

TRIỂN VỌNG 2024



MỤC LỤC



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

Tăng trưởng thấp hơn cùng lạm phát thấp hơn, rủi ro suy thoái vẫn thường trực.

Mỹ



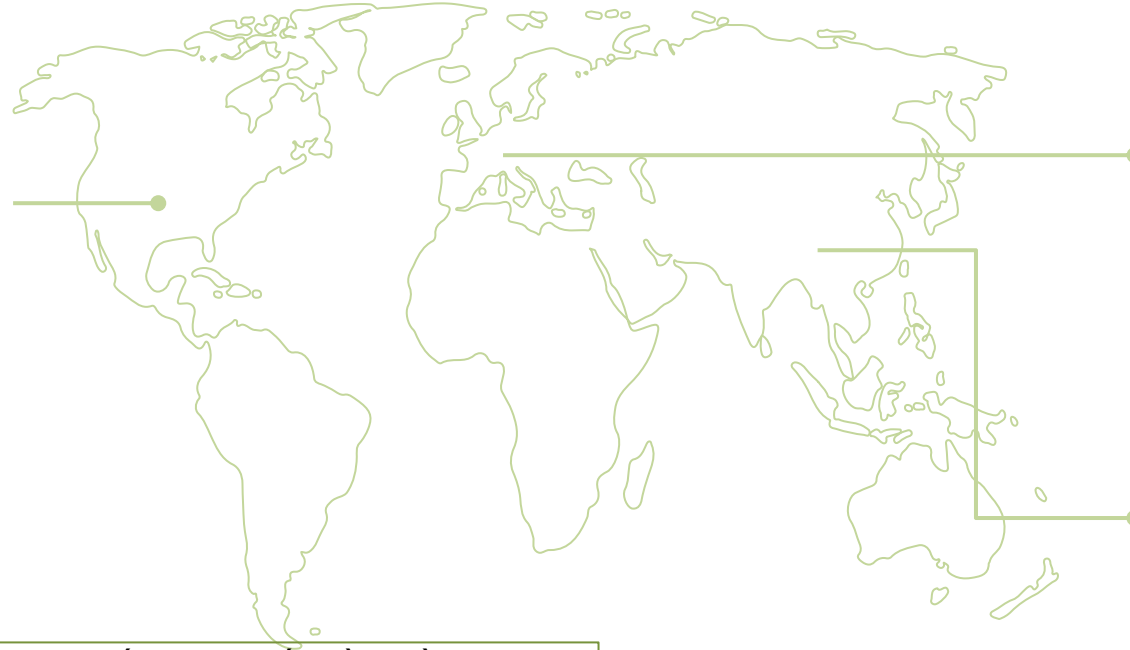
Tăng trưởng chậm hơn với mức lạm phát thấp hơn.



Dự báo Lạm phát tiếp cận mức 2% năm 2026.



FED đề nghị khả năng tăng lãi suất vào kỳ họp tháng 12 hoặc tháng 1. Lãi suất duy trì cao ít nhất tới 06/2024.



EU



Tăng trưởng chậm tốc độ dự báo ~2023.



Lạm phát được dự báo trở lại mức mục tiêu 2% vào 2026.



Chính sách tiền tệ thắt chặt dự báo vẫn chiếm thế chủ đạo năm 2024

Trung Quốc

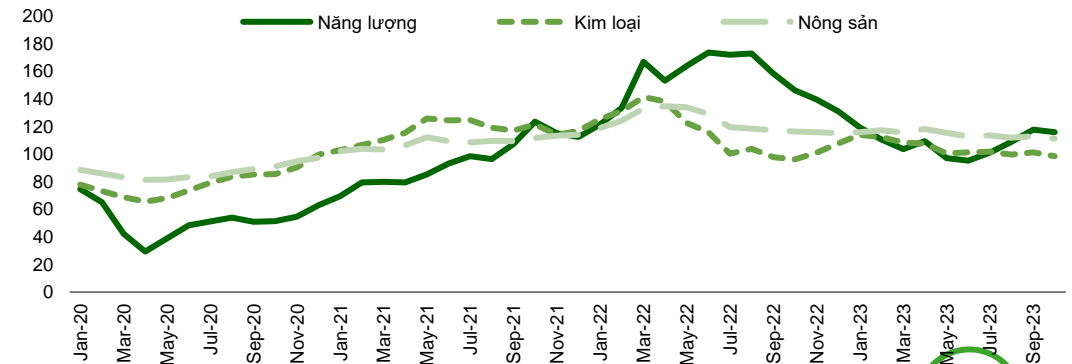


Nền kinh tế được dự báo chưa thể lấy lại đà tăng mạnh mẽ



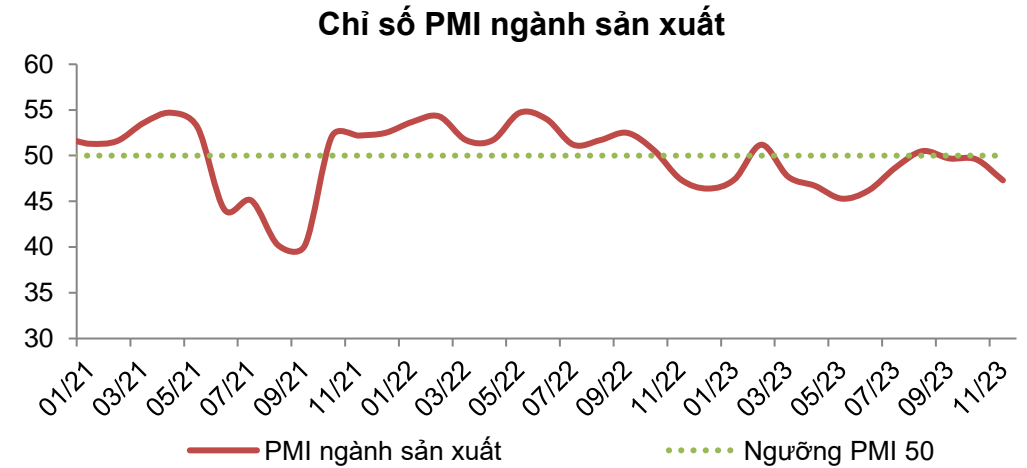
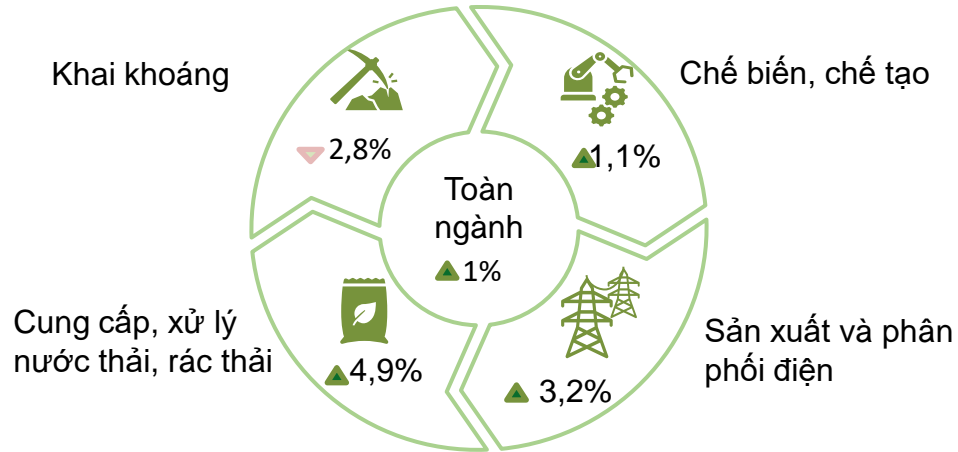
- Các NHTW đều chờ đợi số liệu kinh tế nhằm điều chỉnh liều lượng CSTT
- Mặt bằng giá cả hàng hóa hạ nhiệt đáng kể.
- Rủi ro xung đột chính trị vẫn hiện hữu thậm chí leo thang.
- Chỉ báo sức mạnh đồng USD còn có khả năng neo cao.

Chỉ số giá hàng hóa quy đổi theo USD, 2010=100



HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT TRONG NƯỚC CÒN GẶP KHÓ KHĂN, VỐN FDI KHỜi SẮC TRỞ LẠI

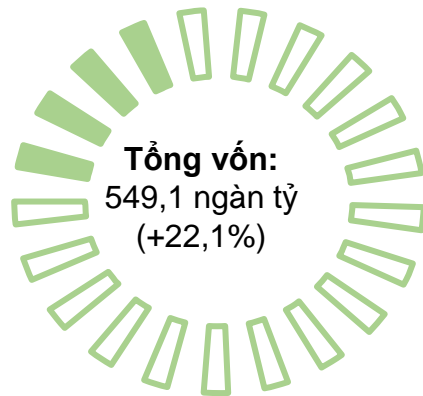
- Chỉ số PMI sản xuất trong tháng 11 ghi nhận ở mức 47,3 điểm vẫn ở dưới mức mở rộng (ngưỡng 50 điểm) cho thấy các hoạt động sản xuất vẫn đang gặp nhiều khó khăn. Chỉ số sản xuất công nghiệp toàn ngành tăng không đáng kể so với cùng kỳ.



Hoạt động đầu tư 10 tháng đầu năm

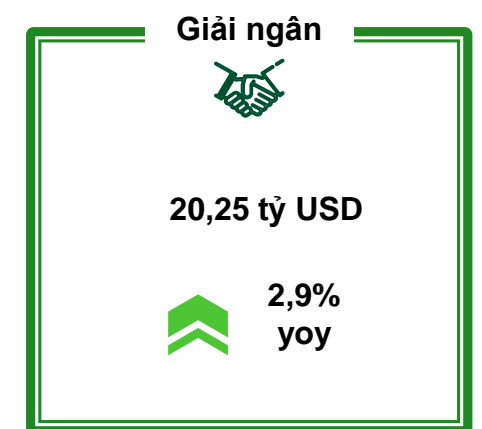
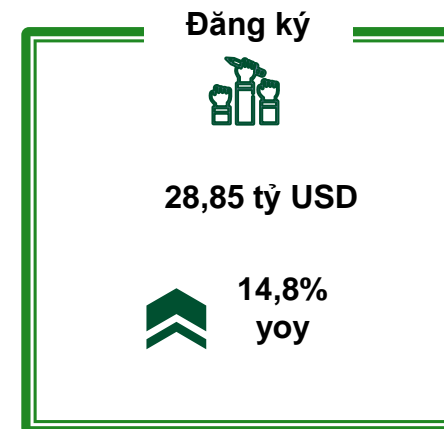
Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước tăng so với cùng kỳ

Trung ương
99,4 ngàn tỷ
(+25,1%)



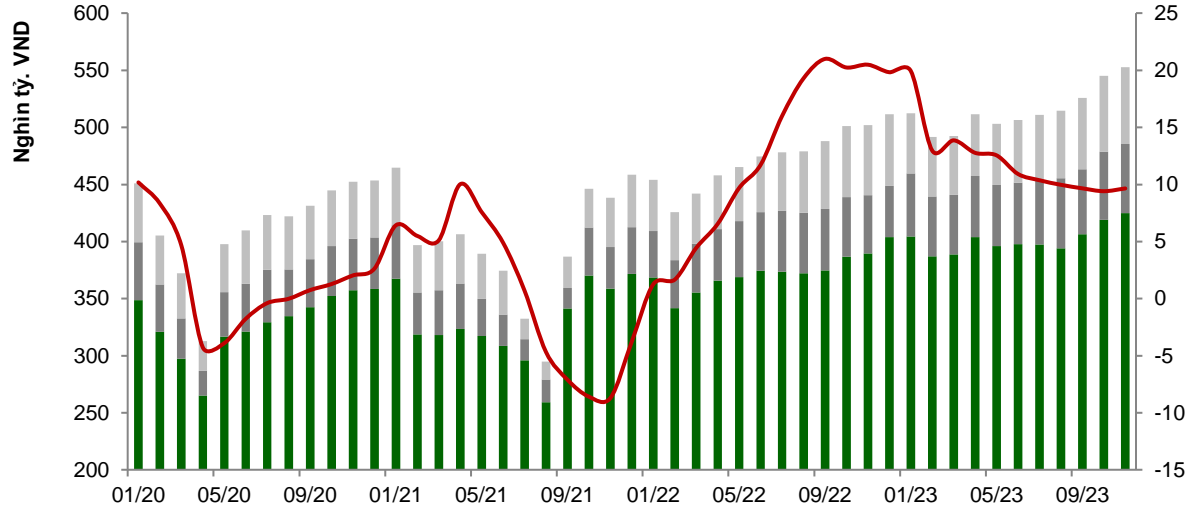
Địa phương
449,7 ngàn tỷ
(+21,5%)

Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam 10 tháng đầu năm



CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG, ĐÀ TĂNG GIẢM TỐC.

Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ



Thương nghiệp Khách sạn, nhà hàng Dịch vụ và du lịch Tăng trưởng (%)



Tổng mức bán lẻ hàng hóa
+9,6% ytd



Bán lẻ hàng hóa
+8,6% ytd



Lưu trú ăn uống
+15,3% ytd

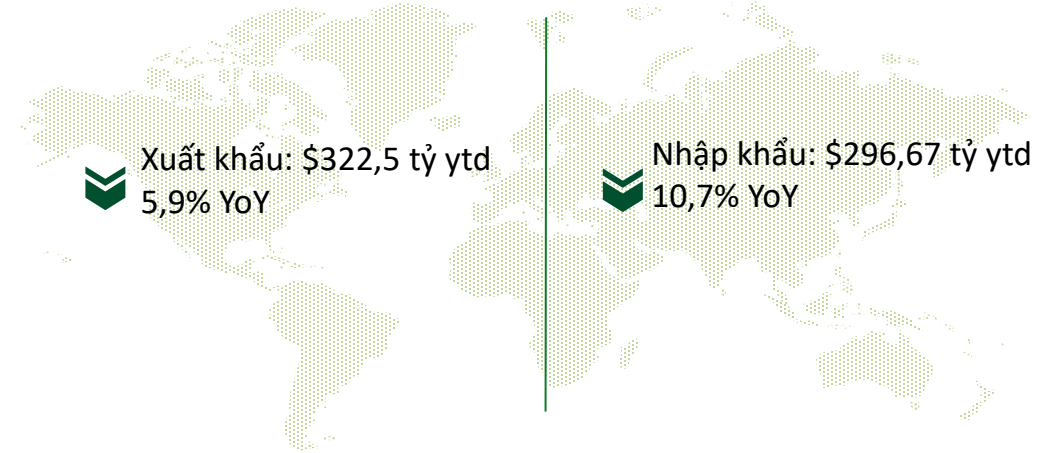


Dịch vụ lữ hành
+50,5% ytd

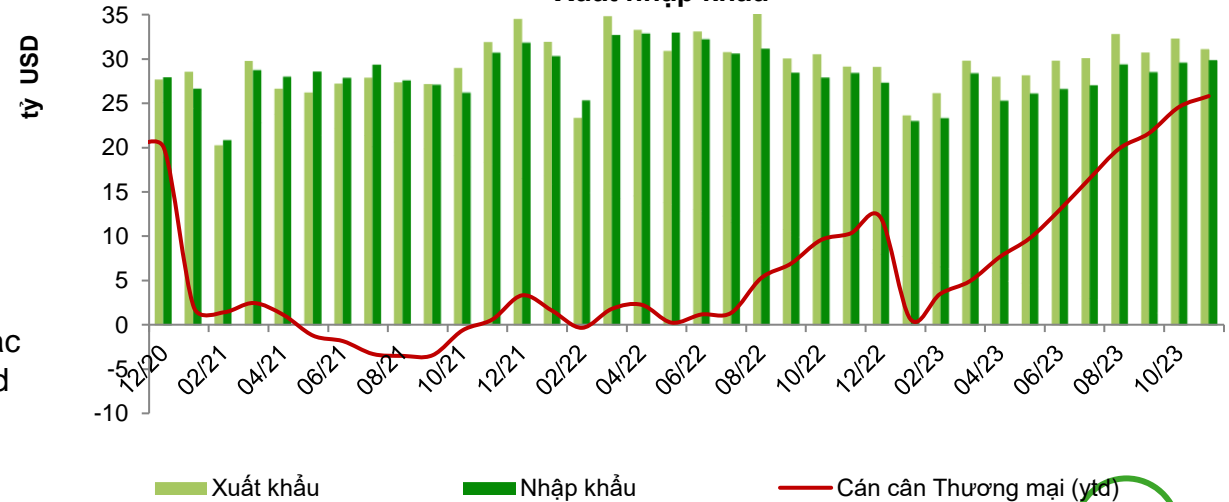


Dịch vụ khác
+10,6% ytd

NHẬP KHẨU GIẢM MẠNH HƠN XUẤT KHẨU TÍN HIỆU HỒI PHỤC CHƯA RÕ RẾT.



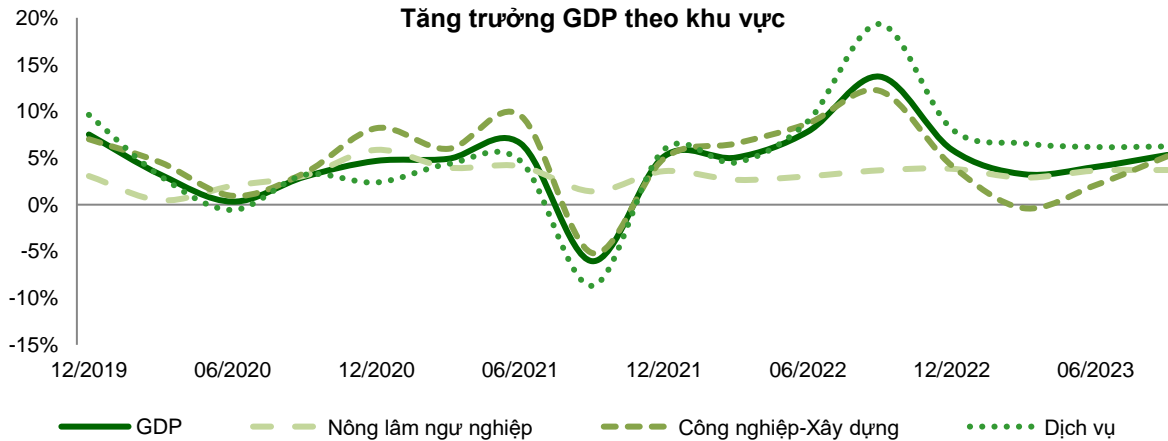
Xuất nhập khẩu



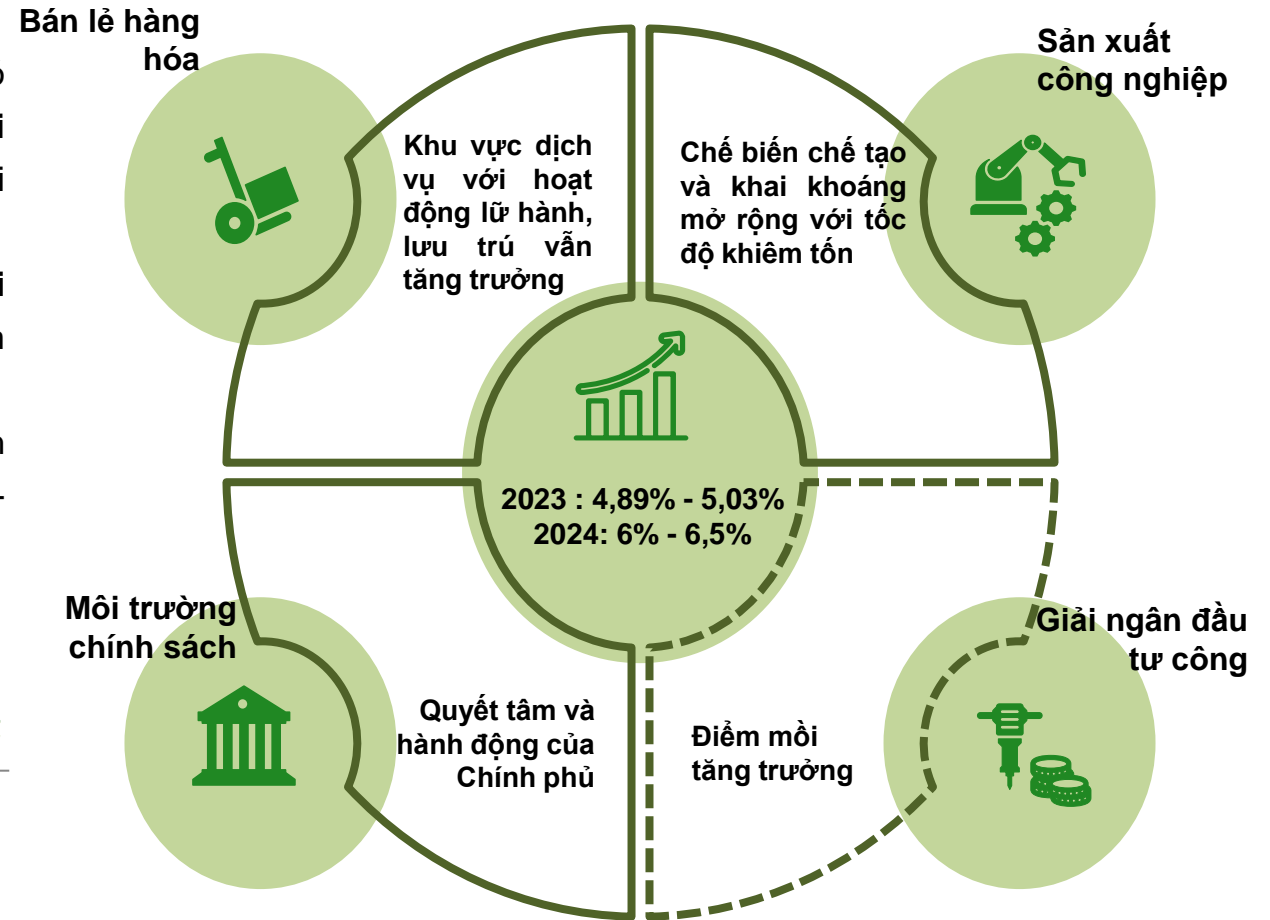
Xuất khẩu Nhập khẩu Cán cân Thương mại (ytd)

CẦN THÊM THỜI GIAN ĐỂ CÁC BIỆN PHÁP HỖ TRỢ PHÁT HUY TÁC DỤNG

- VCBS đánh giá nhìn chung sẽ mất thêm thời gian trước khi các đơn hàng có thể tăng trở lại theo đó tăng trưởng chỉ phục hồi mạnh mẽ từ 2H.24.
- Nhìn nhận thấy các khó khăn đối với nền kinh tế, Chính phủ đã và đang có nhiều biện pháp liên quan đến chính sách tài khóa như tăng cường giải ngân vốn đầu tư công (trọng điểm các dự án hạ tầng tăng cường kết nối vùng), cân nhắc gia hạn thời gian giảm thuế VAT sang năm 2024,...
- Với chính sách tiền tệ, việc kéo giảm mật bằng lãi suất cho vay, cải thiện khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân là định hướng xuyên suốt và được ưu tiên của Ngân hàng Nhà nước.
- Các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ được dự báo sẽ tạo ảnh hưởng tích cực lên tăng trưởng. Theo đó, VCBS dự báo tăng trưởng năm 2024 6%-6,5%.



CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN GDP VIỆT NAM 2023



NHU CẦU TIÊU DÙNG KHÔNG ĐỘT BIẾN, LẠM PHÁT TRONG TẦM KIỂM SOÁT

**Cập nhật
tháng 11/2023**

CPI 11/23:

+0,25% mom, +3,45% yoy

Lạm phát bình quân +3,22% yoy

Lạm phát cơ bản: +4,27% yoy

**Dự báo
1H.2024**

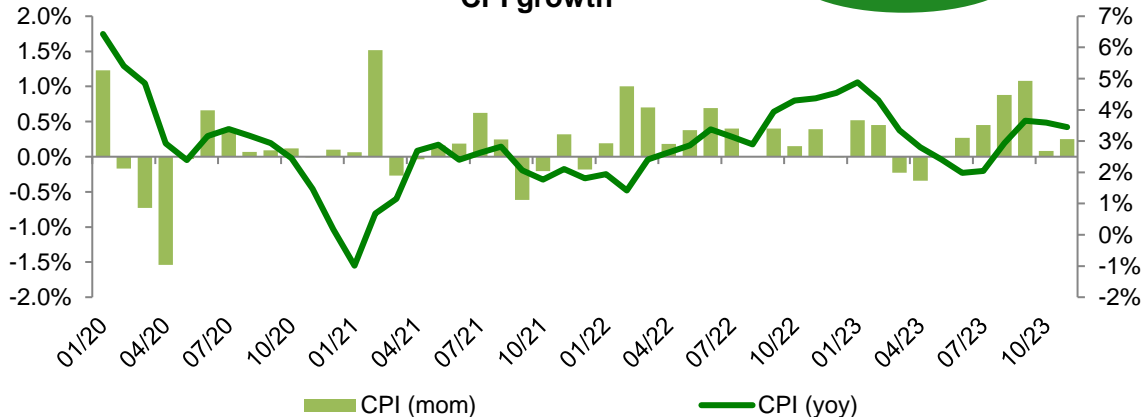
Lạm phát:

Đạt đỉnh trong quý II
Có thời điểm ~5% yoy
Đỉnh ~ 4,4% trung bình

**Dự báo
cả năm 2024**

Lạm phát bình quân:
Dự kiến quanh ~3,8%-
4,2%

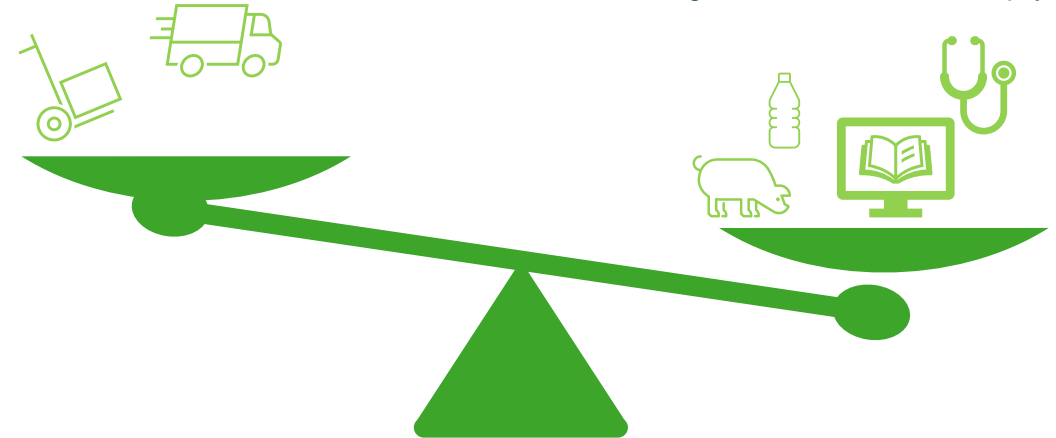
CPI growth



Các yếu tố tác động lạm phát

- Điều chỉnh khung bán lẻ điện.
- Giá cả hàng hóa thị trường thế giới
- Tăng lương cơ bản.
- Giá hàng hóa nhập khẩu tăng.
- Nhóm Giao thông có dư địa tăng

- Tự chủ về lương thực, thực phẩm
- Giá cả dịch vụ công như y tế, giao dịch có thể điều tiết hợp lý



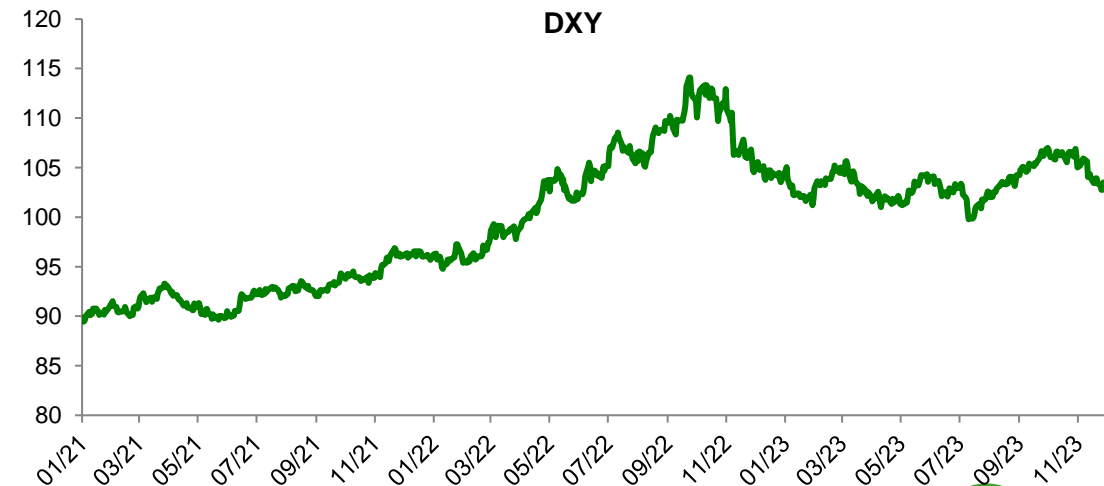
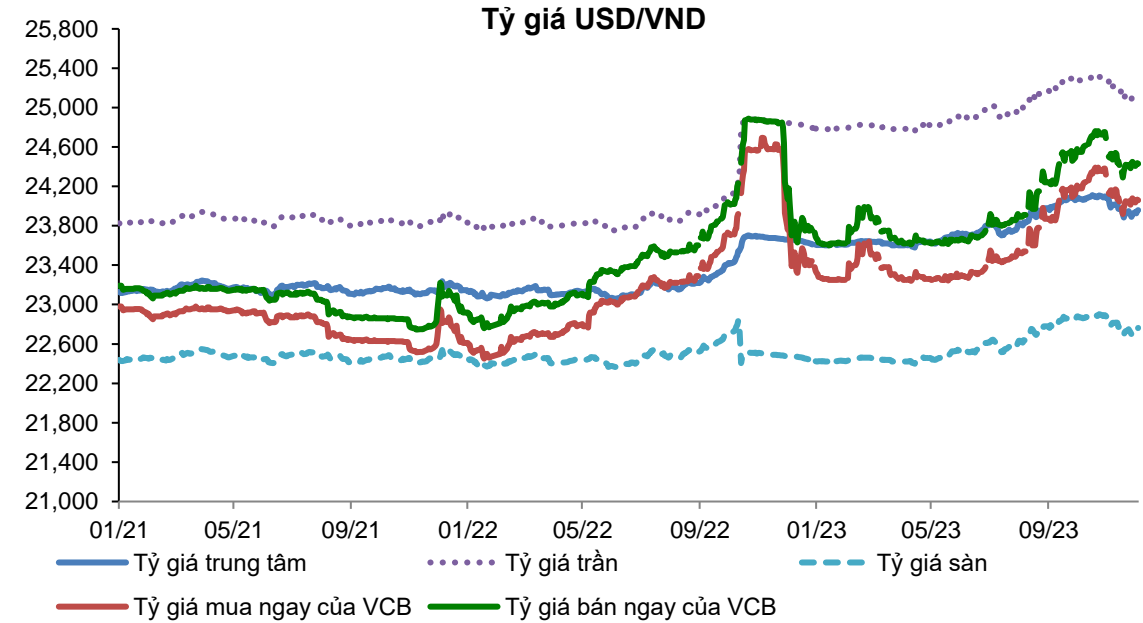
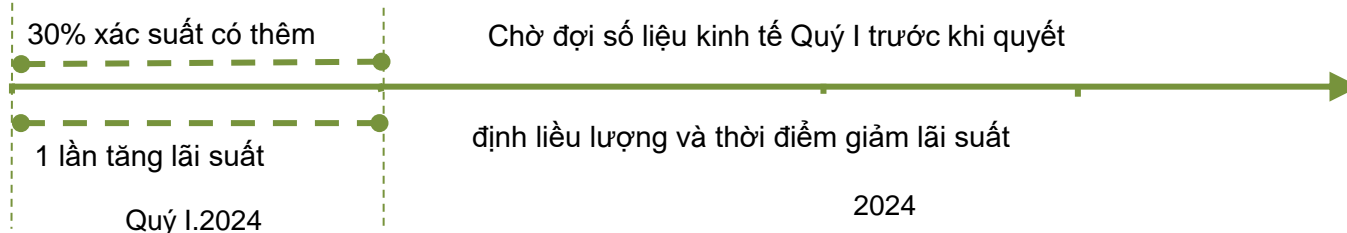
→ **Lạm phát trong tầm kiểm soát giúp NHNN có dư địa điều hành chính sách tiền tệ. NHNN tiếp tục sử dụng hài hòa công cụ tỷ giá, lãi suất tương tự như các năm gần đây.**

SỨC MẠNH ĐỒNG USD VẪN LÀ YẾU TỐ CHI PHỐI LỚN TỶ GIÁ

- Thế giới: lạm phát vẫn chi phối lớn đến quyết định các NHTW lớn. Sức mạnh đồng DXY phụ thuộc lớn vào tương quan chính sách của NHTW như Fed, ECB BOJ,...
- 2023 được coi là năm điều hành thành công khi mức giảm giá VND so với USD ở mức hợp lý ~3%. NHNN điều hành linh hoạt với giá niêm yết tại Sở giao dịch mang tính định hướng thị trường. Thị trường ngoại hối hoạt động liên tục và không xảy ra hiện tượng thiếu hụt nguồn cung.
- Thách thức tiếp tục đến từ mức chênh lệch lãi suất VND-USD trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất huy động USD trong nước và nước ngoài.
- Năm 2024, ngoài những diễn biến khó dự đoán từ thị trường thế giới, những điểm cộng giúp nhà điều hành có lợi thế trong định hướng thị trường vẫn là: (i) Lượng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam tăng trưởng xong khi môi trường đầu tư duy trì, các thách thức liên quan đến thuế tối thiểu toàn cầu được xử lý thỏa đáng; (ii) Kiểu hồi tăng trưởng ổn định. (iii) Thặng dư thương mại đạt 1-5 tỷ USD dù không còn mức thặng dư đột biến khi nhu cầu nhập khẩu tư liệu sản xuất bước đầu phục hồi.

Sức mạnh đồng USD vẫn là yếu tố tiềm ẩn gây áp lực đối với tỷ giá. VCBS đánh giá trong điều kiện thuận lợi DXY không tăng mạnh cùng chính sách điều hành linh hoạt của NHNN, VND có thể giữ mức giảm giá hợp lý dưới 3% so với đồng USD trong năm 2024.

Lộ trình hành động của các ngân hàng trung ương lớn



Trên thị trường thế giới, kịch bản lãi suất duy trì ở mức cao hơn trong thời gian dài hơn là điểm không thuận lợi trong điều hành chính sách của cơ quan quản lý.

Cập nhật trong nước:

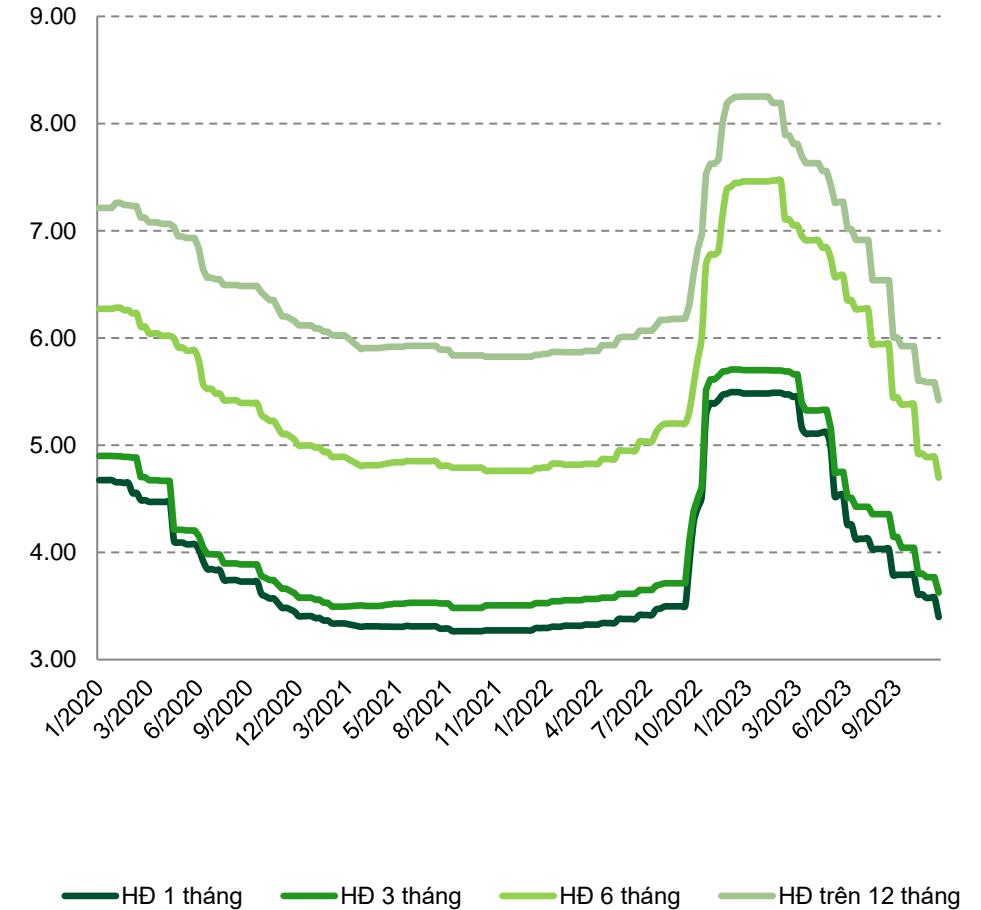
Lãi suất huy động khó giảm thêm

- Lãi suất huy động đã giảm sâu về mức trước dịch Covid.
- Tuy vậy, trong giai đoạn nền kinh tế trong quá trình phục hồi, việc duy trì mặt bằng lãi suất thấp sẽ là mục tiêu được ưu tiên. Đồng thời, việc duy trì mặt bằng lãi suất huy động ở mức thấp trong thời gian đủ lâu là cần thiết để kéo giảm mặt bằng lãi suất cho vay vốn chưa giảm đủ nhiều đối với các hoạt động của nền kinh tế.
- Quá trình xử lý TPDN đến hạn vẫn cần rất nhiều nguồn lực và điều kiện tiên quyết để quá trình diễn tiến nhanh hơn là mặt bằng lãi suất ổn định ở mức thấp.

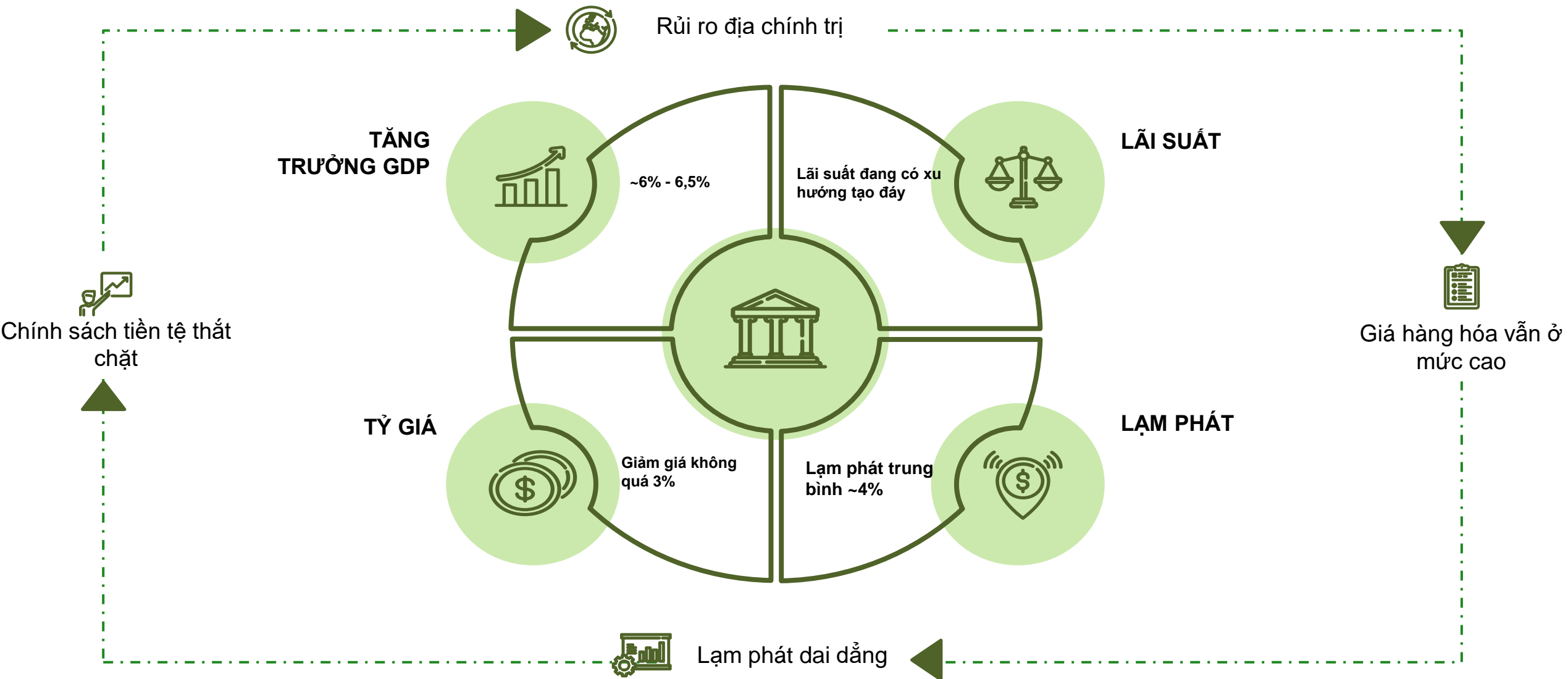
Lãi suất cho vay dự báo giảm nhưng tốc độ chậm và tiếp tục thể hiện sự phân hóa

- Biến động lãi suất cho vay có độ trễ so với lãi suất huy động. Do đó, năm 2023 khi lãi suất huy động đã giảm 250-270 điểm, dự địa giảm thêm đối với lãi suất cho vay vẫn còn. Đồng thời, giai đoạn này các ngân hàng sẽ cần nhắc hạ lãi suất cho một số nhóm doanh nghiệp có triển vọng kinh doanh tốt để tái cấu trúc nợ hỗ trợ khách hàng vượt qua giai đoạn khó khăn.
- NIM trong xu hướng giảm trong khi nợ xấu có xu hướng tăng sẽ khiến các ngân hàng có xu hướng thận trọng về khẩu vị rủi ro đối với các khoản tín dụng. Do đó, sự phân hóa trong mức giảm lãi suất cho vay sẽ vẫn diễn ra.

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



Lãi suất huy động đã giảm về mức thấp hơn giai đoạn dịch bệnh. Lãi suất cho vay đã có những điều chỉnh giảm trong các tháng gần đây tuy có sự phân hóa giữa các ngành nghề và có độ trễ so với lãi suất huy động. Cần thêm thời gian trước khi tín dụng tăng khá trở lại.



MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIÔNG BÃO



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

LỢI SUẤT TẠO ĐÁY TRONG THÁNG 7 VÀ SAU ĐÓ ĐI NGANG

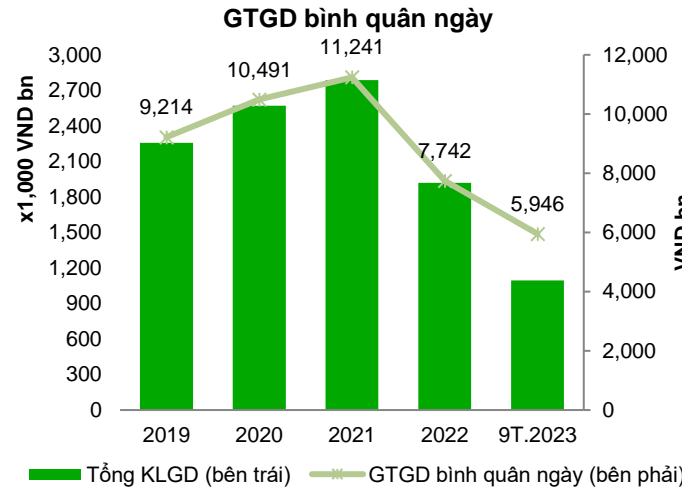


Xu hướng chính sách tiền tệ thắt chặt nổi dài. DXY duy trì ở ngưỡng cao đặc biệt trong Quý 3 gây áp lực đáng kể lên tỷ giá.

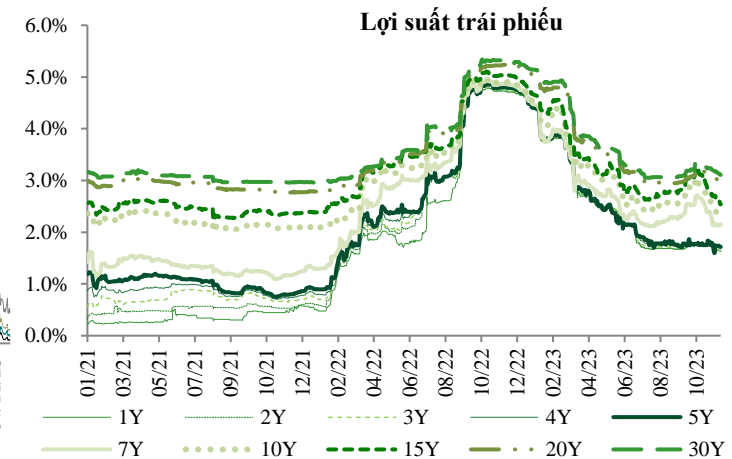
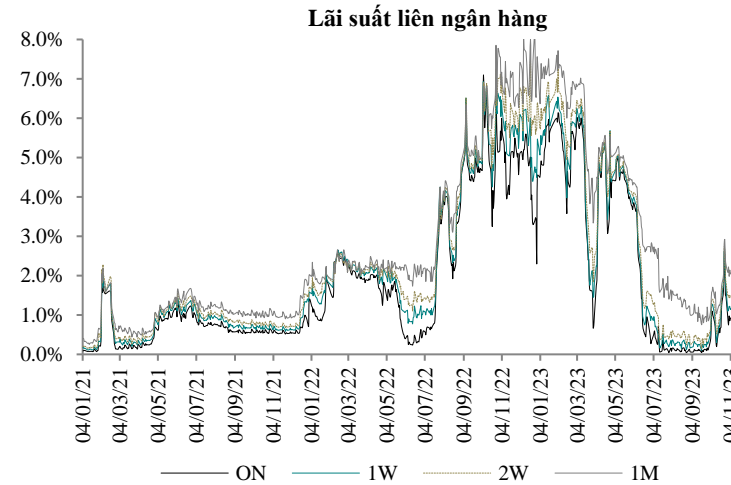


Cập nhật trong nước:

- Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục duy trì ở mức thấp thể hiện trạng thái thanh khoản dồi dào.
- Trong tháng 8, 9 lợi suất có xu hướng tăng với mức tăng khoảng 10-25 điểm so với mức đáy trong các tháng 6,7 tại các kỳ hạn có mức thanh khoản tốt nhất (7-15 năm) thể hiện lực bán chốt lời sau giai đoạn lợi suất liên tục giảm (~250 điểm) và thiếu vắng các tin tức hỗ trợ mới.
- Khối ngoại bán ròng 174 tỷ đồng trong tháng 9. Tính chung trong 9 tháng đầu năm, lượng bán ròng khối ngoại ~5,000 tỷ đồng.
- Giai đoạn này khi NHNN đã lựa chọn phương án can thiệp sớm thông qua việc phát hành tín phiếu với kỳ vọng giảm tải áp lực lên tỷ giá. Biện pháp này đã phát huy hiệu quả khi DXY hạ nhiệt trong tháng 11.



Kỳ hạn trúng thầu trung bình



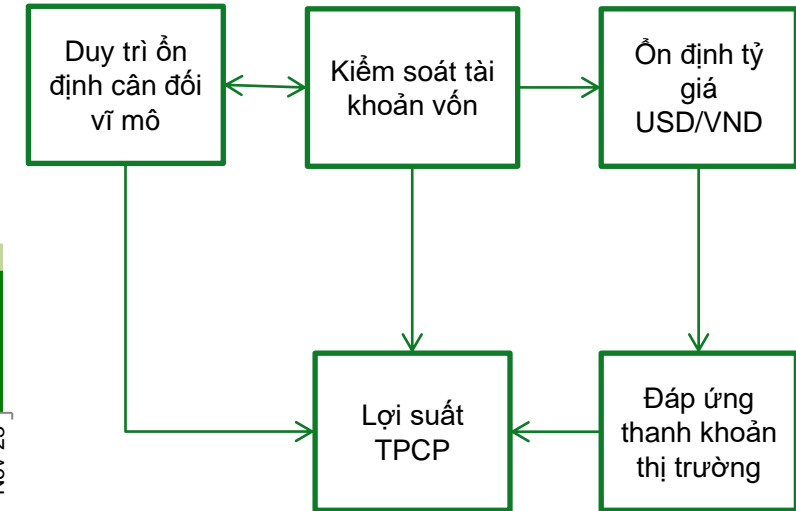
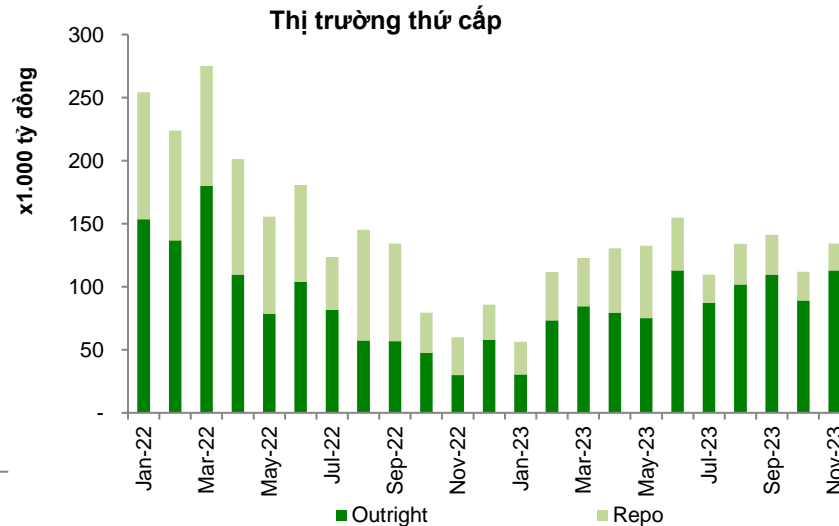
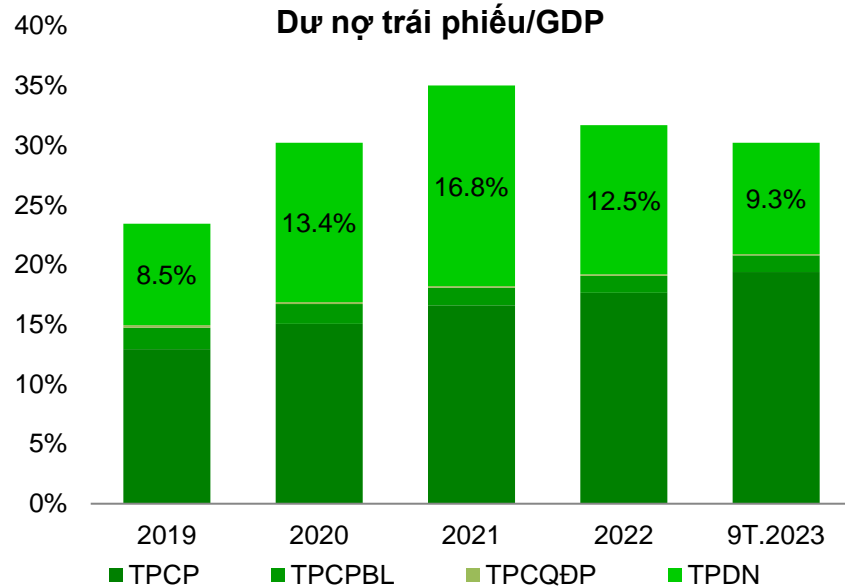
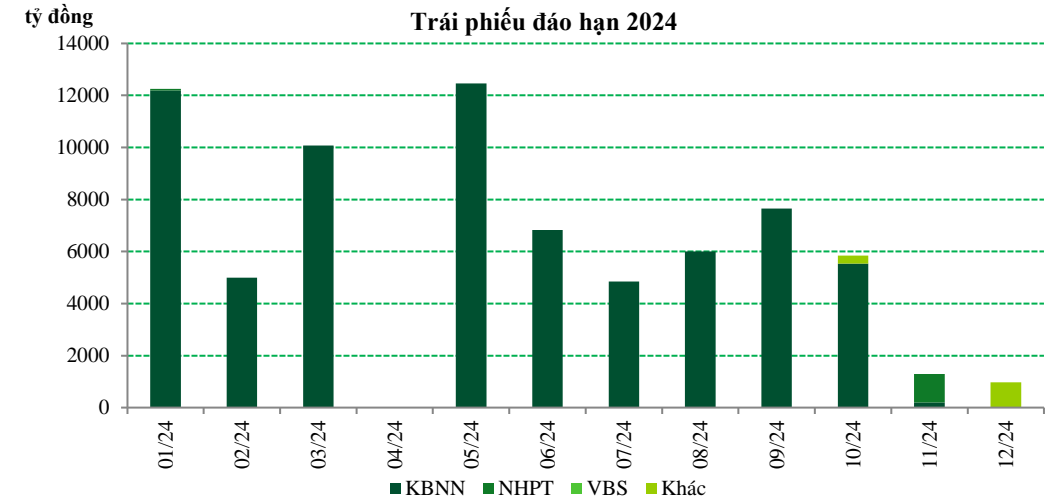
Tài khoản vốn được kiểm soát chặt chẽ giúp giảm thiểu rủi ro biến động của thị trường. **Lợi suất trái phiếu tạo đáy và đi ngang trong bối cảnh thanh khoản thị trường liên ngân hàng dồi dào, tín dụng tăng trưởng chậm.**

Thanh khoản liên ngân hàng dồi dào, giao dịch chuyển dịch nhiều hơn sang kỳ hạn ngắn

- ❖ Các NHTW trên thế giới nhiều khả năng duy trì mặt bằng lãi suất ở mức cao khiến chi phí đi vay với khoản vay nước ngoài duy trì ở ngưỡng cao.
- ❖ Về phía cung, KBNN có áp lực phát hành lớn hơn do mức dự toán chi đầu tư phát triển tăng. Dự báo 2024, các kỳ hạn ngắn khả năng được huy động nhiều hơn.

=> Tổng hợp lại, lợi suất chịu áp lực tăng nhưng áp lực không lớn.

- ❖ Tín dụng dự báo mức tăng tương đồng so với 2023 nhu cầu tín dụng không đột biến
- ❖ Kỳ hạn giao dịch nhiều có xu hướng dịch chuyển xuống các kỳ hạn ngắn hơn. Thanh khoản thị trường tăng nhẹ so với năm 2023. Kênh TPCP vẫn là kênh đầu tư được ưu tiên.



Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn. Thị trường giao dịch thứ cấp vẫn hành ổn định

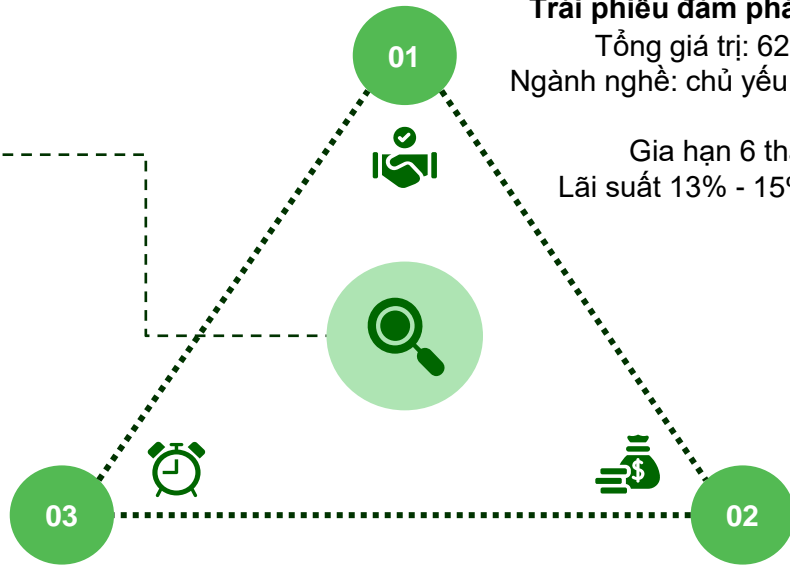
- Giá trị trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ lưu hành đến 29/09/2023: 917.000 tỷ đồng. Quy mô thị trường thu hẹp.
- Áp lực trái phiếu đáo hạn đáng kể trong năm 2024-2025. Quá trình tái cơ cấu là một quá trình dài hơi.

Trái phiếu trả chậm

223 lượt công bố liên quan tới **166 trái phiếu** chậm thanh toán gốc, lãi và chậm thanh toán mua trước hạn

Thời gian trả chậm

Ngắn nhất 2-3 ngày
Dài nhất 6 – 9 tháng



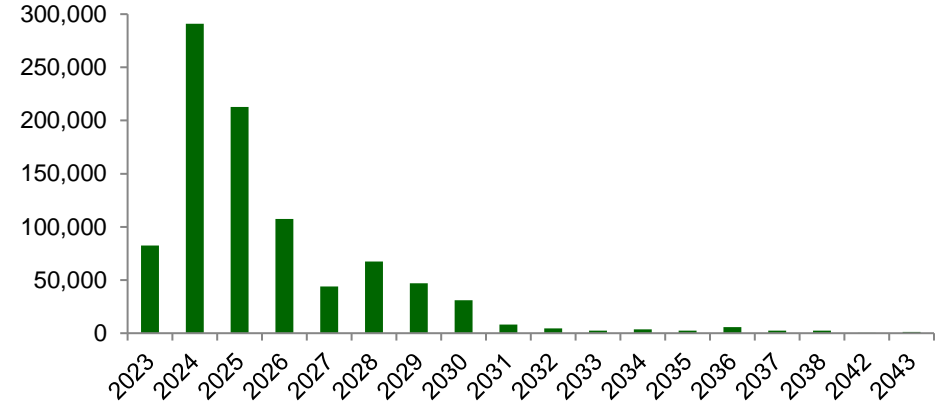
Trái phiếu đàm phán, gia hạn

Tổng giá trị: 62.000 tỷ đồng
Ngành nghề: chủ yếu BDS, Năng lượng
Gia hạn 6 tháng – 2 năm
Lãi suất 13% - 15% (+2%-3%)

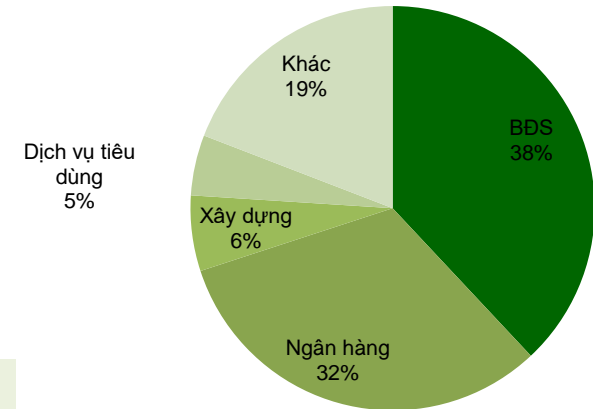
Số tiền chậm trả trái phiếu

~5.200 tỷ đồng lãi
~33.600 tỷ đồng gốc

Trái phiếu đáo hạn tính từ thời điểm 29/09/2023



Dư nợ TPDN theo ngành tính tới 29/09/2023



Quy mô thị trường dần bước vào giai đoạn ổn định. Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn với nghị định 08 trong bối cảnh thuận lợi hơn nhờ lãi suất tạo đáy, thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thứ cấp dần đi vào ổn định với lượng trái phiếu niêm yết và thanh khoản tăng.

MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIÔNG BÃO



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

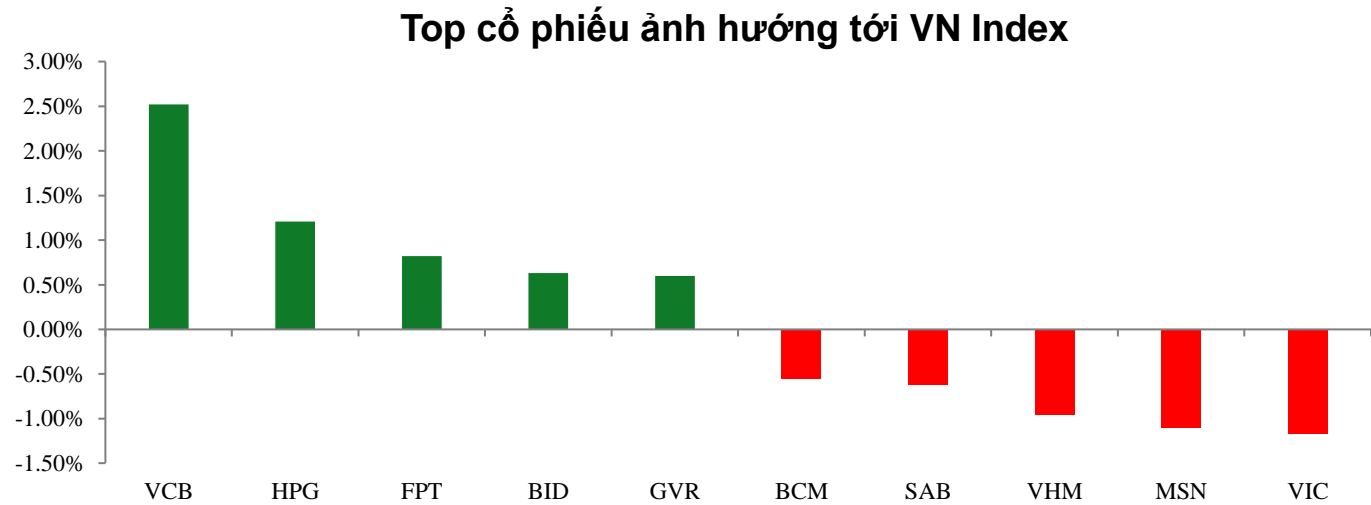
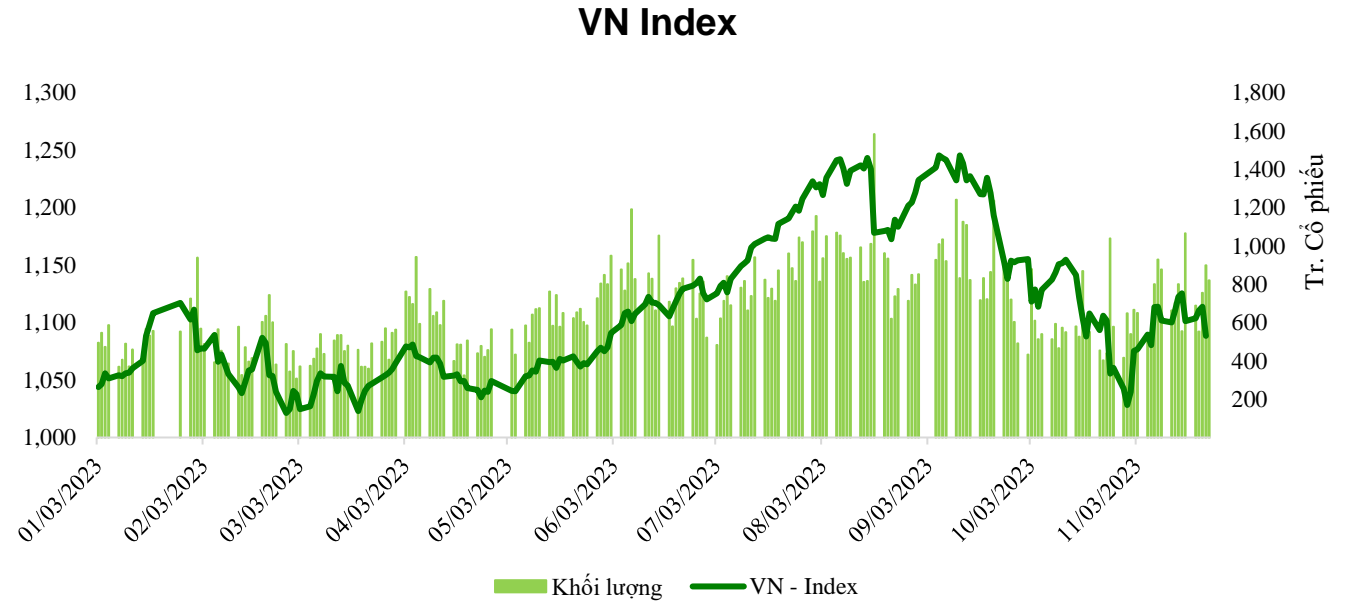
ĐIỂM NHẤN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU NĂM 2023

VN Index +8,3%

HNX Index +10,26%



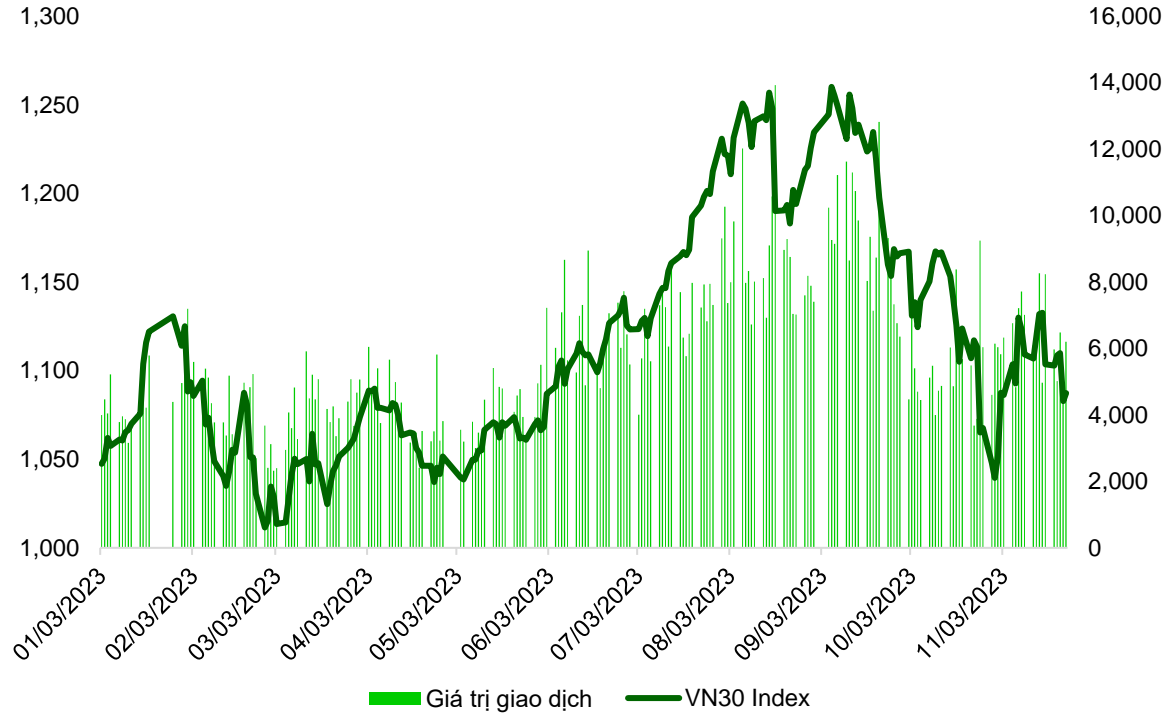
- Trong năm 2023, VN Index ghi nhận xu hướng tăng điểm phục hồi với sự gia tăng trở lại về mặt thanh khoản đã khiến cho thị trường trở nên sôi động hơn. Trước những chính sách hỗ trợ doanh nghiệp cũng như thúc đẩy tăng trưởng kinh tế phục hồi trở lại, diễn biến trên thị trường cũng tích cực hơn đi cùng với thanh khoản trung bình phiên được phục hồi đáng kể. VN Index ghi nhận nhịp tăng điểm khá dài và gần chạm ngưỡng 1250 điểm vào đầu tháng 9. Tuy nhiên kể từ giữa tháng 9, áp lực chốt lời xuất hiện đã khiến VN Index đảo chiều giảm khám mạnh về 1025 điểm trước khi có được nhịp phục hồi lên 1090 trong tháng 11.
- Đi cùng xu hướng của VN-Index, thanh khoản trung bình mỗi phiên trên HNX cũng được cải thiện đáng kể và đạt xấp xỉ 1,529 tỷ với số lượng cổ phiếu được giao dịch đạt 92,359 (triệu). So với cùng kỳ năm 2022, tuy khối lượng cổ phiếu trung bình được giao dịch mỗi phiên tăng 11.6% nhưng giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên sụt giảm đáng kể, xấp xỉ 28.7%
- Đà phục hồi của thị trường được dẫn dắt chủ yếu bởi một số cổ phiếu vốn hóa lớn ngân hàng như VCB, HPG, FPT. Nhóm cổ phiếu bất động sản như VIC, VHM cùng 1 số cổ phiếu khác như MSN, SAB ghi nhận xu hướng đi xuống và đóng góp nhiều nhất vào chiều giảm điểm của VN Index.



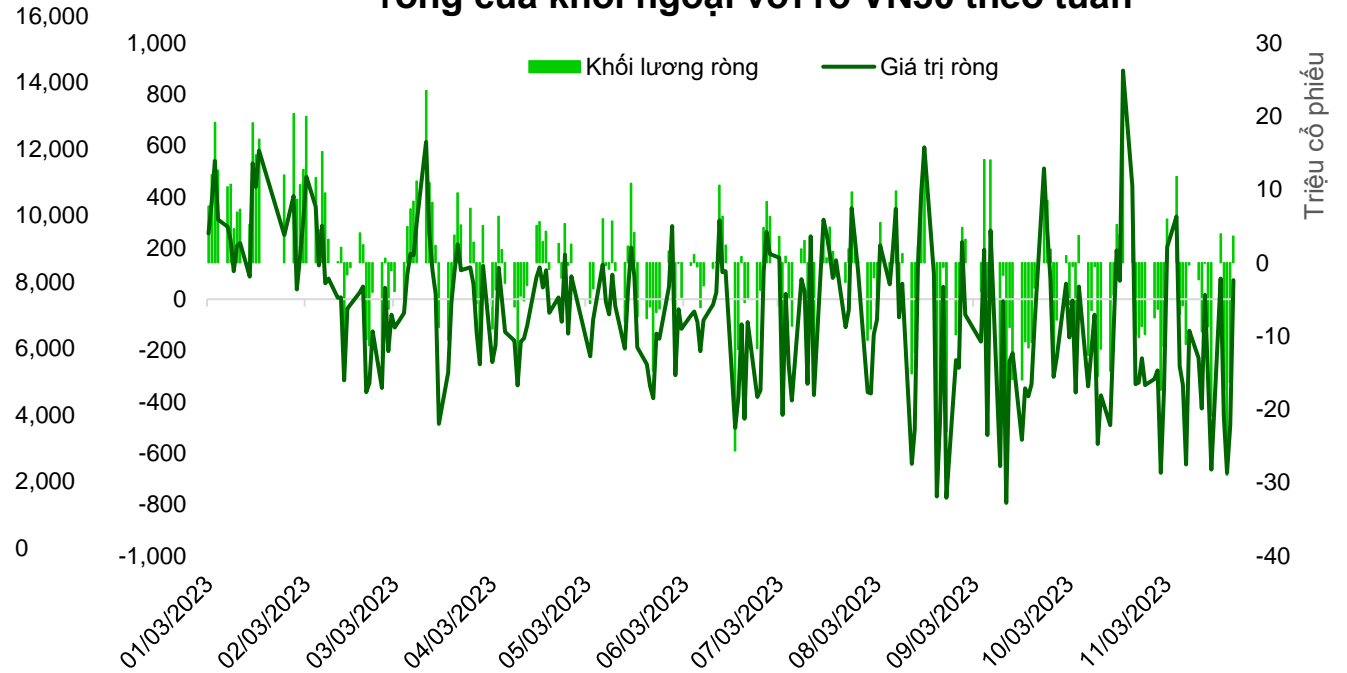
Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS



Biến động và giá trị giao dịch (tỷ VND) của VN30



Giá trị giao dịch ròng (tỷ VND) và khối lượng giao dịch ròng của khối ngoại với rổ VN30 theo tuần



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

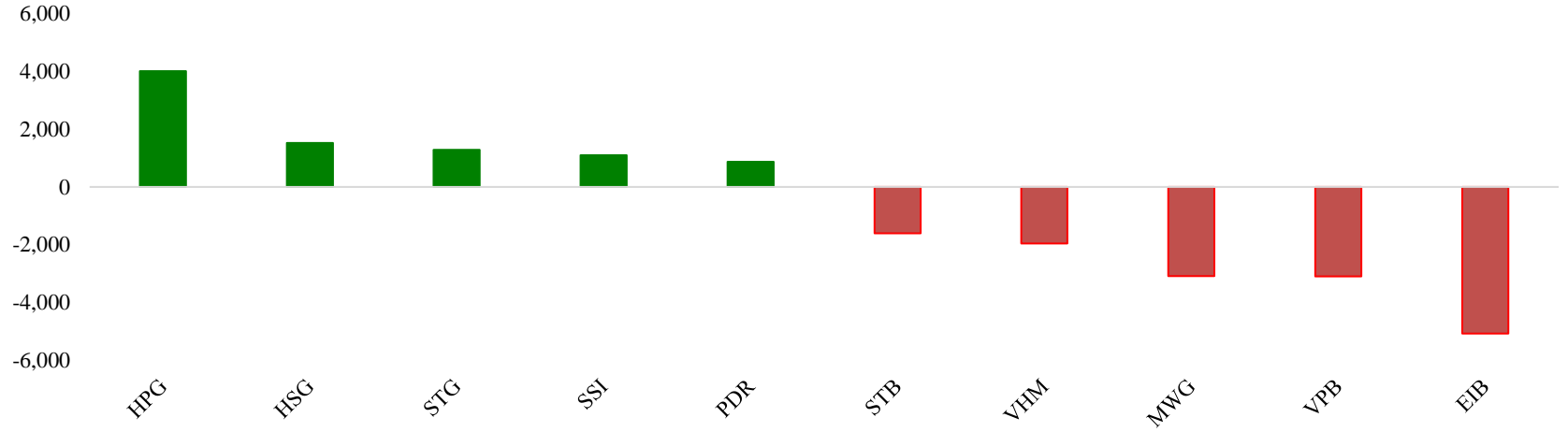
- Tính đến 24.11.2023, chỉ số VN30 đóng cửa ở mức 1,087.34 điểm, tương đương mức tăng 15.6% so với cùng kỳ năm 2022. Tại thời điểm đầu năm, chỉ số tạo đáy tại 1,010 điểm vào cuối tháng 2 và chỉ số bắt đầu bước vào đà phục hồi mạnh khi xuất hiện các thông tin liên quan đến động thái hạ lãi suất điều hành của NHNN trên thị trường. Thị trường chứng khoán bật tăng mạnh mẽ kể từ thời điểm tháng 6 trong bối cảnh NHNN tiếp tục hạ lãi suất điều hành, theo đó giúp cho VN30 tạo đỉnh cao nhất trong năm tại vùng 1,260 điểm trước khi điều chỉnh giảm khá mạnh về vùng 1.040 – 1.050 điểm vào cuối tháng 10. Giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên trong kỳ đạt 5,038 tỷ đồng, giảm 21.6% so với cùng kỳ năm 2022.
- Trong cùng giai đoạn, khối ngoại bán ròng mạnh mẽ các cổ phiếu trong nhóm VN30 với giá trị ròng đạt -11,314 tỷ đồng, tăng 140.6% so với cùng kỳ năm 2022. Kể từ thời điểm tháng 10, khối ngoại bán ròng mạnh nhất tập trung vào cổ phiếu như EIB (5,080 tỷ), VPB (3,098 tỷ) và MWG (3,086 tỷ).

ĐIỂM NHẤN KHỎI NGOẠI NĂM 2023

Khối ngoại liên tục duy trì đà bán ròng mạnh với giá trị bán ròng kể từ đầu năm đạt 14,310 tỷ VND (tính đến 24/11).

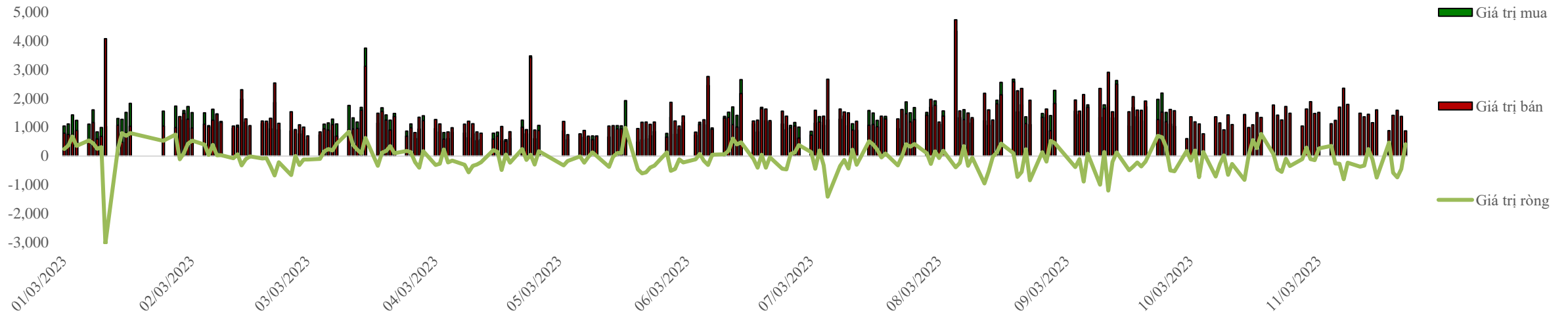
Trong đó, khối ngoại mua ròng nhiều nhất là các cổ phiếu HPG, HSG, STG, SSI và PDR. Ngược lại, một số cổ phiếu ngân hàng như EIB, STB, VPB cùng một số cổ phiếu khác là MWG và VHM bị khối ngoại bán ròng mạnh tay nhất.

Top cổ phiếu được khối ngoại mua bán ròng (đơn vị: tỷ VND)

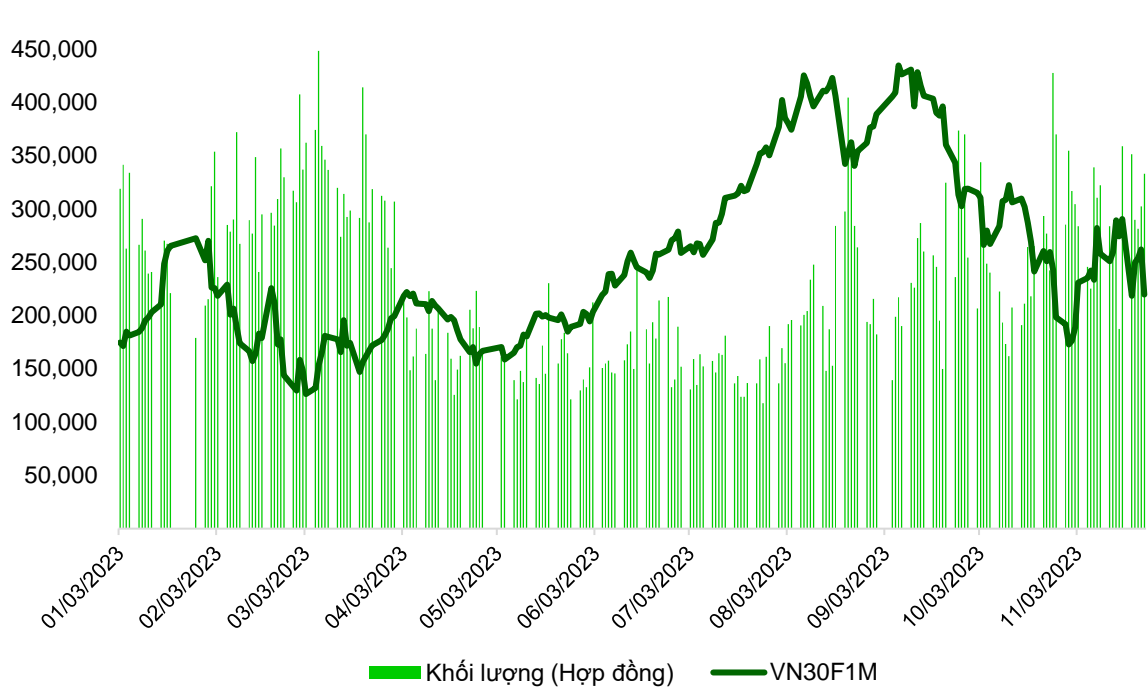


Nguồn: Fiiipro

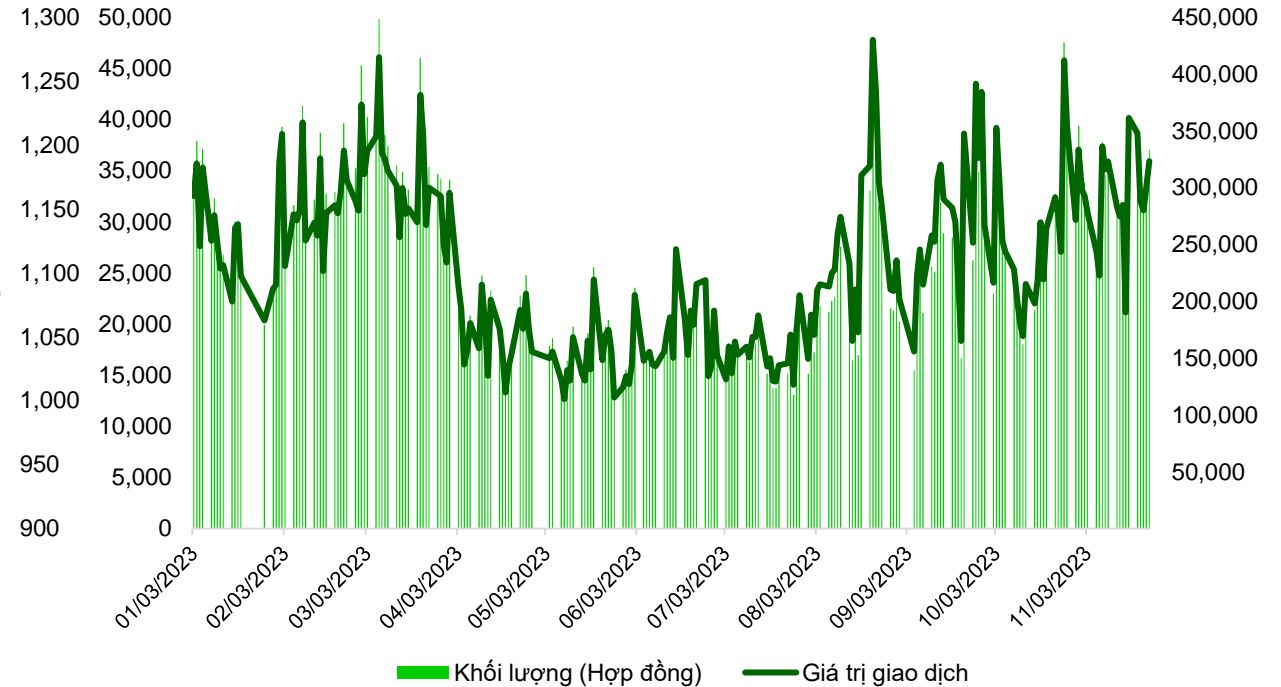
Giá trị mua bán của khối ngoại (đơn vị: tỷ VND)



Khối lượng giao dịch và biến động của VN30F1M



Giá trị (tỷ VND) và khối lượng giao dịch của VN30F1M



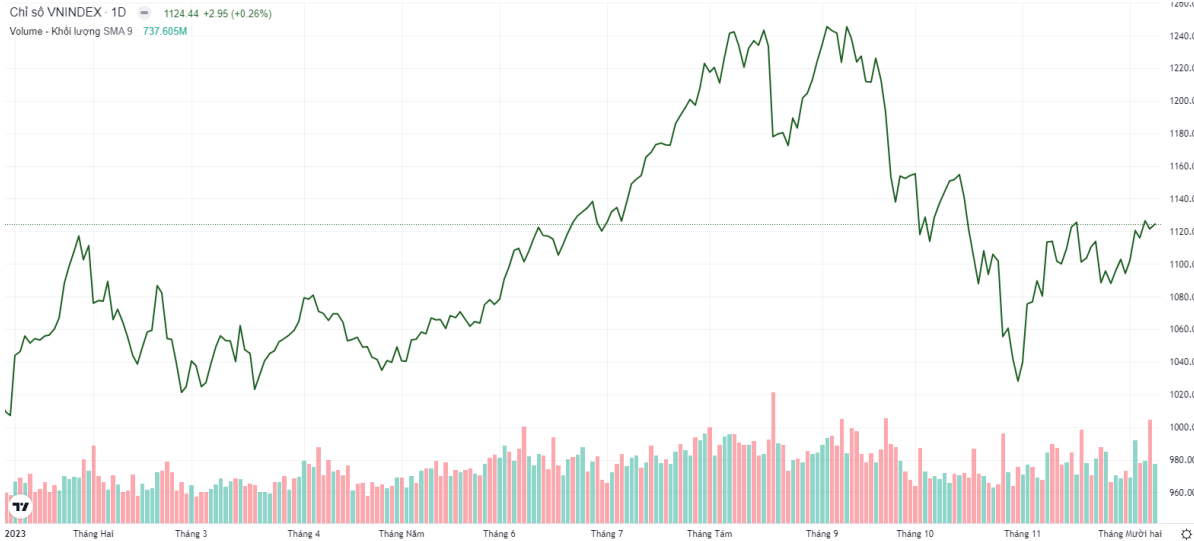
Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

- Biến động cùng chiều với chỉ số cơ sở VN30, hợp đồng tương lai của chỉ số VN30 ghi nhận xu hướng đi lên mạnh mẽ trong Q2.2023 trước khi đảo chiều chuyển sang xu hướng giảm kể từ giữa tháng 9. Giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên chỉ đạt 25,817 tỷ đồng, giảm 19.3% so với cùng kỳ năm 2022. Thanh khoản thị trường tăng mạnh nhất trong giai đoạn từ đầu tháng 1 tới đầu cuối tháng 3, khi làn sóng mở vị thế Short được kích thích mạnh mẽ trong giai đoạn chỉ số VN30 từ vùng 1,130 điểm giảm về gần 1,000 điểm.
- Vận động cùng chiều với xu hướng của thị trường hợp đồng tương lai chỉ số VN30, thanh khoản thị trường chứng quyền có bảo đảm tăng nhẹ. Cụ thể, giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đạt mức 28.54 tỷ đồng, tăng 30% so với cùng kỳ năm 2022. Ở thời điểm hiện tại, số lượng các mã chứng quyền đang được giao dịch đạt 236 mã dựa trên 20 cổ phiếu cơ sở.

- Với việc mặt bằng lãi suất trong Q4.2023 thậm chí đã rơi xuống thấp hơn so với giai đoạn Covid-19, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất thấp tiếp tục là yếu tố chính hỗ trợ cho mức định giá của thị trường trong năm 2024. Ở chiều ngược lại, những rủi ro mà nền kinh tế cũng như thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ phải đối mặt là: (1) xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ tạm ngưng trong bối cảnh cả sức mua (trong nước và thế giới) lẫn nhu cầu vốn của nền kinh tế Việt Nam đều chưa có sự cải thiện đáng kể; (2) giá cả hàng hóa bất tăng trở lại đi cùng xu hướng mạnh lên của đồng USD kéo theo mức lạm phát cao hơn; (3) căng thẳng địa chính trị trong khu vực và trên thế giới tiếp tục tiềm ẩn nguy cơ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế của các đối tác thương mại và đầu tư lớn của Việt Nam. Trong bối cảnh như vậy, diễn biến chung trên thị trường trong trung hạn nhiều khả năng sẽ là những nhịp tăng giảm đan xen đi cùng sự phân hóa mang tính “tách tốp” ở các ngành giữa các các doanh nghiệp đầu ngành với triển vọng kinh doanh ổn định và sức chịu đựng tốt hơn so với phần còn lại trong ngành đó. **Nhìn về dài hạn, chúng tôi tiếp tục cho rằng Việt Nam sẽ là điểm sáng về tăng trưởng kinh tế trong khu vực giai đoạn hậu đại dịch Covid-19 và tiếp tục duy trì sức hút lớn đối với dòng vốn đầu tư nước ngoài, cả trực tiếp (FDI) và gián tiếp (FII).**
- Nhìn chung, xu hướng của VN Index kể từ giai đoạn dịch Covid-19 thường đồng pha với xu hướng biến động của mặt bằng lãi suất.** Lựa chọn tham chiếu cho mặt bằng lãi suất là lãi suất huy động bằng VND trả sau kỳ hạn 12-13 tháng và điều chỉnh theo thanh khoản bình quân phiên trên thị trường trong từng giai đoạn cụ thể, chúng tôi dự báo **mức cao nhất của chỉ số VN Index có thể đạt được trong năm 2024 là vùng 1.300 điểm.** Tuy nhiên, chúng tôi cũng cần lưu ý rằng thị trường chứng khoán có khả năng sẽ ghi nhận những nhịp điều chỉnh giảm mạnh xen kẽ giữa những nhịp tăng điểm trong bối cảnh chịu tác động từ cả yếu tố hỗ trợ tích cực lẫn những tác động tiêu cực từ các rủi ro kinh tế vĩ mô toàn cầu vẫn đang hiện hữu.

Mặt bằng lãi suất huy động bằng VND trả sau kỳ hạn 12-13 tháng & Mức cao nhất của VN Index giai đoạn 2021 – 2023

	Mặt bằng lãi suất tiền gửi VND 12-13 tháng phổ biến (%)	Mức cao nhất của VN Index
Q1.2021	5.6 – 6.0	1194.2
Q2.2021	5.6 - 5.9	1268.28
Q3.2021	5.4 - 5.7	1420.27
Q4.2021	5.3 - 5.7	1500.81
Q1.2022	5.4 - 5.7	1528.57
Q2.2022	5.4 - 5.9	1524.7
Q3.2022	5.6 - 6.3	1288.88
Q4.2022	6.2 - 8.1	1093.67
Q1.2023	6.7 - 8.7	1117.1
Q2.2023	7.0 – 8.7	1138.35
Q3.2023	6.7 – 7.5	1245.5
Q4.2024 (F)	5.0 – 6.0	1.130 – 1.170
2024 (F)	4.5 - 5.5	1.300



- Về thanh khoản thị trường, chúng tôi cho rằng nếu như mặt bằng lãi suất liên tục duy trì ở mức thấp trong phần lớn thời gian của năm 2024 thì có thể sẽ kích thích dòng tiền từ các nhà đầu tư trong nước chảy vào thị trường chứng khoán dồi dào hơn. Tuy nhiên, bối cảnh đồng USD vẫn đang có xu hướng mạnh lên tương đối so với hầu hết các đồng tiền khác và mặt bằng lãi suất ở Mỹ vẫn tiếp tục giữ ở mức cao thì dòng tiền khối ngoại nhìn chung sẽ vẫn giữ xu hướng hạn chế giải ngân mới. Trên cơ sở mô hình hồi quy giữa mức biến động của tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán và mức biến động thanh khoản trên thị trường, **chúng tôi dự báo giá trị giao dịch (GTGD) bình quân mỗi phiên có thể đạt khoảng 16.000 – 17.000 tỷ đồng trên cả ba sàn cho cả năm 2024, tương ứng giảm khoảng 5% so với năm 2023. Khối lượng giao dịch (KLGĐ) bình quân phiên cũng được kỳ vọng giảm khoảng 5% so với năm 2023, tương ứng đạt khoảng 830 – 850 triệu cổ phiếu mỗi phiên trên cả ba sàn.**





Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán (YoY), Tổng GTGD và Tổng KLGĐ bình quân mỗi phiên trên cả HSX, HNX & Upcom

	Tăng trưởng tổng phương tiện thanh toán YoY	Tổng GTGD bình quân phiên trên cả 3 sàn (tỷ VND)	Tổng KLGĐ bình quân phiên trên 3 sàn (triệu cp)
T9.2022	7,40%	15.641	644
T10.2022	7,03%	13.030	650
T11.2022	6,42%	12.998	820
T12.2022	6,15%	16.241	964
T1.2023	4,30%	12.117	693
T2.2023	4,60%	11.647	681
T3.2023	3,97%	10.511	611
T4.2023	4,32%	13.269	785
T5.2023	4,84%	14.522	882
T6.2023	6,08%	19.830	1.081
T7.2023	5,88%	21.181	1.063
T8.2023	7,56%	25.668	1.211
T9.2023	8,63%	26.782	1.159
Q4.2023 F	5.5-7%	19.000 - 19.500	900 - 920
2024 F	7.5%	16.500 – 17.000	830 – 850

Rẻ mua chơi, đất nghỉ ngơi đồng tiền

Trong năm 2024, với kỳ vọng rằng sự phân hóa giữa các cổ phiếu sẽ tiếp tục rõ nét hơn đặt trong bối cảnh mức độ biến động lớn của thị trường, chúng tôi cho rằng **nhà đầu tư cần vừa sàng lọc và tìm kiếm cơ hội đầu tư ở những doanh nghiệp có triển vọng tốt, vừa chú ý lựa chọn thời điểm giải ngân khi giá cổ phiếu vẫn đang được giao dịch ở vùng định giá hợp lý để đảm bảo mục tiêu quản trị rủi ro.**

Cụ thể hơn, mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức thấp và vẫn có thể giảm thêm - dù chúng tôi cho rằng dư địa giảm thêm là không nhiều – là yếu tố hỗ trợ về đầu vào đối với ngành ngân hàng cũng như về mức định giá đối với cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, làn sóng chuyển dịch một phần hoạt động sản xuất từ Trung Quốc sang các quốc gia khác trong khu vực châu Á vẫn đang diễn ra và là xu hướng dài hạn khó đảo ngược. Ngoài ra, hoạt động đầu tư công vẫn tiếp tục là điểm nhấn đáng chú ý trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi cho rằng một số nhóm ngành đáng chú ý trong năm 2024 sẽ là:

-  Các cổ phiếu ngân hàng hiện vẫn là nhóm ngành chiếm tỷ trọng lớn nhất về thanh khoản cũng như vốn hóa trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bối cảnh mặt bằng lãi suất thấp và thanh khoản của hệ thống ngân hàng dồi dào như hiện tại là yếu tố hỗ trợ tích cực về chi phí vốn cho hoạt động tín dụng của ngân hàng, phần còn lại là vấn đề tìm kiếm đầu ra. Dù phần lớn các ngân hàng vẫn ghi nhận kết quả kinh doanh tương đối tích cực so với khối doanh nghiệp sản xuất trong năm 2023, sự phân hóa được kỳ vọng sẽ xuất hiện rõ nét hơn trong năm 2024. Theo đó, những ngân hàng duy trì được chất lượng dư nợ tín dụng tốt, bất chấp bối cảnh nền kinh tế đối mặt với nhiều khó khăn chung, sẽ là những lựa chọn đầu tư có rủi ro thấp với mức lợi nhuận chấp nhận được trong năm 2024.
-  Tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp vẫn là rất lớn đi cùng với quá trình mở rộng cơ sở hạ tầng ở Việt Nam để phục vụ cho mục tiêu công nghiệp hóa – hiện đại hóa, do đó nhà đầu tư có thể sàng lọc và tìm kiếm cơ hội đầu tư đối với những doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp đã bước sang chu kỳ bán hàng sau khi hoàn thành xong giai đoạn đầu tư.
-  Để kích thích tăng trưởng kinh tế, chính phủ sẽ tiếp tục xu hướng đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công với trọng tâm là các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng, theo đó mang đến tác động tích cực cho các doanh nghiệp phát triển hạ tầng.
-  Nhà đầu tư muốn nắm giữ cổ phiếu với khung thời gian dài cho mục tiêu đầu tư tích sản có thể tìm kiếm cơ hội ở các ngành có tính chất “phòng thủ” - đặc biệt là các doanh nghiệp đầu ngành với kết quả kinh doanh ít phụ thuộc hơn vào chu kỳ kinh tế. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam, các cổ phiếu có đặc điểm như vậy thường sẽ là các doanh nghiệp có yếu tố nhà nước và hoạt động ở những ngành như công nghệ thông tin, viễn thông và các ngành tiện ích như thủy điện, nhiệt điện, cấp nước,...

MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIÔNG BÃO



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

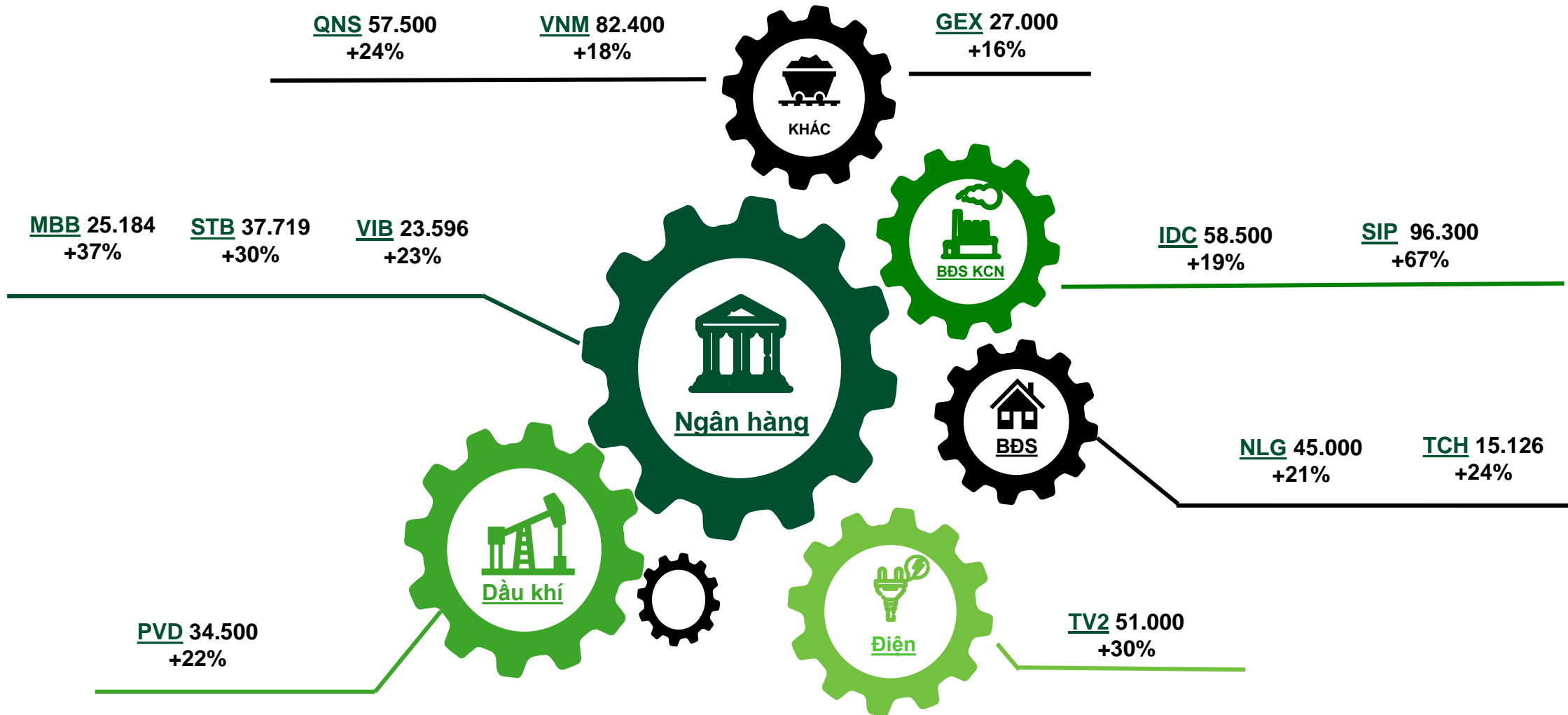
03

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

DANH SÁCH KHUYẾN NGHỊ



NGÀNH NGÂN HÀNG

MBB – 25.184

STB – 37.719

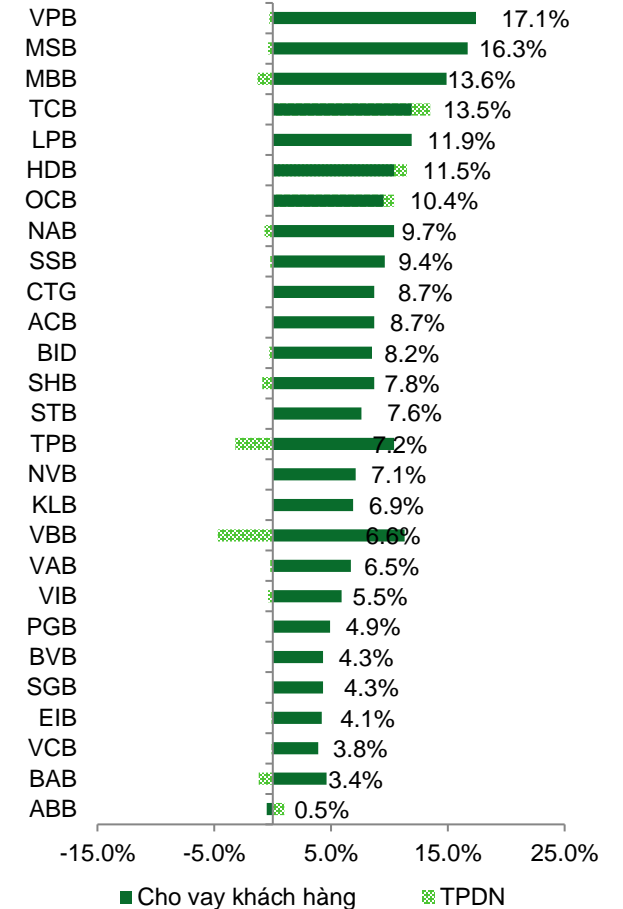
VIB – 23.569



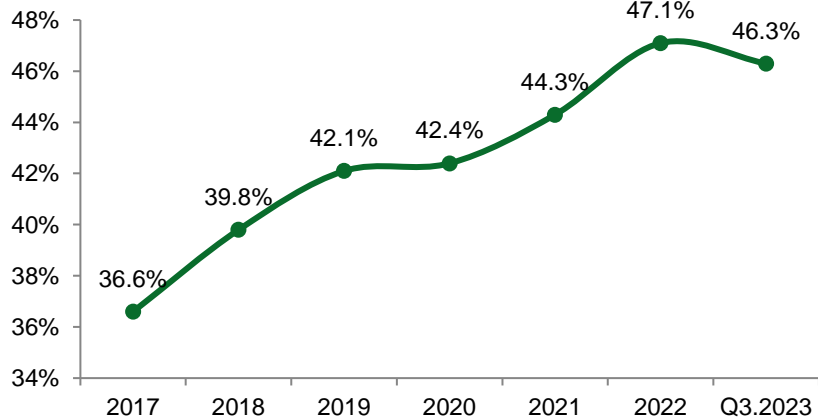
Tín dụng: Tốc độ tăng trưởng chậm lại

- ▼ **Tín dụng toàn hệ thống ghi nhận mức tăng trưởng 9,15% tính tới cuối T11.2023**, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 12% cùng kỳ 2022, với động lực chính đến từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong khi tín dụng bán lẻ giảm tốc.
- ▼ **Nhu cầu tín dụng nhìn chung vẫn ở mức yếu** do nền kinh tế và thị trường bất động sản hồi phục chậm.
- ▼ **Dự địa cho vay toàn hệ thống ở mức dòi dàu, nhiều ngân hàng chưa sử dụng hết room tăng trưởng tín dụng được NHNN phân bổ.** Một số ngân hàng có khả năng mở rộng tín dụng đạt đến 80% chỉ tiêu như TCB, MSB, HDB... sẽ được tiếp tục nới hạn mức tín dụng trong các tháng cao điểm cuối năm.

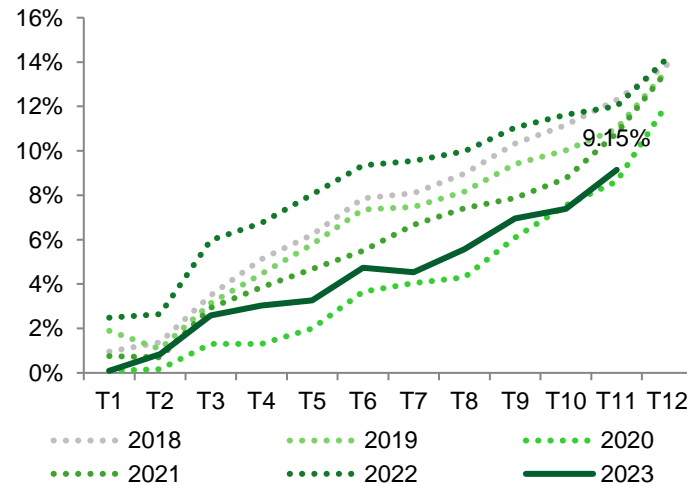
Tăng trưởng tín dụng Q3.2023



Tỷ trọng dư nợ bán lẻ/Dư nợ cho vay*



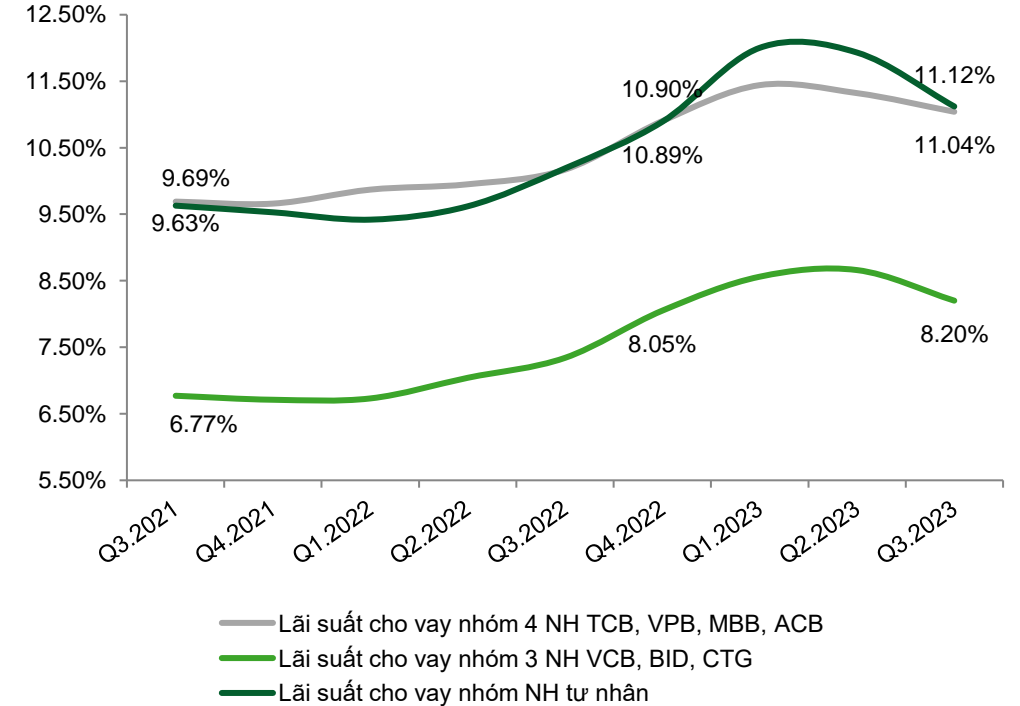
Tăng trưởng tín dụng ytd



Tín dụng: Lãi suất cho vay bắt đầu điều chỉnh giảm

- ▼ Cuối Q3.2023, lãi suất cho vay trung bình ghi nhận trên BCTC các ngân hàng niêm yết giảm khoảng 0,6% từ mức đỉnh Q1.2023, tuy nhiên vẫn cao hơn 1,6% so với mức đáy Q4.2021.
- ▼ Sau khi NHNN thực hiện 4 lần giảm lãi suất điều hành, lãi suất huy động giảm nhanh và lãi suất cho vay thực tế đã ghi nhận giảm khoảng 2 – 2,5% tại các khoản vay phát sinh mới, tuy nhiên lãi suất dành cho các khoản vay hiện hữu vẫn ở ngưỡng cao khoảng trên 10%/năm do có độ trễ 3 – 6 tháng so với lãi suất huy động và có sự phân hóa về mức độ giảm giữa các ngành nghề. **Mặt bằng lãi suất kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm thêm khoảng 1 – 1,5% trong năm 2024.**
- ▼ Nhóm ngân hàng thương mại tư nhân ghi nhận mức lãi suất cho vay giảm mạnh hơn nhóm ngân hàng quốc doanh do các khoản cho vay chậm trả lãi tăng nhanh và giảm lãi suất đầu ra để thu hút khách hàng. **Dự kiến lãi suất cho vay của nhóm ngân hàng này có thể cải thiện trong thời gian tới khi khách hàng quay lại trả nợ.**

Lãi suất cho vay khách hàng*



*Update các NH niêm yết

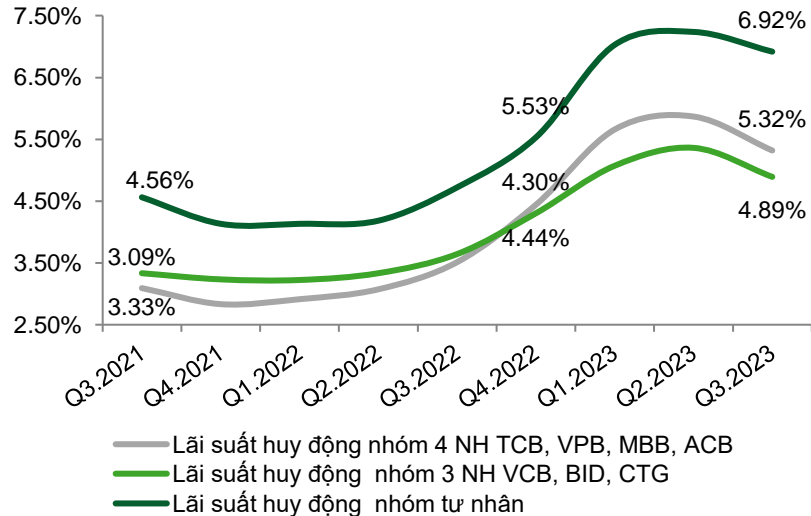
Nguồn: NHNN, NHTM, VCBS tổng hợp

Huy động: Lãi suất huy động hạ nhiệt

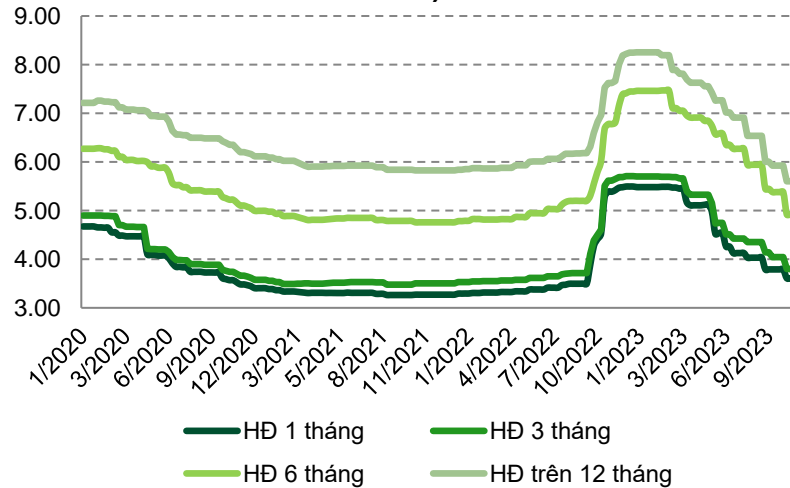
Trạng thái dư thừa thanh khoản tăng lên:

- Đến cuối T9.2023, huy động từ khách hàng tăng 7,28% ytd, cao hơn mức tăng trưởng tín dụng 6,96%.
- Tốc độ tăng trưởng tín dụng chậm giúp cho thanh khoản hệ thống chịu mức áp lực thấp.
- Các chỉ số thanh khoản hiện duy trì ở mức an toàn. Hầu hết các ngân hàng đảm bảo tỷ lệ Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn dưới 30% từ trước 1/10/2023. Tỷ lệ LDR tăng nhẹ ở một số ngân hàng do tối ưu hóa việc sử dụng vốn để cải thiện NIM.
- **Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trung bình toàn hệ thống ghi nhận giảm 2 – 2,9% tùy kỳ hạn so với thời điểm cuối năm 2022**, tuy nhiên vẫn chưa được phản ánh hoàn toàn khi chi phí huy động tiền gửi chỉ mới giảm 0,1% từ đỉnh. Hiện mặt bằng lãi suất huy động niêm yết đã về mức thấp hơn giai đoạn dịch bệnh và còn ít dư địa giảm tiếp.

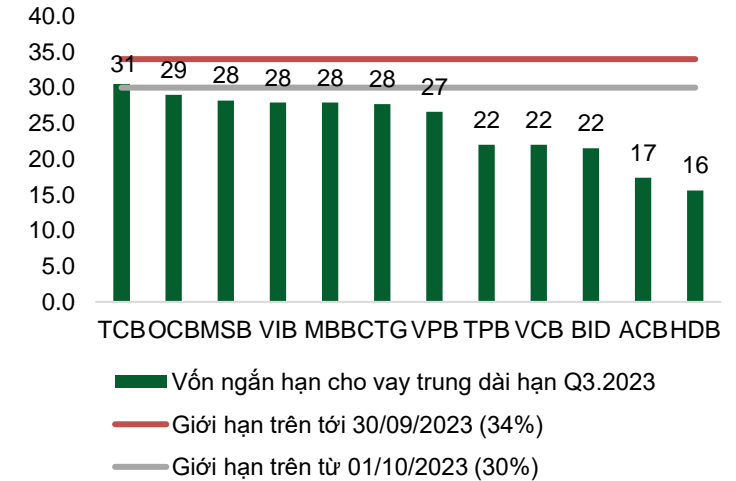
Chi phí lãi suất huy động khách hàng*



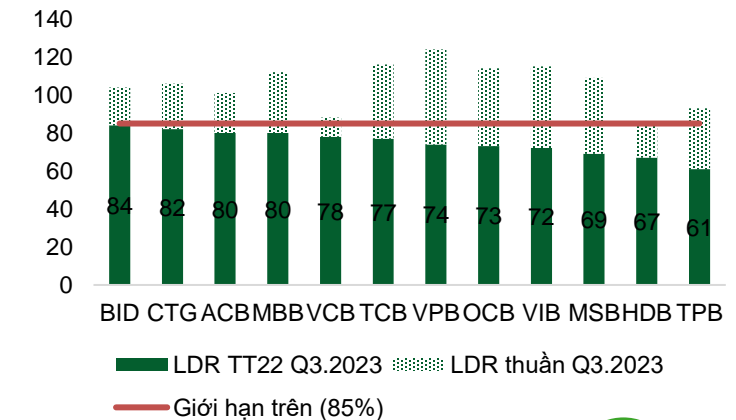
Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (%)



Chỉ số LDR (%)

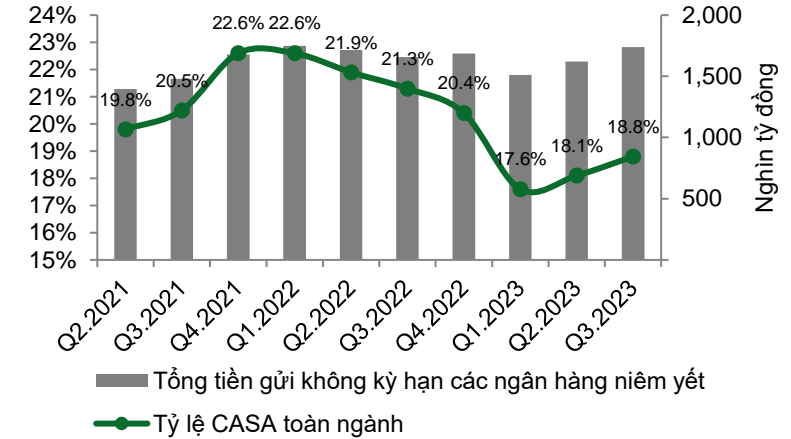


*Update các NH niêm yết

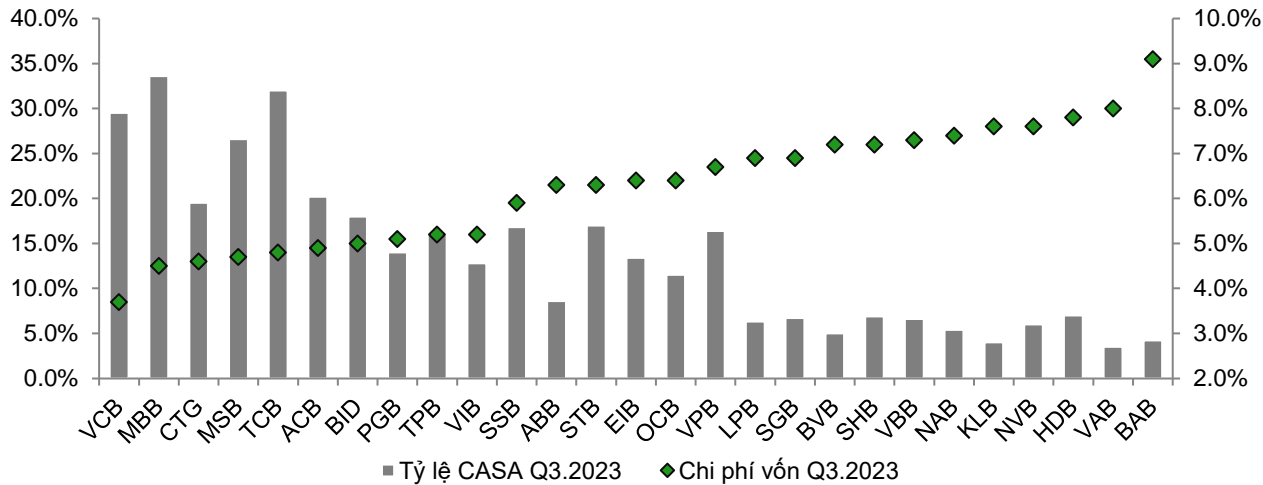
Huy động: CASA trên đà hồi phục

- ▼ Toàn hệ thống ngân hàng ghi nhận tỷ lệ CASA bắt đầu hồi phục tăng lên 18,8% từ mức đáy 17,6% vào Q1.2023 nhờ lãi suất tiền gửi có kỳ hạn giảm nhanh khiến một phần dòng tiền chảy vào các tài khoản thanh toán.
- ▼ Lãi suất tiền gửi không kỳ hạn giảm xuống 0,29% từ mức đỉnh 0,41% trong T10.2022, và hiện tương đương mức trước dịch Covid, tuy nhiên đà giảm đã chậm lại so với các kỳ hạn khác nhằm duy trì sức hút đối với CASA.
- ▼ Các ngân hàng ghi nhận lượng khách hàng cá nhân thường xuyên dồi dào như VCB, MBB, TCB,... sẽ có được nguồn vốn huy động dồi dào, đa dạng hơn và duy trì lợi thế chi phí vốn thấp, đặc biệt khi nguồn CASA từ doanh nghiệp vẫn còn yếu.
- ▼ Chúng tôi cho rằng việc xu hướng lãi suất hạ nhiệt sẽ giúp cho tỷ lệ CASA toàn ngành tiếp tục cải thiện trong năm 2024.

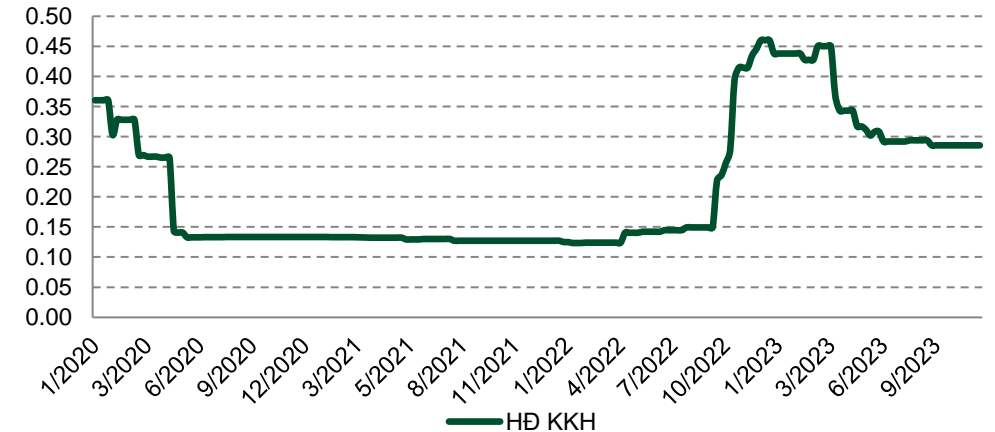
Tiền gửi CASA trên đà hồi phục*



Tỷ lệ CASA và chi phí vốn



Lãi suất huy động không kỳ hạn bình quân (Đơn vị: %)

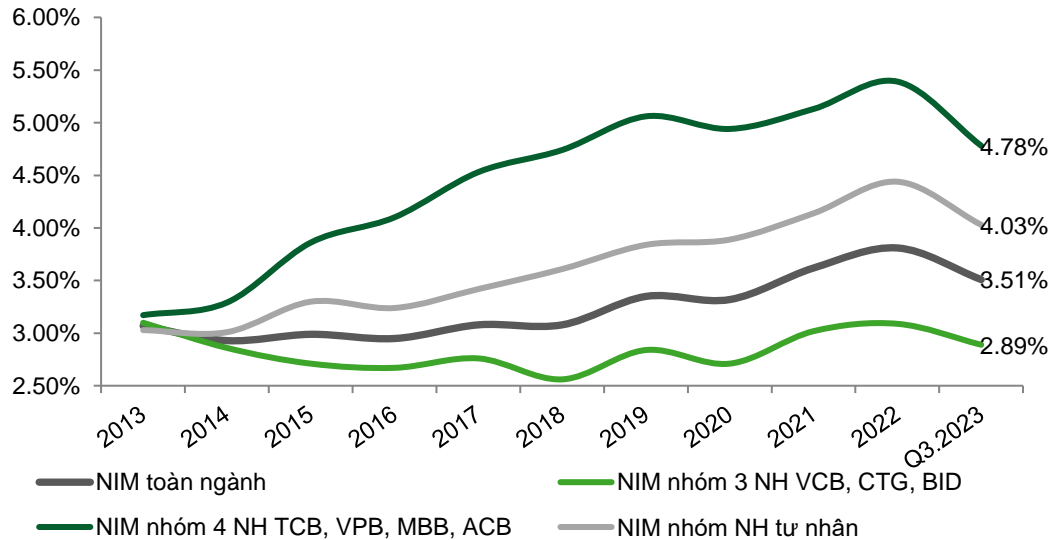


*Update các NH niêm yết

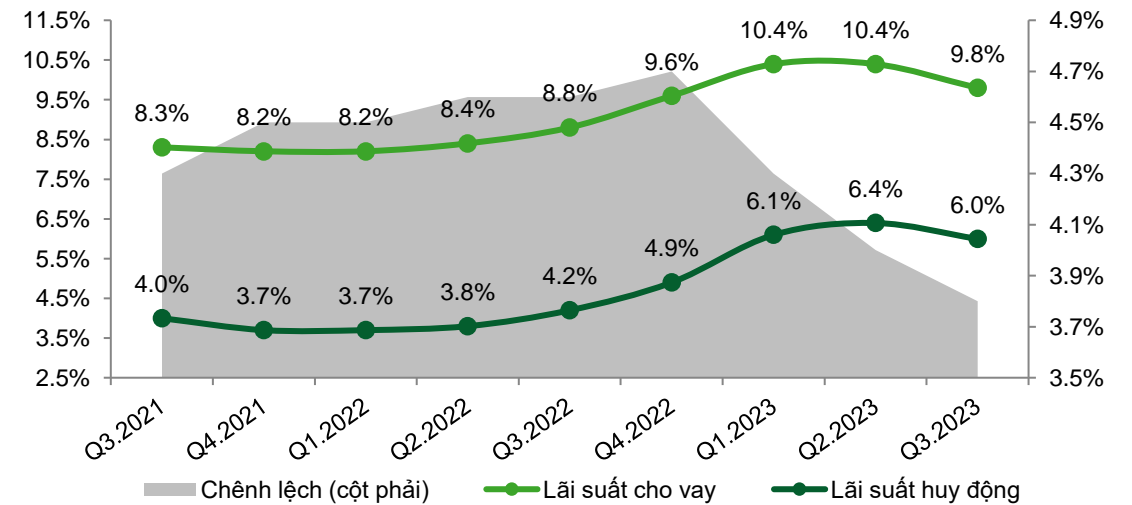
NIM: Kỳ vọng cải thiện từ Q4.2024

- Trong Q3.2023, NIM toàn ngành giảm xuống 3,51% từ mức 3,81% cuối năm 2022 do: (1) Chi phí vốn cao khi lãi suất huy động tăng nhanh trong Q4.2022 và tỷ lệ CASA giảm về mức thấp; (2) Tín dụng tăng chậm lại, đặc biệt là tín dụng bán lẻ có tỷ lệ sinh lời cao; (3) Các khoản nợ chậm trả có xu hướng gia tăng.
- Kể từ Q4.2023, NIM dự kiến hồi phục từ mức đáy trong Q3.2023 khi nguồn vốn huy động giá cao được hấp thụ hết, đồng thời với việc nguồn vốn giả rẻ CASA tăng trở lại, trong đó có sự phân hóa:
 - Nhóm ngân hàng tư nhân có tập khách hàng cá nhân thường xuyên dồi dào có NIM tăng nhanh nhờ tỷ lệ CASA và tín dụng bán lẻ hồi phục khi mặt bằng lãi suất giảm dần.
 - Nhóm 4 ngân hàng thương mại nhà nước NIM đi ngang hoặc tăng nhẹ.
 - Mức độ cải thiện NIM của nhóm ngân hàng trung bình - nhỏ phụ thuộc vào áp lực giảm lãi suất cạnh tranh tăng trưởng tín dụng, và tốc độ phục hồi khả năng chi trả của khách hàng.

Xu hướng NIM toàn ngành*



Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay*

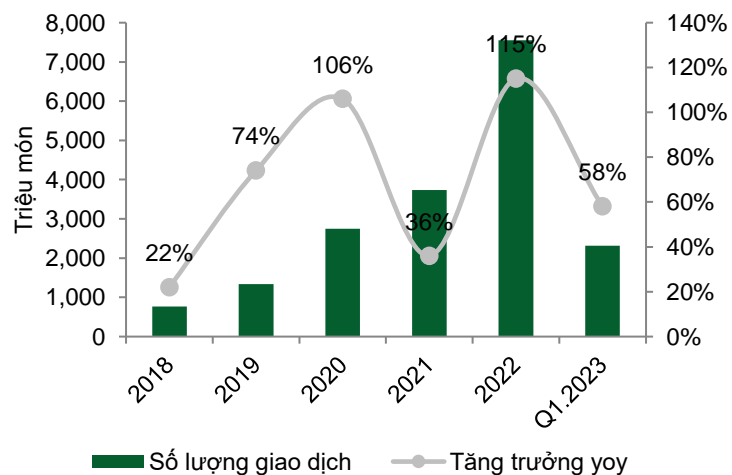


*Update các NH niêm yết

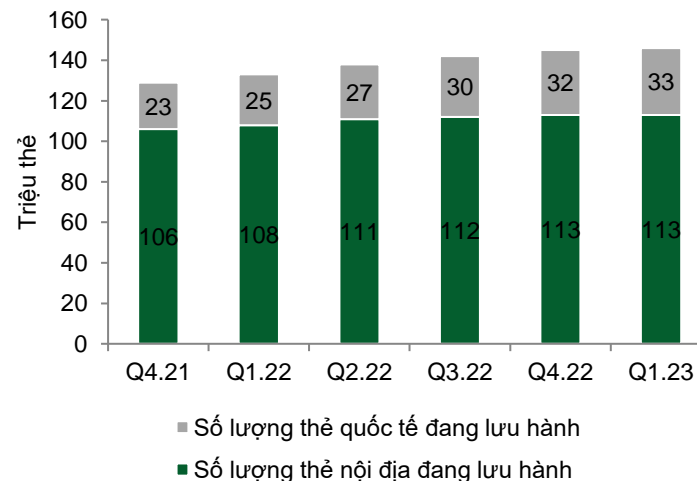
Thu nhập ngoài lãi: Hưởng lợi ngắn hạn từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và đầu tư chứng khoán

- Thu nhập ngoài lãi 9T.2023 chiếm trung bình 22% trong cơ cấu thu nhập của các ngân hàng, giảm 3,1% so với cùng kỳ khi hoạt động dịch vụ và thu hồi nợ xấu ngoại bảng gặp khó khăn, trong khi hoạt động kinh doanh ngoại hối và đầu tư chứng khoán tương đối thuận lợi:
 - Thu nhập từ phí tại các ngân hàng niêm yết ghi nhận giảm 0,7% yoy do: (1) Hoạt động thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại gặp khó khăn khi nền kinh tế suy yếu, đơn hàng và giá trị xuất nhập khẩu sụt giảm; (2) Thu nhập từ bán chéo bảo hiểm (chiếm ~30% thu nhập dịch vụ) bị ảnh hưởng do việc thu nhập của người dân giảm sút, các cơ quan quản lý đẩy mạnh hoạt động thanh kiểm tra, và điều chỉnh hoạt động thích nghi với các quy định mới. Sau 8 tháng đầu năm, doanh thu khai thác mới qua kênh bancassurance toàn thị trường ghi nhận giảm hơn 40% yoy. Dự kiến thu nhập từ phí cải thiện trong Q4 nhờ hoạt động thanh toán đẩy mạnh trong mùa cao điểm cuối năm và một số ngân hàng tiếp tục ghi nhận 1 phần phí Upfront cho hợp đồng bancassurance độc quyền trong Q4.
 - Thu nhập từ kinh doanh ngoại hối và đầu tư chứng khoán tích cực (+37,3% yoy) nhờ được hưởng lợi từ diễn biến tỷ giá, lãi suất, tuy nhiên lợi nhuận đã được thực hiện hóa và ghi nhận hết trong Q3 và triển vọng trong thời gian tới sẽ không còn thuận lợi như trước.

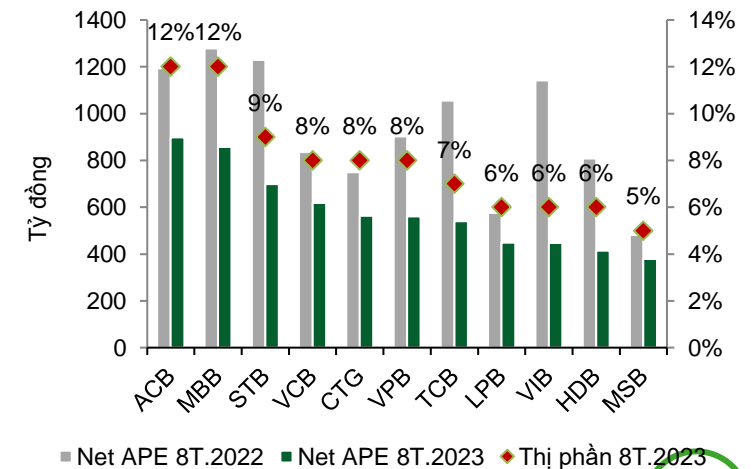
Số lượng giao dịch TTKDTM



Số lượng thẻ ngân hàng



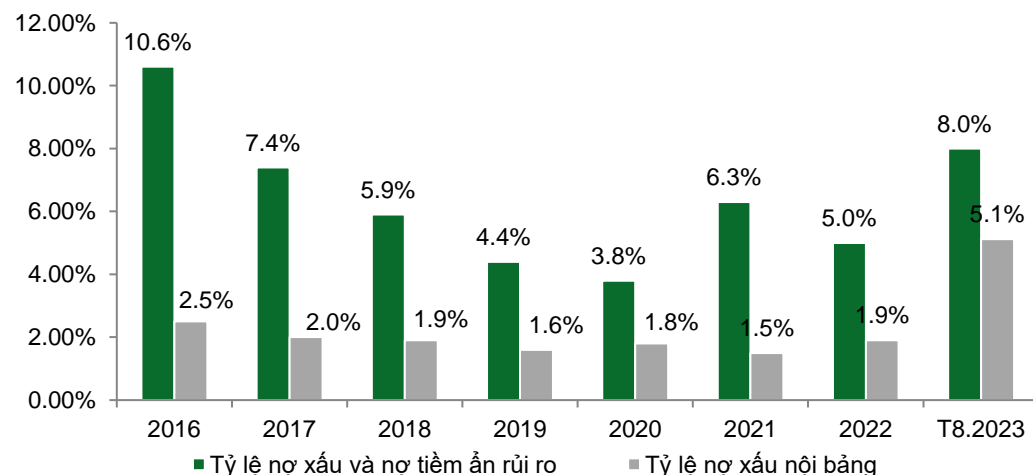
Thị phần theo doanh số APE



Chất lượng tài sản: Nợ tiềm ẩn có xu hướng gia tăng

- Nợ xấu và nợ tiềm ẩn rủi ro tiếp tục tăng:** Cuối Q3.2023, tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên 2,2% từ mức 1,6% cuối 2022, tỷ lệ nợ nhóm 2 cũng tăng lên 2,3% từ mức 1,8% cuối 2022 tuy nhiên đã giảm theo quý là dấu hiệu tích cực cho thấy nợ xấu đạt đỉnh. Tỷ lệ nợ ngoại bảng VAMC của các ngân hàng niêm yết ở mức 0,32%, bao gồm khoảng 0,22% đến từ STB. Tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo thông tư 02 đạt khoảng 1%, chủ yếu từ khách hàng doanh nghiệp và có sự phân hóa. Theo ước tính của NHNN, đến T8.2023 tỷ lệ nợ xấu nội bảng và nợ tiềm ẩn toàn hệ thống (bao gồm SCB, Đông Á, CB, Oceanbank, GPbank) ở mức 5,12% và 8%.
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và mức trích lập dự phòng dự kiến sẽ chưa tăng đột biến trong năm 2023 và H1.2024** nhờ Nghị định 08 hỗ trợ gia hạn TPDN và Thông tư 02 cho phép tái cơ cấu các khoản vay.
- Hoạt động xử lý nợ xấu tiếp tục gặp khó khăn** do (1) thị trường BĐS vẫn trầm lắng và BĐS là TSBĐ chính cho phần lớn các khoản vay, (2) Nghị quyết 42 hết hạn vào 31/12/2023 trong khi Luật các TCTD sửa đổi chưa được thông qua tạo ra khoảng trống pháp lý cho việc xử lý nợ xấu.

Tỷ lệ nợ xấu và nợ tiềm ẩn rủi ro (tính toán bởi NHNN)

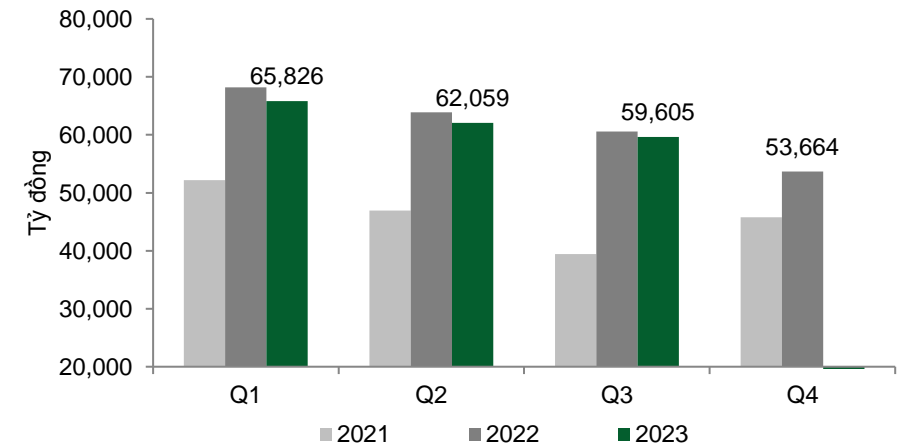


Q3.2023	Tỷ lệ nợ xấu 2022	Tỷ lệ nợ xấu Q3.2023	Tỷ lệ nợ tái cơ cấu TT02 Q3.2023	LLCR
BID	1,2%	1,6%	1,5%	158%
CTG	1,2%	1,4%	0,4%	172%
VCB	0,7%	1,2%	0,1%	270%
ACB	0,7%	1,2%	0,4%	95%
MBB	1,1%	1,9%	1,6%	122%
VPB	5,7%	5,7%	2,9%	43%
TCB	0,9%	1,4%	0,2%	93%
STB	1,7%	2,2%	0,9%	64%
HDB	2,5%	2,3%	0,5%	54%
VIB	0,8%	3,7%	0,3%	41%
TPB	1,7%	3,0%	0,8%	47%
MSB	2,2%	2,9%	0,3%	58%

Lợi nhuận giảm tốc, triển vọng phân hóa

- Chúng tôi duy trì dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 12% trong năm 2023. Tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục duy trì mức 12% trong năm 2024. Tăng trưởng tín dụng vẫn chịu áp lực từ nền kinh tế và thị trường bất động sản chậm phục hồi, tuy nhiên mặt bằng lãi suất hạ nhiệt xuống mức thấp tạo lực đẩy cho nhu cầu vay vốn, đặc biệt là tín dụng bán lẻ và SME. Danh mục TPDN của các ngân hàng dự kiến duy trì ổn định.
- NIM đi ngang hoặc tăng nhẹ trong 2024 khi chi phí vốn được cải thiện, tuy nhiên lãi suất cho vay tiếp tục chịu áp lực giảm khi các ngân hàng cạnh tranh thu hút khách hàng chất lượng tốt. Tiềm năng mở rộng NIM thuộc về nhóm khách hàng tư nhân có thể mạnh về bán lẻ và CASA.
- Nợ xấu nội bảng và mức trích lập dự phòng năm 2023 vẫn trong tầm kiểm soát nhờ các thông tư và chính sách hỗ trợ.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNTT toàn ngành ngân hàng giảm tốc đi ngang trong năm 2023 và có sự phân hóa về triển vọng lợi nhuận giữa các nhóm ngân hàng trong 2024 với mức tăng trưởng khoảng 10%, một số ngân hàng thuộc nhóm quy mô nhỏ sẽ tiếp tục giảm tốc, thậm chí tăng trưởng âm.
- Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư cổ phiếu ngành ngân hàng đang ở mức phù hợp thị trường với định giá P/B toàn ngành hiện thấp hơn khoảng 18% so với mức trung bình 5 năm. Nhóm cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong dài hạn là các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội so với ngành, bao gồm: ACB, BID, MBB, MSB, STB, TCB, VCB, VIB.

LNTT các ngân hàng niêm yết



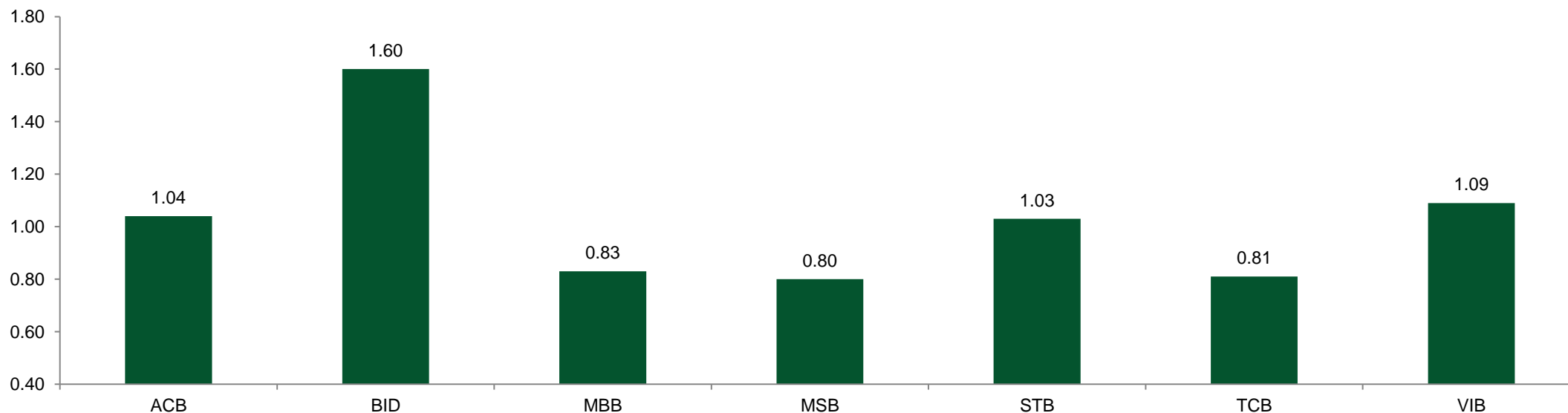
P/B trung vị lịch sử của các ngân hàng có thanh khoản



Một số ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng cao và có mức định giá hấp dẫn

- Tốc độ tăng trưởng cao của lợi nhuận và VCSH tại một số ngân hàng giúp hệ số P/B forward duy trì ở mức hấp dẫn.

P/B forward 2024



LNTT 2024F	22.656	30.344	31.747	8.207	14.162	25.224	14.228
Tăng trưởng yoy	15%	15%	22%	20%	50%	17%	22%
ROAE 2024F	23%	19%	24%	19%	23%	16%	24%

Diễn biến giá



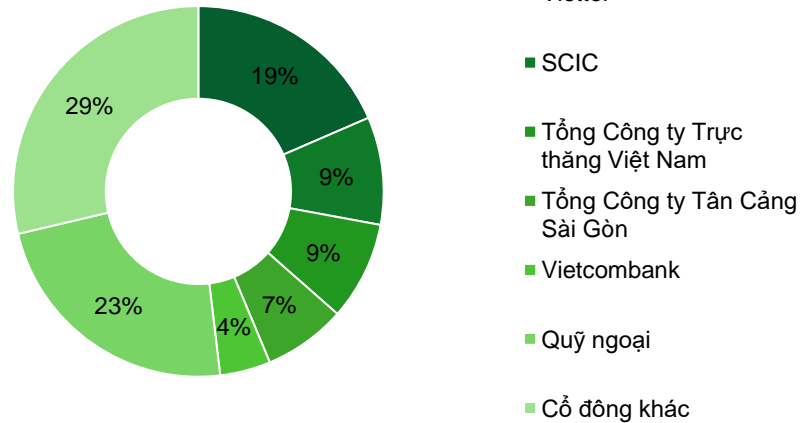
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	13,7 – 19,4
GTGD bình quân 52T	9.597.552
Vốn hóa (tỷ đồng)	93.071
P/E	4,37x
P/B	1,02x
% NN sở hữu	23,2%
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	62.923 (+24,1%)
Lợi nhuận trước thuế	31.747 (+21,5%)

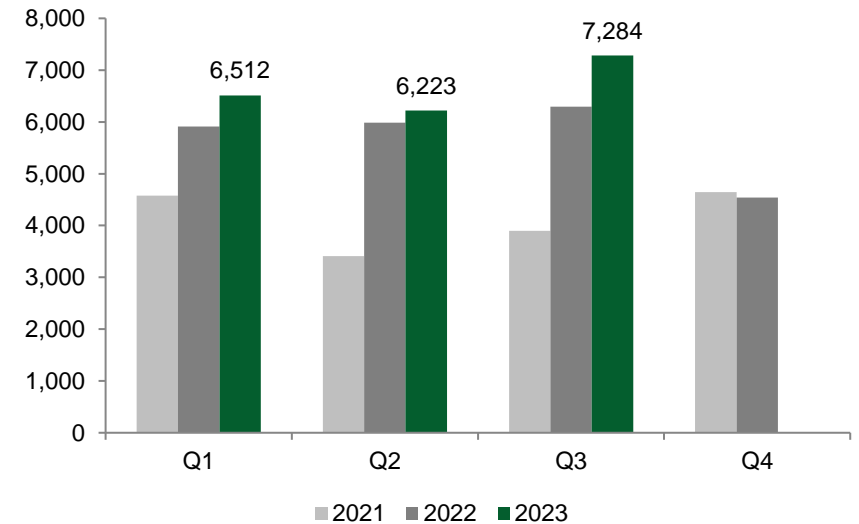
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- MBB là ngân hàng TMCP quy mô lớn với mô hình kinh doanh năng động, bao gồm nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. MBB có những lợi thế đặc biệt nhờ nằm trong khối Quân đội.
- Cổ đông:** bao gồm 19% sở hữu thuộc Viettel, 9% thuộc SCIC, 23% nước ngoài sở hữu, còn lại là cổ đông khác.
- KQKD 9T.2023:** MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 35.556 tỷ đồng (+5,1% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 20.019 tỷ đồng (+10% yoy) nhờ tăng thu nhập từ lãi, tiết giảm chi phí hoạt động và chi phí trích lập.

Cơ cấu cổ đông

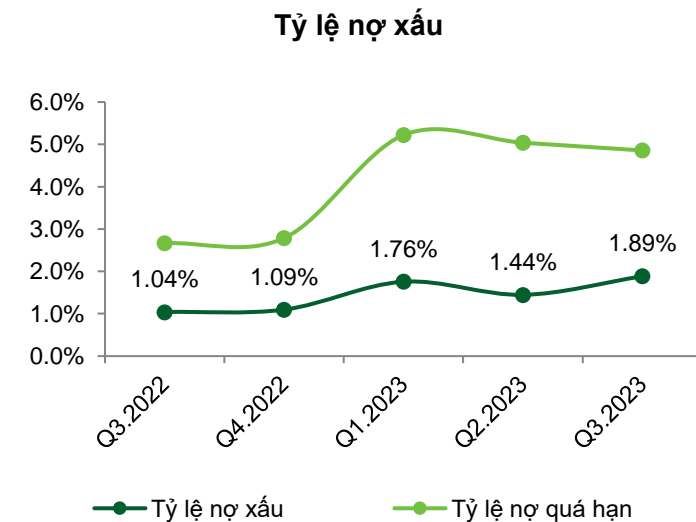
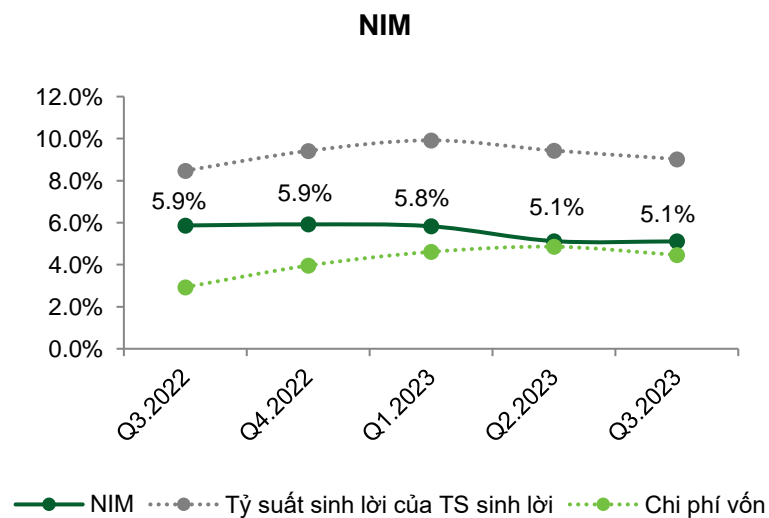
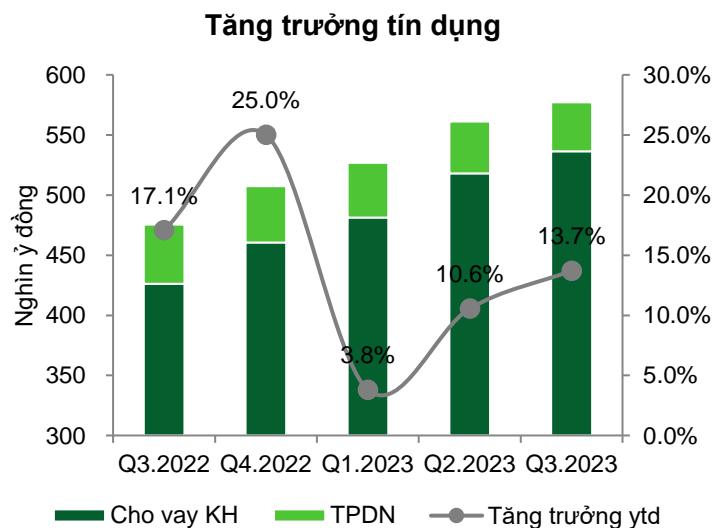


LNTT MBB

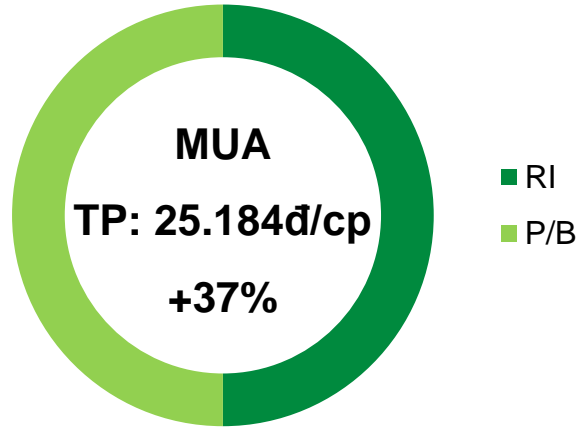


Thu nhập từ lãi tăng trưởng tích cực

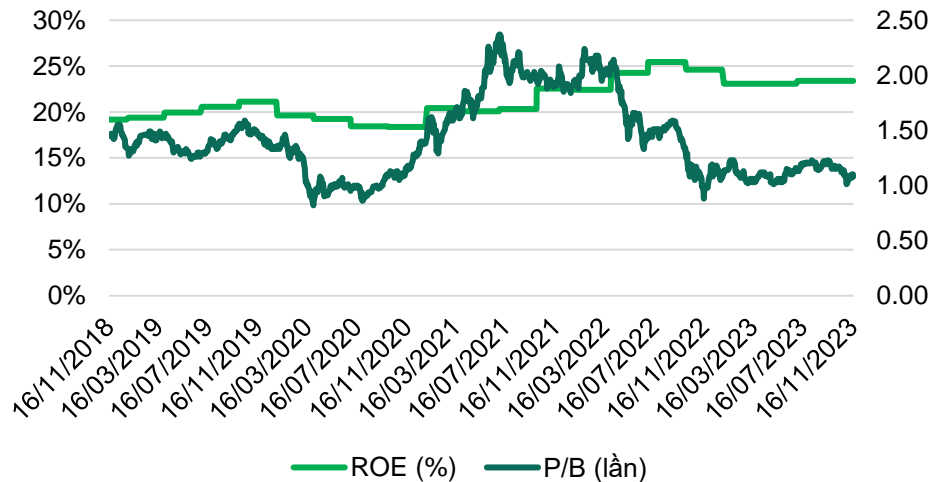
- Tín dụng tăng trưởng trong top cao nhất ngành:** ước tính MBB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng trên 20% trong 2024 và tiếp tục được ưu tiên tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với bình quân ngành khoảng 1,5 – 2 lần trong các năm tới nhờ việc nhận chuyển giao ngân hàng Oceanbank.
- NIM duy trì ở mức cao:** NIM kỳ vọng cải thiện theo đà giảm của chi phí vốn, đồng thời với việc đẩy mạnh tăng tỷ trọng bán lẻ lên 50 – 55% dư nợ (hiện chiếm 46%).
- Tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao:** tỷ lệ CASA 34% cao nhất ngành, trong đó CASA từ khách hàng cá nhân chiếm khoảng 40% với số lượng khách hàng cá nhân tăng nhanh lên 24 triệu người, tiếp tục là động lực duy trì nguồn huy động lãi suất thấp. Dự kiến CASA sẽ tiếp tục cải thiện trong 2024 nhờ lãi suất tiền gửi có kỳ hạn hạ nhiệt.
- Chất lượng tài sản ổn định ở mức tốt:** chi phí trích lập trong các năm tới dự báo tăng, nhưng vẫn chậm hơn tăng trưởng thu nhập hoạt động, tỷ lệ NPL bảo đảm quanh mức dưới 2%.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	45.593	50.716	62.923
+/-yoy (%)	23,4%	11,2%	24,1%
LNTT	22.729	26.126	31.747
+/- %	37,5%	14,9%	21,5%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	16.751	18.126	21.965

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 2023 19%, 2024 22%
- NIM: 2023 5,7%, 2024 5,8%.
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu 2023 và 2024: 1,2% và 218%
- Tỷ lệ CIR 2023 và 2024: 32,5%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu đến từ TPĐN

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	19,5 – 33
GTGD bình quân 52T	19.461.133
Vốn hóa (tỷ đồng)	53.352
P/E	7,37x
P/B	1,22x
% NN sở hữu	24,2%

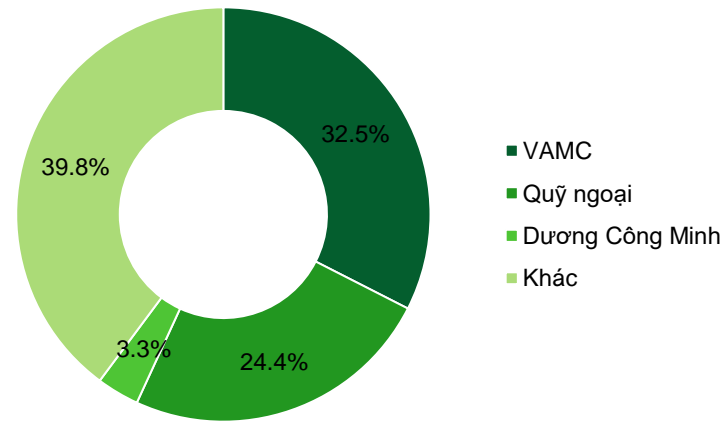
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập hoạt động	35.934 (+25%)
Lợi nhuận trước thuế	14.162 (+50,1%)

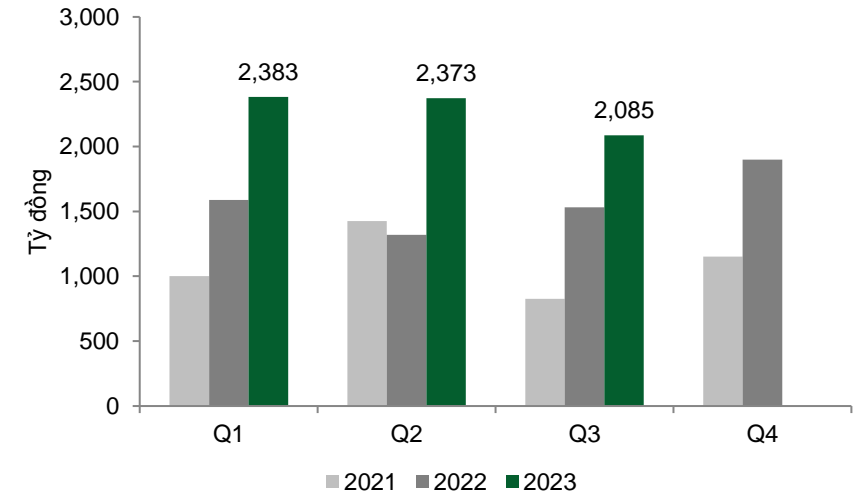
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- STB là ngân hàng niêm yết lớn thứ 7 của Việt Nam về mặt tài sản, hoạt động tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ và SME. STB đang trong giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới.
- Cổ đông:** 32,5% cổ phần đang được ủy quyền cho NHNN quản lý thông qua VAMC, sở hữu của khối ngoại khoảng 24,3%, còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông khác.
- KQKD 9T.2023:** STB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 19.465 tỷ đồng (+6,3% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 6.840 tỷ đồng (+54,1% yoy), nhờ NIM mở rộng và giảm trích lập dự phòng..

Cơ cấu sở hữu

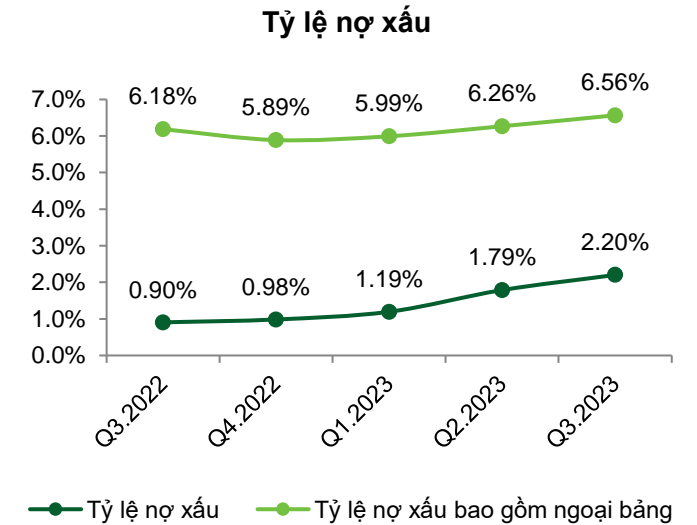
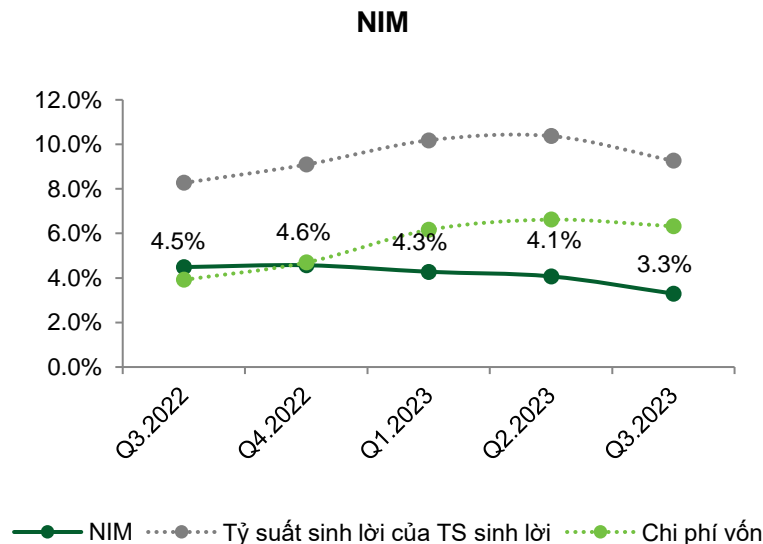
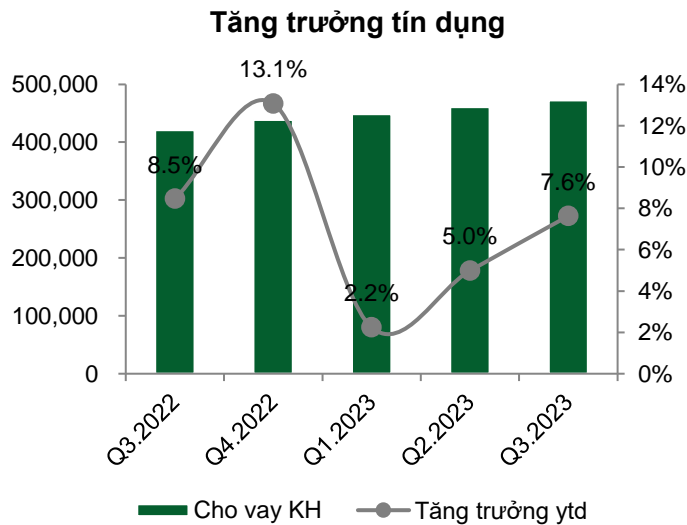


LNTT STB

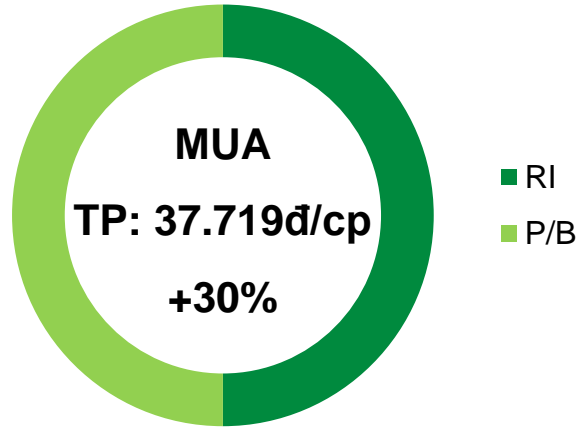


Tích cực hoàn thành trích lập tài sản tồn đọng

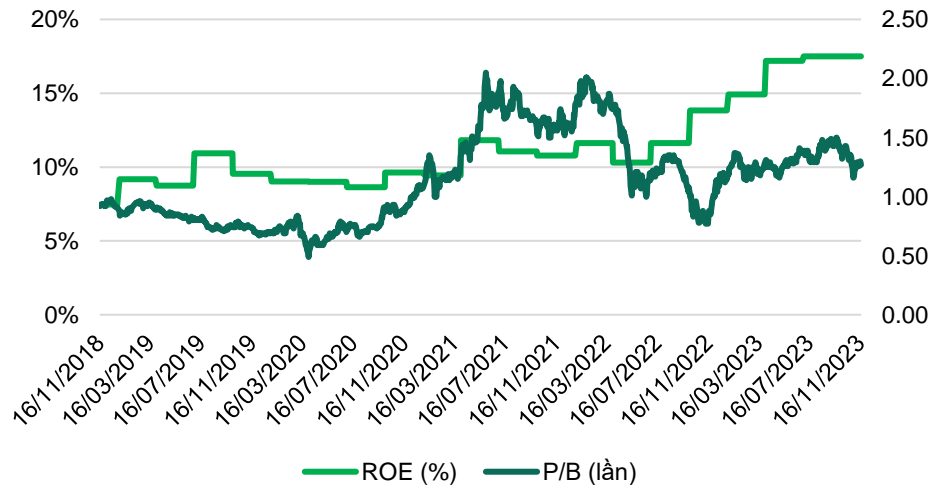
- Thu nhập lãi kỳ vọng cải thiện:** STB đã hoàn tất xử lý lãi dự thu và đưa phần lớn các tài sản tồn đọng ra khỏi bảng cân đối. Nhờ đó, quy mô tài sản sinh lời tăng nhanh, tín dụng kỳ vọng hồi phục tốt trong 2024 với tăng trưởng tín dụng năm dự kiến đạt 12%, giúp STB cải thiện biên lãi ròng NIM và có tốc độ tăng trưởng thu nhập lãi thuần khả quan.
- Áp lực trích lập dự phòng giảm đáng kể từ 2024:** STB có thể tắt toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành trích lập xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong năm 2023 nhờ nguồn lợi nhuận giữ lại dồi dào. Sau khi trích lập phần lớn nợ xấu tồn đọng, áp lực trích lập dự phòng từ năm 2024 trở đi sẽ giảm bớt đáng kể giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ.
- Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh trong thời gian tới và hoàn thành trong 2024 - 2025:** STB có thể đẩy nhanh quá trình đấu giá các tài sản bảo đảm bất động sản và chào bán thành công 32,5% cổ phần STB do VAMC quản lý trong H2.2024. Nếu thương vụ này được thực hiện thành công, STB được kỳ vọng sẽ trở lại cuộc đua một cách mạnh mẽ do có thể cùng lúc giải quyết 2 vấn đề về nợ xấu tồn đọng và chủ sở hữu.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	26.141	28.748	35.934
+/-yoy (%)	47,7%	10,0%	25,0%
LNTT	6.339	9.436	14.162
+/- %	44,1%	48,9%	50,1%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	20.490	24.584	28.594

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 2023 12%, 2024 12%
- NIM: 2023 3,9% 2024 4%
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng bao phủ nợ xấu: 2023 1,2%, 141%, 2024 1,1%, 131%
- Tỷ lệ CIR: 2023 37% 2024 35%

Một số rủi ro

- Rủi ro trì hoãn trong quá trình xử lý tài sản tồn đọng
- Rủi ro nợ xấu

Diễn biến giá



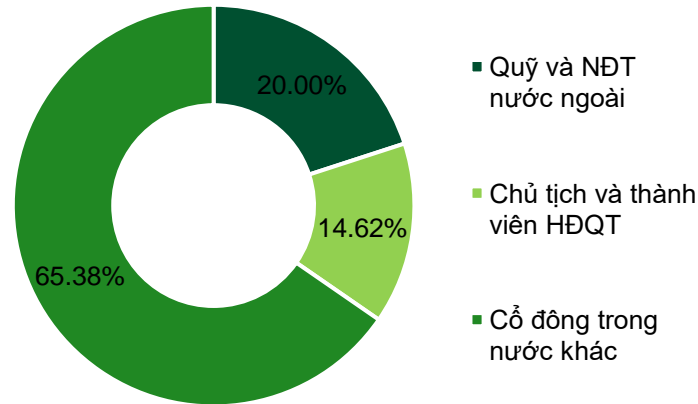
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	13,9 – 21,7
GTGD bình quân 52T	4.695.443
Vốn hóa (tỷ đồng)	48.707
P/E	4,78x
P/B	1,35x
% NN sở hữu	20,5%
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	25.003 (+8,59%)
Lợi nhuận trước thuế	14.228 (+22,18%)

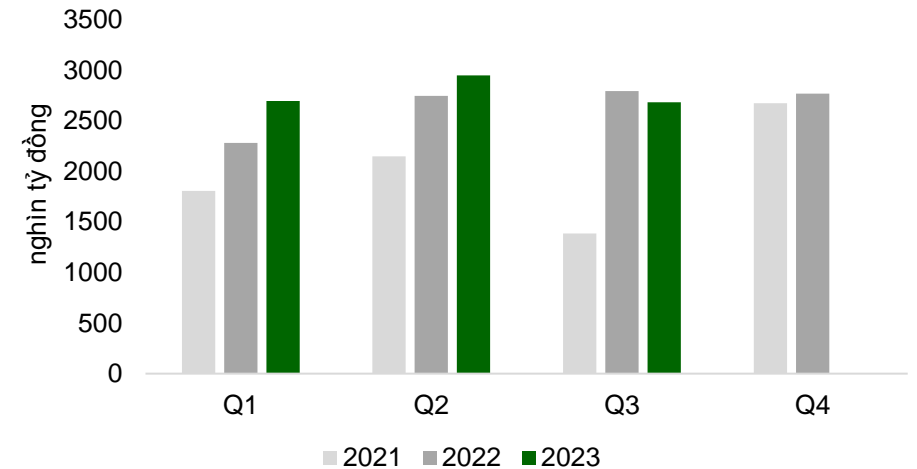
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- VIB là ngân hàng TMCP có tỷ trọng bán lẻ thuộc top đầu ngành với tỷ lệ gần 90% danh mục tín dụng và liên tục dẫn đầu thị phần trong các mảng kinh doanh trọng yếu như cho vay mua nhà, mua ô tô, thẻ tín dụng...
- Cổ đông:** Các quỹ và NĐT nước ngoài chiếm 20%. Chủ tịch và thành viên HĐQT nắm giữ 14,6%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 65,4%.
- KQKD 9T.2023:** VIB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 16.318 tỷ đồng (+22% yoy), trong đó thu nhập lãi thuần đạt hơn 13.000 tỷ đồng (+17,9% yoy), thu nhập ngoài lãi đạt 3.291 tỷ đồng (+42% yoy). Tuy nhiên việc gia tăng chi phí trích lập dự phòng lên 3.153 tỷ đồng (cùng kỳ ghi nhận hơn 926 tỷ đồng) khiến LNTT chỉ tăng nhẹ hơn 6,5% yoy, đạt 8.325 tỷ đồng.

Cơ cấu sở hữu



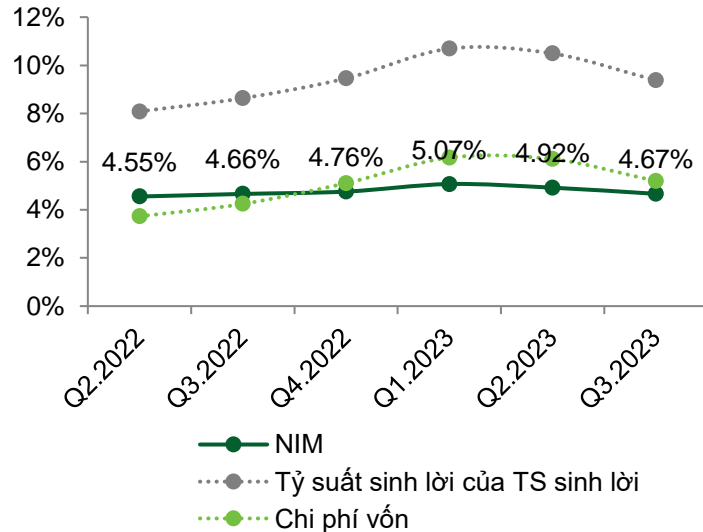
LNTT VIB



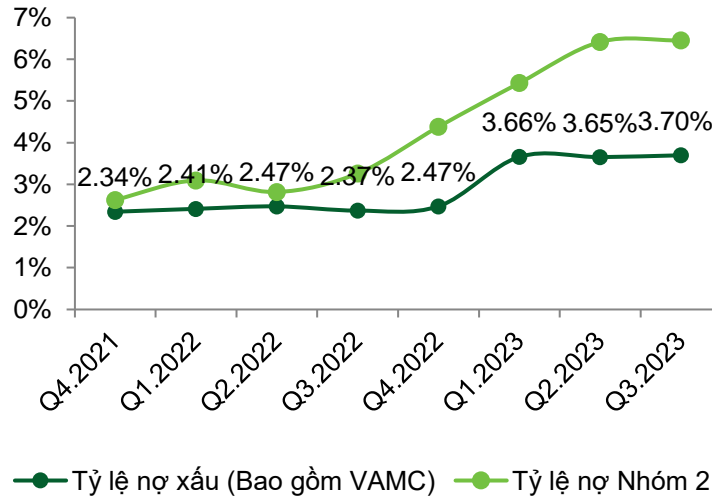
Phát huy hiệu quả từ cơ cấu cho vay bán lẻ

- Cho vay bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của ngân hàng:** Việc tập trung cho vay phân khúc bán lẻ và SME đem lại lợi suất cao cho VIB trong khi ngân hàng vẫn có thể duy trì được mức chi phí vốn hợp lý nhờ sự linh hoạt trong huy động vốn.
- Tiếp tục duy trì lợi suất sinh lãi ROE cao hàng đầu trong ngành ngân hàng:** VIB có chỉ số ROE trên 30%, cao bền vững trong nhiều năm nhờ việc tối ưu hóa lợi suất đầu ra cũng như kiểm soát tốt chi phí hoạt động nhờ vào chuyển đổi ngân hàng số.
- Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp nằm trong nhóm thấp nhất toàn ngành.** Tính đến cuối Q3.2023, VIB có số dư TPDN khoảng 835 tỉ đồng, tương đương 0,34% tổng dư nợ tín dụng, trong đó phần lớn trái phiếu thuộc lĩnh vực sản xuất thương mại và tiêu dùng có tài sản đảm bảo chất lượng và có mục đích sử dụng vốn rõ ràng, khiến áp lực dự phòng thấp.

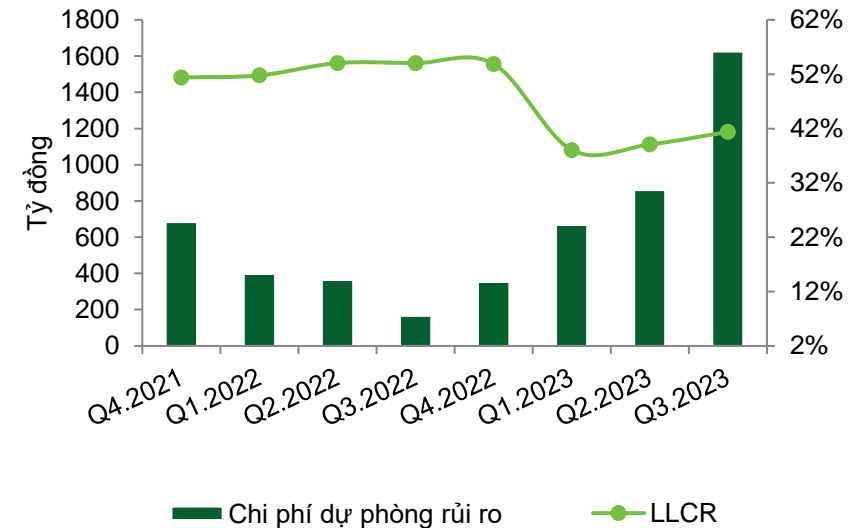
NIM



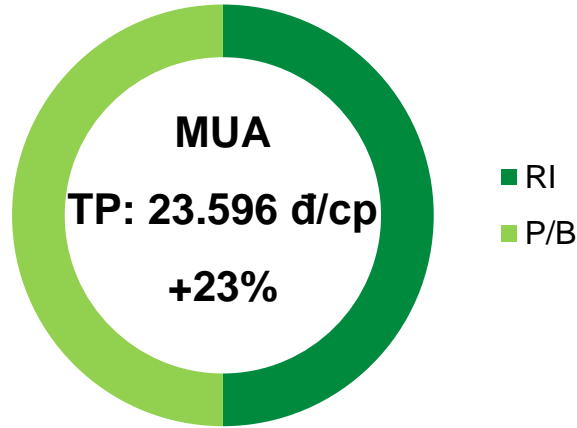
Tỷ lệ nợ xấu



Dự phòng rủi ro



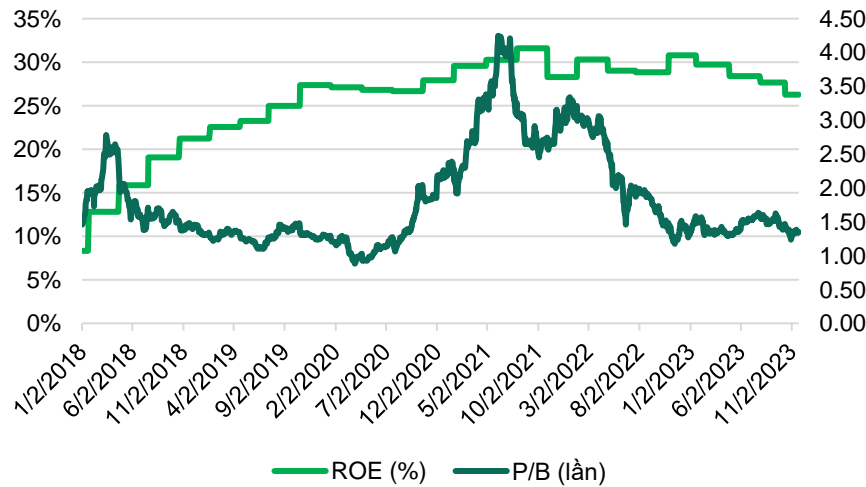
Định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Tổng thu nhập hoạt động	18.058	23.025	25.003
+/-yoy (%)	21,27%	27,51%	8,59%
LNTT	10.581	11.645	14.228
+/- %	32,08%	10,06%	22,18%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.492	15.343	17.543

Lịch sử định giá



Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng 2023, 2024 :10%; 15%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2023, 2024: 9,91%; 9,12%
- Chi phí vốn 2023, 2024: 5,04%; 4,32%
- Tỷ lệ nợ xấu 2023, 2024: 3,55%; 3,10%

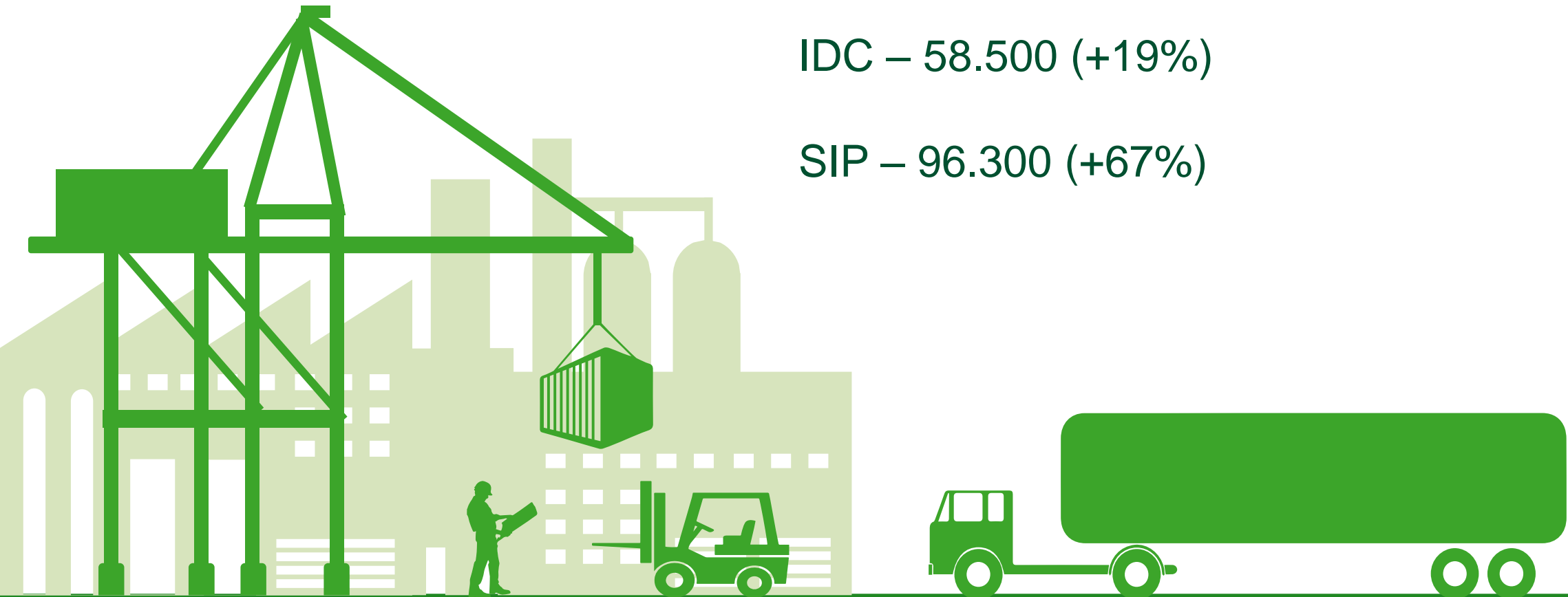
Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

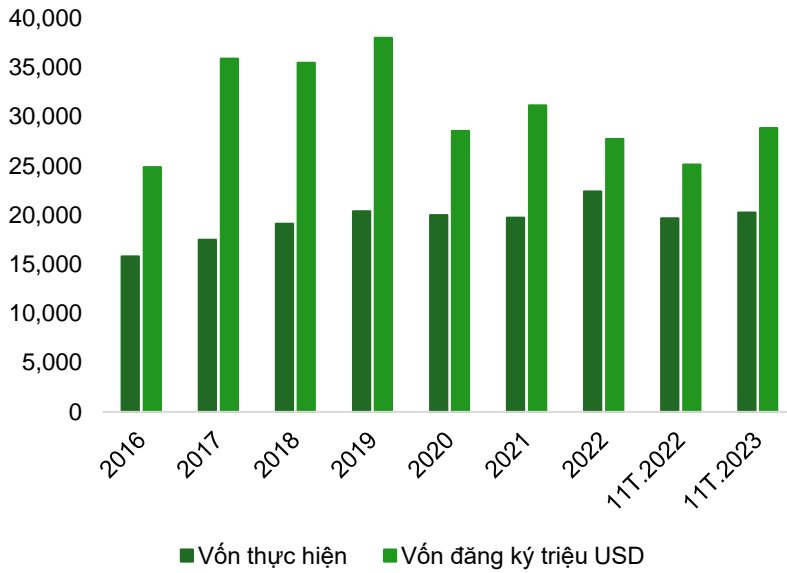
IDC – 58.500 (+19%)

SIP – 96.300 (+67%)

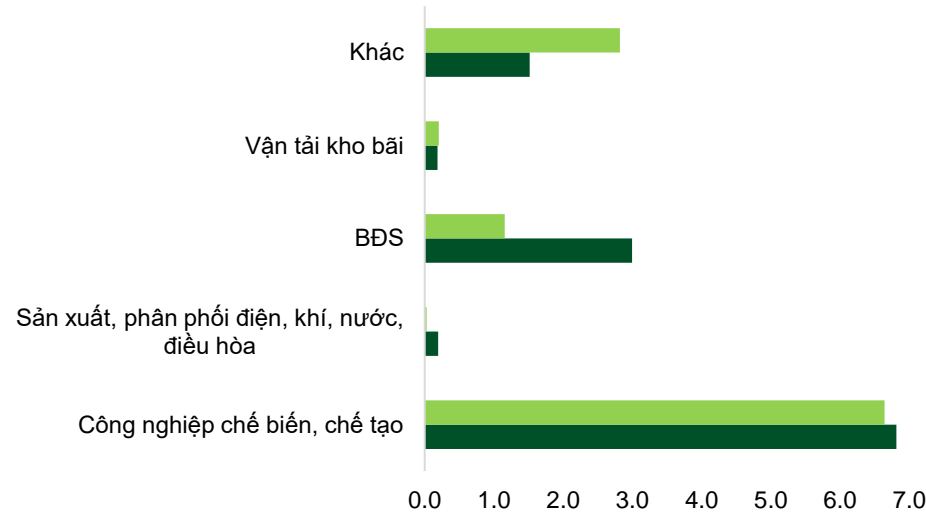


- PMI tháng 10 ở mức 49,7 điểm cho thấy các điều kiện sản xuất vẫn trong tình trạng khó khăn, tuy nhiên đã có sự cải thiện đáng kể so với giai đoạn quý 2.
- Tổng vốn đăng ký FDI 11T.2023 ở mức 28,9 tỷ USD (+14,8% yoy) và vốn thực hiện đạt hơn 20 tỷ USD (mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây) cho thấy Việt Nam vẫn trở thành điểm sáng trong thu hút vốn đầu tư trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu còn gặp nhiều khó khăn.
- Thuế tối thiểu toàn cầu đang làm chậm thu hút các dự án lớn. Dự kiến năm 2024 sẽ áp dụng với các tập đoàn đa quốc gia có tổng doanh thu từ 750 triệu EUR hay 800 triệu USD trở lên trong 2 năm của 04 năm gần nhất sẽ bị đánh thuế 15% trên thu nhập. Trong bối cảnh đó, Việt Nam vẫn chưa có chính sách gì hỗ trợ đối với các công ty như này. Vì vậy các tập đoàn lớn vẫn đang cân nhắc lợi ích khi đầu tư vào Việt Nam. FDI sụt giảm nhưng số lượng dự án vẫn gia tăng mạnh.

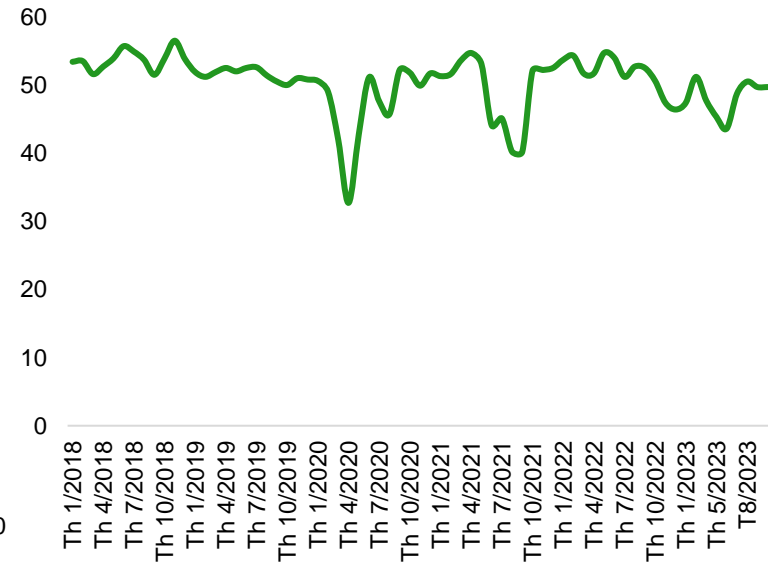
FDI (Tỷ USD)



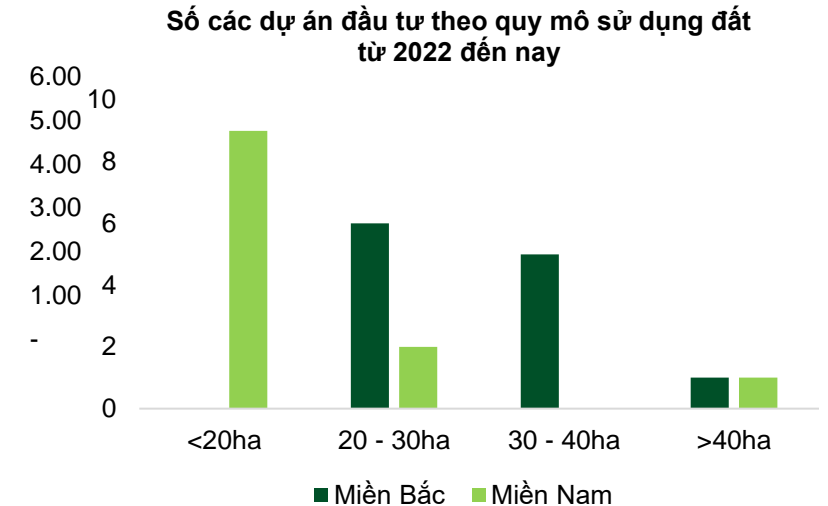
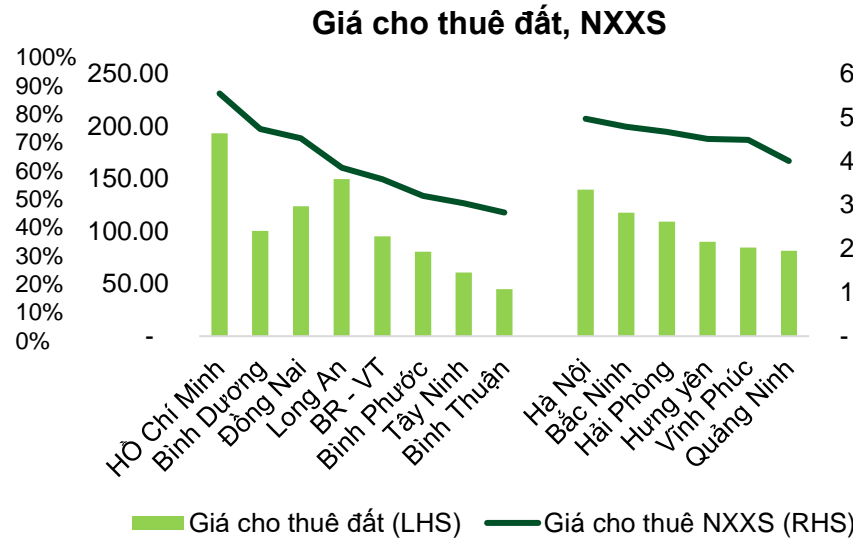
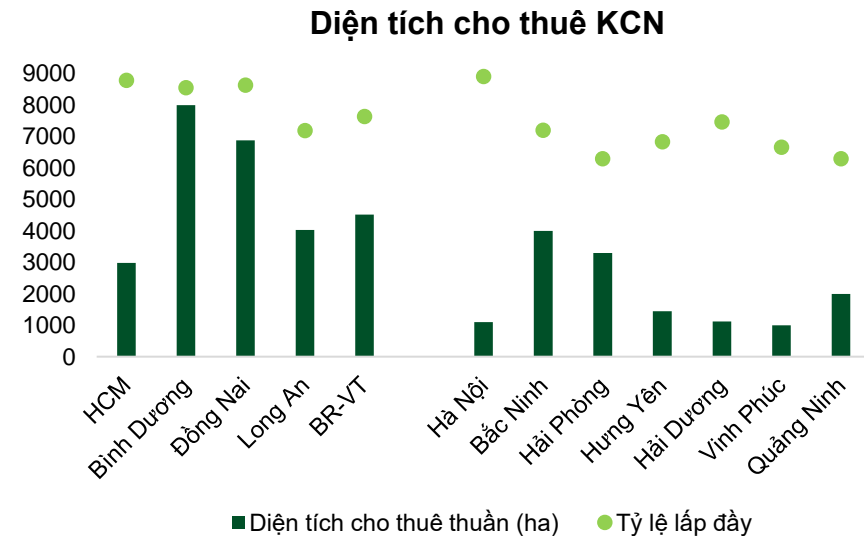
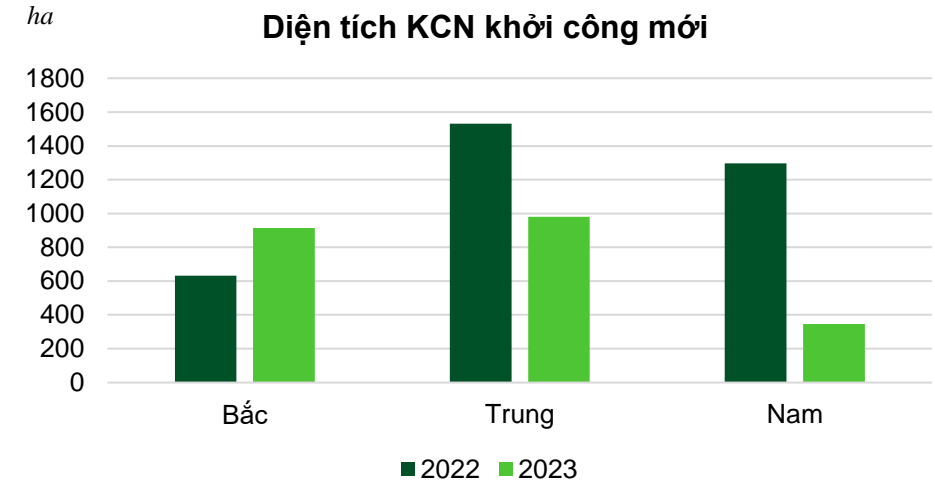
FDI theo ngành (Tỷ USD)



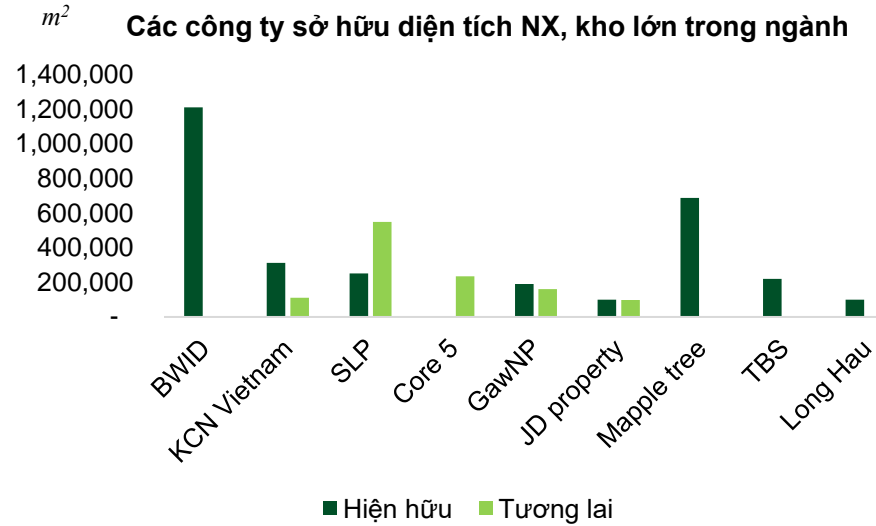
PMI



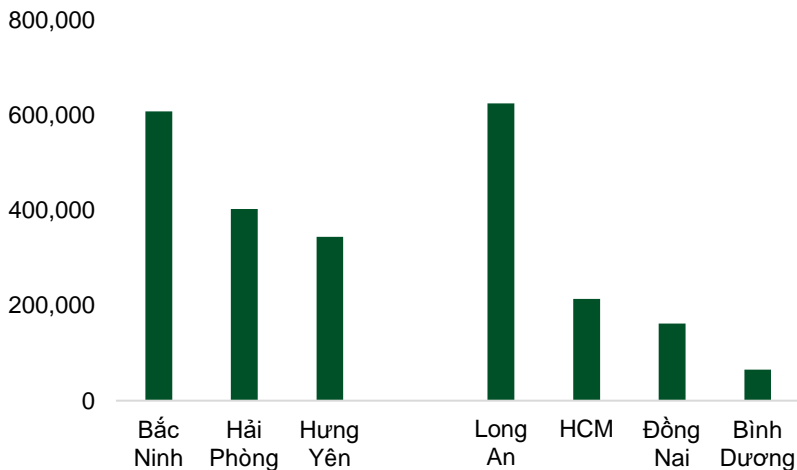
- 🛡️ **Nguồn cung mới** phía Nam tăng mạnh với hơn 1.346ha từ các dự án lớn như VSIP III (1000ha) và NTC mở rộng GD 2 (346ha). Ở miền Bắc có sự đóng góp khoảng 528ha từ Bắc Ninh và Hải Dương. Từ đầu năm 2023 đến nay, có 2.241ha KCN được khởi công khắp 3 miền.
- 🛡️ **Theo CBRE, giá cho thuê trung bình** miền Bắc chỉ tăng nhẹ trung bình 2% qoq, tăng nhanh 9% yoy và 4% qoq đối với các tỉnh phía Nam.
- 🛡️ **Các dự án lớn tập trung chủ yếu ở miền Bắc** tại thị trường cấp 2 như Bắc Giang, Thái Bình, Quảng Ninh, chủ yếu là các dự án về sản xuất, lắp ráp linh kiện điện tử, nhà xưởng xây sẵn. Ở miền Nam chủ yếu các dự án xây nhà xưởng xây sẵn, ít các dự án sản xuất công nghiệp lớn.



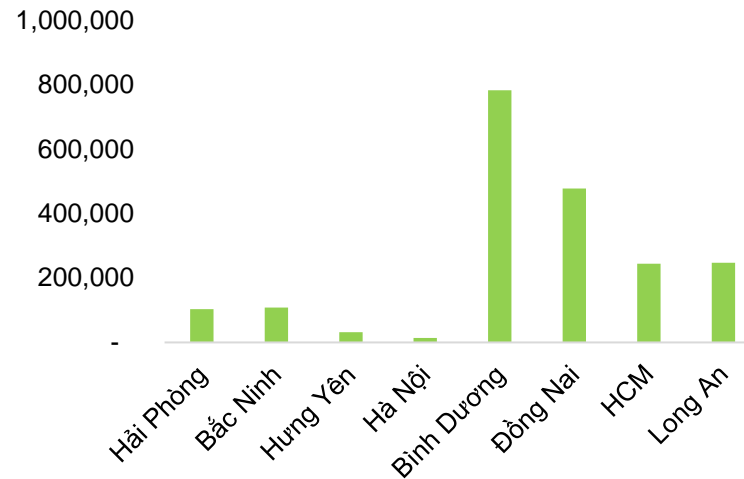
- Nguồn cung mới tăng nhanh từ 3PL.** Các công ty chuyên xây nhà xưởng cho thuê như SLP, Core 5, Gaw NP, JD Property hay KCN Vietnam đều đang đẩy mạnh triển khai nhà xưởng xây sẵn đáp ứng nhu cầu trong ngắn hạn với tổng diện tích chuẩn bị cho thuê lên tới hơn 1,1 triệu m²
- Xu hướng này gia tăng có thể đến từ việc nền kinh tế thế giới tăng trưởng chậm lại/suy thoái** khiến cho các doanh nghiệp hạn chế đầu tư lớn để mở rộng sản xuất nên sẽ đi thuê NXXS trước.
- Giá cho thuê trung bình vẫn tiếp tục tăng.** Theo JLL, giá cho thuê trung bình nhà xưởng hàng năm tăng khá đều đặn cả ở 02 miền với biên độ thấp, trung bình khoảng 4 – 5%/năm.



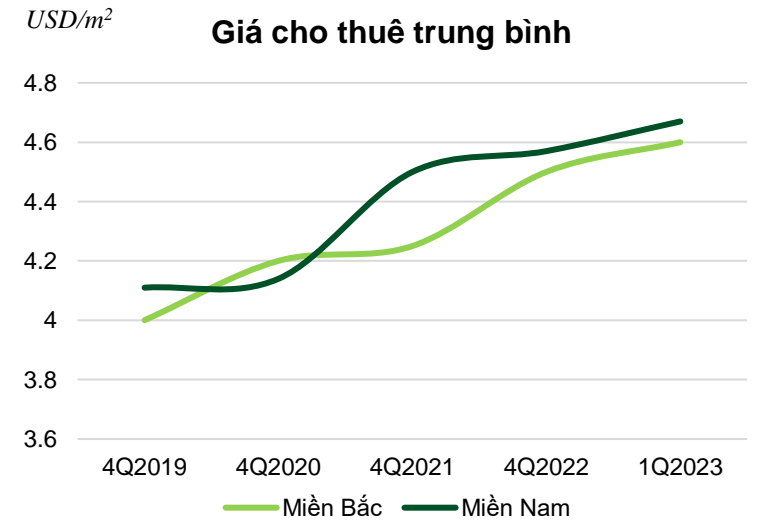
Nguồn cung trong tương lai theo tỉnh (m2)



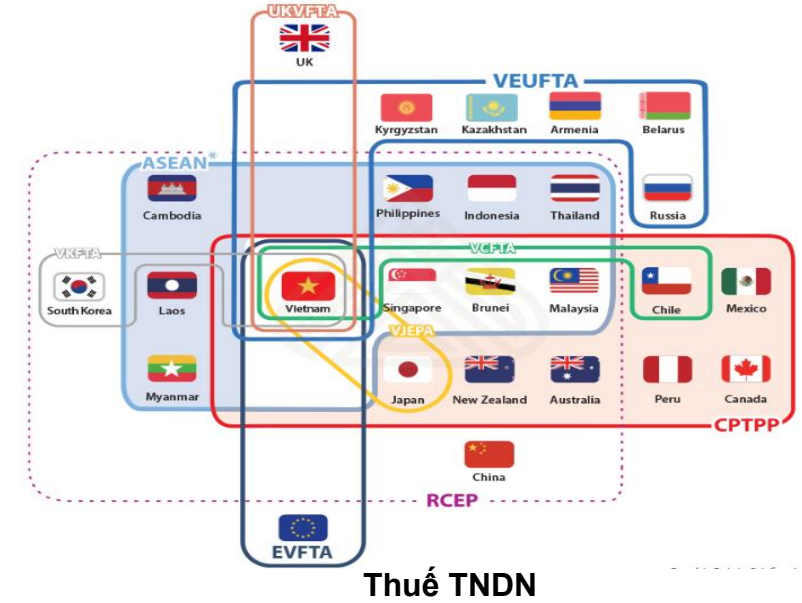
Diện tích cho thuê hiện tại (m2)



Giá cho thuê trung bình

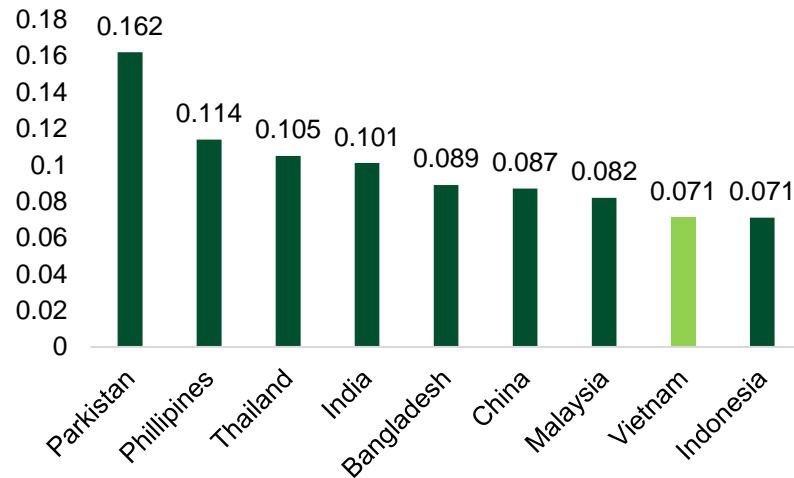


- ✔ Vị trí chiến lược cạnh Trung Quốc, tận dụng chuỗi cung ứng hoàn thiện tại Trung Quốc lẫn trong nước.
- ✔ Nhân công giá rẻ.
- ✔ Tham gia nhiều hiệp định FTAs
- ✔ Ưu đãi thuế doanh nghiệp.
- ✔ Một số doanh nghiệp lớn đang đầu tư vào Việt Nam: Samsung, LG, Foxconn, Goertek
- ✔ Một số doanh nghiệp chuẩn bị đầu tư: Quanta đầu tư 20ha vào Nam Định (vốn 120 triệu USD), Xiamen và Growatt chuẩn bị đầu tư hơn 1 tỷ USD sản xuất pin và hệ thống lưu trữ năng lượng....



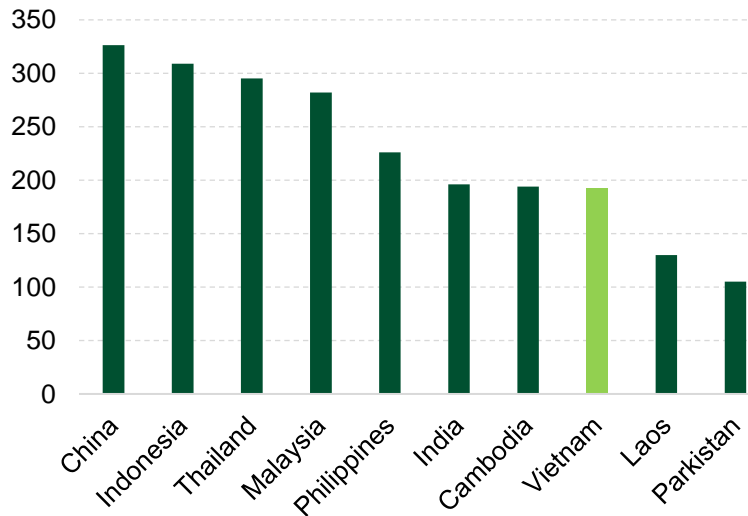
USD/kWh

Giá điện kinh doanh

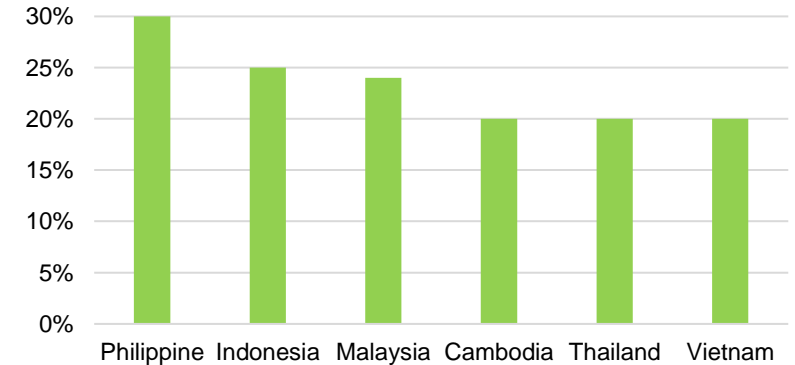


USD/tháng

Mức lương tối thiểu

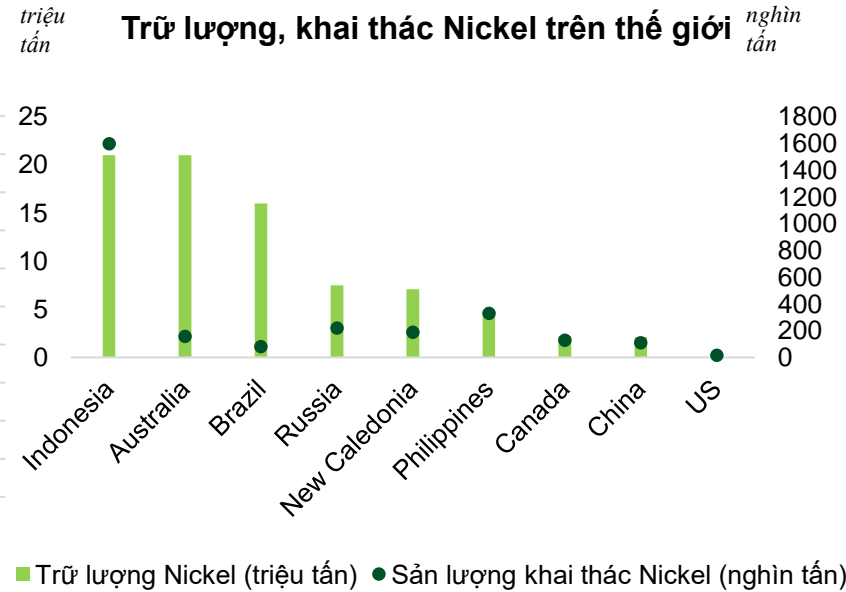
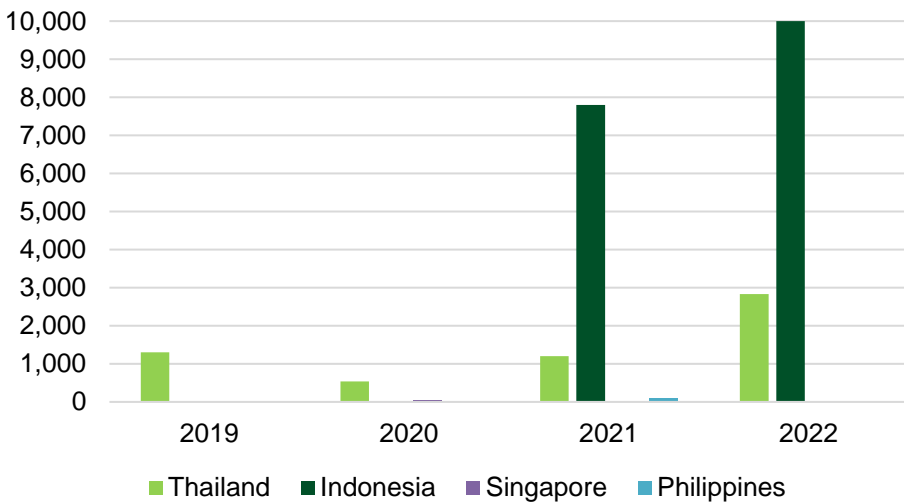


Thuế TNDN

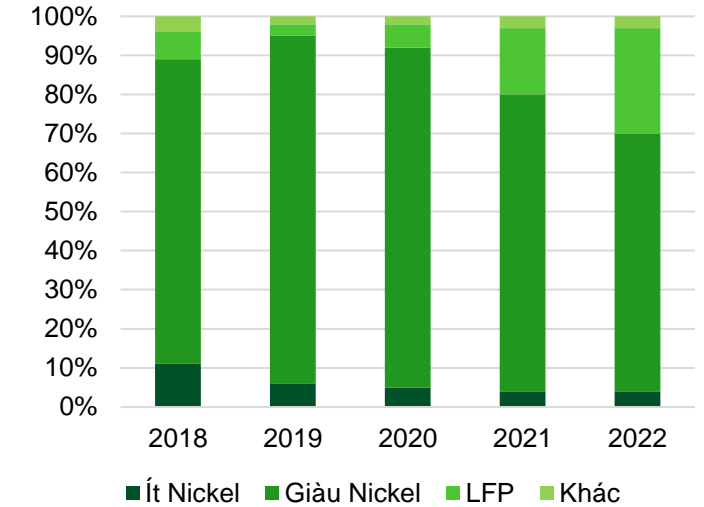


- Không có lợi thế về sản xuất ô tô do thiếu chuỗi giá trị đầy đủ như Thái Lan và Indonesia.** Trong 2021 và 2022 chứng kiến làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào lĩnh vực xe điện nhờ có chuỗi giá trị sản xuất ô tô hoàn thiện kết hợp với nguồn NVL cho pin xe điện dồi dào như Nickel (trữ lượng và sản xuất lớn nhất thế giới), Pin sử dụng Nickel vẫn là loại pin chiếm phần lớn nhất trong lĩnh vực Pin xe điện với 70% năm 2022 nhờ việc lưu trữ được nhiều hơn, an toàn hơn và nhẹ hơn nhưng có giá thành cao hơn pin LFP.
- Không có nguồn NVL dồi dào phục vụ sản xuất Pin xe điện.** Việt Nam chỉ có trữ lượng Nickel khoảng 3,6 triệu tấn nhưng một mỏ khai thác đã bị đóng cửa và 01 mỏ mới đang trong giai đoạn vận hành thử với công suất chỉ khoảng 60.000 tấn/năm. Hay như một kim loại rất quan trọng khác là Lithium cũng chỉ có trữ lượng khoảng 10.000 tấn LiO2 tại Quảng Ngãi và chưa có nghiên cứu kỹ để khai thác.

Triệu USD **Tổng vốn đầu tư vào sản xuất liên quan tới xe điện**



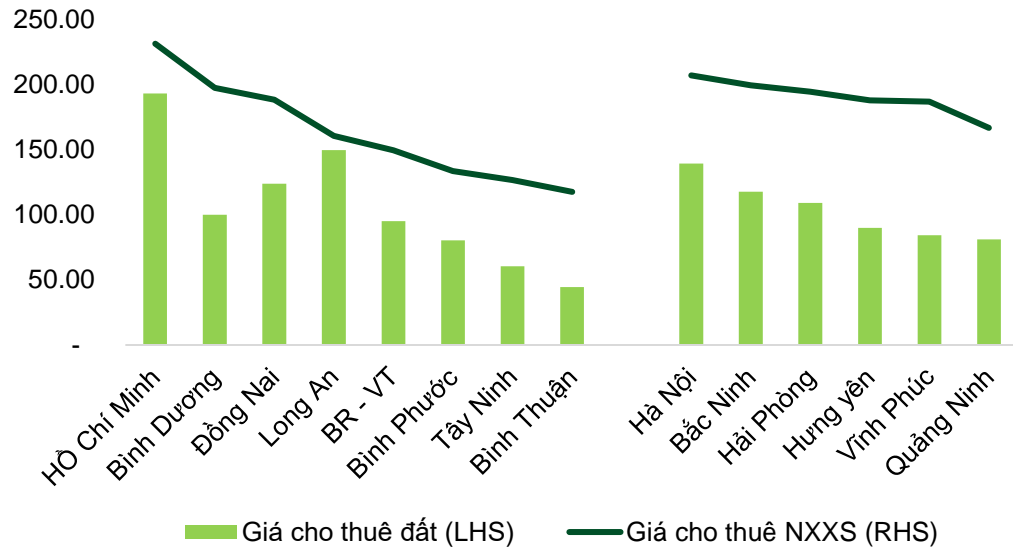
Tỷ trọng các loại Pin xe điện



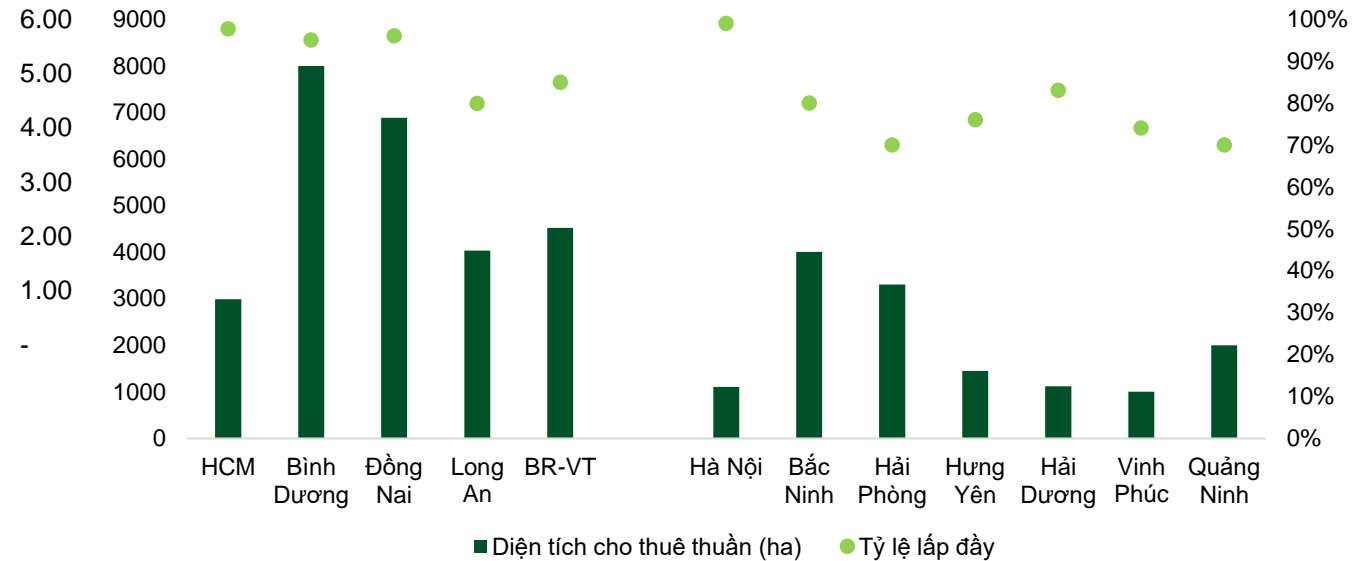
- ▼ **Nghị định 10/2023/NĐ-CP thúc đẩy giải quyết các vướng mắc thủ tục trước khi luật đất đai chính thức được ban hành**
 - Giới hạn thời gian không qua 90 ngày tính giá đất khi thay đổi mục đích sử dụng đất: Hiện đang vướng mắc rất lớn khi công tác này kéo dài.
 - Không quy trách nhiệm về nội dung chấp thuận chủ trương đầu tư, lựa chọn chủ đầu tư theo quy định của pháp luật về đầu tư, pháp luật về nhà ở và các quy định khác có liên quan pháp luật đối với người giải quyết các thủ tục này => tránh việc sợ/đùn đẩy trách nhiệm.
 - Sửa đổi thẩm quyền cấp sổ đỏ: Tạo điều kiện thuận tiện cho người dân trong việc thực hiện các thủ tục hành chính (được thực hiện tại Văn phòng Đăng ký đất đai mà không cần lên Sở TNMT).
- ▼ **Nghị định 35/2022/NĐ-CP:**
 - Bãi bỏ quy định thành lập KCN
 - Giảm bớt lập nhiệm vụ quy hoạch đối với các dự án đã được xác định trong quy hoạch chung đô thị hoặc quy hoạch chung xây dựng khu kinh tế.
- ▼ **Tính giá chuyển đổi sử dụng đất theo giá thị trường sẽ làm tăng mạnh chi phí đầu tư KCN mới, đồng thời chuyển trách nhiệm định giá đất cho các công ty thẩm định giá khiến cho các công ty này không giám làm**

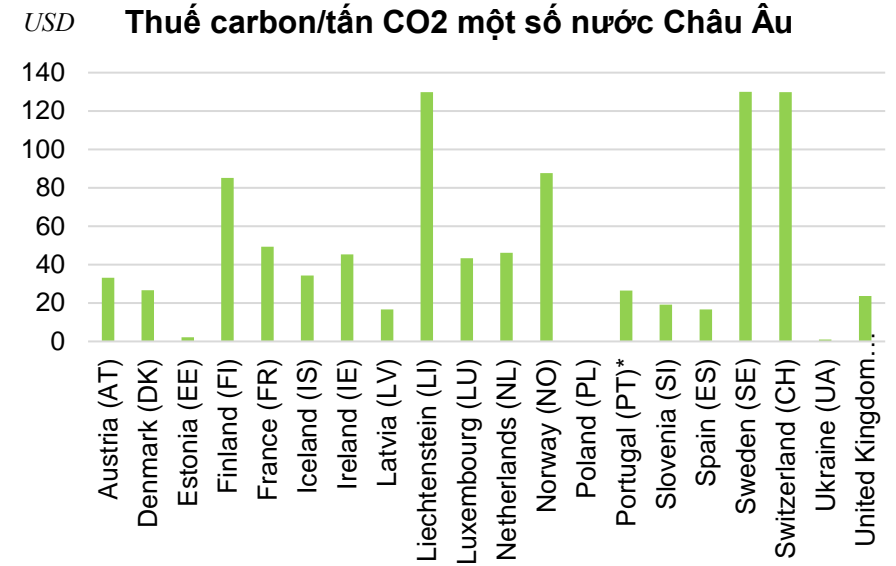
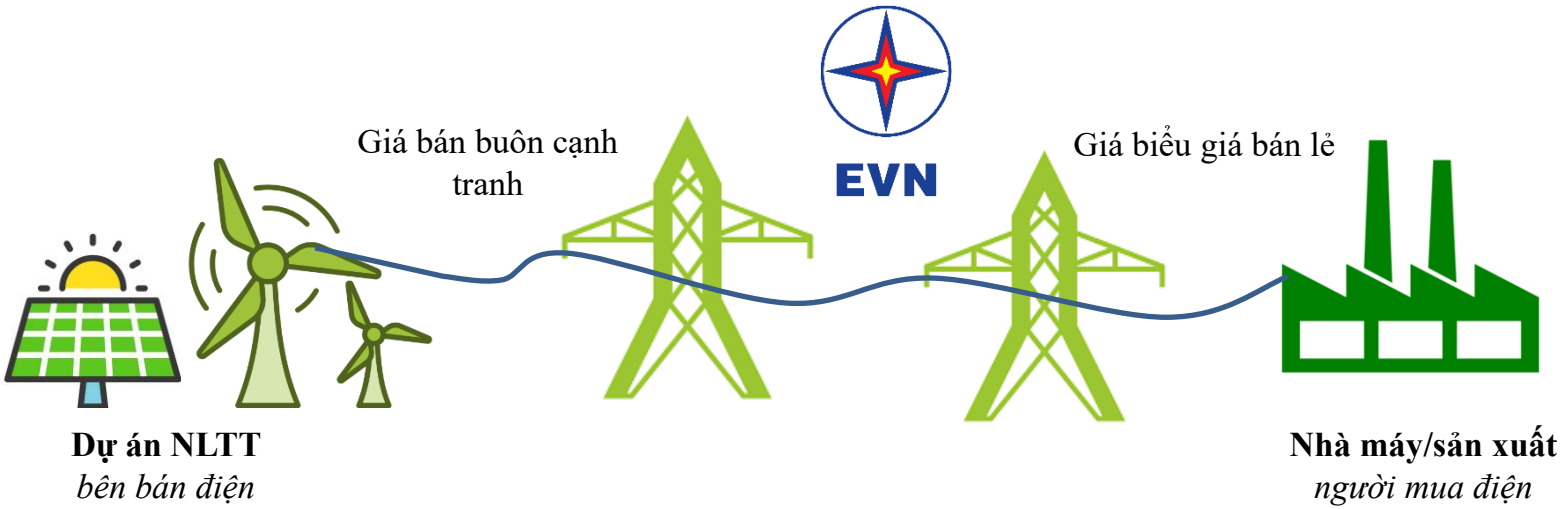
- Hưởng lợi từ các dự án hạ tầng lớn hoàn thành như:** Đường cao tốc Bắc – Nam, các trục đường cao tốc miền Tây, đường ven biển Hải Phòng – Thái Bình – Nam Định – Ninh Bình đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy đầu tư vào các khu vực thị trường cấp 2 như Thái Bình, Nam Định, Ninh Bình, Hà Nam, các tỉnh miền Trung như Nghệ An, các tỉnh miền Tây xung quanh Cần Thơ... với giá nhân công và tiền thuê đất rẻ hơn kết hợp với quỹ đất còn trống nhiều.
- Các dự án FDI lớn chuẩn bị đầu tư vào các thị trường này như:** Quanta (Nam Định – 120 triệu USD), JiaWei (Nam Định – 100 triệu USD), Compal (Thái Bình - 260 triệu USD), ET Solar (Thái Bình – 150 triệu USD), Foxconn (Quảng Ninh – 246 triệu USD).
- Các dự án liên quan tới điện tử tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào phía Bắc** (hiện chiếm khoảng 65% - theo Fitch Solution, miền Nam chiếm 30%). Các ngành nghề khác tập trung ở phía Nam là chủ yếu

Giá cho thuê đất, NXXS



Diện tích cho thuê KCN





- ❖ Các nhà máy NLTT có thể bán điện trực tiếp tới hộ tiêu dùng thông qua EVN theo giá bán buôn trên thị trường điện cạnh tranh. EVN sẽ là chủ thể ở giữa để tính toán sản lượng phát/tiêu thụ của các bên và giá khớp trên thị trường điện cho bên bán và giá bán lẻ đối với bên mua điện.
- ❖ Thí điểm trước 1 GW.
- ❖ Cơ chế này thành công được nhân rộng sẽ hấp dẫn đối với các doanh nghiệp xuất khẩu vào các thị trường đánh thuế phát thải carbon cao (bên cạnh việc mua tín chỉ carbon với chi phí đắt đỏ hơn) và các thương hiệu tận dụng chiến lược sản xuất xanh để bán được sản lượng và giá bán tốt hơn.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên độ giao động 1 năm 27,3 – 47,7

Giá trị GD trung bình 52T 3.147.628

Vốn hóa (Tỷ đồng) 16.071

P/E 15,26x

P/B 2,85x

% Sở hữu nước ngoài 15,65%

Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

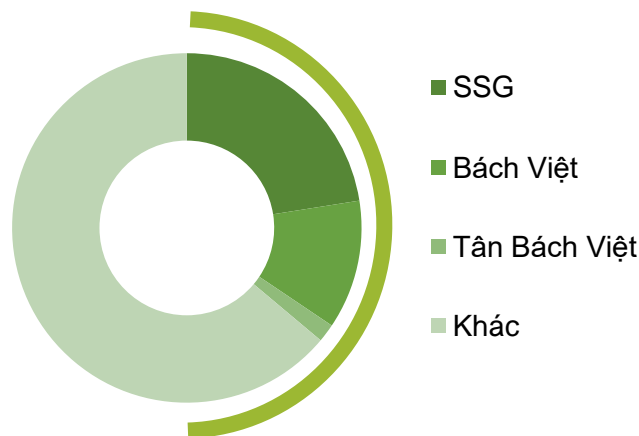
DTT 7.571
(+11,96%)

LNST 1.407
(-1%)

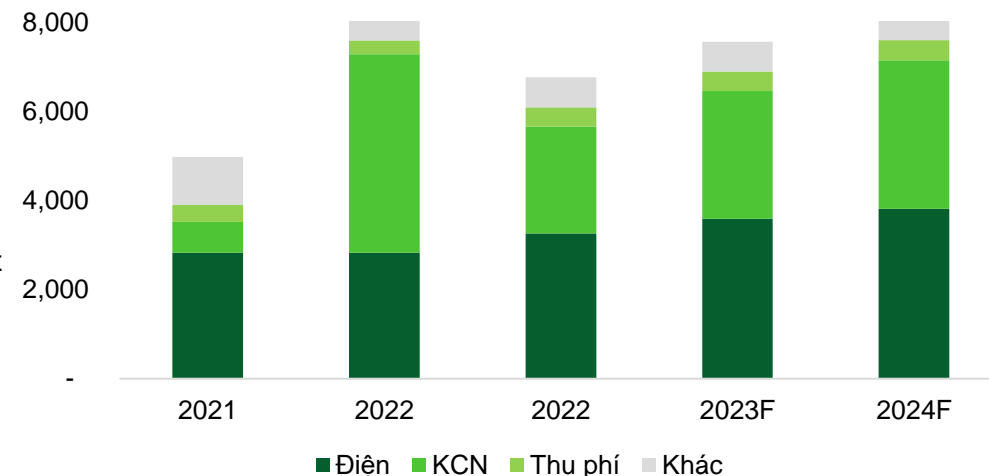
TỔNG QUAN

- IDC là công ty có gốc nhà nước, được cổ phần hóa từ năm 2011.
- IDC hoạt động trên các mảng như KCN, BĐS dân cư, Sản xuất và phân phối điện, xây lắp CSHT...
- 9T.2023, IDC ghi nhận DTT đạt 4.998 tỷ đồng (-29% yoy) và LNST đạt 1.032 tỷ đồng (-56,4% yoy).** DTT cho thuê đất đạt 2.229 tỷ đồng (-45% yoy) do trong năm 2022, IDC thay đổi phương thức hạch toán từ phân bổ sang một lần đối với KCN Nhơn Trạch 5. Trong 9T.2023, DTT cho thuê đất ghi nhận 1 lần từ 49ha trong đó có 14 ha chuyển tiếp từ năm 2022. Doanh thu kinh doanh điện ở mức 2.069 tỷ đồng (-3,0% yoy), sản lượng thủy điện chịu ảnh hưởng từ chu kỳ El Nino, ngoài ra hoạt động phân phối điện sụt giảm do tình hình sản xuất của các công ty sụt giảm. BLNG sụt giảm còn 32% so với mức 43% cùng kỳ do trong năm 2022, IDC hạch toán các lô đất cho thuê tại KCN Nhơn Trạch 5 đã phát triển từ lâu với BLNG tốt hơn.

Cơ cấu cổ đông

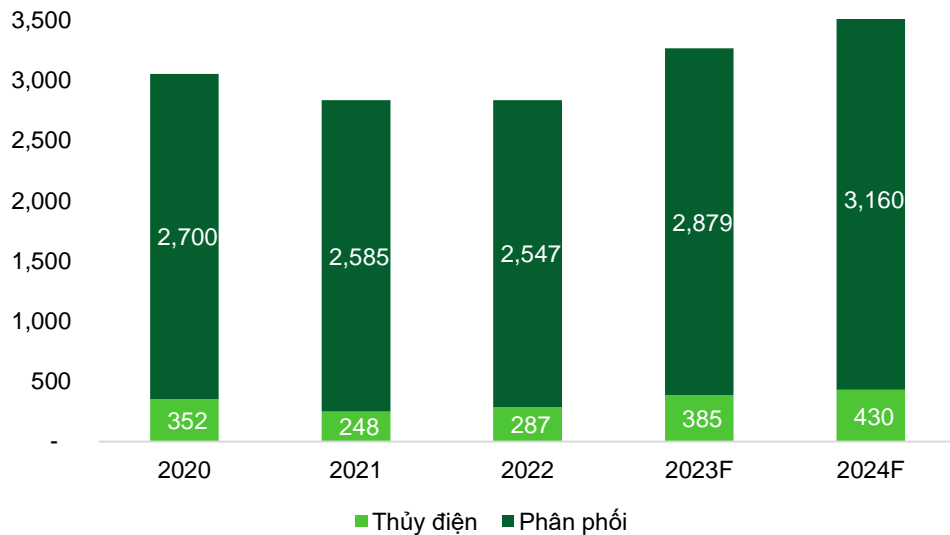


Cơ cấu doanh thu các năm

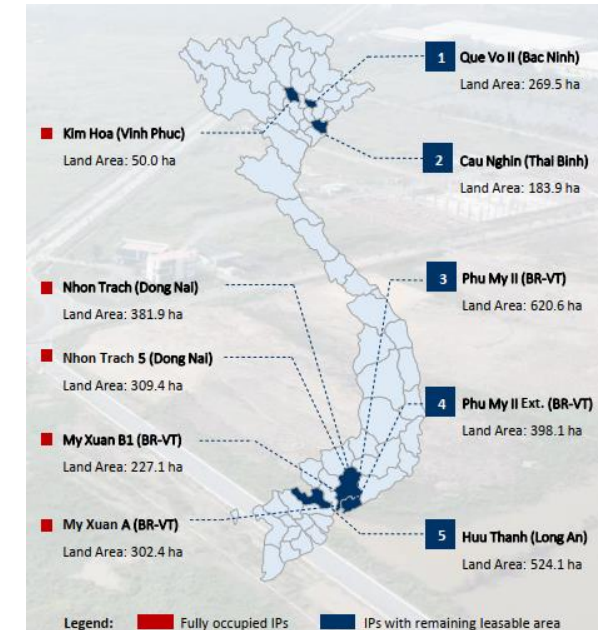
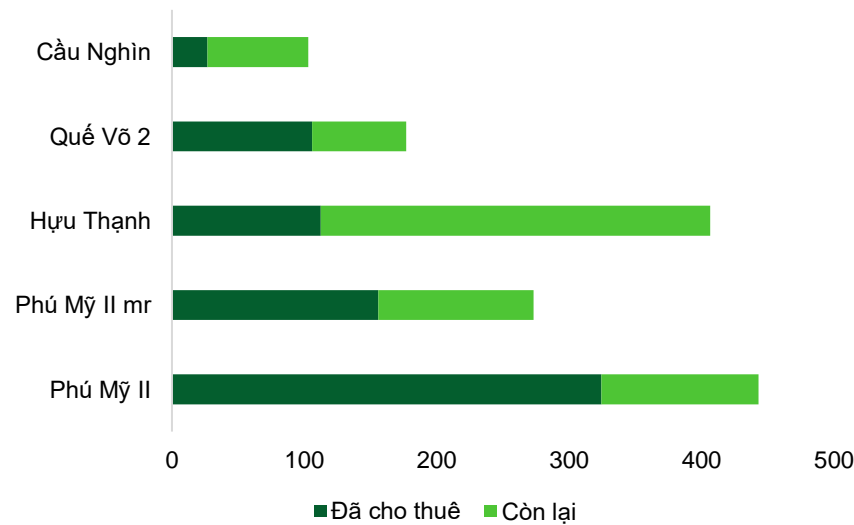


- Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn lên tới hơn 677ha chủ yếu tại Long An, BR-VT and Bắc Ninh. Các KCN đều còn nhiều quỹ đất nhất và đang thu hút khá nhiều dòng vốn với giá cho thuê rất tốt lên tới 125 – 135 USD/m², đều tập trung tại các vùng trọng điểm kinh tế phía Bắc và phía Nam.
- Đẩy nhanh tiến độ xin chủ trương đầu tư KCN Tân Phước tại Tiền Giang với tổng diện tích 470ha.
- Có giấy phép phân phối điện trong KCN Nhơn Trạch I, V và KCN Hựu Thạnh giúp doanh thu/lợi nhuận tăng ổn định nhờ việc gia tăng cho thuê. Giá bán lẻ điện mới tăng 3% cũng giúp IDC gia tăng doanh thu và lợi nhuận tương ứng. Ngoài ra 144MW thủy điện cũng đem về dòng tiền đều đặn.
- Có thể phát triển điện áp mái bán trong nội khu mà không cần tới chính sách giá bán của EVN. IDC đang có kế hoạch lắp 150 MWp tới 2025.
- Kế hoạch xây dựng hơn 100ha nhà xưởng xây sẵn. Bắt đầu với 10ha tại KCN Nhơn Trạch I và 28ha tại KCN Hựu Thạnh
- Dòng tiền đều từ việc thu phí giao thông của công ty con HTI.

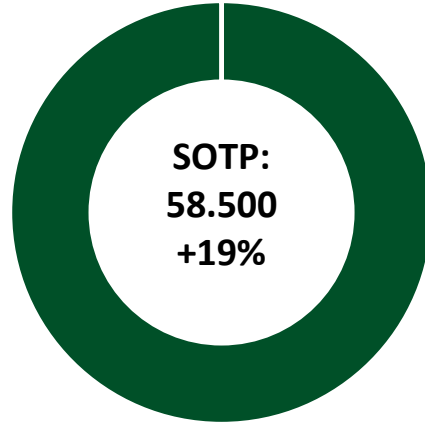
Doanh thu điện (tỷ đồng)



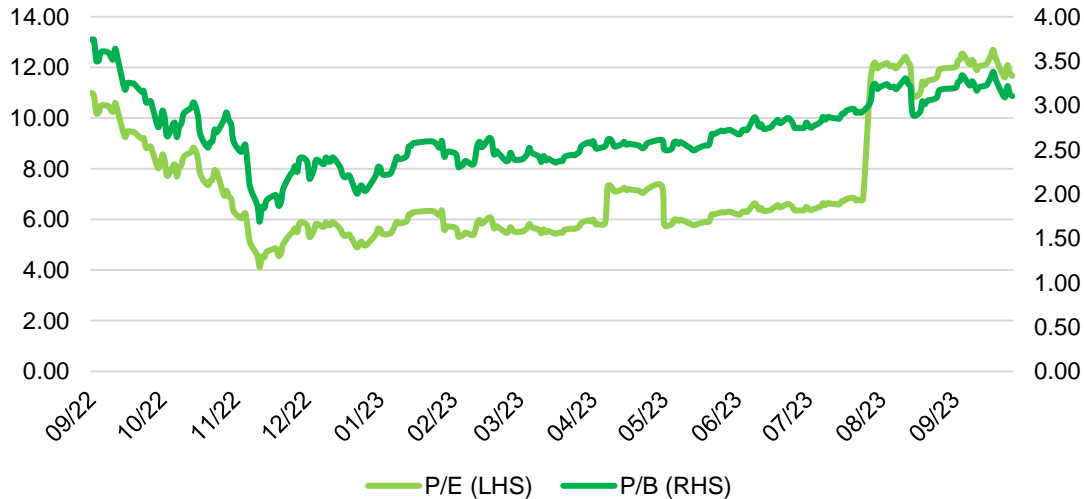
Diện tích các KCN đang kinh doanh (ha)



MUA



Lịch sử định giá



DỰ PHÒNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
DTT	8.242	6.762	7.571
+/-yoy (%)	92%	-18%	12%
LNST sau CĐTS	4.302	2.486	2.662
+/- %	33%	-42%	7%
EPS (VND)	2.286	1.314	1.294

GIẢ ĐỊNH

- Cho thuê bình quân 80 – 100ha với mức giá 125 – 130 USD/m²
- Giá cho thuê tăng trưởng 1% - 2%/năm.
- Bắt đầu cho thuê NXXS từ 2024

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Dòng vốn đầu tư chậm lại
- Pháp lý, giải phóng

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên độ giao động 1 năm	32,8 – 69,4
Giá trị GD trung bình 52T	79.219
Vốn hóa (Tỷ đồng)	10.544
P/E	6,51
P/B	2,70
% Sở hữu nước ngoài	0,29%

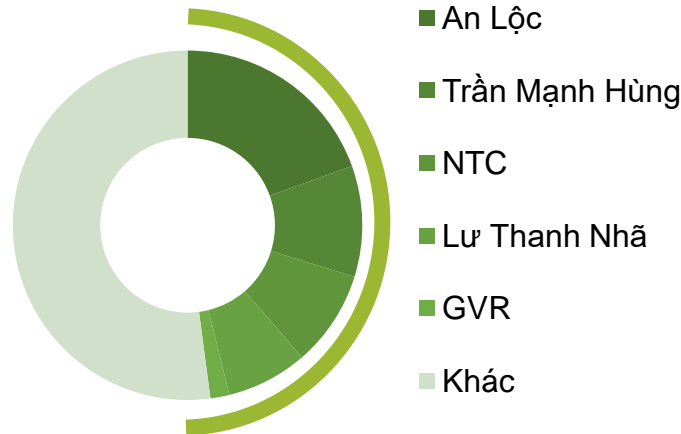
Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

DTT	6.565 (+13,9%)
LNST	1.071 (+24%)

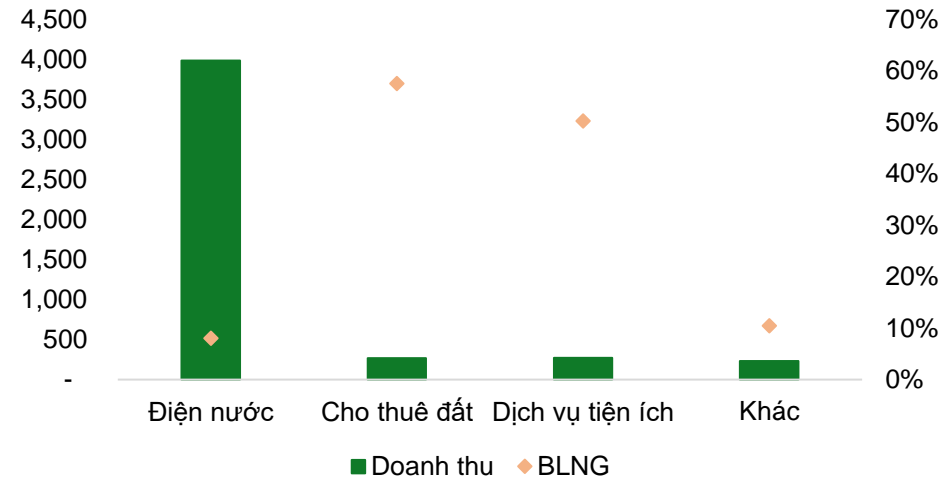
TỔNG QUAN

- SIP phát triển các KCN tại Tây Ninh, TPHCM, Đồng Nai với các KCN có diện tích lớn/vị trí đắc địa nhất là ở HCM và Long Thành – Đồng Nai (cạnh sân bay Long Thành). Tổng diện tích KCN sở hữu lên tới 3.264ha với diện tích thương phẩm còn lại khoảng hơn 1.000ha.
- Công ty cung cấp đầy đủ các dịch vụ tiện ích trong KCN như cung cấp nước thô, nước sạch, phân phối điện và có cảng đường sông phục vụ cho vận chuyển hàng hóa.
- 9T.2023, SIP ghi nhận DTT đạt 4.762 tỷ đồng (+3,6% yoy) và LNST sau CĐTS đạt 616 tỷ đồng (-9% yoy)**, trong đó DT cung cấp điện nước vẫn tiếp tục đóng góp tỷ trọng lớn nhất, đạt 3.985 tỷ đồng (đóng góp 83,7% DTT, +4,6% yoy). Doanh thu từ hoạt động cho thuê đất và cung cấp dịch vụ tiện ích lần lượt đạt 270 tỷ đồng (+16,4% yoy) và 274 tỷ đồng (+18,6% yoy). Doanh thu tài chính tăng nhẹ lên 300 tỷ đồng (+5,4% yoy) chủ yếu do tăng từ thoái vốn công ty con là CTCP xây dựng và phát triển Thế Hệ Mới từ 100% còn 18,89%. Lãi tiền gửi cho vay giảm do thu hồi các khoản cho vay đối với Thế Hệ Mới và An Lộc.

Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu doanh thu, LNG 9T.2023

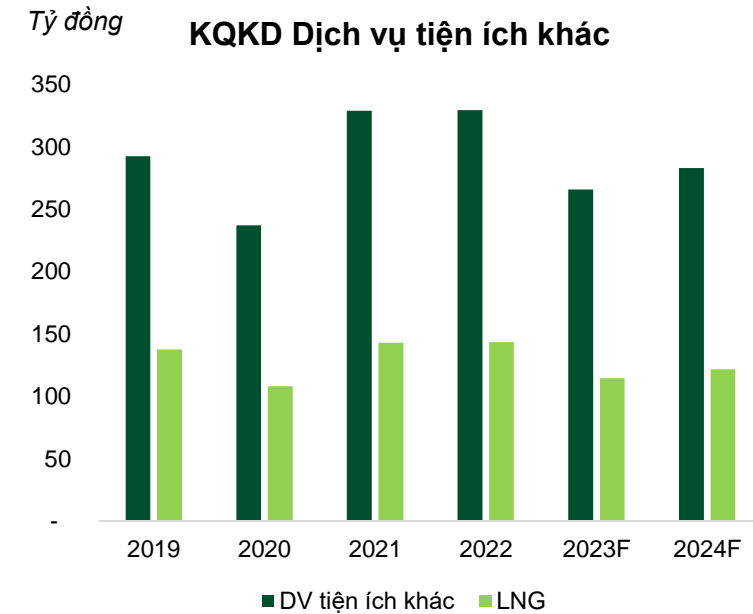
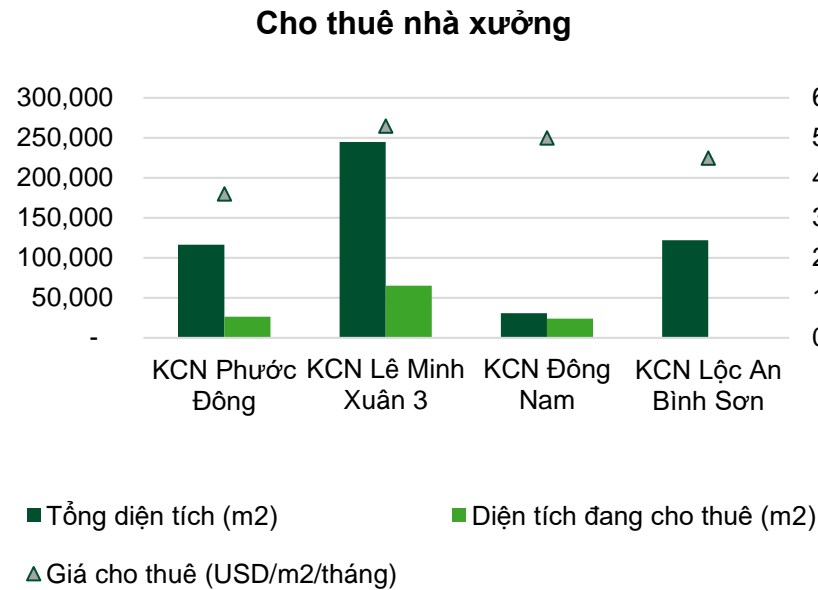
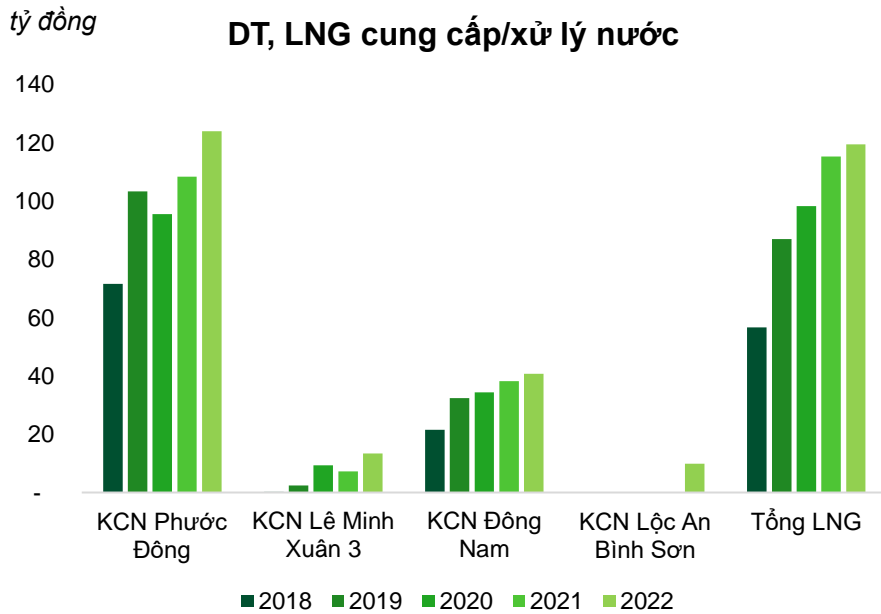


- Diện tích thương mại còn có thể cho thuê lớn lên tới hơn 1.087ha** tập trung chủ yếu ở Tây Ninh (gần 800ha), đặc biệt là các vị trí đắc địa tại HCM (hơn 150ha), Long Thành (144ha). Hiện KCN Phước Đông GD 2 phân kỳ B có tổng diện tích 557ha đang chờ đơn giá bồi thường, diện tích sẵn sàng cho thuê hiện đạt 290ha. KCN Lê Minh Xuân 3 hầu như đã giải phóng hết và đang có định hướng xây nhà xưởng cho thuê thay vì cho thuê hết diện tích đất. KCN Lộc An Bình Sơn (144ha sẵn sàng cho thuê) ngay sát sân bay Long Thành cũng có mức giá trên 200 USD/m²/thời gian thuê.
- SIP là một trong số ít các công ty KCN trên sàn có giấy phép hoạt động điện lực** và Trạm biến áp mua điện trực tiếp từ EVN và phân phối lại cho các doanh nghiệp trong KCN. Giá điện bán lẻ tăng 3% giúp DT, LNG mảng phân phối điện tăng tương ứng. Mảng phân phối điện đem lại mức lợi nhuận gộp trung bình 220 – 250 tỷ đồng và tiếp tục tăng lên khi giá.
- Tự phát triển điện mặt trời áp mái bán với giá cao:** Với giấy phép hoạt động điện lực, SIP cũng có thể tự phát triển ĐMT áp mái để bán trong KCN theo giá bán lẻ với mức trung bình 1.700 – 1.800 đồng/kWh. Hiện công ty đã phát triển được hơn 42 MWp.

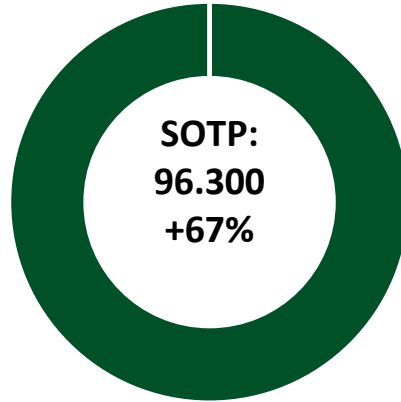
Chỉ tiêu	Phước Đông GD 1	Phước Đông GD 2-3	Đông Nam	LMX 3	LA - BS
Tổng diện tích (ha)	1014,7	1177	342,53	231,25	497,77
Diện tích thương phẩm (ha)	805,78	903,56	206,46	155,75	347,33
Tỷ lệ lấp đầy	95%	17%	76%	32%	58%
Diện cho thuê còn lại (ha)	39,88	747,94	49,97	105,43	144,42
Giá cho thuê (USD/m2/tháng)	70 - 80	70 - 80	220 - 230	250 - 300	150 - 180
Địa điểm	Tây Ninh	Tây Ninh	Củ Chi	Bình Chánh	Long Thành
Năm hoạt động	2008	2008	2008	2014	2010
Thời hạn còn lại (năm)	35	35	36	41	37
Sở hữu	100%	100%	100%	100%	69%

KCN	Công suất TBA (MVA)	Sản lượng 2022 (triệu kWh)	Doanh thu 2022 (tỷ đồng)
Phước Đông 1 - 2	567	2.090	3.665
Lê Minh Xuân 3	189	41	74
Đông Nam	189	400	699
Lộc An - Bình Sơn	0	172	292
Tổng	945	2.703	4.730

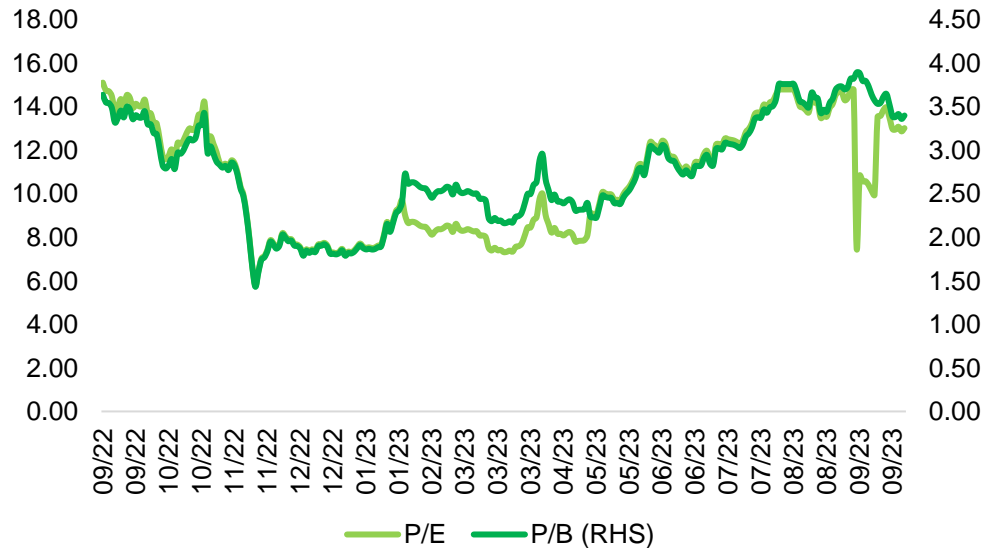
- Doanh thu từ cung cấp nước sạch, nước thô đạt gần 200 tỷ nhưng BLNG lên tới trên 70% do chủ yếu cung cấp nước thô từ kênh tự chảy tại KCN Phước Đông.
- Hoạt động dịch vụ tiện ích quản lý KCN cũng đem lại dòng tiền đều đặn và tăng trưởng hàng năm theo diện tích cho thuê mới với hơn 130 tỷ/năm với diện tích cho thuê lớn
- Xây dựng nhà xưởng xây sẵn cũng là một trong các chiến lược tập trung trong thời gian tới.
- 247ha diện tích KDC tại KCN Phước Đông là tiềm năng dài hạn đối với SIP.



MUA



Lịch sử định giá



DỰ PHÒNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
DTT	6.037	6.253	6.780
+/-yoy (%)	8,16%	3,57%	8,43%
LNST sau CĐTS	794	695	881
+/- %	17,82%	-12,44%	26,68%
EPS (VND)	10.749	10.261	12.539

GIẢ ĐỊNH

- Cho thuê bình quân 50 – 60ha với mức giá 70 USD/m² (Phước Đông), Lộc An – Bình Sơn (180 USD/m²), LMX3, Đông Nam (220 – 240 USD/m²)
- Giá cho thuê tăng trưởng 1% - 2%/năm.
- KCN Phước Đông GD 3 có thể cho thuê từ 2025

RỦI RO

- Dòng vốn đầu tư chậm lại
- Pháp lý chậm

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NHÀ Ở

NLG – 45.000

TCH – 15.126



Sụt giảm mạnh trong cả nguồn cung lẫn lượng giao dịch:

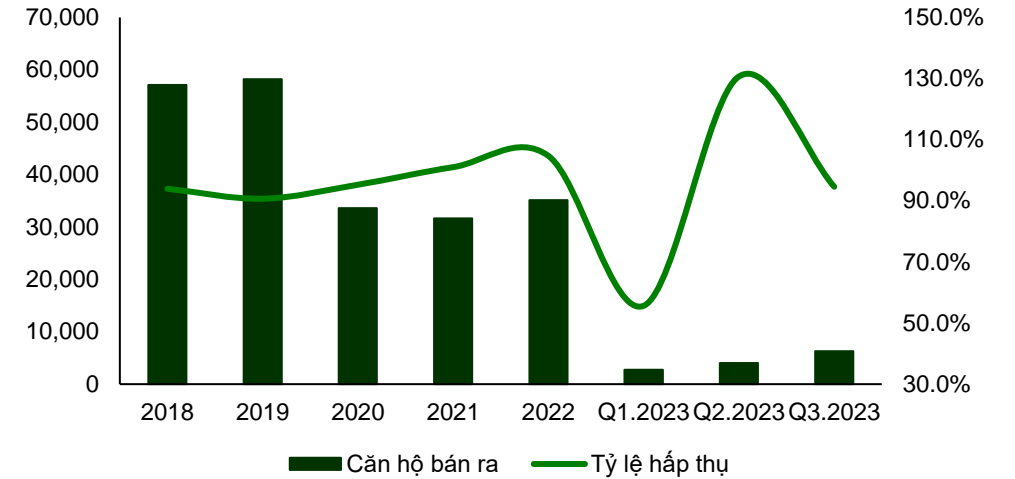
- Khó khăn pháp lý và nguồn vốn phát triển dự án bị thắt chặt đột ngột.
- Tình trạng mất cân đối cung cầu khi phần lớn nguồn cung nằm ở phân khúc cao với giá vượt xa thu nhập người dân
- Một số dự án, khu vực gặp tình trạng mất thanh khoản dù giảm giá bán, đặc biệt tại các tỉnh thành.

Một số tín hiệu hồi phục tích cực bắt đầu xuất hiện từ giữa năm 2023:

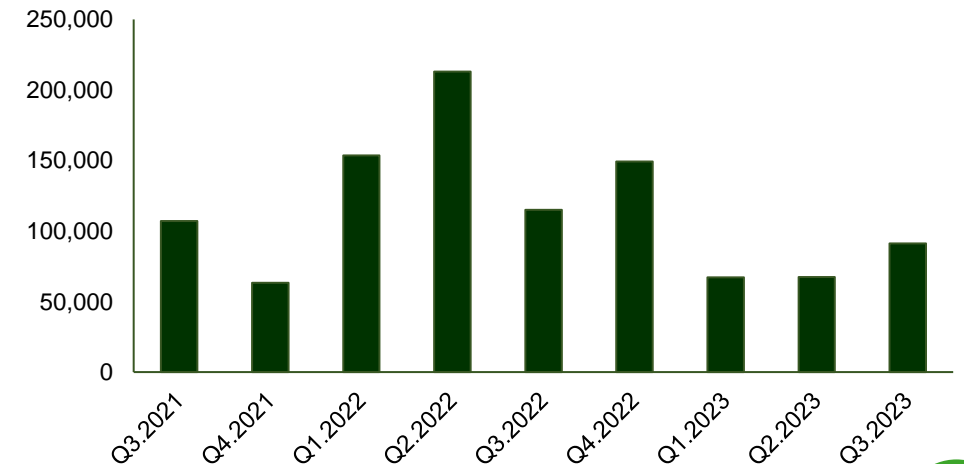
- Tỷ lệ hấp thụ đối với sản phẩm mở bán khôi phục từ mức thấp kỉ lục trong Q1.2023.
- Một số chủ đầu tư bắt đầu nối lại hoạt động mở bán mới và thu về thành công nhất định.
- Nhiều nhà đầu tư với nguồn vốn nhàn rỗi và tầm nhìn đầu tư dài hạn tích cực sẵn tìm các bất động sản giảm giá sâu tại những khu vực nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Tuy vậy, hoạt động giao dịch nhìn chung vẫn ở mức rất thấp so với giai đoạn trước. Các sản phẩm được mở bán mới với số lượng hạn chế và chủ yếu là hàng tồn kho hoặc phân khu tiếp theo của dự án hiện hữu.

Lượng giao dịch căn hộ thành công và tỷ lệ hấp thụ tại Hà Nội và TP.HCM (đv: căn)



Lượng giao dịch đất nền thành công (đv: giao dịch)





Mặc dù đã có sự hạ nhiệt đối với một số phân khúc và khu vực, mặt bằng giá BĐS nhìn chung vẫn ở mức cao:

- Hoạt động mua bán trầm lắng khiến mặt bằng giá chưa phản ánh đúng tình hình cung cầu và giá trị của BĐS. Nhiều chủ sở hữu vẫn neo mức giá rao bán cao dù không có giao dịch.
- Các chủ đầu tư dự án/ đại lý BĐS ngần ngại trong việc giảm giá bán sản phẩm mới:
 - Lo ngại ảnh hưởng tới mặt bằng giá của các phân khu/ đợt mở bán tiếp theo của dự án và quyền lợi của các đối tác, sàn giao dịch tham gia đầu tư và phân phối dự án.
 - Ảnh hưởng tới giá trị tài sản đảm bảo cho các khoản vay.
 - Đối với thị trường Hà Nội & TP.HCM, nguồn cung thấp trong thời gian dài tạo điều kiện để các chủ đầu tư duy trì mức giá bán cao.

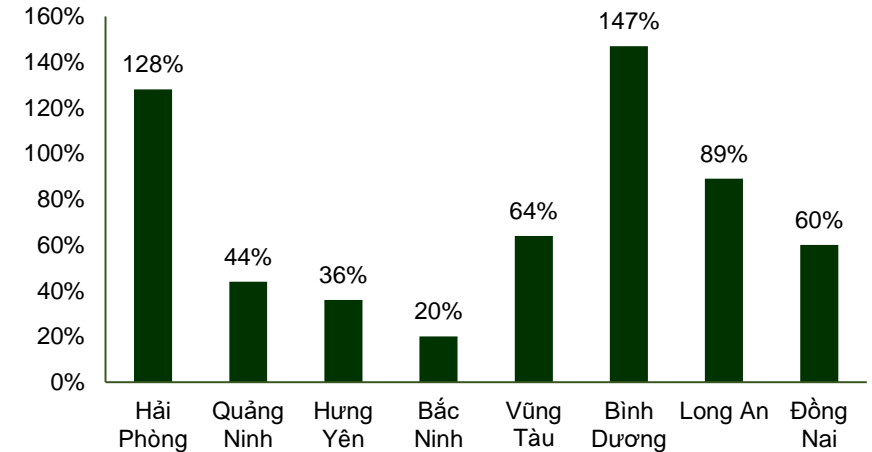
Thay vào đó, các chủ đầu tư áp dụng các chính sách (1) Tặng gói nội thất, (2) Tăng chiết khấu thanh toán, (3) Giãn thời gian thanh toán và hỗ trợ lãi suất để kích thích giao dịch (có thể dễ dàng rút lại khi thị trường thuận lợi).



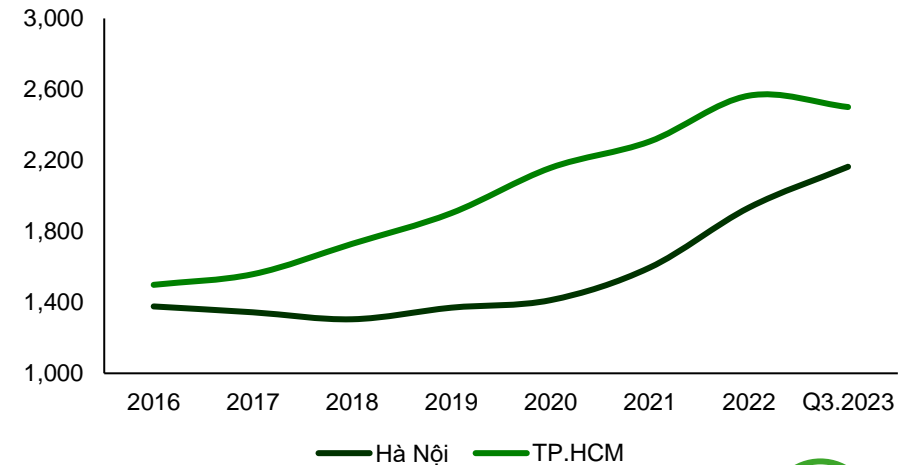
Kéo dài thời gian để thị trường đạt trạng thái cân bằng và bắt đầu phục hồi, đồng thời giảm tác động từ các chính sách hỗ trợ

- Mặt bằng giá chưa đủ hấp dẫn để kích thích nhu cầu đầu tư.
- Người có nhu cầu ở thực vẫn ngần ngại mua nhà dù lãi suất hạ nhiệt do giá nhà cao.

Mức tăng giá đất nền tại Q3.2023 so với Q1.2018 tại một số địa phương



Mặt bằng giá chào bán căn hộ mới (đv: USD/ m2)

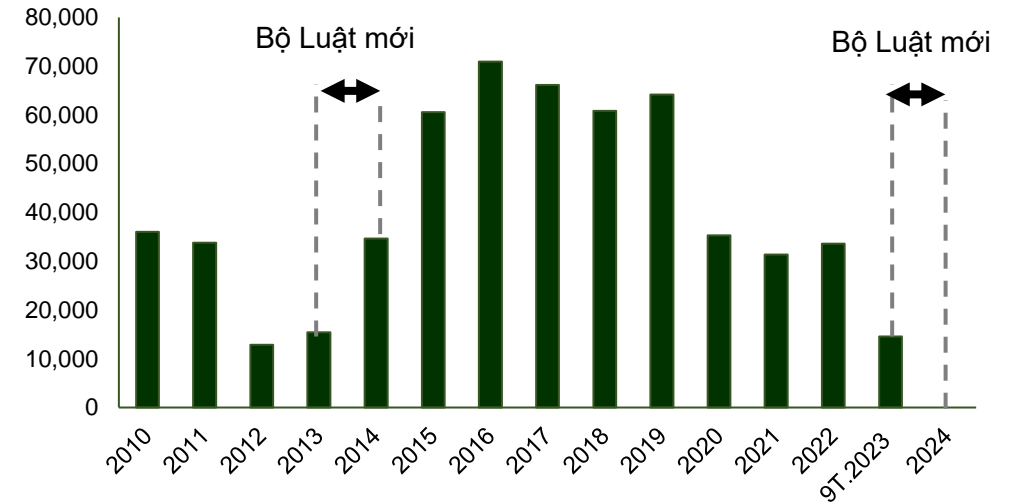


- Việc thông qua các bộ Luật sửa đổi (Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh BĐS, Luật Đất đai) kỳ vọng sẽ thúc đẩy tích cực tâm lý thị trường trong năm 2024 và tạo điều kiện cho sự phục hồi của thị trường:
 - Các cơ quản lý có cơ sở để bắt đầu đẩy mạnh xử lý, thông qua hồ sơ pháp lý dự án theo điều chỉnh của hệ thống luật mới.
 - Trong quá khứ, việc ban hành các bộ Luật mới trong giai đoạn 2013-2014 đã góp phần thúc đẩy mạnh mẽ nguồn cung dự án và hoạt động giao dịch trong các năm tiếp theo.

Tuy vậy, chúng tôi lưu ý rằng:

- Sẽ cần thêm thời gian khoảng 6 tháng – 1 năm để các quy định mới mang đến tác động thực tế.
- Các bộ Luật được sửa đổi theo hướng chặt chẽ hơn về điều kiện kinh doanh, bán hàng và yêu cầu đối với các chủ đầu tư.
- Một số vướng mắc hiện hữu vẫn chưa được quy định cụ thể tại các văn bản Luật và cần chờ ban hành các hướng dẫn cụ thể hơn.

Lượng căn hộ mở bán mới ở Hà Nội và TP.HCM (đv: căn)



Tiến độ ban hành các Bộ Luật mới

Luật Nhà ở

Đã thông qua tại tháng 11.2023

Luật Kinh doanh BĐS

Đã thông qua tại tháng 11.2023

Luật Đất đai

Dự kiến thông qua đầu năm 2024

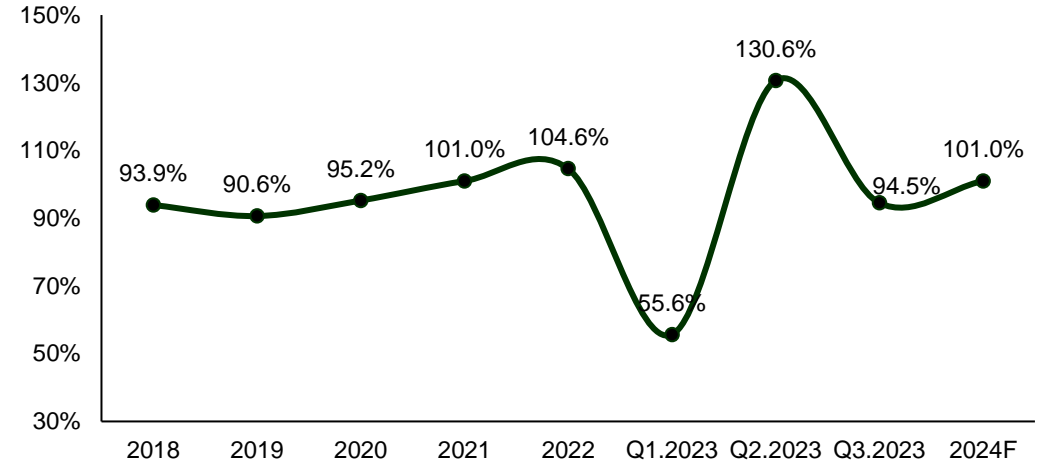
Hoạt động giao dịch tại một số khu vực/ phân khúc kỳ vọng cải thiện tích cực trong năm 2024, khi:

- ▼ Mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà bắt đầu điều chỉnh giảm theo mặt bằng lãi suất huy động.
- ▼ Nguồn sản phẩm chất lượng sâu từ những người mua nhà sử dụng đòn bẩy cao trong giai đoạn thị trường sôi nổi đã được hấp thụ đáng kể.
- ▼ Sau một thời gian mặt bằng giá không còn giảm sâu và cơ bản đạt mức cân bằng, người mua nhà có xu hướng bắt đầu nói lại các kế hoạch mua BĐS cho mục tiêu an cư và đầu tư dài hạn.

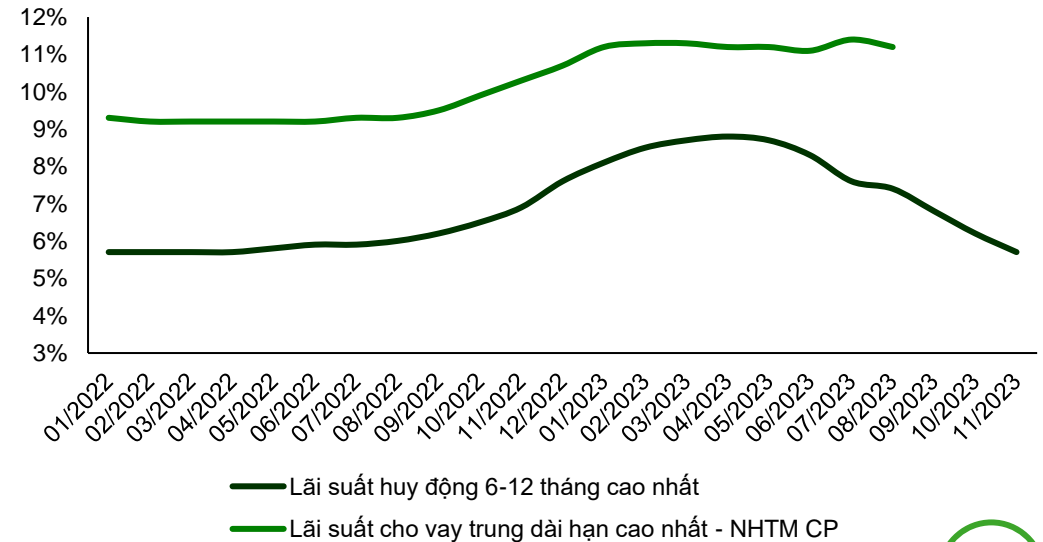
Thanh khoản một số khu vực có thể hồi phục sớm hơn thị trường chung:

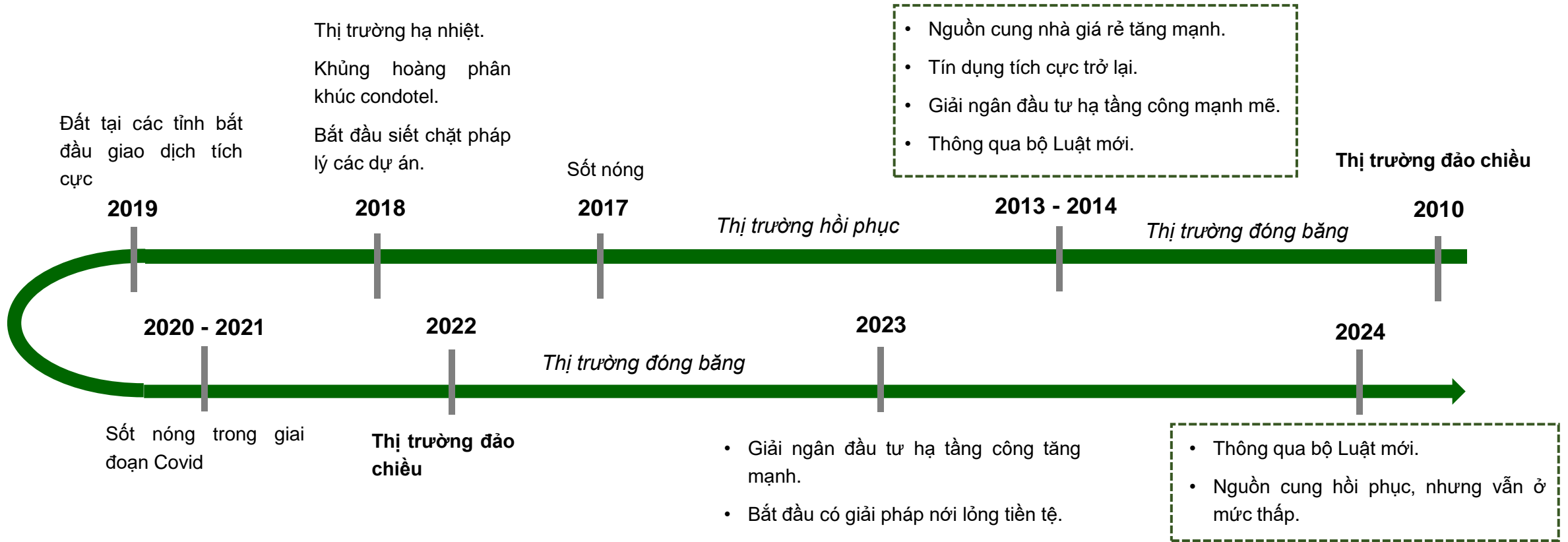
- Vùng lõi đô thị tại Hà Nội & TP.HCM, phục vụ nhu cầu ở thực của người dân.
- Khu vực thành phố tại các tỉnh thành sở hữu: (1) Tốc độ phát triển kinh tế và đô thị hóa cao; (2) Tiềm năng phát triển công nghiệp và thu hút lao động; (3) Kế hoạch phát triển trung tâm hành chính mới và mở rộng quy mô hành chính.

Tỷ lệ hấp thụ căn hộ mở bán tại Hà Nội & TP.HCM



Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay





Thị trường dự báo sẽ chưa sôi động trở lại trong năm 2024 do cần chờ thêm những động lực về nguồn cung, giải quyết tình trạng lệch pha cung cầu và tiếp cận vốn cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên, sự phân hóa mạnh mẽ sẽ bắt đầu thể hiện từ năm 2024 giữa các khu vực, phân khúc và doanh nghiệp.

- ♥ **Một số doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn nghiêm trọng về thanh khoản** có thể phải chấp nhận rời khỏi thị trường, hoặc chuyển nhượng dần danh mục dự án/ mảng kinh doanh để xử lý các nghĩa vụ nợ.
- ♥ Các doanh nghiệp quy mô lớn có dự án bị tắc nghẽn về pháp lý, nguồn vốn vẫn tích cực được hỗ trợ để tránh rủi ro nợ xấu và tình trạng dự án treo nhiều năm. Tuy nhiên, **một số doanh nghiệp dự báo sẽ khó khôi phục vị thế và quy mô phát triển dự án như trước đó** xét đến:

Các doanh nghiệp có thể bứt phá trong chu kỳ mới của thị trường:



Pháp lý, quỹ đất

Quỹ đất sạch, ít gặp vướng mắc pháp lý.

Đã hoàn thành pháp lý/ đang kinh doanh ổn định đối với các dự án hiện hữu.

Sở hữu năng lực đấu thầu, phát triển dự án tạo sản phẩm thực tế.

Quy hoạch dự án bài bản, tạo giá trị gia tăng tốt cho sản phẩm.



Tài chính

Sở hữu cơ cấu tài chính khỏe mạnh, không phụ thuộc vào các hình thức bán nhà trên giấy khi dự án chưa đủ điều kiện kinh doanh.

Chu kỳ phát triển dự án và bán hàng ngắn, không bị sa lầy tại các dự án quá lớn so với nguồn lực doanh nghiệp hoặc nhu cầu thị trường.



Dự án

Sản phẩm phù hợp nhu cầu thị trường và có khả năng thu hút cư dân ở thực.

Ưu tiên các dự án đã mở bán thành công trước khi thị trường đảo chiều và hiện đã thu hút lượng cư dân nhất định.

Diễn biến giá



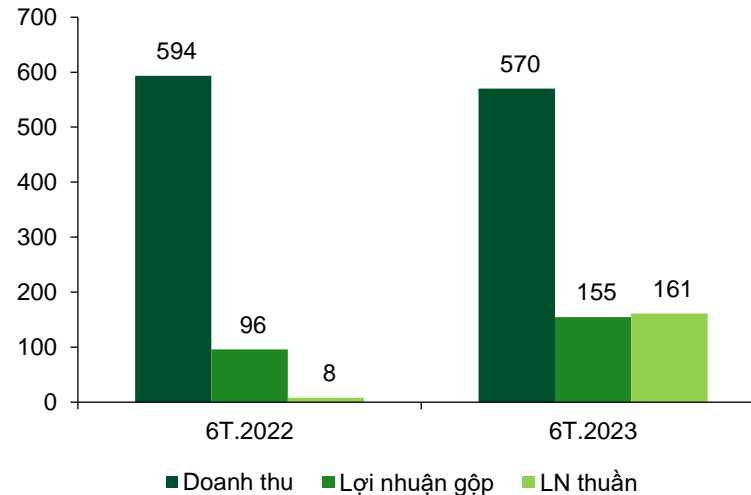
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	6.248 – 14.500
GTGD bình quân 52T	8.155.439
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.152
P/E	19,65
P/B	0,70
% NN sở hữu	2,74%
Dự phóng KQKD 2023 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập	2.806
Lợi nhuận thuần	495

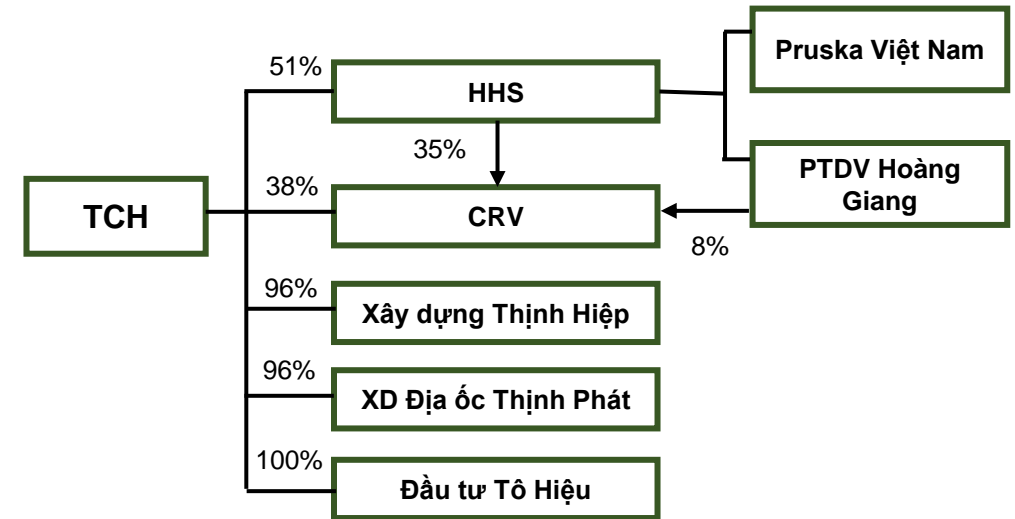
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- TCH là một doanh nghiệp Holdings kiểm soát các doanh nghiệp thành viên thuộc hệ thống tập đoàn Hoàng Huy với hai lĩnh vực kinh doanh chính là: (1) Phân phối xe đầu kéo, (2) Phát triển bất động sản. Trong đó, mảng kinh doanh chủ đạo là bất động sản với nhiều dự án điểm nhấn trên địa bàn thành phố Hải Phòng.
- KQKD 6T.2023** (năm tài chính bắt đầu từ 01/04): TCH ghi nhận doanh thu đạt 570 tỷ đồng (-4,0% yoy). Mặc dù không còn ghi nhận doanh thu mảng xây lắp, TCH vẫn cơ bản duy trì mặt bằng doanh thu nhờ việc tiếp tục bàn giao dự án Hoàng Huy Grand Tower. Ngoài ra, nhờ sự bùng nổ của mảng bất động sản với biên lợi nhuận cao, lợi nhuận thuần của doanh nghiệp tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ.

KQKD hợp nhất của TCH (đv: Tỷ đồng)



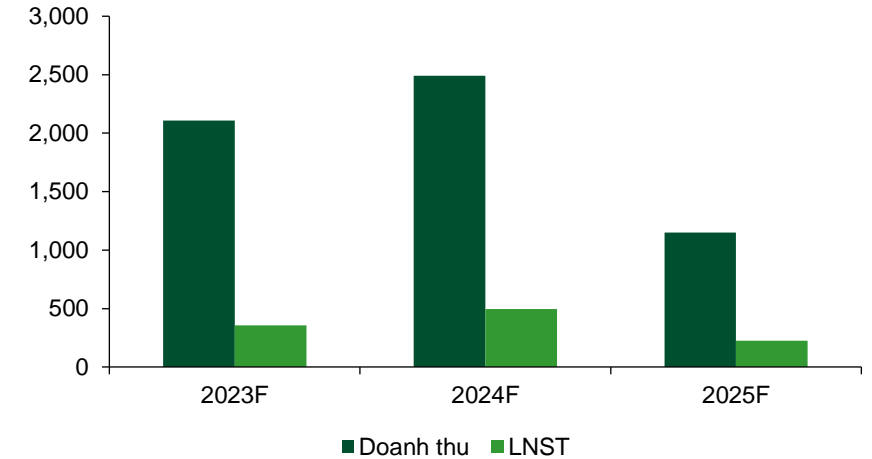
Cơ cấu các doanh nghiệp thành viên của TCH



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✔ Thành phố Hải Phòng kỳ vọng là một trong những thị trường BĐS hồi phục sớm hơn cả nước và sở hữu nhiều dự địa phát triển trong dài hạn.
- ✔ **Bắt đầu bàn giao khối H1 dự án Hoàng Huy Commerce và ghi nhận lợi nhuận lớn:**
 - CRV (công ty con của TCH) dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao và ghi nhận lợi nhuận tại 3 khối căn hộ H1 tại dự án Hoàng Huy Commerce từ đầu năm 2024 với tổng LNST dự kiến gần 1.000 tỷ đồng.
 - Việc hạch toán lợi nhuận từ Hoàng Huy Commerce tạo điều kiện để CRV: (1) Gia tăng tỷ lệ chi trả cổ tức về công ty mẹ; (2) Bắt đầu kế hoạch nhận chuyển nhượng các dự án tiếp theo từ TCH.
- ✔ **Dự án Hoàng Huy New City dự kiến bắt đầu đem về dòng tiền từ năm 2024:**
 - Phân khu đầu tiên hiện đang trong quá trình xây dựng phần thô các căn liền kề và thi công công trình kỹ thuật, dự kiến có thể bắt đầu mở bán trong năm 2024.
 - Với mức giá bán khá cao, phân khu liền kề đầu tiên tại dự án kỳ vọng có thể mang về cho TCH khoảng 3.800 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong giai đoạn 2024 – 2025.
- ✔ **Vị thế tài chính tốt trong việc phát triển dự án:**
 - Quy mô tiền mặt lớn và không sử dụng nợ vay
 - Nhờ mô hình chuyển nhượng dự án cho CRV, TCH có thể ghi nhận sớm lợi nhuận tiềm năng từ các dự án và thu về dòng tiền phục vụ phát triển dự án mới.

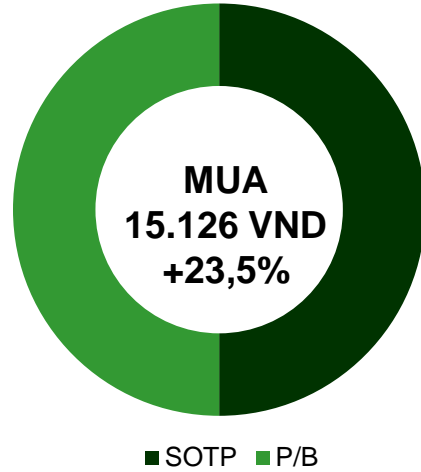
KQKD ghi nhận từ khối H1 dự án HH Commerce (đv: Tỷ đồng)



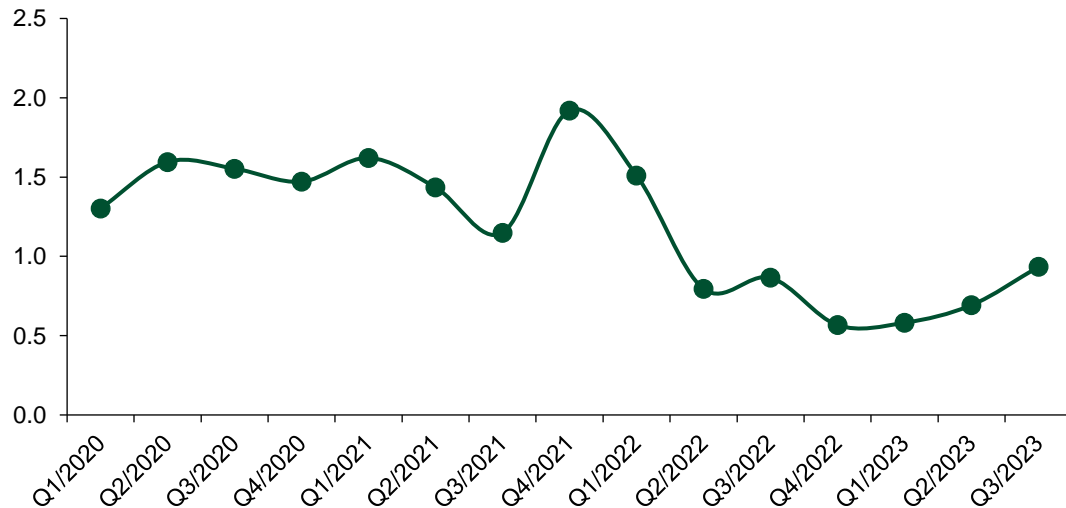
Các dự án BĐS của TCH trong giai đoạn 2024 - 2028

Dự án	Tổng diện tích (m2)	Mức đầu tư (Tỷ đồng)
Tòa H2 Hoàng Huy Commerce	5.150	1.250
Hoàng Huy New City (X. Tân Dương & Dương Quan)	650.000	8.500
Hoàng Huy Green River (X. Hoa Động)	620.000	14.000

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD (Theo năm tài chính của TCH)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu	2.093	2.806	4.283
+/- yoy (%)	-24,0%	34,0%	52,7%
Lợi nhuận thuần	246	495	920
+/- yoy (%)	-38,6%	101,4%	85,8%
EPS (VND/cổ phiếu)	368	741	1.377

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu bàn giao và ghi nhận doanh thu tại khối H1 dự án Hoàng Huy Commerce từ cuối năm tài chính 2023.
- Khối H2 Hoàng Huy Commerce chưa được triển khai trong năm 2024.
- Dự án Hoàng Huy New City được TCH trực tiếp triển khai và kinh doanh (thay vì chuyển nhượng cho CRV).

Một số rủi ro

- Phần diện tích đất chưa được giao tại dự án Hoàng Huy New City và Hoàng Huy Green River sẽ có giá vốn cao hơn đáng kể do không còn lợi thế đối ứng quỹ đất từ dự án BT.
- Việc chuyển nhượng dự án cho CRV có thể gây thất thoát một phần lợi ích.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên độ giao động 1 năm	19,1 – 40
Giá trị GD trung bình 52T	2.378.937
Vốn hóa (Tỷ đồng)	14.326
P/E	22,64x
P/B	1,09x
% Sở hữu nước ngoài	43,07%

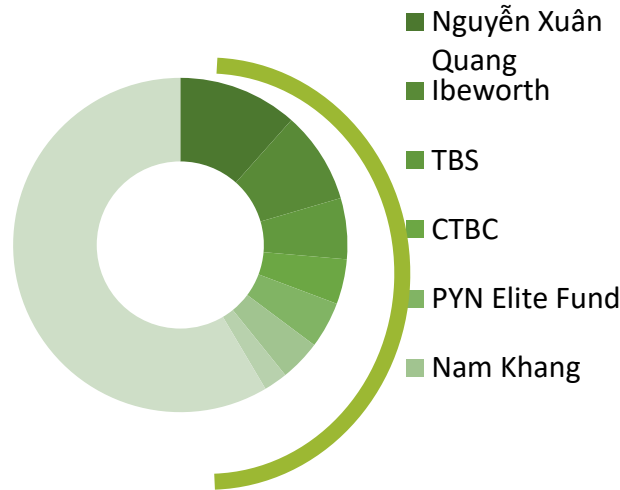
Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

DTT	3.624 (-6%)
LNST	383 (-1%)

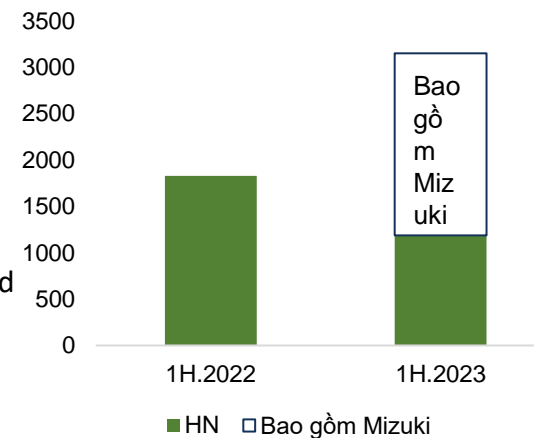
TỔNG QUAN

- NLG là công ty phát triển BĐS lớn trên sàn thuộc phân khúc trung cấp và nhà ở vừa túi tiền. Hiện đang sở hữu quỹ đất hơn 680ha đang trong giai đoạn kinh doanh.
- Các dự án của NLG ban đầu tập trung tại TPHCM sau này dịch chuyển dần sang các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Long An.
- NLG là một trong số ít các công ty BĐS có năng lực tài chính tốt và có thể tồn tại qua giai đoạn khó khăn nhất của thị trường.

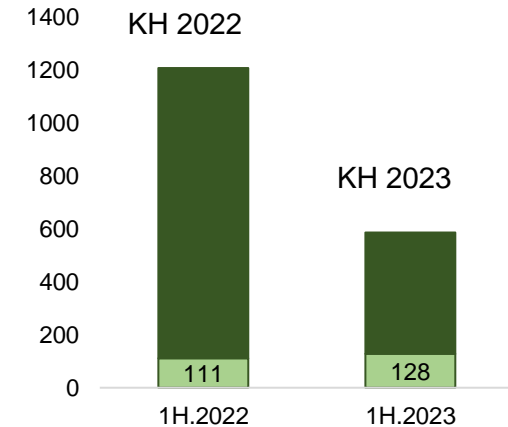
Cơ cấu cổ đông



Doanh thu

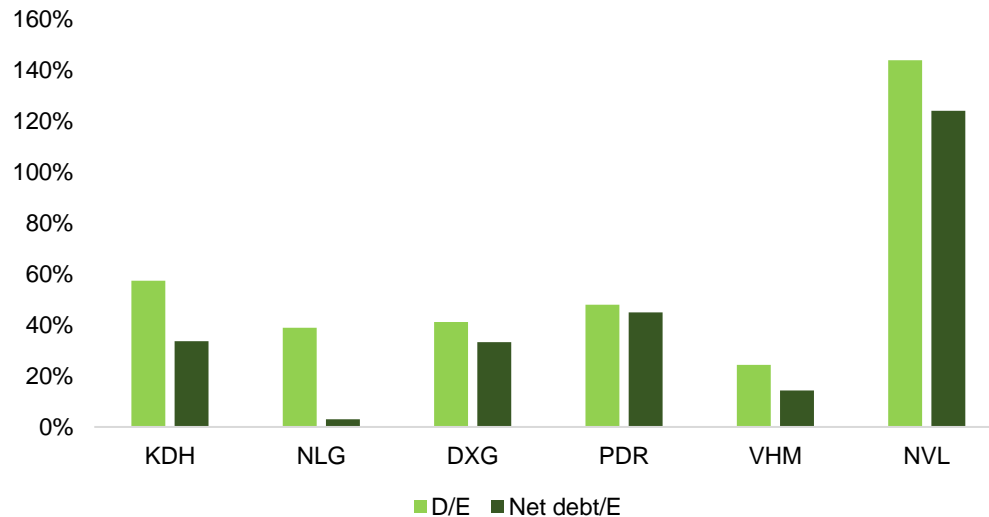


NPATMI

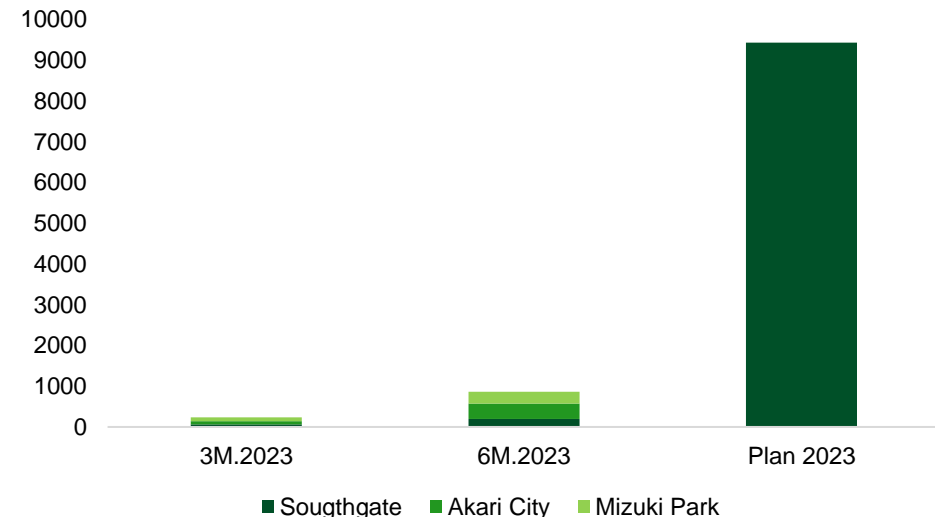


- Các sản phẩm phân khúc vừa túi tiền, phù hợp cho nhu cầu ở thực có tín hiệu hồi phục đầu tiên.** Dự án Akari city GD 2 mở bán trong giai đoạn khó khăn nhất của thị trường nhưng tỷ lệ hấp thụ vẫn đạt mức trên 60% (AK 7 8 9 mở bán năm 2022, và AK NEO mở bán tháng 9/2022). Chuẩn bị mở bán giai đoạn tiếp theo của Ehome Southgate với giá khoảng 1 – 1,2 tỷ đồng/căn, EHomeS Cần Thơ. 1H.2023 NLG vẫn có lượng Pre-sale lên tới gần 1.500 tỷ đồng từ Akari City và Southgate.
- Sản phẩm Ehome hay Ehome S được đón nhận rất tích cực trong giai đoạn thị trường khó khăn**
- Chiến lược hợp lý khi liên kết với các đối tác ngoại tham gia phát triển dự án.** NLG thường bán khoảng 50% các dự án cho các đối tác nước ngoài như Nhật Bản... để phát triển các dự án một cách bài bản, đồng thời thu ngay dòng tiền về sớm. Các dự án triển khai dạng này điển hình như Akari City, Mizuki Park, tới đây là Paragon Đại Phước.
- Tình hình tài chính lành mạnh:** D/A và D/E lần lượt đạt 0.38 lần và 0,19 lần vào cuối Q2.2023 – là một trong những công ty BĐS trên sàn có đòn bẩy tài chính lành mạnh nhất.
- Tuy nhiên các dự án đang bị đình trệ hoặc điều chỉnh lại sản phẩm mục tiêu như: Paragon Đại Phước (đang hoàn thiện thủ tục chuyển nhượng nốt 25% trong số 50%) và Izumi City điều chỉnh lại quy hoạch để đưa ra các sản phẩm có mức giá phù hợp hơn với thị trường.**

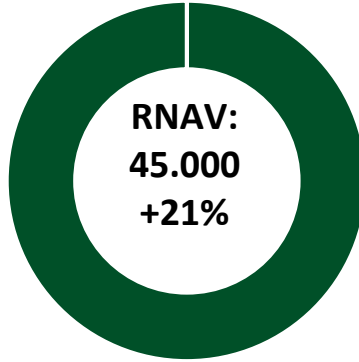
Đòn bẩy tài chính



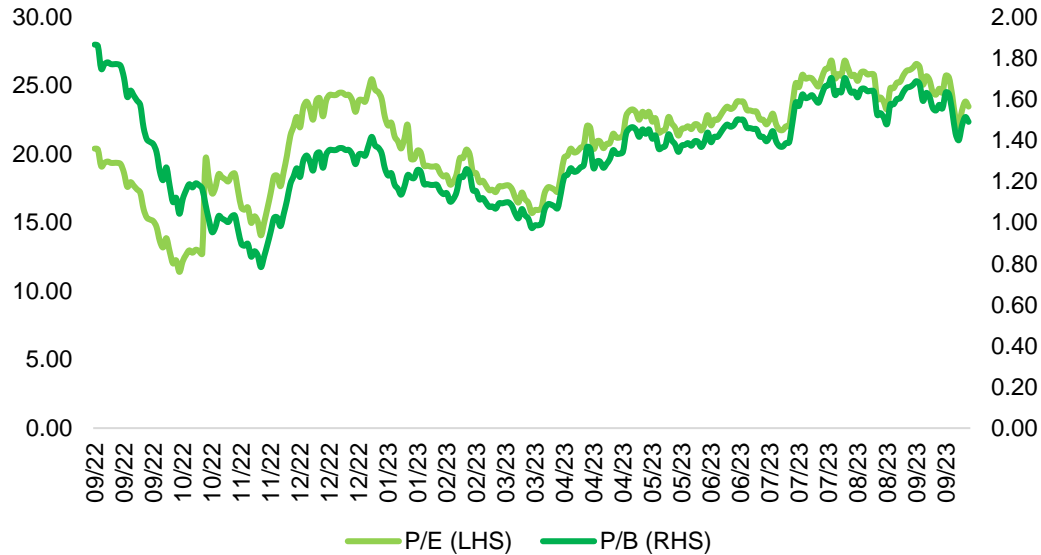
Presales (tỷ đồng)



MUA



Lịch sử định giá



DỰ PHÒNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
DTT	4.339	3.850	3.624
+/-yoy (%)	-17%	-11%	-6%
LNST sau CĐTS	309	386	383
+/- %	-24%	25%	-1%
EPS (VND)	2.286	1.009	1.001

GIẢ ĐỊNH

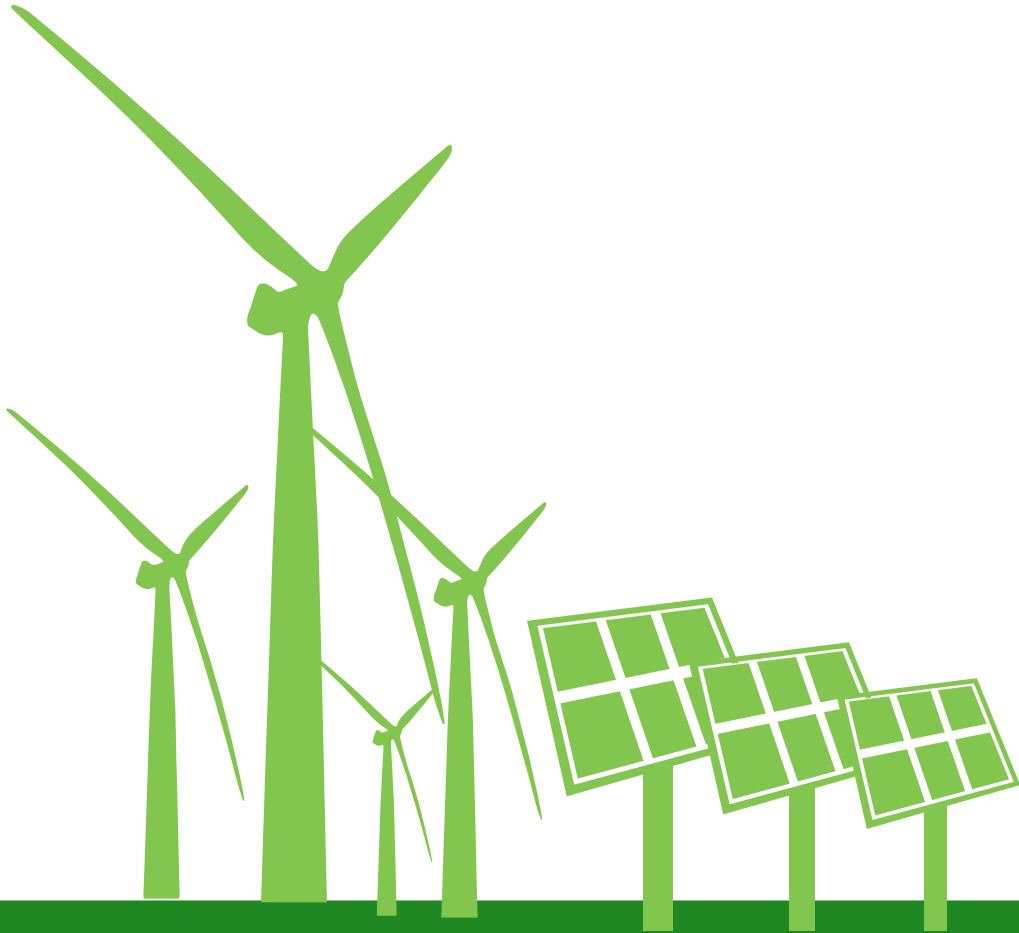
- Izumi City bàn giao hết trong 2023 và 2024
- Akari City bàn giao từ cuối 2024 đến hết 2025
- Bàn giao hết The Aqua, Rivera tới 2026.
- Bàn giao Nam Long HP từ 2026

RỦI RO

- Dòng vốn đầu tư chậm lại
- Pháp lý, giải phóng

NGÀNH ĐIỆN

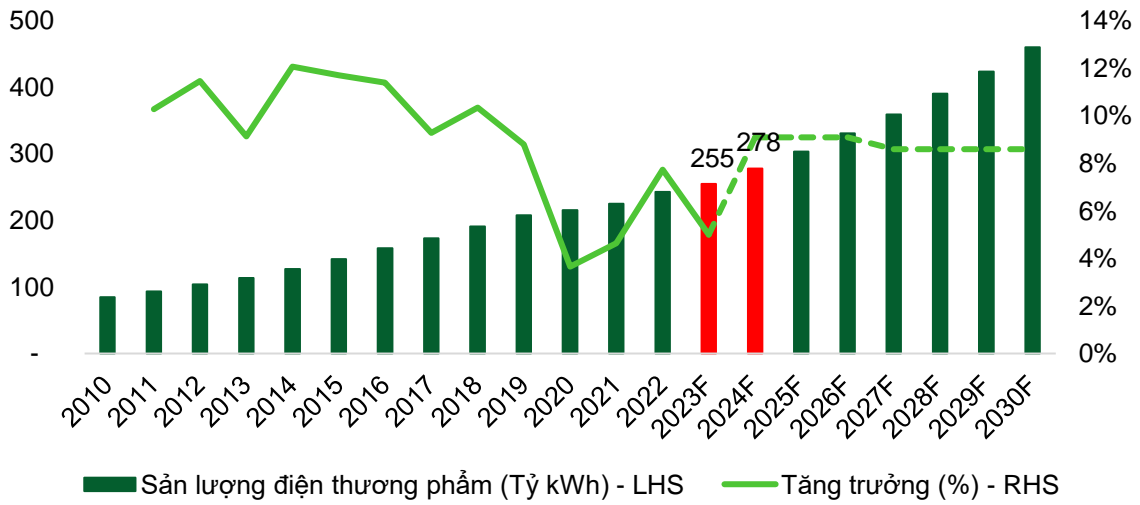
TV2 – 51.000 (+30%)



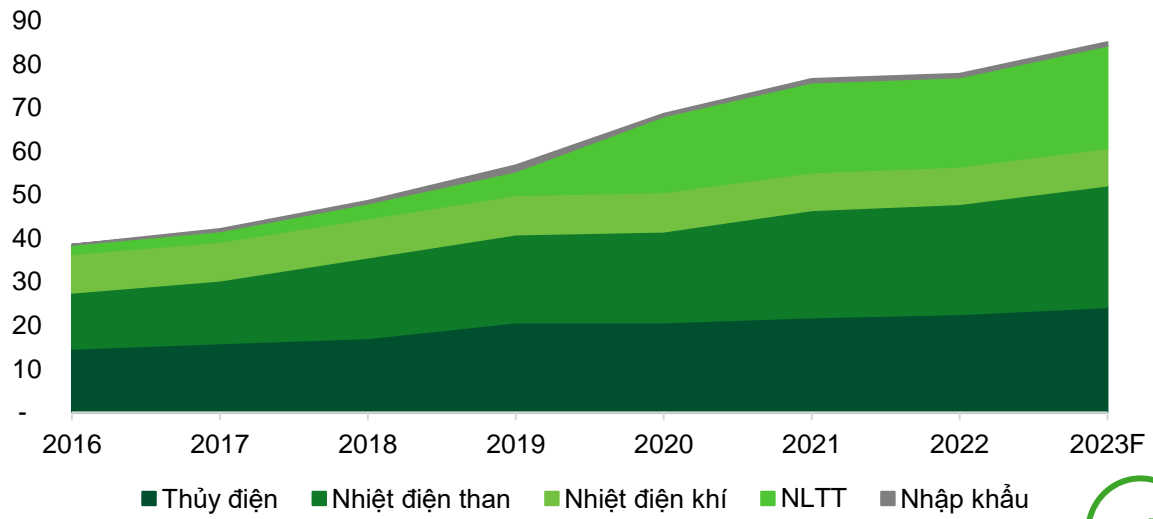
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm sẽ tăng trưởng lần lượt 5% và 9,1% trong năm 2023 và 2024 do (1) Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động sản xuất công nghiệp trong nước sẽ dần phục hồi trong nửa cuối năm và đầu năm 2024 nhờ các tín hiệu khả quan từ nhu cầu của các thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam như Hoa Kỳ và EU khi các ngân hàng trung ương trên toàn cầu đã dần đi đến cuối chu kỳ thắt chặt lãi suất; (2) Thị trường bất động sản trong dần hồi phục nhờ các chính sách tháo gỡ khó khăn của Chính Phủ qua đó thúc đẩy sự phục hồi của các hoạt động xây dựng; (3) Ngoài ra thời tiết khô nóng hơn vào các tháng mùa khô do ảnh hưởng của El Nino cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng các thiết bị điện của khu vực dân cư.

Trong năm 2023, dự kiến sẽ có khoảng 4.298 MW nguồn điện mới đi vào vận hành. Các dự án nhiệt điện than mới đi vào vận như: Thái Bình 2 (1.200 MW) và Vân Phong I (1.432 MW). Ngoài ra còn có sự đóng cửa của 779 MW thủy điện lớn, 857 MW thủy điện nhỏ và chúng tôi kỳ vọng 4.190 MW công suất NLTT chuyển tiếp sẽ đàm phán thành công giá bán tạm thời với EPTC và bắt đầu vận hành thương mại. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá công suất nguồn trong năm 2024 sẽ không có sự tăng trưởng cao so với các năm gần đây do (1) Các dự án nhiệt điện than lớn đang được triển khai hiện nay đều trong tình trạng chậm tiến độ; (2) Các dự án nhiệt điện khí sử dụng nguồn khí nội địa sẽ bắt đầu vận hành vào năm 2026 theo kế hoạch và các dự nguồn điện khí LNG vẫn đang trong quá trình đàm phán hợp đồng mua bán điện. (3) Công suất NLTT chững lại do các vướng mắc về chính sách, kế hoạch triển khai cũng như cơ chế giá phù hợp.

Sản lượng điện thương phẩm

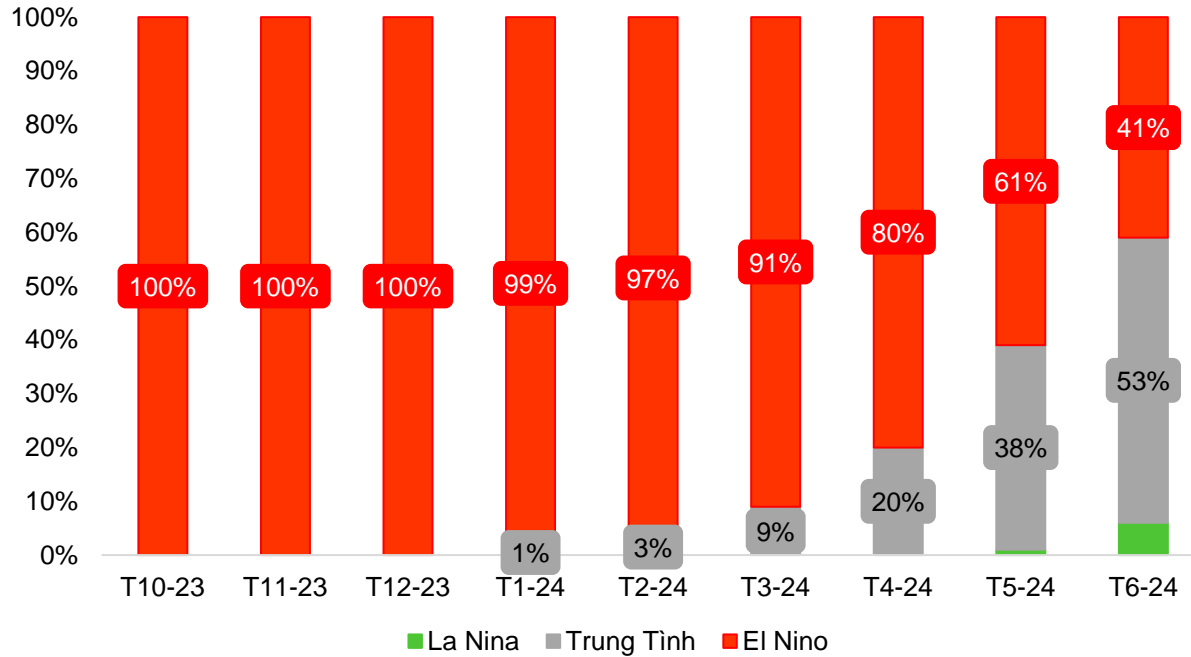


Công suất nguồn điện hệ thống (GW)

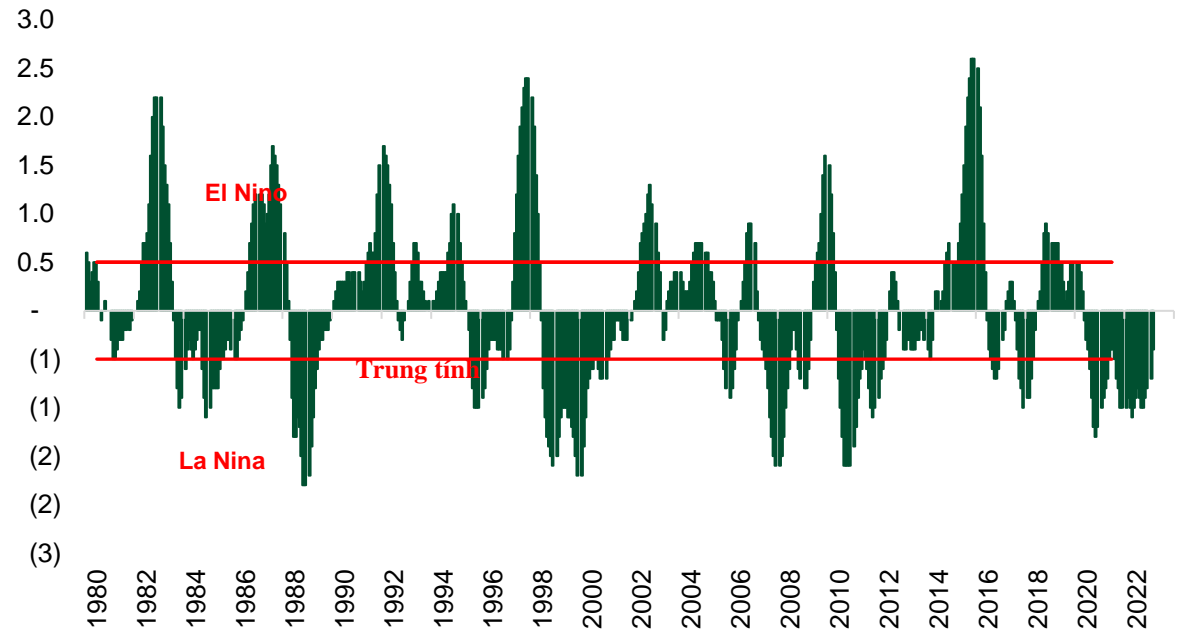


- Cơ quan Đại dương và khí quyển quốc gia Mỹ (NOOA) xác nhận chu kỳ El Nino chính thức bắt đầu vào T6.2023 và theo dự báo mới nhất của IRI, trạng thái El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến tháng 04/2024 với xác suất trên 80%.** Chu kỳ El Nino thường mang lại môi trường kinh doanh tốt cho các doanh nghiệp nhiệt điện vào các tháng cao điểm mùa khô khi lượng mưa vào thời gian này sẽ thấp hơn đáng kể so với mức TBNN và làm giảm sản lượng huy động của các nhà máy thủy điện.
- Chúng tôi đánh giá, cùng với trạng thái El Nino, chúng tôi đánh giá sản lượng huy động của các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ có mức tăng trưởng tốt trong năm 2024** do (1) Sản lượng điện thương phẩm kỳ vọng phục hồi khi hoạt động sản xuất và xây dựng khởi sắc; (2) Nguồn nguyên liệu đầu vào như than đá và khí đốt dần ổn định hơn giúp các nhà máy có thể vận hành ổn định, liên tục.

Xác suất xảy ra các trạng thái El Nino và La Nina



Thay đổi nhiệt độ bề mặt biển ở khu vực xích đạo Thái Bình Dương



- Chúng tôi kỳ vọng giá bán bình quân trên thị trường điện CGM sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2024 khi sản lượng nhiệt điện với giá thành sản xuất cao sẽ được tăng cường huy động do ảnh hưởng từ El Nino trước khi hạ nhiệt trở lại vào năm 2025 do chúng tôi kỳ vọng chu kỳ La Nina sẽ chính thức quay trở lại và giá nguyên vật liệu đầu vào như than đá và khí đốt sẽ quay trở lại mức giá ở giai đoạn 2020-2021.
- Giá LNG nhập khẩu tại khu vực Châu Á hạ nhiệt sẽ mang đến tín hiệu tích cực cho quá trình đàm phán hợp đồng mua bán điện PPA và hợp đồng mua bán khí GSA giữa các chủ đầu tư các nhà máy nhiệt điện khí LNG và EPTC, PV GAS. Khó khăn lớn nhất hiện nay là vấn đề đàm phán tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) làm cơ sở để các chủ đầu tư có thể thu hồi được vốn đầu tư và đáp ứng được các nghĩa vụ tài chính với các ngân hàng hiện nay.
- Chúng tôi đánh giá giá bán lẻ điện có khả năng sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng trong năm 2024. Sau 2 lần điều chỉnh tăng, giá bán lẻ điện bình quân hiện ở mức 2.006,79 đồng/kWh, vẫn thấp hơn khoảng 4,5% so với giá thành sản xuất được ước tính trong năm 2023 của EVN (2.098 đồng/kWh). Chúng tôi đánh giá nhiều khả năng sẽ có 1 đợt điều chỉnh tăng giá điện trong năm 2024 trong bối cảnh tình hình tài chính của EVN vẫn còn khó khăn do tỷ lệ các nguồn nhiệt điện có giá thành cao như nhiệt điện than và nhiệt điện khí được tăng cường huy động.

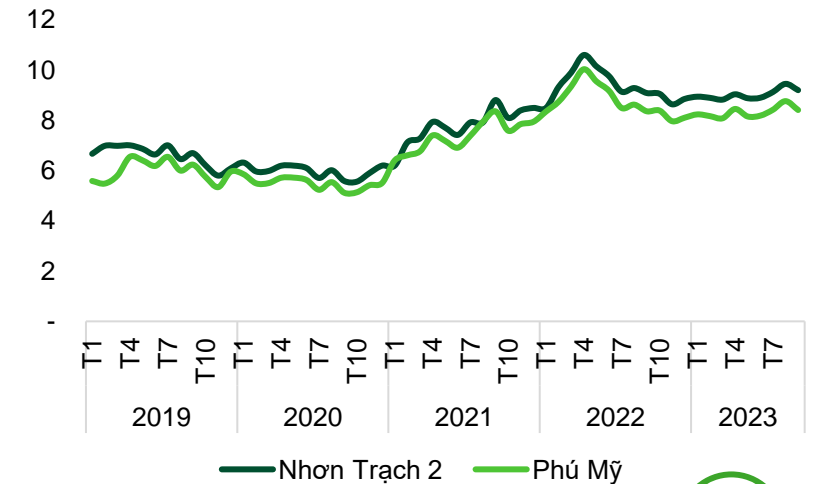
Diễn biến giá than Newcastle (USD/Tấn)



Giá khí thiên nhiên hóa lỏng LNG nhập khẩu châu Á (USD/MMBTU)

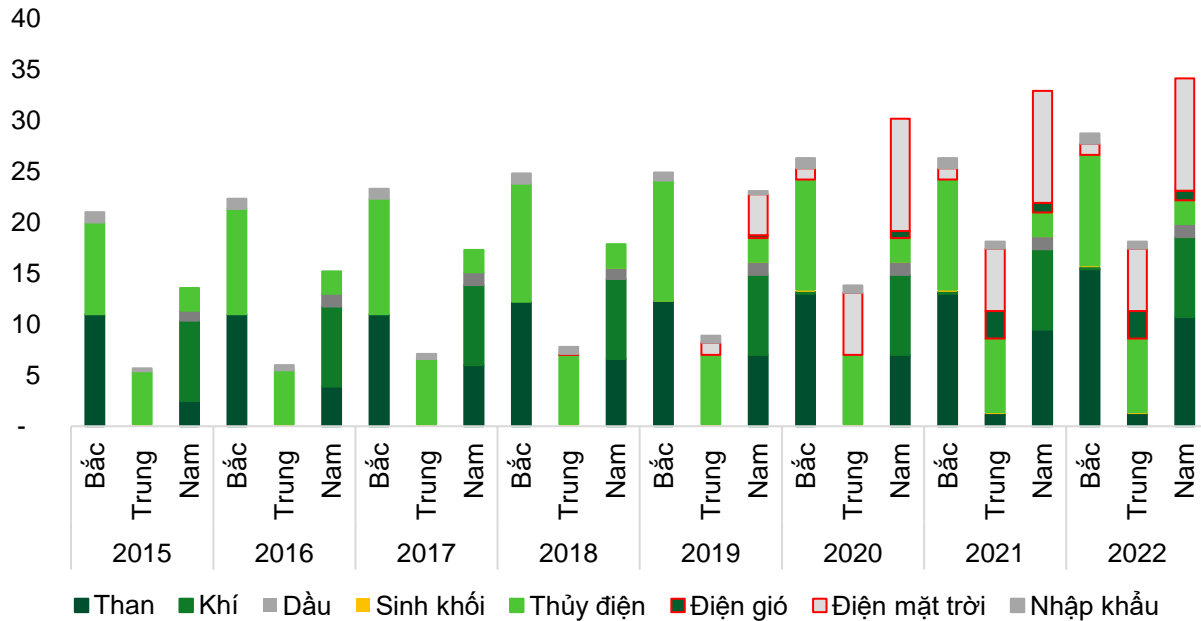


Giá khí đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện (USD/MMBTU)

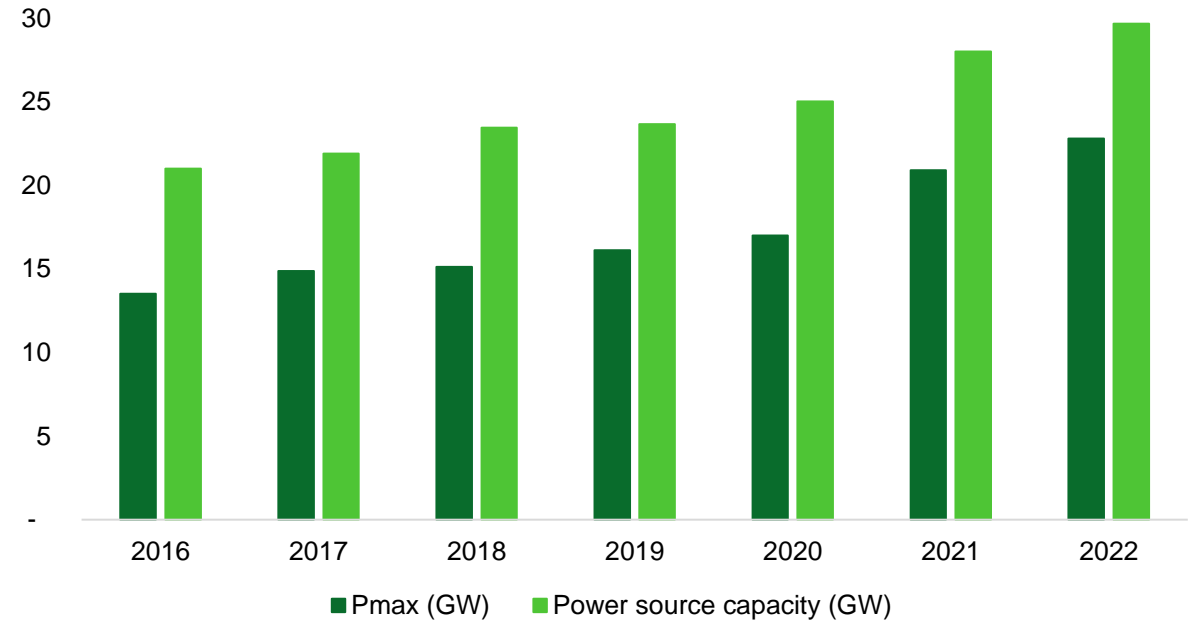


- Miền Bắc sẽ có nguy cơ cao thiếu điện trong mùa khô.** Trong giai đoạn 2016-2022, phụ tải đỉnh tại khu vực miền Bắc có tốc độ tăng trưởng khá cao, ở mức 9,1% hàng năm trong khi công suất nguồn điện mới chỉ tăng trưởng 5,9% hàng năm. Công suất nguồn điện cả nước tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2021 chủ yếu nhờ đóng góp từ NLTT ở khu vực miền Bắc và miền Nam trong khi các nguồn điện mới đi vào vận hành tại khu vực phía Bắc rất hạn chế. Các dự án nhiệt điện than lớn ở miền Bắc hầu hết đều bị chậm tiến độ so với kế hoạch ban đầu, gần đây nhất có sự bổ sung của nhiệt điện Thái Bình 2 (1.200 MW) và Vân Phong I (1.432 MW). Hiện nay, cơ cấu nguồn điện tại khu vực phía Bắc chủ yếu là nhiệt điện than (58%) và thủy điện (41%). Do đó khi vào các tháng cao điểm mùa khô trong năm 2024, chúng tôi đánh giá miền Bắc khả năng cao sẽ phải đối mặt với tình trạng thiếu điện.
- Các nhà máy nhiệt điện tại khu vực phía Bắc sẽ được huy động sản lượng cao vào năm 2024.**

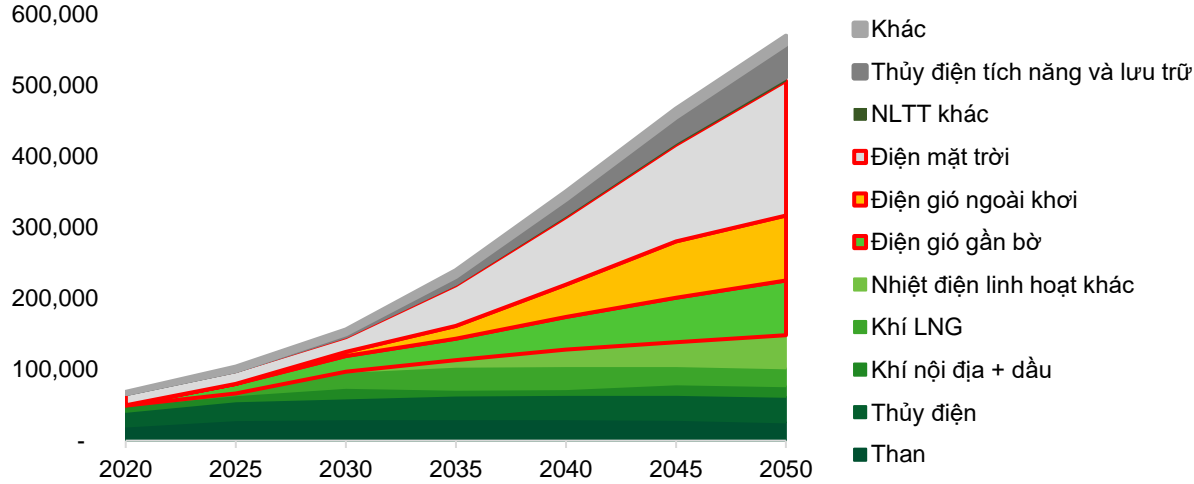
Công suất nguồn điện theo miền (GW)



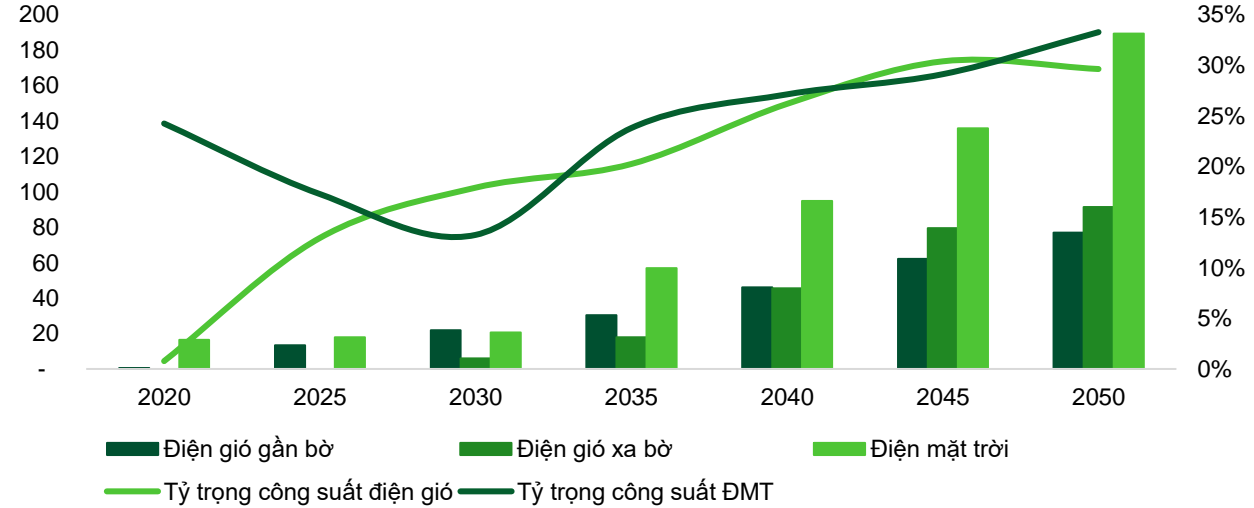
Công suất phụ tải đỉnh ở miền Bắc (GW)



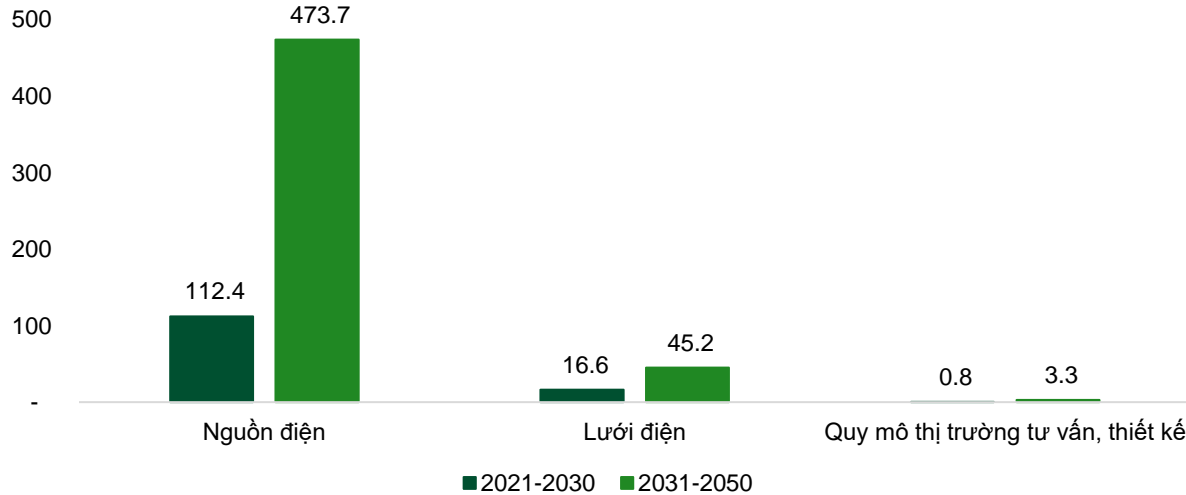
Công suất nguồn điện - Kịch bản phụ tải cao có dự phòng công suất (MW)



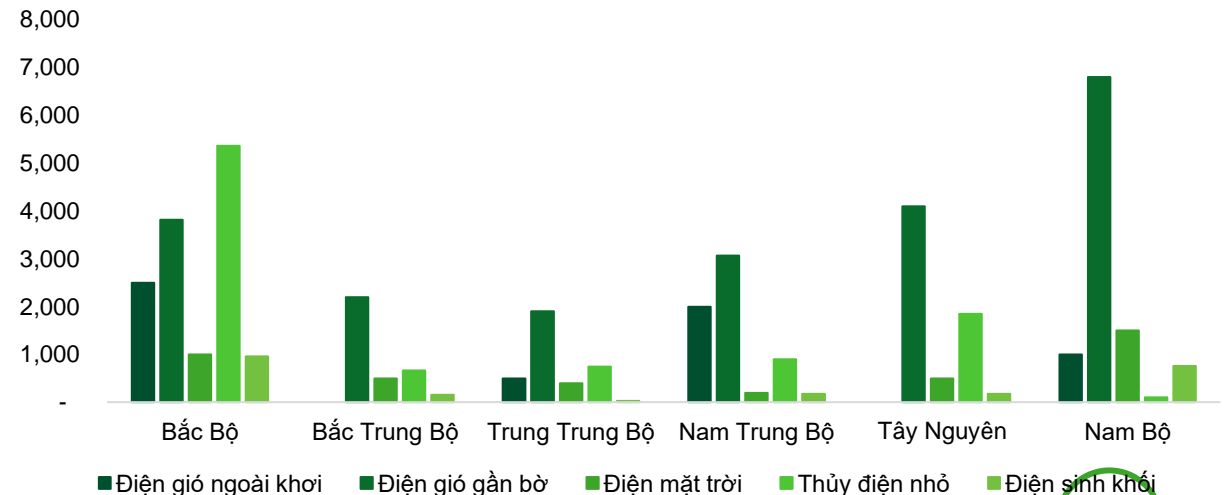
Công suất nguồn điện gió và điện mặt trời (GW)



Vốn đầu tư cho nguồn và lưới điện (Tỷ USD)

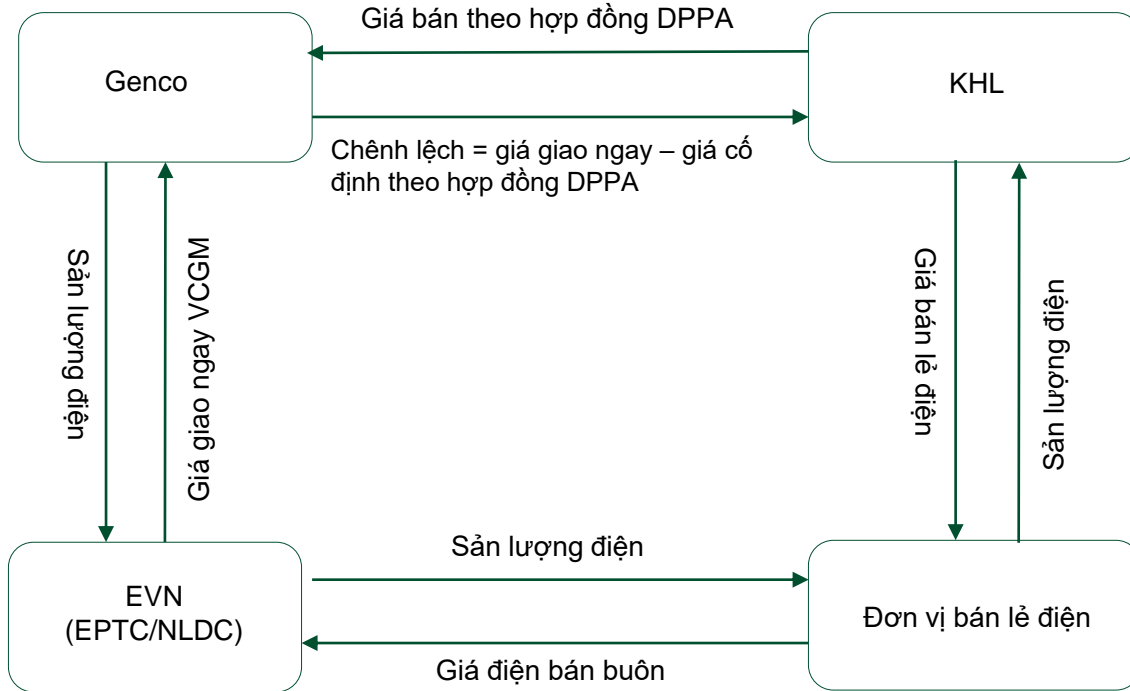


Công suất NLTT phát triển đến năm 2030 phân theo vùng (MW)

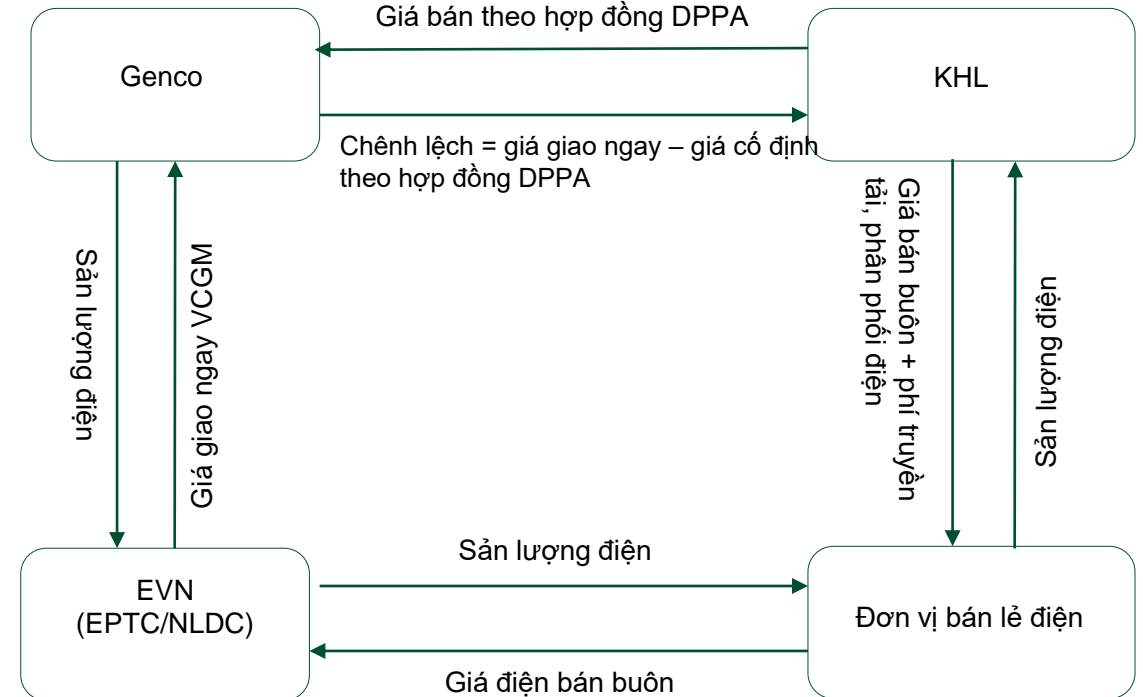


- ▼ Bộ Công Thương đã có báo cáo số 105/BC-BCT báo cáo Thủ tướng Chính phủ kiến nghị và đề xuất mô hình phù hợp để triển khai cơ chế DPPA.
- ▼ Chúng tôi đánh giá nếu triển khai cơ chế DPPA theo mô hình không có lưới điện kết nối trực tiếp với nhau sẽ cần phải chờ đợi các quy định pháp lý, hướng dẫn của Bộ Công Thương về cách xác định giá phân phối, giá điều độ và vận hành hệ thống điện và giá dịch vụ phụ trợ hệ thống điện.
- ▼ Chúng tôi đánh giá nếu được thành công triển khai, cơ chế DPPA sẽ mở ra hướng phát triển mới cho các dự án NLTT ở Việt Nam sau cơ chế giá FIT trước đây.

Cơ chế DPPA có kết nối lưới điện trực tiếp với nhau



Cơ chế DPPA không có kết nối lưới điện trực tiếp với nhau



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	19,6-42,7
GTGD bình quân 52T	263.420
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.302
P/E	29,47
P/B	8,57
% NN sở hữu	11,42%

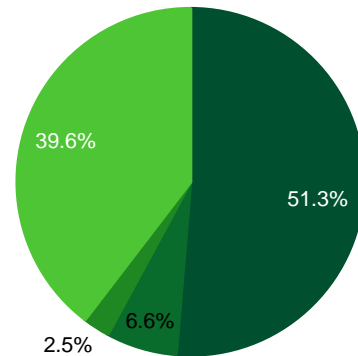
Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

Doanh thu thuần	9.066 (+10,1%)
LNST	797 (+28,6%)

TỔNG QUAN

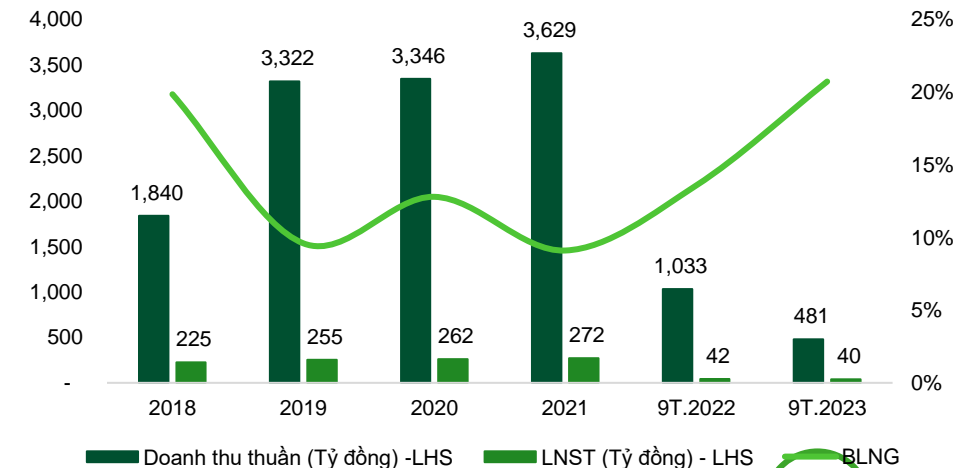
- TV2 hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, nghiên cứu khảo sát cho đến tổng thầu EPC, vận hành nhà máy điện và đầu tư các dự án nguồn điện.
- EVN đang nắm quyền chi phối khi sở hữu 51% cổ phần. Quỹ đầu tư PYN Elite Fund đang là cổ đông lớn thứ 2 khi sở hữu 6,58% cổ phần, CTCP Đầu tư Đoàn Việt sở hữu 2,5% cổ phần.
- 9T.2023, TV2 ghi nhận DTT đạt 481 tỷ đồng (-53,5% yoy) và LNST đạt 40 tỷ đồng (-4,9% yoy). KQKD ghi nhận mức sụt giảm ở hầu hết các lĩnh vực, cụ thể: doanh thu mảng xây lắp, cơ khí đạt 465 tỷ đồng (-54,2% yoy) do chưa hạch toán các gói thầu EPC các nhà máy điện đang thi công, chủ yếu là các hợp đồng tư vấn thiết kế và thi công TBA có biên lợi nhuận tốt hơn và đóng góp của hơn 425 MW công suất quản lý vận hành ký mới. Chi phí QLDN giảm mạnh còn 63 tỷ đồng (-37% yoy) do hoàn nhập chi phí dự phòng khi hết thời gian bảo hành dự án.

Cơ cấu cổ đông



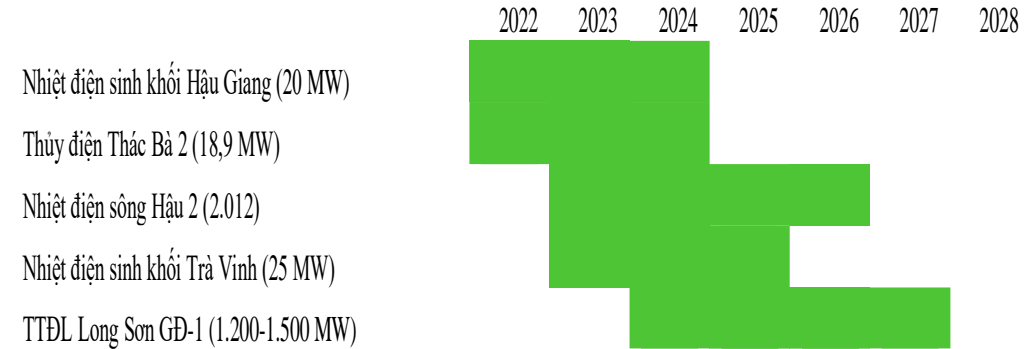
■ EVN ■ PYN Elite Fund ■ CTCP Đầu tư Toàn Việt ■ Khác

Kết quả kinh doanh

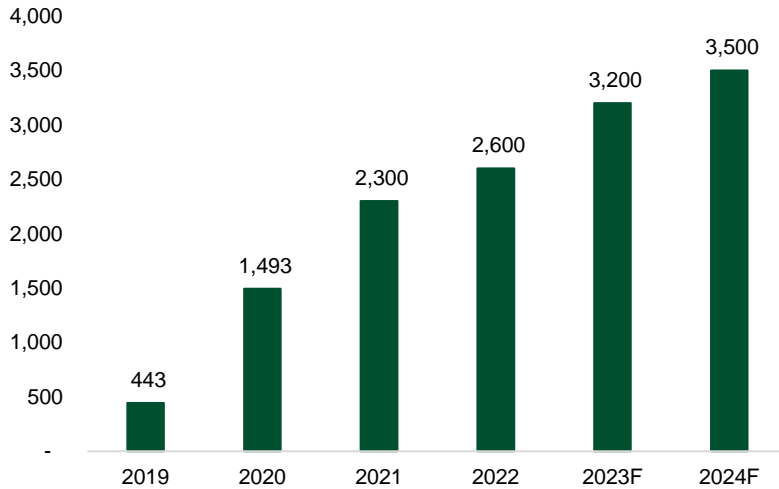


- Mảng tư vấn truyền thống được kỳ vọng tăng trưởng mạnh với nhiều hợp đồng lớn được ký kết như nhiệt điện Sông Hậu 2, nhiệt điện sinh khối Hậu Giang và nhiệt điện sinh khối Trà Vinh.
- Mảng quản lý vận hành có biên lợi nhuận tốt tiếp tục tăng trưởng cao với hàng loạt nhà máy điện mới đi vào vận hành khi QHĐ VIII được thông qua.
- Các dự án đầu tư phát triển nguồn điện đi vào vận hành có hiệu quả đầu tư cao.
- Quy mô thị trường rộng lớn nhờ nguồn vốn đầu tư phát triển cho cả nguồn và lưới điện.
- Doanh nghiệp có cơ cấu tài chính lành mạnh.

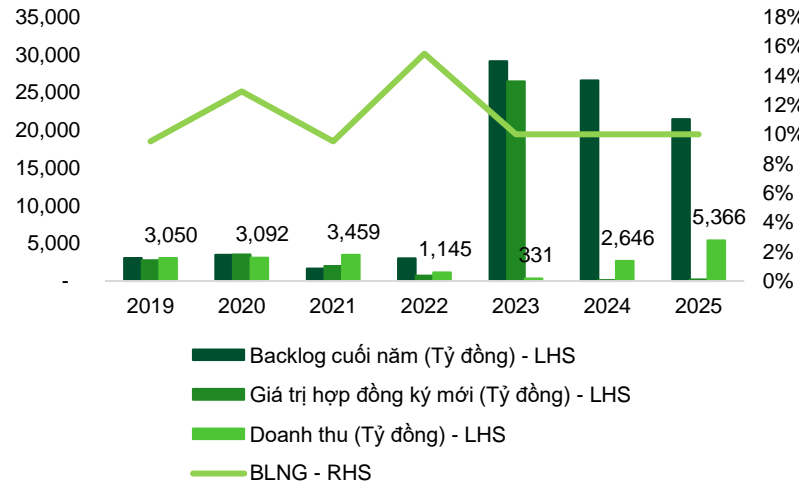
Các dự án lớn của TV2



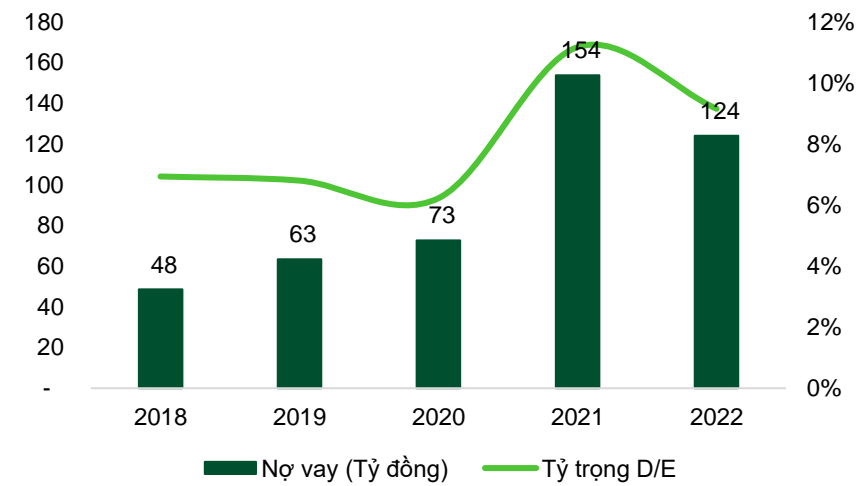
Công suất QLVH lũy kế (MW)

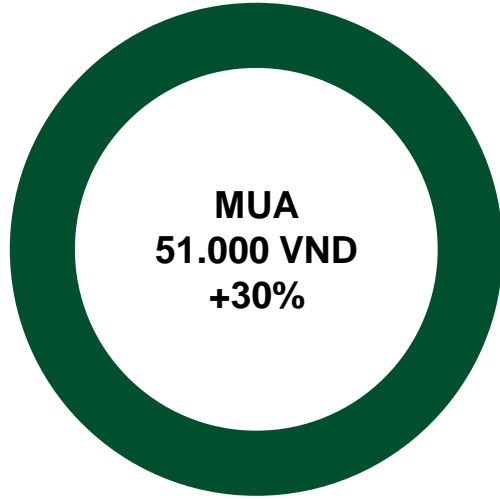


KQKD mảng tư vấn, thiết kế

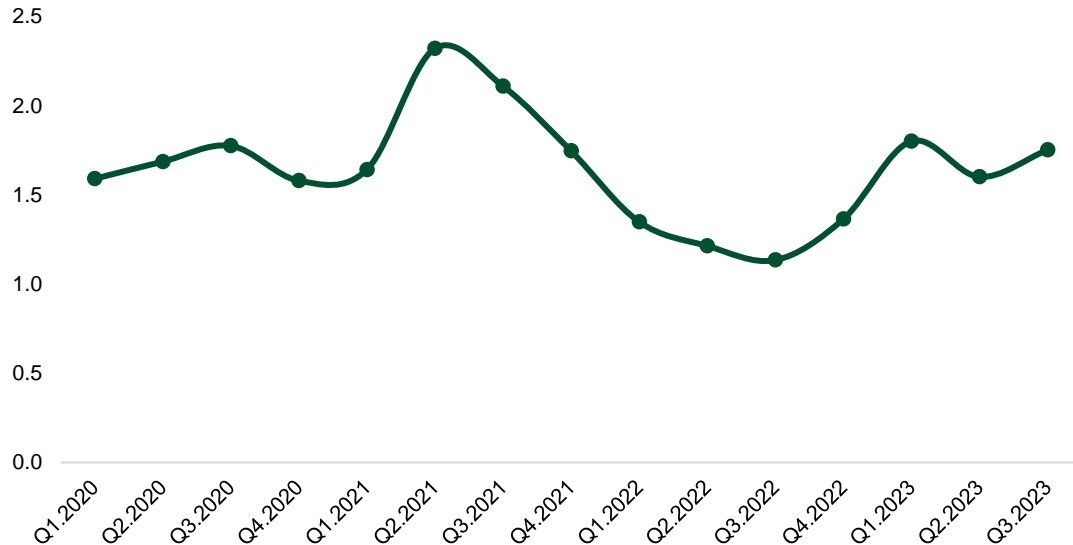


Cơ cấu nguồn vốn TV2





■ SOTP
P/B



DỰ PHÒNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1.322	643	2.895
+/-yoy (%)	-63,6%	-51,3%	+349,9%
EBIT	57	59	127
+/-yoy (%)	-79,9%	+4,4%	+115,2%
LNST	53	67	151
+/- %	-80,5%	+26,7%	+125,6%
EPS (VND/cổ phiếu)	689	1.634	1.413

Giả định

- Các điều khoản tín dụng của khoản vay tài trợ dự án Sông Hậu 2 được thống nhất và dự án được tiến hành triển khai.
- Chính sách giá cho các dự án NLTT được ban hành.

Rủi ro

- Tiến độ triển khai các dự án chậm hơn dự kiến.
- Chính sách và cơ chế giá cho các dự án NLTT chậm ban hành.
- Quá trình đàm phán khoản vay vốn triển khai dự án Sông Hậu 2 kéo dài hơn dự kiến.

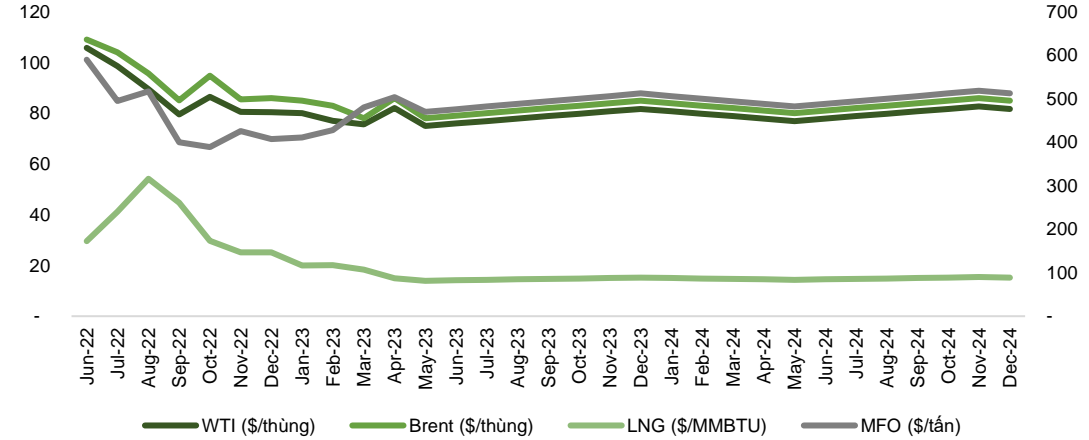
NGÀNH DẦU KHÍ

PVD – 34.500 (+22%)

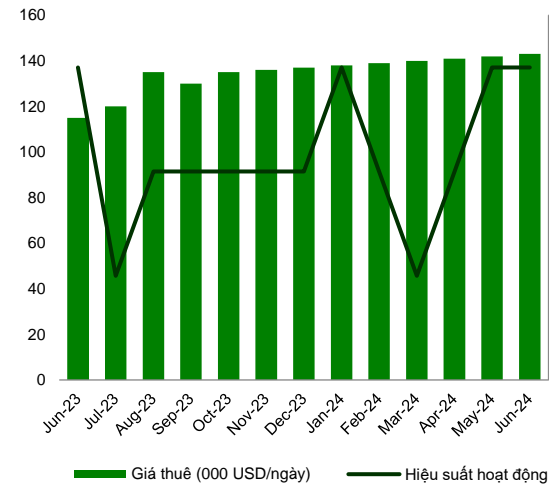


- Theo dự phóng từ các nguồn tổng hợp như IEA và Goldman Sachs trong tháng 11, **VCBS kỳ vọng giá dầu Brent giữ mức trên 90 USD/thùng trong năm 2024.**
- **Dự phóng giá dầu giữ mức cao sẽ thúc đẩy việc triển khai các dự án dầu khí thượng nguồn, theo đó đẩy mạnh nhu cầu cho thuê giàn khoan.** Nhu cầu giàn khoan tự nâng trên thế giới cũng như Đông Nam Á dự kiến sẽ có sự tăng trưởng mạnh từ nay cho đến năm 2025 do thiếu hụt giàn khoan mới sau nhiều năm giá dầu ở mức thấp và các giàn khoan hiện tại đều có việc làm.
- **Giá cho thuê giàn khoan đang trong xu hướng tăng do nhu cầu đang tăng cao.** Với dự báo giá cho thuê giàn khoan khu vực ĐNA tăng, giá cho thuê giàn khoan tại Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng chung. Theo báo cáo IHS Markit, giá thuê giàn khoan tự nâng khu vực Châu Á và Đông Nam Á có sự tăng trưởng ổn định trong năm 2023 so với mức giá đỉnh khoảng 100.000 USD/ngày vào năm 2022. Giá thuê trung bình giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á trong 6 tháng đầu năm 2024 dự báo khoảng ở mức 135.000 USD/ngày (+12% yoy), nguyên nhân chủ yếu do nguồn cung giàn khoan đóng mới hạn chế, và các giàn khoan hiện tại đều có việc làm.

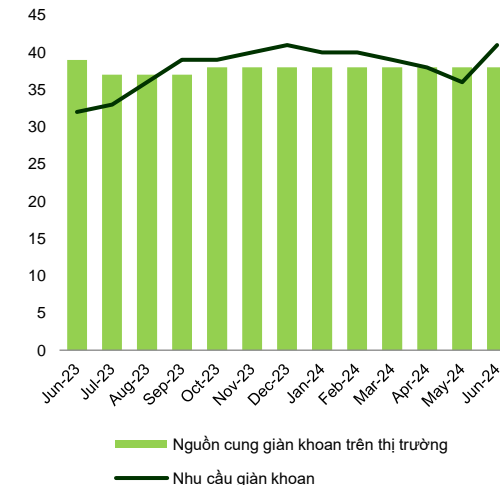
Dự báo giá dầu & khí thế giới



Dự phóng giá thuê giàn khoan tự nâng khu vực ĐNA



Dự phóng Cung/cầu giàn khoan tự nâng khu vực ĐNA

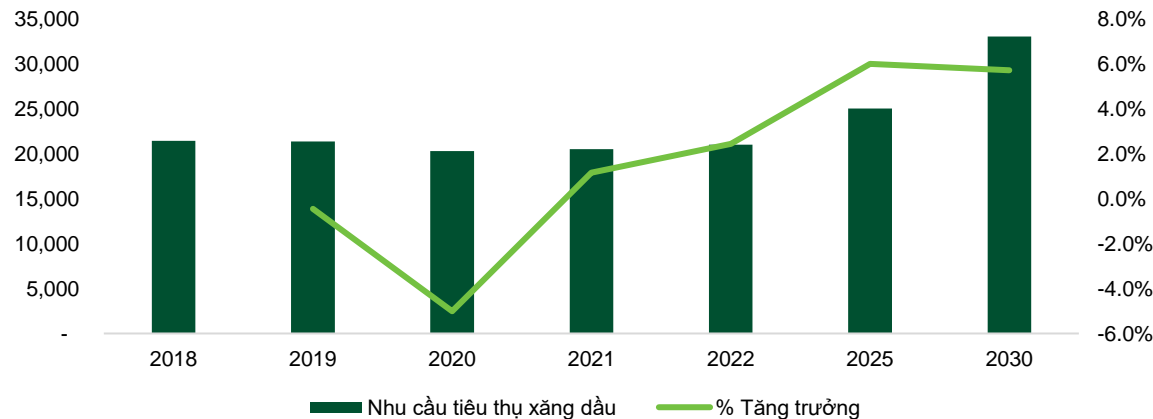


- Nhu cầu sử dụng khí trong nước:** Theo Quy hoạch điện VIII vừa được thông qua, điện khí được ưu tiên phát triển, theo đó tỷ trọng nguồn điện khí dự kiến tăng từ 10,2% (7,08GW) năm 2020 lên 24,8% (37GW) năm 2030. LNG được định hướng sẽ đóng góp đáng kể vào mảng điện khí theo QHĐVIII. Cụ thể, điện khí LNG được quy hoạch sẽ đạt 22,4 GW - đóng góp gần 15% tổng sản lượng điện trong năm 2030.
- Nguồn cung khí phục vụ nhu cầu trong nước:** Trong tháng 5.2023, PVS đã hoàn thành thi công kho LNG Thị Vải 1 triệu tấn và bàn giao cho PV GAS. Các dự án dầu khí mới vừa được chính phủ thông qua như dự án khai thác mỏ Kinh Ngư Trắng, chuỗi khai thác & phân phối điện khí Cá Voi Xanh, LNG Sơn Mỹ, Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng được kỳ vọng sẽ góp phần tăng trưởng sản lượng trong nước và việc làm cho các doanh nghiệp thượng nguồn. Ngoài ra, Luật dầu khí sửa đổi (LDKSD) đã được thông qua, và bắt đầu áp dụng chính thức từ 1/7/2023, trong đó bao gồm thay đổi liên quan đến cơ chế thu hút đầu tư của lĩnh vực thượng nguồn (thăm dò và khai thác khí). Đây là điểm tích cực trong bối cảnh trữ lượng khí tự nhiên đang giảm đi hàng năm, và cần nhiều dự án mới được triển khai để bù đắp.
- Cập nhật các dự án dầu khí trọng điểm**

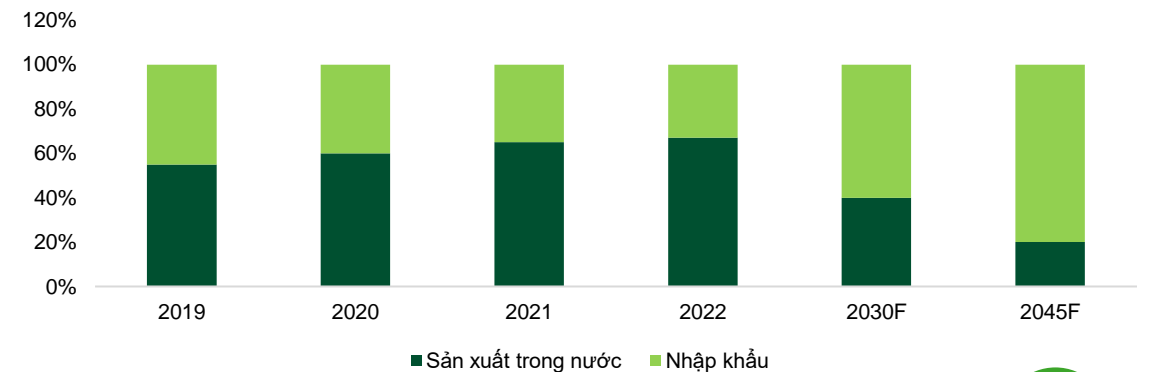
Dự án	Thời gian triển khai	Vốn đầu tư (triệu \$)	Chủ đầu tư	DN hưởng lợi	Thông tin
Lô B	2024	>11.000	PVN, PVEP, MOECO	PVS, PVD, PXS, GAS, PVB, PVC	Giàn xử lý trung tâm (CPP), 46 giàn đầu giếng (WHP), giàn nhà ở, tàu chứa condensate FSO, 750 giếng khai thác.
Lạc Đà Vàng	2024	693	Murphy Oil, PVN, SK Innovation	PVS, PVD, PXS, GAS, PVB, PVC	Giàn xử lý trung tâm, 2 giàn đầu giếng với 16 lỗ giếng công suất 35.000 thùng dầu/ngày, giàn nhà ở, tàu chứa FSO công suất 450.000 thùng, 8 giếng phát triển.
Cá Voi Xanh	2025	4.600	PVN, Exxon Mobil	PVS, PVD, PXS, GAS, PVB, PVC	Giàn xử lý trung tâm (CPP), giàn nhà ở. Giàn đầu giếng để xử lý tách nước ngoài khơi; 2 cụm khai thác ngầm, mỗi cụm có 4 giếng khai thác và một đường ống dài khoảng 88km nối vào bờ biển Chu Lai.

- ▼ **Nhóm lọc hóa dầu – BSR:** Lợi nhuận của nhóm lọc hóa dầu phụ thuộc tỷ lệ crack spread.
- ▼ **Nhóm phân phối xăng dầu:** Lợi nhuận phụ thuộc vào cơ cấu tiêu thụ xăng dầu.
- ▼ **Giá dầu thế giới năm 2024 được các chuyên gia dự báo ít biến động**, giúp giảm thiểu rủi ro đánh giá lại hàng tồn kho cho các doanh nghiệp hạ nguồn như BSR, PLX, OIL,.. Giá xăng dầu bán lẻ dự báo tăng trong bối cảnh giá dầu
- ▼ **Giá bán lẻ xăng dầu sẽ phần nào phản ánh kịp thời các biến động chi phí nhờ vào Nghị định 80/2023/NĐ-CP sửa đổi**, bổ sung một số điều của Nghị định số 95/2021/NĐ-CP và Nghị định 84/2014/NĐ-CP của Chính phủ về kinh doanh xăng dầu.
- ▼ **Chi phí định mức được điều chỉnh tăng sẽ thúc đẩy lợi nhuận cho nhóm phân phối xăng dầu năm 2024.** Theo phương án đề xuất của Bộ Tài Chính, thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu, mở nờn trong năm 2024 sẽ tiếp tục giảm 50%. Việc điều chỉnh mức thuế bảo vệ môi trường sẽ tác động đến giá bán lẻ xăng dầu. Chúng tôi kỳ vọng thuế BVMT điều chỉnh có thể sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp phân phối xăng dầu thông qua sản lượng cao hơn vì điều này có thể kích thích tiêu dùng.
- ▼ **Theo lộ trình cam kết thì thuế suất FTA của mặt hàng xăng tại Hiệp định ATIGA sẽ được giảm xuống còn 5% vào năm 2023 và về 0% vào năm 2024.** Điều này sẽ phần nào giảm áp lực chi phí nhập khẩu xăng dầu cho các doanh nghiệp phân phối xăng dầu khi NMLD Dung Quất ngưng hoạt động để bảo dưỡng định kỳ cuối quý 1 năm 2024.

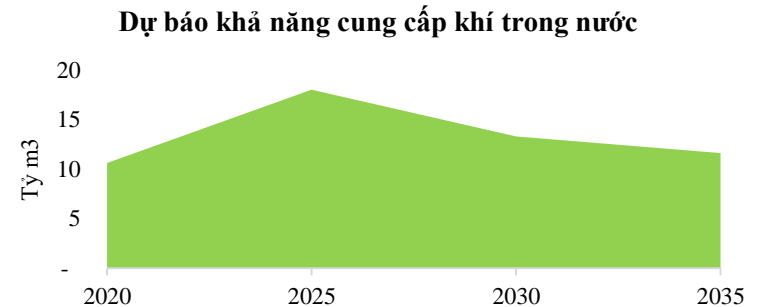
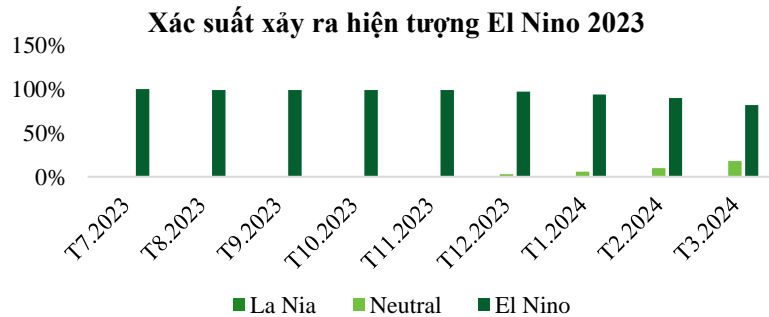
Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu (nghìn tấn)



Dự báo khả năng cung cấp xăng dầu nội địa



- **Giá phân bón thế giới được kỳ vọng tăng nhẹ so với năm 2023 do yếu tố nguồn cung thắt chặt. Giá phân bón trong nước biến động tương quan với giá phân bón Thế giới (1) Trung Quốc tiếp tục hạn chế xuất khẩu ure để đảm bảo nguồn cung trong nước, (2) Nga tiếp tục chính sách áp hạn ngạch xuất khẩu phân bón đến tháng 5/2024 để bảo vệ thị trường nội địa. (3) Sản xuất ure ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp, do giá thành sản xuất Urê ở khu vực này vẫn cao hơn nhiều so với chi phí nhập khẩu Urê từ Ai Cập. Tại khu vực Trung Đông, Chính phủ Ai Cập quyết định gia hạn vô thời hạn việc cắt giảm 30% nguồn cung khí đốt đối với tất cả các nhà sản xuất phân ure tại nước này, ảnh hưởng lớn đến nguồn cung toàn cầu.**
- **Nhu cầu tiêu thụ phân bón năm 2024 được dự báo tăng chậm so với năm 2023. Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2023 và Q1.2024 khi bước vào vụ Đông Xuân (vụ Đông xuân năm nay đến trễ, bắt đầu cuối tháng 11). Theo dự báo của IFA tốc độ tăng trưởng của tiêu thụ phân bón trên thế giới sẽ chậm lại trong trung hạn, từ mức 4% trong năm tài chính 2023 xuống 1,3% trong năm tài chính 2027. Hơn nữa, không chỉ nhu cầu tiêu thụ N tăng trưởng chậm lại mà cả nhu cầu tiêu thụ P và K cũng sẽ tăng trưởng chậm lại. Nhu cầu tiêu thụ Ure trong nước được dự báo cải thiện vào cuối quý 4 năm 2023 và quý 1 2024 do nhu cầu vụ Đông - Xuân trong nước tăng cao.**
- **Giá khí đầu vào là biến số khó dự báo khi giá dầu biến động và tỷ trọng phân bổ các nguồn khí tác động lớn đến BLNG của doanh nghiệp. Đối với DCM, tỷ lệ khí mua ngoài từ Petronas trong năm 2024 dự báo giảm so với năm 2023 do thời tiết sẽ thuận lợi hơn để giảm huy động điện khí kể từ 2H.2024. Đối với DPM, nguồn khí đầu vào tuy vẫn được đảm bảo cung ứng đầy đủ nhưng tỷ trọng nguồn khí đồng hành có giá thấp (mỏ Bạch Hổ - Rồng Đồi Mồi, thuộc Bể Cửu Long) đạt công suất thấp hơn kế hoạch và đang suy giảm nhanh hơn dự báo, tỷ trọng khí cấp bù từ nguồn khác (Nam Côn Sơn và Cửu Long khác) tăng lên và có mức phí vận chuyển cao, khiến giá thành chi phí khí gia tăng**



Diễn biến giá



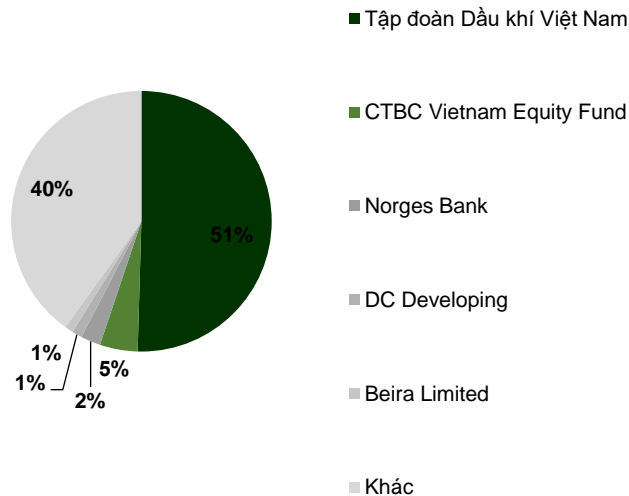
TỔNG QUAN

- Mảng kinh doanh chính của PVD là dịch vụ khoan, dựa trên cơ sở trong năm 2023 PVD sở hữu 6 giàn khoan (PV Drilling I, II, III, VI, PV Drilling 11 và TAD Drilling V) và thuê ngoài với số lượng tùy thuộc vào nhu cầu. Doanh thu từ dịch vụ khoan chiếm 61% tổng doanh thu công ty.
- KQKD 9T.2023 tăng trưởng tích cực với doanh thu đạt 4.033 tỷ đồng (+3% yoy, 74% KH năm), LNST đạt 343 tỷ đồng (cùng kỳ âm 201 tỷ đồng, gấp 3,4 lần KH năm). Biên lợi nhuận gộp dịch vụ khoan & kỹ thuật giếng cải thiện giúp cho lợi nhuận PVD tăng trưởng mạnh. Trong năm 2023, PVD đã ghi nhận 140 tỷ đồng từ việc khách hàng Valeura tại Thái Lan thương lượng ngưng hợp đồng khoan đối với giàn khoan PVD I.

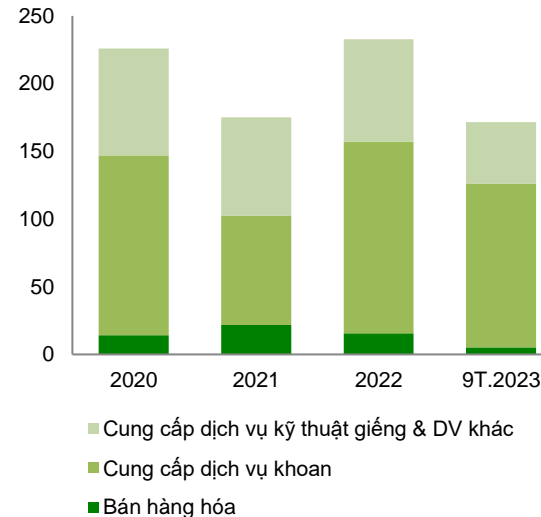
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	12.95 – 28.7
GTGD bình quân 52T	5.176.740
Vốn hóa (Tỷ đồng)	15.397
P/E	35,8x
P/B	1,0x
% NN sở hữu	22,89%
Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)	
Doanh thu thuần	6.273 (+10%)
LNST	422 (+5%)

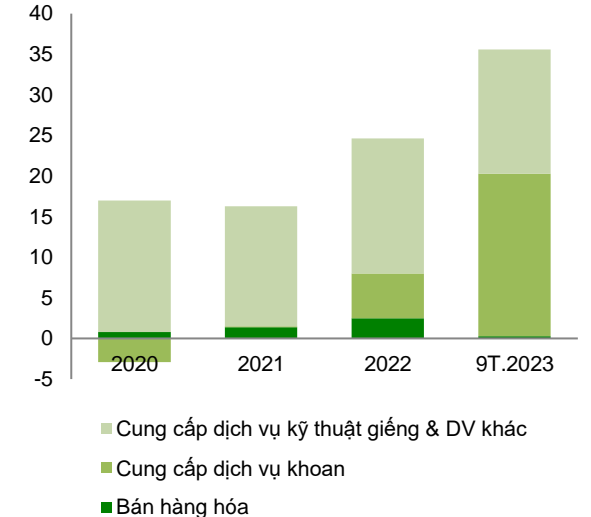
Cơ cấu cổ đông



Doanh thu 2018-2023 (triệu USD)



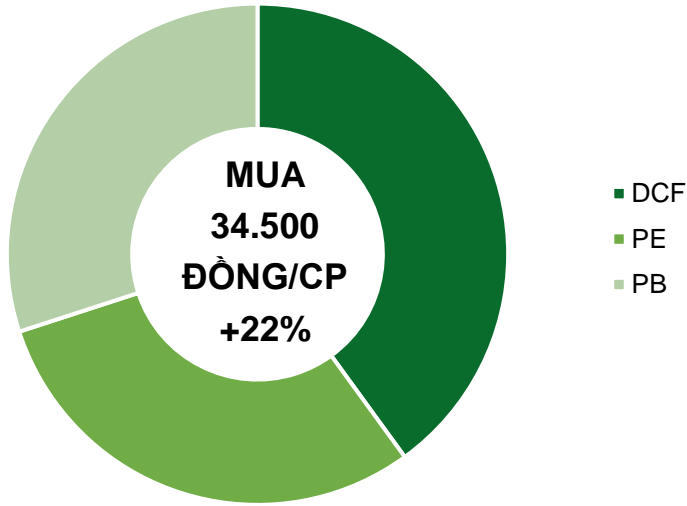
Lợi nhuận gộp 2018-2023 (triệu USD)



Triển vọng doanh nghiệp

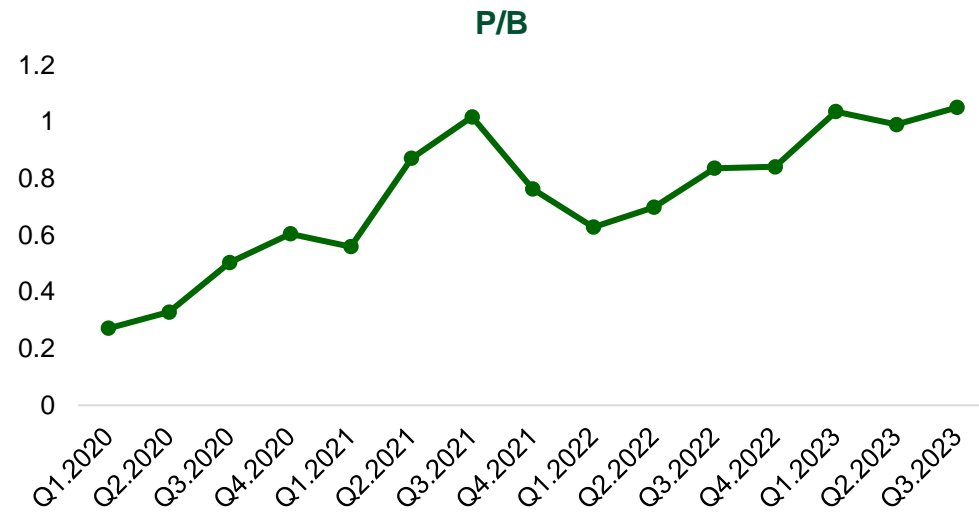
- **Mảng cho thuê giàn tiếp tục khả quan:** Các giàn khoan PVD vận hành xuyên suốt đến hết năm 2024, một số giàn có công việc đến năm 2025.
- **Giá cho thuê giàn khoan cải thiện:** giá thuê giàn khoan tự nâng đối với các hợp đồng ký mới kỳ vọng đạt mức khoảng 100 nghìn USD/ngày. Trong năm 2023 & 2024, VCBS dự kiến hiệu suất sử dụng các giàn khoan của PVD sẽ được duy trì trên 95%.
- **Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan kỳ vọng tăng trưởng:** chiến dịch khoan của các nhà thầu dầu khí sôi động trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ giếng khoan hoạt động ổn định và xuyên suốt.
- **Dự án dầu khí khởi động khi giá dầu ổn định cao hơn điểm hòa vốn của các doanh nghiệp thượng nguồn, giúp nhu cầu khoan và dịch vụ khoan sẽ tăng:** PVD kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng vừa được chính phủ thông qua:
 - Dự án Lô B – Ô Môn: cung cấp dịch vụ khoan cho 46 giàn đầu giếng & 750 giếng khai thác.
 - Dự án Lạc Đà Vàng: cung cấp dịch vụ khoan cho 2 giàn đầu giếng với 16 lỗ giếng công suất 35.000 thùng dầu/ngày.

Dự án	Thời gian triển khai	Vốn đầu tư (triệu \$)	Chủ đầu tư	Triển vọng PVD	Thông tin
Lô B - Ô Môn	2023-2025	>11.000	PVN (42.9%) PVEP (26.8%) MOECO (22.6%) PTTEP (7.7%)	Dịch vụ khoan: 46 giàn đầu giếng & 750 giếng khai thác	Giàn xử lý trung tâm (CPP), 46 giàn đầu giếng (WHP), giàn nhà ở, tàu chứa condensate FSO, 750 giếng khai thác
Lạc Đà Vàng	2024-2026	693	Murphy Oil (40%) PVN (30%) SK Innovation (25%)	Dịch vụ khoan: giàn đầu giếng, giếng khai thác	Giàn xử lý trung tâm, 2 giàn đầu giếng với 16 lỗ giếng công suất 35.000 thùng dầu/ngày, giàn nhà ở, tàu chứa FSO công suất 450.000 thùng, 8 giếng phát triển



Dự phóng

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	5,432	5,615	6,273
+/-yoy (%)	35%	4%	10%
LN từ HĐKD	33	510	534
+/-yoy (%)	-80%	1.450%	4%
LNST	-151	408	422
+/- %	-	-	3,4%
EPS (VND/cổ phiếu)	-	697	720



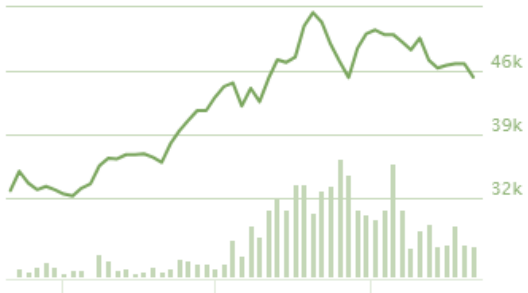
Một số giả định trong dự báo

- Dự phóng trên chưa bao gồm dự án Lô B do chưa có kết quả đấu thầu chính thức

Một số rủi ro

- Biến động giá dầu khí thế giới
- Rủi ro chậm trễ trong việc triển khai các dự án

Diễn biến giá



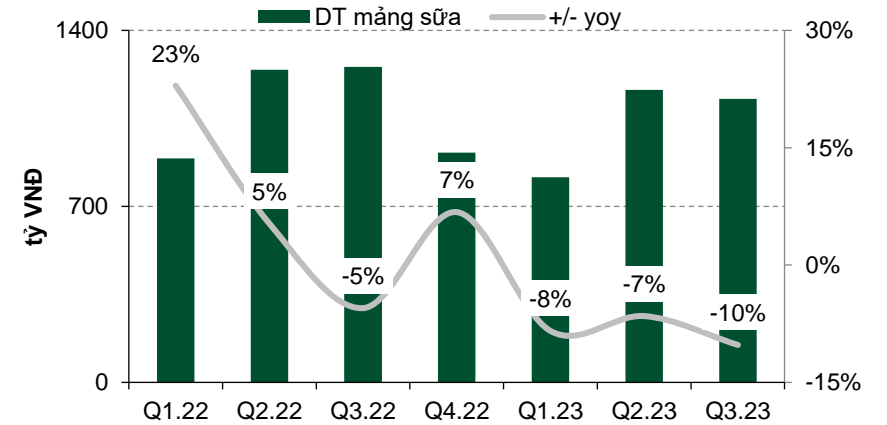
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	31,6 - 53,8
KLGD bình quân 52T	32.222.449.115
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.544
P/E	8,43x
P/B	2,09x
% NN sở hữu	16,5%
Dự báo KQKD 2023 (tỷ đồng)	
Doanh thu thuần	9.874 (+19,6%)
Lợi nhuận sau thuế	1.733 (+34,7%)

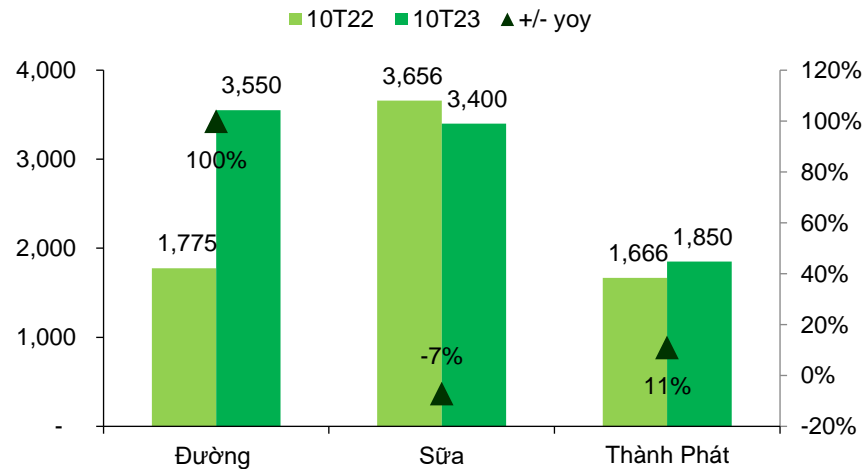
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Lũy kế 10T23, QNS đạt 8.800 tỷ doanh thu (+24% yoy), LNTT đạt 1.900 tỷ (+72% yoy) trong đó tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng đường với DTT đạt 3.550 tỷ (gấp đôi svck), LNTT: 850 tỷ (gấp 3 lần svck).
- Sản lượng sữa giảm 4% yoy, kém tích cực dưới xu thế ảm đạm của toàn ngành tiêu dùng. Lũy kế 10T23, DTT mảng sữa đạt chỉ đạt 3.400 tỷ (-7% yoy), LNTT: 665 tỷ (+3% yoy).
- Sản lượng đường bán ra của QNS đạt 220 nghìn tấn (+69% yoy) với giá bán ước tính tăng 17% yoy. Lũy kế DT cả năm mảng đường dự báo sẽ đạt 3.900 tỷ (+98% yoy).

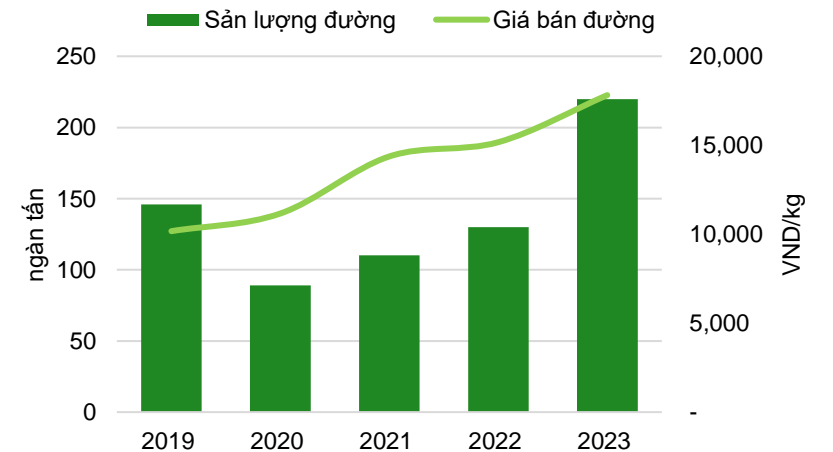
Doanh thu mảng sữa của QNS



Doanh thu theo mảng của QNS



Ước tính kinh doanh mảng đường của QNS



Mảng đường tăng trưởng về doanh thu, mảng sữa cải thiện biên lợi nhuận gộp

Mảng đường duy trì là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới

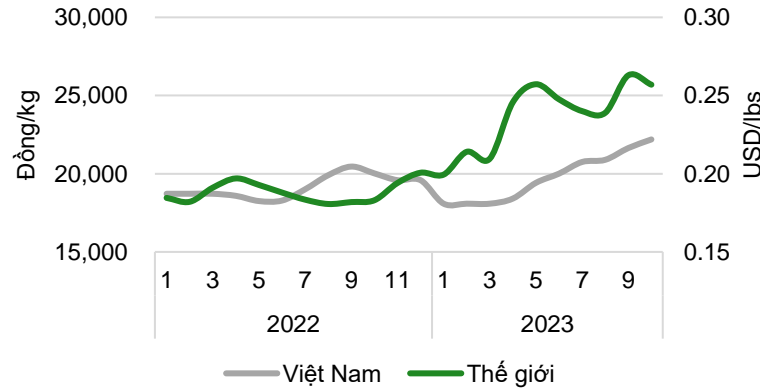
Sản lượng đường QNS bán ra trong năm 2024 dự kiến đạt 230 nghìn tấn (+4,6% yoy). Giá bán đường trong nước vẫn chưa hạ nhiệt do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong vụ mùa 23/24, ước tính giá bán đường của QNS vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong năm tới. Giá mía thu mua tăng 4% svck, đạt 1,1 triệu VNĐ/tấn, do đó tuy DTT mảng đường của QNS dự kiến tăng 9% svck, biên lợi nhuận gộp có thể giảm nhẹ.

Doanh thu mảng sữa bị chững lại tuy nhiên dự kiến biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện tích cực

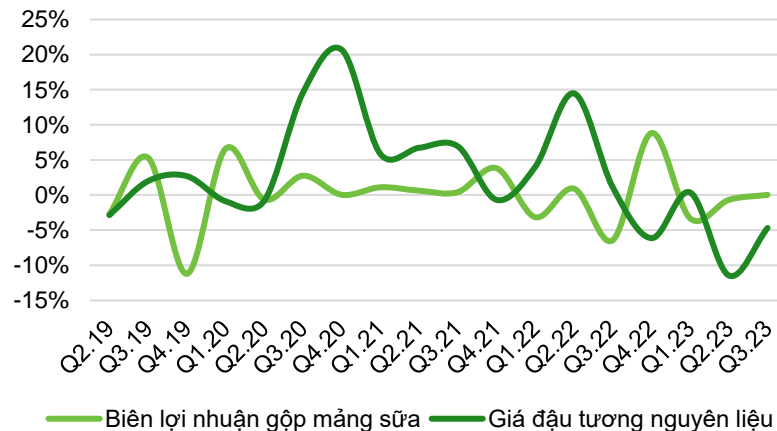
Lũy kế 10T23, DT sữa đậu nành giảm 7% svck, tuy nhiên thị phần lại có sự cải thiện, tăng từ 87,8% (2022) lên 89,1% (Q3.23). Cho thấy dù tăng trưởng toàn ngành không mấy khả quan, QNS vẫn đang hoạt động tốt hơn so với mặt bằng chung.

Lũy kế 10T23, LNTT tăng 3% svck, biên lợi nhuận tăng 2%, đạt 31,7% nhờ giá đậu tương nguyên liệu giảm mạnh từ đỉnh tháng 7.22. Trung bình giá đậu tương nguyên liệu năm nay giảm 10% yoy và dự kiến đậu tương 2024 vẫn sẽ duy trì ở mức giá này do sản lượng và tiêu thụ vụ mùa 23/24 toàn thế giới đều tăng 8% yoy, lần lượt đạt 395 triệu tấn và 386 triệu tấn.

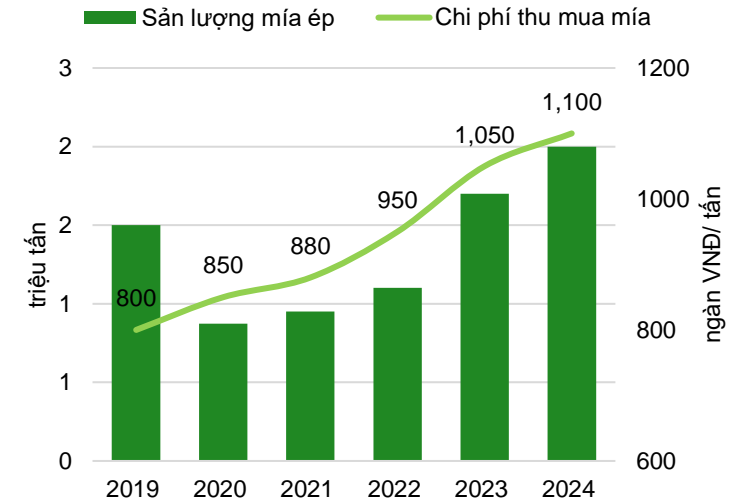
Diễn biến giá đường



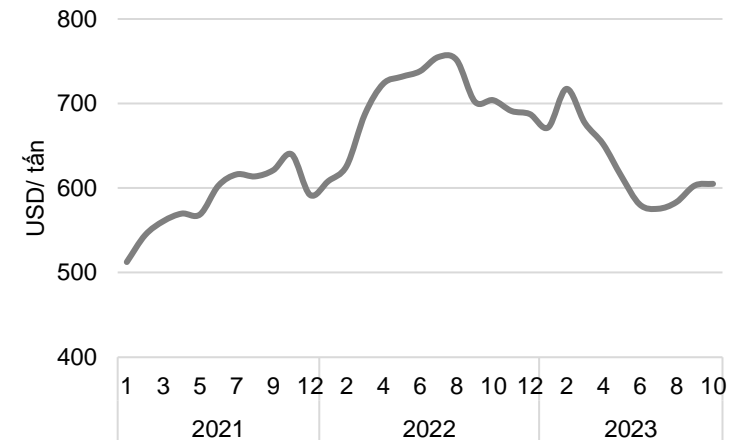
% thay đổi QoQ giữa biên lợi nhuận gộp mảng sữa của QNS và giá đậu tương



Chi phí thu mua mía của QNS

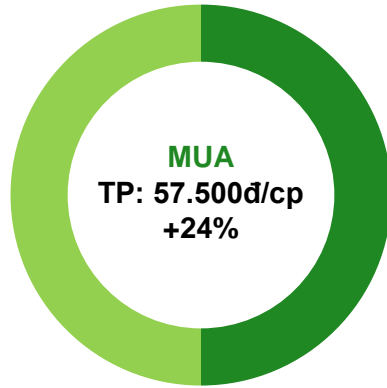


Giá đậu tương nhập khẩu vào Việt Nam



DỰ BÁO VÀ KHUYẾN NGHỊ

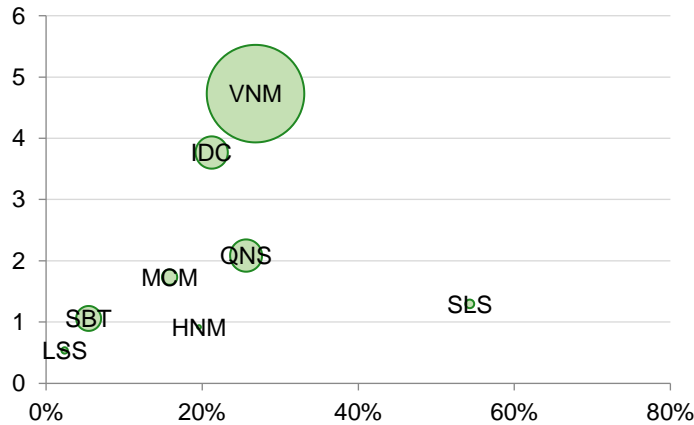
Định giá



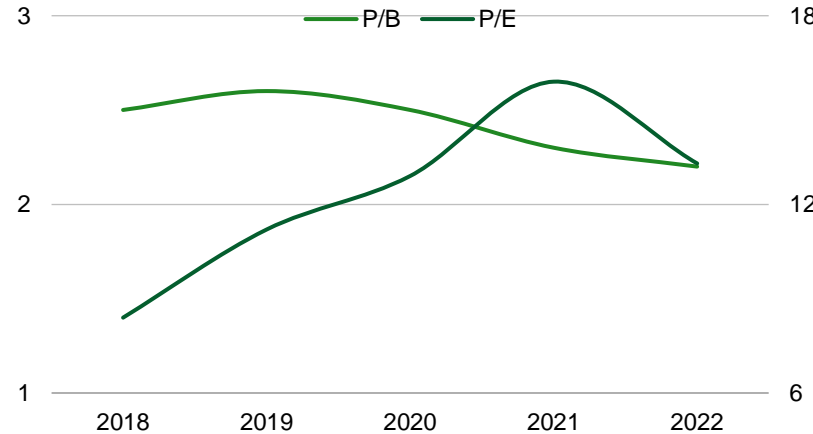
■ DCF
■ P/E

tỷ VNĐ	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8.255	9.874	10.517
+/-yoy (%)	12,54%	19,61%	6,51%
Lợi nhuận gộp	2.459	3.123	3.278
+/-yoy (%)	-0,70%	27,01%	4,97%
LNST	1.287	1.733	1.805
+/- %	-13,70%	34,72%	4,15%
EPS (đồng/cổ phiếu)	3.605	4.856	5.058

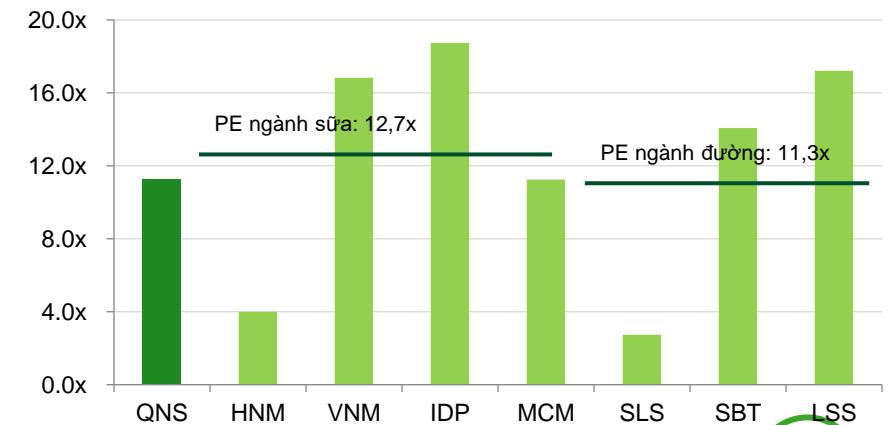
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	63,4 - 81,4
KLGD bình quân 52T	198.263.216.724
Vốn hóa (tỷ đồng)	145.043
P/E	17,23x
P/B	4,73x
% NN sở hữu	54,9%

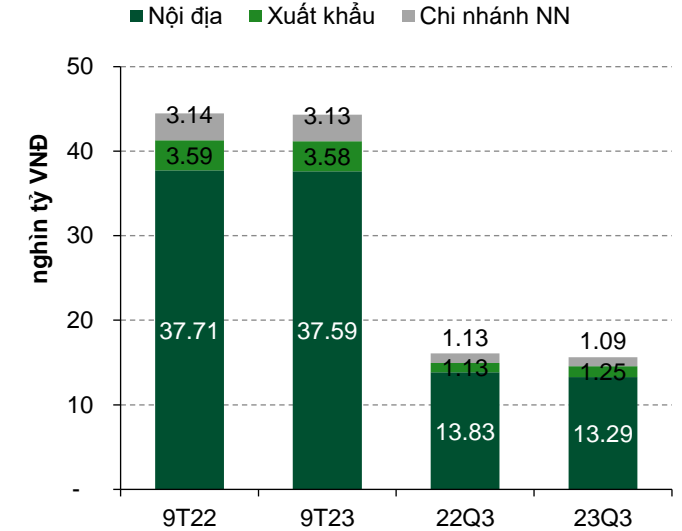
Dự báo KQKD 2023 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	59.151 (-1,3%)
Lợi nhuận sau thuế	8.844 (+3,8%)

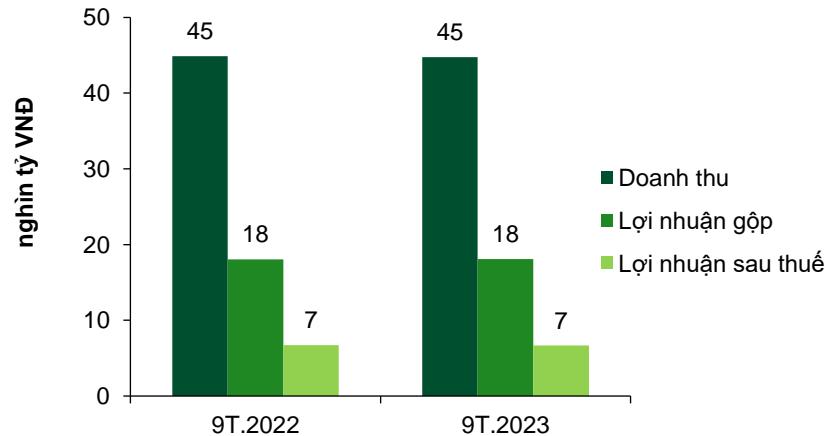
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ▼ Lũy kế 9T23, DTT và LNST của VNM đạt lần lượt 44.750 tỷ đồng và 6.669 tỷ đồng, xấp xỉ svck. Trong đó, DTT và LNST Q3.23 đạt lần lượt 15.636 tỷ (-2,5% svck) và 2.533 tỷ (+9,1% svck) do nhu cầu tiêu dùng yếu. Tuy nhiên giá sữa bột đầu vào giảm, dẫn đến biên lợi nhuận gộp cải thiện 3,1% svck, đạt gần 42%.
- ▼ **Thị trường nội địa kém khả quan:** Lũy kế 9T23, DTT đạt 37.532 tỷ (-1% svck), Q3.23 đạt 13.253 tỷ (-4% svck) do chi tiêu toàn ngành sữa vẫn trong đà giảm.
- ▼ **Xuất khẩu trực tiếp hồi phục:** Lũy kế 9T23 đạt 3.741 tỷ đồng (xấp xỉ svck), tuy nhiên Q3.23 đã có sự phục hồi 5%, đạt 1.246 tỷ VNĐ doanh thu, nhờ mở rộng thị trường qua Trung Quốc.
- ▼ **CN nước ngoài (Driftwood, Angkor):** DTT trong Q3.23 đạt 1.138 tỷ (9T23: 3.477 tỷ, +7% svck). Trong đó, AngkorMilk vẫn duy trì tăng trưởng > 10%.

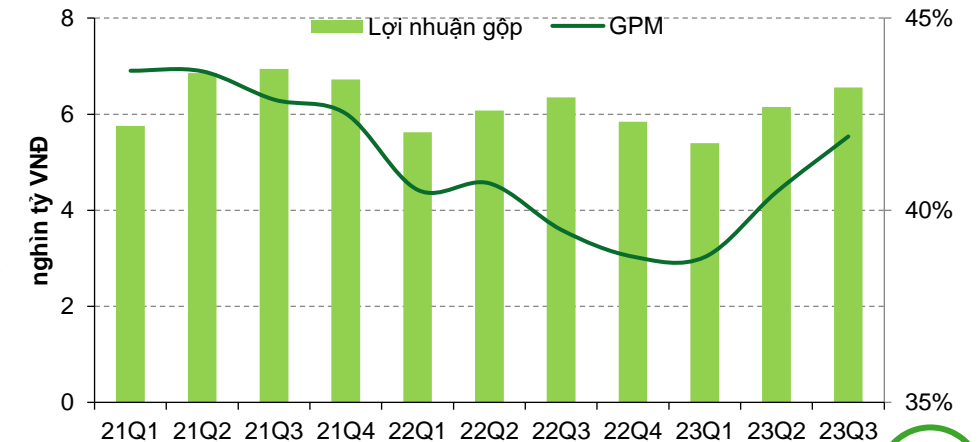
Doanh thu theo mảng kinh doanh VNM



KQKD của VNM



Lợi nhuận gộp theo quý của VNM



Cải thiện thị phần trong bối cảnh tiêu dùng thắt chặt

▼ Hưởng lợi khi xu hướng tiêu dùng chuyển dịch sang các mặt hàng tầm trung

Nền kinh tế chững lại khiến xu thế tiêu dùng có xu hướng chuyển dịch sang các mặt hàng có giá cả tầm trung. Q3.23, tăng trưởng toàn ngành sữa giảm 4% svck, tuy nhiên DTT của VNM chỉ giảm 2,5% svck, dẫn đến thị phần của VNM được cải thiện khoảng 2%, đạt tổng 42,5% tại Q3.23.

VNM đã lên kế hoạch chạy các chương trình khuyến trong Q4 mãi để tiếp tục thúc đẩy doanh số.

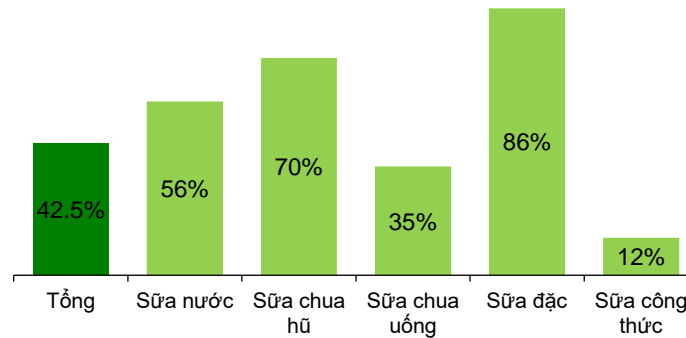
▼ Biên lợi nhuận gộp duy trì tích cực cho đến ít nhất Q1.24 nhờ nền giá bột sữa nguyên liệu thấp

Bột sữa nhập khẩu vẫn đang duy trì ở nền thấp, (SMP: 3.000 USD/MT và WMP: 2.500 USD/MT), trung bình giá 2023 giảm lần lượt 35% và 20% svck.

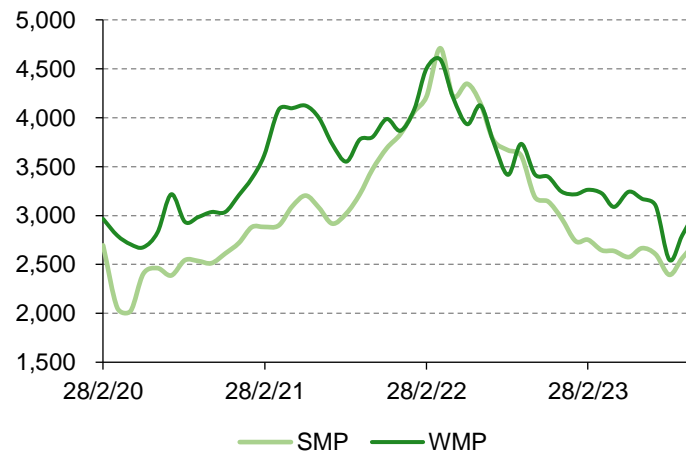
Dẫn đến biên LNG Q3.23 của VNM cải thiện +310 bps svck và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì đến hết Q1.24 khi VNM đã mua đủ lượng bột sữa cần thiết cho sản xuất đến Q1.24 tại mức giá cuối tháng 9 - đầu tháng 10/2023.

Dự kiến giá sữa bột vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp trong thời gian tới do nhu cầu nhập khẩu sữa bột của Trung Quốc vẫn tiếp tục giảm nhờ sản lượng sữa nội địa đã tăng mạnh.

Thị phần của VNM tại Q3.23



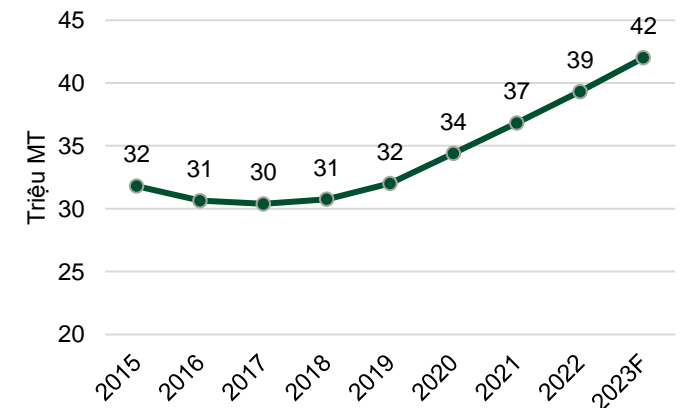
Giá sữa bột



So sánh giá cả mặt hàng trong ngành sữa

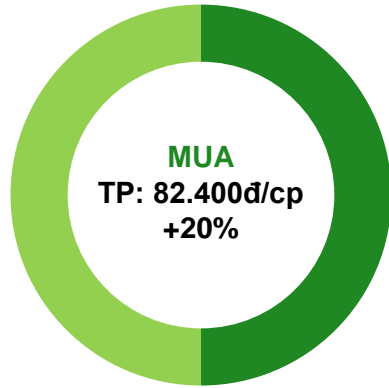
Đơn vị: VND	Sữa tươi tiệt trùng (180ml)	Sữa chua hũ (100g)
Vinamilk	8.300	7.200
TH true milk	9.525	8.500
Mộc Châu	6.750	6.900
Nestle	8.475	n/a
Dalat Milk	8.600	9.600
Nutimilk	8.475	7.100
Dutch Lady	8.075	n/a

Sản lượng sữa nội địa Trung Quốc liên tục tăng



DỰ BÁO VÀ KHUYẾN NGHỊ

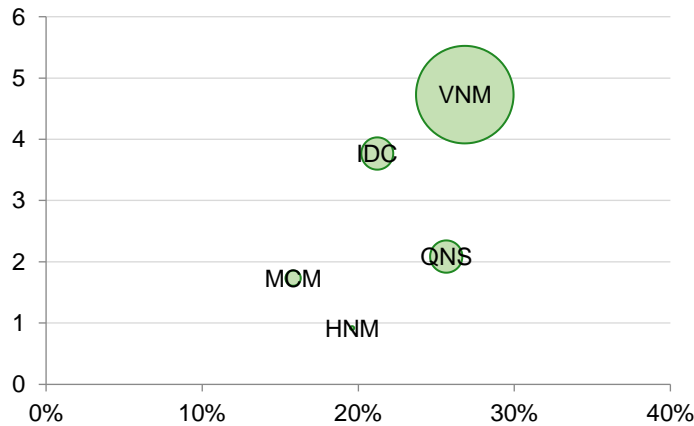
Định giá



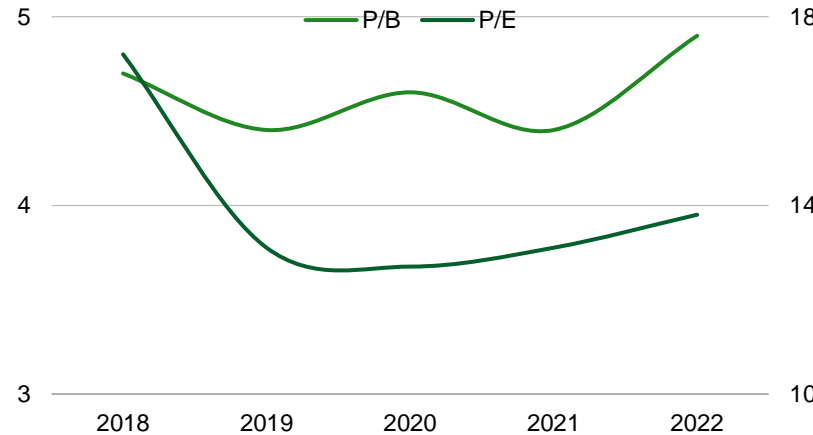
■ DCF
■ P/E

tỷ VNĐ	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	59.956	59.151	62.303
+/-yoy (%)	-1,6%	-1,3%	5,3%
Lợi nhuận gộp	23.897	24.287	26.729
+/-yoy (%)	-9,1%	1,6%	10,1%
LNST	8.516	8.844	10.266
+/- %	-19,1%	3,8%	16,1%
EPS (đồng/cổ phiếu)	3.632	4.231	4.912

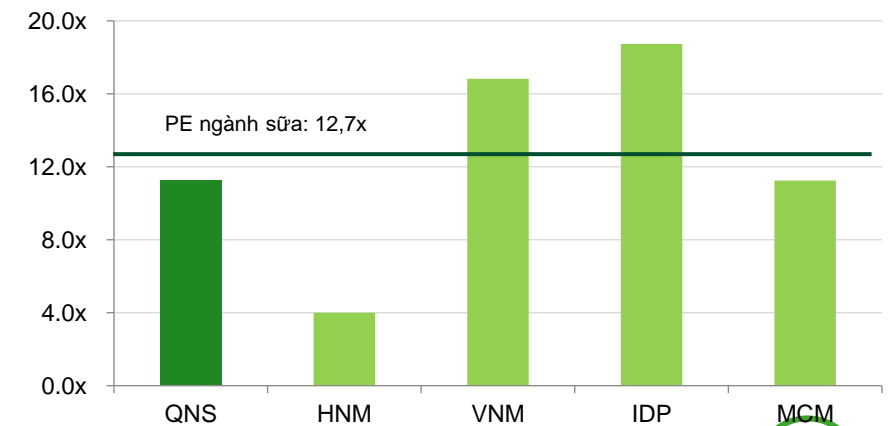
Tương quan P/B và ROE



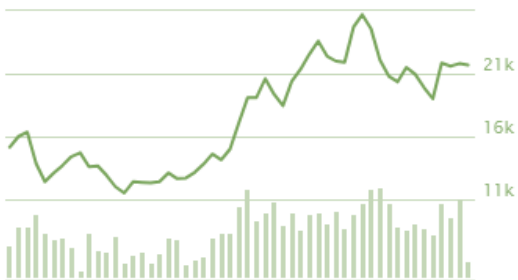
Lịch sử định giá



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	11.5 – 25.9
GTGD bình quân 52T	16.633.484
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.520
P/E	42.1
P/B	0.85
% NN sở hữu	12.89%

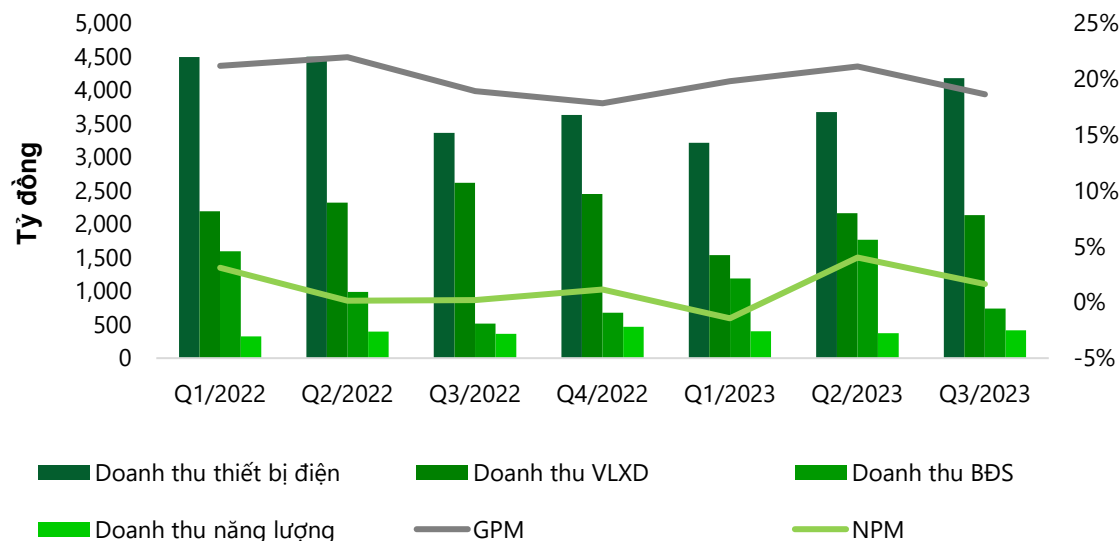
Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	36.202 (+15%)
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	1,774 (+237%)

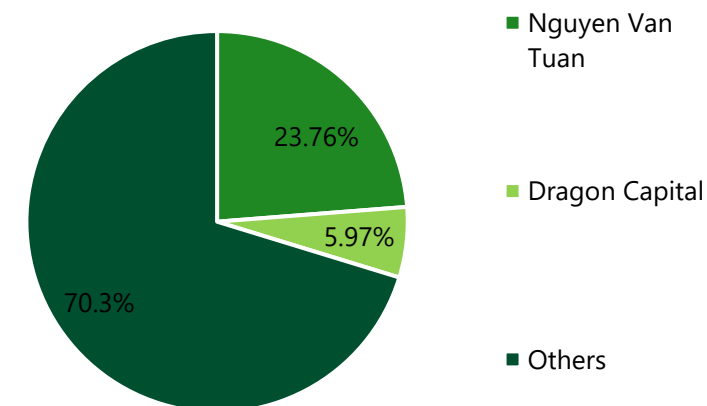
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Mảng kinh doanh của GEX bao gồm Thiết bị điện (43% doanh thu); Vật liệu xây dựng (kính xây dựng, gạch ốp lát, ...- 23% doanh thu), Bất động sản (KCN và Dân cư – 10% doanh thu), Năng lượng (2,6% doanh thu).
- Cơ cấu cổ đông của GEX bao gồm sự nắm giữ của chủ tịch Nguyễn Văn Tuấn (23,76%); quỹ đầu tư Dragon Capital (5,97%) và các cổ đông nhỏ lẻ khác nắm 70,3% còn lại.
- Q3.2023: DTT tăng 7% và LNST công ty mẹ tăng 747% ứng đạt 7.487 tỷ và 122 tỷ đồng. Biên gộp đạt 18,6% (Q3.22: 18,9%). Nguyên nhân doanh thu tăng trưởng nhẹ trong khi lợi nhuận tăng trưởng rất mạnh mẽ do 1) Các mảng kinh doanh hồi phục và tối ưu các chi phí bán hàng, quản lý; 2) Lãi thuần kinh doanh chứng khoán khoảng 116 tỷ so với mức lãi nhẹ khoảng 20 tỷ cùng kỳ.

Biểu đồ: Cơ cấu doanh thu của biên lợi nhuận của GEX



Cơ cấu cổ đông của GEX (29/11/2023)



THOÁI VỐN MẢNG NĂNG LƯỢNG LÀ ĐIỂM NHẤN

❖ GEX có kế hoạch thoái vốn toàn bộ mảng năng lượng trong nửa đầu 2024

GEX đã thỏa thuận với nhà đầu tư nước ngoài tiềm năng mua lại toàn bộ danh mục dự án năng lượng của GEX. Hiện nay GEX điều hành 2 cụm điện gió là Điện gió Hướng Phùng 2+3 công suất 180 KWh/năm, GELEX Quảng Trị 1+2+3 công suất 270 KWh/năm; Điện mặt trời GELEX Ninh Thuận 80 KWh/năm và Thủy điện sông Bung công suất 200 KWh/năm. **Theo ước tính của VCBS, tổng lãi GEX có thể ghi nhận lên tới 1.066 tỷ đồng và thu về dòng tiền khoảng 3.800-3.900 tỷ đồng.** Lượng tiền lớn thu được từ việc thoái vốn sẽ giúp GEX có nguồn lực đẩy mạnh đầu tư các dự án giúp nối tiếp đà tăng trưởng và bên cạnh đó giúp giảm nợ vay.

❖ Các mảng kinh doanh khác hồi phục giúp cải thiện lợi nhuận trong 2024

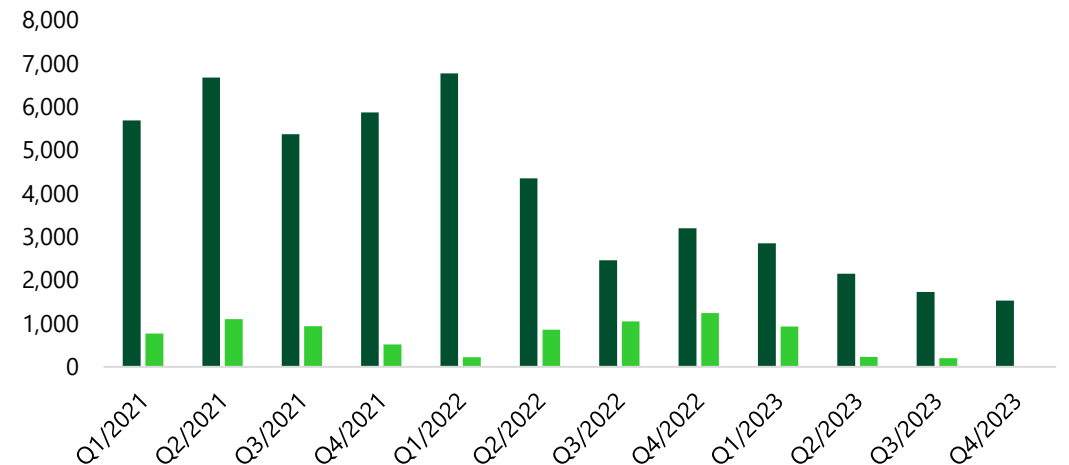
Mảng thiết bị điện được kỳ vọng thúc đẩy bởi nhu cầu chuyển đổi năng lượng tái tạo mạnh trong thời gian tới; thị trường bất động sản hồi phục cũng giúp hỗ trợ mảng Vật liệu xây dựng và Bất động sản trong giai đoạn cuối năm 2023.

❖ Giảm bớt áp lực về chi phí tài chính trong 2024

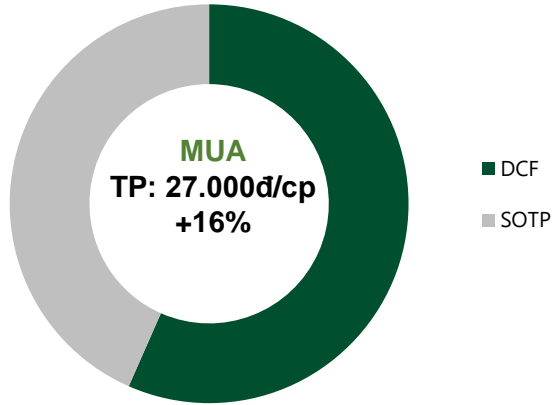
Tính đến hết hiện nay, VCBS ước tính GEX còn khoảng 1.527 tỷ đồng dư nợ trái phiếu trong đó khoản đã thanh toán từ đầu năm bằng 1.319 tỷ đồng. Trong năm 2023, GEX đã hoàn tất mua lại tất cả các trái phiếu đến hạn.

Dự án	Sở hữu	Công suất điện (triệu KWh/năm)	Đơn giá	Giá trị định giá ước tính (Tỷ đồng)	Ước tính VCSH của dự án (tỷ đồng)	Ước tính lãi nếu thoái vốn (Tỷ đồng)
Điện gió Hướng Phùng	99.15 %	180	8.5 cent/Kwh	2,716	1,983	733
Năng lượng GELEX Quảng Trị	100%	270	8.5 cent/Kwh			
Phú Thạnh Mỹ (Thủy điện Sông Bung)	73%	200	Không cố định	691	476	216
Gelex Ninh Thuận	100%	80	9.35 cent/Kwh	516	400	116

Dư nợ trái phiếu và giá trị cần thanh toán trong 1 năm tới của GEX

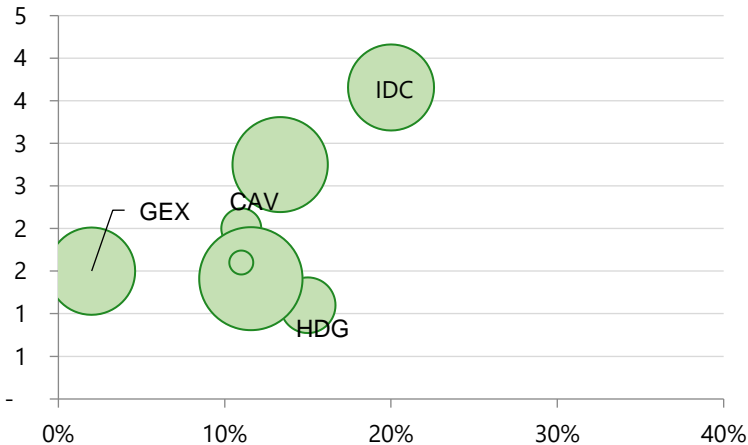


Định giá

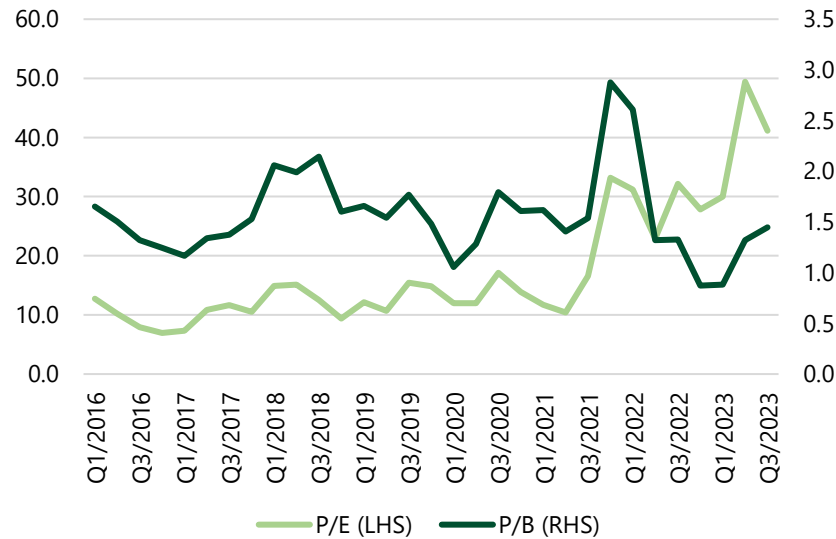


Dự báo KQKD	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	32.089	31.351	36.202
+/-yoy (%)	12,28%	-2,30%	15,47%
LNST	369	526	1.774
+/- %	-64,48%	42,54%	237,34%
EPS (đồng/cổ phiếu)	433	571	1.041

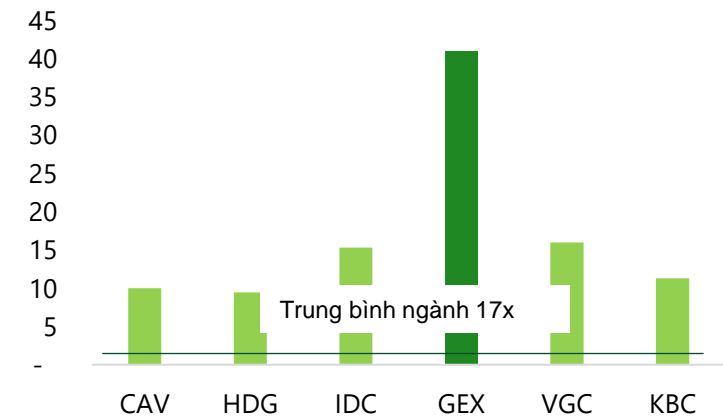
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá của GEX



P/E các doanh nghiệp trong ngành



Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó giám đốc Nghiên cứu – Phân tích doanh nghiệp

lhathi@vcbs.com.vn