

"Mọi đỉnh núi đều nằm trong tầm với khi bạn tiếp tục leo"

CHIẾN LƯỢC CHO NHÀ ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN NĂM 2023



Mở tài khoản



Tải ứng dụng



Kính gửi quý Nhà đầu tư,

Chúng ta bước vào năm 2022 với cảm xúc tràn đầy năng lượng và phấn khởi trước đà hồi phục của nền kinh tế Việt Nam cũng như sự tăng trưởng mạnh mẽ chưa từng có của thị trường chứng khoán năm 2021. Nhà đầu tư đã có những lúc vô cùng hào hứng với sự thăng hoa của thị trường cổ phiếu khi chỉ số VN-Index lập đỉnh 1.530 điểm cuối quý 1/2022. Rồi sau đó rơi vào trạng thái sợ hãi trong những nhịp giảm điểm sâu 20-30% hay giây phút tưởng chừng như nghẹt thở, muốn rời bỏ thị trường khi VN-Index về mức 873 điểm. Chính bởi những cung bậc cảm xúc tâm lý đa dạng này, mà chứng khoán vẫn là kênh đầu tư hấp dẫn, chứa đựng nhiều bí ẩn và luôn cuốn hút các Nhà đầu tư muốn theo đuổi cảm giác chinh phục thử thách để tìm kiếm thành quả ngọt ngào. Dù trải qua biến động lớn do ảnh hưởng của môi trường kinh doanh toàn cầu bất định, lãi suất và lạm phát gia tăng hay những vụ án liên quan đến các doanh nhân tên tuổi thì thanh khoản bình quân của thị trường tính đến hết tháng 11/2022 vẫn ghi nhận tích cực ở mức 11.6 nghìn tỷ đồng/phiên, cao hơn 120% so với bình quân 5 năm vừa qua.

Bước sang năm 2023, một số rủi ro vẫn hiện hữu như kinh tế tăng trưởng chậm lại, chính sách tiền tệ chưa theo hướng nới lỏng khiến kỳ vọng về lợi nhuận của các doanh nghiệp khó vượt trội... Tuy nhiên, nhìn xa hơn chúng tôi vẫn đánh giá cao tiềm năng vững chắc trong tương lai của đất nước với chính sách cởi mở kinh tế, sự tăng trưởng bùng nổ về nhiều mặt như du lịch, dịch vụ, sản xuất, xuất khẩu... Chính vì vậy, chúng tôi tin rằng những khó khăn, sai lầm trong năm vừa qua là một phần lành mạnh, giúp mang lại cho Nhà đầu tư sự trưởng thành, khả năng thích nghi với những tình huống khó khăn thường xuyên diễn ra khi tham gia thị trường cổ phiếu. Bằng cách biến một vết thương thành tri thức và ứng dụng những bài học quý báu trong quá khứ, Nhà đầu tư đã sở hữu một sức mạnh lớn giúp tạo ra thành quả mãn nguyện trong tương lai.

“Chiến lược cho Nhà đầu tư chứng khoán năm 2023” được chúng tôi phát hành với mong muốn cung cấp những góc nhìn chuyên sâu về tình hình vĩ mô, thị trường, ngành nghề, giá trị hợp lý của cổ phiếu... nhằm nâng cao hiệu quả đầu tư.

Kính chúc quý Nhà đầu tư sức khỏe, hạnh phúc và thành công!

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH - TPS

NỘI DUNG CHÍNH



- 1 **Bối cảnh kinh tế vĩ mô**
- 2 **Xu hướng thị trường chứng khoán**
- 3 **Đánh giá triển vọng ngành**
- 4 **Cơ hội đầu tư cổ phiếu**



"Cơ hội thường núp dưới cái bóng rủi ro hoặc thất bại tạm thời"

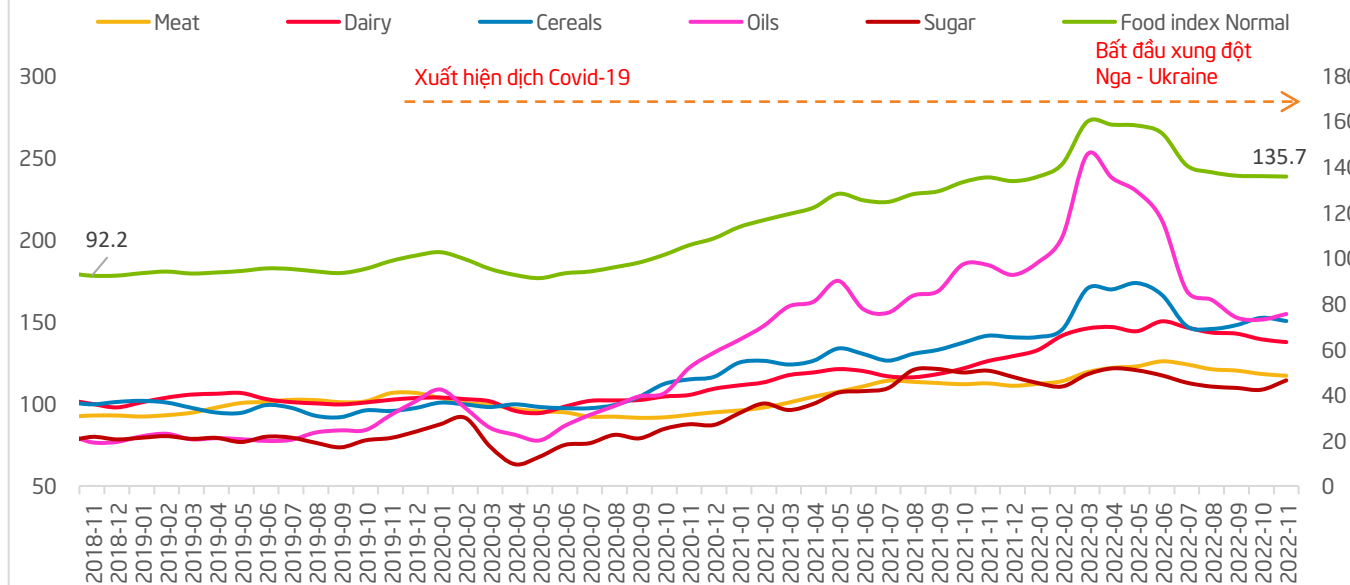
BỐI CẢNH KINH TẾ VĨ MÔ



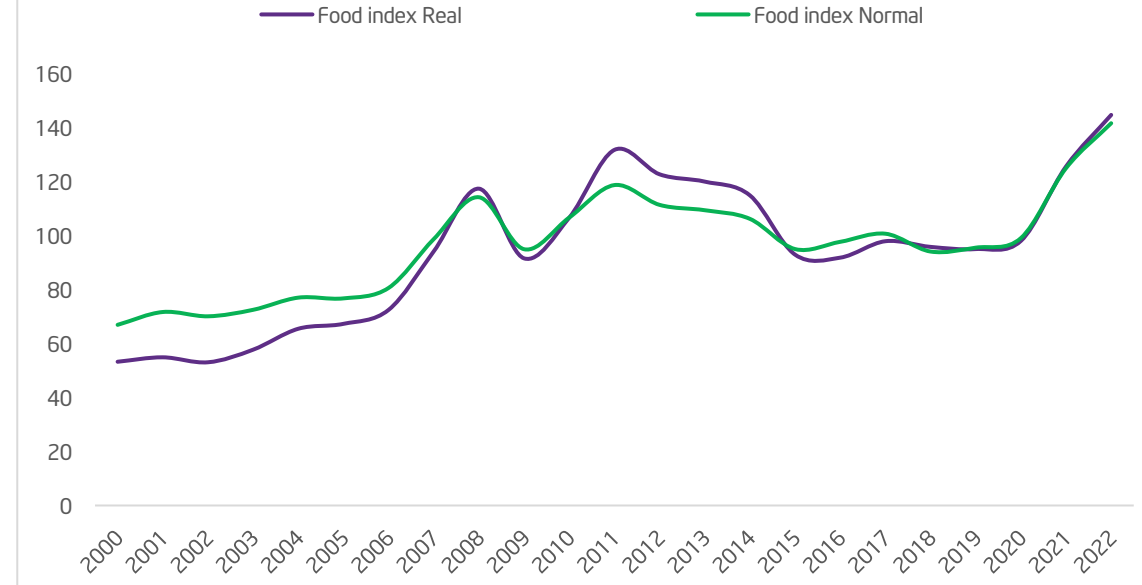
Giá cả hàng hóa năm 2023 tăng chậm lại nhưng vẫn duy trì ở mức cao

- ❖ Giá hàng hoá đặc biệt là lương thực, thực phẩm và dầu hoá thạch tăng mạnh kể từ khi diễn ra dịch Covid-19 từ cuối năm 2019. Tình hình giá cả trở nên căng thẳng hơn từ cuối tháng 02/2022 khi cuộc chiến tranh giữa Nga-Ukraine bắt đầu nổ ra. Tính tới thời điểm hiện tại, giá cả hàng hoá có phần hạ nhiệt, nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn so với trước đại dịch. Các mặt hàng lương thực, thực phẩm tăng giá một phần là do giá dầu tăng lên, dẫn đến chi phí sản xuất của các mặt hàng này tăng lên. Ngoài ra, Ukraine và Nga là một trong những quốc gia xuất khẩu lớn về lương thực, thực phẩm. Tuy nhiên, do chiến tranh, xuất khẩu những mặt hàng này từ Nga và Ukraine bị hạn chế dẫn đến nguồn cung bị thiếu hụt. Trong bối cảnh giá lương thực thực phẩm tăng cao, 2 quốc gia lớn bị hạn chế xuất khẩu, nhiều quốc gia trên thế giới đã lo ngại cho an ninh lương thực trong nước và tạm ngưng xuất khẩu. Điều này dẫn tới sự tăng giá nhanh chóng của những mặt hàng này. Đối với dầu hoá thạch, những biện pháp trừng phạt của EU đối với Nga đã đẩy giá mặt hàng này tăng vọt.
- ❖ Trong năm 2023, theo dự báo của bộ Nông Nghiệp Hoa Kỳ (USDA), giá lương thực thực phẩm được kỳ vọng sẽ tăng chậm lại nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với mức giá trước đây, mức tăng được dự báo từ 2.5% đến 3.5% so với mức tăng từ 11% đến 12% ở năm 2022. Đối với giá dầu WTI, EIA kỳ vọng mức của năm 2023 ở mức 86.36 USD/thùng.

Chỉ số giá của một số loại hàng hoá cơ bản



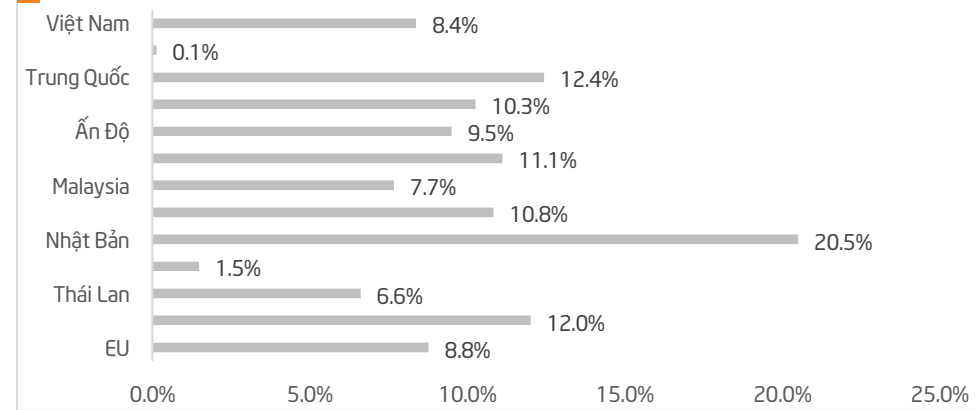
Chỉ số giá lương thực thực thế và danh nghĩa



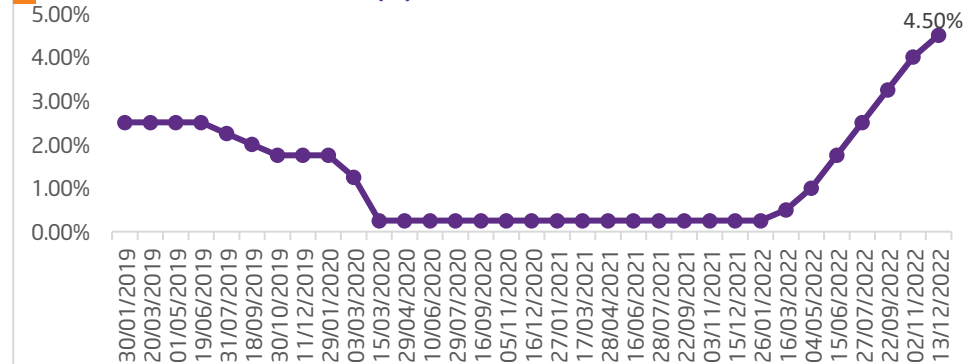
Lạm phát năm 2023 kỳ vọng hạ nhiệt giúp lãi suất sẽ không tăng mạnh như năm 2022

- ❖ Trong bối cảnh lạm phát tăng lên một cách bất ngờ và kéo dài trong thời gian dài so với dự đoán ban đầu của các NHTW. Nhận thấy được rủi ro tiềm ẩn ngày càng tăng từ yếu tố lạm phát, nhiều NHTW đã rất quyết liệt tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát. Tiêu biểu là Fed, kể từ tháng 03/2022 tới cuối năm 2022, Fed đã trải qua 7 lần tăng lãi suất, với tốc độ và bước nhảy chưa từng có trong lịch sử, đưa lãi suất mục tiêu của Fed (Fed funds rate) lên mức 4.5% trong năm 2022. Hành động này của Fed đã đẩy đồng USD tăng cao, đồng thời đồng nội tệ của nhiều quốc gia bị mất giá mạnh so với đồng USD. Bên cạnh đó, sau thời gian dài duy trì mức lãi suất 0%, ECB đã tăng lãi suất lên 0.5% vào ngày 27/07/2022 (ngày tăng lãi suất lần thứ 4 của Fed). Tiếp đó, ngày 14/09/2022, ECB tăng lãi suất lên 1.25% và ngày 02/11/2022, ECB tăng lãi suất lên 2%.
- ❖ Tính tới thời điểm hiện tại, mặc dù lạm phát đang có chiều hướng giảm xuống, nhiều dự đoán cho rằng: Hoa Kỳ, EU đã qua được đỉnh lạm phát nhưng vẫn duy trì ở mức khá cao. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ cũng cần có thời gian để thẩm thấu vào nền kinh tế. Vì vậy, bước sang năm 2023, lạm phát được kỳ vọng sẽ giảm nhanh hơn so với năm 2022. Câu chuyện chính của năm 2023 là, các NHTW phải linh hoạt trong việc điều tiết chính sách tiền tệ để vừa đảm bảo lạm phát về mục tiêu dưới 2% nhưng vẫn duy trì được mức tăng trưởng hợp lý. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng, năm 2023, lãi suất sẽ không tăng mạnh như năm 2022.

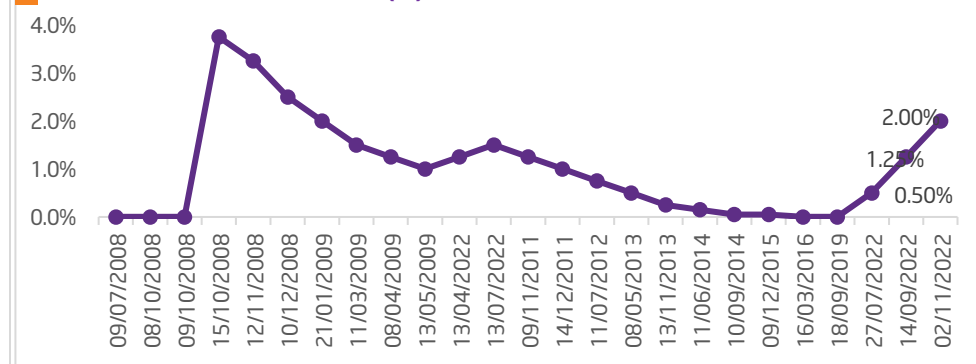
Mất giá của 1 số đồng tiền so với USD tính từ đầu năm



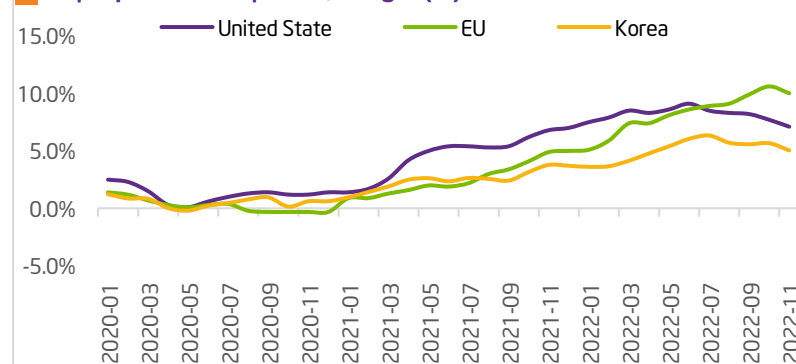
Lãi suất chính sách của Fed (%)



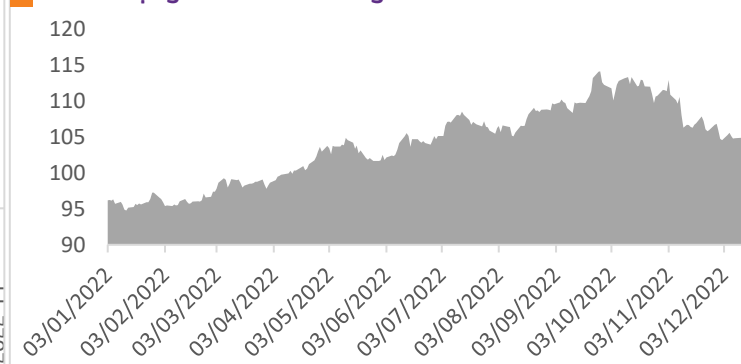
Lãi suất chính sách của ECB (%)



Lạm phát của một số Quốc gia (%)

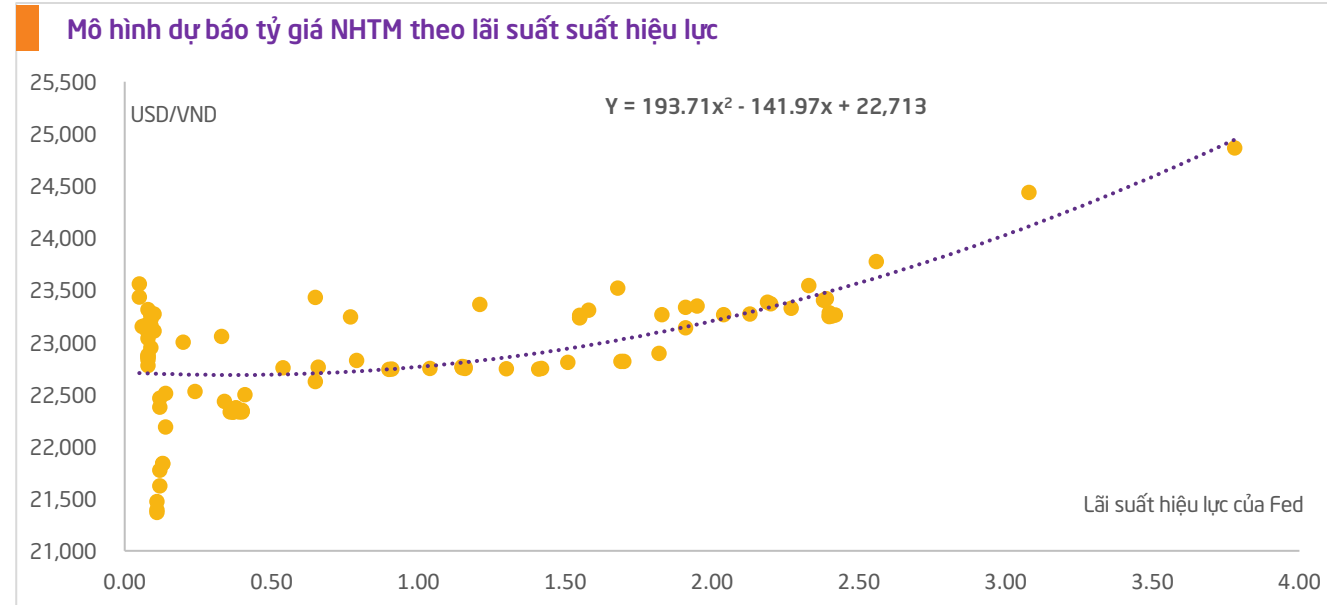


Biến động chỉ số DXY trong năm 2022



Dự báo về tỷ giá, lạm phát và lãi suất cho năm 2023

- Tỷ giá:** Quyết định tăng lãi suất của Fed trong thời gian tới có tác động rất lớn tới biến động của tỷ giá. Khi Fed tăng lãi suất một mặt sẽ làm giảm xuất khẩu của Việt Nam, dẫn đến dòng USD vào giảm xuống đẩy tỷ giá lên cao. Mặt khác, khi Fed tăng lãi suất, cũng kéo theo đồng USD tăng giá, vì vậy, tỷ giá USD/VND cũng phải tăng lên. Theo dự đoán của chúng tôi, lãi suất mục tiêu của Fed năm 2023 sẽ giao động từ mức 5% - 5.5%. Theo đó, chúng tôi đã dự báo biến động tỷ giá Ngân hàng thương mại qua 3 kịch bản. Trong đó, chúng tôi cho rằng, kịch bản thứ 1 là có xác suất xảy ra cao nhất. Ở kịch bản này, lãi suất mục tiêu của Fed khoảng 5.0%, tỷ giá NHTM mất giá khoảng 3- 4% và tỷ giá NHTM giao động từ 25,609 – 25,857.
- Lạm phát:** Lạm phát cơ bản của Việt Nam đang có xu hướng tăng mạnh hơn lạm phát toàn phần trong 2 tháng cuối năm. Điều này cho thấy, lạm phát đã len lỏi tới hầu hết các ngành trong nền kinh tế. Vì vậy, trong năm tới, lạm phát có thể sẽ khó khăn hơn trong năm nay do tỷ giá tiếp tục tăng và dư địa chính sách không còn nhiều. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát năm 2023 sẽ giao động từ 4.5%- 5.5%, khá phù hợp với mục tiêu của Chính phủ đề ra (4.5%).
- Lãi suất:** Lãi suất là công cụ đơn giản và thường có công dụng rất nhanh trong kiểm soát lạm phát. Trong bối cảnh cán cân tổng thể thâm hụt lớn, nguồn USD bị hạn chế do xuất khẩu giảm, FDI giải ngân có thể không cao do FDI đăng ký năm 2021 khá thấp... Vì vậy, chúng tôi dự báo rằng, trong năm tới, NHNN có thể tăng lãi suất điều hành thêm 2 – 3 lần, trung bình mỗi lần tăng khoảng 1%.



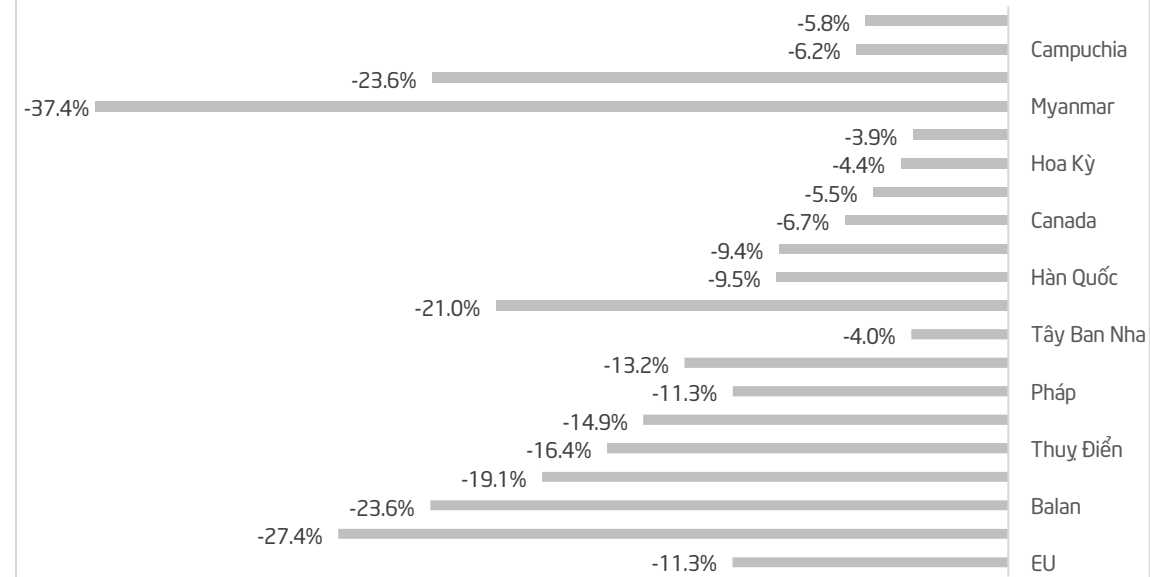
Dự báo biến động tỷ giá NHTM trong năm 2023 quay 3 kịch bản tăng lãi suất của Fed

KB	Giả định	Tỷ giá VND/USD	% Mất giá
KB1	Lãi suất mục tiêu (Fed Fund Rate Target) năm 2023 là 5%, lãi suất hiệu lực của Fed (Effective Federal Funds Rate) được ước lượng khoảng 4.7%.	25,609 – 25,857	3-4%
KB2	Lãi suất mục tiêu của Fed (Fed Fund Rate Target) khoảng 5.25% và lãi suất hiệu lực (Effectvie Federal Funds Rate) được kỳ vọng ở mức 4.95%.	26,106 – 26,355	5%-6%
KB3	Lãi suất mục tiêu của Fed (Fed Fund Rate Target) khoảng 5.50% và lãi suất hiệu lực (Effective Federal Funds Rate) được kỳ vọng ở mức 5.2%.	26,603 – 26,852	7%-8%

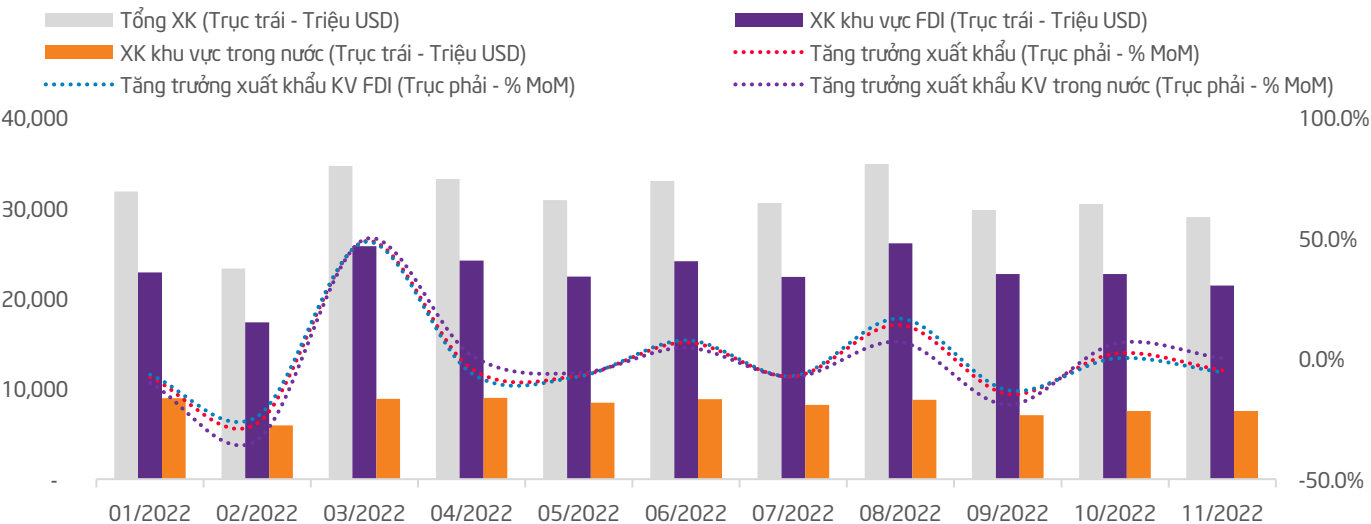
Suy giảm xuất khẩu là vấn đề cốt lõi cần quan tâm trong năm tới

- ❖ Sự suy giảm xuất khẩu đang là nguyên nhân của rất nhiều vấn đề ở Việt Nam trong những tháng cuối năm. Do chịu sự tác động của làn sóng tăng lãi suất, nhu cầu tiêu dùng ở thị trường xuất khẩu co hẹp lại, dẫn đến xuất khẩu của Việt Nam đang có sự giảm tốc đáng kể. Khi xuất khẩu giảm xuống, nguồn ngoại tệ thu về ngày càng ít đi, làm cho cán cân vãng lai thâm hụt mạnh và nguồn dự trữ USD cũng bị giảm xuống. Điều này có thể dẫn tới cầu ngoại tệ tăng và đẩy tỷ giá lên cao. Khi tỷ giá tăng lên, làm cho chi phí nhập khẩu tăng, làm tăng lạm phát trong nước. Ngoài ra, khi tỷ giá tăng, đồng nội tệ mất giá, các doanh nghiệp FDI sẽ thấy lợi nhuận kỳ vọng của họ khi quy đổi ra USD bị giảm xuống. Điều này khiến các công ty FDI giảm mức độ đầu tư, dẫn đến lượng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam sẽ giảm xuống.
- ❖ Xuất khẩu giảm xuống ở tháng 09 và tháng 11. Các mặt hàng bị giảm mạnh gồm dầu thô, phân bón, hóa chất, máy ảnh & Linh kiện, gạo, điện thoại & linh kiện và thủy sản.... Sự suy giảm đến từ cả 3 thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam gồm EU (kim ngạch xuất khẩu tháng 11 giảm 11.3% MoM), Hoa Kỳ (giảm 4.4% MoM) và ASEAN (giảm 3.9% MoM).

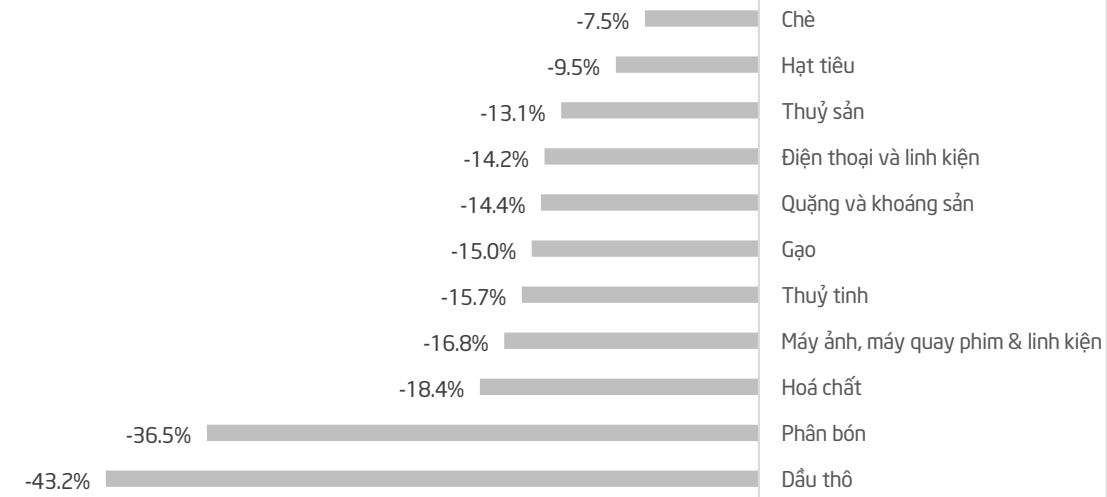
Một số quốc gia có xuất khẩu giảm ở tháng 11 so với tháng 10 (% MoM)



Kim ngạch xuất khẩu và tốc độ tăng trưởng



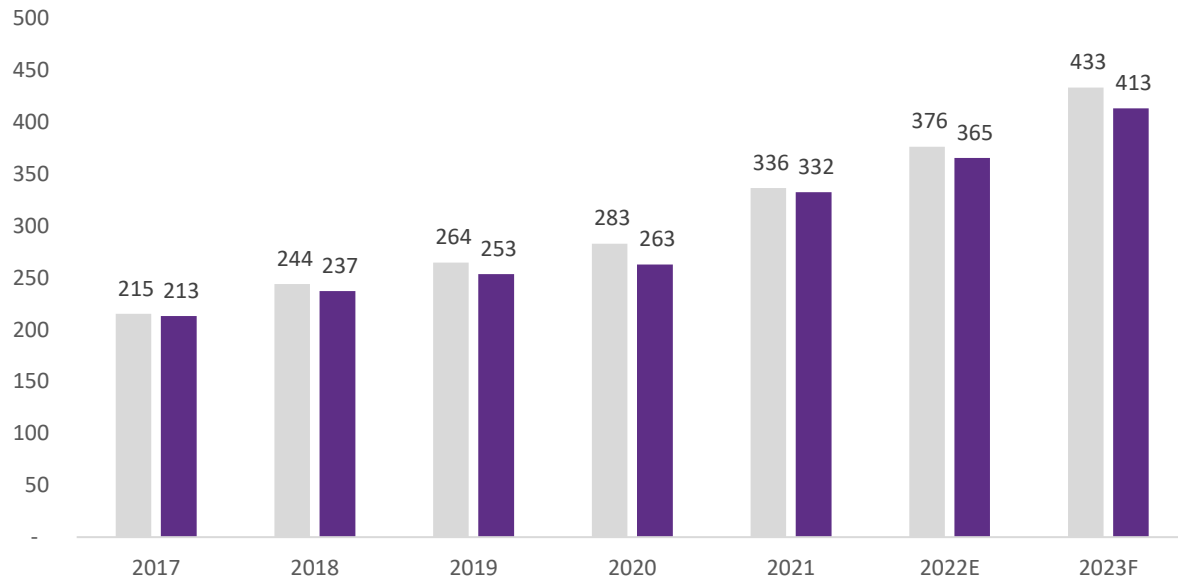
Một số mặt hàng có xuất khẩu giảm ở tháng 11 so với tháng 10 (% MoM)



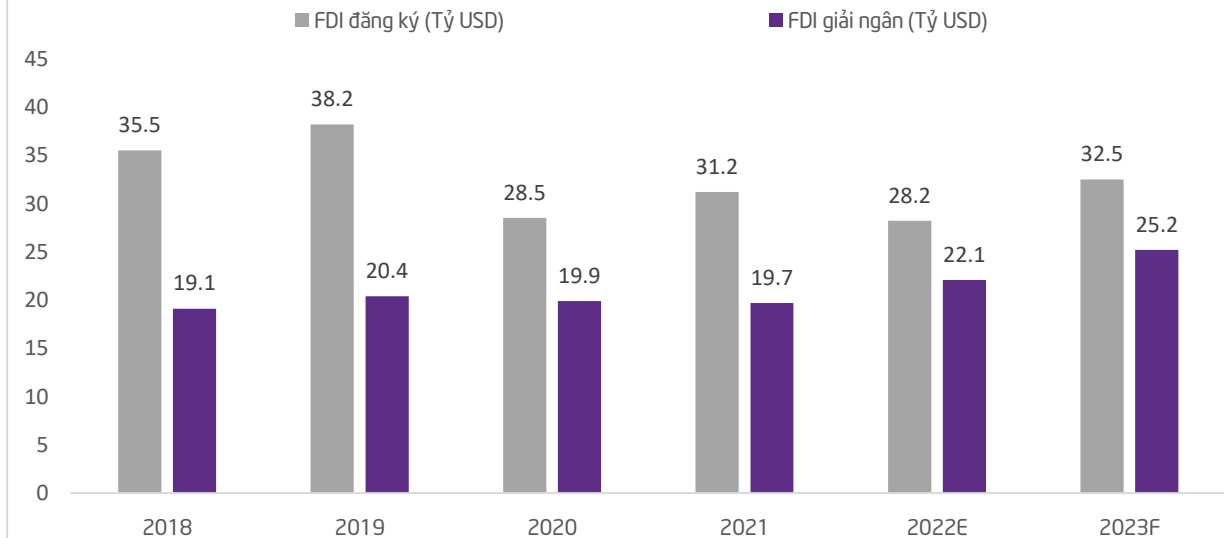
Dự báo về xuất nhập khẩu, dòng vốn FDI cho năm 2023

- ❖ **Xuất nhập khẩu:** Rõ ràng, tỷ giá có tác động trái chiều tới hoạt động xuất nhập khẩu. Khi Fed tăng lãi suất, tỷ giá của USD/VND có thể vẫn duy trì ở mức cao, nên sẽ có lợi cho xuất khẩu. Tuy nhiên, tỷ giá cao sẽ ảnh hưởng không tích cực tới nhập khẩu, làm cho chi phí nhập khẩu nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp này tăng lên. Hơn nữa, tỷ giá còn ảnh hưởng tới một số doanh nghiệp vay nợ nước ngoài và nhu cầu thị trường xuất khẩu có thể giảm xuống. Những tháng đầu năm 2023, xuất khẩu có thể chậm lại, tuy nhiên, sẽ phục hồi ở những tháng sau đó do chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng lãi suất của Fed sẽ giảm xuống, nhu cầu tuyển dụng lao động ở Hoa Kỳ vẫn cao do xu hướng dịch chuyển doanh nghiệp từ EU sang. Bên cạnh đó, sự kiện Trung Quốc nới lỏng chính sách Covid cũng góp phần thúc đẩy xuất khẩu. Một điểm sáng nữa là thị trường Ấn Độ, đây là thị trường đang phát triển mạnh gần đây và được kỳ vọng sẽ đứng thứ 3 thế giới vào năm 2030. Trong khi đó, xuất khẩu của Việt Nam sang Ấn Độ cũng đang tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu năm 2023 ở mức tương ứng là 433 tỷ USD và 413 tỷ USD.
- ❖ **Dòng vốn FDI:** Năm 2022, mặc dù đăng ký FDI có giảm xuống, nhưng đăng ký FDI trong ngành chế biến chế tạo vẫn duy trì mức tăng trưởng tốt. Đặc biệt, giải ngân FDI 2022 đạt kết quả rất cao. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp đã dự báo được tiềm năng xuất khẩu của ngành hàng này trong năm tới là rất khả quan. Đặc biệt, Việt Nam là quốc gia có nguồn năng lượng tái tạo dồi dào, FDI vào những ngành này đang có xu hướng tăng lên. Trong năm tới, khi lạm phát hạ nhiệt, các NHTW giảm tốc tăng lãi suất, nền kinh tế toàn cầu bớt rủi ro, các doanh nghiệp có xu hướng mở rộng đầu tư, dòng vốn FDI đăng ký mới vào Việt Nam sẽ được cải thiện. Dòng vốn FDI sẽ tập trung nhiều hơn vào các lĩnh vực liên quan tới năng lượng tái tạo, chế biến chế tạo, khai khoáng...

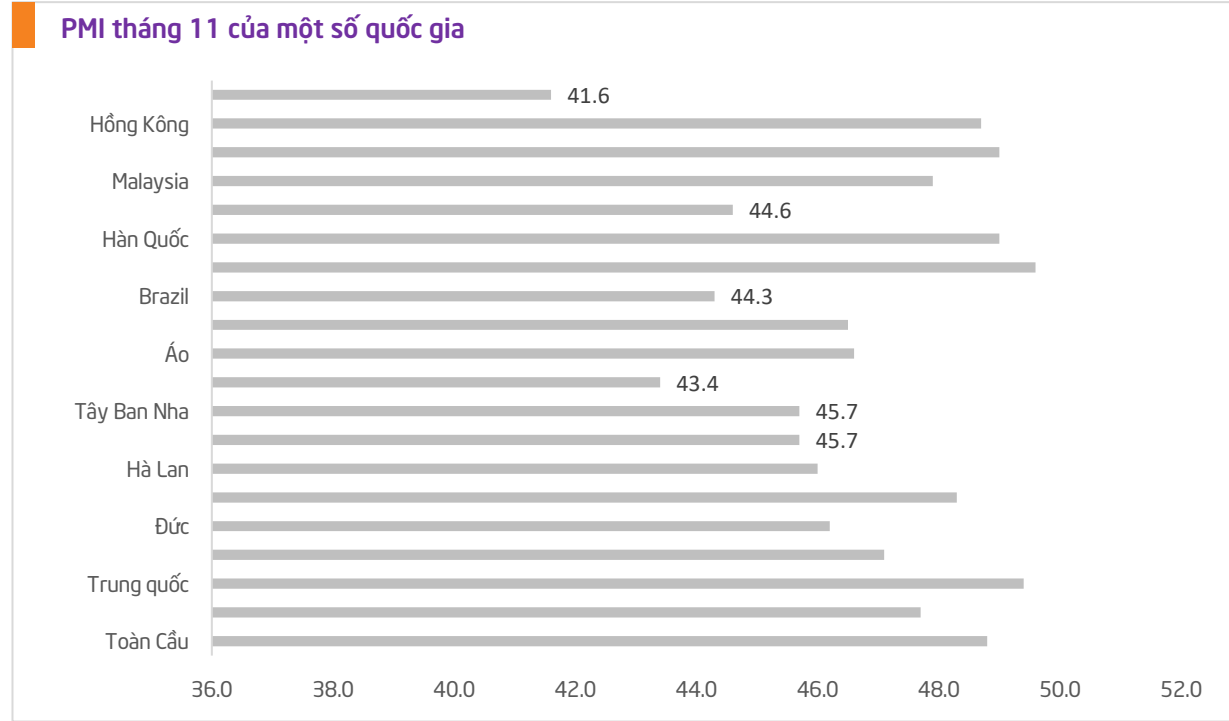
Dự báo Xuất Nhập khẩu cho năm 2023 (Tỷ USD)



Dự báo FDI cho năm 2023

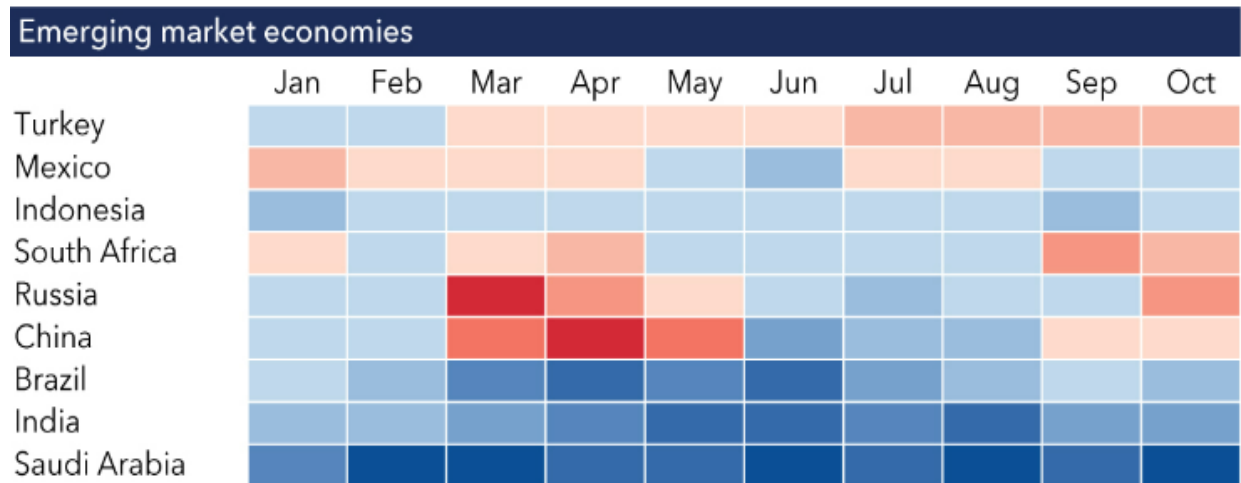
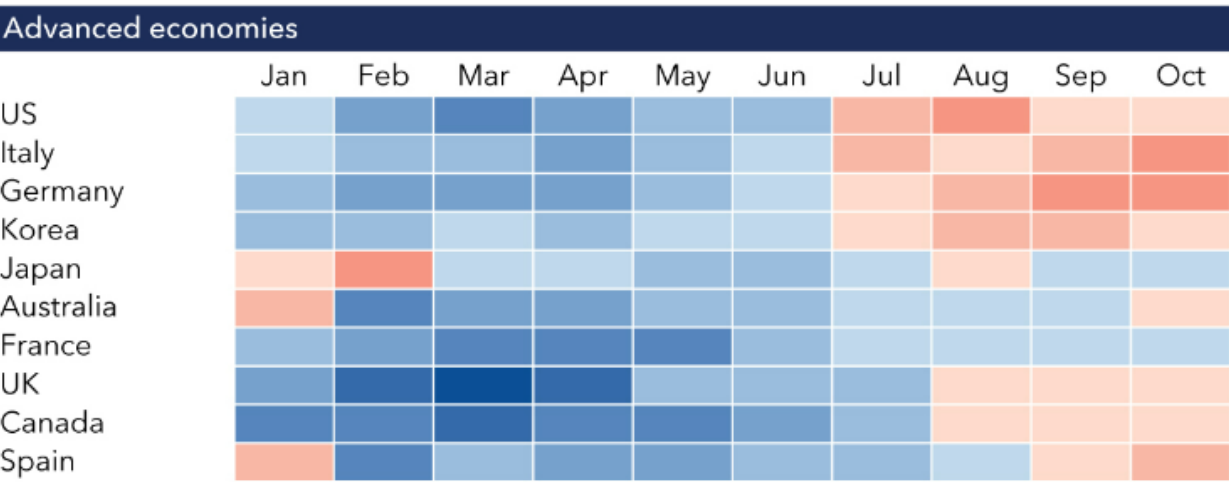


- ❖ Sau nhiều tháng tăng lãi suất, chính sách tiền tệ đang bắt đầu thấm thấu vào nền kinh tế. Lạm phát đang có xu hướng chậm lại ở nhiều quốc gia. Đồng thời, tình trạng suy giảm tăng trưởng và thu hẹp sản xuất cũng diễn ra ở nhiều quốc gia trên thế giới. Lãi suất tăng làm cho nhu cầu tiêu dùng ở các quốc gia giảm xuống đáng kể. Đặc biệt là các quốc gia thiên hướng về xuất khẩu khi mà các đơn hàng trong nước và ở các thị trường xuất khẩu đều có xu hướng chậm lại. Tình trạng thu hẹp sản xuất diễn ra nhiều nơi, nhiều công ty thu hẹp sản xuất và cắt giảm lao động. Điều này làm cho PMI tháng 11 của nhiều quốc gia trên thế giới ở dưới mức trung bình (dưới ngưỡng 50).
- ❖ Đây sẽ là một thách thức rất lớn cho nhiều quốc gia trong công cuộc điều hành chính sách tiền tệ trong năm tới, để vừa đảm bảo mục tiêu kiểm soát được lạm phát, vừa phải duy trì được mức tăng trưởng ổn định. Vì vậy, trong năm 2023, bàn tay hữu hình – bàn tay quản lý nhà nước có vai trò khá quan trọng trong quá trình điều tiết nền kinh tế thông qua các chính sách tài khóa và tiền tệ.



Chỉ số PMI 2022 của các quốc gia phát triển (Màu đỏ: thu hẹp, màu xanh: mở rộng)

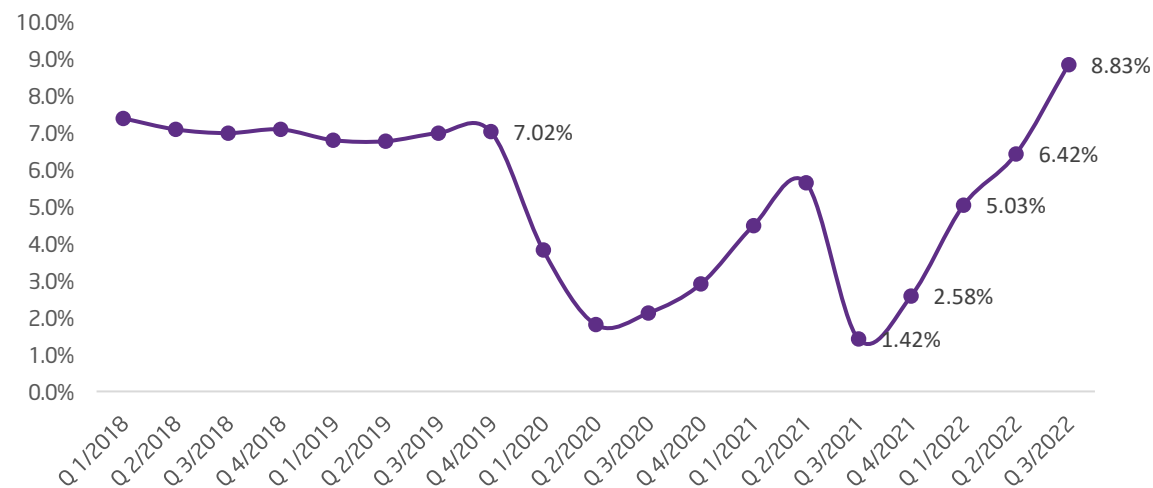
Chỉ số PMI 2022 của các quốc gia mới nổi (Màu đỏ: thu hẹp, màu xanh: mở rộng)



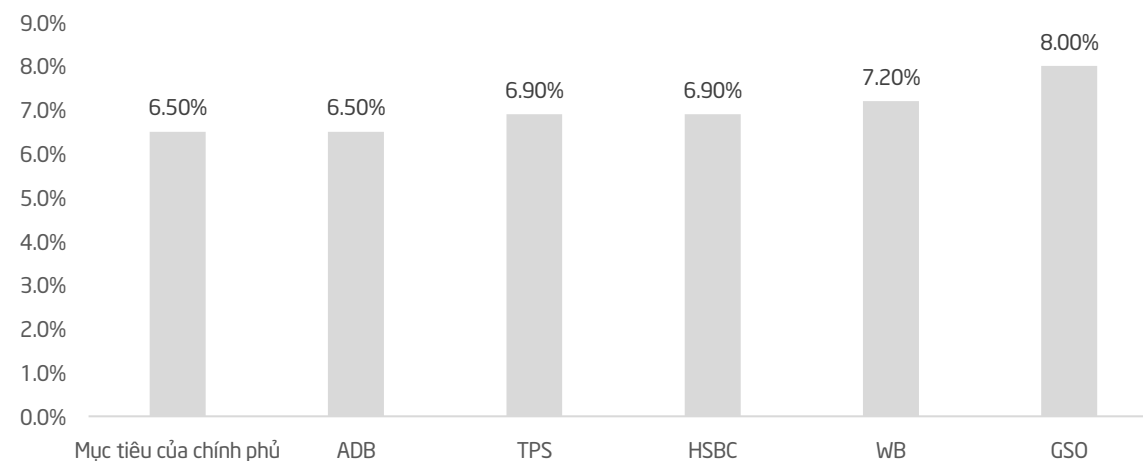
❖ Với mức tăng trưởng thần kỳ, nền kinh tế của Việt Nam trở thành điểm sáng ở châu Á, một “hình mẫu” về phục hồi nhanh chóng sau đại dịch Covid được toàn thế giới ca ngợi và là điểm cộng rất lớn trong việc thu hút nguồn vốn FDI trong thời gian tới. Tăng trưởng GDP của Việt Nam tăng mạnh từ 5.03% ở Quý I.2022, 6.42% ở quý II.2022, 8.83% ở quý III.2022 và ước tính khoảng 8.0% cho cả năm 2022. Bên cạnh đó, các yếu tố vĩ mô khác cũng không có sự biến động quá lớn. Lạm phát vẫn được kiểm soát tốt, tỷ giá có căng thẳng trong thời gian ngắn nhưng khá ổn định ở tháng cuối năm. Những thành quả đạt được trong năm 2022 được sự đóng góp của rất nhiều yếu tố:

- Sự can thiệp điều hành chính sách đúng đắn và kịp thời: Sau khoảng thời gian bế tắc trong phong toả do dịch Covid. Với chính sách tiêm chủng Vaccin và mở cửa đúng đắn và kịp thời, nền kinh tế của Việt Nam đã phục hồi rất kiên cường và nhanh chóng. Các khó khăn về đứt chuỗi cung ứng được khắc phục, nền sản xuất trở lại bình thường, đơn hàng xuất khẩu và đơn hàng trong nước tăng nhanh. Bên cạnh đó, nhờ sự kết hợp hài hoà, kịp thời, tinh tế và linh hoạt của chính sách tiền tệ, tài khoá và điều chỉnh giá xăng dầu đã góp phần ổn định được lạm phát, tỷ giá và thúc đẩy phát triển ở thị trường xuất khẩu và thị trường nội địa.
- Sự đóng góp to lớn của các doanh nghiệp FDI trong xuất khẩu: Việt Nam là một trong số ít quốc gia có bản đồ FTA phong phú, đa dạng và bao phủ hầu hết các nền kinh tế lớn trên thế giới. Đây là một trong những điểm tựa lớn giúp Việt Nam thu hút được dòng vốn FDI trong thời gian vừa qua. Nhiều doanh nghiệp FDI đã đặt sản xuất tại Việt Nam vì mong muốn được hưởng các ưu đãi khi xuất khẩu hàng hoá tới các thị trường có ký hiệp định FTA với Việt Nam. Vai trò của các doanh nghiệp FDI đóng góp vào tăng trưởng GDP là rất lớn, xuất khẩu của các doanh nghiệp này đóng góp tới 75% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam 11T.2022.

Tăng trưởng GDP (%)



Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2022 (%)

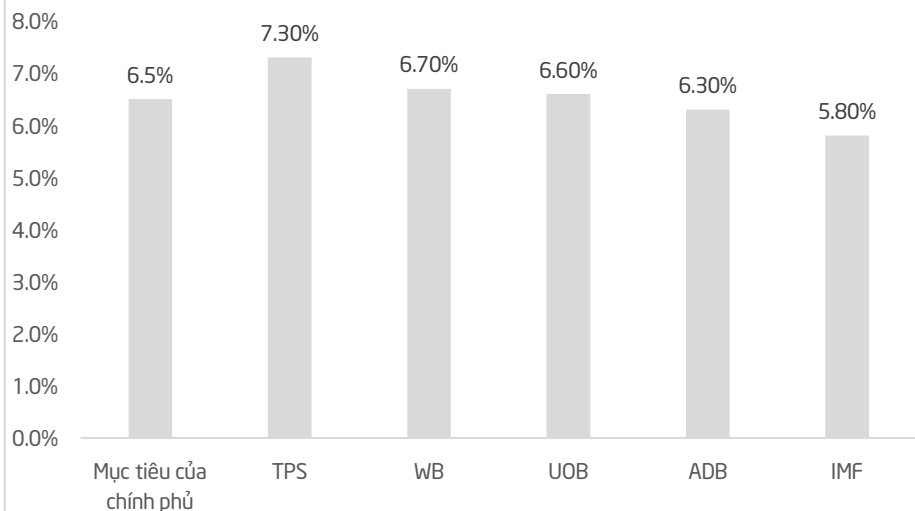


Dự báo về tăng trưởng GDP cho năm 2023

❖ Năm 2023, mặc dù vẫn còn nhiều yếu tố trong và ngoài nước gây bất lợi cho tăng trưởng GDP. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn nhìn thấy có rất nhiều điểm sáng giúp tăng trưởng GDP của Việt trong năm tới đạt kết quả cao. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng GDP năm 2023 khoảng 7.3%. Ba trụ cột giúp GDP tăng trưởng cao trong năm 2023 bao gồm: Xuất Khẩu, ngành chế biến chế tạo và ngành Du lịch & Dịch vụ.

- **Xuất khẩu:** Tăng mạnh nhờ sự phục hồi của các thị trường xuất khẩu khi Fed giảm tốc tăng lãi suất.
- **Ngành chế biến chế tạo:** Đăng ký mới và giải ngân FDI trong ngành này vẫn tăng trưởng tốt trong năm 2022.
- **Du lịch & Dịch vụ:** Nhiều quốc gia nới lỏng Covid và nhiều đường bay mới được hình thành, góp phần thúc đẩy ngành du lịch và các dịch vụ liên quan

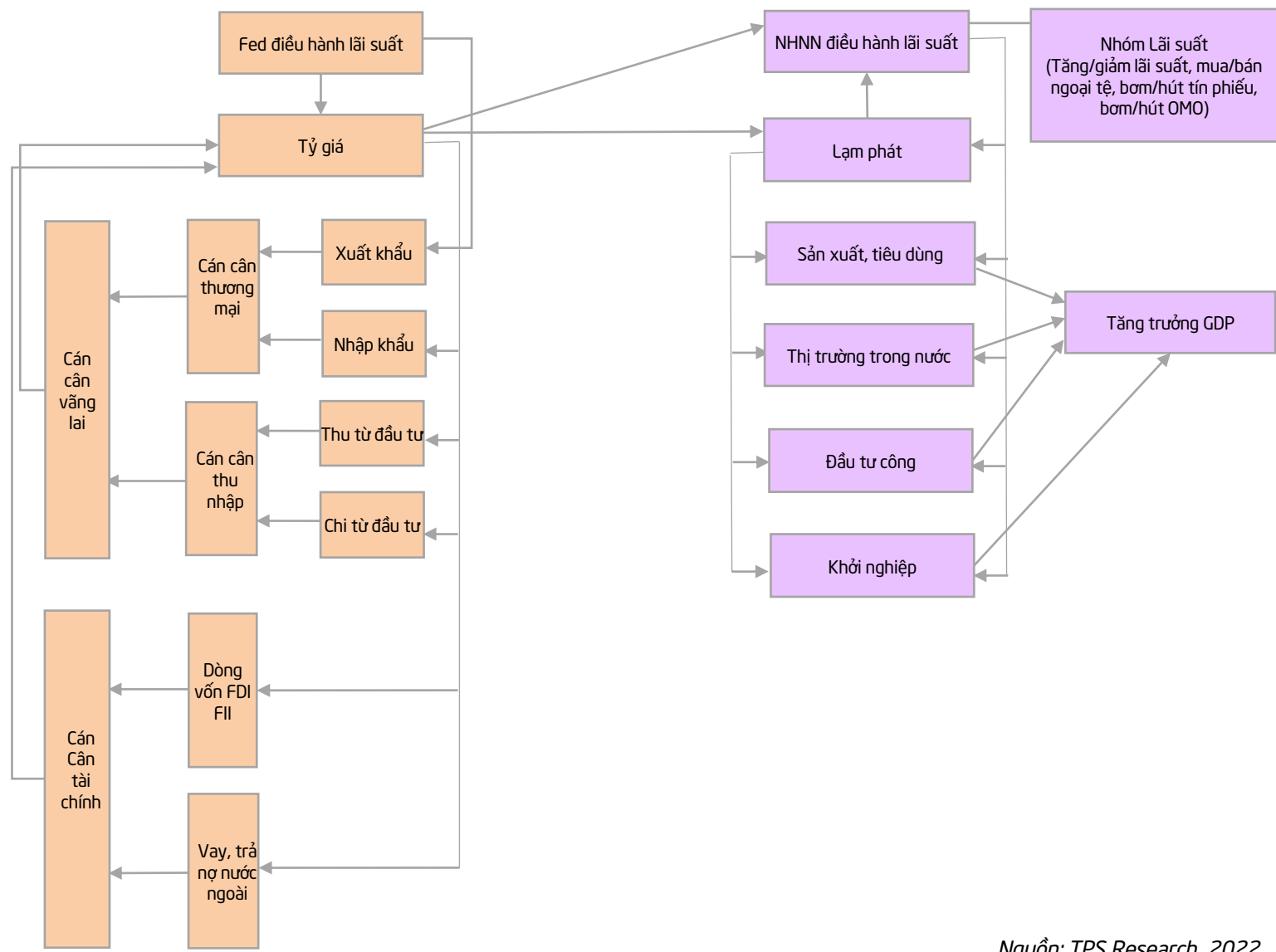
Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam năm 2023



Yếu tố thuận lợi	Yếu tố bất lợi
<ul style="list-style-type: none"> • Toàn cầu: <ul style="list-style-type: none"> - Xu hướng dịch chuyển đầu tư từ Châu Âu sang Hoa Kỳ, tạo việc làm và thu nhập cho người lao động ở Hoa Kỳ, và sự ổn định về thị trường xuất khẩu cho Việt Nam. - Xu hướng dịch chuyển đầu tư theo chiến lược “Trung Quốc +1”, tạo điều kiện cho Việt Nam thu hút được dòng vốn FDI. - Ấn Độ được kỳ vọng sẽ trở thành nền kinh tế lớn thứ 3 sau Hoa Kỳ và Trung Quốc, là thị trường tiềm năng cho xuất khẩu của Việt Nam. - Dòng vốn bắt đầu quay lại thị trường mới nổi. - Trung Quốc nới lỏng chính sách Covid-19, thuận lợi hơn về nguồn nguyên liệu cũng như thị trường tiêu thụ cho Việt Nam. - Lãi suất của Fed có thể chậm lại và không quá shock như năm 2022. • Trong nước: <ul style="list-style-type: none"> - Xuất khẩu được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ lạm phát hạ nhiệt. - FDI đăng ký và giải ngân trong ngành chế biến chế tạo khá cao trong năm 2022. Vì vậy, xuất khẩu ngành này được kỳ vọng tăng trưởng cao trong năm tới. - Ngành du lịch & dịch vụ được kỳ vọng sẽ hồi phục trong năm tới, khi Trung Quốc và nhiều quốc gia khác nới lỏng chính sách Covid, và nhiều đường bay quốc tế được hình thành. - Định hướng xây dựng trung tâm logistic và trung tâm tài chính trong tương lai, góp phần gắn kết nền kinh tế của Việt Nam với thế giới, trở thành mắt xích không thể thiếu trong liên kết với nền kinh tế trong khu vực và toàn cầu. - Nhiều yếu tố thuận lợi giúp Việt Nam thu hút FDI: Vị trí địa lý thuận lợi, nguồn năng lượng tái tạo dồi dào, chính trị ổn định, nguồn nhân công giá rẻ với trình độ chuyên môn cao, khu công nghiệp dồi dào, hạ tầng cơ sở được chú ý xây dựng... 	<ul style="list-style-type: none"> • Toàn cầu: <ul style="list-style-type: none"> - Cuộc chiến tranh giữa Nga – Ukraine có thể kéo dài, liên quan tới nhiều quốc gia và nguy cơ cao về chiến tranh hạt nhân, gây khó khăn trong mục tiêu kiểm soát lạm phát. - Xu hướng dịch chuyển đầu tư từ Châu Âu sang Hoa Kỳ, tạo thu nhập cho người lao động ở Hoa Kỳ, khó kiểm soát nhu cầu tiêu thụ, gây khó khăn cho mục tiêu kiểm soát lạm phát. - Biến đổi khí hậu ngày càng phức tạp, rủi ro cho an ninh lương thực, tác động không tích cực tới yếu tố giá cả. - Sự suy giảm sản xuất và tiêu dùng diễn ra trên diện rộng, gây khó cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian tới. - Fed tiếp tục tăng lãi suất, ảnh hưởng không tích cực tới thị trường xuất khẩu và gây căng thẳng cho chính sách tiền tệ và tỷ giá của Việt Nam. • Trong nước: <ul style="list-style-type: none"> - Lĩnh vực sản xuất bị thu hẹp. - Xuất khẩu và thị trường trong nước bị chững lại. - Giải ngân đầu tư công từ nguồn vốn tài trợ và vốn vay chậm. - Đăng ký FDI sụt giảm. - Nguồn USD giảm mạnh. - Thâm hụt cán cân tổng thể kéo dài. - Lạm phát cơ bản tăng nhanh và vượt qua lạm phát toàn phần.

❖ Cũng giống như nhiều quốc gia khác trên thế giới, nền kinh tế của Việt Nam trong năm tới sẽ chịu tác động rất nhiều từ các yếu tố toàn cầu, đặc biệt là quyết định tăng lãi suất của Fed và ECB. Khi Fed tăng lãi suất, có thể ảnh hưởng tới nền kinh tế qua nhiều khía cạnh, tuy nhiên, có 2 kênh nổi bật như sau:

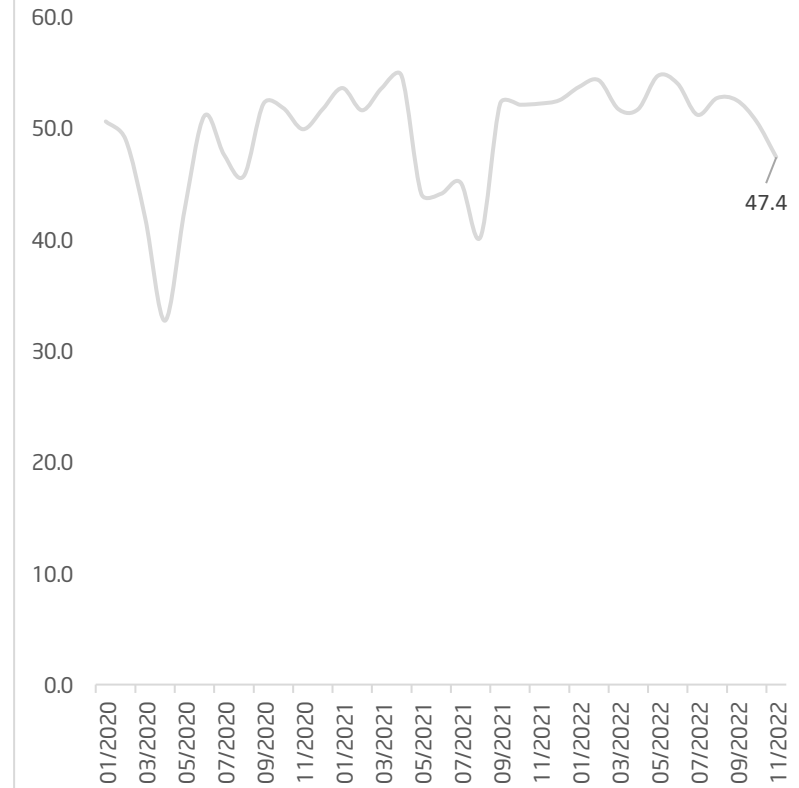
- Kênh 1:** Tác động qua kênh thị trường xuất khẩu, Hàng hoá của Việt Nam xuất khẩu chủ yếu sang Hoa Kỳ (chiếm khoảng 31% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam 11T.2022), Trung Quốc (16%), EU (chiếm 13%), ASEAN (9%), Nhật Bản (7%) và Hàn Quốc (7%). Các mặt hàng chính Việt Nam xuất khẩu sang Hoa Kỳ gồm: Máy móc thiết bị, dệt may, máy tính & linh kiện, điện thoại & linh kiện, giấy dếp, và gỗ & các sản phẩm gỗ... Khi Fed tăng lãi suất, buộc các quốc gia này cũng phải tăng lãi suất để bảo vệ tỷ giá, làm thu hẹp ngân sách chi tiêu của người tiêu dùng ở các thị trường xuất khẩu của Việt Nam. Kết quả là, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sẽ bị giảm xuống. Trong khi đó, xuất khẩu đóng vai trò rất quan trọng đối với tăng trưởng GDP của Việt Nam. Vì vậy, khi xuất khẩu giảm xuống không chỉ tác động tới cán cân thanh toán, tỷ giá, nhập khẩu, lạm phát, tiêu dùng & sản xuất trong nước mà sâu xa hơn là tác động rất lớn tới tăng trưởng GDP.
- Kênh 2:** Tác động qua kênh tỷ giá, khi Fed tăng lãi suất làm cho đồng USD tăng lên, đẩy tỷ giá USD/VND tăng mạnh, tác động kế tiếp tương tự như kênh 1, tức là tác động tới cán cân thanh toán, đăng ký & giải ngân FDI, nhập khẩu, lạm phát, tiêu dùng & sản xuất và tăng trưởng GDP.



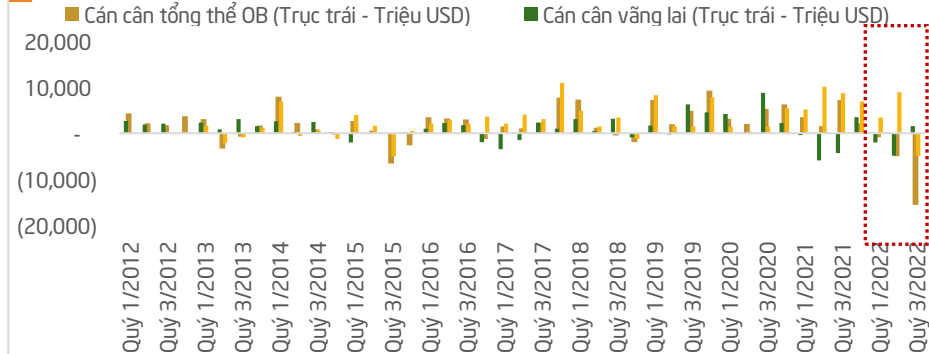
Những vấn đề Việt Nam cần tập trung cải thiện trong năm 2023

- ❖ Bên cạnh những thành tựu mà Việt Nam đã đạt được trong năm 2022, vẫn còn nhiều vấn đề tồn đọng cần được khắc phục trong năm tới. Một số vấn đề bất cập đã xảy ra ở những tháng cuối năm 2022, chủ yếu là do tác động không tích cực của các yếu tố bên ngoài, đặc biệt là tỷ giá và thị trường xuất khẩu.
 - **Sự thâm hụt ngày càng lớn của cán cân tổng thể và nguồn USD giảm mạnh:** Việt Nam đã trải qua 3 quý liên tiếp có thâm hụt cán cân tổng thể, đặc biệt là quý 3/2022 cán cân tổng thể thâm hụt tới 15.6 tỷ USD. Điều này làm cho dòng USD vào Việt Nam đang có xu hướng giảm mạnh, gây khó khăn cho hoạt động nhập khẩu và điều tiết tỷ giá.
 - **Sự co hẹp lại trong khu vực sản xuất:** Chỉ số PMI tháng 11 đạt 47.4, dưới ngưỡng trung bình. Điều này cho thấy, khu vực sản xuất của Việt Nam đang có xu hướng co hẹp lại do các đơn hàng ở các thị trường xuất khẩu giảm mạnh.
 - **Lạm phát cơ bản tăng nhanh và vượt qua lạm phát toàn phần:** Ở những tháng cuối năm, lạm phát đã bắt đầu lan tỏa tới nhiều ngành trong nền kinh tế, đặc biệt là ngành giáo dục, vật liệu xây dựng, giá thuê nhà và ăn uống. Vì vậy, trong năm tới, công cụ điều tiết giá xăng dầu có thể không còn là công cụ hữu hiệu cho các nhà điều hành trong công cuộc kiểm soát lạm phát.
 - **Đăng ký mới FDI giảm mạnh:** Đăng ký FDI giảm mạnh kể từ tháng 01/2022, chủ yếu là giảm ở các dự án điện khí và ở 2 quốc gia Singapore và Hàn Quốc. Nguyên nhân là do ảnh hưởng dịch và các nhà đầu tư lo ngại rủi ro về nền kinh tế khi mà ở thời điểm này lạm phát có dấu hiệu tăng lên, đặc biệt là lạm phát ở các nước Hoa Kỳ và Châu Âu. Mặc dù mức giảm trong đăng ký FDI mới đang có dấu hiệu chậm lại, nhưng vẫn duy trì ở mức tăng trưởng âm.
 - **Tiêu dùng trong nước có xu hướng chậm lại:** Do huy động tài chính bị thắt chặt hơn & lạm phát gia tăng đang và sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu trong nước trong thời gian tới.

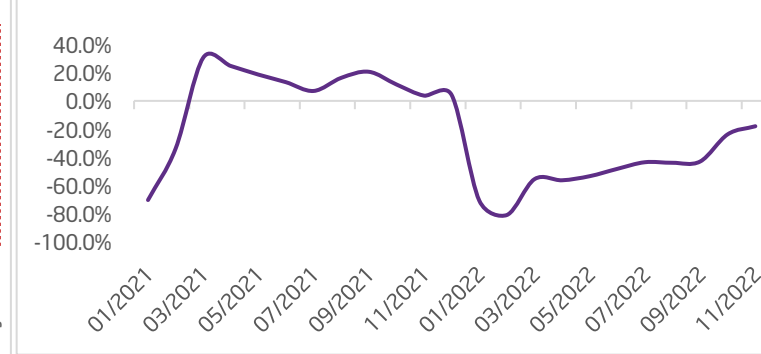
Chỉ số quản lý sức mua (PMI) của Việt Nam (Điểm)



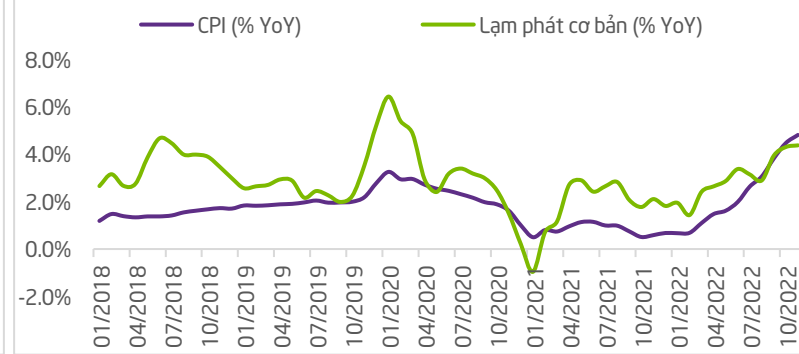
Cán cân tổng thể, cán cân vãng lai & cán cân tài chính (Quý)



Tăng trưởng vốn FDI đăng ký cấp mới (% YoY)



CPI và lạm phát cơ bản



Dự báo một số chỉ tiêu quan trọng cho năm 2023

Chỉ báo vĩ mô	Đơn vị	2021	2022E	2023F
Tốc độ tăng trưởng GDP	%YoY	2.6%	8.0%	7.3%
Lạm phát toàn bộ (CPI)	%YoY	1.8%	4.0%	4.5% – 5.5%
Lãi suất huy động bình quân (Kỳ hạn 1 năm)	%	6.8%	8.6%	9.5%
Lãi suất cho vay bình quân (Kỳ hạn 1 năm)	%	8.4%	10%	12.0%
Tỷ giá ngân hàng thương mại	%YoY	-1.2%	3.5%	3% - 4%
Tăng trưởng tín dụng	%YoY	14.2%	15.5% - 16%	14% - 15%
Xuất khẩu	Tỷ USD	336.3	376.1	433
Nhập khẩu	Tỷ USD	332.2	365.1	413
FDI đăng ký	Tỷ USD	31.2	28.2	32.5
FDI giải ngân	Tỷ USD	19.7	22.1	25.2
Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị	%	3.0%	2.2%	Dưới 4%

Nguồn: TPS Research, 2022

"Thị trường Bull được sinh ra trong sự bi quan, phát triển trên sự hoài nghi và trưởng thành nhờ sự lạc quan"

XU HƯỚNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

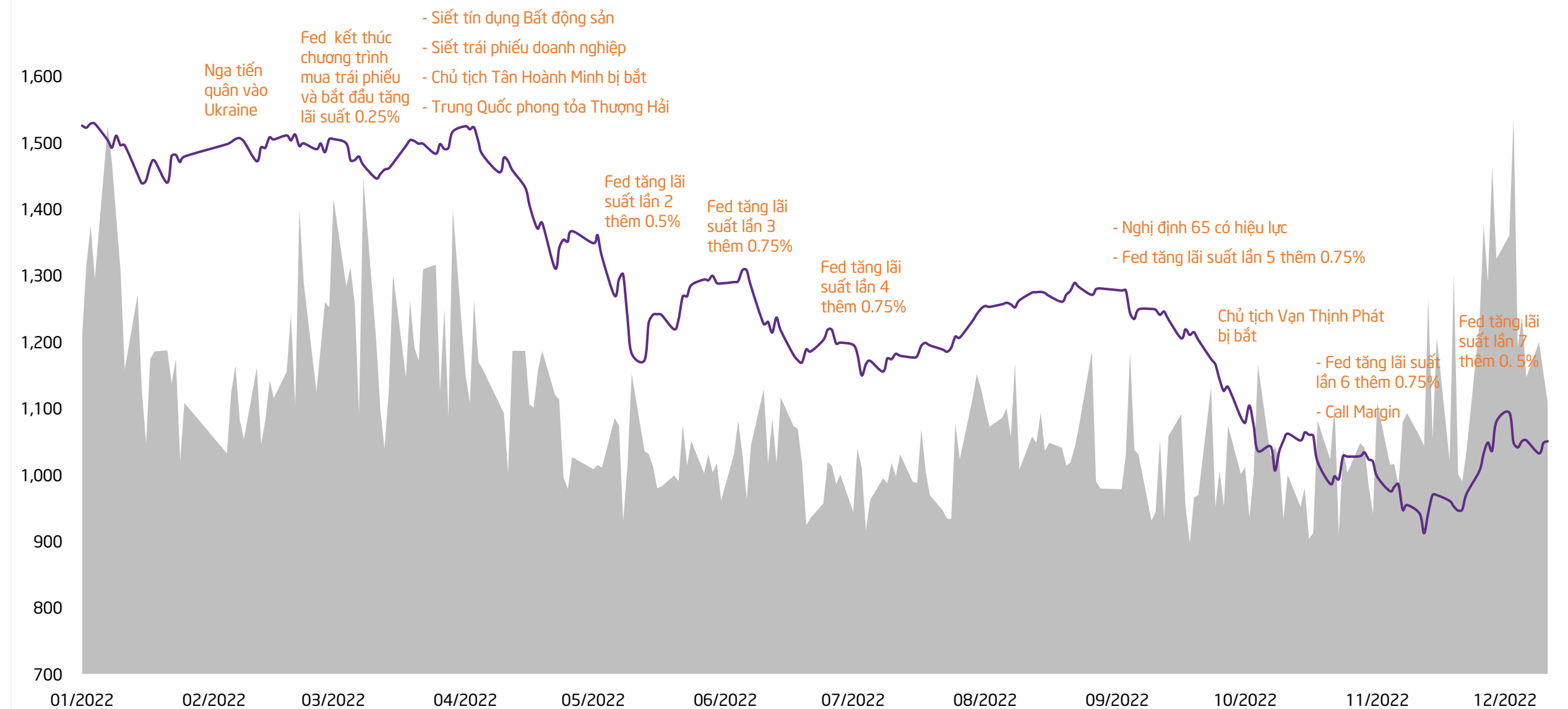


Nhìn lại năm 2022: Nhiều biến cố lớn xuất hiện

Biến động của VN-Index trong năm 2022

KLGD Khớp lệnh (trục phải)

VN-Index (trục trái)



Nhìn lại năm 2022: Nhiều biến cố lớn xuất hiện

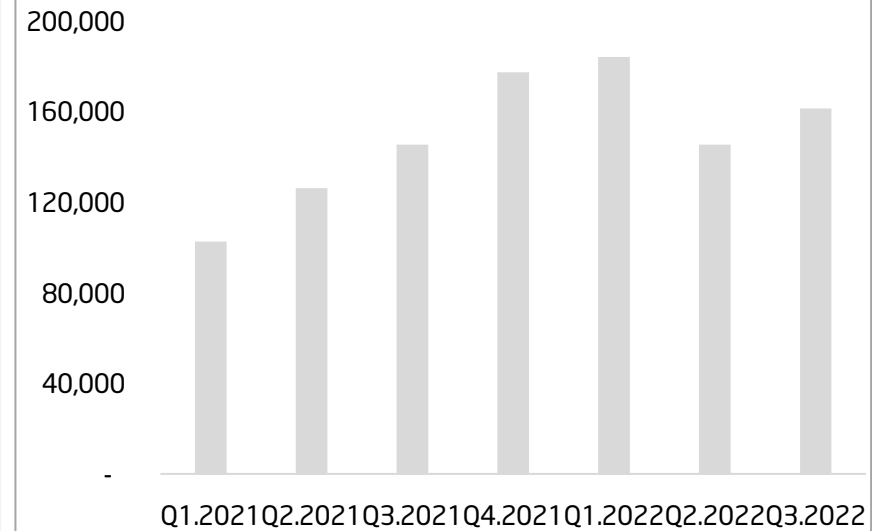
▪ Ngoài nước:

- Việc Nga tiến quân vào Ukraine đã kéo theo một chuỗi các lệnh trừng phạt của Mỹ và EU khiến giá nhiên liệu và hàng hóa tăng nhanh chóng. Hệ quả là lạm phát tăng cao kỷ lục tại nhiều quốc gia vốn đang bất ổn do việc bơm tiền quá đà nhằm đối phó với Covid-19 trước đó. Để hạ nhiệt tình trạng này, mở đầu là FED đã dừng chương trình mua trái phiếu và bắt đầu tăng lãi suất kể từ tháng 03. Điều này tác động khiến USD bật tăng kéo theo tình trạng mất giá của nhiều đồng tiền và buộc NHTW khác cũng phải thắt chặt tiền tệ. Không nằm ngoài tác động này, VN-Index cũng chứng kiến sự suy giảm mạnh về thanh khoản khi dòng tiền của khối ngoại suy yếu.
- Ngoài ra, việc chính sách Zero-Covid của Trung Quốc duy trì xuyên suốt 2022 đã khiến tình trạng chuỗi cung ứng toàn cầu căng thẳng và điều này cũng góp phần khiến lạm phát toàn cầu gia tăng khi hàng hóa vẫn khan hiếm. Bên cạnh đó, diễn biến này cũng tác động tiêu cực đến tình trạng xuất nhập khẩu của Việt Nam với Trung Quốc.

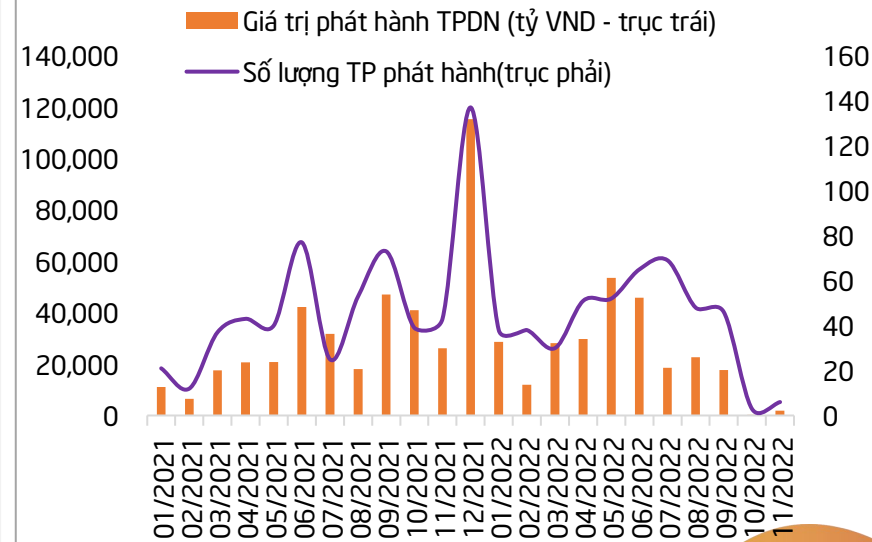
▪ Trong nước:

- Việc các cá nhân như Chủ tịch FLC, Chủ tịch Louis Hoing, Giám đốc chứng khoán Trí Việt và BOS thao túng giá cổ phiếu hồi đầu năm đã khiến niềm tin NĐT cá nhân bị ảnh hưởng. Cùng với đó, việc các cá nhân này bị bắt cũng đã để lại khoảng trống trong thanh khoản thị trường.
- Thêm vào đó, sai phạm của Tập đoàn Tân Hoàng Minh trong phát hành TPDN chính là tín hiệu báo động về các lỗ hổng trong hoạt động huy động vốn của thị trường TPDN nói chung và ngành BĐS nói riêng. Điều này đã khiến Chính phủ phải có các biện pháp mạnh tay nhằm siết chặt việc phát hành TPDN và nguồn tín dụng đổ vào thị trường BĐS. Đỉnh điểm của sai phạm về TPDN thuộc về CTCP Tập đoàn An Đông thuộc Tập đoàn Vạn Thịnh Phát với qui mô trái phiếu đã phát hành lên đến gần 25,000 tỷ đồng. Đây được xem như là hiệu ứng Domino kéo thị trường TPDN rơi vào khủng hoảng và ảnh hưởng rất nghiêm trọng đến niềm tin của NĐT. Hệ lụy của điều này là việc hàng loạt doanh nghiệp BĐS gặp khó khăn trong việc xoay sở dòng tiền khi phải tìm cách mua lại trái phiếu trong bối cảnh lãi suất tăng cao và khó phát hành trái phiếu mới để đảo nợ. Theo số liệu của Bộ Tài chính, trong 10 tháng đầu năm 2022, giá trị phát hành TPDN đạt gần 330,000 tỷ đồng, giảm 25.2% yoy, giá trị TPDN mua lại trước hạn đạt hơn 150,000 tỷ đồng.
- Tại thời điểm cuối Q3.22, tổng dư nợ cho vay đạt 161,231 tỷ đồng, vẫn duy trì ở mức cao so với Q4.21 (177,176 tỷ) và mức đỉnh Q1.22 (188,870 tỷ) nhưng GTGD hàng ngày vẫn rất thấp. Nguyên nhân là việc các tài sản thanh khoản cao như cổ phiếu đang bị bán ra hoặc sử dụng làm tài sản đảm bảo nhằm lấy tiền mặt cho nhu cầu ngoài giao dịch. Điều này sau đó đã gây ra tình trạng call margin và force sell lan rộng toàn thị trường khiến tài khoản của cả lãnh đạo doanh nghiệp như: PDR, NVL, HPX... bị các CTCK bán giải chấp để thu hồi vốn vay, qua đó gây ra tình trạng giảm sàn diện rộng và kéo VN-Index về mức thấp nhất là 873 điểm.

Nợ vay ký quỹ. Đvt: Tỷ VND



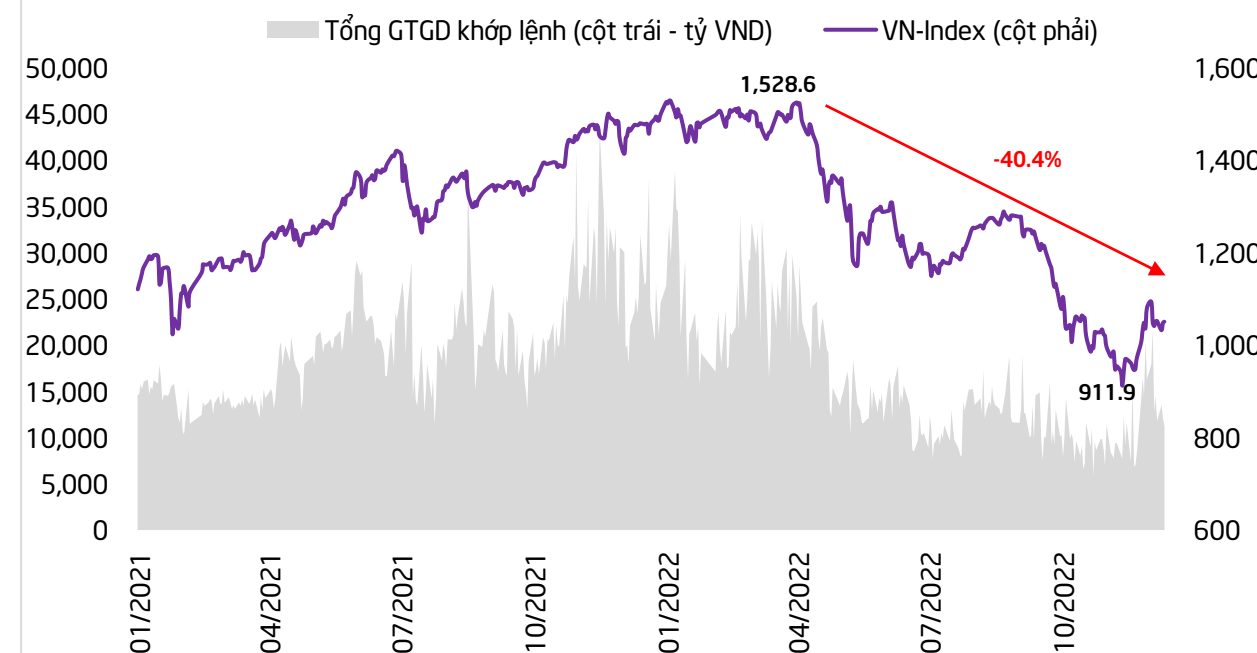
Giá trị phát hành TPDN. Đvt: Tỷ VND



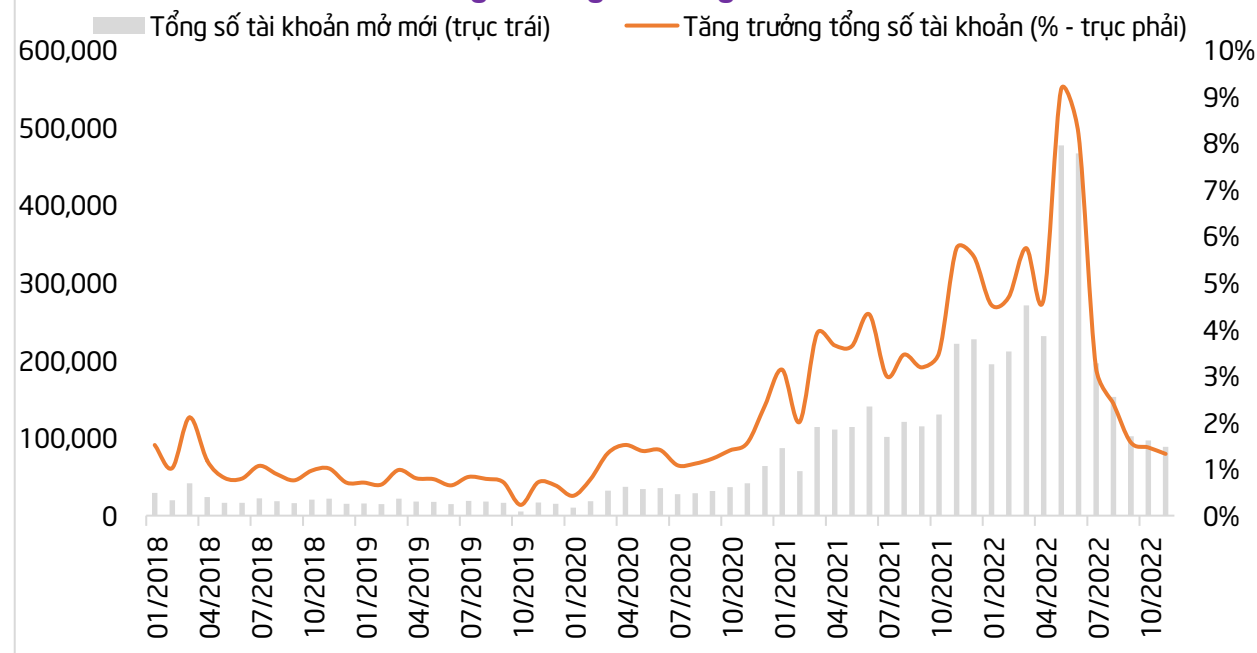
Nhìn lại năm 2022: Từ đỉnh lịch sử rơi xuống đáy sâu

- Trải qua một năm đầy biến động với nhiều biến cố lớn xuất hiện, VN-Index đã lao dốc mạnh từ mức đỉnh 1,528.6 thiết lập hồi tháng 04/2022 xuống mức đáy 911.9 điểm vào tháng 11/2022, tương đương mất hơn 40% giá trị. Các đợt sụt giảm mạnh này đã khiến hơn 90% cổ phiếu ghi nhận giảm giá, trong đó nhiều mã giảm đến 60-70% giá trị và liên tục xác lập mức đáy mới của năm.
- Thanh khoản sụt giảm là vấn đề chính của thị trường, nguyên nhân chủ yếu bắt nguồn từ lo ngại về rủi ro của thị trường TPDN sau giai đoạn tăng nóng trước đó. Sau các vụ việc sai phạm diễn ra ở một số tập đoàn lớn và bị luật pháp xử lý, áp lực đáo hạn trái phiếu trước hạn gia tăng, tác động tiêu cực đến các tổ chức tài chính, các đơn vị phát hành trái phiếu và cả dòng tiền trên TTCK. Bên cạnh đó, dòng tiền trở lại sản xuất kinh doanh khi các hoạt động kinh tế trở lại bình thường cũng góp phần làm suy yếu thanh khoản thị trường. Cuối cùng là dòng tiền margin giảm mạnh về quanh vùng 90,000 tỷ đồng (theo ước tính của TPS), tương đương giảm gần 110,000 tỷ đồng so với mức đỉnh Q1.22. Hệ quả, giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân trên HOSE giảm về dưới mức 10 nghìn tỷ đồng/phiên trong tháng 10 và 11 so với mức trung bình hơn 25 nghìn tỷ đồng/phiên trong giai đoạn từ tháng 09/21-03/22.
- Kết quả này đã có tác động tiêu cực đến tâm lý NĐT thể hiện qua thống kê tài khoản mở mới lao dốc mạnh từ vùng đỉnh hơn 400,000 tài khoản/tháng ở giai đoạn tháng 05-06/2022 về mức dưới 100,000 tài khoản/tháng ở giai đoạn tháng 10-11/2022.

Tốc độ tăng trưởng GTGD khớp lệnh của các chỉ số chính từ 2022



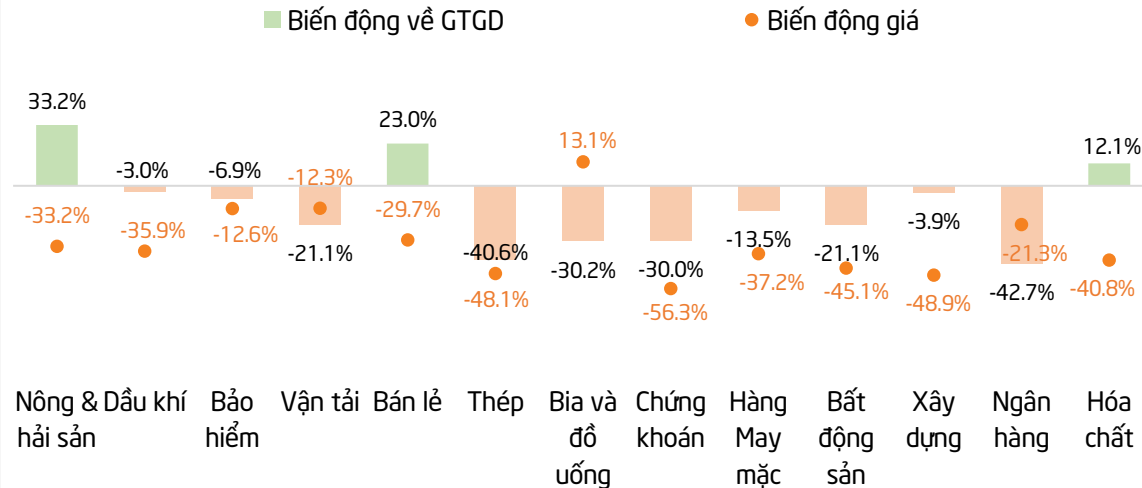
Số tài khoản mở mới và tăng trưởng sv cùng kì từ đầu năm 2017



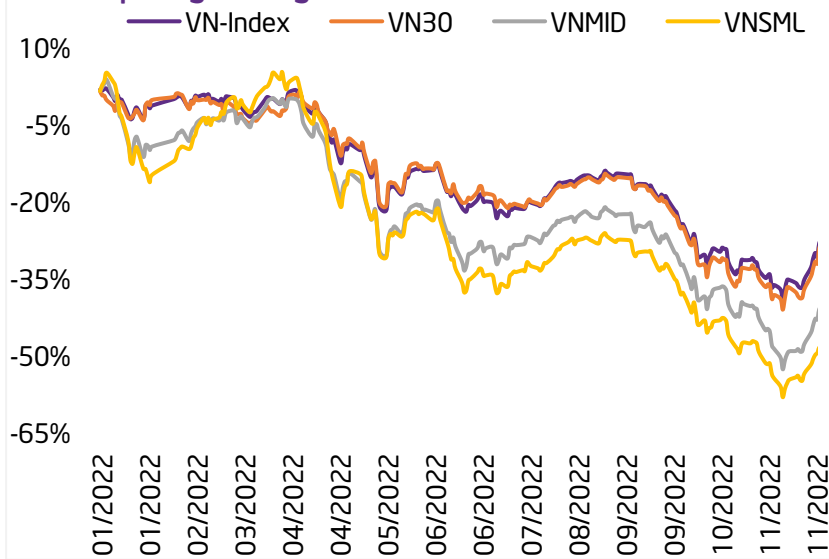
Nhìn lại năm 2022: Từ đỉnh lịch sử rơi xuống đáy sâu

- Xét về vốn hóa, nhóm cổ phiếu vốn hóa nhỏ (VNSML) dẫn đầu đà giảm cả về thanh khoản và giá trị khi lần lượt mất hơn 77% và 58.2%. Theo sau, nhóm vốn hóa vừa (VNMID) sụt giảm gần 61% về thanh khoản và mất gần 53% giá trị so với cuối năm 2021. Cuối cùng, nhóm vốn hóa lớn (VN30) giảm 61% về GTGD khớp lệnh và mất 42% giá trị.
- Xét về nhóm ngành, với việc TTCK Việt Nam gặp nhiều biến động mạnh và thanh khoản suy yếu đã khiến nhóm Chứng khoán chịu tác động bán tháo nhiều nhất khi mất gần 60% giá trị và thanh khoản giảm 30% so với đầu năm. Theo sau, Bất động sản và các nhóm liên quan là Xây dựng và Thép đều chịu tác động tiêu cực từ việc siết tín dụng và phát hành trái phiếu khiến giá trị 3 nhóm này đều mất hơn 40%. Ngoài ra, nhóm vốn hóa lớn nhất thị trường - Ngân hàng cũng trải qua một năm kém sắc khi giá trị bốc hơi gần 43% và dòng tiền giảm hơn 20%. Ngược lại, Bán lẻ, Hóa chất và Nông & Hải sản là những ngành thu hút được dòng tiền trong năm 2022 nhưng diễn biến giá vẫn không nằm ngoài kịch bản chung toàn thị trường.

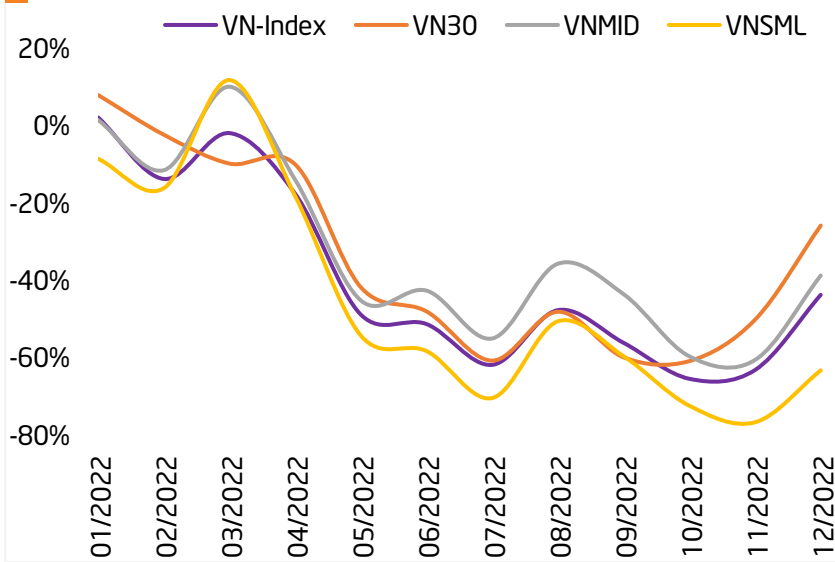
Tăng trưởng dòng tiền và giá trị các nhóm ngành trong năm 2022 (%YTD)



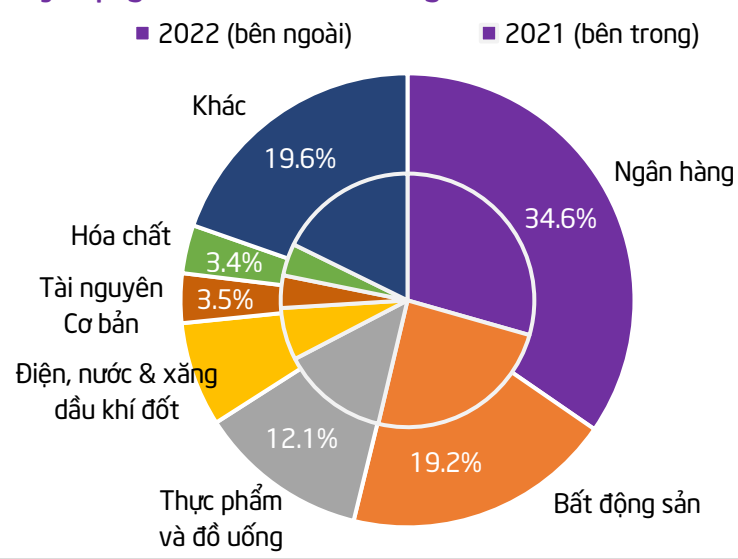
Tốc độ tăng trưởng các chỉ số chính 2022



Tốc độ tăng trưởng GTGD khớp lệnh các chỉ số 2022



Tỷ trọng theo vốn hóa các ngành



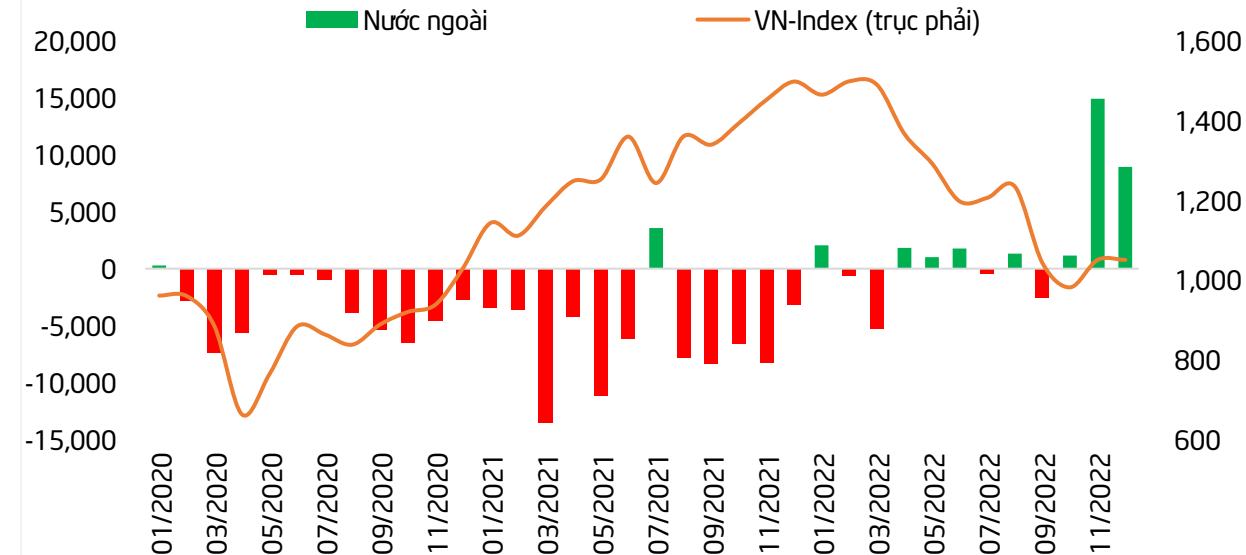
Khối ngoại và Tự doanh mua ròng trong phần lớn thời gian giao dịch năm 2022

- Sau giai đoạn bán ròng xuyên suốt năm 2021, dòng tiền từ khối ngoại đã mua ròng trở lại trong phần lớn thời gian giao dịch của thị trường ở năm 2022. Tuy nhiên, giá trị mua ròng này là không đáng kể và điều này chưa đủ để thu hẹp đà giảm mạnh của thị trường. Tuy nhiên, dòng tiền từ nhóm này đã có sự trở lại đầy mạnh mẽ vào cuối tháng 11 và đầu tháng 12 để giúp VN-Index bật tăng hơn 25% từ mức đáy 873 điểm. Giá trị giao dịch khớp lệnh đạt mức kỷ lục hơn 24 nghìn tỷ đồng (tính từ 01/01-14/12).
- Trong đó, giá trị mua ròng tập trung chủ yếu ở STB (+4.2 nghìn tỷ), FUEVFNVD (+3.7 nghìn tỷ) và DGC (+2.9 nghìn tỷ). Ngược lại, tập trung bán ròng ở HPG với giá trị đạt 4.9 nghìn tỷ, NVL (-3,5 nghìn tỷ), EIB (-3.3 nghìn tỷ).
- Cùng với đó, nhóm tự doanh cũng duy trì trạng thái mua ròng trong phần lớn thời gian giao dịch của năm 2022 với giá trị mua ròng đạt gần 5,000 tỷ đồng (tính từ 01/01-14/12).

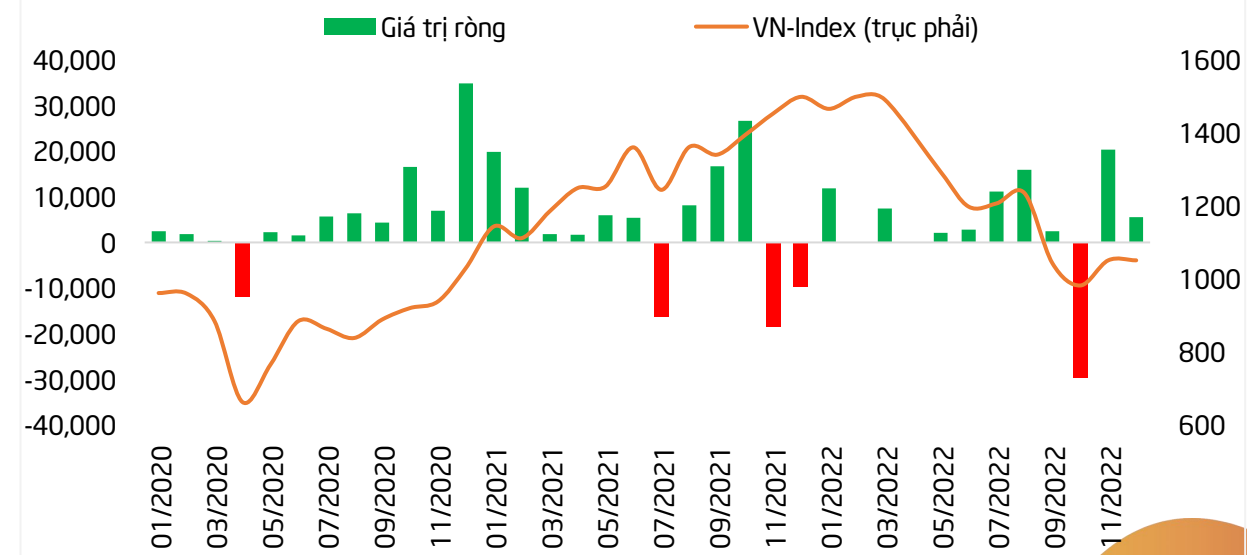
Top Mua/Bán ròng của NĐTNN (Tỷ đồng) trong 2022

Mã	Mua ròng	Mã	Bán ròng
STB	4,195.69	HPG	4,864.43
FUEVFNVD	3,673.66	NVL	3,521.96
DGC	2,853.15	EIB	3,316.57
CTG	2,821.68	VIC	2,914.82
DPM	2,244.09	MSN	2,622.50
VHM	2,017.42	E1VFN30	1,342.01
NLG	1,824.23	CII	923.07
VNM	1,795.31	HPX	484.99
MWG	1,421.21	VCI	403.78
GMD	1,257.92	DHC	315.42

GTGD khớp lệnh ròng theo tháng của Khối ngoại tính từ 2020. Đvt: Tỷ VND



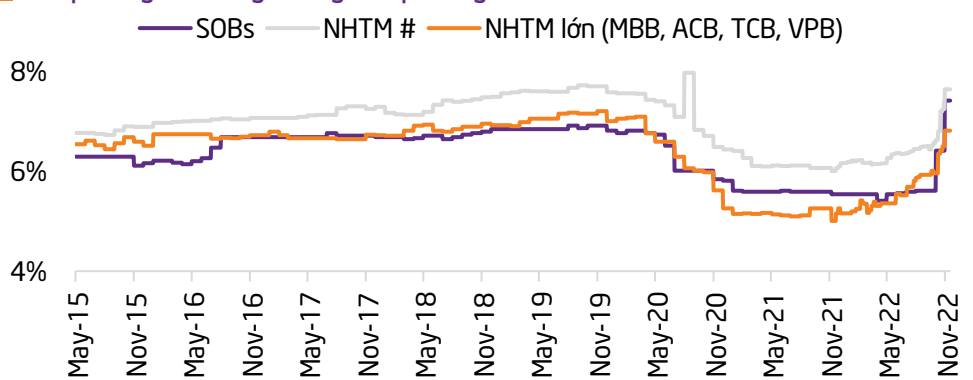
GTGD khớp lệnh ròng theo tháng của Tự doanh tính từ 2020. Đvt: Tỷ VND



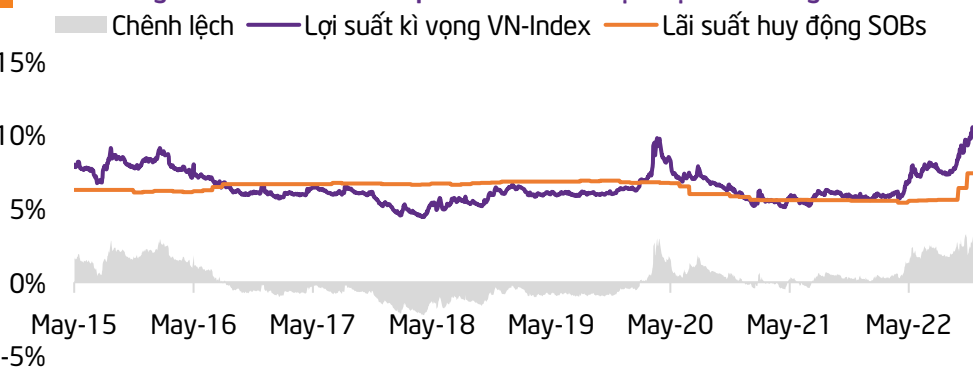
Mặt bằng lãi suất gia tăng khiến kênh chứng khoán trở nên ít hấp dẫn hơn

- Ngoài một số nguyên nhân khách quan, mặt bằng lãi suất liên tục gia tăng trong thời gian qua đã gây áp lực đến TTCK khi (1) Gia tăng chi phí vốn của DN và góp phần làm giảm định giá (2) Kênh tiền gửi tiết kiệm trở nên hấp dẫn hơn và một phần dòng tiền từ TTCK dịch chuyển sang kênh này. Dù vậy, theo ước tính của chúng tôi, lợi suất thu nhập của TTCK hiện khoảng hơn 10% và mức chênh lệch với lãi suất tiết kiệm đã ở mức hấp dẫn so với lịch sử. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng, lãi suất có thể tiếp tục xu hướng tăng khi những hạn chế thanh khoản của thị trường TPĐN chưa được giải quyết triệt để cùng nhu cầu gia tăng để đảm bảo các chỉ tiêu an toàn vốn theo quy định. Dù vậy, so với mục tiêu FED nâng lãi suất lên mức 5.25% trong năm 2023 cùng tương quan trong nước, chúng tôi cho rằng, VN – Index khó giảm sâu thêm và mức chênh lệch trên đã cung cấp biên an toàn phù hợp cho vị thế đầu tư trung và dài hạn.
- So với các nước trong khu vực, dù tốc độ tăng trưởng tốt hơn và ROE cao hơn, nhưng những rủi ro về thanh khoản cùng các hạn chế về tỷ lệ sở hữu nước ngoài đã khiến định giá của TTCK Việt Nam luôn ở mức thấp hơn. Do đó, để đánh giá mức độ hấp dẫn của thị trường, chúng tôi xem xét đến tỷ lệ chiết khấu định giá so với lịch sử. Hiện tại, P/E của VN - Index hiện đang thấp hơn 27% so với mức bình quân 21% trong 10 năm gần đây.

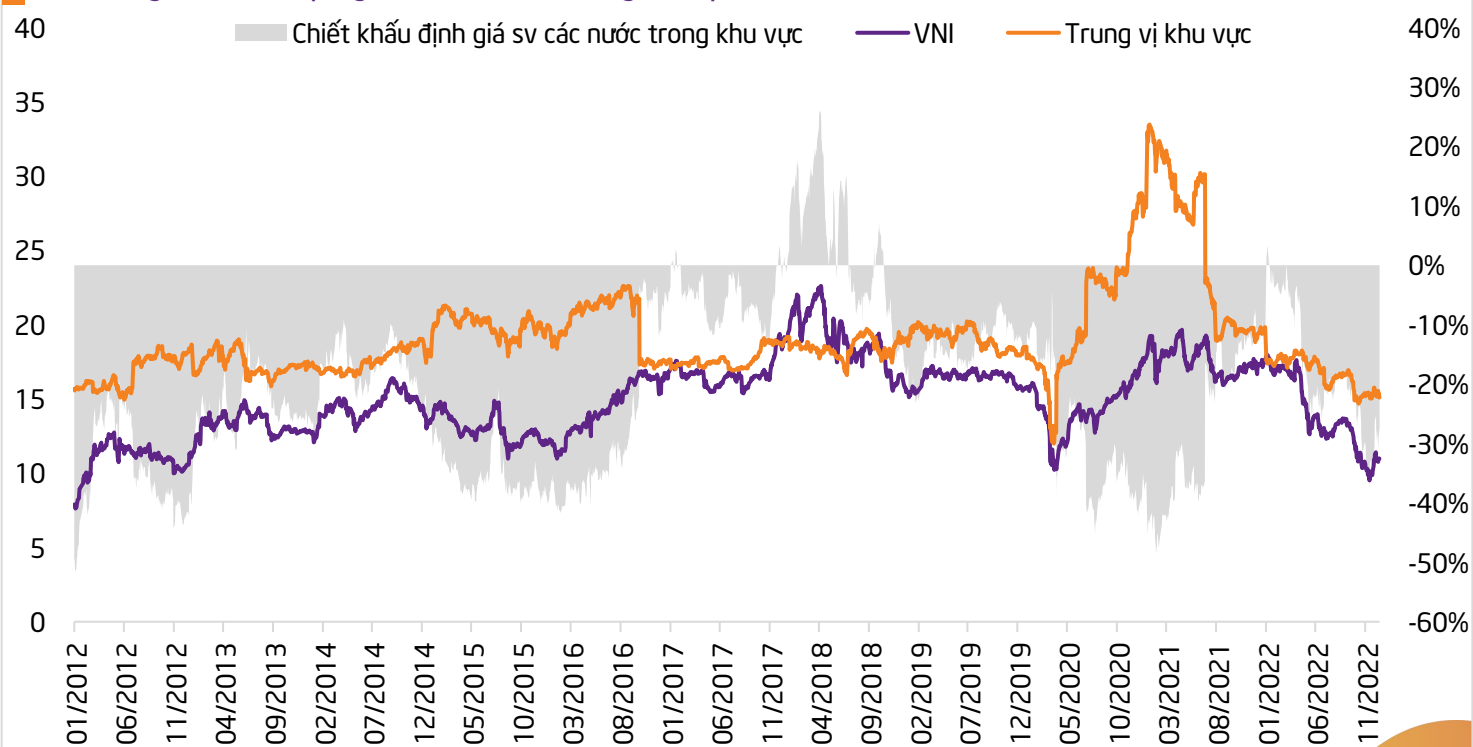
Mặt bằng lãi suất gia tăng trở lại trong năm 2022



Kênh chứng khoán trở nên đủ hấp dẫn khi chênh lệch lợi suất đang ở mức cao



VNI cùng chiết khấu định giá so với các nước trong khu vực



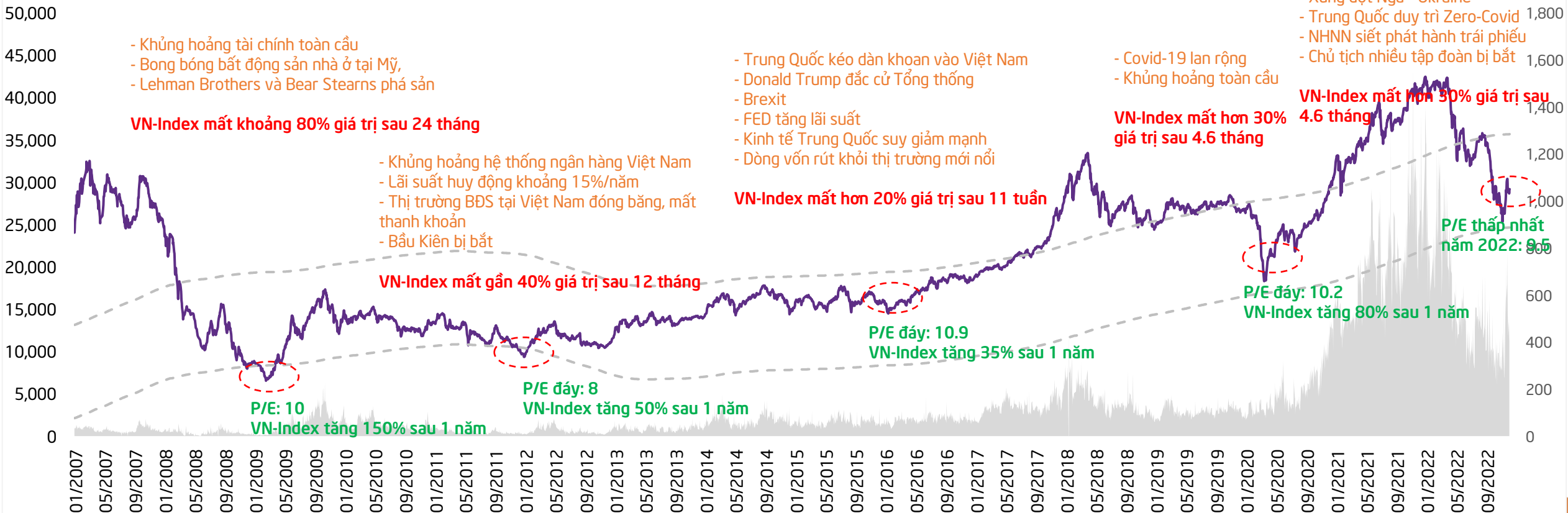
Nhìn lại lịch sử: “Sau cơn mưa trời lại sáng”

- Nhìn lại lịch sử của thị trường 15 năm qua, đã có 4 lần thị trường bị bán tháo trong khủng hoảng và hỗn loạn kéo định giá P/E VN-Index giảm về dưới 11 lần. Tuy nhiên, những thời điểm này lại là cơ hội lớn cho các nhà đầu tư dài hạn, vì tại đây VN-Index đã bật tăng đầy mạnh mẽ từ 35-150% trong 12 tháng sau đó và đều vượt qua vùng đỉnh cũ.
- Một điều tích cực nữa khi nhìn vào biến động quá khứ đó là cho dù chỉ số chung có biến động ra sao thì dòng tiền vẫn sẽ không rời bỏ thị trường với việc giá trị giao dịch có xu hướng tăng theo thời gian.
- Hiện tại, TTCK Việt Nam đang ở giai đoạn tích sản hấp dẫn với lần thứ 5 trong lịch sử định giá P/E về dưới mức 11 lần. Chúng tôi nhận định, vĩ mô Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn ổn định và triển vọng kinh doanh của nhiều doanh nghiệp trong 3-5 năm tới là tích cực. Giai đoạn điều chỉnh mạnh này của thị trường chính là dấu chấm hết cho một chu kỳ tiền rẻ trước đó, để mở ra giai đoạn mới với động lực tăng bền vững hơn từ tăng trưởng nội tại của từng doanh nghiệp. Vì vậy, đây được xem là cơ hội thích hợp cho những nhà đầu tư dài hạn.

Sự tương quan giữa P/E và VN-Index tính từ giai đoạn từ 2017

■ GTGD khớp lệnh (trục phải) — VN-Index (trục trái) - - - +1 STD - - - -1 STD

- FED thắt chặt tiền tệ
- Xung đột Nga - Ukraine
- Trung Quốc duy trì Zero-Covid
- NHNN siết phát hành trái phiếu
- Chủ tịch nhiều tập đoàn bị bắt



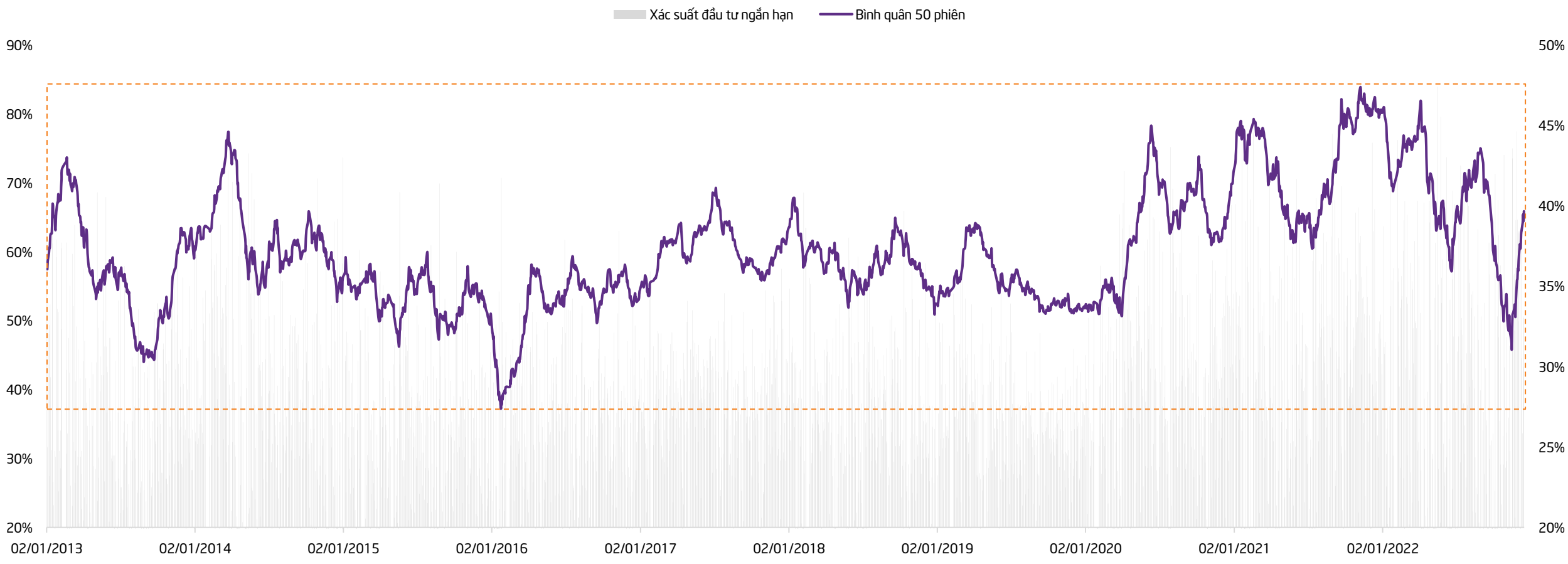
Nhìn xa hơn, động lực hỗ trợ thị trường vẫn còn nguyên vẹn

Yếu tố	Tác động	Nhận xét
Ngoài nước		
Lạm phát tại Mỹ có dấu hiệu tạo đỉnh	Tích cực	Giúp chính sách thắt chặt tiền tệ của Fed sẽ nhẹ tay hơn
Trung Quốc dỡ bỏ chính Zero-Covid	Tích cực	Giúp nối lại chuỗi cung ứng toàn cầu, góp phần hạ nhiệt lạm phát
Chiến tranh Nga - Ukraine kéo dài	Tiêu cực	Khiến giá dầu và thực phẩm neo ở mức cao, từ đó tạo áp lực lên lạm phát
Rủi ro suy thoái toàn cầu	Tiêu cực	Khiến nhu cầu tiêu thụ toàn cầu giảm, tỷ giá và lãi suất tăng, dòng tiền rút khỏi TTCK
Trong nước		
Nghị định 65 được gia hạn một số quy định	Tích cực	Giúp thị trường có thời gian thích ứng và giảm rủi ro vỡ nợ TPDN
Nới room tín dụng và hỗ trợ thị trường BĐS	Tích cực	Cung cấp thanh khoản cho nền kinh tế và thị trường BĐS, giúp vực dậy thị trường này sau giai đoạn biến động trước đó.
Gia tăng đầu tư công	Tích cực	Dự kiến, kế hoạch đầu tư vốn ngân sách nhà nước năm 2023 là 726,684 tỷ đồng, tăng 34% so với kế hoạch năm 2022. Đầu tư công mang tính dẫn dắt và lan tỏa trên nhiều nhóm ngành. Trong đó, những nhóm hưởng lợi trực tiếp là Xây dựng hạ tầng và Vật liệu xây dựng.
Nâng hạng thị trường	Tích cực	Luật Chứng khoán mới đã có hiệu lực và hệ thống công nghệ thông tin mới của HoSE được đưa vào vận hành sẽ giúp triển vọng nâng hạng thị trường vào FTSE 2023 trở nên thực tế hơn. Đây là cơ sở để thu hút thêm dòng tiền khối ngoại vào thị trường.
Dòng tiền từ ETFs	Tích cực	Tính đến ngày 14/12/2022, lượng tiền huy động của Fubon FTSE mới chỉ đạt 2.1 tỷ TWD, đồng nghĩa với dư địa còn gần 3 tỷ TWD để đạt mục tiêu 5 tỷ TWD. Thêm vào đó, ngày chuyển đổi chỉ số cơ sở của VNM ETF sẽ có hiệu lực dự kiến vào 17/03/2023. Dự kiến sẽ có khoảng hơn 100 triệu USD đổ vào TTCK Việt Nam nhờ việc này.
Mức định giá hấp dẫn	Tích cực	Mức định giá P/E của VN-Index đã về mức 10.x. Trong quá khứ, các vùng tạo đáy của những chu kỳ tăng trưởng lớn đều rơi về khoảng P/E từ 8.x - 10.x. Vì vậy đây đang là vùng giá hấp dẫn giúp thu hút dòng tiền đầu tư trung và dài hạn giải ngân.

Tâm lý NĐT đã trở nên ổn định hơn

Chúng tôi sử dụng chỉ báo xác suất đầu tư của VN – Index bằng cách đo lường mức độ lan tỏa của thị trường để xác định diễn biến tâm lý của NĐT. Chỉ báo tâm lý bình quân 50 phiên hiện đang ở mức 39.7% so với vùng dao động 27.4% - 48.7% trong 10 năm gần đây. Như vậy, so với mức đáy gần nhất vào tháng 11/2022 là 31%, tâm lý NĐT nhìn chung đã trở nên ổn định hơn.

Ước tính xác suất đầu tư của các cổ phiếu thuộc HOSE



Xác suất đầu tư ngắn hạn: Tỷ lệ cổ phiếu tăng trong tổng lượng cổ phiếu được giao dịch
 Bình quân 50 phiên: Trung bình tỷ lệ xác suất đầu tư ngắn hạn trong 50 phiên gần nhất

Nguồn: Fiinpro, TPS Research

Thị trường có khả năng hồi phục mạnh mẽ khi chính sách đảo chiều

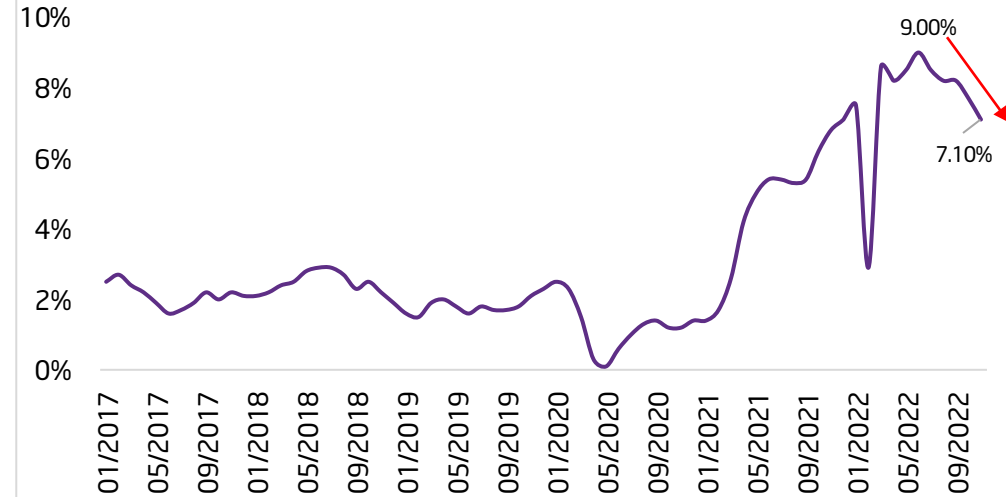
Quốc tế:

- **Trung Quốc nói lỏng Zero-Covid:** Vào đầu tháng 12, Chính phủ Trung Quốc đã nói lỏng biện pháp chống dịch sau khi tuyên bố người dân sẽ không cần xuất trình các kết quả xét nghiệm âm tính hoặc mã số sức khỏe để đi lại giữa các vùng khác nhau và dừng hoạt động của ứng dụng truy vết Covid-19. Điều này được kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến giao thương toàn cầu, nối lại các chuỗi cung ứng đã bị gián đoạn.
- **CPI của Mỹ hạ nhiệt:** Theo báo cáo được BLS công bố hôm 13/12, CPI tháng 11 của Mỹ tăng 0.1% mom và 7.1% yoy, thấp hơn dự báo lần lượt là 0.3% mom và 7.3% yoy của khảo sát bởi Dow Jones. Đây là mức tăng hàng năm thấp nhất kể từ tháng 11/2021. Một phần nguyên nhân là giá năng lượng lao dốc, giảm 1.6% mom nhờ giá xăng lao dốc 2%.
- **FED giảm tốc độ tăng lãi suất:** FED đã quyết định tăng lãi suất 0.5%, đưa lãi suất quỹ liên bang lên 4.25-4.5%, mức cao nhất trong vòng 15 năm. Tuy nhiên, kết quả này đúng với kỳ vọng của nhiều chuyên gia, qua đó cho thấy chính sách điều hòa của Fed đã bớt khốc liệt hơn để giúp nền kinh tế hạ cánh mềm khi trước đó nhiều NĐT lo sợ trước việc tổ chức này sẽ có đợt tăng lãi suất thêm 0.75% lần thứ 5 liên tiếp.

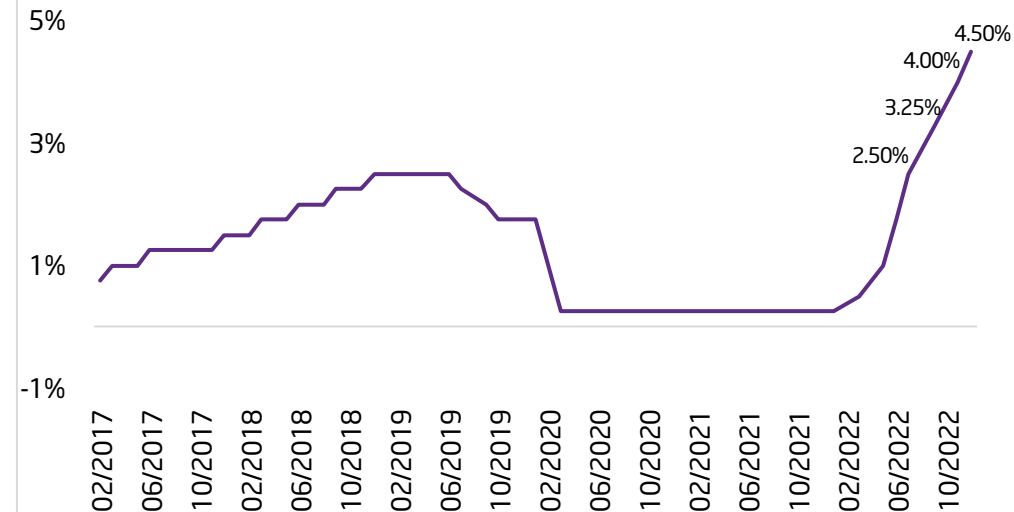
Trong nước:

- **Dự thảo sửa đổi, bổ sung Nghị định 65/2022/NĐ-CP** giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn trong việc phát hành trái phiếu, hỗ trợ doanh nghiệp huy động vốn phục vụ sản xuất, kinh doanh cũng như giảm áp lực trái phiếu đáo hạn đạt đỉnh trong vòng 2 năm tới, nhất là trong bối cảnh dự báo tình hình thế giới tiếp tục diễn biến phức tạp khó lường, xung đột Nga - Ukraine kéo dài, nguy cơ suy thoái kinh tế và sức ép về lạm phát, lãi suất, tỷ giá tăng ở trong nước. Bên cạnh đó, dự thảo này giúp giảm rủi ro vỡ nợ của các doanh nghiệp đã phát hành trái phiếu vốn là điều quan tâm bậc nhất của thị trường sau biến cố trái phiếu Tân Hoàng Minh và ngân hàng SCB khi nói lỏng quy định **thay đổi kỳ hạn trái phiếu** và bổ sung quy định về **chuyển đổi gốc, lãi trái phiếu đến hạn thành khoản vay hoặc tài sản khác**.
- **NHNN chỉ đạo yêu cầu các ngân hàng đều phải giảm lãi suất:** Ngày 15/12/2022, NHNN kêu gọi thống nhất áp dụng mức lãi suất huy động tại các kỳ hạn tối đa 9.5%/năm (kể cả các khoản khuyến mại cộng lãi suất) ổn định mặt bằng lãi suất huy động và lãi suất cho vay giảm từ 0.5-3%/năm (đã có 16 ngân hàng đã cam kết giảm tiền lãi với số tiền khoảng 3,500 tỷ đồng).

CPI của Mỹ từ năm 2017. Đvt:



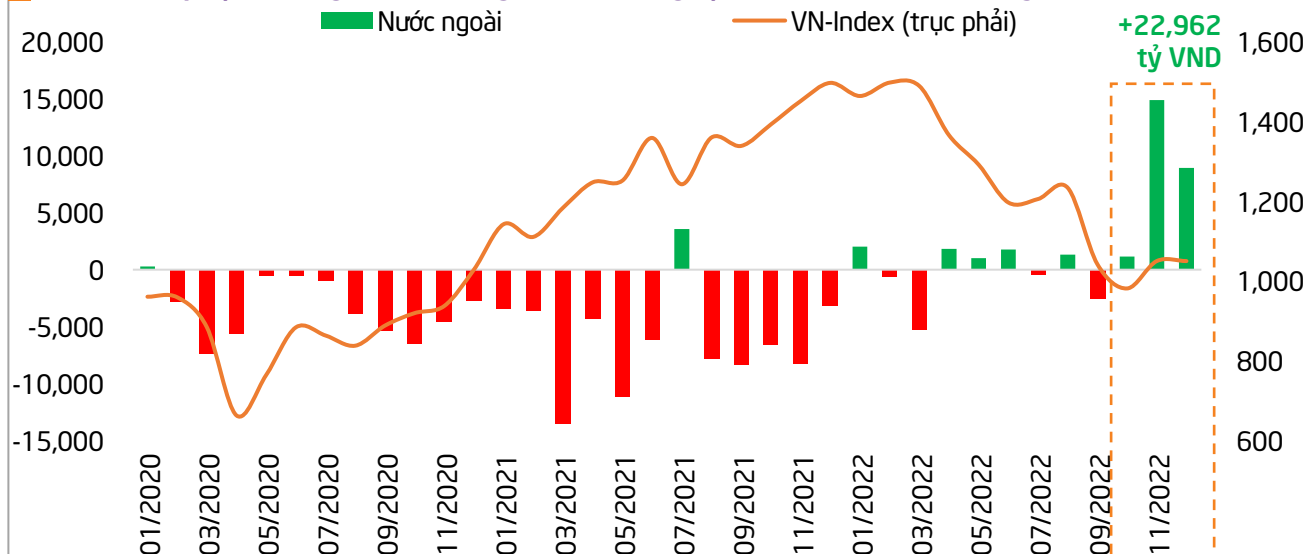
Lãi suất điều hành của FED



Tỷ giá ổn định giúp gia tăng niềm tin của Nhà đầu tư nước ngoài

- Việc các chính sách vĩ mô quan trọng đảo chiều đã có tác động đảo chiều đà tăng của USD, giúp tỷ giá USD/VND hạ nhiệt.
- Dòng tiền từ khối ngoại là động lực chính cho sự hồi phục của VN-Index ở tháng cuối năm với mức kỷ lục gần 23 nghìn tỷ đồng (tính từ 01/11-14/12). Điều này chứng tỏ khi VN-Index rơi về vùng định giá hấp dẫn (P/E < 11 lần) đã kích hoạt dòng tiền mua vào mạnh mẽ của nhóm này. Đây là nhóm NĐT thường quan tâm đến giá trị nội tại của doanh nghiệp và nắm giữ cổ phiếu dài hạn hơn so với cá nhân.
- Chúng tôi nhận định, câu chuyện thu hút dòng tiền khối ngoại thời gian tới vẫn sẽ đổ dồn sự chú ý vào diễn biến tỷ giá Việt Nam. Sau thông điệp đà tăng lãi suất có thể chậm lại từ bài phát biểu tháng 11 của Chủ tịch FED, đã góp phần kéo chỉ số DXY giảm mạnh, mất 9.2% so với đỉnh năm 2022 và đà giảm này chưa có dấu hiệu hạ nhiệt sau quyết định chỉ tăng thêm 50 điểm phần trăm sau kỳ họp tháng 12. Sự suy yếu của đồng bạc xanh đang góp phần hạ nhiệt tỷ giá USD/VND.

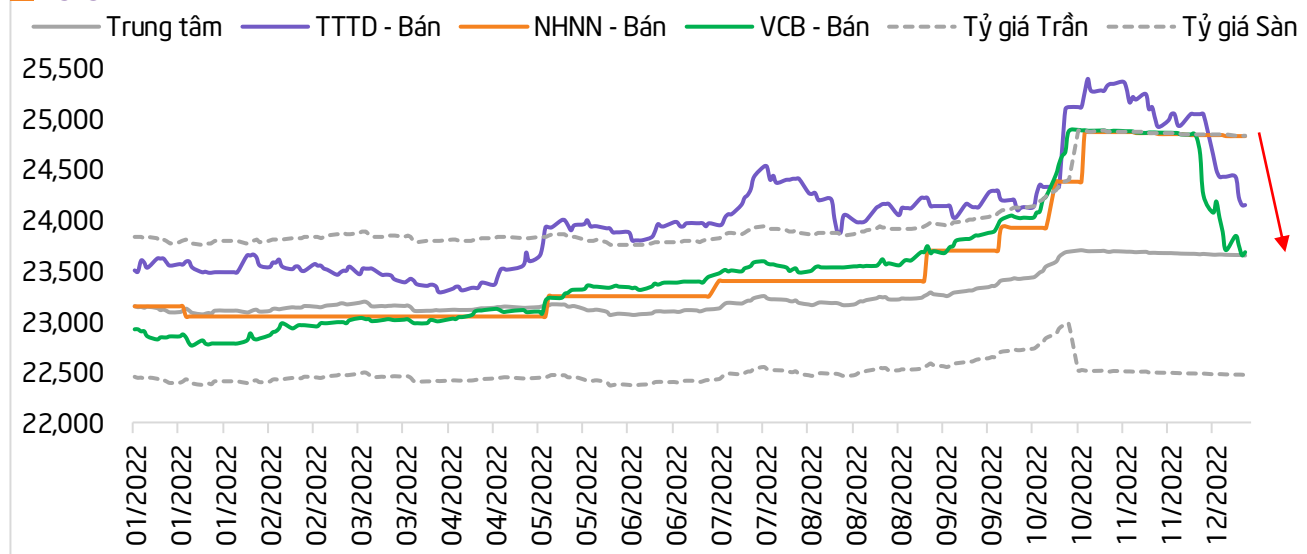
GTGD khớp lệnh ròng theo tháng của Khối ngoại tính từ 2020. Đvt: Tỷ VND



Diễn biến DXY-Index từ 2022 (%)



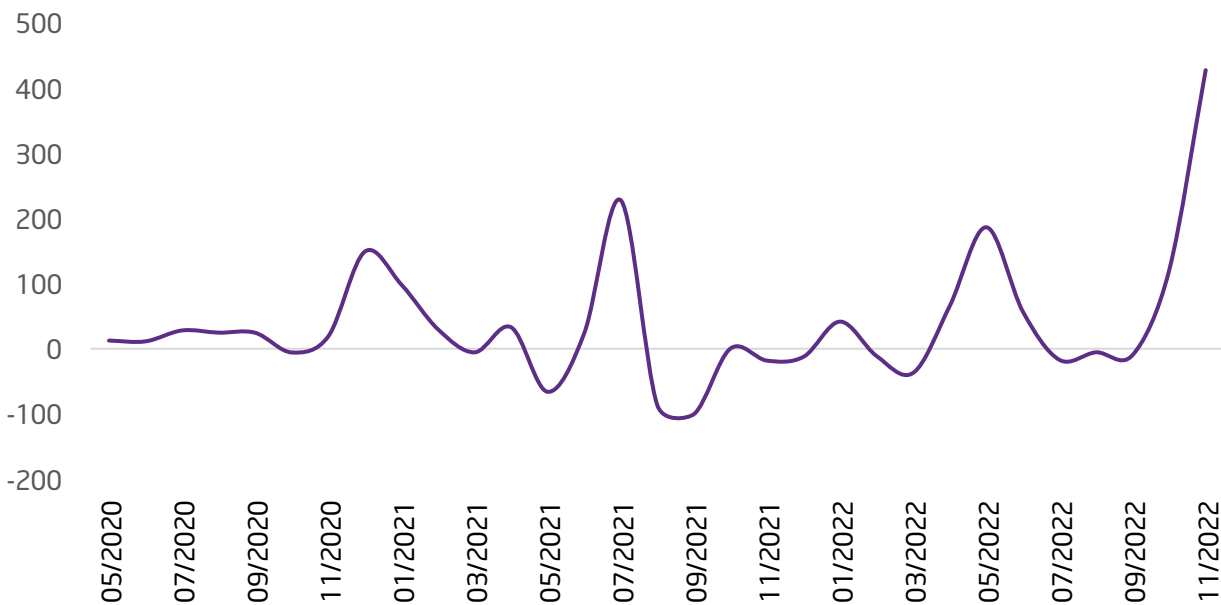
Tỷ giá USD/VND từ đầu năm 2022



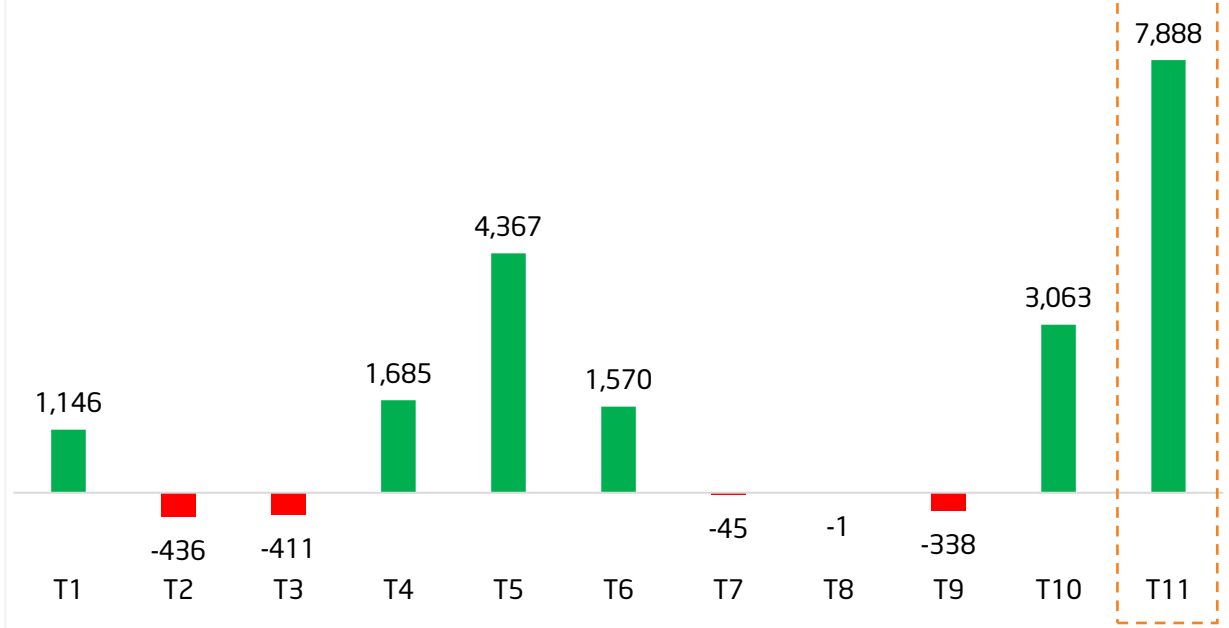
Làn sóng ETF tiếp tục nở rộ tạo động lực tích cực cho thị trường

- Cùng việc dòng tiền từ khối ngoại giải ngân mạnh, các quỹ ETFs đầu tư cổ phiếu trên TTCK Việt Nam ghi nhận dòng tiền vào ròng rất tích cực trong tháng 11, đạt gần 7.9 nghìn tỷ đồng, chủ yếu ghi nhận ở các quỹ ETFs ngoại. Đây là tháng ghi nhận dòng tiền vào ròng mạnh nhất từ đầu năm 2022, nâng tổng giá trị vào ròng lũy kế 11 tháng lên mức 18.6 nghìn tỷ đồng.
- Theo thông tin được công bố, Fubon FTSE Vietnam ETF đã được Ủy ban Quản lý và Giám sát Tài chính thông qua đợt huy động vốn bổ sung lần thứ 4 với số vốn 5 tỷ TWD, tương đương khoảng 4 nghìn tỷ đồng, bắt đầu tiến hành gọi vốn từ ngày 29/11. Bên cạnh đó, tại cuộc họp ngày 1/12, VanEck Vietnam ETF (VNM ETF) đã nhất trí thông qua thay đổi chỉ số tham chiếu từ MVIS Vietnam Index sang MarketVector Vietnam Local Index. Hiện danh mục của chỉ số này là 100% cổ phiếu Việt Nam và với việc thay đổi chỉ số cơ sở trên, VNM ETF dự kiến cũng sẽ tăng tỷ trọng của Việt Nam lên 100% (thay vì 73.7% như hiện tại), tương đương với khoảng hơn 100 triệu USD sẽ đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam.
- Chúng tôi cho rằng, làn sóng ETF sẽ tiếp tục nở rộ giúp TTCK Việt Nam thu hút dòng vốn ngoại. Tính đến ngày 14/12/2022, lượng tiền huy động trong đợt tăng vốn lần 4 của Fubon FTSE mới chỉ đạt 2.1 tỷ TWD, đồng nghĩa với dư địa còn gần 3 tỷ TWD để đạt mục tiêu 5 tỷ TWD. Do đó, trong thời gian tới, TTCK Việt Nam vẫn sẽ đón nhận dòng vốn giải ngân từ quỹ này. Thêm vào đó, ngày chuyển đổi chỉ số cơ sở của VNM ETF sẽ có hiệu lực dự kiến vào 17/03/2023.

Dòng tiền ETF (triệu USD)



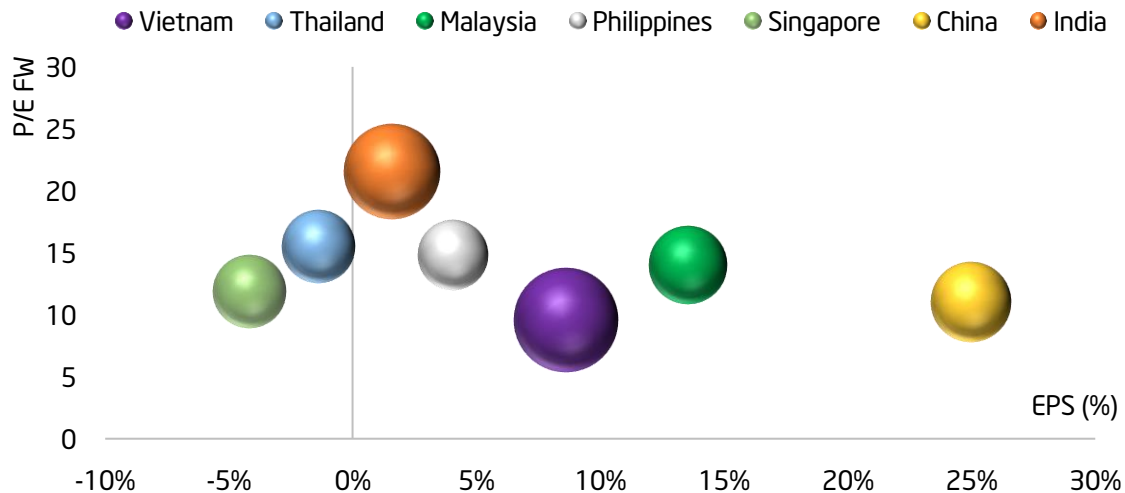
Tổng dòng tiền ròng của 14 quỹ ETF theo tháng từ 2022. Đvt: Tỷ VND



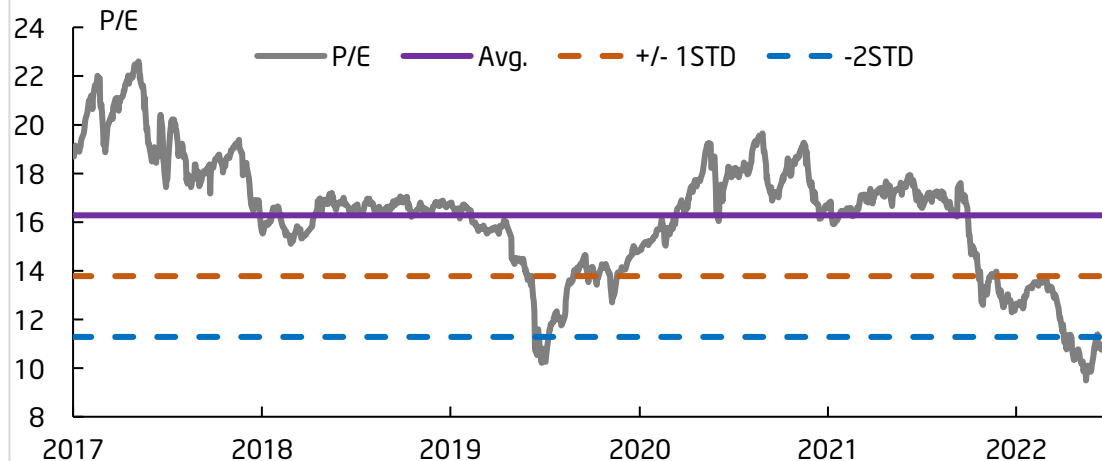
Dự báo xu hướng VN-Index 2023 theo tăng trưởng EPS

- Chỉ số chung đang vận động kém hơn hiệu suất lịch sử. Tính tại thời điểm điểm cuối năm 2022, Vnindex đang giao dịch tại mức P/E 11 lần, cách 2 lần độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm gần nhất.
- Dẫn đầu về tiềm năng tăng trưởng EPS, định giá của thị trường Việt Nam vẫn chưa tương xứng với quy mô khu vực.** So sánh với nhóm các nước ASEAN, định giá của Việt Nam cũng nằm ở mức thấp nhất khu vực, nhưng lại đem lại dư địa tăng trưởng EPS lớn nhất và mức ROE đầy triển vọng.
- Cho triển vọng của năm 2023, kịch bản cơ sở của chúng tôi dự báo VNINDEX sẽ giao động trong khoảng từ 1,150 đến 1,210, tương ứng với mức **tăng trưởng thặng trọng 5%** cho cả năm.
- Dưới một góc nhìn lạc quan hơn, chúng tôi kì vọng các khó khăn về vĩ mô sẽ thuyên giảm dần, tạo cơ sở cho các Ngân hàng Trung Ương thế giới nâng lãi suất với tốc độ chậm lại và nới lỏng chính sách thắt chặt tiền tệ. Qua đó kích thích hoạt động tiêu dùng tăng trưởng trở lại, tạo tiền đề cho hoạt động xuất khẩu của Việt Nam. Theo kịch bản khả quan, mức tăng trưởng toàn thị trường từ 10% - 15% sẽ dẫn dắt VNINDEX đến vùng 1,373 – 1,436.

So sánh các thị trường trong khu vực. Độ lớn bong bóng là ROE dự báo 2022



Định giá PE index đang thấp hơn hai lần độ lệch chuẩn với trung bình lịch sử



		Tăng trưởng EPS					
Dự báo khoảng dao động của VNINDEX 2023	P/E	Kém khả quan		Trung tính		Khả quan	
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
13		1,124	1,186	1,248	1,311	1,373	1,436
12		1,037	1,095	1,152	1,210	1,268	1,325
11		951	1,003	1,056	1,109	1,162	1,215
10		864	912	960	1,008	1,056	1,104
9		778	821	864	907	951	994

Dự báo xu hướng VN-Index 2023 theo PTKT

Kịch bản tích cực

1.200-1,320

Kịch bản cơ sở

1,000-1,200

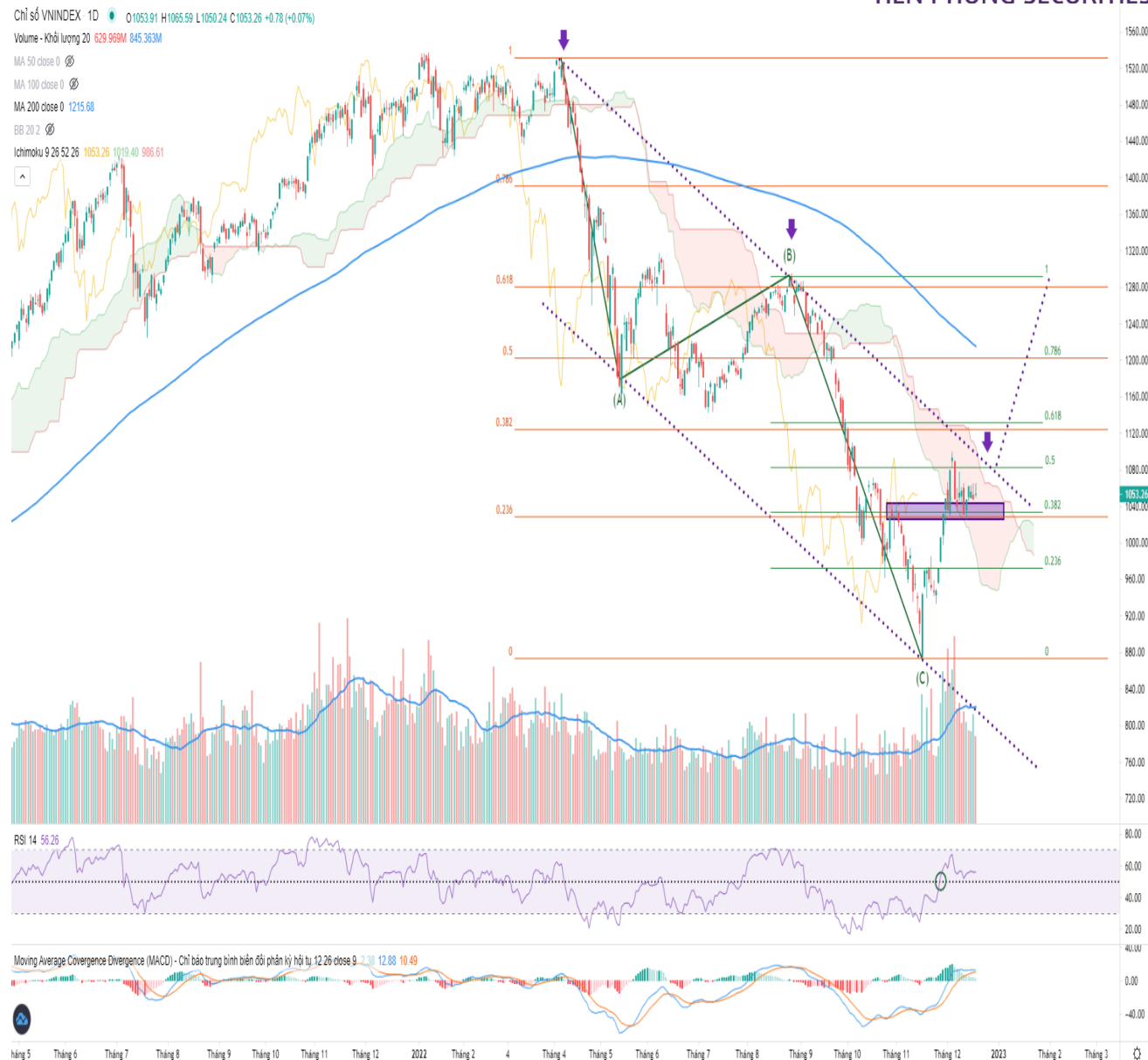
Kịch bản tiêu cực

873-999

Theo quan điểm của chính tôi, triển vọng thị trường đã tích cực hơn khi VN-Index thành công tạo đáy tại mức sâu 873 điểm. Tuy nhiên sau giai đoạn bứt phá mạnh khoảng 25% từ đáy, đà tăng của thị trường đã chững lại và chỉ số đang bước vào trạng thái vận động không xu hướng trong vùng 1,000-1,080 điểm.

Hiện tại, chỉ số đang vận động trong kênh giá giảm và nhịp hồi của thị trường ở các giai đoạn trước đó đã bị chặn đứng tại cận trên của kênh giá này. Vì vậy, dựa trên biến động của VN-Index tại ngưỡng cản này và áp dụng lý thuyết Elliott Wave, chúng tôi đưa ra 03 kịch bản cho thị trường trong thời gian tới như sau:

- Trong kịch bản **cơ sở**, sau giai đoạn tích lũy và vượt kênh giá giảm, chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu xác nhận cho việc thị trường đã tạo đáy và đồng thời kết thúc sóng điều chỉnh C để chuyển sang Uptrend. Trong kịch bản này, mức giá mục tiêu mà chỉ số có thể hướng đến là vùng 1,000-1,200 điểm (ngưỡng Fibonacci Retracement 50% và 78.6%).
- Trong kịch bản **tích cực**, mục tiêu giá, upside của thị trường sẽ gia tăng và từ đó thu hút dòng tiền sôi động trở lại. Mục tiêu của chỉ số trong giai đoạn này là vùng giá quanh mức **1,320 điểm** (tương đương vùng đỉnh tháng 06 và tháng 08/2022).
- Ở kịch bản **tiêu cực**, sau khi không thể vượt được kênh giá giảm và rơi khỏi mốc 1,000 điểm, thị trường nhiều khả năng sẽ rơi về quanh mức đáy tháng 11/2022 là 873 điểm để hồi phục theo mẫu hình 2 đáy (double bottom) trước khi kết thúc giai đoạn điều chỉnh. Tuy nhiên, để kịch bản này xảy ra, chỉ số sẽ phải phá vỡ mức 970 điểm (ngưỡng Fibonacci Retracement 23.6%).



*“Đối với những người chuẩn bị tốt,
thị trường Bear là một cơ hội lớn”*

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG NGÀNH

- 1 Ngân hàng
- 2 Bảo hiểm
- 3 Bất động sản dân cư
- 4 Bất động sản khu công nghiệp
- 5 Tiêu dùng và bán lẻ
- 6 Thủy sản
- 7 Thép
- 8 Công nghệ
- 9 Dầu khí
- 10 Điện
- 11 Vận tải biển

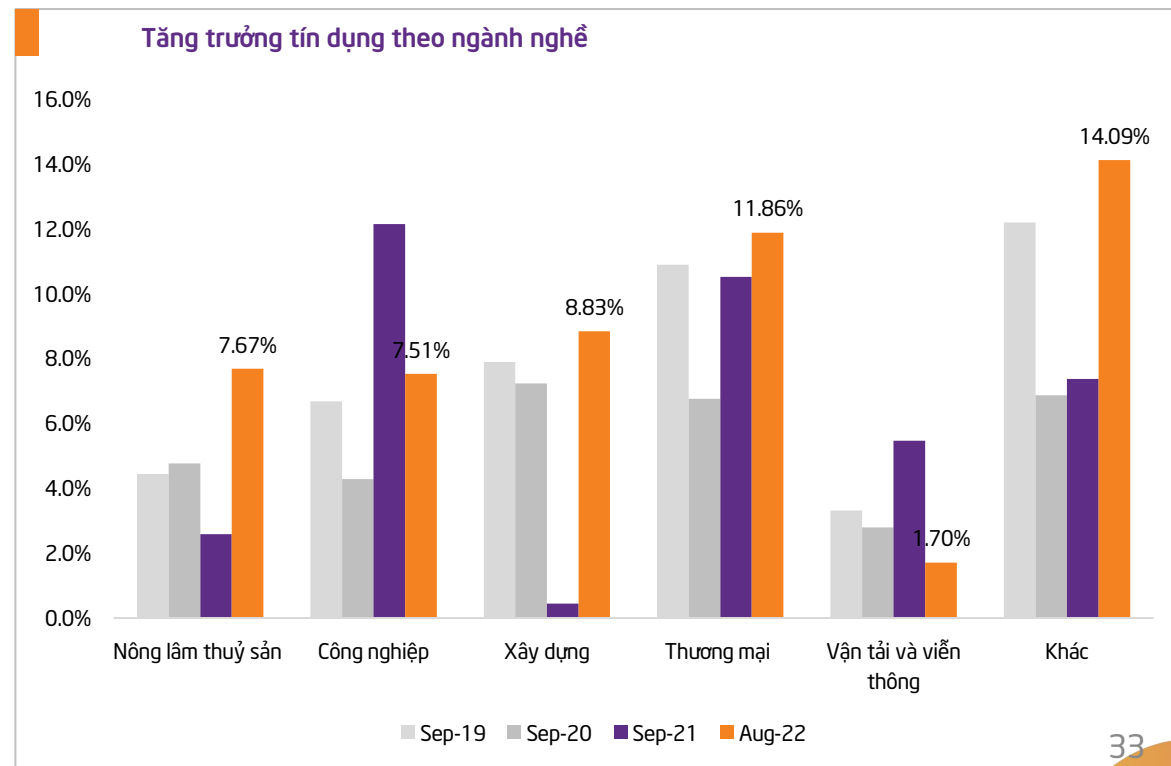
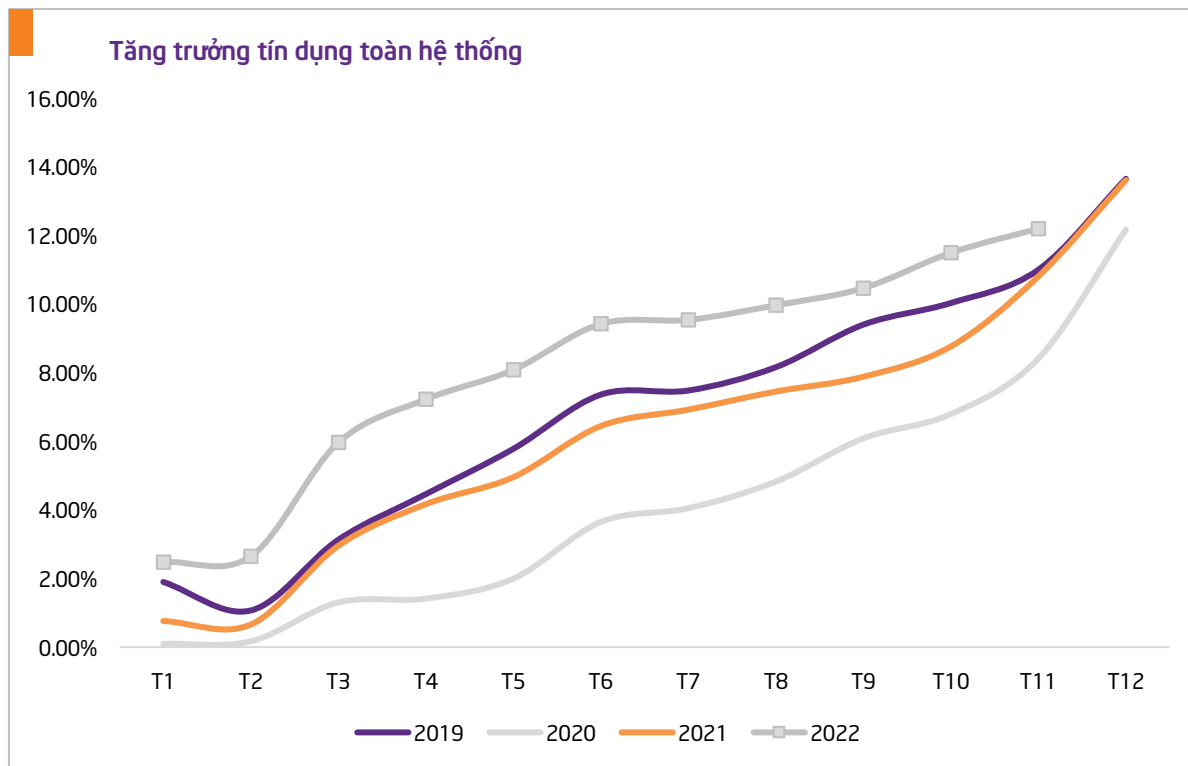
NGÀNH NGÂN HÀNG:

Định giá hấp dẫn cho triển vọng đầu tư dài hạn



Tăng trưởng tín dụng năm 2023 kì vọng ở mức 12-14%.

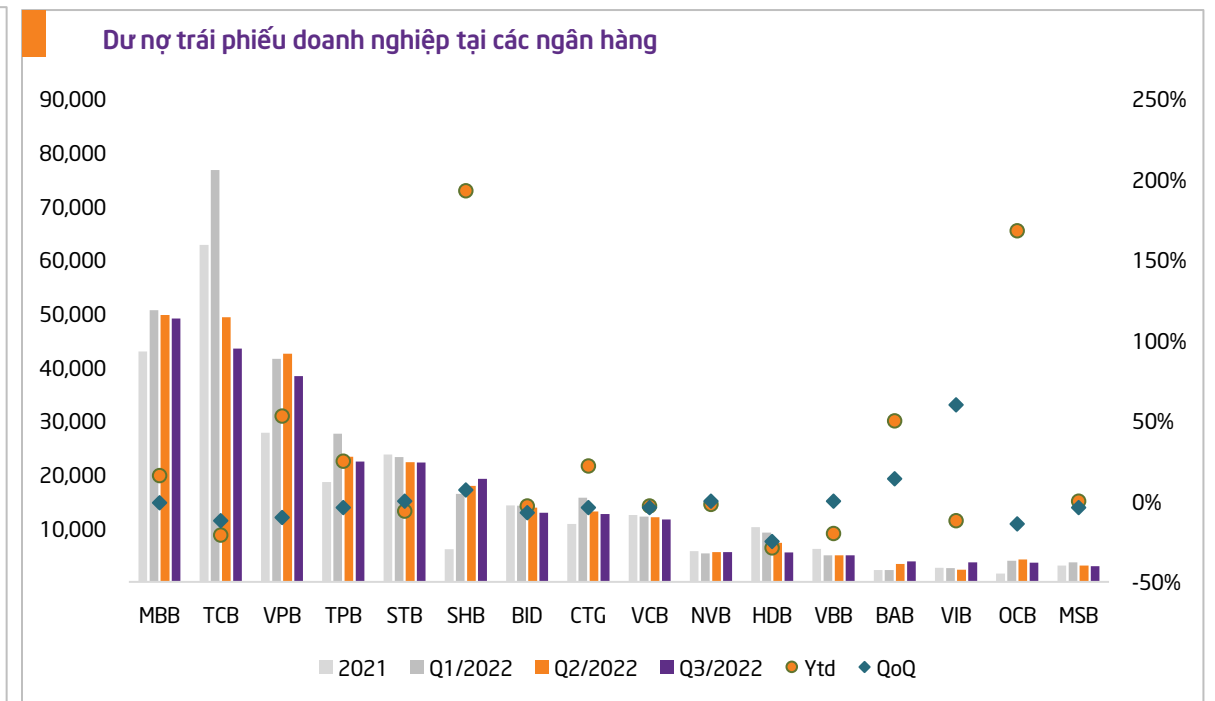
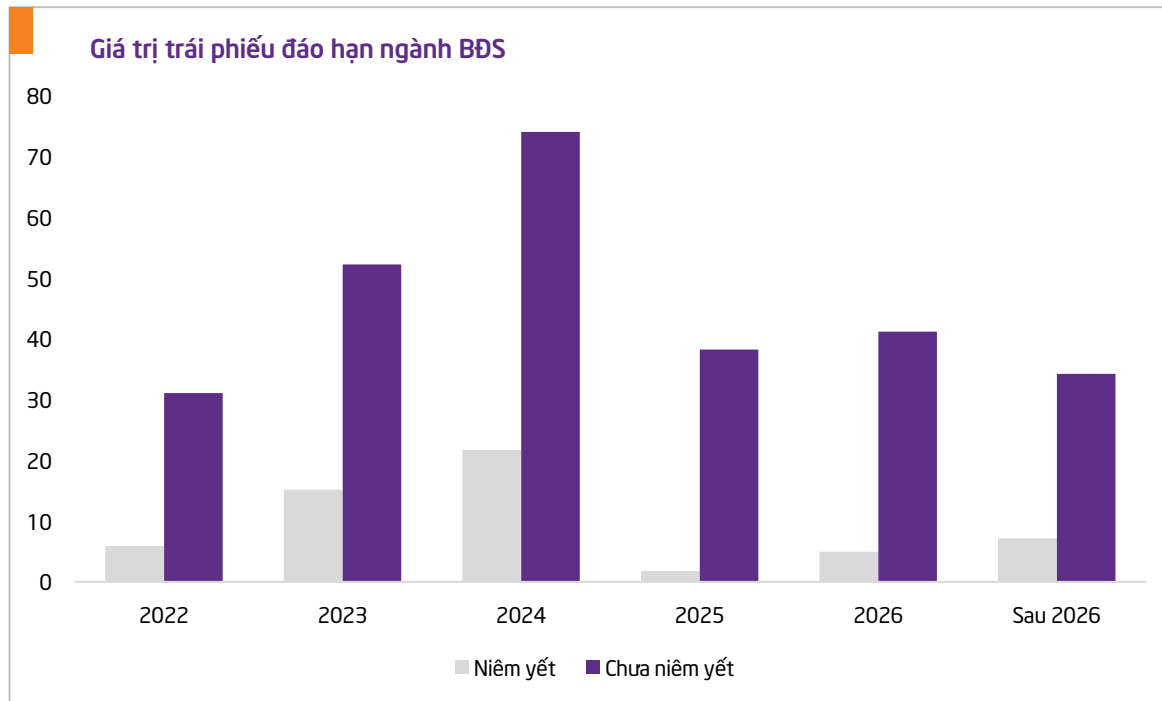
- ❖ Đến cuối tháng 11/2022, tín dụng tăng 12.2% so với cuối năm trước - cao hơn 11 tháng của giai đoạn 2019-2021. Theo dữ liệu đến cuối T9/2022, tín dụng tăng trưởng cao tập trung ở các lĩnh vực như thương mại, nông lâm thủy sản, xây dựng... Ngược lại đối với ngành như công nghiệp, vận tải viễn thông tăng trưởng chậm hơn so với cùng kì. Đầu tháng 12/2022, ngân hàng nhà nước đã nới thêm trần tín dụng toàn hệ thống thêm 1.5%-2% lên 15.5% - 16% và làm cho áp lực giải ngân trong những cuối tháng 12/2022 lớn.
- ❖ Năm 2022, NHNN cũng chỉ đạo hướng tín dụng sẽ tập trung vào sản xuất kinh doanh, lĩnh vực ưu tiên. Kiểm soát tín dụng vào những lĩnh vực rủi ro như bất động sản, chứng khoán. Tính đến giữa tháng 12, đã có 16 ngân hàng cam kết giảm tiền lãi với tiền 3,500 tỷ đồng mức giảm từ 0.5%-3%. Hiện tại gói hỗ trợ lãi suất 2% với quy mô là 40,000 tỷ đồng đang chậm tiến độ triển khai. Cuối 2022, các công ty tài chính tiêu dùng HD SAISON (thuộc HDBank) và Fe Credit (thuộc VPBank) cũng lần đầu tiên triển khai gói vay 20,000 tỷ đồng với mức lãi suất giảm đến 50% so với lãi suất hiện hành cho người lao động có thu nhập thấp.
- ❖ Năm 2023, tín dụng toàn ngành kì vọng sẽ tăng 12%-14% trong điều kiện vừa đảm bảo nhu cầu vốn cho nền kinh tế vừa đảm bảo được ưu tiên ổn định vĩ mô, ổn định hệ thống tổ chức tín dụng, cũng như tiếp tục triển khai gói hỗ trợ. Và định hướng tín dụng sẽ tiếp tục đẩy mạnh vào hoạt động sản xuất kinh doanh và hỗ trợ những lĩnh vực ưu tiên theo định hướng của NHNN và đồng thời cũng kiểm soát chặt chẽ tín dụng vào các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro.



- Trong điều kiện thị trường trái phiếu được tăng cường giám sát (như Thông tư 16/2021/TT-NHNN, Chỉ thị số 01/CT-BTC, Nghị định số 65/2022/NĐ-CP và các hoạt động giám sát...) và dòng vốn tín dụng bất động sản hạn chế, đặc biệt kì đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong thời gian tới sẽ khá áp lực. Theo dữ liệu của Fiinrating, áp lực trả nợ của các doanh nghiệp bất động sản giai đoạn 2023-2024 tăng mạnh, việc đảm bảo nguồn vốn cho các doanh nghiệp bất động sản sẽ khó khăn trong điều kiện hiện tại. Trường hợp các doanh nghiệp không thể tất toán khi trái phiếu đáo hạn mà các ngân hàng nắm giữ, các ngân hàng sẽ gia tăng chi phí trích lập dự phòng nợ xấu và ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng.

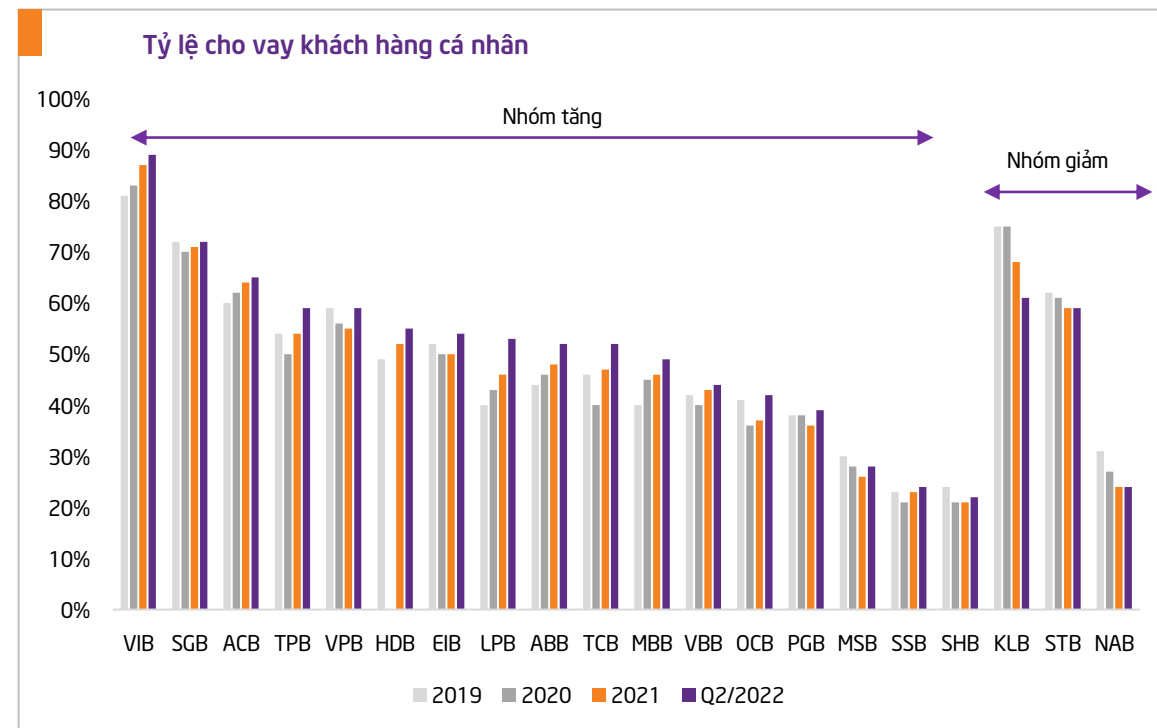
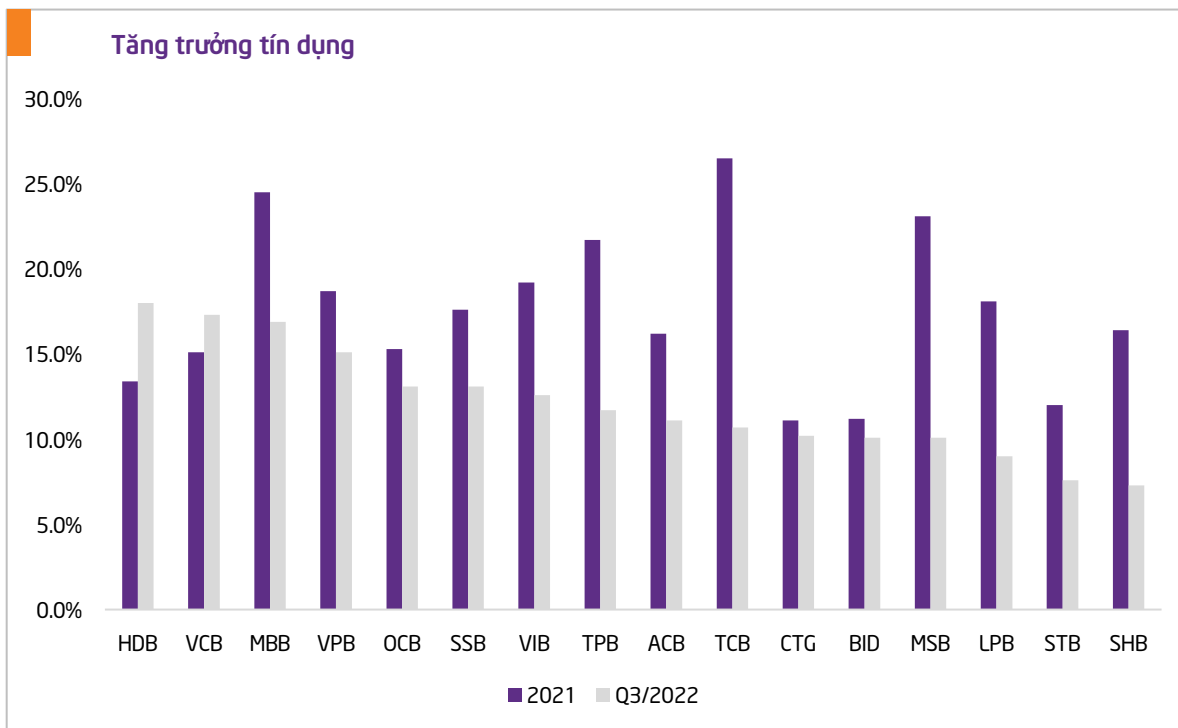
Tuy nhiên, giữa tháng 12/2022 Bộ Tài Chính nghiên cứu sửa đổi dự thảo nghị định 65/2022/NĐ-CP, lùi thời gian thực hiện nghị định và thay đổi kì hạn, hoán đổi trái phiếu đã phát hành thêm 2 năm. Theo đó, bộ tài chính tạo điều kiện để các doanh nghiệp bất động sản thu xếp những khoản nợ đến hạn.

- Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp các ngân hàng nắm giữ tăng mạnh trong Q1/2022 và có xu hướng sụt giảm trong những quý cuối năm 2022. Dự kiến trong năm 2023 dư nợ trái phiếu sẽ không tăng so với năm 2022 với những thắt chặt quy định trên thị trường trái phiếu và khó khăn chung của ngành bất động sản. Tính đến hết Q3/2022, chúng tôi lưu ý một số ngân hàng có dư nợ TPĐN cao: MBB, TCB, VPB, STB, SHB trong khi một số ngân hàng khác không hoặc chỉ nắm giữ ít như ACB, LPB, MSB, VIB...



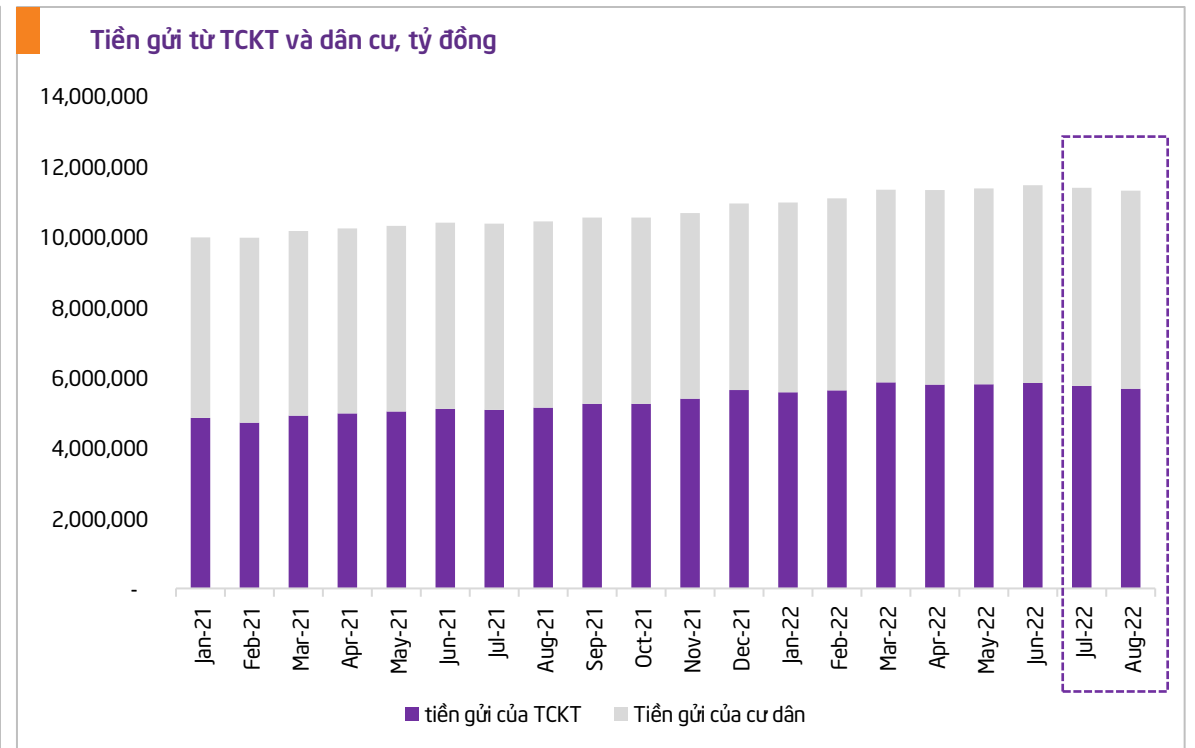
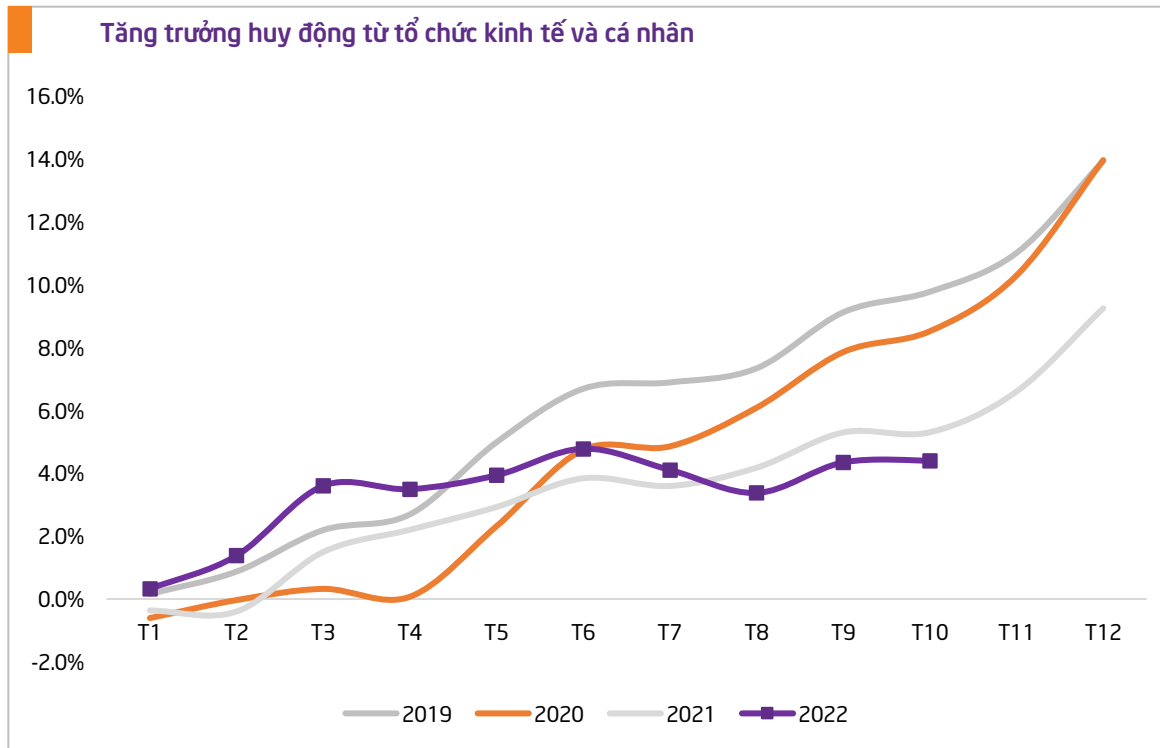
Cho vay bán lẻ tiếp tục là xu hướng của nhiều ngân hàng trong năm 2023

- ❖ Tăng trưởng tín dụng 2022: những doanh nghiệp có mức tăng trưởng tín dụng cao nhất hệ thống như VPB, MBB, VCB, và HDB. Các ngân hàng cũng đồng thời tham gia hỗ trợ TCTD yếu kém và hỗ trợ các TCKT, cá nhân theo định hướng của NHNN.
- ❖ Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2023. Ước tính theo bộ tiêu chuẩn (thông tư 52/2018/TT-NHNN), nhóm ngân hàng thuộc top 5 đáp ứng tiêu chí cao cho việc xét duyệt tín dụng bao gồm: TPB, TCB, MBB, HDB, ACB...Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cần phải xét theo tình hình cụ thể của thị trường cũng như cơ cấu tín dụng và huy động của từng ngân hàng mà trần tín dụng sẽ được phân bổ theo mục tiêu chung của NHNN năm 2023.
- ❖ Trong năm 2022, tỷ trọng bán lẻ của hầu hết các ngân hàng đều tăng, những ngân hàng có tỷ trọng bán lẻ cao và tiếp tục gia tăng như VIB, SGB, ACB, TPB, VPB, HDB.... Năm 2023, các ngân hàng kỳ vọng sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động cho vay bán lẻ trong cơ cấu tín dụng khi định hướng tập trung gia tăng thị phần bán lẻ nhằm đa dạng hóa rủi ro và cải thiện khả năng sinh lời.



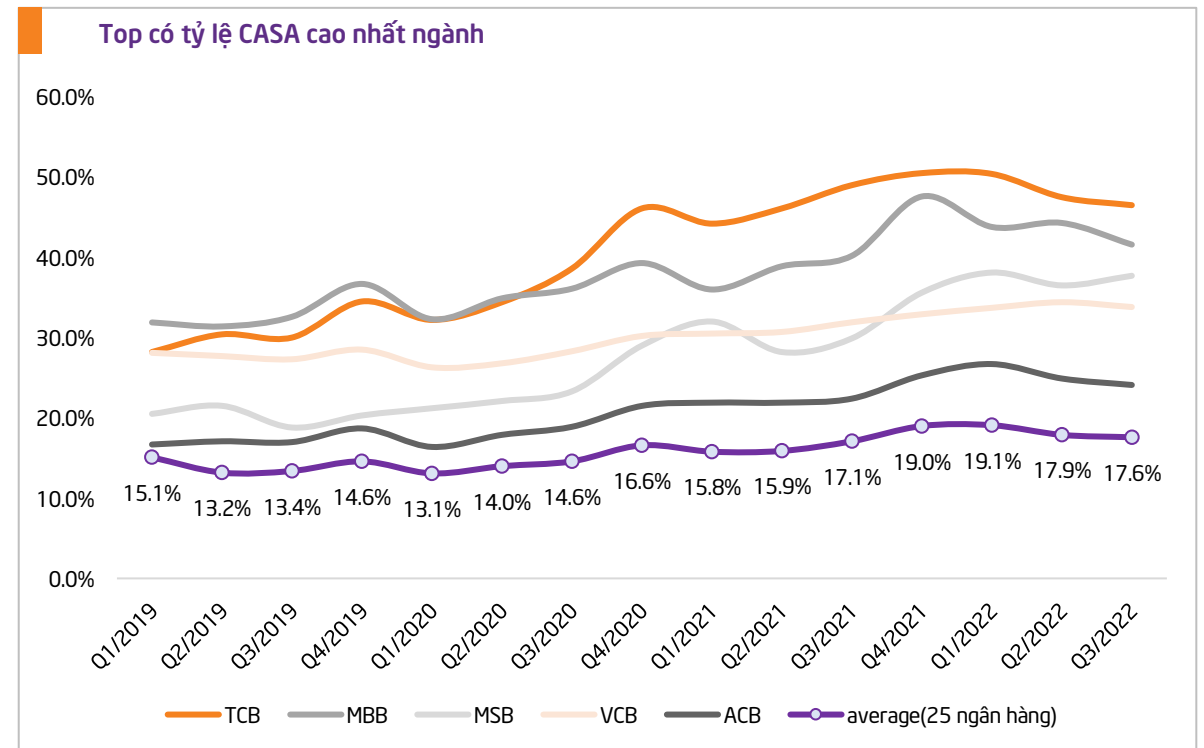
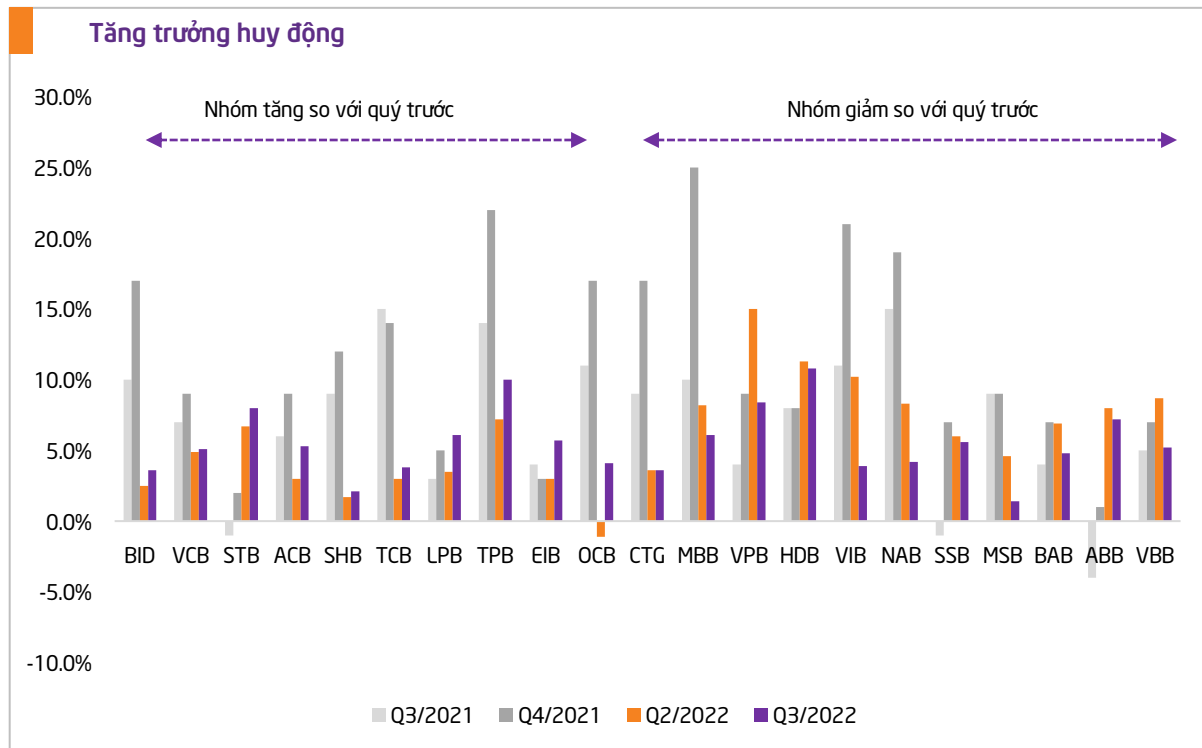
Huy động tiền gửi kỳ vọng cải thiện trong năm 2023 nhờ môi trường lãi suất hấp dẫn

- ❖ Những tháng cuối năm 2022 chúng kiến huy động sụt giảm so với đầu năm, đặc biệt là lượng tiền gửi gia tăng từ khu vực dân cư không bù đắp được sự sụt giảm lượng tiền gửi từ tổ chức kinh tế - điều này không nhìn thấy ở giai đoạn 2019-2021, dẫn đến nguồn vốn trở nên cấp thiết hơn trong khi nhu cầu tín dụng vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao.
- ❖ Tính đến cuối Q3/2022, nguồn vốn huy động tại các ngân hàng hầu như thấp hơn so với cùng kỳ năm trước, ngoại trừ VPB, HDB, STB, LPB. So Q3/2022 với Q2/2022 và có sự phân hóa, nhóm ngân hàng có nguồn vốn huy động tăng là BID, VCB, STB, ACB, SHB, TCB... và các ngân hàng thuộc nhóm giảm là MBB, VPB, HDB, VIB, NAB....
- ❖ Năm 2023, kì vọng lượng tiền gửi của dân cư tiếp tục tăng lên nhờ môi trường lãi suất hấp dẫn trong khi đó huy động từ doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng chậm lại một phần vì nguồn tiền cần thiết phục vụ hoạt động sản xuất, kinh doanh và nhu cầu dòng vốn hoạt động thông suốt trong thời kì chi phí lãi vay tăng.



Tỷ lệ CASA có xu hướng giảm trong bối cảnh lãi suất gia tăng

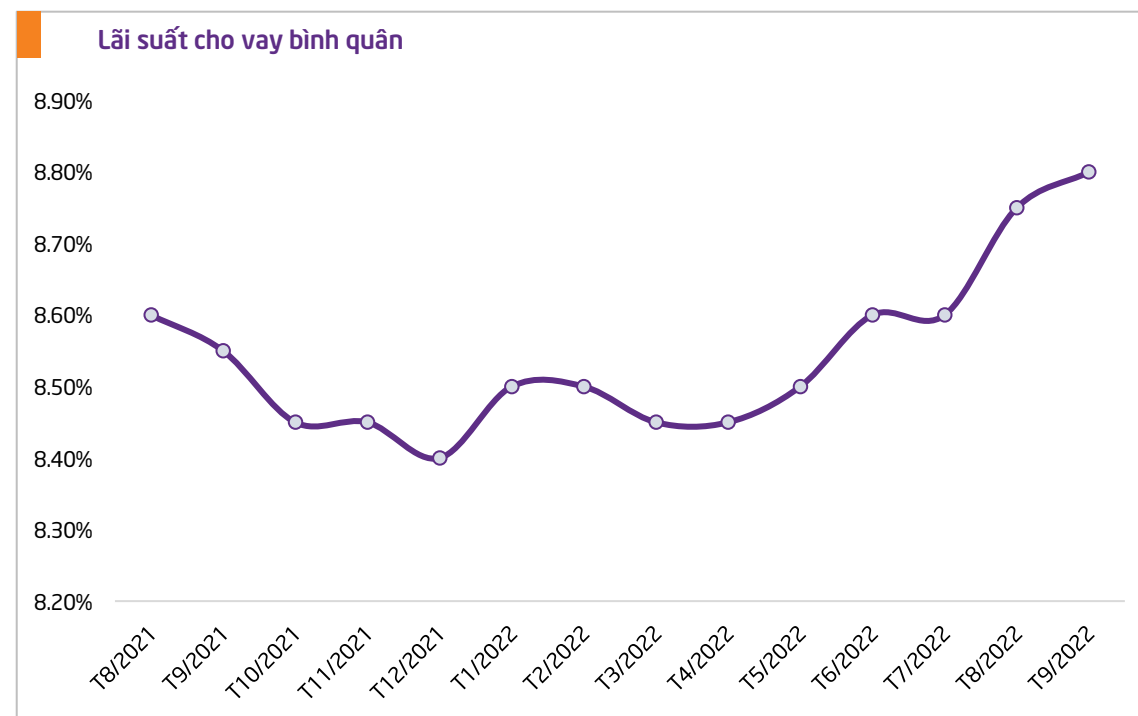
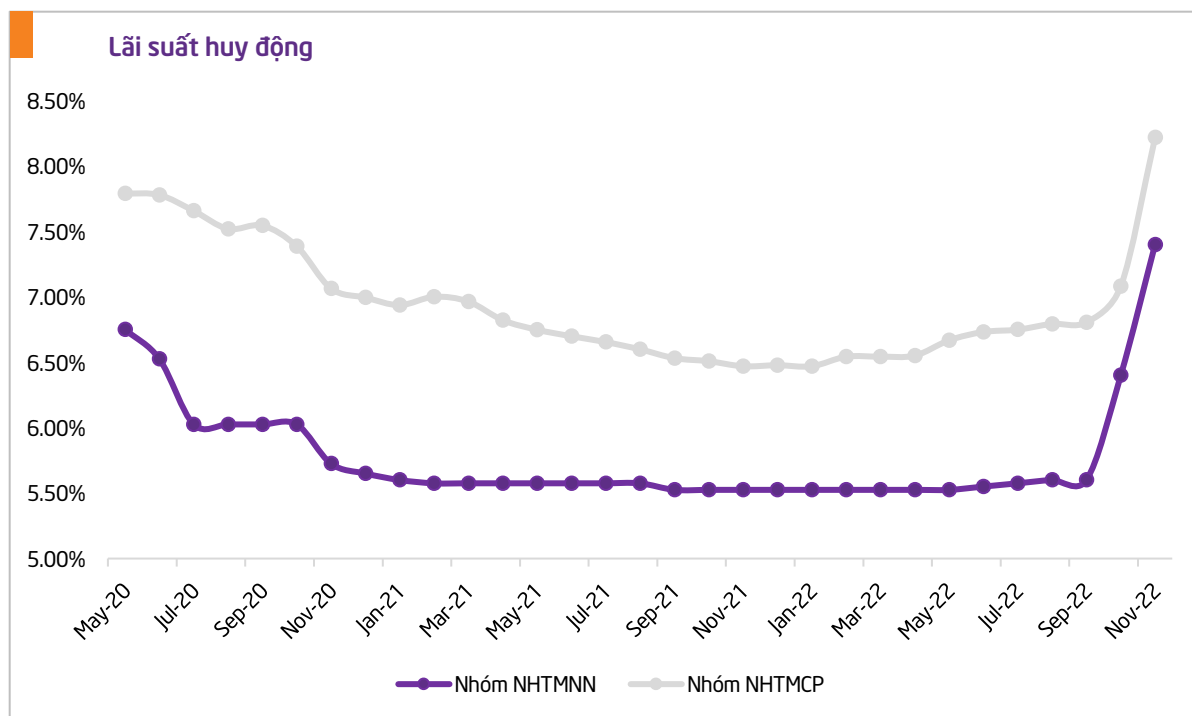
- ❖ Tính đến cuối Q3/2022, tỷ lệ CASA vẫn duy trì ở mức cao so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tỷ lệ này có xu hướng giảm dần về cuối năm 2022 do lãi suất tăng và nhu cầu chuyển dịch từ tiền gửi không kỳ hạn sang có kỳ hạn để hưởng lãi suất cao hơn. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cũng cần cân đối nguồn vốn trong điều kiện thanh khoản không dồi dào như trước. Top 10 NHTMCP có tỷ lệ CASA lớn nhất lần lượt là TCB, MBB, MSB, VCB, ACB, KLB, STB, CTG, VPB, BID.
- ❖ Các ngân hàng tập trung hoạt động số hoá, nâng cao nền tảng giao dịch online, mobile app và các chương trình thu hút khách hàng. Đầu năm 2022 các ngân hàng lớn như Vietcombank, BIDV, Vietinbank đã áp dụng miễn phí trên các ứng dụng ngân hàng như phí duy trì tài khoản, phí chuyển tiền nội bộ, ngoại mạng..... góp phần thu hút khách hàng và gia tăng tỷ lệ CASA. Cuối năm 2022, các một số ngân hàng đã tăng lãi suất từ gửi CASA từ mức 0.1-0.2%/năm lên 1%/năm như TCB, VPB, NAB, KLB....
- ❖ Năm 2023, nguồn vốn CASA sẽ kì vọng duy trì mức cao tương đương năm 2022. Các ngân hàng vẫn tiếp tục chú trọng đẩy mạnh hoạt động thu hút CASA trong bối cảnh lãi suất xu hướng gia tăng.



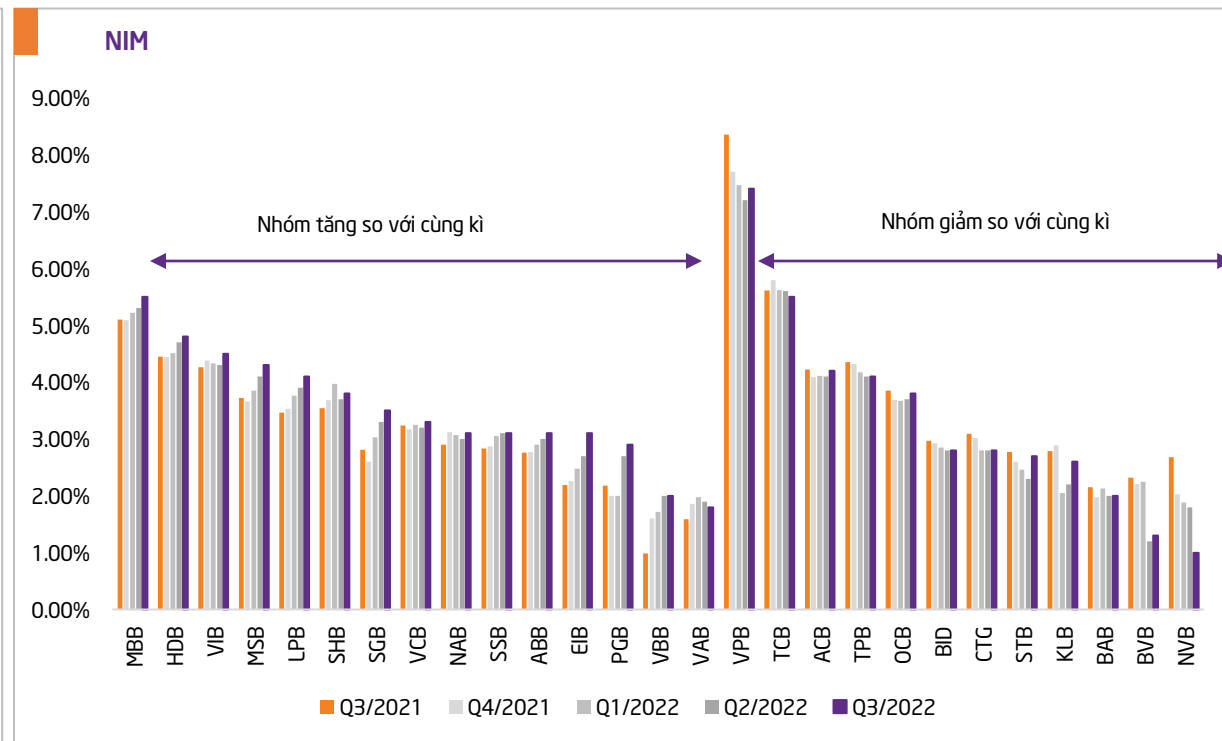
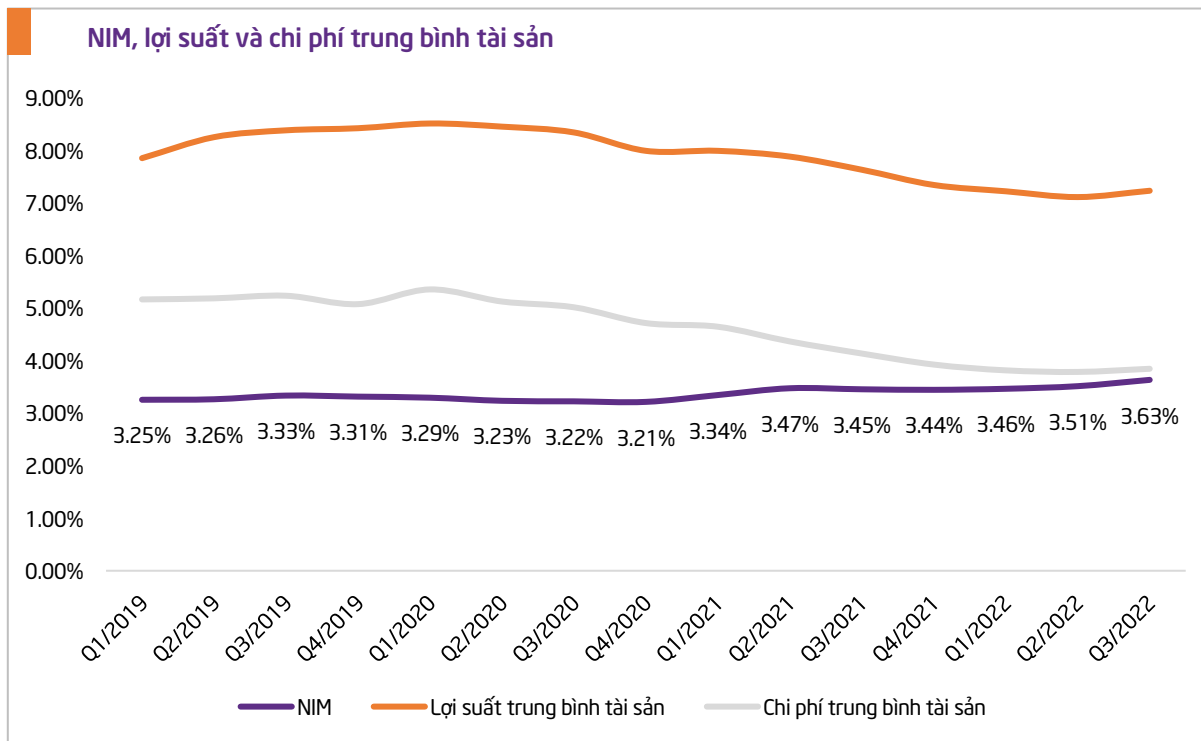
- ❖ Diễn biến lãi suất huy động 2022: Lãi suất tăng mạnh vào những tháng cuối năm 2022 cho cả nhóm NHTMCP tư nhân và nhà nước khi NHNN quyết định tăng lãi suất điều hành thêm 2% trong tháng cuối tháng 09 và 10/2022 – mức lãi suất đã về trước đại dịch Covid. Trong điều kiện thanh khoản hệ thống không dồi dào như trước và nhu cầu tín dụng cao, các ngân hàng đã chạy đua tăng lãi suất nhằm thu hút nguồn vốn nhằm đáp ứng nhu cầu hoạt động của ngân hàng. Tính đến 14/12/2022, lãi suất huy động có kì hạn 6 tháng đến dưới 12 tháng giao động mức cao từ 6.1% - 8.3%/năm, có ngân hàng đã đưa mức huy động lên mức 11%.

Tuy nhiên, trong tháng 12/2022, ngân hàng nhà nước có chỉ đạo yêu cầu các ngân hàng điều chỉnh giảm lãi suất và theo báo cáo hiệp hội ngân hàng các ngân hàng thống nhất áp dụng mức lãi suất huy động các kì hạn tối đa là 9.5%/năm và thời gian áp dụng từ gần giữa tháng 12/2022 đến hết tết nguyên đán năm 2023.

- ❖ Năm 2023, lãi suất huy động được kì vọng sẽ tiếp tục tăng trong điều kiện lạm phát có xu hướng gia tăng và nhu cầu tín dụng dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao. Ngoài ra, Lãi suất cho vay cũng sẽ điều chỉnh theo xu hướng của lãi suất huy động. Tuy nhiên, kì vọng lãi suất cho vay sẽ tăng chậm hơn so với mức tăng lãi suất huy động.



- ❖ NIM 2022: Tính đến cuối Q3/2023, chỉ số NIM trung bình ngành (theo TTM) tăng so với cùng kì nhờ vào (1) tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao so với cùng kì (2) gia tăng tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân. Chi tiết, nhóm ngân hàng có NIM gia tăng so với cùng kì như là: MBB, HDB, MBB, VIB, MSB, LPB, SHB, VCB,... Nhóm ngân hàng có NIM giảm so với cùng kì như: VPB, TCB, ACB, TPB, ACB
- ❖ NIM 2023: NIM 2023 sẽ phụ thuộc lớn vào tình hình diễn biến lãi suất. Trong trường hợp lãi suất tiếp tục tăng, chúng tôi ước tính NIM sẽ sụt giảm nhẹ so với năm 2022 với triển vọng (1) tốc độ lãi suất cho vay tăng chậm hơn lãi suất tiền gửi (2) Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn quy định điều chỉnh từ mức 37% xuống còn 34% từ 01/10/2022 đến 30/09/2023 và xuống còn 30% từ 01/10/2023 cũng góp phần giảm lợi suất sinh lời khoản tài sản. Trong khi đó các ngân hàng tiếp tục gia tăng tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân và tỷ lệ CASA giúp cải thiện tăng khả năng sinh lời tài sản.

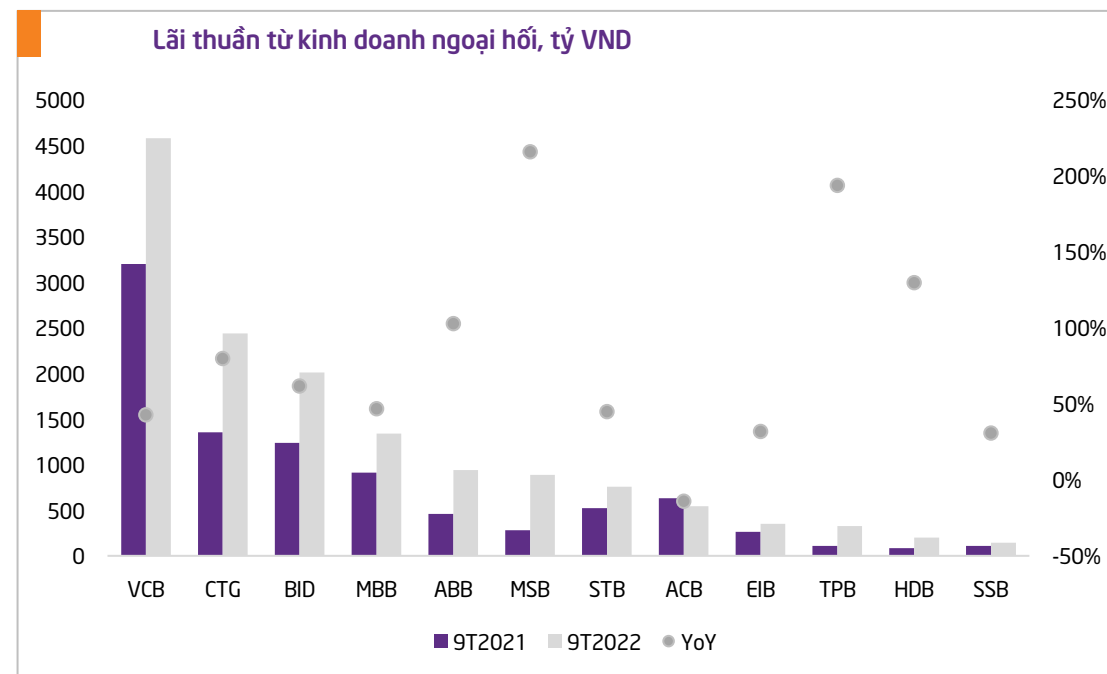
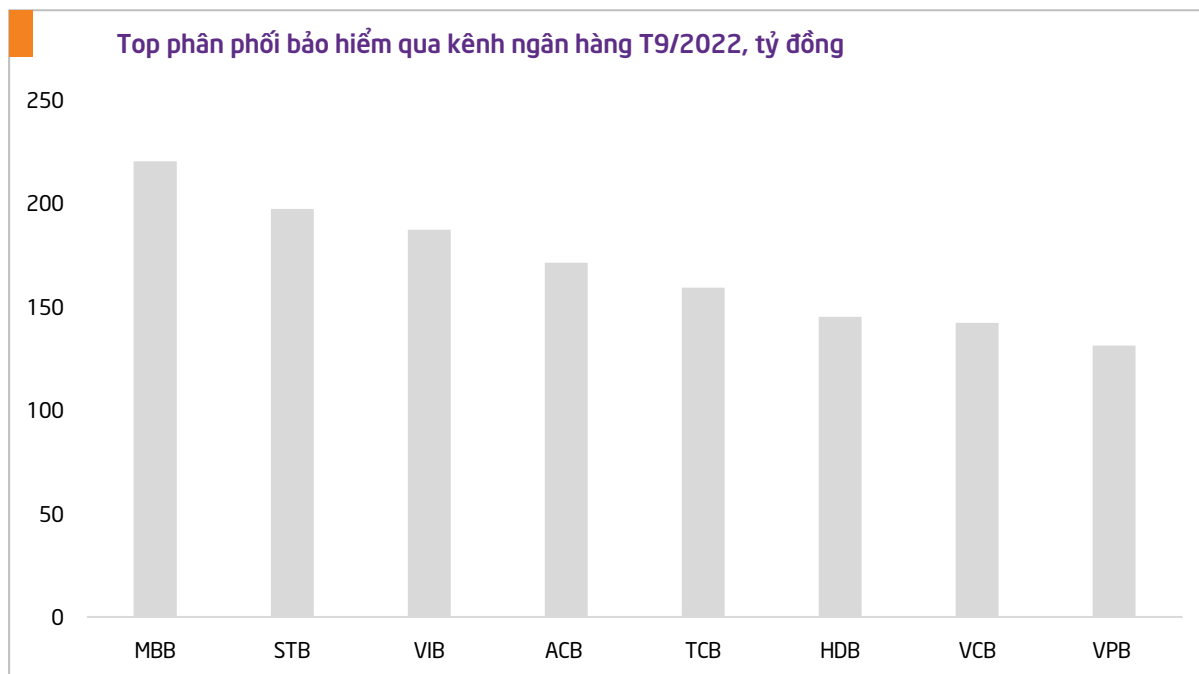


Hoạt động ngoài lãi gia tăng đến từ hoạt động thanh toán, bảo hiểm, và ngoại hối

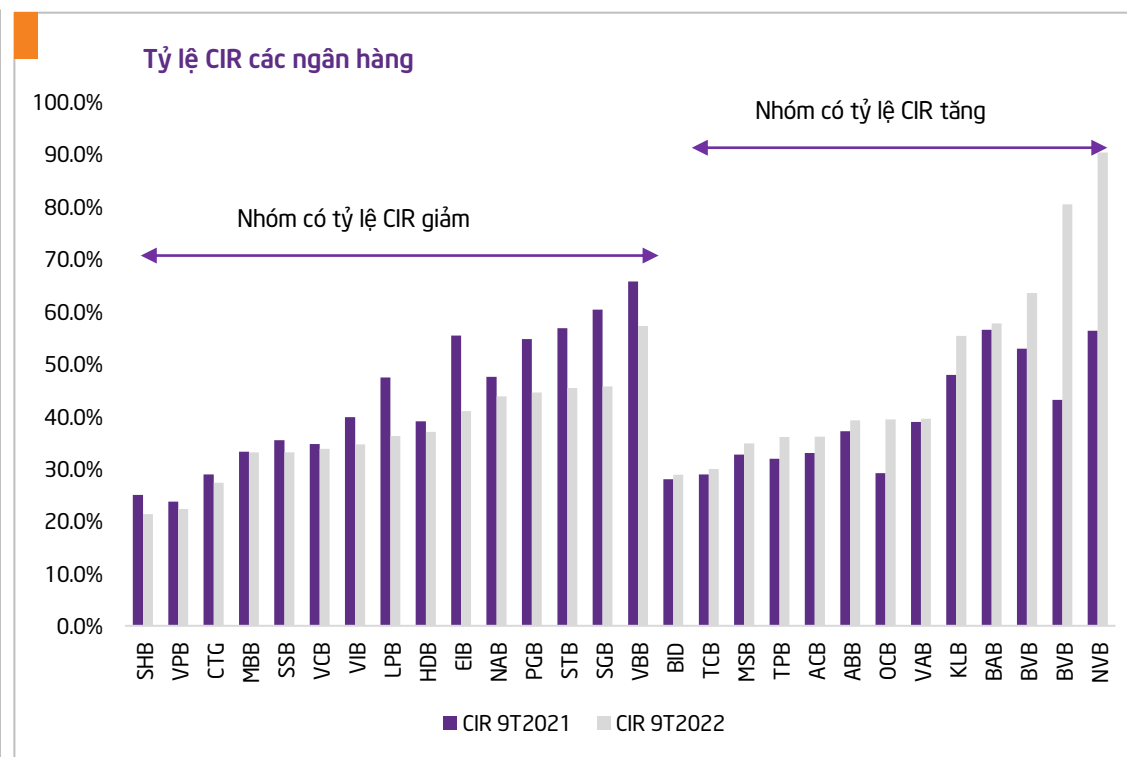
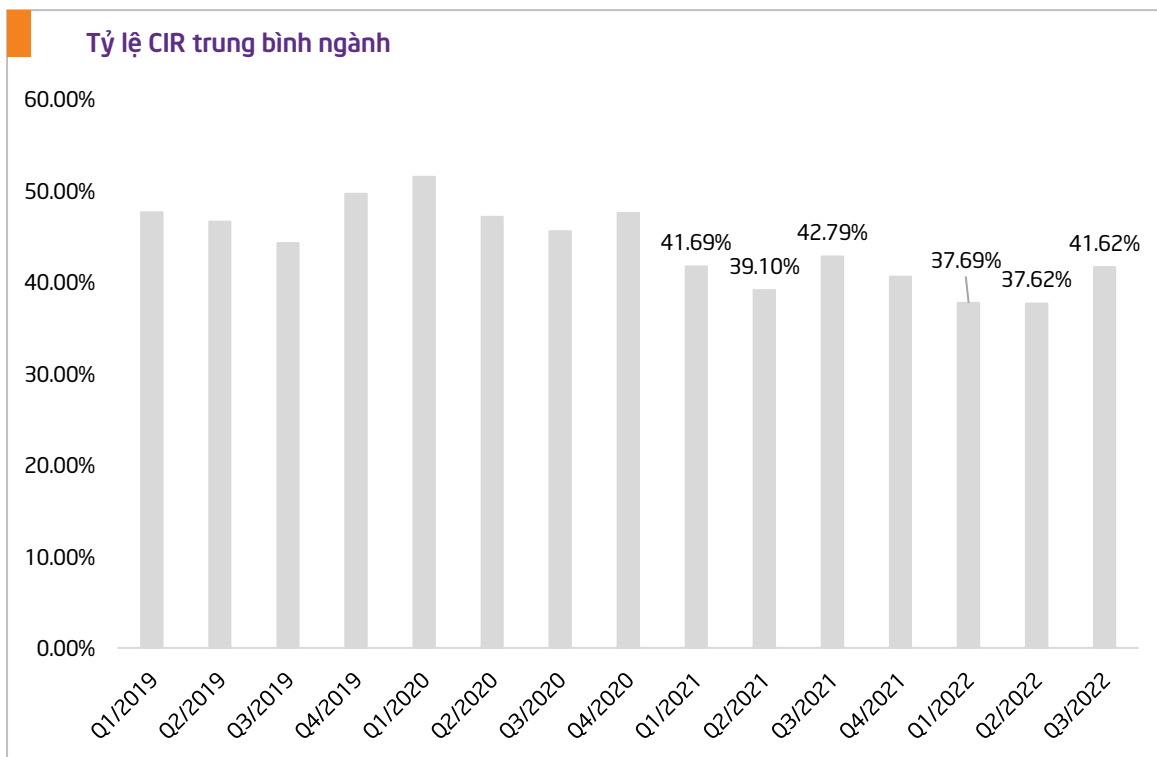
- ❖ **Hoạt động thanh toán:** Theo báo cáo NHNN, 6T2022, tổng doanh số thanh toán đạt trên 185,000 tỷ đồng. Trong đó, thanh toán không dùng tiền mặt (KDTM) đạt trên 124,000 tỷ đồng, +42.3%YoY. Trong 9T2022, những ngân hàng có lãi thuần từ thanh toán cao như MBB +86%YoY, TCB +86%YoY, VPB +101%YoY....

Sang năm 2023, hoạt động thanh toán tiếp tục tăng trưởng hai con số trong xu hướng thanh toán không dùng tiền mặt với đa dạng hình sản phẩm và hình thức thanh toán (thanh toán qua mã QR, mã hoá thông tin thẻ, ví điện tử...). Theo nghị định 1813/QĐ-TTg, mục tiêu đến 2025 giá trị thanh toán không dùng tiền mặt gấp 25 lần GDP, tốc độ tăng trưởng bình quân về số lượng và giá trị giao dịch KDTM là 20-25%/năm, số lượng qua kênh di động 50%-80%/năm và số GTGD qua kênh di động là 80-100%/năm, và tốc độ tăng trưởng qua kênh internet là 35%-40%/năm

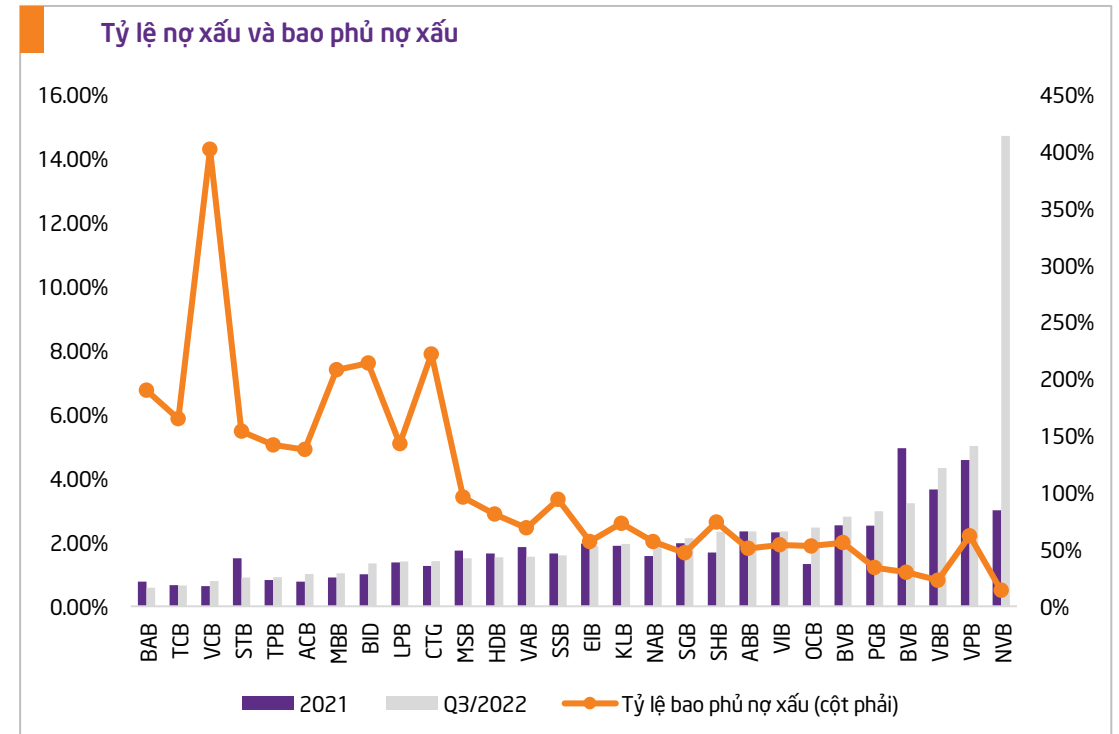
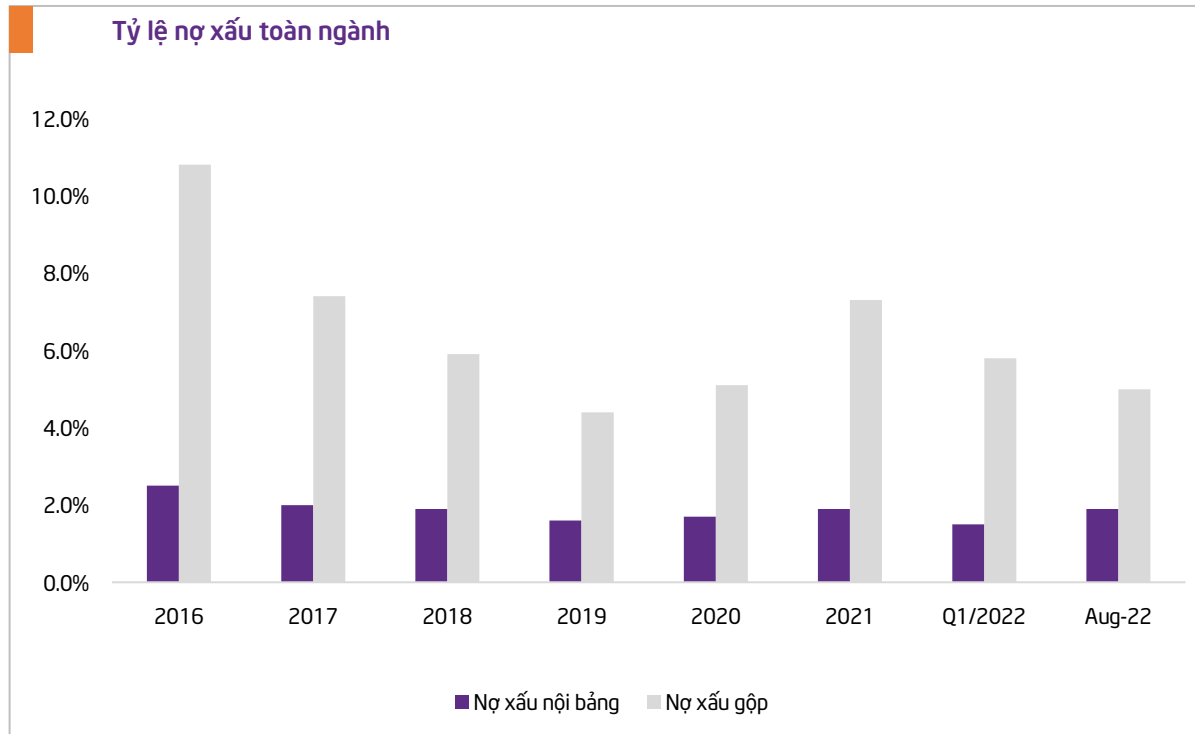
- ❖ **Hoạt động bảo hiểm:** các ngân hàng tăng mạnh doanh thu phí bancassurance 9T/2022 là TCB + 50%YoY, VPB +39%YoY, và VIB +16%YoY.... Dẫn đầu hoạt động thu phí phân phối bảo hiểm là MBB, STB, VIB, ACB, TCB (tháng 09/2022). Hoạt động phân phối bảo hiểm 2023 kì vọng tiếp tục duy trì động lực tăng trưởng.
- ❖ **Hoạt động kinh doanh ngoại hối:** Kì vọng hoạt động kinh doanh ngoại hối năm 2023 tiếp tục tăng trưởng cao với nhu cầu giao dịch hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu tiếp tục được thúc đẩy và sự biến động của tỷ giá sẽ tiếp diễn.



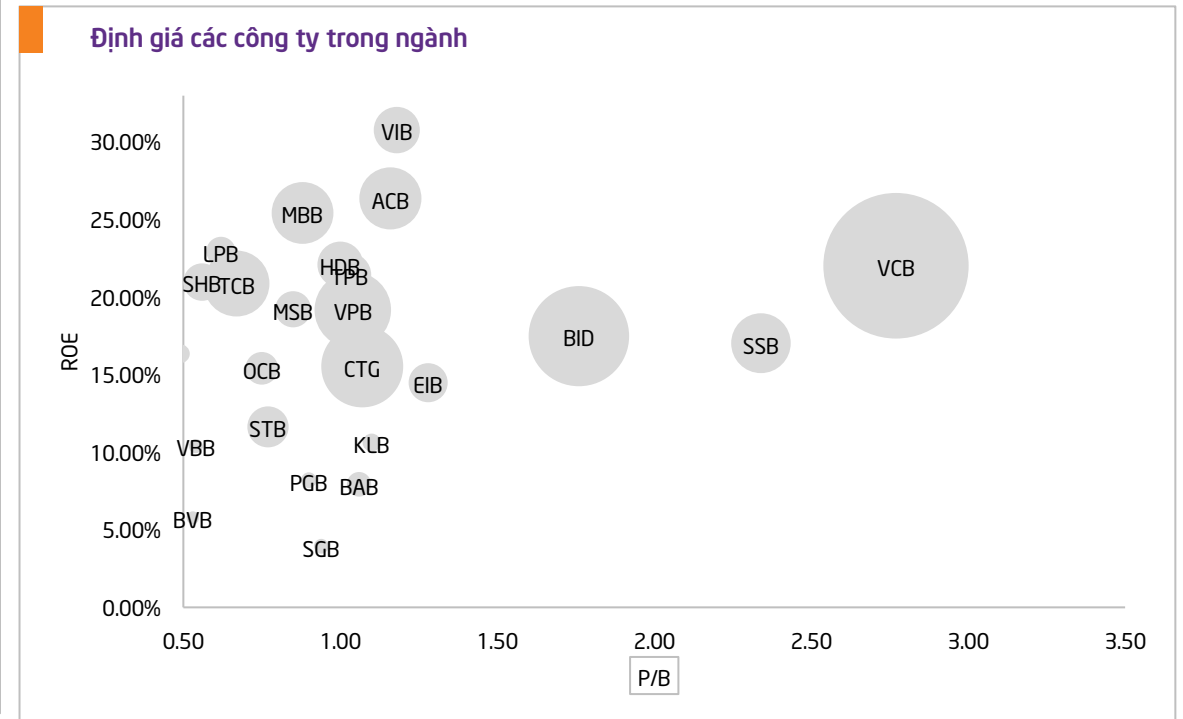
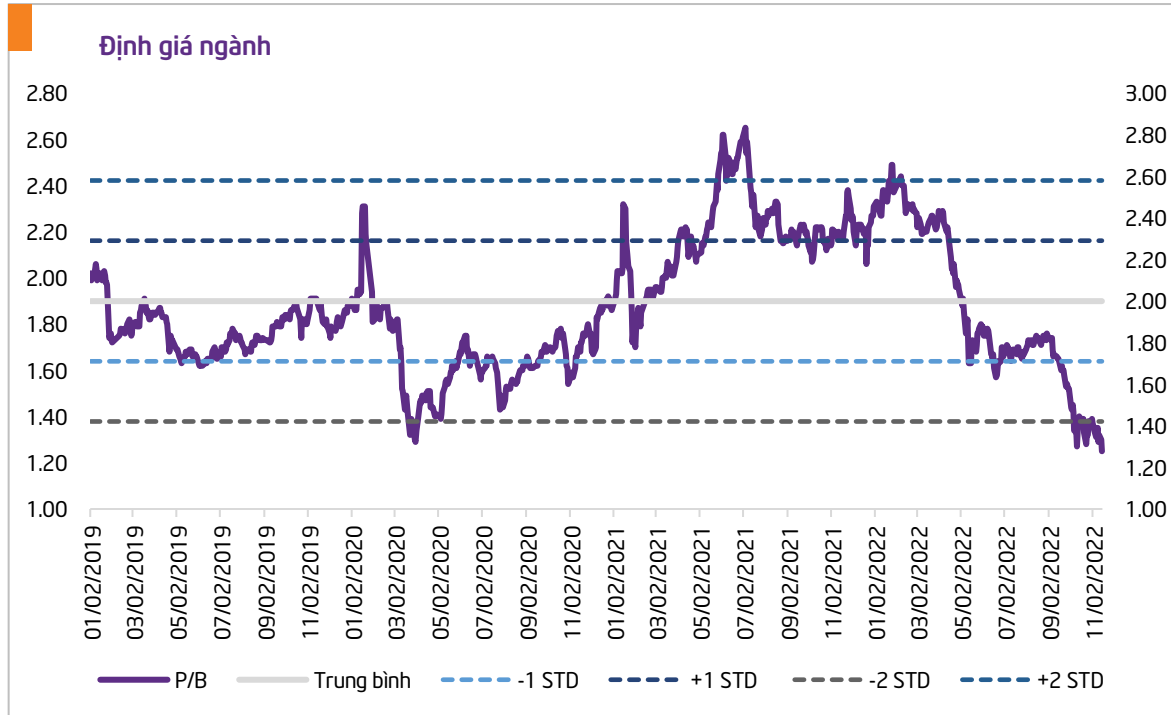
- ❖ Tính đến cuối Quý 3/2022, tỷ lệ CIR trung bình ngành (25 ngân hàng niêm yết) giảm nhẹ so với cùng kì. Các ngân hàng SHB, VPB, CTG, TCB, BID là top 5 doanh nghiệp có tỷ lệ CIR thấp nhất ngành. Nhóm ngân hàng có tỷ lệ CIR tiếp tục cải thiện trong 9T2022 như SHB, VPB, CTG, MBB, SSB, VCB..... Ngược lại, nhóm ngân hàng với tỷ lệ CIR có xu hướng tăng như BID, TCB, MSB, TPB, ACB.....
- ❖ Kì vọng 2023: CIR của ngành kì vọng sẽ tiếp tục cải thiện nhờ vào các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh hoạt động số hoá giúp tối ưu hoá chi phí hoạt động. Mục tiêu chung của ngành là đến năm 2025 có tối thiểu 50% nghiệp vụ ngân hàng cho phép khách hàng thực hiện hoàn toàn trên môi trường số, năm 2030 tỷ lệ này là 70%.



- ❖ Năm 2022: Tỷ lệ nợ xấu tăng dần trong giai đoạn nửa cuối năm nguyên nhân do thông tư 14/2021/TT-NHNN (về việc cơ cấu nợ nhằm hỗ trợ khách hàng bị ảnh hưởng bởi covid-19) hết hiệu lực vào cuối 06/2022. Tuy nhiên, một số ngân hàng đã gia tăng trích lập dự phòng từ trước nên không gây áp lực gia tăng chi phí trong năm 2022. Nhóm ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao bao gồm: BAB, TCB, VCB, STB, TPB, ACB, MBB, BID, LPB, và CTG
- ❖ Các ngân hàng cũng đã tiến hành triển khai quản trị rủi ro theo Basel III. Một số ngân hàng đã công bố áp dụng tiêu chuẩn Basel III như VIB, HDB, TCB, ABB, TPB, MSB, STB...
- ❖ Năm 2023: Nhìn chung xu hướng nợ xấu dự kiến gia tăng và có sự phân hoá giữa các ngân hàng. Một số ngân hàng với (1) tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao (2) có khả năng kiểm soát rủi ro tốt, (3) cơ cấu tín dụng đối với phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn, và cá nhân ở phân khúc có thu nhập cao sẽ kì vọng sẽ ít bị áp lực. Ngược lại, áp lực gia tăng chi phí dự phòng đối với những ngân hàng kiểm soát nợ xấu kém, bộ đệm trích lập dự phòng mỏng và nhóm khách hàng dễ bị tác động khi lãi suất tăng.



- ❖ **Triển vọng 2023:** Kỳ vọng tăng trưởng thấp hơn so với năm 2022 với triển vọng (1) tăng trưởng tín dụng đạt mức 12%-14% (2) NIM sụt giảm nhẹ (3) tăng trưởng từ hoạt động ngoài lãi đến từ từ như ngoại hối, hoạt động thanh toán, và phân phối bảo hiểm (4) tỷ lệ CIR tiếp tục cải thiện trong xu thế chuyển đổi số hoá của toàn ngành (5) nợ xấu có xu hướng gia tăng trong điều kiện lãi suất tăng và TCKT yếu kém sẽ gặp khó khăn hoạt động.
- ❖ **Mức định giá của ngành ngân hàng đang ở mức thấp:** P/B hiện tại (ngày 15/11/2022) là 1.25x, thấp hơn mức định giá trung bình 5 năm 2x.
- ❖ **Rủi ro:** NHNN thi hành chính sách thắt chặt kéo dài, ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường trái phiếu và bất động sản tiếp diễn, và nợ xấu gia tăng cao hơn ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng.



Nguồn: Ngân hàng, Fiiipro, TPS thu thập

Tổng hợp kết quả kinh doanh 9T2022

NH	Vốn hoá	Tổng thu nhập HĐ	TOI - YoY	Chi phí hoạt động	CPHĐ - YoY	Chi phí dự phòng	CPDP - YoY	Lợi nhuận trước thuế	LNTT - YoY	NIM (*)	NPL (*)	Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (*)	ROE (*)	ROA (*)
VCB	354,939	49,420	18%	16,695	15%	7,786	-2.8%	24,940	29%	3.3%	0.8%	402%	22.0%	1.7%
BID	168,955	51,913	10%	14,970	13%	19,266	-16.9%	17,677	65%	2.8%	1.4%	214%	17.5%	0.9%
CTG	112,455	47,335	21%	12,940	14%	18,631	33.0%	15,764	13%	2.8%	1.4%	222%	15.5%	0.9%
VPB	98,348	45,029	36%	10,051	28%	15,141	11.1%	19,837	69%	7.4%	5.0%	62%	19.2%	3.2%
TCB	72,807	31,475	17%	9,408	21%	1,245	-38.9%	20,822	22%	5.5%	0.7%	165%	20.9%	3.4%
ACB	64,509	20,864	19%	7,541	30%	-180	-106.4%	13,503	51%	4.2%	1.0%	138%	26.4%	2.5%
MBB	64,156	33,841	26%	11,187	25%	4,462	-25.9%	18,192	53%	5.5%	1.0%	208%	25.4%	2.7%
SSB	59,781	7,282	41%	2,410	32%	856	7.3%	4,016	59%	3.1%	1.6%	94%	17.0%	1.7%
VIB	35,830	13,371	29%	4,631	12%	926	1.2%	7,814	46%	4.5%	2.4%	54%	30.8%	2.5%
HDB	35,214	16,098	33%	5,960	26%	2,123	61.1%	8,016	32%	4.8%	1.5%	81%	22.1%	2.0%
TPB	31,477	11,954	21%	4,299	36%	1,729	-26.4%	5,926	35%	4.1%	0.9%	142%	21.4%	2.0%
STB	28,467	18,309	40%	8,319	12%	5,550	130.2%	4,440	37%	2.7%	0.9%	154%	11.6%	0.8%
EIB	25,757	5,374	63%	2,201	20%	-8	-101.6%	3,181	229%	3.1%	1.9%	57%	14.5%	1.6%
SHB	23,629	14,666	20%	3,120	2%	2,511	-38.7%	9,035	79%	3.8%	2.3%	74%	21.0%	1.6%
MSB	21,843	8,029	5%	2,795	11%	409	-60.3%	4,824	17%	4.3%	1.5%	96%	19.2%	2.3%
OCB	17,946	5,885	-6%	2,317	27%	920	39.2%	2,649	-30%	3.8%	2.5%	53%	15.4%	1.9%
LPB	14,404	10,490	50%	3,800	14%	1,867	110.4%	4,822	72%	4.1%	1.4%	143%	23.0%	1.5%
BAB	10,086	1,862	8%	1,074	10%	73	43.4%	715	2%	2.0%	0.6%	190%	7.9%	0.6%
NVB	7,795	772	-37%	697	2%	255	-21.8%	-180	-188%	1.1%	14.7%	14%	-7.5%	-0.5%
NAB	6,068	4,076	25%	1,786	15%	435	49.0%	1,855	30%	3.1%	2.0%	57%	16.4%	1.1%
ABB	5,814	3,745	17%	1,469	24%	528	30.1%	1,748	9%	3.1%	2.4%	51%	13.8%	1.3%
KLB	5,532	1,886	5%	1,044	22%	329	521.4%	513	-42%	2.6%	2.0%	73%	10.6%	0.7%
PGB	4,052	1,094	36%	487	10%	220	136.1%	387	42%	2.9%	3.0%	34%	8.2%	0.9%
SGB	3,664	806	35%	368	2%	202	373.4%	236	21%	3.5%	2.1%	47%	3.9%	0.6%
VBB	3,319	1,740	26%	995	10%	209	165.3%	536	36%	2.0%	4.3%	23%	10.4%	0.6%
VAB	3,170	1,393	14%	551	16%	33	-85.4%	810	55%	1.9%	1.6%	69%	13.5%	1.0%
BVB	2,632	1,496	12%	950	35%	123	-49.2%	423	10%	2.3%	2.8%	56%	5.8%	0.4%
Toàn ngành		410,205	22%	132,065	19%	85,641	-1.0%	192,501	39%	3.5%	2.4%	110.1%	15.8%	1.5%

NGÀNH BẢO HIỂM:

HƯỞNG LỢI TỪ XU HƯỚNG TĂNG LÃI SUẤT



Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ kì vọng duy trì tăng trưởng cao

❖ Kì vọng tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm 2023 duy trì ở mức cao:

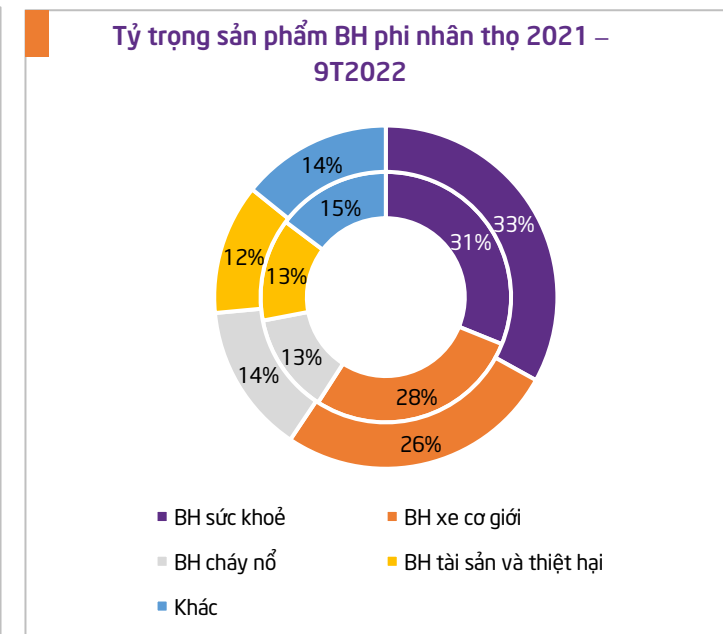
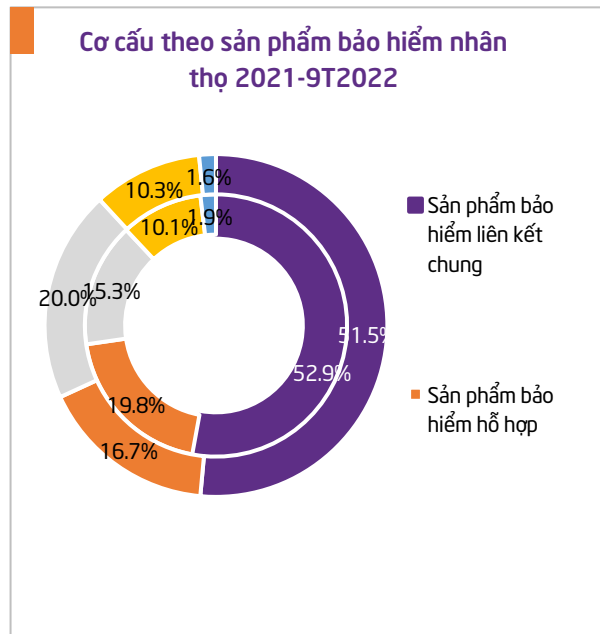
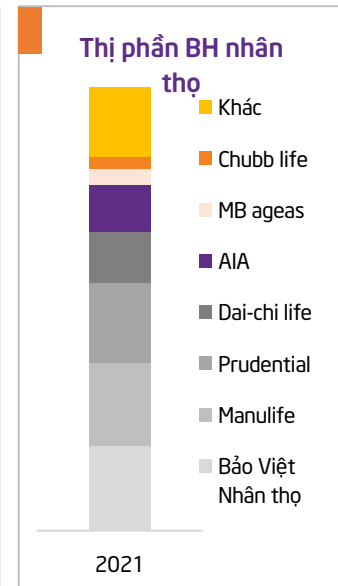
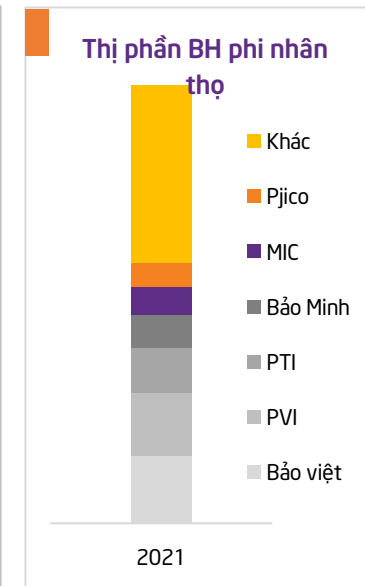
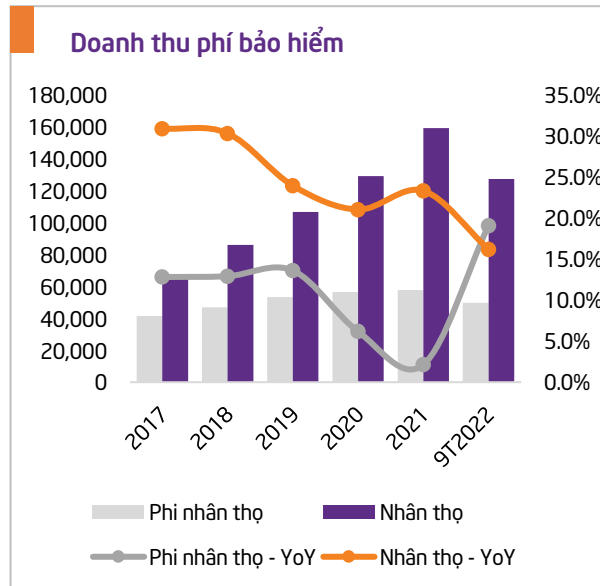
Năm 2022: Theo ước tính của Hiệp hội Bảo Hiểm, Tổng doanh thu phí bảo hiểm 9T2022 ghi nhận 177,303 tỷ đồng, +16.9%YoY. Trong đó, Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ có sự hồi phục và đạt mức 49,792 tỷ đồng – tăng mạnh +19.1%YoY nhờ gia tăng nhu cầu bảo hiểm sức khoẻ và xe cơ giới; Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ ghi nhận 127,511 tỷ đồng, +16.2%YoY, nhờ gia tăng nhu cầu từ sản phẩm liên kết đơn vị.

Triển vọng năm 2023: Với việc tỷ lệ tham gia còn thấp, quy mô ngành còn nhỏ, và thu nhập ngày càng tăng, Ngành bảo hiểm Việt Nam được đánh giá vẫn còn rất tiềm năng phát triển trong thời gian tới. Tăng trưởng chung của ngành dự báo tăng chậm hơn so với giai đoạn trước, nhưng vẫn duy trì ở mức cao với mục tiêu tăng trưởng 15%/năm trong giai đoạn 2022-2026. Riêng năm 2023, chúng tôi kì vọng như sau:

- Tăng trưởng bảo hiểm nhân thọ 2023 kì vọng duy trì mức tăng trưởng 15%-16%/năm động lực thúc đẩy bởi nhu cầu gia tăng từ sản phẩm liên kết đơn vị.
- Doanh thu phí đối mảng phi nhân thọ kì vọng mức 12%-14%/năm (mức tăng trưởng thời kì trước đại dịch) động lực được thúc đẩy bởi bảo hiểm sức khoẻ với nhu cầu sức khoẻ ngày càng nâng cao và bảo hiểm xe cơ giới tiếp tục tăng trưởng mạnh với sự bùng nổ nhu cầu xe ô tô (9T2022 sản lượng xe bán của các thành viên VAMA tăng 57%YoY)

❖ Cập nhật tình hình cạnh tranh trong ngành :

- Bảo hiểm nhân thọ - cuộc đua gay gắt của doanh nghiệp trong và ngoài nước: Mặc dù 9T2022 thị phần Bảo Hiểm Bảo Việt chiếm thị phần là 19.25% - tăng nhẹ so với thị phần cuối năm 2021 là 19.15% và là doanh nghiệp đứng đầu thị phần mảng bảo hiểm nhân thọ (theo IAV). Tuy nhiên, phí khai thác mới thì doanh nghiệp ngoại đang vươn lên và chiếm dẫn đầu với Top 1 là Manulife, top 2 là Prudential và top 3 là Bảo Việt nhân thọ. Cạnh tranh trong ngành cao thể hiện doanh nghiệp nước ngoài đang tận dụng tiềm lực và kinh nghiệm sẵn có để gia tăng thị phần.
- Đặc biệt trong đầu năm 2023, luật bảo hiểm mới có hiệu lực dẫn đến khả năng cạnh tranh lớn hơn khi thị trường bảo hiểm sẽ thực hiện công khai hoá thông tin và yêu cầu cung cấp thông tin đa chiều. Điều này góp phần gia tăng sự minh bạch và thu hút gia nhập ngành mới với sự tiềm năng của thị trường bảo hiểm.

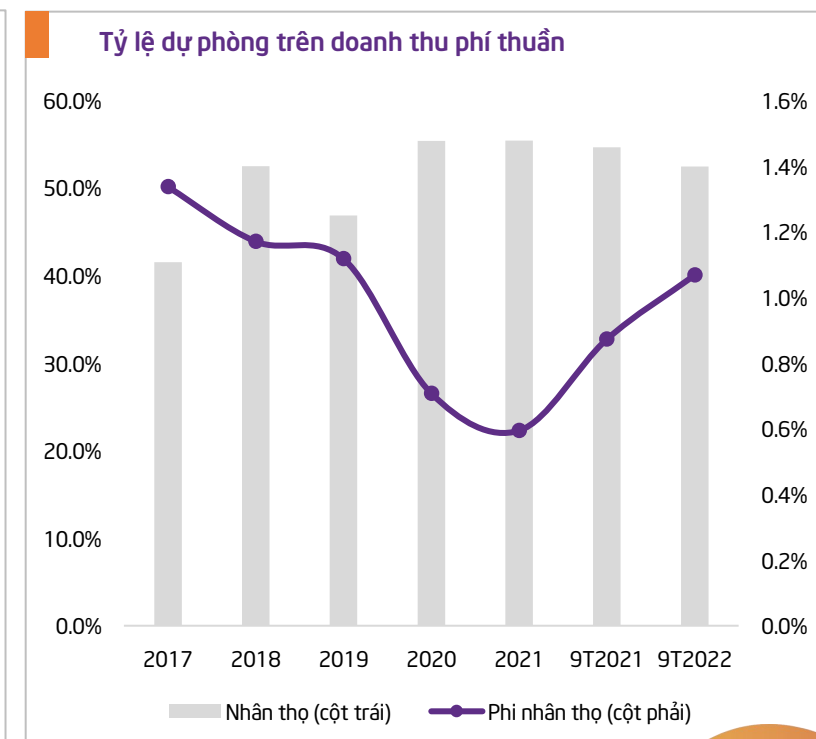
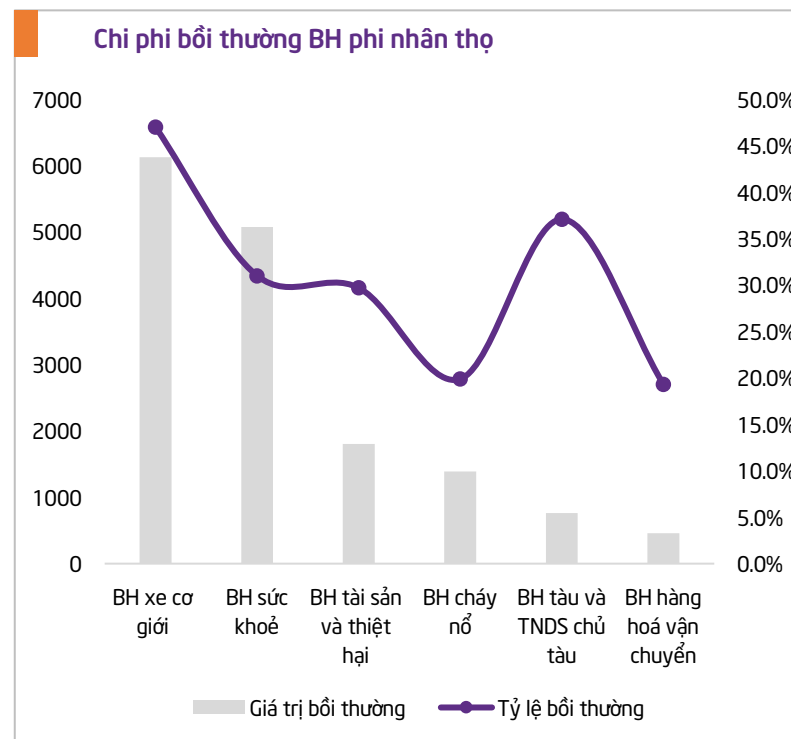
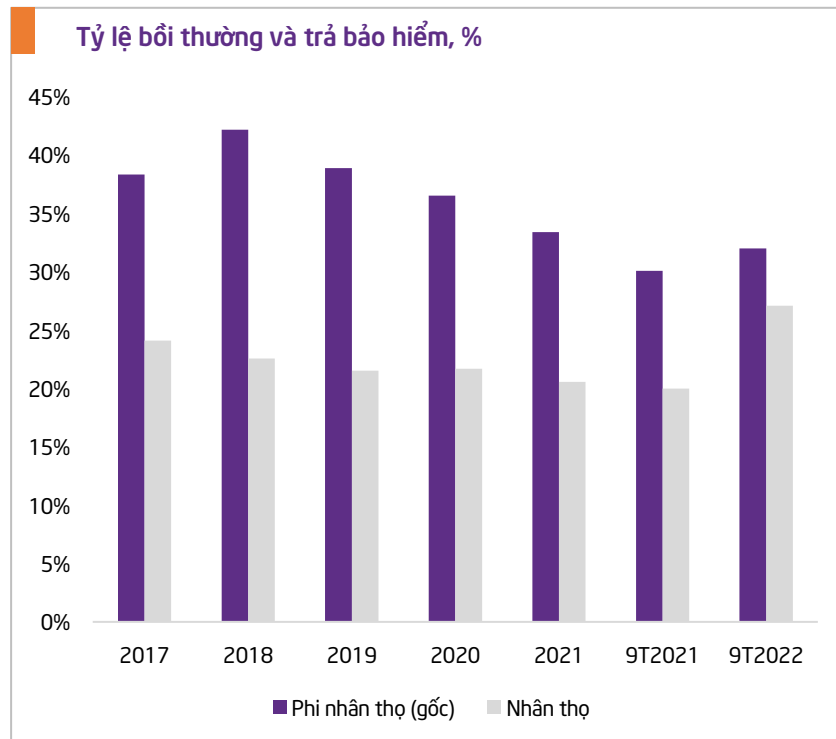


❖ **Bồi thường và chi trả bảo hiểm:** năm 2022, tỷ lệ bồi thường và chi trả bảo hiểm tăng cao hơn so với cùng kỳ do dịch bệnh, thiên tai và tai nạn giao thông có xu hướng gia tăng. Đối với chi phí bồi thường mảng bảo hiểm phi nhân thọ tăng trở lại nhưng vẫn chưa quay về tỷ lệ trước đại dịch (9T2022 là 32% so với trung bình 2016-2018 là 39%/năm). Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ tăng cao hơn so với giai đoạn trước covid-19 (9T2022 là 27% so với giai đoạn trước covid 2016-2018 là 22%-25%)

Triển vọng năm 2023: tỷ lệ bồi thường và chi trả bảo hiểm 2023 có xu hướng tăng và kì vọng sẽ quay về mức trước đại dịch. Cụ thể, tỷ lệ bồi thường nhóm phi nhân thọ kì vọng ghi nhận ở mức 37%-40% và tỷ lệ chi trả nhóm nhân thọ 2023 ít nhất 25%.

❖ **Trích lập dự phòng:** Tỷ lệ trích lập dự phòng của mảng bảo hiểm nhân thọ trên doanh thu chiếm tỷ trọng đáng kể - trên 50%. Trong khi đó, mức trích lập dự phòng của phi nhân thọ thì thấp và tỷ lệ trích lập từ 0.1%-5% trên doanh thu phí bảo hiểm. Trong năm 2022 tỷ lệ trích lập dự phòng (dự phòng toán học) của mảng bảo hiểm nhân thọ giảm.

Triển vọng năm 2023: Kì vọng chi phí trích lập dự phòng toán học sẽ giảm khi lãi suất chiết khấu tính dự phòng toán học - lợi tức trái phiếu chính phủ (kỳ hạn 10 năm) đang trong xu hướng gia tăng.



Lợi nhuận tài chính tăng mạnh nhờ vào lãi suất tăng

❖ **Danh mục đầu tư tài chính của các công ty bảo hiểm trong ngành:** Tại cuối Q3/2022, tiền gửi và trái phiếu tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu danh mục đầu tư tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm. Theo đó, xu hướng lãi suất gia tăng giúp các doanh nghiệp bảo hiểm gia tăng hiệu suất sinh lời đầu tư.

❖ **Cập nhật quy định về lĩnh vực đầu tư ngành bảo hiểm năm 2023 – mở rộng đầu tư kinh doanh bảo hiểm ra nước ngoài và đầu tư phải đảm bảo an toàn vốn:** Theo luật KDBH mới số 08/2022/QH15 (hiệu lực từ 01/01/2023), Các doanh nghiệp bảo hiểm được đầu tư ra nước ngoài khi đáp ứng đủ điều kiện về tài chính và đáp ứng yêu cầu theo luật định. Các khía cạnh được đầu tư ra nước ngoài: thành lập hoặc góp vốn vào doanh nghiệp bảo hiểm và tái bảo hiểm; mua, bán chứng khoán các giấy tờ có giá khác hoặc đầu tư thông qua các quỹ đầu tư chứng khoán, các định chế tài chính trung gian khác ở nước ngoài theo quy định của chính phủ.

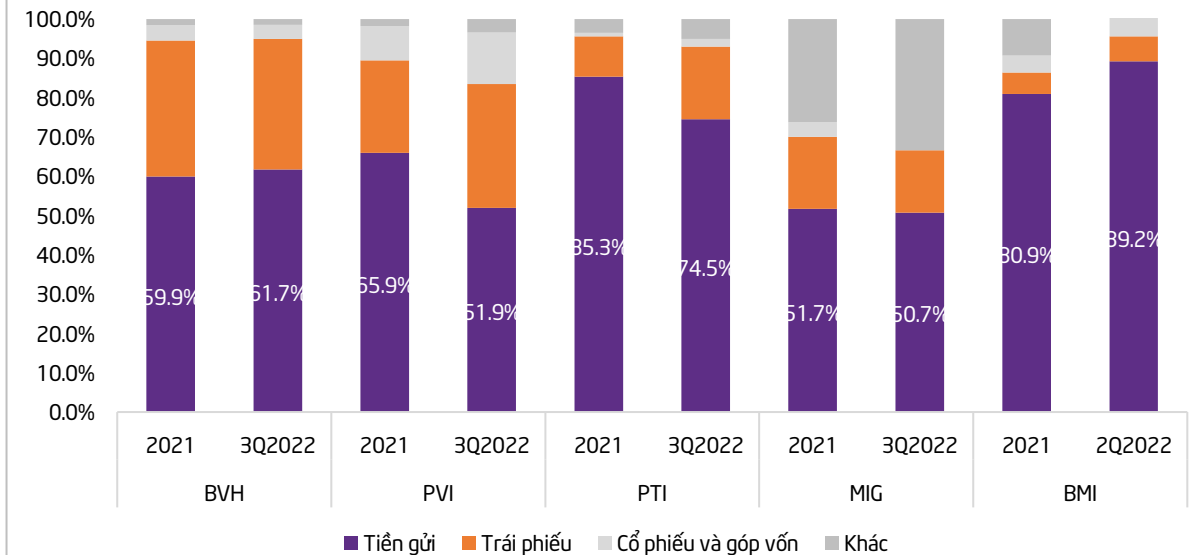
Tuy nhiên, các doanh nghiệp bảo hiểm không được phép tham gia góp vốn thành lập doanh nghiệp và đầu tư vào những lĩnh vực rủi ro cao làm giảm tỷ lệ an toàn vốn. Không được vay để đầu tư, uỷ thác vào chứng khoán, kinh doanh bất động sản hoặc góp vốn vào doanh nghiệp khác... Không được mua trái phiếu doanh nghiệp phát hành có mục đích cơ cấu lại các khoản nợ...

❖ **Xu hướng lãi suất 2023 tăng góp phần cải thiện lợi nhuận các doanh nghiệp Bảo Hiểm**

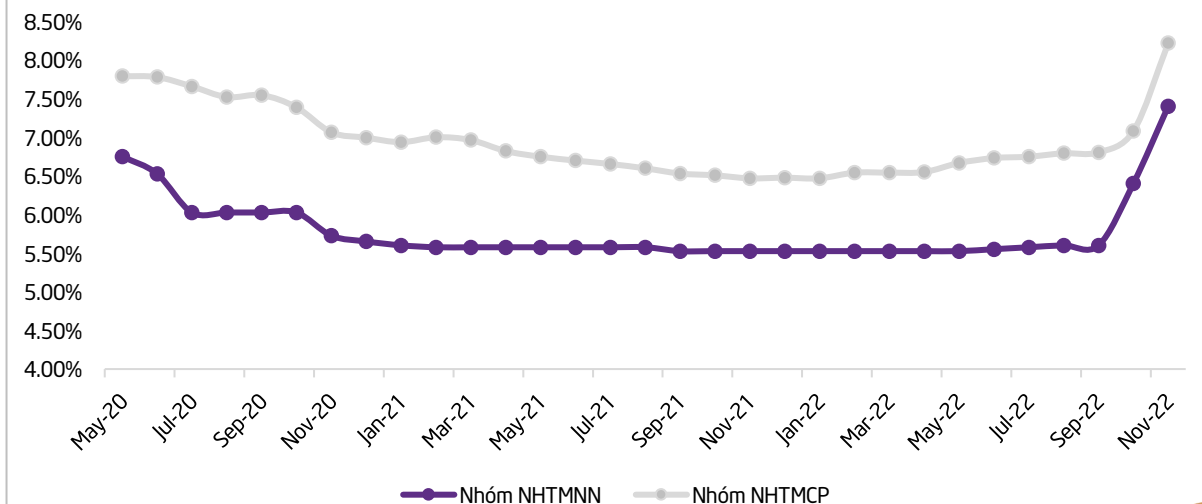
Xu hướng lãi suất tiền gửi của các ngân hàng tăng mạnh từ cuối quý 3/2022. Cụ thể, trong những tháng cuối năm 2022, các nhóm ngân hàng TMCP nhà nước tăng thêm khoảng 2% và các nhóm NHTMCP tư nhân lớn tăng từ 2.7%-3.2%. Với tỷ trọng tiền gửi ngân hàng và trái phiếu chính phủ chiếm phần lớn danh mục, xu hướng gia tăng lãi suất sẽ giúp các doanh nghiệp bảo hiểm kì vọng hưởng lợi và sẽ phản ảnh vào lợi nhuận đầu tư tài chính trong thời gian tới.

Triển vọng lãi suất năm 2023: Lãi suất tiền gửi 2023 kì vọng sẽ tiếp tục tăng trong điều kiện lạm phát có xu hướng tăng và nhu cầu tín dụng sẽ tiếp tục tăng cao. Kết quả kinh doanh của các công ty bảo hiểm kì vọng sẽ ghi nhận lợi nhuận từ việc tăng lãi suất.

Cơ cấu tài sản tài chính



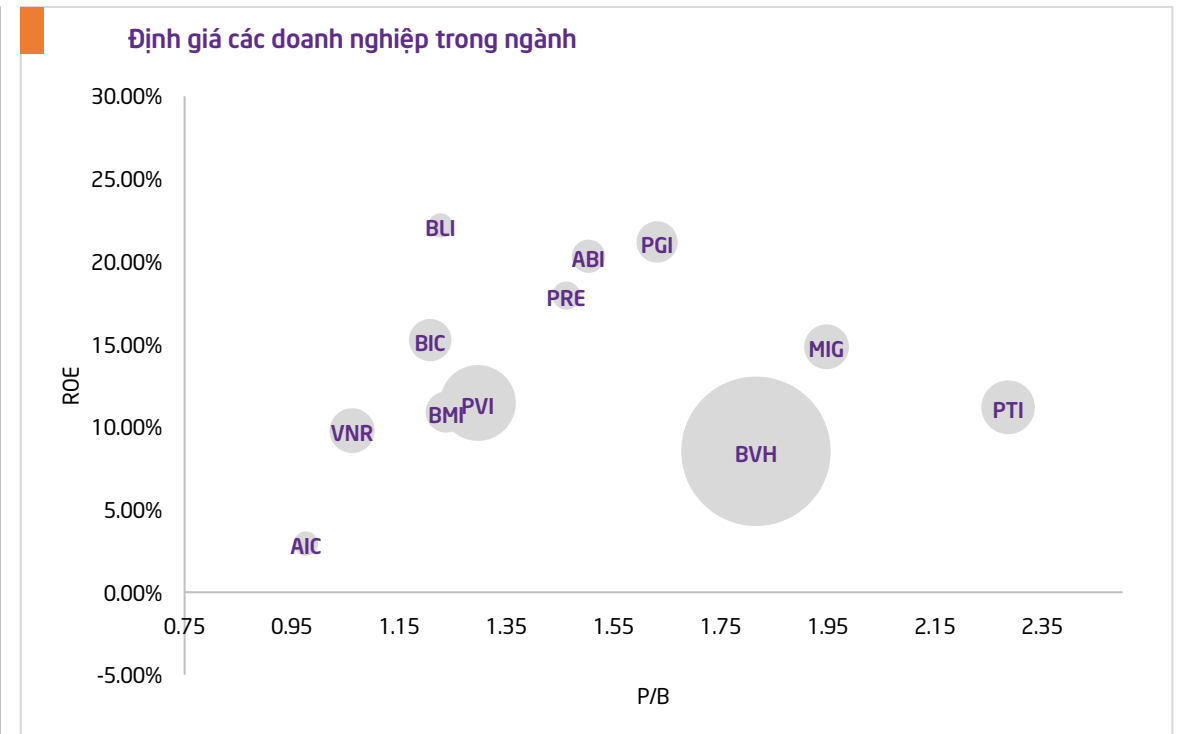
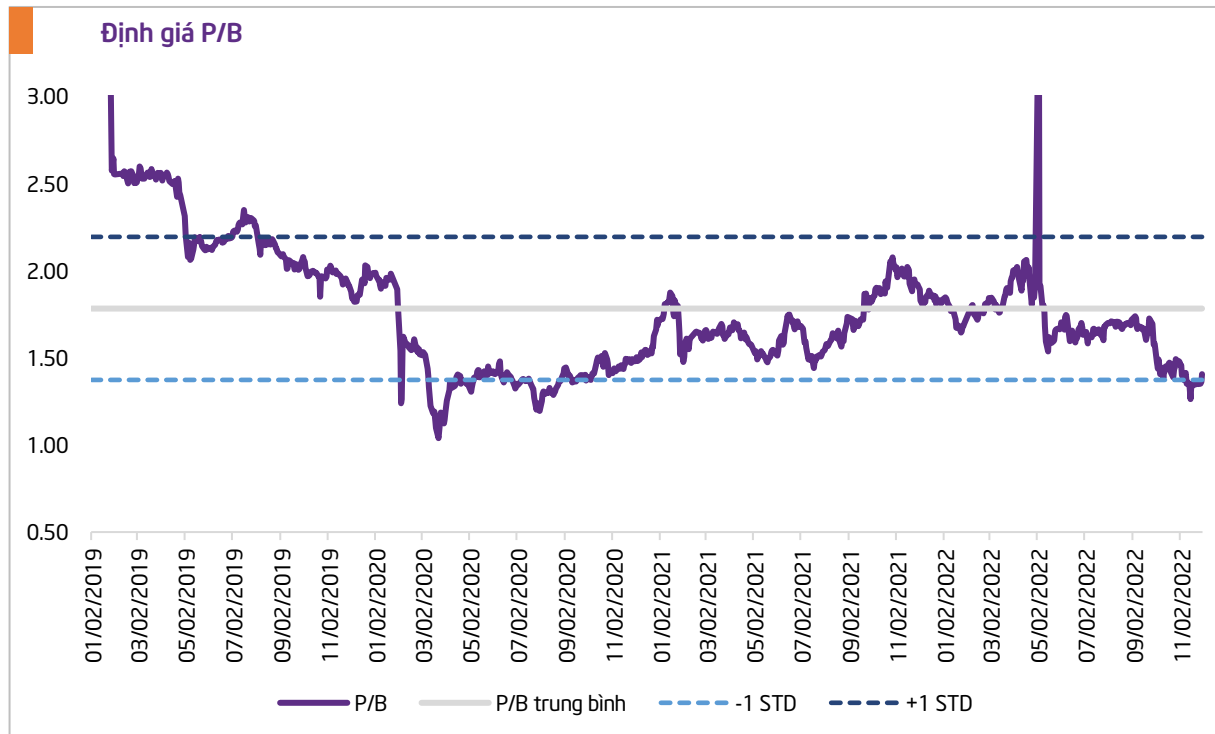
Lãi suất huy động



Nhận định: tăng trưởng tích cực năm 2023 nhờ từ (1) hưởng lợi từ xu hướng lãi suất và lợi suất trái phiếu có xu hướng tăng (2) mảng bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ kì vọng tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số. Hiện tại định giá ngành đang hấp dẫn mức P/B hiện tại là 1.41x, thấp hơn định giá trung bình lịch sử là 1.78x

Rủi ro:

- Sự gia tăng lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu thấp hơn dự kiến.
- Gia tăng tỷ lệ bồi thường và chi trả bảo hiểm làm giảm lợi nhuận của ngành
- Mức cạnh tranh ngày càng cao giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp nước ngoài



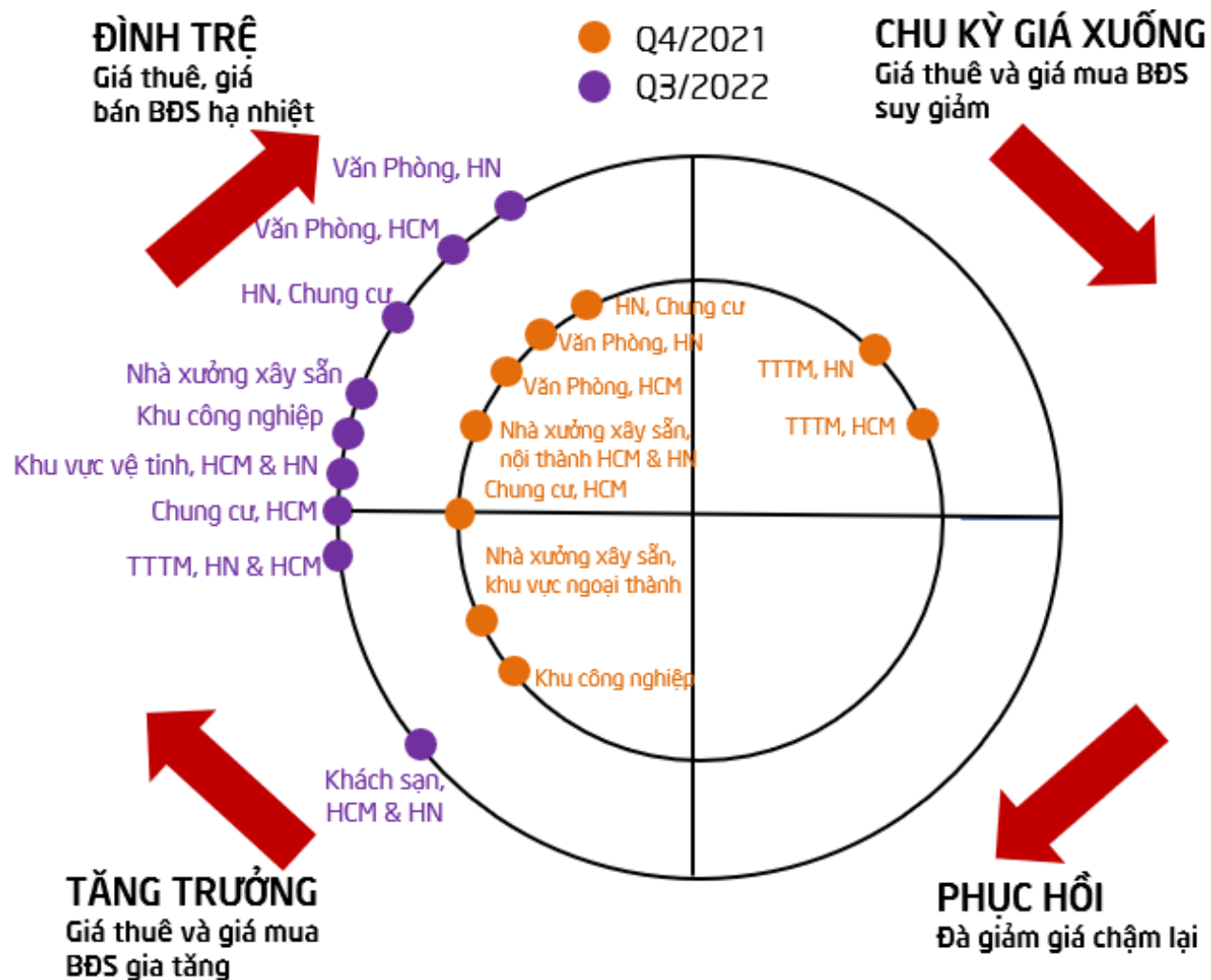
(Nguồn: Fiiipro, TPS thu thập)

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ: Nhiều thách thức trong ngắn hạn



Ngành Bất động sản đang chuyển dịch về chu kỳ đỉnh trệ

Sau khi trải qua chu kỳ tăng giá mạnh từ năm 2019, mặt bằng giá BĐS đã có xu hướng chững lại vào Q3/22 đánh dấu sự chuyển dịch của đại đa số phân khúc và loại hình BĐS vào chu kỳ đỉnh trệ trước tác động kép từ tăng lãi suất và nguồn cung tín dụng giới hạn. Thêm vào đó, những sự kiện gây chú ý gần đây như các cuộc thanh tra của Chính phủ nhằm vào hoạt động huy động vốn, kênh trái phiếu và các tin đồn liên quan đến sức khỏe tài chính của doanh nghiệp cũng gây nên nỗi lo tâm lý đến sức mua của thị trường.



Đà tăng giá bất động sản bắt đầu có xu hướng chậm lại vào 2022

- Sau đợt tăng giá mạnh từ năm 2019, đà tăng giá BĐS nói chung đã có dấu hiệu hạ nhiệt từ giữa năm 2022 trước những thay đổi về nguồn cung tín dụng và lãi suất.
- Biến động giá tương đối phân hóa tùy theo khu vực. Tuy vậy nhìn chung nhóm các sản phẩm đất nền và nhà phố đang giữ giá khá tốt và ít biến động hơn nhóm chung cư.

Tốc độ tăng giá đất nền và biệt thự

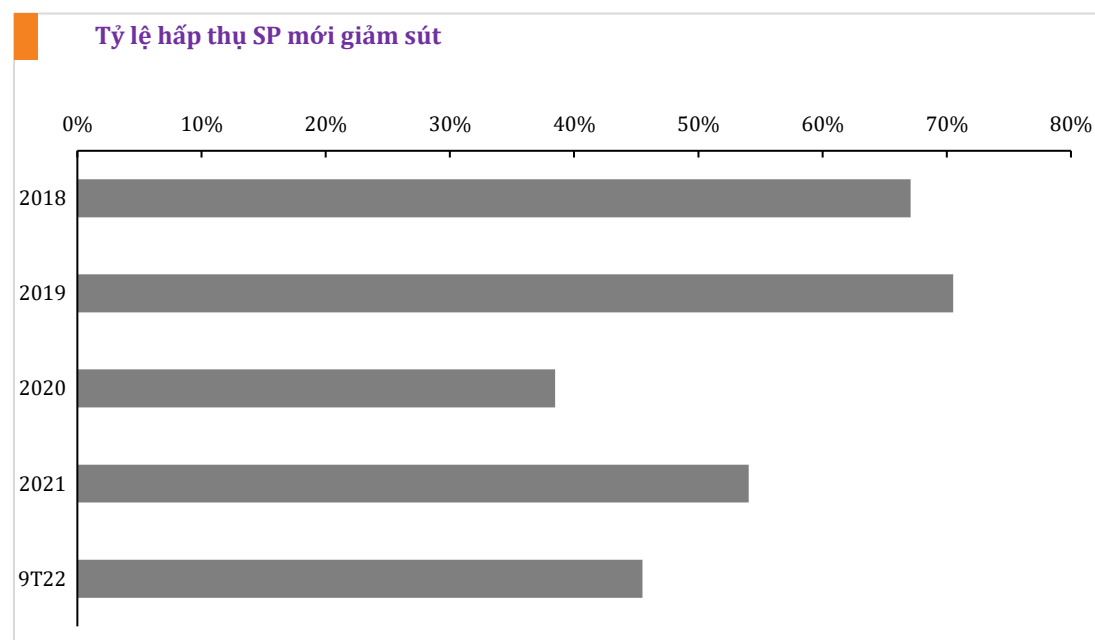
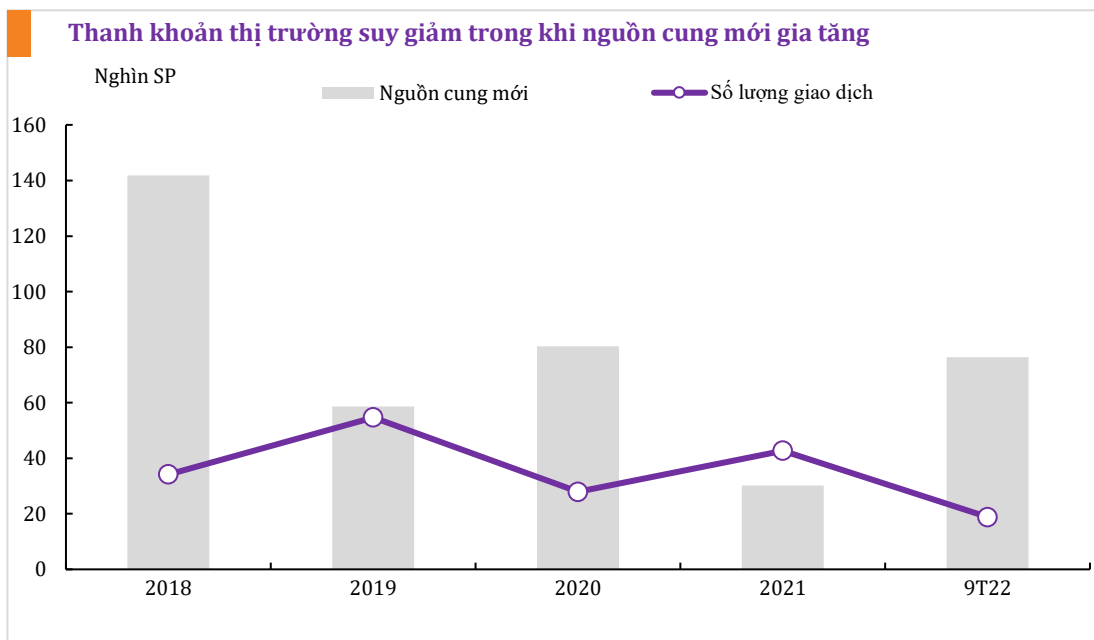
	2019	2020	2021	YTD
Bình Dương	21%	33%	3%	-2%
Long An	57%	7%	-12%	3%
Đồng Nai	-7%	14%	4%	-5%
Tây Ninh	34%	7%	-16%	6%
HCM	9%	3%	39%	16%

Tốc độ tăng giá chung cư

	2019	2020	2021	YTD
Bình Dương	9%	12%	10%	7%
Long An	27%	20%	10%	4%
Đồng Nai	16%	6%	19%	16%
Tây Ninh		3%	7%	6%
HCM	1%	-2%	10%	4%

Tỷ lệ hấp thụ đạt điểm thấp nhất trong giai đoạn 5 năm

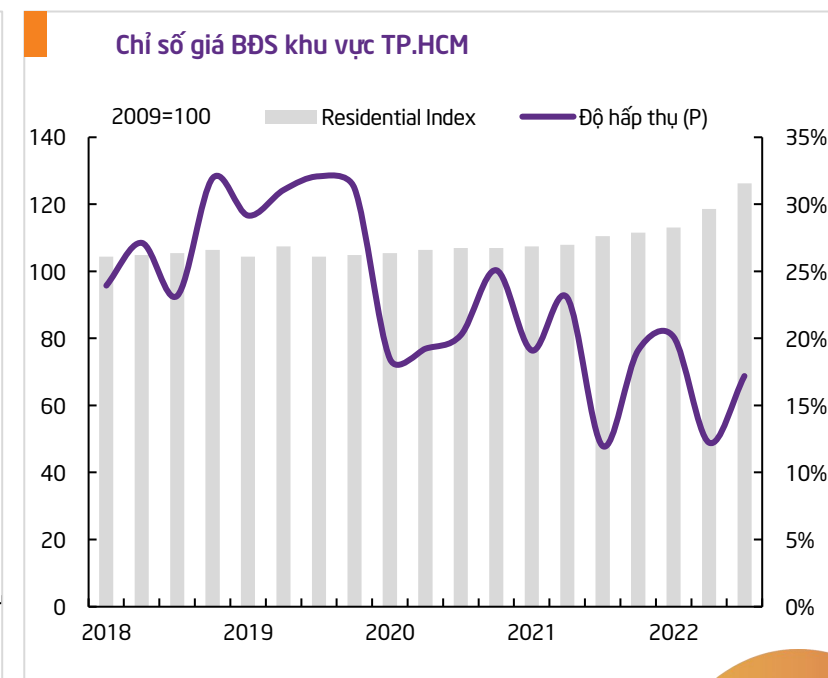
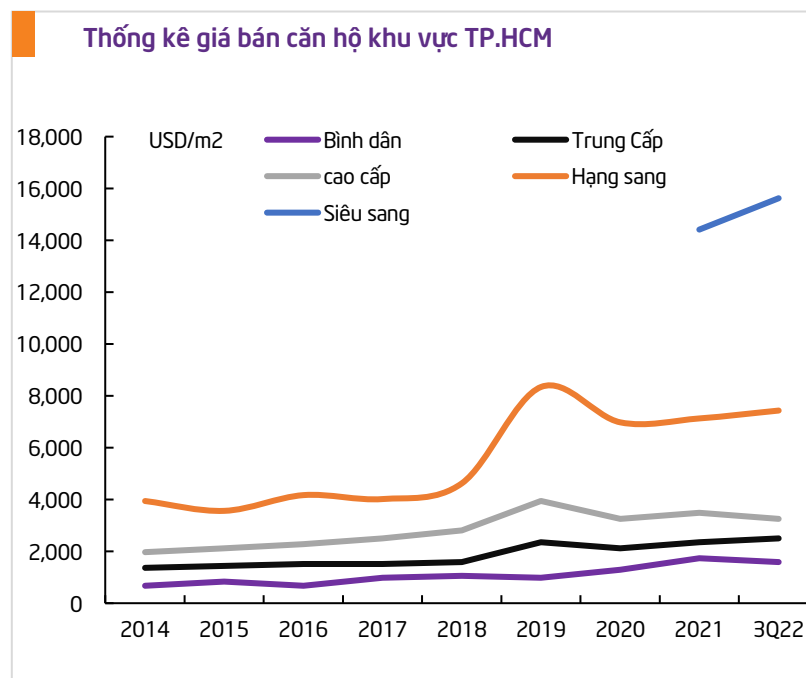
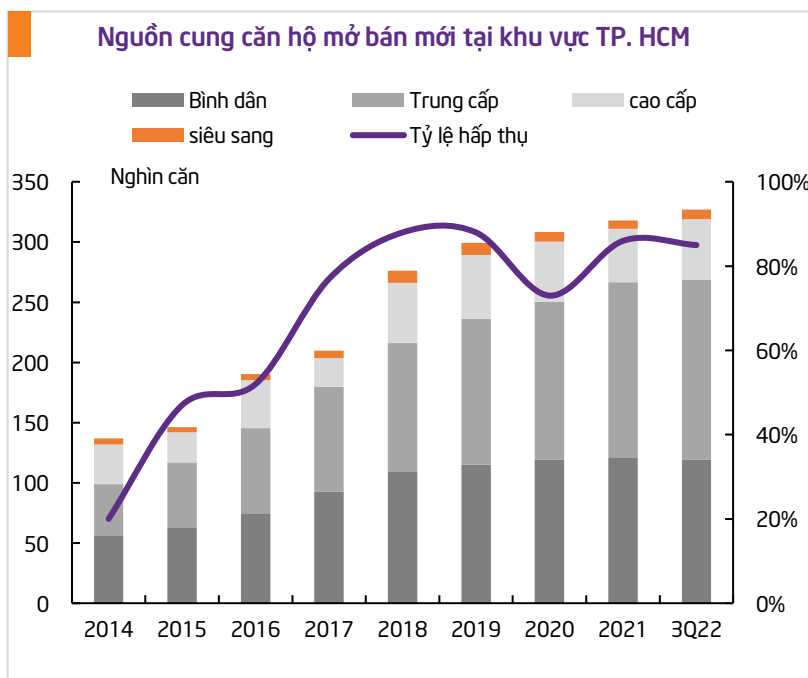
- **Nguồn cung gia tăng đột biến nhưng lực mua suy yếu, dẫn đến tỷ lệ hấp thụ BĐS giảm mạnh.** Nguồn cung BĐS mới trong 9T22 tăng trở lại và ngang với mức năm 2020. Tuy vậy nguồn cung còn giới hạn, tập trung ở phân khúc trung và cao cấp trở lên và chủ yếu phục vụ nhu cầu đầu tư. Với giá bán đã tăng mạnh trong thời gian qua cùng việc nâng cao phân khúc, lực hấp thụ BĐS giảm mạnh trong 2022 bất chấp nguồn cung cải thiện.
- **Hiện tượng sốt đất, bong bóng gần như không còn xuất hiện sau Q2/2022.** Đợt sốt đất mạnh trước đó tại khu vực Tây Nguyên và các tỉnh phía Bắc đã hạ nhiệt. Hoạt động đầu cơ không còn thuận lợi khi nguồn tín dụng bị hạn chế.
- **Các nhà phát triển đang cố gắng đẩy nhanh tốc độ bán hàng.** Với lượng hàng tồn kho cao tại Q3/22 trong khi tiêu thụ chững lại, các nhà phát triển BĐS đang tăng cường đẩy nhanh tốc độ bán hàng bằng các chương trình chiết khấu, khuyến mại, thể hiện sức mua của thị trường không còn mạnh như giai đoạn trước.



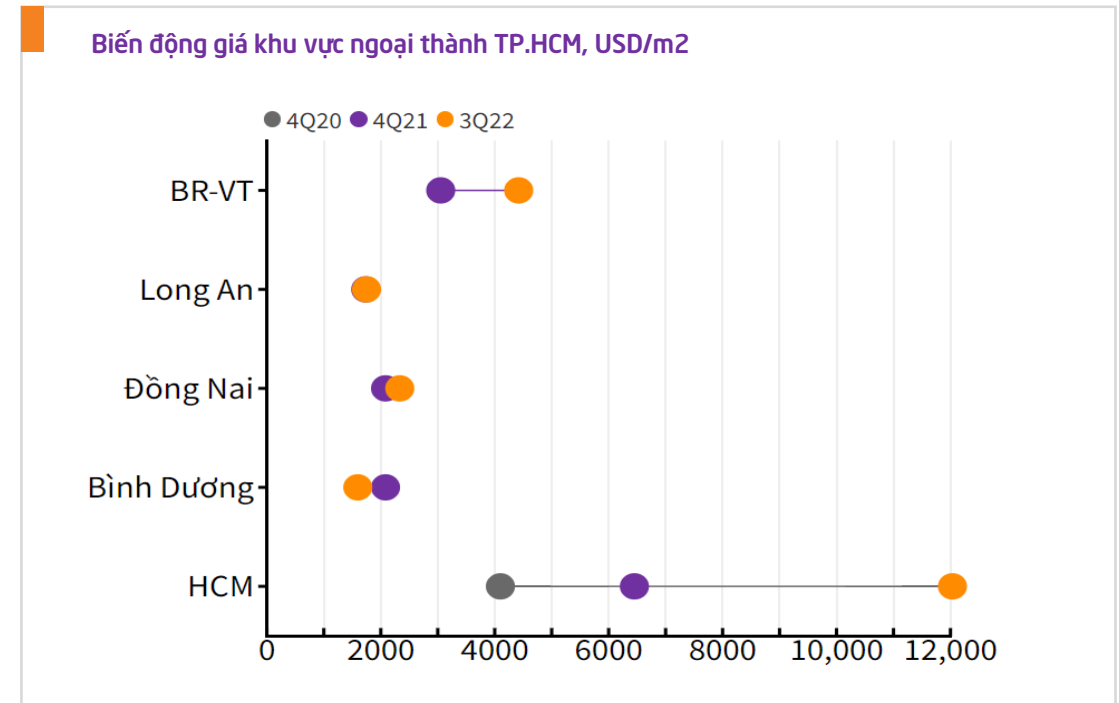
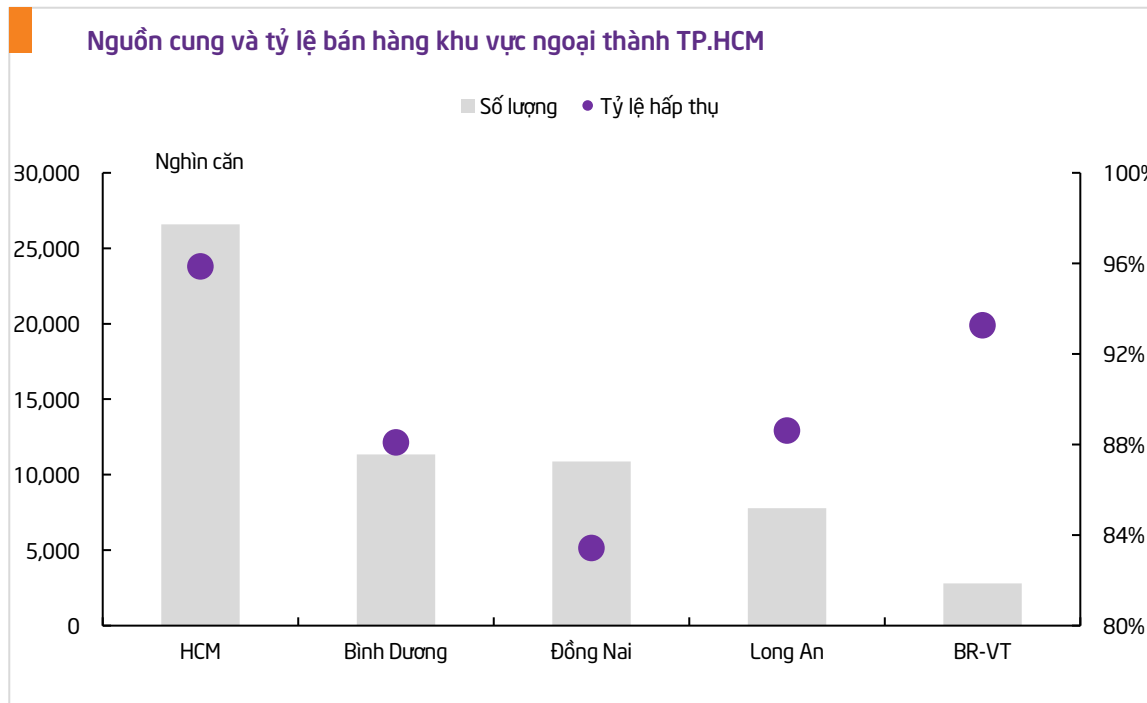
Khu vực TP.HCM ghi nhận gia tăng nguồn cung căn hộ với lượng dự án mới mở bán tăng thêm 6,525 căn trong Q3/22 (+134% QoQ). Nguồn cung gia tăng trong bối cảnh thắt chặt tín dụng và lãi suất gia tăng đã tạo sức ép lên độ hấp thụ của thị trường. Tỷ lệ bán hàng trong kỳ ghi nhận giảm 1 điểm phần trăm so với quý liền kề, cho thấy diễn biến chậm lại của thị trường căn hộ tại TP.HCM. Nhằm giảm thiểu lượng hàng tồn kho, các nhà phát triển BĐS đã triển khai các gói ưu đãi thanh toán và giá bán để gia tăng tốc độ bán hàng. Trong thời gian tới, giá bán dự kiến sẽ tăng trưởng chậm lại phần lớn do sự hạn chế của tín dụng và chi phí đầu tư gia tăng.

Giá bán tiếp tục đi lên trong Q3/22 bất chấp sự đình trệ của thanh khoản thị trường. Giá sơ cấp ghi nhận tăng 7.5% QoQ lên mức USD3,412/m², giá thứ cấp cũng tăng 1.1% QoQ lên mức USD1,883/m². Sự chênh lệch giá trung bình giữa hai kênh này phần lớn do các dự án mới mở bán đều tập trung vào phân khúc cao cấp và hạng sang. Tuy vậy, sự hạn chế nguồn cung mới đã thúc đẩy các giao dịch thứ cấp trong kỳ, góp phần rút ngắn khoảng cách về giá của sản phẩm sơ cấp và thứ cấp.

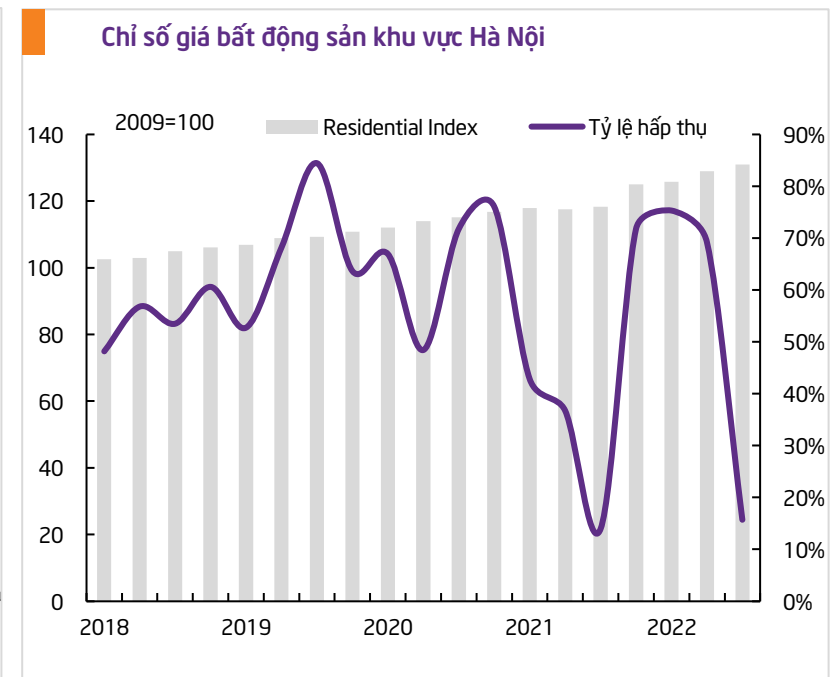
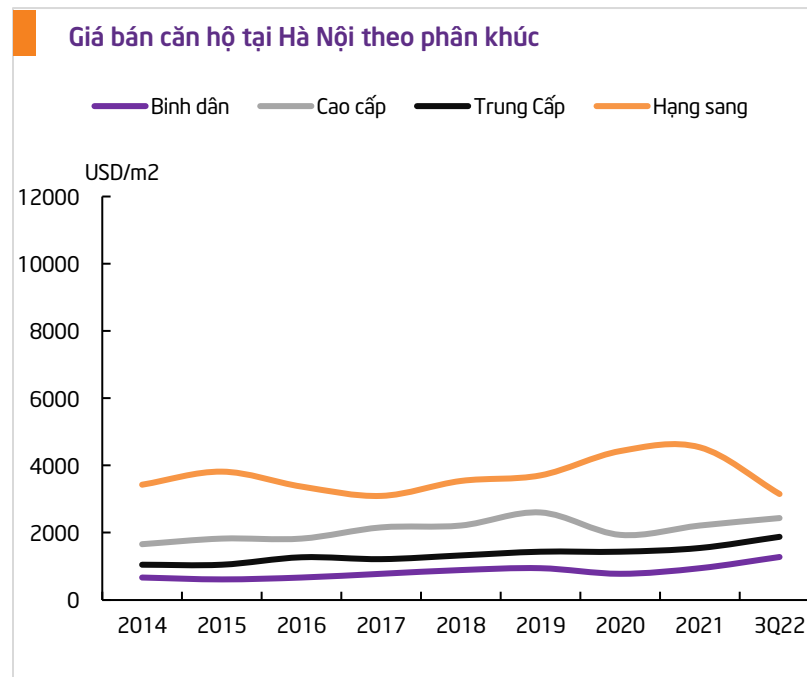
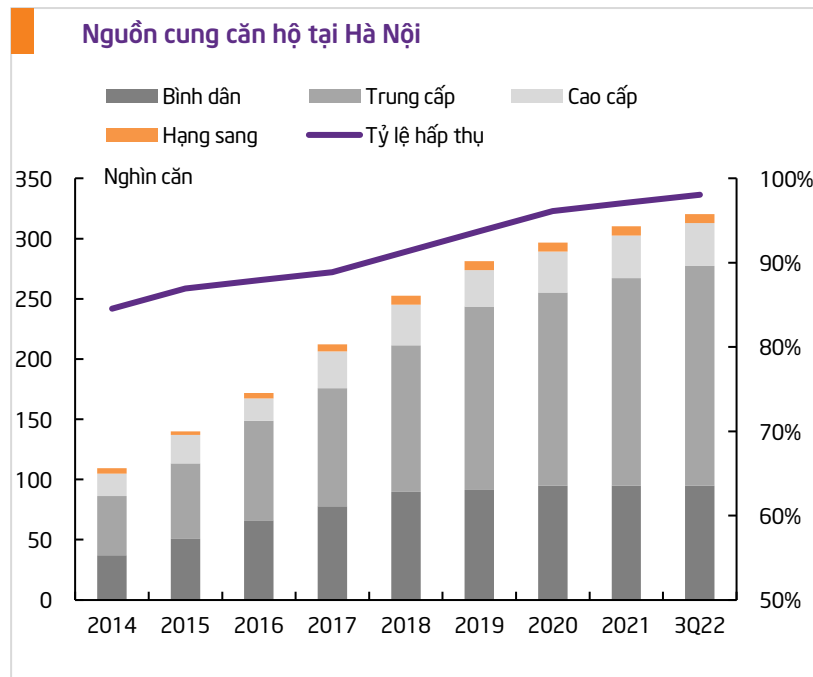
Hạ dự báo nguồn cung mới cho cả năm 2022. Trước những tín hiệu đối chiều của thị trường bất động sản, JLL giảm dự báo nguồn cung mới trong 2022 xuống còn 17,700 căn, bao gồm 6,800 căn dự kiến được mở bán mới trong quý tu.



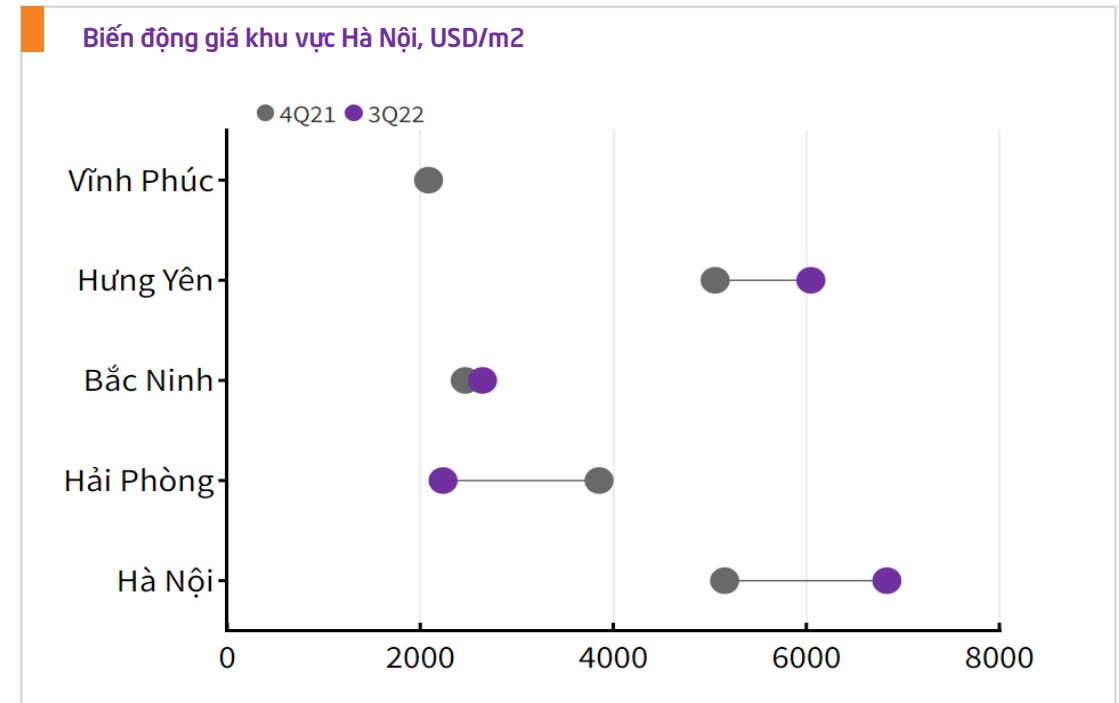
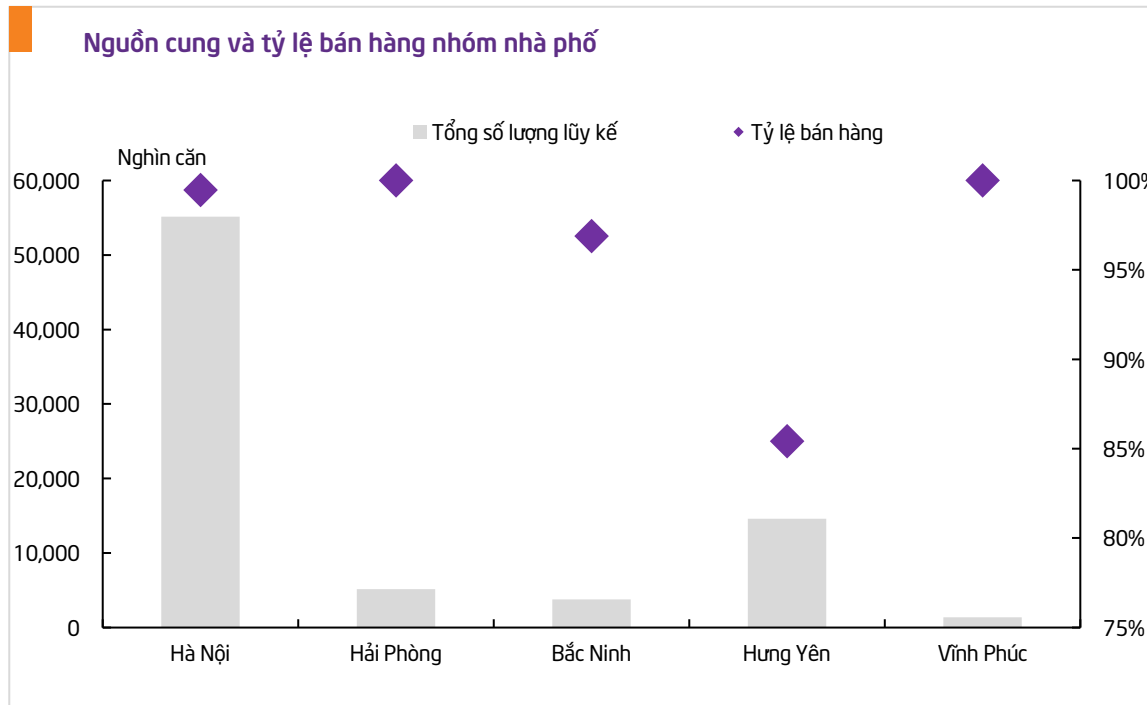
- **Các tỉnh phân hóa mạnh về nguồn cung.** JLL thống kê tổng nguồn cung mới tại khu vực vệ tinh TP.HCM được bổ sung thêm 759 căn trong Q3/22, giảm mạnh 69% so với cùng kỳ. Dưới áp lực từ những đợt thanh tra nhắm vào những sai phạm đất đai gần đây, khu vực này ghi nhận nguồn cung mới rất hạn chế trong kỳ. Tình hình tương đối khả quan hơn đối với tỉnh Long An khi liên tục gia tăng dự án mở bán trong năm, đưa tổng nguồn cung mới lên 7,725 sản phẩm trong Q3/22.
- **Khu vực các tỉnh vệ tinh TP.HCM chứng kiến thanh khoản sụt giảm mạnh.** Ước tính khu vực này chỉ tiêu thụ được 1,052 sản phẩm mở bán mới trong Q3/22, giảm mạnh 42% so với quý liền kề. Các dự án được tiêu thụ mạnh hầu hết là các sản phẩm phân khúc bình dân tại Long An và Đồng Nai.
- **Giá bán suy giảm trước sức ép thanh khoản.** Ngoài tỉnh Long An có giá bán tăng 3 - 4% QoQ trong kỳ, các khu vực còn lại như Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa Vũng Tàu đều có dấu hiệu chững lại khi giá bán đột ngột giảm 3-5% so với quý liền kề.



- **Nguồn cung mới tại thị trường Hà Nội giảm mạnh trong Q3/22**, với chỉ 3,505 căn, giảm 19% QoQ. Bóc tách phân khúc dự án mở mới, nhóm sản phẩm trung cấp dẫn đầu với tỷ trọng 83%, phân khúc cao cấp chỉ chiếm gần 16% tổng nguồn cung.
- **Thanh khoản vẫn duy trì ổn định trong kì**, với tổng giao dịch đạt 3,970 căn, tăng nhẹ 2.6% QoQ. Trong đó, nhóm trung cấp dẫn đầu về lượng tiêu thụ, chiếm 78% thanh khoản trong quý 3. Trước những yếu tố bất lợi về lãi suất và lo ngại suy thoái, phân khúc cao cấp vẫn duy trì tích cực với tỷ lệ bán hàng tăng 67% QoQ. Nhằm kích thích tiêu thụ, các nhà phát triển BĐS phân khúc cao cấp đã tăng cường áp dụng chính sách khuyến mãi, dẫn đến giá bán ghi nhận giảm 3% QoQ.
- **Giá bán vẫn trong quỹ đạo đi lên**. Với nguồn cung hạn chế, phân khúc bình dân ghi nhận giá bán tăng 8.4% QoQ lên mức USD1,902/m² trong khi các sản phẩm trung cấp tăng chậm hơn với mức tăng 3.6% QoQ.

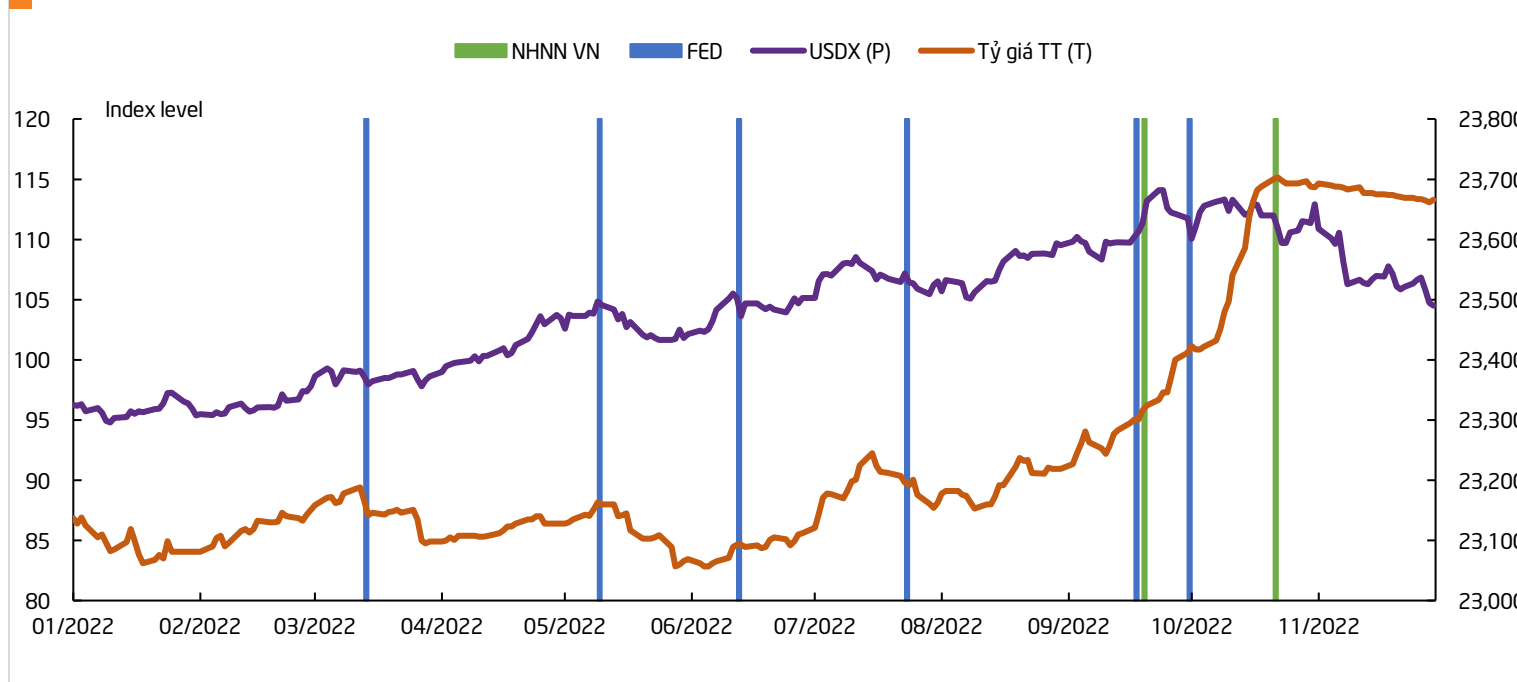


- **Nguồn cung và giá bán thích ứng với xu hướng chậm lại của thị trường BĐS.** Tại khu vực ven TP. Hà Nội, Hưng Yên đang dẫn dắt với tổng nguồn cung mới chiếm 79% thị trường. Nhằm thích ứng với việc nguội dần của thị trường BĐS, các nhà phát triển cũng tạm dừng hoặc kéo dài các kế hoạch mở bán mới khiến nguồn cung bị hạn chế trong Q3/22. Bên cạnh đó, một số dự án mở bán mới khác cũng đưa ra mặt bằng giá thấp hơn dự kiến nhằm kích cầu trong khu vực.
- **Tổng lượng giao dịch ghi nhận trong Q3/22 đạt 4,965 sản phẩm, giảm 33% QoQ.** Mức sụt giảm thanh khoản diễn ra rõ rệt nhất tại khu vực Hoài Đức và Hà Đông dưới tác động của tín dụng thắt chặt và lãi suất gia tăng. Xét về tỷ lệ bán hàng và độ hấp thụ, các dự án tại các tỉnh vùng ven như Hải Phòng và Vĩnh Phúc đang rất hấp dẫn so với Hà Nội.
- **Tốc độ tăng giá đang chững lại.** Giá bán đất nền và biệt thự tại Hà Nội và khu vực lân cận đang ở mức USD5,689/m², tăng 42% YoY với tốc độ ổn định tăng 3.2% hàng quý. Đối với các tỉnh lân cận, giá bán không ghi nhận gia tăng so với quý 2 ngoại trừ khu vực Hải Phòng với một dự án shophouse cao cấp đã thiết lập mặt bằng giá mới.

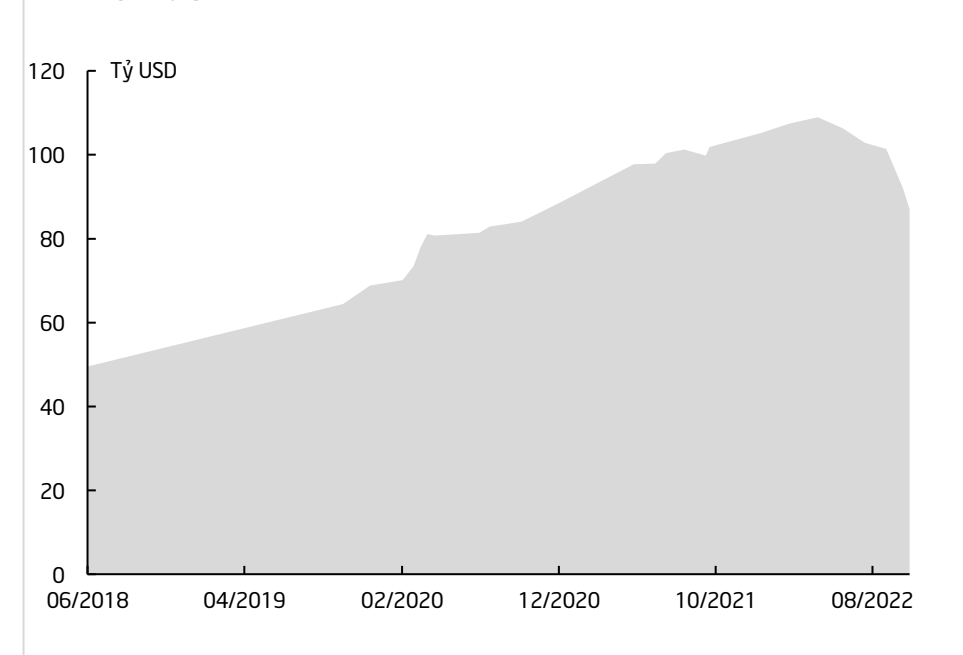


- **Ưu tiên mục tiêu giữ ổn định tỷ giá và dự trữ ngoại hối.** Với việc các nền kinh tế lớn trên thế giới đều có động thái tăng mạnh lãi suất hơn dự kiến để kiểm soát lạm phát, thị trường ngoại hối trong năm 2022 ghi nhận nhiều biến động mạnh tương quan với USD. Với nhiệm vụ ổn định tỷ giá và môi trường kinh tế vĩ mô, NHNN đã bắt đầu nâng lãi suất điều hành từ tháng 8 và tiếp tục đánh giá các yếu tố dự trữ ngoại hối, tỷ giá để có chính sách phù hợp.
- **Lạm phát có thể tiếp tục gây sức ép lên thị trường BĐS trong thời gian tới.** Trong tháng 11, CPI của Việt Nam tăng hơn 4.37% so với cùng kỳ với lạm phát cơ bản tiếp tục nhích lên 4.81% YoY. Diễn biến giá cả hàng hóa tăng trong giai đoạn cuối năm có thể ảnh hưởng đến mục tiêu lạm phát 4% của năm 2022 và 4.5% trong năm 2023. Trong trường hợp giá cả hàng hóa chung tiếp tục giữ xu hướng tăng, lãi suất có thể tiếp tục được điều chỉnh theo định hướng chung của Ngân hàng Nhà nước.
- **Lãi suất gia tăng sẽ gây ra tác động kép đối với ngành BĐS** khi áp lực nợ vay sẽ ảnh hưởng đến khả năng và tiến độ phát triển dự án của chủ đầu tư. Ở phía cầu, tính hấp dẫn đối với kênh BĐS sẽ giảm trước lãi suất huy động cao của ngân hàng cũng như lãi vay đối với người đi vay mua các sản phẩm nhà ở, kéo theo giảm thanh khoản tại thị trường sơ cấp và thứ cấp.

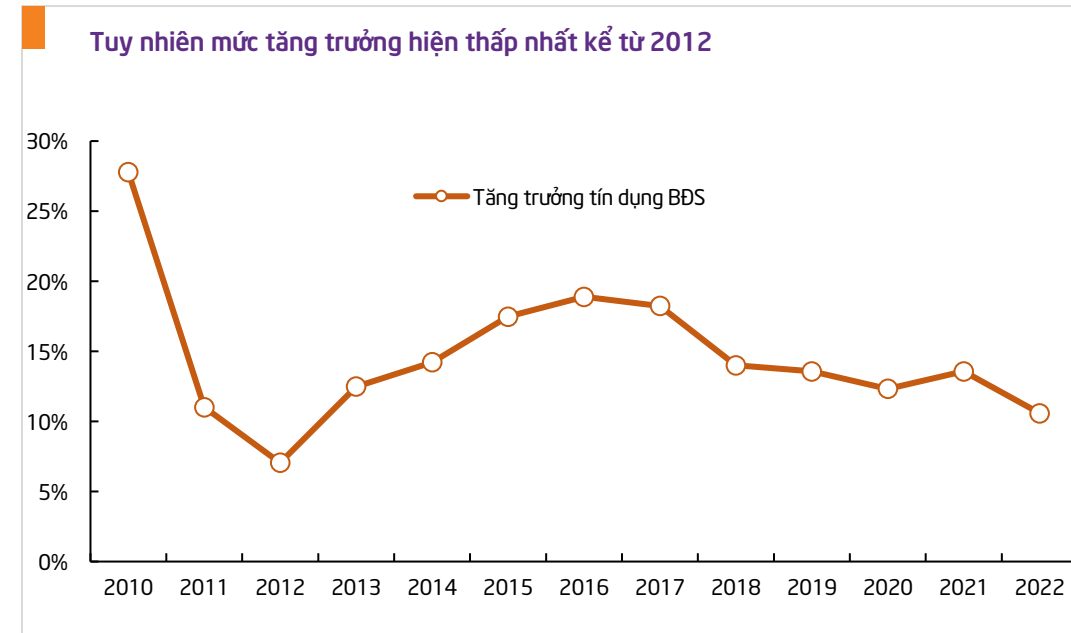
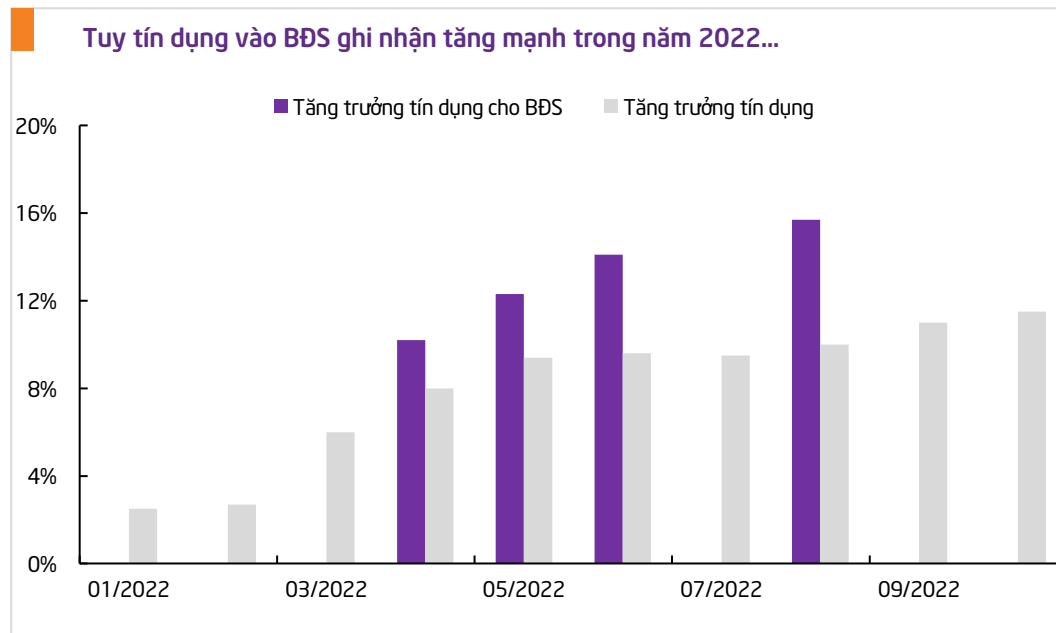
Biến động tỷ giá VND/USD và các lần tăng lãi suất trong 2022



Dự trữ ngoại hối cũng bắt đầu giảm mạnh từ tháng 5/2022 để ổn định tỷ giá

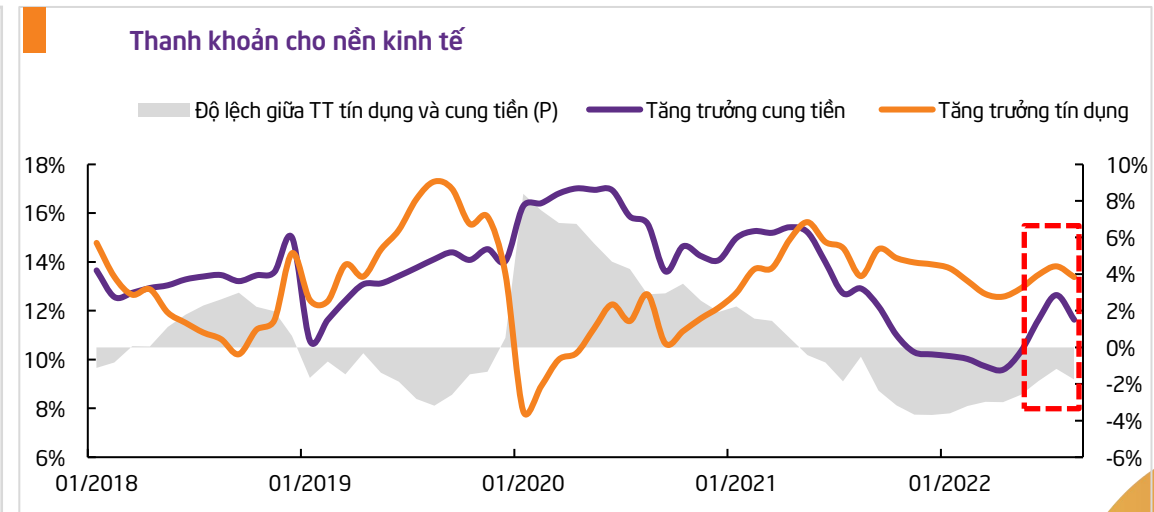
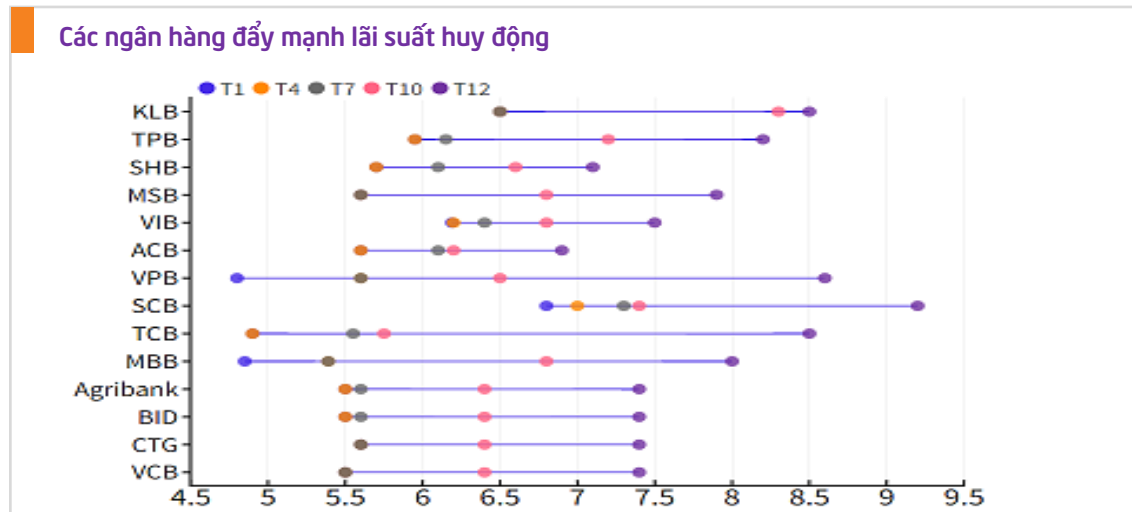
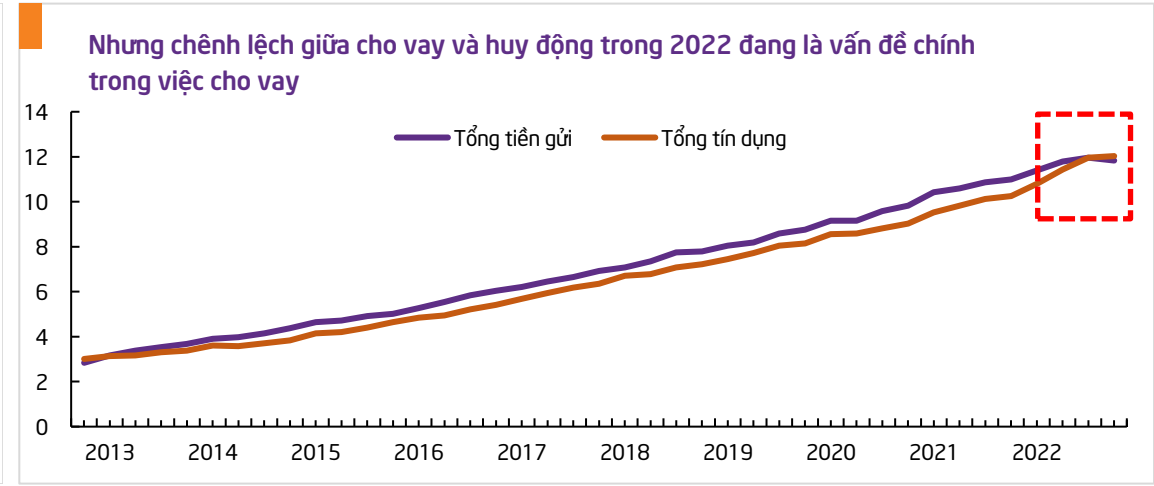
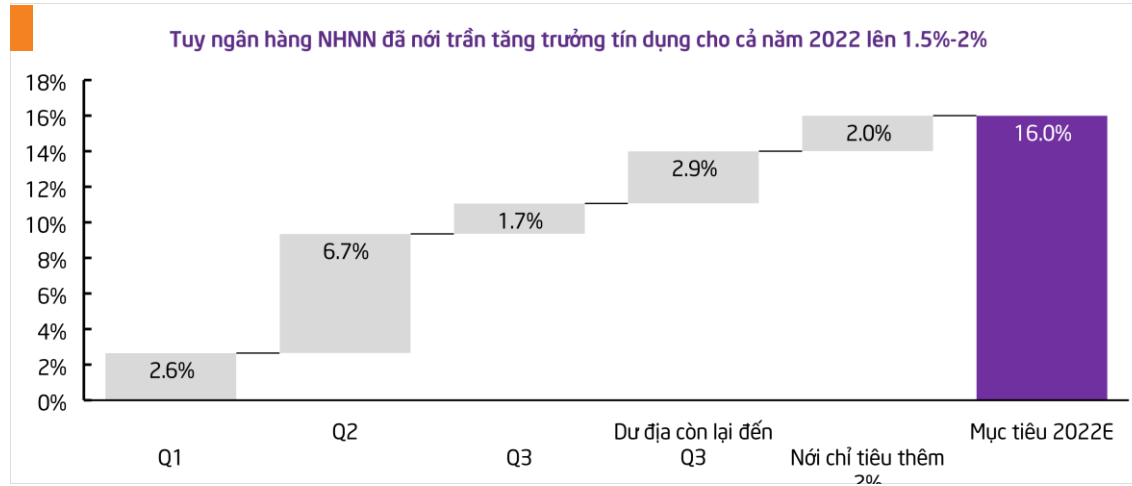


- **Nguồn tín dụng giới hạn.** Bên cạnh lãi suất tăng mạnh, một trong những điểm nghẽn lớn nhất mà các nhà phát triển BĐS đang gặp phải là thiếu hụt nguồn vốn từ 3 kênh chính: (1) NHNN tăng cường giám sát và thắt chặt nguồn tín dụng chảy vào BĐS; (2) kênh trái phiếu cũng trở nên hạn chế trong giai đoạn hiện tại khi nhà nước đang tăng cường quản lý thị trường trong việc phát hành huy động. Các doanh nghiệp cũng đang đẩy mạnh mua lại trái phiếu trước hạn thay vì phát hành mới; (3) Nguồn vốn huy động từ kênh chứng khoán khó khả thi khi thị trường biến động và giá cổ phiếu vẫn đang trong xu hướng giảm, ảnh hưởng đến các kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu của DN.
- **Nói room tín dụng: chưa đến lúc để kỳ vọng.** Tính đến hết tháng 11/2022, tín dụng toàn hệ thống tăng khoảng 11.5%, vẫn còn dư địa so với định hướng tăng trưởng toàn hệ thống 14% cho cả năm 2022. Trong tháng 12, NHNN đã có quyết định tăng chỉ tiêu tín dụng cho toàn hệ thống ngân hàng từ 1.5 - 2%, tương đương khoảng 200 nghìn tỷ đồng sẽ được cấp cho nền kinh tế. Tuy vậy chúng tôi lưu ý động thái của NHNN là nhằm tài trợ vốn, chủ yếu là vốn lưu động cho hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và không có định hướng cấp vốn cho các dự án đầu tư hay BĐS. Tuy chưa có nhiều thông tin về hoạt động cấp tín dụng trong năm 2023, nhưng chúng tôi cho rằng nguồn tín dụng cho nhóm BĐS sẽ tương đối hạn chế dựa trên cơ sở (1) thanh khoản thị trường tuy giảm nhưng vẫn duy trì ổn định; (2) các sản phẩm BĐS trung tâm vẫn trong xu hướng tăng; (3) Tỷ giá USD/VND tuy đang trong xu hướng điều chỉnh nhưng vẫn cao hơn mức đầu năm (4) Lạm phát có dấu hiệu nhích lên trong các tháng gần đây.



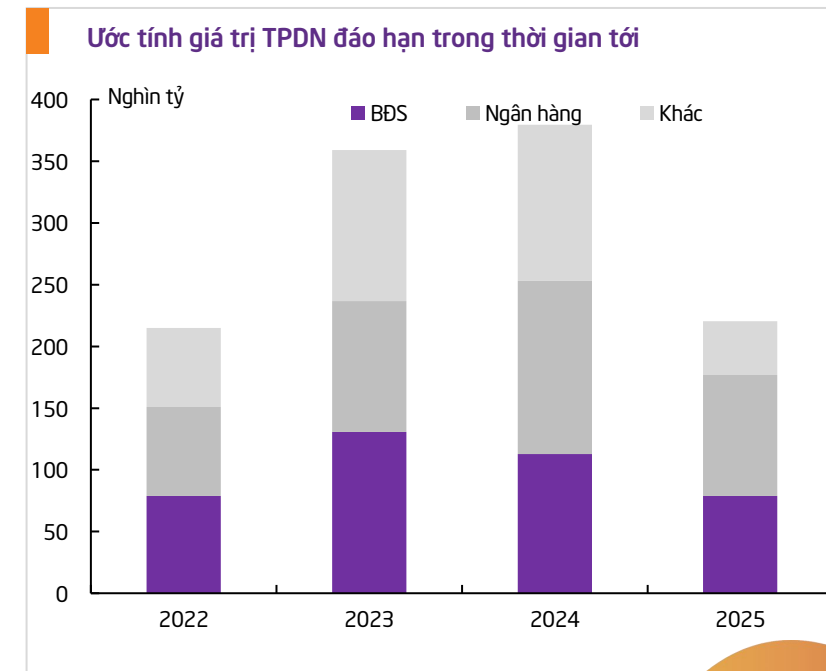
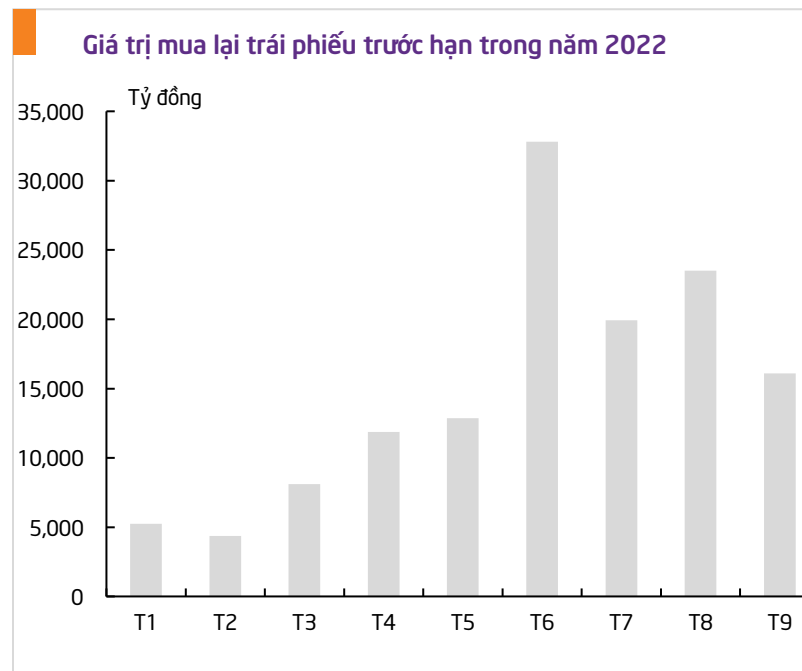
Cung tiền, trần tín dụng và năng lực huy động tạo áp lực lên hoạt động cho vay

- Tuy trần tín dụng đã được điều chỉnh tăng trong tháng cuối cùng của năm 2022, tuy vậy khả năng cấp vốn của ngân hàng vẫn còn một số khó khăn hiện hữu như: (1) chênh lệch giữa huy động vốn và cho vay đang là rào cản đối với việc cân đối thanh khoản và tỷ lệ an toàn của các ngân hàng; (2) cung tiền cũng đang được quan tâm khi nhà nước đang có động thái hút ròng, gây sức ép lên thanh khoản; (3) Tỷ lệ LDR TT1 của nhóm các ngân hàng đều đang ở mức rất cao, tiến về mức trước dịch. Dù LDR TT2 có thể vẫn trong giới hạn 85% đề ra của NHNN, tuy vậy dư địa còn lại để cho vay không còn nhiều.
- Đối với khả năng cấp tín dụng trong thời gian tới:** Dự thảo về việc điều chỉnh cách tính LDR mới thêm các biến số khác sẽ làm giảm tỷ lệ này của một số NHTM so với hiện tại, qua đó kỳ vọng tăng trưởng nguồn vốn cho vay trong năm sau.



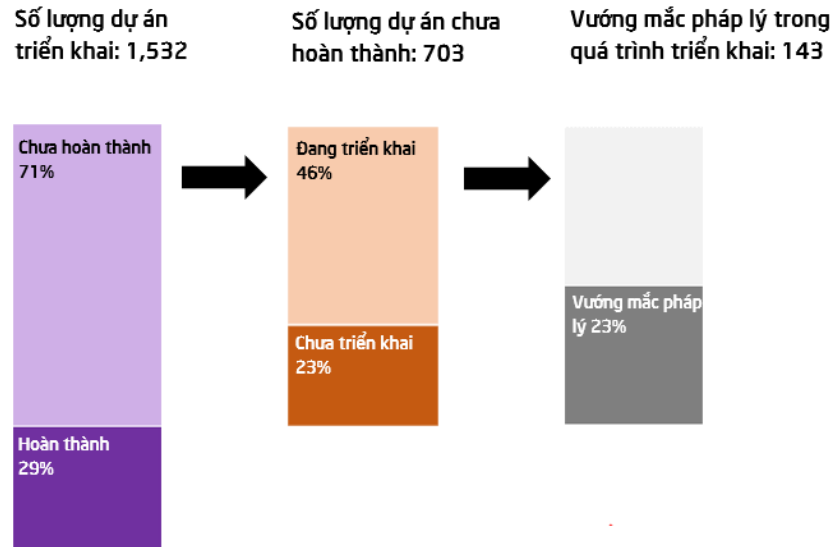
Trái phiếu không còn là kênh huy động ổn định trong năm 2022

- **Bất động sản vẫn chiếm đa số trong cơ cấu phát hành TPDN năm 2022, cho thấy đây là một kênh cấp vốn quan trọng với ngành.** Tính đến hết 10/2022, nhóm BĐS chiếm hơn 34% trong tổng giá trị trái phiếu phát hành từ đầu năm, gần như tương đương với tỷ lệ 35.9% của năm 2021.
- **Huy động mới từ trái phiếu giảm mạnh trong năm 2022, chỉ đạt 331 nghìn tỷ, tính đến ngày 25/11 (-31% YoY) dưới tác động của môi trường không thuận lợi như (1) thanh khoản thấp; (2) Việc Nhà nước tăng cường giám sát, xử lý sai phạm về phát hành trái phiếu và mục đích sử dụng vốn như ban hành các quy định chặt chẽ hơn trong nghị định 65/2022 dẫn đến quy mô TPDN giảm mạnh. Việc kênh huy động vốn quan trọng đóng băng sẽ ảnh hưởng đến thanh khoản của doanh nghiệp và tiến độ triển khai dự án, gây áp lực lên nguồn cung mới. Bên cạnh đó, giá trị trái phiếu mua lại trước hạn của nhiều doanh nghiệp cũng gia tăng trong kì với 161 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với cả năm 2021.**
- **Ngoài ra, chúng tôi cũng lưu ý về khả năng đảo nợ trái phiếu** của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2023 trên cơ sở: tiếp cận vốn vay từ ngân hàng khó khăn khi hầu hết các ngân hàng đều gần chạm ngưỡng tín dụng tối đa; (2) các quy định chặt chẽ hơn của Nghị định 65/2022 ảnh hưởng đến tính thanh khoản của trái phiếu; (3) Hoạt động bán hàng bị ảnh hưởng bởi xu hướng chững lại của thị trường BĐS.

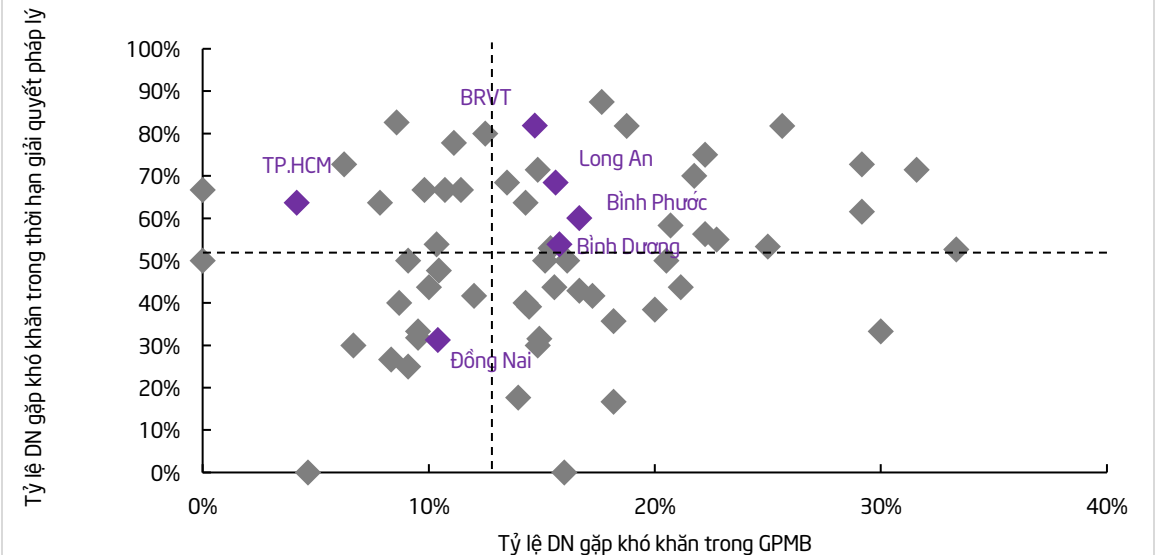


- Theo số liệu thống kê, nguồn cung của thị trường trong năm 2022 sụt giảm rõ rệt với chỉ 40,000 sản phẩm mới được mở bán trong 9T/2022, tương đương khoảng 20% giai đoạn trước dịch vào năm 2019. Không những suy giảm về số lượng, cơ cấu sản phẩm còn có sự phân hóa mạnh về chất lượng khi hầu hết các dự án đều thuộc phân khúc cao cấp trở lên. Việc tỷ lệ hấp thụ trong năm 2022 đạt mức thấp nhất kể từ năm 2015 cho thấy sự bất cân xứng giữa phân khúc chào bán và nhu cầu thị trường. Một trong những nguyên nhân chính của việc này là sự khó khăn của doanh nghiệp trong việc hoàn thành các thủ tục pháp lý và triển khai dự án thuộc phân khúc trung cấp.
- Theo chủ tịch HoREA đánh giá, hiện tại các khó khăn về thủ tục chiếm 70% các vướng mắc của các dự án BĐS đang được đầu tư. Tại TP.HCM trong giai đoạn 2016 – 2022, có hơn 1,500 dự án được triển khai trong giai đoạn nhưng các dự án hoàn thành chỉ chiếm khoảng 29%. Chúng tôi đánh giá khu vực Đông Nam Bộ bao gồm các TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai đang bị ảnh hưởng rất nặng bởi tình trạng này khi số lượng dự án mở bán tương đối thấp. Thực tế vào Q3/22, các dự án nằm về phía miền Tây như Long An, vốn ít sôi động hơn những đã áp đảo nguồn cung chào bán tại khu vực phía Đông. Việc chậm tiến độ triển khai do khúc mắc trong khâu pháp lý đang là vấn đề lớn cho ngành BĐS khi các nhà phát triển đang rất cần dòng tiền từ dự án để cơ cấu nợ vay trong bối cảnh lãi suất gia tăng.

Vướng mắc pháp lý chiếm phần lớn các khó khăn trong triển khai dự án tại TP. HCM

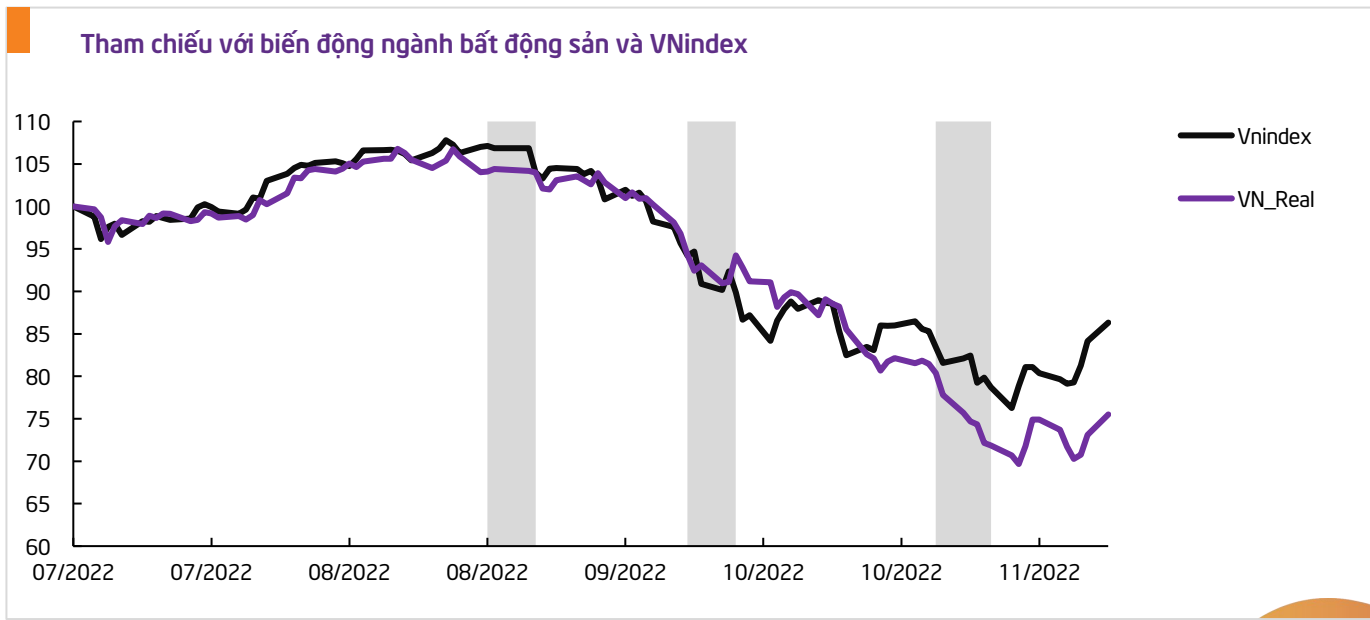
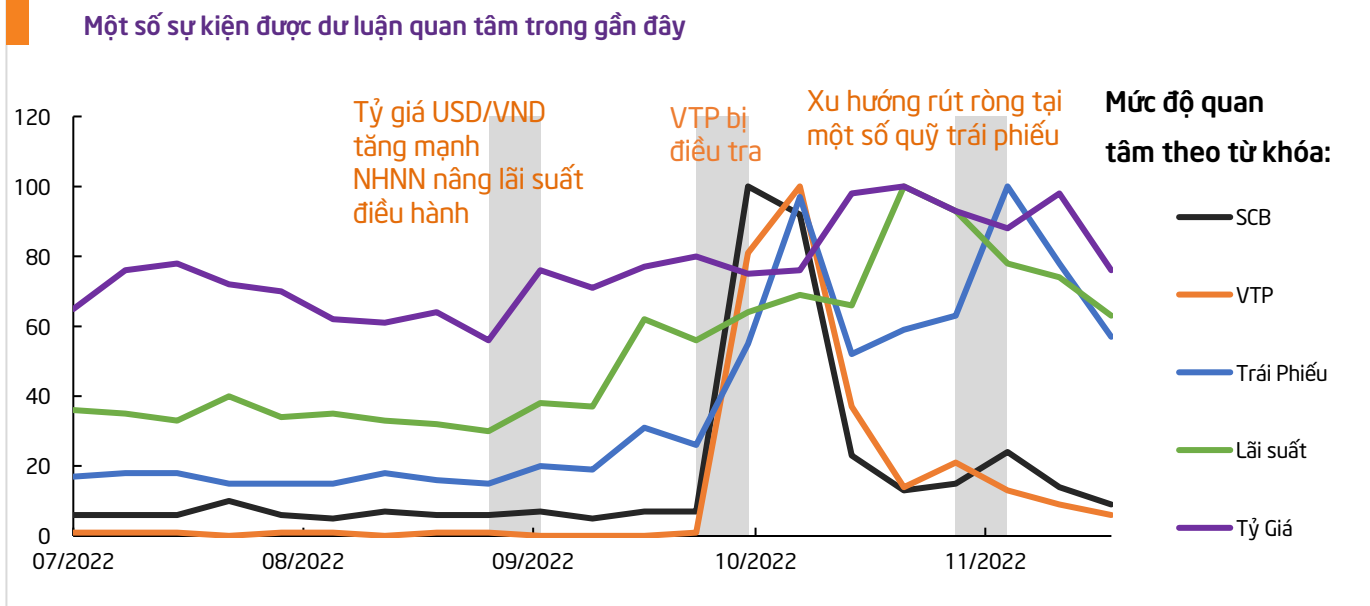


Khảo sát về khó khăn về tiếp cận đất đai của các DN theo tỉnh thành, PCI 2021



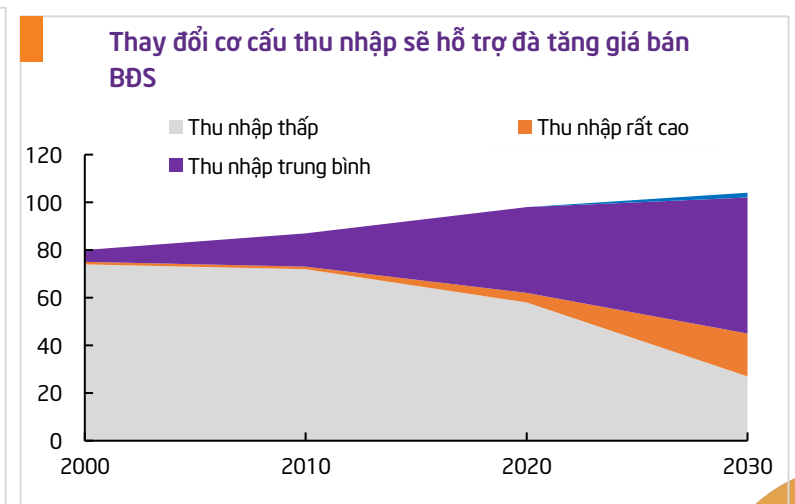
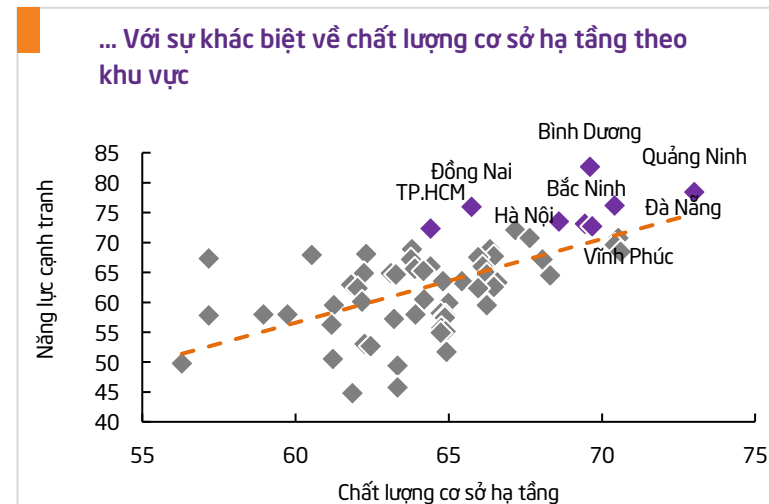
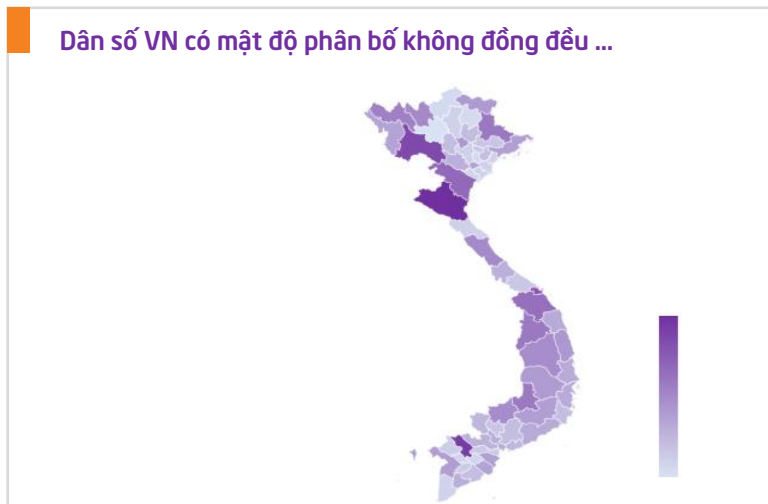
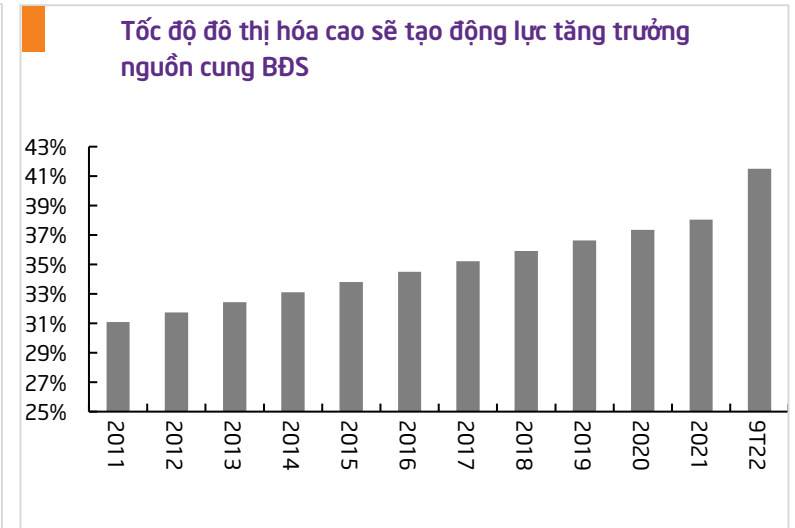
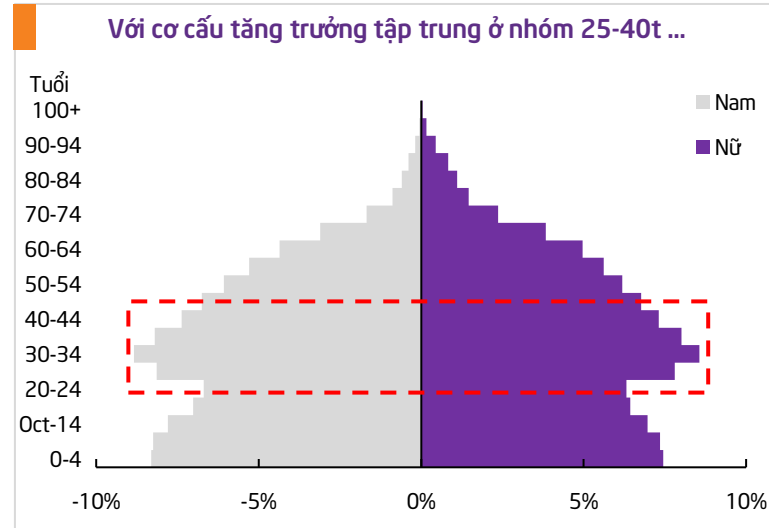
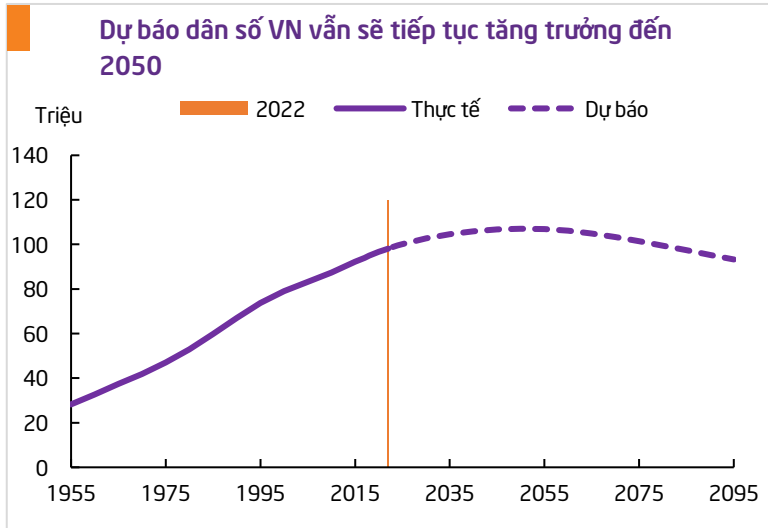
Tin tức đang là điểm bất lợi góp phần vào đà giảm mạnh của cổ phiếu BĐS

- Trong giai đoạn tháng 7 – 11/2022, chỉ số ngành BĐS đã giảm 25% so với mức giảm 14% của VN - Index. Bên cạnh kết quả kinh doanh giảm sút của hầu hết DN trong ngành do tính thời điểm ghi nhận dự án, chúng tôi nhận thấy mức giảm mạnh trên còn chịu tác động từ các sự kiện bất lợi. Được thúc đẩy bởi hiệu ứng lan truyền của các phương tiện truyền thông xã hội, các tin đồn tiêu cực đóng vai trò như rủi ro ngoại sinh đã kích hoạt đà bán rông nhóm BĐS.
- Thông qua dữ liệu thu thập từ Google Trends, có 3 chủ đề quan trọng trong thời gian qua đã hướng các cổ phiếu BĐS vào chu kỳ giảm giá, đó là sự kiện gia tăng lãi suất điều hành của Ngân Hàng Nhà Nước, vụ án Vạn Thịnh Phát và xu hướng rút rông của các quỹ trái phiếu.



Tuy chính sách kinh tế vĩ mô hiện tại không thuận lợi cho chu kỳ của ngành BĐS, các động lực từ cơ cấu dân số xã hội và địa lý vẫn duy trì tích cực cho ngành

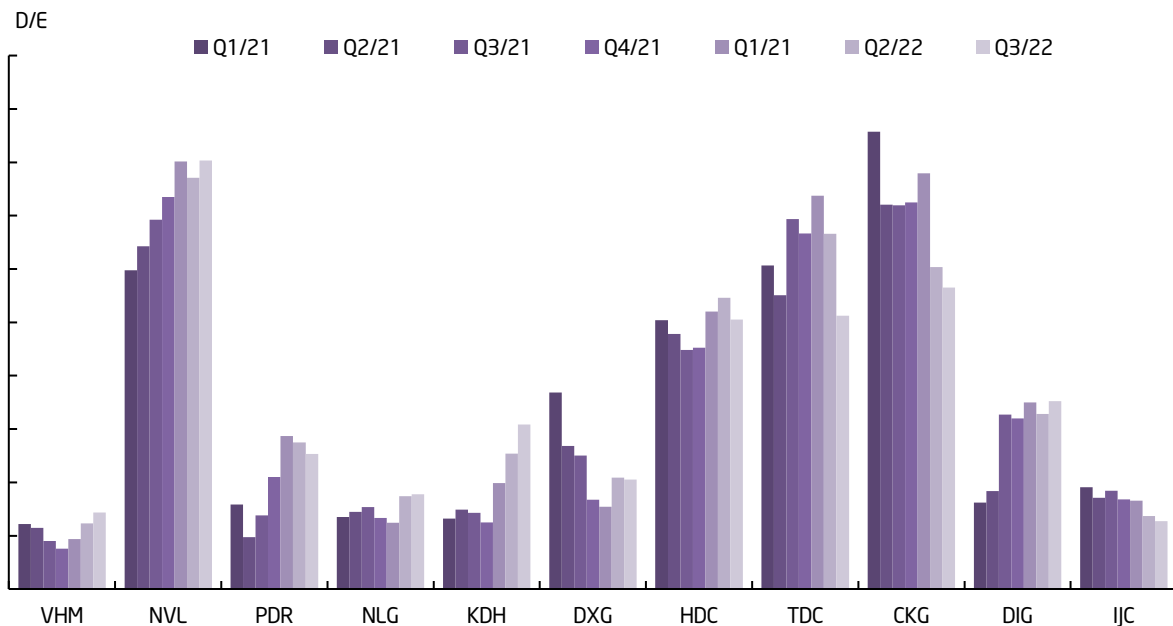
Trước các thông tin tương đối tiêu cực về tình hình ngành bất động sản, chúng tôi lưu ý đây là vấn đề khó khăn trong giai đoạn ngắn và trung hạn; nhà nước cùng các bộ ban ngành liên quan đang nỗ lực để đưa ra các giải pháp nhằm tháo gỡ những khó khăn chung của ngành. Về hướng phát triển dài hạn, chúng tôi cho rằng ngành bất động sản vẫn đang trên đà tăng trưởng thúc đẩy từ: (1) nhu cầu nhà ở khi cơ cấu dân số đang chuyển dịch về nhóm 24 – 40 tuổi; (2) sự khác biệt về phân bố dân cư và chất lượng hạ tầng sẽ hỗ trợ độ thu hút BĐS tại các khu vực trọng điểm; (3) thay đổi cơ cấu thu nhập sẽ thúc đẩy nhu cầu cho các sản phẩm phân khúc cao cấp.



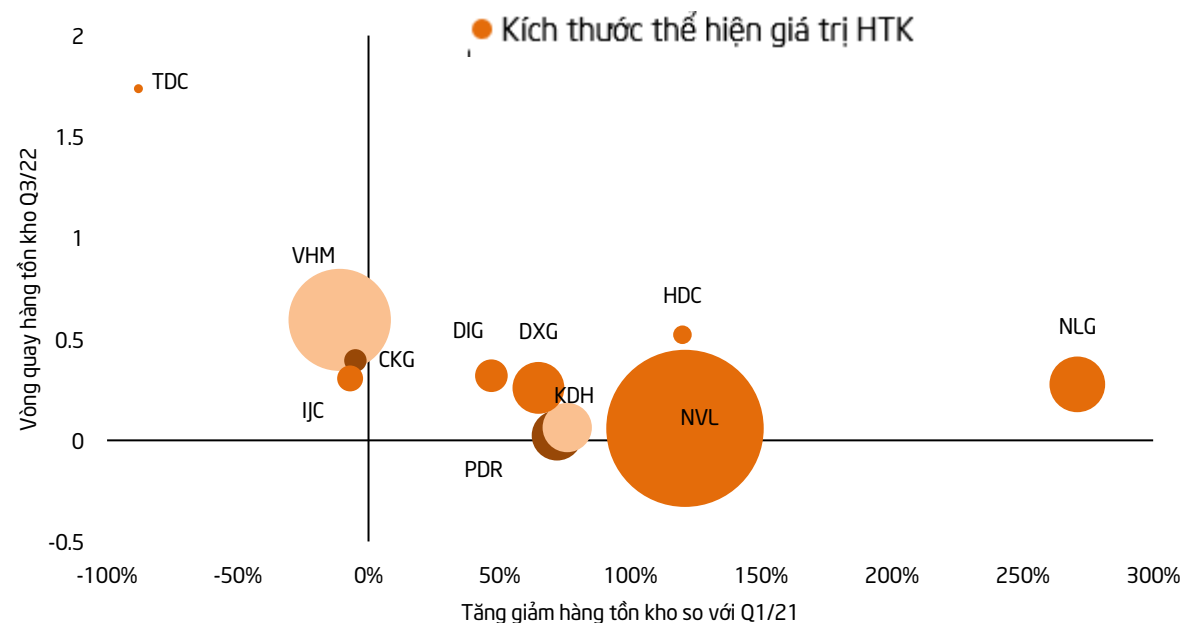
Tốc độ luân chuyển hàng tồn kho đang là điểm yếu chung của ngành

- Trong giai đoạn 2020-2021, trên cơ sở mặt bằng lãi suất thấp, các DN BĐS đã tăng cường sử dụng đòn bẩy nhằm phát triển quỹ đất và danh mục BĐS đầu tư để phục vụ cho các chiến lược đầu tư và phát triển dự án trong dài hạn. Qua đó có thể thấy giá trị nợ vay và hàng tồn kho của hầu hết doanh nghiệp đều tăng mạnh trong khoảng thời gian này. Tính đến quý Q3/21, có thể thấy các DN có tỷ lệ đòn bẩy gia tăng mạnh trong thời gian qua là NVL, PDR, KDH. Mặc khác, các DN quy mô nhỏ hơn như IJC, CKG có dấu hiệu tích cực trong việc giảm tỷ lệ vay nợ.
- Tuy vậy, với việc NHNN đã tăng mạnh lãi suất từ Q3/22, chúng tôi kì vọng các DN BĐS sẽ có chiến lược thích hợp để thích ứng với điều kiện kinh doanh thay đổi: bao gồm giảm vay nợ, cân đối danh mục đầu tư và đẩy mạnh quá trình phát triển dự án để đem lại dòng tiền.

Thay đổi đòn bẩy tài chính của các DN BĐS



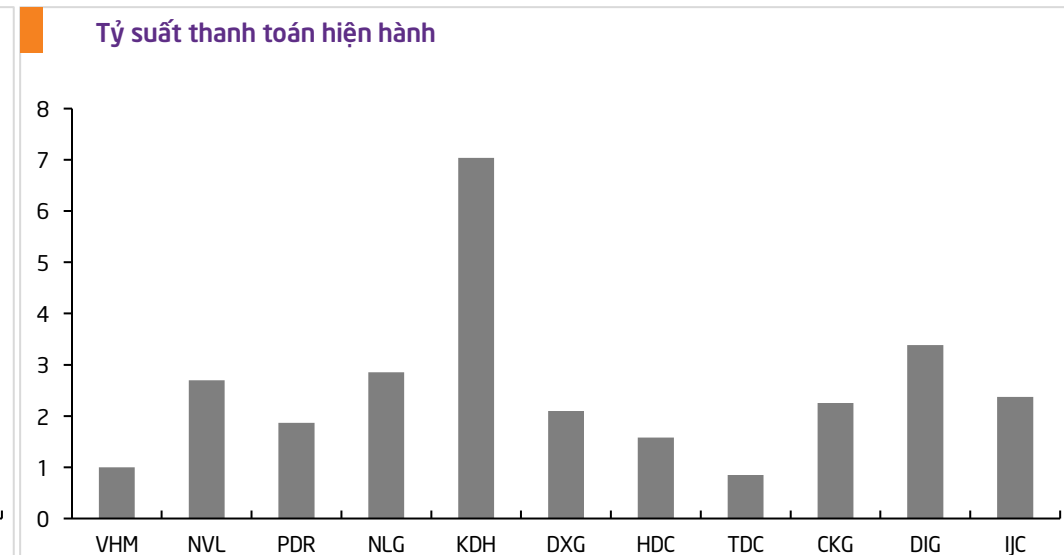
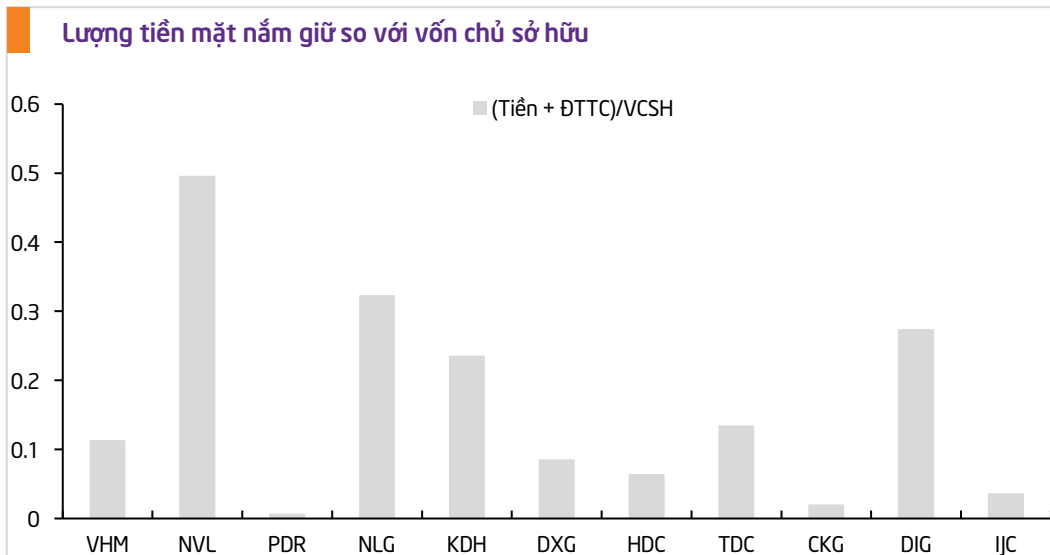
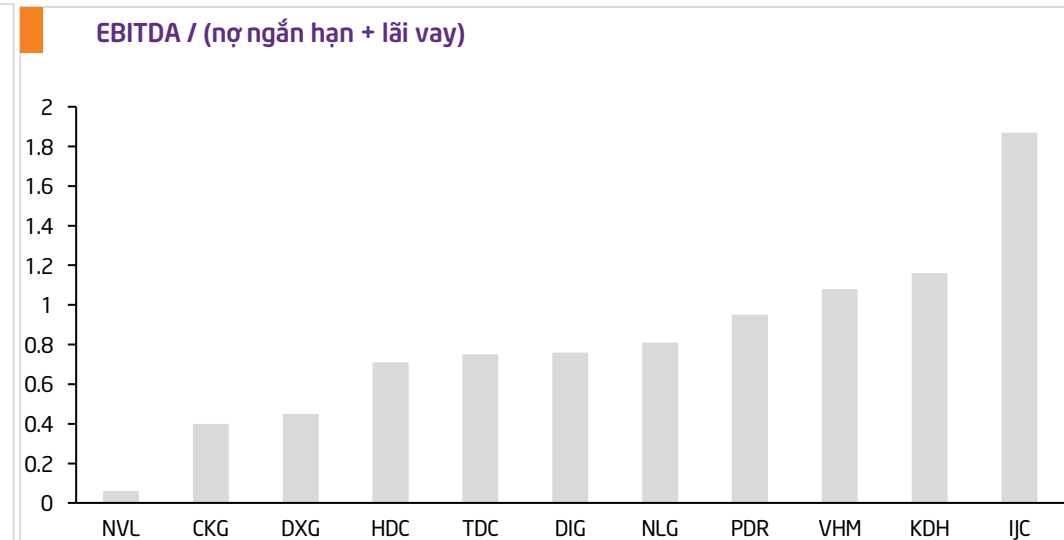
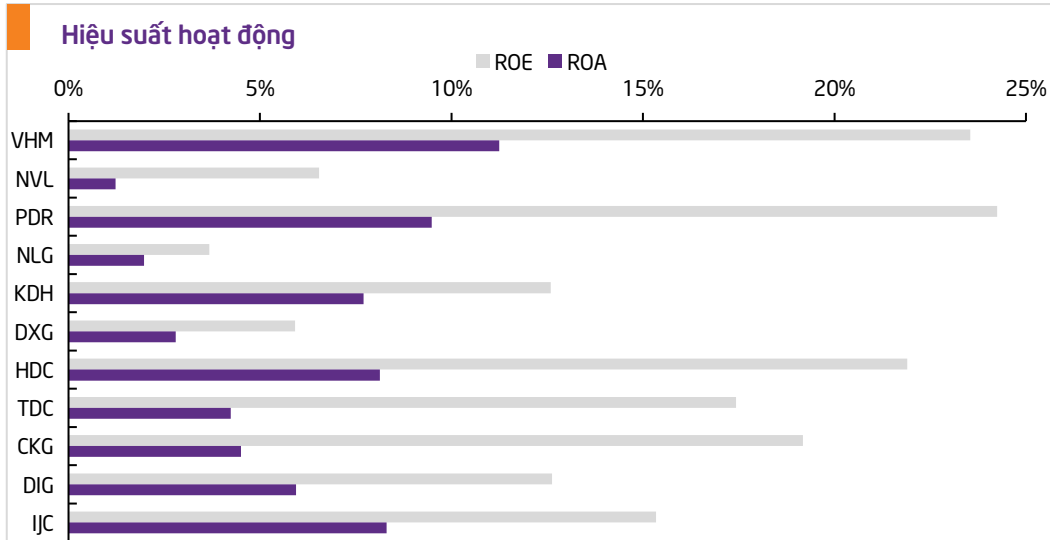
Hầu hết các DN BĐS đều có tốc độ luân chuyển hàng tồn kho tương đối hạn chế



Nguồn: Fiinpro

Thanh khoản các doanh nghiệp BĐS tương đối yếu tại Q3/22

Tuy các DN BĐS vẫn duy trì được hiệu suất hoạt động tương đối cao tại Q3/22, tuy vậy bảng cân đối kế toán đều thể hiện các vấn đề tương đối trọng yếu về vấn đề thanh khoản. Đặc biệt lượng tiền mặt dự trữ của một số doanh nghiệp tương đối thấp như PDR và CKG với tỷ trọng tiền mặt và đầu tư tài chính chỉ bằng 0.006 và 0.02 lần vốn chủ sở hữu.

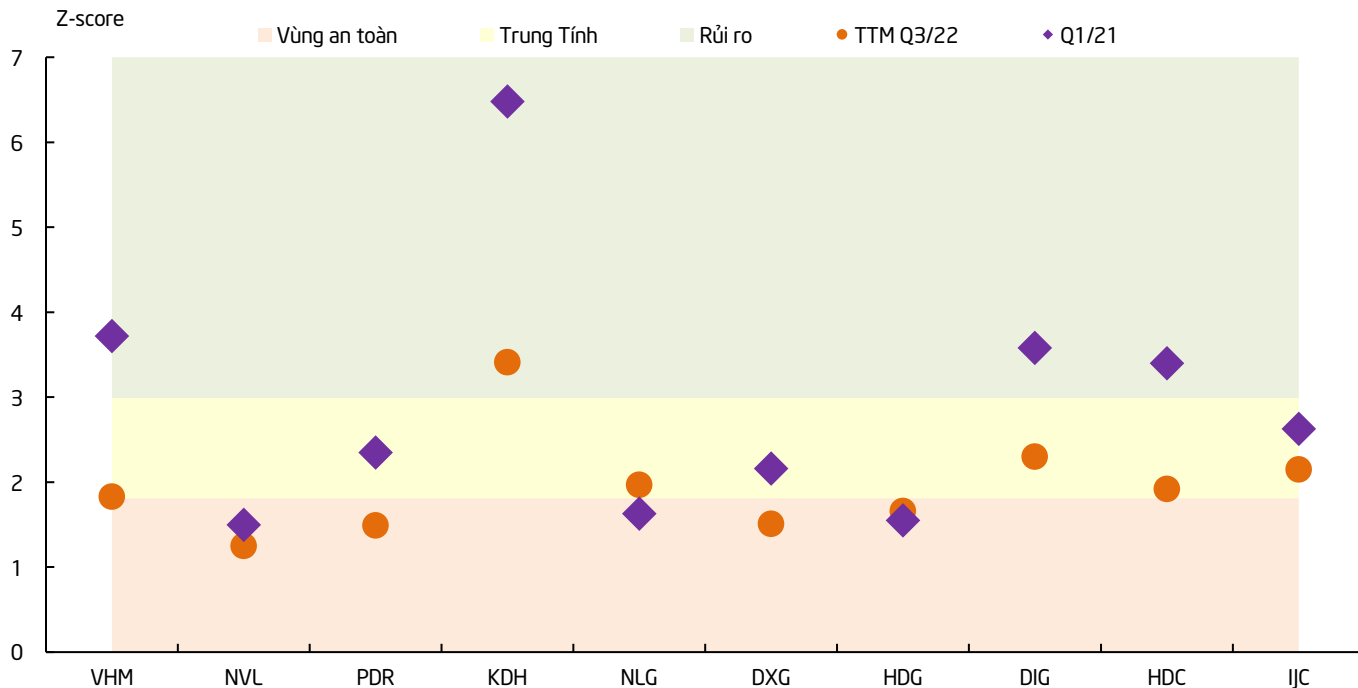


Nguồn: Fiiipro

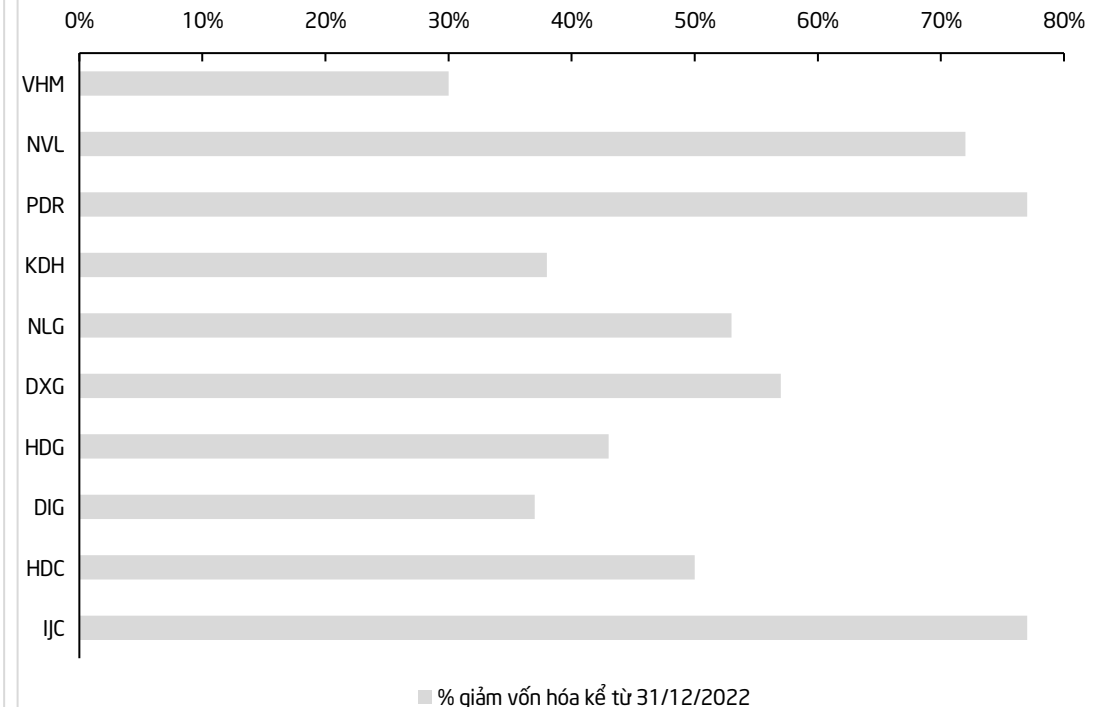
Rủi ro đối với sức khỏe tài chính doanh nghiệp BĐS tăng mạnh trong 2022

- Chúng tôi sử dụng chỉ số Z-score để lượng hóa rủi ro của các doanh nghiệp đối với nguy cơ phá sản. Được tính toán dựa trên 5 trọng số tài chính tại Q3/21, có thể thấy Z-score chung của ngành đều giảm mạnh kể từ đầu năm. Đặc biệt, một số doanh nghiệp hiện có mức Z-score dưới mức an toàn, cảnh báo nguy cơ cao. Về chỉ tiêu này, chúng tôi đánh giá cao KDH khi sức khỏe tài chính tuy có giảm sút nhưng vẫn nằm trong vùng tương đối lành mạnh.
- Bóc tách các thành phần cấu thành vào mức suy giảm Z-scores của các doanh nghiệp trong 2022, giá trị vốn hóa (1 trong 5 thành phần trong tính toán z-scores) là nhân tố chính đóng góp lớn nhất vào đà giảm của chỉ số. Chúng tôi lưu ý vốn hóa doanh nghiệp là một chỉ tiêu ngoài bảng cân đối, và đa số phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư nhiều hơn sức khỏe và giá trị nội tại của doanh nghiệp. Việc Z-score giảm mạnh trong năm là điều dễ hiểu khi cả ngành BĐS nói chung và thị trường chứng khoán Việt Nam đang trong đà điều chỉnh trước các diễn biến mới của chu kỳ kinh tế và chính sách tài khóa.

Mức độ an toàn tài chính của các DN BĐS giảm tương đối mạnh trong 2022...

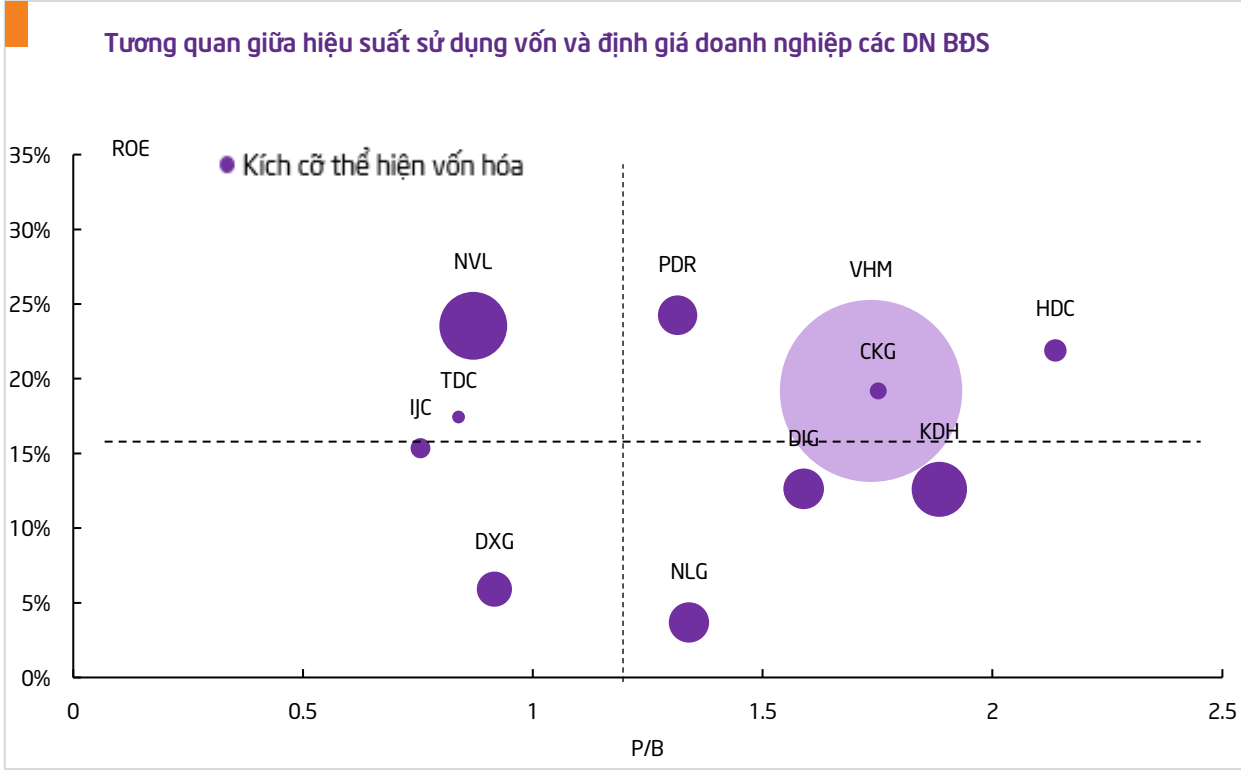
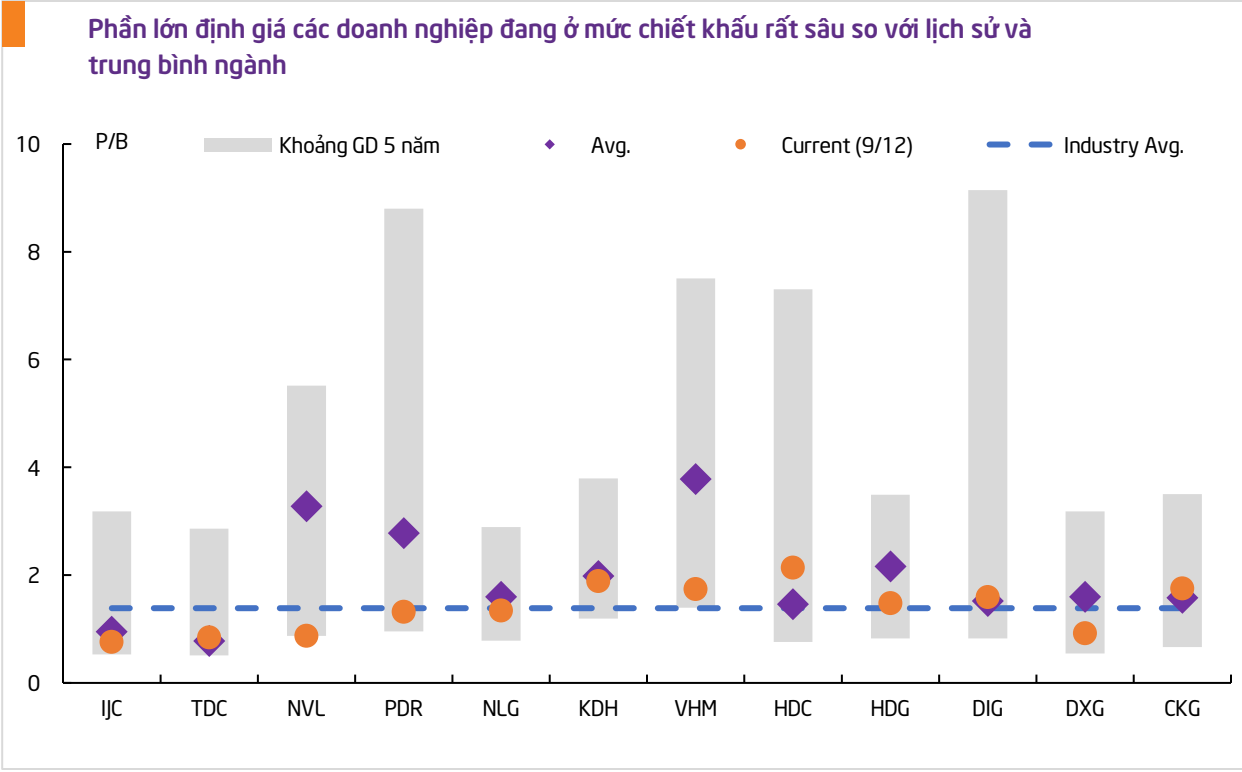


... Phần lớn do tác động của vốn hóa điều chỉnh

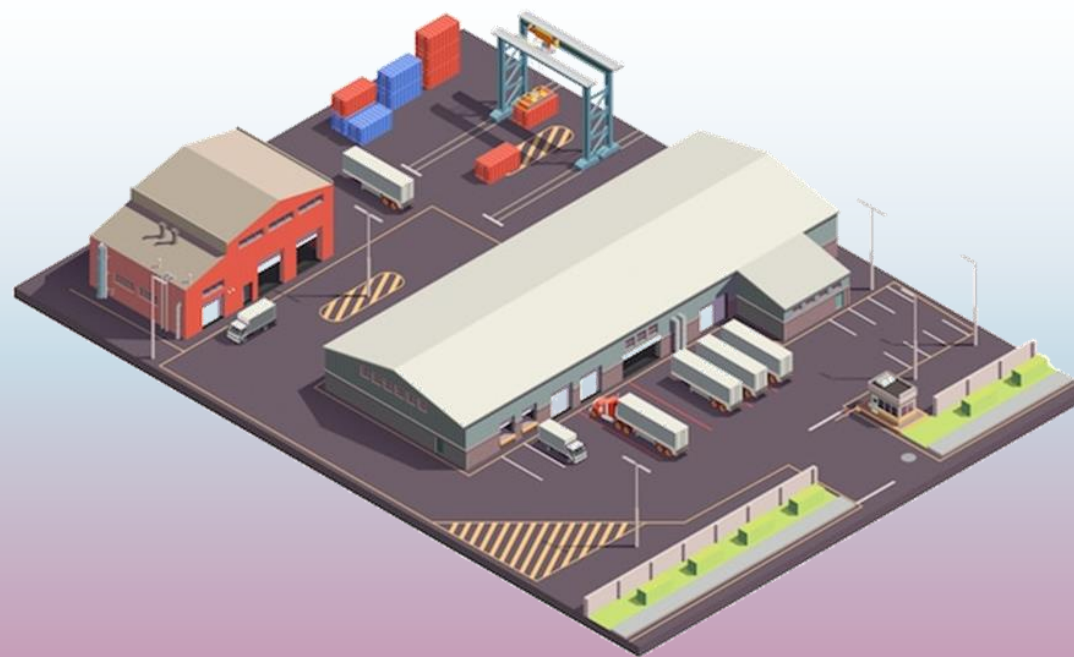


Định giá đã được chiết khấu mạnh về dưới mức giao dịch lịch sử

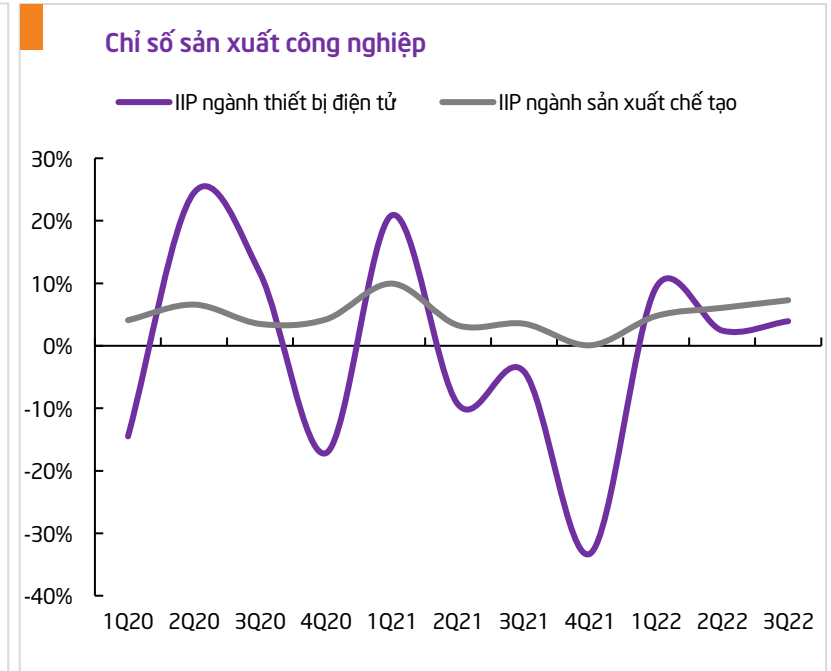
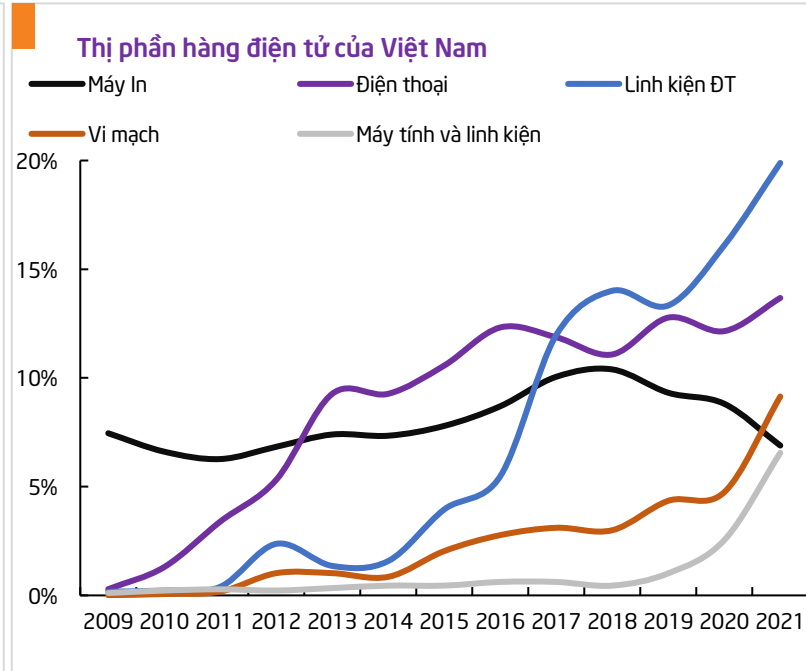
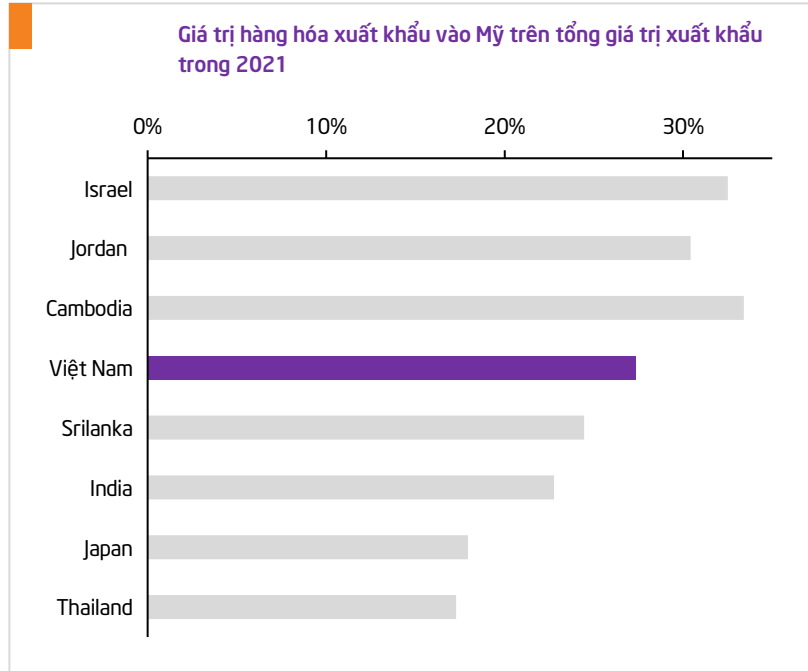
- Với việc ngành BĐS nói riêng và TTCK Việt Nam nói chung đã đi vào kênh giảm giá mạnh từ đầu năm, định giá các DN BĐS trong ngành đã được đưa về vùng chiết khấu sâu. Đối với các DN đang bị ảnh hưởng mạnh bởi tin tức tiêu cực và áp lực giải chấp như NVL và PDR, mức định giá P/B các cổ phiếu này đang ở vùng tiệm cận mức thấp nhất trong giai đoạn 5 năm. Ở các DN còn lại, có thể thấy mức định giá trên sổ sách hiện đã điều chỉnh mạnh so với trung vị giao dịch lịch sử và dưới mức trung bình ngành. Đặc biệt vào đầu tháng 10, giá cổ phiếu của nhiều DN đã về dưới mức giá trị sổ sách khi giảm theo đà điều chỉnh của thị trường. Với lực cầu mạnh được kích hoạt, các cổ phiếu nhìn chung đã xác định vùng đáy ngắn hạn.
- Tuy các cổ phiếu BĐS hiện tại đã về vùng định giá tương đối thấp nhưng trước những diễn biến tương đối xấu của ngành trong thời gian sắp tới, chúng tôi cho rằng ngành BĐS sẽ tiếp tục chịu áp lực điều chỉnh trước khi các chiến lược cân đối nợ vay và dòng tiền được phản ánh vào kết quả kinh doanh. Ở thời điểm hiện tại, chúng tôi ưa thích các cổ phiếu có hiệu suất sử dụng vốn cao, lượng hàng tồn kho vừa phải, dòng tiền mạnh và nợ vay không quá cao. Bên cạnh đó, tiến độ triển khai các dự án nên được chú trọng trong bối cảnh các thủ tục pháp lý đang là rủi ro lớn ảnh hưởng đến việc xác định dòng tiền bán hàng trong tương lai.



NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP: Đối mặt với thách thức từ diễn biến giảm tổng cầu tiêu dùng

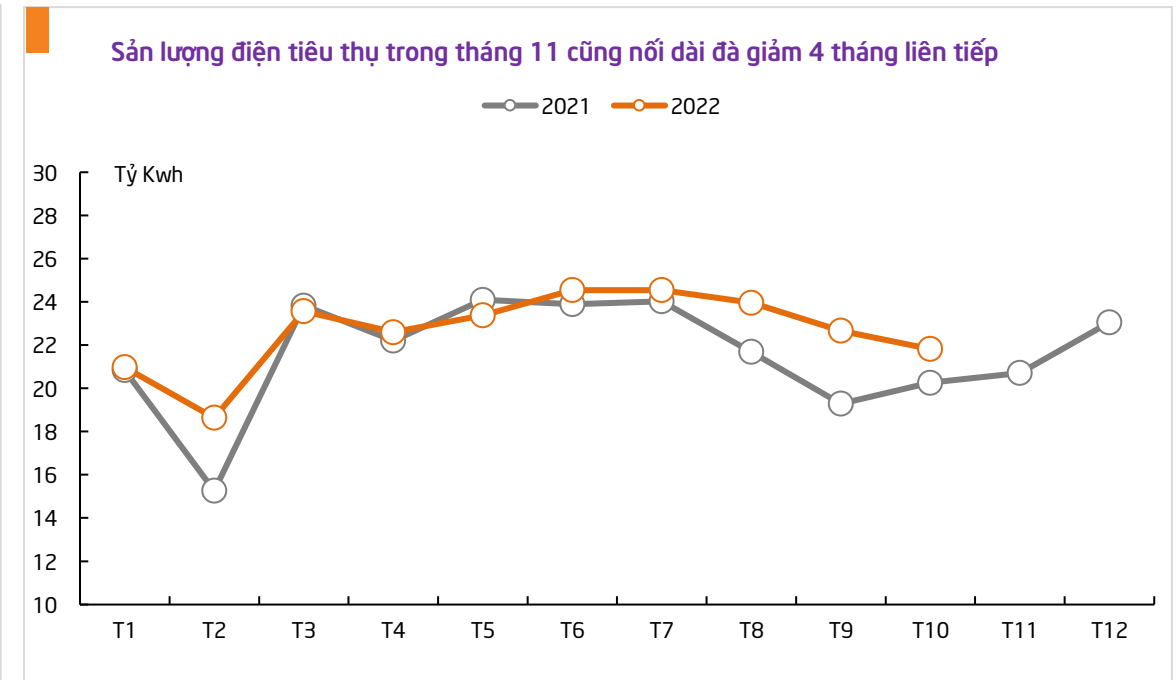
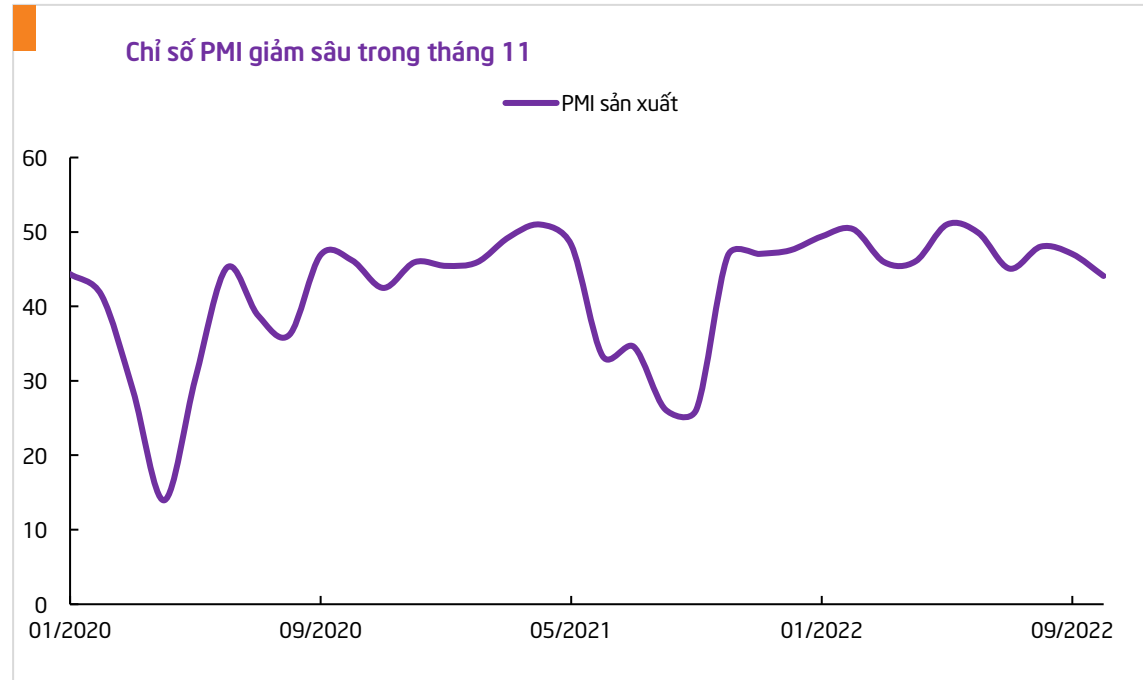


- Thuộc nhóm hàng hóa không thiết yếu, giá trị tiêu thụ của mặt hàng điện tử tại Mỹ ghi nhận sụt giảm nặng nề kể từ giai đoạn nửa cuối năm. Là đối tác thương mại lớn của Việt Nam, các tình trạng suy giảm tổng cầu tiêu dùng tại các thị trường lớn như Mỹ và Châu Âu có tác động đến hoạt động sản xuất và gia công của Việt Nam như giảm khối lượng đơn hàng mới và giãn các kế hoạch cung ứng trong năm kế tiếp.
- Chúng tôi đánh giá xu hướng này có tác động khá mạnh đối với triển vọng ngành sản xuất nội địa khi trong những năm qua, nước ta đã tăng cường tham gia vào chuỗi cung ứng nhóm thiết bị điện tử. Tuy vậy trong giai đoạn từ đầu năm đến quý 3, chỉ số sản xuất công nghiệp nhóm hàng này vẫn duy trì ổn định. Chúng tôi cho rằng tình hình không thuận lợi nêu trên vẫn chưa có tác động rõ rệt nhờ vào khối lượng đơn hàng đặt trước. Dự báo trong thời gian tiếp theo, hoạt động sản xuất nhóm điện tử sẽ điều chỉnh giảm để thích nghi với môi trường kinh doanh kém khả quan.



Hoạt động sản xuất công nghiệp tiếp tục giảm tại tháng 11/2022

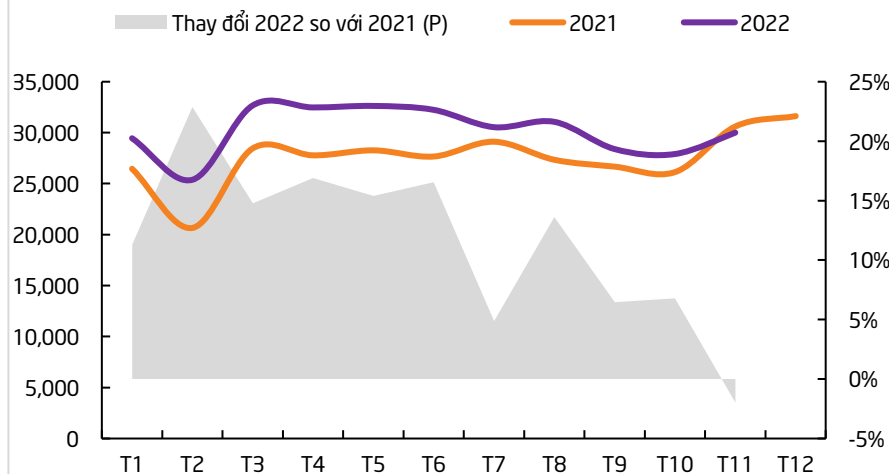
- Kể từ 07/2022, chỉ số PMI sản xuất đã bắt đầu chệch khỏi xu hướng tăng trưởng sau đại dịch và bắt đầu ghi nhận giảm điểm vào các tháng sau đó, đánh dấu sự tác động của nhu cầu tiêu thụ yếu tại các thị trường lớn đến nền công nghiệp sản xuất của Việt Nam. Tại tháng 11, chỉ số đạt chỉ 47.4 điểm so với mức 50.6 của tháng trước, xác nhận sự lệch pha của cơ sở thực tế so với sự kỳ vọng vào mùa tiêu dùng cao điểm trong năm nay. Thực tế, những lo ngại về tăng trưởng sản xuất chậm lại đã được phản ánh từ trước, đánh dấu bởi đà sụt giảm 4 tháng liên tiếp trong mức tiêu thụ điện của Việt Nam. Sản lượng tiêu thụ điện trong 2022 vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ vào hiệu ứng so sánh nền thấp khi đa số các tỉnh Việt Nam vẫn phải giãn cách trong Q3/21. Tuy nhiên khoảng cách đã thu hẹp đáng kể trong tháng 10.



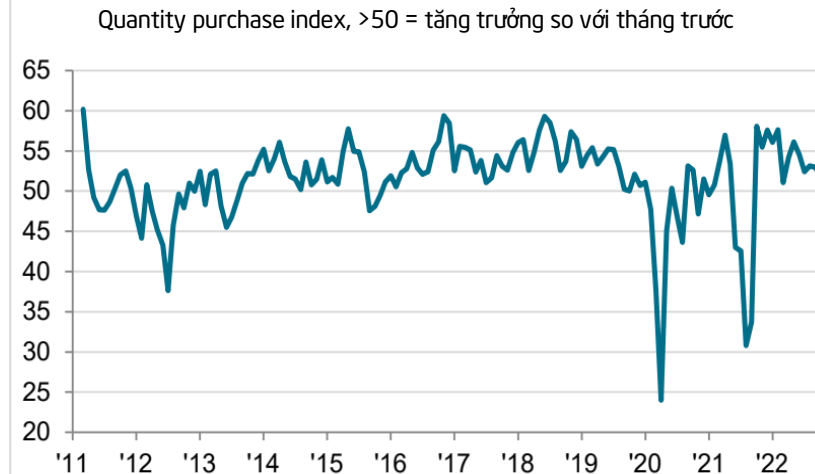
Trước lo ngại về triển vọng kinh tế, giá trị nhập khẩu Việt Nam đột ngột giảm trong thời điểm cuối năm

- Tại tháng 11, hoạt động thu mua nguyên liệu cho sản xuất đột ngột giảm mạnh trong tháng 11 trước nhu cầu sản xuất sụt giảm, trước đó giá trị này đã duy trì mức tăng trưởng 13 tháng trong giai đoạn phục hồi sau đại dịch. Nếu gộp chung giá trị xuất khẩu kể từ đầu năm, kết quả vẫn cho thấy sự tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ. Tuy vậy, nếu tính riêng từng tháng, số liệu nhập khẩu đang thể hiện đà giảm tốc khá rõ rệt. Bên cạnh việc đơn hàng mới giảm kéo theo nhu cầu cung ứng nguyên liệu, diễn biến tỷ giá tăng nhanh trong giai đoạn gần đây cũng đem đến bất lợi cho các nhà nhập khẩu khi hiện nay Việt Nam vẫn phụ thuộc tương đối nhiều nguyên vật liệu cung ứng từ nước ngoài để phục vụ cho sản xuất và xuất khẩu.

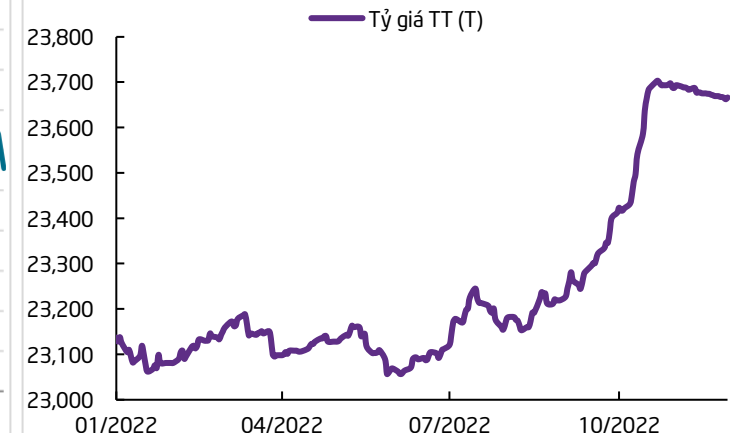
Tăng trưởng nhập khẩu bắt đầu giảm tốc kể từ giữa Q3/22



Hoạt động thu mua nguyên liệu cho sản xuất suy yếu trong tháng cuối năm

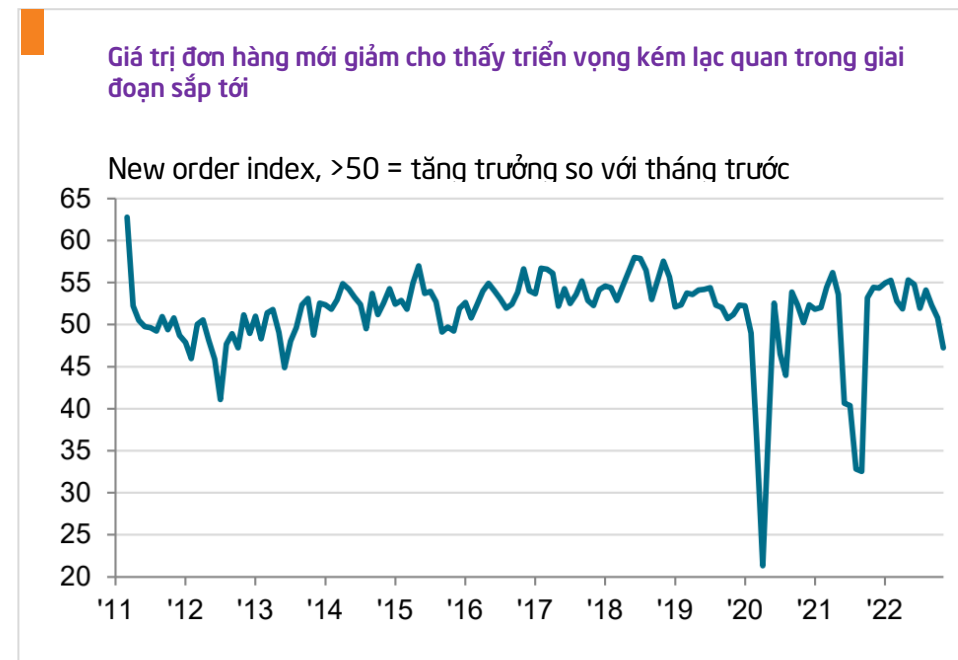
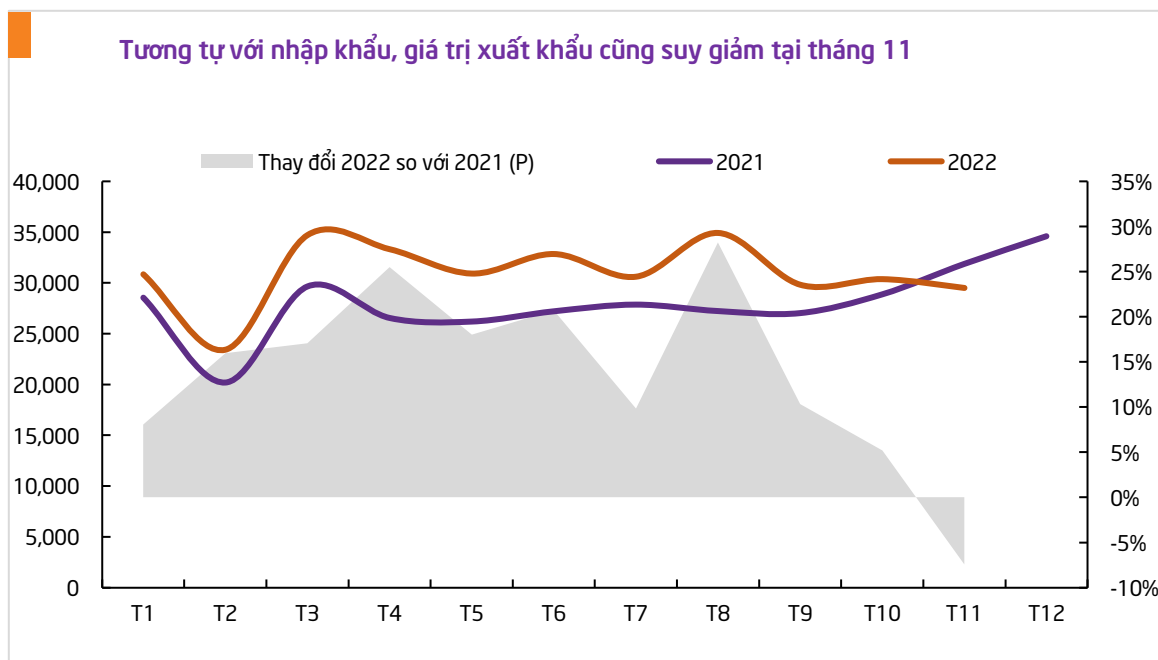


Biến động tỷ giá gây bất lợi cho nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu



Sức tiêu dùng yếu ảnh hưởng đến triển vọng sản xuất và xuất khẩu tại Việt Nam.

- Do lạm phát tăng cao, người tiêu dùng ở các thị trường lớn như Mỹ và EU đã cắt giảm đáng kể hoạt động mua sắm tiêu dùng. Sức mua qua đó cũng suy yếu trong mùa cao điểm cuối năm. Lực tiêu thụ yếu trong bối cảnh các nhà phân phối đang nắm giữ lượng tồn kho thành phẩm cao đã tác động tiêu cực đến nhu cầu nhập khẩu mới từ các nước sản xuất như Việt Nam. Triển vọng kém lạc quan đã phản ánh tại T11 khi lần đầu trong năm, Việt Nam ghi nhận giá trị xuất khẩu giảm so với cùng kỳ.
- Khó khăn dự kiến sẽ kéo dài qua năm 2023 khi giá trị đơn hàng mới tiếp tục giảm sút tại tháng cuối năm trong khi số lượng đơn hàng tồn đọng (backlog) còn lại là không nhiều.

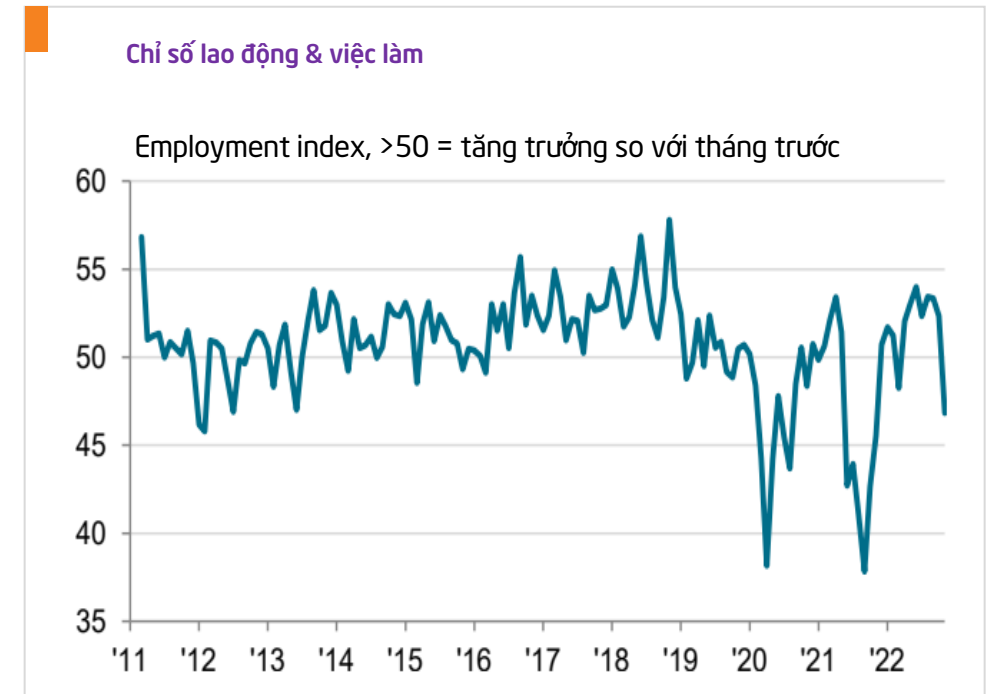


Trước sức ép từ việc tiêu dùng sụt giảm, các doanh nghiệp sản xuất thực hiện cắt giảm công suất và tư liệu sản xuất

- Theo tổng liên đoàn lao động, từ T6-T11/2022 đã ghi nhận 472 nghìn công nhân bị ảnh hưởng bởi sự khó khăn của doanh nghiệp trong việc thích ứng với môi trường kinh doanh thay đổi. Trong đó khoảng 41.5 nghìn công nhân đã bị cắt giảm nhân sự, số còn lại bị giảm giờ làm hàng ngày, làm cách nhật, nghỉ hưởng lương ngừng việc và tạm hoãn hợp đồng lao động.
- Đối với nhóm khu công nghiệp, tuy số liệu cho thuê mới vẫn duy trì tăng trưởng trong năm nhưng chúng tôi dự kiến tốc độ lấp đầy các KCN trong năm 2023 sẽ chậm lại khi các doanh nghiệp hạn chế mở rộng hoạt động quy mô sản xuất kinh doanh.

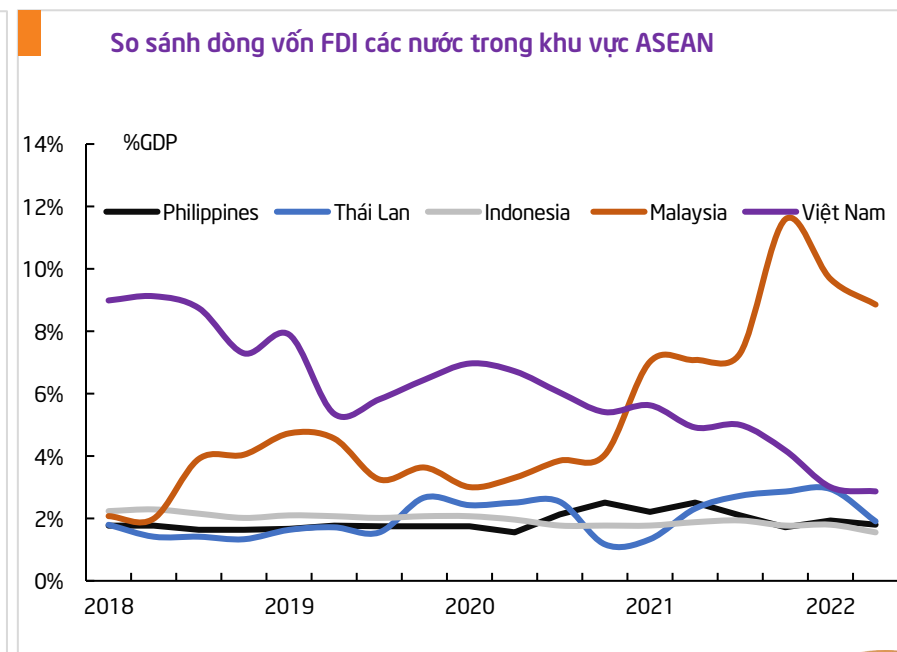
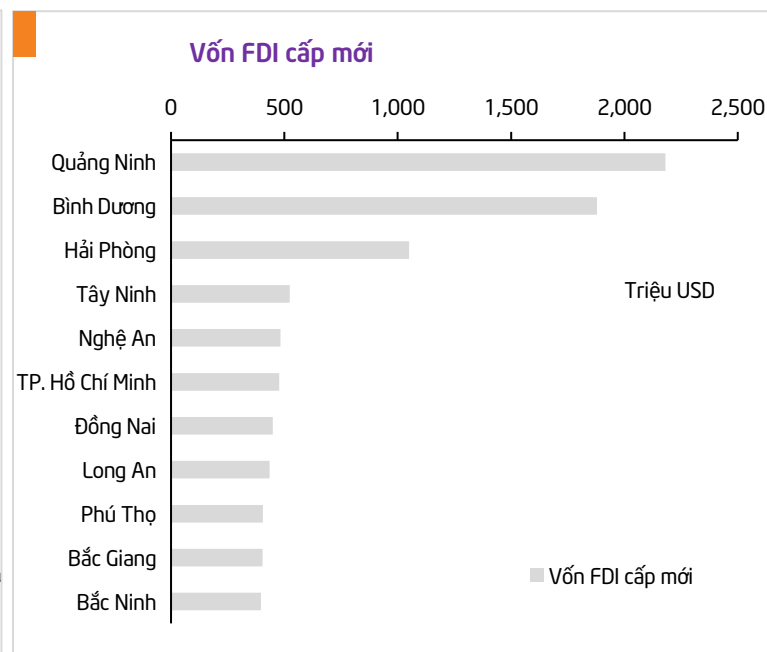
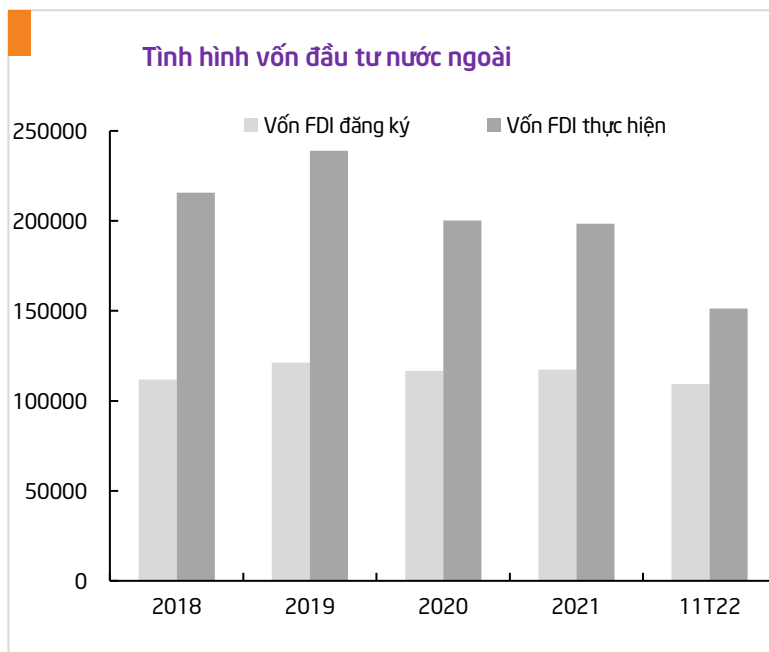
Biến động các giá trị thành phần trong chỉ số PMI Việt Nam

	T6	T7	T8	T9	T10	T11
PMI	54	51.2	52.7	52.5	50.6	47.4
Sản lượng	54.8	52	54.1	52.3	50.8	47.3
Đơn hàng mới	53.9	52.9	52.8	51.9	50.6	46.3
Đơn hàng xuất khẩu	74.3	73.2	74.1	76.7	71.9	59.4
Chỉ số việc làm	54	52.3	53.4	53.3	52.3	46.8
Đơn hàng tồn đọng	49.1	50	48.1	48.5	48.6	46.1
Tồn kho thành phẩm	48.7	48.2	48.6	51.8	48.3	48.8
Sản lượng hàng nhập	54.5	52.4	53.1	53	52	47.7
Tồn kho nguyên liệu	49	47.1	49	52.6	47	49.2
Giá cả nguyên liệu	66.8	56.4	50.7	51.5	52.7	54.1
Giá cả thành phẩm	55.9	51.6	50.5	51.4	51.1	47.5



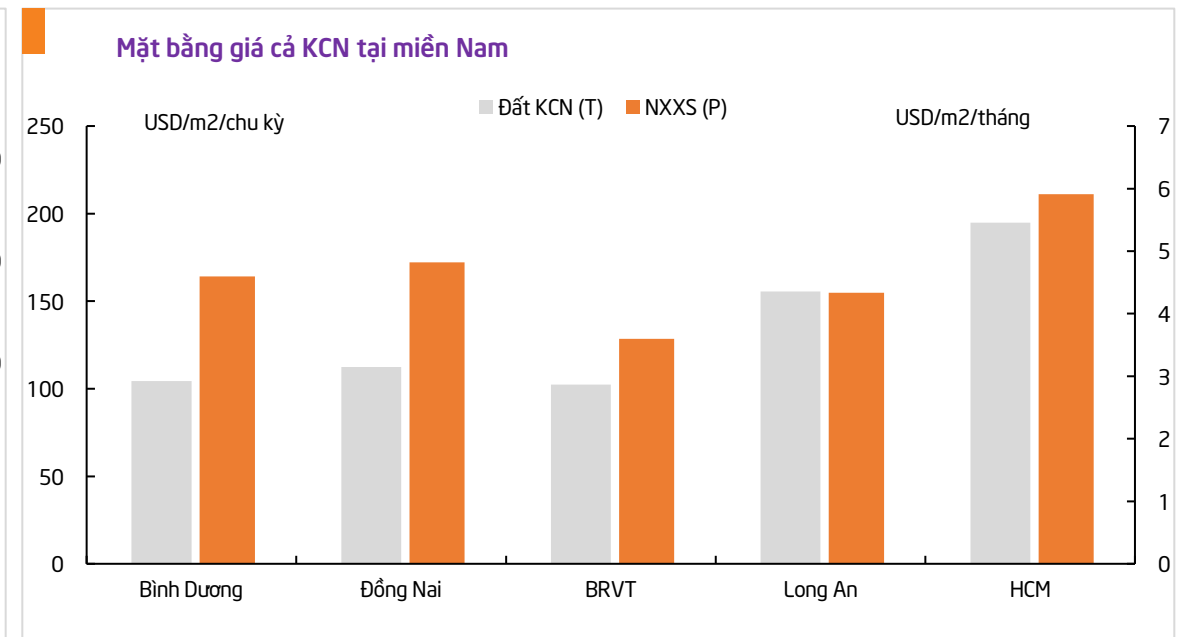
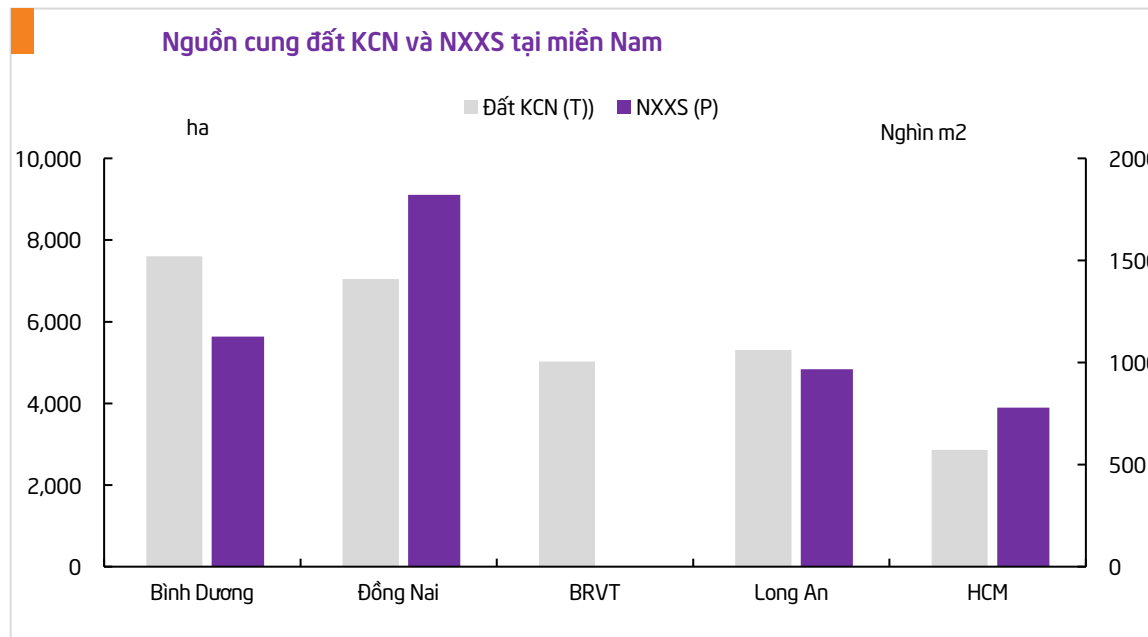
Trước sức ép từ việc tiêu dùng sụt giảm, các doanh nghiệp sản xuất thực hiện cắt giảm công suất và tư liệu sản xuất

- **Dòng vốn nước ngoài duy trì ổn định.** Tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần tại Việt Nam đạt hơn 25.1 tỷ USD, tương đương 95% cùng kỳ năm trước. Nếu loại trừ 2 dự án quy mô lớn được cấp chứng nhận đầu tư năm ngoái là dự án Điện LNG Long An I & II và dự án Nhiệt điện Ô Môn thì vốn đầu tư đăng ký mới trong 11 tháng năm 2022 tăng 19,3% YoY.
- **Ngành công nghiệp chế biến chế tạo dẫn đầu về lĩnh vực thu hút vốn** với tổng vốn đầu tư đạt gần 15 tỷ USD, tương đương 59.5% tổng vốn đầu tư đăng ký. Xét về vùng, các tỉnh Quảng Ninh và Hải Phòng đang dẫn đầu về giá trị vốn FDI cấp mới.
- So với quy mô GDP, dòng vốn FDI hiện tại đang có xu hướng chậm nhịp hơn đà tăng trưởng kinh tế Việt Nam. Tuy vậy, Việt Nam và Malaysia là hai điểm sáng trong khu vực ASEAN về năng lực thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài.

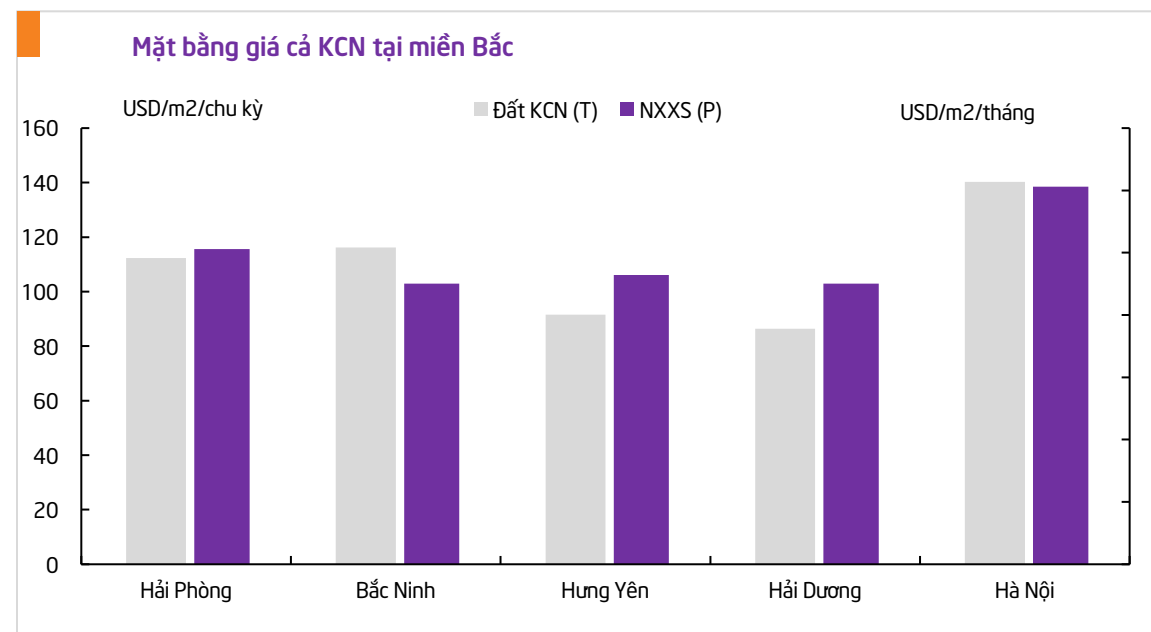
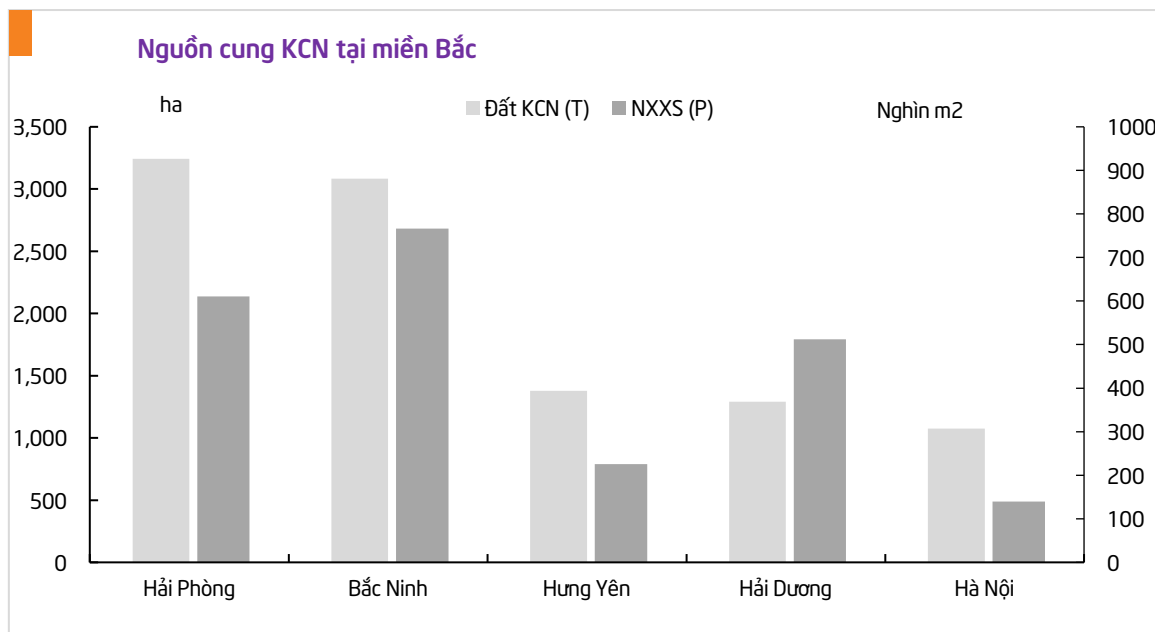


Khu vực miền Nam: Bình Dương và Đồng Nai dẫn đầu về nguồn cung

- **Nguồn cung đất KCN tại miền Nam duy trì ổn định**, tập trung tại Bình Dương và Đồng Nai với tỷ trọng lần lượt 27% và 25% tổng diện tích khu vực. Nhóm nhà xưởng xây sẵn (NXSS) ghi nhận gia tăng nguồn cung khoảng 511 nghìn m², đóng góp từ Đồng Nai và TP.HCM.
- **Tỷ lệ lấp đầy KCN vẫn duy trì tích cực với mức tăng trưởng 1.3% so với quý liền kề**, đạt 85.2% tại Q3/22. Khu vực Đồng Nai là điểm nhấn tại khu vực miền Nam với giá trị cho thuê mới hơn 200 ha đất công nghiệp được hấp thụ.
- **Mặt bằng giá đã chứng lại so với giai đoạn trước**. Số liệu thống kê bởi JLL cho thấy mặt bằng giá thuê đất KCN tại Q3/22 đi ngang so với quý liền kề nhưng vẫn duy trì tăng trưởng 10% cùng kỳ. ở nhóm NXXS, giá thuê ghi nhận tăng trưởng 5.9% cùng kỳ lên mức USD4.85/m², mức tăng này tương đối đồng bộ tại nhiều khu vực.

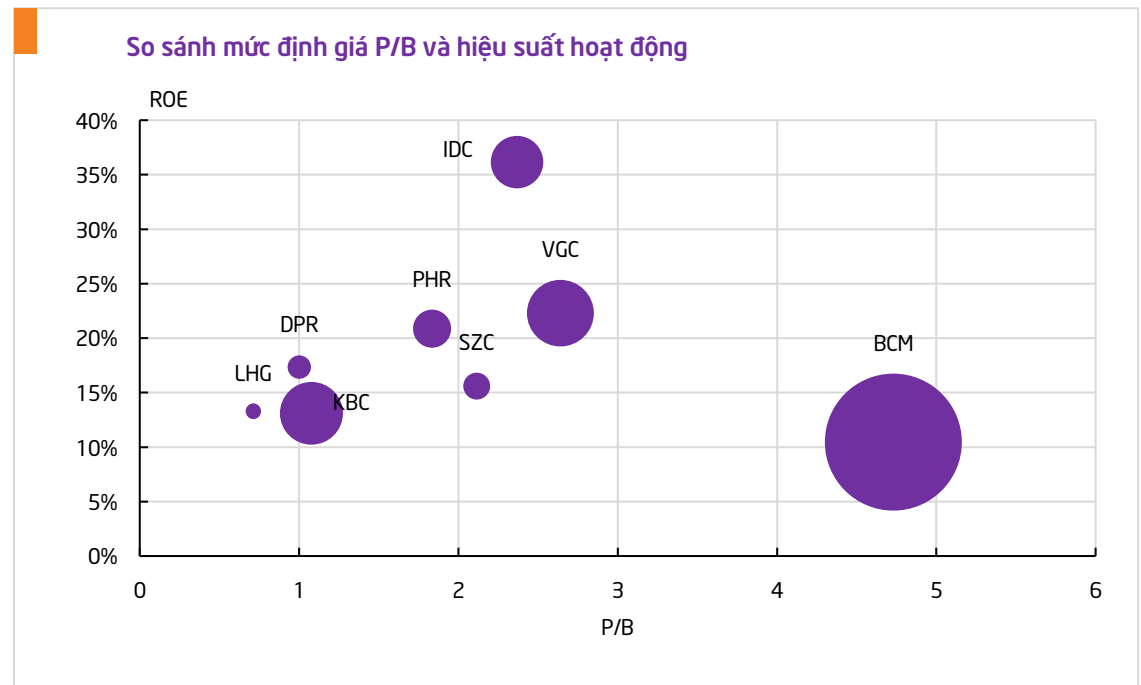
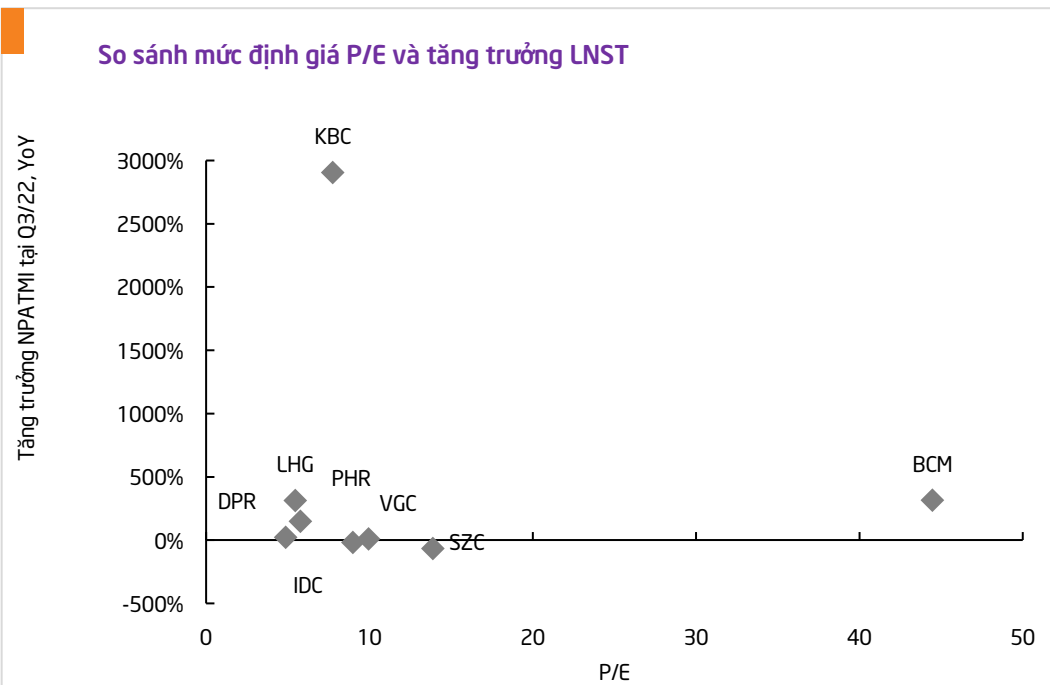


- **Khu vực phía Bắc không ghi nhận thêm nguồn cung đất KCN mới trong Q3/22.** Tuy vậy, nhóm NXXS được bổ sung khoảng 37,000 m² đến từ ba dự án chính thuộc KCN Yên Phong 2C – GD 1, KCN U&Me Nam Cầu Kiền và KCN Yên Mỹ II.
- **Tỷ lệ lấp đầy các KCN vẫn giữ vững mức độ thu hút,** đặc biệt tại các tỉnh tập trung nhóm công nghệ cao như Bắc Ninh với sự hiện diện của các tập đoàn thiết bị điện tử lớn như Samsung, LG và các công ty cung ứng đi kèm. Nhóm NXXS ghi nhận nhiều giao dịch mới, đặc biệt tại các tỉnh trọng điểm như Hưng Yên với tổng diện tích NXXS cho thuê đạt 18,784 m² trong kì hay Bắc Ninh (15,480 m²).
- **Tốc độ tăng giá thuê đã chậm lại.** JLL thống kê giá thuê đất KCN trong Q3/22 chỉ nhích nhẹ so với quý trước, đạt 110 USD/m²/chu kì thuê, tương ứng với mức tăng 0.1% QoQ và 4.3% YoY. Ở nhóm NXXS, mức độ tăng giá thể hiện rõ nét hơn, đạt 4.77 USD/m²/tháng, tăng 1.5% so với quý trước và khoảng 3.7% cùng kỳ.



Định giá ngành khu công nghiệp đã được chiết khấu sâu so với giai đoạn trước

- **Định giá đã chiết khấu tương đối sâu so với thời điểm đầu năm.** Qua các đợt điều chỉnh mạnh của thị trường, định giá của các cổ phiếu KCN đã được điều chỉnh khá so với giai đoạn trước. Hiện tại nhóm các DN KCN đang giao dịch ở mức định giá P/E và P/B trung bình 8.38 và 1.97, tương ứng với mức giảm 76% và 71% so với thời điểm cuối năm 2021.
- **Một số cổ phiếu duy trì hiệu suất hoạt động tương đối khả quan.** Tuy mức định giá của ngành vẫn tương đối cao, chúng tôi nhận thấy một doanh nghiệp này đang có hiệu suất sử dụng vốn tương đối tích cực như IDC, VGC và PHR. Phần lớn kết quả kinh doanh tích cực trong kỳ đến từ các yếu tố đột biến như thay đổi phương thức hạch toán, lợi nhuận hoạt động tài chính và các khoản lợi nhuận đột biến đến từ đền bù đất.



NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG THIẾT YẾU:

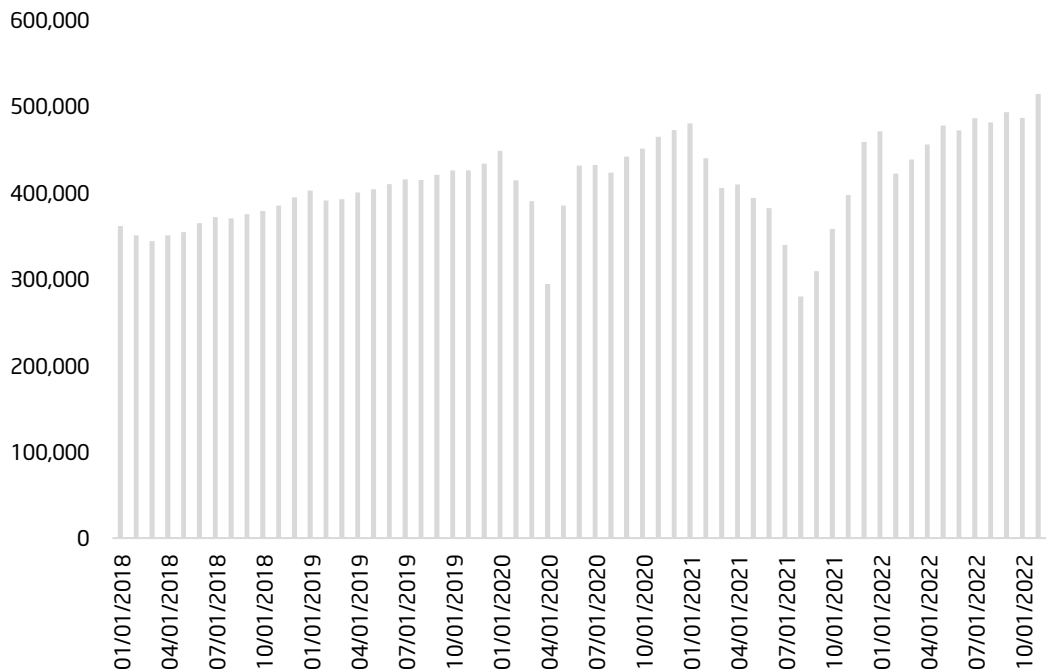
Nhu cầu tiêu dùng hồi phục yếu hơn kì vọng do lạm phát gia tăng và hoạt động sản xuất chậm hồi phục



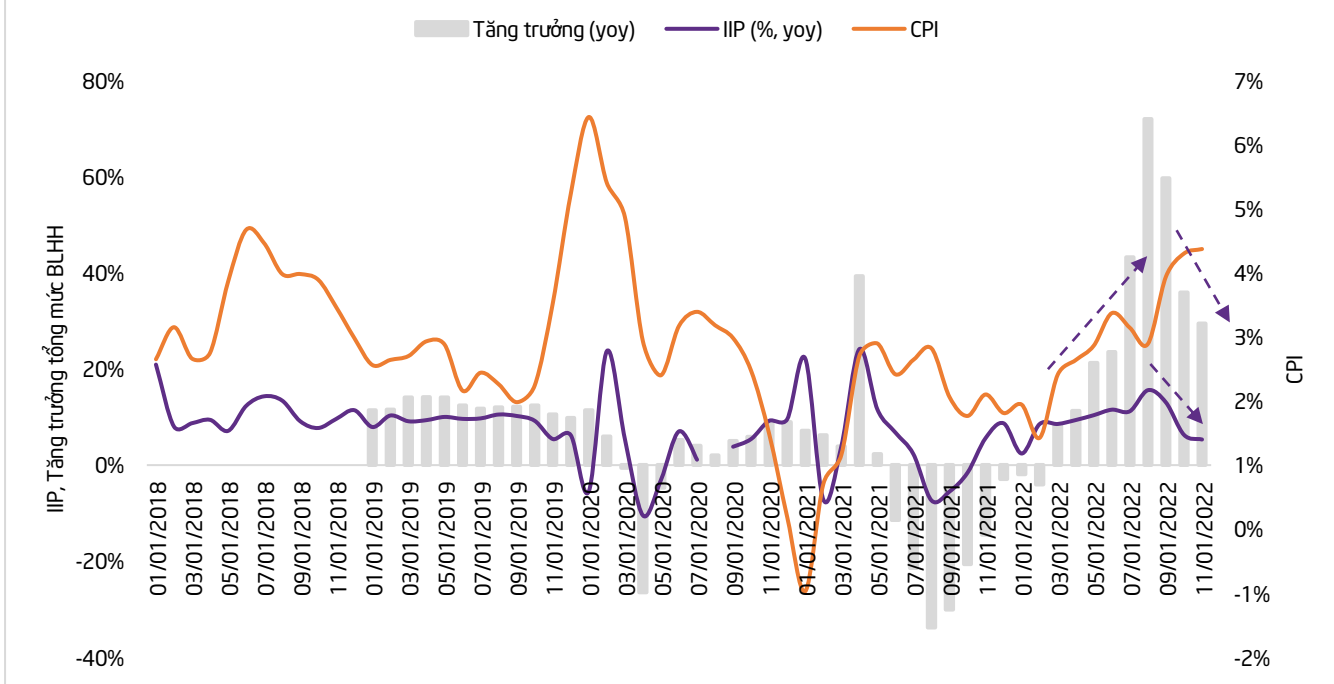
Nhu cầu tiêu dùng: Chững lại do lạm phát gia tăng và sản xuất hồi phục chậm

Trong 11 tháng đầu năm 2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 5.2 triệu tỷ đồng, tăng 23.9% yoy nhưng đang có dấu hiệu chậm lại dưới áp lực lạm phát gia tăng và hoạt động sản xuất hồi phục chậm. Theo số liệu 9T/2022 của Kantar, nhu cầu tiêu dùng hồi phục yếu hơn kì vọng khi mức tăng chủ yếu nhờ giá bán bình quân gia tăng trong khi sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ so với cùng kì.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa dịch vụ theo tháng (tỷ đồng)



Tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa dịch vụ, IIP và CPI theo tháng



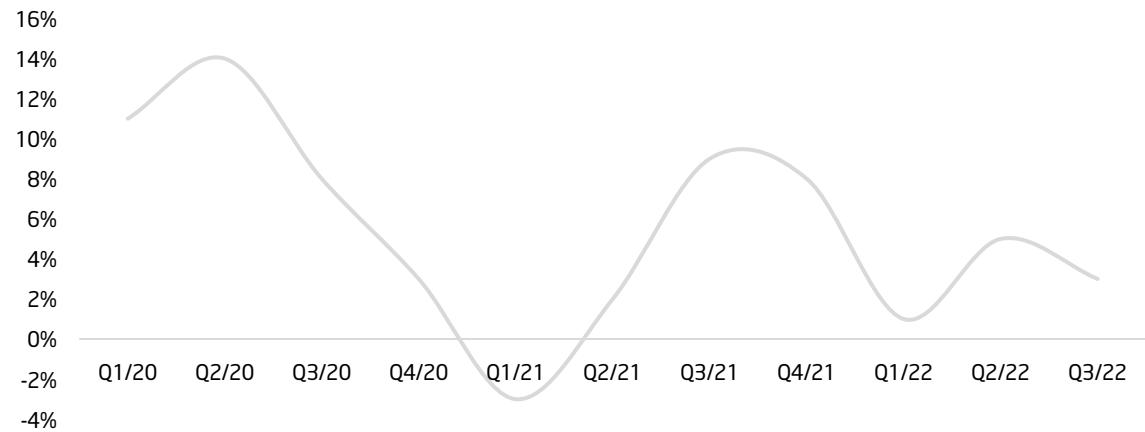
	Giá trị			Khối lượng			Giá bán bình quân		
	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22
Thành thị	0.6%	4.6%	3.0%	-3.5%	-1.5%	-2.0%	4.3%	6.6%	5.0%
Nông thôn	3.6%	10.9%	15.0%	-2.1%	2.8%	5.0%	6.1%	8.5%	9.0%

Đồ uống: Tăng trưởng vượt trội so với trước dịch Covid - 19

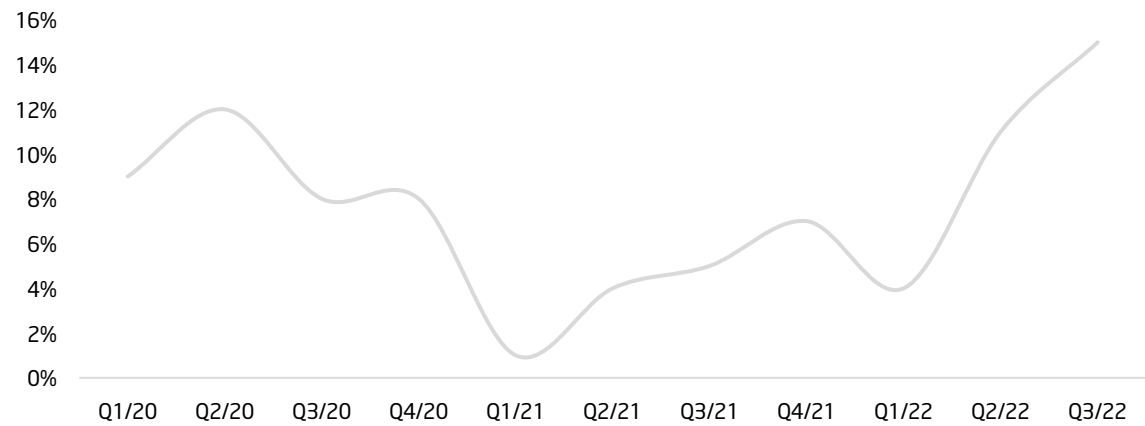
Tăng trưởng FMCG đang chững lại ở khu vực thành thị (4 thành phố lớn: TP.HCM, Hà Nội, Đà Nẵng, Cần Thơ) chủ yếu do sự sụt giảm từ mức nền cao của 2 ngành hàng Thực phẩm đóng gói, Sữa và sản phẩm từ sữa do được tích trữ nhiều trong dịch Covid - 19. Trong khi đó, khu vực nông thôn tăng trưởng tích cực hơn với 2 chữ số phần lớn nhờ sự hồi phục của ngành hàng thức uống.

Thức uống là ngành hàng tiêu biểu cả ở khu vực thành thị và nông thôn. Trong đó, 2 mảng dẫn đầu chính là Nước ngọt và bia đang ở mức cao hơn trước dịch nhờ nới lỏng các quy định về an toàn dịch bệnh giúp hoạt động du lịch cũng như đi lại bên ngoài hồi phục, góp phần thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm ăn uống.

Tăng trưởng giá trị thị trường FMCG (%yoy) tại Thành thị



Tăng trưởng giá trị thị trường FMCG (%yoy) tại Nông thôn



Thành thị	Giá trị			Khối lượng			Giá bán bình quân		
	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22
FMCG	0.6%	5%	3%	-3%	-2%	-2%	4%	7%	5%
Sữa và SP từ sữa	5%	-1%	-3%	1%	-4%	-7%	4%	4%	4%
Thức uống	-6%	8%	34%	-9%	3%	23%	3%	5%	9%
Thực phẩm đóng gói	6%	3%	-26%	-2%	-8%	-31%	8%	13%	7%
SP chăm sóc cá nhân	-3%	9%	37%	-3%	5%	36%	-1%	4%	3%
SP chăm sóc gia đình	1%	9%	31%	-3%	3%	30%	6%	6%	1%

Nông thôn	Giá trị			Khối lượng			Giá bán bình quân		
	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q1-22	Q2-22	Q3-22
FMCG	10.9%	15%		3%	5%		9%	9%	
Sữa và SP từ sữa	13.1%	9%		8%	2%		5%	7%	
Thức uống	6.3%	50%		1%	35%		5%	11%	
Thực phẩm đóng gói	13.9%	0%		0%	-10%		15%	12%	
SP chăm sóc cá nhân	6.7%	19%		0%	12%		7%	5%	
SP chăm sóc gia đình	13.7%	14%		5%	7%		9%	7%	

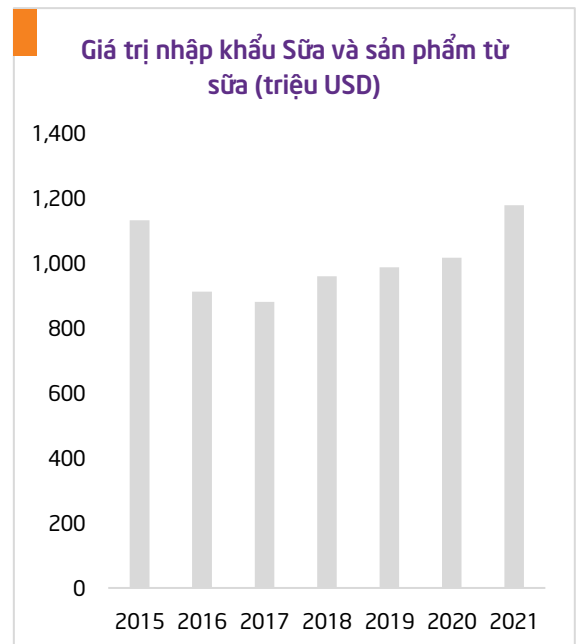
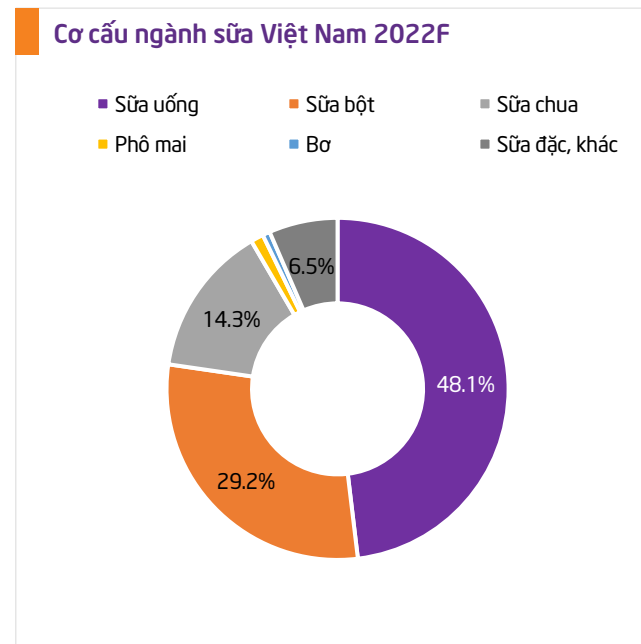
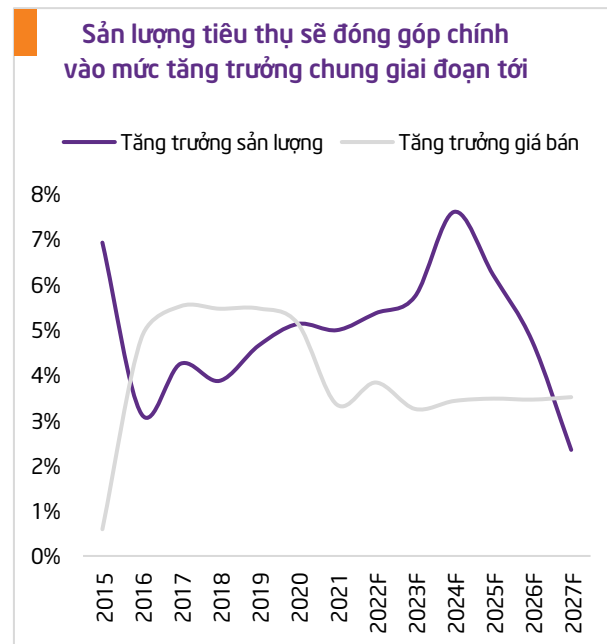
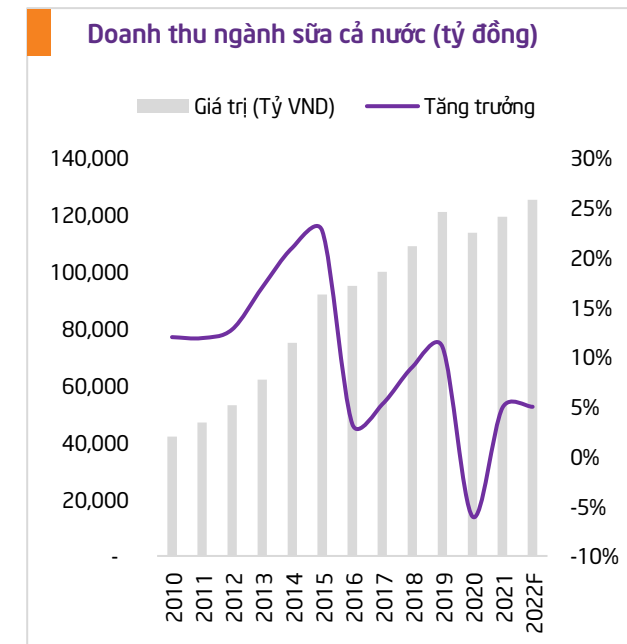
Nước ngọt	Q3-19	Q3-20	Q3-21	Q3-22
Thành thị	100	106	100	129
Nông thôn	100	79	66	134
Bia	Q3-19	Q3-20	Q3-21	Q3-22
Thành thị	100	101	61	112
Nông thôn	100	100	52	107

Quy mô ngành tăng trưởng ổn định. Trong năm 2021, tổng doanh thu ngành sữa Việt Nam đạt 119.3 nghìn tỷ đồng, tăng 5% yoy sau khi sụt giảm mạnh vào năm 2020 do ảnh hưởng của dịch Covid – 19. Về cơ cấu ngành hàng, Sữa nước và sữa bột đang chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu ngành sữa Việt Nam với lần lượt 48.1% và 29.2% trong tổng doanh thu.

Với lượng tiêu thụ bình quân tại Việt Nam hiện khoảng 28 lít sữa mỗi năm, khá thấp so với mức trung bình của Châu Á (38 lít) và Thế giới (100 lít), China Research Intelligence dự kiến mức tiêu thụ sẽ tăng lên 40 lít vào năm 2030. IMARC dự báo quy mô thị trường sữa tăng trưởng CAGR 5.09%/năm trong giai đoạn 2022 – 2027 và sản lượng sẽ đóng góp chính vào mức tăng trưởng chung.

...Phụ thuộc vào nhập khẩu khi nguồn cung trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Tính đến hết năm 2021, tổng đàn bò sữa cả nước đạt 375 nghìn con, cung cấp 1.2 tỷ lít sữa tươi và kì vọng tăng lên 2 tỷ lít vào năm 2030. Hiện nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng được 40 – 50% nhu cầu, còn lại đến từ việc nhập khẩu. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng nhập khẩu bò, sản phẩm dinh dưỡng chăn nuôi và nguyên liệu sản xuất. Trong năm 2021, giá trị nhập khẩu sữa và sản phẩm từ sữa cả nước đạt 1.2 tỷ USD, tăng 16% yoy.

Các DN trong nước đang tích cực nâng cao năng lực sản xuất, kì vọng giảm phụ thuộc vào nhập khẩu. VNM đã được UBND tỉnh Hưng Yên chấp thuận chủ trương đầu tư về việc xây dựng nhà máy sữa công suất 400 triệu lít/năm, tổng mức đầu tư 4.6 nghìn tỷ đồng, gồm 2 giai đoạn; trong đó GD từ Q4/2021 – 2028, GD2 từ 2028 – 2030. Dự án dự kiến sẽ triển khai vào cuối năm nay và đến Q4/2025, VNM sẽ đưa vào hoạt động GD1.



Nguồn: Statista, Hiệp hội sữa VN, GSO, TPS Research

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong bối cảnh chi phí NVL sụt giảm

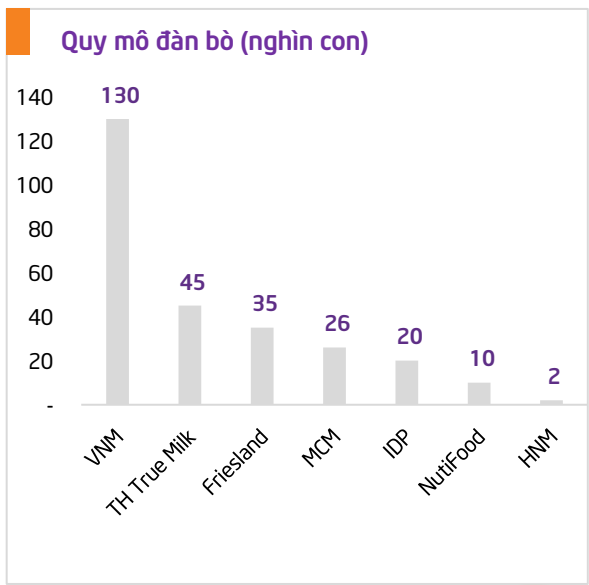
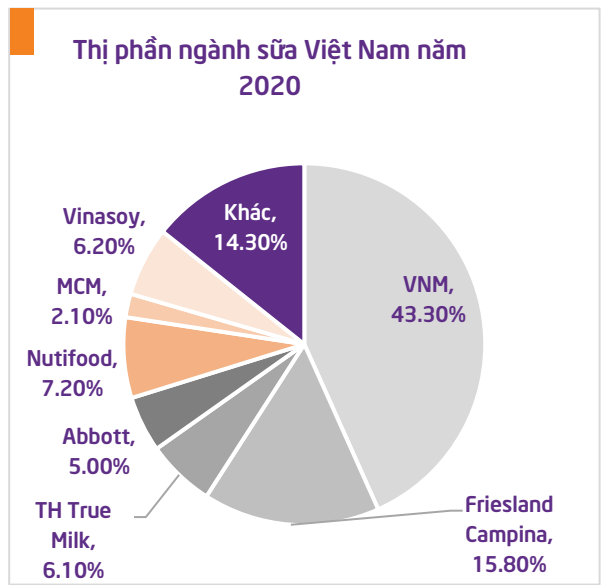
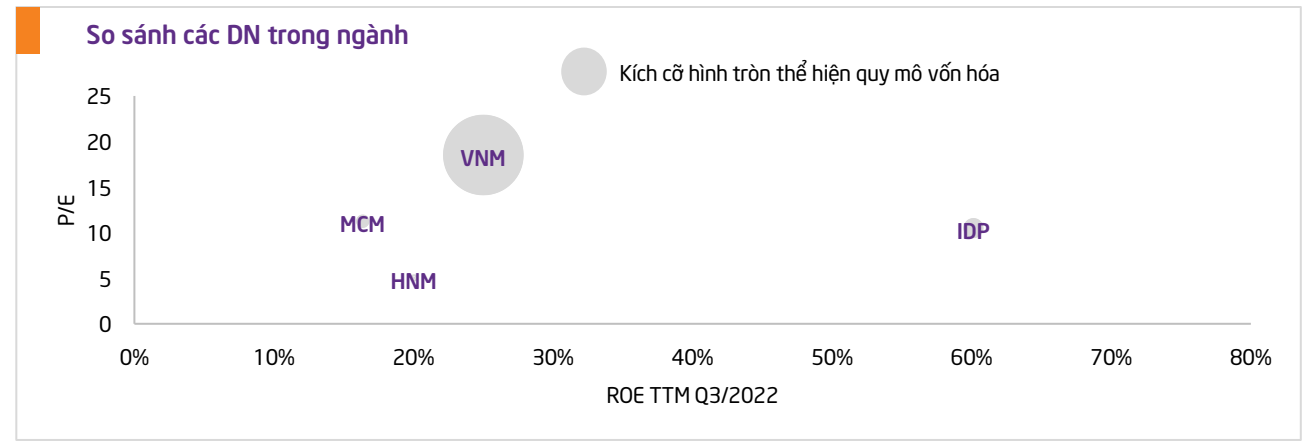
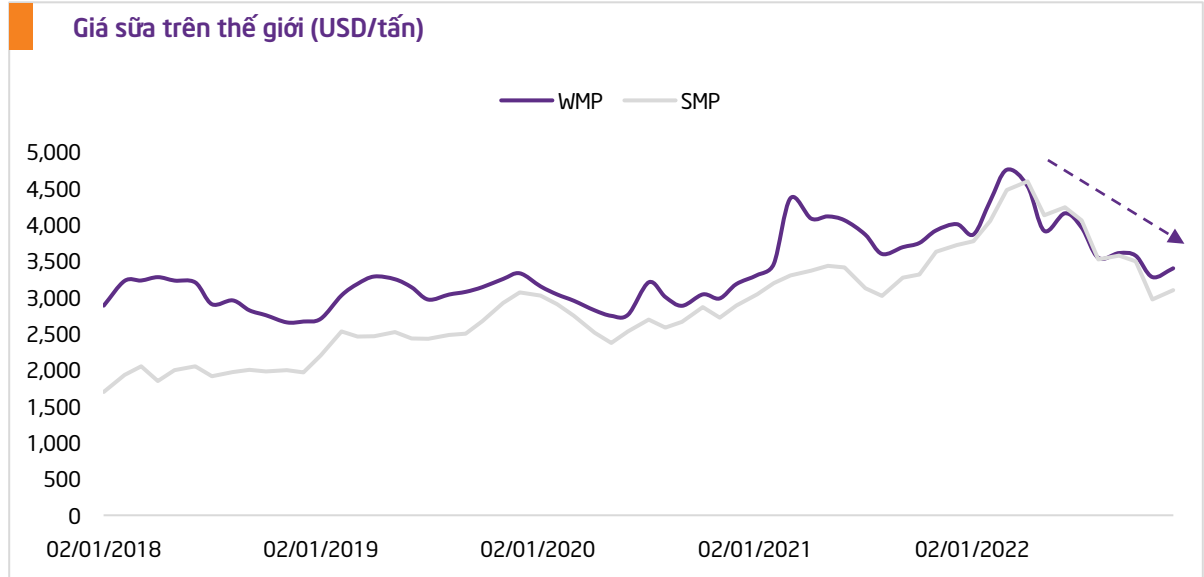
Xét trên VNM có vị thế đầu ngành, DN đang sử dụng khoảng 60% nguyên liệu là sữa bột nhập khẩu để sản xuất sữa bột, sữa nước, sữa chua, sữa đặc...và chi phí NVL chiếm bình quân khoảng 50% chi phí sản xuất trong 5 năm qua.

Giá bột sữa tăng cao thời gian qua đã ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của các công ty trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng, với xu hướng giảm của giá bột sữa nguyên chất (hiện khoảng 3,320 USD/tấn, giảm 16% ytd, 32% từ đỉnh vào tháng 3/2022) nhờ nguồn cung hồi phục và chuỗi cung ứng thông suốt hơn, biên LNG của các DN trong ngành sẽ được cải thiện trong giai đoạn tới.

Định giá

Tính đến hết năm 2021, cả nước có hơn 200 doanh nghiệp hoạt động trong ngành sữa, trong đó thị phần chủ yếu thuộc về một số doanh nghiệp có quy mô lớn như VNM, Nutifood, Friesland Campina...

Hiện chỉ có khoảng 4 DN ngành sữa niêm yết trên cả 3 sàn và hầu hết đều có thanh khoản thấp, ngoại trừ VNM. Với định giá đã được chiết khấu hợp lý cùng một số yếu tố hỗ trợ ngắn hạn, chúng tôi cho rằng, NĐT có thể cân nhắc giải ngân đối với các cổ phiếu ngành sữa. Dù vậy, với triển vọng ngành nghề không quá hấp dẫn, việc đầu tư sẽ mang yếu tố thời điểm nhiều hơn.

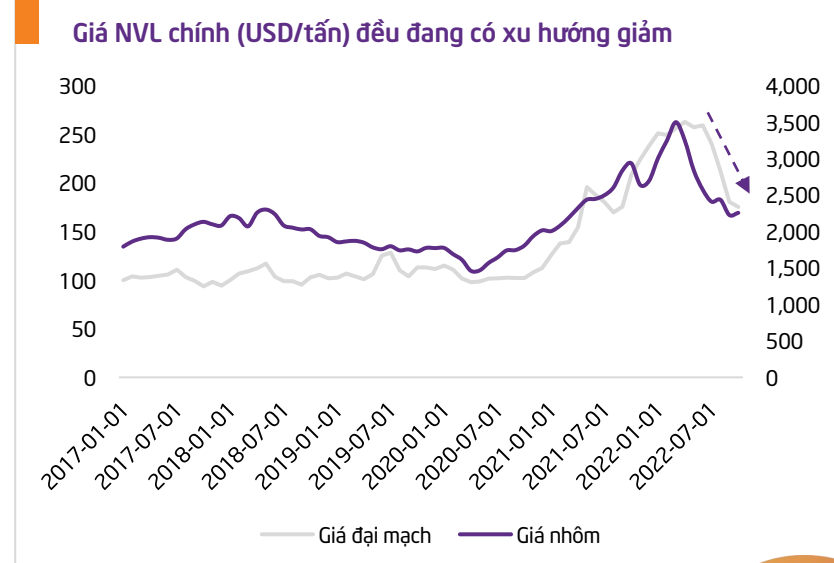
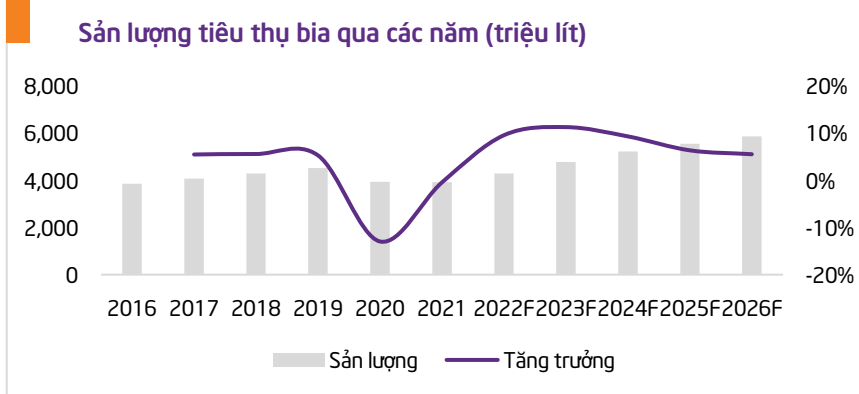


Bia: Còn nhiều tiềm năng với dự địa tăng trưởng tốt hơn

Theo Visualcapitalist, Việt Nam xếp thứ 9 toàn cầu về lượng bia tiêu thụ với 3.8 tỷ lít trong năm 2020, chiếm tỷ trọng 2.2% toàn cầu. Dù thu nhập người tiêu dùng đang bị ảnh hưởng, nhu cầu đối với các mặt hàng mang phong cách sống như bia, thuốc lá vẫn đạt mức tăng trưởng dương. Theo Tổng cục thống kê, sản lượng bia sản xuất trong 6 tháng đầu năm 2022 đạt 2.6 tỷ lít, tăng 14.2% yoy và cao hơn 9.1% so với cùng kỳ trước dịch khi nhu cầu đi lại hồi phục. Với dân số đông và cơ cấu khá trẻ, Euromonitor dự báo nhu cầu tiêu thụ bia cả nước tiếp tục tăng trưởng với CAGR 10% mỗi năm trong giai đoạn 2021 – 2026.

Biên lợi nhuận gộp kì vọng cải thiện khi chi phí NVL hạ nhiệt. Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 50% chi phí sản xuất kinh doanh của ngành bia, trong đó đại mạch và nhôm là 2 nguyên liệu chính. Giá đại mạch đã tăng cao từ nửa cuối năm 2020 do (1) Tranh chấp thương mại với Úc đã khiến Trung Quốc tìm nguồn cung ứng lúa mạch từ Pháp (nhập 3.5 – 4 triệu tấn trong năm 2020) làm đảo lộn cung cầu của EU (2) Nhu cầu bia gia tăng khi nhiều quốc gia hết hạn chế Covid – 19 và dịch chuyển tiêu thụ trên thị trường thức ăn chăn nuôi từ ngô cùng lúa mì khi sản lượng thấp hơn dự báo (3) Hạn hán tại nhiều khu vực đã ảnh hưởng đến sản lượng: Brazil (còn 87 triệu tấn sv 120 triệu tấn vào năm 2020), Mỹ (giảm còn 2.3 triệu tấn sv mức 3.5 triệu tấn)...Sang năm 2022, cuộc chiến Nga – Ukraina tiếp tục ảnh hưởng đến nguồn cung khi chiếm khoảng 18% lượng sản xuất và 30% lượng xuất khẩu toàn cầu. Các động thái nổi lại xuất khẩu qua Biển Đen sau nhiều tháng phong tỏa đã giúp giá nguyên liệu đại mạch hạ nhiệt kể từ tháng 5.

Giá nhôm tăng cao và đạt đỉnh vào tháng 3/2022 chủ yếu do chi phí điện (chiếm khoảng 1/3 chi phí sản xuất nhôm) đã tăng 2 – 3 lần trong năm 2021, từ 0.18 CNY/kwh lên mức 0.51 CNY/kwh. Hoạt động nhiệt điện than chiếm khoảng 60% lượng điện tiêu thụ tại Trung Quốc Giá và giá than đã tăng mạnh 4.8x sv cuối năm 2020. Từ tháng 6/2020, Trung Quốc thực hiện các lệnh cấm nhập khẩu than từ Úc (62% tổng lượng than nhập khẩu năm 2019) và Chính phủ tái khởi động chính sách cắt giảm công suất để giảm thiểu ô nhiễm bằng cách hợp nhất nhiều mỏ và cắt giảm các mỏ có công suất thấp hơn 600 nghìn tấn/năm. Do đó, nhiều doanh nghiệp nhôm của Trung Quốc (cung cấp 55% sản lượng toàn cầu) đã thu hẹp hoạt động sản xuất khiến giá nhôm tăng cao. Giá nhôm đã hạ nhiệt từ tháng 3 trong bối cảnh nhu cầu sụt giảm từ Trung Quốc do phong tỏa bởi dịch Covid – 19.



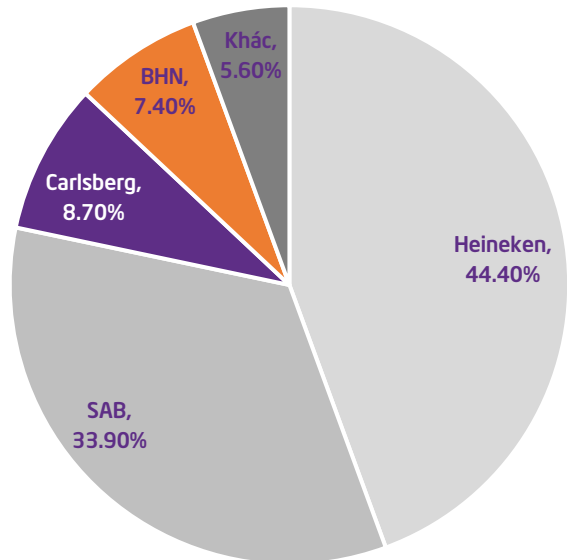
Nước ngọt	Q3-19	Q3-20	Q3-21	Q3-22
Thành thị	100	106	100	129
Nông thôn	100	79	66	134
Bia	Q3-19	Q3-20	Q3-21	Q3-22
Thành thị	100	101	61	112
Nông thôn	100	100	52	107

Bia: Cạnh tranh cao; Phân khúc trung, cao cấp dần dất tăng trưởng giai đoạn tới

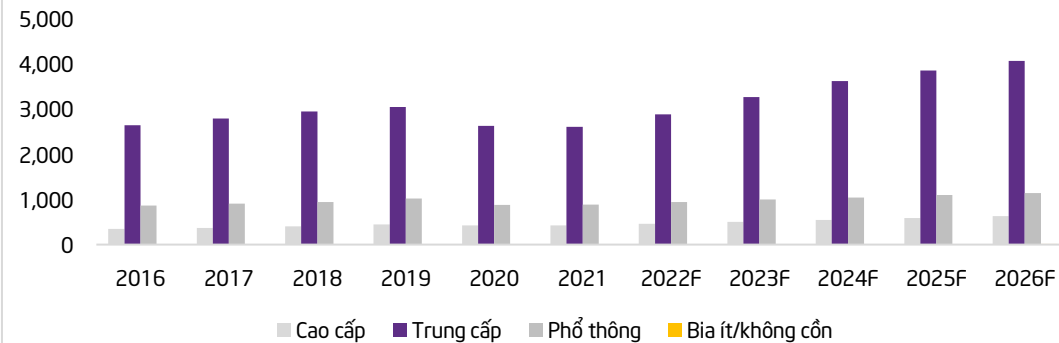
Theo thống kê của VBA, cả nước có hơn 110 doanh nghiệp bia vào năm 2019. Trong đó, 4 doanh nghiệp lớn nhất chiếm gần 95% thị phần là BHN, Hue Brewery (Carlberg sở hữu 100% vốn), SAB và Heineken. Thị trường bia Việt Nam đang chia thành 3 phân khúc chính gồm cao cấp, trung cấp và phổ thông. Ở phân khúc trung và cao cấp, phần lớn thị phần thuộc về DN nước ngoài: Heineken, ABInbev, Sapor...chủ yếu phân phối qua các kênh khách sạn, quán bar, khu nghỉ dưỡng... Ngoài biên lợi nhuận cao hơn, việc khó thâm nhập vào phân khúc phổ thông vốn bị chiếm lĩnh bởi các DN trong nước có lịch sử phát triển lâu đời kèm các hợp đồng độc quyền khuyến mãi với nhà phân phối đã góp phần hạn chế sự tiếp cận của DN ngoại. Trong khi đó, phân khúc phổ thông đang thuộc về 3 doanh nghiệp phân bổ theo khu vực địa lý là BHN – Phía Bắc, bia Huế (Carlberg sở hữu 100% cổ phần) – Miền Trung và SAB – miền Nam, hầu hết bán trong các nhà hàng, quán ăn, quán nhậu vỉa hè...Các DN lớn trong ngành đều đã có kênh phát triển khác nhau và khá khó để thâm nhập vào. Do đó, về dài hạn, chúng tôi cho rằng, Heineken và SAB sẽ tiếp tục giữ vững vị thế vốn có và dự địa tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào (1) Đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi (2) Phát triển các sản phẩm mới.

Hiện đang có khoảng 24 DN ngành bia niêm yết trên cả 3 sàn; trong số đó hầu hết đều có quy mô nhỏ và thanh khoản thấp. Dù triển vọng cũng được hỗ trợ chính từ một số yếu tố ngắn hạn nhưng chúng tôi vẫn có góc nhìn tích cực hơn về tiềm năng của các cổ phiếu ngành bia hơn so với sữa.

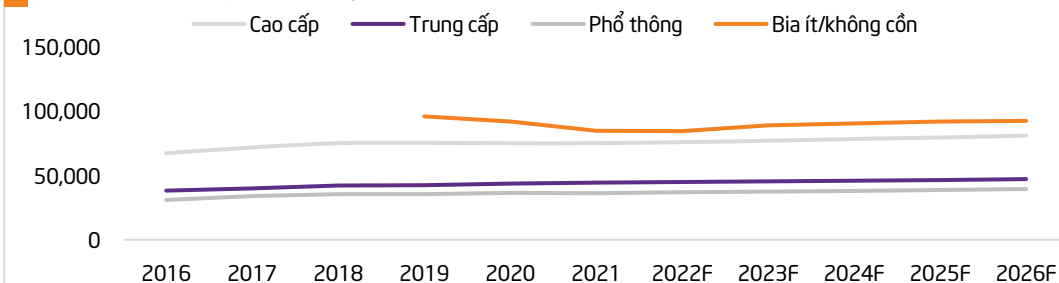
Thị phần ngành bia Việt Nam trong năm 2021



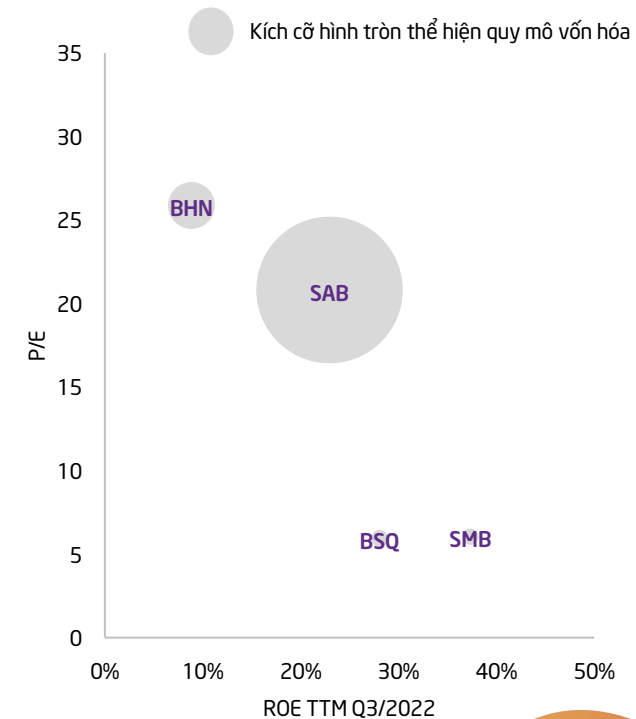
Sản lượng tiêu thụ theo loại bia



Giá bán bình quân các loại bia (VND/lít)

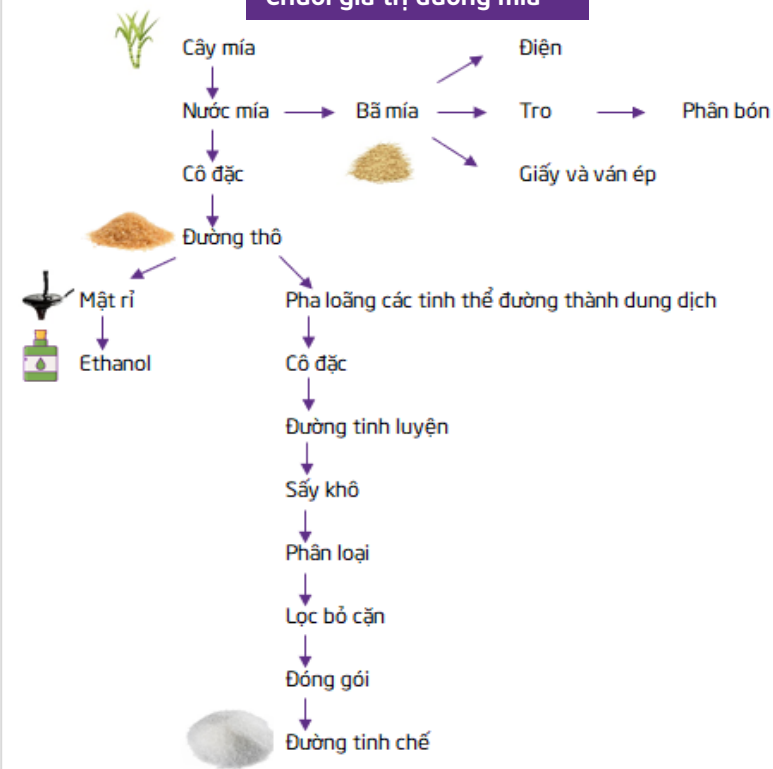


So sánh các DN trong ngành

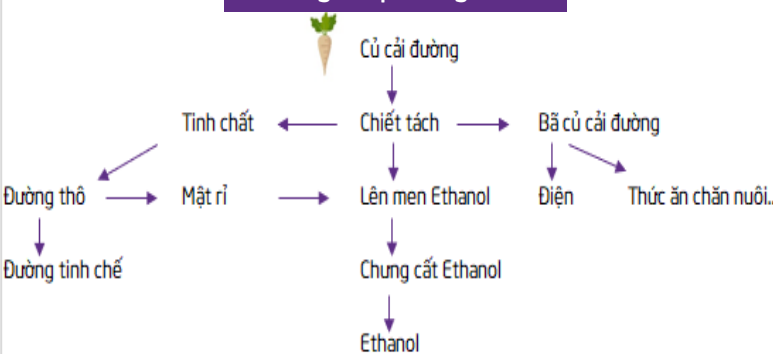


Đường: Chuỗi giá trị ngành

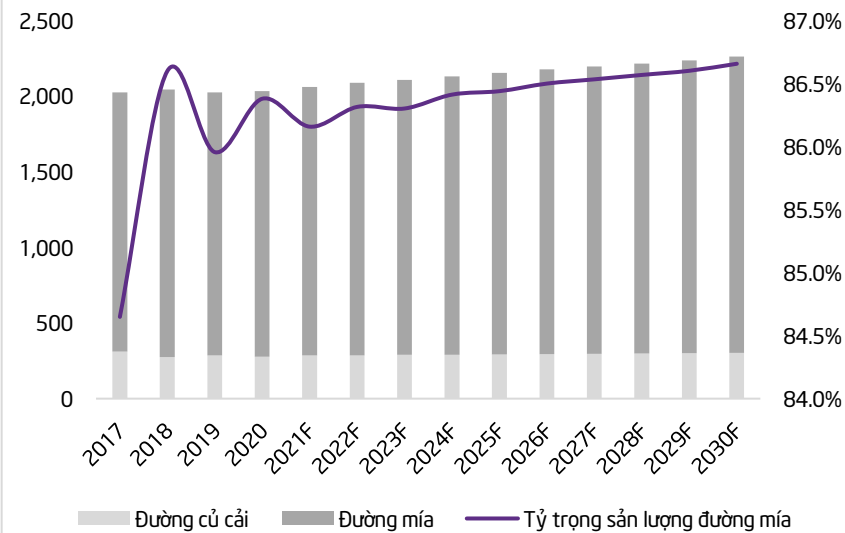
Chuỗi giá trị đường mía



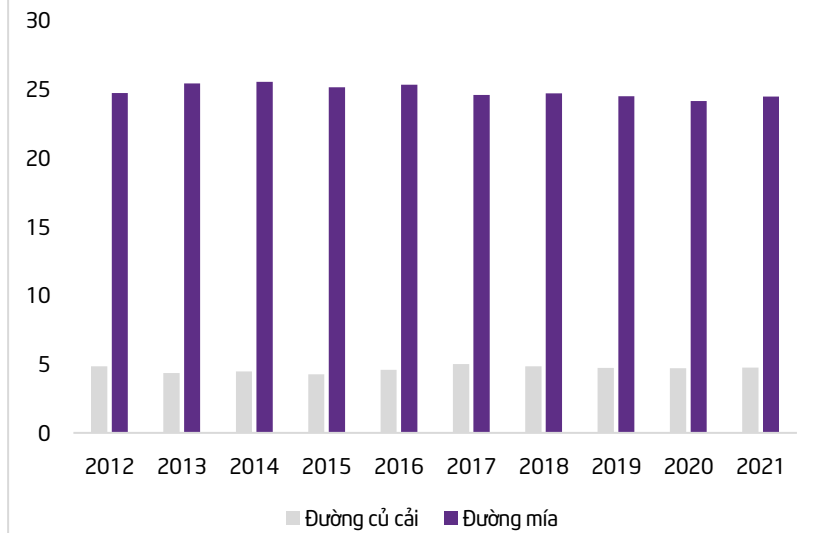
Chuỗi giá trị đường củ cải



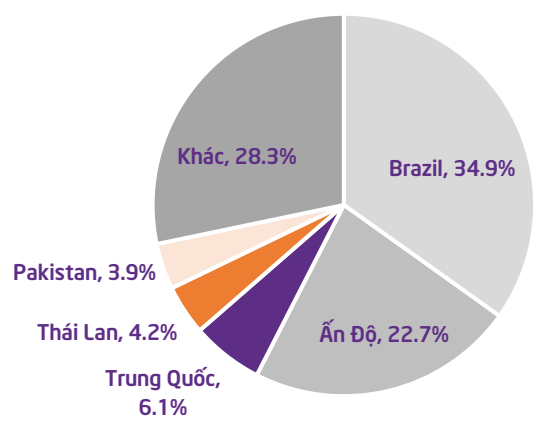
Đường mía chiếm hơn 85% tổng sản lượng đường toàn cầu (triệu tấn)



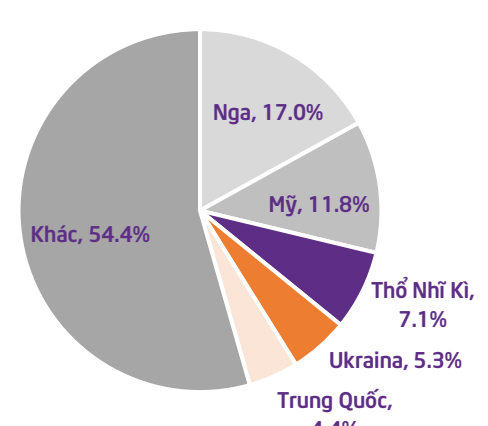
Diện tích trồng đường củ cải và đường mía qua các năm (triệu ha)



Cơ cấu sản lượng đường mía theo quốc gia năm 2021



Cơ cấu sản lượng đường củ cải theo quốc gia năm 2021



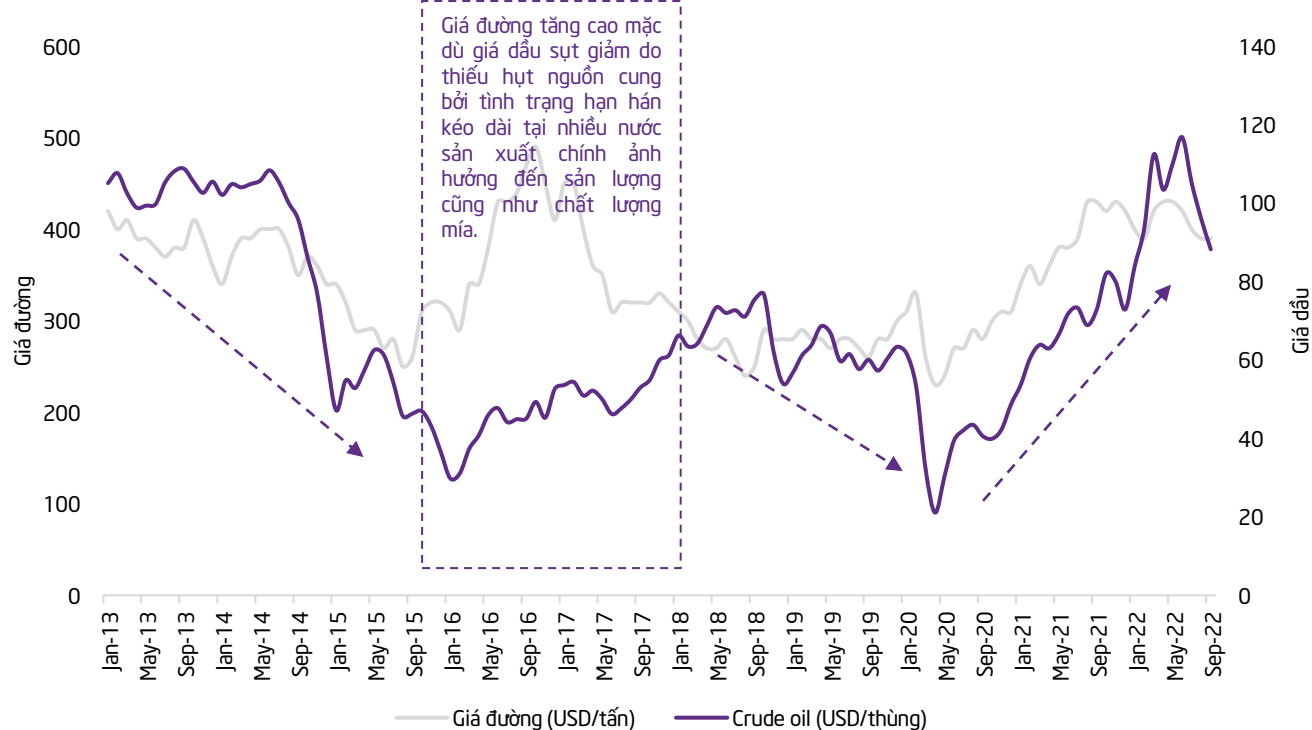
Đường: Giá đường thế giới kì vọng giữ ở mức cao trong năm 2023

Nhìn chung, ngành đường thế giới liên tục trong tình trạng dư cung trong những năm qua và có thể tiếp tục khi USDA dự báo sản lượng sản xuất đường toàn cầu sẽ tăng 2.8 triệu tấn lên mức 183.2 triệu tấn trong niên vụ 2022/23 khi sản lượng tăng tại Brazil, Trung Quốc và Nga sẽ bù đắp cho sự sụt giảm tại EU, Ấn Độ và Ukraina. Trong khi đó, lượng đường tiêu thụ được dự báo giảm 2.5 triệu tấn, còn 176.4 triệu tấn. Theo đó, lượng thặng dư đường kì vọng tăng lên mức 6.8 triệu tấn ở niên vụ mới.

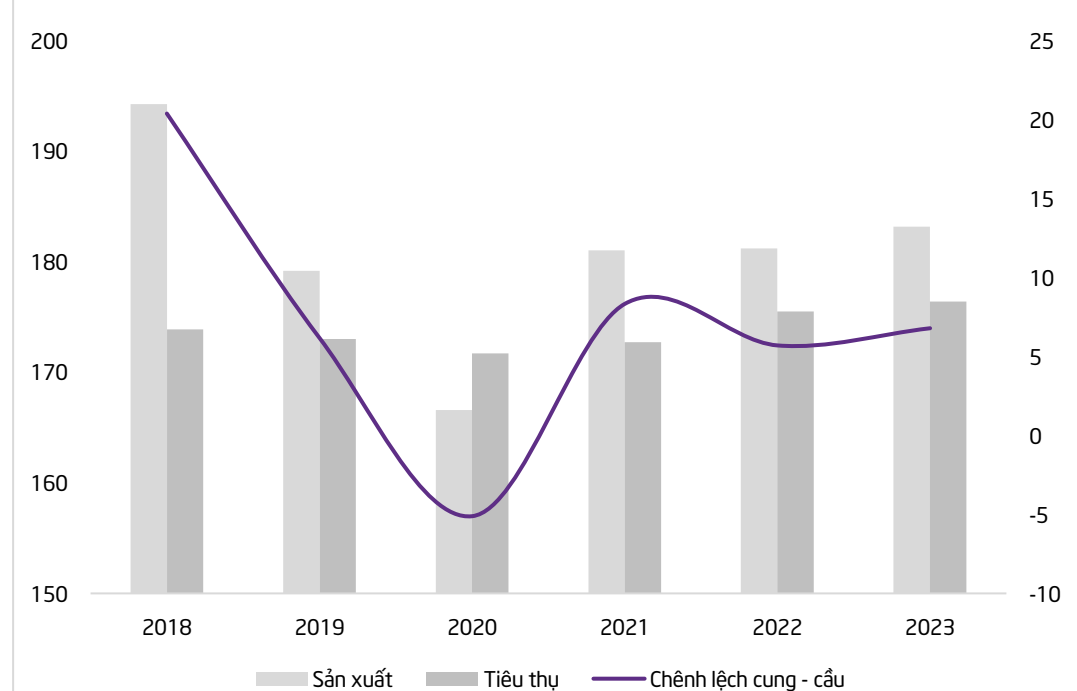
Giá đường đã tăng mạnh kể từ đáy dịch Covid – 19 do (1) Giá dầu tăng cùng xu hướng thân thiện với môi trường đã thúc đẩy nhu cầu sử dụng ngô để sản xuất ethanol khi đây là nguyên liệu chính với 36% sản lượng niên vụ 2021/22 tại Mỹ được sử dụng. Xu hướng trên đã làm tăng giá tất cả các sản phẩm từ ngô, trong đó có siro ngô là chất làm ngọt chính thay thế đường. Điều này đã làm tăng nhu cầu sử dụng đường, liên kết giá đường với sự biến động của giá dầu (2) Chi phí vận chuyển, phân bón tăng mạnh do tác động từ cuộc khủng hoảng Nga – Ukraina.

Cùng với xu hướng giảm của giá hàng hóa, giá đường gần đây đã hạ nhiệt. Với nguồn cung ổn định từ các nước sản xuất lớn và giá dầu vẫn neo ở mức cao (trong báo cáo gần nhất, EIA dự báo giá dầu Crude oil trong năm 2023 là 89.33 USD/thùng, tăng nhẹ so với hiện tại), chúng tôi kì vọng giá đường sẽ khó giảm nhiều trong thời gian tới.

Tương quan giá dầu và giá đường



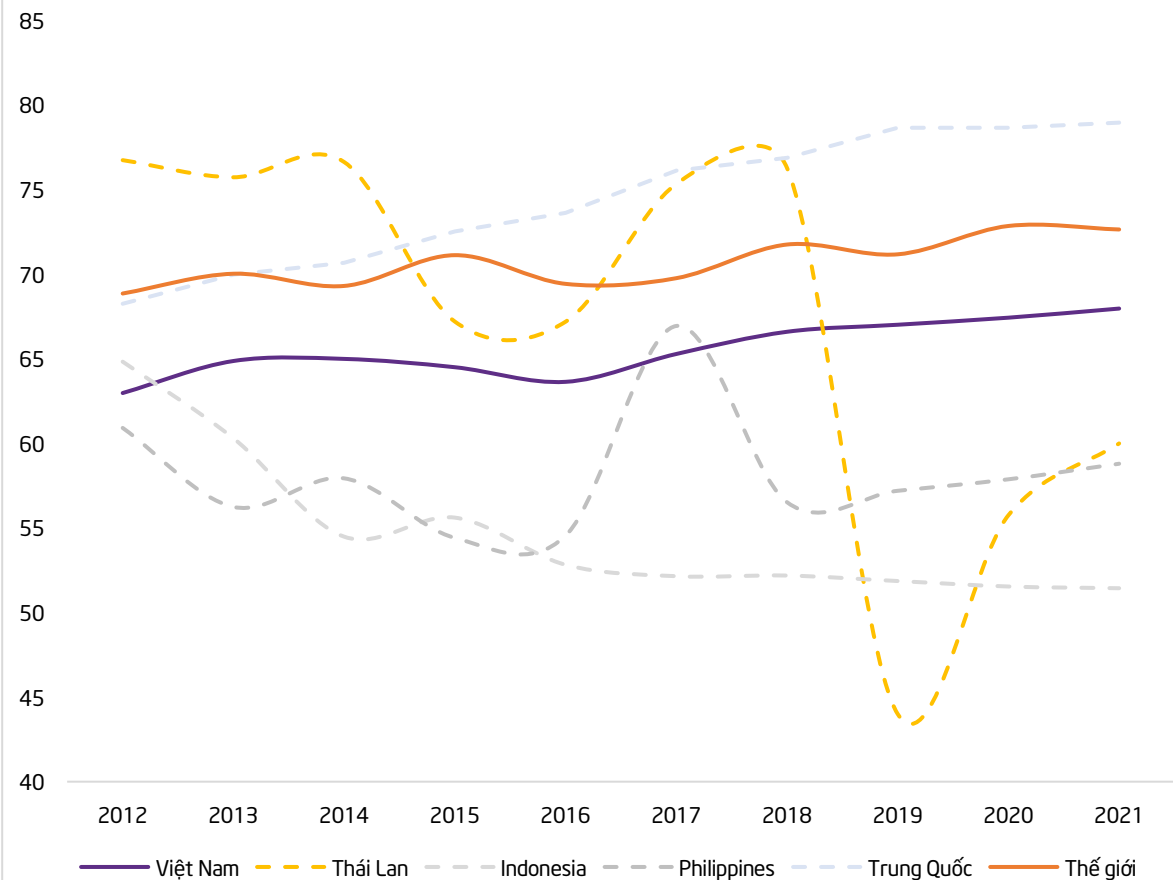
Ngành đường thế giới liên tục trong tình trạng dư cung những năm vừa qua (triệu tấn)



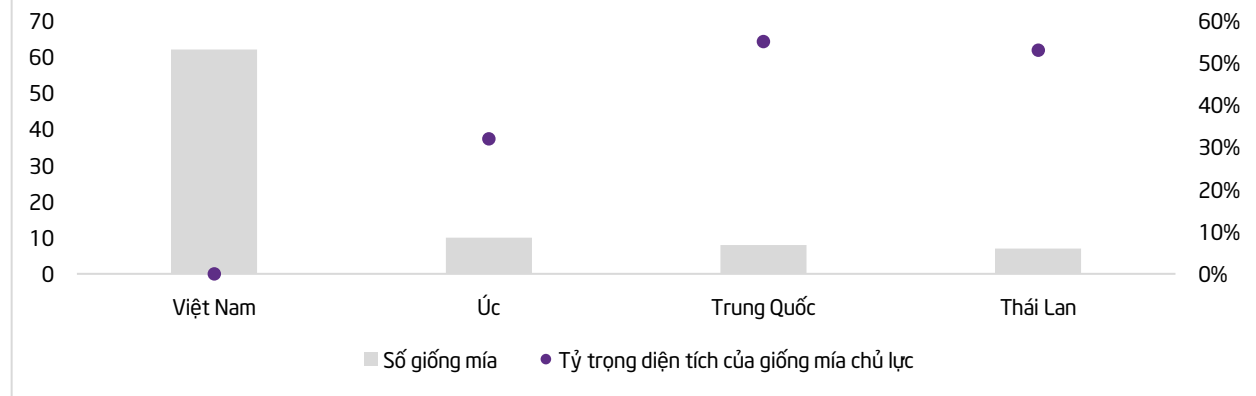
Đường: Ngành nghề ít lợi thế cạnh tranh và thiếu hiệu quả

Hơn 97% giống mía được sử dụng trong sản xuất đường hiện nay là các giống nhập ngoại, phần lớn từ Thái Lan (48%), Đài Loan (20%), Trung Quốc (13%), Cuba (8%)... Bên cạnh đó, việc (1) Sử dụng quá nhiều giống mía nhưng không có giống chủ lực (chiếm ít nhất 30% diện tích, trong khi các giống được trồng nhiều hiện tại chỉ chiếm khoảng 8% mỗi giống) do không được kiểm soát chặt chẽ (2) Dùng 99% mía nguyên liệu làm mía giống đã ảnh hưởng đến chất lượng mía và cho năng suất thấp. Ngoài ra, chi phí sản xuất đường mía của Việt Nam cao hơn so với một số nước trong khu vực và trên thế giới cho thấy năng lực sản xuất trong nước còn nhiều hạn chế do (*) Sản xuất manh mún, quy mô nhỏ, chủ yếu là đất của nông dân (hơn 90%) (**) Tỷ lệ cơ giới hóa chỉ đạt từ 10 – 20% và tập trung ở khâu làm đất.

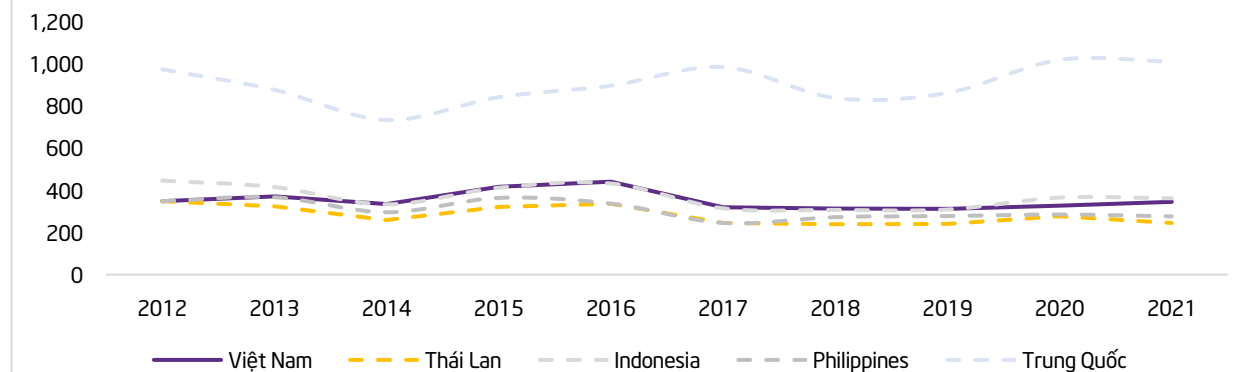
Năng suất đường của Việt Nam cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp (tấn/ha)



Quá nhiều giống mía được sử dụng trong nước nhưng không có giống chủ lực



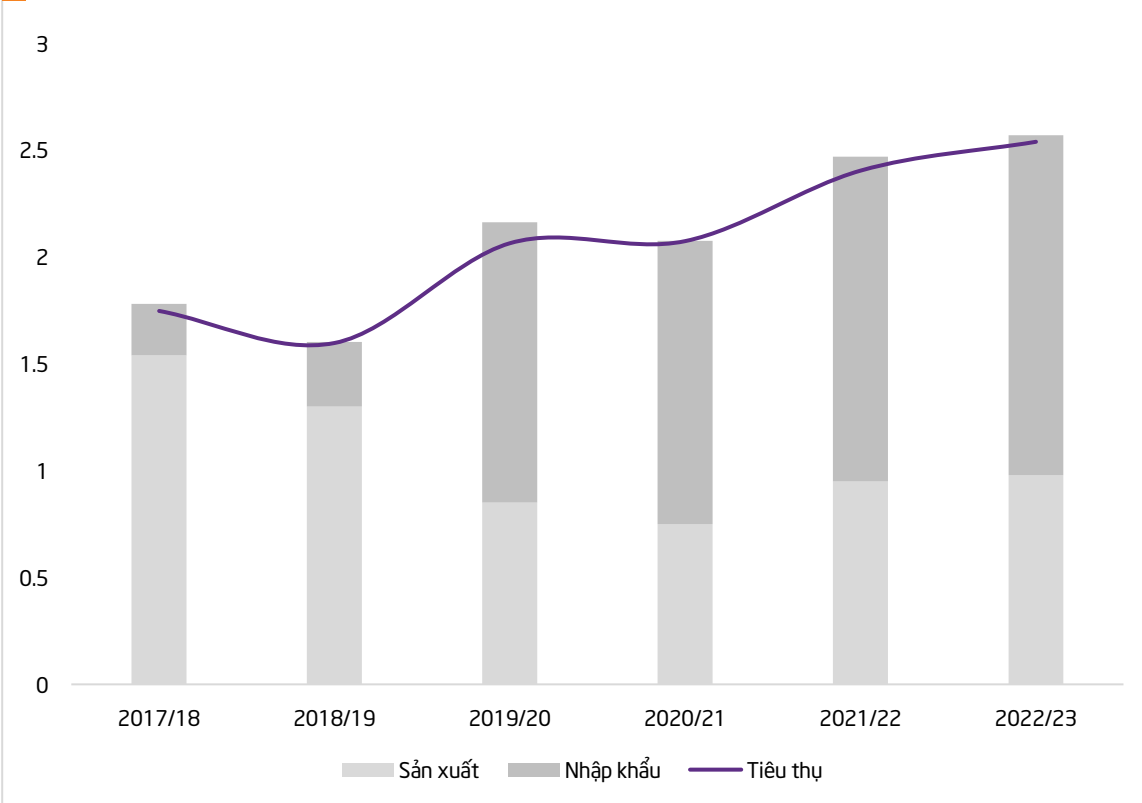
Giá thành sản xuất đường của Việt Nam đang ở mức cao so với các nước



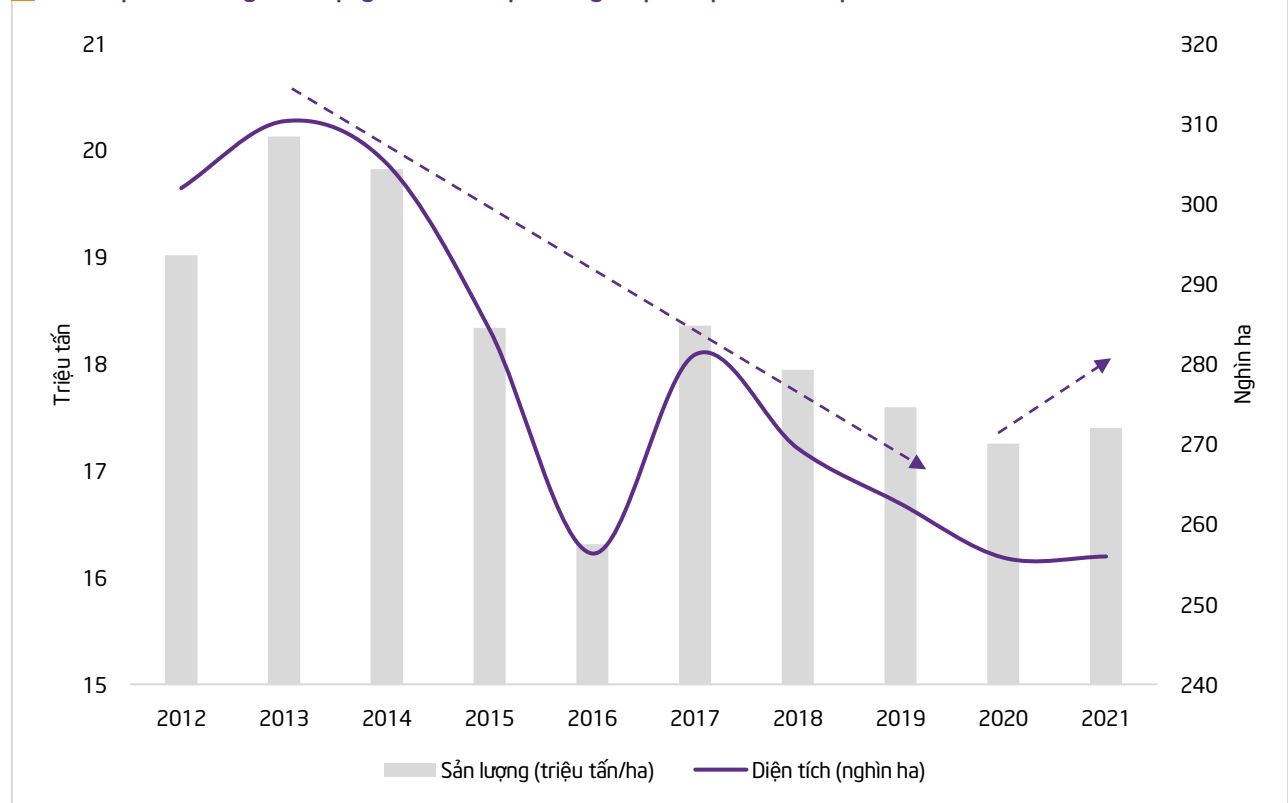
Đường: Hoạt động sản xuất trong nước đang bị thu hẹp

Khâu sản xuất thiếu hiệu quả và chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước, do đó, ngành đường Việt Nam đang phụ thuộc nhiều hơn vào nhập khẩu (tỷ trọng sản lượng nhập khẩu/sản xuất tăng từ 13.5% trong niên vụ 2017/18 lên mức 61.5% vào niên vụ 2021/22). Trong đó, lượng đường nhập khẩu chính ngạch và nhập lậu từ Thái Lan có giá rẻ chiếm gần 95% sản lượng nhập khẩu trong năm 2020 nhờ được chính phủ bảo hộ thông qua (1) Chi 2 – 3 triệu USD mỗi năm cho công tác nghiên cứu giống mía để bàn giao miễn phí cho nhà máy và nông dân (2) Hỗ trợ 1 – 2% lãi suất để đầu tư máy móc sản xuất; miễn thuế nhập khẩu máy móc, nguyên vật liệu (3) Chính phủ dành hơn 770 triệu USD trong tổng 1.3 tỷ USD hỗ trợ ngành mía đường để trợ giá (4) Kiểm soát hạn ngạch nhập khẩu và DN nhập khẩu đường vào Thái Lan phải xin giấy phép. Điều này khiến ngành đường trong nước khó cạnh tranh, nhiều doanh nghiệp thua lỗ và thu hẹp sản xuất. Theo số liệu từ các địa phương có nhà máy đường, diện tích trồng mía cả nước hiện khoảng 151 nghìn ha, giảm gần 50% so với năm 2017 và còn 24 nhà máy sản xuất đường còn hoạt động (so với 41 nhà máy vào năm 2017), trong đó 17 nhà máy đang bị thua lỗ.

Nguồn cung đường phụ thuộc nhiều hơn vào nhập khẩu (triệu tấn)

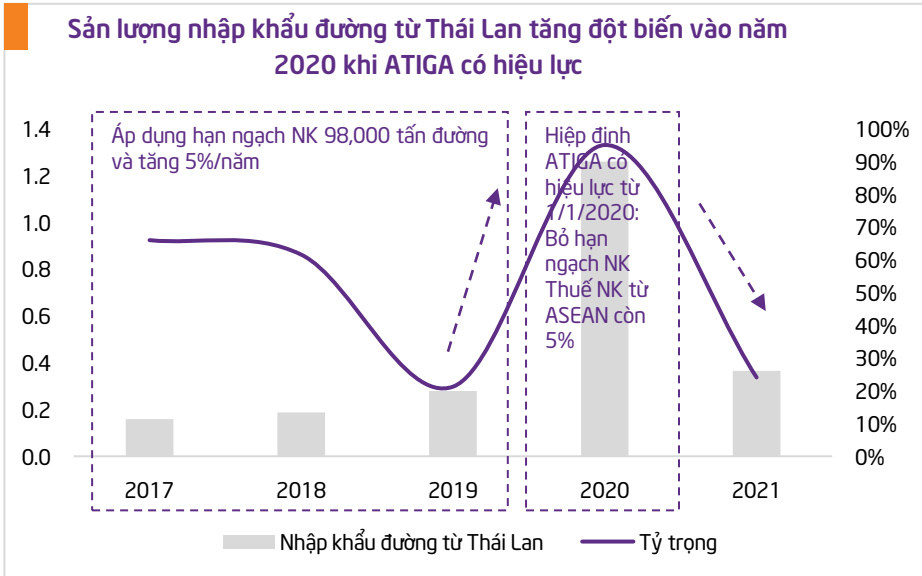


Diện tích cùng sản lượng mía thu hoạch tăng nhẹ trở lại từ niên vụ 2021/22

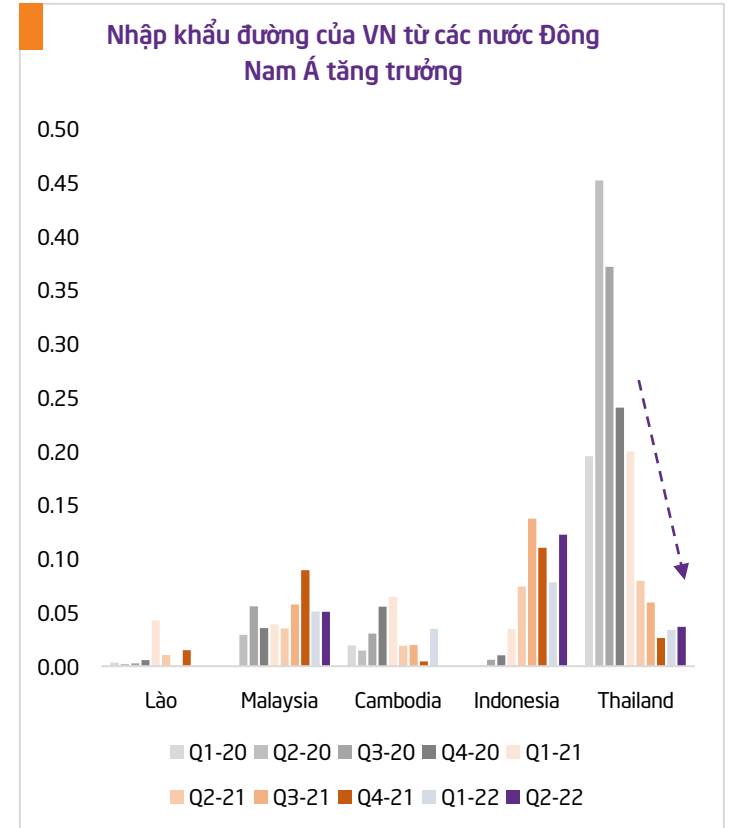
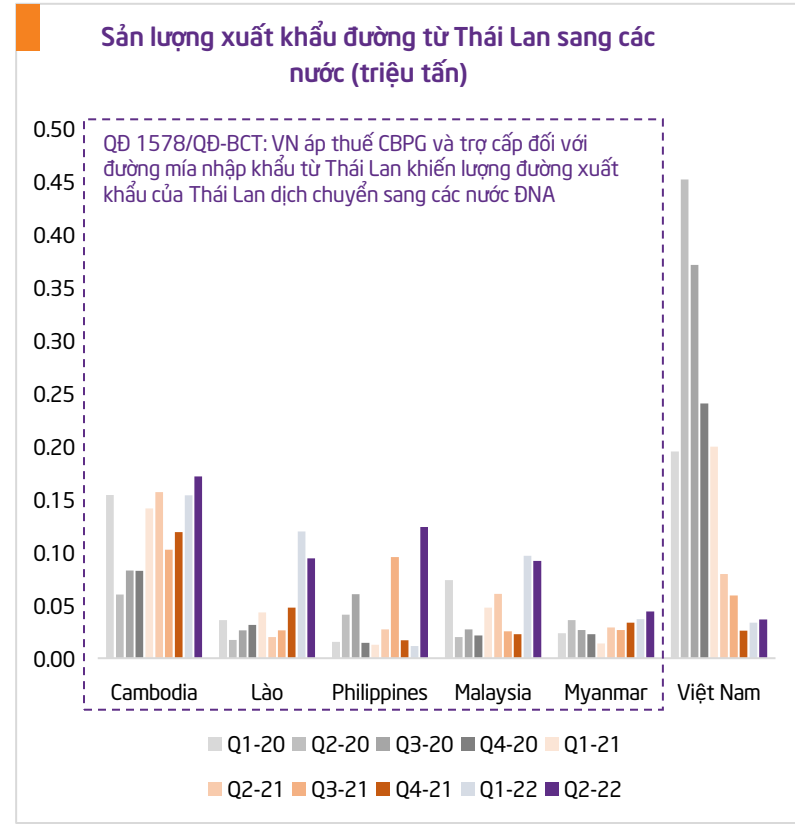


Đường: Sự bảo hộ của Chính phủ hỗ trợ chính đến triển vọng ngành

Sau khi hiệp định ATIGA có hiệu lực, xuất khẩu đường từ Thái Lan vào Việt Nam tăng mạnh và ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất đường trong nước. Để bảo hộ ngành đường, Bộ Công thương đã ban hành QĐ 1578/QĐ – BCT, theo đó, chính thức áp mức thuế chống bán phá giá 42.99% và thuế trợ cấp 4.65% đối với sản phẩm mía đường nhập khẩu xuất xứ từ Thái Lan. QĐ có hiệu lực từ ngày 16/6/2021 với thời hạn 5 năm. Dù vậy, động thái trên chưa mang lại hiệu quả như mong muốn. Đường từ Thái Lan đã nhập lậu gián tiếp sang Việt Nam từ một số nước Đông Nam Á kể từ Q3/2021, nhất là Cambodia và Lào. Ngày 1/8/2022, Bộ Công thương tiếp tục ban hành QĐ 1654/QĐ – BCT áp dụng thuế CBPG và trợ cấp đến 5 nước (Cambodia, Lào, Indonesia, Malaysia, Myanmar) có sử dụng nguyên liệu từ đường mía của Thái Lan. Ngoài việc giá đường thế giới kì vọng ở mức cao, chúng tôi kì vọng, các động thái hỗ trợ trên của Chính phủ có thể tác động tích cực đến giá đường trong nước – vốn đang thấp hơn bình quân hơn 15% so với giá thế giới do lượng đường giá rẻ và nhập lậu chiếm tỷ trọng cao. Qua đó, hoạt động sản xuất kì vọng được cải thiện.



Dự báo tổng cung đường niên vụ 2021/22	Nguồn cung 2022 (tấn)
Sản xuất từ mía vụ ép 2021/22	746,899
Nhập lậu từ Cambodia và Lào	756,372
Nhập khẩu chính ngạch trước khi áp dụng PVTM (7T)	849,740
Nhập từ Thái Lan, Lào, Myanmar sau khi áp dụng PVTM	183,842
Nhập theo loại hình SXK cuối năm	106,699
Tổng cung đường	2,643,552



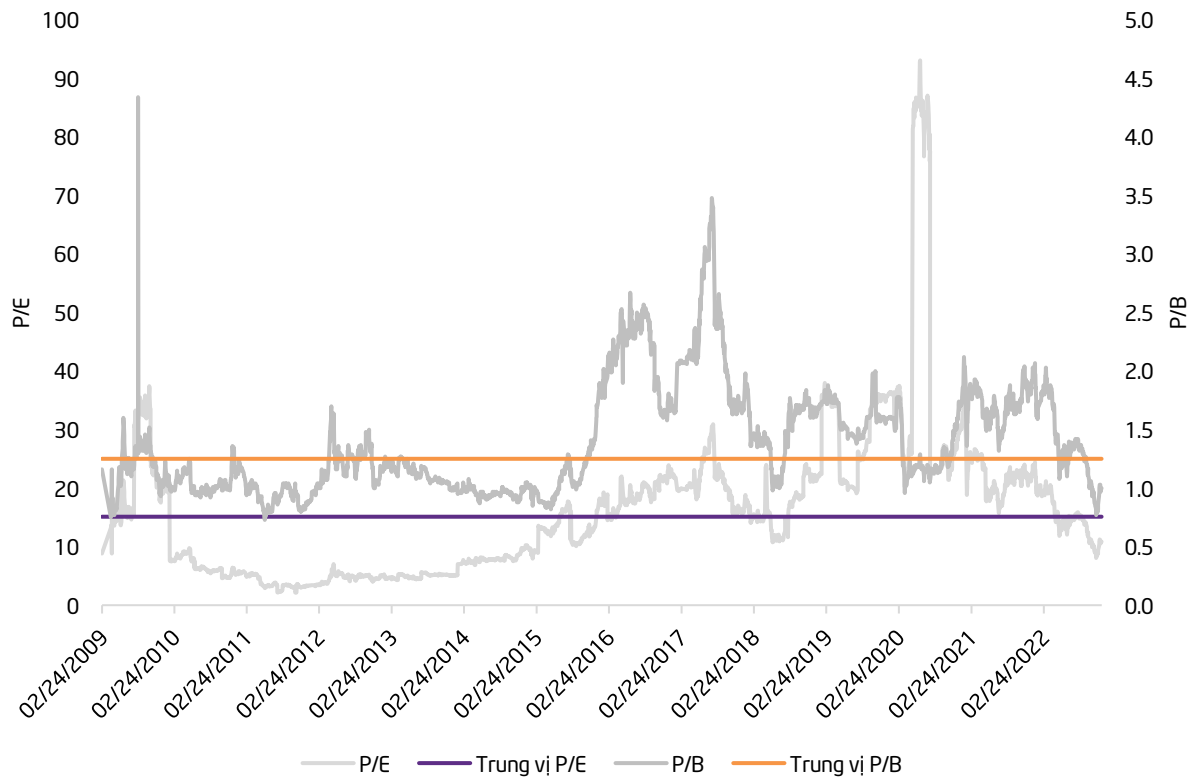
Nguồn: VSSA, USDA

Đường: Các doanh nghiệp trong ngành

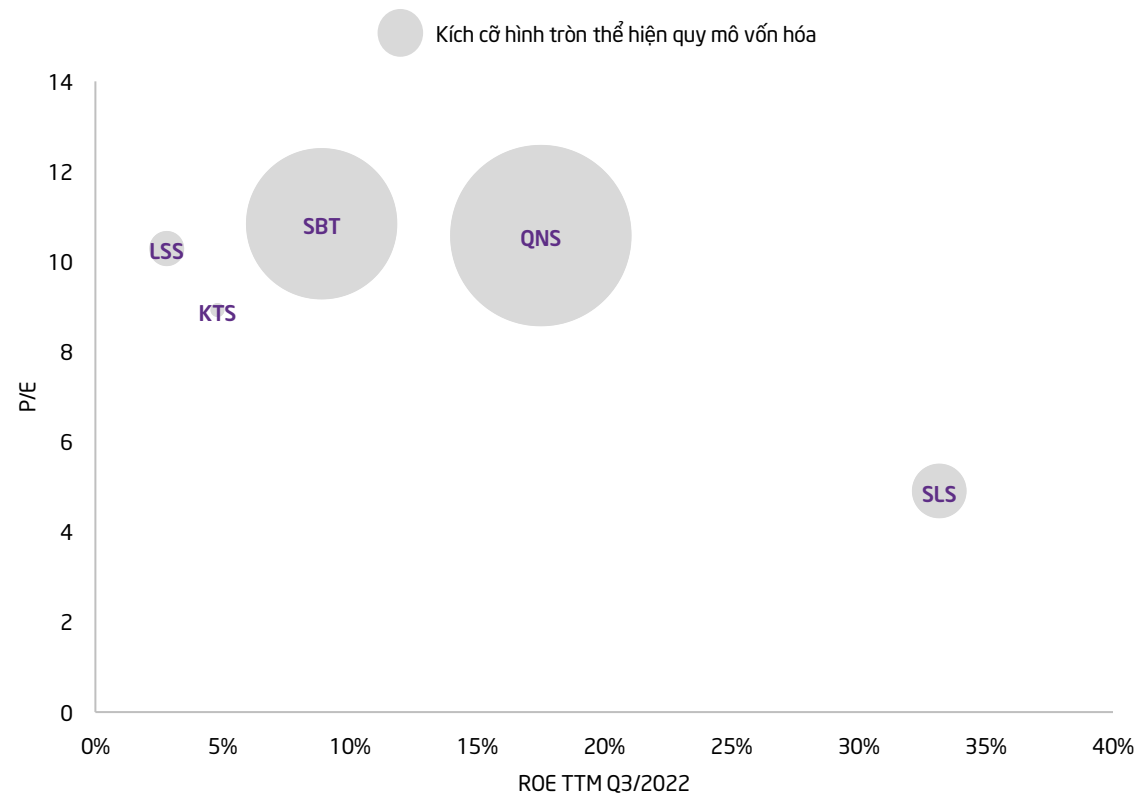
Nhìn chung, chúng tôi có góc nhìn khả quan về triển vọng của ngành Đường trong ngắn hạn. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi không đánh giá cao ngành Đường cho vị thế đầu tư tốt khi chưa có nhiều lợi thế cạnh tranh bền vững.

Số lượng doanh nghiệp trong ngành đường được niêm yết không nhiều và hầu hết đều có quy mô khá nhỏ cùng thanh khoản thấp. Trong đó, SBT là doanh nghiệp đầu ngành mía đường với 46% thị phần cả nước thông qua việc sở hữu hơn 66 nghìn ha vùng nguyên liệu trên cả 3 nước Việt Nam, Lào, Cambodia. Ngoài ra, QNS cũng là doanh nghiệp đáng chú ý trong ngành, dù doanh thu mảng đường chỉ đóng góp 21.6% doanh thu thuần và 16.4% LNG trong năm 2021.

Lịch sử định giá của SBT



So sánh các DN trong ngành



Nguồn: Fiinpro, TPS Research

NGÀNH THỦY SẢN:

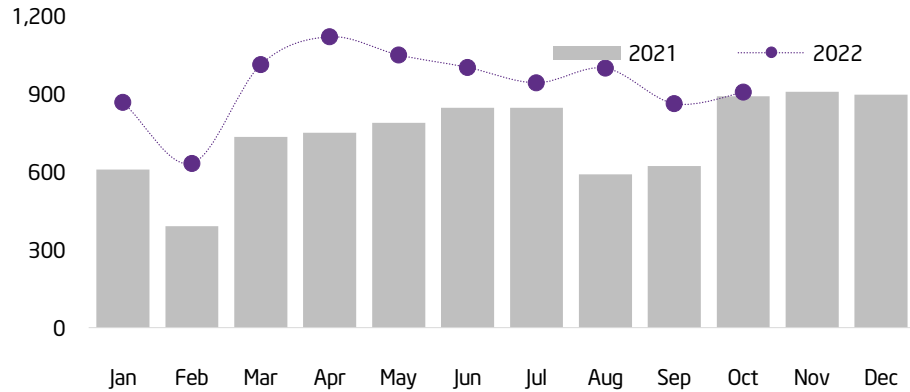
Triển vọng ngành không khả quan do nhu cầu giảm và áp lực cạnh tranh gia tăng



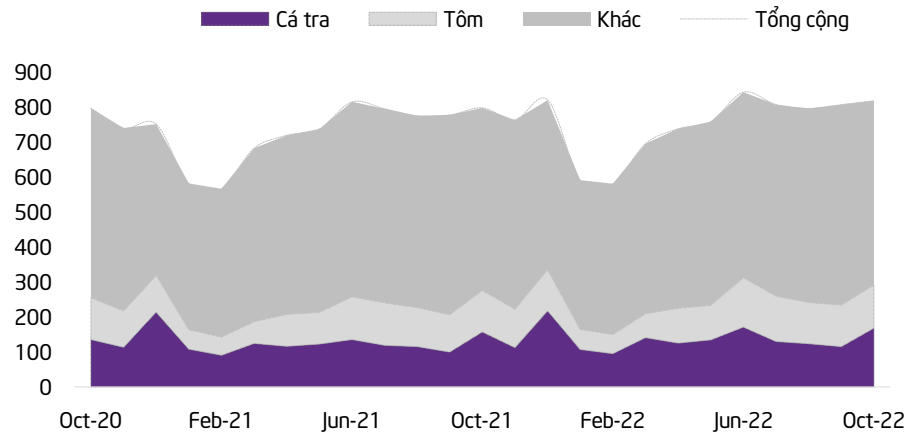
Tổng quan hoạt động xuất khẩu thủy sản

Trong 10T/2022, tổng giá trị xuất khẩu thủy sản đạt 9.4 tỷ USD, tăng 32.7% yoy và được đóng góp chính bởi các mặt hàng Cá tra, Cá ngừ, Mực, bạch tuộc. Trong khi sản lượng khai thác và nuôi trồng chỉ tăng 3.1% yoy, đạt 7.4 triệu tấn; giá bán là yếu tố hỗ trợ chính vào đà tăng trưởng tích cực chung do (1) Chi phí thức ăn, vận chuyển tăng mạnh do ảnh hưởng bởi cuộc chiến Nga – Ukraina (2) Nhu cầu dồn nén tại các thị trường xuất khẩu chính sau dịch Covid – 19.

Tổng giá trị xuất khẩu thủy sản theo tháng (triệu USD)



Sản lượng thu hoạch thủy sản (nghìn tấn)

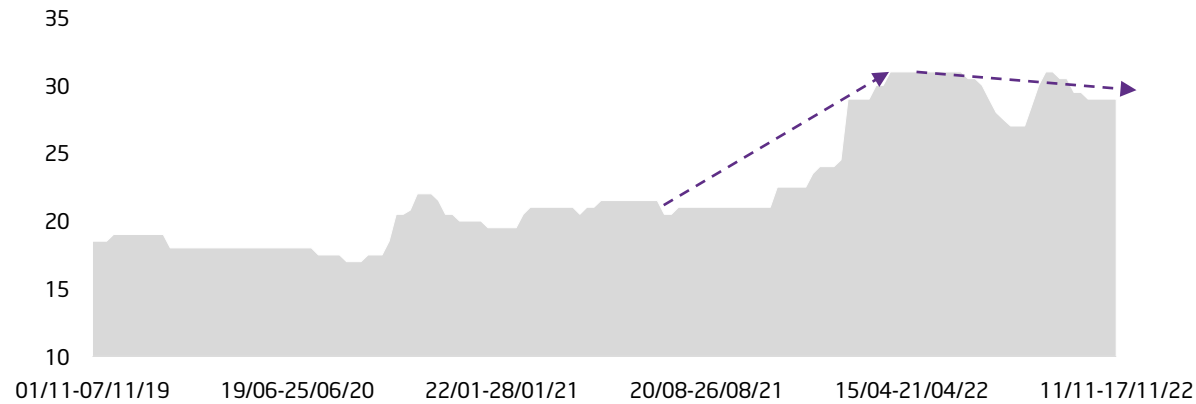


Mặt hàng	Giá trị xuất khẩu (triệu USD)		Sản lượng khai thác và nuôi trồng (nghìn tấn)	
	10T-2022	%YoY	10T-2022	%YoY
Cá	4,734	49.60%	5,367	2.60%
Cá tra	2,148	77.10%	1,308	10.40%
Cá ngừ	884	48.90%		
Cá khác	1,702	25.50%		
Tôm	3,758	17.80%	1,010	8.20%
Tôm thẻ chân trắng	2,778	12.90%	609	13.10%
Tôm sú	505	1.20%	227	2.20%
Khác	893	24.30%	1,074	1.20%
Mực, bạch tuộc	630	33.10%		
Thân mềm 2 mảnh vỏ	122	6.90%		
Khác	141	5.70%		
Tổng	9,386	32.70%	7,451	3.10%

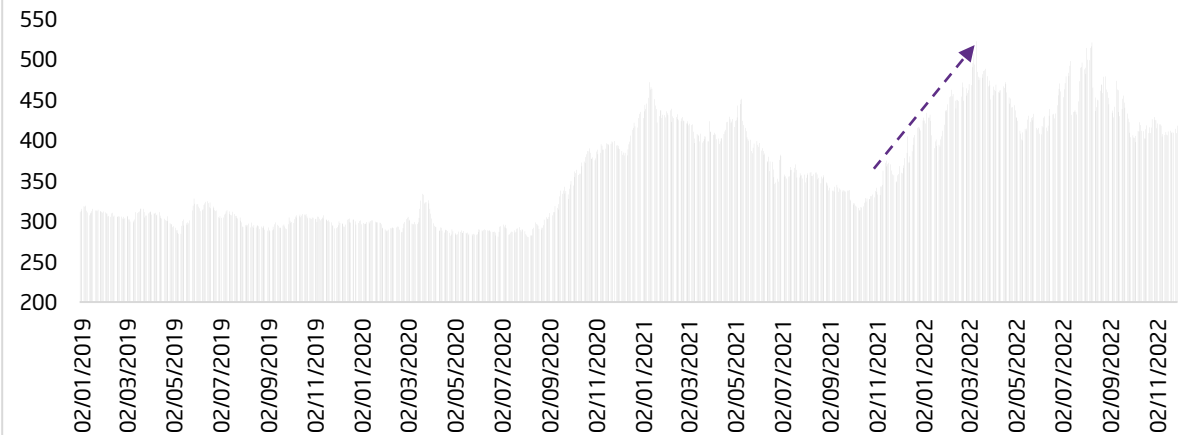
Giá cá tra nguyên liệu duy trì ở mức cao

Giá cá tra nguyên liệu đang neo ở mức cao so với đầu năm (tăng 20% ytd) dù đã giảm gần 8% từ đỉnh vào tháng 4/2022. Chi phí thức ăn chiếm khoảng 70 – 80% tổng giá thành nuôi cá tra do đây là loài có FCR – tỷ lệ chuyển đổi thức ăn cao với 1.7:1 (1.7 kg cám cá cho mỗi kg trọng lượng cá tra). Giá 2 thành phần chính trong cám cá là bã đậu nành và bột cá (chủ yếu nhập khẩu) tăng mạnh, nhất là trong giai đoạn tháng 1 – tháng 3/2022 do nguồn cung bị thiếu hụt bởi cuộc chiến Nga - Ukraina là nguyên nhân chính thúc đẩy giá cá tra nguyên liệu tăng cao. Giá các mặt hàng này vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, do đó, chúng tôi cho rằng, giá cá tra nguyên liệu khó có thể giảm mạnh trong giai đoạn tới.

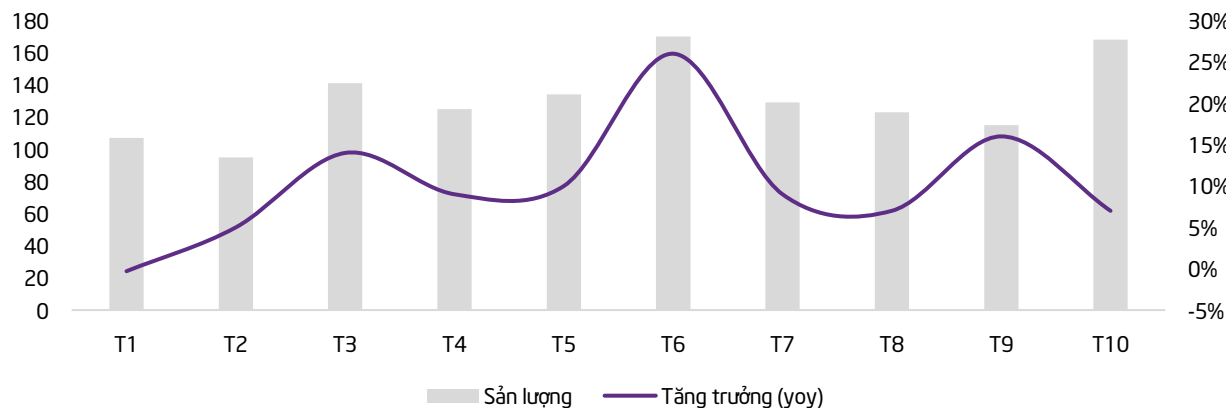
Giá cá tra thịt trắng nguyên liệu giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao (Đồng Tháp, loại 0.7 – 0.8kg/con, nghìn đồng/kg)



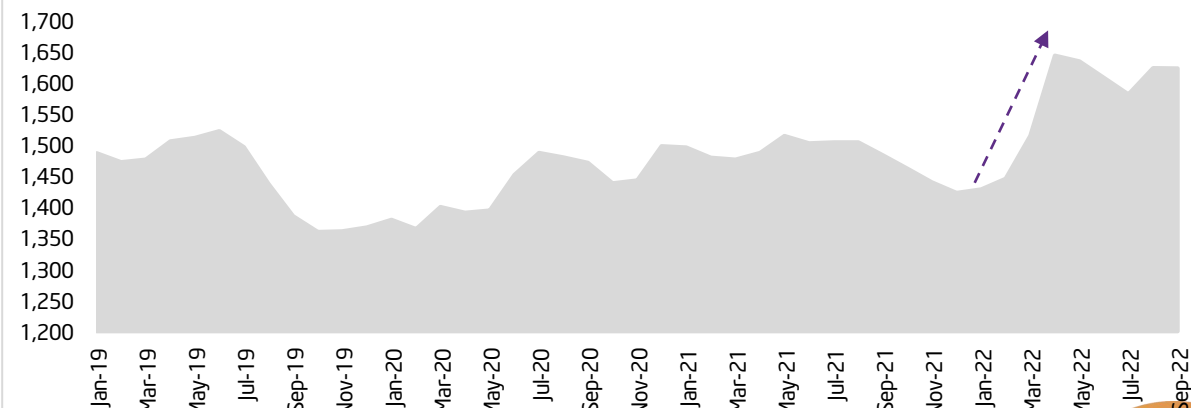
Giá bã đậu nành từ đầu năm 2019 (USD/tấn)



Sản lượng cá tra thu hoạch theo tháng trong năm 2022 (nghìn tấn)



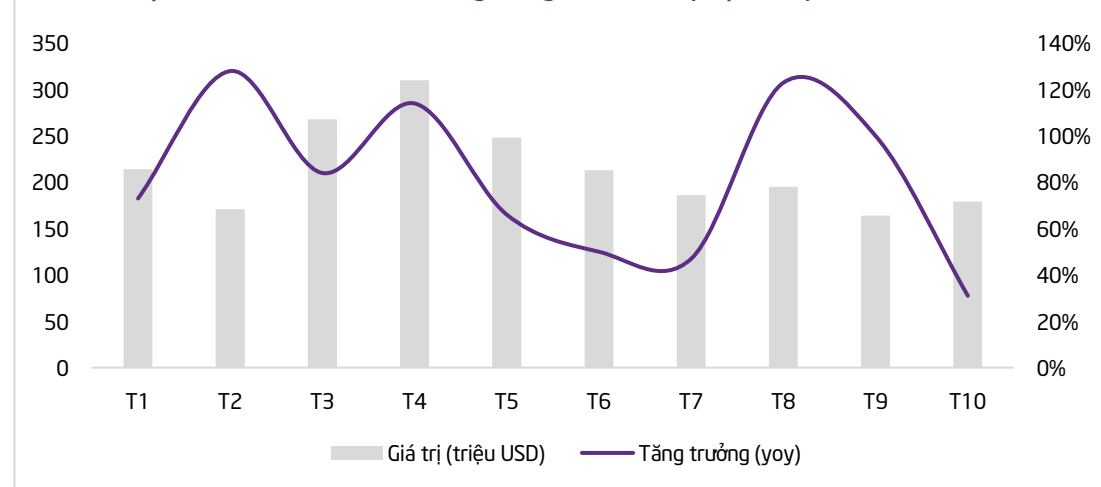
Giá bột cá (USD/tấn)



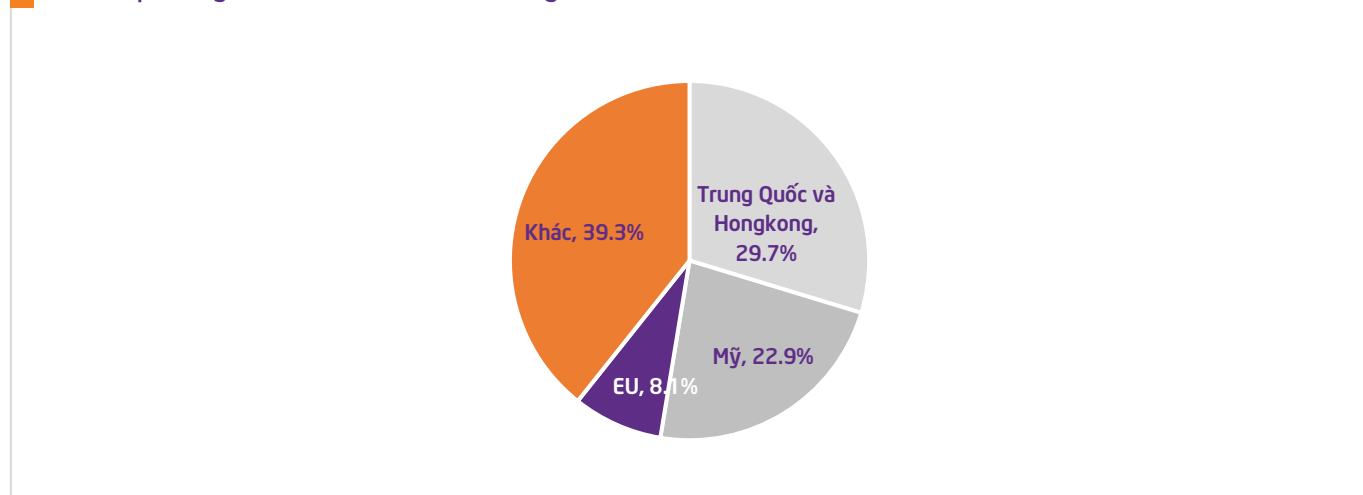
Hoạt động xuất khẩu cá tra có dấu hiệu chậm lại...

Lũy kế 10T/2022, giá trị xuất khẩu cá tra đạt 2.15 tỷ USD, tăng 77.1% yoy. Đóng góp chính cho mức tăng trưởng tích cực là giá bán (tăng gần 50% yoy) do các chi phí NVL tăng mạnh và nhu cầu cải thiện, trong khi sản lượng tăng hơn 15%. Thêm vào đó, giá trị xuất khẩu sang các thị trường chính như Trung Quốc (638.2 triệu USD, +105.7% yoy), Mỹ (491.3 triệu USD, tăng 69.6% yoy), EU (173.1 triệu USD, tăng 102.6% yoy)...tăng trưởng cao nhưng có dấu hiệu chậm lại kể từ tháng 4. Ngoài ra, giá bán bình quân trong tháng 9 chỉ giảm 4.5% so với tháng 4 nhưng sản lượng tiêu thụ giảm đến hơn 44%. Giai đoạn cuối năm, bắt đầu từ tháng 9 là mùa cao điểm xuất khẩu cá tra với nhiều đơn hàng cho các dịp lễ và năm mới, nhưng sản lượng xuất khẩu giảm khoảng 16%mom, điều đó cho thấy, nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường chính đang sụt giảm mạnh.

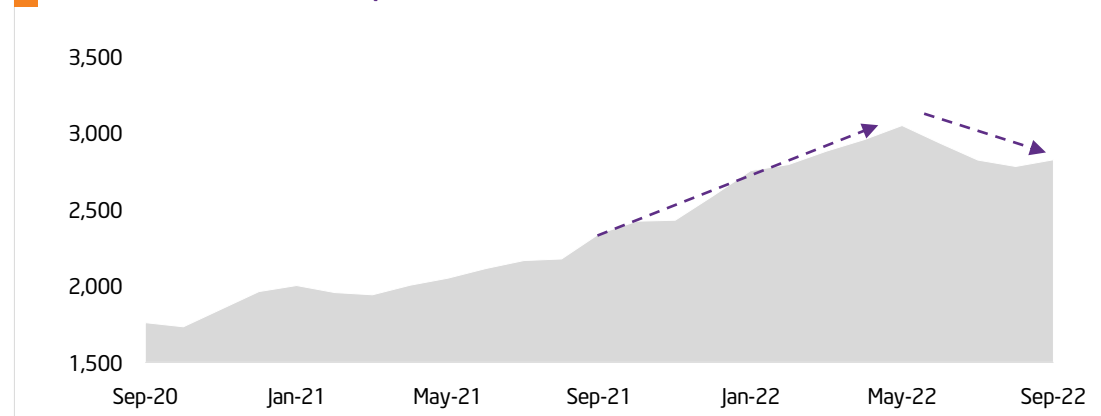
Giá trị Xuất khẩu cá tra theo tháng trong năm 2022 (triệu USD)



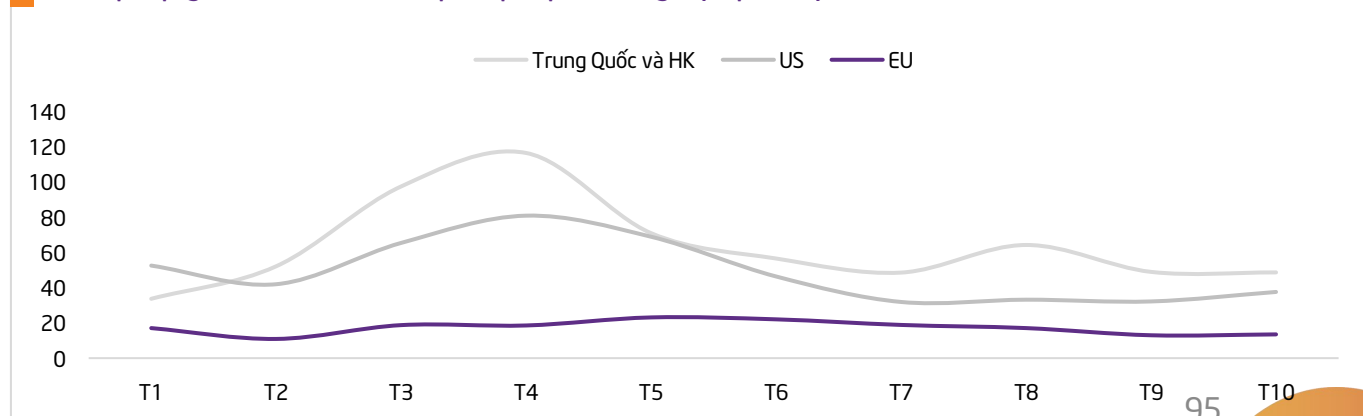
Các thị trường xuất khẩu cá tra chính trong 10T/2022



Giá xuất khẩu cá tra bình quân



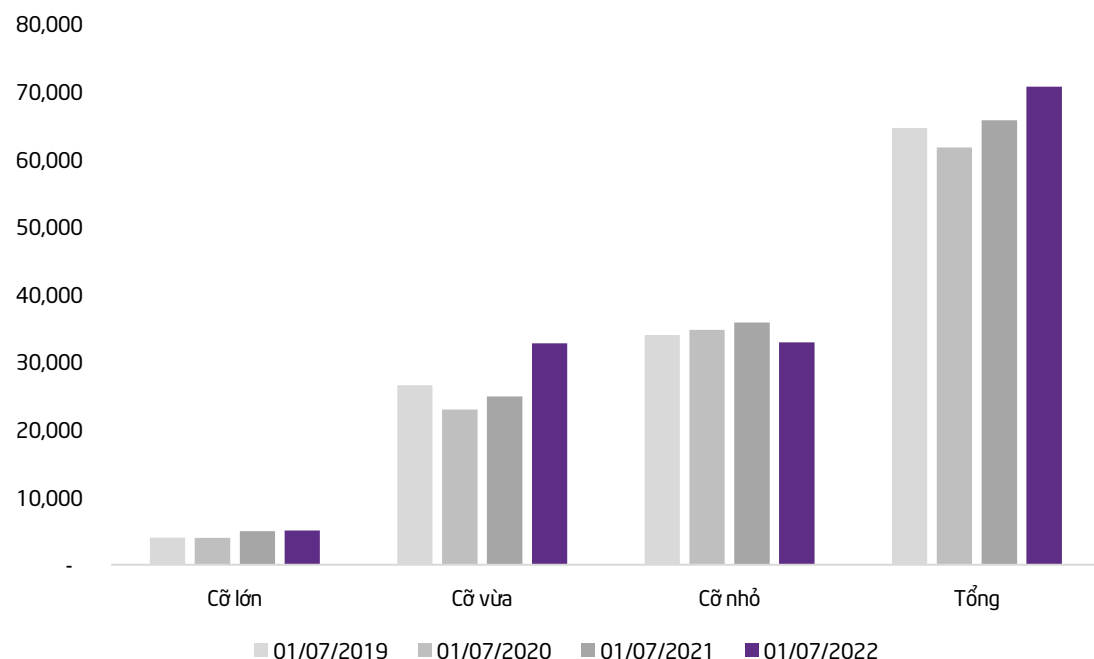
Hoạt động Xuất khẩu có dấu hiệu chậm lại từ tháng 5 (triệu USD)



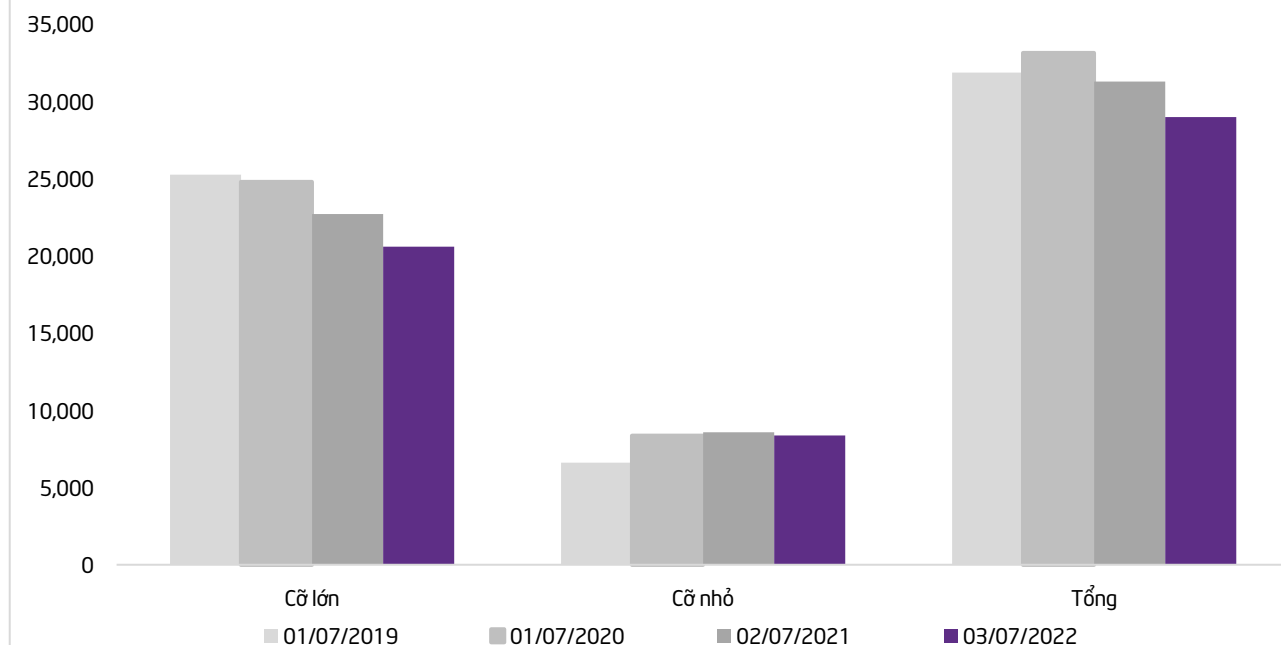
...Tồn kho tăng nhẹ không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động xuất khẩu cá tra VN

Tồn kho tại Mỹ chỉ tăng nhẹ. Xét trên 3 bang chính tại Mỹ (Alabama, Arkansas, Mississippi chiếm khoảng 70% sản lượng cá tra), tính đến đầu tháng 7/2022, lượng cá tra tồn kho thành phẩm tăng 7.6% yoy, đạt 70.7 nghìn tấn trong khi lượng cá tra giống giảm 7.4% yoy, còn gần 29 nghìn tấn. So với lượng nhập khẩu cá tra vào Mỹ (95.4 nghìn tấn cá tra đông lạnh trong 7T/2022, tăng 35% yoy, theo USDA), chúng tôi cho rằng, việc hàng tồn kho gia tăng chưa gây nhiều áp lực đến hoạt động xuất khẩu cá tra của Việt Nam.

Tồn kho cá tra thành phẩm theo size tại 3 bang chính của Mỹ (tấn)



Tồn kho cá tra giống theo size tại 3 bang chính của Mỹ (tấn)



Nguồn: USDA, TPS Research

- Cá thành phẩm (cân nặng mỗi con)

+ Cỡ lớn: > 3 pounds (~ >1,36 kg)

+ Cỡ vừa: Từ 1.5 – 3 pounds (~ 0.68 – 1.36 kg)

+ Cỡ nhỏ: 0.75 – 1.5 pounds (~ 0.34 – 0.68 kg)

- Cá giống

+ Cỡ lớn: 0.18 – 0.75 pounds (~ 0.08 – 0.34 kg)

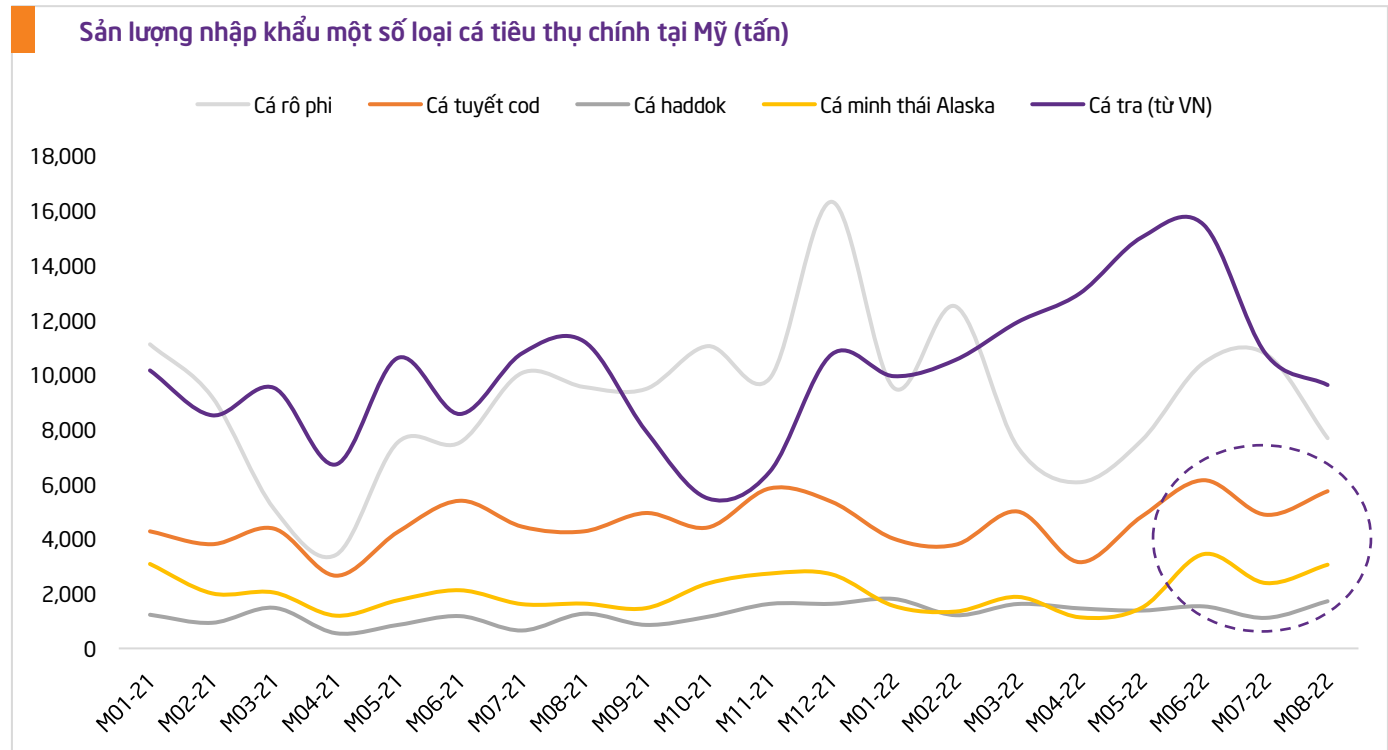
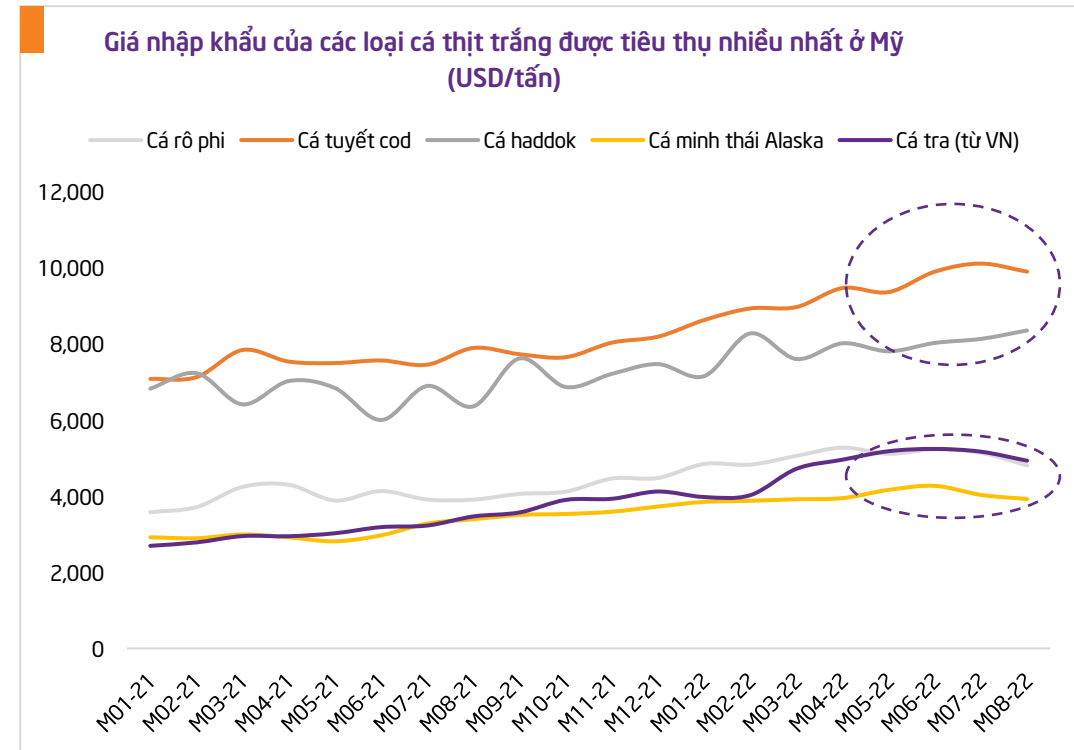
+ Cỡ nhỏ: 0.06 – 0.18 pounds (~ 0.03 – 0.08 kg) hoặc dài hơn 6 inches (~ >15.24cm)

- Cá bột: <0.06 pounds (~ <0.03kg) hoặc ngắn hơn 6 inches (~ <15.24cm)

...Mà đến từ nhu cầu giảm cùng cạnh tranh gia tăng

Nhu cầu giảm và giá bán tăng cao khiến cá tra Việt Nam khó cạnh tranh với cá minh thái Alaska là nguyên do chính khiến hoạt động xuất khẩu chậm lại. Trong bối cảnh lạm phát, nhu cầu các loại cá thịt trắng được tiêu thụ nhiều nhất tại Mỹ ghi nhận diễn biến trái chiều. Các sản phẩm cao cấp (cá tuyết cod và cá haddock, 8,000 – 9,000 USD/tấn) vẫn duy trì được đà tăng trưởng ổn định với sản lượng tiêu thụ ghi nhận mức cao mới trong tháng 8/2022. Ngược lại, ở phân khúc giá thấp (4,000 – 5,000 USD/tấn), sản lượng nhập khẩu giảm 9% yoy và 19% mom. Cụ thể, tiêu thụ cá tra từ Việt Nam và cá rô phi từ Trung Quốc giảm lần lượt 11% mom và 29% mom nhưng lại tăng 28% mom đối với cá minh thái Alaska. Nhu cầu dồn nén sau dịch cùng chi phí NVL, vận chuyển gia tăng đã đẩy giá xuất khẩu cá tra tăng đến 58% yoy trong 8T/2022, ở mức 4,825 USD/tấn. Mức giá trên đã cao hơn 20% so với giá cá minh thái Alaska chủ yếu đánh bắt vốn được ưa chuộng với chất lượng tốt hơn khiến sản phẩm cá tra Việt Nam khó cạnh tranh và một tỷ lệ không nhỏ người dùng đã chuyển sang tiêu thụ loại cá này.

Chúng tôi cho rằng, giá bán xuất khẩu cá tra khó giảm sâu trong thời gian tới khi chi phí NVL ở mức cao, do đó, áp lực cạnh tranh sẽ còn tiếp diễn. Sự cải thiện (nếu có) sẽ đến từ việc giá bán cá minh thái tăng vượt mức giá cá tra hiện tại do (1) giảm nguồn cung cá minh thái từ Nga (chiếm 55% sản lượng toàn thế giới) do hoạt động sản xuất bị ảnh hưởng bởi cuộc chiến với Ukraina hoặc các động thái trừng phạt (2) nhu cầu sản phẩm surimi tăng cao hơn dự kiến - đều là những yếu tố khó dự báo và chúng tôi không đánh giá cao điều này.



Triển vọng ngành không khả quan dù lạm phát có thể giảm trong năm 2023



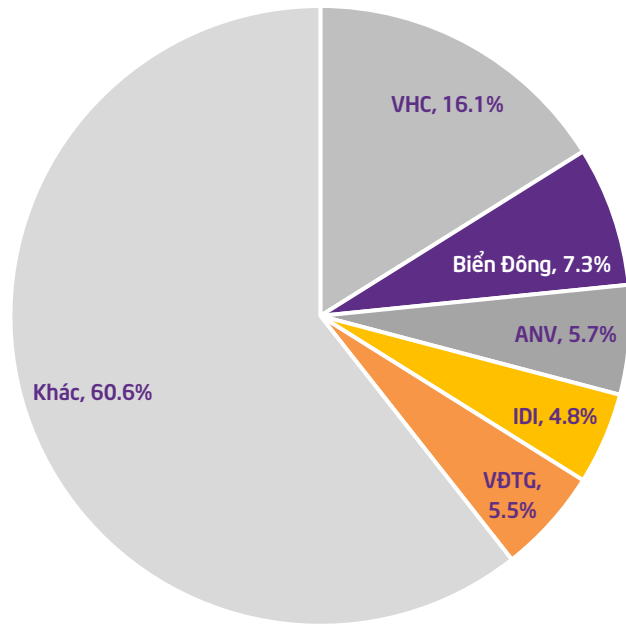
TIEN PHONG SECURITIES

Trước bối cảnh nhu cầu suy giảm và áp lực cạnh tranh gia tăng, chúng tôi cho rằng, cả sản lượng tiêu thụ cá tra và giá bán đều sẽ sụt giảm trong năm 2023, nhất là từ mức nền cao của năm nay. Trong đó, sản lượng sẽ có mức giảm lớn hơn. Bên cạnh đó, dù lạm phát có thể dịu đi, hoạt động xuất khẩu cá tra vẫn chưa có nhiều sự cải thiện tích cực khi áp lực cạnh tranh từ cá minh thái còn khá lớn. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp thủy sản đang gặp thách thức về nguồn vốn khi bị cắt giảm hạn mức tín dụng, dù mới chỉ giải ngân tối đa 60 – 80% từ giữa năm nay. Nhiều DN thiếu tiền mua NVL, vật tư sản xuất và hoạt động cầm chừng. Do đó, vào đầu tháng 11, VASEP đã kiến nghị Chính phủ, Bộ NN&PTNT xem xét nâng hạn mức tín dụng cho ngành thủy sản, tạo điều kiện cho các DN tiếp cận nguồn vốn vay để đảm bảo sản xuất đơn hàng mùa cao điểm cuối năm 2022 và đầu năm 2023.

Nhìn chung, định giá của các doanh nghiệp trong ngành đang ở mức rất thấp với P/E chỉ còn 3-6 lần, chiết khấu bình quân gần 40% so với trung vị 5 năm gần nhất. Mức định giá rẻ đang phản ánh các rủi ro nhu cầu suy giảm cũng như cạnh tranh gia tăng sẽ ảnh hưởng đến triển vọng ngành trong giai đoạn tới.

Rủi ro: biến động tỷ giá, hạn mức tín dụng không được gia tăng...

Thị phần Xuất khẩu cá tra năm 2021



So sánh các DN trong ngành

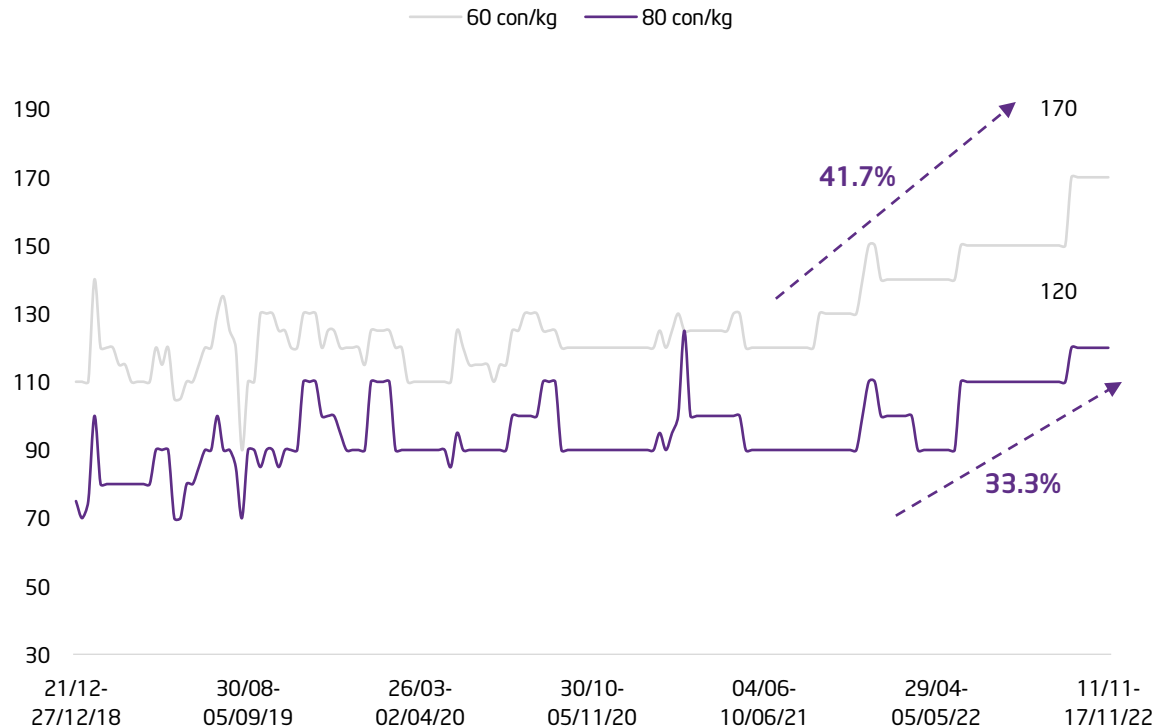


Giá tôm nguyên liệu tăng mạnh

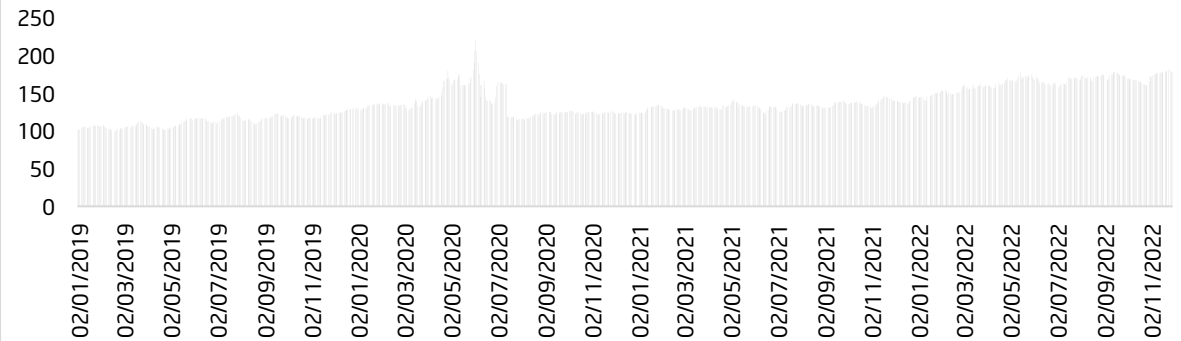
Trong khi giá cá tra nguyên liệu có xu hướng chững lại gần đây, giá tôm nguyên liệu vẫn tăng mạnh. Ngoài việc giá các thành phần chính (chủ yếu nhập khẩu): bột cá khô (tỷ trọng 25 – 30%), bột đậu nành (20 – 25%), cám gạo (30 – 35%) trong chi phí thức ăn (chiếm khoảng 55% tổng chi phí nuôi tôm) tăng còn đến từ nhu cầu tôm size lớn tăng cao do một số DN xuất khẩu đẩy mạnh thu mua nhằm giải quyết các đơn hàng tồn đọng để giữ uy tín với khách hàng. Thêm vào đó, giá cá size lớn tăng mạnh hơn do nguồn cung thiếu hụt bởi (1) Điều kiện thời tiết không thuận lợi, biến đổi khí hậu cùng mưa nhiều khiến nước sông Mekong dâng cao sớm và tràn về miền Tây, làm giảm độ mặn của nước (còn 2% so với mức chuẩn khi nuôi tôm là 5 – 15%) (2) Bệnh vi bào tử trùng (EHP) xảy ra diện rộng khiến tôm chậm lớn khiến người nuôi có xu hướng thu hoạch sớm hơn đã góp phần gây nên sự đột biến trên.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng giá tôm nguyên liệu có thể sụt giảm song vẫn ở mức cao khi mặt bằng giá thức ăn chăn nuôi chưa có dấu hiệu chững lại.

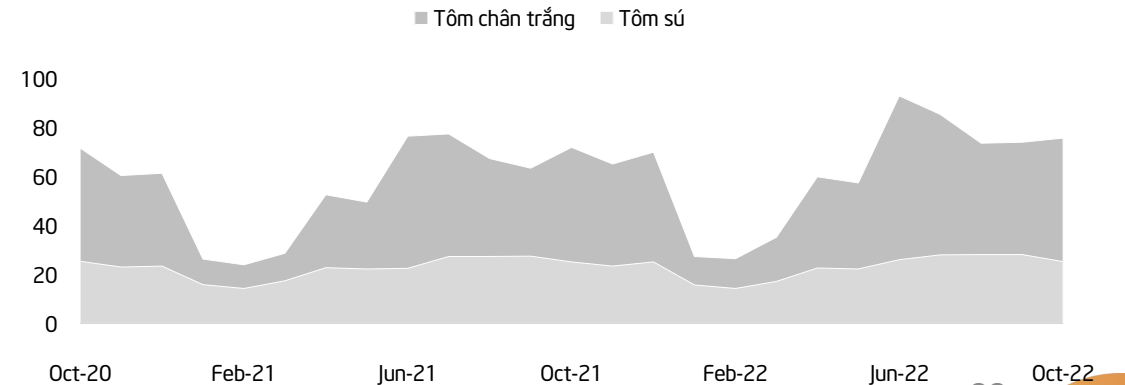
Giá tôm thẻ chân trắng (nghìn đồng/kg)



Giá gạo (USD/tấn)



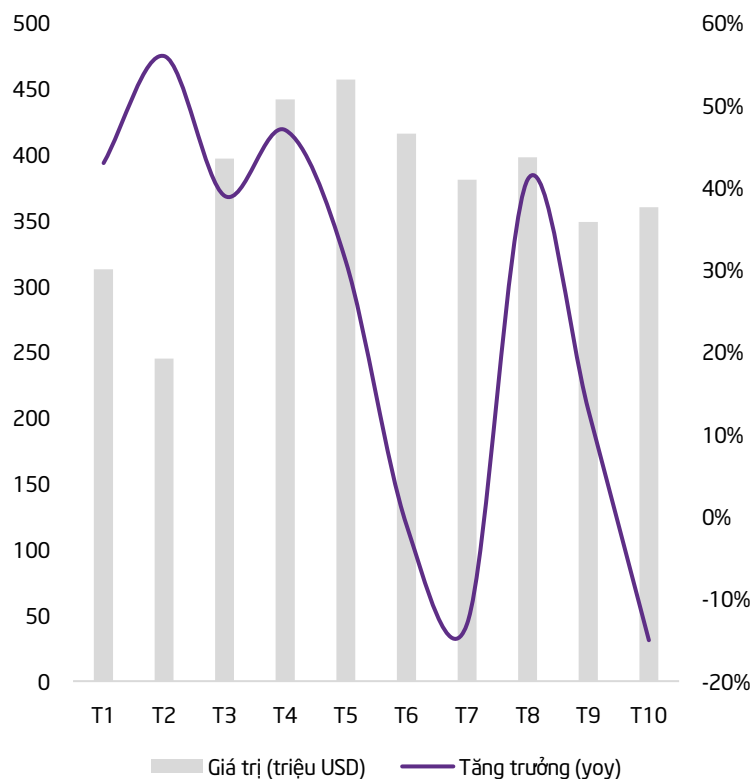
Sản lượng thu hoạch tôm (nghìn tấn)



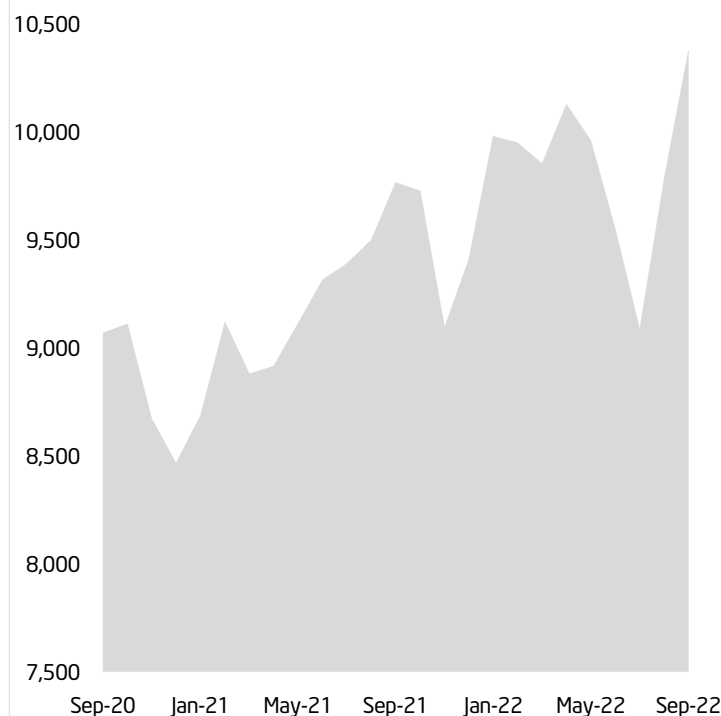
Sản lượng tiêu thụ tôm sụt giảm

Lũy kế 10 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu tôm đạt 3.8 tỷ USD, tăng 17.9% yoy. Trong đó, xuất khẩu tôm thẻ chân trắng tăng 12.9% yoy, tôm sú tăng nhẹ 1.2% yoy. Bên cạnh đó, hoạt động xuất khẩu cũng đang có xu hướng chậm lại kể từ tháng 6. Ngoài nguyên nhân cố hữu là chi phí nuôi tôm trong nước đang cao hơn so với nhiều nước trong khu vực (khoảng 1USD/1kg chi phí sản xuất tôm thẻ) khi hoạt động sản xuất còn khá mạnh mẽ, nhỏ lẻ (các hộ nông dân chiếm khoảng 70% diện tích nuôi trồng), chi phí thức ăn tăng cao tiếp tục gây áp lực lên giá bán – yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng giá trị xuất khẩu tôm. Theo quan sát của chúng tôi tại một số thị trường chính, trong 8 tháng đầu năm, giá bán tại thị trường Nhật Bản tăng bình quân 10%yoy, sản lượng giảm 0.2%yoy và tại Mỹ, giá bán tăng bình quân khoảng 15%yoy, sản lượng giảm 12.8%yoy. Giá bán tăng mạnh đã gây trở ngại đến hoạt động xuất khẩu tôm, nhất là trong bối cảnh lạm phát với sản lượng sang hầu hết các thị trường đều giảm mạnh hơn so với mặt bằng chung.

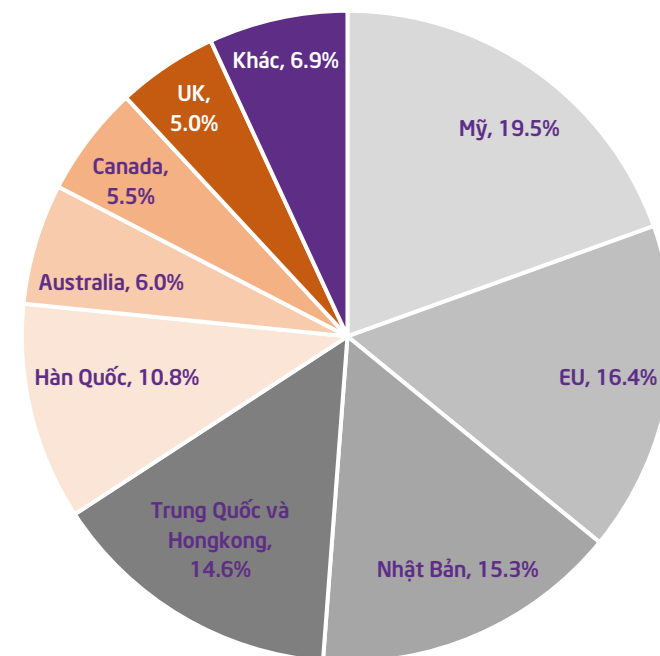
Giá trị Xuất khẩu tôm theo tháng trong năm 2022



Giá tôm XK bình quân (USD/tấn)



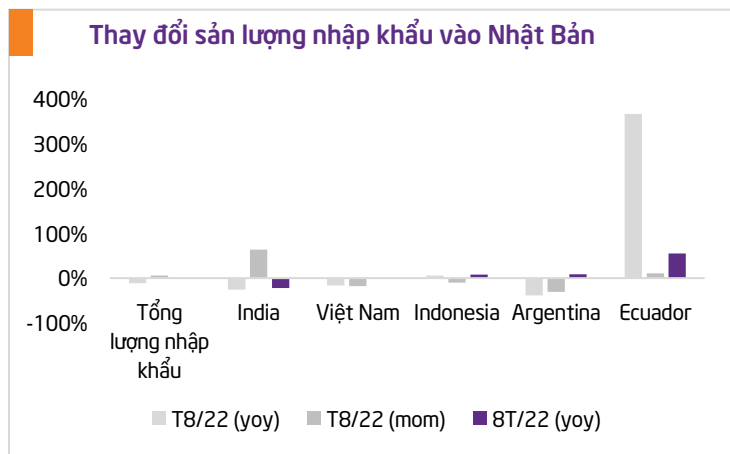
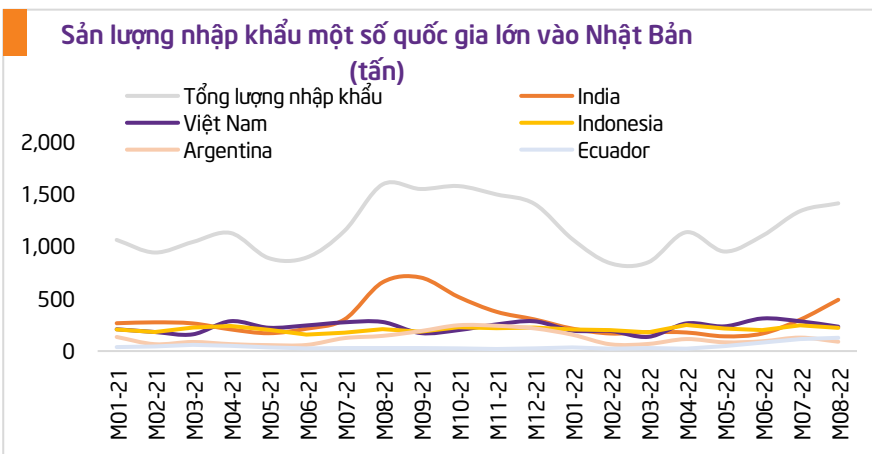
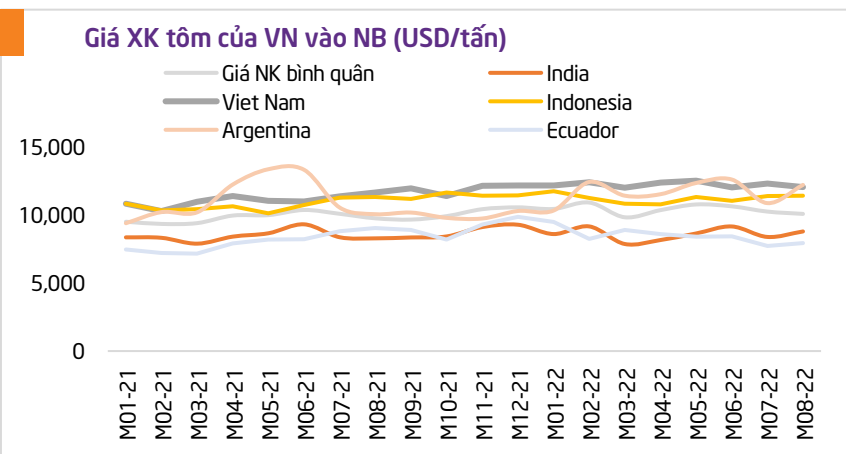
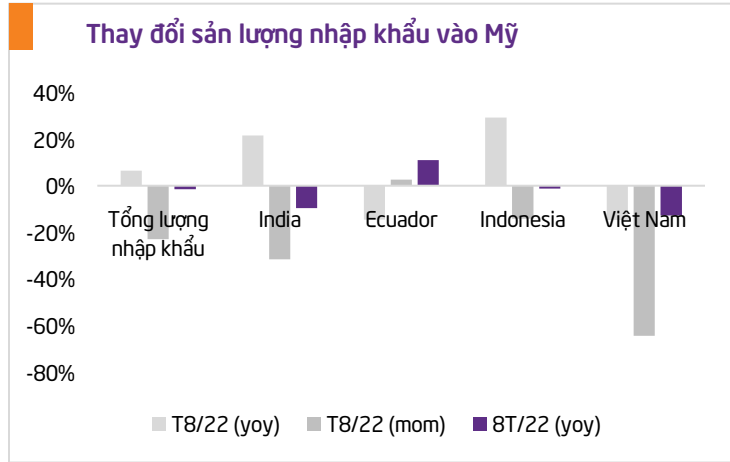
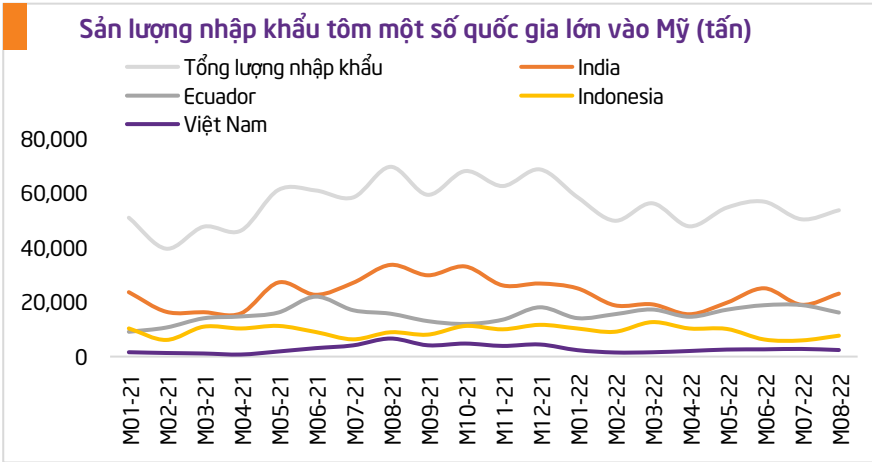
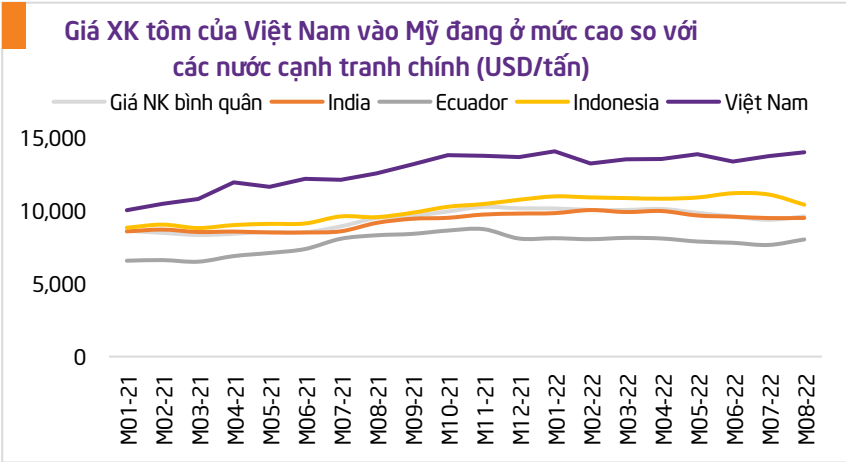
Các thị trường xuất khẩu tôm chính trong 10T/2022



Nhu cầu thị trường Nhật Bản duy trì ổn định

Trong 8T/2022, dưới áp lực lạm phát, tôm giá rẻ hơn có nguồn gốc Ấn Độ, Ecuador vẫn được tiêu thụ tốt tại Mỹ (sản lượng tăng 11% yoy) và Nhật Bản (tăng 55% yoy). Trong khi đó, với giá bán cao và phí vận chuyển tăng, lượng tôm nhập khẩu từ Việt Nam vào Mỹ giảm 12.8% yoy, mạnh hơn so với mặt bằng chung (-1.5%yoy).

Tại thị trường Nhật Bản vốn ưa chuộng các sản phẩm tôm GTGT từ Việt Nam, nhu cầu vẫn duy trì tích cực. Sản lượng xuất khẩu giảm nhẹ 0.2% yoy trong 8T/2022 dù đồng JPY mất giá gần 10% so với VND do phân khúc cao có nhu cầu ổn định, không chịu nhiều tác động từ lạm phát cùng lợi thế vị trí địa lý đã giúp giảm áp lực cạnh tranh. Ngoài ra, giá bán bình quân tăng 10%yoy, cao nhất trong các quốc gia xuất khẩu tôm sang Nhật Bản chủ yếu do chi phí NVL tăng cao (bình quân 35%yoy).



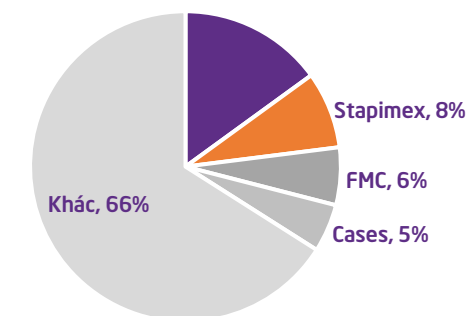
Tiềm năng dài hạn đến từ việc phát triển các sản phẩm GTGT

Nhìn chung, trong ngắn hạn, chúng tôi không đánh giá cao triển vọng ngành do nhu cầu sụt giảm, áp lực cạnh tranh tăng lên cùng chi phí NVL tăng cao sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các DN. Khác với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra, về dài hạn, với chi phí sản xuất cao, động lực tăng trưởng chính của các doanh nghiệp trong ngành sẽ đến từ việc đẩy mạnh phát triển các sản phẩm GTGT bên cạnh tự chủ nguồn NVL và tối thiểu hóa chi phí hoạt động. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng, xu hướng xuất khẩu sẽ dịch chuyển sang các nước gần hơn như Nhật Bản, Trung Quốc...vốn có cước phí vận chuyển thấp.

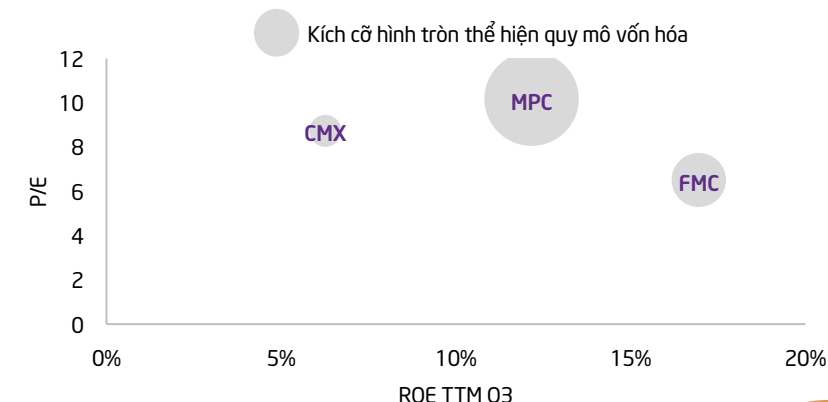
Xem xét các tiêu chí định tính và định lượng, FMC là cổ phiếu chúng tôi đánh giá cao nhất về tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn dù vẫn cần đánh giá chi tiết hơn về hoạt động của doanh nghiệp.

	MPC	FMC	CMX
Cơ cấu sản phẩm	Tôm sú (12.6%), Tôm thẻ chân trắng (39.8%), SP GTGT (35.4%), SP hấp (12.2%)	Tôm (96-97% doanh thu), Rau củ (3-4%)	Tôm sinh thái, tôm tươi, tôm hấp, tôm GTGT
Vùng nuôi	Trại giống ở Ninh Thuận (Công ty TNHH Giống Thủy sản Minh Phú) với công suất 10 tỷ tôm/post/năm; tỷ lệ tôm sú: Vannamei là 1:1. Trại giống đã đạt chứng nhận BAP. Thực hiện liên doanh SX thức ăn với Grobest, nhãn hiệu Grominh, đạt tiêu chuẩn BAP Hiện MPC gồm các vùng nuôi: - CTCP Thủy sản Minh Phú Lộc An (Vùng DN nhận được sự hỗ trợ của 2 cổ đông lớn là tập đoàn Tàu) với 302 ha, gồm 250 ao - Kiên Giang với diện tích 600 ha, gồm 900 ao Tỷ lệ tự chủ khoảng 10%	Tana farm (270ha) Trong Q2/2022, đưa 52ha thuộc công ty con CTCP Thực phẩm Khang An đi vào hoạt động T7/2022, FMC mua 95.2% cổ phần Công ty TNHH Vĩnh Thuận, sở hữu 203 ha diện tích nuôi tôm. Trong đó 100ha hoạt động trong năm 2023 và 103ha trong năm 2024 Tỷ lệ tự chủ khoảng 20%, cao nhất trong các DN xuất khẩu tôm của VN.	Trại giống sinh thái gần 7ha với 408 triệu Post/năm Khu nuôi sinh thái 790.5 ha, sản lượng 227 tấn/năm Liên kết hộ nông dân: 6,304 ha, sản lượng 1,859 tấn/năm Tỷ lệ tự chủ khoảng 10%
Công suất	- Nhà máy chế biến thủy sản Minh Phú Cà Mau, công suất 36 nghìn tấn thành phẩm/năm - Minh Phú Hậu Giang, 40 nghìn tấn TP/năm	Năm 2021: + Nhà máy thủy sản Nam An (15 nghìn tấn/năm – nhiều sản phẩm) + Tin An (3 nghìn tấn/năm – tôm tẩm bột) + An San (15 nghìn tấn/năm – rau củ trộn) + Sao Ta (10 nghìn tấn/năm – Tôm IQF). - Năm 2022: + Q1/2022, nhà máy Tam An tại Châu Thành, Sóc Trăng đi vào hoạt động với công suất 5,000 tấn tôm/năm – nhiều SP + T9/2022, Nhà máy Sao Ta mới tại Châu Thành với công suất 15,000 tấn dự kiến hoạt động.	3 xí nghiệp sản xuất chế biến thủy sản tại Cà Mau với tổng công suất 18,800 tấn/năm
Thị trường tiêu thụ	Mỹ (34%), Nhật (19.5%), EU (11.4%), Canada (10.4%)...	Nhật Bản (38%), Mỹ (34%), Khác (28%)	Châu Âu (53%), Hàn Quốc (25%), Canada (8.4%), Nhật Bản (4%)...

Thị phần XK tôm trong năm 2021



So sánh các doanh nghiệp trong ngành



NGÀNH TIÊU DÙNG KHÔNG THIẾT YẾU:

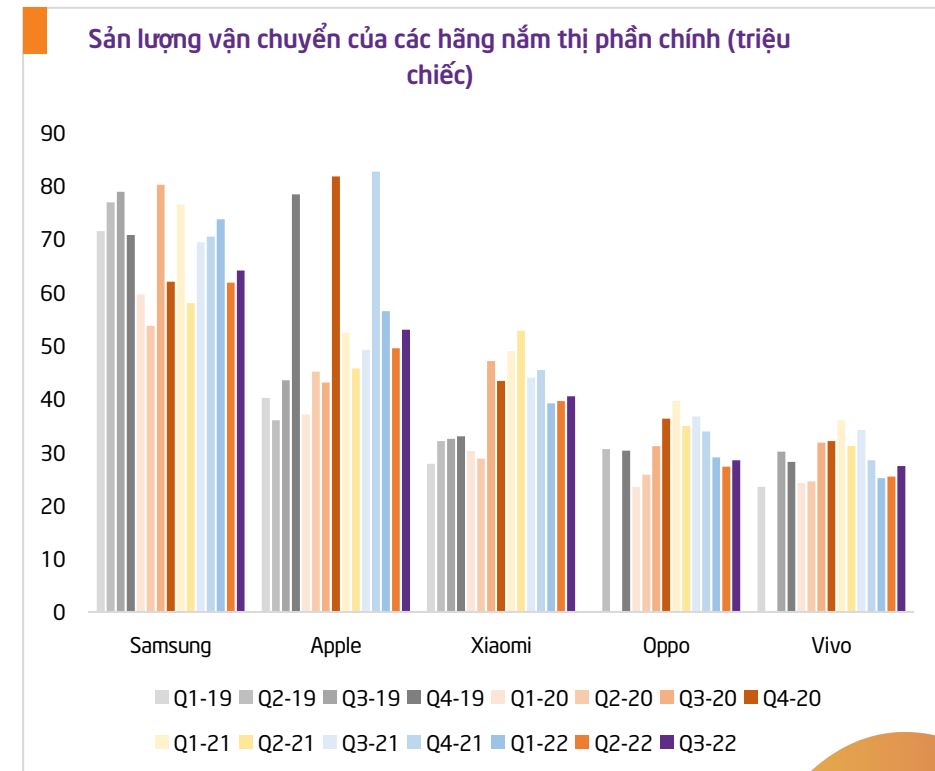
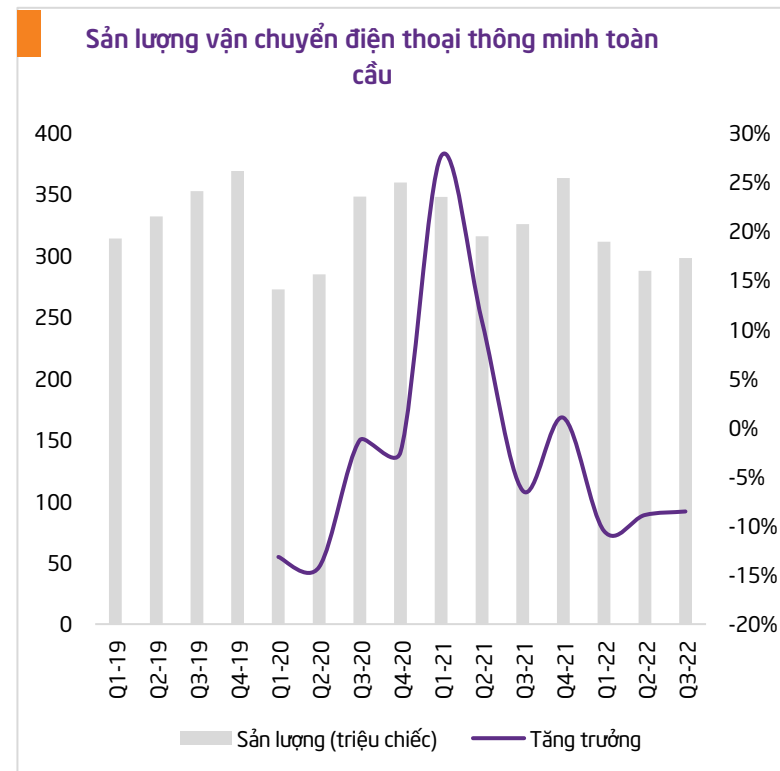
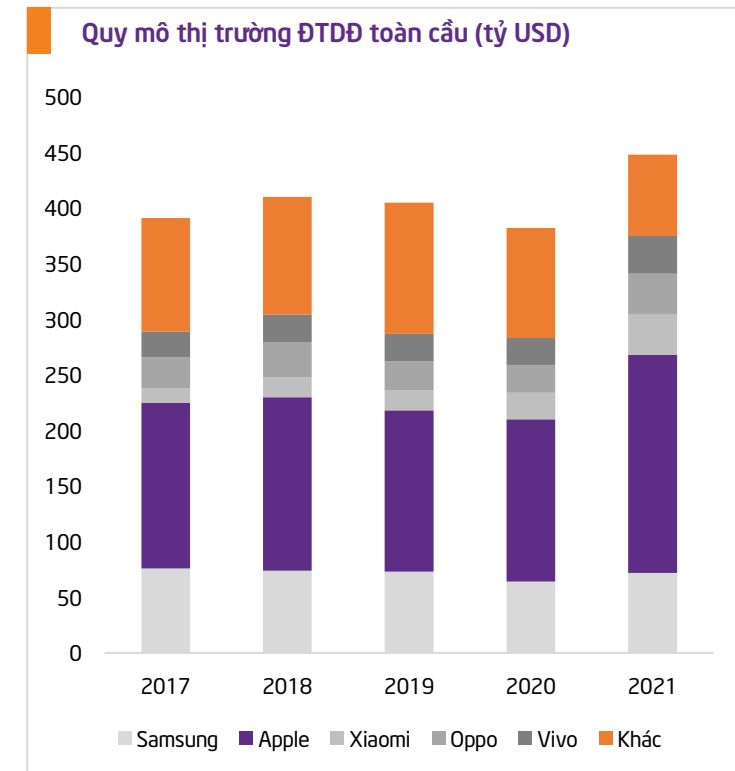
Lợi thế dài hạn thuộc về các doanh nghiệp có vị thế tài chính lành mạnh



ĐTĐĐ: Sản lượng tiêu thụ Iphone khá tốt dù nhu cầu ĐTĐĐ nói chung đang chững lại

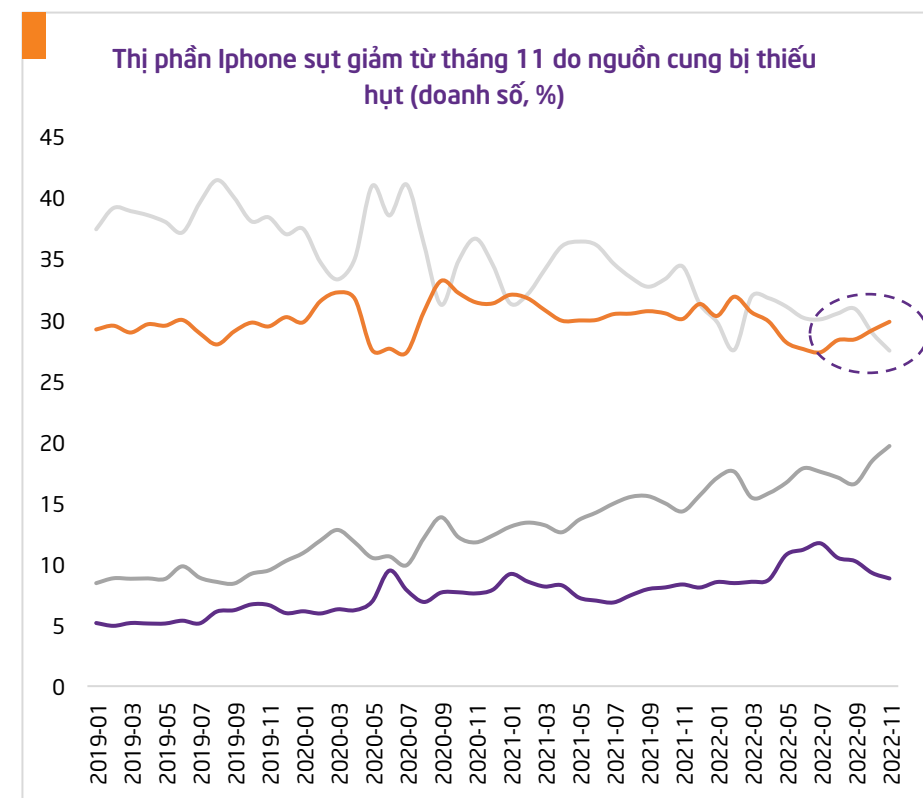
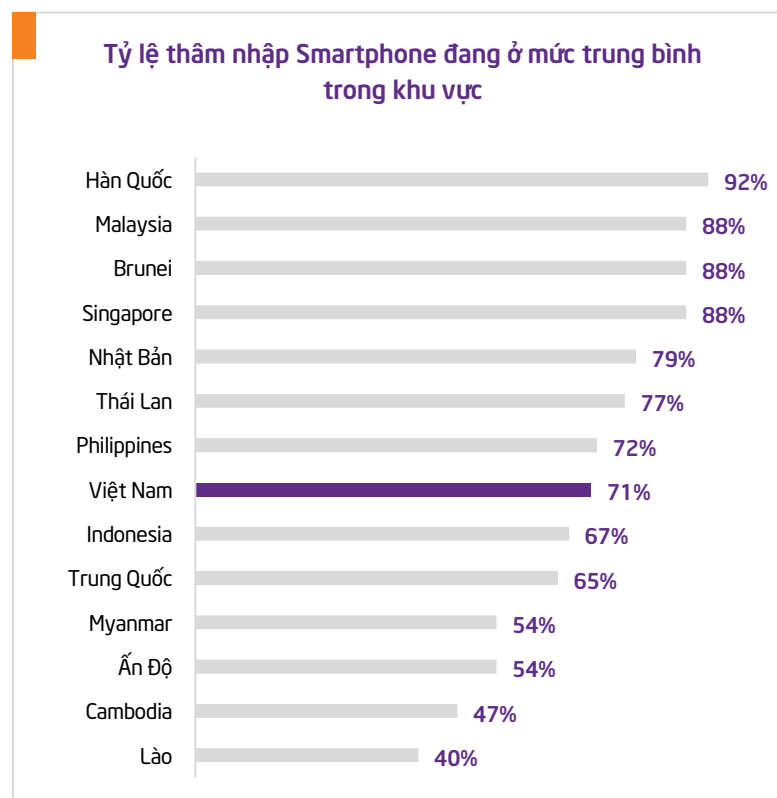
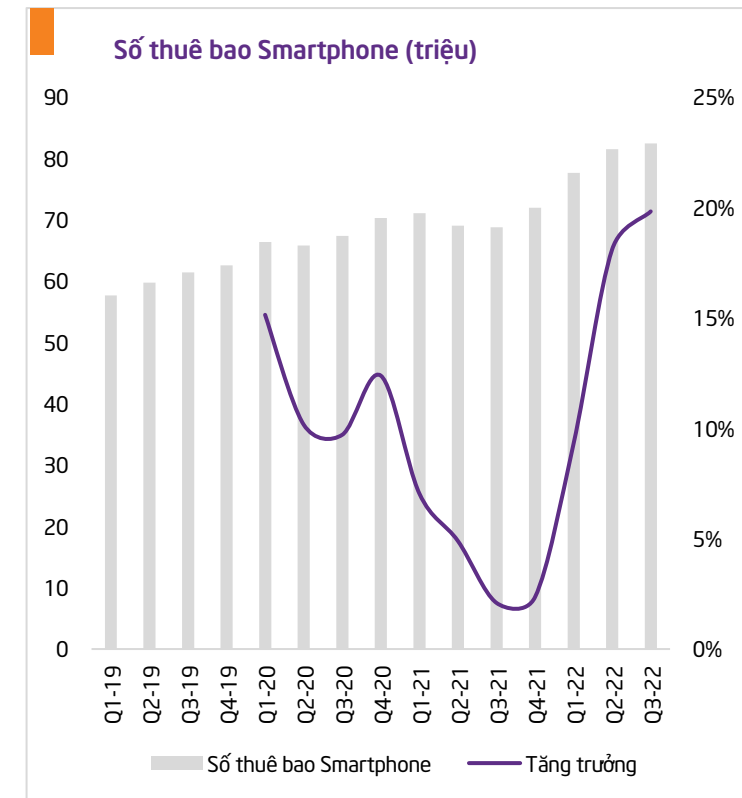
Tiêu thụ ĐTĐĐ sụt giảm. Trong Q3/2022, theo Canalys, sản lượng vận chuyển ĐTĐĐ toàn cầu đạt 297.8 triệu chiếc, giảm 8.5% yoy và là quý thứ 3 sụt giảm liên tiếp do (1) Phong tỏa do dịch Covid – 19 ở Trung Quốc gây ra tình trạng tắc nghẽn sản xuất (2) Nhu cầu người tiêu dùng bị ảnh hưởng dưới áp lực lạm phát gia tăng tại Mỹ và Châu Âu. Do đó, nhiều nhà sản xuất lớn đã có các động thái cắt giảm sản lượng trong năm 2023: Samsung đặt mục tiêu sản lượng trong năm 2023 còn 290.7 triệu chiếc, giảm sv mức 334.2 triệu vào năm 2022 và thấp hơn cả năm 2018 và 2019.

Trong khi đó, nhu cầu ĐTĐĐ cao cấp của Apple vẫn tích cực nhưng nguồn cung bị ảnh hưởng. Nhà máy Foxconn ở Trịnh Châu (Trung Quốc) là nhà máy lớn nhất của Apple, cung cấp khoảng 70% sản lượng Iphone toàn cầu đang bị phong tỏa do dịch Covid – 19 lan rộng cũng như biểu tình của công nhân đã làm hoạt động sản xuất bị ngưng trệ. Trendforce cho biết Apple đã cắt giảm 2- 3 triệu chiếc trong tháng 12 (sv mục tiêu 80 triệu chiếc) khiến thời gian chờ đợi 2 sản phẩm mới của Iphone là 14 Pro và 14 Pro Max tăng từ 5 lên 25 ngày. Với nhu cầu Iphone đang gấp khoảng 3 lần nguồn cung theo ước tính của Wedbush, cùng đặc tính người tiêu dùng Iphone có độ trung thành cao, chúng tôi cho rằng, việc thiếu hụt nguồn cung trong ngắn hạn chỉ làm dồn nén nhu cầu sang giai đoạn tiếp theo. Hiện Apple có kế hoạch đa dạng hóa chuỗi cung ứng bên ngoài Trung Quốc sang Ấn Độ, nâng tỷ lệ lượng máy sản xuất tại đây lên mức 40 – 45% so với chỉ 2 – 4% hiện nay. Do đó, áp lực nguồn cung sẽ được giải tỏa dù mất khá nhiều thời gian. Theo Bloomberg, Apple sẽ mất khoảng 8 năm để chuyển 10% năng lực sản xuất khỏi Trung Quốc.



Quy mô thị trường ĐTĐĐ trong nước ước tính khoảng 4.4 tỷ USD và nhu cầu đang có dấu hiệu chững lại. Theo Cục viễn thông, tính đến hết Q3/2022, cả nước có 82.5 triệu thuê bao Smartphone, tăng gần 20% so với cùng kì, chủ yếu từ mức nền thấp. Theo số liệu của IDC, doanh số bán Smartphone trong nước đã không tăng trong 3Q/2022 và đang thấp hơn so với thời điểm trước dịch vào năm 2019.

Với tỷ lệ thâm nhập Smartphone trong nước không còn ở mức thấp, động lực tăng trưởng chính của ngành về dài hạn sẽ đến từ xu hướng cao cấp hóa sản phẩm. Trong thời gian qua, chúng tôi nhận thấy nhu cầu tiêu thụ Iphone trong nước vẫn rất tích cực. Chuỗi FPT Shop ghi nhận lượng đăng kí kỉ lục với hơn 92 nghìn lượt, gấp 3 lần sv Iphone 13 trong khi MWG chia sẻ, Iphone 14 ra mắt tại Việt Nam từ 15 – 31/10 đã giúp sản lượng tiêu thụ tăng 150% yoy. Dù vậy, cùng với các vấn đề thiếu hụt nguồn cung toàn cầu, lượng tiêu thụ Iphone sẽ gặp khó trong ngắn hạn và ảnh hưởng chung đến triển vọng ngành.



Nguồn: Cục viễn thông, TPS Research

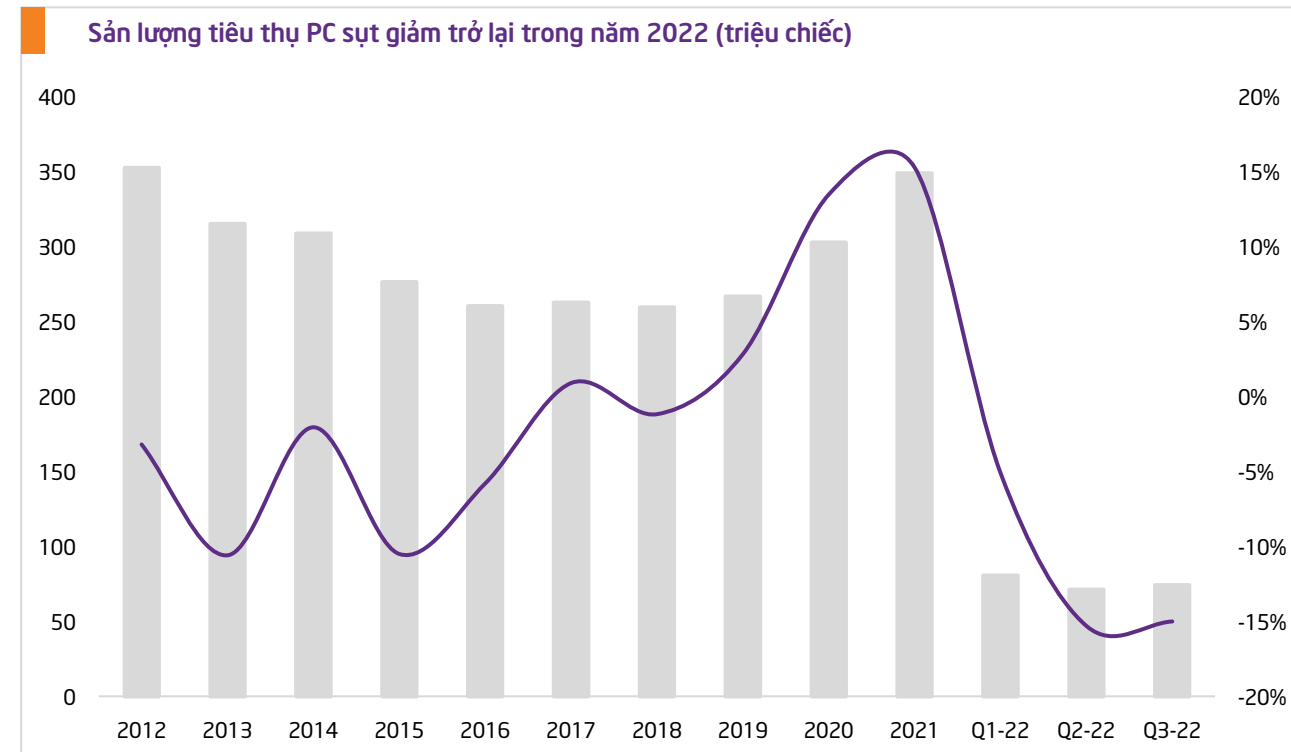
Điện máy: Nhu cầu laptop hạ nhiệt trong khi tiêu thụ điện máy bảo hòa

Nhu cầu tiêu thụ PC toàn cầu liên tục sụt giảm kể từ 2019 trở về trước và tăng trưởng với tốc độ 2 chữ số trong giai đoạn 2020 – 2021, lần lượt đạt 13.5% và 15.3% khi nhu cầu học và làm việc từ xa gia tăng do tác động của dịch Covid – 19. Chúng tôi cho rằng, sự đột biến trên chỉ mang tính chất thời điểm và khi nhu cầu của người tiêu dùng được đáp ứng hầu hết, tiêu thụ PC khó đạt được tăng trưởng như thời gian qua. IDC dự báo, sản lượng tiêu thụ PC giảm lần lượt 12.8% (2022) và 2.6% (2023), cùng CAGR bình quân chỉ đạt 0.8%/năm trong giai đoạn 2022 – 2026. Trong đó, tiêu thụ PC dành cho KH doanh nghiệp sẽ có tăng trưởng cao hơn.

Quy mô thị trường máy tính để bàn trong nước hiện nay theo ước tính của FPT Shop khoảng 5,000 – 6,000 nghìn tỷ đồng, trong khi thị trường laptop có giá trị khoảng 15 nghìn tỷ đồng, chưa tính đến các thiết bị máy trạm, thiết bị doanh nghiệp. Cùng với xu hướng chung trên thế giới, thị trường PC trong nước cũng sẽ hạ nhiệt.

Thị trường điện máy trong nước có quy mô khoảng 4.1 tỷ USD. Không như ngành hàng ĐTDD, nhu cầu tiêu thụ điện máy đang có xu hướng bảo hòa khi hầu hết các mặt hàng chính đều có tỷ lệ sở hữu của hộ gia đình đạt mức cao. Tiềm năng cải thiện trong giai đoạn tới sẽ đến từ (1) Phát triển một số mặt hàng có tỷ lệ thâm nhập còn thấp với quy mô nhỏ hơn (2) Mở rộng mạng lưới cửa hàng sang khu vực cấp 2, nông thôn.

Sản lượng tiêu thụ PC sụt giảm trở lại trong năm 2022 (triệu chiếc)



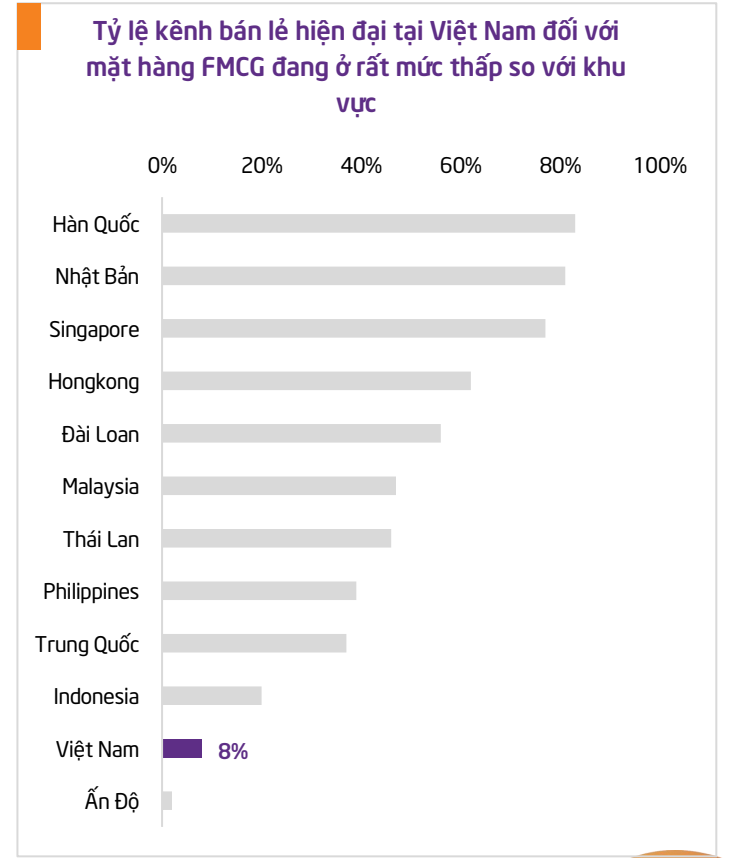
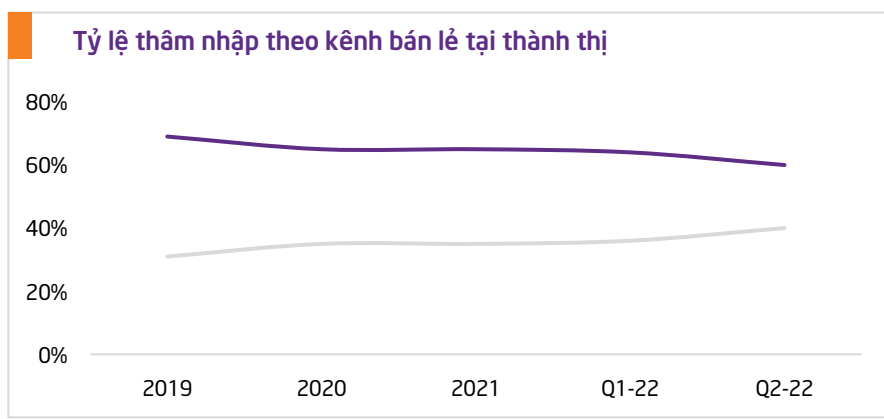
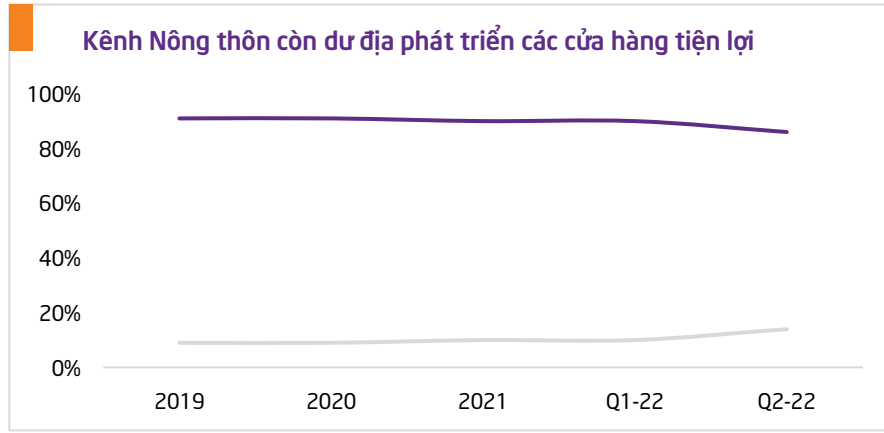
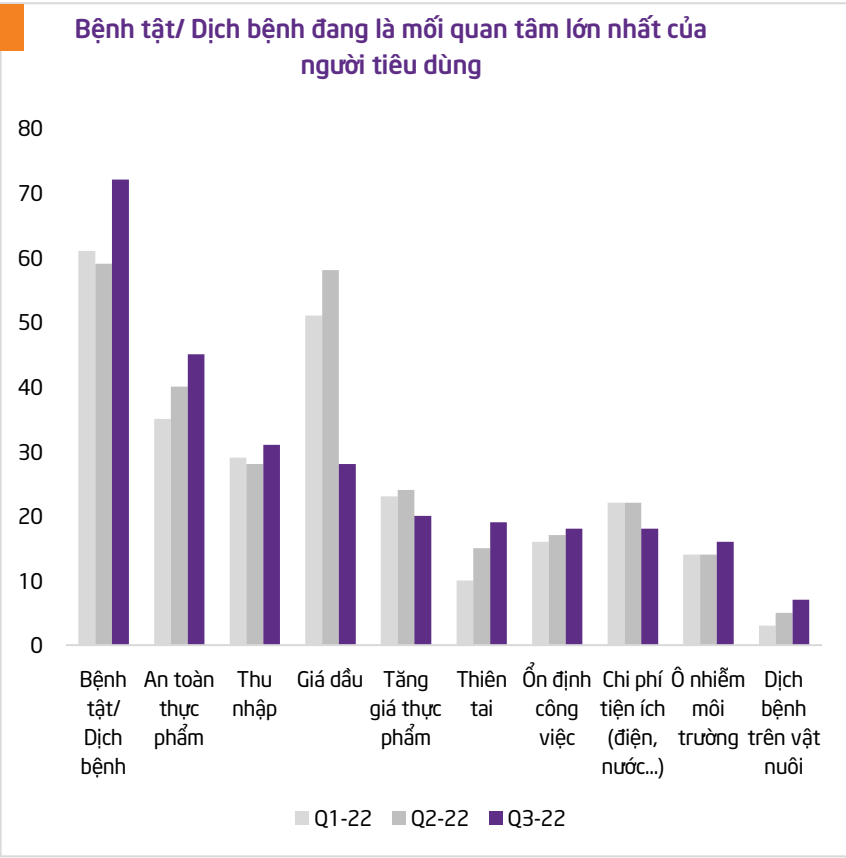
Tỷ lệ sở hữu đồ gia dụng của hộ gia đình VN (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tủ lạnh	61.2	69	76.7	84.4	91.8	99
Máy giặt	33.4	40.2	47.1	54	60.7	67
Máy lạnh	39.8	44.7	49.5	56.1	61.7	66.7
Máy hút mùi bếp	10.5	11.3	12	12.7	13.1	13.4
Bếp gắn tường	8.4	9.4	10.4	11.3	12	12.5
Lò vi sóng	6.5	7.1	7.7	8.1	8.5	8.8
Máy hút bụi	2.4	2.4	2.6	2.7	2.9	3.1
Máy sấy quần áo	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
Máy rửa chén	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

	Sản lượng 2022 (triệu chiếc)	Tăng trưởng	Sản lượng 2026 (triệu chiếc)	CAGR 2022 - 2026
KHCN	265.3	-9.9%	269.3	0.4%
Doanh nghiệp	57.6	-1.6%	63.6	2.5%
Dịch vụ công	69.2	-20.3%	69	-0.1%
SMB	70	-10.5%	75.9	2.0%
Tổng	462.1	-10.8%	477.7	0.8%

Bán lẻ: Thị phần kênh bán lẻ hiện đại đang tăng xu hướng tăng

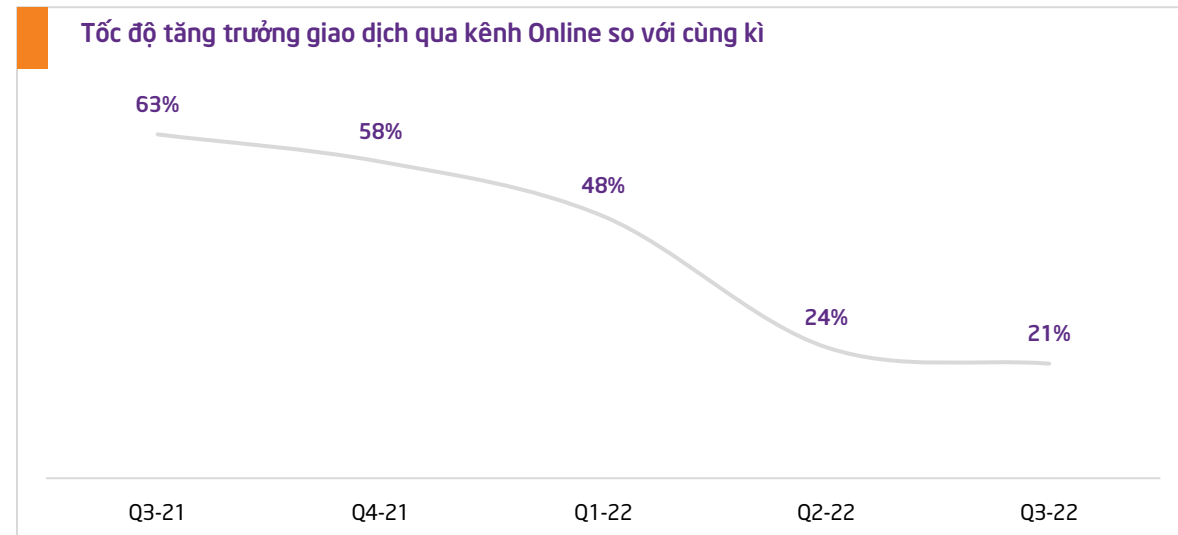
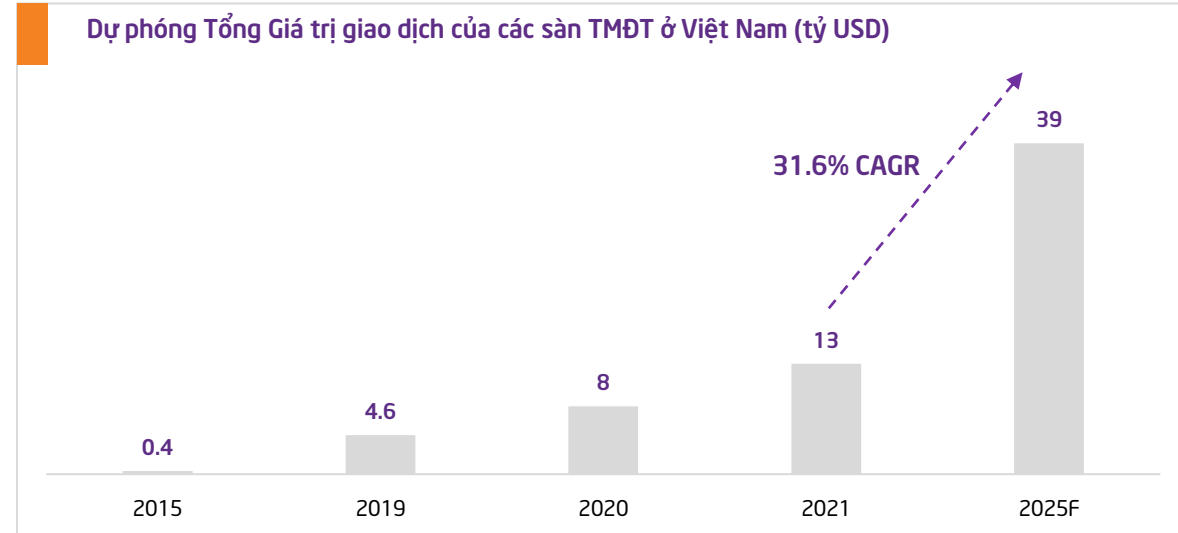
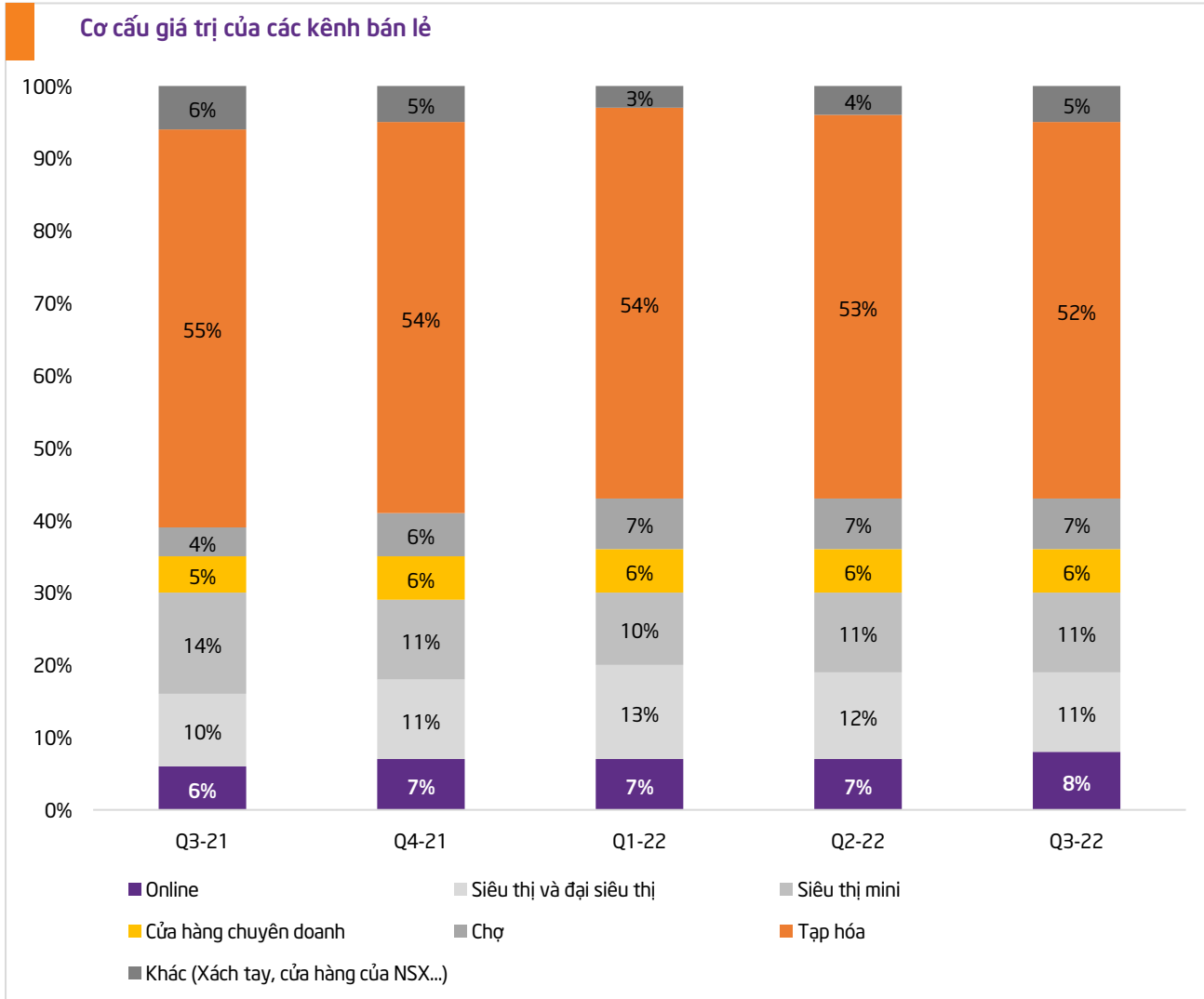
Nhìn chung, bán lẻ truyền thống vẫn là kênh giao dịch chính của người tiêu dùng Việt Nam vì cung cấp giá rẻ, tươi hơn cũng như thói quen tiêu dùng. Theo khảo sát gần đây của Kantar Việt Nam, bệnh tật/ dịch bệnh đã trở thành mối quan tâm lớn nhất của hộ gia đình ở thời điểm hiện tại và sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu mua hàng của người dân tại các kênh bán lẻ hiện đại hơn so với kênh truyền thống trong thời gian tới. Theo chúng tôi, đây cũng sẽ là xu hướng chung trong dài hạn khi sự phát triển kinh tế trong những năm qua đã giúp kênh bán lẻ hiện đại gia tăng thị phần tốt hơn với tỷ lệ thâm nhập cải thiện. Tại thành thị, tỷ lệ thâm nhập tăng từ mức 31% trong năm 2019 lên 40% vào Q2/2022; trong khi tỷ lệ này tăng từ 9% lên mức 14% tại nông thôn.

Theo nghiên cứu mới của Deloitte, các cửa hàng bán lẻ ở vị trí độc lập đang có xu hướng hoạt động tốt hơn so với những nơi nằm trong trung tâm mua sắm nhờ dễ tiếp cận và hạn chế được tình trạng tắc nghẽn giao thông tại các đô thị. Bên cạnh đó, giá thuê mặt bằng bán lẻ ở trung tâm đô thị đang tăng cao, do đó, nhiều nhà bán lẻ đã và đang khám phá các không gian và ngõ hẻm sâu uất hơn.



Bán lẻ: Kênh online duy trì mức tăng trưởng cao

Hầu hết các kênh bán lẻ chính đều hồi phục tích cực sau khi kết thúc giãn cách. Bên cạnh đó, kênh online tiếp tục thu hút người dùng và duy trì tốc độ tăng trưởng 2 chữ số cùng tỷ trọng đóng góp liên tục gia tăng. Chúng tôi kì vọng hoạt động mua sắm trực tuyến vẫn tăng trưởng cao trong giai đoạn tới ngoài những thuận lợi sẵn có còn đến từ lối sống và thói quen của người tiêu dùng thay đổi do tác động của dịch Covid – 19.

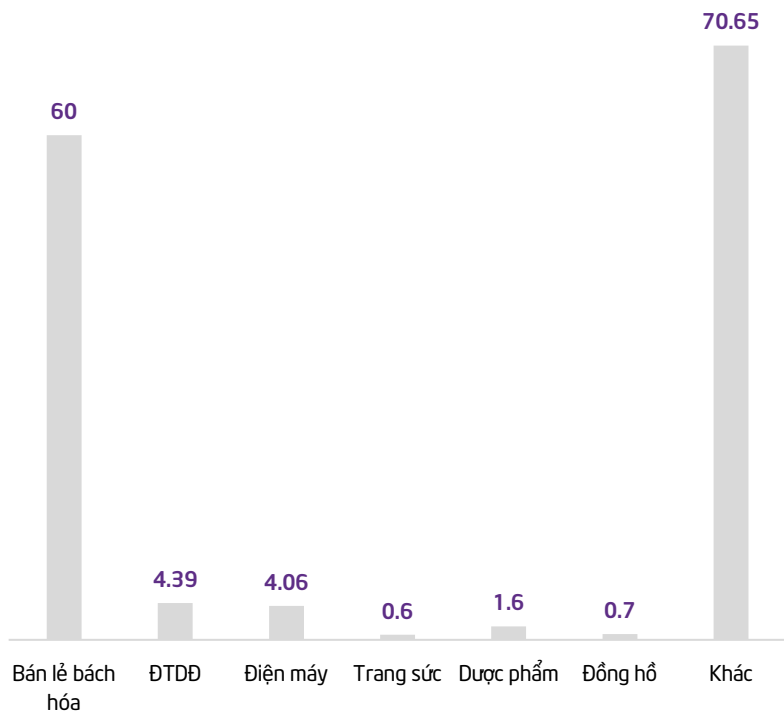


Bán lẻ: Thu nhập của người lao động cấp thấp đang bị ảnh hưởng

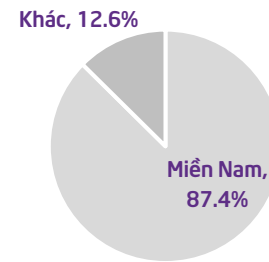
Nhu cầu tiêu dùng có thể tiếp tục bị ảnh hưởng. Áp lực lạm phát cũng như cạnh tranh gia tăng tại các thị trường xuất khẩu chính đã ảnh hưởng đến đơn hàng của nhiều ngành nghề, nhất là những ngành thâm dụng lao động như gỗ, dệt may....Theo số liệu của Tổng Liên đoàn lao động Việt Nam, trong quý 3 – 4/2022, có khoảng 1,500 doanh nghiệp bị cắt giảm đơn hàng, ảnh hưởng đến việc làm của hơn 600 nghìn lao động, trong đó khoảng 42 nghìn công nhân, lao động mất việc. Điều này cũng đang xảy ra ở nhiều doanh nghiệp bất động sản, xây dựng khi đang gặp khó khăn về nguồn vốn. Thu nhập của người lao động cấp thấp bị ảnh hưởng sẽ tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu dùng trong thời gian tới.

Ngoài ra, chúng tôi cũng đang quan sát mức độ ảnh hưởng đến tiêu dùng mặt hàng xa xỉ (hiện tại vẫn khá tích cực) khi thu nhập của tầng lớp trung lưu bị ảnh hưởng do hầu hết các kênh đầu tư chính (trái phiếu, BĐS, chứng khoán...) đều sụt giảm mạnh trong thời gian qua.

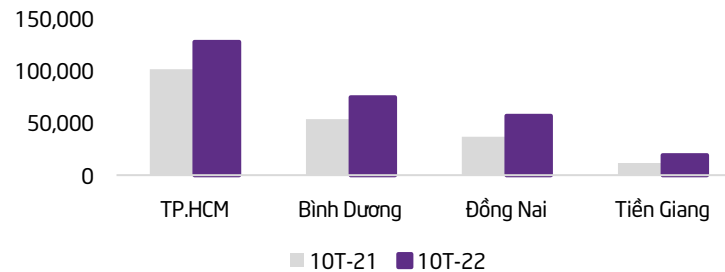
Quy mô thị trường bán lẻ trong nước (tỷ USD)



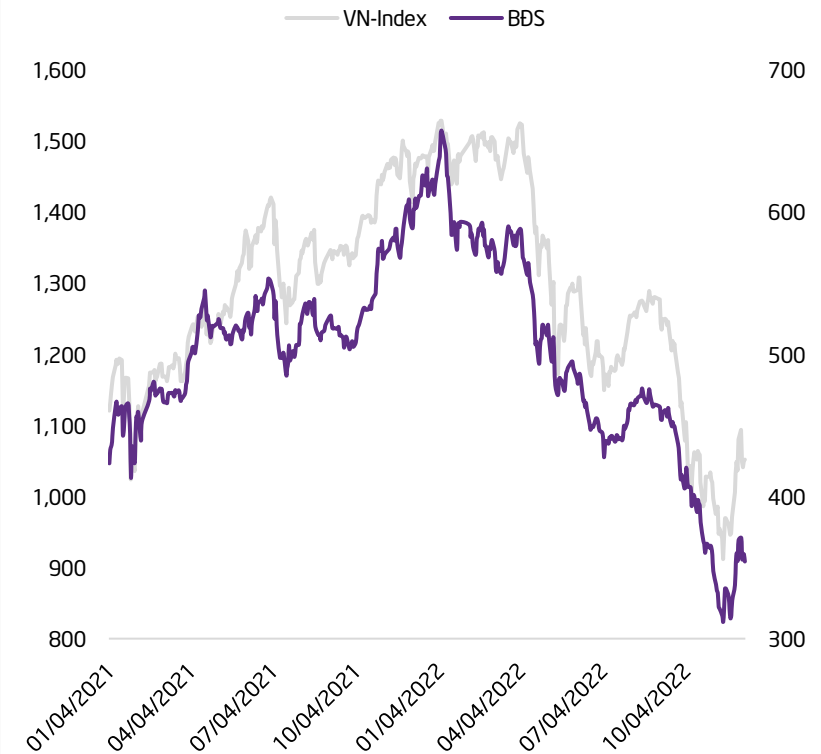
Hầu hết các doanh nghiệp cắt giảm ở miền Nam (TPHCM, Bình Dương)



Số lao động nhận trợ cấp thất nghiệp tại một số tỉnh thành phía Nam gia tăng



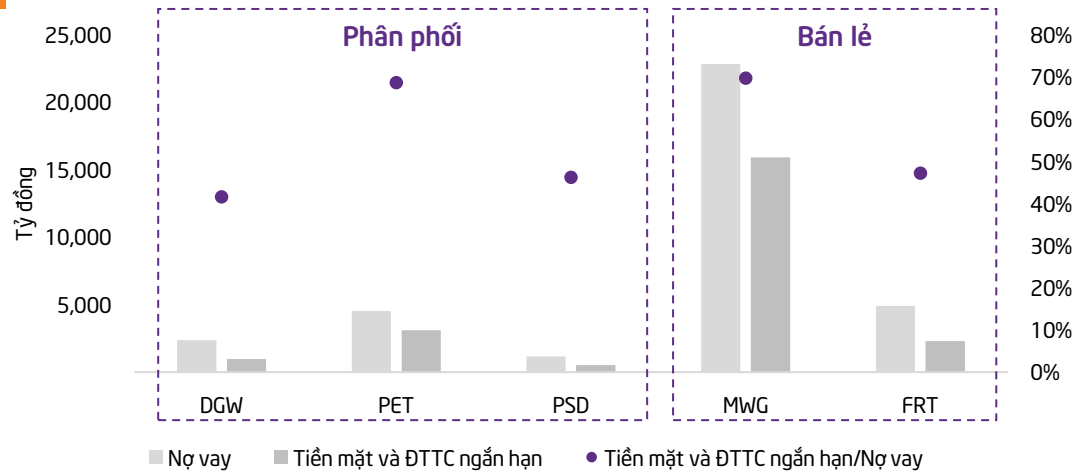
VN - Index và chỉ số ngành BĐS từ đầu năm 2021



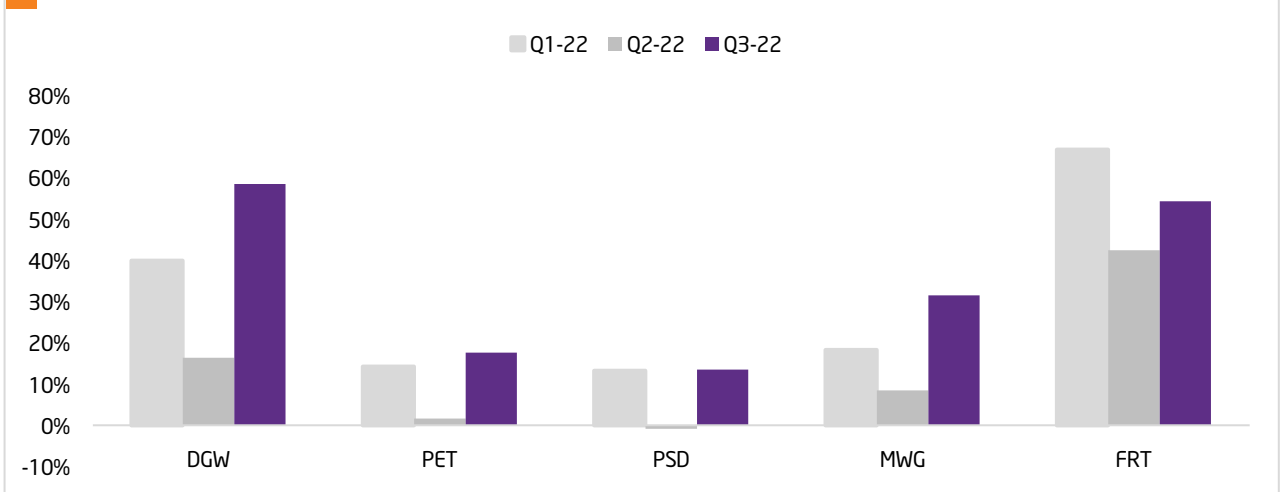
Bán lẻ: Lợi thế thuộc về các DN có quy mô lớn và vị thế tài chính tốt

Chúng tôi nhận thấy rằng những khó khăn hiện tại của các nhóm ngành Tiêu dùng không thiết yếu mang tính chất ngắn hạn nhiều hơn. Với những ngành nghề đang gặp khó khăn hay có yếu tố bão hòa, nhiều doanh nghiệp có thể thu hẹp quy mô hoạt động. Do đó, tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn sẽ đến từ việc mở rộng thị phần, nhất là sang các kênh truyền thống, điều mà lợi thế sẽ nghiêng về các doanh nghiệp bán lẻ hiện đại có vị thế tài chính lành mạnh cùng chiến lược phát triển hợp lý.

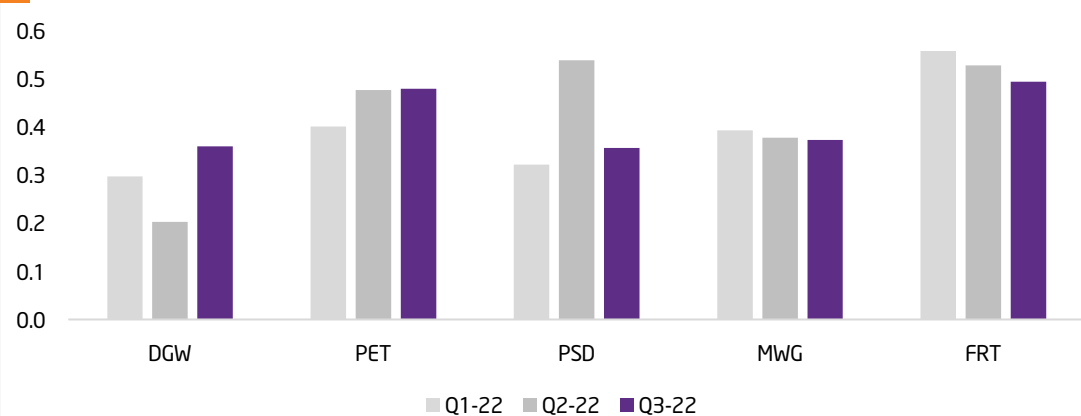
So sánh khả năng thanh toán ngắn hạn của các DN trong ngành



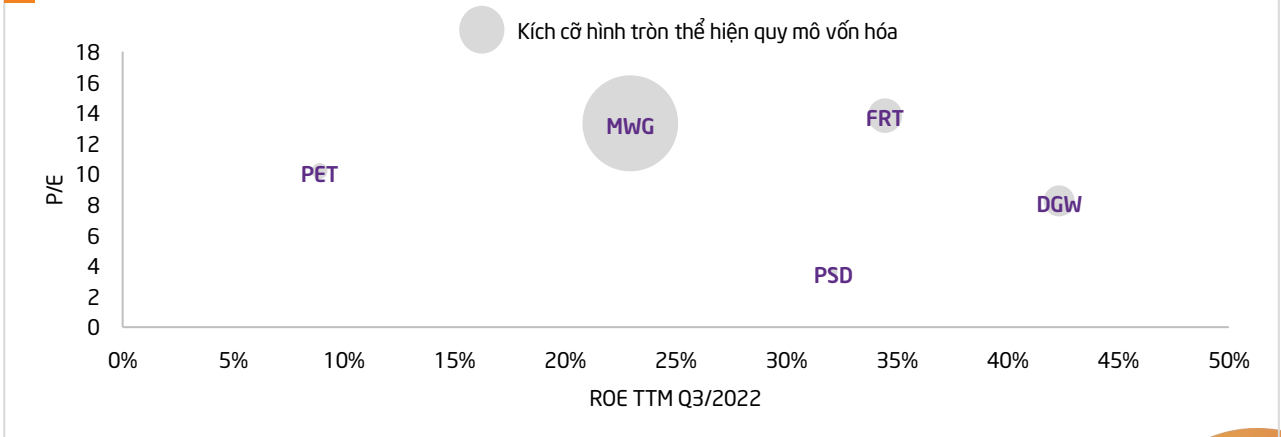
Tăng trưởng quy mô doanh thu của các DN trong ngành



Tỷ lệ nợ vay của các DN trong ngành



So sánh các DN trong ngành



NGÀNH THÉP

Nhu cầu bớt ảm đạm nhưng chưa hồi phục mạnh



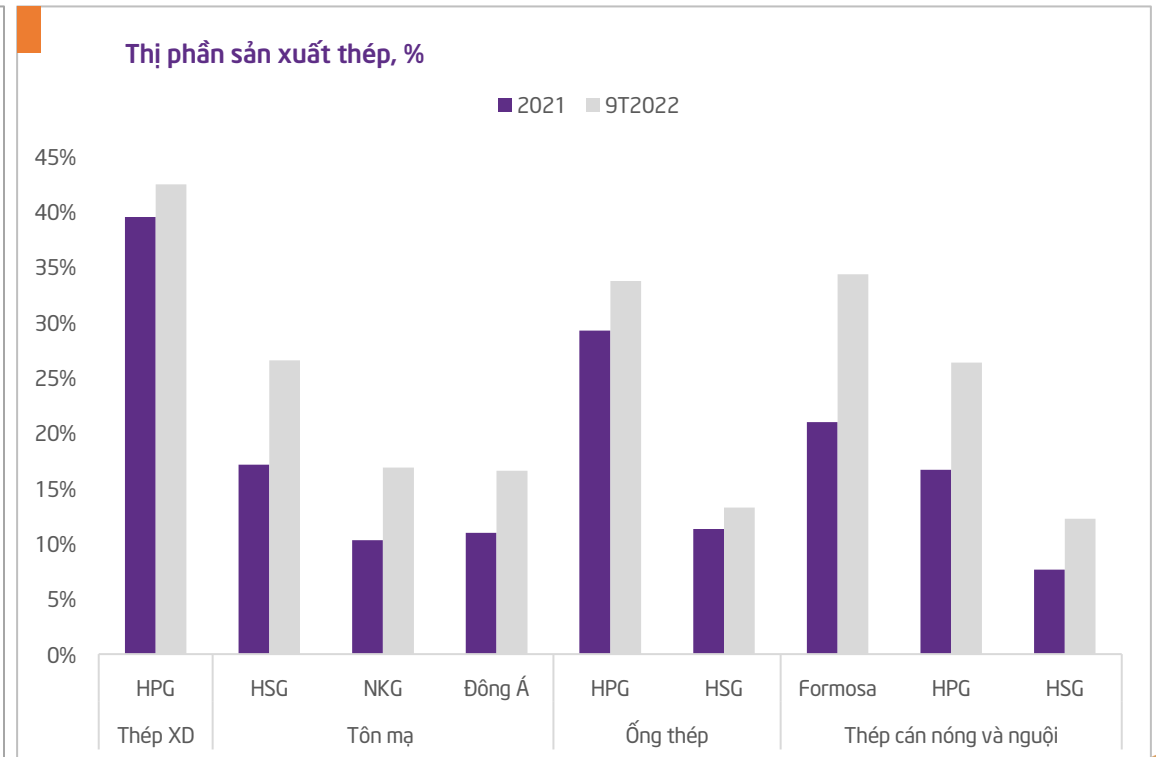
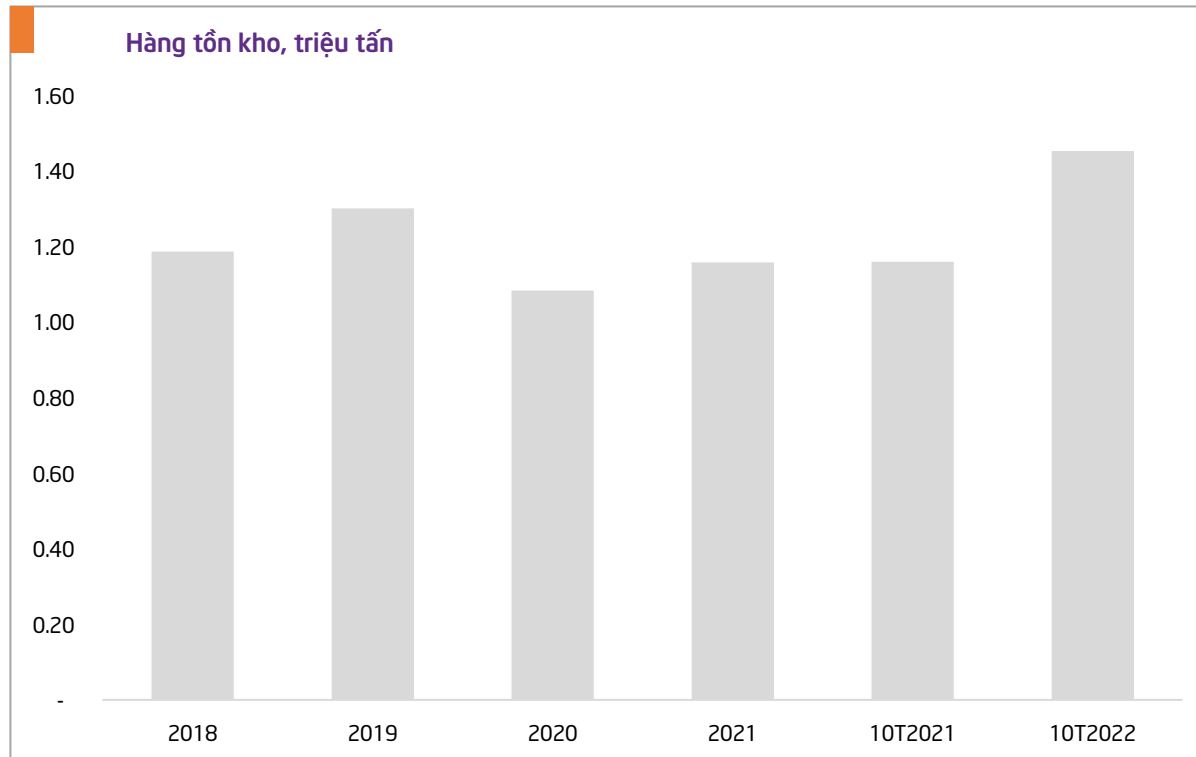
Các doanh nghiệp đầu ngành gia tăng thị phần trong điều kiện khó khăn chung thị trường

❖ Tình hình sản xuất và tiêu thụ năm 2022:

Tình hình sản xuất 2022 không thuận lợi: 10T2022, sản lượng sản xuất ghi nhận 22 triệu tấn, -12%YoY. Đặc biệt là những tháng cuối năm khi các doanh nghiệp thép buộc phải dừng một số lò sản xuất thép (như Hoà Phát dừng 4/7 lò cao, pomina dừng sản xuất lò cao sang sản xuất lò điện, hay Công ty thép Miền Nam ngừng từ tháng 10/2022 đến cuối năm 2022) và cắt giảm nhân sự. Nguyên nhân do nhu cầu trong nước và thế giới suy giảm.

Tiêu thụ 2022 sụt giảm: 10T/2022, tổng sản lượng tiêu thụ ghi nhận 20.4 triệu tấn, -9%YoY do nhu cầu trong nước và nhu cầu thị trường xuất khẩu suy yếu. Đối với thị trường trong nước, 10T/2022 ghi nhận 15.4 triệu tấn, -6%YoY do các dự án đầu tư bất động sản gặp nhiều khó khăn; Đối với thị trường xuất khẩu, 10T2022 ghi nhận 5 triệu tấn, -20%YoY, do sụt giảm nhu cầu của thị trường Trung Quốc, thị trường Châu Á và thị trường EU. Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc gần như thu hẹp hoàn toàn (GTXK 8T2021 giảm 95% YoY)

❖ **Tồn kho tăng và sự cạnh tranh ngày càng diễn ra gay gắt:** Trong năm 2022, ngành chứng kiến sự gia tăng tồn kho mạnh khi nhu cầu sụt giảm hơn. Trong tình cảnh khó khăn chung của thị trường, đối với những doanh nghiệp có quy mô lớn, nền tảng vững mạnh, và hoạt động hiệu quả thuộc top trong ngành sẽ tận dụng cơ hội để gia tăng thị phần. Các doanh nghiệp điển hình như HPG, NKG, HSG.



Nhu cầu hồi phục nhưng chưa mạnh mẽ

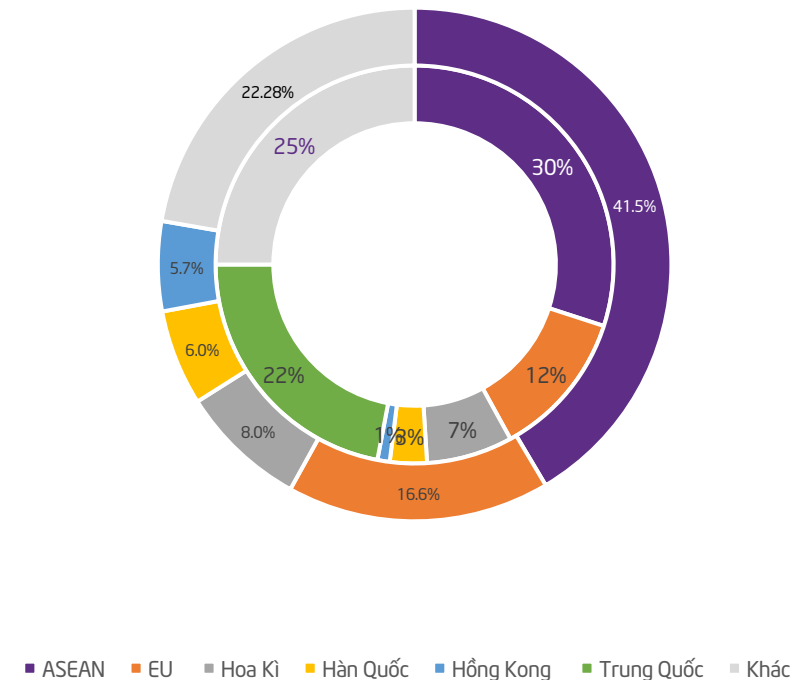
Triển vọng năm 2023

- ❖ Nhu cầu thép trong nước dự kiến chưa có nhiều cải thiện trong năm 2023 khi thị trường bất động sản và xây dựng vẫn còn khó khăn.
- ❖ Thị trường xuất khẩu dự báo phục hồi nhẹ và có sự phân hoá giữa các thị trường. Theo dự báo của World steel association, dự báo nhu cầu của cả thế giới năm 2023 tăng nhẹ 1%YoY, so với mức tăng trưởng năm 2022 giảm 2.3%YoY. Thị trường Trung Quốc kì vọng phục hồi khi nới lỏng chính sách zero covid và chính sách hỗ trợ phục hồi cho thị trường bất động sản. Tuy nhiên, mức độ phục hồi của Trung Quốc dự kiến sẽ không mạnh do kinh tế mới mở cửa cần thời gian hồi phục hoàn toàn và cũng đang đối mặt thách thức suy thoái hiện hữu; nhu cầu thị trường Mỹ 2023 dự kiến hồi phục nhờ vào đẩy mạnh cơ sở hạ tầng và dự án năng lượng; thị trường ASEAN dự báo khả quan nhờ đẩy mạnh dự án cơ sở hạ tầng. Trong khi đó, nhu cầu thị trường Châu Âu sẽ ảm đạm khi nền kinh tế 2023 kém khả quan.

Sản xuất và tiêu thụ



Tỷ trọng sản lượng xuất khẩu, 9T2021 và 9T2022



Giá nguyên vật liệu đầu vào kì vọng giảm

❖ Giá quặng sắt:

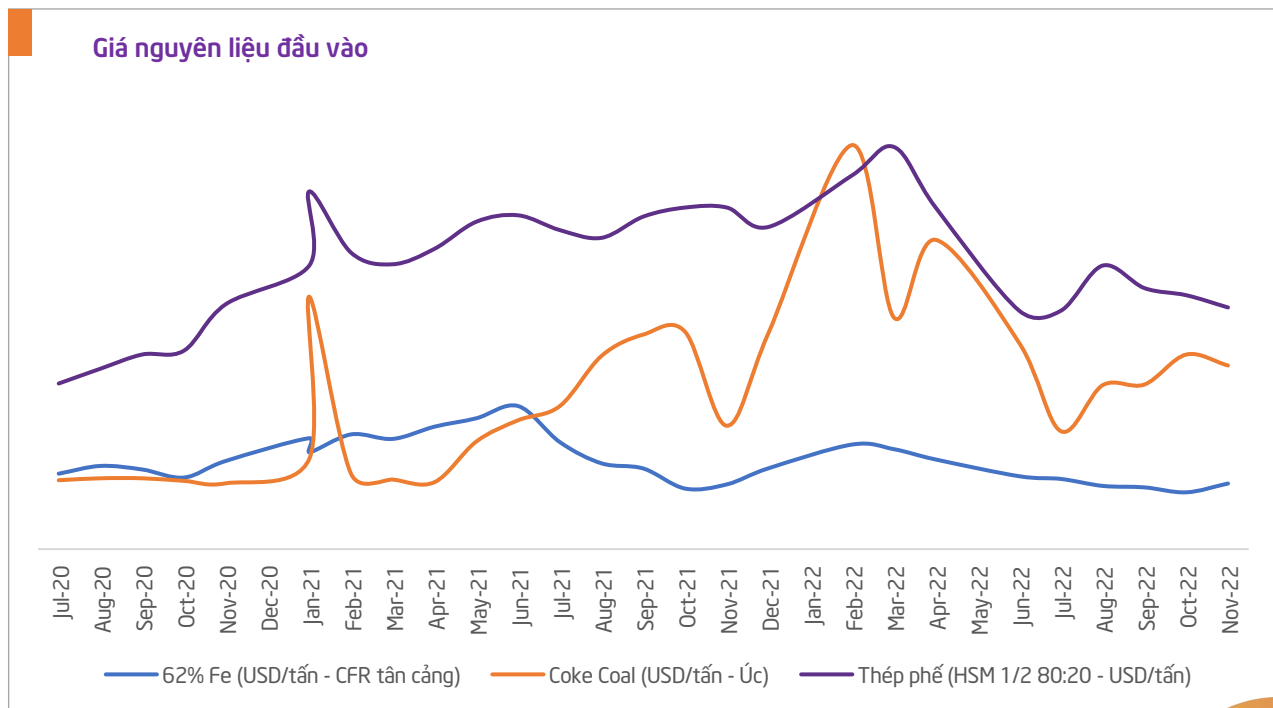
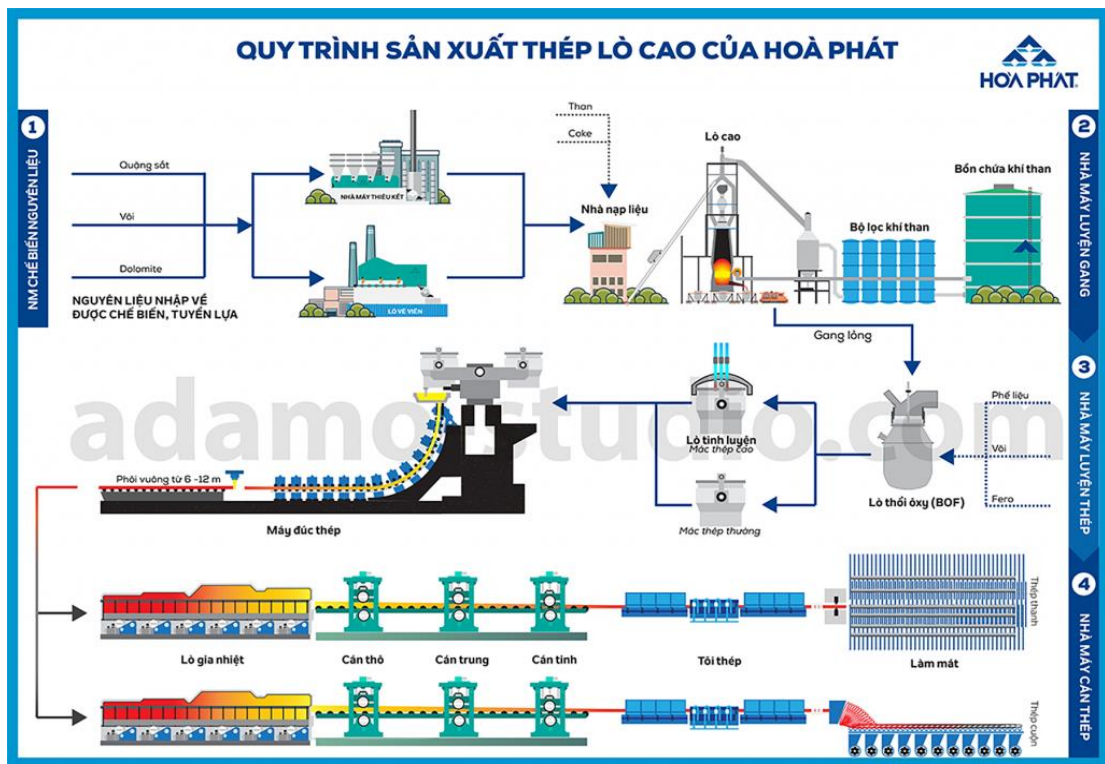
Năm 2022 chứng kiến giá quặng sắt sụt giảm mạnh từ đỉnh tháng 3/2022 với mức giá 153USD/Tấn xuống đáy còn 73 USD/tấn vào T10/2022 và phục hồi lên 107 USD/tấn vào đầu T12.2022. Sự hồi phục giá quặng sắt nhờ vào nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới thực hiện chính sách nới lỏng zero-covid và thực hiện chính sách hỗ trợ thanh khoản và mở rộng tín dụng cho đầu tư phát triển dự án.

Triển vọng năm 2023: Giá quặng sắt sẽ kì vọng khoảng 90 USD/ tấn dựa trên cơ sở các nước lớn không tăng mạnh sản xuất thép như EU, Mỹ và, Trung Quốc đang chuyển dần sang thời kì giảm khí thải và rủi ro liên quan đến suy thoái kinh tế toàn cầu làm giảm nhu cầu (the Australia Department of Australia). Trong khi đó, nguồn cung vẫn dồi dào từ các nhà cung cấp chính như Úc và Brazil.

❖ Giá than cốc:

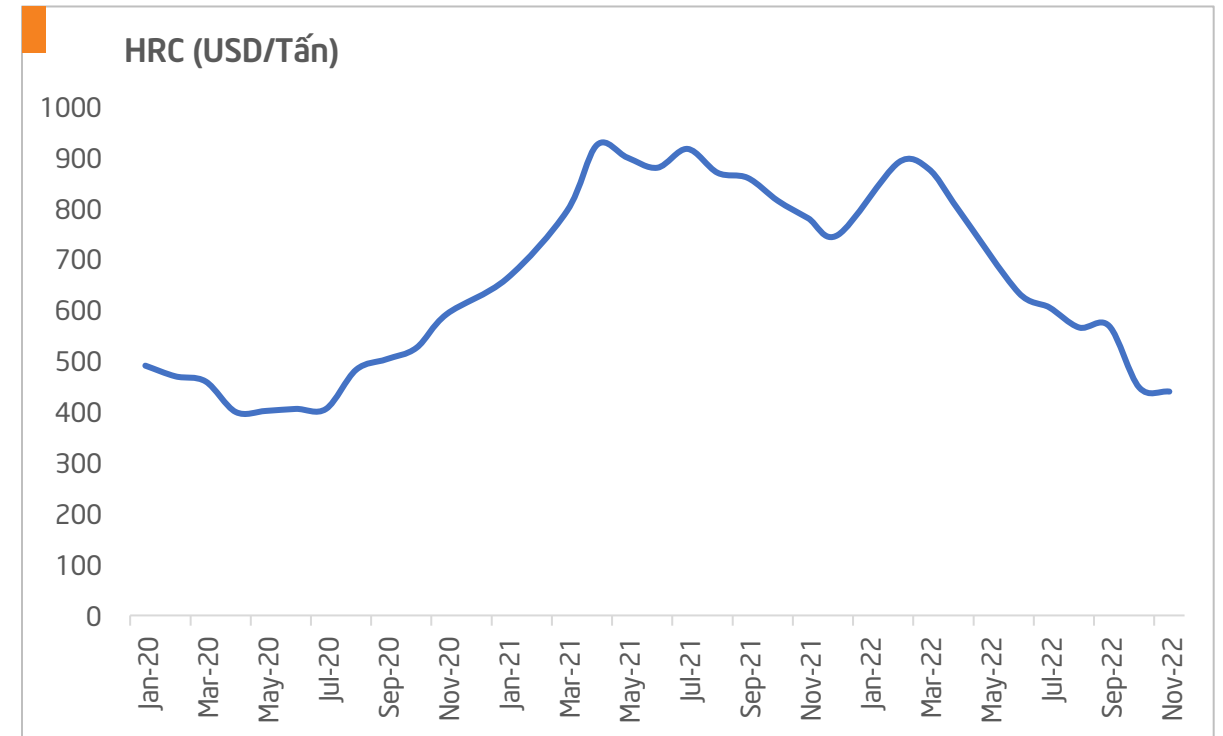
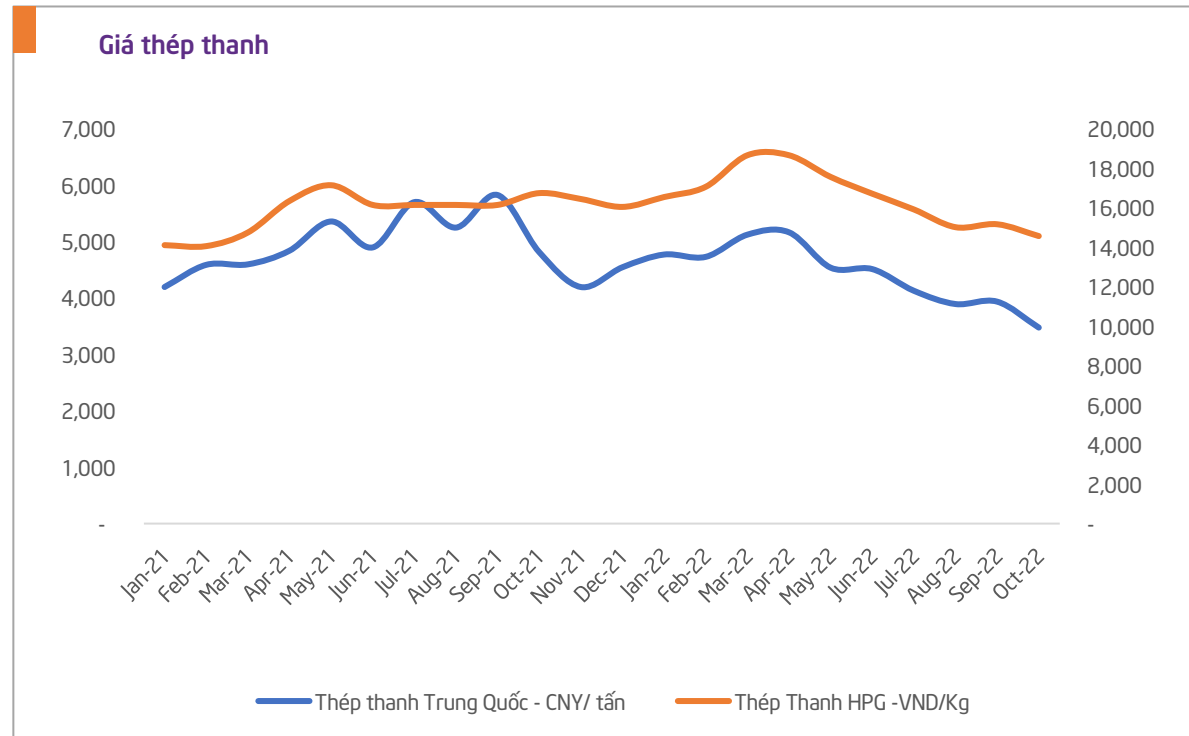
Năm 2022: Giá than cốc duy trì ở mức cao trên 300 USD/tấn trong những tháng đầu năm do tình hình nguồn cung của nhà cung cấp chính (Australia) thắt chặt và nhu cầu than cao bởi khủng hoảng năng lượng. Tuy nhiên, giá than đã giảm dần về cuối năm giao động quanh mức 250-300 USD/tấn khi nguồn cung phần nào khơi thông.

Triển vọng 2023: Dự báo giá than cốc sẽ giảm xuống còn \$200 USD/tấn do nguồn cung kì vọng khơi thông hơn và thị trường năng lượng kì vọng sẽ ổn định hơn cùng kì.



Năm 2022: Giá thép trong nước và giá thép thế giới tăng vọt khi chiến tranh giữa Nga và Ukraina xảy ra trong những tháng đầu năm. Nửa cuối năm điều chỉnh giảm do nhu cầu suy yếu. Cụ thể như: giá thép thanh Trung Quốc giảm từ 667 USD/Tấn vào tháng 01/2022 còn 550 USD/tấn vào tháng 10/2022, giá thép thanh HPG trong nước giảm từ 702 USD/tấn về mức 618 USD/tấn vào tháng 10/2022.

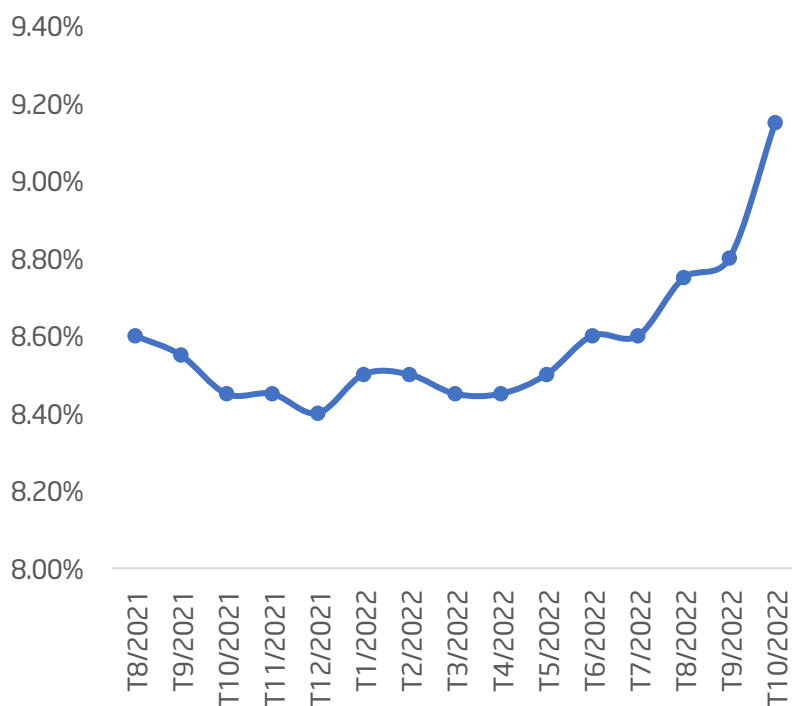
Triển vọng giá thép 2023: Giá thép kì vọng sẽ phục hồi nhẹ khi nhu cầu thế giới có sự cải thiện hơn so với năm trước. Tuy nhiên mức tăng sẽ không mạnh trong năm 2023.



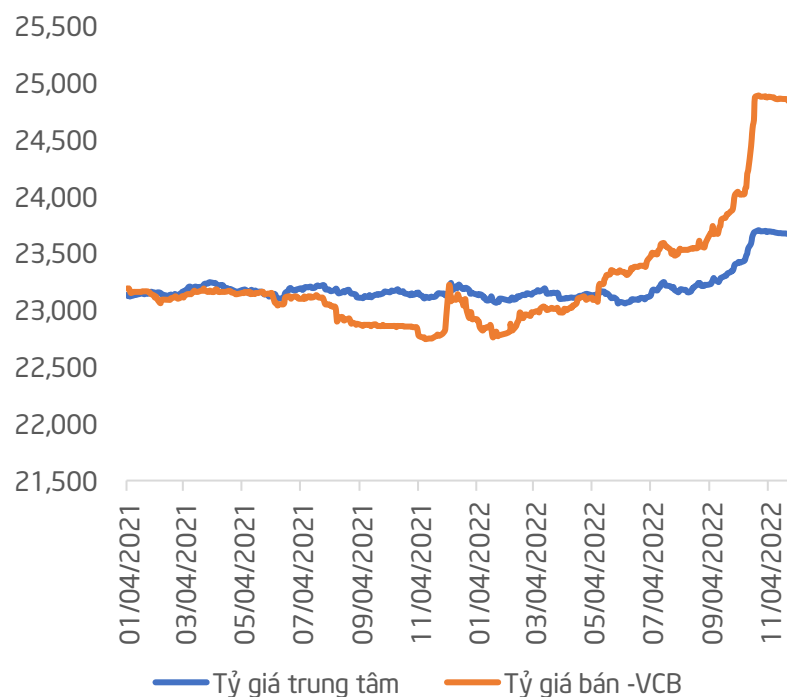
(Nguồn: Bloomberg, Hiệp hội thép Việt Nam, TPS Thu thập)

- ❖ **Năm 2022 lãi suất và tỷ giá tăng ảnh hưởng đến KQKD của các doanh nghiệp thép:** Các doanh nghiệp thép phải nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào, việc tăng tỷ giá mạnh (tính đến ngày 2/11/2022 VND mất 9.1% giá trị so với đầu năm) đã làm cho chi phí đầu vào tăng mạnh. Thêm vào đó, tỷ lệ nợ vay của các doanh nghiệp thép cao với tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu trung bình 1.2x, lãi suất tăng mạnh đã gây ra gánh nặng chi phí cho các doanh nghiệp thép. Và thể hiện rõ nhất trong Q3/2022 hầu hết các doanh nghiệp thép trong ngành có lợi nhuận âm kể cả doanh nghiệp có quy mô lớn và biên lợi nhuận cao như HPG cũng chứng kiến mức lỗ lịch sử.
- ❖ **Triển vọng năm 2023:** Năm 2023, Lãi suất tiếp tục duy trì mức cao và các doanh nghiệp thép tiếp tục chịu áp lực chi phí lãi vay gia tăng trong năm 2023. Tuy nhiên, Áp lực tăng tỷ giá USD/VND dự kiến sẽ giảm dần và kéo theo đó là chi phí tài chính từ biến động tỷ giá sẽ giảm nhờ vào (1) các nước lớn thế giới giảm nhẹ mức độ tăng lãi suất và (2) gia tăng nguồn ngoại tệ từ FDI và xuất- nhập khẩu ròng sẽ tạo sự ổn định trong tỷ giá năm 2023.

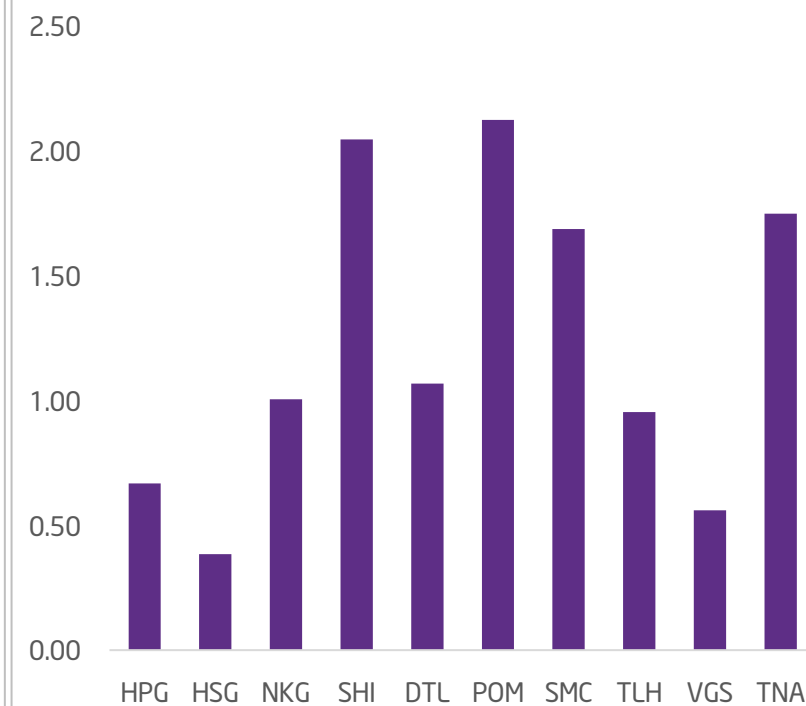
Lãi suất cho vay bình quân



Biến động tỷ giá



Vốn vay ngắn dài hạn/ Vốn chủ sở hữu

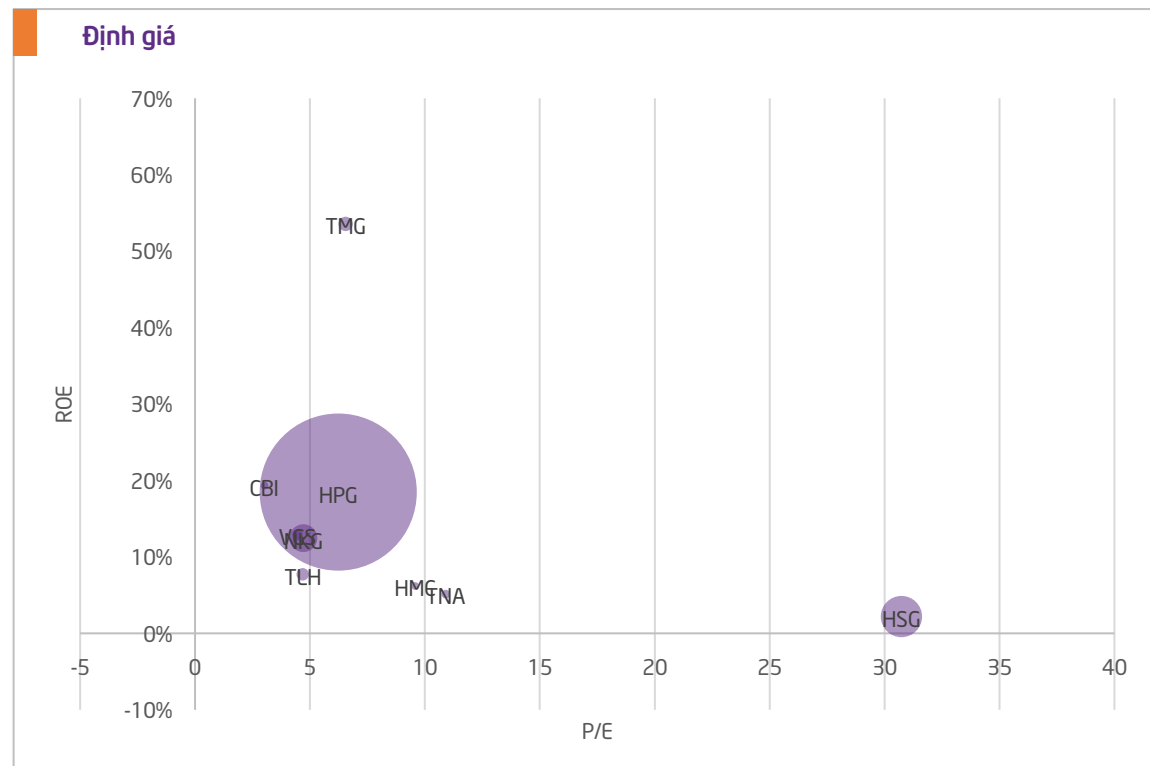
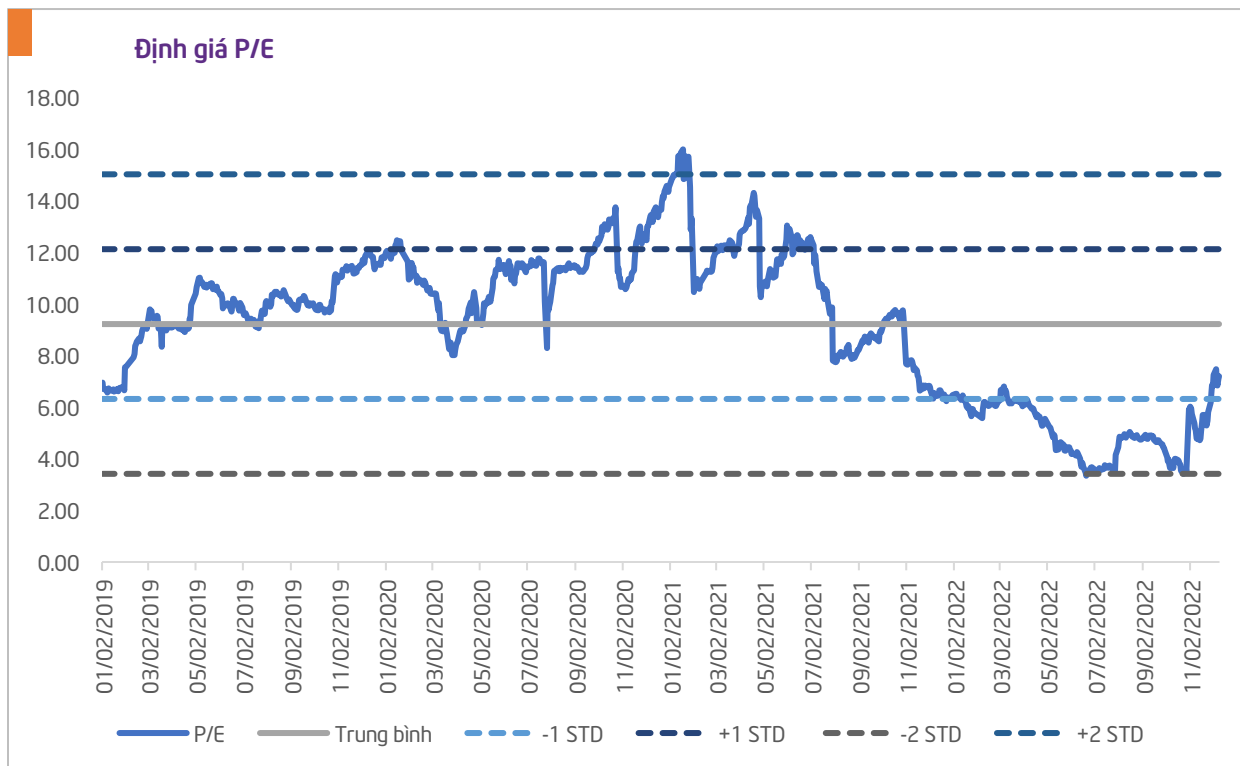


Mức định giá thấp

Nhận định: Ngành thép kì vọng sẽ bớt ảm đạm trong năm 2023 nhưng vẫn chưa phục hồi mạnh mẽ dựa trên cơ sở (1) nhu cầu trong nước dự kiến vẫn còn yếu (2) xuất khẩu phần nào hồi phục nhất là thị trường Trung Quốc khi có chính sách nới lỏng kiểm soát covid (3) giá nguyên vật liệu đầu vào sụt giảm (4) ngành vẫn tiếp tục chịu áp lực khi chi phí lãi vay duy trì ở mức cao. Định giá P/E forward 2023 của ngành 7.7x, thấp hơn mức định giá lịch sử 5 năm là 9.11x và 10 năm là 10.7x.

Rủi ro:

- Rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu mạnh hơn dự kiến.
- Biến động nguyên vật liệu đầu vào
- Thay đổi chính sách của Trung Quốc liên quan đến chiến dịch phòng chống covid, đầu tư cơ sở hạ tầng và diễn biến tình hình bất động sản.... ảnh hưởng đến sản xuất và nhu cầu thép toàn cầu
- Thay đổi chính sách áp thuế chống bán phá giá tại các nước xuất khẩu chính
- Thay đổi chính sách liên quan đến thị trường bất động sản trong nước ảnh hưởng đến nhu cầu xây dựng và thép trong nước.



NGÀNH CÔNG NGHỆ:

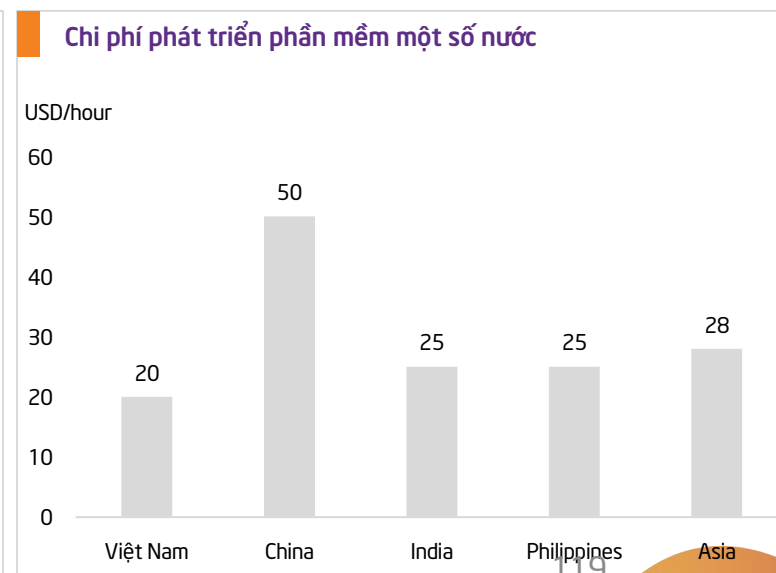
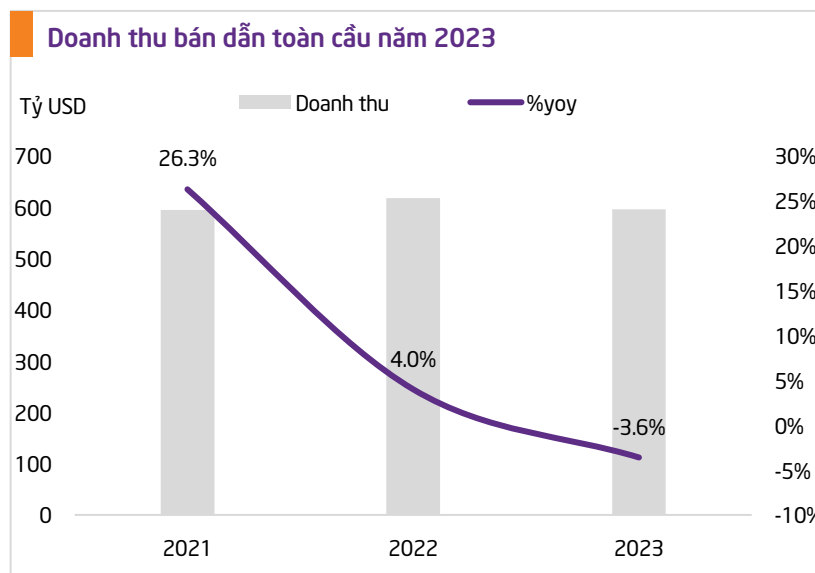
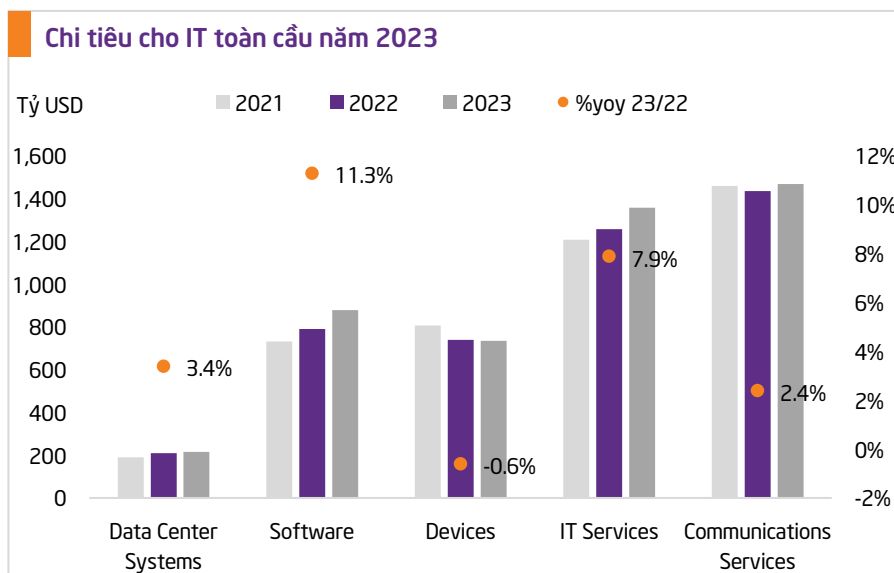
Duy trì tăng trưởng từ chuyển đổi số và số hóa cho Chính phủ và doanh nghiệp



Xuất khẩu phần mềm duy trì tăng trưởng

❖ Doanh thu công nghệ thông tin toàn cầu kỳ vọng vẫn đạt tăng trưởng 5.1% vào năm 2023

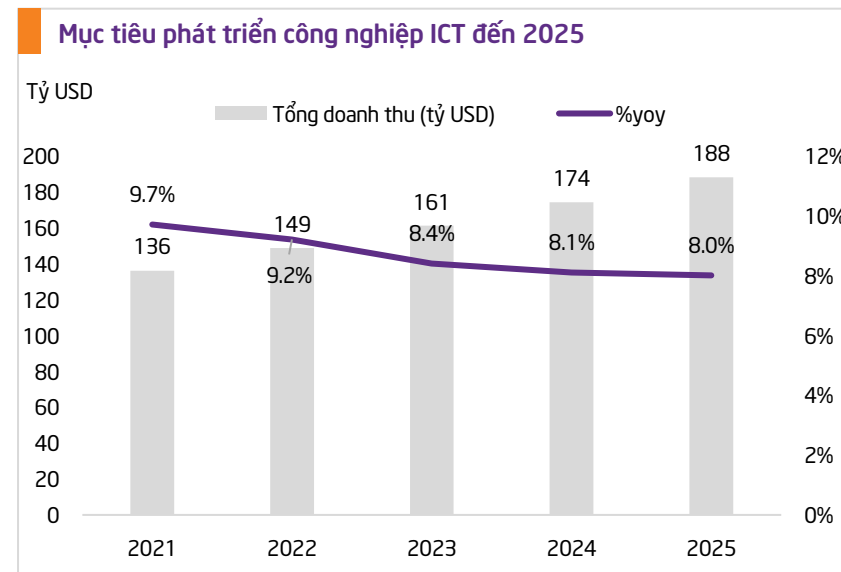
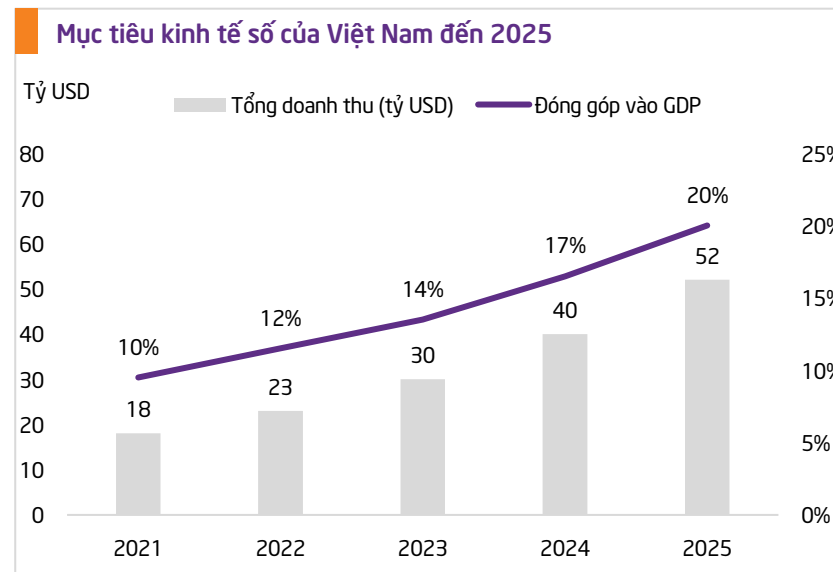
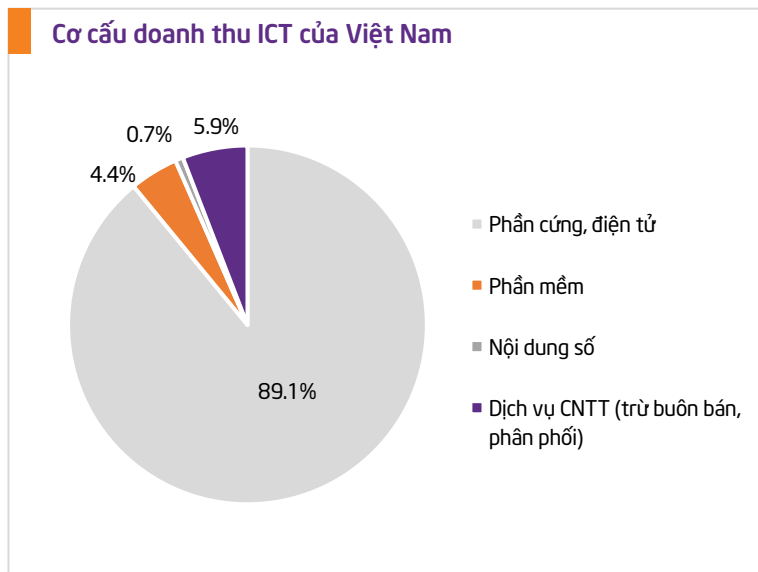
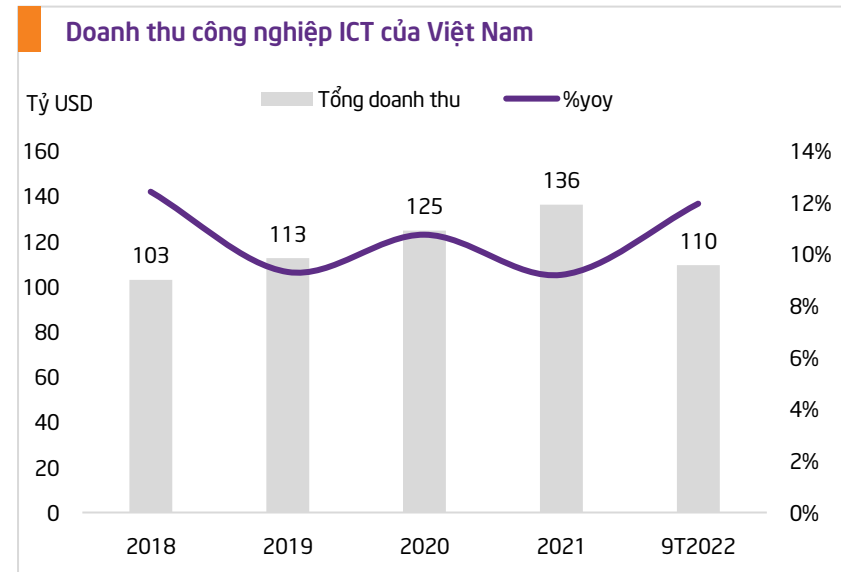
- Gartner (công ty tư vấn và nghiên cứu công nghệ của Mỹ) dự báo chi tiêu cho CNTT toàn cầu năm 2023 là 4,658 tỷ USD, tăng 5.1%yoy. Chi tiêu cho phần mềm CNTT tăng 11.3% và dịch vụ CNTT tăng 7.9% và hệ thống Data center tăng 3.4%yoy, động lực tăng trưởng do các doanh nghiệp đẩy mạnh các sáng kiến kinh doanh kỹ thuật số để đối phó khủng hoảng kinh tế. Tuy nhiên, lạm phát làm giảm sức mua của người tiêu dùng, điều này làm nhiều người tiêu dùng hoãn mua thiết bị từ năm 2022 cho đến năm 2023, khiến chi tiêu cho thiết bị giảm 8.4% vào năm 2022 và 0.6% vào năm 2023.
- Chi tiêu cho Data center để duy trì các Data center tại chỗ (on-premise), nhưng chi tiêu mới tiếp tục chuyển sang các tùy chọn đám mây (cloud) với tăng trưởng dự báo 11.3% cho chi tiêu vào năm 2023. Các công ty sử dụng công nghệ kỹ thuật số để định hình lại dòng doanh thu, thêm các sản phẩm và dịch vụ mới, thay đổi dòng tiền và giá trị của các sản phẩm dịch vụ hiện có. Xu hướng này đã thúc đẩy sự chuyển đổi từ mua công nghệ sang xây dựng, sáng tạo và lắp ráp công nghệ để đáp ứng các động lực kinh doanh cụ thể.
- Doanh thu bán dẫn toàn cầu dự kiến sẽ giảm 3.6% vào năm 2023. Thị trường chất bán dẫn đang phân cực giữa người tiêu dùng định hướng và doanh nghiệp định hướng. Sự suy yếu của thị trường do người tiêu dùng định hướng do giảm thu nhập khả dụng và việc ưu tiên chi tiêu sang các lĩnh vực khác như du lịch, giải trí. Mặt khác, thị trường do doanh nghiệp định hướng như mạng doanh nghiệp, điện toán doanh nghiệp, vận tải công nghiệp, y tế và thương mại tương đối ổn định.
- Nhu cầu CNTT toàn cầu vẫn duy trì tăng trưởng là cơ hội cho các doanh nghiệp của Việt Nam nhờ những lợi thế cạnh tranh: (1) nguồn nhân lực trẻ có khả năng thích nghi nhanh với những công nghệ mới và (2) chi phí phát triển phần mềm của lập trình viên của Việt Nam thấp hơn nhiều so với các quốc gia khác.



Mục tiêu chuyển đổi số thúc đẩy tăng trưởng trong nước

❖ Mục tiêu ngành ICT đạt tăng trưởng 8.4%yoy vào năm 2023

- Ước tính 9 tháng 2022, doanh thu lĩnh vực CNTT, điện tử viễn thông (ICT) đạt khoảng 109.5 tỷ USD, tăng 12%yoy. Trong đó, giá trị xuất khẩu sản phẩm phần cứng - điện tử đạt 90.7 tỷ USD, tăng 13%yoy.
- Mục tiêu ngành ICT đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu gấp 2.0-2.5 lần tốc độ tăng trưởng GDP trong giai đoạn 2021-2025. Bộ TT&TT đặt tầm nhìn và sứ mệnh mới là dịch chuyển từ gia công, lắp ráp sang làm sản phẩm tại Việt Nam, làm chủ công nghệ, sáng tạo công nghệ với tỷ lệ "Make in Viet Nam" đạt trên 45% với các chính sách hỗ trợ và thúc đẩy ngành.
- Mảng đám mây vẫn có triển vọng phát triển trong giai đoạn suy thoái, đặc biệt chuyển đổi số để tăng hiệu quả hoạt động và giảm chi phí. Đồng thời, nhu cầu sử dụng các ứng dụng hội nghị trực tuyến và các công cụ cộng tác dựa trên đám mây để làm việc và học tập.
- Đẩy mạnh hợp tác chuyển đổi số toàn diện với các tỉnh thành, nhằm đổi mới mô hình tăng trưởng, cơ cấu kinh tế gắn với thực hiện các đột phá chiến lược của tỉnh và góp phần đưa các tỉnh trở thành một trong những địa phương đi đầu về chuyển đổi số ở cả 3 lĩnh vực chính quyền số, kinh tế số và xã hội số.



Phát triển 4G/5G và đầu tư công là động lực cho nhóm viễn thông

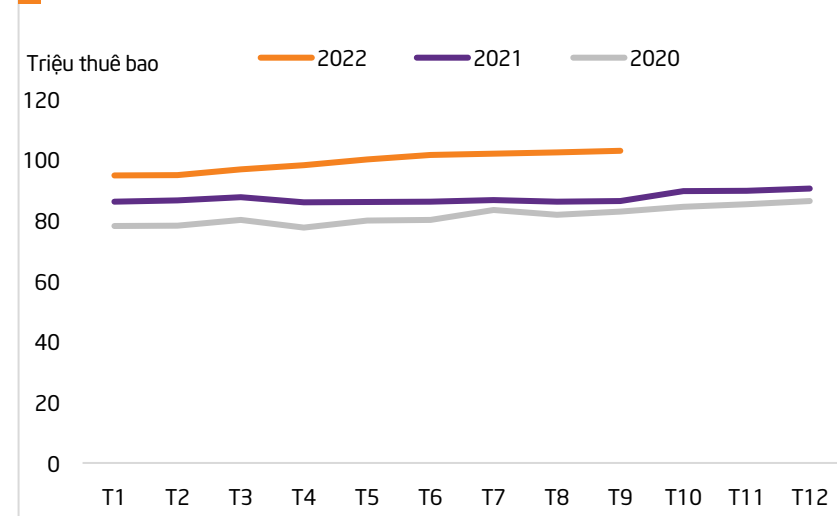
❖ Hoạt động viễn thông tăng trưởng 7.1%yoy trong 9 tháng năm 2022

- Ước tính 9 tháng năm 2022, doanh thu hoạt động viễn thông đạt 248.5 nghìn tỷ đồng, tăng 7.1%yoy, số lượng thuê bao băng thông rộng tăng 14.9%yoy.
- Luật sửa đổi Luật tần số vô tuyến điện đã được thông qua, là cơ sở khởi động đấu giá băng tần 4G và 5G. Đồng thời, Việt Nam sẽ triển khai mạng 5G trong giai đoạn 2023-2024, trong đó 55 tỉnh thành phố đã triển khai thí điểm giai đoạn đầu tại các khu công nghiệp, trường học, cơ quan nhà nước, đặt mục tiêu 100% dân số có kết nối 5G đến năm 2030. Trong thời gian tới, sẽ đấu giá tần số, khuyến khích các bên tham gia vào thúc đẩy 5G, việc triển khai dịch vụ 5G có thể giúp các nhà mạng di động tăng doanh thu thêm 300 triệu USD mỗi năm.
- Mảng Giao thông thông minh (ITS) tiềm năng từ đầu tư công cho hạ tầng giao thông, xu hướng chuyển đổi số để giám sát, điều hành giao thông trong đô thị và các tuyến đường cao tốc gồm lắp đặt các camera giám sát và thu phí tự động không dừng. Trong trung dài hạn, cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2021-2025 với tổng vốn đầu tư 149,660 tỷ đồng được triển khai, các tuyến đường sẽ được đầu tư hệ thống Giao thông thông minh, thu phí tự động không dừng (ETC).

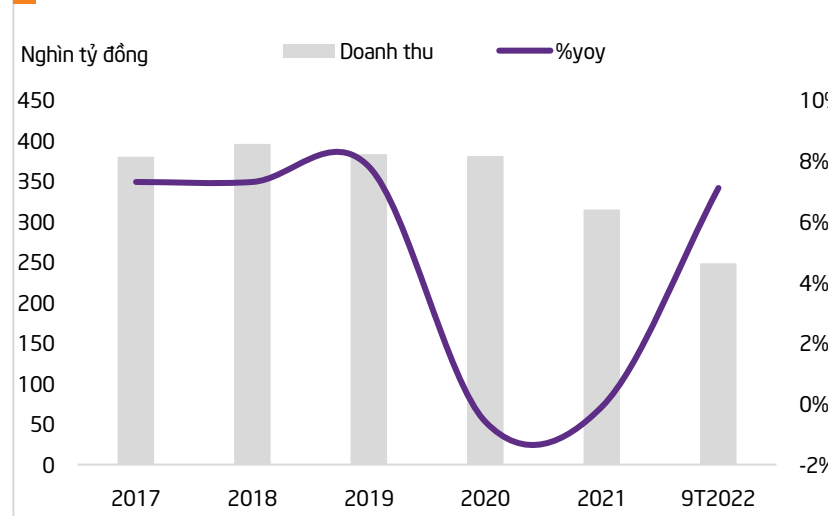
Dự án Tuyến đường cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2021-2025

Kết nối tỉnh	Chiều dài (Km)	Số làn xe	Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)
Địa phận tỉnh Hà Tĩnh	36	4	7,403
Địa phận tỉnh Hà Tĩnh	54	4	10,185
Hà Tĩnh - Quảng Bình	58	4	11,785
Địa phận tỉnh Quảng Bình	51	4	10,526
Quảng Bình - Quảng Trị	68	4	10,591
Quảng Ngãi - Bình Định	88	4	20,898
Địa phận tỉnh Bình Định	69	4	12,544
Bình Định - Phú Yên	62	4	12,298
Phú Yên - Khánh Hòa	51	4	10,601
Địa phận tỉnh Khánh Hòa	83	4	12,906
Cần Thơ - Hậu Giang	37	4	9,768
Hậu Giang - Cà Mau	72	4	17,485
Tổng	729	48	146,990

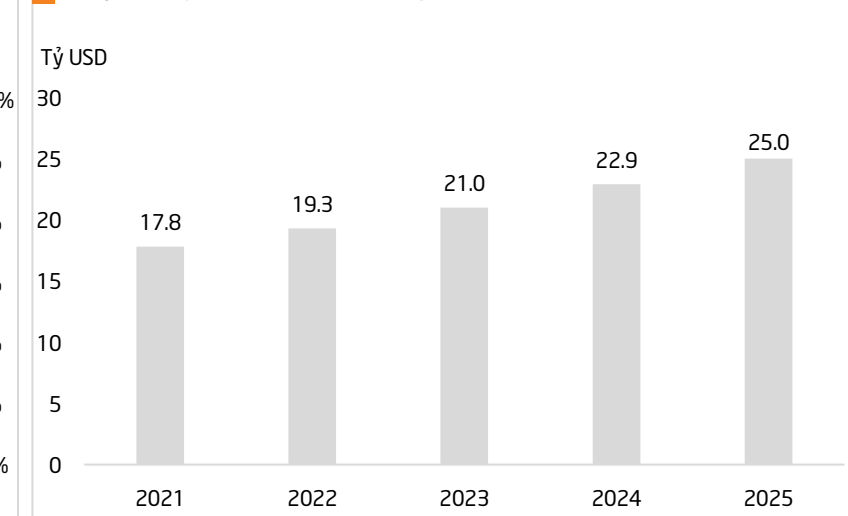
Số thuê bao Internet băng rộng



Doanh thu hoạt động viễn thông



Mục tiêu phát triển viễn thông đến 2025



Nhóm CNTT duy trì tăng trưởng nhờ chuyển đổi số

Nội dung	Công nghệ thông tin	Viễn thông
Công ty tiêu biểu	FPT, CMG, HIG, VEC	FOX, VGI, CTR, ELC, ITD, SGT, SAM, ICT, VTE, TTN

Triển vọng

- Phần mềm:** các doanh nghiệp phần mềm và giải pháp chuyển đổi số tiếp tục duy trì tăng trưởng khi nhu cầu CNTT và phần mềm gia tăng, Chính phủ và doanh nghiệp tiếp tục tăng đầu tư chuyển đổi số để thích ứng với nhu cầu và thói quen của người tiêu dùng trong giai đoạn hậu Covid-19.
- Phần cứng:** rủi ro suy thoái kinh tế và áp lực lạm phát làm giảm thu nhập khả dụng của người tiêu dùng và người tiêu dùng ưu tiên chi tiêu sang các lĩnh vực khác như du lịch, giải trí, do đó nhu cầu chi tiêu mua các thiết bị đang bị hoãn lại.
- Mạng dịch vụ đám mây tiếp tục triển vọng từ xu hướng chuyển đổi số, thị trường public cloud (IaaS, PaaS, SaaS) tiếp tục là động cơ tăng trưởng lớn nhất, nhu cầu hạ tầng CNTT vật lý tại chỗ (on-premise) sụt giảm.
- Luật sửa đổi Luật tần số vô tuyến điện đã được thông qua, đây là cơ sở để khởi động đợt đấu giá băng tần 4G và 5G. Cục Tần số vô tuyến điện đang tích cực chuẩn bị các thủ tục, quy trình đấu giá băng tần 2,3 GHz cho 4G dự kiến hoàn thành vào Q2/2023, mục tiêu của Bộ TT&TT đấu giá băng tần 2.6-3.5 GHz cho 5G trong nửa cuối 2023 và đóng cửa dần mạng 2G cho đến hết tháng 09/2024.
- Mạng Giao thông thông minh có triển vọng từ xu hướng chuyển đổi số để giám sát, điều hành giao thông trong đô thị và các tuyến đường cao tốc gồm lắp đặt các camera giám sát và thu phí tự động không dừng.

Mã CK	Tên	Sàn	Tăng trưởng doanh thu thuần (YoY)						Tăng trưởng lợi nhuận cổ đông CT mẹ (YoY)							
			Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022
FPT	FPT Corp	HOSE	14%	24%	16%	20%	28%	17%	28%	21%	14%	21%	23%	37%	25%	29%
CMG	Tập đoàn Công nghệ CMC	HOSE	24%	23%	10%	19%	33%	31%	32%	20%	55%	60%	44%	18%	81%	16%
HIG	Tập Đoàn HIPT	UPCOM	114%	-18%	-40%	1%	-65%	34%	38%	-1117%	-60%	-101%	-182%	88%	-82%	5863%
VEC	Điện tử và Tin học VN	UPCOM	4%	50%	-41%	-6%	-40%	1%	22%	300%	-197%	-102%	26%	-129%	-40%	1158%
FOX	FPT Telecom	UPCOM	10%	16%	8%	11%	19%	13%	20%	30%	26%	12%	16%	21%	21%	22%
VGI	Đầu tư Quốc tế Viettel	UPCOM	8%	20%	-4%	1%	17%	14%	15%	-169%	432%	-101%	-166%	280%	81%	21801%
CTR	Công trình Viettel	HOSE	27%	37%	24%	17%	14%	24%	36%	41%	72%	31%	37%	25%	25%	40%
ELC	ELCOM	HOSE	-34%	-30%	127%	-18%	12%	51%	19%	54%	-17%	132%	51%	6585%	-59%	2%
ITD	Công nghệ Tiên Phong	HOSE	54%	8%	-69%	-20%	-33%	169%	656%	73%	15%	-730%	-48%	75%	-381%	164%
SGT	Sài Gòn Telecom	HOSE	-8%	-23%	-40%	47%	407%	111%	75%	293%	3%	269%	446%	1633%	-772%	10%
SAM	SAM Holdings	HOSE	-10%	45%	-27%	-2%	8%	20%	43%	5313%	-56%	19%	67%	-50%	1120%	-88%
ICT	Viễn thông - Tin học Bưu điện	HOSE	175%	-12%	48%	32%	-44%	12%	-33%	103%	-56%	-52%	-14%	-84%	-90%	-65%
VTE	VINACAP Kim Long	UPCOM	67%	-7%	-38%	-16%	-51%	-9%	30%	56%	48%	-136%	-61%	-89%	-55%	135%
TTN	Công nghệ và Truyền thông VN	UPCOM	21%	-3%	-7%	-5%	19%	36%	40%	193%	-38%	-60%	-47%	-46%	56%	83%

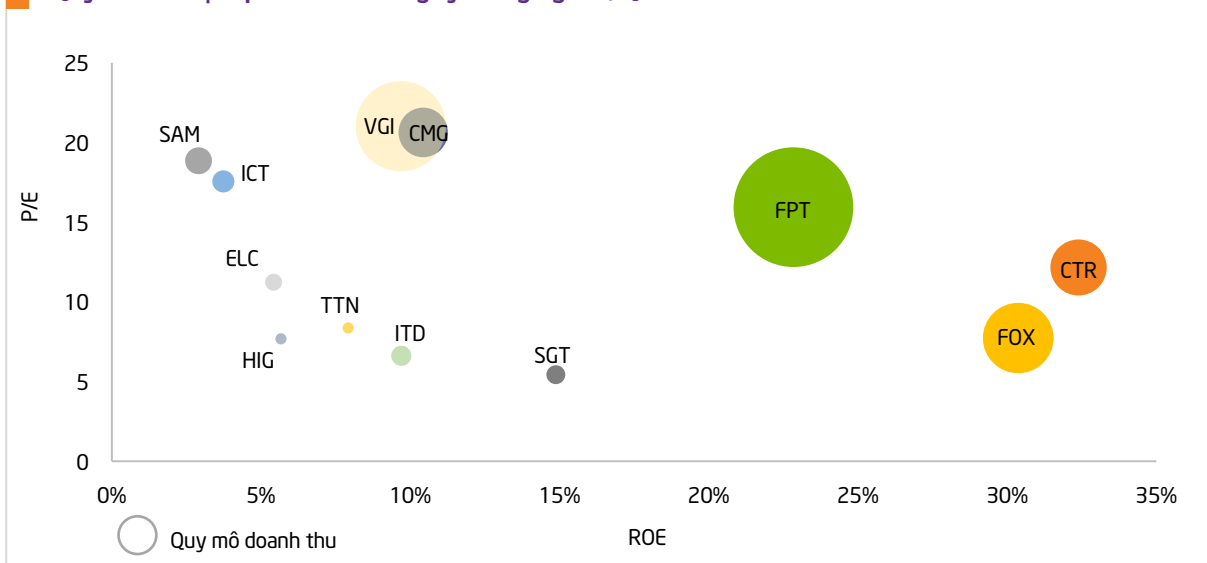
Giá cổ phiếu ở vùng hấp dẫn

- ❖ **Cập nhật định giá các doanh nghiệp trong ngành:** do sự lao dốc của thị trường chứng khoán nên giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành đã giảm mạnh về vùng hấp dẫn. Mặc dù kinh tế vĩ mô không tích cực nhưng ngành công nghệ vẫn có động lực tăng trưởng, đặc biệt nhóm phần mềm trong giai đoạn các quốc gia đẩy mạnh chuyển đổi số cả khu vực Chính phủ và tư nhân từ sau Covid-19, do đó ngành công nghệ vẫn duy trì triển vọng tốt trong năm 2023. Bên cạnh đó, chính sách đầu tư công phát triển hạ tầng viễn thông như mạng viễn thông và giao thông thông minh vẫn có cơ hội để tăng trưởng trong thời gian tới.
- ❖ **Nhìn chung các doanh nghiệp công nghệ có tỷ lệ nợ thấp đa số D/E ~30%,** trừ các tập đoàn đa ngành như FPT, FOX, SGT nhưng chủ yếu là nợ vay ngắn hạn.
- ❖ **Rủi ro ngành:** các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU và Nhật Bản đối mặt với rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến xuất khẩu sản phẩm ICT, rủi ro cạnh tranh từ các công ty phần mềm Ấn Độ và Trung Quốc, nguy cơ thiếu hụt nguồn nhân lực chất lượng cao.

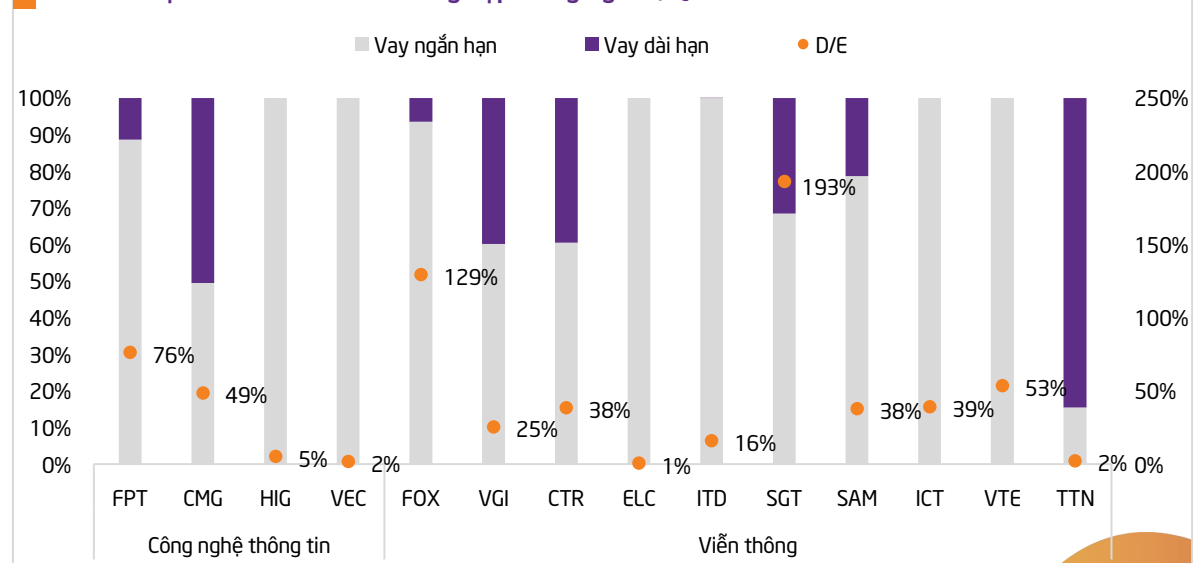
Biến động giá cổ phiếu 07/12/2022 so với các kỳ trước

Mã CK	Tên	Sàn	1 tuần	1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng	Đầu năm
FPT	FPT Corp	HOSE	3%	5%	-9%	-20%	-1%	0%
CMG	Tập đoàn Công nghệ CMC	HOSE	-4%	24%	-37%	-34%	-29%	-28%
HIG	Tập Đoàn HIPT	UPCOM	-1%	10%	-19%	-27%	-37%	-39%
VEC	Điện tử và Tin học VN	UPCOM	18%	20%	-4%	-29%	-38%	-29%
FOX	FPT Telecom	UPCOM	-2%	-8%	-30%	-31%	-32%	-33%
VGI	Đầu tư Quốc tế Viettel	UPCOM	-6%	-11%	-32%	-32%	-38%	-38%
CTR	Công trình Viettel	HOSE	-9%	4%	-33%	-34%	-31%	-32%
ELC	ELCOM	HOSE	-3%	16%	-44%	-52%	-62%	-64%
ITD	Công nghệ Tiên Phong	HOSE	-11%	-1%	2%	-19%	-31%	-25%
SGT	Sài Gòn Telecom	HOSE	2%	5%	-60%	-62%	-65%	-70%
SAM	SAM Holdings	HOSE	-8%	-11%	-45%	-40%	-67%	-73%
ICT	Viễn thông - Tin học Bưu điện	HOSE	-2%	-7%	-19%	-17%	-26%	-26%
VTE	VINACAP Kim Long	UPCOM	-6%	-17%	-26%	-25%	-29%	-27%
TTN	Công nghệ và Truyền thông VN	UPCOM	-8%	8%	-36%	-41%	-67%	-67%

Quy mô và hiệu quả của các công ty trong ngành, Q3/2022

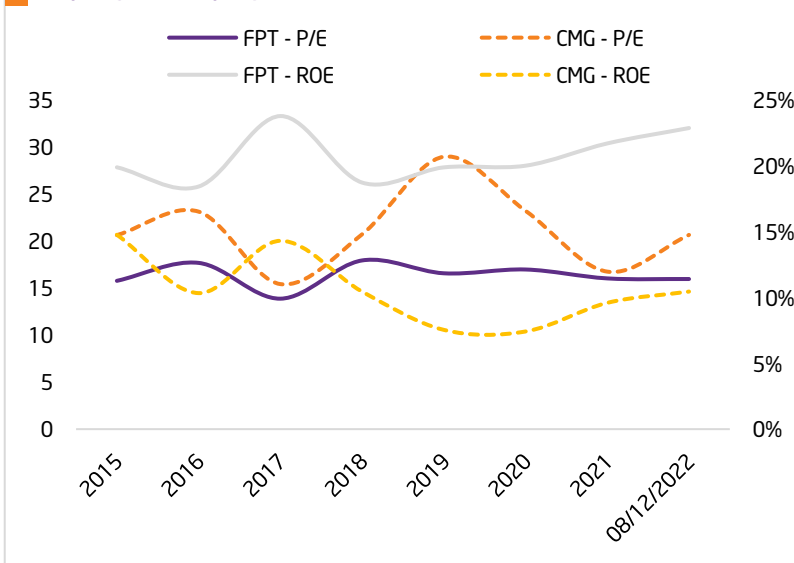


Cơ cấu nợ và D/E của các doanh nghiệp trong ngành, Q3/2022

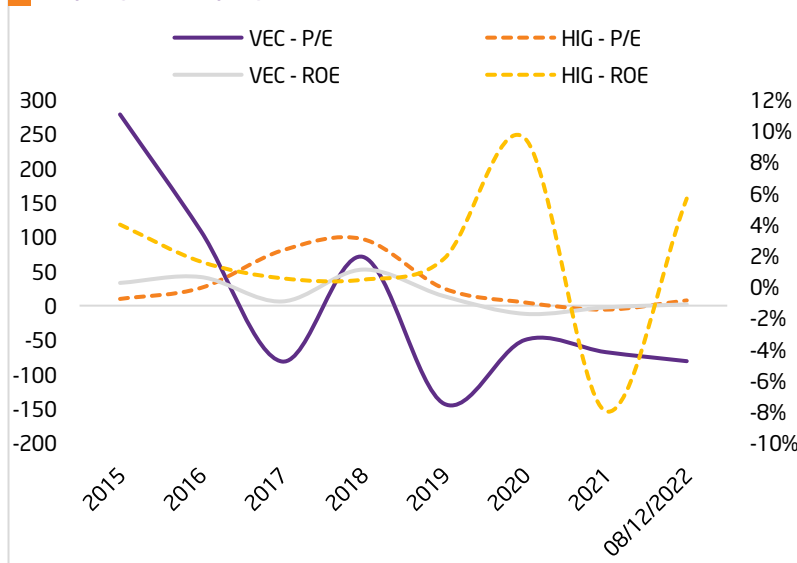


Biến động P/E và ROE

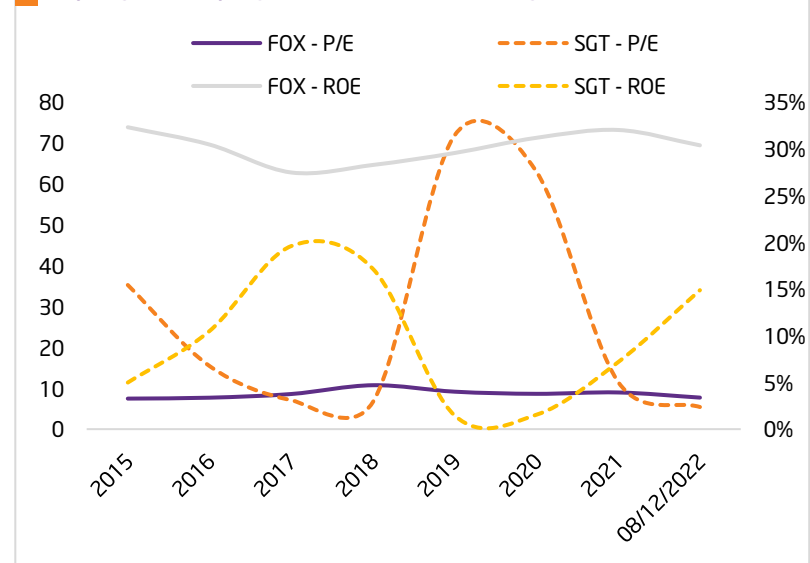
Định giá và hiệu quả của nhóm CNTT



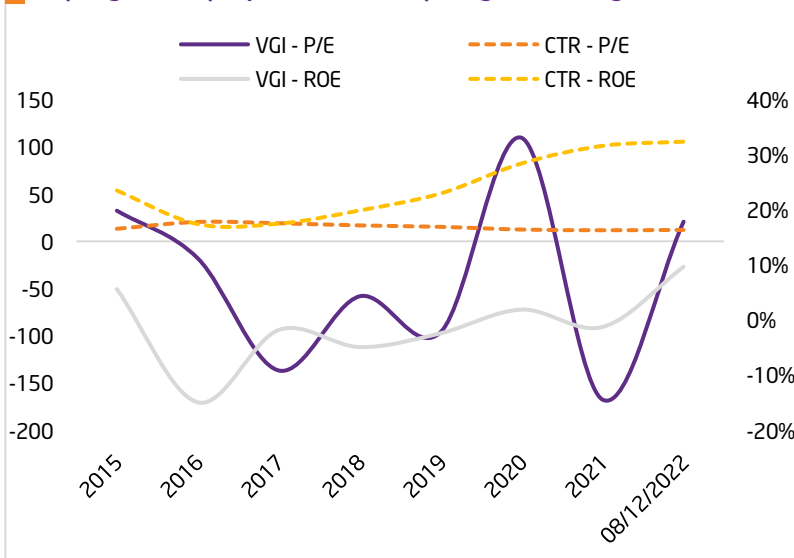
Định giá và hiệu quả của nhóm CNTT



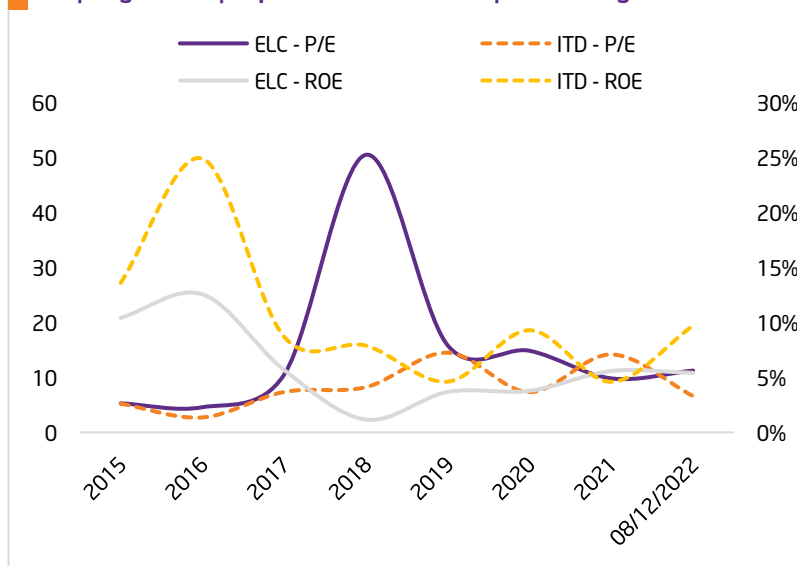
Định giá và hiệu quả của nhóm viễn thông



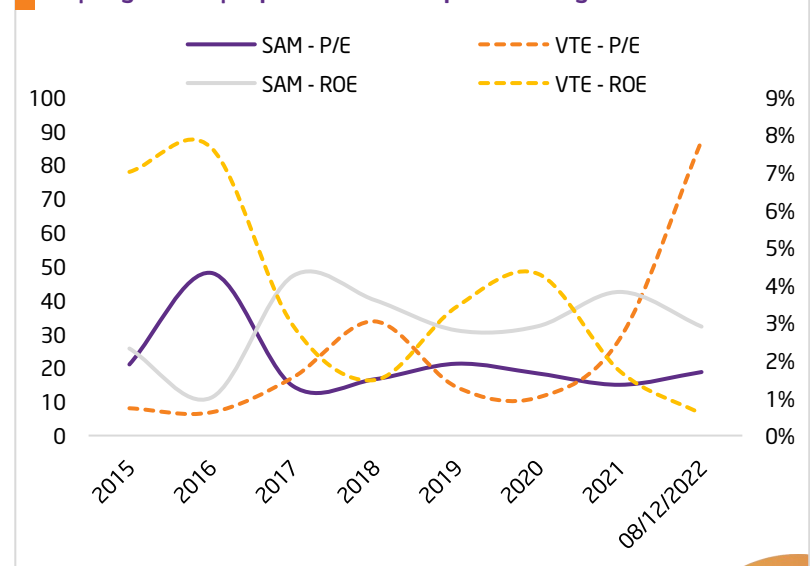
Định giá và hiệu quả của nhóm hạ tầng viễn thông



Định giá và hiệu quả của nhóm thiết bị viễn thông



Định giá và hiệu quả của nhóm cáp viễn thông

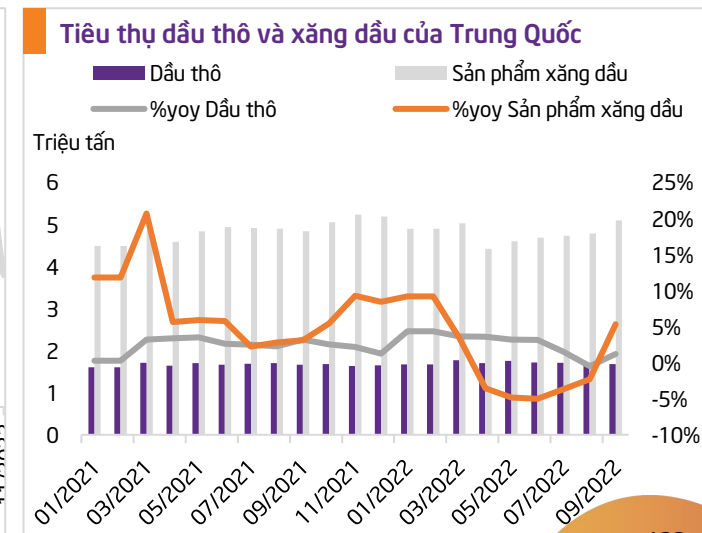
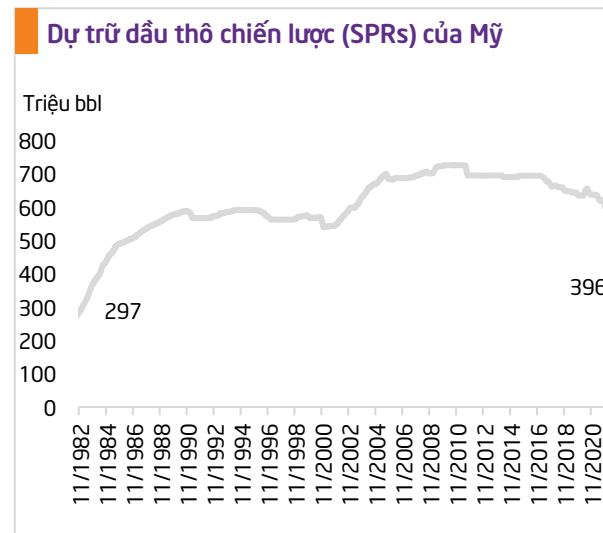
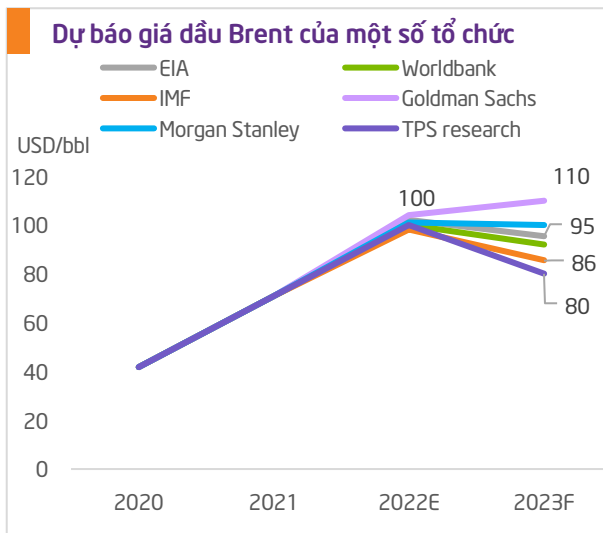
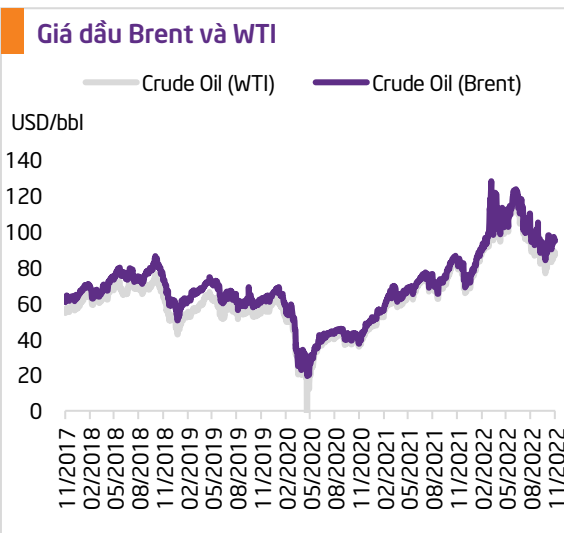
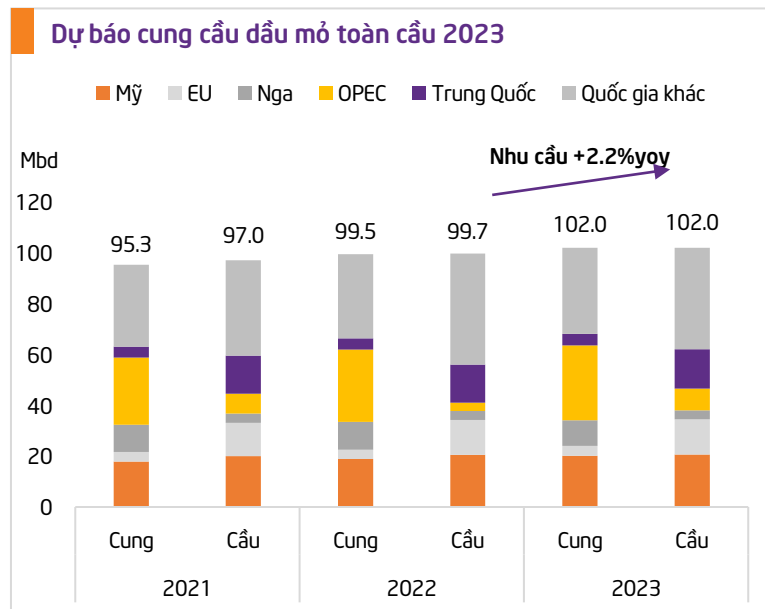


NGÀNH DẦU KHÍ: Triển vọng từ thượng nguồn và trung nguồn



Nhu cầu dầu mỏ cải thiện kì vọng từ sự phục hồi của Trung Quốc

- ❖ **Giá dầu Brent trung bình 10 tháng 2022 khoảng 100.7 USD/thùng tăng 43.0%yoy**, giá dầu trung bình tháng 11/2022 khoảng 91.0 USD/thùng tăng 13.2%yoy, nhưng giảm 2.7%mom.
- ❖ **Rủi ro sụt giảm giá dầu:** nhu cầu thấp ngắn hạn, nhất là khu vực Đại Tây Dương, do mùa bão tri NMLD sẽ đạt đỉnh vào tháng 10-11/2022 và nguồn cung dầu thô duy trì từ Mỹ với nguồn cung dự trữ dầu (SPRs) xuống mức thấp nhất 30 năm qua. Bên cạnh đó, áp lực nhu tiêu thụ khi các hạn chế liên quan đến COVID-19 tại một thành phố lớn của Trung Quốc. Lo ngại ngày càng tăng về suy thoái kinh tế toàn cầu và nhu cầu năng lượng khi các NHTW trên thế giới liên tục tăng lãi suất trong nỗ lực kiềm chế lạm phát. Đồng USD tăng cao gây thêm áp lực giảm giá đối với các mặt hàng được định giá bằng USD. Bên cạnh đó, nhóm các nền kinh tế G7, Úc và EU đã nhất trí áp giá trần 60 USD/thùng với dầu thô vận chuyển bằng đường biển của Nga có hiệu lực từ 05/12/2022.
- ❖ **Yếu tố hỗ trợ giá dầu:** sự mất cân bằng cung cầu do căng thẳng leo thang giữa Nga-Ukraine. Bên cạnh đó, kỳ vọng chuyển đổi từ khí sang dầu vào mùa đông sắp tới trong bối cảnh giá khí đốt tăng cao, đặc biệt ở châu Âu, trong khi các nước thành viên EU dự kiến sẽ cấm nhập khẩu dầu thô từ Nga bằng đường biển vào cuối năm 2022. Bên cạnh đó, OPEC+ kế hoạch cắt giảm sản lượng 2 mbd từ tháng 11/2022. Kỳ vọng của OPEC nhu cầu vẫn tiếp tục cải thiện vào năm 2023. Trong đó, OECD được dự báo sẽ tăng 0.4 mbd với nhu cầu dầu của Mỹ trên mức năm 2019. Ở các nước ngoài OECD, nhu cầu dầu được dự báo sẽ tăng 2.0 mbd, với mức tăng trưởng lớn nhất là Trung Quốc và Ấn Độ.



Triển vọng từ các dự án thượng nguồn

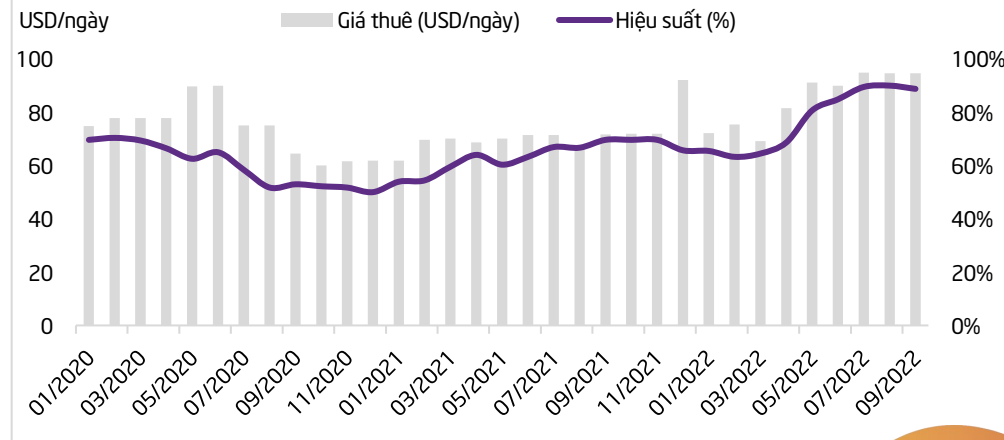
- Dự án Lô B:** nhà máy nhiệt điện khí Ô Môn III đã được phê duyệt đầu tư vào tháng 8/2022 tạo tiền đề cho chuỗi dự án Lô B-Ô Môn sớm có quyết định đầu tư cuối cùng (FID). Dự án có tổng vốn đầu tư là 10 tỷ USD, trong đó giá trị backlog mảng EPC là 4.6 tỷ USD. Đường ống ngoài khơi và trên bờ tương ứng dài 292 km và 102 km. Hạ nguồn có 4 nhà máy điện khí bao gồm Ô Môn 1 (660 MW), Ô Môn 2,3,4 (3x1,050 MW). Dự án Lô B có trữ lượng 107 tỷ m³ với sản lượng bằng 50% tổng sản lượng khai thác hiện tại, kỳ vọng gia tăng nguồn cung trong dài hạn.
- Phát triển nguồn cung khí LNG:** dự án LNG đầu tiên tại Việt Nam là hệ thống LNG Thị Vải giai đoạn 1 của PV GAS đã hoàn thành, dự kiến bắt đầu nhập khẩu LNG từ nửa đầu 2023 để (1) bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn (2) là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến từ 2024-2025. Bên cạnh đó, theo quy hoạch ngành công nghiệp khí đến năm 2035, nhu cầu tiêu thụ khí ở Việt Nam sẽ đạt 23-31 tỷ m³, trong đó nguồn cung khí thiên nhiên khoảng 17-21 tỷ m³, phần còn lại sẽ được đáp ứng bằng LNG nhập khẩu. Chính phủ đặt mục tiêu nâng tỷ trọng nguồn điện khí để đạt mục tiêu giảm khí thải. Trong dự thảo quy hoạch điện 8, công suất điện khí sẽ được nâng lên gần 55 GW trong năm 2035, trong đó điện khí từ LNG là 40 GW, tăng rất mạnh so với tổng công suất điện khí ở mức hiện tại là 9 GW vào cuối năm 2021.
- Giá thuê và hiệu suất của các giàn khoan tự nâng Jackups ở Đông Nam Á gia tăng,** tạo yếu tố thuận lợi cho nhóm doanh nghiệp khoan và dịch vụ thượng nguồn.

Lộ trình triển khai dự án Lô B - Ô Môn

Chỉ tiêu	Thượng nguồn Phát triển mở	Trung nguồn Đường ống	Hạ nguồn Các dự án điện
Thời gian	2022-2024	2022-2025	2023-2026
Vốn đầu tư	6.6 tỷ USD	2.7 tỷ USD	> 3 tỷ USD
Hoạt động	Khoan và Thi công EPC	Thi công EPC và Bọc ống	Khai thác và Phát triển mở rộng mở
Doanh nghiệp hưởng lợi	GD khoan: PVD, PVC EPC: PVS, PVX	EPC: PVS, PVX Bọc ống: PVB	Phân phối khí: GAS Dịch vụ thượng nguồn: PVS, PVD

Dự án	Trữ lượng (Tỷ m ³)	Sản lượng (Tỷ m ³ /năm)	Chủ sở hữu mỏ/ Chủ đầu tư	Vốn đầu tư (Tỷ USD)	Thời gian triển khai	Tiến độ
Lô B-Ô Môn	107	5.06	PVN (42.4%), MOECO (25.6%), PVEP (23.5%), PTTEP (8.5%)	10.0	2022-2026	Chờ FID (kỳ vọng đầu 2023)
Cá Voi Xanh	150	9-10	ExxonMobil và PVN		2023-2025	Pre-FEED, kỳ vọng đạt tiến độ FID vào cuối 2023 đầu 2024
LNG Sơn Mỹ		Công suất kho cảng 3.6 triệu tấn/năm	Liên doanh PVGas và Tập đoàn AES	1.31	2022-2025	Thỏa thuận liên doanh thành lập Cty TNHH Kho cảng LNG Sơn Mỹ

Giá thuê giàn Jackups 361-400 IC khu vực Đông Nam Á

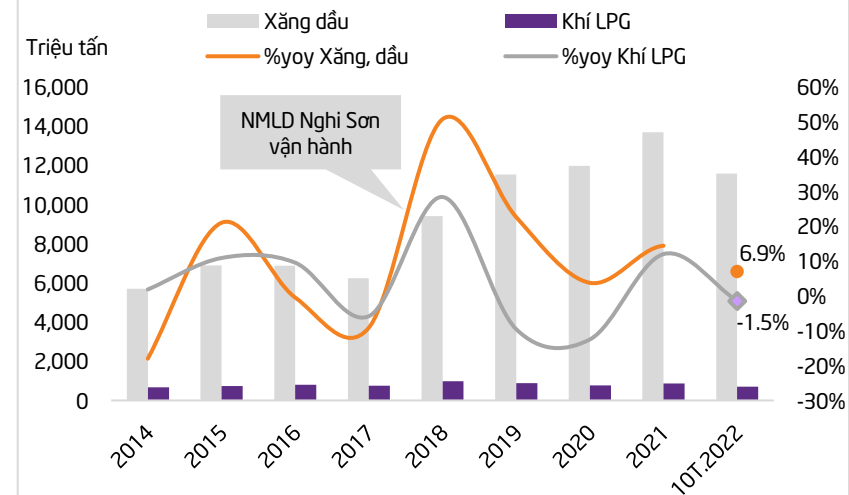


Nguồn: PVN, PVGas, Công ty Điều hành Đường ống Tây Nam (SWPOC)¹27

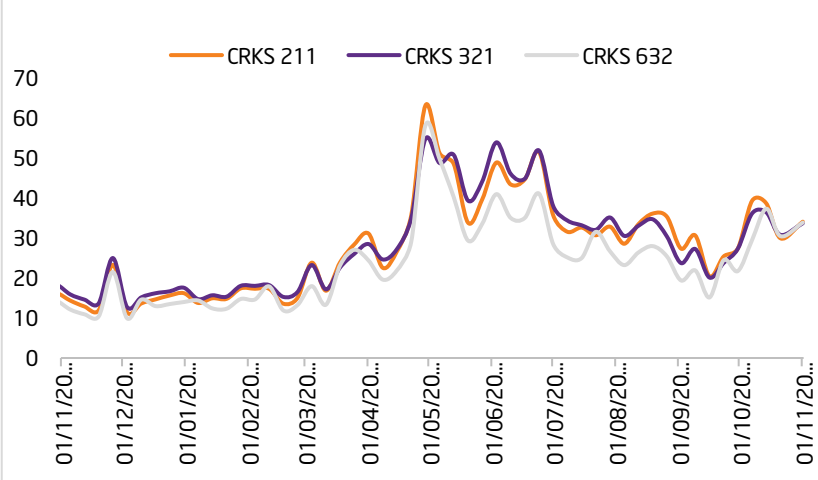
Sản xuất xăng dầu trong nước gia tăng

- ❖ **Gia tăng sản lượng từ 2 NMLD Nghi Sơn và Dung Quất.** Với sự bất ổn từ nguồn xăng dầu từ nhập khẩu, PVN gia tăng sản xuất của 2 NMLD Nghi Sơn và Bình Sơn trong Q4/2022 lên 80% tổng nhu cầu (hiện 2 nhà máy đều đang vận hành ở công suất tối đa). NMLD Bình Sơn hưởng lợi từ gia tăng công suất bù thiếu hụt xăng dầu trong nước. Tuy nhiên, việc hưởng lợi từ giá crack spread(*) ở mức cao giảm so với đầu năm, do crack spread đã giảm 29.5% so với đỉnh tháng 4-5/2022, nhưng đã có dấu hiệu phục hồi.
- ❖ **Tổ hợp hóa dầu Long Sơn vận hành giúp ổn định hơn nguồn cung sản phẩm hóa dầu trong nước.** Với tổng vốn đầu tư khoảng 5.4 tỷ USD với công suất 998 nghìn tấn ethylene, 420 nghìn tấn Propylene, 113 nghìn tấn Butadiene, 483 nghìn tấn PP, 525 nghìn tấn HDPE, 525 nghìn tấn LDPE hàng năm. Dự án đã đạt tiến độ tổng thể là 96.2%, dự kiến chạy thử một số nhà máy vào cuối năm 2022.
- ❖ **Nhu cầu vận tải dầu thô và xăng dầu gia tăng.** Việc gia tăng sản xuất xăng dầu nội địa dẫn đến nhu cầu nhập khẩu dầu thô gia tăng khiến cước nhập khẩu dầu thô đạt mức cao và liên tục tăng. Bên cạnh đó, nhu cầu nhập khẩu xăng dầu dự trữ trong giai đoạn giá dầu sụt giảm cũng tăng cao.
- ❖ **Nhóm phân phối bị ảnh hưởng mạnh.** Nguồn cung không ổn định và giá xăng dầu sụt giảm theo giá dầu thế giới cùng với chi phí vận chuyển gia tăng dẫn đến biên lợi nhuận của các nhà phân phối bị tác động mạnh.

Sản lượng sản xuất xăng dầu và LPG

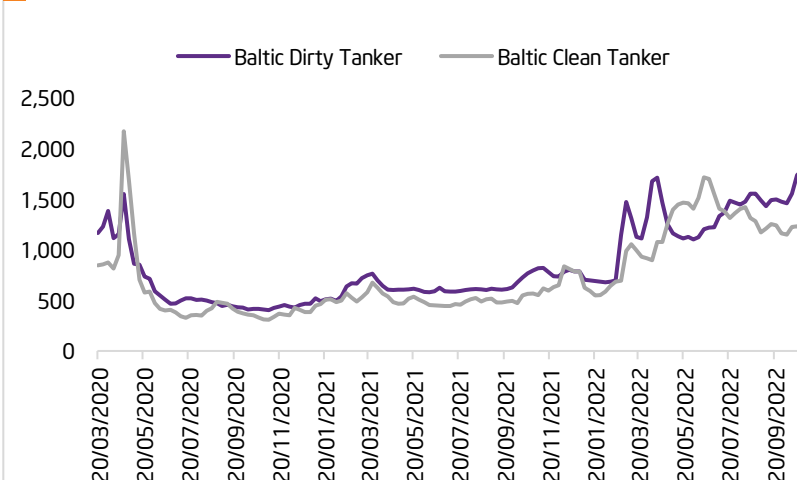


Chỉ số Crack spread



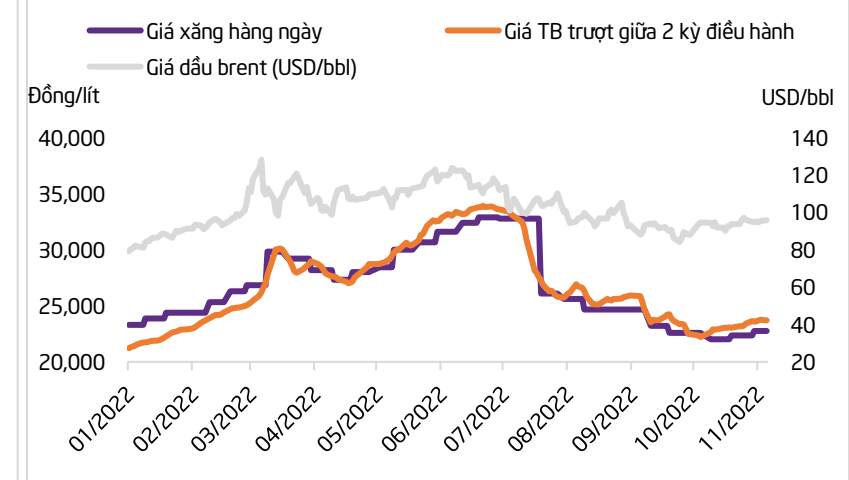
(*) Crack Spread (CRKS): đo lường mối quan hệ giữa giá tương lai của sản phẩm dầu mỏ và giá tương lai của dầu thô tính bằng USD/thùng. Nếu Spread tăng thì lợi nhuận lọc hoá dầu sẽ tăng lên và ngược lại

Giá cước vận chuyển dầu thô và xăng dầu



(**) Baltic Dirty Tanker (chỉ số giá cước vận tải dầu thô) và Baltic Clean Tanker (chỉ số giá cước vận tải dầu sản phẩm)

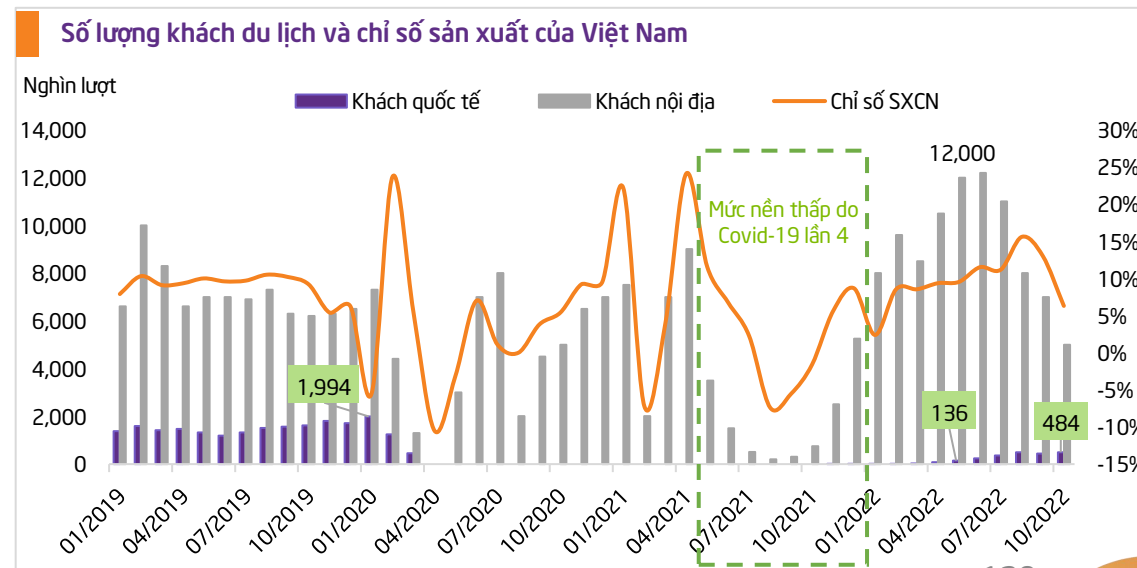
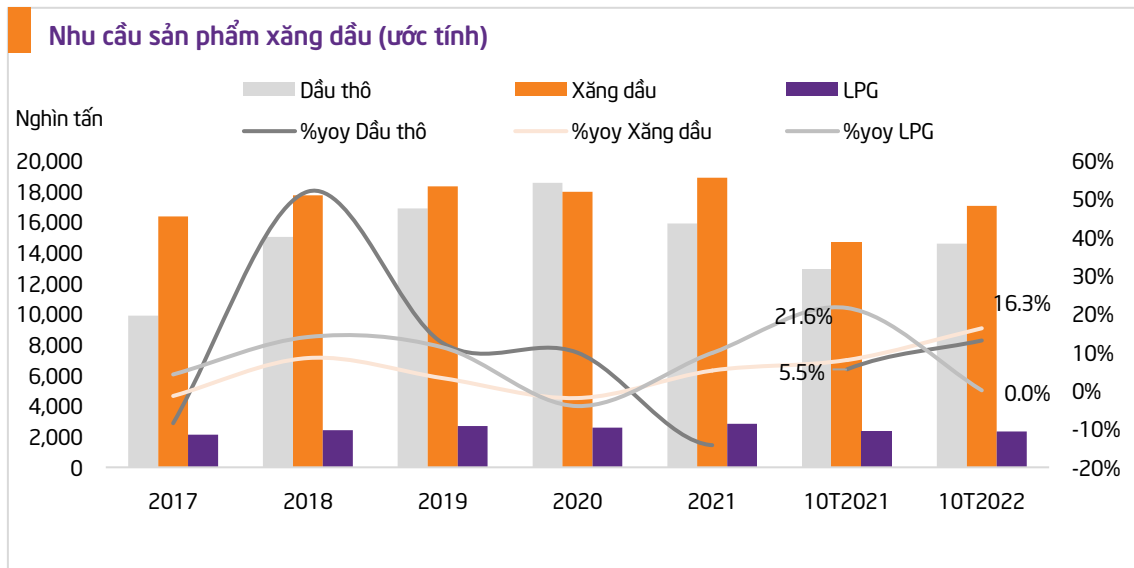
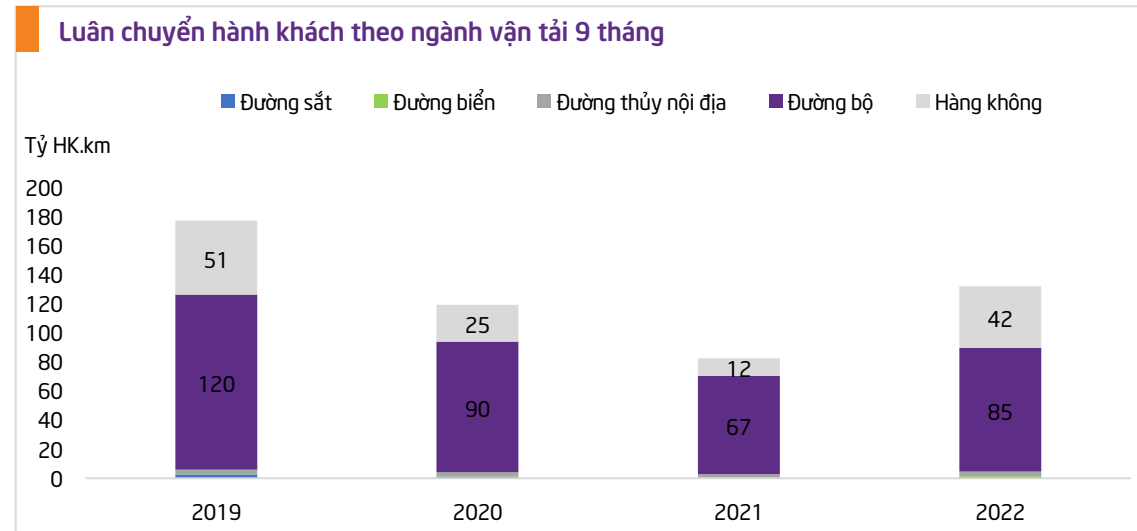
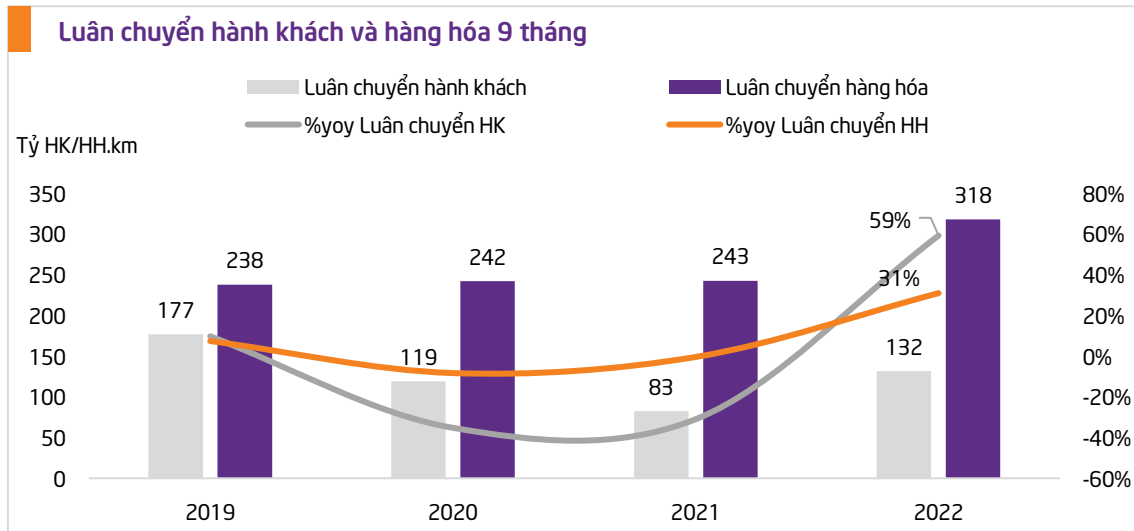
Giá xăng RON 95



Nguồn: GSO, Bloomberg, Petrolimex, TPS Research

Nhu cầu xăng dầu phục hồi nhưng chưa đạt kỳ vọng

❖ Nhu cầu vận chuyển nội địa phục hồi về mức trước Covid-19, tuy nhiên hoạt động vận chuyển hàng không vẫn chưa đạt kỳ vọng trong năm 2022, do Trung Quốc vẫn duy trì chính sách Zero- Covid và rủi ro suy thoái của các nền kinh tế lớn như Mỹ và EU.



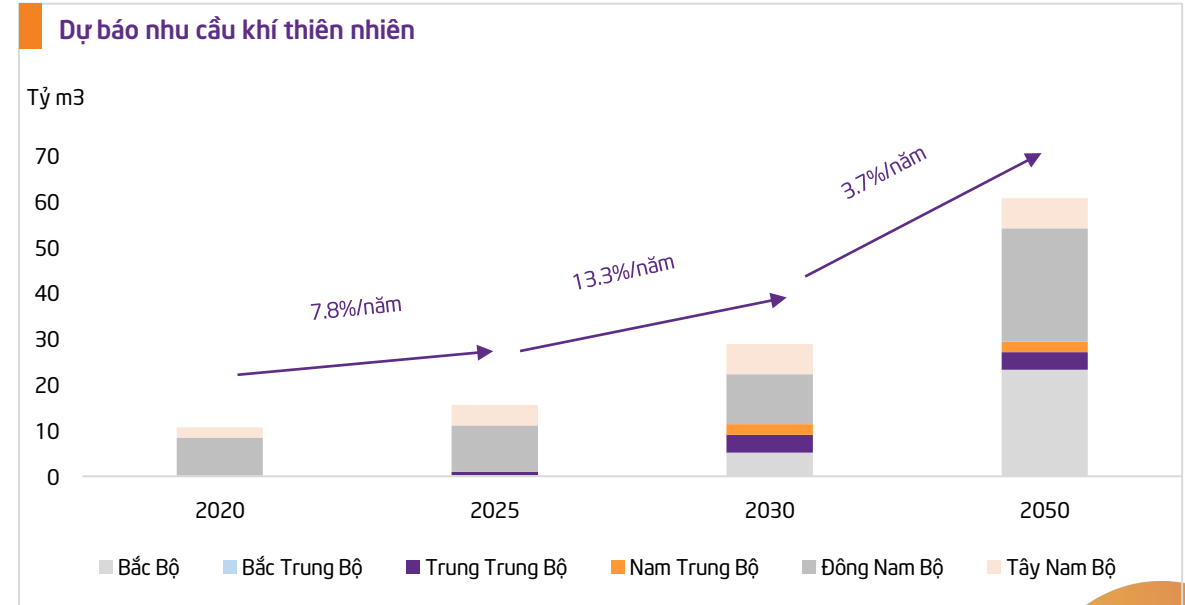
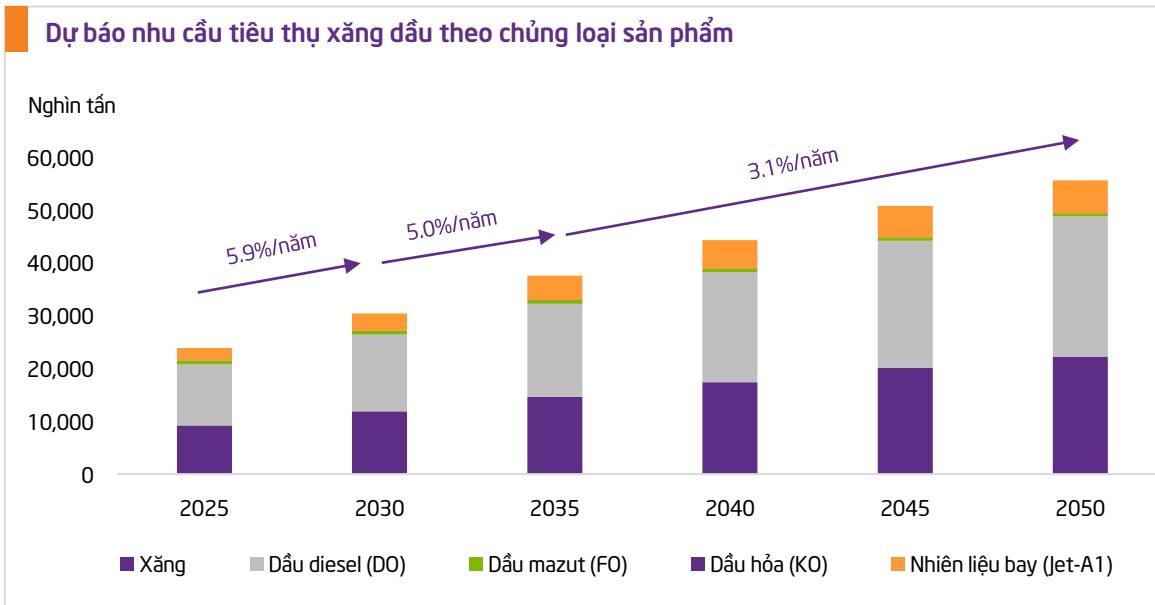
Nhu cầu dầu và khí tăng trưởng dài hạn

❖ Nhu cầu dài hạn dự báo vẫn tăng trưởng, đặc biệt là khí thiên nhiên

- Nhu cầu xăng dầu dự báo duy trì tăng trưởng trong dài hạn trung bình 5%/năm đến năm 2030. Với xu thế của chuyển dịch năng lượng, thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ hướng tới các nguồn năng lượng xanh sạch, ít phát thải ra môi trường nên sẽ hạn chế năng lượng hóa thạch như than đá, xăng dầu. Tuy nhiên, năng lượng hóa thạch vẫn đóng vai trò quan trọng cho sản xuất điện, nhiên liệu đốt và vận chuyển.
- Nhu cầu khí thiên nhiên sẽ tăng mạnh trong giai đoạn chuyển đổi từ nhiên liệu hóa thạch sang năng lượng tái tạo, đặc biệt là nhu cầu khí cho sản xuất điện và sản xuất công nghiệp, dự báo tăng trưởng 7.8%/năm giai đoạn 2020-2025 và 13.3%/năm giai đoạn 2025-2030.

❖ Triển vọng các dự án thượng nguồn tháo gỡ nút thắt nguồn cung trong nước

- Nhiều dự án thượng nguồn tiềm năng trong trung dài hạn như Lô B, Cá Voi Xanh, Kèn Bầu. Dự án Ô Môn sẽ được khởi công trong giai đoạn cuối năm 2022 đầu năm 2023, đây được xem là động lực tăng trưởng lớn cho các công ty trong chuỗi giá trị dầu khí Việt Nam.
- Theo kế hoạch năm 2022, PVN đặt mục tiêu khoan 10 giếng thăm dò thăm lượng; gia tăng trữ lượng 10-18 triệu tấn quy dầu, sản lượng khai thác dầu khí phần đầu đạt 8.7 triệu tấn dầu thô và 9.1 tỷ m³ khí về bờ, đưa 5 công trình mở mới vào khai thác gồm Mở Đại Nguyệt, RC10 và RC-RB1 (mở Rồng), CTC-2 (mở Cá Tầm), H4 (Lô PM3 CAA). Giai đoạn 2021-2025, PVN đặt mục tiêu gia tăng trữ lượng 18-25 triệu tấn dầu quy đổi/năm, đưa 19 mỏ/công trình dầu khí mới ở trong và ngoài nước vào khai thác.



Nội dung	Thượng nguồn	Trung nguồn	Hạ nguồn
Công ty tiêu biểu	PVD, PVS	GAS, PVT	BSR, PLX, OIL, CNG, PGS, PVG

Triển vọng

- Giá dầu duy trì trên 70 USD/thùng, giúp hoạt động ở thượng nguồn phát triển. Các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khoan, xây lắp giàn khoan và kho nổi như PVD và PVS sẽ có được các hợp đồng mới với giá trị cao hơn.
- Giá cước và hiệu suất cho thuê giàn khoan Jackups của khu vực Đông Nam Á gia tăng.
- Dự án Lô B dự kiến sớm triển khai sẽ tạo nhiều công việc cho công ty thượng nguồn.
- Một số mỏ dự kiến đi vào triển khai như Kinh Ngư Trắng, Lạc Đà Vàng, Đại Hồng Nam thì các công ty thượng nguồn có đủ điều kiện để phát triển.
- Luật Dầu khí đang sửa đổi (dự kiến cuối 2022 thông qua) tạo điều kiện mời gọi nhà đầu tư nước ngoài và trong nước.

- Nhu cầu điện khí gia tăng do nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi trong khi nhiệt điện than sụt giảm do nguồn than bị thiếu hụt. Bên cạnh đó, dự án LNG Thị Vải (của GAS) đã hoàn thành tạo tiền đề phát triển sản phẩm LNG cho sản xuất điện và công nghiệp.
- Vận chuyển dầu thô và xăng dầu triển vọng nhờ sản xuất trong nước và nhu cầu dự trữ gia tăng. PVN kế hoạch gia tăng sản xuất xăng dầu của 2 NMLD Nghi Sơn và Bình Sơn để đảm bảo nhu cầu trong nước. Bên cạnh đó, giá cước vận chuyển dầu thô vẫn đang ở mức cao. Đồng thời, vấn đề an ninh năng lượng tạo tính cấp thiết gia tăng dự trữ dầu thô và xăng dầu trong nước, nâng số ngày tồn kho từ 20 ngày hướng đến 90 ngày theo tiêu chí IEA.

Nhóm lọc dầu:

- PVN kế hoạch sản xuất xăng dầu của 2 NMLD Nghi Sơn và Bình Sơn trong 3 tháng cuối năm dự kiến 4.4 triệu m³, chiếm 80% tổng nhu cầu, NMLD Bình Sơn dự kiến vận hành 105% công suất.
- Giá crack spread ở mức thấp hơn so với đỉnh đầu năm giảm 29.5% so với thời điểm tháng 4-5/2022.

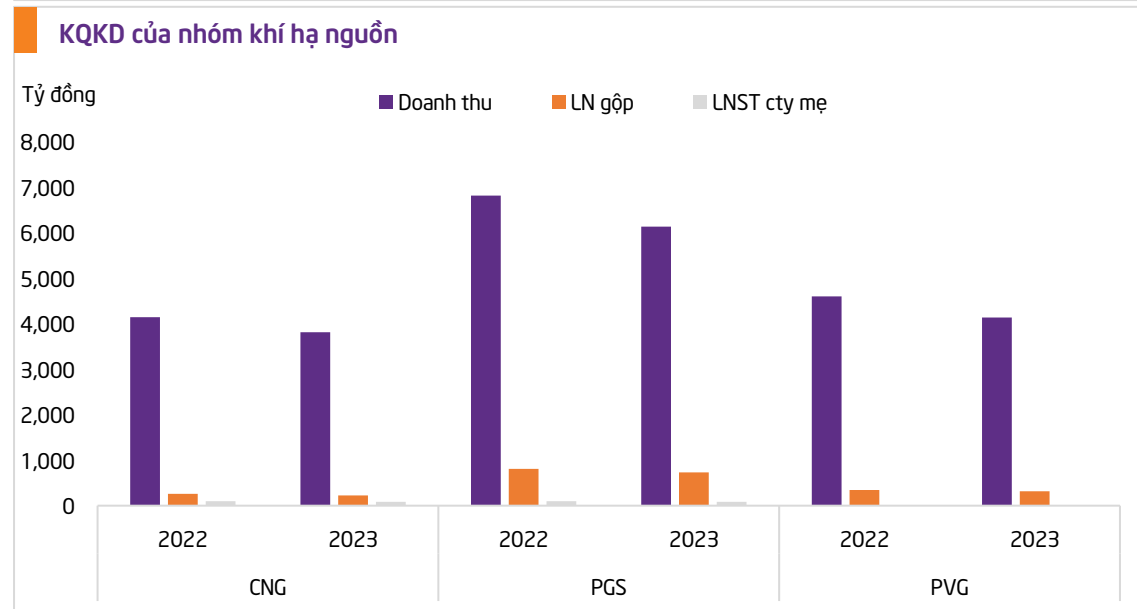
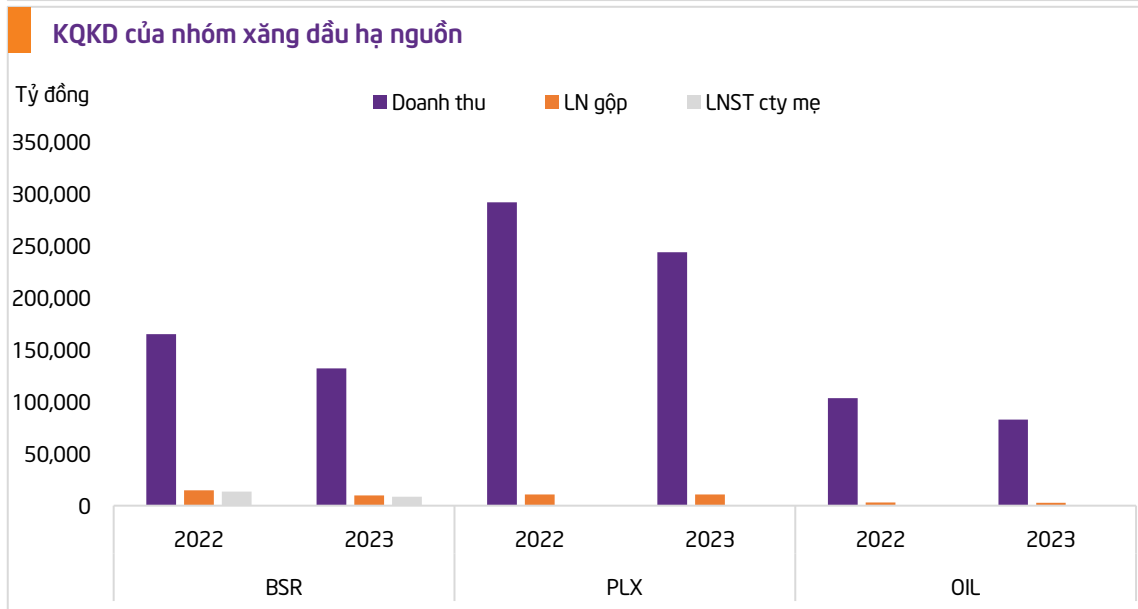
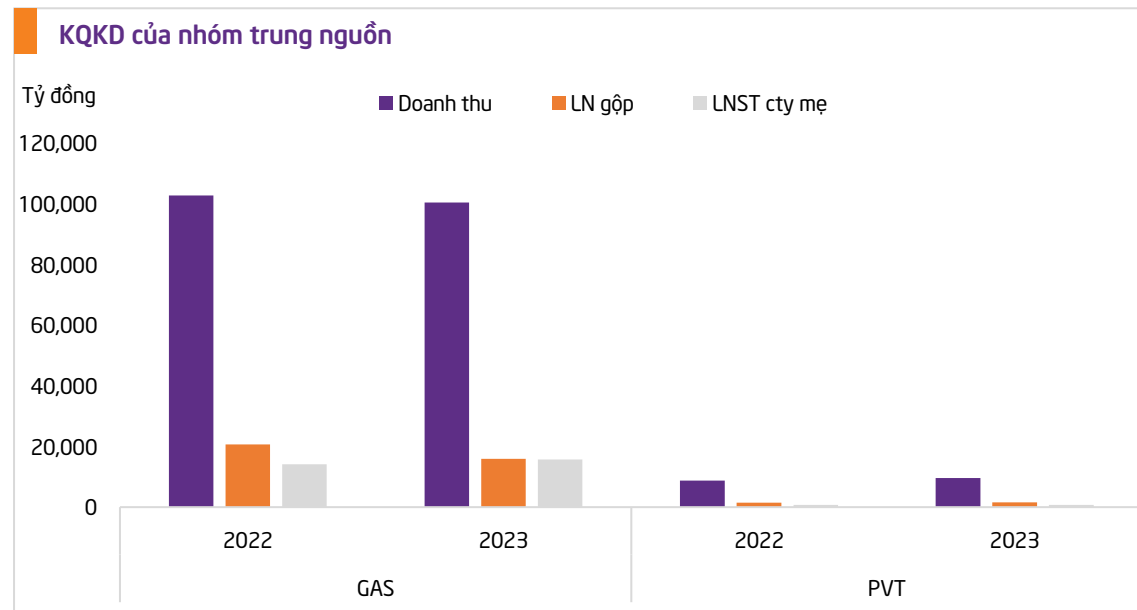
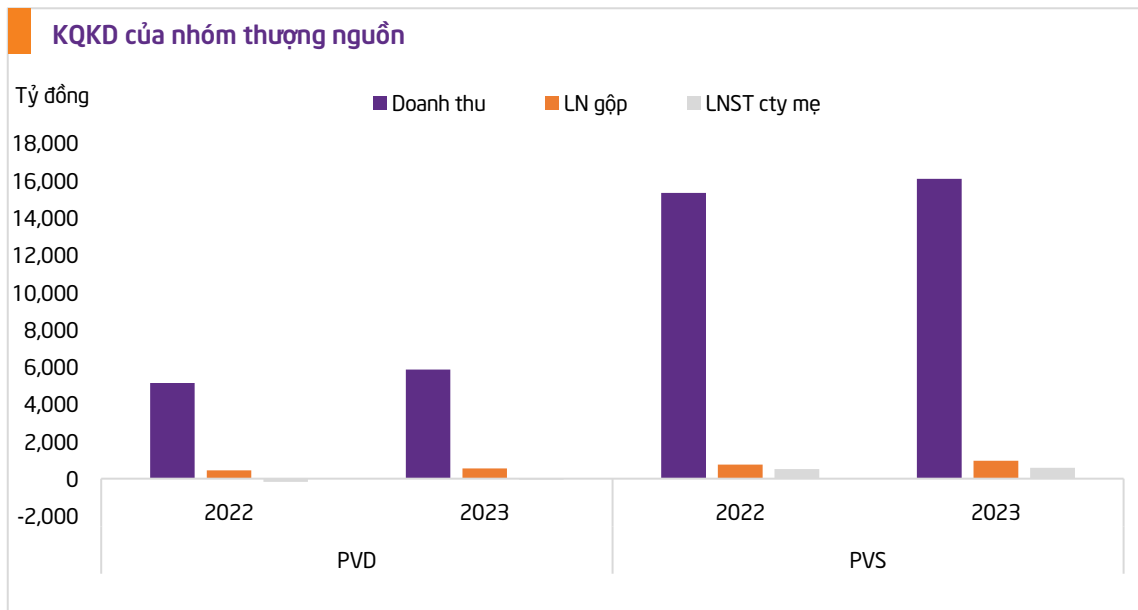
Nhóm phân phối xăng dầu

- Ngành hàng không vẫn chưa phục hồi như thời điểm trước Covid-19. Rủi ro biến động giá xăng dầu cao, giá nhập cao giá bán thấp. Bên cạnh đó, cước phí vận chuyển tăng cao tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của nhà nhập khẩu và phân phối.

Nhóm phân phối khí

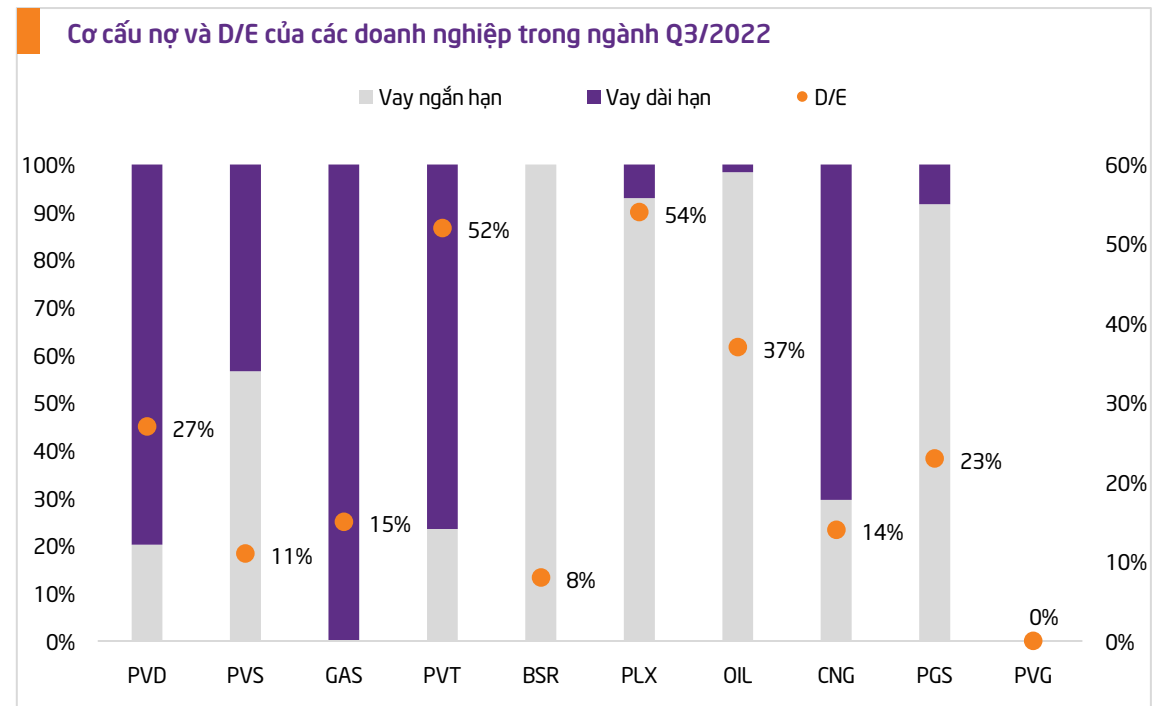
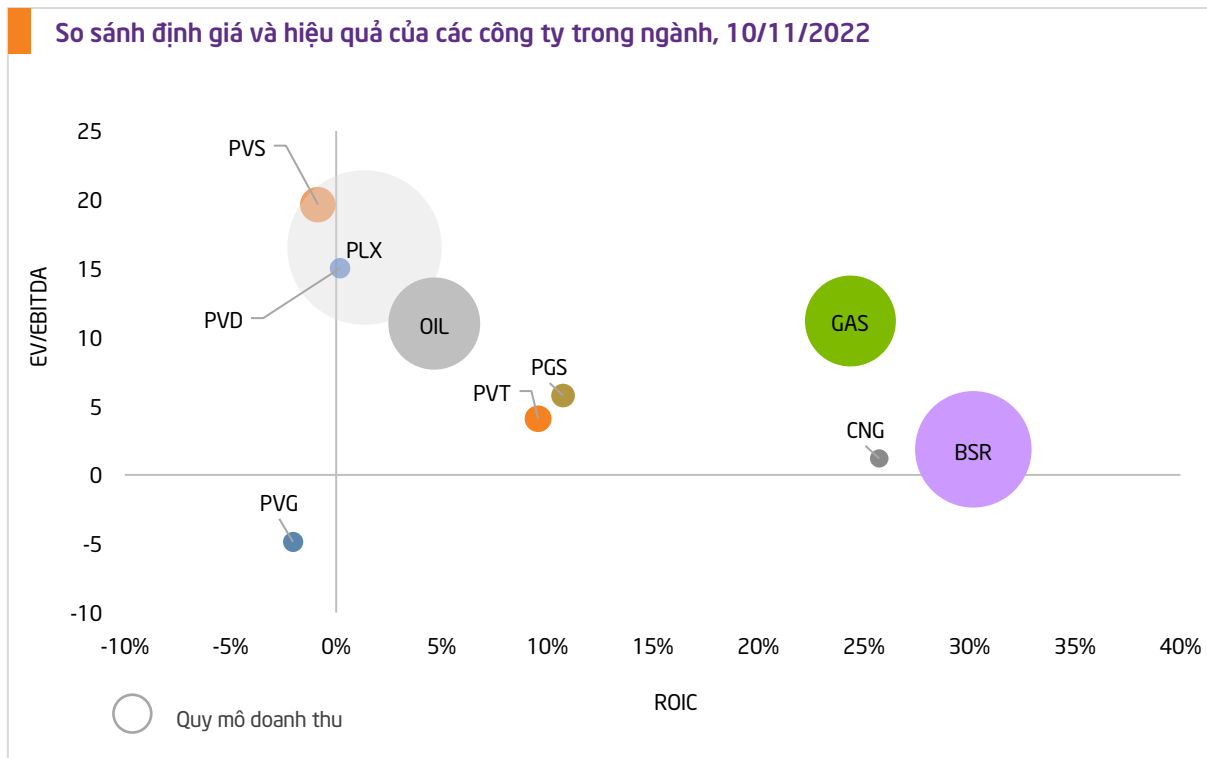
- Nguồn than trong nước bị thiếu hụt và giá than vẫn đang ở mức cao giúp gia tăng nhu cầu khí thiên nhiên. LNG Thị Vải hoàn thành thúc đẩy nhu cầu phát triển sản phẩm mới LNG cho các khách hàng công nghiệp.

KQKD nhóm Thượng nguồn và Trung nguồn khả quan trong năm 2023



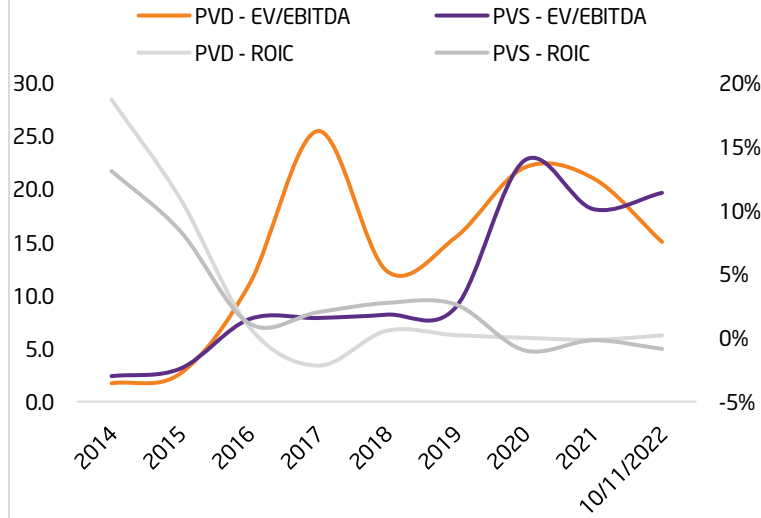
Giá cổ phiếu đã chiết khấu mạnh

- ❖ **Cập nhật định giá các doanh nghiệp trong ngành:** ảnh hưởng từ sự giảm sâu của thị trường chứng khoán nên giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành đã giảm mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên, ngành dầu khí là ngành chúng tôi đánh giá vẫn đáng xem xét trong thời gian tới, đặc biệt với các doanh nghiệp có nền tảng kinh doanh cốt lõi tốt và được hỗ trợ bởi hoạt động triển khai các dự án thượng nguồn. Trong năm 2023, giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành sẽ được hỗ trợ nhờ (1) Yếu tố ngắn hạn từ giá dầu vẫn duy trì mức cao do xung đột giữa Nga-Ukraine vẫn căng thẳng, (2) Yếu tố dài hạn là nhu cầu tiếp tục cải thiện đặc biệt là từ ngành hàng không và (3) Dự án Lô B - Ô Môn kỳ vọng sẽ sớm có FID giúp hoạt động thượng nguồn sôi động hơn.
- ❖ **Nhìn chung các doanh nghiệp dầu khí có tỷ lệ nợ thấp, đa số D/E dưới 30%**, trừ nhóm phân phối xăng dầu (PLX và OIL) có tỷ lệ cao hơn so với nhóm khác chủ yếu là nợ ngắn hạn phục vụ vốn lưu động và PVT đang trong giai đoạn đầu tư tàu mới nhưng tỷ lệ D/E vẫn ở mức an toàn.
- ❖ **Rủi ro ngành:** (1) giá dầu biến động phức tạp trong bối cảnh căng thẳng chính trị từ xung đột Nga-Ukraine và áp lực gia tăng của đồng USD làm giảm giá hàng hóa niêm yết bằng USD (2) rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu và lo ngại sự tăng trưởng kinh tế Trung Quốc do chính sách Zero-Covid (3) nhu cầu trong nước yếu hơn kỳ vọng do ngành hàng không vẫn chưa phục hồi hoàn toàn như trước Covid-19 (2019).

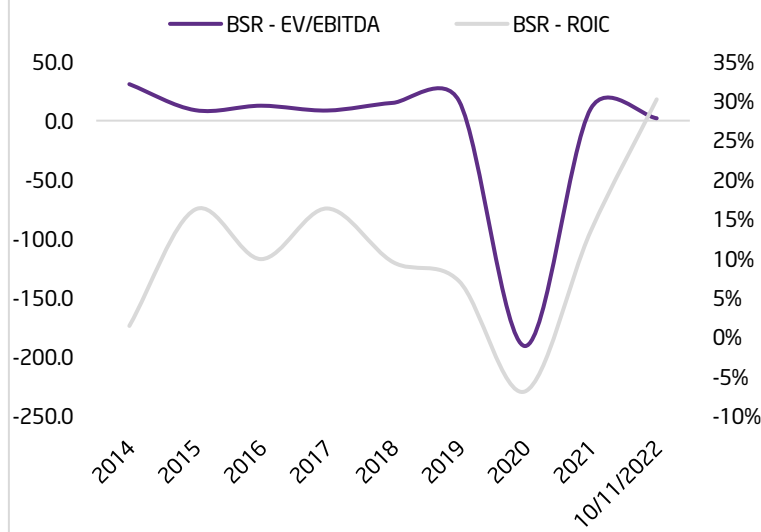


Nguồn: Fiiipro, TPS Research

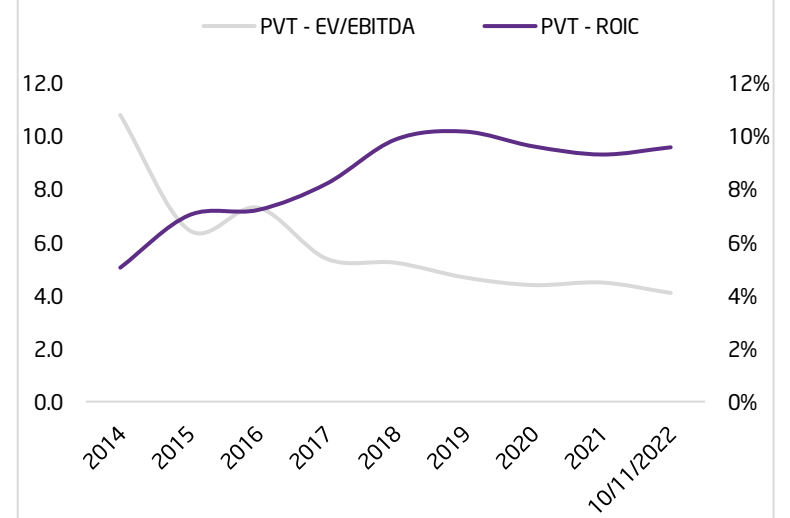
Định giá và hiệu quả của nhóm thượng nguồn



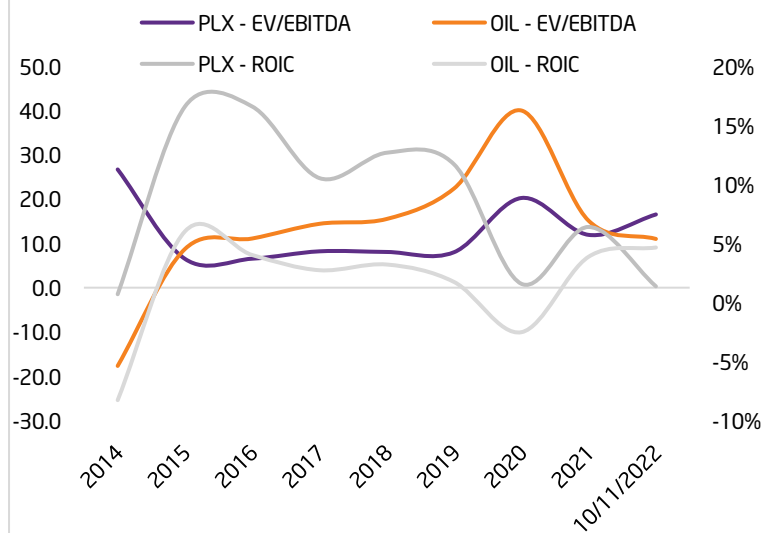
Định giá và hiệu quả của công ty lọc dầu



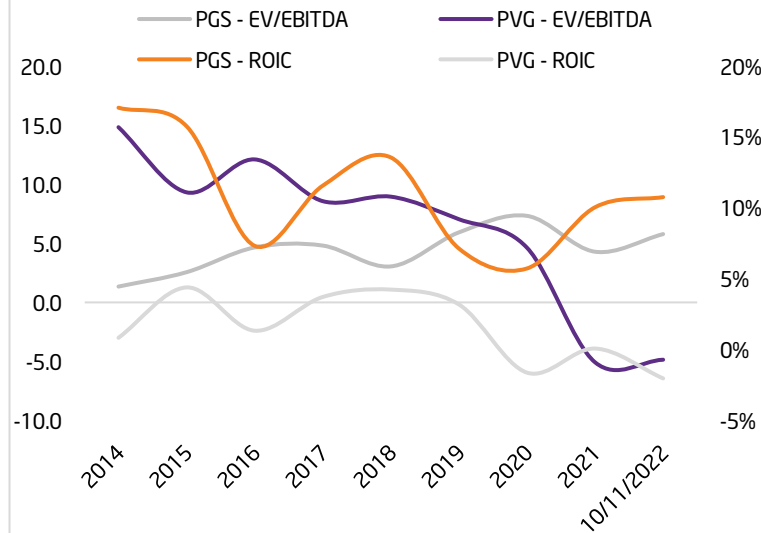
Định giá và hiệu quả của công ty vận chuyển



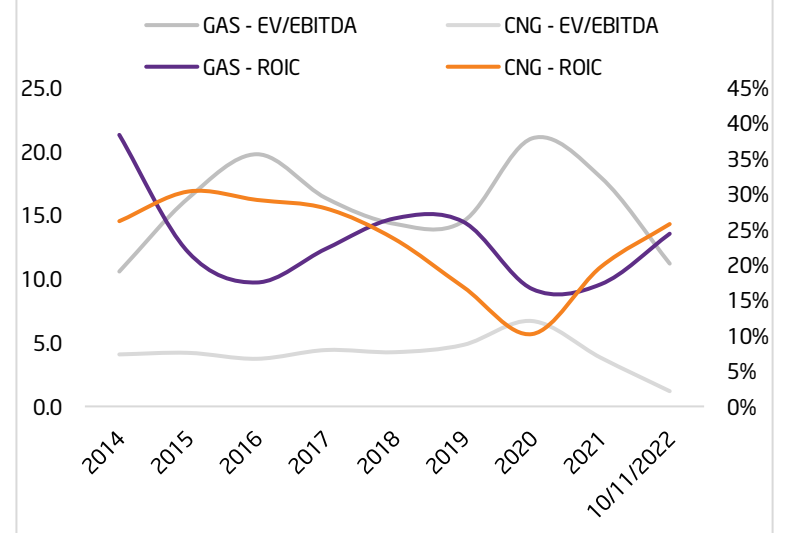
Định giá và hiệu quả của nhóm xăng dầu hạ nguồn



Định giá và hiệu quả của nhóm khí LPG hạ nguồn



Định giá và hiệu quả của nhóm khí thiên nhiên



NGÀNH ĐIỆN:

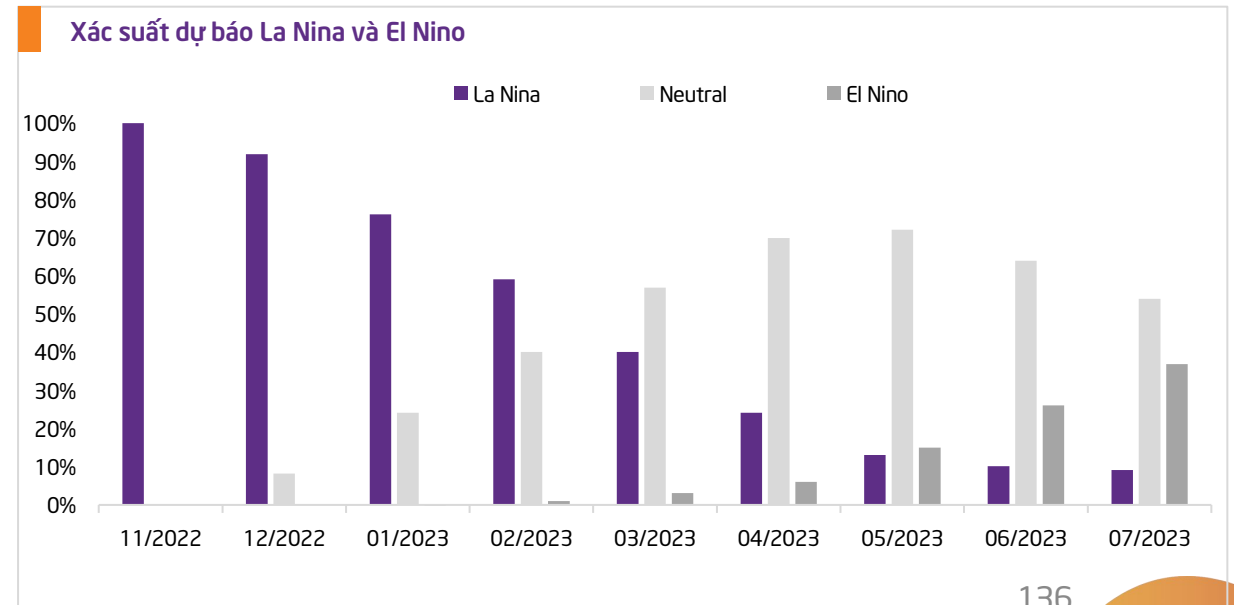
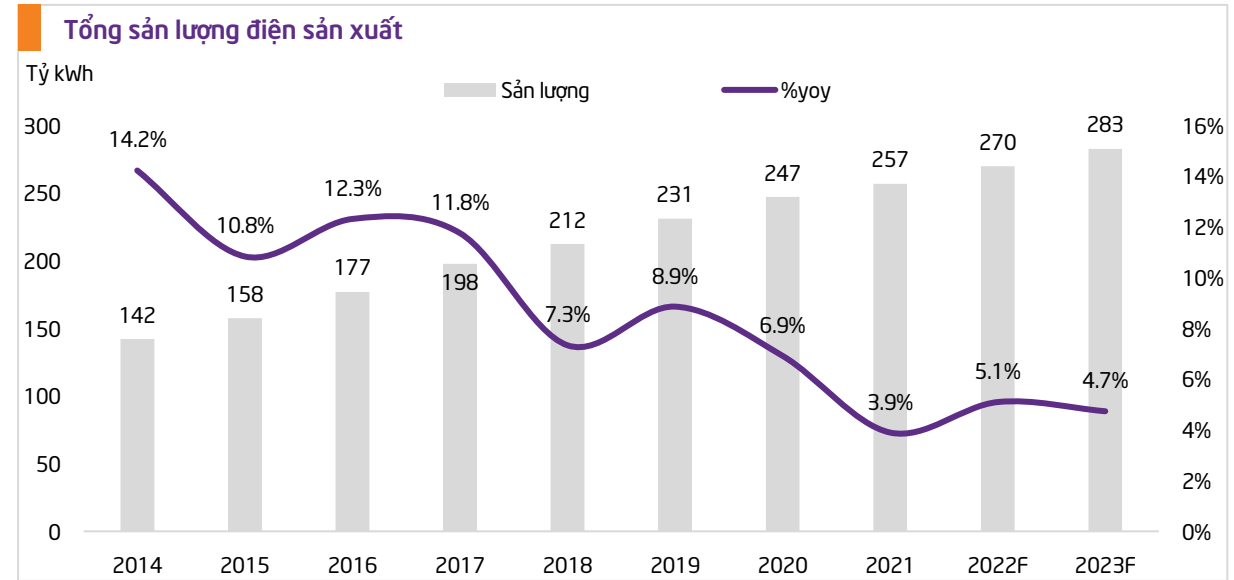
Nhiệt điện phục hồi do La Nina giảm dần Quy hoạch điện 8 mở nút thắt điện tái tạo



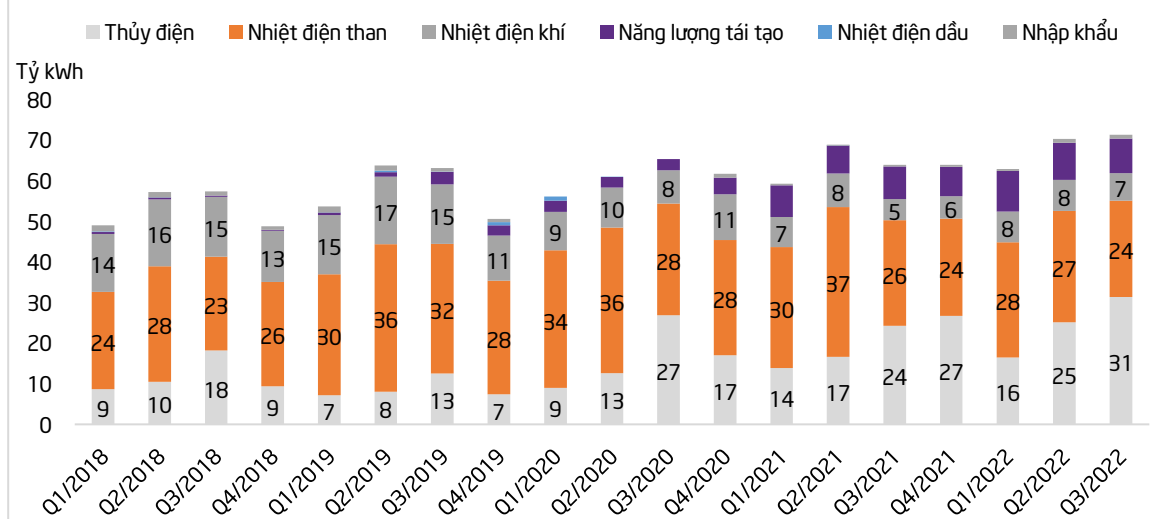
Nhu cầu điện duy trì tăng trưởng ổn định

❖ Ngành điện vẫn duy trì tăng trưởng trong bối cảnh vĩ mô biến động

- Nhu cầu điện sản xuất và sinh hoạt năm 2022 tăng trưởng 5.1%/năm và kỳ vọng tăng trưởng 4.7% vào năm 2023, động lực từ xu hướng chuyển đổi sử dụng điện trong vận tải và nấu nướng của hộ gia đình, kết thúc La Nina nhu cầu sử dụng điều hòa gia tăng, cùng với kỳ vọng sự cải thiện của hoạt động sản xuất, đây là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp phát điện.
- Về cơ cấu nguồn điện huy động trong năm 2022, thủy điện tiếp tục được gia tăng nhờ yếu tố thuận lợi từ thời tiết, sản lượng huy động từ thủy điện tăng 51.2%yoy trong Q2/2022 và tăng 29.5%yoy trong Q3/2022 và tiếp tục giữ tỷ trọng cao nhất trong các nguồn phát vào các tháng cuối năm.
- Theo dự báo của CPC (Trung tâm dự báo khí hậu Hoa Kỳ), hiện tượng La Nina sẽ giảm dần từ đầu năm 2023, do đó nhóm nhiệt điện sẽ được gia tăng huy động, đồng thời giá than và khí hạ nhiệt tạo thuận lợi cho nhóm nhiệt điện than và khí trong thời gian tới.



Điện sản xuất toàn hệ thống EVN

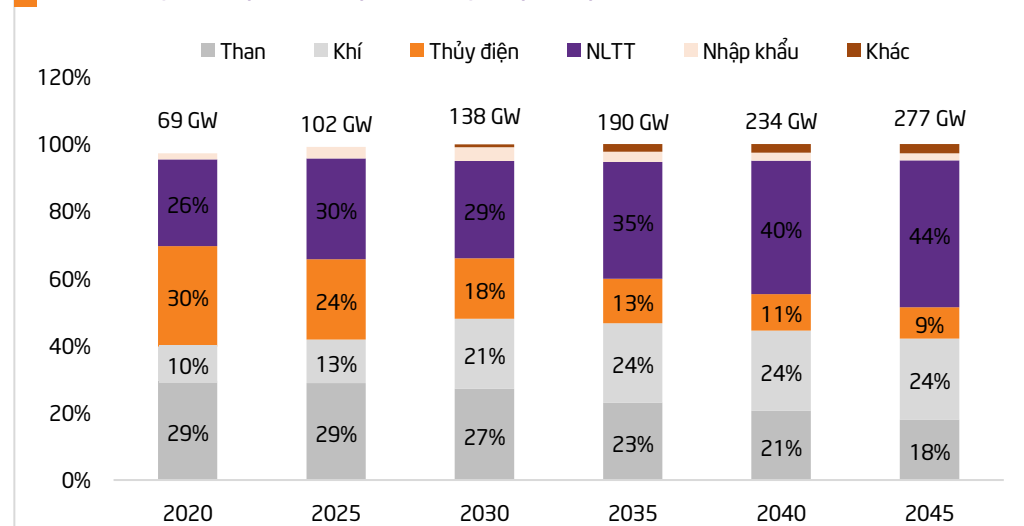


Triển vọng dài hạn từ Quy hoạch điện 8

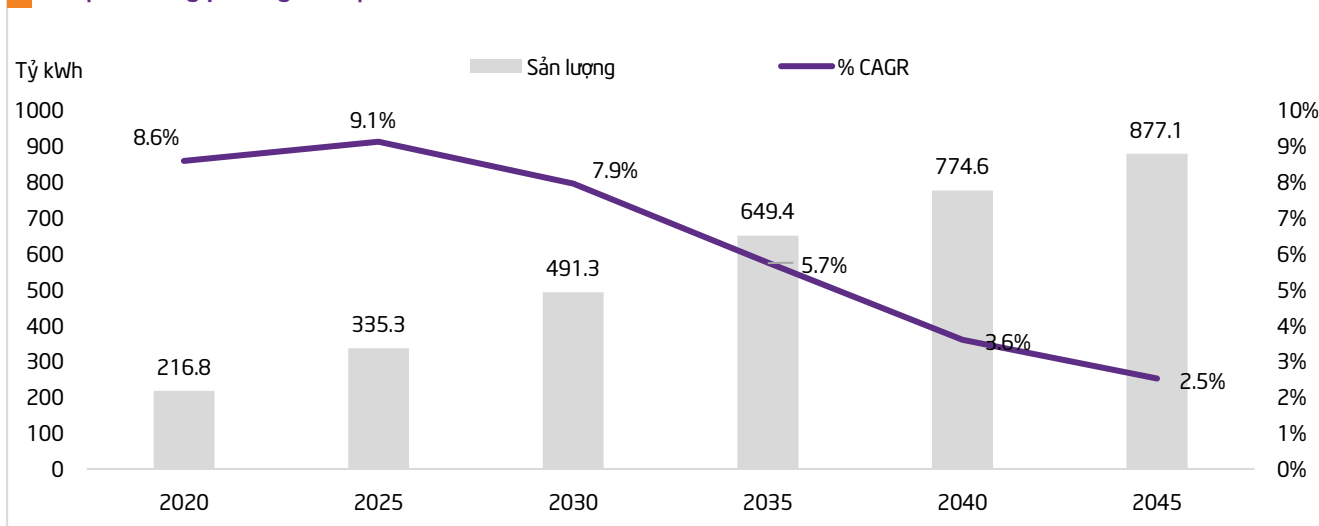
❖ Quy hoạch điện 8 phê duyệt gỡ nút thắt phát triển điện tái tạo và thúc đẩy xây lắp điện

- Quy hoạch điện 8 đang được Bộ Công Thương trình Chính phủ xem xét, kỳ vọng Quy hoạch sẽ được phê duyệt chậm nhất vào đầu năm 2023.
- Sản lượng điện thương phẩm theo dự báo của dự thảo Quy hoạch điện tăng 9.1%/năm giai đoạn 2020-2025 và 7.9%/năm trong giai đoạn 2025-2030.
- Bộ Công Thương đề nghị tiếp tục cho phép triển khai để đưa vào vận hành trong giai đoạn đến năm 2030 các dự án/phần dự án đã được quy hoạch, đã được chấp thuận nhà đầu tư nhưng chưa vận hành với tổng công suất khoảng 2,428 MW. Bộ Công Thương đã phối hợp với các bộ, ngành xây dựng và hoàn thiện Dự thảo Quyết định quy định thí điểm cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa đơn vị phát điện từ NLTT với khách hàng sử dụng điện lớn.
- Kế hoạch phát triển nguồn điện và lưới điện giai đoạn 2021-2025, tổng vốn đầu tư cho nguồn điện 1,121 nghìn tỷ đồng và cho lưới điện 425 nghìn tỷ đồng tương ứng gấp 6.0 lần và 2.4 lần giai đoạn trước, đây là động lực tăng trưởng cho nhóm tư vấn và xây lắp điện.

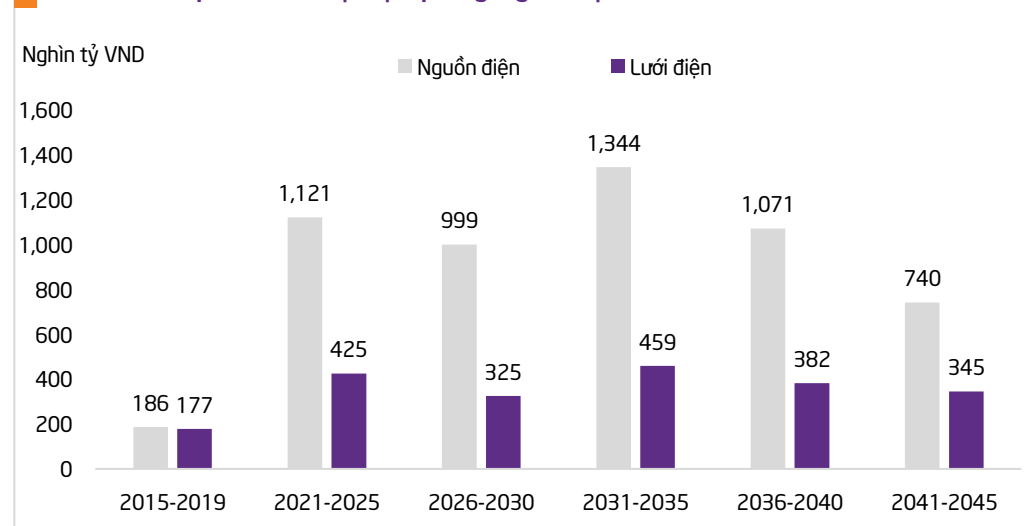
Cơ cấu nguồn điện theo Dự thảo Quy hoạch điện 8



Điện thương phẩm giai đoạn 2020-2045



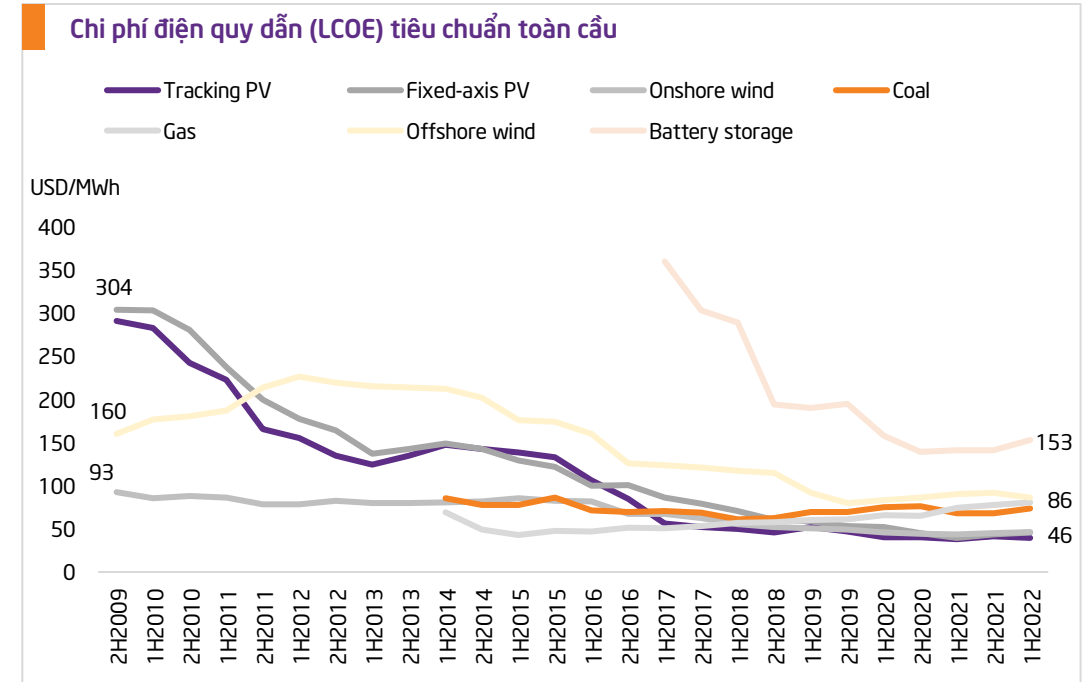
Vốn đầu tư phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2021-2045



Cơ chế giá điện cho các dự án NLTT chuyển tiếp

❖ Khung giá điện được đề xuất cho điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp thấp hơn khoảng 20-30% so với giá FIT

- Ngày 03/10/2022, Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư số 15/2022/TT-BCT quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện của nhà máy điện mặt trời và điện gió chuyển tiếp (không kịp hưởng giá FIT), có hiệu lực ngày 25/11/2022.
- Theo đó, EVN đề xuất 4 phương án dựa trên các dữ liệu thu thập từ 208 nhà máy điện đã ký hợp đồng mua bán điện với EVN, gồm 95 nhà máy điện mặt trời mặt đất, 4 nhà máy điện mặt trời nổi, 109 nhà máy điện gió tính đến ngày 16/11/2022. EVN kiến nghị áp dụng khung giá phát điện của từng loại hình là giá trị nhỏ nhất trong các kết quả tính toán theo 4 phương án.
- Khung giá điện được đề xuất thấp hơn 20-30% so với giá FIT, điều này tác động lớn đến doanh thu và tỷ suất lợi nhuận đầu tư của các nhà phát triển dự án. Tuy nhiên, chi phí đầu tư (LCOE) của điện mặt trời và điện gió giảm dần trong thời gian qua và về mức có thể cạnh tranh so với nguồn điện truyền thống. Bên cạnh đó, chi phí đầu tư của các dự án điện đã giảm 10-15% so với năm 2020, điều này có thể làm giảm tác động tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận của các nhà phát triển dự án.



Khung giá điện các dự án chuyển tiếp	FIT (USCents/kWh)	FIT (VND/kWh)	Khung tối đa (VND/kWh)	Phương án 1 (VND/kWh)	Phương án 2 (VND/kWh)	Phương án 3 (VND/kWh)	Phương án 4 (VND/kWh)
Điện mặt trời mặt đất	7.09	1,758.32	1,187.96	1,482.74	1,508.39	1,508.76	Phước Thái 2: 1,187.96 Phước Thái 3: 1,251.66
Điện mặt trời nổi	7.69	1,907.12	1,569.83	1,740.84	1,569.83	Không đủ dữ liệu tính toán	
Điện gió mặt đất	8.50	2,108.00	1,590.88	1,590.88	1,597.55	1,630.21	
Điện gió trên biển	9.80	2,430.40	1,944.91	1,971.12	1,944.91	1,973.99	

Mùa cao điểm – Thủy điện ghi nhận KQKD ấn tượng

❖ Nhóm thủy điện và điện tái tạo tăng trưởng mạnh trong năm 2022

- Hưởng lợi từ chu kỳ La Nina (mưa nhiều) các doanh nghiệp thủy điện tăng trưởng mạnh cả về doanh thu và lợi nhuận ở mức 3 con số trong năm 2022.
- Các dự án điện mặt trời và điện gió vận hành (COD) năm 2020-2021 đã cho sản lượng điện tốt trong năm 2022, do đó các doanh nghiệp điện tái tạo có tăng trưởng cao trong năm nay. Trong khi đó, các dự án điện tái tạo chuyển tiếp vẫn đang chờ chính sách giá bán cho EVN, do vậy, đây vẫn là khó khăn trong ngắn hạn của nhóm doanh nghiệp chưa kịp COD.
- Nhóm nhiệt điện than và khí giai đoạn 2021-2022 mặc dù không có lợi thế được ưu tiên huy động, tuy nhiên doanh thu và lợi nhuận dần phục hồi sau chu kỳ La Nina 2021-2022.

Mã CK	Tên	Sàn	Tăng trưởng doanh thu thuần (YoY)						
			Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022
VSH	Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	HOSE	425%	809%	203%	373%	325%	33%	126%
CHP	Thủy điện Miền Trung	HOSE	-57%	29%	-6%	-5%	347%	93%	31%
TBC	Thủy điện Thác Bà	HOSE	80%	-11%	-38%	-7%	8%	38%	93%
TMP	Thủy điện Thác Mơ	HOSE	70%	36%	79%	69%	56%	46%	65%
POW	Điện lực Dầu khí Việt Nam	HOSE	-4%	3%	-13%	-17%	-8%	-6%	13%
NT2	Điện lực Nhơn Trạch 2	HOSE	-4%	-14%	8%	1%	22%	66%	74%
BTP	Nhiệt điện Bà Rịa	HOSE	-45%	415%	-6%	62%	-100%	-48%	62%
PPC	Nhiệt điện Phả Lại	HOSE	-52%	-46%	-33%	-51%	0%	6%	12%
QTP	Nhiệt điện Quảng Ninh	UPCOM	-32%	5%	13%	-7%	45%	-2%	59%
HND	Nhiệt điện Hải Phòng	UPCOM	-34%	-16%	-4%	-17%	28%	2%	40%
REE	Cơ Điện Lạnh REE	HOSE	0%	27%	-27%	3%	73%	24%	104%
GEG	Điện Gia Lai	HOSE	0%	6%	-11%	-8%	87%	58%	67%
PC1	Tập đoàn PC1	HOSE	13%	155%	90%	47%	-5%	-49%	-4%
TV2	Tư vấn XD Điện 2	HOSE	-46%	251%	55%	8%	-22%	-73%	-75%

Tăng trưởng lợi nhuận cổ đông Công ty mẹ (YoY)						
Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022
9654%	6469%	-242%	106%	298%	90%	625%
-1130%	702%	-12%	-13%	224%	446%	83%
285%	-12%	-76%	-7%	7%	54%	525%
105%	29%	284%	98%	77%	61%	107%
14%	13%	359%	-24%	42%	-50%	-86%
-36%	-90%	4700%	-15%	39%	1387%	-27%
-35%	-85%	72%	57%	-166%	260%	375%
2%	-57%	-139%	-79%	-42%	-43%	538%
2044%	627%	242%	-56%	195%	30%	72%
-106%	-66%	-96%	-69%	2402%	49%	559%
62%	3%	-24%	14%	67%	55%	158%
-2%	7%	-1%	10%	119%	-54%	138%
-14%	168%	-10%	36%	70%	-81%	-54%
-48%	80%	98%	4%	-54%	-75%	-90%

Kỳ vọng Nhiệt điện phục hồi năm 2023

Nội dung	Thủy điện	Nhiệt điện khí	Nhiệt điện than	Năng lượng tái tạo	Tư vấn và xây lắp điện
Công ty tiêu biểu	VSH, CHP, TBC, TMP	POW, NT2, BTP	PPC, QTP, HND	REE, GEG	PC1, TV2

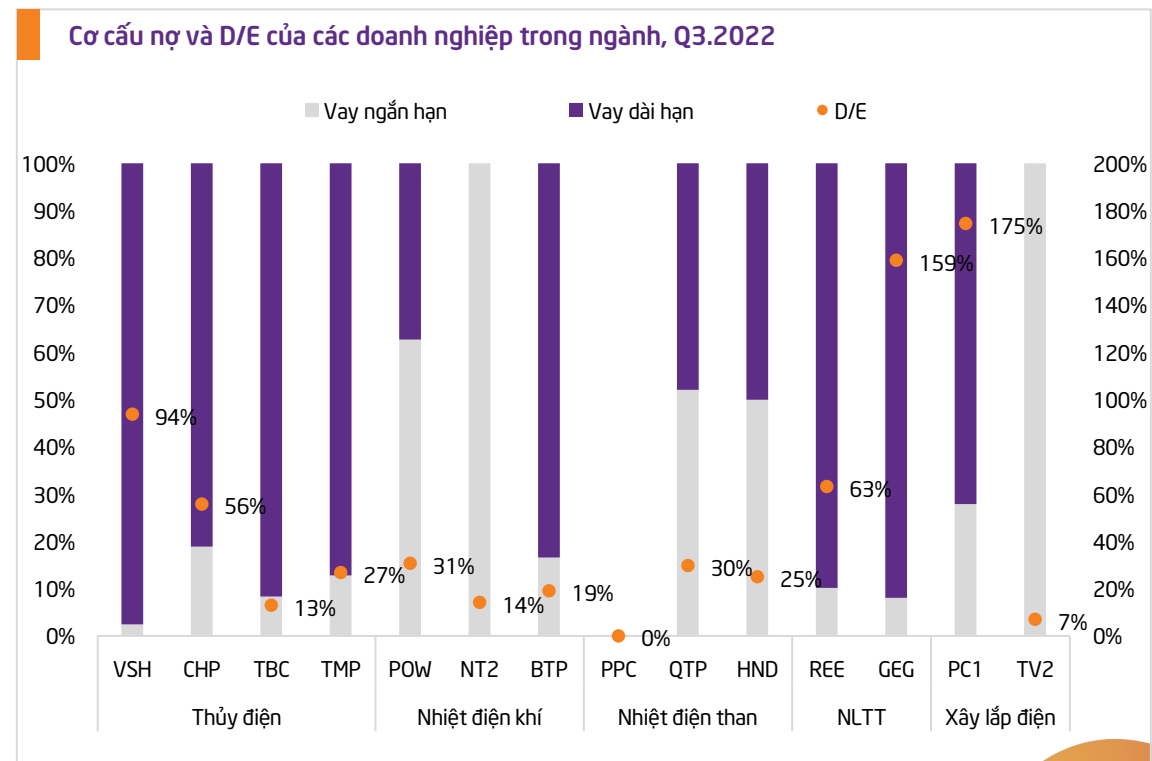
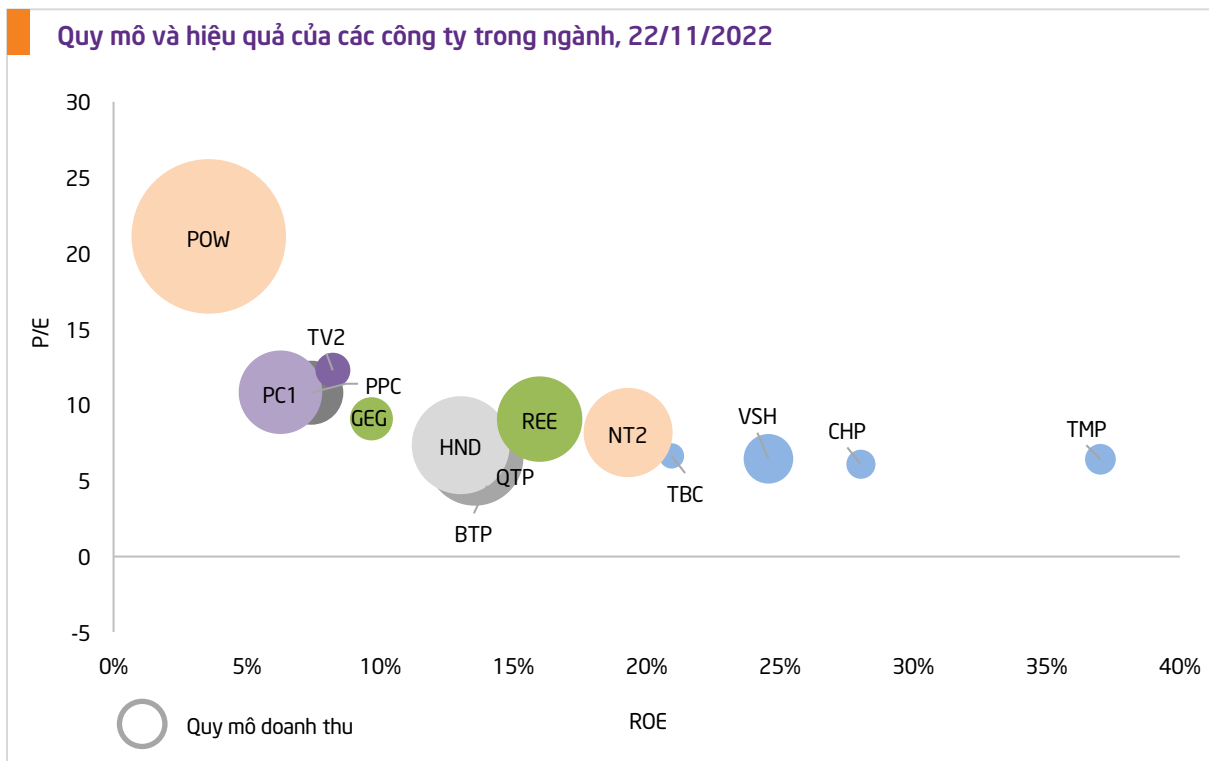
Triển vọng

- Năm 2022 có thể là đỉnh điểm của La Nina, do đó các nhà máy thủy điện sẽ đạt công suất cao.
- Sau nửa đầu năm 2023 hiện tượng La Nina dự báo sẽ suy giảm là thách thức tăng trưởng đối với nhóm thủy điện trong năm tới.
- Sản lượng điện khí vẫn duy trì tăng trưởng, để bù đắp sự biến động của thủy điện và điện tái tạo, trong khi nhiệt điện than sụt giảm do nguồn than trong nước bị thiếu hụt.
- Bên cạnh đó, dự án LNG Thị Vải của PVGas đã hoàn thành tạo tiền đề phát triển nhà máy điện khí LNG và bổ sung nguồn khí thiếu hụt trong dài hạn.
- Nhiệt điện than bất lợi với sản lượng huy động thấp do mùa cao điểm của thủy điện và nguồn than bị thiếu hụt cùng áp lực chi phí đầu vào do giá than ở mức cao.
- Chu kỳ thời tiết sau giai đoạn đỉnh La Nina nhóm nhiệt điện than sẽ được hưởng lợi khi bắt đầu chu kỳ El Nino, đồng thời giá than đã dần suy giảm.
- Các dự án điện mặt trời và điện gió COD năm 2020-2021 kỳ vọng tiếp tục đạt mức huy động cao trong 2023, nhất là sau khi kết thúc chu kỳ La Nina.
- Quy hoạch điện 8 được phê duyệt và cơ chế giá bán điện của nhóm năng lượng tái tạo kỳ vọng sẽ sớm được tháo gỡ, tạo điều kiện phát triển cho các dự án trong thời gian tới.
- Theo Quy hoạch điện 8 mục tiêu phát triển nguồn điện và lưới điện giai đoạn 2021-2025, tổng vốn đầu tư cho nguồn điện 1,121 nghìn tỷ đồng và cho lưới điện 425 nghìn tỷ đồng tương ứng gấp 6.0 lần và 2.4 lần giai đoạn trước, đây là động lực tăng trưởng cho nhóm doanh nghiệp tư vấn và xây lắp điện.



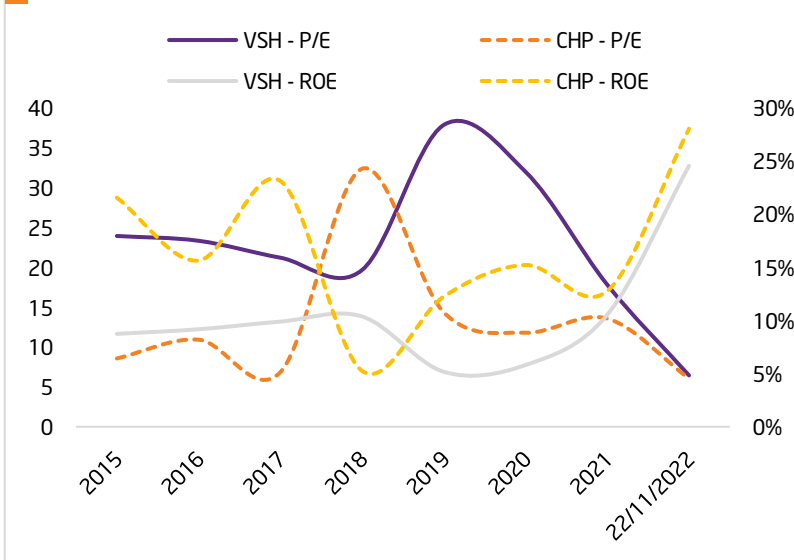
Giá cổ phiếu giảm mạnh đưa định giá về mức hấp dẫn

- ❖ **Cập nhật định giá các doanh nghiệp trong ngành:** ảnh hưởng từ sự giảm sâu của thị trường chứng khoán nên giá cổ phiếu của các doanh nghiệp trong ngành đã giảm mạnh trong thời gian qua. Ngành điện là ngành phòng thủ trong giai đoạn kinh tế vĩ mô biến động, đặc biệt nhóm phát điện có tỷ lệ D/E thấp và dòng tiền ổn định. Trong năm 2023, kỳ vọng nhóm nhiệt điện tiếp tục cải thiện sau khi kết thúc chu kỳ La Nina và sự giảm nhiệt của giá nhiên liệu đầu vào than và khí thiên nhiên. Bên cạnh đó, nhóm tư vấn và xây lắp điện sẽ có sự cải thiện sau khi Quy hoạch điện 8 được thông qua thúc đẩy đầu tư nguồn điện và lưới điện quốc gia, cũng như tháo gỡ chính sách giá bán điện của nhóm năng lượng tái tạo.
- ❖ **Đa số các doanh nghiệp phát điện có tỷ lệ nợ thấp D/E dưới 30%**, trừ một số nhóm có tỷ lệ D/E cao, gồm (1) nhóm tư vấn và xây lắp điện khi đầu tư vào các dự án và (2) một số doanh nghiệp phát điện đầu tư vào dự án điện tái tạo đưa vào vận hành 2020-2021 như Nhà máy thủy điện Thượng Kon Tum của VSH đi vào hoạt động trong năm 2021.
- ❖ **Rủi ro ngành:** (1) thủy văn biến động thất thường ảnh hưởng đến sản lượng của nhóm nhà máy thủy điện (2) thiếu nguồn nguyên liệu và biến động phức tạp của giá than và khí thiên nhiên ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của nhóm nhiệt điện (3) việc phát triển nhanh các dự án điện tái tạo gây áp lực quá tải đường dây cùng với cơ chế giá bán điện của nhóm điện mặt trời và điện gió vẫn chưa chính thức ảnh hưởng đến tiến độ phát triển của các dự án.

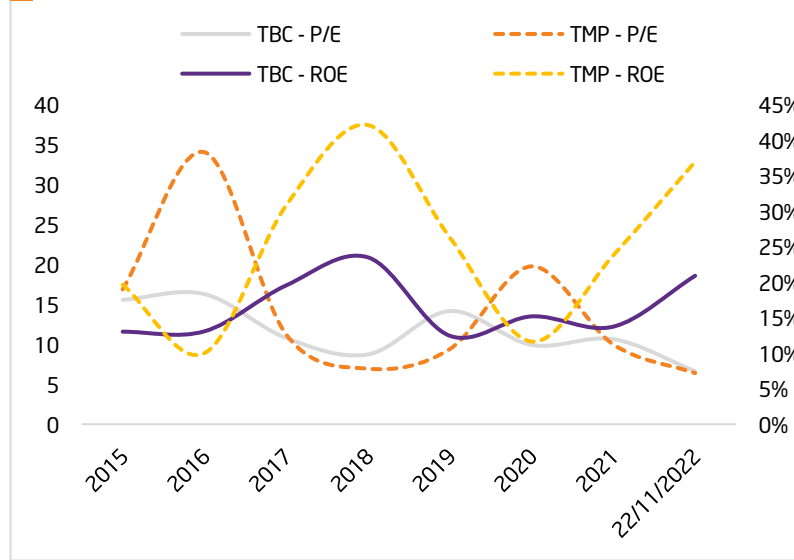


Biến động P/E và ROE

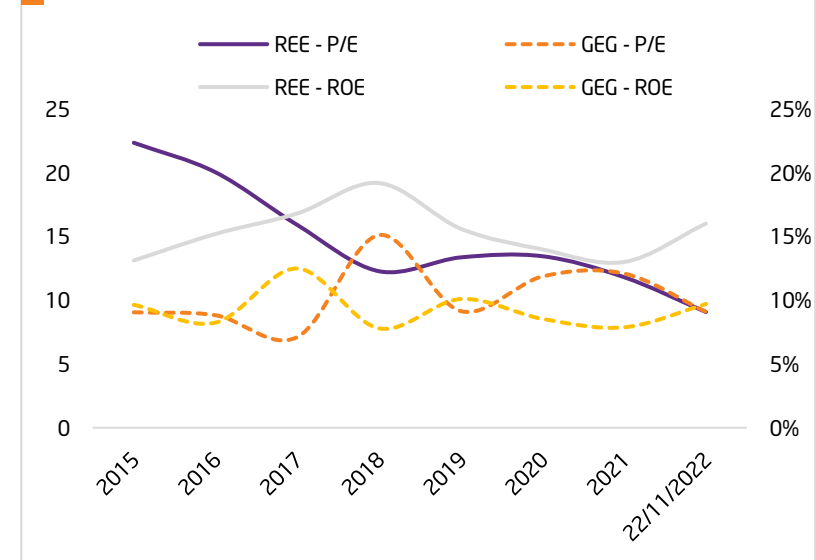
Định giá và hiệu quả của nhóm thủy điện



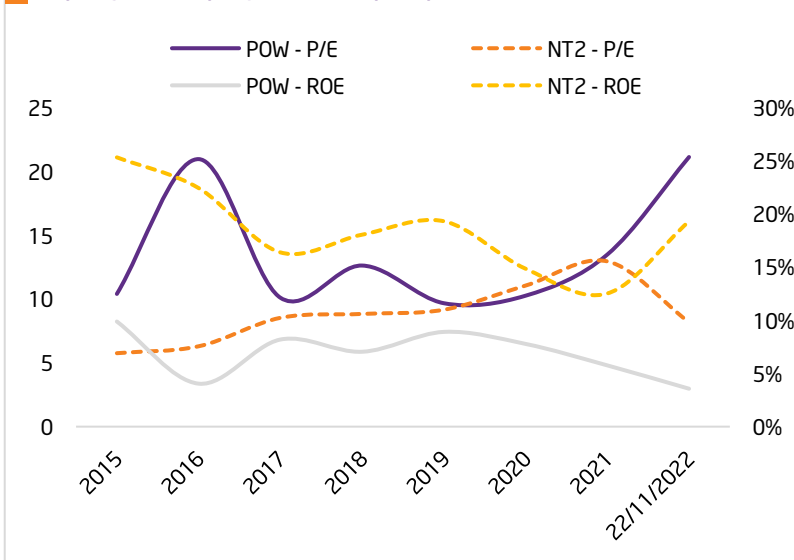
Định giá và hiệu quả của nhóm thủy điện



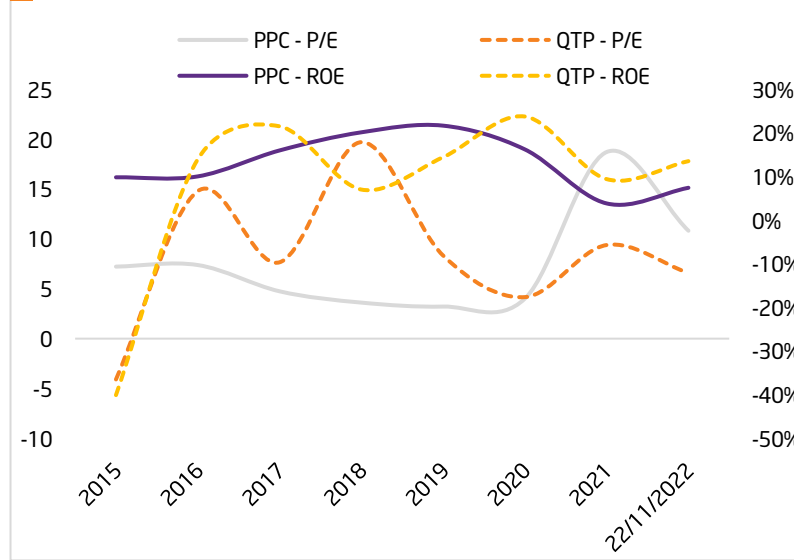
Định giá và hiệu quả của nhóm điện tái tạo



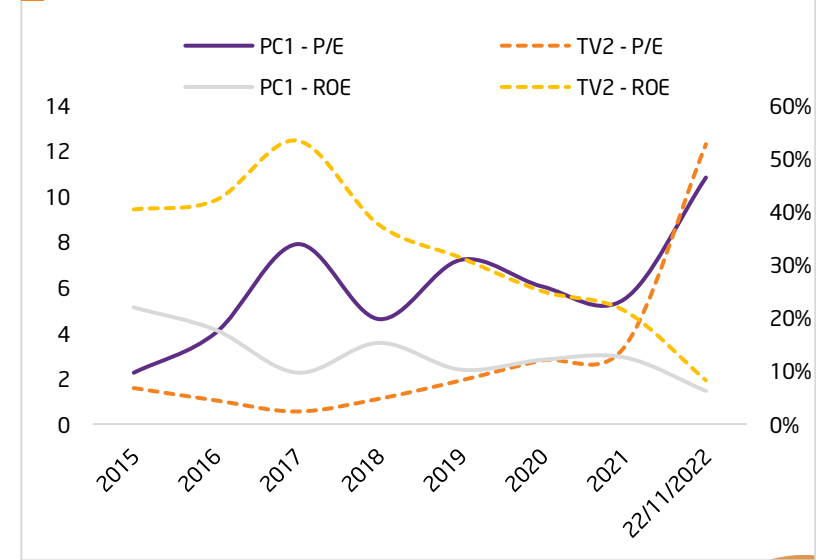
Định giá và hiệu quả của nhiệt điện khí



Định giá và hiệu quả của nhóm nhiệt điện than



Định giá và hiệu quả của nhóm tư vấn và xây lắp điện



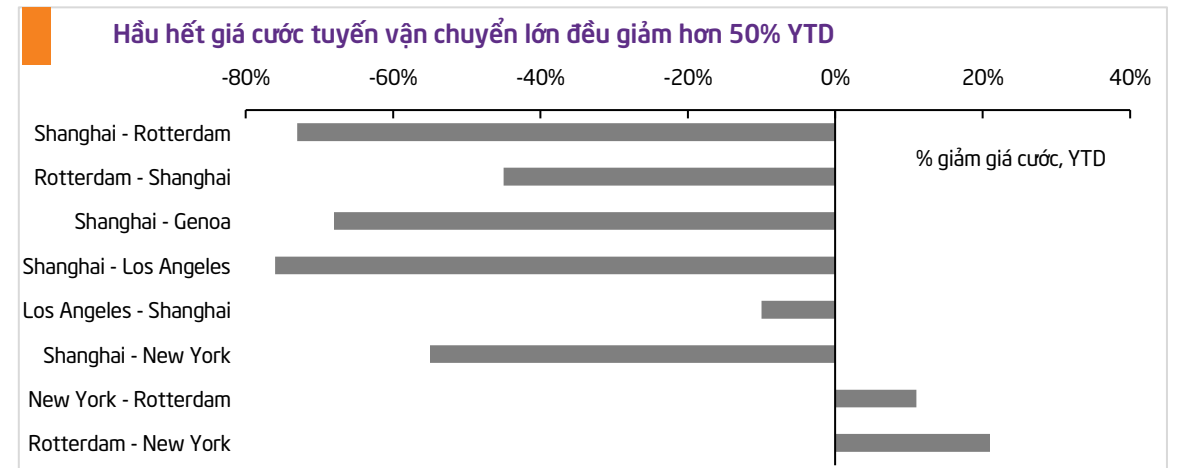
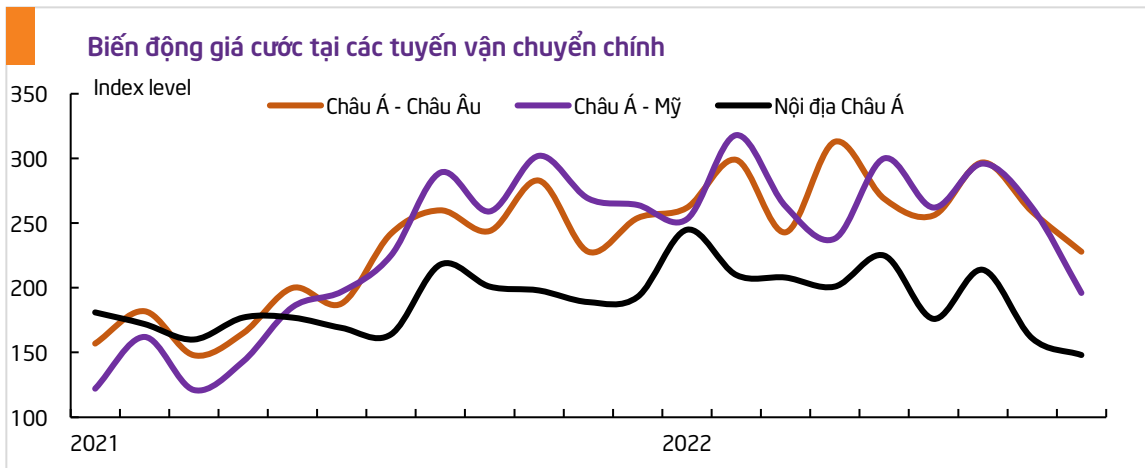
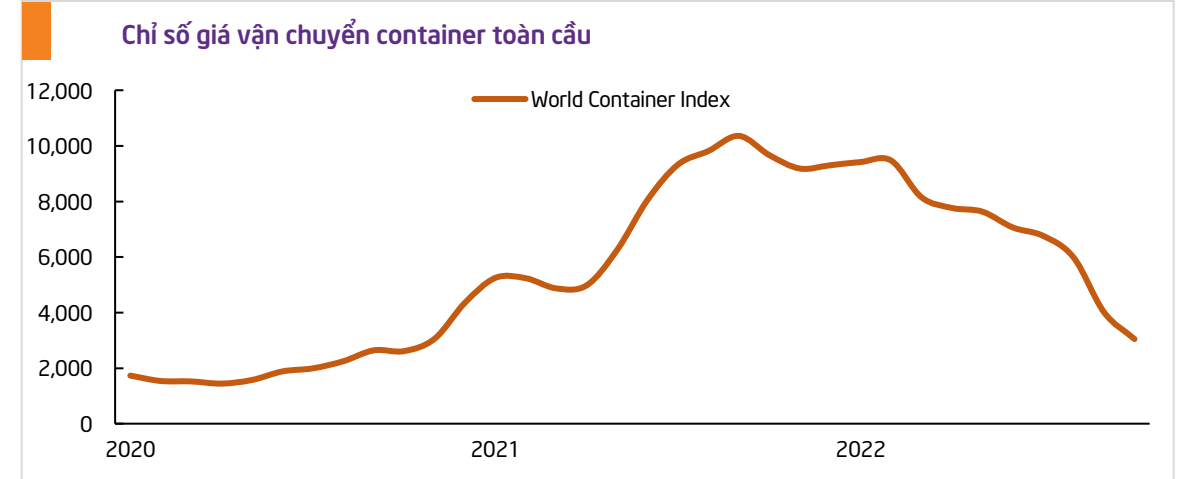
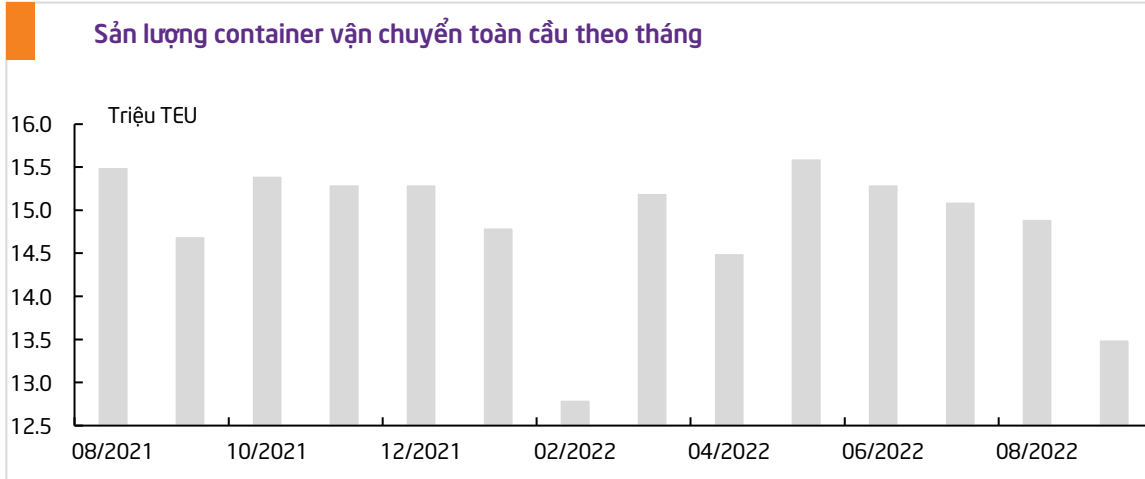
NGÀNH CẢNG VÀ VẬN TẢI BIỂN:

Thích ứng với rủi ro tăng trưởng chậm lại của thương mại toàn cầu



I. Cập nhật giá cước vận tải

Giá cước tại thị trường thế giới tiếp tục giảm sâu, đánh dấu 11 tháng giảm liên tiếp kể từ mức đỉnh vào tháng 11/2021. Theo dõi các tuyến hoạt động chính, có sự phân hóa trong biến động giá cước với mức giảm nhiều tại các tuyến đến Mỹ và Châu Âu trong khi khu vực nội địa Châu Á có mức giảm ít hơn.

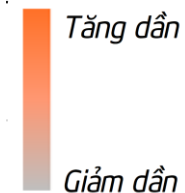


II. Đánh giá lại các nguyên nhân thúc đẩy giá cước trong đại dịch

Các động lực tăng giá cước	2019	2020	2021	2022	Q3/22	Diễn biến
① Giá hàng hóa tăng mạnh tạo nhu cầu tích trữ/phòng hộ cho hoạt động sản xuất	Giảm dần	Tăng dần	Tăng dần	Tăng dần	Tăng dần	Giá hàng hóa giảm mạnh kể từ tháng 4 trước lo ngại về suy thoái kinh tế, gây sức ép lên nhu cầu sản xuất và tiêu thụ
② Các thủ tục xét nghiệm và kiểm tra hải kéo dài thời gian xuất/nhập hàng	Giảm dần	Tăng dần	Tăng dần	Tăng dần	Giảm dần	Dịch bệnh đã được kiểm soát, một số quốc gia vẫn duy trì lệnh kiểm tra nghiêm ngặt như chính sách Zero-Covid của TQ
③ Tắc nghẽn chuỗi cung ứng gây hiệu ứng thiếu tàu và container	Giảm dần	Tăng dần	Tăng dần	Tăng dần	Giảm dần	Tình trạng tắc nghẽn chuỗi cung ứng đã suy giảm khi dịch bệnh được kiểm soát và nhu cầu vận tải biển giảm mạnh
④ Chiến tranh Nga - Ukraine				Tăng dần	Tăng dần	Giá hàng hóa giảm trên diện rộng khi thị trường thích ứng với sự thay đổi nguồn cung và nhà cung cấp

Nguồn: World Bank

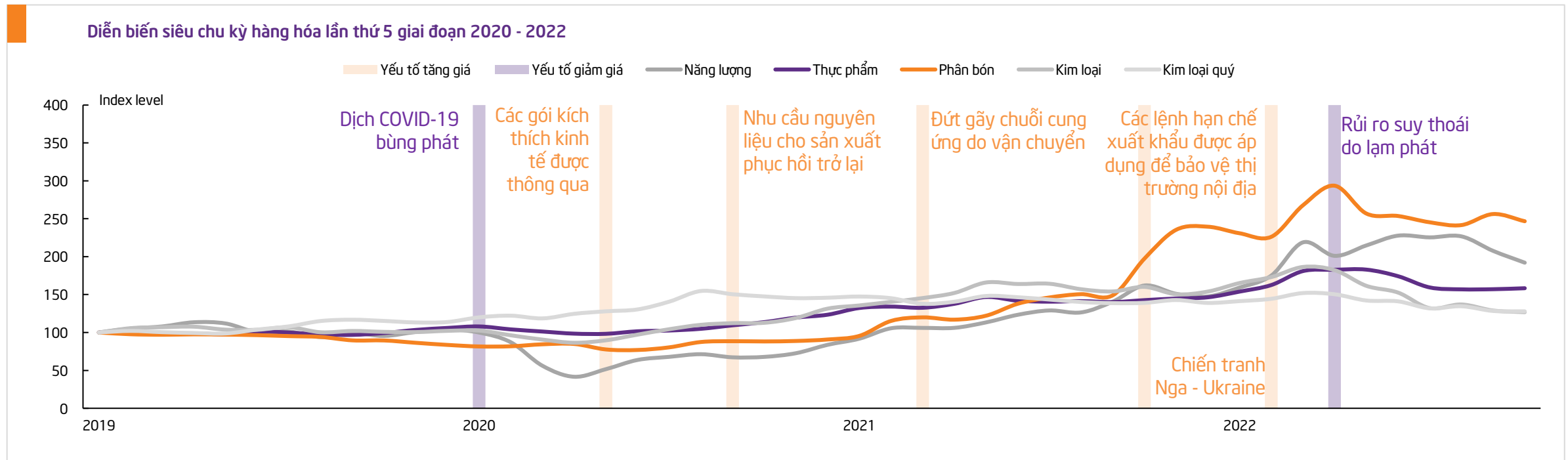
Mức độ trọng yếu



II. Đánh giá lại các nguyên nhân thúc đẩy giá cước trong đại dịch

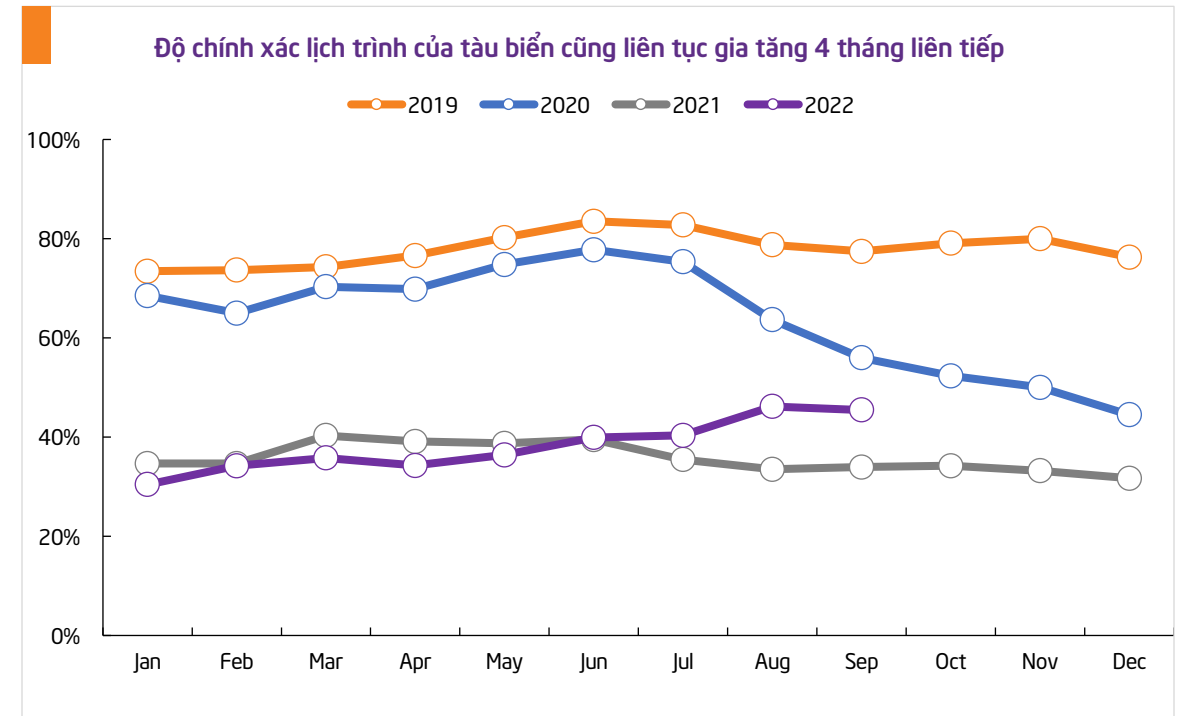
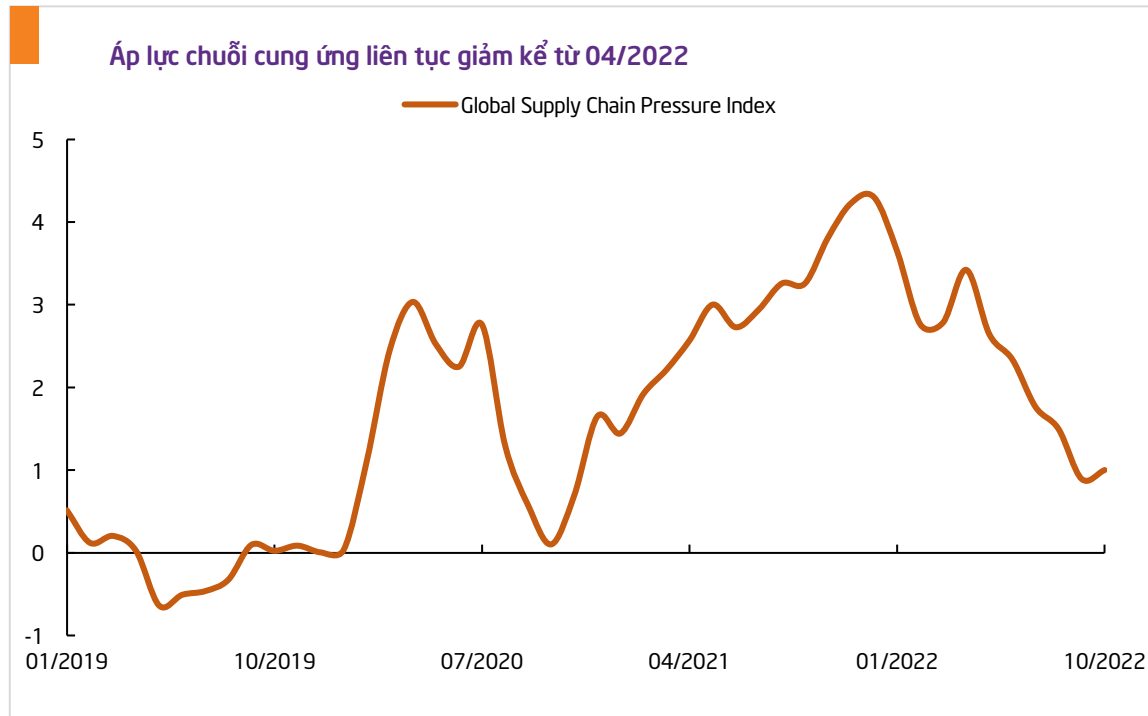
① Siêu chu kỳ hàng hóa có thể kết thúc sớm hơn dự kiến trước lo ngại lạm phát

- Siêu chu kỳ hàng hóa bắt đầu vào 04/2020 khi các ngân hàng trung ương thế giới công bố các gói kích thích kinh tế, qua đó thúc đẩy tiêu dùng và nhu cầu cho nguyên liệu sản xuất gia tăng mạnh. Các diễn biến tiếp theo như dịch bệnh được kiểm soát và đứt gãy chuỗi cung ứng đã tạo ra môi trường thuận lợi cho giá cả hàng hóa biến động mạnh, kéo theo nhu cầu vận chuyển để tích trữ, phòng hộ nguyên liệu thô trước đà tăng giá.
- Tuy vậy, gián đoạn nguồn cung và vận chuyển không phải là động lực tăng giá bền vững. So sánh với giai đoạn 2002 – 2008, siêu chu kỳ hàng hóa đi kèm với thời kỳ mở rộng kinh tế bởi các nước đang phát triển như Brazil, Nga, Ấn Độ và Trung Quốc. Trung Quốc dẫn đầu về sản lượng nhập khẩu nguyên liệu trong giai đoạn này nhằm phục vụ cho quá trình công nghiệp hóa.
- Với việc nền kinh tế thế giới đang đối mặt với lạm phát đình trệ, tăng trưởng chậm lại, hoạt động sản xuất tiêu dùng giảm và gián đoạn chuỗi cung ứng được kiểm soát, giá cả hàng hóa bắt đầu tạo đỉnh từ 04/2022 và đi vào xu hướng giảm giá mạnh. Nhu cầu vận chuyển qua đó cũng bình thường hóa về giai đoạn trước dịch kéo theo giá cước giảm mạnh.



② Giá đoạn chuỗi cung ứng phần nào đã được giải quyết khi hoạt động vận tải bình thường hóa trở lại sau dịch bệnh

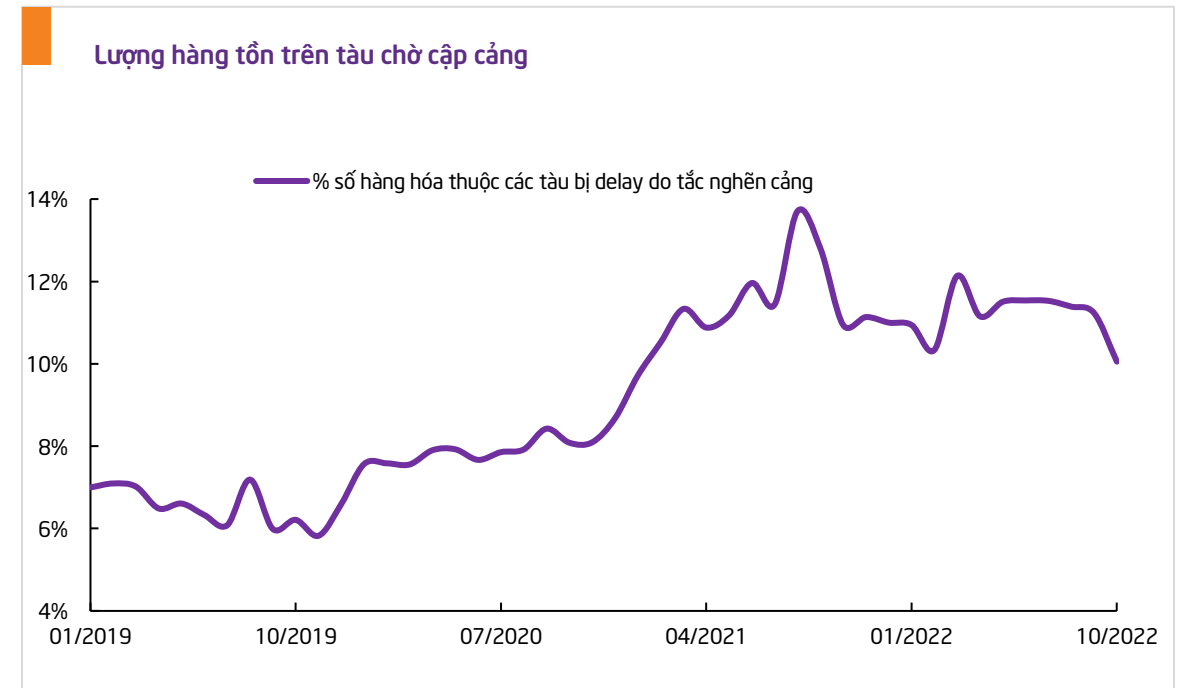
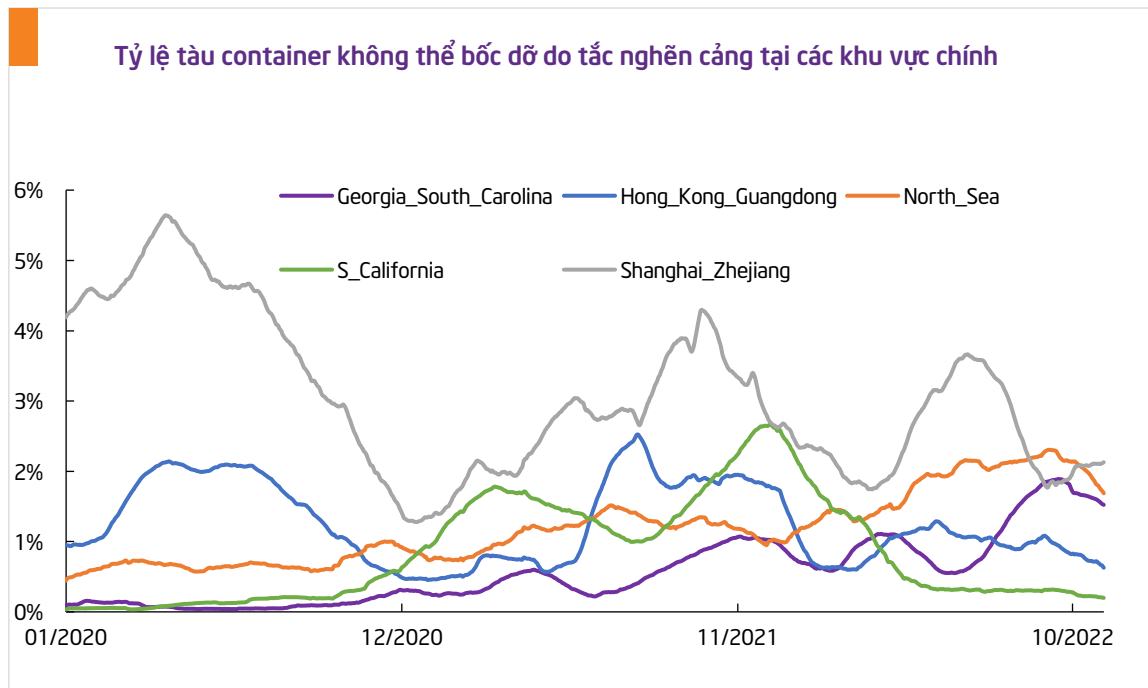
- Chỉ số áp lực chuỗi cung ứng toàn cầu đạt 1.0 điểm vào tháng 10/2022, tăng nhẹ so với tháng trước nhưng giảm mạnh so với thời điểm đầu năm. Trong năm nay, giá đoạn chuỗi cung ứng diễn ra mạnh nhất vào tháng 4 khi dịch COVID-19 tái bùng phát tại Trung Quốc và căng thẳng liên quan đến chiến tranh Nga – Ukraine. Tuy vậy, áp lực liên tục giảm bớt vào các tháng sau khi các lệnh hạn chế tại Trung Quốc được nới lỏng.
- Độ chính xác lịch trình của tàu vận tải biển trong năm 2022 liên tục gia tăng so với cùng kỳ, báo hiệu sự phục hồi ngành vận tải về mức bình thường mới. Dữ liệu thống kê của Sea Intelligence cho thấy độ chính xác lịch trình liên tục gia tăng trong 4 tháng liên tiếp, đạt 45.5% nhưng vẫn thấp hơn trung bình năm 2019.



② Giai đoạn chuỗi cung ứng phần nào đã được giải quyết khi hoạt động vận tải bình thường hóa trở lại sau dịch bệnh

- Trong đại dịch, tắc nghẽn cảng gia tăng mạnh khi các nước áp dụng các biện pháp khử khuẩn và quy trình cách ly hàng hóa. Việc tàu phải mất nhiều thời gian chờ đợi xuất nhập hàng tại các cảng gây ra tình trạng thiếu hụt lượng lớn nguồn cung tàu trong bối cảnh nhu cầu vận chuyển gia tăng.
- Với việc dịch bệnh đã gần như được kiểm soát, các thủ tục kiểm tra và hải quan đã được giảm tải trong nửa sau năm 2022. Số liệu cho thấy số lượng các tàu bị hao hụt do tắc nghẽn cảng giảm tại các trung tâm vận tải lớn. Tính đến cuối tháng 10/2022, tỷ lệ hàng hóa tồn đọng do tắc nghẽn cảng chỉ 10%.

=> Việc giảm tắc nghẽn vận tải biển dự kiến sẽ giúp gia tăng nguồn cung tàu và vỏ container so với giai đoạn chuỗi cung ứng bị gián đoạn trong 2020 và 2021.

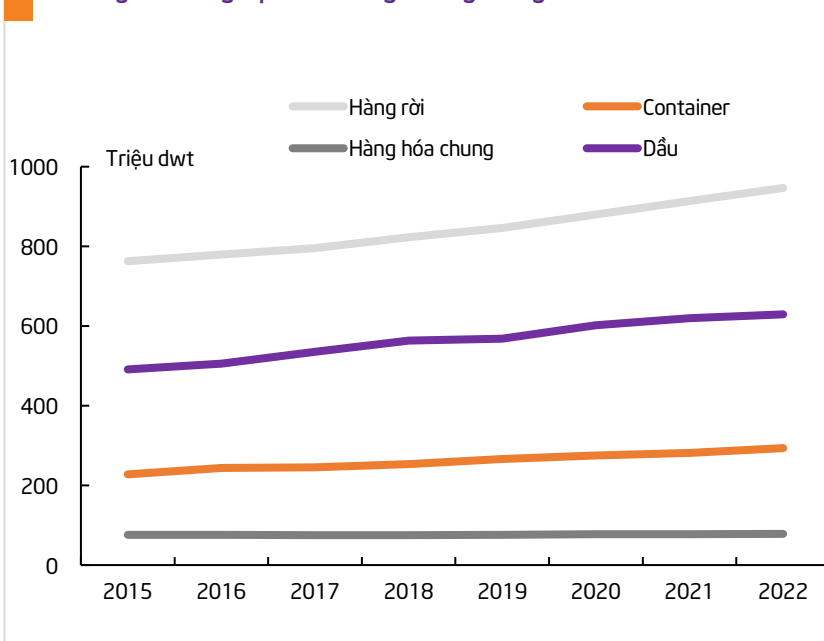


II. Đánh giá lại các nguyên nhân thúc đẩy giá cước trong đại dịch

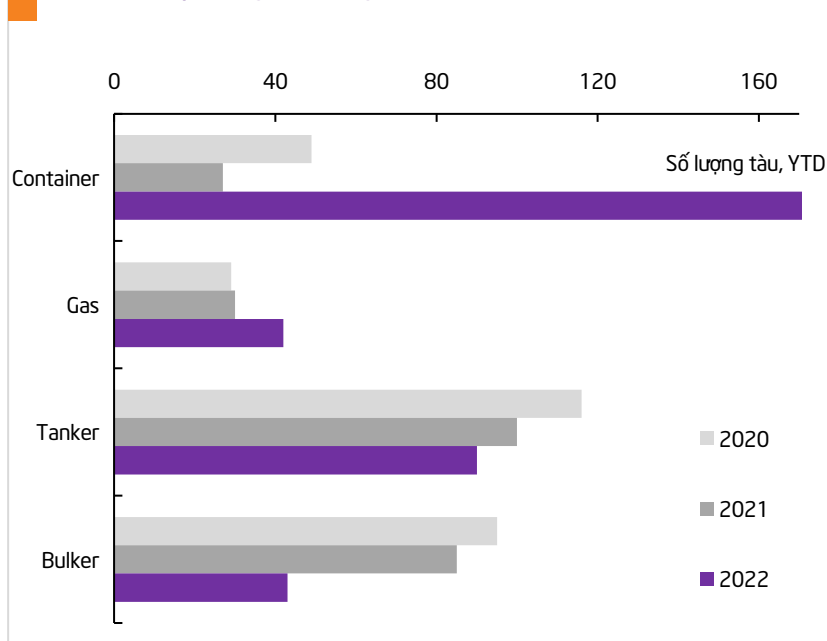
③ Số lượng tàu biển và container gia tăng mạnh, ngành vận tải đối mặt với vấn đề dư thừa nguồn cung

- Bên cạnh gia tăng số lượng tàu từ việc giảm tắc nghẽn, nguồn cung vận tải biển trong 2022 cũng ghi nhận sự cải thiện năng lực chuyên chở khi các tàu đóng mới được đưa vào hoạt động. Số lượng tàu gia tăng ở tất cả các nhóm hàng hóa như hàng rời, container và nhóm dầu khí. Tuy giá cước liên tục giảm mạnh kể từ tháng 4, số lượng đơn đặt hàng tàu mới trong năm 2022 vẫn tăng mạnh so với cùng kỳ, đặc biệt ở nhóm vận chuyển container. Việc nhu cầu giảm nhanh trong bối cảnh nguồn cung mới được bổ sung đã gây ra sự mất cân bằng thị trường vận tải và tạo áp lực lên giá cước.
- Tại Mỹ và Châu Âu, tình trạng dư thừa nguồn cung vỏ containers cũng xuất hiện khi các kho chứa tại các cảng đều thông báo hết chỗ. Chỉ số Drewry WCI - chỉ báo giá thuê container hiện chỉ còn US\$2,700/ft40, giảm hơn 70% so với vùng đỉnh vào tháng 9 năm ngoái.

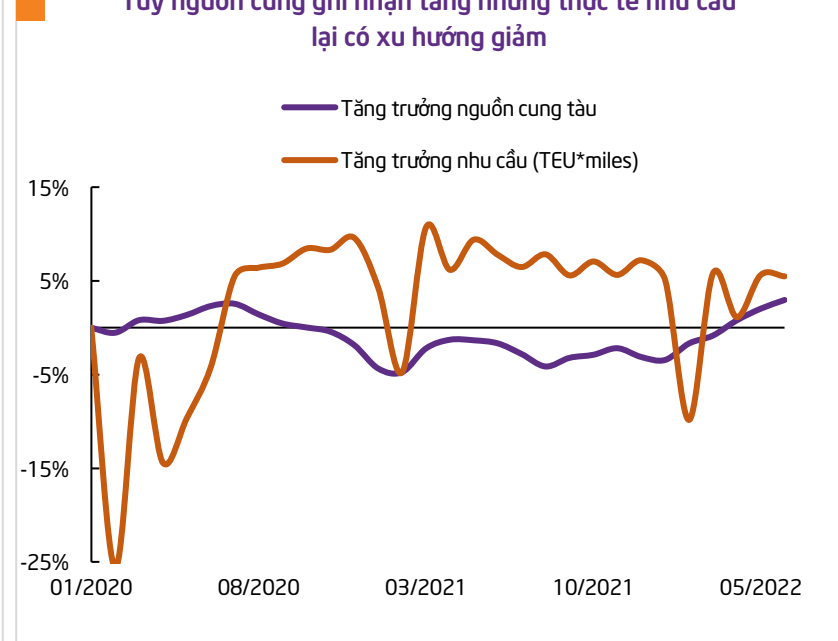
Nguồn vận tải biển gia tăng trong 2022



Đơn đặt hàng tàu đóng mới



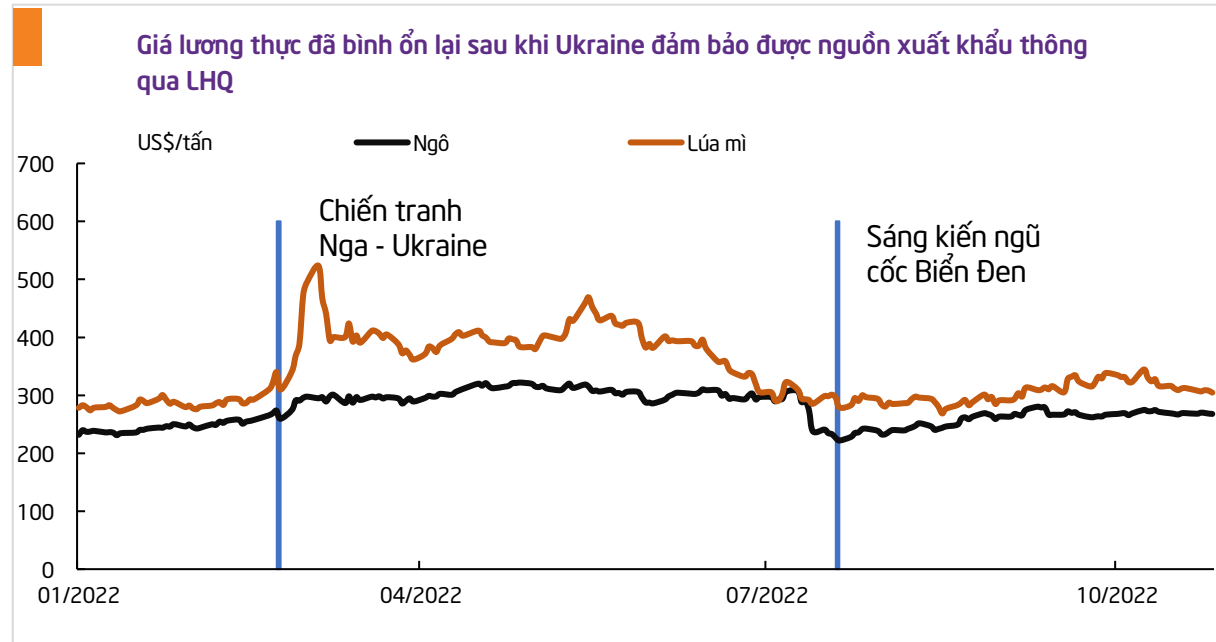
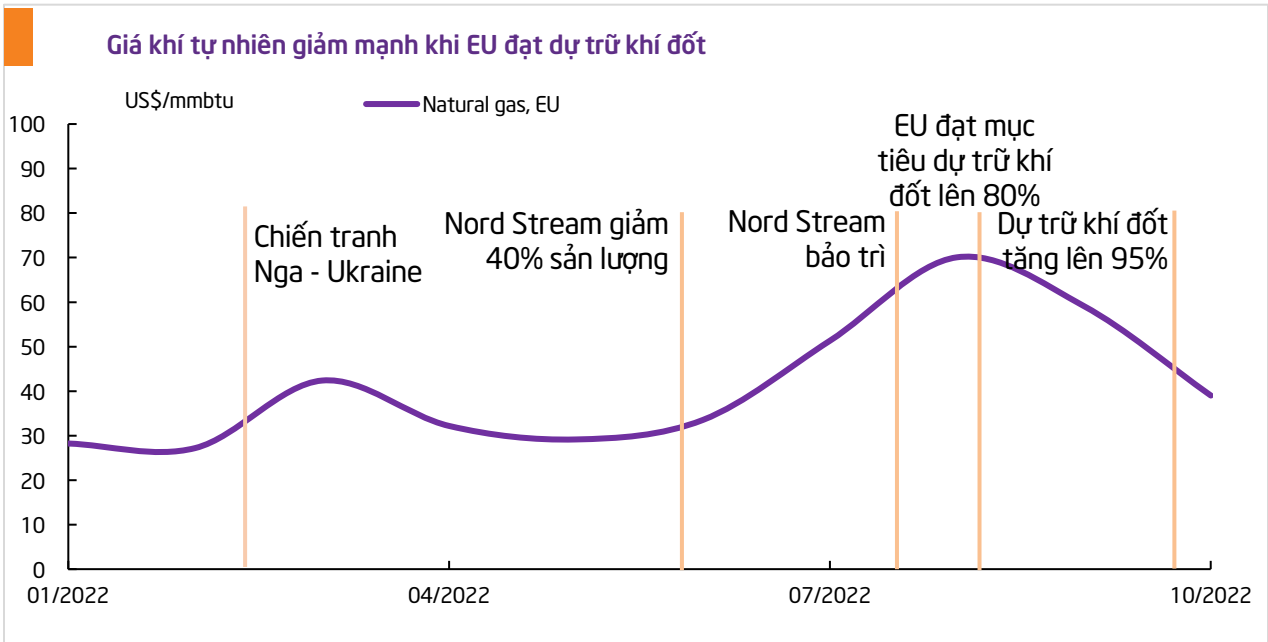
Tuy nguồn cung ghi nhận tăng nhưng thực tế nhu cầu lại có xu hướng giảm



II. Đánh giá lại các nguyên nhân thúc đẩy giá cước trong đại dịch

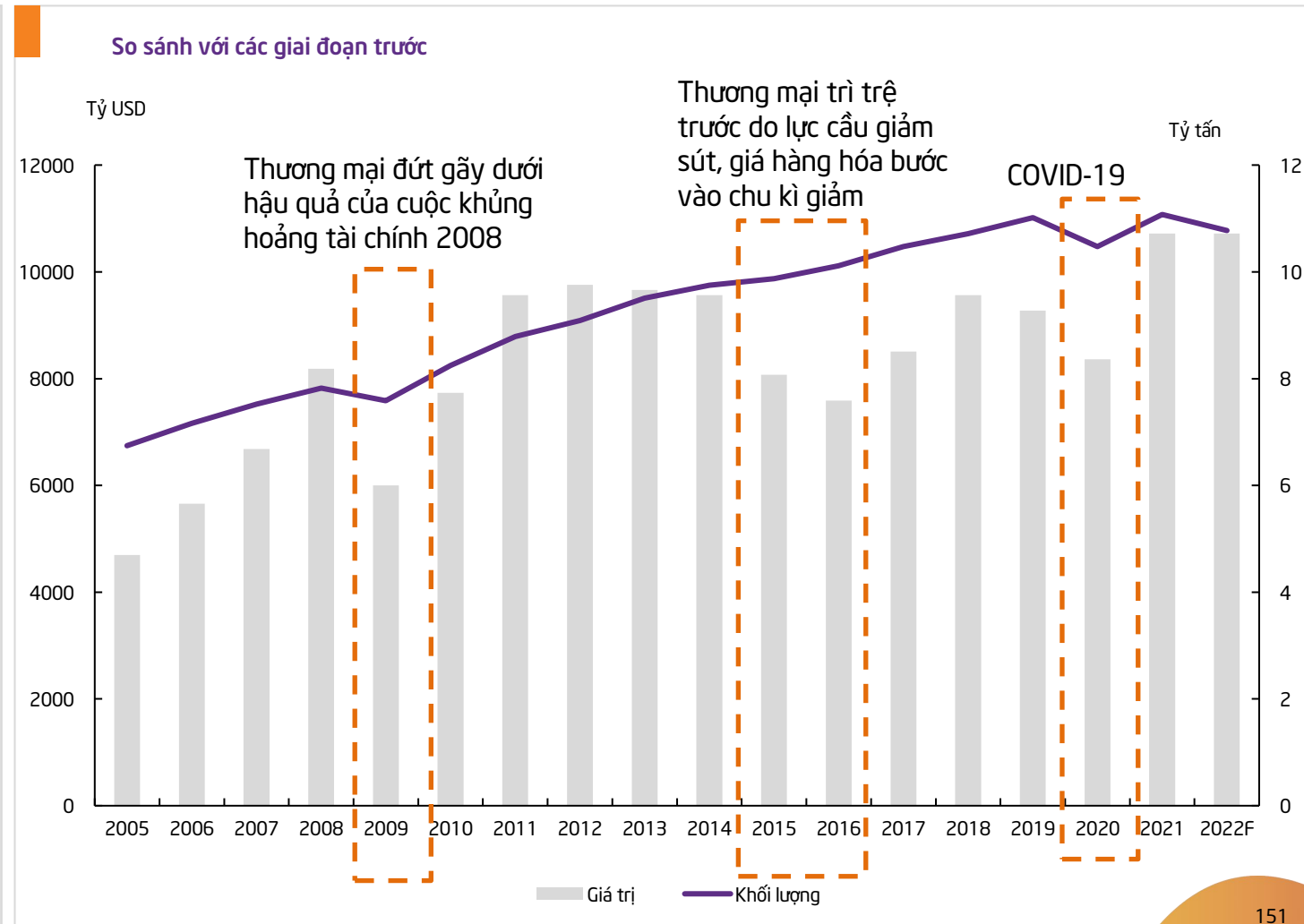
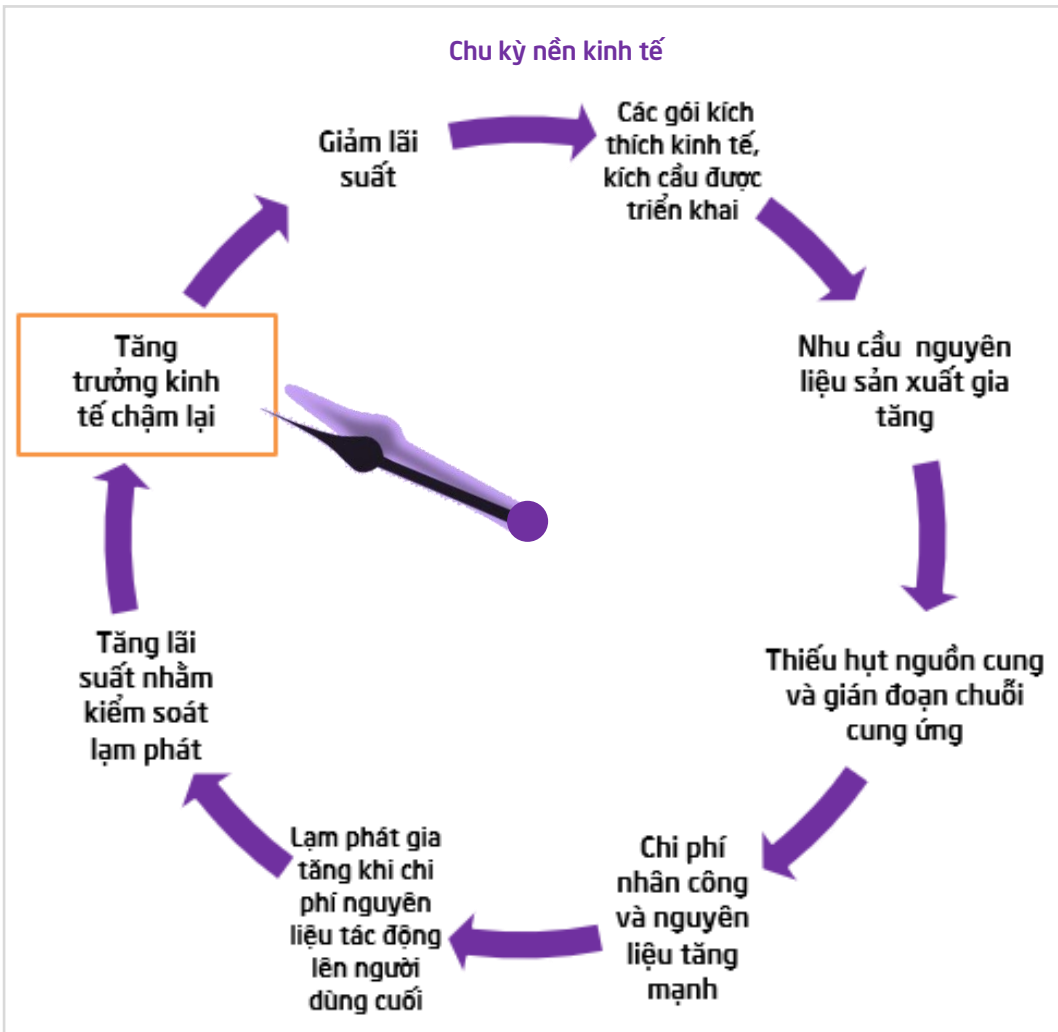
4. Đà tăng giá hàng hóa thúc đẩy từ chiến tranh Nga – Ukraine hạ nhiệt khi các nước tìm được nguồn cung ứng thay thế

- Cuộc chiến giữa Nga và Ukraine từ tháng 2 đã gây ra cú sốc lớn đối với thị trường hàng hóa và kéo theo đà tăng giá phi mã các nhóm hàng hóa xuất khẩu chính của Nga, Ukraine. Những đợt tăng giá này xuất phát chính việc thị trường hạn chế nguồn cung và gián đoạn chuỗi cung ứng.
- Để đối mặt với rủi ro việc nguồn cung từ Ukraine bị gián đoạn kéo dài và gia tăng các biện pháp trừng phạt đối với hàng nhập khẩu từ Nga, các nước EU đã tăng cường tìm kiếm các nguồn cung thay thế như nhập khẩu khí LNG từ Mỹ, Trung Quốc và đầu tư vào các dự án dẫn khí đốt từ các nước Châu Phi. Sau khi tương đối đạt mục tiêu dự trữ khí đốt hơn 79.4% công suất vào 27/08, giá khí đốt có xu hướng giảm mạnh. Giá khí đốt tiếp tục giảm xuống mức USD39.2/mmbtu vào cuối tháng 10 bất kể nguồn cung từ Nga bị gián đoạn do sự cố phá hoại đường ống Nord Stream vào đầu tháng 8.
- Về nhóm hàng hóa liên quan đến lương thực, trong nỗ lực hỗ trợ Ukraine xuất khẩu trong bối cảnh chiến tranh cũng như bình ổn nguồn cung và giá ngũ cốc, Liên Hợp Quốc đã ký thỏa thuận ‘Sáng kiến Ngũ cốc Biển Đen’ (Black Sea Grain Initiative) với Nga, Thổ Nhĩ Kỳ và Ukraine để đứng ra làm trung gian nhận xuất khẩu lương thực của Ukraine. Thỏa thuận sau khi được thực hiện đã hỗ trợ bình ổn giá ngũ cốc sau đó. Thỏa thuận dự kiến sẽ hết hạn vào 19/11 và các quốc gia cùng các tổ chức đang nỗ lực gia hạn thêm cho giai đoạn tiếp theo.



III. Giá cước và nhu cầu vận tải điều chỉnh theo diễn biến của chu kỳ kinh tế

Theo S&P Global ước tính, thương mại đường biển chiếm 72% tổng khối lượng vận chuyển của thế giới và 50% giá trị thương mại toàn cầu trong năm 2022. Với việc phụ thuộc chính từ triển vọng thương mại, ngành vận tải biển rất nhạy cảm với diễn biến vĩ mô và chu kỳ của nền kinh tế. Ở giai đoạn hiện tại, các NHTW đang có kế hoạch tiếp tục tăng lãi suất nhằm kiểm chế lạm phát. Việc chi phí vốn gia tăng trong bối cảnh cầu yếu do lạm phát gây ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất, kéo theo tăng trưởng kinh tế giảm tốc và cuối cùng tác động tiêu cực lên ngành vận tải biển. Diễn biến quá khứ trong giai đoạn 2008-2009, 2015-2016 cho thấy tác động của nền kinh tế tăng trưởng chậm đối với nhu cầu cho thương mại đường biển.

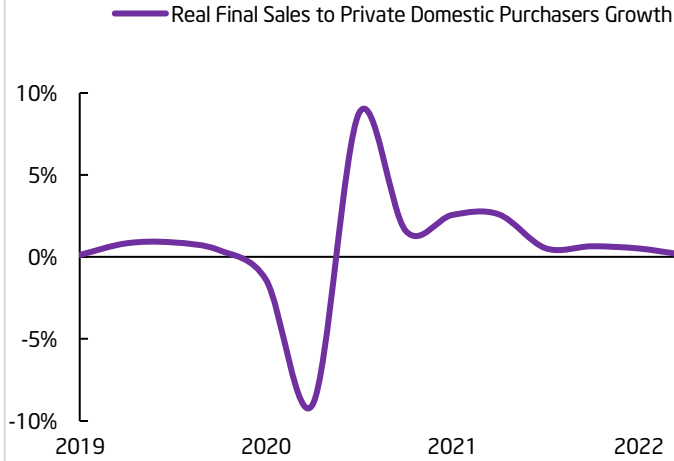


Nhu cầu vận tải giảm trước lo ngại tăng trưởng kinh tế chậm lại

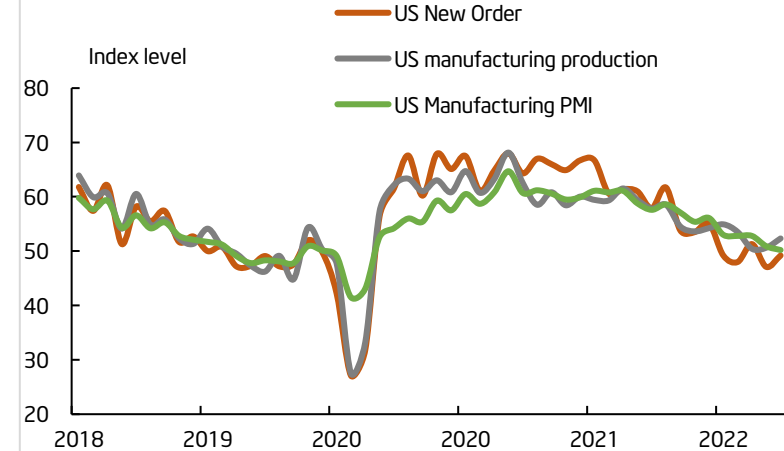
- Lạm phát và rủi ro suy thoái kinh tế gây sức ép lên hoạt động sản xuất và tiêu dùng tại các thị trường lớn như Mỹ và Châu Âu, ảnh hưởng đến hoạt động thu gom nguyên liệu và mở rộng sản xuất.
- Quan sát dữ liệu hàng tồn kho nhóm sản xuất và bán buôn cho thấy mức tồn kho đang đạt đỉnh lịch sử vào tháng 10 trong bối cảnh sức tiêu thụ suy yếu.
- Với việc giá cả hàng hóa giảm trong giai đoạn qua, các doanh nghiệp nắm giữ lượng hàng tồn đọng còn chịu rủi ro giảm giá.

=> Các ngành phụ trợ cho hoạt động xuất nhập khẩu như cho thuê kho bãi, khai thác cảng và vận tải trung chuyển chứng kiến nhu cầu suy giảm mạnh

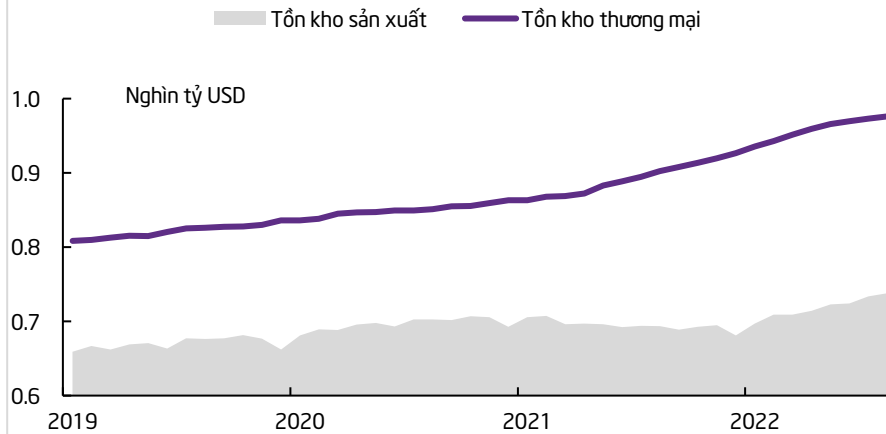
Tăng trưởng tiêu thụ tại Mỹ liên tục giảm trước sức ép từ lạm phát...



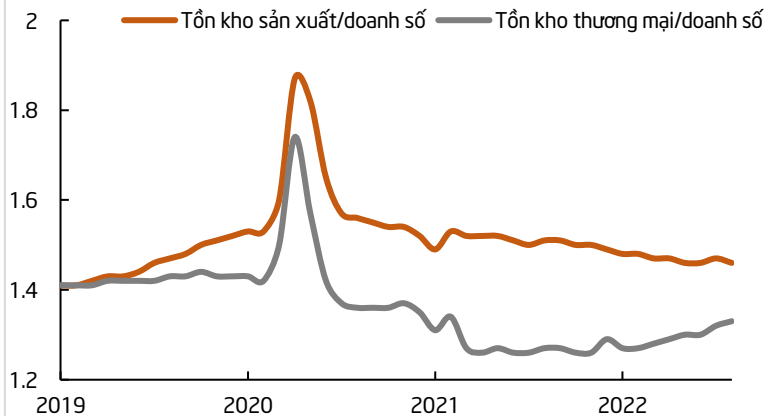
... Qua đó gây áp lực lên hoạt động sản xuất công nghiệp



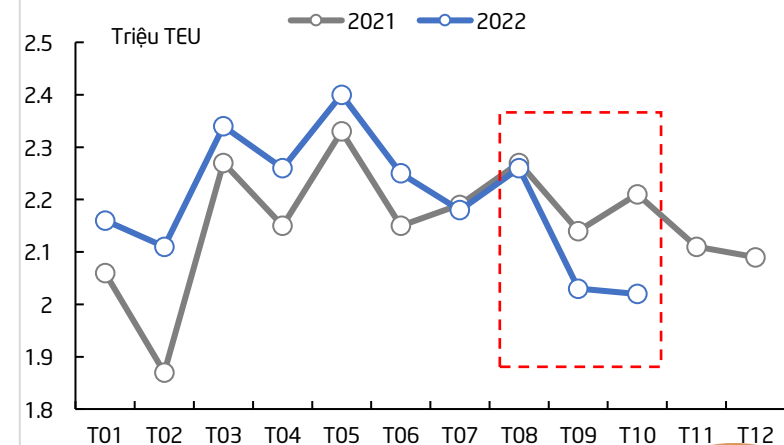
Hàng tồn kho của các doanh nghiệp Mỹ đang đạt giá trị cao nhất lịch sử...



... Nhưng tỷ lệ bán hàng có xu hướng giảm tốc nhanh

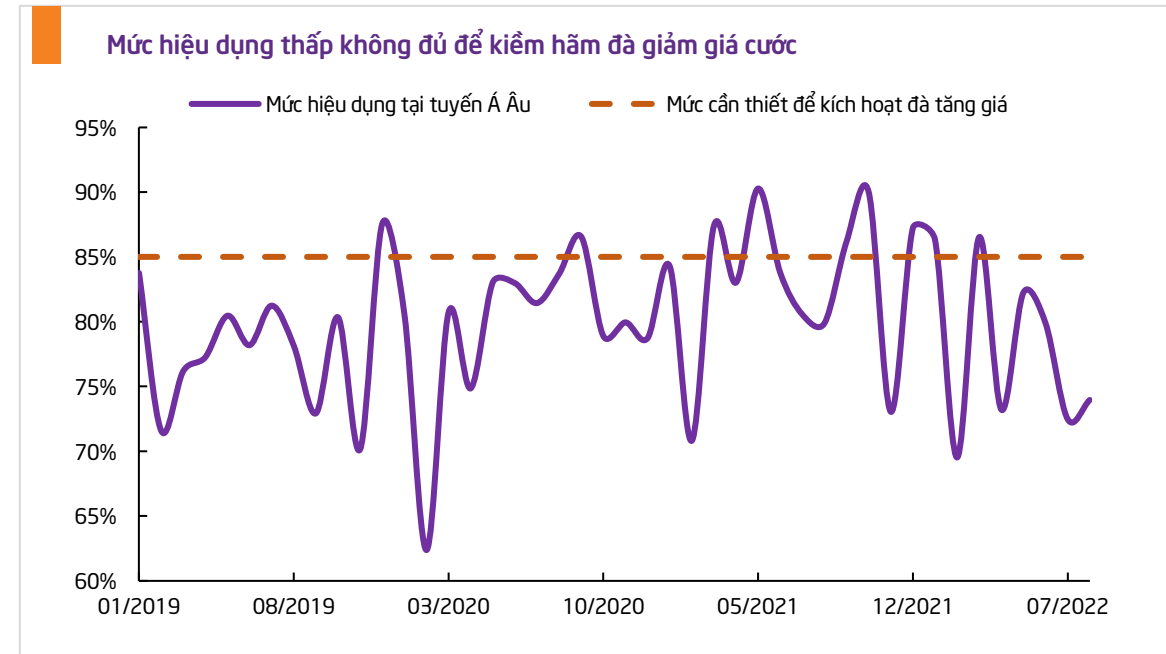
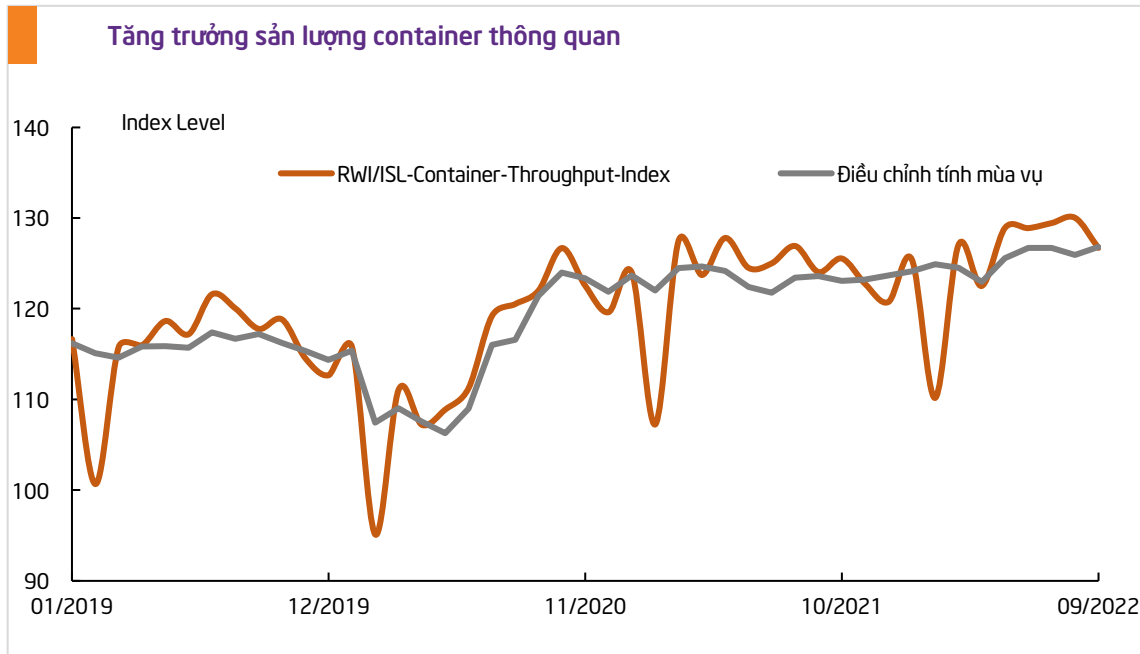


Khối lượng container hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ giảm vào mùa cao điểm



Yếu tố hỗ trợ giá cước suy yếu trong mùa cao điểm

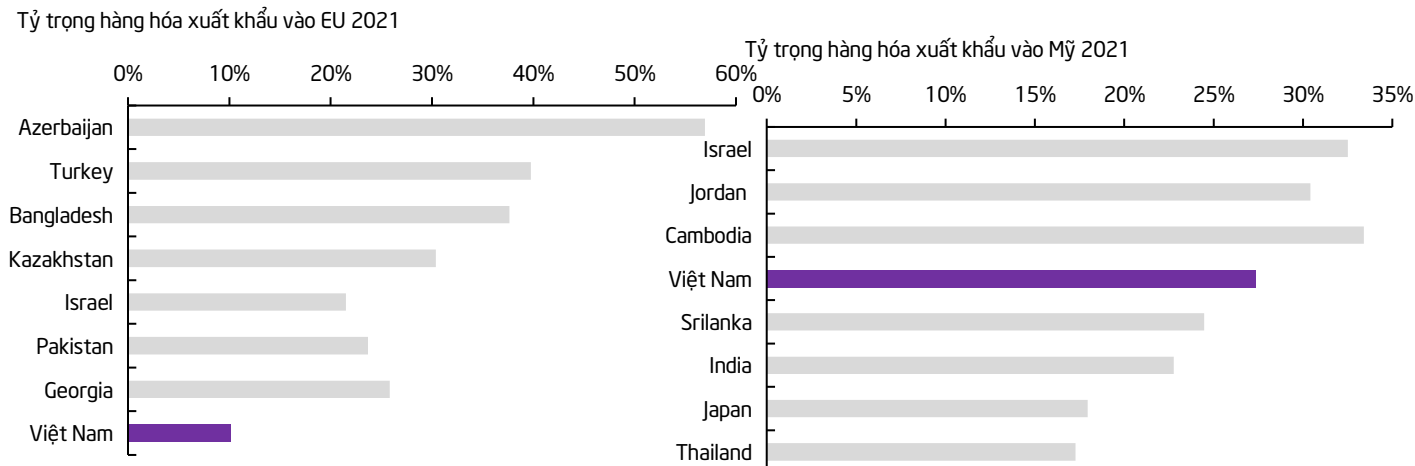
- Với sự bất cân xứng giữa nhu cầu vận tải và nguồn cung trong giai đoạn gần đây, mức hiệu dụng sử dụng tàu biển đang suy giảm nhanh dưới áp lực cạnh tranh. Để định lượng yếu tố duy trì giá cước, Sea Intelligence cho biết mức hiệu dụng (trên tổng nguồn cung) phải đạt mức nhất định như 92% - 93% đối với tuyến Thái Bình Dương, và 85% đối với tuyến Á-Âu là 85%. Với Hiệu suất sử dụng tàu tại tuyến Châu Á – Châu Âu chỉ đạt 74%, giá cước tàu tiếp tục đà giảm giá dưới sức ép từ việc dư cung và giảm cầu.
- Mặc dù chỉ số hàng hóa thông quan giảm mạnh vào tháng 9 nhưng vẫn đang ở mức cao so với giai đoạn 2019-2020. Chúng tôi cho rằng lượng hàng qua các cảng của Trung Quốc hồi phục sau khi dịch bệnh được kiểm soát vào Q3/22 đã hỗ trợ các khu vực giảm trong kì như Mỹ và EU. Tuy vậy, việc hàng hóa giảm trong mùa cao điểm (Q4) cho thấy thương mại hàng hóa tiếp tục xu hướng trì trệ.



III. Thị trường trong nước phân hóa mạnh so với môi trường vận tải chung của thế giới

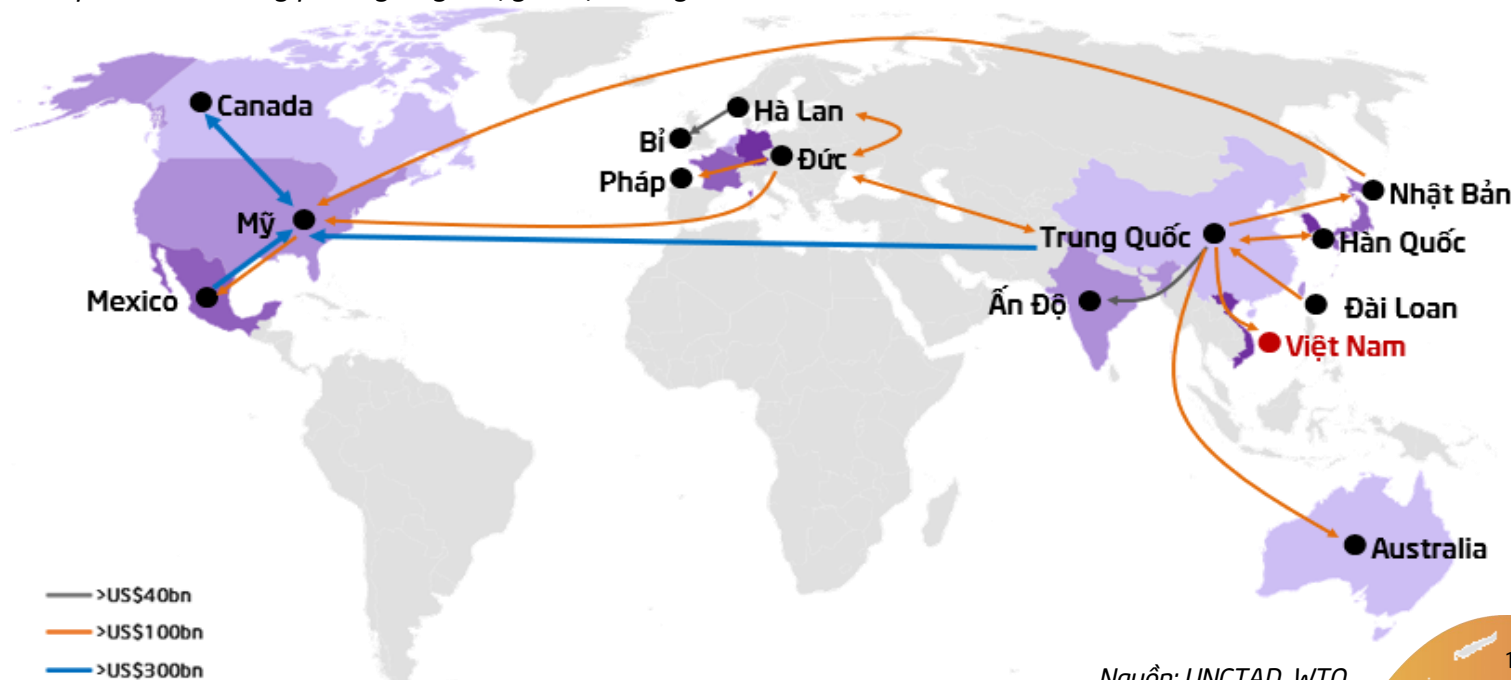
- Như trong những phân tích trước, các dấu hiệu tăng trưởng chậm lại của ngành vận tải biển toàn cầu diễn ra khá rõ nét như một sự tất yếu khi các yếu tố bất lợi của thị trường vĩ mô tác động đến sự suy giảm tổng cầu tiêu dùng ở các thị trường xuất khẩu chính và các hoạt động sản xuất, vận tải đi kèm. Tuy vậy, tại thị trường Việt Nam đang có sự phân hóa rõ rệt về điều kiện kinh doanh dựa trên các thế mạnh về địa lý, xã hội cũng như các mắt xích của các nhà sản xuất nội địa trong chuỗi cung ứng toàn cầu được thiết lập từ trước.
- Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng việc suy giảm tăng trưởng sẽ tác động chậm hơn đến ngành vận tải biển Việt Nam dựa trên: (1) Lợi thế về địa lý đối với khu vực Đông Nam Á và thị trường tiêu thụ lớn Trung Quốc sẽ hỗ trợ xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam. Tăng trưởng tiêu thụ từ Trung Quốc khi chính sách zero-COVID được nói lỏng sẽ hỗ trợ phần nào lượng xuất khẩu giảm tại thị trường Mỹ và EU; (2) Xuất khẩu Việt Nam được hỗ trợ nhờ tỷ trọng nhóm nông lâm thủy sản cao; (3) Việt Nam tập trung cao ở nhóm giữa và cuối chuỗi cung ứng (forward GVC) nên tác động từ tiêu dùng sẽ ít bị ảnh hưởng mạnh hơn các nhóm ở đầu (backward GVC); (4); Việt Nam không ghi nhận gia tăng số lượng tàu vận tải mới trong 2022 cũng là điểm sáng hỗ trợ giá cước nội địa ổn định hơn.

So sánh tác động của việc giảm tổng cầu tiêu dùng tại Mỹ và EU đối với các nước Châu Á



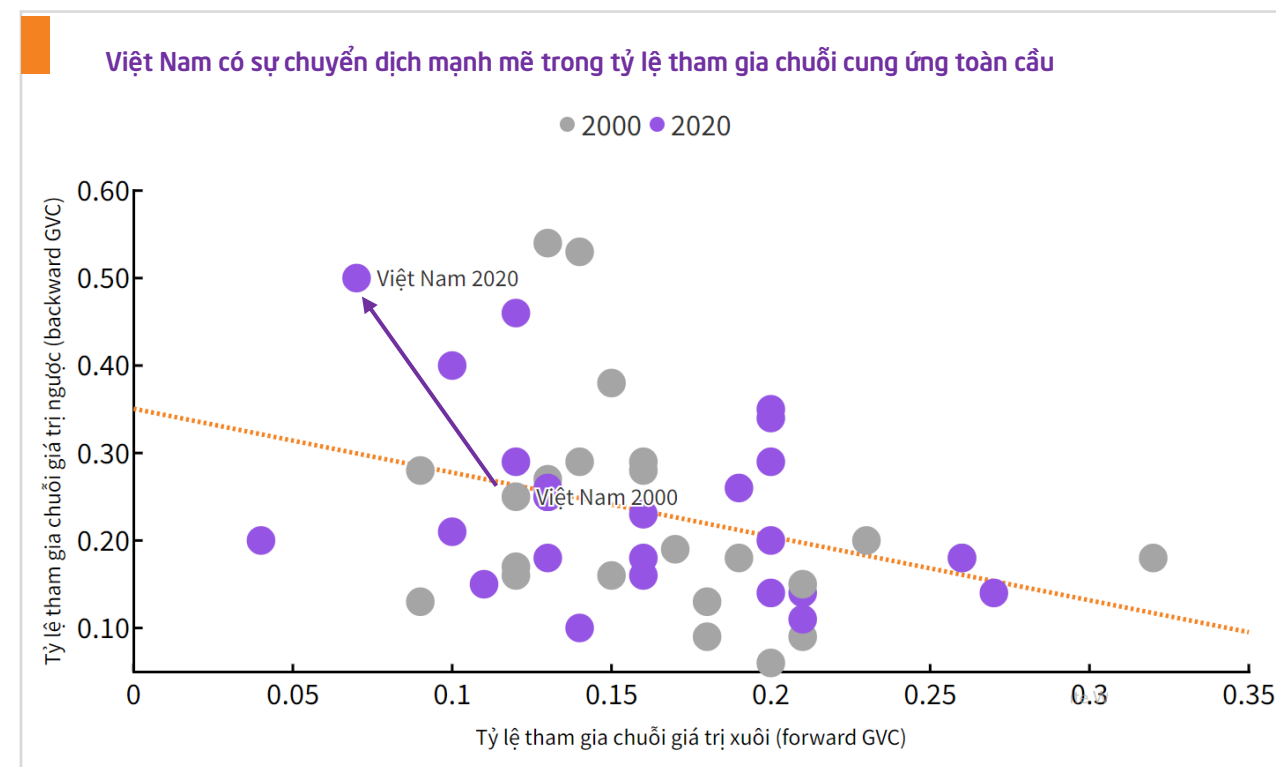
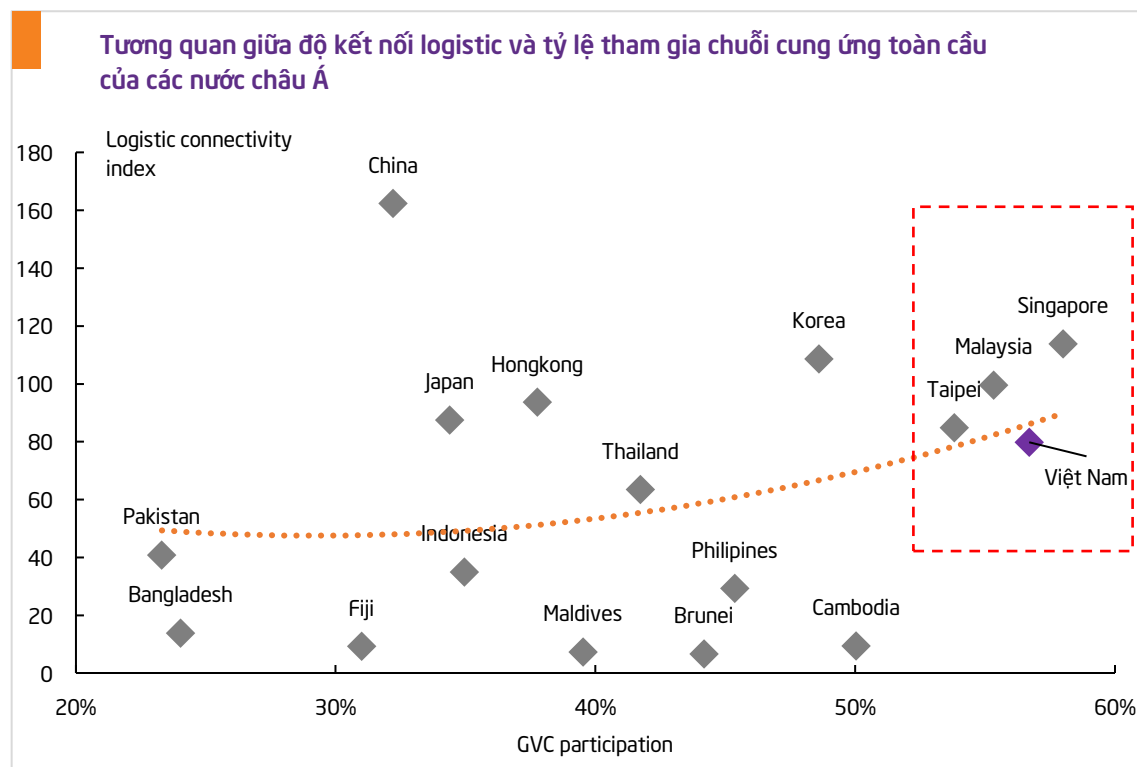
Lợi thế về địa lý của Việt Nam đối với thị trường lớn Trung Quốc sẽ duy trì nhu cầu vận tải

Top 20 đối tác song phương có giá trị giao dịch hàng hóa cao nhất 2021

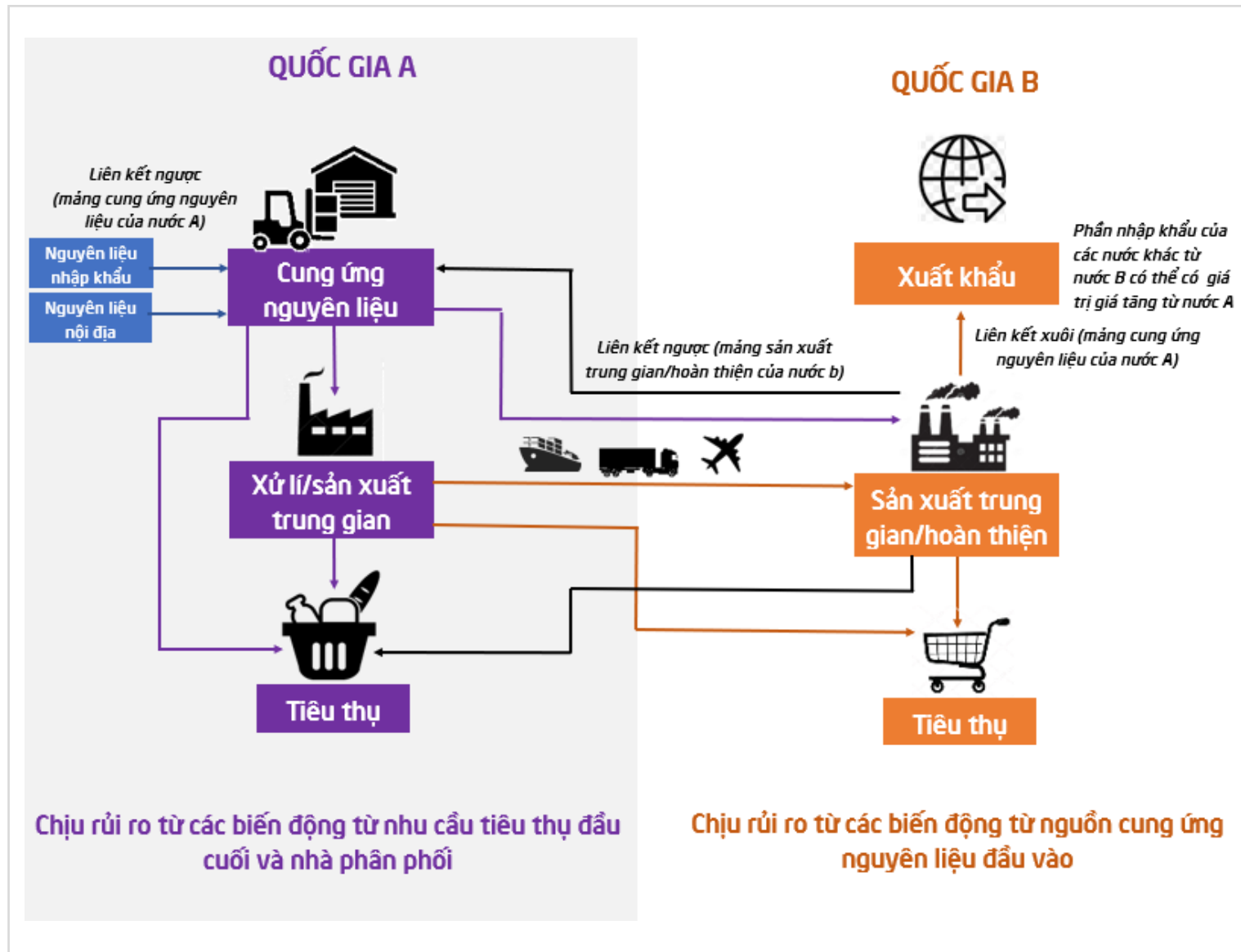


Với tỷ lệ tham gia chuỗi cung ứng ngược cao, Việt Nam ít bị ảnh hưởng bởi sự giảm tổng tiêu dùng

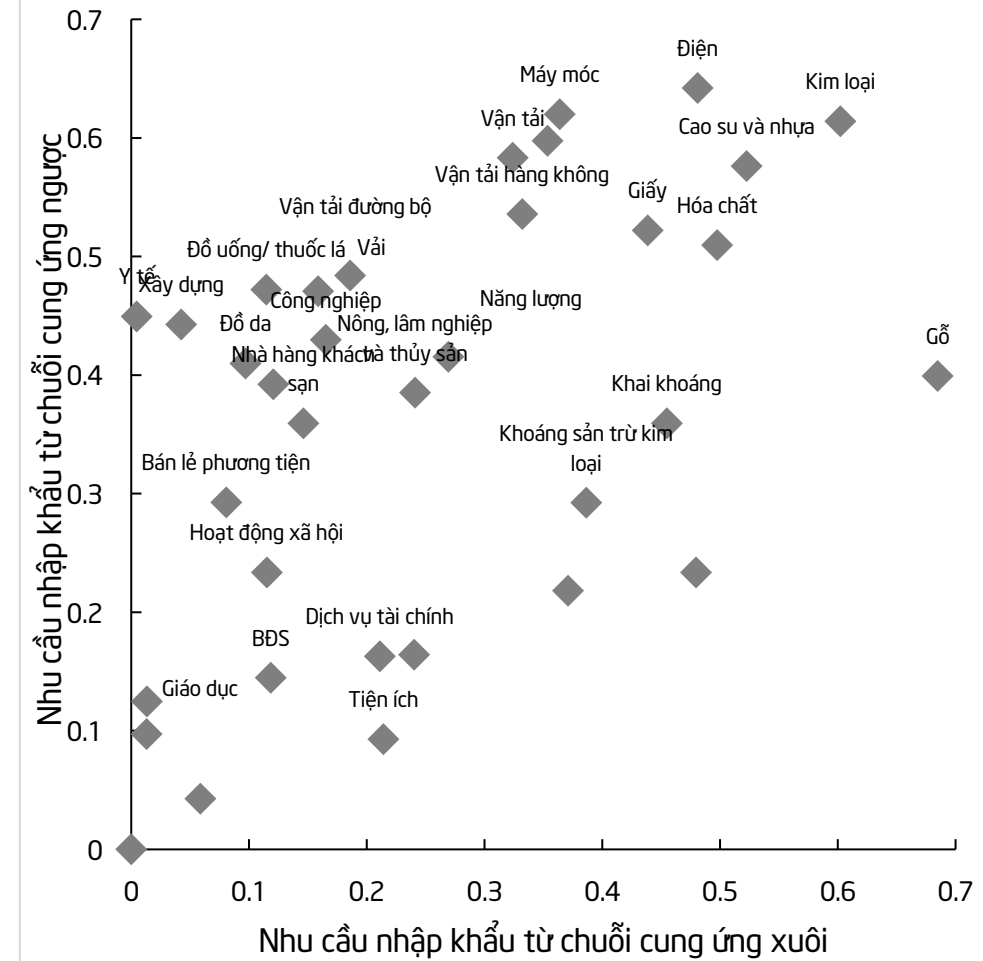
- Bên cạnh ưu thế về nguồn lực lao động, chi phí và cơ cấu kinh tế xã hội, vai trò của logistic cũng góp phần quan trọng trong việc hội nhập vào chuỗi giá trị toàn cầu (GVC). Biểu đồ bên dưới cho thấy các quốc gia Đông Nam Á có tỷ lệ tham gia vào GVC rất cao nhờ tính kết nối của cảng với các trung tâm logistic lớn trên thế giới.
- Bóc tách dữ liệu thương mại của Việt Nam, các sản phẩm GTGT của Việt Nam đóng góp từ nước ngoài chiếm tỷ lệ tương đối cao và hình thành những rủi ro khác nhau. Đối với chuỗi liên kết ngược, rủi ro đến nhiều hơn từ các cú shock nguồn cung ảnh hưởng đến các nhà cung cấp nguyên liệu và đơn vị sản xuất sản phẩm trung gian. Ngược lại, quốc gia có tỷ lệ tham gia vào chuỗi giá trị xuôi có nguy cơ trước các cú sốc về giảm nhu cầu đến từ các nhà phân phối và thị trường tiêu thụ nước ngoài (OECD, 2021). Việt Nam đã chuyển dịch mạnh từ tỷ lệ tham gia chuỗi giá trị xuôi sang chuỗi giá trị ngược, mức độ tác động từ việc suy giảm tiêu thụ sẽ nhẹ hơn đối với giao thương và vận tải.



Công suất sụt giảm tại thị trường thế giới, báo hiệu sự suy giảm nhu cầu trong mùa cao điểm

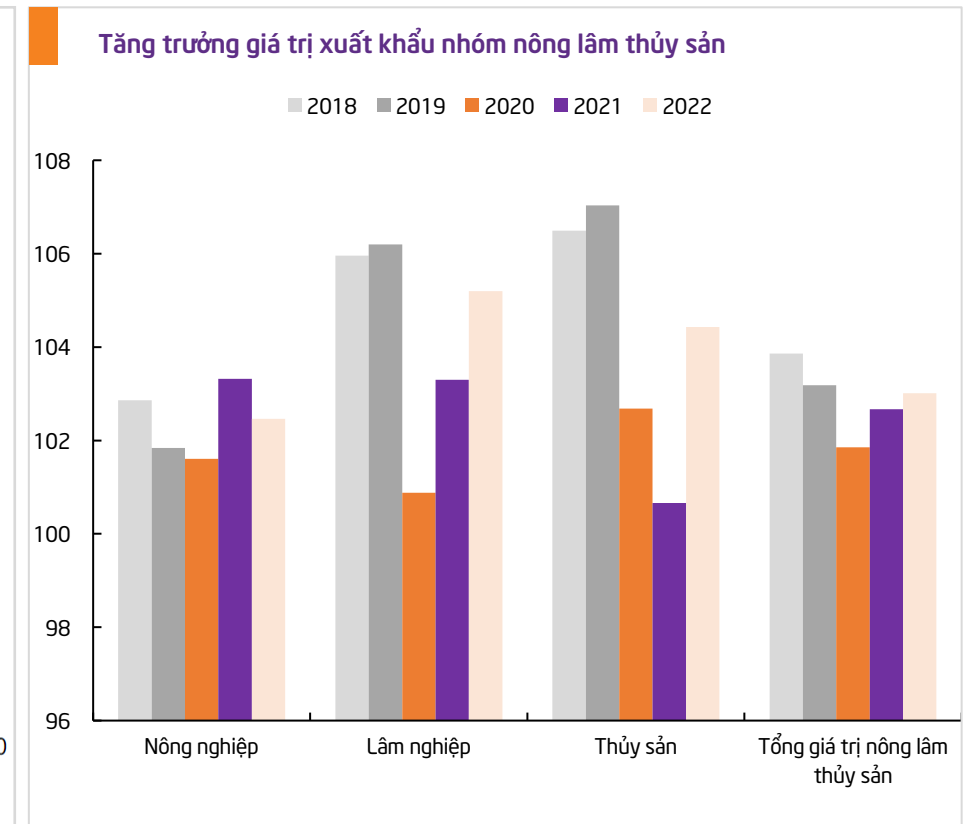
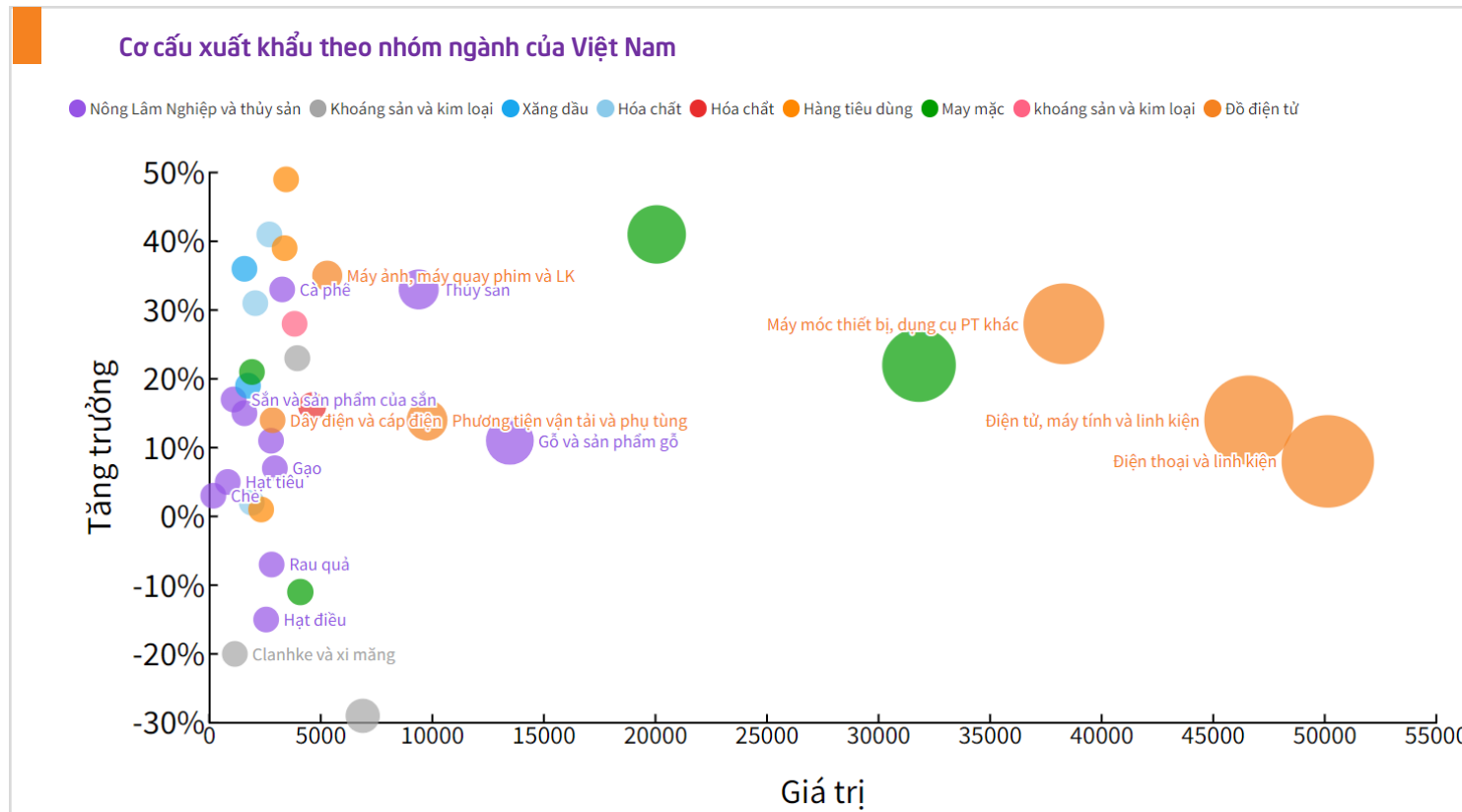


So sánh nhu cầu nhập khẩu của Việt Nam theo ngành và liên kết chuỗi cung ứng



Nhóm nông lâm thủy sản là trụ đỡ hỗ trợ giao thương Việt nam trong bối cảnh tiêu dùng suy yếu

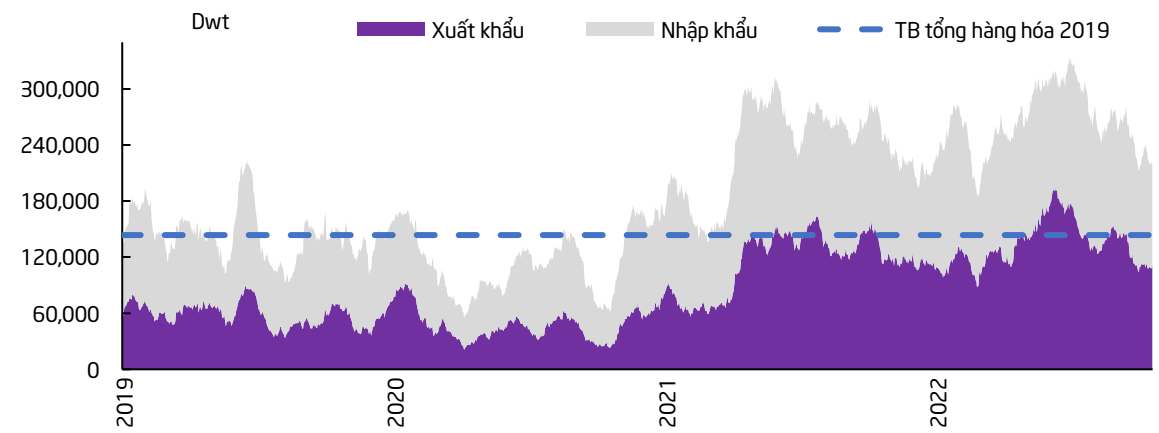
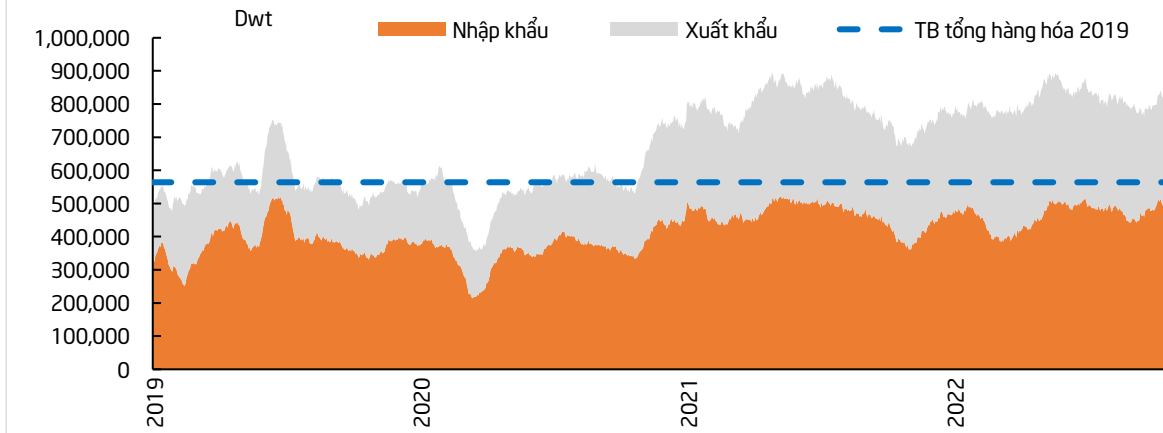
- Khi ngành điện tử ghi nhận các tín hiệu tiêu thụ kém khả quan tại các thị trường lớn, chúng tôi cho rằng tác động đối với xuất khẩu của Việt Nam sẽ được hạn chế nhờ sự phân hóa trong cơ cấu thương mại khi nhóm nông lâm thủy sản chiếm tỷ trọng lớn. Với giá trị xuất khẩu liên tục tăng trưởng kể từ 2019, nhóm ngành thực phẩm thiết yếu được kỳ vọng trở thành trụ đỡ, duy trì hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam trong bối cảnh nhu cầu suy yếu.
- Theo số liệu thống kê 9 tháng năm 2022 từ Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn cho thấy, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu nông lâm thủy sản đạt khoảng 74.7 tỷ USD, tăng 10.7% so với cùng kỳ. Trong đó xuất khẩu ước đạt 40.8 tỷ USD, tăng 15.2% YoY; nhập khẩu (NK) cũng tăng 5.7% trong giai đoạn, lên mức 33.9 tỷ USD.



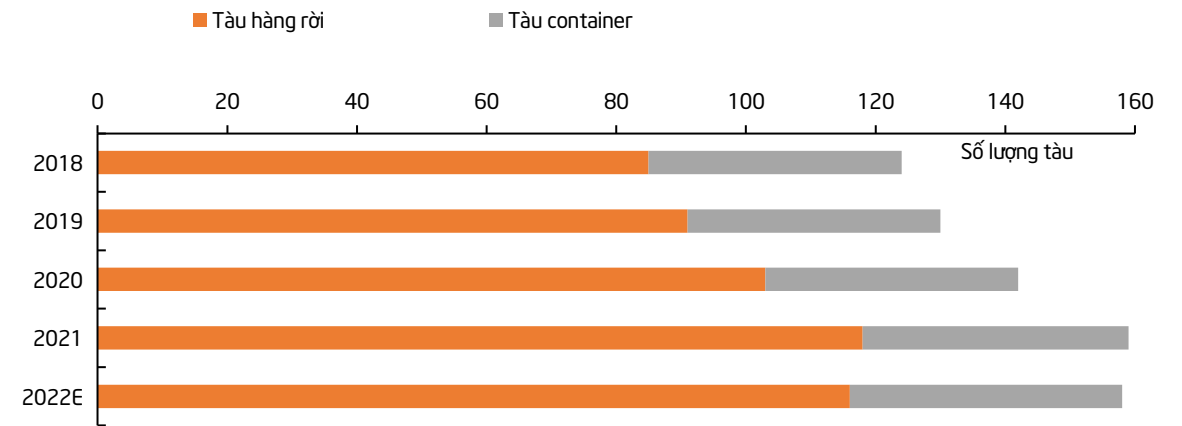
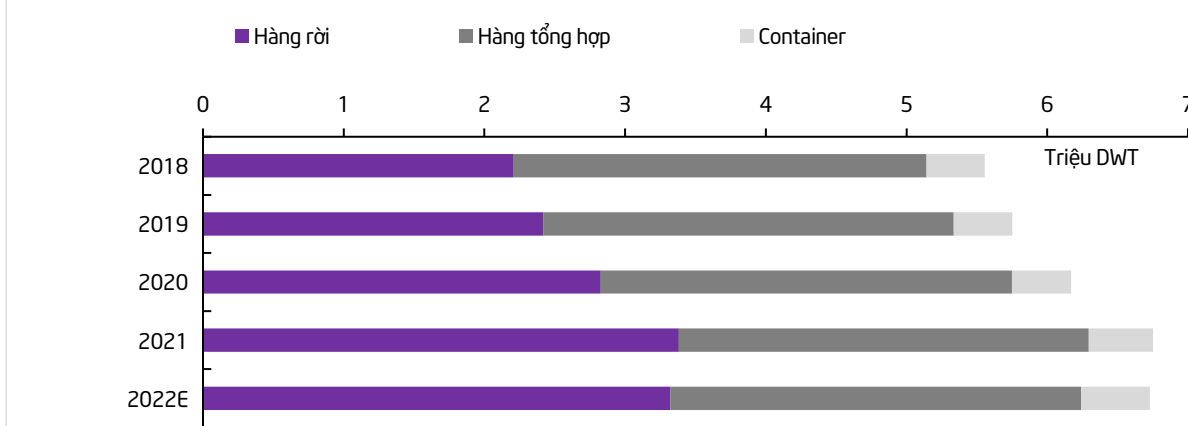
Cung cầu ngành vận tải biển trong nước duy trì ổn định

So với thị trường thế giới, chúng tôi dự kiến tốc độ giảm giá cước tại thị trường nội địa sẽ điều chỉnh giảm theo xu hướng toàn cầu, tuy vậy, **tốc độ giảm giá cước sẽ chậm hơn các tuyến thế giới** trên cơ sở: (1) lượng tàu đăng kí mới không có dấu hiệu gia tăng trong năm 2022; (2) Nhu cầu cho hoạt động vận tải tuy có dấu hiệu suy giảm nhưng vẫn cao hơn giai đoạn trước dịch.

Sản lượng hàng hóa xuất nhập khẩu bằng đường biển của Việt Nam trong 9T2022 vẫn duy trì ở mức cao hơn giai đoạn trước dịch

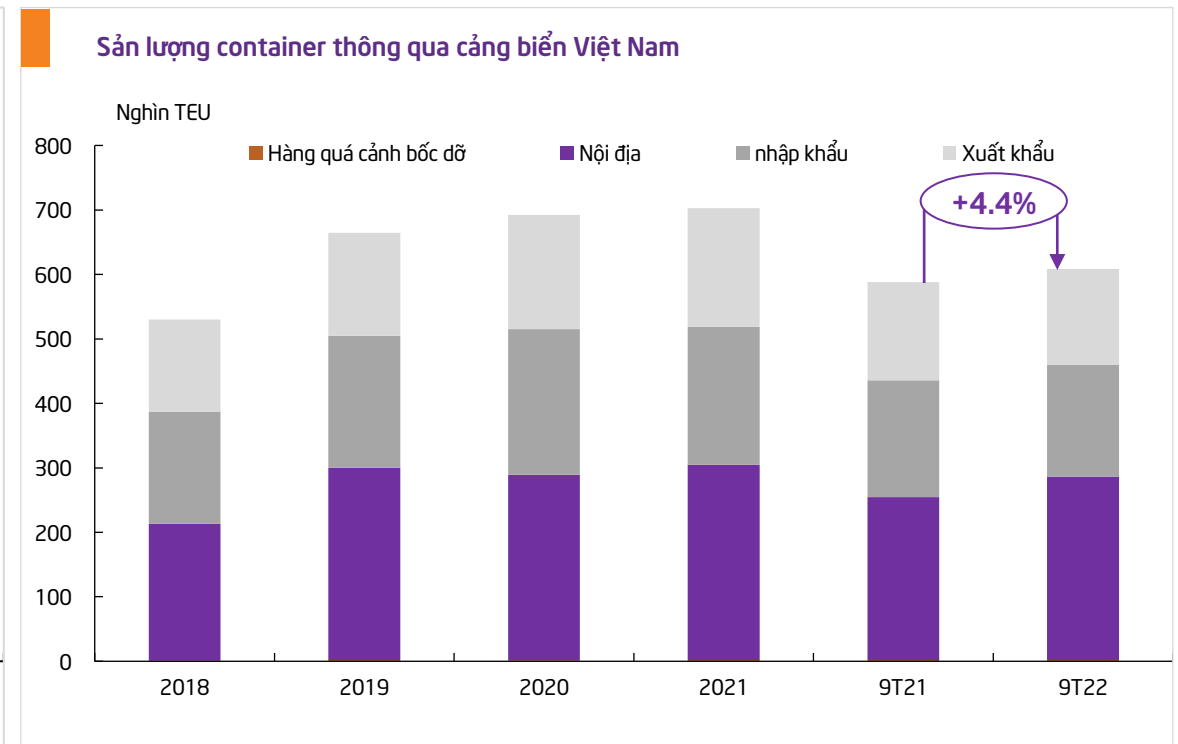
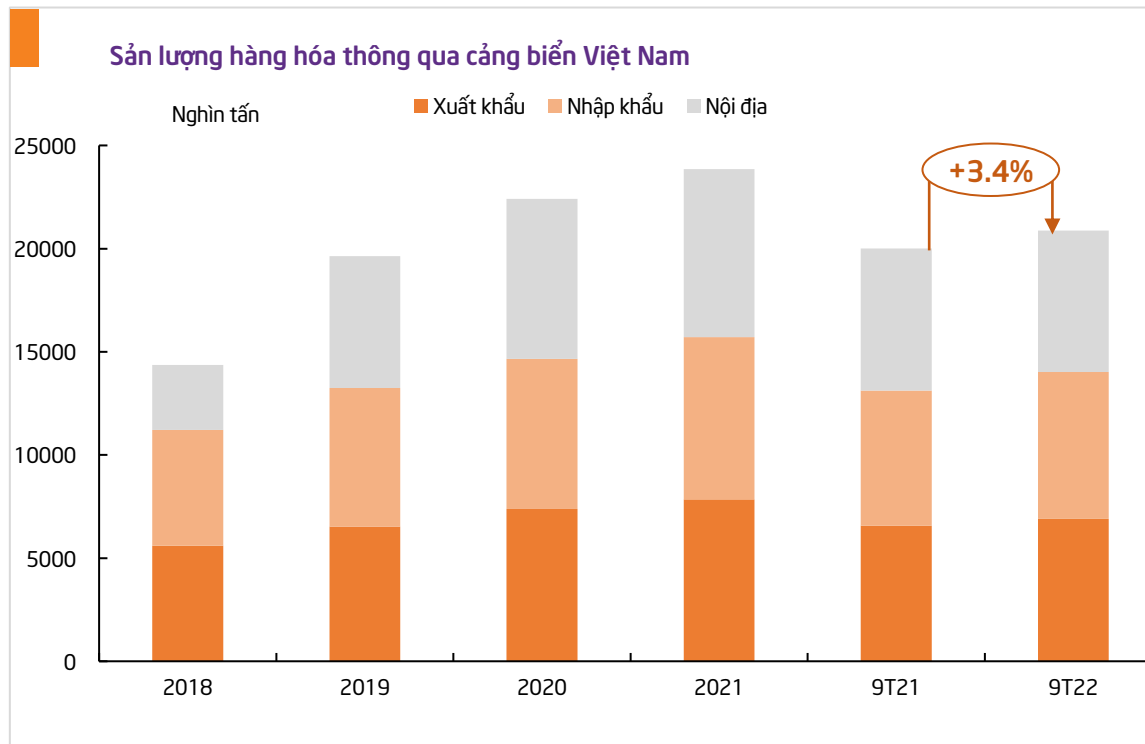


Việt Nam không ghi nhận gia tăng số lượng tàu trong 2022



Ghi chú: danh sách tàu được thống kê dựa trên cờ Việt Nam. Tại các tuyến quốc tế, tàu vận tải thường được đăng kí tại các thiên đường thuế như Panama, Marshall Islands,... nhằm lách thuế và các chuẩn chung của quốc gia như luật lao động, chuẩn khí thải,... (Flag of lag of convenience); Nguồn: UNComtrade, VPA, UNCTAD Stat

- Bất chấp khó khăn về sụt giảm nhu cầu tiêu dùng tại nhiều thị trường trọng điểm, sản lượng hàng hoá thông qua cảng biển Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng trong 9 tháng đầu năm 2022. Ước tính sản lượng vận tải hàng hóa thông qua cảng biển trong 9 tháng đạt 608 triệu tấn, tăng 3.4% so với cùng kỳ năm 2021), Sản lượng hàng container cũng tăng trưởng 4.4% cùng kỳ lên mức 20.8 triệu TEU.
- Như vậy, lượng hàng hóa và container trong 3 quý 2022 đã đạt 88% giá trị của cả năm 2021. Với việc quý 4 là vụ cao điểm của ngành vận tải, chúng tôi kì vọng yếu tố mùa vụ sẽ đem đến sự đột biến trong giá trị hàng hóa thông quan, hỗ trợ cho kết quả kinh doanh tích cực của ngành trong năm 2022.

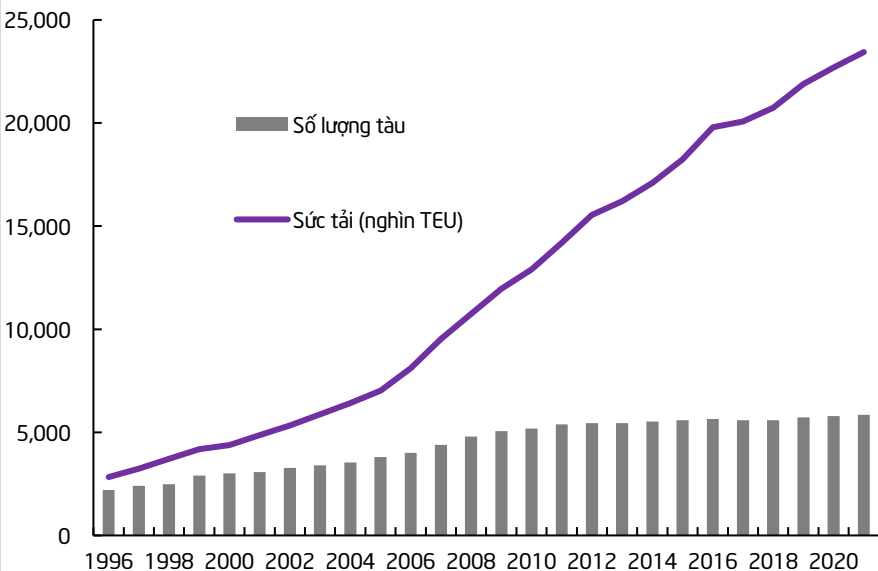


Động lực tăng trưởng từ lợi thế cạnh tranh của cảng nước sâu

Theo thống kê, tổng lượng tàu container toàn cầu đã gia tăng 9% trong giai đoạn 2011 – 2021. Tuy vậy, tổng sức tải danh nghĩa của nguồn cung vận tải container tăng lên đến 65% lên 23.8 triệu TEU tại Q1/21, tương đương sức chở trung bình mỗi tàu đạt hơn 4,350 TEU. Điều này cho thấy trong giai đoạn trước đã có sự gia tăng về kích thước cùng trọng tải đối với các tàu đóng mới. Trong tương lai, các hãng vận tải cũng ưa thích các tàu có sức chứa lớn nhằm cạnh tranh nhờ lợi thế quy mô (economy of scale). Thống kê của Clarkson cho thấy sự gia tăng mạnh của nhóm siêu tàu (trên 23,000 TEU) trong đơn đặt hàng mới giai đoạn 2021-2023.

Với xu thế gia tăng kích cỡ của các hãng vận tải trong tương lai, điều này mang lợi thế lớn cho hai khu vực cảng nước sâu của Việt Nam là **Cái Mép** và **Lạch Huyện** đối với thị trường nội địa và khu vực Đông Nam Á. Độ thu hút của Cái Mép đã được kiểm chứng khi cảng ghi nhận gia tăng 22.1% YoY công suất trong 2021 (hạng 9 thế giới) và được Lloydslist 2022 xếp hạng 32 trong danh sách cảng biển có lưu lượng hàng hóa thông quan cao nhất (tăng 10 bậc). Với rào cản gia nhập ngành lớn (vốn đầu tư, thời gian triển khai) và vị thế đặc thù của khu vực, chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp trong **khu vực Cái Mép** và **Lạch Huyện** về tiềm năng phát triển dài hạn song hành với sự tăng trưởng nhanh của nền kinh tế Việt Nam.

Tăng trưởng số lượng tàu và sức chở của ngành vận tải biển thế giới, giai đoạn 1996 - 2021



Tải trọng (TEU)	Số lượng tàu bàn giao hàng năm																Đơn đặt hàng mới						
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021	2022	2023	Tổng			
1,000	59	55	53	21	17	12	13	5	6	4	8	10	8	13	3	1	14				14		
2,000	101	170	172	92	67	51	60	48	48	49	48	61	45	96	85	33	53	62	29		144		
3,000	162	116	159	76	47	32	19	22	17	46	43	55	115	53	105	36	101	58	13		172		
4,000	57	109	75	43	56	13	18	81	60	37	3	16	37	25	12	9	6	13	41		60		
5,000	151	200	267	312	264	98	180	149	77	23	5	8			4		5	9	55		69		
6,000	114	142	108	64	77	61	28	30	76	32					5						36		
7,000	119	155	172	118	157	66	33	93	13	20		7									-		
8,000	36	29	7	22	14	36	21	0													-		
9,000	298	150	159	170	229	239	231	347	111	201	9										-		
10,000	187	111	132		29	49	9	94	244	129	177	104	19								-		
11,000	0	10	82	52	20	51	84	0	192	174	111		51								-		
12,000	22	23	91	57	57	57		0			34	182	127	24	11	46	121	78	35		234		
13,000					38	87	12	0						24	111	25	25	61			86		
14,000			14	68	217	237	435	292	232	69		70	123	96			28	80	157		265		
15,000					84	141	112	0	25	201	230	215	186	127	104	30	74	147	44		265		
16,000								0	32	48	56	61	61	106	15		120	120	542		782		
17,000								32								32					-		
18,000	36	89	18					104	35	107											-		
19,000								73	205	167	38										-		
20,000									57	153	192	96	77	38							-		
21,000												138	428	225							-		
22,000												107	21								-		
23,000																					-		
23,000+																	237	403	93	259	167	589	1,015

Khu vực cảng Hải Phòng: Tiếp tục một năm tăng trưởng

Khu vực cạnh tranh với thị phần chi phối bởi nhóm dẫn đầu: Tại khu vực Hải Phòng, **CTCP cảng Hải Phòng (PHP)** là đơn vị khai thác cảng lớn nhất với 3 cảng thành viên là cảng Tân Vũ, Chùa Vẽ và Hoàng Diệu. Trong đó Tân Vũ là cảng lớn nhất với sức chứa hơn 1 triệu TEU, theo sau bởi cảng Nam Hải Đình Vũ của **Gemadept (GMD)** và cảng Đình Vũ của **CTCP Cảng Đình Vũ (DVP)** với sức tải hơn 500,000 TEU mỗi bến. Ngoài ra khu vực Hải Phòng - Lạch Huyện còn có cảng nước sâu HITC, hiện đang phục vụ cho các hãng vận tải quốc tế di chuyển trên các tuyến chính như Maersk (Việt Nam – bờ tây Mỹ), Wan Hai Lines (Việt Nam – bờ tây Mỹ/Ấn Độ) và Zim (Việt Nam – Úc),...

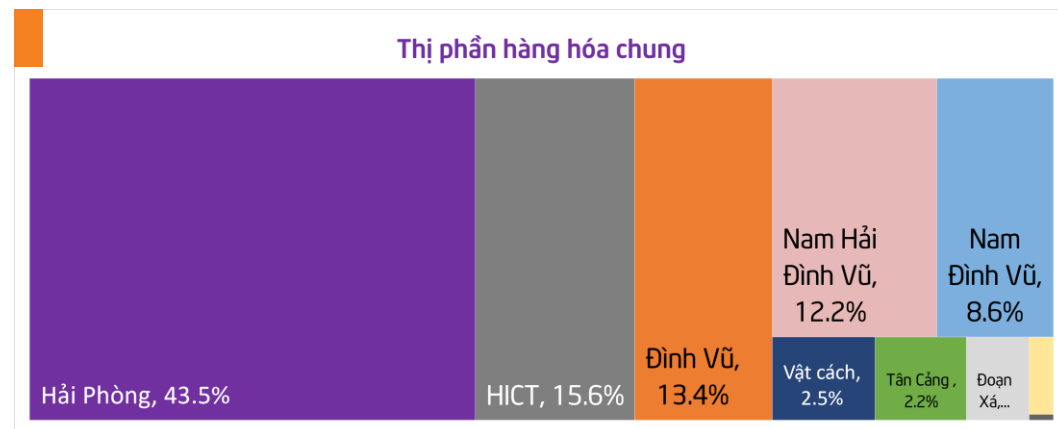
Tiếp tục nối dài đà tăng trưởng trong 2022 với tổng lượng hàng hóa thông quan đạt 19.73 triệu tấn (+7% YoY). Bên cạnh lượng container gia tăng 11.4% yoy, lượng hàng ngoài container tăng hơn 45.3% yoy, đóng góp vào tăng trưởng chung của khu vực.

Mở rộng năng lực khai thác với các dự án đang được đẩy mạnh triển khai cho giai đoạn sau:

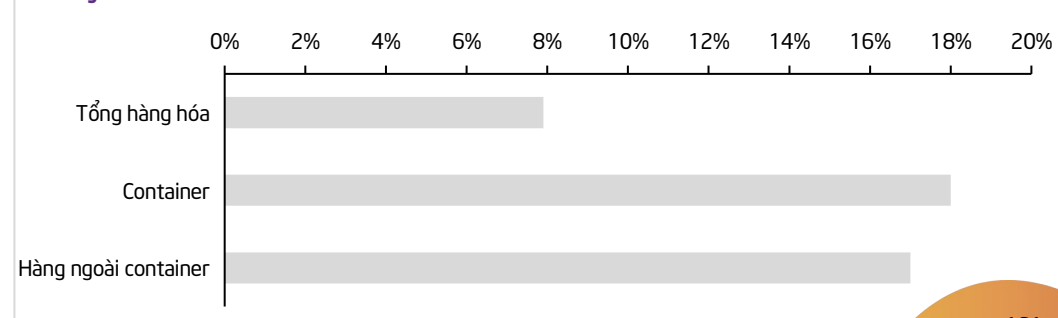
- **Bến container số 3 và 4 tại Lạch Huyện:** Vào tháng 07/2022, CTCP Cảng Hải Phòng vừa chính thức triển khai xây dựng hai bến container số 3 và 4 tại Lạch Huyện với vốn đầu tư 7 nghìn tỷ đồng, phục vụ các tàu có sức tải 8,000 TEU. Cảng dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào Q3/2024 với công suất hàng hóa hơn 1.1 triệu TEU/năm.
- **Bến cảng số 5, số 6 khu bến cảng Lạch Huyện:** Được phát triển bởi CTCP Hateno với tổng mức đầu tư 8.6 nghìn tỷ đồng trên quy mô 45ha. Dự kiến đi vào hoạt động vào 2024, hai bến cảng có khả năng tiếp nhận tàu trọng tải từ **18,000 TEU**:
- **Tuyến đường giao thông sau bến số 3 đến bến số 6 thuộc khu bến cảng Lạch Huyện.** Bộ Giao thông Vận tải cũng đã phê duyệt chủ trương đầu tư 5 dự án đầu tư xây dựng công trình nhằm phục vụ hoạt động của các bến cảng từ số 3-6.
- **Nam Đình Vũ giai đoạn 2:** dự án được GMD triển khai vào 2021 nhằm mở rộng công suất cảng Nam Đình Vũ thêm 500 nghìn TEU. Dự kiến giai đoạn mở rộng sẽ đi vào hoạt động trong 2023.

Các cảng tiêu biểu trong khu vực

Doanh nghiệp	Ticker	Cảng	Công suất (TEU)	Năng lực tiếp nhận (Dwt)
Cảng Hải Phòng	PHP	Chùa Vẽ	500,000	50,000
		Tân Vũ (VinaLines)	1,000,000	55,000
TC-HICT		Cảng quốc tế Hải Phòng	n/a	100,000
Tân Cảng Sài Gòn		Lạch Huyện	1,100,000	14,000
CTCP ĐT & PT Cảng Đình Vũ		Đình Vũ	600,000	20,000
Gemadept	GMD	Nam Hải Đình Vũ	550,000	48,000
		Nam Đình Vũ	500,000	40,000
Viconship	VSC	Green Port	800,000	42,000
		PTSC Đình Vũ	n/a	20,000



Tăng trưởng sản lượng hàng hóa khu vực Hải Phòng 10T22 so với cùng kỳ



Khu vực cảng Cái Mép: Nâng cao vị thế trên bản đồ cung ứng quốc tế

Nâng cao vị thế trên bản đồ cung ứng toàn cầu. Cụm cảng Cái Mép Thị Vải hiện là khu vực có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất Việt Nam và nằm trong top cảng có tốc độ gia tăng năng lực vận tải cao nhất thế giới. Việc được Lloyds List nâng xếp hạng 10 bậc lên 32 trong danh sách năng lực khai thác và được SP Global xếp hạng 11 (tăng 1 bậc) trong danh sách cảng có hiệu suất cao nhất cho thấy các tổ chức quốc tế và hãng vận tải đánh giá rất cao ưu thế và năng lực của khu vực cảng này.

Gia tăng các tuyến khai thác mới. Cảng Quốc tế Tân Cảng-Cái Mép (TCIT) là đơn vị khai thác lớn nhất tại khu vực Cái Mép và thứ 2 Việt Nam với năng lực khai thác hơn 2 triệu TEU. Trong 2021, Cảng ghi nhận những tuyến dịch vụ mới trong như tuyến AA7 của Wan Hai Lines kết nối nhóm nước Đông Á đến Mỹ. Tương tự Cảng Quốc tế Cái Mép (CMIT) do APM Terminals vận hành cũng ghi nhận thêm tuyến dịch vụ với Cosco, OOCL và 2M Alliance, ZIM trong 2021 và tuyến AES3 đi Mỹ của hãng tàu TRANSFAR.

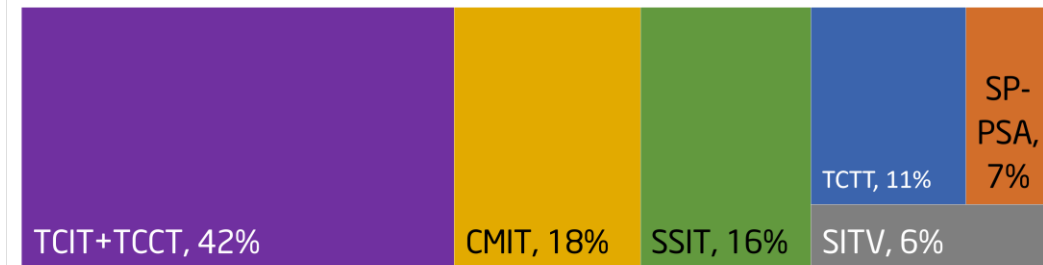
Nhân tố thúc đẩy từ cảng Gemalink. Đà tăng trưởng của cảng Cái Mép gần đây được đóng góp mạnh mẽ nhất từ việc cảng Gemalink (liên doanh giữa Gemadept và CMA CGM) đi vào hoạt động ổn định và liên tục gia tăng công suất khai thác. Nếu như Gemalink ghi nhận 800 nghìn TEU trong năm 2021 thì đến giữa năm 2022, cảng đã đạt được tổng sản lượng 650 nghìn TEU và dự kiến sẽ đạt được mức 1.4 triệu TEU vào cuối năm.

Tiếp tục đầu tư hiện thực hóa tiềm năng. Nhằm nâng cao năng lực khai thác, cảng Gemalink đã bổ sung thêm 6 cầu E-RTG và 2 cầu STS vào 06/2022, đưa tổng lượng siêu cầu bờ STS lên 8 cầu và hệ thống cầu e-RTG lên 24 giàn. Hiện tại, Gemadept đang trong quá trình hoàn thành thủ tục và thu xếp vốn nhằm đầu tư giai đoạn hai của cảng Gemalink. Với quy mô hơn 39ha được mở rộng thêm với 700m cầu bến, dự kiến dự án sẽ gia tăng năng lực thông quan của cảng thêm 1.5 triệu TEU. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu khai thác từ 2024.

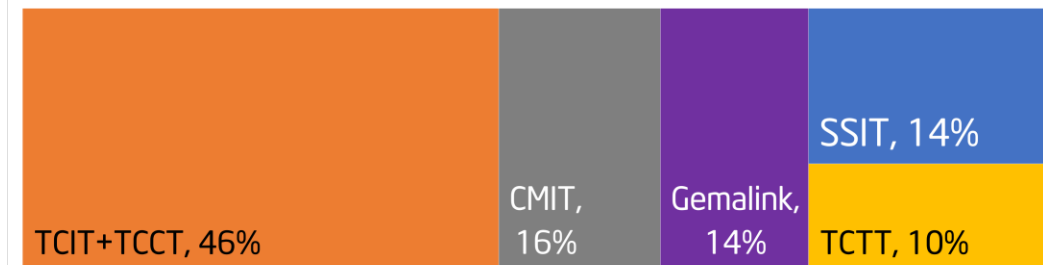
Danh sách các cảng tiêu biểu tại khu vực Cái Mép

Cảng	Mã niêm yết	Công ty	Công suất (TEU/năm)	Năng lực tiếp nhận (Dwt)
Tân Cảng - Cái Mép (TICT)		Tổng Công ty Tân Cảng - Sài Gòn	700,000	160,000
Tân Cảng - Cái Mép Thị Vải (TCTT)		Tổng Công ty Tân Cảng - Sài Gòn	1,500,000	160,000
Cảng Quốc tế Cái Mép (CMIT)		APM Terminal	1,100,000	160,000
Cảng Container Quốc tế SP-SSA (SSIT)		SSA Marine, VinaLines	1,200,000	160,000
Gemalink	GMD	Gemadept	1,500,000	200,000

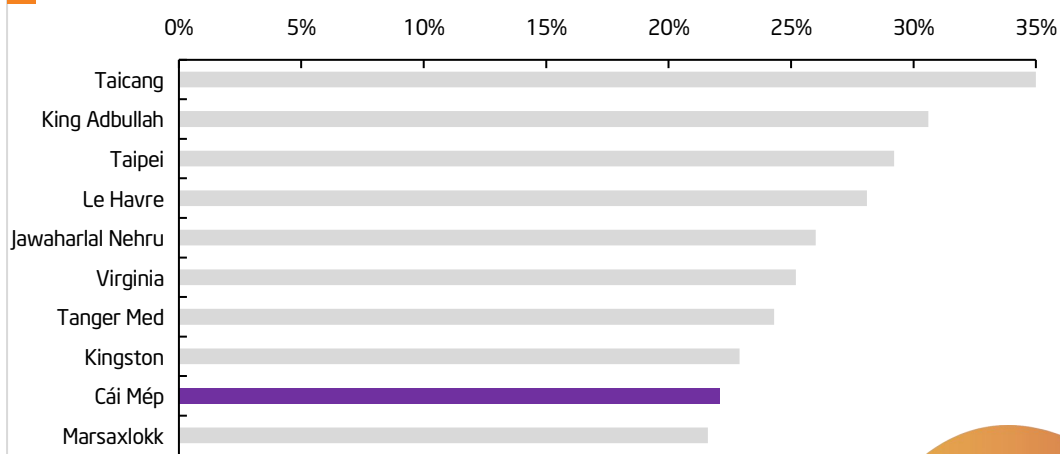
Thị phần hàng hóa chung



Thị phần container

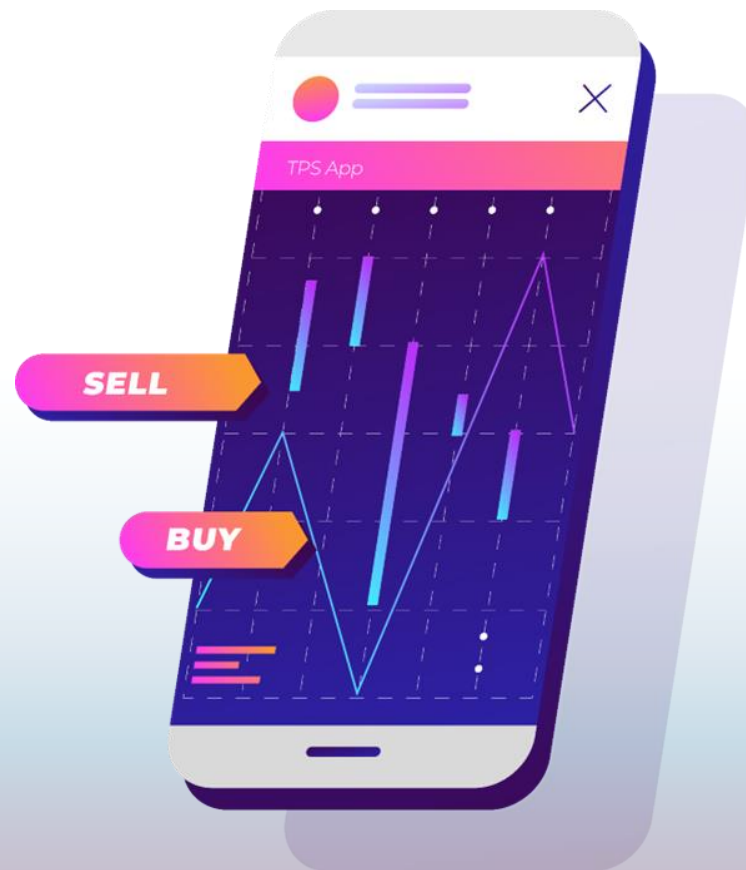


Cái Mép thuộc top cảng tăng trưởng cao nhất trong 2021



*“Đầu tư thành công cần có tri thức kỹ luật và sự kiên nhẫn.
Những con sóng lớn sẽ cần thời gian để phát triển”*

LỰA CHỌN ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU



STT	Mã CP	Giá mục tiêu	Ngành	Đánh giá
1	VCB	93,600	Ngân hàng	An toàn và hiệu quả
2	ACB	31,300	Ngân hàng	Phát triển bền vững và ổn định
3	VIB	27,800	Ngân hàng	Dẫn đầu tỷ trọng cho vay bán lẻ
4	BVH	71,800	Bảo hiểm	Hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng
5	MWG	54,300	Tiêu dùng không thiết yếu	Cơ hội mở rộng thị phần
6	FPT	97,100	Công nghệ	Duy trì tăng trưởng bền vững
7	GAS	135,800	Dầu khí	Động lực từ dự án Thượng nguồn và LNG
8	PVS	28,500	Dầu khí	Tích cực từ Thượng nguồn và Điện gió

STT	Mã CP	Giá mục tiêu	Ngành	Đánh giá
9	REE	96,200	Điện	Duy trì tăng trưởng từ mảng điện nước
10	PC1	26,800	Điện	Triển vọng từ mỏ Niken và Quy hoạch điện 8
11	QTP	19,600	Điện	Dòng tiền ổn định và biên lợi nhuận cải thiện
12	PHR	53,800	KCN	Tiềm năng tăng trưởng từ quỹ đất giá trị
13	DPR	63,500	KCN	Chờ đợi tín hiệu pháp lý từ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng
14	HPG	27,100	Thép	Tăng cường vị thế dẫn đầu
15	GMD	55,300	Cảng & Vận tải biển	Đưa vào khai thác cảng Nam Đình Vũ mở rộng trong Q1/23

VCB – An toàn và hiệu quả – GMT: 93,600 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư 2023:

❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2023:** (1) Tăng trưởng tín dụng (TTTD) đạt 15% - thấp hơn năm 2022 và động lực TTTD chính của VCB đến từ cho vay khách hàng cá nhân (2) NIM giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao nhờ duy trì tỷ trọng CASA cao (top 4) và gia tăng tỷ lệ khách hàng cá nhân trước áp lực gia tăng nhanh lãi suất huy động (3) lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối tiếp tục đà tăng trưởng mạnh (lãi thuần từ kinh doanh ngoại hối 2022 dự kiến tăng 41%YoY) (4) CIR kì vọng duy trì tại mức 30% (4) Chi phí dự phòng kì vọng sẽ không tăng mạnh nhờ vào NPL 2023 tăng nhẹ so với 2022 và kiểm soát dưới 1%.

❖ **Kì vọng kiểm soát rủi ro tốt và gia tăng thị phần trong năm 2023:** VCB được đánh giá là một trong những ngân hàng quản lý rủi ro tín dụng hiệu quả với (1) chất lượng tài sản tốt với tỷ lệ nợ xấu duy trì <1% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu 401% (2) tỷ trọng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (chiếm 1% dư nợ tín dụng) và dư nợ bất động sản trong danh mục thấp (3) Tỷ trọng bán lẻ cao và có xu hướng tăng giúp giảm rủi ro tập trung. Theo đó, với vị thế ngân hàng dẫn đầu, chúng tôi kì vọng năm 2023 VCB sẽ kiểm soát tốt rủi ro tín dụng và gia tăng thị phần trong tình hình khó khăn chung của thị trường.

❖ **Kế hoạch tăng vốn năm 2023:** Phát hành riêng lẻ với quy mô 6.5% vốn chủ sở hữu và kì vọng cải thiện hệ số CAR thêm 2-2.5% (cuối Q3/2022 CAR là 9.35%)

Ước kết quả Q4/2022 và năm 2023

❖ **Ước tính KQKD Q4/2022:** Tổng thu nhập +14.2%YoY đạt 16,979 tỷ đồng; LNST +25.2%YoY đạt 8,083 tỷ đồng. Luỹ kế LNST 2022 ước đạt 28,061 tỷ đồng (+28%YoY), cao hơn ước tính đầu năm của TPS là tăng 24%YoY do năm 2022 ngân hàng có mức TTTD cao hơn.

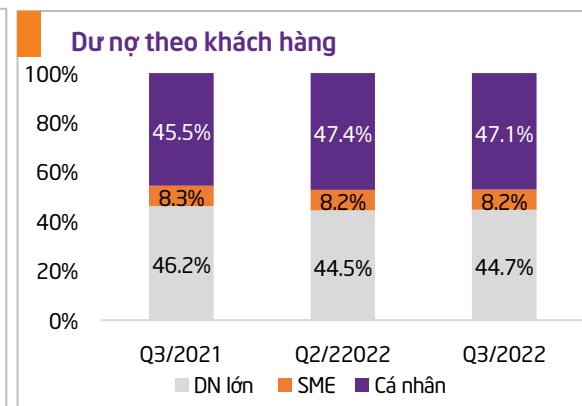
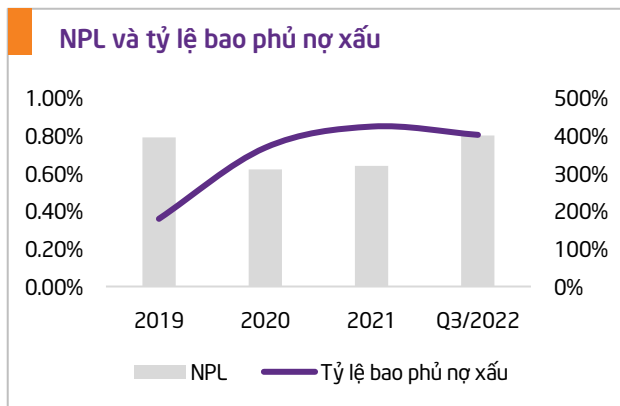
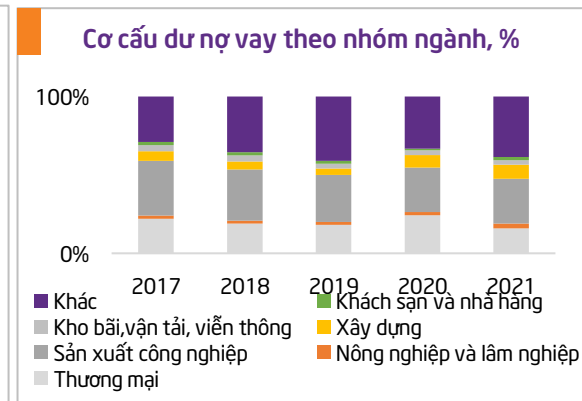
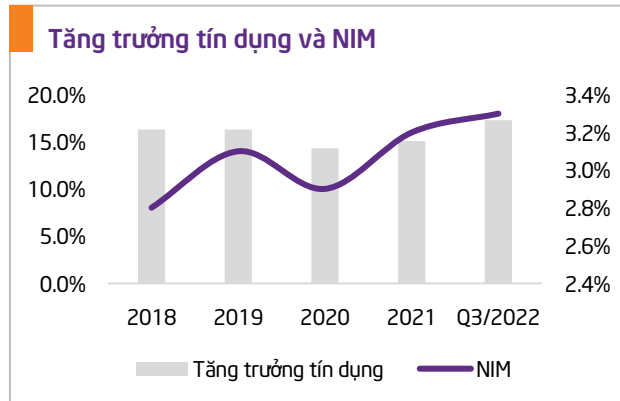
❖ **Dự báo KQKD 2023:** Tổng thu nhập +12.6%YoY đạt 74,786 tỷ đồng; LNST +16.4%YoY đạt 32,680 tỷ đồng.

Định giá:

Sử dụng phương pháp P/B (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%). Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu VCB là 93,600 VNĐ, +24% so với giá đóng cửa ngày 21/11/2022. Mức P/B mục tiêu cho VCB là 2.7x, thấp hơn lịch sử định giá là 3.5x và cao hơn trung bình ngành là 1.3x. Với lợi thế cao hơn ngành xét về quy mô và hiệu quả hoạt động, VCB luôn duy trì mức định giá cao hơn trung bình ngành.

Rủi ro: NIM sụt giảm mạnh khi lãi suất cho vay điều chỉnh chậm hơn nhiều so với mức gia tăng của lãi suất tiền gửi. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhiều hơn.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020A	2021A	2022E	2023F
Tổng thu nhập HĐ	tỷ VND	49,063	56,711	66,398	74,786
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	18,473	21,928	28,061	32,680
TT tín dụng	%	14.0%	15.1%	18.4%	15.0%
NPL	%	0.62%	0.64%	0.80%	0.90%
NIM	%	2.9%	3.2%	3.3%	3.2%
ROE	%	21.1%	21.4%	22.7%	19.3%
EPS	VND	4,975	5,907	5,925	6,901
B/V	VND	24,527	29,146	28,275	35,294
P/E	x	15.1	12.7	12.7	10.9
P/B	x	3.1	2.6	2.7	2.1



ACB – Phát triển bền vững và ổn định – GMT: 31,300 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư 2023:

❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2023:** (1) Tín dụng tăng 13% - tương đương mức tăng trưởng năm 2022 (thấp hơn trung bình giai đoạn 2018-2021 là 15-16%) với động lực đến từ cho vay khách hàng cá nhân (2) kì vọng NIM giảm nhẹ so với cùng kì nhờ vào duy trì tỷ lệ CASA cao (top 5 trong ngành) và gia tăng tỷ lệ khách hàng cá nhân trước áp lực gia tăng nhanh của lãi suất huy động (3) lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng 2 con số nhờ hoạt động thanh toán, thẻ và phân phối bảo hiểm (lãi thuần từ HĐ dịch vụ 2022 ước tăng 21%YoY) 4) CIR duy trì mức 35%. Tuy nhiên, chi phí trích lập dự phòng năm 2023 dự kiến tăng mạnh so với mức nền thấp (năm 2022 chủ yếu hoàn nhập chi phí dự phòng) và NPL tăng nhẹ lên 1.1% (NPL năm 2022 dự kiến là 1%)

❖ **Cổ tức 2023:** Ngân hàng dự kiến chia cổ tức bằng tiền với tỷ lệ 10% và cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 15%

❖ **Kì vọng rủi ro tín dụng kiểm soát tốt trong năm 2023:** ACB là một trong những ngân hàng rất tuân thủ và thận trọng trong quy trình cấp tín dụng với (1) tỷ lệ nợ xấu của ACB luôn duy trì ở mức dưới 1% trong các năm vừa qua và tỷ lệ bao phủ nợ xấu luôn đạt trên 100% (2) Tập khách hàng đa dạng với rủi ro tập trung thấp - tỷ lệ khách hàng cá nhân chiếm 65% tín dụng và tập trung vào tầng lớp có thu nhập cao và danh mục đầu tư chứng khoán lành mạnh - không có dư nợ trái phiếu doanh nghiệp. Nhờ đó, ngân hàng được kì vọng sẽ kiểm soát tốt rủi ro tín dụng trong thời kì khó khăn chung của thị trường.

Ước tính Q4/2022 và 2023

❖ **Ước KQKD Q4/2022:** Tổng thu nhập hoạt động +28.9%YoY đạt 7,288 tỷ đồng; Lợi nhuận sau thuế +49%YoY đạt 3,611 tỷ đồng. Luỹ kế LNST 2022 ước đạt 14,429 tỷ đồng (+50%YoY), cao hơn giá trị ước TPS tại thời điểm đầu năm là tăng 37%YoY chủ yếu do ngân hàng hoàn nhập chi phí trích lập dự phòng nhiều hơn dự kiến.

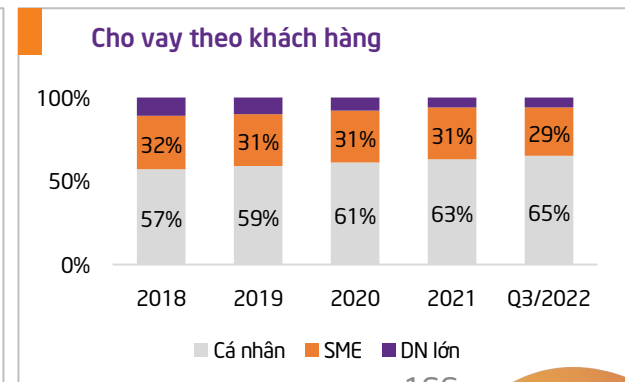
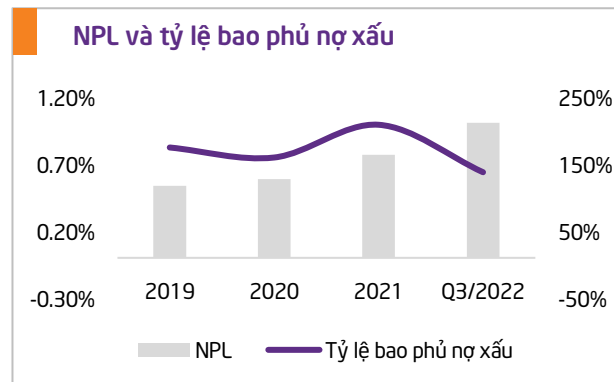
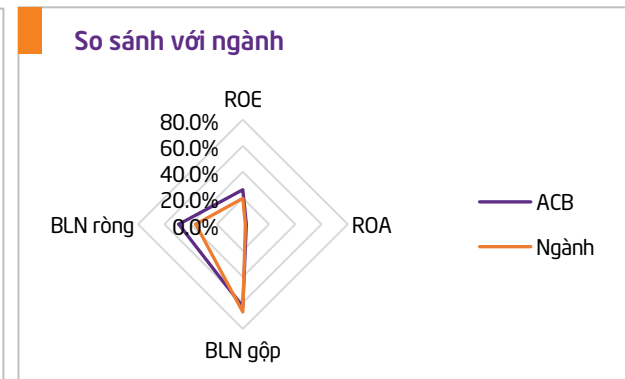
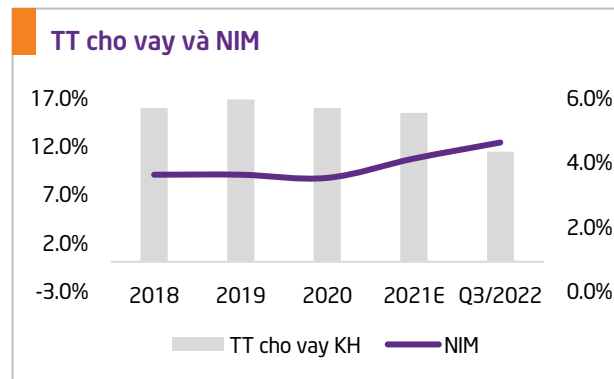
❖ **Dự báo KQKD 2023:** Tổng thu nhập hoạt động +9.3%YoY đạt 30,760 tỷ đồng; LNST +6.5%YoY đạt 15,362 tỷ đồng.

Định giá:

Sử dụng phương pháp P/B (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%). Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu ACB là 31,000 VNĐ, +47% so với giá đóng cửa ngày 18/11/2022.

Rủi ro: Áp lực gia tăng lãi suất và nợ xấu cao hơn ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F	2023F
Tổng thu nhập HĐ	tỷ VND	18,161	23,564	28,152	30,760
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	7,683	9,603	14,429	15,362
Tăng trưởng cho vay khách hàng	%	15.9%	15.4%	13.0%	13.0%
Tăng trưởng huy động	%	14.1%	9.4%	7.2%	10.0%
NPL	%	0.59%	0.77%	1.0%	1.1%
NIM	%	3.7%	4.1%	4.4%	4.3%
ROE	%	24.3%	23.9%	27.7%	20.6%
EPS	VND	4,018	3,554	3,203	4,548
B/V	VND	16,399	16,618	17,571	22,120
P/E	x	5.3	6.0	6.6	4.7
P/B	x	1.3	1.3	1.2	1.0



VIB – Dẫn đầu tỷ trọng cho vay bán lẻ – GMT: 27,800 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư 2023

- ❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2023:** (1) Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao 13% - tương đương năm 2022 và thấp hơn giai đoạn 2018-2021; TTTD tiếp tục thúc đẩy và mở rộng cho vay khách hàng cá nhân (2) NIM giảm trong xu hướng gia tăng nhanh lãi suất huy động tăng nhanh (3) Hoạt động dịch vụ tiếp tục được đẩy mạnh nhờ vào dịch vụ thanh toán, phân phối bảo hiểm, và các hoạt động khác (lãi thuần từ hoạt động dịch vụ năm 2022 ước tăng trưởng 22%yoy) (4) CIR kì vọng đạt mức 31% nhờ vào đẩy mạnh chuyển đổi số hoá (4) Chi phí dự phòng kì vọng tăng cao hơn so với năm 2022 do tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng.
- ❖ **Kì vọng kiểm soát rủi ro tín dụng 2023 tốt:** Với những lợi thế (1) tỷ trọng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp thấp (chiếm 1.6% trong cơ cấu tín dụng) và tỷ trọng cho vay bán lẻ cao (chiếm 89% trong cơ cấu tín dụng) (2) Ngân hàng đã triển khai áp dụng chỉ số quản trị rủi ro trong chuẩn mực Basel III (giúp nâng cao quản trị rủi ro và khả năng cạnh tranh đối với các doanh nghiệp trong ngành). Chúng tôi kì vọng VIB sẽ ít bị ảnh hưởng bởi những khó khăn chung của thị trường trái phiếu cũng như bất động sản và sẽ kiểm soát rủi ro tốt trong năm 2023.
- ❖ **Cổ tức 2023:** Ngân hàng dự kiến sẽ trình NHNN chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 35%

Ước kết quả Q4/2022 và năm 2023

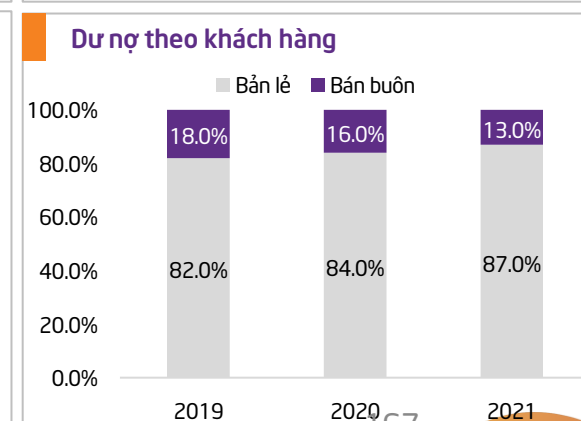
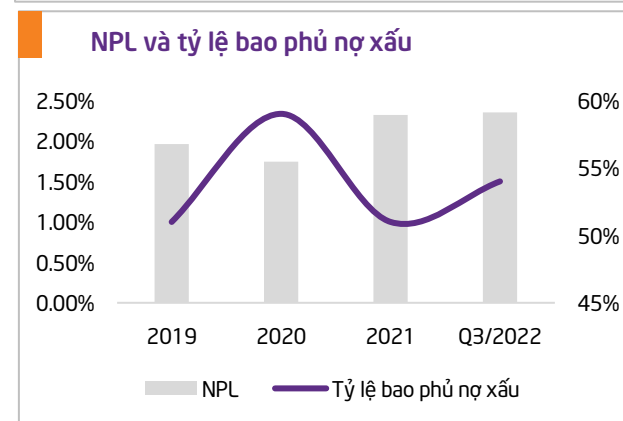
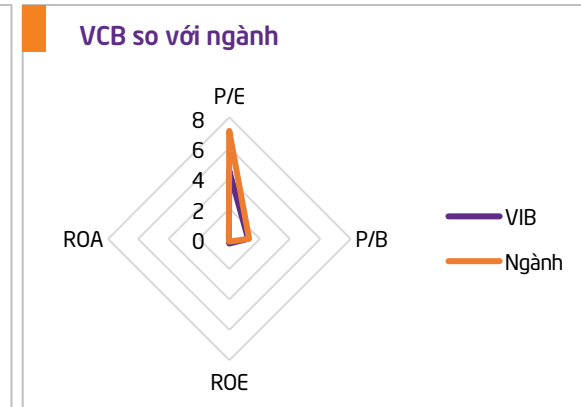
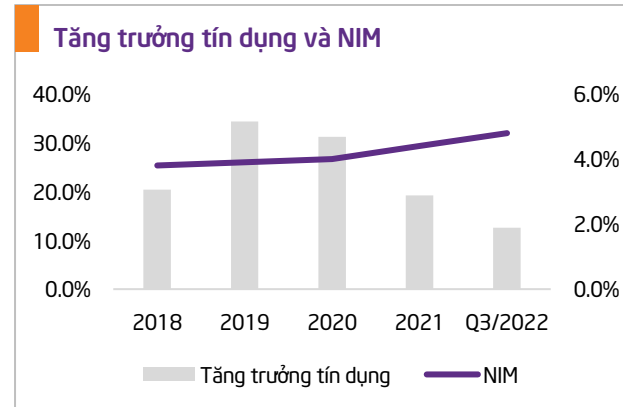
- ❖ **Ước tính KQKD Q4/2022:** Tổng thu nhập +12.9%YoY đạt 5,082 tỷ đồng; LNST +25.6%YoY đạt 2,686 tỷ đồng. Luỹ kế LNST 2022 ước đạt 8,937 tỷ đồng (+39%YoY).
- ❖ **Dự báo KQKD 2023:** Tổng thu nhập +6.3%YoY đạt 19,610 tỷ đồng; LNST +7%YoY đạt 9,545 tỷ đồng.

Định giá

Sử dụng phương pháp P/B (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%). Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu VIB là 27,800 VNĐ, +56% so với giá đóng cửa ngày 24/11/2022.

Rủi ro: Với mức tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp và nợ xấu cao hơn so với trung bình ngành, áp lực rủi ro nợ xấu gia tăng là cao là lớn. NIM sẽ giảm mạnh hơn so với kì vọng.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020A	2021A	2022E	2023F
Tổng thu nhập HĐ	tỷ VND	11,216	14,891	18,454	19,610
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	4,642	6,410	8,937	9,545
TT tín dụng	%	29.5%	19.2%	12.9%	13.0%
NPL	%	1.74%	2.32%	2.20%	2.40%
NIM	%	4.0%	4.4%	4.8%	4.4%
ROE	%	29.6%	30.3%	31.1%	22.3%
EPS	VND	4,186	4,127	4,240	4,528
B/V	VND	16,078	15,447	15,597	20,117
P/E	x	4.3	4.3	4.2	3.9
P/B	x	1.1	1.2	1.1	0.9



BVH – Hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng – GMT: 71,800VND/CP

Điểm nhấn đầu tư 2023:

- ❖ Tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ năm 2023: Mức tăng trưởng duy trì 2 con số. Trong đó, tăng trưởng bảo hiểm nhân thọ là 11%YoY và phi nhân thọ đạt mức 13%YoY. Công ty kì vọng sẽ tiếp tục đẩy mạnh trải nghiệm dịch vụ khách hàng như kênh tư vấn tài chính Bảo Việt Lifepro ra mắt vào cuối tháng 10/2022 và đẩy mạnh các sản phẩm mới.
- ❖ Kì vọng tăng lãi suất: Với tỷ trọng đầu tư tài chính chiếm khoảng 92% trong tổng tài sản, lãi suất tăng sẽ góp phần gia tăng mạnh lợi nhuận tài chính của doanh nghiệp.
- ❖ Chi phí dự phòng toán học kì vọng giảm mạnh khi lãi suất trái phiếu chính phủ tăng.
- ❖ Cổ tức chi trả đều đặn: Công ty chi trả cổ của tức tiền mặt với tỷ lệ 8%-10% trong giai đoạn 2017-2021. Năm 2022 chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 30%.
- ❖ Lộ trình thoái vốn: Tập đoàn Bảo Việt đang nằm trong danh sách thoái vốn nhà nước giai đoạn 2022-2025. Hiện tại, Bộ tài chính nắm giữ 65% và SCIC là 2.98% vốn tại BVH

Ước tính KQKD Q4/2022 và cả năm 2023

Ước tính KQKD Q4/2022: LNST Q4/2022 ước tính đạt 493 tỷ đồng, -24%YoY. Luỹ kế, LNST 2022 ước đạt 1,682 tỷ đồng, -16% YoY. Kết quả này thấp hơn dự báo của chúng tôi do chi phí bồi thường cao hơn và lãi suất điều chỉnh chậm hơn dự kiến.

Dự báo KQKD 2023: Doanh thu thuần đạt 46,006 tỷ đồng, +11.3%YoY và lợi nhuận trước thuế đạt 2,778 tỷ đồng, + 65%YoY.

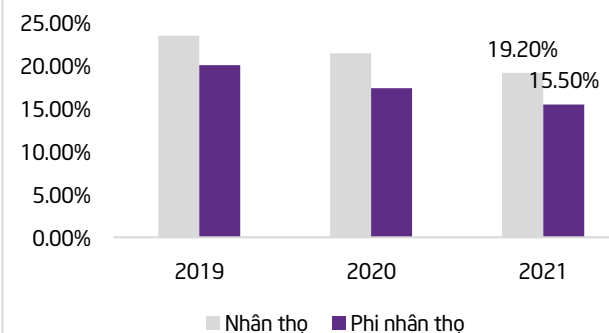
Định giá:

Sử dụng phương pháp P/B với định giá mục tiêu là 2.1x, chúng tôi ước tính GMT của BVH trong năm tới là 71,800VND/CP, tăng 49% so với giá đóng cửa ngày 02/12/2022

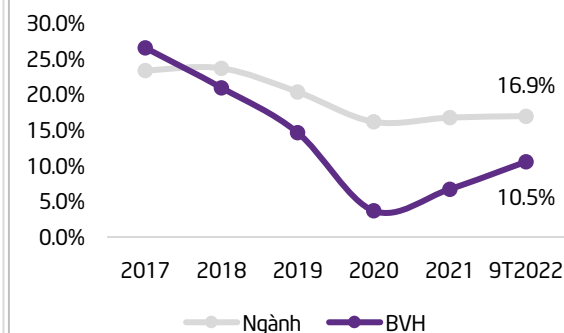
Rủi ro: (1) Giảm thị phần khi áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng tăng (2) Lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu diễn biến thấp hơn dự kiến (3) Chi phí bồi thường và chi trả bảo hiểm tăng cao hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	tỷ VND	34,524	36,828	41,312	46,006
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	1,650	2,003	1,682	2,778
Biên lãi gộp	%	0.94%	1.64%	1.44%	1.56%
Lãi tài chính/ doanh thu	%	22.2%	21.3%	19.9%	22.1%
Biên lãi ròng	%	4.8%	5.4%	4.1%	6.0%
ROE	%	7.85%	8.85%	7.10%	10.40%
EPS	VND	2,098	2,507	2,153	3,555
BPVS	VND	27,033	28,546	30,634	34,189
P/E	x	23.0	19.2	22.4	13.6
P/B	x	1.8	1.7	1.6	1.4

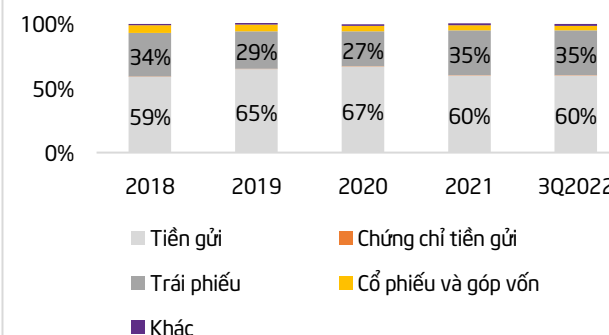
Thị phần bảo hiểm của BVH, %



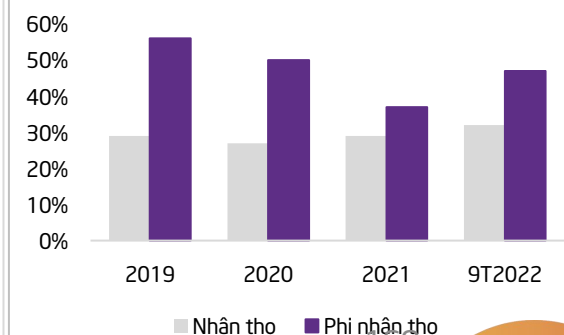
Tăng trưởng doanh thu phí, %YoY



Cơ cấu danh mục đầu tư tài chính



Tỷ lệ bồi thường/ Doanh thu bảo hiểm



MWG – Cơ hội mở rộng thị phần – GMT: 54,300 VND/CP

Dự phóng KQKD năm 2022

Nhìn chung, chúng tôi có góc nhìn tích cực về KQKD của MWG trong 9 tháng đầu năm như đã trình bày trong [Báo cáo tham dự AM của MWG vào ngày 23/11/2022](#). Trong tháng 10/2022, doanh thu của MWG giảm 18% yoy, đạt 10.9 nghìn tỷ đồng. Mức giảm trên dù một phần đến từ mức nền cao cùng kì sau quá trình giãn cách nhưng cũng cho thấy nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm ĐTDĐ và điện máy đang chững lại.

Cho năm 2022, chúng tôi dự báo MWG đạt 138,919 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 13% yoy và 4,450 tỷ đồng LNST, giảm 9.2% yoy.

Triển vọng DN trong năm 2023

Với nhu cầu chững lại ở các mảng kinh doanh chính, KQKD lỗi của MWG trong năm 2023 sẽ không quá tích cực. Do đó, MWG sẽ tạm ngưng mở mới cửa hàng và ưu tiên kiểm soát hàng tồn kho nhằm tối thiểu hóa chi phí. Các chiến lược khuyến mãi thực hiện có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của DN. Một số yếu tố hỗ trợ đến KQKD chủ yếu nhờ mức nền thấp (1) Không còn ghi nhận khoản chi phí 1 lần từ việc tái cấu trúc chuỗi Bách hóa xanh gần 500 tỷ đồng (2) Trong kịch bản tích cực khi chuỗi BHX có lợi nhuận, MWG có thể hoàn nhập một phần trong khoản thuế hoãn lại (gần 600 tỷ đồng trong 9T/2022). Hiện chúng tôi chưa đưa vào dự phóng.

Bên cạnh đó, dù việc tái cấu trúc chuỗi Bách hóa xanh đã cho thấy kết quả khả quan bước đầu giúp câu chuyện IPO dần trở nên thực tế hơn nhưng vẫn cần những đánh giá chi tiết hơn về khả năng tạo ra lợi nhuận vào Q4/2023 như chia sẻ của Ban lãnh đạo. Chúng tôi dự phóng doanh thu của MWG đạt 130,210 tỷ đồng, giảm 6.3% so với kết quả ước tính năm 2022 và LNST đạt 4,415 tỷ đồng, giảm 0.8%. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ còn 21.5%.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E để định giá cổ phiếu MWG, xác định giá mục tiêu trong một năm tới là 54,300 VND/CP, tăng 18% so với giá đóng cửa ngày 9/12/2022.

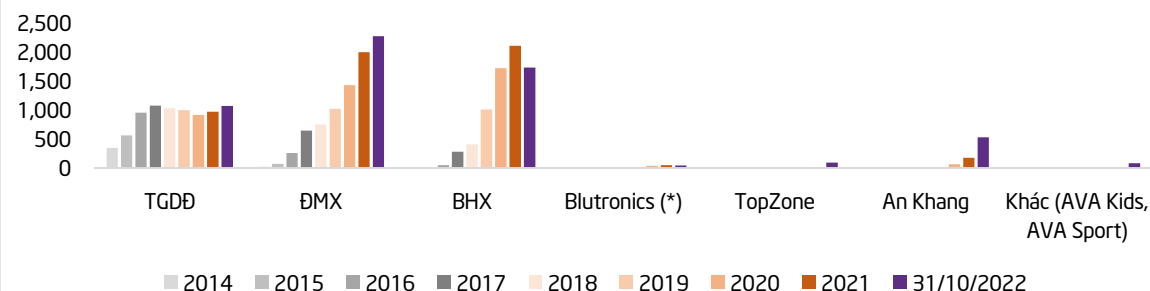
Rủi ro đầu tư

MWG đã thanh toán 1.1 nghìn tỷ đồng nợ trái phiếu và 120 triệu USD nợ vay đáo hạn trong số 22.8 nghìn tỷ đồng nợ vay vào cuối Q3/2022. Hiện nợ vay ngoại tệ của DN là 294 triệu USD.

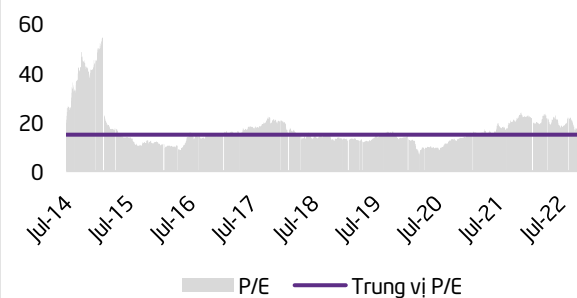
Do đó, lãi suất và tỷ giá gia tăng sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận từ HĐTC và KQKD chung của DN.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	tỷ VND	122,958	138,919	130,210
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	27,632	29,964	27,991
Chi phí bán hàng và QLDN	tỷ VND	21,744	23,610	22,136
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	4,901	4,450	4,415
Biên lợi nhuận gộp	%	22.5%	21.6%	21.5%
Biên LNST	%	4.0%	3.2%	3.4%
ROE	%	27.3%	19.6%	18.3%
ROA	%	9.0%	7.3%	7.0%
EPS	VND	3,355	3,041	3,017
BV	VND	28,465	15,517	16,489
P/E	x	13.7	15.1	15.2
P/B	x	1.6	3.0	2.8

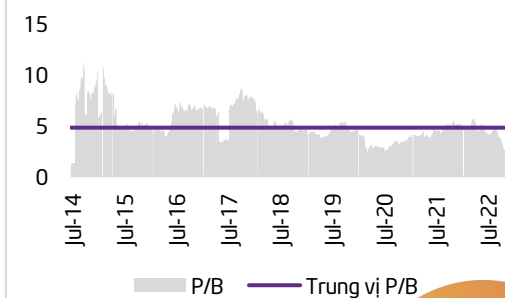
Số cửa hàng của MWG qua các năm



Lịch sử giao dịch P/E của MWG



Lịch sử giao dịch P/B của MWG



FPT – Duy trì tăng trưởng bền vững - GMT 97,100 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư

❖ **Ước tính cả năm 2022:** doanh thu đạt 43,079 tỷ VND, +20.8%yoy và LNST đạt 6,466 tỷ VND, +20.9%yoy. Biên lợi nhuận gộp của FPT tăng nhẹ 0.07 điểm phần trăm so với năm 2021 nhờ định hướng chiến lược tăng tỷ trọng các giải pháp, nền tảng make by FPT, các sản phẩm dịch vụ chuyển đổi số toàn diện trong cơ cấu doanh thu. Theo đó, FPT kì vọng hoàn thành 101.6% kế hoạch doanh thu và 101.1% kế hoạch LNNT.

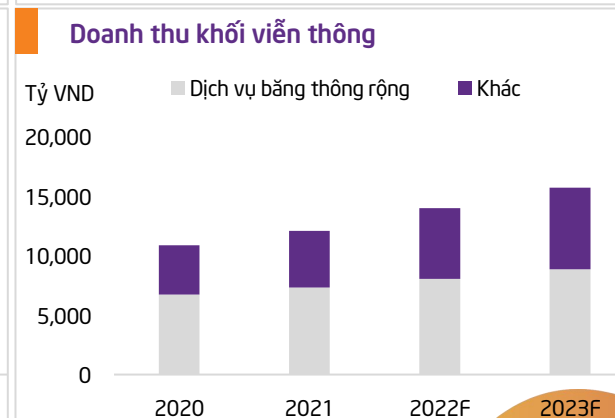
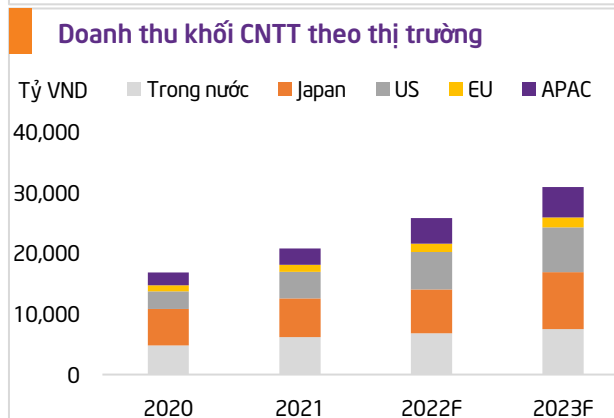
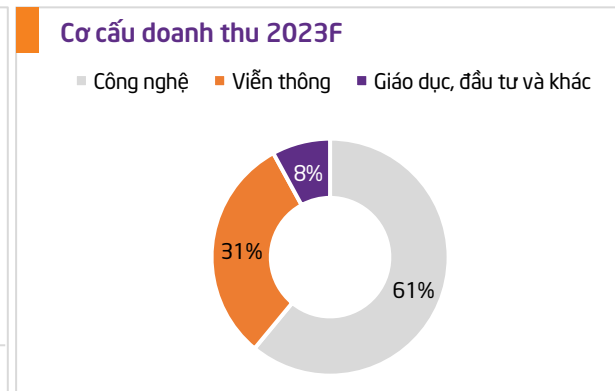
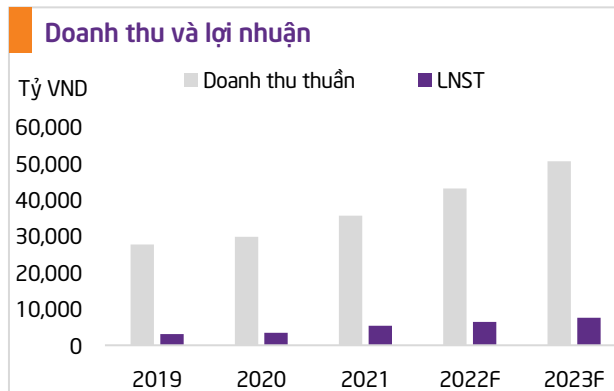
❖ Triển vọng năm 2023:

- **Mảng dịch vụ CNTT kỳ vọng tăng trưởng 18.2%yoy, nhờ chuyển đổi số và tăng đầu tư cho giải pháp số hóa cho Chính phủ và doanh nghiệp.** Hợp đồng ký mới tại Nhật Bản tăng 50%yoy trong 9T/2022, FPT dự kiến doanh thu từ Nhật Bản và Mỹ tăng 30%yoy vào năm 2023. Chi phí thấp hơn so với các công ty Ấn Độ vẫn là một lợi thế cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu phần mềm của FPT. Thị trường trong nước duy trì tăng trưởng 10%yoy, kỳ vọng giải ngân ngân sách CNTT từ khu vực công sẽ tăng tốc trong giai đoạn 2023-2024, FPT đã ký kết thêm 12 tỉnh thành phố, nâng tổng số 24 tỉnh thành phố đã ký hợp tác chuyển đổi số và xã hội số.
- **Mảng viễn thông giữ mức tăng trưởng 12.1%yoy:** Với vị thế top 3 trong mảng viễn thông cố định sau VNPT và Viettel, FPT Telecom đẩy mạnh cung cấp các dịch vụ cộng thêm như truyền hình số tương tác, dịch vụ camera, Playbox và ghi nhận lợi nhuận từ PayTV. FPT Telecom sẽ tập trung hơn vào phát triển cơ sở hạ tầng trung tâm dữ liệu để đáp ứng nhu cầu đám mây (cloud) vào năm 2023.
- **Mảng giáo dục kỳ vọng tăng trưởng 20%yoy, nhờ nhu cầu cao về nhân lực ngành CNTT.** FPT đang thực hiện tăng quy mô chuỗi giáo dục ở Hà Nam (10,000 học sinh) và Huế (hơn 1,000 học sinh) và hợp tác với các tỉnh để chuyển đổi số nhằm mở rộng hệ thống giáo dục, hiện nay ký kết với 12/24 tỉnh thành phố.

Định giá: Sử dụng phương pháp SoTPs, P/E và P/B, ước tính giá mục tiêu của FPT là 97,100 VND, upside 26.1% so với giá đóng cửa ngày 12/12/2022. Theo đó, FPT đang được giao dịch với P/E forward 13.9x, P/B là 2.8x, ở mức thấp so với lịch sử.

Rủi ro: (1) Các nền kinh tế lớn như Mỹ, EU và Nhật Bản đối mặt với rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến xuất khẩu sản phẩm ICT (2) cạnh tranh mạnh mẽ từ các công ty phần mềm Ấn Độ và Trung Quốc (3) nguy cơ thiếu hụt nguồn nhân lực chất lượng cao.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	29,830	35,657	43,079	50,563
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	11,814	13,632	16,774	19,294
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	7,209	8,217	10,253	11,629
EBITDA	Tỷ đồng	6,095	8,175	9,270	10,638
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	3,482	5,349	6,466	7,545
Biên lợi nhuận gộp	%	39.6%	38.2%	38.9%	38.2%
Biên LNST	%	11.7%	15.0%	15.0%	14.9%
ROE	%	19.7%	26.7%	26.7%	25.7%
ROA	%	9.3%	11.2%	11.4%	11.9%
EPS	VND	3,551	5,128	5,176	5,531
BV	VND	22,335	22,351	23,799	27,799
P/E	x	23.3	16.1	16.2	13.9
P/B	x	3.4	3.4	3.2	2.8



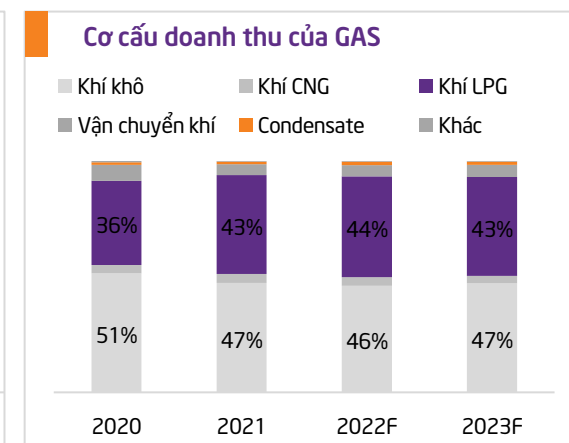
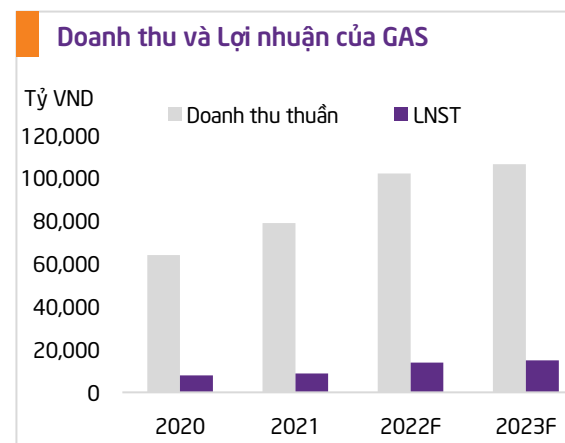
Điểm nhấn đầu tư

- ❖ **Ước tính KQKD năm 2022:** Giả định giá dầu Brent trung bình năm 2022 khoảng 100 USD/thùng và giá dầu Brent cuối năm khoảng 80 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ đạt 102,166 tỷ đồng doanh thu, tăng 29.3%yoy. Theo đó LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 13,362 tỷ đồng, tăng 59.1%yoy, EPS tương ứng khoảng 6,981 đồng/cp.
- ❖ **Triển vọng năm 2023:**
 - **Giá khí duy trì mức cao cùng với tình trạng thiếu than dẫn đến gia tăng tiêu thụ khí cho nhiệt điện.** Giá dầu Brent trung bình 11T/2022 khoảng 100.7 USD/thùng +43.0%yoy. Dự báo chu kỳ La Nina kéo dài đến đầu năm 2023 sẽ chuyển sang El Nino, do đó kỳ vọng huy động điện từ nhiệt điện gia tăng, đặc biệt là nhiệt điện khí.
 - **Tín hiệu tích cực từ dự án Lô B - Ô Môn.** Nhà máy nhiệt điện khí Ô Môn III đã được phê duyệt đầu tư vào 8/2022 tạo tiền đề cho chuỗi dự án Lô B-Ô Môn sớm có quyết định đầu tư cuối cùng (FID). Dự án có tổng vốn đầu tư là 10 tỷ USD, trong đó giá trị backlog mảng EPC là 4.6 tỷ USD. Hạ nguồn có 4 nhà máy điện khí bao gồm Ô Môn 1 (660 MW), Ô Môn 2,3,4 (3x1,050 MW). Dự án Lô B có trữ lượng 107 tỷ m³ với sản lượng bằng 50% tổng sản lượng khai thác hiện tại, dự án đi vào hoạt động giúp gia tăng nguồn cung khí trong dài hạn.
 - **Hệ thống LNG Thị Vải giai đoạn 1 của PVGAS, dự án LNG đầu tiên tại Việt Nam, đã hoàn thành** và dự kiến bắt đầu nhập khẩu LNG từ nửa đầu 2023 để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn và là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến từ 2024-2025.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, EV/EBITDA và PE để đưa ra giá mục tiêu của GAS là 135,800 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 26.3% so với giá đóng cửa ngày 14/12/2022.

Rủi ro đầu tư: (1) Giá dầu biến động phức tạp trong bối cảnh xung đột Nga-Ukraine; (2) FED tiếp tục chính sách thắt chặt tiền tệ tạo áp lực gia tăng đồng USD; (3) Thời gian triển khai các dự án thượng nguồn chậm tiến độ và sản lượng khí thấp hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	64,135	78,992	102,166	106,458
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	11,406	13,986	20,631	21,444
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	2,712	3,612	3,954	3,986
EBITDA	Tỷ đồng	11,248	13,447	19,758	21,121
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	7,972	8,852	13,919	14,921
Biên lợi nhuận gộp	%	17.8%	17.7%	20.2%	20.1%
Biên LNST	%	12.4%	11.2%	13.6%	14.0%
ROE	%	16.1%	17.4%	24.6%	22.7%
ROA	%	12.7%	12.5%	16.4%	15.6%
EPS	VND	3,970	4,389	6,981	7,484
BV	VND	24,305	23,092	27,180	32,847
P/E	x	27.1	24.5	15.4	14.4
P/B	x	4.4	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	x	18.1	15.5	10.3	9.3



PVS – Tích cực từ Thượng nguồn và Điện gió - GMT 28,500 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư

❖ **Ước tính cả năm 2022:** kỳ vọng đạt 15,244 tỷ đồng doanh thu, +7.4% yoy và 616 tỷ đồng LNST, -9.0% yoy. LNST giảm do biên lợi nhuận gộp mảng M&C sụt giảm 3.1% vì giá nguyên vật liệu tăng cao. Theo đó, PVS hoàn thành 152% KH doanh thu và 126% KH LNST cả năm 2022.

❖ Triển vọng năm 2023:

- **Triển vọng từ các dự án thượng nguồn.** PVS đang thực hiện các dự án như Gallaf Batch 3 (Qatar), LNG Thị Vải và Long Sơn. Bên cạnh đó, dự án trọng điểm Lô B - Ô Môn kỳ vọng được khởi công trong thời gian tới trong bối cảnh giá dầu cao và nhu cầu điện khí trong nước gia tăng. Đồng thời, luật Dầu khí sửa đổi được thông qua sẽ giúp thu hút đầu tư vào phân khúc thượng nguồn, điều này sẽ tạo ra khối lượng backlog tiềm năng rất lớn cho các nhà thầu EPC như PVS.

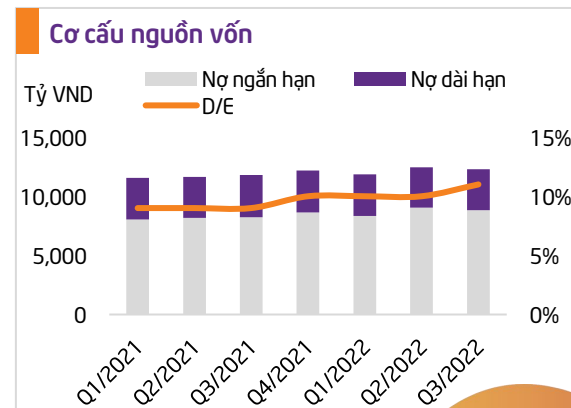
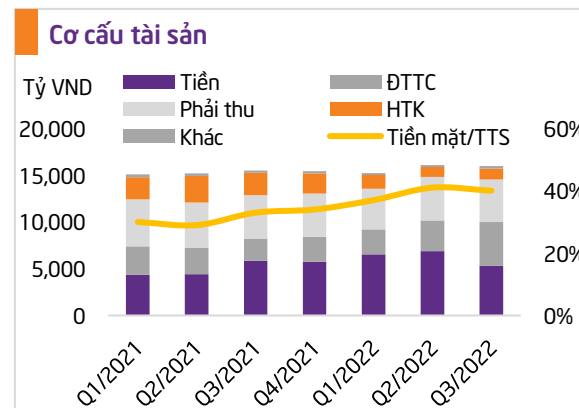
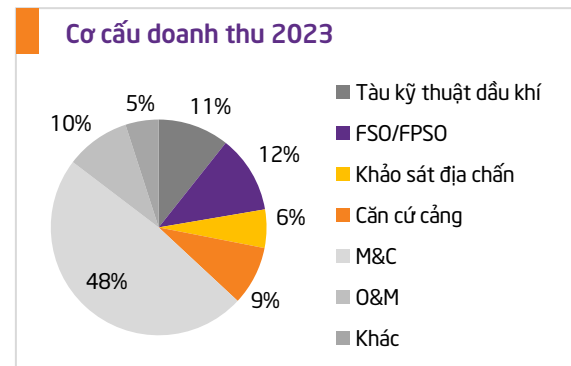
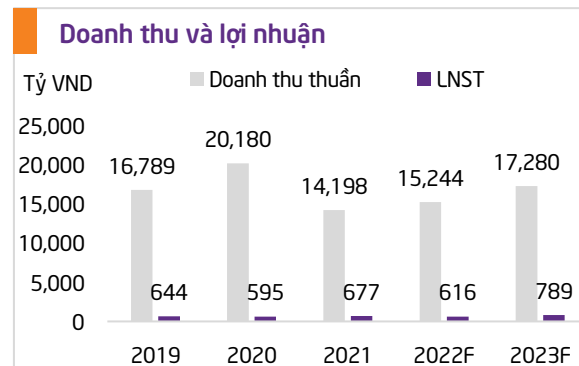
- **Mảng điện gió tiềm năng trong dài hạn.** Thời gian qua, PVS đã tham gia vào các khâu thi công của các dự án điện gió ngoài khơi từ vận chuyển, lắp đặt đến tổng thầu của một số dự án như Thăng Long (lắp đặt thiết bị đo gió), Hải Long (EPC trạm biến áp) và La Gà (khảo sát địa chấn). Do đó, kỳ vọng Quy hoạch điện 8 sớm được thông qua sẽ tháo gỡ khó khăn của nhóm NLTT, cùng với dự án điện gió Hải Long và La Gà sẽ đóng góp vào tăng trưởng doanh thu cho PVS giai đoạn 2022-2024.

- **Tài chính lành mạnh.** Trong cơ cấu tài sản tính đến Q3/2022, PVS sở hữu tỷ lệ tiền mặt (gồm các khoản tiền gửi) cao với gần 40% tổng tài sản và tỷ lệ D/E thấp chỉ 10%, với số dư tiền mặt ròng dồi dào 8,639 tỷ đồng, do vậy, kỳ vọng PVS sẽ hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, PE và PB để đưa ra giá mục tiêu của PVS là 28,500 đồng/cổ phiếu, upside 21.8% so với giá đóng cửa ngày 14/12/2022.

Rủi ro đầu tư: (1) các dự án thượng nguồn chậm tiến độ so với dự kiến ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh ngắn hạn (2) giá dầu sụt giảm mạnh ảnh hưởng hoạt động thượng nguồn.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	20,180	14,198	15,244	17,280
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	778	776	800	977
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	916	802	762	864
EBITDA	Tỷ đồng	401	588	658	751
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	595	677	616	789
Biên lợi nhuận gộp	%	3.9%	5.5%	5.2%	5.7%
Biên LNST	%	2.9%	4.8%	4.0%	4.6%
ROE	%	4.6%	5.3%	4.9%	6.0%
ROA	%	2.3%	2.6%	2.5%	3.0%
EPS	VND	1,065	1,258	1,289	1,651
BV	VND	25,366	24,673	25,168	26,082
P/E	x	22.0	18.6	18.2	14.2
P/B	x	0.92	0.95	0.93	0.90



REE – Duy trì tăng trưởng từ mảng điện nước - GMT: 96,200 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư

❖ **Ước tính cả năm 2022:** kỳ vọng sẽ đạt 8,358 tỷ đồng doanh thu, +43.9%yoy và 3,002 tỷ đồng LNST, +40.6%yoy. Doanh thu đạt 90.1% kế hoạch do mảng M&E tăng chậm hơn do bị tác động bởi ngành bất động sản, nhưng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của nhóm năng lượng giúp LNST đạt 145.5% kế hoạch cả năm 2022.

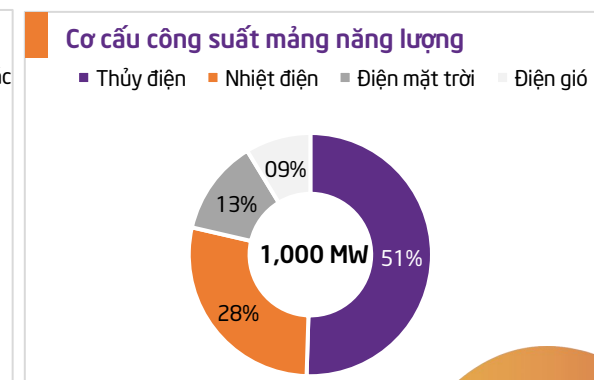
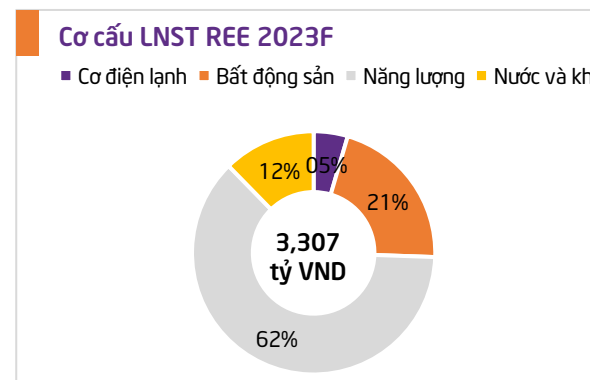
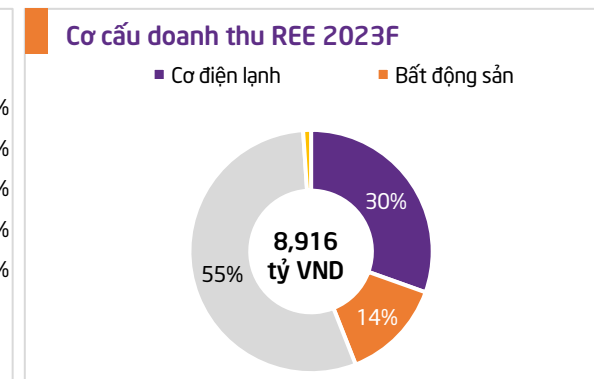
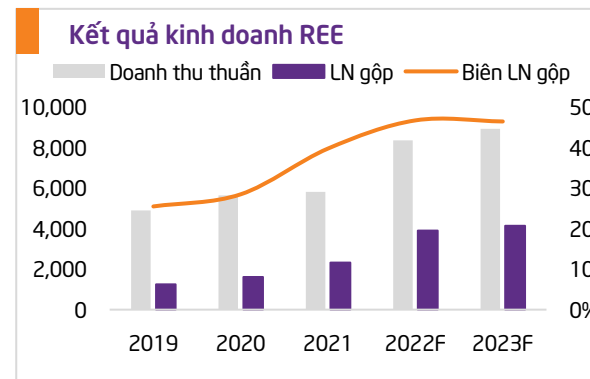
❖ Triển vọng năm 2023:

- **Mảng cơ điện lạnh:** ước tính năm 2022 giá trị hợp đồng ký mới đạt 4,300 tỷ đồng +14.5%yoy, tạo động lực tăng trưởng cho năm 2023. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận kỳ vọng được cải thiện khi giá vật tư và nguyên vật liệu đầu vào hạ nhiệt, LNST kỳ vọng đạt 122 tỷ VND (+7.2% yoy). Dự án sân bay Long Thành đã khởi công đầu 2021 kỳ vọng là cơ hội mang lại hợp đồng M&E trong trung dài hạn cho REE.
- **Mảng năng lượng:** kỳ vọng duy trì tăng trưởng 10.1%yoy khi các dự án đi vào hoạt động ổn định. Trong năm 2022, REE đã M&A thành công Nhà máy thủy điện Nậm Ban 2 giúp gia tăng công suất cho nhóm thủy điện. Bên cạnh đó, nhóm nhiệt điện than tích cực hơn khi hiện tượng La Nina suy giảm sau Q1/2023 và giá than giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận. Đồng thời, nhóm năng lượng tái tạo sẽ tiếp tục có nhiều cơ hội phát triển sau khi Quy hoạch điện 8 được chấp thuận.
- **Mảng bất động sản:** REE hiện sở hữu 155 nghìn m² diện tích văn phòng cho thuê. Năm 2023 dự án Etown 6 sẽ được đưa vào vận hành, đóng góp 40 nghìn m² diện tích cho thuê, kỳ vọng tăng trưởng 8.6% trong năm 2023.
- **Mảng nước và khác:** duy trì tăng trưởng 10%yoy, chỉ chiếm 1.1% doanh thu nhưng mang lại 12.3% lợi nhuận nhờ biên lợi nhuận cao, ngành nước độc quyền sản phẩm cao và hoạt động hiệu quả vì hầu như không có hàng tồn kho.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, PE và PB để đưa ra giá mục tiêu của REE là 96,200 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 36.6% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2022.

Rủi ro đầu tư: (1) tính chu kỳ của ngành BĐS ảnh hưởng tới mảng M&E (2) nhóm năng lượng chịu rủi ro thời tiết, vận hành (3) bối cảnh lãi suất tăng ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	5,810	8,358	8,916
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	2,310	3,903	4,139
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	456	501	535
EBITDA	Tỷ đồng	2,766	4,259	4,714
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	2,135	3,002	3,307
Biên lợi nhuận gộp	%	39.8%	46.7%	46.4%
Biên LNST	%	36.8%	35.9%	37.1%
ROE	%	14.9%	17.1%	16.3%
ROA	%	8.2%	9.1%	9.3%
EPS	VND	5,732	7,180	7,910
BV	VND	42,689	43,205	49,907
P/E	x	12.3	9.8	8.9
P/B	x	1.6	1.6	1.4



PC1 – Triển vọng từ mở Niken và Quy hoạch điện 8 - GMT: 26,800 VND/CP

Điểm nhấn đầu tư

❖ **Ước tính cả năm 2022:** kỳ vọng đạt 8,549 tỷ đồng doanh thu, -13.0%yoy và 354 tỷ đồng LNST, -53.7%yoy do Quy hoạch điện 8 chậm được phê duyệt nên hoạt động xây lắp bị chậm lại và các dự án bất động sản chậm tiến độ. Theo đó, kỳ vọng chỉ hoàn thành 77.7% kế hoạch doanh thu và 53.8% kế hoạch LNST cả năm 2022.

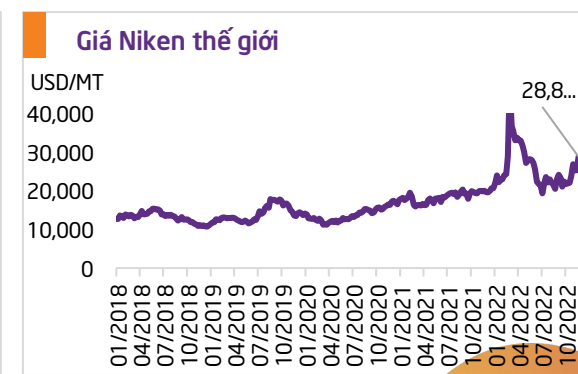
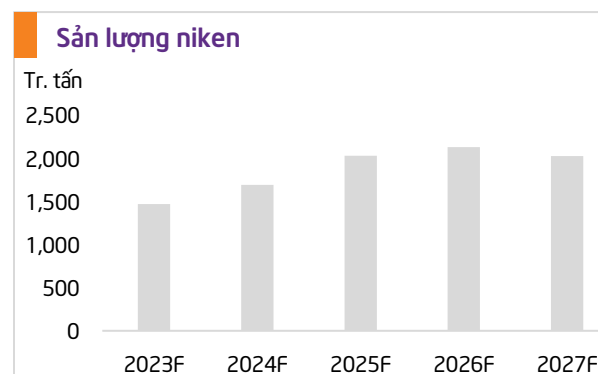
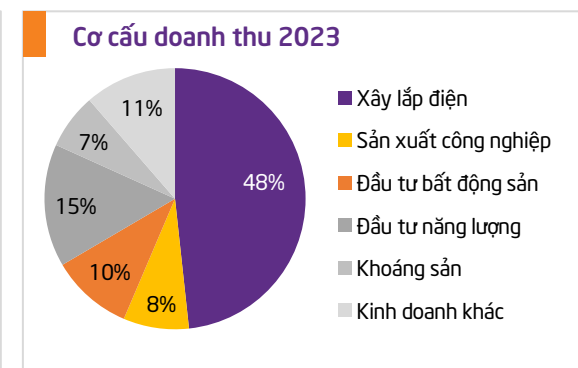
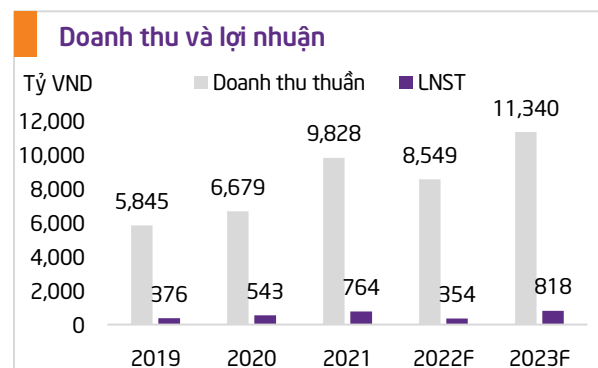
❖ Triển vọng năm 2023:

- **Mảng xây lắp điện và NLTT phục hồi trở lại.** Sau khi Quy hoạch điện 8 được phê duyệt giúp tháo gỡ khó khăn của các dự án NLTT, sẽ giúp thúc đẩy phát triển mảng xây lắp hệ thống mạng lưới truyền tải điện và nguồn phát điện.
- **Nhà máy niken đưa vào vận hành đóng góp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.** PC1 nắm giữ 57% Cty TNHH Thương mại Khoáng sản Tấn Phát sở hữu quặng niken 14 triệu tấn. Dự kiến nhà máy niken sẽ hoàn thành và chạy thử trong Q4/2022 và có sản phẩm thương mại từ đầu năm 2023, PC1 kỳ vọng mang lại doanh thu 1,100-1,200 tỷ đồng và biên LNST khoảng 30%.
- **Kỳ vọng bàn giao dự án Bất động sản Gia Lâm và Định Công.** Dự án Gia Lâm và Định Công bị chậm tiến độ so với kế hoạch bàn giao trong năm 2022 và kỳ vọng sẽ được ghi nhận vào năm 2023, đóng góp 1,096 tỷ đồng doanh thu và 164 tỷ đồng lợi nhuận.
- **Ghi nhận lợi nhuận từ BĐS khu công nghiệp.** PC1 đã mua 30.08% cổ phần của Western Pacific - nắm giữ KCN Bắc Ninh (152ha), Hà Nam (600ha), Bắc Giang (200ha) và Hải Dương (200ha). Kỳ vọng năm 2023 sẽ ghi nhận lợi nhuận từ KCN Yên Phong (151ha, Bắc Ninh) và dự án Yên Lệnh (50ha, Hà Nam), đóng góp 299 tỷ đồng lợi nhuận cho PC1.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, PE và PB để đưa ra giá mục tiêu của PC1 là 26,800 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 42.2% so với giá đóng cửa ngày 06/12/2022.

Rủi ro đầu tư: (1) các dự án BĐS chậm tiến độ so với dự kiến (2) Quy hoạch điện 8 chậm tiến độ phê duyệt (3) nhóm NI TT gặp khó khăn về cơ chế giá bán điện.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	6,679	9,828	8,549	11,340
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,162	1,156	1,518	1,960
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	338	297	329	436
EBITDA	Tỷ đồng	1,103	1,249	1,722	2,167
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	543	764	354	818
Biên lợi nhuận gộp	%	17.4%	11.8%	17.8%	17.3%
Biên LNST	%	8.1%	7.8%	4.1%	7.2%
ROE	%	12.8%	13.8%	5.6%	12.2%
ROA	%	5.7%	5.2%	1.7%	3.7%
EPS	VND	2,176	2,955	1,400	3,027
BV	VND	16,948	15,930	14,286	16,746
P/E	x	8.7	6.4	13.5	6.2
P/B	x	1.1	1.2	1.3	1.1



QTP – Dòng tiền ổn định và Biên lợi nhuận cải thiện - GMT: 19,600 VND/CP

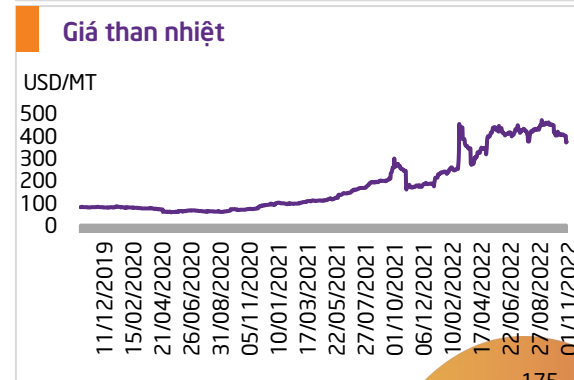
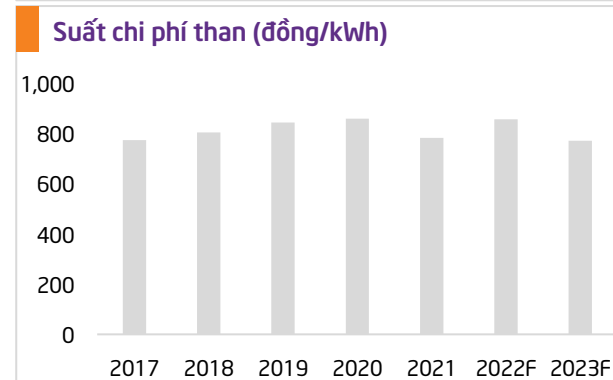
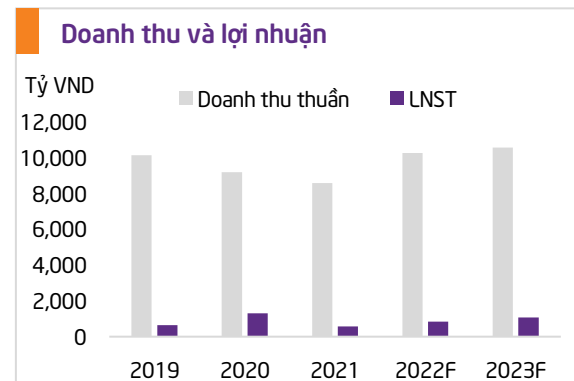
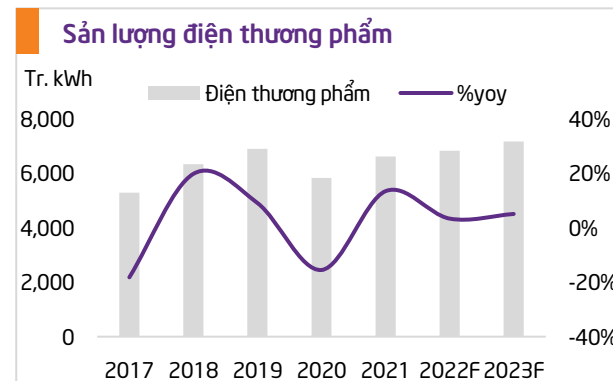
Điểm nhấn đầu tư

- ❖ **Ước tính cả năm 2022:** cả năm kỳ vọng đạt 10,251 tỷ đồng doanh thu, +19.6%yoy và 831 tỷ đồng LNST, tăng 43.7%yoy. Theo đó, công ty hoàn thành 107% kế hoạch doanh thu và 190% kế hoạch LNST cả năm 2022.
- ❖ **Triển vọng năm 2023:**
 - **Sản lượng được huy động tiếp tục tăng.** Theo dự báo của Trung tâm Dự báo Khí hậu Hoa Kỳ (CPC), hiện tượng La Nina sẽ dần hạ nhiệt sau nửa đầu năm 2023, do đó nhóm nhiệt điện sẽ kỳ vọng gia tăng huy động. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng huy động của QTP năm 2023 sẽ tăng 5%yoy.
 - **Giá bán điện cho EVN kỳ vọng vẫn sẽ ở mức cao.** Mặc dù giá than hạ nhiệt nhưng nhu cầu than nhiệt toàn cầu năm 2023 được dự báo tiếp tục gia tăng, do đó giá than vẫn ở mức cao nên giá điện huy động của nhóm nhiệt điện than vẫn sẽ ở mức cao như năm 2022.
 - **Giá nguyên liệu than kỳ vọng hạ nhiệt.** Giá than nhiệt thế giới bình quân 11 tháng năm 2022 ở mức 366 USD/tấn, +142%yoy, nhưng giá than nhiệt tháng 11/2022 đã bắt đầu hạ nhiệt khi giảm 6.5% so với tháng trước và dự báo tiếp tục giảm trong năm tới. Với sự giảm nhiệt của giá than giúp cho biên lợi nhuận của QTP được cải thiện.
 - **Doanh nghiệp phòng thủ khá tốt trong giai đoạn kinh tế vĩ mô biến động.** QTP có tỷ lệ nợ thấp D/E khoảng 29.8%, dự kiến năm 2023 sẽ trả hết nợ vay dài hạn, đồng thời dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn dương và cổ tức tiền mặt ổn định 10%/năm.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, PE và PB để đưa ra giá mục tiêu của QTP là 19,600 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 51.9% so với giá đóng cửa ngày 30/11/2022.

Rủi ro đầu tư: (1) nguồn than trong nước không ổn định và giá than nhiệt ở mức cao (2) sản lượng huy động phụ thuộc vào sự phân bổ của EVN.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	9,182	8,571	10,251	10,558
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,834	990	1,179	1,246
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	105	256	113	116
EBITDA	Tỷ đồng	2,879	1,712	2,038	2,125
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	1,300	578	831	1,051
Biên lợi nhuận gộp	%	20.0%	11.5%	11.5%	11.8%
Biên LNST	%	14.2%	6.7%	8.1%	10.0%
ROE	%	23.7%	9.4%	13.2%	15.3%
ROA	%	12.1%	6.0%	9.2%	11.4%
EPS	VND	2,889	1,284	1,886	2,372
BV	VND	13,529	13,710	14,758	16,273
P/E	x	4.5	10.0	6.8	5.4
P/B	x	1.0	0.9	0.9	0.8



PHR: Tiềm năng tăng trưởng từ quỹ đất giá trị – GMT: 53,800 VND/CP

Dự phóng KQKD năm 2022

Cho năm 2022, chúng tôi dự báo PHR sẽ đạt mức doanh thu thuần đi ngang với cùng kỳ, đạt 1,936 tỷ đồng (-0.5% YoY) nhưng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ ghi nhận tăng trưởng mạnh lên 873 tỷ đồng (+111.5% YoY). Mức ước tính doanh thu và LNST tương đương với 86% và 117% KHKD đầu năm. Dự báo KQKD được xây dựng trên một số các giả định như (1) sản lượng thành phẩm cao su tiêu thụ sẽ gia tăng 8.8% so với cùng kỳ với giá bán trung bình giảm về 41.48 triệu đồng/tấn (-2.5% YoY); (3) ghi nhận tiền thuê đất khoảng 8 ha đã được cho thuê từ kì trước (3) kỳ vọng sẽ PHR sẽ ghi nhận 961 tỷ đồng theo kế hoạch từ khoản hỗ trợ bồi thường trong quá trình chuyển giao đất cho KCN VSIP 3. Dự báo của chúng tôi tương đương với 86% chỉ tiêu doanh thu và 97% kế hoạch lợi nhuận PHR.

Triển vọng DN trong năm 2023

Diện tích rừng cao su tại Campuchia là động lực tăng trưởng mảng khai thác mủ trong giai đoạn tới. Trong 2021, đơn vị này thu hoạch tổng cộng 11,462 tấn cao su (+17.4% YoY), chính thức vượt sản lượng tại thị trường nội địa (10,469 tấn). Hiện tại, diện tích vườn cao su đã đạt 7,589 ha, tương đương 55% tổng diện tích cao su công ty mẹ. Trong giai đoạn tiếp theo chúng tôi đánh giá vườn cây tại khu vực Campuchia sẽ là động lực thúc đẩy chính cho mảng cao su của PHR

Định hướng phát triển khu công nghiệp: Với tổng diện tích rừng cao su hơn 15.277 ha tại các khu vực trọng điểm về công nghiệp như Nam Tân Uyên (Bình Dương), công ty đang có định hướng chuyển mình để phát triển bền vững với mục tiêu chuyển đổi khoảng 5,000 ha đất để xây dựng 5 khu công nghiệp và nghiên cứu đầu tư lĩnh vực nông nghiệp công nghệ cao trong giai đoạn 2020–2025. Hiện tại việc chuyển đổi đất cao su vẫn bị một số quy trình pháp lý, dẫn đến giai đoạn đầu tư có thể bị kéo dài. Trên cơ sở lạc quan, chúng tôi kì vọng các dự án trong định hướng phát triển của PHR sẽ sớm hoàn tất quy trình pháp lý để bắt đầu triển khai và đi hoạt động trong tương lai gần.

Định giá

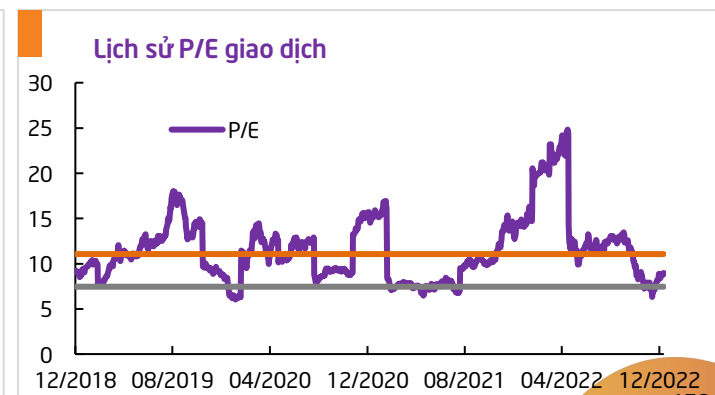
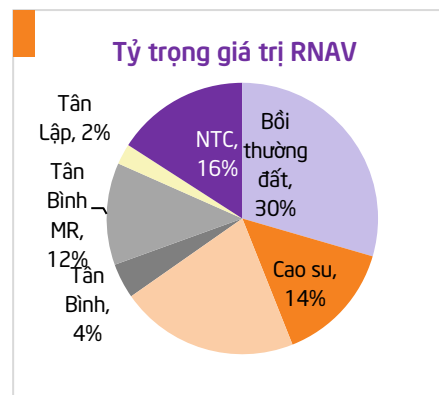
Dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) giá trị hợp lý của PHR được xác định ở mức 53,800 VND/cp, tương ứng với mức lợi nhuận kì vọng 15.3% so với giá đóng cửa vào 14/12/2022.

Rủi ro đầu tư

Tiến độ pháp lý kéo dài ảnh hưởng đến kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp. Với quỹ đất sẵn sàng cho thuê tương đối hạn chế, PHR sẽ hụt nguồn thu từ mảng KCN trong giai đoạn từ 2024.

Chỉ tiêu tài chính	DVT	2021	2022F	2023F
Doanh thu	tỷ VND	1,945	1,936	1756
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	410	867	787
Biên lãi gộp	%	26.6%	22.1%	24.2%
Biên lãi ròng	%	22.9%	46.6%	44.8%
ROE	%	12.8%	26.4%	24.3%
EPS	VND	3,025	6,398	5,808
B/V	VND	22,053	25,598	27,592
P/E	x	17.8	8.4	9.3
P/B	x	2.4	2.1	1.9

Dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Diện tích, ha	Tỷ lệ sở hữu
VSIP 3	VSIP	Tx Tân Uyên, Bình Dương	346	20%
Tân Bình MR GĐ1	CTCP KCN Tân Bình	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	1,055	80%
Tân Bình MR GĐ2	CTCP KCN Tân Bình	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	400	80%
Tân Lập I	PHR	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	200	51%
Tân Lập I MR	PHR	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	287.16	51%
KCN DT-DV Hội Nghĩa	PHR	Tx Tân Uyên, Bình Dương	715	51%
KCN DT-DV Tân Thành	PHR	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	625.23	
KCN DT-DV Bình Mỹ	PHR	Bắc Tân Uyên, Bình Dương	920.47	



DPR: Chờ đợi tín hiệu pháp lý từ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng – GMT: 63,500 VND/CP

Dự phóng KQKD năm 2022

Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo DPR sẽ đạt mức doanh thu đạt 1,236 tỷ đồng (+1.6% YoY) trong khi lợi nhuận sau thuế đạt 422 tỷ đồng (-11% YoY). Mức dự báo doanh thu cao hơn so nửa đầu năm trên cơ sở: (1) sản lượng mủ cao su tiêu thụ tăng mạnh khi vào vụ cao điểm, nhu cầu nhập khẩu lớn từ Trung Quốc sẽ hỗ trợ giá mủ neo ở mức cao; (2) kỳ vọng DPR nhanh tiến độ thanh lý trong thời gian tới với kế hoạch thanh lý 527 ha cao su (3) bàn giao đạt 120 ha cho năm 2022, đem lại khoản thu nhập đền bù đất 120 tỷ theo đơn giá bằng với mức 2021. theo kế hoạch từ khoản hỗ trợ bồi thường trong quá trình chuyển giao đất cho KCN VSIP 3. Qua đó, DPR được kỳ vọng sẽ vượt 36% chỉ tiêu doanh thu và 62% chỉ tiêu LNST trong năm nay

Triển vọng DN trong năm 2023

Dự kiến ghi nhận 2,000 tỷ đồng tiền đền bù thu hồi đất trong giai đoạn 2022-2030. Theo đó UBND tỉnh Bình Phước sẽ thu hồi 2,000 ha đất cao su của DPR với giá bồi thường dự kiến 1 tỷ đồng/ha.

Định hướng phát triển khu công nghiệp: Theo quy hoạch tổng thể phát triển khu công nghiệp giai đoạn 2020-2030 của tỉnh Bình Phước, DPR sẽ chuyển đổi 2,000 ha đất cao su thành khu công nghiệp hoặc khu nông nghiệp chất lượng cao. Trong đó kế hoạch mở rộng hai KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú sẽ được phân bổ lần lượt 317 ha và 480 ha. Phần còn lại khoảng 1,203 ha dự kiến sẽ bổ sung cho các kế hoạch phát triển giai đoạn sau. Trên kỳ vọng các bước pháp lý hoàn thành đúng tiến bộ, dự kiến KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú mở rộng sẽ đi vào hoạt động vào 2023 và 2026 với mức giá thuê tăng trưởng nhờ tuyến cao tốc TP. HCM – Bình Dương – Bình Phước sẽ thu hẹp khoảng cách giữa Bình Dương và Bình Phước. Hiện các KCN Bình Dương có độ lấp đầy trên 80% với giá thuê gấp đôi Bình Phước nhờ giao thông thuận lợi với khu vực miền đông và TP.HCM.

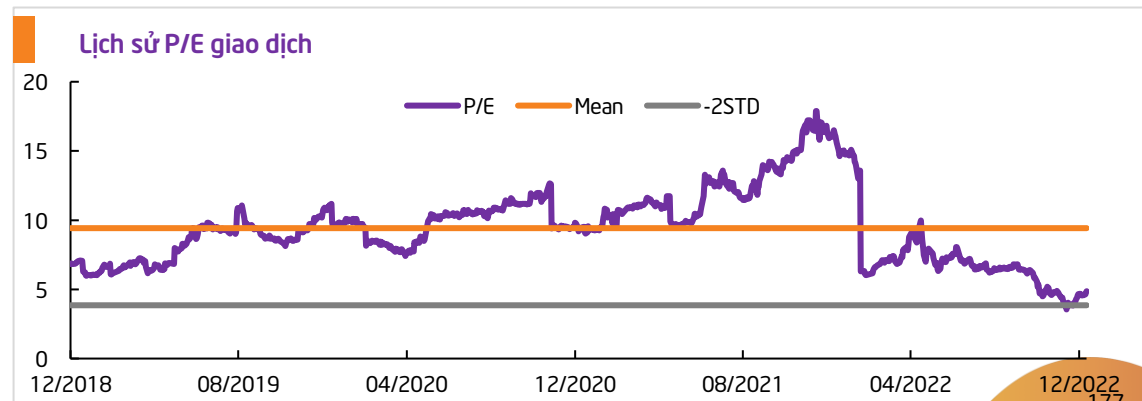
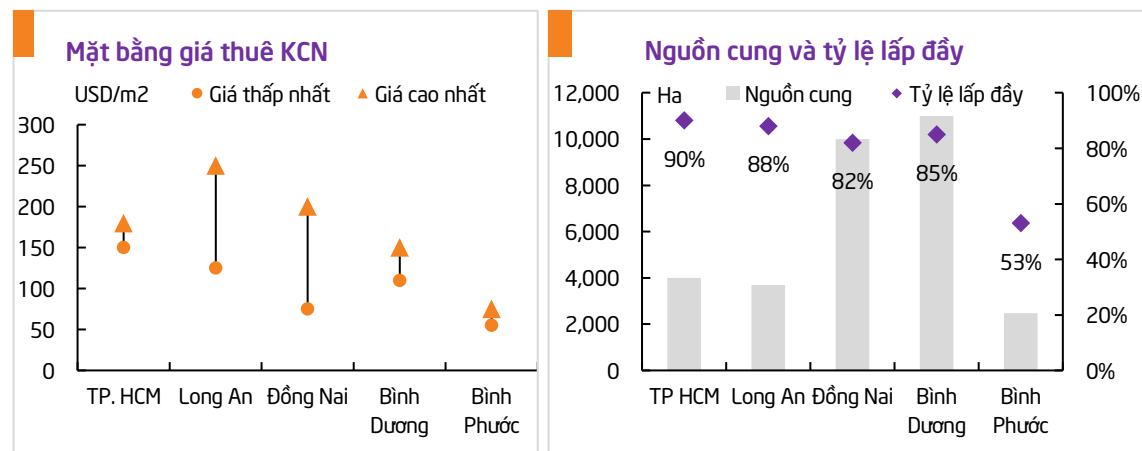
Định giá

Chúng tôi điều chỉnh giảm mức PE mục tiêu nhằm phản ánh việc hạ xếp hạng thị trường chung. Áp dụng mức EPS dự phóng 63,490 lên PE mục tiêu 10x, giá trị hợp lý của DPR được xác định ở mức 63,500VND/cp, cao hơn 14% so với giá đóng cửa vào 14/12/2022.

Rủi ro

Tiến độ các thủ tục liên quan đến quy trình thu hồi đất sẽ ảnh hưởng đến thời gian ghi nhận tiền đền bù của doanh nghiệp. Lãi suất gia tăng cũng sẽ ảnh hưởng đến chi phí vốn của các dự án đầu tư mới.

Chỉ tiêu tài chính	DVT	2021	2022F	2023F
Doanh thu	tỷ VND	1,215	1,236	976
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	491	422	273
Biên lãi gộp	%	35.6%	33.4%	28.51%
Biên lãi ròng	%	40.4%	32.8%	27.9%
ROE	%	17.5%	19.4%	13.0%
EPS	VND	11,419	10,186	6,349
B/V	VND	52,723	59,782	66,541
P/E	x	5.6	6.3	10.1
P/B	x	1.2	1.0	0.9



HPG – Tăng cường vị thế dẫn đầu – GMT: 27,100/CP

Điểm nhấn đầu tư 2023:

- ❖ **Sản lượng và giá bán 2023:** Thị trường trong nước HPG tiếp tục gia tăng thị phần trong tình hình khó khăn chung của ngành và thị trường xuất khẩu kì vọng sẽ phục hồi nhẹ khi Trung Quốc mở cửa trở lại. Vì vậy, chúng tôi kì vọng sản lượng của HPG năm 2023 dự báo +10%YoY. Giá thép tăng nhẹ so với cuối năm 2022 do nhu cầu vẫn chưa phục hồi mạnh
- ❖ **Giá nguyên vật liệu đầu vào kì vọng không tăng mạnh:** chúng tôi kì vọng giá quặng sắt và giá than cốc sẽ duy trì ở mức thấp do nhu cầu thế giới vẫn chưa hồi phục mạnh và nguồn cung dồi dào. Đây là yếu tố hỗ trợ giúp biên lợi nhuận phục hồi từ mức thấp quý 3/2022.
- ❖ **Chi phí tài chính giảm áp lực trước biến động tỷ giá:** kì vọng tỷ giá ổn định hơn trong năm 2023 nhờ đó sẽ chi phí tài chính liên quan đến tỷ giá sẽ giảm.
- ❖ **Dự án mở rộng sản xuất:** Khu liên hợp Gang Thép Hoà Phát Dung Quất tăng thêm công suất 5.6 triệu tấn /năm HRC. Dự án dự kiến khởi công năm 2022 và hoàn thành vào 2024-2025. Sau khi dự án hoàn thành, sản lượng thép thô tăng lên 14 triệu tấn/ năm và đưa Hoà Phát đứng trong Top 30 sản xuất thép lớn nhất thế giới; Dự án sản xuất vỏ container - công suất giai đoạn 1 là 200,000 TEU/ năm dự kiến sản phẩm; Dự án xây dựng nhà máy ống thép tại Long An mục tiêu tăng công suất từ 1 triệu tấn/năm lên 1.25 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2022-2025.

Ước tính KQKD Q4/2022 và 2023

Ước tính KQKD Q4/2022: Doanh thu đạt 26,894 tỷ đồng, -13.7%YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 690 tỷ đồng, -90%YoY. Lũy kế LNST 2022 đạt 11,133 tỷ đồng, -68%YoY. Kết quả thấp hơn kì vọng của chúng tôi do giá bán và giá nguyên vật liệu, và tỷ giá tăng cao hơn dự kiến.

Dự báo KQKD 2023: Kỳ vọng doanh thu thuần đạt 167,034 tỷ đồng, tăng +15%YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 18,895 tỷ đồng, +69%YoY.

Định giá:

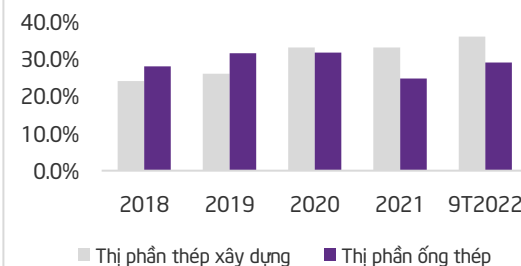
Sử dụng phương pháp P/E và DCF. Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu HPG là 27,100 VNĐ, +43% so với giá đóng cửa ngày 13/12/2022

Rủi ro:

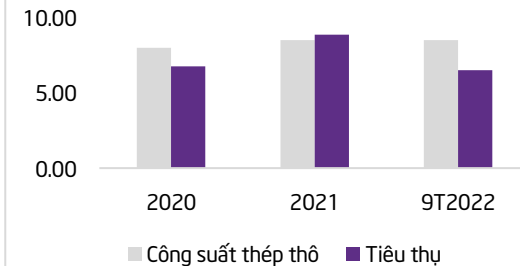
Biến động nguyên vật liệu đầu vào và giá thép, nhu cầu suy giảm, lãi suất tăng mạnh hơn, và tỷ giá biến động mạnh hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2021	2022F	2023F
Doanh thu	tỷ VND	149,680	145,102	167,034
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	34,521	11,160	18,897
Biên lãi gộp	%	27.5%	14.2%	16.0%
Biên lãi ròng	%	23.1%	7.7%	11.3%
ROE	%	46.0%	12.0%	17.0%
EPS	VND	5,929	1,916	3,244
BPVS	VND	15,612	17,531	20,781
P/E	x	3.9	12.0	7.1
P/B	x	1.5	1.3	1.1

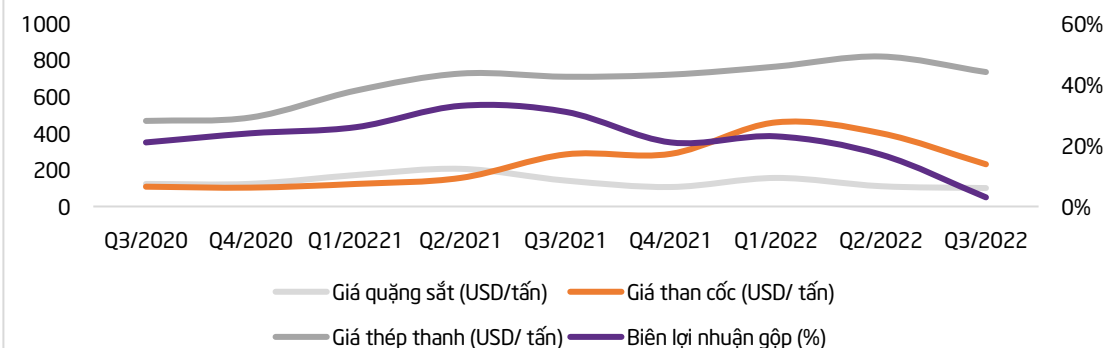
Thị phần thép xây dựng và ống thép Hoà Phát



Công suất và sản lượng thép (triệu tấn)



Giá nguyên vật liệu, giá bán, và biên lợi nhuận gộp



Dự phóng KQKD năm 2022

Cho cả năm, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của GMD đạt mức 3,460 tỷ (+8% YoY), LNST gia tăng lên 1,003.4 tỷ đồng (+64% YoY). Giả định dự báo được xây dựng trên cơ sở: (1) Gemalink đạt 85% công suất thiết kế trong năm nay; (2) Nhóm các cảng khác vẫn tăng trưởng sản lượng khai thác nhờ gia tăng hiệu suất cầu cảng khi tắc nghẽn hàng hóa đã được giảm thiểu. Kết quả dự phóng trong 2022 không bao gồm các giả định thoái vốn. Chúng tôi dự kiến GMD cũng sẽ không hoàn thành KHKD năm nay với dự báo doanh thu và LNST lần lượt đạt 89% và 84% chỉ tiêu đặt ra trong quý 1, phần lớn do triển vọng nửa sau 2022 kém tích cực hơn đầu năm.

Triển vọng DN trong năm 2023

Tiền đề tăng trưởng với dự án Nam Đình Vũ mở rộng. Tính đến tháng 11, cảng Nam Đình Vũ GĐ 2 đã hoàn thành 70% khối lượng thi công và theo đúng tiến độ để có thể triển khai vào cuối Q1/23. Với công suất bổ sung thêm khoảng 500 nghìn TEU, tương đương 35-40% công suất cụm cảng GMD tại Hải Phòng hiện tại, giai đoạn mở rộng của Nam Đình Vũ dự kiến sẽ giúp gia tăng thị phần của GMD tại khu vực cạnh tranh này. Trên cơ sở hiệu suất hoạt động các cảng tại Hải Phòng vẫn duy trì cao, chúng tôi kỳ vọng cảng Nam Đình Vũ GĐ 2 sẽ ghi nhận được mức công suất khả quan trong năm sau.

Kỳ vọng Cảng Gemalink đạt tối đa công suất vào 2023, trên cơ sở: (1) Hầu hết cảng hạ nguồn Cái Mép về cơ bản đang hoạt động ở công suất cao tại 9T22, qua đó còn nhiều dư địa cho các cảng hoạt động dưới công suất thiết kế; (2) Tốc độ tăng trưởng của cảng Gemalink trong thời gian đầu hoạt động cho thấy độ thu hút của cảng tại khu vực chiến lược Cái Lép. GMD hiện có công suất lũy kế khoảng 900 nghìn TEU vào Q3/22, dự kiến sẽ đạt 1.4 triệu TEU vào cuối năm; (3) Là cảng xây mới nhất tại Cái Mép, Gemalink cùng với CMIT là hai cảng tại khu vực này có thể tiếp nhận các tàu trọng tải từ 200 nghìn DWT, cho thấy lợi thế của cảng trong việc tăng trưởng về dài hạn khi các hãng tàu lớn đang đẩy mạnh tăng kích cỡ và trọng tải của các tàu đóng mới.

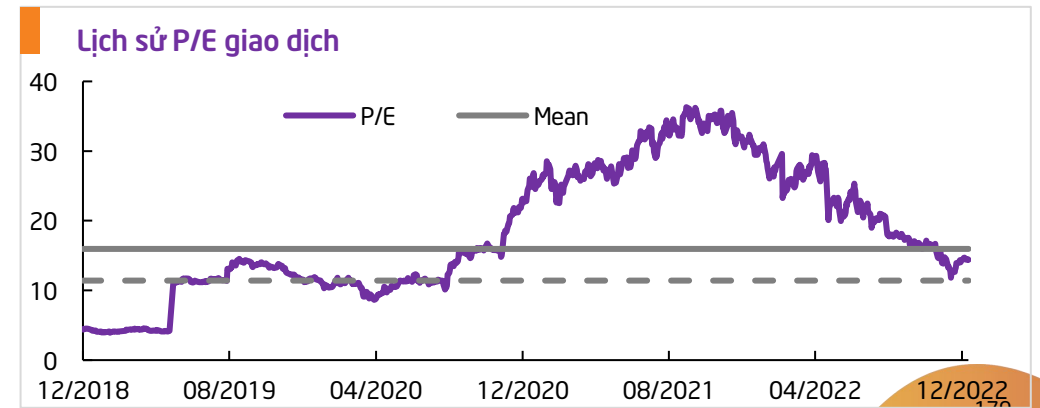
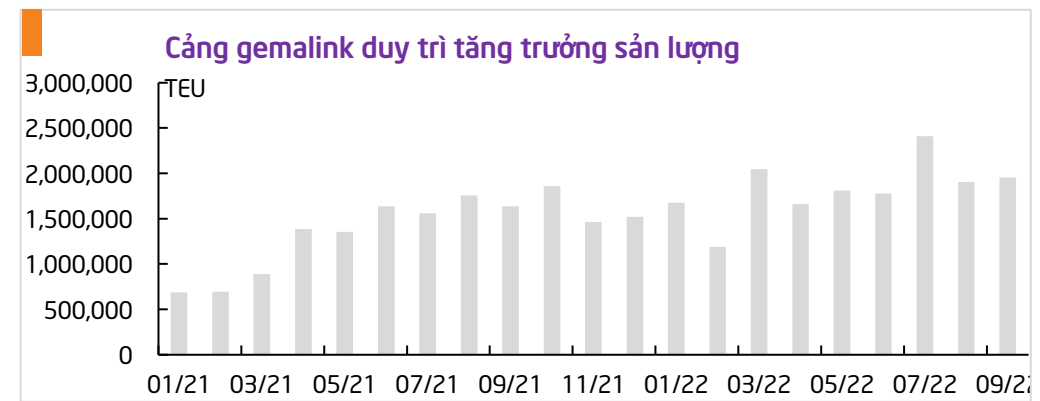
Định giá

Chúng tôi điều chỉnh gia tăng giả định WACC phù hợp với môi trường chi phí vốn cao hiện tại. Qua đó giá mục tiêu của GMD được điều chỉnh xuống VND55,300/cp tương đương mức sinh lợi kỳ vọng 15,2% so với giá đóng cửa vào 14/12/2022. Hiện tại cổ phiếu đang giao dịch ở mức PE 25 lần, gần mức trung vị lịch sử 5 năm.

Rủi ro đầu tư

Cảng Nam Đình Vũ GĐ 2 khi mới đi vào hoạt động chưa để tối ưu được hiệu suất. Sự cạnh tranh cao của khu vực cảng Hải Phòng ảnh hưởng đến công suất dự kiến của 2 cảng Nam Đình Vũ và Nam Hải Đình Vũ.

Chỉ tiêu tài chính	DVT	2021	2022F	2023F
Doanh thu	tỷ VND	3,206	3,460	3,615
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	612	1,003	1,077
Biên lãi gộp	%	36%	38%	38%
Biên lãi ròng	%	19%	29%	30%
ROE	%	9%	13%	14%
EPS	VND	1,912	3,329	3,574
B/V	VND	20,967	28,523	32,589
P/E	x	28.9	16.6	15.5
P/B	x	2.6	1.9	1.7



TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS

LIÊN HỆ

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)

 028 7301 3839  tt.pt@tpbs.com.vn  <https://www.tpbs.com.vn/>

TPS VINH DỰ ĐÓN NHẬN CÁC GIẢI THƯỞNG DANH GIÁ HÀNG ĐẦU VIỆT NAM VÀ QUỐC TẾ



**Global
Business
Outlook**

**THE GLOBAL
ECONOMICS**



**INTERNATIONAL
FINANCE**