 đồng/kg (-3,0% svck) vào năm 2023. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá bông giao dịch ở mức 150,49USD/Lbs trong năm 2022.
- Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của các công ty may mặc như TCM, GIL, MSH sẽ giảm 0,5 điểm % đến 0,8 điểm % trong năm 2022 do chi phí nguyên liệu đầu vào cao. Trong khi các nhà sản xuất sợi bông như HTG, VGT, PPH sẽ tận dụng được lợi thế giá bông tăng trong Q2/22 do lượng tồn kho bông cao trong Q1/22.
- Chúng tôi dự báo biên LN gộp của các công ty sợi bông trong 6 tháng cuối năm 2022 giảm 1,0 điểm % - 1,5 điểm % so với 6T22 do giá bông giảm dần trong nửa cuối năm 2022 trước khi đi ngang vào năm 2023.

D Mở rộng công suất để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng từ thị trường Mỹ và Châu Âu

Đón đầu sự dịch chuyển của hàng hóa từ Trung Quốc và nhu cầu cao tại các thị trường xuất khẩu lớn, các doanh nghiệp dệt may đã xây dựng và mở rộng nhà máy sản xuất lên 15-30% so với công suất hiện tại.

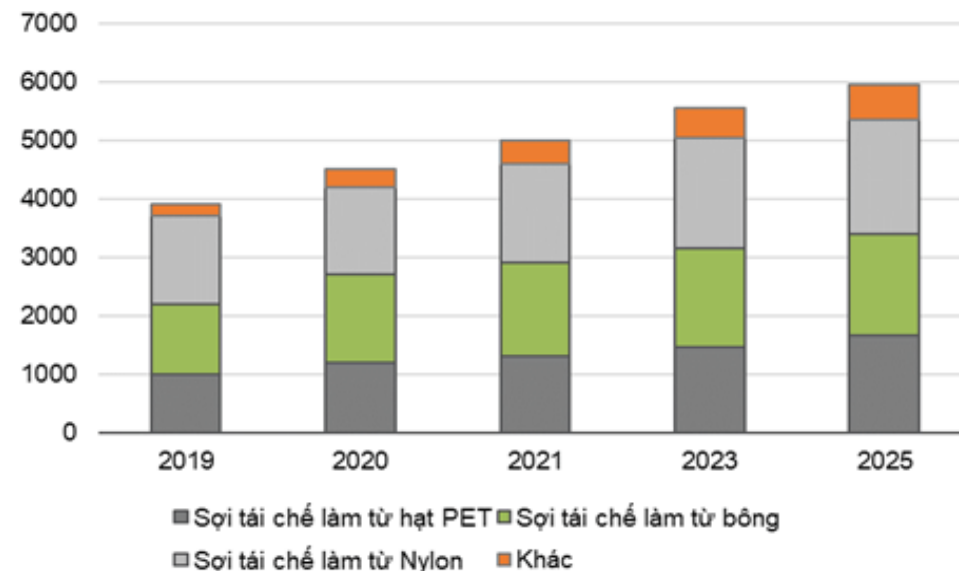
Chúng tôi kỳ vọng năm 2023 có thể ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng của các doanh nghiệp lớn như STK, MSH, HSM khi các nhà máy mới hoàn thành và đi vào hoạt động hết công suất.

| Công ty | Nhà máy | Địa điểm | Công suất | Thời điểm hoàn thành | Chú thích |
|---------|--------------|-------------|--------------------------------|----------------------|--|
| ADS | An Ninh | Thái Bình | 40.000 cọc sợi (7,500 tấn/năm) | Q3/22 | Nhà máy sợi An Ninh dự kiến sẽ nâng công suất ADS lên 60-65% so với năm 2021 (Tổng công suất 24.060 tấn /năm vào 2022). Nhà máy An Ninh sẽ chủ yếu sản xuất sợi bông chất lượng cao với biên LN gộp cao. ADS đã đặt kế hoạch kinh doanh 2022 với LN ròng đạt 106 tỷ đồng (+ 6% svck), trong đó 50 tỷ đồng từ sợi bông. |
| TNG | Đồng Hỷ | Thái Nguyên | 20 chuyền may | 2022-23 | Dự án nhà máy may Đồng Hỷ và Đại Từ sẽ nâng tổng công suất của TNG lên 330 chuyền may (tăng 15% so với năm 2021). |
| TNG | Đại Từ | Thái Nguyên | 22 chuyền may | 2022-23 | |
| STK | Unitex | | 60.000 tấn/năm | 2023-25 | Nhà máy Unitex giai đoạn 1 sẽ vận hành thương mại vào Q2/23, nâng tổng công suất của STK lên 96.000 tấn / năm nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về sợi tái chế và sợi nguyên sinh của thị trường xuất khẩu trong nước và xuất khẩu gián tiếp. |
| STK | Sóc Trăng | Sóc Trăng | na | 2024-25 | |
| MSH | Sông Hồng 10 | Nam Định | 40 chuyền may | Q4/21 | SH10 chỉ sản xuất các đơn hàng FOB với công suất thiết kế là 70 triệu USD giá trị đơn hàng FOB mỗi năm. Chúng tôi kỳ vọng SH10 sẽ đạt công suất sử dụng 70% trong năm 2022 và chạy 100% công suất 2023. Chúng tôi dự báo nhà máy SH10 sẽ giúp doanh thu FOB tăng trưởng 15% / 20% svck trong năm 2022/23 và đưa tỷ trọng đóng góp FOB trên tổng doanh thu lên 88%/92% trong 2022/23 từ mức 73,5% trong năm 2020. |
| TCM | Vĩnh Long 2 | Vĩnh Long | 8,64 triệu sản phẩm/năm | Q2/22 | Nhà máy may Vĩnh Long 2 sẽ tăng 30% công suất may của TCM so với năm 2021. Chúng tôi dự kiến Vĩnh Long 2 sẽ hoạt động 50%/80% trong năm 2022/23 do hiện đang thiếu lao động. Hiện tại Vĩnh Long 2 chỉ khai thác được 5/29 chuyền trong T4/22 và T5/22 |
| HSM | Nghi Lộc | Nghệ An | 24 chuyền may | 2022-23 | |
| HSM | Nam Đàn 3 | Hà Nam | 10.800 tấn/year | 2023-25 | |

Cam kết về việc sử dụng vật liệu tái chế



Thị trường sợi tái chế được định giá 5,9 tỷ USD vào năm 2025 (Đơn vị: triệu USD)



- Các nhà quản lý châu Âu đã tuyên chiến với "thời trang nhanh". Đến năm 2030, các sản phẩm dệt may được đưa vào thị trường EU phải có thời gian sử dụng lâu và có thể tái chế, có tỷ trọng vải được làm từ sợi tái chế cao hơn, không chứa chất độc hại.
- Theo Textile Exchange, thị trường sợi tái chế đạt giá trị 5,9 tỷ USD vào năm 2025, chiếm 45% nhu cầu sợi toàn cầu.
- Các nhà đầu tư nên quan tâm đến các nhà sản xuất sợi tái chế như STK, VGT.

Tóm tắt KQKD của các doanh nghiệp dệt may trong Q1/22 (đơn vị: tỷ đồng)

| | DT Q1/21 | DT Q1/22 | LN ròng svck (%) Q1/21 | LN ròng Q1/22 | Biên LN svck(%) gộp Q1/21 | Biên LN gộp Q1/22 | Thay đổi biên LN gộp (điểm %) | | |
|-----|----------|----------|------------------------------|------------------|---------------------------------|----------------------|----------------------------------|-------|-------|
| VGT | 3.377 | 4.900 | 45,1% | 99 | 200 | 102,0% | 11,4% | 12,3% | 0,83 |
| VGG | 1.453 | 1.519 | 4,5% | 4 | 26 | 550,0% | 8,7% | 10,3% | 1,62 |
| GIL | 864 | 1.417 | 64,0% | 71 | 107 | 50,7% | 19,4% | 17,3% | -2,14 |
| HTG | 722 | 1.345 | 86,2% | 21 | 73 | 247,6% | 10,1% | 11,6% | 1,46 |
| MSH | 945 | 1.291 | 36,7% | 93 | 91 | -2,2% | 22,8% | 14,7% | -8,1 |
| TNG | 911 | 1.260 | 38,3% | 22 | 38 | 72,7% | 12,2% | 12,5% | 0,33 |
| TCM | 946 | 1.122 | 18,6% | 62 | 73 | 17,7% | 16,3% | 15,1% | -1,21 |
| MNB | 659 | 930 | 41,2% | -14 | 12 | n/a | 15,4% | 17,9% | 2,55 |
| M10 | 722 | 856 | 18,6% | 19 | 23 | 21,1% | 12,7% | 11,1% | -1,64 |
| STK | 567 | 640 | 12,9% | 70 | 76 | 8,6% | 19,8% | 17,5% | -2,26 |
| HSM | 367 | 475 | 29,4% | 11 | 37 | 236,4% | 15,6% | 17,5% | 1,86 |
| ADS | 314 | 445 | 41,5% | 16 | 26 | 62,5% | 10,0% | 10,7% | 0,66 |
| PPH | 389 | 445 | 14,3% | 138 | 161 | 16,7% | 17,5% | 21,2% | 3,71 |

- Doanh thu và LN ròng của các công ty dệt may trong Q1/22 tăng 31,7% svck và 58,9% svck.
- Các nhà sản xuất sợi bông như VGT, HTG, PPH, ADS ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ 1) nhu cầu mạnh mẽ với các sản phẩm truyền thống (vest, áo sơ mi) và 2) tồn kho bông cao từ Q4/21.
- Các công ty may sử dụng sợi polyester như MSH, TCM, M10 có đà tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn do giá nguyên liệu đầu vào tăng.

| Tỷ đồng | STK | | | MSH | | | TCM | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 2.043 | 2.611 | 3.291 | 4.749 | 4.921 | 5.288 | 3.537 | 4.243 | 4.976 |
| % tăng trưởng (svck) | 15,7 | 27,8 | 26,1 | 24,5 | 4,2 | 7,5 | 1,9 | 19,9 | 17,3 |
| LN gộp | 374 | 545 | 696 | 931 | 986 | 1140 | 514 | 634 | 794 |
| Biên LN gộp (%) | 18,3 | 20,9 | 21,2 | 20,1 | 20 | 21,6 | 14,5 | 14,9 | 16 |
| LN ròng | 278 | 353 | 456 | 442 | 464 | 588 | 143 | 250 | 335 |
| % tăng trưởng (svck) | 92,1 | 27,0 | 29,3 | 91,2 | 5,6 | 26,8 | -48,2 | 74,8 | 34,0 |
| EPS (VND/cp) | 4.074 | 5.172 | 6.687 | 5.893 | 8.861 | 9.277 | 1.746 | 3.046 | 4.095 |
| BVPS (VND/cp) | 18.442 | 22.43 | 26.956 | 19.625 | 22.304 | 26.461 | 20.866 | 21.254 | 22.586 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 3,06 | 3,06 | 3,06 | 8,0 | 5,3 | 5,3 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| ROAE (%) | 23,8 | 25,3 | 27,1 | 15,1 | 16,3 | 18,5 | 8,5 | 14,3 | 18,1 |
| ROAA (%) | 15,1 | 17,1 | 18,3 | 29,2 | 31,4 | 34,3 | 4,3 | 7,7 | 9,9 |

| Công ty | Mã | Khuyến nghị | Giá mục tiêu VND | Vốn hóa Triệu USD | P/E (x) | | Tăng trưởng EPS 3 năm (%) | | P/BV (x) | EV/EBITDA | | ROE (%) | | ROA (%) | |
|-------------------------------|--------|-------------|---------------------|----------------------|-------------|-------------|------------------------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | | | Trượt | 2022 | CAGR | Hiện tại | | 2022 | Trượt | 2022 | Trượt | 2022 | Trượt |
| CTCP May Thành Công | TCM VN | na | na | 827,1 | 44,9 | na | -4,3 | na | na | 19,3 | na | 3,9 | na | 1,5 | na |
| CTCP May Nhà Bè | MNB VN | na | na | 250 | 34,9 | 26,3 | 13,8 | 2,8 | 2,6 | 17,4 | 13,9 | 10,16 | 14,225 | 6,2 | 8,0 |
| CTCP Đầu tư và Thương mại TNK | TNG VN | na | na | 219,9 | 14,3 | 14,6 | 17,6 | 2,0 | na | na | na | 15,57 | 14,0 | 4,8 | 4,4 |
| CTCP Mirae | KMR VN | na | na | 195,7 | 11,8 | 11,9 | -13,8 | 3,0 | 2,5 | 9,4 | 6,3 | 24,43 | 27,4 | 11,5 | 10,3 |
| CTCP May Sông Hồng | MSH VN | Trung lập | 55.000 | 182,1 | 15,9 | 18,6 | 21,1 | 3,6 | 2,8 | 10,0 | 8,8 | 24,82 | 19,8 | 14,9 | 12,7 |
| Tập đoàn Dệt May Việt Nam | VGT VN | na | na | 72,3 | 12,3 | na | 5,1 | na | na | 8,2 | na | 11,5 | na | 1,5 | na |
| CTCP May Việt Tiến | VGG VN | na | na | 47,8 | 20,6 | 10,9 | -18,7 | 1,1 | na | 5,2 | na | 5,4 | 9,8 | 2,9 | 3,8 |
| CTCP Sợi Thế Kỷ | STK VN | Khả quan | 68.200 | 30,4 | 55,9 | na | -39,9 | na | na | 9,2 | na | 1,6 | na | 0,8 | na |
| Trung bình | | | | | 26,3 | 16,5 | -2,4 | 2,5 | 2,6 | 11,2 | 9,7 | 12,2 | 17,0 | 5,5 | 7,8 |
| Trung vị | | | | | 18,3 | 14,6 | 0,4 | 2,8 | 2,6 | 9,4 | 8,8 | 10,8 | 14,2 | 3,9 | 8,0 |

Lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi là **CTCP Sợi Thế Kỷ (STK VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 68.200đ/cp)** nhờ vào 1) triển vọng tươi sáng của sợi tái chế và 2) chúng tôi kỳ vọng nhà máy Unitex giai đoạn 1 sẽ vận hành thương mại vào Q2/23, nâng tổng công suất của STK lên 96.000 tấn / năm nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về sợi tái chế và sợi nguyên sinh của thị trường xuất khẩu và nội địa. Rủi ro đầu tư bao gồm 1) lạm phát cao ở Mỹ có thể ảnh hưởng đến nhu cầu mua quần áo của người Mỹ và 2) giá nguyên liệu đầu vào cao hơn dự kiến có thể làm giảm biên LN gộp của các công ty may mặc.

Xây dựng & Vật liệu xây dựng

06/2022

206

VNDIRECT

Chờ đợi sự bùng nổ của đầu tư cơ sở hạ tầng

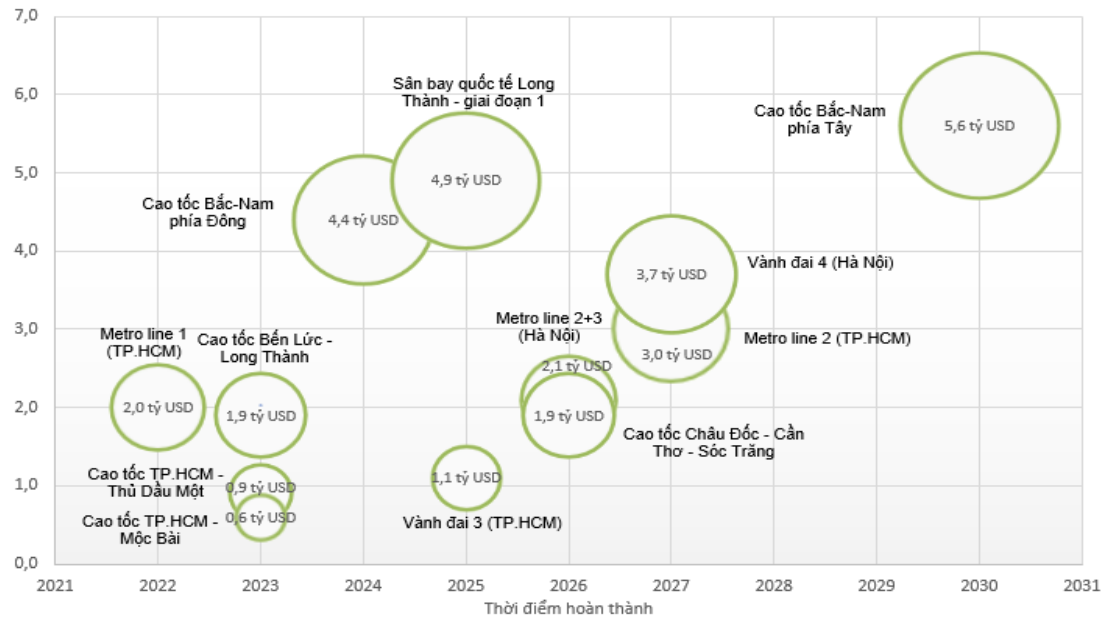


Tiến độ dự kiến của các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm trong giai đoạn 2021-25

| Dự án | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) | Tiến độ thi công dự kiến | | | | | | | | |
|---|---------------------------|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|--|
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | |
| 11 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1) | Cam Lộ - La Sơn | 7.700 | | | | | | | | |
| | Cao Bồ - Mai Sơn | 1.600 | | | | | | | | |
| | Cầu Mỹ Thuận 2 | 5.000 | | | | | | | | |
| | Mai Sơn - Quốc lộ 45 | 12.920 | | | | | | | | |
| | Vĩnh Hào - Phan Thiết | 10.853 | | | | | | | | |
| | Phan Thiết - Dầu Giây | 14.360 | | | | | | | | |
| | Nghi Sơn - Diễn Châu | 8.380 | | | | | | | | |
| | Quốc lộ 45 - Nghi Sơn | 6.330 | | | | | | | | |
| | Diễn Châu - Bãi Vọt | 13.340 | | | | | | | | |
| | Nha Trang - Cam Lâm | 7.615 | | | | | | | | |
| | Cam Lâm - Vĩnh Hào | 13.690 | | | | | | | | |
| 12 dự án thành phần cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2) | 146.990 | | | | | | | | | |
| Sân bay Long Thành (giai đoạn 1) | 109.112 | | | | | | | | | |
| Tổng | 357.890 | | | | | | | | | |

- Theo Tổng cục Thống kê, vốn nhà nước thực hiện (đầu tư công) trong 5 tháng đầu năm 2022 (5T22) tăng 9,5% svck đạt 147,8 nghìn tỷ đồng (thấp hơn mức 15,5% trong 5T21), tương đương 27,7% kế hoạch cả năm. Chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công sẽ tăng trong nửa cuối năm 2022 khi giá nhiều loại hàng hóa có dấu hiệu đạt đỉnh và gói kích thích kinh tế hơn 113 nghìn tỷ đồng đã bắt đầu được giải ngân từ tháng 4/2022. Bên cạnh đó, Thủ tướng Phạm Minh Chính đã ký Quyết định số 548/QĐ-TTg ngày 02/05 thành lập sáu đoàn kiểm tra để giải quyết các vướng mắc liên quan đến giải ngân vốn đầu tư công.

Tổng mức đầu tư của các dự án giao thông trọng điểm tại Việt Nam lên tới 32,1 tỷ USD trong giai đoạn 2022-30 (tỷ USD)



Chính phủ sẽ thực hiện nhiều giải pháp quyết liệt nhằm đẩy mạnh đầu tư công trong nửa cuối năm 2022 và 2023

- 1. Tăng tần suất cập nhật giá vật liệu tại các địa phương.
- 2. Lập sổ nhật ký công trình để đảm bảo thanh toán nhanh chóng cho các nhà thầu.
- 3. Giao trách nhiệm cho các Trường ban quản lý các dự án đầu tư công.
- 4. Tiến hành khảo sát và cấp phép sớm cho các mỏ vật liệu thực hiện 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2, tránh tình trạng thiếu hụt nguồn cung như giai đoạn 1.

- Trong cả năm 2022, chúng tôi vẫn duy trì kỳ vọng vốn đầu tư công thực hiện tăng 20-30% svck khi tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 sẽ cao hơn nửa đầu năm nhờ mức nền thấp của cùng kỳ 2021.
- Với việc Việt Nam vẫn đang từng bước mở cửa lại nền kinh tế sau dịch bệnh, chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tăng trưởng nhanh trong suốt cả năm 2023 và trở thành động lực chính cho nhu cầu xây dựng & vật liệu xây dựng.
- Trong dài hạn, quy mô các gói đầu tư tại các dự án giao thông trọng điểm tại Việt Nam là rất lớn, lên tới 32,1 tỷ USD trong giai đoạn 2022-30.

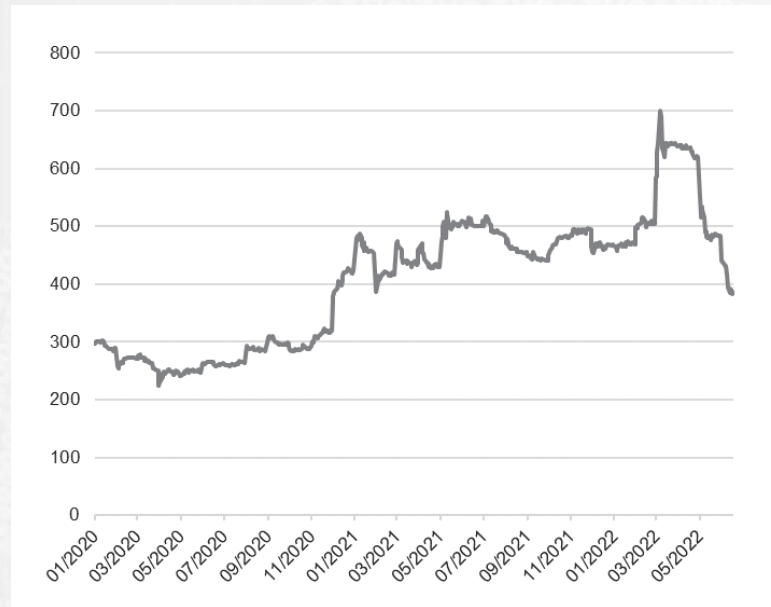
Các dự án hạ tầng giao thông nổi bật đang được xây dựng

| Dự án | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) | Thời gian thi công | Đã hoàn thành (tính đến cuối tháng 5/2022) | Công ty niêm yết tham gia thi công |
|---------------------------------|---------------------------|--------------------|--|------------------------------------|
| Cao tốc Cam Lộ - La Sơn | 7.700 | 2019-22 | 86,0% | |
| Gói thầu XL-09 | 623 | | | C4G |
| Cao tốc Mai Sơn - Quốc lộ 45 | 12.920 | 2020-22 | 64,2% | |
| Gói thầu XL-14 | 2.498 | | | VCG |
| Cầu Vĩnh Tuy 2 | 2.500 | 2020-22 | 45,0% | |
| Gói thầu 01/VT2-XL | 1.154 | | | VCG |
| Gói thầu 04/VT2-XL | 115 | | | L18 |
| Gói thầu 05/VT2-XL | 101 | | | VCG |
| Cao tốc Vĩnh Hảo - Phan Thiết | 10.853 | 2020-23 | 38,4% | |
| Gói thầu XL-01 | 1.688 | | | DPG |
| Gói thầu XL-04 | 3.225 | | | VCG |
| Cao tốc Phan Thiết - Dầu Giây | 14.360 | 2020-23 | 45,0% | |
| Gói thầu XL-03 | 2.299 | | | VCG |
| Gói thầu XL-02 | 1.910 | | | C4G |
| Cao tốc Mỹ Thuận - Cần Thơ | 4.827 | 2020-23 | 42,3% | |
| Gói thầu XL-02 | 705 | | | C4G |
| Cao tốc Nghi Sơn - Diễn Châu | 8.380 | 2021-23 | 30,0% | |
| Gói thầu XL-03 | 1.266 | | | VCG |
| Gói thầu XL-04 | 1.139 | | | C4G |
| Cao tốc Quốc lộ 45 - Nghi Sơn | 6.330 | 2021-23 | 37,0% | |
| Gói thầu XL-03 | 1.100 | | | VCG |
| Gói thầu XL-02 | 1.193 | | | LCG |
| Cao tốc Diễn Châu - Bãi Vọt | 13.340 | 2021-24 | 5,2% | C4G, VC2 |
| Cao tốc Can Lâm - Vĩnh Hảo | 13.690 | 2021-24 | 12,6% | |
| Gói thầu XL-1, XL-5, XL-8, XL-9 | 538 | | | HHV |
| Cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng | 7.609 | 2022-25 | 0,0% | HHV |

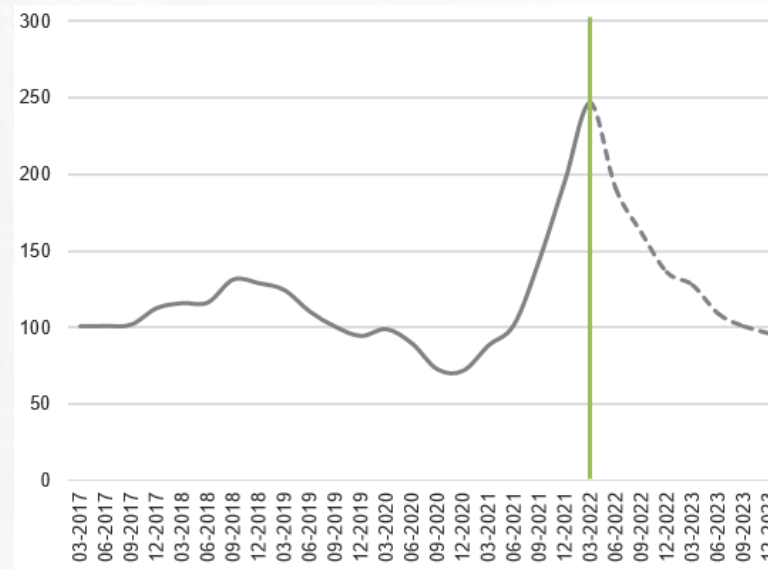
NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BỘ GTVT

- Các nhà thầu đã chứng minh được năng lực thi công và đang thực hiện hàng loạt dự án giao thông trọng điểm như CTCP Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (**VCG** VN, HOSE), CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (**HHV** VN, UPCOM), Tập đoàn CIENCO4 (**C4G** VN, UPCOM),... đang đứng trước cơ hội bứt phá mạnh mẽ vào năm 2022-23.
- Bên cạnh đó, việc nhóm doanh nghiệp này đã vượt qua được những điều kiện đấu thầu khắt khe trước đây sẽ có tạo thêm ưu thế cho họ có thể tiếp tục tham gia các dự án hạ tầng lớn tiếp theo trong giai đoạn 2022-25.

Biến động giá thép phế - thường chiếm 55-60% giá thành sản xuất thép bằng lò điện hồ quang (EAF) (USD/tấn)



Biến động giá than nhiệt - thường chiếm 30-35% giá thành sản xuất xi măng (USD/tấn)

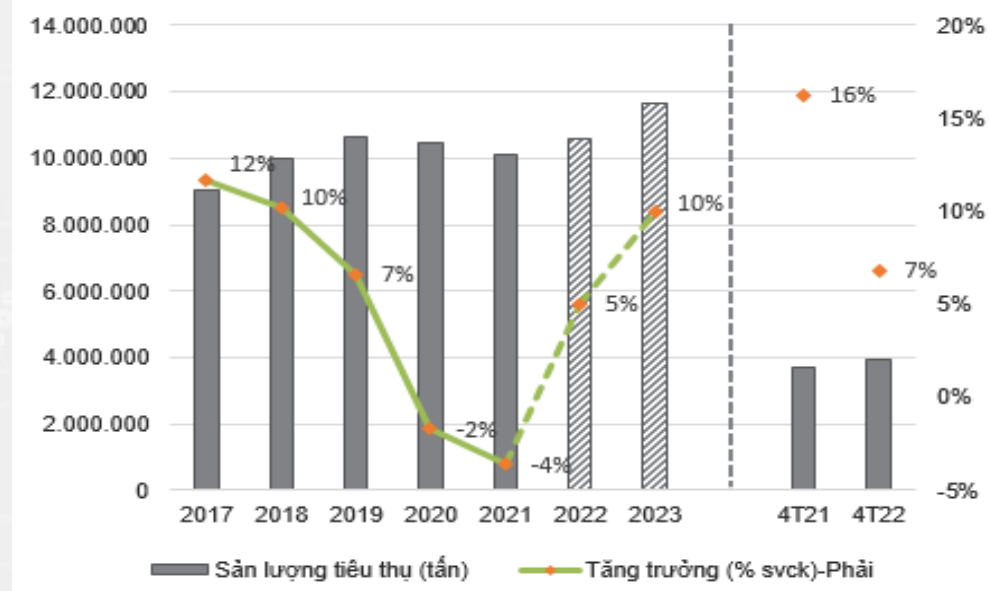


Biến động giá Bitumen – nguyên liệu đầu vào quan trọng trong sản xuất nhựa đường (USD/tấn)

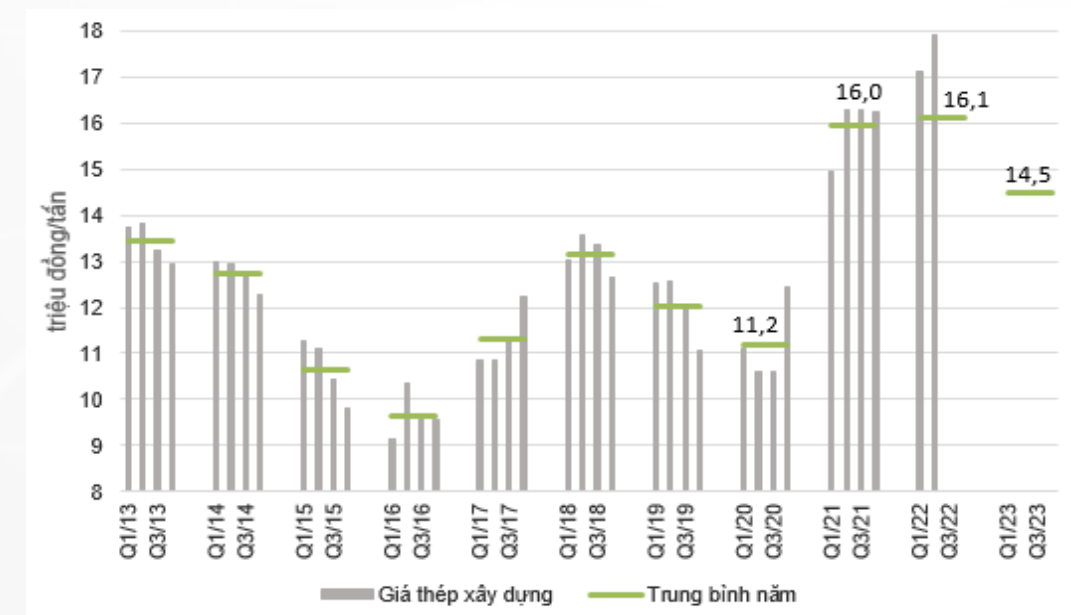


- Giá hàng hóa đã tăng mạnh trong 6T22 khi chịu ảnh hưởng từ cuộc xung đột Nga-Ukraine và sự gián đoạn của chuỗi cung ứng. Chúng tôi cho rằng giá hàng hóa thường đảo chiều giảm rất nhanh sau một đợt tăng giá nóng, điều này có thể sẽ giúp các nhà sản xuất vật liệu xây dựng cải thiện biên lợi nhuận gộp (BLNG) trong nửa cuối năm 2022.

Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thép xây dựng Việt Nam sẽ hồi phục trong năm 2022-23



Chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng nội địa sẽ tăng nhẹ 1% svck trong năm 2022 trước khi giảm 10% svck trong năm 2023



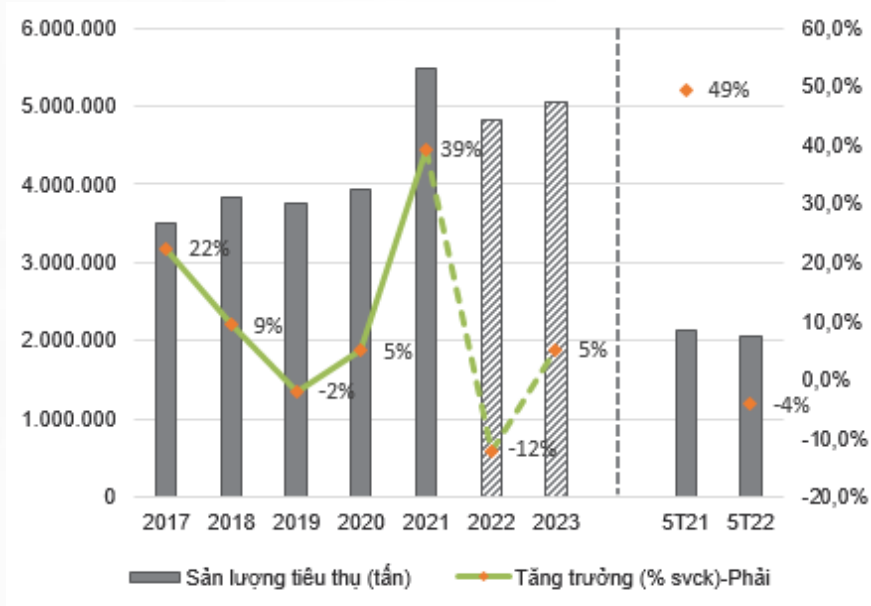
- Chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng và sự nóng lên của thị trường bất động sản nhà ở sẽ giúp sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của Việt Nam tăng lần lượt 5%-10% svck trong năm 2022-23.
- Chúng tôi kỳ vọng giá bán thép xây dựng sẽ giảm dần về mức trung bình trong dài hạn, tuy nhiên triển vọng nhu cầu thép phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch và giá nguyên liệu đầu vào vẫn duy trì ở mức cao sẽ khiến quá trình giảm giá này kéo dài hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng giá bán thép xây dựng trung bình năm 2022-23 sẽ đạt lần lượt 16.100-14.500 đồng/kg (giảm 5%-15% so với giá hiện tại).

EU mới đây đã thông báo Việt Nam sẽ bị áp dụng hạn ngạch nhập khẩu đối với một số sản phẩm thép dẹt từ ngày 1/7/2022

Sản lượng tiêu thụ tôn mạ Việt Nam sẽ giảm mạnh trong năm 2022 trước khi hồi phục trong năm 2023

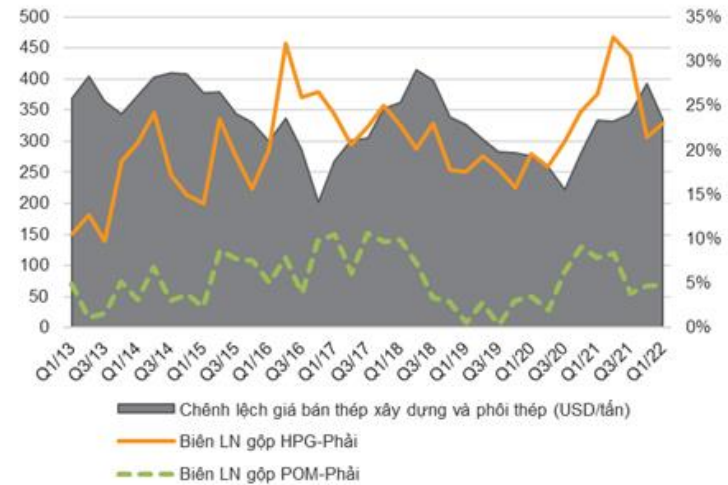
| List of product categories originating in developing countries to which the definitive measures apply | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|----|----|----|----|---|---|---|---|---|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|-----|-----|----|----|----|
| Country / Product group | 1 | 2 | 3A | 3B | 4A | 4B | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 24 | 25A | 25B | 26 | 27 | 28 |
| Brazil | | | | | X | | | X | | | | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |
| China | | X | X | X | X | X | | X | | X | X | X | X | | X | X | | | X | X | | X | X | X | | X | X | X | X |
| Egypt | X | | | | X | | | | | | | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |
| India | X | X | | | X | X | X | X | X | X | X | X | | | X | X | | | | | | X | X | X | | | X | | |
| Indonesia | | | | | X | | | | X | X | X | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |
| Kazakhstan | | | | | X | | | | | | | | | | | | | | X | | | | X | | | | | | |
| Moldova | | | | | X | | | | | | | X | X | | | | X | | | | | | X | | | | | | |
| North Macedonia | | | | | X | | | | X | | | X | | | | | | | | | | X | X | X | | | | | |
| South Africa | | | | | X | | | | X | X | X | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |
| Tunisia | | | | | X | | | | | | | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |
| Turkey | X | X | | | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | | X | X | X | X | X | X | X | | X | X | X | X |
| Ukraine | X | X | | | X | X | | X | | | | X | X | | X | X | X | X | X | X | X | X | X | X | | | X | X | X |
| United Arab Emirates | | | | | X | | | | | | | | | | | | X | X | X | | X | | X | | | | | | |
| Vietnam | X | | X | X | X | X | X | | | X | | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |
| All other developing countries | | | | | X | | | | | | | | | | | | | | | | | | | X | | | | | |

Ghi chú: 4A/4B – thép mạ kẽm nhúng nóng (HDG) – mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam sang thị trường EU, chiếm 67% tổng giá trị xuất khẩu năm 2021.

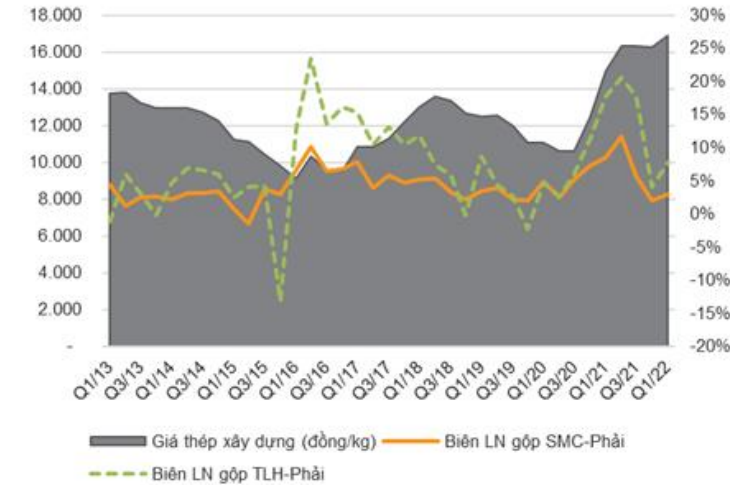


- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ Việt Nam năm 2022 sẽ giảm 12% svck từ mức tăng mạnh 39% của cùng kỳ năm ngoái. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này đến từ việc Việt Nam sẽ chịu hạn ngạch nhập khẩu từ EU (thị trường xuất khẩu lớn nhất trong năm 2021) đối với các sản phẩm HDG với hiệu lực từ 1/7/2022 đến 30/6/2024.
- Trong năm 2023, sản lượng tiêu thụ tôn mạ Việt Nam sẽ phục hồi 5% svck nhờ nhu cầu xây dựng nội địa bứt phá, theo quan điểm của chúng tôi.

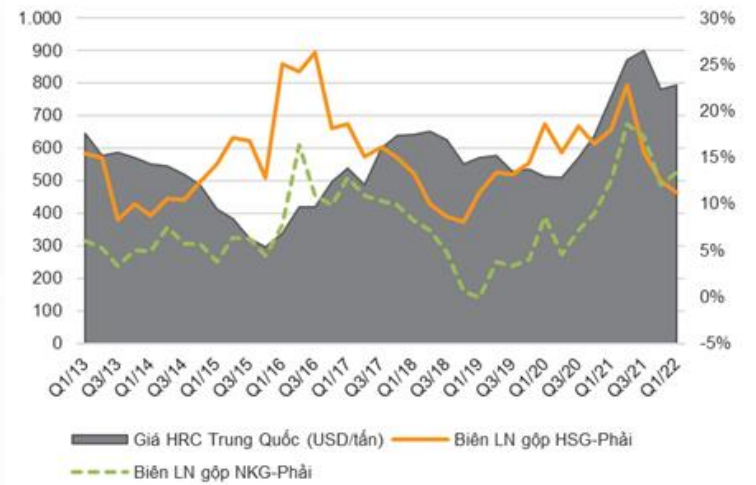
Biên LN gộp của các công ty thép xây dựng so với chênh lệch giá bán thép xây dựng và phôi thép



Biên LN gộp của các công ty thương mại thép so với giá thép xây dựng



Biên LN gộp của các công ty tôn mạ so với giá thép HRC



- Giá bán thép giảm sẽ gây áp lực đáng kể lên biên LN gộp của các doanh nghiệp thép trong 6 tháng cuối năm khi hàng tồn kho giá rẻ được tiêu thụ hết, đặc biệt đối với các công ty thương mại thép, theo quan điểm của chúng tôi.
- Nhờ lợi thế sản xuất quy mô lớn, hệ thống phân phối rộng khắp và khả năng quản lý hàng tồn kho đã được chứng minh, chúng tôi tin rằng HPG sẽ là một trong số ít các doanh nghiệp ngành thép tại Việt Nam có khả năng giữ biên LN gộp không bị giảm quá mạnh trong năm 2022.

Chu kỳ kinh doanh của ngành thép

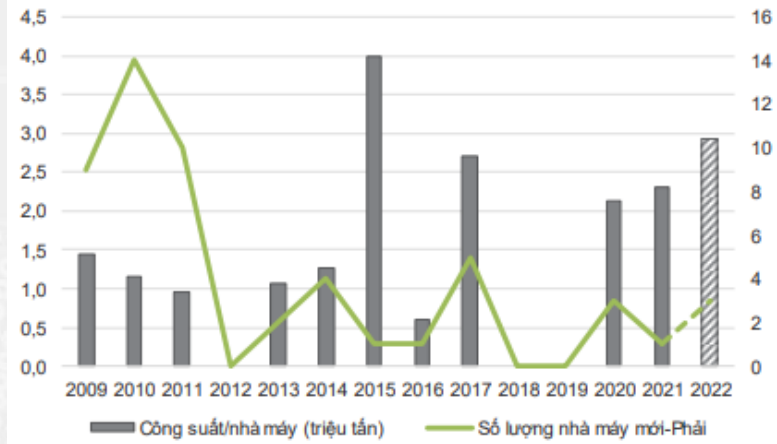


Các dự án thép nổi bật trong giai đoạn 2009-2022

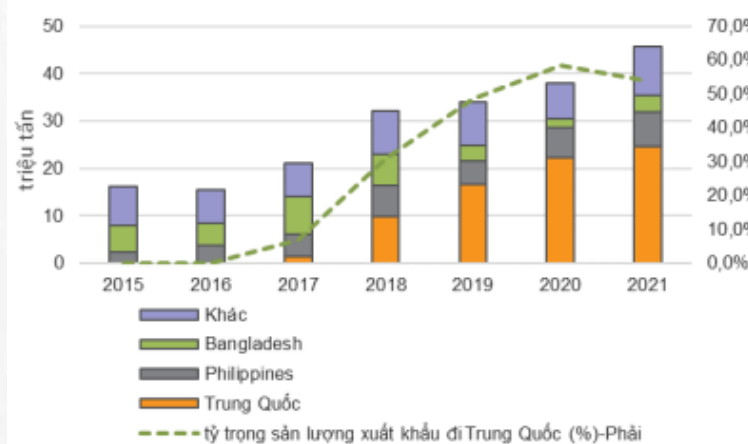
| Dự án | Chủ đầu tư | Công suất (triệu tấn) | Sản phẩm | Năm quyết định đầu tư | Tình trạng | |
|-----------------------------|-------------------------------|----------------------------|--------------------|-----------------------|---|---|
| Pomina 3 | POM | 0,6 | Thép xây dựng | 2010 | Đã hoàn thành năm 2012 | |
| Nam Kim 1 | NKG | 0,4 | Tôn mạ | 2010 | Đã hoàn thành năm 2012 | |
| Hải Dương giai đoạn 2 | HPG | 0,5 | Thép xây dựng | 2011 | Đã hoàn thành năm 2013 | |
| Chu kỳ kinh doanh 1 | Lào Cai | TVN-Kunming (Trung Quốc) | 0,5 | Thép xây dựng | 2011 | Đã hoàn thành năm 2014 |
| Phú Mỹ 2 | Vinakyoei | 0,5 | Thép xây dựng | 2012 | Đã hoàn thành năm 2014 | |
| Formosa Hà Tĩnh giai đoạn 1 | FHS | 7,5 | Thép xây dựng, HRC | 2008 | Đã hoàn thành năm 2015 | |
| Tam Điệp | Vinakyoei | 0,5 | Thép xây dựng | 2012 | Dự án bị hủy vào năm 2014 | |
| Phú Mỹ 2 | Posco SS Vina | 1,0 | Thép xây dựng | 2010 | Đã hoàn thành năm 2015 | |
| Chu kỳ kinh doanh 2 | Thủ Dầu Một giai đoạn 2 | Tôn Đông Á | 0,6 | Tôn mạ | 2015 | Đã hoàn thành năm 2018 |
| Tung Ho | CT TNHH Thép Tung Ho Việt Nam | 1,0 | Thép xây dựng | 2016 | Đã hoàn thành năm 2019 | |
| QH Plus Phú Mỹ | POM | 0,2 | Tôn mạ | 2016 | Đã hoàn thành năm 2019 | |
| Chu kỳ kinh doanh 2 | Nghi Sơn | CTCP Tập đoàn VAS Nghi Sơn | 1,0 | Thép xây dựng | 2017 | Đã hoàn thành năm 2020 |
| Hưng Yên | HPG | 0,4 | Tôn mạ | 2016 | Đã hoàn thành năm 2020 | |
| Cá Ná - Ninh Thuận | HSG | 6,0 | Thép xây dựng | 2016 | Dự án bị hủy vào năm 2020 | |
| Dung Quất 1 | HPG | 5,5 | Thép xây dựng, HRC | 2016 | Đã hoàn thành năm 2021 | |
| Nam Kim 3 | NKG | 0,8 | Tôn mạ | 2016 | Chưa có kế hoạch triển khai chi tiết | |
| Chu kỳ kinh doanh 3 | Dung Quất 2 | HPG | 5,5 | Thép xây dựng, HRC | 2021 | Đã khởi công xây dựng từ tháng 5/2022 |
| Long Sơn Bình Định | CT TNHH Long Sơn | 4,0 | NA | NA | Tỉnh Bình Định đã cấp phép nghiên cứu và khảo sát lập dự án | |
| Bussiness cycle 3 | Nghi Sơn 2 | CTCP Tập đoàn VAS Nghi Sơn | 3,0 | Thép xây dựng | 2021 | Giai đoạn 1 (1,5 triệu tấn) đã được khởi công tháng 1/2022, dự kiến hoàn thành trong tháng 3/2023 |
| Bà Rịa - Vũng Tàu | Tôn Đông Á | 1,2 | Tôn mạ | 2021 | Dự kiến hoàn thành trong năm 2022 | |
| Bà Rịa - Vũng Tàu | NKG | 1,2 | Tôn mạ | 2022 | Dự kiến hoàn thành trong năm 2022 | |
| Nam Định | CTCP Xuân Thiện Nam Định | 9,5 | Thép xây dựng | 2022 | Dự kiến hoàn thành trong năm 2026 | |

- Với đặc điểm của ngành chu kỳ, ngành thép thường xuyên có các giai đoạn giá tăng và giá giảm xen kẽ.
- Sau chu kỳ tăng giá thép trong quý 3/2020-quý 3/2021, một số doanh nghiệp đã công bố kế hoạch mở rộng công suất (Dung Quất 2 - HPG; Bà Rịa-Vũng Tàu - Tôn Đông Á) hoặc gia nhập ngành (Long Sơn Bình Định - CT TNHH Long Sơn). Các nhà máy mới này có thể làm tăng lo ngại về dư cung đối với thép Việt Nam trong những năm tới, đặc biệt khi ngành thép bước vào giai đoạn giá giảm.

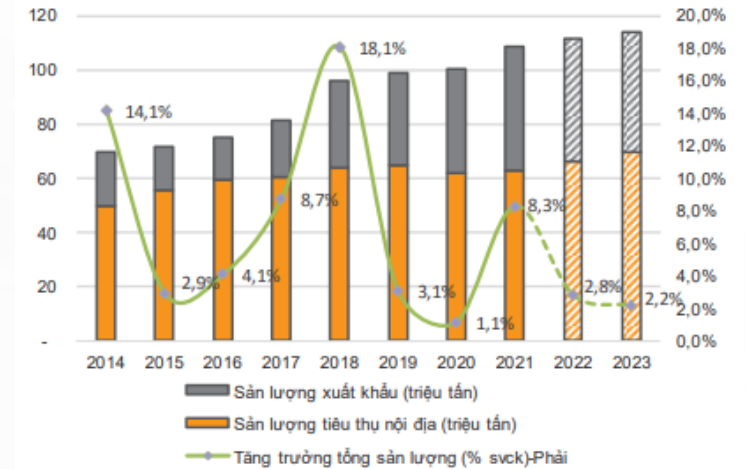
Bất chấp tình trạng dư cung, xi măng Việt Nam vẫn sẽ bổ sung những dự án mới trong 2022



Xi măng Việt Nam phụ thuộc vào việc xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc



Thị trường nội địa sẽ là động lực tăng trưởng chính cho xi măng Việt Nam trong năm 2022-23



- Các nhà xuất khẩu xi măng Việt Nam đã gặp khó trong quý 2/2022 do nhu cầu xây dựng yếu tại Trung Quốc khi quốc gia này thực hiện các chính sách zero-covid và hạ nhiệt thị trường bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ được cải thiện kể từ cuối quý 3/2022 khi Trung Quốc dần dỡ bỏ lệnh giãn cách xã hội và đẩy mạnh đầu tư hạ tầng nhằm kích thích kinh tế.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xi măng sẽ tăng 2-3% svck trong năm 2022 nhờ tăng tốc đầu tư các dự án cơ sở hạ tầng tại Việt Nam. Tuy nhiên, dư địa tăng trưởng LN của các doanh nghiệp xi măng trong năm 2022-23 sẽ không cao do tình trạng dư cung và sự phụ thuộc ngày càng tăng vào các thị trường xuất khẩu, đặc biệt là khi các nhà máy mới đi vào hoạt động.

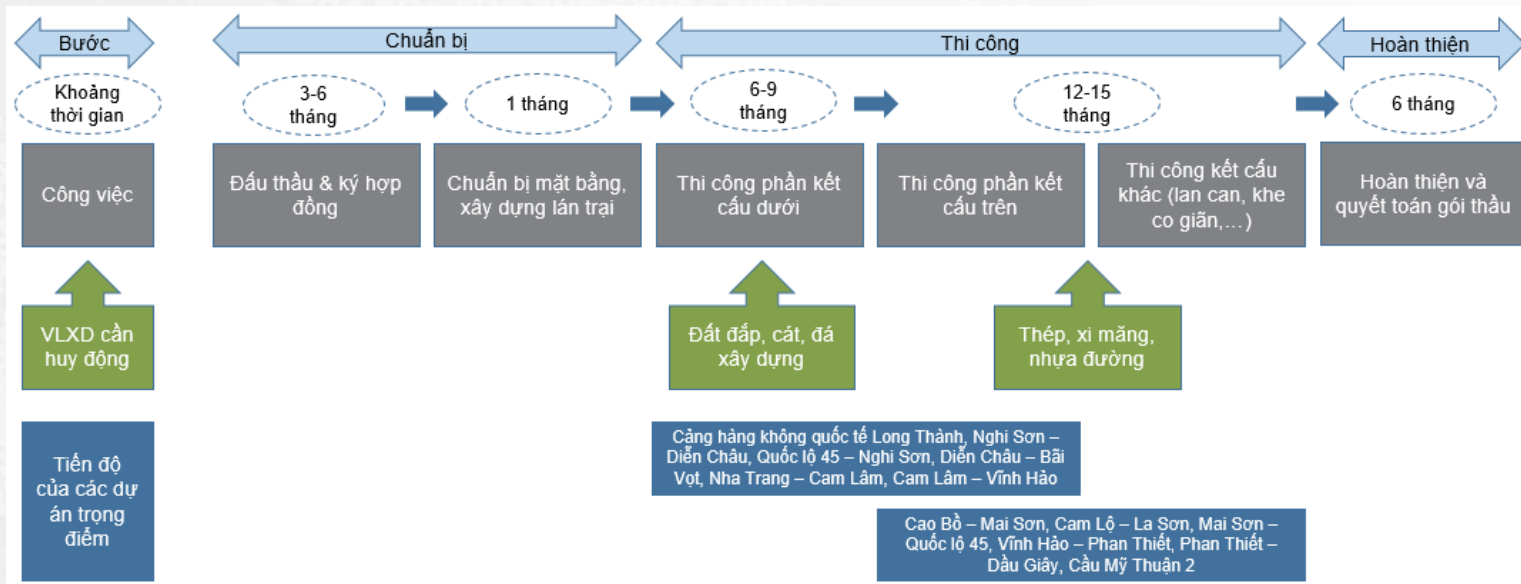
Hầu hết các doanh nghiệp xi măng niêm yết đều đặt kế hoạch tăng trưởng LNST dương trong năm 2022

| Công ty | Thực hiện 2021 | | | | Kế hoạch 2022 | | | | % svck | | | KQKD Q1/22 | | |
|---------|-----------------------|---------|---------------------|----------------|-----------------------|---------|---------------------|----------------|-----------|---------|-----------|------------|---------------------|----------------|
| | Sản lượng (nghìn tấn) | | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) | Sản lượng (nghìn tấn) | | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) | Sản lượng | | Doanh thu | LNST | Doanh thu (tỷ đồng) | LNST (tỷ đồng) |
| | Xi măng | Clinker | | | Xi măng | Clinker | | | Xi măng | Clinker | | | | |
| HT1 | 5.995 | 502 | 7.089 | 369 | 6.412 | 570 | 7.862 | 402 | 7,0% | 13,5% | 10,9% | 8,8% | 2.072 | 25 |
| BCC | 4.030 | 1.093 | 4.330 | 107 | 4.355 | 950 | 4.719 | 160 | 8,1% | -13,1% | 8,8% | 49,5% | 1.183 | 69 |
| BTS | 3.229 | 638 | 3.001 | 50 | 3.400 | 600 | 3.272 | 74 | 5,3% | -6,0% | 9,0% | 48,4% | 738 | 18 |
| HOM | 1.576 | 501 | 1.839 | 2 | 1.730 | 230 | 1.811 | 12 | 9,8% | -54,1% | -1,5% | 519,1% | 429 | 0 |
| CLH | 726 | 80 | 734 | 54 | 690 | 50 | 680 | 45 | -5,0% | -37,3% | -7,4% | -17,8% | 175 | 9 |

Ghi chú: LNST: lợi nhuận sau thuế; dữ liệu của BBC là của công ty mẹ

- Hầu hết các doanh nghiệp xi măng đều ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan trong nửa cuối năm 2021 do nhu cầu nội địa yếu khi Việt Nam thực hiện các biện pháp giãn cách xã hội trên toàn quốc trong quý 3/2021. Kết quả kinh doanh thấp trong năm 2021 tạo ra cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp trong năm nay. Nhiều công ty niêm yết đã công bố kế hoạch LNST năm 2022 tăng trưởng mạnh như HOM (12 tỷ đồng, +519,1% svck); BCC (160 tỷ đồng, +49,5% svck) và BTS (74 tỷ đồng, +48,4% svck).
- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xi măng sẽ đạt mức tăng trưởng dương LNST trong năm 2022 tuy nhiên sự phục hồi sẽ chậm hơn so với kế hoạch của họ do (1) giá than nhiệt duy trì ở mức cao trong 6T22 tạo áp lực không nhỏ tới biên LN gộp và (2) chính sách zero-covid của Trung Quốc (thị trường xuất khẩu chính) khiến sản lượng xuất khẩu xi măng-clinker giảm mạnh.

Tiến độ của các dự án hạ tầng giao thông trọng điểm

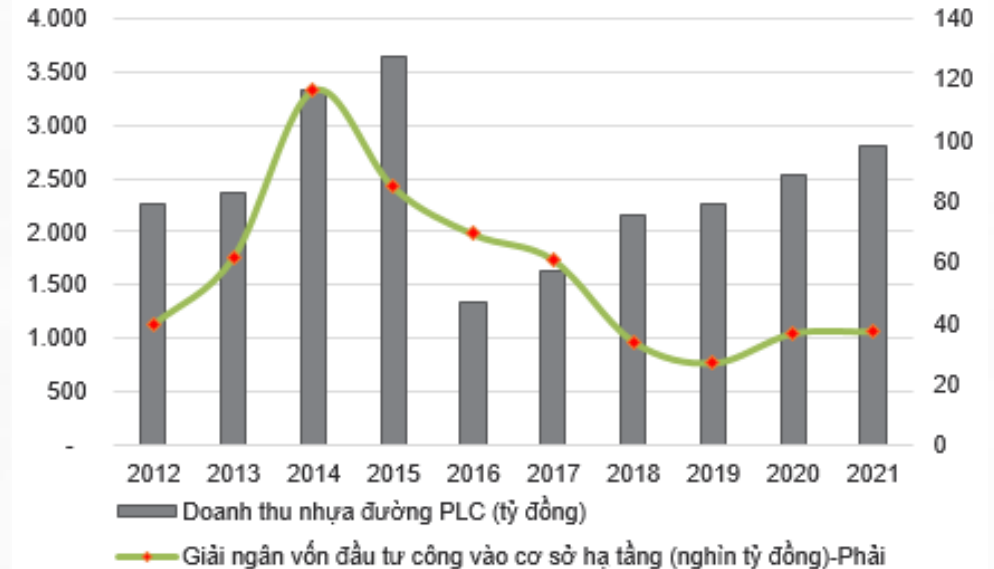


- Ngày 15/6, Phó Thủ tướng Lê Văn Thành đã yêu cầu tất cả các dự án thành phần của cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 1 không được chậm tiến độ. Như vậy, tuyến cao tốc này sẽ phải hoàn thành lần lượt 361km/293km tại cuối năm 2022-23. Trong khi đó, việc rải nhựa đường thường diễn ra trong giai đoạn sau của các dự án đường giao thông do đó chúng tôi kỳ vọng các công ty nhựa đường sẽ được hưởng lợi nhiều hơn trong nửa cuối năm 2022 và 2023.
- Dự án Sân bay quốc tế Long Thành vừa được khởi công xây dựng san nền và làm móng, đây sẽ là động lực tăng trưởng chính đối với nhu cầu đá xây dựng tại khu vực Đông Nam Bộ thời gian tới.

Các nhà sản xuất nhựa đường lớn tại Việt Nam

| Công ty | Công suất (tấn) | Số lượng nhà máy | Thị phần năm 2020 | Sản phẩm có thể cung cấp | | | |
|-----------|-----------------|------------------|-------------------|--------------------------|----|-----------|---------|
| | | | | 60/70 | MC | Emulsions | Polymer |
| PLC | 400.000 | 7 | 30% | x | x | x | x |
| ADCo | 150.000 | 4 | 22% | x | | x | x |
| ICT | 120.000 | 3 | 15-20% | x | | x | x |
| Transmeco | ~ 100.000 | 2 | N/A | x | x | x | x |

Doanh thu nhựa đường của PLC tăng vọt trong năm 2014-15 khi giải ngân vốn đầu tư vào hạ tầng giao thông tăng mạnh



- Trong 10 năm qua, ngành nhựa đường Việt Nam đã chứng kiến sự rút lui của hàng loạt ông lớn quốc tế như Chevron, Shell và Puma. Hiện nay, chỉ còn lại số ít doanh nghiệp như ADCo (công ty con của TIPCO – Colas Group) và những đơn vị trong nước như Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC), ICT và Transmeco. PLC thống lĩnh ngành nhựa đường với khoảng 30% thị phần, nhờ vào: (1) hệ thống kho hàng được đặt tại các vị trí chiến lược và (2) có khả năng sản xuất đủ 4 loại nhựa đường, đáp ứng các dự án có yêu cầu cao như sân bay và đường cao tốc (chủ yếu sử dụng nhựa đường polymer).
- Chúng tôi tin rằng PLC có vị thế tốt để giành được các hợp đồng trong làn sóng đầu tư công mạnh mẽ tới đây nhờ vào (1) hệ thống nhà kho lớn, phân bố rộng khắp và vị thế dẫn đầu thị trường và (2) PLC có mối quan hệ lâu năm với các DNNN và thường xuyên hoàn thành tốt các hợp đồng.

Danh sách mỏ đá đang khai thác của các doanh nghiệp niêm yết

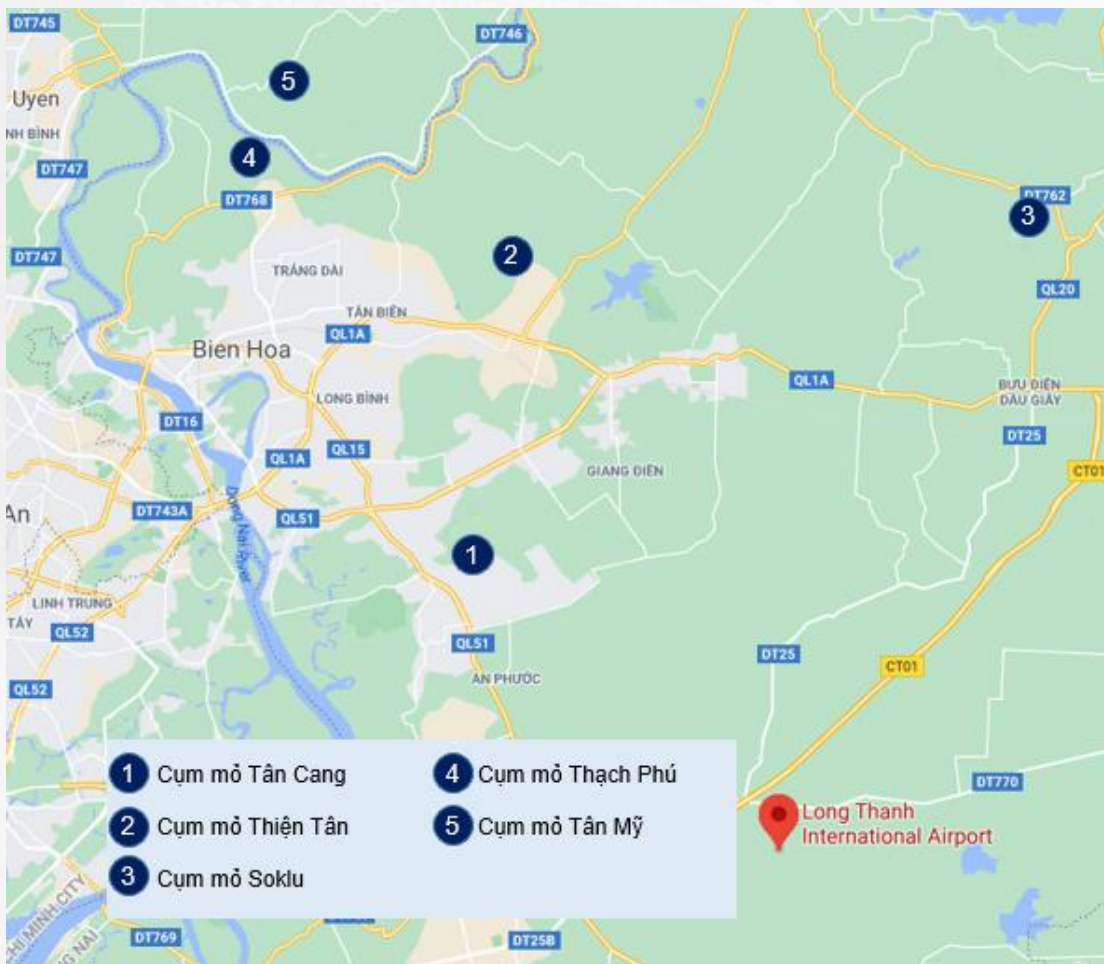
| Công ty | Mỏ đá | Huyện | Tỉnh | Công suất cấp phép (m3/năm) | Năm hết hạn khai thác |
|---------|--------------|--------------|------------|-----------------------------|-----------------------|
| KSB | Tân Mỹ | Bắc Tân Uyên | Bình Dương | 1.500.000 | 08/2029 |
| | Phước Vĩnh | Phú Giáo | Bình Dương | 1.200.000 | 01/2023 |
| | Thiện Tân 7 | Vĩnh Cửu | Đồng Nai | 280.000 | 01/2035 |
| | Gò Truong | Tĩnh Gia | Thanh Hóa | 180.000 | 01/2045 |
| | Bãi Giang | Nghi Lộc | Nghệ An | 150.000 | 08/2043 |
| C32 | Tân Mỹ | Bắc Tân Uyên | Bình Dương | 1.000.000 | 12/2025 |
| DHA | Thanh Phú 2 | Vĩnh Cửu | Đồng Nai | 818.000 | 09/2026 |
| | Tân Cang 3 | Biên Hòa | Đồng Nai | 490.000 | 03/2037 |
| | Núi Gió | Hớn Quản | Bình Phước | 300.000 | 08/2038 |
| NNC | Mũi Tàu | Tân Lập | Bình Phước | 1.000.000 | 01/2042 |
| VLB | Thanh Phú 1 | Vĩnh Cửu | Đồng Nai | 1.800.000 | 07/2042 |
| | Thiện Tân 2 | Vĩnh Cửu | Đồng Nai | 1.500.000 | 06/2038 |
| | Soklu 2 | Thống Nhất | Đồng Nai | 400.000 | 01/2026 |
| | Soklu 5 | Thống Nhất | Đồng Nai | 500.000 | 01/2025 |
| | Tân Cang 1 | Biên Hòa | Đồng Nai | 1.500.000 | 12/2039 |
| DND | Tân Cang 5 | Biên Hòa | Đồng Nai | 1.000.000 | 01/2023 |
| | Thiện Tân 5 | Vĩnh Cửu | Đồng Nai | 354.000 | 01/2026 |
| CTI | Xuân Hòa | Xuân Lộc | Đồng Nai | 750.000 | 01/2030 |
| | Thiện Tân 10 | Biên Hòa | Đồng Nai | 2.000.000 | 12/2033 |

Ghi chú: Mỏ Tân Mỹ thuộc sở hữu của CTCP Miền Đông (HOSE: MDG) – Công ty liên kết của C32

NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

- Chúng tôi nhận thấy việc cấp phép khai thác cho các mỏ đá xây dựng đang gặp khó khăn ở cả việc gia hạn thời gian, tăng công suất khai thác và đặc biệt là cấp phép khai thác mỏ đá mới do (1) sự phản đối của người dân địa phương khi việc khai thác đá đang để lại nhiều hệ lụy xấu đến môi trường và (2) hầu hết các mỏ đá cũ (đã hết thời hạn khai thác) đều chưa thực hiện các thủ tục đóng mỏ theo như cam kết ban đầu.
- Do đó, các doanh nghiệp đá xây dựng niêm yết đang sở hữu các mỏ đá có thời gian khai thác dài, công suất khai thác lớn sẽ có nhiều lợi thế so với các đối thủ cạnh tranh và được hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng hạ tầng giao thông rất lớn của Việt Nam trong giai đoạn 2022-30, theo quan điểm của chúng tôi.

Vị trí của LTIA và các mỏ đá xây dựng lân cận



NGUỒN: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, GOOGLE MAPS

- Do đặc thù của ngành, chi phí vận chuyển thường chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành đá xây dựng. Tùy thuộc vào khoảng cách và loại hình vận chuyển, giá đá giao đến công trường có thể cao gấp đôi giá đá tại mỏ.
- Chúng tôi tin rằng những doanh nghiệp niêm yết sở hữu những mỏ đá nằm gần LTIA và các dự án cao tốc sẽ được ưu tiên huy động nhờ sở hữu lợi thế và chất lượng sản phẩm.
- Chúng tôi cho rằng các công ty niêm yết đang sở hữu những mỏ đá chất lượng cao với vị trí thuận lợi sẽ là nguồn cung chính cho LTIA, đặc biệt là cụm mỏ Tân Cang và Thiên Tân (do KSB, DHA, VLB và DND sở hữu). Dự án trọng điểm này sẽ là động lực lớn thúc đẩy LN của các doanh nghiệp đá xây dựng trong năm 2022-23.

| tỷ đồng | HPG | | | HSG | | | Tôn Đông Á (GDA) | | |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 150.160 | 162.841 | 157.193 | 56.561 | 48.016 | 48.733 | 25.262 | 19.102 | 20.427 |
| Tăng trưởng svck (%) | 66,1% | 8,4% | -3,5% | 88,2% | -15,1% | 1,5% | 104,4% | -24,4% | 6,9% |
| LN gộp | 41.108 | 38.175 | 38.664 | 9.505 | 6.519 | 6.705 | 2.792 | 1.770 | 1.810 |
| Biên LN gộp (%) | 27,4% | 23,4% | 24,6% | 16,8% | 13,6% | 13,8% | 11,1% | 9,3% | 8,9% |
| LN ròng | 34.478 | 29.686 | 29.970 | 4.379 | 2.120 | 2.379 | 1.210 | 682 | 737 |
| Tăng trưởng svck (%) | 156,3% | -13,9% | 1,0% | 183,7% | -51,6% | 12,2% | 322,9% | -43,6% | 8,0% |
| EPS (đồng/cp) | 5.735 | 4.849 | 4.896 | 8.692 | 4.124 | 4.628 | 10.948 | 5.592 | 6.041 |
| BVPS (đồng/cp) | 15.585 | 20.520 | 25.108 | 22.844 | 27.014 | 31.845 | 33.736 | 38.429 | 43.299 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 2,4% | 2,4% | 2,4% | - | - | - | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| ROAE (%) | 46,1% | 28,4% | 22,7% | 47,7% | 17,2% | 16,4% | 41,2% | 17,4% | 15,7% |
| ROAA (%) | 22,3% | 15,4% | 13,6% | 21,7% | 9,4% | 11,0% | 11,5% | 4,9% | 4,6% |
| Nợ vay ròng/VCSH (%) | 18,2% | 23,1% | 14,5% | 43,8% | 29,9% | 2,3% | 61,1% | 40,7% | 63,2% |

| tỷ đồng | PLC | | | FCN | | | C4G | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 6.868 | 8.320 | 8.574 | 3.484 | 4.474 | 4.888 | 1.885 | 3.646 | 4.121 |
| Tăng trưởng svck (%) | 22,5% | 21,1% | 3,0% | 10,5% | 28,4% | 9,2% | -9,8% | 93,4% | 13,0% |
| LN gộp | 935 | 970 | 983 | 470 | 751 | 817 | 392 | 496 | 569 |
| Biên LN gộp (%) | 13,6% | 11,7% | 11,5% | 13,5% | 16,8% | 16,7% | 20,8% | 13,6% | 13,8% |
| LN ròng | 174 | 190 | 213 | 68 | 202 | 237 | 63 | 217 | 288 |
| Tăng trưởng svck (%) | 17,9% | 8,8% | 12,3% | -42,4% | 195,1% | 17,2% | -0,9% | 43,6% | 50,5% |
| EPS (đồng/cp) | 2.127 | 2.293 | 2.582 | 382 | 1.203 | 1.399 | 281 | 963 | 1.279 |
| BVPS (đồng/cp) | 16.999 | 18.868 | 19.901 | 16.860 | 18.578 | 20.181 | 5.700 | 11.383 | 12.278 |
| Tỷ suất cổ tức (%) | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 2,5% | 4,2% | 4,2% | 0,0% | 5,0% | 5,0% |
| ROAE (%) | 13,3% | 13,1% | 13,6% | 2,8% | 7,2% | 7,8% | 5,2% | 11,3% | 10,8% |
| ROAA (%) | 3,7% | 3,8% | 4,2% | 1,0% | 2,6% | 2,9% | 0,8% | 2,7% | 3,3% |
| Nợ vay ròng/VCSH (%) | 34,6% | 22,9% | 18,6% | 39,7% | 27,3% | 19,2% | 291,3% | 107,1% | 106,6% |

CTCP Tập đoàn Hòa Phát. (HPG, Khả quan, Giá mục tiêu: 44.500 đồng): Sau năm 2021 thành công rực rỡ, ngành thép Việt Nam đang gặp nhiều khó khăn để duy trì đà tăng trưởng trong năm 2022-23. Chúng tôi cho rằng HPG sẽ là một trong số ít các công ty thép tại Việt Nam có khả năng giữ biên LN gộp không bị giảm quá mạnh trong năm 2022 nhờ lợi thế sản xuất quy mô lớn, hệ thống phân phối rộng khắp và khả năng quản lý hàng tồn kho đã được chứng minh.

Chúng tôi ưa thích đầu tư dài hạn vào **HPG** nhờ (1) vị thế hàng đầu của HPG trong ngành thép Đông Nam Á sẽ giúp công ty hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng nội địa hồi phục mạnh mẽ sau đại dịch, (2) bảng cân đối kế toán lành mạnh của công ty với lượng tiền mặt dồi dào và (3) KLHDQ 2 sẽ giúp HPG tăng công suất sản xuất thép thô lên 14,6 triệu tấn/năm từ năm 2025, tăng 66% so với hiện nay. Bên cạnh đó, thép cuộn cán nóng (HRC) - sản phẩm đầu ra chính của KLHDQ 2, vẫn đang đối mặt với tình trạng khan hiếm nguồn cung tại thị trường nội địa và phụ thuộc vào xuất khẩu, do đó những lo ngại về tình trạng dư cung thép của HPG trong giai đoạn 2025-30 là thấp, theo quan điểm của chúng tôi.

CTCP Tập đoàn CIENCO4. (C4G): Trong ngành xây dựng hạ tầng, chúng tôi nhận thấy C4G là một ứng cử viên sáng giá (1) vị thế hàng đầu của công ty trong lĩnh vực thi công hạ tầng giao thông tại Việt Nam; C4G đã dần trở lên “quen mặt” với các dự án quy mô lớn và đòi hỏi kỹ thuật cao như cao tốc Bắc-Nam, đường lãn sân bay, cầu vượt biển,... Đây sẽ là tiền đề giúp C4G có thể tiếp tục giành được các gói thầu mới trong giai đoạn 2022-25; (2) Sau đợt phát hành thành công cho cổ đông hiện hữu trong tháng 1/2022, vốn chủ sở hữu của C4G tại cuối quý 1/2022 đã tăng 90% so với đầu năm, giúp công ty cải thiện đáng kể năng lực tài chính; and (3) C4G đang sở hữu nhiều “của để dành” giá trị lớn tại các dự án BĐS và đang có kế hoạch triển khai phát triển nhằm làm tăng giá trị BĐS như dự án khu du lịch nghỉ dưỡng Cầu Cau, khu ẩm thực sinh thái Nghi Hải, tòa nhà 29 Quang Trung (Nghệ An), tòa văn phòng 136 Lê Văn Duyệt (TP.HCM),...

Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex - CTCP (PLC): Ngày 15/6, Phó Thủ tướng Lê Văn Thành đã yêu cầu tất cả các dự án thành phần của cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 1 không được chậm tiến độ. Như vậy, tuyên cao tốc này sẽ phải hoàn thành làn lượt 361km/293km tại cuối năm 2022-23. Trong khi đó, việc rải nhựa đường thường diễn ra trong giai đoạn sau của các dự án đường giao thông do đó chúng tôi kỳ vọng các công ty nhựa đường sẽ được hưởng lợi nhiều hơn trong nửa cuối năm 2022 và 2023. Chúng tôi tin rằng PLC có vị thế tốt để giành được các hợp đồng trong làn sóng đầu tư công mạnh mẽ tới đây nhờ vào (1) hệ thống nhà kho lớn, phân bố rộng khắp và vị thế dẫn đầu thị trường và (2) PLC có mối quan hệ lâu năm với các DNNN và thường xuyên hoàn thành tốt các hợp đồng.

Rủi ro giảm giá:

Xây dựng hạ tầng: giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến và thời tiết không thuận lợi ảnh hưởng đến tiến độ các dự án.

Vật liệu xây dựng: tăng trưởng nhu cầu xây dựng dân dụng chậm hơn dự kiến và chi phí nguyên vật liệu đầu vào cao sẽ tạo ra áp lực đối với biên LN gộp các công ty trong ngành.



So sánh các công ty trong ngành

| Công ty | Mã CK | Giá hiện tại | Giá mục tiêu | Khuyến nghị | Vốn hóa | P/E (x) | | EPS 3 năm | P/BV (x) | | EV/EBITDA (x) | | ROE (%) | |
|-------------------------------------|--------|--------------|--------------|-------------|-----------|---------|------|---------------------|----------|------|---------------|------|---------|------|
| | | VND | VND | | triệu USD | TTM | 2022 | tăng trưởng kép (%) | TTM | 2022 | TTM | 2022 | TTM | 2022 |
| Thép | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Tập đoàn Hòa Phát | HPG VN | 21.800 | 44.500 | Khả quan | 5.452 | 3,8 | 4,5 | 68,3 | 1,3 | 1,1 | 3,2 | 3,5 | 40,4 | 28,9 |
| CTCP Tập đoàn Hoa Sen | HSG VN | 15.900 | na | na | 337 | 2,2 | 3,9 | 196,2 | 0,7 | 0,6 | 2,7 | 3,1 | 35,0 | 17,2 |
| CTCP Thép Nam Kim | NKG VN | 17.300 | na | na | 196 | 1,8 | 2,7 | 391,1 | 0,7 | 0,6 | 2,5 | 3,5 | 49,6 | 24,6 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 1.995 | 2,6 | 3,7 | 218,5 | 0,9 | 0,8 | 2,8 | 3,4 | 41,6 | 23,5 |
| Xi măng | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Xi măng Hà Tiên 1 | HT1 VN | 15.500 | na | na | 254,4 | 19,8 | 15,3 | (7,4) | 1,1 | 1,1 | 6,7 | 6,0 | 5,6 | 7,8 |
| CTCP Xi măng Bim Sơn | BCC VN | 14.200 | na | na | 75,2 | 12,0 | na | (1,4) | 0,8 | na | 4,2 | na | 6,6 | na |
| CTCP Xi măng VICEM Bút Sơn | BTS VN | 7.500 | na | na | 39,9 | 16,6 | na | 139,6 | 0,6 | na | 5,9 | na | 3,9 | na |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 123,2 | 16,1 | 15,3 | 43,6 | 0,9 | 1,1 | 5,6 | 6,0 | 5,4 | 7,8 |
| Đá xây dựng | | | | | | | | | | | | | | |
| CTCP Khoáng sản và XD Bình Dương | KSB VN | 25.950 | na | na | 85,1 | 9,2 | na | (8,9) | 1,1 | na | 5,8 | na | 11,9 | na |
| CTCP Đá Núi Nhỏ | NNC VN | 16.500 | na | na | 15,6 | 13,8 | na | (32,1) | 1,2 | na | 11,1 | na | 6,7 | na |
| CTCP Hóa An | DHA VN | 35.800 | na | na | 22,7 | 5,7 | na | 11,7 | 1,2 | na | 2,8 | na | 17,9 | na |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 41,1 | 9,6 | na | (9,8) | 1,2 | na | 6,6 | na | 12,2 | na |
| Nhựa đường | | | | | | | | | | | | | | |
| TCT Hóa dầu Petrolimex - CTCP | PLC VN | 23.600 | na | na | 82,0 | 11,4 | na | 6,5 | 1,3 | na | 7,2 | na | 12,3 | na |
| Xây dựng hạ tầng | | | | | | | | | | | | | | |
| TCTCP Xuất nhập khẩu và XD Việt Nam | VCG VN | 19.300 | na | na | 366,6 | 10,2 | na | 36,7 | 1,3 | na | 16,2 | na | 7,1 | na |
| CTCP Đạt Phương | DPG VN | 48.700 | na | na | 131,9 | 8,6 | na | 38,8 | 2,1 | na | 6,2 | na | 27,3 | na |
| CTCP ĐT Hạ tầng Giao thông Đèo Cả | HHV VN | 11.800 | na | na | 135,7 | 10,7 | na | 123,8 | 0,5 | na | 22,0 | na | na | na |
| CTCP Tập đoàn CIENCO4 | C4G VN | 10.000 | na | na | 96,6 | 25,0 | 8,3 | (20,9) | 1,3 | 0,9 | 13,0 | na | 5,5 | 11,3 |
| CTCP FECON | FCN VN | 12.800 | 18.400 | Khả quan | 86,7 | 35,9 | 10,5 | (32,2) | 0,8 | 0,6 | 12,8 | 8,2 | 1,4 | 7,8 |
| <i>Trung bình</i> | | | | | 163,5 | 18,1 | 9,4 | 29,2 | 1,2 | 0,8 | 14,0 | 8,2 | 10,3 | 9,6 |

BĐS nhà ở

06/2022

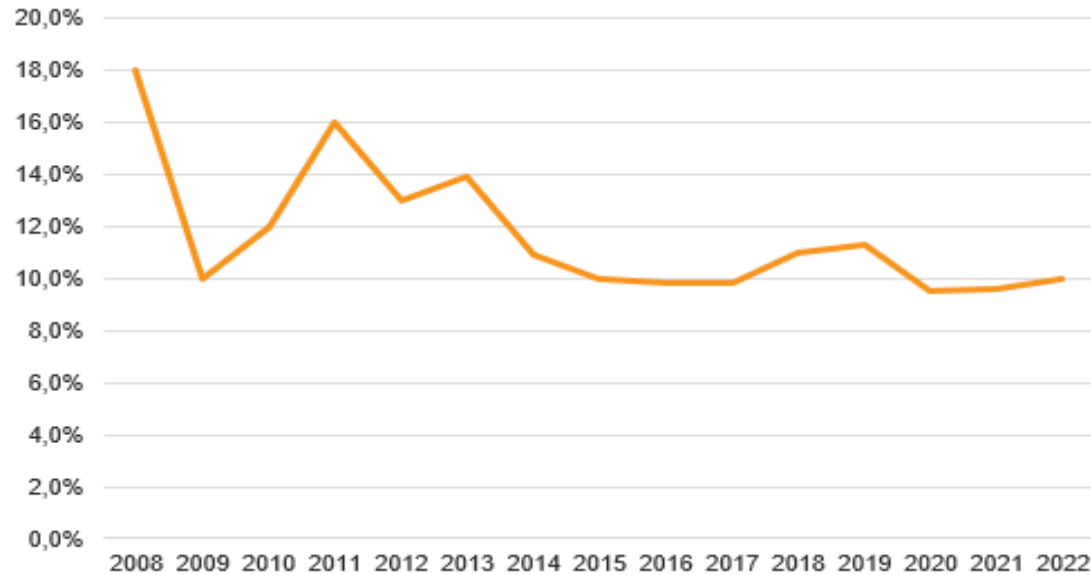
226

VNDIRECT

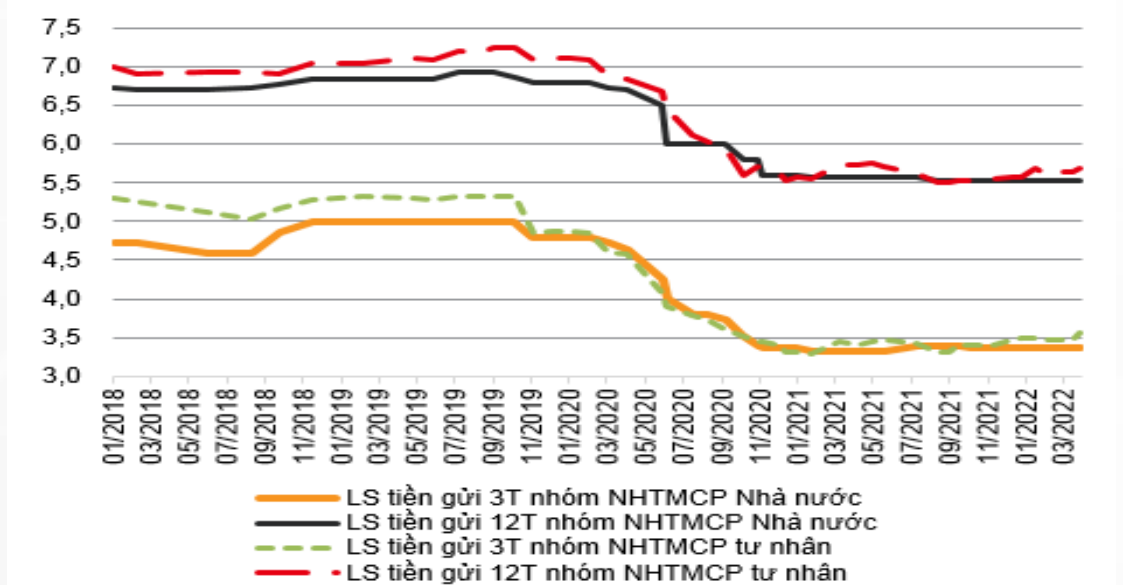
Sóng gió nổi lên thách thức triển vọng ngành



Áp lực lãi suất vay mua nhà tăng do lãi suất huy động tăng

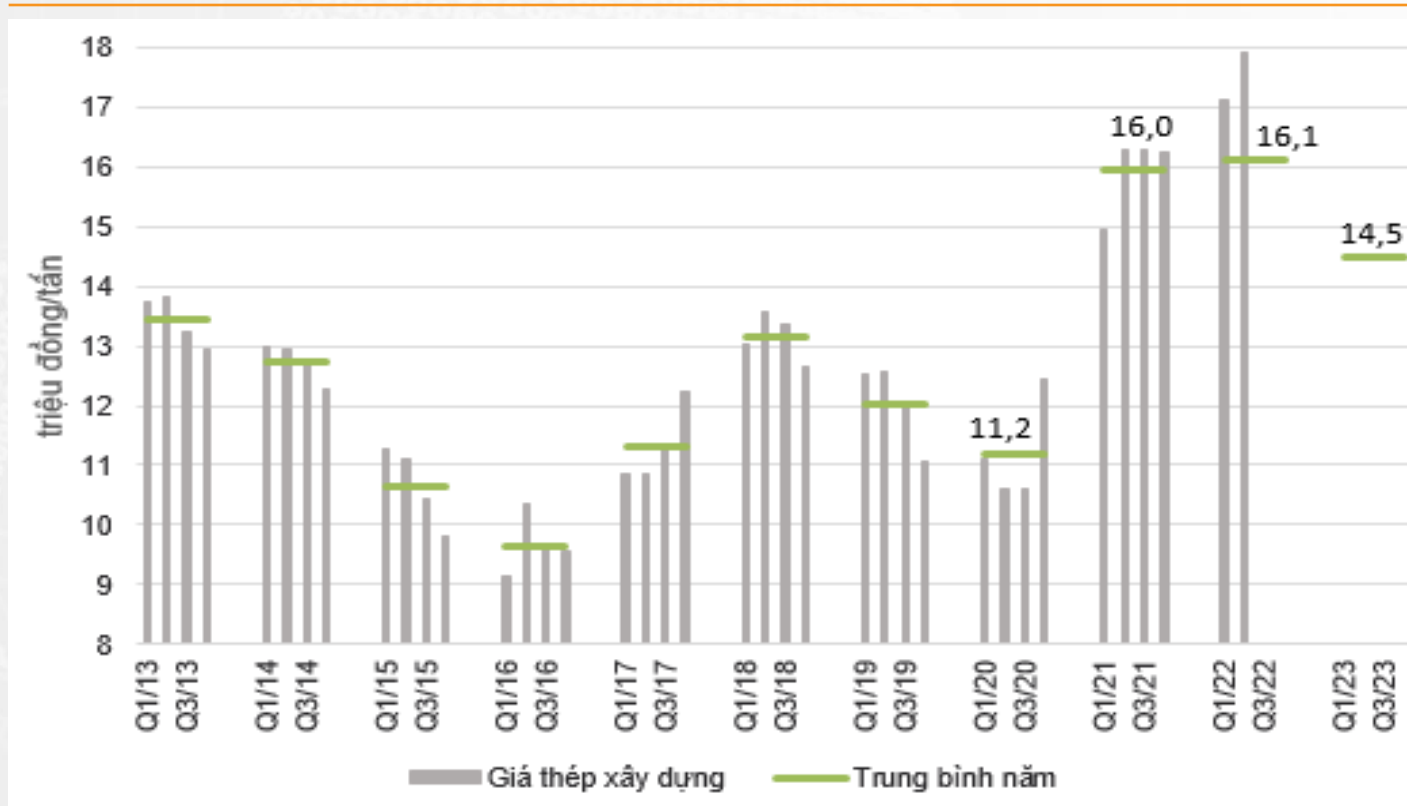


Lãi suất huy động tăng nhẹ vào T4/22 (%)



- Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động khó duy trì ở mức thấp lịch sử và có thể tăng 30-50 điểm cơ bản trong năm 2022. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại có thể tăng lên 5,9-6,1%/năm vào cuối năm 2022 (hiện là 5,6%/năm), vẫn thấp hơn so với mức trước đại dịch là 7,0%/năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất thế chấp cho vay mua nhà năm 2022 sẽ dao động trong khoảng 9,5-10,0%, thấp hơn so với mức trước đại dịch là 11-11,5%/năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các giao dịch căn hộ sẽ không bị ảnh hưởng tiêu cực trong 6 tháng cuối năm, đặc biệt là đối với phân khúc căn hộ trung cấp và bình dân, phân khúc được thúc đẩy mạnh mẽ bởi nhu cầu của người mua ở thực.

Kỳ vọng giá thép xây dựng nội địa sẽ tăng nhẹ 1% svck trong năm 2022 trước khi giảm 10% svck trong năm 2023

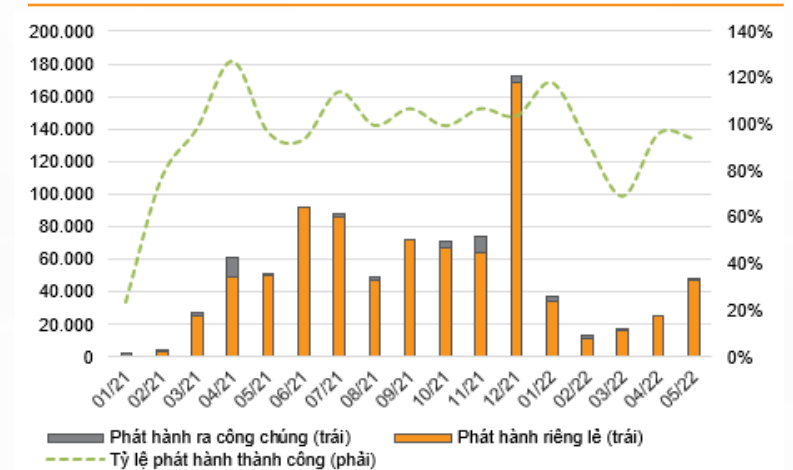


Chúng tôi nhận thấy giá vật liệu xây dựng tăng mạnh như thép (+20% svck trong 5T22), xi măng (tăng 7-10% sv đầu năm) và đá xây dựng, do tác động của xung đột Nga-Ukraine và gián đoạn chuỗi cung ứng. Thép chiếm 12-15% tổng chi phí xây dựng (dựa trên ước tính của ngành), điều này có thể làm tăng giá nhà ở nếu giá vật liệu vẫn ở mức cao như hiện nay.

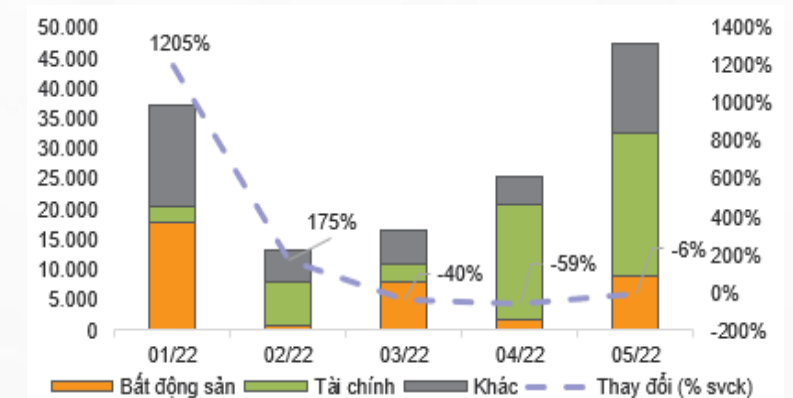
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá vật liệu xây dựng có thể hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022-23 do sự suy giảm của giá than cốc và than nhiệt, chiếm khoảng 30-40% chi phí sản xuất thép và xi măng. Chúng tôi kỳ vọng giá bán thép xây dựng sẽ giảm dần, giúp giảm áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp phát triển bất động sản cũng như giúp kìm hãm đà tăng của giá nhà.

- Tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) giảm 4,7% svck xuống 140.154 tỷ đồng trong 5T22. Nguyên nhân là do Chính phủ yêu cầu cẩn trọng đối với thị trường TPDN khi rủi ro vi phạm ngày càng tăng trong các đợt phát hành và đấu giá quyền sử dụng đất. Theo nghiên cứu thị trường của chúng tôi, TPDN bất động sản chiếm 26,6% lượng phát hành mới, đã giảm mạnh 31,7% svck trong 5T22.
- Để giảm thiểu rủi ro và tăng cường tính minh bạch của thị trường, Bộ Tài chính đã rà soát khung pháp lý với các yêu cầu chặt chẽ hơn đối với các tổ chức phát hành, đặc biệt là phát hành riêng lẻ. NHNN sẽ giám sát, kiểm tra các tổ chức tín dụng đầu tư vào TPDN, cung cấp dịch vụ bảo lãnh phát hành chứng khoán, đầu tư, phân phối TPDN, đặc biệt là TPDN kinh doanh bất động sản, doanh nghiệp có khối lượng phát hành lớn, lãi suất cao, kết quả kinh doanh âm, không có tài sản đảm bảo. Do đó, chúng tôi cho rằng việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt là lĩnh vực BĐS sẽ bị kiểm soát chặt chẽ trong vài quý tới.
- Bên cạnh đó, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng giám sát chặt chẽ tín dụng vào lĩnh vực BĐS và hạn chế tín dụng đối với đầu tư BĐS cao cấp, BĐS du lịch, nghỉ dưỡng và đầu cơ BĐS. Theo Thông tư 22/2019/TT-NHNN có hiệu lực từ năm 2020 yêu cầu các ngân hàng thương mại giảm tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng cho vay trung, dài hạn xuống còn 34% từ T10/21 và 30% từ T10/22.

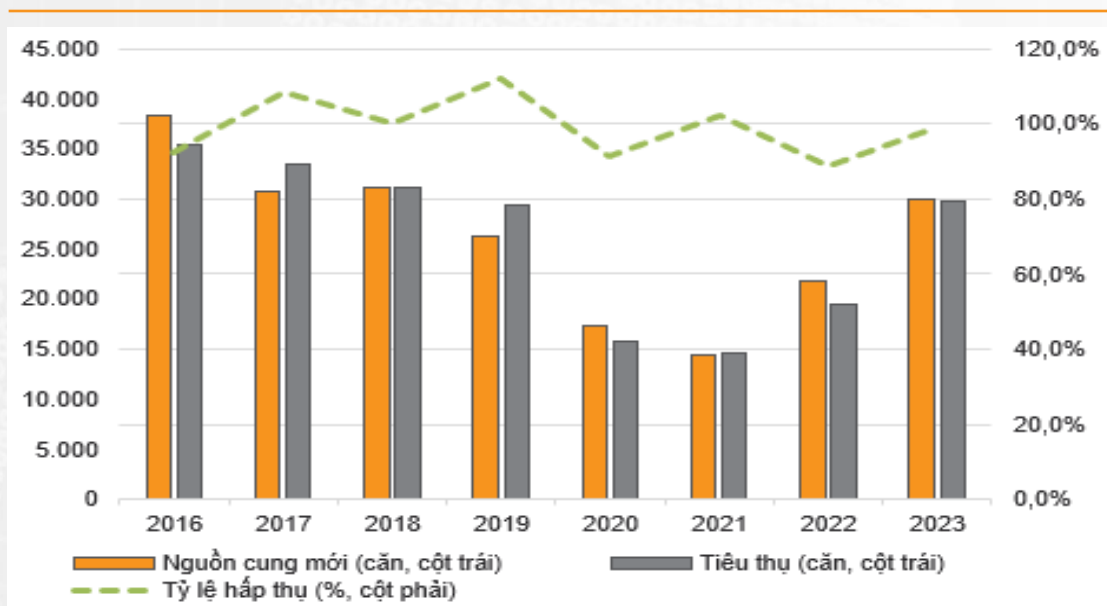
Giá trị phát hành TPDN giảm mạnh từ T1/22 (tỷ đồng)



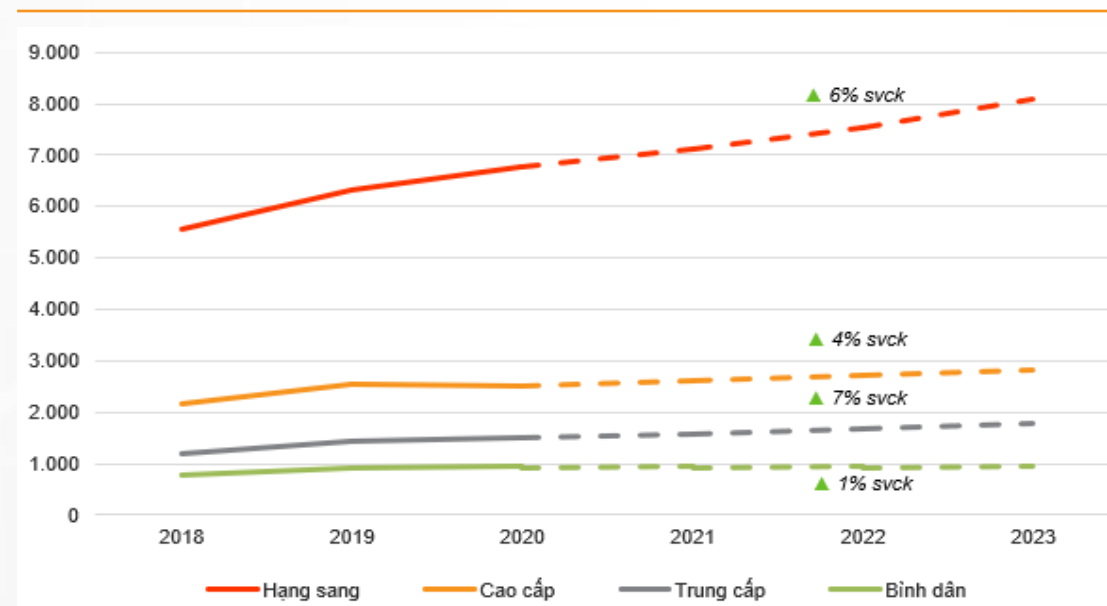
Giá trị phát hành TPDN theo ngành trong 5T22 (tỷ đồng)



Thị trường căn hộ TP.HCM: Nguồn cung căn hộ mới phục hồi vào năm 2022-23 từ mức nền thấp năm 2020-21

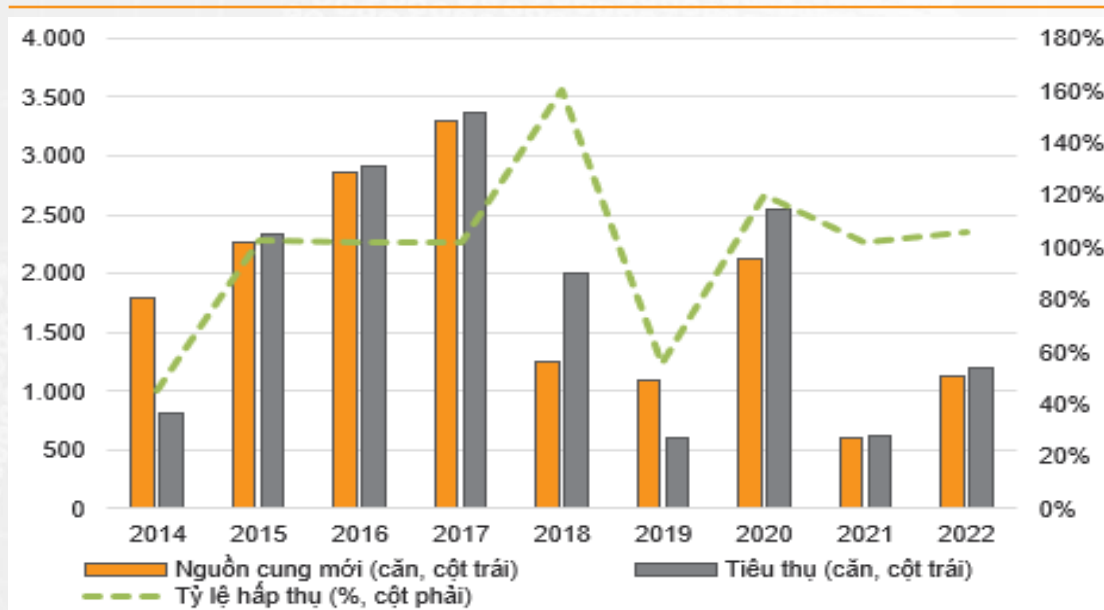


Kỳ vọng giá căn hộ sơ cấp sẽ tăng trung bình 4-6% svck vào năm 2022-23 (Đơn vị: USD/m²)

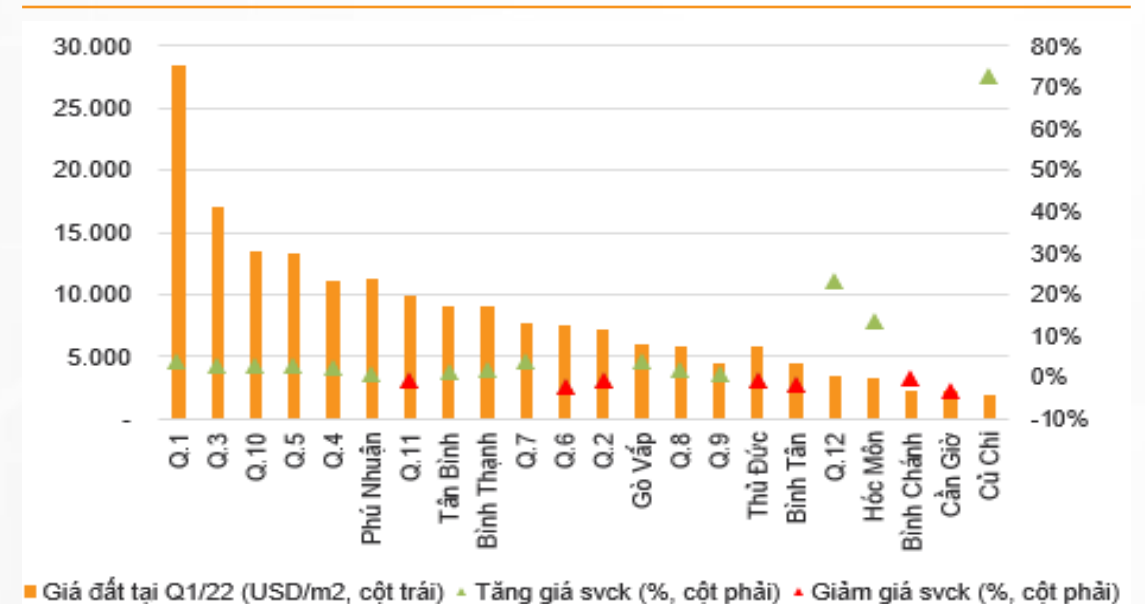


- Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM sẽ phục hồi 40-50% svck lên 20.000-30.000 căn vào năm 2022-23 từ mức nền thấp giai đoạn 2020-21. Phân khúc cao cấp có thể sẽ dẫn dắt thị trường, chiếm 60-80% tổng nguồn cung căn hộ trong bối cảnh nguồn cung phân khúc trung cấp ngày càng thu hẹp.
- Chúng tôi quan sát giá căn hộ sơ cấp tại các khu vực ngoại thành TP.HCM như Bình Chánh, Bình Tân vượt mức 2.000 USD/m², do giá nhà ở các khu vực này đã tăng mạnh trong hai năm qua. Trong bối cảnh các khoản vay ngân hàng vào lĩnh vực BĐS bị thắt chặt và giám sát chặt chẽ hoạt động phát hành TPDN, chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư sẽ thận trọng trong điều chỉnh tăng giá bán để thúc đẩy bán hàng nhằm cải thiện dòng tiền.

Nguồn cung nhà xây sẵn khiêm tốn tại TP.HCM trong năm 2022

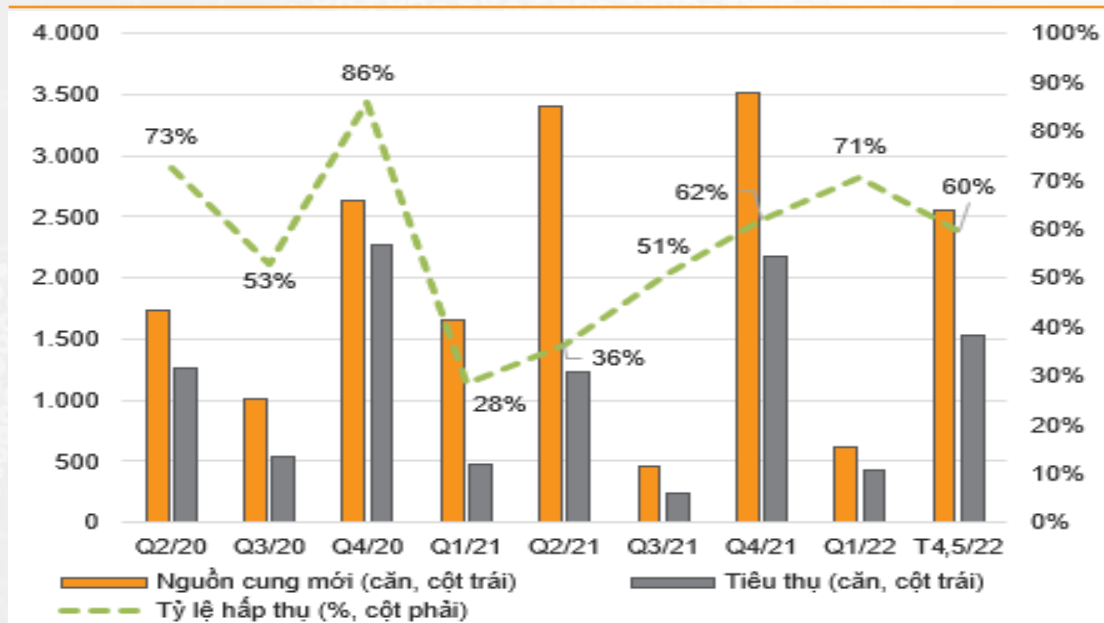


Giá đất nền thứ cấp tại khu Tây Bắc TP HCM tăng mạnh trong Q1/22 (Đơn vị: USD/m²)

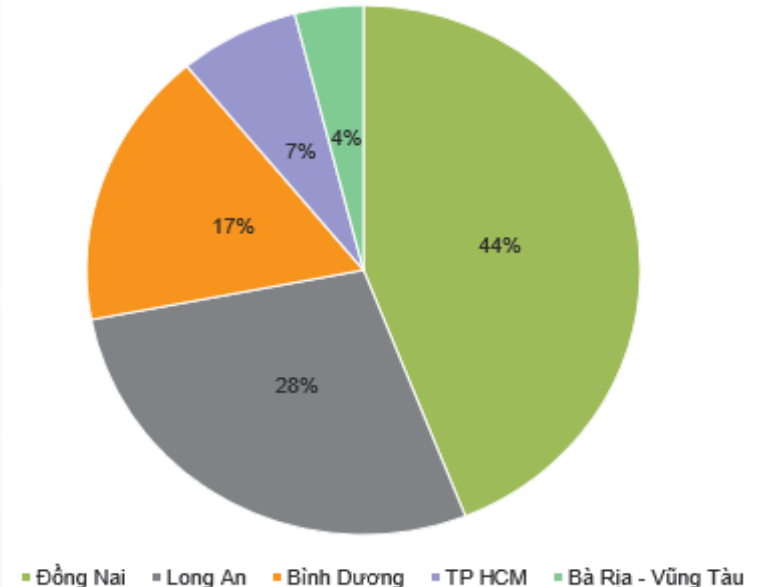


- Nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn của TP.HCM tiếp tục khan hiếm trong năm 2022 do quỹ đất hạn chế và tiến độ pháp lý chậm. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ các vùng ngoại thành TP.HCM như Thủ Đức, Quận 12 và Bình Chánh.
- Trong bối cảnh tín dụng vào BĐS đầu cơ được giám sát chặt chẽ cùng với kiểm soát quản lý đất đai tại các khu vực sốt đất, chúng tôi kỳ vọng giá đất tại Củ Chi, Hóc Môn và Bình Chánh sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối 2022; đặc biệt là Củ Chi sau khi giá đất đã tăng đột biến 72,7% svck trong Q1/22.

Thị trường nhà liền thổ xây sẵn tại các tỉnh lân cận TP HCM đang phục hồi với tỷ lệ lấp đầy cao hơn



Đồng Nai và Long An tiếp tục dẫn dắt thị trường nhà liền thổ xây sẵn tại miền Nam trong 5T22

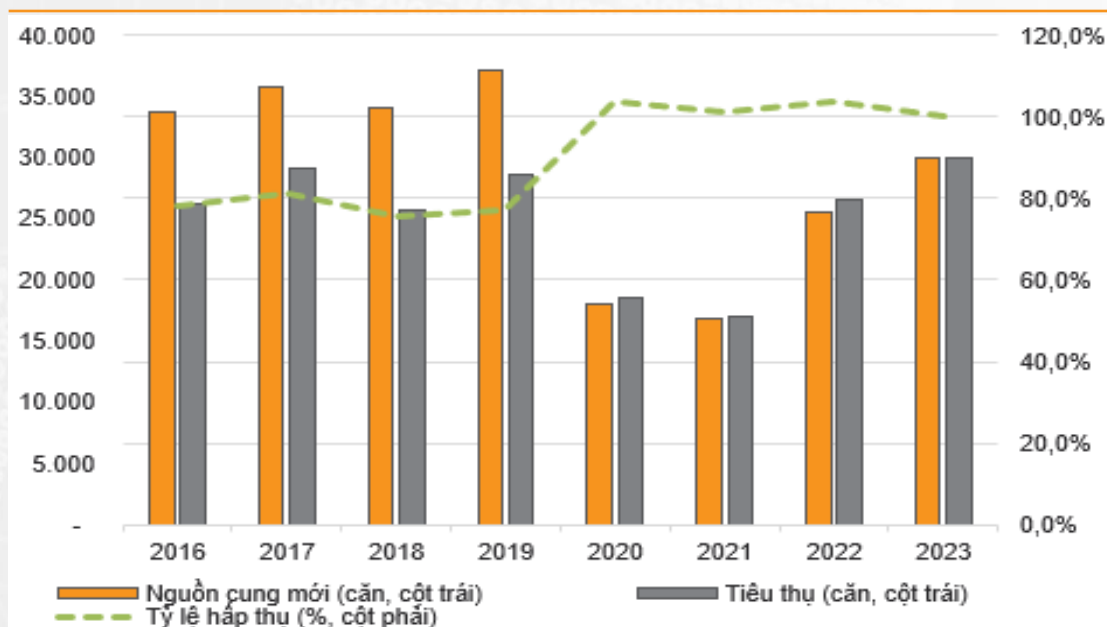


- Theo DKRA, thị trường nhà liền thổ xây sẵn trong 5T22 tại các tỉnh lân cận TP.HCM đang phục hồi, lượng tiêu thụ tăng 12,6% svck lên 1.903 căn, trong khi nguồn cung mới giảm 37,9% svck xuống còn 3.169 căn. Tỷ lệ lấp đầy 5T22 cải thiện đáng kể tăng 26,0 điểm % svck lên 60,6%.
- Chúng tôi nhận thấy các tỉnh lân cận TP HCM như Long An và Đồng Nai hưởng lợi từ nguồn cung hạn chế của TP HCM, cùng với việc tăng tốc phát triển cơ sở hạ tầng giúp rút ngắn thời gian đến TP HCM, chúng tôi duy trì triển vọng lạc quan cho thị trường nhà liền thổ xây sẵn tại các tỉnh này trong nửa cuối 2022 và năm 2023.

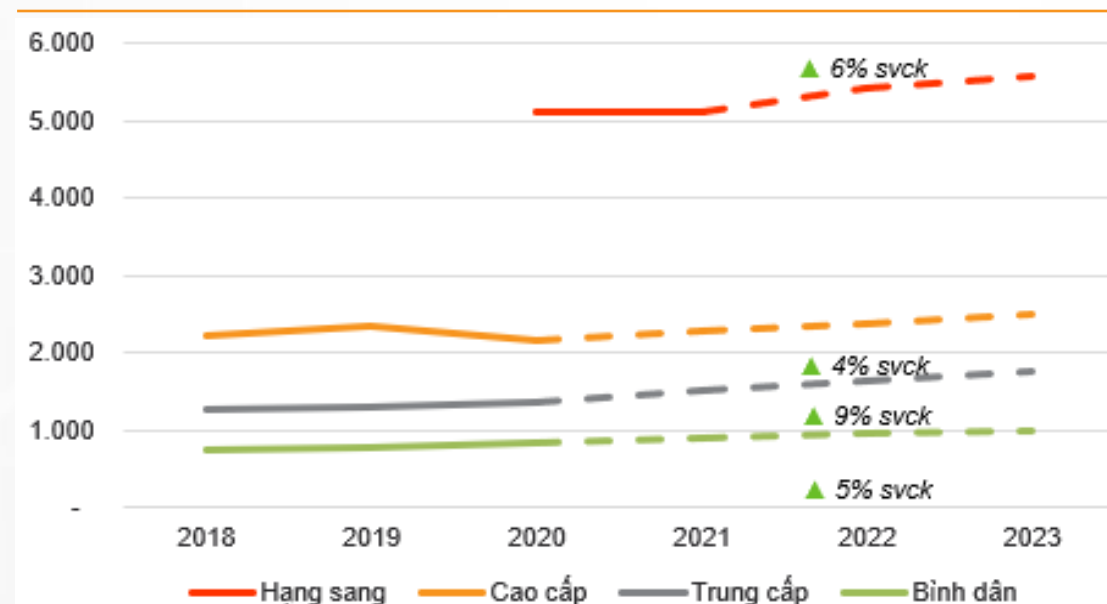
- Chúng tôi nhận thấy NLG nổi bật với quỹ sản phẩm sẵn sàng mở bán lớn, trong đó Akari City giai đoạn tiếp theo và Mizuki City mở bán trong các tháng đầu năm đã dẫn dắt thị trường căn hộ TP.HCM trong bối cảnh nguồn cung mới hạn chế. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng KDH sẽ mở bán dự án Classia với 176 căn nhà phố/biệt thự vào Q3/22, giúp giải tỏa sự thiếu hụt nguồn cung nhà liền thổ xây sẵn tại TP. HCM. Chúng tôi quan sát KDH đã hoàn thành 80-90% hoạt động xây dựng tại dự án này, do đó kỳ vọng công ty sẽ mở bán và bàn giao đồng thời trong Q3/22.

| Tên dự án | Chủ đầu tư | Vị trí | Sản phẩm | Diện tích đất (ha) | Mở bán |
|--|------------------------------|----------------|---------------------------|--------------------|---------------|
| Công ty niêm yết | | | | | |
| Phoenix Island | NVL | Đồng Nai | Tháp tầng | 286 | 2022 |
| Aqua Riverside | NVL | Đồng Nai | Tháp tầng | 77 | 2022 |
| The Grand Manhatta | NVL | Quận 1, TP HCM | Cao tầng | 14 | Q4/21-2022 |
| Izumi City | NLG | Đồng Nai | Cao tầng, Tháp tầng | 170 | Q4/21 |
| Akari City | NLG | Bình Tân | Cao tầng | 8,5 | Q1/22 |
| Mizuki City | NLG | Bình Chánh | Cao tầng | 26 | Q2/22 |
| Clarita | KDH | TP Thủ Đức | Tháp tầng | 5,7 | 2023 |
| Classia | KDH | TP Thủ Đức | Tháp tầng | 4,3 | Q3/22 |
| Privia | KDH | Bình Tân | Cao tầng | 1,8 | Q4/22 |
| Gem Riverside | DXG | TP Thủ Đức | Cao tầng | 6,7 | Nửa cuối 2022 |
| Park City | DXG | Bình Dương | Cao tầng | 10 | 2022 |
| Công ty không niêm yết | | | | | |
| One Central Saigon (trước đó The Spirit of Saigon) | Masterise - The Ritz Carlton | Quận 1, TP HCM | BDS thương hiệu | 0,86 | 2022 |
| Empire 88 Tower | Keppel Land | TP Thủ Đức | Tòa nhà cao nhất Việt Nam | N/A | 2022-23 |

Cung căn hộ mới Hà Nội sẽ phục hồi trong 2022-23 nhờ đóng góp ổn định từ các dự án lớn của Vinhomes

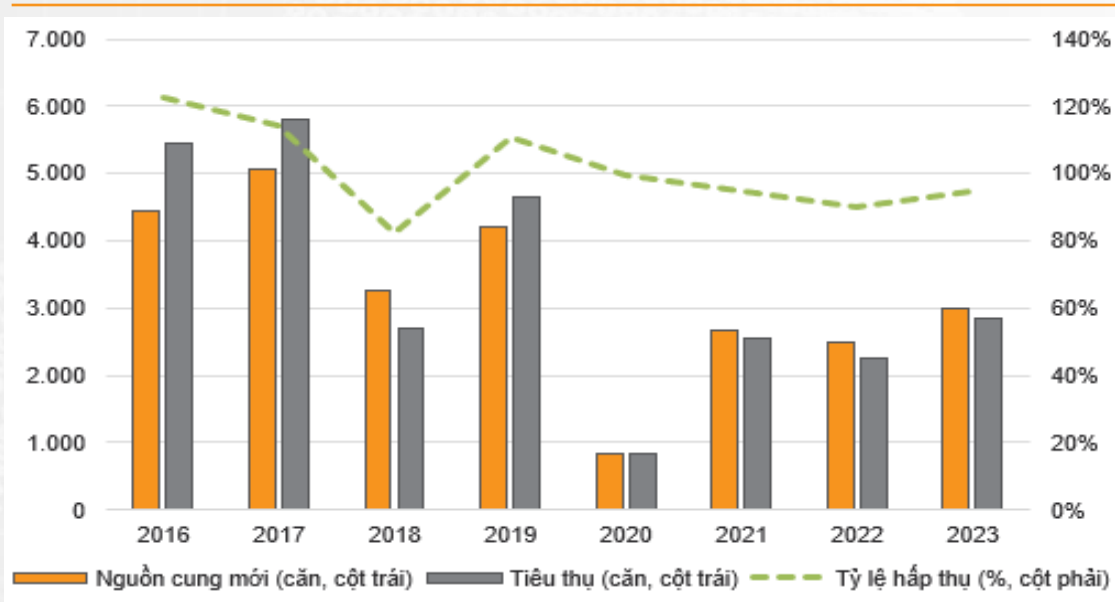


Kỳ vọng giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội duy trì mức tăng ổn định, trung bình +4-6% svck năm 2022 (USD/m²)

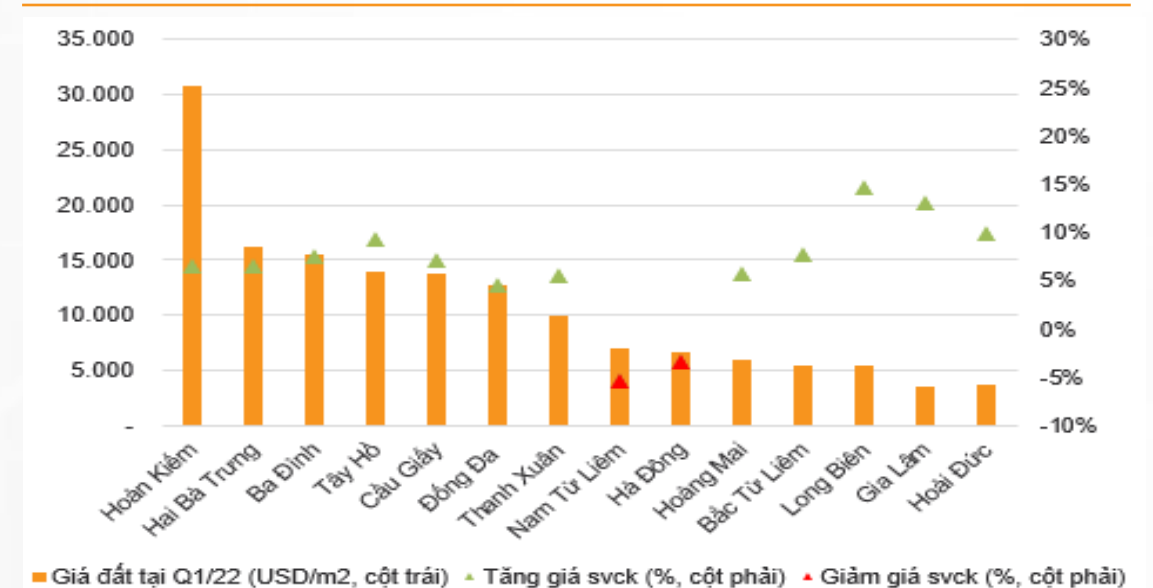


- Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội tăng lần lượt 50%/20% svck lên 25.600 căn/30.000 căn vào năm 2022 và 2023, đóng góp chủ yếu từ các dự án lớn ở phía Tây và Đông Hà Nội. Tỷ lệ hấp thụ có khả năng cải thiện đáng kể đạt 100-105% trong năm 2022-23 do cầu bị dồn nén, cao hơn tỷ lệ 75-90% trong giai đoạn 2018-19, tương đương với 27.000-30.000 căn hộ bán được mỗi năm.
- Chúng tôi dự báo giá căn hộ sơ cấp tại Hà Nội duy trì mức tăng ổn định, trung bình +4-6% svck năm 2022, trong đó phân khúc trung cấp có thể sẽ ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất 9% svck do nhu cầu cao.

Nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn ảm đạm tại Hà Nội trong khi các tỉnh lân cận là điểm sáng

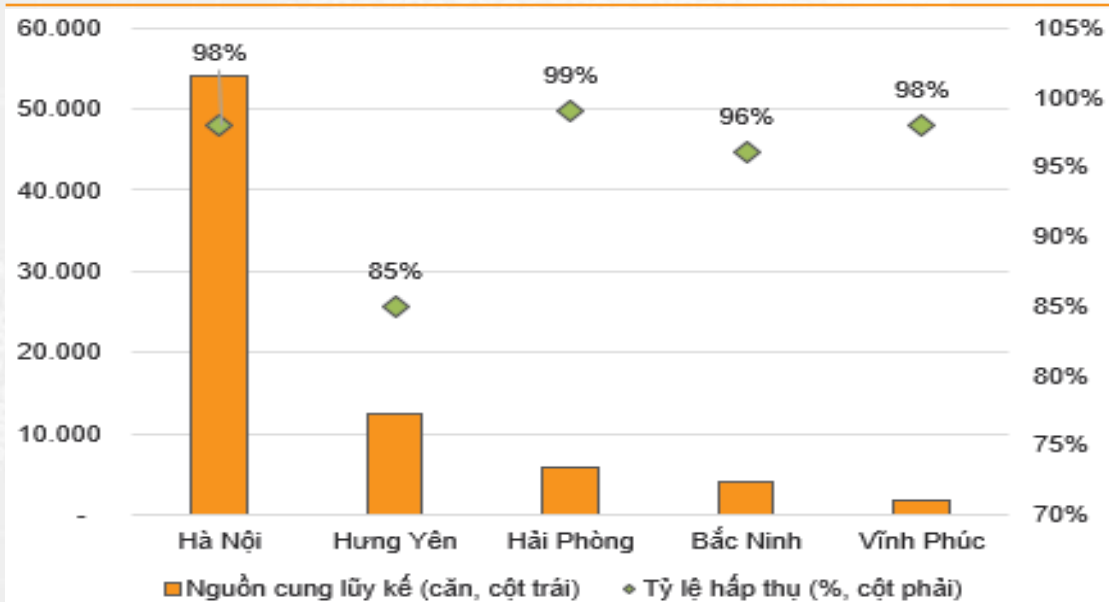


Giá đất thứ cấp tăng chậm lại trong Q1/22

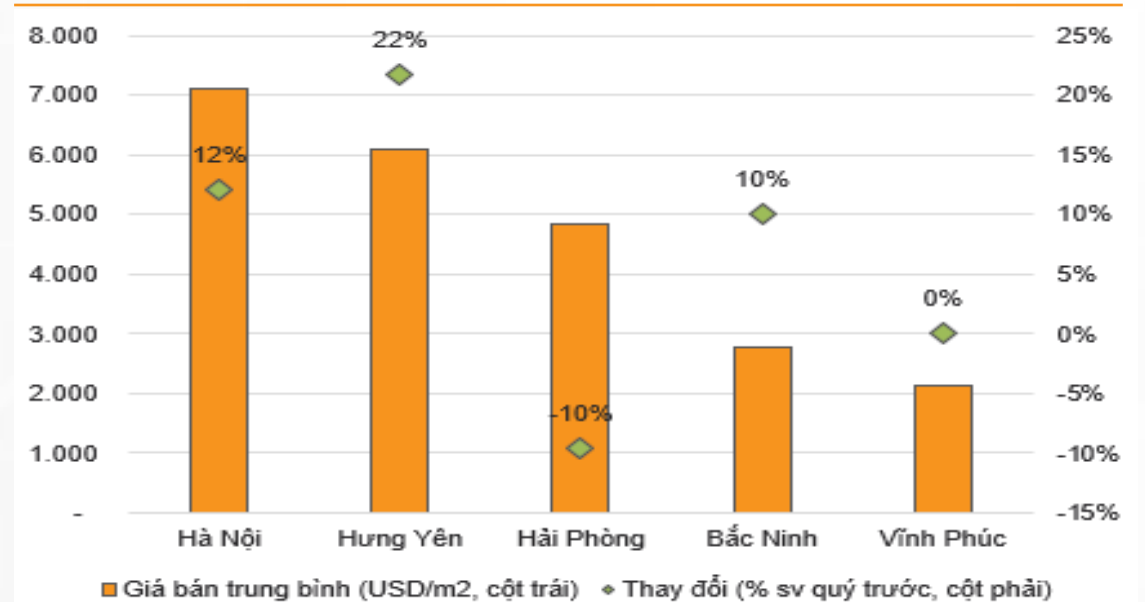


- Chúng tôi nhận thấy nguồn cung mới nhà liền thổ xây sẵn tại Hà Nội năm 2022 sẽ tiếp tục phụ thuộc vào các dự án khu đô thị. Nguồn cung mới có thể sẽ đi ngang ở mức 2.500 căn trong năm 2022, chủ yếu từ các khu đô thị mới như Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Cổ Loa và mở bán giai đoạn tiếp theo từ các khu đô thị EcoPark, Gamuda City.
- Tương tự thị trường TP HCM, chúng tôi kỳ vọng giá đất tại Hà Nội sẽ tăng chậm lại trong nửa cuối 2022, trừ các dự án biệt thự/nhà liền kề cuối tuyến metro Cát Linh - Hà Đông, các vị trí này đã tăng 5% sv quý trước trong Q1/22 theo Savills.

Nguồn cung mới dồi dào từ Vinhomes tiếp thêm sự sôi động cho thị trường BĐS Hưng Yên trong 5T22



Giá đất nền tăng mạnh tại Hưng Yên khi dự án Vinhomes ra mắt trong 5T22



- Chúng tôi nhận thấy Hưng Yên đang trở thành điểm sáng nhờ Vinhomes Dream City tung ra thị trường hơn 10.000 sản phẩm nhà thấp tầng trong 5T22. Ngoài ra, chúng tôi quan sát dự án Vinhomes Đại An (294ha) liền kề Vinhomes Dream City hiện đang được thi công, có khả năng sẽ được mở bán vào năm 2023, giúp thị trường BĐS Hưng Yên thêm sôi động.
- Chúng tôi cho rằng giá bán sơ cấp nhà thấp tầng tại Hưng Yên sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn so với Hà Nội trong nửa cuối năm 2022, do cơ sở hạ tầng phát triển cùng với sự có mặt của các dự án chất lượng cao từ Vinhomes. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy nhu cầu nhà ở cho chuyên gia, kỹ sư tại Hưng Yên có thể gia tăng trong vòng 2-3 năm tới sau khi các khu công nghiệp mới hoàn thành như KCN Phố Nối A, KCN Thăng Long II, KCN Yên Mỹ II, v.v.

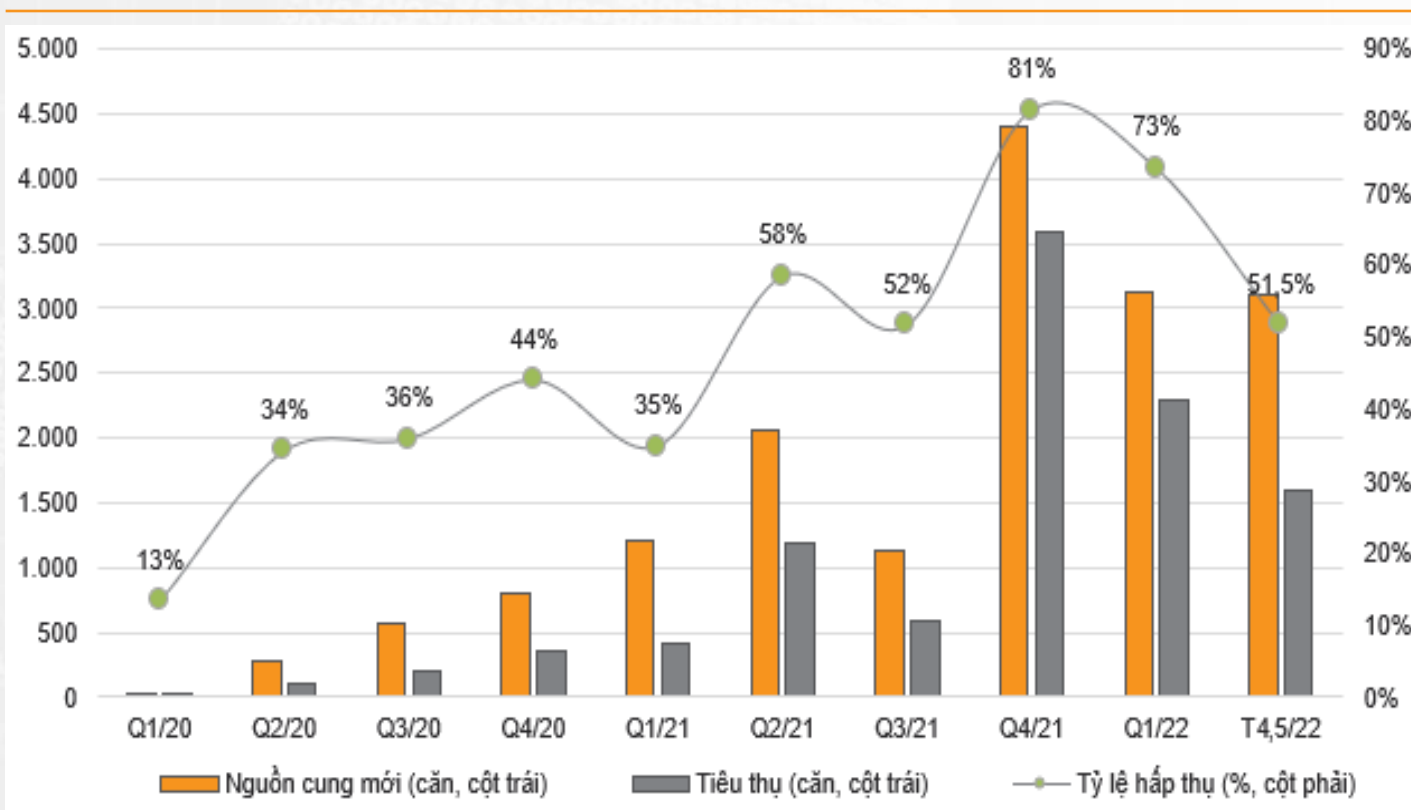


Một số dự án đáng chú ý tại miền Bắc dự kiến sẽ ra mắt trong năm 2022

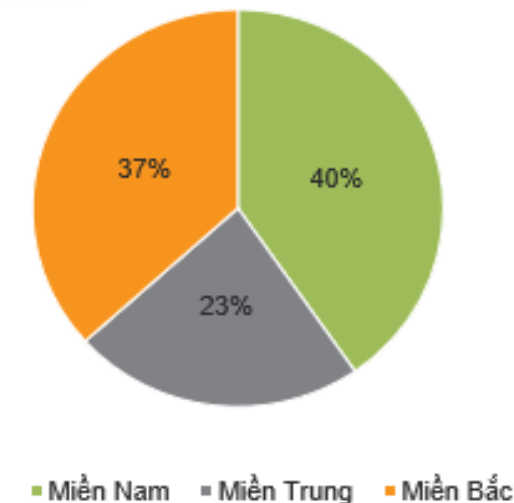
- Chúng tôi cho rằng VHM sẽ tiếp tục dẫn dắt thị trường bất động sản miền Bắc giai đoạn 2022-23 với ba dự án khu đô thị mới ra mắt. Theo ghi nhận của chúng tôi trong chuyến khảo sát thực tế Vinhomes Dream City vào tháng 6/2022, VHM đã ra mắt thành công hơn 10.000 sản phẩm thấp tầng và đạt tỷ lệ hấp thụ cao. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ được bàn giao vào nửa cuối năm 2022 trong bối cảnh công ty đang tích cực thực hiện các hoạt động xây dựng.

| Tên dự án | Chủ đầu tư | Vị trí | Sản phẩm | Diện tích đất (ha) | Dự kiến mở bán |
|------------------------------------|------------|--------------------|---------------------|--------------------|----------------|
| Công ty niêm yết | | | | | |
| Vinhomes Dream City (Ocean Park 2) | VHM | Hưng Yên | Cao tầng, Thấp tầng | 460 | 2022 |
| Vinhomes Cổ Loa | VHM | Đông Anh, Hà Nội | Thấp tầng | 385 | 2022 |
| Vinhomes Wonder Park | VHM | Đan Phượng, Hà Nội | Cao tầng, Thấp tầng | 133 | 2022 |
| Dự án biệt thự biển An Biên | VPI | Quảng Ninh | Thấp tầng | 145 | 2022 |
| Sunshine Empire | SSH | Tây Hồ, Hà Nội | Cao tầng | 5,2 | 2022 |
| Công ty không niêm yết | | | | | |
| BRG Smart City | Sumitomo | Đông Anh, Hà Nội | Cao tầng | 272 | 2022 |
| Himlam Vĩnh Tuy | Him Lam | Long Biên, Hà Nội | Thấp tầng | 16 | 2022 |

Nguồn cung mới BDS nghỉ dưỡng liền thổ dần hồi phục sau đại dịch

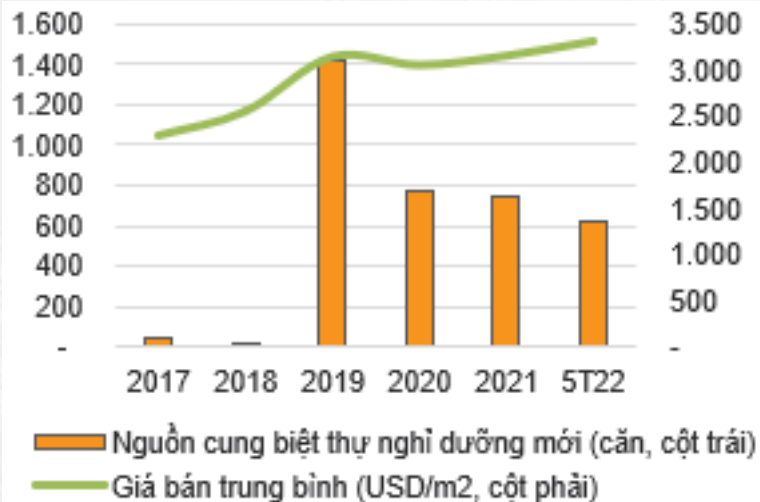


Nguồn cung mới 5T22 theo khu vực

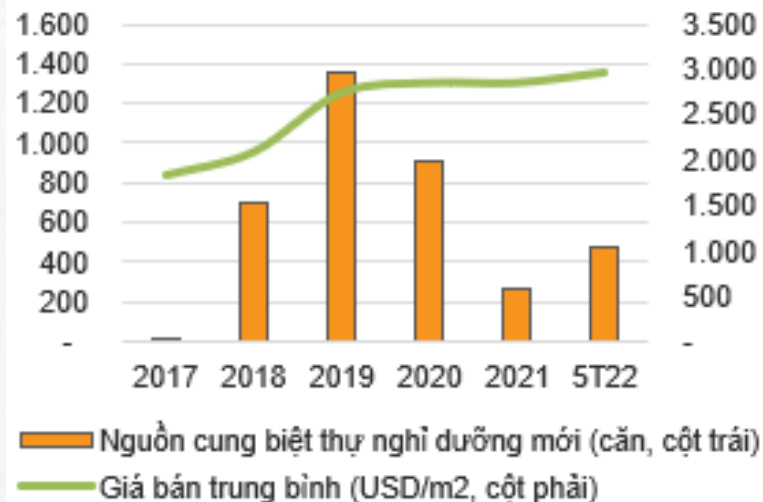


➤ Chúng tôi nhận thấy thị trường BDS nghỉ dưỡng liền thổ phục hồi nhanh chóng với lượng tiêu thụ tăng 274,3% svck lên 3.889 căn, nhờ lượng mở bán mới dồi dào đạt 6.223 căn (+175,8% svck) trong 5T22. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ Phú Quốc, Bình Thuận, Bà Rịa-Vũng Tàu, Quảng Ninh. Tỷ lệ hấp thụ cải thiện đáng kể tăng 16,4 điểm % svck lên 62,5% trong 5T22.

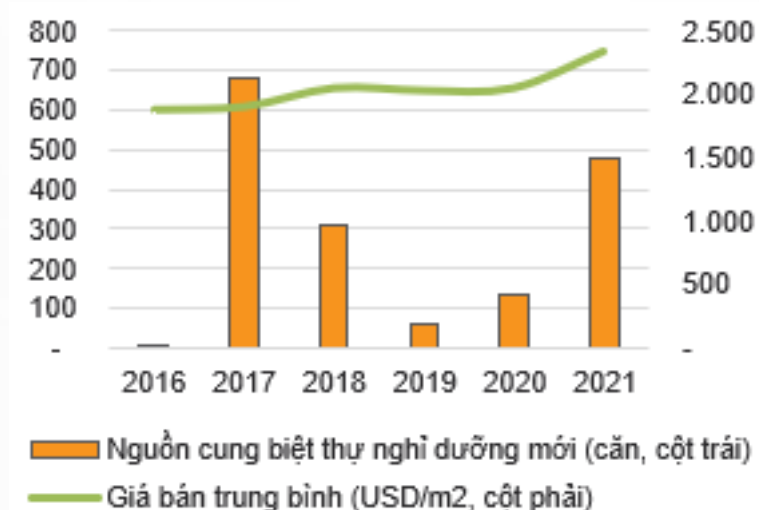
Nguồn cung mới biệt thự nghỉ dưỡng tại BR-VT trong 5T22 đạt 82,7% so với cả năm 2021...



... trong khi Bình Thuận cao hơn 76,7% so với cả năm 2021



BĐS nghỉ dưỡng tại Phú Quốc duy trì sức hút với giá đất tiếp tục tăng và nguồn cung dồi dào trong năm 2021



- Chúng tôi tin rằng BĐS nghỉ dưỡng sẽ nhanh chóng phục hồi kể từ năm 2022 nhờ vắc xin Covid-19 cùng với sự phục hồi của ngành du lịch Việt Nam.
- Chúng tôi kỳ vọng BĐS nghỉ dưỡng liền thổ sẽ là phân khúc đầu tiên phục hồi khi người tiêu dùng tìm kiếm các địa điểm có không gian yên tĩnh và môi trường ngoài trời. Chúng tôi nhận thấy các thành phố ven biển như BR-VT, Bình Thuận đang được hưởng lợi nhờ cơ sở hạ tầng phát triển với các dự án cao tốc Dầu Giây - Phan Thiết, sân bay quốc tế Long Thành, mang lại tiềm năng tăng trưởng cao cho nhà đầu tư.

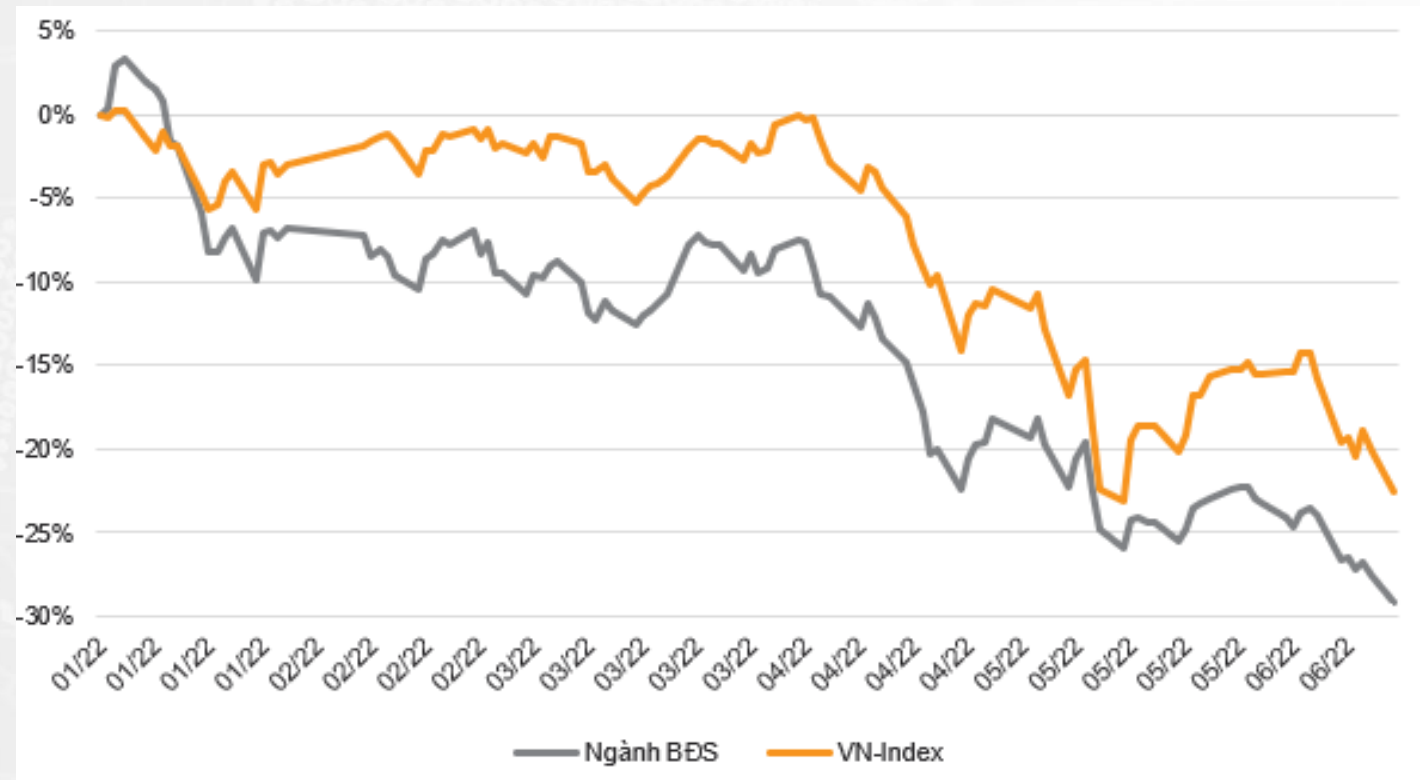
Phần lớn các công ty BĐS niêm yết có doanh thu giảm mạnh trong Q1/22

| | Doanh thu Q1/22 (tỷ đồng) | Doanh thu Q1/21 (tỷ đồng) | Thay đổi (% svck) | LN ròng Q1/22 (tỷ đồng) | LN ròng Q1/21 (tỷ đồng) | Thay đổi (% svck) |
|-----|---------------------------|---------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------|
| VHM | 8.923 | 12.986 | -31% | 4.540 | 5.396 | -16% |
| NVL | 1.956 | 4.507 | -57% | 1.079 | 537 | 101% |
| CRE | 1.942 | 2.041 | -5% | 145 | 123 | 18% |
| DXG | 1.792 | 2.954 | -39% | 270 | 531 | -49,2% |
| BCG | 1.253 | 634 | 98% | 271 | 118 | 130% |
| HDG | 684 | 1.354 | -49% | 244 | 322 | -24% |
| PDR | 625 | 586 | 7% | 282 | 252 | 12% |
| NLG | 587 | 236 | 149% | 1 | 365 | -100% |
| AGG | 563 | 343 | 64% | 1 | 5 | -80% |
| IJC | 528 | 1.416 | -63% | 174 | 292 | -40% |
| DIG | 519 | 500 | 4% | 63 | 41 | 54% |
| HDC | 400 | 296 | 35% | 97 | 78 | 24% |
| API | 294 | 241 | 22% | 48 | 17 | 182% |
| CEO | 293 | 142 | 106% | 35 | -19 | |
| KDH | 143 | 836 | -83% | 299 | 205 | 46% |
| NTL | 88 | 50 | 76% | 36 | 13 | 177% |
| NBB | 76 | 162 | -53% | 2 | 32 | -94% |

Tổng doanh thu trong Q1/22 của các doanh nghiệp BĐS niêm yết giảm 19,6% svck do việc bàn giao và hoạt động xây dựng bị gián đoạn trong năm 2021 và Q1/22 do bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Trong khi LN ròng Q1/22 giảm nhẹ 5,7% svck nhờ các khoản thu nhập một lần từ việc bán buôn và đánh giá lại.

- Doanh thu Q1/22 của VHM giảm 31,3% svck xuống 8.923 tỷ đồng, chủ yếu từ bàn giao bán lẻ tại ba đại dự án. Doanh thu tài chính tăng 66,0% svck lên 3.829 tỷ đồng nhờ bán buôn (3.200 tỷ đồng). Do đó, LN ròng Q1/22 giảm 15,9% svck còn 4.540 tỷ đồng.
- Doanh thu Q1/22 của NVL giảm mạnh 57% svck còn 1.956 tỷ đồng, chủ yếu đến từ việc bàn giao các căn bán trước đó. Tuy nhiên, LN ròng Q1/22 tăng 101% svck đạt 1.079 tỷ đồng nhờ khoản thu nhập một lần từ đánh giá lại Công ty TNHH Bất động sản Đà Lạt Valley.
- NLG ghi nhận doanh thu Q1/22 tăng 149,1% svck đạt 587,4 tỷ đồng do dự án Southgate đã được hợp nhất vào doanh thu của NLG kể từ Q3/21. LN ròng Q1/22 giảm 99,8% svck xuống còn 0,6 tỷ đồng do không khi nhận thu nhập một lần.

Chỉ số nhóm ngành bất động sản lao dốc 29,1% kể từ đầu năm 2022



Với những vi phạm liên quan đến đấu giá quyền sử dụng đất, gây thất thoát tài sản Nhà nước và việc thắt chặt huy động vốn lĩnh vực BĐS, chỉ số ngành BĐS đã lao dốc 29,1% so với đầu năm 2022, giảm sâu hơn mức 22,6% của VN-Index. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu BĐS bị điều chỉnh trong ngắn hạn, nhưng về dài hạn, điều này cho thấy nỗ lực của Chính phủ trong việc duy trì sự phát triển bền vững cho thị trường BĐS, và ổn định thị trường nhà ở khi giá nhà đất tăng trưởng nóng trong bối cảnh cầu nhu cầu phục hồi, áp lực lạm phát gia tăng và đầu cơ bùng phát.

Tóm tắt dự phóng KQKD 2022-23 các cổ phiếu trong danh mục của chúng tôi

| Tỷ đồng | VHM | | | NVL | | | NLG | | | KDH | | | DXG | | |
|------------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 |
| Doanh thu | 85.904 | 90.292 | 116.494 | 14.903 | 36.360 | 61.264 | 5.206 | 7.218 | 8.896 | 3.746 | 3.769 | 4.721 | 10.089 | 11.518 | 17.608 |
| % tăng trưởng (svck) | 18,9 | 6,1 | 29,0 | 197 | 144 | 68,5 | 135 | 38,7 | 23,2 | -18,9 | 0,6 | 25,3 | 249 | 14,2 | 52,9 |
| LN gộp | 48.408 | 43.960 | 63.823 | 6.136 | 13.613 | 24.864 | 1.778 | 2.944 | 3.797 | 1.792 | 2.185 | 2.886 | 5.597 | 6.348 | 10.473 |
| <i>Biên LN gộp (%)</i> | 56,9 | 48,7 | 54,8 | 41,2 | 37,4 | 40,6 | 34,2 | 40,8 | 42,7 | 48,0 | 58,0 | 61,1 | 55,5 | 59,5 | 76,9 |
| Ln ròng | 39.017 | 34.839 | 49.054 | 3.225 | 6.836 | 13.234 | 1.071 | 1.259 | 1.908 | 1.202 | 1.471 | 1.823 | 1.155 | 2.046 | 4.423 |
| % tăng trưởng (svck) | 42,7 | -10,7 | 40,8 | -17,7 | 112 | 93,6 | 28,3 | 17,6 | 51,6 | 4,3 | 22,4 | 23,9 | N/A | 87 | 93 |
| Doanh số ký bán | 78.900 | 124.700 | 219.800 | 84.463 | 93.500 | 107.525 | 8.840 | 16.910 | 22.869 | 395 | 5.718 | 7.109 | 7.101 | 10.719 | 12.700 |
| % tăng trưởng (svck) | 22,5 | 58,1 | 76,2 | 102,0 | 10,7 | 15,0 | 132,0 | 91,3 | 35,2 | -84 | 13x | 24,3 | 13,5 | 51,0 | 18,5 |
| EPS (đồng/cp) | 10.129 | 8.001 | 11.265 | 1.670 | 3.541 | 6.856 | 2.656 | 3.123 | 4.734 | 1.951 | 2.147 | 2.663 | 1.942 | 3.422 | 7.399 |
| BVPS (đồng/cp) | 29.484 | 38.792 | 50.058 | 18.149 | 21.808 | 28.894 | 23.316 | 25.108 | 28.428 | 17.602 | 18.046 | 20.740 | 14.670 | 17.712 | 25.111 |
| ROAE (%) | 36,4 | 23,4 | 25,4 | 10,6 | 17,7 | 27,0 | 14,7 | 13,6 | 18,6 | 18,0 | 22,0 | 27,2 | 7,1 | 9,7 | 16,3 |
| ROAA (%) | 17,5 | 13,4 | 15,3 | 1,9 | 3,1 | 4,8 | 5,7 | 4,9 | 6,0 | 10,9 | 13,4 | 16,6 | 3,2 | 6,6 | 12,0 |
| Nợ vay ròng/VCSH (%) | 8 | 5 | -3 | 105 | 79 | 37 | -3 | 2 | -4 | 11 | 31 | 22 | 25 | 12 | 2 |

| Công ty | Mã | Giá | Giá mục | Khuyến ngợi | Vốn hóa | P/E (x) | | | EPS 3 | P/B (x) | | | ROE (%) | | Nợ/VCSH tại Q1/22 (%) | |
|-------------------------------|--------|----------|---------|----------------|---------|-------------|-------------|------------|-------------|---------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-----------------------------|------|
| | | hiện tại | tiêu | | | Tr.USD | TTM | 2022 | 2023 | Tăng trưởng kép (%) | Hiện tại | 2022 | 2023 | 2022 | | 2023 |
| | | Nội tệ | Nội tệ | | | | | | | | | | | | | |
| Vinhomes | VHM VN | 63.200 | 115.000 | Khả quan | 11.837 | 7,2 | 7,9 | 5,6 | 38,3 | 2,1 | 1,6 | 1,3 | 23,4 | 25,4 | 12,7 | |
| Novaland | NVL VN | 74.900 | 89.000 | Khả quan | 6.282 | 34,5 | 21,2 | 10,9 | 59,1 | 4,0 | 3,4 | 2,6 | 17,7 | 27,0 | 117,7 | |
| Phát Đạt | PDR VN | 52.200 | KKN | KKN | 1.508 | 18,8 | 11,1 | 7,0 | N/A | 4,8 | 3,1 | 2,2 | 28,3 | 30,7 | 53,0 | |
| Khang Điền | KDH VN | 38.100 | 52.400 | Khả quan | 1.054 | 20,3 | 15,4 | 11,6 | 44,4 | 2,3 | 2,1 | 1,8 | 25,6 | 35,6 | 28,7 | |
| Đầu tư phát triển xây dựng | DIG VN | 36.050 | KKN | KKN | 775 | 17,1 | 18,3 | 16,7 | 9,1 | 2,4 | 2,1 | 1,9 | 13,0 | 12,5 | 30,6 | |
| Nam Long | NLG VN | 36.300 | 56.000 | Khả quan | 598 | 19,1 | 10,8 | 7,4 | 58,9 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 14,6 | 19,1 | 1,4 | |
| Văn Phú | VPI VN | 62.800 | NR | KKN | 594 | 34,1 | 29,3 | N/A | N/A | 4,5 | N/A | N/A | 15,0 | N/A | 123,6 | |
| Đất Xanh | DXG VN | 20.200 | NR | KKN | 528 | 13,4 | 10,8 | 10,7 | 12,0 | 1,3 | 1,2 | 1,0 | 13,5 | 11,6 | 30,6 | |
| Hà Đô | HDG VN | 55.100 | 55.100 | Trung lập | 483 | 10,7 | 8,5 | 7,8 | 7,3 | 2,4 | 2,1 | 1,7 | 26,5 | 26,8 | 106,8 | |
| Bamboo Capital | BCG VN | 14.450 | 29.600 | Khả quan | 313 | 6,6 | 4,2 | 3,1 | 33,6 | 1,2 | 1,0 | 0,8 | 31,2 | 29,6 | 114,7 | |
| Dịch vụ BĐS Đất Xanh | DXS VN | 15.300 | 39.900 | Khả quan | 271 | 13,3 | 3,8 | 2,2 | 80,8 | 1,1 | 0,8 | 0,7 | 25,6 | 35,8 | (1,9) | |
| Trung bình trong nước | | | | | | 20,1 | 13,3 | 9,1 | 37,2 | 2,5 | 1,9 | 1,5 | 20,6 | 24,2 | 50,9 | |
| Trung vị trong nước | | | | | | 17,1 | 10,9 | 7,8 | 38,3 | 2,4 | 1,9 | 1,5 | 20,6 | 26,8 | 30,6 | |

Chúng tôi tin rằng nhà đầu tư nên hướng sự quan tâm đến những cái tên chất lượng, sở hữu những đặc điểm sau: 1) quỹ đất lớn, đặc biệt nằm ở các tỉnh lân cận và ngoại thành Hà Nội / TP HCM, đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý cũng như cơ sở hạ tầng để mở bán trong 2022; 2) các sản phẩm có liên quan tới phân khúc căn hộ tầm trung và bình dân vì những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu ở thực của người dân và 3) mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong 2022-23 và sở hữu bảng cân đối tài chính lành mạnh (tỷ lệ đòn bẩy thấp, thanh khoản cao) nhằm hạn chế các rủi ro thắt chặt tài chính tín dụng đối với thị trường BĐS.

Chúng tôi ưa thích CTCP Đầu tư Nam Long (NLG) và CTCP Vinhomes (VHM) do đáp ứng được các tiêu chí trên.

Nam Long (NLG VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 56.000 đồng). Chúng tôi ưa thích NLG vì 1) NLG có quỹ đất khá lớn 681ha tính đến Q1/22 với danh mục dự án đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro, trải dài các tỉnh miền Nam như Đồng Nai, TP.HCM, Long An, Cần Thơ và 2) NLG sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp và bình dân, những phân khúc này được thúc đẩy bởi nhu cầu ở thực của người dân. Chúng tôi tin rằng hầu hết các dự án hiện tại của NLG đang gặt hái thành quả từ khoản đầu tư trước đây của họ, bằng chứng là doanh thu ký bán của NLG tăng 43,8% svck lên 5.895 tỷ đồng trong 4T22. Chúng tôi dự phòng doanh số ký bán năm 2022 sẽ tăng 91,3% svck lên 16.910 tỷ đồng, nhờ vào sáu dự án được triển khai. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) năm 2022-24 đạt 48,9% cho doanh thu và 45,7% cho LN nhuận ròng trong giai đoạn 2022-24, chủ yếu nhờ hoạt động bàn giao mạnh mẽ. Tiềm năng tăng giá là 1) giá bán cao hơn dự kiến và 2) dự án Waterpoint giai đoạn 2 (190ha) được huy động vốn sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá 1) bàn giao BĐS và mở bán mới chậm hơn dự kiến, 2) lãi suất vay mua nhà tăng cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng tỷ lệ hấp thụ căn hộ tầm trung của NLG, và 3) giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng.

Vinhomes (VHM VN, Khả quan, Giá mục tiêu: 115.000 đồng). Tổng quỹ đất của Vinhomes (VHM) bao gồm cả quỹ đất mua lại là 16.800ha tính đến T9/21, gấp khoảng 3 lần so với quỹ đất của công ty đứng thứ hai là Novaland, tương ứng với 16.400ha tổng diện tích sàn nhà ở. Điều này nhấn mạnh khả năng tích lũy quỹ đất và quy hoạch tổng thể ấn tượng của doanh nghiệp. Tính đến T9/21, 90% tổng quỹ đất của công ty vẫn chưa được triển khai, cho thấy tiềm năng rất lớn của VHM trong tương lai. Chúng tôi kỳ vọng doanh số ký bán năm 2022 sẽ tăng mạnh trở lại với 51.535 căn hộ (+47,7% svck) trị giá 152,1 nghìn tỷ đồng (+109,4% svck), nhờ sự ra mắt của ba đại dự án mới bao gồm Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Dream City và Vinhomes Wonder Park. Mặc dù kết quả kinh doanh năm 2022 của VHM có thể là một bước lùi, nhưng giai đoạn 2023-24 sẽ trở lại mạnh mẽ khi ba đại dự án mới được bàn giao.

Rủi ro giảm giá:

- Giá nhà đất tiếp tục tăng nhanh, đặc biệt là tại khu vực ngoại thành, làm gia tăng lo ngại và có thể vượt khả năng của người mua nhà;
- Chúng tôi nhận thấy chi phí xây dựng tăng do giá nguyên vật liệu tăng, đặc biệt là giá thép đã tăng hơn 20% kể từ đầu năm 2022. Thép chiếm 12-15% tổng chi phí xây dựng (ước tính của các chuyển giao trong ngành), điều này kéo giá nhà ở tăng nếu giá vật liệu duy trì ở mức cao trong hai năm tới;
- Nguồn vốn thắt chặt khiến các nhà phát triển phải đối mặt với nhiều thách thức trong việc huy động vốn để phát triển các dự án;
- Lạm phát và lãi suất cao hơn dự kiến có thể tác động tiêu cực đến thị trường giao dịch, đặc biệt là phân khúc trung cấp và bình dân.

Tiềm năng tăng giá: 1) Trong thời gian chờ sửa đổi Luật Đất đai 2013, đã bị lùi lần thứ 4 và dự kiến sẽ trình Quốc hội vào T10/22, Chính phủ đang dự thảo Nghị định sửa đổi, bổ sung 6 Nghị định hướng dẫn thi hành Luật Đất đai. Nghị định mới này cùng với Nghị định 148 ban hành năm 2020, Thông tư 09 ban hành năm 2021 được kỳ vọng sẽ giải quyết được những nút thắt trong việc phê duyệt dự án khu dân cư và rút ngắn thời gian cấp phép. Thị trường có thể sẽ sôi động trở lại sau một thời gian ảm đạm và khó khăn; 2) Luật Đất đai 2013 sửa đổi sẽ được trình đúng tiến độ vào T10/22.

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.



Trần Khánh Hiền – Giám đốc Khối Phân tích

hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vĩ mô và Chiến lược thị trường

Đình Quang Hình – Trưởng bộ phận Vĩ mô và Chiến lược thị trường

hinh.dinh@vndirect.com.vn

Vũ Mạnh Hùng – CV Phân tích

hung.vumanh3@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – CV Phân tích

hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Ngân hàng – Tài chính

Lê Quốc Việt – CV Phân tích

viet.lequoc2@vndirect.com.vn

Trần Thị Thu Thảo – CV Phân tích

thao.tranthu2@vndirect.com.vn

Vũ Thế Quân – CV Phân tích

quan.vuthe@vndirect.com.vn

BDS – Xây dựng – Vật liệu

Chu Đức Toàn – Trưởng nhóm

toan.chuduc@vndirect.com.vn

Trần Bá Trung – CV Phân tích

trung.tranba@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú – CV Phân tích

tu.nguyencam2@vndirect.com.vn

Lê Anh Sơn – CV Phân tích

son.leanh@vndirect.com.vn

Hàng không – Logistic – Điện – Dầu khí

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng nhóm

dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hải Ngọc – CV Phân tích

hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – CV Phân tích

tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công nghiệp – Bán lẻ - Tiêu dùng

Nguyễn Thanh Tuấn - Trưởng phòng

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Phan Như Bách – CV Phân tích

bach.phannhu@vndirect.com.vn

Hà Thu Hiền – CV Phân tích

hien.hathu@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – CV Phân tích

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Data services

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Trang – CV Phân tích

trang.nguyenha2@vndirect.com.vn

Khuyến nghị cổ phiếu

- KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
- TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
- KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.


Khuyến nghị ngành

- TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
- TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
- TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

VNDIRECT RESEARCH

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

 Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Hai Bà Trưng – Hà Nội

 Tel: +84 2439724568

 Email: research@vndirect.com.vn

 Website: <https://vndirect.com.vn>

