

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2024

TÌM CƠ HỘI PHỤC HỒI TRONG THÁCH THỨC



KINH TẾ VĨ MÔ

Năm mới cơ hội mới 03

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Hướng tới một tương lai bền vững 34

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Hé lộ làn sóng FDI lần thứ 4 tại Việt Nam 49

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG

Bình minh trên thảo nguyên xanh 74

NGÀNH THỦY SẢN

Thách thức đến từ giá và nguồn cung 94

NGÀNH DỆT MAY

Vượt qua cơn bão 113

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ 2024

NGÀNH NGÂN HÀNG

Cá chép vượt vũ môn 127

NGÀNH THÉP

Vận hạn mới 150

NGÀNH BÁN LẺ & TIÊU DÙNG

Trông chờ nước lên 165

NGÀNH ĐIỆN

Những bức tranh tương phản 186

NGÀNH DẦU

Cơ hội giữa muôn vàn thách thức 212

NGÀNH DƯỢC

Kênh ETC dẫn dắt đà tăng trưởng 234

KINH TẾ VĨ MÔ

NĂM MỚI CƠ HỘI MỚI

- VĨ MÔ THẾ GIỚI – KINH TẾ TOÀN CẦU HẠ CẤP
- NHÌN LẠI NĂM 2023 – KINH TẾ VIỆT NAM TẠO ĐÁY
- TRIỂN VỌNG 2024 – CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC

Nga Bùi

Chuyên viên phân tích cao cấp – Thị trường tiền tệ & Kinh tế Vĩ mô



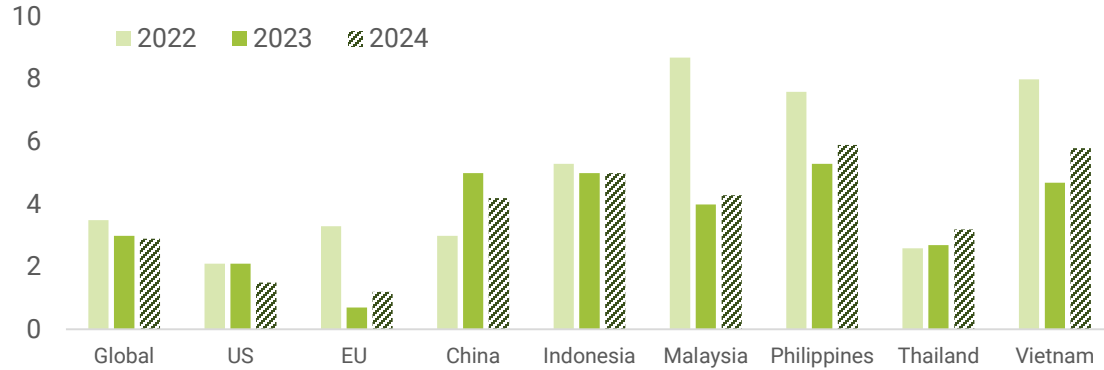
VĨ MÔ THẾ GIỚI

NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU HẠ CÁNH



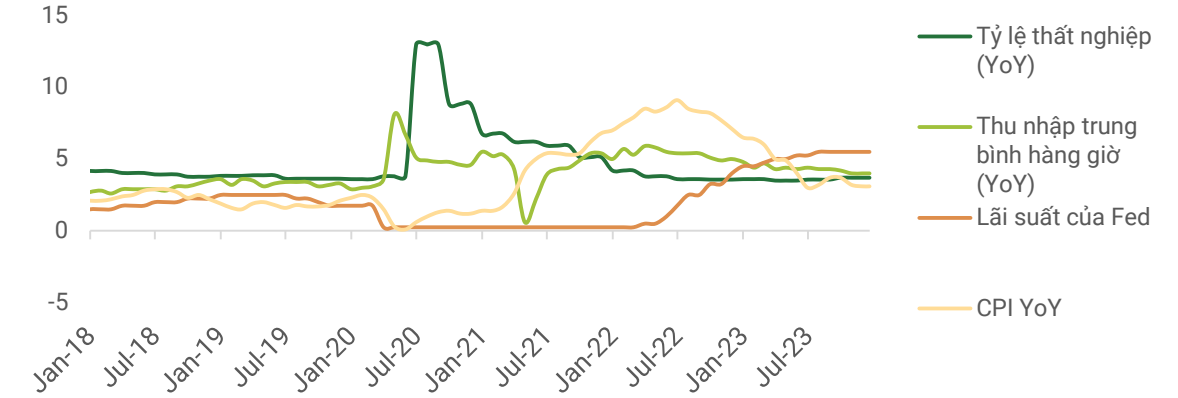
KINH TẾ TOÀN CẦU HỒI PHỤC CHẬM VÀ KHÔNG ĐỒNG ĐỀU

Tăng trưởng kinh tế dự kiến phân hóa giữa các nền kinh tế trên toàn cầu



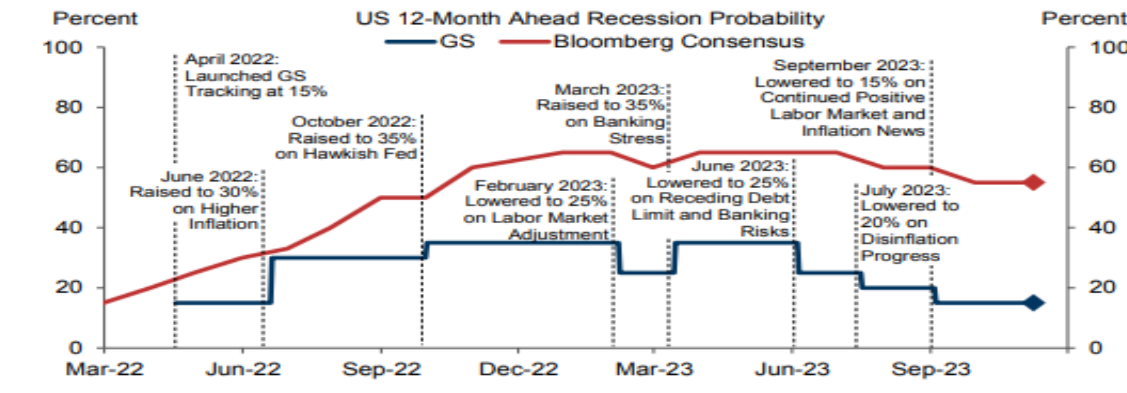
Nguồn: IMF, PHS tổng hợp

Tăng trưởng kinh tế Mỹ tốt, chu kỳ tăng lãi suất đã kết thúc, lạm phát hạ nhiệt



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Sắc xuất suy thoái giảm xuống mức thấp nhất trong 1 năm trở lại đây

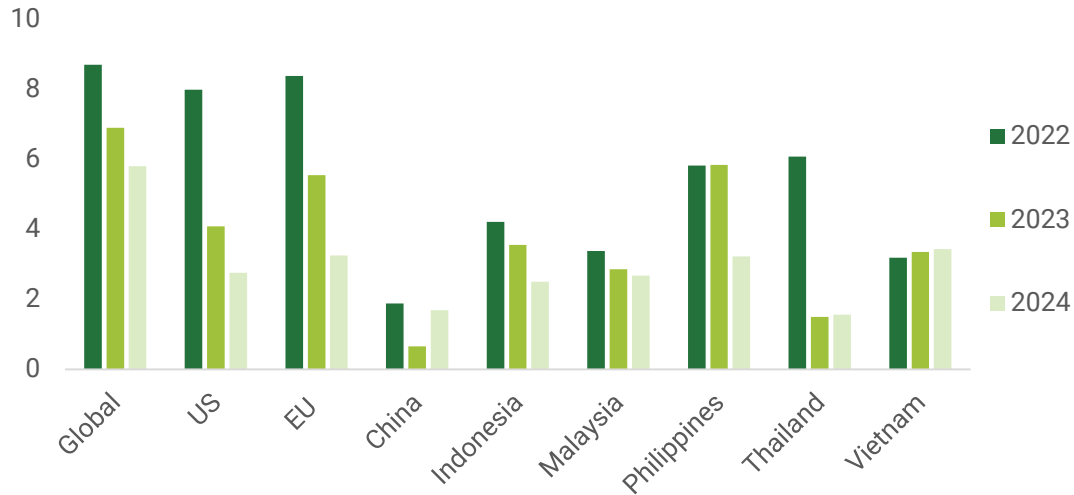


Nguồn: Goldman Sachs, PHS tổng hợp

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu hồi phục tốt hơn kỳ vọng của các chuyên gia kinh tế trong năm 2023. Tuy nhiên, vẫn cho thấy sự suy yếu so với năm 2022 do áp lực lãi suất và lạm phát cao đè nặng lên tăng trưởng kinh tế.
- Sang năm 2024, tăng trưởng dự kiến có sự phân hóa rõ nét hơn, các nước đang phát triển có xu hướng hồi phục với mức tăng trưởng dự báo tốt hơn các nước phát triển - khu vực vẫn đang đối mặt với các lực cản chủ yếu từ các chính sách thắt chặt tài khóa và tiền tệ áp dụng trong thời gian qua.
- Sự đồng thuận của thị trường về sắc xuất suy thoái trong 12 tháng tới đã giảm xuống mức thấp nhất trong 1 năm trở lại đây, thậm chí chỉ còn 15% theo dự báo của Goldman Sachs. Thúc đẩy cho sự lạc quan này đến từ 3 yếu tố chính: lạm phát kỳ vọng tiếp tục xu hướng giảm, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đã hoàn tất việc tăng lãi suất, thị trường lao động mạnh mẽ và tăng trưởng kinh tế vượt xa kỳ vọng,...

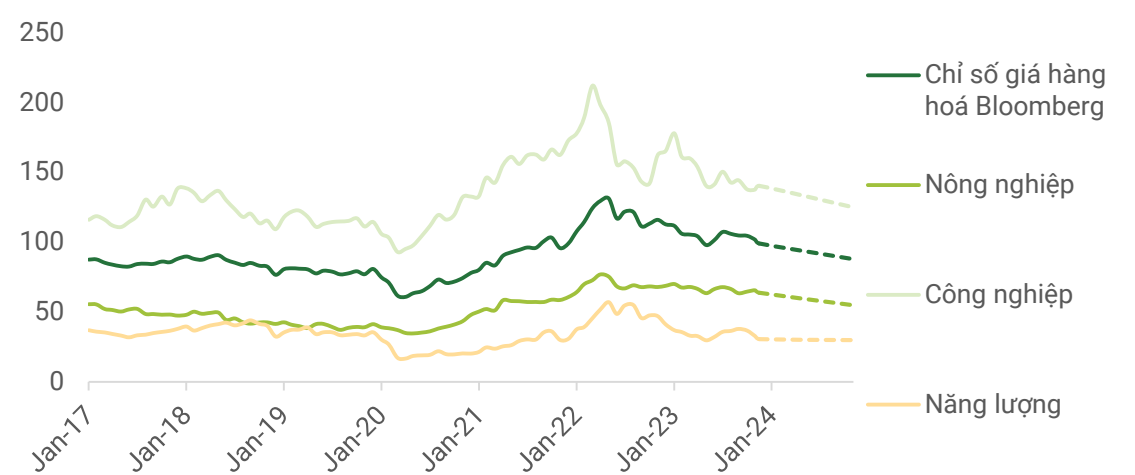
GIÁ CẢ HÀNG HÓA GIẢM, HỖ TRỢ CHO XU HƯỚNG CỦA LẠM PHÁT

Lạm phát tiếp tục xu hướng giảm trên toàn cầu (%)



Nguồn: IMF, PHS tổng hợp

Chỉ số giá hàng hóa dự kiến sẽ quay về gần mức trước dịch trong năm 2024

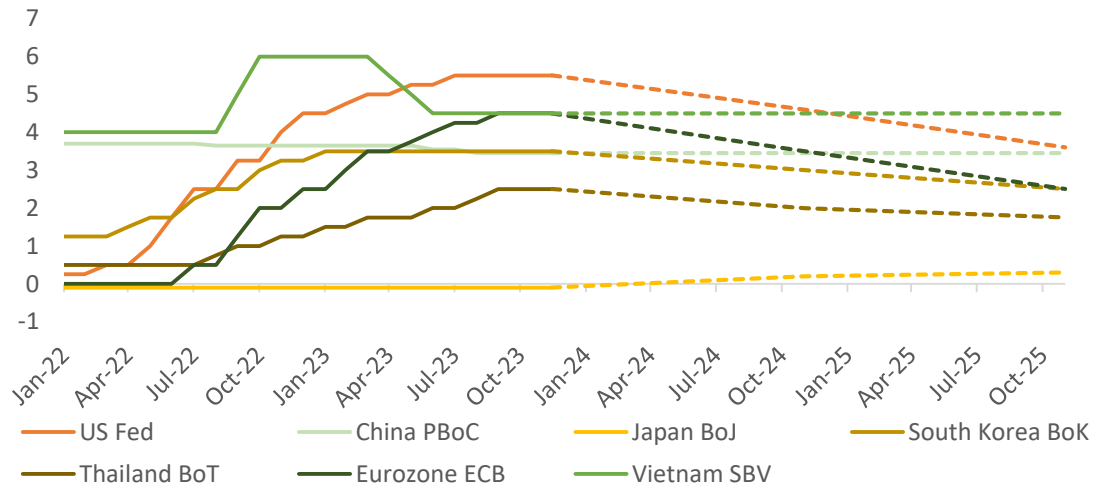


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Lạm phát toàn cầu tiếp tục xu hướng giảm, về mức 6.9% vào năm 2023 và 5.8% vào năm 2024. Hầu hết các quốc gia sẽ chưa trở về mức lạm phát mục tiêu cho đến năm 2025.
- Giá cả hàng hóa toàn cầu giảm trên diện rộng ở hầu hết các mặt hàng bao gồm Nông nghiệp, Công nghiệp và Năng lượng. Chỉ số giá hàng hóa theo Bloomberg đã giảm 12.1% so với cùng kỳ năm ngoái và giảm 23.5% so với mức đỉnh được thiết lập vào tháng 4/2022 (sau khi cuộc chiến Nga – Ukraine bùng nổ); trong đó, giá hàng hóa nhóm Năng lượng có mức giảm lớn nhất 25.5% YoY (40.7% so với mức đỉnh), theo sau là nhóm Công nghiệp giảm 15.1% YoY (-29.3%), nhóm Nông nghiệp giảm 7.2% YoY (-17%).
- Với sự hồi phục tăng trưởng kinh tế chậm lại trên toàn cầu, đặc biệt là đối với các quốc gia phát triển và tác động giảm phát của Trung Quốc, chúng tôi dự báo giá cả hàng hóa toàn cầu sẽ giảm cân bằng về mức trước dịch trong năm 2024. Nhóm hàng hóa năng lượng dự kiến giảm thêm 2.4% YoY sau khi đã giảm mạnh vào giai đoạn cuối năm nay với việc giá dầu bình quân năm 2024 dự kiến duy trì dưới 80 USD/ thùng; giá nhóm hàng hóa Nông nghiệp và Công nghiệp cũng tiếp tục xu hướng giảm thêm 10-13% so với năm 2023 sau khi giai đoạn thời tiết khắc nghiệt qua đi, các hạn chế xuất khẩu được dỡ bỏ, căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt và vận chuyển hàng hóa được thông suốt.

CÁC NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG DỰ KIẾN ĐÀO CHIỀU CHÍNH SÁCH

Các NHTW trên toàn cầu dự kiến đảo chiều chính sách trong năm 2024



Nguồn: PHS tổng hợp

Cổ phiếu sẽ là nhóm tài sản thu hút dòng tiền trong năm 2024

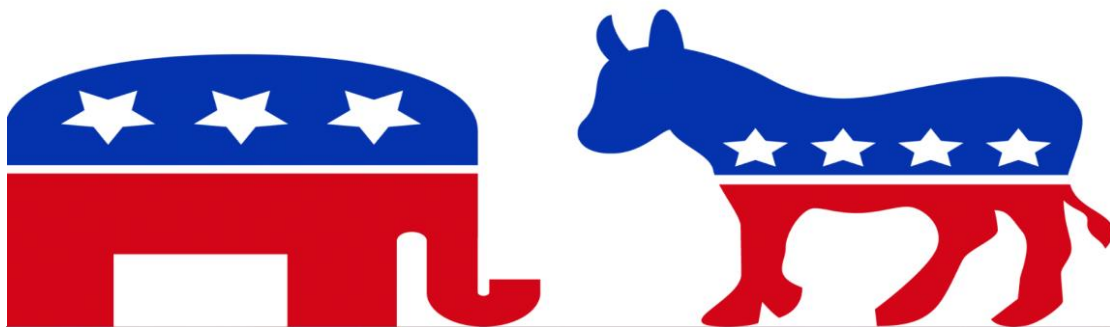
	2023	2024F
DXY	-1.4%	-1.5%
UST 10Y	1.0%	5.7%
Brent oil	-10.3%	-0.1%
Freightos index	-40.3%	6.3%
Gold	12.0%	0.3%
MSCI Index (EM)	3.8%	10.0%
MSCI EAFE Index (DM)	13.0%	8.0%

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Lạm phát giảm và tăng trưởng kinh tế toàn cầu yếu là yếu tố thúc đẩy các Ngân hàng trung ương lớn sớm hoàn tất lộ trình tăng lãi suất của mình và bắt đầu hướng đến việc cắt giảm lãi suất trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trên cơ sở dự báo về một cuộc hạ cánh mềm của Mỹ cũng như của các quốc gia phát triển khác, việc cắt giảm lãi suất có thể sẽ chỉ bắt đầu xảy ra từ Quý 2/2024.
- Riêng Ngân hàng trung ương Nhật Bản luôn trở thành ngoại lệ trên thế giới về chính sách - trong nỗ lực khắc phục tình trạng giảm phát kéo dài hàng thập kỷ của họ. Với lạm phát trên mức mục tiêu 2% trong hơn một năm rưỡi vừa qua, Nhật Bản được kỳ vọng sẽ sớm loại bỏ mức lãi suất âm cuối cùng trên thế giới.
- Lãi suất toàn cầu hạ nhiệt, các nhóm tài sản có mối tương quan dương với lãi suất sẽ không còn quá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư. Thay vào đó, Cổ phiếu sẽ là nhóm tài sản có mức tỷ suất lợi nhuận cạnh tranh hơn, dự kiến sẽ là kênh thu hút dòng tiền trong năm 2024.

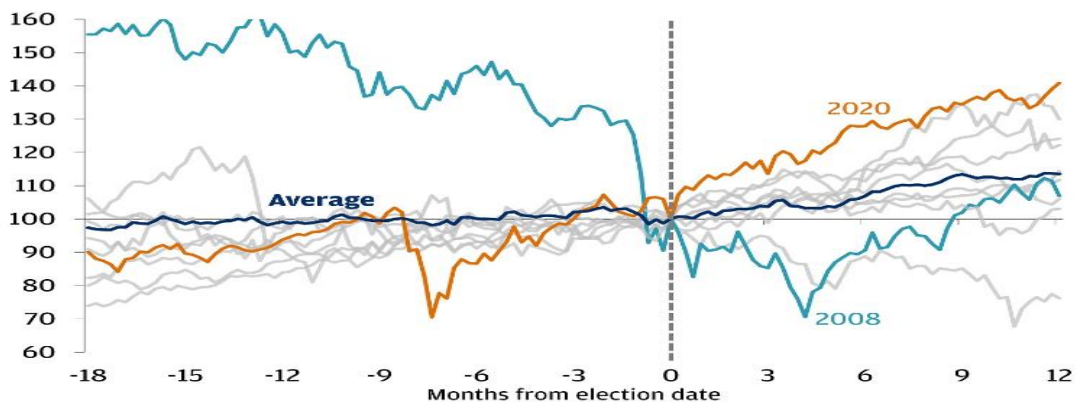
Sự kiện bầu cử Tổng thống Mỹ trong năm 2024 sẽ định đoạt các chính sách đối ngoại của Mỹ trong ít nhất 4 năm tới.

Republican vs. Democrat



Nguồn: PHS tổng hợp

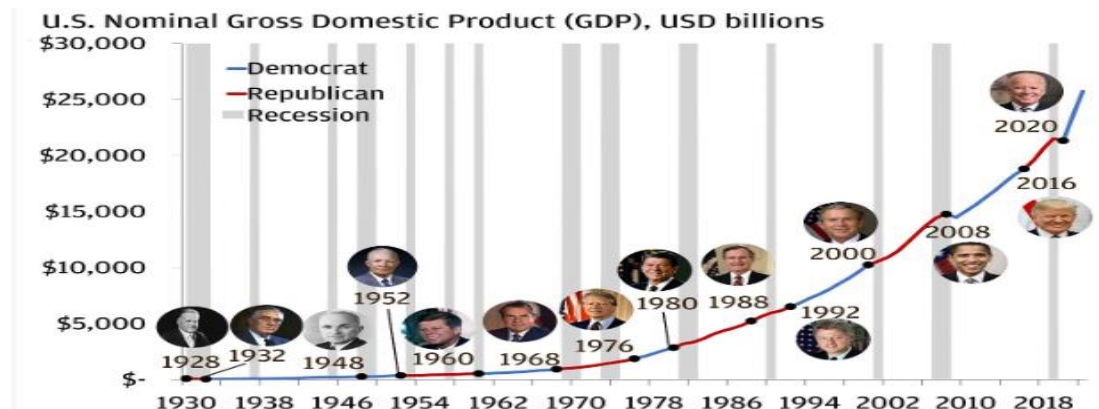
Thị trường chứng khoán phản ứng tích cực sau sự kiện bầu cử Tổng thống



Nguồn: JP Morgan, PHS tổng hợp

NĂM ĐẶC BIỆT CỦA CHÍNH TRỊ

Nền kinh tế Mỹ liên tục phát triển trong suốt lịch sử 46 thời kỳ Tổng thống Mỹ

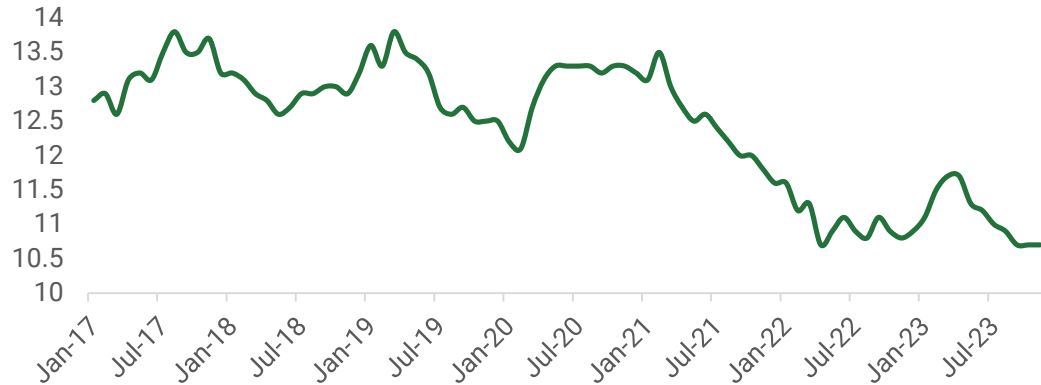


Nguồn: JP Morgan, PHS tổng hợp

- Donald Trump và Joe Biden (2 ứng cử viên tiềm năng hiện tại) có 2 định hướng điều hành riêng biệt. Trump có xu hướng từ bỏ vai trò lãnh đạo toàn cầu của Washington, ưu tiên củng cố lợi ích của Mỹ. Trong khi đó, Joe Biden có quan điểm chính trị truyền thống hơn và muốn tăng cường ảnh hưởng của Mỹ cũng như các đồng minh, đối tác trên toàn cầu. Người cầm quyền mới có thể thay đổi bố cục Tài chính cũng như kinh tế của Mỹ trong nhiệm kỳ tới.
- Bên cạnh cuộc đua vào Nhà trắng, Bầu cử Tổng thống Nga, cuộc đua quyền lực Ấn Độ, Bầu cử Nghị viện Châu Âu,.. và gần 30 quốc gia khác cũng sẽ bầu Tổng thống mới trong năm 2024. Những cuộc bầu cử này có khả năng sẽ định hình diện mạo mới cho thế giới.
- TTCK có xu hướng tăng điểm trong một năm sau cuộc bầu cử - khi sự không chắc chắn giảm xuống và biến động bình quân trong biên độ hẹp (trừ giai đoạn 2008 và 2020) trước khi cuộc bầu cử diễn ra.

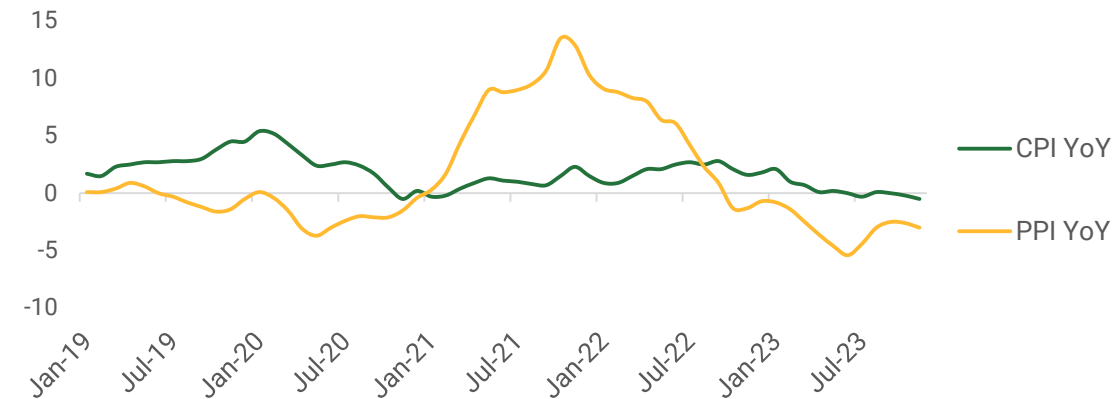
SỰ ẨM ĐẠM BAO TRÙM LÊN NỀN KINH TẾ TRUNG QUỐC

Tăng trưởng cho vay theo NDT ghi nhận mức thấp nhất từ 2017 (ĐVT:%)



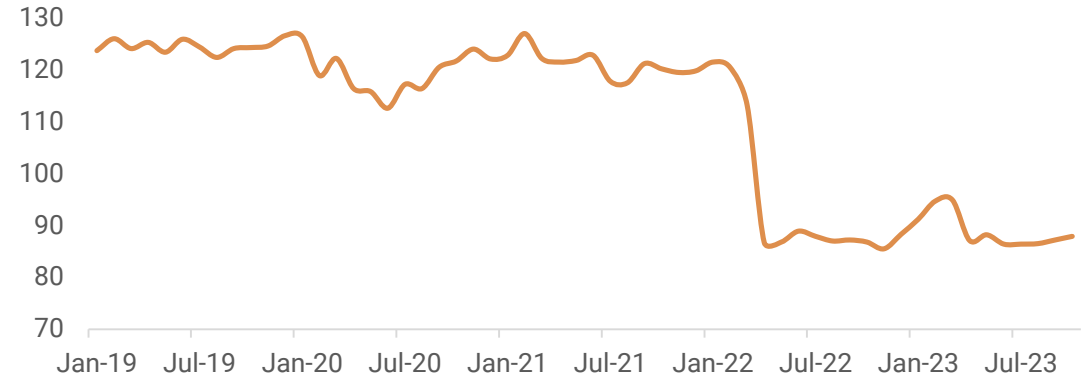
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Trái ngược lại với những gì diễn ra trên phần còn lại của thế giới. Áp lực giảm phát đang ám lên nền kinh tế Trung Quốc do nhu cầu nội địa suy yếu



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Niềm tin của người tiêu dùng Trung Quốc thấp nhất kể từ năm 2019

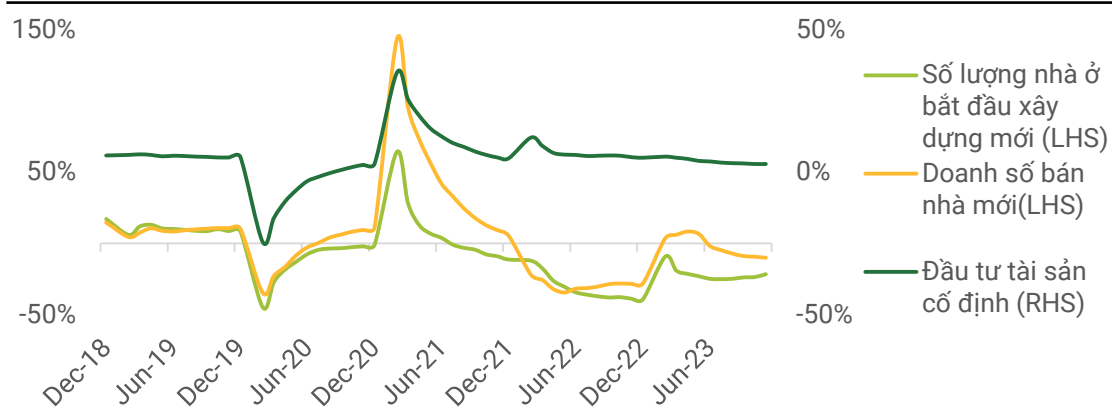


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Các số liệu kinh tế từ Trung Quốc đang khá hỗn độn khi chúng đang được ước tính dựa trên mức base nền thấp trong năm 2022. Tuy nhiên, khi quan sát những số liệu từ tăng trưởng tín dụng chung của toàn nền kinh tế, và niềm tin tiêu dùng của người dân (được xem là những chỉ báo dẫn dắt), chúng ta thấy rõ ràng sự ảm đạm đang bao trùm lên toàn nền kinh tế nước này.
- Áp lực giảm phát khiến người tiêu dùng trì hoãn việc mua sắm vì kỳ vọng giá cả sẽ giảm, khiến áp lực giảm tiêu dùng càng lớn. Doanh nghiệp cắt giảm sản xuất và đầu tư do sự bất bênh về nhu cầu trong tương lai.
- Điều này có thể sẽ dẫn tới một vòng xoáy suy giảm hoạt động kinh tế của Trung Quốc trong thời gian tới.

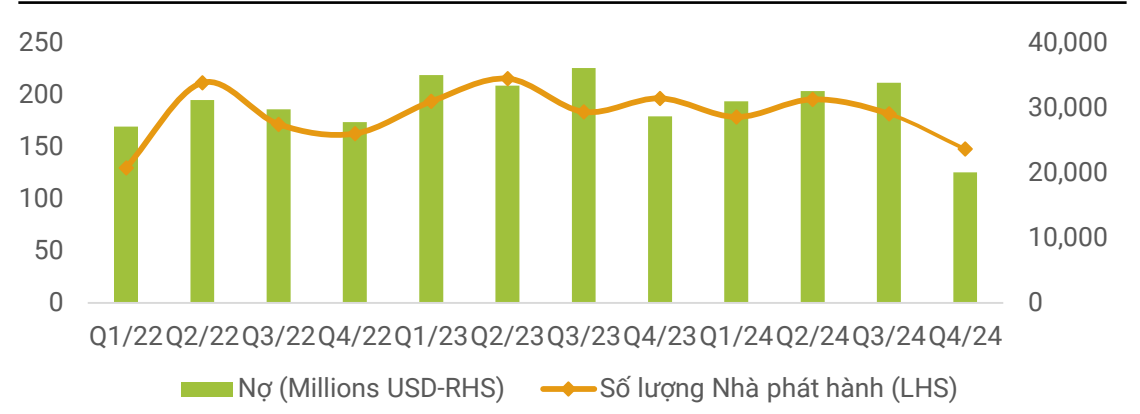
BĂNG CHƯA TAN TRÊN THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN TRUNG QUỐC

Suy thoái BĐS ngày càng sâu sắc



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Nợ đến hạn của các nhà phát triển BĐS tại Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Cổ phiếu Bất động sản Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Nguyên nhân chính gây ảnh hưởng nặng nề nhất đến tài sản của các hộ gia đình Trung Quốc và tác động đến chi tiêu của họ không thể không kể đến tình trạng suy kiệt của thị trường Bất động sản tại quốc gia này. Cuộc khủng hoảng Bất động sản đã gây ảnh hưởng rộng khắp trong toàn nền kinh tế khi mà 70% tài sản của các hộ gia đình nằm ở Bất động sản.
- Tình trạng đóng băng trên thị trường Bất động sản kéo dài cho đến hết năm 2023 và dự kiến sẽ vẫn tạo nên áp lực cho nền kinh tế Trung Quốc trong năm 2024. Điều kiện tín dụng thắt chặt đối với thị trường BĐS có thể sẽ khiến cho các nhà phát triển tại Trung Quốc rơi vào tình trạng vỡ nợ do áp lực đáo hạn nợ của khu vực này vẫn ở mức cao trong năm 2024.

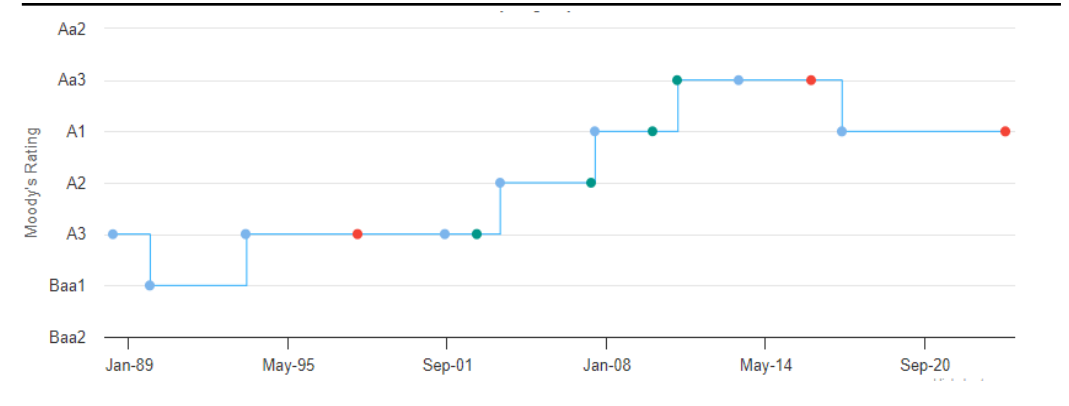
NỀN KINH TẾ TRUNG QUỐC BỊ HẠ TRIỂN VỌNG

Thang xếp hạng tín nhiệm hiện tại của Trung Quốc

Grade	Description	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
Investment Grade	Prime	AAA	Aaa	AAA	AAA
	High Medium Grade	AA+	Aa1	AA+	AA(high)
		AA	Aa2	AA	AA
		AA-	Aa3	AA-	AA(low)
	Upper Medium Grade	A+	A1	A+	A(high)
		A	A2	A	A
		A-	A3	A-	A(low)
	Lower Medium Grade	BBB+	Baa1	BBB+	BBB(high)
		BBB	Baa2	BBB	BBB
BBB-		Baa3	BBB-	BBB(low)	
Speculative Grade	Speculative	BB+	Ba1	BB+	BB(high)
		BB	Ba2	BB	BB
		BB-	Ba3	BB-	BB(low)
	Highly Speculative	B+	B1	B+	B(high)
		B	B2	B	B
		B-	B3	B-	B(low)
	Substantial Risk	CCC+	Caa1	CCC+	CCC(high)
		CCC	Caa2	CCC	CCC
		CCC-	Caa3	CCC-	CCC(low)
Extremely Speculative	CC	Ca	CC	CC	
	C	C	C	C	
In Default	RD	/	RD	RD	
	SD	/	SD	SD	
	D•NR	D•NR	D•NR	D•NR	

Nguồn: PHS tổng hợp

Moody's hạ triển vọng tín nhiệm của Trung Quốc từ "ổn định" xuống "tiêu cực"



Nguồn: PHS tổng hợp

- Đối mặt với kinh tế suy yếu, việc Chính phủ Trung Quốc giải cứu các chính quyền địa phương và doanh nghiệp quốc doanh rơi vào cảnh căng thẳng nợ nần đã khiến Moody's hạ triển vọng tín nhiệm của Trung Quốc khi họ cho rằng điều này sẽ làm suy giảm sức mạnh tài khóa, kinh tế và thể chế của quốc gia này.
- Lần gần nhất Moody's hạ triển vọng của Trung Quốc là đợt tháng 3/2016, và 14 tháng sau họ đã chính thức hạ xếp hạng tín nhiệm của Trung Quốc từ Aa3 xuống A1. Chỉ 4 tháng kể từ thời điểm Moody's hạ tín nhiệm, S&P cũng đưa ra quyết định hạ xếp hạng của nền kinh tế lớn thứ hai thế giới từ AA- xuống A+.
- Do đó, nếu vấn đề nợ của Trung Quốc không sớm được giải quyết, nền kinh tế nước này sẽ phải đối mặt với việc hạ xếp hạng tín nhiệm hàng loạt vào năm sau.

Dự báo	Tác động	Đánh giá
Kinh tế Mỹ tránh được suy thoái	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường lớn nhất phần nào được đảm bảo Nguồn vốn FDI từ thị trường Mỹ mang nhiều kỳ vọng mới cho nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt là trong lĩnh vực chất bán dẫn
Kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm	Tiêu cực	<ul style="list-style-type: none"> Thương mại của Việt Nam bị ảnh hưởng khi nhu cầu toàn cầu tiếp tục suy yếu do Việt Nam là quốc gia có độ mở thương mại lớn.
Các Ngân hàng trung ương trên toàn cầu đảo chiều chính sách trong năm 2024	Tích cực	<ul style="list-style-type: none"> Mặt bằng lãi suất thấp giúp giảm bớt áp lực lên đồng VND Dòng vốn FDI tích cực trở lại sau khi mức chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và các nước lớn dần thu hẹp
Bầu cử Tổng thống Mỹ và gần 30 quốc gia khác trên toàn cầu	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Rủi ro tác động lên thị trường trong nước không quá lớn nhờ được hỗ trợ vững chắc bởi nền tảng nội tại. Dù Đảng nào lên cầm quyền, Việt Nam vẫn được hưởng lợi từ quá trình tái cơ cấu chuỗi cung ứng, vốn khó bị đảo lộn trong trung hạn.
Kinh tế Trung Quốc tiếp tục trì trệ	Trung lập	<ul style="list-style-type: none"> Nền kinh tế của Trung Quốc yếu kém sẽ tác động lên nhiều khía cạnh kinh tế của Việt Nam, từ xuất khẩu, du lịch, thậm chí cho đến sự chuyển dịch của nguồn vốn FDI từ Trung Quốc sang Việt Nam. Đồng CNY suy yếu hơn so với VND cũng tạo sức ép lên khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu Việt Nam trên thế giới. Tuy nhiên, xu hướng dòng vốn FDI đổ vào Trung Quốc trước đây giờ sẽ có xu hướng chuyển dịch sang Việt Nam, nơi có thể chế, chính sách và tốc độ tăng trưởng đều tốt hơn.

NHÌN LẠI 2023

NỀN KINH TẾ VIỆT NAM TẠO ĐÁY



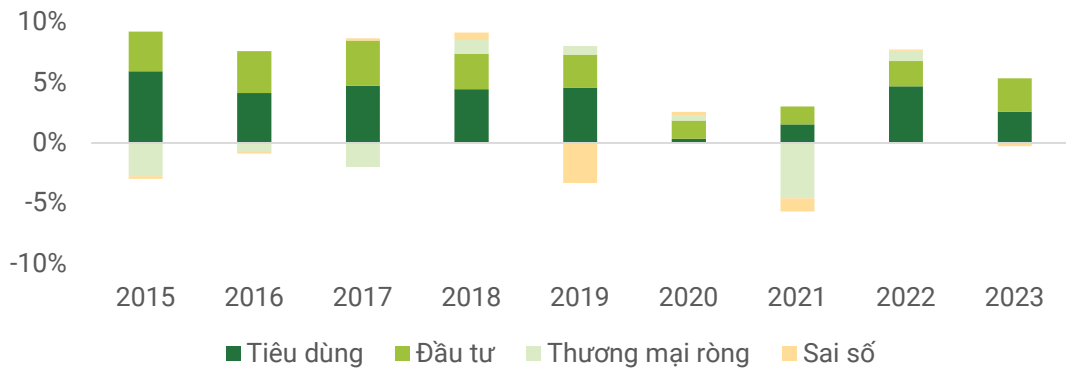
KINH TẾ TĂNG TRƯỞNG CHẬM NHƯNG XU HƯỚNG CHO THẤY SỰ ĐI LÊN

Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam không đạt mục tiêu của Chính phủ đề ra (6.5%). GDP chỉ tăng 5% so với năm 2022.



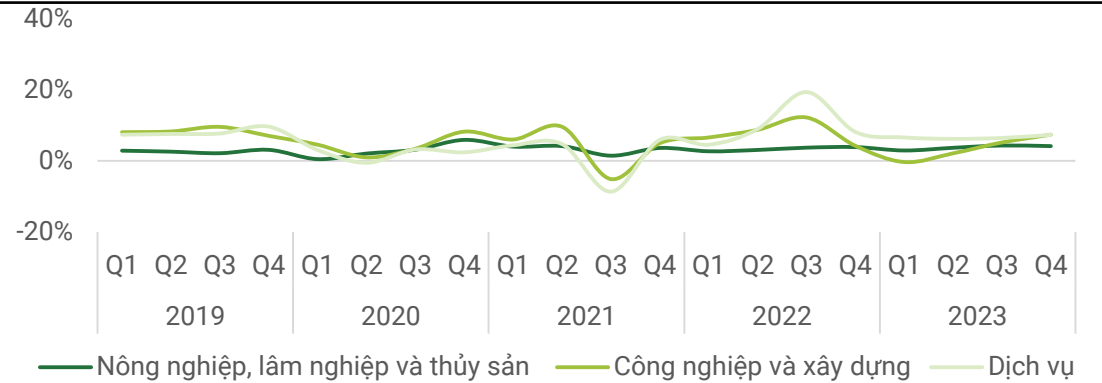
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Xét về sử dụng GDP, tiêu dùng yếu là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng GDP năm 2023 thấp, trong khi đó đầu tư vẫn duy trì mức đóng góp ổn định vào tăng trưởng.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

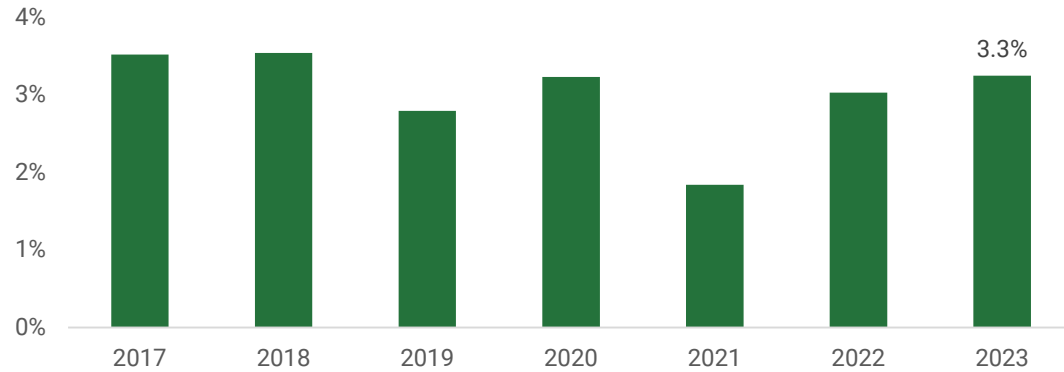
Công nghiệp & xây dựng và Dịch vụ đóng góp lớn vào tăng trưởng GDP



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

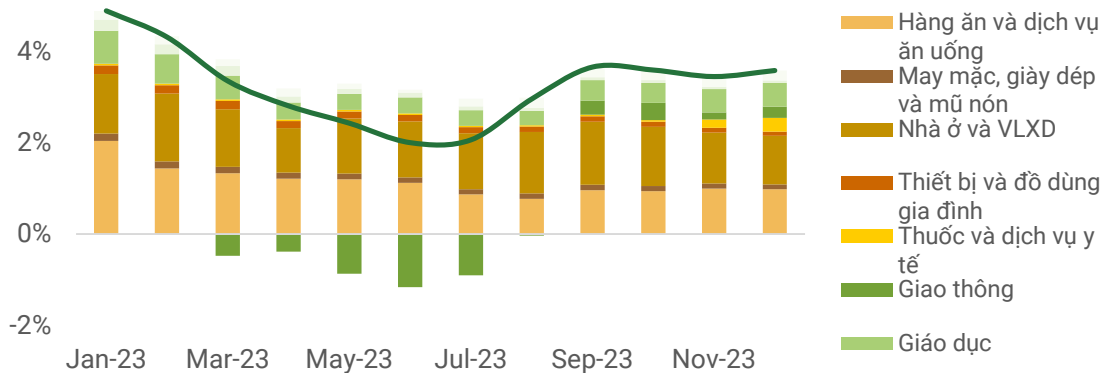
- Khu vực Công nghiệp và Xây dựng tăng trưởng chậm trong 3 Quý đầu năm là nguyên nhân chính “kéo lùi” tốc độ tăng trưởng kinh tế của cả năm 2023. Với nhu cầu sản xuất và xuất khẩu khởi sắc vào các tháng cuối năm, khu vực Công nghiệp & xây dựng đã hồi phục về mức 7.4% YoY trong Quý 4; tuy nhiên, vẫn thấp hơn so với mức bình quân trước dịch (8-9%).
- Nhóm dịch vụ là nhóm duy trì được đà tăng trưởng ổn định nhất qua các Quý nhờ sự hồi phục của mảng Du lịch, nhưng cũng vẫn còn thấp hơn mức trước dịch.
- Mặc dù không đạt mức tăng trưởng mục tiêu của Chính phủ nhưng nền kinh tế Việt Nam có vẻ đã thoát đáy và đang cho thấy sự hồi phục qua từng Quý.

Lạm phát tổng thể tăng cao hơn so với năm 2022 nhưng vẫn dưới mục tiêu Chính phủ đề ra.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

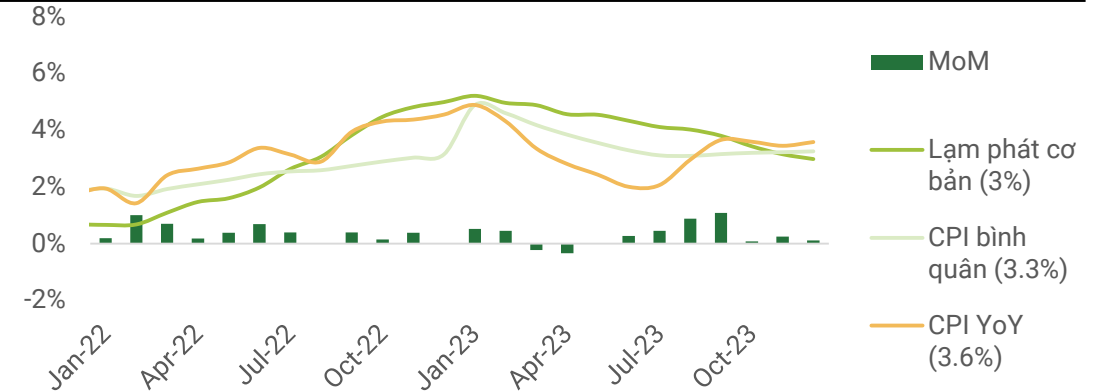
Nhóm giao thông giảm là yếu tố chính kiềm chế lạm phát trong năm 2023



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

LẠM PHÁT TĂNG CHẬM

Lạm phát duy trì trong tầm kiểm soát của Chính phủ trong cả năm 2023

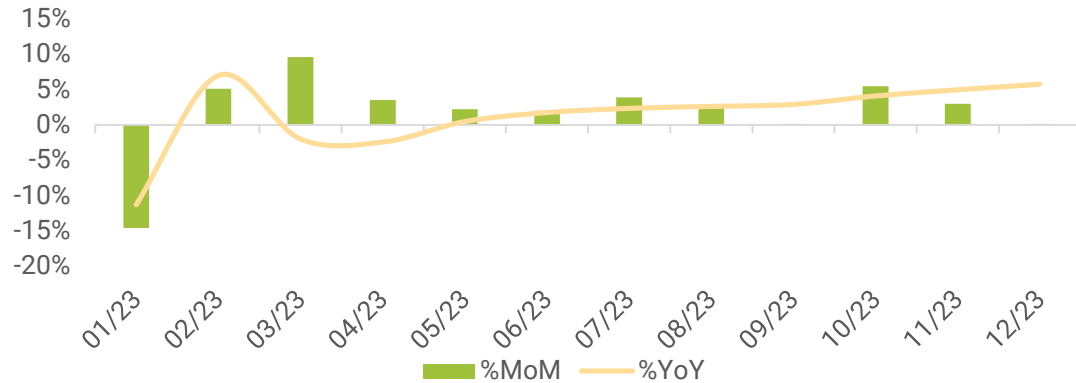


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Chúng tôi cho rằng đà tăng của giá xăng dầu trong nước đã đạt đỉnh khi giá dầu thế giới liên tục duy trì dưới 80 USD/thùng trong giai đoạn gần đây nhờ nguồn cung dự kiến dồi dào và nhu cầu thế giới tiếp tục suy yếu trong năm tới. Ngoài ra, với khả năng tự chủ được về lương thực, đà tăng của giá lương thực thực phẩm trên thế giới cũng không tác động quá lớn đến lạm phát của Việt Nam.
- Do đó, lạm phát duy trì ở mức thấp trong năm 2023, dưới mức mục tiêu của Chính phủ đề ra. Đây là một trong những yếu tố chính hỗ trợ cho Chính phủ duy trì Chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng, tập trung thúc đẩy nền kinh tế.
- Bình quân cả năm, lạm phát tăng 3.3%YoY. Lạm phát lõi tăng 4.16% YoY, cao hơn lạm phát bình quân do giá năng lượng giảm mạnh – yếu tố kìm hãm đà tăng lạm phát – bị loại trừ khi tính CPI lõi.

SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP TỐT HƠN VÀO CUỐI NĂM

Chỉ số sản xuất công nghiệp hồi phục qua từng tháng so với cùng kỳ năm trước, đặc biệt là giai đoạn cuối năm



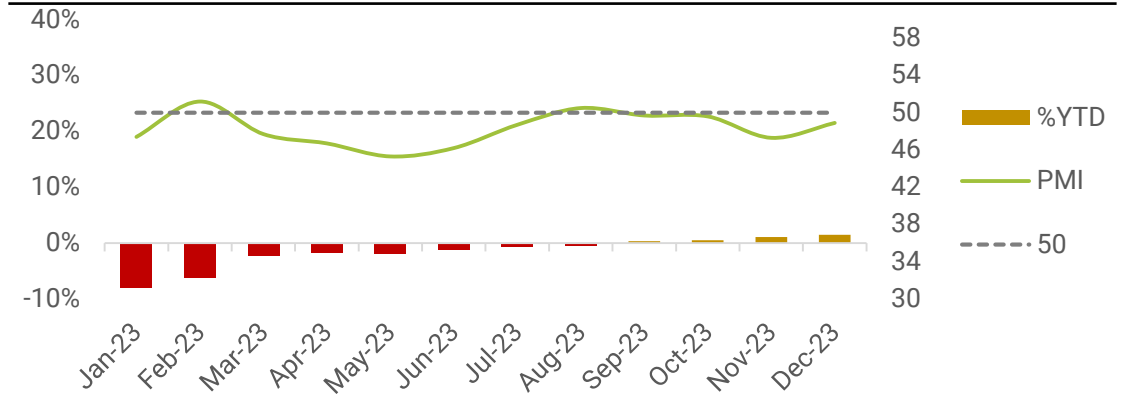
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Sản xuất tăng trưởng ở hầu hết các nhóm ngành Công nghiệp trọng điểm.

%YoY	Q1	Q2	Q3	Q4
Thép cán	40.6%	66.2%	22.0%	31.1%
Vải dệt từ sợi tự nhiên	-20.3%	3.0%	3.7%	28.6%
Phân hỗn hợp N.P.K	6.1%	36.8%	27.9%	26.6%
Thép thanh, thép góc	-25.5%	-10.0%	-1.8%	12.1%
Thủy hải sản chế biến	13.1%	15.3%	-1.9%	9.2%
Linh kiện điện thoại	-13.9%	-11.2%	1.5%	7.5%
Điện sản xuất	-1.9%	0.2%	4.2%	6.9%
Vải dệt từ sợi tổng hợp hoặc sợi nhân tạo	17.7%	11.9%	7.5%	5.2%
Giày, dép da	-0.4%	-14.5%	-12.3%	0.8%
Điện thoại di động	-8.1%	-22.0%	-3.7%	-0.5%
Quần áo mặc thường	-20.0%	-19.1%	5.7%	-2.4%
Total IIP	-2.6%	-0.2%	2.8%	5.0%

Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

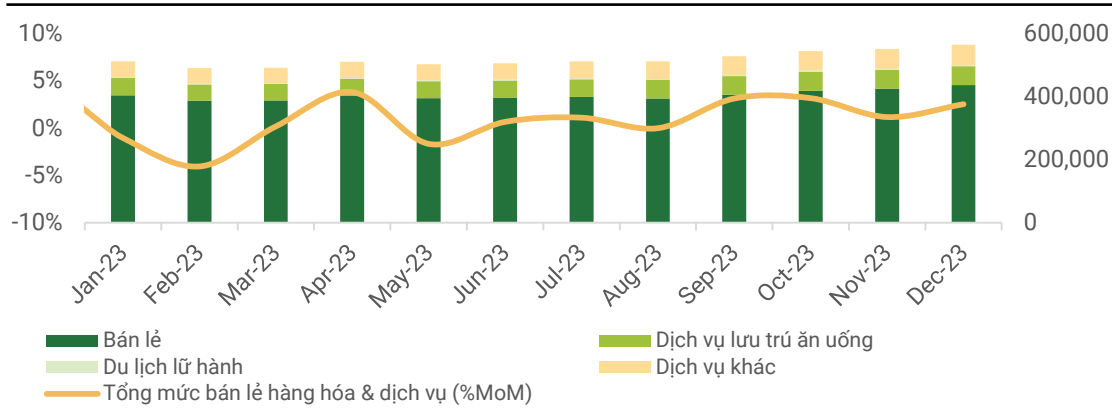
Ngoại trừ tháng 2 và tháng 8, PMI luôn nằm dưới mức 50 trong suốt năm 2023



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

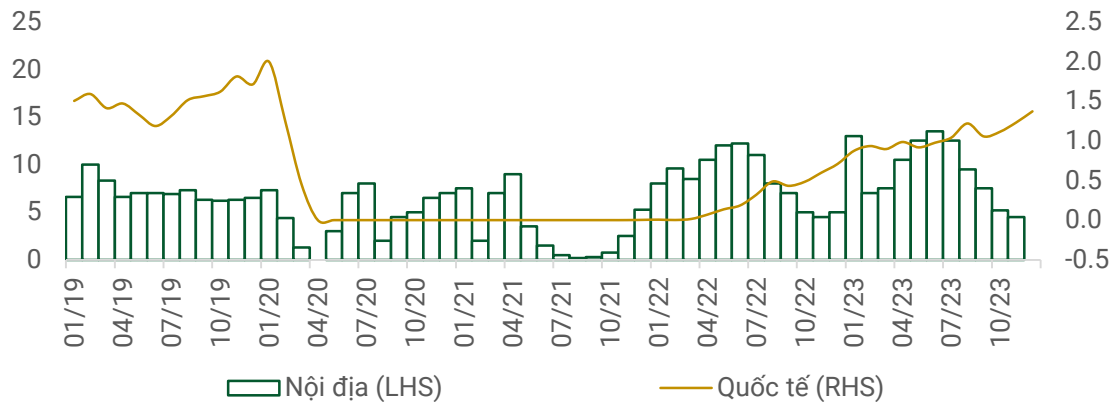
- Lũy kế cả năm, IIP đạt mức tăng trưởng 1.5% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng trưởng thấp nhất tính từ năm 2020 tới nay. PMI nằm dưới mức 50 trong hầu hết thời gian của năm 2023 phần nào cho thấy sự khó khăn của khu vực sản xuất khi nhu cầu toàn cầu suy yếu.
- Tuy nhiên, khi theo dõi mức tăng trưởng qua hàng quý, chúng tôi thấy rằng sản xuất dường như đang dần có tín hiệu hồi phục ở hầu hết các nhóm sản phẩm trong ngành Công nghiệp, đặc biệt là các ngành mũi nhọn như sản xuất điện thoại, máy vi tính, linh kiện điện tử, thép.. và công nghiệp nhẹ như may mặc trong nửa sau của năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng sản xuất công nghiệp sẽ khởi sắc trong năm 2024 nhờ tình hình xuất khẩu cải thiện và tiêu dùng trong nước duy trì tốt.

Tiêu dùng vẫn duy trì khả quan trong cả năm 2023



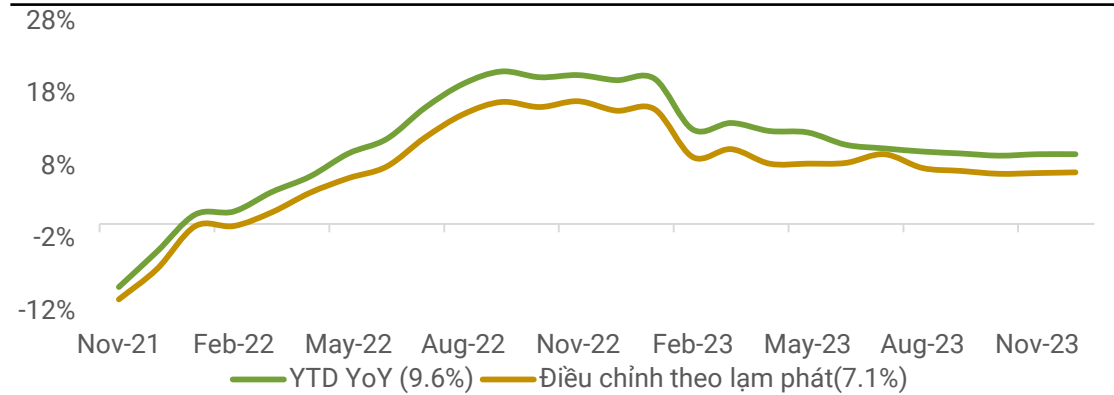
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Kể từ tháng 7 Việt Nam đã đón hơn 1 triệu lượt khách mỗi tháng. Lượng khách du lịch liên tục tăng đều qua các tháng.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 9.6% so với năm ngoái.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

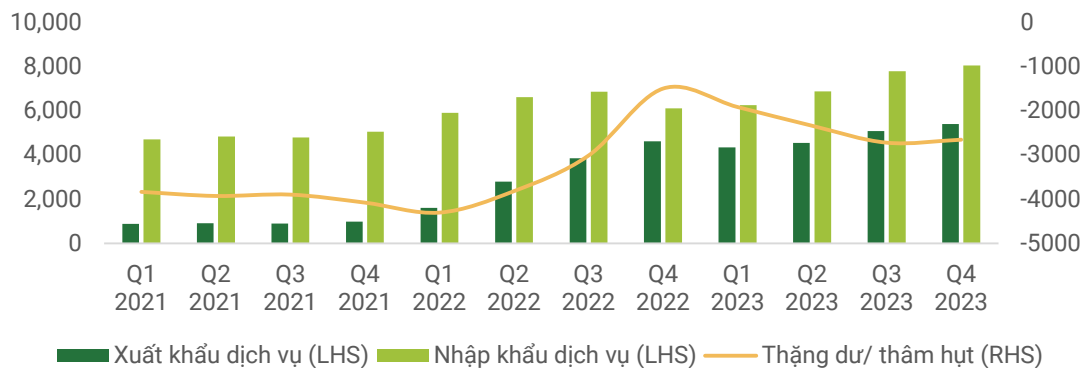
- Lũy kế cả năm, tăng trưởng tổng mức bán lẻ tăng 9.6% so với cùng kỳ năm ngoái và sau khi điều chỉnh theo lạm phát vẫn tăng trưởng 7.1% YoY bất chấp sự suy yếu của các doanh nghiệp trong nước.
- Chúng tôi cho rằng nền kinh tế đang dần thấm thấu những hỗ trợ của Chính phủ thông qua các chính sách tài khóa đã được thực hiện trong năm nay như: đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, tạo thêm công ăn việc làm cho doanh nghiệp; giảm thuế VAT từ 10% xuống 8%; tăng lương cơ bản; hạ lãi suất...
- Sự phục hồi của ngành du lịch, đặc biệt là sự trở lại của khách du lịch quốc tế cũng đã thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán lẻ. Lũy kế cả năm 2023, Việt Nam đón tổng cộng hơn 12.6 triệu lượt khách, tăng gấp 1.6 lần so với mục tiêu đề ra từ đầu năm.

Việt Nam ghi nhận thặng dư thương mại kỷ lục trong năm 2023

YTD	XK		NK		Thặng dư/thâm hụt (Triệu USD)
	(Triệu USD)	% YoY	(Triệu USD)	%YoY	
Tổng	355,500	-4.36%	327,500	-8.92%	28,000
FDI	259,948	-5.77%	210,213	-9.84%	49,735
Trong nước	95,552	-0.30%	117,287	-7.22%	-21,735

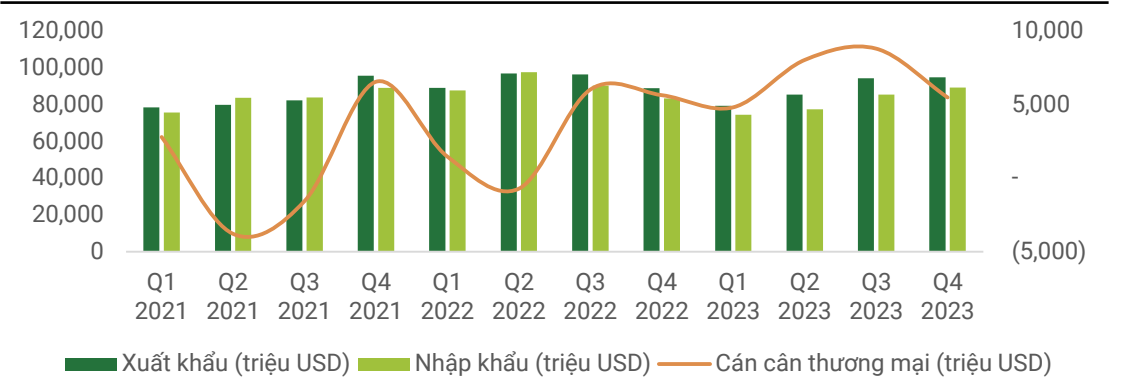
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Kim ngạch xuất nhập khẩu dịch vụ tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Kim ngạch Xuất nhập khẩu hàng hóa phục hồi rõ rệt qua các Quý

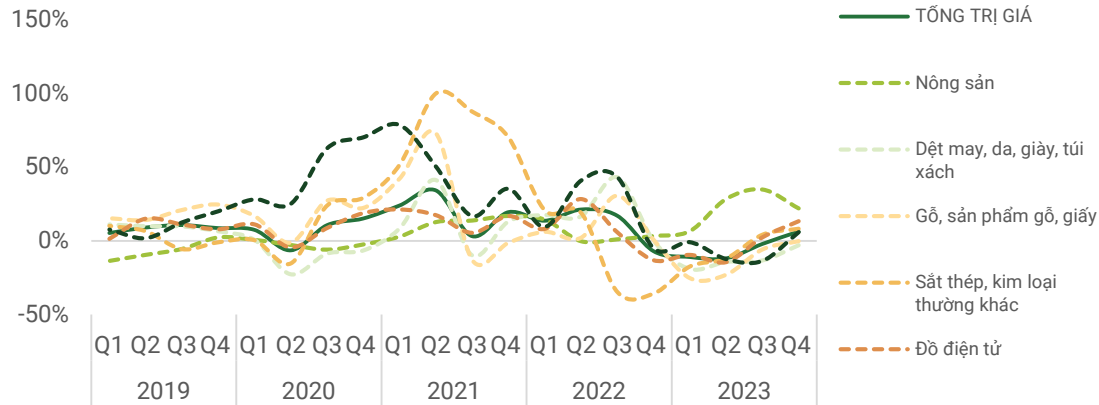


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Tổng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu năm 2023 giảm lần lượt 4.8% và 8.9% so với cùng kỳ năm ngoái do nhu cầu yếu từ các đối tác xuất khẩu chính bao gồm Mỹ, Hàn Quốc và Nhật Bản.
- Hoạt động nhập khẩu giảm mạnh hơn xuất khẩu do các nhà sản xuất tập trung giải phóng hàng tồn kho và dự báo về lượng đơn đặt hàng mới có sự cải thiện nhưng vẫn còn chậm. Do đó, thặng dư thương mại đạt mức kỷ lục được ghi nhận từ trước đến nay - 28 tỷ USD trong năm 2023.
- Tính theo quý, cả xuất nhập khẩu hàng hóa lẫn dịch vụ đều cho thấy những tín hiệu cải thiện qua từng quý, đặc biệt là xuất nhập khẩu dịch vụ. Thặng dư từ cả thương mại hàng hóa và dịch vụ đã hỗ trợ cho việc kiềm chế tỷ giá trong năm 2023, giúp Chính phủ và NHNN duy trì Chính sách tiền tệ nới lỏng.

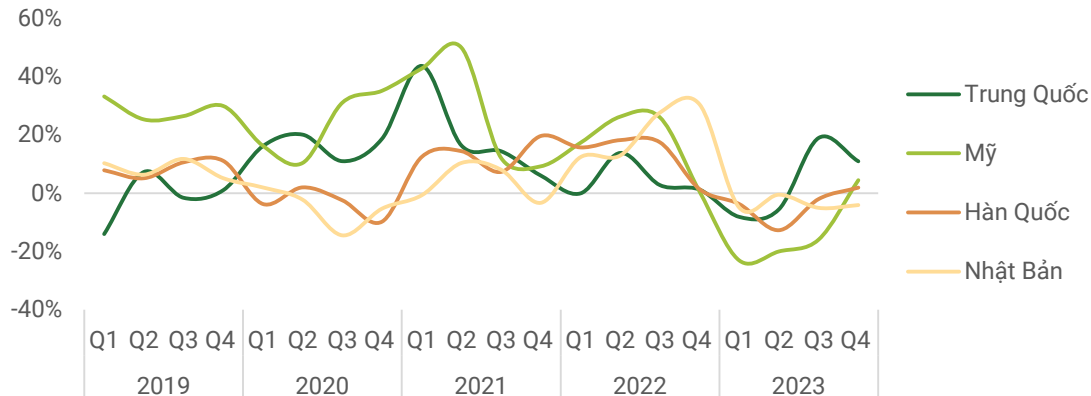
THƯƠNG MẠI XUẤT HIỆN DẤU HIỆU CẢI THIỆN QUA CÁC QUÝ

XK cho thấy xu hướng hồi phục ở hầu hết các nhóm ngành trọng điểm qua từng Quý mặc dù nhu cầu toàn cầu còn yếu. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của FDI vào ngành chế biến chế tạo trong vài năm gần đây dự kiến sẽ thúc đẩy kim ngạch XK, đặc biệt là nhóm ngành Đồ điện tử trong thời gian tới.



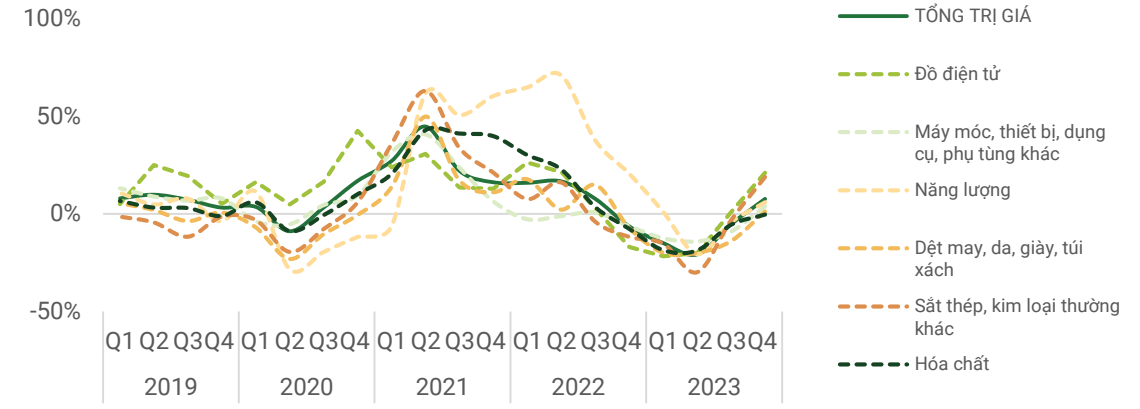
Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Tăng trưởng XK sang các đối tác lớn có xu hướng đi lên qua các quý. Tăng trưởng hàng tồn kho của Hoa Kỳ dự báo sẽ về 0% vào thời điểm cuối năm 2023. Chính sách tiền tệ của các thị trường XK lớn của Việt Nam dự kiến bớt thắt chặt, khuyến khích người tiêu dùng chi tiêu cho hàng hoá nhiều hơn.



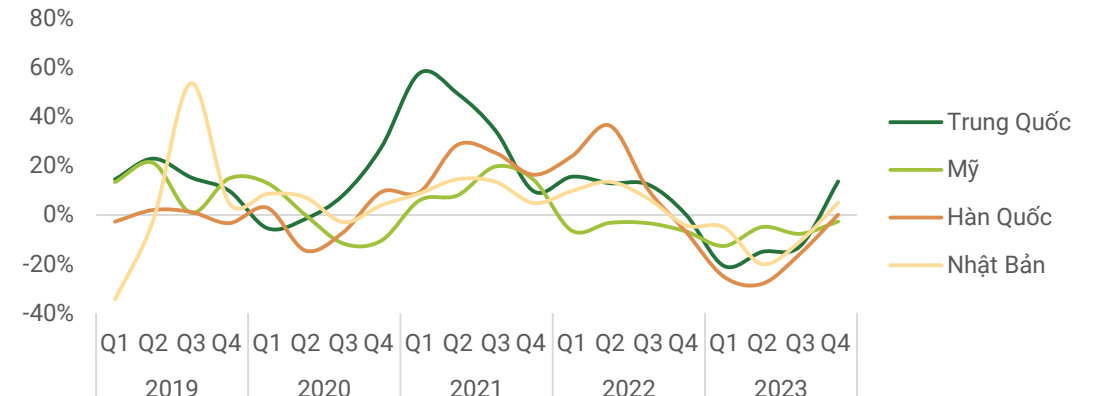
Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

XK hồi phục cũng kéo nhu cầu NK hàng hóa, nguyên vật liệu cải thiện hơn. Nhu cầu NK sắt thép, đồ điện tử đang xuất hiện những dấu hiệu hồi phục sớm hơn các nhóm sản phẩm khác.



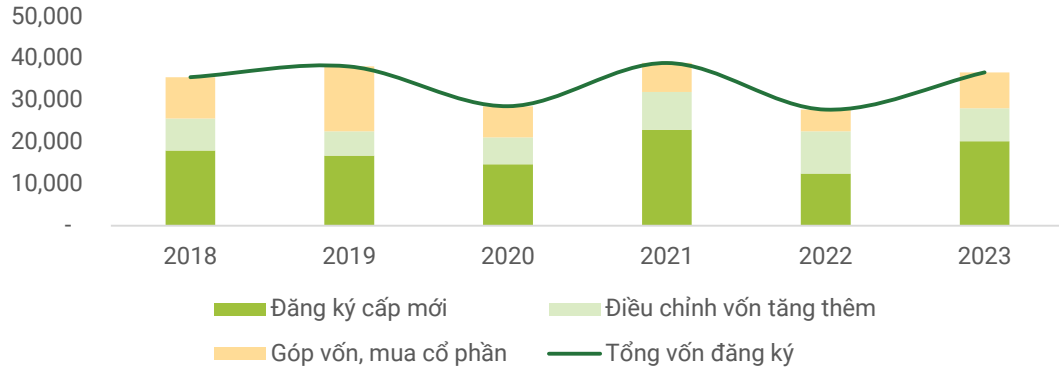
Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Xu hướng tăng trưởng NK phục hồi trở lại rõ nét hơn so với XK có thể được xem là một tín hiệu dẫn dắt cho kỳ vọng XK trong thời gian tới.



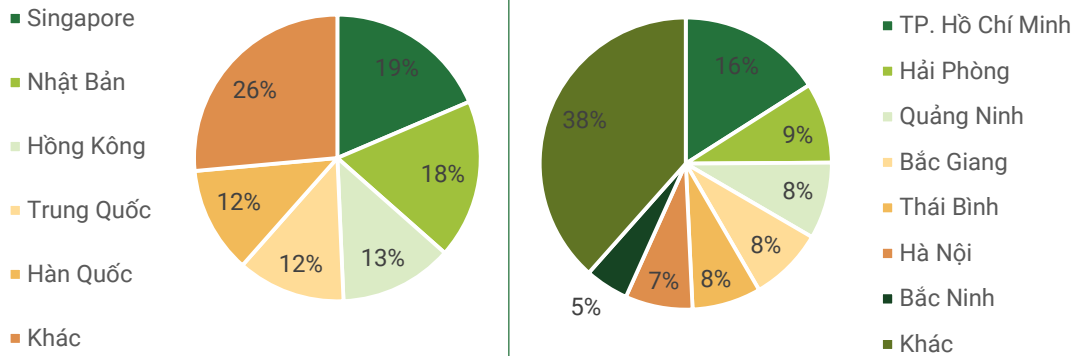
Nguồn: Custom, PHS tổng hợp

Việt Nam là điểm đến lý tưởng của dòng vốn FDI trong năm 2023 nhờ được hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng toàn cầu



Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

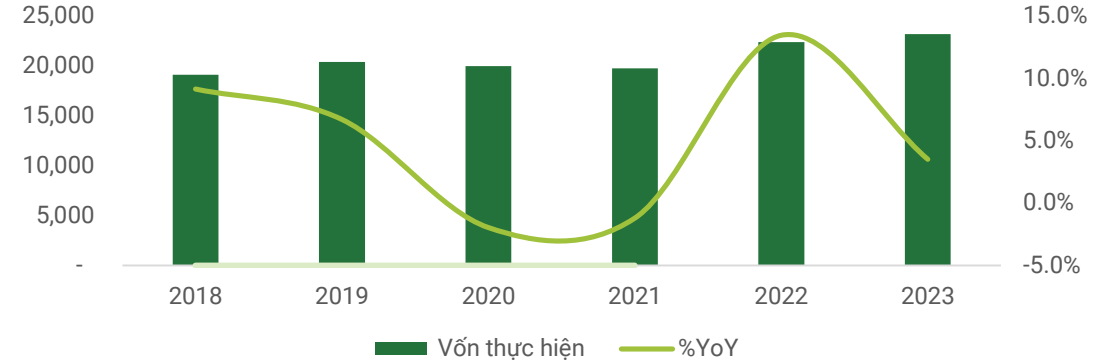
Các NĐT Châu Á luôn dẫn đầu tổng vốn đăng ký FDI vào VN. Lựa chọn hàng đầu để đặt bản doanh là các Thành phố có KCN lớn ở phía Bắc và HCM.



Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

FDI GHI NHẬN MỨC TĂNG KỶ LỤC

Vốn FDI thực hiện đạt mức kỷ lục trong 5 năm trở lại đây với mức giải ngân quanh 2-3 tỷ USD/tháng



Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

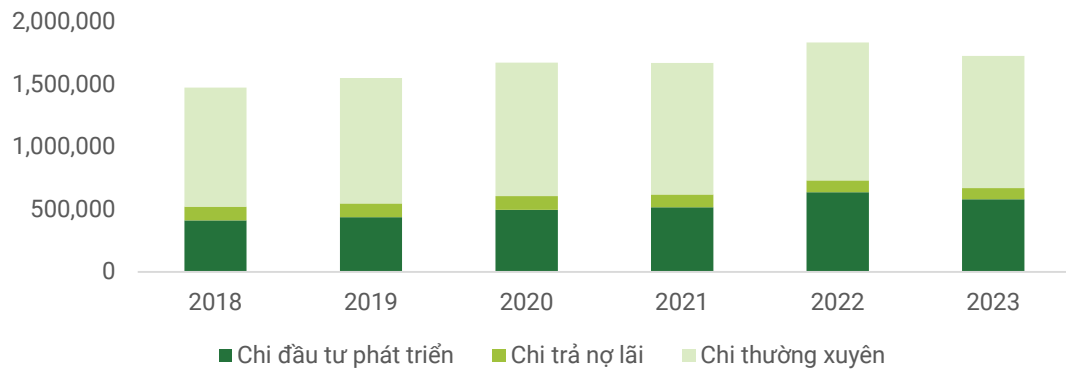
- Tổng vốn đăng ký đầu tư nước ngoài cả năm 2023 đạt gần 37 tỷ USD (+32% YoY), một con số ấn tượng trong bối cảnh kinh tế toàn cầu suy yếu và lãi suất tại Việt Nam thấp hơn nhiều so với các quốc gia phát triển. Điều này càng cho thấy sự tin tưởng của nhóm các NĐT nước ngoài vào môi trường kinh doanh cũng như tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam.
- Các NĐT Châu Á coi Việt Nam là điểm sáng trong ASEAN với tỷ trọng đầu tư luôn trên 70% so với tổng vốn đăng ký. Lựa chọn hàng đầu đặt căn cứ của họ có xu hướng tập trung ở phía Bắc – nơi có các KCN lớn, cơ sở hạ tầng phát triển, dư địa mở rộng còn nhiều,...Đặc biệt đây cũng là bản doanh của của nhóm ngành Công nghiệp chế biến chế tạo (chiếm 80% tổng vốn đăng ký FDI).
- Tăng trưởng đầu tư nước ngoài vào Việt Nam tốt trong năm 2023 ở cả vốn thực hiện lẫn vốn đăng ký đã đóng góp rất lớn cho nguồn cung USD trong nước, nhằm ổn định tỷ giá, chính sách cũng như thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Chi NSNN không đạt kế hoạch đề ra

	2023	Sv dự toán	Sv cùng kỳ	KH 2023
Tổng Thu NSNN	1,717,800	106.0%	-5.4%	1,620,744
- Thu nội địa (không kể dầu thô)	1,439,000	107.9%	-0.3%	1,334,244
- Thu từ dầu thô	62,800	149.5%	-19.5%	42,000
- Thu cân đối từ XNK	213,000	89.1%	-25.4%	239,000
Tổng Chi NSNN	1,731,900	83.4%	-19.7%	2,076,244
- Chi đầu tư phát triển	579,800	79.8%	-9.1%	726,684
- Chi trả nợ lãi	90,100	87.6%	-4.9%	102,890
- Chi thường xuyên	1,058,600	90.3%	-3.9%	1,172,295
Thặng dư/Bội chi NSNN	- 14,100			- 455,500

Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

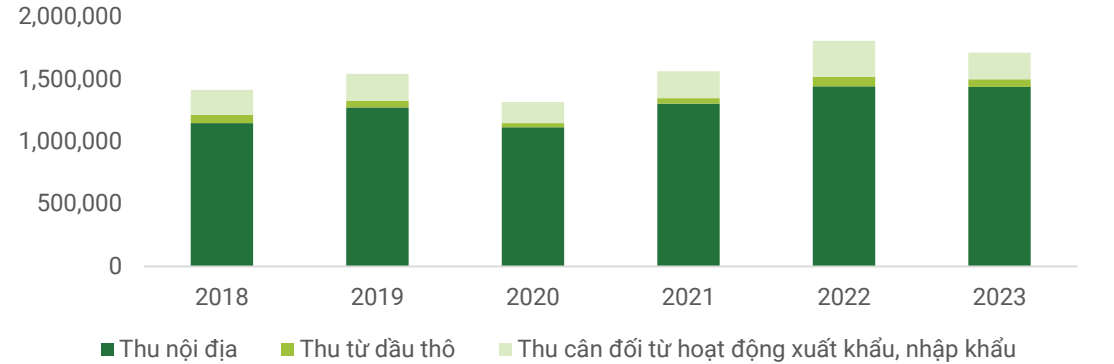
Chi đầu tư phát triển chỉ đạt 80% kế hoạch đề ra



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

NSNN ĐẢM BẢO CÂN ĐỐI THU CHI

Thu NSNN yếu đi chủ yếu do bị tác động bởi các khoản thu nội địa giảm sút



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

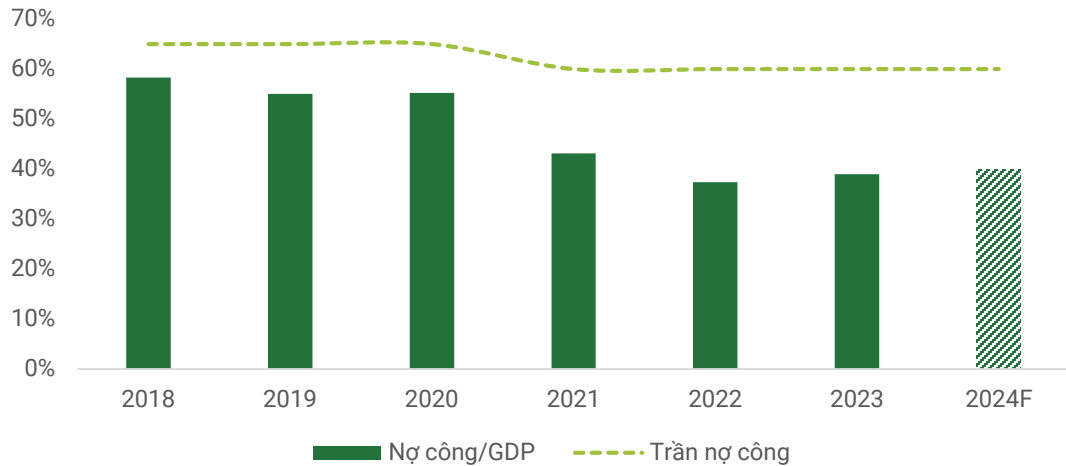
- Đầu tư công là động lực chính duy trì tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam trong bối cảnh các động lực tăng trưởng khác còn đang chậm trong năm 2023. Lũy kế cả năm, chi đầu tư công chỉ đạt 80% kế hoạch đề ra, giảm 9.1% so với cùng kỳ năm ngoái. Chính phủ đã khá nỗ lực trong việc hỗ trợ nền kinh tế thông qua kênh Chính sách tài khóa này; mặc dù vẫn còn nhiều bất cập trong việc thực thi. Giải ngân đầu tư công chỉ mới được đẩy mạnh từ nửa sau của năm.
- Thu NSNN giảm phản ánh những khó khăn của các DN trong nước cũng như của các DN Xuất nhập khẩu trong năm qua. Ngoài ra, nguồn thu cũng bị hao hụt do những chính sách miễn, giảm, gia hạn thuế, phí, lệ phí và tiền thuê đất đã ban hành của Chính phủ để hỗ trợ doanh nghiệp và người dân.
- Nhìn chung, Ngân sách nhà nước vẫn đảm bảo được các cân đối thu chi lớn trong năm, duy trì tính ổn định của Chính sách và thể chế.

BƯỚC SANG NĂM 2024

VỚI NHỮNG CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC

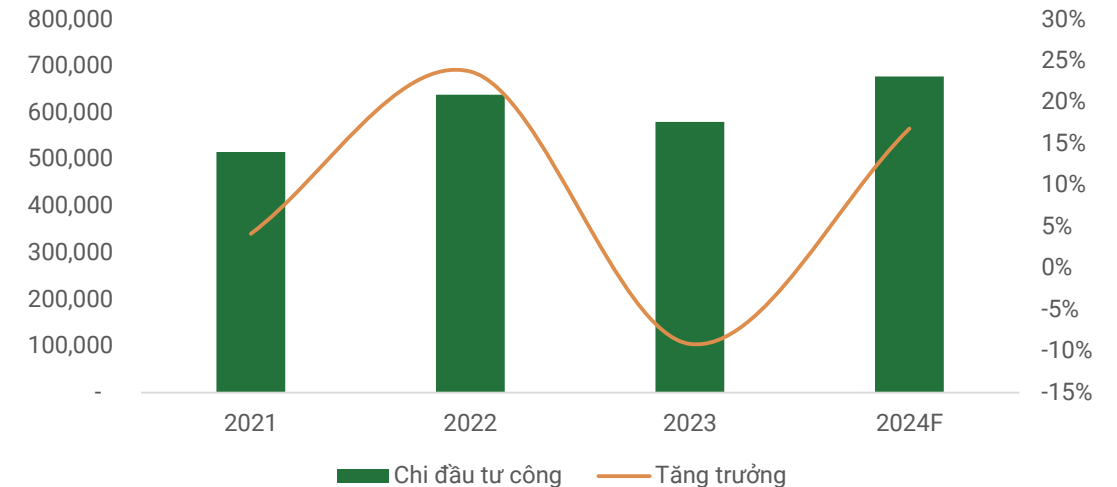


Dư địa giải ngân đầu tư công vẫn còn lớn nhờ Nợ công/ GDP thấp (khoảng 39%) so với mục tiêu 60% GDP



Nguồn: CKNS, PHS tổng hợp

Kế hoạch chi giải ngân đầu tư công năm 2024 dự kiến tăng 17% so với 2023



Note: Dữ liệu trước năm 2022 là dữ liệu đã được điều chỉnh

Nguồn: CKNS, PHS tổng hợp

- Trong bối cảnh đầu tư tư nhân thiếu động lực, Chính phủ sẽ phải tiếp tục đẩy mạnh công tác giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2024. Đây chính là đòn bẩy tài khóa kích thích các hoạt động kinh tế, tạo động lực tăng trưởng cho nhóm ngành VLXD, BĐS, khai khoáng và toàn nền kinh tế.
- Chúng tôi cho rằng giải ngân đầu tư công trong năm 2024 sẽ có thể hoàn thành kế hoạch đề ra, thậm chí cao hơn mức này nhờ các yếu tố chính sau:
 - Chuyển đổi hình thức đầu tư đối với hầu hết các dự án từ PPP sang 100% vốn nhà nước. Việc chuyển sang phương thức đầu tư công (100% vốn nhà nước) không chỉ giúp giải quyết vấn đề tìm nhà đầu tư mà còn thể hiện quyết tâm của Chính phủ trong việc triển khai kịp thời các dự án này.
 - Yếu tố chính trị đã dần lắng xuống, những câu chuyện bất bỡ, chiến dịch chống tham nhũng của Chính phủ dường như sẽ sớm đi đến hồi kết trong năm 2024.
 - 2024 cũng là năm cận kề của kế hoạch chi đầu tư công trung hạn 2021-2025. Do đó, Chính phủ và các Bộ ngành sẽ phải tập trung để thực hiện mục tiêu kế hoạch đề ra.

VIỆT NAM CÓ MỖI QUAN HỆ ĐỐI TÁC VỚI 30 QUỐC GIA



Đối tác Chiến lược toàn diện

- Nhật Bản (11/2023)
- Hoa Kỳ (09/2023)
- Trung Quốc (05/2008)
- Liên bang Nga (07/2012)
- Ấn Độ (09/2016)
- Hàn Quốc (12/2022)

Đối tác chiến lược

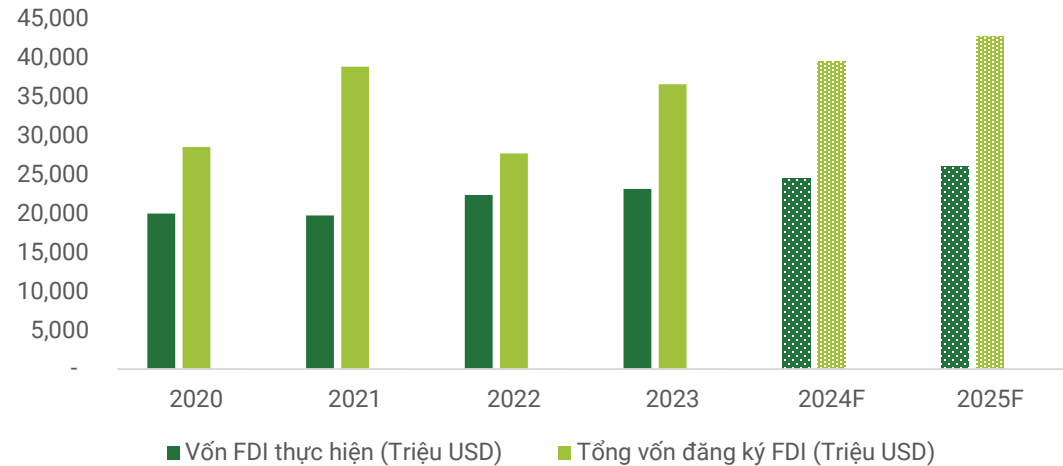
- Tây Ban Nha, (2009) Anh (2010), Đức (2011), Ý (2013)
- Thái Lan (2013), Indonesia, Singapore và Pháp (2013)
- Malaysia và Philippines (2015), Úc (2018), New Zealand (2020)

Đối tác toàn diện

- Nam Phi (2004), Chile, Brazil và Venezuela (2007)
- Argentina (2010); Ukraine (2011); Đan Mạch (2013); Myanmar (2017)
- Canada (2017); Hungary (2018); Brunei và Hà Lan (2019)

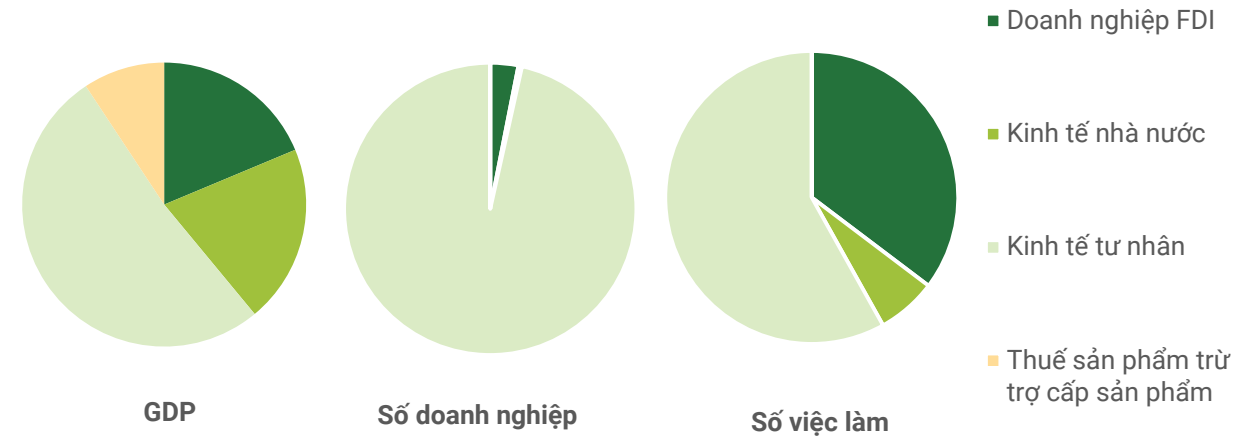
ĐỘNG LỰC TỪ VỐN ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI

FDI dự kiến tiếp tục tăng trưởng tốt trong các năm tới.



Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

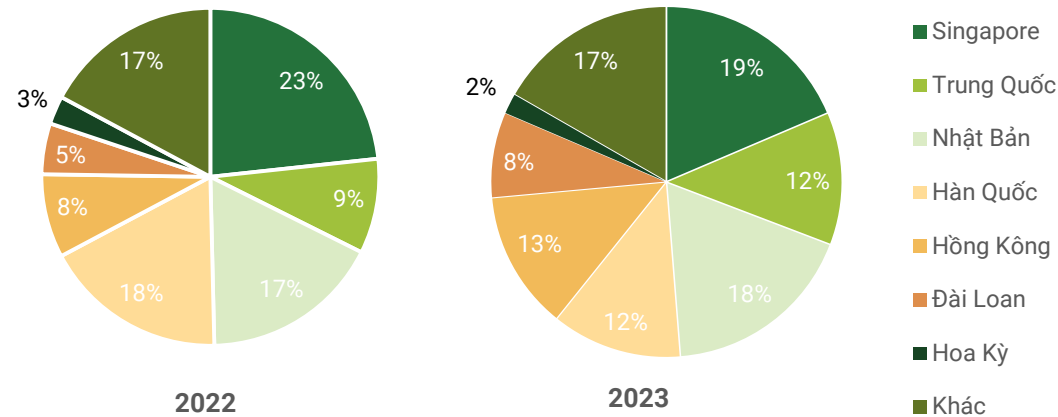
Mức độ đóng góp cho nền kinh tế của khu vực FDI dự kiến sẽ ngày càng rộng hơn



Nguồn: PHS tổng hợp

- Việt Nam dự kiến tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI trong năm tới do: được hưởng lợi từ xu hướng đa dạng hoá chuỗi cung ứng nhờ vị trí địa lý thuận lợi, lao động rẻ, trữ lượng chất hiếm lớn, môi trường vĩ mô ổn định, cơ sở hạ tầng được cải thiện và tham gia nhiều hiệp định FTA,...
- Ngoài ra, năm 2023 được xem như là một năm đặc biệt của ngoại giao Việt Nam với nhiều sự kiện ghi dấu trong quan hệ đối tác với các quốc gia lớn trên thế giới. Nâng cấp mối quan hệ giữa Việt Nam với Mỹ và Nhật Bản, cùng với đó là hàng loạt các biên bản ghi nhớ đầu tư đã được ký kết. Mối quan hệ của Việt Nam với Trung Quốc và Hàn Quốc cũng cho thấy sự sâu sắc hơn trong năm nay. Việc nâng cấp mối quan hệ với các nước lớn không chỉ giúp Việt Nam tiếp cận nhiều hơn đến nguồn vốn FDI từ chính các quốc gia đó mà còn nâng cao giá trị của Việt Nam, khiến Việt Nam trở thành điểm đến đáng tin cậy cho các NĐT nước ngoài khác. Sau sự kiện nâng tầm quan hệ giữa Việt Nam và Mỹ, Nhật Bản, tổng vốn đăng ký FDI vào Việt Nam trong Quý 4 đã đạt 16.4 tỷ USD, mức ghi nhận hàng quý cao chỉ đứng sau Q4 2021.
- Chúng tôi ước tính tổng vốn FDI đăng ký sẽ tăng 8% trong năm 2024 và 2025; Trong khi đó, FDI thực hiện tăng trưởng khoảng 6%/năm. Khu vực FDI ngày càng mở rộng sẽ giúp cho tăng trưởng GDP của Việt Nam ngày càng đi lên, tạo thêm số lượng doanh nghiệp mới cũng như nhiều cơ hội việc làm hơn cho người dân trong nước. Đặc biệt, các doanh nghiệp FDI thường là các doanh nghiệp lớn, cho nên chỉ với tỷ trọng số lượng nhỏ nhưng khu vực này có thể đóng góp hơn 35% số lượng việc làm cho lao động Việt.

Tỷ trọng đầu tư của Hồng Kông và Trung Quốc đang tăng trở lại



Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

Tăng trưởng vốn FDI vào rông của Trung Quốc và Việt Nam (As of 2000)



Nguồn: Worldbank, PHS tổng hợp

- Dòng vốn FDI ròng vào Trung Quốc giảm mạnh trong các năm trở lại đây kể từ thời điểm năm 2000. Trong khi đó, nguồn vốn FDI ròng vào Việt Nam lại liên tục ghi nhận sự tăng trưởng mạnh qua các năm, so với thời điểm năm 2000, tổng vốn FDI đăng ký ròng vào Việt Nam đã tăng 12.79 lần. Điều này đã phần nào cho thấy rõ hơn xu hướng chuyển dịch chuỗi sản xuất của toàn cầu và căng thẳng thương mại Mỹ - Trung ngày càng sâu sắc đang tác động lên các dòng chảy vốn. Do đó, chúng tôi cho rằng xu hướng đầu tư FDI vào Việt Nam từ Trung Quốc và Hồng Kông sẽ có thể tăng tỷ trọng lên 35% vào năm 2024. Tỷ lệ này là 30% trước đại dịch, giảm xuống 17% vào năm 2022 và gần đây mới phục hồi lên 25% vào năm 2023.
- Ngày 8/12, tổ chức Xếp hạng Fitch Ratings đã nâng xếp hạng tín nhiệm quốc gia dài hạn của Việt Nam lên mức BB+ (từ mức BB), triển vọng “Ổn định”. Trong bối cảnh thế giới đang nhiều biến động thì thông tin tích cực này sẽ là yếu tố tăng thêm sức hấp dẫn của Việt Nam, đặc biệt là ở khu vực đầu tư và thương mại. Ngoài ra, trong thang đánh giá cấp bậc đầu tư, Việt Nam cũng chỉ còn cách cấp độ đầu tư một bậc; khi lên được mức này kinh tế Việt Nam sẽ đón chào một lượng vốn mới mạnh mẽ hơn bao giờ hết.
- Những yếu tố này củng cố thêm cho dự báo của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng tiềm năng của nguồn vốn FDI trong 2 năm sắp tới.

NỀN KINH TẾ VIỆT NAM ĐƯỢC ĐÁNH GIÁ TỐT HƠN

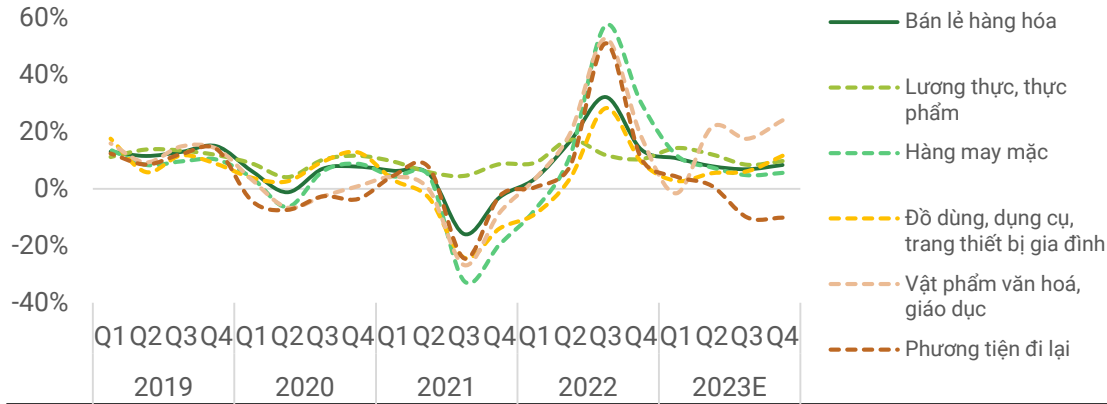
Vietnam Historical Ratings

Grade	Moody's	S&P	Fitch
Apr-17	B1 Positive		
May-17			BB- Positive
May-18			BB Stable
Aug-18	Ba3 Stable		
Apr-19		BB Stable	
May-19			BB Positive
Oct-19	Ba3 Stable		
Dec-19	Ba3 Negative		
Apr-20			BB Stable
Mar-21	Ba3 Positive		
Apr-21			BB Positive
May-21		BB Positive	
Mar-22			BB Positive
May-22		BB+ Stable	
Sep-22	Ba2 Stable		
Oct-22			BB Positive
May-23			BB Positive
Dec-23			BB+ Stable

Ranking Table

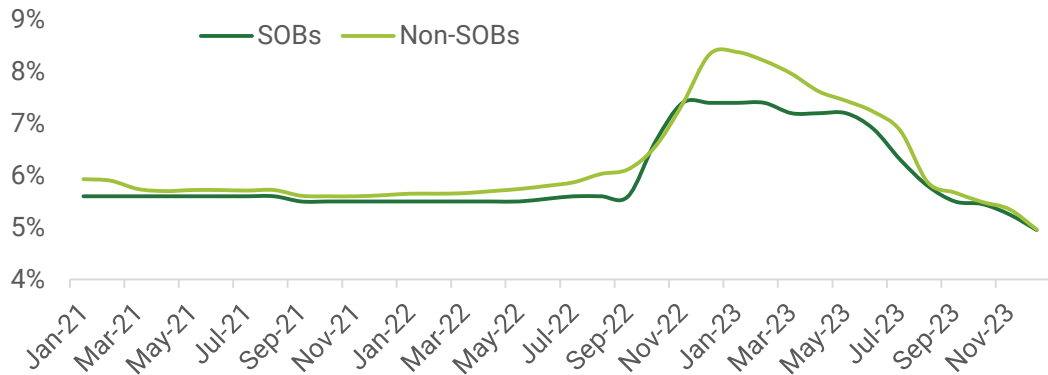
No	S&P	Moody's	Fitch	Meaning and Color
1	AAA	Aaa	AAA	Prime
2	AA+	Aa2	AA+	High Grade
3	AA	Aa2	AA	
4	AA-	Aa3	AA	
5	A+	A1	A+	
6	A	A2	A	Upper Medium Grade
7	A-	A3	A-	Lower Medium Grade
8	BBB+	Baa1	BBB+	
9	BBB	Baa2	BBB	
10	BBB-	Baa3	BBB-	
11	BB+	Ba1	BB+	Non Investment Grade Speculative
12	BB	Ba2	BB	
13	BB-	Ba3	BB-	
14	B+	B1	B+	Highly Speculative
15	B	B2	B	
16	B-	B3	B-	
17	CCC+	Caa1	CCC+	Substantial Risks
18	CCC	Caa2	CCC	Extremely Speculative

Ngoại trừ nhóm phương tiện đi lại, bán lẻ hàng hóa vẫn duy trì được mức tăng trưởng khá ổn định bất chấp môi trường kinh tế đi xuống (8.6%YoY)



Nguồn: Website các Ngân hàng, PHS tổng hợp

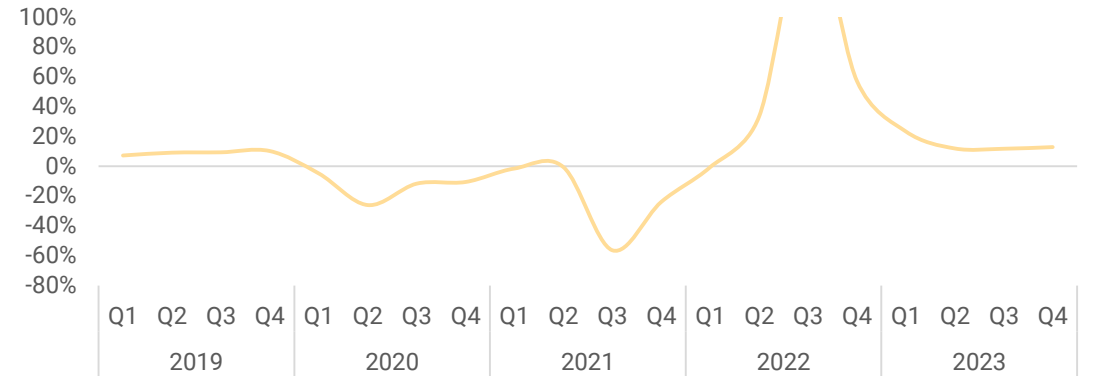
Lãi suất huy động của nhóm Ngân hàng Quốc doanh và Thương mại đã giảm xuống thấp hơn so với trước dịch.



Nguồn: PHS tổng hợp, Website các Ngân hàng

ĐỘNG LỰC TỪ BÁN LẺ

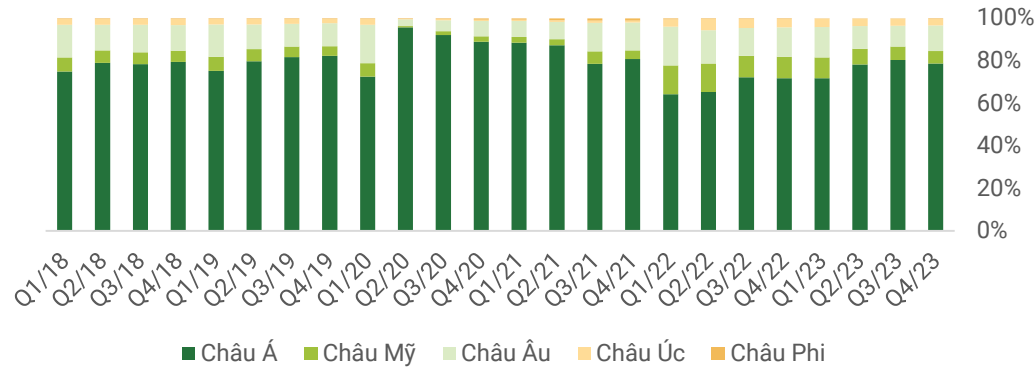
Tăng trưởng doanh thu từ nhóm dịch vụ cao hơn so với mức trước dịch (10.2%YoY)



Nguồn: MOIT, PHS tổng hợp

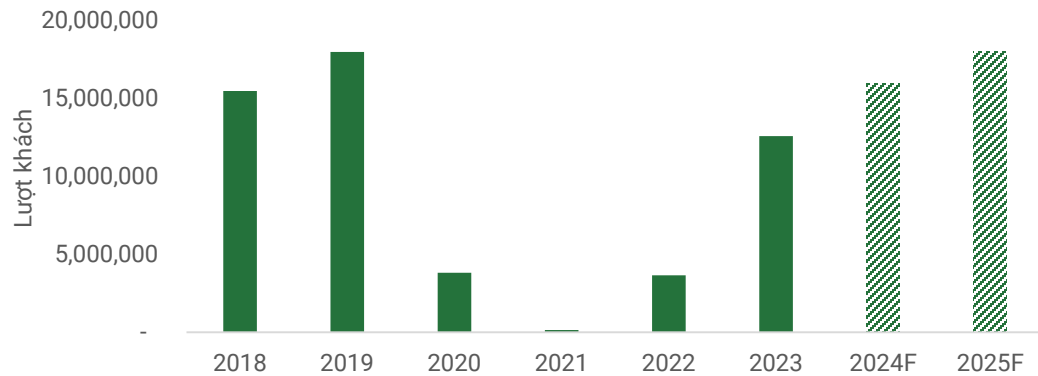
- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ năm 2023 tăng trưởng ~10% - một điều rất đáng ghi nhận, đặc biệt là trong bối cảnh nền kinh tế hồi phục chậm.
- Riêng doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8.6% trong năm 2023 (thấp hơn so với mức trước dịch - 11%) nhờ nhu cầu tập trung vào các mặt hàng thiết yếu được đảm bảo, ngược lại các mặt hàng phi thiết yếu có xu hướng sụt giảm mạnh.
- Trong khi đó, tăng trưởng doanh thu từ nhóm dịch vụ ghi nhận ~10.2% trong năm 2023, tốt hơn so với giai đoạn trước dịch (~8%) nhờ du lịch khởi sắc.
- LSHĐ đã giảm xuống mức thấp hơn so với trước dịch sẽ tạo động lực thúc đẩy các NHTM cắt giảm LSCV trên thị trường dân cư trong thời gian tới. Đây sẽ là một trong những yếu tố then chốt hỗ trợ cho sự hồi phục của nền kinh tế, tiếp tục duy trì và thúc đẩy chi tiêu tiêu dùng của người dân trong nước.

Tỷ trọng khách du lịch từ khu vực Châu Á đang dần hồi phục lên 80% từ mức thấp 64% trong năm 2022, nhưng vẫn còn xa mức trước dịch 96%.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

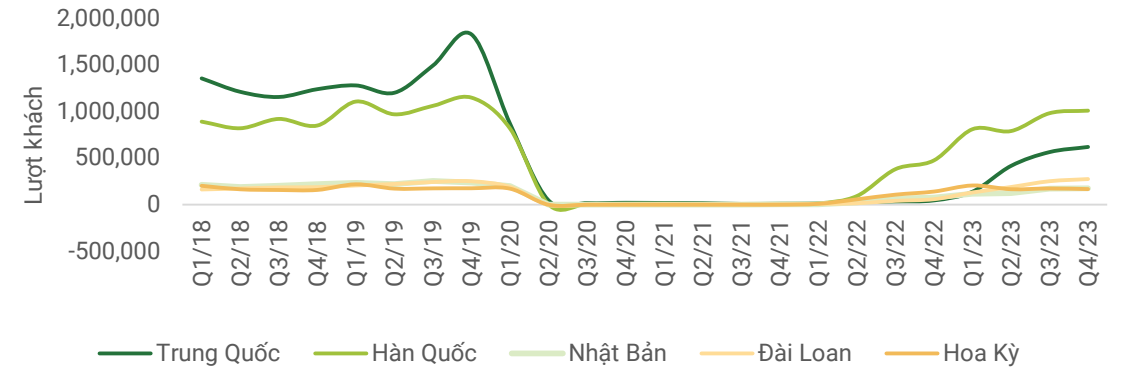
Lượng khách quốc tế kỳ vọng hồi phục về mức trước dịch vào năm 2025



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

ĐỘNG LỰC TỪ BÁN LẺ

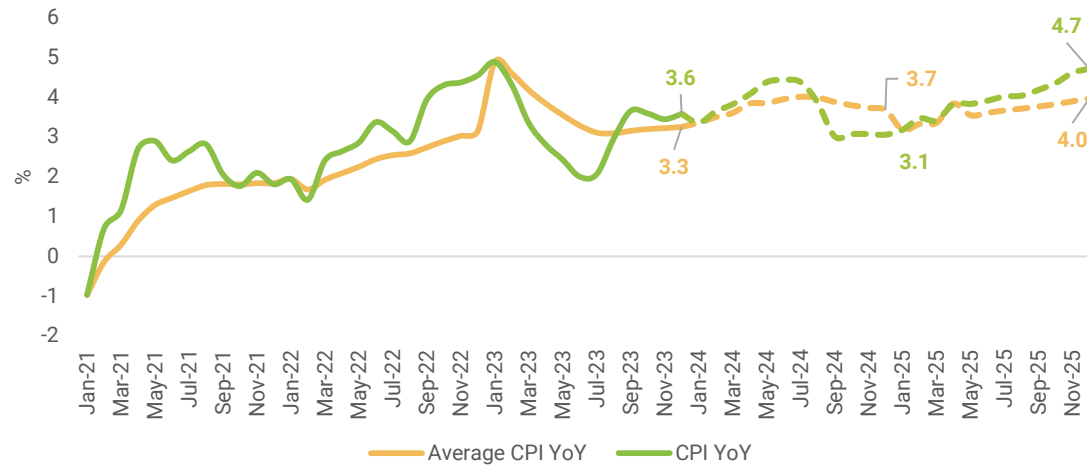
Việc sụt giảm lượng khách quốc tế chủ yếu đến từ khách Trung Quốc. Lượng khách từ Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan đã hồi phục gần về mức trước dịch



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Chúng tôi dự báo lượng khách quốc tế có thể tăng ~27% so với 2023 và hồi phục về mức trước dịch vào năm 2025 nhờ:
 - (1) Luật sửa đổi bổ sung xuất nhập cảnh được ban hành trong năm 2023,
 - (2) Hình ảnh của Việt Nam được ghi dấu thông qua những chuyến viếng thăm của các nguyên thủ quốc gia,
 - (3) Làn sóng các sự kiện văn hóa, giải trí quốc tế được tiếp nối sang 2024,
 - (4) Lượng khách Trung Quốc hồi phục.
- Với những triển vọng về mặt bằng lãi suất thấp tiếp tục hỗ trợ nền kinh tế, khách du lịch quốc tế hồi phục, tiêu dùng trong nước duy trì mức tăng trưởng tích cực - tiếp đà từ năm 2023, chúng tôi ước tính tăng trưởng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ sẽ tăng 12%, góp phần giúp tăng trưởng GDP năm 2024 đạt ~6.2%.

Lạm phát luôn được kiểm soát tốt



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp và ước tính

Chỉ số USD-Index đã qua đỉnh, tỷ giá USDVND được hỗ trợ.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp và ước tính

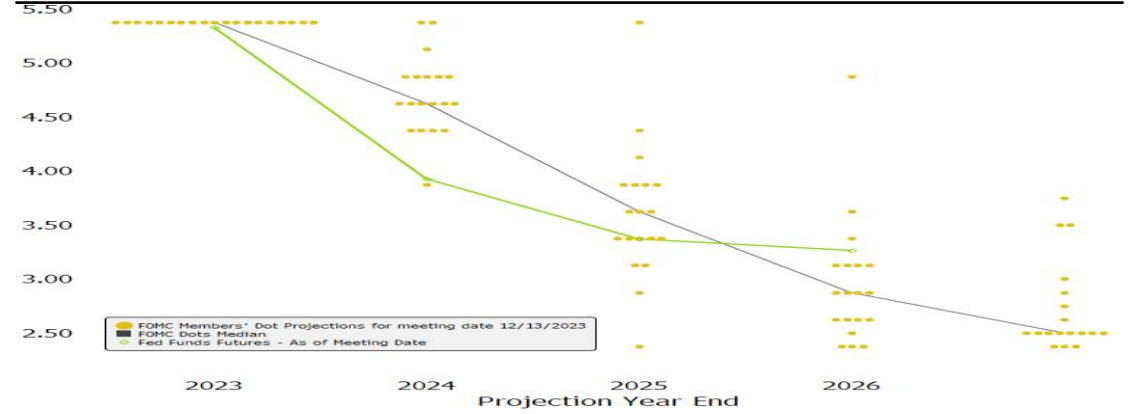
- Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2024 sẽ vào khoảng 3.7 – 4.0% - dưới mục tiêu Chính phủ đề ra.
- Tỷ giá USDVND cũng sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong nửa đầu năm 2024 theo chỉ số Dollar index do kỳ vọng về việc Fed sớm đảo chiều chính sách trong năm sau. Tỷ giá có thể giảm thêm 1.5% so với cuối năm 2023. Áp lực tỷ giá có thể quay trở lại vào giai đoạn Quý 3 trước sự kiện bầu cử Tổng thống Mỹ diễn ra, mang đến những thông tin bất định trên thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm cho rằng với sức khỏe nội tại tốt, những nguồn USD triển vọng từ FDI, XNK dịch vụ, hàng hóa và các deal bán vốn tiềm năng, cùng với xu hướng đảo chiều chính sách của Fed,.. tỷ giá USDVND sẽ ổn định trở lại sau sự kiện bầu cử, giao dịch cả năm duy trì trong biên độ dưới 2%, tỷ giá đóng cửa cuối năm 2024 tăng chỉ ~1% so với cuối năm 2023.
- Tỷ giá và lạm phát sẽ không phải là yếu tố đáng lo ngại trong năm 2024. Đây sẽ là động lực thúc đẩy cho Chính phủ, NHNN tiếp tục điều hành Chính sách tài khóa theo thiên hướng hỗ trợ (giảm thuế, tăng đầu tư công) và duy trì Chính sách tiền tệ nới lỏng (giữ lãi suất ở mặt bằng thấp), tập trung hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong năm 2024.

Thị trường dự báo Fed sẽ cắt giảm lãi suất lần đầu tiên vào tháng 3/2024

Ngày họp	Giảm	Thay đổi	Tăng	Mức lãi suất
31/01/2024	14.5%	85.5%	0.0%	5.25% - 5.50%
20/03/2024	88.0%	12.0%	0.0%	5.00% - 5.25%
01/05/2024	88.5%	11.5%	0.0%	4.75% - 5.00%
12/06/2024	89.9%	10.1%	0.0%	4.50% - 4.75%
03/07/2024	85.3%	14.0%	0.7%	4.25% - 4.50%
18/09/2024	77.8%	19.8%	2.4%	4.00% - 4.25%
07/11/2024	53.8%	35.5%	10.7%	3.75% - 4.00%
18/12/2024	44.1%	36.9%	19.0%	3.50% - 3.75%

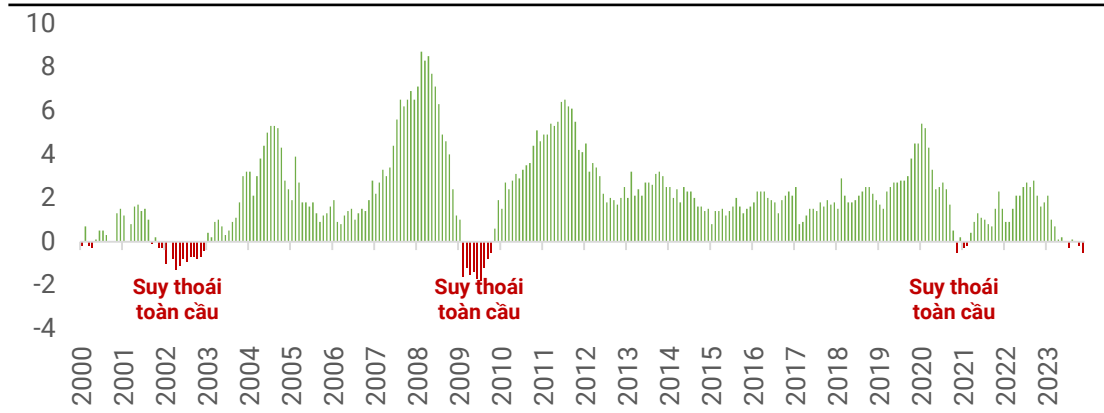
Nguồn: CME, PHS tổng hợp

Các thị trường tương lai hiện dự báo nhiều hơn về khả năng Fed sẽ cắt lãi suất đến 6 lần trong năm 2024, gấp đôi so với ước tính của Fed



Nguồn: CME, PHS tổng hợp

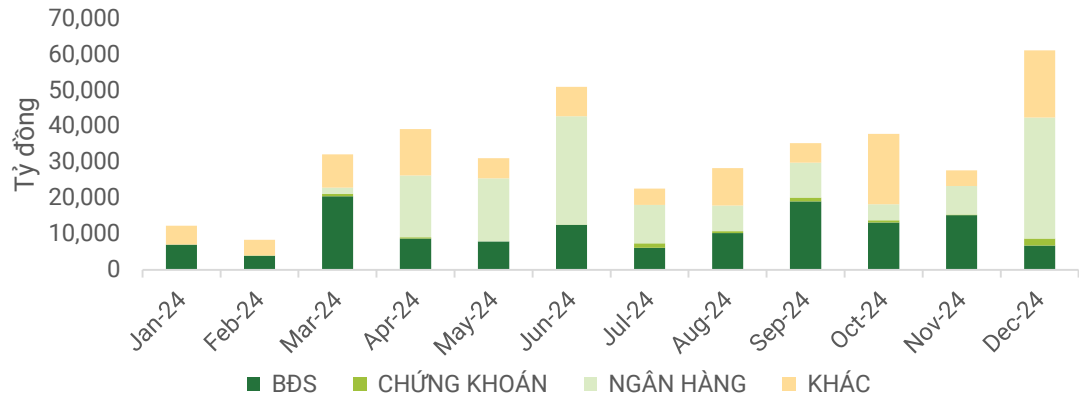
Trung Quốc rơi vào tình trạng giảm phát, thế giới rơi vào suy thoái.



Nguồn: CME, PHS tổng hợp

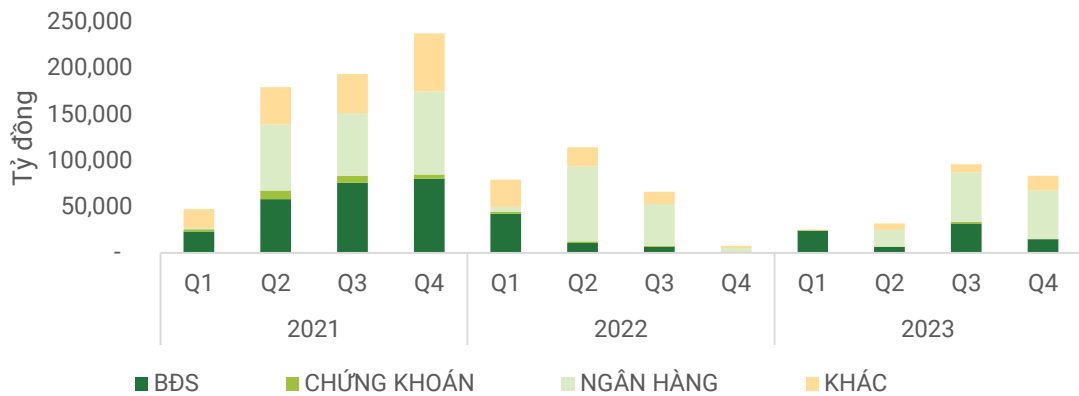
- Thị trường có vẻ đang quá lạc quan và dường như đã bỏ quên các sự kiện địa chính trị; mặc dù đã hạ nhiệt nhưng vẫn có thể gia tăng căng thẳng bất kỳ lúc nào. Cùng với đó việc duy trì cắt giảm nguồn cung dầu của nhóm OPEC+, thời tiết khắc nghiệt cũng có thể là những yếu tố sẽ đẩy giá các mặt hàng năng lượng, lương thực tiếp tục đi lên, buộc các NH trung ương phải duy trì lãi suất cao hơn.
- Giảm phát tại Trung Quốc có thể hỗ trợ giảm phát trên toàn cầu trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, trong lịch sử khi Trung Quốc rơi vào tình trạng giảm phát thì thế giới cũng rơi vào suy thoái. Điều này cũng khá dễ hiểu khi Trung Quốc là nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới, có mức độ đóng góp đáng kể vào chuỗi sản xuất cũng như tiêu dùng toàn cầu.
- Chúng tôi cho rằng với khả năng giảm phát tại Trung Quốc kéo dài trong năm 2024 và Fed giảm lãi suất ít hơn kỳ vọng. Kinh tế thế giới có thể sẽ rơi vào suy thoái 'nhẹ' trong năm sau, thách thức sự hồi phục của kinh tế toàn thế giới.

Lượng phát hành tăng nhẹ trở lại nhưng tập trung chủ yếu ở nhóm Ngân hàng



Nguồn: HNX, PHS tổng hợp

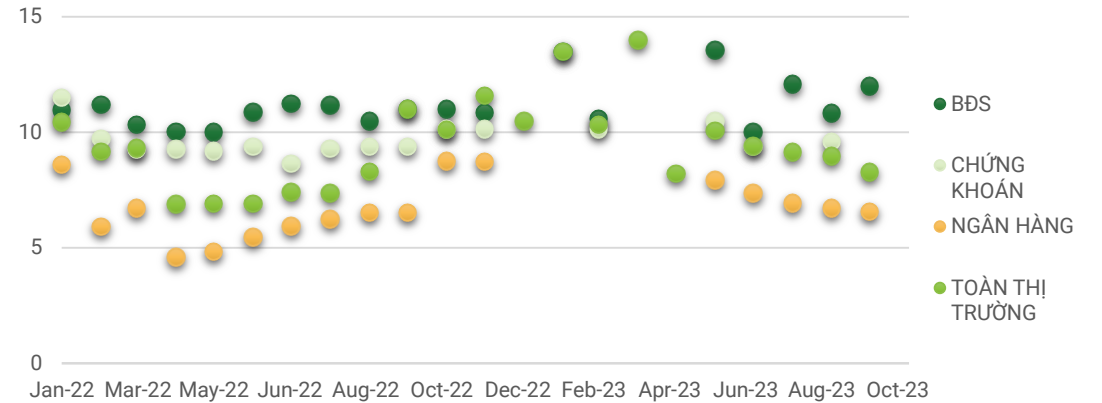
Lượng đáo hạn TPDN trong năm 2024 lớn, tập trung chủ yếu ở nhóm BĐS và Ngân hàng



Nguồn: HNX, PHS tổng hợp

RỦI RO NỘI TẠI

Ngoại trừ nhóm Ngân hàng, lãi suất của các nhóm Tổ chức phát hành khác, đặc biệt là BĐS vẫn neo ở mức cao, quanh 12%.



Nguồn: HNX, PHS tổng hợp

- Tình trạng thiếu vốn và hoạt động kinh doanh gặp khó đã khiến nhiều doanh nghiệp phải đàm phán kéo dài thời gian trả nợ trong năm 2023. Chúng tôi cho rằng việc gia hạn kỳ hạn TPDN chỉ là những giải pháp tạm thời.
- Do đó, việc dời thời gian đáo hạn về tương lai cùng với lượng đáo hạn TPDN dự kiến năm sau cũng còn ở mức cao, đặc biệt là trong bối cảnh môi trường kinh doanh còn nhiều khó khăn đối với nhóm ngành BĐS và Năng lượng, sẽ khiến thị trường TPDN tiếp tục chịu nhiều áp lực trong năm sau.
- Rủi ro mất khả năng thanh toán của các Tổ chức phát hành sẽ đe dọa lên sức khỏe tài chính của nền kinh tế cũng như niềm tin của Nhà đầu tư cá nhân vốn đã ở mức thấp.

Chỉ báo kinh tế	Kế hoạch 2023	2023	Kế hoạch 2024 của CP	Dự báo của PHS 2024
Tăng trưởng GDP (%YoY)	6.5%	5.0%	6-6.5%	6.2%
CPI bình quân	4.5%	3.3%	4-4.5%	3.7%
Công nghiệp chế biến chế tạo/GDP	25.4-25.8%	24%	24.1-24.2%	24.1-24.2%
Tốc độ tăng năng suất lao động xã hội bình quân	5-6%	5.0%	4.8-5.3%	4.8-5.3%
Tỷ lệ lao động qua đào tạo	68%	68%	Khoảng 69%	69%
Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị	Dưới 4%	2.72%	Dưới 4%	2.5%
Thu ngân sách nhà nước	1,620,744 tỷ đồng	1,717,800 tỷ đồng	Tăng trưởng 5%	3.0%
Bội chi ngân sách nhà nước/GDP	4%	2.5%	Dưới 4%	3.6%
Nợ công/GDP	Dưới 60%	39%	Dưới 60%	39%
Nợ chính phủ/GDP	Dưới 50%	36-37%	Dưới 50%	37%
Nợ nước ngoài quốc gia/GDP	Dưới 50%	37-38%	Dưới 50%	38%
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của chính phủ/ Tổng thu ngân sách	Dưới 25%	20-21%	Dưới 25%	21%
Tăng trưởng tín dụng	14%	11%	Trên 15%	14%
Giải ngân đầu tư công/ Kế hoạch	95%	80%	95%	90%
Lũy kế chiều dài đường cao tốc (kilometers)		1,822	3,000	3,000
Kim ngạch Nhập khẩu		-8.9%		9.0%
Kim ngạch Xuất khẩu		-4.4%		8.0%
Sản xuất công nghiệp		1.5%		8.0%
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ		9.6%		12.0%
Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)		23.2		24.6

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

HƯỚNG TỚI MỘT TƯƠNG LAI BỀN VỮNG

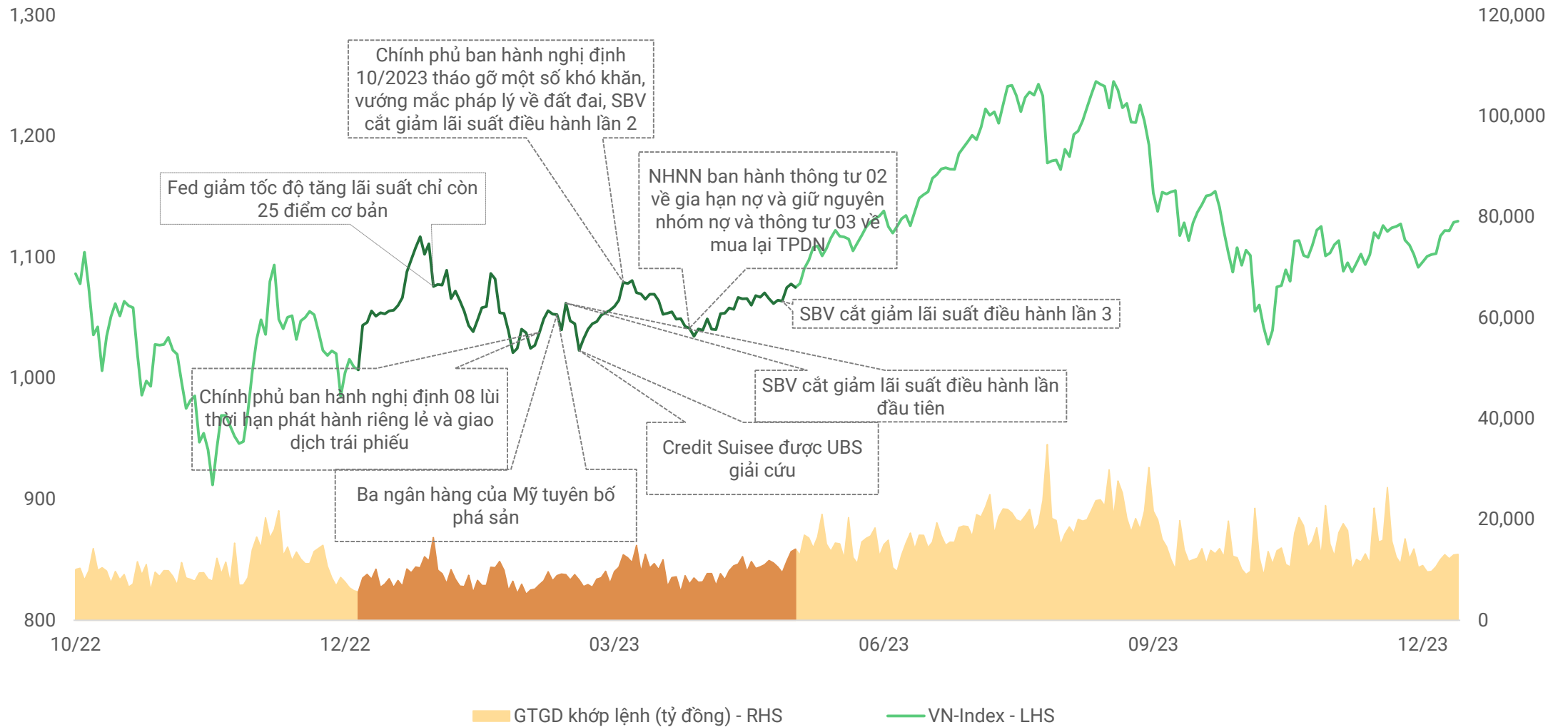
- Nhìn lại bối cảnh chung năm 2023
- Triển vọng tăng trưởng năm 2024

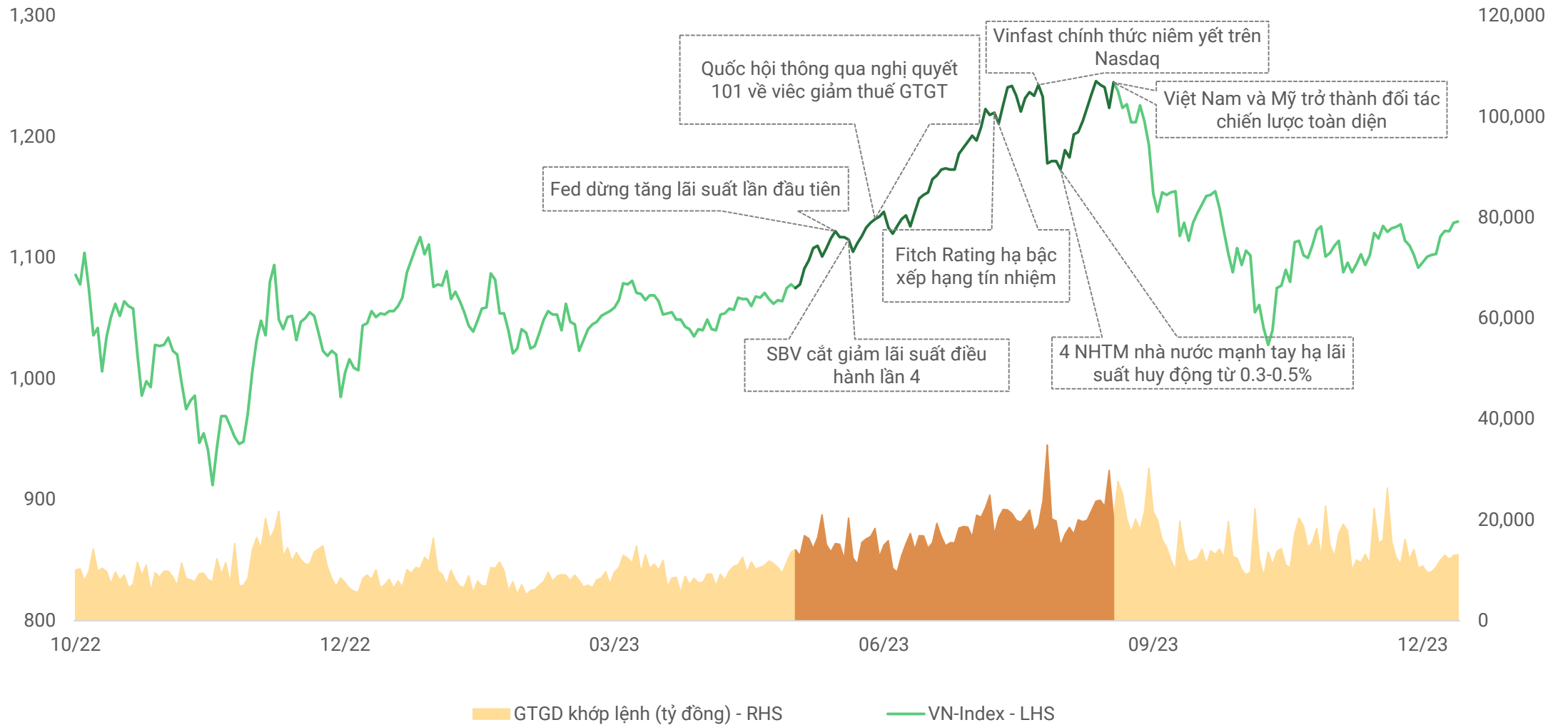
Chương Phạm

Chuyên viên phân tích – ETF & thị trường

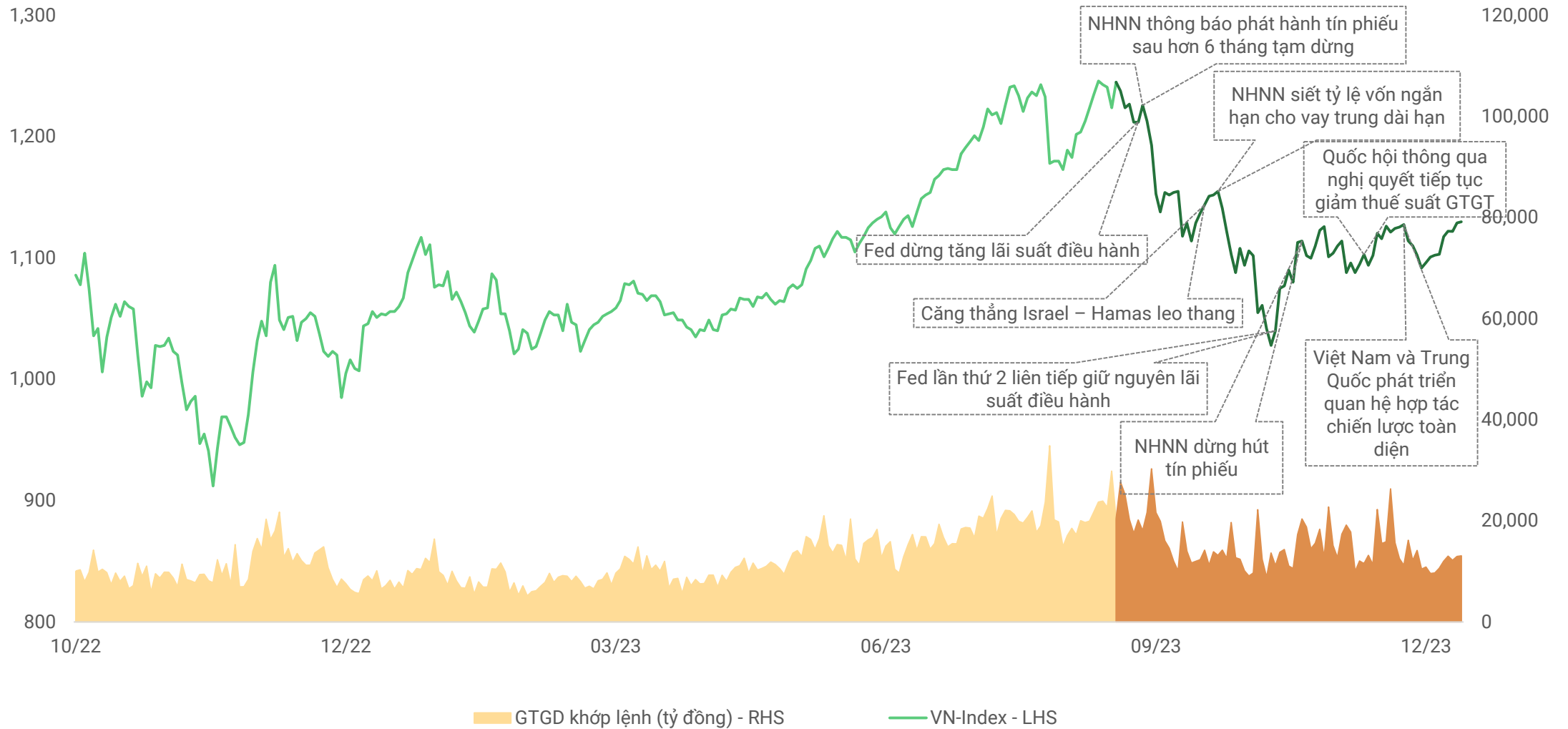


VN-INDEX GIAO DỊCH ẨM ĐẠM TRONG NỬA ĐẦU NĂM

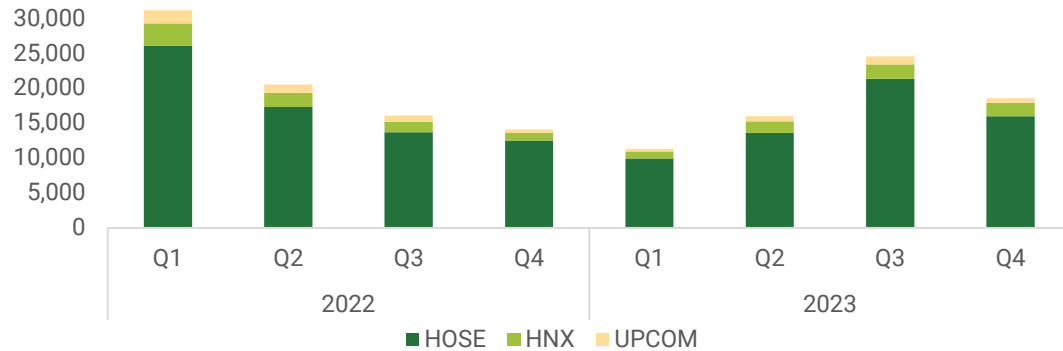




BẤT NGỜ GIẢM SÂU VÀ PHỤC HỒI THẬN TRỌNG VÀO CUỐI NĂM

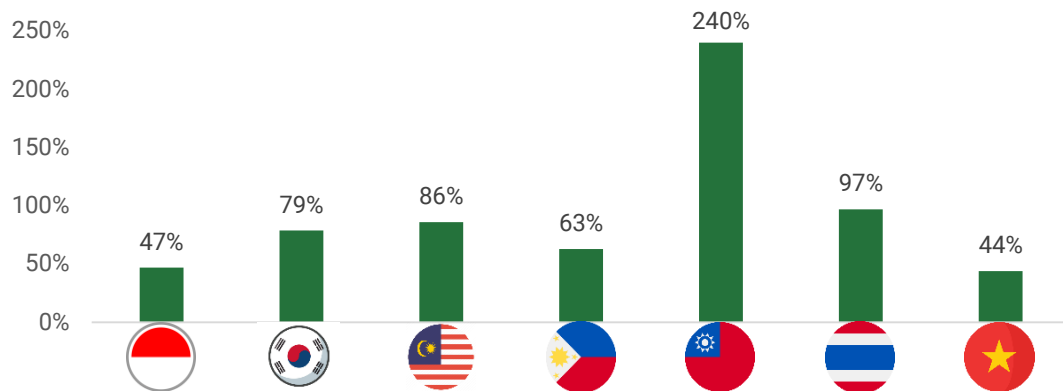


Thanh khoản cải thiện so với đầu năm (Đơn vị: tỷ đồng)



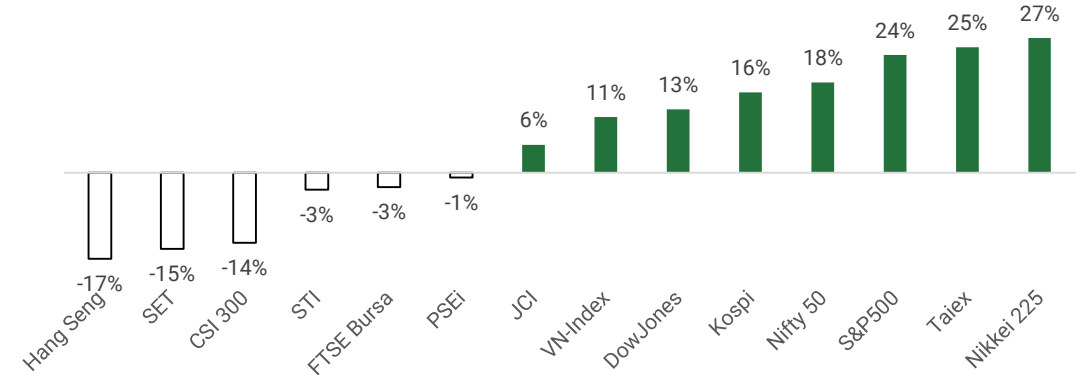
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Vốn hóa thị trường/GDP (dữ liệu tính đến ngày 22/12/2023)



Nguồn: PHS tổng hợp

Biến động của VN-Index và các thị trường khác (dữ liệu tính đến 26/12/2023)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Tương quan giữa thị trường Trung Quốc và VN-Index khá thấp (số liệu từ 2009 - 2023)

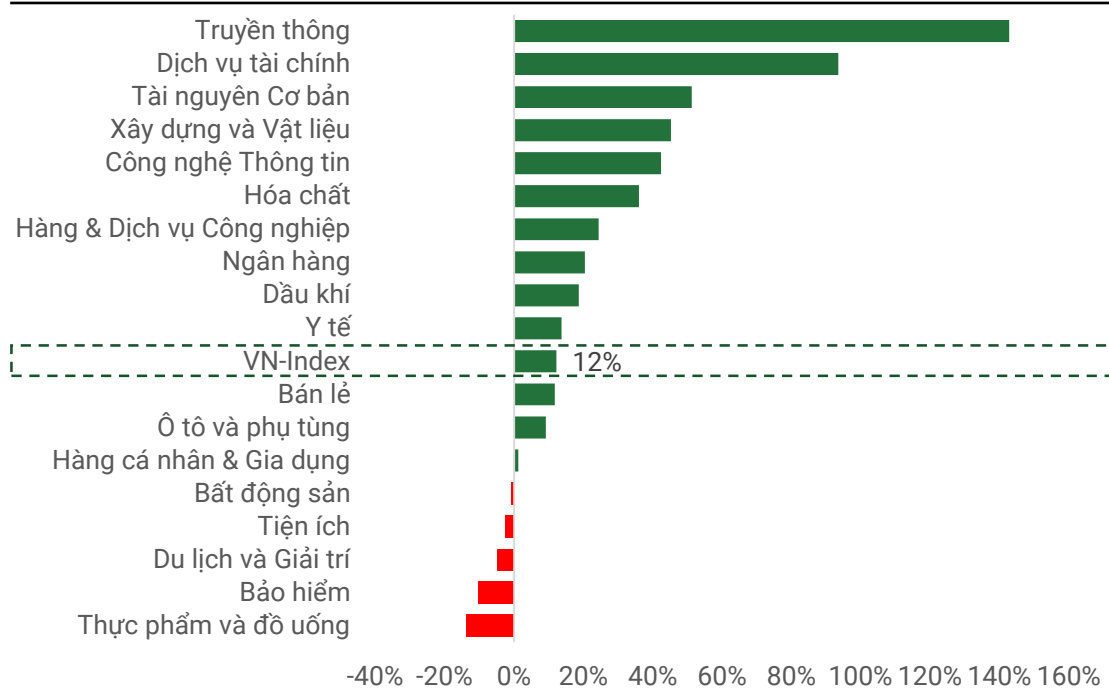
	VN-Index	MSCI Emerging Market	MSCI China	S&P 500	MSCI Korea	Hang Seng	NIFTY (India)	Nikkei 225 (Japan)	MSCI Taiwan
VN-Index	1,00								
MSCI Emerging Market	0,52	1,00							
MSCI China	0,30	0,83	1,00						
S&P 500	0,53	0,80	0,58	1,00					
MSCI Korea	0,57	0,89	0,69	0,80	1,00				
Hang Seng	0,34	0,85	0,92	0,61	0,71	1,00			
NIFTY (India)	0,51	0,68	0,39	0,63	0,63	0,46	1,00		
Nikkei 225 (Japan)	0,48	0,54	0,45	0,69	0,60	0,49	0,51	1,00	
MSCI Taiwan	0,57	0,85	0,63	0,86	0,87	0,66	0,66	0,64	1,00

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

VẬN ĐỘNG CỦA CÁC NHÓM NGÀNH TRÊN THỊ TRƯỜNG

Tính chung trong năm 2023, VN-Index ghi nhận mức phục hồi 12%. Tuy nhiên, các nhóm ngành có sự phân hóa mạnh chứ không đi lên đồng thuận. Trong khi đó, bức tranh lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm có phần khá ảm đạm. Đa phần các nhóm ngành liên quan đến sản xuất, bán lẻ, tiêu dùng bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi tình hình kinh tế tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng, nhu cầu trong và ngoài nước giảm sút. Chỉ một số ít nhóm ngành giữ được mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ. Điển hình như nhóm chứng khoán phục hồi nhờ hoạt động tự doanh hay nhóm bảo hiểm dẫn đầu tăng trưởng lợi nhuận nhờ hoạt động đầu tư tài chính. Ngoài ra, những nhóm ngành ít chịu ảnh hưởng bởi biến động của nền kinh tế như dược phẩm y tế hay công nghệ thông tin cũng duy trì được tăng trưởng khả quan trong hoạt động kinh doanh.

Biến động giá từ đầu năm phân theo ngành



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

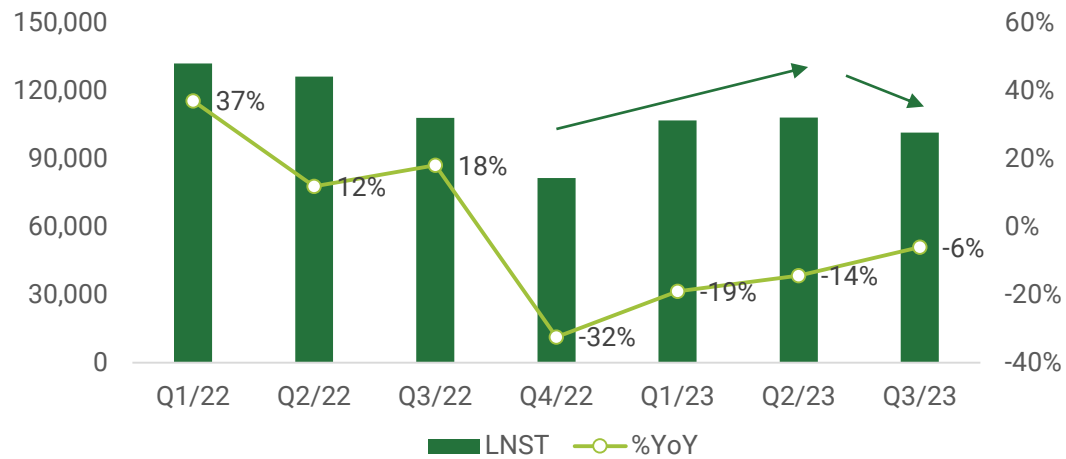
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết 9T/2023

Ngành	Doanh thu (%)	Lợi nhuận (%)
Bảo hiểm	2%	42%
Dịch vụ tài chính	-6%	21%
Dược phẩm và y tế	-8%	16%
Công nghệ thông tin	15%	16%
Truyền thông	4%	5%
Bất động sản	56%	-1%
Ngân hàng	2%	-1%
Hàng và dịch vụ công nghiệp	-7%	-3%
Thực phẩm và đồ uống	-2%	-18%
Tiện ích	-7%	-24%
Dầu khí	-12%	-27%
Hàng cá nhân và Gia dụng	-11%	-41%
Xây dựng và vật liệu	-10%	-49%
Ô tô và phụ tùng	-5%	-53%
Du lịch và giải trí	39%	-63%
Hóa chất	-16%	-71%
Tài nguyên cơ bản	-15%	-71%
Bán lẻ	-9%	-85%

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

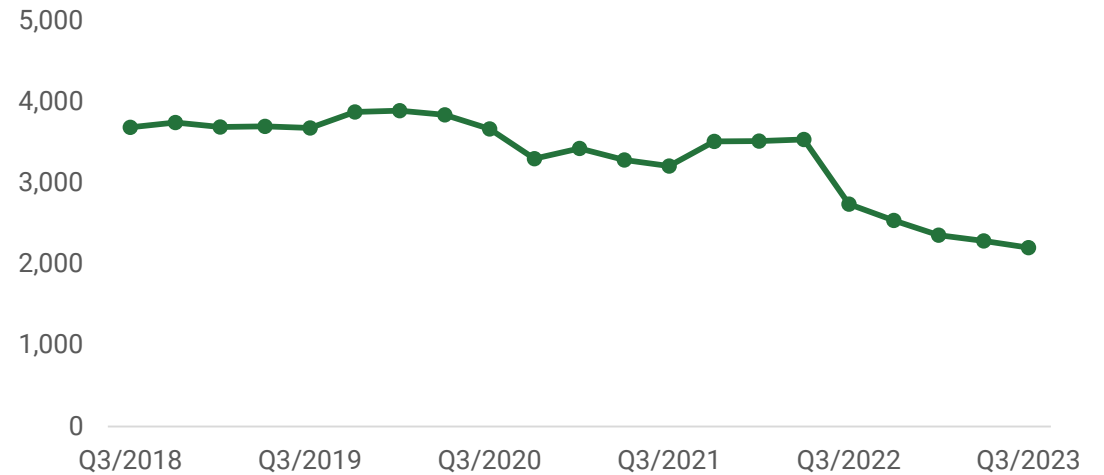
LỢI NHUẬN SỤT GIẢM KHIẾN ĐỊNH GIÁ MẤT ĐI SỰ HẤP DẪN

Lợi nhuận toàn thị trường tăng trưởng âm 4 quý liên tiếp



Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

EPS liên tục suy giảm



Nguồn: Fiipro, PHS tổng hợp

- Mặc dù mức tăng trưởng âm có dấu hiệu cải thiện qua từng quý, lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết xét theo giá trị lại bất ngờ sụt giảm trở lại trong quý 3, gây sức ép không nhỏ cho thị trường chứng khoán. Nhiều nhóm ngành sản xuất vẫn đang dò đáy lợi nhuận trong bối cảnh nhu cầu còn thấp. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng thấp cùng với tỷ lệ nợ xấu tăng cao cũng khiến triển vọng phục hồi của nền kinh tế bị lung lay.
- EPS của thị trường lao dốc, đồng thời tỷ giá leo thang khiến TTCK Việt Nam mất đi sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

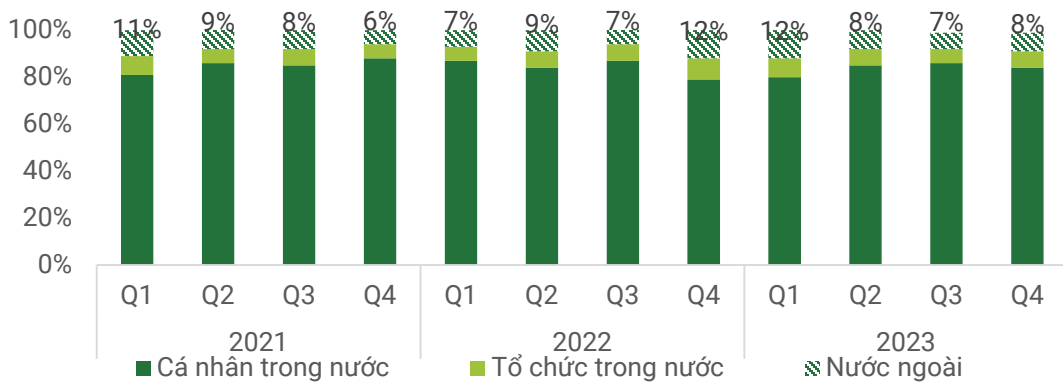
Không chỉ Việt Nam, các thị trường chứng khoán khác trong khu vực Đông Nam Á cũng bị khối ngoại rút vốn mạnh trong năm 2023

Quốc gia	Dòng vốn ròng của nước ngoài (triệu USD)
Trung Quốc	-68,625
Ấn Độ	19,626
Indonesia	-807
Nhật Bản	36,391
Malaysia	-594
Philippines	-836
Hàn Quốc	8,369
Đài Loan	2,981
Thái Lan	-4,986
Việt Nam	-792

Đơn vị: triệu USD

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

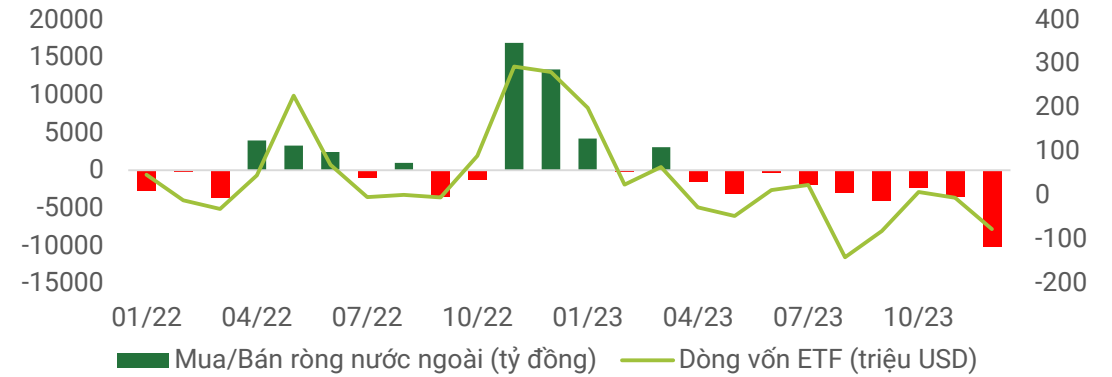
Việc rút vốn khiến tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài suy giảm



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

KHỐI NGOẠI VÀ ETF LIÊN TỤC RÚT VỐN

Khối ngoại và ETF liên tục rút vốn trong giai đoạn cuối năm



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, PHS tổng hợp

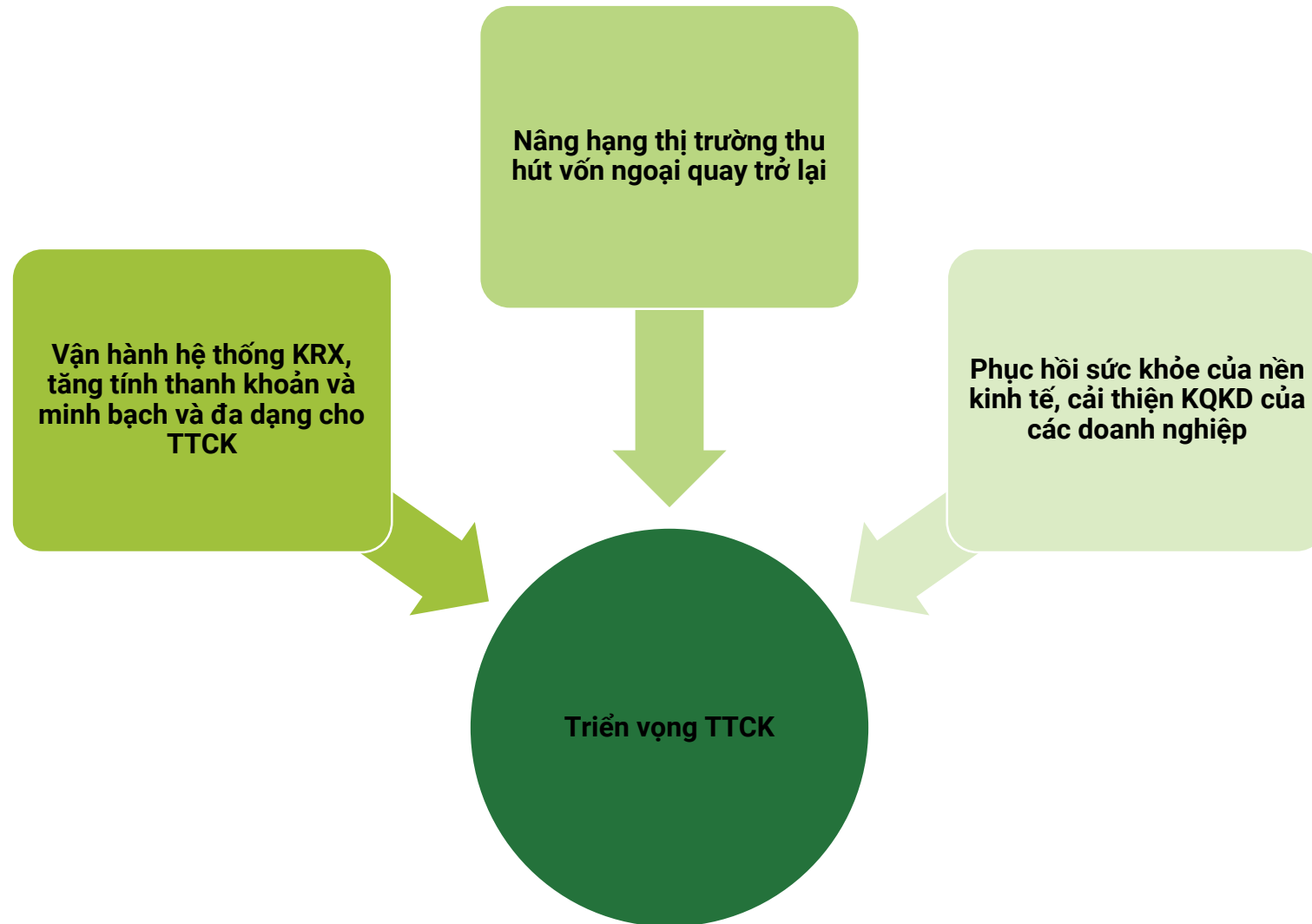
Vẫn có những nhóm cổ phiếu tiềm năng được khối ngoại đặt niềm tin

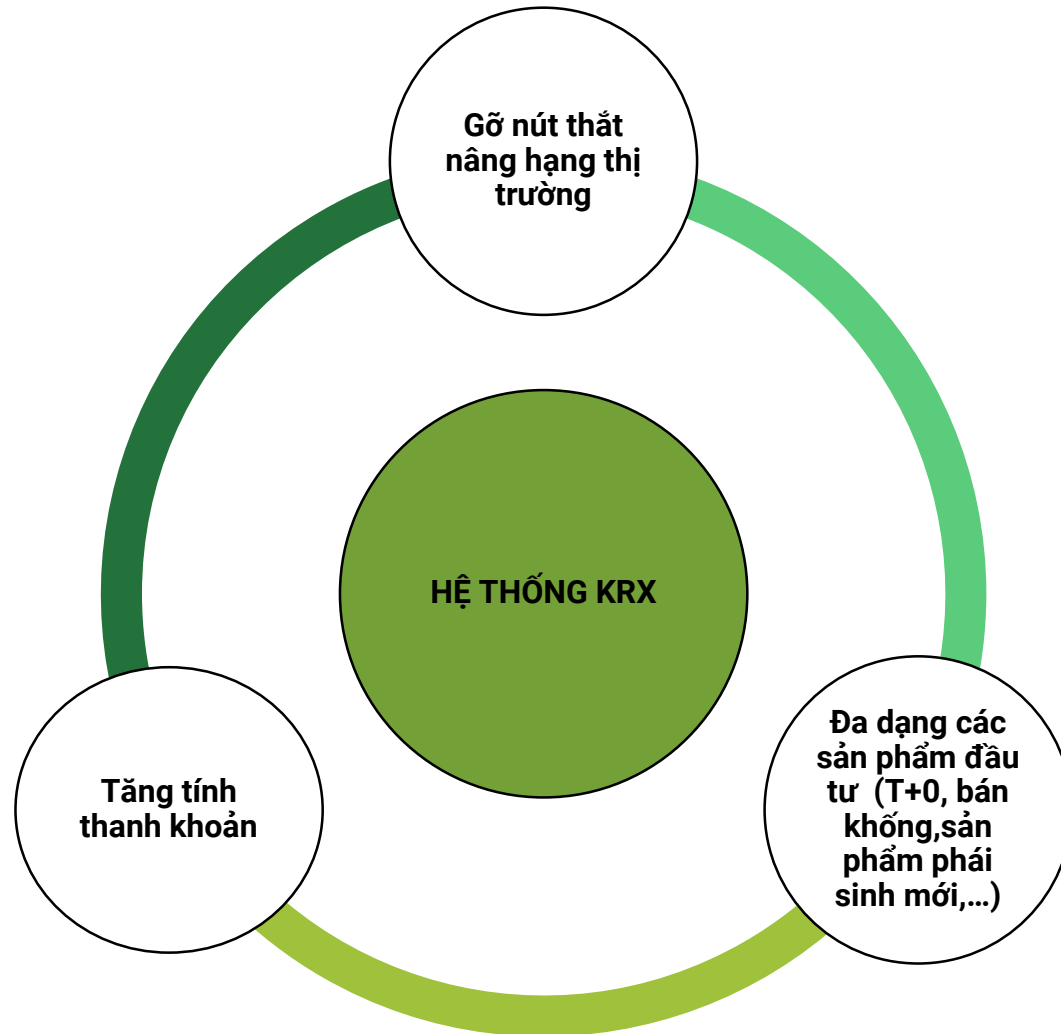
Ngành	GT ròng	Ngành	GT ròng
Ngân hàng	-12,801	Bảo hiểm	-66
Thực phẩm và đồ uống	-5,357	Du lịch và Giải trí	151
Dịch vụ tài chính	-3,471	Y tế	171
Bán lẻ	-2,309	Công nghệ Thông tin	200
Bất động sản	-2,268	Ô tô và phụ tùng	220
Truyền thông	-2,242	Hàng cá nhân & Gia dụng	292
Tiện ích	-980	Dầu khí	567
Hóa chất	-590	Xây dựng và Vật liệu	942
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-427	Tài nguyên Cơ bản	5,126

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

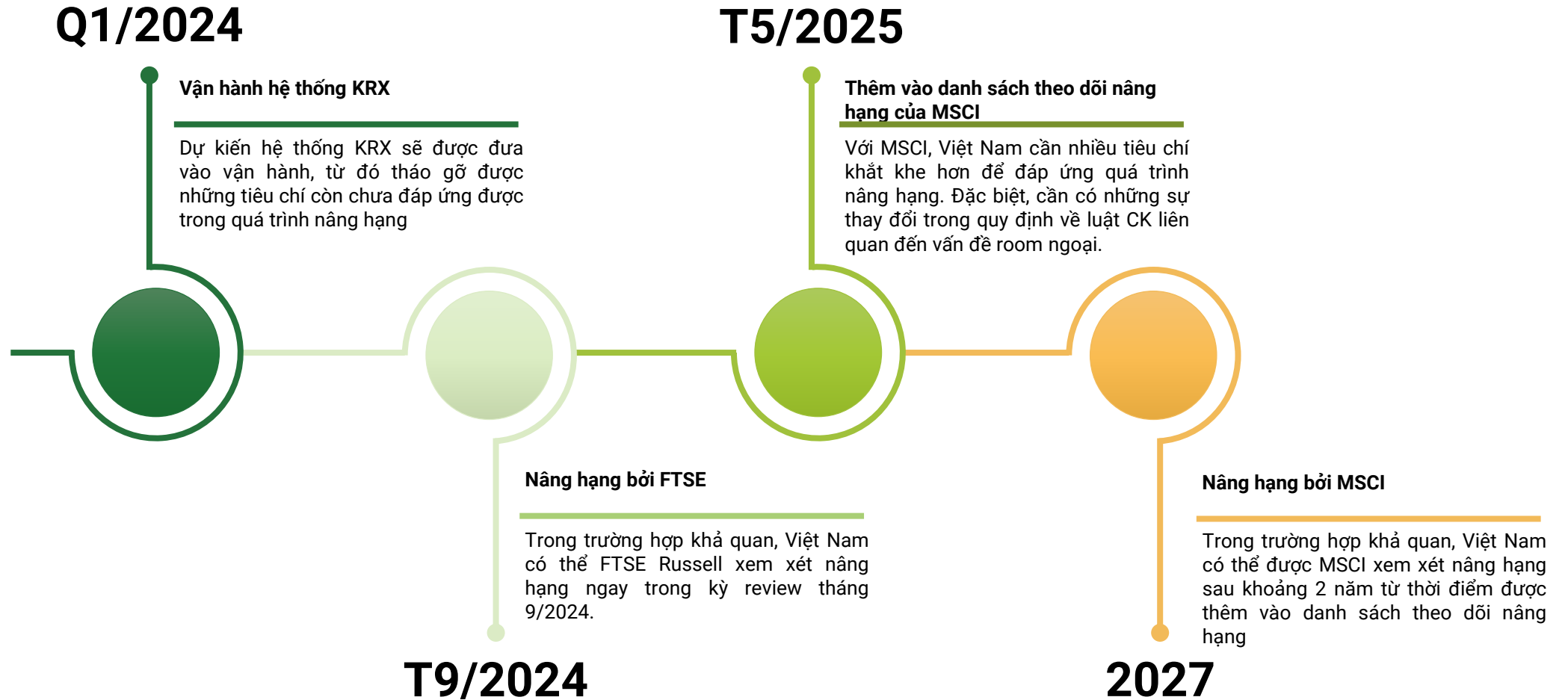
TRIỂN VỌNG & THÁCH THỨC ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM 2024



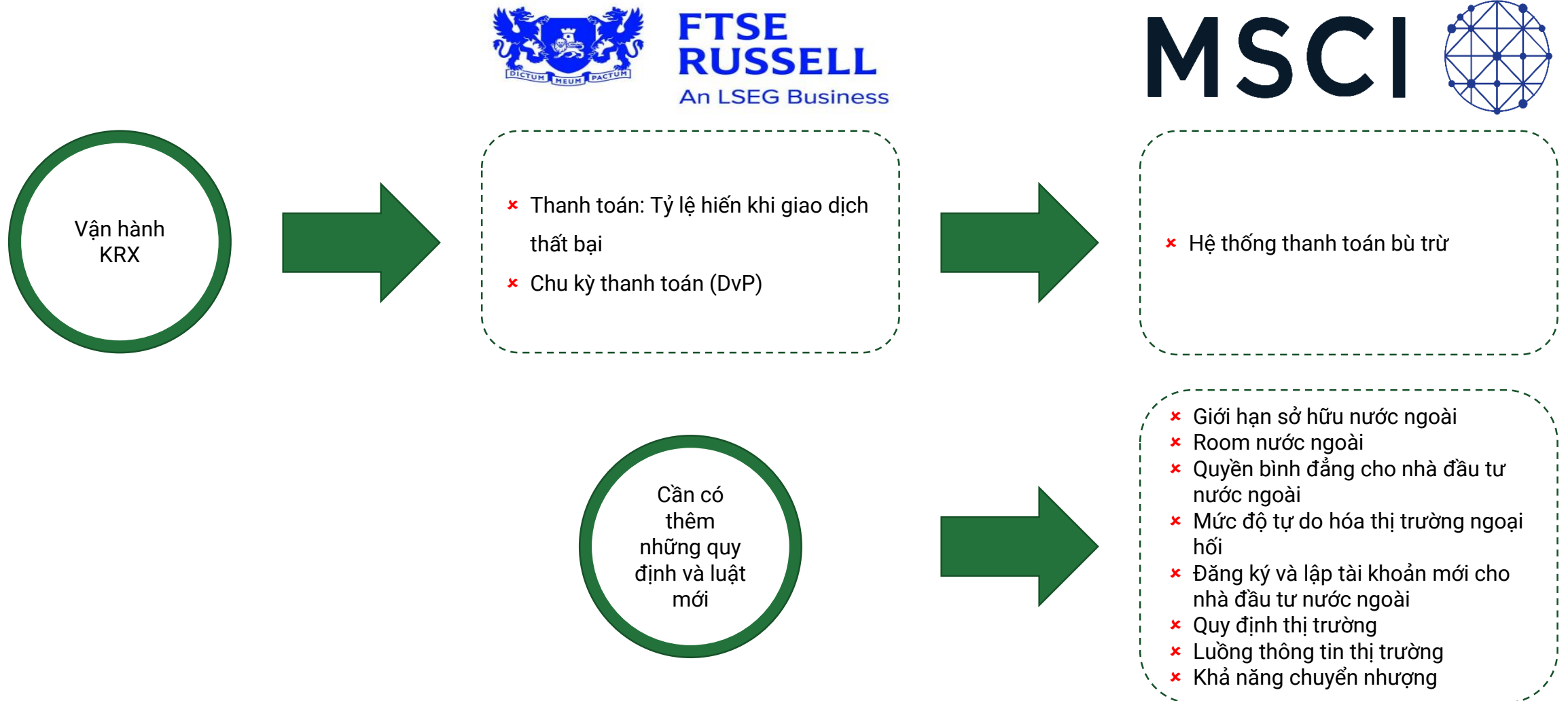




Hệ thống KRX đã không thể “go-live” vào cuối tháng 12/2023 như dự kiến trước đó của UBCKNN. Tuy nhiên, tiến độ đánh giá triển khai vẫn khả quan và khả năng cao sẽ sớm được đưa vào vận hành vào đầu năm 2024.



Tiêu chí còn thiếu để nâng hạng thị trường mới nổi của FTSE và MSCI



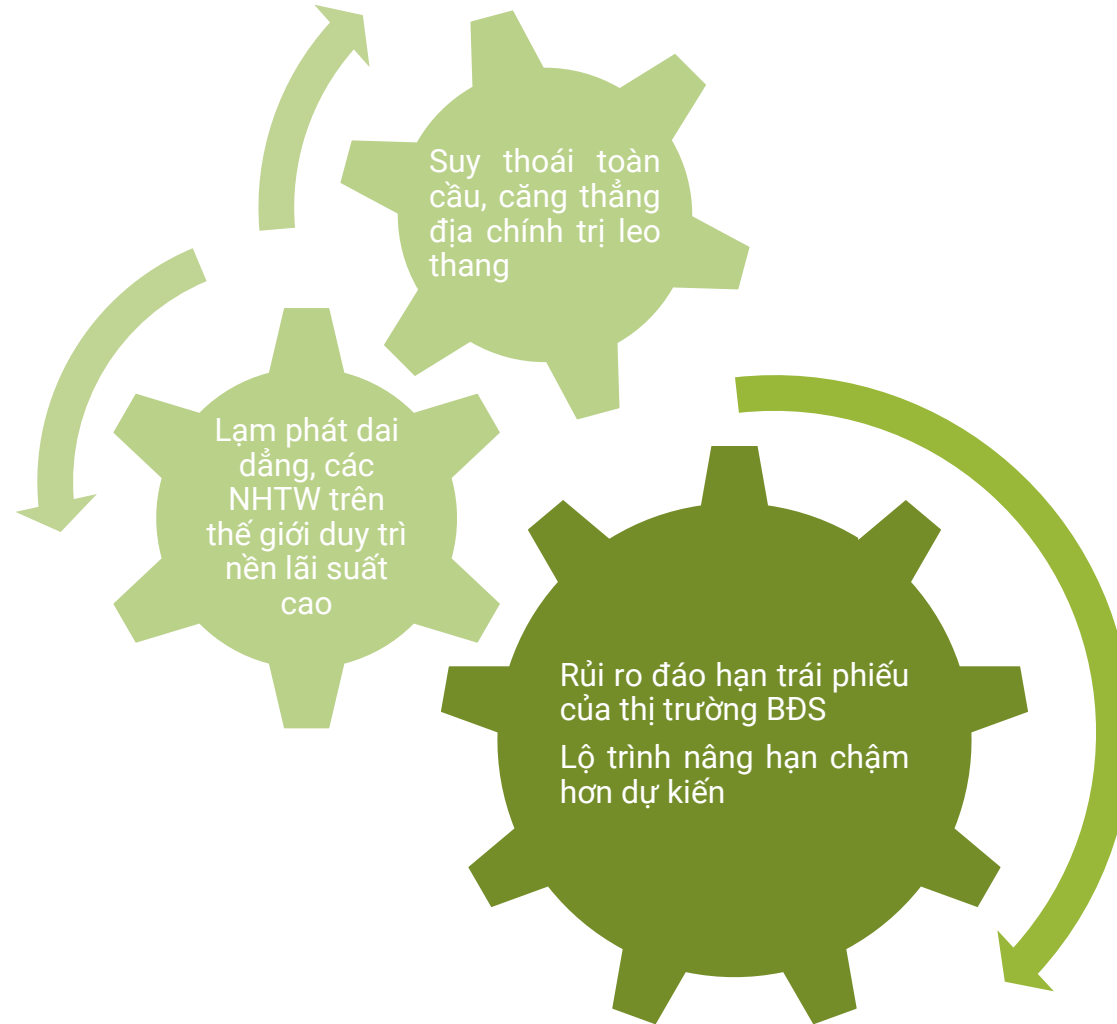
CỔ PHIẾU HƯỞNG LỢI TỪ CÂU CHUYỆN NÂNG HẠNG

- Trong trường hợp được nâng hạng, các cổ phiếu của Việt Nam sẽ được thêm mới vào các bộ chỉ số mô phỏng thị trường mới nổi của FTSE và MSCI. Trong đó, ưu tiên lựa chọn những cổ phiếu đã và đang là thành phần trong các bộ chỉ số thị trường cận biên như FTSE Frontier Index hay MSCI Frontier Market Index.
- Đối với các cổ phiếu vốn hóa lớn kín room ngoại, chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu này vẫn có tiềm năng được bổ sung vào các bộ chỉ số thị trường mới nổi trong tương lai trong trường hợp được nói room tối đa cho nhà đầu tư nước ngoài – đáp ứng tiêu chí nâng hạng của MSCI.

Top cổ phiếu dự báo hưởng lợi từ việc nâng hạng của FTSE và MSCI

FTSE	Tỷ lệ NĐTNN sở hữu tối đa	Tỷ lệ NĐTNN sở hữu đang nắm giữ	Số lượng CK NĐTNN được nắm giữ thêm	MSCI	Tỷ lệ NĐTNN sở hữu tối đa	Tỷ lệ NĐTNN sở hữu đang nắm giữ	Số lượng CK NĐTNN được nắm giữ thêm
HPG	49%	25%	1,417,753,654	HPG	49%	25%	1,417,753,654
VNM	100%	54%	958,529,524	VHM	50%	23%	1,195,217,678
VCB	30%	23%	368,896,681	VNM	100%	54%	958,529,524
VHM	50%	23%	1,195,217,678	VIC	48%	12%	1,383,629,336
VIC	48%	12%	1,383,629,336	MSN	49%	28%	295,979,152
MSN	49%	28%	295,979,152	SSI	100%	44%	847,654,580
SSI	100%	44%	847,654,580	VCB	30%	23%	368,896,681
VRE	49%	31%	415,408,627	VRE	49%	31%	415,408,627
VND	100%	23%	935,453,580	VND	100%	23%	935,453,580
VJC	30%	18%	67,371,549	VJC	30%	18%	67,371,549
DGC	49%	19%	114,288,462	DGC	49%	19%	114,288,462
VCI	100%	21%	344,138,437	NVL	49%	4%	886,459,570
KDH	50%	38%	96,832,928	VCI	100%	21%	344,138,437
KBC	49%	21%	214,928,290	KDH	50%	38%	96,832,928
SHB	30%	5%	897,347,749	KBC	49%	21%	214,928,290
STB	30%	23%	139,212,439	VIX	100%	6%	626,954,751
GEX	50%	12%	321,284,418	GEX	50%	12%	321,284,418
KDC	50%	18%	88,770,254	PVS	49%	21%	132,575,165
SAB	100%	62%	490,524,212	PDR	49%	7%	308,415,869
DIG	49%	5%	267,572,430	IDC	49%	17%	105,844,142

BÊN CẠNH TRIỂN VỌNG, TTCK CŨNG ĐỐI MẶT VỚI THÁCH THỨC



BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

HÉ LỘ LÀN SÓNG FDI LẦN THỨ 4 &

TRIỂN VỌNG TƯƠI SÁNG THỊ TRƯỜNG BDS KCN

Danh Nguyễn

Chuyên viên phân tích – Ngành BDS KCN & Ngành hạ tầng



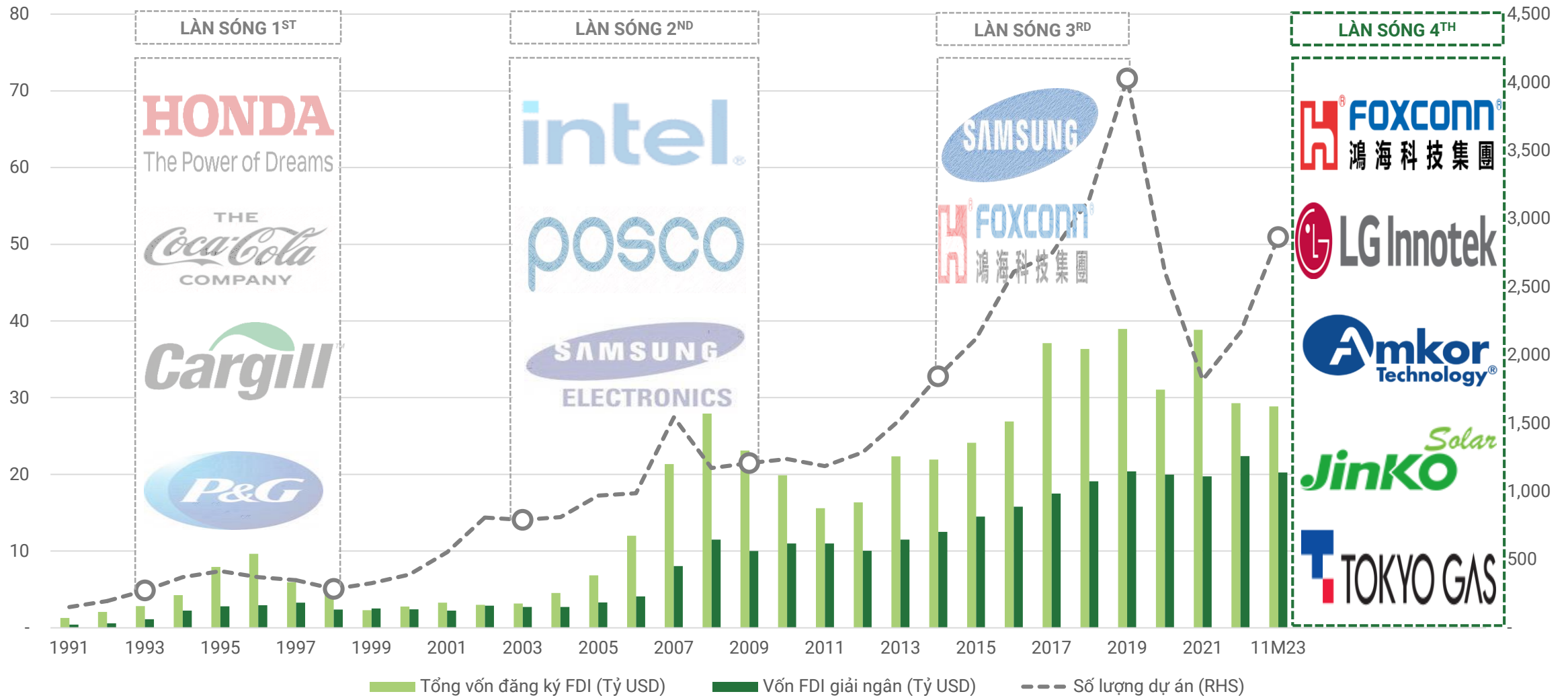
A. HÉ LỘ LÀN SÓNG FDI LẦN 4TH TẠI VIỆT NAM

- 1. Việt Nam - Điểm đến lý tưởng trong làn sóng “Trung Quốc +1”:**
 - Vị thế địa chính trị của Việt Nam đang ngày càng mạnh mẽ, tạo nên một môi trường đầu tư bền vững và hấp dẫn.
 - Quốc gia phát triển ổn định, sở hữu nhiều lợi thế trong khu vực.
 - Năng lực cạnh tranh Logistics của Việt Nam đã có những bước tiến quan trọng, giúp tối ưu hóa chuỗi cung ứng toàn cầu.
- 2. Tiềm năng trở thành “công xưởng” sản xuất của khu vực:**
 - Vị trí thu hút sự quan tâm mạnh mẽ từ các doanh nghiệp điện tử hàng đầu trên khắp thế giới.
 - Sự bùng nổ trong sản xuất chất bán dẫn mở ra cơ hội cho Việt Nam định vị mình trên bản đồ công nghiệp toàn cầu.
 - Tăng cường đầu tư hạ tầng tại Việt Nam từ các nhà phát triển BDS KCN hàng đầu thế giới là dấu hiệu rõ nét của vị thế tiềm năng của Việt Nam trong giai đoạn sắp tới.



A. LÀN SÓNG FDI “LẦN THỨ 4” TẠI VIỆT NAM

Làn sóng FDI đến từ (1) Sản xuất/lắp ráp thiết bị điện tử- (2) Ngành công nghiệp chất bán dẫn- (3) Sản xuất thị bị năng lượng mặt trời - (4) Dự án năng lượng xanh



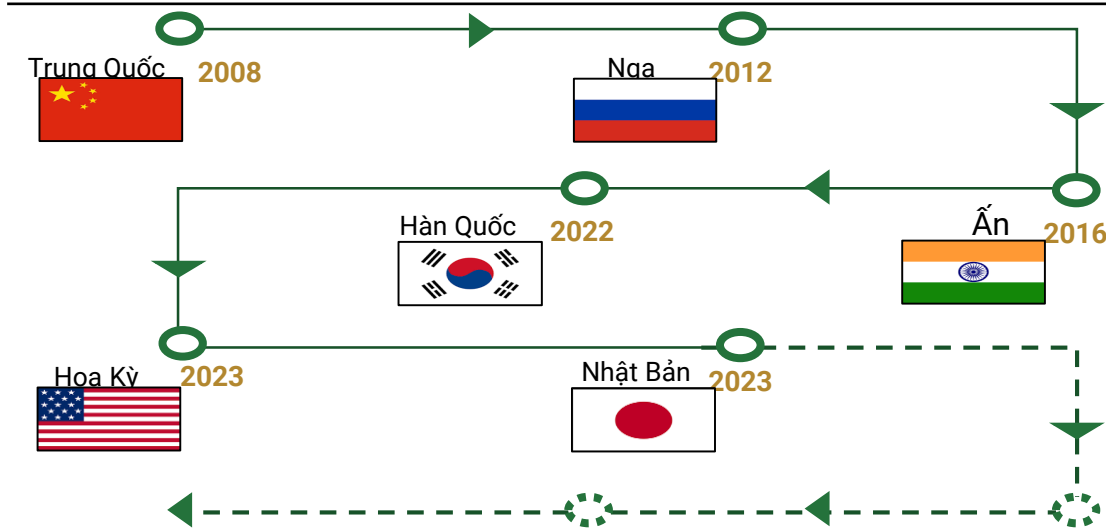
ĐIỂM ĐẾN LÝ TƯỞNG CỦA CHIẾN LƯỢC “TRUNG QUỐC+1”



- 1** **Vị thế địa chính trị của Việt Nam đang ngày càng mạnh mẽ, tạo nên một môi trường đầu tư bền vững và hấp dẫn**
 - Việt Nam đang trở thành người bạn chiến lược toàn cầu.
 - “Friend-shoring” đang là xu thế đầu tư hiện nay
 - Việt Nam nằm trên tuyến đường vận tải biển huyết mạch của Thế giới và có thể liên kết với mọi quốc gia
- 2** **Quốc gia phát triển ổn định, sở hữu nhiều lợi thế trong khu vực**
 - Nổi bật với các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA) với hầu hết các khu vực kinh tế lớn trên thế giới.
 - Việt Nam đã có tốc độ tăng trưởng kinh tế ấn tượng trong khu vực và duy trì dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) tương đối ổn định trong thập kỷ qua.
- 3** **Năng lực cạnh tranh Logistics của Việt Nam đã có những bước tiến quan trọng, giúp tối ưu hóa chuỗi cung ứng toàn cầu.**
 - Cơ sở hạ tầng đường bộ Việt Nam đang có bước tiến rõ rệt với sự quyết tâm và nỗ lực thực hiện từ chính phủ

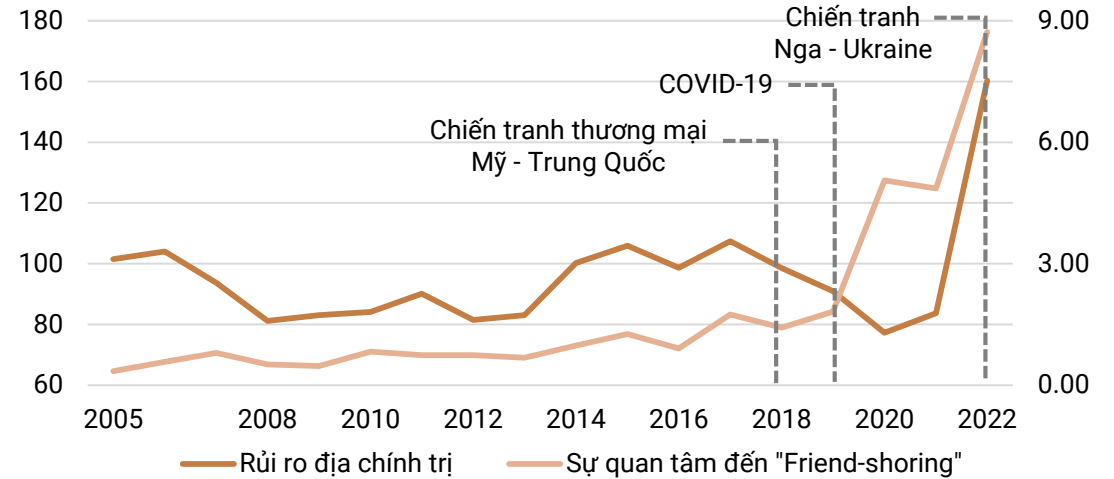
VIỆT NAM TRỞ THÀNH NGƯỜI BẠN “CHIẾN LƯỢC” TOÀN CẦU

Cân bằng mối quan hệ với các cường quốc đã giúp Việt Nam tăng cường sức hút đối với nhà đầu tư quốc tế và mở rộng thị trường thương mại



Nguồn: PHS tổng hợp

Mức độ căng thẳng địa chính trị hiện đang leo cao nhất kể từ đầu thế kỷ 21 Điều này có thể sẽ ảnh hưởng đáng kể đến chuỗi cung ứng toàn cầu.








Nguồn: IMF World Economic Outlook, PHS tổng hợp. Ghi chú: Mỗi quan tâm đến "Friend-shoring" đo lường tần suất của việc đề cập đến "Friend-shoring Reshoring Nearshoring" tại các cuộc họp báo cáo KQKD của các công ty

- Xu hướng Friend-shoring đang thu hút sự chú ý mạnh mẽ trên toàn cầu với mục tiêu tìm kiếm sự kết nối sâu sắc hơn với những nền kinh tế thương mại "đáng tin cậy" và xây dựng chuỗi cung ứng bền vững, để giảm thiểu rủi ro cho bất kỳ sự gián đoạn nào trong chuỗi cung ứng.
- **Việt Nam được đánh giá là 1 trong 7 ứng viên "Friend-shoring" hàng đầu liên quan đến việc gia tăng mối quan hệ thương mại với Mỹ và EU** (Báo cáo "Globalization 2.0 – Can the US and EU really "Friendshore" away from China" của Allianz). Trong đó đánh giá về các tiêu chí sau:
 - i. Không có căng thẳng địa chính trị với Mỹ và EU.
 - ii. Lợi thế cạnh tranh trong giá trị thương mại toàn cầu.
 - iii. Sở hữu lợi thế cạnh tranh trong chuỗi cung ứng toàn cầu

LỢI THẾ CẠNH TRANH THƯƠNG MẠI CỦA VIỆT NAM

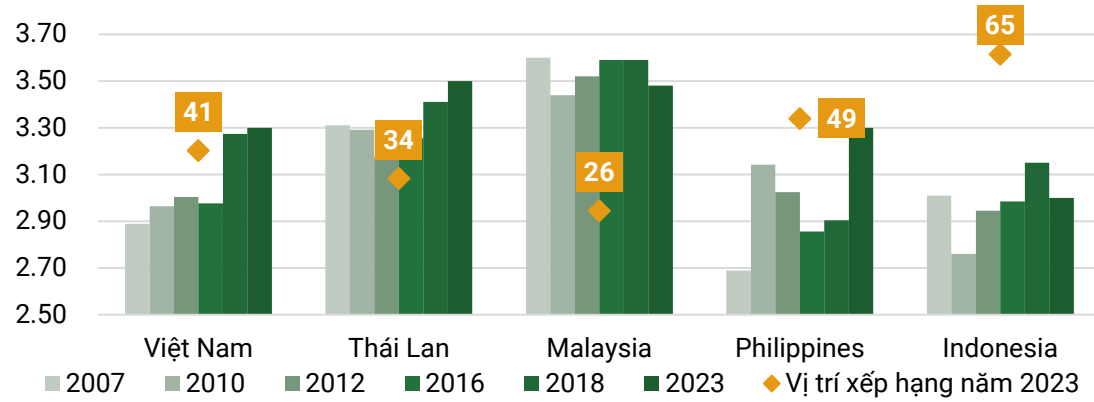
- Việt Nam là một trong những quốc gia dẫn đầu khu vực về sự hội nhập toàn cầu và tham gia các hiệp định thương mại. Nổi bật qua các hiệp định thương mại đa phương với các nền kinh tế lớn của thế giới như CPTPP, EVFTA, VN-EAEU.
- Sự hội nhập sâu rộng đã giúp Việt Nam trở thành cửa ngõ quan trọng trên thế giới khi hợp tác cùng **60 quốc gia (chiếm 90% GDP toàn cầu) thông qua 16 FTAs**. Điều này đã mở ra cơ hội cho Việt Nam tiếp cận với hầu hết thị trường toàn cầu.

Các loại hiệp định Quốc gia	HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI ĐA PHƯƠNG				HIỆP ĐỊNH THƯƠNG MẠI SONG PHƯƠNG						
	08 FTAs ASEAN (**)	CPTPP (12 nước)	EVFTA (27 nước)	VN - EAEU (6 nước) (*)	ANH	NHẬT	CHILE	ẤN ĐỘ	NEWZEALAND	ÚC	KHÁC
 16 FTAs VIỆT NAM											02 FTAs với Hàn Quốc; Israel
 16 FTAs MALAYSIA											02 FTAs với Pakistan; Turkey
 13 FTAs THÁI LAN											
 13 FTAs INDONESIA											01 FTA với Pakistan
 11 FTAs PHILIPPINES											02 FTAs with Pakistan; Korea

Nguồn: WTO Center VCCI, PHS tổng hợp. Ghi chú: (*) 6 quốc gia bao gồm: Việt Nam, Nga, Belarus, Armenia, Kazakhstan, Kyrgyzstan (**) 08 FTAs ASEAN bao gồm: AFTA; ACFTA; AKFTA; AJCEP; AIFTA; AANZFTA; AHKFTA; RCEP.

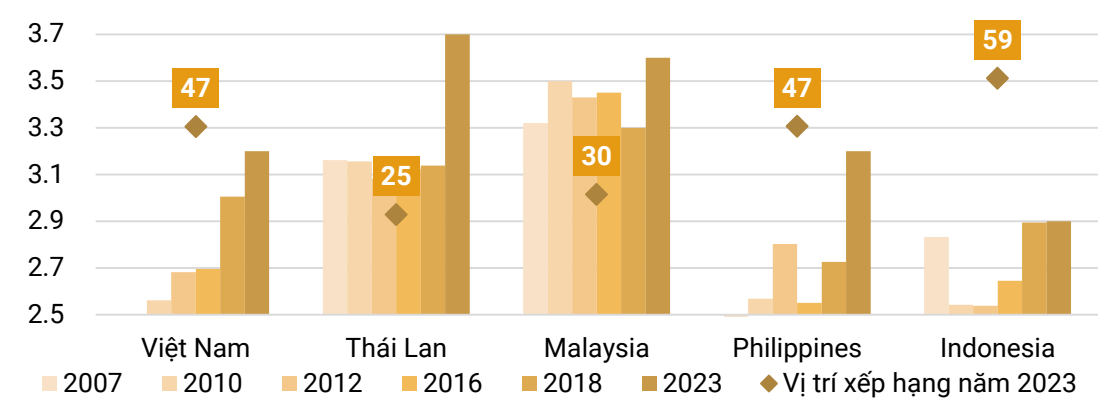
NĂNG LỰC LOGISTIC CÓ BƯỚC CẢI THIỆN RÕ RỆT

Chỉ số Hiệu quả Logistic của Việt Nam ngày càng phản ánh sự tích cực hơn



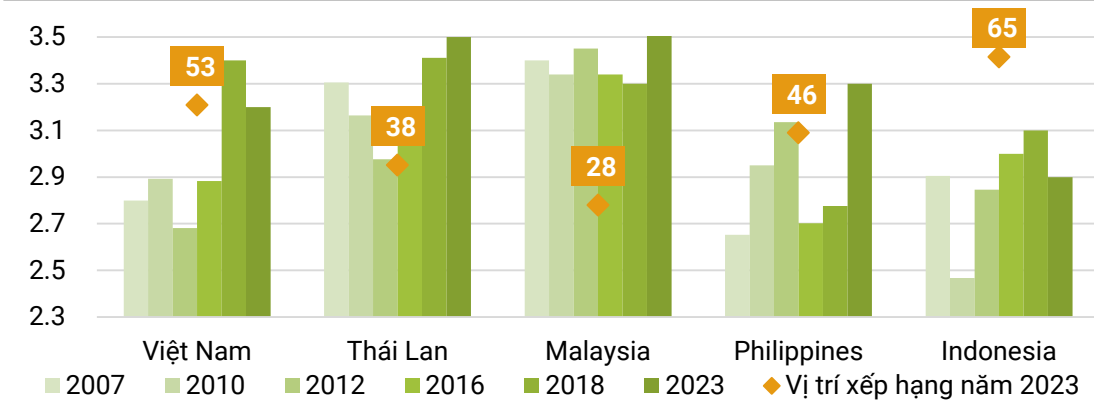
Nguồn: Báo cáo LPI 2023, PHS tổng hợp

Chỉ số Hạ tầng Việt Nam giữ được đà tăng với sự đầu tư mạnh từ chính phủ



Nguồn: Báo cáo LPI 2023, PHS tổng hợp

Chỉ số Năng lực và chất lượng dịch vụ Logistic đã ghi nhận mức giảm điểm

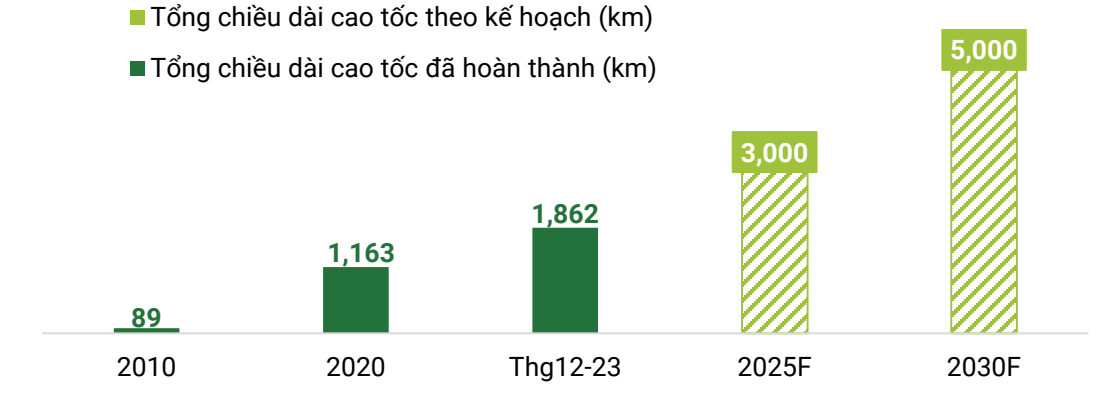


Nguồn: Báo cáo LPI 2023, PHS tổng hợp

- Tháng 04/23, Worldbank đã công bố bảng xếp hạng Chỉ số hiệu quả Logistic (LPI – Logistic Performance Index) năm 2023 Việt Nam đã giảm 4 bậc so với năm 2018 khi xếp hạng 43/139 quốc gia. So với các quốc gia trong khu vực Việt Nam hiện đang xếp sau Singapore (xếp hạng 1); Malaysia (Xếp hạng 26); Thái Lan (Xếp hạng 34).
- Xét về nhóm điểm Việt Nam đã tiếp tục đà tăng điểm khi đạt 3.3 điểm/ 5 điểm (tăng 0.03 điểm so với 2018) và đứng ở nhóm điểm thứ 11.
- Về chỉ số thành phần, điểm số về cơ sở hạ tầng đã tăng trưởng tốt trong vòng thập kỷ qua khi tăng lên 3.2 điểm và xếp thứ 47. **Chúng tôi cho rằng chỉ số đánh giá hạ tầng của Việt nam sẽ tiếp tục tăng lên với nỗ lực của chính phủ từ việc thúc đẩy đầu tư công và các dự án trọng điểm trong giai đoạn 2023 – 2030.**

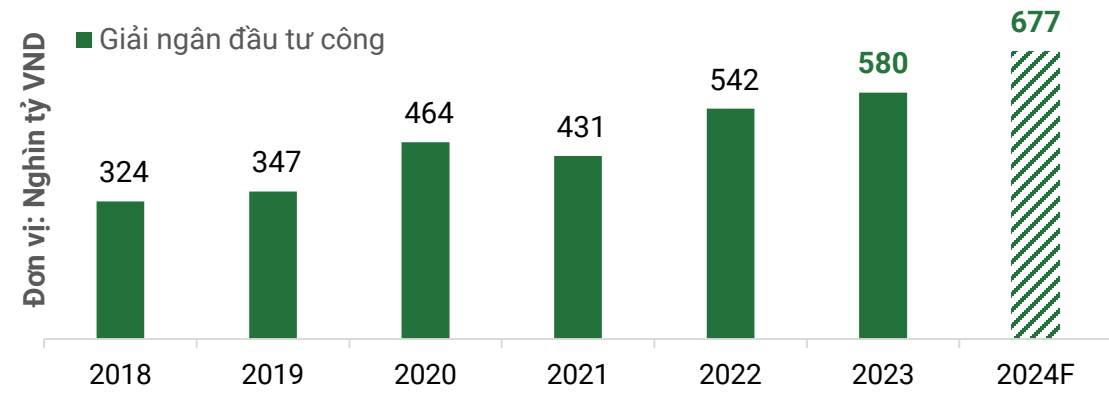
HẠ TẦNG KẾT NỐI CAO TỐC QUỐC GIA DẦN HOÀN THIỆN

Mục tiêu Việt Nam sẽ vận hành được 5,000km cao tốc hoàn toàn khả thi

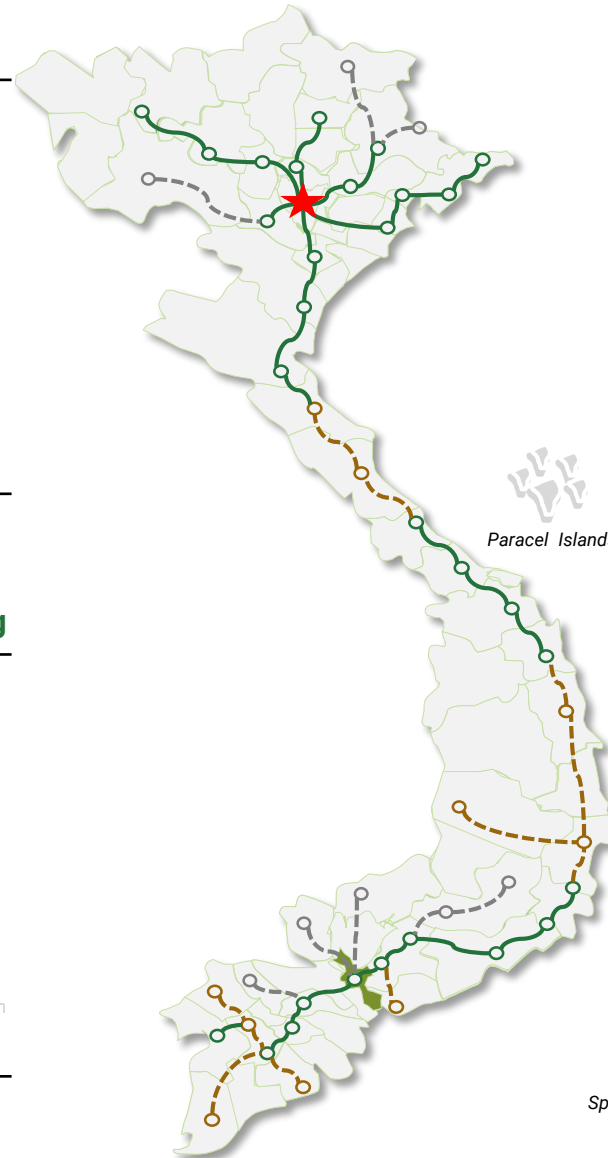


Nguồn: PHS tổng hợp

Chính phủ Việt Nam đang tích cực, quyết tâm trong công tác đầu tư hạ tầng



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, PHS tổng hợp



Chú thích Bản đồ cao tốc Việt Nam:

1,270 km DỰ ÁN TRIỂN KHAI NĂM 2023

Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 - 721 km

Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu - 54 km

Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuật - 118 km

Cao tốc Châu Đốc – S.Trăng – Cần Thơ - 188 km

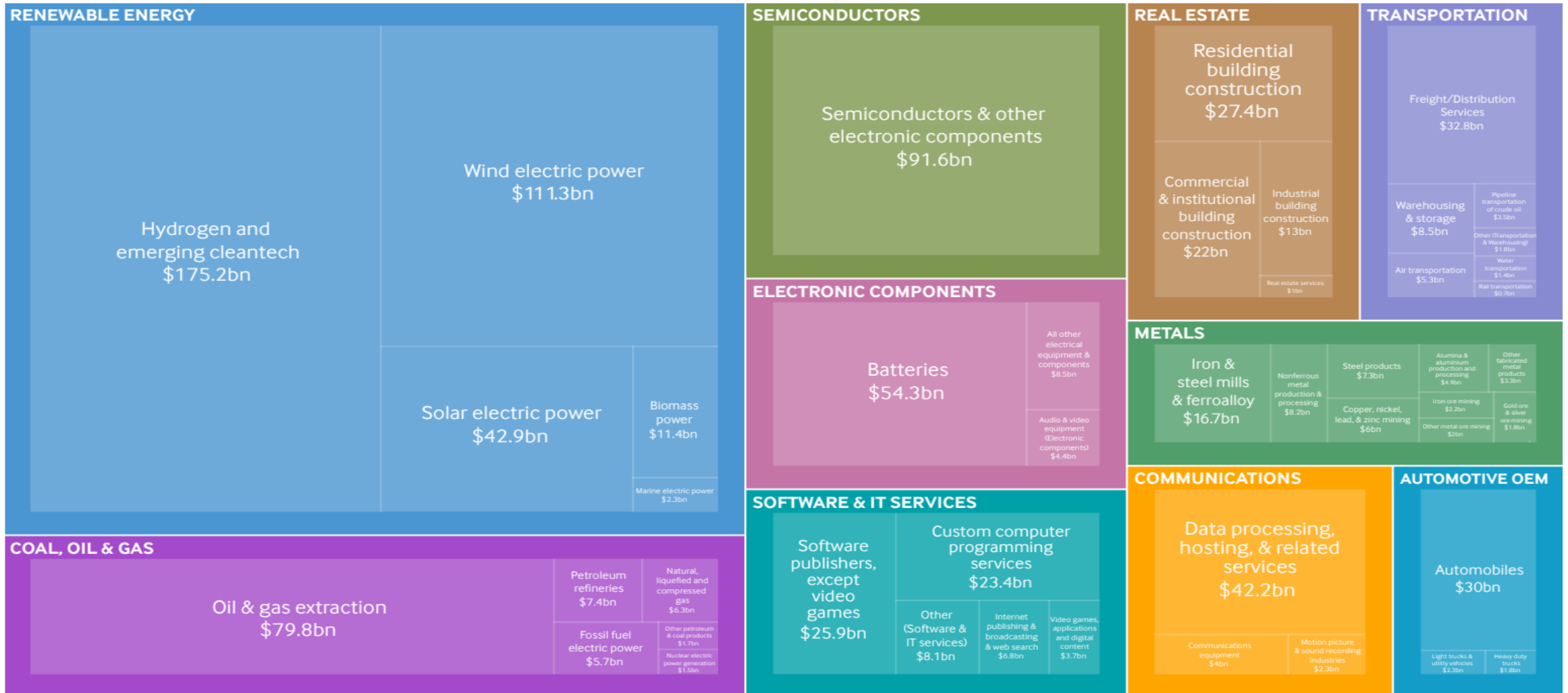
Dự án vành đai 3 – Tp. HCM - 76 km

Dự án Vành đai 4 – Hà Nội - 113 km

1,862 km DỰ ÁN ĐƯA VÀO HOẠT ĐỘNG

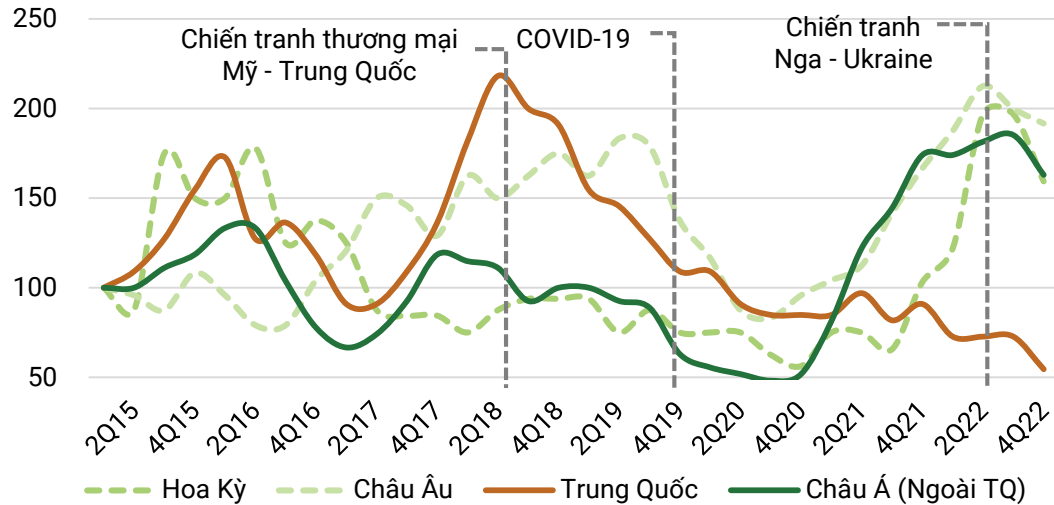
1,100 km DỰ ÁN DỰ KIẾN TRIỂN KHAI
Giai đoạn 2024 - 2025

TOP 10 SECTORS IN 2022 BY CAPITAL INVESTMENT (US\$BN)*



Source: fdi Markets Note: Includes estimates

Sau cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung (2018) số lượng dự án FDI ngành bán dẫn đã có sự chuyển biến rõ rệt sang các khu vực ngoài Trung Quốc

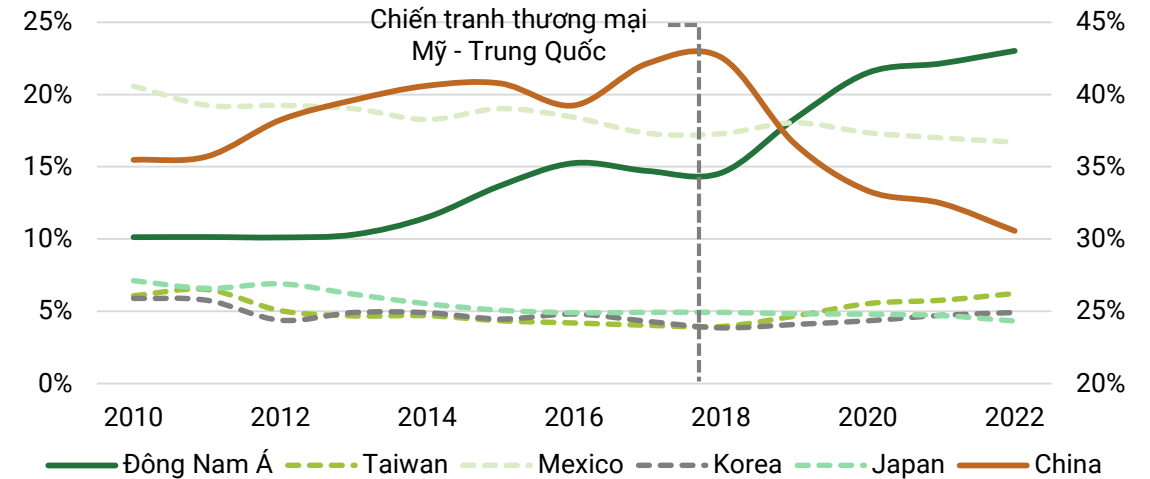


Nguồn: IMF, PHS tổng hợp

- Sự chuyển dịch đầu tư đã xảy ra từ nửa cuối năm 2018 với sự sụt giảm đáng kể các dự án đầu tư ngành công nghiệp chất bán dẫn vào China (Theo thống kê của fDi market). **Điều này đã giúp Việt Nam tiếp cận với ngành công nghiệp bán dẫn** khi đã có các doanh nghiệp đặt nhà máy tại Việt Nam như Amkor (Mỹ) hoặc Hana Micron Vina (Hàn Quốc).
- Việt Nam cũng đang tích cực chuẩn bị nguồn lực cho sự dịch chuyển này với mục tiêu có được 50,000 kỹ sư thiết kế vi mạch bán dẫn năm 2030.

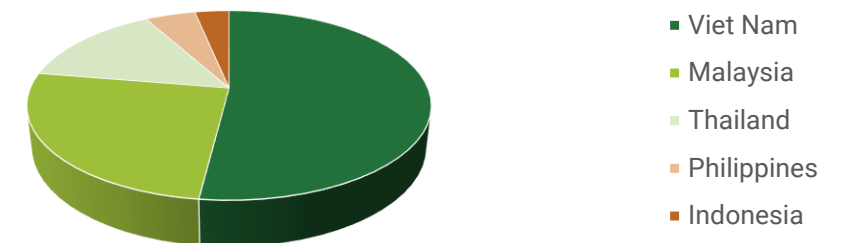
CƠ HỘI NÀO SẼ MỞ RA CHO VIỆT NAM

Các quốc gia Đông Nam Á dần thay thế thị phần xuất khẩu sản phẩm ICT của Trung Quốc tại thị trường Mỹ



Nguồn: PHS tổng hợp

Việt Nam đóng góp đáng kể phần tỷ lệ tăng thêm các sản phẩm ICT xuất khẩu sang Mỹ của các nước Đông Nam Á



Nguồn: PHS tổng hợp

VIỆT NAM THU HÚT ĐƯỢC CÁC NHÀ PHÁT TRIỂN KCN TOÀN CẦU

Các đơn vị phát triển hạ tầng KCN hàng đầu khu vực đang đẩy mạnh phát triển các loại hình sản phẩm nhà xưởng và phát triển KCN tại Việt Nam trong năm 2023.

Đây chính là dấu hiệu rõ nét về vị thế tiềm năng của Việt Nam trong chuỗi chuyển dịch đầu tư giai đoạn sắp tới

Dự án phát triển KCN - 80ha – Bắc Ninh

Công ty: Fraser - Quốc gia: Singapore



Horizon Park – 12ha - Bắc Ninh

Công ty: IDEC – Quốc Gia: Pháp



Dự án thứ 10 của BW trong năm 2023

Công ty: BW – Quốc Gia: Việt Nam & Mỹ



GNP Đồng Văn III – 16ha – Hà Nam

Gaw NP – Quốc Gia: Hong Kong



KCN Thăng Long II - GD 4 – 392 ha

Công ty: Sumitomo – Quốc Gia: Nhật Bản



Khởi công VSIP Quảng Trị - 481 ha

Liên danh: VSIP – AMATA - Sumitomo



KCN Phú Quý - 500 ha – Thanh Hóa

Công ty: WHA – Quốc Gia: Thái Lan



Boustead Projects (Singapore) M&A 1

DN Việt để phát triển dự án KCN 13.6 ha



B. BỐI CẢNH TƯƠI SÁNG THỊ TRƯỜNG KCN

1. Tình hình phát triển BDS KCN tại Việt Nam:

- Nguồn cung đất dự kiến sẽ gia tăng đáng kể trong giai đoạn 2025F – 2030F.
- Quá trình phân bổ và phát triển đồng bộ KCN trên toàn quốc sẽ được thúc đẩy với tầm nhìn tận dụng các lợi thế của khu vực để tạo cơ phát triển cho các địa phương tiềm năng

2. Thị trường năm 2023 – Bùng nổ với những bản hợp đồng lớn:

- Các địa phương mới gia nhập câu lạc bộ FDI “Tỷ đô”.
- Các đơn vị phát triển KCN hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển.
- Giá thuê tiếp tục biến động tích cực, tạo động lực cho sự phát triển của thị trường.

3. Thách thức:

- Thách thức về nguồn cung điện, đặc biệt là trong điều kiện thời tiết cực đoan.
- Sự tham gia của các nhà phát triển mới tạo đà đẩy mạnh sự cạnh tranh và đa dạng hóa trong thị trường.



TÌNH HÌNH PHÁT TRIỂN KCN TẠI VIỆT NAM

NĂM 2022:

~**128,500** Tổng diện tích đất (ha)

▲ 4.5% YoY

410 KCN được thành lập

297 KCN đã đi vào hoạt động

71% Tỷ lệ lấp đầy bình quân

NĂM 2025:

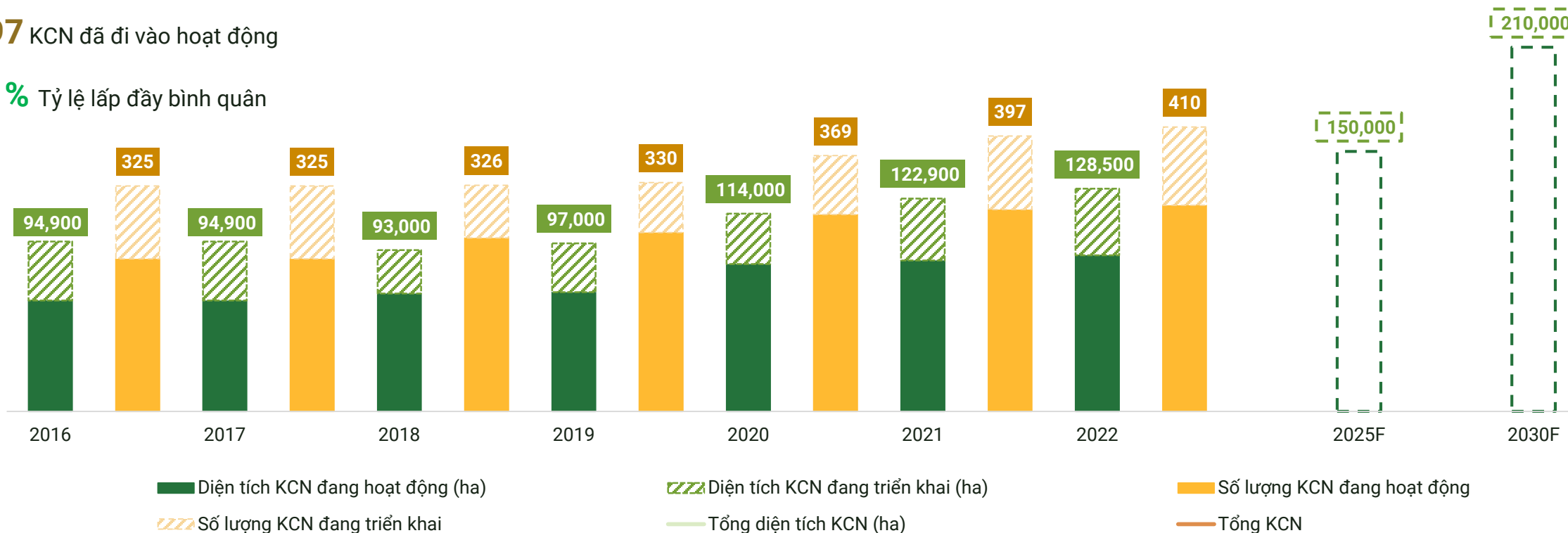
~**150,000** Tổng diện tích đất (ha)

▲ 16% so với năm 2022

NĂM 2030:

~**210,000** Tổng diện tích đất (ha)

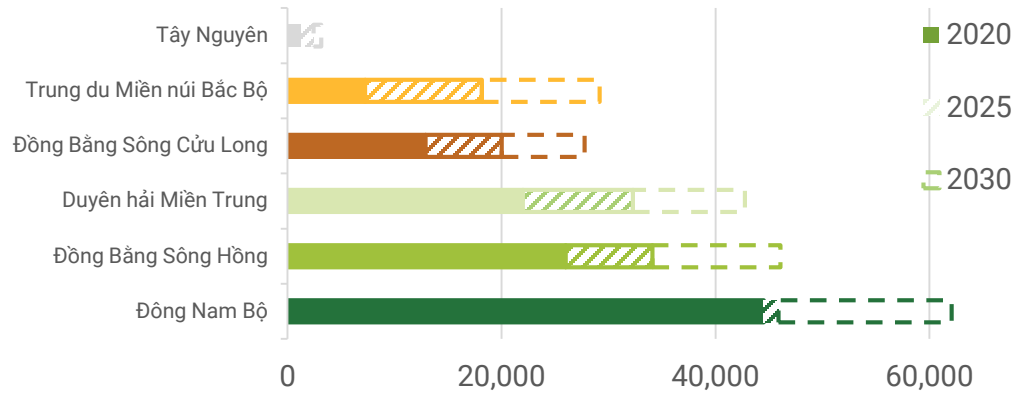
▲ 63% so với năm 2022



Nguồn: Bộ kế hoạch và Đầu tư, PHS tổng hợp

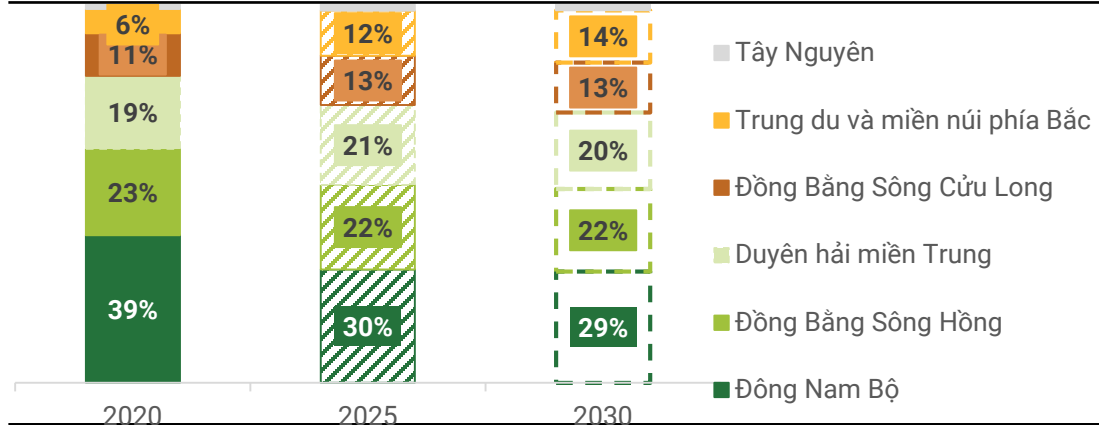
NGUỒN CUNG ĐẦY MẠNH KẾ TỪ GIAI ĐOẠN 2025F – 2030F

Quy hoạch phát triển KCN theo vùng GD 2020-2030 (ha) – Tầm nhìn đến 2030 tăng cường phân bổ và phát triển đồng bộ các KCN trên khắp cả nước

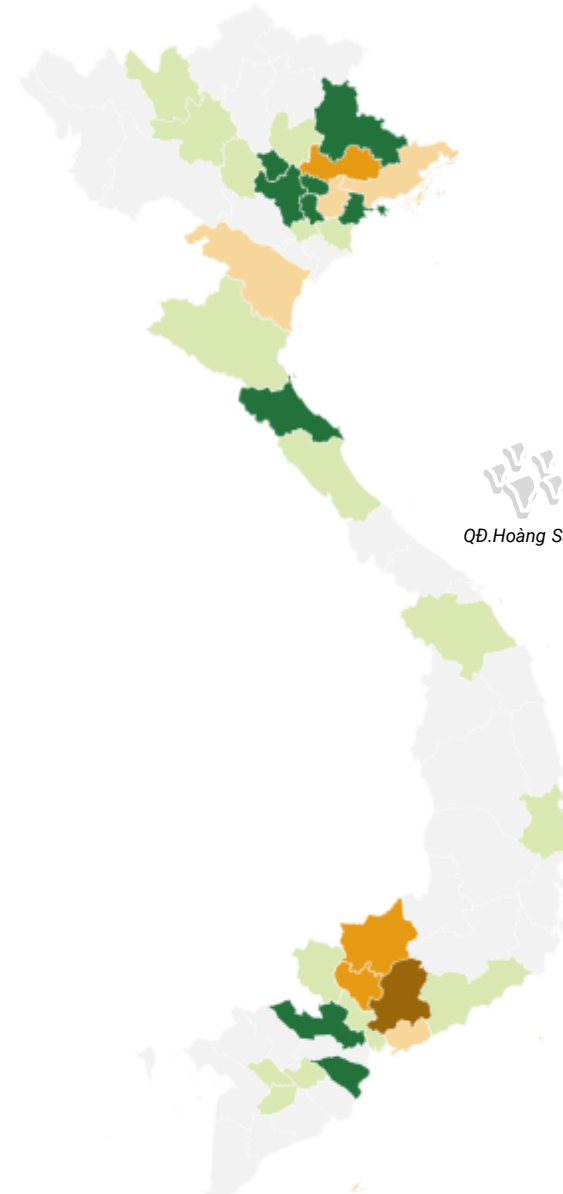


Nguồn: Quyết định 326/QĐ-TTG, PHS tổng hợp

Tận dụng lợi thế, trao cơ hội cho các địa phương tiềm năng phát triển KCN, đặc biệt là sự phân bổ mạnh mẽ khu vực Trung du Miền núi Bắc và ĐBSCL



Nguồn: Quyết định 326/QĐ-TTG, PHS tổng hợp



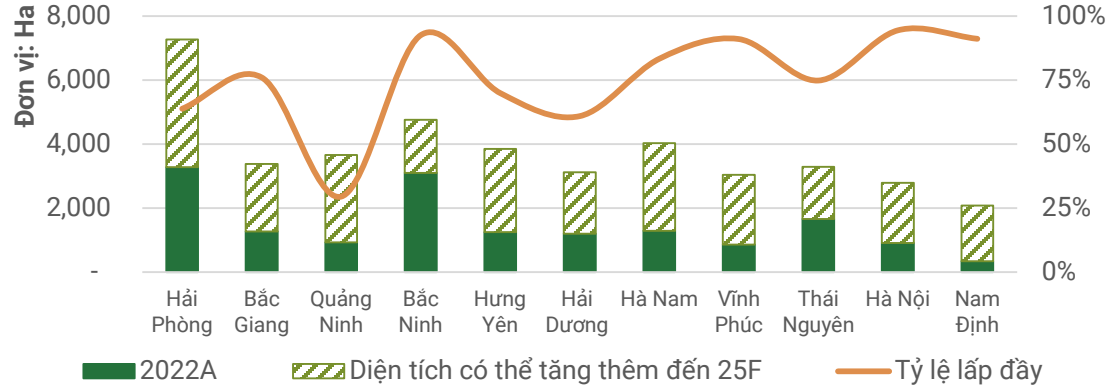
Chú thích Bản đồ phân bổ diện tích đất KCN tăng thêm giai đoạn 25F – 30F theo quy hoạch

- Diện tích tăng thêm > 4,000 ha
- 3,000 ha < Diện tích tăng thêm < 4,000 ha
- 2,000 ha < Diện tích tăng thêm < 3,000 ha
- 1,000 ha < Diện tích tăng thêm < 2,000 ha
- 500 ha < Diện tích tăng thêm < 1,000 ha
- Diện tích tăng thêm < 4,000 ha

QĐ. Hoàng Sa

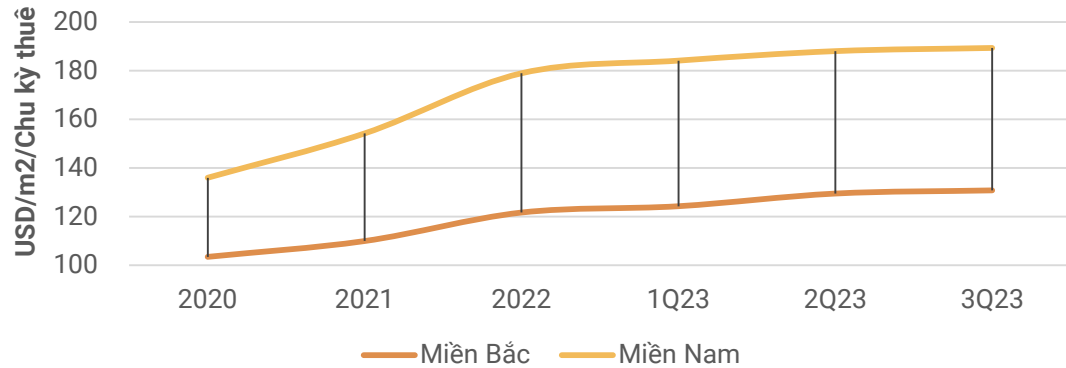
QĐ. Trường Sa

Tỷ lệ lấp đầy thấp (bình quân 75%) và khả năng sẵn sàng phát triển diện tích đất chính là lợi thế hiện hữu của miền Bắc để đáp ứng nhu cầu FDI hiện nay



Nguồn: Quyết định 326/QĐ-TTG, Báo cáo các địa phương, PHS tổng hợp

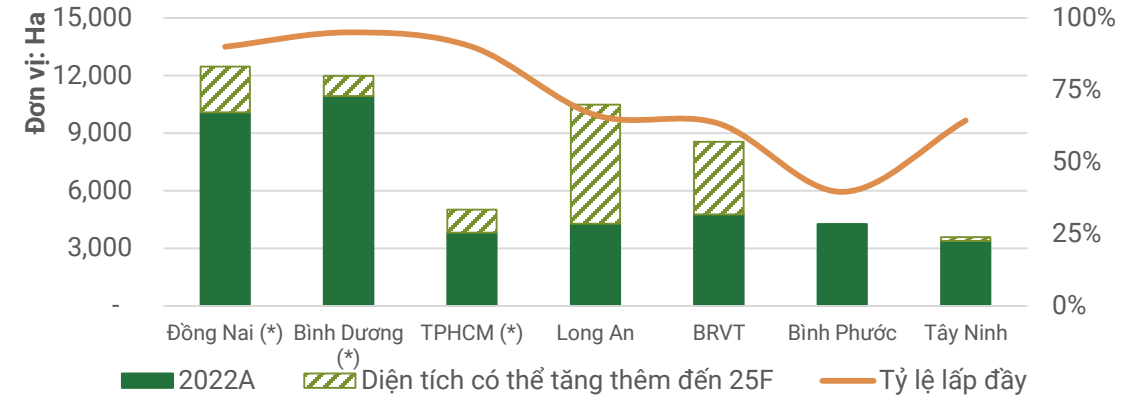
Giá thuê bình quân thị trường cấp 1 của thị trường Miền Bắc hiện đang lợi thế hơn hẳn so với thị trường miền Nam



Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

TÌNH HÌNH NGUỒN CUNG HIỆN TẠI

Thị trường cấp 1 tại miền Nam (*) đã đạt tỷ lệ lấp đầy cao và khả năng phát triển quỹ đất trong tương lai gần còn hạn chế

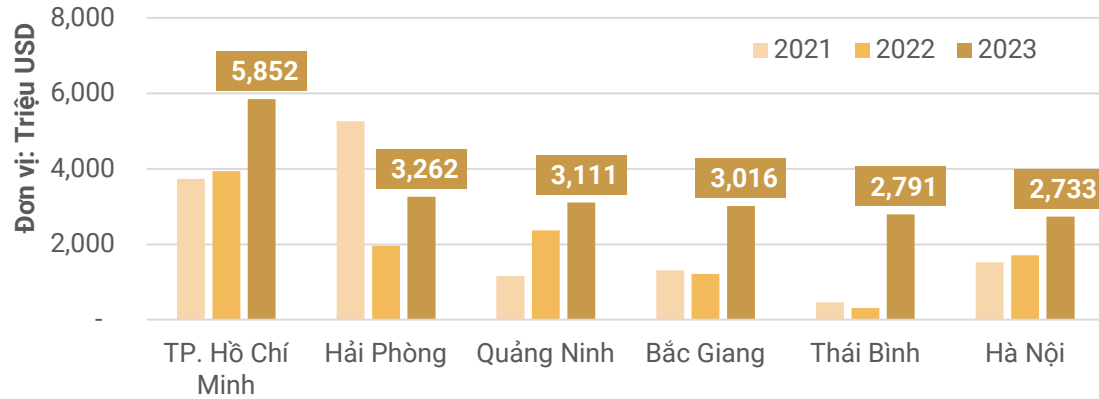


Nguồn: Quyết định 326/QĐ-TTG, Báo cáo các địa phương, PHS tổng hợp

- Khu vực Miền Bắc đang trở thành điểm đến hấp dẫn với nguồn cung khá tốt, với hàng loạt các dự án mới được khởi công hoặc nhận giấy chứng nhận đầu tư năm 2023. Các dự án nổi bật bao gồm KCN Trảng Dũ 3 (628 ha) tại Hải Phòng; KCN số 5 (193 ha) tại Hưng Yên; KCN SHI IP Tam Dương (163 ha) tại Vĩnh Phúc; KCN Gia Bình II (250 ha) tại Bắc Ninh; KCN Phúc Điền (235 ha) tại Hải Dương; và KCN Hải Long (296 ha) tại Thái Bình.
- Ngược lại, nguồn cung ở thị trường Miền Nam khá hạn chế với tỷ lệ lấp đầy khá cao ở các thị trường cấp 1, với sự KCN Cây Trường (700 ha) tại và KCN Nam Tân Uyên mở rộng (345 ha) tại Bình Dương năm 2023.
- Giá thuê tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, đạt 13% YoY tại Miền Nam và 12% YoY tại Miền Bắc.

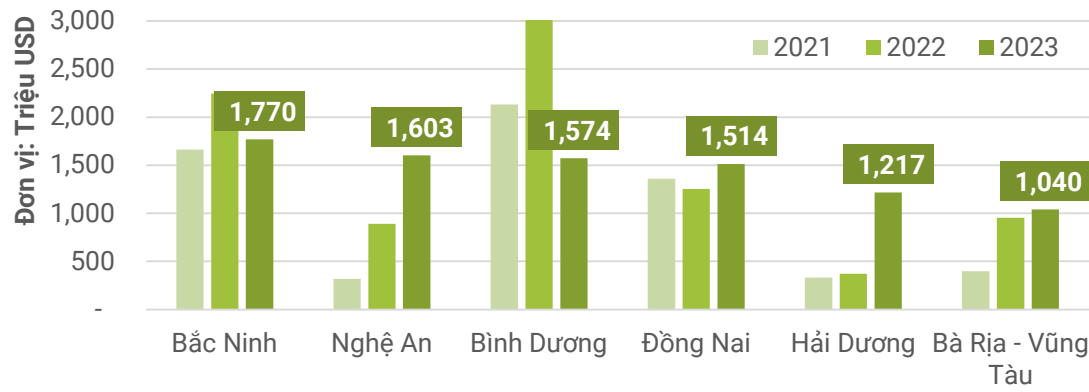
CÁC ĐỊA PHƯƠNG MỚI GIA NHẬP CÂU LẠC BỘ FDI “TỶ USD”

Nguồn vốn FDI tiếp tục tập trung tại 2 vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc và phía Nam khi chiếm đến 90% tổng vốn đăng ký đầu tư FDI trong 2023.

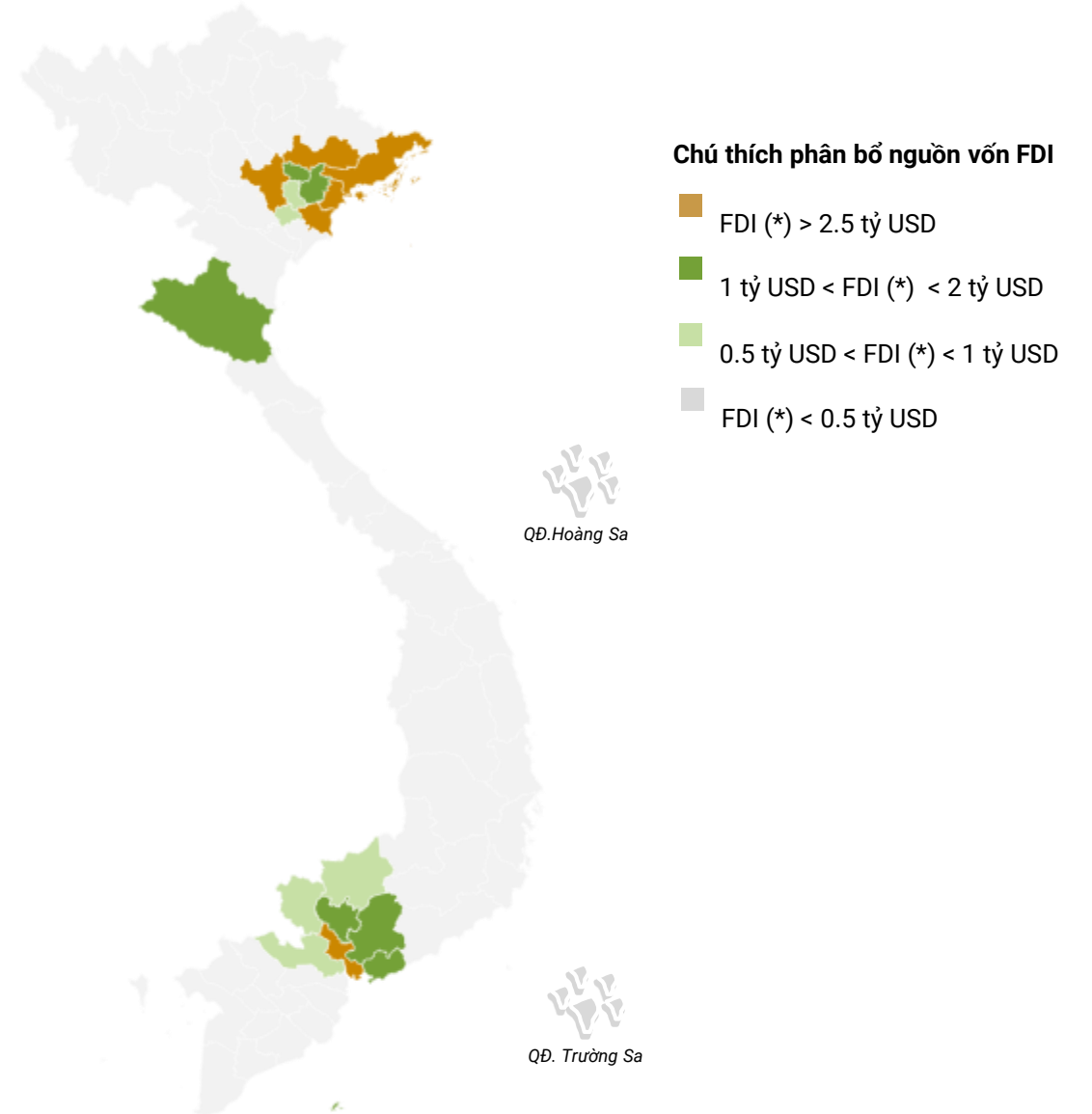


Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, PHS tổng hợp

Khu vực phía Bắc hiện đang khai thác rất tốt lợi thế về vị trí và hạ tầng khi có các địa phương lần đầu thu hút được 1 tỷ USD như Nghệ An và Hải Dương

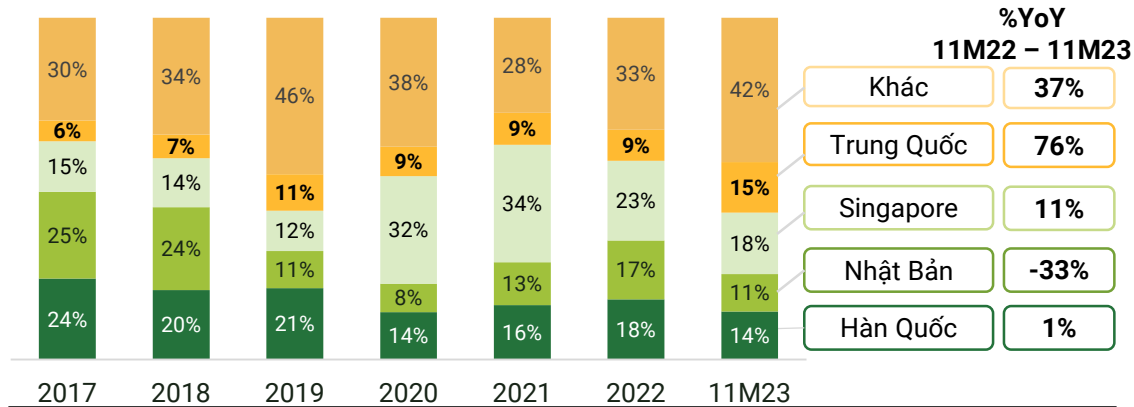


Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, PHS tổng hợp



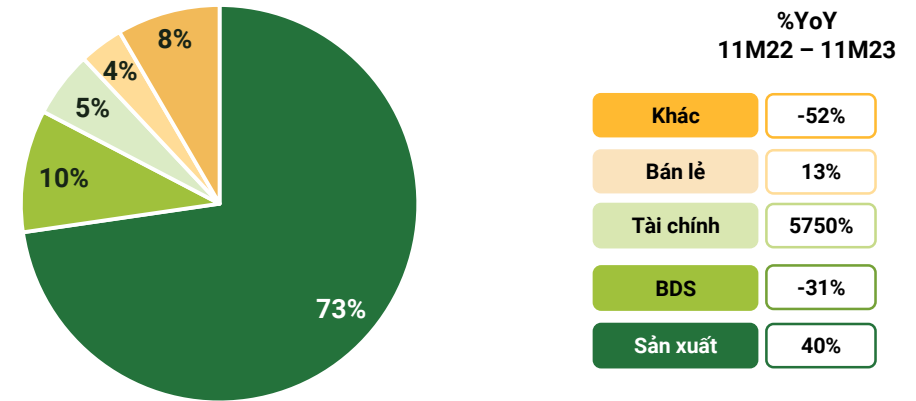
CÁC ĐƠN VỊ PHÁT TRIỂN HƯỞNG LỢI TỪ LÀN SÓNG DỊCH CHUYỂN

Nguồn vốn FDI đến từ Trung Quốc đã tăng đáng kể trong năm 2023



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, PHS tổng hợp

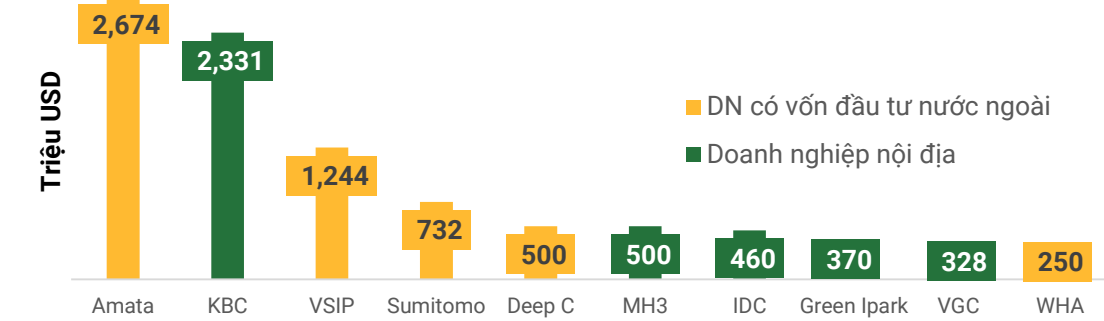
Sản xuất vẫn tiếp tục là ngành dẫn dắt chính trong đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: Bộ kế hoạch và đầu tư, PHS tổng hợp

Các đơn vị BDS KCN nội địa cũng phải đang cạnh tranh với các nhà phát triển BDS KCN có vốn đầu tư nước ngoài

Vốn đăng ký FDI dự án >100 triệu USD ngành sản xuất đặt tại các đơn vị phát triển KCN



Nguồn: PHS tổng hợp và ước tính

- Sản xuất và lắp ráp (i) linh kiện điện tử; (ii) thiết năng lượng mặt trời; (iii) sợi; (iv) linh kiện ô tô và lắp ráp ô tô là các lĩnh vực tập trung dự án FDI có vốn đầu tư lớn. Theo các số liệu thống kê của PHS từ các dự án ngành sản xuất đầu tư với vốn đăng ký trên 100 triệu USD, các dự án tổng hợp này tổng vốn đăng ký lên 12 tỷ USD (50% tổng vốn đăng ký FDI ngành sản xuất 11M23).
- Chúng tôi cho rằng xu hướng đầu tư vào các dự án lớn tại khu vực phía Bắc sẽ tiếp tục gia tăng trong tương lai, nhờ vào 03 lợi thế quan trọng: (i) nguồn cung dồi dào; (ii) cơ sở hạ tầng liên kết vùng đã hoàn thiện; (iii) giá thuê đất cạnh tranh. Theo ước tính PHS, Miền Bắc đã thu hút 75% giá trị của các dự án này, trong khi Nghệ An và Đà Nẵng chiếm 10%, 15% tập trung ở phía Nam.
- Sự cạnh tranh với các nhà phát triển KCN từ nước ngoài đang tăng lên khi các đơn vị này thu hút tới 45% giá trị đầu tư của các dự án lớn.

DANH SÁCH CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ FDI LỚN NĂM 2023

STT	Tỉnh	Quốc gia	Vốn đầu tư (triệu USD)	Ngành	KCN
1	Bắc Giang	Singapore	621	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Quang Châu
2		Trung Quốc	140	Sản xuất TB NLMT (*)	KCN Hòa Phú
3		Trung Quốc	330	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Quang Châu
4		Trung Quốc	378	Sản xuất TB NLMT (*)	KCN Việt Hàn
5	Bắc Ninh	Hong Kong	280	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh
6		Trung Quốc	400	Sản xuất linh kiện điện tử	VSIP Bắc Ninh
7	Hải Dương	Trung Quốc	270	Sản xuất sản phẩm giấy	KCN Đại An mở rộng
8		Trung Quốc	120	Sản xuất TB NLMT (*)	KCN Công Hòa
9		Hàn Quốc	1,000	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Tràng Duệ 3
10	Hải Phòng	Hàn Quốc	500	Sản xuất vật liệu sinh học	KCN Deep C I
11		Nhật Bản	238	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN VSIP Hải Phòng
12	Hưng Yên	Nhật Bản	132	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Thăng Long II
13		Nhật Bản	600	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Thăng Long II
14		Đài Loan	120	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Mỹ Thuận
15	Nam Định	Singapore	100	Sản xuất sợi	KCN Mỹ Thuận
16		Đài Loan	100	Sản xuất đồ gia dụng	KCN Mỹ Thuận
17		Đài Loan	200	Sản xuất vật liệu	KCN Liên Thái Hà
18	Thái Bình	Nhật Bản	100	Sản xuất thực phẩm	KCN Liên Thái Hà
19		Trung Quốc	200	Sản xuất mô tô, xe máy	KCN Hưng Phú

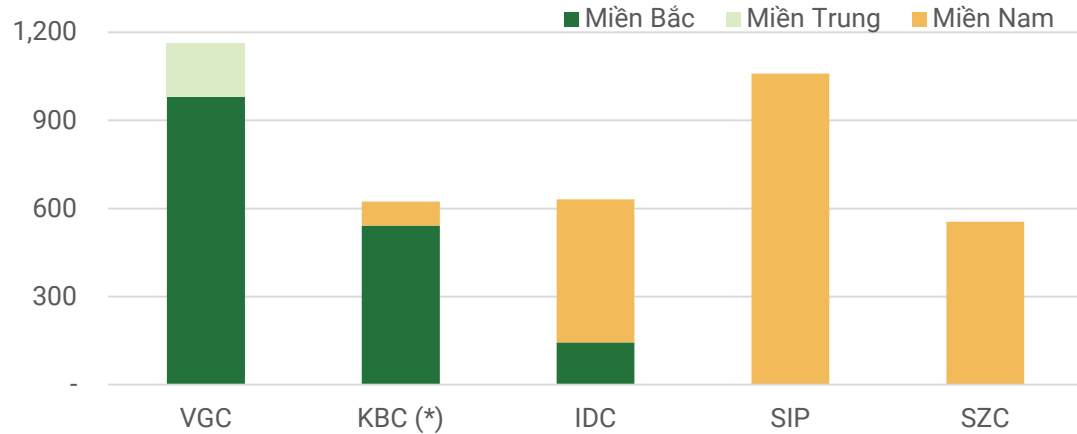
STT	Tỉnh	Quốc gia	Vốn đầu tư (Triệu USD)	Ngành	KCN
20		Đài Loan	690	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Sông Khoai
21		Singapore	250	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Sông Khoai
22	Quảng Ninh	Thụy Điển	154	Sản xuất mô tô, xe máy	KCN Sông Khoai
23		Đài Loan	165	Sản xuất mô tô, xe máy	KCN Bắc Tiền Phong
24		Trung Quốc	1,500	Sản xuất TB NLMT (*)	KCN Sông Khoai
25		Thái Lan	293	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN Hoàng Mai I
26	Nghệ An	Singapore	100	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN WHA 1
27		Trung Quốc	165	Sản xuất kim loại	KCN VSIP Nghệ An
28		Hong Kong	150	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN WHA 1
29	Bình Dương	Nhật Bản	113	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN VSIP III
30		Đan Mạch	163	Sản xuất trang sức	KCN VSIP III
31	Bình Phước	Trung Quốc	500	Sản xuất mô tô, xe máy	KCN Minh Hưng Sikico
32	BR-VT	Hàn Quốc	120	Sản xuất sản phẩm sợi	KCN Phú Mỹ 2
33		Trung Quốc	300	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN PM 3
34		Nhật Bản	120	Sản xuất kim loại	KCN Long Đức
35	Đồng Nai	Trung Quốc	80	Sản xuất sản phẩm nhựa	KCN CNC Long Thành
36		Hàn Quốc	182	Sản xuất sợi nhân tạo	KCN Nhơn Trạch V
37	Long An	Nhật Bản	158	Sản xuất thực phẩm	KCN Hựu Thạnh
38	Đà Nẵng	Đài Loan	135	Sản xuất linh kiện điện tử	KCN CNC Đà Nẵng

Nguồn: PHS tổng hợp – (*) Thiết bị năng lượng mặt trời

TRIỂN VỌNG DÀNH CHO DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

Lợi thế sẽ dành cho các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng tại khu vực miền Bắc và thị trường cấp 1 tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam

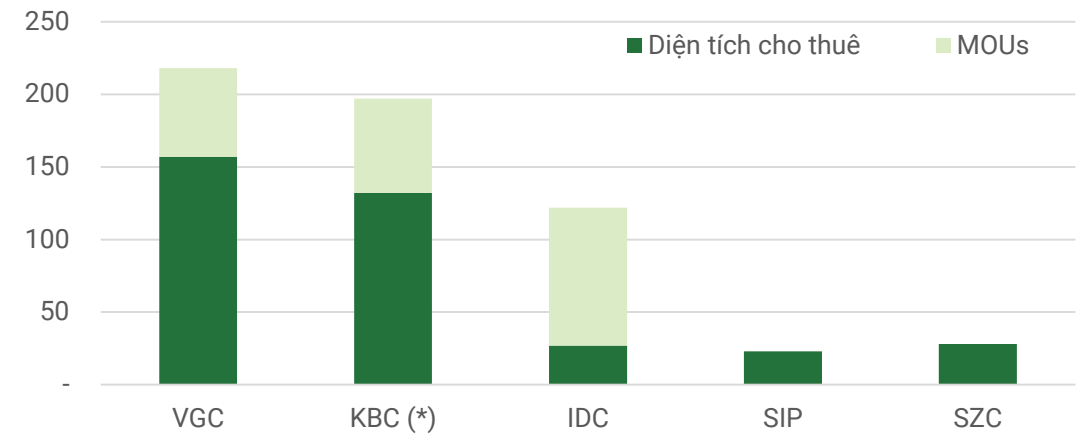
Diện tích thương phẩm KCN của các DN niêm yết (Đơn vị: ha)



Nguồn: PHS tổng hợp, (*) bao gồm diện tích KCN Trảng Duệ 3

Các doanh nghiệp niêm yết hàng đầu vẫn thể hiện phong độ tốt trong bối cảnh thị trường đang đối mặt với sự cạnh tranh từ các đơn vị nước ngoài

Tình hình cho thuê 9M23 (Đơn vị: ha)



Nguồn: PHS tổng hợp, (*) Số liệu MOUs cập nhật cuối Q2/23

- Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp KBC VGC IDC sẽ tiếp tục dẫn dắt ngành với số lượng hợp đồng thuê và ký mới trong năm 2024F sẽ được duy trì ở mức cao và có thể nắm bắt được cơ hội với các đối tác lớn trong làn sóng đầu tư FDI lần này dựa vào các lợi thế hiện có.
- Đối với các nhà phát triển tại các thị trường cấp 2 ở miền Nam chúng tôi cho rằng cơ hội để tăng trưởng đột phá sẽ đến từ sau năm 2025 khi các cơ sở hạ tầng liên kết vùng được hoàn thiện với các dự án trọng điểm đã được triển khai trong năm nay như:
 - Đường vành đai 3 (Thành phố Hồ Chí Minh) & Đường cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (Khởi công Tháng 06/2023) – Dự kiến hoàn thiện năm 2026
 - Sân bay quốc tế Long Thành (Đồng Nai)
 - Cao tốc TPHCM – Chơn Thành (Bình Phước) thông qua phương án thực hiện vào tháng 12/2023 và thời gian thực hiện dự kiến từ 2024 – 2027..
 - Cao tốc TPHCM – Mộc Bài (Tây Ninh) đã có báo cáo tiền khả thi tháng 12/2023 và thời gian thực hiện dự kiến từ 2024 – 2027..

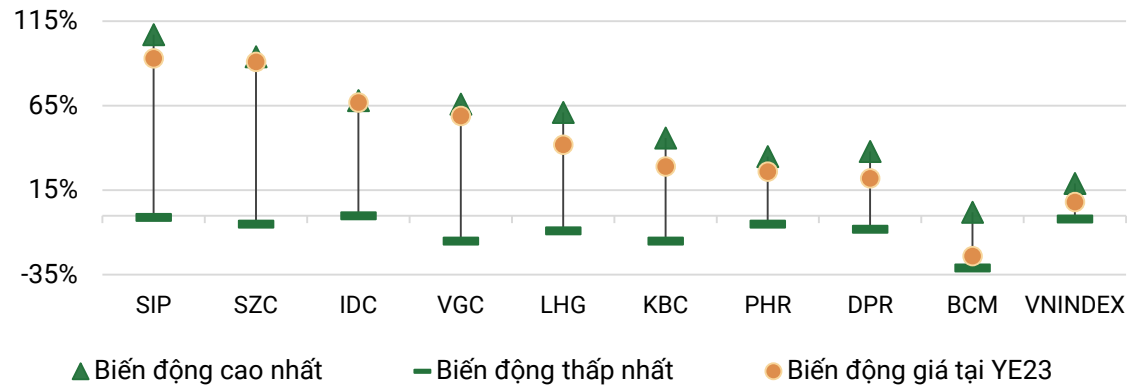
HĐKD CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT

- Trong năm 2023 diễn biến ngành BDS KCN trên thị trường chứng khoán khá tích cực nhờ vào triển vọng thu hút FDI. Ngoại trừ BCM hầu hết các doanh nghiệp đều có mức tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng giá bình quân 38% so với giá trị đầu năm.
- Đối với KQKD 9M23 chỉ có một số doanh nghiệp ghi nhận được đà tăng trưởng dương về mặt doanh thu như KBC, SIP, VGC (*) ((*) doanh thu riêng mảng BDS KCN). Nổi bật với KBC với mức tăng 272% so với cùng kỳ nhờ hợp đồng giao đất cho các khách hàng lớn tại các KCN phía Bắc.
- Tỷ lệ nợ vay của nhóm BDS KCN luôn duy trì ở mức thấp và có xu hướng giảm trong năm 2023 - riêng biệt chỉ có các doanh nghiệp như BCM và SZC có tỷ lệ đòn bẩy cao nhất ngành.

STT	Mã CK	Tên	Sàn	Vốn hóa (Nghìn tỷ đồng)	% YTD	Doanh thu 9M23 (Tỷ đồng)	% YoY	Lợi nhuận gộp 9M23 (Tỷ đồng)	% YoY	LNST 9M23 (Tỷ đồng)	% YoY	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận ròng	TTM ROE %	TTM ROA %	Nợ/ VCSH
1	BCM	Becamex IDC	HOSE	65,101.50	-25%	3,012	-46%	1,726	-30%	265	-84%	57%	9%	3%	1%	0.96
2	VGC	Tổng Công ty Viglacera	HOSE	24,614.42	52%	10,174	-10%	2,954	-16%	1,211	-29%	29%	12%	17%	6%	0.45
3	KBC	TCT Đô thị Kinh Bắc	HOSE	24,371.45	29%	4,798	272%	3,309	491%	2,087	-2%	69%	43%	8%	4%	0.19
4	IDC	IDICO	HNX	17,193.00	52%	4,998	-29%	1,601	-48%	1,032	-56%	32%	21%	21%	6%	0.59
5	SIP	Đầu tư Sài Gòn VRG	HOSE	11,562.98	84%	4,762	4%	638	1%	663	-5%	13%	14%	26%	4%	0.33
6	PHR	Cao su Phước Hòa	HOSE	6,734.31	21%	890	-21%	242	-6%	505	2%	27%	57%	26%	14%	0.06
7	SZC	Sonadezi Châu Đức	HOSE	5,352.00	91%	559	-16%	258	7%	163	2%	46%	29%	13%	3%	1.41
8	DPR	Cao su Đồng Phú	HOSE	2,745.60	18%	612	-27%	163	-40%	155	-29%	27%	25%	7%	4%	0.00
9	LHG	KCN Long Hậu	HOSE	1,515.36	33%	250	-52%	125	-41%	107	-38%	50%	43%	9%	5%	0.12

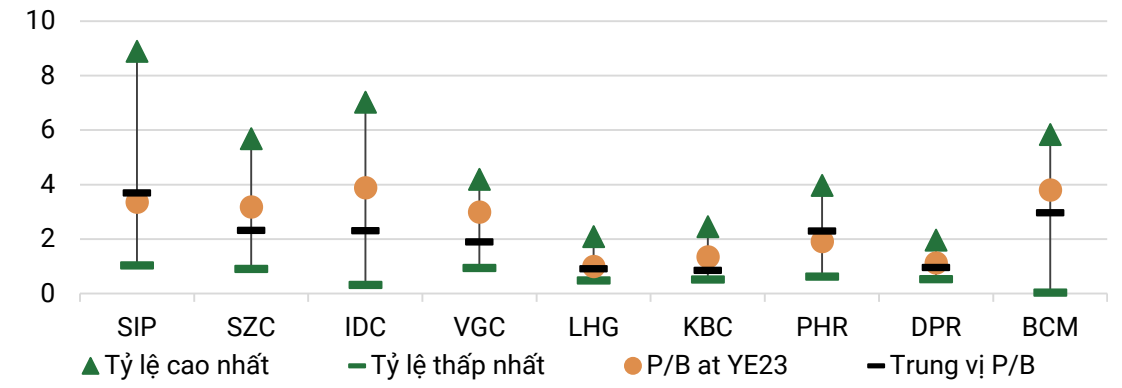
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Số liệu thu thập tại ngày 29/12/2023

Biến động giá của nhóm cổ phiếu BDS KCN khá ấn tượng trong năm 2023



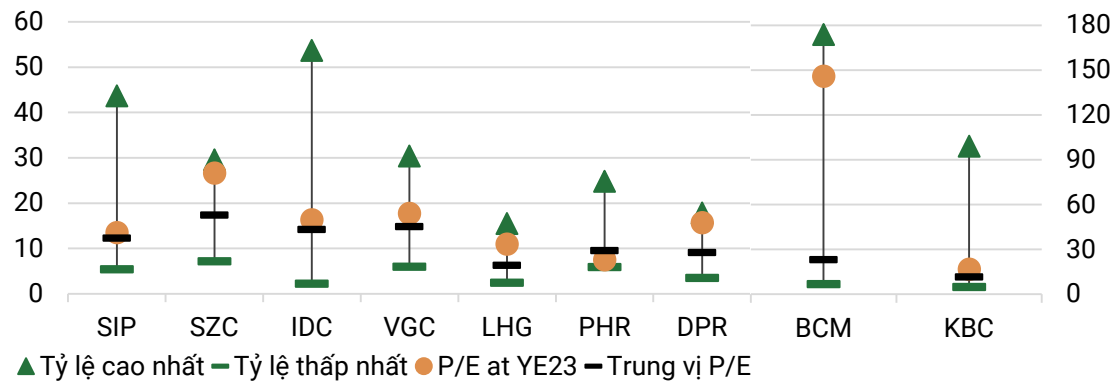
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

P/B của các cổ phiếu ngành BDS KCN trong giai đoạn 2018-2023



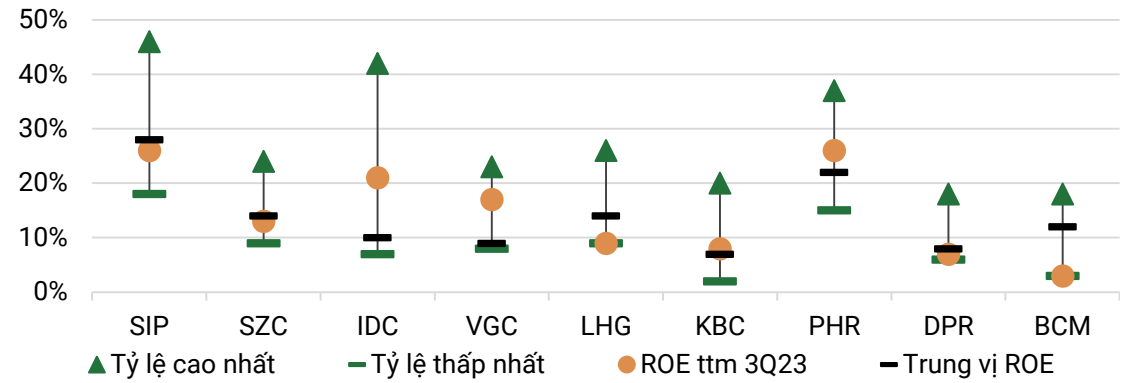
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

P/E của các cổ phiếu ngành BDS KCN trong giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

ROE(ttm) của các cổ phiếu ngành BDS KCN trong giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

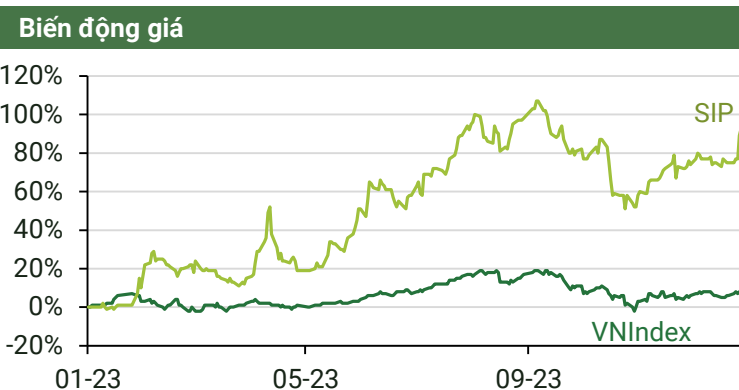
CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ CÁC CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
	Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/ cp)	Giá đóng cửa 29/12 (VND/ cp)	P/E	P/B		Upside
	Giá trị (b. VND)	YoY (%)	Giá trị (b. VND)	YoY (%)	Giá trị (b. VND)	YoY (%)	Giá trị (b. VND)	YoY (%)						
SIP	6,662	10%	1,083	7%	7,442	12%	1,123	4%	83,400	63,600	10.87x	3.51x	+31%	MUA
KBC	5,923	523%	2,073	36%	6,500	10%	2,212	7%	35,000	31,750	10.76x	1.38x	+10%	MUA
IDC	6,850	-9%	1,460	-17%	7,598	11%	1,647	12%	58,000	52,100	10.43x	2.50x	+11%	MUA



Tổng quan doanh nghiệp:

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) được thành lập vào năm 2007, trở thành công ty đại chúng từ tháng 01/2019, và chính thức niêm yết trên HOSE ngày 08/08/2023. Hoạt động trong lĩnh vực cho thuê đất KCN, cung cấp dịch vụ KCN



Luận điểm đầu tư - Cơ hội rộng mở tại hành lang xuyên á

(1) Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ mảng bất động sản KCN: Trong giai đoạn 2019A – 2022A, doanh thu mảng cho thuê đất KCN đã đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) ~20% chủ yếu đến từ diện tích cho thuê tốt tại KCN Phước Đông. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này sẽ tiếp tục giữ vững được CAGR trong giai đoạn 2023F-2027F, nhờ vào các lợi thế thu hút nhà đầu tư của SIP.

- Vị thế độc tôn KCN Phước Đông tại Tây Ninh và các KCN của SIP sở hữu vị trí tốt tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.
- Cơ sở hạ tầng thiết yếu phục vụ hoạt động tại KCN được dự kiến hoàn tất vào giai đoạn 2025F-2027F như Sân bay Quốc tế Long Thành & Cao tốc Mộc Bài – Thành phố HCM.

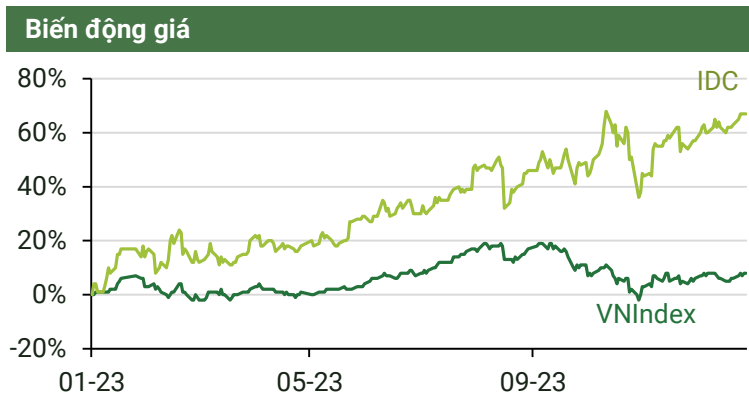
(2) Mở rộng diện tích cho thuê KCN kích thích tăng trưởng dịch vụ hỗ trợ: Dự phóng sản lượng điện giai đoạn 2023F-2027F sẽ đạt CAGR 7% đến từ triển vọng tích cực từ KCN Phước Đông, đồng thời chúng tôi cũng dự phóng giá điện bán lẻ sẽ tiếp tục tăng 5%-10% giai đoạn 2024F-2025F dẫn đến cải thiện biên lợi nhuận gộp hoạt động này từ 6.3% lên 8.5%.

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	4,340	5,083	5,578	6,035	6,662	7,442
LNST (tỷ VND)	645	1,118	909	1,010	1,083	1,123
EPS (VND)	7,585	12,096	8,373	9,955	5,763	5,979
Tăng trưởng EPS (%)	140%	59%	-31%	19%	-42%	4%
P/E	8.58	5.38	7.78	6.54	12.33	10.87
P/B	2.74	2.22	2.03	1.82	3.36	3.51
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,000	1,900	2,800	2,000	4,500	5,000

IDICO

Tổng quan doanh nghiệp:

IDC là nhà phát triển BĐS KCN hàng đầu Việt Nam với quỹ đất đang khai thác hơn 3.000 ha với 10 KCN lớn từ Nam ra Bắc, nhưng chủ lực tại các trọng điểm kinh tế. Công ty còn hoạt động trong lĩnh vực bất động sản dân cư, năng lượng và thu phí BOT.



Luận điểm đầu tư – Quỹ đất sạch lớn tại các vị trí tốt là lợi thế cho IDC đón đầu làn sóng đầu tư

(1) Mạng BDS KCN: Tọa lạc tại các vùng kinh tế trọng điểm các KCN của IDC dễ dàng thu hút các nhà đầu tư với diện tích cho thuê dự kiến trung bình 100ha/ năm. Hiện các IDC còn khoảng 660ha đất sẵn sàng cho thuê, sẽ tiếp tục được bổ sung hơn 300ha khi KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang) được phê duyệt đầu tư trong 24F-25F

(2) Mạng năng lượng: với giấy phép phân phối điện tại KCN Hựu Thạnh, dự phóng tổng sản lượng IDC phân phối sẽ tăng +60-70% so với giai đoạn hiện tại khi KCN Hựu Thạnh được lấp đầy. Ngoài ra chúng tôi dự báo mảng thủy điện sẽ hoạt động tích cực hơn vào năm 2024 khi hiện tượng El Nino được dự báo sẽ kết thúc vào 1H24

(3) Dòng tiền tốt từ hoạt động kinh doanh giúp IDC có thể tiếp tục chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ lên đến 30-40% trong năm 2024F.

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	4,931	5,356	4,318	7,485	6,850	7,598
LNST (tỷ VND)	345	873	454	1,768	1,460	1,647
EPS (VND)	1,075	2,900	1,498	5,356	4,424	4,992
Tăng trưởng EPS (%)	-1%	170%	-48%	258%	-17%	13%
P/E	35.4	13.1	25.4	7.1	11.77	10.43
P/B	3.3	2.7	2.9	2.5	3.01	2.5
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,000	300	2,400	2,600	4,000	4,000

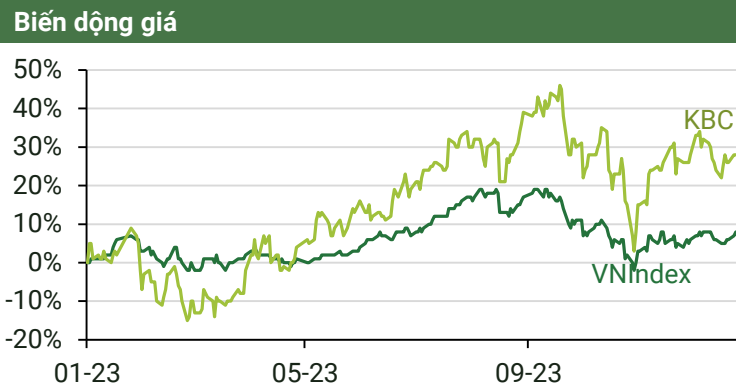
TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC (HSX: KBC)

Giá trị hợp lý: VND 36,000/ cổ phiếu



Tổng quan về doanh nghiệp:

KBC là nhà phát triển BĐS KCN lớn nhất phía Bắc với quỹ đất nằm ở các vị trí chiến lược như Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng – những nơi tập trung nguồn vốn FDI trong những năm gần đây. Vì vậy KBC dễ dàng thu hút được các khách thuê lớn như LG, Foxconn, Goertek, Canon, Panasonic,...



Luận điểm đầu tư – Triển vọng từ KCN Trảng Duệ 3 trong năm 2024

(1) BDS KCN: Tiếp tục hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển từ Trung Quốc khi quỹ đất từ KCN Trảng Duệ 3 có thể được phát triển trong nửa đầu năm 2024

- Tháng 11/2023 KCN Trảng Duệ 3 đã được Thành phố Hải Phòng thông qua quy hoạch điều chỉnh 1/2000 và LG Innotek có thể sẽ là khách hàng lớn của KBC trong năm 2024 khi đầu tư mở rộng nhà mới với tổng vốn đầu tư lên đến 1 tỷ USD. Vị trí nằm trong khu kinh tế Đình Vũ – Cát Hải với nhiều chính sách hỗ trợ và ưu đãi cũng là 1 điểm cộng với KCN Trảng Duệ 3 từ đó có thể thu hút được nhiều khách hàng hơn.
- Ngoài ra KBC cũng đang đẩy mạnh việc phát triển quỹ đất tại các địa phương như Long An, Hậu Giang, Hải Dương, Hưng Yên, v.v.

(2) Tình hình tài chính tốt: KBC đã hoàn tất thanh toán dư nợ trái phiếu trong năm 2023 khi đến cuối Quý 3/2023 nợ vay KBC đã giảm 51% so với cùng kỳ 2022 khi còn 3.87 nghìn tỷ đồng giúp cho tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu còn 0.19 từ tỷ lệ 0.42.

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	3,210	2,151	4,246	950	5,923	6,500
LNST (tỷ VND)	918	224	1,095	1,526	2,273	2,412
EPS (VND)	1,931	471	1,902	1,988	2,701	2,881
Tăng trưởng EPS (%)	23%	-76%	304%	5%	36%	6.6%
P/E	16.34	66.99	16.59	15.87	11.85	10.76
P/B	1.58	1.55	1.28	1.51	1.88	1.38
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-	-	-

BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG

“ BÌNH MINH TRÊN THẢO NGUYÊN XANH ”

Đạt Đỗ

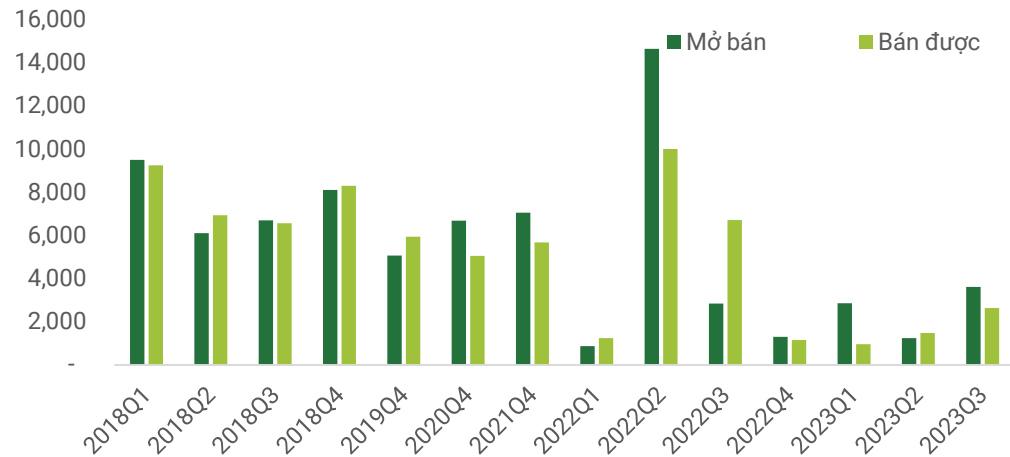
Chuyên viên phân tích – Ngành BĐS



THỊ TRƯỜNG CĂN HỘ TẠI THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH

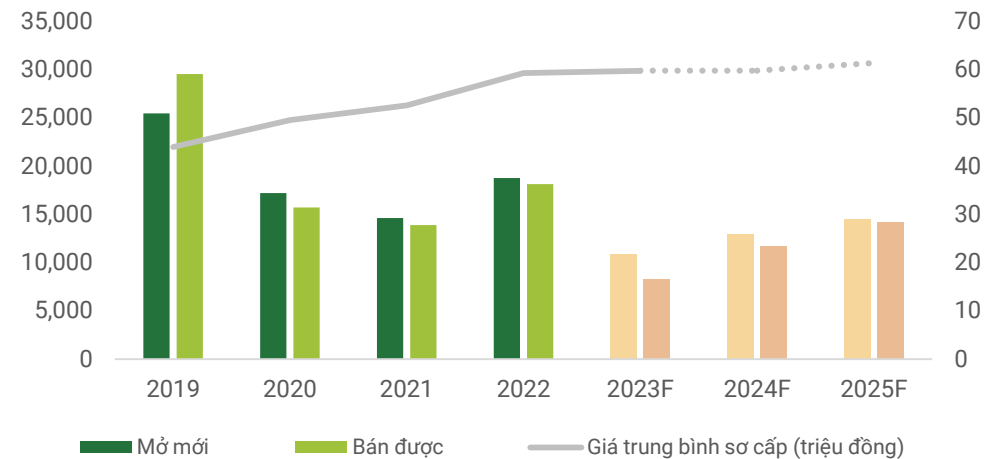
Theo báo cáo từ CBRE, trong quý 3 năm 2023, TP.HCM đã mở bán 3,600 căn hộ mới, chiếm gần 90% tổng nguồn cung mới trong 6 tháng đầu năm và tăng 27% so với cùng kỳ năm trước. Các căn hộ mới chủ yếu đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Sự thiếu hụt các lựa chọn nhà ở giá rẻ cho thấy nguồn tài nguyên đất ở TP.HCM chủ yếu được các nhà đầu tư sử dụng để phát triển các dự án cao cấp. Thực tế, 96% nguồn cung mới trong quý 3 đến từ phân khúc cao cấp, trong khi chỉ 4% còn lại đến từ phân khúc hạng sang. Giá bán sơ cấp của thị trường căn hộ TP.HCM trong quý 3/2023 đạt 60.6 triệu đồng/m², tăng 4% theo quý và tăng 1.9% theo năm, chủ yếu do nguồn cung mới ở phân khúc hạng sang và cao cấp.

Thị trường căn hộ tại thành phố Hồ Chí Minh (theo quý)



Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

Thị trường căn hộ tại thành phố Hồ Chí Minh (theo năm)



Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

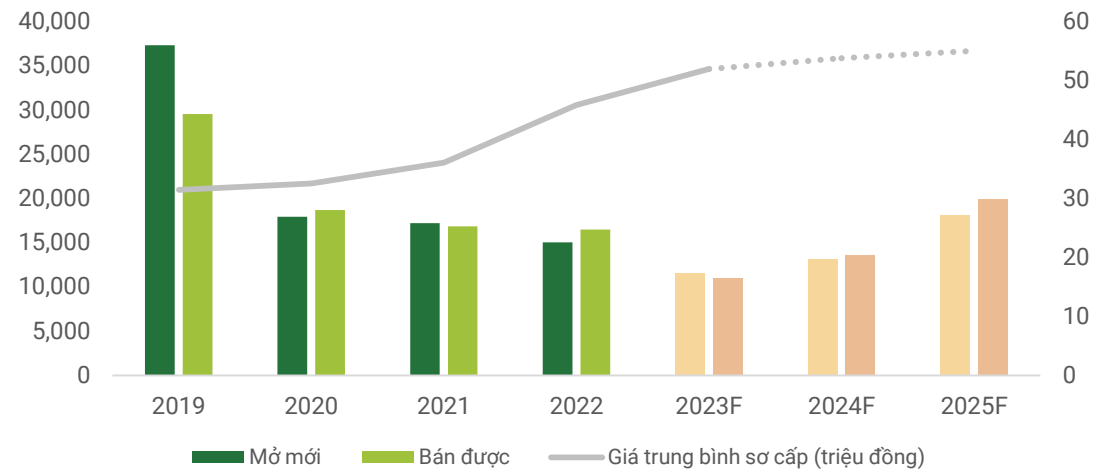
Trong quý 3 năm 2023, Hà Nội đã mở bán khoảng 3,000 căn hộ chung cư mới từ 9 dự án, tăng hơn 1.5 lần so với quý 2/2023. Tổng nguồn cung mới trong 9 tháng đầu năm 2023 đạt 6,925 căn, giảm 40% so với cùng kỳ năm trước do tâm lý người mua vẫn còn yếu và thị trường bất động sản vẫn ảm đạm. Dự kiến, tổng nguồn cung mới trong năm 2023 sẽ đạt mức thấp nhất trong 10 năm qua, kể từ năm 2013. Giá bán sơ cấp trung bình của các căn hộ chung cư mở bán trong quý 3 tiếp tục tăng, khoảng 50 triệu /m² (chưa bao gồm VAT và phí bảo trì), tăng gần 7% so với quý trước và tăng 14% so với cùng kỳ năm trước. Sự tăng giá này chủ yếu do nguồn cung mới tại phân khúc cao cấp chiếm tỷ trọng lớn (trên 90%).

Thị trường căn hộ tại thủ đô Hà Nội (theo quý)



Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

Thị trường căn hộ tại thủ đô Hà Nội (theo năm)

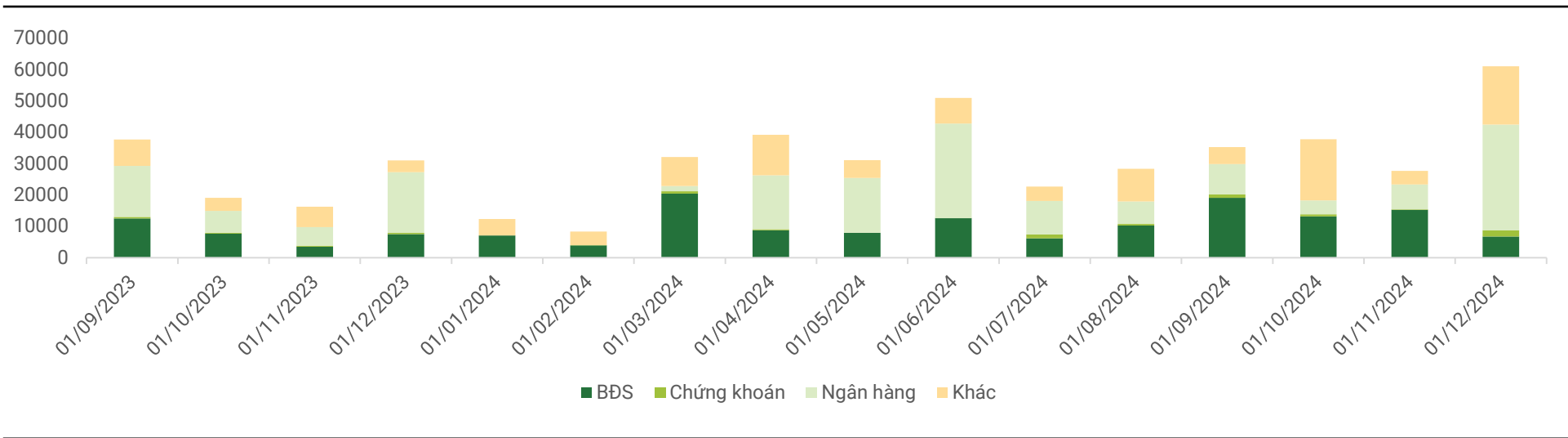


Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

ÁP LỰC TỪ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP ĐÁO HẠN

Trong quý 4 năm 2023, trái phiếu trị giá hơn 90 nghìn tỷ đồng sẽ đáo hạn, chiếm hơn 29% tổng dư nợ trái phiếu đáo hạn. Đáng chú ý, trong năm 2023 và 2024 sẽ là giai đoạn “cao trào” đáo hạn trái phiếu bất động sản của các doanh nghiệp bất động sản, với giá trị lần lượt là 160,000 tỷ và 144,000 tỷ đồng. Điều này sẽ tạo áp lực lên dòng tiền của các doanh nghiệp BĐS khá lớn trong bối cảnh tín dụng được kiểm soát chặt chẽ và tâm lý người mua nhà suy yếu do lãi suất gia tăng.

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

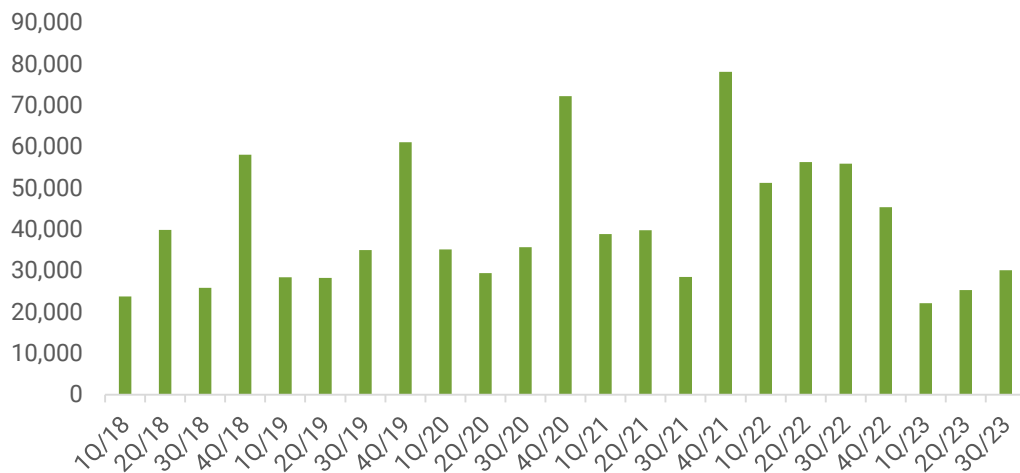


Nguồn: Fiinpro, HNX, PHS tổng hợp

Thị trường bất động sản trải qua sự thay đổi trong tâm lý người mua vào năm 2022 do nhiều vụ bê bối khác nhau. Điều này đã dẫn đến cách tiếp cận thận trọng hơn giữa những người mua tiềm năng. Tuy nhiên, đã có sự phục hồi đáng chú ý kể từ đầu năm 2023, đặc biệt đối với các dự án tuân thủ đầy đủ các yêu cầu pháp lý vẫn được mở bán và đáp ứng các nhu cầu của khách mua nhà.

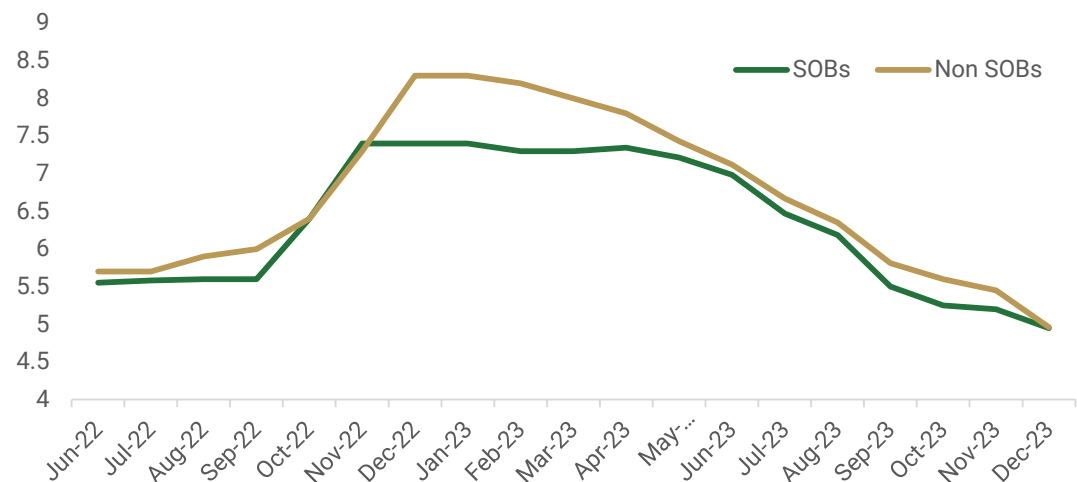
Hơn nữa, lãi suất cho vay mua nhà thấp trong lịch sử cũng đóng một vai trò quan trọng trong việc ảnh hưởng đến quyết định mua nhà. Môi trường tài chính thuận lợi này có thể sẽ khuyến khích nhiều khách hàng cân nhắc mua nhà hơn.

Thu tiền sử dụng đất hàng quý (tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp

Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%) đang hạ nhiệt



Nguồn: PHS tổng hợp

Luật Nhà ở sửa đổi và Luật Kinh doanh bất động sản sửa đổi đã được thông qua vào cuối tháng 11/2023 và những bộ luật này sẽ có hiệu lực từ ngày 1/1/2025. Riêng dự thảo Luật đất đai (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ thông qua trong kỳ họp Quốc hội gần nhất. Chúng tôi kỳ vọng rằng 3 luật mới này đánh dấu một bước tiến quan trọng và giúp ngành bất động sản phát triển bền vững.

Với việc thông qua 2 luật mới này sẽ có nhiều quy định mới đáng chú ý, đảm bảo quyền lợi, nghĩa vụ của các bên tham gia, giúp thị trường thêm minh bạch, bền vững. Các quy định mới được áp dụng một cách nghiêm ngặt hơn nhằm giảm thiểu hoạt động mua bán đầu cơ. Chúng tôi kỳ vọng rằng với những luật mới cũng sẽ cung cấp khuôn khổ pháp lý rõ ràng và linh hoạt hơn trong việc phát triển nhà ở xã hội, trước hết là nhằm thực hiện chương trình phát triển tối thiểu 1 triệu căn nhà ở xã hội trong giai đoạn 2021 - 2030. Chúng tôi ghi nhận một số điểm thay đổi chính sau đây:

	Các điểm chính	Tác động
Luật kinh doanh bất động sản (sửa đổi)	Yêu cầu cá nhân hành nghề môi giới bất động sản phải có chứng chỉ hành nghề môi giới bất động sản và phải hành nghề trong một doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ sàn giao dịch bất động sản.	Giúp cho các hoạt động mua bán trở nên minh bạch hơn và người môi giới có đầy đủ kiến thức chuyên môn sẽ hỗ trợ cho giao dịch đúng quy định pháp luật.
	Chủ đầu tư dự án bất động sản chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng, phần diện tích sàn xây dựng trong công trình xây dựng từ khách hàng khi nhà ở, công trình xây dựng đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh theo quy định.	Giúp giảm thiểu rủi ro cho người đi mua nhà vì trước đây 1 số dự án phải đặt cọc từ 10% đến 30%. Tuy nhiên, chủ đầu tư có thể gặp khó khăn từ việc huy động vốn từ khách hàng.
	Công khai thông tin giao dịch bất động sản, các thỏa thuận đặt cọc phải ghi rõ giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng, phần diện tích sàn xây dựng trong công trình xây dựng.	Bảo vệ quyền và lợi ích cho người mua nhà.

Nguồn: PHS tổng hợp

	Các điểm chính	Tác động
	Các đô thị loại I, tại các phường, quận, thành phố thuộc đô thị loại đặc biệt sẽ chủ yếu tập trung xây dựng chung cư.	Nguồn cung nhà đất sẽ hạn chế, từ đó làm cho các sản phẩm nhà liền thổ gia tăng giá trị.
	Thời điểm xác lập quyền sở hữu nhà ở là thời điểm đã hoàn thành việc xây dựng nhà ở theo quy định của pháp luật về xây dựng.	Bảo vệ quyền lợi hơn cho người mua nhà, tránh việc hủy hợp đồng của chủ đầu tư.
	Xác định khu vực tổ chức, cá nhân nước ngoài được sở hữu nhà ở tại Việt Nam.	Thu hút nguồn vốn nước ngoài vào thị trường bất động sản.
Luật nhà ở (sửa đổi)	Xác định rõ quy hoạch 1/2000 vị trí đất làm NOXH, quỹ đất phát triển NOXH địa phương tự thu xếp theo kế hoạch phát triển nhà ở. Nghĩa vụ làm 20% NOXH trong dự án thương mại, chủ đầu tư có thể: (i) Tự triển khai để hưởng ưu đãi; (ii) Thay thế bằng một quỹ đất khác trên địa bàn; (iii) Đóng tiền cho địa phương.	Cung cấp hướng dẫn chi tiết về việc phân bổ đất cho nhà ở xã hội từ đó giúp đảm bảo được nguồn cung cho phân khúc này. Đưa ra nhiều sự lựa chọn hơn cho CĐT trong thực hiện nghĩa vụ 20% NOXH.
	Được sử dụng NOTM, NOXH để làm nhà ở tái định cư.	Chủ đầu tư chủ động trọng việc tái định cư.
	Không quy định thời hạn sử dụng chung cư.	Tâm lý người dân ổn định.
	Mở rộng đối tượng được mua NOXH: Người thu nhập thấp tại đô thị (địa phương quy định); học sinh, sinh viên.	Mở rộng thị trường NOXH, từ đó sẽ thu hút nhiều NĐT sẽ quan tâm hơn.
	Quy định chặt chẽ hơn các nguồn vốn để triển khai nhà ở thương mại, nguồn vốn làm nhà ở thương mại có phát hành trái phiếu, cổ phiếu.	Giúp cho thị trường vốn hoạt động minh bạch và hoàn thiện hơn. Các doanh nghiệp bất động sản có thêm nguồn tài trợ để phát triển dự án.
Lợi nhuận của 20% quỹ đất thương mại trong dự án NOXH được tách độc lập với dự án NOXH.	Chủ đầu tư tăng thêm lợi nhuận từ dự án NOXH, thu hút được nhiều nhà đầu tư tham gia phát triển giúp gia tăng nguồn cung NOXH.	

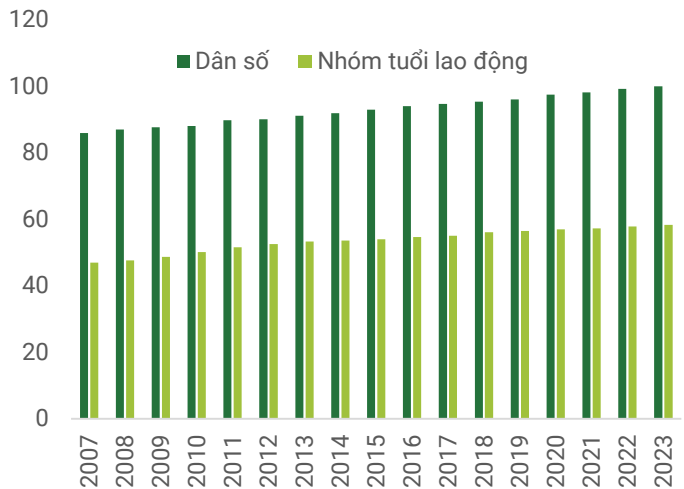
Nguồn: PHS tổng hợp

ĐÓN CHỜ BÌNH MINH



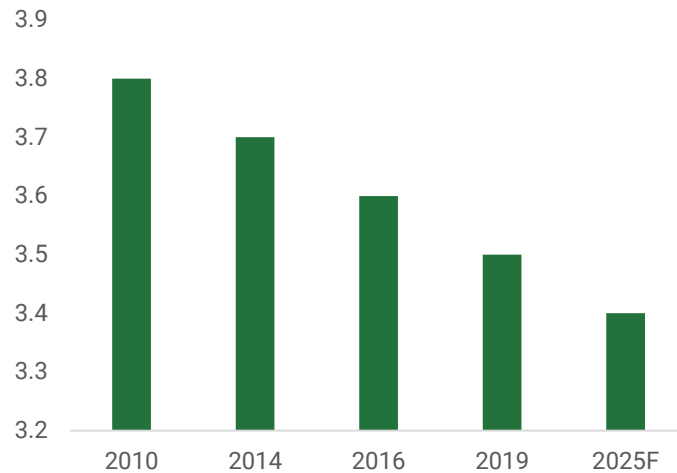
- Dân số gia tăng tạo ra nguồn cầu thực cho BĐS.
- Số thành viên trong 1 gia đình giảm xuống do sự thay đổi về văn hóa và không gian sống.
- Tỷ lệ đô thị hóa cao giúp cho nhu cầu về nhà ở và giá trị bất động sản tại các thành phố gia tăng.

Dân số và độ tuổi làm việc (triệu người)



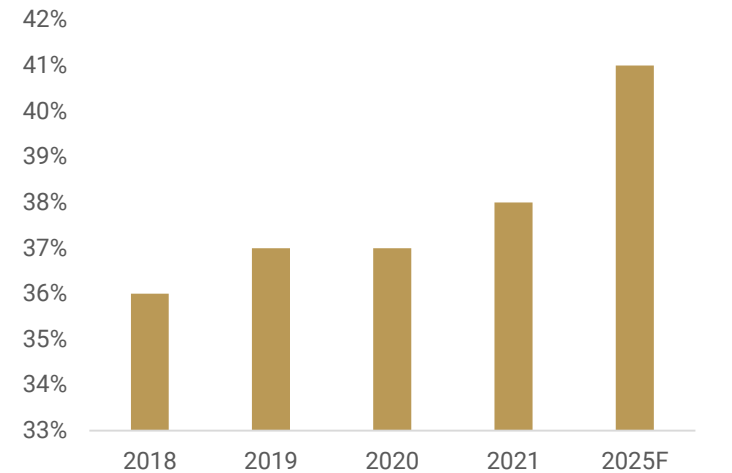
Nguồn: PHS tổng hợp

Số người bình quân trong 1 hộ gia đình



Nguồn: PHS tổng hợp

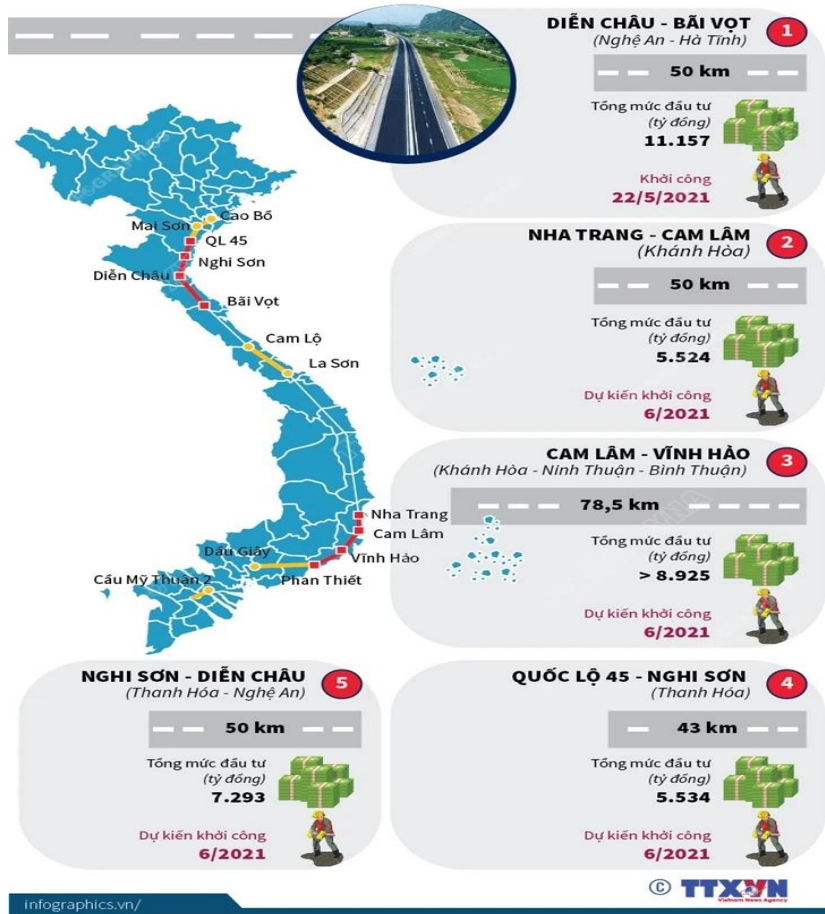
Tốc độ đô thị hóa ở Việt Nam từ 2018–25F (%)



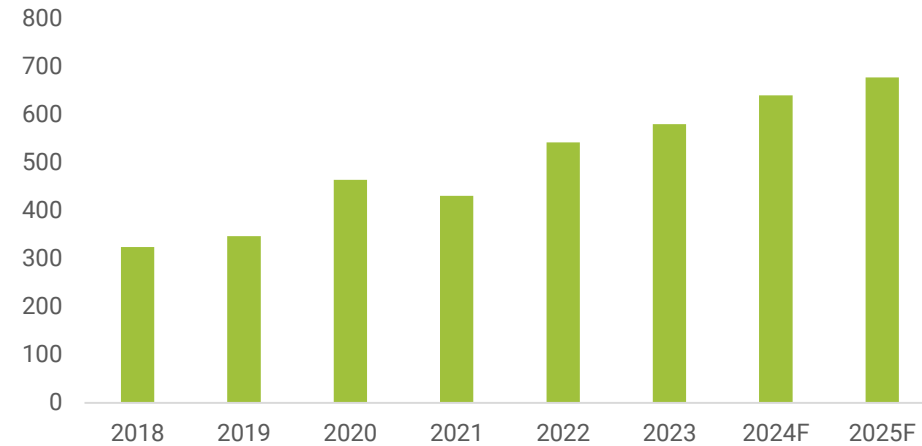
Nguồn: PHS tổng hợp

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

5 DỰ ÁN CAO TỐC BẮC-NAM KHỞI CÔNG TRONG THÁNG 5 VÀ 6/2021



Giải ngân đầu tư công 2018-2025 (triệu tỷ đồng)



Luỹ kế 11 tháng 2023, chi đầu tư phát triển 461 nghìn tỷ đồng, đạt 63.4% kế hoạch năm và tăng 36.3% so với cùng kỳ năm trước. Giải ngân đầu tư công tăng mạnh trong tháng 11 cũng đã phản ánh những động thái quyết liệt, nỗ lực của Chính phủ trong việc giải ngân các tháng cuối năm.

Bên cạnh đó, theo kế hoạch vốn đầu tư công trung và dài hạn của đầu tư công giai đoạn 2021-2025 là 2,870 nghìn tỷ đồng, chúng tôi nhận thấy rằng chính phủ đang tập trung đẩy mạnh hoàn thiện cơ sở hạ tầng và đầu tư công. Chúng tôi kỳ vọng rằng với tiến độ giải ngân khẩn trương của chính phủ, sẽ giúp các dự án bất động sản gia tăng giá trị và tăng khả năng kết nối với nhau.

Nguồn: PHS tổng hợp

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, chúng tôi ghi nhận mức doanh thu của các công ty bất động sản (top đầu vốn hóa) đạt gần 111,000 tỷ đồng (+98% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 36,000 tỷ đồng (+31% YoY). Nguyên nhân chính là do sự tăng trưởng của VHM và VRE từ nền kinh doanh thấp vào cùng kỳ năm ngoái, và tỷ trọng đóng góp lớn vào nhóm bất động sản. Tuy nhiên, nếu loại trừ nhóm cổ phiếu thuộc họ nhà Vin thì đa phần các cổ phiếu còn lại đều ghi nhận sự sụt giảm kết quả kinh doanh do thị trường bất động sản vẫn còn ảm đạm và tâm lý người mua nhà vẫn chưa phục hồi sau những scandal trong năm 2022.

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

STT	Mã CK	Exchange	Vốn hóa (Tỷ đồng)	% YTD	Doanh thu 9M23 (Tỷ đồng)	% YoY	Lợi nhuận gộp 9M23 (Tỷ đồng)	% YoY	Lợi nhuận ròng 9M23 (Tỷ đồng)	% YoY	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận ròng	TTM ROE %	TTM ROA %	Nợ vay/vốn chủ
1	VHM	HOSE	188.109	-10%	94,636	203%	34708	129%	32,395	62%	39.57%	32.86%	25.52%	10.66%	0.24
2	NLG	HOSE	14.102	23%	1,545	-43%	870	-26%	318	16%	53.07%	28.61%	7.00%	2.32%	0.43
3	KDH	HOSE	25.098	25%	1,624	-3%	1281	18%	667	-31%	55.25%	27.22%	6.35%	3.49%	0.33
4	VRE	HOSE	52.945	-12%	7,448	43%	4078	50%	3,341	72%	53.81%	43.35%	11.81%	9.40%	0.06
5	NVL	HOSE	33.249	16%	2,731	-65%	819	-75%	-957	N/A	31.96%	-12.02%	-1.63%	-0.24%	1.34
6	PDR	HOSE	20.576	129%	549	-63%	485	-62%	399	-71%	83.45%	30.19%	1.61%	0.63%	0.39
7	DXG	HOSE	13.771	82%	2,305	-50%	1050	-58%	149	-84%	45.10%	-9.43%	-3.01%	-0.91%	0.39
8	DIG	HOSE	16.314	81%	593	-61%	141	-73%	97	-31%	25.40%	10.23%	1.46%	0.78%	0.36

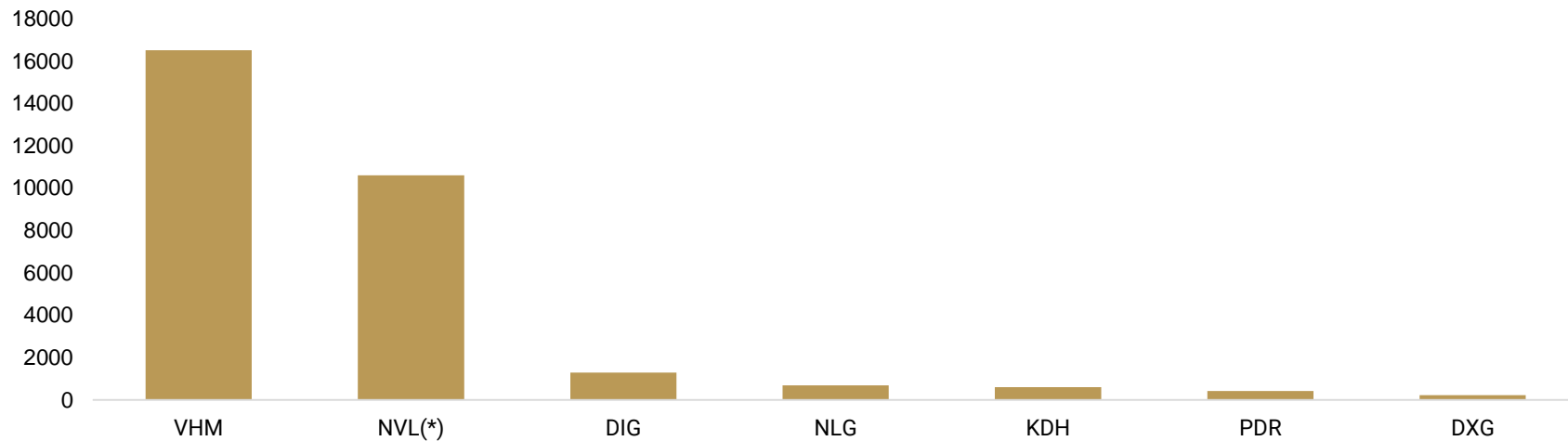
Source: PHS collected

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

VHM sở hữu quỹ đất khổng lồ tại Việt Nam với quỹ đất được xác định là hơn 16,800 ha. Việc thoái vốn dự án hoặc bán buôn dự án được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng góp vào sự tăng trưởng doanh thu của công ty.

Chúng tôi tin rằng lĩnh vực bất động sản sẽ hấp dẫn trở lại, đặc biệt là các chủ đầu tư bất động sản với quỹ đất lớn và tiềm lực tài chính mạnh sẽ được hưởng lợi nhiều nhất trong bối cảnh nền kinh tế bùng nổ trong những năm tới.

Quỹ đất của các công ty niêm yết (hecta) (tính đến 9M2023)



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

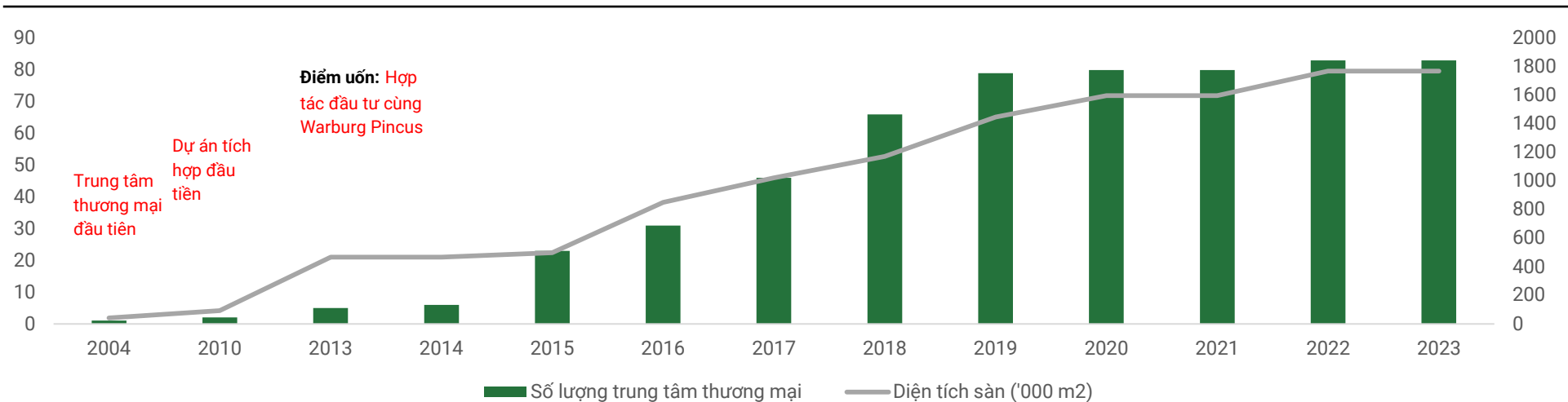
Nguồn: PHS tổng hợp

VRE – DẪN ĐẦU CHO THUÊ BẤT ĐỘNG SẢN BÁN LẺ

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

Tính đến cuối 9M2023, VRE sở hữu 83 TTTM (tương đương với gần 1.75 triệu m² sàn bán lẻ) trên 44 tỉnh/thành phố trên khắp cả nước, nhiều hơn gần 4 lần đối thủ đứng thứ 2.

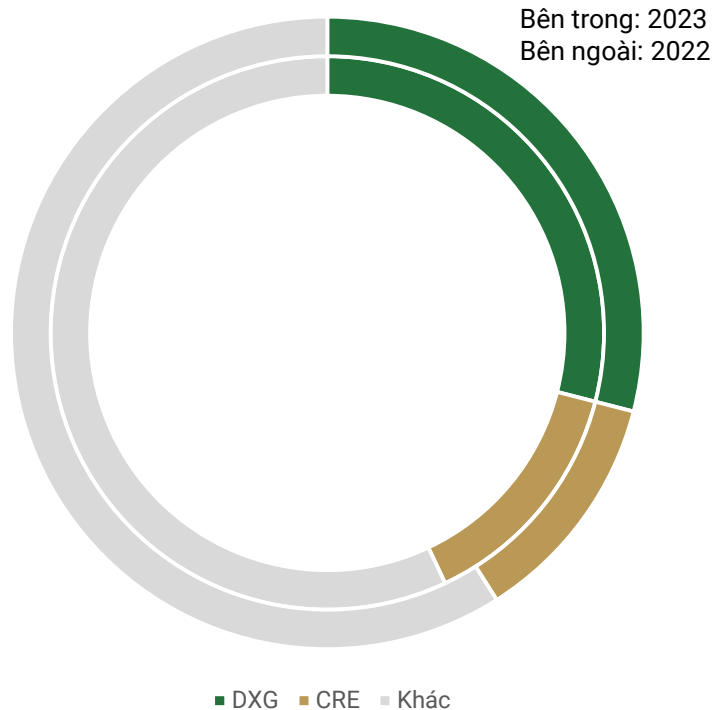
Diện tích sàn bán lẻ của VRE. GFA~ 1.75 triệu m² sàn (~Tăng khoảng 35 lần kể từ 2004)



(*) Total accumulated and under R&D landbank

Source: PHS collected

Thị phần môi giới (%)



Nguồn: PHS tổng hợp

DXG tiếp tục duy trì vị thế dẫn đầu mảng môi giới bất động sản, chiếm khoảng 29% thị phần môi giới trong 2023. Thị phần môi giới lớn thứ hai CRE (~13%).

Tong 9M2023, doanh thu của các công ty đứng đầu mảng môi giới là DXS, CRE và KHG ghi nhận 2,400 tỷ đồng (-67% YoY) do chịu sự ảnh hưởng từ khó khăn của ngành bất động sản. Lợi nhuận sau thuế ghi nhận sự sụt giảm, đạt 81 tỷ đồng so với 1,120 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái.

Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi) dự kiến sẽ được thông qua vào tháng 11/2023. Qua đó, luật này được kỳ vọng sẽ tạo lập hành lang pháp lý đầy đủ đồng bộ, thống nhất để quản lý thị trường bất động sản. Bên cạnh đó cũng sẽ giúp hỗ trợ, thúc đẩy thị trường bất động sản phát triển ổn định, minh bạch.

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

Tóm tắt các chỉ số tài chính đáng chú ý, tính đến hết 9M2023

MCK	Hàng tồn kho (Tỷ đồng)	Tài sản khác (Tỷ đồng)	Doanh thu chưa thực hiện và người mua trả tiền trước (Tỷ đồng)	Tổng tài sản (Tỷ đồng)	%Bất động sản/ Tổng tài sản %	Doanh thu chưa thực hiện và người mua trả tiền trước/ Hàng tồn kho %
DIG	6,279	162	1,857	14,143	46%	30%
DXG	14,788	951	2,589	30,499	52%	18%
KDH	17,153	453	911	23,417	75%	5%
VHM	55,169	91,463	39,807	417,039	35%	72%
NLG	16,868	766	3,614	27,693	64%	21%
NVL	137,755	5,800	17,863	249,322	58%	13%
PDR	12,158	954	7	20,591	64%	0%

Nguồn: PHS tổng hợp

Ngành	Mã CK	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
		Doanh thu thuần		LNST		Doanh thu thuần		LNST		Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Giá tại 29/12/2023 (VND/cổ phiếu)	P/E	P/B		Tăng/ Giảm
		Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)						
Bất động sản dân dụng	VHM	119,033	91%	35,793	24%	108,774	-9%	27,904	-22%	63,300	43,200	9.87	1.22	47%	MUA
	NLG	4,370	-16%	526	-51%	5,484	25%	631	20%	40,600	36,650	22.22	1.51	11%	MUA
	KDH	2,687	-8%	1,008	91%	3,439	28%	1,232	22%	40,900	31,400	23.62	1.92	30%	MUA
	VRE	9,539	30%	4,036	46%	10,837	14%	4,252	5%	37,700	23,300	20.10	2.51	62%	MUA

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu khuyến nghị dựa trên tiêu chí

- Quỹ đất tiềm năng.
- Cấu trúc tài chính an toàn.
- Định giá hấp dẫn.
- Hưởng lợi từ việc phát triển cơ sở hạ tầng.



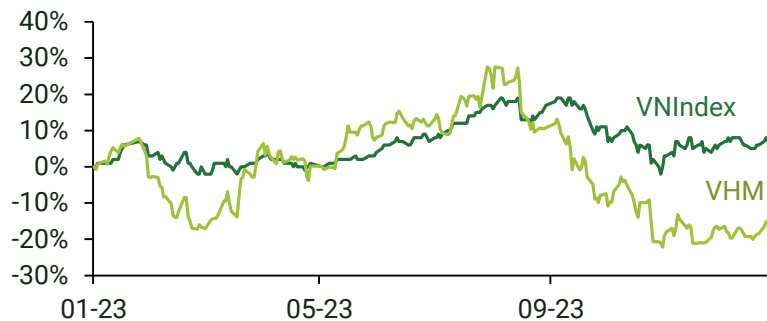
Tổng quan doanh nghiệp

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

Điểm nhấn đầu tư

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

Biến động giá



Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	71,546	84,985	62,393	119,033	108,774
LNST (tỷ VND)	27,351	38,824	28,831	35,793	27,904
EPS (VND)	8,461	8,916	6,626	8,226	6,413
Tăng trưởng EPS (%)	30%	5%	-26%	24%	-31%
Giá trị sổ sách (VND)	25,586	28,647	33,349	42,385	51,786
P/E	12.6	7.29	7.67	7.70	9.87
P/B	3.4	2.27	1.51	1.49	1.22
Cổ tức tiền mặt (VND)	N/A	1,500	2,000	N/A	108,774



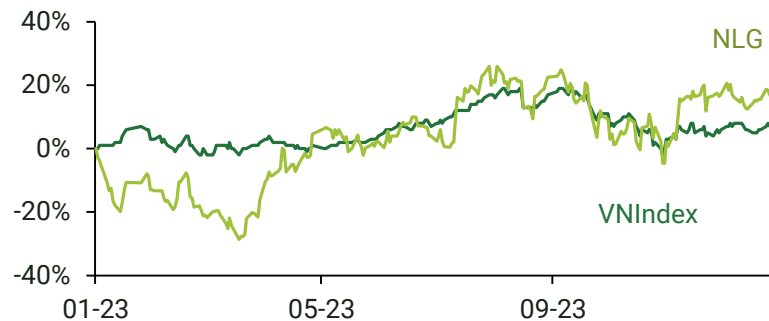
Tổng quan doanh nghiệp

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

Điểm nhấn đầu tư

- NLG đang sở hữu quỹ đất lớn đặc địa với diện tích hơn 600 ha tại TPHCM, Đồng Nai, Long An... và dẫn đầu phân khúc nhà ở vừa túi tiền, đáp ứng được nhu cầu nhà ở thực trên thị trường BĐS.
- Dự án Mizuki Park (26.4 ha) tại huyện Bình Chánh (TPHCM), dự án Akari City (8.4ha) tại quận Bình Tân và đại dự án Waterpoint (355ha) tại tỉnh Long An là động lực tăng trưởng cho NLG
- Tiếp cận vốn tốt, ít phụ thuộc vào vay ngân hàng: với sự hợp tác tài chính từ các đối tác Nhật Bản và cấu trúc vốn vững chắc, NLG có thể tiếp tục ra mắt các dự án đầu tư mới để duy trì đà tăng trưởng trong tương lai.
- Cấu trúc vốn an toàn: trong 9 tháng đầu năm 2023, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của NLG là 43%, một trong những doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy thấp nhất trong ngành bất động sản.

Biến động giá



Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,217	5,205	4,339	4,370	5,484
LNST (tỷ VND)	835	1,070	556	526	631
EPS (VND)	2,929	3,099	1,452	1,523	1,828
Tăng trưởng EPS (%)	-25%	6%	-9%	-51%	20%
Giá trị sổ sách (VND)	24,414	23,318	23,740	23,715	26,898
P/E	10.08	12.66	20.70	26.65	22.22
P/B	1.21	1.46	1.29	1.71	1.51
Cổ tức tiền mặt (VND)	500	619	558	500	500



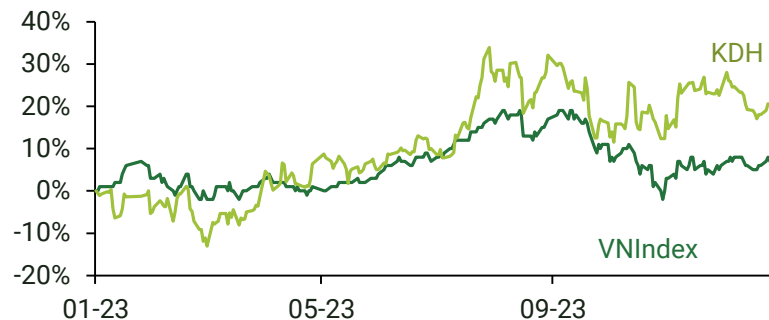
Tổng quan doanh nghiệp

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

Điểm nhân đầu tư

- Sở hữu quỹ đất sạch, rộng lớn hơn 650 hecta tại quận 2, quận 9 (thành phố Thủ Đức) và huyện Bình Chánh sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho KDH khi quỹ đất sạch tại thành phố Hồ Chí Minh đang khan hiếm.
- Các dự án phát triển đang được triển khai như Privia, Solina, Emeria và Clarita sẽ đóng góp doanh thu và lợi nhuận cho KDH trong ba năm tới. Các dự án quy mô như Khu dân cư Tân Tạo (330ha), Khu công nghiệp Lê Minh Xuân (110ha) và Khu dân cư Phong Phú 2 (130ha) được kỳ vọng sẽ củng cố vị thế kinh doanh của Khang Điền và đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai.
- Bên cạnh đó, nhờ vào cơ cấu vốn an toàn cùng với cộng tác cùng nhà phát triển dự án đến từ Singapore-Keppel Land, KDH có thể tiếp tục triển khai các dự án đầu tư mới để duy trì đà tăng trưởng trong tương lai.

Price movement



Financial ratio

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Net revenue (bn VND)	4,532	3,738	2,912	2,687	3,439
Profit after tax (bn VND)	1,152	1,202	1,103	1,008	1,232
EPS (VND)	2,117	1,777	1,550	1,417	1,732
EPS Growth (%)	27%	-9%	-13%	-9%	22%
Book value (VND/per share)	14,982	15,842	16,123	19,042	21,302
P/E	15.1	21.7	18.6	28.87	23.62
P/B	1.8	2.4	1.78	2.15	1.92
Cash dividend (VND)	500	n/a	n/a	n/a	n/a



VINCOM RETAIL

CTCP VINCOM RETAIL – HSX:VRE

Giá trị hợp lý: 37,700 VND/ cổ phiếu

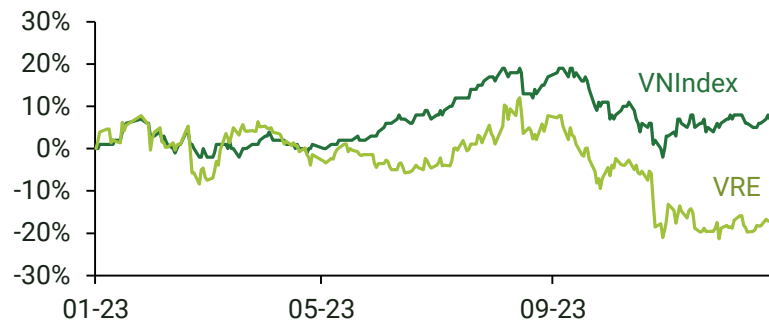
Tổng quan doanh nghiệp

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

Điểm nhấn đầu tư

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

Biến động giá



Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	8,329	5,891	7,361	9,539	10,837
LNST (tỷ VND)	2,383	1,315	2,770	4,036	4,252
EPS (VND)	1,082	578	1,222	1,780	1,875
Tăng trưởng EPS (%)	-16%	-47%	111%	45.7%	5.4%
Giá trị sổ sách (VND)	11,914	13,473	14,695	15,301	15,025
P/E	25.62	52.1	22.83	21.18	20.10
P/B	2.39	2.2	1.9	2.46	2.51
Cổ tức tiền mặt (VND)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

THỦY SẢN

THÁCH THỨC ĐẾN TỪ GIÁ VÀ NGUỒN CUNG

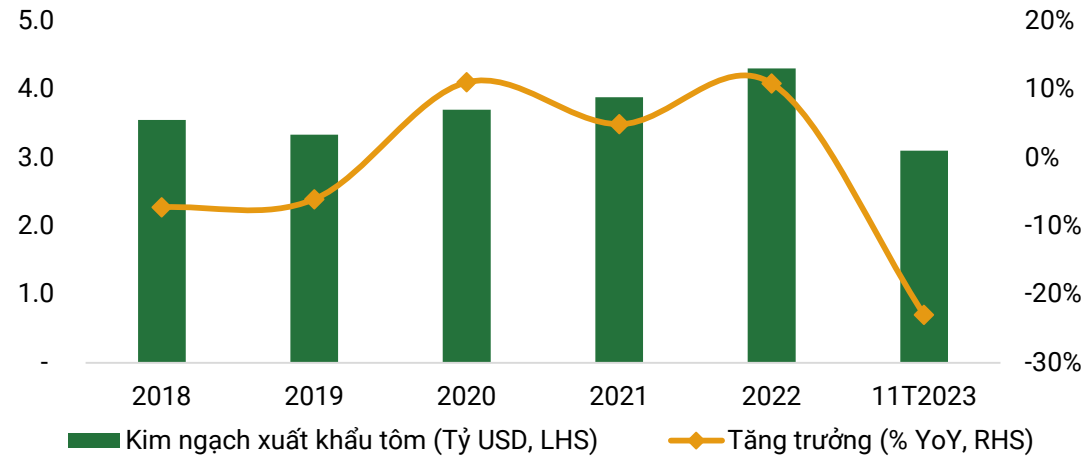
- Tổng quan ngành
- Triển vọng 2024
- Cổ phiếu khuyến nghị

Hoa Dương

Chuyên viên phân tích - Ngành Dệt may - Thủy sản - Dược phẩm

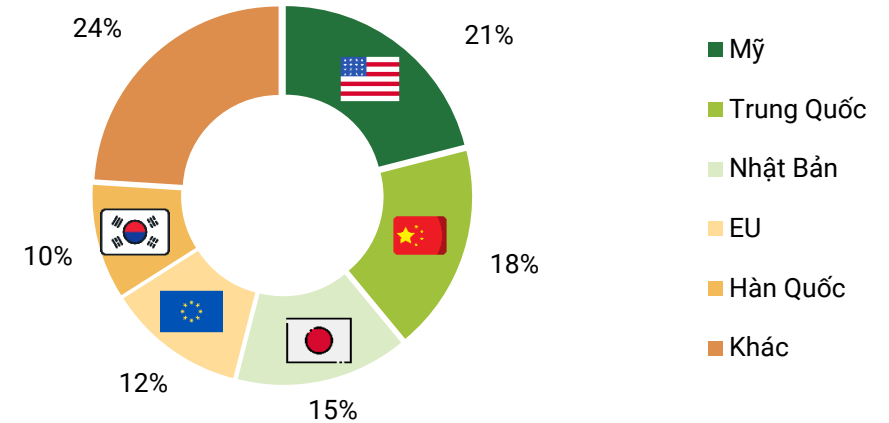


Kim ngạch xuất khẩu tôm của Việt Nam



Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

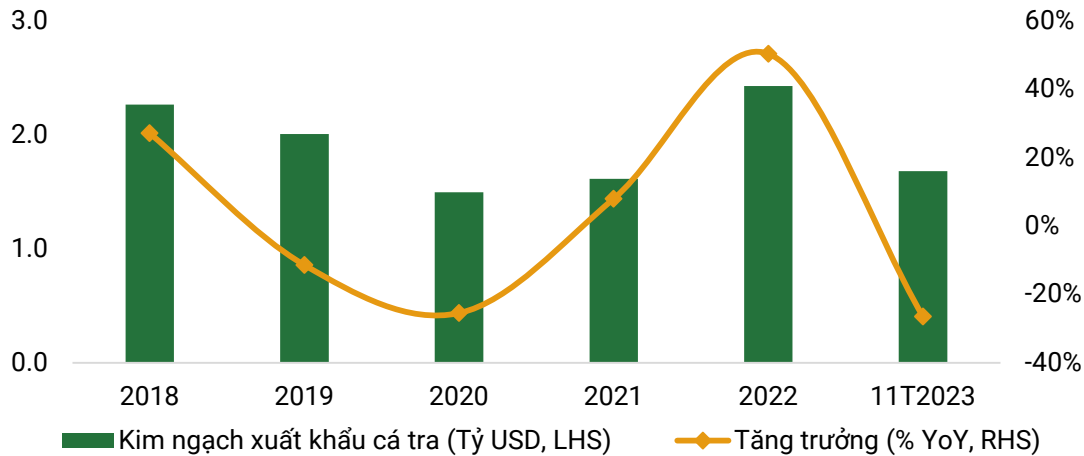
Thị trường xuất khẩu tôm trọng điểm trong 11T2023



Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

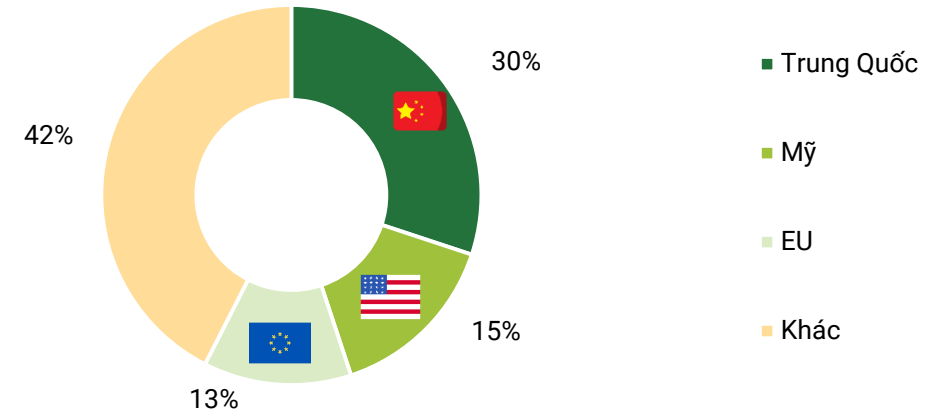
- Ngành thủy sản Việt Nam đã chứng kiến một năm đầy khó khăn với kim ngạch xuất khẩu thủy sản trong 11T2023 giảm 19% YoY đạt 8.3 tỷ USD. Trong đó, tôm là mặt hàng thủy sản xuất khẩu chủ lực của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu tôm hàng năm chiếm từ 35% - 45% tổng kim ngạch xuất khẩu của cả ngành thủy sản. Luỹ kế 11T2023, xuất khẩu tôm Việt Nam giảm 23% YoY đạt 3.1 tỷ USD. Lạm phát gia tăng, tồn kho từ năm 2022 còn cao, cạnh tranh khốc liệt với các quốc gia khác có giá bán thấp hơn là những yếu tố chính làm giảm xuất khẩu tôm.
- Trong 11T2023, Mỹ là thị trường xuất khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam với trị giá xuất khẩu giảm 17% YoY đạt 640 triệu USD. Trung Quốc đã vượt Nhật Bản để trở thành thị trường xuất khẩu tôm lớn thứ 2 của Việt Nam với kim ngạch đạt 569 triệu USD (-4% YoY).

Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam



Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

Thị trường xuất khẩu cá tra trọng điểm trong 11T2023

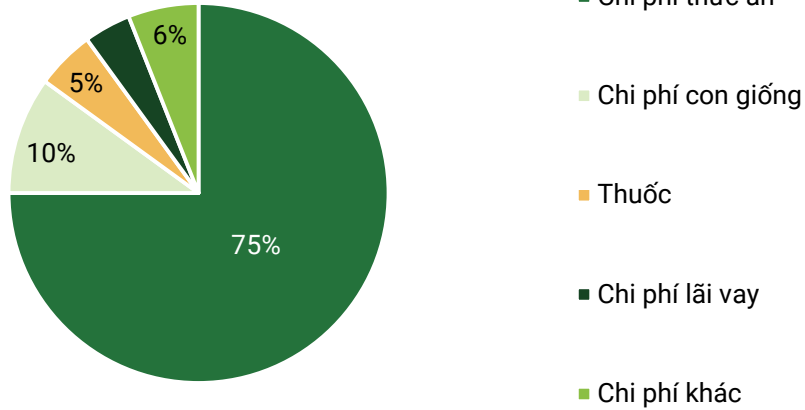


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

- Luỹ kế 11T2023, xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 731 nghìn tấn (-9.1% YoY) với trị giá đạt 1.68 tỷ USD (-26.5% YoY). Xuất khẩu cá tra Việt Nam đã có dấu hiệu phục hồi nhẹ từ tháng 8/2023 khi ghi nhận mức tăng trưởng về sản lượng so với cùng kỳ đạt 9.5% YoY.
- Trung Quốc, Mỹ, EU là những thị trường nhập khẩu cá tra lớn của Việt Nam, chiếm 58% tổng giá trị xuất khẩu. Trong 11T2023, xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc đạt 505 triệu USD (-25.1% YoY). Thị trường Mỹ cũng giảm nhập khẩu cá tra Việt Nam do tồn kho từ năm 2022 còn nhiều và chỉ đạt 249 triệu USD (-53.4% YoY).

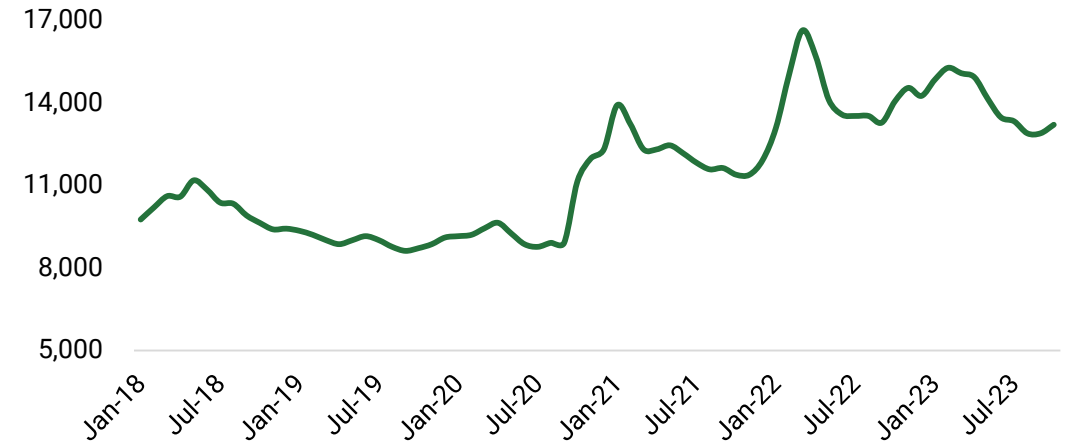
CHI PHÍ THỨC ĂN THỦY SẢN VẪN NEO Ở MỨC CAO

Cơ cấu chi phí nuôi trồng thủy sản



Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

Giá khô đậu tương Nam Mỹ tại cảng miền Nam 2018 – 2023 (VND/kg)

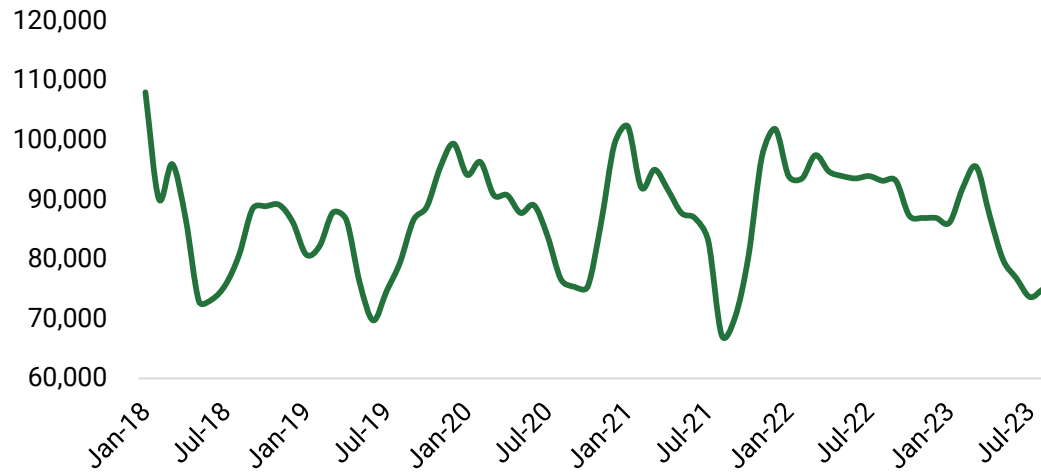


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

- Trong cơ cấu chi phí nuôi trồng thủy sản, chi phí thức ăn thủy sản luôn chiếm khoảng 75%. Trong đó, khô đậu tương là mặt hàng nguyên liệu chính, chiếm khoảng 80% - 90% giá thành thức ăn thủy sản.
- Hiện nay, giá khô đậu tương đã giảm 21% so với mức đỉnh hồi tháng 3/2022, tuy nhiên vẫn đang neo ở mức cao.

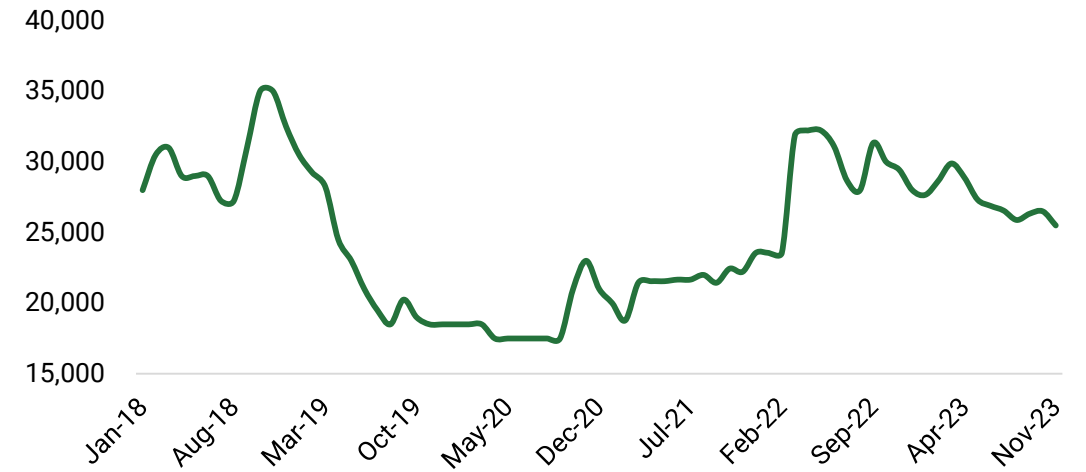
GIÁ TÔM VÀ CÁ TRA NGUYÊN LIỆU LIÊN TỤC GIẢM

Giá tôm thẻ nguyên liệu cỡ 100 con/kg tại ĐBSCL 2018 – 2023 (VND/kg)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Giá cá tra nguyên liệu cỡ 850gr – 1kg/con tại ĐBSCL 2018 – 2023 (VND/kg)

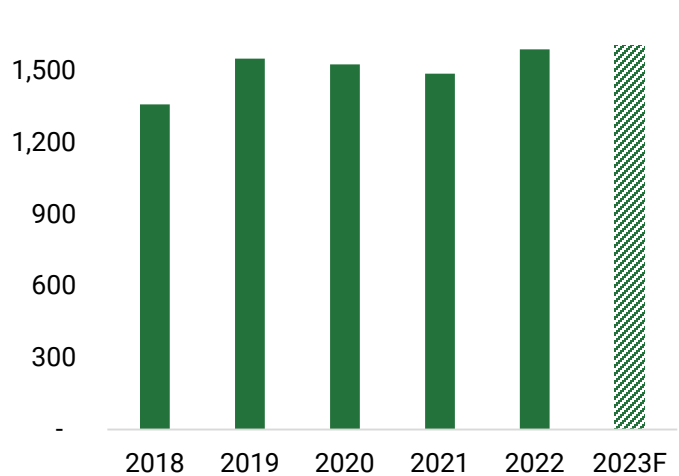


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

- Trong khi chi phí đầu vào vẫn đang ở mức cao, các hộ nuôi hiện đang vật lộn với áp lực tài chính không nhỏ khi giá tôm nguyên liệu và giá cá nguyên liệu liên tục giảm.
- Tính đến tháng 8/2023, giá tôm thẻ nguyên liệu cỡ 100 con/kg đã giảm 19% YoY chỉ đạt khoảng 75,000 VND/kg. Giá cá tra nguyên liệu cỡ 850gr – 1kg/con cũng giảm còn 25,500 VND/kg (-13.4% YoY) tính đến tháng 11/2023. Tình trạng giá tôm và cá nguyên liệu liên tục giảm đã dẫn đến việc các hộ nuôi bỏ ao nuôi trong những tháng gần đây.

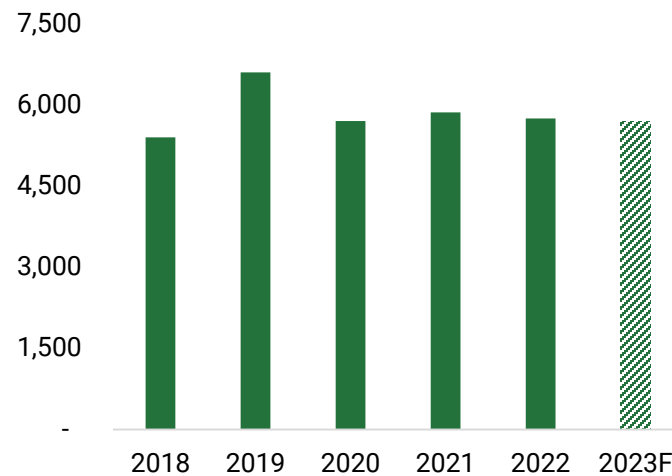
NGUỒN CUNG VẤN ỔN ĐỊNH DÙ TRIỂN VỌNG NHIỀU THÁCH THỨC

Sản lượng cá tra nguyên liệu (nghìn tấn)



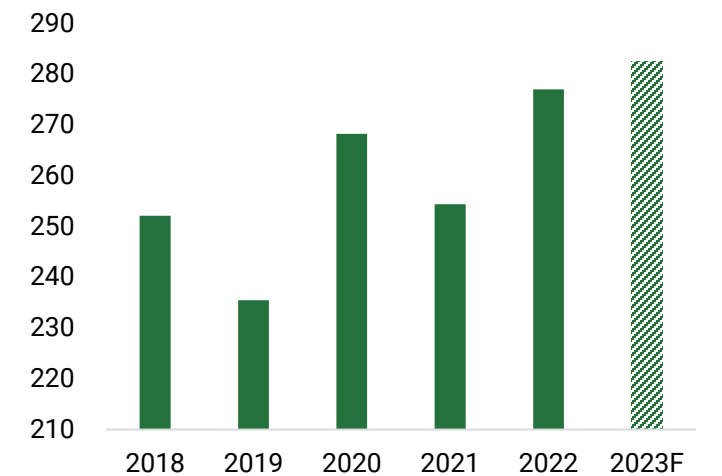
Nguồn: Bộ NN&PTNT, PHS tổng hợp

Diện tích nuôi trồng cá tra (ha)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, PHS tổng hợp

Năng suất nuôi trồng cá tra (tấn/ha)

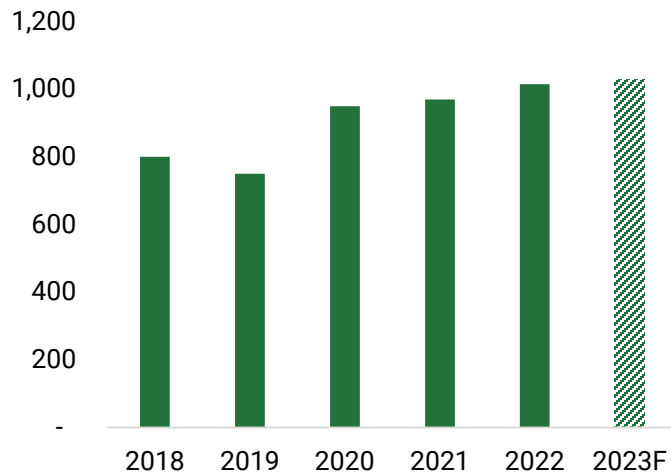


Nguồn: PHS ước tính

- Theo Bộ NN&PTNT, diện tích nuôi trồng cá tra dự kiến sẽ đạt 5,700 ha (-1% YoY) với sản lượng cá tra nguyên liệu dự kiến đạt khoảng 1,610 nghìn tấn (+1% YoY) vào cuối năm 2023.
- Trong giai đoạn 2019 – 2023, mặc dù diện tích nuôi cá tra có xu hướng giảm nhưng sản lượng cá tra nguyên liệu vẫn được đảm bảo, cho thấy năng suất nuôi cá tra ngày càng cải thiện. Việc áp dụng các biện pháp canh tác nâng cao đã giúp năng suất nuôi cá tra tăng đáng kể, đạt khoảng 282 tấn/ha vào năm 2023, tăng 12% so với năm 2018. Do đó, với năng suất nuôi cá cao như hiện nay, việc bỏ ao nuôi của các hộ nuôi có thể gây tác động không đáng kể đến nguồn cung cá tra Việt Nam trong ngắn hạn.

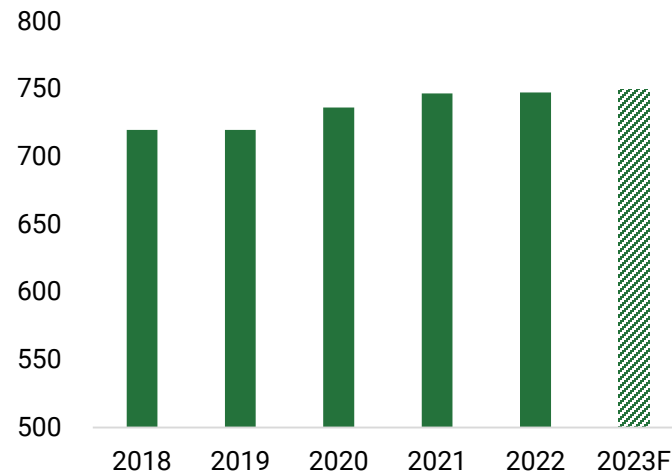
NGUỒN CUNG VẤN ỔN ĐỊNH DÙ TRIỂN VỌNG NHIỀU THÁCH THỨC

Sản lượng tôm nguyên liệu (nghìn tấn)



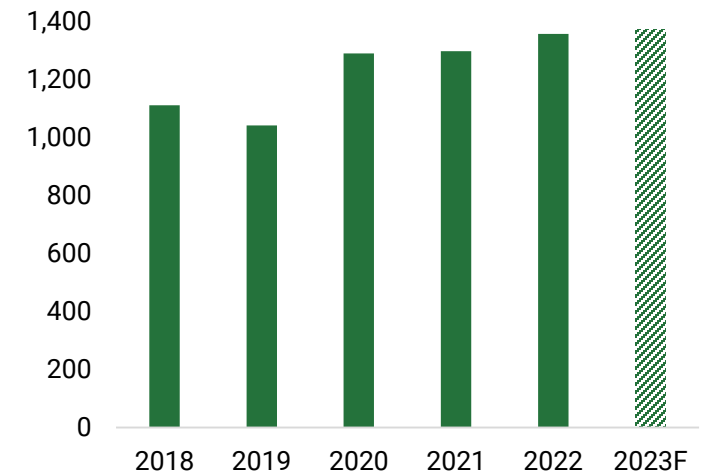
Nguồn: VASEP, Cục Thủy sản, PHS tổng hợp

Diện tích nuôi trồng tôm (nghìn ha)



Nguồn: VASEP, Cục Thủy sản, PHS tổng hợp

Năng suất nuôi trồng tôm (tấn/ha)



Nguồn: PHS ước tính

- Giá tôm nguyên liệu giảm mạnh, dịch bệnh tôm diễn biến phức tạp và đơn hàng ít trong những tháng gần đây khiến người nông dân có xu hướng treo ao. Tuy nhiên, nhìn chung sản lượng tôm nguyên liệu và diện tích nuôi tôm vẫn được đảm bảo và có tăng trưởng so với năm 2022.
- Tổng sản lượng tôm nuôi toàn cầu năm 2023F dự kiến giảm khoảng 1% YoY đạt 5.6 triệu tấn và tăng khoảng 4.8% YoY đạt khoảng 5.9 triệu tấn vào năm 2024F.

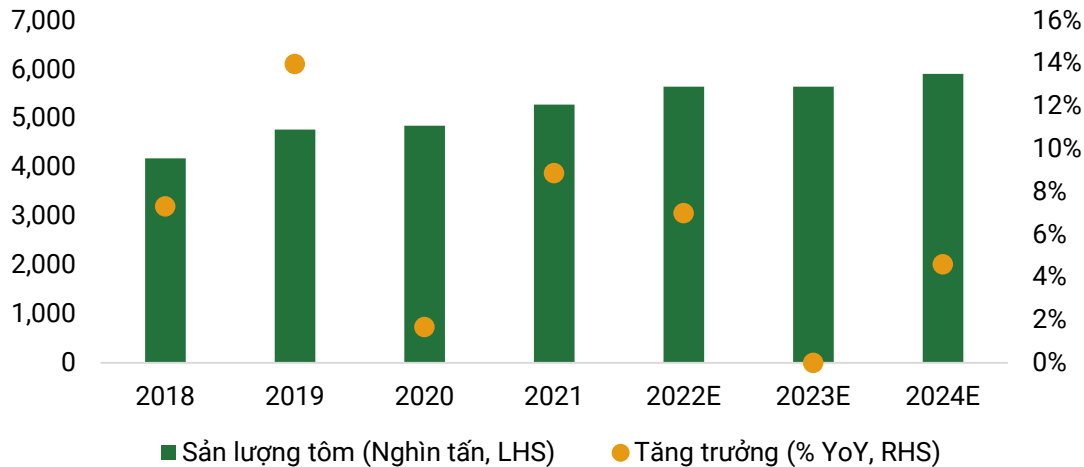
KẾT QUẢ KINH DOANH CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

STT	Mã	Sàn	Doanh thu thuần		LNST		EBITDA/(Nợ vay ngắn hạn+Tiền lãi vay)	D/E	Biên lãi gộp 9T23	Biên lãi ròng 9T23	ROE	P/E	P/B	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	% Thay đổi giá từ đầu năm
			Giá trị 9T23 (Tỷ đồng)	% YoY	Giá trị 9T23 (Tỷ đồng)	% YoY									
1	VHC	HOSE	7,643	-28.9%	883	-51%	0.6	0.3	17.0%	10.7%	13.2%	13.0	1.7	13,710	5.0%
2	ANV	HOSE	3,328	-11.3%	42	-93%	0.2	0.7	12.8%	3.3%	5.0%	27.2	1.4	4,127	42.3%
3	IDI	HOSE	5,338	-14.2%	68	-87%	0.1	1.3	7.9%	1.3%	2.4%	34.6	0.8	2,675	7.8%
4	FMC	HOSE	3,835	-14.6%	213	-11%	0.4	0.5	10.1%	5.8%	14.2%	10.8	1.5	2,929	46.0%
5	MPC	UPCOM	7,466	-46.2%	(114)	-120%	0.1	0.8	13.5%	1.5%	2.7%	46.2	1.2	6,844	0.4%

- Áp lực từ nhu cầu và giá xuất khẩu liên tục suy giảm trong khi chi phí đầu vào vẫn neo cao khiến KQKD các doanh nghiệp thủy sản trong 9T2023 đều ghi nhận sự sụt giảm mạnh.
- VHC là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đầu ngành với mức độ sụt giảm LNST thấp hơn ANV và IDI, cùng với rủi ro đòn bẩy tài chính thấp với tỷ lệ D/E duy trì ổn định và thấp hơn các doanh nghiệp khác.
- FMC ghi nhận mức độ sụt giảm KQKD thấp nhất trong ngành nhờ (1) duy trì xuất khẩu sản phẩm tôm chế biến sang Nhật Bản và (2) sở hữu vùng nuôi lớn góp phần chủ động nguồn nguyên liệu.
- Rủi ro ngành: (1) rủi ro cạnh tranh, (2) rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào, (3) rủi ro tỷ giá hối đoái, (4) rủi ro dịch bệnh.

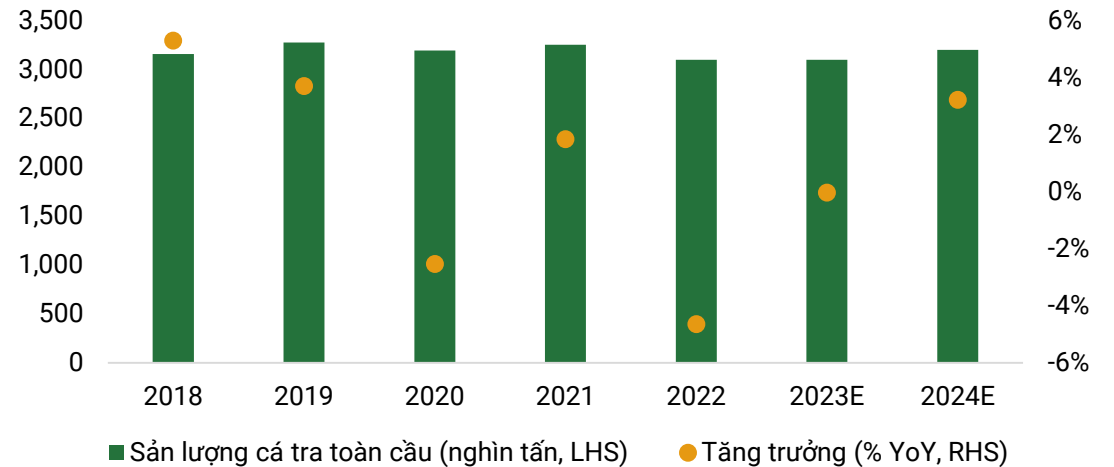
NGÀNH TÔM VÀ CÁ TRA ĐỐI MẶT THÁCH THỨC DƯ CUNG

Sản lượng tôm toàn cầu



Nguồn: Rabobank, PHS tổng hợp

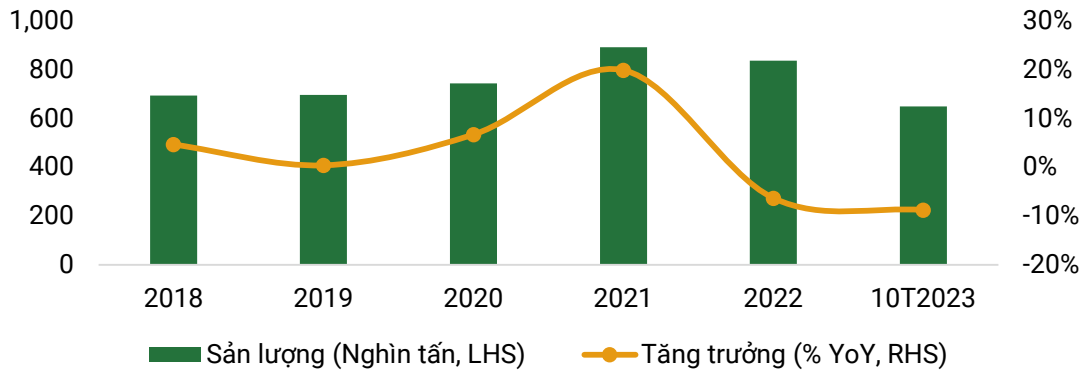
Sản lượng cá tra toàn cầu



Nguồn: GFF, GAA, PHS tổng hợp

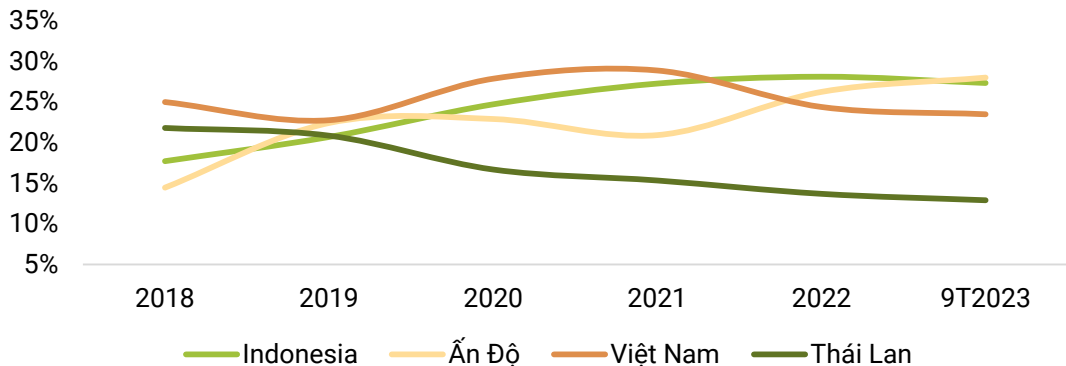
- Trong năm 2024, ngành tôm và cá tra toàn cầu được dự đoán vẫn phải vật lộn với thách thức dai dẳng từ tình trạng dư cung với sản lượng tôm và cá tra toàn cầu được dự đoán sẽ đạt lần lượt khoảng gần 5,900 nghìn tấn (+4.6% YoY) và 3,200 nghìn tấn (+3% YoY). Theo đó, sản lượng tôm từ Ecuador ước tính tăng 7% YoY lên 1.5 triệu tấn. Ấn Độ cũng dự kiến sẽ duy trì sản lượng tôm ở mức 700 nghìn tấn vào năm 2024.
- Sự bất ổn vẫn sẽ tồn tại đối với các nhà sản xuất tôm và cá tra Châu Á, có khả năng dẫn đến giảm mật độ thả giống vào đầu năm 2024 và kéo theo đó là những điều chỉnh nguồn cung trong dài hạn. Hiệu quả hoạt động của ngành thủy sản sẽ phụ thuộc vào động lực nhu cầu, trong đó các thị trường phát triển không có dấu hiệu suy giảm và tăng trưởng kinh tế thúc đẩy khả năng phục hồi về nhu cầu và giá tôm.

Sản lượng tôm nhập khẩu vào Mỹ 2018 – 2023



Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

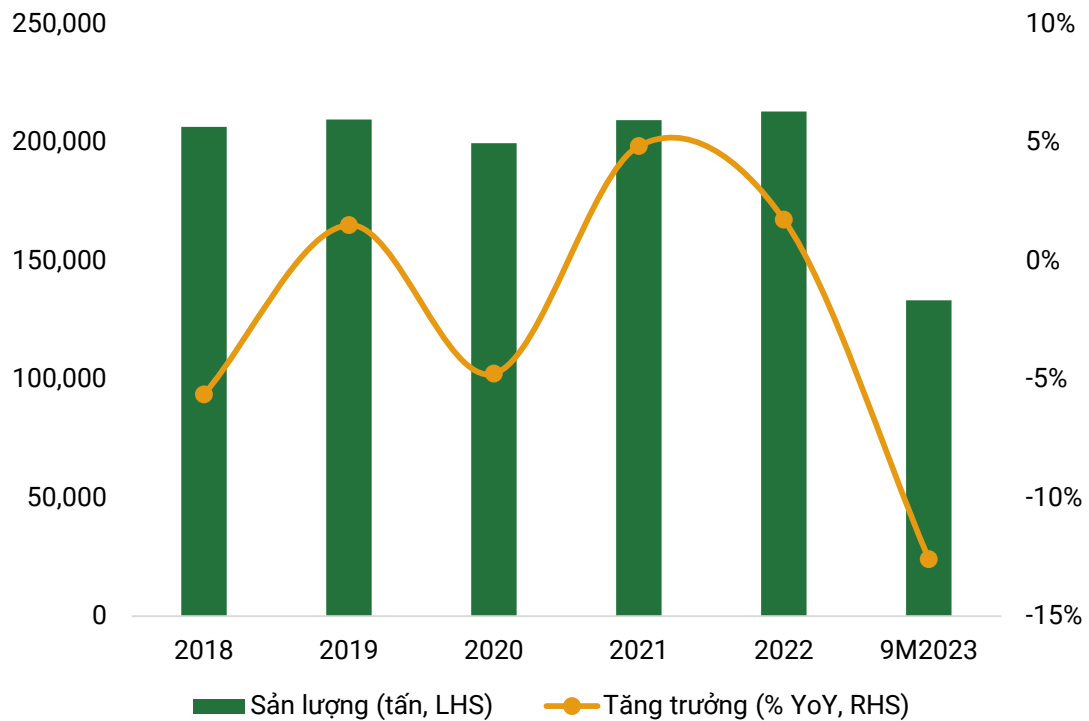
Thị phần các nước xuất khẩu tôm chế biến (HS 160521) tại Mỹ



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

- Tính đến 10T2023, Mỹ đã nhập khẩu 649 nghìn tấn tôm với trị giá đạt 5.4 tỷ USD, giảm 9% YoY về khối lượng và 20% YoY về giá trị. Theo đó, Mỹ đã chứng kiến khối lượng nhập khẩu tôm cải thiện 4 tháng liên tiếp so với cùng kỳ sau 13 tháng liên tục giảm.
- Theo Conference Board, chỉ số Niềm tin người tiêu dùng (Consumer Confidence Index) vào tháng 11/2023 đã tăng lên 102 (năm 1985 = 0) từ mức 99.1 vào tháng 10, cho thấy người tiêu dùng Mỹ đã bắt đầu lạc quan hơn về triển vọng tài chính của mình. Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường tôm Mỹ vào 1H2024 có thể chưa phục hồi hoàn toàn nhưng sẽ dần có dấu hiệu tốt hơn.
- Ấn Độ, Ecuador, Việt Nam là các quốc gia cung cấp tôm hàng đầu cho Mỹ với thị phần đạt lần lượt là 39%, 24% và 10%. Hiện nay, giá tôm Việt Nam trung bình xuất khẩu sang Mỹ đã giảm 10% YoY còn 10.57 USD/kg, nhưng vẫn cao hơn 40% so với giá tôm Ấn Độ là 7.56 USD/kg và cao hơn 56% so với giá tôm Ecuador là 6.77 USD/kg. Với nguồn cung tôm vô cùng lớn vào năm 2024, chúng tôi cho rằng giá tôm xuất khẩu vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp.

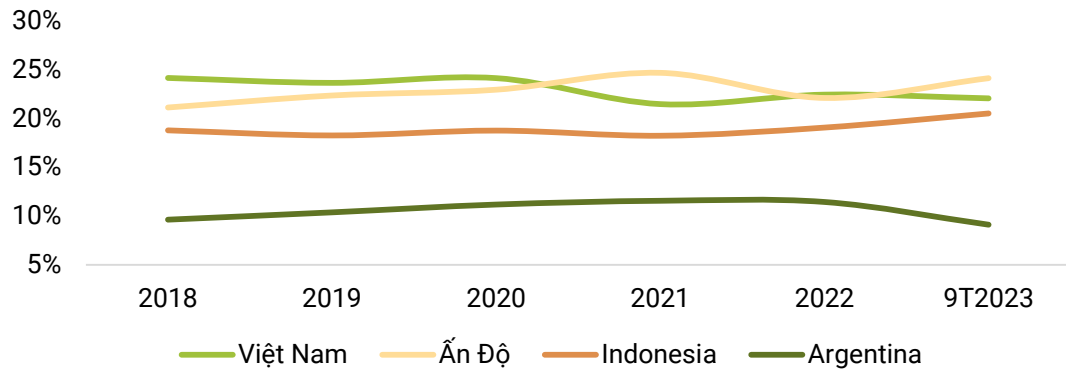
Sản lượng tôm nhập khẩu vào Nhật Bản 2018 – 2023 (tấn)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

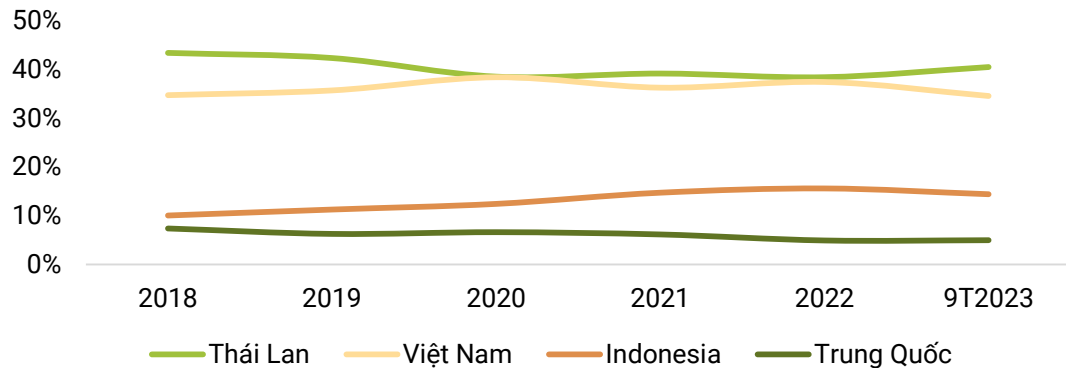
- Nhật Bản được biết đến là quốc gia có mức tiêu thụ thủy sản cao nhất thế giới. Cùng với Mỹ và Trung Quốc, Nhật Bản chiếm khoảng 56.2% thị phần tôm thế giới.
- Hàng năm, Nhật Bản nhập khẩu khoảng 200,000 tấn tôm từ Ấn Độ, Việt Nam, Indonesia, Thái Lan. Tuy nhiên, do nhiều nguyên nhân như tỷ giá đồng yên Nhật giảm so với ngoại tệ, hội chứng EMS ở tôm bùng phát, hàng tồn kho cao từ 2022... nhập khẩu tôm đông lạnh vào Nhật Bản đã giảm 13% YoY chỉ còn hơn 133 nghìn tấn trong 9T2023.

Thị phần các nước xuất khẩu tôm đông lạnh (HS 030617) tại Nhật Bản



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

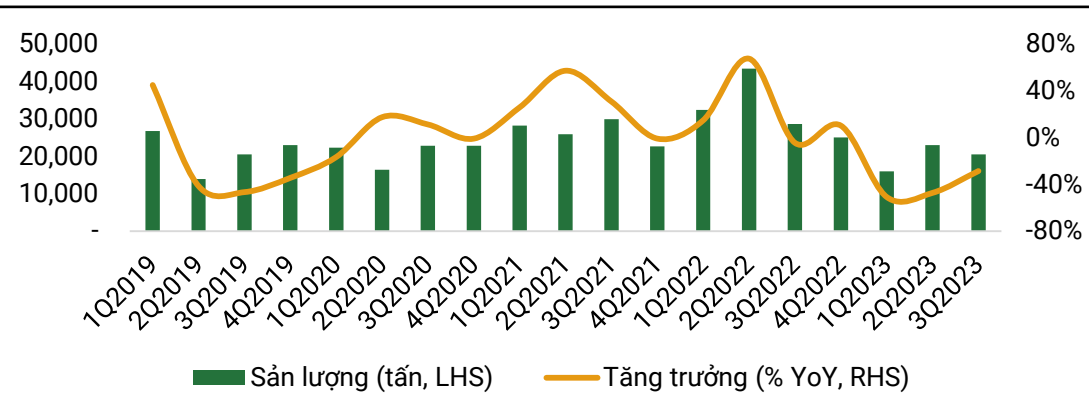
Thị phần các nước xuất khẩu tôm chế biến (HS 160521) tại Nhật Bản



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

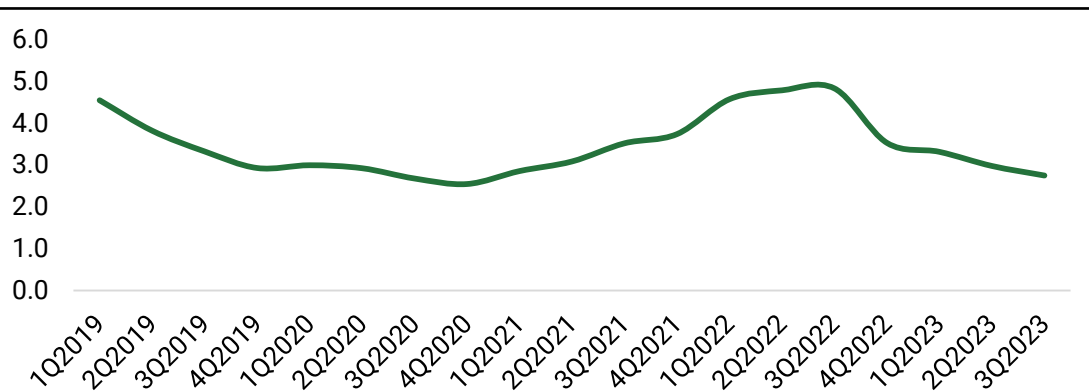
- Trong giai đoạn 2018 – 2020, Việt Nam giữ vị thế dẫn đầu trong các quốc gia xuất khẩu tôm đông lạnh sang Nhật Bản. Tuy nhiên, kể từ năm 2021 đến nay, nhờ lợi thế tôm giá rẻ, Ấn Độ vượt Việt Nam trở thành nhà cung cấp tôm đông lạnh hàng đầu cho Nhật Bản.
- Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu tôm sang Nhật Bản năm 2024 sẽ tương đối lạc quan nhờ:
 - ❑ Chi phí cước tàu vận chuyển hàng hoá sang Nhật Bản thấp hơn Mỹ, EU.
 - ❑ Thị trường Nhật Bản có mức độ cạnh tranh hạn chế và rào cản gia nhập cao do người tiêu dùng ưa chuộng các sản phẩm GTGT cao – vốn là thế mạnh của ngành tôm Việt Nam.
 - ❑ Được hỗ trợ bởi các hiệp định thương mại: Hiệp định Thương mại tự do Việt Nam - Nhật Bản (VJEPA), Hiệp định Đối tác Toàn diện Kinh tế Khu vực (RCEP), Hiệp định Thương mại tự do ASEAN - Nhật Bản (AJCEP) và Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP).
- Tuy nhiên, xuất khẩu tôm sang Nhật Bản vẫn còn tồn tại một vài thách thức:
 - ❑ Vị thế cạnh tranh của tôm Việt Nam giảm do giá tôm cao
 - ❑ Việt Nam và Thái Lan vẫn đang đối mặt với dịch bệnh EMS ở tôm, trong khi Indonesia dần củng cố vị thế của mình nhờ không có EMS.

Sản lượng cá tra fillet đông lạnh Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ (tấn)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

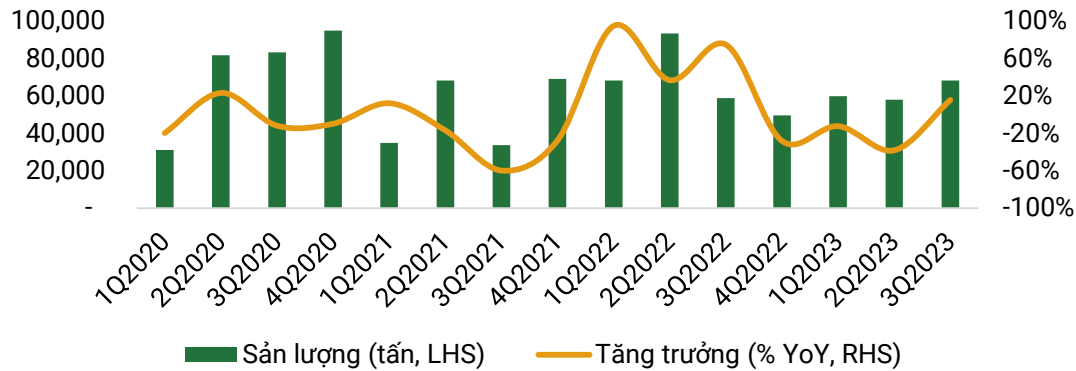
Giá cá tra xuất khẩu đến Mỹ (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

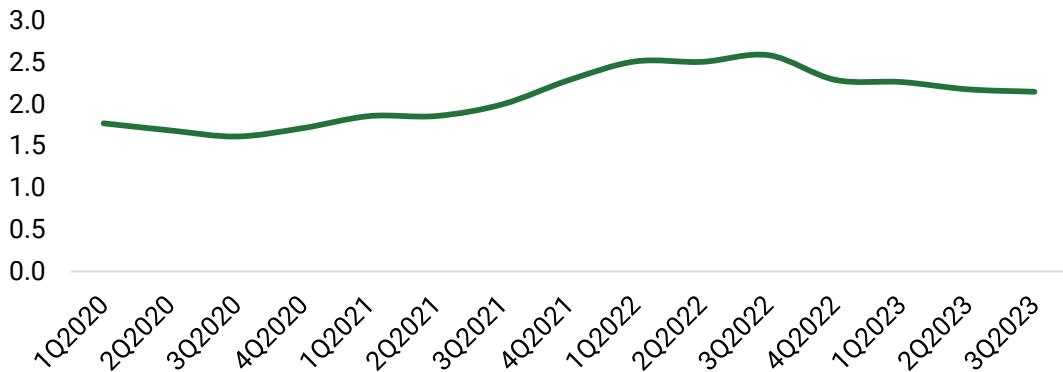
- Việt Nam tiếp tục đóng vai trò là thị trường xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, tuy nhiên, các thị trường tiêu thụ cá tra bắt đầu có xu hướng chuyển trọng tâm từ Bắc Mỹ và Châu Âu sang Trung Quốc.
- Từ Q3/2023, dù mức độ sụt giảm về sản lượng đã thu hẹp lại, nhưng giá cá tra trung bình xuất khẩu sang Mỹ tính đến tháng 11/2023 vẫn tiếp tục giảm còn 2.6 USD/kg – mức thấp nhất kể từ tháng 11/2020 và vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi, gây áp lực không nhỏ cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra sang Mỹ.
- Theo ITC, trong giai đoạn 2018 – 2023, Mỹ nhập khẩu khoảng 190,000 – 200,000 tấn cá fillet/quý, trong đó, cá tra fillet Việt Nam chiếm tỷ trọng khoảng 10% - 15% đạt khoảng 20,000 – 30,000 tấn/quý. Cho năm 2024, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu cá tra fillet sang Mỹ chiếm trung bình khoảng 13% với sản lượng đạt khoảng 26,000 tấn/quý, phục hồi nhẹ dựa trên mức nền thấp vào năm 2023.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ vẫn sẽ duy trì ở mức thấp, ước tính đạt khoảng 3 USD/kg (giảm khoảng 32% so với năm 2022 và tương đương với năm 2023).

Sản lượng cá tra Việt Nam xuất khẩu Trung Quốc (tấn)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

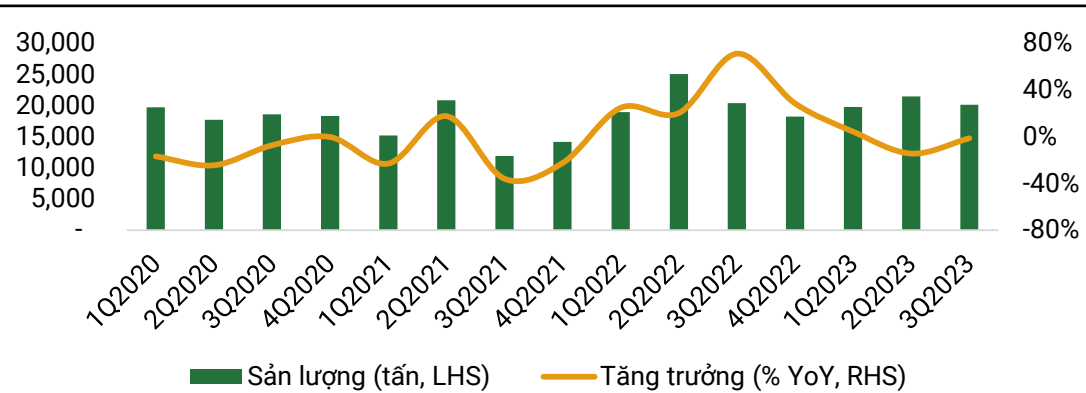
Giá cá tra xuất khẩu đến Trung Quốc (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

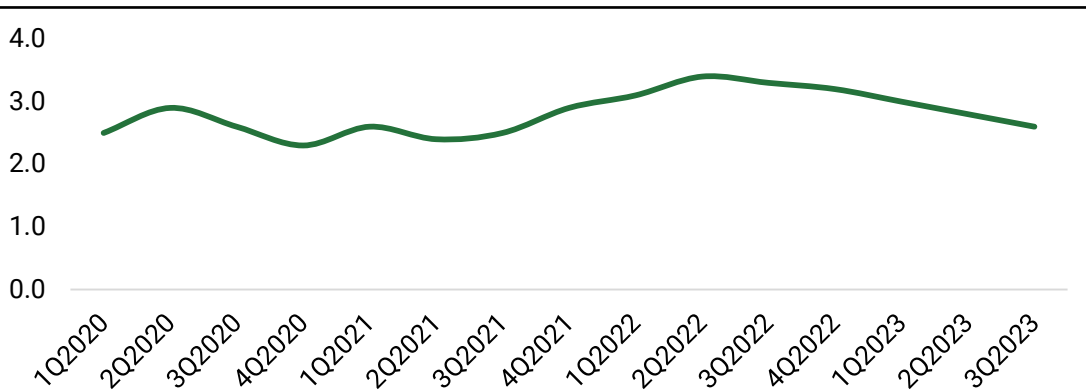
- Sau khi mở cửa trở lại, xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc đã dần tươi sáng hơn. Luỹ kế 11T2023, Việt Nam đã xuất khẩu 227 nghìn tấn cá tra sang Trung Quốc với giá xuất khẩu cá tra trung bình giảm 11.2% YoY đạt khoảng 2.2 USD/kg.
- Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ cá tra tại Trung Quốc vào năm 2024 sẽ tương đối khả quan hơn so với Mỹ nhờ:
 - ❑ Vị trí địa lý thuận lợi của Việt Nam gần Trung Quốc tạo điều kiện dễ dàng cho các nhà xuất nhập khẩu thủy sản Trung Quốc gia tăng lượng hàng tồn kho.
 - ❑ Dù giá cá tra xuất khẩu tại Trung Quốc vẫn ở mức thấp, nhưng mức độ sụt giảm vẫn thấp hơn Mỹ.
 - ❑ Hiệp định RCEP sẽ hỗ trợ cá tra Việt Nam xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc.
- Dù vậy, xuất khẩu cá tra sang Trung quốc vẫn gặp thách thức:
 - ❑ Áp lực cạnh tranh với các nước xuất khẩu thủy sản lớn như Ecuador, Ấn Độ, Indonesia.

Sản lượng cá tra Việt Nam xuất khẩu EU (tấn)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Giá cá tra xuất khẩu đến EU (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

- Luỹ kế 11T2023, sản lượng cá tra Việt Nam xuất khẩu sang EU đạt 74.5 nghìn tấn, tương đương với cùng kỳ năm ngoái, nhưng giá trị sụt giảm 14.4% YoY còn 211.7 triệu USD do giá cá tra xuất khẩu trung bình tại EU giảm 13.4% YoY còn 2.9 USD/kg. Đáng chú ý, thị trường Đức cho thấy tín hiệu khả quan hơn với giá trị nhập khẩu cá tra đạt 28 triệu USD (+32% YoY) trong 9T2023.
- Cho năm 2024, chúng tôi cho rằng xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU vẫn giữ ổn định so với năm 2023 nhờ:
 - ❑ EU chính thức loại bỏ cá thịt trắng Nga và Belarus ra khỏi chương trình Hạn ngạch thuế quan tự trị ATQs trong giai đoạn 2024 – 2026, điều này góp phần làm tăng nhu cầu nhập khẩu cá tra Việt Nam.
 - ❑ Hiệp định thương mại tự do EVFTA và UKVFTA hỗ trợ xuất khẩu cá tra Việt Nam sang EU.
 - ❑ Nhu cầu tiêu thụ tại EU tập trung vào phân khúc thủy sản giá vừa và thấp.
- Tuy nhiên, xuất khẩu cá tra sang EU vẫn còn tồn tại một số thách thức như:
 - ❑ Sự cạnh tranh bởi những loài cá da trơn khác đến từ những quốc gia có Hiệp định thương mại và giải pháp về hạn ngạch thuế quan tự chủ (ATQs) góp phần giúp EU giải quyết vấn đề thay thế nguồn cung từ Nga.
 - ❑ Giá cá tra xuất khẩu sang EU vẫn duy trì ở mức thấp.

Ngành	Mã	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 29/12 (VND/cp)	P/E	P/B		Tăng/Giảm
Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)								
THỦY SẢN	FMC	5,235	-8.2%	272	-15.1%	5,661	8.1%	318	16.5%	59,400	45,000	9.3x	1.2x	32%	Mua
	VHC	10,397	-21.4%	1,120	-44.4%	11,470	10.3%	1,218	8.8%	87,700	74,400	11.2x	1.5x	18%	Mua
	ANV	4,469	-8.7%	105	-84.5%	4,724	5.7%	261	149.2%	39,100	31,100	15.9x	1.4x	26%	Mua

Chúng tôi chọn FMC, VHC và ANV vì:

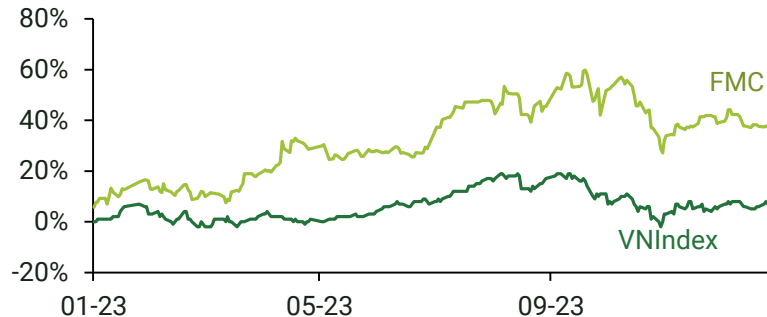
- FMC có kế hoạch đẩy mạnh công suất chế biến, mở rộng vùng nuôi giúp nâng cao năng lực tự chủ nguyên liệu, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu khi phục hồi.
- Cả VHC và ANV đều có tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ chuỗi giá trị khép kín và sản phẩm chăm sóc sức khỏe Collagen and Gellatin.
- Các sản phẩm giá trị gia tăng sẽ là động lực tăng trưởng cho VHC và FMC khi các thị trường tiêu thụ đều đang ưa chuộng sản phẩm chế biến của Việt Nam.



Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Thực phẩm Sao Ta thành lập năm 1996 với hoạt động kinh doanh chính là chế biến và xuất khẩu các sản phẩm từ tôm. Các sản phẩm chính của công ty là tôm tươi, tôm Nobashi, tôm tẩm bột, tôm hấp trong đó tôm tươi chiếm tỉ trọng lớn nhất, 37.02%, sau đó là tôm Nobashi 27.13%, với thị trường tiêu thụ truyền thống là Nhật và Mỹ.

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

- **Đẩy mạnh năng suất chế biến tạo động lực tăng trưởng dài hạn:** FMC đã mở rộng thêm hai nhà máy chế biến giúp công suất chế biến của FMC tăng 80% lên 45,000 tấn/năm. Vào thời điểm hoạt động tối đa công suất vào năm 2027F, chúng tôi kì vọng sản lượng tôm tiêu thụ sẽ tăng khoảng 40% so với năm 2022.
- **Mở rộng vùng nuôi giúp nâng cao năng lực tự chủ nguyên liệu, đồng thời đẩy mạnh sản phẩm tôm chế biến:** FMC đã mở rộng thêm 200ha diện tích nuôi mới, góp phần nâng tổng diện tích vùng nuôi lên 520ha. Việc mở rộng vùng nuôi sẽ giúp công ty duy trì tỷ lệ tự chủ nguyên liệu lên mức 30% (so với 20% - 25% trước đây). FMC cũng tập trung phát huy thế mạnh các sản phẩm tôm chế biến có biên lợi nhuận gần gấp đôi so với các sản phẩm tôm tươi và đẩy mạnh vào thị trường Nhật Bản, qua đó góp phần ổn định biên lợi nhuận gộp.
- **Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA và CPTPP:** Mức thuế ưu đãi từ EVFTA và CPTPP sẽ mang đến nhiều lợi thế cho FMC nhằm mở rộng xuất khẩu sang EU và Nhật Bản.

Chỉ số tài chính

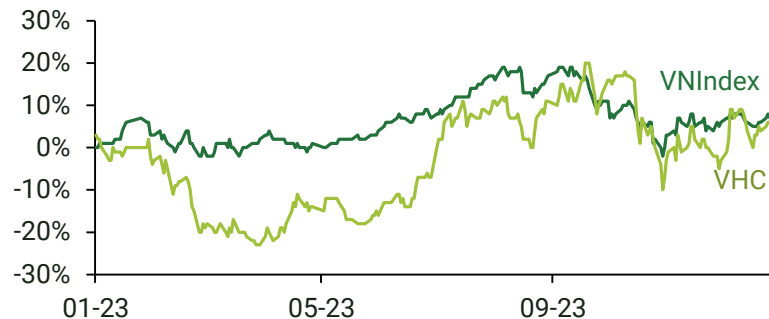
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,710	4,415	5,199	5,702	5,235	5,661
LNST (tỷ VND)	230	226	287	321	272	318
EPS (VND)	5,468	4,607	4,677	4,605	4,167	4,856
Tăng trưởng EPS (%)	41%	-16%	2%	-2%	-10%	17%
Giá trị sổ sách (VND)	19,141	22,044	30,231	32,361	34,528	37,384
P/E	4.8	7.8	11.1	10.9	10.8	9.3
P/B	1.4	1.6	1.7	1.0	1.3	1.2



Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ Phần Vĩnh Hoàn được thành lập năm 1997, hoạt động trong lĩnh vực nuôi trồng, chế biến xuất khẩu cá tra, cá ba sa. VHC là công ty dẫn đầu ngành cá tra Việt Nam từ năm 2010 đến nay, chiếm thị phần 15% của toàn ngành. Sản phẩm của công ty có mặt tại các chuỗi bán lẻ danh tiếng như Walmart, Target, Trader Joe và Kroger.

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

- **Vị thế đầu ngành trang bị cho VHC nguồn lực kinh doanh và sản xuất mạnh:** VHC là doanh nghiệp dẫn đầu ngành xuất khẩu cá tra và duy trì thị phần quanh mức trung bình là 15% trong giai đoạn 2018 – 2023. Lợi thế quy mô được thể hiện qua biên lợi nhuận hoạt động cao nhất ngành trong bối cảnh toàn ngành cá tra đối mặt với nhiều khó khăn trong năm 2023. Bên cạnh đó, VHC là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong việc định hướng phát triển ngành cá tra bền vững thông qua mô hình kinh tế tuần hoàn.
- **Thuận lợi xuất khẩu sang Mỹ - Hưởng thuế suất xuất khẩu sang Mỹ thấp hơn các doanh nghiệp khác:** Mỹ là thị trường xuất khẩu chính của VHC với giá trị xuất khẩu khoảng 2,759 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 30% doanh thu trong 11T2023. Theo kết quả sơ bộ của đợt rà soát thuế chống bán phá giá lần thứ 19 (POR19), sản phẩm cá tra xuất khẩu của VHC được hưởng mức thuế là 0 USD/kg, thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Mức thuế này tạo lợi thế cho VHC mở rộng thị trường sang Mỹ dễ dàng hơn các doanh nghiệp khác.
- **Hưởng lợi từ hiệp định EVFTA và UKFTA.**

Chỉ số tài chính

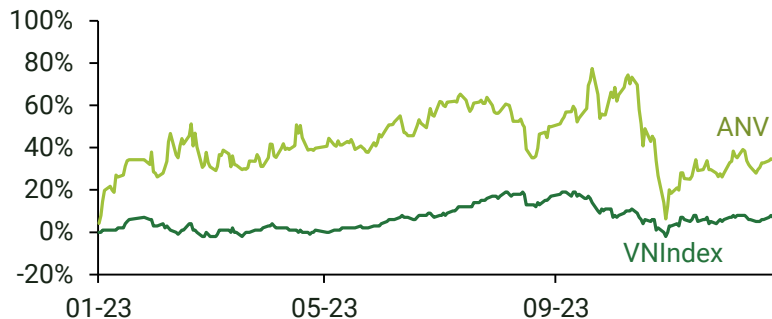
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	7,867	7,037	9,054	13,231	10,397	11,470
LNST (tỷ VND)	1,179	719	1,107	2,013	1,120	1,218
EPS (VND)	12,559	3,953	6,040	10,266	6,107	6,643
Tăng trưởng EPS (%)	-19%	-69%	53%	70%	-41%	9%
Giá trị sổ sách (VND)	26,597	28,225	32,087	41,959	46,064	50,704
P/E	3.2	10.5	10.4	6.8	12.2	11.2
P/B	1.5	1.5	2.0	1.7	1.6	1.5



Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Nam Việt được thành lập vào năm 1993 với chức năng kinh doanh chính là xây dựng dân dụng và công nghiệp. Năm 2000, Công ty quyết định đầu tư mở rộng phạm vi kinh doanh sang lĩnh vực chế biến thủy sản, khởi đầu là việc xây dựng Xí nghiệp đông lạnh thủy sản Mỹ Quý, chuyên chế biến xuất khẩu cá tra, cá basa đông lạnh.

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

- **Nâng cao khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và kiểm soát chi phí nhờ duy trì chuỗi giá trị khép kín:** ANV là một trong số ít doanh nghiệp thủy sản tại Việt Nam sở hữu chuỗi giá trị khép kín, từ chăn nuôi, sản xuất thức ăn, nuôi trồng, chế biến, đến phân phối thành phẩm. Khả năng tự chủ được 30% con giống, 100% thức ăn và 100% cá nguyên liệu góp phần kiểm soát chi phí đầu vào, kiểm soát chất lượng cá và ổn định biên lợi nhuận.
- **Động lực tăng trưởng từ cơ cấu thị trường đa dạng:** ANV là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu với mạng lưới xuất khẩu đến hơn 100 quốc gia tại khắp các châu lục trên thế giới. Trong bối cảnh bất ổn địa chính trị ngày càng gia tăng gây ảnh hưởng bất lợi đến tiêu thụ cá tra, danh mục thị trường xuất khẩu đa dạng là lợi thế giúp cho ANV giảm thiểu rủi ro giảm sút đơn hàng.
- **Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ sản phẩm Collagen Peptide and Gelatin:** ANV đang triển khai mảng sản phẩm chăm sóc sức khỏe Collagen Peptide và Gelatin (C&G) từ nhà máy Aminavico liên doanh với đối tác Hàn Quốc Amicogen, được kỳ vọng sẽ mang lại triển vọng tích cực cho công ty trong tương lai. Dự kiến các sản phẩm C&G sẽ đóng góp vào 10% lợi nhuận của tập đoàn vào năm 2025F.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,481	3,439	3,494	4,897	4,469	4,724
LNST (tỷ VND)	704	202	129	674	105	261
EPS (VND)	5,541	1,590	1,013	5,300	787	1,961
Tăng trưởng EPS (%)	15%	-71%	-36%	423%	-85%	149%
Giá trị sổ sách (VND)	18,708	18,300	18,313	22,598	21,163	21,851
P/E	4.1	15.7	32.9	10.9	39.5	15.9
P/B	1.2	1.4	1.8	1.0	1.5	1.4

DỆT MAY

VƯỢT QUA CƠN BÃO

- Tổng quan ngành
- Triển vọng 2024
- Cổ phiếu khuyến nghị

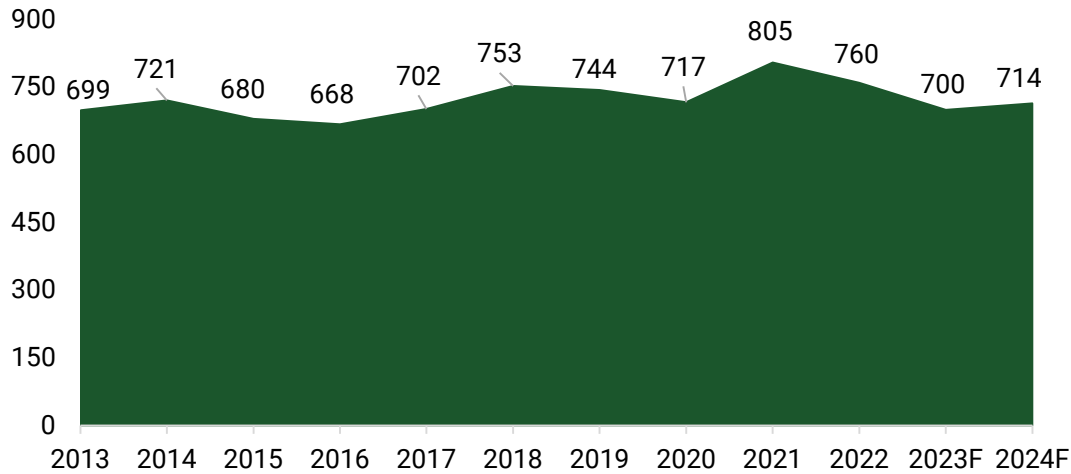
Hoa Dương

Chuyên viên phân tích - Ngành Dệt may - Thủy sản - Dược phẩm



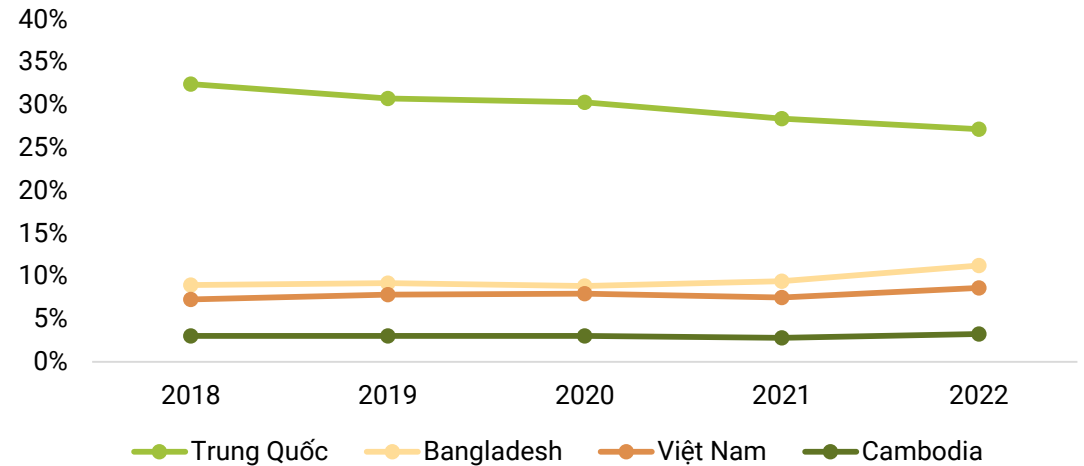
TỔNG QUAN NGÀNH DỆT MAY THẾ GIỚI

Tổng cầu dệt may thế giới (Tỷ USD)



Nguồn: Trademap, PHS tổng hợp

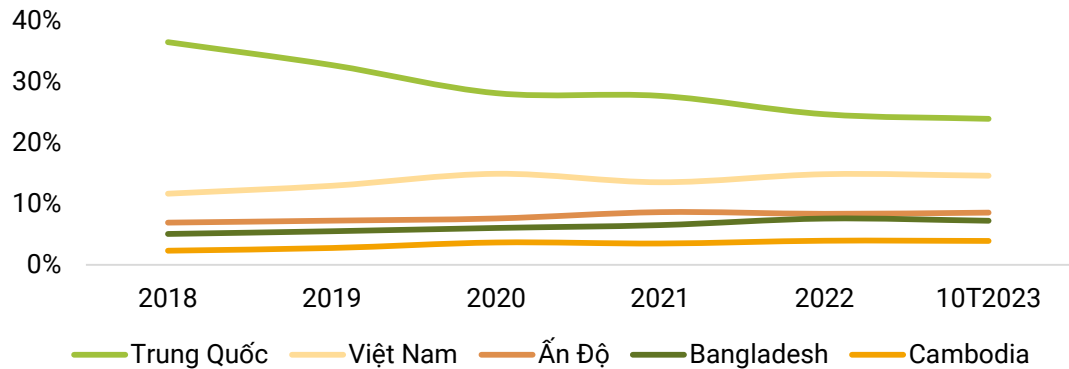
Thị phần của các nước xuất khẩu dệt may chính



Nguồn: UN Comtrade, PHS tổng hợp

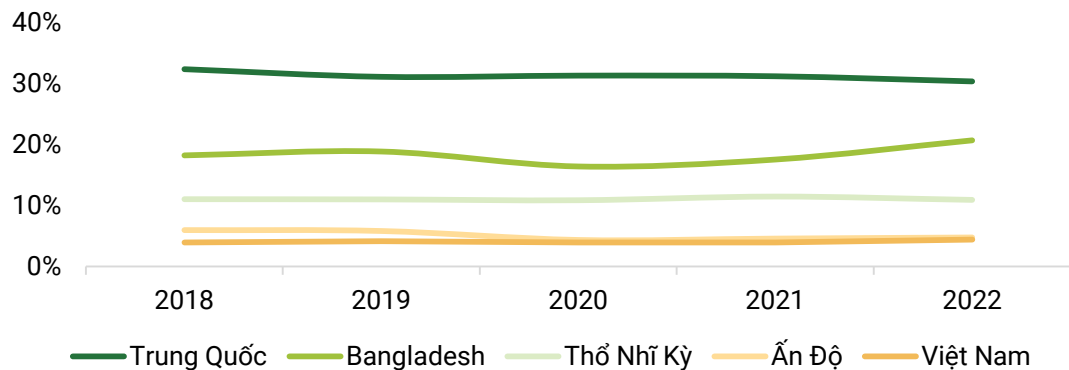
- Ngành dệt may đã trải qua một giai đoạn rất khó khăn, tổng cầu dệt may toàn cầu năm 2023 dự kiến sẽ giảm 8% YoY đạt 700 tỷ USD. Mặc dù dự báo cho năm 2024 có dấu hiệu cải thiện, tổng cầu vẫn dự kiến sẽ thấp hơn 5% - 7% so với mức năm 2022, đạt khoảng 714 tỷ USD.
- Trung Quốc, Bangladesh, Việt Nam là 3 quốc gia xuất khẩu hàng dệt may lớn nhất thế giới. Việt Nam đã trải qua sự tăng trưởng về thị phần xuất khẩu từ 7% vào năm 2018 lên 9% vào năm 2022. Theo đó, CAGR trong giai đoạn này đạt 3%, cho thấy sự tăng trưởng ổn định của ngành dệt may của Việt Nam trên thị trường quốc tế.

Thị trường nhập khẩu hàng dệt may chính của Mỹ



Nguồn: OTEXA, PHS tổng hợp

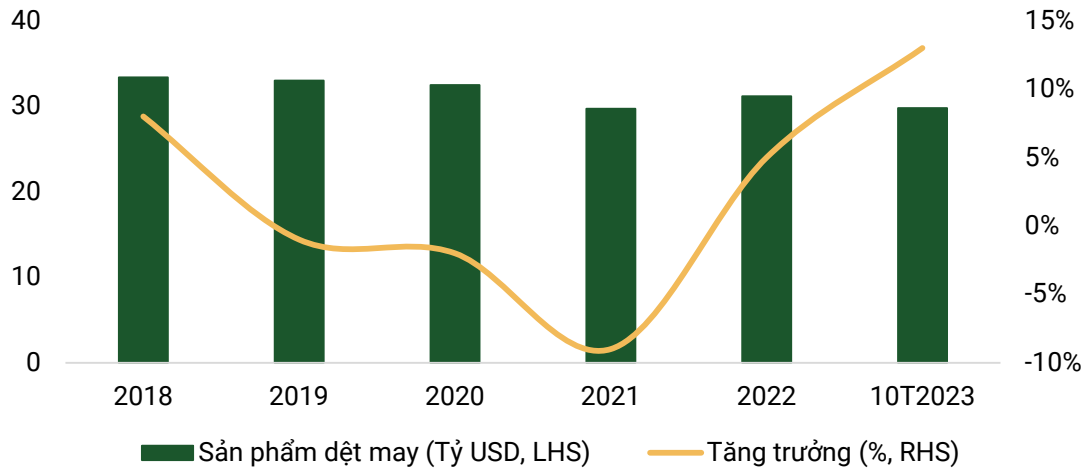
Thị trường nhập khẩu quần áo chính của EU (SITC 84)



Nguồn: UN Comtrade, PHS tổng hợp

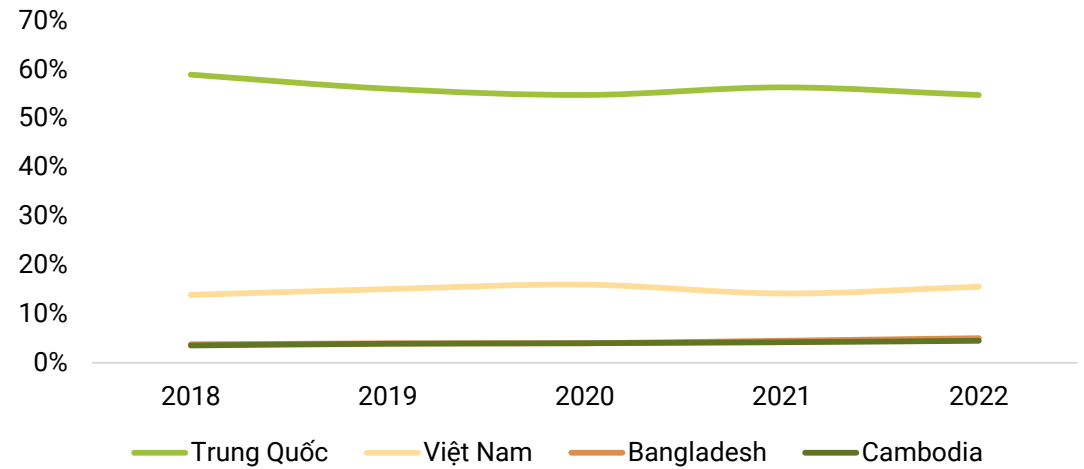
- Thị phần của Trung Quốc tại Mỹ xói mòn trong những năm qua khi giảm từ 37% vào 2018 xuống còn 24% vào 10T2023 do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, quan hệ song phương xấu đi và lo ngại về lao động cưỡng bức với khu vực Tân Cương của Trung Quốc. Một số công ty thời trang Mỹ cho biết chiến lược “giảm tiếp xúc với Trung Quốc” sẽ tiếp tục, hàm ý rằng thị phần của Trung Quốc trên thị trường nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ có thể giảm hơn nữa. Ngoài ra, các nhà cung cấp châu Á khác, như Việt Nam, Bangladesh, Campuchia và Indonesia, là lựa chọn hàng đầu của họ thay thế cho Trung Quốc.
- Trong giai đoạn 2018 – 2022, Việt Nam là nhà xuất khẩu hàng dệt may lớn thứ hai tại Mỹ với thị phần đạt trung bình khoảng 14% và lớn thứ 5 tại EU với thị phần đạt trung bình khoảng 4%.
- Lợi thế về lực lượng lao động giá rẻ và chiến lược “xanh hoá” các nhà máy may đã góp phần tạo ra lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ cho ngành dệt may Bangladesh. Tính đến 10T2023, xuất khẩu dệt may của Bangladesh sang Mỹ chiếm thị phần 7%.

Kim ngạch nhập khẩu các sản phẩm dệt may tại Nhật



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

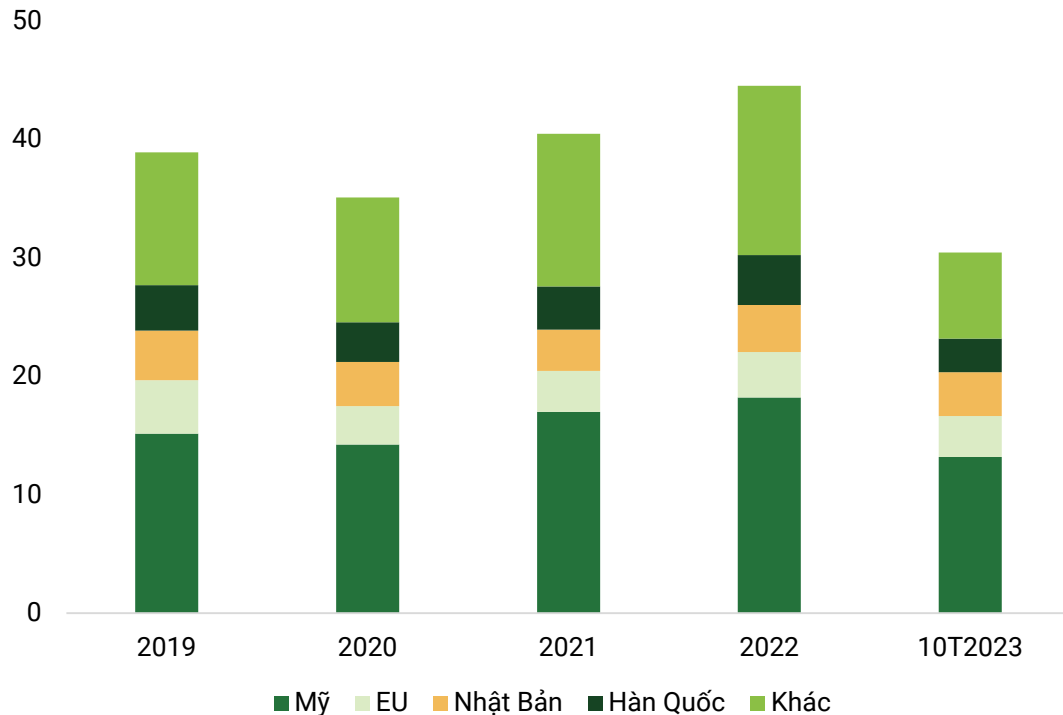
Thị trường nhập khẩu quần áo chính của Nhật Bản (SITC 84)



Nguồn: UN Comtrade, PHS tổng hợp

- Theo số liệu từ Tổ chức Xúc tiến Mậu dịch Nhật Bản (JETRO), sau đại dịch Covid-19, nhập khẩu các sản phẩm dệt may của Nhật trong năm 2022 đã phục hồi đáng kể và tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng 13% YoY đạt gần 30 tỷ USD vào 10T2023.
- Trung Quốc, Việt Nam và Bangladesh là các quốc gia xuất khẩu quần áo đến Nhật Bản. Trong đó, tỷ trọng xuất khẩu quần áo của Trung Quốc đến Nhật Bản đang có xu hướng giảm dần qua các năm (CAGR 2018 – 2022 là -4%). Trong khi đó, thị phần của Việt Nam đứng thứ hai trong cơ cấu nhập khẩu quần áo tại Nhật Bản, tăng từ mức 14% vào năm 2018 lên 16% vào năm 2022.
- RCEP có hiệu lực vào năm 2022 đã tạo điều kiện thuận lợi cho xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam đáp ứng quy tắc xuất xứ, nhưng RCEP sẽ khiến cạnh tranh với các nước ASEAN trở nên gay gắt hơn trong tương lai.

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



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

- Trong 11T2023, xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam giảm 12.3% YoY đạt khoảng hơn 30 tỷ USD. Theo VITAS, tổng kim ngạch xuất khẩu toàn ngành dệt may năm 2023 giảm 9% YoY đạt 40.3 tỷ USD.
- Các thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam là Mỹ, EU và Nhật Bản. Trong khi giá trị xuất khẩu hàng dệt may sang Mỹ và EU trong 11T2023 đều sụt giảm lần lượt 18.2% YoY và 14.3% YoY thì giá trị xuất khẩu sang Nhật Bản vẫn giữ ổn định so với cùng kỳ ở mức 3.7 tỷ USD. 3 thị trường này chiếm tổng tỷ trọng 66% kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam, sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy xuất khẩu của cả nước trong năm 2024.

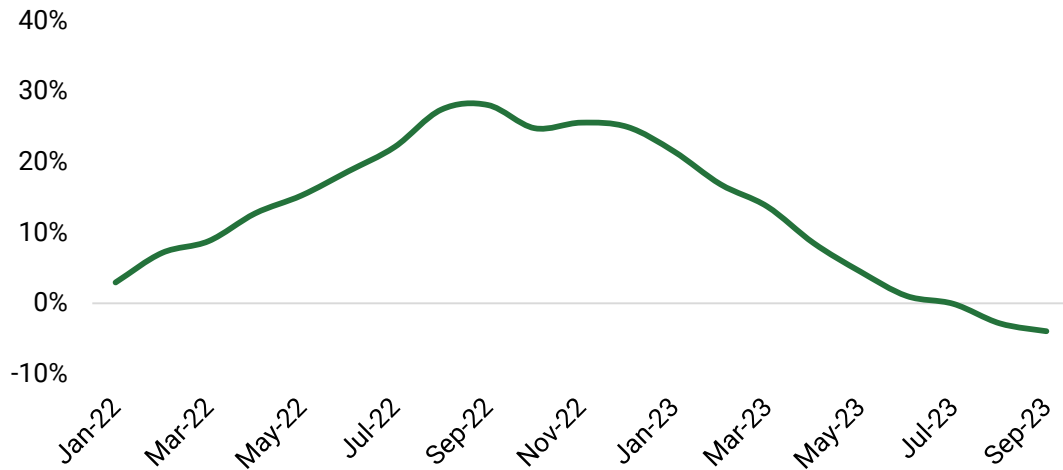
KẾT QUẢ KINH DOANH CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

STT	Mã	Sàn	Doanh thu thuần		LNST		EBITDA/(Nợ vay ngắn hạn+Tiền lãi vay)	D/E	Biên lãi gộp 9T23	Biên lãi ròng 9T23	ROE	P/E	P/B	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	% Thay đổi giá từ đầu năm
			Giá trị 9T23 (Tỷ đồng)	% YoY	Giá trị 9T23 (Tỷ đồng)	% YoY									
1	TCM	HOSE	2,510	-26.2%	111	-50.0%	0.5	0.4	15.1%	5.0%	8.7%	22.4	1.9	3,796	-11.3%
2	MSH	HOSE	3,385	-22.7%	164	-41.0%	0.5	0.5	12.7%	4.8%	12.9%	12.7	1.6	2,761	19.0%
3	TNG	HNX	5,439	3.3%	171	-26.0%	0.4	1.5	13.8%	3.3%	13.5%	11.3	1.3	2,270	70.3%
4	STK	HOSE	1,073	-36.3%	56	-72.0%	0.7	0.3	13.2%	6.6%	6.3%	24.2	1.5	2,390	6.2%

- Trong năm 2023, khó khăn đến từ nhu cầu suy yếu đã ảnh hưởng tiêu cực lên KQKD của hầu hết các doanh nghiệp dệt may. Đa số các doanh nghiệp dệt may đều ghi nhận KQKD suy giảm trong 9T2023, trong đó, STK ghi nhận KQKD suy giảm mạnh nhất do là doanh nghiệp thượng nguồn trong chuỗi giá trị và cạnh tranh gay gắt với sợi Trung Quốc có giá rẻ hơn. Tuy nhiên, STK vẫn giữ biên lãi ròng ở mức cao hơn so với doanh nghiệp khác nhờ (1) chiến lược tập trung vào sợi tái chế có biên lãi tốt hơn và (2) cố gắng duy trì biên lãi ổn định thay vì giảm giá bán để đẩy mạnh đơn hàng.
- Trong bối cảnh ngành dệt may Việt Nam gặp nhiều khó khăn, TNG là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may ghi nhận mức tăng trưởng vào năm 2023 với doanh thu cũng đạt mức kỷ lục trong lịch sử hoạt động nhờ (1) duy trì đơn hàng với tệp khách hàng ổn định như Decathlon, The Children Place và (2) xuất khẩu bông phục vụ cho nguồn nguyên liệu sản xuất các sản phẩm jacket của các khách hàng đối tác sang Ấn Độ, Indo, Ethiopia.

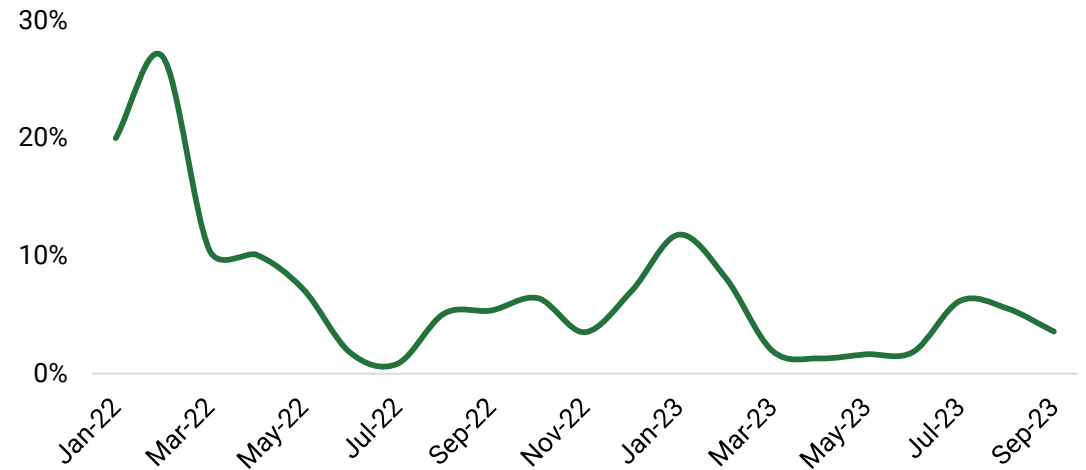
THỊ TRƯỜNG MỸ ĐƯỢC THỨC ĐẨY BỞI THỜI TRANG CAO CẤP

Mức tăng trưởng hàng tồn kho các sản phẩm may mặc tại Mỹ (% YoY)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ quần áo tại Mỹ (% YoY)

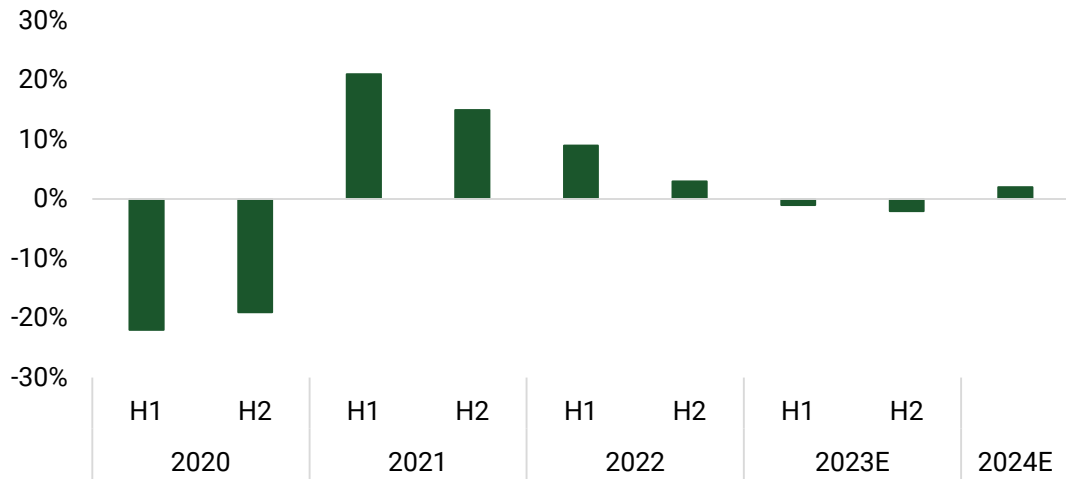


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Theo Conference Board, chỉ số Niềm tin người tiêu dùng (Consumer Confidence Index) vào tháng 11/2023 đã tăng lên 102 (năm 1985 = 0) từ mức 99.1 vào tháng 10, cho thấy người tiêu dùng Mỹ đã bắt đầu lạc quan hơn về triển vọng tài chính của mình.
- Trong năm 2023, tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ quần áo tại Mỹ trong năm qua vẫn được giữ ổn định. Tính đến tháng 9/2023, mức tăng trưởng hàng tồn kho các sản phẩm may mặc tại Mỹ đã giảm xuống còn -4%. Do đó, chúng tôi cho rằng chu kỳ cắt giảm hàng tồn kho ở Mỹ đang gần kết thúc, giai đoạn bổ sung hàng tồn kho sẽ bắt đầu từ 2024.

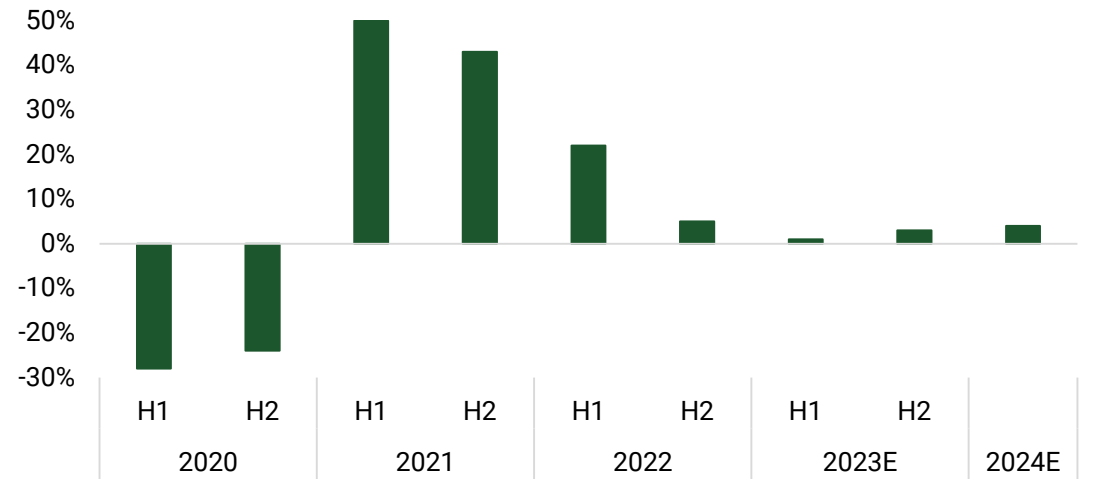
THỊ TRƯỜNG MỸ ĐƯỢC THỨC ĐẨY BỞI THỜI TRANG CAO CẤP

Doanh số thời trang bình dân của Mỹ (% YoY)



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Doanh số thời trang cao cấp của Mỹ (% YoY)

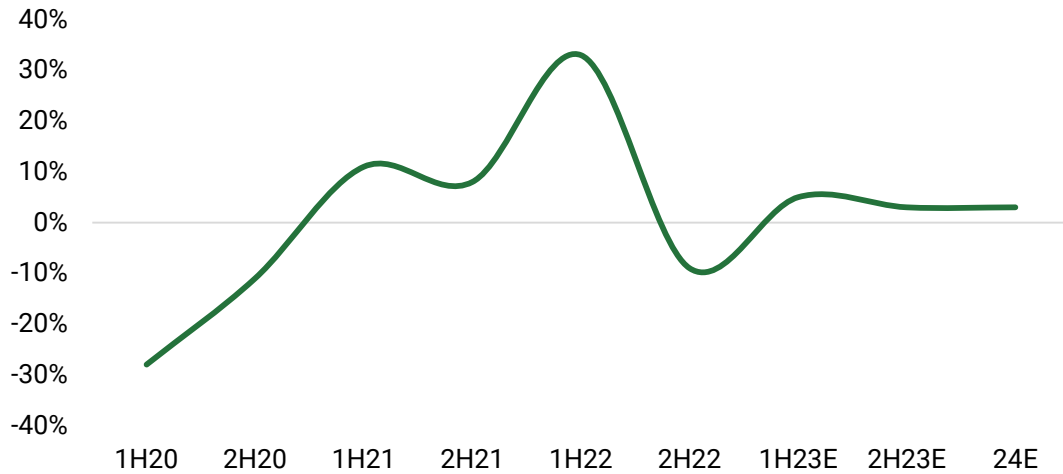


Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

- Theo McKinsey, mức tăng trưởng mặt hàng thời trang bình dân tại Mỹ được dự báo ở mức 0% - 2%, trong khi doanh số bán hàng thời trang cao cấp tại đây được dự báo sẽ tăng đến 4%.
- Ngành thời trang Mỹ đang dần quay trở lại tốc độ tăng trưởng dài hạn với doanh số bán hàng được thúc đẩy bởi các thương hiệu thời trang cao cấp.

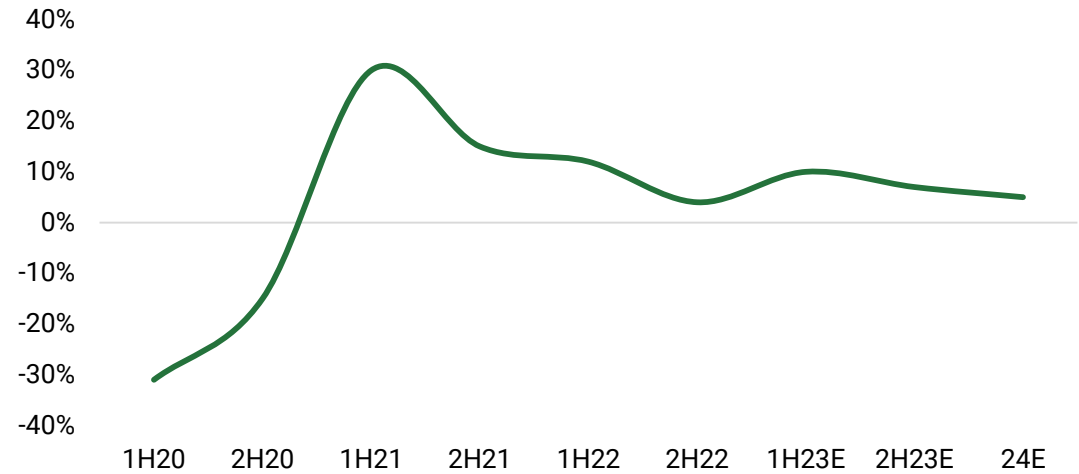
TRIỂN VỌNG Ở CHÂU ÂU VẤN U ÁM

Doanh số thời trang bình dân của Châu Âu (% YoY)



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Doanh số thời trang cao cấp của Châu Âu (% YoY)

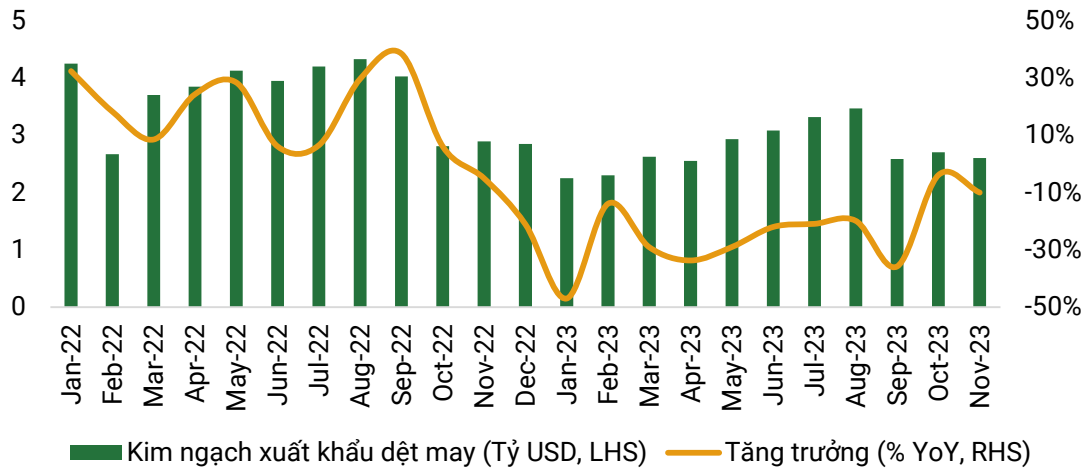


Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

- Ở Châu Âu, bức tranh kinh tế vẫn ảm đạm khi tiếp tục gặp khó khăn dưới cái bóng của cuộc chiến ở Ukraine. Theo McKinsey, do niềm tin người tiêu dùng giảm sút, mức tăng trưởng thời trang bình dân tại Châu Âu dự kiến ở mức 1% - 3% vào năm 2024F, sau khi ghi nhận mức tăng trưởng đạt 5% vào 1H2023 và 1% - 3% vào 2H2023.
- Cạnh tranh gay gắt trong nhóm các nước đang phát triển xuất khẩu vào EU do các chế độ ưu đãi thuế quan GSP+ và EBA giúp các quốc gia khác có ưu thế cạnh tranh lớn về giá, yêu cầu truy soát nguồn gốc bông, vải, sợi và yêu cầu “xanh hóa” đối với hàng dệt may của EU là những thách thức lớn của hàng dệt may Việt Nam khi xuất khẩu sang Châu Âu.

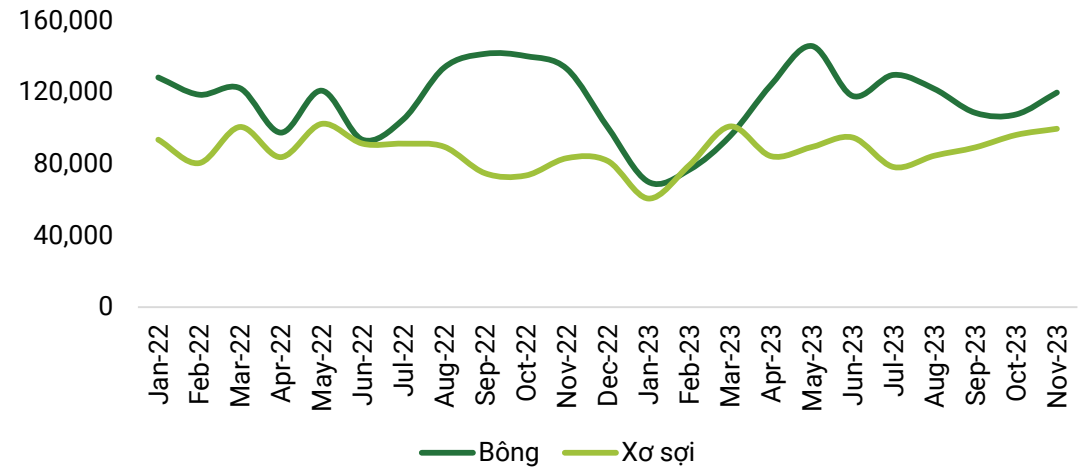
TRIỂN VỌNG 2024 KHẢ QUAN VỚI MỨC TĂNG TRƯỞNG ĐẠT 9.2%

Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo tháng của Việt Nam



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Nhập khẩu bông và xơ sợi nguyên liệu của Việt Nam (tấn)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

- Khối lượng nhập khẩu bông và xơ sợi nguyên liệu đã dần khả quan hơn từ Q3/2023, bắt đầu cho tín hiệu phục hồi của xuất khẩu hàng dệt may trong các tháng tới.
- Theo VITAS, trong năm 2024, kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may được kỳ vọng phục hồi trong sự thận trọng, dự kiến tăng 9.2% YoY đạt 44 tỷ USD dựa trên mức nền thấp trong 2023 và kỳ vọng chu kỳ bổ sung hàng tồn kho bắt đầu từ 2024.
- Trong khi đó, các nhà cung cấp có lẽ sẽ đối mặt với bức tranh cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn. Cuộc chiến giá cả trong ngành có thể xảy ra khi rủi ro nhu cầu tiêu dùng vẫn chậm chạp, gây áp lực lên các đơn đặt hàng và dẫn đến tình trạng dư thừa sản lượng trong một số chuỗi cung ứng. Ngoài ra, để xây dựng mối quan hệ hợp tác sâu rộng hơn với các thương hiệu, đơn giá của các đơn đặt hàng có thể sẽ vẫn ở mức thấp.

Ngành	Mã	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 29/12 (VND/cp)	P/E	P/B		Tăng/Giảm
Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)								
DỆT MAY	TCM	3,501	-19.3%	155	-45.0%	4,028	15.0%	221	42.8%	54,700	40,750	15.2x	1.6x	34%	Mua
	MSH	4,733	-14.3%	258	-23.5%	5,252	10.9%	334	29.3%	55,600	36,300	8.2x	1.4x	53%	Mua
	STK	1,425	-32.6%	82	-66%	1,746	22.5%	137	66.9%	36,700	25,950	17.8x	1.3x	41%	Mua

Chúng tôi chọn TCM, MSH và STK vì:

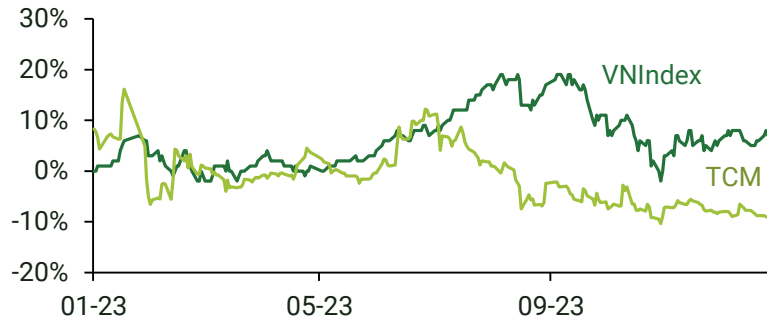
- TCM có chuỗi cung ứng Dệt – Nhuộm – May giúp tự chủ nguồn cung vải, ổn định biên lợi nhuận, dễ dàng đáp ứng quy tắc xuất xứ được quy định trong các FTA, trong khi MSH có chiến lược tăng tỷ trọng đơn hàng FOB giúp tăng biên lợi nhuận gộp.
- STK bắt kịp xu hướng thời trang xanh với chiến lược phát triển sợi tái chế, tạo động lực tăng trưởng dài hạn.
- Cả MSH và STK đều có kế hoạch gia tăng năng lực sản xuất thông qua đầu tư mở rộng nhà máy mới, dự trữ nguồn lực chuẩn bị cho thời điểm thị trường phục hồi.



Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Dệt may Thành Công (TCM) được thành lập năm 1967. TCM sở hữu 9 nhà máy: 2 nhà máy sợi với công suất là 10,000 tấn/năm, 4 nhà máy may (30,000,000 sản phẩm/năm), 1 nhà máy đan (15,000 tấn/năm), 1 nhà máy dệt (15,000,000 m/năm) và 1 nhà máy nhuộm (12,000,000 mét vải dệt thành phẩm/năm và 9,600 tấn vải đan thành phẩm/năm)

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

- **Chuỗi cung ứng Dệt – Nhuộm – May tạo lợi thế giúp TCM ổn định nguồn cung nguyên liệu, khắc phục “điểm nghẽn” của ngành dệt may:** TCM là một trong số ít những doanh nghiệp dệt may sở hữu chuỗi cung ứng hoàn chỉnh gồm sợi, dệt, đan, nhuộm, may và phân phối, giúp TCM tự chủ nguồn cung vải, ổn định biên lợi nhuận.
- **Đẩy mạnh công tác nghiên cứu và phát triển (R&BD) nhằm nâng cao giá trị chuỗi cung ứng, đón đầu xu hướng thị trường:** Nhằm hướng đến nền kinh tế tuần hoàn và phát triển bền vững trong ngành dệt may, TCM đã và đang từng bước cụ thể hóa mục tiêu hành động trong sản xuất kinh doanh dựa trên nguyên tắc 3R: Giảm thiểu, Tái sử dụng và Tái chế.
- **Hưởng lợi từ CPTPP và EVFTA nhiều hơn so với những doanh nghiệp cùng ngành:** Chuỗi cung ứng hoàn chỉnh tạo điều kiện thuận lợi cho TCM đáp ứng yêu cầu về nguyên tắc xuất xứ của CPTPP và EVFTA.

Chỉ số tài chính

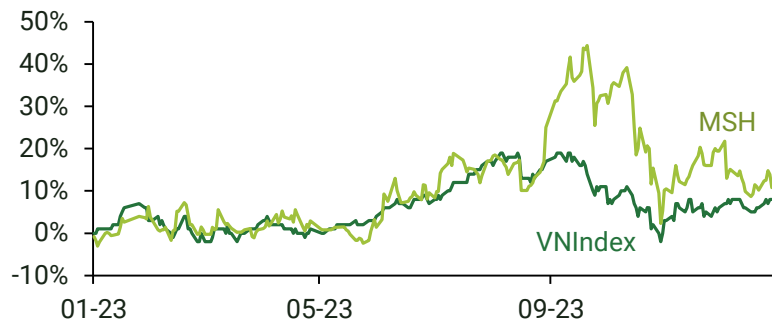
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,644	3,470	3,535	4,337	3,501	4,028
LNST (tỷ VND)	217	276	144	281	155	221
EPS (VND)	3,166	4,435	1,997	3,405	1,883	2,689
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	40%	-55%	70%	-45%	43%
Giá trị sổ sách (VND)	24,566	26,402	23,942	24,119	24,906	25,160
P/E	6.1	11.7	32.6	15.6	21.8	15.2
P/B	0.8	2.0	2.7	2.2	1.6	1.6



Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1988, Công ty May Sông Hồng Cổ phần (MSH) là một doanh nghiệp lớn trong ngành công nghiệp dệt may Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của MSH gồm: (i) sản xuất, xuất khẩu các sản phẩm may mặc và các sản phẩm chăn, ga, gối đệm với thương hiệu Sông Hồng và (ii) gia công sản phẩm cho các thương hiệu nổi tiếng.

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

- **Chuyển dịch phương thức sản xuất theo hướng tăng tỷ trọng đơn hàng FOB giúp tăng biên lợi nhuận gộp:** Không giống phần lớn các doanh nghiệp trong ngành, MSH là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may chú trọng phát triển và gia tăng tỷ trọng nhóm sản phẩm theo phương thức FOB. So với đơn hàng CMT, FOB là phương thức có biên lợi nhuận cao hơn do doanh nghiệp được chủ động tìm kiếm nguồn cung ứng đầu vào để làm ra sản phẩm.
- **Xây dựng nhà máy mới đóng góp vào tăng trưởng chung của Công ty:** Vào tháng 3/2022, MSH đã đưa nhà máy may Sông Hồng 10 vào hoạt động với công suất trên 40 chuyên may. Về dự án nhà máy Xuân Trường thuộc công ty con May Sông Hồng – Xuân Trường, MSH dự kiến năm 51% vốn điều lệ, bắt đầu xây dựng vào Q3/2023 và dự kiến đưa vào hoạt động vào cuối năm 2024. Sau khi 2 nhà máy mới hoạt động hết công suất, tổng công suất của MSH sẽ tăng lên khoảng 17%. Các nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ góp phần tăng năng suất cho các đơn hàng FOB, tạo động lực tăng trưởng trong tương lai.

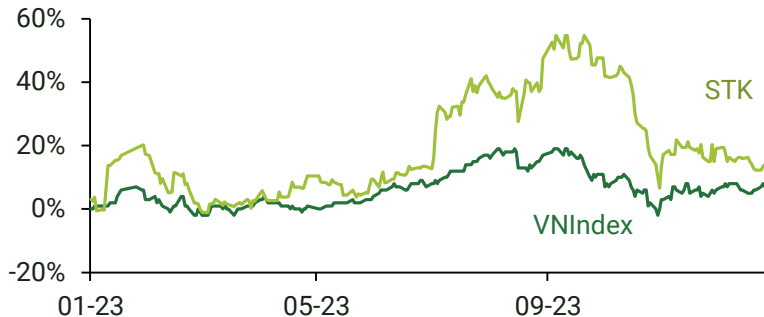
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,411	3,813	4,748	5,521	4,733	5,252
LNST (tỷ VND)	450	232	442	338	258	334
EPS (VND)	9,113	4,635	8,846	4,998	3,445	4,456
Tăng trưởng EPS (%)	-11%	-49%	91%	-44%	-31%	29%
Giá trị sổ sách (VND)	24,710	28,839	29,902	22,916	24,361	26,816
P/E	4.9	8.6	8.9	6.6	10.6	8.2
P/B	1.8	1.4	2.6	1.4	1.5	1.4



Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Sợi Thế Kỷ được thành lập năm 2000. Hoạt động sản xuất chính của công ty là sản xuất sợi tơ tổng hợp, dệt kim. Công ty hiện đang cung cấp các sản phẩm: sợi POY, sợi DTY và sợi FDY. Công ty cũng là nhà cung cấp cho các doanh nghiệp dệt may như Nike, Adidas, Uniqlo và Puma.

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

- **Chiến lược phát triển sợi tái chế tạo động lực tăng trưởng dài hạn:** Theo xu hướng bảo vệ môi trường, các nhãn hàng thời trang, thể thao lớn như Adidas, Walmart, H&M,... đều cam kết hành động chống biến đổi khí hậu và sử dụng sợi tái chế đạt tỷ lệ 50% - 100% đến năm 2025. STK có chiến lược giảm tỷ trọng sợi nguyên sinh và tăng tỷ trọng sợi tái chế lên 70% doanh thu vào năm 2025, đây sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho sản xuất sợi tái chế của STK.
- **Dự án nhà máy sản xuất sợi tổng hợp Unitex sẽ giúp STK đón đầu xu hướng thời trang xanh:** Tính đến cuối tháng 9/2023, tiến độ xây dựng chung của nhà máy Unitex đã đạt 70%, dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng vào cuối Q1/2024 và đưa giai đoạn 1 (công suất 36,000 tấn/năm) vào hoạt động từ Q3/2024. Sau khi đưa nhà máy Unitex giai đoạn 1 vào hoạt động, tổng công suất của STK sẽ tăng khoảng 57% đạt 99,000 tấn/năm. Với tiến độ phục hồi chậm như đã dự báo trước đó, chúng tôi cho rằng STK sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng dư cung và công suất sử dụng của cả 3 nhà máy trong năm 2024 sẽ chỉ đạt khoảng 50% - 60%. Tuy nhiên, đây sẽ là tiền đề cho STK đón đầu xu hướng thời trang xanh khi các nhãn hàng lớn đều cam kết hành động chống biến đổi khí hậu, dự trữ nguồn lực chuẩn bị cho thời điểm thị trường phục hồi.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,229	1,766	2,042	2,115	1,425	1,746
LNST (tỷ VND)	214	144	278	242	82	137
EPS (VND)	3,163	2,041	3,937	2,961	875	1,461
Tăng trưởng EPS (%)	6%	-35%	93%	-25%	-70%	67%
Giá trị sổ sách (VND)	15,314	15,309	17,801	18,835	19,322	19,982
P/E	6.5	8.3	10.5	9.3	29.6	17.8
P/B	1.3	1.1	2.3	1.5	1.3	1.3

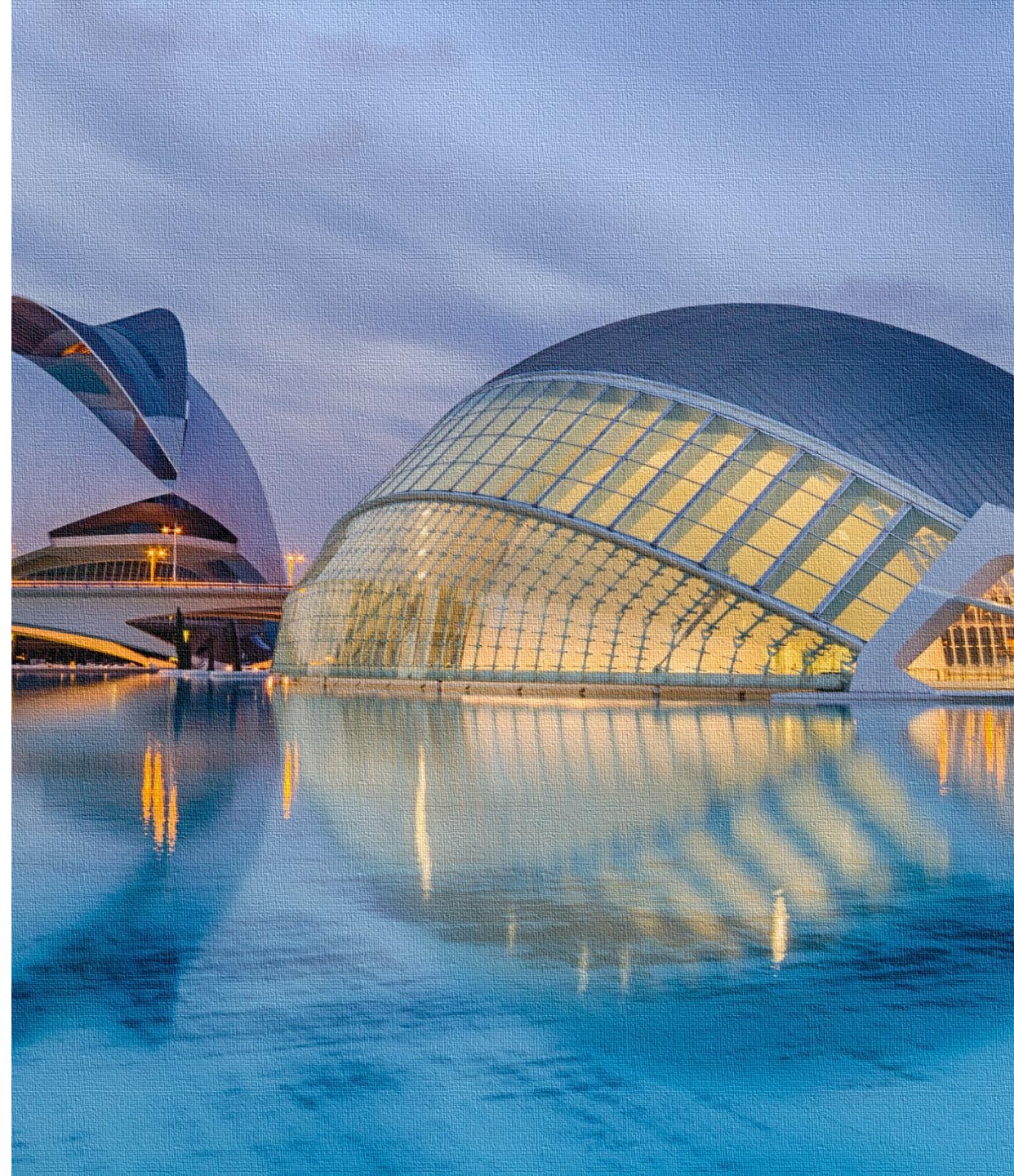
NGÀNH NGÂN HÀNG

CÁ CHÉP VƯỢT VỮ MÔN

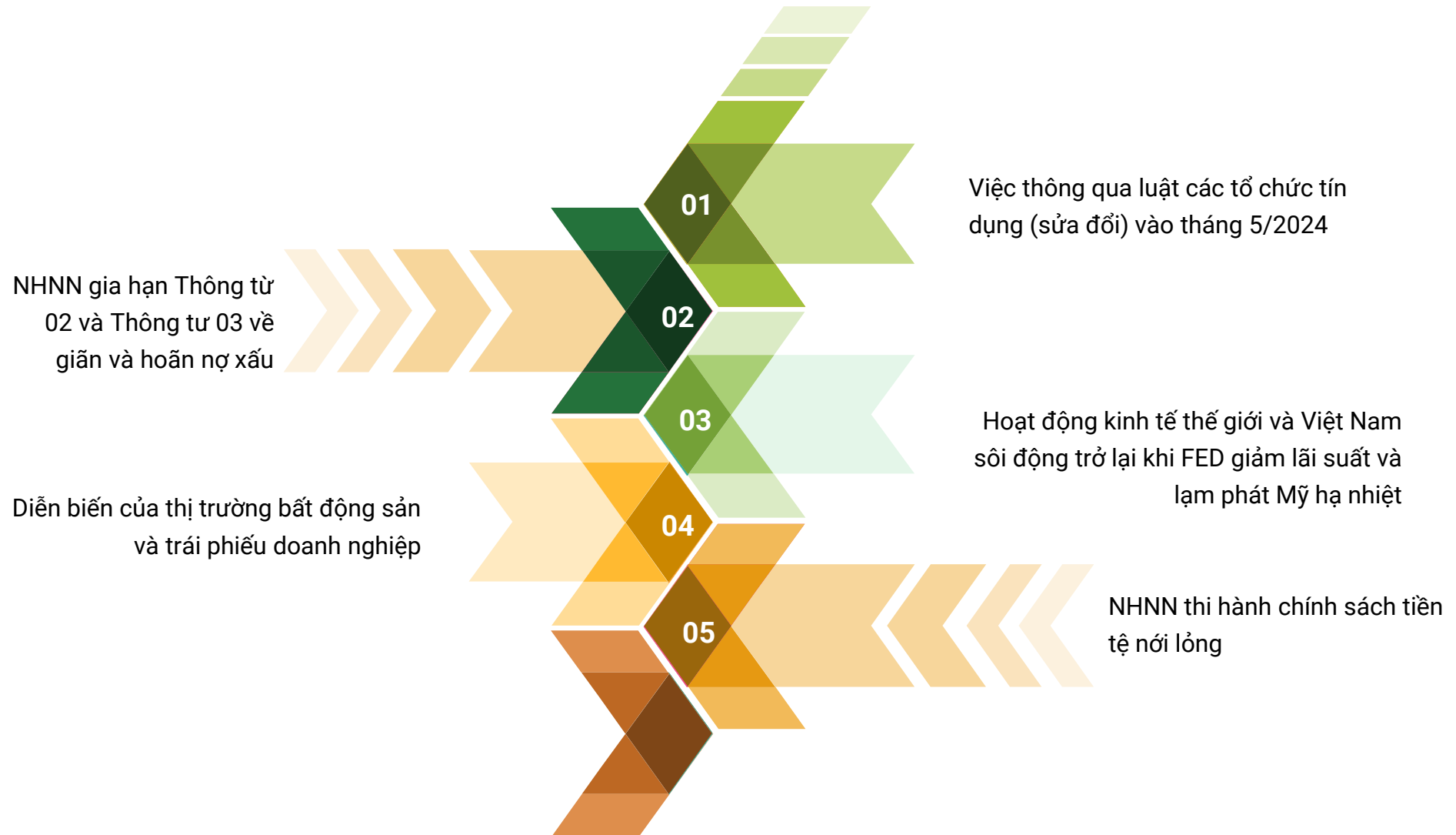
- Triển vọng ngành ngân hàng năm 2024
- Định giá và khuyến nghị

Nguyễn Thị Thảo Vy

Chuyên viên phân tích cao cấp – Ngành ngân hàng

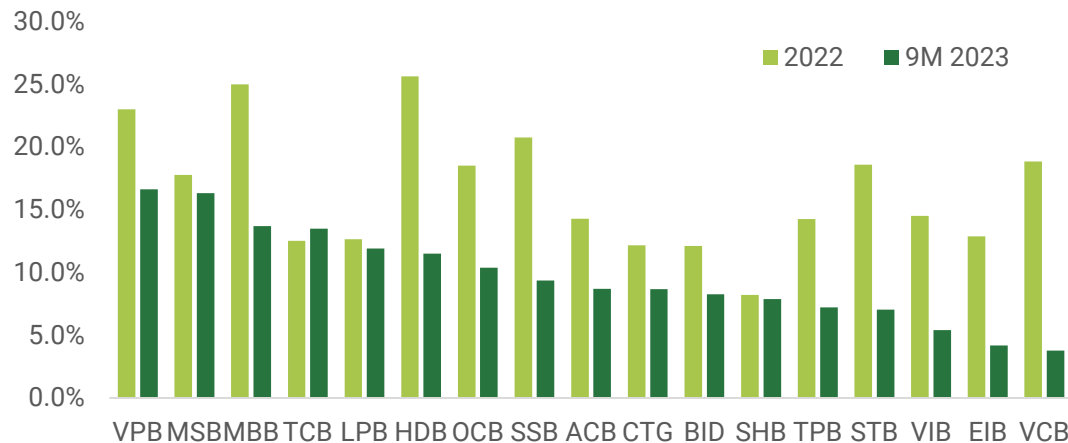


YẾU TỐ XÚC TÁC CỦA NGÀNH TRONG 12 THÁNG TỚI



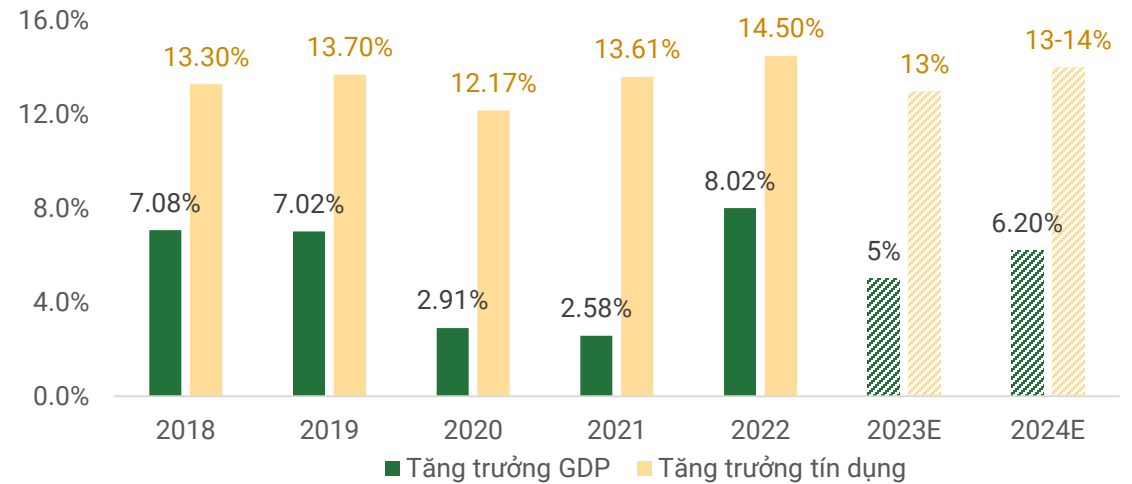
- Tính đến ngày 28/12, tín dụng toàn nền kinh tế tăng trưởng 13.5% so với cuối năm 2022, trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều thách thức và sự khủng hoảng niềm tin của nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Những ngân hàng tăng trưởng tín dụng mạnh nhất trong 9M gồm: VPB, MSB, MBB, TCB, LPB.
- Như đã đề cập trên phần vĩ mô, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 sẽ đạt mức 13-14% nhờ sự khởi sắc của nền kinh tế Việt Nam, mặt bằng lãi suất thấp gia tăng hấp thụ tín dụng, và kỳ vọng việc FED giảm lãi suất trong năm 2024 sẽ làm bệ phóng cho tín dụng vào nửa cuối năm 2024.
- Hơn nữa, những nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng của Chính phủ thông qua việc ban hành những chính sách hỗ trợ (như Chương trình tín dụng 120,000 tỷ đồng cho vay ưu đãi phát triển nhà ở xã hội) và sự quyết liệt trong việc tháo gỡ vướng mắc pháp lý trên thị trường bất động sản sẽ tiếp tục là đòn bẩy cho tăng trưởng tín dụng trong năm 2024.

Tăng trưởng tín dụng 9M2023 vs 2022



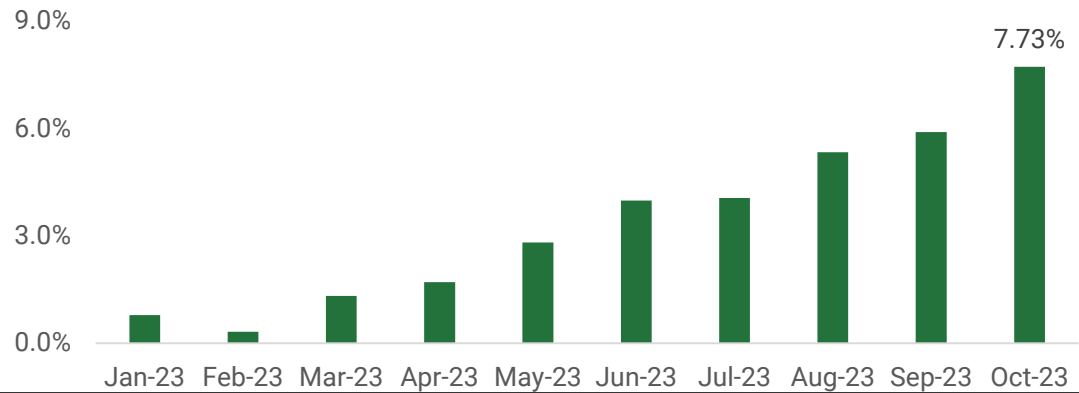
Nguồn: PHS tổng hợp

Tăng trưởng tín dụng dự phóng



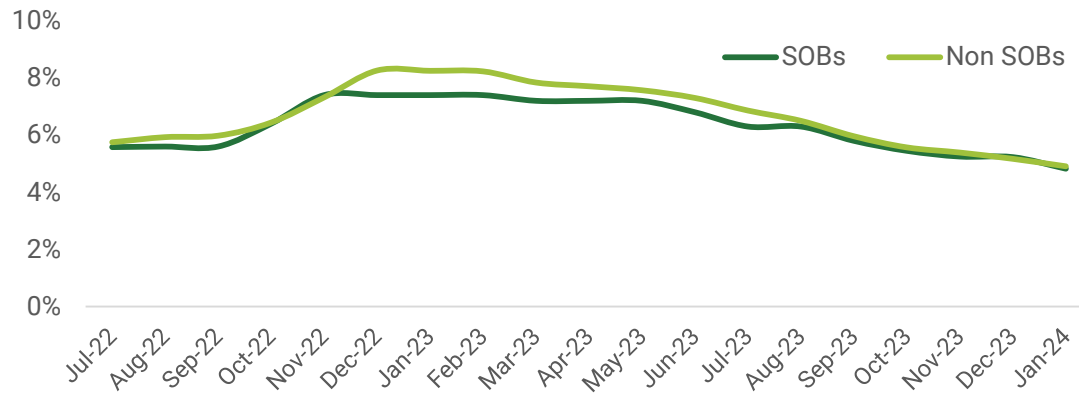
Nguồn: PHS tổng hợp

TĂNG TRƯỞNG HUY ĐỘNG HUY ĐỘNG TOÀN NỀN KINH TẾ



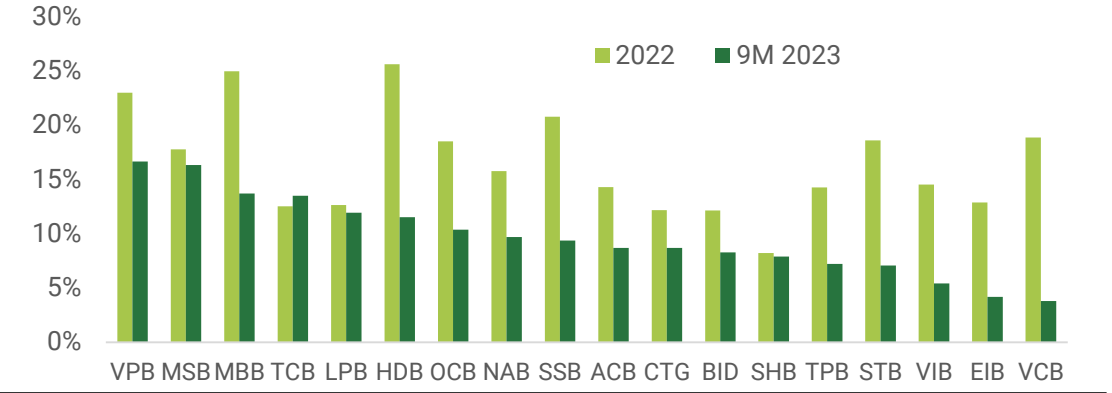
Nguồn: PHS tổng hợp

Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng



Nguồn: PHS tổng hợp

Tăng trưởng huy động của ngân hàng



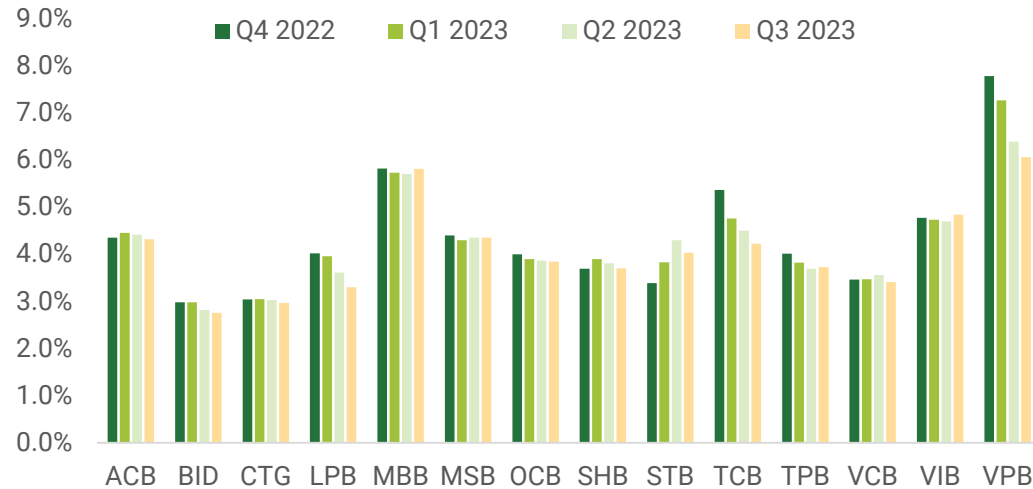
Nguồn: PHS tổng hợp

- Đến cuối tháng 10/2023, tăng trưởng huy động đạt 7.73% so với cuối năm 2023, thanh khoản hệ thống dồi dào do cầu tín dụng còn yếu và các kênh đầu tư khác kém khả quan.
- Từ đầu năm 2023 đến nay, NHNN đã 3 lần điều chỉnh giảm trần lãi suất huy động và 4 lần hạ lãi suất điều hành để hỗ trợ doanh nghiệp. Chúng tôi nhận thấy trong năm 2023, các ngân hàng quốc doanh đã giảm lãi suất huy động 2.6%, trong khi các ngân hàng thương mại đã giảm 3.3%.
- Những ngân hàng tăng trưởng huy động trên 10% so với cuối năm 2023 gồm: VPB, MSB, MBB, TCB, LPB, HDB, OCB.

BIÊN LÃI RÒNG (NET INTEREST MARGIN - NIM)

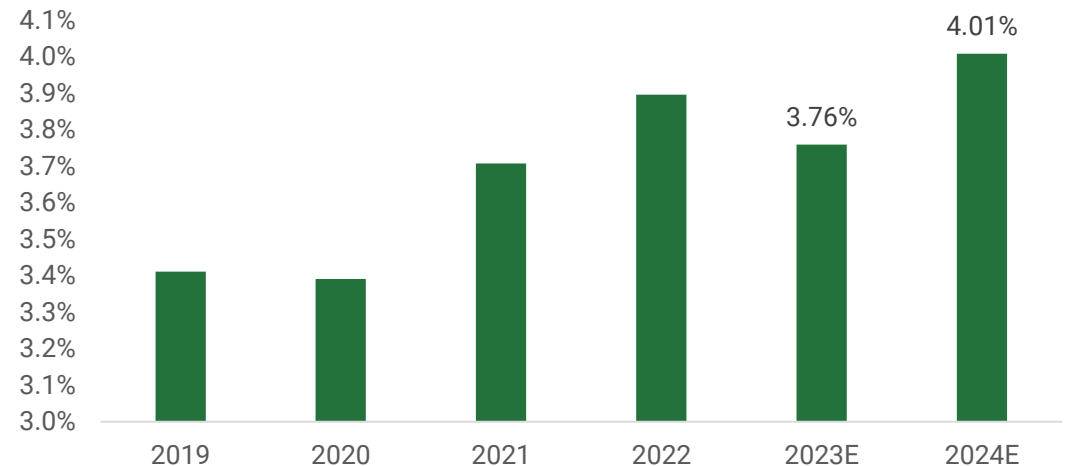
- Lũy kế 12 tháng gần nhất, NIM của ngành ngân hàng đạt 3.68%, giảm 22 bps so với cuối năm 2022 do áp lực từ việc tăng lãi suất nhanh và mạnh vào cuối năm 2022. Những ngân hàng có NIM cao nhất gồm: VPB, MBB, VIB, MSB, ACB, TCB.
- Mới đây, Fitch rating đã nâng hạng cho một số ngân hàng của Việt Nam (VCB, CTG, ACB, MBB). Chúng tôi kỳ vọng trong tương lai gần sẽ có nhiều ngân hàng được nâng hạng, qua đó thu hút nguồn vốn của các tổ chức quốc tế, giúp giảm chi phí huy động vốn của toàn ngành và cải thiện NIM.
- Dựa trên kỳ vọng Chính phủ tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp trong năm 2024 và tăng nhẹ vào cuối năm, thanh khoản hệ thống dồi dào, chúng tôi kỳ vọng NIM của toàn ngành sẽ cải thiện lên 4.01% vào cuối năm 2024.

Biên lãi ròng của các ngân hàng thương mại



Nguồn: PHS tổng hợp

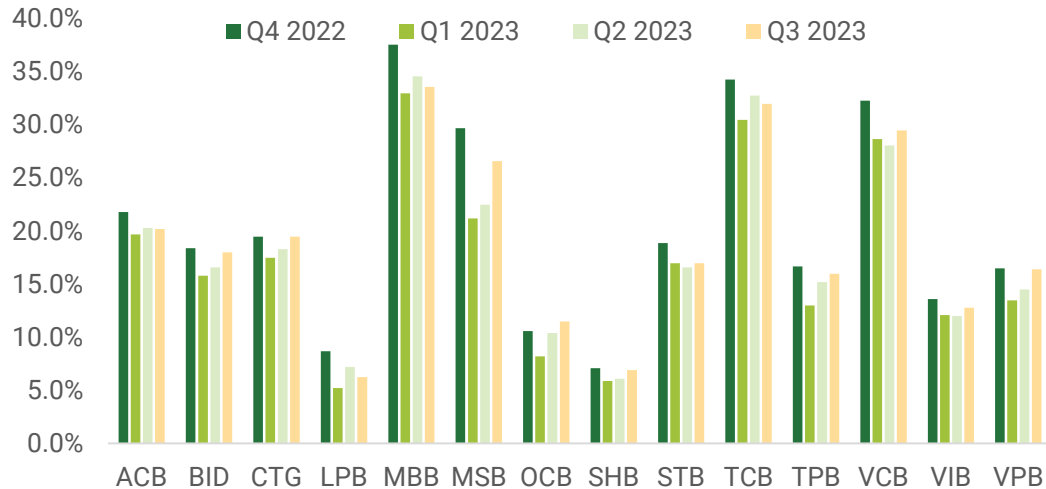
Biên lãi ròng của ngành ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp

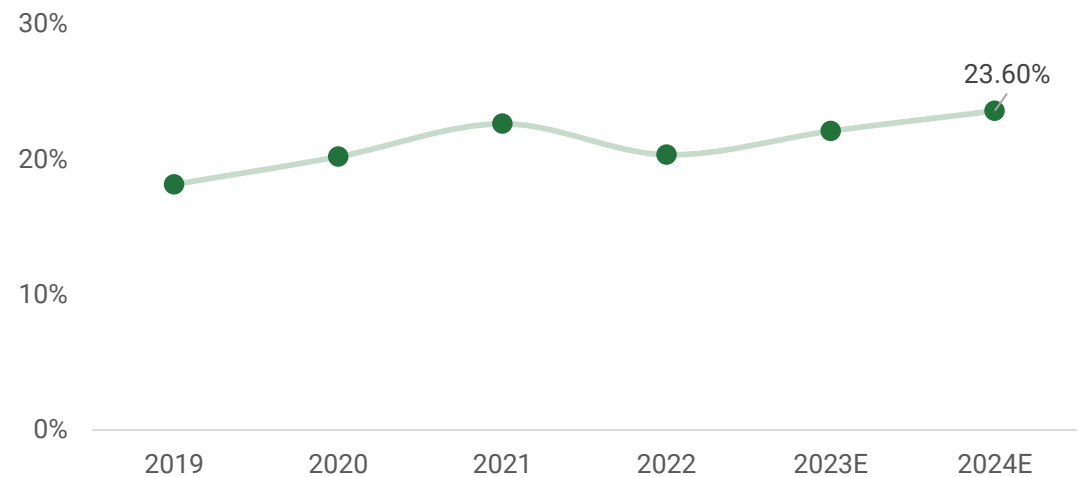
- Kết thúc 9M 2023, tỷ lệ CASA của các ngân hàng giảm 1.5% còn 18.8% do giai đoạn lãi suất tiết kiệm cao vào cuối năm 2022 và hoạt động sản xuất kinh doanh còn trì trệ kéo dài đã khiến khách hàng gia tăng gửi tiết kiệm.
- Sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ CASA sẽ cải thiện lên 23.6% nhờ (1) cuộc đua chuyển đổi số đang diễn ra quyết liệt tại các ngân hàng làm gia tăng khả năng tiếp cận khách hàng của các ngân hàng; (2) các kênh đầu tư như trái phiếu doanh nghiệp chưa phục hồi, trong khi kênh tiền gửi tiết kiệm kém hấp dẫn do môi trường lãi suất thấp; (3) hoạt động kinh tế khởi sắc vào H2 2024 sẽ khuyến khích các doanh nghiệp duy trì CASA cho hoạt động kinh doanh. Dù vậy, sự phục hồi kỳ vọng của thị trường chứng khoán sẽ tạo áp lực lên CASA.
- Những ngân hàng có tỷ lệ CASA lớn như TCB, VCB, MBB, MSB, BID, CTG, TPB sẽ chứng kiến NIM phục hồi mạnh hơn.

Tỷ lệ CASA của các ngân hàng thương mại



Nguồn: PHS tổng hợp

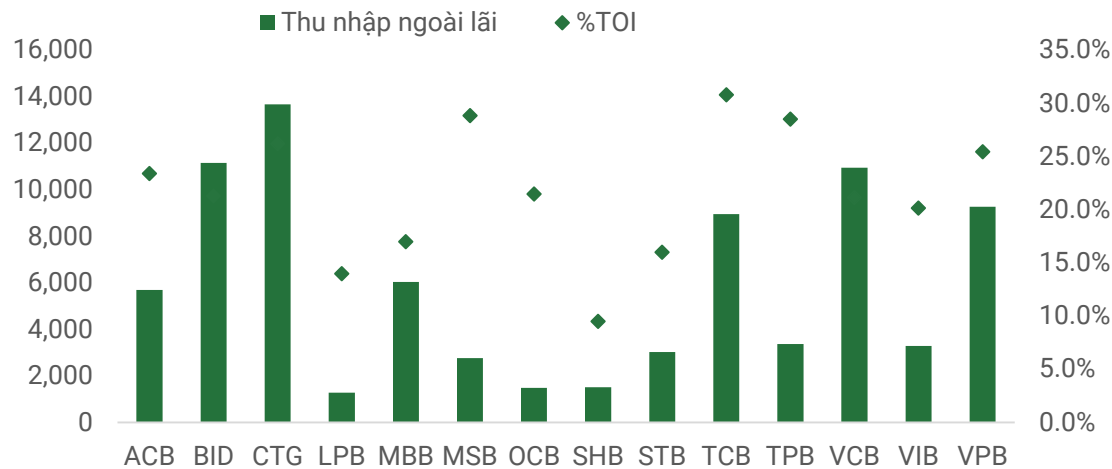
Tỷ lệ CASA của ngành ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp

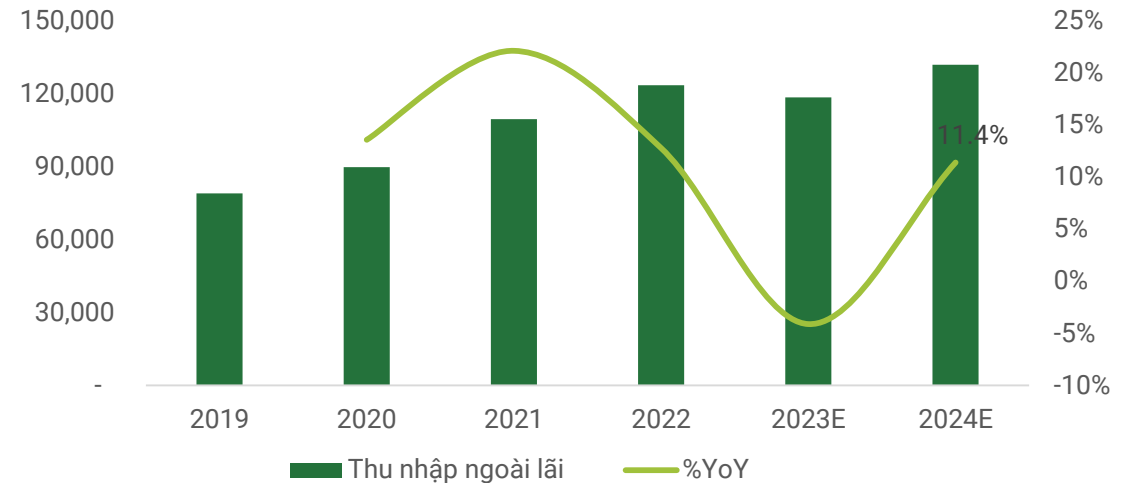
- Trong 9M 2023, thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng giảm 3.21%YoY lên 92 nghìn tỷ đồng do sự ảnh hưởng của nền kinh tế và cuộc khủng hoảng bancassurance.
- Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng thu ngoài lãi tăng trưởng 11.4%YoY nhờ (1) Hoạt động xuất nhập khẩu sôi động trở lại tạo động lực cho nguồn thu phí từ LC; (2) Hoạt động dịch vụ thanh toán bình ổn trong năm 2024 do chính sách “zero fee”; (3) Chính sách tiền tệ linh hoạt và tỷ giá USD/VND ổn định trong năm 2024 hỗ trợ hoạt động mua bán ngoại hối, nhưng mức tăng sẽ hạ nhiệt so với năm 2023; (4) Dù chúng tôi cho rằng niềm tin trong lĩnh vực bancassurance chưa phục hồi trong năm 2024, nhưng nhờ những cải cách trong chiến lược bán bancassurance sẽ mang lại tín hiệu tích cực cho hoạt động này.

Thu nhập ngoài lãi 9M 2023 của các ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp

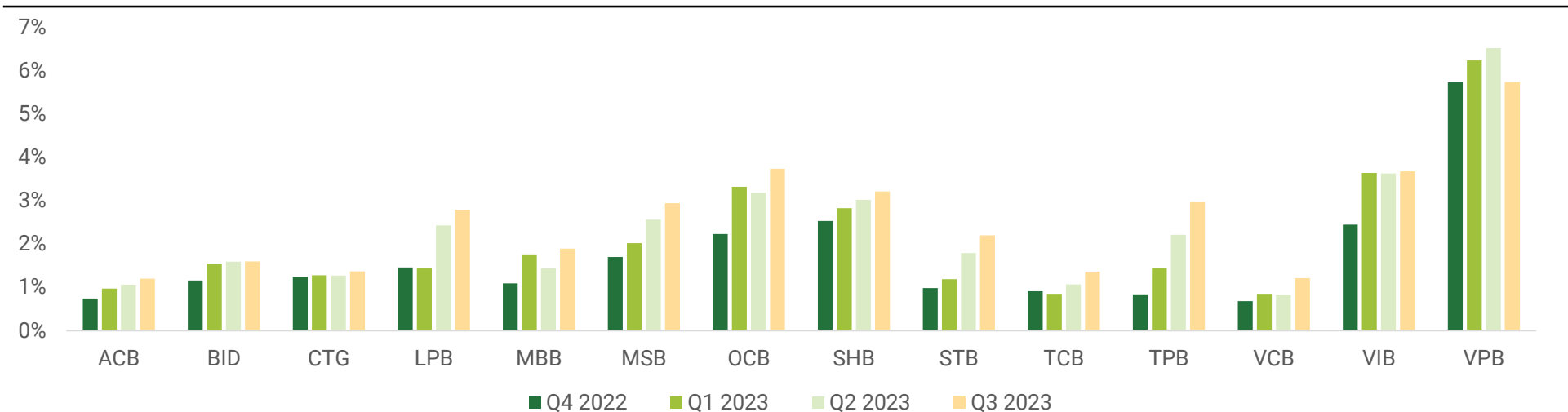
Thu nhập ngoài lãi (Tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp

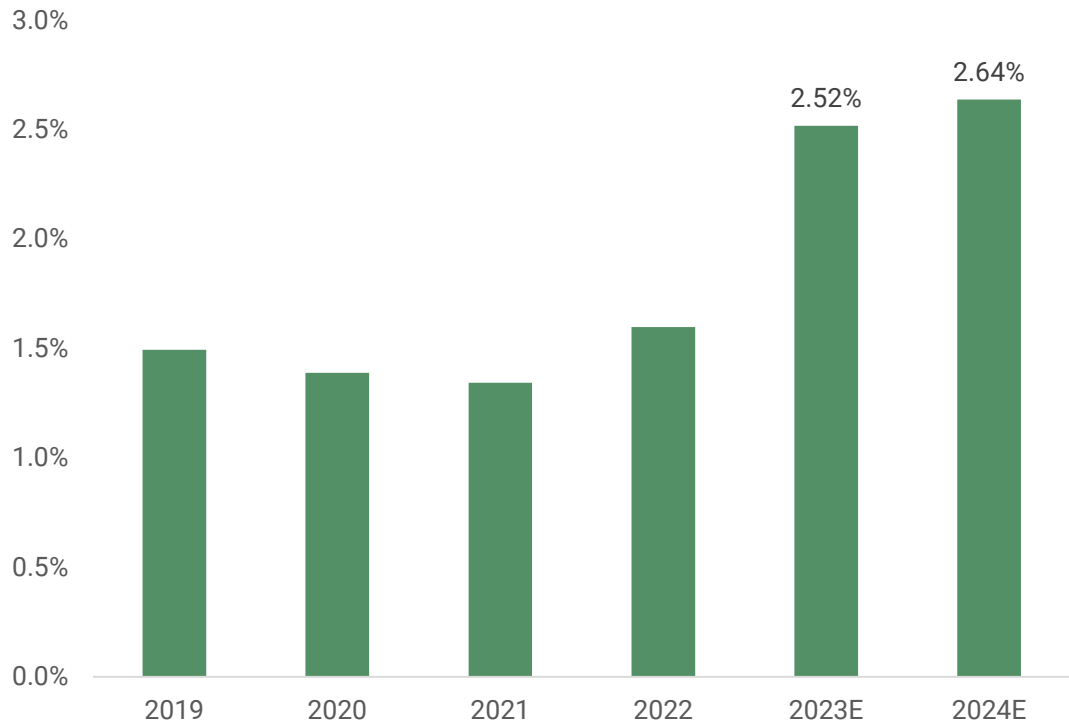
- Vào cuối 9M 2023, chất lượng tài sản toàn ngành suy giảm với Tỷ lệ nợ xấu (ghi số) tăng 60 bps so với cuối năm 2022 lên 2.24%.
- Nợ cần chú ý tăng 39%YTD lên 215,904 tỷ đồng, nhưng giảm 6% so với Q2 2023. Vào cuối tháng 8, Nợ bán VAMC chưa xử lý và nợ tiềm ẩn đạt 8%.
- Đến cuối tháng 9, nợ tái cơ cấu theo TT02 đạt 140 nghìn tỷ (chiếm 1.09% tổng tín dụng).
- Những ngân hàng có NPL cao nhất gồm: VPB, OCB, VIB, SHB, TPB.

Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp

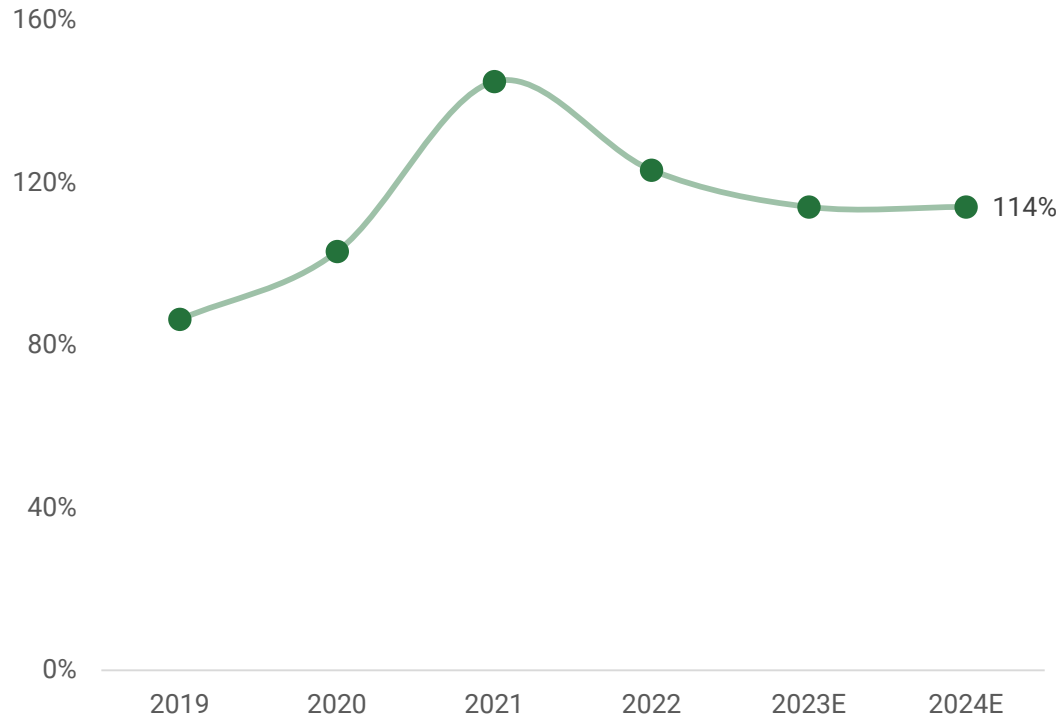
Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: PHS tổng hợp

- Chúng tôi ước tính Tỷ lệ Nợ xấu năm 2024 sẽ tăng lên 2.64% do:
- (1) Năm 2023, các doanh nghiệp đã ngấm đòn của nền kinh tế khó khăn, nợ xấu tăng mạnh và bộ đệm dự phòng thu hẹp dù NHNN đã ban hành nhiều văn bản pháp lý hỗ trợ thị trường (thông tư 02/2023/TT-NHNN (TT 02) về cơ cấu lại thời gian trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ, Thông tư 03/2023/TT-NHNN (TT 03) về mua bán trái phiếu doanh nghiệp, và Nghị định 08/2023/NĐ-CP hỗ trợ gia hạn trái phiếu doanh nghiệp). Do đó, chúng tôi nhận định những khó khăn năm 2023 sẽ còn tác động đến năm 2024.
- (2) Thông tư 02 về giữ nguyên nhóm nợ hết hiệu lực vào tháng 06/2024 sẽ làm gia tăng nợ xấu trong năm 2024. NHNN đang cân nhắc kéo dài thời gian thi hành của thông tư 02. Nếu được thông qua, sẽ giảm tốc độ gia tăng nợ xấu, giảm áp lực cho doanh nghiệp khi không phải trả lãi phạt, và tạo dư địa cho dòng vốn mới khi tỷ lệ nợ xấu là một tiêu chí để xét room tín dụng.
- (3) Công tác xử lý nợ xấu gặp khó khăn khi Nghị quyết 42/2017/QH14 hết hiệu lực vào cuối năm nay. Dự kiến tháng 5/2024, Dự thảo Luật Các tổ chức tín dụng (sửa đổi) được thông qua, sẽ luật hóa những quy định tại Nghị quyết 42. Do đó, sẽ tạo 1 khoảng trống pháp lý trong xử lý nợ xấu thông qua bán tài sản bảo đảm, đặc biệt là các khoản nợ lớn cần tổ chức bán nợ theo giá thị trường khó thực hiện trong điều kiện thị trường bất động sản đóng băng.
- (4) Luật Kinh doanh bất động sản và Luật Nhà ở được đã được thông qua tháng 11/2023, và có hiệu lực từ đầu 2025. Do tổng trị giá bất động sản thế chấp chiếm khoảng 70% tổng tài sản đảm bảo cho các khoản vay, nên sẽ làm chậm công tác xử lý nợ xấu trong năm 2024.

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu

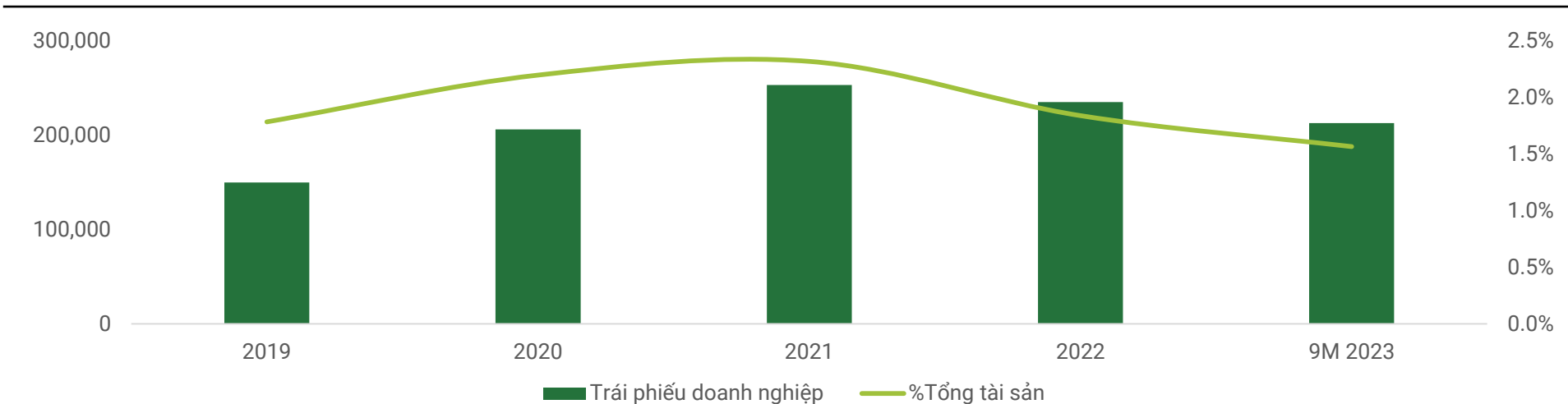


Nguồn: PHS tổng hợp

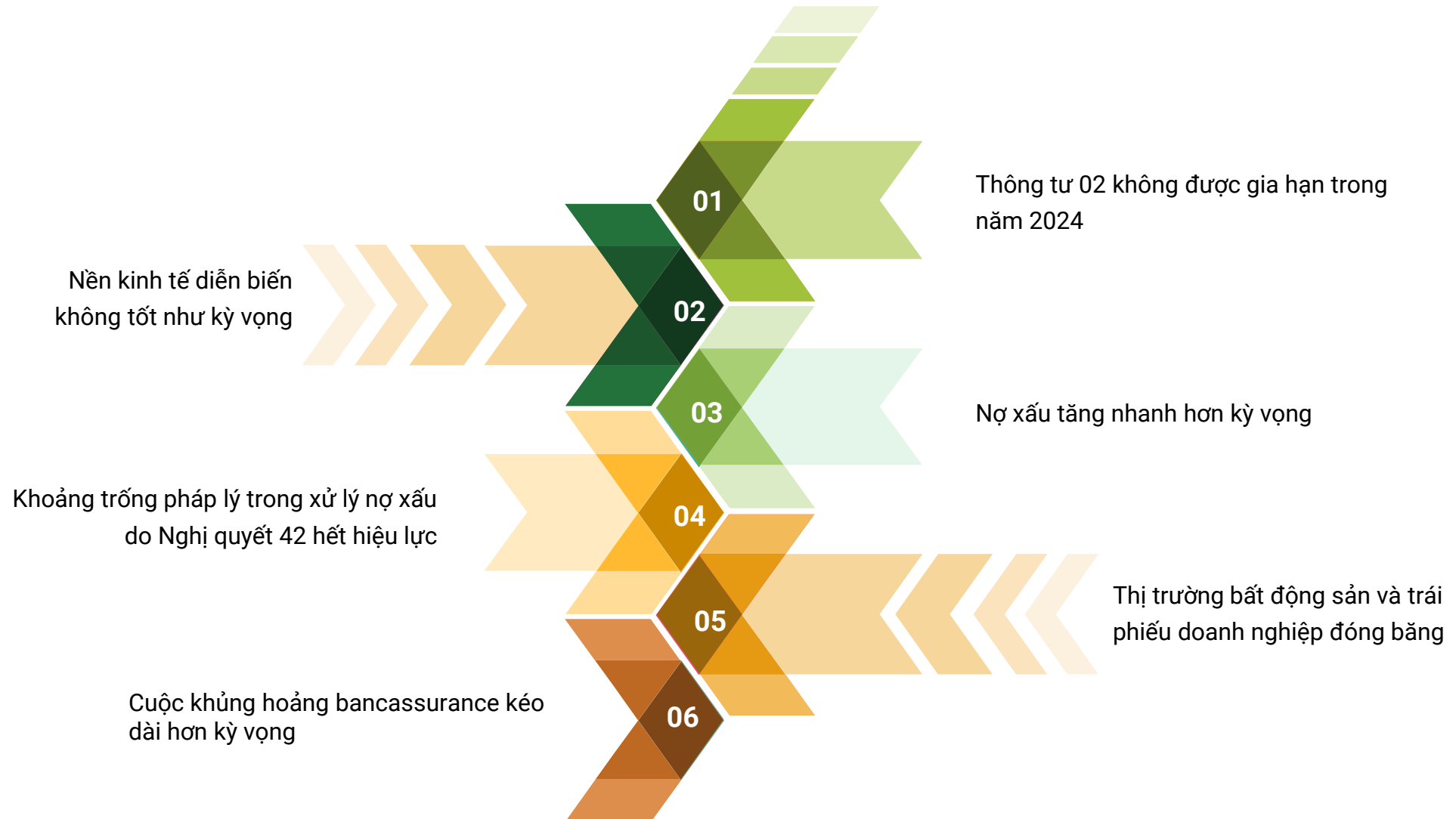
- Kết thúc 9M 2023, bộ đệm vốn của các ngân hàng suy giảm mạnh với tỷ lệ bao phủ nợ xấu (*) của toàn ngành đạt 93.8%, giảm từ mức 123% vào cuối năm 2022. Các ngân hàng đã trích lập 90.2 nghìn tỷ đồng chi phí dự phòng trong 9M 2023, tăng 5.6% so với cùng kỳ năm trước. Vào cuối 9M chỉ có VCB, CTG, BID, MBB và BAB có bộ đệm vốn trên 100%.
- Chúng tôi ước tính tỷ lệ bao phủ nợ xấu của ngành ngân hàng sẽ đạt 114% vào năm 2024, duy trì so với năm 2023, do rủi ro nợ xấu còn gia tăng trong năm 2024 như đã trình bày trong slide trước.
- Hơn nữa, kỳ vọng những hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện trong năm 2024 sẽ tạo nên tiềm lực để ngành ngân hàng gia tăng trích lập và củng cố sức mạnh bản cân đối.
- Những ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu lớn trong năm 2023, ít các khoản cho vay bất động sản và trái phiếu doanh nghiệp sẽ tiết giảm được chi phí trích lập dự phòng trong năm 2024 và có bộ đệm vốn dày hơn để chống chịu trước những rủi ro tiềm ẩn của nền kinh tế.

- Kết thúc 9M 2023, các ngân hàng đã giảm nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp 18.7%YoY còn 213 nghìn tỷ đồng.
- Những ngân hàng nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp nhiều nhất là TCB (48.3 nghìn tỷ đồng (+17.7%YoY)), MBB (40.7 nghìn tỷ (-13.2%YoY)), TPB (15.9 nghìn tỷ đồng (-26.6%YoY)), VPB (28.1 nghìn tỷ đồng (-14.4%YoY)).
- Như đã đề cập trên phần vĩ mô, chúng tôi cho rằng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ khởi sắc hơn năm 2023 nhưng sẽ còn gặp nhiều khó khăn trong năm 2024. Do đó, các ngân hàng nhiều khả năng sẽ duy trì hoặc tăng nhẹ so với năm 2023.

Trái phiếu doanh nghiệp



Nguồn: PHS tổng hợp



TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH 9M 2023

Mã CK	Thu nhập lãi thuần 9M 2023		LNST 9M 2023			NIM	CASA ratio	LLR	NPL
	Giá trị	Tăng trưởng	Giá trị	Tăng trưởng	Tăng trưởng				
	(Tỷ đồng)	YoY	(Tỷ đồng)	YoY	Tín dụng YTD				
TPB	8,429	-2.10%	3,969	-16.30%	7.22%	3.73%	15.99%	46.99%	2.97%
TCB	20,094	-14.40%	13,709	-18.70%	13.51%	4.23%	32.01%	93.04%	1.36%
VCB	40,820	6.20%	23,694	18.60%	3.80%	3.41%	29.46%	270.09%	1.21%
MBB	29,520	11.80%	16,009	10.00%	13.71%	5.81%	33.59%	121.97%	1.89%
ACB	18,670	9.30%	12,038	11.30%	8.71%	4.60%	20.18%	94.62%	1.20%
BID	41,266	-0.60%	15,837	11.60%	8.28%	2.76%	18.00%	158.40%	1.60%
CTG	38,511	9.80%	13,990	10.20%	8.69%	2.98%	19.48%	172.44%	1.37%
HDB	14,711	12.50%	6,888	7.50%	11.53%	4.99%	6.96%	54.20%	2.26%
SHB	14,373	8.60%	6,891	-4.60%	7.89%	3.70%	6.86%	58.29%	3.21%
STB	16,439	48.10%	5,460	66.00%	7.06%	4.73%	16.98%	64.21%	2.20%
VPB	27,133	-11.70%	6,530	-58.60%	16.66%	6.06%	16.41%	42.65%	5.74%
EIB	3,200	-23.00%	1,361	-46.50%	4.18%	2.62%	13.37%	38.65%	2.64%
LPB	7,857	-13.90%	2,944	-23.40%	11.94%	3.30%	6.26%	67.47%	2.79%
VIB	13,027	17.90%	6,660	6.50%	5.43%	4.84%	12.77%	41.37%	3.68%
MSB	6,806	9.40%	4,161	8.20%	16.34%	4.35%	26.56%	58.22%	2.94%
OCB	5,434	6.10%	3,131	47.80%	10.39%	3.84%	11.50%	39.14%	3.74%
SSB	4,942	-2.70%	2,516	-21.80%	9.38%	3.13%	16.76%	98.26%	1.87%

Mã CK	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Chỉ số tài chính						Định giá					
	Thu nhập lãi thuần		LNST		Thu nhập lãi thuần		LNST		Tín dụng	NIM 2024	CASA ratio	LLR	NPL	LDR	Giá hợp lý			Upside/downside	Khuyến nghị	
	Giá trị	Tăng trưởng	Giá trị	Tăng trưởng	Giá trị	Tăng trưởng	Giá trị	Tăng trưởng							Giá tại ngày 29/12	P/E	P/B			
	(Tỷ đồng)	YoY	(Tỷ đồng)	YoY	(Tỷ đồng)	YoY	(Tỷ đồng)	YoY							(VND/CP)	(VND/CP)				
CTG	52,533	9.9%	19,602	16.4%	59,999	14.2%	23,247	18.6%	12.4%	3.04%	20.8%	144.5%	1.61%	77.0%	36,375	27,100	7.5x	1.1x	34.2%	MUA
VCB	60,079	12.8%	33,311	11.3%	67,614	12.5%	37,497	12.6%	18.8%	3.61%	31.3%	291.1%	1.10%	81.2%	87,329	80,300	13.0x	2.2x	8.8%	GIỮ
BID	59,951	6.9%	21,605	17.3%	68,900	14.9%	25,522	18.1%	13.7%	2.93%	20.0%	159.6%	1.59%	81.5%	55,870	43,400	11.1x	1.8x	28.7%	MUA
TCB	28,213	-6.9%	18,401	-10.0%	36,329	28.8%	22,796	23.9%	21.8%	4.65%	35.3%	141.7%	1.22%	80.4%	45,148	31,800	7.0x	1.0x	42.0%	MUA
MBB	41,801	16.0%	20,379	12.3%	52,361	25.3%	23,926	17.4%	21.1%	5.70%	42.6%	145.2%	2.01%	79.5%	29,592	18,650	5.6x	1.2x	58.7%	MUA
MSB	9,478	13.9%	5,092	10.3%	11,724	23.7%	6,093	19.7%	23.1%	4.48%	29.1%	68.7%	3.01%	70.0%	19,676	13,000	6.5x	1.0x	51.4%	MUA
VIB	16,738	11.9%	8,852	4.5%	19,972	19.3%	10,170	14.9%	24.3%	4.92%	15.0%	55.5%	3.84%	77.8%	27,064	19,600	6.75	1.3x	38.1%	MUA
TPB	11,704	2.8%	6,158	-1.6%	14,910	27.4%	7,508	21.9%	16.4%	4.36%	17.8%	62.2%	2.94%	65.6%	24,130	17,400	7.1x	1.2x	38.7%	MUA
OCB	7,820	12.6%	4,426	26.1%	9,358	19.7%	4,880	10.3%	16.8%	4.18%	13.1%	46.8%	3.91%	75.5%	19,164	13,300	8.1x	1.1x	44.1%	MUA
ACB	26,388	12.1%	15,467	13.0%	31,580	19.7%	18,261	18.1%	16.5%	4.44%	22.9%	110.2%	1.26%	78.5%	31,952	23,900	6.8x	1.3x	33.7%	MUA
VPB	38,819	-5.4%	10,031	-40.7%	55,678	43.4%	16,420	63.7%	21.9%	7.03%	17.9%	48.3%	5.85%	84.0%	25,603	19,200	10.5x	1.1x	33.3%	MUA
STB	21,563	25.8%	7,558	49.9%	24,949	15.7%	9,865	30.5%	13.9%	3.96%	20.0%	82.7%	2.33%	83.8%	34,494	27,950	6.6x	1.2x	23.4%	MUA
LPB	11,551	-2.9%	3,697	-18.0%	14,552	26.0%	4,731	28.0%	17.4%	3.76%	7.4%	82.2%	2.97%	80.1%	18,389	15,750	9.9x	1.4x	16.8%	MUA
SHB	19,170	9.2%	8,583	11.0%	22,174	15.7%	10,044	17.0%	15.6%	3.88%	7.8%	63.5%	3.22%	81.9%	16,146	10,800	5.8x	0.9x	49.5%	MUA
Tổng cộng	405,808	7.9%	183,162	5.0%	490,100	20.8%	220,960	20.6%	13-14%	4.01%	23.6%	114.0%	2.64%	79.8%			7.05x	1.2x		

- Trong năm 2023, tỷ lệ P/B trung bình ngành ngân hàng đạt 1.54x, thấp nhất trong giai đoạn 2019-2023. Do đó, chúng tôi cho rằng khó khăn đã phản ánh vào giá làm cho mức giá hiện tại tương đối hấp dẫn.
- Về triển vọng chung của ngành ngân hàng, chúng tôi cho rằng càng về cuối năm 2024, ngành ngân hàng càng tích cực hơn nhờ những yếu tố vĩ mô thế giới và trong nước khả quan dần, nhưng cũng cần lưu ý rủi ro chất lượng tài sản.
- Chúng tôi ước tính LNST của ngành ngân hàng tăng trưởng 20.6% trong năm 2024 và khuyến nghị các mã CTG, BID, VIB, MSB, TCB và MBB.
- CTG và BID là Ngân hàng quốc doanh có chi phí huy động vốn thấp. Đồng thời lãi suất cho vay cạnh tranh trong thời kỳ kinh tế phục hồi sẽ giúp CTG và BID gia tăng lợi thế cạnh tranh. Chất lượng tài sản thuộc những tốt nhất toàn ngành. Riêng BID hưởng lợi từ câu chuyện thoái vốn trong năm 2024.
- MBB hưởng lợi từ hệ sinh thái công ty con với tập khách hàng lớn và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao. Đồng thời, MBB có chiến lược kinh doanh hiệu quả với kết quả kinh doanh tốt và hưởng lợi từ việc nhận chuyển nhượng bắt buộc một tổ chức tín dụng.
- VIB có NIM bền vững trong qua các thời kỳ. Tăng trưởng tín dụng của VIB sẽ cải thiện trong năm 2024 từ mức nền thấp của năm 2023 nhờ hoạt động kinh tế sôi động vào nửa cuối năm 2024.
- TCB sẽ phục hồi tương đối từ mức nền thấp năm 2023 khi thị trường bất động sản và thị trường trái phiếu doanh nghiệp ấm dần lên. Dù vậy, phải đến gần cuối năm 2024, sự phục hồi mới rõ nét. Chất lượng bản cân đối tương đối tốt.

Tỷ lệ P/B



Nguồn: PHS tổng hợp



Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng Thương mại Cổ phần Công thương Việt Nam (VietinBank) được thành lập từ năm 1988. Ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực huy động và kinh doanh vốn, và cung cấp các dịch vụ tài chính liên quan. VietinBank được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2009.

Luận điểm đầu tư

- Kênh giải ngân quan trọng của Chính phủ:** Thực hiện định hướng của Chính phủ và NHNN trong điều hành chính sách tiền tệ, ổn định tỷ giá, lãi suất, kiểm soát lạm phát; Giữ vai trò chủ đạo trong cung ứng vốn cho nền kinh tế; Triển khai chương trình hỗ trợ giảm lãi suất.
- Hưởng lợi từ quy mô kinh tế lớn** (Quy mô Tổng tài sản hữu hình lớn thứ 2 ngành, đạt 1,860 nghìn tỷ đồng), có hiệu quả hoạt động cao với tỷ lệ Chi phí trên Thu nhập (29.6%) thấp thứ hai trong ngành.
- Chi phí huy động vốn thấp:** Top 25% ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất ngành (4.76%) nhờ: lãi suất tiền gửi tiết kiệm bình quân thấp (top 3 toan nhanh) và ổn định hơn so với các ngân hàng khác. CTG thuộc nhóm 25% ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất (18%).
- Tăng trưởng bền vững với chất lượng tài sản tốt:** Top 2 ngân hàng có tỷ lệ dự phòng rủi ro cho vay cao nhất (172.4% in 9M 2023); Top 4 ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất (1.37%); Tỷ lệ trái phiếu doanh nghiệp tối thiểu (4.3 nghìn tỷ đồng ~ 0.2% Tổng tài sản)

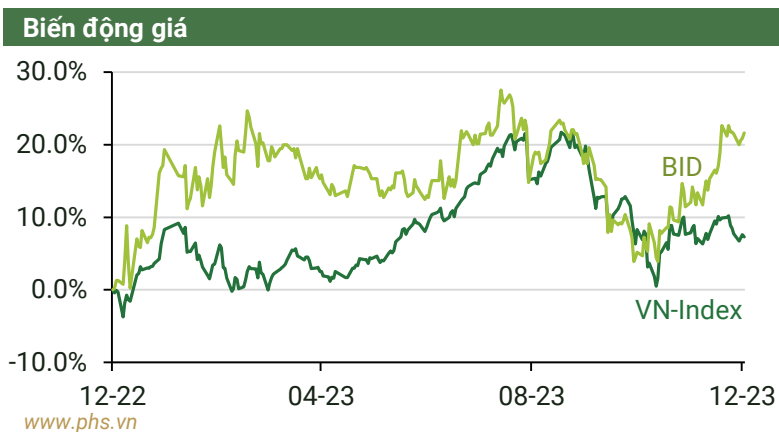
Biến động giá



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	33,199	35,581	41,788	47,792	52,533	59,999
Thu nhập ngoài lãi	7,319	9,737	11,368	16,325	17,171	19,391
Tổng thu nhập hoạt động	40,519	45,317	53,157	64,117	69,704	79,390
Chi phí hoạt động	(15,735)	(16,085)	(17,186)	(19,007)	(19,901)	(21,697)
Chi phí dự phòng	(13,004)	(12,147)	(18,382)	(24,163)	(25,300)	(28,634)
Thu nhập trước thuế	11,781	17,085	17,589	20,946	24,503	29,059
Lợi nhuận sau thuế	9,477	13,757	14,215	16,835	19,602	23,247
Tỷ lệ nợ xấu	1.16%	0.94%	1.26%	1.24%	1.27%	1.61%
Tỷ lệ CASA	16.4%	18.8%	19.4%	19.5%	20.2%	20.8%



Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV) trực thuộc Bộ Tài chính được thành lập vào năm 1957. Ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực huy động và kinh doanh vốn, và cung cấp các dịch vụ tài chính liên quan. BIDV được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2014. Kết thúc năm 2022, BIDV tiếp tục giữ vững vị thế là ngân hàng thương mại cổ phần có quy mô lớn nhất Việt Nam



Luận điểm đầu tư

Tổng tài sản lớn nhất hệ thống. Kết thúc 9M 2023, tổng tài sản của BID đạt 2,132 nghìn tỷ đồng (+1%YTD), là ngân hàng có tổng tài sản cao nhất toàn ngành. Lợi thế quy mô giúp BID tiếp cận khách hàng dễ dàng hơn, tối ưu hóa chi phí, qua đó tạo thuận lợi để mở rộng mạng lưới kinh doanh, gia tăng quy mô tín dụng và tiền gửi.

Danh mục nợ đa dạng, tăng trưởng tín dụng tốt hơn những ngân hàng khác. Kết thúc 9M 2023, tín dụng của BID tăng trưởng 8.3%YTD. Thị phần cho vay của BID đạt 12.5%. Cơ cấu dư nợ tín dụng tập trung vào bán lẻ (44% dư nợ, tương đương 709 nghìn tỷ đồng), và doanh nghiệp (34% dư nợ, tương đương 547.9 nghìn tỷ đồng).

Chất lượng tài sản vượt trội. Kết thúc 9M 2023, tỷ lệ Nợ xấu của BID đạt 1.6%, thuộc top 25% thấp nhất ngành. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu của BID đạt 158.4%, cao thứ 3 toàn ngành, cho thấy BID có mức độ chống chịu với rủi ro tín dụng tốt hơn trung bình ngành.

Câu chuyện phát hành riêng lẻ vẫn đang được xúc tiến sang năm 2024. Hiện BIDV vẫn đang có kế hoạch phát hành riêng lẻ 9% cho nhà đầu tư. Thời gian qua, BIDV nỗ lực thực hiện, đã tiếp xúc với 38 nhà đầu tư. Tuy nhiên, tình hình kinh tế trong nước không thuận lợi đã làm giảm nhu cầu. Hiện, đã có một số nhà đầu tư tiềm năng, BIDV sẽ làm việc với NHNN, các đối tác để tìm kiếm nhà đầu tư phù hợp nhất.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	35,978	35,797	46,823	56,070	59,951	68,900
Thu nhập ngoài lãi	12,143	14,240	15,670	13,512	15,780	20,015
Tổng thu nhập hoạt động	48,121	50,037	62,494	69,582	75,731	88,915
Chi phí hoạt động	(17,257)	(17,693)	(19,465)	(22,557)	(23,909)	(27,279)
Chi phí dự phòng	(20,132)	(23,318)	(29,481)	(24,015)	(24,835)	(29,752)
Thu nhập trước thuế	10,732	9,026	13,548	23,009	26,987	31,884
Lợi nhuận sau thuế	8,548	7,224	10,841	18,420	21,605	25,522
Tỷ lệ nợ xấu	1.75%	1.76%	1.00%	1.16%	1.51%	1.59%
Tỷ lệ CASA	16.0%	18.0%	19.4%	18.4%	19.1%	20.0%



Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quốc tế Việt Nam (VIB) được thành lập vào năm 1996. VIB hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực huy động vốn, cho vay tín dụng. Ngoài ra, Ngân hàng còn tham gia các hoạt động thanh toán quốc tế, kinh doanh ngoại hối, đầu tư tài chính, quản lý rủi ro và bảo toàn vốn. VIB được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 10/2020.

Luận điểm đầu tư

Ngân hàng dẫn đầu tăng trưởng nhờ mở rộng các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Cho vay mua ô tô của VIB dẫn đầu thị trường với thị phần 13% toàn thị trường, trong khi mảng Cho vay mua nhà có tăng trưởng cao nhất thị trường (45% vào năm 2018, 46% vào năm 2019, 41% vào năm 2020, 25% vào năm 2021, 29% vào năm 2022). Do đó, tăng trưởng tín dụng của VIB đã đạt tốc độ tăng trưởng ấn tượng, với CAGR 23% trong giai đoạn 2018-2022. Năm 2024, tăng trưởng tín dụng của VIB sẽ khởi sắc từ mức nền thấp của năm 2023 và ước đạt 24.3%.

Khả năng cải thiện NIM được hỗ trợ bởi chiến lược phát triển ngân hàng bán lẻ và ngân hàng số. NIM của VIB tăng từ 2.9% vào năm 2016 lên 4.77% vào năm 2022, thuộc top những ngân hàng có NIM cao nhất nhờ chiến lược phát triển ngân hàng bán lẻ và ngân hàng số. NIM của VIB bền vững trước biến động của nền kinh tế, khi trong 9M 2023, NIM của VIB tăng 7 bps lên 4.84%, trong khi toàn ngành giảm 22 bps, nhờ chính sách cho vay linh hoạt và tập khách hàng cá nhân lớn. Sang năm 2024, chúng tôi ước tính NIM của VIB sẽ cải thiện lên 4.92% nhờ lợi thế từ huy động vốn từ thị trường 2 giúp giảm chi phí vốn và chính sách cho vay linh hoạt.

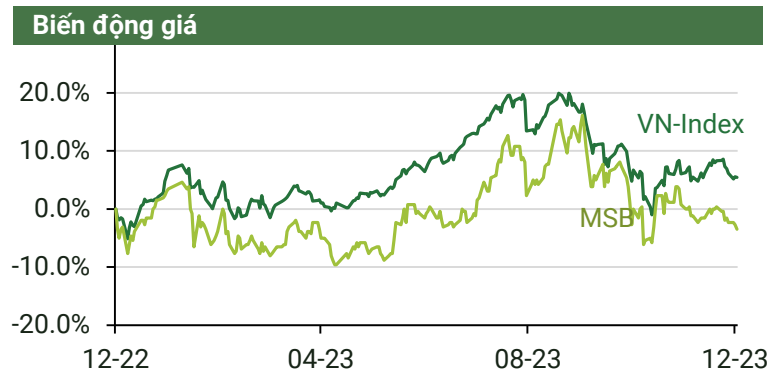
Biến động giá



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	6,213	8,496	11,816	14,963	16,738	19,972
Thu nhập ngoài lãi	1,938	2,720	3,075	3,095	3,968	4,436
Tổng thu nhập hoạt động	8,152	11,216	14,891	18,058	20,706	24,408
Chi phí hoạt động	(3,437)	(4,465)	(5,282)	(6,197)	(6,980)	(8,232)
Chi phí dự phòng	(633)	(948)	(1,598)	(1,280)	(2,661)	(3,463)
Thu nhập trước thuế	4,082	5,803	8,011	10,581	11,065	12,713
Lợi nhuận sau thuế	3,266	4,642	6,410	8,469	8,852	10,170
Tỷ lệ nợ xấu	1.96%	1.74%	2.32%	2.45%	3.68%	3.84%
Tỷ lệ CASA	11.2%	11.9%	16.1%	13.6%	13.0%	15.0%



Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng TMCP Hàng Hải (MSB) được thành lập năm 1991. Ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực huy động vốn, cấp tín dụng và các dịch vụ tài chính khác có liên quan. MSB đã trở thành một trong những NHTMCP hàng đầu cung cấp toàn diện các giải pháp tài chính - ngân hàng cho hầu hết mọi đối tượng khách hàng trong nền kinh tế.



Luận điểm đầu tư

Top 25% ngân hàng có tăng trưởng tín dụng nhanh nhất ngành. Trong 9M 2023, tăng trưởng tín dụng của MSB đạt 16.3%YTD, cao thứ 2 toàn ngành. Chiến lược mạng lưới phân phối đa kênh, hoàn thiện kênh đối tác, và các kênh bán trực tiếp là lực lượng nòng cốt để thúc đẩy tăng trưởng tín dụng. Hơn nữa, chiến lược phát triển hệ sinh thái số, kênh số và chiến lược chuỗi sẽ tạo động lực tăng trưởng tín dụng cho MSB trong tương lai.

Khả năng cải thiện NIM lớn nhờ tỷ lệ CASA cao thứ 4 toàn hệ thống và tỷ lệ LDR thấp (thanh khoản cao).

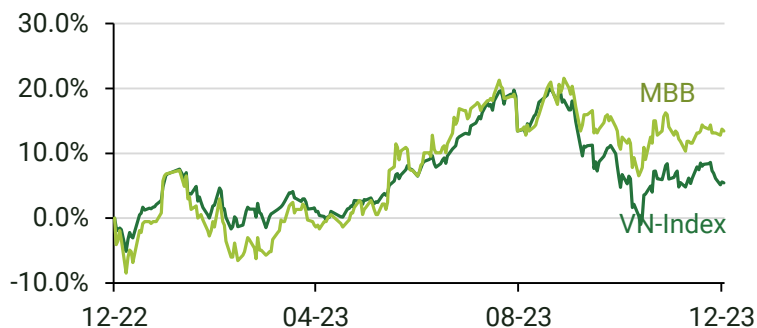
Hoạt động bán chéo bảo hiểm là động lực tăng trưởng thu nhập phí. Vào ngày 3/3/2021, MSB đã hoàn thành việc gia hạn hợp đồng bancassurance độc quyền với Prudential trong vòng 15 năm. Dự kiến, hoạt động này sẽ tạo ra nguồn thu ngoài lãi tăng trưởng đều 30% qua các năm cho MSB, chưa tính phí trả trước.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	3,062	4,822	6,216	8,322	9,478	11,724
Thu nhập ngoài lãi	1,652	2,361	4,373	2,371	3,617	4,157
Tổng thu nhập hoạt động	4,715	7,182	10,588	10,694	13,095	15,881
Chi phí hoạt động	(2,502)	(3,586)	(3,932)	(4,428)	(4,778)	(5,717)
Chi phí dự phòng	(925)	(1,073)	(1,568)	(479)	(1,952)	(2,548)
Thu nhập trước thuế	1,288	2,523	5,088	5,787	6,365	7,616
Lợi nhuận sau thuế	1,044	2,011	4,035	4,616	5,092	6,093
Tỷ lệ nợ xấu	2.04%	1.96%	1.74%	1.71%	2.94%	3.01%
Tỷ lệ CASA	19.7%	26.7%	34.0%	29.7%	28.2%	29.1%



Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng Thương mại Cổ phần Quân đội (MBB) là một tập đoàn tài chính đa năng với ngân hàng mẹ MB tại Việt Nam & nước ngoài và các công ty thành viên (trong lĩnh vực chứng khoán, bảo hiểm, tài chính tiêu dùng, quản lý quỹ, quản lý tài sản, bảo hiểm nhân thọ). Ngân hàng đặt mục tiêu giai đoạn 2022-2026: (1) đạt quy mô 20 triệu khách hàng; (2) Tăng trưởng lợi nhuận kép (CAGR) tối thiểu ~23%/năm; (3) Các chỉ tiêu chất lượng, hiệu quả top 3 thị trường.

Biến động giá



Luận điểm đầu tư

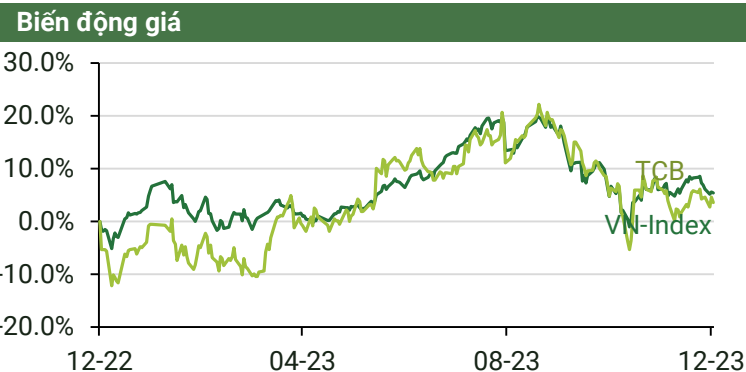
Top 2 ngân hàng có Tỷ suất Lợi nhuận trên vốn (ROE) cao nhất toàn ngành: ROE của MBB liên tục cải thiện trong giai đoạn từ 2016-2022 từ 11.7% vào năm 2016 lên 25.6% vào năm 2022. Lũy kế 12 tháng gần nhất, ROE của MBB đạt 23.3%, thuộc top 3 ngân hàng có ROE cao nhất ngành nhờ NIM vượt trội.

Nhận chuyển giao bắt buộc: MBB có các quyền lợi chính sau khi nhận chuyển giao bắt buộc 1 Tổ chức tín dụng (TCTD). (1) MBB không phải thực hiện hợp nhất BCTC của TCTD được chuyển giao bắt buộc; MB được loại trừ TCTD được chuyển giao bắt buộc đó khi tính tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất; (2) Việc nhận chuyển giao bắt buộc một TCTD giúp MBB tăng trưởng quy mô cao hơn mức tăng trưởng bình quân thị trường khoảng 1.5-2x 3-5 năm; (3) Việc tối ưu mạng lưới kênh phân phối của MBB và TCTD được chuyển giao bắt buộc (dự kiến khoảng 401 điểm mạng lưới trên toàn quốc) sẽ tăng độ bao phủ phục vụ khách hàng và nâng cao giá trị thương hiệu cho MBB và những lợi ích khác.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	18,000	20,278	26,200	36,023	41,801	52,361
Thu nhập ngoài lãi	6,649	7,086	10,734	9,570	8,450	9,698
Tổng thu nhập hoạt động	24,650	27,362	36,934	45,593	50,251	62,059
Chi phí hoạt động	(9,724)	(10,555)	(12,377)	(14,816)	(16,094)	(19,787)
Chi phí dự phòng	(4,891)	(6,118)	(8,030)	(8,048)	(8,694)	(12,376)
Thu nhập trước thuế	10,036	10,688	16,527	22,729	25,463	29,896
Lợi nhuận sau thuế	8,069	8,606	13,221	18,155	20,379	23,926
Tỷ lệ nợ xấu	1.16%	1.09%	0.90%	1.09%	1.89%	2.01%
Tỷ lệ CASA	33.9%	37.0%	44.6%	37.6%	39.6%	42.6%



Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam (TCB) được thành lập vào năm 1993. Ngân hàng hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực huy động vốn và cho vay tín dụng. TCB hướng tới trở thành ngân hàng top 10 khu vực ASEAN vào năm 2025 dựa trên hành trình chuyển đổi số mạnh mẽ với ba trụ cột Dữ liệu – Số hóa – Nhân tài. Phương pháp tiếp cận hệ sinh thái, hợp tác đối tác của Ngân hàng trong nhiều lĩnh vực kinh tế chủ chốt giúp tạo nên sự khác biệt cho TCB.



Luận điểm đầu tư

Lợi thế chi phí vốn thấp từ việc tận dụng thị trường vốn: Chi phí huy động vốn của TCB lũy kế 12 tháng gần nhất đạt 4.71%, thuộc top 25% ngân hàng có chi phí huy động vốn thấp nhất. (1) Tỷ lệ CASA vượt trội so với toàn ngành. (2) Hưởng lợi từ nguồn vốn giá rẻ từ các định chế tài tài chính, nguồn vốn này chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu huy động vốn. (3) Lãi suất trung bình của tiền gửi tiết kiệm và lãi suất trung bình của giấy tờ có giá thấp hơn mức trung bình ngành cũng góp phần làm nên lợi thế huy động vốn.

Chuyển đổi số dẫn đầu hỗ trợ hoạt động kinh doanh triển vọng trong dài hạn: Hơn 36% tín dụng của ngân hàng tập trung vào mảng bất động sản, xây dựng và vật liệu xây dựng (hay còn gọi là RECOM). Tín dụng cá nhân chiếm hơn 42% dư nợ, tương đương gần 200 nghìn tỷ đồng. Trong đó, cho vay mua nhà chiếm tỷ trọng lớn nhất (80%), tương đương hơn 158 nghìn tỷ đồng. Dù gặp phải những khó khăn trong năm 2023, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của TCB sẽ cải thiện vào H2 2024 khi thị trường bất động sản bắt đầu phục hồi. Hơn nữa, vị thế dẫn đầu trong hoạt động chuyển đổi số thông qua chiến lược “Dữ liệu – Số hóa – Nhân tài” sẽ thúc đẩy sự phát triển và mở rộng của các mảng kinh doanh chính.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần	14,258	18,751	26,699	30,290	28,213	36,268
Thu nhập ngoài lãi	6,811	8,627	10,376	10,612	11,402	12,735
Tổng thu nhập hoạt động	21,068	27,379	37,076	40,902	39,615	49,003
Chi phí hoạt động	(7,313)	(8,967)	(11,173)	(13,398)	(13,567)	(16,047)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(917)	(2,611)	(2,665)	(1,936)	(3,102)	(4,576)
Lợi nhuận trước thuế	12,838	15,800	23,238	25,568	22,946	28,380
Lợi nhuận sau thuế	10,226	12,582	18,415	20,436	18,401	22,748
Tỷ lệ Nợ xấu	1.33%	0.47%	0.66%	0.72%	0.93%	1.23%
Tỷ lệ CASA	32.9%	44.3%	47.0%	34.3%	34.4%	35.3%

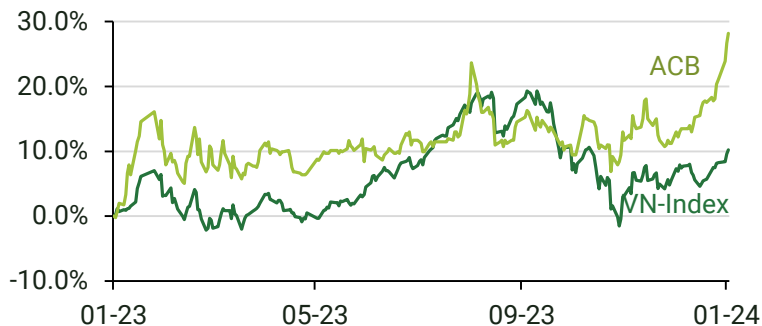
ACB

Tổng quan doanh nghiệp: Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) hoạt động trong lĩnh vực huy động, giao dịch vốn và cung cấp các dịch vụ tài chính liên quan. Đến cuối năm 2022, ACB đã có 384 chi nhánh và văn phòng giao dịch. Tỷ lệ thị phần vay và thị phần tiền gửi của khách hàng lần lượt đạt 3.4% và 3.5% với 5.2 triệu khách hàng.

Luận điểm đầu tư

- **Top 2 ngân hàng có Tỷ suất sinh lời trên Vốn chủ sở hữu (ROE) cao nhất trong ngành.** Trong 12 tháng gần đây (LTM), ROE đạt 24.3%, giảm 2.2% so với cuối năm 2022, nằm trong top 2 ngân hàng có ROE cao nhất trong ngành nhờ NIM vượt trội của ngân hàng. Điều này được cho là do Chi phí vốn thấp từ kế hoạch kinh doanh an toàn.
- **ACB là một trong những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất trong ngành, phát sinh từ chính sách cho vay thận trọng.** Vào cuối 9 tháng 2023, tỷ lệ NPL đạt 1.20%, nằm trong 25% ngân hàng có tỷ lệ NPL thấp nhất trong ngành. Với nhiều thách thức từ nền kinh tế trong nước, việc có Tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao tạo bộ đệm đáng kể để hỗ trợ ACB chống đỡ các rủi ro gia tăng của nền kinh tế.

Biến động giá



Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Net Interest Income	12,112	14,582	18,945	23,534	26,388	31,580
Non-interest Income	3,984	3,580	4,619	5,256	6,523	7,040
Total Operating Income	16,097	18,161	23,564	28,790	32,911	38,620
Operating expense	(8,308)	(7,624)	(8,230)	(11,605)	(11,459)	(13,042)
Provision expenses for credit losses	(274)	(941)	(3,336)	(71)	(2,143)	(2,777)
Before-tax Profit	7,516	9,596	11,998	17,114	19,309	22,801
Net Profit	6,010	7,683	9,603	13,688	15,467	18,261
NPL ratio	0.54%	0.59%	0.77%	0.74%	1.20%	1.26%
CASA ratio	18.2%	21.0%	24.8%	21.8%	21.0%	22.9%

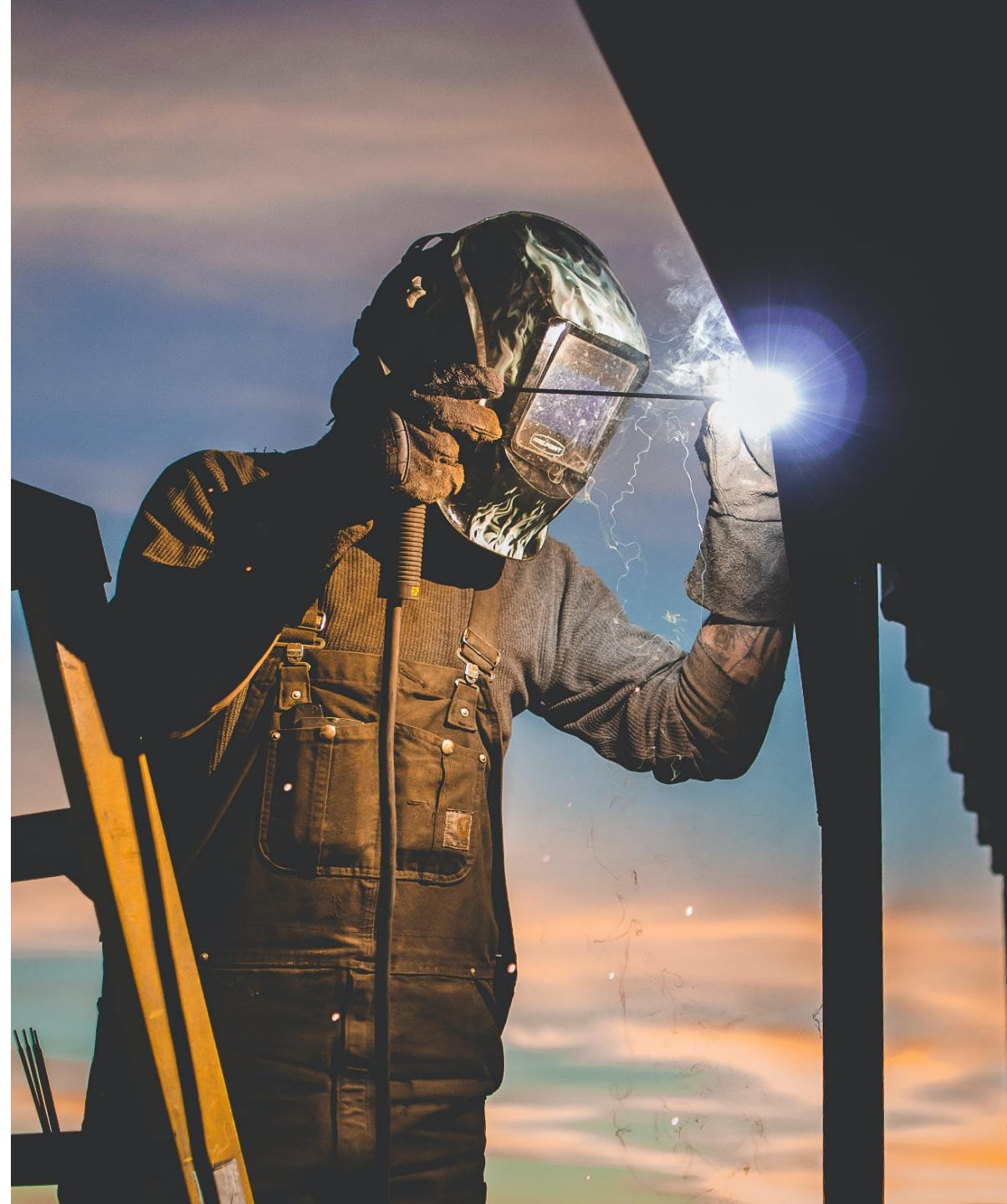
NGÀNH THÉP

VẬN HẠNG MỚI

- Tổng quan ngành
- Dự báo 2024
- Khuyến nghị

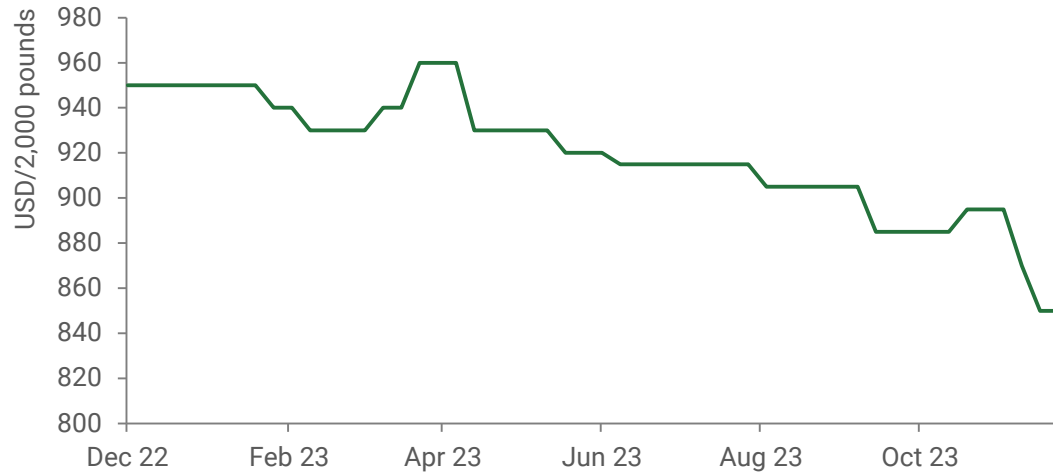
Trí Nguyễn

Chuyên viên phân tích – Bán lẻ, F&B, Thép



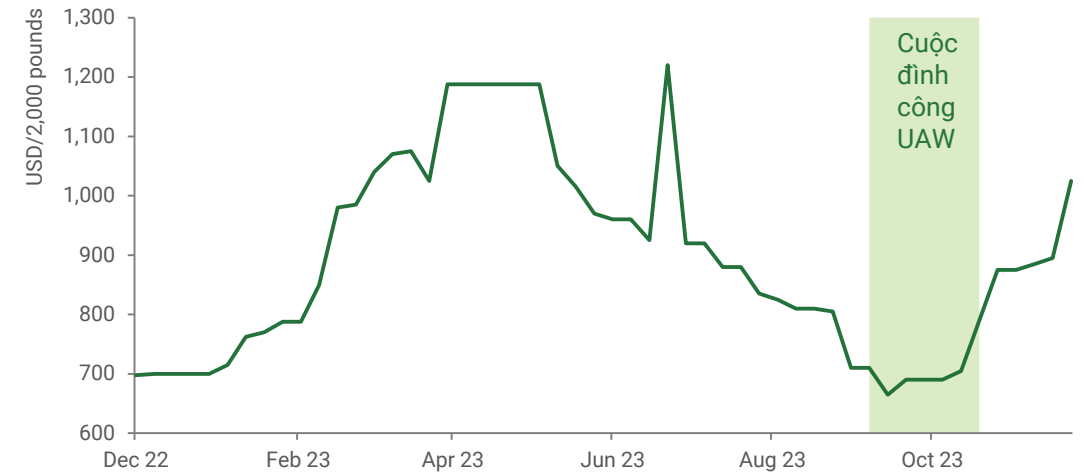
THỊ TRƯỜNG BẮC MỸ TRƯỚC NỖI LO GIẢM TỐC KINH TẾ

Giá thép rebar đang xuống mức thấp do nhu cầu xây dựng yếu



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Giá HRC đang bật tăng sau cuộc đình công UAW



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

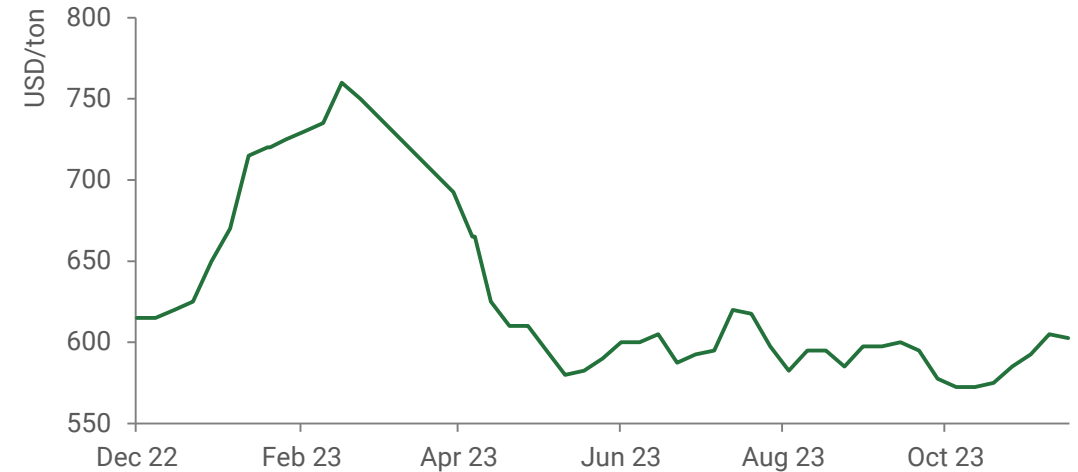
- Những lo ngại về mức lãi suất cao đã bắt đầu ảnh hưởng đến hoạt động xây dựng tại Mỹ, có thể thấy qua sự sụt giảm của giá thép rebar.
- Giá thép HRC đã tăng vọt 50% kể từ đáy tháng 9, hiện đang ở mức giá của cuối tháng 5. Đây chủ yếu đến từ cuộc đình công của ngành Ô tô tại Mỹ dẫn đến nhu cầu tiêu thụ thép xuống thấp, kéo theo mức công suất của nhà máy giảm. Thời gian hoàn thiện đơn hàng (lead time) từ đó cũng tăng cao dẫn đến nguồn cung thắt chặt gây ra hiện tượng tăng giá.

Giá thép rebar vẫn ở mức thấp do nhu cầu xây dựng yếu



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Giá HRC cũng không ngoại lệ



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Mức nền lãi suất cao trong thời gian qua đã ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế EU nói chung và ngành thép nói riêng, chỉ số PMI sản xuất trong tháng 11 chỉ đạt 44.2 điểm, cho thấy các điều kiện sản xuất bị thu hẹp đáng kể.
- Thị trường bất động sản yếu đi do lãi suất cao sẽ ảnh hưởng đến giá thép rebar trong khi tiêu thụ ô tô được dự báo yếu đi trong 2024 cũng gây ảnh hưởng tiêu cực lên giá HRC.
- Những nỗ lực giảm tồn kho thép của các nhà máy tại EU trong thời gian vừa qua không cho thấy những hiệu quả khi mà giá thép sản xuất tại đây tỏ ra rất hấp dẫn đối với các nhà xuất khẩu như Trung Quốc cộng thêm giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cao đã khiến biên lợi nhuận của nhà máy trở nên teo tóp.
- Những sự hồi phục được dự báo phải chờ đến 2H2024 khi bắt đầu chu kỳ hạ lãi suất hỗ trợ nền kinh tế và những chính sách kích cầu và giảm sản lượng của Trung Quốc bắt đầu có hiệu lực sẽ giảm áp lực cạnh tranh với thép nhập khẩu.

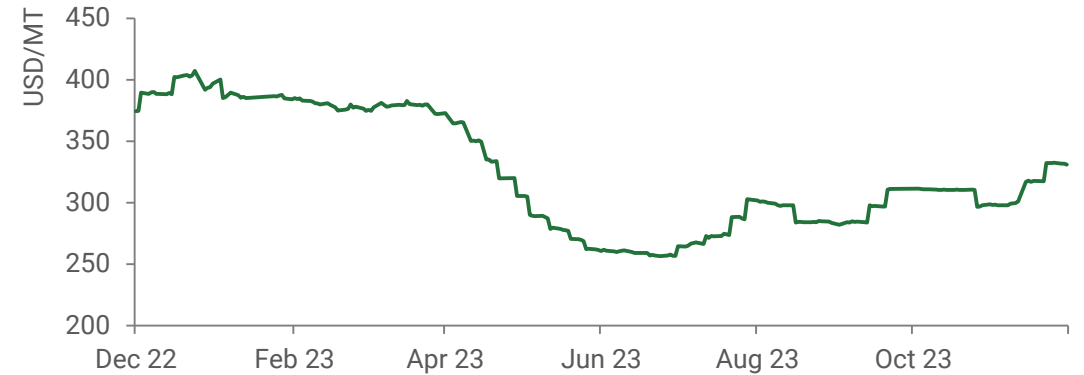
THỊ TRƯỜNG NGUYÊN VẬT LIỆU TẠI TRUNG QUỐC TĂNG MẠNH

Giá quặng sắt 62% đang tăng cao



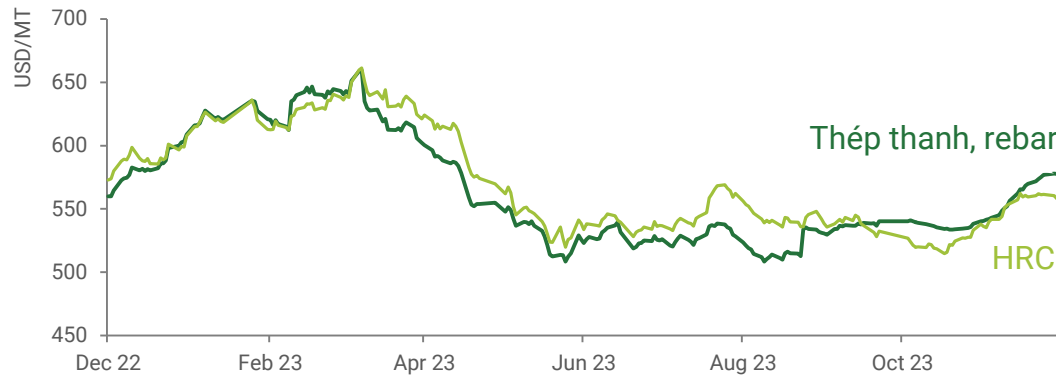
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Giá than cốc loại 1 cũng đang tăng cao



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Giá bán thành phẩm và thành phẩm đang liên tục tăng

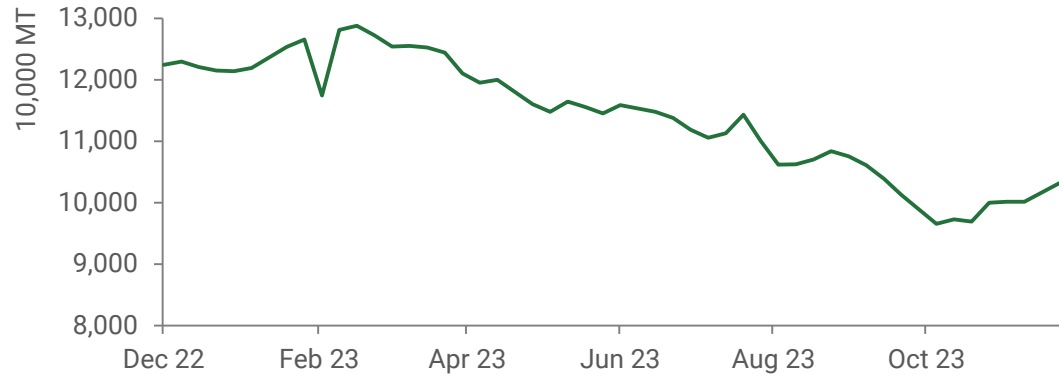


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Giá quặng sắt 62% của Trung Quốc đã vượt mức cao nhất trong vòng 1 năm bởi kỳ vọng từ các gói kích thích tài khóa hỗ trợ cho thị trường bất động sản kèm theo nhu cầu mùa vụ chuẩn bị nguyên liệu cho mùa xây dựng truyền thống tại Trung Quốc.
- Giá than cốc cũng đã tăng mạnh trước nhu cầu sắt thép mới đây và nguồn cung bị thu hẹp tại Australia.
- Giá thép thanh, rebar và HRC tại Trung Quốc cũng liên tục gia tăng trước kỳ vọng về thị trường bất động sản.

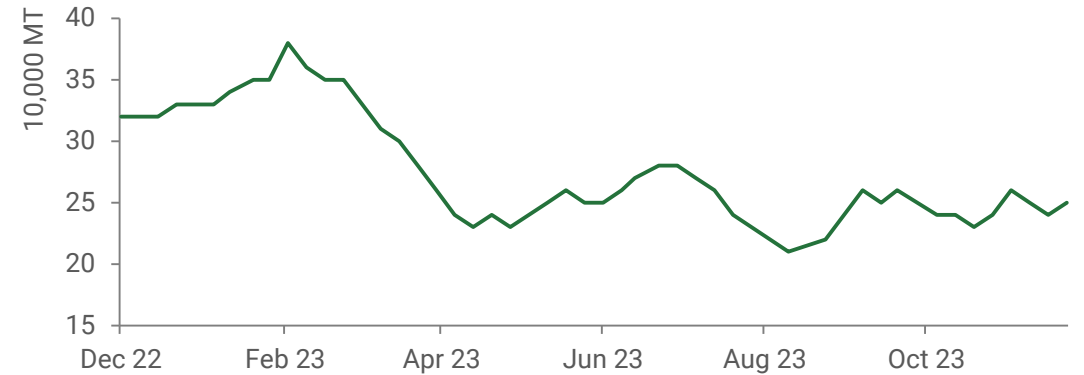
TỒN KHO TẠI TRUNG QUỐC ĐANG XUỐNG THẤP

Tồn kho quặng sắt tại Trung Quốc đang ở mức thấp



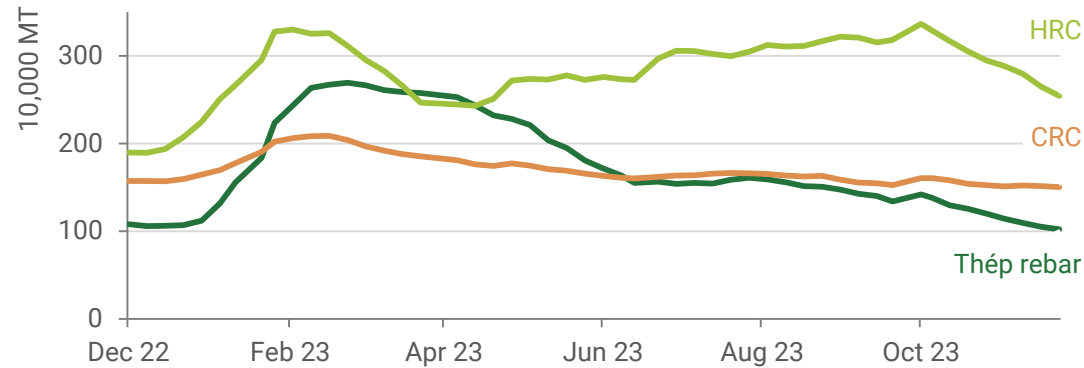
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tồn kho than cốc cảng Liên Vân đang ở mức thấp



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tồn kho sản phẩm thép cũng đang xuống thấp



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Tồn kho nguyên vật liệu xuống thấp do những lo ngại ban đầu về sự yếu đi của nền kinh tế và những quyết định cắt giảm sản lượng thép.
- Tồn kho thấp đã khiến các nhà máy thép phải tăng cường nhập khẩu lại nguyên vật liệu trong thời gian vừa qua.
- Tồn kho sản phẩm thép cũng xuống thấp khi các nhà máy tại Trung Quốc chủ động cắt giảm sản lượng.
- Nhu cầu xuất khẩu tăng cao trên thế giới đã giúp các nhà máy thép Trung Quốc duy trì được công suất và mức lợi nhuận ổn định.

CÁC CHỈ SỐ LIÊN QUAN ĐANG CHO THẤY SỰ HỒI PHỤC NHẸ

Các chỉ số liên quan ngành thép Trung Quốc

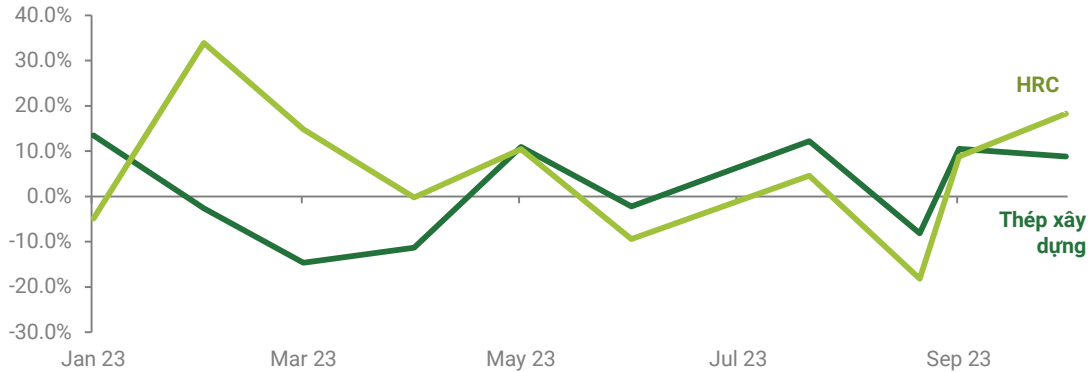
Ngày	PMI thép	Doanh số GFA	Diện tích sàn xây mới	Doanh số bán máy xúc	Doanh số bán xe	Sản lượng xi măng	PMI	Caixin PMI
Dec 22	44.3	1,358.4	1,205.9	22,751.0	291,220	168.4	47.0	49.0
Jan 23	46.0	151.3	135.7		180,369		50.1	49.2
Feb 23	53.2	299.5	241.2	34,363.0	323,509	205.8	52.6	51.6
Mar 23	50.8	376.4	312.2	19,652.0	434,088	193.9	51.9	50.0
Apr 23	50.3	464.4	397.2	16,613.0	347,625	196.4	49.2	49.5
May 23	50.1	595.1	498.8	20,364.0	330,491	185.0	48.8	50.9
Jun 23	49.9	665.6	569.7	13,237.0	354,571	176.2	49.0	50.5
Jul 23	48.7	739.5	638.9	13,354.0	287,083	179.2	49.3	49.2
Aug 23	50.2	848.1	721.2	14,886.0	309,618	188.9	49.7	51.0
Sep 23	50.4	925.8	791.8	17,186.0	370,960	191.2	50.2	50.6
Oct 23	49.6				364,697		49.5	49.5
Nov 23	49.0						49.4	50.7

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Những chỉ số của nền kinh tế đã cho thấy sự phục hồi nhẹ
- Chỉ số PMI thép vẫn nằm dưới mức 50, chưa cho thấy sự hồi phục
- Doanh số GFA, diện tích sàn xây mới đã hồi phục kể từ mức thấp của quý I năm 2023. Doanh số bán máy xúc, một phần cho thấy các tần suất các hoạt động xây dựng, cũng đã qua điểm thấp nhất ở giữa năm
- Chỉ số doanh số bán xe chưa đều đã hồi phục từ mức thấp trong năm nhưng vẫn chưa cho thấy sự ấn tượng. Sự yếu đi trong tiêu dùng của Trung Quốc trong thời gian vừa qua rất có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên cầu tiêu thụ của ngành ô tô, dẫn tới nhu cầu thép tấm, HRC, CRC thu hẹp.
- Chỉ số PMI vẫn còn nằm dưới mức 50 cho thấy mức độ thu hẹp của nền sản xuất.

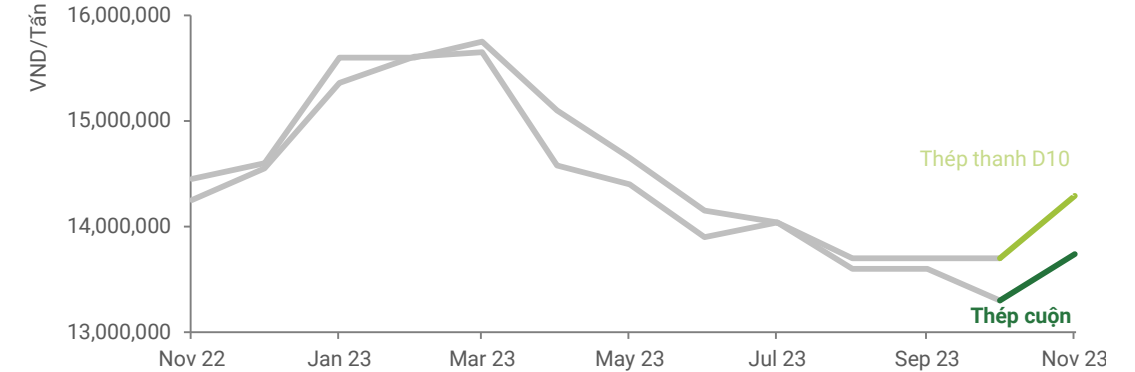
THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM CHO THẤY NHỮNG TÍN HIỆU TÍCH CỰC

Số liệu tiêu thụ thép đang cho thấy dấu hiệu hồi phục (%MoM)



Nguồn: VSA, Fiinpro, PHS tổng hợp

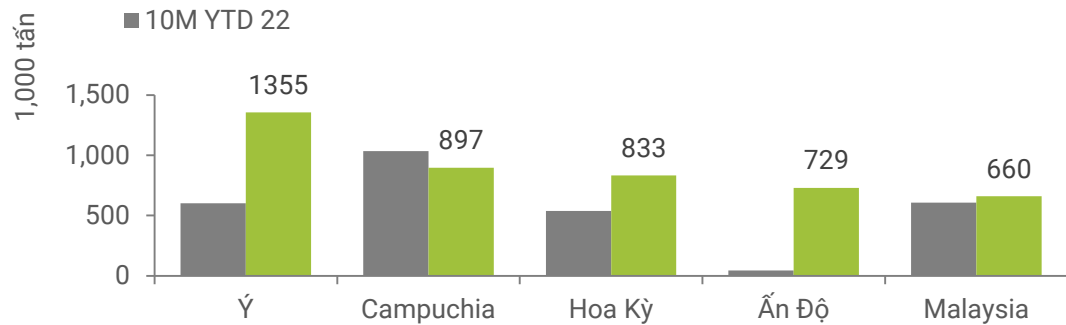
Giá thép trong nước cũng cho thấy những tín hiệu chạm đáy



Giá thép HPG | Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Xuất khẩu sắt thép tăng cao trong thời gian vừa qua (tấn)

Top 5 thị trường XK thép lớn nhất Việt Nam



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

- Sản lượng thép trong nước có mức hồi phục tích cực cả các sản phẩm thượng nguồn và hạ nguồn, ngay cả khi tính đến yếu tố mùa vụ.
- Giá thép trong nước cũng đã tạo đáy theo đà của giá thép thế giới và để bù đắp lại chi phí đầu vào tăng cao.
- Xuất khẩu tăng vọt trong thời gian qua đã đóng góp rất lớn vào mức tiêu thụ thép của Việt Nam. Theo VSA, trong 10 tháng đầu năm 2023, sản lượng xuất khẩu thép các loại đạt hơn 6.7 triệu tấn, tăng trưởng 26.1% YoY. Đáng chú ý có thị trường Ấn Độ tăng 16 lần về lượng và 7.8 lần về giá trị.

TÓM TẮT TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

STT	Mã CK	Sàn	DTT 9M/23 (tỷ VND)	% YoY DTT	LNST 9M/23 (tỷ VND)	% YoY LNST	Vốn vay/ VCSH	Biên %EBITDA	Biên %LNST	ROE	P/B	EV/EBITDA	% DT kế hoạch	% LNST kế hoạch
1	HPG	HOSE	84,569	-26.8%	3,831	-63.3%	0.74	9.76%	1.66%	1.92%	1.60	19.3	56.4%	48.3%
2	NKG	HOSE	14,137	-24.7%	110	-62.1%	1.25	1.76%	-1.39%	-4.79%	1.17	31.1	70.7%	31.2%
3	HSG (*)	HOSE	31,651	-52.3%	28	-90.8%	0.61	4.04%	0.07%	0.22%	1.26	12.4	93.1%	11.3%
4	GDA	UPCOM	12,814	-25.9%	264	113.4%	1.58	1.44%	-0.79%	-3.77%	0.77	27.1	75.4%	132.0%

(*) Số liệu của HSG là số liệu nguyên năm tài chính

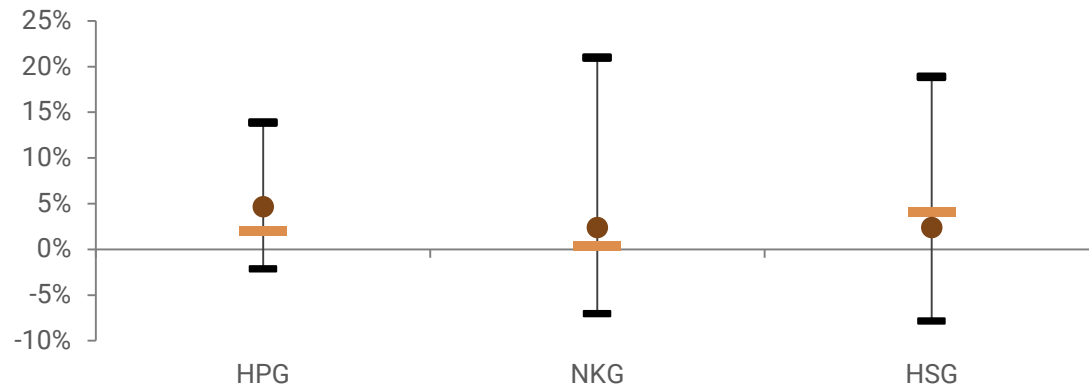
- Các cổ phiếu thép tất cả đã có kết quả kinh doanh hồi phục so với giai đoạn cuối quý 4 năm 2022 và đầu quý 1 năm 2023.
- Mức suy giảm YoY hiện không nói lên nhiều điều khi chúng ta đang xem xét đến 1 ngành mang nặng tính chu kỳ như ngành thép.
- Mức định giá P/B hiện đã và đang phản ánh các triển vọng tích cực của ngành thép trong thời gian sắp tới và có phần đi trước so với kết quả kinh doanh khi nhìn vào ROE.

MỨC ĐỊNH GIÁ HIỆN TẠI ĐANG ĐI TRƯỚC KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ có HSG có ROE trên mức trung vị giai đoạn 2018-2023...

Lịch sử ROE giai đoạn 2018-2023

— ROE ● Trung vị

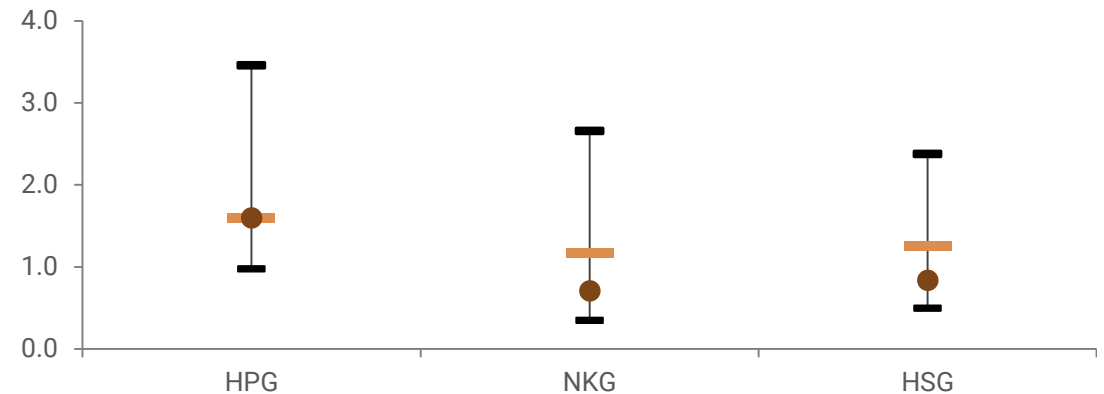


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

... tuy nhiên mức định giá đang có phần đi trước

Lịch sử định giá P/B giai đoạn 2018 -2023

— P/B ● Trung vị



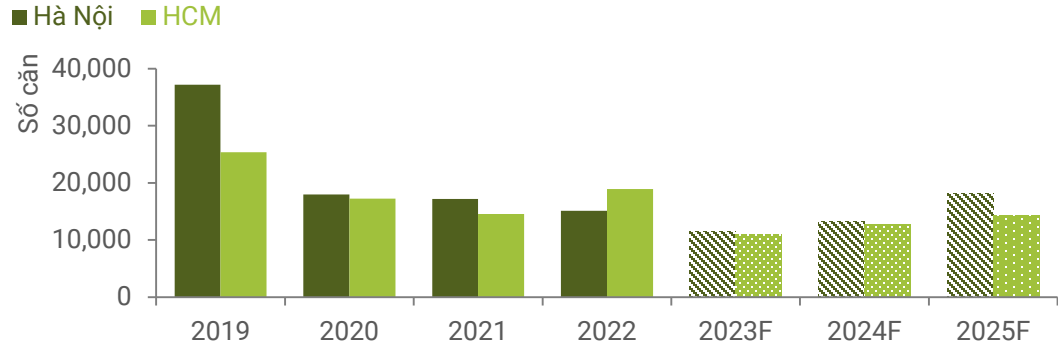
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

- Nhìn vào lịch sử định giá, chúng tôi nhận thấy P/B thường đi trước ROE, phản ánh kỳ vọng của thị trường.
- Thị trường hiện tại đã phản ánh các kỳ vọng về sự hồi phục của ngành thép vào trong định giá.
- Theo chúng tôi, cổ phiếu ngành thép hiện vẫn còn nhiều tiềm năng tăng giá và cũng đã đủ thích hợp để giải ngân. Tuy nhiên, nếu nhà đầu tư thận trọng hơn có thể chờ đến cuối quý I để mở các vị thế dài hạn bởi khi đó là thời điểm thấp điểm của mùa xây dựng tại Trung Quốc, có thể dẫn đến những điều chỉnh trong giá cổ phiếu.

CHÚNG TÔI KỲ VỌNG VÀO SỰ PHỤC HỒI CỦA NGÀNH THÉP 2024

Kỳ vọng vào sự phục hồi của thị trường bất động sản

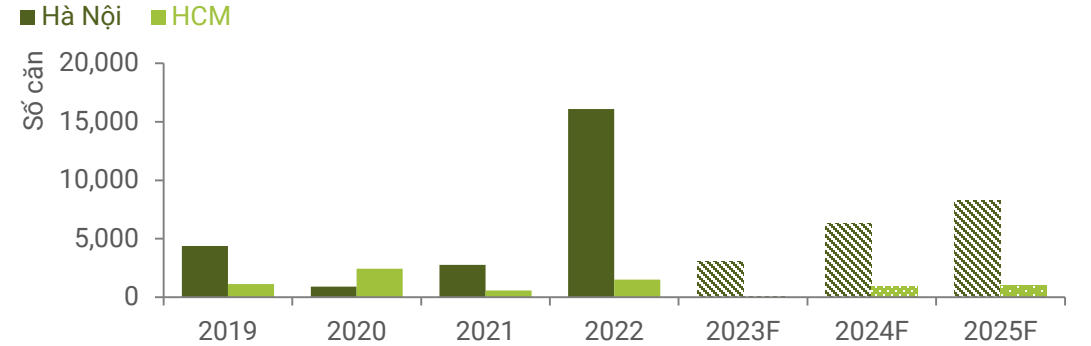
Nguồn cung mới căn hộ chung cư



Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

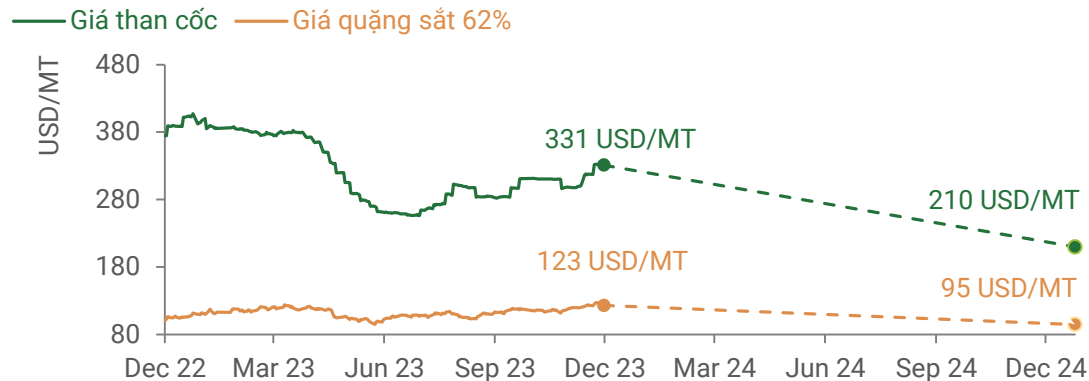
Kỳ vọng vào sự phục hồi của thị trường bất động sản

Nguồn cung mới BĐS gắn liền với đất



Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

Giá nguyên vật liệu giảm sẽ có ích cho biên lợi nhuận của nhà máy



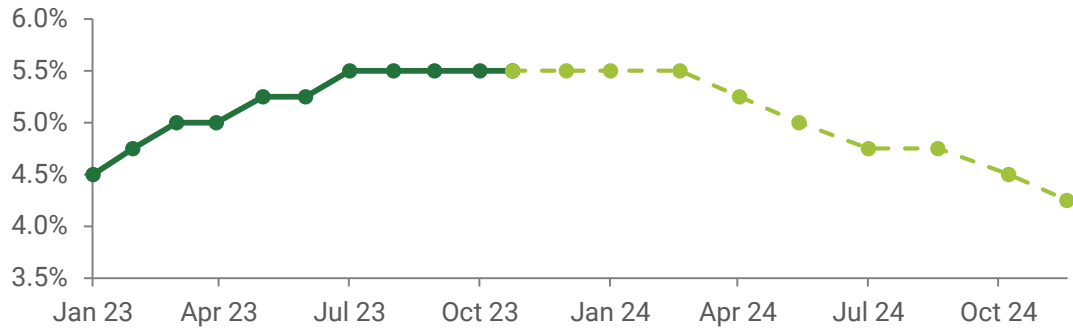
Nguồn: Bloomberg, FitchRatings, PHS tổng hợp

- 2024 sẽ là năm mà thị trường bất động sản được kỳ vọng sẽ hồi phục nhờ vào những tháo gỡ khó khăn về vấn đề pháp lý.
- Đối với quặng sắt và than cốc, nguồn cung sẽ không còn bị thắt chặt như thời gian vừa qua do vấn đề bảo trì và hoạt động tại các mỏ quặng lớn tại Brazil và Úc. Điều này cộng với việc các nhà máy bổ sung thêm tồn kho của mình và chính sách cắt giảm sản lượng thép của Trung Quốc sẽ khiến giá nguyên liệu đầu vào giảm dần, tạo ra ảnh hưởng tích cực lên biên lợi nhuận của các nhà máy thép BOF.

CHÚNG TÔI KỲ VỌNG VÀO SỰ PHỤC HỒI CỦA NGÀNH THÉP 2024

FED sẽ bắt đầu chu kỳ giảm lãi suất vào năm 2024

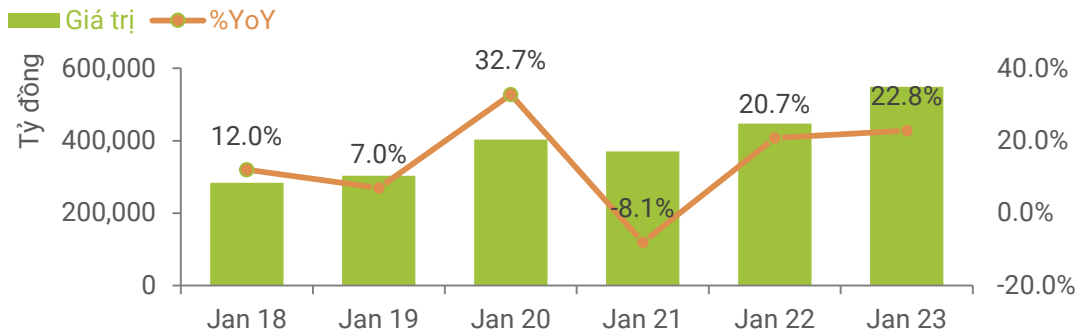
Lãi suất liên bang (FFR)



Nguồn: FedWatch Tool, PHS tổng hợp

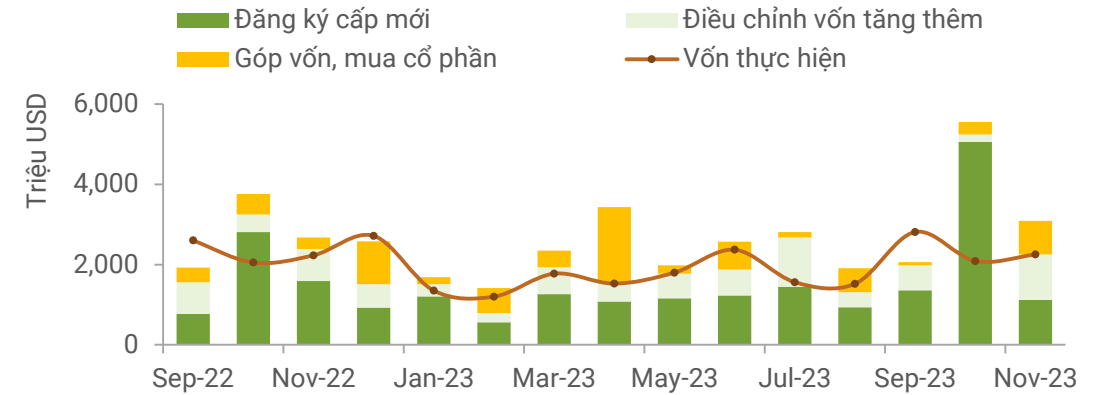
Đầu tư công sẽ tiếp lửa thêm cho ngành thép

Vốn đầu tư từ nguồn NSNN (tỷ đồng)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Nguồn vốn FDI liên tục tăng trong thời gian qua

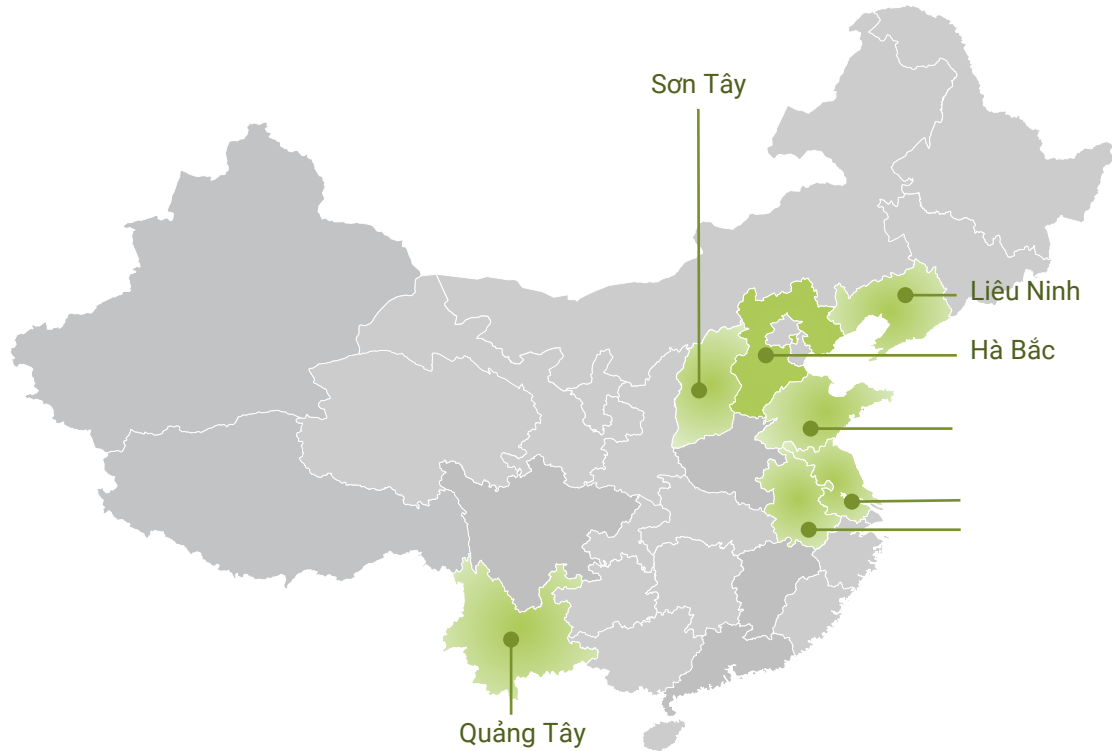


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Sau chu kỳ thắt chặt lãi suất để chiến đấu với lạm phát, FED đã bắt đầu với các động thái bõ câu hơn. Thị trường kỳ vọng chu kỳ giảm lãi suất sẽ bắt đầu từ 2H2024 và sẽ hỗ trợ tích cực cho nền kinh tế toàn cầu, kéo theo nhu cầu thép gia tăng.
- Việt Nam đang là một trong những cứ điểm sản xuất toàn cầu trước làn sóng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc và được kỳ vọng sẽ đón nhận làn sóng đầu tư mới từ những nền kinh tế lớn. Các dự án BĐS KCN phát triển sẽ kéo theo nhu cầu sử dụng sắt thép trong thời gian tới.
- Đầu tư công đã, đang và sẽ tiếp tục tăng cao trong thời gian tới trước những quyết tâm của chính phủ nhằm thu hút FDI và trợ lực cho nền kinh tế. Theo ước tính của chúng tôi, thép chiếm khoảng 30% trong tổng chi phí của các hoạt động đầu tư công.

XU HƯỚNG CẮT GIẢM SẢN LƯỢNG THÉP TẠI TRUNG QUỐC MANG LẠI CƠ HỘI LỚN

Các tỉnh có sản lượng thép thô lớn nhất Trung Quốc 2022



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

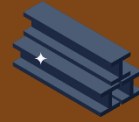
- Trung Quốc đã cam kết sẽ cắt giảm lượng phát thải carbon với lượng phát thải sẽ đạt đỉnh vào năm 2030 và cuối cùng sẽ đạt được điểm trung hòa carbon vào năm 2060. Một trong số các biện pháp là cắt giảm sản lượng thép.
- Vào năm 2021, sản lượng thép đã giảm khoảng 3% từ mức 1.065 tỷ tấn và sau đó đã giảm 1.7% trong năm 2022. Chính phủ TQ cũng đã lên kế hoạch cắt giảm thêm 2.5% trong năm 2023.
- Theo chúng tôi ước tính, sản lượng thép của TQ có thể giảm 15-25 triệu tấn.
- Cần nhớ rằng xuất khẩu thép của Việt Nam năm 2022 đạt 8.4 triệu tấn (VSA). Điều này cho thấy tiềm năng xuất khẩu rất lớn vào thị trường Trung Quốc để lấp đầy khoảng trống nhu cầu để lại.

CƠ CHẾ ĐIỀU CHỈNH BIÊN GIỚI CÁC-BON CỦA LIÊN MINH CHÂU ÂU (CBAM)

GIAI ĐOẠN I

- CBAM sẽ có giai đoạn chuyển tiếp trong 3 năm (10.2023 – 1.2026).
- Giai đoạn này chỉ yêu cầu kê khai lượng khí thải Carbon (GHGs) mà chưa phải tính thuế.

Các ngành nghề sẽ bị áp dụng theo giai đoạn I



Thép



Xi măng



Nhôm



Phân bón



Điện



Hydro

GIAI ĐOẠN II

- Sau ngày 01.01.2026, phải khai báo GHGs, nếu không đủ tiêu chuẩn cho điều khoản loại trừ của CBAM thì bắt buộc phải trả thuế.

Các nước áp dụng hệ thống Định giá carbon phù hợp theo Emissions Trading Scheme (ETS) thì sẽ tránh được thuế này.

CBAM được ước tính sẽ giảm xuất khẩu các mặt hàng này đến EU đi
100 triệu USD

CBAM sẽ được áp dụng toàn diện cho tất cả mặt hàng vào năm
2034

Nguồn: European Commission, Dezan Shira and Associates, PHS tổng hợp

Mã cổ phiếu	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
	Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa 29/12 (VND/cp)	P/E	P/B		Upside
	Giá trị (b.VND)	YoY (%)	Giá trị (b.VND)	YoY (%)	Giá trị (b.VND)	YoY (%)	Giá trị (b.VND)	YoY (%)						
HPG	125,598	11.2%	11,239	33.1%	140,818	12.1%	15,721	39.9%	31,200	27,950	21.9	2.0	11.4%	MUA

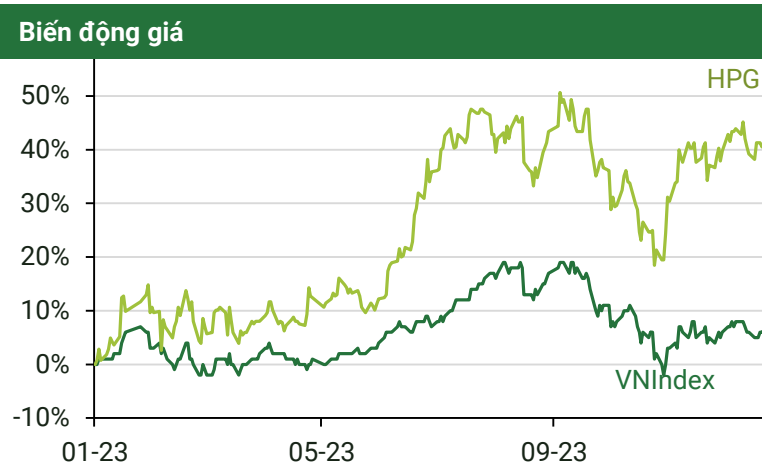
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ CHO CỔ PHIẾU NGÀNH THÉP:

- Sản lượng bán hàng sản phẩm thép vừa hạ nguồn và thượng nguồn đều cho thấy sự hồi phục đáng kể.
- Các biện pháp hỗ trợ Bất động sản của Trung Quốc trong thời gian vừa qua được kỳ vọng sẽ khiến nhu cầu thép trên thế giới tăng trưởng trong năm sau.
- Các nguyên vật liệu như quặng sắt, than cốc được dự báo sẽ vẫn nằm trong xu hướng giảm giá giúp cải thiện biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép bằng lò BOF.



Tổng quan doanh nghiệp

HPG là doanh nghiệp thép đứng đầu cả nước với quy mô, công nghệ tối tân và thị phần thép thô số 1 cả nước. Vào năm 2021, Hòa Phát lọt top 15 công ty thép có vốn hóa lớn nhất thế giới.



Điểm nhấn đầu tư

- **Nhu cầu thép đang cho thấy tín hiệu hồi phục:** Sản lượng thép cả các sản phẩm hạ nguồn và thượng nguồn đều đã cho thấy dấu hiệu hồi phục về sản lượng. Những kỳ vọng về việc tháo gỡ cho bất động sản trong nước và tại Trung Quốc đã và đang giúp khôi phục lại nhu cầu đối với các sản phẩm thép.
- **Chi phí nguyên vật liệu giảm sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp:** các nguyên vật liệu chính như quặng sắt, than cốc đều được dự báo sẽ giảm trong năm 2024, sẽ ảnh hưởng tích cực đến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thép
- **Kỳ vọng mở rộng công suất:** là 1 trong 2 doanh nghiệp duy nhất trong nước sản xuất ra HRC, là nguyên liệu đầu vào cho các sản phẩm thép chế tạo như ống thép, tôn mạ. Sản xuất HRC trong nước (HPG và Formosa) chỉ đủ đáp ứng 50%-60% nhu cầu nội địa, phần còn lại đến từ nhập khẩu.
- **Định giá đang rất hấp dẫn để nắm giữ dài hạn:** Nhìn lại giai đoạn 2018 đến 2023, tỷ số P/B của HPG duy trì từ mức 0.7x đến 3.7x. P/B Forward của năm 2024 vào mức 1.8x, thích hợp để nắm giữ dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	90,119	149,680	141,409	125,598	140,818
LNST (tỷ VND)	13,506	34,521	8,444	11,239	15,721
EPS (VND)	2,728	7,166	1,452	1,367	1,426
Tăng trưởng EPS (%)	0%	163%	-80%	-6%	4%
Giá trị sổ sách (VND)	17,829	20,261	16,511	18,345	15,586
P/E	15.2	6.5	12.4	22.8	21.9
P/B	2.3	2.3	1.1	1.7	2.0
Cổ tức tiền mặt (%)	5%	30%	0%	0%	5%

NGÀNH TIÊU DÙNG

TRÔNG CHỜ NƯỚC LÊN

- Tổng quan ngành
- Dự báo 2024
- Khuyến nghị

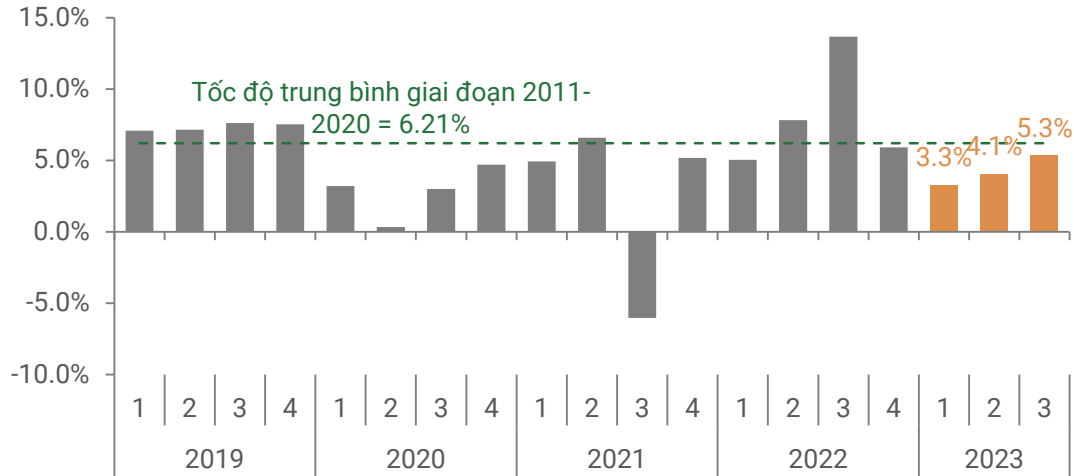
Trí Nguyễn

Chuyên viên phân tích – Bán lẻ, F&B, Thép



NỀN KINH TẾ GẶP NHIỀU KHÓ KHĂN

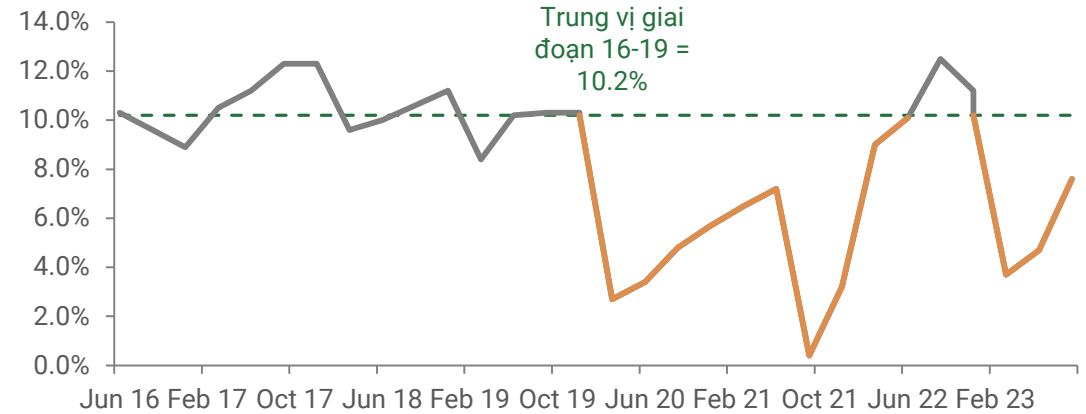
Tốc độ tăng trưởng GDP cho đến hiện tại là rất thấp so với quá khứ...



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Đầu tư toàn xã hội cũng đang suy yếu.

TĂNG TRƯỞNG %YOY TỔNG VỐN ĐẦU TƯ TOÀN XÃ HỘI

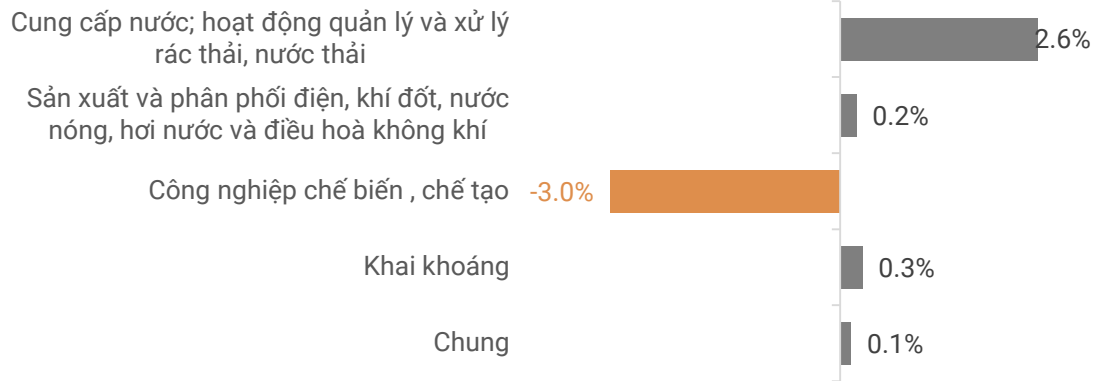


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Nền kinh tế đang trải qua một trong những thời kỳ tăng trưởng thấp nhất trong khoảng 10 năm trở lại đây, có thời điểm còn thấp hơn trong thời kỳ dịch COVID-19.
- Tăng trưởng tổng vốn đầu tư xã hội mặc dù đã hồi phục trong thời gian vừa qua thì vẫn còn cách xa mức bình thường.

Công nghiệp chế biến, chế tạo đang gặp khó khăn

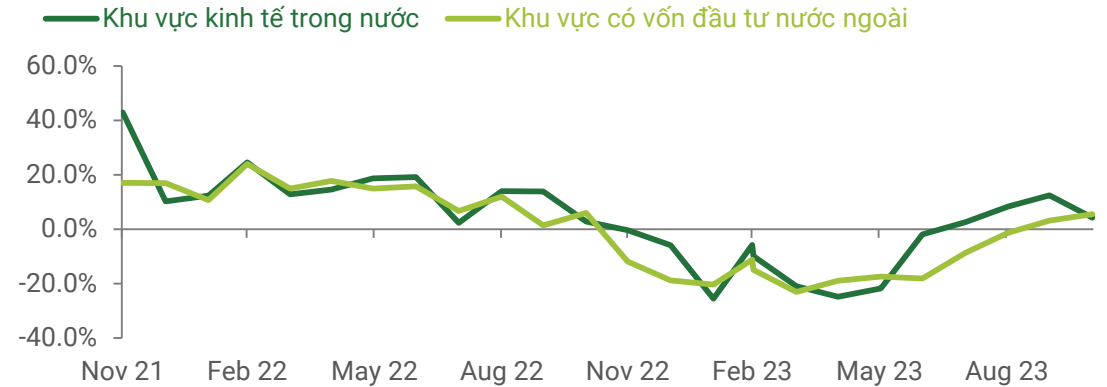
IIP LŨY KẾ TỪ ĐẦU NĂM (%YoY)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Thế giới khó khăn ảnh hưởng tiêu cực đến khu vực xuất nhập khẩu

TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG NHẬP KHẨU HÀNG THÁNG (%YOY)



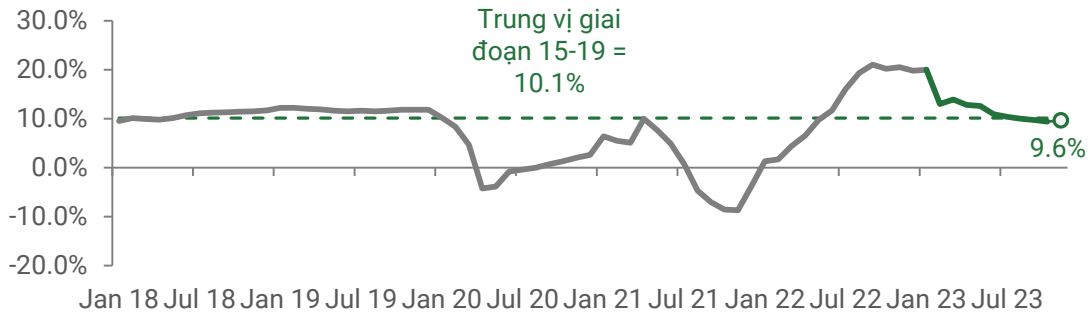
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) ngành sản xuất Việt Nam đã giảm thành mức thấp của năm tháng là 47,3 điểm trong tháng 11 so với 49,6 điểm của tháng 10. Trong đó, có 3 điểm nhấn nổi bật là sản lượng giảm nhanh hơn khi số lượng đơn đặt hàng mới giảm; việc làm và hoạt động mua hàng giảm trở lại; chi phí đầu vào tăng mạnh nhất kể từ tháng 2.
- Sự khó khăn chung của nền kinh tế thế giới đã ảnh hưởng sâu sắc đến khu vực xuất nhập khẩu.

TĂNG TRƯỞNG DỊCH VỤ ĐANG MANG LẠI LỰC ĐỠ

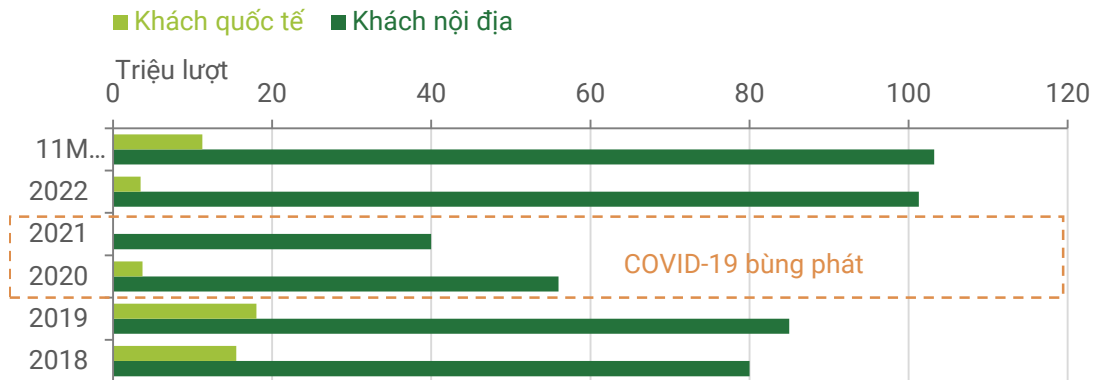
Tốc độ tăng trưởng bán lẻ không quá yếu

TĂNG TRƯỞNG % YOY TỔNG MỨC BÁN LẺ (YTD)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

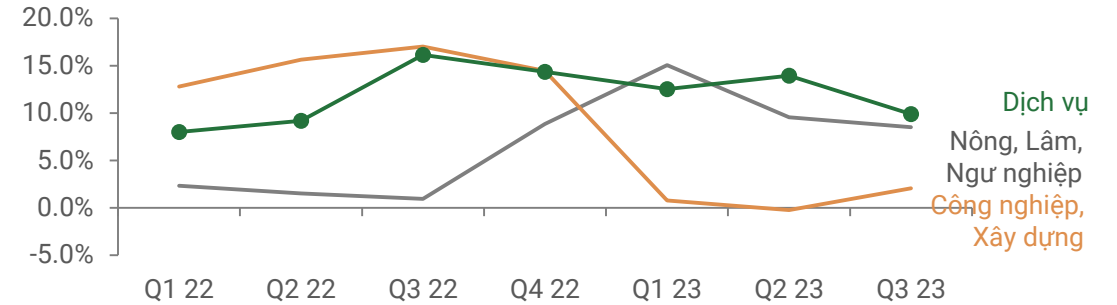
Du lịch đã phần nào hồi phục



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tăng trưởng dịch vụ đang là điểm tựa cho tăng trưởng kinh tế

TĂNG TRƯỞNG % YOY CỦA GDP THEO KHU VỰC HIỆN HÀNH



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Sau khi sụt giảm tại thời điểm đầu năm, tổng mức bán lẻ tăng trưởng 9.6% YoY, gần với mức tăng trưởng bình thường trong quá khứ.
- Trong lúc khu vực Công nghiệp, xây dựng đang chịu những ảnh hưởng nghiêm trọng thì Dịch vụ lại là một trụ đỡ quan trọng cho nền kinh tế trong thời gian hiện tại.
- Du lịch cũng đã hồi phục sau dịch khi nhìn vào số lượng khách nội địa tuy nhiên số khách nước ngoài vẫn còn cách xa mức đỉnh 2019 và mức chi tiêu hiện tại vẫn chưa cao.

TÓM TẮT TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

STT	Mã CK	Sàn	DTT 9M/23 (tỷ VND)	% YoY DTT	LNST 9M/23 (tỷ VND)	% YoY LNST	Vốn vay/ VCSH	Biên %EBIT	Biên %LNST	ROE	P/E	P/B	% DT kế hoạch	% LNST kế hoạch
1	MWG	HOSE	86,858	-15.5%	78	-97.8%	1.52	1.0%	0.6%	3.0%	89.0	2.7	64.3%	1.8%
2	FRT	HOSE	23,160	6.7%	-226	-174.9%	5.53	0.4%	-0.4%	-8.1%	-93.0	8.2	68.1%	-127.5%
3	DGW	HOSE	13,968	-22.3%	272	-48.4%	1.64	3.0%	2.4%	16.8%	20.0	3.2	69.8%	66.2%
4	PNJ	HOSE	23,377	-8.6%	1,340	-0.1%	0.38	7.4%	5.7%	19.8%	15.2	2.9	65.7%	69.1%
5	PET	HOSE	13,026	1.5%	95	-46.5%	3.16	1.4%	0.5%	4.1%	37.2	1.5	72.4%	32.5%
6	VNM	HOSE	44,750	-0.3%	6,669	-0.6%	0.62	15.7%	14.3%	26.8%	16.8	4.6	70.6%	75.9%
7	SAB	HOSE	21,941	-12.1%	3,289	-25.7%	0.26	12.2%	13.7%	17.4%	18.7	3.1	54.5%	54.9%
8	MSN	HOSE	57,470	3.5%	1,353	-65.8%	2.81	5.9%	2.8%	3.1%	110.1	3.4	57.5%	7.4%
9	BAF	HOSE	3,625	-25.8%	53	-81.5%	2.47	3.0%	1.0%	3.1%	64.0	1.9	52.4%	16.8%
10	DBC	HOSE	8,496	-9.0%	19	-91.9%	1.62	2.2%	-0.5%	-1.3%	-104.6	1.4	34.6%	4.1%
11	QNS	UPCOM	7,749	22.8%	1,535	79.0%	0.41	20.3%	20.2%	25.6%	8.2	2.0	92.3%	152.3%
12	SBT	HOSE	18,874	31.7%	441	-36.5%	1.86	5.9%	2.2%	5.4%	19.7	1.0	91.5%	60.4%

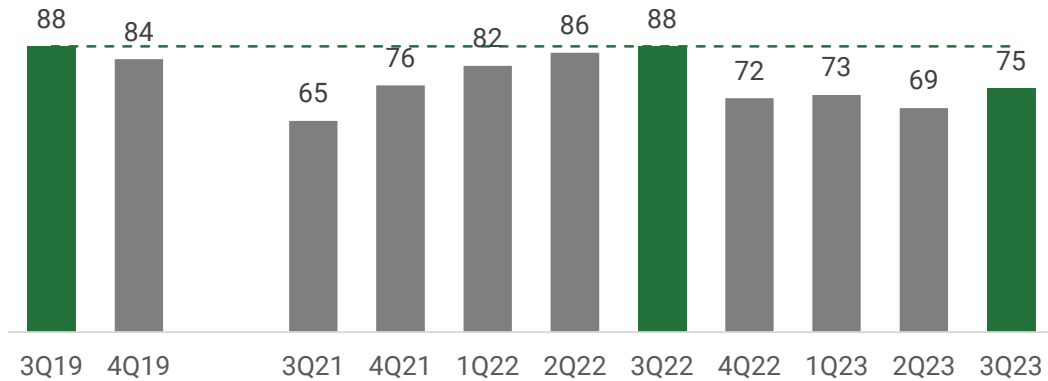
TÓM TẮT TÌNH HÌNH KINH DOANH VÀ TÀI CHÍNH

- Các doanh nghiệp bán lẻ, bán buôn ICT như MWG, FRT, DGW, PET đều có tình hình kinh doanh bị quan do sự yếu ớt của thị trường ICT nói chung.
- Kết quả của PNJ, một doanh nghiệp bán lẻ trang sức là tương đối ấn tượng khi vẫn có thể duy trì biên lợi nhuận trong thời kỳ khó khăn hiện tại.
- Các doanh nghiệp hàng tiêu dùng như VNM, SAB, MSN đều có kết quả kinh doanh ảm đạm do tình hình kinh tế ảm đạm.
- Các doanh nghiệp ngành heo cũng không phải ngoại lệ khi giá heo hơi chỉ quanh mức hòa vốn, chủ yếu do sức cầu quá yếu và nguồn heo nhập lậu.
- Các doanh nghiệp ngành đường là điểm sáng hiếm hoi trong ngành hàng tiêu dùng nhờ vào giá đường tăng cao bởi tình trạng El Nino và những nỗ lực kiểm soát tình trạng nhập lậu của chính phủ đã giúp giá đường trong nước tăng cao.
- Chỉ có ngành đường sẽ có khả năng đạt được kết quả kinh doanh của năm 2023.

TÂM LÝ NGƯỜI TIÊU DÙNG CÓ HỒI PHỤC CHỨT ÍT

Mức độ lạc quan về tình hình kinh tế trong tương lai

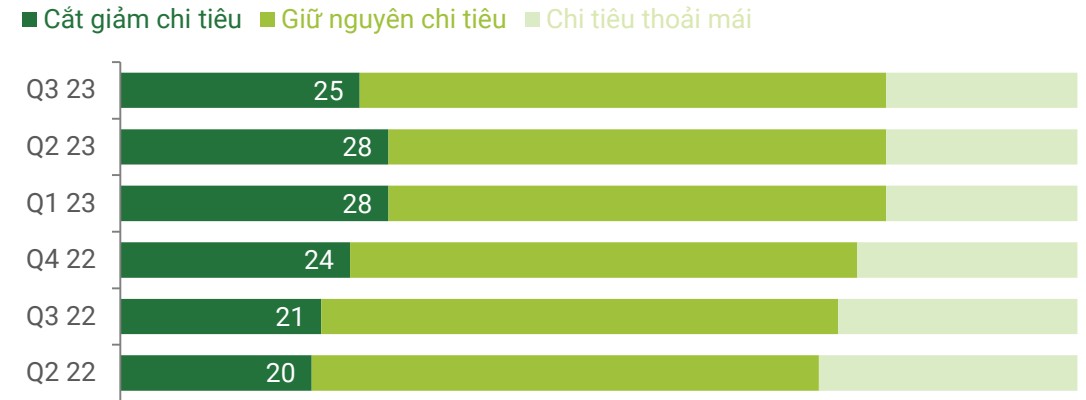
Câu hỏi: Tình hình kinh tế sẽ khá hơn hoặc duy trì như hiện tại trong 12 tháng tới (% đồng ý)



Nguồn: Kantar, PHS tổng hợp

Quan điểm của người tiêu dùng

Bạn đánh giá tình hình tài chính gia đình bạn như thế nào?

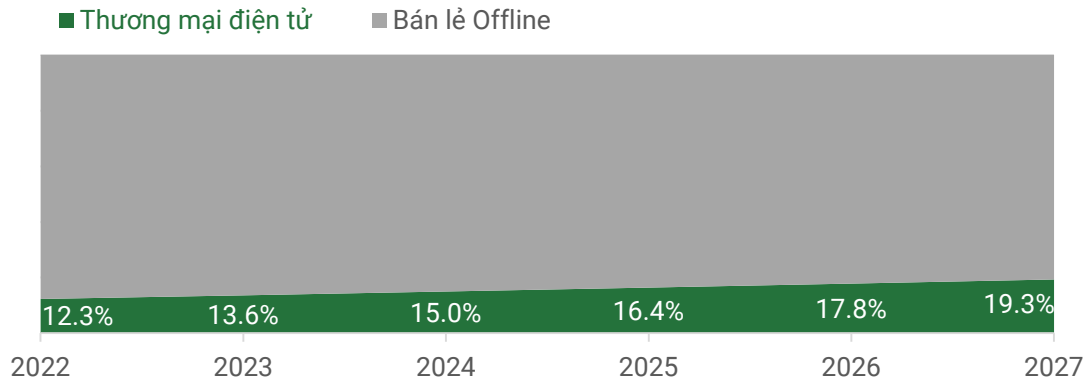


Nguồn: Kantar, PHS tổng hợp

- Mức độ lạc quan về tình hình kinh tế của người tiêu dùng bắt đầu tăng lên nhưng vẫn chưa trở lại mức của năm 2022
- Trong bối cảnh các chỉ số kinh tế cải thiện, số hộ gia đình đang gặp khó khăn về tài chính đã giảm nhẹ, nhưng người tiêu dùng vẫn còn rất thận trọng trong tiêu dùng, thể hiện qua việc chi tiêu không tăng.

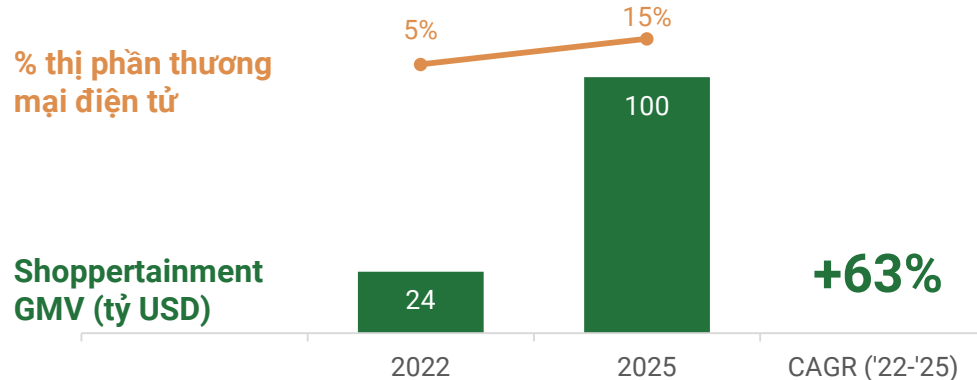
SỰ XUẤT HIỆN CỦA CÁC XU HƯỚNG BÁN LẺ MỚI

Xu hướng bán lẻ đa kênh đang thu hẹp quy mô bán lẻ truyền thống



Nguồn: Euromonitor, PHS tổng hợp

Shoppertainment sẽ bùng nổ trong tương lai



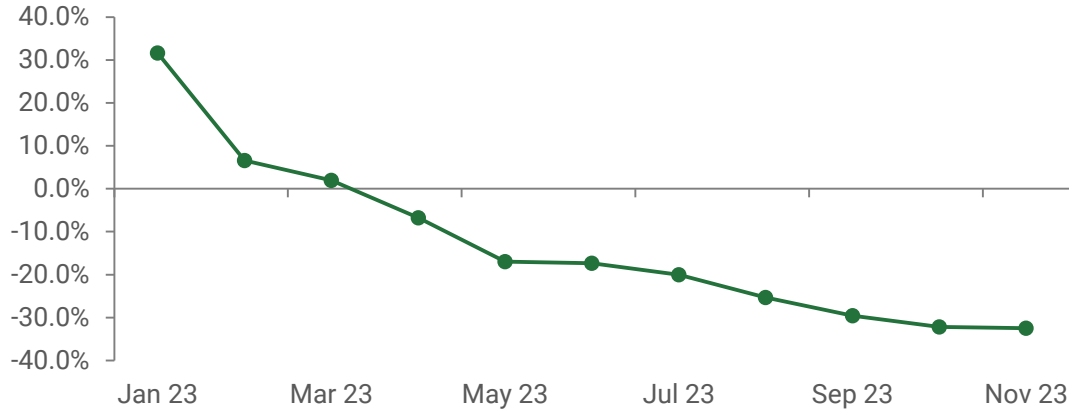
Indonesia, Thái Lan, Việt Nam, Úc, Nhật Bản, Hàn Quốc | Nguồn: Tiktok, BCG, PHS tổng hợp

- Các xu hướng bán lẻ mới được dự báo sẽ tạo ra những cơ hội và thách thức mới đối với ngành đặc biệt đối với các doanh nghiệp bán lẻ với cửa hàng truyền thống.
- Bán lẻ đa kênh (**Omnichannel**) sẽ là một trong những xu hướng tất yếu và quan trọng nhất trong thời gian sắp tới. Xu hướng này đã và đang thay đổi bộ mặt ngành và thậm chí đã dẫn đến một số cái chết của các doanh nghiệp bán lẻ chậm trễ trong việc thích nghi.
- **Shoppertainment** – xu hướng bán lẻ kết hợp với nội dung giải trí nhằm tăng trải nghiệm khách hàng – sẽ là một trong những xu hướng quan trọng trong thời gian sắp tới.
- Việt Nam là một trong những nước có mức tăng trưởng Shoppertainment cao nhất thế giới hiện tại. Các nền tảng nội dung như Tiktok hiện cũng đã bắt kịp được xu hướng này khi tích hợp vào nền tảng thương mại trực tuyến song song với kênh nội dung.

CÁC NGÀNH TIÊU DÙNG KHÔNG THIẾT YẾU HIỆN CHƯA HỒI PHỤC

Bán lẻ ô tô vẫn chưa cho thấy những tín hiệu hồi phục

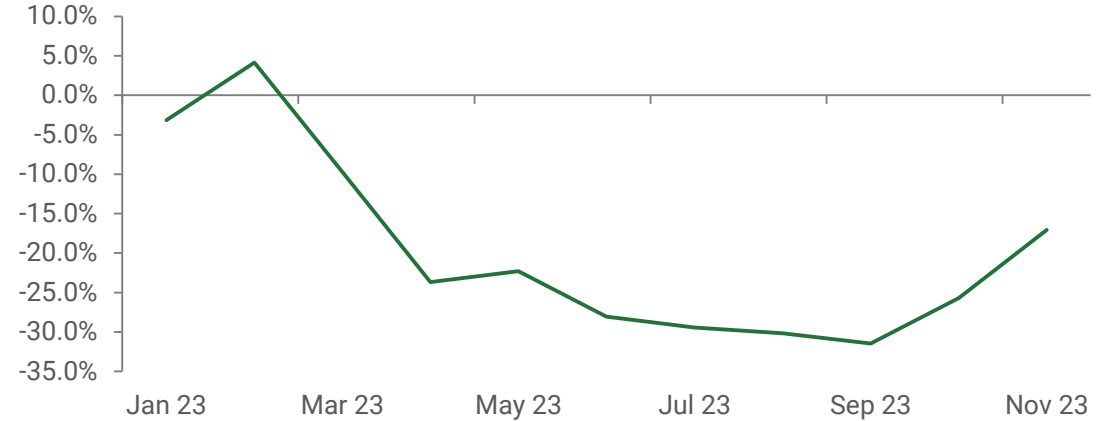
TĂNG TRƯỞNG % YOY DOANH SỐ XE HƠI (TTM)



Nguồn: VAMA, PHS tổng hợp

CÁC NGÀNH TIÊU DÙNG KHÔNG THIẾT YẾU HIỆN CHƯA HỒI PHỤC

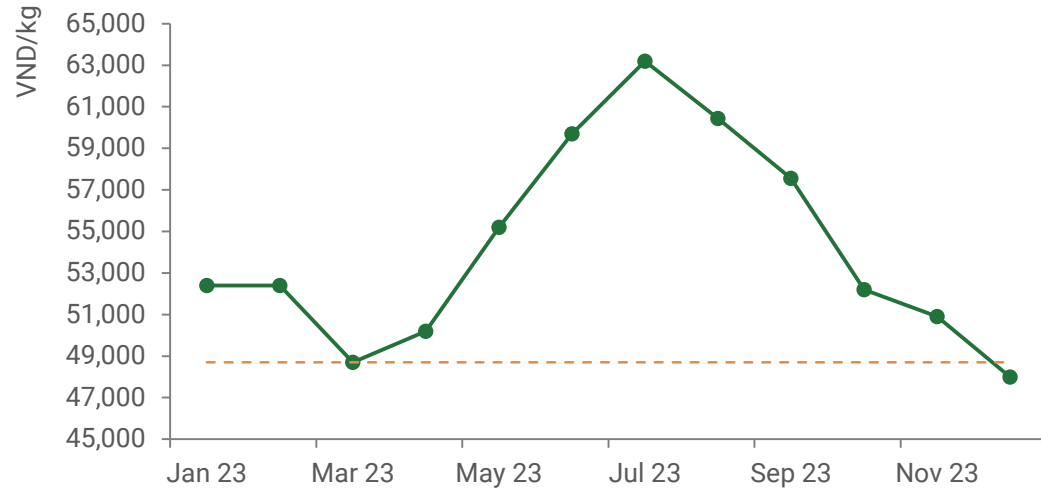
TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG %YOY NGÀNH BIA



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Doanh số bán hàng ô tô vẫn chưa cho thấy những tín hiệu hồi phục.
- Ngành bia là ngành không thiết yếu và liên tục gặp những khó khăn từ sức cầu yếu của nền kinh tế cộng với sự quyết liệt của chính phủ trong việc kiểm soát nồng độ cồn theo Nghị định số 100/2019/NĐ-CP. Chúng tôi cho rằng có thể ít nhất phải đến **2H2024** mới chứng kiến lại sự phục hồi của ngành bia khi nền kinh tế bước vào chu kỳ nở rộ, ngành du lịch tiếp tục phục hồi kéo theo các hoạt động vui chơi, giải trí.

Giá heo hiện đang ở mức rất thấp do sức cầu yếu



Nguồn: PHS tổng hợp

Dịch ASF không nghiêm trọng như năm ngoái

Chỉ tiêu	10T2023	10T2022	% YoY
Số tỉnh, thành có dịch	42	51	-18.0%
Số huyện có dịch	176	273	-35.5%
Số xã có dịch	442	1,020	-57.0%
Số ổ dịch	481	1,192	-60.0%
Số thôn có dịch	794	2,414	-67.0%
Số hộ có dịch	2,528	6,530	-61.0%
Số heo mắc bệnh	54,366	54,366	-68.5%
Tổng số heo chết, tiêu hủy	55,997	55,997	-68.0%

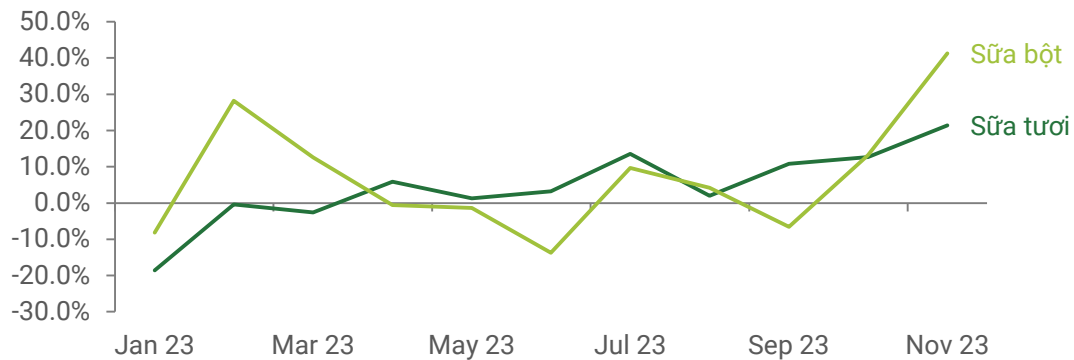
Nguồn: Cục thú y, PHS tổng hợp

- Giá heo hơi hiện tại đang có mức giá trung bình trên toàn quốc là 48,000 đồng/kg, thấp ngang mức đáy tháng 3 của năm 2023. Nguyên nhân chủ yếu do sức cầu thấp của nền kinh tế hiện nay, đặc biệt tại các bên ăn khu công nghiệp.
- Tại mức chi phí này các hộ chăn nuôi nhỏ lẻ chỉ đang hòa vốn hoặc thậm chí thua lỗ, nhiều khả năng sẽ hạn chế tái đàn. Tuy nhiên với sức cầu yếu như hiện nay chúng tôi không cho rằng giá heo sẽ biến động mạnh.
- Tình trạng nhập lậu heo sống vẫn sẽ kiềm chế đà tăng của giá heo.
- Dịch tả lợn ASF vẫn đang được kiểm soát tốt trong năm nay nhờ vào những kinh nghiệm trước đó, chúng tôi cho rằng sẽ không có một sóng heo mạnh như năm 2020.

CÁC NGÀNH CÓ MỨC HỒI PHỤC KHÔNG ĐỒNG ĐỀU

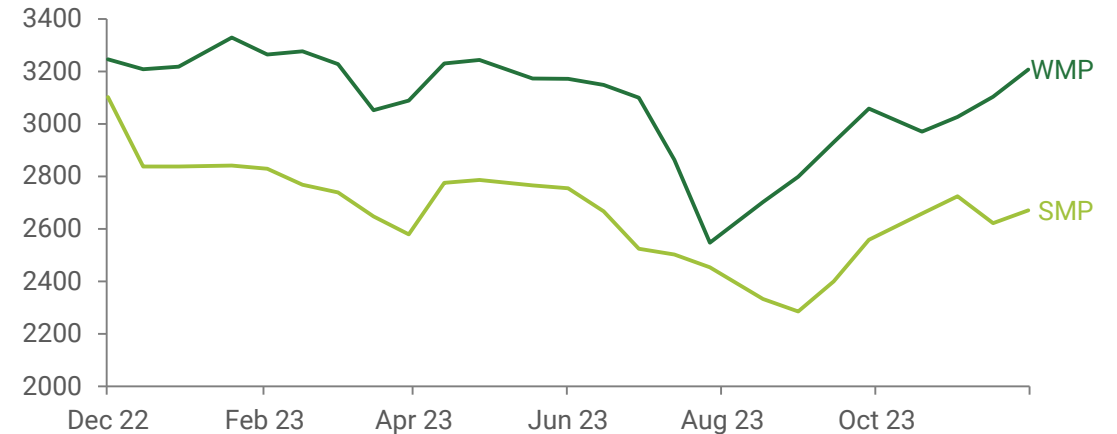
Ngành sữa chứng kiến sự hồi phục mạnh mẽ

TĂNG TRƯỞNG SẢN LƯỢNG %YOY CÁC NGÀNH CÔNG NGHIỆP



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Giá sữa nguyên liệu đang có xu hướng tăng trở lại

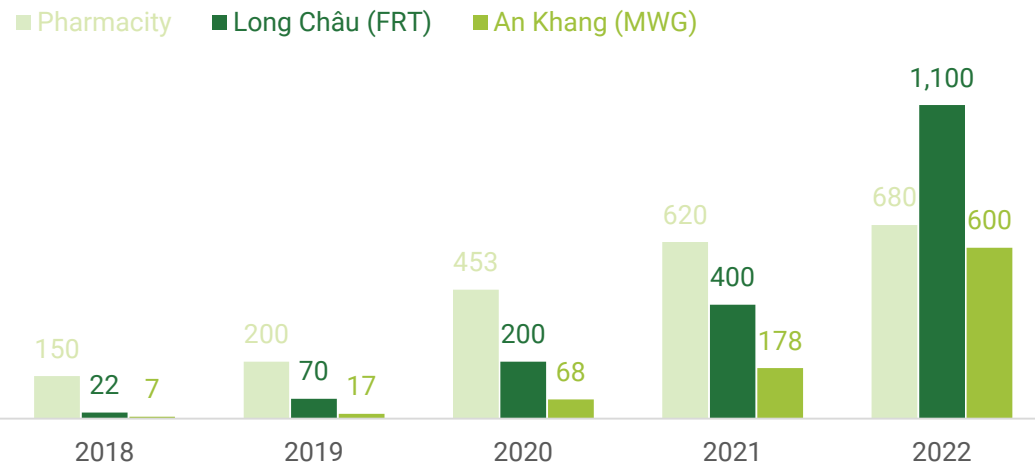


Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Ngành sữa đã cho thấy mức độ hồi phục đáng kể, có thể nhìn thấy qua mức tăng trưởng sản lượng %YoY và các doanh nghiệp sữa lớn như **VNM, IDP, MCM**.
- Giá sữa nguyên vật liệu đang có xu hướng tăng trở lại và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong năm 2024 bởi nguồn cung bị thu hẹp tại các quốc gia sản xuất sữa lớn trên thế giới. Xu hướng này có thể gây ra ảnh hưởng tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của ngành sữa trong thời gian sắp tới.

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

Số lượng cửa hàng của các chuỗi bán lẻ dược phẩm (2018-2022)



Nguồn: Website doanh nghiệp, PHS tổng hợp

Bán lẻ dược phẩm cho thấy tiềm năng lớn



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



18.4 triệu người trên 65 tuổi vào năm 2040



7.51 tỷ USD lợi nhuận từ thuốc năm 2025

Nguồn: UQVIA Institute Organization, PHS tổng hợp

TẦNG LỚP TRUNG LƯU TĂNG TRƯỞNG NHANH TẠI VIỆT NAM

- Việt nam sẽ có 23.2 triệu người gia nhập tầng lớp trung lưu vào năm 2030. Việt Nam được dự báo sẽ nằm trong nhóm các nước với số lượng người trung lưu tăng trưởng mạnh nhất trong thập kỷ hiện tại. Các nhãn hàng xa xỉ phẩm như **PNJ** sẽ được lợi rất lớn từ xu hướng này trong dài hạn.
- Việt Nam sẽ trở thành thị trường tiêu thụ lớn **thứ 10** trên thế giới vào năm 2030, với tốc độ tăng trưởng xếp **thứ tư** (7.8%), theo HSBC.



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



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

Nguồn: HSBC Global, PHS tổng hợp

THỊ TRƯỜNG BÁN LẺ NHẬN ĐƯỢC SỰ QUAN TÂM ĐÁNG KỂ



Kế hoạch:

- Đầu tư 2 tỷ USD.
- Mở mới 14 trung tâm thương mại mới từ nay tới 2025.
- Đa dạng mô hình bán lẻ với nhãn hàng riêng.



Kế hoạch:

- Đầu tư thêm 1.45 tỷ USD.
- Tăng gấp đôi số lượng cửa hàng lên 600.
- Tham vọng dẫn đầu mảng bán lẻ thực phẩm và thứ 2 mảng BĐS - TTTM vào 2027.



Kế hoạch:

- Mở 20 đại siêu thị Emart, doanh số 1 tỷ USD và dẫn đầu đại siêu thị tại Việt Nam đến năm 2026.



Kế hoạch:

- Mục tiêu đến năm 2025, đạt 1,000 điểm bán.
- Giữ vững vị trí dẫn đầu



Kế hoạch:

- Đạt mục tiêu hòa vốn vào cuối năm 2023.
- Đóng góp 20-25% mục tiêu doanh số 135,000 tỷ đồng của tập đoàn.

Tiềm năng to lớn



Dân số 100 triệu người, đứng thứ 15 toàn thế giới. Cơ cấu dân số trẻ.

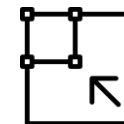


Quy mô bán lẻ thực phẩm đạt 53.1 tỷ đô vào 2021 (theo Statista), từ 9-10 lần thị trường ICT.

Thời điểm thích hợp cho việc giới thiệu các mô hình mới



Phần lớn các dự án đầu tư đại siêu thị mới nằm ở miền Bắc và Trung.



Mô hình Minimart yêu cầu diện tích nhỏ thích hợp cho khu vực đô thị chật chội.



Dân số trẻ bận rộn, không thích đi chợ.

Mã cổ phiếu	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá					Khuyến nghị
	Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa 25/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Upside	
	Giá trị (b.VND)	YoY (%)	Giá trị (b.VND)	YoY (%)	Giá trị (b.VND)	YoY (%)	Giá trị (b.VND)	YoY (%)						
MWG	110,287	-17.3%	(21)	-100.5%	125,319	13.6%	2,325	N/A	61,600	42,800	36.9	3.7	44.4%	MUA
FRT	33,725	11.8%	(132)	-133.2%	43,985	30.4%	305	N/A	119,200	107,000	74.5	10.9	11.4%	MUA
DGW	18,690	-15.3%	385	-43.7%	22,524	20.5%	665	72.7%	55,300	52,300	13.6	2.9	4.7%	GIỮ
PNJ	31,601	-6.7%	1,884	4.0%	38,741	22.6%	2,357	25.1%	101,000	86,000	14.7	2.9	17.4%	MUA
VNM	61,480	2.5%	9,365	9.2%	64,776	5.4%	10,402	11.1%	77,500	67,600	15.6	4.7	14.1%	MUA
SAB	30,615	-12.5%	4,173	-24.1%	33,699	10.1%	5,162	23.7%	83,600	63,000	21.9	4.8	34.8%	MUA
TỔNG	186,947	-8.9%	5,182	-25.7%	329,044	14.9%	21,216	35.5%						

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ CHO CỔ PHIẾU NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG:

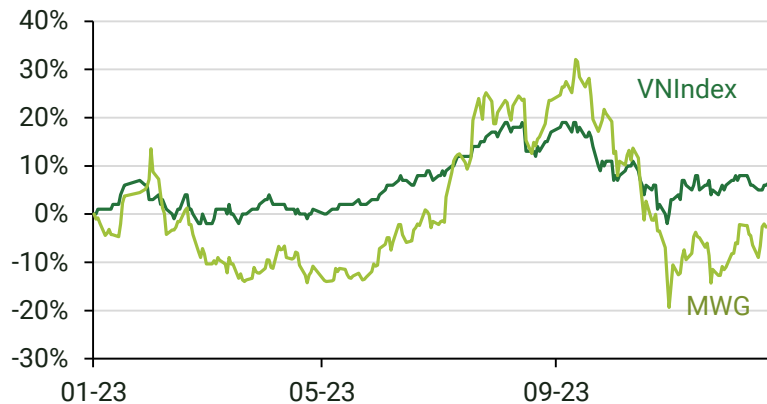
- Bán lẻ hiện đại đang chiếm thị phần của bán lẻ truyền thống.
- Bán lẻ ICT sẽ hồi phục trong năm 2024 bởi sức mua hồi phục và trận chiến thị phần bớt nhiệt.
- Bán lẻ dược phẩm tăng trưởng nhờ người dân bắt đầu quan tâm nhiều đến sức khỏe sau đại dịch Covid-19 và xu hướng già hóa dân số.
- Ngành bán lẻ của Việt Nam đang được xem là hấp dẫn và có tiềm năng tăng trưởng cao nhờ vào sự gia tăng tầng lớp trung lưu và sự phát triển của kênh bán lẻ hiện đại.



Tổng quan doanh nghiệp

MWG là doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam, công ty hiện đang tập trung vào mảng bán lẻ ICT, điện máy, dược phẩm, bách hóa và các chuỗi thử nghiệm AVA, công ty cũng đã mở rộng sang Indonesia.

Biến động giá



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Ngành ICT sẽ hồi phục vào năm 2024:** Ngành ICT đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng từ đầu năm 2023 bởi một loạt các yếu tố tiêu cực xảy ra cùng một lúc như tồn kho Iphone 14 Pro Max dư thừa, cuộc chiến về giá, tín dụng tiêu dùng bị thắt chặt, nền kinh tế yếu đi,... tất cả những điều này đã làm cho ngành trở nên xấu một cách bất thường. Chúng tôi nhận thấy các cuộc chiến về giá đã bớt nóng và Thế giới di động đã tăng được thị phần trong thời gian vừa qua cộng với sự hồi phục nhất định của tín dụng tiêu dùng, chúng tôi cho rằng năm 2024 sẽ là một năm lạc quan cho mảng ICT.
- **Bách hóa xanh đã cho thấy những tín hiệu tích cực:** Sau công cuộc tái Bách hóa xanh, chúng tôi đã thấy những tín hiệu tích cực thông qua dung lượng hàng hóa bán ra tăng đáng kể, doanh thu trên mỗi cửa hàng cũng đã được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng vào lợi thế kinh tế theo quy mô khi Bách hóa xanh tiếp tục mở rộng.
- **Định giá đang hấp dẫn cho những vị thế dài hạn:** Câu chuyện bán cổ phần bách hóa xanh vẫn đang còn đang bỏ ngõ, chuỗi bách hóa xanh có thể được định giá với mức P/S từ 1.1-1.3 lần trong bối cảnh hiện tại. Lo lắng từ việc bị loại khỏi rổ Vn Diamond cũng dường như đã lắng xuống với sự trở lại của khối ngoại trong thời gian vừa qua.

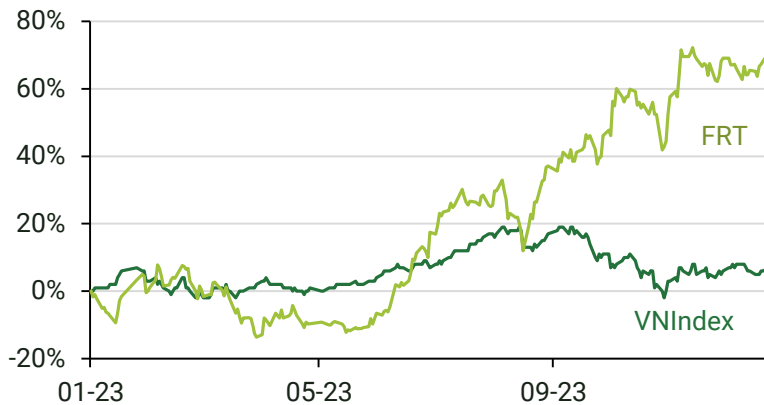
Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	108,546	122,958	133,405	110,287	125,319
LNST (tỷ VND)	3,920	4,901	4,102	(31)	2,568
EPS (VND)	8,654	3,400	2,810	(21)	1,647
Tăng trưởng EPS (%)	0%	-61%	-17%	-101%	N/A
Giá trị sổ sách (VND)	34,119	28,545	16,329	15,820	16,494
P/E	13.17	34.97	15.27	(2,914)	37.09
P/B	3.3	4.2	2.6	3.9	3.7
Cổ tức tiền mặt (%)	-5%	-10%	-5%	0%	-10%



Tổng quan doanh nghiệp

FRT hiện đang sở hữu chuỗi bán lẻ điện máy, hàng gia dụng FPT shop lớn thứ hai cả nước và đang dẫn đầu trong mảng bán lẻ dược phẩm với chuỗi Long Châu.

Biến động giá



Điểm nhấn đầu tư

- **Long Châu vẫn giữ được đà tăng trưởng doanh thu:** Long Châu hiện đã cán mốc 1,600 nhà thuốc trong năm 2023 và đang dẫn đầu về số lượng nhà thuốc. Như đã phân tích trong báo cáo trước đó, việc tận dụng được lợi thế về quy mô sẽ là yếu tố then chốt trong cuộc chơi bán lẻ dược phẩm.
- **Ngành ICT sẽ hồi phục vào năm 2024:** Ngành ICT đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng từ đầu năm 2023 bởi một loạt các yếu tố tiêu cực xảy ra cùng một lúc như tồn kho Iphone 14 Pro Max dư thừa, cuộc chiến về giá, tín dụng tiêu dùng bị thắt chặt, nền kinh tế yếu đi,... tất cả những điều này đã làm cho ngành trở nên xấu một cách bất thường. Chúng tôi nhận thấy các cuộc chiến về giá đã bớt nóng cộng với sự hồi phục nhất định của tín dụng tiêu dùng, chúng tôi cho rằng năm 2024 sẽ là một năm lạc quan cho mảng ICT.

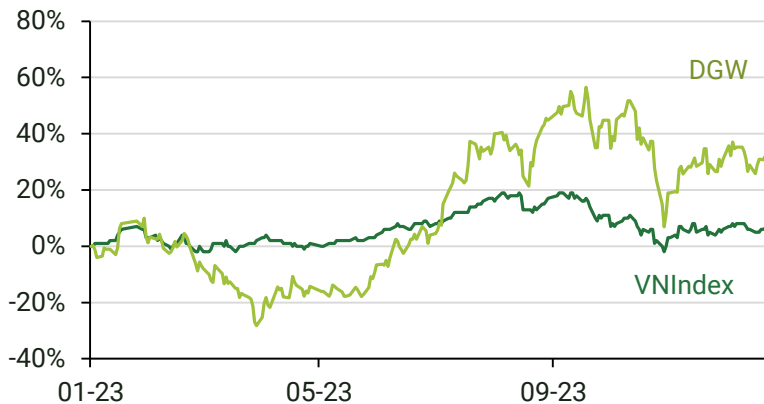
Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	14,661	22,495	30,166	33,725	43,985
LNST (tỷ VND)	10	444	398	(132)	305
EPS (VND)	266	5,618	3,295	(938)	1,600
Tăng trưởng EPS (%)	-90%	2012%	-41%	-128%	N/A
Giá trị sổ sách (VND)	15,512	21,262	17,298	13,669	10,934
P/E	120.30	17.84	20.94	(127.08)	74.50
P/B	2.1	4.7	4.0	8.7	10.9
Cổ tức tiền mặt (%)	10%	0%	5%	5%	10%



Tổng quan doanh nghiệp

DGW là doanh nghiệp chuyên về dịch vụ mở rộng thị trường (MES). Doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành hàng điện máy, laptop, thiết bị văn phòng, thiết bị bảo hộ lao động và FMCG.

Biến động giá



Điểm nhấn đầu tư

- **Công ty đang bước vào giai đoạn tìm động lực tăng trưởng mới:** công ty hiện đang mở rộng sang các ngành hàng mới, mức tăng trưởng đột biến trong quá khứ theo chúng tôi là khó có thể lặp lại. Ngành hàng thiết bị bảo hộ an toàn lao động sẽ được hưởng lợi trong bối cảnh dòng vốn FDI đang chảy vào trong nước một cách mạnh mẽ.
- **Định giá đang ở mức phù hợp theo quan điểm của chúng tôi:** Nhìn lại giai đoạn 2018 đến 2023, tỷ số P/E của DGW có mức trung vị là 13.x. Mức P/E forward 2024 theo dự phóng của chúng tôi đang là 12.6x, tương đối phù hợp và phản ánh những kỳ vọng “vừa đủ” cho những ngành hàng còn rất mới.

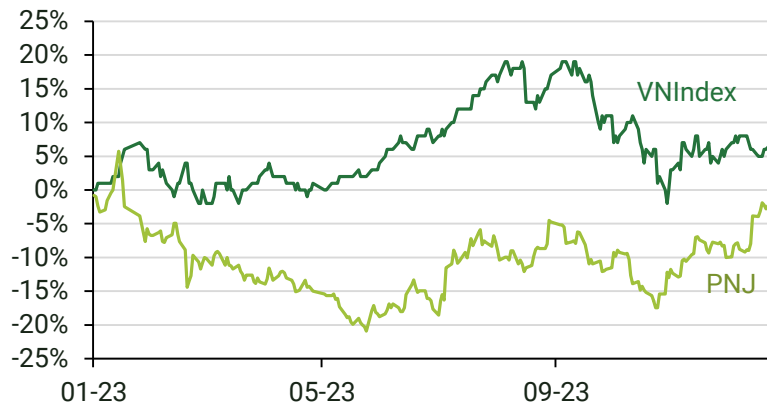
Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	12,536	20,923	22,059	18,690	22,524
LNST (tỷ VND)	267	655	684	385	665
EPS (VND)	6,213	7,402	4,193	2,359	4,076
Tăng trưởng EPS (%)	57%	19%	-43%	-44%	73%
Giá trị sổ sách (VND)	21,503	13,109	10,924	16,223	19,302
P/E	3.76	11.58	29.81	23.44	13.57
P/B	1.09	6.54	11.4	3.4	2.9
Cổ tức tiền mặt (%)	10%	10%	10%	10%	10%



Tổng quan doanh nghiệp

PNJ là doanh nghiệp bán lẻ trang sức thời trang số 1 hiện tại, tính đến cuối 30.11.2023, công ty đang có 398 cửa hàng bán lẻ.

Biến động giá



Điểm nhấn đầu tư

- **Tiếp tục dẫn đầu thị phần trang sức:** Ngành trang sức có đặc điểm là rất phân mảnh, cho tới hiện tại PNJ đã và đang dẫn đầu về số lượng cửa hàng bán lẻ cũng như mức độ hiệu quả trên một cửa hàng cộng với sức mạnh thương hiệu lớn.
- **Kết quả kinh doanh đã cho thấy một số dấu hiệu hồi phục:** kết thúc tháng 11.2023, doanh thu trên một cửa hàng cũng đã hồi phục từ mức thấp là 3.33 tỷ đồng vào tháng 6 lên đến 4.28 tỷ đồng và doanh nghiệp liên tiếp có mức giảm thấp hơn mức giảm chung của thị trường, đồng nghĩa với việc thị phần gia tăng.

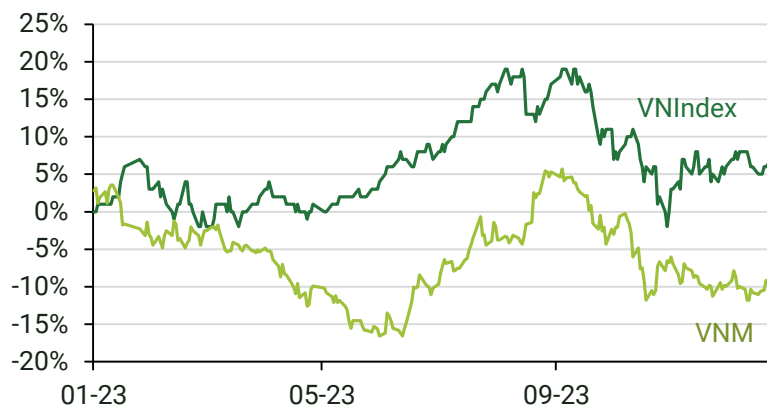
Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	17,511	19,547	33,876	31,601	38,741
LNST (tỷ VND)	1,069	1,029	1,811	1,884	2,357
EPS (VND)	4,308	4,197	5,223	5,493	6,866
Tăng trưởng EPS (%)	-12%	-3%	24%	5%	25%
Giá trị sổ sách (VND)	23,031	26,416	34,302	30,099	35,465
P/E	13.3	16.4	16.8	18.4	14.7
P/B	2.5	2.6	2.6	3.4	2.9
Cổ tức tiền mặt (%)	8%	31%	15%	15%	15%



Tổng quan doanh nghiệp

VNM là doanh nghiệp sữa hàng đầu trên Việt Nam và trên thế giới. Công ty vừa trải qua một đợt thay đổi định vị thương hiệu hướng đến nhóm khách hàng trẻ trung hơn.

Biến động giá



Điểm nhấn đầu tư

- **Ngành sữa đang có những tín hiệu hồi phục trong sản lượng:** chúng tôi đã nhìn thấy sự hồi phục về sản lượng công nghiệp ngành sữa, là một doanh nghiệp đầu ngành, VNM sẽ đi cùng sự đi lên của nền kinh tế nói chung và ngành sữa nói riêng.
- **Kỳ vọng từ những thay đổi của VNM về mặt thương hiệu:** VNM vừa trải qua một đợt lột xác về định vị thương hiệu bắt đầu từ việc thay đổi logo để nhắm tới những đối tượng trẻ tuổi hơn. Chiến dịch này đã và đang cho thấy những tín hiệu tích cực.

Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	59,636	60,919	59,956	61,480	64,776
LNST (tỷ VND)	11,236	10,633	8,578	9,365	10,402
EPS (VND)	4,770	4,517	3,632	4,481	4,977
Tăng trưởng EPS (%)	-13%	-5%	-20%	23%	11%
Giá trị sổ sách (VND)	16,102	17,154	15,702	16,183	16,661
P/E	19.83	17.47	20.28	17.30	15.57
P/B	5.9	4.6	4.69	4.79	4.65
Cổ tức tiền mặt (%)	35%	36%	52%	40%	45%



SABECO

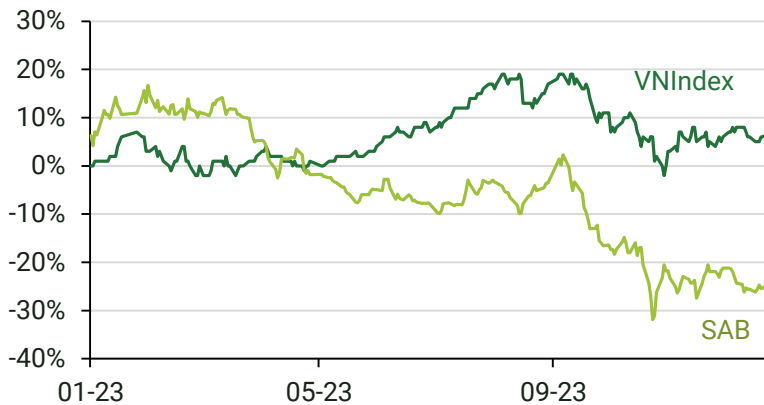
Tổng quan doanh nghiệp

SAB hiện đang là doanh nghiệp bia chiếm thị phần hàng đầu tại Việt Nam. Công ty tập trung vào phân khúc trung cấp và thấp.

Điểm nhấn đầu tư

- **Kỳ vọng vào sự hồi phục của nền kinh tế nói chung:** là một ngành tiêu dùng không thiết yếu, chúng tôi kỳ vọng SAB sẽ có mức hồi phục mạnh mẽ một khi nền kinh tế hồi phục, sự hồi phục có thể đến vào 2H2024 khi bước vào chu kỳ giảm lãi suất mới trên thế giới.
- **Kỳ vọng giá nguyên vật liệu giảm trong 2024:** Hiện tại công ty đã chốt giá nguyên vật liệu đến hết năm 2023, với xu hướng giảm của các nguyên vật liệu chính trong thời gian vừa qua, chúng tôi cho rằng giá chốt mới sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.
- **Định giá đang rất hấp dẫn để nắm giữ dài hạn:** Nhìn lại giai đoạn 2018 đến 2023, tỷ số P/E của SAB có mức trung vị là 25.6x. Chúng tôi dự phóng P/E forward của năm 2024 vào mức 16.2x, thích hợp cho các vị thế dài hạn

Biến động giá



Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	27,961	26,374	34,979	30,615	33,699
LNST (tỷ VND)	4,937	3,929	5,500	4,173	5,162
EPS (VND)	7,145	5,556	7,983	3,091	3,823
Tăng trưởng EPS (%)	-4%	-22%	44%	-61%	24%
Giá trị sổ sách (VND)	31,094	33,092	36,084	18,633	17,456
P/E	27.3	27.2	20.9	27.0	21.9
P/B	6.3	4.6	4.6	4.5	4.8
Cổ tức tiền mặt (%)	35.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

NGÀNH ĐIỆN

NHỮNG BỨC TRANH TƯƠNG PHẢN

- TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM
- QUY HOẠCH ĐIỆN 8
- PHÂN TÍCH CÁC NGUỒN PHÁT ĐIỆN
- CỔ PHIẾU ƯA THÍCH CỦA CHÚNG TÔI

Nhân Nguyễn

Chuyên viên phân tích – Ngành Dầu khí & Điện



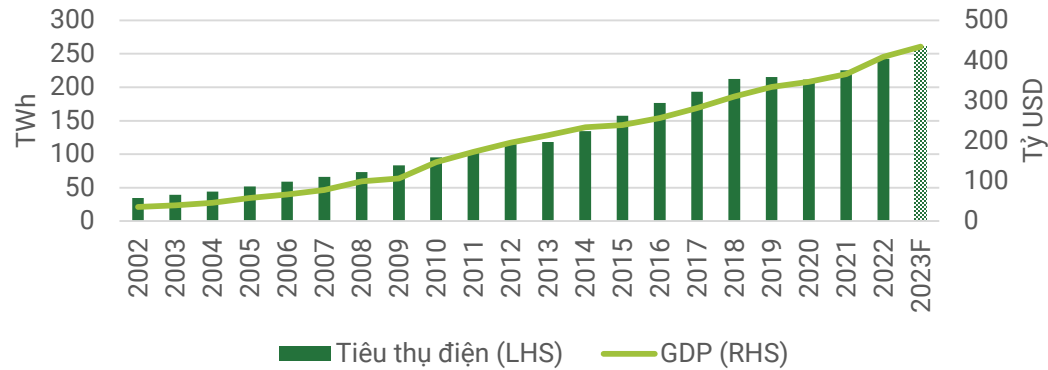
TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

TIỀM NĂNG LỚN NHƯNG MẤT CÂN ĐỐI
& DỄ TỔN THƯƠNG



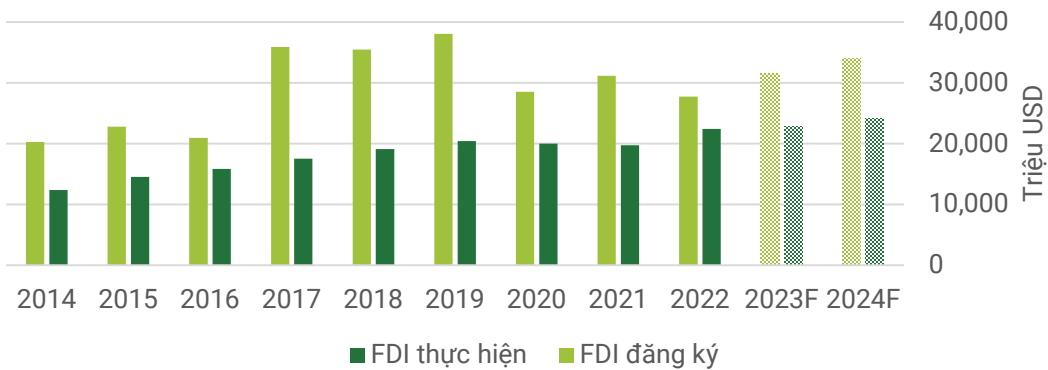
NHU CẦU ĐIỆN TIỀM NĂNG NHỜ GDP VÀ DÒNG CHẢY FDI MẠNH MẼ

Nhu cầu về điện tăng thên tốc cùng với tăng trưởng GDP trong 2 thập kỷ qua



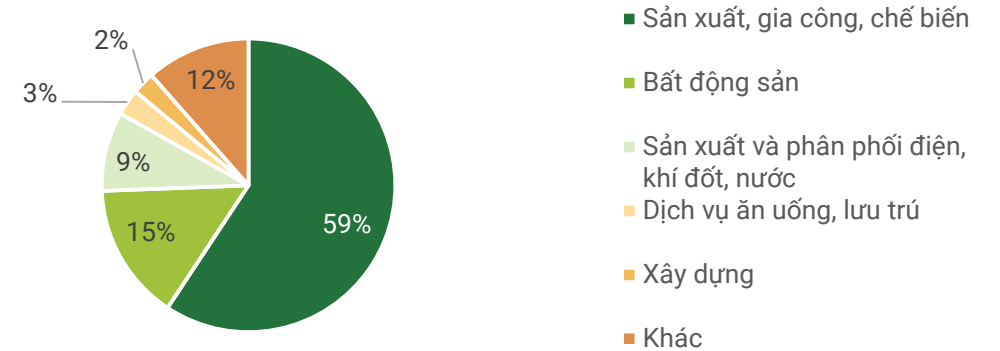
Nguồn: Worldbank, EVN, PHS ước tính

FDI đăng ký liên tục ở mức cao và số thực hiện cũng tăng dần từ 2014 - 2022



Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

Sản xuất, gia công, chế biến chiếm 60% vốn FDI đăng ký lũy kế đến cuối 2022



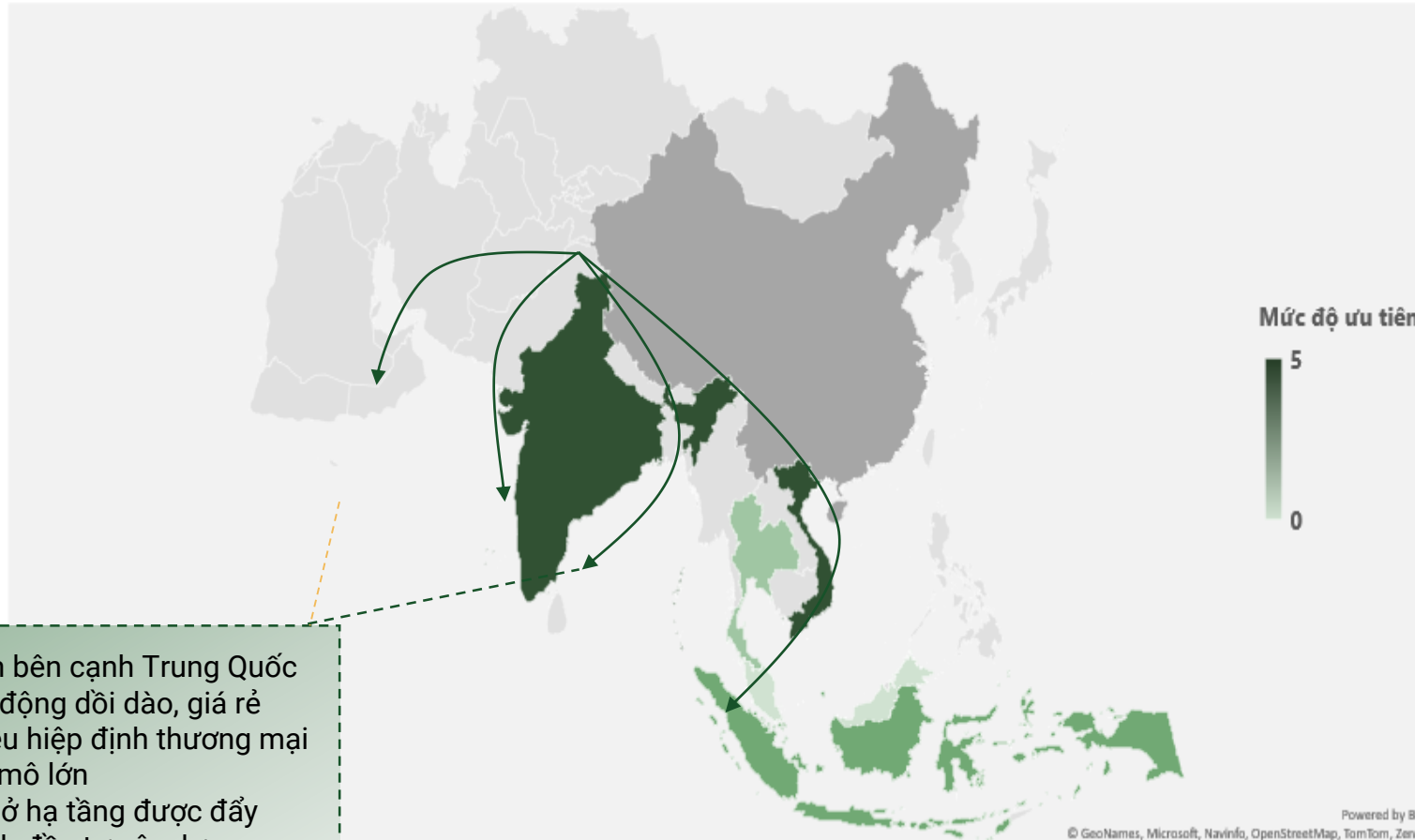
Nguồn: MPI, PHS tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh và Xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng diễn ra mạnh mẽ là 2 nhân tố chính giúp Nhu cầu tiêu thụ điện trở nên giàu tiềm năng trong nhiều năm tới

Hai thập kỷ vừa qua chứng kiến tốc độ tăng trưởng kinh tế thần kỳ của Việt Nam qua con số tăng trưởng GDP ấn tượng lên đến trung bình 13%/năm. Và năng lượng là nhân tố thiết yếu nhất để đảm bảo sự tăng trưởng kinh tế bền bỉ suốt thời gian qua, thật vậy, nhu cầu tiêu thụ điện ở Việt Nam cũng bùng nổ nhanh chóng và gần như gia tăng song song với nền kinh tế. Nhu cầu điện ở Việt Nam được kỳ vọng sẽ còn tiếp tục tăng nhanh khi tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam sẽ lấy lại đà tăng trưởng (6-8%/năm) trong thời gian tới qua dự báo của các tổ chức lớn như Worldbank, ADB, Fitch Solutions...

NHU CẦU ĐIỆN TIỀM NĂNG NHỜ GDP VÀ DÒNG CHẢY FDI MẠNH MẼ

Làn sóng di dời sản xuất khỏi Trung Quốc diễn ra mạnh mẽ giữa căng thẳng thương mại Mỹ - Trung
Việt Nam và Ấn Độ được xem là 2 điểm đến được ưu tiên hàng đầu

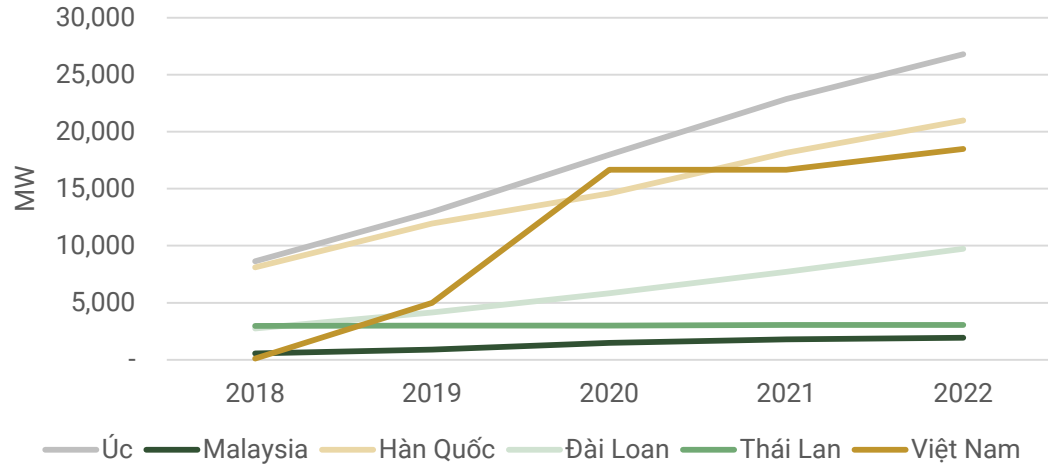


- Nằm bên cạnh Trung Quốc
- Lao động dồi dào, giá rẻ
- Nhiều hiệp định thương mại quy mô lớn
- Cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh đầu tư xây dựng

- Ngoài ra, dòng vốn FDI mạnh mẽ từ làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng cũng là yếu tố then chốt hỗ trợ cho tiềm năng kinh tế cũng như tiềm năng ngành năng lượng Việt Nam. Theo các khảo sát của EuroCharm cũng như Jetro được thực hiện từ 2022 đến 2023, các doanh nghiệp châu Âu, Nhật Bản đều chọn Việt Nam là điểm đến hàng đầu để mở rộng chuỗi cung ứng. Và kể cả các doanh nghiệp của Trung Quốc cũng chọn Việt Nam là điểm tối ưu để giảm thiểu rủi ro từ căng thẳng thương mại với Hoa Kỳ.
- Con số FDI gắn liền với sự mở rộng của nền kinh tế Việt Nam từ quá khứ đến hiện tại, xu thế tăng mức cao trong thời gian tới chắc chắn sẽ giúp ngành điện hưởng lợi lớn khi mà phần lớn vốn đăng ký (gần 60% trên vốn lũy kế) là liên quan đến lĩnh vực sản xuất/gia công chế biến.

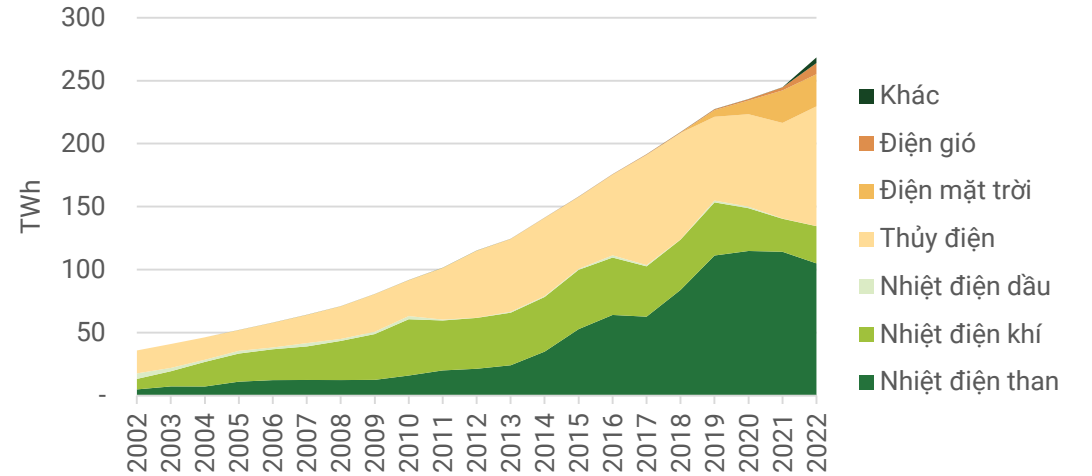
SẢN XUẤT ĐIỆN NGÀY Càng XANH NHƯNG DỄ TỔN THƯƠNG TRƯỚC KHÍ HẬU

Công suất lắp đặt Điện mặt trời ở Việt Nam tăng vượt trội nhờ cơ chế giá FIT



Nguồn: BP Statistics, PHS tổng hợp

Năng lượng tái tạo chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu Sản lượng điện



Nguồn: BP Statistics, PHS tổng hợp

Cũng trong 2 thập kỷ qua, sản lượng điện của Việt Nam đã tăng trưởng vượt bậc (hơn 11%/năm) để đảm bảo cho mức tiêu thụ điện cần thiết. Nhưng từ năm 2019 trở đến nay, đã có một sự chuyển dịch lớn diễn ra trong cơ cấu sản lượng, theo đó sản lượng từ điện tái tạo (điện mặt trời, điện gió, thủy điện) đã gia tăng tỉ trọng nhanh chóng và đã đạt đến hơn 48% trong năm 2022.

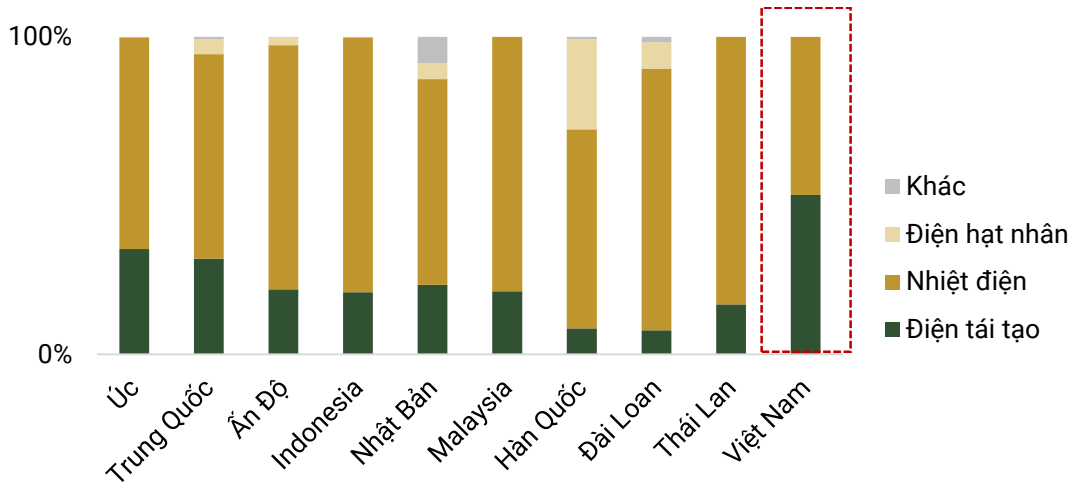
Đóng vai trò lớn trong sự chuyển dịch này là điện mặt trời và điện gió, do được đầu tư ồ ạt nhờ chính sách giá ưu đãi (giá FIT) hấp dẫn (đã hết hạn từ cuối năm 2021). Sự phát triển của năng lượng tái tạo sạch thậm chí còn bù đắp được cho sự sụt giảm về sản lượng của điện than trong thời gian gần đây, cho thấy cam kết cắt giảm phát thải của Việt Nam đang được thực hiện một cách quyết liệt.

SẢN XUẤT ĐIỆN NGÀY Càng XANH NHƯNG DỄ TỔN THƯƠNG TRƯỚC KHÍ HẬU

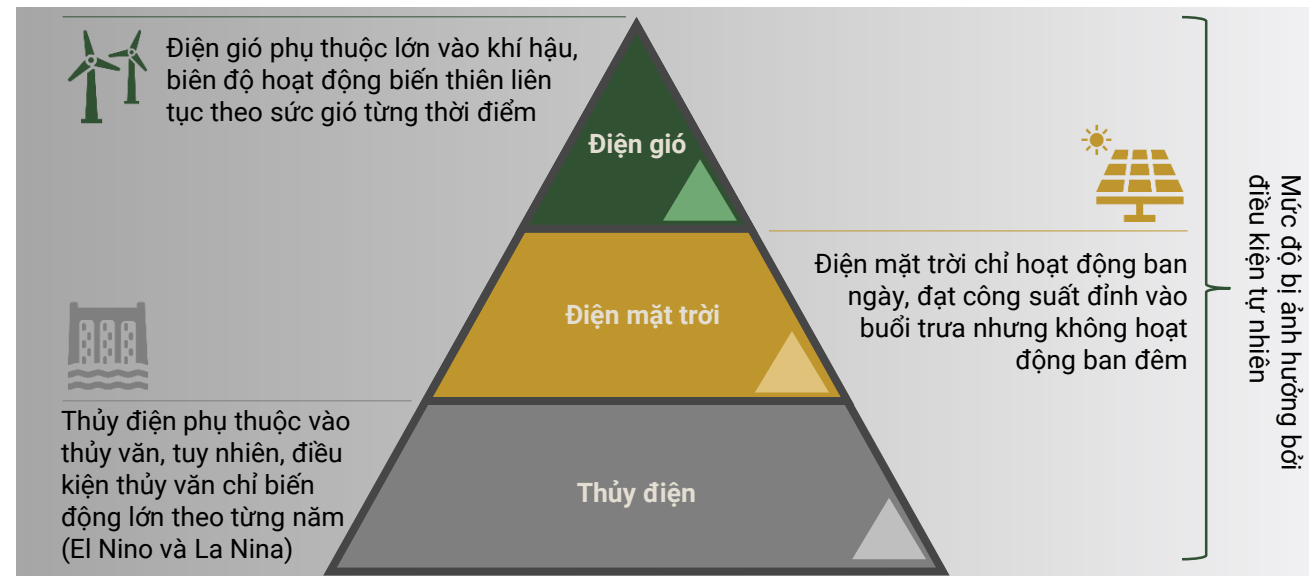
Bảng chính sách ưu đãi và khuyến khích, đặc biệt là về giá, chính phủ Việt Nam đã thành công trong việc đưa đất nước lên vị thế hàng đầu trong khu vực về tỷ trọng năng lượng tái tạo, vượt xa nhiều quốc gia vốn đã có thế mạnh trong lĩnh vực này như Trung Quốc, Úc, Thái Lan,...

Tỷ trọng lớn cũng đồng nghĩa là Việt Nam ngày càng phụ thuộc nhiều vào năng lượng tái tạo để nuôi sống nền công nghiệp đang lớn lên nhanh chóng. Hoạt động công nghiệp cần có nguồn năng lượng bền bỉ và ổn định, tuy nhiên năng lượng tái tạo lại thiếu đi sự ổn định cần có do phụ thuộc rất nhiều vào các nhân tố tự nhiên như: thời tiết, khí hậu,... Vì vậy, an ninh năng lượng của Việt Nam có thể bị đe dọa nghiêm trọng nếu phải đối mặt với tình hình biến đổi khí hậu đang diễn ra nhanh chóng mà không có giải pháp đối phó một cách hiệu quả. Điều tích cực là Điện khí cũng đã được định hướng phát triển mạnh mẽ cho đến năm 2030 cùng với điện tái tạo, để nhanh chóng giảm phát thải và giúp củng cố an ninh năng lượng (Quy hoạch điện 8)

Điện tái tạo ở Việt Nam có tỷ trọng cao nhất so với các nước trong khu vực



Số liệu năm 2022 - Nguồn: BP Statistics, PHS tổng hợp



QUY HOẠCH ĐIỆN 8

HƯỚNG TỚI MỤC TIÊU CẮT GIẢM MẠNH PHÁT
THẢI CARBON

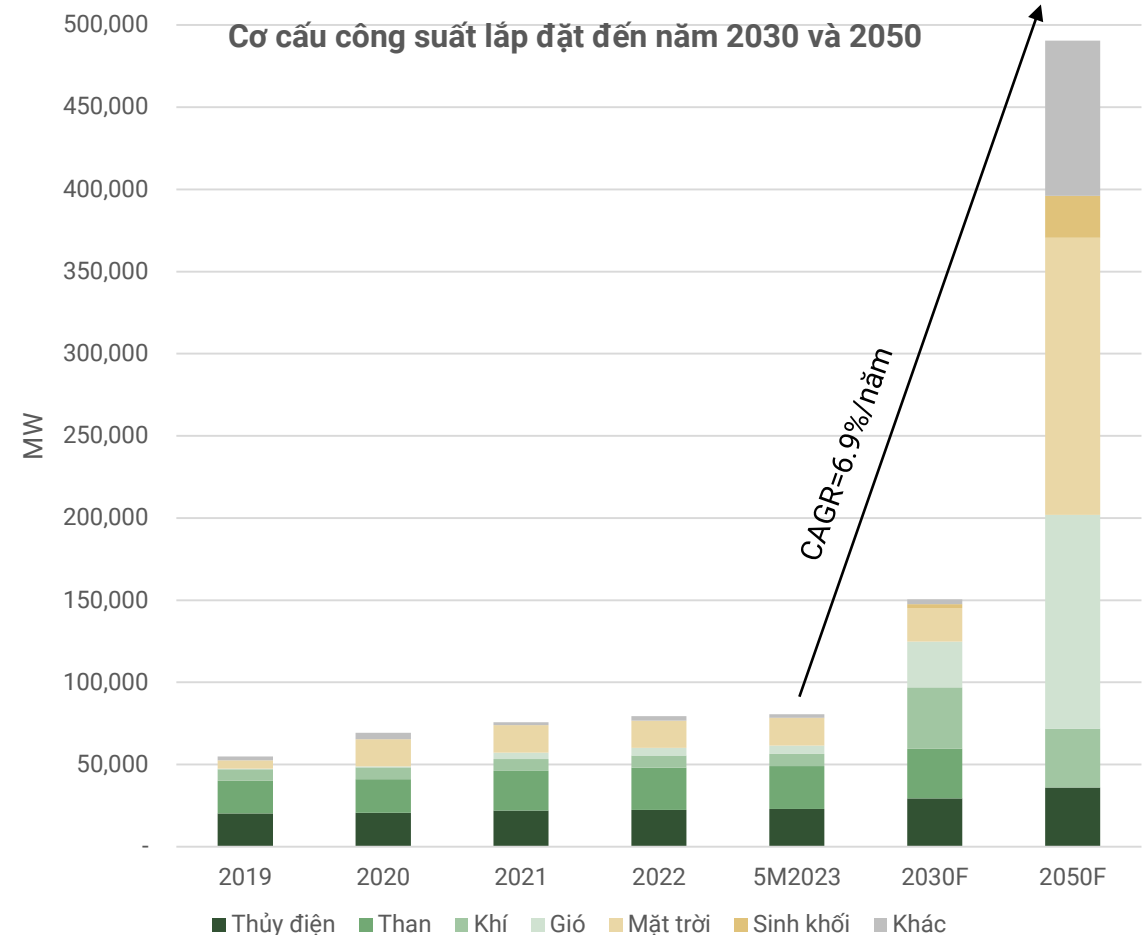


QUY HOẠCH ĐIỆN 8 – ĐIỆN GIÓ & KHÍ TRỌNG TÂM ĐẾN 2030

Đến năm 2030	Đến năm 2050
<ul style="list-style-type: none"> Tổng công suất sẽ đạt 150,489 MW Đặc biệt ưu tiên phát triển Điện gió và Điện khí, chỉ phát triển thêm 4,000MW Điện mặt trời Không giới hạn phát triển năng lượng tái tạo tự sản – tự tiêu 	<ul style="list-style-type: none"> Tổng công suất sẽ đạt 490,529 – 573,129 MW vào năm 2050. Chấm dứt hoàn toàn Điện than, phát triển mạnh Điện sinh khối Điện khí, Điện sinh khối và Pin lưu trữ sẽ đóng vai trò chạy nền cho năng lượng tái tạo

Quy hoạch điện 8 đặt mục tiêu phát triển mạnh các nguồn năng lượng tái tạo phục vụ sản xuất điện. Định hướng đến năm 2050, tỷ lệ năng lượng tái tạo lên đến 67.5 – 71.5%. Kiểm soát mức phát thải khí nhà kính từ sản xuất điện đạt khoảng 204 - 254 triệu tấn năm 2030 và còn khoảng 27 - 31 triệu tấn vào năm 2050.

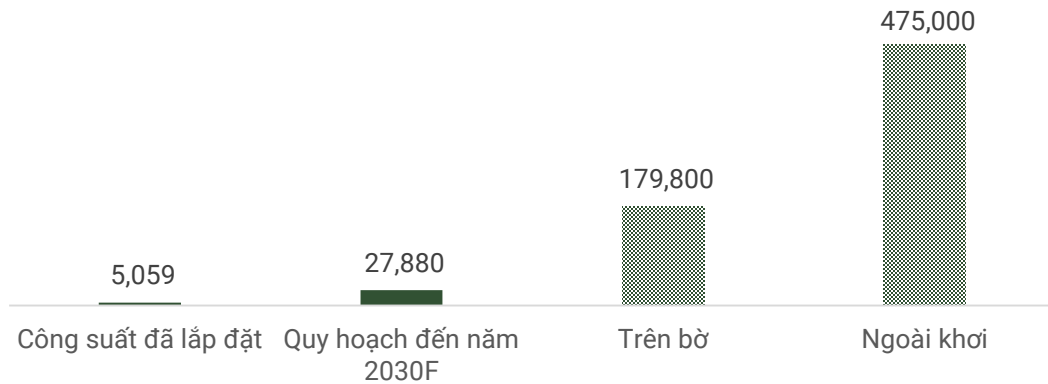
Giai đoạn 2021 – 2030, ước tính tổng vốn đầu tư phát triển nguồn và lưới điện truyền tải tương đương 134.7 tỷ USD. Và có thể thấy Quy hoạch điện 8 đặc biệt chú trọng đến phát triển mở rộng công suất lắp đặt Điện gió và Điện khí trong giai đoạn từ nay đến năm 2030. Trong đó, Gió được xem là nguồn tài nguyên dồi dào nhờ Việt Nam có tiềm năng tự nhiên thuận lợi về sức gió với đường bờ biển dài, còn Điện khí được xác định là bước trung gian quan trọng để nhanh chóng giảm phát thải carbon và là nguồn điện chạy nền để đảm bảo an ninh năng lượng.



Nguồn: A0, Quy hoạch điện 8, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG VÀ ĐIỀU KIỆN CẦN CHO PHÁT TRIỂN ĐIỆN GIÓ

Tiềm năng “kỹ thuật” của Điện gió tại Việt Nam (MW)

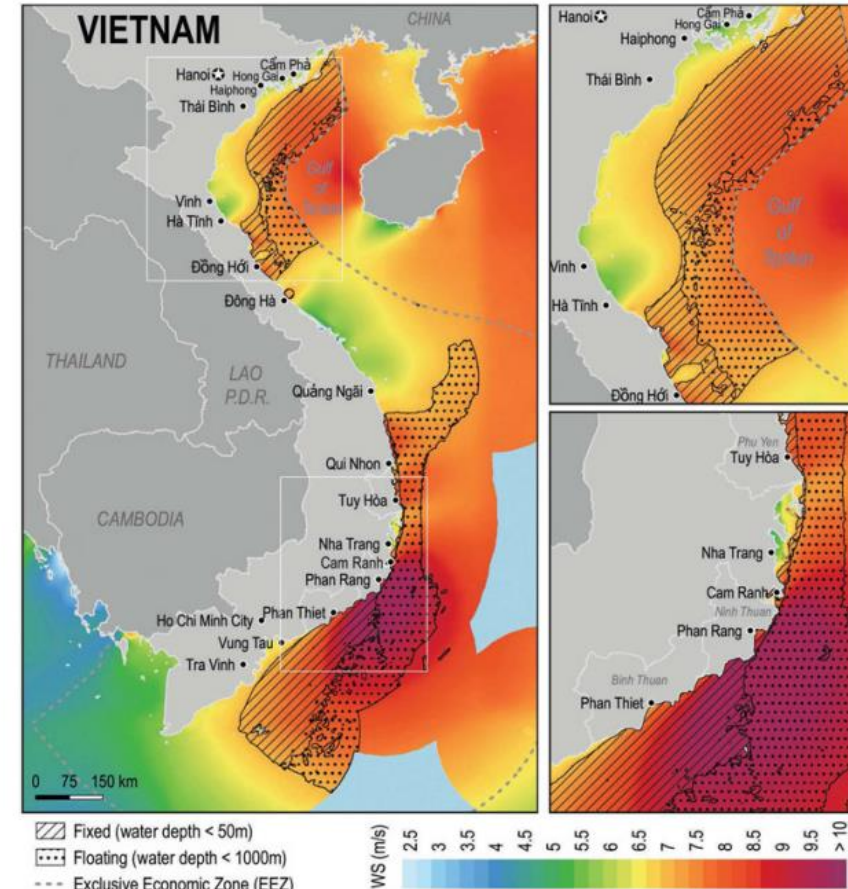


Nguồn: MOIT, Worldbank, PHS tổng hợp

Các điều kiện cần để phát triển điện gió bền vững

<p>Ưu đãi</p> <p>Được ưu tiên về chính sách nhưng thiếu ưu đãi thực chất khi Điện gió rất cần ưu đãi do chi phí đầu tư ban đầu rất lớn, dù chúng tôi ước tính chi phí này có thể giảm 1-2%/năm đến năm 2030</p>	<p>Truyền tải</p> <p>Khu vực có tiềm năng thì nhu cầu điện thấp, do đó cần đầu tư rất lớn vào hạ tầng truyền tải → Khó hiệu quả về tài chính do hiệu suất (phụ tải truyền) biến động lớn, nhưng trung bình ở mức thấp</p>	<p>Lưu trữ</p> <p>Lưu trữ là giải pháp cấp thiết để điều hòa cung – cầu khi Điện gió phát lên lưới điện → Khắc phục tình trạng quá tải cục bộ và tăng hiệu suất hoạt động, tuy nhiên chi phí đầu tư vẫn còn quá lớn</p>
--	--	--

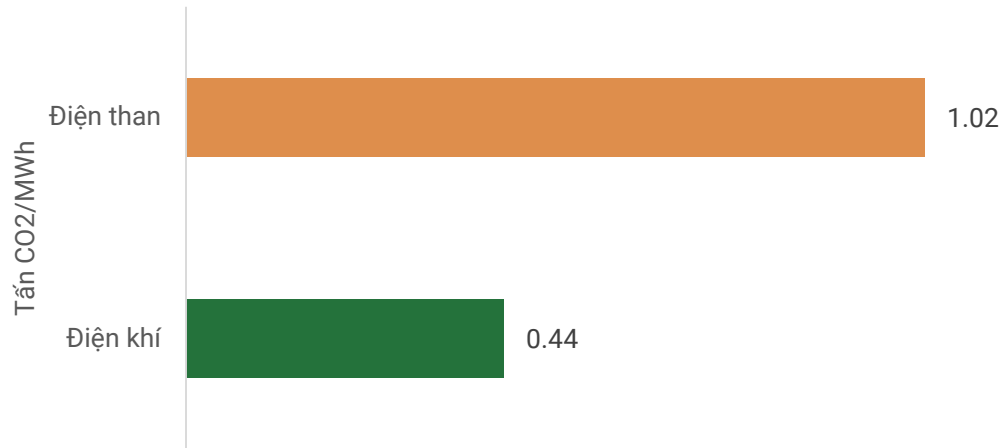
Nguồn: PHS tổng hợp



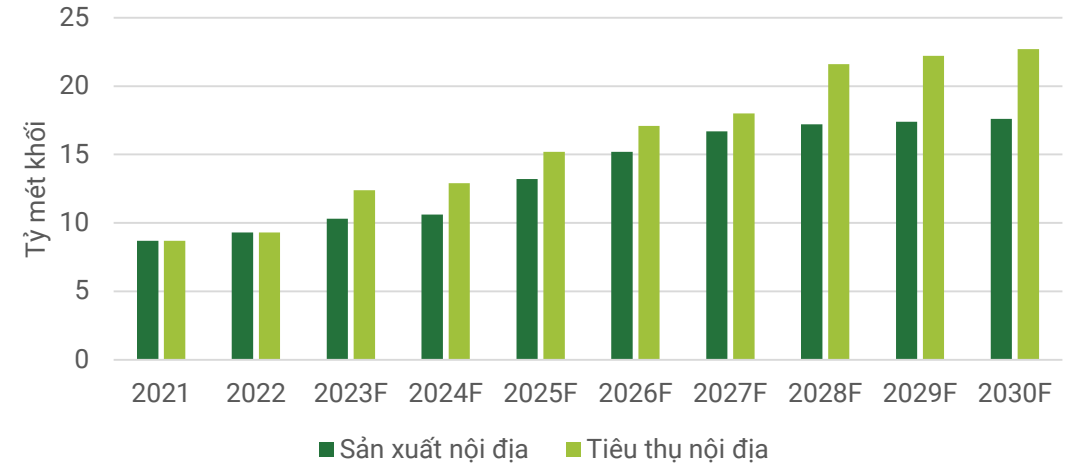
Công suất điện gió đã lắp đặt của Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều so với công suất tiềm năng
 → Cho thấy không gian vô hạn để khai thác nguồn năng lượng này.
Tuy nhiên, để khai thác hiệu quả năng lượng gió ở Việt Nam, đòi hỏi cần có nhiều điều kiện cần và đủ liên quan đến Ưu đãi, Truyền tải và Lưu trữ, nhưng đây là những điều khó hiện thực hóa trong ngắn và trung hạn

NHIỆT ĐIỆN KHÍ LÀ XU HƯỚNG TẤT YẾU NHƯNG SẼ PHỤ THUỘC NHẬP KHẨU

Điện khí giúp giảm nhanh phát thải Carbon hơn một nửa so với Điện than



Nhưng Việt Nam sẽ đối mặt với tình trạng Sản lượng khí nội địa thiếu hụt ngày càng nhiều trong các năm tới



Số liệu tại các nhà máy điện ở Hoa Kỳ năm 2021 - Nguồn: EIA, PHS tổng hợp

Nguồn: EIA, Fitch Solutions, PHS ước tính

Qua thống kê thực tế, sự chuyển dịch từ Điện than sang Điện khí có thể giúp giảm ngay lập tức mức phát thải nhà kính đến hơn một nửa. Dù không loại bỏ hoàn toàn ô nhiễm nhưng đây được xem là giải pháp nhanh chóng và hiệu quả khi mà chi phí đầu tư năng lượng tái tạo vẫn ở mức cao. Và hơn nữa Điện khí sẽ là nguồn điện duy nhất thay thế Điện than trong vai trò chạy nền, giúp nguồn cung điện trở nên ổn định và tin cậy trong 1 thập kỉ tới.

Tuy nhiên, Việt Nam đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn khí nội địa do trữ lượng các mỏ khí hiện tại đang giảm với tốc độ đáng báo động. Giải pháp được đưa ra trong thời gian tới là phát triển các mỏ khí mới ở ngoài khơi thêm lục địa, điển hình là Lô B – Ô Môn và Cá Voi Xanh. Ngoài ra, nhập khẩu LNG cũng là hướng đi mà Việt Nam đã thực hiện trong thời gian gần đây. Những giải pháp này có thể tháo gỡ khó khăn về nguồn nguyên liệu chính nhưng đều là những giải pháp tốn kém, có thể đẩy giá thành điện khí lên cao và làm mất đi sức cạnh tranh so với điện than (dù sạch hơn).

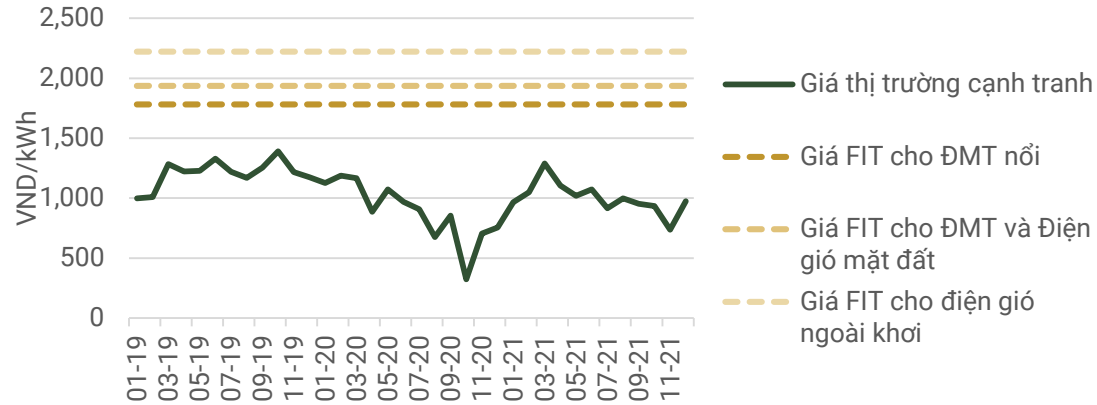
ĐIỆN MẶT TRỜI VÀ ĐIỆN GIÓ

KHÓ KHĂN BỬA VÂY, TƯƠNG LAI CÒN NHIỀU BỎ NGỎ



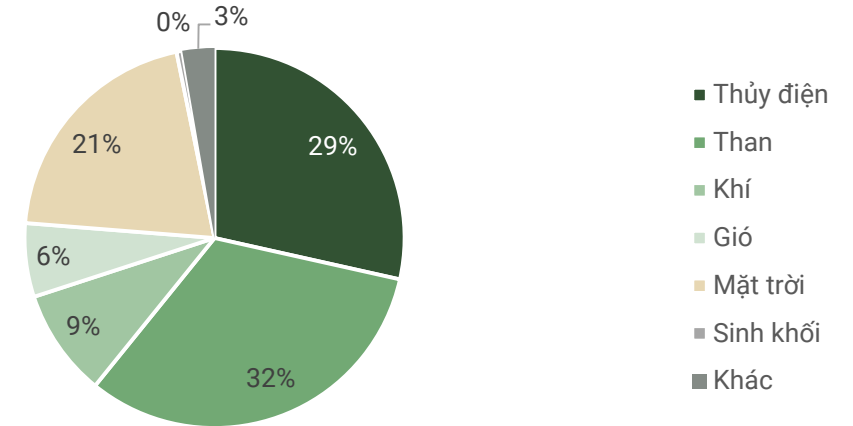
ĐIỆN MẶT TRỜI VÀ ĐIỆN GIÓ PHÁT TRIỂN QUÁ NÓNG

Giá FIT đã thúc đẩy Điện mặt trời và Điện gió phát triển mạnh mẽ đến 2021



Nguồn: MOIT, Genco3, PHS tổng hợp

Từ số 0 ở 2018, Điện mặt trời và Điện gió hiện đã chiếm đến 27% công suất

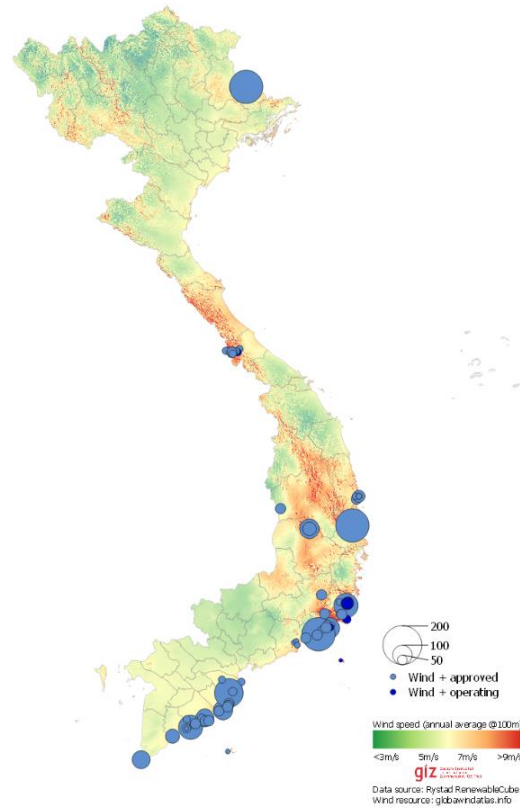


Nguồn: A0, PHS tổng hợp

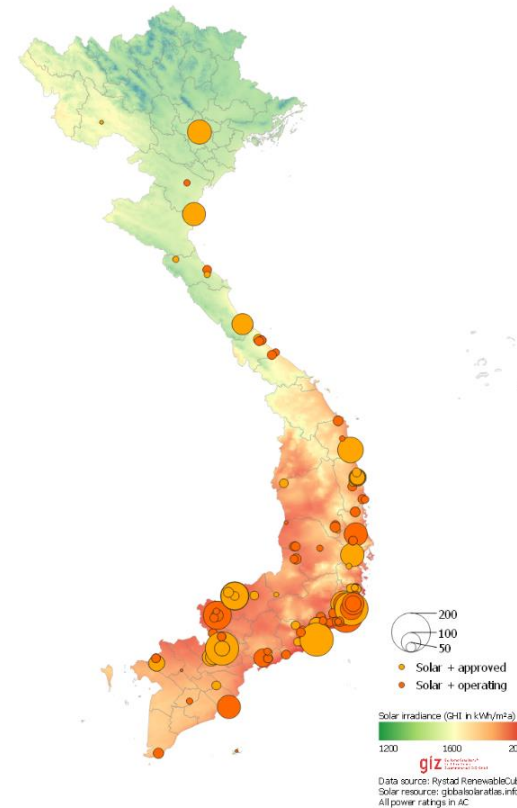
Bắt đầu từ cuối năm 2018, chính phủ Việt Nam đã áp dụng hàng loạt chính sách ưu đãi về giá, hay còn gọi là giá FIT (Feed-in Tariffs) để khuyến khích đầu tư vào Điện mặt trời, và sau đó là Điện gió. Với mức giá áp dụng cho các dự án là từ 1,800 đến 2,200 đồng/kWh (cao hơn từ 70% đến hơn 110% so với giá thị trường cạnh tranh lúc bấy giờ), thì chính sách này đã kích hoạt một cuộc đua ồ ạt đầu tư vào Điện mặt trời và sau đó là Điện gió, đưa công suất lắp đặt tăng vượt trội từ con số 0 lên 21,000MW ở thời điểm hiện tại, chiếm 27% tổng hệ thống điện.

...GÂY MẤT CÂN ĐỐI VỚI LƯỚI ĐIỆN, QUÁ TẢI CỤC BỘ, LÃNG PHÍ

Tuy có sự phát triển bùng nổ, nhưng sự phân bố và quy hoạch lại không đồng đều khi phần lớn dự án Điện mặt trời và Điện gió đều tập trung ở miền Nam, nơi có nền nhiệt cao, nhiều ngày nắng, và sức gió lớn hơn hẳn miền Bắc. Ngoài ra, trong các năm qua, hệ thống truyền tải điện không phát triển theo kịp với tốc độ mở rộng công suất của điện tái tạo. **Hệ lụy là gây quá tải lưới điện cục bộ cả theo Vị trí địa lý và theo Thời điểm, dẫn đến không hấp thụ hết và lãng phí** trong khi miền Bắc có thể xảy ra thiếu điện nghiêm trọng khi phụ thuộc hoàn toàn vào 2 nguồn điện chính là Thủy điện và Nhiệt điện (chủ yếu là Nhiệt điện than).



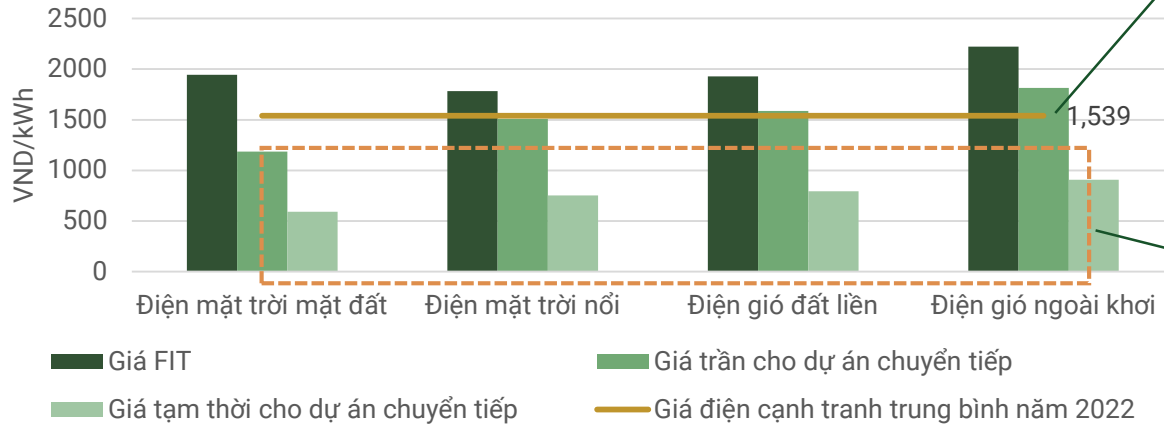
Bản đồ phân bố Điện gió



Bản đồ phân bố Điện mặt trời

... VÀ ĐỐI MẶT KHÓ KHĂN CÙNG TƯƠNG LAI CÒN BỎ NGỎ KHI MẤT ĐI ƯU ĐÃI

Bộ Công Thương đã ban hành mức giá trần cho các dự án chuyển tiếp thấp hơn 20 - 30% so với giá FIT
 Giá tạm thời để được huy động thậm chí giảm thêm 50%

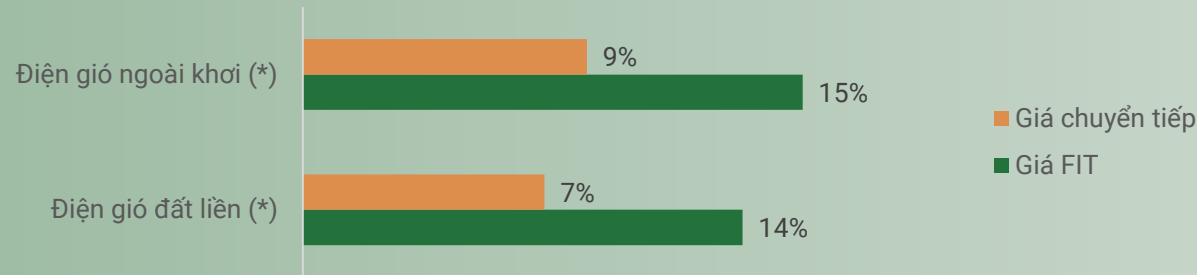


Mức giá trần đã tiệm cận giá bình quân của thị trường, hướng đến thỏa thuận trực tiếp hoặc mua bán trên thị trường cạnh tranh
 → Dự án hiện tại và tương lai gần sẽ giảm mạnh tỷ suất sinh lợi (IRR) và không còn ưu thế so với các loại hình phát điện khác

Mức giá huy động tạm thời ở mức 50% thậm chí có thể gây **thiệt hại** cho nhà đầu tư khi vận hành ở hiện tại (nếu không được hồi tố)

Nguồn: MOIT, Genco3, PHS tổng hợp

Tỷ suất sinh lợi (IRR) của các dự án giảm mạnh khi áp dụng giá chuyển tiếp



(*) Giá định của PHS

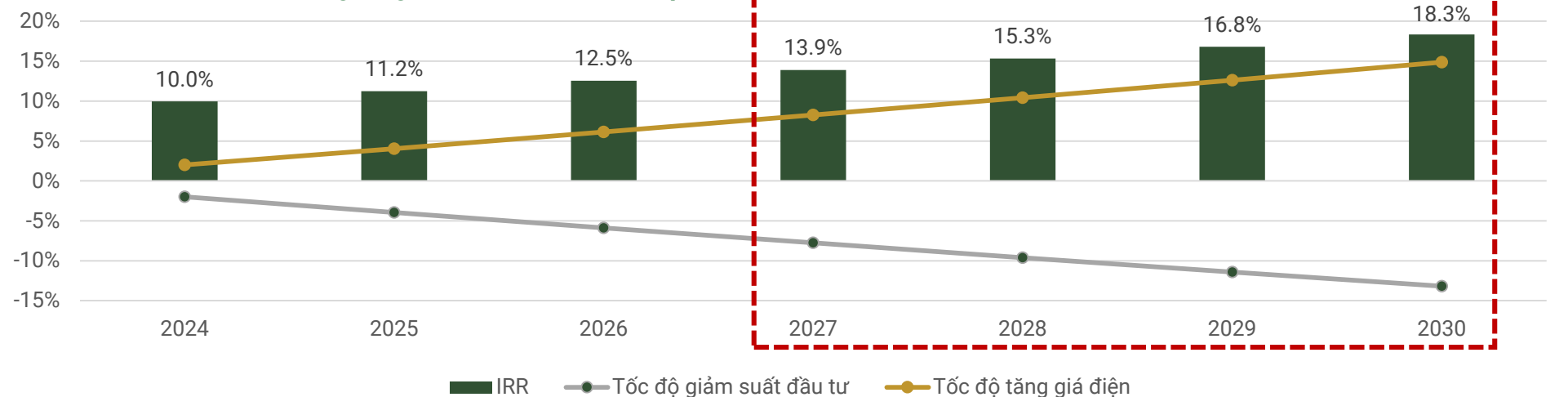
Điện gió ngoài khơi	Điện gió đất liền
<ul style="list-style-type: none"> Suất đầu tư 1MW: 45 tỷ VND Số giờ hoạt động: 3,500 giờ/năm Vòng đời: 25 năm Vốn vay: 60% Lãi suất 10% Thuế TNDN: 8.5% 	<ul style="list-style-type: none"> Suất đầu tư 1MW: 38 tỷ VND Số giờ hoạt động: 3,000 giờ/năm Vòng đời: 25 năm Vốn vay: 60% Lãi suất 10% Thuế TNDN: 8.5%

... VÀ ĐỐI MẶT KHÓ KHĂN CÙNG TƯƠNG LAI CÒN BỎ NGỎ KHI MẤT ĐI ƯU ĐÃI

Theo đánh giá của chúng tôi, nếu trong điều kiện lý tưởng, chi phí (suất) đầu tư cho Điện gió ngoài khơi (được ưu tiên trong Quy hoạch điện 8) giảm 2% mỗi năm, và giá bán điện tăng thêm 2% mỗi năm thì đến năm 2027, tỷ suất sinh lợi mới tiếp tục trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư (trừ một số ít nhà đầu tư tiếp cận được với nguồn vốn giá rẻ từ các định chế tài chính của nước ngoài)

Nhưng đó mới là điều kiện cần, trong khi điều kiện đủ phát triển điện tái tạo sạch bền vững là **Mạng lưới truyền tải** và **Hệ thống lưu trữ điện** được đầu tư đồng bộ. Nhưng các cơ sở hạ tầng này phụ thuộc lớn vào tiến trình đầu tư của EVN, vấn đề về hiệu quả tài chính khi đầu tư sẽ rất khó đạt được nếu không có chính sách hỗ trợ đặc biệt từ chính phủ.

Nếu suất đầu tư giảm 2% và giá bán điện (*) tăng 2% mỗi năm, thì đến năm 2027, đầu tư vào Điện gió ngoài khơi mới có IRR hấp dẫn trở lại



Giả thiết: Ở năm gốc (năm 2023), Giá điện là 1,816 VND/kWh (giá trần theo khung của Bộ Công Thương) và Suất đầu tư là 45 tỷ VND/MW
(*) Giá thương lượng hoặc Giá thị trường cạnh tranh áp dụng cho dự án mới – Nguồn: PHS ước tính

... VÀ ĐỐI MẶT KHÓ KHĂN CÙNG TƯƠNG LAI CÒN BỎ NGỎ KHI MẤT ĐI ƯU ĐÃI

Hiện tại chưa có chính sách và cơ chế giá rõ ràng cho các dự án tái tạo mới

Thiếu ưu đãi, nếu áp dụng mức giá thị trường hoặc giá trần, IRR sẽ nhỏ hơn 10%

Bào mòn giá trị doanh nghiệp VN khi chi phí sử dụng vốn hầu như lớn hơn 10%

Việc đầu tư Điện gió và Điện tái tạo nói chung sẽ gặp nhiều khó khăn trong các năm tới vì rủi ro khá cao

Chúng tôi cho rằng, với tình hình hiện tại, các nhà đầu tư sẽ trì hoãn việc đầu tư tiếp tục vào mảng Điện gió và Điện mặt trời cho đến khi có những giải pháp và chính sách mới từ thượng tầng đi vào thực chất, thay vì chỉ quy định khuyến khích bằng các văn bản như hiện nay.

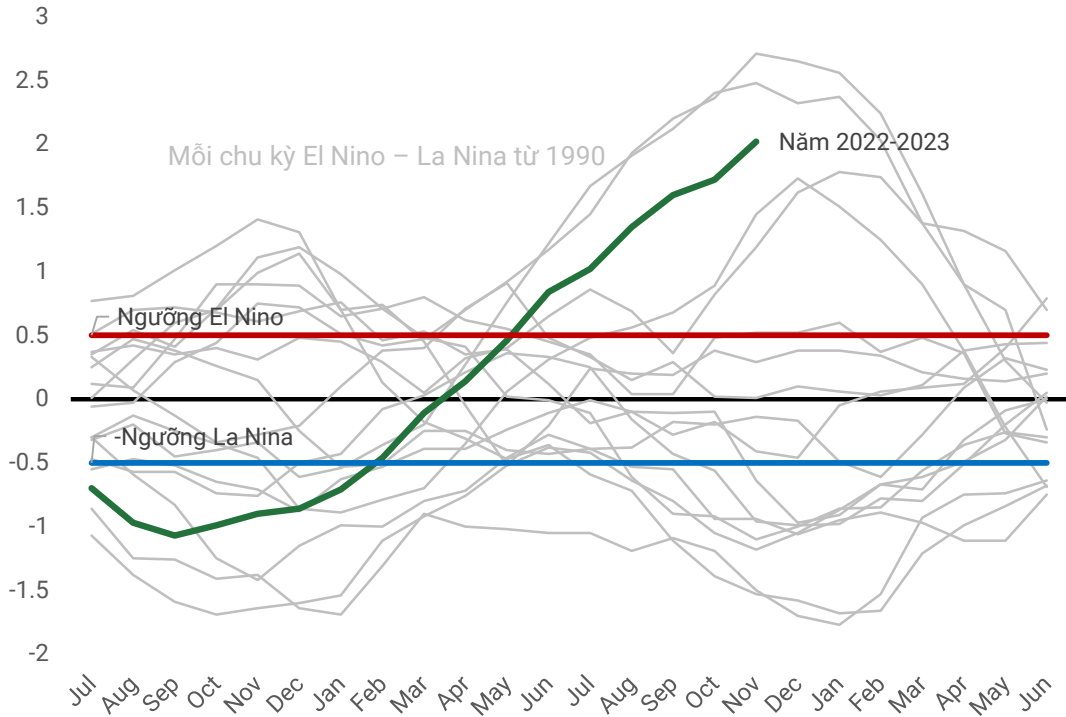
THỦY ĐIỆN VÀ NHIỆT ĐIỆN

HAI BỨC TRANH TƯƠNG PHẢN DƯỚI TÁC ĐỘNG
CỦA EL NINO



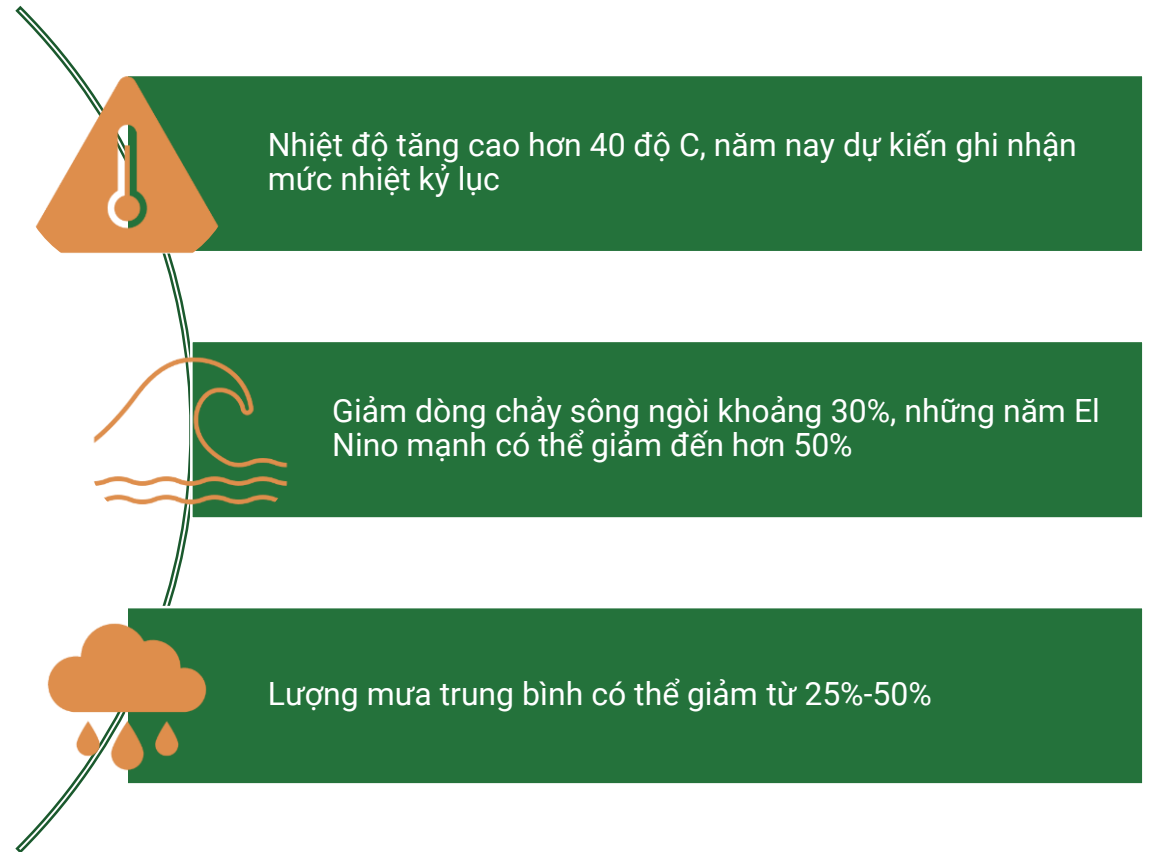
THỦY ĐIỆN BỊ ẢNH HƯỞNG NẶNG NỀ KHI CÁC HỒ CHỨA CẠN NƯỚC VÌ EL NINO

El Nino đã diễn ra từ nửa đầu năm 2023 sẽ đạt đỉnh ở cuối năm



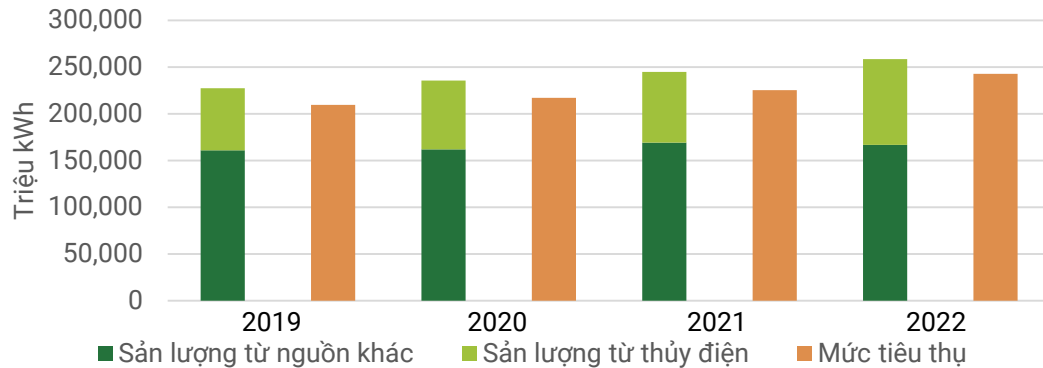
Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

Chu kỳ El Niño bắt đầu từ tháng 5, tháng 6 và kéo dài đến hết năm 2023 với độ tin cậy 95% theo ước tính của NOAA (Cục quản lý khí quyển và đại dương Hoa Kỳ). Do đó, đến cuối năm 2023, thậm chí nửa đầu năm 2024, Việt Nam có thể hứng chịu nhiều hiện tượng thời tiết, khí hậu, điều kiện thủy văn cực đoan.



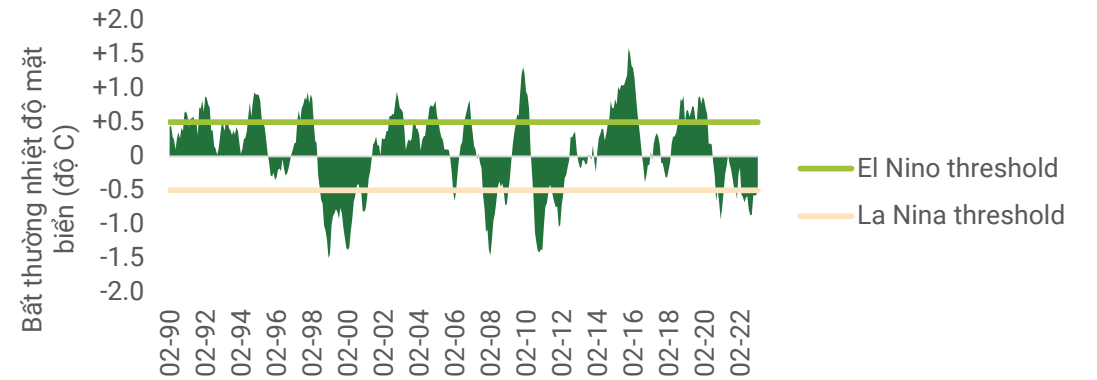
THỦY ĐIỆN BỊ ẢNH HƯỞNG NẶNG NỀ KHI CÁC HỒ CHỨA CẠN NƯỚC VÌ EL NINO

Thủy điện chiếm đến 30% tổng sản lượng điện



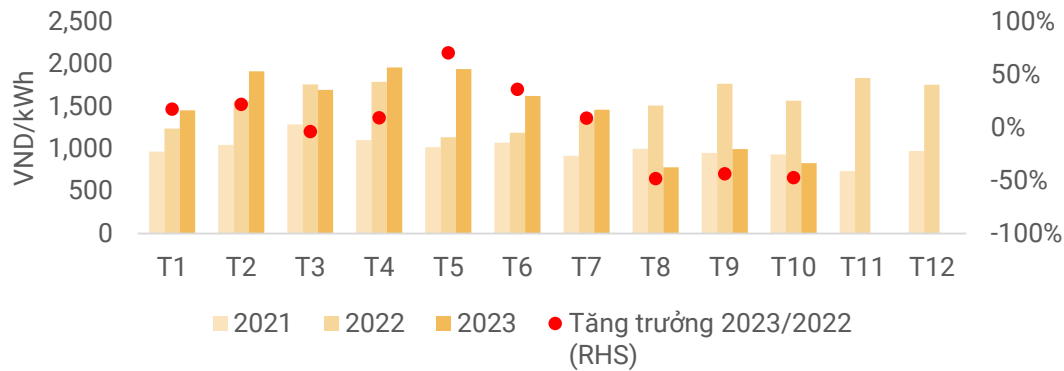
Nguồn: EVN, PHS tổng hợp

Từ năm 1990, mỗi chu kỳ El Nino kéo dài thường kéo dài 8-12 tháng



Chỉ số Nino3.4 – Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

Giá thị trường cạnh tranh tăng cao nhờ El Nino



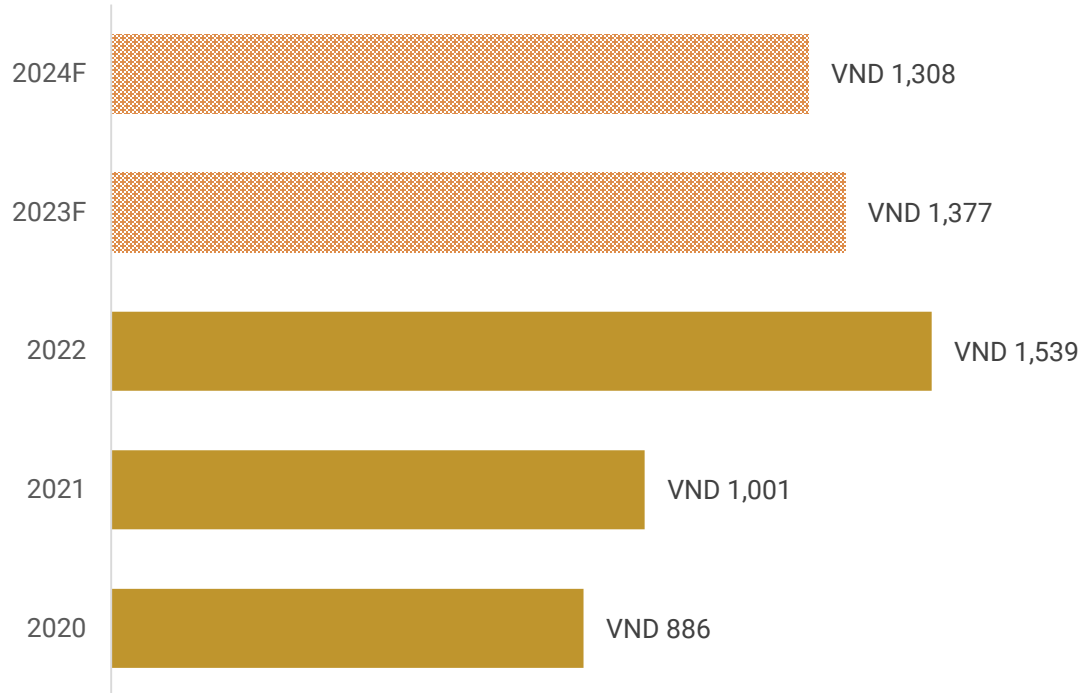
Nguồn: PHS tổng hợp

Với vai trò sống còn của thủy điện trong toàn hệ thống (chiếm gần 1/3 tổng công suất lắp đặt và tổng sản lượng điện), với tình hình tổng sản lượng thấp hơn mức tiêu thụ khoảng 10% thì thiếu hụt đã xảy ra trong năm 2023 và phủ bóng đen lên mọi thành phần kinh tế, từ hộ gia đình đến nhà sản xuất. Các nguồn năng lượng tái tạo (bao gồm cả các dự án chuyển tiếp) không thể là giải pháp triệt để cho vấn đề này do việc truyền tải lên lưới tốn kém và thường bị quá tải như đã đề cập

Thủy điện bị thiệt hại nặng nề nhưng là sẽ **cơ hội cho các nguồn điện khác**, (như nhiệt điện) nhờ được tăng cường huy động và giá điện tăng cao trên thị trường cạnh tranh. Đây là cơ hội đặc biệt để các ngành nhiệt điện có thể ghi nhận kết quả kinh doanh tốt trong năm 2023 và nửa đầu năm 2024

NHIỆT ĐIỆN SẼ HƯỞNG LỢI ĐÁNG KỂ KHI ĐƯỢC TĂNG CƯỜNG HUY ĐỘNG, GIÁ ĐIỆN TĂNG CAO

Giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng mạnh trong năm 2022 và 2023F

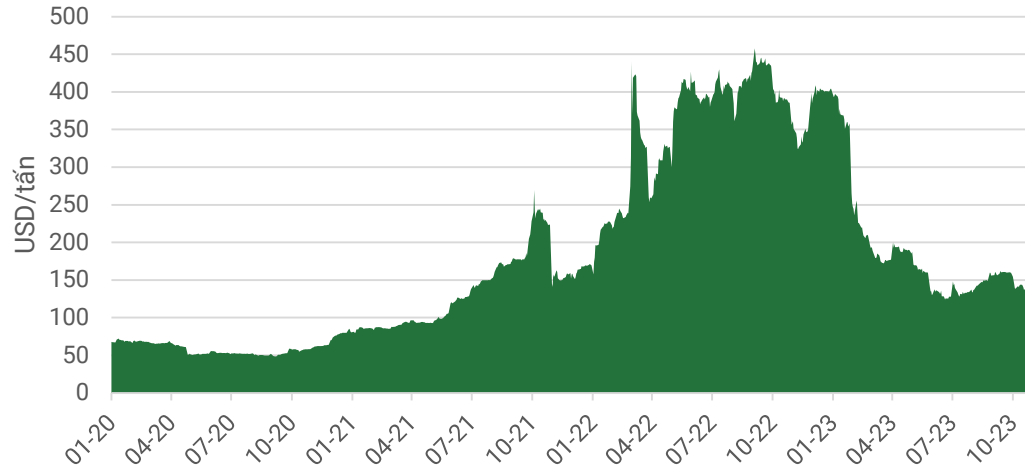


Nguồn: Genco3, PHS ước tính

Năm 2022	Năm 2023	Năm 2024
Giá điện trên thị trường năm 2022 tăng phi mã do giá than và khí tự nhiên chạm mức cao kỷ lục.	Giá điện trung bình vẫn ở mức cao do tình trạng thiếu điện nghiêm trọng vì El Nino đã diễn ra trong nửa đầu năm 2023	Chúng tôi kỳ vọng giá điện vẫn giữ được mức cao do El Nino sẽ tác động lên thủy điện đến giữa năm 2024

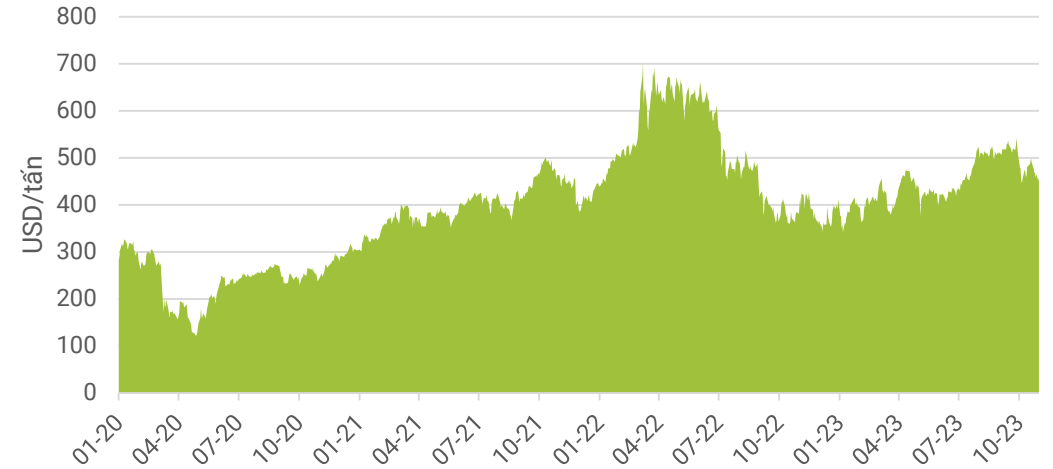
... TRONG KHI GIÁ NHIÊN LIỆU ĐẦU VÀO GIẢM MẠNH

Giá than giảm mạnh về mức trước chiến tranh Nga - Ukraine



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Giá dầu nhiên liệu (FO) giảm hơn 40% từ mức đỉnh của năm trước



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Các nhà máy điện ngày càng dùng nhiều than nhập khẩu hoặc phối trộn than nhập khẩu do nguồn cung trong nước không đáp ứng (về số lượng hoặc chủng loại) dù giá ít biến động

Giá điện ở mức cao trong khi giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh cho thấy, ngoài khả năng ghi nhận doanh thu vượt trội, ngành Nhiệt điện còn có thể củng cố vững chắc biên lợi nhuận. Những lợi thế này sẽ có thể kéo dài đến giữa năm 2024.

STT	Mã CK	Tên công ty	Sàn	Doanh thu thuần 9M23 (tỷ VND)	% YoY	LNST 9M23 (tỷ VND)	% YoY	%Doanh thu kế hoạch	%LNST kế hoạch	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	Nợ/VCSH	P/E	P/B
1	POW	PVPower	HOSE	21,533	5%	884	-44%	96.28%	66.42%	8.78%	5.53%	4.62%	0.28	18.47	0.85
2	GEG	Điện Gia Lai	HOSE	1,595	0%	111	-68%	71.64%	55.92%	52.09%	6.35%	2.44%	1.80	47.91	1.19
3	NT2	Nhơn Trạch 2	HOSE	5,182	-24%	256	-65%	85.64%	53.76%	4.88%	5.83%	9.22%	0.22	17.10	1.72
4	QTP	Nhiệt điện Quảng Ninh	HNX	9,211	13%	404	-46%	96.24%	91.78%	5.48%	3.74%	7.44%	0.13	15.52	1.23
5	PGV	Genco 3	HOSE	35,938	3%	1,264	-27%	99.65%	60.27%	10.96%	3.91%	10.62%	2.14	14.12	1.58
6	PPC	Nhiệt điện Phả Lại	HOSE	4,044	14%	285	-6%	94.47%	133.82%	2.09%	6.31%	6.90%	0.00	13.43	0.93
7	VSH	Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	HOSE	1,932	-9%	764	-13%	117.78%	89.25%	64.11%	39.60%	22.21%	0.75	9.34	2.11

Trong 9 tháng đầu năm 2023, kết quả kinh doanh của tất cả các doanh nghiệp giảm so với cùng kỳ. Cụ thể:

Thủy điện: Các doanh nghiệp thủy điện bị ảnh hưởng nặng nề bởi El Nino trong nửa đầu năm, dẫn đến tình trạng thiếu nước nghiêm trọng ở các hồ chứa thủy điện. Tình hình đã cải thiện vào Q3 nhưng có thể tiếp tục bị ảnh hưởng vào năm 2024.

Nhiệt điện: Do thiếu nước cho thủy điện, nhiệt điện được huy động tối đa. Tuy nhiên, một số nhà máy nhiệt điện khí phải linh hoạt chạy bằng dầu ở một số điểm, gây ra chi phí phát sinh cao. Ngoài ra, nhiều nhà máy nhiệt điện phải dừng hoạt động để bảo dưỡng.

Điện gió và mặt trời: Các doanh nghiệp năng lượng tái tạo xanh như GEG gặp khó khăn khi các dự án chuyển tiếp phải chạy với mức giá tạm thời bằng 50% của mức giá trần (thấp hơn 50-60% so với mức giá FIT trước đó), trong khi phải chịu lãi suất lớn (trong môi trường lãi suất cao) từ các khoản vay để phát triển các dự án trước đó.

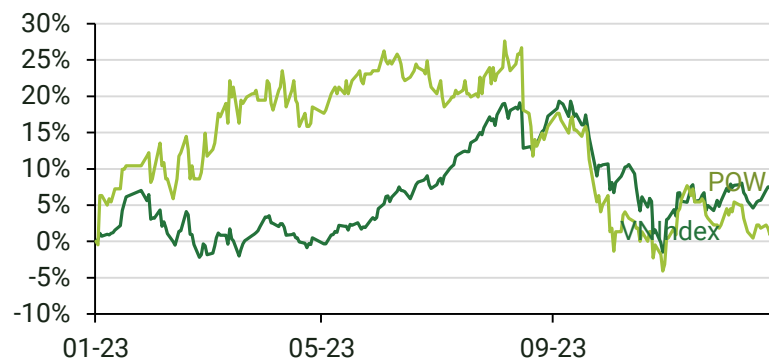
Ngành	Mã CK	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
		Doanh thu thuần		LNST		Doanh thu thuần		LNST		Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Giá tại 05/06 (VND/cổ phiếu)	P/E	P/B		Tăng/ Giảm
		Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)						
ĐIỆN	POW	30,784	9%	1,167	-54%	33,598	9%	2,363	102%	15,100	11,250	18.5	0.9	34%	MUA
	NT2	6,434	-27%	314	-65%	7,484	16%	495	58%	32,400	24,500	16.3	1.6	32%	MUA
	GEG	2,216	6%	125	-66%	2,293	4%	227	81%	18,000	12,850	48.6	1.0	40%	MUA



Tổng quan doanh nghiệp

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

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Luận điểm đầu tư

- Sự tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận có thể xảy ra trong năm 2024 nhờ được tăng cường huy động với giá bán tốt, vì thủy điện sẽ bị ảnh hưởng bởi El Nino, xuất hiện trở lại từ đầu năm năm 2024 và kéo dài đến giữa năm. Ngoài ra, nhà máy Vũng Áng sẽ hoạt động trở lại với 100% công suất. Theo đó, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng điện có thể đạt khoảng 19,297 triệu kWh trong năm 2024, tương đương mức tăng trưởng cao 16% so với ước tính năm 2023.
- Công ty đang đẩy nhanh tiến độ xây dựng 2 nhà máy điện LNG mới là Nhơn Trạch 3 và 4 với tổng công suất thiết kế 750MW mỗi nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ tạo ra sản lượng tăng thêm gần 2,500 và 4,300 triệu kWh/năm vào năm 2026F và 2027F sau khi hoàn thành, và sẽ hỗ trợ tích cực cho sự tăng trưởng dài hạn của công ty.

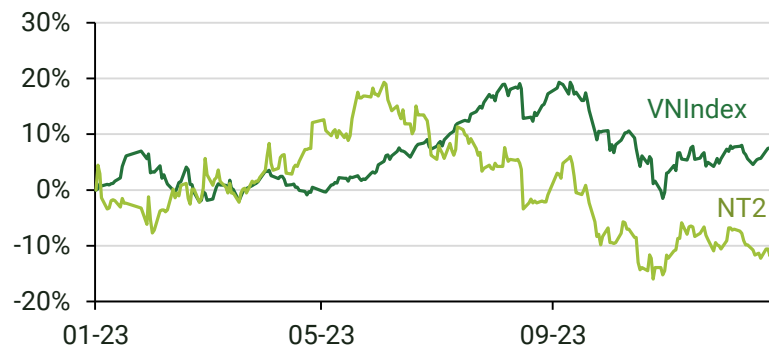
Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	29,732	24,561	28,224	30,784	33,598
LNST (Tỷ VND)	2,663	2,052	2,553	1,167	2,363
EPS (VND)	1,010	768	880	350	861
Tăng trưởng EPS (%)	-5.76%	-23.95%	14.58%	-60.21%	145.78%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	12,186	12,229	13,031	13,381	14,242
P/E	20.28	14.99	21.74	18.47	17.54
P/B	1.13	1.36	0.84	0.85	1.06
Cổ tức tiền mặt (VND)	300	200	-	-	-



Tổng quan doanh nghiệp

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

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Luận điểm đầu tư

- Lợi nhuận có thể phục hồi nhẹ vào năm 2024 nhờ sự phục hồi đáng kể về sản lượng trong khi giá bán có thể giảm nhẹ. Điều này là do triển vọng sáng sủa của nhiệt điện, vì El Nino sẽ có tác động mạnh trở lại từ đầu năm 2024 và ảnh hưởng tiêu cực đến thủy điện. Do đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng điện có thể đạt khoảng 3,609 triệu kWh vào năm 2024, tăng 14% so với ước tính năm 2023.
- Công ty đang đẩy nhanh quá trình giảm nợ và duy trì hiệu suất vững chắc trong môi trường lãi suất tăng. Điều này có thể cho phép công ty đảm bảo lợi nhuận và tỷ lệ chi trả cổ tức cao trong tương lai.

Chỉ số tài chính

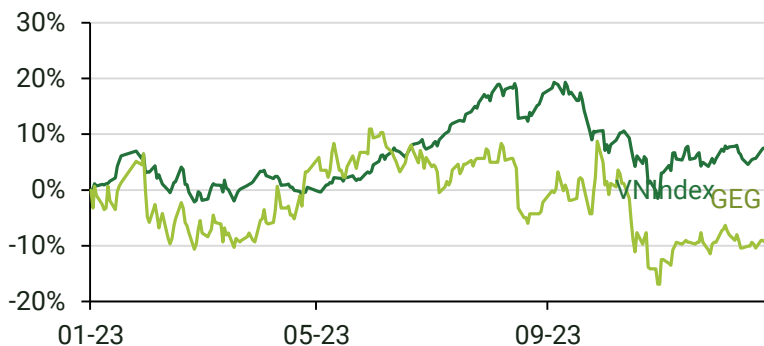
Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,082	6,150	8,788	6,434	7,484
LNST (Tỷ VND)	625	534	883	314	495
EPS (VND)	2,172	1,854	3,069	1,090	1,720
Tăng trưởng EPS (%)	-17.10%	-14.63%	65.50%	-64.47%	57.72%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	14,928	14,706	16,027	14,618	15,356
P/E	11.19	12.29	9.83	16.30	18.82
P/B	1.73	1.84	1.86	1.64	2.11
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,500	2,000	1,650	2,500	1,000



Tổng quan doanh nghiệp

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

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Luận điểm đầu tư

- Sản lượng sẽ tăng nhẹ vào năm 2024, nhờ nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 hoạt động với công suất 100%, mặc dù giá bán của nó thấp hơn khoảng 60% so với FIT trước đó, và thậm chí phải hoạt động với mức giá tạm thời thấp hơn 50%.
- Thêm vào đó, vào năm 2024, áp lực lãi vay của GEG sẽ giảm nhờ các chính sách hỗ trợ của SBV. Thực tế, lãi suất đã cho thấy xu hướng giảm trong cuối năm 2023 (lãi suất cơ bản của VCB giảm xuống 5.1% vào tháng 11 từ 5.8% vào tháng 9 năm 2023). Từ đó, cùng với sản lượng và doanh thu cao hơn (nhờ Tân Phú Đông 1), LNST có thể đạt 450 tỷ VND và cao hơn 116% so với LNST dự báo của chúng tôi cho năm 2023F.

Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,493	1,381	2,093	2,216	2,293
LNST (Tỷ VND)	295	325	371	125	227
EPS (VND)	949	931	818	201	449
Tăng trưởng EPS (%)	-22.91%	-1.88%	-12.21%	-75.37%	122.85%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	11,274	11,121	11,078	10,618	10,962
P/E	18.50	25.33	12.98	48.64	40.03
P/B	1.79	2.14	1.20	1.03	1.64
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	400	-	-	-

NGÀNH DẦU KHÍ

CƠ HỘI GIỮA MUÔN VÀN THÁCH THỨC

- BIẾN SỐ OPEC+ VÀ TRUNG QUỐC
- TỪ THƯỢNG NGUỒN ĐẾN HẠ NGUỒN
- CỔ PHIẾU ƯA THÍCH CỦA CHÚNG TÔI

Nhân Nguyễn

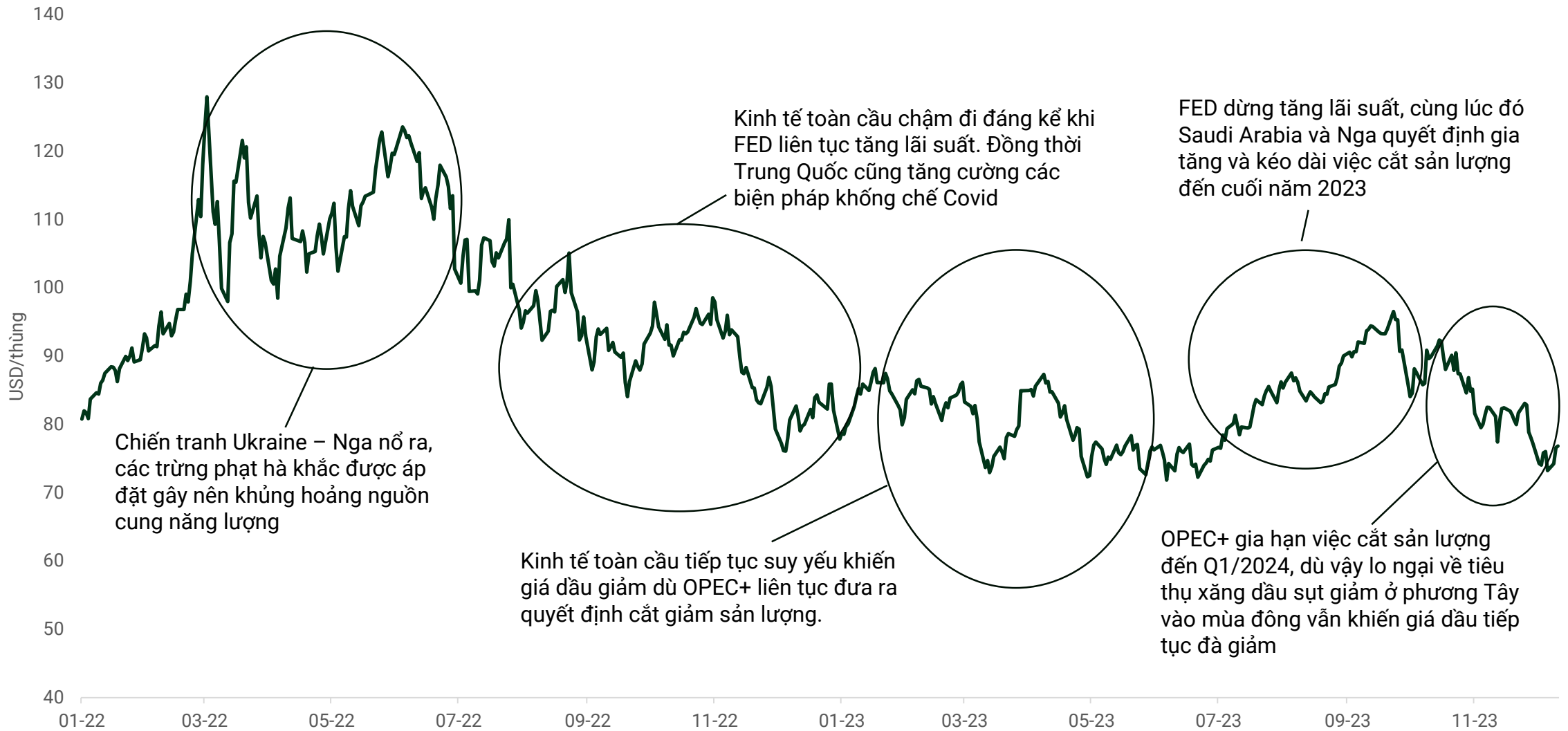
Chuyên viên phân tích – Ngành Dầu khí & Điện



BIẾN SỐ OPEC+ VÀ TRUNG QUỐC



BIẾN ĐỘNG GIÁ DẦU THÔ BRENT TỪ 2022 ĐẾN CUỐI 2023



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NGUỒN CUNG BỊ THẮT CHẶT KHI NHU CẦU CHẬM LẠI

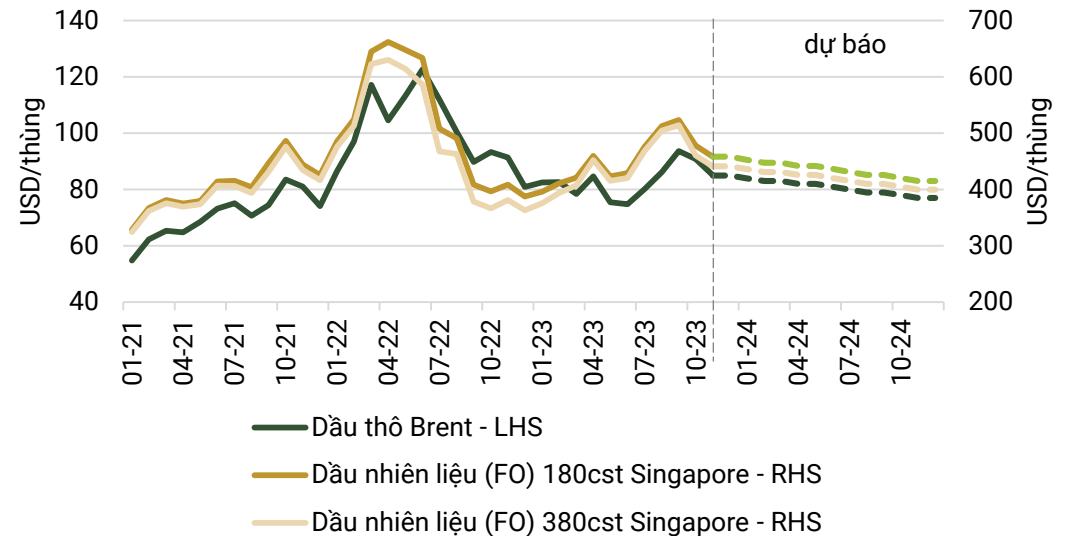
Nhu cầu gặp khó khăn

- Nhu cầu có thể sẽ ổn định trong ngắn hạn do sự tương phản giữa sự phục hồi kinh tế Mỹ và triển vọng không chắc chắn của Trung Quốc.
- Nhu cầu dầu tìm được ngưỡng hỗ trợ quanh mức 70-75 USD/thùng
- Xu hướng phi carbon hóa sẽ gây áp lực lên nhu cầu trong dài hạn

Nguồn cung thắt chặt nhưng sẽ được giải tỏa

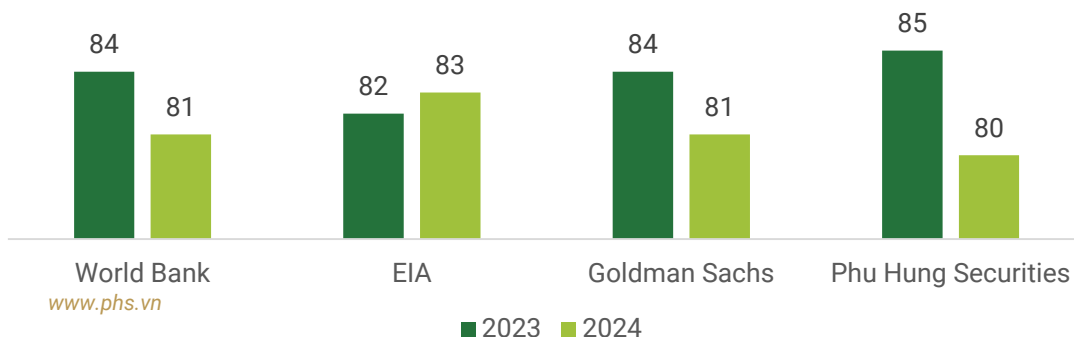
- OPEC+ đã quyết định mở rộng mức cắt giảm sản lượng lên 2.2 triệu thùng/ngày và kéo dài đến Q1/2024
- Sản xuất dầu ngoài OPEC có thể là động lực chính cho tăng trưởng nguồn cung toàn cầu, bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng của OPEC+.

Giá dầu nhiên liệu (FO) cho thấy sự tương quan rất cao với giá dầu thô Brent



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp và dự báo

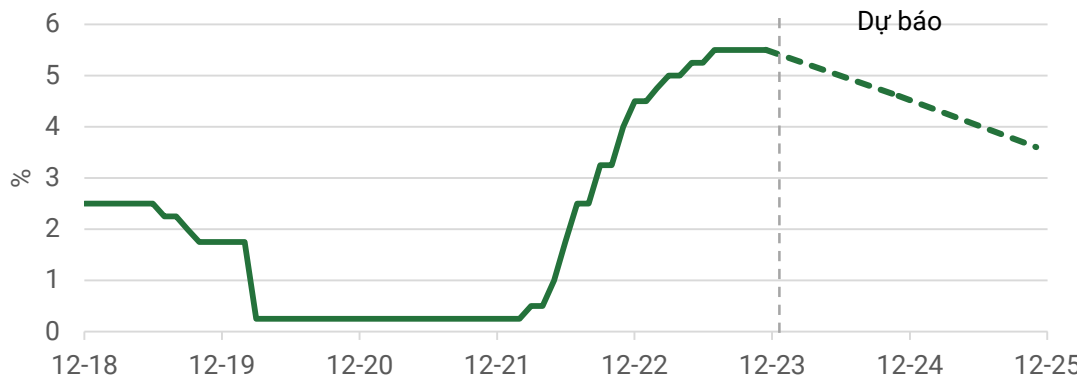
Dự báo giá dầu Brent trung bình từ các tổ chức (USD/thùng) Tại tháng 12/2023



Xét đến sự tương cao của giá FO với dầu thô Brent, và việc giá khí trong nước được tính dựa trên giá FO (46%*MF0) thì doanh nghiệp ngành khí chủ chốt như GAS sẽ hưởng lợi từ việc giá FO có thể duy trì ở mức khá cao (so với trước chiến tranh Ukraine).

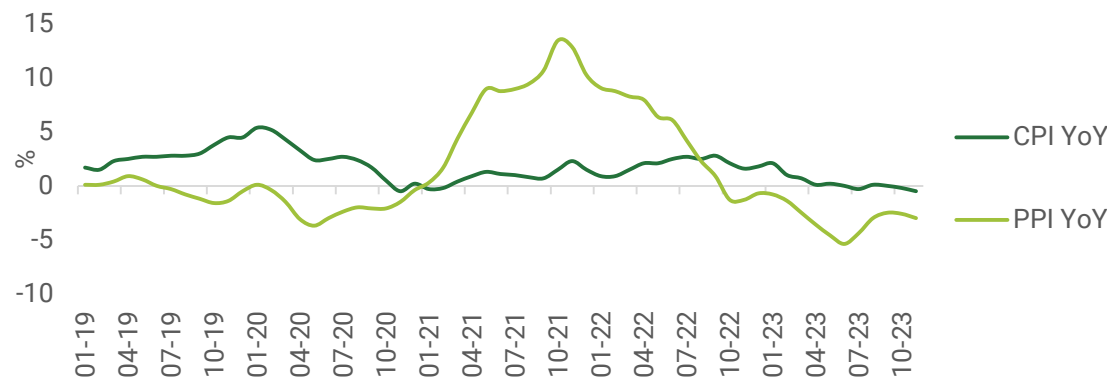
NHU CẦU NĂNG LƯỢNG CHẬM LẠI KHI KINH TẾ CÒN BI QUAN

FED có thể hạ lãi suất từ 2024, nhưng tiến trình có thể sẽ chậm chạp



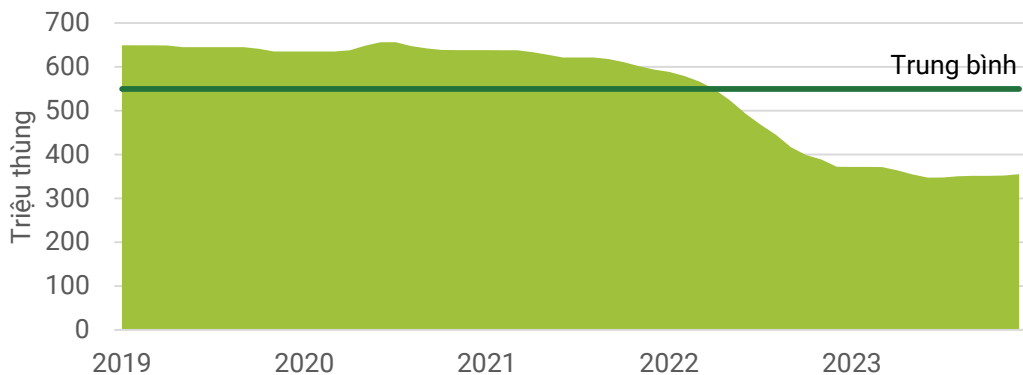
Nguồn: FED, PHS tổng hợp và dự báo

Trung Quốc đối mặt với nguy cơ giảm phát ngày càng rõ nét



Nguồn: PHS tổng hợp

Số liệu Dự trữ dầu thô chiến lược (SPR) của Mỹ thấp hơn mức bình quân

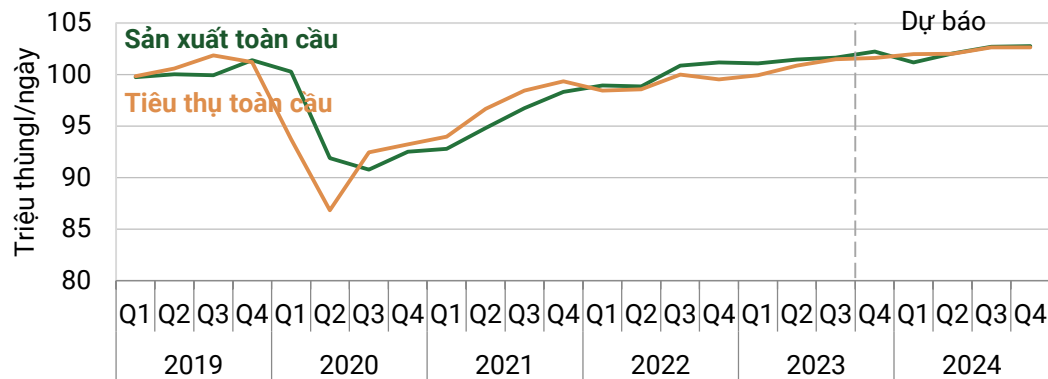


Nguồn: EIA, PHS tổng hợp

- FED có thể hạ lãi suất từ 2024, nhưng tốc độ sẽ rất chậm chạp (dự kiến còn 4.6% vào cuối 2024) do CPI vẫn cao hơn mức mục tiêu (2.5%). Lãi suất cao kéo dài sẽ khiến nền kinh tế và nhu cầu dầu chậm đi
- Triển vọng kinh tế ảm đạm của Trung Quốc (đứng bên bờ vực giảm phát) tiếp tục là nhân tố phủ bóng đen lên nhu cầu năng lượng toàn cầu
- PHS cho rằng tăng trưởng toàn cầu sẽ chậm lại trong năm 2024, từ đó sẽ ảnh hưởng đáng kể lên nhu cầu năng lượng
- Tuy nhiên, nhu cầu dầu tìm được ngưỡng hỗ trợ quanh 70-75 USD/thùng khi Mỹ có thể bổ sung hàng trăm triệu thùng vào SPR

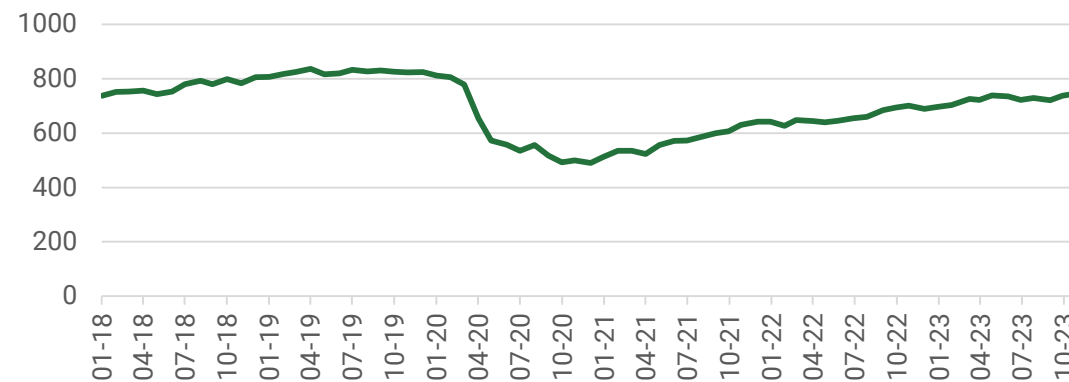
NGUỒN CUNG VẮN ỔN ĐỊNH DÙ OPEC+ CẮT GIẢM SẢN LƯỢNG

Cán cân nhiên liệu lỏng: Nguồn cung sẽ bắt kịp nhu cầu yếu ớt



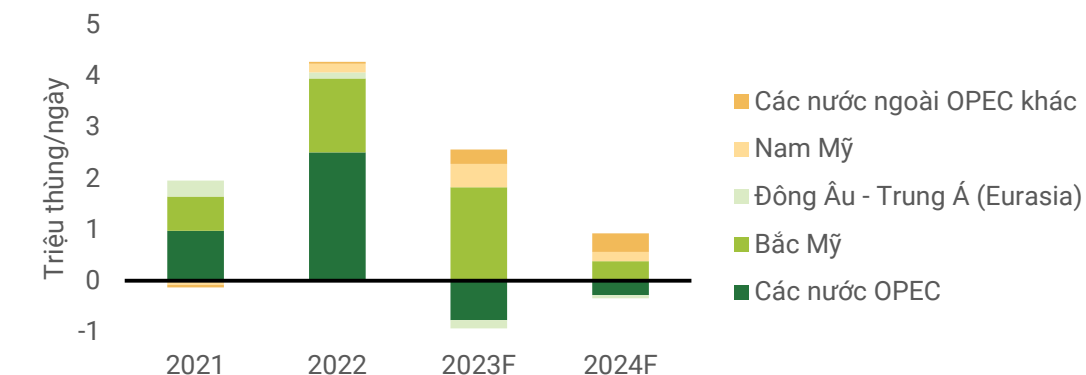
Nguồn: EIA, PHS tổng hợp

Tổng số giếng khoan dầu trên toàn cầu thể hiện xu hướng tăng mạnh mẽ



Nguồn: Baker Hughes, PHS tổng hợp

Thay đổi sản lượng hàng năm theo các nhóm quốc gia chính



Nguồn: EIA, PHS tổng hợp

Hoạt động khai thác dầu hồi phục mạnh mẽ khi số giếng khoan hoạt động tiến về mức trước đại dịch (chạm mốc 745 tại cuối tháng 10/2023) nhờ giá dầu liên tục ở mức cao

Khối ngoài OPEC (đặc biệt là Bắc Mỹ và Nam Mỹ) được kỳ vọng là động lực chính cho tăng trưởng cung dầu trong năm 2024 (thêm 0.55 triệu thùng/ngày), có thể vượt mức cắt giảm của khối OPEC (dự kiến là 0.28 triệu thùng/ngày).

PHS cho rằng tăng trưởng về nguồn cung vẫn vững chắc, tiếp tục đi lên trong năm tới, dù vậy, vẫn tồn tại những rủi ro liên quan đến xung đột địa chính trị, đặc biệt là ở vùng Trung Đông.

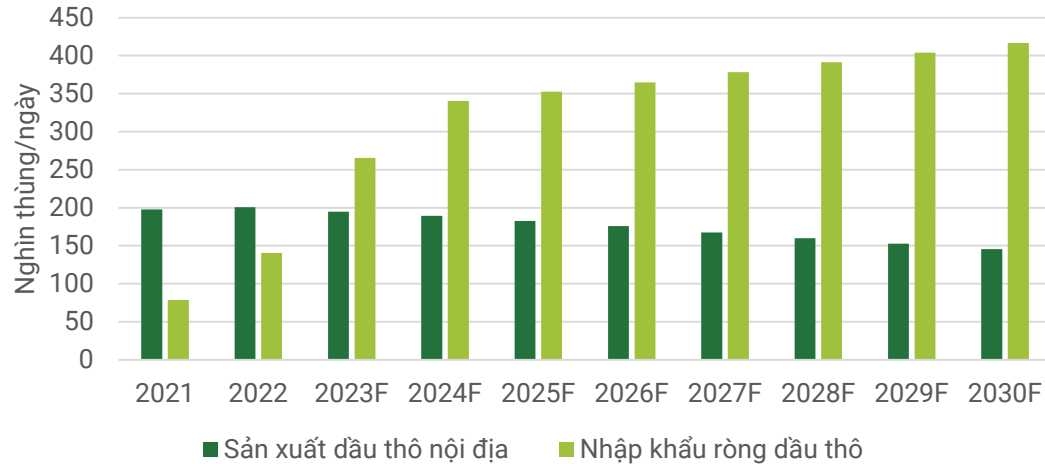
TỪ THƯỢNG NGUỒN ĐẾN HẠ NGUỒN

CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC



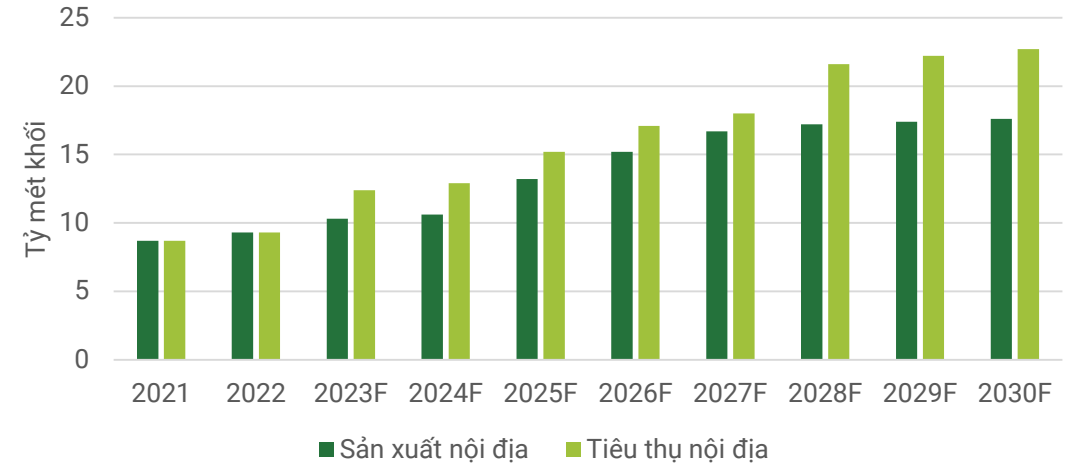
THƯỢNG NGUỒN: TRỮ LƯỢNG SUY GIẢM VÀ GIẢI PHÁP

Sản xuất dầu thô nội địa dự kiến sẽ giảm mạnh trong các năm tới, trong khi nhu cầu sẽ ngày càng tăng nhanh chóng



Nguồn: Fitch Solutions, PHS ước tính

Việt Nam cũng sẽ đối mặt với tình trạng Sản lượng khí nội địa thiếu hụt ngày càng nhiều trong các năm tới



Nguồn: EIA, Fitch Solutions, PHS ước tính

Đứng trước nguy cơ sản lượng ở thượng nguồn của ngành dầu khí nội địa đang sụt giảm nhanh chóng, tạo ra rủi ro ngày một lớn cho an ninh năng lượng quốc gia, Việt Nam đã và đang thực hiện hàng loạt các giải pháp cấp bách để cứu vãn tình hình, trong đó bao gồm:

1. Xây dựng các dự án kho cảng LNG (đã hoàn thành LNG Thị Vải giai đoạn 1 với công suất 1 triệu tấn/năm) để nhập khẩu LNG từ các nước trong khu vực như Indonesia, Qatar,... để cung cấp cho các nhà máy điện khí, đặc biệt là 2 nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 (1,500MW) sẽ hình thành trong tương lai gần.
2. Song song đó, việc phát triển các mỏ dầu và mỏ khí nội địa vẫn được thúc đẩy, chủ yếu ở các thềm lục địa phía nam, tiêu biểu trong số này là các dự án mỏ khí Lô B – Ô Môn (sản lượng 5 tỷ mét khối khí/năm, cung cấp khí cho tổ hợp Điện khí Ô Môn với tổng công suất 4,500MW) và mỏ dầu Lạc Đà Vàng ở bể Cửu Long có vốn đầu tư lên đến 693 triệu USD).

THƯỢNG NGUỒN: GIÁ DẦU KHÍ CAO GIÚP THỨC ĐẨY DỰ ÁN TRỌNG YẾU

Tên	Chủ mỏ	Vị trí	Loại	Tổng vốn đầu tư	Số giếng khai thác
Lô B - Ô Môn	Phú Quốc POC	Malay - Thổ Chu	Mỏ khí	12 tỷ USD	Hơn 750
Lạc Đà Vàng	Murphy Oil	Cửu Long	Mỏ dầu	693 triệu USD	Hơn 24
Đại Hùng - pha 3	PVEP	Nam Côn Sơn	Mỏ dầu	112 triệu USD	12
Kinh Ngư Trắng	Vietsovetro	Cửu Long	Mỏ dầu và mỏ khí	650 triệu USD	28
Sư tử trắng - Giai đoạn 2	Cửu Long JOC	Cửu Long	Mỏ khí	1.3 tỷ USD	NA

Nguồn: PHS tổng hợp

Nhờ các cải cách chính sách đáng chú ý (Luật dầu khí sửa đổi có hiệu lực từ tháng 7/2023) và mặt bằng giá dầu ở mức cao mà hàng loạt các dự án khai thác then chốt ở thượng nguồn được tái khởi động hoặc thậm chí đưa vào triển khai với tổng vốn đầu tư lên đến hàng chục tỷ USD. Trong số này, đặc biệt phải kể đến dự án Lô B – Ô Môn có tổng vốn đầu tư ở Thượng nguồn, và Trung nguồn lên đến 12 tỷ USD, cần khoan hơn 750 giếng trong suốt vòng đời (dự kiến là 25 năm)

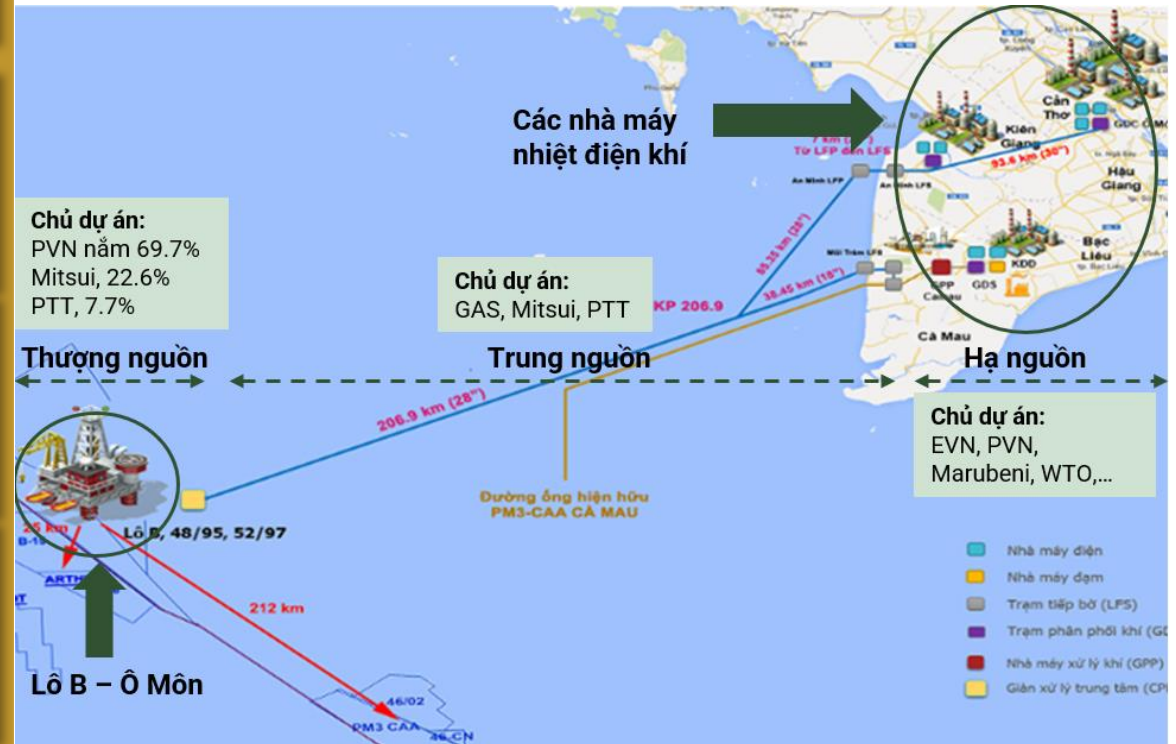
Củng cố triển vọng dài hạn cho các doanh nghiệp thượng nguồn như PVD, PVS

THƯỢNG NGUỒN: DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN

Lô B – Ô Môn là chất xúc tác quan trọng nhất cho ngành năng lượng quốc gia, và đang được đẩy nhanh tiến độ từ thượng nguồn đến hạ nguồn theo chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ sau thời gian dài bị trì hoãn do vướng mắc các quy định, và tranh chấp giữa các đối tác của dự án, đặc biệt là giữa các bên ở thượng nguồn và hạ nguồn. Tín hiệu tích cực là đã kí kết thỏa thuận khung bán khí cho Nhiệt điện Ô Môn II và Nhiệt điện Ô Môn IV được Thủ tướng phê duyệt chủ trương đầu tư.

Khâu	Thành phần	Công suất	Các bên tham gia tiềm năng
Thượng nguồn Lô chính: 6.8 tỷ USD Các lô còn lại: 2 tỷ USD	Giàn xử lý trung tâm Giàn đầu giếng FSO, ...	Có gần 4tcf trữ lượng khí có thể thu hồi Có thể sản xuất 5bcm mỗi năm ở công suất cao nhất	PVS, PVD, PVC và các nhà thầu nước ngoài khác,...
Trung nguồn 1.2 tỷ USD	Đường ống dẫn: Ngoài khơi 264.4 km Trên bờ 152.4 km Trạm phân phối khí,...	N/A	GAS, PVE, PVB, PVS
Hạ nguồn	Nhà máy điện khí: Ô Môn I, Ô Môn II, Ô Môn III, Ô Môn IV	Tổng công suất điện đầu ra: 3,810MW	Marubeni và các nhà thầu khác,...

(Nguồn: Fitch Solutions, PVE, Năng lượng Việt Nam Online, PHS tổng hợp)



(Nguồn: Năng lượng Việt Nam Online, PHS tổng hợp)

THƯỢNG NGUỒN: DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN (TIẾP THEO)

Kế hoạch và tiến độ của dự án	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Thượng nguồn <ul style="list-style-type: none"> • Khởi động, thu xếp pháp lý và vốn, nhận Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) • Đấu thầu và triển khai EPCI • Bắt đầu đón dòng khí và sản xuất khí 					[Bar chart showing activity from 2016 to 2022]						[Bar chart showing activity from 2023 to 2025]					
Trung nguồn <ul style="list-style-type: none"> • Đấu thầu và triển khai EPCI • Vận chuyển và xử lý khí 												[Bar chart showing activity from 2023 to 2026]				
Hạ nguồn Nhà máy điện Ô Môn I <ul style="list-style-type: none"> • Khởi động và triển khai EPC • Đi vào hoạt động và chạy bằng dầu nhiên liệu (FO) • Chuyển sang chạy bằng khí (từ Lô B) 	[Bar chart showing activity from 2012 to 2014]				[Bar chart showing activity from 2015 to 2025]											
Hạ nguồn Nhà máy điện Ô Môn II <ul style="list-style-type: none"> • Đấu thầu và triển khai EPC • Đi vào hoạt động 												[Bar chart showing activity from 2023 to 2026]				
Hạ nguồn Nhà máy điện Ô Môn IV <ul style="list-style-type: none"> • Đấu thầu và triển khai EPC • Đi vào hoạt động 												[Bar chart showing activity from 2023 to 2025]				
Hạ nguồn Nhà máy điện Ô Môn III <ul style="list-style-type: none"> • Đấu thầu và triển khai EPC 													[Bar chart showing activity from 2024 to 2026]			

Nguồn: PHS tổng hợp

TRUNG NGUỒN: SẼ NGÀY PHỤ THUỘC VÀO LNG NHẬP KHẨU

Hiện trạng
ngành khí

Phương án
nhập khẩu
LNG

- Các mỏ khí hiện tại của Việt Nam đang cạn kiệt nhanh chóng
- Cần phải phát triển các mỏ khí mới, nhưng giá khí ở các mỏ mới sẽ ngày càng đắt đỏ

- Kể từ tháng 7/2023, GAS đã bắt đầu quá trình này với những chuyến hàng đầu tiên được Shell cung cấp khi giá LNG giảm xuống dưới 11 USD/mmBtu.
- Ban đầu, LNG được tái hóa khí và vận chuyển đến các nhà máy điện chạy khí hiện có và các khách hàng công nghiệp thông qua đường ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2. Trong tương lai, LNG Thị Vải đạt mục tiêu cung cấp cho 2 nhà máy điện chạy bằng LNG là Nhơn Trạch 3 và 4 (1500MW) đang được xây dựng.
- Bên cạnh đó, PVGas (GAS) cũng đạt một cột mốc quan trọng khác khi ký kết Thỏa thuận liên doanh với Tập đoàn AES để phát triển dự án LNG Sơn Mỹ nhằm cung cấp cho Tổ hợp Nhiệt điện Sơn Mỹ (4250MW).



Tổ hợp LNG Thị Vải
(Nguồn: CafeF, Báo đầu tư)

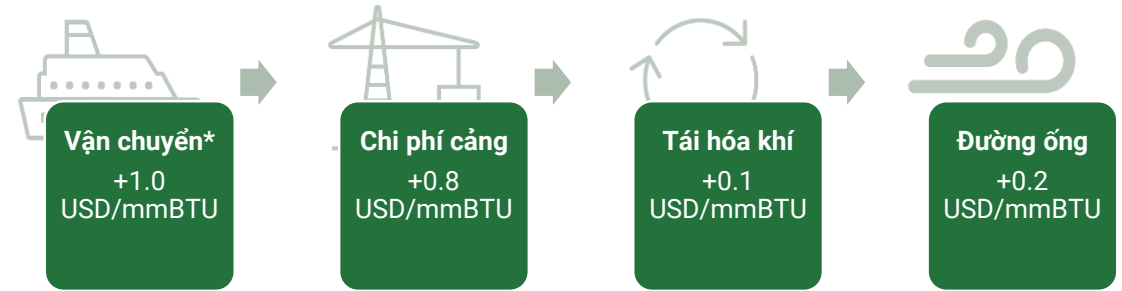
TRUNG NGUỒN: SẼ NGÀY PHỤ THUỘC VÀO LNG NHẬP KHẨU

Giá LNG đã hạ nhiệt nhanh chóng từ đầu 2023



Nguồn: JKM LNG Platts Future – Bloomberg, PHS tổng hợp

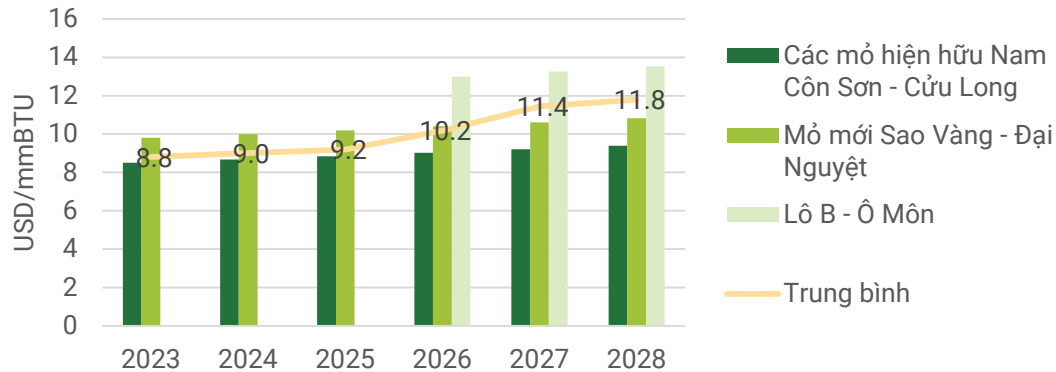
Chi phí Logistics chính của nhập khẩu LNG



(* Phí vận chuyển dựa trên khoảng cách từ Indonesia đến Việt Nam

Nguồn: PHS ước tính

Giá khí trong nước* ngày càng đắt đỏ



(*) Giá đã bao gồm các loại phí đến nhà máy

Nguồn: ERAV, PHS tổng hợp và dự báo



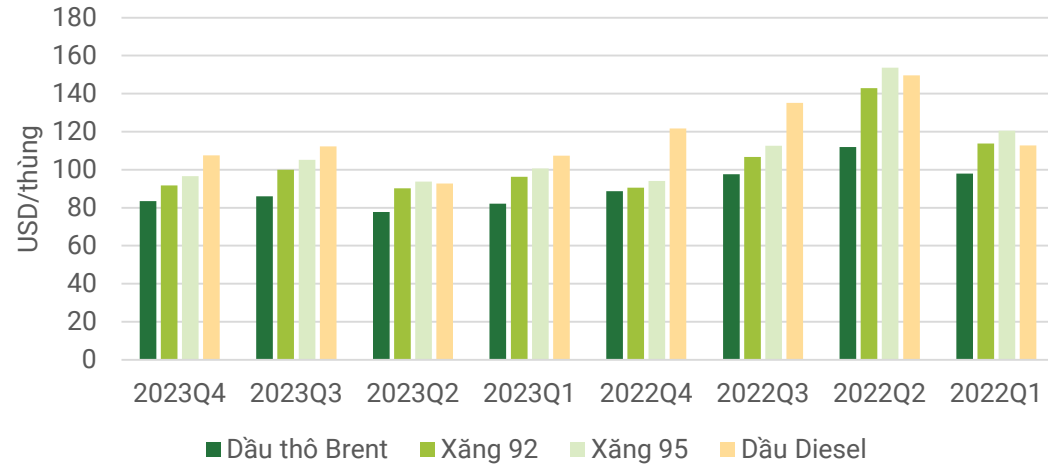
1. Giá LNG đã hạ nhiệt rất nhanh chóng từ sau khủng hoảng năng lượng do xung đột ở Ukraine. Trong năm 2023, giá chạm về dưới 10 USD/mmBTU. Chúng tôi cho rằng giá LNG trong tương lai sẽ ổn định ở mức thấp khi nguồn cung LNG được dự báo sẽ tăng trưởng tốt trong thập kỷ tới

2. Trong khi đó, giá khí ở các mỏ mới ngoài khơi Việt Nam sẽ ngày càng đắt đỏ (do trượt giá, khó khăn trong việc khai thác,...) và có thể chạm mốc 12 USD/mmBTU trong vòng 5 năm tới

→ LNG sẽ sớm trở thành lựa chọn khả thi cho nhiệt điện khí (GAS có thể nhập với giá dưới ngưỡng 10-11 USD/mmBTU) và là nhân tố tất yếu để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia

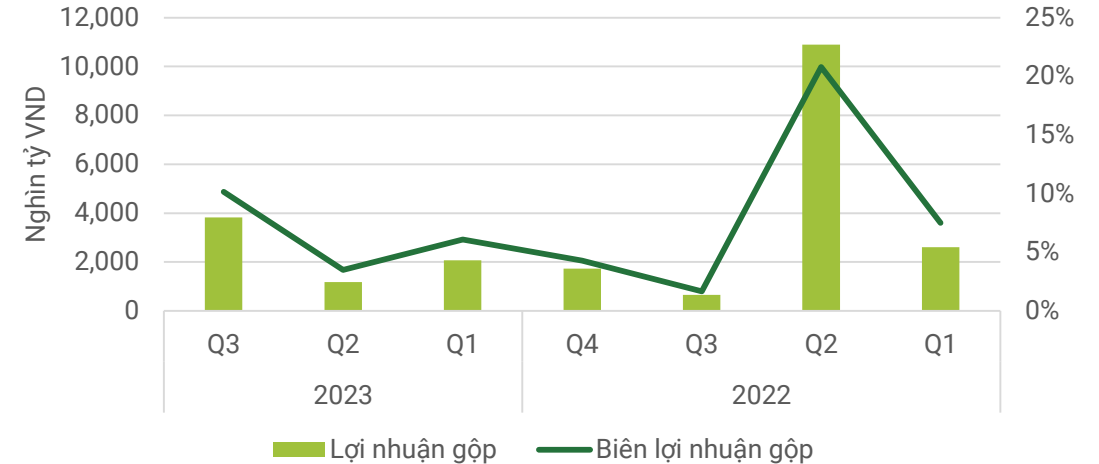
HẠ NGUỒN: BIÊN LỘC DẦU ĐÃ VỀ MỨC BÌNH ỔN

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



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Biên lợi nhuận của BSR đã hạ nhiệt nhanh chóng kể từ Q2/2022



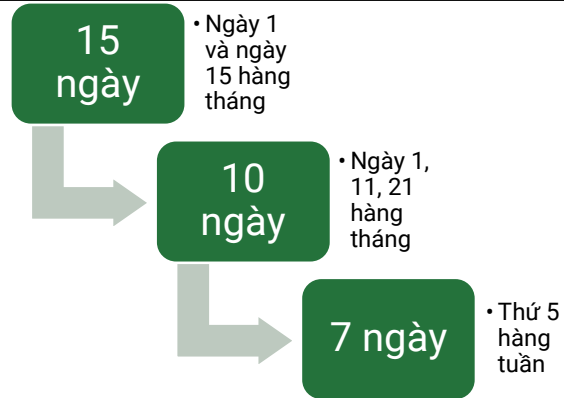
Nguồn: BSR, PHS tổng hợp

Giá đầu vào (dầu thô) cao như hiện nay (trung bình 85 USD/thùng trong năm 2023) đã và đang làm giảm dần biên lợi nhuận của các sản phẩm xăng dầu (về mức trước chiến tranh Nga – Ukraine), do tình trạng thiếu hụt nguồn cung xăng dầu (đã qua tình chế) trên toàn thế giới đang hạ nhiệt.

Do đó, kết quả kinh doanh của các công ty lọc hóa dầu (như BSR) sẽ hạ nhiệt, tuy nhiên vẫn có thể củng cố biên lợi nhuận tốt nhờ biên lợi nhuận dầu vẫn ở mức khá cao của DO, hiện có thể được sử dụng để thay thế khí khô trong sản xuất điện cũng như sưởi ấm trong mùa đông ở các nước phương Tây.

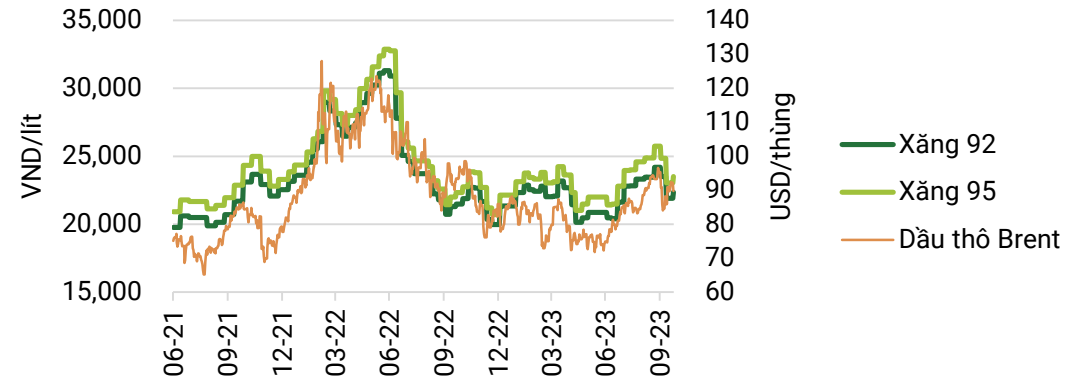
HẠ NGUỒN: GIÁ XĂNG DẦU TIẾN GẦN ĐẾN CƠ CHẾ THỊ TRƯỜNG

Số ngày của mỗi kỳ điều chỉnh đang được rút ngắn



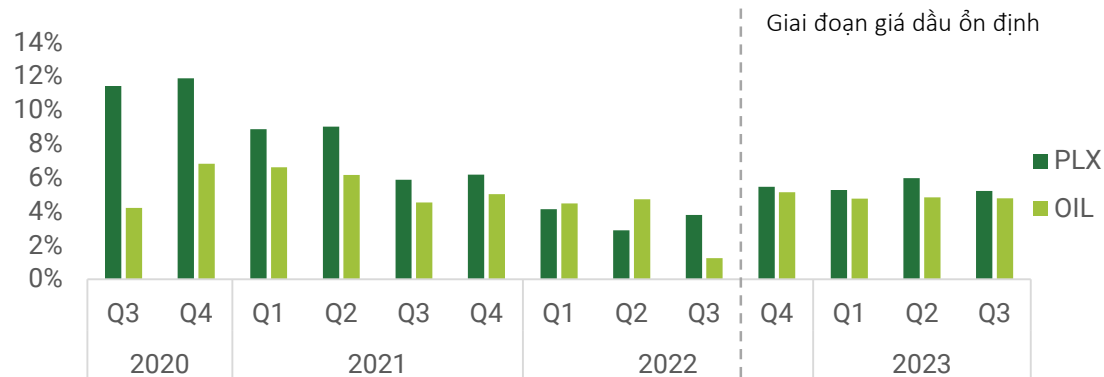
Nguồn: PHS tổng hợp

Giá xăng dầu trong nước ngày càng tương quan cao với giá dầu Brent



Nguồn: PVOil, Bloomberg, PHS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của các thương nhân đầu mỗi trọng yếu ở hạ nguồn



Nguồn: PHS tổng hợp

Giá bán ra các mặt hàng xăng dầu (xăng, dầu mazut,...) hiện do cơ quan nhà nước quy định cho mỗi chu kỳ 7 ngày, đã rút ngắn từ mức 10 ngày để giúp giá bán bám sát hơn với biến động trên thế giới, tiến gần hơn nữa đến cơ chế thị trường, giảm bớt sự bất đối xứng lớn giữa đầu vào và đầu ra trong giai đoạn có biến động giá dầu mạnh.

Từ đó hoạt động kinh doanh của các thương nhân đầu mối chủ chốt như PVOil (OIL) và Petrolimex (PLX) sẽ trở nên ổn định hơn (Biên lợi nhuận gộp bình quân 5-6%/năm)

STT	Mã CK	Tên công ty	Sàn	Doanh thu thuần 9M23 (tỷ VND)	% YoY	LNST 9M23 (tỷ VND)	% YoY	%Doanh thu kế hoạch	%LNST kế hoạch	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE	Nợ/VCSH	P/E	P/B
1	GAS	PVGas	HOSE	67,383	-14%	9,017	-23%	117.00%	135.85%	19.83%	13.81%	19.37%	0.10	14.31	2.82
2	BSR	Lọc hóa dầu Bình Sơn	UPCoM	105,491	-17%	6,186	-52%	152.56%	382.62%	6.04%	5.26%	14.68%	0.16	7.50	1.05
3	PLX	Petrolimex	HOSE	205,596	-9%	2,288	359%	149.46%	84.07%	5.48%	1.30%	13.40%	0.60	13.15	1.74
4	OIL	PVOil	UPCoM	66,875	-16%	664	54%	183.08%	130.90%	4.89%	1.05%	8.27%	0.70	12.00	0.98
5	PVS	PTSC	HNX	12,591	14%	606	34%	135.77%	103.53%	5.01%	5.20%	7.11%	0.10	20.53	1.43
6	PVD	PVDrilling	HOSE	4,033	3%	344	NA	101.42%	379.99%	21.05%	7.23%	3.08%	0.24	35.87	1.07
7	PVC	PVChem	HNX	2,211	12%	34	222%	126.54%	71.13%	7.47%	1.59%	4.19%	0.92	29.77	1.66

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2023 có sự phân hóa mạnh mẽ giữa các doanh nghiệp ở Thượng nguồn, Trung nguồn và Hạ nguồn của ngành dầu khí. Cụ thể:

1. Thượng nguồn: Các doanh nghiệp ở Thượng nguồn như PVS, PVD hay PVC hưởng lợi lớn từ xu hướng khởi động/tái khởi động hàng loạt các dự án mới trong nước và trong khu vực khi mặt bằng giá dầu được neo ở mức cao (quanh 80 USD/thùng). Nhờ đó mà kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ, dự kiến xu hướng này sẽ còn tiếp tục trong năm 2024
2. Trung nguồn: Doanh nghiệp chủ chốt ở Trung nguồn như GAS có kết quả kinh doanh đi lùi do giá khí giảm mạnh so với cùng kỳ.
3. Hạ nguồn: Trong khi kết quả kinh doanh của mảng lọc dầu hạ nhiệt nhanh chóng do Biên lọc dầu (crack spread) đã bình ổn ở mức trước chiến tranh Ukraine, thì lợi nhuận của các doanh nghiệp xăng dầu đầu mối như PLX hay OIL có sự cải thiện đáng kể do giá dầu trong kỳ đã trở nên ổn định (giao động trong biên độ hẹp)

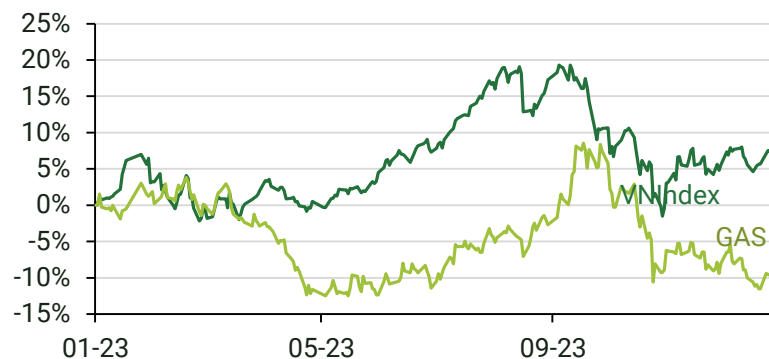
Ngành	Mã CK	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
		Doanh thu thuần		LNST		Doanh thu thuần		LNST		Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Giá tại 29/12/2023 (VND/cổ phiếu)	P/E	P/B		Tăng/Giảm
Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)	Giá trị (Tỷ VND)	YoY (%)								
DẦU KHÍ	GAS	101,898	1%	13,480	-11%	94,945	-7%	12,352	-8%	87,300	75,500	14.1	2.8	16%	MUA
	BSR	135,575	-19%	8,170	-44%	111,650	-18%	5,677	-30%	20,500	18,600	7.4	1.0	10%	MUA
	PLX	255,107	-16%	3,152	66%	217,793	-15%	4,395	39%	42,300	34,500	12.9	1.7	23%	MUA
	PVD	5,696	5%	574	NA	6,715	18%	816	42%	29,100	28,300	36.5	1.1	3%	NẮM GIỮ
	PVS	21,821	33%	1,058	12%	29,779	36%	1,136	7%	40,300	38,000	21.0	1.5	6%	NẮM GIỮ



Tổng quan doanh nghiệp

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

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Luận điểm đầu tư

- Giá khí vẫn có thể duy trì ở mức tốt và sản lượng sẽ tiếp tục đà tăng khi nhiệt điện lấy lại ưu thế so với thủy điện vào nửa đầu năm 2024.
- GAS đang phát triển cơ sở hạ tầng nhập khẩu và phân phối LNG để đáp ứng nhu cầu trong nước ngày càng tăng, đặc biệt là đối với nhiệt điện khí. Tổ hợp LNG đầu tiên, LNG Thị Vải, đã hoạt động và dự kiến sẽ tạo ra 4,000 tỷ đồng Doanh thu thuần từ 500 triệu mét khối LNG bán ra trong năm 2024.
- Ngoài ra, GAS cũng đang tham gia vào nhiều dự án ngoài khơi quan trọng, đặc biệt là Lô B - Ô Môn, dự án này hứa hẹn sẽ mang lại cho công ty sự tăng trưởng lớn về sản lượng và thu nhập sau khi hoàn thành vào năm 2026F, từ đó củng cố tăng trưởng dài hạn cho công ty.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	64,135	78,992	100,724	101,898	94,945
LNST (Tỷ VND)	7,972	8,852	15,066	13,480	12,352
EPS (VND)	4,104	4,531	7,732	6,615	5,297
Tăng trưởng EPS (%)	-34%	10%	71%	-14%	-20%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	25,863	27,270	31,962	29,401	31,201
P/E	18.14	21.94	14.38	14.14	16.47
P/B	3.55	3.75	3.43	2.79	2.80
Cổ tức tiền mặt (VND)	3,500	3,000	3,000	3,600	3,400



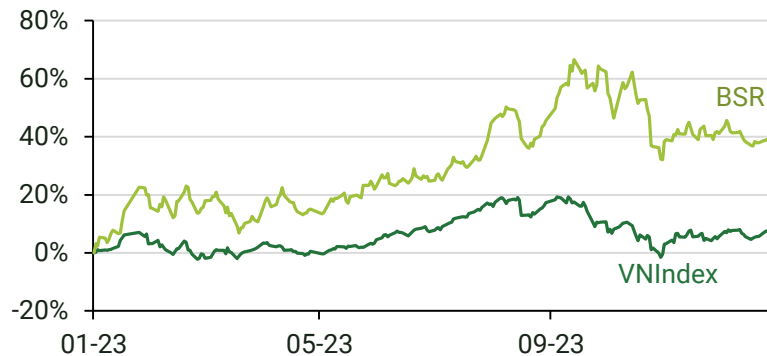
Tổng quan doanh nghiệp

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

Luận điểm đầu tư

- BSR có thể duy trì biên lợi nhuận ổn định nhờ các yếu tố như tồn kho xăng dầu toàn cầu giảm và các nhà máy lọc dầu châu Á cắt giảm sản lượng trong nửa cuối năm 2023.
- Do DQRE thường xuyên hoạt động trên 100% công suất thiết kế, công ty sẽ tiến hành mở rộng nhà máy với một dự án đầy tham vọng nhằm nâng cao sản lượng và chất lượng, dự án này sẽ giúp khóa lấp nguồn cung thiếu hụt trong nước cũng như đáp ứng yêu cầu chất lượng EURO5 do chính phủ quy định. Chúng tôi kỳ vọng dự án này dự kiến hoàn thành vào năm 2026 và do đó ước tính sản lượng có thể bật tăng thêm 5% và 13% lần lượt trong các năm 2026 và 2027.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính

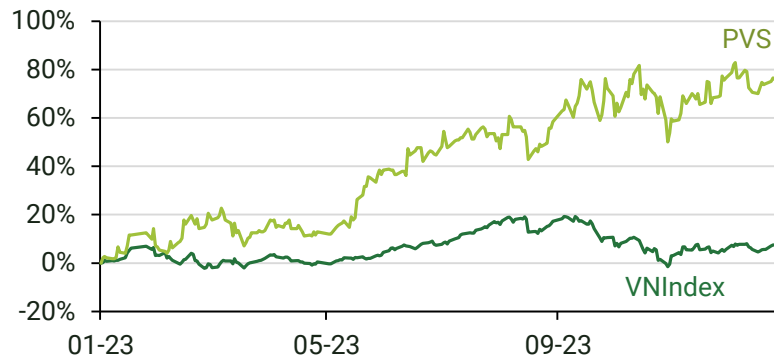
Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	57,959	101,080	167,124	135,575	111,650
LNST (Tỷ VND)	(2,858)	6,684	14,669	8,170	5,677
EPS (VND)	(909)	2,162	4,750	2,649	1,845
Tăng trưởng EPS (%)	-205.94%	N/A	119.68%	-44.23%	-30.35%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	10,019	12,115	16,510	18,445	20,063
P/E	N/A	13.61	2.63	7.40	12.03
P/B	1.03	2.05	0.83	1.04	1.11
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	300	700	200



Tổng quan doanh nghiệp

Lĩnh vực hoạt động chính của PTSC là cung cấp các loại hình dịch vụ kỹ thuật cho các ngành dầu khí, năng lượng, công nghiệp như: EPCI công trình biển; EPC công trình công nghiệp; Kho nổi chứa, xử lý và xuất dầu thô FSO/FPSO; Tàu dịch vụ dầu khí; Khảo sát địa chấn, địa chất và công trình ngầm; Lắp đặt, vận hành và bảo dưỡng công trình biển; Cảng dịch vụ và Dịch vụ cung ứng nhân lực kỹ thuật.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Luận điểm đầu tư

- Là nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật hàng đầu tại Việt Nam trong ngành Dầu khí và các ngành khác, PVS có một lượng lớn các dự án quan trọng trong nước và quốc tế. Những công trình này có thể thúc đẩy sự phát triển của công ty trong nhiều năm tới.
- PVS dự kiến sẽ tham gia vào nhiều dự án dầu khí ngoài khơi lớn tại Việt Nam và khu vực. Hiện tại, công ty đang tham gia vào nhiều gói thầu xây dựng (M&C) cho các dự án với tổng giá trị hơn 2 tỷ USD, đặc biệt là 2 gói thầu của Lô B - Ô Môn với tổng giá trị đạt 1.5 tỷ USD.
- Hơn nữa, PVS cũng đang hướng tới phát triển năng lượng gió ngoài khơi để nắm bắt xu hướng chuyển đổi xanh quan trọng trong những thập kỷ tới. Công ty đã thực hiện mục tiêu này bằng cách tham gia vào nhiều dự án có giá trị lên đến hơn 600 triệu USD.

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	20,180	14,198	16,373	21,821	29,779
LNST (Tỷ VND)	710	677	944	1,058	1,136
EPS (VND)	1,306	1,258	1,849	2,117	2,236
Tăng trưởng EPS (%)	-40%	-4%	47%	15%	6%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	26,873	26,141	27,008	27,924	28,835
P/E	30.38	29.82	16.08	21.02	15.60
P/B	1.53	1.56	1.52	1.46	1.16
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,000	1,000	800	700	1,300



PETROLIMEX

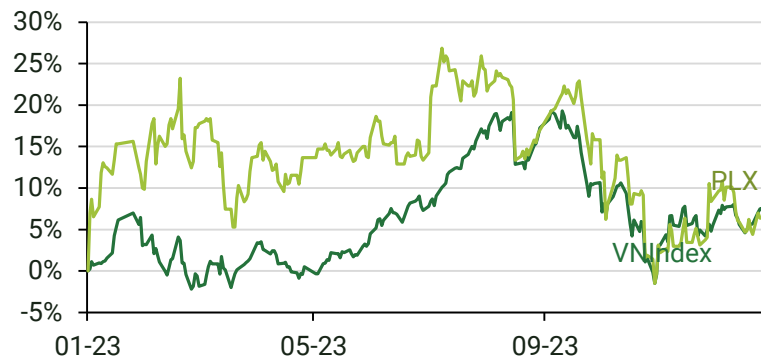
Tổng quan doanh nghiệp

Petrolimex là nhà cung cấp xăng dầu lớn nhất tại thị trường Việt Nam với mạng lưới phân phối dày đặc gồm 2.500 cửa hàng bán lẻ xăng dầu và hơn 3.000 đại lý trên toàn quốc. Trong khi chiếm hơn 50% thị phần bán lẻ xăng dầu, công ty còn hoạt động kinh doanh vận tải, bảo hiểm,...

Luận điểm đầu tư

- Sự phục hồi kết quả kinh doanh có thể diễn ra mạnh mẽ trong năm 2023 và những năm tới khi giá dầu đã được bình ổn và mỗi chu kỳ điều chỉnh giá đã ngắn hơn (giảm còn 7 ngày). Điều này có thể cho phép thương nhân đầu mối như PLX hoạt động ổn định hơn trong điều kiện giá dầu biến động mạnh và đem lại biên lợi nhuận vững chắc (Biên lợi nhuận gộp có thể đạt 6% và 7% lần lượt trong các năm 2023 và 2024)
- Trong khi mức tiêu thụ xăng dầu bình quân đầu người của Việt Nam ở mức thấp nhất trong khu vực, thì thị trường ô tô đang phát triển rất nhanh chóng và người dân đã bắt đầu chuyển ra xa các trung tâm đô thị. Xu hướng này được kỳ vọng sẽ mang đến tiềm năng lớn cho tiêu thụ xăng dầu và thấp sáng triển vọng của PLX trong dài hạn

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	123,919	169,009	304,064	255,107	217,793
LNST (Tỷ VND)	1,253	3,124	1,902	3,152	4,395
EPS (VND)	(909)	2,162	1,120	2,181	3,187
Tăng trưởng EPS (%)	-205.94%	N/A	-48.17%	94.68%	46.11%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	14,791	16,154	15,785	17,532	19,184
P/E	N/A	21.09	44.25	12.86	13.27
P/B	3.26	2.79	1.73	1.70	2.20
Cổ tức tiền mặt (VND)	3,000	1,200	1,200	700	1,800



Tổng quan doanh nghiệp

PVD, công ty con của PVN, cung cấp các giàn khoan, các dịch vụ liên quan đến khoan và nhân lực cho các hoạt động trên bờ và ngoài khơi. PVD có kế hoạch mở rộng hoạt động sang các vùng nước sâu và thị trường nước ngoài nhằm tăng cường hoạt động thăm dò và khai thác tài nguyên dầu khí.

Luận điểm đầu tư

- PVD dự kiến sẽ hưởng lợi từ các hoạt động khám phá và khai thác nguồn cung dồi dào khi giá dầu thô dự kiến sẽ giữ mức cao trong những năm tới. Đặc biệt là phục vụ cho dự án chính Block B - Ô Môn cùng với nhiều dự án khác ở các khu vực như Malaysia, Indonesia,...
- Giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng (Jackup rig) đã tăng lên mức cao do việc tăng tốc các hoạt động khám phá và khai thác ở nguồn cung khi giá dầu Brent có thể giữ mức cao trong thời gian dài.

Biến động giá cổ phiếu so với Index



Chỉ số tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,229	3,995	5,432	5,696	6,715
LNST (Tỷ VND)	184	37	(155)	576	821
EPS (VND)	442	46	(185)	1,057	1,499
Tăng trưởng EPS (%)	1%	-90%	-499%	NA	42%
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	27,537	27,037	20,932	21,196	21,876
P/E	64.31	891.42	-153.73	36.45	19.41
P/B	0.87	0.88	1.14	1.08	1.33
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-	-

DƯỢC PHẨM

KÊNH ETC DẪN DẮT ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

- Tổng quan ngành
- Triển vọng 2024
- Cổ phiếu khuyến nghị

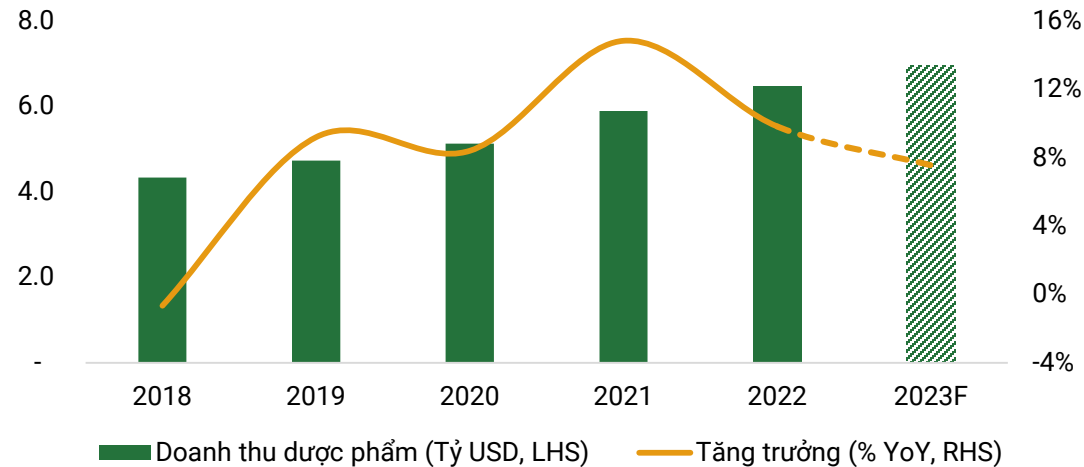
Hoa Dương

Chuyên viên phân tích - Ngành Dệt may - Thủy sản - Dược phẩm



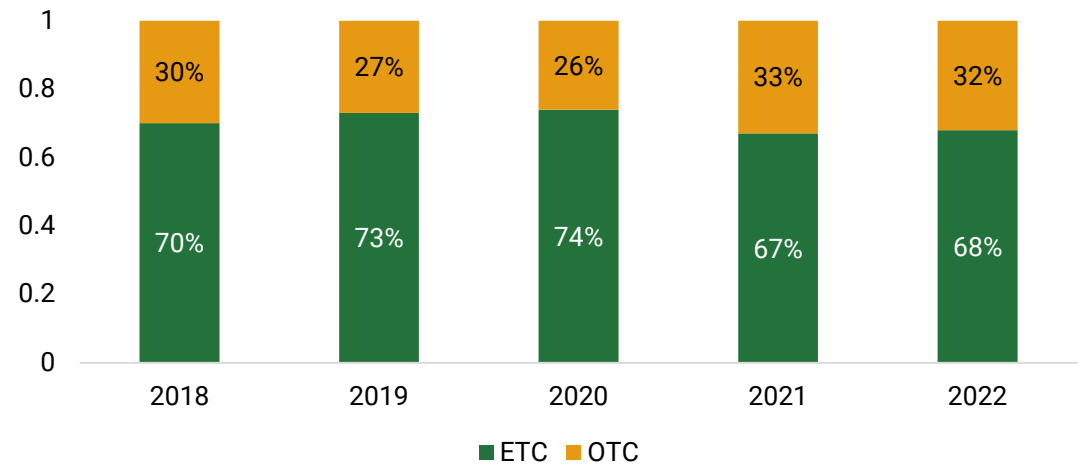
TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM

Doanh thu dược phẩm Việt Nam qua các năm



Nguồn: Fitch Solution, PHS tổng hợp

Cơ cấu thị trường dược phẩm theo kênh phân phối

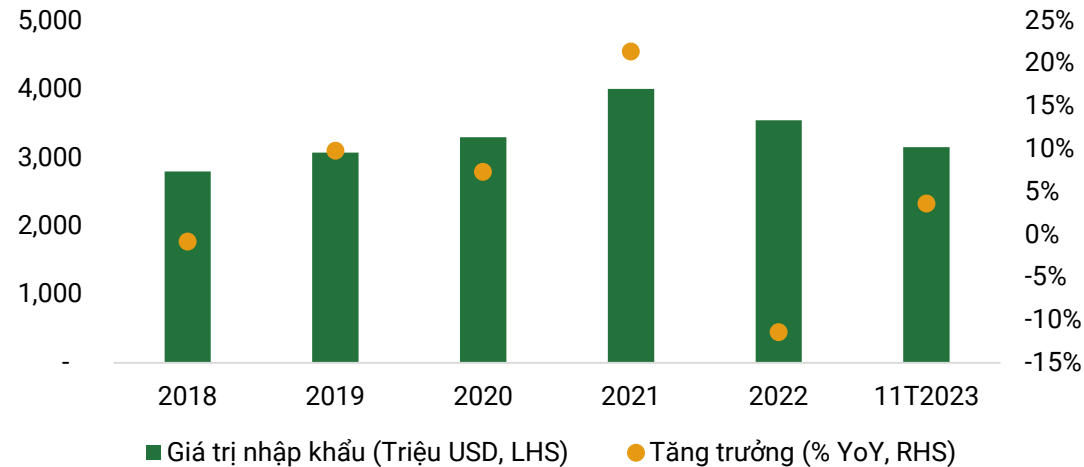


Nguồn: IQVIA, PHS tổng hợp

- Theo Fitch Solution, doanh thu thị trường dược phẩm Việt Nam năm 2022 tăng 10.4% YoY đạt 150 nghìn tỷ đồng (khoảng 6.5 tỷ USD). Đến năm 2032F, doanh thu ngành dược dự kiến tăng lên đến 326.9 nghìn tỷ đồng (khoảng 12.6 tỷ USD) với CAGR đạt 6.9%.
- Tính đến tháng 11/2023, chỉ số sản xuất công nghiệp ngành thuốc, hóa dược và dược liệu tăng 1% YoY lên mức 157 (năm 2015 = 0).
- Kênh ETC là động lực tăng trưởng chính của ngành dược trong năm 2022 với tỷ trọng chiếm 68% giá trị thị trường dược phẩm nhờ tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế ngày càng tăng. Tính đến ngày 27/11/2023, giá trị trúng thầu thuốc tăng 5% YoY đạt 36,064 tỷ đồng.

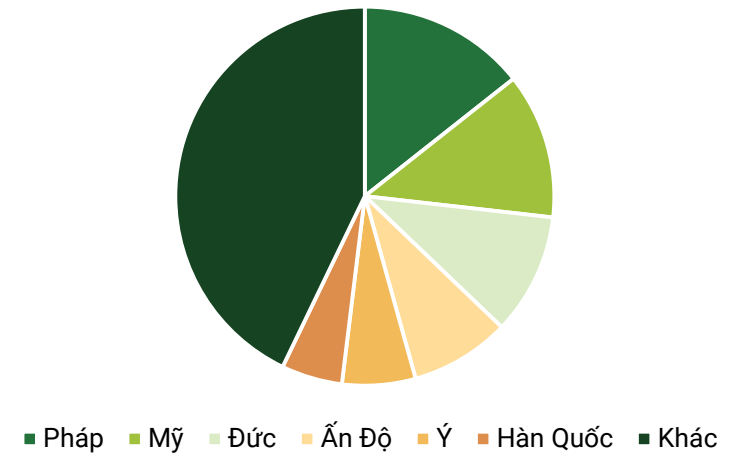
TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM

Giá trị nhập khẩu ngành dược Việt Nam (Triệu USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Cơ cấu nhập khẩu dược phẩm Việt Nam trong 11T2023 (%)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

- Thuốc sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 47% nhu cầu. Theo Tổng cục Hải quan, Việt Nam đã nhập khẩu 3,149 triệu USD dược phẩm (+4% YoY) trong 11T2023.
- Kháng sinh vẫn là nhóm dược phẩm dẫn đầu về kim ngạch với thị phần nhập khẩu của nhóm thuốc này chiếm trung bình khoảng 48% trong tổng kim ngạch nhập khẩu dược phẩm.
- Trong 11T2023, thị trường nhập khẩu thuốc chủ yếu đến từ Pháp, Mỹ, Đức với tỷ trọng lần lượt là 14%, 12% và 10%. Việt Nam phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 85% tổng kim ngạch nguyên liệu nhập khẩu.

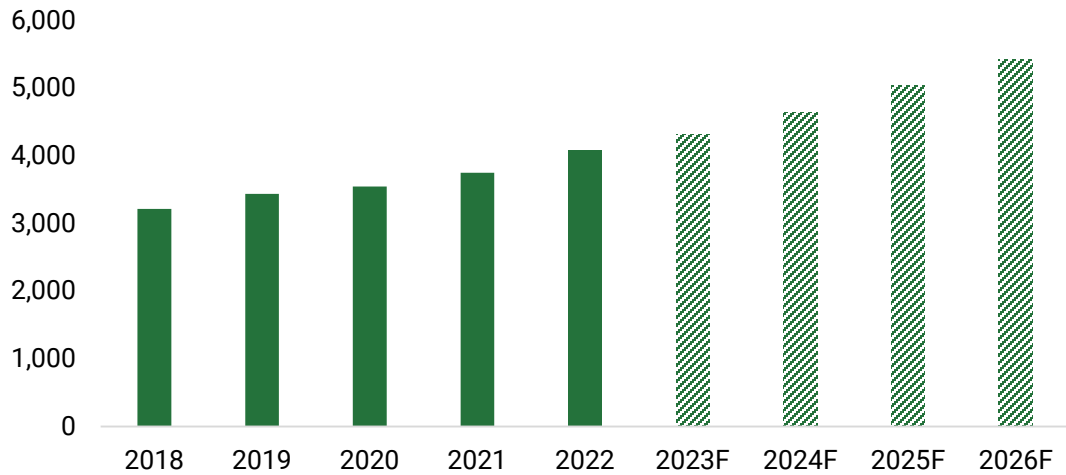
KẾT QUẢ KINH DOANH CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH

STT	Mã	Sàn	Doanh thu thuần		LNST		EBITDA/(Nợ vay ngắn hạn+Tiền lãi vay)	D/E	Biên lãi gộp 9T23	Biên lãi ròng 9T23	ROE	P/E	P/B	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	% Thay đổi giá từ đầu năm
			Giá trị 9T23 (Tỷ đồng)	% YoY	Giá trị 9T23 (Tỷ đồng)	% YoY									
1	DHG	HOSE	3,481	4.0%	790	5.0%	1.46	0.17	48.0%	21.3%	22.9%	12.7	2.8	13,062	21.4%
2	IMP	HOSE	1,386	27.5%	227	47.0%	5.62	0.04	43.6%	15.8%	15.6%	13.0	2.0	3,990	0.9%
3	DBD	HOSE	1,207	10.8%	210	28.0%	20.20	0.05	49.1%	17.3%	20.9%	14.1	2.9	4,071	45.2%
4	TRA	HOSE	1,712	-5.8%	229	-9.0%	2.76	0.09	55.0%	11.8%	18.6%	14.4	2.5	3,598	-1.4%

- Gam màu tích cực vẫn đóng vai trò chủ đạo trong toàn ngành dược. Kết thúc 9T2023, các doanh nghiệp đầu ngành như DHG, IMP, DBD chứng kiến sự tăng trưởng tốt nhờ năng lực cạnh tranh mạnh. Trong khi đó, TRA ghi nhận sự suy giảm nhẹ do mức nền cao ở cùng kỳ năm ngoái. Dù vậy, TRA vẫn duy trì mức biên lãi gộp ở mức cao với 55% vào 9T2023 nhờ sử dụng khoảng 65% nguồn nguyên liệu trong nước.
- Các doanh nghiệp trên có tỷ lệ Vốn vay/VCSH khá thấp mang lại khả năng thanh toán tốt. Trong đó, các công ty chủ yếu sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho các hoạt động sản xuất.
- Trong 9T2023, ngành dược cũng chịu nhiều thách thức như (1) sức cầu yếu đi do thu nhập người tiêu dùng giảm, (2) biến động giá nguyên liệu đầu vào, (3) cạnh tranh cao trong ngành và (4) sức ép từ tỷ giá.

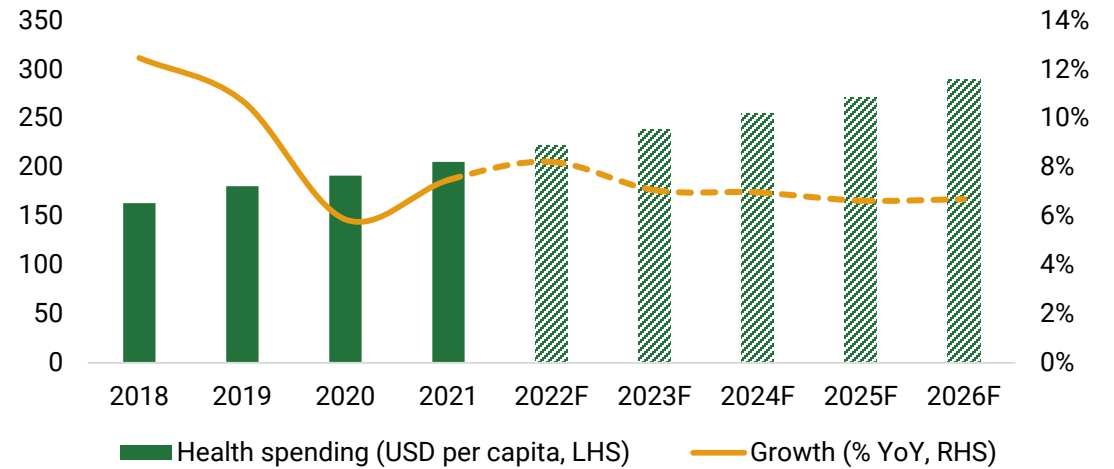
THU NHẬP TĂNG DẪN ĐẾN CHI TIÊU Y TẾ CAO HƠN

GDP bình quân đầu người (USD)



Nguồn: Statista, PHS tổng hợp

Chi tiêu y tế bình quân đầu người ở Việt Nam qua các năm

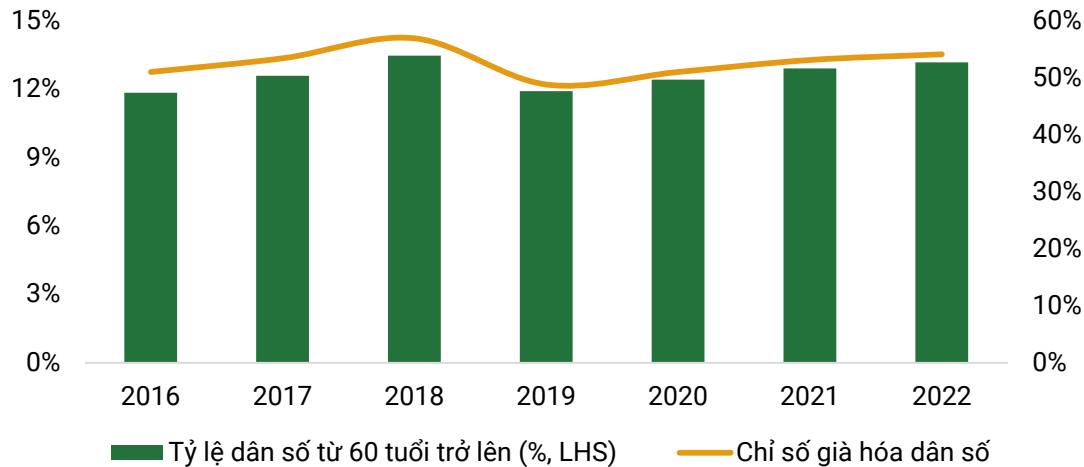


Nguồn: Fitch Solution, PHS tổng hợp

- Triển vọng doanh số bán thuốc trong nước vẫn tích cực và sẽ được thúc đẩy nhờ (1) GDP bình quân đầu người ngày càng tăng, (2) dân số già ở Việt Nam dẫn đến nhu cầu và chi tiêu cao hơn về chăm sóc sức khỏe.
- Theo thống kê của Bộ Kế Hoạch và Đầu tư, thị trường chăm sóc sức khỏe của Việt Nam năm 2022 đạt hơn 20 tỷ USD, chiếm 6% GDP. Dự báo con số này sẽ tăng đến 23.3 tỷ USD vào năm 2025 và 33.8 tỷ USD vào năm 2030. Riêng về thị trường dược phẩm, Việt Nam đang trên đà tăng trưởng với tổng giá trị từ 3.4 tỷ USD năm 2015 lên đến gần 7 tỷ USD năm 2022.
- Năm 2022, Việt Nam có GDP bình quân đầu người đạt USD 4,086. Đến năm 2030F, GDP bình quân đầu người dự kiến đạt khoảng USD 7,500 với tốc độ tăng trưởng GDP bình quân cả nước đạt khoảng 7%/năm. Do đó, chi tiêu y tế còn nhiều dư địa tăng trưởng trong tương lai nhờ mức thu nhập cao hơn.

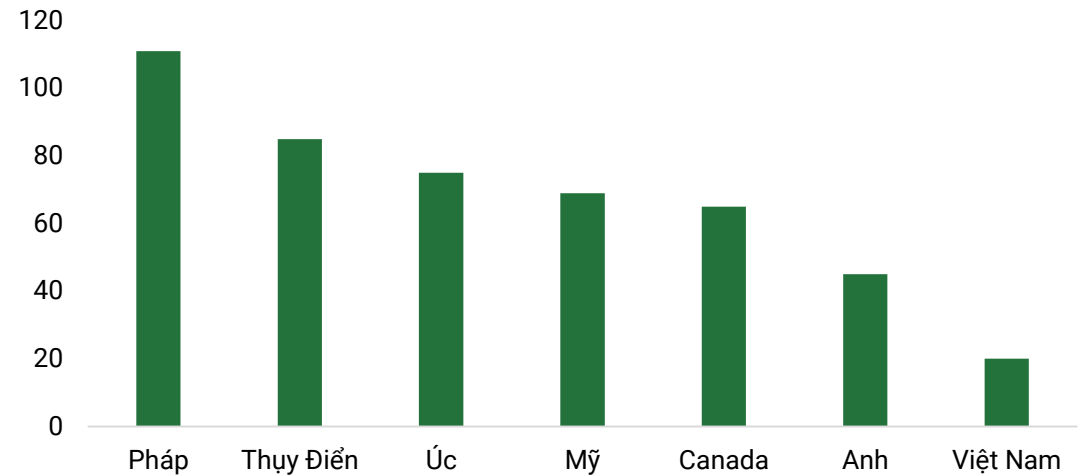
GIÀ HÓA DÂN SỐ TẠO ĐIỀU KIỆN THUẬN LỢI CHO NGÀNH DƯỢC

Tỷ lệ dân số từ 65 tuổi trở lên ở Việt Nam qua các năm



Nguồn: World Bank, PHS tổng hợp

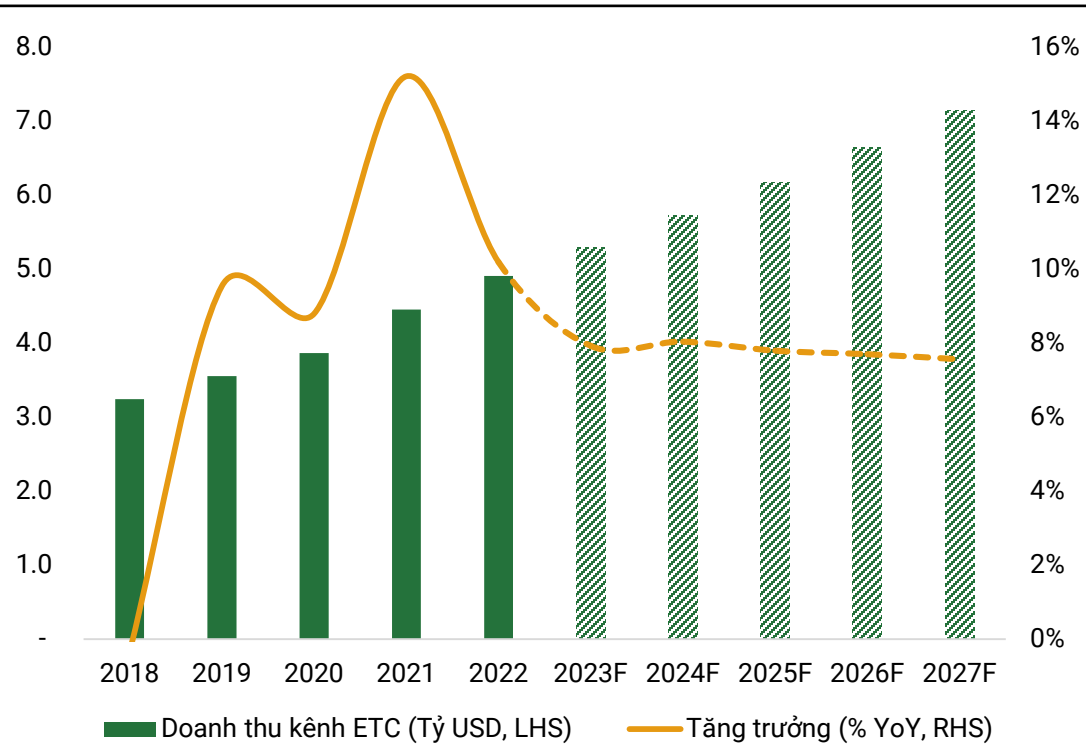
Thời gian chuyển từ giai đoạn già hóa dân số sang dân số già (năm)



Nguồn: Bộ Y tế, PHS tổng hợp

- Năm 2011, Việt Nam bước vào giai đoạn “già hóa dân số” khi có tỷ lệ người từ 60 tuổi trở lên là 10%. Đến năm 2025, con số này được dự báo sẽ tăng lên trên 25%.
- Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới. Theo thông tin từ Bộ Y tế, các quốc gia phát triển khác mất một thập kỷ hoặc hàng thập kỷ để chuyển từ giai đoạn già hóa dân số sang dân số già, trong khi đó, Việt Nam chỉ mất khoảng 20 năm.
- Do đó, nhu cầu được chăm sóc, điều trị bằng thuốc và dược phẩm ngày càng cao hơn, chi tiêu cho dược phẩm đang trên đà tăng trưởng mạnh.

Dự báo doanh thu thuốc kênh ETC

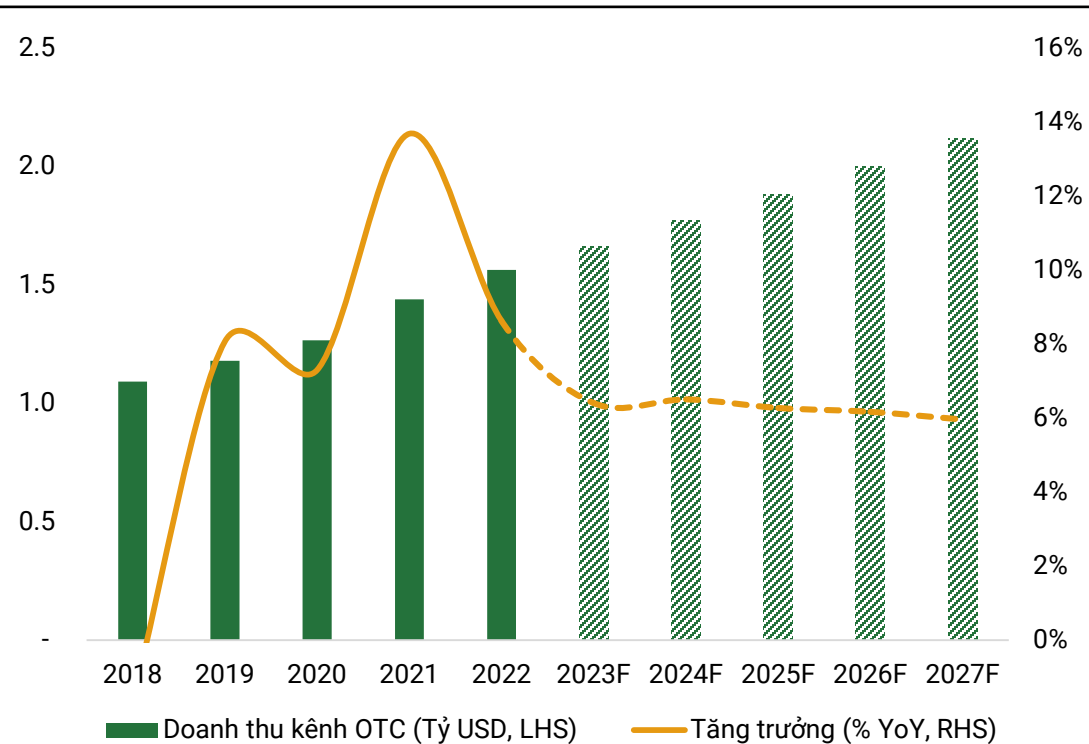


Nguồn: Fitch Solution, PHS tổng hợp

- Theo dữ liệu từ Fitch Solution, doanh số bán thuốc kê đơn ở Việt Nam dự kiến tăng 8% YoY đạt 124.8 nghìn tỷ đồng vào năm 2023F và đạt 176 nghìn tỷ đồng vào năm 2027F. Theo đó, thị phần thuốc kênh ETC được kì vọng sẽ ngày càng tăng trên toàn thị trường, tăng lên mức 78.4% vào năm 2032F từ mức 75.8% vào năm 2022 nhờ:

- ❑ Sự kết hợp của thu nhập tăng và việc triển khai bảo hiểm y tế quốc gia sẽ thúc đẩy nhu cầu về thuốc.
- ❑ Sự gia tăng tỷ lệ mắc các bệnh mãn tính cũng ngày càng tăng, thúc đẩy hơn nữa nhu cầu về thuốc kê đơn.
- ❑ Nghiên cứu phát triển các sản phẩm thuốc generic ngày càng được chú trọng.
- ❑ Nỗ lực hoàn thiện khuôn khổ pháp lý ngành dược và tháo gỡ các trở ngại về lưu hành và đăng ký thuốc:
 - ❖ Luật khám, chữa bệnh 15/2023/QH15 tạo điều kiện cho các bệnh viện công tự chủ về nguồn vốn để đầu tư cơ sở vật chất, phù hợp với nhu cầu khám bệnh, nhờ vậy, lưu lượng bệnh nhân tới khám, chữa bệnh tại bệnh viện gia tăng, thúc đẩy tiêu thụ sản lượng thuốc trên kênh ETC.
 - ❖ Việc gia hạn số đăng ký thuốc từ Nghị quyết 80/2023/QH15, Thông tư số 06/2023/TTBYT quy định việc đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập, tháo gỡ các khó khăn liên quan đến đấu thầu thuốc, giá thuốc giúp hoạt động đấu thầu thuốc ETC sôi động hơn.

Dự báo doanh thu thuốc kênh OTC



Nguồn: Fitch Solution, PHS tổng hợp

- Theo dữ liệu từ Fitch Solution, doanh số bán thuốc kênh OTC năm 2022 tăng 9% YoY đạt 36.4 nghìn tỷ đồng (tương đương 1.6 tỷ USD). Con số này được kỳ vọng sẽ tăng lên mức 52.3 nghìn tỷ đồng (tương đương 2.1 tỷ USD) vào năm 2027F nhờ:
 - ❑ Việc chính phủ tiếp tục khuyến khích sự tham gia của phân khúc tư nhân có thể thúc đẩy thị trường OTC khi giá cao hơn buộc bệnh nhân phải tìm đến phương pháp tự dùng thuốc.
 - ❑ Ý thức bảo vệ sức khỏe ngày càng được chú trọng sau đại dịch.
 - ❑ Nhóm sản phẩm tăng cường hệ miễn dịch, sức đề kháng và thực phẩm chức năng tiếp tục có triển vọng tốt.
 - ❑ Sự mở rộng của các nhà thuốc theo mô hình hiện đại như Pharmacy, Long Châu, An Khang... góp phần củng cố chuỗi cung ứng và hỗ trợ người dân dễ tiếp cận hơn với dược phẩm.
- Tuy nhiên, tăng trưởng thuốc kênh OTC có thể bị cản trở bởi:
 - ❑ Nhu cầu thuốc kê đơn ngày càng tăng do mở rộng phạm vi bảo hiểm y tế.
 - ❑ Lợi dụng sự rối ren của thị trường sau đại dịch Covid-19, các sản phẩm hàng giả, hàng nhái xuất hiện đã gây nhầm lẫn cho người tiêu dùng, ảnh hưởng tiêu cực đến sự phát triển lành mạnh của thị trường dược.



Ngành	Mã	Dự phóng 2023				Dự phóng 2024				Định giá				Khuyến nghị	
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 29/12 (VND/cp)	P/E	P/B		Tăng/Giảm
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
DƯỢC PHẨM	IMP	1,955	19.0%	304	35.8%	2,192	12.1%	354	16.7%	74,400	56,600	10.7x	1.7x	31%	Mua

Chúng tôi chọn IMP vì:

- IMP vừa mới đưa vào hoạt động nhà máy IMP4 đạt chuẩn EU-GMP góp phần mở ra cơ hội cho IMP đấu thầu vào phân khúc thuốc giá trị cao hơn, mang lại kết quả kinh doanh khả quan trong tương lai.
- Chính phủ ban hành những quy định mới nhằm tháo gỡ những vướng mắt pháp lý trong ngành dược, tạo điều kiện thúc đẩy kênh ETC trong năm nay.



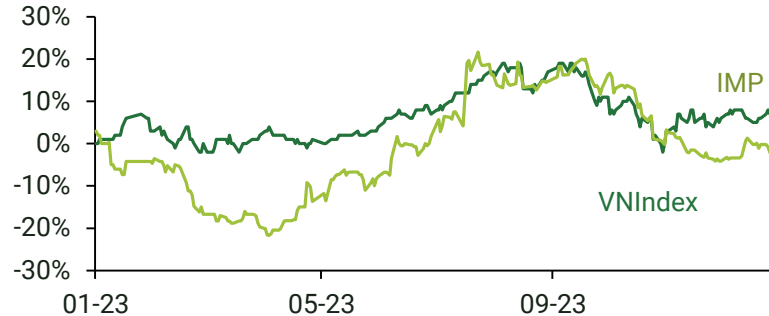
Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm thành lập từ năm 1977 với hoạt động kinh doanh chính sản xuất và buôn bán các sản phẩm thuốc tân dược. Công ty có 4 cụm nhà máy, trong đó, nhà máy IMP2, IMP3, IMP4 đều đạt tiêu chuẩn EU-GMP.

Luận điểm đầu tư

- **Tăng trưởng chính đến từ kênh ETC:** IMP là một trong số các doanh nghiệp có giá trị trúng thầu cao nhất trong mảng kháng sinh ở nhóm 2. Tỷ trọng thuốc kênh ETC của IMP tăng từ 19% lên mức 36.8% trong giai đoạn 2018 – 2022. Ngoài ra, Thông tư số 06/2023/TT-BYT quy định đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập giúp khai thông lại hoạt động đấu thầu, thúc đẩy kênh thuốc ETC.
- **Các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP tạo tiềm năng tăng trưởng dài hạn:** Các nhà máy IMP2, IMP3 và IMP4 đạt tiêu chuẩn EU-GMP sẽ tạo sức bật mạnh mẽ cho doanh thu thuốc ETC, mở ra cơ hội thâm nhập sâu hơn vào mảng đấu thầu thuốc Nhóm 1, đồng thời gia tăng tính cạnh tranh của IMP trước sự gia nhập ngày càng mạnh mẽ của thuốc ngoại vào thị trường Việt Nam.

Biến động giá



Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,402	1,369	1,267	1,644	1,955	2,192
LNST (tỷ VND)	162	210	189	224	304	354
EPS (VND)	2,892	3,145	2,836	3,353	4,552	5,312
Tăng trưởng EPS (%)	15%	9%	-10%	18%	36%	17%
Giá trị sổ sách (VND)	31,565	25,955	26,914	28,415	31,793	32,921
P/E	16.6	17.9	27.4	18.0	12.4	10.7
P/B	1.5	2.2	2.9	2.1	1.8	1.7