



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2023

THÍCH NGHI ĐỂ TỒN TẠI

KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

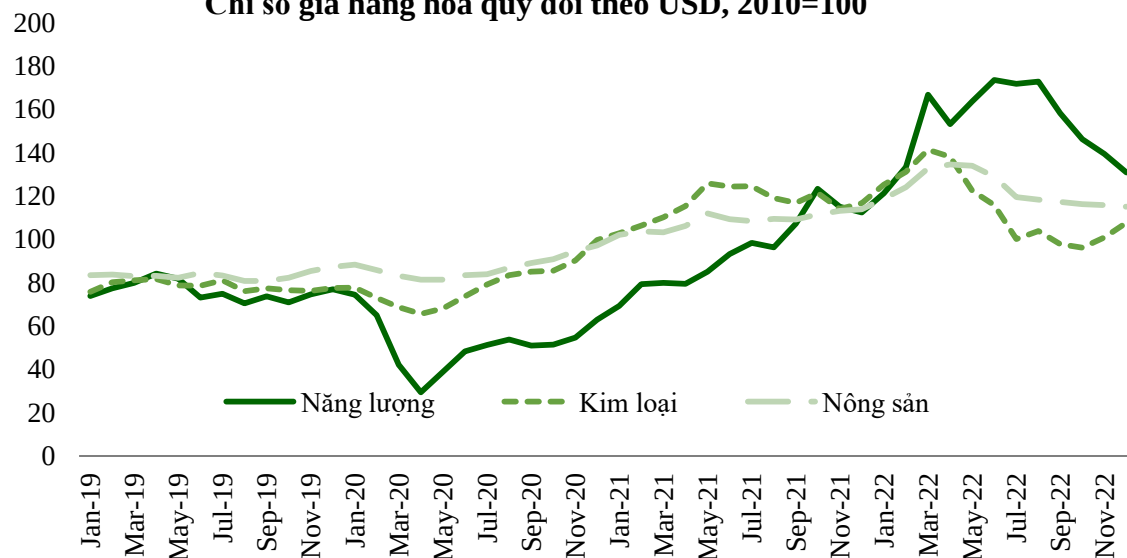
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

KINH TẾ THẾ GIỚI CHỨNG KIẾN NHIỀU BIẾN ĐỘNG TIÊU CỰC

- Chiến tranh Nga- Ukraine vẫn chưa đi đến hồi kết đặt ra thách thức lớn liên quan đến rủi ro địa chính trị.
- Xu hướng NHTW nâng lãi suất để ứng phó với lạm phát chưa chấm dứt khi lạm phát vẫn đang tăng ở diện rộng nhóm hàng trong thời gian dài và khó hạ nhiệt hơn.
- Xu hướng nợ công tăng đặc biệt ở một số quốc gia châu Âu.
- Suy thoái và tăng trưởng chậm diễn ra ở nhiều nền kinh tế lớn.

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

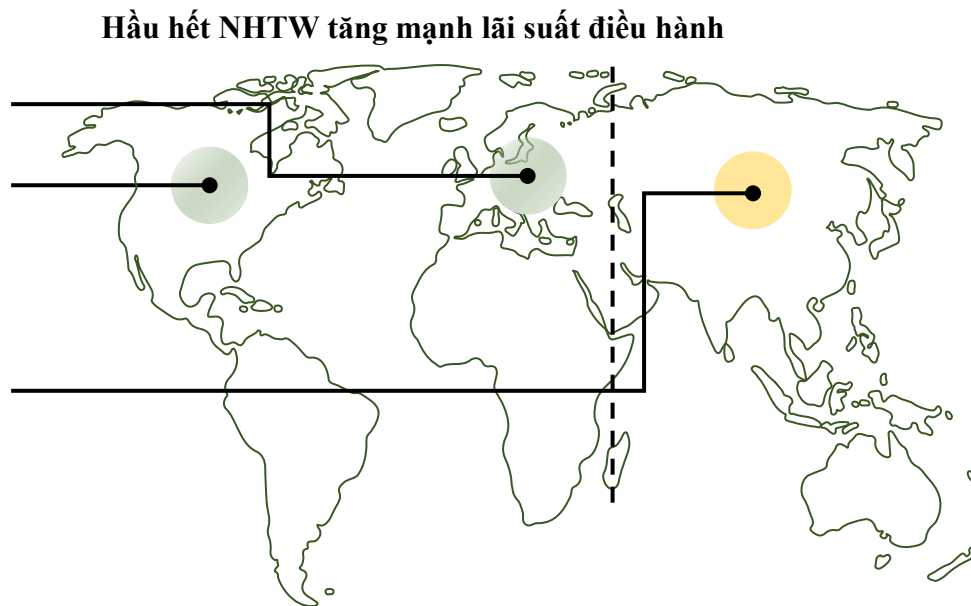


Tăng lãi suất

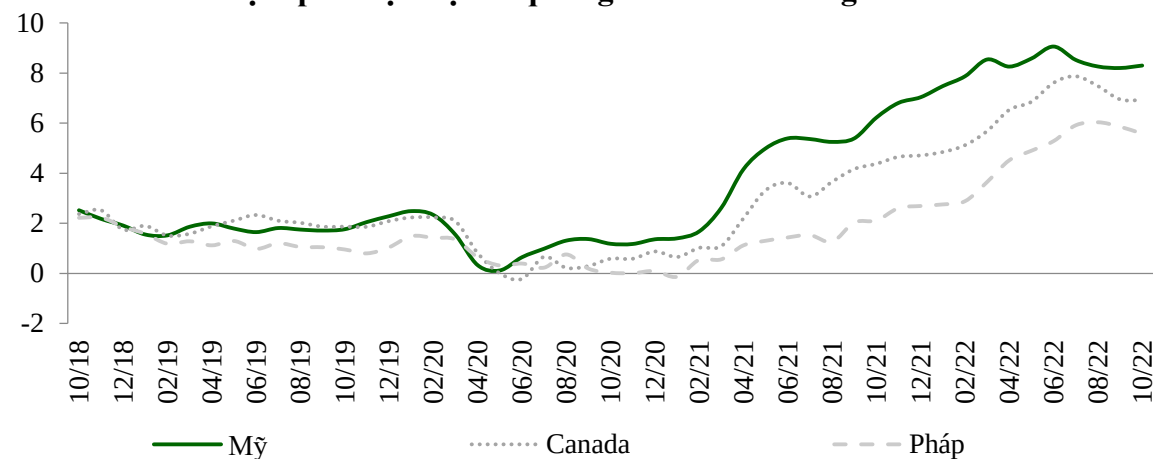
Bắc Mỹ và EU tăng lãi suất liên tiếp trong 6 tháng

Giảm lãi suất hoặc giữ nguyên

Nga và một số nước châu Á như Trung Quốc, Nhật Bản duy trì nới lỏng



Lạm phát tại một số quốc gia tính đến tháng 10/2022

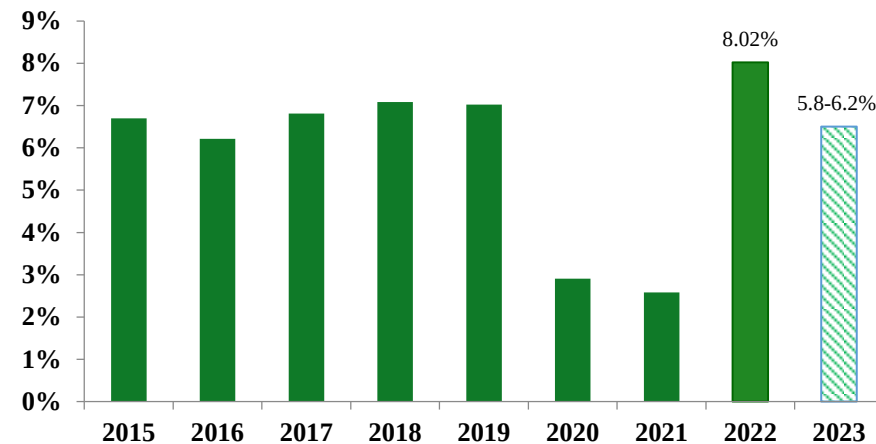


KINH TẾ VIỆT NAM VẪN ĐƯỢC ĐÁNH GIÁ TÍCH CỰC SO VỚI KHU VỰC

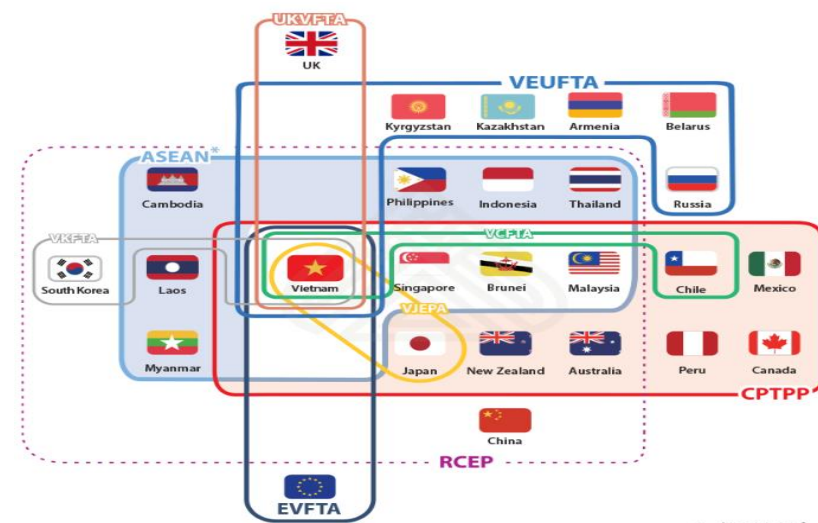


Nhìn chung, Việt Nam vẫn có thể coi là nền kinh tế ổn định và còn tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, bất chấp những yếu tố tiêu cực ngắn hạn về vĩ mô
Dự báo tăng trưởng cho 2023 có thể đạt 5,8%-6,2%

Dự báo tăng trưởng GDP



Các Hiệp định thương mại tự do



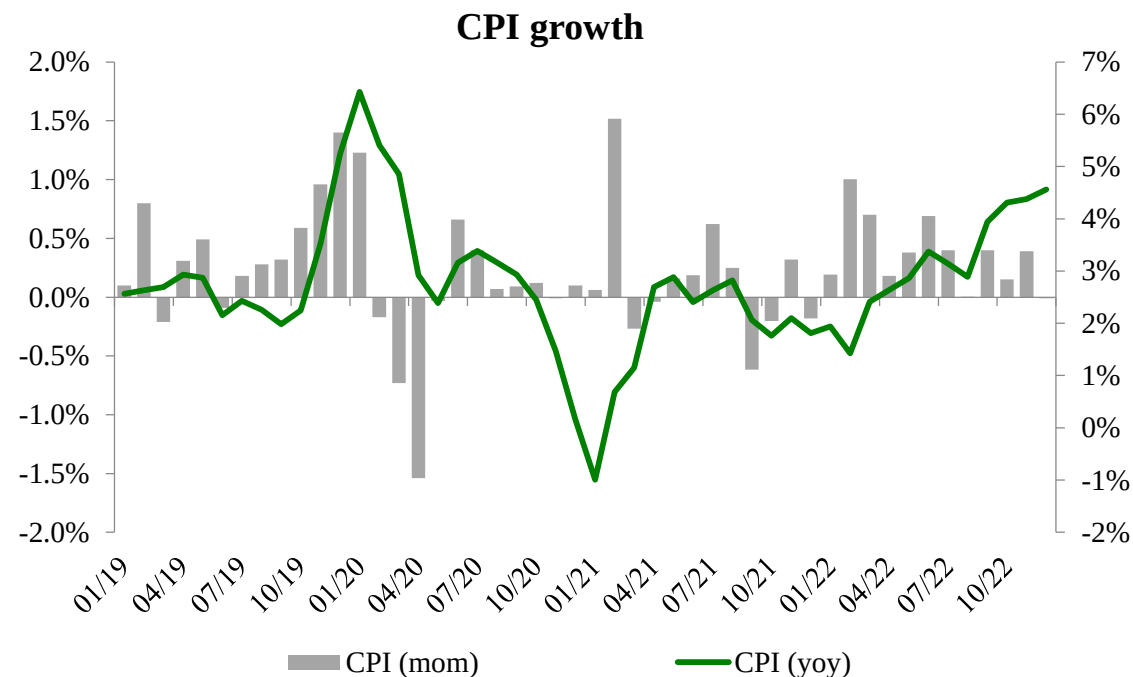
🟢 **Bối cảnh 2022:** Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng 12/2022 giảm 0,01% so với tháng trước, tăng 4,55% so với tháng 12/2021. Tính chung cả năm 2022, CPI bình quân tăng 3,15% so với năm 2021, đạt mục tiêu Quốc hội đề ra. Tuy vậy, lạm phát cơ bản tăng 4,99% so với cùng kỳ. Mục tiêu lạm phát Quốc hội giao trong năm 2022 được dự báo hoàn thành.

Dự báo 2023:

🟢 Trong kịch bản cơ sở, lạm phát năm 2023 được dự báo mức khoảng 4,5%-5%. Trong đó giai đoạn lạm phát dự báo đỉnh cùng mức tăng cao theo tháng có thể rơi vào giai đoạn Tết nguyên đán trong quý I.2023. Nguyên nhân chính:

- Cầu tiêu dùng nội địa ghi nhận tiếp tục tăng, đáng kể ở liên quan đến dịch vụ hàng hóa khiến lạm phát cơ bản còn dư địa tăng. Đáng chú ý, đây là chỉ báo quan trọng trong quyết định với chính sách tiền tệ.
- Điều chỉnh khung bán lẻ điện để phù hợp với giá cả đầu vào tăng.
- Tăng lương cơ bản và lộ trình cải cách tiền lương.
- Mặc dù vậy, Chính phủ vẫn có trong tay một số công cụ và thể hiện quyết tâm ổn định mặt bằng giá đặc biệt giá lương thực, thực phẩm và lộ trình điều chỉnh giá của một số mặt hàng, dịch vụ công thiết yếu.

🟢 **Tổng hợp lại, số liệu lạm phát năm tới được dự báo ở mức cao hơn năm 2022 ở mức đáng kể với lạm phát kỳ vọng cao đặc biệt trong 6 tháng đầu năm.** Trong trường hợp tỷ giá VND giảm giá so với USD trong thời gian dài và vượt kỳ vọng, đi cùng với giải ngân đầu tư công đẩy mạnh, CPI so với cùng kỳ (yoy) nhiều khả năng duy trì quanh 4,5% trong hầu hết năm, số liệu lạm phát trung bình duy trì trên gần ngưỡng 5 ngay trong các tháng đầu năm, trước khi giảm nhẹ về quanh ngưỡng 4,5%. Theo đó, mặc dù chỉ tiêu lạm phát đã được điều chỉnh trong năm 2023 lên 4,5%, NHNN vẫn sẽ có ít không gian điều hành đối với chính sách tiền tệ



- **Bối cảnh thế giới:** Mặt bằng lãi suất trên thế giới đã tăng ~3%-4% trong năm qua.
- **Bối cảnh trong nước:** Dự nợ tín dụng năm 2022 ước tăng khoảng 14,5% so với đầu năm. Trong khi đó, huy động tiền gửi qua tổ chức và dân cư đạt mức tăng trưởng 5,99% tính đến 21/12. Mặt bằng lãi suất huy động tính từ đầu năm tới nay đã tăng khoảng 230-270 điểm cơ bản. VCBS cho rằng xu hướng tăng của LSHĐ cũng được xem là phản ứng hợp lý khi mặt bằng lãi suất ở nhiều quốc gia đang trong xu hướng tăng.
- Dự báo 2022:

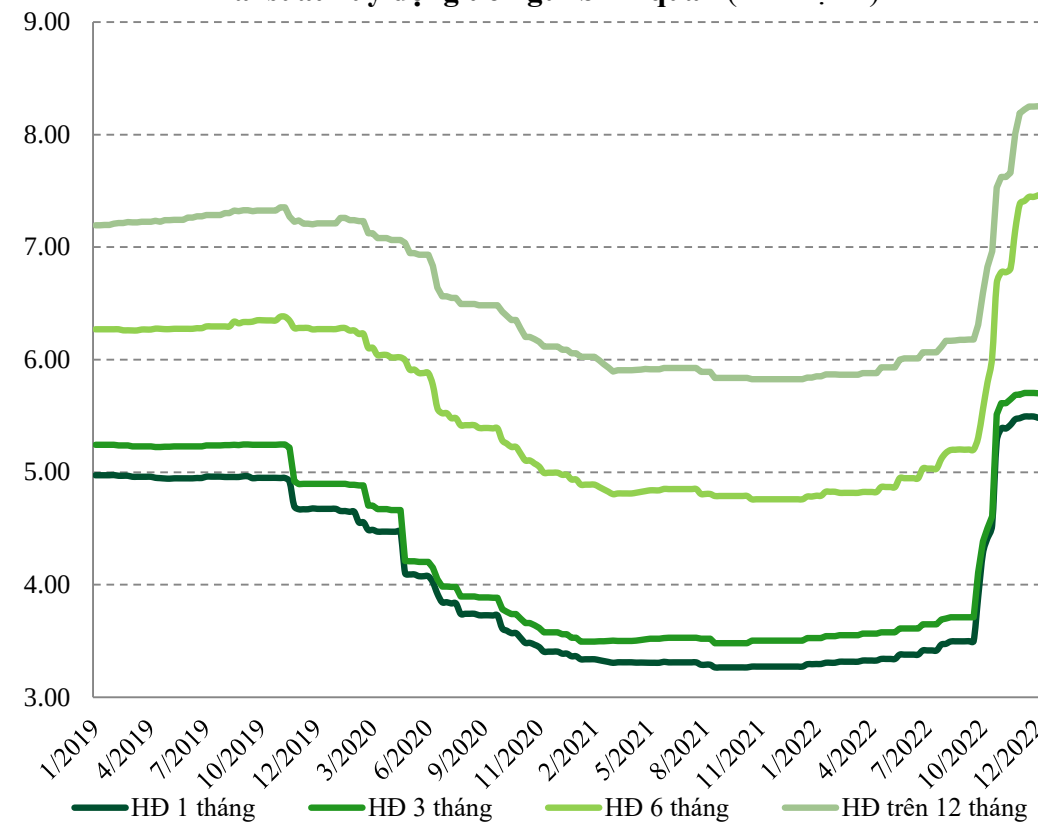
Lãi suất huy động dự báo tăng thêm ít nhất 100-150 điểm cơ bản (1%-1,5%)

- Quá trình tăng lãi suất NHTW lớn trên thế giới tiếp diễn ít nhất cho tới tháng 6 năm 2023.
- Sau sự việc liên quan đến ngân hàng SCB, NHNN đã khẳng định ưu tiên cao nhất của là đảm bảo thanh khoản, giữ ổn định an toàn hệ thống. Tuy vậy, trong môi trường không thuận lợi, lãi suất còn dư địa tăng, NHTM CP vừa và nhỏ sẽ buộc phải giữ mức lãi suất cao để đảm bảo nhu cầu huy động.

Dư địa tăng với lãi suất cho vay tiếp diễn tuy nhiên có độ trễ và mức tăng có thể thấp hơn lãi suất huy động khi được kiểm soát chặt chẽ từ nhà điều hành.

- Biến động lãi suất cho vay có độ trễ so với lãi suất huy động. Do đó, năm 2023 lãi suất cho vay được dự báo còn dư địa tăng. Tuy nhiên, trong trường hợp lãi suất huy động tạo đỉnh trong nửa đầu 2023, lãi suất cho vay có thể ghi nhận mức tăng thấp hơn lãi suất huy động, tiếp tục có sự phân hóa mạnh giữa các ngành nghề, phân loại ưu tiên.
- Khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp vẫn khó khăn hơn khi tỷ lệ hoàn vốn nội bộ đủ lớn để thực hiện dự án tăng lên. Đồng thời, rủi ro nợ xấu tăng lên cùng hạn mức tín dụng không quá dư thừa khiến các NHTM sẽ lựa chọn kỹ càng hơn với danh mục phê duyệt tín dụng.
- **Như vậy, áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất vẫn còn. Nhìn chung, lãi suất- chi phí đầu vào của nền kinh tế tăng là thông tin không tích cực với nền kinh tế. Cũng cần lưu ý thêm, xu hướng này cũng đã đang và sẽ được ghi nhận ở nhiều quốc gia khác trên thế giới.**
- **Điểm tích cực là việc NHNN đã đưa ra thông điệp điều hành về việc tiếp tục điều hành linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa và các chính sách khác nhằm góp phần kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô, bảo đảm các cân đối lớn của nền kinh tế, ổn định thị trường tiền tệ, ngoại hối. Theo đó, trong điều kiện thuận lợi, lãi suất điều hành có thể không tăng thêm trong năm 2023 và mặt bằng lãi suất kỳ vọng sau khi đạt đỉnh trong nửa đầu 2023 sẽ đi ngang và dần hạ nhiệt nửa cuối năm 2023**

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

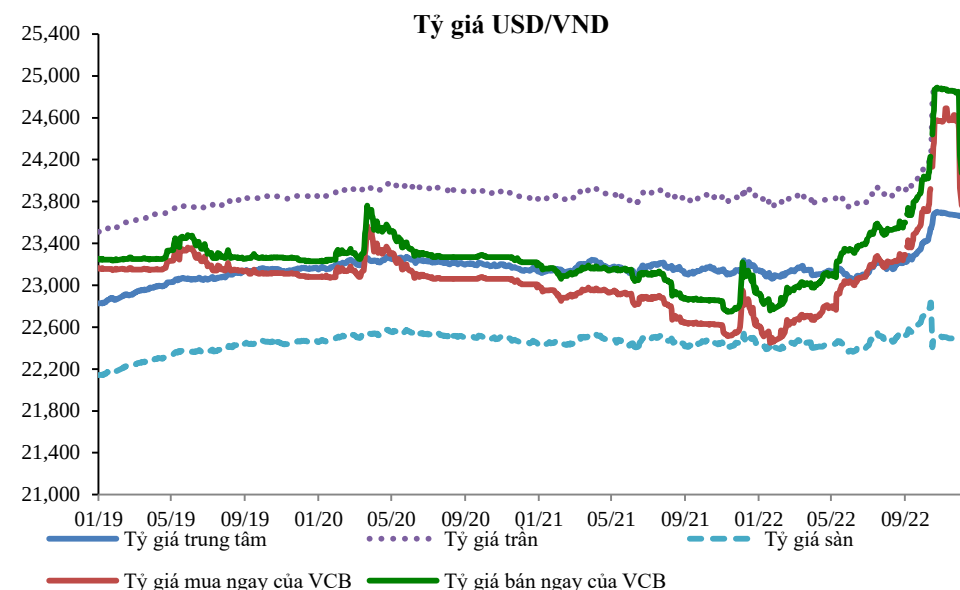


- Bối cảnh: Năm 2022, tỷ giá trải qua giai đoạn đầy biến động khi có thời điểm trong Quý IV, VND giảm giá ~8% so với đồng USD. Kết thúc năm, nhờ diễn biến thuận lợi trên thị trường ngoại hối, tỷ giá giao dịch tại các NHTM tăng 790 VND đạt 23.700-23.720VND/USD, tương ứng VND giảm giá khoảng 3,4% YoY so với đồng USD; Như vậy, với các diễn biến khá thuận lợi trong thời gian gần đây, mức giảm giá VND so với USD là mức tương đối thấp so với nhiều quốc gia trong khu vực.

Dự báo 2023

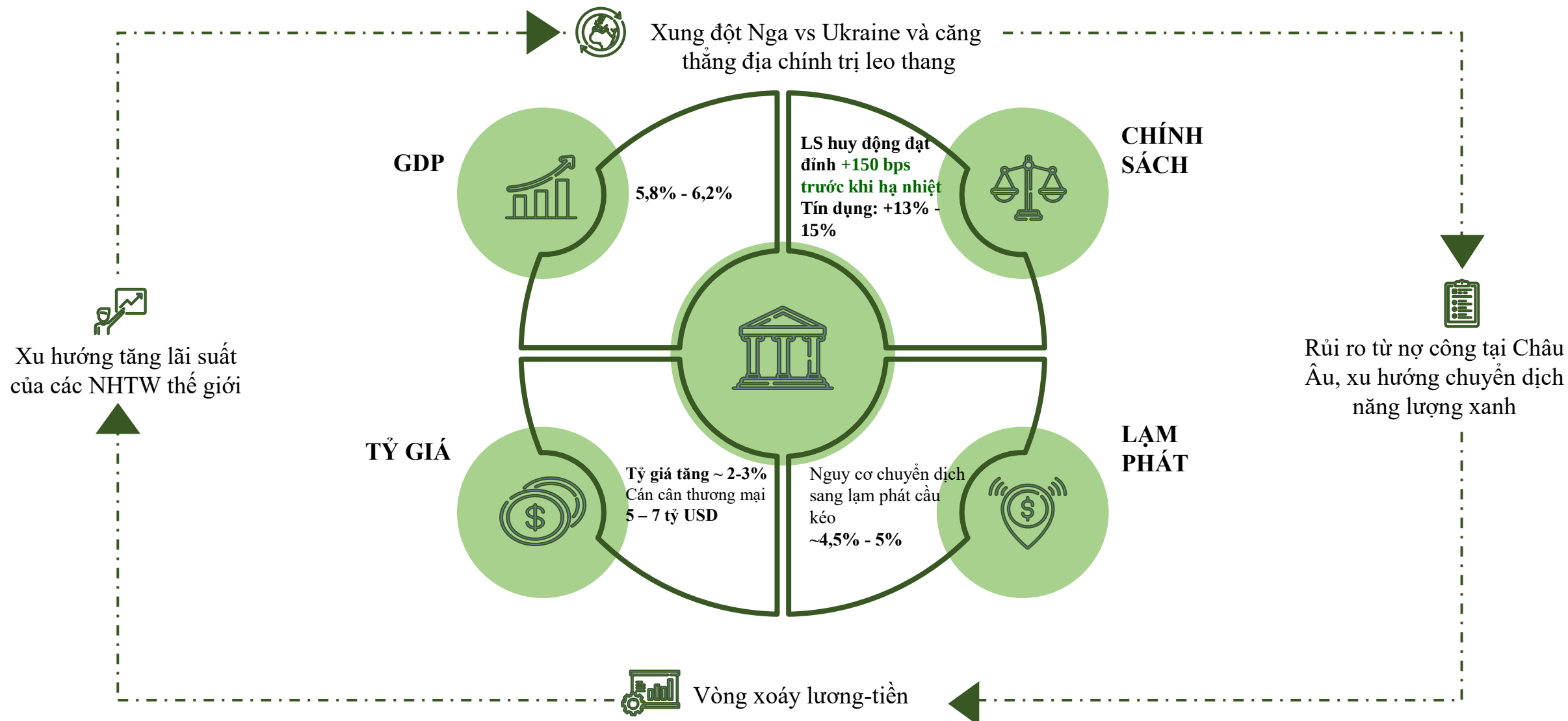
- Mặc dù tốc độ tăng lãi suất đã bắt đầu chậm lại, nhưng xu hướng tăng lãi suất của các NHTW chưa chấm dứt điển hình là Fed, ECB hay BOE. **Trong đó, ECB thậm chí đã đưa ra thông điệp về lộ trình tăng lãi suất chậm rãi nhưng thời gian tăng kéo dài hơn.**
- Yếu tố trong nước: dòng vốn FDI toàn cầu chịu ảnh hưởng tiêu cực trong xu hướng phản toàn cầu hóa. Tuy nhiên, Việt Nam sẽ vẫn được hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu.
- Xét trên khía cạnh kiều hối, lượng kiều hối dự báo có thể tăng trưởng chậm lại khi kinh tế toàn cầu đi vào giai đoạn khó khăn và các nguồn ngoại hối ngoài đồng USD có giá trị quy đổi giảm khi đồng USD duy trì sức mạnh trong năm 2023.

→ Do vậy, VND sẽ vẫn còn dư địa giảm giá so với đồng USD cho năm nay và thậm chí sang năm 2023 với mức dự báo giảm giá ~2%-3%. Giai đoạn này diễn biến thị trường ngoại hối sẽ tiếp tục có mức độ phụ thuộc lớn vào diễn biến thị trường thế giới.



TRIỂN VỌNG KINH TẾ 2023:

Nỗ lực bình ổn trong bối cảnh thế giới xuất hiện nhiều yếu tố tiêu cực



KINH TẾ VĨ MÔ

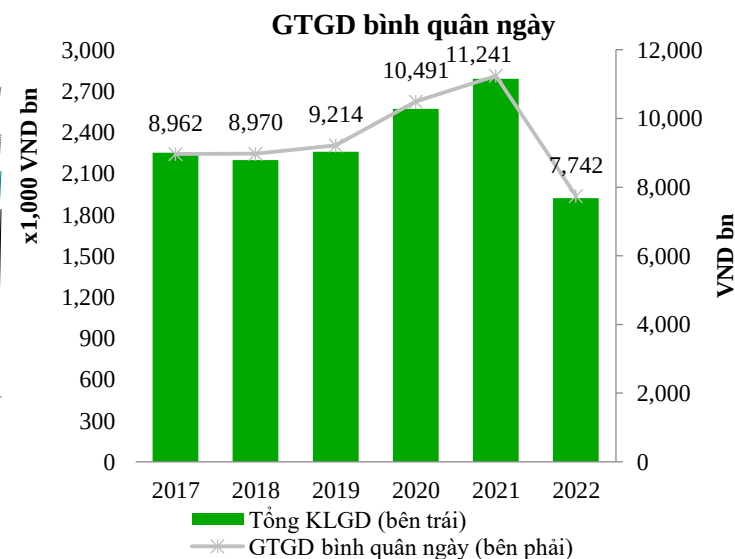
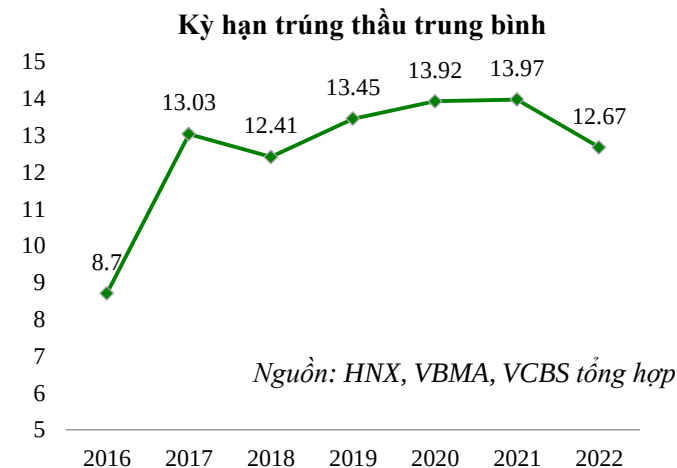
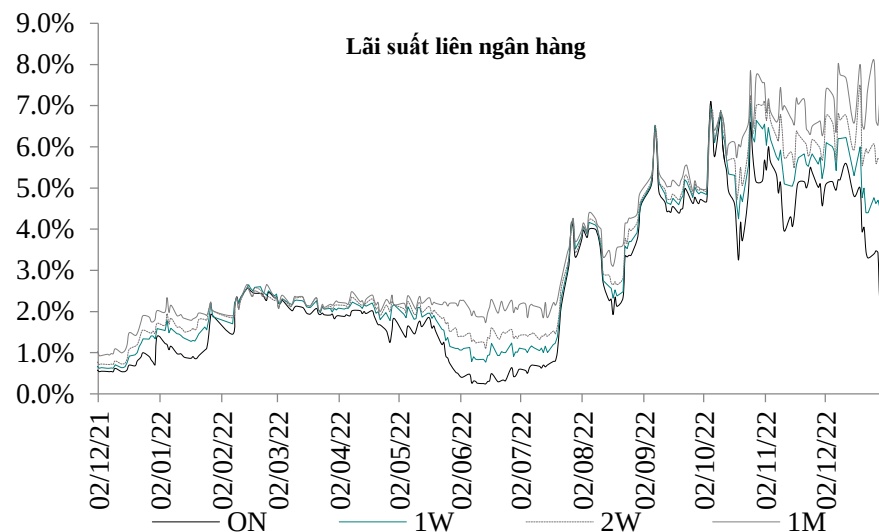
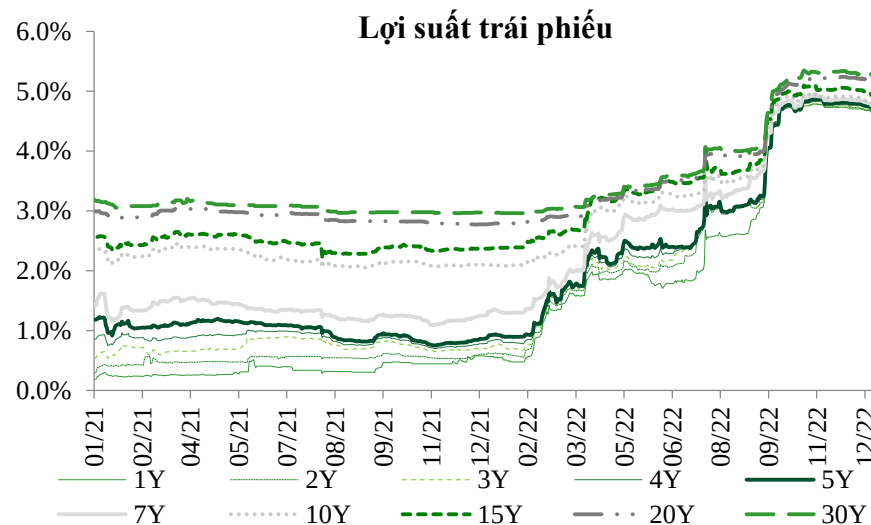
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

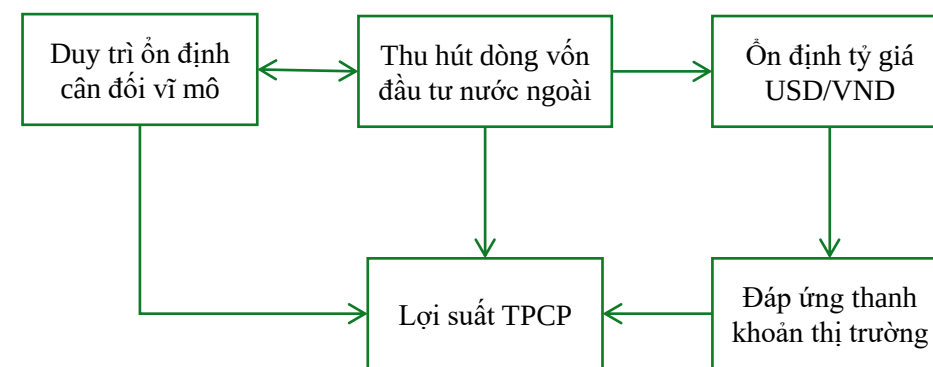
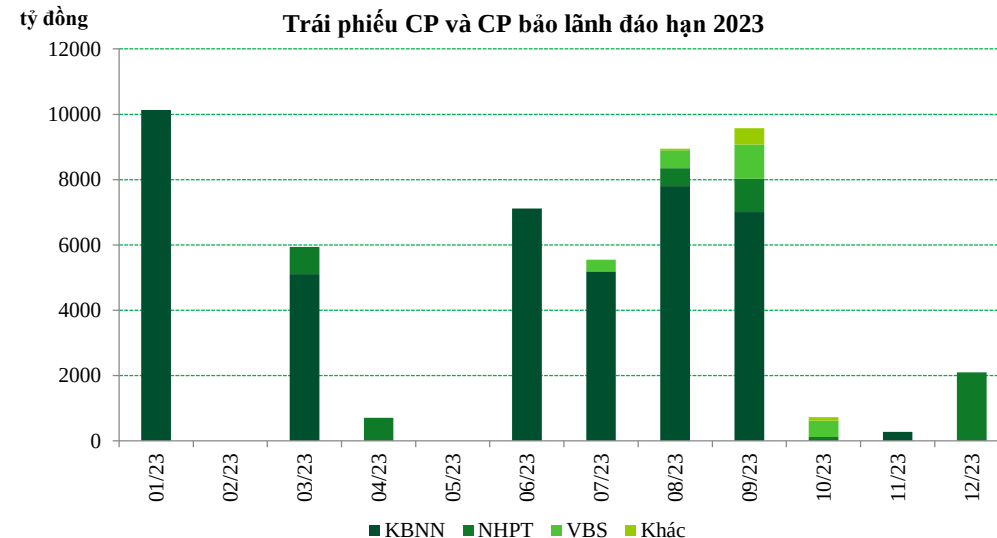
ÁP LỰC TỪ XU HƯỚNG TĂNG LÃI SUẤT VÀ RÚT RÒNG VỐN TẠI THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI VÀ CẬN BIÊN

- Chi phí vốn cao hơn (thể hiện qua mặt bằng lãi suất liên ngân hàng). Theo đó, lãi suất tăng mạnh trên cả thị trường sơ cấp và thứ cấp. Chốt năm 2022, lãi suất các kỳ hạn ON-3M được ghi nhận lần lượt ở 4,567%; 5,233%; 5,667%; 6,267% và 6,733%. Lãi suất liên ngân hàng duy trì mặt bằng cao.
- 232.572 tỷ VND trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp. 1.919.948 tỷ VND (-31% YoY) giao dịch trên thị trường thứ cấp.
- 6 tháng đầu năm chứng kiến mức tăng mạnh của trái phiếu ngắn hạn làm đường cong lợi suất có xu hướng phẳng hơn. Trong khi đó, 6 tháng cuối năm là giai đoạn đường cong lãi suất dịch chuyển mạnh lên trên. Theo thống kê của VBMA, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 4 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm và 30 năm lần lượt kết thúc năm ở 4,643% (+406,8 bps YoY); 4,65% (+404,5 bps YoY); 4,666% (+396,6 bps YoY); 4,683% (+390,3 bps YoY); 4,7% (+384 bps YoY); 4,75% (+350,1 bps YoY); 4,795% (+269,6 bps YoY); 4,918% (+254,9 bps YoY); 5,165% (+239,1 bps YoY); và 5,255% (+228,6 bps YoY).
- Khối ngoại bán ròng 12.303 tỷ đồng trên thị trường.
- Các sự kiện trong nước và quốc tế không thuận lợi khiến NHNN buộc phải có nhiều can thiệp thông qua Nghiệp vụ thị trường mở- Dấu ấn hình thức đấu thầu cạnh tranh lãi suất.



TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG TPCP: ÁP LỰC TIẾP TỤC ĐẾN TỪ XU HƯỚNG TĂNG LÃI SUẤT VÀ RÚT RÒNG VỐN.

- ❖ Các ngân hàng trung ương trên thế giới tiếp tục thắt chặt tiền tệ để đối phó với lạm phát kéo dài và trên diện rộng.
- ❖ Thị trường tài sản tiếp tục được định giá lại, đặc biệt là giá tài sản có tham chiếu lợi suất trái phiếu dài hạn.
- ❖ Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng dự báo dao động quanh 7%, cao hơn so với trung bình các năm, tiếp tục phản ánh chi phí vốn cao. Đối với các kỳ hạn ngắn có thể dao động ở mức thấp hơn trong điều kiện dòng vốn đầu tư có những diễn biến thuận lợi hơn so với kỳ vọng
- ❖ Các nhân tố gây áp lực tăng lên lợi suất vẫn đang chiếm ưu thế. Các nhịp tăng dự báo xuất hiện nhiều hơn vào nửa đầu năm và sau đó dần bình ổn đi ngang trong nửa cuối năm.
 - Dự báo lãi suất trái phiếu 10 năm khả năng đạt đỉnh quanh ngưỡng 5,5% với khoảng thời gian đạt đỉnh trong 6 tháng đầu năm.
 - Nhu cầu trái phiếu sẽ hạn chế khỏi nhóm dài hạn trên 15 năm do lo ngại lãi suất tiếp tục tăng. Cùng với đó, thị trường tài sản tiếp tục được định giá lại, đặc biệt là giá tài sản có tham chiếu lợi suất trái phiếu dài hạn.
 - Điểm tích cực là nhu cầu đầu tư trái phiếu chính phủ ở các mức lợi suất hấp dẫn hiện hữu.
- ❖ Đối với nhu cầu giải ngân đầu tư công, VCBS ước tính tốc độ giải ngân đầu tư công sẽ có những cải thiện đáng kể so với năm 2022 thể hiện ở quyết tâm thực hiện quyết tâm của Chính phủ trong việc thực hiện một số dự án hạ tầng trọng điểm, quan trọng quốc gia, có tính liên kết vùng và hạ tầng đô thị lớn. Với mục tiêu rõ ràng về việc giải ngân có trọng điểm, áp lực về huy động thông qua kênh trái phiếu chính phủ trong nước sẽ không lớn.



Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp & dự báo

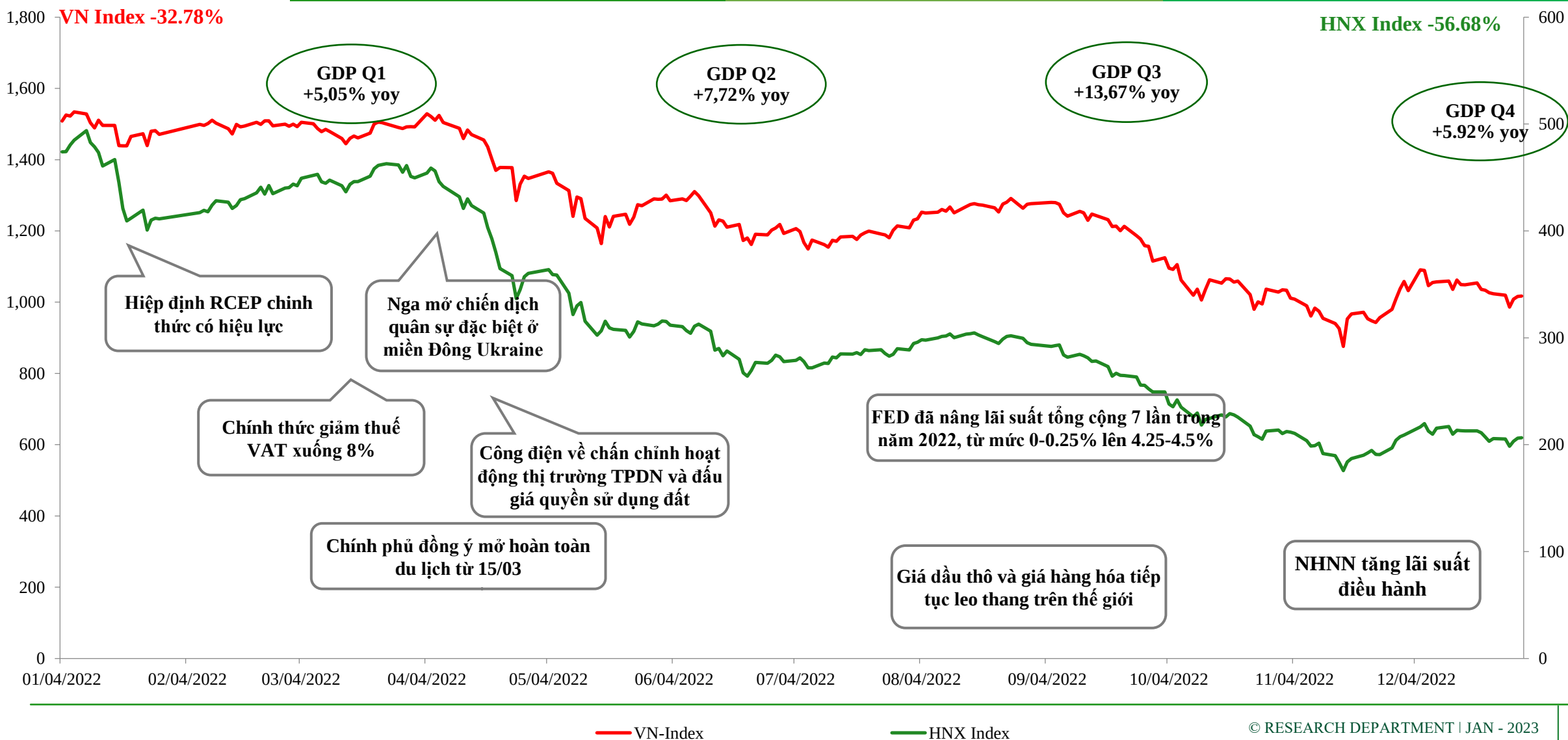
KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

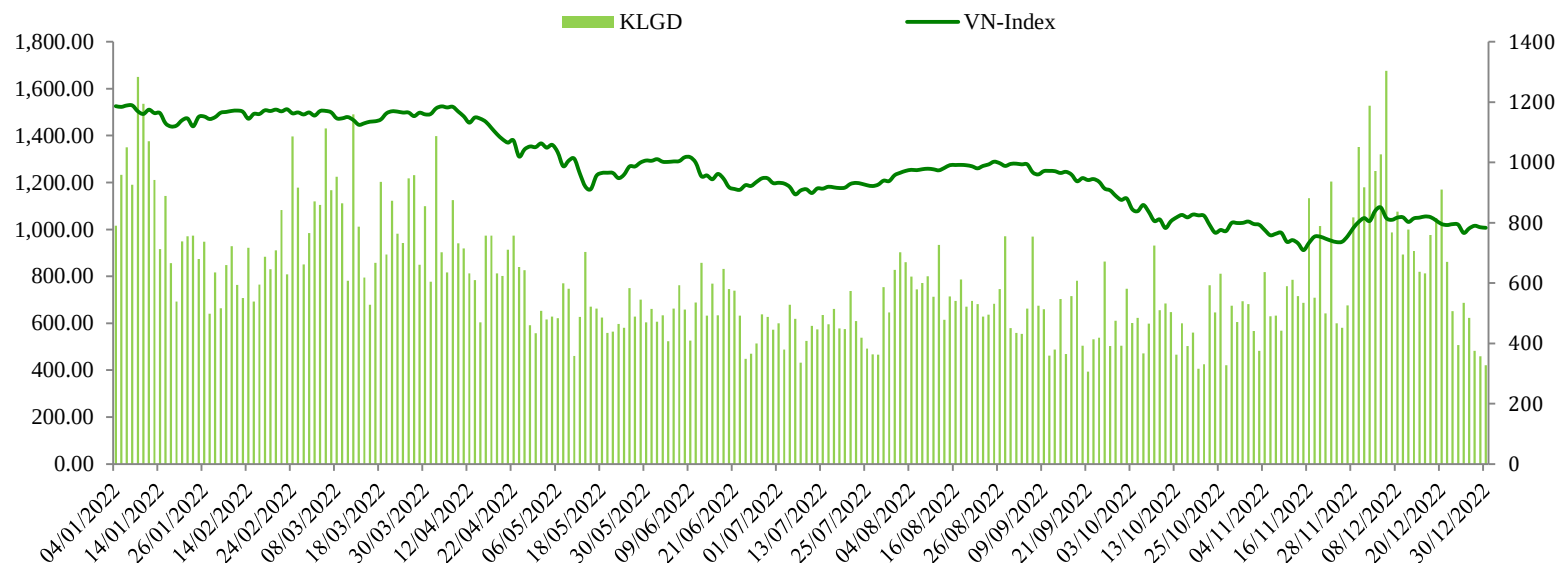
DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

ĐIỂM NHẤN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU



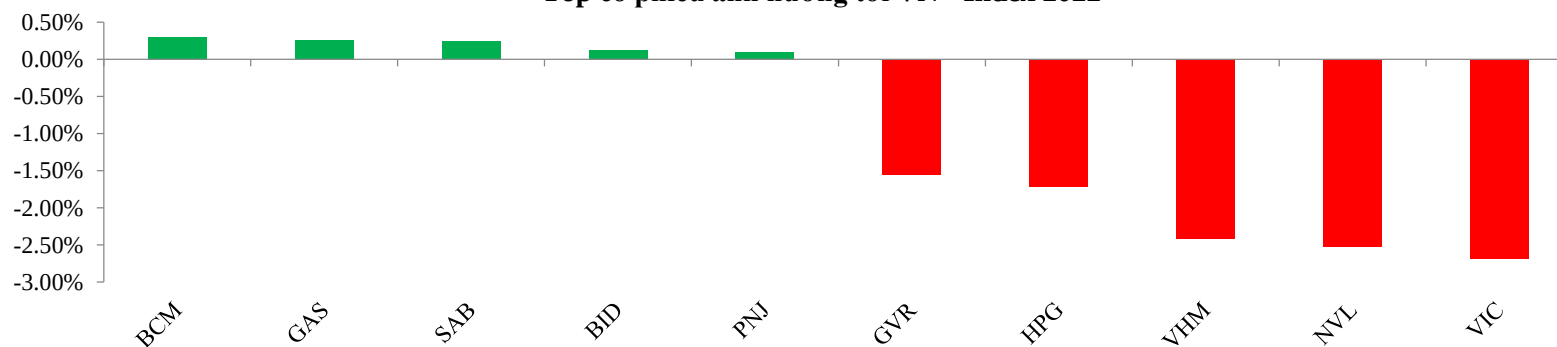
DIỄN BIẾN VN INDEX NĂM 2022

- VN Index đạt đỉnh 1530 vào tháng 4 và bắt đầu bước vào chu kỳ giảm. Trước những thông tin tiêu cực về lạm phát và nguy cơ suy thoái kinh tế toàn cầu, thị trường chứng khoán Việt Nam diễn biến đồng pha với thị trường chứng khoán thế giới và liên tục tìm đáy mới, chạm mức thấp nhất là 911.9 điểm tại thời điểm giữa tháng 11/2022. Những tuần cuối của năm 2022, tuy thanh khoản sụt giảm nhưng lực cầu bắt đáy quay trở lại đã giúp vực dậy thị trường cũng như khiến VN Index hồi phục lên trên 1.000 điểm khi kết thúc năm.
- Trong năm 2022, thanh khoản trung bình mỗi phiên trên cả ba sàn cũng sụt giảm đáng kể so với năm 2021. Khối lượng giao dịch trung bình mỗi phiên đạt gần 821 triệu cổ phiếu, giảm -23.5% so với bình quân năm 2021. Giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên cũng giảm -17.2% so với năm 2021 và đạt 20,351 tỷ VND.
- Trong năm 2022, nhiều cổ phiếu vốn hóa lớn chịu áp lực bán mạnh và ảnh hưởng tiêu cực lên xu hướng của chỉ số chung như VIC, NVL, VHM, HPG, GVR. Chỉ có số ít các cổ phiếu còn duy trì được thị giá ổn định như BCM, SAB, GAS, BID và PNJ giúp cho chỉ số phần nào hạn chế được quán tính giảm điểm.



Source: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

Top cổ phiếu ảnh hưởng tới VN - Index 2022

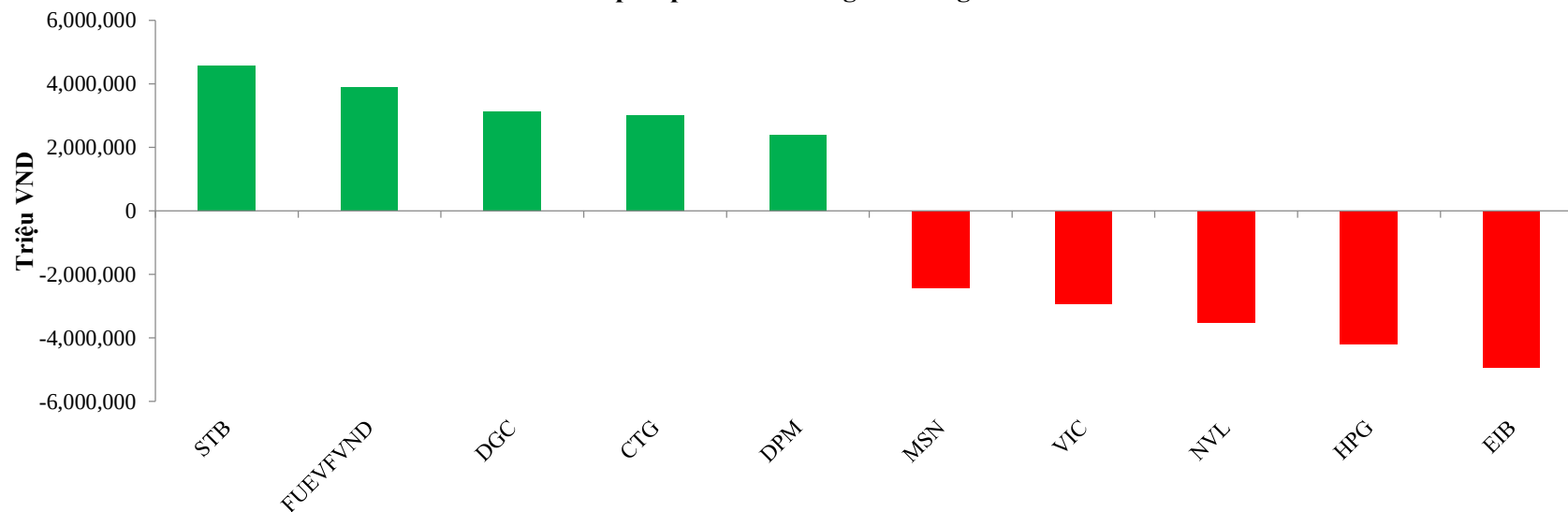


ĐIỂM NHẤN KHỎI NGOẠI

Trong năm 2022, dưới áp lực về tình hình kinh tế vĩ mô và biến động tỉ giá, dòng tiền khối ngoại liên tục duy trì đà bán từ giữa tháng 4 với thanh khoản lớn và chỉ mua ròng trở lại trong giai đoạn cuối năm. Tính đến hết năm 2022, khối ngoại hiện đang mua ròng với giá trị 26,764 tỷ VND.

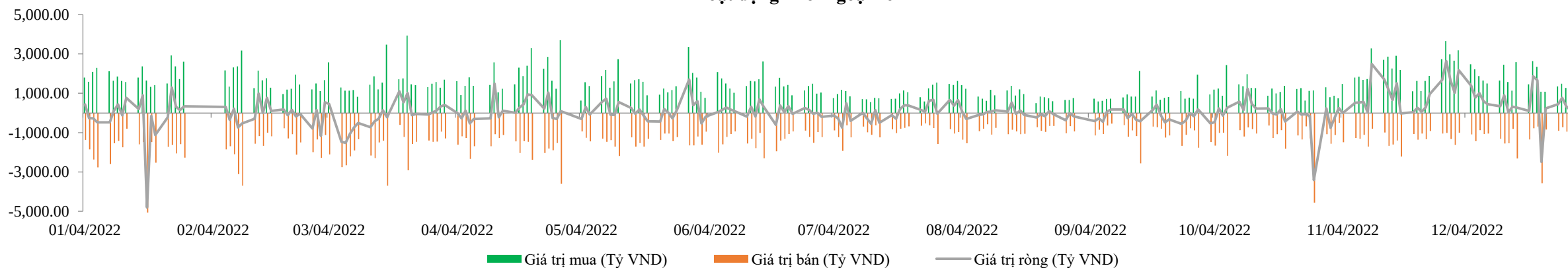
Tính từ đầu năm 2022, khối ngoại vẫn mua ròng nhiều nhất là cổ phiếu STB, DGC, CTG, DPM và chứng chỉ quỹ FUEVFNVD. Ngược lại, các cổ phiếu vốn hóa lớn như HPG, VIC, NVL, MSN và EIB là những cổ phiếu bị bán ròng mạnh nhất từ đầu năm.

Top cổ phiếu mua ròng/bán ròng 2022

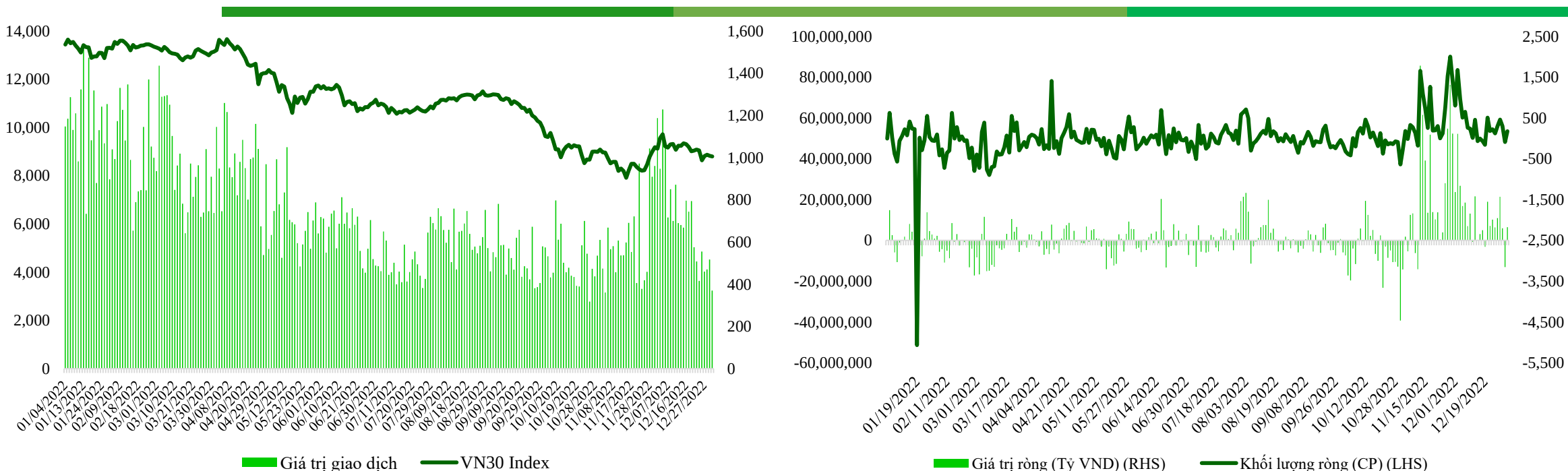


Source: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

Hoạt động khối ngoại 2022



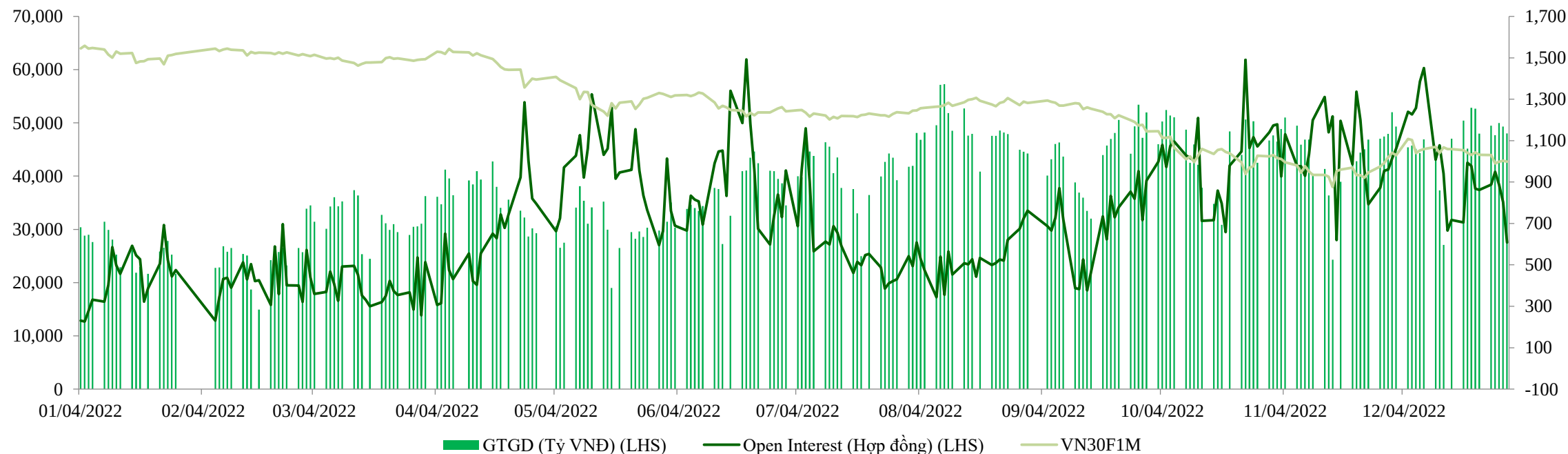
DIỄN BIẾN VN30 INDEX NĂM 2022



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

- Trong năm 2022, chỉ số VN30 đã đạt đỉnh ngay từ những phiên đầu năm và chính thức bước vào xu hướng giảm kể từ tháng 4. Chỉ số đóng cửa tại ngưỡng 1,016.7 điểm tại thời điểm kết thúc năm, tương ứng với mức điều chỉnh giảm hơn -33.83% so với cuối năm 2021. Giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đạt 6,460 tỷ đồng, giảm -36.37% so với cùng kỳ năm 2021. Các cổ phiếu trong rổ chỉ số VN30 thường luôn là nhóm chịu ảnh hưởng lớn nhất khi những thông tin kém tích cực về kinh tế vĩ mô được công bố, theo đó cũng tác động lớn đến thị trường chung – đặc biệt là trong những phiên điều chỉnh giảm mạnh.
- Về phía khối ngoại, trong năm 2022 thì nhà đầu tư nước ngoài đã mua ròng 8,600 tỷ đồng các cổ phiếu trong rổ VN30, trung bình mỗi phiên bán ròng 34.54 tỷ đồng. Đáng chú ý gần đây nhất là phiên giao dịch ngày 29/11 khi khối ngoại mua ròng 2,000 tỷ đồng và cũng là phiên mua ròng mạnh nhất trong Quý 4, với giá trị mua ròng tập trung chủ yếu vào STB.

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN PHÁI SINH



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

- Thị trường hợp đồng tương lai chỉ số VN30 ghi nhận hoạt động giao dịch sôi động hơn bất ngờ trong năm 2022 so với năm 2021. Cụ thể, giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên đạt 32,132 tỷ đồng, tăng mạnh 20% so với cùng kỳ năm 2021. Áp lực bán lớn trên suốt đà giảm mạnh của chỉ số VN30 trong năm 2022 đã kích thích nhà đầu tư liên tục đặt hàng loạt các lệnh bán khống (Short) trên thị trường hợp đồng tương lai chỉ số VN30. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến thanh khoản và giá trị giao dịch tại thị trường phái sinh tăng trưởng một cách đột biến tính đến thời điểm hiện tại.
- Về thị trường chứng quyền có bảo đảm (Covered Warrant), hiện đang có 157 mã chứng quyền có đảm bảo được giao dịch dựa trên tài sản cơ sở 20 mã chứng khoán. Nhìn chung, thị trường chứng quyền có đảm bảo giao dịch tương đối trầm lắng trong năm 2022 với giá trị giao dịch trung bình chỉ đạt 20,8 tỷ đồng mỗi phiên và giảm -70.5% so với cùng kỳ năm 2021.

Việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) liên tục tăng lãi suất với mức độ lớn, tần suất dày đặc trong thời gian qua và theo đó khiến cho USD lên giá mạnh mẽ so với tất cả các đồng tiền khác trên thị trường đã gây áp lực đáng kể lên các cân đối kinh tế vĩ mô lớn của Việt Nam - cụ thể là tạo áp lực lên sự ổn định tỷ giá của VND so với USD, mục tiêu lạm phát và mặt bằng lãi suất. Với việc đã tăng lãi suất của FED nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục trong năm 2023 - dù mức độ tăng và tần suất có thể sẽ chậm lại so với nửa cuối năm 2022 – thì thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2023 nhiều khả năng sẽ có xu hướng dao động đi ngang trong biên độ lớn về điểm số, với thanh khoản bình quân nhiều khả năng sẽ thấp hơn đáng kể so với 2022. Dự báo cụ thể như sau:

❖ **Chỉ số VN Index dao động trong vùng điểm số khoảng 900 – 1.200 điểm, với mức cao nhất của chỉ số có thể lên đến 1.250 điểm – tương đương giảm gần 18% so với mức đỉnh của năm 2022.** Tuy nhiên, chỉ số cũng có thể sẽ có lúc rơi xuống khoảng 900 điểm trong bối cảnh FED vẫn tiếp tục lộ trình tăng lãi suất trong nửa đầu năm 2023.

❖ Khối lượng giao dịch trung bình trong nửa đầu năm 2022 ở mức cao khi mà VN Index vẫn ở vùng 1.500 điểm. Tuy nhiên, thanh khoản đã sụt giảm mạnh về nửa cuối năm 2022 theo đà giảm của thị trường cũng như những khó khăn chung về dòng tiền trên thị trường (việc siết hoạt động huy động và sử dụng vốn sai mục đích thông qua phát hành trái phiếu doanh nghiệp, các ngân hàng dừng giải ngân mới do đã hết hạn mức tín dụng được NHNN phân bổ từ đầu năm,...). **Khối lượng giao dịch bình quân trong năm 2023 được kỳ vọng sẽ tương đương với mức bình quân trong những tháng cuối năm 2022 và đạt bình quân khoảng 600 - 650 triệu cổ phiếu mỗi phiên trên cả ba sàn, tương ứng giảm hơn 20-25% yoy.**

❖ Tương ứng với đà giảm của giá cổ phiếu theo chỉ số VN Index, giá trị giao dịch trung bình năm 2023 cũng được kỳ vọng giảm 35%-45% so với năm 2022, tương ứng với giá trị **giao dịch trung bình mỗi phiên dự báo đạt khoảng 12.000 – 14.000 tỷ đồng một phiên trên cả ba sàn.**



Thích nghi để tồn tại (“Survival of the fittest”)

1. Các cổ phiếu ngành ngân hàng là nhóm chiếm tỷ trọng lớn nhất về thanh khoản cũng như vốn hóa trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhìn chung thì kết quả kinh doanh của các ngân hàng sẽ chịu ảnh hưởng nhất định bởi triển vọng kinh tế vĩ mô không quá khả quan trong năm 2023. **Tuy nhiên, nhóm ngân hàng với chất lượng dư nợ tín dụng tốt nhiều khả năng sẽ tiếp tục nhận được phân bổ hạn mức tín dụng khả quan trong năm 2023 và theo đó tiếp tục duy trì được mạch tăng trưởng tích cực.**
2. Việc cơ quan quản lý nhà nước xử lý nghiêm các doanh nghiệp có sai phạm trong lĩnh vực bất động sản cùng với khả năng tiếp cận vốn vay khó khăn hơn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng khiến cho triển vọng trong ngắn hạn của cả nhóm bất động sản nhà ở và bất động sản khu công nghiệp là kém khả quan. Nhưng xét về dài hạn, tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp vẫn là rất lớn đi cùng với quá trình mở rộng cơ sở hạ tầng ở Việt Nam để phục vụ cho mục tiêu công nghiệp hóa – hiện đại hóa. Tổng hợp lại các yếu tố, chúng tôi cho rằng trong giai đoạn này **nhà đầu tư có thể sàng lọc ra những doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp đang ở chu kỳ bán hàng (chứ không phải ở giai đoạn triển khai dự án) có tỉ lệ vay nợ so với vốn chủ sở hữu thấp và lựa chọn thời điểm giải ngân khi thị trường hồi phục sau khi đã tạo lập thành công đầy trung hạn.**
3. Cổ phiếu thuộc các ngành có tính chất “phòng thủ” với kết quả kinh doanh ít phụ thuộc hơn vào chu kỳ kinh tế so với các ngành khác nhiều khả năng cũng sẽ ít chịu tác động tiêu cực trong viễn cảnh các nền kinh tế lớn và cũng là các đối tác thương mại lớn của Việt Nam đối diện với nguy cơ suy thoái kinh tế trong năm 2023. Mặt khác, đây đều là các nhóm ngành đã có sự phục hồi nhất định từ giữa năm 2022 sau khi Việt Nam kết thúc giai đoạn giãn cách xã hội. **Trong bối cảnh hiện tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi cho rằng những cổ phiếu như vậy sẽ nghiêng nhiều hơn về nhóm vận tải, công nghệ thông tin & viễn thông và các ngành tiện ích như thủy điện, nhiệt điện, cấp nước,...**
4. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng **nhà đầu tư cũng có thể tìm kiếm cơ hội ở những cổ phiếu có dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh duy trì ổn định và có tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt so với giá thị trường cổ phiếu cao hơn so với lãi suất tiết kiệm.** Đây thường sẽ là các doanh nghiệp có yếu tố nhà nước và dùng một tỉ lệ lớn lợi nhuận sau thuế hàng năm để chi trả cổ tức bằng tiền mặt.



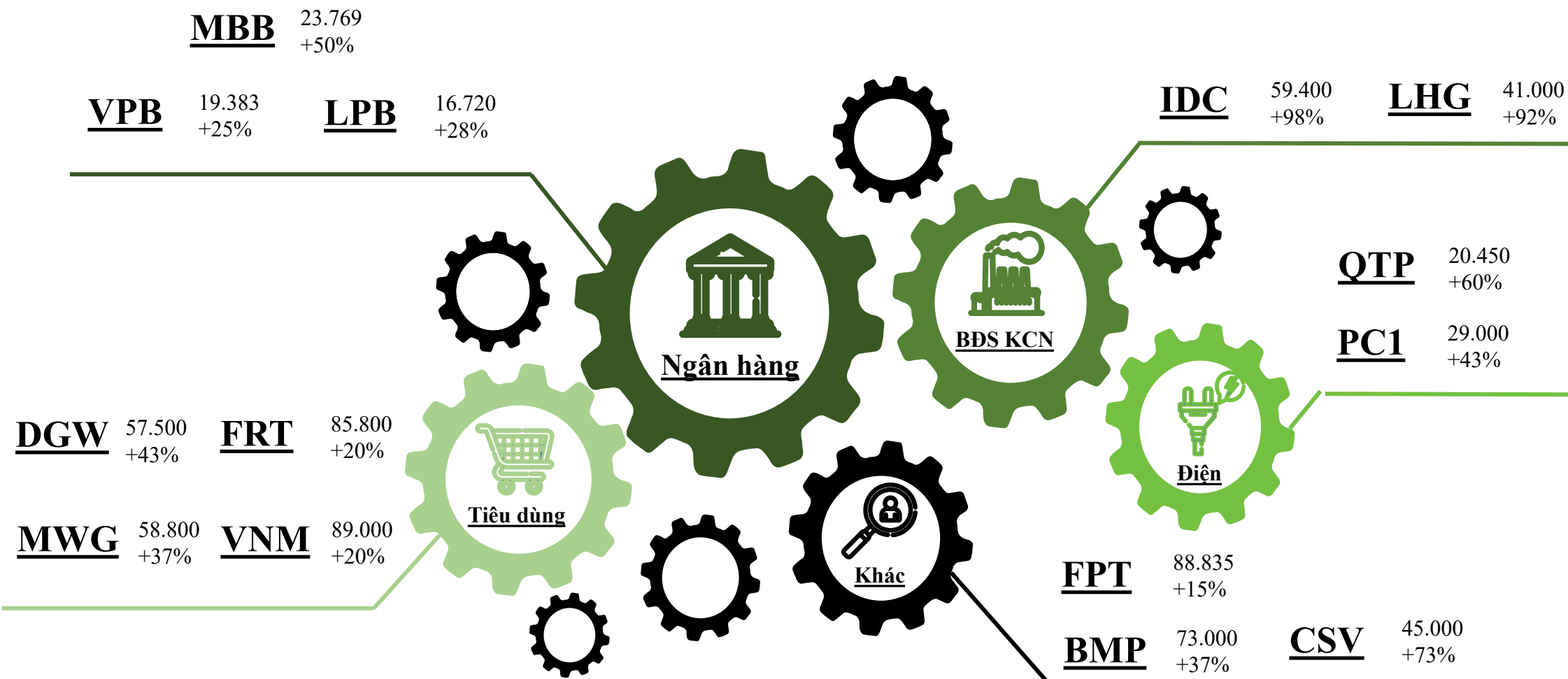
KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

DANH SÁCH KHUYẾN NGHỊ



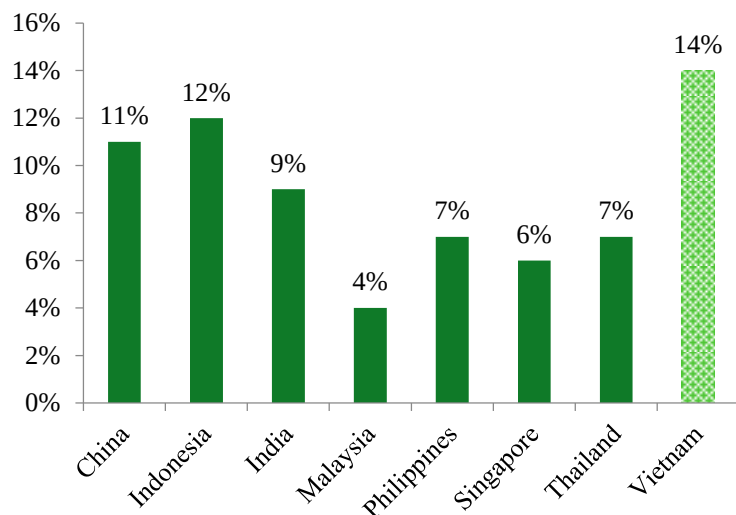


NGÀNH NGÂN HÀNG

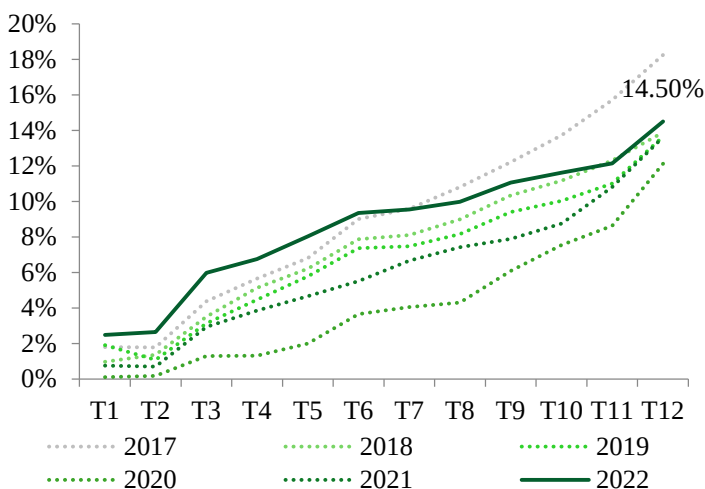


- Tín dụng toàn hệ thống ước tính tăng trưởng khoảng 14,5% tính tới cuối năm 2022, cao hơn so với mức tăng trưởng 13,61% cuối 2021, trong đó tín dụng bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính.
- Tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn ngành dự báo duy trì ở mức cao trong dài hạn: Việt Nam thuộc nhóm các nước có tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất thế giới. Tăng trưởng nền kinh tế gắn với khối doanh nghiệp FDI và xu hướng gia tăng tín dụng cá nhân sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng tín dụng toàn ngành trong dài hạn.

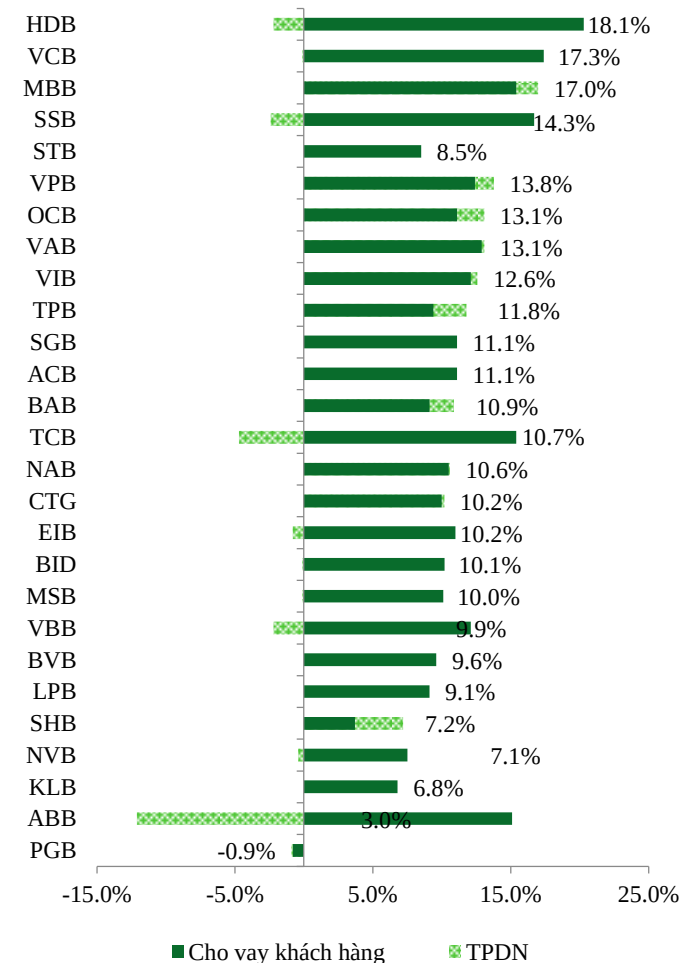
Tăng trưởng tín dụng 2016 - 2021 CAGR



Tăng trưởng tín dụng ytd



Tăng trưởng tín dụng 9T.2022

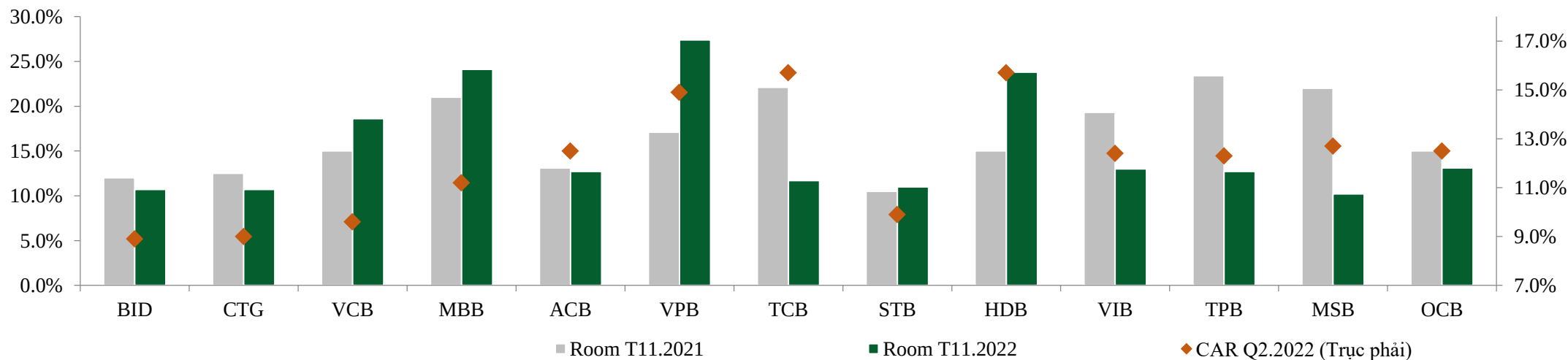


TÍN DỤNG:

Room tăng trưởng tín dụng

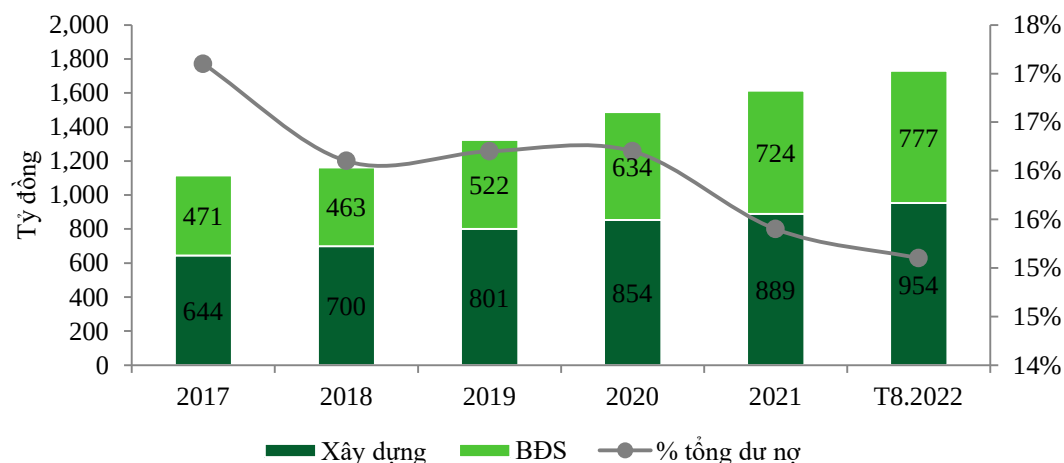
- ♥ **NHNN đã thực hiện nới room tăng trưởng tín dụng 2 lần vào Q3 và Q4.** Chỉ có 4 ngân hàng VPB, HDB, MBB, VCB được chấp thuận nới room tín dụng lần 2 với hạn mức lớn nhờ việc tham gia cơ cấu lại các tổ chức tài chính yếu kém.
- ♥ **Các tiêu chí xét duyệt tín dụng của SBV trong năm 2022 được điều chỉnh chặt chẽ hơn, bao gồm:** (1) kết quả xếp hạng từng TCTD theo Thông tư 52 (dựa trên hệ thống tiêu chí CAMELS), và (2) mức độ hỗ trợ NHNN thực hiện nhiệm vụ chính trị xã hội.
- ♥ **Các ngân hàng có phương án nhận chuyển giao bắt buộc** (MBB, VCB, HDB, VPB) sẽ được ưu tiên hạn mức tín dụng cao hơn trung bình ngành trong các năm tới.
- ♥ **Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay các lĩnh vực rủi ro cao** như đầu cơ bất động sản, trái phiếu doanh nghiệp, chứng khoán... sẽ bị hạn chế room tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải hơn để bảo đảm hạn chế rủi ro hệ thống.

Room tăng trưởng tín dụng các ngân hàng T11.2022

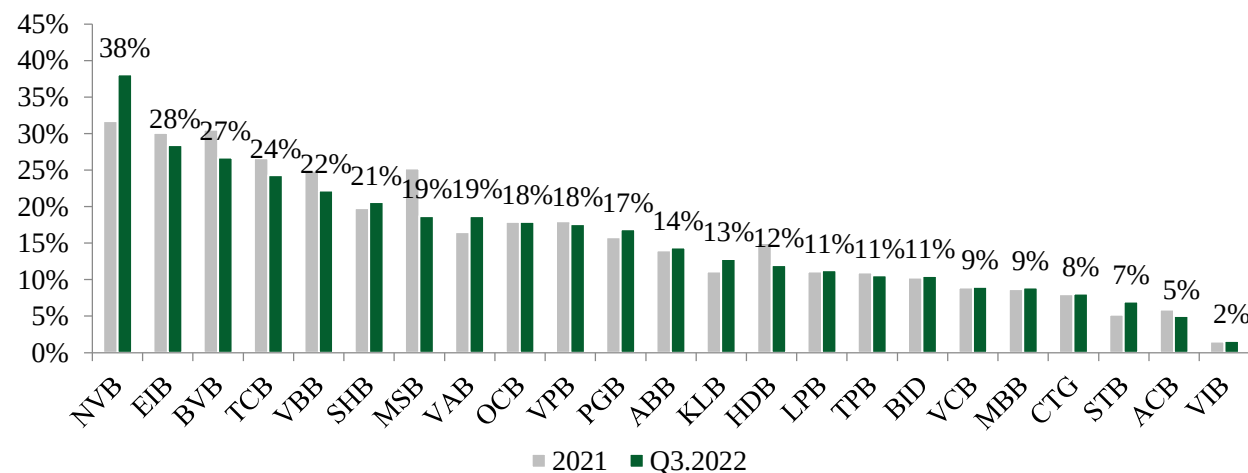


- ❖ Cuối T8.2022, dư nợ doanh nghiệp kinh doanh BĐS và dư nợ lĩnh vực xây dựng của các TCTD tăng 7,3% ytd, chậm hơn tăng trưởng tín dụng toàn ngành, chiếm lần lượt 6,8% và 8,3% tổng dư nợ. Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay bất động sản, xây dựng cao trong danh mục tín dụng bao gồm NVB, EIB, BVB, TCB, VBB, SHB, MSB.
- ❖ Do bị giới hạn về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, hệ số CAR, room tín dụng, **trong giai đoạn này các ngân hàng không ưu tiên giải ngân cho lĩnh vực kinh doanh bất động sản** (có hệ số rủi ro là 200%) và vay mua nhà phân khúc cao cấp giá trị trên 4 tỷ đồng (hệ số rủi ro là 150%), thay vào đó tập trung cấp tín dụng cho vay mua nhà ở xã hội và nhà phân khúc thấp dưới 1,5 tỷ đồng có hệ số rủi ro dưới 50%.

Dư nợ doanh nghiệp BĐS + Xây dựng toàn hệ thống



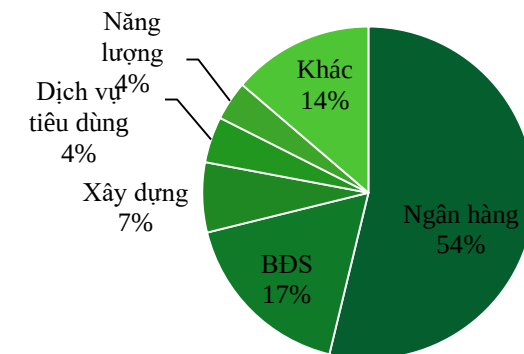
Tỷ trọng dư nợ BĐS + Xây dựng/Dư nợ tín dụng



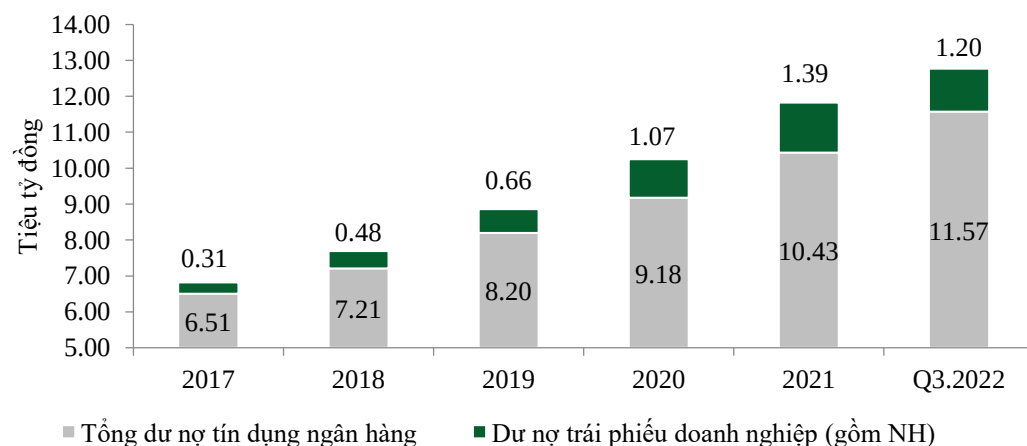
TÍN DỤNG: Trái phiếu doanh nghiệp

- ❖ Các ngân hàng hiện nắm giữ trên 20% lượng TPDN đang lưu hành, chiếm khoảng 2,3% tổng dư nợ tín dụng. Một số ngân hàng nắm giữ khối lượng TPDN lớn như TPB, NVB, MBB, TCB.
- ❖ Trong bối cảnh thị trường trái phiếu kém lạc quan và hạn mức tăng trưởng tín dụng hạn chế, nhiều ngân hàng giảm tỷ trọng nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp. Hoạt động mua lại trước hạn được các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh do tâm lý lo ngại của nhà đầu tư và nhằm giảm bớt áp lực nợ đáo hạn khi chính sách kiểm soát nguồn vốn khiến các dự án khó triển khai tiếp.
- ❖ Nghị định 65 về phát hành TPDN riêng lẻ được ban hành chưa đáp ứng kỳ vọng tháo gỡ khó khăn về vốn cho doanh nghiệp, tuy nhiên trong dài hạn có thể củng cố khung pháp lý góp phần minh bạch hóa và tạo ra nền tảng phát triển bền vững cho thị trường TPDN.

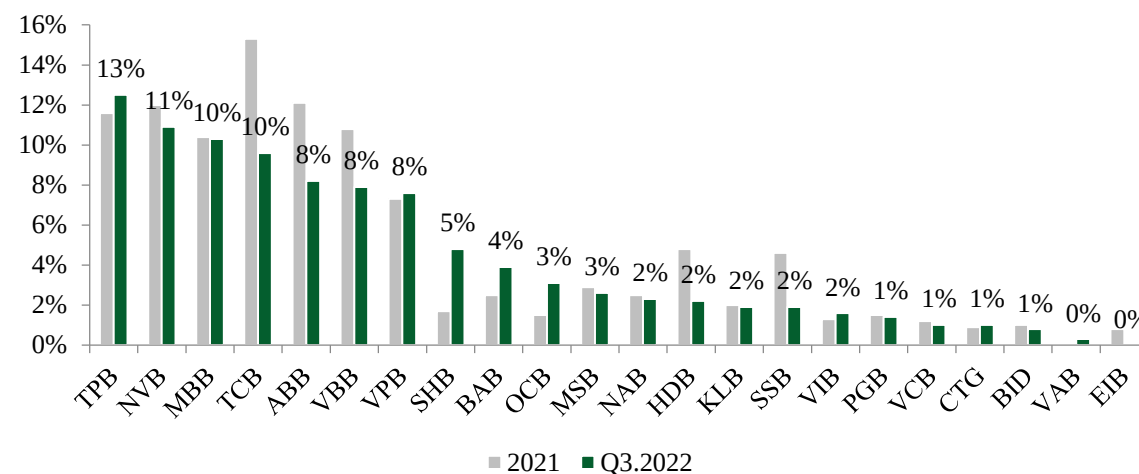
Cơ cấu lưu hành TPDN 9T.2022 (ước tính)



Thị trường TPDN hạ nhiệt

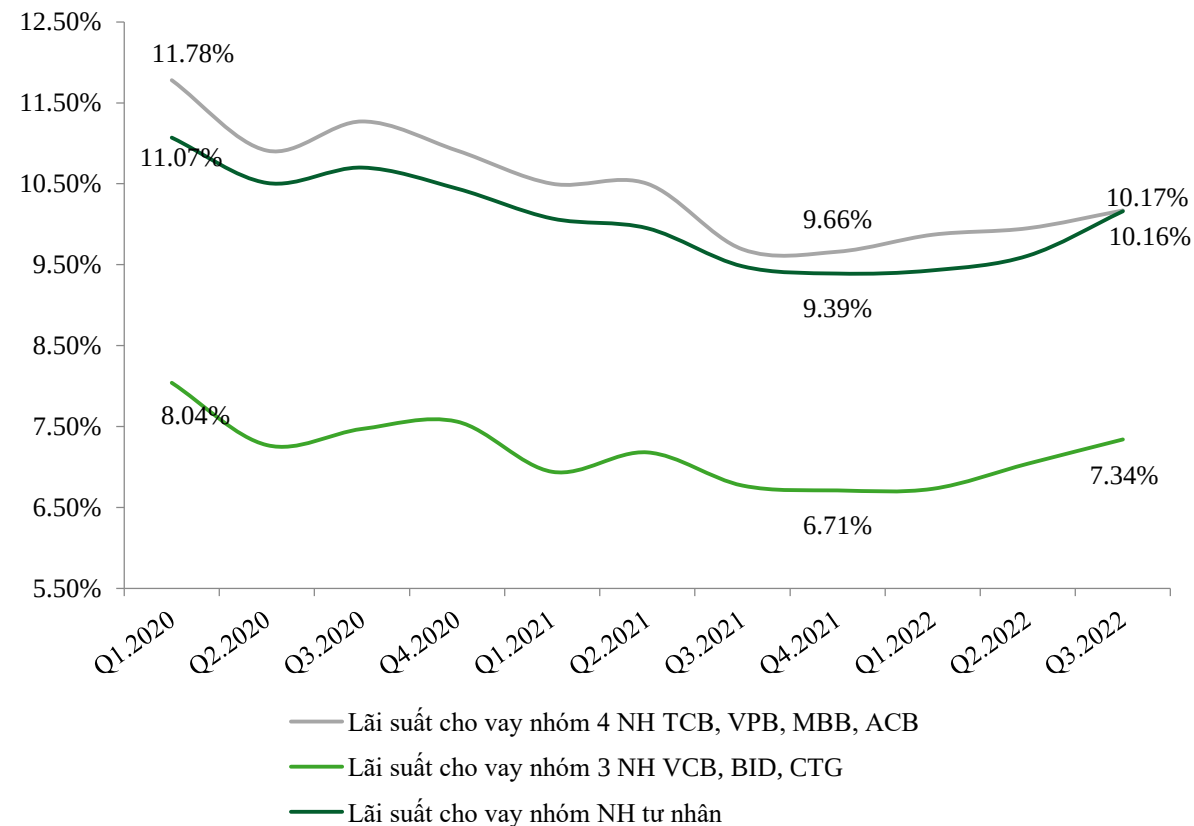


Tỷ trọng TPDN/Dư nợ tín dụng



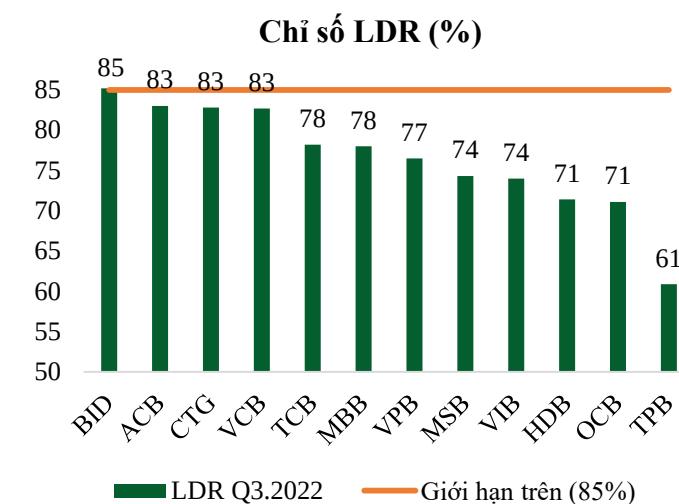
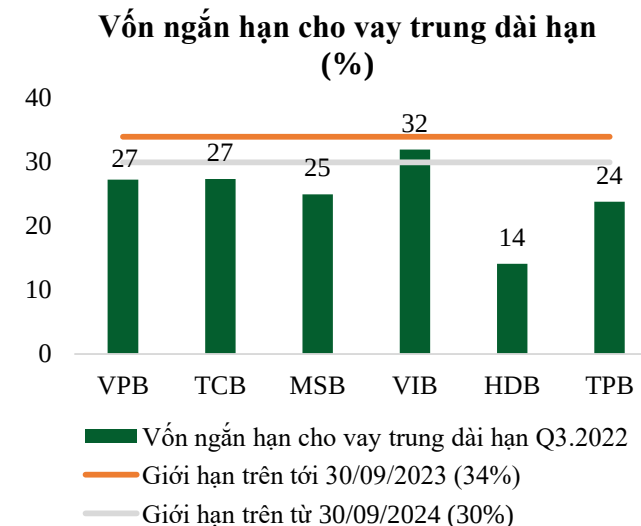
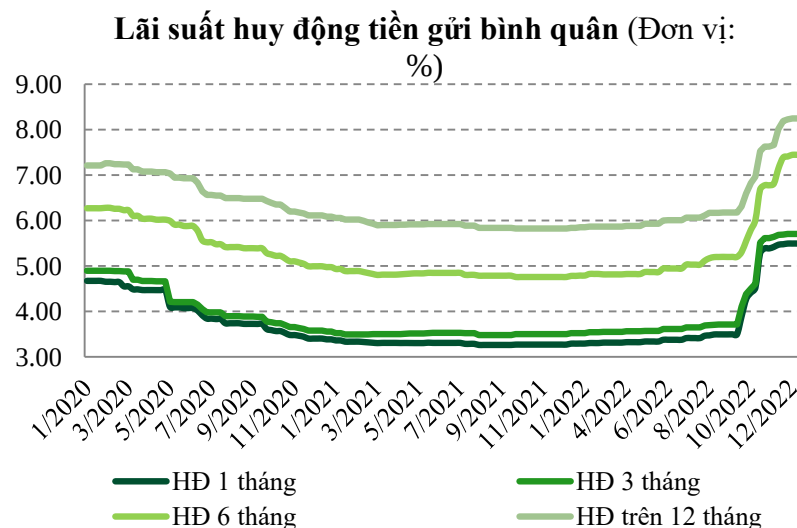
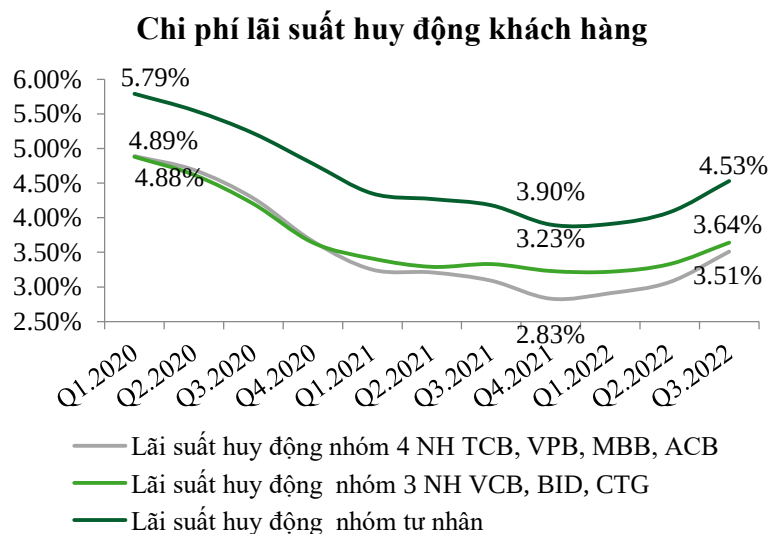
- Trong 9T.2022, lãi suất cho vay trung bình nhóm ngân hàng thương mại nhà nước và nhóm ngân hàng tư nhân đều ghi nhận tăng thêm lần lượt 0,63% và 0,77% từ mức đáy Q4.2021 nhờ nhu cầu tín dụng mạnh mẽ và tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ trong điều kiện room tín dụng hạn chế.
- Do áp lực lãi huy động tăng nhanh từ thời điểm đầu Q4, lãi suất cho vay cũng sẽ ghi nhận áp lực tăng tuy nhiên sẽ có độ trễ so với thời điểm tăng của lãi suất huy động và sẽ có sự phân hoá giữa mức tăng và thời điểm tăng giữa các ngành nghề. Theo đó, biên lãi ròng NIM sẽ điều chỉnh thu hẹp trong ngắn hạn.

Lãi suất cho vay khách hàng

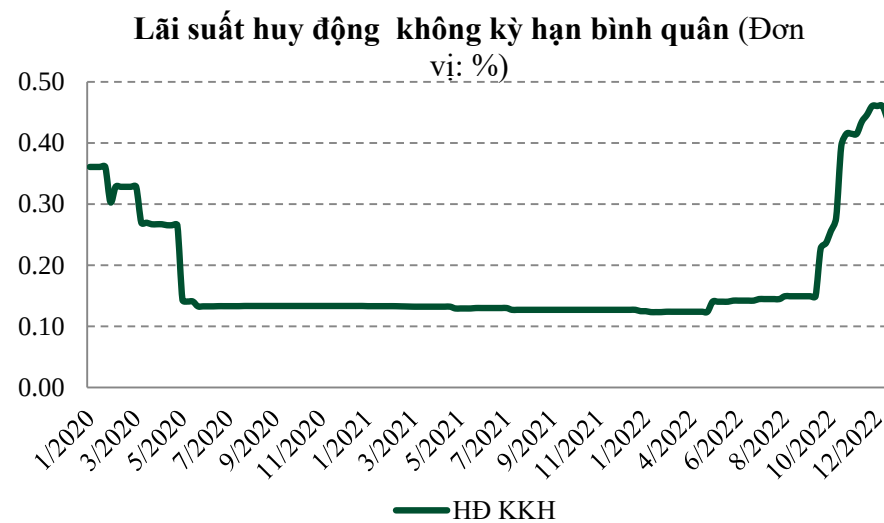
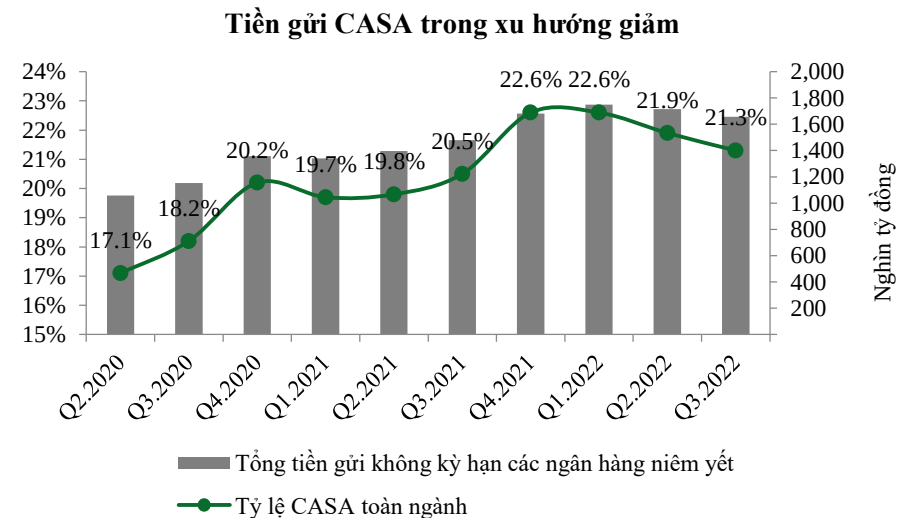
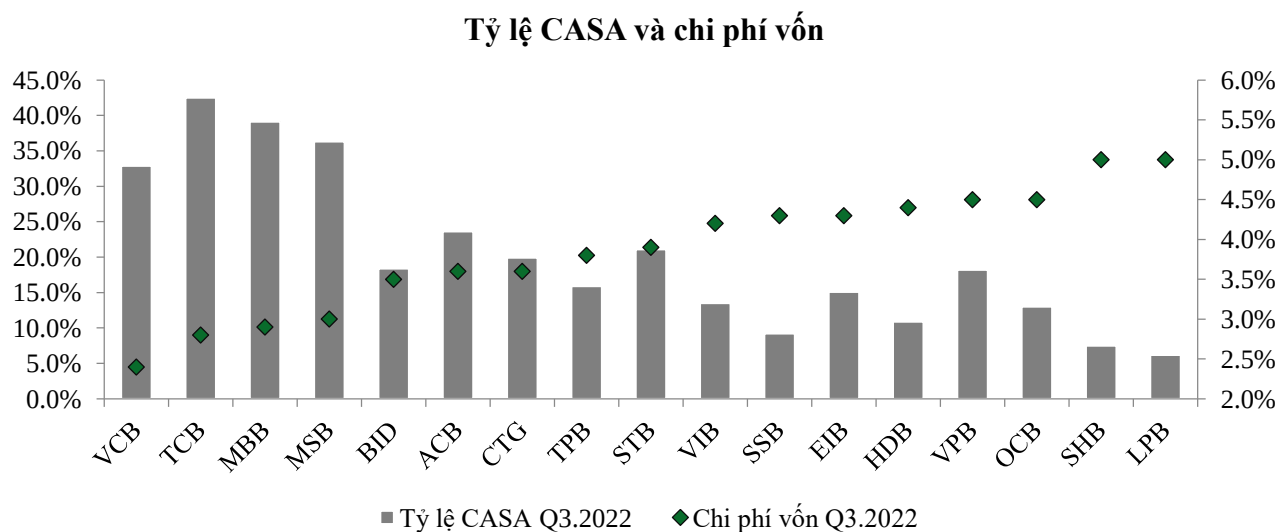


HUY ĐỘNG: Lãi suất huy động tăng nhanh

- Thanh khoản hệ thống căng thẳng trong bối cảnh nhiều thông tin bất lợi và áp lực tăng lãi suất trong Q4.2022 và năm 2023 là tương đối cao: (1) Áp lực tỷ giá khi đồng USD liên tục tăng giá khiến NHNN phải nâng mật bằng lãi suất điều hành thêm 2% và hút nội tệ về để cân bằng tỷ giá, trong bối cảnh dự trữ ngoại hối không còn dồi dào, (2) Các sai phạm về phát hành trái phiếu doanh nghiệp đang bị điều tra gây ảnh hưởng đến tâm lý và niềm tin của người gửi tiền và nhà đầu tư.
- Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trung bình toàn hệ thống ghi nhận tăng thêm 2,2 – 2,7% tùy kỳ hạn so với thời điểm cuối năm 2021, trong đó tăng 1,3 – 1,5% chỉ trong tháng 10.

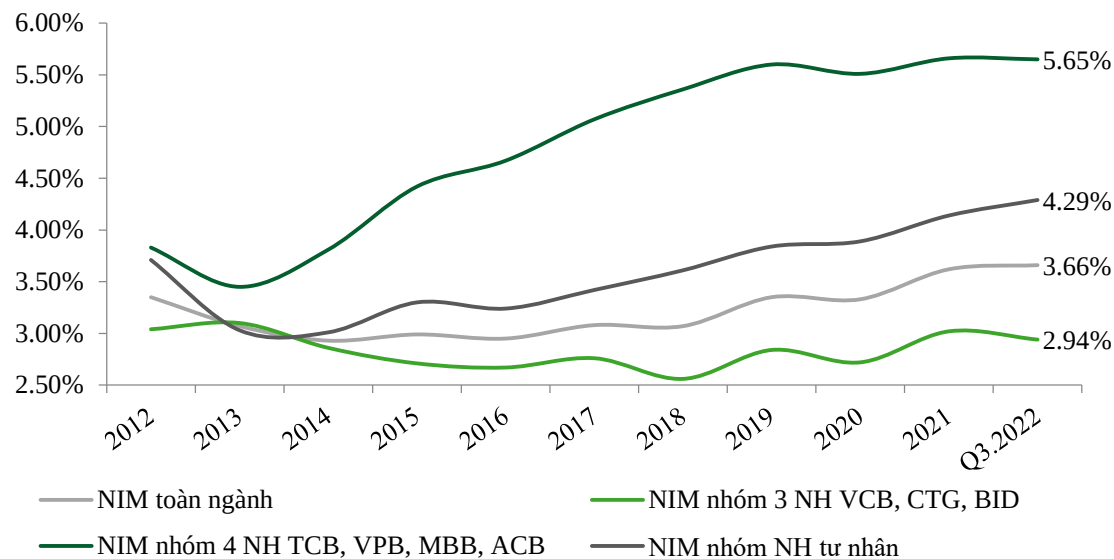


- Các ngân hàng niêm yết ghi nhận tỷ lệ CASA tiếp tục giảm xuống 21,3% vào Q3.2022 do lãi suất tiền gửi có kỳ hạn tăng nhanh hấp dẫn dòng tiền chảy ra khỏi tài khoản thanh toán, cùng với việc các doanh nghiệp rút tiền phục vụ nhu cầu về vốn hoạt động và thực hiện thanh toán các nghĩa vụ tài chính, trong đó có mua lại TPDN trước hạn.
- Chúng tôi cho rằng xu hướng lãi suất sẽ tiếp tục chịu áp lực tăng trong thời gian tới, khiến cho tỷ lệ CASA toàn ngành sụt giảm.

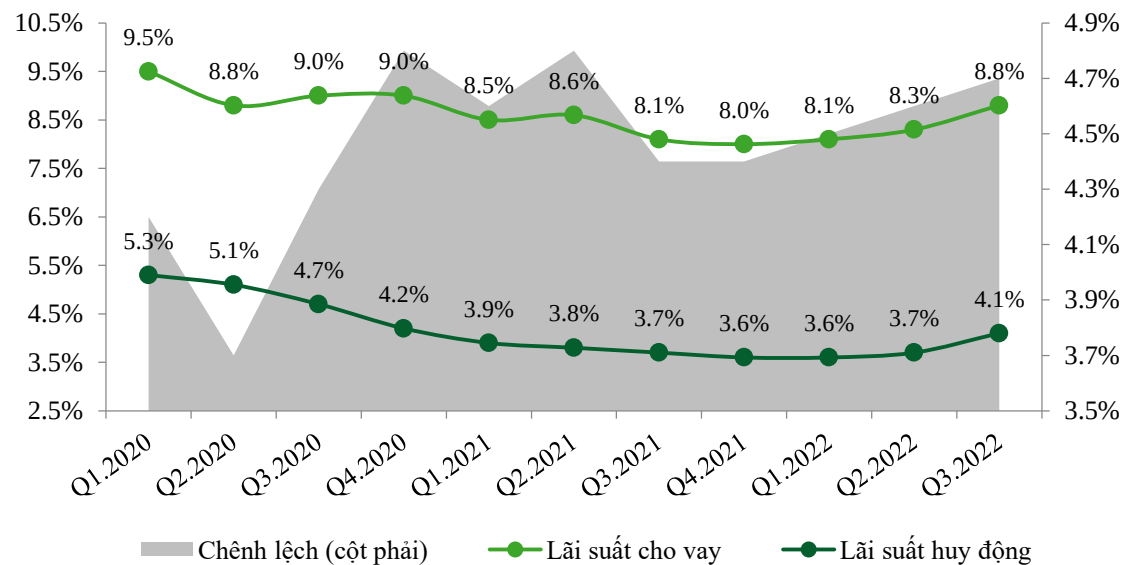


- Trong Q3.2022, NIM của toàn ngành tăng nhẹ lên mức 3,66% từ mức 3,62% cuối năm 2021. Việc tăng lãi suất huy động vẫn chưa phản ánh đầy đủ vào NIM do (1) lợi suất tài sản sinh lãi tăng nhanh khi nhu cầu tín dụng tốt và room bị hạn chế; (2) Lãi dự thu phục hồi sau thời gian hỗ trợ; (3) Độ trễ của kỳ hạn huy động và thời điểm tăng lãi suất mạnh nhất rơi vào tháng 10.
- Trong các quý tới NIM sẽ chịu áp lực thu hẹp, tuy nhiên mức độ thu hẹp phân hóa giữa các nhóm ngân hàng.

Xu hướng NIM toàn ngành



Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay

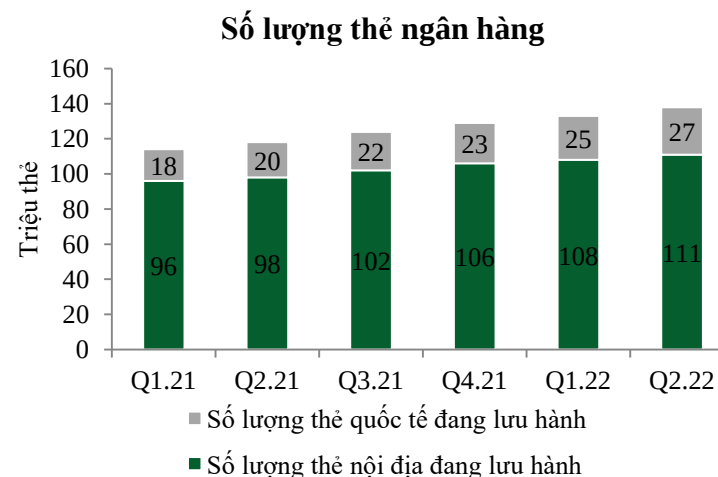
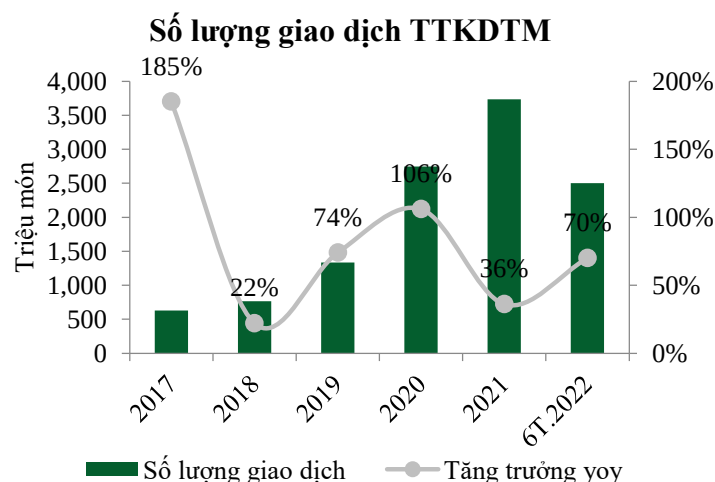


THU NHẬP NGOÀI LÃI:

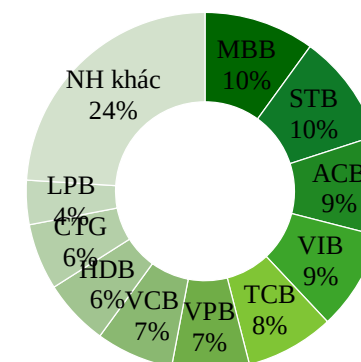
Thu nhập phí dẫn dắt tăng trưởng

♥ **Thu nhập ngoài lãi chiếm trung bình 23% trong cơ cấu thu nhập của các ngân hàng với đóng góp chủ yếu từ thu nhập dịch vụ:**

- Thu nhập phí tăng trưởng mạnh ở nhóm ngân hàng tư nhân (+30,5% yoy) nhưng thu hẹp ở nhóm ngân hàng nhà nước (-3,9% yoy) do các ngân hàng này đã hy sinh thu nhập từ phí chuyển khoản để cải thiện CASA.
- Thu nhập từ phí thanh toán tại các ngân hàng niêm yết ghi nhận tăng 66% yoy khi quy mô giao dịch thanh toán không dùng tiền mặt tiếp tục tăng cao. Hoạt động thanh toán quốc tế và tài trợ thương mại khả quan nhờ kinh tế phục hồi, giá trị xuất nhập khẩu và vốn đầu tư FDI tăng mạnh trong năm 2022.
- Doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới qua kênh bancassurance tăng 45% yoy và tổng thu phí bảo hiểm tại các ngân hàng niêm yết tăng 29% yoy. Thị trường ghi nhận hợp đồng bancassurance độc quyền của LPB trong Q4.2022 và có thể sẽ tiếp tục ghi nhận các thương vụ ký kết mới của HDB và VIB trong 2023.
- Thu nhập từ đầu tư kinh doanh chứng khoán và thu nhập liên quan đến hoạt động kinh doanh trái phiếu doanh nghiệp chịu nhiều ảnh hưởng không thuận lợi kể từ Q2.2022.



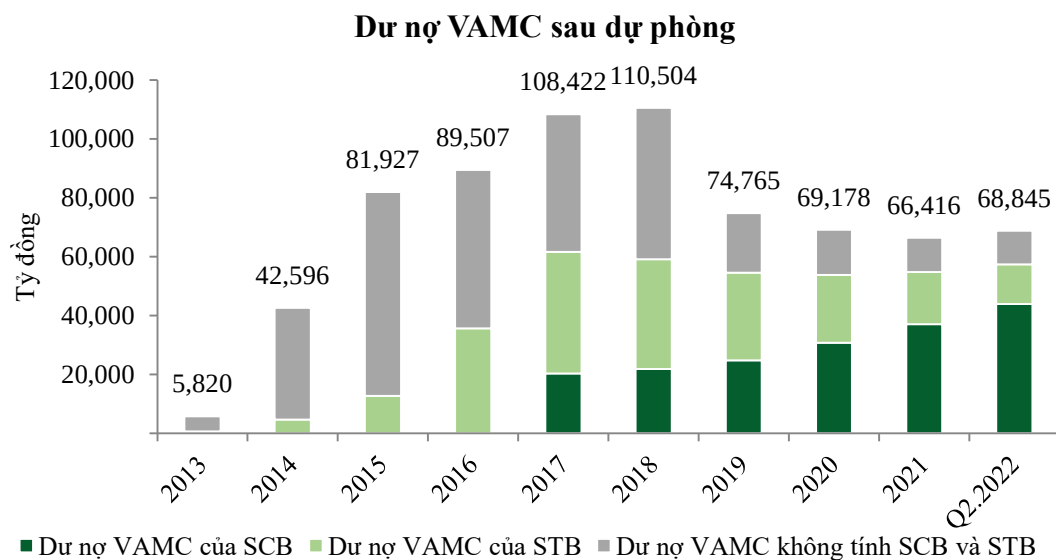
Thị phần doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới qua kênh bancassurance, 9T.2022



CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN:

Rủi ro đến từ thị trường bất động sản

- ♥ **Nợ xấu và nợ tiềm ẩn rủi ro vẫn trong tầm kiểm soát:** Cuối Q3.2022, tỷ lệ nợ xấu nội bảng tăng lên 1,6% từ mức 1,4% trong Q4.2021. Tỷ lệ nợ tái cơ cấu hầu hết đều ghi nhận giảm kể từ Q1.2022 nhờ khả năng trả nợ phục hồi khi nền kinh tế mở cửa trở lại. Tỷ lệ nợ ngoại bảng VAMC ở mức 0,8%, bao gồm khoảng 0,5% đến từ SCB. Chi phí tín dụng duy trì ở mức cao khi các ngân hàng tiếp tục tăng cường trích lập trước thời hạn cho các khoản nợ xấu tiềm tàng.
- ♥ **Sự đóng băng của thị trường TPDN và thị trường BĐS đang làm tăng rủi ro nợ xấu với hệ thống ngân hàng:** (1) các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc huy động dòng vốn mới để đảo nợ; (2) hoạt động xử lý nợ xấu khó khăn do BĐS là TSBĐ chính cho phần lớn các khoản vay.
- ♥ Việc gia hạn **Nghị quyết 42** đến hết 31/12/2023 tiến tới xây dựng Luật xử lý nợ xấu kỳ vọng sẽ tiếp tục là cơ chế giúp các ngân hàng khoanh nợ xấu, đẩy nhanh tiến độ xử lý tài sản tồn đọng và duy trì tỉ lệ nợ xấu nội bảng dưới mức 2%.



Q3.2022	Nợ xấu	Nợ tái cơ cấu Q1.2022	Nợ tái cơ cấu Q3.2022	Dự phòng cho vay (CDKT)	LLCR
BID	20.125	25.000	9.000	43.021	214%
CTG	17.652	8.400	3.500	39.249	222%
VCB	9.003	7.000	2.900	36.173	402%
ACB	4.056	15.000	11.000	5.589	138%
MBB	4.415	4.700	2.000	9.171	208%
VPB	20.193	12.700	6.100	12.525	62%
TCB	2.665	1.600	400	4.397	165%
HDB	3.791	103	119	3.072	81%
VIB	5.309	840	666	2.869	54%
TPB	1.426	NA	726	2.027	142%
MSB	1.681	2.878	1.756	1.609	96%
OCB	2.801	3.000	2.181	1.485	53%

♥ Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng ở mức 13 – 15% trong năm 2023, trước áp lực từ các yếu tố vĩ mô lạm phát, tỷ giá và bất ổn chính trị trên thế giới vẫn tiếp diễn:

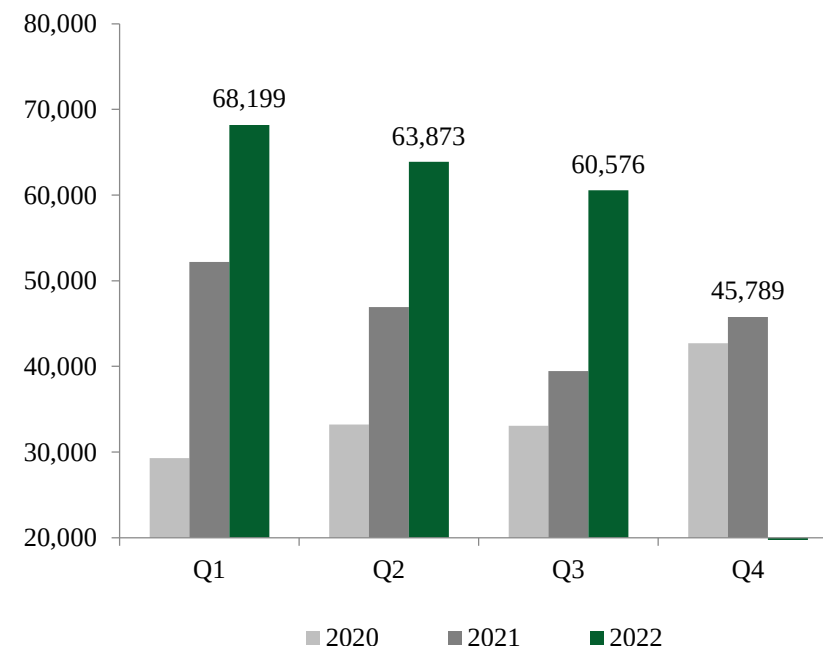
- Các ngân hàng có phương án nhận chuyển giao bắt buộc sẽ được ưu tiên hạn mức tín dụng cao hơn trung bình ngành.
- Các ngân hàng giảm tỷ trọng nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp trong bối cảnh thị trường trái phiếu kém lạc quan và hạn mức tăng trưởng tín dụng hạn chế.

♥ NIM điều chỉnh giảm từ Q4.2022 đến H1.2023 do lãi suất huy động tăng nhanh và CASA tăng chậm lại: Mức độ thu hẹp của NIM rõ ràng hơn ở nhóm ngân hàng quy mô nhỏ gặp khó khăn về thanh khoản, trong khi nhóm ngân hàng có lợi thế về CASA, tiếp cận được nguồn vốn offshore giá rẻ sẽ chịu ít áp lực hơn.

♥ Nợ xấu có xu hướng gia tăng do sự đóng băng của thị trường bất động sản và tăng trưởng kinh tế chậm lại, tuy nhiên sẽ có sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng:

- Các ngân hàng có thể ghi nhận các khoản nợ xấu tăng nhanh trong 2023, áp lực trích lập dự phòng cao dần trong H2.2023.
- Chúng tôi cho rằng nhóm ngân hàng có rủi ro ở thời điểm hiện tại là: (1) có tỷ trọng cho vay bất động sản và TPDN cao, (2) có tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp.

LNTT các ngân hàng niêm yết



TRIỂN VỌNG 2023:

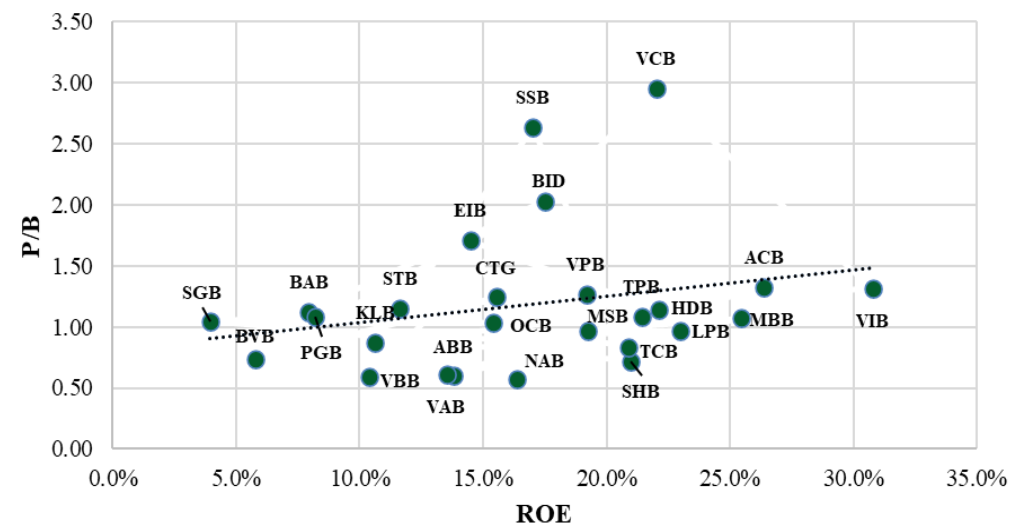
Tốc độ tăng trưởng và định giá cổ phiếu phân hóa mạnh giữa các nhóm ngân hàng

- Chúng tôi dự báo LNTT toàn ngành ngân hàng giảm tốc trong năm 2023 với tốc độ tăng trưởng đạt khoảng 10%, trong đó có sự phân hóa về triển vọng lợi nhuận giữa các nhóm ngân hàng.
- Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư cổ phiếu ngành ngân hàng đang ở mức phù hợp thị trường:
 - Định giá P/B toàn ngành hiện thấp hơn khoảng 30% so với mức trung bình 5 năm.
 - Nhóm cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong dài hạn là các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và tốc độ tăng trưởng vượt trội so với ngành, bao gồm: ACB, BID, LPB, MBB, STB, TCB, VCB, VIB, VPB.

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



Định giá các ngân hàng 2022

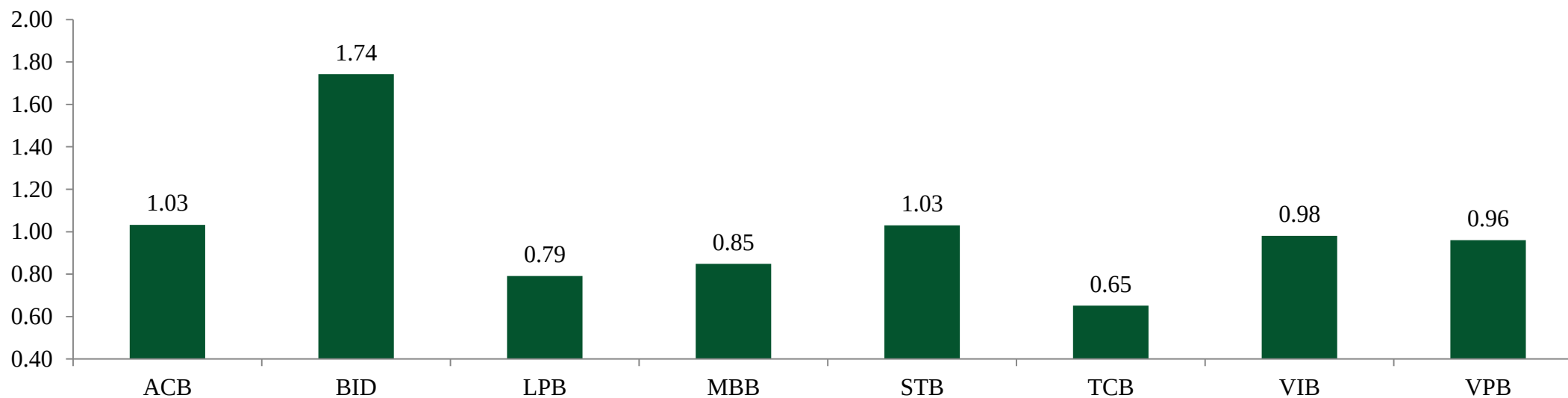


TRIỂN VỌNG 2023:

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

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

P/B forward 2023



LNTT 2023F	21.324	27.557	7.176	29.420	7.396	31.147	11.629	29.574
Tăng trưởng yoy	17%	32%	19%	23%	23%	13%	15%	8%
ROAE 2023F	27%	21%	22%	28%	15%	20%	26%	21%

BẢNG KHUYẾN NGHỊ CÁC NGÂN HÀNG NĂM 2023

Chỉ tiêu Q3.2022	Khuyến nghị đầu tư	Chất lượng tài sản	Triển vọng kinh doanh	Tổng tài sản	Vốn chủ sở hữu	LNTT 9T.2022	NIM	NPL	LLCR	ROE TTM
Đơn vị				Tỷ đồng	Tỷ đồng	Tỷ đồng	%	%	%	%
BID	Trung lập	Lành mạnh	Tăng trưởng	2.048.953	100.925	17.677	2,82%	1,30%	214%	17,5%
CTG	Trung lập	Lành mạnh	Đi ngang	1.750.790	106.109	15.764	3,12%	1,40%	222%	15,5%
VCB	Trung lập	Lành mạnh	Tăng trưởng	1.649.664	128.390	24.940	3,41%	0,80%	402%	22,0%
TCB	Trung lập	Trung bình	Tăng trưởng	671.354	109.899	20.822	5,22%	0,60%	165%	20,9%
MBB	Mua	Lành mạnh	Tăng trưởng	656.804	75.910	18.192	5,78%	1,00%	208%	25,4%
VPB	Mua	Trung bình	Tăng trưởng	595.902	102.366	19.837	7,45%	5,00%	62%	19,2%
STB	Mua	Trung bình	Tăng trưởng	564.193	36.940	4.440	4,43%	0,90%	154%	11,6%
ACB	Trung lập	Lành mạnh	Tăng trưởng	561.114	55.735	13.503	4,49%	1,00%	138%	26,4%
SHB	Trung lập	Trung bình	Tăng trưởng	528.560	42.294	9.035	4,09%	2,30%	74%	21,0%
HDB	Trung lập	Trung bình	Tăng trưởng	399.153	37.163	8.016	4,99%	1,50%	81%	22,1%
VIB	Trung lập	Trung bình	Tăng trưởng	340.910	30.478	7.814	4,62%	2,30%	54%	30,8%
TPB	Trung lập	Trung bình	Tăng trưởng	317.328	30.637	5.926	3,84%	0,90%	142%	21,4%
LPB	Mua	Trung bình	Tăng trưởng	313.480	23.387	4.822	4,29%	1,40%	143%	23,0%
SSB	Bán	Trung bình	Đi ngang	229.146	24.620	4.016	3,23%	1,60%	94%	17,0%
MSB	Trung lập	Trung bình	Tăng trưởng	194.182	25.797	4.824	4,86%	1,50%	96%	19,2%
OCB	Trung lập	Suy giảm	Đi ngang	193.150	23.882	2.649	3,92%	2,50%	53%	15,4%
EIB	Bán	Suy giảm	Đi ngang	183.674	20.123	3.181	3,46%	1,90%	57%	14,5%
NAB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	173.971	12.356	1.855	3,31%	2,00%	57%	16,4%
ABB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	132.036	12.569	1.748	3,13%	2%	51%	13,8%
BAB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	124.093	9.541	715	2,11%	0,60%	190%	7,9%
VBB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	109.207	6.143	536	1,55%	4,30%	23%	10,4%
VAB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	90.998	7.019	810	1,56%	1,60%	69%	13,5%
KLB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	80.626	5.034	513	3,26%	2,00%	73%	10,6%
NVB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	78.198	5.583	-180	-0,01%	14,70%	14%	-7,5%
BVB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	65.745	3.691	36	0,95%	3,20%	30%	2,3%
PGB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	46.332	4.491	387	3,35%	3,00%	34%	8,2%
SGB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	25.308	3.916	236	3,66%	2,10%	47%	3,9%

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Ngân hàng	13.100	16.720	28%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	8,1– 20,4
GTGD bình quân 52T	7.779.449
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.036
P/E	4,68x
P/B	0,64x
% NN sở hữu	4,4%

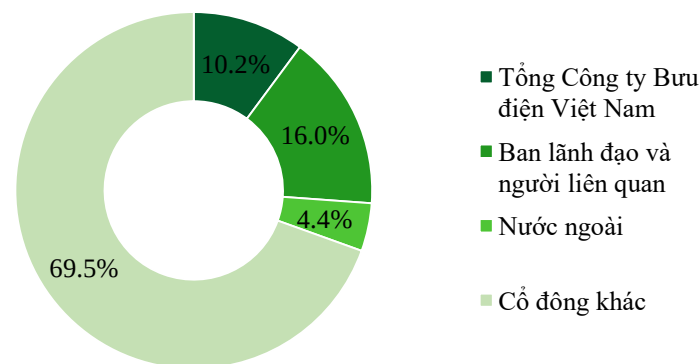
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập	10.490 (+49,5%)
Lợi nhuận trước thuế	4.822 (+72%)

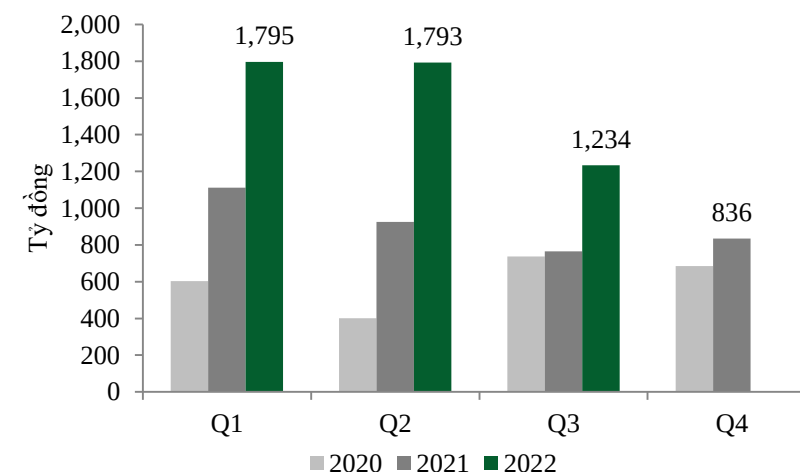
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- LPB là ngân hàng quy mô trung bình có tốc độ tăng trưởng nhanh về tín dụng. Trọng tâm của ngân hàng là cho vay phân khúc khách hàng cá nhân và khách hàng doanh nghiệp cổ phần.
- Cổ đông: Tổng Công ty Bưu điện Việt Nam nắm giữ 10,2%. Nhóm cổ đông bao gồm các thành viên ban lãnh đạo và các cá nhân liên quan sở hữu khoảng 16% và cổ đông nước ngoài sở hữu 4,4% số cổ phần, còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông khác.
- Trong 9T.2022, LPB ghi nhận mức thu nhập lãi thuần đạt 9.128 tỷ đồng (+45,8% yoy), tổng thu nhập đạt 10.490 tỷ đồng (+49,5% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 4.822 tỷ đồng (+72% yoy). Mức tăng trưởng khả quan có được nhờ tỷ suất NIM tiếp tục mở rộng và đóng góp của thu nhập ngoài lãi bao gồm phí dịch vụ, lãi từ hoạt động mua bán chứng khoán và thu hồi nợ xấu ngoại bảng.

Cơ cấu cổ đông

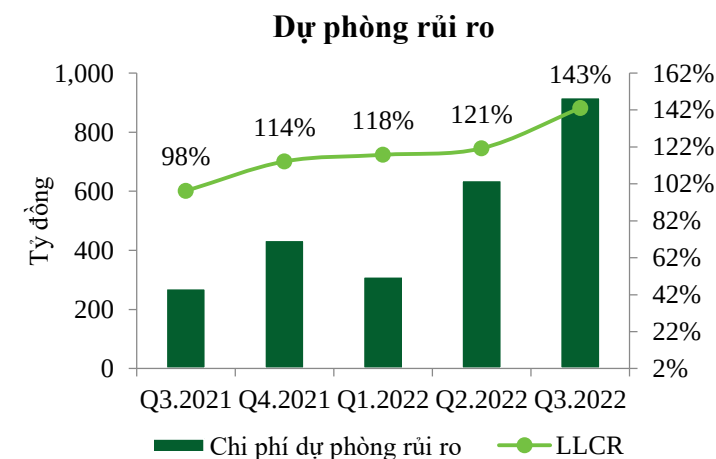
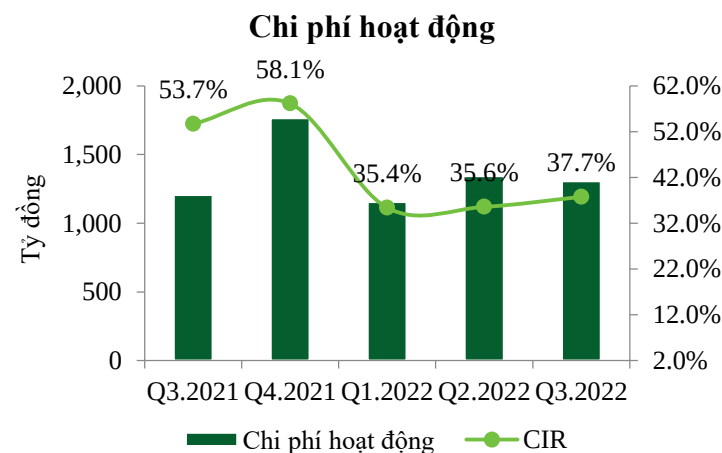
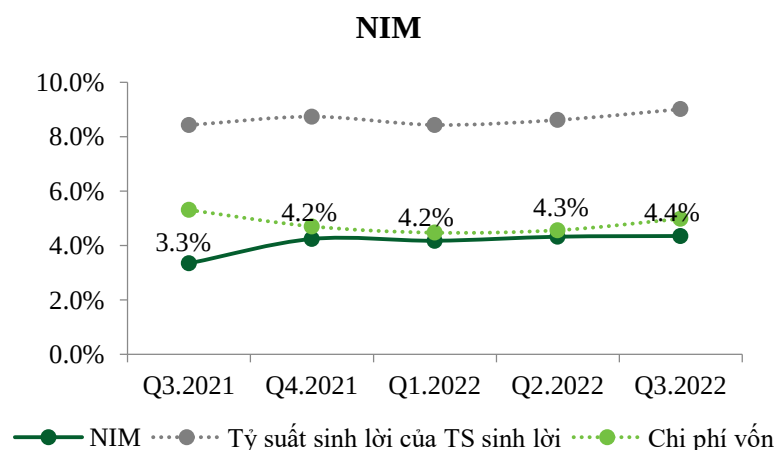


LNTT LPB



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

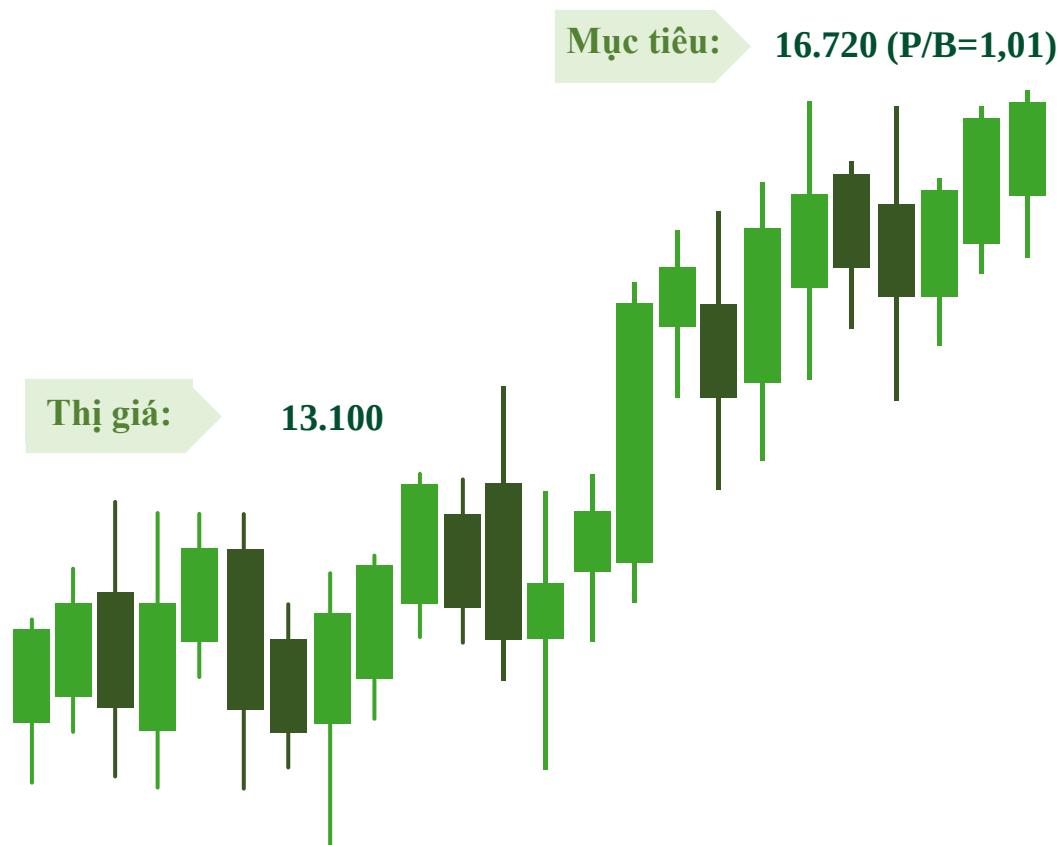
- ▼ **Danh mục cho vay bán lẻ tăng trưởng nhanh:** danh mục cho vay cá nhân của LPB hiện chiếm 53% dư nợ, giúp LPB tăng tỷ suất sinh lời và phân tán rủi ro danh mục.
- ▼ **Chất lượng tài sản ngày càng cải thiện:** trong thời gian qua LPB đã tăng cường bộ đệm trích lập dự phòng và chủ động giảm cho vay các lĩnh vực rủi ro, đặc biệt là lĩnh vực bất động sản (tỷ trọng cho vay bất động sản giảm từ 41% năm 2016 xuống chỉ còn chiếm 11% dư nợ).
- ▼ **Lợi thế về mạng lưới và khả năng tiếp cận khách hàng:** là một trong số những ngân hàng có mạng lưới lớn nhất Việt Nam với 556 Chi nhánh, Phòng giao dịch và 613 Phòng giao dịch Bưu điện nhờ chiến lược nâng cấp các điểm giao dịch bưu điện thành phòng giao dịch ngân hàng.
- ▼ **Ký kết thành công hợp đồng hợp tác độc quyền bảo hiểm trong 15 năm với Dai-ichi Life:** mức phí trả trước (Upfront fee) theo chúng tôi đánh giá có thể lên đến 3.000 tỷ đồng và doanh thu từ hoa hồng bảo hiểm được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ở mức 30 – 40% mỗi năm trong các năm tới.
- ▼ **Kế hoạch tăng vốn:** LPB lên kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 20.091 tỷ đồng thông qua việc chào bán 300 triệu cổ phiếu với tỷ lệ 16,4% cho cổ đông hiện hữu. Ngoài ra, LPB cũng có kế hoạch phát hành riêng lẻ 66,7 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư nước ngoài vào thời điểm phù hợp.



NGÂN HÀNG TMCP BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT – LPB

Dự báo lợi nhuận 2023 tăng trưởng 19%, giá mục tiêu **16.720 đồng/cp (+28%)**

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	10.051	13.372	15.756
+/- yoy (%)	29,3%	33,0%	17,8%
Lợi nhuận trước thuế	3.638	6.020	7.176
+/- %	49,9%	65,5%	19,2%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	13.960	14.237	16.557

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng 2022, 2023: 12%, 12%
- NIM 2022, 2023: 4,0%, 3,9%
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu 2022, 2023: 1,4%, 1,4%/161%, 176%
- Tỷ lệ CIR 2022, 2023: 38%, 37%
- Ghi nhận 1.000 tỷ đồng từ phí Upfront fee

Một số rủi ro

- Tăng trưởng tín dụng hạn chế trong 2022 – 2023
- Rủi ro thanh khoản
- Rủi ro nợ xấu
- Rủi ro phát hành không thành công

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Ngân hàng	17.100	25.614	50%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	14,2 – 28,7
GTGD bình quân 52T	11.752.109
Vốn hóa (tỷ đồng)	71.637
P/E	5,04x
P/B	1,01x
% NN sở hữu	23,2%

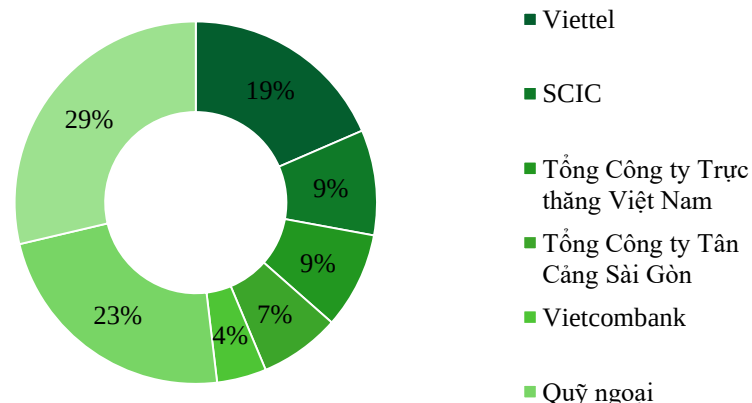
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập	33.841 (+26,2%)
Lợi nhuận trước thuế	18.192 (+53,1%)

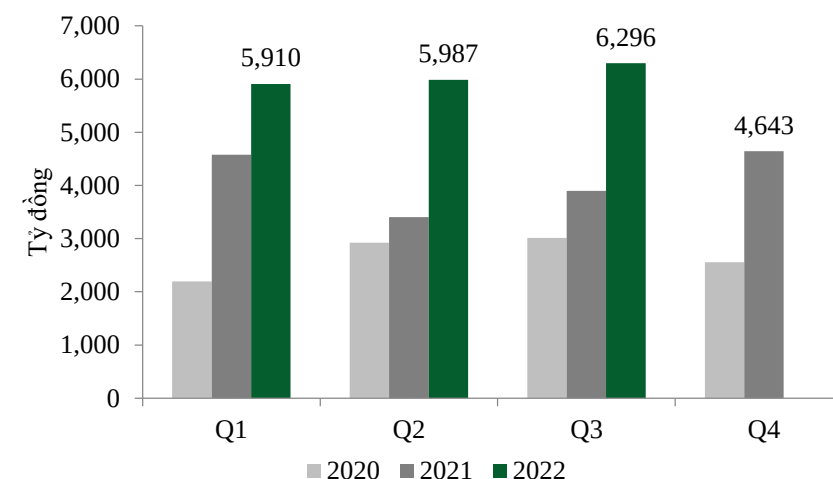
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- MBB là ngân hàng TMCP quy mô lớn với mô hình kinh doanh năng động, bao gồm nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. MBB có những lợi thế đặc biệt nhờ nằm trong khối Quân đội.
- Cổ đông: bao gồm 14% sở hữu thuộc Viettel, 9% thuộc SCIC, 23% nước ngoài sở hữu, còn lại là cổ đông khác.
- Trong 9T.2022, MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 33.841 tỷ đồng (+26,2% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 18.192 tỷ đồng (+53,1% yoy). Trong đó, tốc độ tăng trưởng cao ghi nhận ở thu nhập lãi thuần và giảm trích lập dự phòng.

Cơ cấu cổ đông



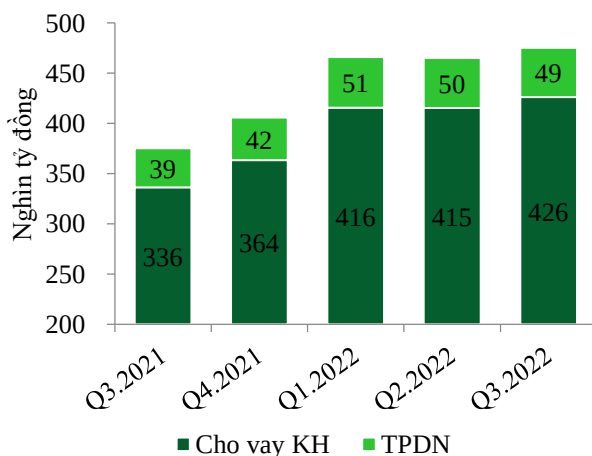
LNTT MBB



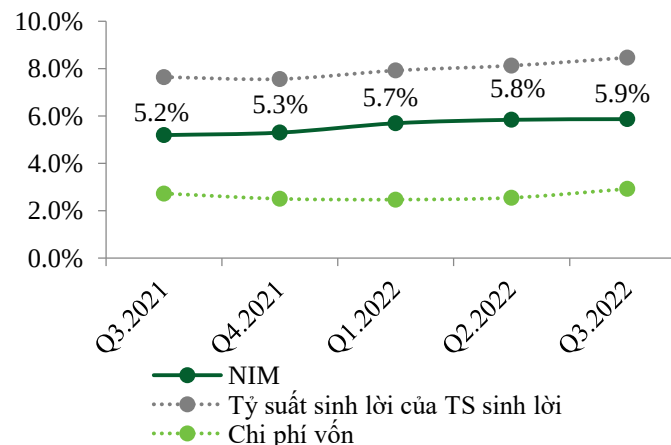
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ▼ **Tín dụng có thêm động lực tăng trưởng nhờ hạn mức được cấp bổ sung:** ước tính MBB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng trên 25% trong 2022 và tiếp tục được ưu tiên tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với bình quân ngành khoảng 1,5-2 lần trong các năm tới nhờ việc nhận chuyển giao bắt buộc.
- ▼ **NIM duy trì ở mức cao:** nhờ room tín dụng hạn chế MBB có thể chọn lựa khách hàng tốt với lợi suất cao hơn, hướng tới chuyển dịch cơ cấu danh mục tăng tỷ trọng bán lẻ lên 50-55% dư nợ (hiện chiếm 43-45%).
- ▼ **Tỷ lệ CASA duy trì ở mức cao:** CASA từ khách hàng cá nhân chiếm 38%, tiếp tục là động lực duy trì CASA ở mức cao.
- ▼ **Chất lượng tài sản tốt:** chi phí trích lập trong các năm tới dự báo giảm dần cùng với tỷ lệ NPL thấp hơn 1%.

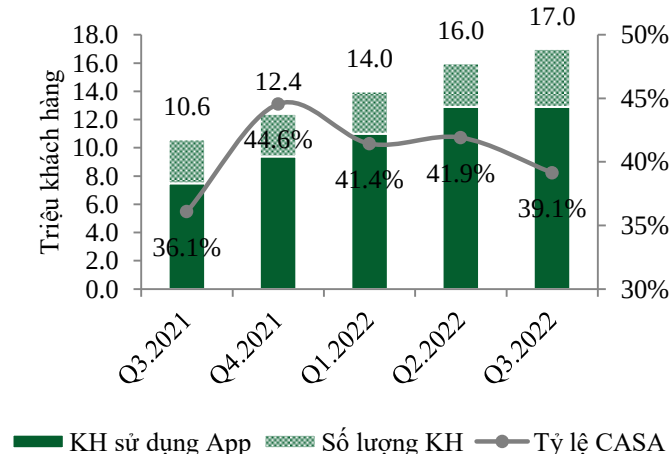
Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ



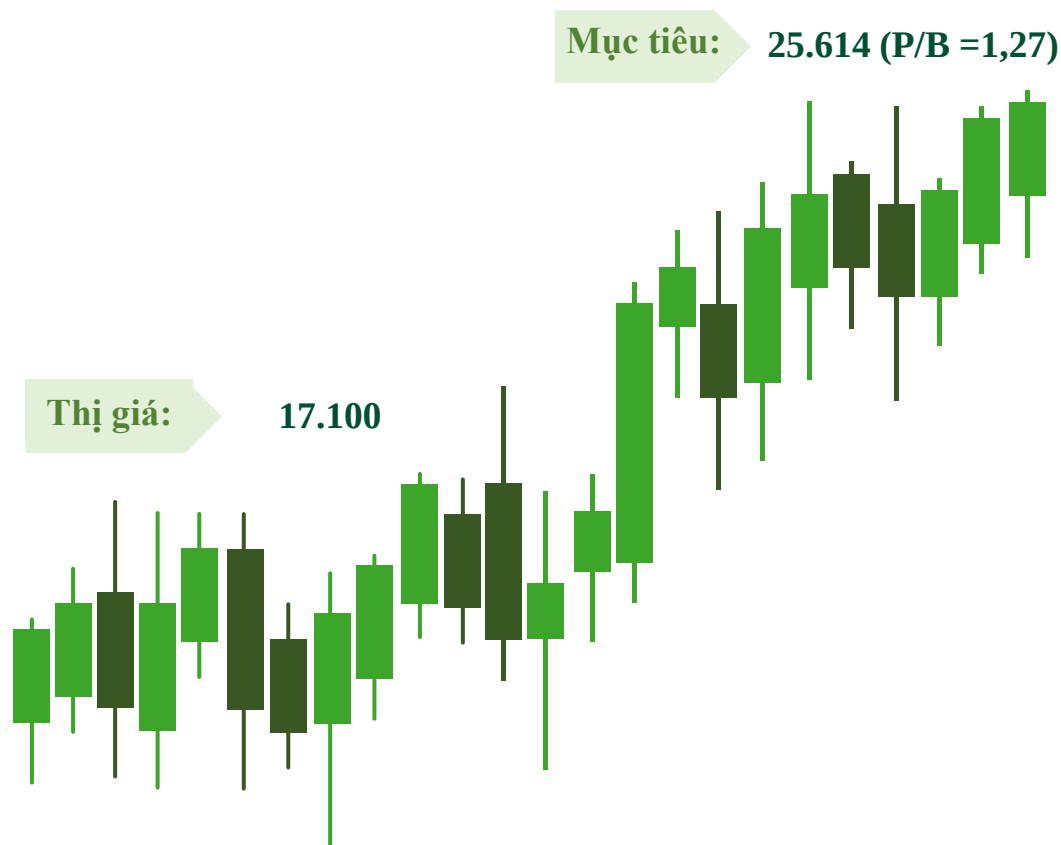
NIM



Số lượng khách hàng



Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	36.934	45.834	54.959
+/- yoy (%)	35,0%	24,1%	20,0%
Lợi nhuận trước thuế	16.527	23.937	29.392
+/- %	54,6%	44,8%	22,8%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.768	16.507	20.153

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng 2022, 2023: 25%, 24%
- NIM 2022, 2023: 5,2%, 5,1%
- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng và tỷ lệ dự phòng rủi ro bao phủ nợ xấu 2022, 2023: 1%, 1%/ 310%, 335%
- Tỷ lệ CIR 2022, 2023: 30%, 30%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu đến từ TPDN
- Rủi ro thanh khoản

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Ngân hàng	17.900	22.728	27%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	14,7 – 26,6
GTGD bình quân 52T	14.466.073
Vốn hóa (tỷ đồng)	117.481
P/E	6,5x
P/B	1,13x
% NN sở hữu	17,64%

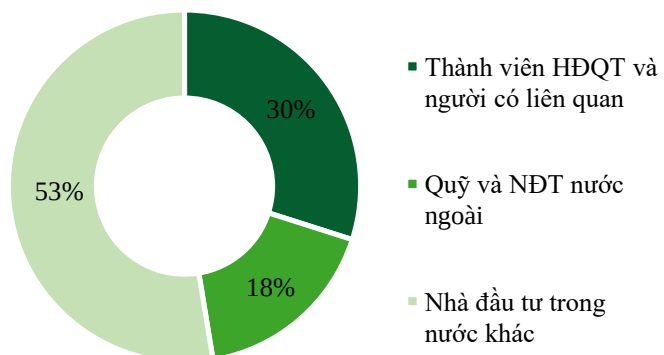
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập hoạt động	45.029 (+35,5%)
Lợi nhuận trước thuế	19.837 (+69%)

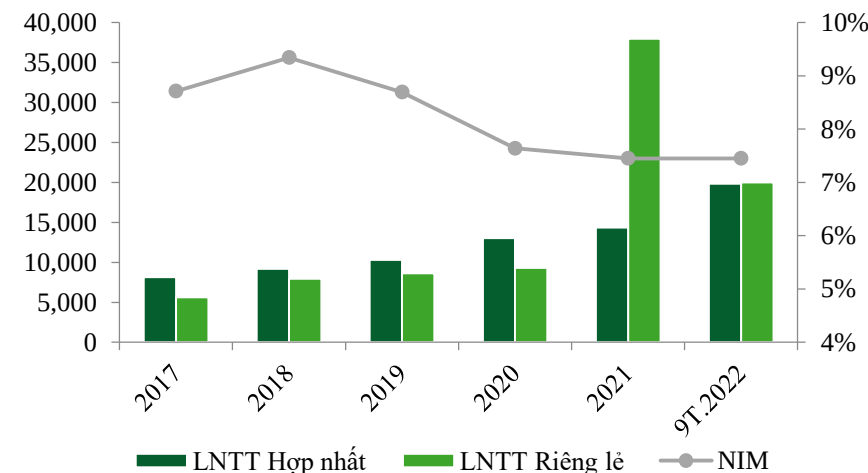
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- VPB có mô hình hoạt động hiệu quả và năng động, với chất lượng tài sản ổn định, VCSH tăng trưởng mạnh trong 2 năm gần đây, hiện tại cao thứ 4 trong ngành ngân hàng.
- Cổ đông: Các thành viên HĐQT và người có liên quan nắm giữ 29,91%. Quỹ và nhà đầu tư nước ngoài đang nắm giữ 17,5%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 52,59%.
- KQKD 9T.2022, VPB ghi nhận LNTT đạt 19.837 tỷ đồng (+69,03% yoy). Tăng trưởng thu nhập tích cực đến từ thu nhập từ lãi +19% yoy, biên lãi ròng NIM giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao nhất trong ngành. Tăng trưởng thu phí dịch vụ và đẩy mạnh thu hồi nợ ngoại bảng, cùng với việc giảm áp lực trích lập nợ xấu tồn đọng.

Cơ cấu cổ đông



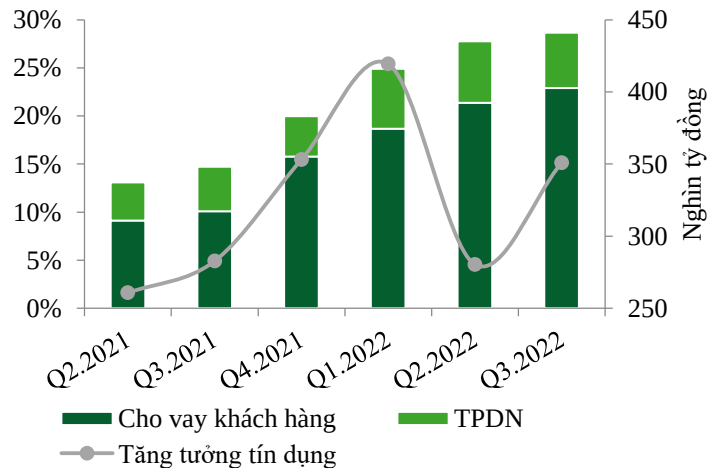
LNTT và NIM VPB



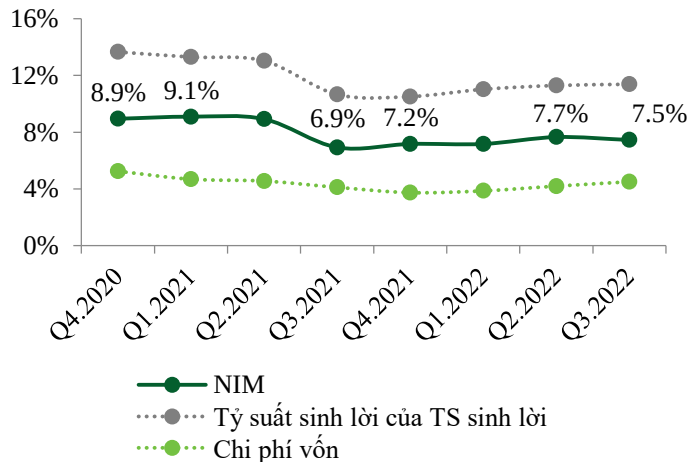
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 📌 **Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng ~25%:** 9T.2022 VPB đạt tăng trưởng tín dụng 15%, mức cao trong ngành, tổng tín dụng được cấp cho cả năm 2022 cũng thuộc top đầu ngành, ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2022 đạt 25 - 27%.
- 📌 **Kỳ vọng tăng trưởng VCSH từ việc phát hành riêng lẻ cho NĐT nước ngoài:** VCSH của VPB tăng mạnh trong 2 năm gần đây, cuối Q3.2022 đạt 102.366 tỷ cuối Q3.2022, +83%, thuộc top 4 ngân hàng có VCSH lớn nhất hệ thống. Phát hành cổ phiếu riêng lẻ thành công sẽ tạo đà tăng trưởng cho hoạt động kinh doanh từ năm 2023.
- 📌 **Kỳ vọng về phương án nhận chuyển giao ngân hàng yếu kém:** Việc nhận chuyển giao 1 ngân hàng yếu kém sẽ mở ra cơ hội được cấp “room” tín dụng cao trong các năm tới cho VPB, tạo động lực để VPB đạt được các mục tiêu lợi nhuận.
- 📌 **Tiết giảm chi phí hoạt động nhờ ứng dụng công nghệ và số hóa vào hoạt động.**
- 📌 **Kết quả kinh doanh FE-Credit có dấu hiệu hồi phục tốt sau đại dịch.**

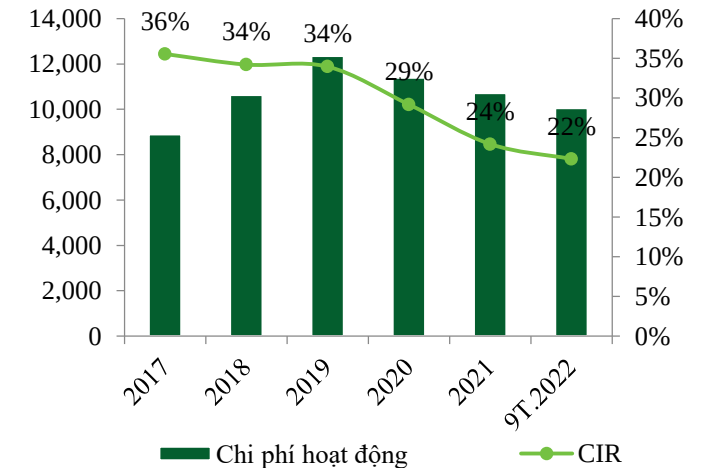
Quy mô tín dụng hợp nhất



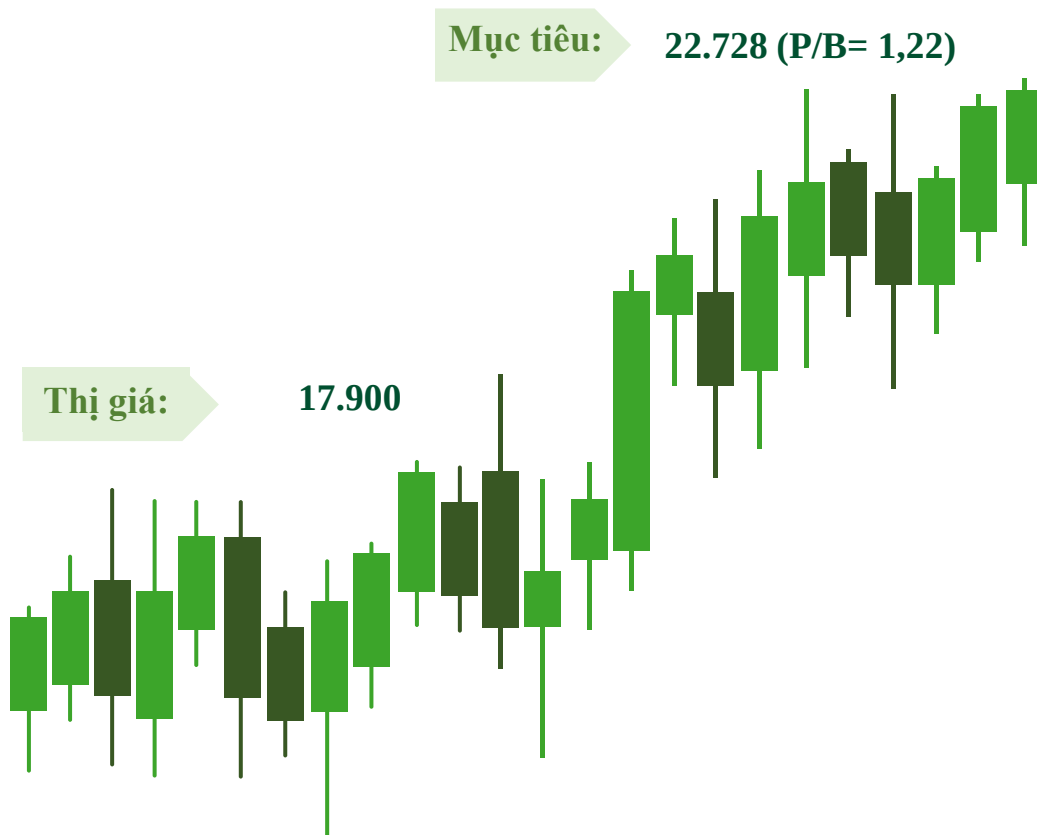
NIM - cao nhất ngành NH



Chi phí hoạt động giảm



Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Tổng thu nhập hoạt động	44.301	63.052	73.550
+/-yoy (%)	13,5%	42,3%	16,7%
LNTT	14.365	27.264	29.574
+/- %	10,3%	89,8%	8,5%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	17.400	15.325	18.653

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng 26% cho năm 2022 và 25% cho năm 2023
- Lợi suất sinh lời của tài sản: 11,45% và 11,13% năm 2022/2023
- Chi phí vốn: 4,78% và 5,23% cho 2022/2023
- Tỷ lệ nợ xấu 5% và bao phủ nợ xấu 60%

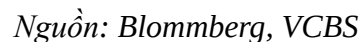
Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu và thu hồi nợ xấu cho VPB ngân hàng mẹ cũng như FE Credit

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP 1H.2023

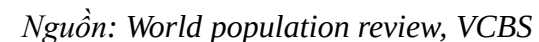


- Chi phí nhân công, giá điện thấp cùng với tỷ giá ổn định.
- Tương đồng về văn hóa và ổn định về chính trị.
- Ký nhiều FTA tạo môi trường đầu tư.
- Nhiều ưu đãi thuế.



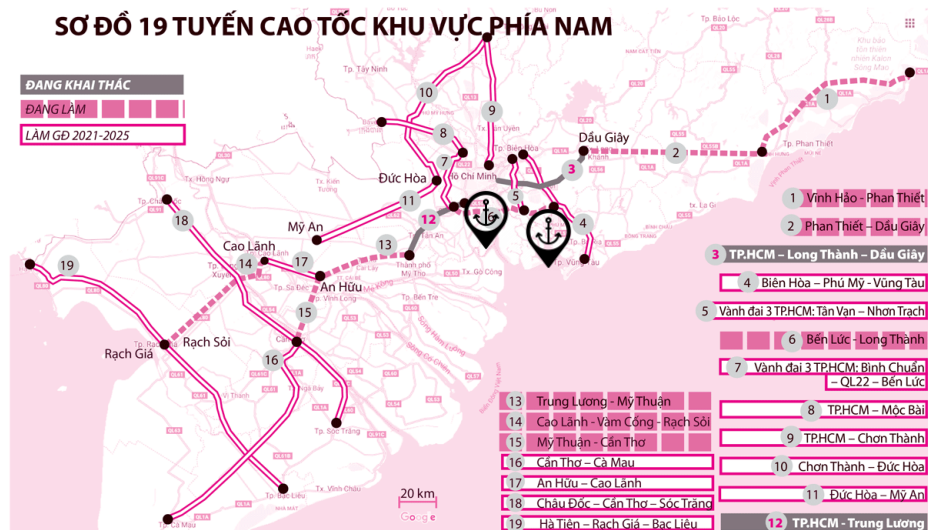
Nguồn: VCBS

Free trade agreements

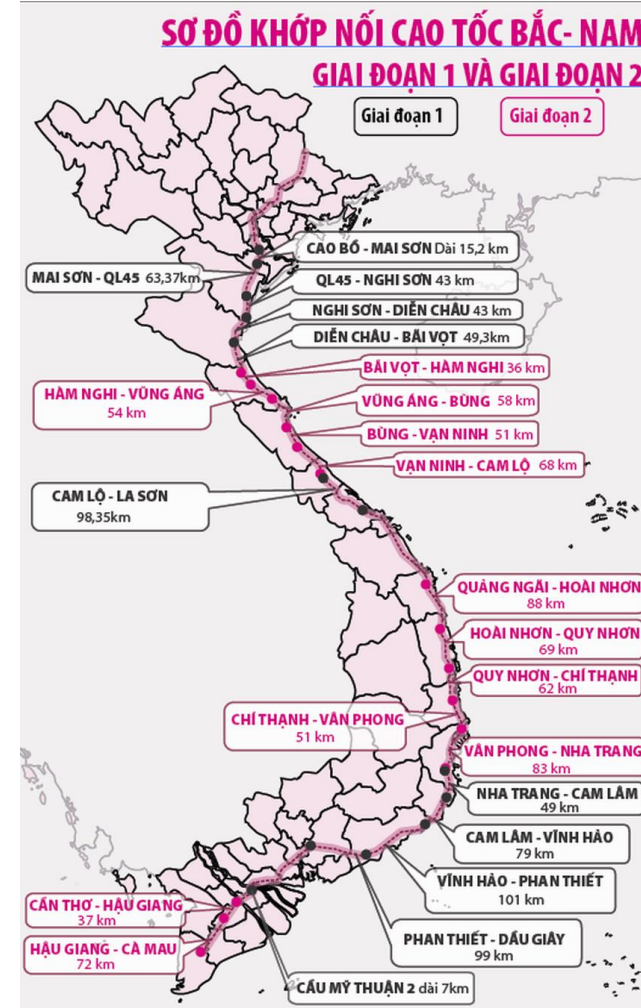


PHÁT TRIỂN CƠ SỞ HẠ TẦNG ĐỒNG BỘ

- Phát triển đường cao tốc Bắc – Nam phía Đông, kết nối cả nước.
- Phát triển các đường vành đai như VĐ 4 ở HN và VĐ 3 ở HCM.
- Phát triển trục đường cao tốc Phía Nam, nâng tầm các khu vực xung quanh HCM và miền Tây.
- Cụm cảng Cái Mép đã lọt top 11/370 cảng hoạt động hiệu quả nhất thế giới theo CPPI 2021.
- Giá cho thuê trung bình tiếp tục tăng tại Đồng Nai, Bình Dương, HCM và Hưng Yên nhờ nhu cầu tăng thêm.



Nguồn: PLO



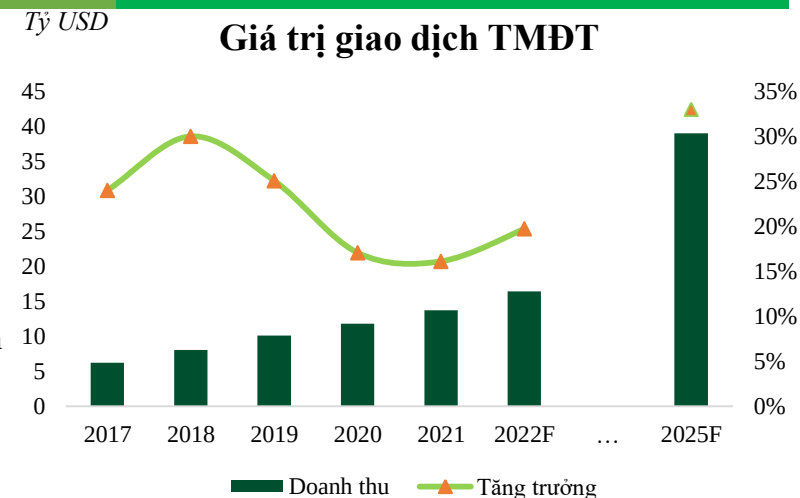
Nguồn: PLO

TMĐT THÚC ĐẨY NHU CẦU THUÊ KHO, XỬ LÝ

- Doanh thu hoạt động TMĐT tăng trưởng cao. Dựa theo SEA, Giá trị giao dịch TMĐT Việt Nam có thể đạt tới gần 40 tỷ USD năm 2025, với CAGR đạt trên 30%.

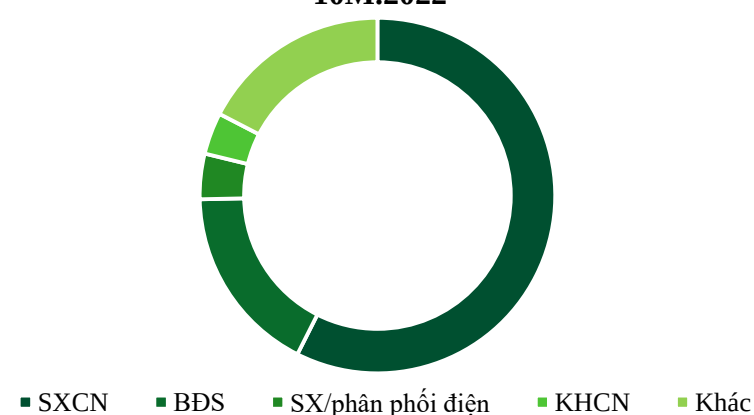
VỐN FDI GIẢI NGÂN CAO NHẤT 10 THÁNG TRONG 5 NĂM

- FDI đăng ký trong 10M.2022 vẫn tăng 8.8% yoy nếu không tính dự án LNG Long An 1, 2 với 3,1 tỷ USD trong năm ngoái.
- Vốn FDI giải ngân cao nhất trong 5 năm trở lại đây đạt 17,45 tỷ USD (+15,18% yoy).

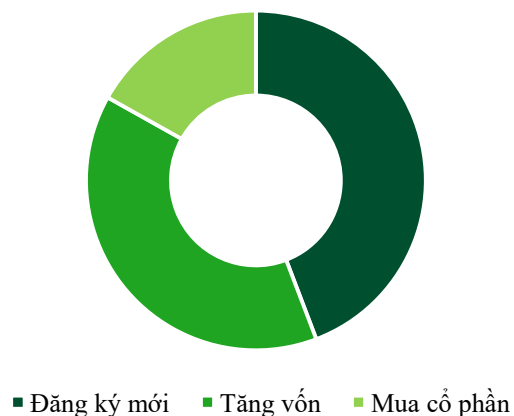


Nguồn: SEA, VCBS

10M.2022



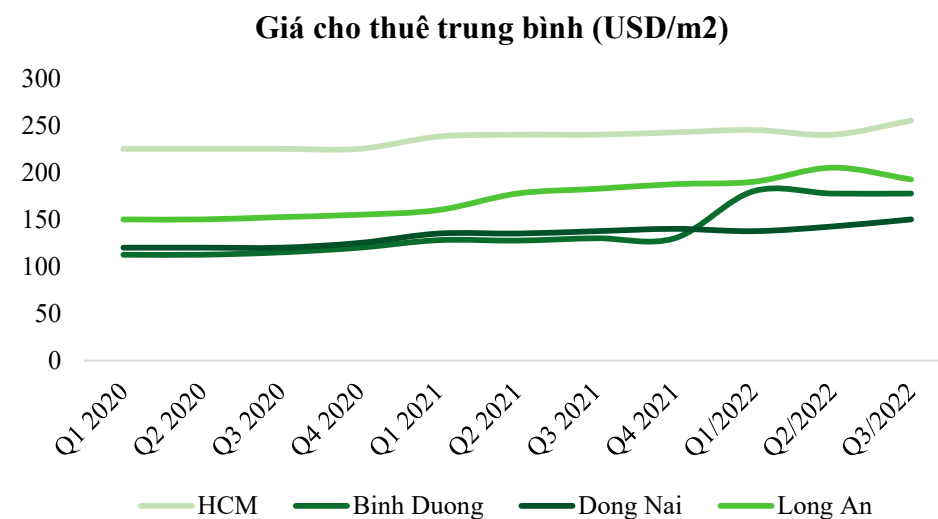
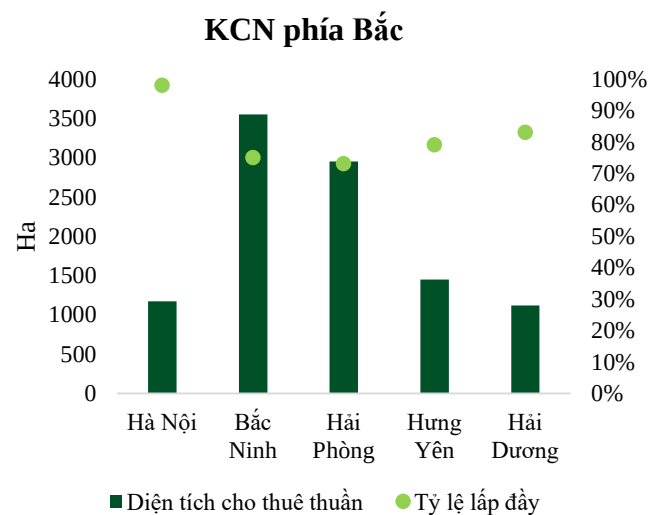
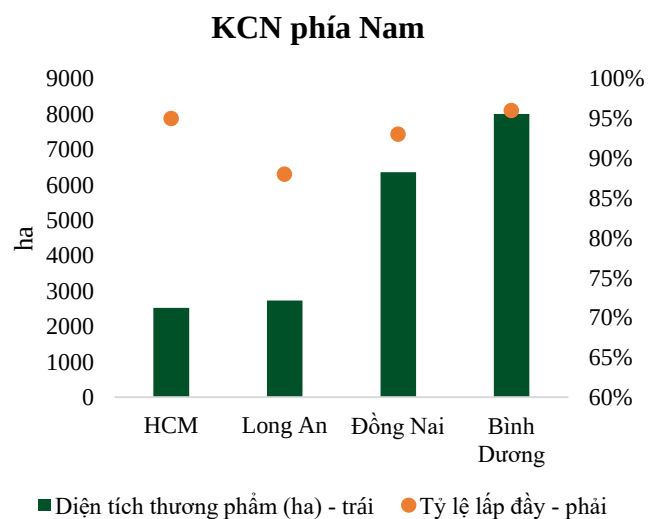
FDI theo loại hình



Nguồn: SGO, IPCS, VCBS

GIÁ, NGUỒN CUNG KCN CHO THUÊ

- ▼ Bình Dương, Hải Phòng và Bắc Ninh là các tỉnh có nguồn cung mới nhiều nhất.
- ▼ Giá cho thuê trung bình tiếp tục tăng tại Đồng Nai, Bình Dương, HCM và Hưng Yên nhờ nhu cầu tăng thêm.



Source: CBRE, VCBS

CÁC DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU TRONG NGÀNH

STT	Mã CK	Vốn hóa	P/E	P/B	D/A	ROE	PP hạch toán DT	Khuyến nghị
1	BCM	77.418	41,59	4,42	31%	10,44%	1 lần	N/A
2	VGC	12.733	6,44	1,71	16%	22,29%	Hỗn hợp	MUA
3	KBC	12.282	5,45	0,76	21%	13,10%	1 lần	MUA
4	IDC	9.504	4,52	1,85	23%	36,16%	Hỗn hợp	MUA
5	SIP	5.382	6,46	1,60	3%	23,80%	Nhiều kỳ	MUA
6	PHR	4.770	6,79	1,39	6%	20,87%	Nhiều kỳ	MUA
7	SZC	2.340	10,27	1,56	38%	15,59%	1 lần	MUA
8	NTC	2.253	7,71	2,78	2%	40,14%	Nhiều kỳ	MUA
9	DPR	1.883	3,79	0,78	0%	17,34%	Nhiều kỳ	N/A
10	SZL	840	8,06	1,43	13%	17,84%	Nhiều kỳ	Trung lập
11	LHG	780	3,98	0,52	5%	13,28%	1 lần	MUA

Nguồn: SGO, IPCS, VCBS



Cho năm 2023, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với 02 cổ phiếu LHG và IDC.

CTCP LONG HẬU - LHG

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tăng/giảm	Khuyến nghị
KCN	21.350	41.000	92%	MUA

Biến động giá



Thông tin cổ phiếu

Biên độ dao động 1 năm 16.3 – 57.7

Giá trị GD trung bình 52T 584.567

Vốn hóa (Tỷ đồng) 815.2

P/E 3.32x

P/B 0.55

% Sở hữu nước ngoài 12.86%

Dự phóng 2023 (tỷ đồng)

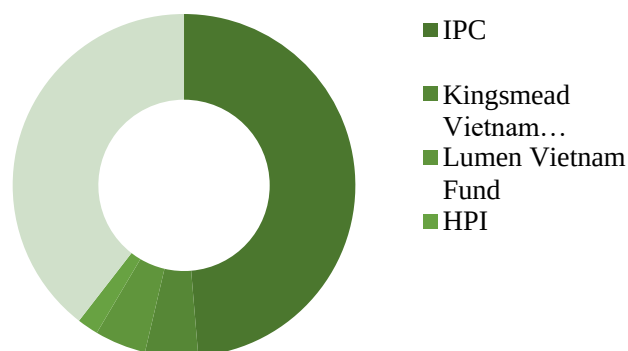
DTT 744
(+13.4%)

LNST 218
(+25%)

TỔNG QUAN

- LHG đang kinh doanh 3 KCN với tổng diện tích gần 370ha tại Long An – Ngay cạnh TPHCM và cảng Hiệp Phước. Tổng diện tích có thể cho thuê còn lại hơn 50ha.
- LHG đang xin cấp phép thêm 290ha KCN: Long Hậu 3.2 (90ha tại Long An) và An Định (200ha tại Vĩnh Long).
- Sở hữu hơn 100.000 m2 nhà xưởng xây sẵn tại Long An, KCNC Đà Nẵng và đang tiếp tục mở rộng.
- KQKD 9T.2022:** Doanh thu và LNST lần lượt đạt 526 tỷ đồng (-26,8% yoy) và 171,9 tỷ đồng (-36,4% yoy) do diện tích cho thuê thấp hơn cùng kỳ. Năm nay ước tính LHG cho thuê được khoảng 6ha tại KCN LH3.1.

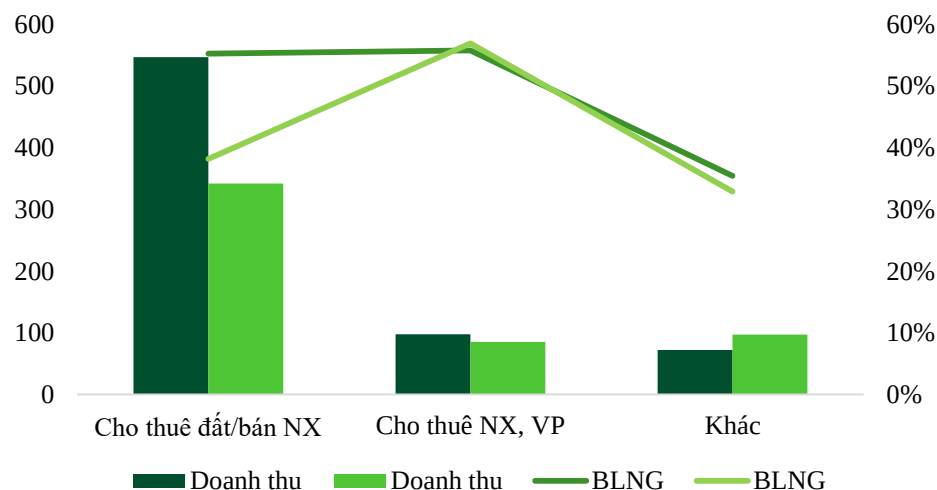
Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Fiinpro, VCBS

Tỷ đồng

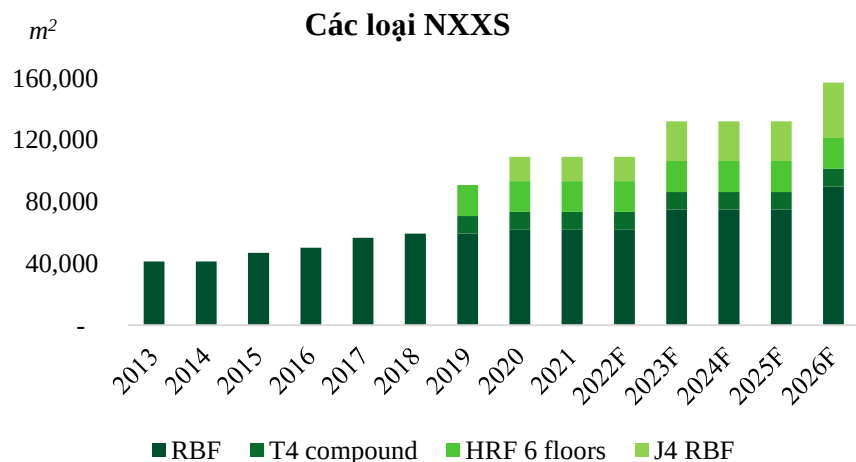
KQKD 9T.2022



Nguồn: LHG, VCBS

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

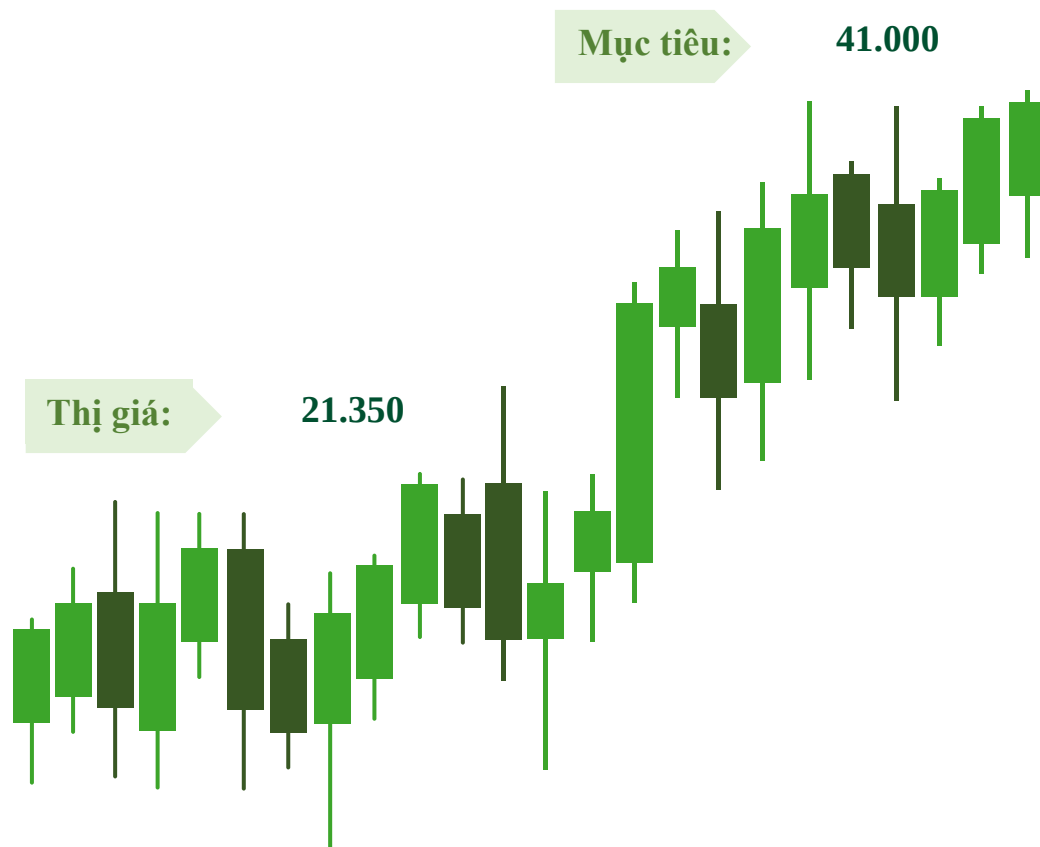
- ❖ **Công ty sở hữu nhiều tiền với Tiền ròng – nợ > Vốn hóa.** Tiền/tương đương tiền ròng sau khi trừ nợ vay và các khoản phải trả tiềm tàng đạt 840 tỷ đồng, trong khi vốn hóa thị trường đóng cửa phiên 14/11/2022 chỉ đạt 760 tỷ đồng.
- ❖ **Long Hậu 3.1 còn hơn 50ha đất trống với 20ha có thể cho thuê ngay.** Giá cho thuê đạt mức cao với 250 USD/m².
- ❖ **100.000 m² NXXS đem về dòng tiền ổn định và đang tiếp tục mở rộng.** LHG sở hữu 11,69 ha tại Đà Nẵng và 11ha tại Long Hậu 3.1 sẵn sàng có thể xây nhà xưởng. Dòng tiền hiện tại đem về hàng năm đạt hơn 100 tỷ đồng.
- ❖ **Long Hậu 3.2 (90ha) và An Định (200ha) sẽ đảm bảo cho hoạt động kinh doanh trong dài hạn của LHG.**



Các KCN của Long Hậu						
KCN	Diện tích (ha)	NSA (ha)	Diện tích còn lại	Giá cho thuê	Tổng mức đầu tư	Năm hoạt động
KCN Long Hậu 1	137	91	0			2006
KCN Long Hậu 2	109	83	0			2009
KCN Long Hậu 3.1	123	91	58	220 - 240	2107	2016
KCN Long Hậu 3.2	90	62	62	220 - 240	2591	2024F
KCN An Định	200	149	149	100 - 120	2414	2024F

Nguồn: LHG, VCBS

Giả định và dự phóng



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	782	589	744
+/-yoy (%)	16%	-25%	26%
LNST	296	211	297
+/- %	49%	-29%	41%
EPS (VND)	5.924	4.218	5.937

Nguồn: VCBS

GIẢ ĐỊNH

- Diện tích cho thuê hàng năm 5 – 8ha.
- Giá cho thuê xưởng trung bình: 6-6,8 USD/m²/tháng (Long An), 5 USD/m²/tháng (Đà Nẵng)

RỦI RO

- Khoản phải trả liên quan IPC
- Dòng vốn FDI chậm lại
- Thủ tục pháp lý/giải tòa chậm

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tăng/giảm	Khuyến nghị
KCN	31.700	59.400	87%	MUA

Biến động giá



Thông tin cổ phiếu

Biên độ dao động 1 năm 29,1 – 82,3

Giá trị GD trung bình 52T 3.310.736

Vốn hóa (Tỷ đồng) 9.603

P/E 6,32x

P/B 1,68

% Sở hữu nước ngoài 4,46%

Dự phóng 2023 (tỷ đồng)

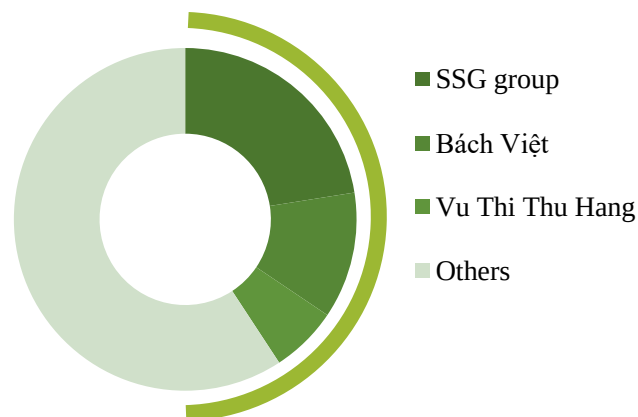
DTT 7.664
(-4,0%)

LNST 1.970
(-22%)

TỔNG QUAN

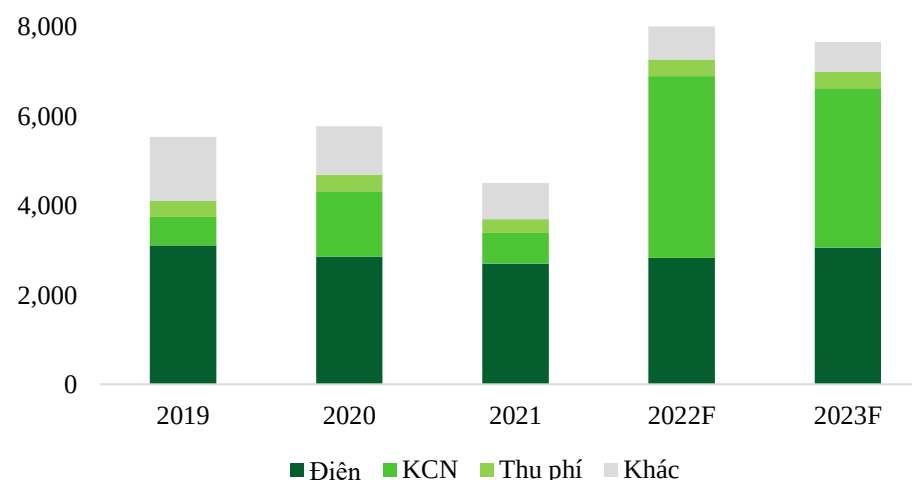
- IDC là công ty có gốc nhà nước, được cổ phần hóa từ năm 2011.
- IDC hoạt động trên các mảng như KCN, BĐS dân cư, Sản xuất và phân phối điện, xây lắp CSHT...
- IDC là một trong các nhà phát triển KCN lớn nhất Việt Nam bên cạnh Becamex, VSIP, KBC, Viglacera với 3.200 ha đang cho thuê/sẵn sàng cho thuê và dự kiến hơn 1.000ha đang xin cấp phép.
- KQKD 9T.2022:** Doanh thu và LNST tăng trưởng mạnh đạt lần lượt 7.034 tỷ đồng (+119% yoy) và 2.104 tỷ đồng (+364% yoy) nhờ vào việc cho thuê/ký MOU KCN lên tới khoảng 160ha và đổi phương pháp hạch toán của KCN Nhơn Trạch 5, KCN Mỹ Xuân B1. Ngoài ra, các hoạt động như thu phí, sản xuất điện cũng hồi phục đáng kể so với cùng kỳ 2021.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Fiinpro, VCBS

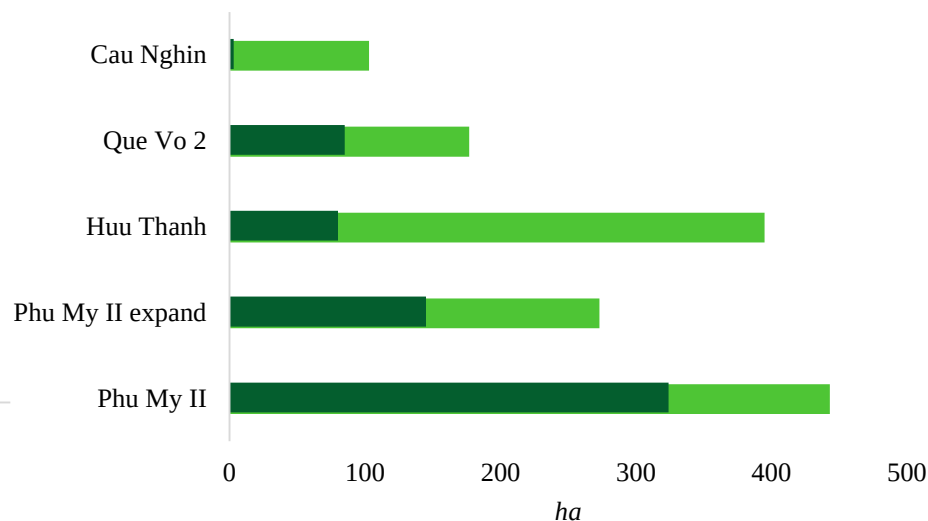
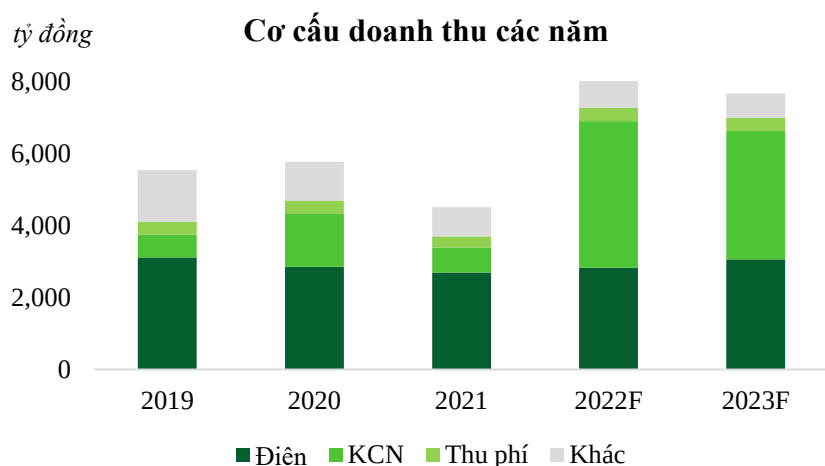
Cơ cấu doanh thu các năm



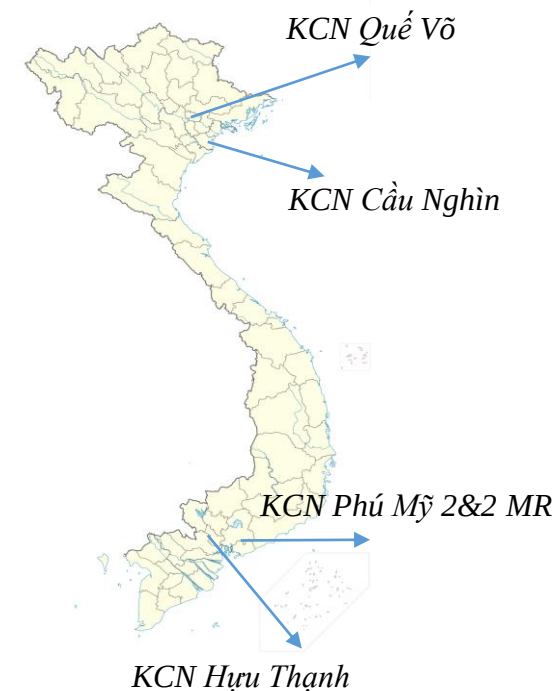
Nguồn: IDC, VCBS

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Diện tích sẵn sàng cho thuê lớn lên tới hơn 750 ha chủ yếu tại Long An, BR-VT và Bắc Ninh. KCN Hựu Thạnh IP và Phú Mỹ 2& 2 MR còn nhiều quỹ đất nhất và đang thu hút khá nhiều dòng vốn với giá cho thuê rất tốt lên tới 125 – 135 USD/m².
- Sở hữu giấy phép phân phối điện trong KCN Nhơn Trạch I, V và KCN Hựu Thạnh đồng thời sở hữu công suất 114 MW thủy điện đem lại dòng tiền ổn định hàng năm và có động lực tăng trưởng dựa trên diện tích cho thuê mới khá nhanh của KCN Hựu Thạnh.
- Có thể phát triển điện áp mái bán trong nội khu mà không cần tới chính sách giá bán của EVN. IDC đang có kế hoạch lắp 150 MWp tới 2025.
- Kế hoạch xây dựng hơn 100ha nhà xưởng. Bắt đầu với 10ha tại KCN Nhơn Trạch I và 28ha tại KCN Hựu Thạnh
- Dòng tiền đều từ việc thu phí của công ty con HTI.



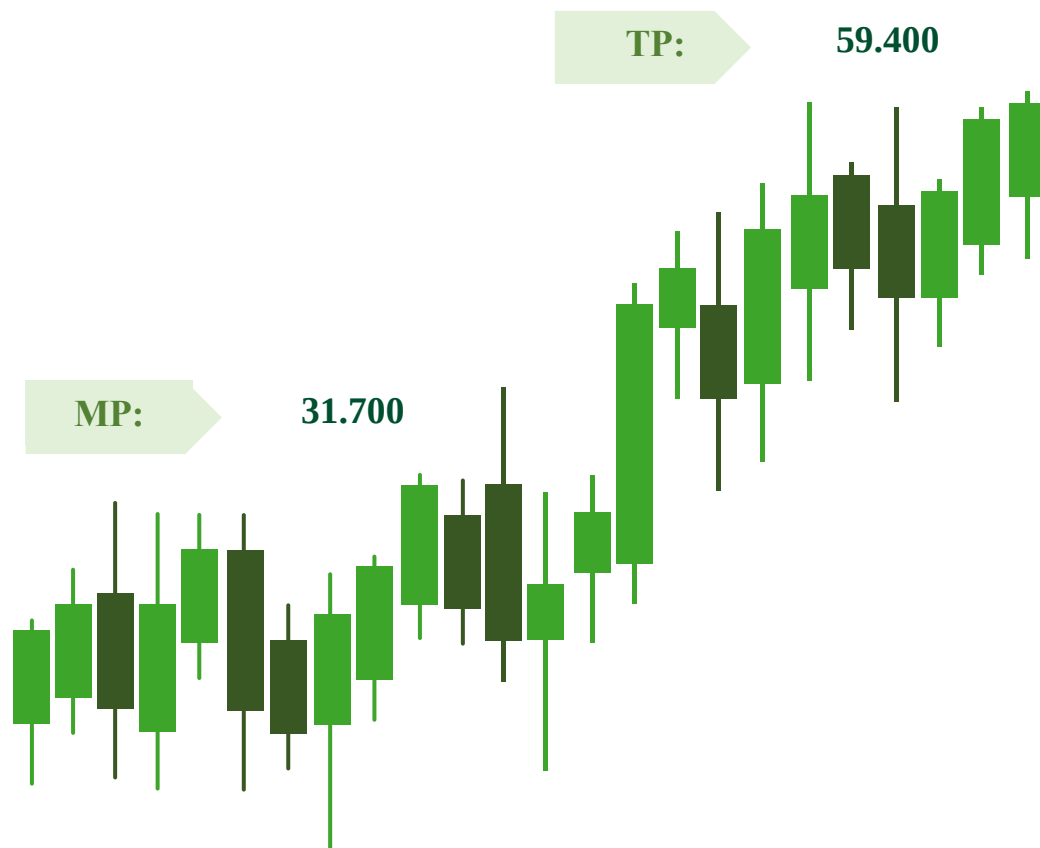
Nguồn: IDC, VCBS



TCT IDICO - IDC

Quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn. Giá mục tiêu **59.400 VND/share (87%)**

GIẢ ĐỊNH, DỰ PHÓNG



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
DTT	4.301	8.002	7.664
+/-yoy (%)	-5%	86%	-4%
LNST sau CĐTS	454	2.513	1.970
+/- %	34%	353%	-21%
EPS (VND)	1.434	7.219	5.678

ASSUMPTION

- Cho thuê bình quân 150 – 180ha với mức giá 125 – 130 USD/m²
- Giá cho thuê tăng trưởng 1% - 2%/năm.
- Bắt đầu cho thuê NXXS từ 2024
- Thủy điện Dak Mi 3 hoạt động trở lại năm 2023.

RISK

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

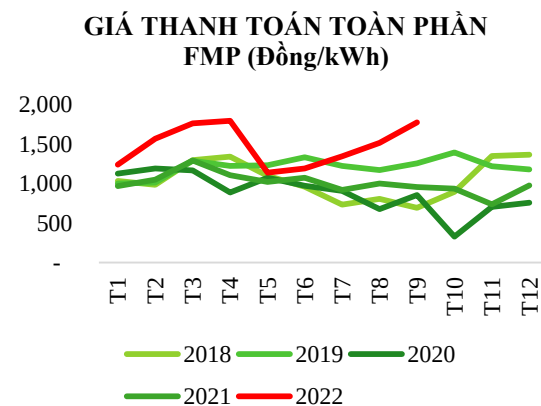
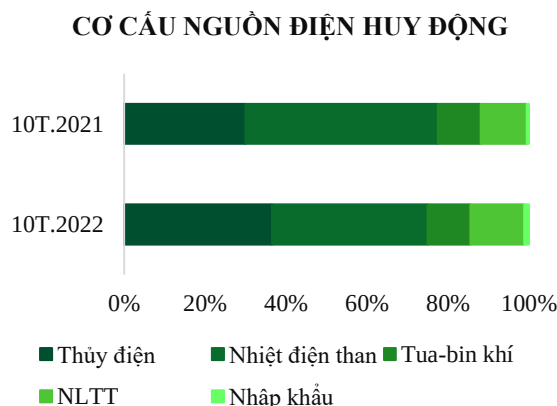
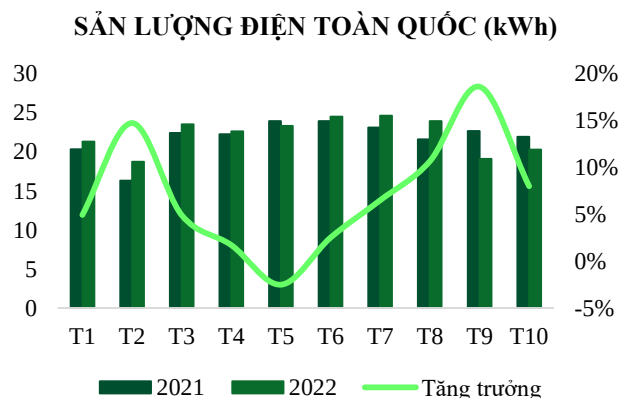


NGÀNH ĐIỆN



DIỄN BIẾN NGÀNH ĐIỆN 2022

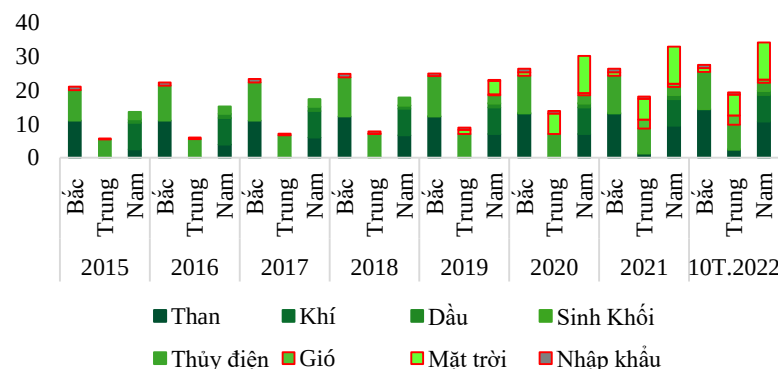
- **Sản lượng điện thương phẩm phục hồi.** Sản lượng điện 10T.2022 đạt 225,98 tỷ kWh (+6,1% yoy), sản lượng điện tăng trưởng nhờ các hoạt động sản xuất, kinh doanh trở lại trạng thái bình thường sau giai đoạn dịch bệnh.
- **Sản lượng thủy điện tăng mạnh do La Nila hoạt động mạnh gây mưa bất thường đầu năm và lượng nước về hồ lớn,** đạt 82,24 tỷ kWh (chiếm 36,5%, +29,5% yoy). Sản lượng điện than giảm do tình trạng thiếu than đầu năm và thủy văn thuận lợi, đạt 86,56 tỷ kWh (chiếm 38,4%, -14,1% yoy). Sản lượng điện khí tăng nhẹ so với cùng kỳ, đạt 23,87 tỷ kWh (chiếm 10,6%, +6,4% yoy), NLTT đạt 29,87 tỷ kWh (chiếm 13,3%, +23,9% yoy), đóng góp chủ yếu từ các dự án điện gió vận hành từ cuối năm 2021.
- **Tổng công suất nguồn điện vào cuối T10.2022 đạt 79.351 MW, tăng nhẹ so với đầu năm.** Nhiệt điện than chiếm tỷ trọng lớn nhất (chiếm 32,5%), thủy điện chiếm 28,2%, tua bin khí chiếm 11,3%, công suất nguồn điện NLTT không có nhiều thay đổi sau giai đoạn tăng trưởng nóng (chiếm 27,2%).
- **Giá NVL đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện tăng cao.** Tình trạng thiếu than từ đầu năm và giá khí đầu vào tăng cao góp phần làm tăng giá bán điện trên thị trường cạnh tranh, giá CGM trung bình 9T.2022 đạt 1.479 đồng/kWh (+42,1% yoy).



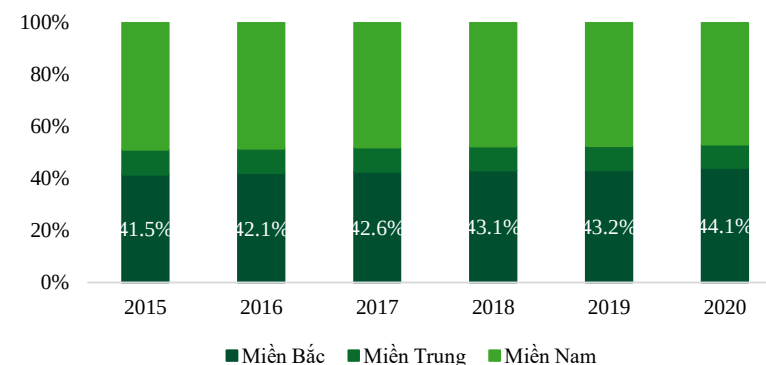
Nguồn: Genco 3, VCBS tổng hợp

- **Cơ cấu phân bổ nguồn điện trong 10T.2022 không có nhiều thay đổi so với thời điểm đầu năm.** Chỉ có 1 số dự án nhiệt điện than mới được đưa vào vận hành trong năm như: Sông Hậu 1 (1.200 MW), Nghi Sơn 2 (1.200 MW) và Thái Bình 2 (1.200 MW). Các dự án thủy điện lớn như: Trị An MR, Ialy hiện vẫn đang gặp khó khăn trong công tác chuẩn bị đầu tư, dự án Hòa Bình MR vẫn chưa được thi công trở lại. Chủ đầu tư các dự án NLTT vẫn đang chờ cơ chế giá mới.
- **Các dự án nhiệt điện than chủ yếu trung ở khu vực phía Bắc** (chiếm khoảng 52% công suất) do có vị trí thuận lợi, gần khu vực có trữ lượng than cao nhất cả nước. **Nhiệt điện khí hiện nay gần như tập trung chủ yếu ở phía Nam** (hơn 98% công suất), nơi hiện có các bể khí của PVN đang khai thác. Thủy điện được phát triển ở cả 3 miền nhưng các nhà máy có công suất lớn tập trung chủ yếu ở khu vực miền Bắc với 53% công suất và miền Trung khoảng 36%. **NLTT được phát triển chủ yếu ở khu vực miền Trung và miền Nam** do đây là các khu vực có điều kiện thời tiết thuận lợi hơn so với khu vực phía Bắc.
- **Miền Bắc và miền Nam đang là 2 khu vực tiêu thụ điện cao nhất cả nước**, chiếm hơn 90% tổng lượng điện tiêu thụ toàn quốc. **Nhu cầu tiêu thụ điện ở miền Bắc đang có xu hướng tăng mạnh** trong các năm gần đây với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) ở mức 11,2% trong giai đoạn 2011-2020, cao hơn so với mức 8,7% ở miền Trung và miền Nam.

CÔNG SUẤT ĐẶT THEO TỪNG MIỀN (GW)



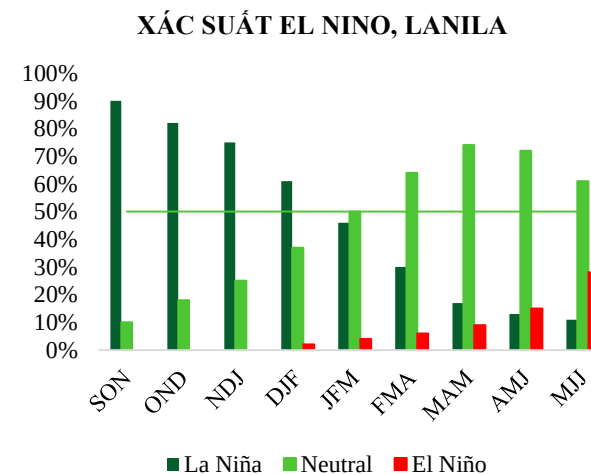
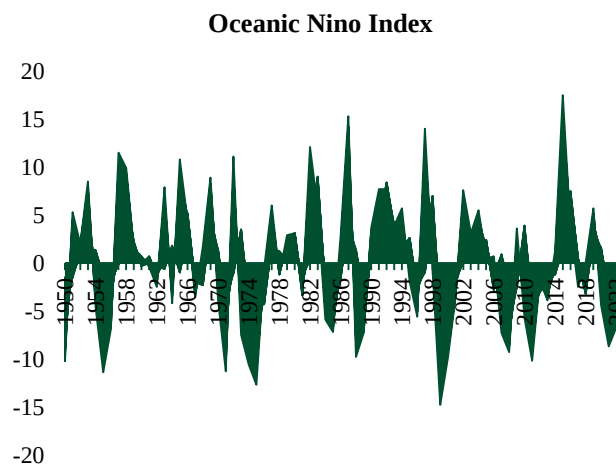
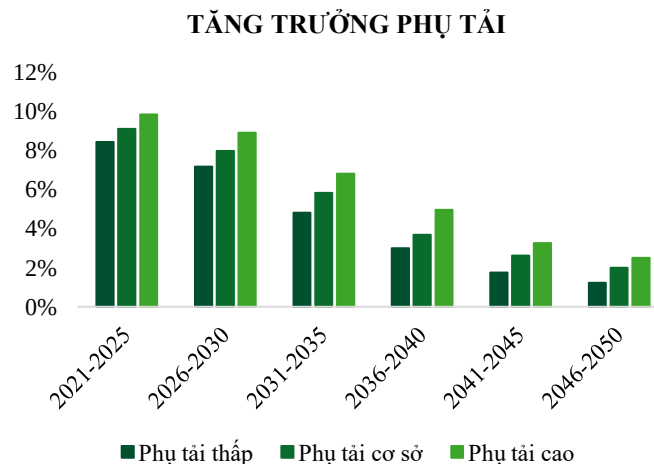
TỶ TRỌNG TIÊU THỤ ĐIỆN THƯƠNG PHẨM



Nguồn: QHĐ VIII, VCBS tổng hợp

NHÓM DOANH NGHIỆP NHIỆT ĐIỆN HƯỞNG LỢI NHỜ EL NINO

- **Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng ổn định trong dài hạn.** Nhu cầu phụ tải được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP nhờ vào làn sóng dịch chuyển sản xuất và nguồn vốn đầu tư FDI lớn Việt Nam. Trong kịch bản cơ sở, nhu cầu phụ tải được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng kép ở mức 9,08%/năm trong giai đoạn 2021-2025 và 7,95%/năm trong giai đoạn 2026-2030, công suất cực đại cũng được dự báo tăng trưởng ở mức tương đương. Công suất cực đại dự báo tăng trưởng lần lượt 8,91%/năm và 7,82%/năm trong giai đoạn 2021-2025 và 2026-2030.
- **El Nino trở lại.** Lanila hiện nay kéo dài khoảng 3 năm từ năm 2020 nên nhiều khả năng sẽ bắt đầu suy yếu vào nửa đầu năm 2023. Theo dự báo IRI, xác suất để ENSO duy trì trạng thái trung tính vào T3.2023 ở mức 70% nên tình hình thủy văn sẽ bắt đầu kém khả quan hơn cho các doanh nghiệp thủy điện. Các doanh nghiệp nhiệt điện với các nhà máy có tuổi đời còn mới, vận hành ổn định được kỳ vọng sẽ được huy động sản lượng cao hơn.

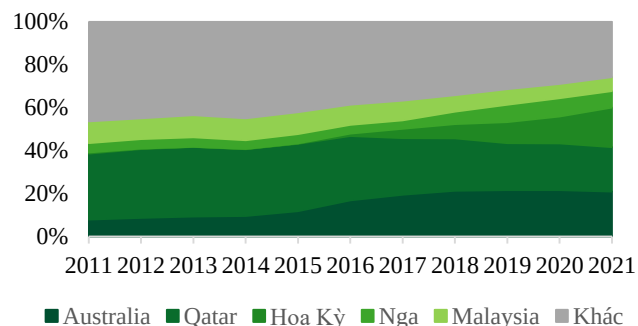


Nguồn: QHĐ VIII, VCBS tổng hợp

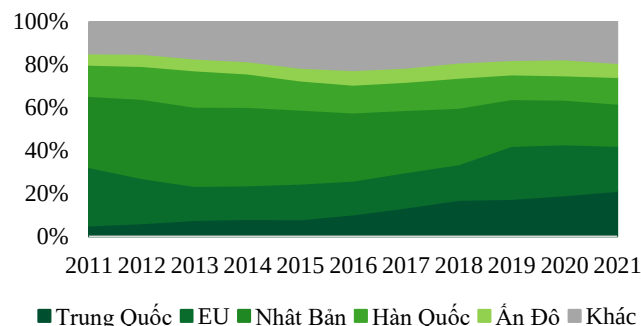
NHIỀU THÁCH THỨC CHO SỰ PHÁT TRIỂN NHIỆT ĐIỆN KHÍ LNG

- **Nhiệt điện khí được ưu tiên phát triển mạnh sau nguồn NLTT.** Việt Nam dự kiến sẽ phát triển hơn 28.400 MW nguồn điện sử dụng khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) nhập khẩu và có hơn 14.900 MW nguồn điện khác được chuyển đổi sang sử dụng LNG nhằm bù đắp cho nguồn khí đốt khai thác trong nước và hạn chế phát thải từ nhiệt điện than.
- **Giá khí đốt chưa thể hạ nhiệt ngay.** Nga hiện đang là quốc gia xuất khẩu LNG lớn thứ 4 trên thế giới và xung đột giữa Nga và Ukraine xảy ra từ đầu năm đã đẩy giá LNG tăng vọt lên mức 70USD/mmBTU vào đầu T3.2022 trước khi hạ nhiệt về mức 30USD/mmBTU hiện tại, nhưng mức giá này vẫn rất cao so với mức trung bình 15-18USD/mmBTU trong năm 2021.
- **Giá khí LNG gây khó khăn cho quá trình đàm phán giá bán điện.** Theo tính toán của một số chuyên gia hiện tại để giá bán điện có thể ở mức 7UScents/kWh thì giá LNG nhập khẩu cần ở mức 12 USD/mmBTU. Ngoài ra, hợp đồng mua bán khí giữa các quốc gia thường sẽ được ký kết trong 1 khoảng thời gian dài và hạn chế sự tham gia của bên thứ 3. Do đó, quá trình tìm kiếm nguồn cung từ các đối tác và đàm phán 3 bên giữa nhà cung cấp, chủ đầu tư và EVN sẽ có thể mất nhiều thời gian.

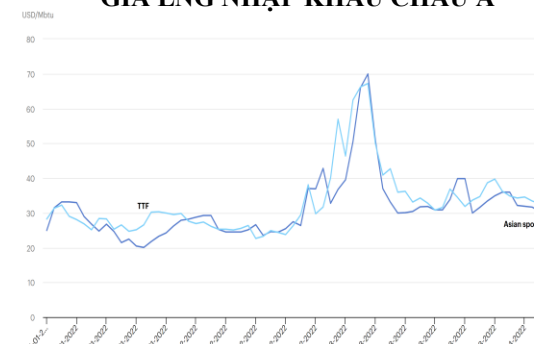
NGUỒN CUNG LNG TOÀN CẦU



TIÊU THỤ LNG TOÀN CẦU



GIÁ LNG NHẬP KHẨU CHÂU Á

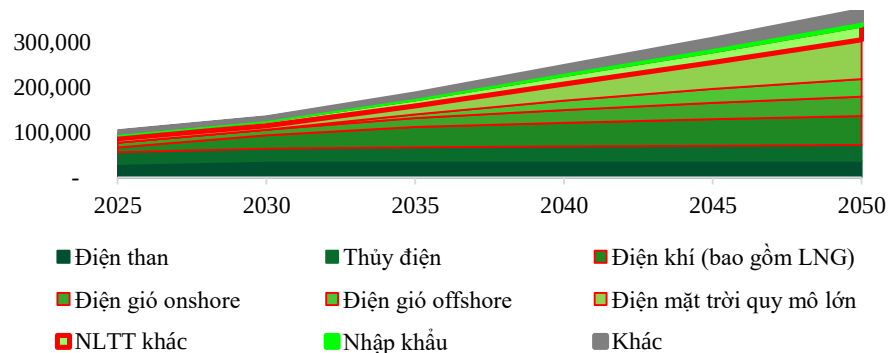


Nguồn: IEA, QHĐ VIII, VCBS tổng hợp

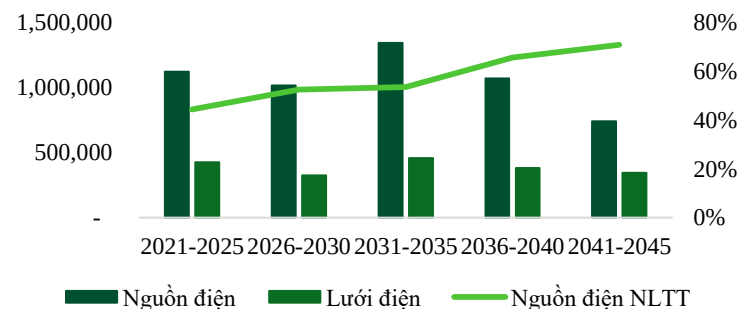
ƯU TIÊN PHÁT TRIỂN NLTT, DN XÂY LẮP HƯỞNG LỢI NHỜ VỐN ĐẦU TƯ LỚN

- **Cơ cấu nguồn điện được phát triển theo hướng xanh hơn theo QHĐ VIII.** Điện gió sẽ là nguồn điện được ưu tiên phát triển mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng công suất hàng năm (CAGR) ở mức 29,1%/năm trong giai đoạn 2020-2035 và 7,5%/năm trong giai đoạn 2035-2050. **Điện mặt trời sau giai đoạn tăng trưởng nóng sẽ không được đẩy mạnh đầu tư cho đến năm 2030**, tuy nhiên kể từ giai đoạn 2030-2050 công suất sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình 12%/năm.
- **Nhiệt điện khí sử dụng nguồn khí LNG nhập khẩu cũng sẽ là nguồn điện được ưu tiên phát triển mạnh cho đến năm 2035** với tổng công suất dự kiến ở mức 28.400 MW (chiếm khoảng 15% tổng công suất nguồn điện). Công suất thủy điện gần như không có sự thay đổi nhiều **do tiềm năng thủy điện gần như đã được khai thác hết**. Tỷ trọng nhiệt điện than sẽ giảm dần từ 29% (2020) xuống chỉ còn 10% trong tổng cơ cấu nguồn điện vào năm 2050. **Nhiệt điện than sẽ không được phát triển mới sau năm 2030.**
- **Nguồn vốn đầu tư lớn để phát triển nguồn và lưới điện.** Nguồn vốn đầu tư dự kiến cho các công trình lưới điện và nguồn điện trong giai đoạn từ năm 2021-2045 lần lượt khoảng 83 tỷ USD và 9,35 tỷ USD. Các doanh nghiệp trong mảng xây lắp, tư vấn như **PC1, TV2** sẽ được hưởng lợi nhờ khối lượng hợp đồng lớn.

CƠ CẤU CÔNG SUẤT NGUỒN ĐIỆN (MW)



VỐN ĐẦU TƯ NGUỒN VÀ LƯỚI ĐIỆN (TỶ ĐỒNG)



Nguồn: QHĐ VIII, VCBS tổng hợp

CÁC DỰ ÁN NGUỒN ĐIỆN MỚI

- **Cắt giảm mạnh công suất nhiệt điện than.** Sẽ có khoảng 14.120 MW nhiệt điện than không được phát triển mới sau khi QHĐ VIII được rà soát lại.
- **Không phát triển thêm dự án điện than sau năm 2030.** Chỉ có 05 nhà máy điện than mới với tổng công suất 4.592 MW đi vào vận hành trong giai đoạn 2021-2025, các dự án dự kiến phát triển trong giai đoạn 2026-2030 hiện vẫn đang gặp khó khăn trong quá trình triển khai đầu tư.
- **Các dự án nhiệt điện khí được phát triển mạnh trong thời gian tới.** Dự kiến sẽ có khoảng 3 nhà máy điện khí sử dụng nguồn khí Lô B: Ô Môn II (1.050 MW), Ô Môn III (1.050) và Ô Môn IV (1.050) đi vào vận hành trong giai đoạn 2021-2025. Quá trình triển khai các dự án trên hiện đang có những tín hiệu khả quan nhất định.

Dự án	2021-2025	2026-2030	2031-2050	Tiến độ	2021-2025	2026-2030	2031-2050	Nguồn khí
Na Dương 1	110			Đang xây dựng	Dung Quất I	750		Cá Voi Xanh
An Khánh – Bắc Giang	650			Đang xây dựng	Dung Quất II	750		Cá Voi Xanh
Thái Bình 2	1.200			Đang xây dựng	Dung Quất III	750		Cá Voi Xanh
Nam Định I		1.200		Chuẩn bị đầu tư	Miền Trung I	750		Cá Voi Xanh
Vũng Áng II		1.200		Đang xây dựng	Miền Trung II	750		Cá Voi Xanh
Quảng Trạch I	1.200			Đang xây dựng	Quảng Trị	340		Cá Voi Xanh
Quảng Trị I		1.200		Chuẩn bị đầu tư	Ô Môn I	660		Lô B
Vân Phong I	1.432			Đang xây dựng	Ô Môn II	1050		Lô B
Vĩnh Tân III		1.800		Chuẩn bị đầu tư	Ô Môn III	1050		Lô B
Long Phú I		1.200		Đang xây dựng	Ô Môn IV	1050		Lô B
Sông Hậu II		2.000		Chuẩn bị đầu tư				
Công Thanh	600			Chuyển sang LNG				

Nguồn: QHĐ VIII, VCBS tổng hợp

CÁC DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU TRONG NGÀNH

STT	Mã CK	Vốn hóa	ROE	ROIC	ROA	D/A	P/E	P/B	EV/EBITDA	Đánh giá
Thủy điện	CHP	3.349	28,0%	21,6%	16,8%	25,0%	6,19	1,69	4,78	Kém khả quan do thủy văn không thuận lợi
	TBC	1.892	20,9%	25,5%	16,7%	15,8%	6,99	1,70	4,51	Kém khả quan do thủy văn không thuận lợi
	VSH	7.606	24,6%	18,5%	10,8%	52,0%	7,10	1,64	5,29	Kém khả quan do thủy văn không thuận lợi
	QTP	6.115	13,5%	13,1%	9,3%	30,7%	7,41	1,00	3,96	MUA – El Nino quay trở lại giúp sản lượng huy động tăng cao, doanh nghiệp sắp trả hết nợ vay và hết khấu hao TSCĐ; tỷ lệ chi trả cổ tức kỳ vọng ở mức 20% trong năm 2023 và duy trì trong các năm tiếp theo nhờ dòng tiền từ HĐKD ổn định.
Nhiệt điện	HND	6.555	13,0%	12,8%	9,1%	31,6%	7,82	1,03	3,88	Trung Lập – La Nila suy yếu giúp sản lượng được phân bổ cao hơn. DN bị ảnh hưởng bởi tình trạng thiếu than và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp.
	POW	25.877	3,6%	4,8%	2,1%	42,7%	22,56	0,87	6,28	Trung Lập – Sự cố tại nhà máy Vũng Áng chưa được khắc phục, dự án Nhơn Trạch 3-4 chậm tiến độ 10 tháng so với KH. Dự án NMTĐ LNG Quảng Ninh được cấp giấy chứng nhận đầu tư vào T7.2022.
	PGV	20.671	12,7%	8,4%	3,2%	75,4%	9,08	1,22	6,36	Trung Lập - Kỳ vọng sản lượng điện được huy động ở mức cao nhưng sẽ bị ảnh hưởng lớn bởi chi phí và lãi vay và tỷ giá.
	NT2	8.391	19,3%	17,7%	11,7%	39,3%	9,93	1,88	5,43	Trung Lập – El Nino quay trở lại giúp sản lượng nhiệt điện khí được huy động tăng cao ở khu vực Đông Nam Bộ, doanh nghiệp đã trả hết nợ vay và sắp hết khấu hao TSCĐ. Mức chi trả cổ tức kỳ vọng ở mức 20% trong năm 2023.
NLTT	GEG	4.990	9,7%	6,7%	3,0%	69,7%	12,6	1,16	9,00	Trung Lập – Đón chờ chính sách giá mới cho các dự án điện gió chuyên tiếp.
Xây lắp	PC1	5.841	6,26%	6,67%	2,05%	69,0%	14,44	1,19	8,71	MUA – Mảng xây lắp hưởng lợi trong dài hạn khi QHĐ VIII được thông qua. Dự án khai thác Niken dự kiến sẽ sản xuất thành phẩm vào Q2.2023. KCN Yên Phong II-A bắt đầu cho thuê vào năm 2023 với mức giá cho thuê ước tính đạt 150USD/m2/chu kỳ.
	TV2	1.542	8,23%	8,57%	3,13%	56,0%	13,77	1,15	8,62	Trung Lập – Kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới cải thiện khi có chính sách giá mới cho các dự án NLTT và QHĐ VIII được thông qua.



Cho năm 2023, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với 02 cổ phiếu QTP và PC1.

CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH- QTP

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tăng/giảm	Khuyến nghị
Điện	13.000	20.450	57%	MUA

Biến động giá



Thông tin cổ phiếu

Biên độ giao động 1 năm	16,0 – 12,8
Giá trị GD trung bình 52T	723,461
Vốn hóa (Tỷ đồng)	6.120
P/E	7,41x
P/B	1,00x
% Sở hữu nước ngoài	0,97%

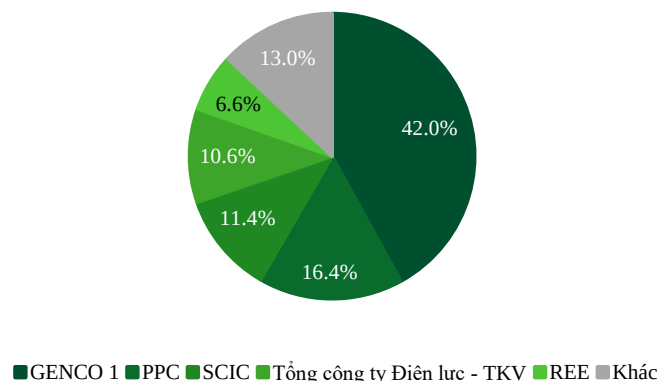
Dự phóng 2023 (tỷ đồng)

DTT	9.784 (-4,5%)
LNST	958 (16,2%)

TỔNG QUAN

- QTP hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh và phân phối điện.
- Tổng công ty phát điện 1 (GENCO 1) nắm giữ hơn 42% cổ phần, CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) nắm giữ 16,35%.
- KQKD 9T.2022** tăng trưởng ấn tượng nhờ sản lượng cải thiện và giá bán trên thị trường điện tăng mạnh so với cùng kỳ. Sản lượng huy động 9T đạt 5,125 triệu kWh (+6,8% yoy) và giá CGM bình quân 9T đạt 1.479 đồng/kWh (+42% yoy). BLNG cải thiện lên mức 12,2% so với 9,0% cùng kỳ. Chi phí lãi vay giảm mạnh còn 100 tỷ đồng (-33,8% yoy) do dư nợ vay giảm đáng kể trong những năm gần đây, tuy nhiên QTP đã ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 60 tỷ đồng từ việc đánh giá lại các khoản vay có gốc USD.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



KẾT QUẢ KINH DOANH (TỶ ĐỒNG)

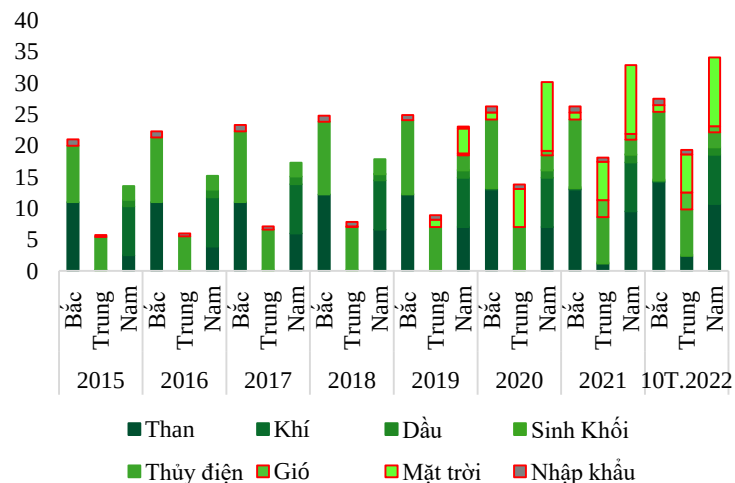


Nguồn: QTP, VCBS

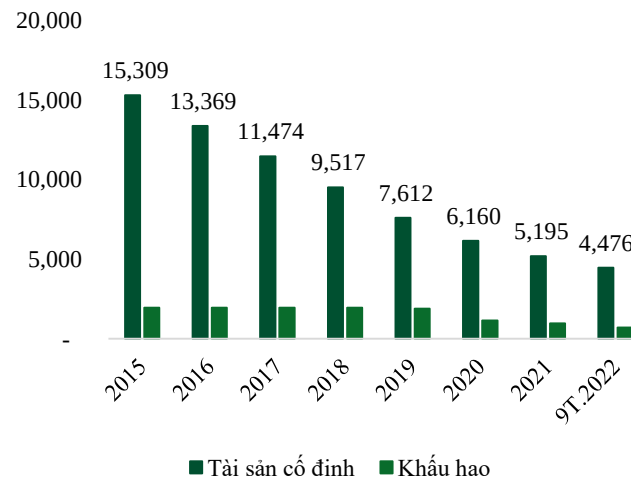
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ **Miền Bắc có nguy cơ thiếu điện từ năm 2023.** Miền Bắc có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện cao nhất cả nước nhưng có rất ít các nguồn điện mới đi vào hoạt động.
- ❖ **ENSO chuyển sang trạng thái trung tính.** Sản lượng nhiệt điện kỳ vọng được EVN tăng cường huy động do La Nila nhiều khả năng sẽ suy yếu vào đầu năm 2023 và chuyển dần sang trạng thái trung tính.
- ❖ **Sắp trả hết nợ vay và hết khấu hao TSCĐ.** QTP sẽ thanh toán hết nợ vay vào năm 2024 và TSCĐ sẽ hết khấu hao vào năm 2026. KQKD được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh mẽ trong thời gian tới.
- ❖ **Tỷ suất cổ tức hấp dẫn.** Chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ tăng tỷ lệ chi trả cổ tức lên mức 20% vào năm 2023 và duy trì ổn định trong tương lai với dòng tiền HĐKD ở mức cao và ổn định.

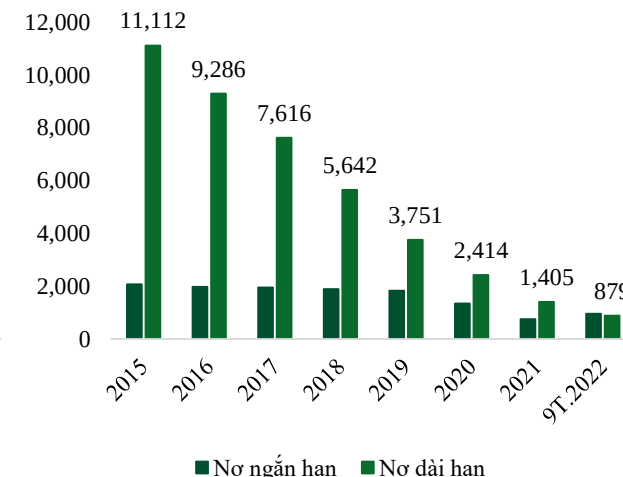
CÔNG SUẤT ĐẠT THEO TỪNG MIỀN (GW)



TÀI SẢN CỐ ĐỊNH (TỶ ĐỒNG)



NỢ VAY (TỶ ĐỒNG)

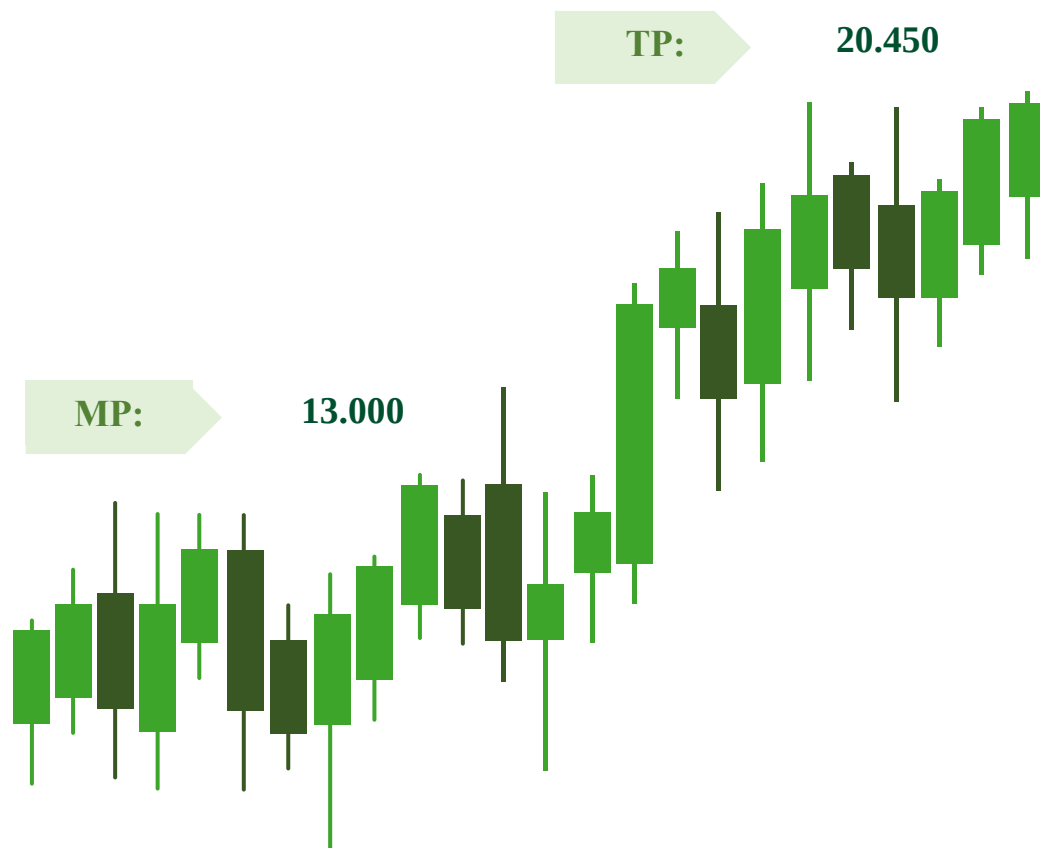


Nguồn: QTP, VCBS

CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH - QTP

Tỷ suất cổ tức hấp dẫn. Giá mục tiêu **20.450 VND/CP (+57%)**

GIẢ ĐỊNH, DỰ PHÓNG



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	8.571	10.249	9.784
+/-yoy (%)	-6,7%	19,6%	-4,5%
LNST	578	824	958
+/- %	-55,7%	42,5%	16,2%
EPS (đồng/cổ phiếu)	1.284	1.767	2.068

Một số giả định trong dự báo

- Giá CGM được duy trì ở mức cao
- Sản lượng điện dự phóng tăng trưởng nhẹ

Một số rủi ro

- Rủi ro nguyên vật liệu
- Rủi ro thời tiết
- Rủi ro biến động tỷ giá

CTCP TẬP ĐOÀN PC1 – PC1

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Xây lắp, Điện	20.200	29.000	43%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	21,1 – 22,5
GTGD bình quân 52T	1,991,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,922
P/E	14,44x
P/B	1,19x
% NN sở hữu	4,59%

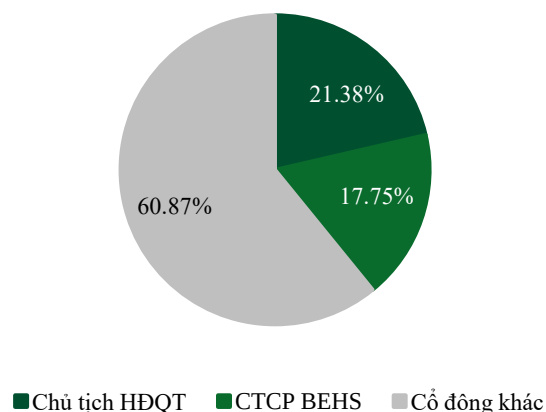
Dự phóng 2023 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	12.503 (+45,2%)
Lợi nhuận sau thuế	865 (+101,4%)

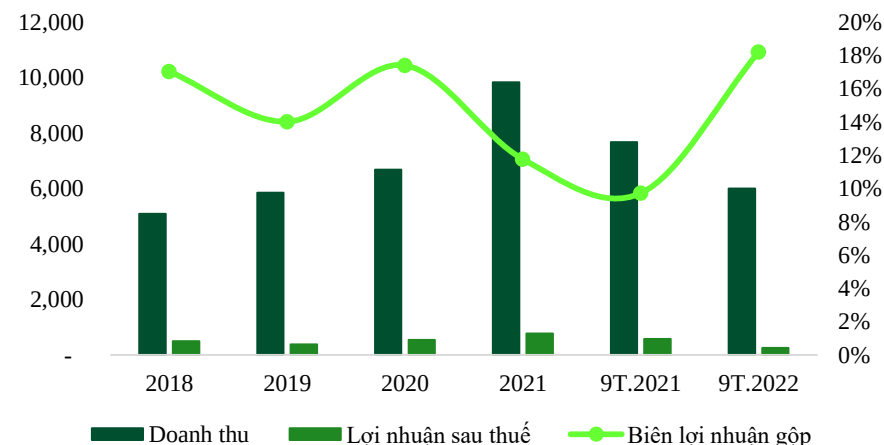
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- PC1 hoạt động chính trong lĩnh vực xây lắp, sản xuất điện năng, phát triển bất động sản và đang mở rộng sang lĩnh vực KCN.
- Chủ tịch HĐQT Trịnh Văn Tuấn đang là cổ đông lớn nhất sở hữu hơn 21,38% số cổ phần, CTCP BEHS đang nắm giữ 17,75%, còn lại 60,87% thuộc về các cổ đông khác.
- KQKD 9T.2022** sụt giảm mạnh so với cùng kỳ do: (1) Doanh thu mảng xây lắp sụt giảm mạnh do khối lượng backlog chuyển tiếp từ cuối năm 2021 ở mức thấp; (2) Tiến độ triển khai các dự án bất động sản chậm hơn dự kiến; (3) Chi phí lãi vay tăng cao và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá lớn. KQKD được bù đắp bởi sự tăng trưởng ấn tượng của mảng năng lượng.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



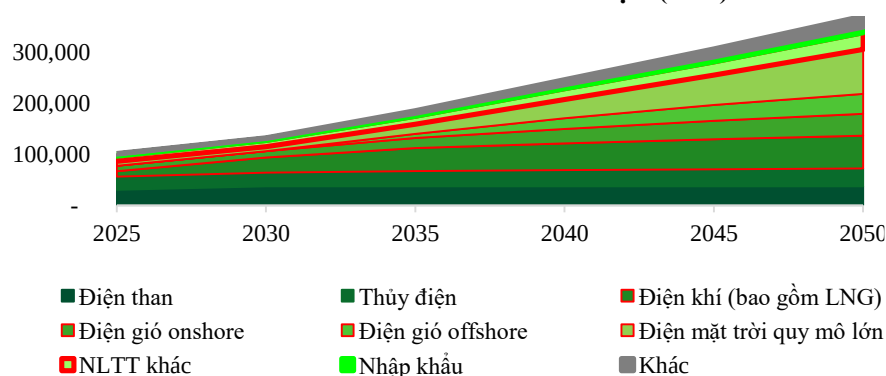
KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2022



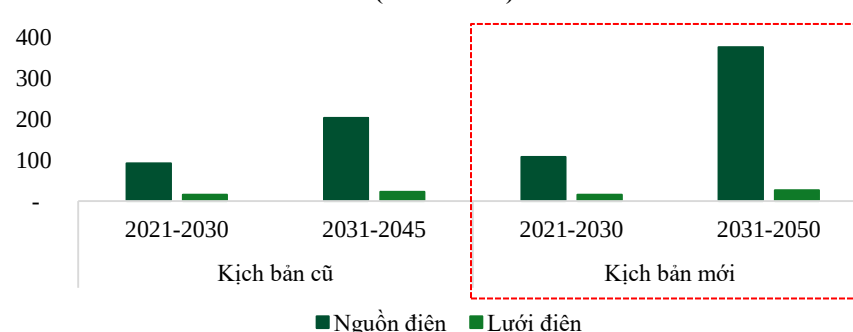
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- PC1 trực tiếp hưởng lợi từ QHĐ VIII.** Điện gió là nguồn năng lượng được ưu tiên phát triển mạnh nhất theo QHĐ VIII. Đây sẽ là cơ sở để PC1 mở rộng công suất NLTT lên đến 350 MW vào năm 2025. PC1 còn được hưởng lợi nhờ nguồn vốn đầu tư lớn mỗi năm cho nguồn và lưới điện, lần lượt khoảng 9-12 tỷ đồng/năm và 1,5-1,6 tỷ đồng/năm.
- Mảng khai khoáng dự kiến sẽ sản xuất thành phẩm trong năm sau.** Dự án khai thác Niken-Đồng vẫn đang đảm bảo tiến độ đề ra ban đầu với nguồn vốn đầu tư đạt 81% KH năm và dự kiến sẽ sản xuất thành phẩm vào Q2.2023. Với các yếu tố hỗ trợ tích cực cho giá bán Niken trong dài hạn, chúng tôi ước tính dự án sẽ mang lại cho PC1 739 tỷ đồng doanh thu và 215 tỷ đồng LNG trong năm 2023.
- Mảng bất động sản khu công nghiệp sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận vào năm sau.** Dự án KCN Yên Phong II-A có thể bắt đầu cho thuê vào năm sau với giá cho thuê ước tính khoảng 150USD/m2/chu kỳ thuê, chúng tôi ước tính PC1 sẽ ghi nhận khoảng 122 tỷ đồng lợi nhuận liên kết trong năm sau. Ngoài ra, doanh thu dịch vụ từ KCN Nomura Hải Phòng ước tính đạt 600 tỷ đồng/năm với biên lợi nhuận ròng ước tính khoảng 10%.

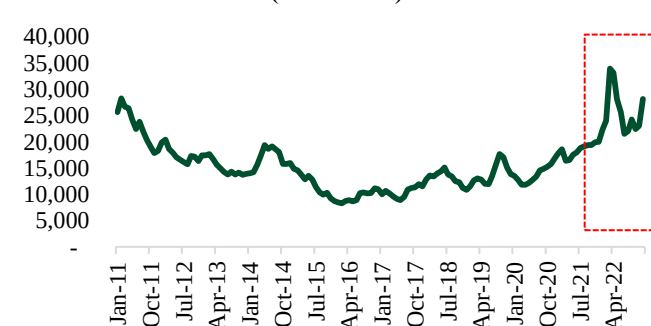
CƠ CẤU CÔNG SUẤT NGUỒN ĐIỆN (MW)



TỔNG VỐN ĐẦU TƯ CHO NGUỒN ĐIỆN VÀ LƯỚI ĐIỆN (TỶ ĐỒNG)



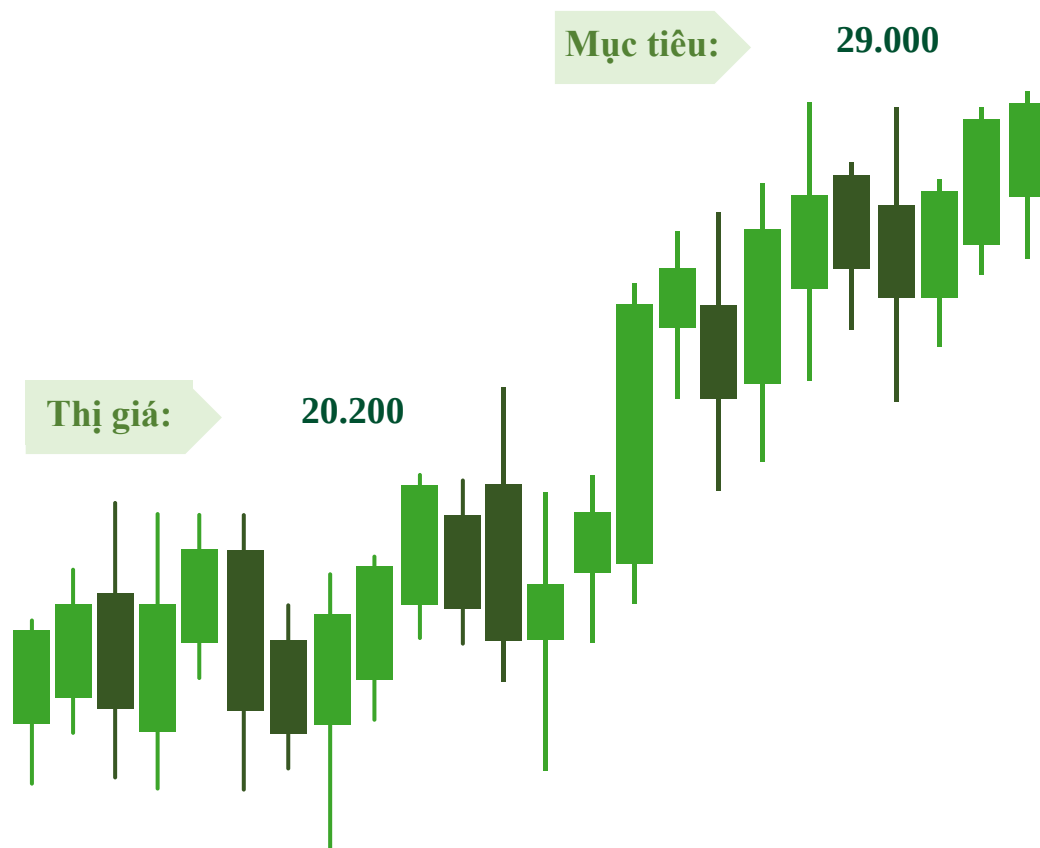
DIỄN BIẾN GIÁ NIKEN (USD/TẤN)



CTCP TẬP ĐOÀN PC1

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng 101,4%, giá mục tiêu **29.000 đồng/cp (+43%)**

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	9.828	8.611	12.503
+/-yoy (%)	47,2%	-12,4%	45,2%
LNST	764	429	865
+/- %	40,5%	-43,8%	101,4%
EPS (đồng/cổ phiếu)	2.858	1.076	2.471

Một số giả định trong dự báo

- Dự án khai thác Niken sẽ sản xuất thành phẩm vào Q2.2023 với giá bán Niken giả định ở mức 22.000 USD/tấn.
- KCN Yên Phong II-A sẽ bắt đầu cho thuê trong năm sau với tỷ lệ lấp đầy ở mức 30%, mức giá cho thuê khoảng 150USD/m2/chu kỳ thuê.
- Dự thảo QHĐ VIII sẽ được phê duyệt trong năm 2023.

Một số rủi ro

- Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện và điện gió
- Rủi ro biến động giá bán Niken đầu ra ảnh hưởng lớn đến KQKD mảng khai khoáng.
- Tiến độ triển khai các dự án bất động sản chậm hơn dự kiến.

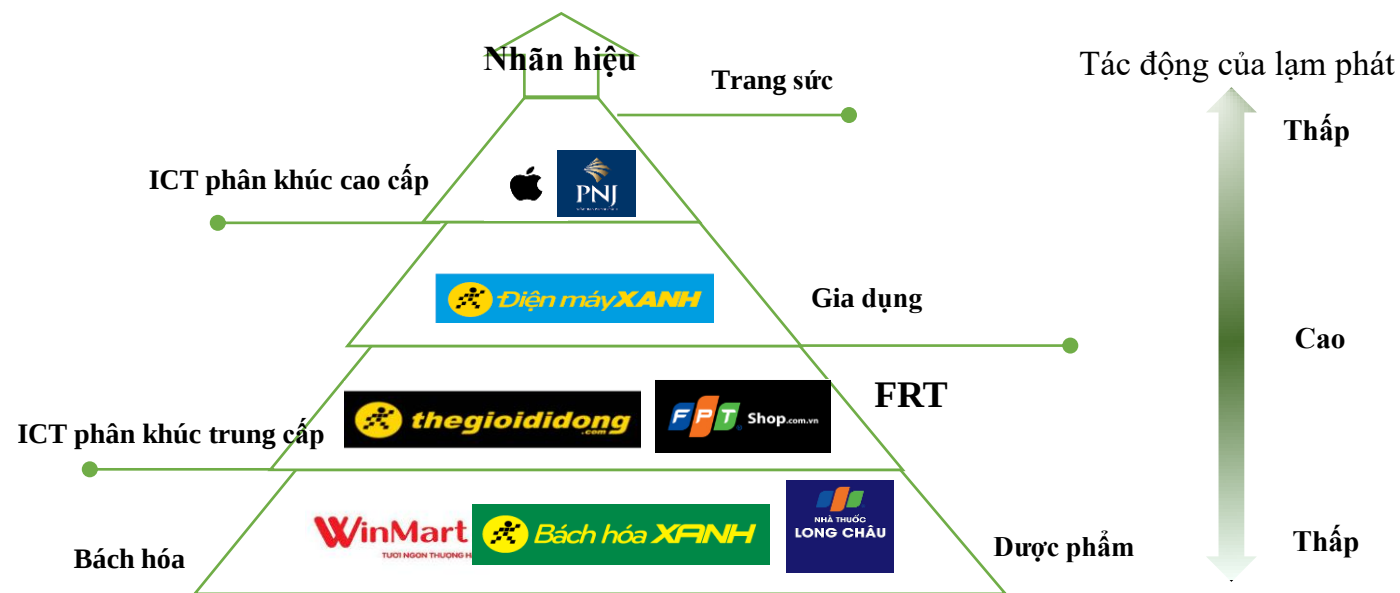


NGÀNH BÁN LẺ

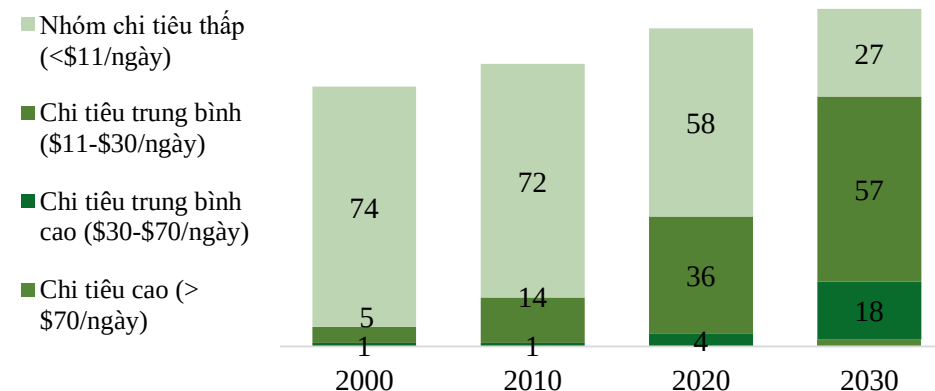


Trong dài hạn, thu nhập gia tăng nhanh chóng (~ 4.100 USD/ng 2026F) và tỷ lệ đô thị hóa ở mức vừa phải (~40%) sẽ là tiền đề vững chắc cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp bán lẻ Việt Nam. Tuy nhiên, trong 2023 chúng tôi cho rằng lạm phát và thắt chặt tiền tệ sẽ là yếu tố quan trọng tác động tới triển vọng trong ngắn hạn.

Ảnh hưởng của lạm phát lên các nhu cầu tiêu dùng sẽ có sự phân hóa giữa các ngành hàng, phân khúc và đối tượng khác nhau. Nhóm sản phẩm không thiết yếu thuộc phân khúc tầm trung dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề nhất khi không còn hưởng lợi từ yếu tố nền thấp hay nhu cầu dồn nén sau dịch (Laptop (-5%), Điện thoại (-3%),...). Trái lại, xu hướng cao cấp hóa sẽ hỗ trợ cho sức cầu đối với các mặt hàng xa xỉ trong khi tiêu dùng thiết yếu được kỳ vọng sẽ duy trì.



Tỷ lệ dân số phân theo thu nhập và tiêu dùng trung bình



Thị phần các phân khúc điện thoại theo giá và tăng trưởng yoy %



TRIỂN VỌNG NGÀNH

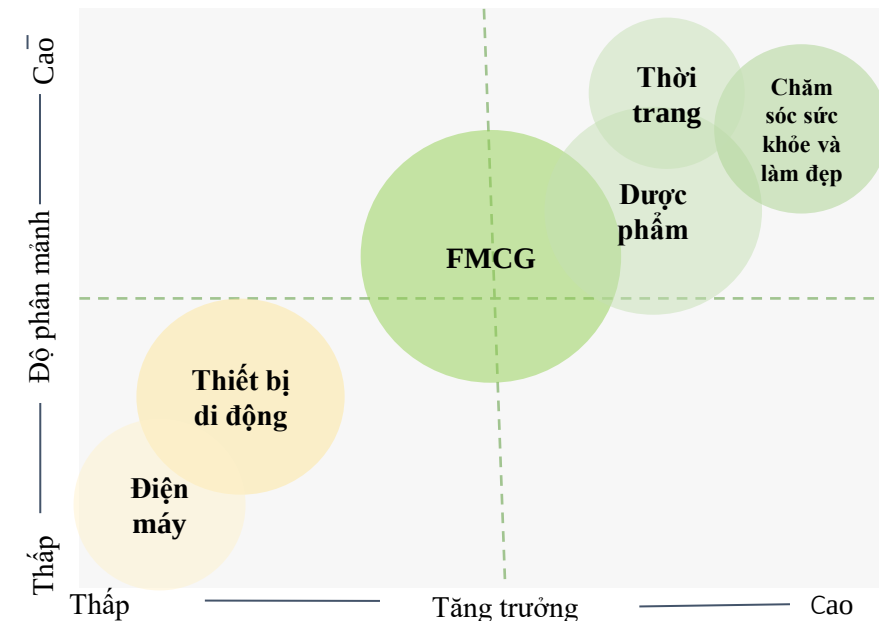
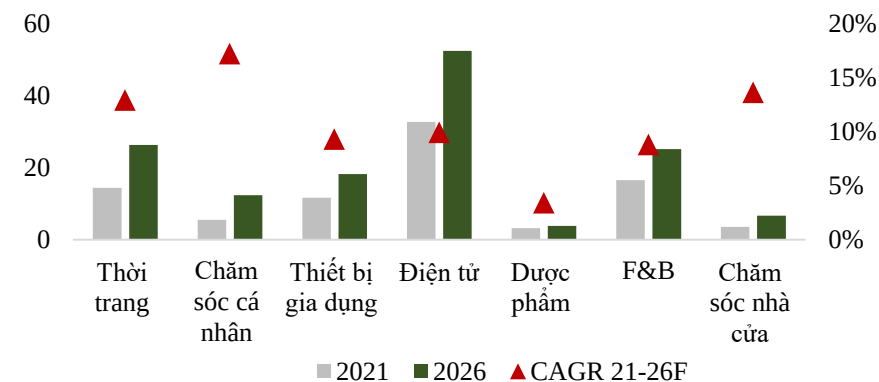
Bán lẻ hiện đại tiếp tục định vị thị trường offline phân mảnh, bán lẻ trực tuyến gia tốc

Thị trường bán lẻ phân mảnh với quy mô tỷ USD như dược phẩm OTC (~ 2 tỷ USD), FMCG (~ tỷ USD), chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp (~1.5 tỷ USD) sẽ tiếp tục là mảnh đất màu mỡ để các doanh nghiệp bán lẻ - tiêu dùng như MSN, MWG, FRT khai thác. Ở kênh offline, sự mở rộng sẽ diễn ra mạnh mẽ thông qua sự phát triển của các chuỗi bán lẻ quy mô lớn như WinMart, Bách Hóa Xanh, Long Châu và An Khang.

Ở kênh online, bên cạnh việc tự phát triển mảng bán lẻ trực tuyến thông qua website và app, xu hướng hợp tác giữa nhà bán lẻ với các nền tảng thương mại điện tử như Tiki, Shopee, Lazada cũng trở nên phổ biến. Quy mô thị trường TMĐT dự kiến sẽ lớn nhất đối với ngành hàng điện tử (~2.2 tỷ USD) và F&B (~1.2 tỷ USD) vào năm 2026F, tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thuộc về ngành hàng điện tử, chăm sóc sắc đẹp và không gian sống.

Chuỗi	Chủ sở hữu	Thị phần tại T10/22	Số cửa hàng T10/22	Kế hoạch mở rộng (2023F – 2025F)
 Thẻ giới di động	MWG	~55%	1.116	1.180  1.400
FPT Shop	FRT	~20%	745	821  1.255
 Điện máy xanh	MWG	~50%	2.246	2.402  3.048
FPT Shop	FRT	~6%	745	821  1.255
 Bách Hóa Xanh	MWG	~1,7%	1.727	1.877  2.577
WinMart	MSN	~2%	3.177	~3500  ~4500
 PNJ Gold, Silver	PNJ	~26%	354	~400  ~520
 Long Châu	FRT	~17%	800	1.200  2.100
An Khang	MWG	~5%	529	~ 600  ~1.200

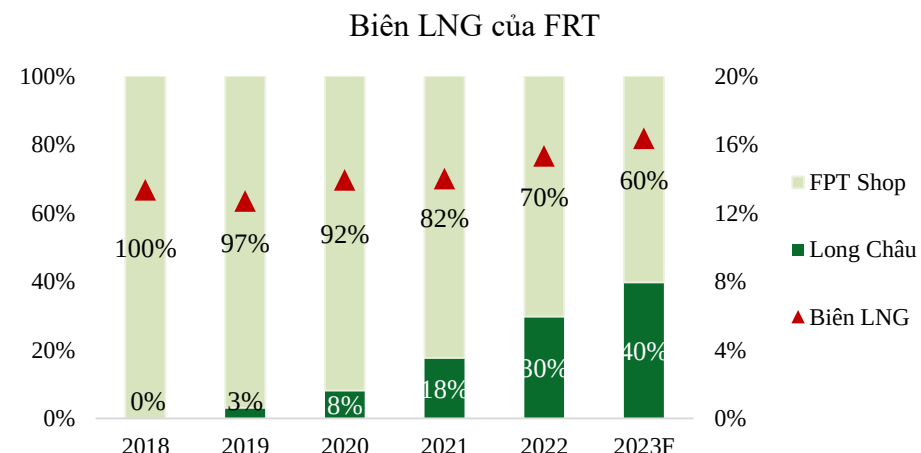
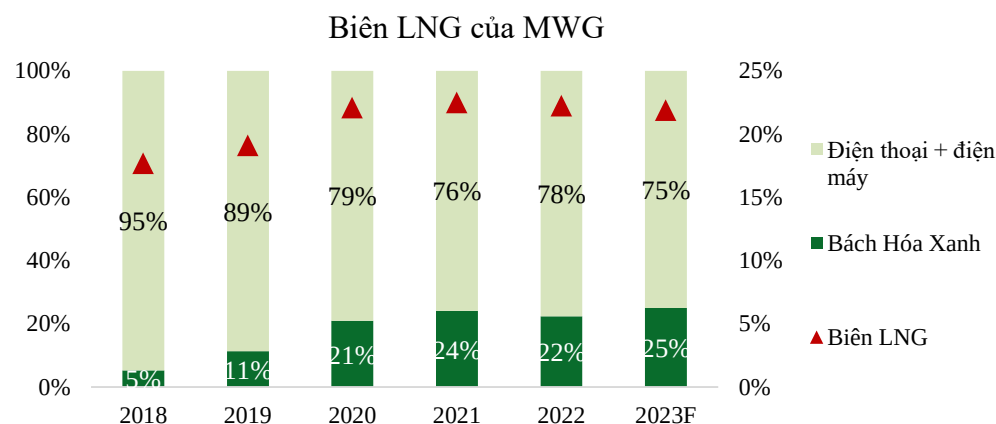
Quy mô TMĐT và tăng trưởng dự kiến (21-26F)



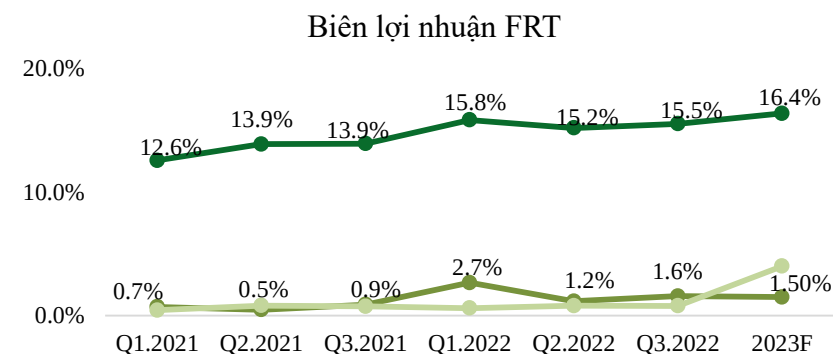
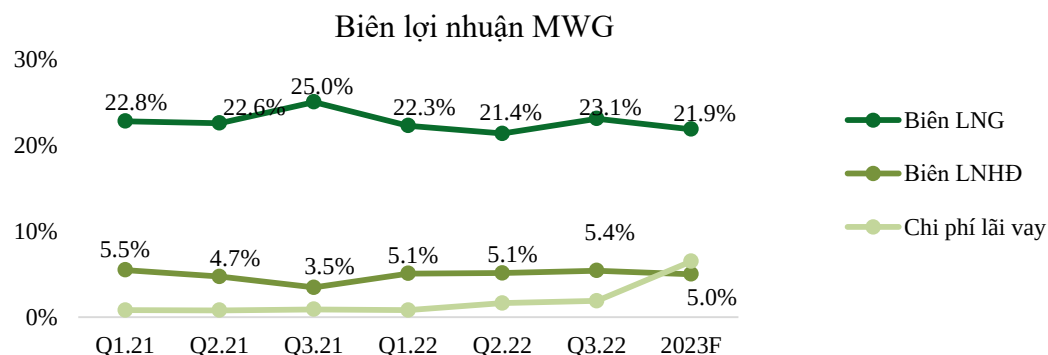
TRIỂN VỌNG NGÀNH

Biên lợi nhuận kì vọng ổn định dù áp lực chi phí gia tăng

Chúng tôi cho rằng biên LNG của các nhà bán buôn, bán lẻ trong 2023 có thể giảm nhẹ do (1) chi phí đầu vào gia tăng trong khi giá bán đầu ra khó tăng tương ứng (2) áp lực giải phóng hàng tồn kho dẫn tới nhiều chương trình khuyến mại để kích cầu. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp lớn như MWG, FRT, DGW sẽ ít chịu tác động hơn nhờ lợi thế về quy mô và chiến lược tái cơ cấu Product Mix giúp cải thiện biên gộp.



Bên cạnh đó, biên LNR được kì vọng duy trì tương đối so với năm 2022 dù chi phí lãi vay chịu áp lực gia tăng. Điều này đến từ khả năng cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong vận hành các chuỗi mới, điển hình như Long Châu, Bách Hóa Xanh và WinMart.



CTCP THẾ GIỚI SỐ - DGW

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Bán lẻ	37.750	54.000	43%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	36.8 – 87.0
GTGD bình quân 52T	792.500
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.408
P/E	7,48
P/B	2,88x
% NN sở hữu	25.81%

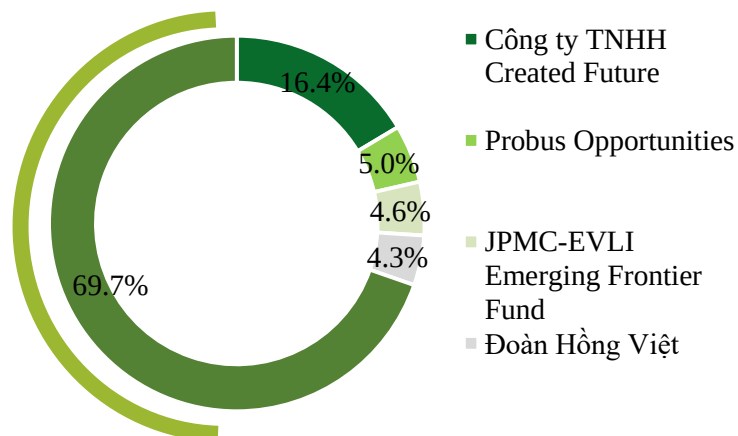
Dự báo KQKD 2023 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	30.775 (+17%)
Lợi nhuận sau thuế	832 (14%)

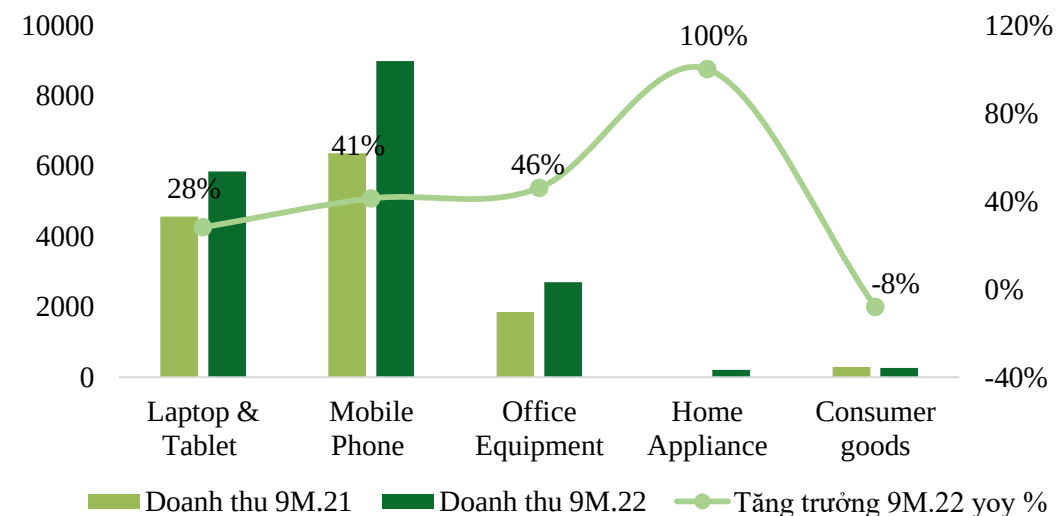
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- DGW là doanh nghiệp phân phối đa ngành bao gồm hàng điện tử, thiết bị văn phòng, gia dụng, dược phẩm và hàng tiêu dùng
- Cổ đông chính là Công ty TNHH Created Future (16.42%), Probus Opportunities (4.97%) và ông Đoàn Hồng Việt (4.28%)
- KQKD 9T22 tăng trưởng tích cực được đóng góp chủ yếu bởi mảng phân phối điện thoại (+41% yoy) và laptop (+28% yoy). Bên cạnh đó, DGW chính thức tham gia phân phối ngành hàng mới là thiết bị gia dụng từ Q2/22 cho hai đối tác mới JoYoung và Whirlpool.

Cơ cấu cổ đông T7/22



Cơ cấu doanh thu DGW



Hưởng lợi từ xu hướng cao cấp hóa và thương vụ M&A Achison

Xu hướng cao cấp hóa thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng điện thoại

Động lực tăng trưởng mảng điện thoại của DGW trong 2023 sẽ chủ yếu đến từ việc tăng giá bán sản phẩm trung bình (+8-10% yoy 2023F). Điều này là do (1) Chính sách ưu tiên mở rộng thị trường Việt Nam của Apple (2) Nhu cầu cao chưa được đáp ứng đối với các sản phẩm Iphone trong Q4/2022 do đứt gãy chuỗi cung ứng sẽ được dồn sang quý I/2023.

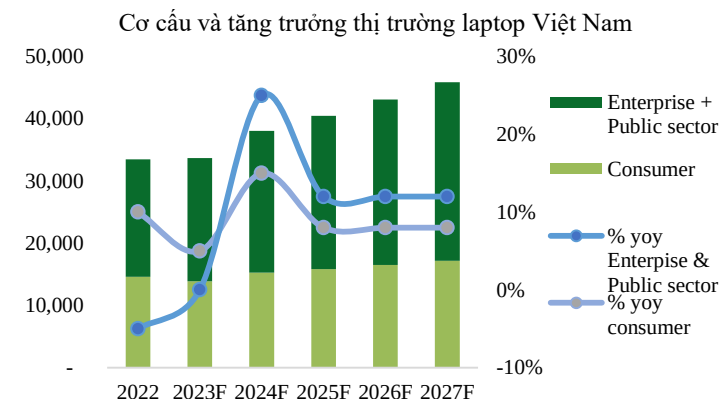
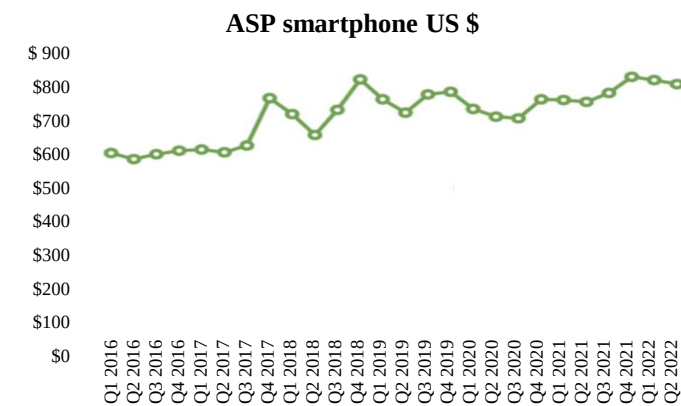
Mô hình phân phối B2B giúp DGW đi ngược dòng trong triển vọng kém khả quan của mảng laptop

Trong khi nhu cầu laptop từ người tiêu dùng cuối đã dần bão hòa sau COVID 19, nhu cầu chuyển đổi số mạnh mẽ từ doanh nghiệp (chiếm ~ 50%) được kì vọng sẽ là động lực thúc đẩy thị trường, bù đắp lại sự sụt giảm nhu cầu từ mặt hàng không thiết yếu trong thời gian tới. Tăng trưởng mảng này dự kiến đạt 5% -15% lần lượt trong 2023-24F theo Canalys có thể thúc đẩy doanh thu mảng laptop của DGW + 15.4% trong 2023.

Lợi nhuận từ thương vụ M&A Achison sẽ đóng góp vào LNST của DGW từ Q4/2022

Lợi nhuận từ công ty liên kết Achison dự kiến sẽ khoảng 60 tỷ đồng (chiếm 6% LNST DGW) cho 2023 nhờ (1) triển vọng từ mảng phân phối thiết bị văn phòng cho các doanh nghiệp FDI và (2) tiềm năng từ thị trường KCN phía Bắc chưa khai phá. Dự kiến lợi nhuận này có thể cao hơn nữa sau 2023 theo kế hoạch hợp nhất Achison của DGW.

Ngoài ra, phân phối ngành hàng mới cho thấy những tín hiệu tích cực nhưng hiệu quả cần thêm thời gian để chứng minh



Q4.2022

Q4 2023

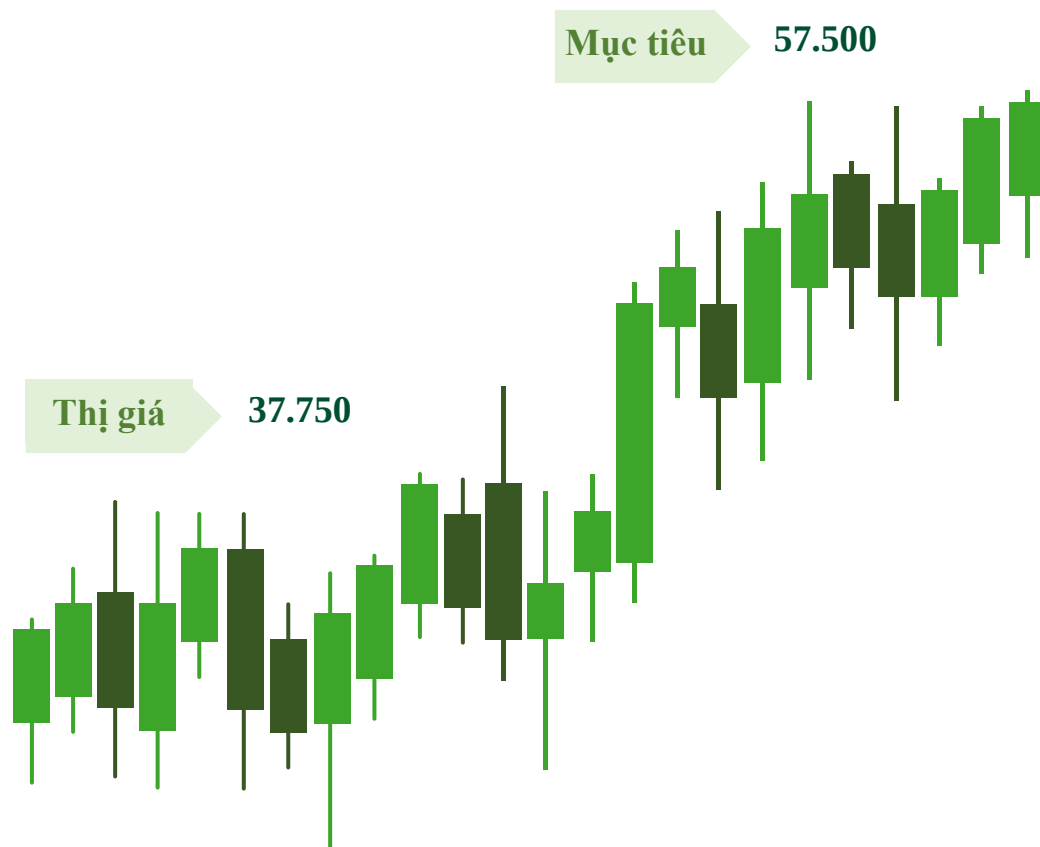
49%

75%

CTCP THẾ GIỚI SỐ - DGW

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng 14%, giá mục tiêu 54.000 đồng/cp (+43%)

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	20,923	26,311	30,775
+/-yoy (%)	66.9%	25.8%	17.0%
LNST	654	730	832
+/- %	144.9%	11.6%	14.0%
EPS (đồng/cổ phiếu)	7,483	4,477	5,103

Một số giả định trong dự báo

- Doanh thu từ Apple +25%, từ Xiaomi +15% trong 2023 từ giả định ASP tăng 8-10%
- Biên LNG giảm svck do áp lực chi phí giá vốn tăng cùng áp lực tỷ giá
- Lợi nhuận từ công ty liên kết đạt 60 tỷ trong 2023

Một số rủi ro

- Nhu cầu laptop và điện thoại tăng trưởng thấp hơn kì vọng
- Tình trạng thiếu hàng do mất cân đối cung cầu, đặc biệt đối với Iphone

Thông tin bên lề (nếu có)

- DGW tham gia phân phối sản phẩm gia dụng thông qua hợp tác với Nova Services

CTCP Đầu tư Thế giới Di động - MWG

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Bán lẻ	42.900	58.800	37%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	37.9 – 79.6
GTGD bình quân 52T	2.329.416
Vốn hóa (tỷ đồng)	59.200
P/E	11,67
P/B	2,54x
% NN sở hữu	49%

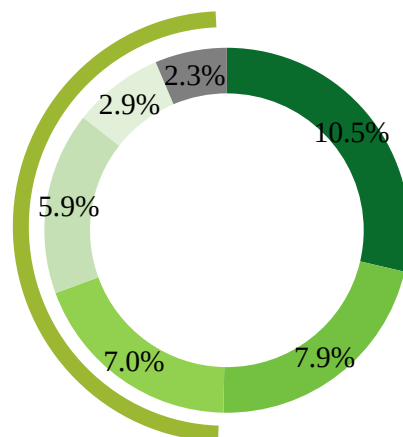
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	142.749 (+7.7%)
Lợi nhuận sau thuế	5.500 (+24%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

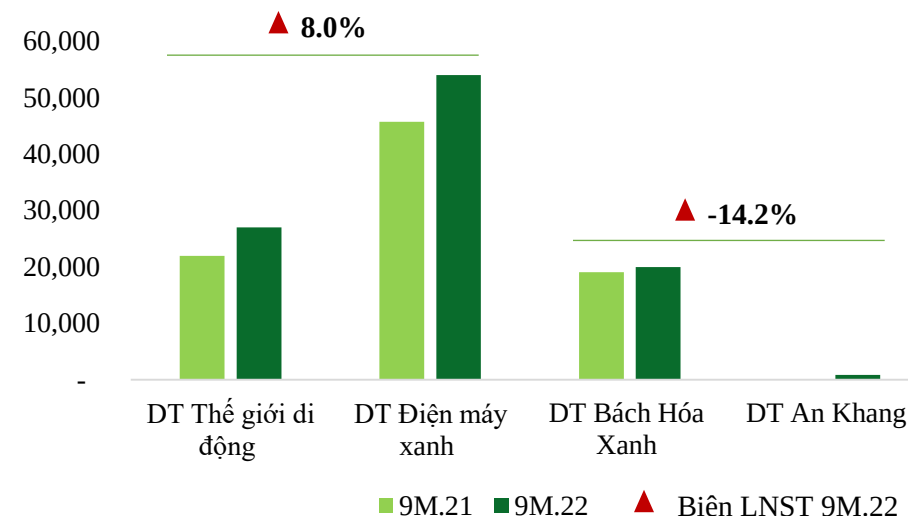
- MWG là tập đoàn bán lẻ đa ngành với các mặt hàng thiết bị di động, điện máy, hàng tiêu dùng và dược phẩm.
- Cổ đông chính là Công ty TNHH MTV Tư vấn Đầu tư Thế giới Bán lẻ (10.48%), Công ty TNHH Tri Tâm (7.92%)
- KQKD 9T22 tăng trưởng 18% yoy chủ yếu nhờ đóng góp từ hai chuỗi Thế giới di động (+23% yoy), Điện máy xanh (+18% yoy) LNST chỉ tăng 4% yoy phần lớn do phần lỗ từ Bách Hóa Xanh nhiều dự kiến và việc đóng hơn 400 cửa hàng BHX trong 2022.

Cơ cấu cổ đông T6/22



- Công ty TNHH MTV Tư vấn đầu tư Thế giới Bán lẻ
- Công ty TNHH Tri Tâm
- Arisaig Asean Fund Limited
- Arisaig Asean Consumer Fund Limited
- PYN Elite Fund

Doanh thu (tỷ VND) và biên LNST



Tập trung vào tăng cường hiệu quả các chuỗi hiện tại

Tăng trưởng doanh thu đến từ xu cao cấp hóa ICT và triển vọng BHX

(1) Trong xu hướng cao cấp hóa sản phẩm IT, Apple sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho thị trường điện thoại nói chung cũng như các đối tác phân phối trực tiếp cho hãng. Hiện nay, Apple đóng góp ~10% doanh thu MWG, chúng tôi kì vọng tăng trưởng 25-30%/năm của hãng sẽ kéo mảng ICT của MWG tăng trưởng ít nhất 3-5% trong thời gian tới.

(2) Bách Hóa Xanh đã có những biến chuyển tích cực về doanh thu +20% yoy và DT/CH + 5% mom sau 6 tháng tái cấu trúc từ T3/22. Chúng tôi kì vọng DT/CH sẽ đạt ~1.6 tỷ đồng trong 2023 nhờ định vị “Chợ hiện đại giá rẻ” đã xây dựng thành công với KH

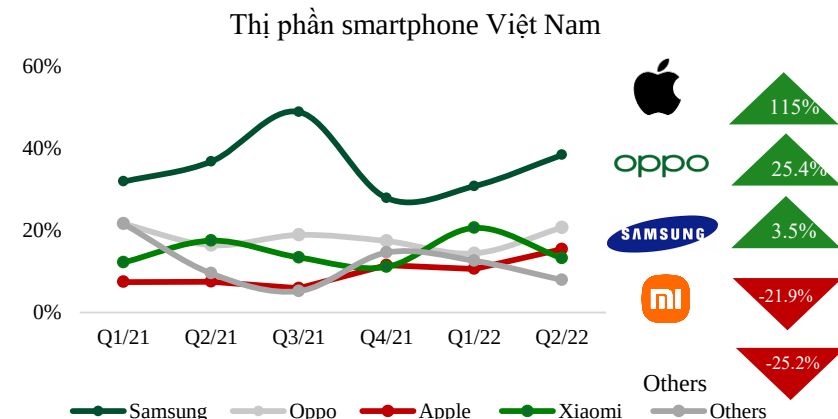
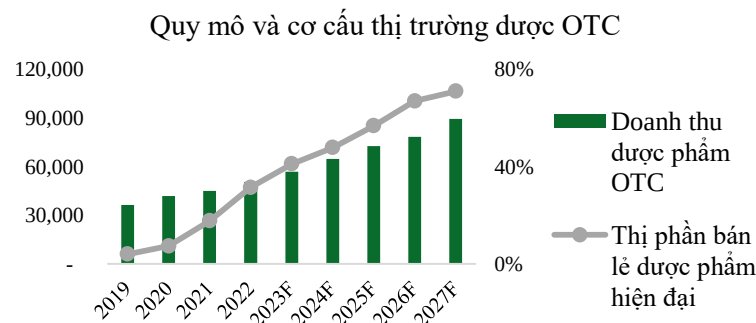
Cải thiện hiệu quả hoạt động của các chuỗi thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng

Hiệu quả hoạt động của cả 3 chuỗi thể hiện tăng trưởng mạnh mẽ trong 9M.22 khi lợi nhuận EBITDA tăng 34.5% yoy và biên EBITDA tăng 110 bps svck. Đặc biệt ở BHX, việc không phải ghi nhận các chi phí một lần do việc đóng cửa hàng và tiếp tục tối ưu hóa vận hành sẽ là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của chuỗi trong năm 2023

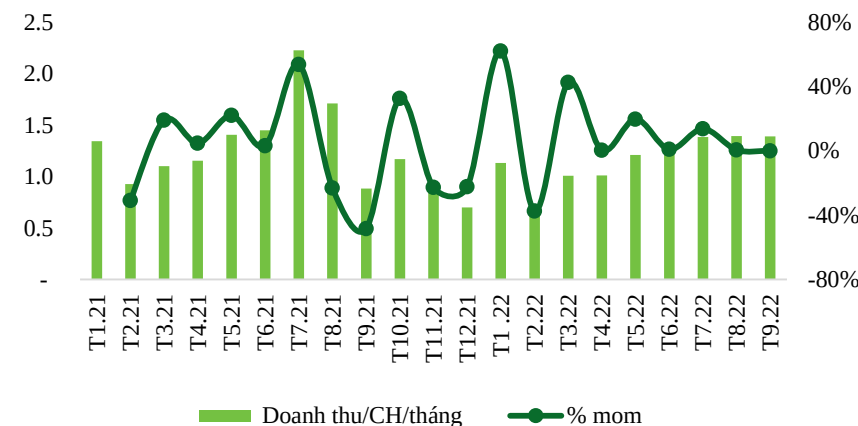
Chuỗi An Khang duy trì tăng trưởng tốt nhờ sản phẩm đa dạng và giá cả hợp lý

Nhu cầu tiêu dùng ít co giãn với giá là yếu tố nền tảng cho tăng trưởng tốt của An Khang ngay cả dưới áp lực lạm phát. Doanh thu/CH đạt trung bình 400 triệu trong Q2.22, cao hơn 2 lần so với đầu năm chứng minh lợi thế cạnh tranh của chuỗi trong việc thu hút khách hàng. Chúng tôi kì vọng An Khang sẽ đạt điểm hòa vốn khi DT/CH đạt 500 triệu đồng.

Doanh thu theo loại sản phẩm	Thuốc/Thực phẩm chức năng	Sản phẩm khác ngoài thuốc và TPCN
Pharmacy	30-40%	60-70%
Long Châu	70-80%	20-30%
An Khang	50-60%	40-50%



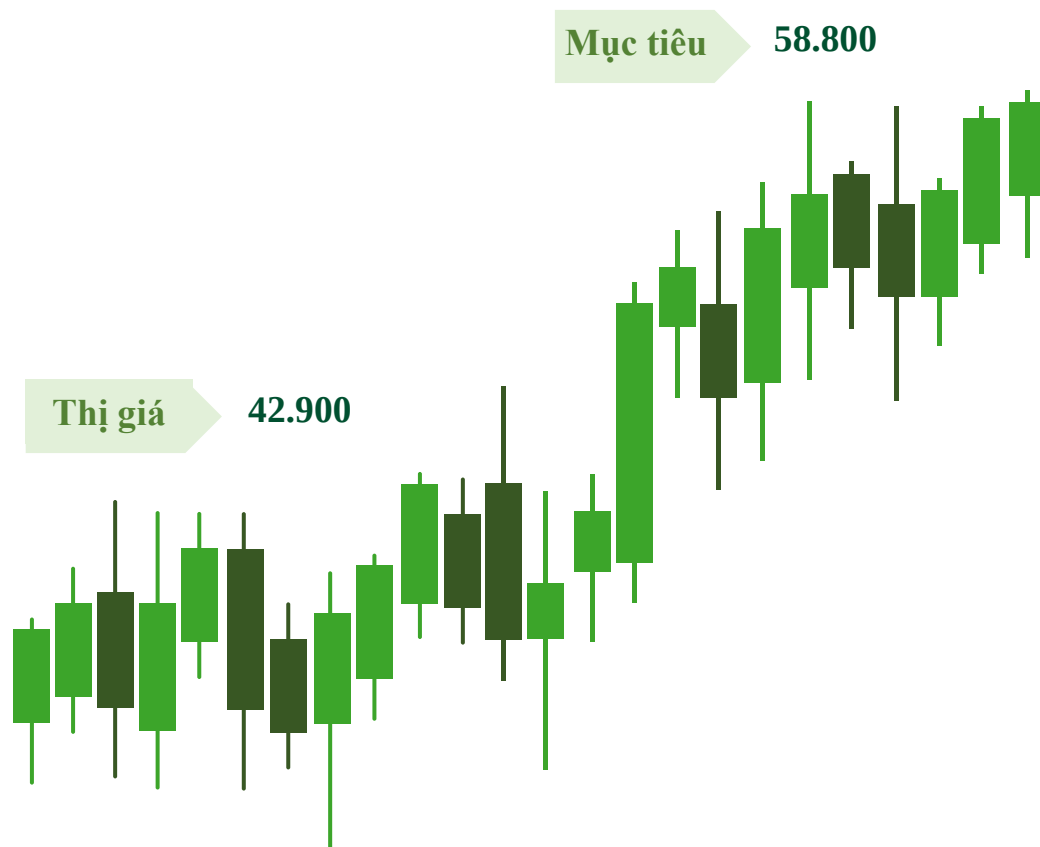
Doanh thu/CH/tháng của BHX và tăng trưởng mom %



CTCP Đầu tư Thế giới Di động - MWG

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng 24%, giá mục tiêu 58.800 đồng/cp (+37%)

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	122,958	132,595	142,749
+/-yoy (%)	13.3%	7.8%	7.7%
LNST	4,899	4,434	5,500
+/- %	25.0%	-9.5%	24.0%
EPS (đồng/cổ phiếu)	6,897	3,030	3,757

Một số giả định trong dự báo

- DTT BHX ổn định ~ 1.4 tỷ đồng/CH/tháng trong 2023, LNR BHX giảm lỗ, dự phóng đạt (1.600) tỷ đồng nhờ tối ưu hóa vận hành
- Kỳ vọng mở rộng Bách Hóa Xanh, An Khang, Topzone tích cực trở lại từ nửa sau 2023

Một số rủi ro

- Nhu cầu laptop và điện thoại tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng
- Bách Hóa Xanh tiếp tục thử nghiệm mô hình mới và thua lỗ vượt dự kiến

Thông tin bên lề (nếu có)

- MWG thông báo sẽ tạm dừng mở mới tất cả các chuỗi để bảo vệ dòng tiền hoạt động từ Q4/22.

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FRT

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Bán lẻ	69.000	82.600	20%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	37.1 – 112.8
GTGD bình quân 3 tháng	1.466.047
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.712
P/E	11.37x
P/B	3.95x
% NN sở hữu	24,3%

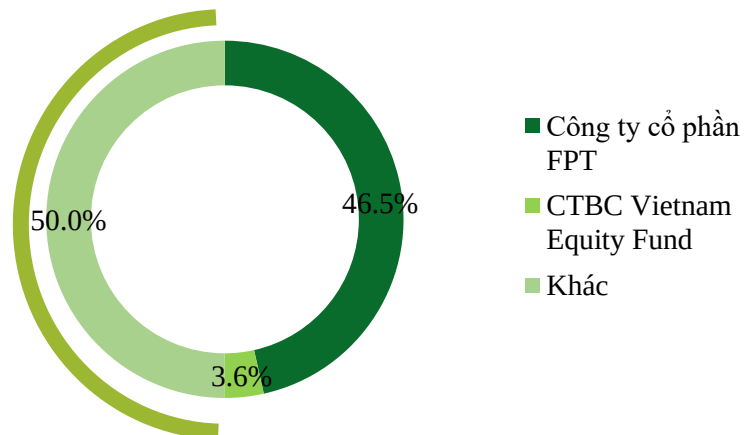
Dự phóng KQKD 2023 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	35.240 (+19%)
Lợi nhuận sau thuế	467 (+10%)

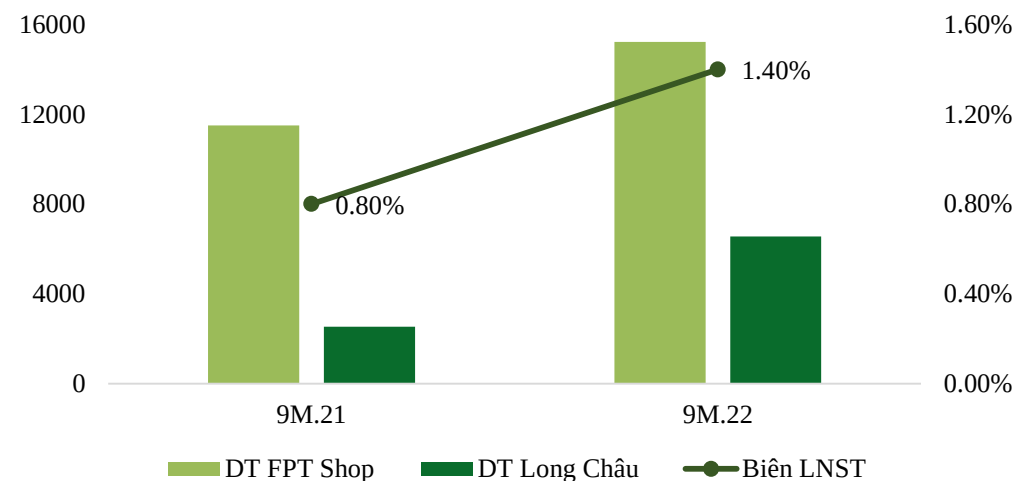
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- FRT hoạt động chính trong lĩnh vực bán lẻ thiết bị ICT và dược phẩm
- Cổ đông chính là Công ty cổ phần FPT (46.5%) và CTBC Vietnam Equity Fund (3.55%)
- KQKD 9T22 tăng trưởng 55% yoy được đóng góp bởi chuỗi FPT Shop (+32% yoy) và Long Châu với doanh thu gấp 2 lần cùng kì. LNTT hợp nhất đạt 369 tỷ đồng, gấp 2,7 lần 9M .2021 chủ yếu nhờ. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2022, chuỗi FPT Shop có 745 cửa hàng, tăng thêm 98 cửa hàng so với đầu năm 2022, hoàn thành kế hoạch mở mới năm 2022.

Cơ cấu cổ đông T11/22



Doanh thu (tỷ VND) và biên LNST FRT



Long Châu tiếp tục là động lực tăng trưởng trong năm tới

Chuỗi Long Châu tiếp tục mở rộng mạnh mẽ 400-600 CH/năm tạo đà bùng nổ doanh thu

Sau khi đạt điểm hòa vốn, Long Châu tiến hành mở rộng mạnh mẽ hơn từ năm 2022 với dự kiến đạt quy mô 3.000 cửa hàng vào năm 2027. Chiến lược mở bổ sung sẽ tập trung nhiều hơn vào các thành phố Tier 2 sau khi đã có sự hiện ở 63 tỉnh thành. Doanh thu/CH ổn định ở mức 1.1 tỷ đồng/tháng và sẽ được duy trì để tạo dư địa cho việc mở mới.

Biên lợi nhuận kì vọng cải thiện tốt trong thời gian tới

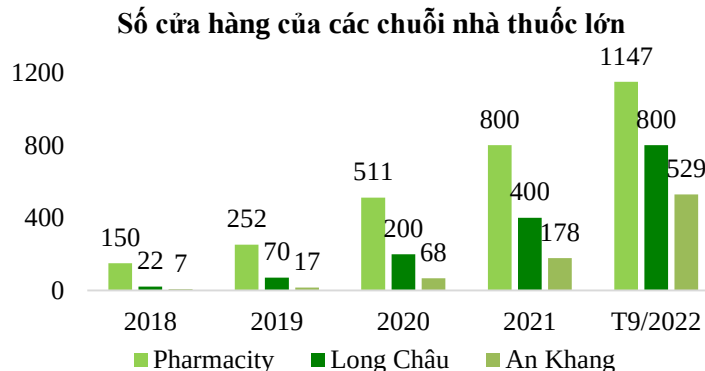
Chúng tôi kì vọng Long Châu sẽ có chuyển biến tích cực trong biên lợi nhuận nhờ (1) Gia tăng biên LNG từ điều chỉnh Product Mix hướng tới sản phẩm có biên cao (2) Tăng hiệu quả kinh tế theo quy mô (3) Tối ưu hóa vận hành để giảm chi phí quản lí doanh nghiệp. Trong đó, nâng cao biên lãi gộp sẽ là động lực chính, chủ yếu đến từ nhu cầu cho các sản phẩm TPCN rất lớn tại Việt Nam.

Trong bối cảnh chi phí tăng của 2023, Long Châu còn có lợi thế để duy trì biên lợi nhuận tốt do tính thiết yếu của chi tiêu cho dược phẩm.

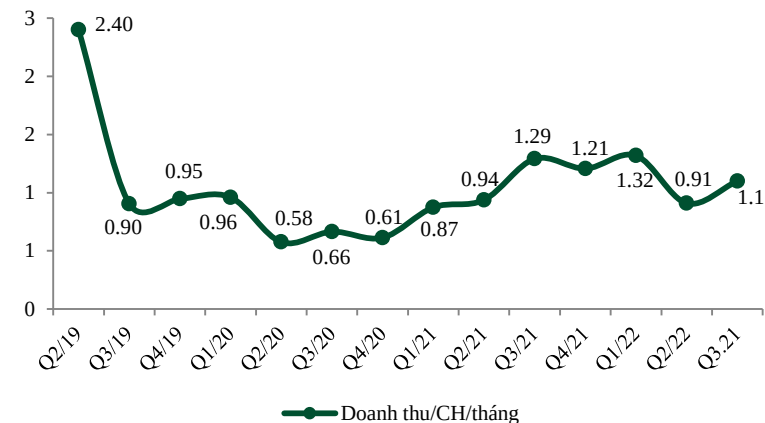
Chuỗi FPT Shop duy trì hưởng lợi từ đối tác Apple

Với vị thế là đơn vị phân phối sản phẩm Apple chính hãng đầu tiên tại Việt Nam, FRT sẽ hưởng lợi lớn từ chính sách mở rộng thị trường Việt Nam của hãng. Cùng với đó, doanh thu sẽ tăng ổn định nhờ kế hoạch mở rộng 80-100 CH/năm, chiến lược phát triển thị trường ngách và bổ sung thêm ngành hàng mới.

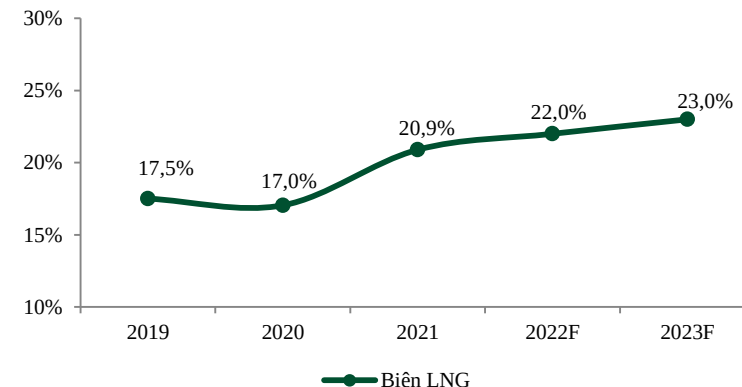
Doanh thu theo loại sản phẩm	Thuốc/Thực phẩm chức năng	Sản phẩm khác ngoài thuốc và TPCN
Pharmacy	30-40%	60-70%
Long Châu	70-80%	20-30%
An Khang	50-60%	40-50%



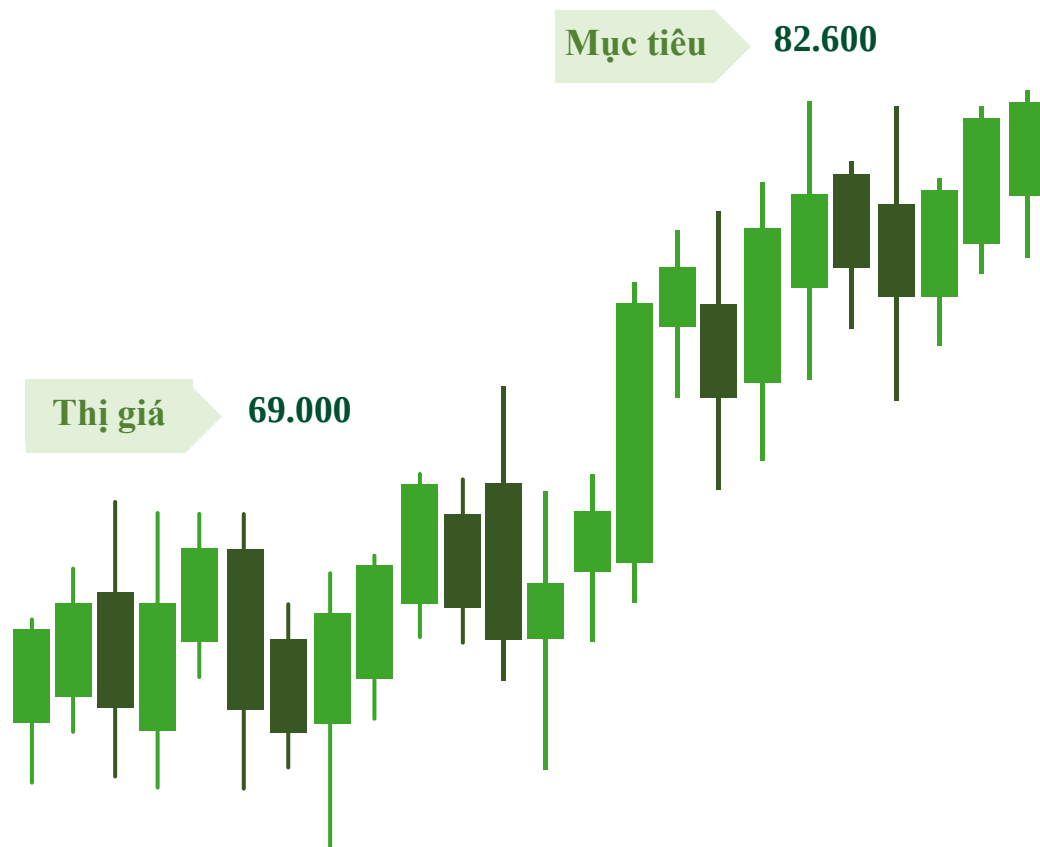
Doanh thu trung bình/CH/tháng (tỷ VND)



Biên LNG của Long Châu



Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	22,495	29,462	35,240
+/-yoy (%)	53.4%	31.0%	19.6%
LNST	444	423	467
+/- %	4244.8%	-4.6%	10.3%
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,618	3,573	3,943

Một số giả định trong dự báo

- Long Châu mở rộng ~400 CH, LNST dự kiến đạt 100 tỷ đồng trong 2023.
- FPT Shop có doanh thu thuần đi ngang trong 2023, LNR giảm 200 bps svck

Một số rủi ro

- Việc mở cửa hàng gặp khó khăn trong điều kiện thị trường không thuận lợi
- Tốc độ cải thiện biên lợi nhuận Long Châu chậm hơn dự kiến

Thông tin bên lề (nếu có)

- FRT dự kiến góp thêm 225 tỷ đồng vào CTCP Dược phẩm chuỗi Long Châu.



NGÀNH TIÊU DÙNG



Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Tiêu dùng (Sữa)	76.100	89.000	17%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	64.5 – 90.8
GTGD bình quân 52T	2.100.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	146.715
P/E	15,5x
P/B	4,1x
% NN sở hữu	54,99%

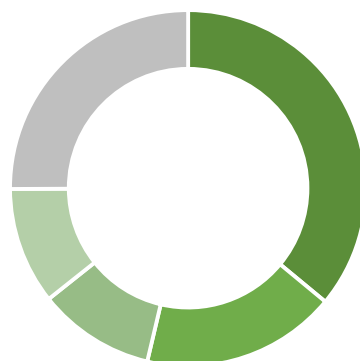
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	44.888 (-0,5%)
Lợi nhuận sau thuế	6.709 (-20,3%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

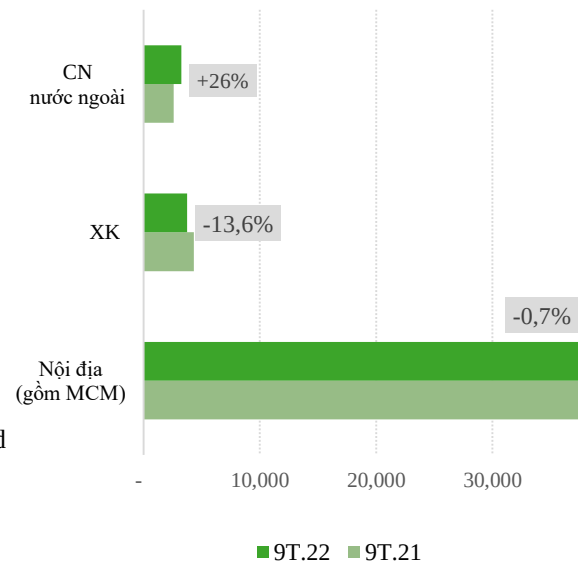
- VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam với thị phần ~ 60%. Đứng đầu về thị phần sữa đặc có đường, sữa chua, sữa nước. VNM nỗ lực đa dạng hóa sản phẩm cũng như mở rộng sang các thị trường XK mới cũng như ngành hàng mới.
- KQKD 9T.22 giảm nhẹ 0,5% yoy đạt 44.887,6 tỷ đồng, LNST CĐ mẹ đạt 6.708,5 tỷ đồng, giảm 20,3%. Dù DT nội địa giảm nhẹ 0,7% yoy, DT các mảng XK trực tiếp và CN nước ngoài có diễn biến trái chiều khi thị trường tại Mỹ và CPC có tăng trưởng cao 26% ngược lại Trung Đông giảm 13,6% yoy. Tuy nhiên do biên gộp cả nội địa, XK đều bị giảm khiến cho KDKD kém khả quan sv cùng kỳ năm trước. (Biên LNG: 40,2% sv 43,3% của 9T.21)

Cơ cấu cổ đông

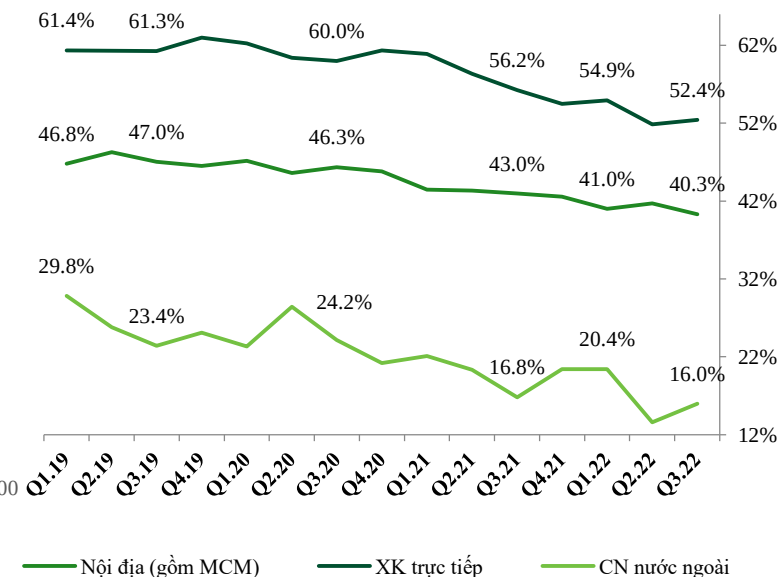


- SCIC
- F&N Dairy Investments Private Limited
- Platinum Victory Private Limited
- Jardine Matheson Limited
- Khác

DTT



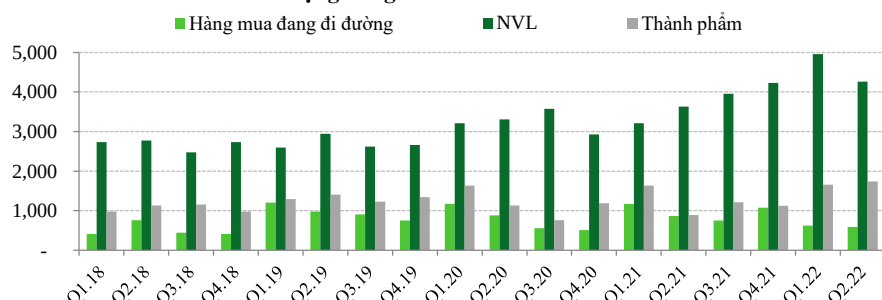
Biên gộp



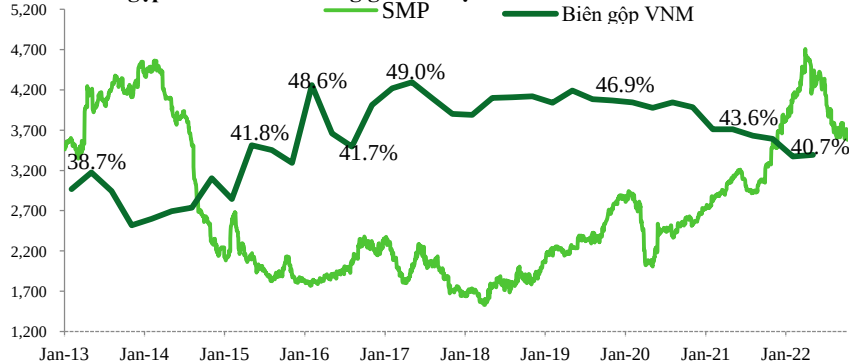
SỨC MUA THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA PHỤC HỒI, KỲ VỌNG BIÊN GỘP CẢI THIỆN NHỜ GIÁ NVL NK GIẢM

- Giá sữa bột giảm mạnh sau khi tạo đỉnh vào cuối Q1.22 kỳ vọng hỗ trợ biên gộp hồi phục KQKD từ Q4.2022 trở đi.
- Nhu cầu nội địa quay trở lại mức bình thường và người tiêu dùng quen với mức giá đầu ra tăng trong đợt điều chỉnh tăng giá vừa qua. (bình quân tăng 5% YtD)
- Các hoạt động mở rộng ngoài sữa cùng hoạt động của các công ty con trong nước và nước ngoài kỳ vọng bắt đầu đóng góp cũng như tăng trưởng mạnh.
- Tiềm lực tài chính mạnh, lượng tiền mặt ròng cao trong điều kiện tăng lãi suất.

Biến động hàng tồn kho của VNM



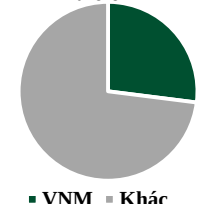
Biên gộp VNM và xu hướng giá sữa bột



Thị phần sữa nước



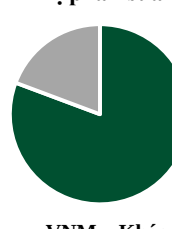
Thị phần sữa bột trẻ em



Thị phần sữa chua



Thị phần sữa đặc



10 trang trại trong nước đạt chuẩn Global G.A.P lớn nhất Châu Á

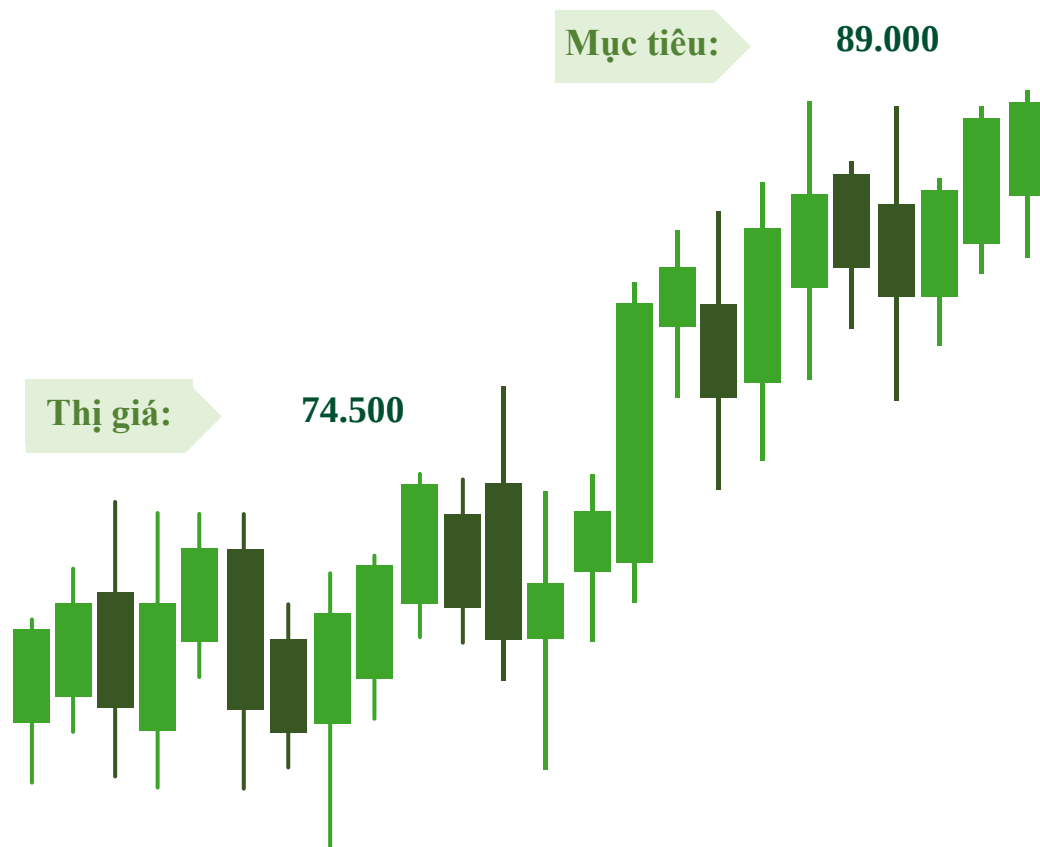
2 trang trại bò sữa hữu cơ chuẩn Châu Âu

3 trang trại đang phát triển tại Lào, Cần Thơ, Mộc Châu dự kiến tăng tỷ lệ sữa tự chủ của VNM đáng kể

CTCP SỮA VIỆT NAM – VNM

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng 23%, giá mục tiêu **89.000 đồng/cp (+19,5%)**

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	60.919	61.068	63.148
+/-yoy (%)	2,2%	0,2%	3,8%
LNST	10.532	9.048	11.126
+/- %	-5,1%	-14,1%	23,0%
EPS (đồng/cổ phiếu)	4.517	4.329	5.323

Một số giả định trong dự báo

- Biên gộp năm 2023 kỳ vọng phục hồi và đạt 43% nhờ vào áp lực giá NVL giảm.
- Thị trường nội địa phục hồi tốt.
- Người tiêu dùng chấp nhận mức giá mới với các sản phẩm thuộc nhóm cao cấp

Một số rủi ro

- Giá sữa bột NK không giảm như kỳ vọng.
- Sức tiêu thụ nội địa không phục hồi do người tiêu dùng nhạy cảm với giá

Thông tin bên lề

- 2023-2024 dự kiến tăng đàn bò từ 8-10.000 con (chủ yếu tại Lào)
- NM Hưng Yên dự kiến có doanh thu từ năm 2025.
- Bò thịt dự kiến đóng góp DT từ Q1.2024, dự kiến DT 500-1000 tỷ trong 2 năm đầu và tăng 2.000-3.000 tỷ sau 5 năm.



CỔ PHIẾU KHÁC



Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
CÔNG NGHỆ	76.900	88.835	15,5%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	65,9 – 95,1
GTGD bình quân 52T	1.733.880
Vốn hóa (tỷ đồng)	84.361
P/E	17,68x
P/B	3,51x
% NN sở hữu	49,0%

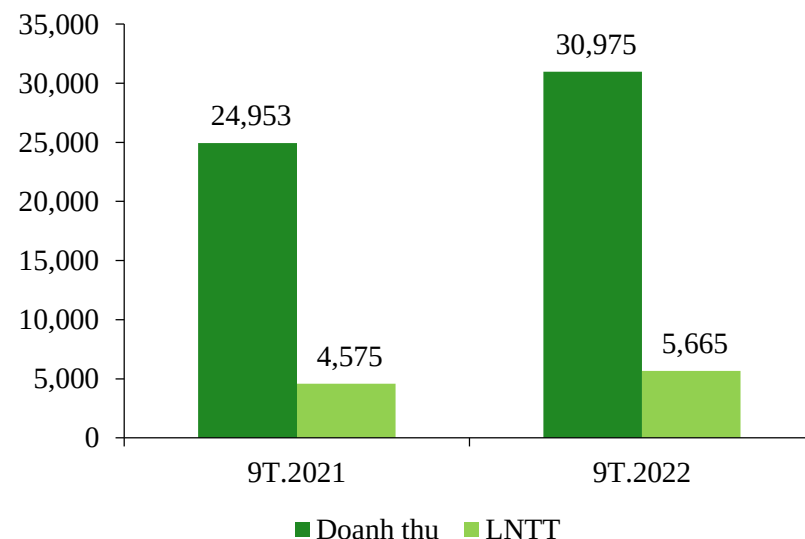
Cập nhật KQKD 9T.2022 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	30.975 (+24,1%)
Lợi nhuận sau thuế	4.856 (+28,3%)

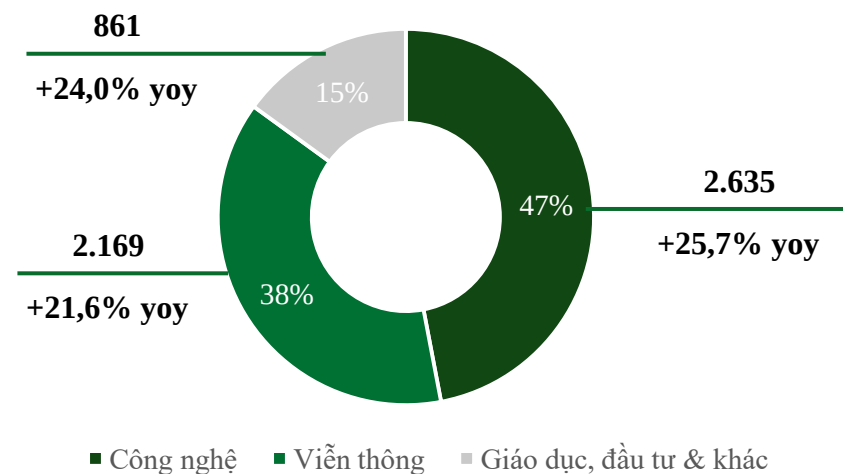
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Các mảng kinh doanh chính: Viễn thông, Công nghệ, Giáo dục & Đầu tư
- Cơ cấu cổ đông: Khá phân mảnh. Chủ tịch Trương Gia Bình nắm 7% cổ phần, SCIC nắm 5,8% và cổ đông nước ngoài sở hữu 49% cổ phần doanh nghiệp.
- KQKD 9T.2022: FPT duy trì mức tăng trưởng cao. Mảng công nghệ duy trì vị thế là nguồn đóng góp chính trong KQKD.

Kết quả kinh doanh 9T.2022 của FPT (tỷ đồng)



Cơ cấu LNTT các mảng kinh doanh trong 9T.2022



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng viễn thông quay trở lại mức tăng trưởng hai chữ số

- Doanh thu dịch vụ Internet băng thông rộng và FPT Play khôi phục đà tăng trưởng sau giai đoạn giãn cách.
- Biên lợi nhuận cải thiện nhờ: (1) Xu hướng nâng cấp gói Internet; (2) Các dịch vụ GTGT đã vượt qua điểm hòa vốn.

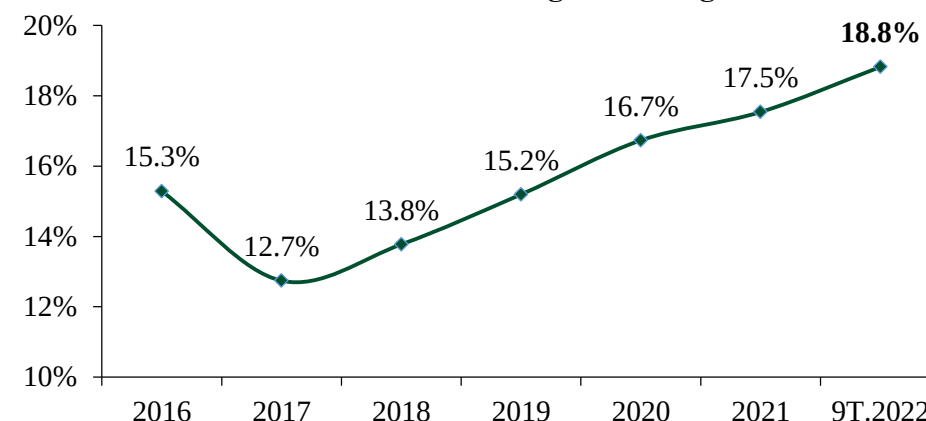
Bùng nổ trong lĩnh vực công nghệ nhờ chuyển đổi số

- Nhu cầu đầu tư số hóa hệ thống văn bản, tự động quy trình làm việc trên nền tảng số, Cloud nhờ hình thành thói quen làm việc mới hậu đại dịch.
- Các doanh nghiệp ưu tiên thuê ngoài tại các dự án công nghệ do việc xây dựng từ đầu hạ tầng và hệ thống phần mềm là không hiệu quả về chi phí, đặc biệt trong môi trường lạm phát và áp lực cắt giảm ngân sách cho các dự án.

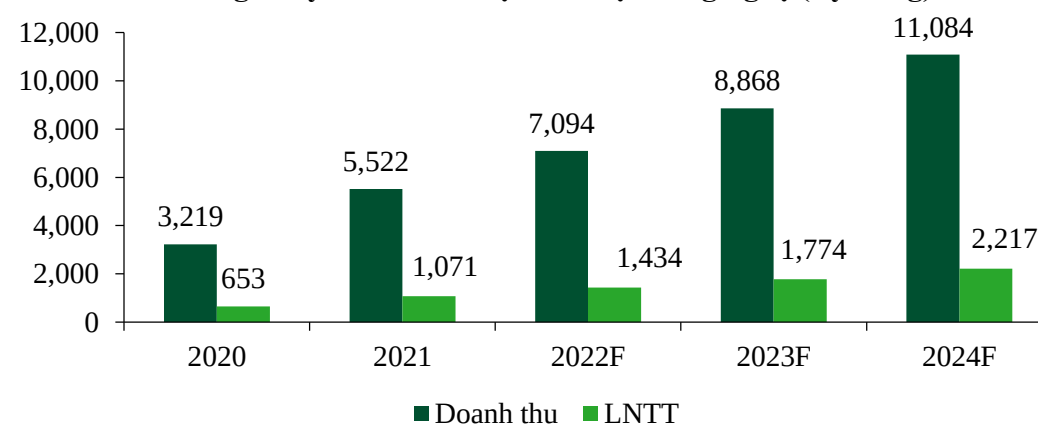
Tiềm năng tại thị trường công nghệ trong nước

- Thị trường đã đủ lớn để tạo hiệu quả lợi nhuận cho các doanh nghiệp giải pháp công nghệ.
- Gia tăng mạnh tỷ trọng đóng góp từ các dịch vụ Made by FPT với biên lợi nhuận cao.

Biên LNTT mảng viễn thông



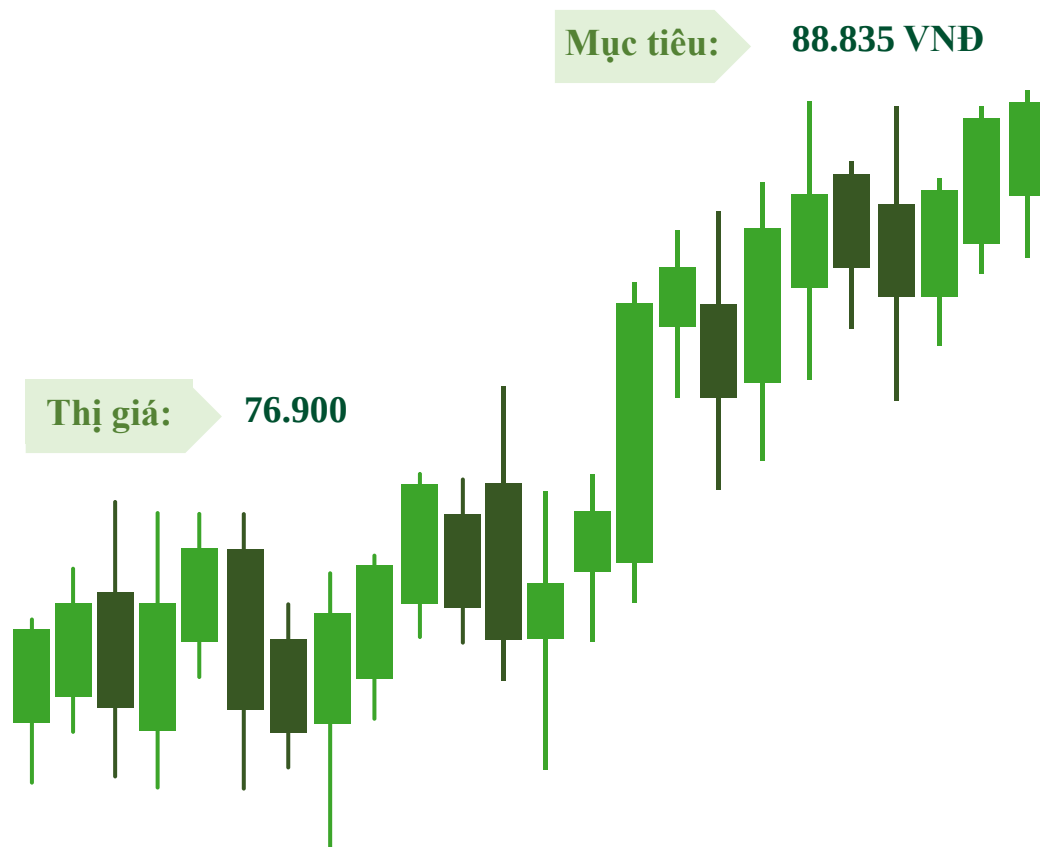
KQKD mảng chuyển đổi số thuộc lĩnh vực công nghệ (Tỷ đồng)



CTCP FPT– FPT

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng 21%, giá mục tiêu **88.835 đồng/cp (+15,5%)**

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	35.671	43.353	50.945
+/-yoy (%)	19%	22%	18%
LN thuần	4.337	5.422	6.537
+/- %	21%	25%	21%
EPS (đồng/cổ phiếu)	5.128	5.415	5.966

Một số giả định trong dự báo

- Tỷ giá JPY/ VND không còn chịu nhiều áp lực giảm giá từ năm 2023.

Một số rủi ro

- Mảng công nghệ chịu tác động tiêu cực khi các doanh nghiệp gặp khó khăn tài chính và cắt giảm chi phí.
- Áp lực gia tăng chi phí nhân sự IT.

CTCP Nhựa Bình Minh - BMP

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
VLXD	60.000	73.000	21%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	50.1 – 65.2
GTGD bình quân 52T	69.946
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.420
P/E	7,86x
P/B	1,68x
% NN sở hữu	85,68%

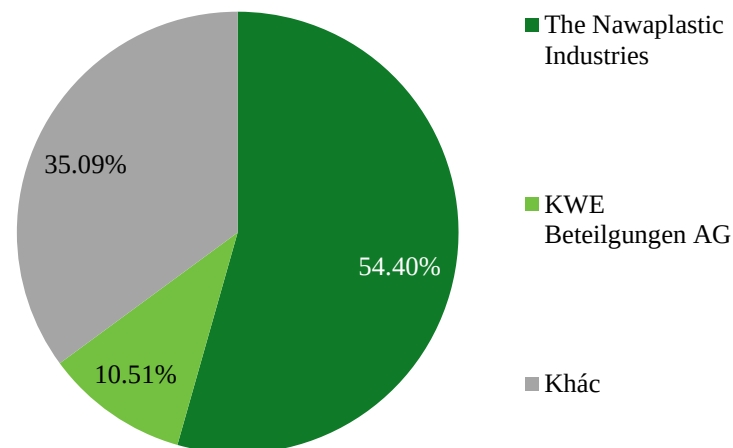
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	4.400 (+40,7%)
Lợi nhuận sau thuế	448 (+348%)

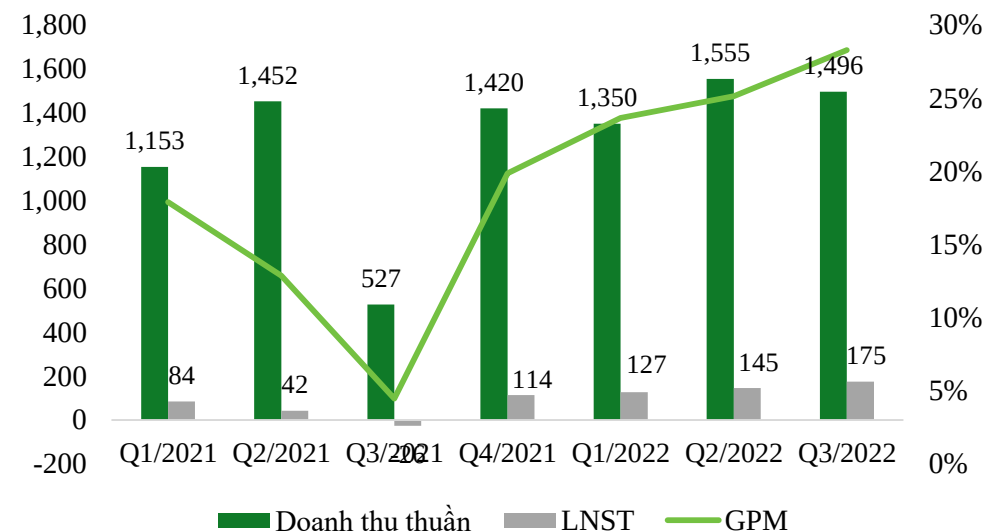
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- BMP hoạt động chính trong ngành Vật liệu xây dựng, trong đó sản phẩm tập trung là ống nhựa xây dựng và phụ tùng.
- Cổ đông chính là Công ty NAWAPLASTIC INDUSTRIES (54,4%) đang chi phối là công ty con của Tập đoàn SCG Thái Lan. Bên cạnh đó quỹ ngoại KWE Beteiligungen AG cũng nắm giữ 10,5% cổ phần.
- KQKD 9T22 tăng trưởng tích cực đóng góp chủ yếu bởi giá nhựa đầu vào PVC giảm mạnh trong khi giá bán được duy trì ở mức cao.

Cơ cấu cổ đông của BMP



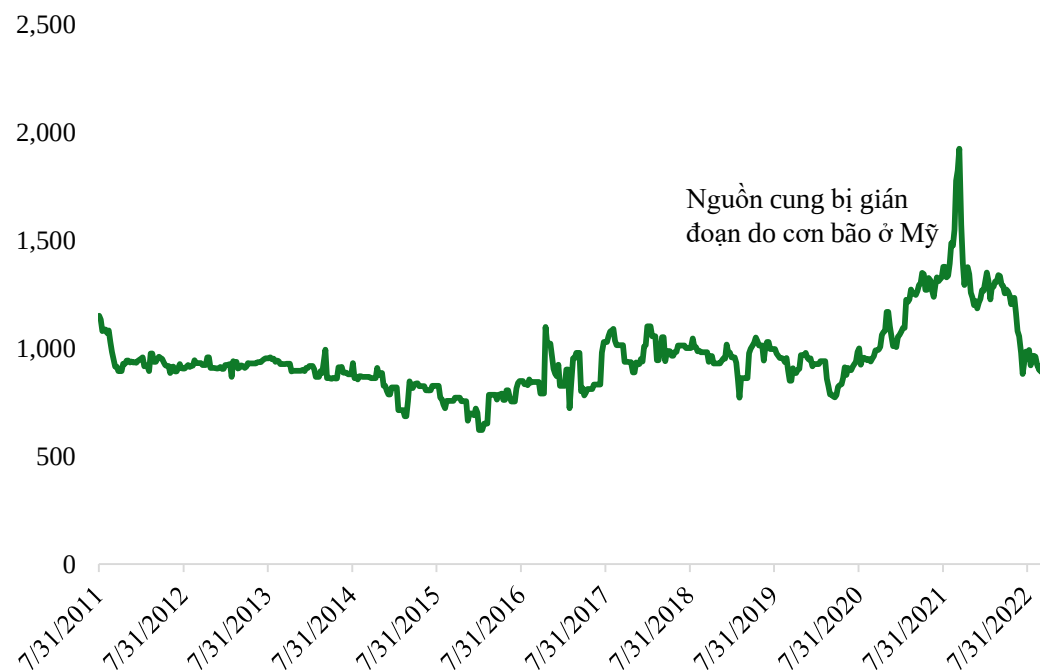
Kết quả kinh doanh của BMP



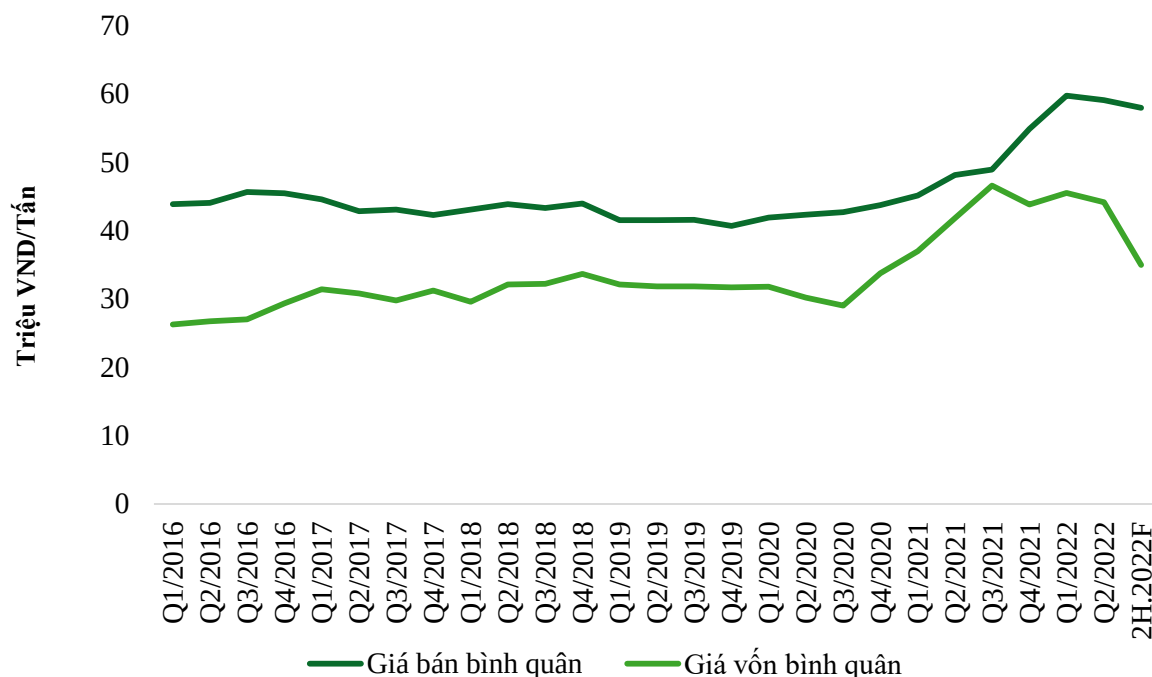
GIÁ PVC GIẢM MẠNH LÀ ĐỘNG LỰC THÚC ĐẨY LỢI NHUẬN

- Giá PVC giảm mạnh** : Nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu PVC cho hoạt động xây dựng (chiếm 62% nhu cầu) sụt giảm mạnh do thị trường bất động sản tụt dốc. Hiện nay giá PVC đã rơi về mức giá khoảng 800 USD/Tấn từ mức đỉnh 2,000 USD/Tấn. Bên cạnh đó, giá bán trung bình của BMP đã tăng mạnh kể từ đầu năm 2022 và doanh nghiệp chưa có kế hoạch điều chỉnh giá bán trong cuối năm 2022. Theo dự báo của VCBS, biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục mở rộng trong Q4.2022 nhờ giá PVC tiếp tục đà giảm sâu.

Giá PVC tại Trung Quốc



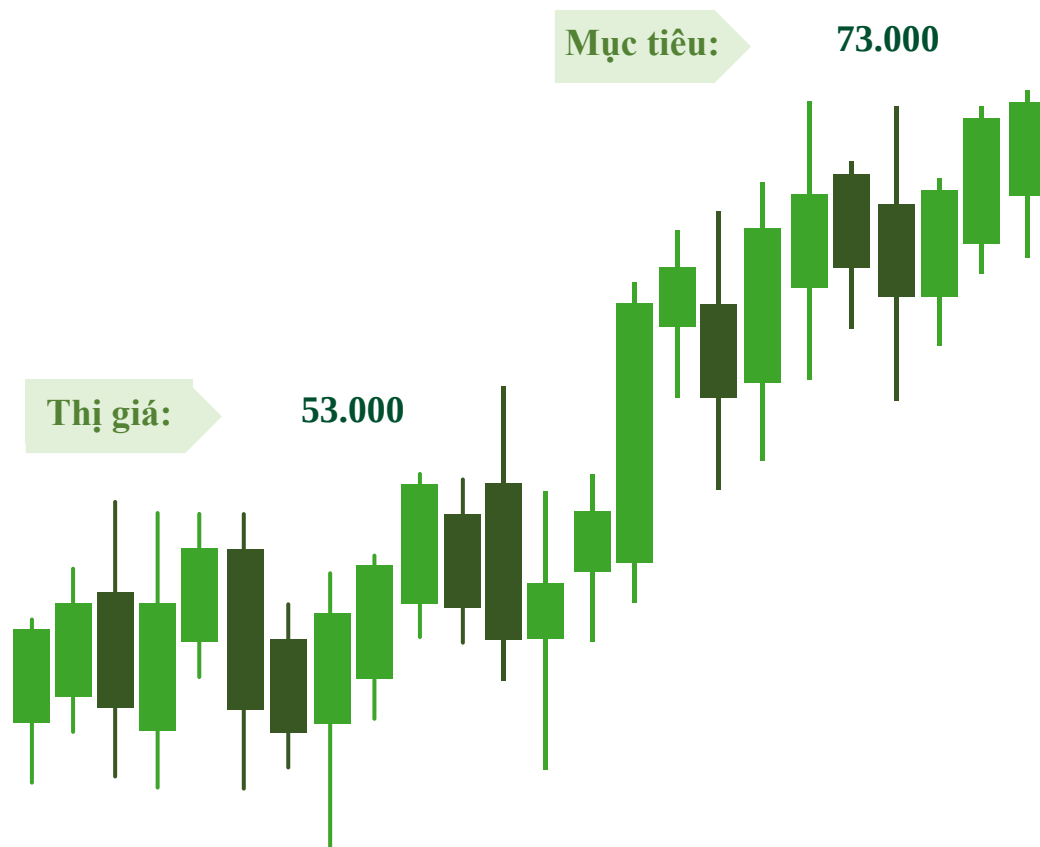
Giá bán và giá vốn bình quân của BMP



CTCP Nhựa Bình Minh - BMP

Dự báo lợi nhuận tăng trưởng 194%, giá mục tiêu 73.000 đồng/cp (+21%)

Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	4.553	5.876	5.298
+/-yoy (%)	-2,84%	29%	-9,84%
LNST	214	630	587
+/- %	-59%	194%	-9%
EPS (đồng/cổ phiếu)	2.619	7.691	7.168

Một số giả định trong dự báo

- Sản lượng tăng trưởng nhẹ trong 2023 về mức trước dịch, tuy nhiên giá bán sẽ có điều chỉnh để tăng khả năng cạnh tranh trong bối cảnh nhu cầu không quá tích cực.
- Giá PVC duy trì ở vùng thấp khoảng 1,000 USD/Tấn khi nhu cầu trên toàn thế giới chững lại trong khi nguồn cung hồi phục.

Một số rủi ro

- Rủi ro tiêu thụ
- Rủi ro giá đầu vào và đầu ra
- Rủi ro cạnh tranh dẫn tới tăng chiết khấu

Thông tin bên lề

- Công ty không có gia tăng công suất trong năm tới

CTCP Hoá chất Cơ bản Miền Nam - CSV

Ngành	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ lệ tăng giá	Khuyến nghị
Hoá chất	26.000	45.000	73%	MUA

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	23.8 – 65
GTGD bình quân 52T	644,820
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,124
P/E	3.0x
P/B	0.84x
% NN sở hữu	3.85%

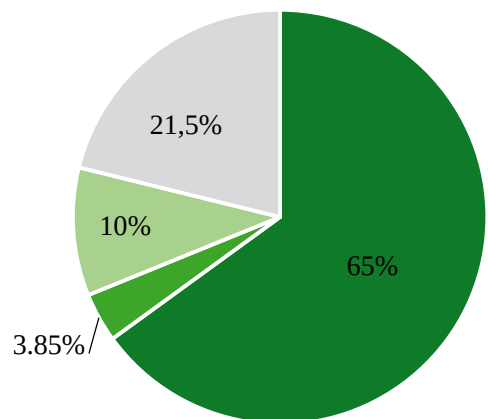
Cập nhật KQKD 9T2022 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	1,619 (+53.4%)
Lợi nhuận sau thuế	357 (+164%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

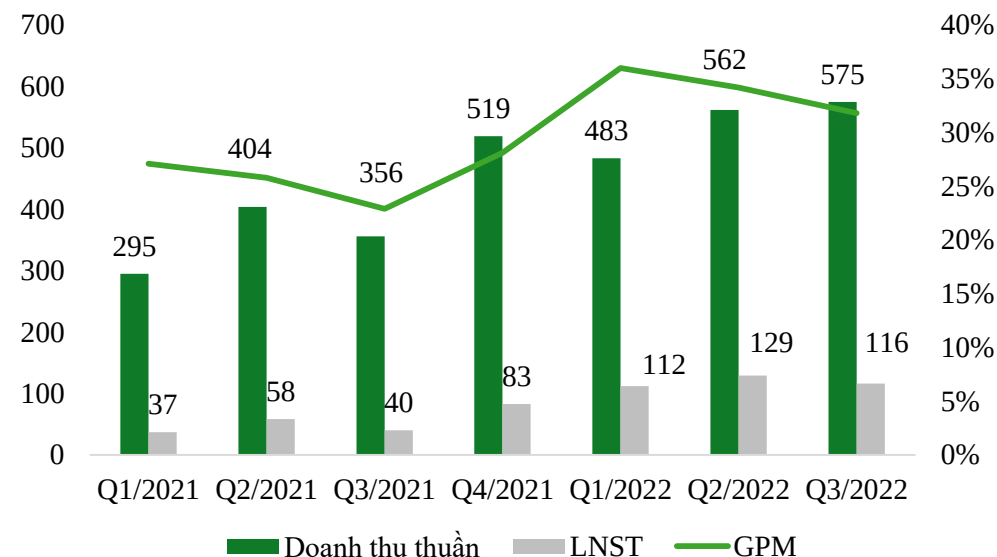
- CSV hoạt động chính trong ngành Hoá chất cơ bản, trong đó sản phẩm tập trung là Xút (NaOH), H_2SO_4 , HCl, Silicate, Pac, P4...
- Cổ đông chính là Tập đoàn Hoá chất Việt Nam đang chi phối là 65%. Bên cạnh đó CSV cũng có một số cổ đông là các quỹ lớn.
- KQKD 9T22 tăng trưởng tích cực được đóng góp chủ yếu bởi giá hoá chất cơ bản tăng cao và sản lượng tiêu thụ tích cực.

Cơ cấu cổ đông của CSV



- Tập đoàn Hóa chất Việt Nam
- America LLC
- Các quỹ thuộc Vinacapital
- Khác

Kết quả kinh doanh của CSV



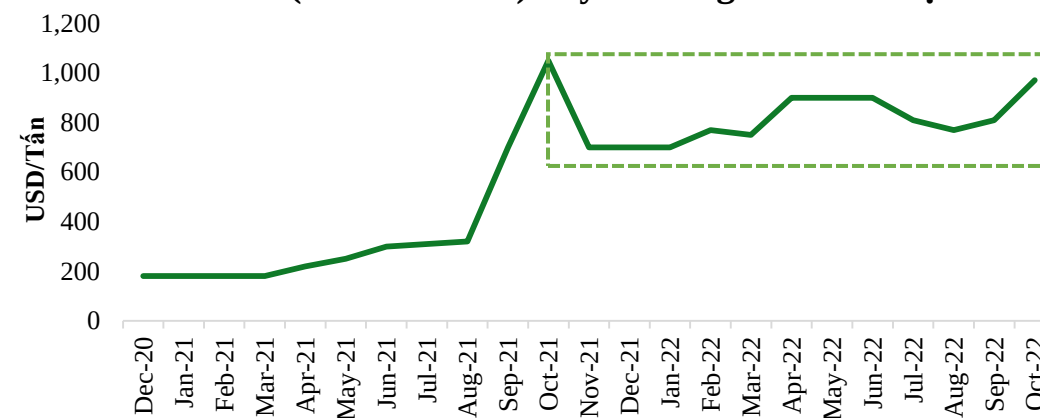
GIÁ HOÁ CHẤT CƠ BẢN NEO GIỮ MỨC CAO LÀ ĐỘNG LỰC DUY TRÌ LỢI NHUẬN

- Giá Xút neo cao:** Nguyên nhân chủ yếu đến từ 1) Nhu cầu Xút cho sản xuất Nhôm và các hoá chất tẩy rửa ở Trung Quốc tăng cao phục vụ cho xuất khẩu và tiêu thụ trong mùa dịch; 2) Tình trạng thiếu điện do hạn hán và chính sách kiểm soát sản xuất của Trung Quốc gây gián đoạn nguồn cung sản xuất và chi phí bị điện gia tăng vào mùa tiêu thụ điện cao điểm.
- Gia tăng công suất:** CSV đã hoàn thành lắp đặt bình điện phân mới với công suất 10.000 tấn/Năm (+25% công suất). Dự kiến đây chuyển sẽ giúp CSV duy trì mức doanh thu cao trong năm 2023.

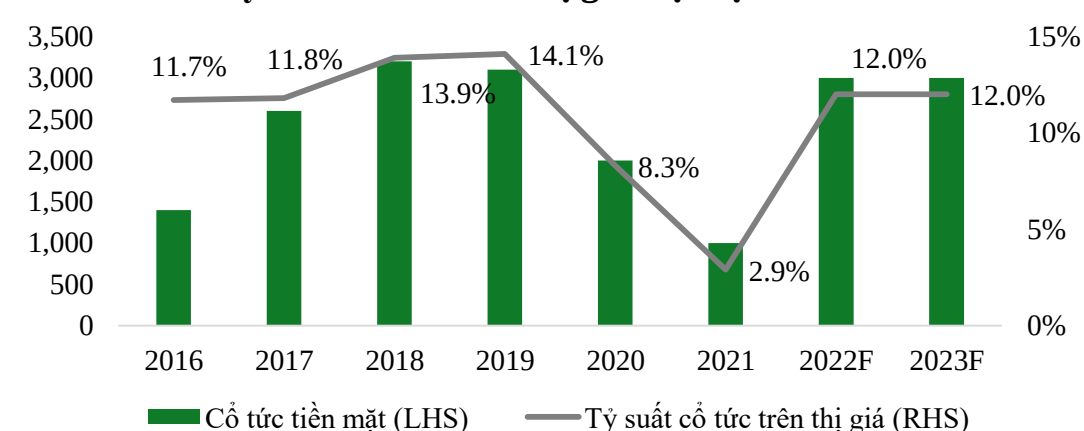
Tỷ lệ cổ tức trên thị giá hiện tại cao

- Tỷ lệ cổ tức có thể lên tới 12% với mức thị giá hiện tại:** Theo ước tính của VCBS, CSV có thể đạt mức 452 tỷ VND LNST trong năm 2022 (tương ứng EPS 9.090 VND), theo giai đoạn lịch sử thì CSV hoàn toàn có thể chi trả ít nhất 3.000 VND cổ tức tiền mặt trong năm 2022 và 2023. *Mức tỷ suất sinh lợi tốt và vùng định giá rẻ sẽ cho tỷ suất lợi nhuận cao trong 1 năm tới.*
- Ngoài ra, CSV cũng đang có lượng tiền mặt 384 tỷ VND tính đến Q3/2022 trong khi chỉ có nợ vay ngắn hạn 49 tỷ VND, vị thế tài chính vững mạnh này có thể giúp CSV hưởng lợi trong giai đoạn lãi suất tăng cao và ít chịu rủi ro tài chính.

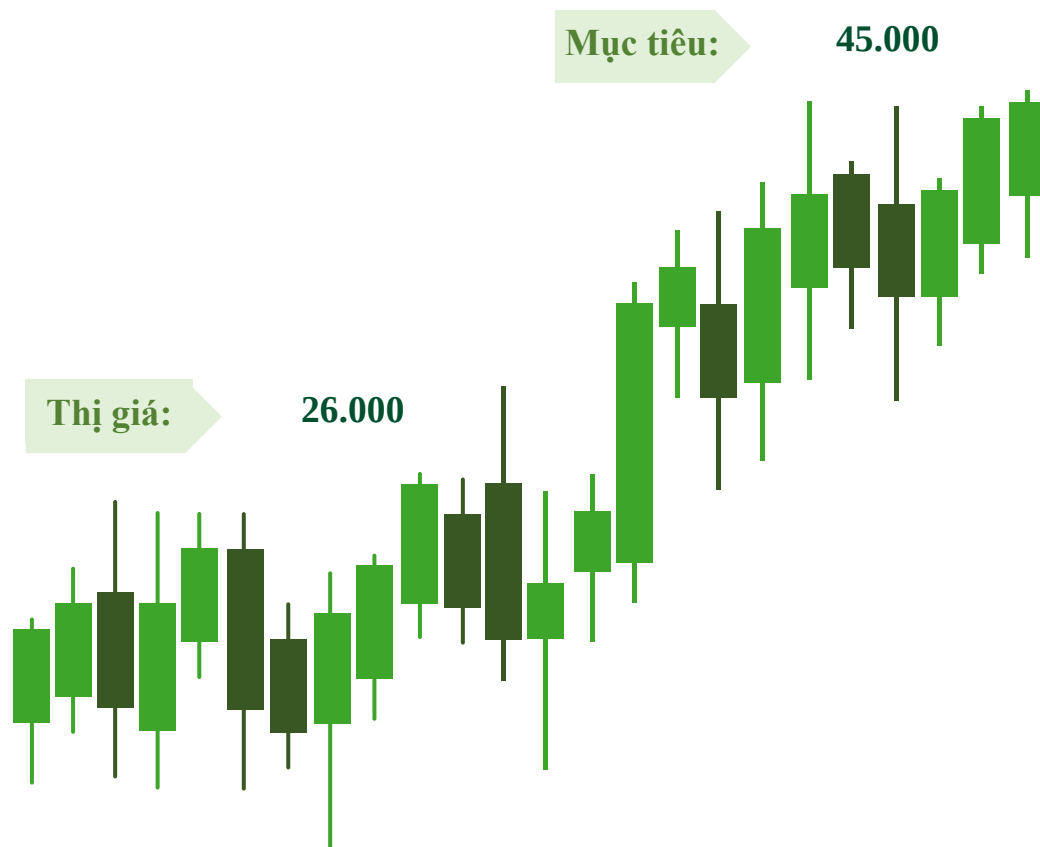
Giá Xút (NaOH 100%) duy trì vùng đỉnh thời đại



Tỷ suất cổ tức trên thị giá hiện tại khá cao



Định giá và dự báo tăng trưởng



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.576	2.205	2.146
+/-yoy (%)	17,8%	39,8%	-2,7%
LNST	218	452	443
+/- %	21%	107%	-1.9%
EPS (đồng/cổ phiếu)	4.299	9.090	8.891

Một số giả định trong dự báo

- Sản lượng sản phẩm Xút tăng trưởng do bình điện phân mới đi vào hoạt động trong khi các sản phẩm khác đi ngang trong bối cảnh nhu cầu có xu hướng kém đi.
- Giá Xút điều chỉnh giảm nhẹ 10% so với trung bình năm 2022 tuy nhiên vẫn ở mức rất cao.

Một số rủi ro

- Rủi ro giá bán các sản phẩm điều chỉnh giảm
- Rủi ro di dời nhà máy

Thông tin bên lề

- Công ty có dự định tiếp tục lắp nâng thêm bình điện phân gia tăng công suất trong 2023

Điều khoản sử dụng

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

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

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

Thông tin liên hệ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn