

Báo cáo Chiến lược Đầu tư

Kỳ vọng nền kinh tế tăng tốc trong năm 2024

Tháng 1/2024

Kỳ vọng thị trường tăng trưởng mạnh trong năm 2024

Chúng tôi có quan điểm lạc quan về thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024 với mục tiêu VN-Index năm 2024 là 1.350.

Lợi nhuận doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng mạnh trong các năm 2024/2025

- Trong các năm 2023/24/25, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP là 5,0%/6,5%/6,8% và tăng trưởng tổng LNST sau lợi ích CĐTTS của các cổ phiếu niêm yết sàn HSX thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi là -1%/+18%/+21%.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu của các tổ chức phi tài chính tiếp tục phục hồi và biên lợi nhuận từ HĐKD tăng. Biên lợi nhuận ròng tiếp tục tăng nhờ chi phí lãi vay giảm. Ít rủi ro lỗ tỷ giá hơn.
- Các ngân hàng sẽ được hưởng lợi từ tăng trưởng tín dụng nhanh hơn và chi phí tín dụng đạt đỉnh khi chất lượng tài sản được cải thiện cùng với nền kinh tế phục hồi mạnh hơn và lãi suất thấp kéo dài.

Lãi suất tiếp tục được duy trì ở mức thấp

- Chỉ số CPI vẫn thấp hơn mức trần mục tiêu của Chính phủ là “khoảng 4,5%”, giá cả hàng hóa nhìn chung không ảnh hưởng đến lạm phát do chi phí đẩy.
- Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ duy trì lập trường chính sách thúc đẩy tăng trưởng vào năm 2024 và tạo môi trường hỗ trợ (cụ thể là lãi suất thấp) để các ngân hàng và các chủ nợ khác giải quyết các khoản nợ có vấn đề.
- Chu kỳ thắt chặt của Fed đã đạt đỉnh. Việc giảm lãi suất USD vào năm 2024 có thể giúp thu hẹp chênh lệch âm giữa lãi suất VND và USD, đồng thời giảm bớt áp lực trượt giá của VND so với USD.

Định giá hấp dẫn

- Chỉ số P/E trượt 12T và P/E dự phóng 12T đồng thuận của VN-Index lần lượt là 15,0 lần và 9,5 lần, và chỉ số P/B quý gần nhất là 1,6 lần, thấp hơn mức trung bình tương ứng của các chỉ số này từ cuối năm 2014, lần lượt là 16,6 lần, 12,8 lần và 2,2 lần.

Mục lục

	Trang
<u>Triển vọng Vĩ mô</u>	4
<u>Triển vọng Thị trường</u>	23
<u>Các ngành & cổ phiếu</u>	48
<u>Ngân hàng</u>	100
<u>Tài chính khác</u>	144
<u>Tiêu dùng</u>	183
<u>Giao thông Vận tải & Logistics</u>	224
<u>Sản xuất Công nghiệp</u>	253
<u>Vật liệu Xây dựng</u>	286
<u>Bất động sản Nhà ở</u>	305
<u>Bất động sản Khu công nghiệp</u>	332
<u>Dầu khí</u>	358
<u>Điện & Nước</u>	394
<u>Khuyến cáo</u>	436
<u>Liên hệ</u>	437

Triển vọng Vĩ mô

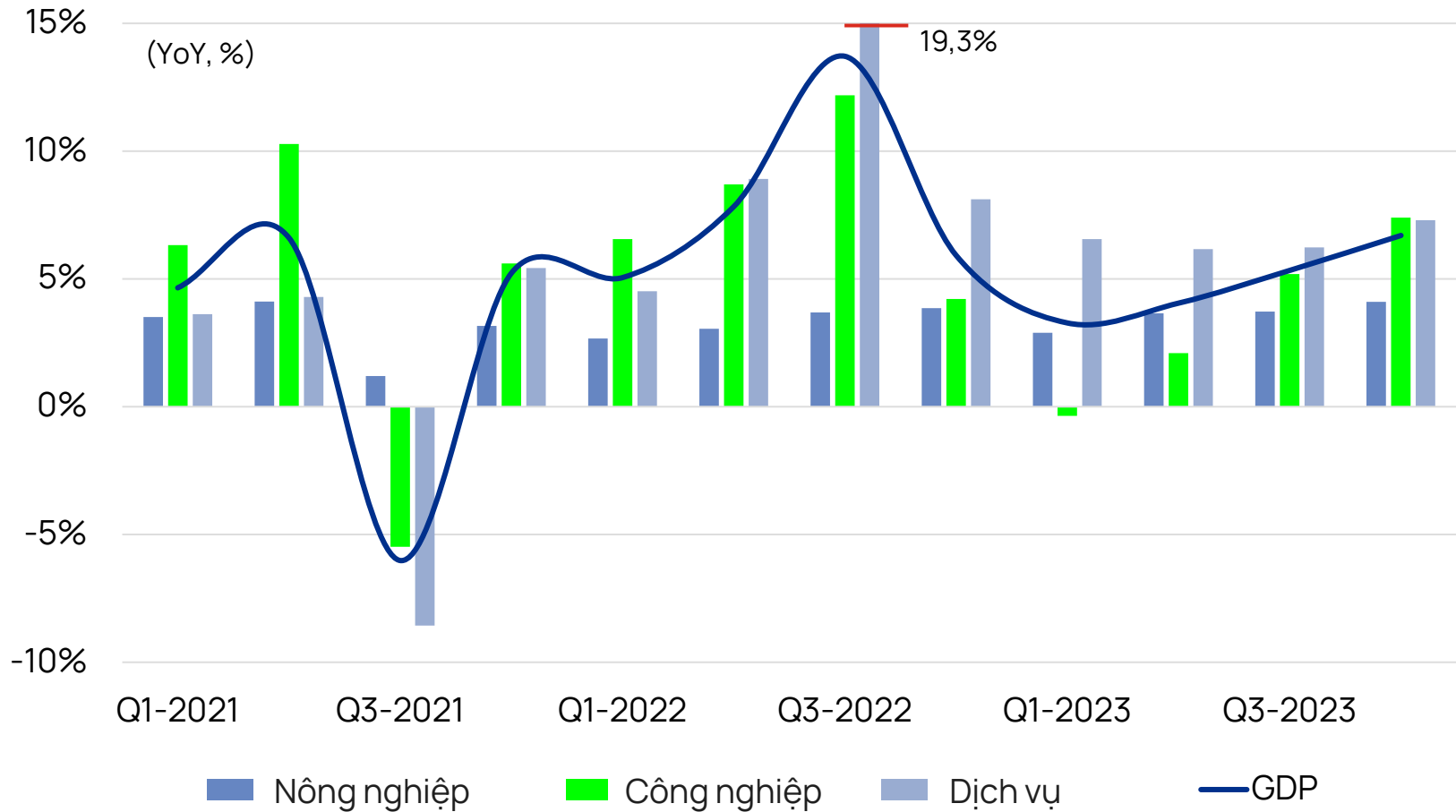
Tổng quan triển vọng vĩ mô

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP sẽ tăng từ 5,0% vào năm 2023 lên 6,5% vào năm 2024 (giảm từ mức 7,0% trong dự báo trước đây), 6,8% vào năm 2025 và 7,0% vào năm 2026. Các yếu tố chính hỗ trợ tăng trưởng trong năm 2024 gồm:

- **Xuất khẩu tiếp tục dần phục hồi.** Mặc dù phải đối mặt với những trở ngại ngắn hạn đối với tăng trưởng toàn cầu do tác động trễ của việc thắt chặt tiền tệ vào năm 2022/23, chúng tôi cho rằng việc bổ sung tồn kho có thể hỗ trợ đà phục hồi trong chi tiêu tiêu dùng và doanh số bán lẻ tại Mỹ và EU, trong khi Việt Nam sẽ tiếp tục giành được thị phần sản xuất giá trị gia tăng trên toàn cầu.
- **Chính sách tài khóa và tiền tệ sẽ tiếp tục duy trì hỗ trợ cho nền kinh tế.** Tình hình tài chính của Chính phủ vững mạnh, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ tiếp tục chi ngân sách tương đối cao cho đầu tư cơ sở hạ tầng trong năm 2024. Trong khi đó, những lo ngại về lạm phát và tỷ giá sẽ không còn là mối đe dọa lớn đối với chính sách nới lỏng tiền tệ hiện tại của NHNN.
- **Giải ngân FDI sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao,** nhờ đà tăng trưởng trong đăng ký dự án mới vào năm 2023 và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc hiện tại.
- **Số lượng khách du lịch quốc tế đến Việt Nam tiếp tục phục hồi,** đạt tới 70% so với mức của năm 2019, dù lượng khách từ Trung Quốc vẫn còn yếu, chỉ đạt 30% so với mức trước dịch.
- **Ngành bất động sản và hoạt động xây dựng sẽ dần phục hồi** nhờ lãi suất cho vay mua nhà giảm và các cải cách pháp lý hiện tại nhằm tháo gỡ các trở ngại về mặt pháp lý cho các chủ đầu tư.

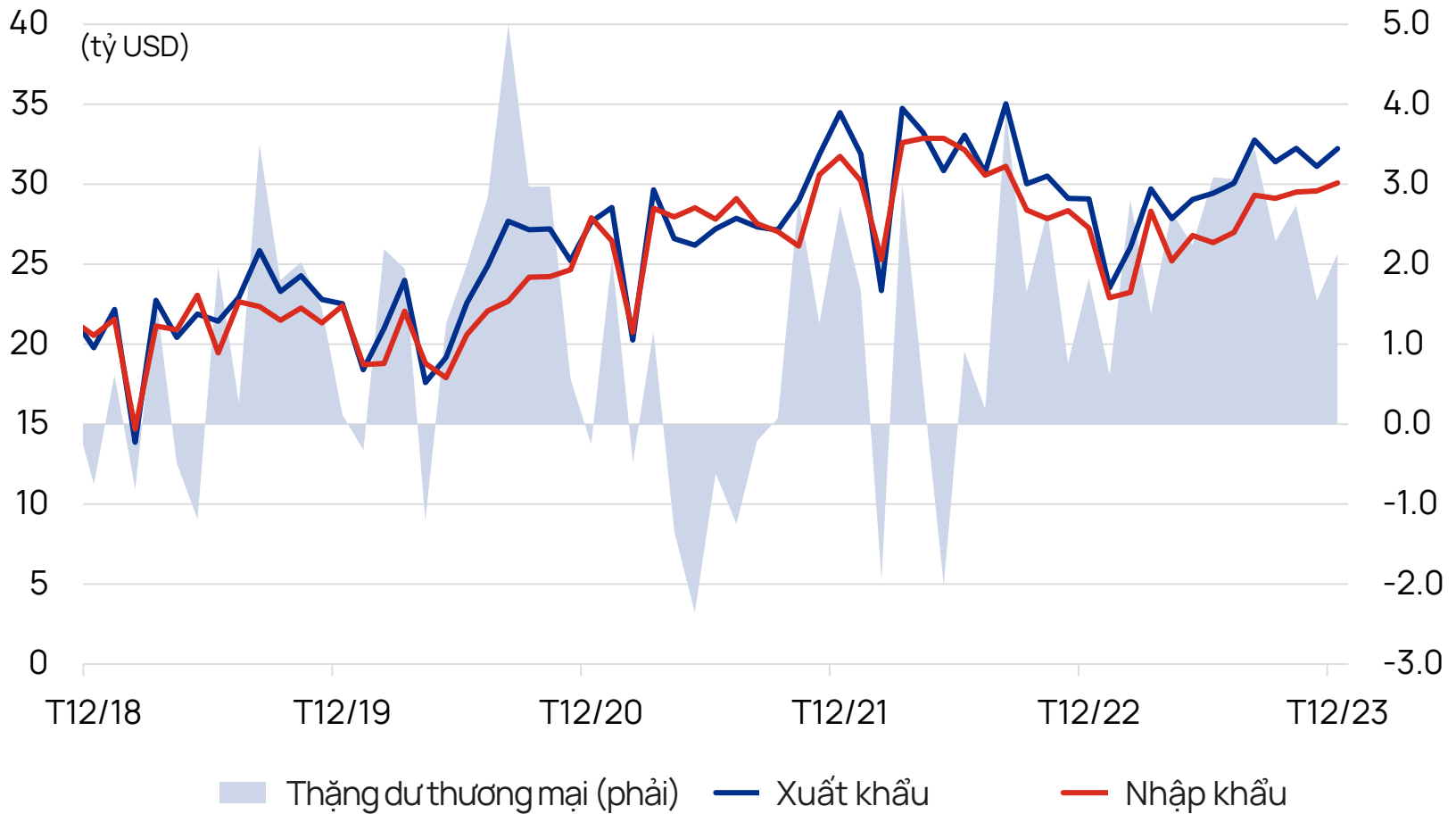
Xuất khẩu chứng lại ảnh hưởng ngành công nghiệp từ quý 4/2022

Tăng trưởng GDP theo ngành



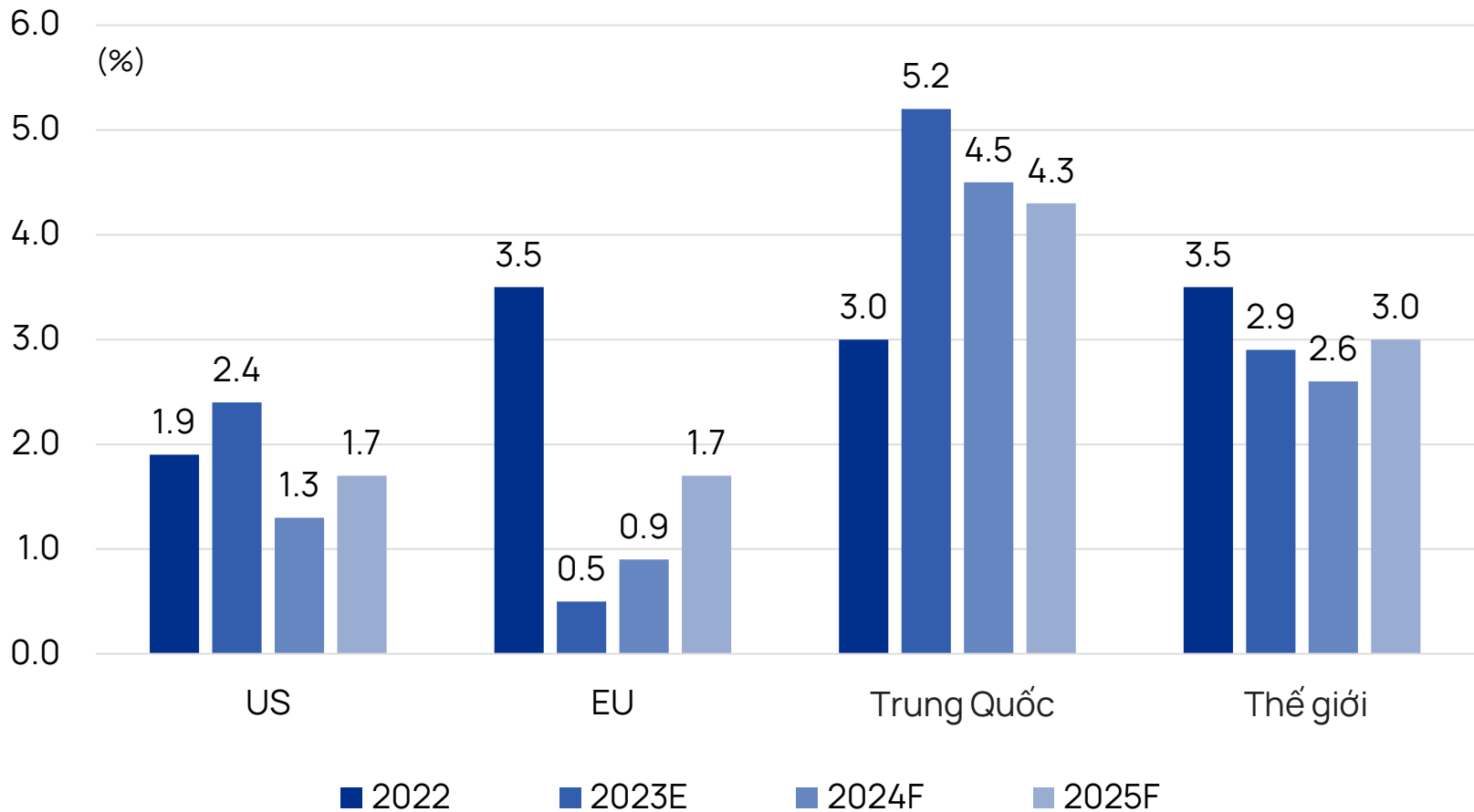
Xuất nhập khẩu chạm đáy vào quý 1/2023

Thương mại hàng hóa theo tháng



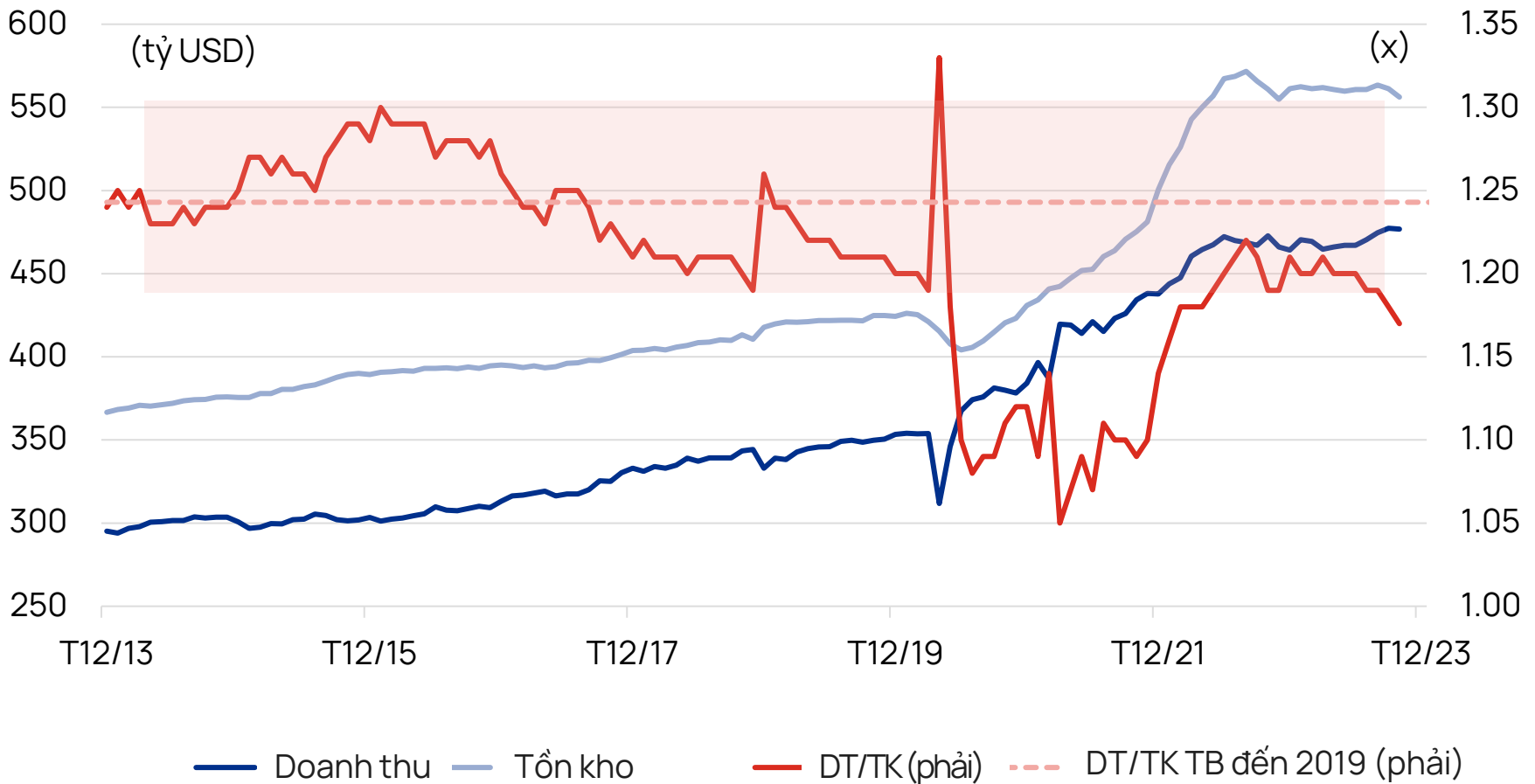
Tăng trưởng toàn cầu dự kiến chững lại trong năm 2024

Dự báo tăng trưởng GDP



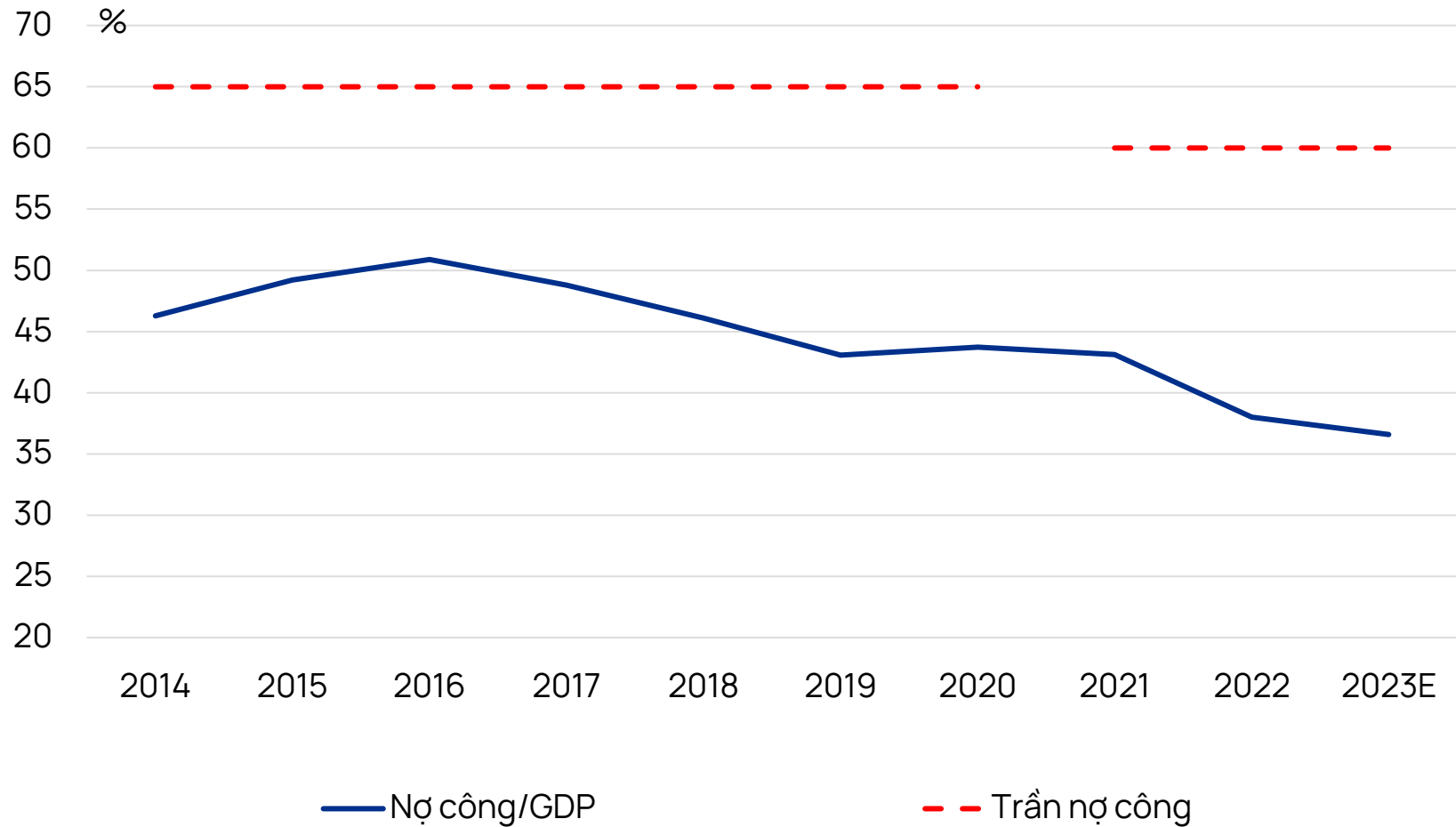
Xuất khẩu phục hồi sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu bán lẻ nhờ hoạt động bổ sung tồn kho

Tỷ lệ tồn kho/doanh thu bán lẻ hàng tháng của Mỹ, không bao gồm ô tô



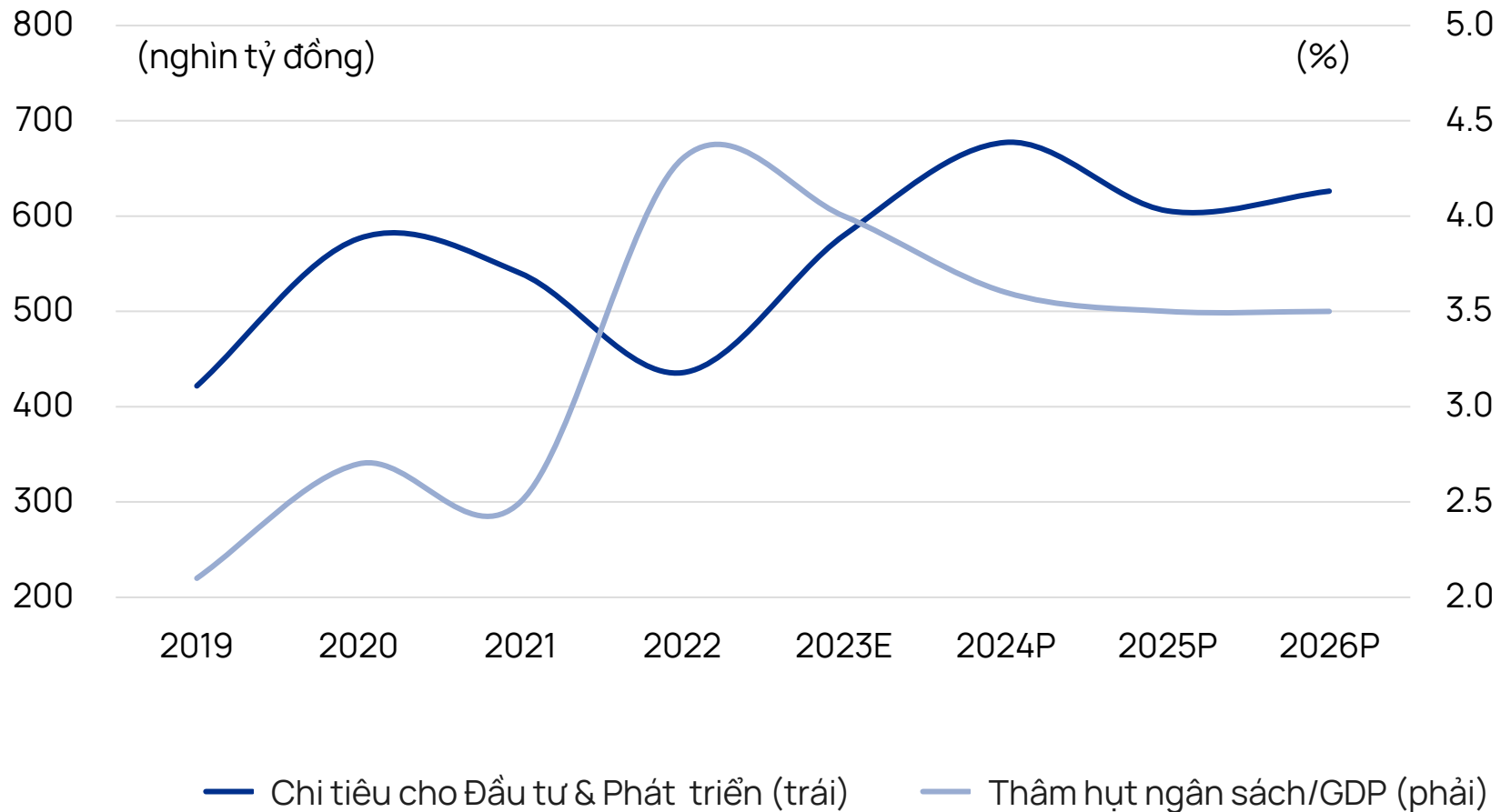
Tình hình tài chính của Chính phủ vững mạnh

Nợ công/GDP



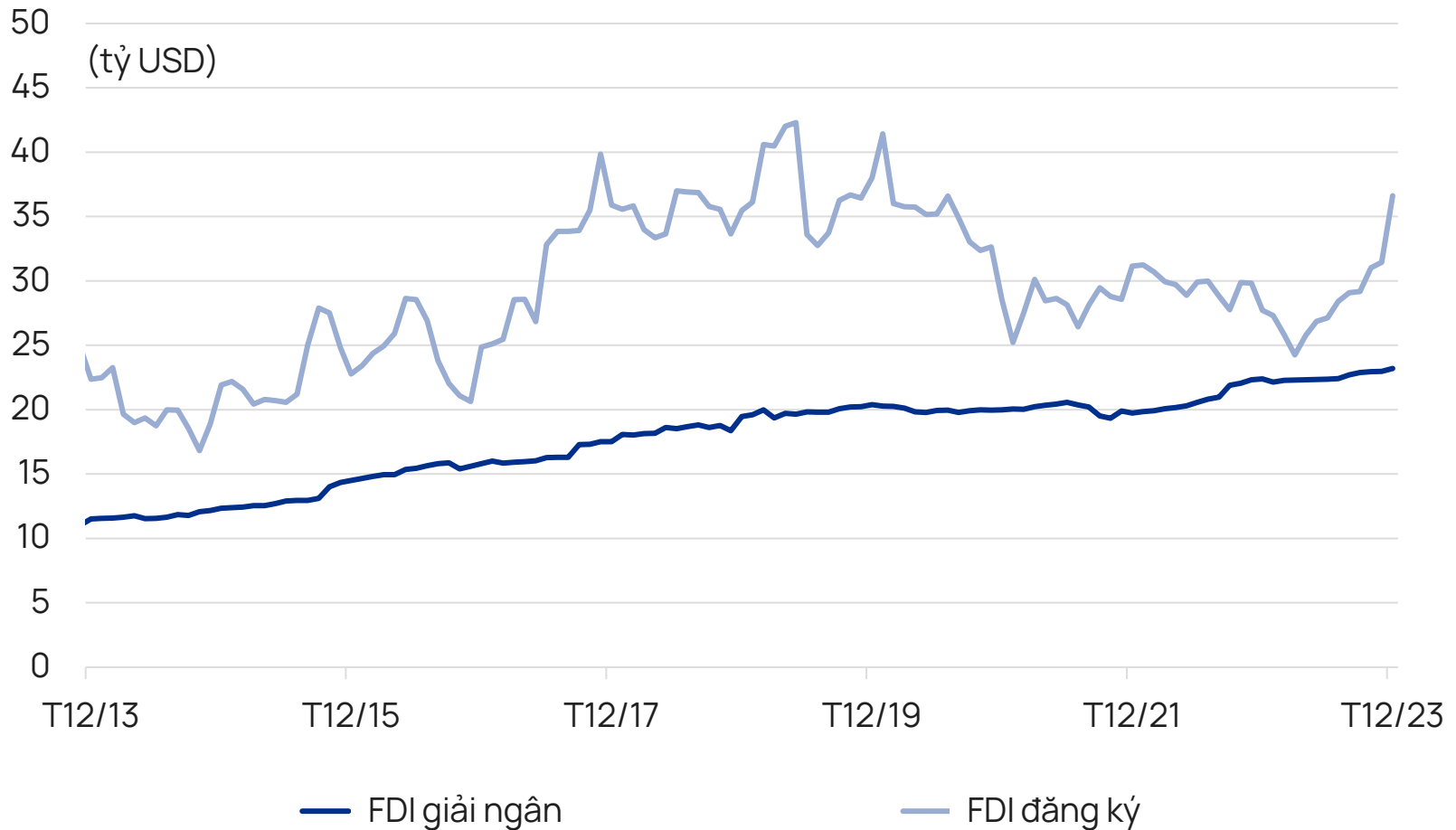
Đầu tư công tiếp tục ở mức tương đối cao trong năm 2024

Tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP và chi tiêu cho Đầu tư & Phát triển



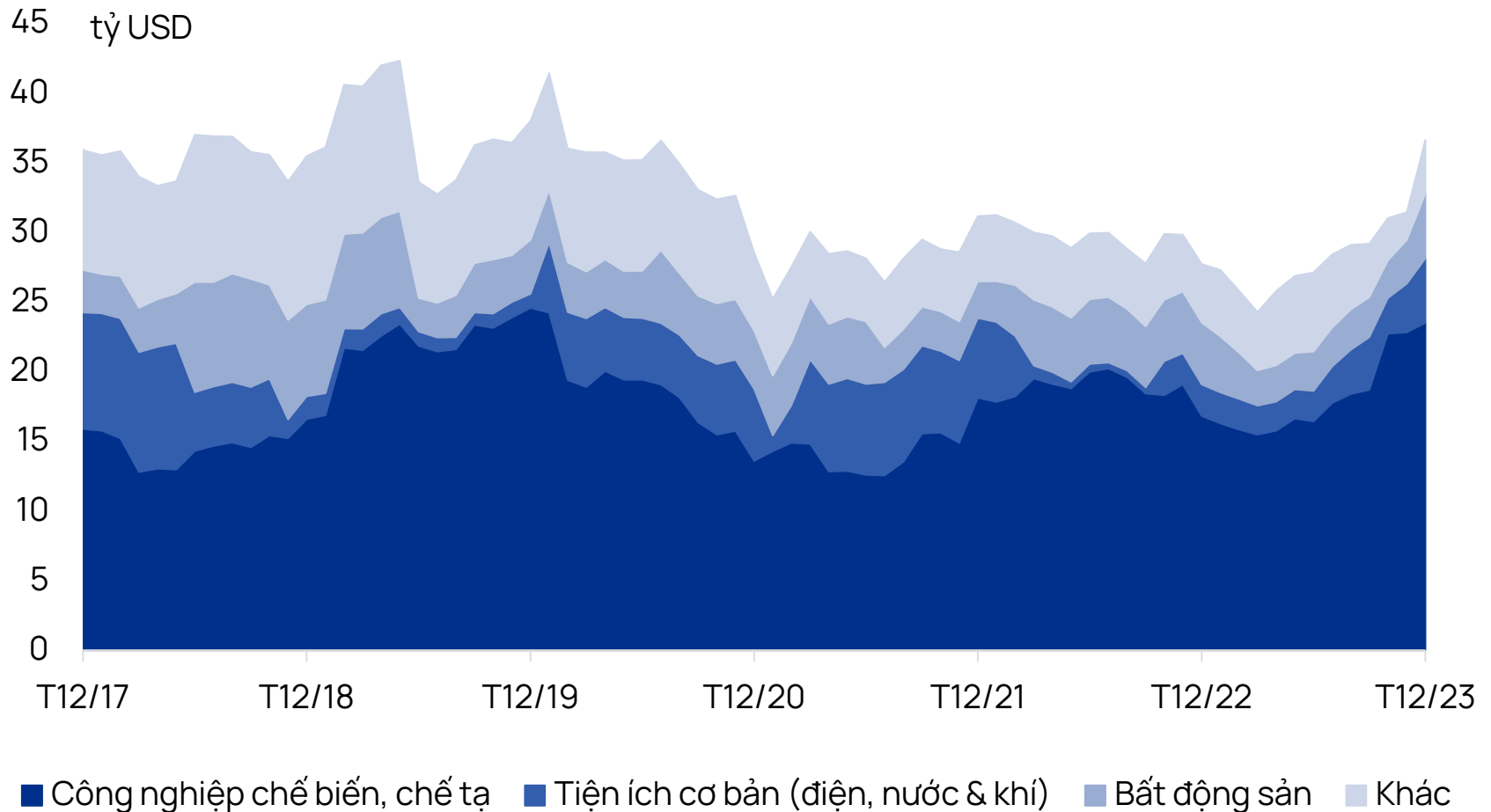
Vốn FDI đăng ký mới tăng mạnh trong năm 2023

Vốn FDI giải ngân & đăng ký, chu kỳ trượt 12 tháng



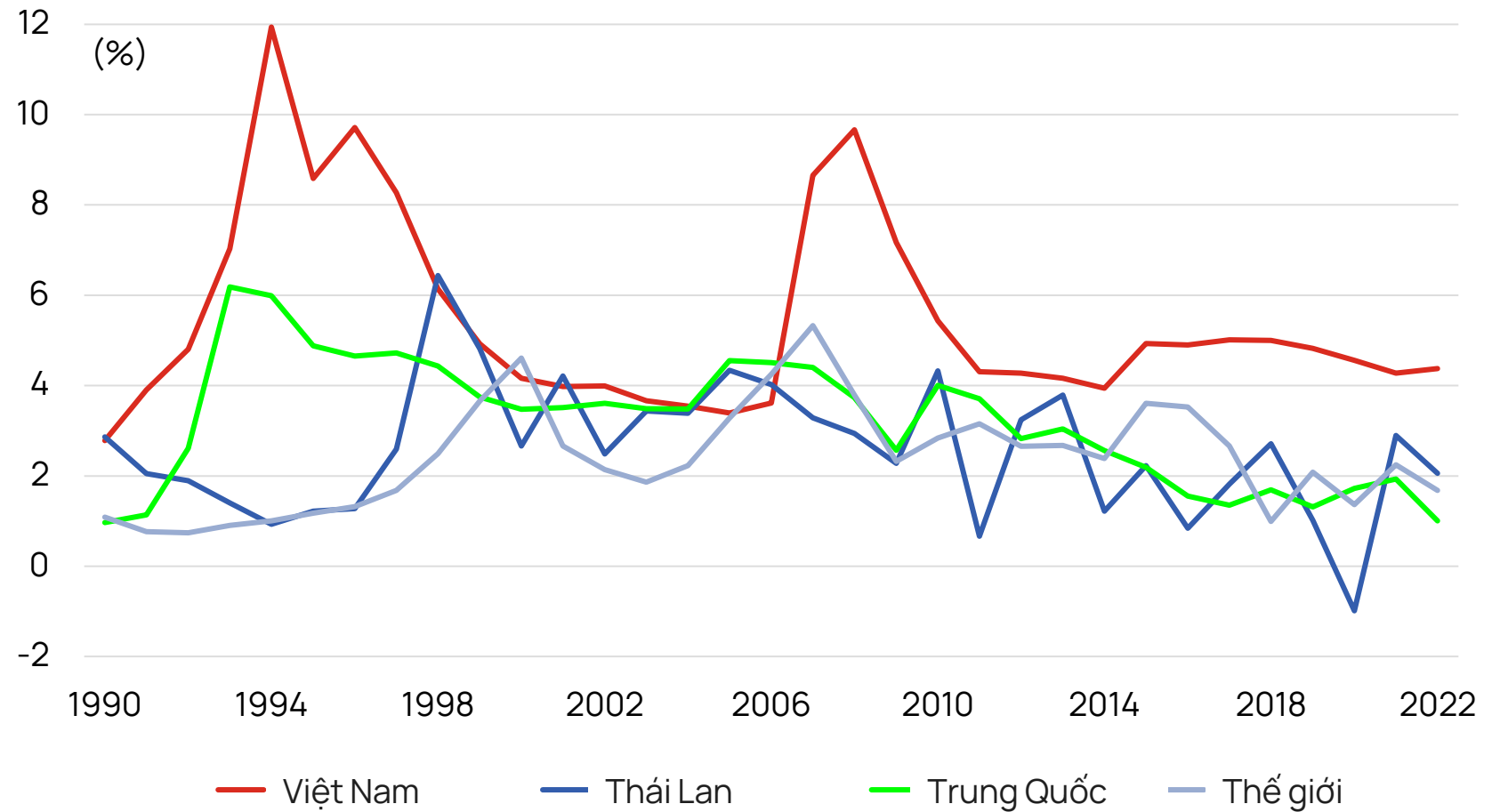
Ngành sản xuất tiếp tục chiếm tỷ trọng cao trong vốn FDI đăng ký

Vốn FDI đăng ký theo ngành



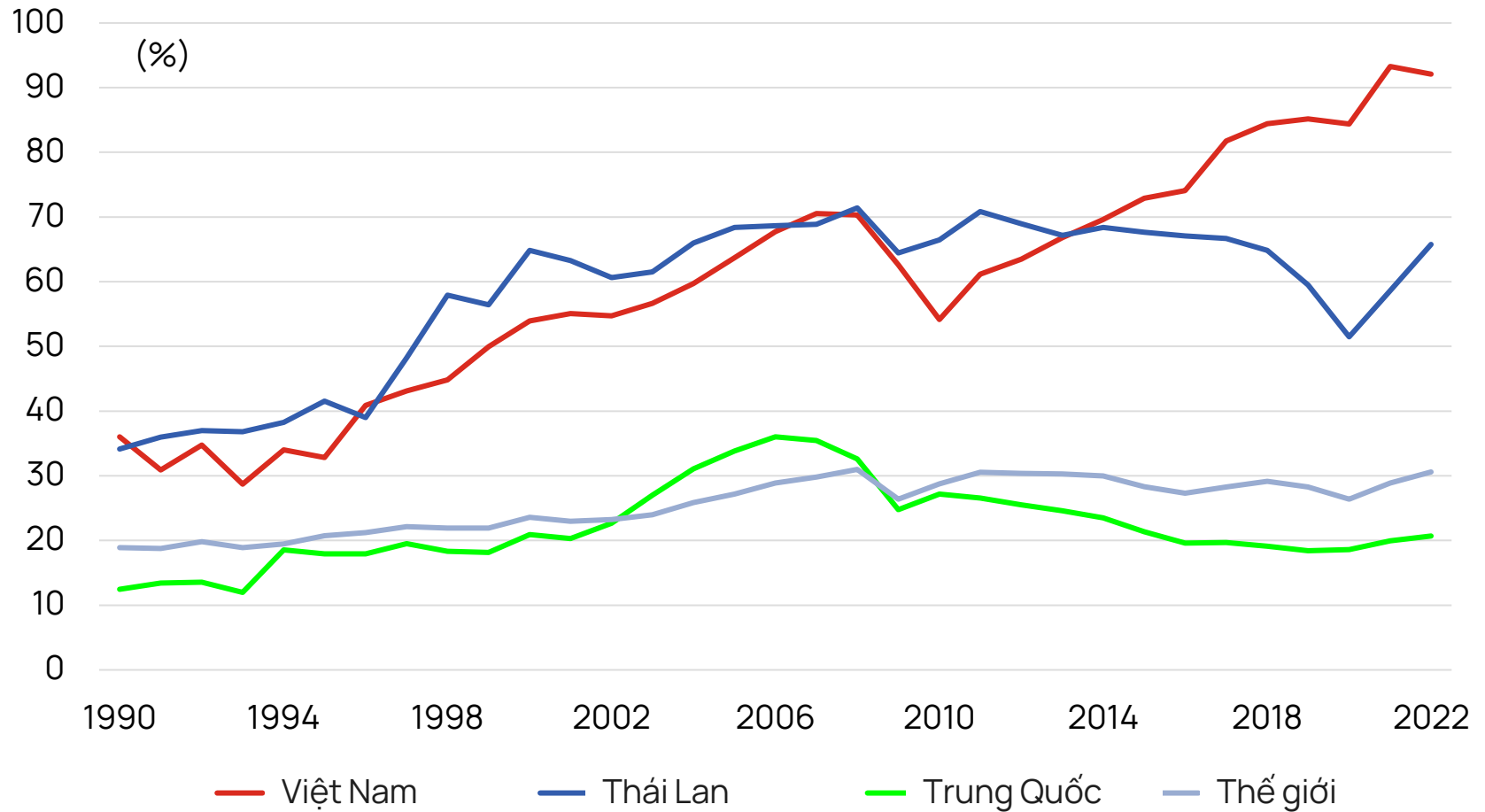
Tỷ lệ thu hút FDI của Việt Nam so với GDP vẫn duy trì ở mức cao và ổn định

Vốn FDI ròng/GDP



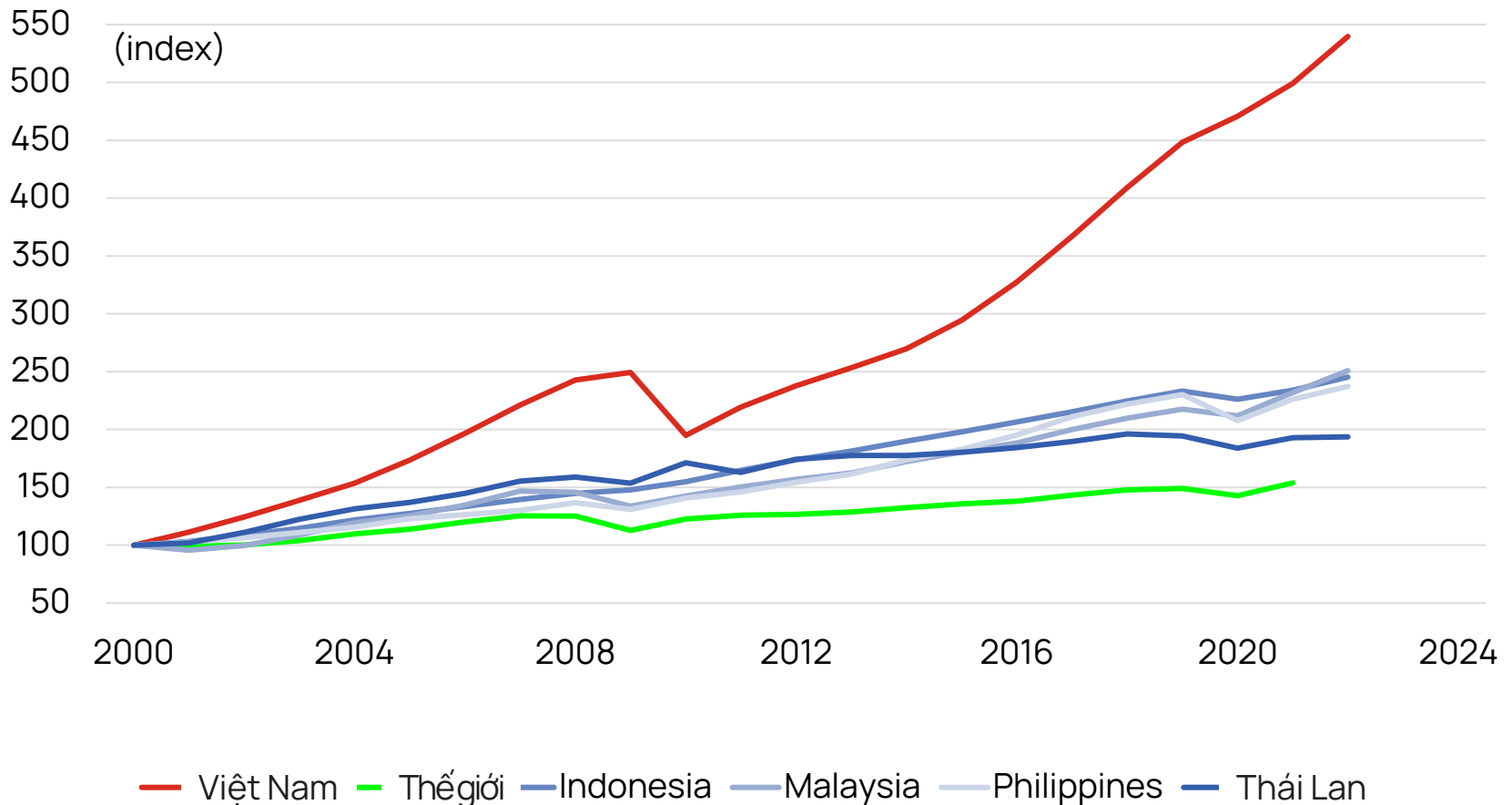
FDI tại Việt Nam chủ yếu hướng đến các ngành sản xuất xuất khẩu

Xuất khẩu hàng hóa & dịch vụ/GDP



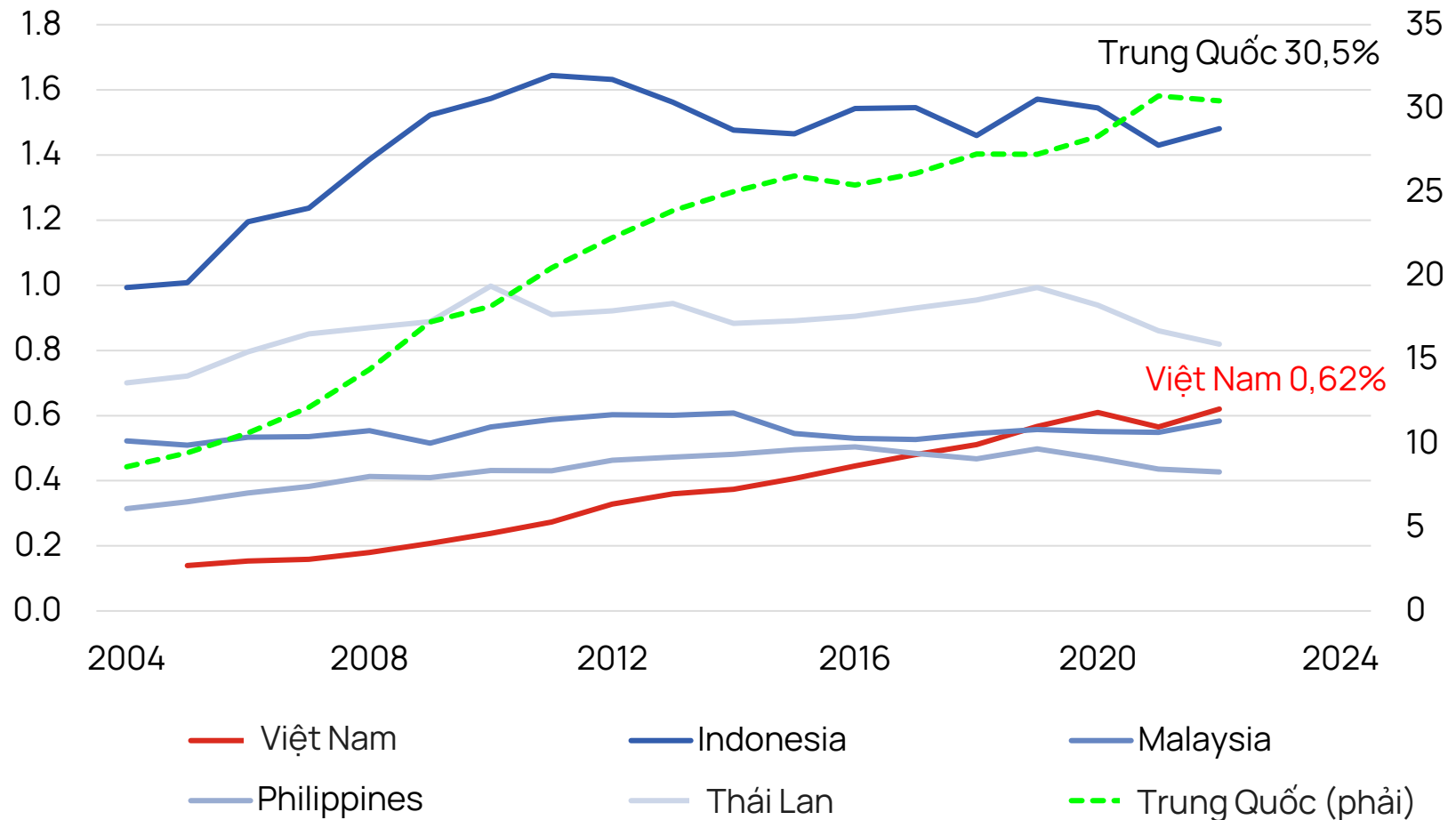
Giá trị gia tăng ngành sản xuất tăng trưởng 5 lần trong giai đoạn 2000-2022

Ngành sản xuất giá trị gia tăng, mốc tham chiếu 100 tại năm 2000



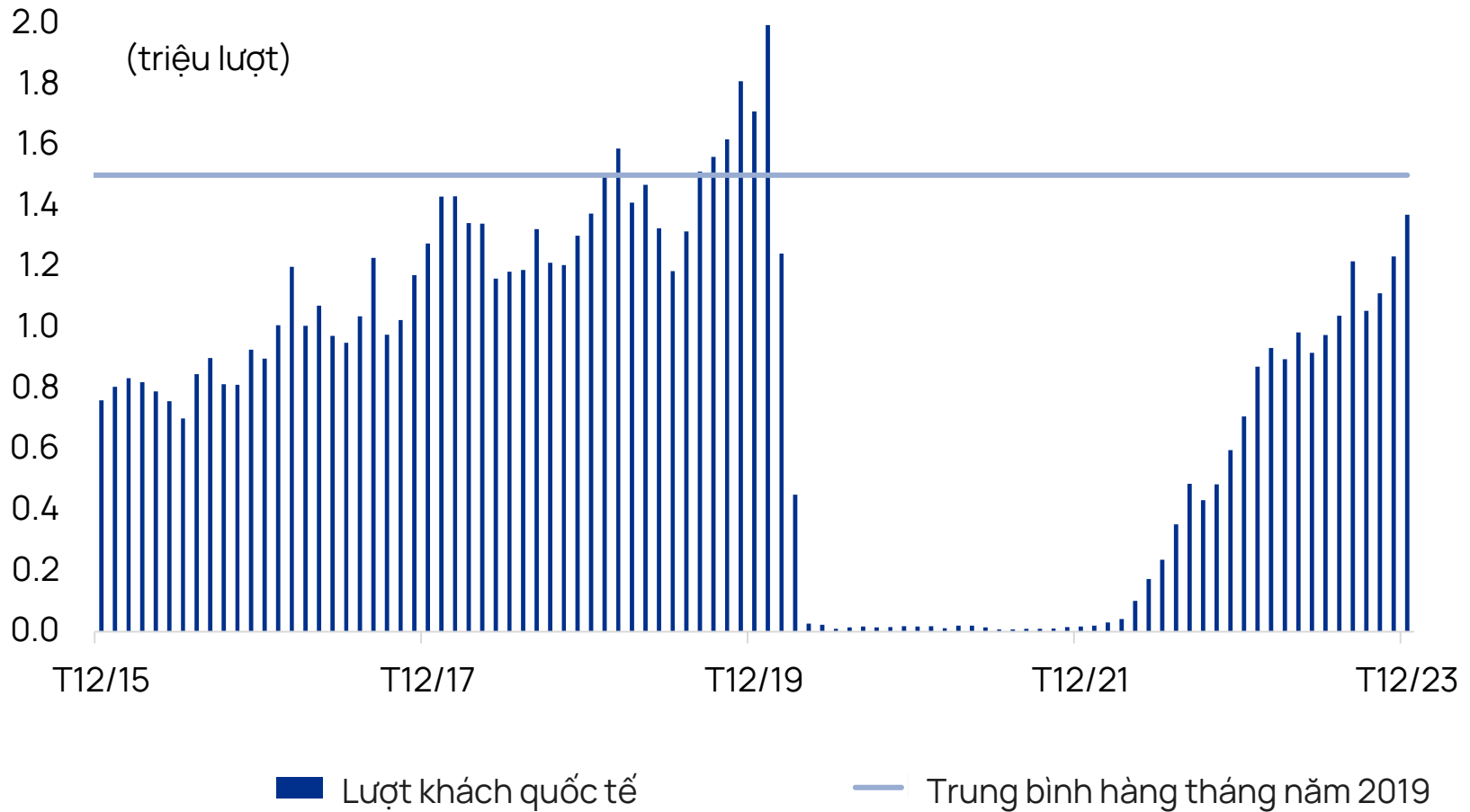
Dịch chuyển 2% sản xuất của Trung Quốc sang Việt Nam có thể giúp tăng gấp đôi giá trị sản xuất giá trị gia tăng của Việt Nam

Thị phần sản xuất giá trị gia tăng toàn cầu



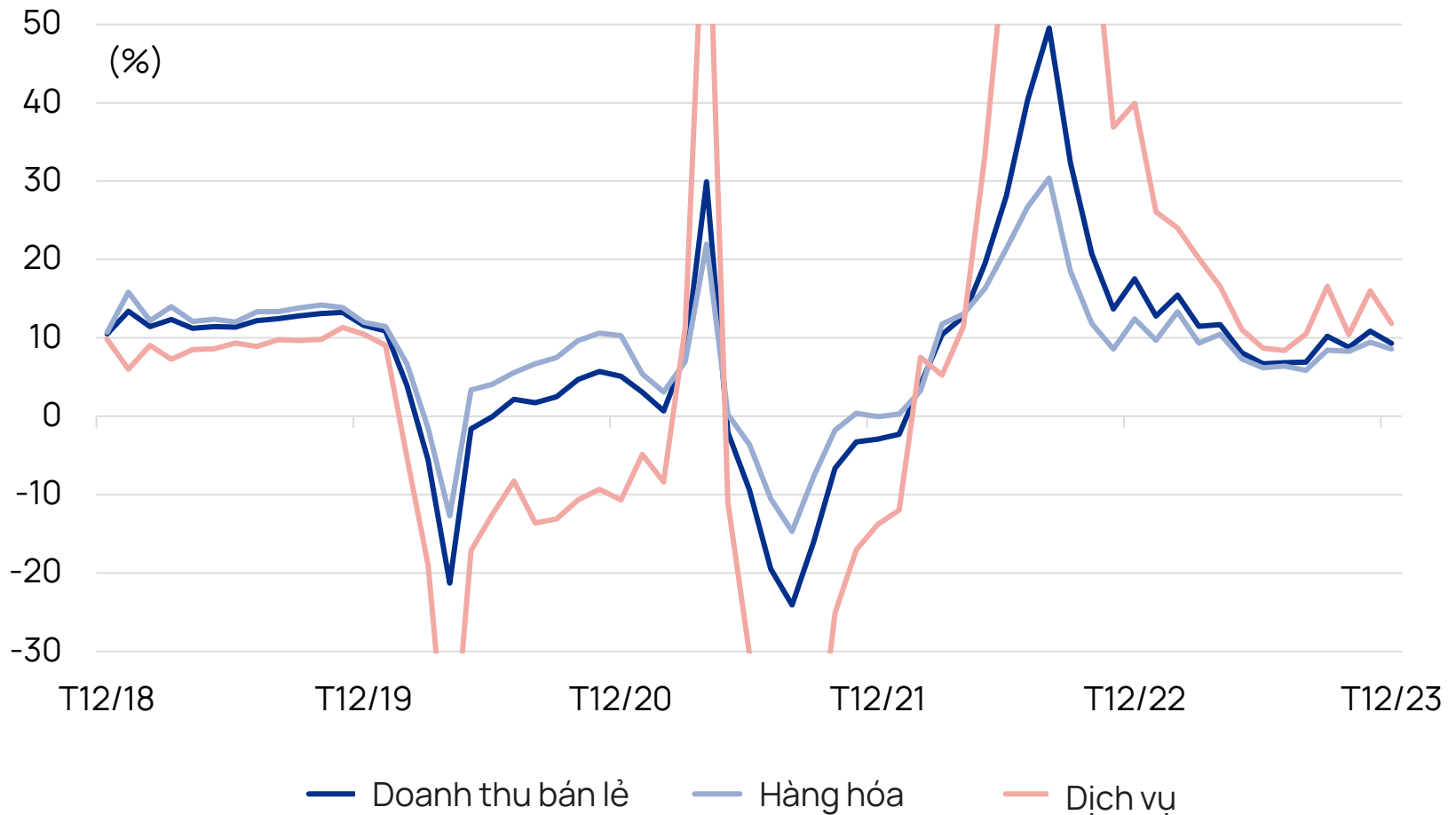
Tiềm năng tiếp tục phục hồi của lượng khách quốc tế

Lượng khách quốc tế hàng tháng



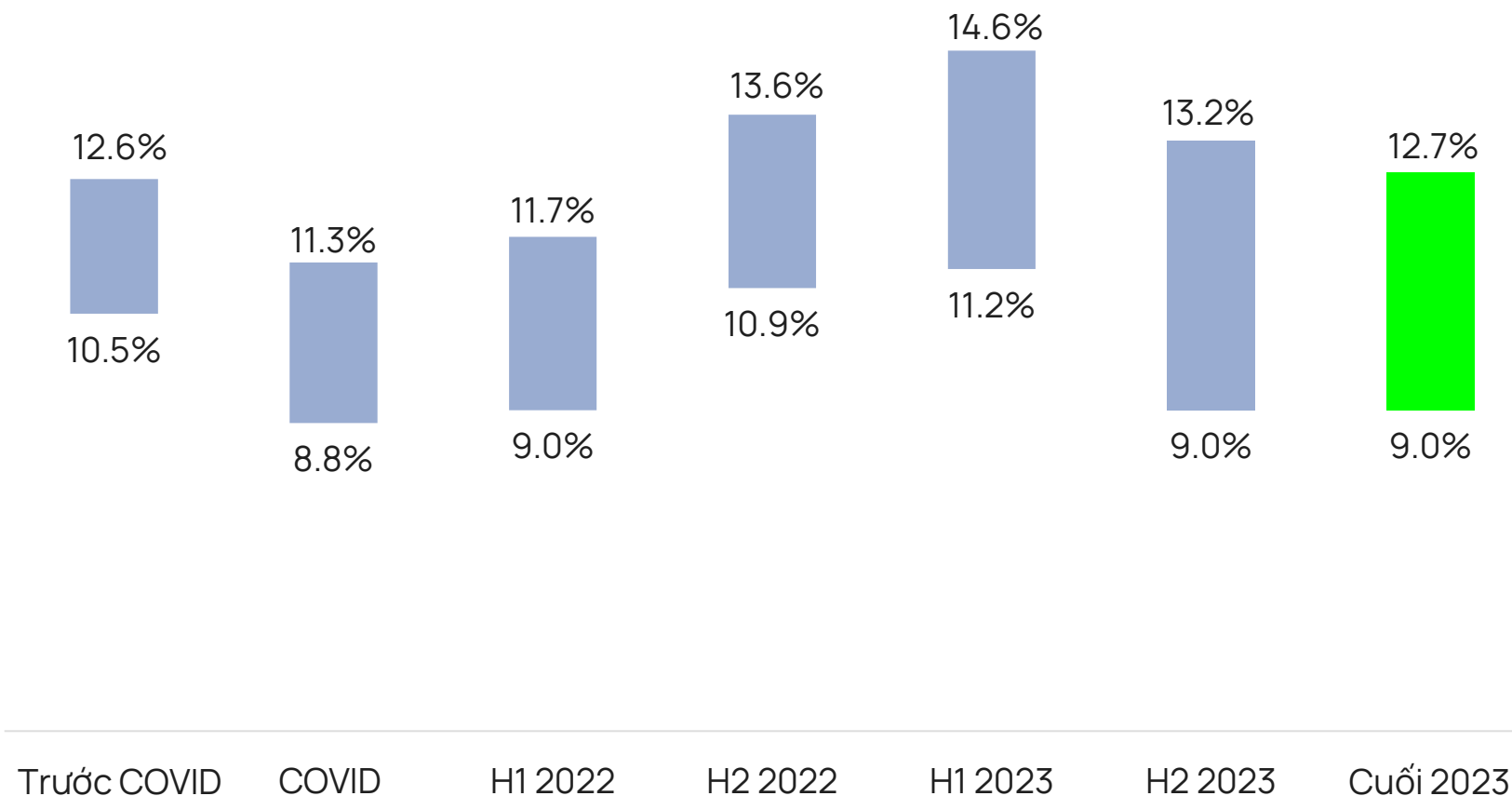
Tăng trưởng trong lĩnh vực dịch vụ vượt trội so với tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ



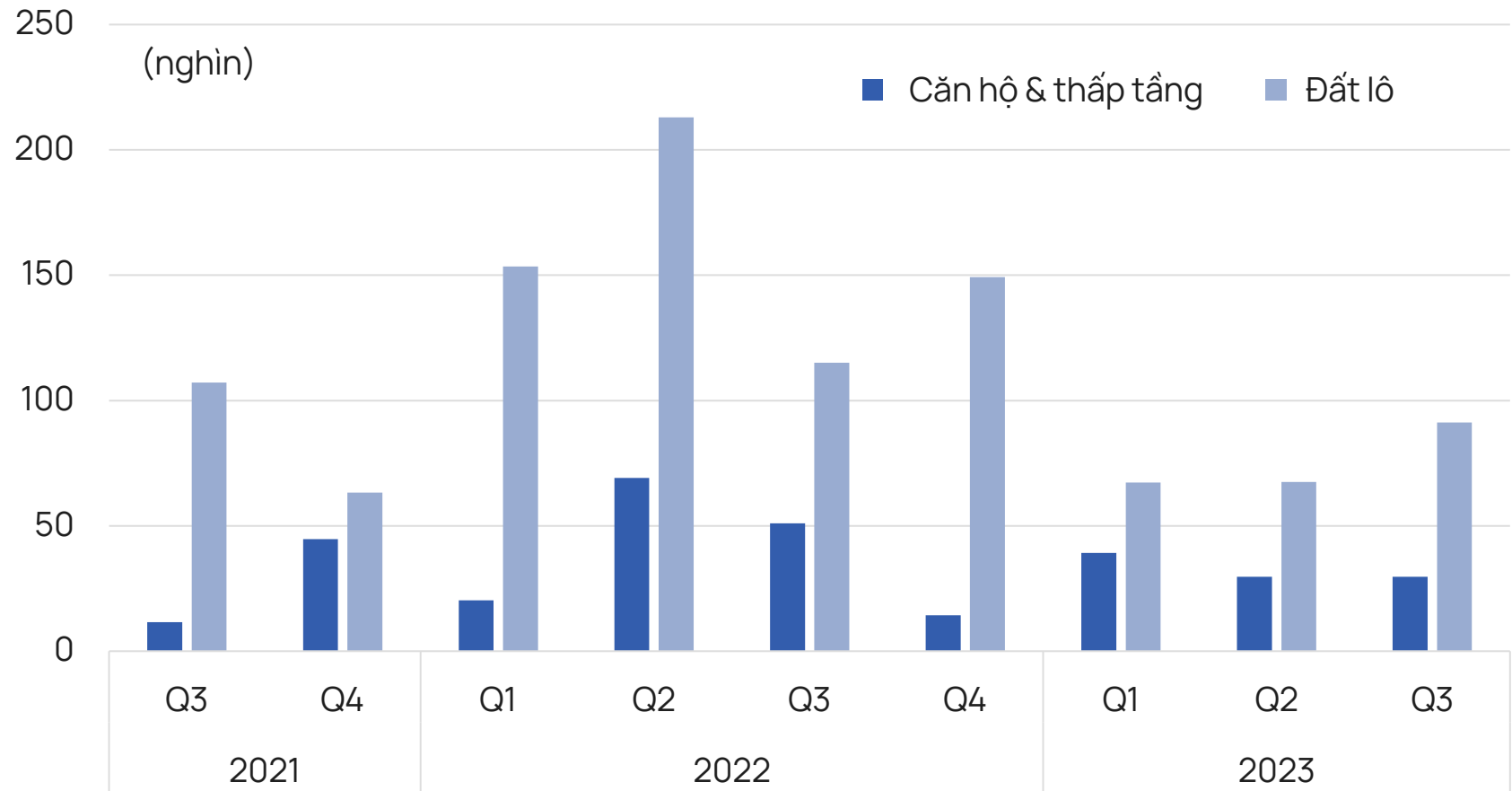
Lãi suất cho vay mua nhà giảm chậm hơn so với đà giảm lãi suất điều hành

Lãi suất cho vay mua nhà thả nổi (ước tính)



Bất động sản nhà ở dự kiến dần phục hồi trong năm 2024/25

Giao dịch bất động sản cả nước



Các chỉ báo vĩ mô

CHỈ BÁO VĨ MÔ	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	Đơn vị	Nguồn dữ liệu	Nguồn dự báo
Tăng trưởng GDP (thực)	6,7	6,9	7,5	7,4	2,9	2,6	8,1	5,0	6,5	6,8	7,0	% YoY	TCTK	Vietcap
GDP danh nghĩa	257	281	310	334	347	366	409	426	462	504	550	Tỷ USD	NHTG	Vietcap
GDP đầu người	2.761	2.992	3.267	3.491	3.586	3.756	4.112	4.248	4.564	4.932	5.329	USD	NHTG	Vietcap
Tỷ lệ thất nghiệp	2,3	2,2	2,0	2,0	2,5	3,0	2,1	2,2	2,1	2,1	2,0	%	TCTK	Vietcap
Giải ngân FDI	15,8	17,5	19,1	20,4	20,0	19,7	22,4	23,2	25,5	28,0	30,5	Tỷ USD	Cục ĐTNN	Vietcap
Giải ngân FDI (% GDP)	6,1	6,2	6,2	6,2	5,8	5,4	5,5	5,4	5,5	5,6	5,5	% GDP	Cục ĐTNN	Vietcap
Xuất khẩu (% GDP)	68,7	76,5	78,9	80,0	82,3	92,7	92,1	82,9	84,2	85,7	87,2	% GDP	TCHQ, TCTK	Vietcap
Tăng trưởng xuất khẩu	9,0	21,8	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,4	9,5	11,0	11,0	% YoY	TCHQ, TCTK	Vietcap
Tăng trưởng nhập khẩu	5,6	21,9	11,2	7,0	3,7	26,7	8,0	-8,9	11,5	11,5	10,5	% YoY	TCHQ, TCTK	Vietcap
Cán cân thương mại hàng hóa	1,8	2,1	6,8	10,9	19,9	3,3	12,1	28,0	24,3	25,2	30,0	Tỷ USD	TCHQ, TCTK	Vietcap
Dự trữ ngoại hối	36,2	48,7	55,1	78,0	94,4	107	86,0	93	109	131	158	Tỷ USD	NHNN, NHTG	Vietcap
Dự trữ ngoại hối (% GDP)	14,2	17,4	18,0	23,7	27,6	30,2	21,0	21,8	23,6	26,0	28,7	% GDP	NHNN	Vietcap
Lạm phát (binh quân)	2,7	3,5	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,8	3,8	3,5	% YoY	TCTK	Vietcap
VND tăng (trượt) giá so với USD	-1,2	0,3	-2,1	0,0	0,3	1,2	-3,4	-2,8	0,0	0,0	0,0	%	Bloomberg	Vietcap
Lãi suất trần huy động (< 6 tháng)	5,5	5,5	5,5	5,0	4,0	4,0	6,0	4,75	5,00	5,25	5,25	%	NHNN	Vietcap
Tăng trưởng tín dụng	18,2	18,3	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,5	13,7	13,3	12,3	% YoY	NHNN	Vietcap
Thâm hụt ngân sách (không tính hoàn trả nợ gốc)	-2,9	-2,2	-2,2	-2,1	-2,7	-2,5	-4,3	-4,0	-3,6	-3,5	-3,5	% GDP	Bộ TC	Bộ TC
Nợ công (% GDP)	50,9	48,8	46,1	43,1	43,7	43,1	38,0	36,6	39-40	N/A	N/A	% GDP	Bộ TC, NHTG	Bộ TC

Triển vọng Thị trường

Tổng quan triển vọng thị trường

Mục tiêu VN-Index của chúng tôi lần lượt là 1.350 cho cuối năm 2024 và 1.550 cho cuối năm 2025. Mục tiêu năm 2024 của chúng tôi được điều chỉnh giảm từ 1.450 từ dự báo trước đây để phù hợp với dự báo giá mục tiêu mới nhất theo phương pháp phân tích cơ bản cho các cổ phiếu niêm yết sàn HSX mà chúng tôi theo dõi. Chúng tôi có quan điểm lạc quan về thị trường với kỳ vọng:

- 1. Tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp mạnh mẽ trong năm 2024/25** – chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS của các cổ phiếu niêm yết HSX mà chúng tôi theo dõi lần lượt là -1%/+18%/+21% cho các năm 2023/24/25.
- 2. Lãi suất duy trì ở mức thấp** – chúng tôi dự báo lãi suất điều hành sẽ ổn định trong phần lớn năm 2024, sau đó tăng 25 điểm cơ vào cuối năm 2024 và thêm một đợt tăng vào năm 2025 khi nền kinh tế trưởng phục hồi, và
- 3. Chúng tôi nhận thấy định giá hiện tại là hấp dẫn** - P/E trượt 12T và P/E dự phóng 12T đồng thuận của VN-Index đều thấp hơn mức trung bình lịch sử và các chỉ số của GEM & các thị trường khu vực.

Các yếu tố hỗ trợ chính cho dự báo chúng tôi về đà tăng của VN-Index:

1. Đơn hàng xuất khẩu phục hồi
2. Ngành bất động sản phục hồi
3. Lạm phát được kiểm soát, Fed thực hiện chính sách nới lỏng tiền tệ trong năm 2024

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:

1. Suy thoái mạnh/sâu hơn tại các thị trường xuất khẩu chính
2. Lập trường chính sách thúc đẩy tăng trưởng của Việt nam bị chệch hướng
3. Việt Nam được cho là giảm khả năng cạnh tranh trong việc thu hút dòng vốn FDI

Các chính sách hỗ trợ giúp VN-Index phục hồi trong năm 2023

VN-Index & một số sự kiện chính trong năm 2023



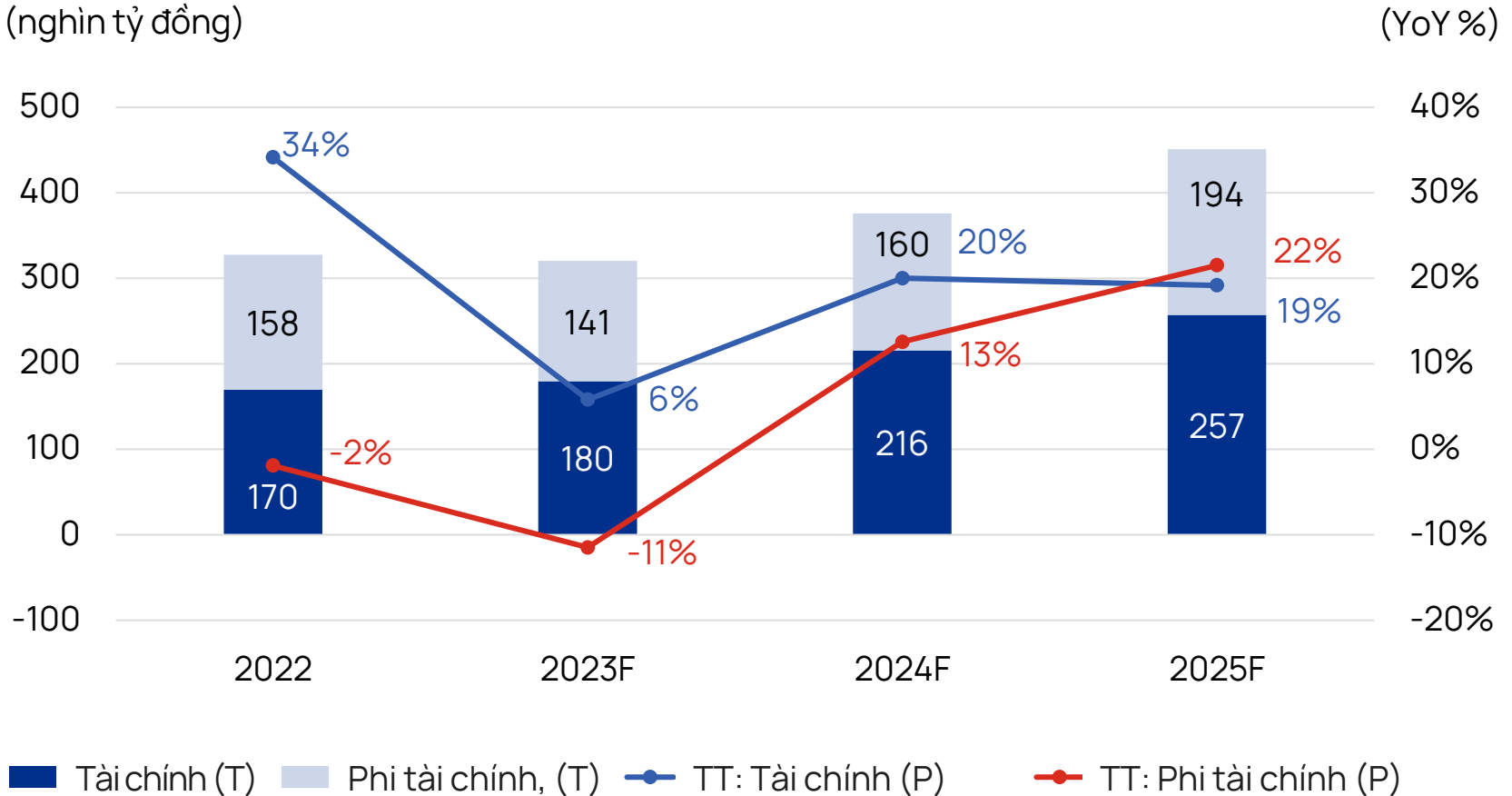
Lợi nhuận doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng mạnh trong các năm 2024/2025

Danh mục theo dõi của Vietcap theo ngành

Ngành	Doanh thu, YoY				Biên lợi nhuận ròng				LNST sau lợi ích CĐTS, YoY			
	2022	2023F	2024F	2025F	2022	2023F	2024F	2025F	2022	2023F	2024F	2025F
Tài chính	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	34%	6%	20%	19%
Tiêu dùng	11%	-2%	11%	11%	8,7%	7,0%	7,7%	8,2%	-4%	-21%	22%	19%
Công nghiệp	23%	-20%	18%	17%	20,7%	17,3%	19,5%	20,0%	72%	-33%	33%	20%
KCN	-2%	6%	13%	17%	21,8%	18,2%	19,5%	21,5%	23%	-12%	20%	29%
Bất động sản	-22%	66%	5%	7%	22,5%	14,3%	10,8%	11,7%	0%	5%	-20%	16%
Vật liệu	-2%	-10%	8%	15%	4,0%	4,7%	7,7%	8,7%	-77%	6%	77%	31%
Dầu khí	60%	-16%	1%	0%	6,7%	5,1%	5,2%	5,7%	74%	-36%	3%	10%
Điện & Nước	16%	-4%	18%	19%	9,0%	7,1%	8,2%	9,5%	9%	-25%	35%	38%
GTVT	113%	25%	23%	13%	-2,9%	2,4%	4,2%	5,4%	nm	nm	114%	45%
Tổng cộng	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	14%	-3%	17%	20%
Phi tài chính	21%	1%	9%	9%	8,4%	7,4%	7,7%	8,5%	-2%	-11%	13%	22%

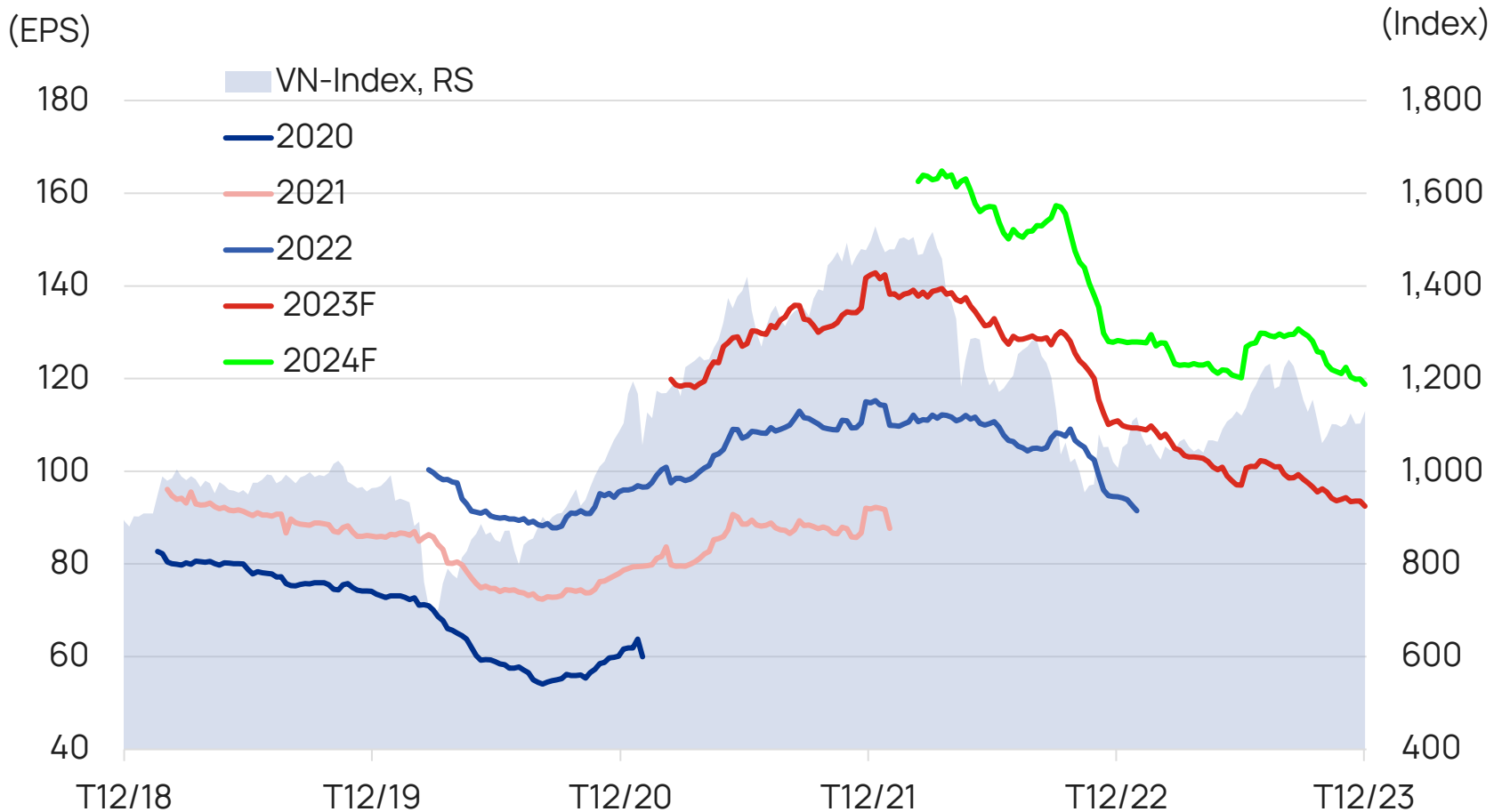
Nhóm ngân hàng đóng góp trên 50% tổng lợi nhuận

Tổng LNST sau lợi ích CĐTS các công ty thuộc danh mục theo dõi của Vietcap
(nghìn tỷ đồng)



Dự báo đồng thuận EPS năm 2024 giảm gần 30% từ mức đỉnh

Dự báo đồng thuận của Bloomberg về EPS của VN-Index



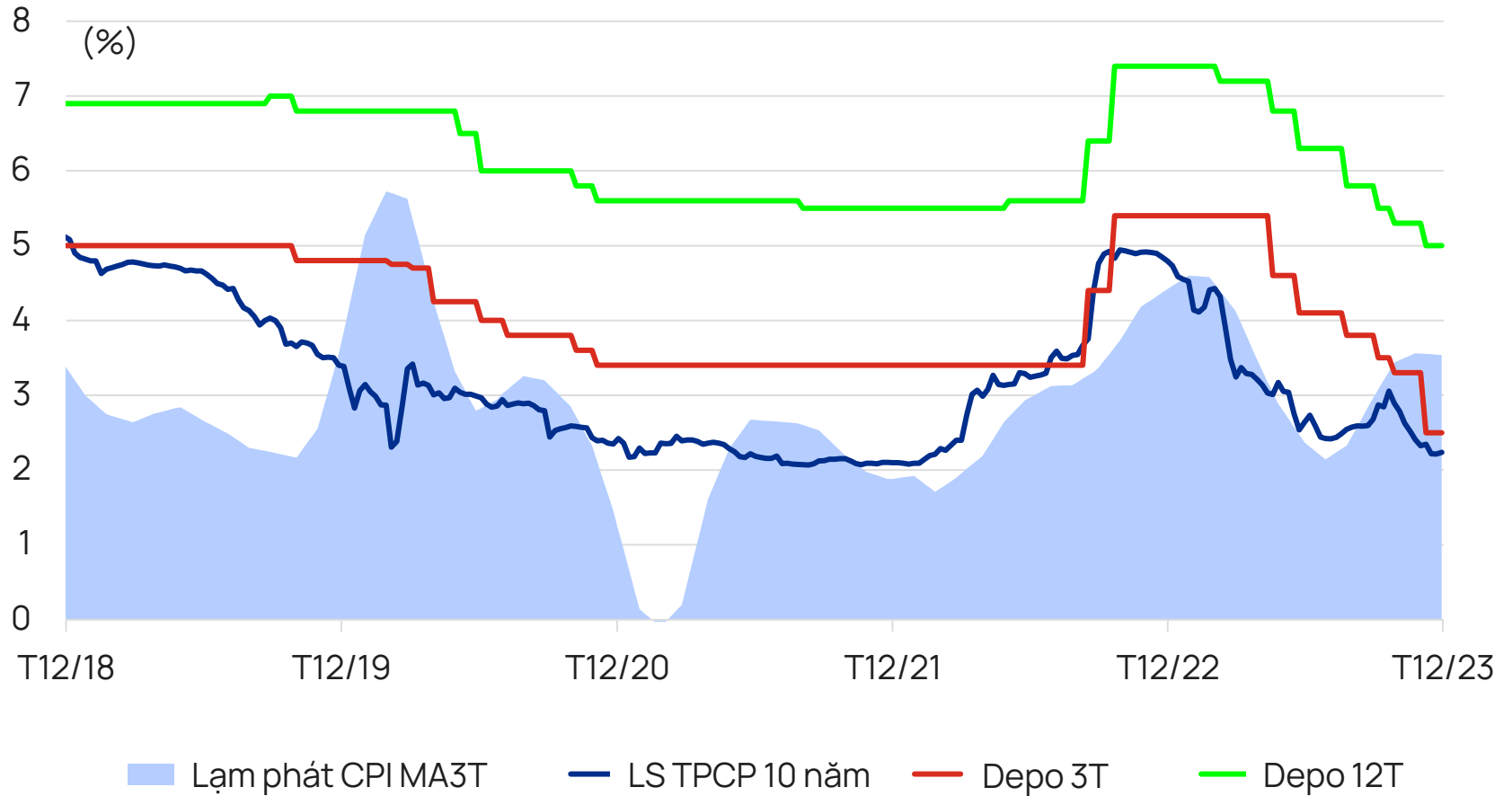
EPS dự phóng 12 tháng duy trì ổn định

Dự báo đồng thuận của Bloomberg về EPS của VN-Index



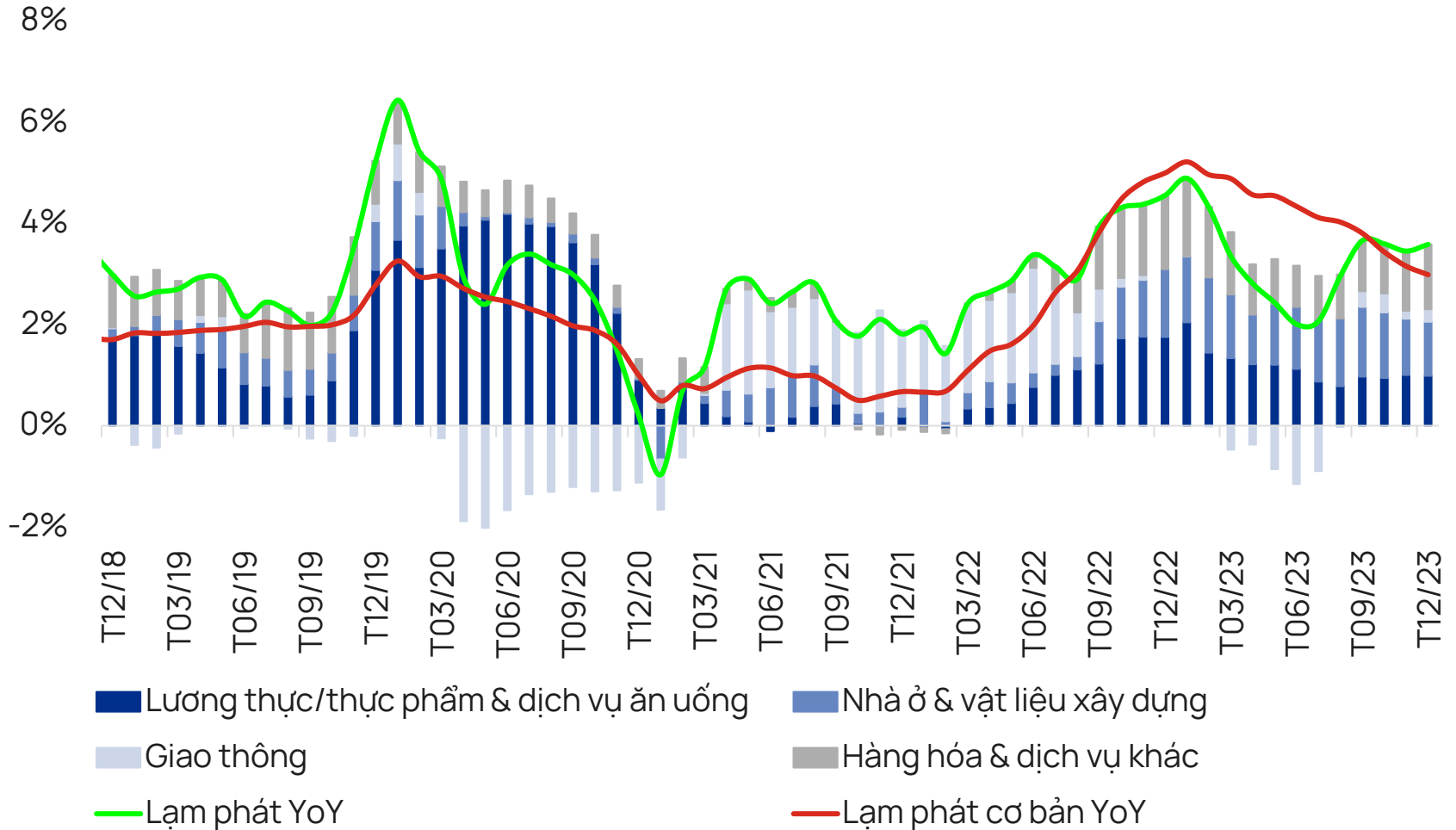
Lãi suất sẽ duy trì ở mức thấp

Lạm phát CPI, lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm & lãi suất tiền gửi của BIDV



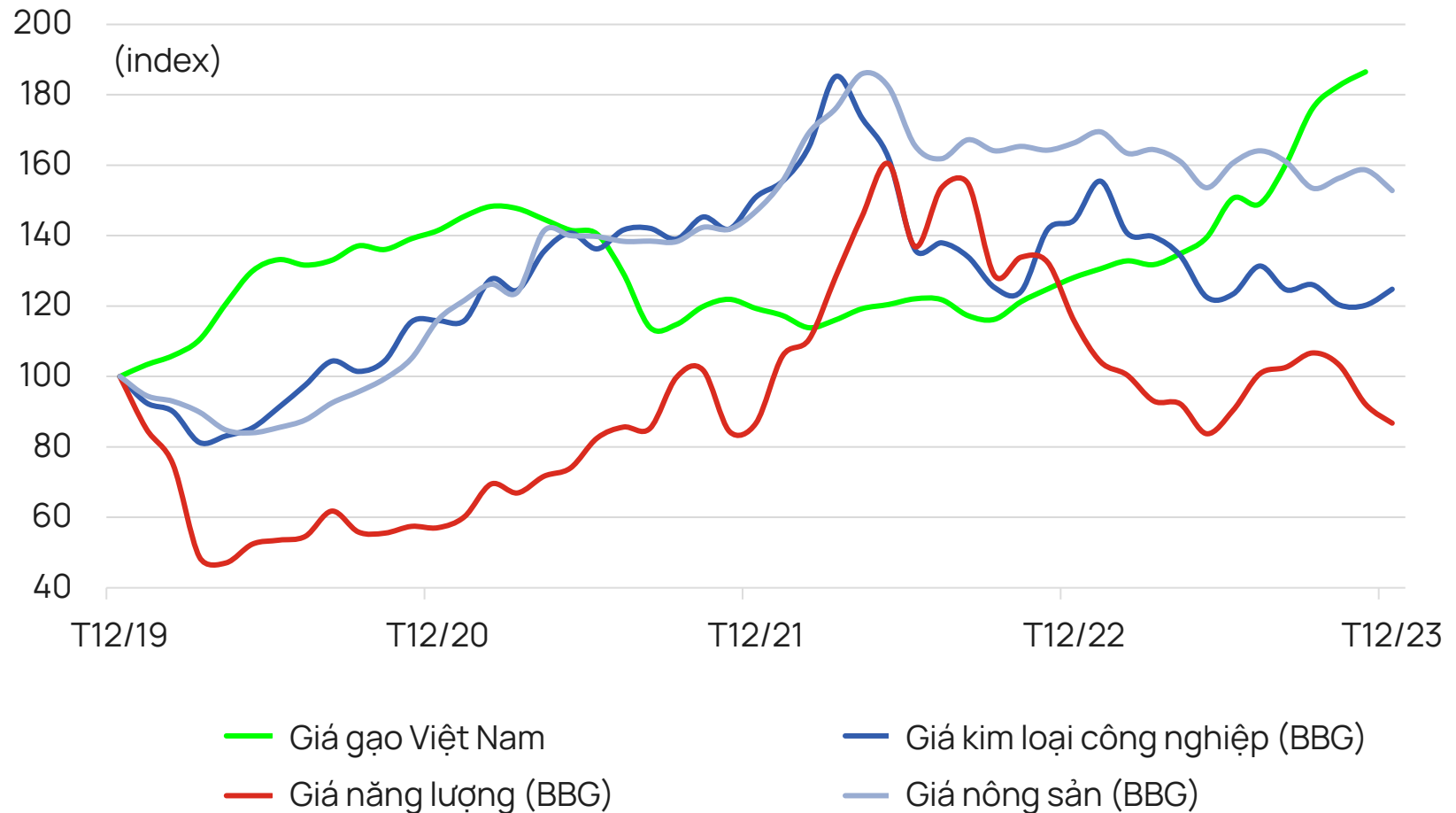
Lạm phát duy trì dưới mức trần mục tiêu của Chính phủ trong năm 2023

Đóng góp vào CPI hàng tháng (điểm %)



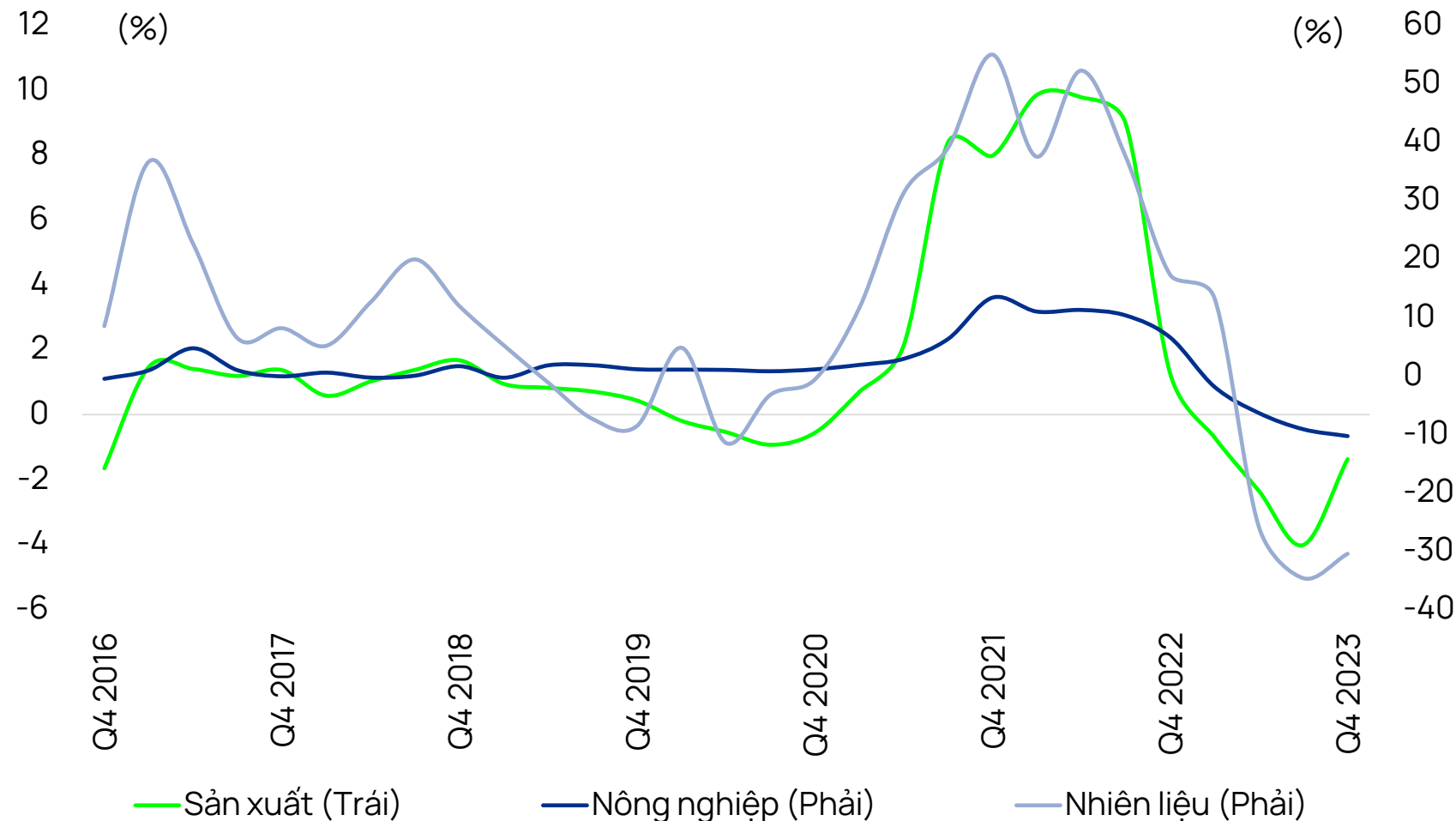
Giá hàng hóa nhìn chung ghi nhận xu hướng giảm

Chỉ số giá hàng hóa



Giá nhập khẩu cho thấy tình trạng giảm phát vào cuối năm 2023

Giá nhập khẩu Việt Nam, YoY



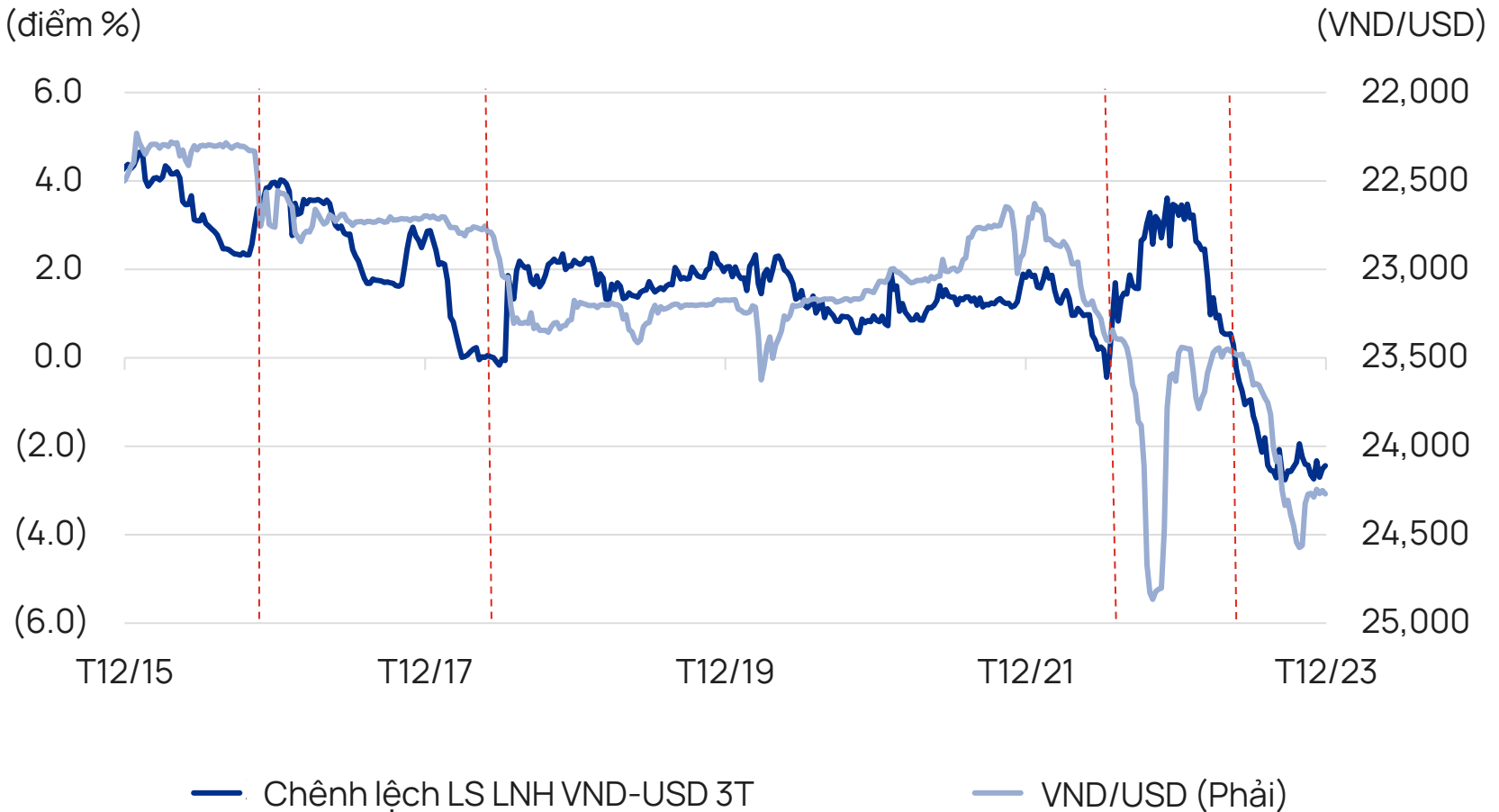
Chênh lệch lãi suất âm VND-USD thu hẹp do chính sách tiền tệ phân hóa

Lãi suất liên ngân hàng



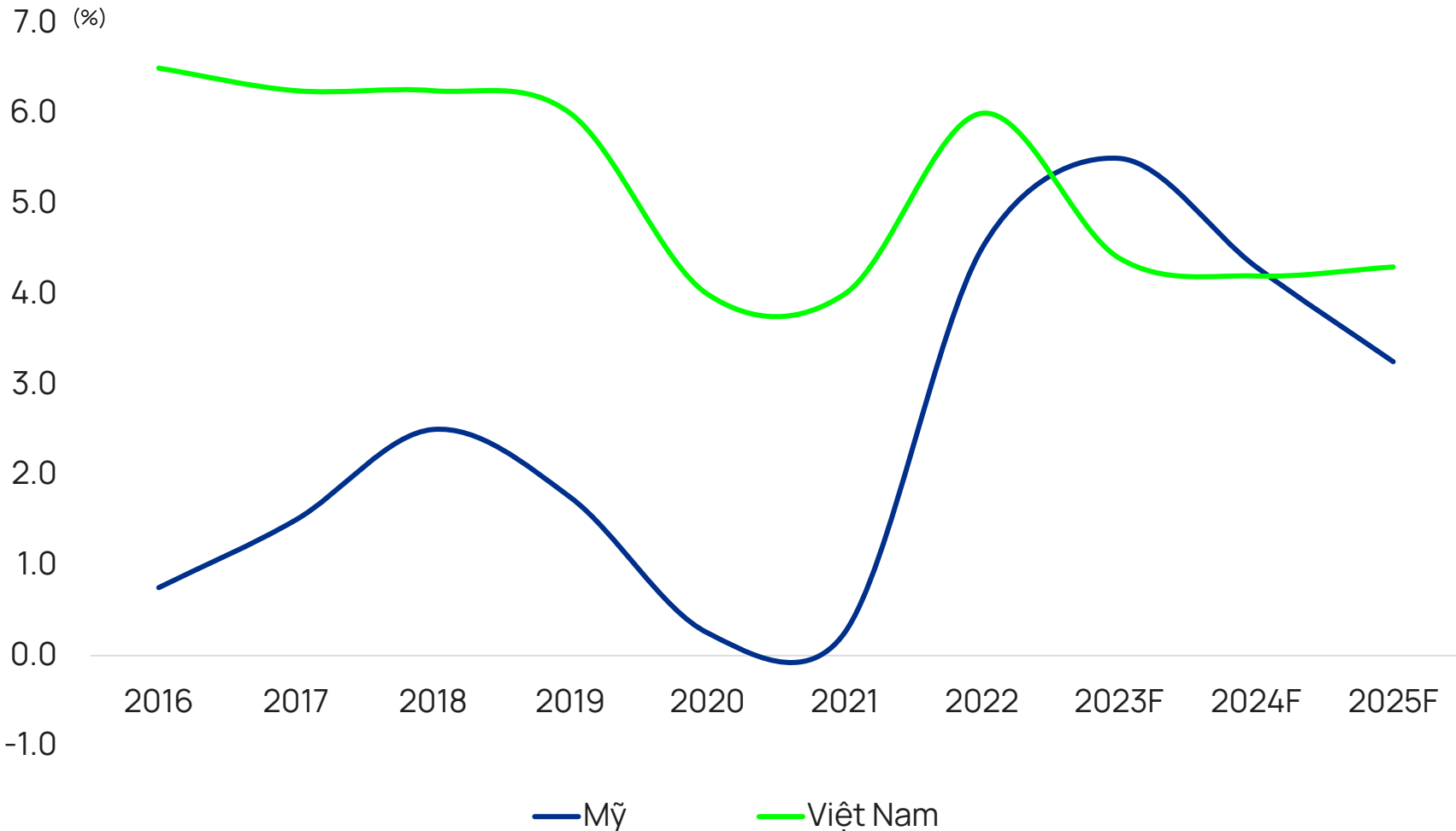
Thu hẹp chênh lệch lãi suất âm VND-USD thường khiến đồng VND trượt giá

Chênh lệch lãi suất liên ngân hàng 3 tháng & tỷ giá VND/USD



Mức giảm lãi suất đồng USD sẽ giúp giảm áp lực đối với đồng VND

Dự báo đồng thuận về lãi suất điều hành



P/E trượt 12T của VN-Index dao động quanh 0,5 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình lịch sử

P/E trượt 12T của VN-Index



P/E dự phóng 12T gần chạm mức 2 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình lịch sử

P/E dự phóng 12T



P/B trượt của VN-Index thấp hơn 1 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình lịch sử

P/B trượt của VN-Index



P/E dự phóng của VN-Index thấp hơn các GEM & các quốc gia TIP

P/E dự phóng 12T



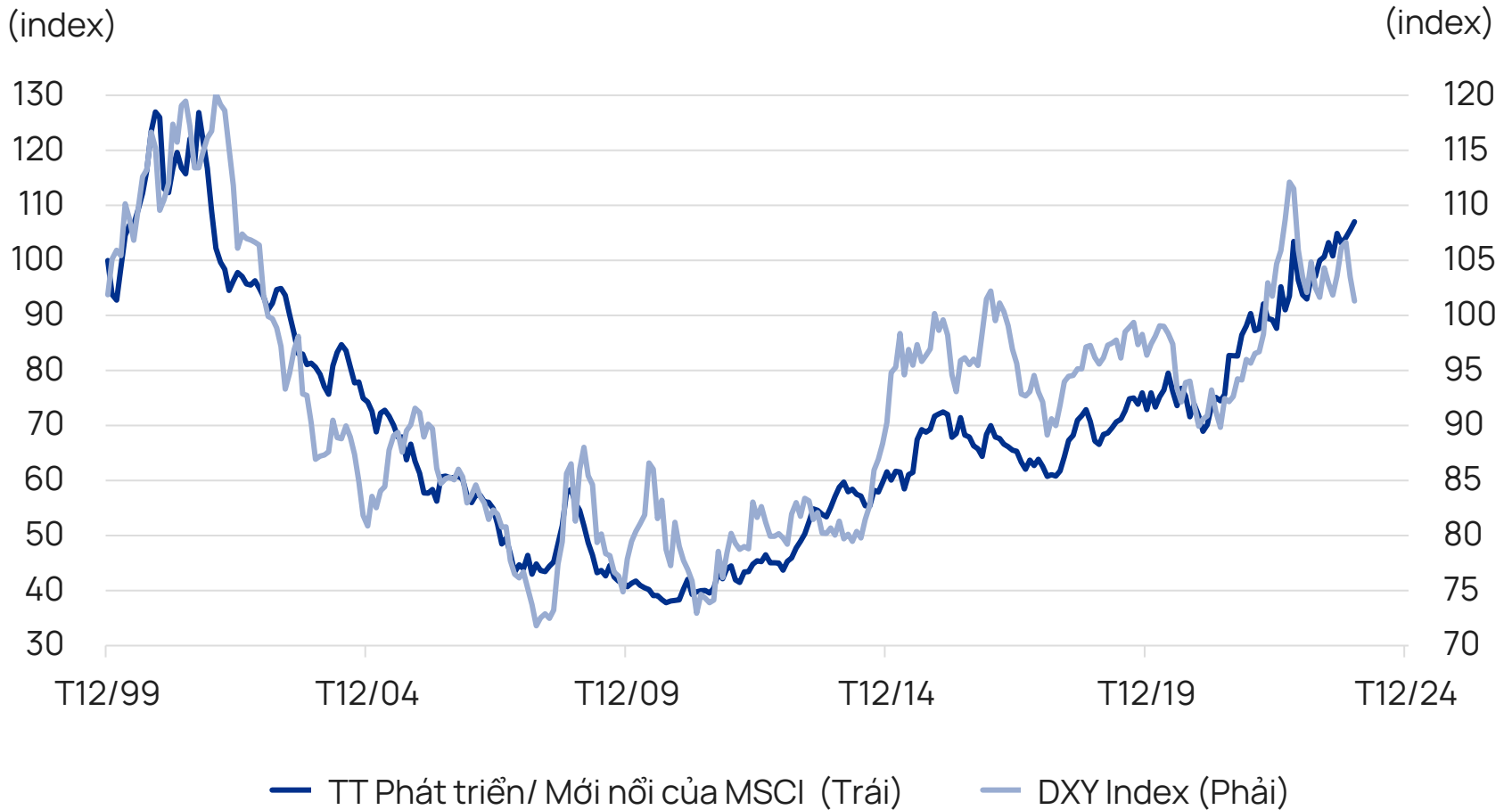
Các yếu tố hỗ trợ chính

Các yếu tố hỗ trợ VN-Index tăng điểm hướng đến mục tiêu của chúng tôi:

- 1) **Đơn hàng xuất khẩu phục hồi.** Điều này sẽ thúc đẩy đà phục hồi của ngành sản xuất và sản lượng công nghiệp nói chung, từ đó hỗ trợ thị trường lao động, cải thiện thu nhập hộ gia đình và niềm tin tiêu dùng.
- 2) **Thị trường bất động sản phục hồi.** Dù chúng tôi chỉ kỳ vọng sự phục hồi dần vào năm 2024, việc tăng giao dịch trên thị trường nhà ở và tính minh bạch hơn trong việc tái cấu trúc nợ tương ứng niềm tin của người mua đang quay trở lại và củng cố niềm tin lợi nhuận của các ngân hàng và khả năng cấp tín dụng mới không bị quá hạn chế bởi nợ xấu.
- 3) **Lạm phát được kiểm soát, Fed nới lỏng chính sách tiền tệ trong năm 2024:** Nếu không có cú sốc lạm phát mới, chúng tôi kỳ vọng Fed sẽ bắt đầu giảm lãi suất điều hành vào năm 2024. Lãi suất USD thấp hơn và đồng USD ổn định hoặc hạ nhiệt sẽ tương đương với rủi ro thấp hơn về việc trượt giá của đồng VND có thể thúc đẩy NHNN thắt chặt chính sách và hỗ trợ nhiều hơn cho dòng vốn chảy vào các nền kinh tế đang phát triển và tài sản của các thị trường mới nổi/cận biên.

Đồng USD hạ nhiệt thường có lợi cho tài sản thị trường mới nổi

Chỉ số thị trường phát triển/mới nổi của MSCI & chỉ số DXY



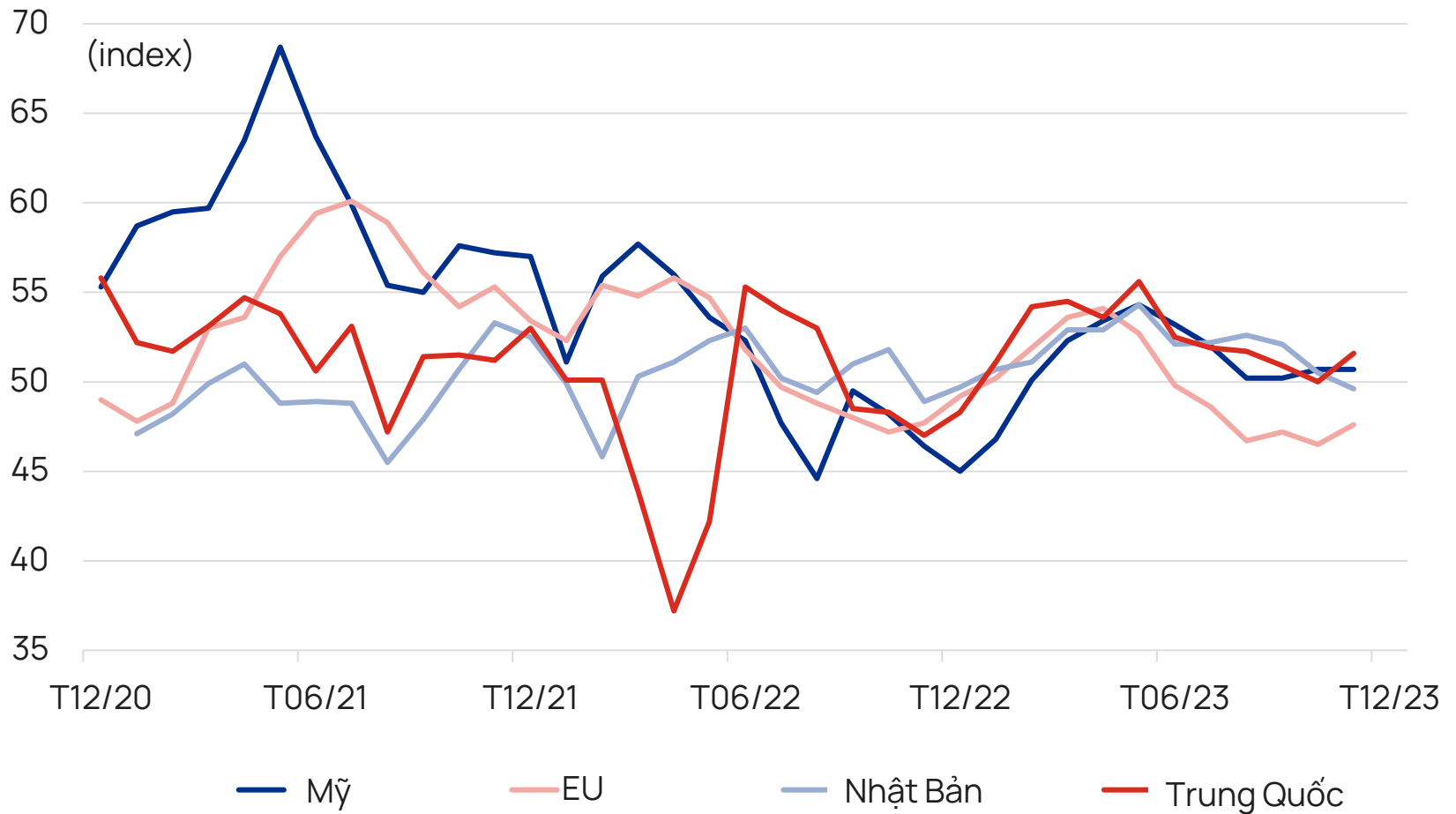
Rủ ro

Rủ ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:

- 1) **Suy thoái mạnh/sâu hơn tại các thị trường xuất khẩu chính.** Trong khi các dự báo đồng thuận về tăng trưởng GDP đều cho thấy tăng trưởng ở Mỹ và EU chậm hơn tiềm năng trong năm 2024, vẫn có rủi ro rằng tác động chậm của việc thắt chặt chính sách tiền tệ của Fed và ECB trong năm 2022/23 có thể dẫn đến các cuộc suy thoái sâu hơn dự kiến tại những thị trường xuất khẩu quan trọng của Việt Nam.
- 2) **Lập trường chính sách thúc đẩy tăng trưởng của Việt nam bị chệch hướng.** Những mối đe dọa tiềm ẩn đối với chính sách tiền tệ linh hoạt của NHNN bao gồm cú sốc lạm phát do giá cả hàng hóa hoặc đồng VND trượt giá quá mức. Những trở ngại trong việc phê duyệt của Chính phủ đối với các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng hoặc dự án của khu vực tư nhân có thể dẫn đến tăng trưởng chậm hơn dự kiến.
- 3) **Việt Nam được cho là giảm khả năng cạnh tranh trong việc thu hút dòng vốn FDI.** Theo quan điểm của chúng tôi, lượng vốn FDI giải ngân và đăng ký mới hàng tháng gần đây rất khả quan. Chúng tôi lạc quan cho rằng Việt Nam sẽ tiếp tục giành được thị phần trong chuỗi giá trị sản xuất toàn cầu trong thập kỷ tới. Tuy nhiên, những thách thức tiềm ẩn bao gồm lạm phát tiền lương, thủ tục hành chính còn nhiều bất cập, cơ chế áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu (GMT) mới, và cạnh tranh từ các quốc gia khác.

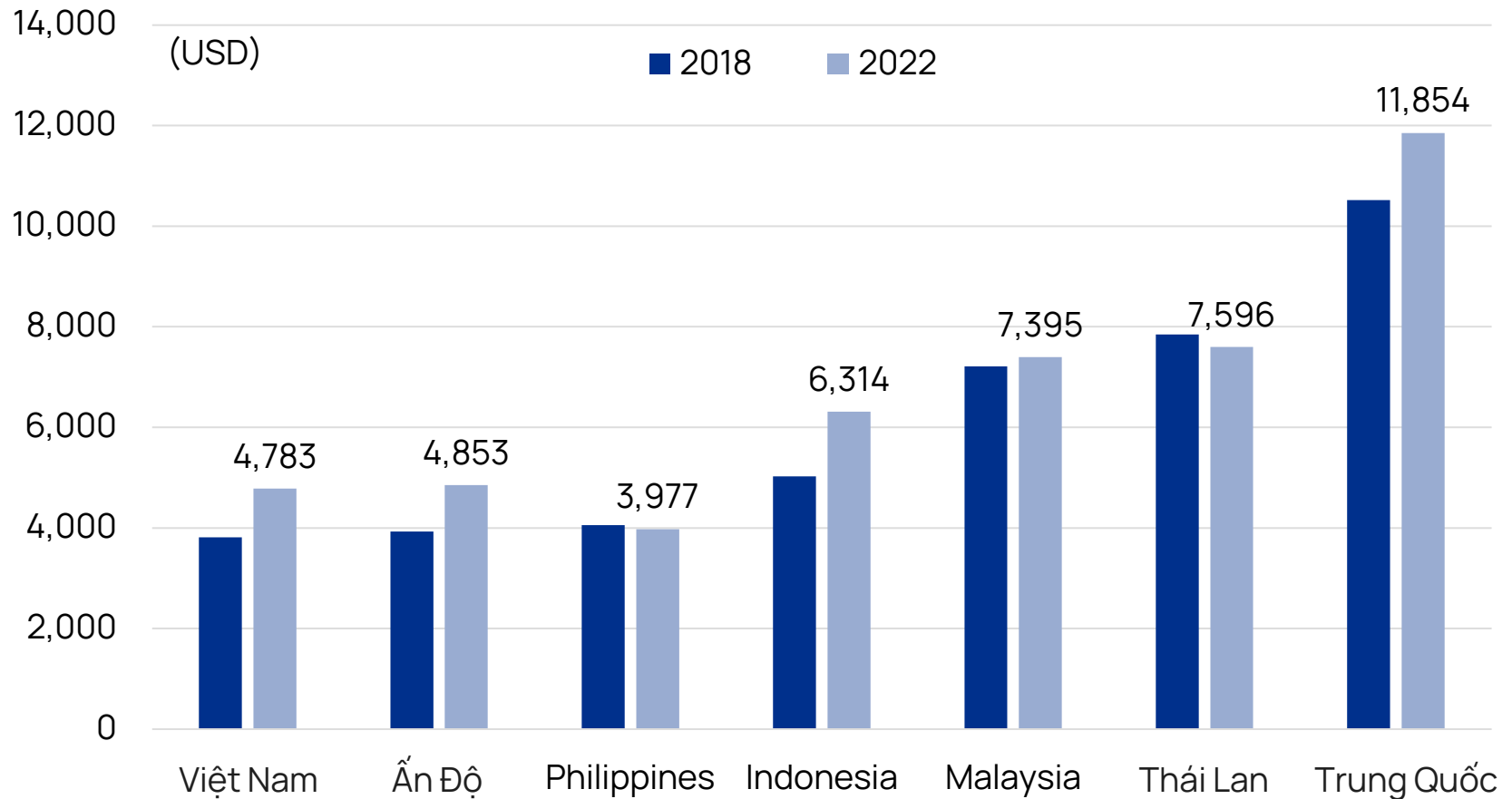
Dự báo đồng thuận cho thấy tiềm năng “hạ cánh mềm” nhưng rủi ro suy thoái vẫn còn

Chỉ số PMI tổng hợp của S&P Global



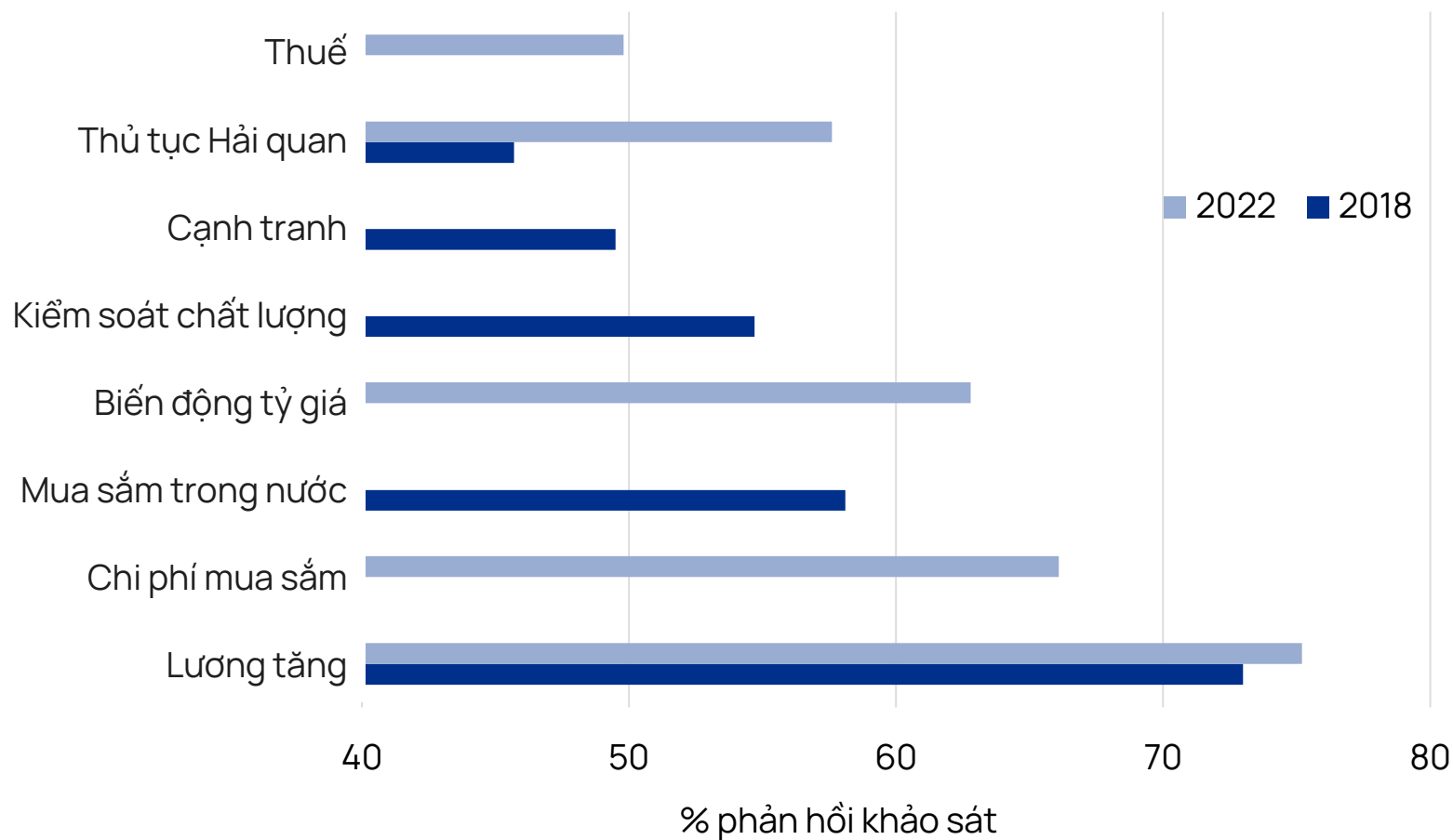
Chi phí lao động của Việt Nam vẫn mang tính cạnh tranh cao

Tổng chi phí cho nhân một công sản xuất với ba năm kinh nghiệm



Nhưng lạm phát tiền lương đã ở mức tương đối cao

Các vấn đề hàng đầu tại Việt Nam do các công ty Nhật Bản ghi nhận



Mục tiêu VN-Index của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng ổn định

Mục tiêu VN-Index của Vietcap

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
VN-Index (thực tế/mục tiêu của Vietcap)	961	1.104	1.498	1.007	1.130	1.350	1.550
Thay đổi, %	8%	15%	36%	-33%	12%	19%	15%
EPS (BBG thực tế*/dự báo của Vietcap)	57,3	45,2	74,4	81,9	81,1	95,6	115,7
Thay đổi, %	2%	-21%	65%	10%	-1%	18%	21%
P/E VN-Index tại 1.130, cuối năm 2023 (x)				12,3	13,9	11,8	9,8
Tỷ lệ tăng, %						19%	37%
P/E trượt tại VNI thực tế/mục tiêu, x	16,8	24,4	20,1	12,3	13,9	14,1	13,4
P/E dự phóng 12T tại VNI thực tế/mục tiêu, x	21,2	14,8	18,3	12,4	11,8	11,7	N/A

Các ngành & cổ phiếu

Các cổ phiếu ngân hàng & tiêu dùng cho thấy tổng mức sinh lời dự phóng 12 tháng cao nhất

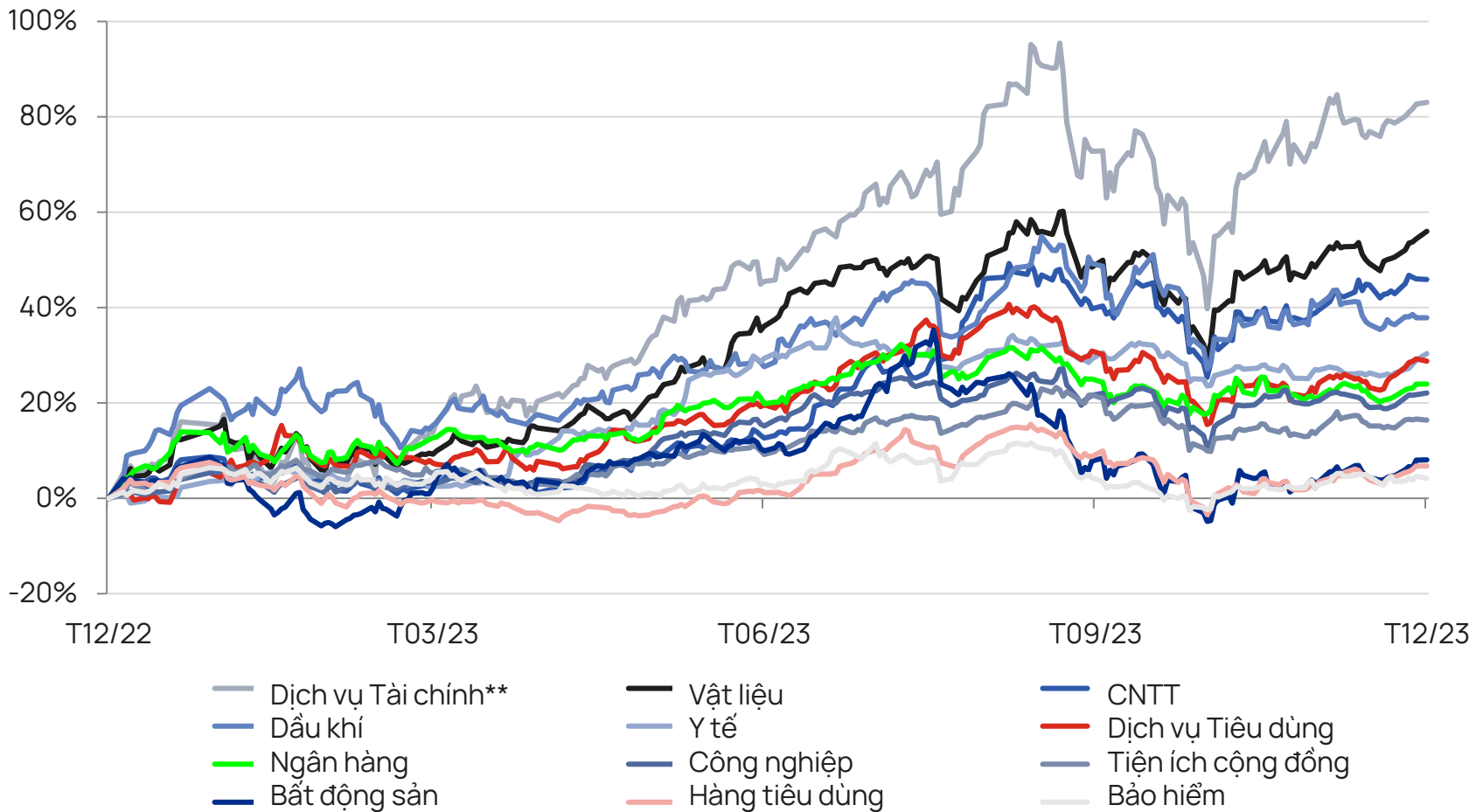
Chúng tôi duy trì quan điểm cho rằng việc lựa chọn cổ phiếu theo phân tích cơ bản là đặc biệt quan trọng tại Việt Nam do một số ngành có độ tập trung cao, chỉ một hoặc hai cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn trong vốn hóa thị trường của cả ngành. Tuy nhiên, xu hướng theo từng ngành cũng đóng vai trò quan trọng, và chúng tôi khuyến nghị tăng tỷ trọng cổ phiếu ngân hàng và tiêu dùng trong năm 2024. Theo dự báo của chúng tôi, đây là những ngành có tổng mức sinh lời dự phóng trong 12 tháng cao nhất so với các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.

Các **ngân hàng** có diễn biến vượt trội trong năm 2023 khi giá cổ phiếu phục hồi từ mức quá bán vào cuối năm 2022 khi lo ngại về rủi ro hệ thống giảm bớt. Mặc dù chất lượng tài sản vẫn gặp thách thức sau đại dịch COVID-19 và sự suy giảm gần đây trong các ngành xuất khẩu và bất động sản nhà ở, chúng tôi cho rằng các ngân hàng sẽ có thể giải quyết nợ xấu mà không khiến lợi nhuận sụt giảm đáng kể. Điều này được hỗ trợ bởi lãi suất thấp, các quy định mới ban hành năm 2023 về cơ chế "gia hạn" cho các ngân hàng giải quyết nợ xấu, và kỳ vọng của chúng tôi về việc GDP sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2024/25. Trong khi đó, định giá của các ngân hàng tư nhân vẫn trông hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận và ROE.

Ngành **tiêu dùng** vẫn là một trong những lĩnh vực đầu tư hấp dẫn nhất tại Việt Nam do chúng tôi kỳ vọng thu nhập khả dụng sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn GDP. Nhìn chung, ngành tiêu dùng có diễn biến khá kém khả quan trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giai đoạn trầm lắng nhất đã qua và dự báo mức thu nhập sẽ hồi phục mạnh trong năm 2024/25. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng các chỉ số định giá nhìn chung là hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng ngắn hạn và dài hạn.

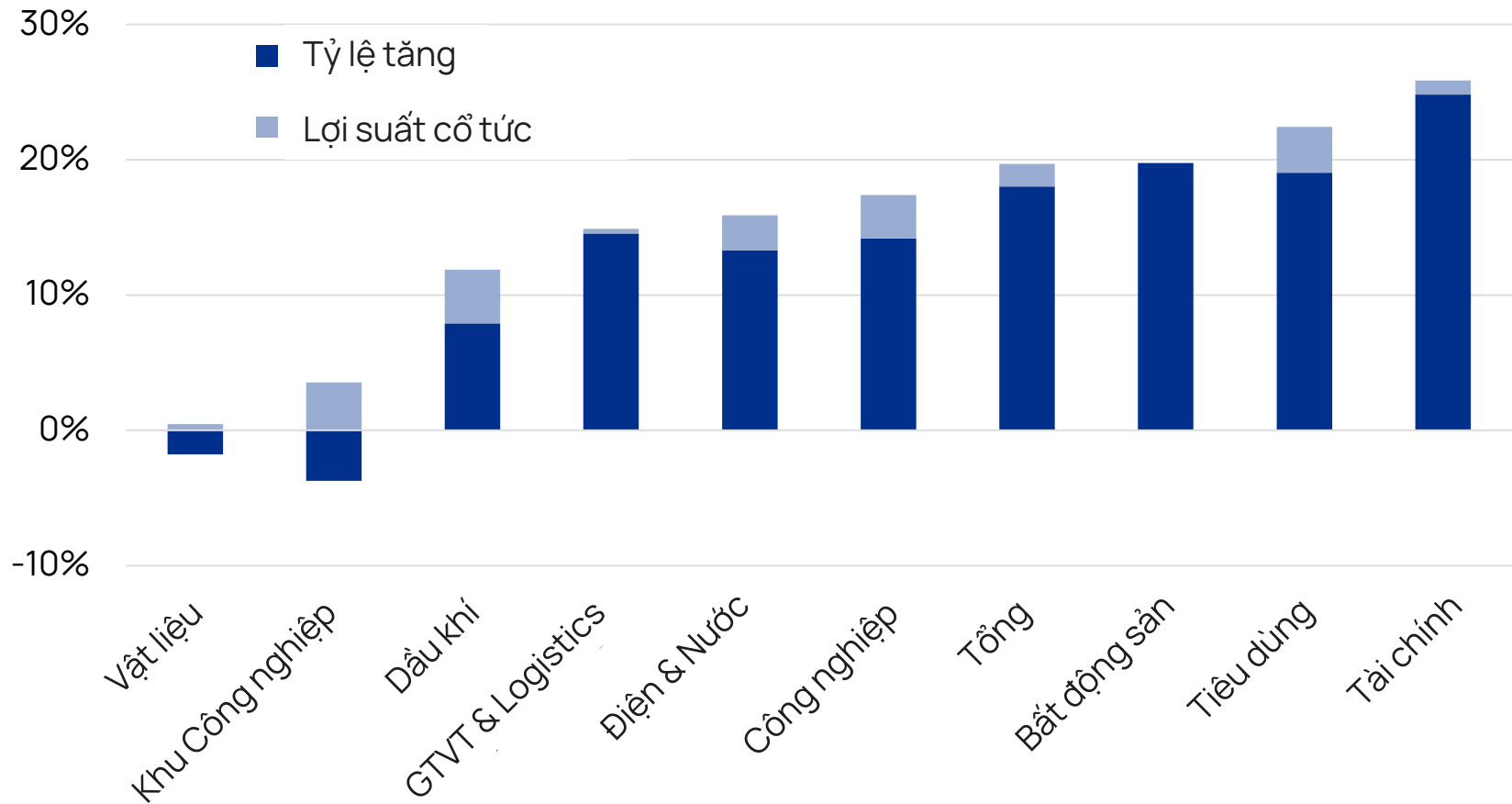
Các ngành có hệ số beta cao ghi nhận diễn biến khả quan trong năm 2023

Diễn biến các ngành trên VN-Index trong năm 2023



Ngành Ngân hàng và Tiêu dùng cho thấy tổng mức sinh lời dự phóng 12 tháng cao nhất

Tổng mức sinh lời dự phóng 12 tháng theo ngành



Giỏ cổ phiếu Tích cực & Phòng thủ cho năm 2024

Ngành*	Giỏ Tích cực	Giỏ Phòng thủ
Tài chính	MBB, STB	ACB, VCB
Tiêu dùng	FPT, MSN, MWG, PNJ, VHC	CTR, SAB, VEA
Bất động sản	KDH, NLG, VHM	VRE
Khu công nghiệp	IDC, KBC	LHG, SIP
Vật liệu	HPG	
Công nghiệp	DGC, DHC	
Giao thông Vận tải	GMD	SCS
Dầu khí	PVS, PVT	DCM
Điện & Nước	REE	BWE

- Bảng trên thể hiện 2 giỏ cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của các nhà phân tích của chúng tôi (trong thời hạn 12 tháng).
- Giỏ “tích cực” của chúng tôi bao gồm các cổ phiếu là lựa chọn hàng đầu của các nhà phân tích mà chúng tôi tin rằng sẽ diễn biến tốt hơn trong kịch bản dự kiến thị trường tăng điểm
- Giỏ “phòng thủ” của chúng tôi bao gồm các cổ phiếu mà các nhà phân tích của chúng tôi cũng đánh giá cao nhưng có đặc điểm phòng thủ tương đối trong ngành tương ứng.
- Đây không phải là “danh mục cổ phiếu mẫu”, và đây không phải là nỗ lực của chúng tôi nhằm cân bằng vốn hóa thị trường trong các ngành hoặc theo tỷ trọng của các chỉ số.

Giỏ cổ phiếu Tích cực cho năm 2024 (1)

Cổ phiếu	Nhận định
MBB	Hồ sơ tăng trưởng và bộ đệm dự phòng mạnh. Thành công trong việc đổi mới ứng dụng ngân hàng và thu hút khách hàng mới. NIM sau chi phí tín dụng cao nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Lợi thế cạnh tranh về chi phí vốn và triển vọng tăng trưởng năng động nhờ mạng lưới công ty con và đối tác chiến lược rộng khắp. Kỳ vọng hạn mức tín dụng ưu đãi do hỗ trợ một tổ chức tín dụng yếu kém.
STB	Tiến triển tích cực trong việc giải quyết các khoản nợ xấu tồn đọng càng củng cố niềm tin của chúng tôi vào câu chuyện tái cơ cấu ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn thành việc thanh toán số dư VAMC vào cuối năm 2023, điều này sẽ mở ra thêm dư địa tăng trưởng và chuyển trọng tâm sang tăng cường hoạt động kinh doanh cốt lõi của ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng thu nhập sẽ tăng mạnh sau khi quá trình tái cơ cấu hoàn tất và chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng với CAGR là 41,6% trong ba năm tới.
FPT	Công ty dịch vụ CNTT ưu việt. Lợi thế chi phí bền vững và tăng cường năng lực công nghệ.
MSN	Hệ sinh thái tiêu dùng mạnh mẽ tập trung vào nhu cầu thiết yếu hàng ngày của người tiêu dùng.
MWG	Công ty hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ hiện đại tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng dài hạn cao.
PNJ	Công ty hàng đầu về trang sức vàng thời trang, hưởng lợi từ tăng trưởng chi tiêu không thiết yếu.
VHC	Công ty xuất sắc nhất trong ngành xuất khẩu cá tra gần như độc quyền toàn cầu của Việt Nam; kinh doanh collagen và gelatin có lợi nhuận ngày càng tăng.
GMD	Một trong những nhà vận hành cảng và cung cấp dịch vụ logistics nội địa lớn nhất Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng GMD sẽ là công ty hưởng lợi lớn từ việc tăng cường hoạt động sản xuất tại Việt Nam trong dài hạn.
HPG	Nhà sản xuất thép dài và thép dẹt có vị trí dẫn đầu thị trường, quy mô ổn định và hiệu quả hoạt động đã được chứng minh. Chúng tôi tin rằng năm 2023 là năm có chu kỳ thấp và dự kiến thu nhập sẽ phục hồi vào năm 2024. Công suất mới từ Khu liên hợp gang thép Dung Quất Giai đoạn 2 dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025.

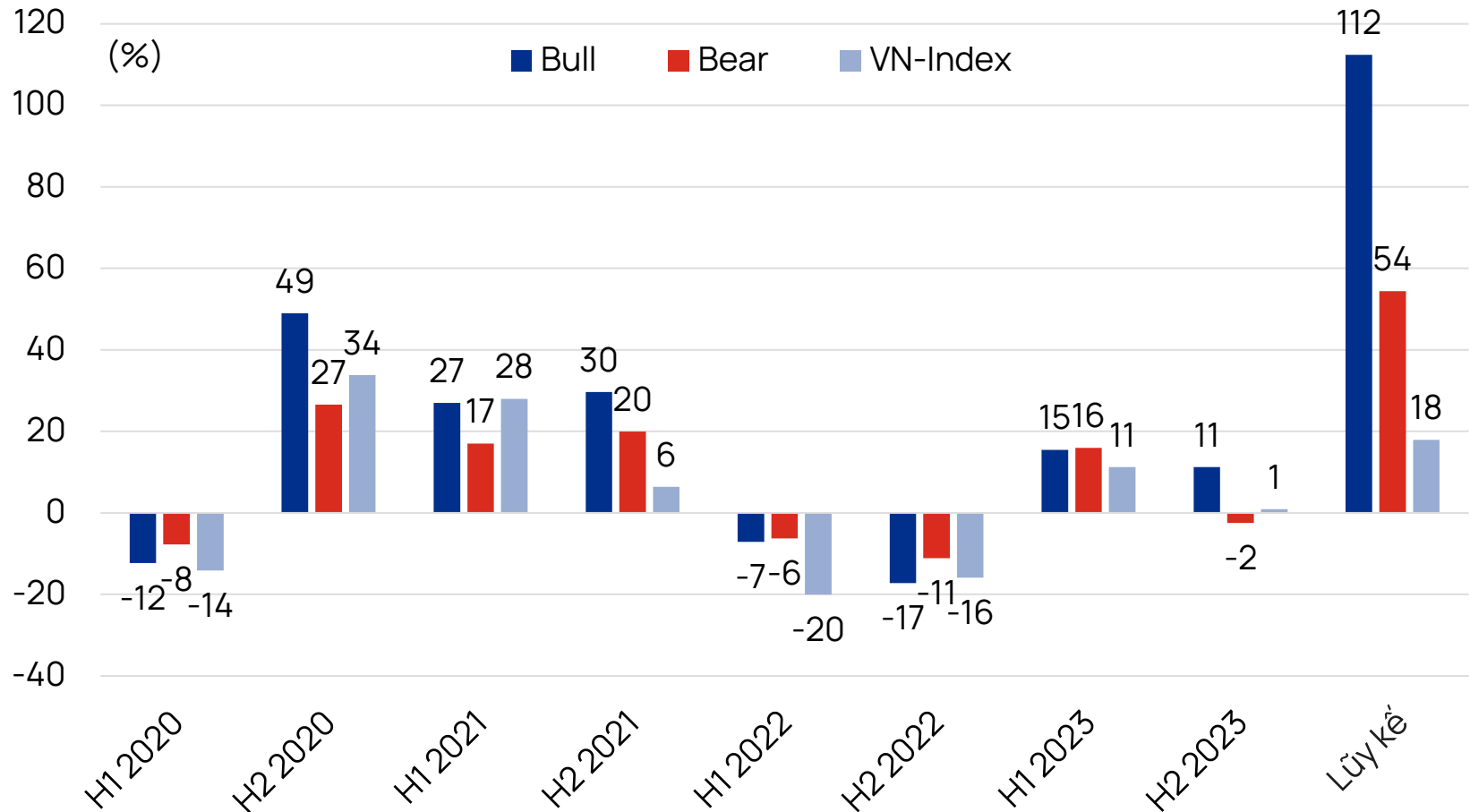
Giỏ cổ phiếu Tích cực cho năm 2024 (2)

Cổ phiếu	Nhận định
DGC	Nhà xuất khẩu photpho vàng đứng thứ hai thế giới. Lợi thế về nguồn lực và công nghệ của DGC hỗ trợ mức ROE trung bình mà chúng tôi dự báo cho giai đoạn 2020-2025 là 38%.
DHC	DHC chiếm 10% công suất giấy bao bì Việt Nam và sở hữu lợi thế chi phí vượt trội.
KDH	Chủ đầu tư nhà ở uy tín với thương hiệu mạnh và quỹ đất lớn, được định giá thấp tại TP.HCM.
NLG	Chủ đầu tư nhà ở giàu kinh nghiệm, tập trung vào phân khúc bất động sản chung cư và nhà đất tầm trung tại TP.HCM và các tỉnh hạng hai.
VHM	Dẫn đầu thị trường nhà ở dân cư với quỹ đất lớn nhất đất nước có vị trí thuận lợi để tận dụng sự phục hồi của ngành.
IDC	Nhà phát triển KCN lớn với quỹ đất bền vững; triển vọng bán đất và lợi nhuận khả quan.
KBC	Chủ đầu tư KCN uy tín với thành tích thu hút khách thuê có thương hiệu; được hưởng lợi từ quỹ đất dân cư sạch gần các trung tâm công nghiệp.
PVS	Một trong những nhà thầu cơ khí & xây dựng uy tín ở Châu Á Thái Bình Dương được hưởng lợi từ việc phục hồi hoạt động Thăm dò & Khai thác trong nước/toàn cầu cũng như tiềm năng lớn từ các dự án điện gió ngoài khơi.
PVT	Nhà vận chuyển xăng dầu hàng đầu Việt Nam. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi năm 2024 là 27% YoY nhờ đóng góp cả năm từ sáu tàu chở dầu mới được mua lại vào năm 2023 và thị trường tiếp tục thắt chặt.
REE	Độ tiếp xúc lớn với ngành năng lượng tái tạo của Việt Nam với năng lực tài chính vững mạnh và tiềm năng IPO của REE Energy trong dài hạn. P/E dự phóng năm 2024 rẻ nhất trong số các cổ phiếu năng lượng tái tạo mà chúng tôi theo dõi.

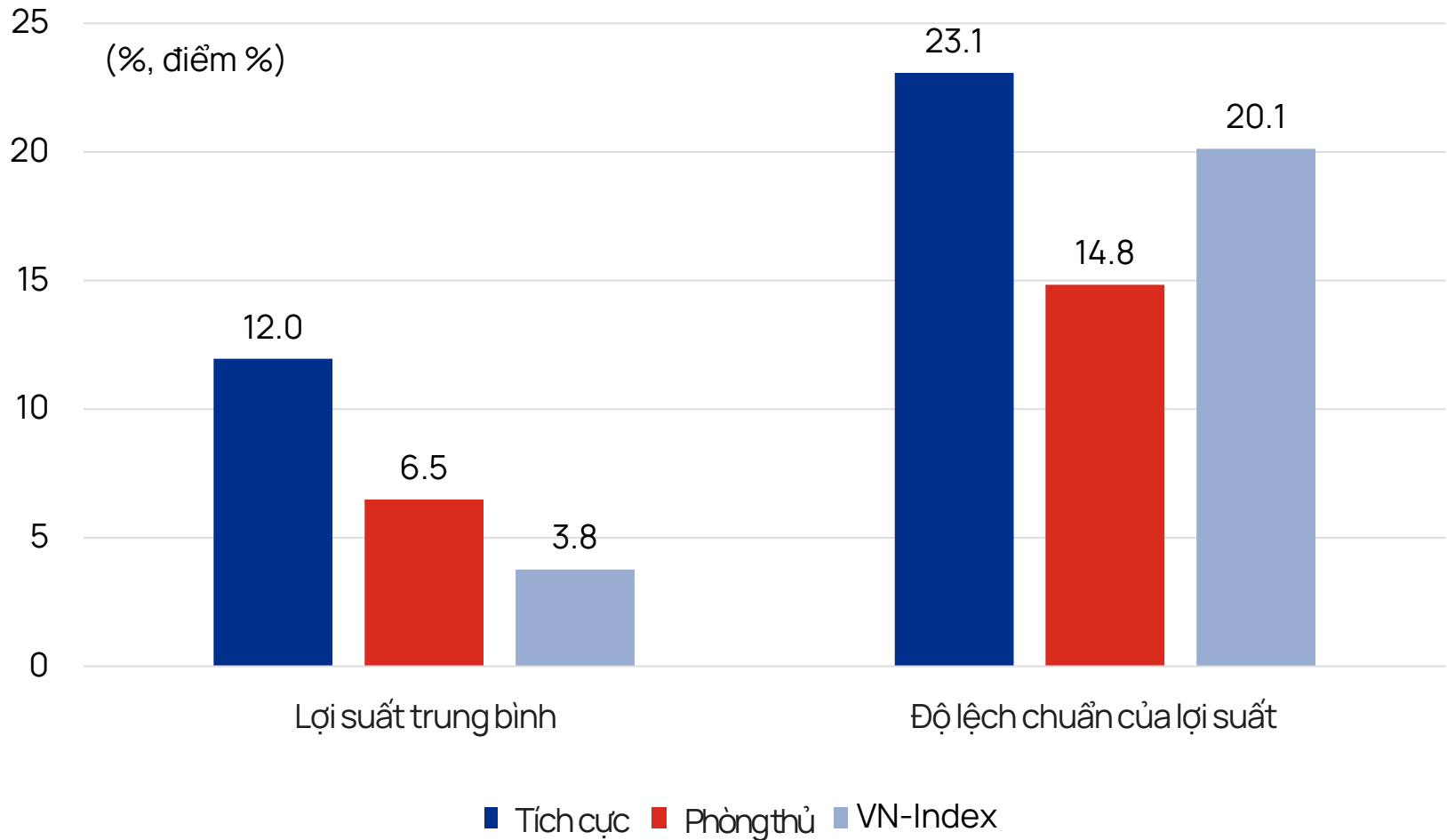
Giỏ cổ phiếu Phòng thủ cho năm 2024

Cổ phiếu	Nhận định
ACB	Ngân hàng tư nhân thận trọng nhất tại Việt Nam, tập trung vào các khoản cho vay bán lẻ và SME và mức độ rủi ro thấp với các nhà phát triển bất động sản. Cơ sở khách hàng trung thành và sự hiện diện rộng rãi ở khu vực phía Nam góp phần huy động vốn với chi phí thấp. Lợi thế này giúp ACB có thể đưa ra lãi suất cho vay cạnh tranh tới khách hàng. Hoạt động mạnh trong lĩnh vực phân phối bảo hiểm qua ngân hàng.
VCB	Ngân hàng phòng thủ, có vị thế tốt để giải quyết những bất ổn kinh tế với bộ đệm dự phòng mạnh và bảng cân đối kế toán lành mạnh được hỗ trợ bởi cơ sở khách hàng chất lượng cao và phương pháp giải ngân khoản vay thận trọng. Rủi ro thấp đối với trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay dành cho các nhà phát triển bất động sản. Tiềm năng tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các tổ chức tín dụng cùng ngành nhờ tham gia chương trình tổ chức tín dụng gặp khó khăn.
CTR	Hưởng lợi từ mức tiêu thụ dữ liệu di động ngày càng tăng thông qua việc cho thuê cơ sở hạ tầng viễn thông.
SAB	Công ty bia đứng thứ hai tại Việt Nam với tình hình tài chính vững mạnh và khả năng tạo tiền mặt.
VEA	Tiếp cận thị trường ô tô và xe máy đang phát triển nhanh chóng của Việt Nam; lợi suất cổ tức cao.
SCS	Vận chuyển hàng hóa hàng không tại thị trường độc quyền đôi tại miền Nam; lợi nhuận cao từ vốn và cổ tức bằng tiền mặt.
VRE	Nhà điều hành/nhà phát triển trung tâm thương mại lớn nhất Việt Nam, tạo ra dòng tiền linh hoạt, triển vọng mở trung tâm thương mại mới vững chắc.
LHG	Nhà phát triển KCN bị định giá thấp; hưởng lợi chính từ nhu cầu đất KCN cao tại tỉnh Long An và TP.HCM.
SIP	Nhà phát triển KCN giàu tiền mặt với quỹ đất KCN và KĐT lớn chủ yếu ở Tây Ninh sẽ được hưởng lợi từ việc phát triển cơ sở hạ tầng và nhu cầu FDI ngày càng tăng.
DCM	Một trong hai nhà sản xuất urê lớn nhất Việt Nam. Hưởng lợi từ triển vọng giá urê khả quan hơn vào năm 2024. Lợi suất DPS dự kiến là 6%-10% trong ba năm tới.
BWE	Một trong những công ty nước hàng đầu tại Việt Nam, sẵn sàng hưởng lợi từ mức tăng trưởng sản lượng ở mức 2 chữ số trong dài hạn tại tỉnh Bình Dương (một trong những điểm đến FDI hàng đầu của Việt Nam) và dự kiến mức thuế hàng năm sẽ tăng 3% kể từ tháng 7/2024.

Diễn biến* giỏ cổ phiếu lựa chọn của Vietcap kể từ khi thành lập



Trung bình và độ lệch chuẩn của lợi suất 6 tháng*



Phụ lục 1: Dữ liệu & dự báo vĩ mô

Tổng quan: Triển vọng thị trường (1)

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 từ 7,0% xuống 6,5% do nhu cầu hàng xuất khẩu có thể vẫn yếu trong nửa đầu năm 2024 trước khi phục hồi mạnh hơn trong nửa cuối năm. **Chúng tôi kỳ vọng GDP tăng 6,8% trong năm 2025 và 7,0% trong năm 2026** (tương tự tốc độ tăng trưởng GDP bình quân của Việt Nam trong 5 năm trước đại dịch COVID-19).

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế năm 2024 sẽ được hỗ trợ bởi:

- 1) Chính sách tài khóa:** Một số chính sách tài khóa có thể hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong năm 2024, bao gồm: **1.1)** Cải cách tiền lương khu vực công, dự kiến được thực hiện từ nửa cuối năm 2024, **1.2)** Gia hạn thời gian cắt giảm thuế GTGT đến hết tháng 6/2024 và kéo dài thời gian cắt giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu cho đến hết năm 2024. **1.3)** Thời gian giải ngân gói hỗ trợ phục hồi 2022-2023 có thể kéo dài đến năm 2024.
- 2) NHNN duy trì quan điểm nới lỏng tiền tệ trong năm 2024:** Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ duy trì quan điểm nới lỏng tiền tệ để hỗ trợ nền kinh tế trong năm 2024 trước khi có khả năng tăng lãi suất điều hành thêm 25 điểm cơ bản vào cuối năm 2024.
- 3) FDI tiếp tục gia tăng:** Chúng tôi kỳ vọng giải ngân FDI sẽ tăng lên 25,5 tỷ USD trong năm 2024 (+10% YoY), tương đương khoảng 5,5% GDP, được hỗ trợ bởi lượng vốn đăng ký tăng mạnh trong năm 2023 (36,6 tỷ USD; +31,1% YoY).
- 4) Xuất nhập khẩu và sản xuất phục hồi:** Mặc dù nhu cầu toàn cầu có thể vẫn yếu trong nửa đầu năm 2024, xuất khẩu có khả năng đạt mức tăng trưởng 2 chữ số trong nửa đầu năm 2024 từ mức nền thấp của nửa đầu năm 2023 và có thể sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối năm 2024. Xuất khẩu phục hồi và một số nhà máy mới bắt đầu sản xuất từ cuối năm 2023 và có khả năng vào năm 2024 (Amkor, Long Son LNG, LEGO, cùng nhiều nhà máy khác) sẽ hỗ trợ sản xuất, thị trường lao động và tiêu dùng.
- 5) Khách quốc tế tiếp tục phục hồi:** Lượng khách quốc tế đạt 12,6 triệu vào năm 2023 - tương đương 70% mức trước COVID là 18 triệu vào năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng lượng khách nước ngoài tiếp tục phục hồi sẽ hỗ trợ ngành du lịch và tăng trưởng kinh tế.
- 6) Bất động sản và xây dựng có thể sẽ dần phục hồi** nhờ lãi suất thế chấp thấp và những cải cách pháp lý có thể giúp giảm bớt nhiều trở ngại cho các chủ đầu tư.

Tổng quan: Triển vọng thị trường (2)

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi:

- El Niño tác động mạnh hơn dự kiến của có thể ảnh hưởng tiêu cực đến ngành nông nghiệp.
- Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn kỳ vọng.
- Tăng trưởng toàn cầu yếu hơn kỳ vọng, đặc biệt là Trung Quốc, có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu, sản xuất và du lịch của Việt Nam.
- Bất ổn địa chính trị và các biến động toàn cầu khác: (1) Xung đột Nga - Ukraine, (2) Israel - Hamas, (3) Lạm phát tại Mỹ tiếp tục cao, dẫn tới việc Fed trì hoãn cắt giảm lãi suất; (4) Các hệ quả của bầu cử Tổng thống Mỹ.

Yếu tố hỗ trợ đối với dự báo của chúng tôi:

- Thị trường bất động sản phục hồi nhanh.
- Kinh tế toàn cầu tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng, đặc biệt là Mỹ và Trung Quốc, có thể giúp thúc đẩy xuất nhập khẩu và sản xuất tại Việt Nam.

Tổng quan: Triển vọng thị trường (3)

Các dự báo vĩ mô khác:

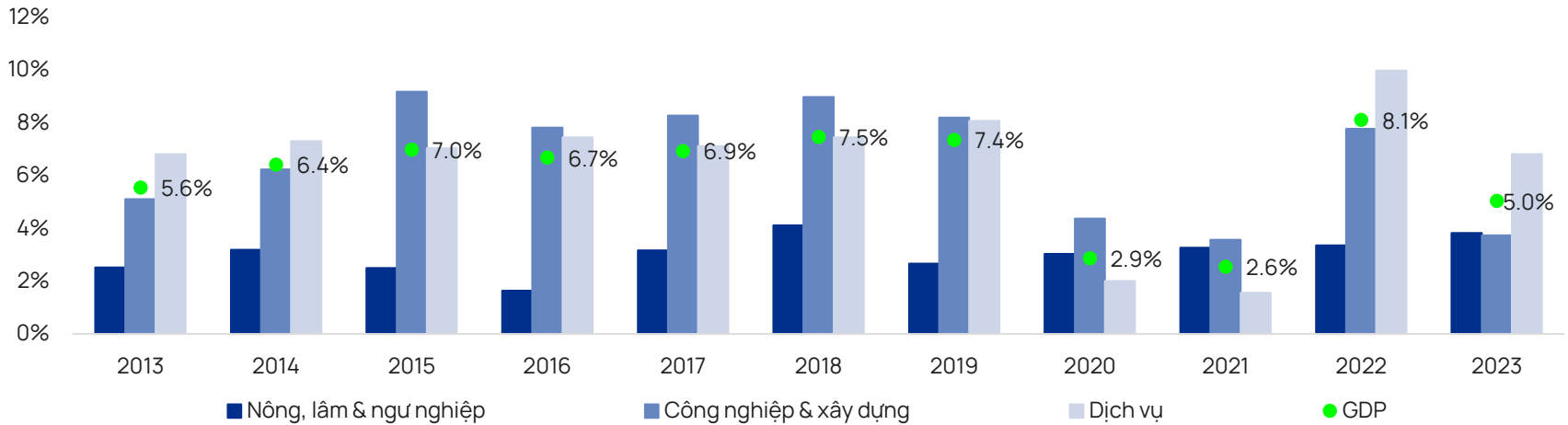
- **Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI giải ngân sẽ tăng khoảng 10% mỗi năm trong giai đoạn 2024/2025/2026**, do: (1) lượng lớn vốn FDI đăng ký được ghi nhận vào năm 2023, (2) các công ty đa quốc gia đang tiếp tục đa dạng hóa đầu tư ra khỏi Trung Quốc, (3) những lợi thế cơ bản của Việt Nam (như vị trí thuận lợi, chi phí lao động cạnh tranh và danh sách dài các hiệp định FTA), (4) việc nâng cấp quan hệ ngoại giao gần đây giữa Việt Nam với Hàn Quốc, Hoa Kỳ, và gần đây nhất là Nhật Bản, có thể tiếp tục thúc đẩy dòng vốn FDI vào Việt Nam.
- **Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu năm 2024 xuống lần lượt 9,5% và 11,5%**, từ mức 10,3% và 12,6% trước đó, (tương ứng với thặng dư thương mại đạt 24,3 tỷ USD), do lượng đơn hàng xuất khẩu phục hồi chậm hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu phục hồi dần trong nửa đầu năm 2024 trước khi tăng mạnh hơn vào nửa cuối năm. Chúng tôi cũng kỳ vọng tốc độ tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu cao hơn trong năm 2025, đạt lần lượt 11,0% và 11,5% khi lượng đơn hàng mới có thể tăng thêm trong năm 2025.
- **Chúng tôi kỳ vọng CPI bình quân ở mức 3,8% vào năm 2024** và lần lượt đạt mức 3,8% và 3,5% vào năm 2025 và 2026. Một số yếu tố có thể gây áp lực lên lạm phát năm 2024 bao gồm: giá nông sản tăng cao do lệnh cấm xuất khẩu và ảnh hưởng tiêu cực của hiện tượng El Niño; (2) cải cách tiền lương khu vực công (bắt đầu từ ngày 01/07/2024) và khả năng tăng lương tối thiểu khu vực tư nhân (+6,0% bắt đầu từ ngày 01/07/2024); (3) Chính phủ có thể tiếp tục tăng giá một số hàng hóa/dịch vụ thuộc phạm vi quản lý bao gồm dịch vụ y tế (dự kiến tăng 5,0% kể từ tháng 7/2024), học phí và giá điện.
- **Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND sẽ ổn định trong năm 2024**. Việc giảm lãi suất của Fed có thể giúp thu hẹp chênh lệch âm giữa lãi suất ngắn hạn VND và USD, đồng thời giảm bớt áp lực lên tỷ giá trong nửa cuối năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn nước ngoài ổn định từ kiều hối, FDI, thặng dư thương mại và thu hẹp thâm hụt dịch vụ sẽ giúp hỗ trợ sự ổn định của tỷ giá USD/VND.

Một số chính sách hỗ trợ tài khóa & tiền tệ trong năm 2023

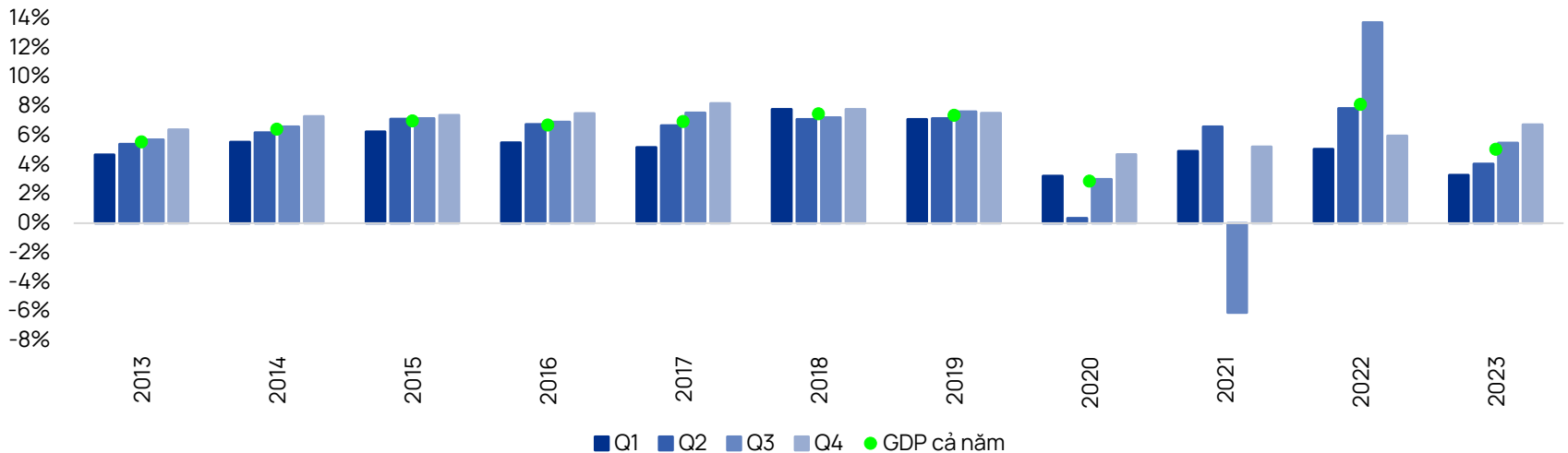
Ngày	Sự kiện	Nội dung chính
11/11/2022	Quốc hội thông qua Nghị quyết 69/2022/QH15	Quốc hội thông qua kế hoạch ngân sách nhà nước năm 2023, trong đó ngân sách dành cho đầu tư công là 727 nghìn tỷ đồng - tăng 38% so với kế hoạch năm 2022.
16/01/2023	Tổng Liên đoàn Lao động Việt Nam ban hành Nghị quyết 06/ ND-DCT	Hỗ trợ trực tiếp từ 1,0 triệu đồng đến 3,0 triệu đồng cho đoàn viên công đoàn và người lao động bị buộc phải giảm giờ làm hoặc mất việc do chấm dứt hợp đồng lao động khi công ty bị hủy hoặc giảm đơn đặt hàng.
05/03/2023	Chính phủ ban hành Nghị định 8/2023/ND-CP	Sửa đổi, bổ sung, lùi ngày có hiệu lực một số điều tại Nghị định 65.
14/03/2023	NHNN giảm lãi suất điều hành	NHNN cắt giảm lãi suất chiết khấu 100 điểm và hạ trần lãi suất cho vay ngắn hạn đối với các ngành ưu tiên thêm 50 điểm.
31/03/2023	NHNN giảm lãi suất điều hành	NHNN cắt giảm lãi suất tái cấp vốn 50 điểm, trần lãi suất huy động 50 điểm và trần lãi suất cho vay ngắn hạn đối với các ngành ưu tiên 50 điểm (có hiệu lực từ ngày 03/04/2023).
03/04/2023	Thủ tướng ban hành Quyết định 388/QĐ-TTg	Thủ tướng Chính phủ phê duyệt kế hoạch "xây dựng ít nhất một triệu căn nhà ở xã hội cho người thu nhập thấp và công nhân tại các khu công nghiệp giai đoạn 2021-2030".
03/04/2023	Chính phủ ban hành Nghị định 10/2023/ND-CP	Nghị định đưa ra hướng dẫn rõ ràng hơn nhằm giải quyết những vướng mắc pháp lý thường gặp đối với các chủ đầu tư bất động sản.
14/04/2023	Chính phủ ban hành Nghị định 12/2023/ND-CP	Nghị định gia hạn thời hạn nộp thuế giá trị gia tăng, thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế thu nhập cá nhân và tiền thuê đất năm 2023.
23/04/2023	NHNN ban hành Thông tư 02/2023/TT-NHNN	Cho phép ngân hàng tái cơ cấu thời hạn trả nợ và giữ nguyên nhóm nợ đối với khách hàng gặp khó khăn.
23/04/2023	NHNN ban hành Thông tư 03/2023/TT-NHNN	Tri hoãn việc siết chặt quy định giao dịch trái phiếu đối với các tổ chức tín dụng.
14/05/2023	Chính phủ ban hành Nghị định 24/2023/ND-CP	Tăng mức lương cơ sở theo luật định đối với lương cán bộ, công chức, có hiệu lực từ đầu tháng 7/2023.
23/05/2023	NHNN giảm lãi suất điều hành	NHNN cắt giảm lãi suất tái cấp vốn 50 điểm cb và giảm trần lãi suất tiền gửi kỳ hạn từ 1 - dưới 6 tháng xuống 50 điểm cb.
16/06/2023	NHNN giảm lãi suất điều hành	NHNN cắt giảm 50 điểm cb lãi suất tái cấp vốn và giảm 50 điểm cb lãi suất tái chiết khấu, giảm 25 điểm cb trần lãi suất huy động kỳ hạn từ 1 - dưới 6 tháng.
24/06/2023	Quốc hội ban hành Nghị quyết 101/2023/QH15	Quốc hội thông qua mức giảm 2% thuế VAT (từ 10% xuống 8%) cho nhiều ngành, có hiệu lực từ ngày 01/07 đến 31/12/2023.
28/06/2023	NHNN ban hành Thông tư 06/2023/TT-NHNN	Về hoạt động cho vay của các tổ chức tín dụng (1) cho phép khách hàng cá nhân vay ngân hàng khác để tái cấp vốn các khoản vay hiện có và (2) thắt chặt một số hoạt động cho vay đối với các dự án không đủ điều kiện để bán.
29/06/2023	Bộ Tài chính ban hành Thông tư 44/2023/TT-BTC	Bộ Tài chính công bố giảm 36 loại phí, có hiệu lực từ ngày 01/07 đến 31/12/2023.
23/08/2023	NHNN ban hành Thông tư 10/2023/TT-NHNN	Tri hoãn việc bổ sung các mục đích cho vay bị cấm để hỗ trợ kinh phí cho các nhà đầu tư.
09/11/2023	Quốc hội thông qua Kế hoạch kinh tế - xã hội năm 2024	Quốc hội thông qua kế hoạch tăng trưởng GDP đạt mức 6 - 6,5% cho năm 2024.
14/11/2023	Quốc hội thông qua cải cách tiền lương	Cải cách tiền lương được kỳ vọng sẽ nâng cao thu nhập và chất lượng cuộc sống của công chức, tăng năng suất lao động và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
27/11/2023	Quốc hội thông qua Luật Nhà ở sửa đổi	Luật Nhà ở sửa đổi đưa ra quy trình rõ ràng hơn và linh hoạt hơn cho các chủ đầu tư trong việc phát triển nhà ở xã hội.
28/11/2023	Quốc hội thông qua Luật Kinh doanh bất động sản sửa đổi	Luật Kinh doanh Bất động sản sửa đổi quy định các yêu cầu pháp lý chặt chẽ hơn đối với các chủ đầu tư trước khi mở bán các dự án nằm trong kế hoạch và huy động vốn từ người mua nhà.
29/12/2023	Nghị quyết 42/2023/UBTVQH15	Ủy ban Thường vụ Quốc hội thông qua việc gia hạn thời gian giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu đến hết năm 2024.

Quý 4 tăng trưởng mạnh giúp GDP cả năm 2023 tăng 5%

Tăng trưởng GDP theo ngành

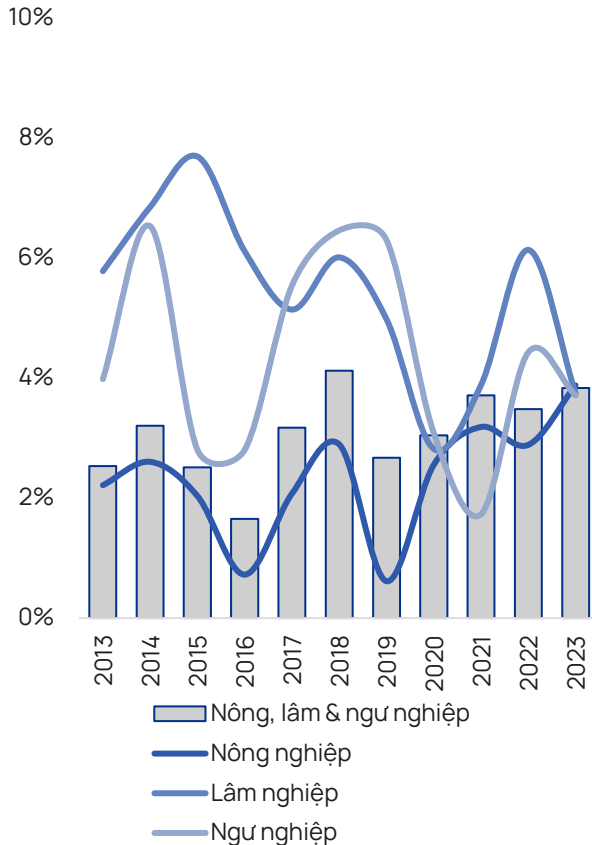


Tăng trưởng GDP theo quý

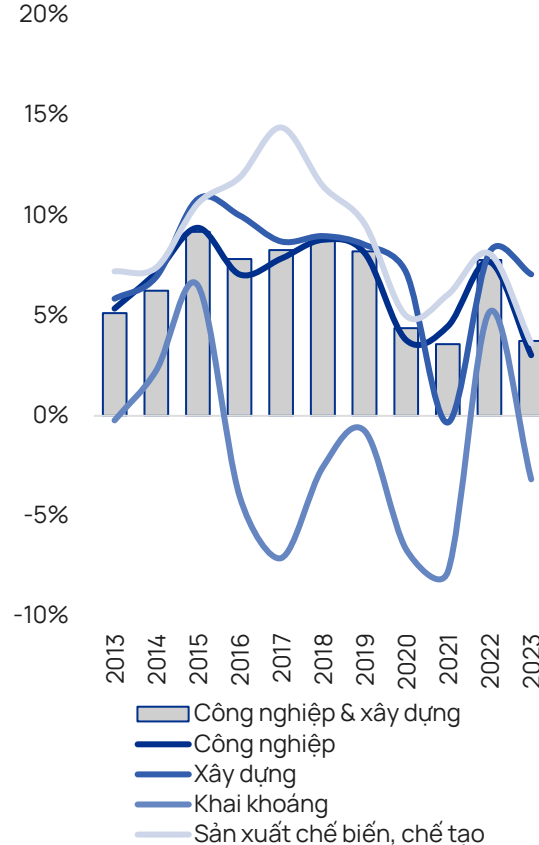


Khu vực dịch vụ là động lực tăng trưởng kinh tế chính năm 2023

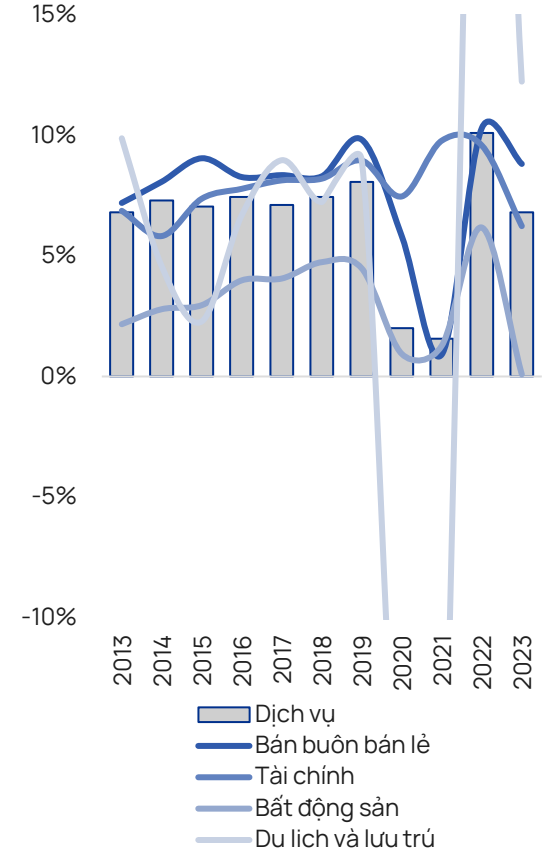
Tăng trưởng GDP khu vực Nông - Lâm - Thủy sản



Tăng trưởng GDP khu vực Công nghiệp & Xây dựng



Tăng trưởng GDP khu vực Dịch vụ

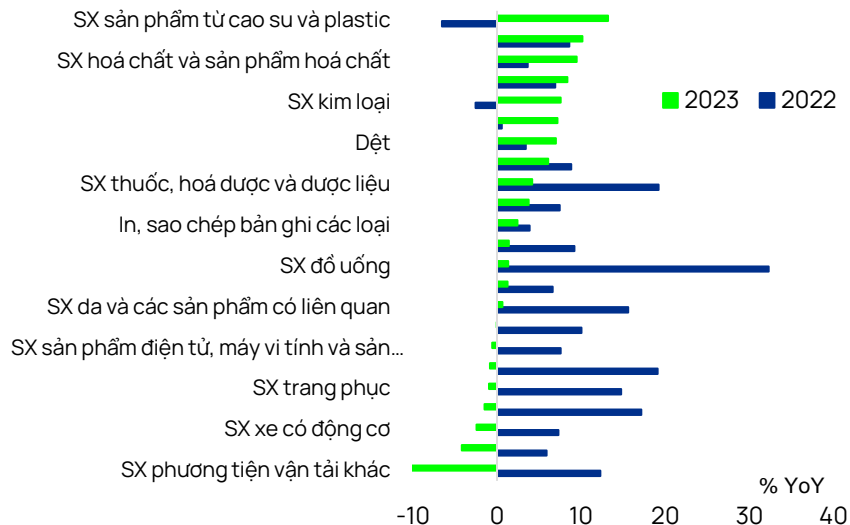


Nhu cầu xuất khẩu yếu ảnh hưởng sản xuất công nghiệp của Việt Nam

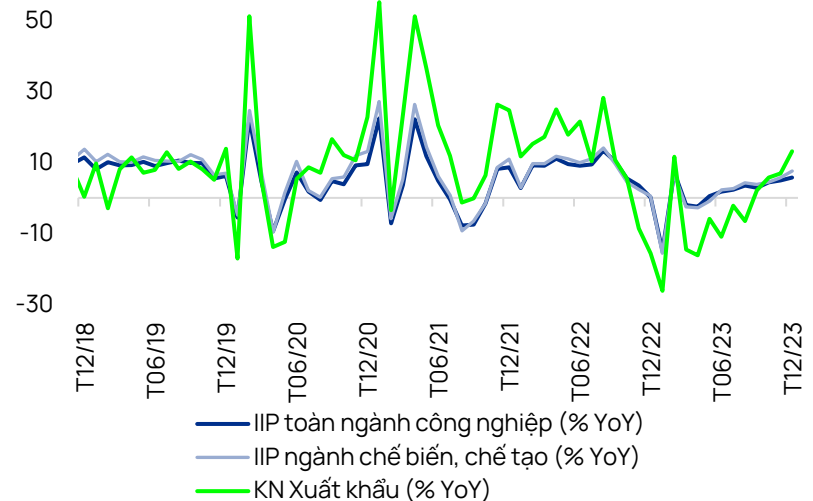
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)

	MoM	YoY	2023 so với 2022
IIP toàn ngành	0,1%	5,8%	1,5%
Công nghệ khai khoáng	-6,6%	-12,8%	-3,9%
Chế tạo	0,9%	7,6%	1,6%

IIP sản xuất chế biến chế tạo

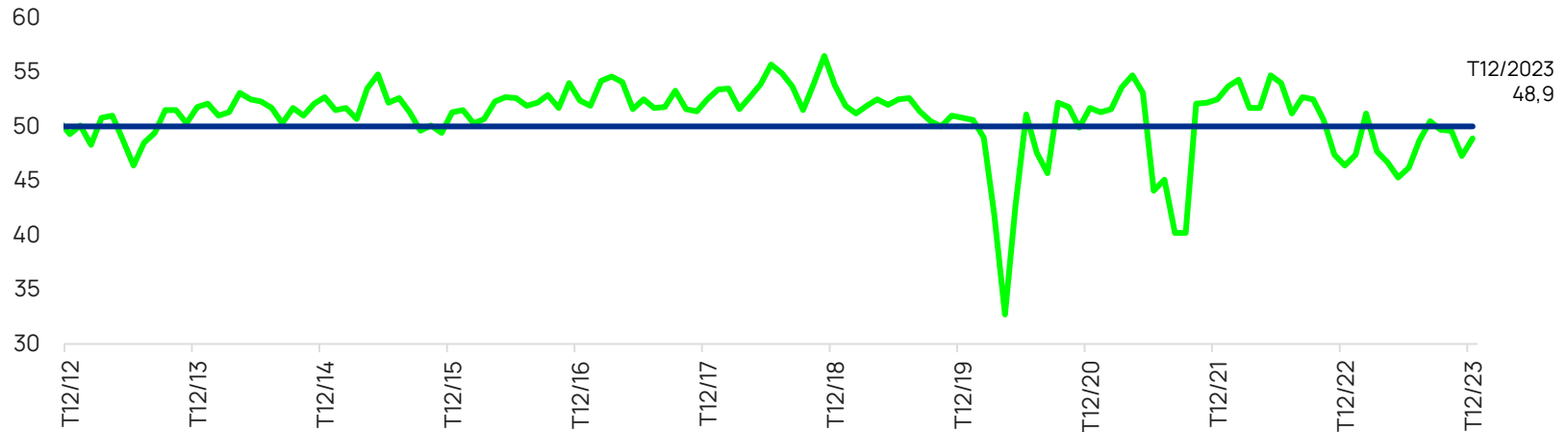


Tăng trưởng IIP và xuất khẩu hàng tháng

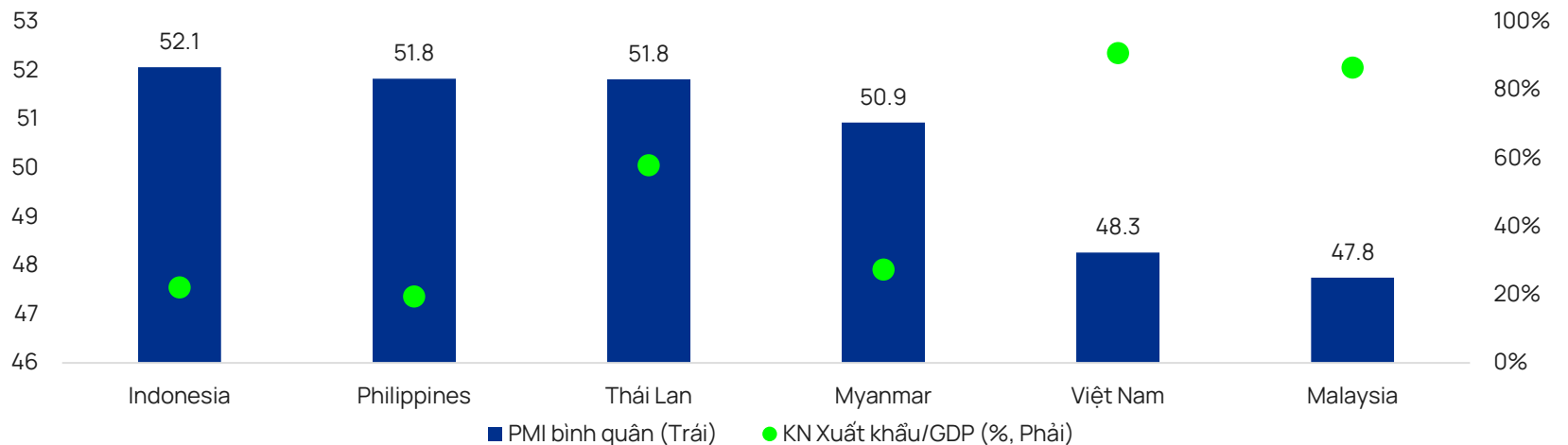


Nhu cầu xuất khẩu yếu ảnh hưởng chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam

Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI)

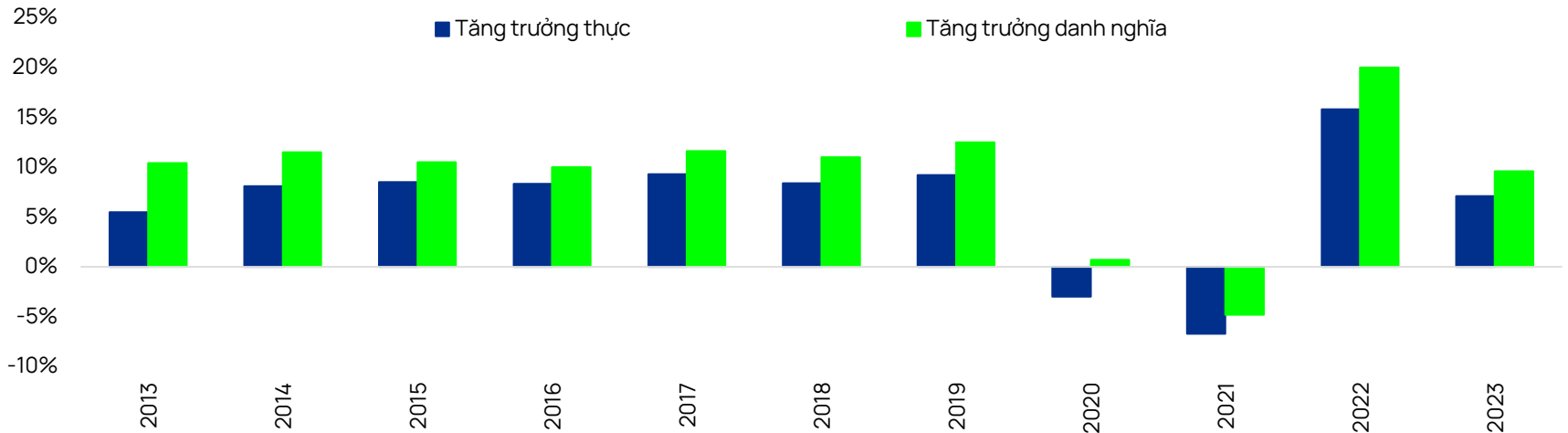


Tỷ lệ PMI và xuất khẩu/GDP bình quân năm 2023

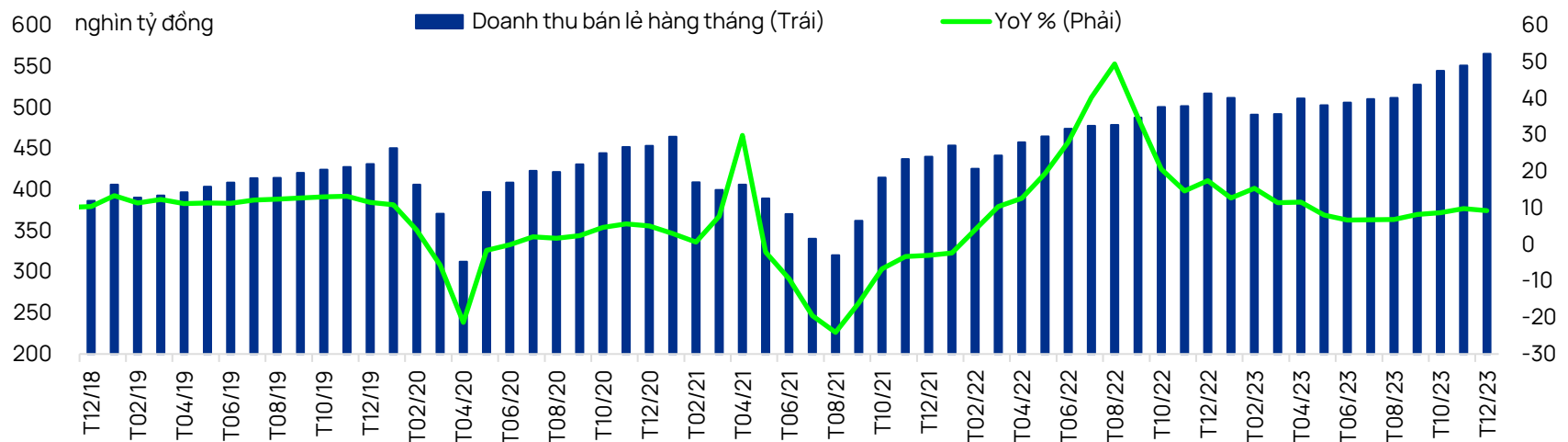


Lượng khách nước ngoài phục hồi hỗ trợ doanh thu bán lẻ (1)

Doanh thu bán lẻ hàng năm

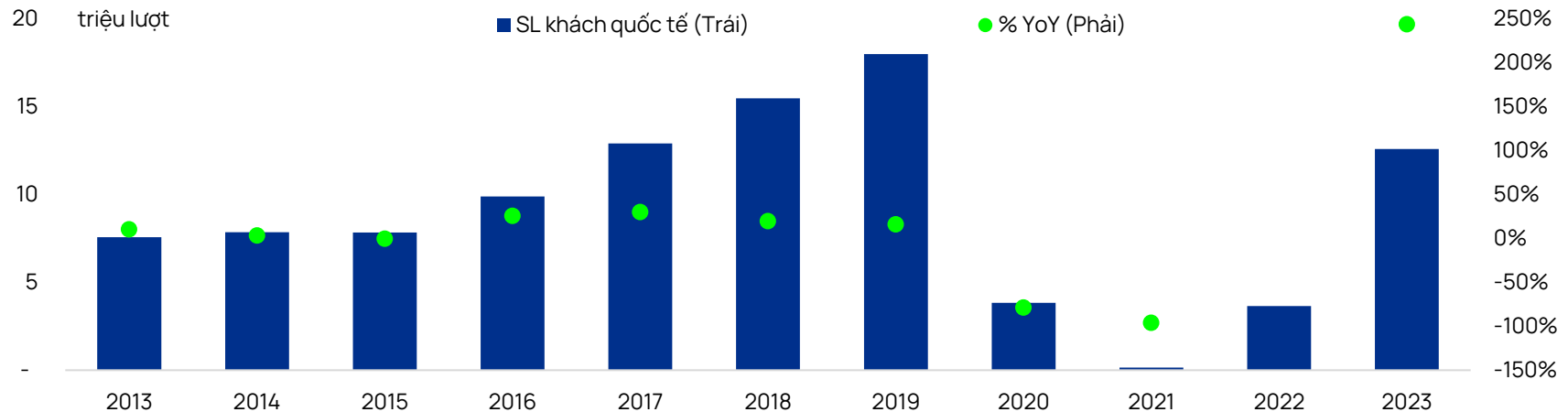


Doanh thu bán lẻ hàng tháng

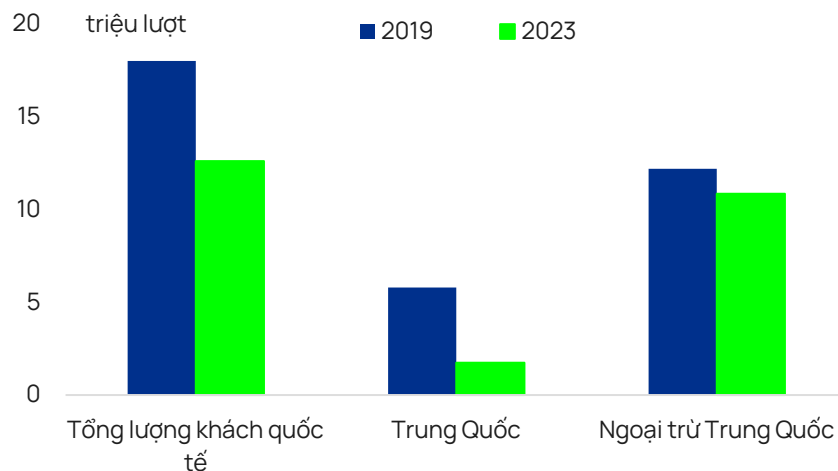


Lượng khách nước ngoài phục hồi hỗ trợ doanh thu bán lẻ (2)

Lượng khách quốc tế



Lượng khách quốc tế so với mức trước dịch COVID-19

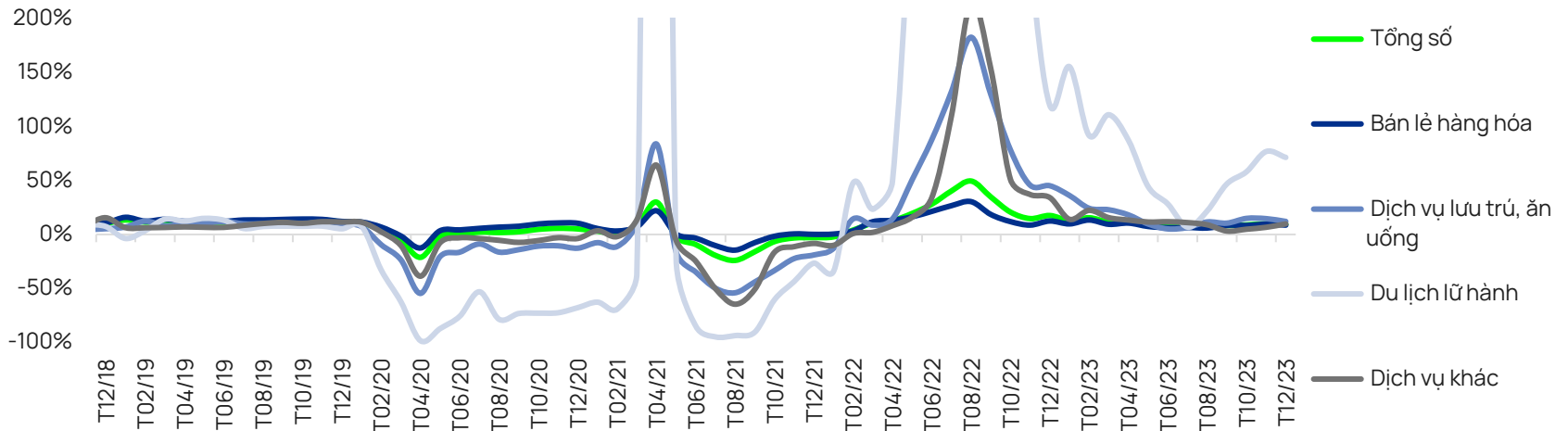


Lượng khách quốc tế so với mức trước dịch COVID-19

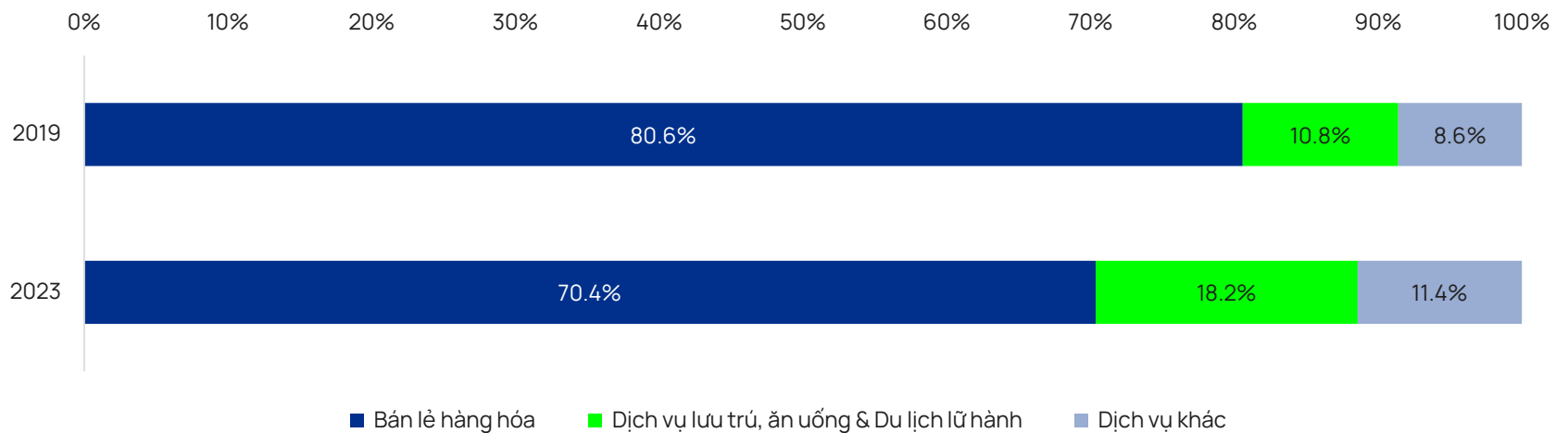
	T12/2023 so với T12/2019	2023 so với 2019
Tổng lượng khách quốc tế	80,2%	70,0%
Trung Quốc	41,9%	30,0%
Ngoại trừ Trung Quốc	98,7%	89,0%

Lượng khách nước ngoài phục hồi hỗ trợ doanh thu bán lẻ (3)

Tăng trưởng doanh thu bán lẻ - Cơ cấu

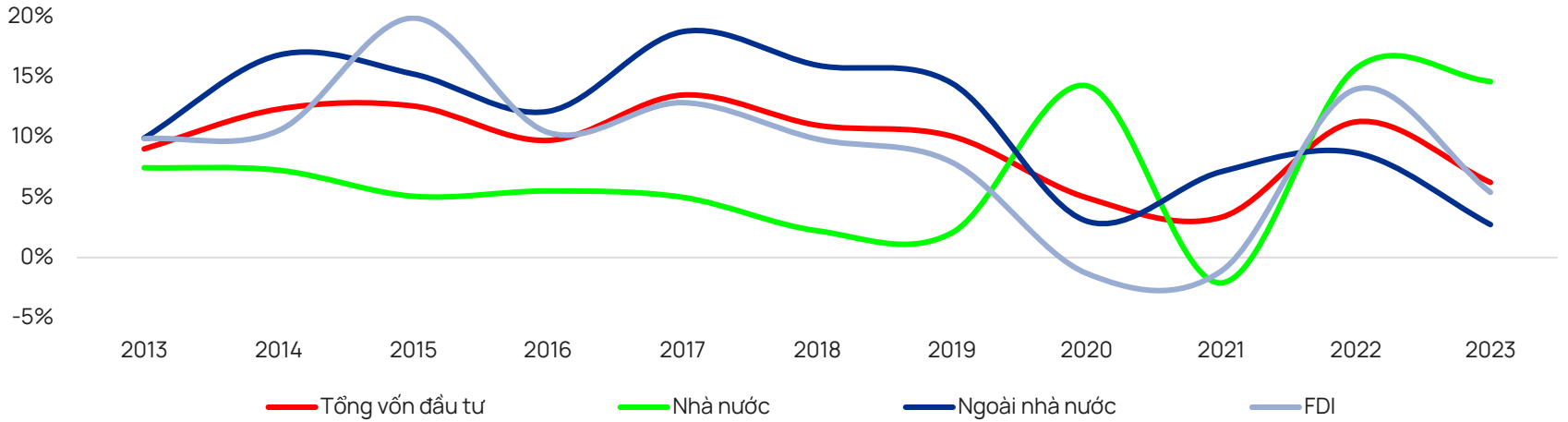


Đóng góp vào tổng tăng trưởng doanh thu bán lẻ

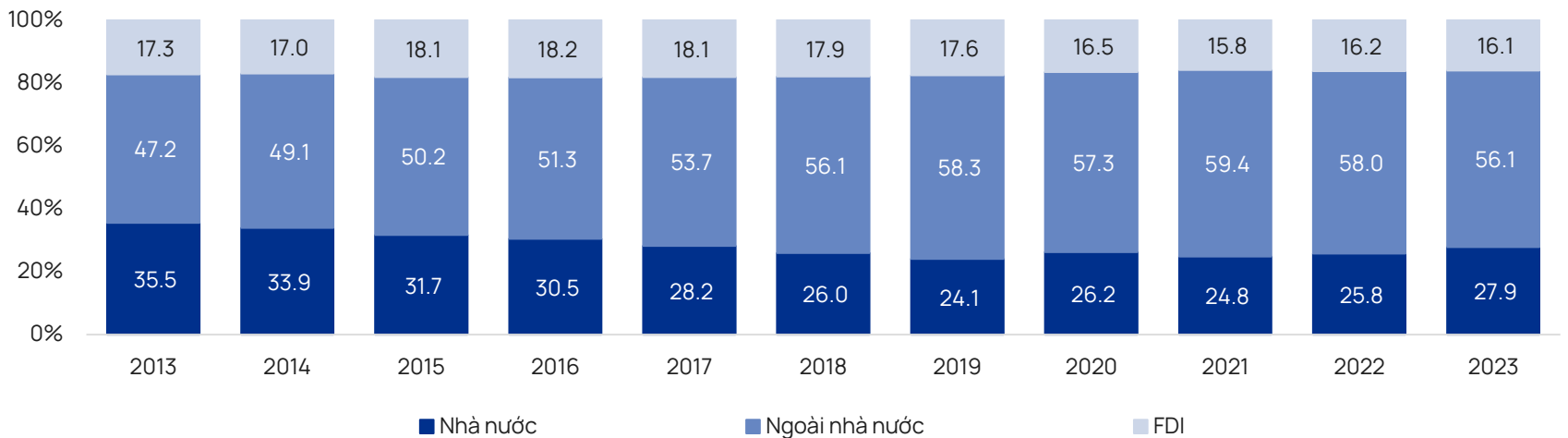


Đầu tư khu vực Nhà nước tăng mạnh, đầu tư tư nhân trì trệ

Tăng trưởng đầu tư theo khu vực



Đóng góp vào tổng đầu tư toàn xã hội theo khu vực



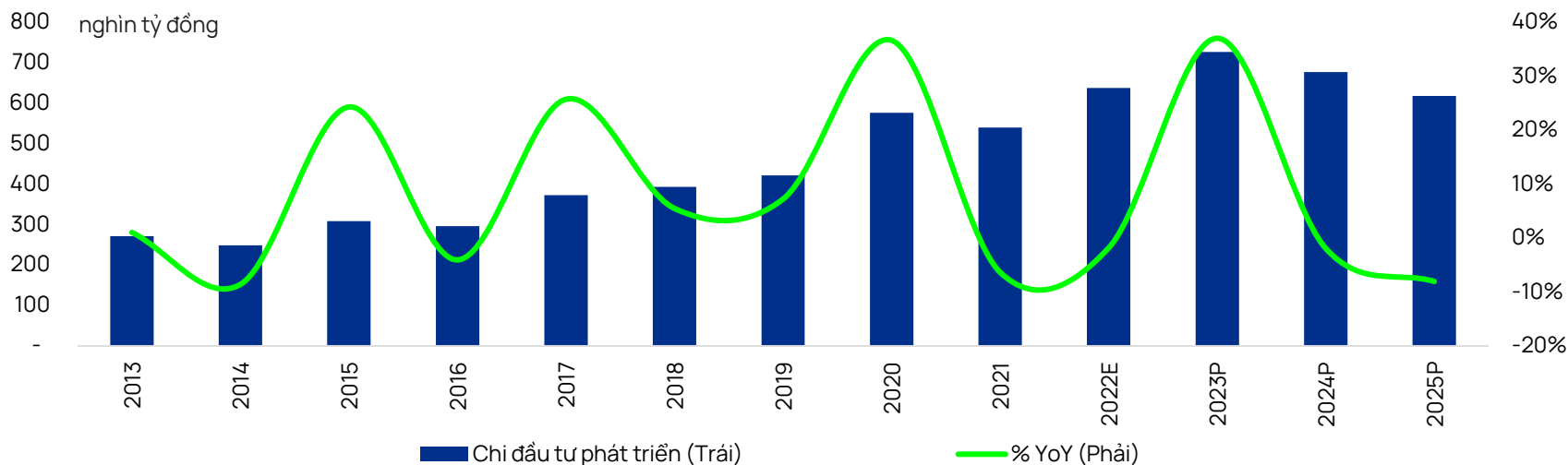
Tăng tốc chi tiêu tài khóa để kích thích tăng trưởng kinh tế (1)

Cơ cấu ngân sách nhà nước

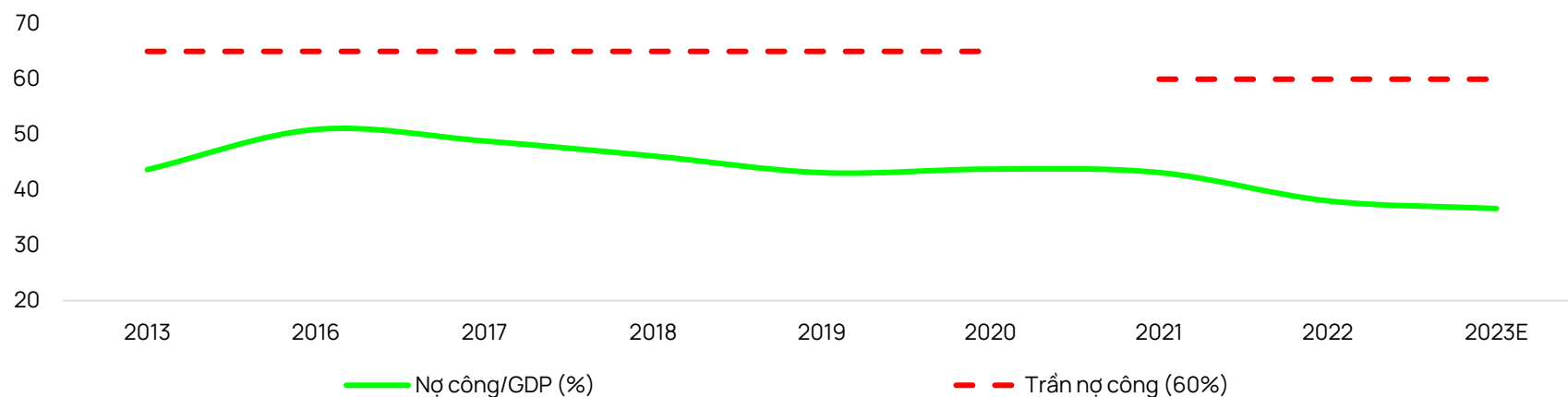
Đơn vị: nghìn tỷ đồng	2023E	TT % YoY	% kế hoạch năm 2023	2023P	2024P	2025P	2026P
Thu ngân sách	1.718	-5,4%	106,0%	1.621	1.701	1.714	1.801
Doanh thu trong nước	1.439	-0,3%	107,9%	1.334	1.444	1.456	1.535
Doanh thu từ dầu thô	63	-19,5%	149,5%	42	46	42	42
Doanh thu xuất nhập khẩu	213	-25,4%	89,1%	239	204	212	221
Chi ngân sách	1.732	10,9%	83,4%	2.076	2.119	2.140	2.268
Chi hiện tại	1.059	3,2%	90,3%	1.172	1.176	1.222	1.265
Đầu tư & phát triển	580	33,1%	79,8%	727	677	606	626
Trả lãi	90	-7,6%	87,6%	103	112	120	137
Cân đối ngân sách	-14			(456)	(399)	(426)	(467)
Thâm hụt ngân sách/GDP				4,4%	3,6%	3,5%	3,5%

Tăng tốc chi tiêu tài khóa để kích thích tăng trưởng kinh tế (2)

Chi ngân sách cho đầu tư phát triển

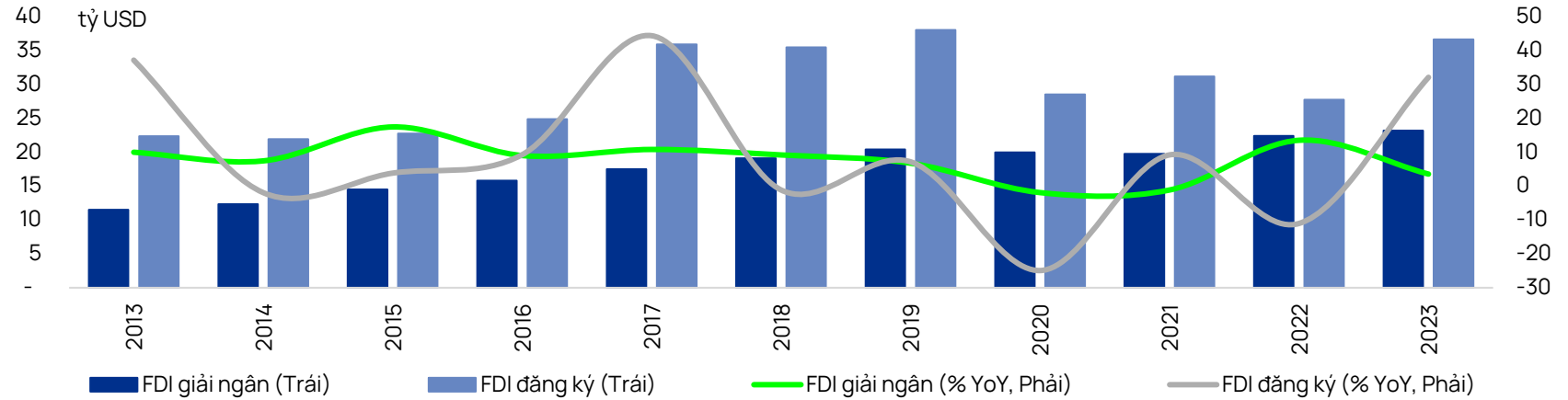


Nợ công/GDP của Việt Nam (%)

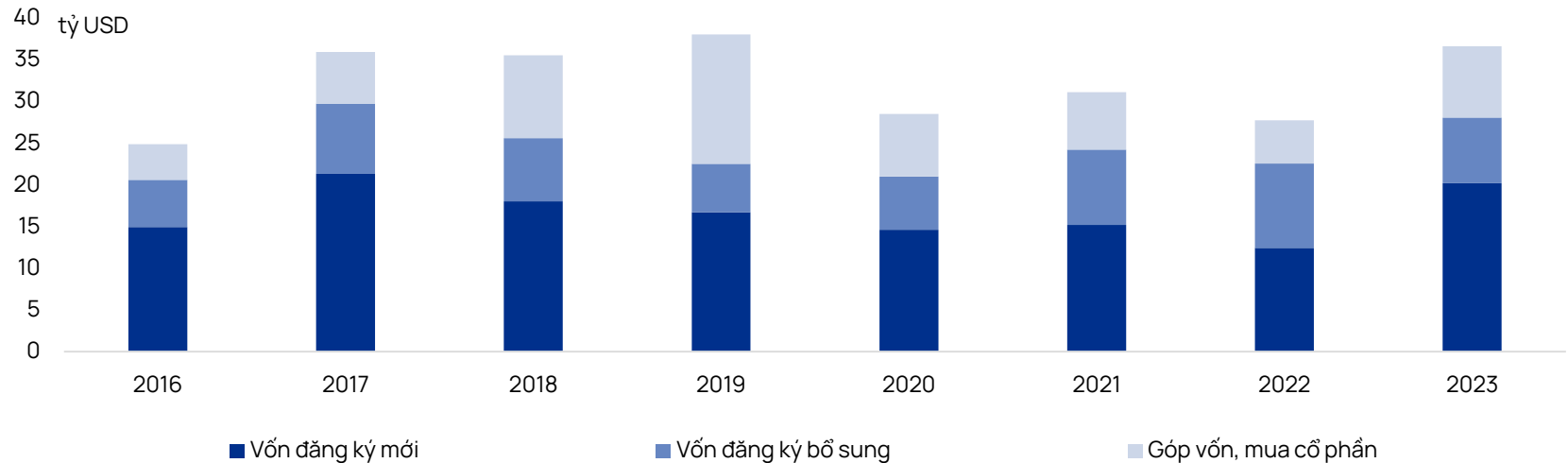


FDI đăng ký tăng trưởng mạnh sau đại dịch (1)

Tăng trưởng FDI đăng ký & giải ngân

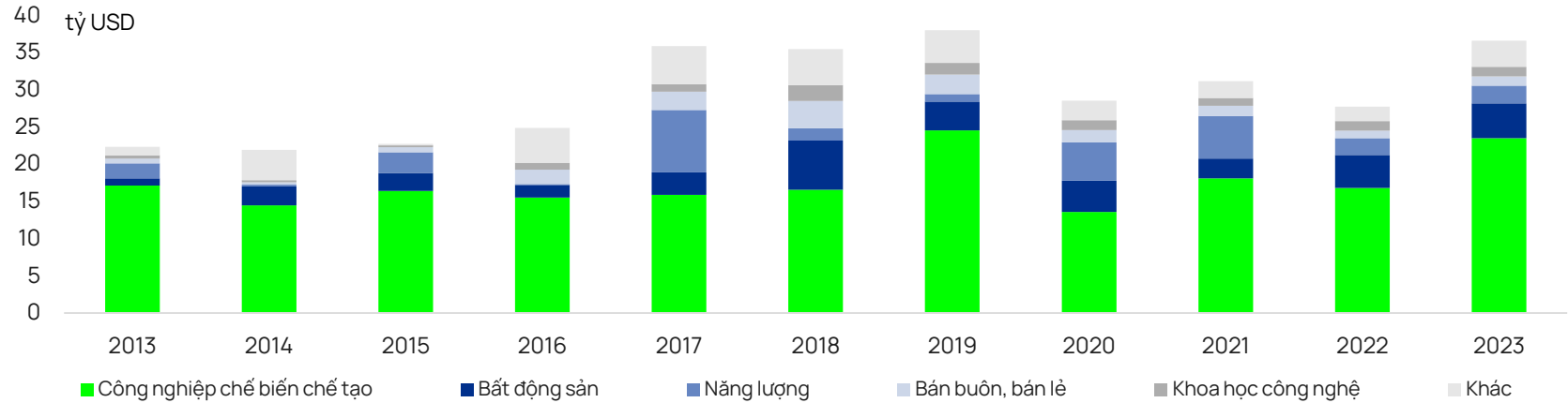


FDI đăng ký theo loại hình

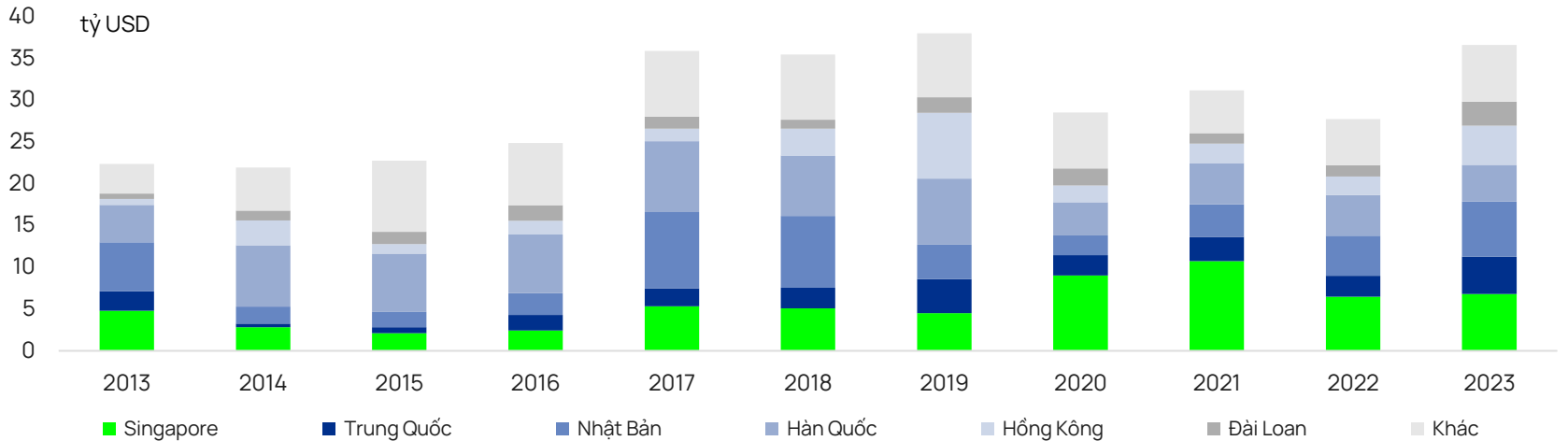


FDI đăng ký tăng trưởng mạnh sau đại dịch (2)

FDI đăng ký theo ngành



FDI đăng ký theo quốc gia/khu vực



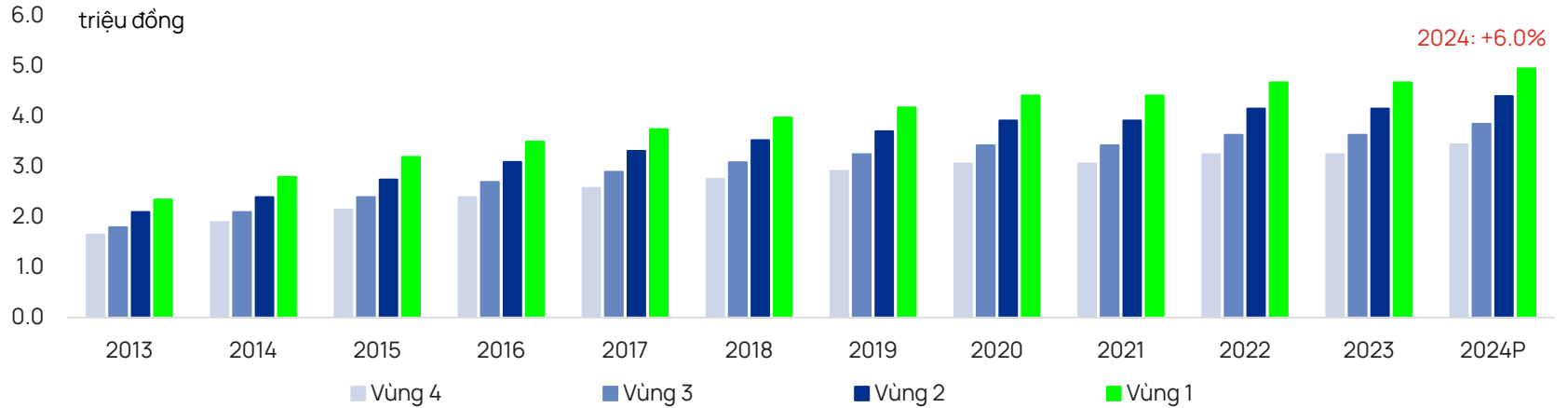
Các dự án lớn theo vốn FDI đăng ký năm 2023

Các dự án lớn theo vốn FDI đăng ký năm 2023

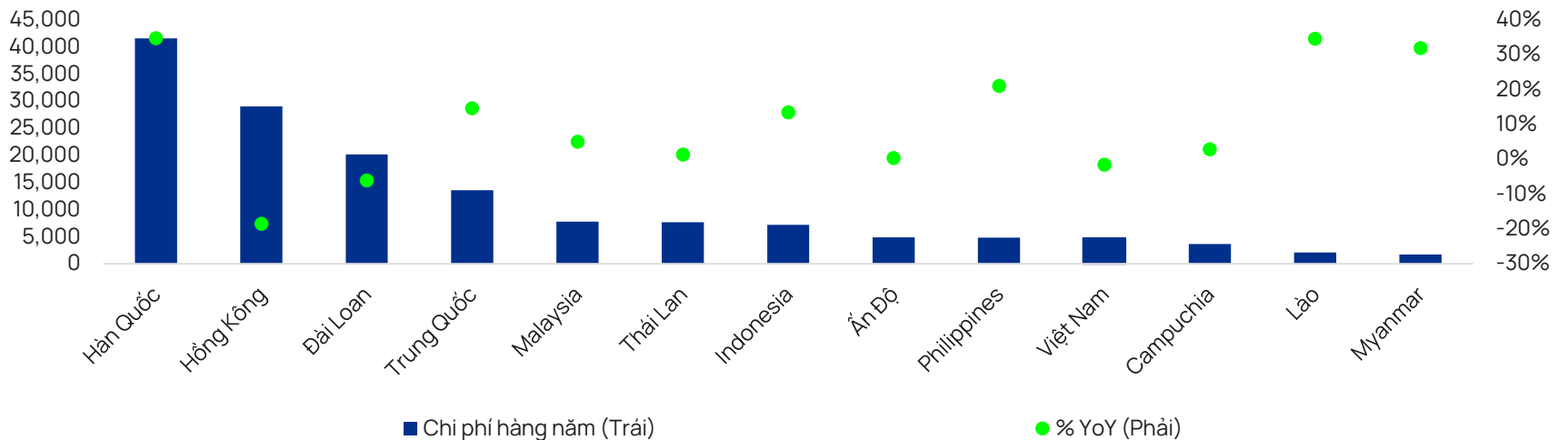
STT	Dự án	Triệu USD	Quốc gia	Ngành	Địa điểm
1	Nhà máy nhiệt điện LNG	2.000	Nhật Bản	Tiện ích	Thái Bình
2	Tổ hợp công nghệ tế bào quang điện Jinko Solar Hải Hà	1.500	Hồng Kông	Chế tạo	Quảng Ninh
3	Nhà máy LG Innotek	1.000	Hàn Quốc	Chế tạo	Hải Phòng
4	Nhà máy Lite-on Quảng Ninh	690	Đài Loan	Chế tạo	Quảng Ninh
5	Nhà máy Fulian Bắc Giang	621	Singapore	Chế tạo	Bắc Giang
6	Nhà máy lớp xe Haohua	500	Trung Quốc	Chế tạo	Bình Phước
7	Nhà máy sản xuất vật liệu phân hủy sinh học công nghệ cao Ecovance	500	Hàn Quốc	Chế tạo	Hải Phòng

Chi phí lao động cạnh tranh

Mức lương tối thiểu vùng hàng tháng tại Việt Nam



Chi phí hàng năm cho nhân công sản xuất trong năm 2023 (USD)

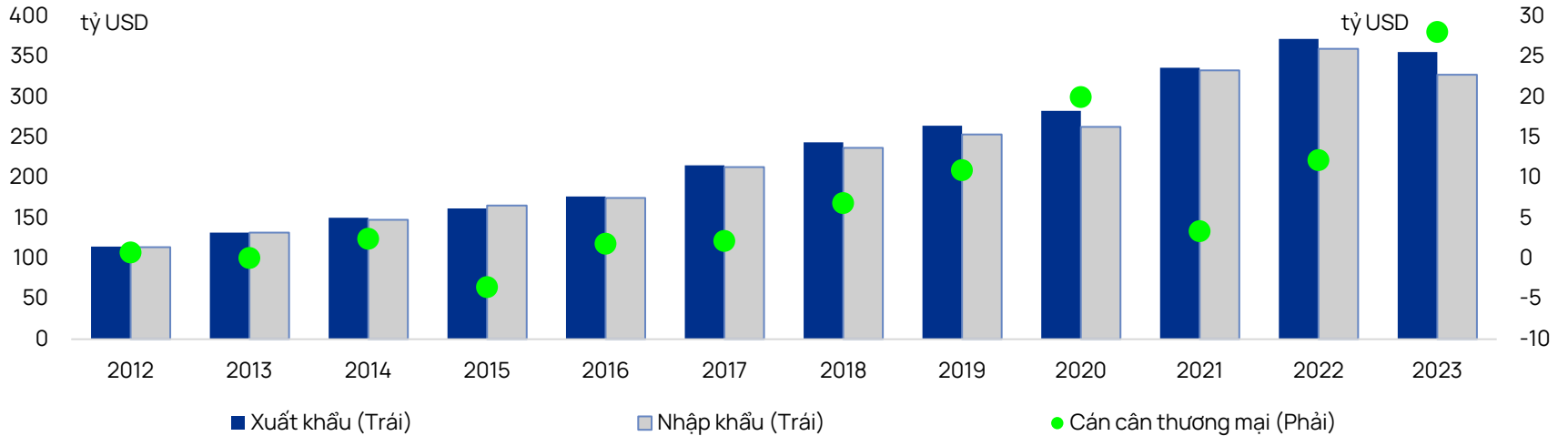


Hội nhập toàn cầu tiếp tục là động lực thu hút FDI và thương mại

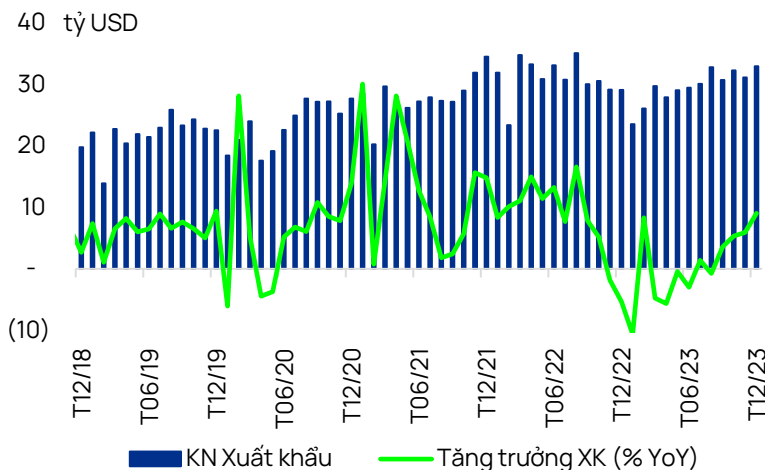
STT	Các hiệp định FTA	Trạng thái	Đàm phán	Đã ký	Có hiệu lực
1	Khu vực thương mại tự do ASEAN (AFTA)	Đã ký, có hiệu lực			1993
2	Hiệp định Hợp tác Kinh tế Toàn diện ASEAN-Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa	Đã ký, có hiệu lực			2003
3	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2007
4	Quan hệ đối tác kinh tế toàn diện ASEAN-Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2008
5	Hiệp định Đối tác Kinh tế Việt Nam - Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2009
6	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Ấn Độ	Đã ký, có hiệu lực			2010
7	Hiệp định thương mại tự do ASEAN-Úc và New Zealand	Đã ký, có hiệu lực			2010
8	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Chile	Đã ký, có hiệu lực			2014
9	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2015
10	Liên minh kinh tế Việt Nam-Á-Âu	Đã ký, có hiệu lực			2016
11	Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP)	Đã ký, có hiệu lực			19/01
12	Hiệp định Thương mại Tự do ASEAN-Hồng Kông, Trung Quốc	Đã ký, có hiệu lực			19/06
13	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-Liên minh Châu Âu (EVFTA)	Đã ký, có hiệu lực			20/08
14	Hiệp định Thương mại Tự do Anh - Việt Nam	Đã ký, có hiệu lực			21/05
15	Đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)	Đã ký, có hiệu lực			22/01
16	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - Israel	Đã ký, có hiệu lực			23/07
17	Hiệp hội Thương mại Tự do Việt Nam - Châu Âu (EFTA)	Đã bắt đầu đàm phán	12/05		
18	ASEAN-Canada	Đã bắt đầu đàm phán	21/11		
19	Việt Nam - UAE	Chuẩn bị tiến hành đàm phán			

Thặng dư cao kỷ lục do nhập khẩu giảm mạnh

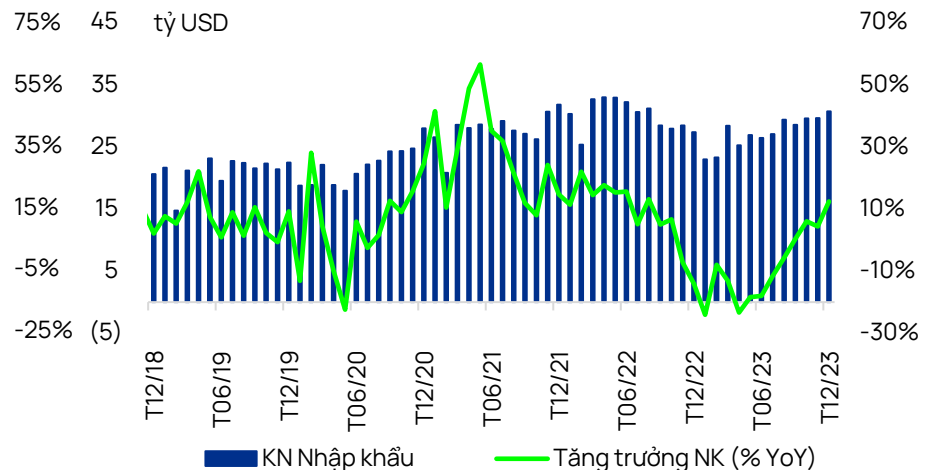
Kim ngạch xuất nhập khẩu và cán cân thương mại



Xuất khẩu hàng tháng

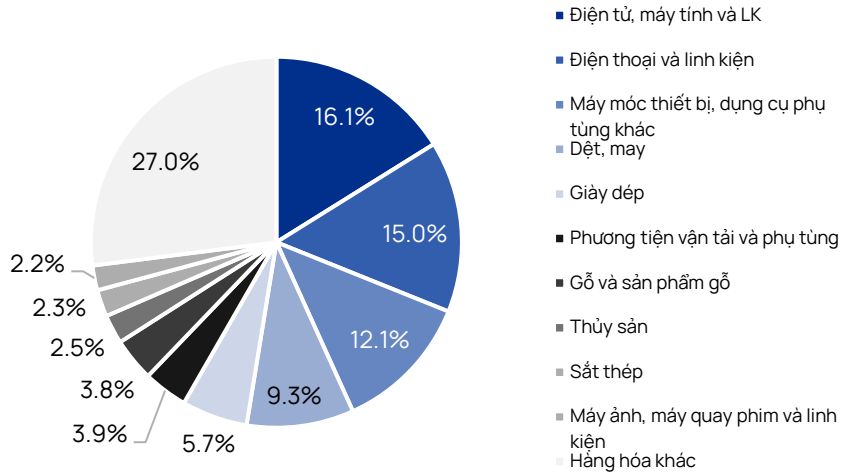


Nhập khẩu hàng tháng

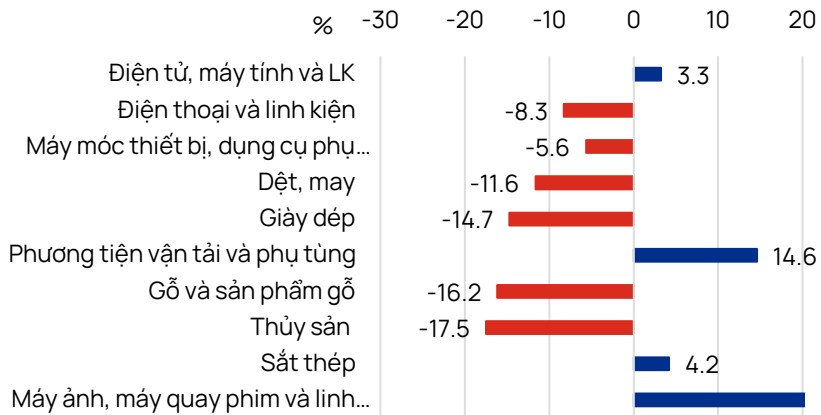


Xuất khẩu & nhập khẩu Việt Nam theo ngành

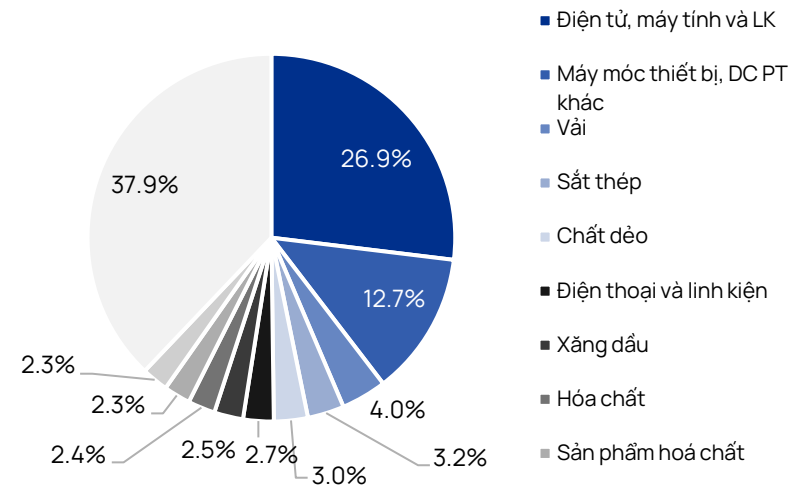
Tỷ trọng các mặt hàng xuất khẩu chủ lực năm 2023



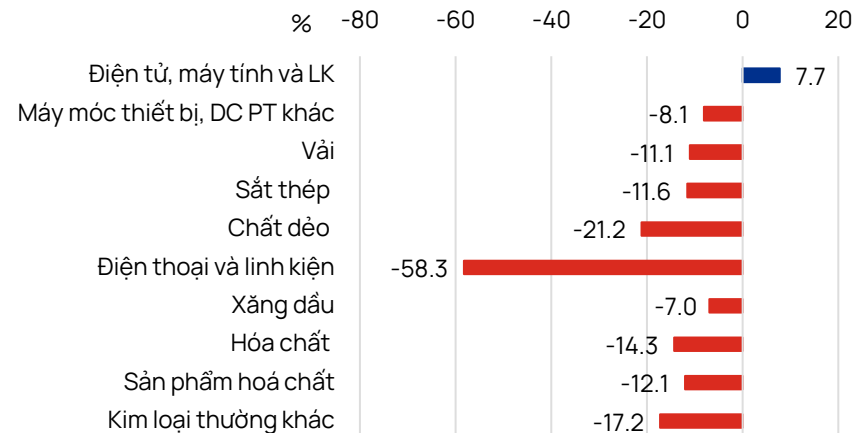
Tăng trưởng các mặt hàng xuất khẩu chủ lực năm 2023



Tỷ trọng các mặt hàng nhập khẩu chủ lực năm 2023

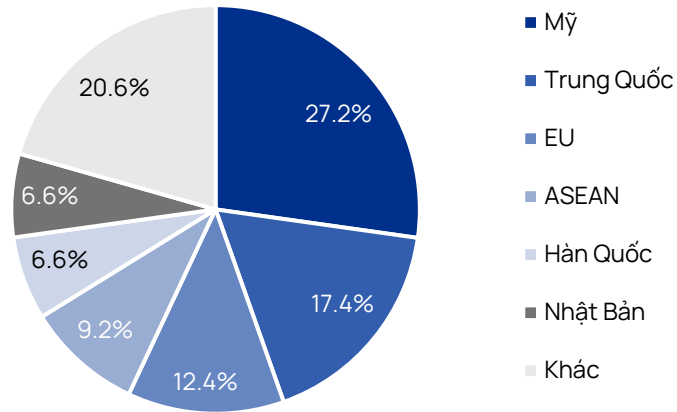


Tăng trưởng các mặt hàng nhập khẩu chủ lực năm 2023

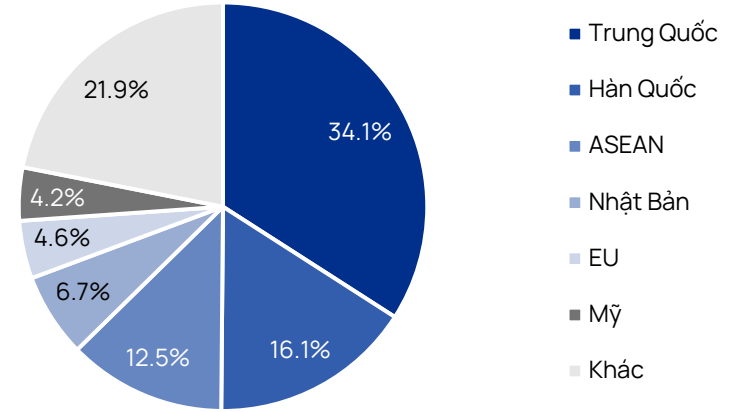


Thị trường xuất khẩu & nhập khẩu hàng đầu của Việt Nam

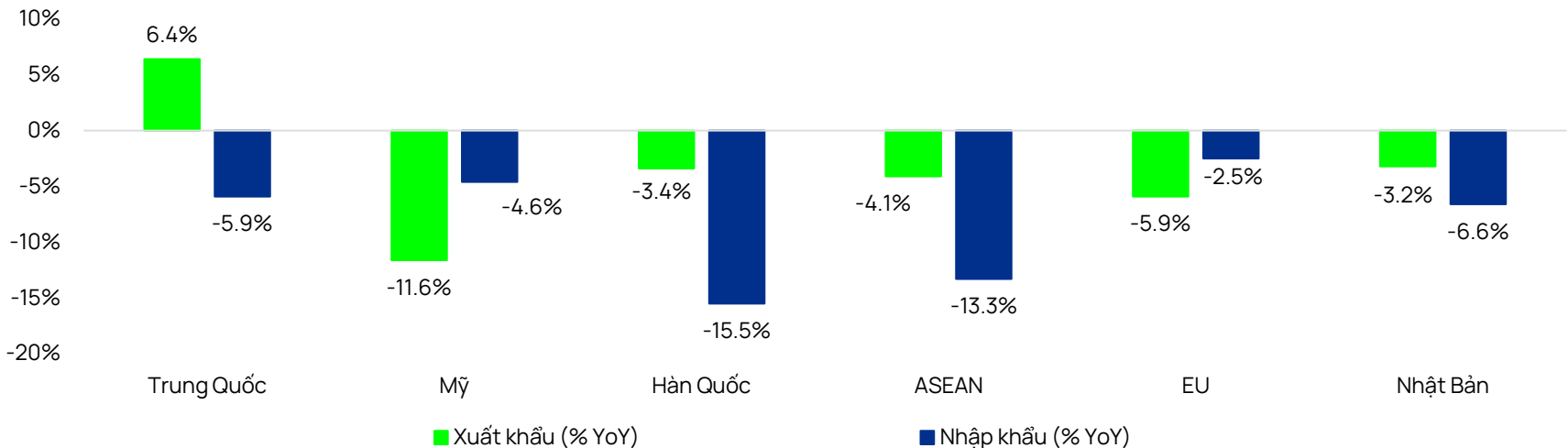
Thị trường xuất khẩu hàng đầu năm 2023



Thị trường nhập khẩu hàng đầu năm 2023



Tăng trưởng xuất khẩu & nhập khẩu theo thị trường trong năm 2023



Lạm phát 2023 được kiểm soát tốt dưới mức trần của Chính phủ (1)

Lạm phát năm 2023

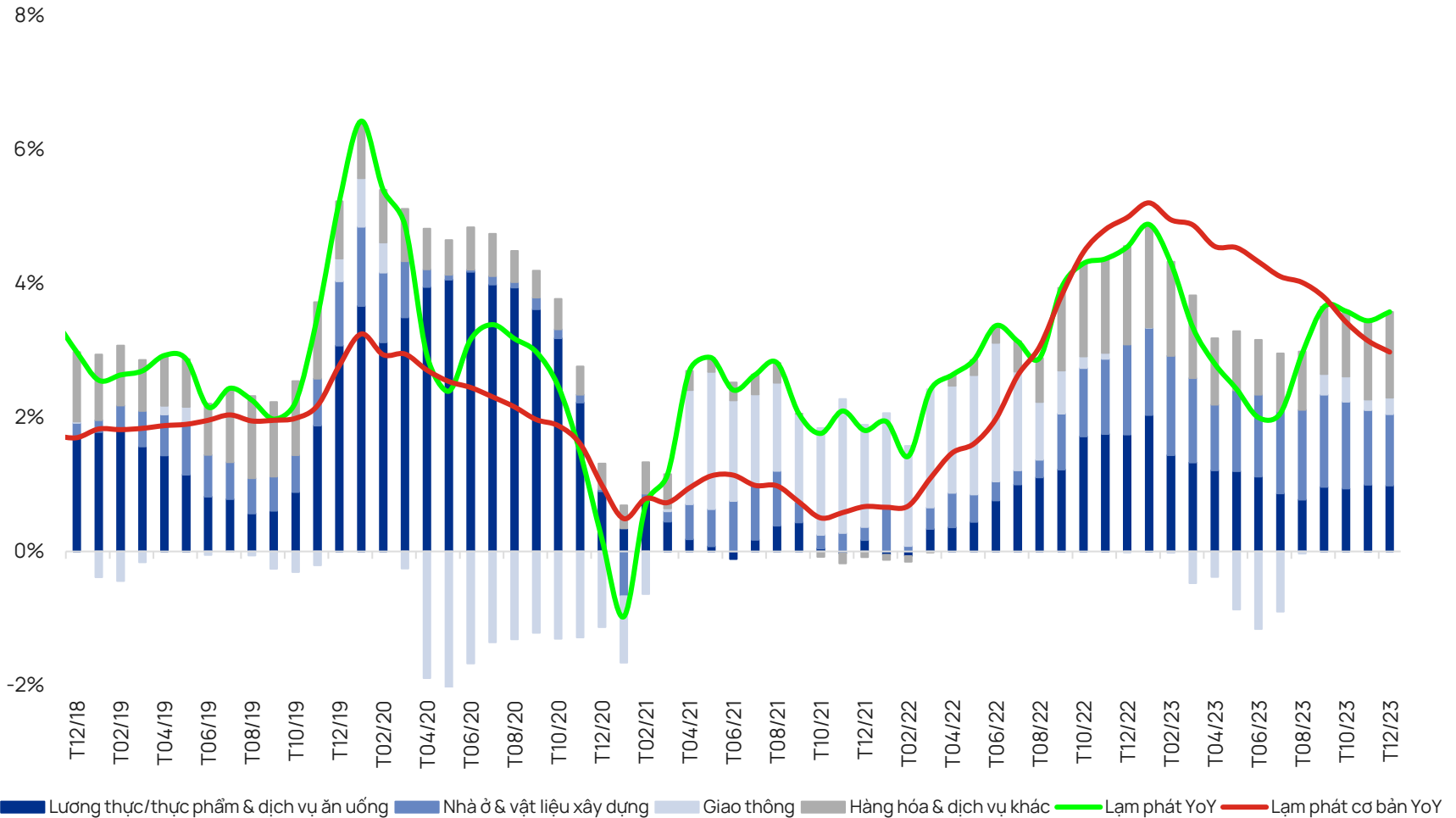
	CPI MoM (12/2023 so với 11/2023)	CPI YoY (12/2023 so với 12/2022)	CPI YTD (12/2023 so với 12/2022)	CPI bình quân (2023 so với 2022)
Lạm phát	0,12%	3,58%	3,58%	3,25%
Lạm phát cơ bản	0,17%	2,98%	N/A	4,16%

CPI bình quân theo từng nhóm ngành

Nhóm ngành	Tỷ trọng	Bình quân 2022	Bình quân 2023
Tổng CPI	100%	3,15%	3,25%
Lương thực/thực phẩm & dịch vụ ăn uống	33,56%	2,55%	3,44%
Đồ uống & thuốc lá	2,73%	3,15%	3,29%
Quần áo, giày dép & mũ	5,70%	1,63%	2,21%
Nhà ở & vật liệu xây dựng	18,82%	3,11%	6,58%
Thiết bị & dụng cụ gia đình	6,74%	2,03%	2,09%
Thuốc & chăm sóc sức khỏe	5,39%	0,40%	1,23%
Giao thông	9,67%	11,27%	-2,49%
Viễn thông	3,14%	-0,37%	-0,81%
Giáo dục	6,17%	1,68%	7,44%
Văn hóa, thể thao & giải trí	4,55%	3,10%	2,55%
Hàng hóa & dịch vụ khác	3,53%	2,36%	4,65%

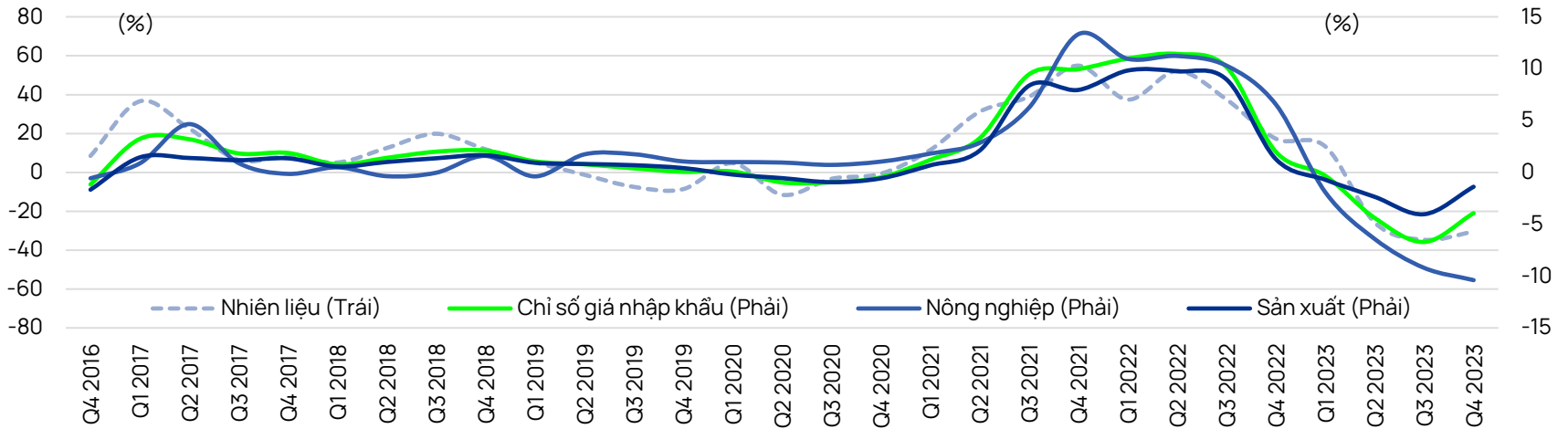
Lạm phát 2023 được kiểm soát tốt dưới mức trần của Chính phủ (2)

Cơ cấu đóng góp vào CPI theo tháng (điểm %)

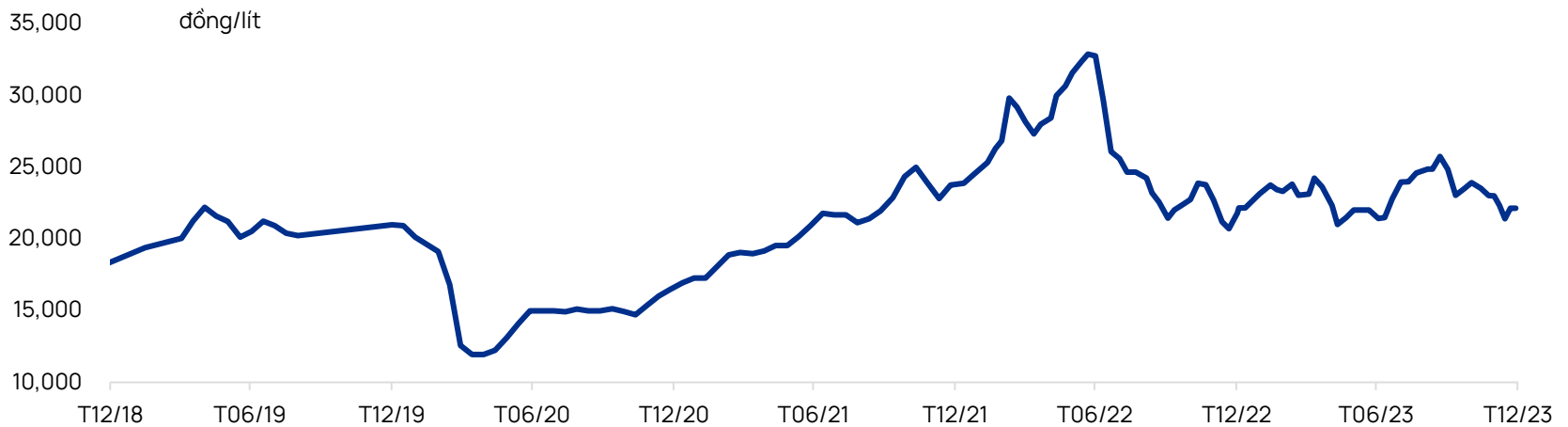


Giá dầu thô & nhập khẩu giảm giúp lạm phát giảm trong năm 2023

Chỉ số giá nhập khẩu

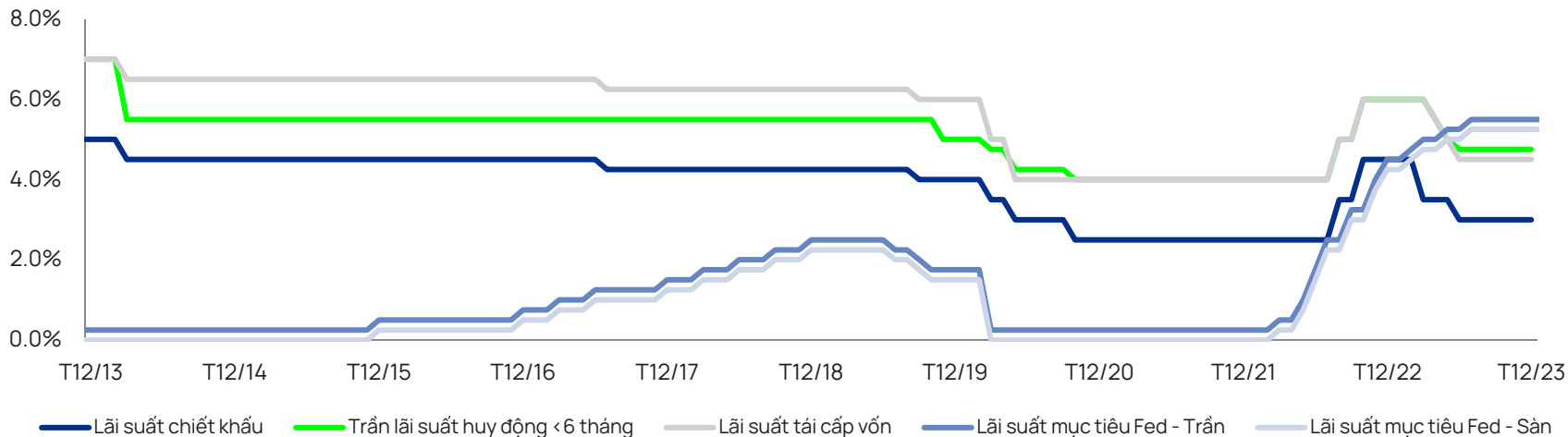


Giá xăng dầu trong nước (RON95)

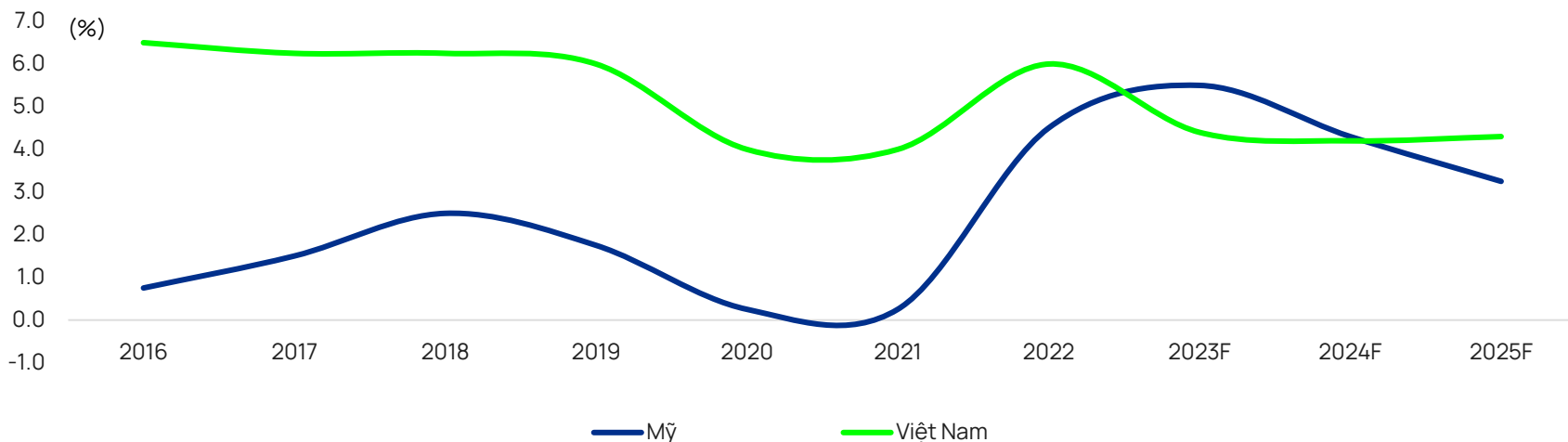


Chính sách tiền tệ khác nhau giữa NHNN và FED gây áp lực lên tỷ giá USD/VND trong năm 2023 (1)

Lãi suất điều hành của NHNN & Lãi suất mục tiêu của Fed

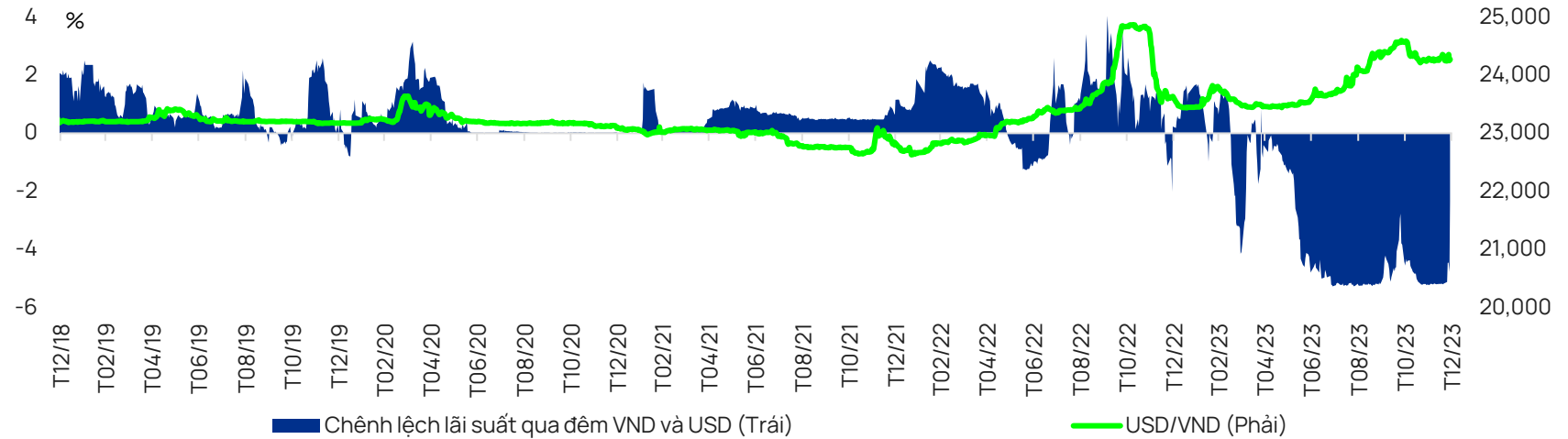


Dự báo đồng thuận về lãi suất điều hành của Ngân hàng Trung ương

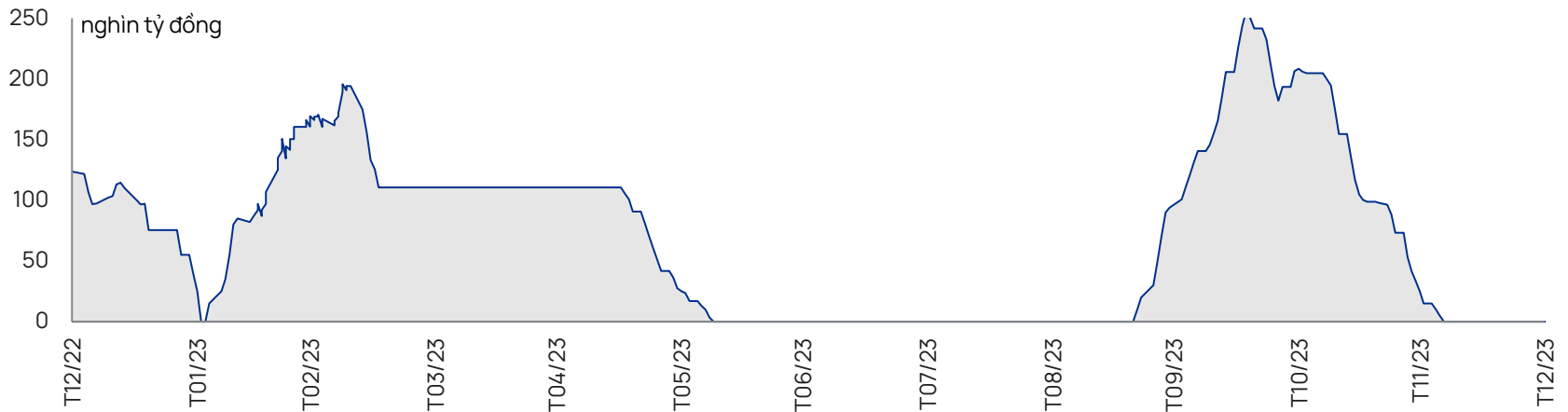


Chính sách tiền tệ khác nhau giữa NHNN và FED gây áp lực lên tỷ giá USD/VND trong năm 2023 (2)

Chênh lệch VND - USD qua đêm & USD/VND

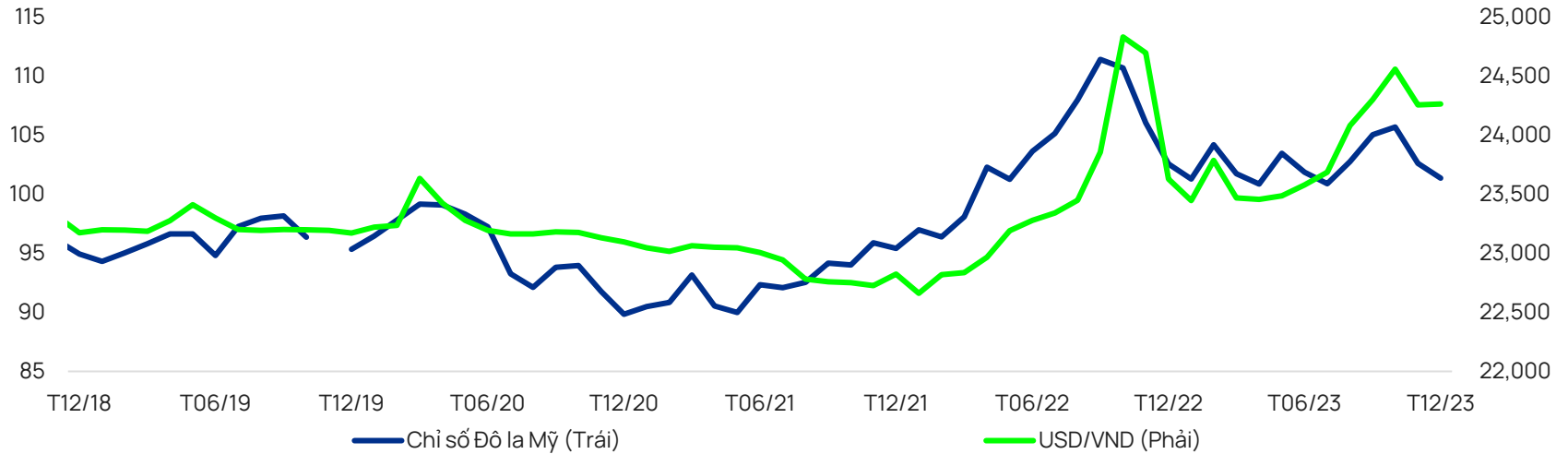


Tín phiếu chưa đáo hạn

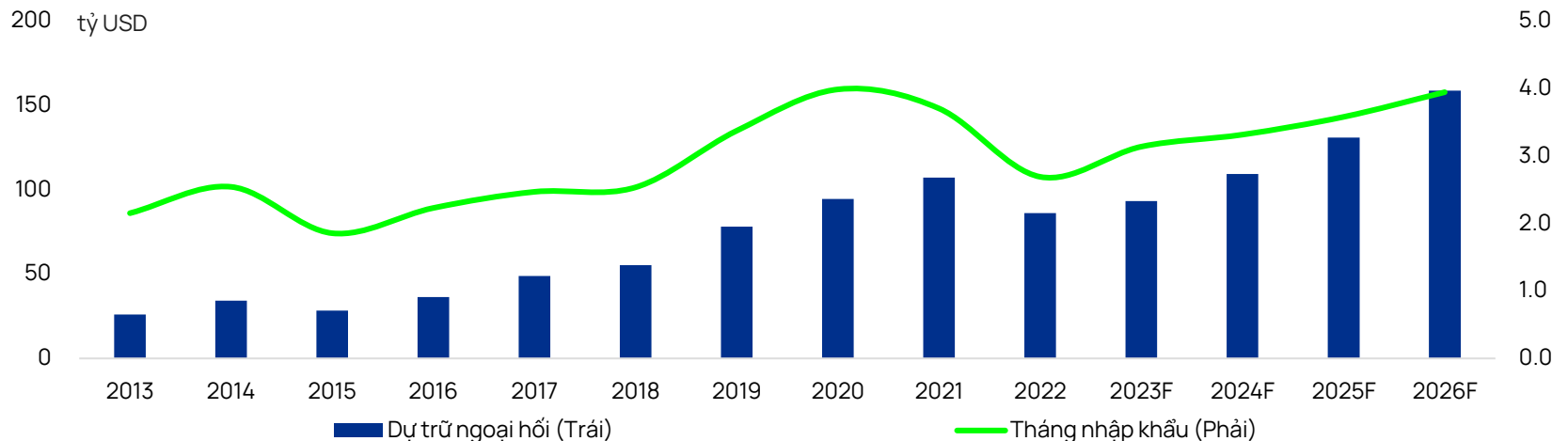


NHNN bắt đầu bổ sung lại dự trữ ngoại hối

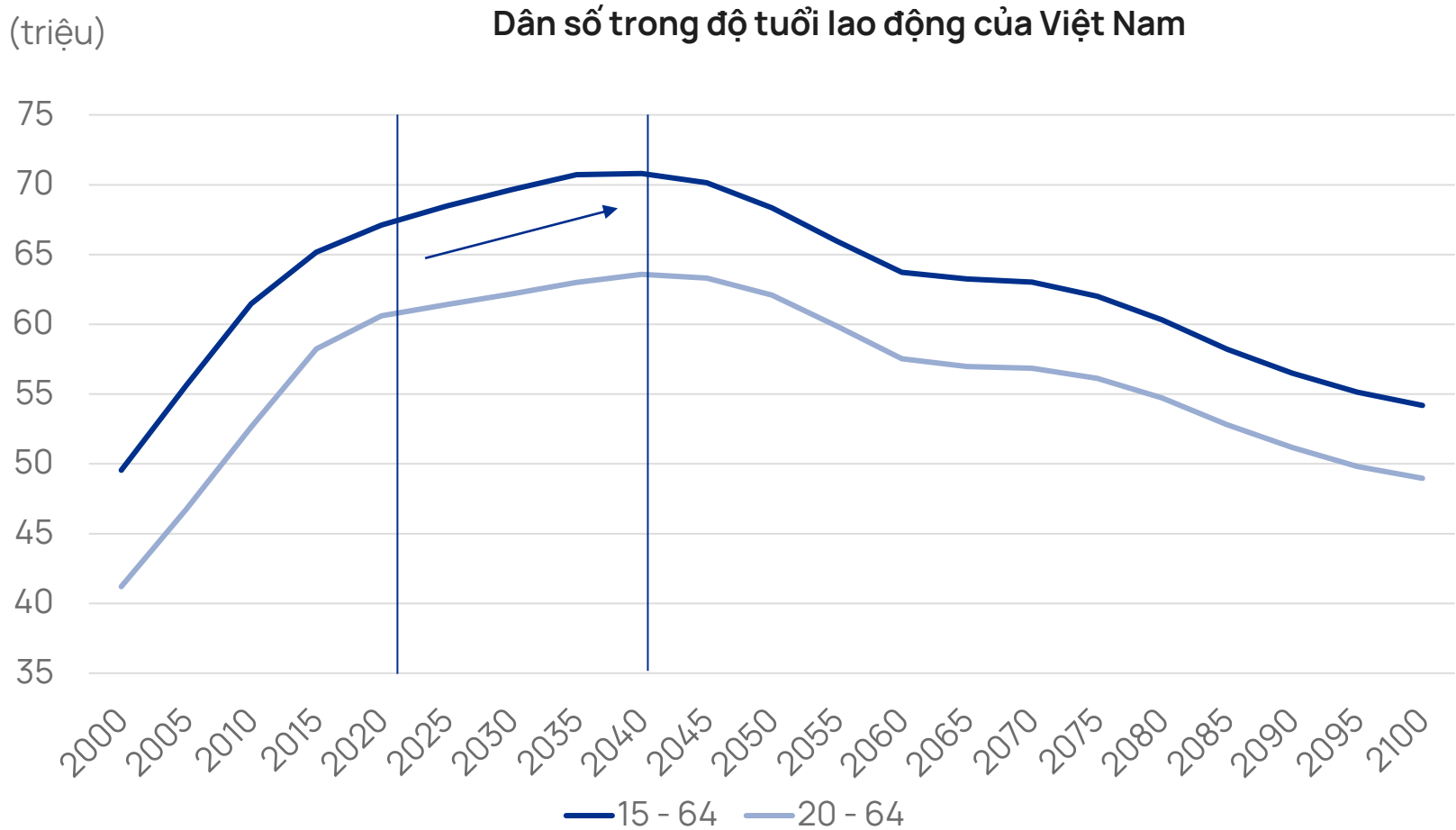
Chỉ số DXY & tỷ giá USD/VND



Dữ trữ ngoại hối

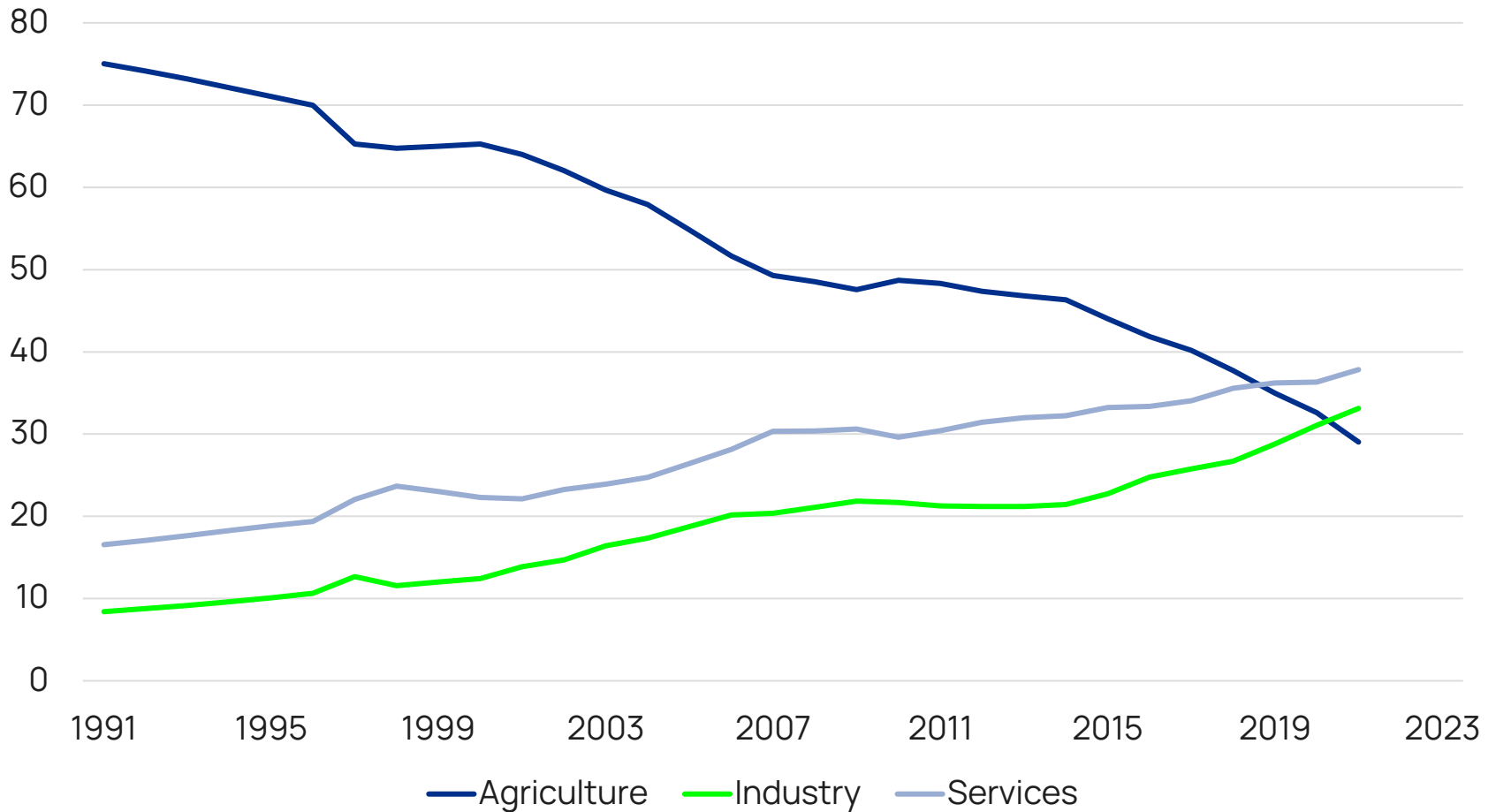


Dân số trong độ tuổi lao động dự kiến tăng trong 20 năm tới



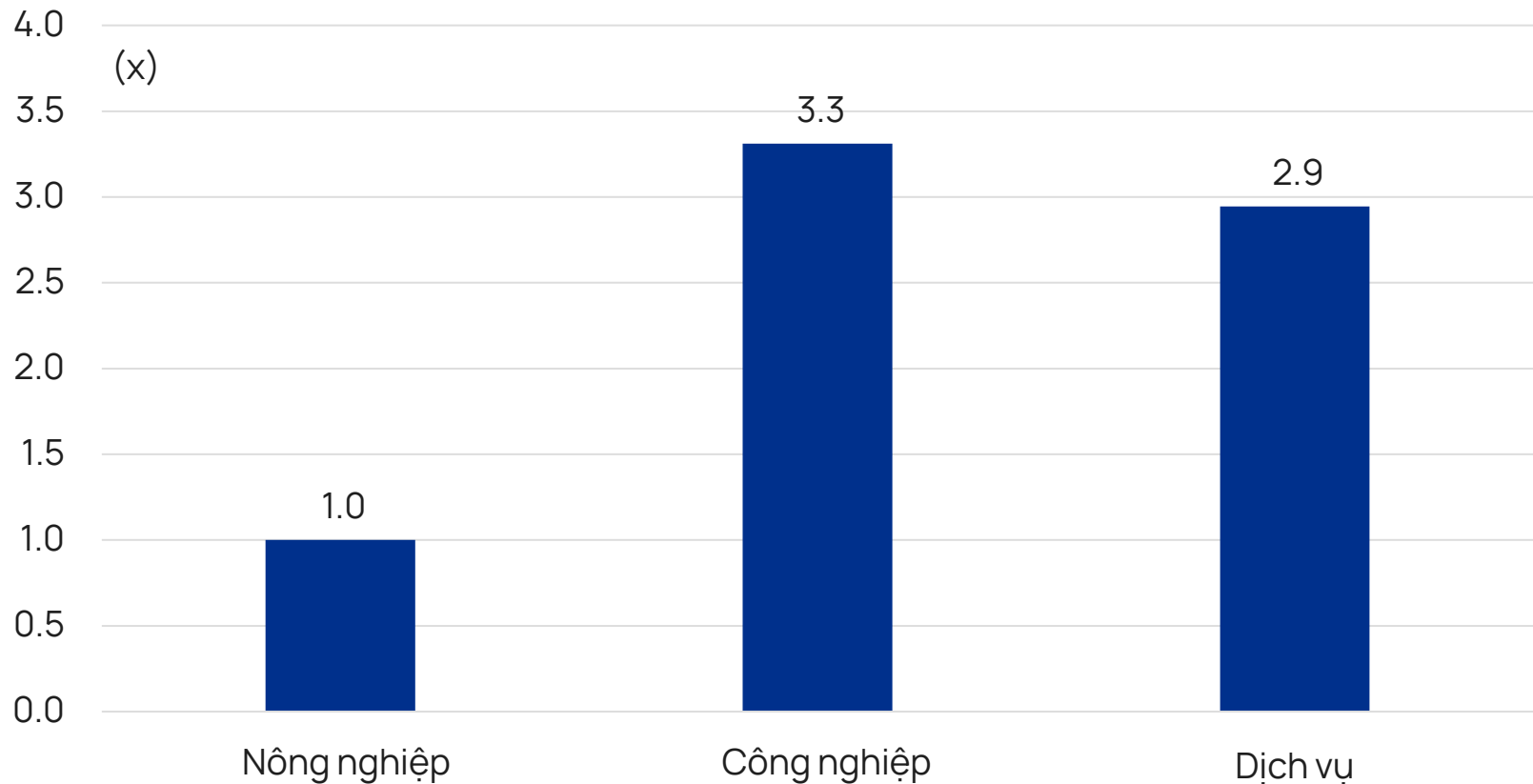
Lực lượng lao động dịch chuyển từ khu vực nông nghiệp sang khu vực công nghiệp & dịch vụ

Việt Nam: Tỷ trọng lao động theo khu vực, % tổng lực lượng lao động



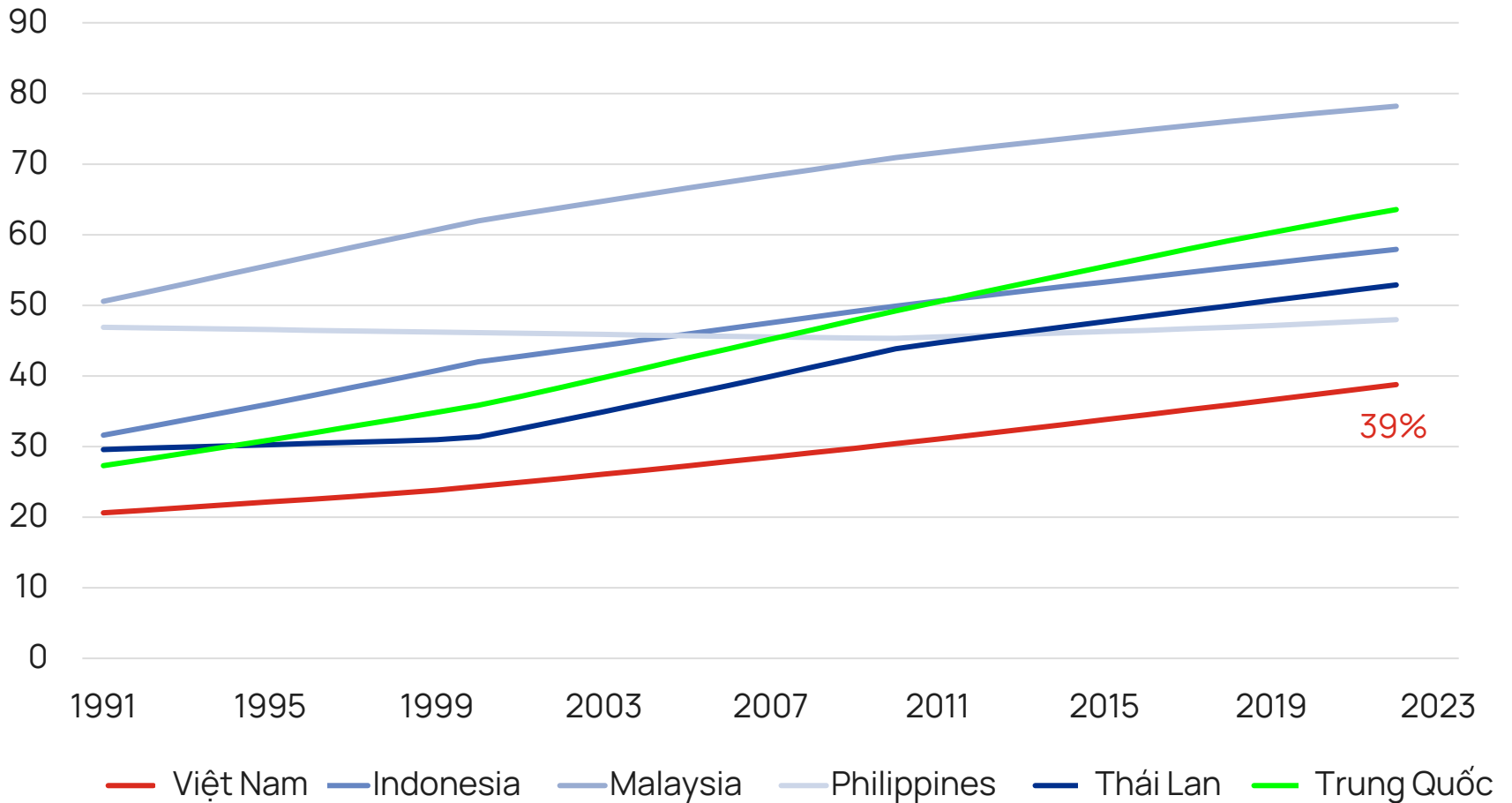
Quá trình công nghiệp hóa hỗ trợ tăng giá trị gia tăng trung bình trên mỗi lao động

Giá trị gia tăng/lao động so với lao động khu vực nông nghiệp



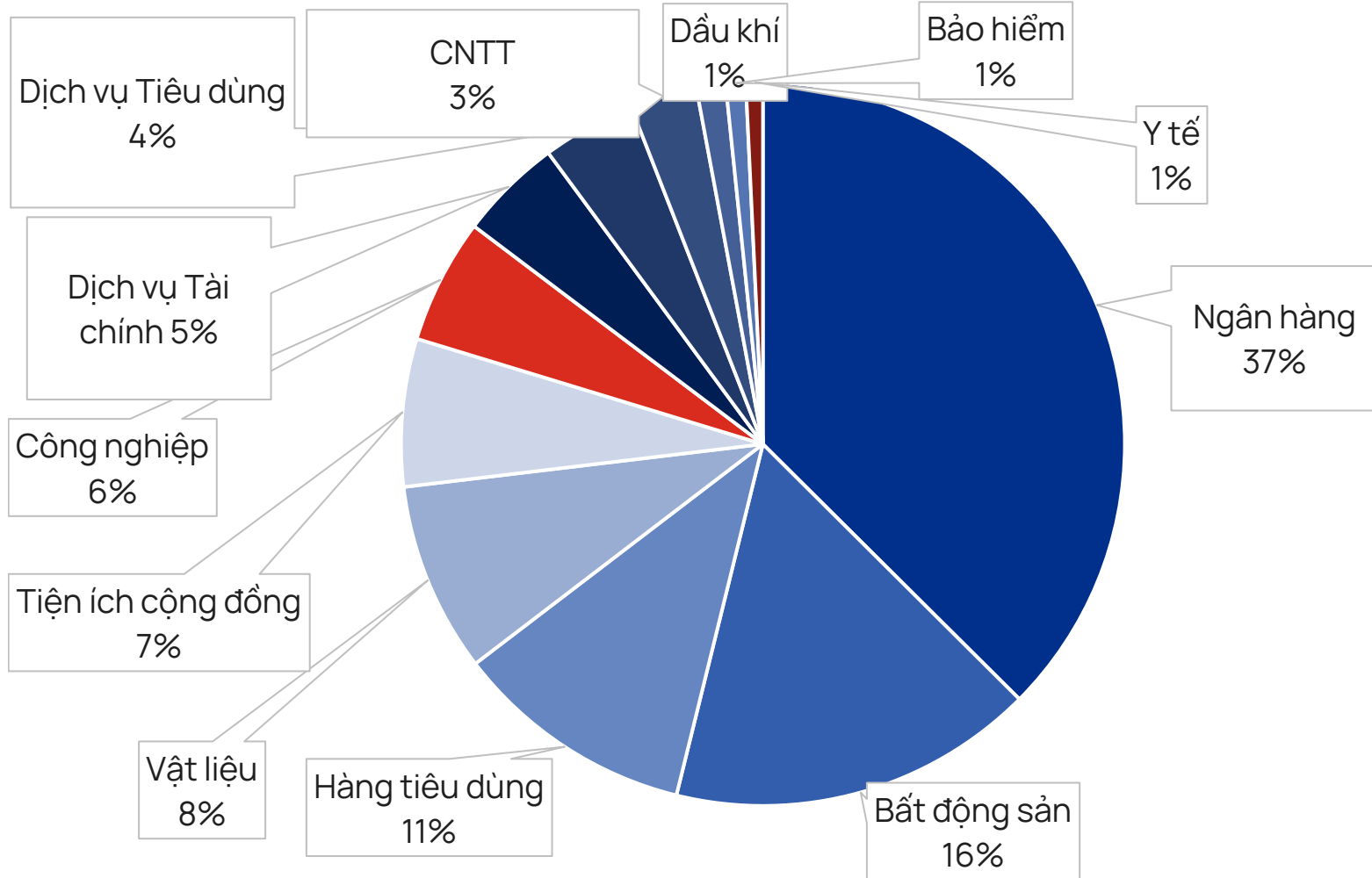
Công nghiệp hóa thúc đẩy quá trình hiện đại hóa

Dân số đô thị, % tổng dân số

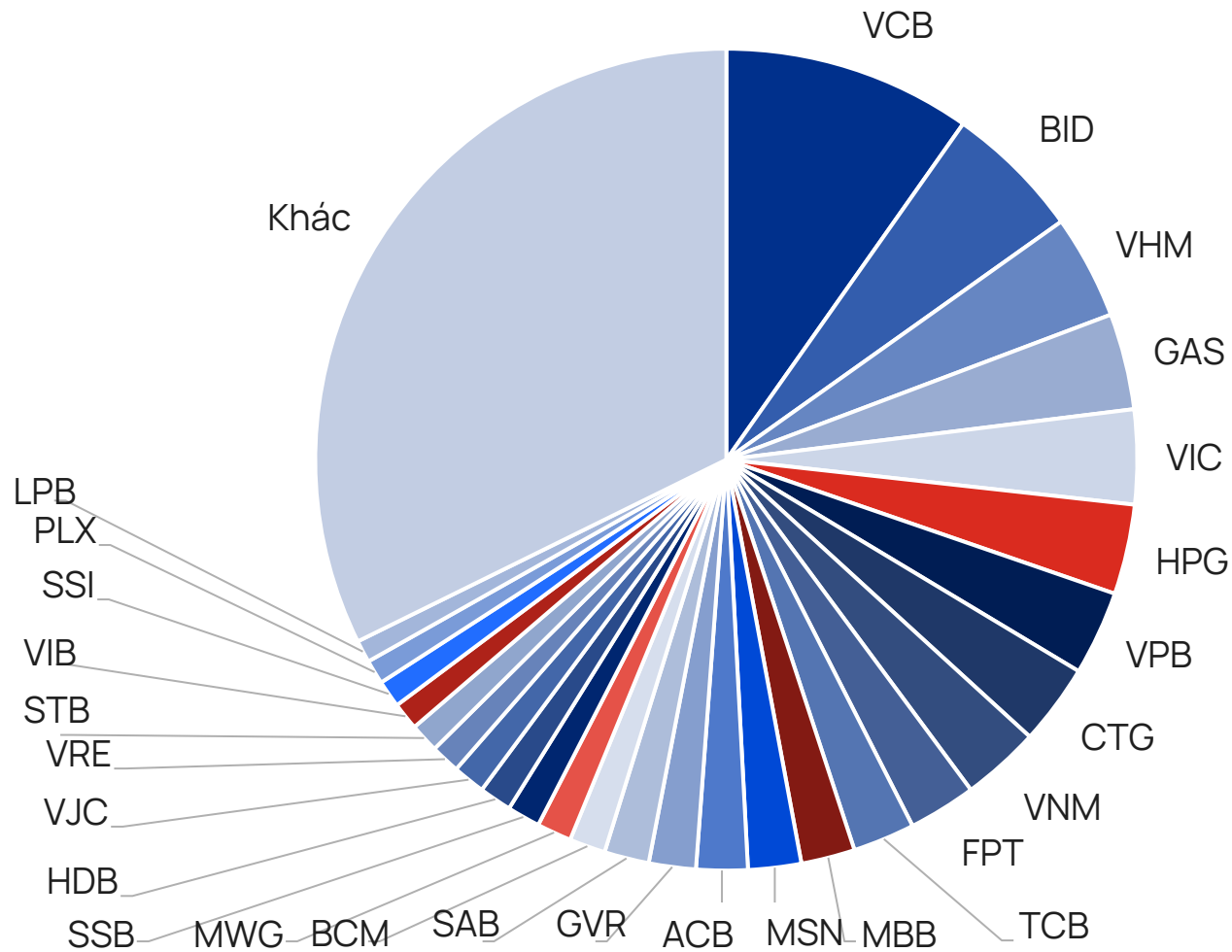


Phụ lục 2: Dữ liệu thị trường

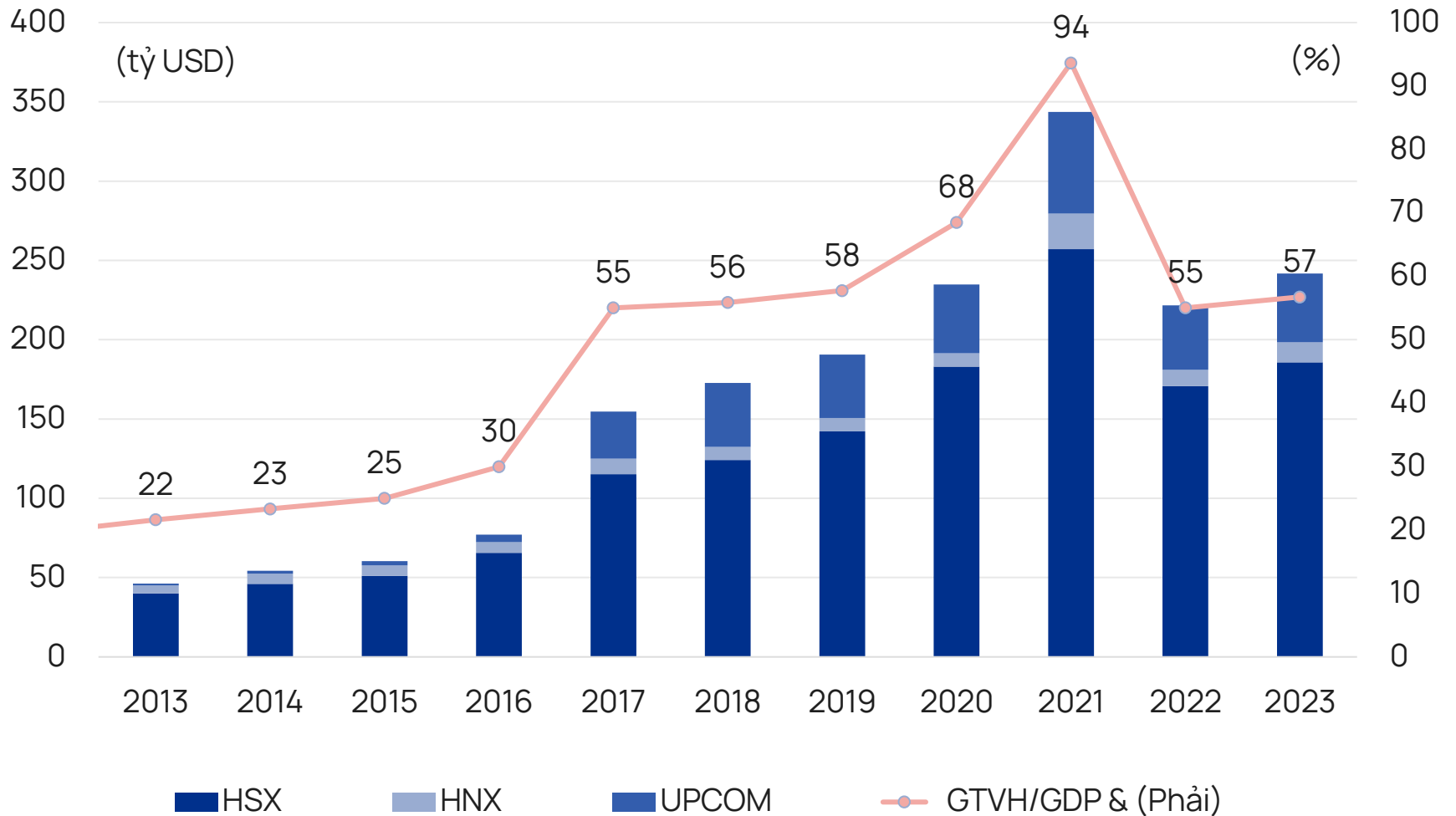
Cơ cấu VN-Index theo phân loại ngành của ICB



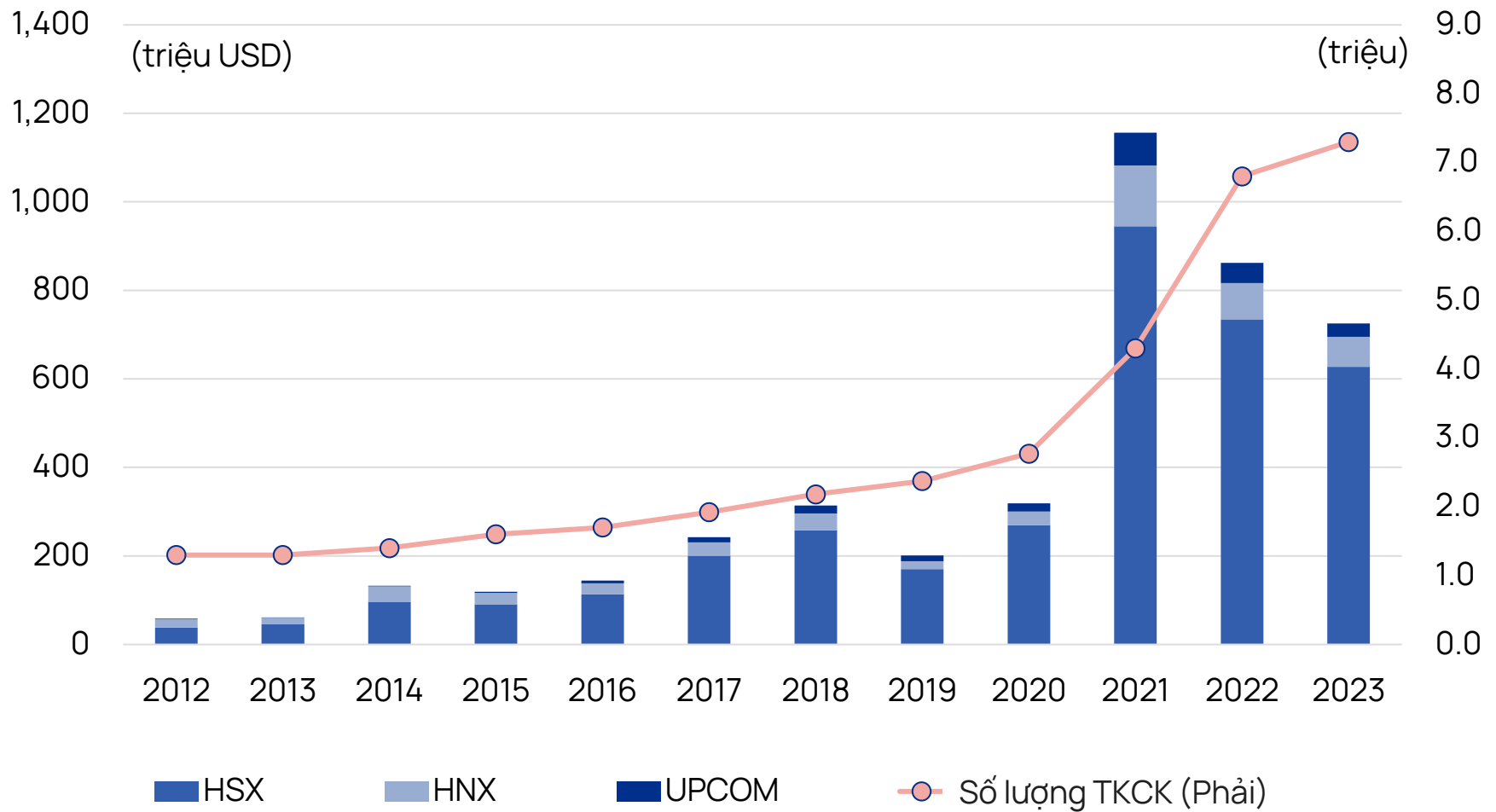
Giá trị vốn hóa của VN-Index theo cổ phiếu



Tổng giá trị vốn hóa toàn thị trường là 242 tỷ USD tính đến cuối năm 2023



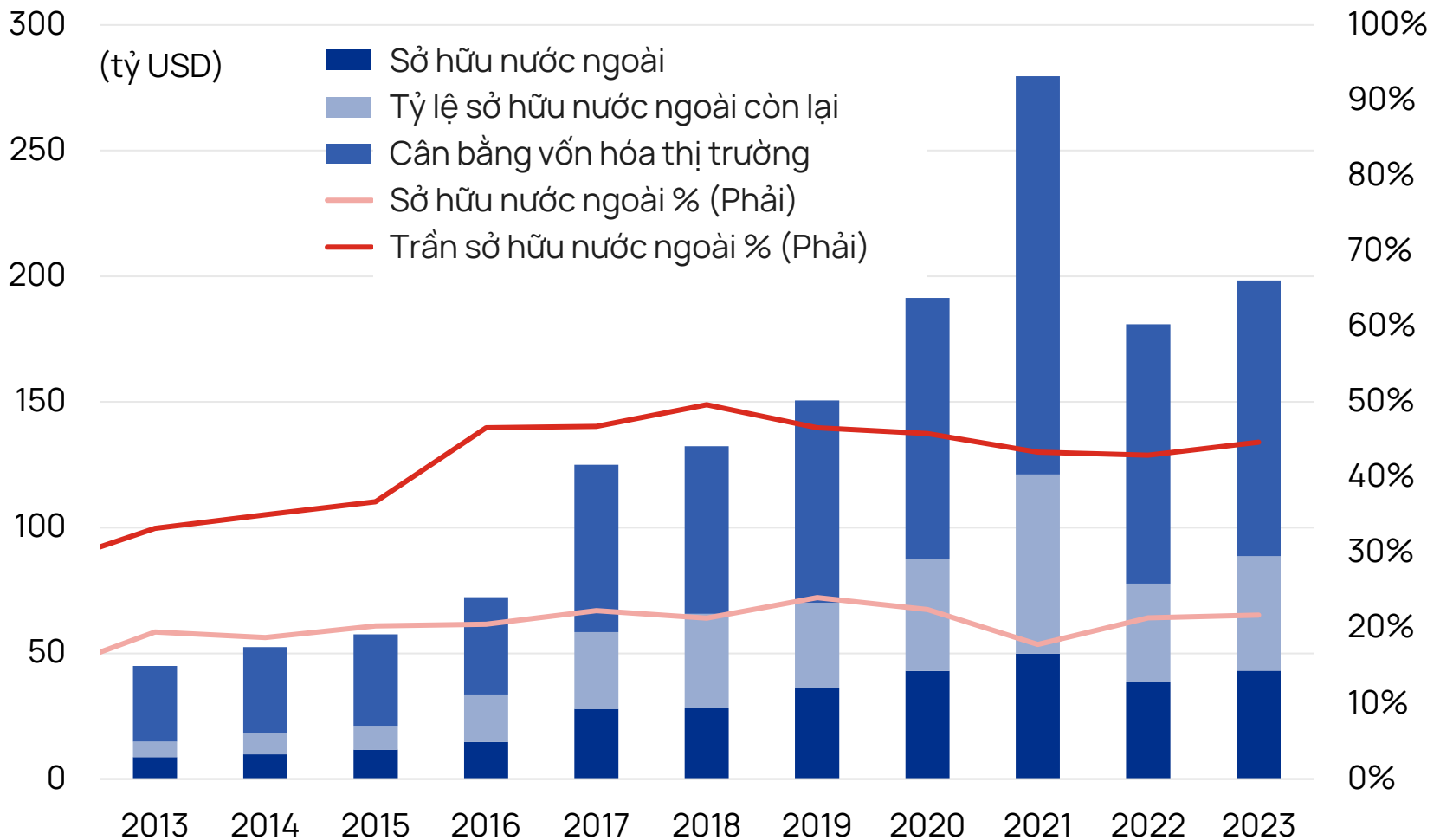
Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày (GTGD TB) & số lượng tài khoản chứng khoán



Khối ngoại bán ròng sau quý 1/2023 khi VN-Index tiếp tục tăng



Trần sở hữu nước ngoài và tỷ lệ còn lại (HSX & HNX)



Việt Nam đáp ứng hầu hết các tiêu chí nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE

TIÊU CHÍ ĐÁNH GIÁ CHẤT LƯỢNG THỊ TRƯỜNG của FTSE (Danh sách theo dõi) cập nhật tháng 9/2023	THEO DÕI THỊ TRƯỜNG MỚI NỔI THỨ CẤP	VIỆT NAM
Xếp hạng GNI bình quân đầu người của Ngân hàng Thế giới (Phương pháp Atlas)		Trung bình thấp
Uy tín tín dụng		Đầu cơ
Môi trường thị trường và quy định		
Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức tích cực giám sát thị trường (ví dụ: SEC, FSA, SFC)	X	Đạt
Đổi xử công bằng và không gây phương hại cho cổ đông thiểu số		Hạn chế
Không có hoặc có sự hạn chế có chọn lọc về sở hữu nước ngoài		Hạn chế
Không phản đối hoặc hạn chế hoặc hình phạt đáng kể áp dụng cho việc đầu tư vốn hoặc chuyển vốn và thu nhập về nước	X	Đạt
Không có hoặc quy trình đăng ký đơn giản cho nhà đầu tư nước ngoài		Hạn chế
Thị trường ngoại hối		
Thị trường ngoại hối phát triển		Hạn chế
Thị trường chứng khoán		
Môi giới - Đủ cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng cao	X	Đạt
Chi phí giao dịch - Chi phí ngầm và rõ ràng hợp lý và cạnh tranh	X	Đạt
*Thuế = việc áp thuế hợp lý và có thể so sánh được giữa các nhà đầu tư trong nước và ngoài nước		Đạt
Cho phép cho vay chứng khoán		Hạn chế
Cho phép bán khống		Không đạt
Thị trường phái sinh phát triển		Hạn chế
Cho phép giao dịch ngoại hối		Không đạt
Cơ chế giao dịch hiệu quả		Hạn chế
Tính minh bạch: Thông tin chuyên sâu về thị trường/khả năng hiển thị và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	X	Đạt
Thanh toán bù trừ, thanh toán và lưu ký		
Thanh toán - Hiếm khi giao dịch thất bại	X	Hạn chế
Chu kỳ quyết toán (DvP)	X	T+2
Lưu ký chứng khoán trung tâm		Đạt
Cơ quan thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (Chứng khoán)		Không đạt
Bán chứng khoán chờ về		Không đạt
Lưu ký-Cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	X	Đạt
Cấu trúc tài khoản hoạt động ở cấp độ Ngân hàng lưu ký (chứng khoán và tiền mặt)		Không đạt

MSCI đánh giá khả năng tiếp cận thị trường của Việt Nam không thay đổi kể từ năm 2020

Các tiêu chí của MSCI	Đánh giá năm 2020 Evaluation	Đánh giá năm 2023	2020	2023
Độ mở đối với các NĐT nước ngoài				
Các tiêu chí cho các NĐT			++	++
Tỷ lệ trần sở hữu nước ngoài tối đa (FOL)	Các công ty nằm trong một số ngành có điều kiện nhất định và ngành nhạy cảm sẽ có giới hạn về FOL.	Các công ty trong một số lĩnh vực có điều kiện và lĩnh vực nhạy cảm phải tuân theo giới hạn sở hữu nước ngoài từ 0 đến 51%. Những hạn chế này vẫn ảnh hưởng đến hơn 10% thị trường chứng khoán Việt Nam.	-/?	-
Tỷ lệ room NN	Thị trường vốn chịu tác động đáng kể bởi vấn đề room NN	Thị trường chứng khoán chịu tác động đáng kể từ vấn đề room khối ngoại. Hơn 1% IML của MSCI Việt Nam bị ảnh hưởng bởi room khối ngoại thấp.	-/?	-
Quyền bình đẳng với các NĐT nước ngoài	Một số thông tin liên quan đến công ty không phải lúc nào cũng có sẵn bằng tiếng Anh. Ngoài ra, quyền của các nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế do các giới hạn FOL nghiêm ngặt được áp dụng cho cả các nhà đầu tư nước ngoài cũng như cá nhân.	Một số thông tin liên quan đến công ty không phải lúc nào cũng có sẵn bằng tiếng Anh. Ngoài ra, quyền của các NĐTNN bị hạn chế do giới hạn sở hữu nước ngoài nghiêm ngặt được áp dụng đối với cả NĐTNN nói chung cũng như NĐT cá nhân.	-/?	-
Nói lòng các quy định về vốn đầu tư/thoái vốn				
Tỷ lệ giới hạn vốn đầu tư			++	++
Mức độ tự do của thị trường ngoại hối	Không có thị trường tiền tệ ở nước ngoài và có những hạn chế trên thị trường tiền tệ trong nước (ví dụ: giao dịch ngoại hối phải được liên kết với giao dịch chứng khoán).	Không có thị trường tiền tệ ở nước ngoài và có những hạn chế trên thị trường tiền tệ trong nước (ví dụ: giao dịch ngoại hối phải được liên kết với giao dịch chứng khoán).	-/?	-
Hiệu quả của khuôn khổ hoạt động				
Tham gia thị trường				
NĐT đăng ký & thiết lập tài khoản	Đăng ký là điều kiện cần thiết và thiết lập tài khoản cần được trung tâm lưu ký thông qua.	Đăng ký là điều kiện cần thiết và thiết lập tài khoản cần được trung tâm lưu ký thông qua.	+	+
Tổ chức thị trường				
Quy định thị trường	Không phải tất cả các quy định đều bằng tiếng Anh	Không phải tất cả các quy định đều bằng tiếng Anh	+	+
Dòng thông tin	Thông tin thị trường chứng khoán không phải lúc nào cũng được công bố bằng tiếng Anh và đôi khi không đủ chi tiết.	Thông tin thị trường chứng khoán không phải lúc nào cũng được công bố bằng tiếng Anh và đôi khi không đủ chi tiết.	-/?	-
Hạ tầng thị trường				
Hệ thống bù trừ và thanh toán	Không có cơ sở thấu chi và cần phải hoàn thành giao dịch trước.	Không có cơ sở thấu chi và cần phải hoàn thành giao dịch trước.	-/?	-
Bảo lãnh			++	++
Đăng ký/Lưu ký			++	++
Giao dịch			++	++
Khả năng chuyển nhượng	Giao dịch ngoại hối và chuyển nhượng bằng hiện vật cần có sự chấp thuận trước của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam.	Giao dịch ngoại hối và chuyển nhượng bằng hiện vật cần có sự chấp thuận trước của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam.	-/?	-
Cho vay cổ phiếu			-/?	-
Bán khống			-/?	-
Các công cụ đầu tư sẵn có				++
Ổn định hệ thống tổ chức			+	+

++: không có vấn đề; +: không có vấn đề lớn, có khả năng cải thiện; -/? : cần cải thiện/kéo dài thời gian đánh giá (áp dụng đến năm 2022); -: cần cải thiện (2023)

Ngành Ngân hàng

Kỳ vọng nhu cầu tín dụng và chất lượng tài sản cải thiện trong năm 2024

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024

TS. Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp

duy.nguyenanh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.123

Huỳnh Thị Hồng Ngọc

Chuyên viên cao cấp

ngoc.huynh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.138

Ngô Thị Thanh Trúc, CFA

Chuyên viên cao cấp

truc.ngo@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.116

Hồ Thu Nga

Chuyên viên

nga.ho@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.516

Tổng quan

- Chúng tôi dự báo **tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống năm 2024 là 13,7%** do kỳ vọng kinh tế Việt Nam sẽ phục hồi mạnh sau một năm 2023 tương đối ảm đạm. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ được dẫn dắt bởi khu vực doanh nghiệp trong nửa đầu năm 2024 và nhu cầu tín dụng bán lẻ sẽ tăng trong nửa cuối năm 2024.
- Chúng tôi kỳ vọng **chất lượng tài sản sẽ được cải thiện vào năm 2024** và dự báo chỉ số chất lượng tài sản tổng hợp của chúng tôi (tổng tỷ lệ nợ xấu, xử lý nợ xấu và nợ nhóm 2) sẽ giảm 33 điểm cơ bản YoY xuống còn 4,65% vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng hầu hết các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi sẽ bắt đầu xây dựng lại bộ đệm dự phòng vào năm 2024.
- Chúng tôi dự phóng **lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh hơn vào năm 2024**. Chúng tôi dự báo tổng LNST năm 2024 sẽ tăng 21,3% YoY, chủ yếu do (1) tổng thu nhập từ lãi (NII) tăng 17,7% YoY nhờ biên lãi ròng (NIM) và tăng trưởng tín dụng cao hơn và (2) tổng thu nhập ngoài lãi (NOII) tăng 22,0% YoY.
- Các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi đang giao dịch ở mức 0,5 độ lệch chuẩn dưới mức P/B trung bình 7 năm và chúng tôi cho rằng **định giá này là hấp dẫn**. Chúng tôi có khuyến nghị MUA cho 9 trong số 12 ngân hàng mà chúng tôi theo dõi.
- Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho năm 2024 là **MBB** và **STB**. Những cổ phiếu này có mức sinh lời dự phóng cao nhất dựa trên mức giá mục tiêu đến cuối năm 2024 của chúng tôi tính đến ngày 29/12. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng này sẽ ghi nhận KQKD cốt lõi tích cực và triển vọng tăng trưởng mạnh với mức định giá hấp dẫn.
- Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu **VCB** và **ACB** cho các nhà đầu tư muốn tìm kiếm cổ phiếu phòng thủ trong lĩnh vực này.

Các số liệu chính và tổng hợp định giá

Ngân hàng: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
VCB	MUA	18.546	74,8%	30,0%	1.227	6	80.300	108.500	11/21/23	35,1%	0,0%	35,1%
CTG	MUA	6.014	64,5%	30,0%	175	5	27.100	35.300	11/27/23	30,3%	0,0%	30,3%
BID	KQ	10.223	81,0%	30,0%	1.304	2	43.400	46.400	11/29/23	6,9%	0,0%	6,9%
MBB	MUA	4.018	9,4%	23,2%	0	8	18.650	26.000	11/16/23	39,4%	2,7%	42,1%
STB	MUA	2.177	0,0%	30,0%	162	18	27.950	38.100	12/05/23	36,3%	0,0%	36,3%
ACB	MUA	3.836	0,0%	30,0%	0	6	23.900	31.400	11/14/23	31,4%	4,2%	35,6%
TCB	MUA	4.629	0,0%	22,5%	0	16	31.800	42.200	11/13/23	32,7%	0,0%	32,7%
VPB	MUA	6.295	0,0%	30,0%	134	13	19.200	24.000	11/09/23	25,0%	2,6%	27,6%
VIB	MUA	2.055	0,0%	20,5%	0	3	19.600	24.000	09/29/23	22,5%	5,1%	27,6%
HDB	MUA	2.426	0,0%	20,0%	8	10	20.300	22.500	11/27/23	10,8%	2,5%	13,3%
TPB	KQ	1.583	0,0%	30,0%	1	5	17.400	19.600	11/07/23	12,6%	0,0%	12,6%
LPB*	KKQ	1.665	0,0%	5,0%	36	2	15.750	13.700	01/03/24	-13,0%	0,0%	-13,0%

Ngân hàng: Tổng hợp định giá

Mã	Giá cổ phiếu	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/B 2023F x	P/B 2024F x	P/B 2025F x	P/E 2023F x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	ROE 2024F %	Đòn bẩy tài chính
VCB	80.300	15,2%	15,8%	20,0%	2,70	2,05	1,75	14,6	12,6	10,5	20,6%	10,9
CTG	27.100	8,7%	20,0%	35,3%	1,18	1,06	0,92	9,4	7,8	5,8	16,8%	15,5
BID	43.400	10,4%	24,2%	9,3%	2,12	1,69	1,49	14,6	11,7	10,7	18,2%	17,9
MBB	18.650	16,6%	15,0%	12,7%	1,04	0,85	0,70	4,8	4,1	3,7	22,5%	8,9
STB	27.950	58,3%	28,8%	37,6%	1,16	0,97	0,79	7,6	5,9	4,3	20,8%	14,9
ACB	23.900	15,4%	16,2%	12,5%	1,31	1,09	0,91	5,9	5,1	4,5	23,6%	9,7
TCB	31.800	-8,9%	9,8%	17,5%	0,86	0,74	0,64	6,1	5,6	4,7	14,6%	6,1
VPB	19.200	-40,2%	17,8%	31,8%	1,00	1,01	0,92	11,8	10,0	7,6	10,1%	7,1
VIB	19.600	13,2%	9,6%	12,7%	1,30	1,08	0,90	5,2	4,8	4,2	24,9%	10,7
HDB	20.300	18,3%	53,1%	-21,1%	1,32	1,03	0,88	6,4	4,2	5,3	27,7%	11,8
TPB	17.400	-14,7%	11,6%	27,6%	1,16	0,98	0,82	7,2	6,4	5,0	16,6%	10,6
LPB*	15.750	-18,6%	9,2%	4,5%	1,23	1,11	0,99	10,8	9,9	9,5	12,2%	13,8

Nội dung

1

Tổng quan năm 2023 và Triển vọng năm 2024

2

Một số chủ đề chính của ngành ngân hàng Việt Nam

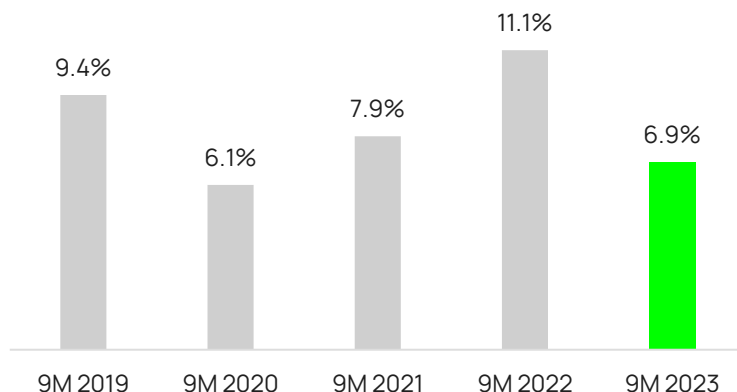
3

Diễn biến gần đây & các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Tổng quan năm 2023 và Triển vọng năm 2024

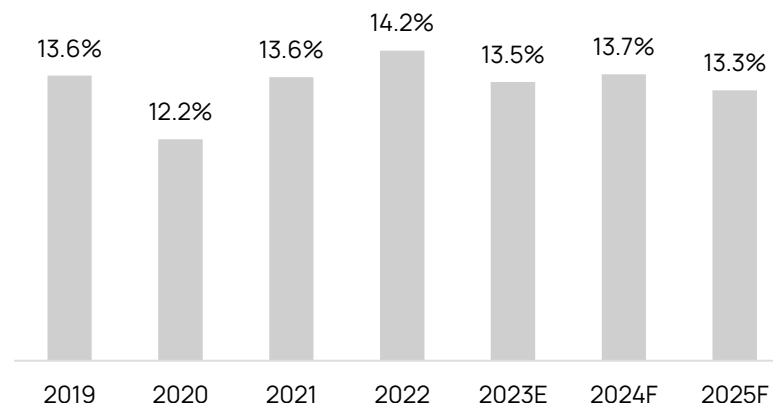
Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (lũy kế YTD)



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước (NHNN), Tổng cục Thống kê (TCTK), Vietcap

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống hàng năm

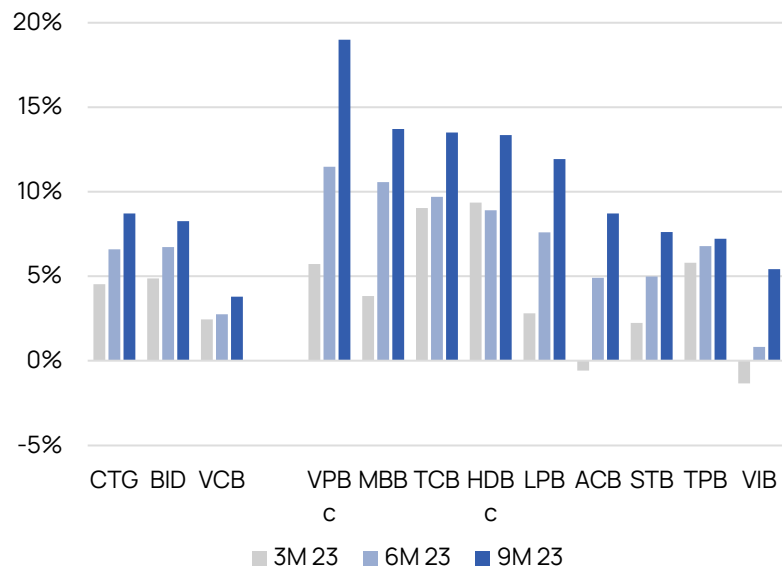


Nguồn: NHNN, ước tính của Vietcap. *Dự báo 2024 và 2025 thể hiện mức tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống, được tính toán dựa trên dự báo của chúng tôi về tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng trong danh mục theo dõi trừ 1,4 điểm % (chênh lệch trung bình trong 4 năm tính đến năm 2022).

- Tín dụng toàn hệ thống trong 9 tháng đầu năm 2023 (9T 2023) tăng trưởng chậm ở mức 6,9% và đạt 11,1% tính đến ngày 21/12/2023. Tăng trưởng tín dụng chậm được cho là do tốc độ tăng trưởng GDP tương đối chậm ở mức 5,0% vào năm 2023, chủ yếu do (1) suy thoái trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, (2) lĩnh vực bất động sản tiếp tục yếu và (3) nhu cầu vay mua nhà thấp.
- Tuy nhiên, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đã được cải thiện đáng kể trong 10 ngày cuối năm 2023. Theo NHNN, tính đến ngày 28/12/2023, tăng trưởng tín dụng báo cáo ở mức 13% và dự kiến sẽ đạt 13,5% tính chung cả năm 2023. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện này là do (1) yếu tố thời vụ, (2) hoạt động kinh tế liên tục được cải thiện nhờ mặt bằng lãi suất thấp hơn, (3) giải ngân cho vay đối với các dự án công và (4) nỗ lực của cơ quan chức năng trong việc áp dụng nhiều chính sách nhằm kích thích tăng trưởng tín dụng.

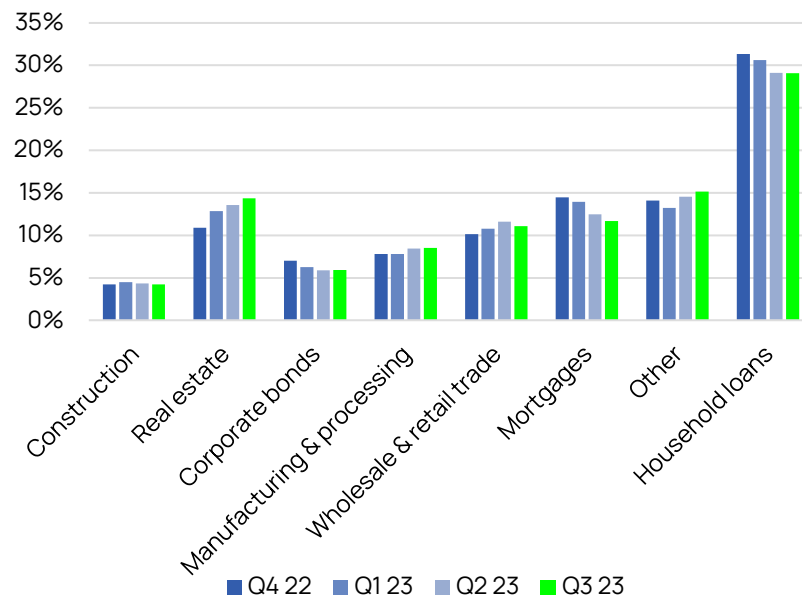
Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi

Tăng trưởng tín dụng YTD của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; (c: hợp nhất)

Cơ cấu số dư tín dụng của các ngân hàng tư nhân công bố KQKD hàng quý (HDB, VPB, MBB, TCB, TPB, VIB)

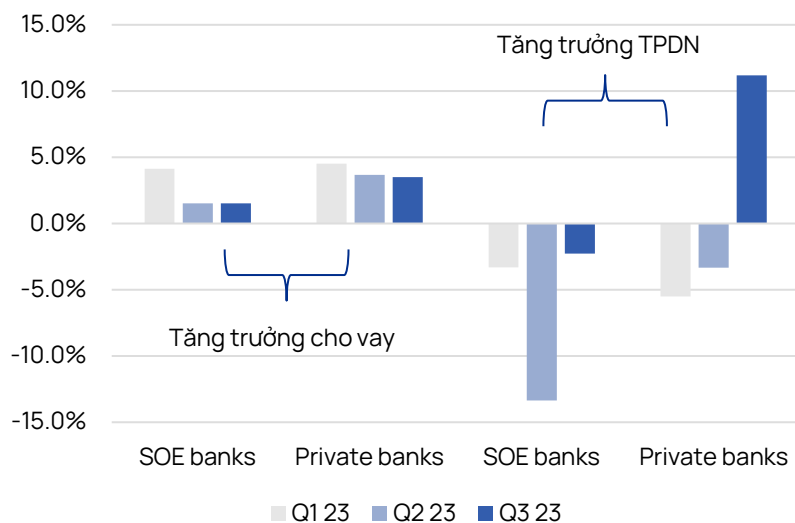


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

- Tăng trưởng tín dụng 9T 2023 của các ngân hàng chúng tôi theo dõi cao hơn mức tăng trưởng toàn hệ thống nhưng có sự chênh lệch lớn về tăng trưởng tín dụng giữa các ngân hàng. Tín dụng tăng trưởng mạnh tại VPB, MBB, TCB. Trong khi đó, VCB và VIB có tăng trưởng tín dụng yếu hơn, chủ yếu do nhu cầu tín dụng từ khách hàng cá nhân thấp và chiến lược cho vay thận trọng của VCB.
- Cơ cấu tăng trưởng tín dụng của một số ngân hàng cho thấy tăng trưởng tín dụng 9T 2023 chủ yếu được đóng góp bởi tăng trưởng cho vay doanh nghiệp. Mặt khác, tăng trưởng cho vay bán lẻ (đặc biệt là cho vay mua nhà) tương đối yếu.

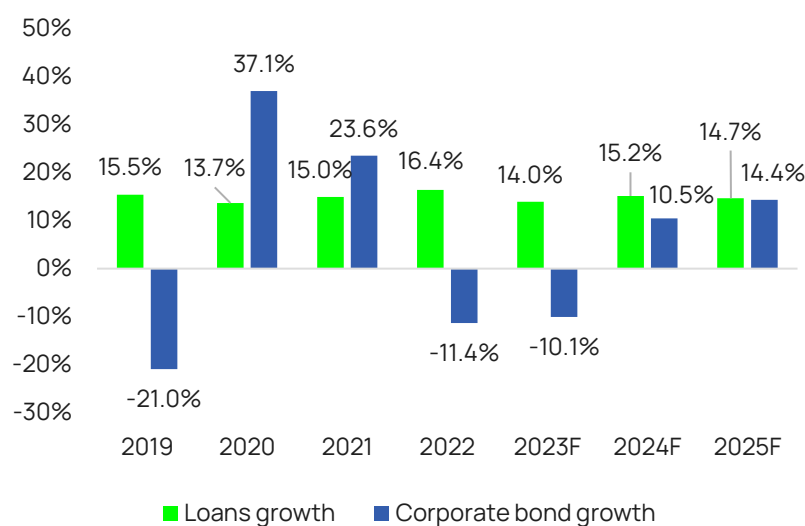
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng trái phiếu doanh nghiệp và cho vay sẽ cải thiện trong năm 2024

Cơ cấu tăng trưởng tín dụng QoQ theo mảng



Nguồn: Ngân hàng chúng tôi theo dõi, Vietcap (c: hợp nhất)

Tăng trưởng tín dụng hàng năm theo mảng

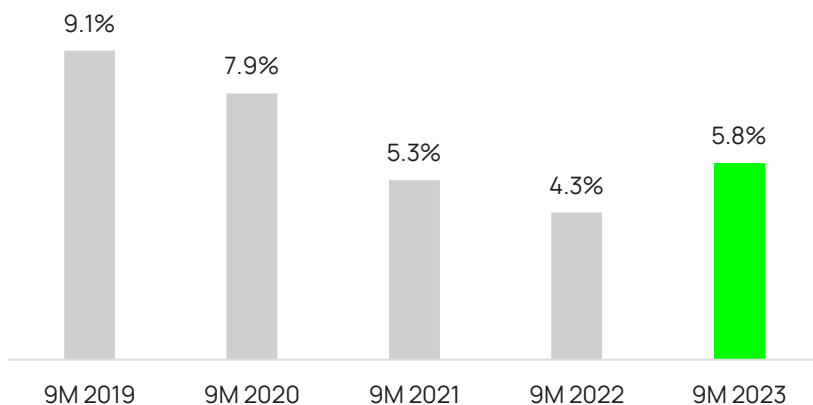


Nguồn: Ngân hàng chúng tôi theo dõi, Vietcap

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống năm 2024 là 13,7% do (1) mặt bằng lãi suất thấp hơn, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ có tác động tích cực đến nhu cầu tín dụng từ quý 4/2023, (2) hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi và (3) các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ nhằm kích thích nhu cầu và đầu tư trong nước, nhằm đạt mức tăng trưởng GDP năm 2024 ở mức 6-6,5%.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) sẽ cải thiện vào năm 2024, do (1) nhu cầu trái phiếu tăng do lãi suất huy động thấp, (2) tâm lý nhà đầu tư được cải thiện nhờ sự phục hồi dự kiến của thị trường bất động sản và (3) sự ra mắt của nền tảng giao dịch mới tại HNX, giúp cải thiện tính thanh khoản của thị trường.

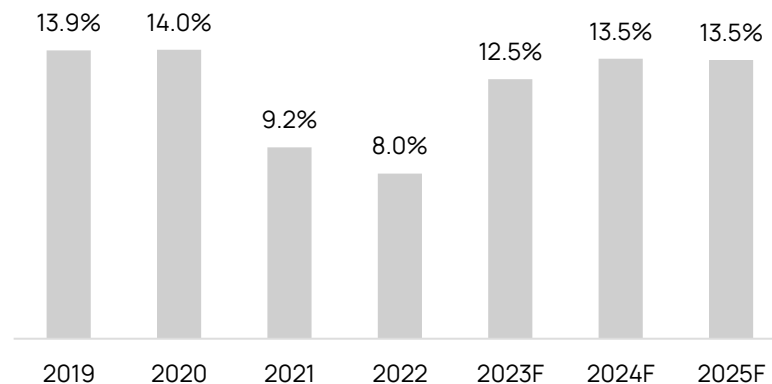
Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống

Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống (lũy kế YTD)



Nguồn: NHNN, TCTK, Vietcap

Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống hàng năm

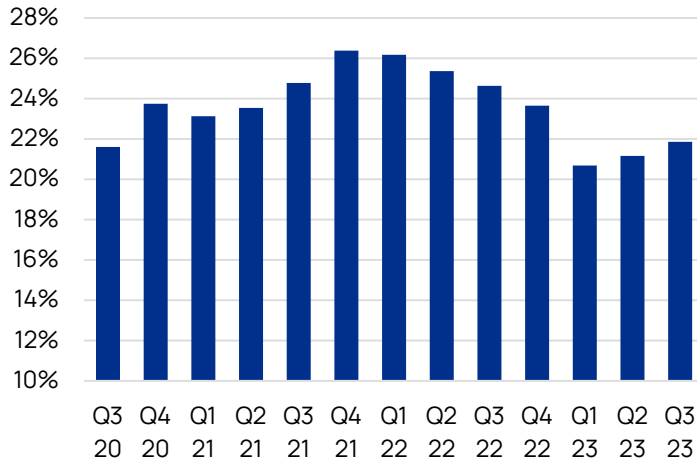


Nguồn: NHNN, ước tính của Vietcap. * dự báo 2023 và 2024 thể hiện mức tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống, được tính toán dựa trên dự báo về mức tăng trưởng tiền gửi của các ngân hàng chúng tôi theo dõi trừ 1,3 điểm % (chênh lệch trung bình trong ba năm qua).

- Tăng trưởng huy động toàn hệ thống trong 9T 2023 nhìn chung phù hợp với tăng trưởng tín dụng ở mức 5,8% và chủ yếu đến từ khách hàng cá nhân. Cơ cấu tiền gửi do NHNN cung cấp cho thấy tiền gửi từ các tổ chức chỉ tăng 4,65% trong 9T 2023, trong khi tiền gửi từ khách hàng cá nhân tăng 10,0%. Trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi, HDB (+39,0%) và VPB (+58,3%) có mức tăng trưởng huy động cao bất thường, chủ yếu đến từ khách hàng cá nhân.
- Chúng tôi kỳ vọng tiền gửi sẽ tăng trưởng mạnh hơn vào năm 2024 khi nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống năm 2024 là 13,5%, nhìn chung phù hợp với dự báo mức tăng trưởng tín dụng năm 2024. Trong khi tăng trưởng tiền gửi so với đầu năm 2023 chủ yếu được thúc đẩy bởi khách hàng cá nhân, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tiền gửi cân bằng hơn giữa khách hàng tổ chức và khách hàng cá nhân vào năm 2024.

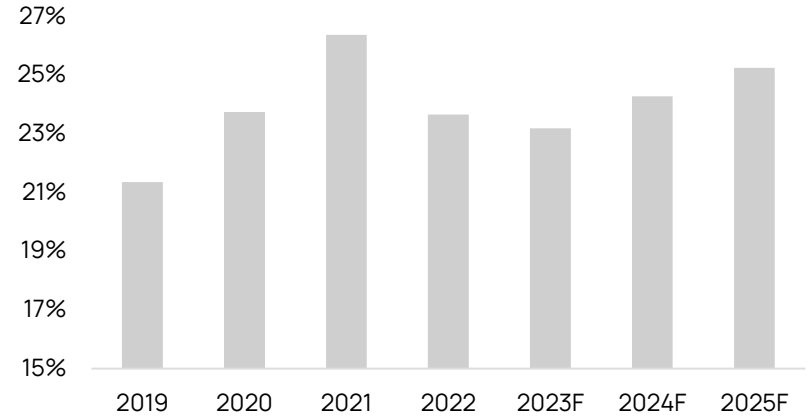
Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA cải thiện mạnh hơn trong năm 2024

Tổng tỷ lệ CASA của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi theo quý



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Tổng tỷ lệ CASA của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi hàng năm

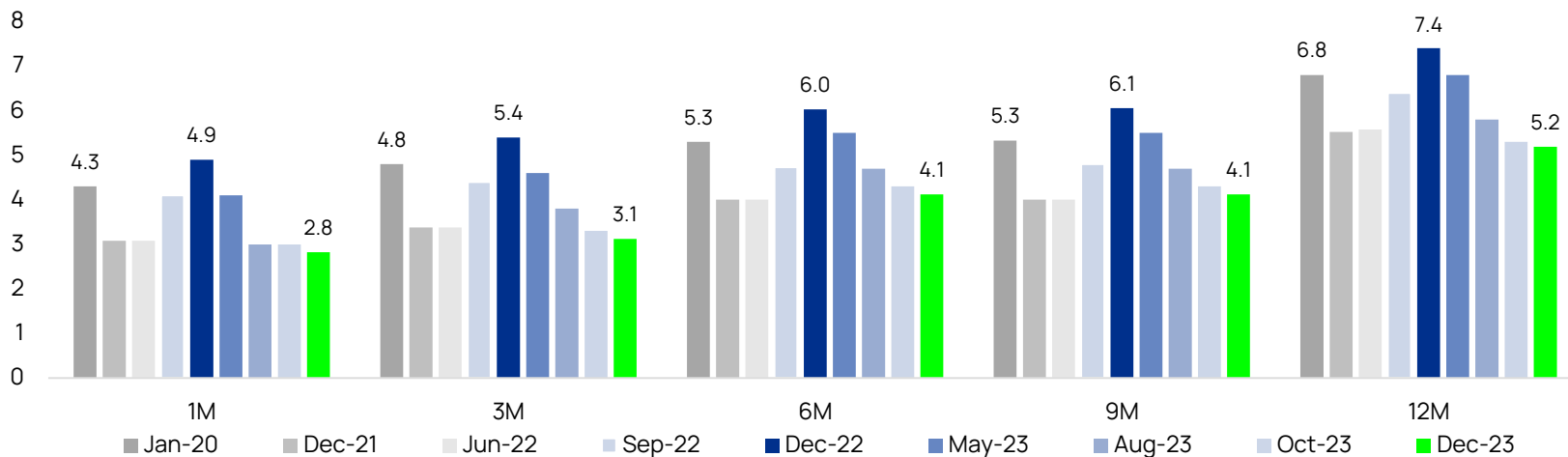


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

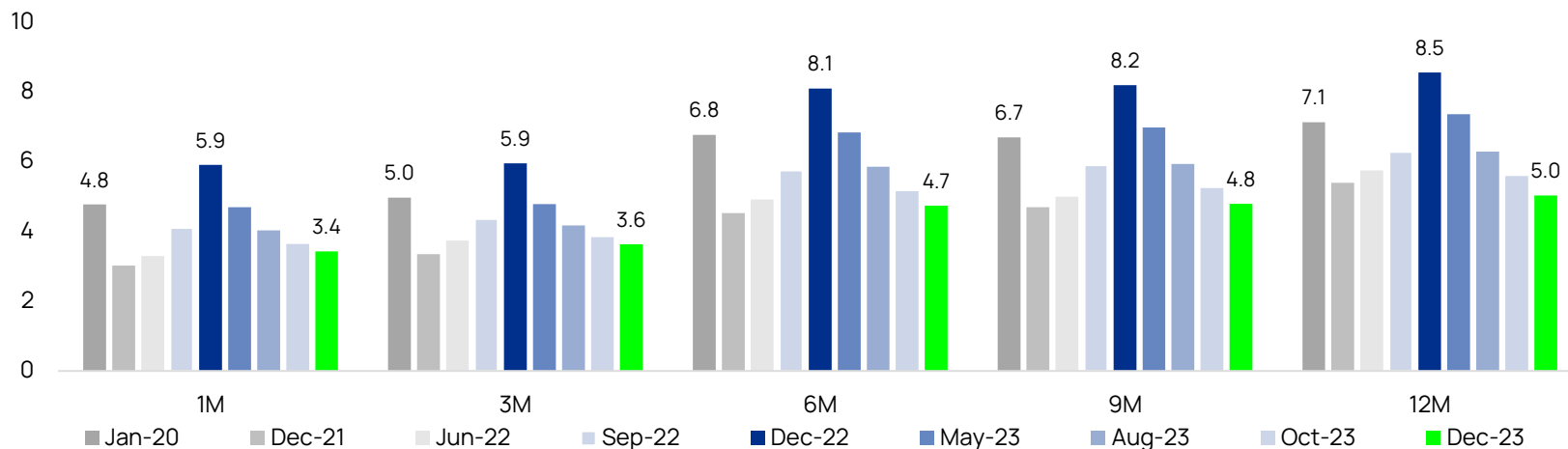
- Mức tăng của tỷ lệ CASA trong quý 3/2023 so với quý trước không cao như chúng tôi kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng mức cải thiện chậm này là do (1) nền kinh tế phục hồi chậm và (2) nhu cầu đầu tư vào bất động sản và thị trường TPDN vẫn yếu.
- Do đó, chúng tôi cho rằng khách hàng hiện vẫn đang giữ tiền dưới dạng tiền gửi có kỳ hạn trong bối cảnh tâm lý e ngại rủi ro đối với các kênh đầu tư khác vẫn ở mức cao, mặc dù lãi suất đã giảm đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng những yếu tố nêu trên sẽ dần được cải thiện, dẫn đến tỷ lệ CASA tăng mạnh hơn vào năm 2024.

Lãi suất huy động

Lãi suất huy động bình quân gia quyền của các ngân hàng quốc doanh (%)

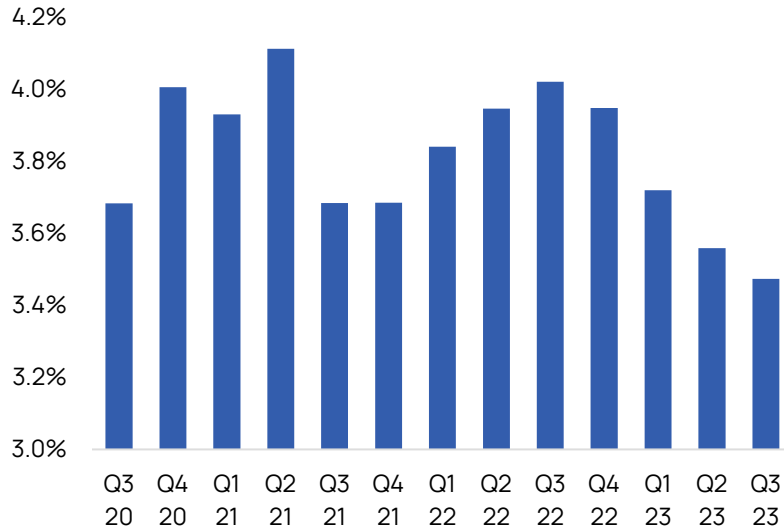


Lãi suất huy động bình quân gia quyền của các ngân hàng tư nhân (%)



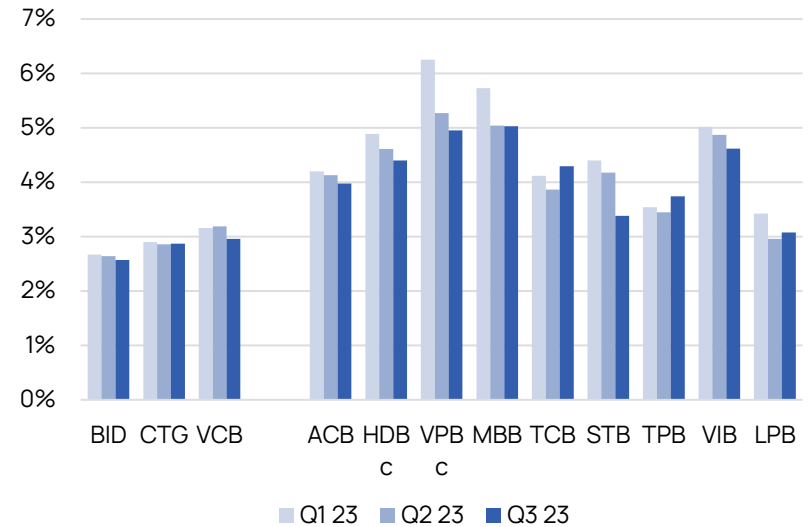
NIM giảm trong 9T 2023

Tổng NIM, theo quý



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

NIM theo ngân hàng, theo quý

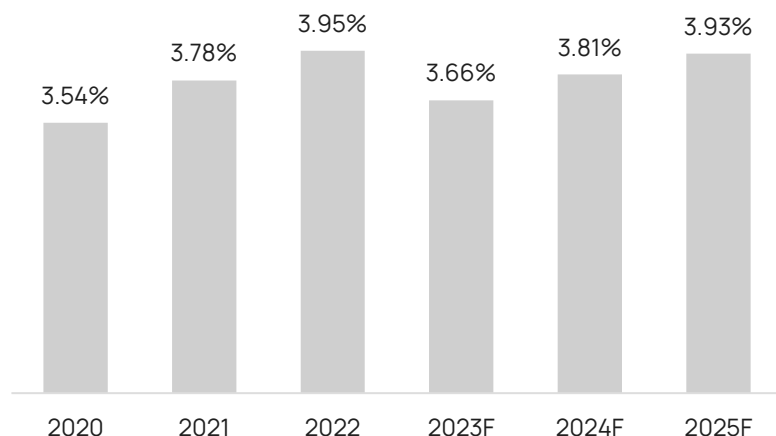


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

- Tổng NIM của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi giảm trong 9T 2023 do lợi suất tài sản sinh lãi (IEA) giảm với tốc độ nhanh hơn so với tốc độ giảm của chi phí huy động (COF).
- Chúng tôi cho rằng COF giảm chậm hơn là do (1) độ trễ trong việc định giá lại lãi suất tiền gửi và (2) tỷ lệ CASA cải thiện chậm. Trong khi đó, lợi suất IEA giảm với tốc độ nhanh hơn do (1) cạnh tranh gay gắt hơn trong mảng cho vay, (2) tỷ trọng bán lẻ trên tổng dư nợ thấp hơn, (3) giảm lãi suất cho vay ưu đãi để hỗ trợ khách hàng, đặc biệt là tại các ngân hàng quốc doanh, và (4) tỷ lệ nợ xấu tăng cao kể từ quý 4/2022.

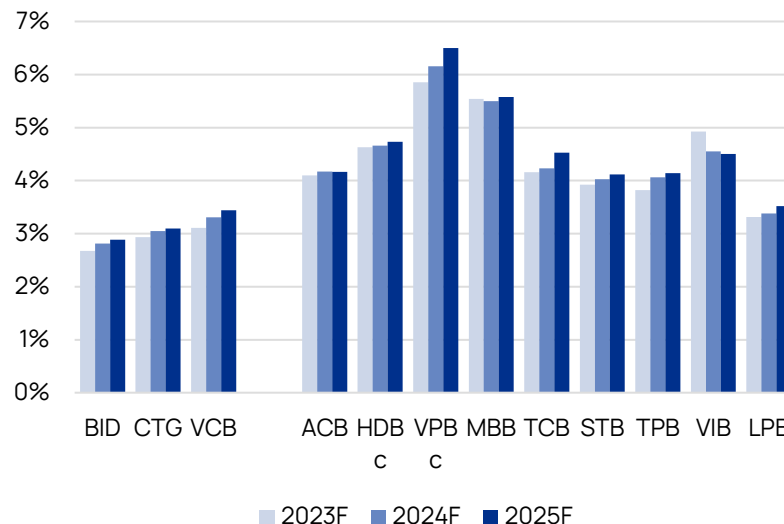
Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện từ quý 4/2023

Tổng NIM, hàng năm



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

NIM theo ngân hàng, hàng năm

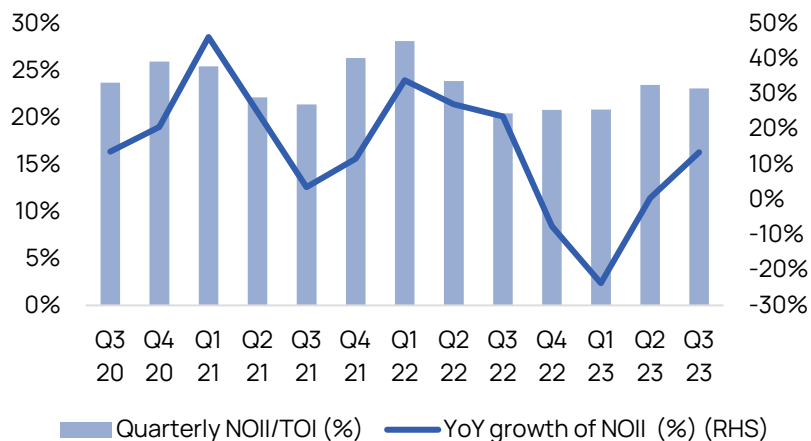


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

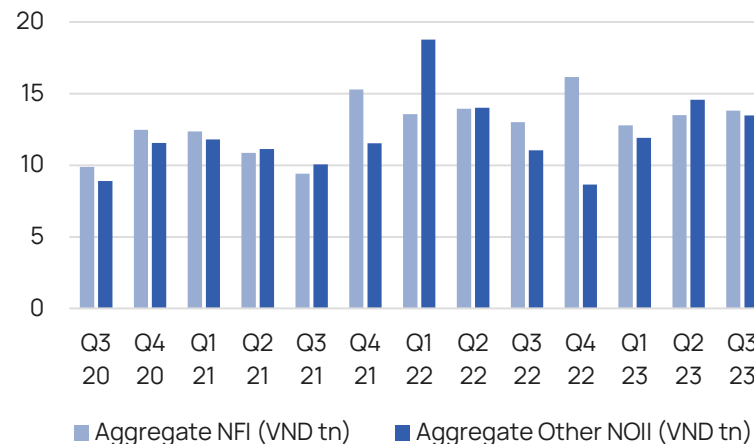
- Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện trong quý 4/2023 do (1) tiền gửi được định giá lại ở mức lãi suất thấp hơn, (2) nhu cầu tín dụng sẽ cao hơn theo thời vụ và (3) tỷ lệ nợ xấu bắt đầu giảm dần.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự báo tổng NIM sẽ tăng 15 điểm cơ bản YoY do (1) nhu cầu tín dụng mạnh hơn từ khách vay bán lẻ, (2) giảm các gói hỗ trợ cho khách hàng khi nền kinh tế phục hồi và (3) chất lượng tài sản được cải thiện. Chúng tôi dự báo tổng NIM của các ngân hàng quốc doanh sẽ tăng 16 điểm cơ bản YoY vào năm 2024 và tổng NIM của các ngân hàng tư nhân sẽ tăng 10 điểm cơ bản YoY.

Thu nhập ngoài lãi (NOII)

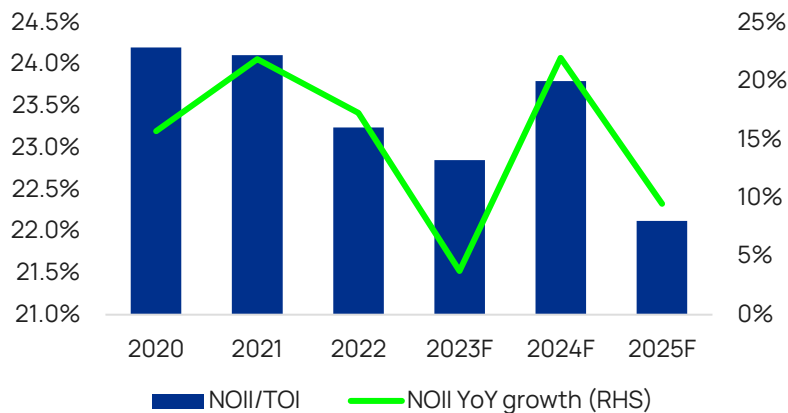
Tổng NOII/TOI và tăng trưởng NOII theo quý



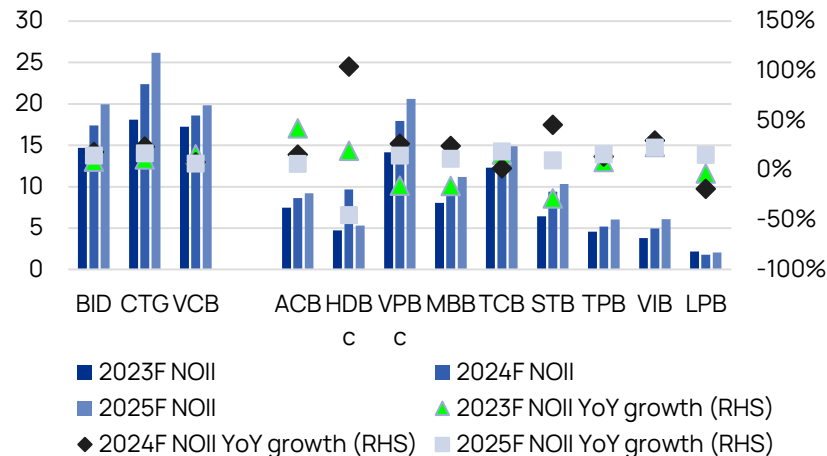
Cơ cấu NOII theo quý



Tổng NOII/TOI và tăng trưởng NOII, hàng năm

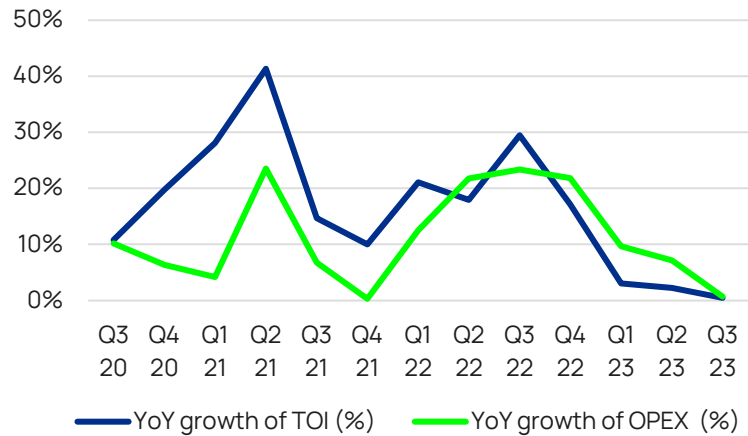


NOII theo ngân hàng (nghìn tỷ đồng)

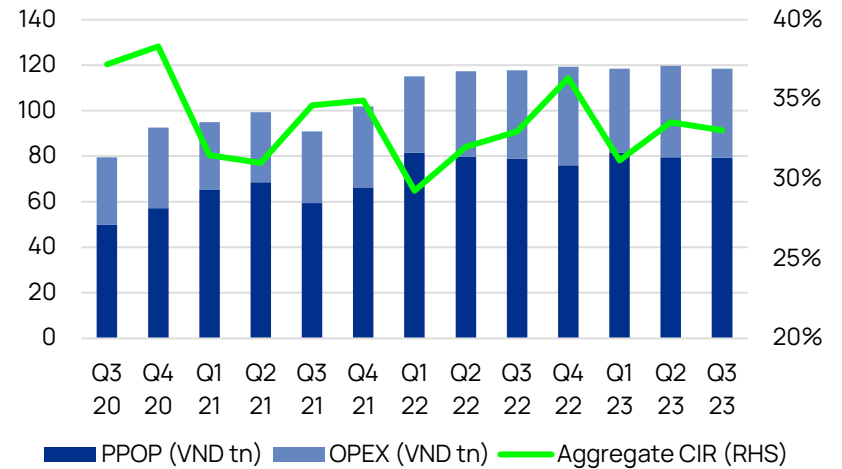


Chi phí hoạt động kinh doanh

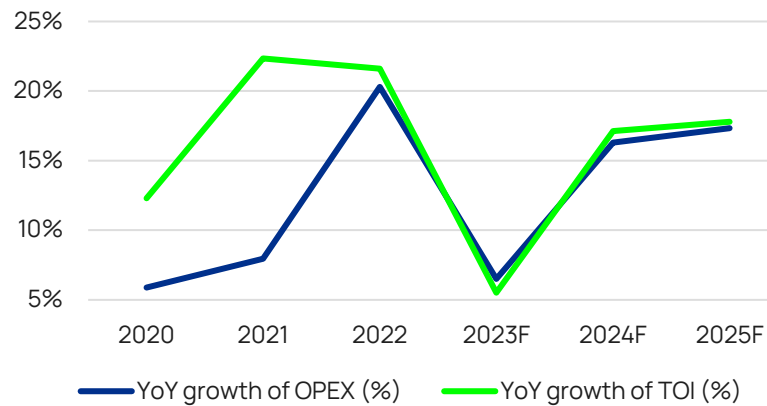
Tăng trưởng TOI và OPEX, theo quý



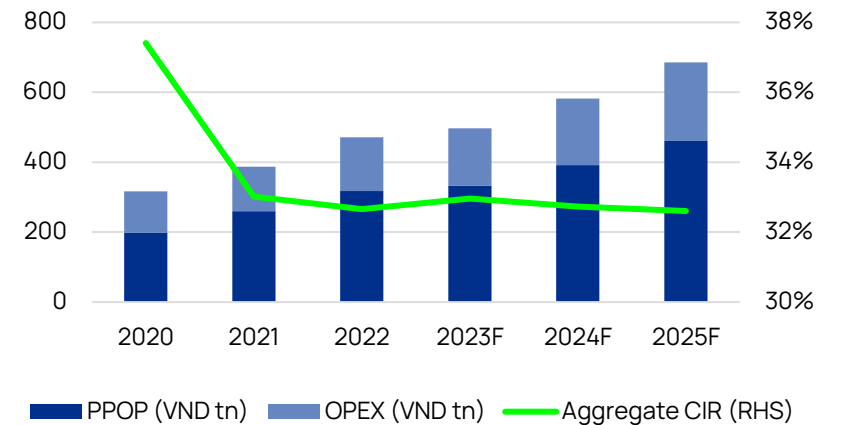
Tổng CIR, PPOP & OPEX, theo quý



Tăng trưởng TOI và OPEX, hàng năm

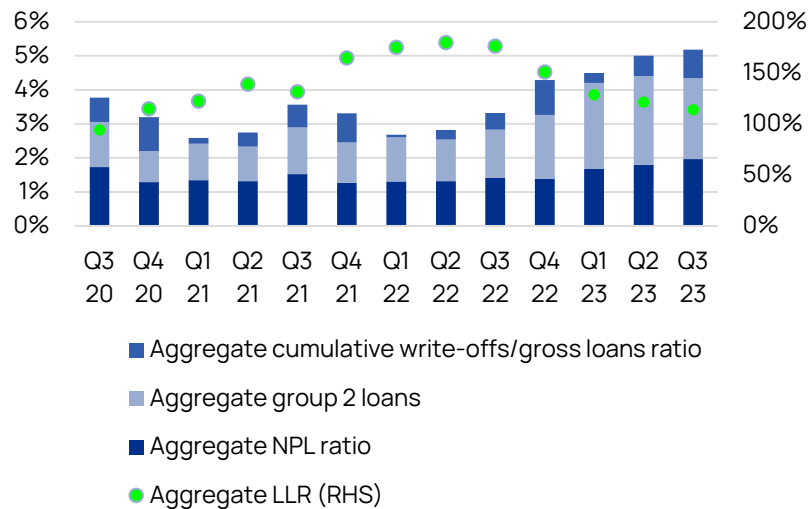


Tổng CIR, PPOP & OPEX, hàng năm



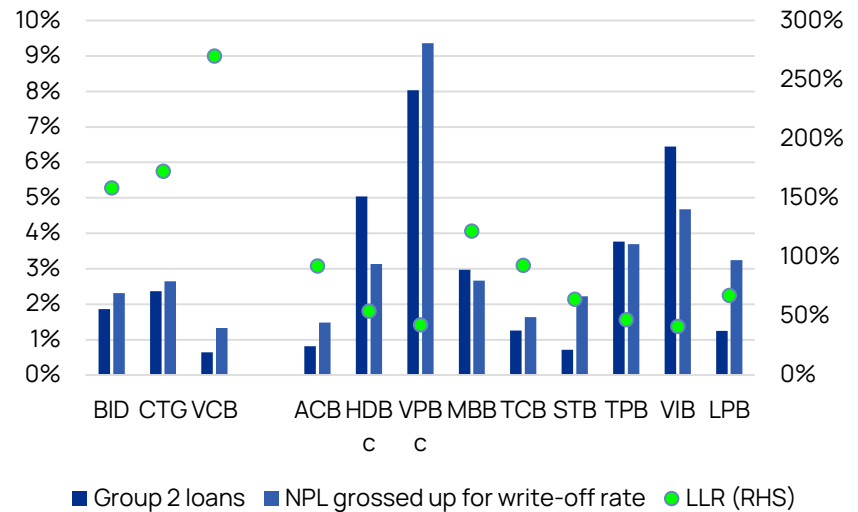
Chất lượng tài sản (1)

Tổng hợp chất lượng tài sản của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Chất lượng tài sản của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap trong quý 3/2023

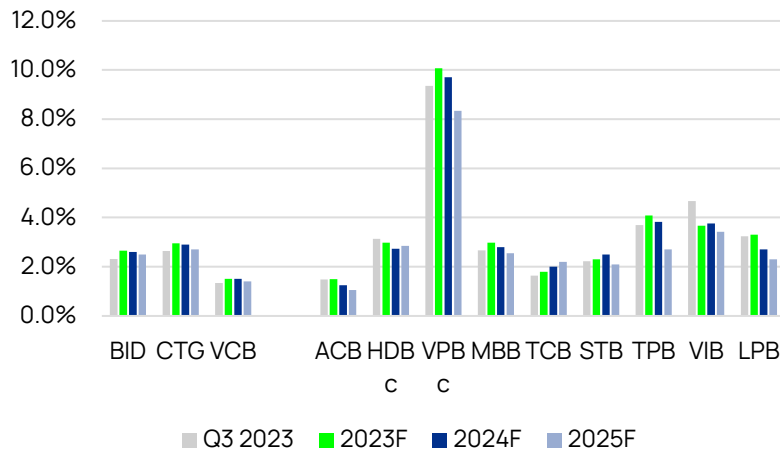


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (c: hợp nhất)

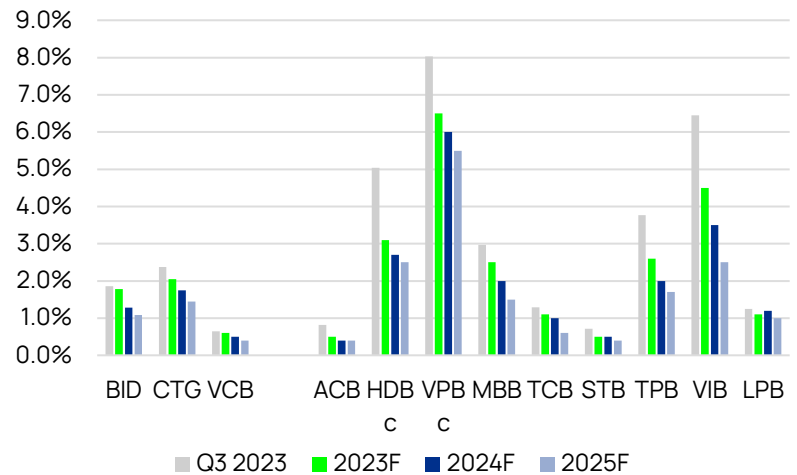
- Các ngân hàng tập trung vào mảng bán lẻ có mức suy giảm chất lượng tài sản cao nhất trong 9T 2023. VPB, VIB, HDB và TPB có chỉ số nợ xấu cao nhất (tệ nhất) trong số các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi tính đến quý 3/2023. Các ngân hàng này có mức độ rủi ro cao tập trung vào các khoản cho vay bán lẻ như vay mua nhà, cho vay mua ô tô và thẻ tín dụng.

Chất lượng tài sản (2)

Tỷ lệ nợ xấu và xử lý nợ xấu



Nợ nhóm 2



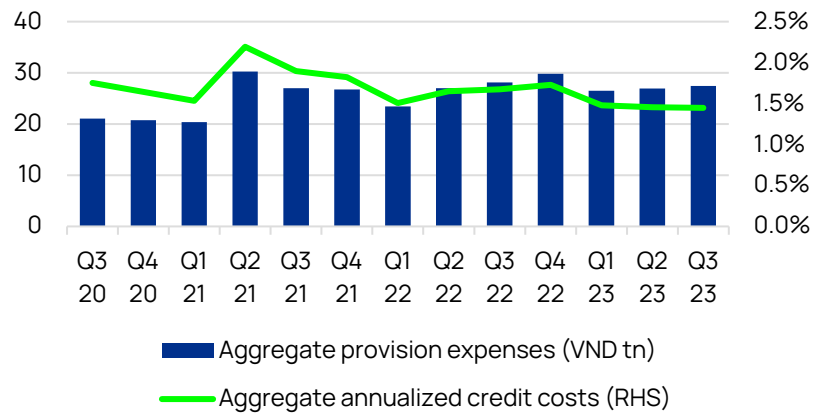
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (c: hợp nhất)

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (c: hợp nhất)

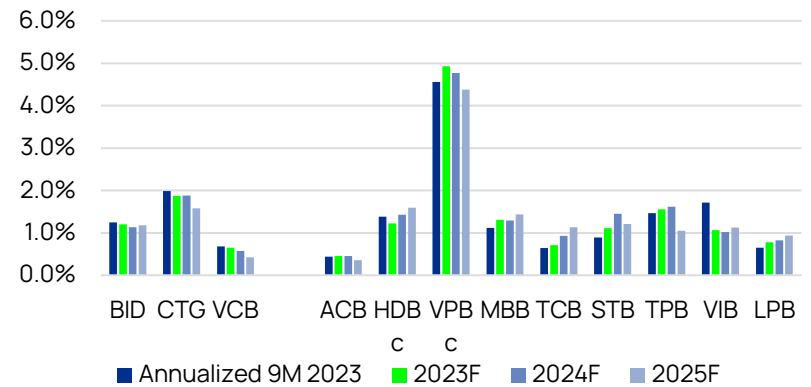
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu và xử lý nợ xấu đối với hầu hết các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi sẽ tiếp tục tăng trong quý 4/2023 do thị trường bất động sản phục hồi chậm và tác động trễ của suy thoái kinh tế trong quý 4/2022 - quý 1/2023 tiếp tục làm ảnh hưởng nhu cầu tín dụng và khả năng thanh toán của khách hàng.
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ có sự cải thiện vào năm 2024 với bối cảnh kinh tế thuận lợi hơn và nhu cầu tín dụng mạnh hơn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tăng cường xử lý nợ xấu trong các quý tới để kiểm soát tỷ lệ nợ xấu.
- Chúng tôi cho rằng có thể không cần thiết phải gia hạn Thông tư 02 sau giữa năm 2024 do (1) các khoản cho vay cơ cấu lại của phần lớn các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi hiện ở mức thấp, (2) lãi suất cho vay thấp hơn và (3) khả năng thanh toán nợ của khách hàng dự kiến cải thiện khi nền kinh tế cải thiện vào năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể xem xét gia hạn Thông tư 02 nếu nền kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến và/hoặc hỗ trợ tâm lý thị trường.

Chất lượng tài sản (3)

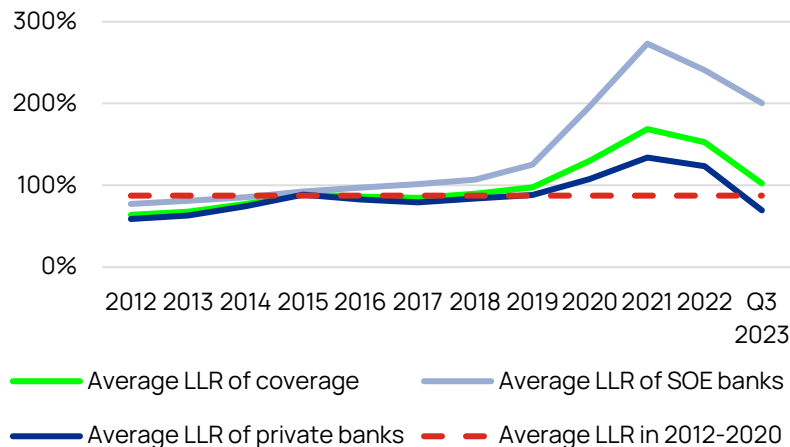
Tổng chi phí dự phòng (nghìn tỷ đồng) và chi phí tín dụng (%) theo quý



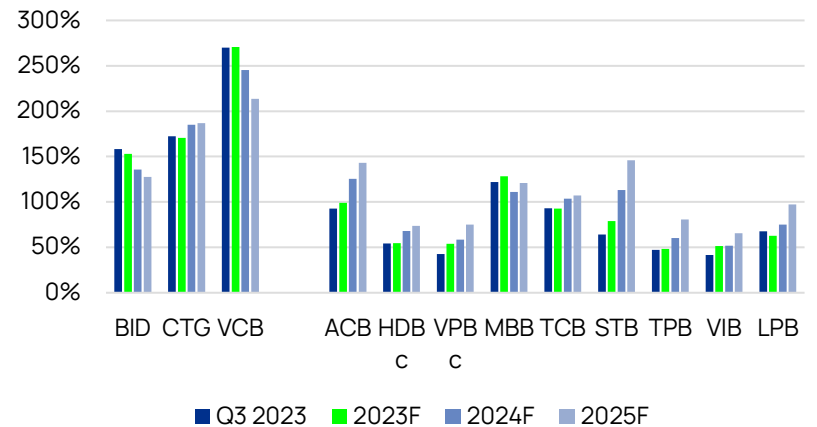
Chi phí tín dụng của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap



Tỷ lệ bao phủ nợ (LLR) trung bình



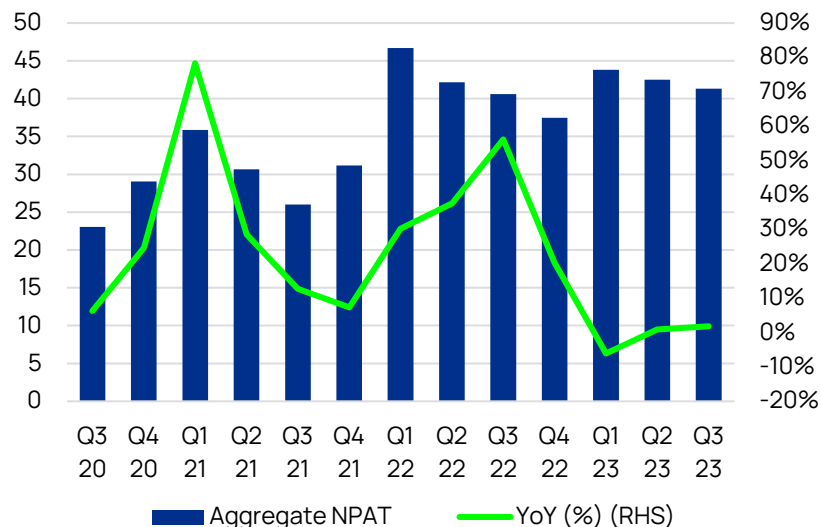
LLR theo ngân hàng



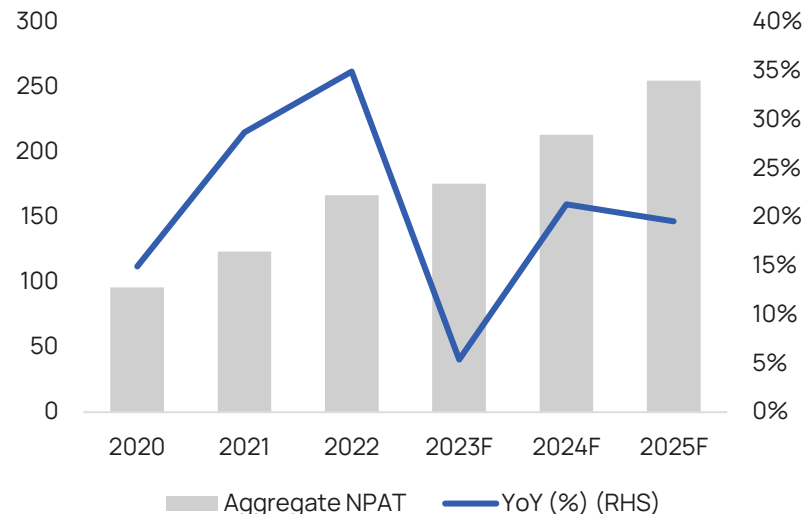
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap (c: hợp nhất)

Lợi nhuận ròng

LNST theo quý (nghìn tỷ đồng)



LNST hàng năm (nghìn tỷ đồng)

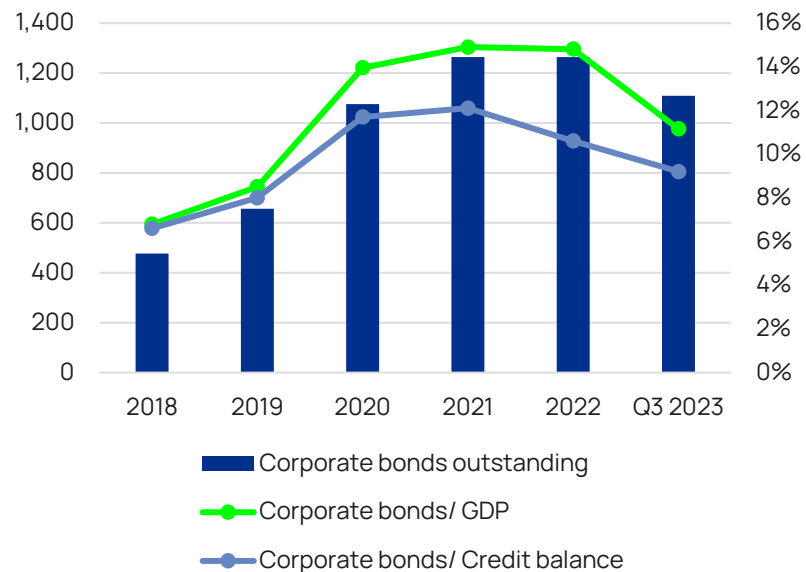


- LNST giảm nhẹ trong 9T 2023 so với cùng kỳ nhưng chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng trong quý 4/2023 và 2024. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tổng LNST năm 2023 ở mức 5,4% YoY, tương ứng tăng trưởng tổng LNST trong quý 4/2023 ở mức 17,0% QoQ và 28,6% YoY, được hỗ trợ bởi tốc độ tăng trưởng tín dụng và NIM cải thiện cũng như tỷ lệ nợ xấu hình thành chậm hơn trong quý 4/2023.
- Chúng tôi dự báo tổng LNST năm 2024 sẽ tăng 21,3% YoY, chủ yếu là do (1) tổng NII tăng 17,7% YoY nhờ NIM và tăng trưởng tín dụng cao hơn và (2) tổng NOI tăng 21,7% YoY do tăng trưởng phí bancassurance dần cải thiện từ mức cơ sở thấp vào năm 2023 và thu nhập thu hồi cao hơn từ các khoản nợ khó đòi đã xử lý khi thị trường bất động sản phục hồi. Những yếu tố này được bù đắp một phần cho dự báo của chúng tôi về chi phí tín dụng sẽ vẫn ở mức cao do các khoản vỡ nợ và việc hạ nhóm nợ trong phân loại khoản vay đối với các khoản tín dụng kém chất lượng làm chậm chu kỳ kinh tế.

Một số chủ đề chính của ngành ngân hàng Việt Nam

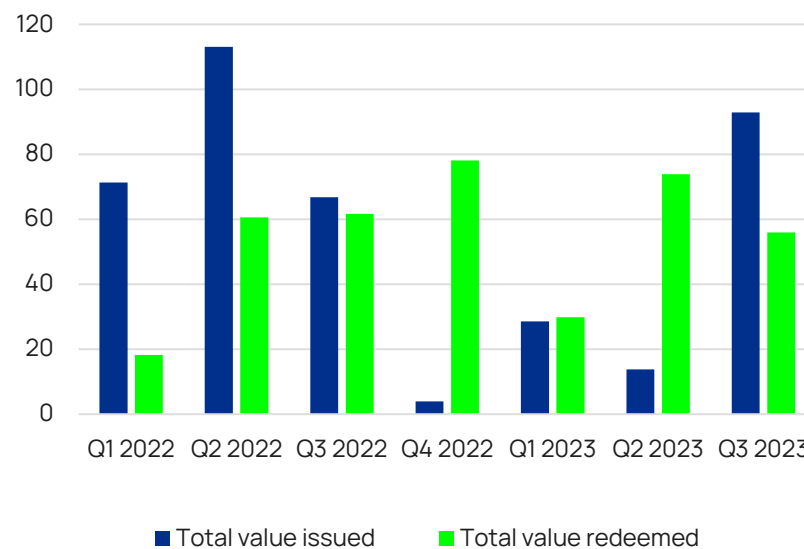
Thị trường TPDN Việt Nam thu hẹp

TPDN lưu hành (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, TCTK, NHNN, ước tính của Vietcap

Trái phiếu phát hành và mua lại hàng quý (nghìn tỷ đồng)

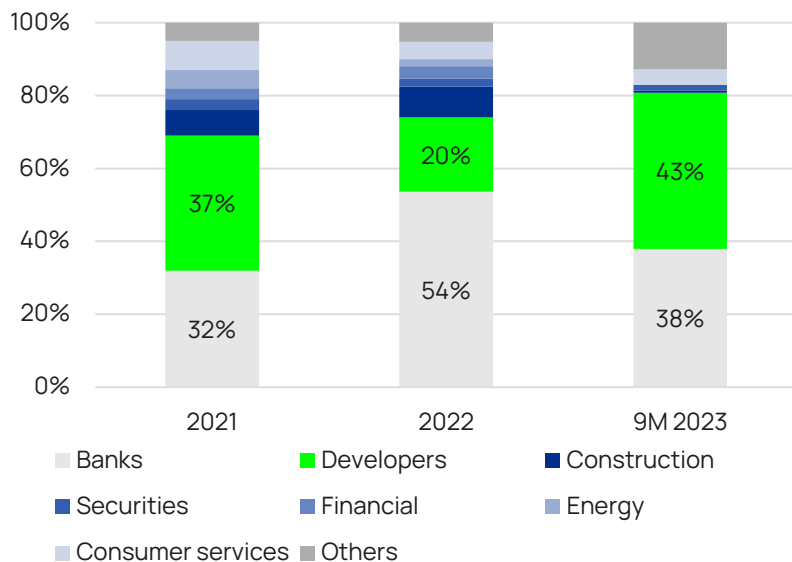


Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

- Dữ liệu từ Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA) cho thấy dư nợ TPDN giảm khoảng 12% trong 9T 2023 xuống còn 45 tỷ USD, khiến tỷ lệ TPDN so với GDP giảm xuống 11,2% trong quý 3/2023 từ mức 14,8% vào cuối năm 2022. .
- Chúng tôi cho rằng mức giảm này là do (1) trái phiếu được mua lại trước ngày đáo hạn khá lớn và (2) giá trị trái phiếu mới phát hành giảm trong 9T 2023.

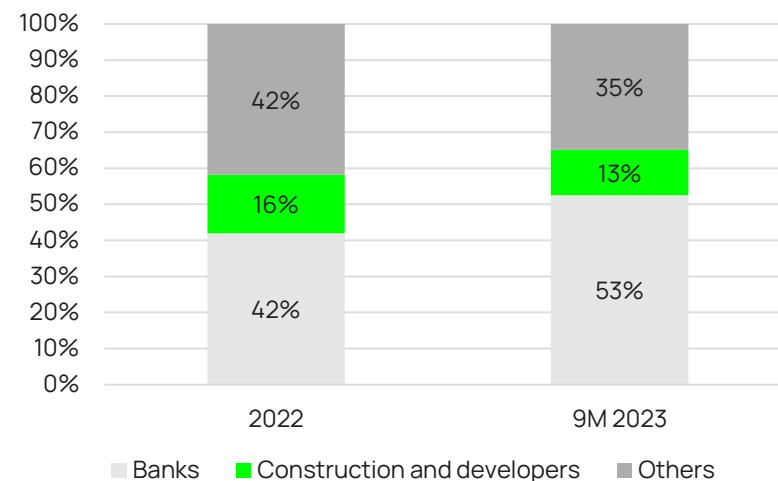
Trái phiếu do các chủ đầu tư BĐS phát hành tăng so với cùng kỳ trong 9T 2023

Trái phiếu phát hành theo ngành



Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

Trái phiếu mua lại trước hạn theo ngành

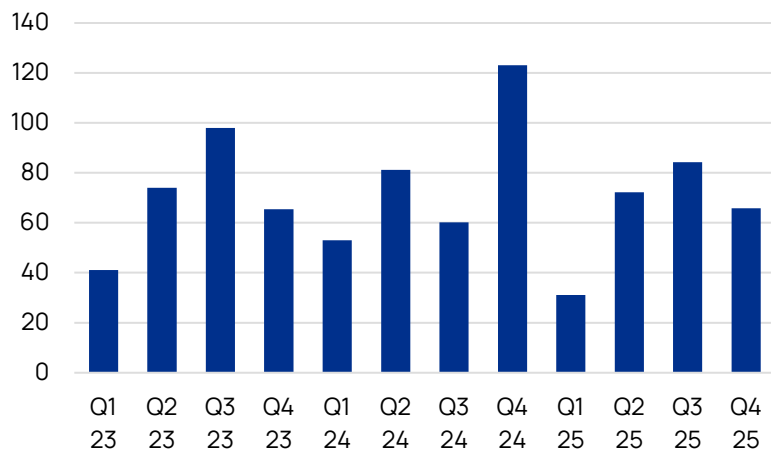


Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

- Trong 9T 2023, TPDN do các chủ đầu tư bất động sản phát hành tăng 12,1% YoY, đạt 57,9 nghìn tỷ đồng và chiếm 43% tổng lượng TPDN phát hành trong kỳ.
- Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy một phần đáng kể TPDN được mua lại trước hạn là trái phiếu ngân hàng. Tỷ lệ mua lại trái phiếu ngân hàng cao có thể do (1) dư thừa thanh khoản tại một số ngân hàng do nhu cầu tín dụng yếu và (2) cơ cấu lại danh mục trái phiếu trong bối cảnh lãi suất biến động cao.

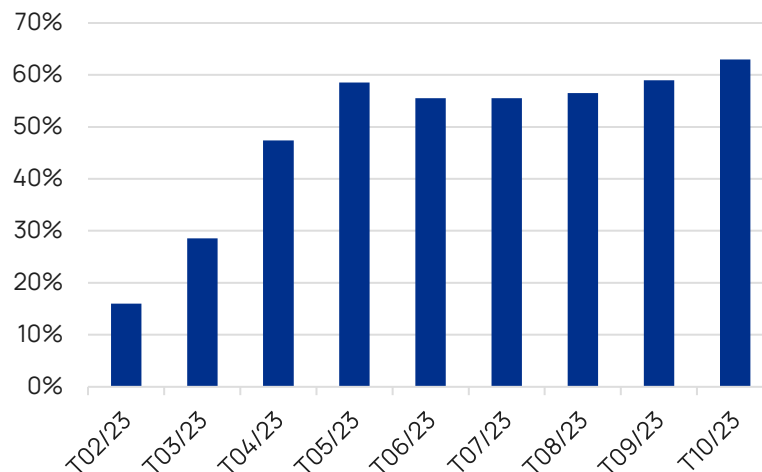
Áp lực từ trái phiếu sắp đáo hạn vẫn cao

Số dư TPDN sắp đáo hạn vào năm 2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

Tỷ lệ đàm phán trái phiếu chậm trả lãi và/hoặc gốc

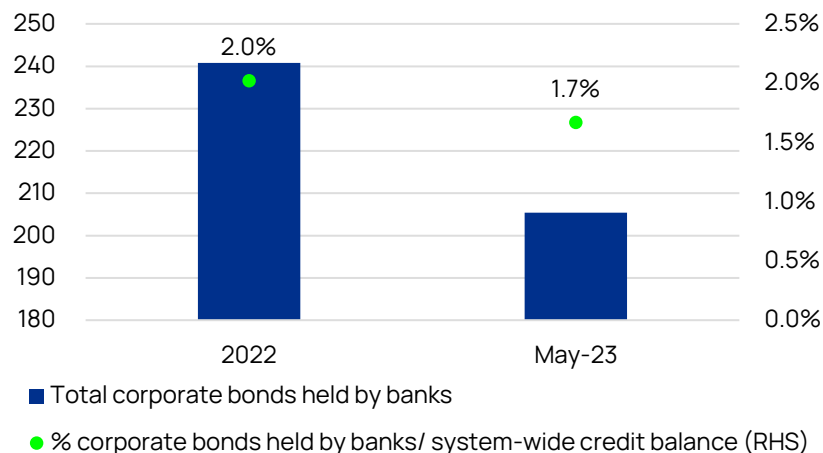


Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp. (Lưu ý: Tỷ lệ đàm phán được tính bằng tổng giá trị trái phiếu có kỳ hạn thanh toán được thỏa thuận lại chia cho tổng giá trị TPDN chậm trả lãi hoặc gốc).

- Dữ liệu tổng hợp của chúng tôi cho thấy số dư TPDN đáo hạn vào năm 2024 là hơn 300 nghìn tỷ đồng, gần bằng năm 2023, gần một nửa trong số đó là từ các doanh nghiệp bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng các tổ chức phát hành trái phiếu có thể sẽ tiếp tục đàm phán với các chủ để gia hạn thời gian đáo hạn và/hoặc thanh toán nghĩa vụ bằng các tài sản khác, như được quy định trong Nghị định 08.
- Theo Bộ Tài chính, kể từ khi thực hiện Nghị định 08, tỷ lệ đàm phán đã tăng đáng kể từ 16% vào tháng 2/2023 lên 59% vào tháng 9/2023.
- Do đó, chúng tôi cho rằng tính linh hoạt mà Nghị định 08 mang lại cho thấy những rủi ro hệ thống có thể tác động đến toàn bộ nền kinh tế và/hoặc hệ thống ngân hàng trong năm 2024 đã giảm bớt, dù TPDN sắp đáo hạn vào năm 2024 có giá trị cao.

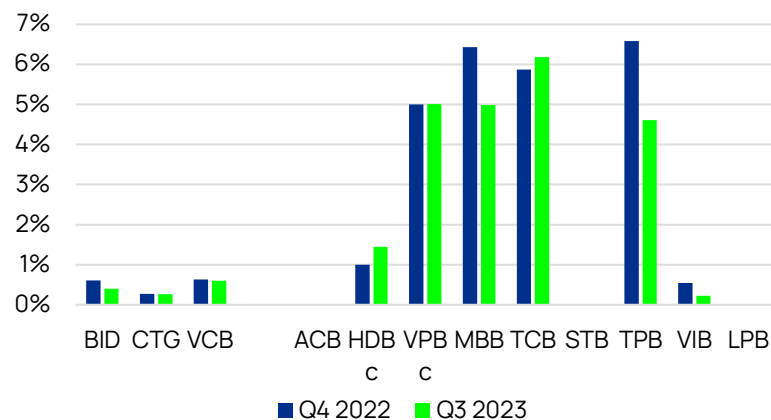
Tỷ trọng TPDN tại ngân hàng giảm trong năm 2023

Dư nợ TPDN toàn hệ thống của ngân hàng (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, NHNN, Vietcap

TPDN trên tổng tài sản của các ngân hàng chúng tôi theo dõi

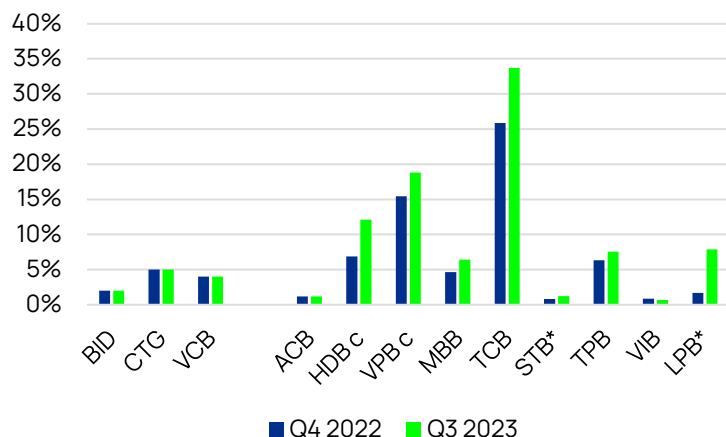


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; c: hợp nhất

- Theo dữ liệu mới nhất do NHNN công bố, số dư TPDN do các ngân hàng nắm giữ trên toàn hệ thống đã giảm 14,7% trong 5T 2023. Phần lớn các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi cũng báo cáo mức giảm cả về số dư TPDN tuyệt đối và TPDN trên tổng tài sản tính đến quý 3/2023 so với quý 4/2022.
- Do đó, chúng tôi cho rằng rủi ro từ TPDN đối với bảng cân đối kế toán của các ngân hàng đã giảm so với năm 2022. Ngoài ra, các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi xem TPDN là khoản vay nên yêu cầu tài sản thế chấp chất lượng cao, khiến rủi ro đối với TPDN của ngân hàng tương đối an toàn hơn so với thị trường nói chung.

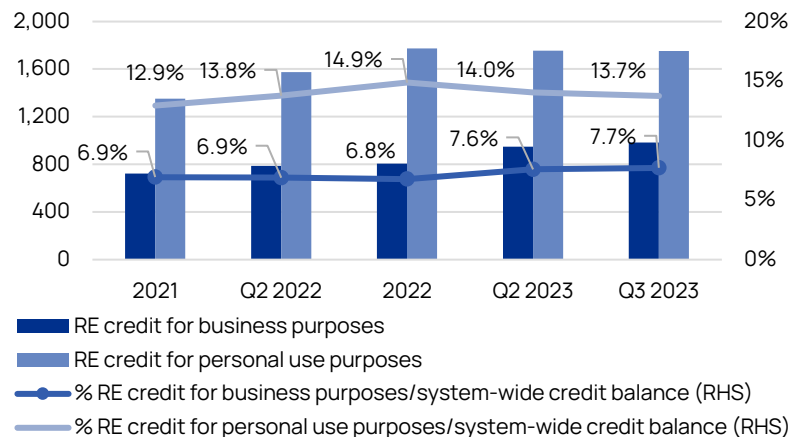
Ngân hàng tăng cường cho vay đối với các chủ đầu tư BĐS vào năm 2023

Cho vay các chủ đầu tư BĐS so với tổng cho vay theo ngân hàng (%)



Nguồn: VBMA, NHNN, Vietcap

Tín dụng vào lĩnh vực BĐS (nghìn tỷ đồng) và % tín dụng vào lĩnh vực BĐS trên tổng dư nợ toàn hệ thống



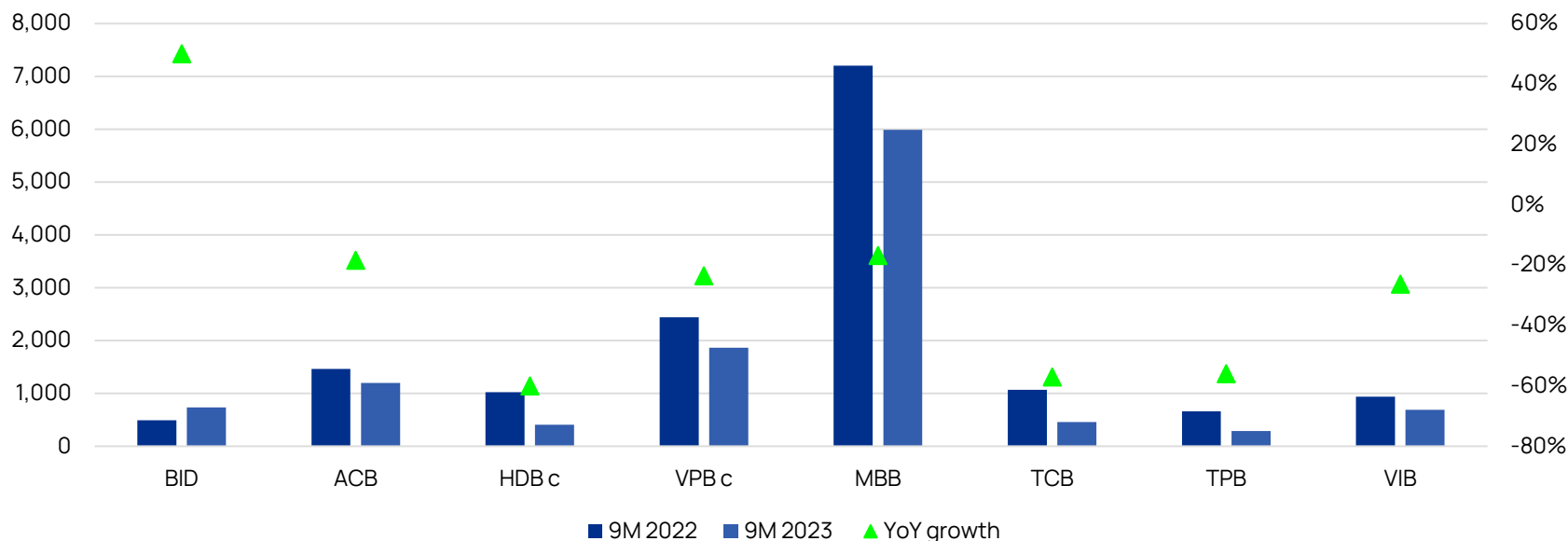
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; c: hợp nhất

Dư nợ tín dụng của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap

Q3 2023	BID	CTG*	VCB	MBB	TCB	VPB c	ACB	HDB c	VIB	TPB	STB*	LPB*
Vay mua nhà/tổng cho vay	14.1%	11.0%	21.8%	21.3%	32.7%	17.0%	21.0%	11.1%	46.4%	19.0%	N/A	N/A
Cho vay CĐT BĐS/tổng cho vay	2.0%	5.0%	4.0%	6.4%	33.7%	18.8%	1.1%	12.1%	0.7%	7.6%	1.2%	7.9%
TPDN/tổng dư nợ tín dụng	0.5%	0.4%	0.9%	7.1%	9.2%	7.0%	0.0%	2.5%	0.4%	8.1%	0.0%	0.0%
Tỷ lệ tiếp cận lĩnh vực BĐS trong % TPDN	N/A	50%	N/A	35%	70%	60%	0%	70%	N/A	48%	0%	0%
LLR	158%	172%	270%	122%	93%	43%	93%	54%	41%	47%	64%	67%
CAR	9.1%	8.9%	11.6%	11.3%	15.0%	13.8%	13.0%	12.3%	11.8%	11.3%	9.4%	11.2%

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; (*) dữ liệu của STB và LPB là dữ liệu quý 2/2023 ngoại trừ LLR và TPDN/tổng dư nợ tín dụng, CAR cho CTG tính đến quý 2/2023.

Thu nhập phí bancassurance dự kiến phục hồi trong năm 2024 dù khung pháp lý thắt chặt



- Theo Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam (IAV), tổng phí bảo hiểm nhân thọ và phí bảo hiểm doanh nghiệp mới bán qua kênh bancassurance giảm lần lượt 22,9% YoY và 41,3% YoY trong nửa đầu năm 2023. Chúng tôi cho rằng việc thắt chặt chi tiêu cá nhân khi nền kinh tế chững lại, tăng trưởng tiền gửi và tăng trưởng tín dụng chậm và tác động tiêu cực đến tâm lý khách hàng từ các trường hợp sai phạm trong việc kinh doanh các sản phẩm bancassurance tại một số ngân hàng đã ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh bancassurance.
- Tổng thu nhập từ phí bancassurance của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi cho thấy HDB, TPB và TCB có mức giảm so với cùng kỳ năm trước cao nhất, hơn 50% trong 9T 2023. Chúng tôi lưu ý rằng năm 2022 là năm cơ sở cao cho HDB khi ngân hàng đẩy mạnh hoạt động bancassurance trở lại do hợp tác mới với FWD (chưa độc quyền) sau vài năm chững lại. Trong khi đó, BID có mức tăng trưởng thu nhập từ phí bancassurance cao nhất so với cùng kỳ từ mức thấp vào năm 2022 do BID có lượng khách hàng lớn để khai thác và tỷ lệ thâm nhập bancassurance hiện tại của khách hàng BID vẫn còn thấp.

Quy định mới về hoạt động bancassurance để bảo vệ người mua bảo hiểm

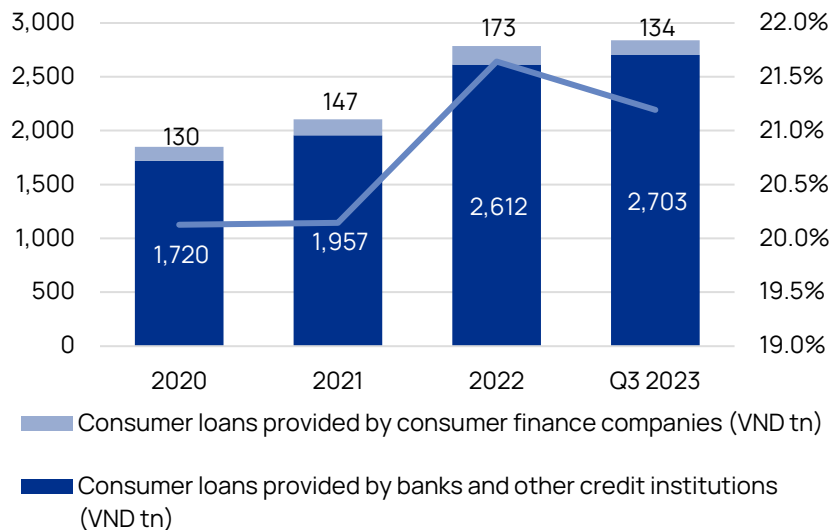
Thông tư số 67/2023/TT-BTC và Nghị định số 46/2023/NĐ-CP do Bộ Tài chính ban hành (có hiệu lực từ ngày 2/11/2023) hướng dẫn thi hành luật kinh doanh bảo hiểm. Một số điểm chính đáng chú ý như sau:

1. Tổ chức tín dụng **không được tư vấn, giới thiệu, chào bán, thu xếp hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư** cho khách hàng **trong thời hạn 60 ngày trước và sau ngày giải ngân** toàn bộ khoản vay.
2. **Phải có hồ sơ về quá trình tư vấn** đối với sản phẩm liên kết đầu tư. Phải có bằng chứng xác nhận của khách hàng về hồ sơ đối với sản phẩm bảo hiểm nhân thọ dài hạn.
3. **Yêu cầu chi tiết hơn đối với đại lý bancassurance** về nhân sự, năng lực công nghệ và cơ cấu tổ chức.
4. Doanh nghiệp bảo hiểm có trách nhiệm **định kỳ giám sát, kiểm tra hoạt động tư vấn sản phẩm bảo hiểm** do đại lý thực hiện. **Phải giải quyết kịp thời các khiếu nại** liên quan đến tư vấn sản phẩm bảo hiểm và xử lý các vi phạm phát sinh.
5. **Thay đổi giới hạn tỷ lệ hoa hồng** đối với một số sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.

Nhìn chung, các quy định này phù hợp với hướng dẫn của Bộ Tài chính nhằm tăng cường khung pháp lý cho hoạt động bancassurance từ quý 4/2023. Chúng tôi cho rằng điều này có thể có tác động tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm trong ngắn hạn cũng như chi phí hoạt động của cả ngân hàng và công ty bảo hiểm do các yêu cầu pháp lý nghiêm ngặt hơn đối với hoạt động bancassurance. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các ngân hàng đã chuẩn bị và tích cực giám sát các hoạt động này để tránh những sai phạm trong việc kinh doanh các sản phẩm bảo hiểm kể từ cuộc điều tra của cơ quan chức năng vào cuối năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy (1) tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện tại ở Việt Nam vẫn còn thấp và (2) các ngân hàng có thể vẫn đẩy mạnh bancassurance thông qua việc ưu đãi lãi suất cho vay hoặc gửi tiết kiệm cho khách hàng mua sản phẩm bảo hiểm. Do đó, chúng tôi tin rằng bancassurance vẫn có thể phát triển trong tương lai nhưng với tốc độ chậm hơn so với 10 năm qua, đồng thời yêu cầu các tiêu chuẩn tuân thủ quy định cao hơn.

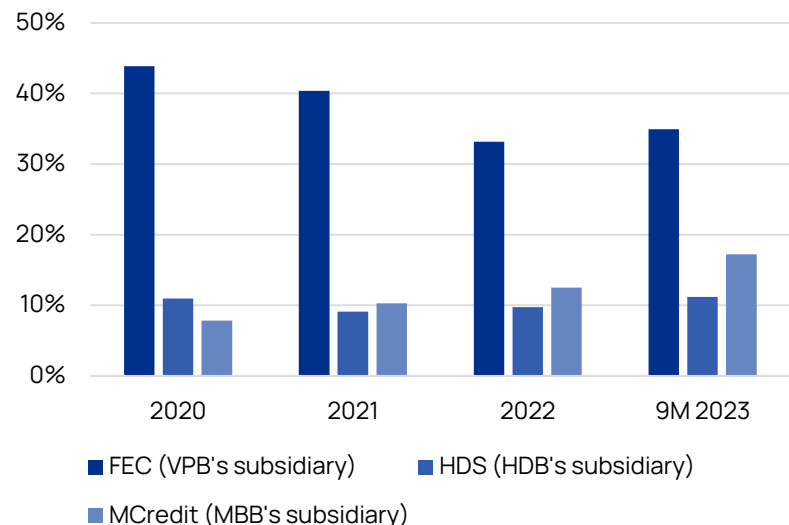
Dư nợ cho vay tại FEC và HDS giảm trong 9T 2023 trong khi MCredit tiếp tục mở rộng

Dư nợ cho vay tiêu dùng tại Việt Nam (2020 - Q3 2023)



Nguồn: NHNN, Vietcap tổng hợp

Thị phần ước tính (các công ty tài chính tiêu dùng)

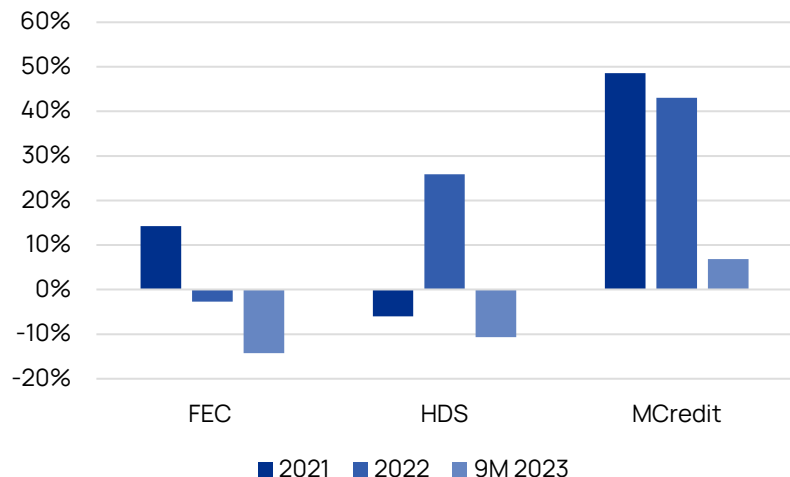


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, ước tính của Vietcap

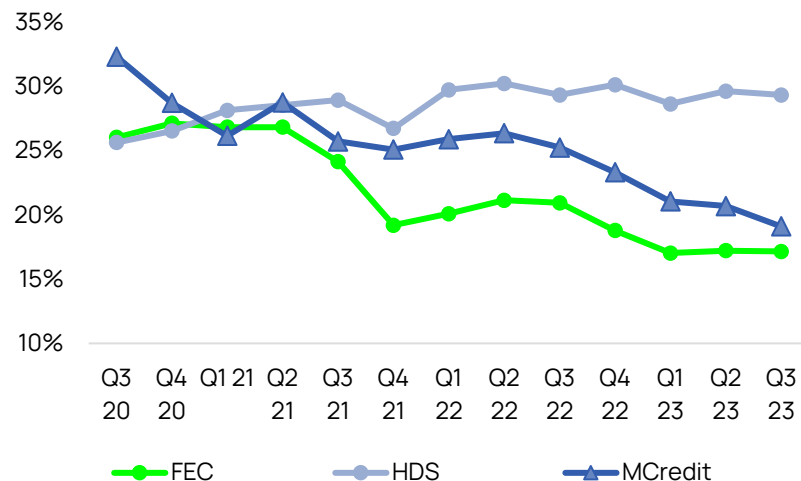
- Các khoản vay của FEC bắt đầu giảm từ năm 2021 đến 9T 2023, một phần do tái cơ cấu mô hình kinh doanh thông qua rà soát và tăng cường thiết kế sản phẩm, quy trình thẩm định tín dụng, kênh bán hàng, chính sách tín dụng và thu hồi nợ. Chúng tôi tin rằng FEC sẽ hưởng tới mô hình kinh doanh thận trọng hơn trong tương lai sau khi tăng trưởng mạnh mẽ để giành thị phần trong thời gian qua.
- Trong khi đó, MCredit là công ty lớn duy nhất có thể tăng dư nợ cho vay một cách ổn định từ mức thấp kể từ năm 2021, điều mà chúng tôi cho rằng có thể là do (1) tận dụng mạng lưới toàn quốc của Tập đoàn MB và Tập đoàn Viettel và (2) chiến lược tập trung vào mảng thẻ và hợp tác với các nền tảng thương mại điện tử để thúc đẩy cho vay tiêu dùng.

NIM tài chính tiêu dùng dự kiến phục hồi trong năm 2024

Tăng trưởng cho vay



NIM



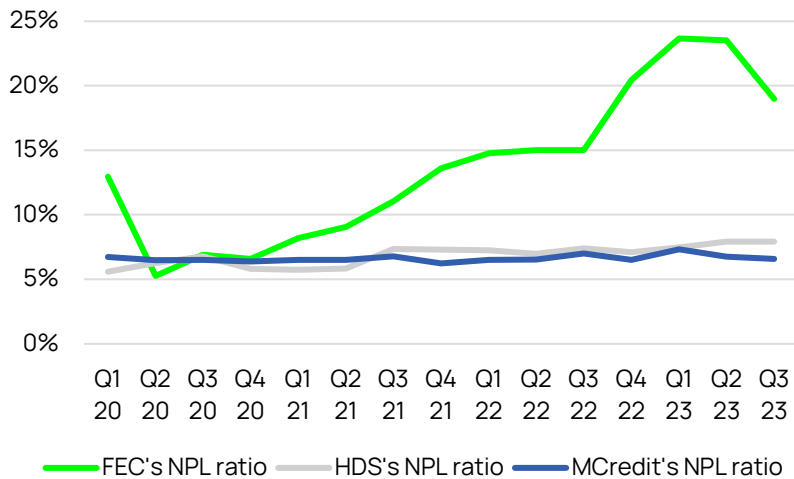
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, ước tính của Vietcap

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng. NIM của HDS do HDB báo cáo. NIM của FEC và MCredit là ước tính của chúng tôi từ báo cáo tài chính hợp nhất và ngân hàng mẹ.

- Cả FEC và MCredit đều trải qua xu hướng giảm NIM trong năm 2022-23. Trong khi đó, NIM của HDS tương đối ổn định so với cùng kỳ, điều này có thể là do HDS thận trọng hơn trong việc cho vay so với MCredit. Chúng tôi cho rằng (1) những hạn chế trong việc đa dạng hóa nguồn vốn trong môi trường lãi suất cao trong nửa đầu năm 2023, (2) tỷ lệ nợ xấu hình thành cao và (3) tăng trưởng tín dụng yếu đã ảnh hưởng đến NIM của các công ty tài chính tiêu dùng trong năm 2023.
- Chúng tôi cho rằng (1) lãi suất giảm và (2) sự phục hồi của nền kinh tế sẽ giúp cải thiện nhu cầu của khách hàng và khả năng thanh toán nợ, từ đó hỗ trợ NIM tăng vào năm 2024. Chúng tôi dự báo HDS và FEC sẽ tăng dư nợ cho vay thêm 8% YoY trong năm 2024 do chúng tôi kỳ vọng (1) tiêu dùng bán lẻ phục hồi vừa phải, chủ yếu tập trung vào nửa cuối năm 2024 và (2) tỷ lệ xử lý nợ có thể vẫn ở mức cao.

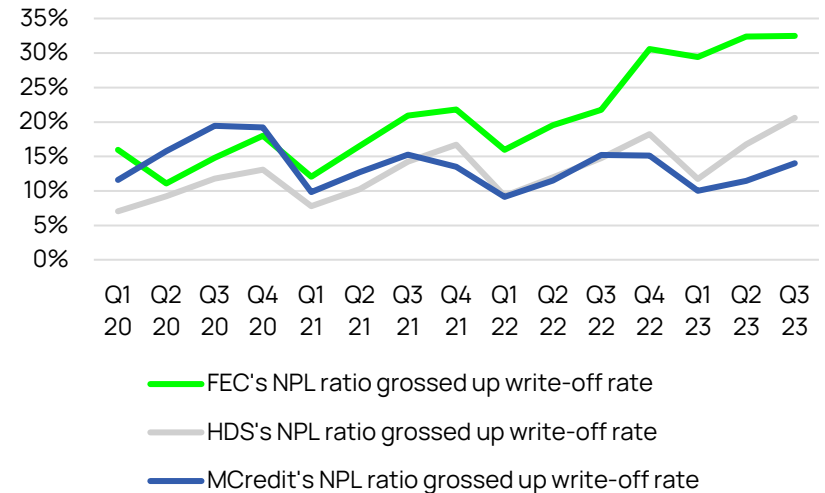
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hình thành nợ xấu cải thiện tương đối trong năm 2024

Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, ước tính của Vietcap

Tỷ lệ nợ xấu & xử lý nợ xấu

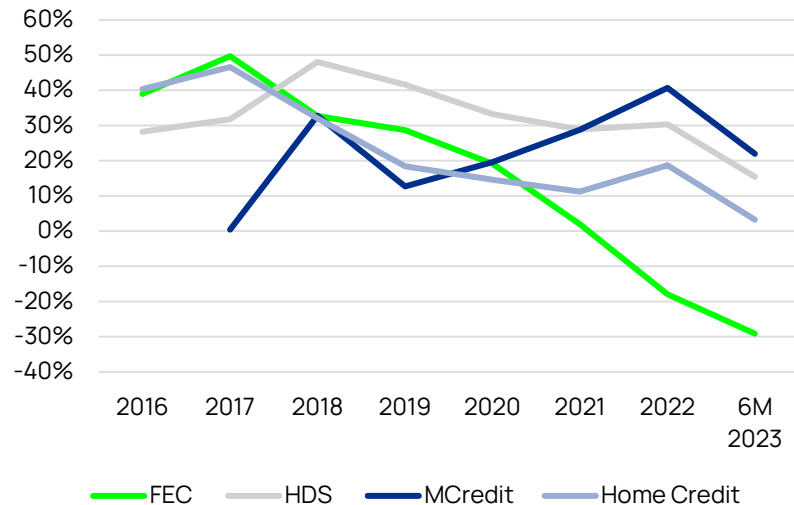


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, ước tính của Vietcap

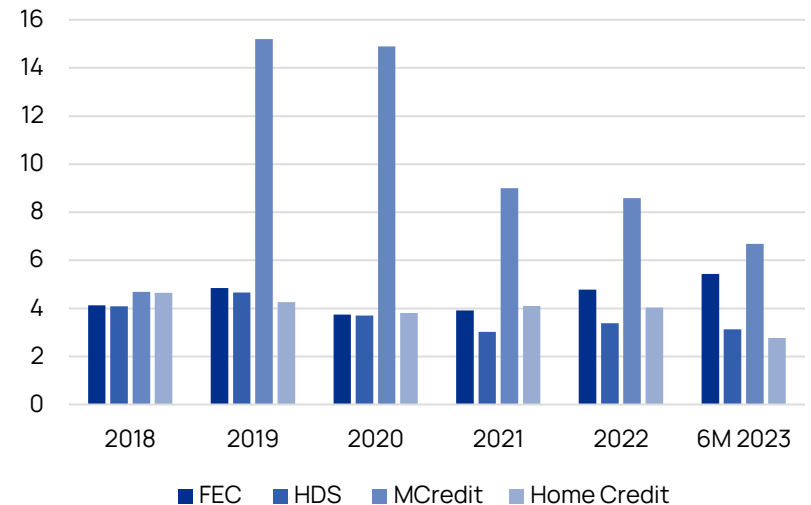
- Tỷ lệ nợ xấu & xử lý nợ xấu tại FEC, HDS và MCredit đã tăng trong 9T 2023, điều này cho thấy tỷ lệ nợ xấu ngày càng tăng trên toàn ngành. Tuy nhiên, những công ty này đã tích cực xử lý nợ để cải thiện tỷ lệ nợ xấu, đây có thể là một phần cam kết với các nhà cung cấp vốn (ví dụ: HDS cam kết với các nhà cung cấp vốn để kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới 8%). Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu tại các công ty tài chính tiêu dùng sẽ chỉ cải thiện ở mức độ tương đối vào năm 2024, dù chúng tôi kỳ vọng bối cảnh kinh tế thuận lợi hơn, do hoạt động thu hồi nợ gặp khó khăn kéo dài.

Khả năng sinh lời của ngành tài chính tiêu dùng

ROE



Tổng nợ/vốn chủ sở hữu (x)



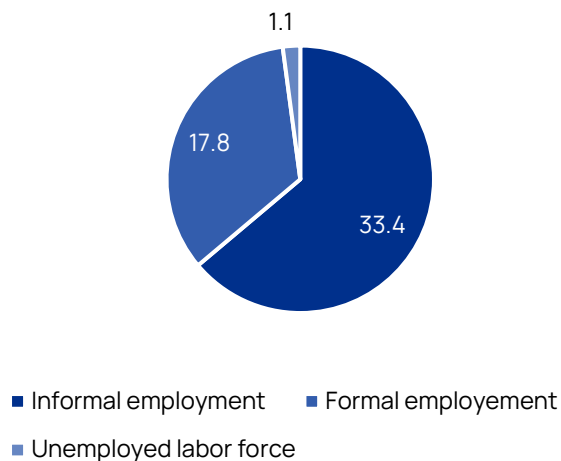
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, HNX, ước tính của Vietcap

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, HNX, ước tính của Vietcap

- MCredit là công ty duy nhất trong số các công ty tài chính tiêu dùng lớn có thể cải thiện về ROE trong giai đoạn 2018-2022, được thúc đẩy bởi việc tích cực giành thị phần trong khi vẫn đảm bảo kiểm soát chất lượng tài sản.
- Trong khi đó, khả năng sinh lời của FEC suy giảm mạnh kể từ đại dịch COVID-19 khi chi phí tín dụng tăng sau mức tăng trưởng cao trước đây và giải ngân chậm lại do quá trình tái cơ cấu. Trong quý 3/2023, FEC bắt đầu hòa vốn sau nhiều quý thua lỗ, diễn biến này tốt hơn nhiều so với kỳ vọng trước đó của chúng tôi về việc FEC sẽ hòa vốn vào năm 2024. Tuy nhiên, chỉ số nợ xấu trong quý 3/2023 vẫn ở mức cao. Do đó, chúng tôi dự phóng KQKD của FEC sẽ cải thiện chậm trong 12 tháng tới. Nhìn chung, chúng tôi chỉ kỳ vọng ROE của ngành tài chính tiêu dùng sẽ cải thiện ở mức khiêm tốn do lo ngại về (1) tăng trưởng cho vay chậm và (2) áp lực kéo dài lên chất lượng tài sản.

Tài chính tiêu dùng có tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn

Lực lượng lao động của Việt Nam, Q3 2023 (triệu lao động)



- Theo NHNN, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của cho vay tiêu dùng gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong giai đoạn 2010-2020. Chúng tôi cho rằng tài chính tiêu dùng vẫn là một lĩnh vực kinh doanh hấp dẫn trong dài hạn dựa trên đặc điểm nhân khẩu học của Việt Nam. Theo TCTK, tính đến quý 3/2023, có 33,4 triệu người (chiếm gần 64% lực lượng lao động Việt Nam) là lực lượng lao động phi chính thức và mức độ thâm nhập ngân hàng của Việt Nam năm 2023 vẫn thấp hơn nhiều nước châu Á khác (theo Statista), điều này cho thấy có một thị trường tiềm năng lớn về khách hàng chưa đủ điều kiện vay ngân hàng để các công ty tài chính tiêu dùng khai thác.

Nguồn: TCTK, Vietcap

Dự báo tỷ lệ thâm nhập ngân hàng năm 2023

	Malaysia	Thái Lan	Trung Quốc	Indonesia	Philippines	Việt Nam
Thâm nhập ngân hàng trực tuyến	64,09%	55,71%	53,43%	31,23%	21,09%	21,82%
Thâm nhập thẻ tín dụng	8,87%	25,08%	25,06%	1,51%	9,42%	6,62%
Thâm nhập tài khoản ngân hàng	98,83%	98,56%	95,67%	61,78%	51,47%	45,52%

Nguồn: Statista Market Insights, Ngân hàng Thế giới, Vietcap tổng hợp

Tóm tắt những thay đổi chính trong dự thảo Luật Các tổ chức tín dụng mới

	Quy định hiện tại	Dự thảo tại kỳ họp QH lần thứ 5	Dự thảo tại kỳ họp QH lần thứ 6	Nhận định
Mở rộng định nghĩa về các bên liên quan				
Tổ chức liên quan	Tất cả các công ty con của tổ chức tín dụng và doanh nghiệp	Bổ sung công ty con của công ty con của tổ chức tín dụng và doanh nghiệp.	Tương tự như bản thảo trước đó. Bổ sung điều kiện cụ thể đối với Quỹ tín dụng nhân dân	Mục đích là nhằm nâng cao tính minh bạch về quyền sở hữu và đảm bảo rằng tất cả các cá nhân hoặc tổ chức có liên quan đến cổ đông lớn đều được xác định và công bố một cách hợp lý. Mặc dù mục tiêu là rõ ràng nhưng việc xác định những người liên quan có thể là thách thức đối với cơ quan chức năng. Tuy nhiên, việc triển khai các ứng dụng định dạng điện tử quốc gia gần đây có thể hỗ trợ các cơ quan chức năng giám sát việc tuân thủ quy định này. Chúng tôi tin rằng những biện pháp bổ sung này sẽ phần nào hỗ trợ giảm bớt vấn đề sở hữu chéo trong hệ thống ngân hàng.
Cá nhân liên quan	Thành viên trực hệ trong gia đình 3 thế hệ	Bao gồm nhiều thành viên gián tiếp hơn trong gia đình ở 3 thế hệ như các chú, các cô. Cá nhân liên quan cũng bao gồm gia đình vợ/chồng, cha mẹ nuôi và con cái.		
Công bố thông tin cho cổ đông sở hữu	5% vốn điều lệ	5% vốn điều lệ	1% vốn điều lệ	
Giới hạn quyền sở hữu				
Cổ đông cá nhân	5%	3%	5%	Những thay đổi này có thể tác động đáng kể đến các ngân hàng tư nhân có cổ đông lớn trong nước như TCB, HDB, TPB, STB. Chúng tôi tin rằng nên đưa vào các điều khoản chuyển đổi để giúp quá trình chuyển đổi diễn ra suôn sẻ hơn và cho phép các cổ đông bị ảnh hưởng lập kế hoạch và thực hiện những thay đổi cần thiết mà không gây ra những gián đoạn đột ngột (ví dụ như áp dụng không hồi tố hoặc để xuất một mốc thời gian thích hợp). Quy định này nhằm mục đích ngăn chặn mọi hành vi không công bằng tiềm ẩn liên quan đến việc cho vay có thể phát sinh từ quyền lực tập trung. Tuy nhiên, khi cổ đông lớn bị hạn chế tham gia huy động vốn có thể hạn chế nguồn nhà đầu tư tiềm năng, dẫn đến quá trình huy động vốn chậm hơn và khó khăn hơn.
Cổ đông tổ chức	15%	10%	10%	
Cổ đông và các bên liên quan	20%	15%	15%	
Giới hạn cấp tín dụng tính theo % trên tổng vốn (bao gồm vốn cấp 1 và vốn cấp 2)				
Khách hàng đơn lẻ	15%	10%	10%	Mục tiêu là giảm thiểu rủi ro tập trung tín dụng. Tuy nhiên, việc mở rộng định nghĩa về các bên liên quan có thể làm tăng nguy cơ vi phạm tại các ngân hàng và do đó các ngân hàng sẽ thắt chặt hạn mức tín dụng đối với một số khách hàng lớn hiện tại để đáp ứng yêu cầu, điều này có thể làm tăng chi phí vay mới. Tuy nhiên, các ngân hàng và doanh nghiệp sẽ có 5 năm để giảm dần mức độ rủi ro. Trong giai đoạn này, các ngân hàng và doanh nghiệp có thể điều chỉnh chiến lược cho vay, đa dạng hóa danh mục đầu tư và tìm kiếm các nguồn tài trợ thay thế.
Khách hàng và các bên liên quan	25%	15%	15%	

Tóm tắt những thay đổi chính trong dự thảo Luật Các tổ chức tín dụng mới (tiếp theo)

Quy định hiện tại		Dự thảo tại kỳ họp QH lần thứ 5	Dự thảo tại kỳ họp QH lần thứ 6	Nhận định
Xử lý nợ xấu và tài sản đảm bảo				
Luật hóa Nghị quyết 42/2017/QH14 hết hiệu lực từ ngày 31/11/2023 thành Luật Các tổ chức tín dụng	N/A	Chủ yếu quy định về: (1) Bán nợ xấu và tài sản đảm bảo. (2) Mua/bán tài sản đảm bảo là quyền sử dụng đất, tài sản gắn liền với đất, tài sản gắn liền với đất hình thành trong tương lai.		Chúng tôi tin rằng các quy định rõ ràng hơn về thu giữ và xử lý tài sản đảm bảo sẽ không chỉ giúp khách hàng tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn mà còn cung cấp cho các tổ chức tín dụng khuôn khổ để quản lý và thanh lý tài sản đảm bảo một cách hiệu quả.
Bổ sung một số quy định về:	N/A	(1) Tổ chức mua bán/xử lý nợ xấu được mua nợ xấu của tổ chức tín dụng, (2) điều kiện thu giữ tài sản đảm bảo, (3) thứ tự ưu tiên thanh toán khi thanh lý tài sản đảm bảo.		
Áp dụng can thiệp sớm vào tổ chức tín dụng, nếu				
Lỗi lũy kế	N/A	20% vốn chủ sở hữu	15% vốn chủ sở hữu	Các biện pháp chủ động nhằm ngăn chặn các vấn đề của một ngân hàng cụ thể lan ra thành rủi ro hệ thống. Mặc dù các biện pháp này là cần thiết để đảm bảo sự ổn định của hệ thống tài chính nhưng việc thực hiện trên thực tế có thể gặp nhiều thách thức và đòi hỏi một cách tiếp cận phù hợp. Khi ngân hàng rơi vào tình huống cần sự can thiệp sớm của cơ quan chức năng, phản ứng của thị trường có thể rất tiêu cực. Điều này có thể dẫn đến mất niềm tin vào ngân hàng, có khả năng gây ra tình trạng rút tiền hàng loạt.
Vi phạm về tỷ lệ khả năng thanh toán	3 tháng	3 tháng	30 ngày	
Vi phạm tỷ lệ CAR	6 tháng	6 tháng	Loại bỏ	
Áp dụng kiểm soát đặc biệt đối với tổ chức tín dụng nếu				
Mất khả năng thanh toán	Đối mặt với tình trạng mất khả năng thanh toán và/hoặc các khoản nợ không thể thu hồi được có thể dẫn đến mất khả năng thanh toán			Theo dự thảo mới nhất, NHNN quy định cụ thể các mức độ can thiệp khác nhau vào hoạt động của ngân hàng tùy theo mức lỗi lũy kế dao động từ 15% đến 100% vốn điều lệ và các quỹ dự trữ. NHNN cũng coi việc rút tiền ngân hàng hàng loạt là tiêu chí để áp dụng kiểm soát đặc biệt đối với tổ chức tín dụng.
Lỗi lũy kế theo % vốn điều lệ và các quỹ dự trữ	50%	50%	Xem xét áp dụng kiểm soát đặc biệt: 50% Bắt buộc phải kiểm soát đặc biệt: 100%	
Tỷ lệ CAR	Không duy trì được yêu cầu tối thiểu (8%) trong 1 năm liên tiếp hoặc tỷ lệ CAR giảm xuống dưới 4% trong 6 tháng liên tiếp.			
Rút tiền hàng loạt	N/A	N/A	Có	

Hoạt động huy động vốn tiếp tục

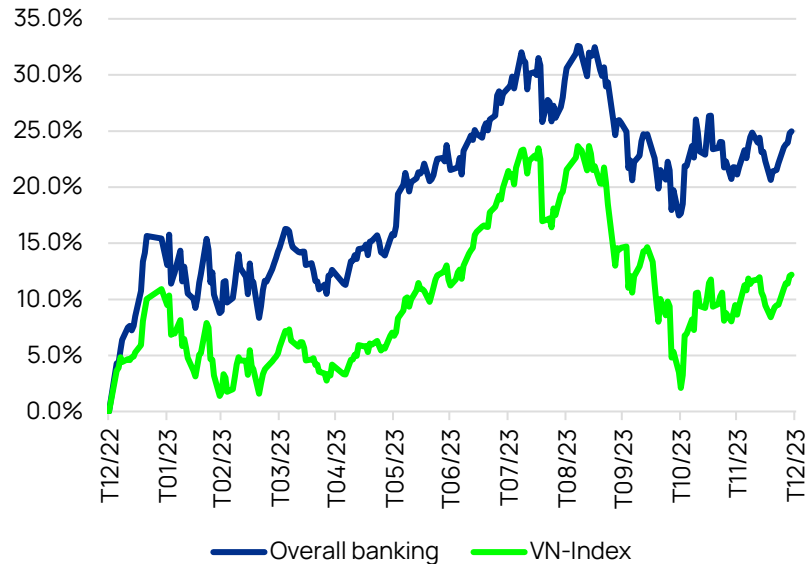
Kế hoạch huy động vốn 2023-2024	Có/ Không	% mức tăng cổ phần, sau tăng vốn	Nhà đầu tư mục tiêu	Phương thức giao dịch	CAR theo Basel II tính đến ngày 30/09/2023	Giá trị phát hành (tỷ đồng)
BID	Có	8,30%	- Chào bán công khai: cá nhân và NĐT tổ chức trong nước & quốc tế - Phát hành riêng lẻ: NĐT tổ chức trong nước & quốc tế	Chào bán công khai hoặc phát hành riêng lẻ	9,1%	24.626
CTG	Không				8,9%	
VCB	Có	6,10%	NĐT tổ chức	Phát hành riêng lẻ	9,5%	36.329
ACB	Không				12,8%	
HDB	Có	N/A	NĐT tổ chức	Trái phiếu chuyển đổi quốc tế	12,3%	- Chưa cho vào mô hình dự báo 12.150
VPB	Không				13,8%	
MBB	Có	2,89%	Viettel Group và các NĐT chuyên nghiệp khác	Phát hành riêng lẻ	11,3%	- Chưa cho vào mô hình dự báo
TCB	Không				15,0%	
STB	Không				9,4%	
TPB	Không				12,7%	
VIB	Không				11,8%	
LPB	Có	10.5%	NĐT nước ngoài	Phát hành riêng lẻ	11,2%	3.900

- VPB đã hoàn tất huy động 35,9 nghìn tỷ đồng vốn mới (tương đương 15% cổ phần sau đợt phát hành riêng lẻ) từ Sumitomo Mitsui Banking Corporation vào tháng 10/2023.
- Dựa trên kỳ vọng của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh hơn ở Việt Nam vào năm 2024, chúng tôi kỳ vọng rằng các hoạt động huy động vốn sẽ mạnh hơn từ nửa cuối năm 2024 và chúng tôi hiện dự phóng VCB, BID và LPB sẽ huy động vốn mới thông qua phát hành riêng lẻ với tổng giá trị ước tính là 64,9 nghìn tỷ đồng vào năm 2024. Chúng tôi lưu ý rằng HDB có kế hoạch phát hành 12,2 nghìn tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi quốc tế vào năm 2024; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mốc thời gian có thể được kéo dài do chúng tôi kỳ vọng chi phí tài trợ trong nước sẽ vẫn thuận lợi trong phần lớn năm 2024.

Diễn biến gần đây & các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

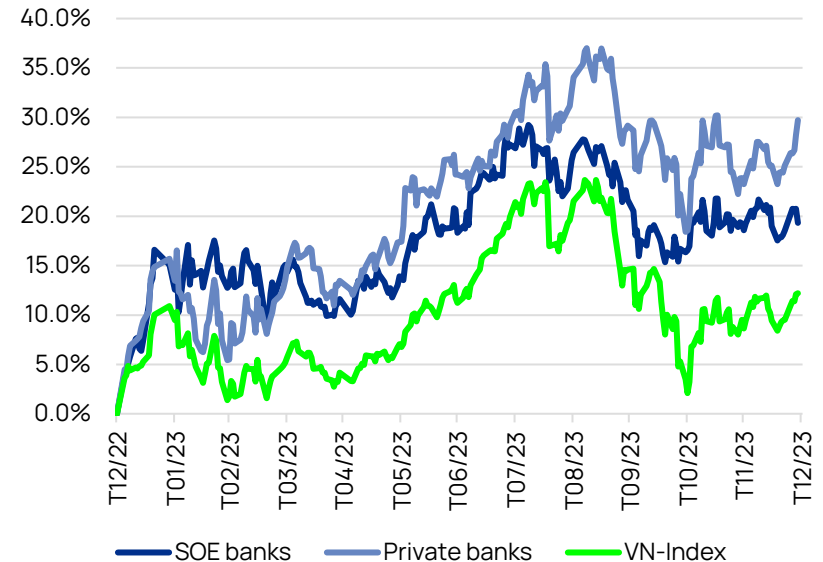
Diễn biến giá cổ phiếu ngành ngân hàng từ đầu năm 2023

Diễn biến giá cổ phiếu, YTD (1)



Nguồn: Vietcap, dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023 (Overall banking đại diện cho diễn biến giá cổ phiếu của tất cả các cổ phiếu ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap và được tính trọng số theo giá trị vốn hóa thị trường)

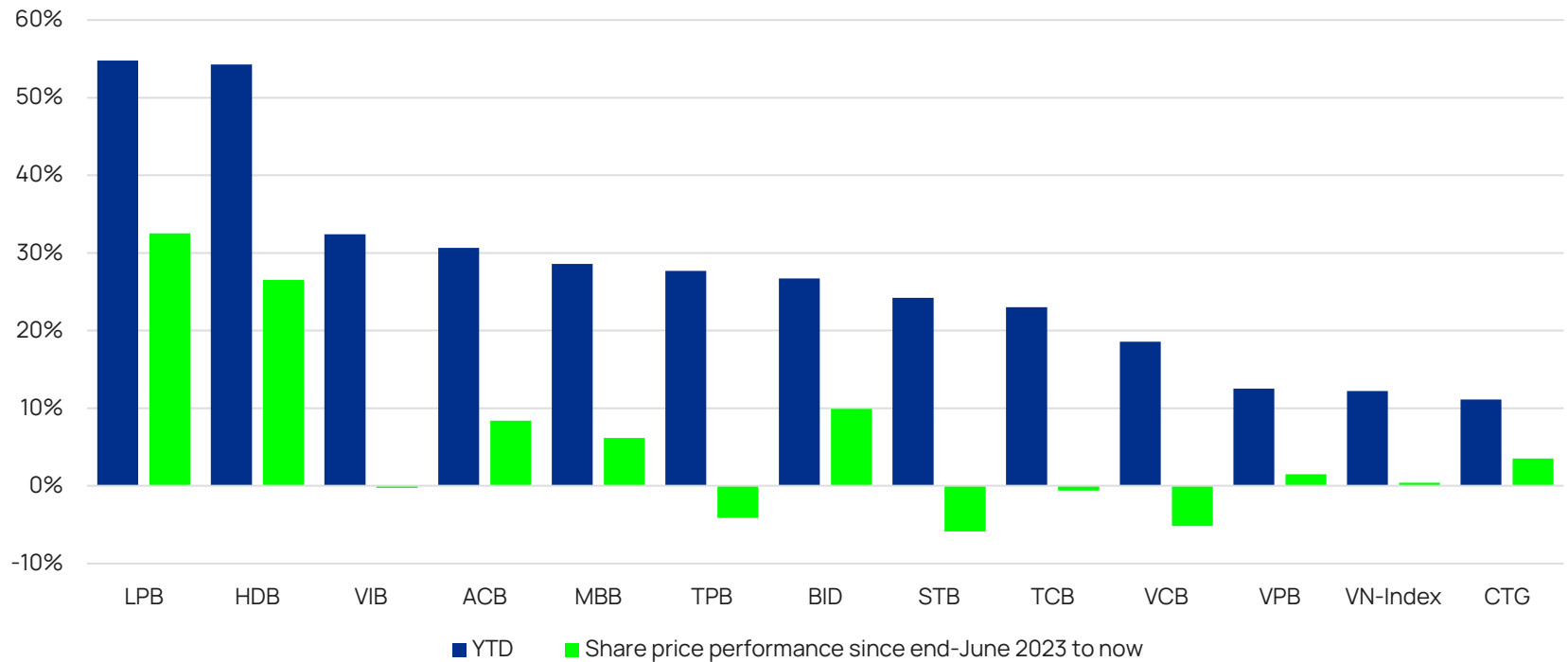
Diễn biến giá cổ phiếu, YTD (2)



Nguồn: Vietcap, dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023 (Diễn biến giá cổ phiếu của các ngân hàng quốc doanh và ngân hàng tư nhân được tính dựa trên các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap và được tính trọng số theo giá trị vốn hóa thị trường).

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng trong năm 2023

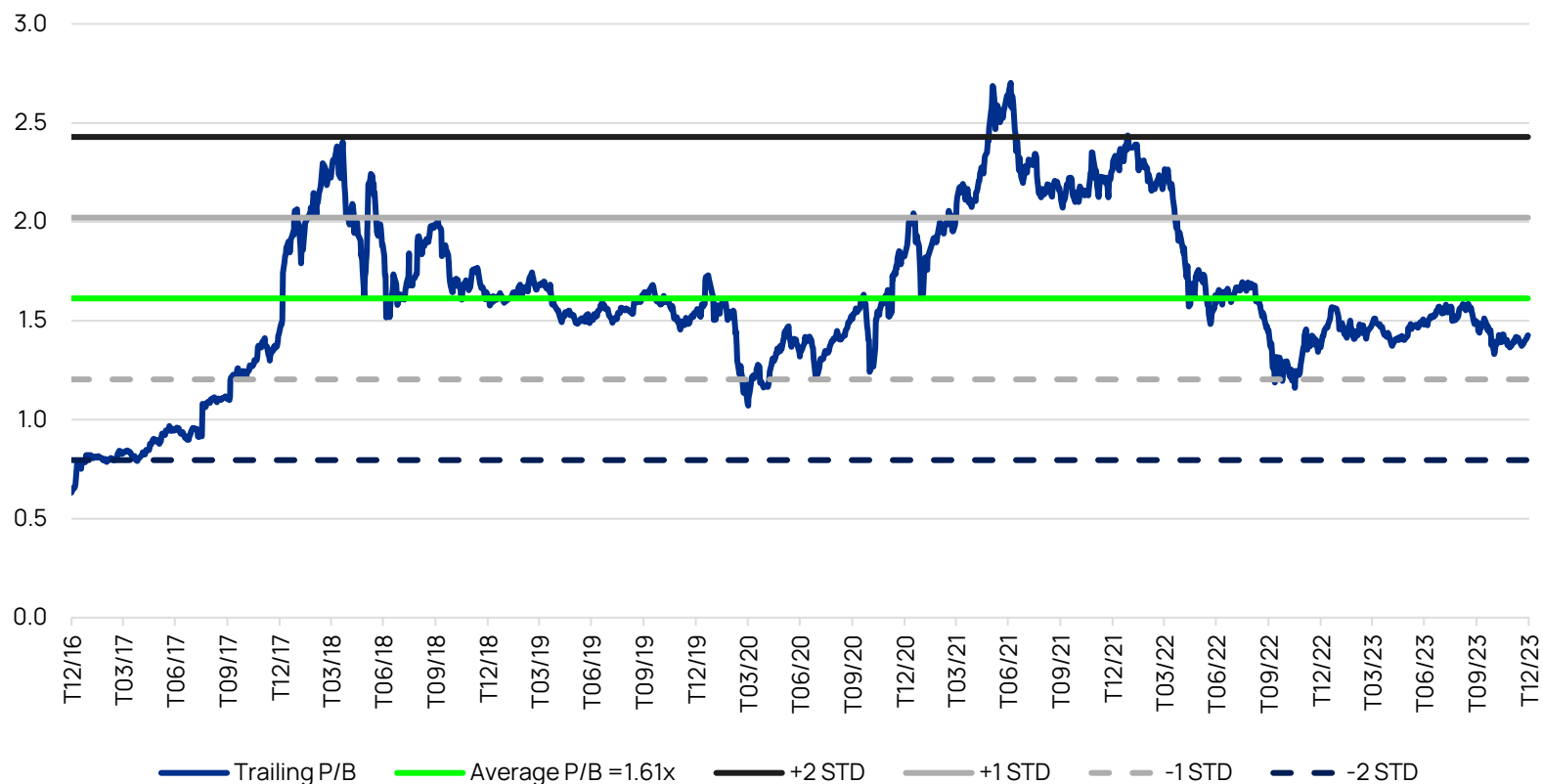
Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng trong năm 2023



Nguồn: Vietcap, dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023.

Hệ số P/B trượt 12 tháng của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của Vietcap

P/B trượt trung bình của các ngân hàng chúng tôi theo dõi (12/2016 – 12/2023)

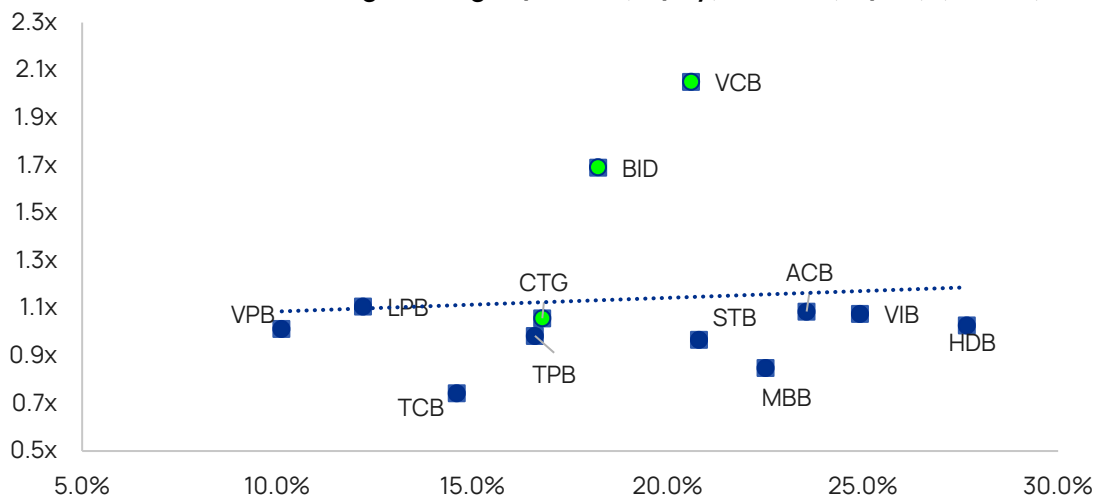


Nguồn: Vietcap, dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023.

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

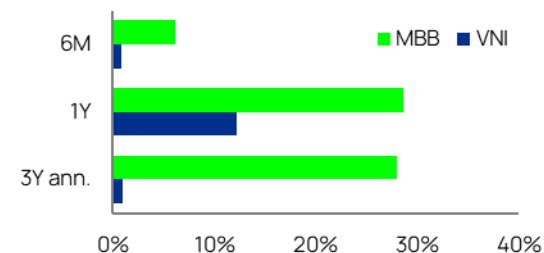
- Dựa trên tầm nhìn đầu tư 1 năm, các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là **MBB** và **STB**. Những cổ phiếu này mang lại những mức sinh lời dự phóng cao nhất dựa trên giá mục tiêu cuối năm 2024 của chúng tôi tính tại ngày 29/12/2023.
- MBB** có NIM sau điều chỉnh theo chi phí tín dụng cao, tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ được hỗ trợ bởi hệ sinh thái đa dạng, tỷ lệ CASA hàng đầu với nguồn CASA vững chắc từ các đơn vị kinh tế của quân đội và các công ty con cũng như nguồn dự phòng mạnh. Trong khi đó, **STB** có một trong những ngân hàng tư nhân có mạng lưới mạnh nhất và chúng tôi kỳ vọng thu nhập sẽ tăng (CAGR LNST dự báo là 41,6% trong 3 năm tới) khi áp lực từ việc xử lý tài sản tồn đọng giảm dần.
- Đối với các NĐT ưa chuộng cổ phiếu ngân hàng có tính chất phòng thủ trong bối cảnh hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **VCB** và **ACB** do chiến lược cho vay thận trọng và chất lượng tài sản hàng đầu của 2 ngân hàng này. Đối với **VCB**, ngoài đặc điểm phòng thủ, chúng tôi còn nhận thấy các động lực tăng trưởng tại VCB đến từ khả năng tăng trưởng tín dụng cao hơn so với các ngân hàng khác đến từ việc tiếp nhận một tổ chức tín dụng yếu kém (DCI) và hoạt động bancassurance. Trong khi đó, **ACB** có ROE ấn tượng nhờ chiến lược cho vay thận trọng, chi phí huy động cạnh tranh và mạng lưới ngân hàng lâu đời ở khu vực phía Nam.

P/B của các ngân hàng Việt Nam (trục y) và ROE (trục x) (2024F)



MBB - MUA, Giá mục tiêu 26.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	18.650 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	30.777	33.785	39.441	46.285
Giá mục tiêu*	26.000 VND	% YoY	25,3%	9,8%	16,7%	17,4%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	17.483	20.382	23.441	26.417
		% YoY	37,3%	16,3%	14,8%	12,6%
TL tăng	+39,4%	EPS % YoY	37,7%	16,6%	15,0%	12,7%
Lợi suất cổ tức	+2,7%	NIM	5,67%	5,54%	5,50%	5,57%
Tổng mức sinh lời	+42,1%	Tỷ lệ CASA	40,6%	37,0%	38,2%	38,4%
		Nợ xấu/cho vay	1,09%	1,63%	1,50%	1,30%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	1,75%	1,31%	1,29%	1,43%
GT vốn hóa	97,2 nghìn tỷ đồng	CIR	32,5%	31,5%	31,5%	32,0%
Room KN	0 đồng	P/B	1,3x	1,0x	0,8x	0,7x
GTGD/ngày (30n)	218,7 tỷ đồng	P/E	5,6x	4,8x	4,1x	3,7x
Cổ phần Nhà nước	9,4%	ROE	25,8%	24,0%	22,5%	20,9%
SL cổ phiếu lưu hành	5,214 tỷ	ROA	2,6%	2,6%	2,6%	2,4%
Pha loãng	5,214 tỷ	* giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 16/11/2023				



Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1994, MBB là ngân hàng lớn thứ 4 trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng giá trị tài sản tính đến ngày 31/12/2022. Ngân hàng thực hiện IPO năm 2004 và niêm yết từ tháng 11/2011.

MBB có hệ sinh thái đa dạng nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. MBB có 6 công ty con, bao gồm công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, công ty tài chính tiêu dùng, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ & tài sản, giúp thúc đẩy cơ hội bán chéo sản phẩm. Ngoài ra, MBB cũng thành công trong việc đổi mới ứng dụng ngân hàng và thu hút khách hàng mới.

NIM quý 3/2023 của MBB sau chi phí tín dụng quy năm ở mức 3,93%, đạt mức cao nhất trong số các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi. Chúng tôi cho rằng MBB có lợi thế cạnh tranh vững chắc về (1) chi phí huy động vốn, tỷ lệ CASA cao nhất và (2) triển vọng tăng trưởng tích cực từ mạng lưới các công ty con và đối tác chiến lược. Ngoài ra, chúng tôi giả định MBB sẽ nhận được hạn mức tín dụng cao hơn mức trung bình trong giai đoạn dự báo của chúng tôi do MBB tham gia hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém.

Chất lượng tài sản tương đối được kiểm soát trong 9T 2023. Mặc dù có tỷ trọng tín dụng cho BĐS và trái phiếu doanh nghiệp tương đối cao, tỷ lệ nợ xấu sau điều chỉnh của MBB khá ổn định trong 3 quý gần nhất, đạt khoảng 5,7%, gần ngang mức trung bình của các ngân hàng tư nhân mà chúng tôi theo dõi. Tính đến quý 3/2023, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của MBB ở mức 122%, duy trì ở mức cao nhất trong số các ngân hàng tư nhân mà chúng tôi theo dõi, phản ánh bộ đệm dự phòng tương đối tốt.

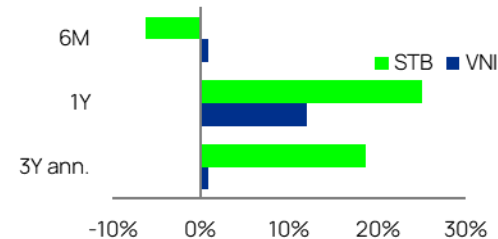
MBB hiện giao dịch ở P/B thấp hơn 20% so với mức trung vị P/B dự phóng 2024 của các ngân hàng khác là 1,1 lần, với ROE dự phóng 2024 là 22,5% so với mức trung vị của một số ngân hàng khác là 18,2%, theo dự báo của chúng tôi.

Rủi ro: Chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do những thách thức trong thị trường BĐS và TPDN; tỷ lệ CASA thấp hơn dự kiến; việc hỗ trợ tổ chức tín dụng gặp khó khăn (DCI) có thể ảnh hưởng đến mức tăng trưởng của ngân hàng.

STB - MUA, Giá mục tiêu 38.100 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	27.950 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	15.220	15.487	20.945	25.355
Giá mục tiêu*	38.100 VND	% YoY	91,3%	1,8%	35,2%	21,1%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	5.040	8.068	10.390	14.296
		% YoY	47,7%	60,1%	28,8%	37,6%
TL tăng	+36,3%	EPS % YoY	44,0%	58,3%	28,8%	37,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%	NIM	3,51%	3,92%	4,03%	4,11%
Tổng mức sinh lời	+36,3%	Tỷ lệ CASA	19,2%	18,2%	19,2%	20,2%
		Nợ xấu/cho vay	0,98%	1,80%	1,50%	1,30%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	2,02%	1,11%	1,45%	1,20%
GT vốn hóa	53,5 nghìn tỷ đồng	CIR	41,8%	45,8%	42,3%	40,8%
Room KN	3,9 nghìn tỷ đồng	P/B	1,4x	1,2x	1,0x	0,8x
GTGD/ngày (30n)	437,4 tỷ đồng	P/E	12,1x	7,6x	5,9x	4,3x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	13,8%	19,2%	20,8%	23,6%
SL cổ phiếu lưu hành	1,885 tỷ	ROA	0,9%	1,3%	1,4%	1,7%
Pha loãng	1,885 tỷ					

* giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 05/12/2023



Tổng quan Ngân hàng

STB được thành lập năm 1991, thực hiện IPO năm 1996 và niêm yết cổ phiếu năm 2006. Tính đến ngày 31/12/2022, STB là ngân hàng lớn thứ năm trong số 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng dư nợ cho vay. Vào tháng 10/2015, STB sáp nhập NH Phương Nam và NHNN nắm giữ 51% cổ phần biểu quyết tại STB.

STB sở hữu một trong những hệ thống mạng lưới lớn nhất tại Việt Nam. Tính đến cuối năm 2022, STB sở hữu 552 chi nhánh và phòng giao dịch và là ngân hàng tư nhân lớn thứ hai về mạng lưới trong danh mục các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi. Ngân hàng tập trung vào miền Nam, và tập trung nhiều vào phân khúc bán lẻ và SME.

Theo chúng tôi, HĐKD ngân hàng cốt lõi vững chắc là một trong những tiêu chí góp phần vào sự thành công của Đề án tái cơ cấu STB. Trong bảy năm qua, mục tiêu chính của ngân hàng là xử lý tài sản tồn đọng liên quan đến việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015 thông qua việc bán tài sản thế chấp và/hoặc trích lập dự phòng. Chúng tôi đã nhận thấy những diễn biến tích cực trong việc giải quyết các khoản nợ tồn đọng, điều này củng cố niềm tin của chúng tôi vào câu chuyện tái cơ cấu ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn thành việc tắt toán số dư VAMC vào cuối năm 2023, điều này sẽ mở ra tiềm năng tăng trưởng hơn nữa và chuyển trọng tâm sang tăng cường HĐKD cốt lõi của ngân hàng. Theo quan điểm của chúng tôi, một trong những tiêu chí quan trọng góp phần vào sự phục hồi của STB là HĐKD ngân hàng cốt lõi ổn định. Thu nhập thuần từ HĐKD (TOI) của ngân hàng (bao gồm cả số tiền hoàn nhập từ lãi dự thu của tài sản tồn đọng) có mức tăng CAGR đạt 28,1% trong 5 năm qua, theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của STB sẽ tăng mạnh sau giai đoạn tái cơ cấu. Chúng tôi dự báo LNST của STB sẽ tăng với CAGR là 41,6% trong ba năm tới dựa theo dự báo của chúng tôi về sự cải thiện của NIM và CIR cũng như lợi nhuận từ thu hồi tài sản tồn đọng đã xử lý.

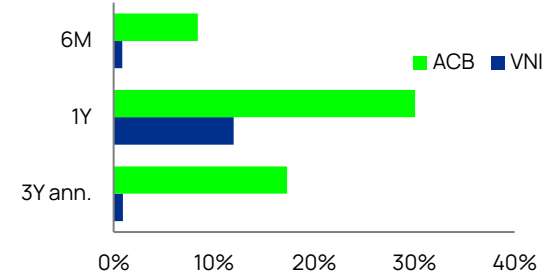
STB hiện giao dịch với P/B dự phóng năm 2024 là 1,0 lần so với P/B 2024 của trung vị các ngân hàng là 1,1 lần, với ROE dự phóng 2024 là 20,8% so với trung vị các ngân hàng là 18,2%, dựa theo dự báo của chúng tôi.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Nợ xấu cao hơn dự kiến; STB không bán được tài sản đảm bảo lớn.

ACB - MUA, Giá mục tiêu 31.400 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	23.900 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	17.185	21.919	25.464	28.113
Giá mục tiêu*	31.400 VND	% YoY	12,1%	27,5%	16,2%	10,4%
		NPAT (tỷ đồng)	13.688	15.844	18.411	20.719
		% YoY	42,7%	15,7%	16,2%	12,5%
TL tăng	+31,4%	EPS % YoY	42,5%	15,5%	16,2%	12,5%
Lợi suất cổ tức	4,2%	NIM	4,26%	4,10%	4,17%	4,16%
Tổng mức sinh lời	+35,6%	Tỷ lệ CASA	22,3%	23,0%	24,0%	26,0%
		Nợ xấu/cho vay	0,74%	1,20%	0,95%	0,80%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,02%	0,45%	0,46%	0,36%
GT vốn hóa	92,3 nghìn tỷ đồng	CIR	40,3%	33,5%	32,7%	33,6%
Room KN	0 đồng	P/B	1,6x	1,3x	1,1x	0,9x
GTGD/ngày (30n)	145,8 tỷ đồng	P/E	6,9x	5,9x	5,1x	4,5x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	26,5%	24,6%	23,7%	22,2%
SL cổ phiếu lưu hành	3,884 tỷ	ROA	2,4%	2,48%	2,57%	2,54%
Pha loãng	3,884 tỷ					

* Giá mục tiêu điều chỉnh đột chia cổ tức bằng cổ phiếu ngày 4/11/2023



Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1993, ACB là ngân hàng lớn thứ bảy trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi tính theo tổng tài sản tại thời điểm ngày 31/12/2022. ACB niêm yết vào tháng 11/2006 tại sàn HNX và chuyển sang sàn HOSE vào tháng 12/2020.

Ngân hàng với chiến lược thận trọng và dư nợ cho vay đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro trong điều kiện bất lợi. ACB là ngân hàng tập trung vào cho vay bán lẻ trong danh mục theo dõi của chúng tôi với hơn 90% dư nợ cho vay là khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ. ACB không đầu tư TPĐN và chỉ có 1,1% dư nợ cho vay liên quan đến các công ty phát triển BĐS trong quý 3/2023. Do đó, ACB là một trong những ngân hàng có dư nợ cho vay có chất lượng tốt nhất trong số các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam.

ACB được hưởng một trong những mức chi phí vốn (COF) thấp nhất trong số các ngân hàng tư nhân trong 9T 2023 mặc dù CASA ở mức trung bình. Chúng tôi cho rằng (1) lượng khách hàng trung thành và (2) phạm vi phủ sóng rộng khắp của các phòng giao dịch tại khu vực phía Nam đã hỗ trợ ACB huy động nguồn vốn với chi phí tương đối thấp từ khách hàng bán lẻ. Tính đến tháng 12/2023, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của ACB thấp nhất so với các ngân hàng Việt Nam khác. Chúng tôi tin rằng ACB có thể tận dụng chi phí vốn thấp để đưa ra lãi suất cho vay cạnh tranh và thu hút những khách hàng chất lượng tốt.

ACB vượt trội ở mảng bancassurance. Mặc dù trong bối cảnh (1) quy định chặt chẽ hơn của Chính phủ về bán bảo hiểm qua ngân hàng và (2) trường hợp một số ngân hàng sai phạm trong kinh doanh bancassurance đã ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý khách hàng cá nhân. Trong 9T 2023, ACB đứng đầu về doanh số bán bảo hiểm (APE) lũy kế, cho thấy hoạt động bancassurance của ACB được triển khai hiệu quả. Ngoài ra, trong 2 năm qua, ACB liên tục nằm trong top 4 ngân hàng dẫn đầu về doanh APE mới.

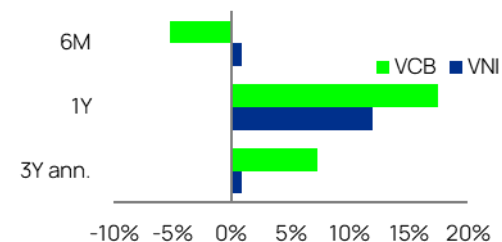
Chúng tôi cho rằng định giá của ACB là hấp dẫn nhờ rủi ro HĐKD tương đối thấp và ROE cao. P/E dự phóng của ACB là 1,09 lần so với trung vị các ngân hàng là 1,03 lần. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng ROE dự phóng năm 2024 của ACB là 23,6% so với trung vị các ngân hàng là 18,2%.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: (1) Tỷ lệ CASA thấp hơn so với dự báo của chúng tôi; (2) hoạt động bancassurance còn yếu; (3) nợ xấu cao hơn dự kiến.

VCB - MUA, Giá mục tiêu 108.500 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	80.300 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	46.832	51.111	59.602	70.615
Giá mục tiêu*	108.500 VND	% YoY	20,2%	9,1%	16,6%	18,5%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	29.899	34.463	41.219	51.011
		% YoY	35,9%	15,3%	19,6%	23,8%
TL tăng	+35,1%	EPS % YoY	34,6%	15,3%	15,8%	20,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	NIM	3,38%	3,11%	3,31%	3,44%
Tổng mức sinh lời	+35,1%	Tỷ lệ CASA	33,9%	33,9%	34,4%	35,4%
		Nợ xấu/cho vay	0,68%	1,10%	1,00%	1,00%
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng	0,83%	0,65%	0,58%	0,42%
GT vốn hóa	449,6 nghìn tỷ đồng	CIR	31,2%	30,4%	30,1%	29,7%
Room KN	29,2 nghìn tỷ đồng	P/B	3,3x	2,7x	2,1x	1,8x
GTGD/ngày (30n)	145,8 tỷ đồng	P/E	16,9x	14,6x	12,6x	10,5x
Cổ phần Nhà nước	74,8%	ROE	24,4%	22,8%	20,6%	20,2%
SL cổ phiếu lưu hành	5,589 tỷ	ROA	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%
Pha loãng	5,952 tỷ					

* giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 21/11/2023



Tổng quan Ngân hàng

Thành lập năm 1963, VCB là ngân hàng lớn thứ 2 trong 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng tài sản tính đến ngày 31/12/2022 và là ngân hàng có lợi nhuận lớn nhất. Ngân hàng đã thực hiện IPO năm 2008 và niêm yết ngày 30/06/2009.

VCB là một trong số các ngân hàng có chất lượng tín dụng tốt nhất thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi. Chúng tôi nhận thấy áp lực lớn về việc hình thành nợ xấu tại các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi kể từ quý 3/2022 đến nay. Chỉ số chất lượng tín dụng của chúng tôi (tỷ lệ cho vay Nhóm 2 cộng với tỷ lệ nợ xấu và xử lý nợ xấu) đối với các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi đã tăng 18 điểm cơ bản QoQ và 186 điểm cơ bản YoY lên 4,75% trong quý 3/2023. Đối với VCB, chỉ số chất lượng tín dụng của VCB tăng 34 điểm cơ bản QoQ và 79 điểm cơ bản YoY lên 1,98% và là ngân hàng duy nhất có thể duy trì tỷ lệ này dưới 2% tính đến quý 3/2023. Tốc độ suy giảm chất lượng tín dụng chậm nhất của VCB một phần nhờ vào kế hoạch thận trọng của ngân hàng trong thẩm định tín dụng và chiến lược này tiếp tục được thực hiện trong thời kỳ thị trường gặp nhiều khó khăn với mức tăng trưởng tín dụng 9T 2023 của VCB ở mức thấp nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Do đó, chúng tôi dự báo VCB sẽ duy trì chỉ số chất lượng tín dụng ở mức dưới 2% trong 5 năm tới, trung bình là 1,8%.

Bộ đệm dự phòng mạnh nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. VCB vẫn sở hữu tỷ lệ LLR đặc biệt cao so với các ngân hàng khác tính đến quý 3/2023. Ngoài ra, khoảng cách giữa LLR quý 3/2023 của VCB so với LLR trung bình 2015-2019 cũng là cao nhất trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Với cách tiếp cận thận trọng của ngân hàng trong chiến lược cho vay, chúng tôi tin rằng VCB là một trong những ngân hàng chịu ít áp lực nhất đối với LLR và chi phí tín dụng năm 2024. Chúng tôi dự báo LLR và chi phí tín dụng năm 2024 sẽ giảm 25 điểm % và 7 điểm cơ bản YoY xuống 246% và 0,58%, điều này phần nào hỗ trợ mức tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 là khoảng 20% YoY.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: (1) Kế hoạch tăng vốn không được thực hiện như kỳ vọng; (2) CASA thấp hơn dự kiến; (3) rủi ro phát sinh từ việc hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém; (4) các gói hỗ trợ cao hơn kỳ vọng từ VCB để hỗ trợ nền kinh tế.

Nhóm ngành Tài chính khác

GTGDTB tăng trong năm 2024; tăng trưởng phí bảo hiểm yếu

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024

TS. Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp

duy.nguyenanh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.123

Ngô Thị Thanh Trúc, CFA

Chuyên viên cao cấp

truc.ngo@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.116

Huỳnh Thị Hồng Ngọc

Chuyên viên cao cấp

ngoc.huynh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.138

Tổng quan

- **Phí bảo hiểm nhân thọ** lần đầu tiên giảm so với cùng kỳ trong năm 2023 do (1) chi tiêu cá nhân thắt chặt và (2) niềm tin của khách hàng giảm sau các vi phạm về bán chéo sản phẩm bảo hiểm qua ngân hàng. Do đó, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng tổng phí bảo hiểm nhân thọ là 8,2% vào năm 2024 từ mức cơ sở thấp vào năm 2023.
- Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng phí **bảo hiểm phi nhân thọ** là 7,0% YoY vào năm 2024, giả định tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ tương đối ổn định ở mức 0,7% và tăng trưởng GDP là 6,5%.
- Chúng tôi kỳ vọng **lợi nhuận đầu tư của các công ty bảo hiểm sẽ thấp hơn** vào năm 2024. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng **cả công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ sẽ phải đối mặt với những thách thức đối với tăng trưởng lợi nhuận vào năm 2024** do mức phục hồi vừa phải trong tăng trưởng phí bảo hiểm sẽ không bù đắp được tác động tiêu cực của mặt bằng lãi suất thấp đối với thu nhập đầu tư.
- Mặc dù chúng tôi cho rằng lợi nhuận trong ngắn hạn vẫn còn nhiều thách thức, nhưng chúng tôi tin rằng **triển vọng dài hạn của ngành bảo hiểm rất tích cực** do chúng tôi có quan điểm khả quan về tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong dài hạn và mức độ thâm nhập bảo hiểm hiện tại vẫn ở mức thấp. Chúng tôi có lựa chọn thiên về bảo hiểm phi nhân thọ hơn bảo hiểm nhân thọ cho năm 2024 và chúng tôi có khuyến nghị MUA cho **BMI** và khuyến nghị KHẢ QUAN cho **BVH**.
- **Giá cổ phiếu của các công ty chứng khoán** có diễn biến vượt trội đáng kể so với VN-Index trong năm 2023 sau (1) chuỗi cắt giảm lãi suất huy động, (2) các chính sách hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ và (3) tiến độ triển khai hệ thống KRX và các diễn biến nhằm loại bỏ việc ký quỹ trước giao dịch cho các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài.
- Chúng tôi dự báo giá trị giao dịch trung bình hàng ngày (GTGDTB) năm 2024 trên tổng 3 sàn của Việt Nam sẽ tăng 23% YoY lên 910 triệu USD, điều này sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận cho các công ty chứng khoán. Chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ vẫn duy trì ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng, từ đó khuyến khích hoạt động cho vay ký quỹ vào năm 2024.
- Chúng tôi kỳ vọng khối ngoại sẽ mua ròng vào năm 2024 do chúng tôi tin vào triển vọng tăng trưởng dài hạn của Việt Nam và định giá của VN-Index là hấp dẫn (P/E trượt 12 tháng là 13,9 lần, thấp hơn một độ lệch chuẩn so với P/E trượt 8 năm qua).
- Chúng tôi hiện có khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với **SSI** (cổ phiếu chứng khoán duy nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi), và chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu SSI gần như đã được định giá đầy đủ tại P/B dự phóng năm 2024 là 1,9 lần và ROE dự phóng năm 2024 là 10,3%.

Bảo hiểm

Dữ liệu chính và tổng hợp định giá

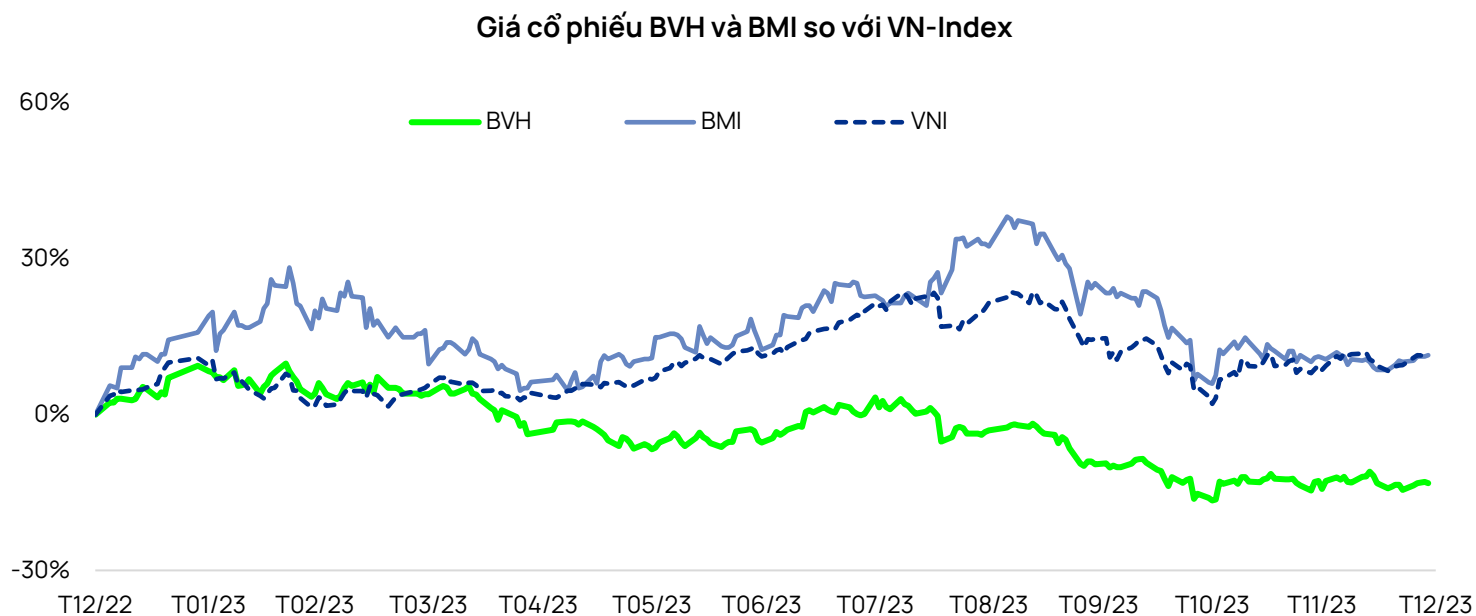
Ngành Bảo hiểm: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần Nhà nước	Room KN %	Room NN còn lại (tr USD)	GTGD/30n (tr USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T %
BVH	KQ	1.212	68,0%	49%	273	0,5	39.500	43.200	29/11/2023	9,4%	2,3%	11,7%
BMI*	MUA	106	51,0%	49%	19	0,1	21.350	26.800	03/01/2024	25,5%	4,7%	30,2%

Ngành Bảo hiểm: Tổng hợp định giá

Mã	TT EPS 2023F %	TT EPS 20234F %	TT EPS 2025F %	P/B trượt x	P/B 2023F x	P/B 2024F x	P/B 2025F x	P/E TTM x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	ROE trượt %	ROA trượt %	Nợ ròng/Vốn CSH x
BVH	12,9%	7,0%	8,4%	1,4	1,4	1,3	1,2	17,2	17,0	15,9	8,1%	0,9%	9,9x
BMI*	2,4%	5,5%	15,7%	1,0	1,0	0,9	0,9	8,0	7,6	6,5x	13,0%	4,6%	2,7x

Diễn biến giá cổ phiếu ngành Bảo hiểm

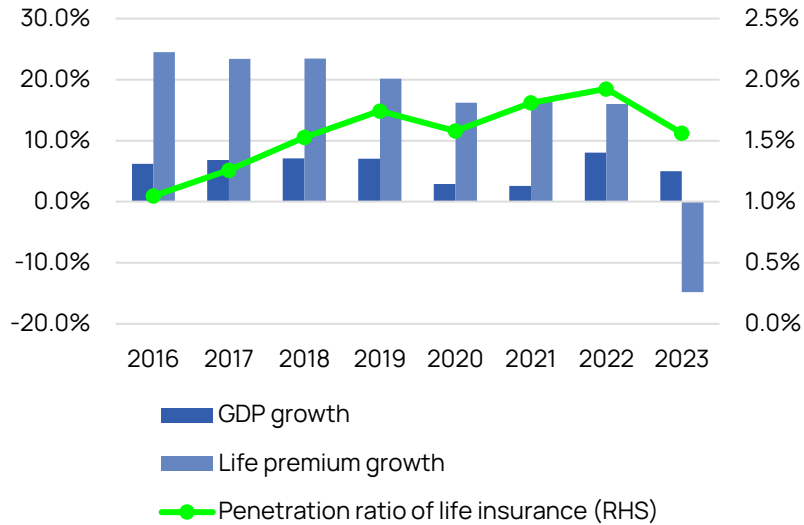


Mã	Thay đổi tuyệt đối	Thay đổi tương đối
BVH	-13,2%	-25,4%
BMI	+11,5%	-0,7%

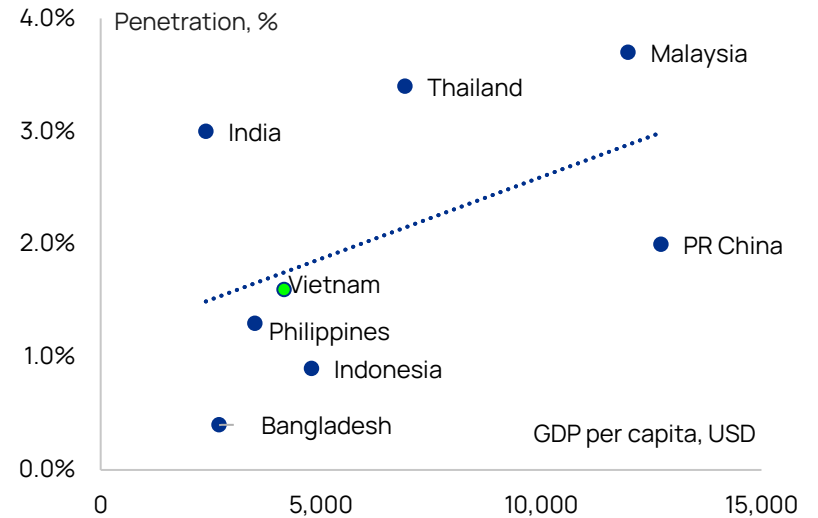
Bảo hiểm nhân thọ

Bảo hiểm nhân thọ: Tỷ lệ thâm nhập

Tỷ lệ thâm nhập của bảo hiểm nhân thọ tại Việt Nam (%) (2017 - 2023)



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ so với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (2022)

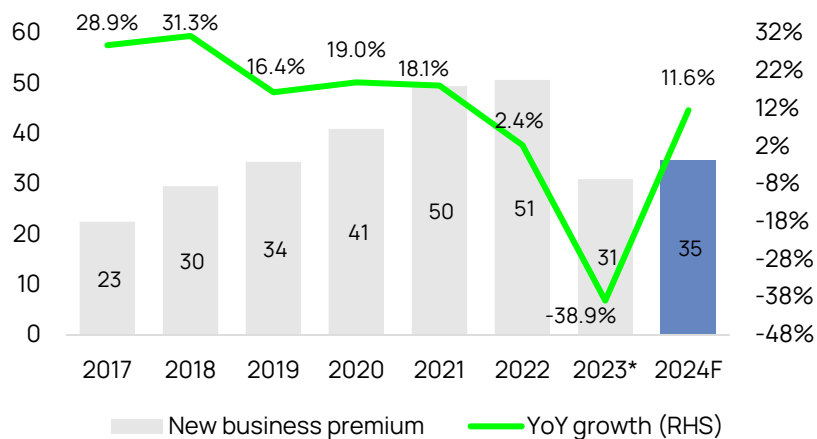


Nguồn: Tổng cục Thống kê (TCTK), Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam (IAV), ước tính của Vietcap

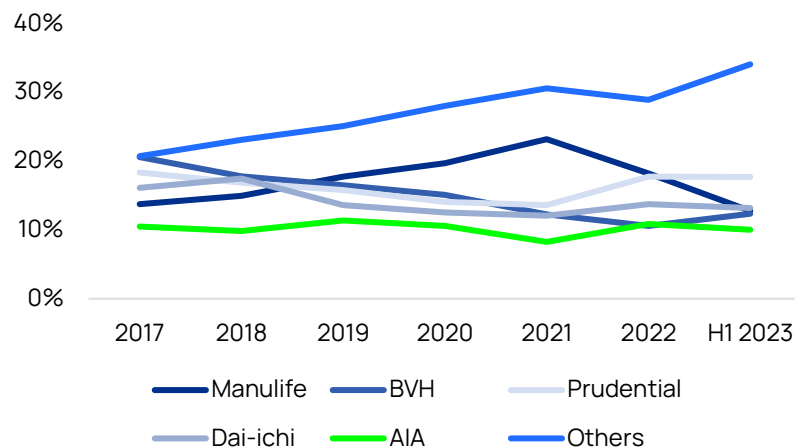
Nguồn: Swiss Re, Ngân hàng Thế giới, Bộ Tài chính, Dữ liệu công ty, Vietcap;

Bảo hiểm nhân thọ: Tăng trưởng doanh thu & thị phần phí bảo hiểm

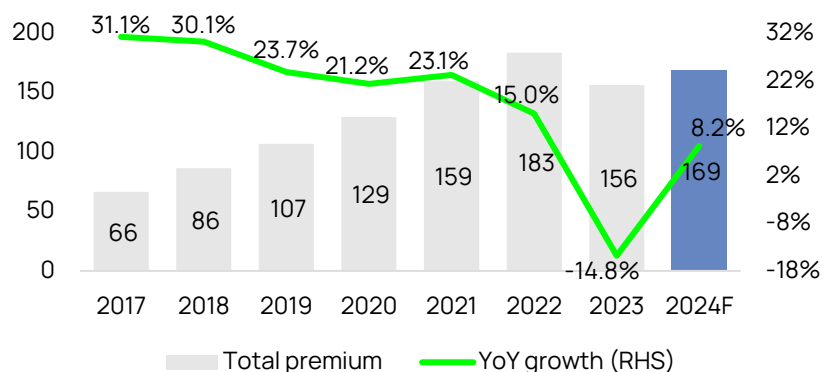
Phí bảo hiểm mới (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng YoY (2017 - 2024)



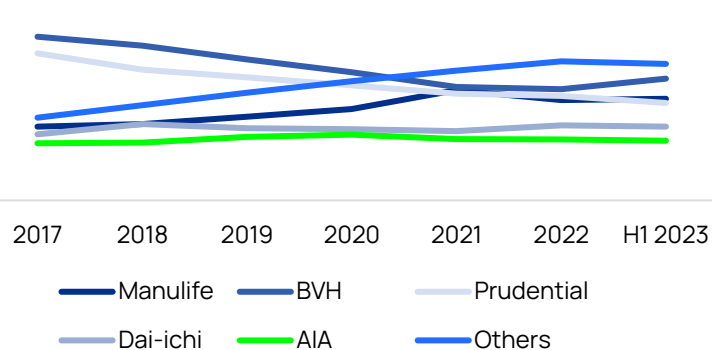
Thị phần của các công ty bảo hiểm nhân thọ về phí bảo hiểm mới (2017 - 6T 2023)



Tổng phí bảo hiểm gốc (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng YoY (%) (2017 - 2023)

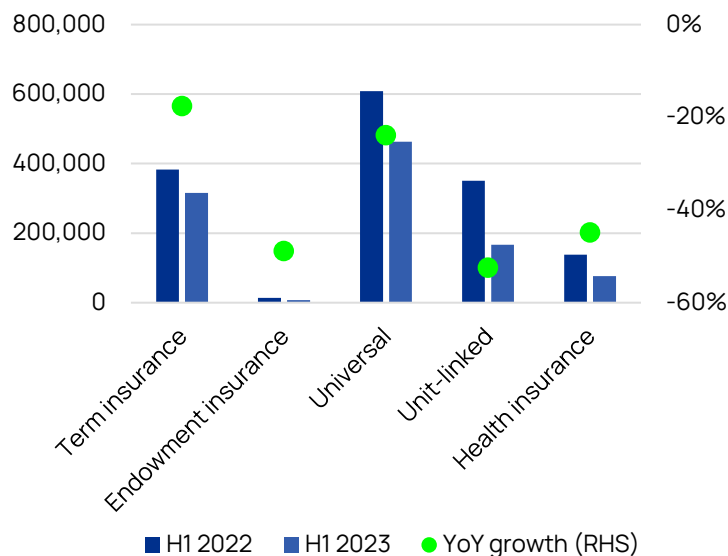


Thị phần của các công ty bảo hiểm nhân thọ về tổng phí bảo hiểm gốc (2017 - 6T 2023)

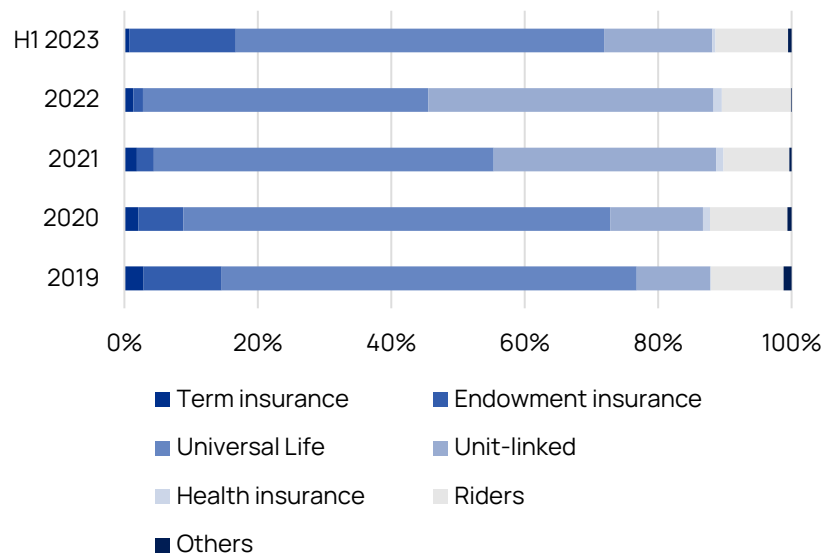


Bảo hiểm nhân thọ: Cơ cấu sản phẩm

Tổng phí bảo hiểm gốc theo sản phẩm



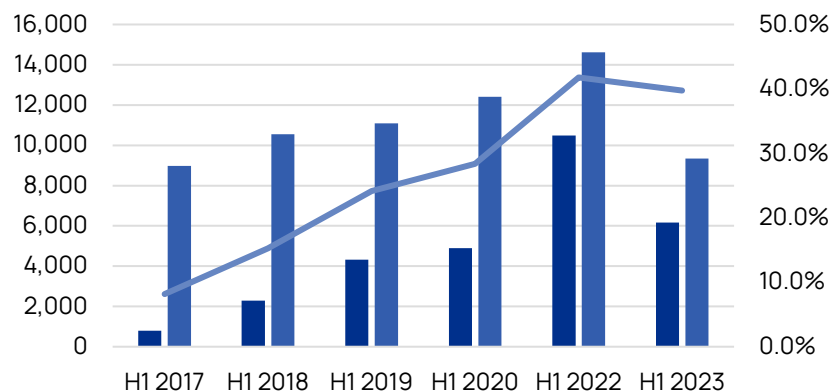
Phí bảo hiểm mới theo sản phẩm (tỷ đồng)



- Phí bảo hiểm mới giảm trong nửa đầu năm 2023 chủ yếu do doanh thu phí các sản phẩm liên kết đầu tư giảm mạnh.
- Phần lớn các sai phạm trong kinh doanh bancassurance đều liên quan đến sản phẩm liên kết đầu tư, đặc biệt là sản phẩm liên kết đơn vị, vốn cần được tư vấn chuyên sâu do tính chất phức tạp của loại sản phẩm này. Mặc dù cung cấp giải pháp tài chính được thiết kế phù hợp cho từng nhân, nhưng những sai sót trong quá trình tư vấn và hiệu quả hoạt động kém của thị trường chứng khoán trong hai năm qua đã làm giảm doanh số bán hàng sản phẩm liên kết đơn vị. Chúng tôi kỳ vọng việc thắt chặt các quy định gần đây sẽ dần giúp nâng cao chất lượng bán hàng trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng các sản phẩm liên kết đầu tư sẽ vẫn là sản phẩm chủ lực trong dài hạn do (1) tiềm năng của thị trường chứng khoán Việt Nam và (2) nhận thức ngày càng nâng cao về quản lý tài chính cá nhân của tầng lớp trung lưu.

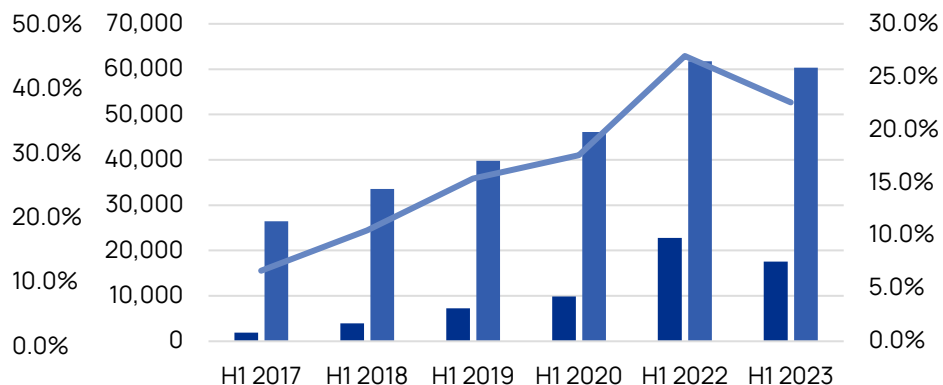
Bảo hiểm nhân thọ: Các kênh phân phối

Phí bảo hiểm mới nhận được qua ngân hàng và các kênh phân phối khác (tỷ đồng)



■ New business premiums sold through banks
■ New business premiums sold through other distribution channels
— % New business premiums sold through banks (RHS)

Tổng phí bảo hiểm mới nhận được qua ngân hàng và các kênh phân phối khác (tỷ đồng)

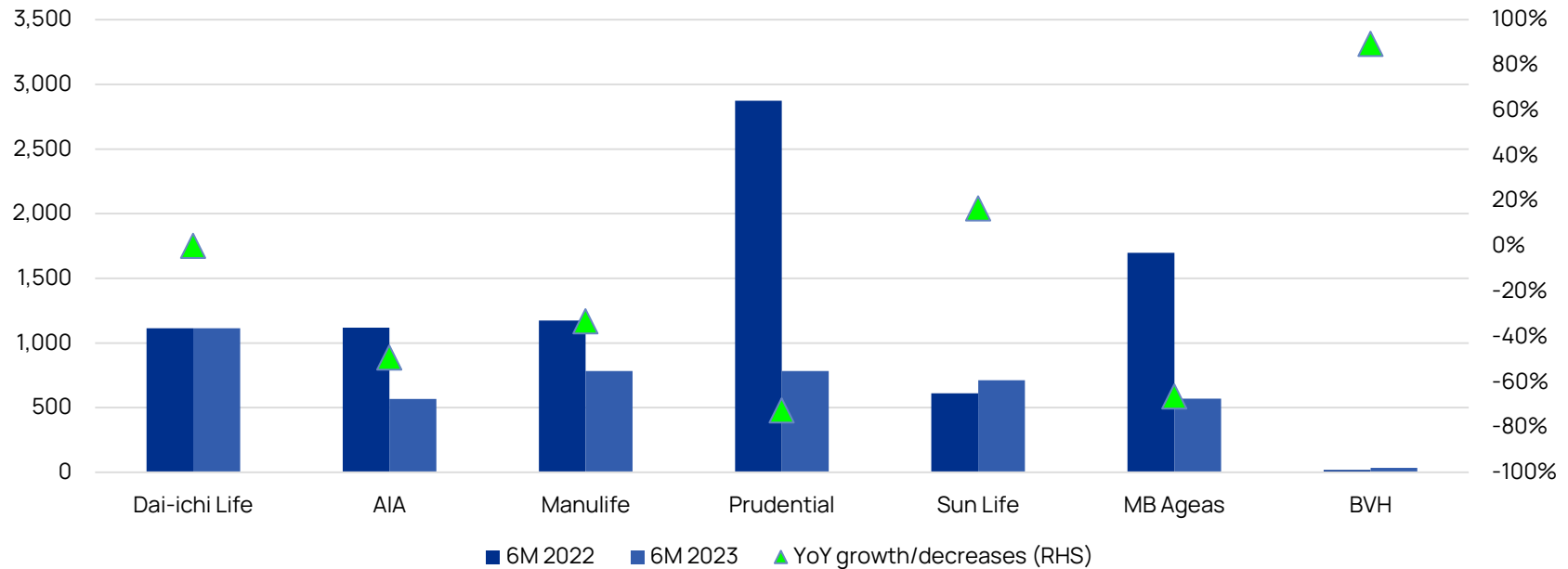


■ Total direct premiums sold through banks
■ Total direct premiums sold through other distribution channels
— % Total direct premiums sold through banks (RHS)

- Phí bảo hiểm mới giảm trên tất cả các kênh, nhưng tổng phí bảo hiểm nhận được qua các kênh phân phối (không bao gồm bancassurance) tương đối ổn định so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2023.

Bảo hiểm nhân thọ: Bancassurance

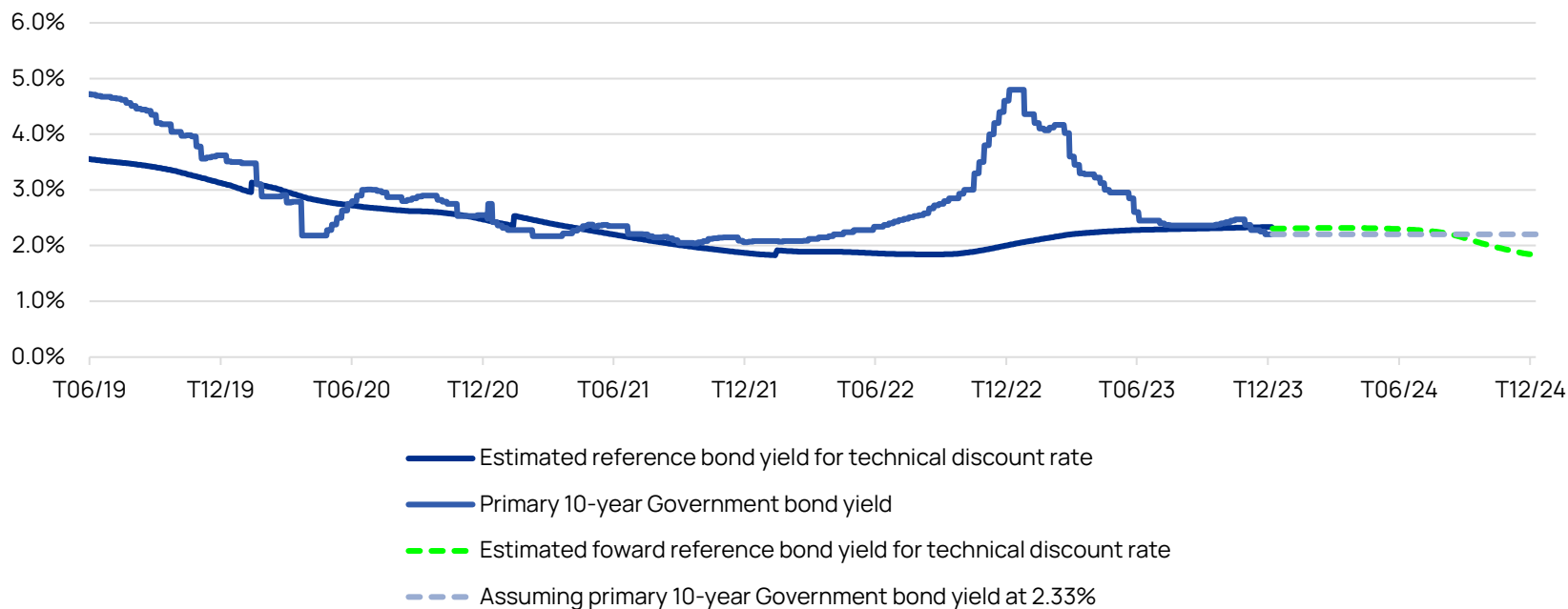
Phí bảo hiểm mới nhận được thông qua ngân hàng của các công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu (tỷ đồng)



- Chúng tôi cho rằng phí bảo hiểm tái tục cao thông qua các kênh phân phối truyền thống phần nào cho thấy chất lượng bán hàng cao hơn so với các kênh bancassurance. Bộ Tài chính gần đây cũng đã đưa ra các quy định mới nhằm nâng cao chất lượng bán hàng như các yêu cầu về lưu giữ hồ sơ quá trình tư vấn sản phẩm liên kết đầu tư, bằng chứng ghi nhận về quá trình tư vấn khách hàng và tái cơ cấu tổ chức hoạt động bancassurance. Mặc dù có khả năng tạo áp lực lên chi phí hoạt động, chúng tôi cho rằng việc nâng cao chất lượng bán hàng sẽ làm giảm tỷ lệ hủy hợp đồng trong hai năm đầu và giảm tổn thất cho các công ty bảo hiểm.

Bảo hiểm nhân thọ: Áp lực giảm đối với lãi suất chiết khấu kỹ thuật trong năm 2024

Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam và ước tính lợi suất trái phiếu tham chiếu cho lãi suất chiết khấu kỹ thuật

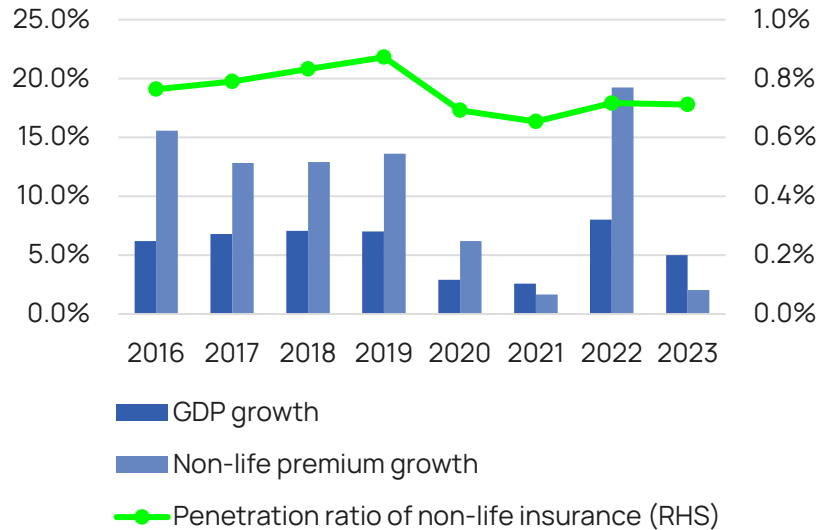


- Từ năm 2022, tỷ lệ chiết khấu để tính toán dự phòng toán học dựa trên tối đa 80% lợi suất bình quân trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn trên 10 năm được phát hành trong vòng 24 tháng trước khi trích lập dự trữ.
- Sau khi tăng vào cuối năm 2022, lợi suất trái phiếu Chính phủ đã giảm mạnh kể từ tháng 3/2023 và tiến gần đến mức thấp nhất vào năm 2021. Ước tính của chúng tôi cho thấy lợi suất trái phiếu tham chiếu cho lãi suất chiết khấu kỹ thuật vào cuối năm 2023 vẫn tăng so với cùng kỳ, từ đó hỗ trợ mức chi phí dự phòng toán học thấp hơn cho các công ty bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên, nếu giả định lợi suất trái phiếu Chính phủ vẫn ở mức thấp hiện tại thì lãi suất chiết khấu kỹ thuật có thể bắt đầu giảm vào giữa năm 2024, điều này sẽ gây áp lực lên lợi nhuận của các công ty bảo hiểm nhân thọ trong năm 2024.

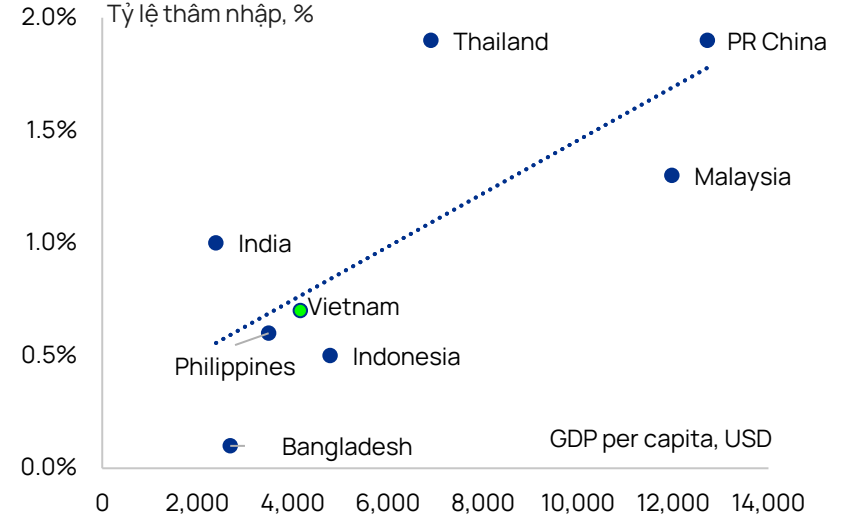
Bảo hiểm phi nhân thọ

Bảo hiểm phi nhân thọ: Tỷ lệ thâm nhập

Tỷ lệ thâm nhập của bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam (%) (2017 - 2023)



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ so với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (2022)

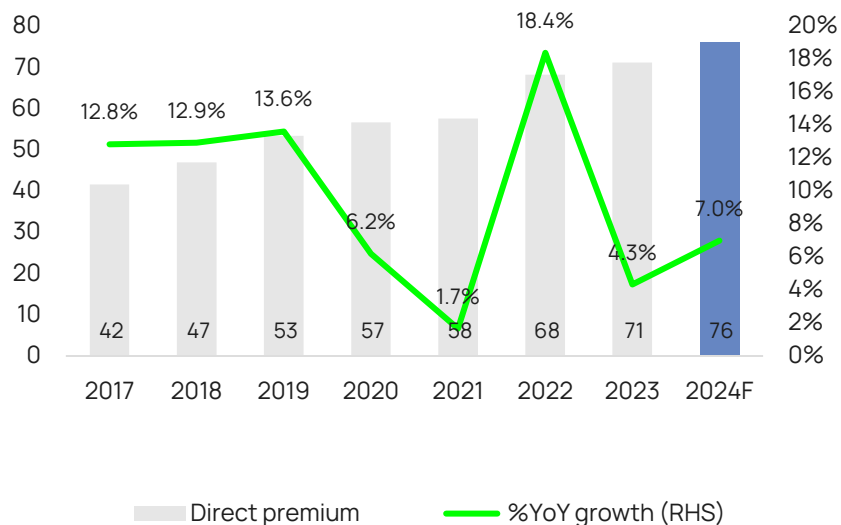


Nguồn: TCTK, IAV, ước tính của Vietcap

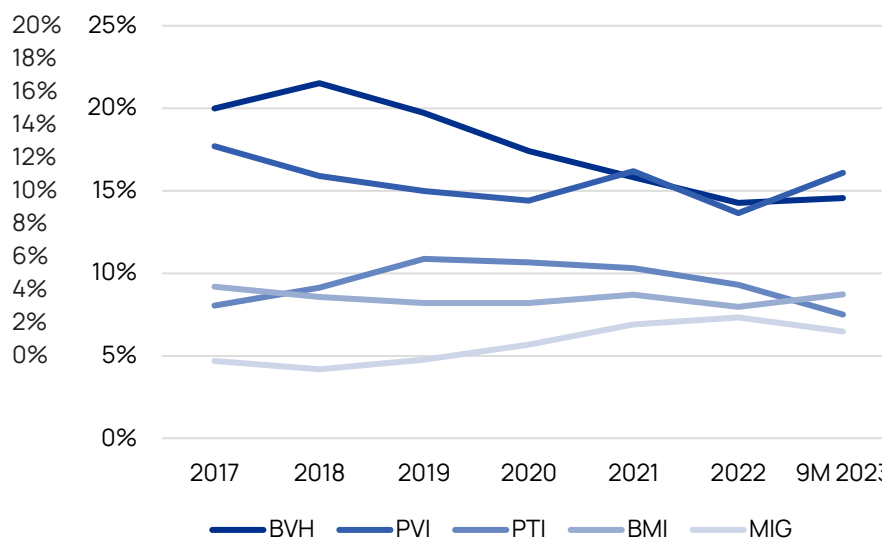
Nguồn: Swiss Re, World Bank, Bộ Tài chính, Dữ liệu công ty, Vietcap;

Bảo hiểm phi nhân thọ: Tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm và thị phần phí bảo hiểm

Phí bảo hiểm (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng YoY (2017 - 2024F)



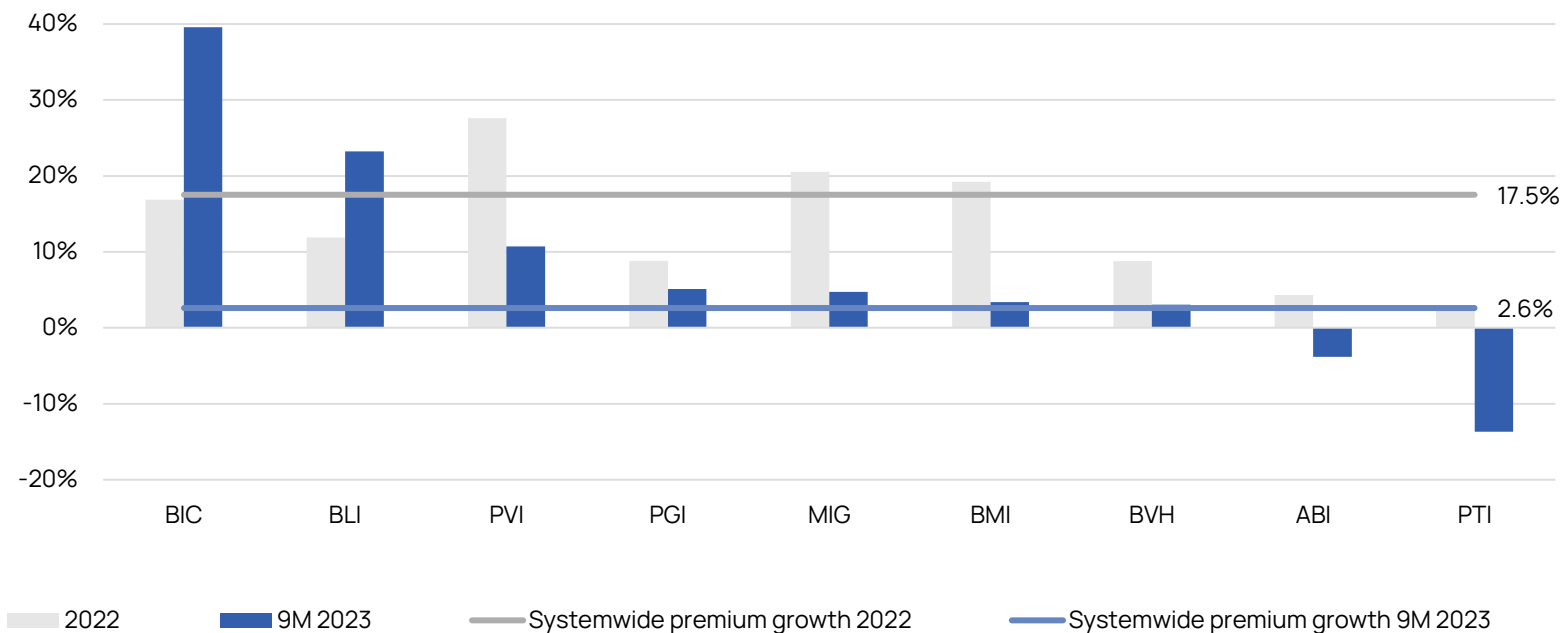
Thị phần của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ về phí bảo hiểm (2017 - 9T 2023)



- Tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ năm 2023 là 4,3% YoY, cao hơn một chút so với mức tăng trưởng phí bảo hiểm năm 2021 khi giãn cách xã hội và các hoạt động kinh doanh bị gián đoạn do đại dịch. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng phí bảo hiểm thấp trong năm 2023 là do nền kinh tế suy thoái và tiêu dùng cá nhân yếu sau khi lãi suất tăng mạnh trong nửa cuối năm 2022.
- Chúng tôi cho rằng tăng trưởng phí bảo hiểm sẽ cải thiện lên 7,0% YoY vào năm 2024, giả định tỷ lệ thâm nhập phi nhân thọ ổn định ở mức 0,7% và tăng trưởng GDP là 6,5%.
- Chúng tôi ước tính BMI đã thành công trong việc mở rộng thị phần trong 9 tháng đầu năm 2023 và đạt vị trí thứ ba với thị phần ở mức 8,7%.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Tăng trưởng phí bảo hiểm so với cùng kỳ của các công ty bảo hiểm niêm yết

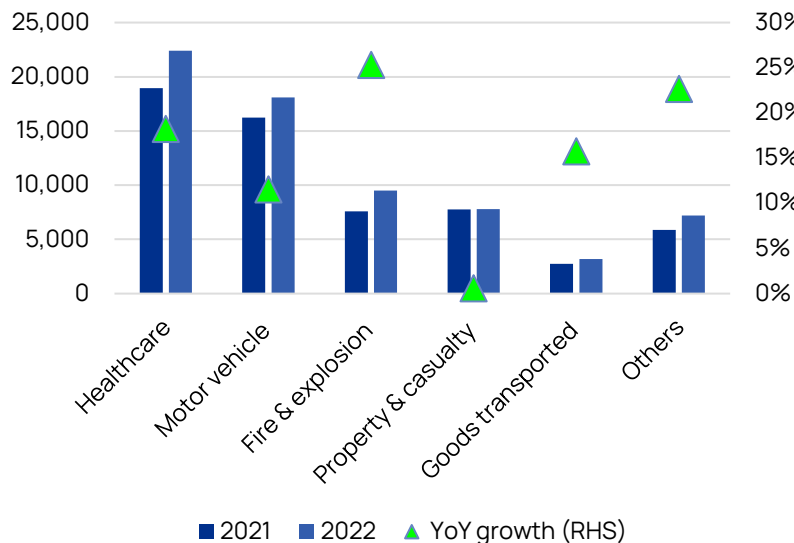
Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm năm 2022 và 9T 2023 của các công ty bảo hiểm niêm yết (% YoY)



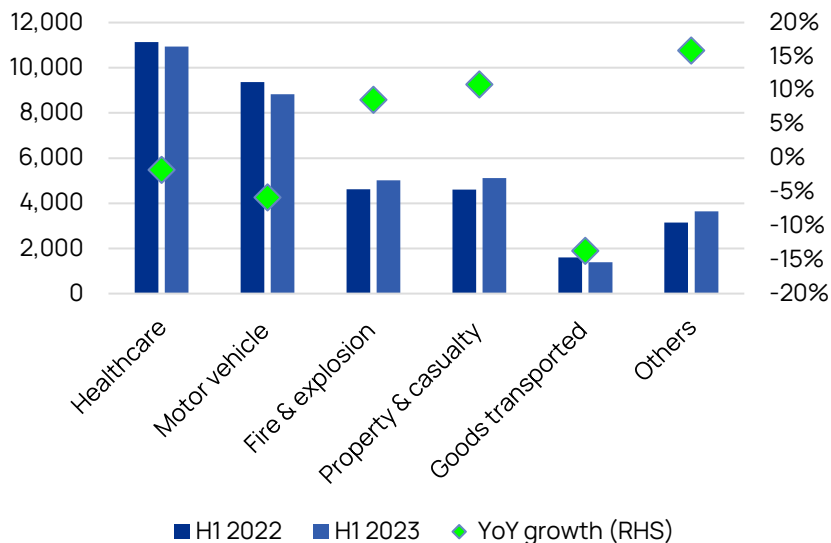
- BIC (công ty con của BIDV) đạt mức tăng trưởng phí bảo hiểm cao nhất trong 9T 2023. Theo BIC, mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm cao được hỗ trợ bởi doanh thu bán lẻ tăng trưởng nhờ (1) tận dụng tốt mạng lưới của ngân hàng mẹ và ứng dụng ngân hàng di động và (2) cung cấp các sản phẩm mới bao gồm bảo hiểm chăm sóc sức khỏe ung thư.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Phí bảo hiểm của từng dòng sản phẩm

Tổng phí bảo hiểm gốc theo dòng sản phẩm trong giai đoạn 2021 - 2022 (tỷ đồng)

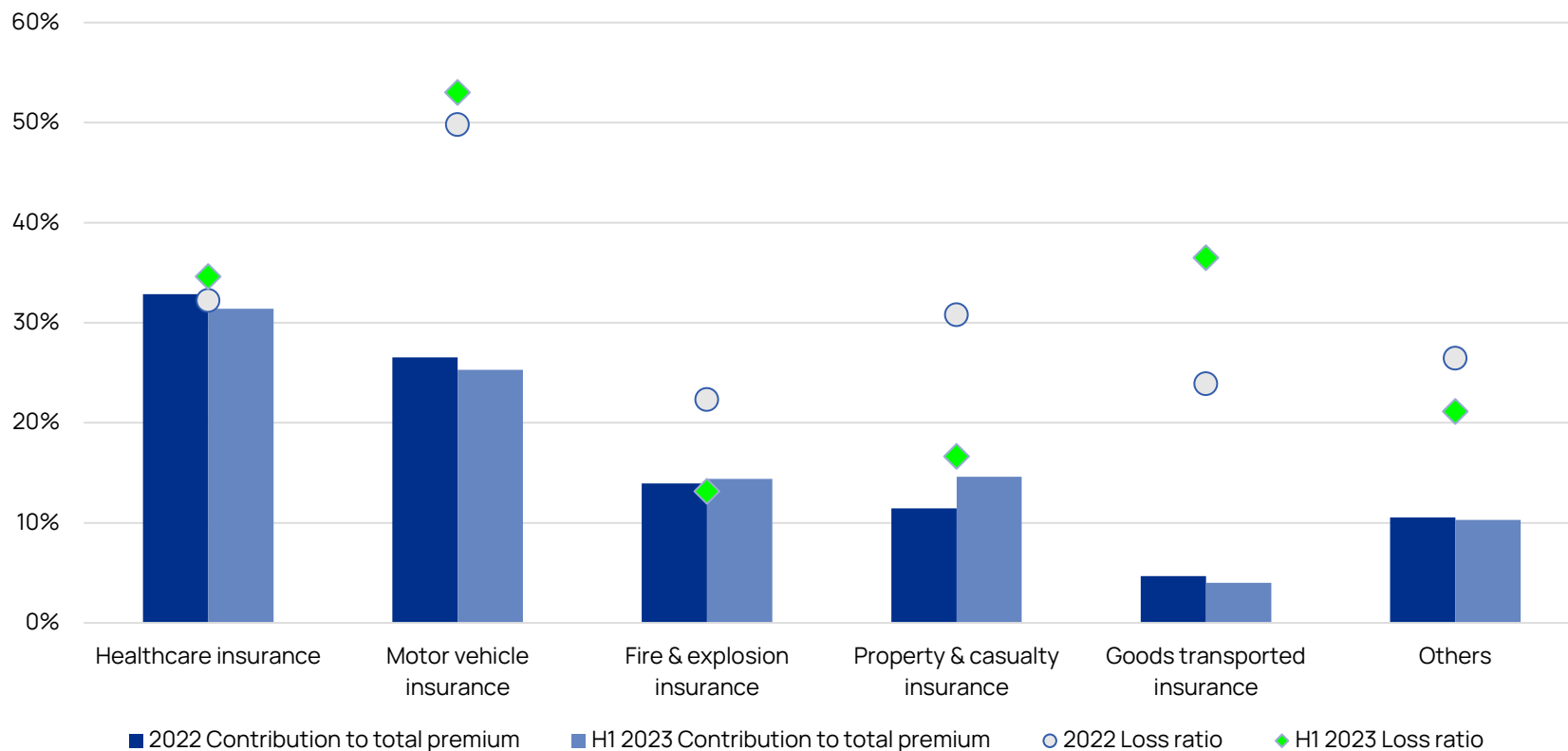


Tổng phí bảo hiểm gốc theo dòng sản phẩm trong giai đoạn 6T 2022 - 6T 2023 (tỷ đồng)



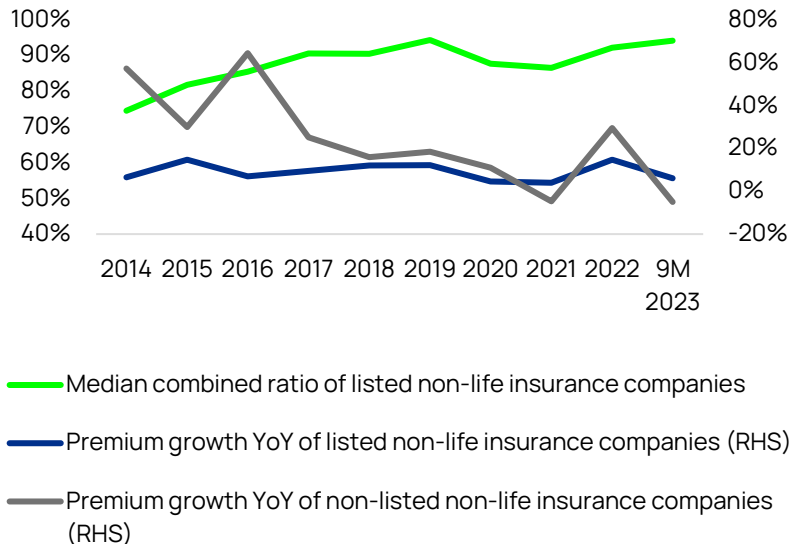
- **Bảo hiểm chăm sóc sức khỏe vẫn là dòng sản phẩm lớn nhất trong nửa đầu năm 2023** với phí bảo hiểm 10,9 nghìn tỷ đồng (-1,7% YoY), chiếm 34,6% tổng phí bảo hiểm. Dòng sản phẩm lớn thứ hai là bảo hiểm xe cơ giới với phí bảo hiểm 8,8 nghìn tỷ đồng (-5,8% YoY), chiếm 25,3% tổng phí bảo hiểm.
- **Bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm tài sản & thiệt hại là động lực tăng trưởng chính trong nửa đầu năm 2023.** Phí bảo hiểm cháy nổ bắt buộc tăng 11,9% YoY trong nửa đầu năm 2023, mà chúng tôi cho rằng một phần là do sự tăng cường giám sát của cơ quan chức năng đối với hệ thống phòng cháy và chữa cháy tại các tòa nhà văn phòng, cơ sở kinh doanh F&B và địa điểm giải trí từ giữa năm 2022. Các dòng sản phẩm nhỏ hơn khác có mức tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm mạnh so với cùng kỳ bao gồm bảo hiểm trách nhiệm, bảo hiểm hàng không và bảo hiểm tín dụng.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Thị phần phí bảo hiểm và tỷ lệ bồi thường của từng dòng sản phẩm

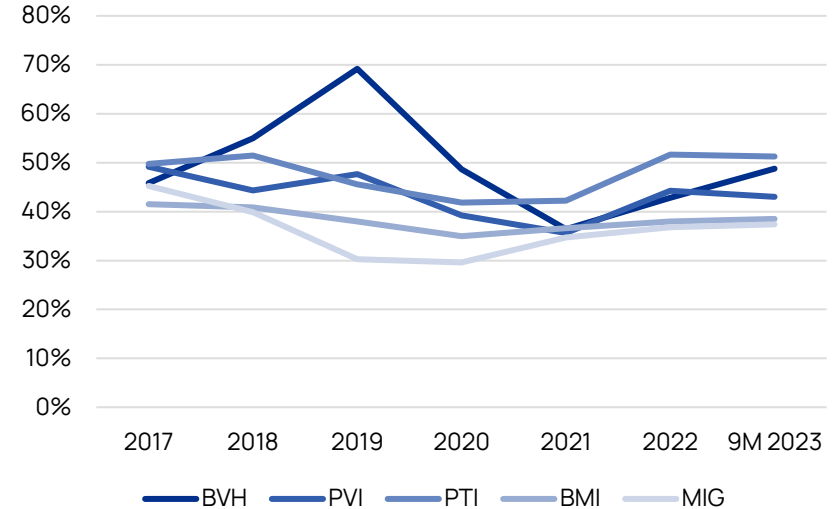


Bảo hiểm phi nhân thọ: Tỷ lệ kết hợp

Tỷ lệ kết hợp trung bình của các công ty bảo hiểm niêm yết (%) (2014 - 9T 2023)



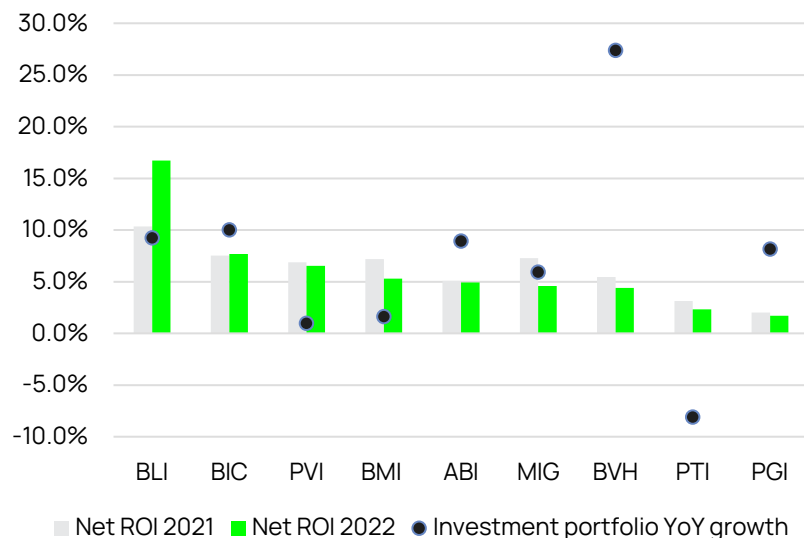
Tỷ lệ bồi thường của 5 công ty bảo hiểm hàng đầu (2017 - 9T 2023)



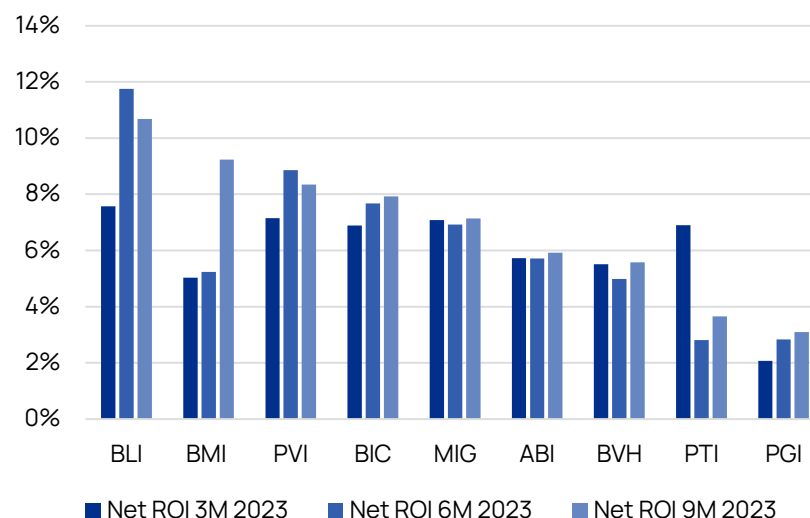
- Tỷ lệ kết hợp trung bình trong 9T 2023 đã đạt đến mức đỉnh của năm 2019, mà chúng tôi cho là do (1) tỷ lệ bồi thường quay lại mức bình thường sau đại dịch COVID-19, (2) áp lực tăng lên đối với chi phí bồi thường do lạm phát và gián đoạn chuỗi cung ứng, và (3) cạnh tranh gay gắt hơn ảnh hưởng phí bảo hiểm cũng như chi phí bán hàng và hoạt động của các công ty bảo hiểm.
- Tỷ lệ bồi thường ổn định tại 5 công ty bảo hiểm hàng đầu trong 9T 2023; trong khi đó, dữ liệu yêu cầu bồi thường trên toàn hệ thống trong nửa đầu năm 2023 cho thấy sự cải thiện về tỷ lệ bồi thường của bảo hiểm cháy nổ và bảo hiểm tài sản & thiệt hại sẽ bù đắp cho sự gia tăng tỷ lệ bồi thường của bảo hiểm chăm sóc sức khỏe và xe cơ giới.

Bảo hiểm phi nhân thọ: ROI của các công ty bảo hiểm niêm yết

ROI ròng(%) (2021 - 2022)



ROI ròng (%) (quý 1/2023 - 9T 2023)

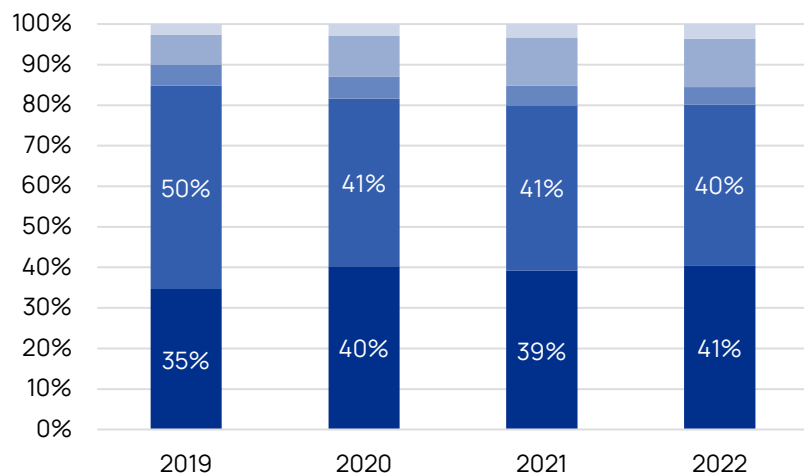


- Tỷ lệ ROI tại các công ty bảo hiểm phi nhân thọ được cải thiện vào năm 2023. Trong 9T 2023, tỷ lệ ROI thuần được cải thiện ở các công ty bảo hiểm phi nhân thọ được niêm yết trung bình là 1,7 điểm %, điều mà chúng tôi cho là do độ trễ trong tác động tích cực của việc lãi suất điều hành tăng 200 điểm cơ bản và lãi suất tiền gửi cao hơn vào cuối năm 2022. BLI có tỷ lệ ROI thuần cao nhất trong số các công ty bảo hiểm niêm yết trong giai đoạn 2021-2022 do lợi nhuận tăng mạnh từ chứng khoán đầu tư. Theo quan sát của chúng tôi, quý 1/2022 là mức cơ sở cao cho BLI do công ty ghi nhận khoản lãi bất thường từ chứng khoán đầu tư tăng hơn 14 lần so với cùng kỳ. Đồng thời, trong 9T 2023, BLI ghi nhận mức tăng lãi suất đáng kể từ tiền gửi có kỳ hạn bắt đầu từ quý 2/2023, mà chúng tôi cho là do phân bổ cao hơn cho tiền gửi có kỳ hạn tại các ngân hàng thương mại tư nhân so với các công ty bảo hiểm phi nhân thọ khác. Trong khi đó, ROI quý 3/2023 của BMI tăng mạnh so với quý trước là nhờ khoản lãi từ cổ tức từ khoản đầu tư vào Công ty Bảo hiểm Liên hiệp (UIC).

Các chủ đề khác cho ngành bảo hiểm

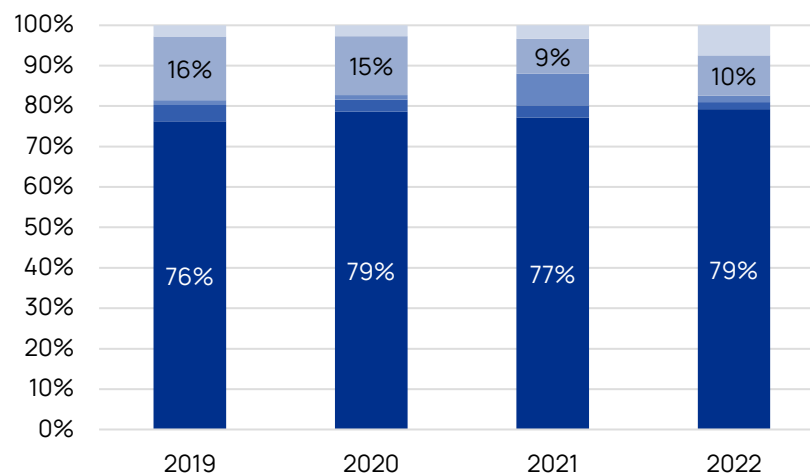
Cơ cấu danh mục đầu tư của ngành bảo hiểm

Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm nhân thọ



- Others
- Equity and unsecured corporate bonds
- Secured corporate bonds
- Government bonds
- Term deposits

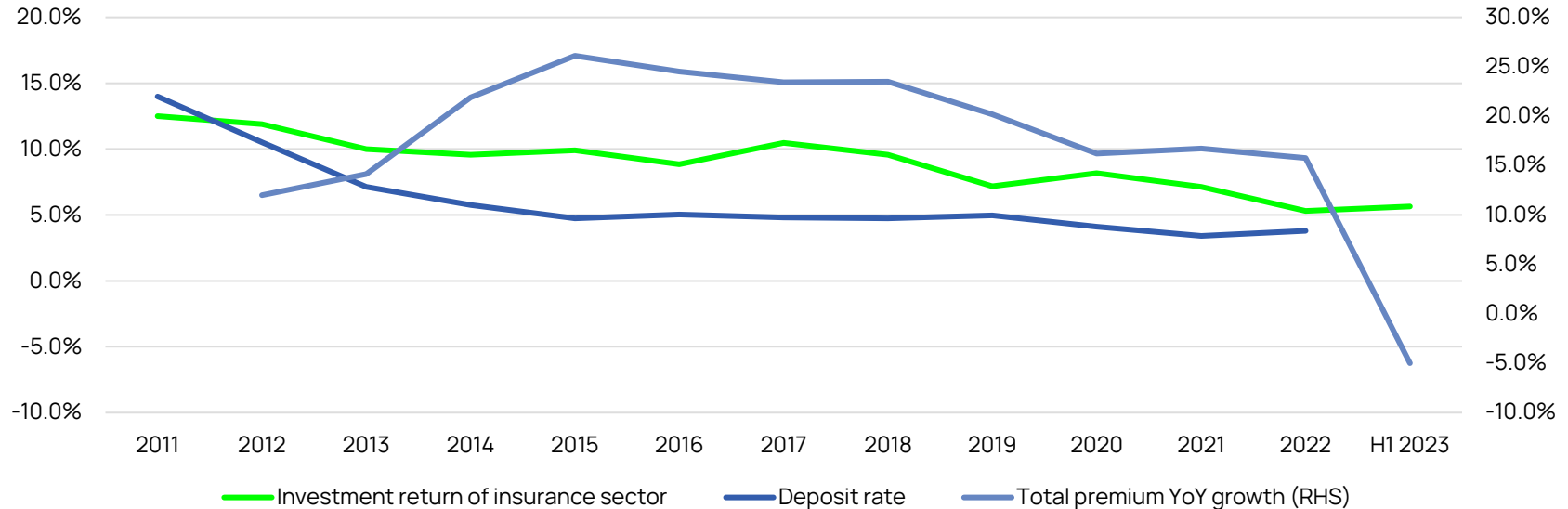
Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm phi nhân thọ



- Others
- Equity and unsecured corporate bonds
- Secured corporate bonds
- Government bonds
- Term deposits

Thu nhập đầu tư của các công ty bảo hiểm sẽ cải thiện trong ngắn hạn

Lãi suất tiền gửi* của các ngân hàng thương mại và lợi nhuận đầu tư của các công ty bảo hiểm tại Việt Nam



- Lợi tức đầu tư của các công ty bảo hiểm giảm cùng với mặt bằng lãi suất giảm trong giai đoạn 2011-2021. Tuy nhiên, lợi nhuận đầu tư của các công ty bảo hiểm đã tăng trong năm 2020 khi lãi suất tiền gửi ở mức thấp. Chúng tôi cho rằng điều này có thể là do các công ty bảo hiểm quyết định bán trái phiếu Chính phủ và thu lợi nhuận một lần (tương tự như những gì chúng tôi quan sát được tại BVH trong quý 2/2020).
- Lợi nhuận đầu tư chạm mức đáy mới vào năm 2022, mà chúng tôi cho là do (1) mặt bằng lãi suất thấp từ năm 2021 đến tháng 9/2022 và (2) chi phí tài chính cao do phải trích lập dự phòng cho khoản lỗ cổ phiếu khi thị trường chứng khoán giảm mạnh vào năm 2022. Chúng tôi ước tính rằng lợi nhuận đầu tư của ngành bảo hiểm đã tăng trong 6T 2023 sau đợt tăng lãi suất điều hành 200 điểm cơ bản vào cuối năm 2022. Tuy nhiên, do (1) các ngân hàng thương mại đã cắt giảm lãi suất tiền gửi xuống mức thấp mới kể từ giữa năm 2023 và (2) tăng trưởng phí bảo hiểm yếu vào năm 2023, chúng tôi dự báo áp lực giảm lợi nhuận đầu tư đối với các công ty bảo hiểm vào năm 2024.

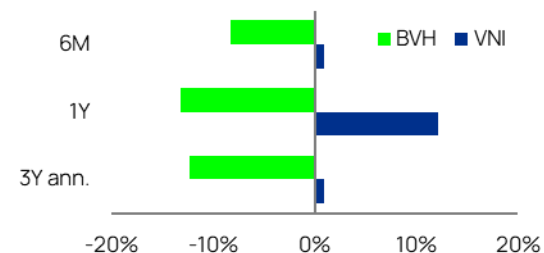
Mục tiêu của Chính phủ cho ngành bảo hiểm

	2022	2021-2025	2026-2030
Tăng trưởng phí bảo hiểm	15,1%	15%/năm	10% /năm
Tăng trưởng phí bảo hiểm qua kênh bán bảo hiểm online	N/A	10%/năm	10%/năm
CAGR giá trị tài sản, tổng giá trị đầu tư	Tổng tăng trưởng tài sản: 14,5% YoY - Tổng tăng trưởng đầu tư: 12,6% YoY	15%/năm	10%/năm
Phí bảo hiểm/GDP	2,7%*	3,0% - 3,3%	3,0% - 3,5%
% thâm nhập bảo hiểm nhân thọ/dân số	11%	15%	18%
Phí bảo hiểm/người	2,6 triệu đồng/người*	3 triệu đồng/người	3 triệu đồng/người

BVH – KHẢ QUAN, Giá mục tiêu 43.200 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	39.500 VND	Phí BH gốc (tỷ đồng)	42.962	42.754	46.023	50.040
Giá mục tiêu*	43.200 VND	% YoY	8,8%	-0,5%	7,6%	8,7%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	1.530	1.728	1.848	2.004
		% YoY	-19,3%	12,9%	7,0%	8,4%
TL tăng	+9,4%	EPS	-19,8%	12,9%	7,0%	8,4%
Lợi suất cổ tức	+2,3%	Nhân thọ/Tổng phí	77,3%	76,0%	75,6%	75,3%
Tổng mức sinh lời	+11,6%	Tỷ lệ giữ lại	92,5%	92,0%	91,9%	91,8%
		Bồi thường & dự phòng/NWP	36,6%	44,5%	40,5%	41,1%
Ngành	Bảo hiểm	Danh mục đầu tư/VCSH	9,3x	9,6x	9,8x	10,1x
GT vốn hóa	29,2 nghìn tỷ đồng	P/B	1,4x	1,4x	1,3x	1,2x
Room KN	14,4 nghìn tỷ đồng	P/E	19,2x	17,0x	15,9x	14,6x
GTGD/ngày (30n)	12,2 tỷ đồng	ROE	7,4%	8,2%	8,3%	8,5%
Cổ phần Nhà nước	68,0%	ROA	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
SL cổ phiếu lưu hành	742 tr	Lợi suất danh mục ĐT	4,8%	5,3%	4,6%	4,6%
Pha loãng	742 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 29/11/2023



Tổng quan Công ty

BVH là tập đoàn tài chính hoạt động trong nhiều lĩnh vực, thành lập năm 1965 với tư cách là công ty quốc doanh trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ. BVH bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ năm 1996, và sau đó thành lập các công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực môi giới, ngân hàng và quản lý quỹ.

BVH có một trong những mạng lưới đại lý lớn nhất xét về quy mô. Chúng tôi cho rằng kênh đại lý sẽ vẫn là kênh cốt lõi để BVH bán sản phẩm bảo hiểm trong những năm tới. Chúng tôi tin rằng kênh đại lý mang lại chất lượng tư vấn khách hàng tốt hơn so với các kênh phân phối khác, giúp BVH giảm thiểu tác động tiêu cực từ các trường hợp vi phạm nguyên tắc bán bảo hiểm.

Thiếu lợi thế cạnh tranh trong kinh doanh bảo hiểm nhân thọ. Bảo hiểm nhân thọ là lĩnh vực kinh doanh lớn nhất của tập đoàn và tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ bị cản trở do công ty không thể ký các hợp đồng bancassurance lớn như các đối thủ nước ngoài cũng như thiếu sự đa dạng trong các dòng sản phẩm của công ty.

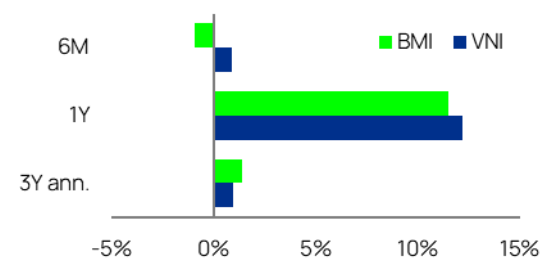
Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận từ HĐKD bảo hiểm sẽ được cải thiện so với cùng kỳ vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng (1) tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm sẽ phục hồi vừa phải vào năm 2024, do niềm tin của người tiêu dùng đối với các sản phẩm bảo hiểm vẫn còn yếu và chúng tôi cho rằng sẽ cần thời gian để phục hồi danh tiếng của ngành và (2) yêu cầu bồi thường giảm, đặc biệt là các trường hợp chấm dứt hợp đồng trước hạn, sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận vào năm 2024. Chúng tôi dự báo chi phí bồi thường thuần/phí bảo hiểm thuần ghi nhận năm 2024 sẽ giảm xuống 40,6% từ mức cao nhất trong 10 năm là 44,6% vào năm 2023 chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng chi phí bồi thường thấp hơn cho các trường hợp chấm dứt hợp đồng trước hạn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng toán học năm 2024 sẽ tăng so với cùng kỳ do giả định của chúng tôi về (1) phí bảo hiểm mới tăng trưởng mạnh hơn vào năm 2024 và (2) áp lực lên lãi suất chiết khấu kỹ thuật do lợi suất trái phiếu Chính phủ thấp trong hầu hết năm 2023.

Lãi suất giảm sẽ gây áp lực thu nhập tài chính vào năm 2024. Các ngân hàng thương mại giảm lãi suất huy động từ quý 2/2023 đến nay. Chúng tôi cho rằng (1) lãi suất huy động giảm và (2) phí bảo hiểm yếu vào năm 2023 sẽ ảnh hưởng tăng trưởng thu nhập tài chính thuần vào năm 2024.

BMI - MUA, Giá mục tiêu 26.800 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	21.350 VND	Phi BH gốc (tỷ đồng)	5.399	5.650	6.156	6.772
Giá mục tiêu*	26.800 VND	% YoY	20,2%	4,7%	9,0%	10,0%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	291	321	340	395
		% YoY	16,2%	10,2%	5,8%	16,3%
TL tăng	25,5%	EPS YoY	23,2%	2,4%	5,5%	15,7%
Lợi suất cổ tức	+4,7%	Tỷ lệ giữ lại	75,7%	75,0%	75,5%	76,0%
Tổng mức sinh lời	30,2%	Tỷ lệ bồi thường	29,7%	34,6%	35,2%	34,9%
		Tỷ lệ kết hợp	94,9%	98,4%	97,9%	98,0%
Ngành	Bảo hiểm	Danh mục đầu tư/VCSH	1,3x	1,4x	1,6x	1,6x
GT vốn hóa	2,6 nghìn tỷ đồng	P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
Room KN	461,7 tỷ đồng	P/E	8,8x	8,0x	7,6x	6,5x
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	ROE	12,2%	12,7%	12,5%	13,5%
Cổ phần Nhà nước	50,70%	ROA	4,0%	4,1%	3,8%	4,0%
SL cổ phiếu lưu hành	121 tr	Lợi suất danh mục ĐT	5,3%	9,1%	6,7%	6,5%
Pha loãng	121 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 03/01/2024



Tổng quan Công ty

BMI thành lập vào năm 1994, được tách từ chi nhánh lớn nhất của Bảo Việt. Công ty vận hành trong 3 mảng chính: bảo hiểm phi nhân thọ, tái bảo hiểm và đầu tư tài chính. Tính đến năm 2022, BMI là công ty bảo hiểm lớn thứ 4 của Việt Nam với 8,0% thị phần.

BMI giành lại vị trí top 3 thị phần sau nhiều năm. Chúng tôi cho rằng BMI có thể bảo vệ thị phần của công ty trong 2 năm tới nhờ kế hoạch mở rộng mạng lưới chi nhánh và đẩy mạnh bán hàng trực tuyến. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu hoàn thiện thủ tục giấy tờ để thành lập 9 chi nhánh vào năm 2023 và từng bước đưa các chi nhánh này vào hoạt động trong thời gian tới. Công ty hiện có một trụ sở chính và 65 chi nhánh trên toàn quốc. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy BMI đã nâng cấp trang web của công ty trong vài tháng qua với giao diện thân thiện hơn với người dùng, cung cấp dịch vụ bảo hiểm trực tuyến cho một số sản phẩm đơn giản về chăm sóc sức khỏe, bảo hiểm tai nạn cá nhân và bảo hiểm phương tiện. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng phí bảo hiểm năm 2024 của BMI sẽ đạt 9,0% YoY và tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ tiếp tục phục hồi sau năm 2023 tương đối ảm đạm.

Bảo hiểm sức khỏe vẫn là dòng sản phẩm chủ lực. BMI cho rằng bảo hiểm sức khỏe tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Bên cạnh đó, BMI đang tăng cường hợp tác với các bệnh viện công để tiếp tục khai thác cơ sở khách hàng của họ và nâng cao khả năng cung cấp dịch vụ bảo lãnh thanh toán cho các chủ hợp đồng. Chúng tôi cho rằng việc tăng cường quan hệ đối tác với các cơ sở y tế và nâng cao hiểu biết sâu sắc về dữ liệu khách hàng sẽ giúp BMI cũng như các công ty bảo hiểm khác giảm áp lực từ việc gia tăng các trường hợp gian lận chăm sóc sức khỏe đối với chi phí yêu cầu bồi thường.

Chúng tôi dự báo thu nhập tài chính năm 2024 sẽ giảm 13,4% YoY do chúng tôi kỳ vọng (1) lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng thương mại sẽ nằm ở mức thấp trong hầu hết năm 2024 và làm giảm thu nhập từ lãi và (2) thu nhập từ các khoản đầu tư vốn sẽ giảm từ mức cơ sở cao trong năm 2023.

BMI hiện giao dịch với mức P/B chiết khấu 27% so với P/B trượt của trung vị các công ty cùng ngành là 1,4 lần, và ROE trượt là 13,0% so với ROE trượt của trung vị các công ty cùng ngành là 11,6%.

Ngành Môi giới Chứng khoán

Dữ liệu chính và tổng hợp định giá

Ngành môi giới chứng khoán: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room NN còn lại (tr USD)	GTGD/30n (tr USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T %
SSI*	PHTT	2.032	0,00%	100%	1.155	26	32.800	33.300	03/01/2024	1,5%	3,0%	4,6%
HCM	N/A	646	0,00%	49%	50	7	34.200	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VCI	N/A	773	0,00%	100%	607	10	42.750	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VND	N/A	1.120	0,00%	100%	868	24	22.250	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MBS	N/A	411	0,00%	49%	199	4	22.700	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

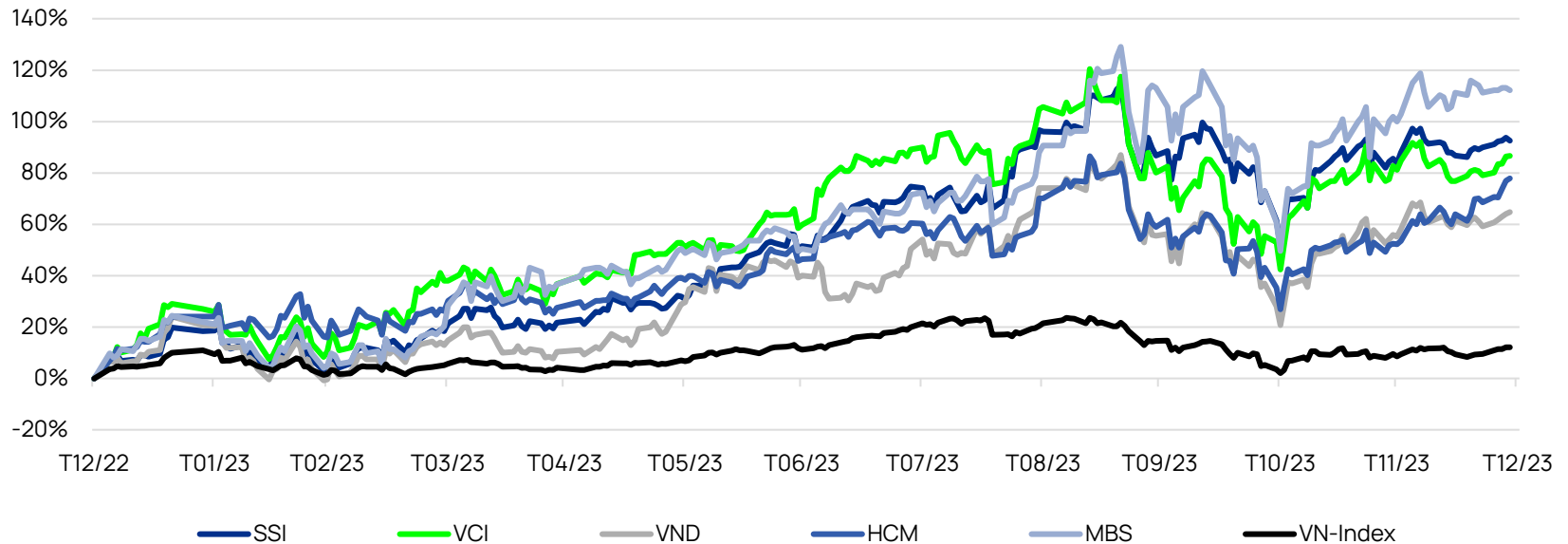
Ngành môi giới chứng khoán: Tổng hợp định giá

Mã	TTEPS 2023F %	TTEPS 2024F %	TTEPS 2025F %	P/B quý gần nhất X	P/B 2023F x	P/B 2024F x	P/B 2025F x	P/E trượt 12T x	P/E 2023F x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	ROE trượt 12T %	ROA trượt 12T %	Nợ ròng/VCSH %
SSI*	14,9%	10,5%	13,4%	2,2x	2,1x	1,9x	1,8x	25,2x	22,3x	20,2x	17,8x	9,0%	4,0%	132%
HCM	N/A	N/A	N/A	1,9x	N/A	N/A	N/A	25,2x	N/A	N/A	N/A	7,8%	4,1%	67%
VCI	N/A	N/A	N/A	2,6x	N/A	N/A	N/A	46,9x	N/A	N/A	N/A	2,6%	5,7%	95%
VND	N/A	N/A	N/A	1,7x	N/A	N/A	N/A	23,3x	N/A	N/A	N/A	7,8%	2,9%	129%
MBS	N/A	N/A	N/A	2,0x	N/A	N/A	N/A	20,5x	N/A	N/A	N/A	10,4%	4,5%	149%

Nguồn: Vietcap (giá cổ phiếu cập nhật ngày 29/12/2023). * SSI cập nhật ngày 03/01/2024.

Cổ phiếu hàng đầu của ngành môi giới chứng khoán có diễn biến vượt trội so với VN-Index trong năm 2023

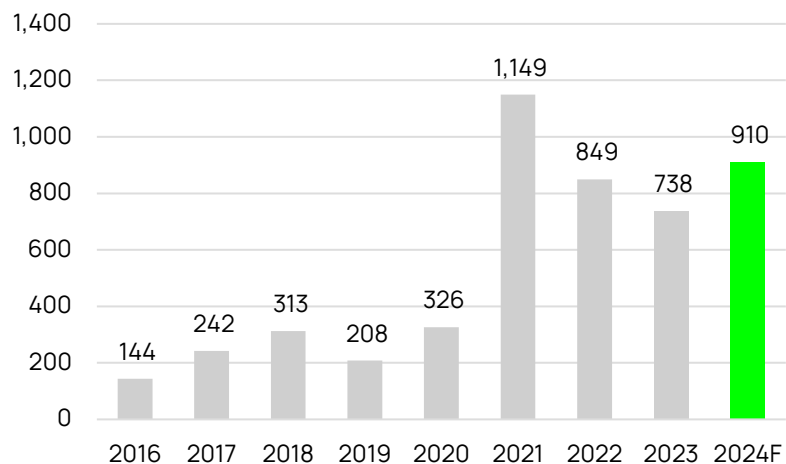
Diễn biến giá cổ phiếu của 5 công ty niêm yết hàng đầu trong ngành môi giới chứng khoán so với VN-Index



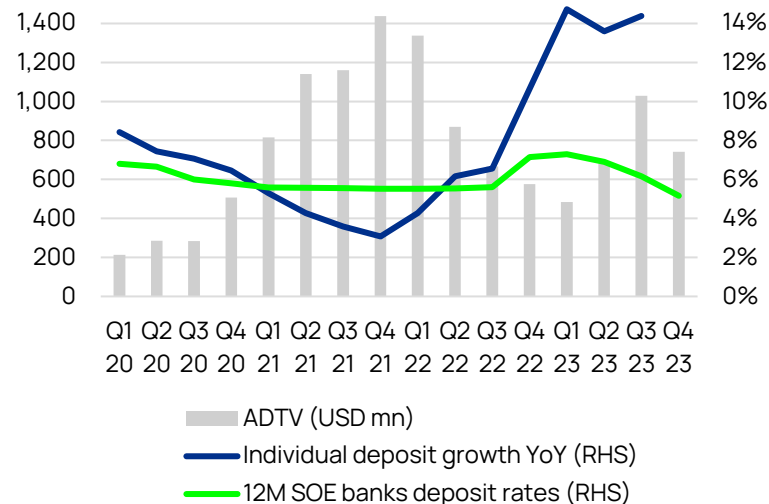
Mã CP	Thay đổi tuyệt đối	Thay đổi tương đối
SSI	92,6%	80,4%
VND	64,8%	52,6%
VCI	86,7%	74,5%
HCM	77,9%	65,7%
MBS	112,2%	100,0%

GTGDTB dự kiến tăng trong năm 2024 từ mức cơ sở thấp trong năm 2023

GTGDTB của tổng 3 sàn (triệu USD)



GTGDTB của tổng 3 sàn theo quý (triệu USD)



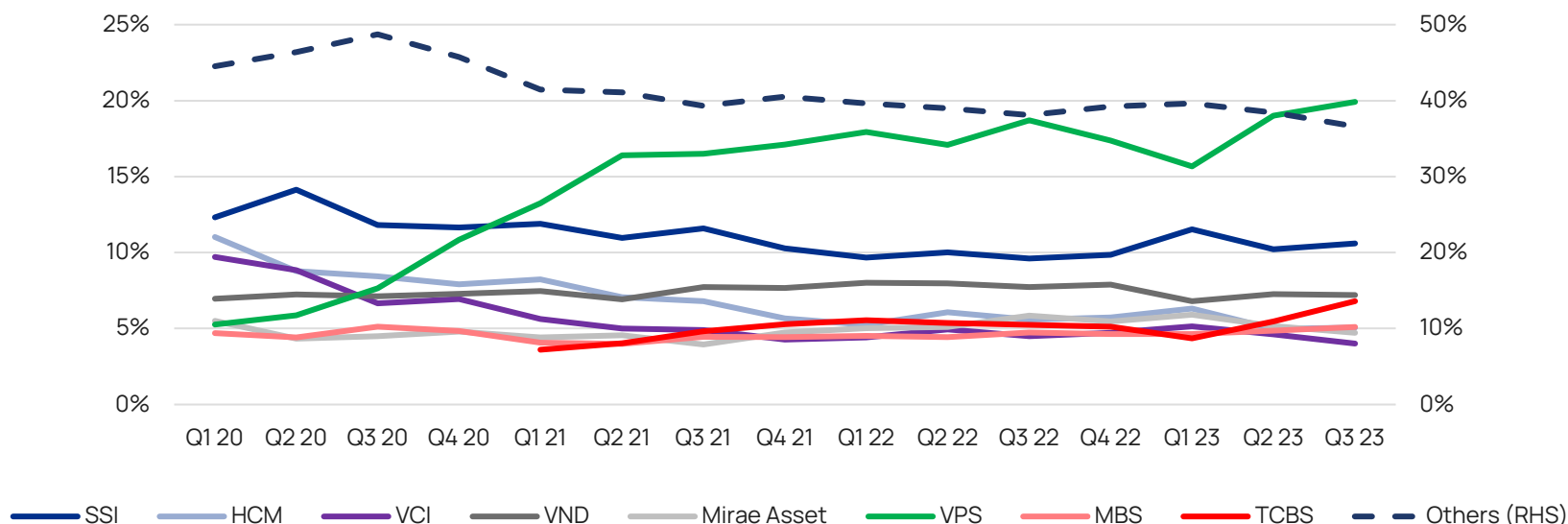
Nguồn: Dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023, Vietcap

Nguồn: Dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023, Vietcap

- Chúng tôi cho rằng thanh khoản thị trường tăng mạnh hơn trong 3 quý cuối năm 2023 là do (1) NHNN cắt giảm lãi suất điều hành và các ngân hàng cắt giảm lãi suất tiền gửi có thể khuyến khích các nhà đầu tư trong nước tái phân bổ tiền mặt vào thị trường chứng khoán, (2) kỳ vọng rằng chu kỳ thắt chặt chính sách tiền tệ của Fed có thể đã đạt đỉnh và (3) tâm lý thị trường được cải thiện nhờ các biện pháp hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ (có thể kể đến: Thông tư 02/2023/TT-NHNN, Thông tư 10/2023/TT-NHNN và Nghị định 08/2023/NĐ-CP).
- Với dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 của chúng tôi là khoảng 6,5% và kỳ vọng của chúng tôi rằng hệ thống KRX sẽ đi vào hoạt động vào năm 2024, chúng tôi dự báo GTGDTB năm 2024 sẽ tăng khoảng 23% YoY lên 910 triệu USD, dựa trên giả định của chúng tôi cho rằng VN-Index sẽ tăng khoảng 20% YoY vào năm 2024 và thanh khoản trên vốn hóa ở mức khoảng 80%.

Cạnh tranh vẫn gay gắt

Thị phần trên sàn HOSE của các công ty môi giới hàng đầu (%)



Nguồn: HOSE, Vietcap

- Tính đến quý 3/2023, VPS ghi nhận 11 quý liên tiếp đứng đầu về thị phần trên HOSE với vị trí dẫn đầu ngày càng tăng so với các doanh nghiệp cùng ngành. SSI và VND vẫn duy trì ở vị trí thứ hai và thứ ba. Tuy nhiên, TCBS và MBS đã có những bước tiến đáng kể, vượt qua HCM và Mirae Asset để lần lượt chiếm vị trí thứ 4 và thứ 5.
- Chúng tôi cho rằng cạnh tranh trong lĩnh vực chứng khoán sẽ tiếp tục gay gắt, đặc biệt với sự quan tâm mạnh mẽ từ các ngân hàng lớn. VPB và TCB đã bơm khoảng 15 nghìn tỷ đồng và 10 nghìn tỷ đồng vào các công ty con của họ, VPBankS và TCBS, lần lượt vào năm 2022 và tháng 6/2023. HDB cũng công bố kế hoạch mua lại tới 30% cổ phần CTCP Chứng khoán HD (HDBS) vào tháng 10/2023.

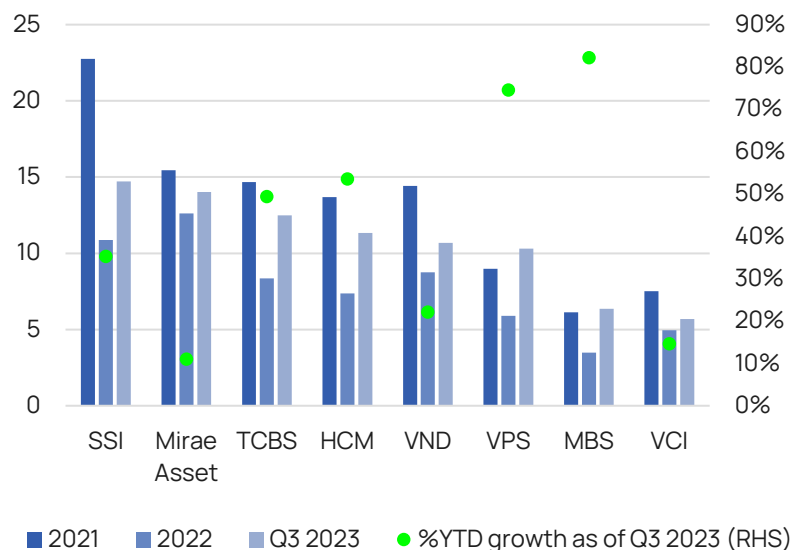
Kế hoạch tăng vốn là cần thiết nhằm duy trì lợi thế cạnh tranh

Kế hoạch tăng vốn của một số công ty chứng khoán trong giai đoạn 2023-2024

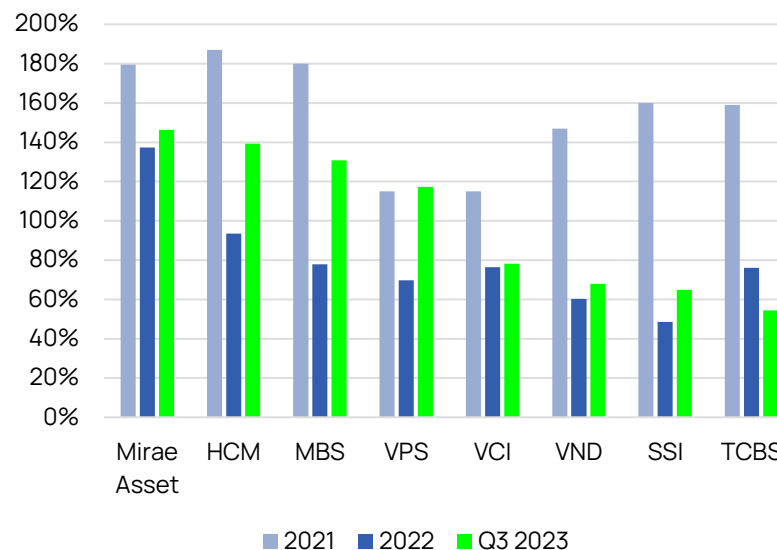
Công ty chứng khoán	Có/ Không có KH tăng vốn	% mức tăng cổ phần, sau tăng vốn	Phương thức	SL cổ phiếu phát hành (triệu CP)	Giá cổ phiếu	Lưu ý	
SSI	Có	9,2%	Phát hành quyền	151,1	15.000 đồng/cổ phiếu	Trong năm 2023-2024 hoặc giai đoạn khác sau khi được HĐQT phê duyệt. Quý 4/2023 - quý 1/2024 và sau khi được UBCKNN chấp thuận. Thực hiện sau khi hoàn thành phương án phát hành quyền.	
		0,7%	ESOP	10	10.000 đồng/cổ phiếu		
		6,5%	Phát hành riêng lẻ	104	Giá phát hành riêng lẻ không thấp hơn 90% giá đóng cửa bình quân trong 10 phiên liên tiếp trước ngày được HĐQT phê duyệt, theo tài liệu ĐHCĐ của SSI. Vietcap giá định là 32.000 đồng/cổ phiếu.		
HCM	Có	30,3%	Phát hành quyền	228,6	10.000 đồng/cổ phiếu	Đang thực hiện	
		3,4%	ESOP	16	10.000 đồng/cổ phiếu		Đang thực hiện
VND	Có	16,7%	Chào bán công khai hoặc phát hành riêng lẻ cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp	243,6	Giá chào bán không thấp hơn giá đóng cửa bình quân trong 10 phiên liên tiếp trước ngày HĐQT thông qua nghị quyết về việc thực hiện phát hành cổ phiếu riêng lẻ.	Dự kiến vào năm 2023-2024 sau khi được UBCKNN chấp thuận.	
		16,7%	Phát hành quyền	243,6	10.000 đồng/cổ phiếu		Đang thực hiện
		2,0%	ESOP	24	10.000 đồng/cổ phiếu		Đang thực hiện
VCI	Có	0,5%	ESOP	2	12.000 đồng/cổ phiếu	Đã hoàn thành vào tháng 6/2023	
MBS	Không						
TCBS	Có	51,2%	Phát hành riêng lẻ	105	97.542 đồng/cổ phiếu	Đã hoàn thành vào tháng 6/2023	

SSI vẫn là công ty có dư nợ cho vay ký quỹ lớn nhất tính đến quý 3/2023

Dư nợ cho vay ký quỹ của công ty chứng khoán có bảng cân đối kế toán lớn (nghìn tỷ đồng) và tăng trưởng 9T 2023 (%)



Các khoản cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu của các công ty chứng khoán có bảng cân đối kế toán lớn (%)



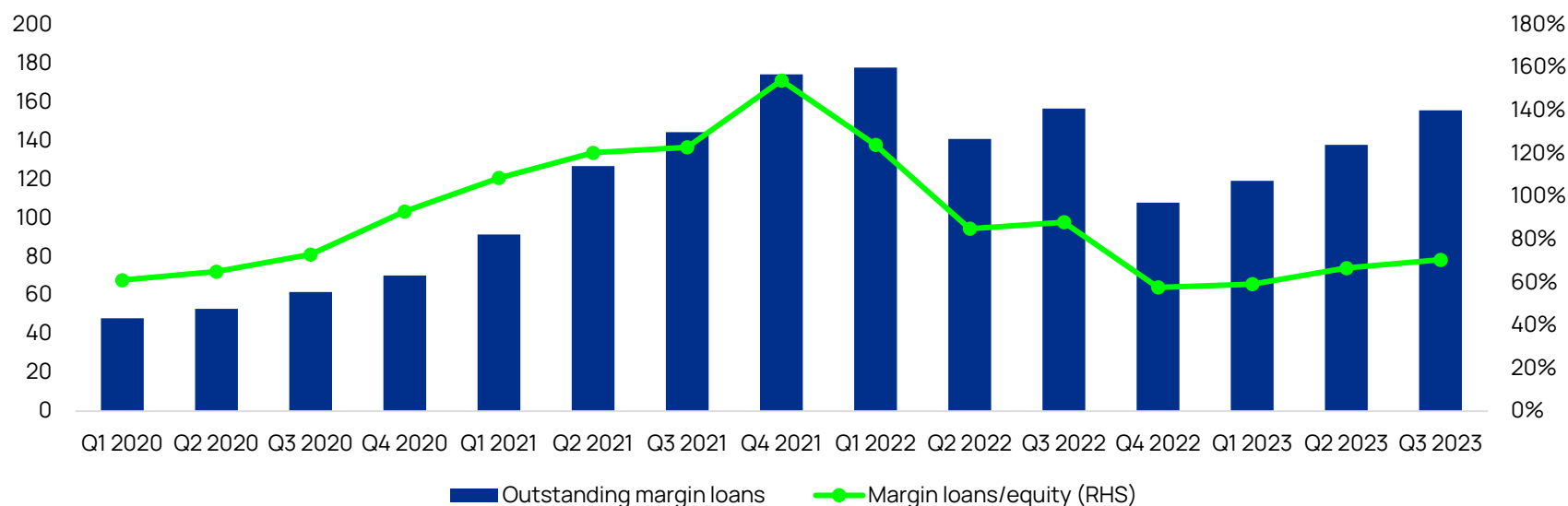
Nguồn: Fiinpro, Vietcap

Nguồn: Fiinpro, Vietcap

- Tính đến quý 3/2023, SSI vẫn là nhà cung cấp dịch vụ cho vay ký quỹ lớn nhất trong ngành với số dư cho vay ký quỹ là 14,7 nghìn tỷ đồng, tiếp theo là Mirae Asset và TCBS ở mức lần lượt là 14,0 nghìn tỷ đồng và 12,5 nghìn tỷ đồng. Mặc dù có dư nợ ký quỹ lớn nhất nhưng dư nợ ký quỹ/vốn chủ sở hữu của SSI lại thấp nhất trong số các công ty chứng khoán chúng tôi khảo sát.

Chúng tôi kỳ vọng cho vay ký quỹ sẽ tăng trong năm 2024

Tổng dư nợ cho vay ký quỹ hàng quý (ước tính, nghìn tỷ đồng)

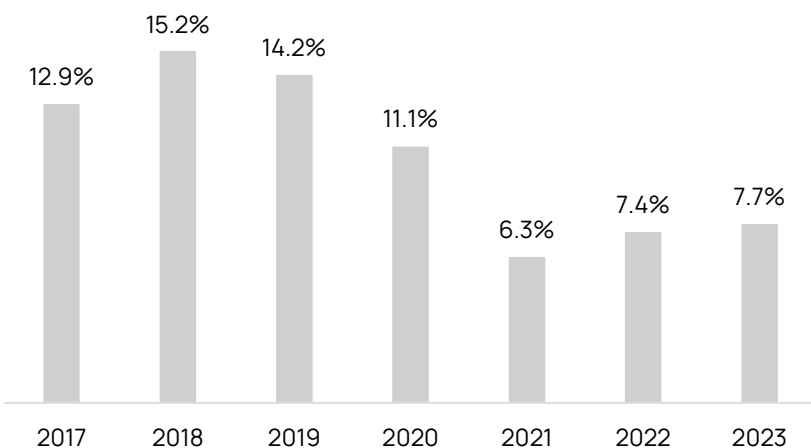


Nguồn: Fiinpro, Vietcap

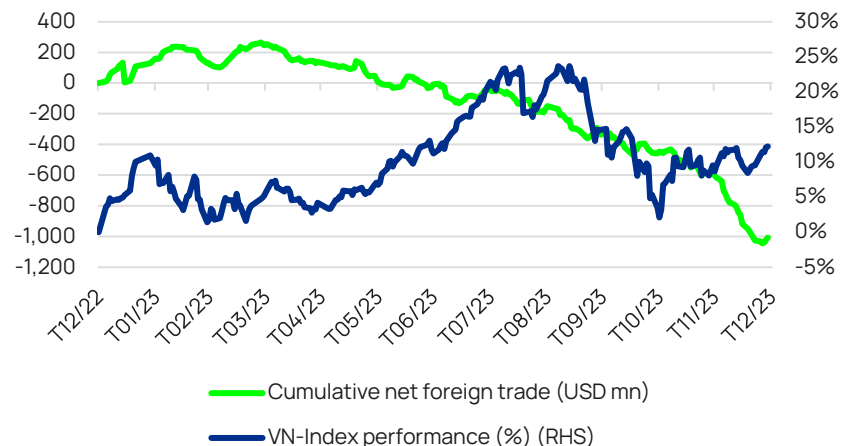
- Xét trên toàn thị trường, theo Fiinpro, tổng dư nợ cho vay ký quỹ tăng 44,2% trong 9T 2023 với tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu ở mức 71%, thấp hơn nhiều so với mức trần quy định là 200%. Chúng tôi cho rằng việc tăng cho vay ký quỹ trong 9T 2023 chủ yếu là để giảm lãi suất và cải thiện tâm lý nhà đầu tư sau chuỗi chính sách mới được Chính phủ ban hành nhằm hỗ trợ nền kinh tế kể từ tháng 3/2023.
- Chúng tôi dự báo cho vay ký quỹ sẽ tăng trong năm 2024, dựa trên quan điểm của chúng tôi rằng NHNN sẽ giữ lãi suất ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Chúng tôi không dự báo tổng dư nợ ký quỹ cho toàn thị trường do hiện tại chúng tôi chỉ theo dõi một công ty chứng khoán (SSI), nhưng chúng tôi kỳ vọng dư nợ cho vay ký quỹ sẽ tăng lên. Chúng tôi dự báo khoản cho vay ký quỹ của SSI sẽ tăng 22% YoY lên 19,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2024.

Khối ngoại bán ròng trong năm 2023

Tỷ lệ tham gia của khối ngoại trên tổng giao dịch của VN-Index (%)



Diễn biến VN-Index (%) và giá trị giao dịch ròng lũy kế của khối ngoại YTD (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap; * tỷ lệ tham gia của khối ngoại năm 2023 được tính toán đến ngày 29/12/2023.

Nguồn: Dữ liệu Fiinpro tính đến ngày 29/12/2023, Vietcap

- Sau khi mua ròng trong 3 tháng đầu năm 2023, khối ngoại bắt đầu bán ròng từ tháng 5/2023. Chúng tôi cho rằng diễn biến này một phần được thúc đẩy bởi lãi suất tương đối cao ở các thị trường phát triển, đồng USD mạnh và lượng bán ròng từ khối ngoại tại các thị trường đang phát triển nói chung.
- Tính đến ngày 29/12/2023, khối ngoại đã bán ròng 22,7 nghìn tỷ đồng trên cả 3 sàn của Việt Nam. Tuy nhiên, sự tham gia của khối ngoại vào giá trị giao dịch vẫn ổn định ở mức khoảng 7,7% vào năm 2023 (so với 7,4% vào năm 2022).

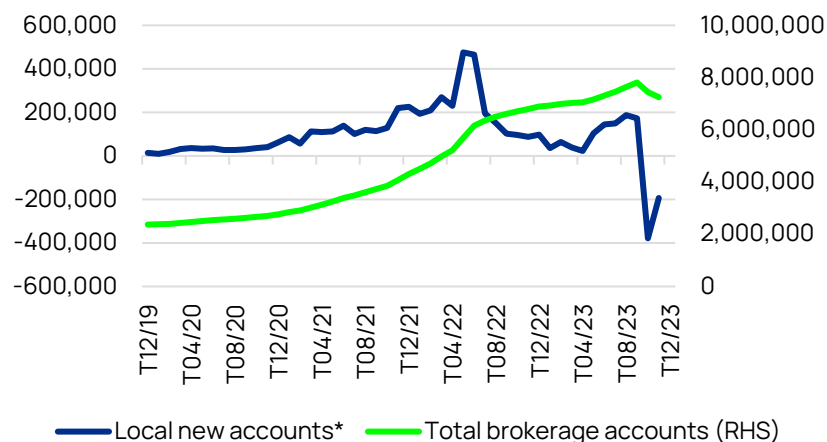
Chúng tôi kỳ vọng lượng mua ròng của khối ngoại và số lượng tài khoản chứng khoán sẽ tăng trong năm 2024

Chỉ số P/E trượt 12T của VN-Index



Nguồn: HOSE, Vietcap

Số lượng tài khoản chứng khoán, hàng tháng



Nguồn: Trung tâm lưu ký Chứng khoán (VSD), Vietcap; (* Chúng tôi tính toán số lượng tài khoản mở mới bằng cách sử dụng chênh lệch trong tổng số tài khoản).

- Với dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 của chúng tôi là 6,5% và mức định giá hấp dẫn hiện tại đối với VN-Index (P/E trượt 12T là 13,9 lần, thấp hơn một độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 8 năm), chúng tôi kỳ vọng rằng lượng mua ròng của khối ngoại sẽ phục hồi vào năm 2024.
- Tổng số tài khoản chứng khoán đã giảm so với tháng trước lần đầu tiên vào tháng 10 và giảm lần tiếp theo vào tháng 11/2023, mà chúng tôi cho là do chỉ thị của Văn phòng Chính phủ yêu cầu kết nối với cơ sở dữ liệu quốc gia để tăng cường xác minh danh tính. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng điều này sẽ góp phần tạo ra môi trường thị trường bền vững vì điều này sẽ phần nào giảm bớt tài khoản đầu cơ, từ đó thu hút các nhà đầu tư mới và thúc đẩy tăng trưởng dài hạn.

Hệ thống KRX dự kiến triển khai vào năm 2024; những cập nhật mới về việc nâng hạng lên thị trường mới nổi

Hệ thống KRX

- Kỳ vọng của thị trường tăng lên đối với việc triển khai hệ thống giao dịch mới - hệ thống KRX do Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc phát triển, hệ thống này có tiềm năng mang lại một số cải tiến quan trọng, bao gồm nhưng không giới hạn ở: (1) giảm độ trễ và nâng cao năng lực hệ thống tổng thể, (2) cung cấp các sản phẩm đa dạng hơn (ví dụ: giao dịch trong ngày, bán chứng khoán chờ về) và (3) triển khai cơ chế Thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (CCP). Việc triển khai cơ chế CCP có thể mất nhiều thời gian hơn để thực hiện do yêu cầu về các quy định liên quan.
- Chúng tôi kỳ vọng tác động lên thanh khoản thị trường sẽ là tích cực nhưng không kỳ vọng sẽ có sự gia tăng mạnh đột ngột trong ngắn hạn. Hệ thống KRX đặt nền tảng cho sự tăng trưởng dài hạn đáng kể trong tương lai do hệ thống này sẽ trao quyền cho các công ty chứng khoán phát triển các sản phẩm và dịch vụ sáng tạo hơn để phục vụ tốt hơn nhu cầu của khách hàng, theo quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng hệ thống KRX sẽ đi vào hoạt động vào nửa đầu năm 2024, đánh dấu một cột mốc quan trọng cho thị trường.

Nâng hạng thị trường mới nổi

- Mặc dù còn rất nhiều trở ngại cần giải quyết nhưng gần đây chúng tôi nhận thấy các cơ quan chức năng đã chủ động tiếp cận nhằm thúc đẩy việc nâng hạng
- Tại hội nghị tổ chức vào tháng 8/2023 nhằm giải quyết các giải pháp để Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi, các cơ quan chức năng đã nêu bật 2 trở ngại chính ngăn cản việc nâng hạng này (chúng tôi cho rằng Chính phủ đang tham khảo các tiêu chí phân loại thị trường do **MSCI** công bố). Những trở ngại này là (1) yêu cầu ký quỹ trước giao dịch và (2) giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL).
- Nhiều cuộc họp giữa công ty chứng khoán, ngân hàng giám sát và cơ quan chức năng (tức là UBCKNN) đã được tổ chức để đưa ra một quy trình có thể áp dụng rộng rãi cho các công ty chứng khoán cung cấp giao dịch không ký quỹ trước cho các NĐT tổ chức nước ngoài. Nếu việc loại bỏ yêu cầu ký quỹ trước giao dịch cho các NĐT tổ chức nước ngoài có thể sớm được tiến hành, chúng tôi tin rằng Việt Nam có thể được FTSE Russel nâng cấp lên vị thế thị trường mới nổi vào cuối năm 2025. Trong khi đó, những trở ngại lớn đối với việc nâng hạng của MSCI (tức là việc triển khai hệ thống CCP và nới lỏng các hạn chế FOL) có thể mất nhiều thời gian hơn để giải quyết, theo quan điểm của chúng tôi.

Chiến lược phát triển ngành chứng khoán tầm nhìn 2030

- Vào ngày 29/12/2023, Quyết định 1726/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ đã chính thức phê duyệt chiến lược, nêu ra một số mục tiêu có thể định lượng được nêu trong bảng dưới đây, bao gồm mục tiêu nâng cấp thị trường chứng khoán từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi vào năm 2025. Điều này nhấn mạnh quyết tâm của Chính phủ trong việc đưa thị trường vốn Việt Nam lên tầm cao mới.

Mục tiêu của Chính phủ cho ngành chứng khoán

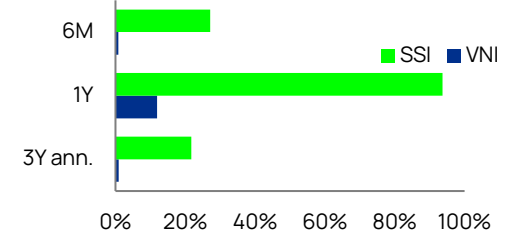
Mục tiêu	Tầm nhìn 2025	Tầm nhìn 2030	Tỷ lệ hiện tại
Vốn hóa thị trường / GDP	100%	120%	56,7% tính đến cuối 2023
Dư nợ trái phiếu/ GDP	47%	58%	35,8% tính đến quý 3/2023
Dư nợ TPDN/ GDP	20%	25%	12,6% tính đến quý 3/2023
Tăng trưởng thị trường phái sinh	20-30%/năm trong giai đoạn 2021-2030		
Số lượng tài khoản chứng khoán	9 triệu	11 triệu	7.3 triệu tính đến cuối năm 2023
Vị thế thị trường	Nâng cấp lên thị trường mới nổi		

Nguồn: Quyết định 1726/QĐ-TTg, HNX, VSD, Vietcap

SSI - PHTT, Giá mục tiêu 33.300 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (30/12)	32.800 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	6.517	6.798	7.812	9.022
Giá mục tiêu*	33.300 VND	% YoY	-16,3%	4,3%	14,9%	15,5%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.699	2.332	2.782	3.293
		% YoY	-37,0%	37,2%	19,3%	18,3%
TL tăng	+1,5%	EPS	% YoY -50,7%	14,9%	10,5%	13,4%
Lợi suất cổ tức	3,0%	Biên LN gộp	57,3%	66,8%	68,0%	70,1%
Tổng mức sinh lời	+4,6%	Biên LN ròng	26,8%	35,1%	36,4%	37,2%
		Cho vay ký quỹ/VCSH	48,6%	66,9%	63,9%	78,5%
Ngành	Chứng khoán	Nợ ròng/VCSH	118,3%	128,4%	113,0%	137,3%
GT vốn hóa	48,6 nghìn tỷ đồng	P/B	2,2x	2,1x	1,9x	1,8x
Room KN	29,2 nghìn tỷ đồng	P/E	25,6x	22,3x	20,2x	17,8x
GTGD/ngày (30n)	631,8 tỷ đồng	ROE	9,3%	10,0%	10,3%	10,7%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROA	3,3%	4,2%	4,4%	4,4%
SL cổ phiếu lưu hành	1.499 tr					
Pha loãng	1.688 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 03/01/2024



Tổng quan Công ty

SSI luôn nằm trong top CTCK hàng đầu trong vòng 5 năm qua với các mảng kinh doanh môi giới, đầu tư tự doanh, quản lý quỹ và ngân hàng đầu tư. SSI được thành lập năm 1999, và tính đến cuối năm 2021, công ty có 1.603 nhân viên làm việc tại TP.HCM, HN và Hải Phòng.

SSI là một trong những công ty môi giới hàng đầu tại Việt Nam. SSI có thị phần lớn thứ hai trên HOSE với dư nợ cho vay ký quỹ lớn nhất và tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu thấp nhất trong số các công ty chứng khoán có bảng cân đối kế toán lớn tính đến quý 3/2023. Chúng tôi đánh giá SSI là một trong những công ty chứng khoán có khả năng nắm bắt tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam nhờ vào nguồn vốn dồi dào, uy tín vững chắc, mạng lưới rộng lớn và khả năng khai thác các nguồn vốn nước ngoài.

Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng 19,3% YoY trong LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 được thúc đẩy bởi (1) doanh thu môi giới tăng 22,2% YoY dựa trên kỳ vọng của chúng tôi rằng SSI có thể duy trì thị phần giao dịch của công ty trên cả tổng 3 sàn giao dịch ở mức khoảng 10% và GTGDTB tăng 23% YoY trong năm 2024, (2) doanh thu cho vay ký quỹ tăng 27,3% YoY do giả định của chúng tôi về tăng trưởng các khoản cho vay ký quỹ, được bù đắp một phần bởi dự báo của chúng tôi về trung bình lãi suất cho vay ký quỹ thấp hơn so với cùng kỳ và (3) mức tăng 14,9% trong lợi nhuận từ chứng khoán giữ đến đáo hạn (HTM). Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận tương đối ổn định từ chứng khoán FVTPL (tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi và lỗ) vào năm 2024 từ mức cơ sở cao vào năm 2023.

SSI hiện giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2024 là 1,9 lần so với P/B trượt trung bình 5 năm là 1,8 lần.

Yếu tố hỗ trợ/(Rủi ro): Thanh khoản thị trường và cho vay ký quỹ cao hơn/(thấp hơn) dự kiến; lãi/(lỗ) ròng lớn trong danh mục FVTPL của SSI.

Ngành Tiêu dùng

Doanh nghiệp đầu ngành dẫn dắt đà phục hồi, xuất hiện nhóm ngành tăng trưởng mới

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024

Hoàng Nam

Phó Giám đốc

nam.hoang@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.124

Huỳnh Thu Hà

Chuyên viên cấp cao

ha.huynhthu@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.185

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên

han.mai@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.538

Tiêu điểm đầu tư

- **Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng sẽ dần phục hồi trong năm 2024 nhờ kinh tế tăng trưởng mạnh hơn.** Chúng tôi dự báo doanh số nhóm Hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), Công nghệ thông tin & truyền thông (ICT) và Điện tử tiêu dùng (CE) sẽ cải thiện từ mức cơ sở thấp trong năm 2023. Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy các công ty đầu ngành đã sẵn sàng dẫn dắt quá trình phục hồi này, tận dụng vị thế thị trường vững chắc của họ vốn ngày càng được củng cố trong giai đoạn khó khăn từ nửa cuối năm 2022 đến năm 2023.
- **Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng trưởng của tầng lớp trung cao sẽ củng cố đà tăng trưởng về nhu cầu trang sức và giáo dục. Sự chuyển đổi tất yếu từ thương mại truyền thống sang thương mại hiện đại** đã và đang tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của **bán lẻ dược phẩm** và **bách hóa hiện đại phát triển**. Chúng tôi kỳ vọng những mảng mới này sẽ là động lực tăng trưởng mới cho các nhà bán lẻ trong trung hạn. Ngoài ra, **việc đẩy mạnh quá trình chuyển đổi số** cũng là một xu hướng lâu dài có tiềm năng thúc đẩy sự phát triển của các nhà cung cấp cơ sở hạ tầng viễn thông.
- **Dựa trên những động lực tăng trưởng trên, các cổ phiếu mà chúng tôi ưu tiên chọn** bao gồm: PNJ (trang sức), MWG & MSN (siêu thị mini) và FPT (hạ tầng viễn thông). Dành cho chiến lược đầu tư phòng thủ, chúng tôi đánh giá cao SAB (bia), với vị thế thị trường linh hoạt, bảng cân đối kế toán vững chắc và dòng tiền mạnh, VEA (ôtô) với lợi suất cổ tức hấp dẫn và CTR (cơ sở hạ tầng viễn thông) với vị thế tài chính vững chắc & và lợi suất FCF hấp dẫn.

Ngành tiêu dùng: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn lại (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
VEA	MUA	1.862,4	88,5%	49,0%	848,7	0,5	34.100	42.600	09/11/2023	24,9%	12,3%	37,2%
TLG	KQ	159,6	0,0%	100,0%	122,5	0,1	49.150	63.800	30/06/2023	29,8%	7,1%	36,9%
FPT	MUA	5.053,6	5,8%	49,0%	0,5	13,3	96.300	125.500	31/10/2023	30,3%	2,1%	32,4%
SAB	MUA	3.365,4	36,0%	100,0%	1.287,3	2,2	63.500	78.000	13/11/2023	22,8%	5,5%	28,3%
QNS	KQ	604,9	0,0%	49,0%	199,1	1,2	45.500	51.500	29/12/2023	13,2%	4,4%	17,6%
MSN	MUA	4.073,8	0,0%	49,0%	835,1	12,8	68.900	80.400	22/11/2023	16,7%	0,0%	16,7%
MWG	MUA	2.610,6	0,0%	49,0%	125,0	18,1	43.200	50.000	17/11/2023	15,7%	0,0%	15,7%
VNM	KQ	5.959,0	36,0%	100,0%	2.717,9	8,3	69.000	76.100	24/11/2023	10,3%	4,9%	15,2%
CTR	MUA	432	65,7%	49,0%	167,9	1,5	91.500	101.700	21/11/2023	11,1%	1,2%	12,3%
PNJ	MUA	1.165,6	0,0%	49,0%	-	5,7	86.000	92.200	02/11/2023	7,2%	2,3%	9,5%
VHC	MUA	583,5	0,0%	100,0%	397,9	3,3	62.000	65.700	28/11/2023	5,9%	3,2%	9,1%
FRT	KQ	591	0,0%	49,0%	74,6	1,7	105.000	112.700	09/11/2023	7,3%	0,0%	7,3%
DGW	PHTT	386	0,0%	49,0%	98,1	2,8	55.900	52.600	13/11/2023	-5,9%	0,0%	-5,9%

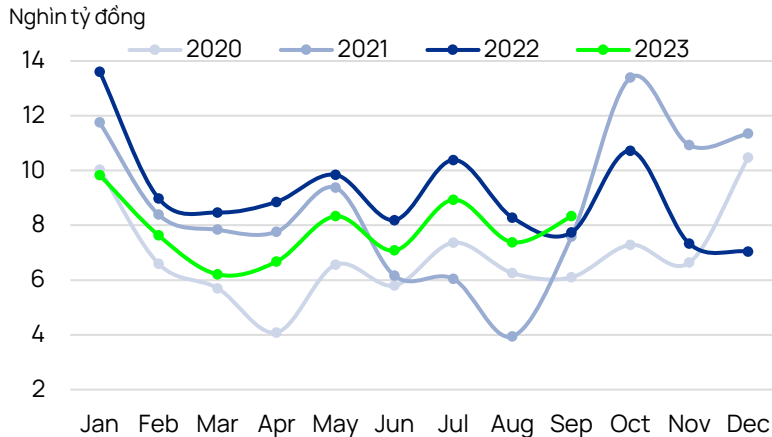
Ngành tiêu dùng: Tổng hợp định giá

Mã	Giá CP, VND	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt x	P/E 2023F x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	EV/EBITDA 2023F x	ROE 2023F	P/B quý gần nhất (x)	Nợ/Vốn CSH quý gần nhất (x)
VEA	34.100	-16%	13%	4%	6,0	7,1	6,3	6,0	4,3	28%	1,8	-60%
TLG	49.150	9%	22%	17%	11,8	10,2	8,4	7,2	4,8	24%	1,8	-13%
FPT	96.300	18%	22%	25%	19,9	21,3	17,5	14,0	8,9	30%	5,2	-27%
SAB	63.500	-19%	2%	9%	19,8	19,7	19,4	17,8	9,6	18%	3,2	-82%
QNS	45.500	59%	-9%	-6%	10,8	6,8	7,4	7,9	5,9	20%	1,8	-50%
MSN ¹	68.900	-82%	128%	97%	120,0	202,1	88,7	45,0	12,2	4%	2,6	203%
MWG	43.200	-89%	395%	72%	90,9	140,7	28,4	16,6	7,0	9%	2,7	-1%
VNM	69.000	4%	11%	5%	19,2	18,2	16,4	15,5	9,0	32%	4,7	-55%
CTR	91.500	15%	18%	27%	21,1	24,4	20,7	16,3	9,2	28%	5,7	-6%
PNJ	86.000	-1%	9%	15%	16,1	16,7	15,3	13,2	10,8	20%	3,0	3%
VHC	62.000	-42%	56%	23%	10,1	9,9	7,1	5,8	5,1	20%	1,7	8%
FRT	105.000	-152%	-170%	262%	N.M.	-72,5	103,4	28,5	23,3	8%	8,0	237%
DGW	55.900	-46%	15%	25%	21,7	24,3	21,2	16,9	17,7	15%	3,5	18%

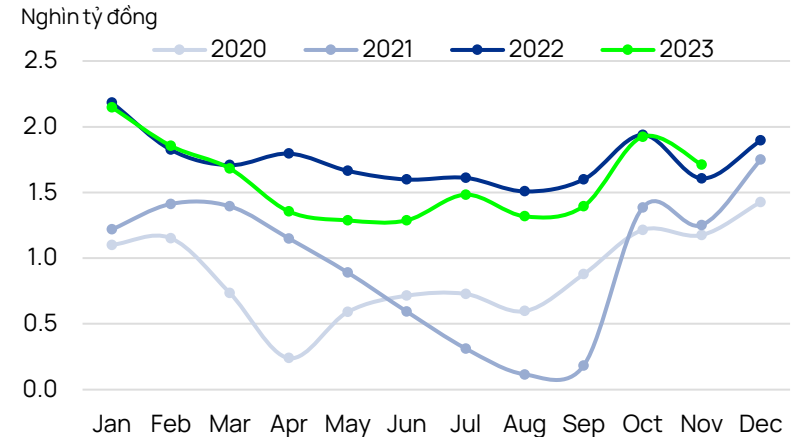
Suy giảm tiêu dùng đã chạm đáy, các tín hiệu ban đầu cho thấy đà phục hồi dần vào năm 2024

Lĩnh vực sản xuất gặp thách thức và hoạt động cho vay bị thắt chặt hơn đã ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu dùng Việt Nam (1)

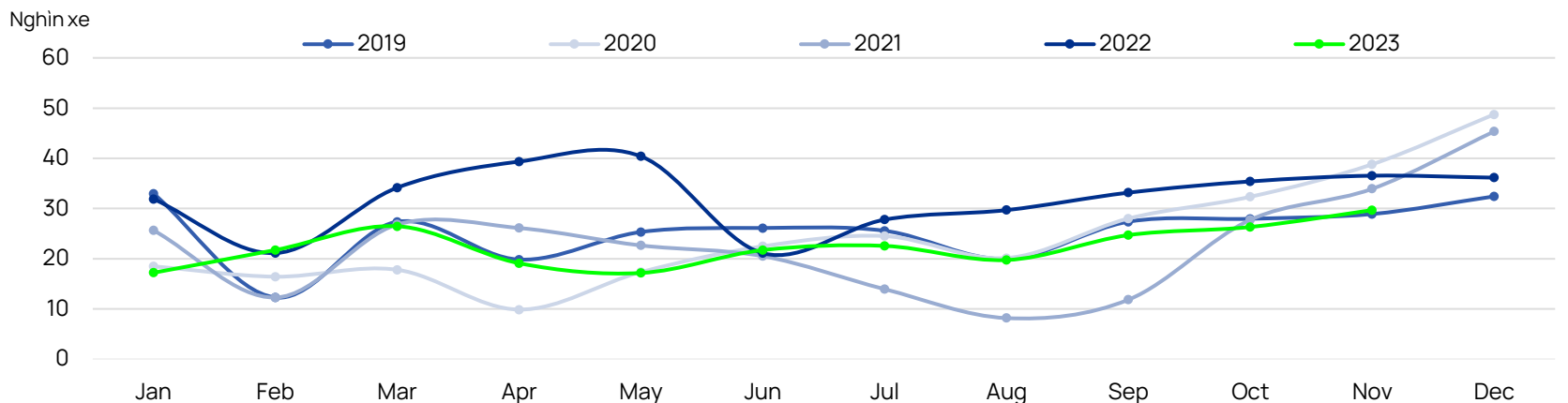
Doanh thu ĐT thông minh hàng tháng của Việt Nam



Doanh thu bán lẻ hàng tháng của PNJ



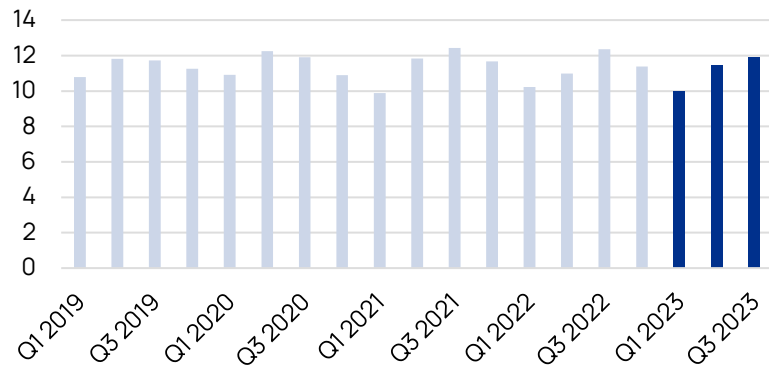
Doanh số bán hàng xe ô tô con hàng tháng của Việt Nam



Lĩnh vực sản xuất gặp thách thức và hoạt động cho vay bị thắt chặt hơn đã ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu dùng Việt Nam (2)

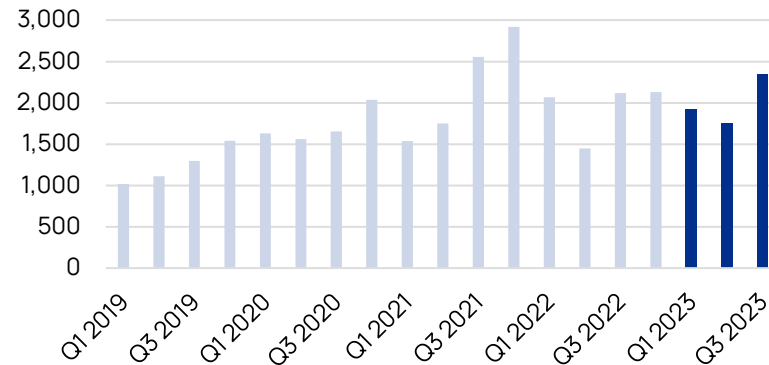
Doanh thu trong nước hàng quý của công ty mẹ VNM¹

Nghìn tỷ đồng



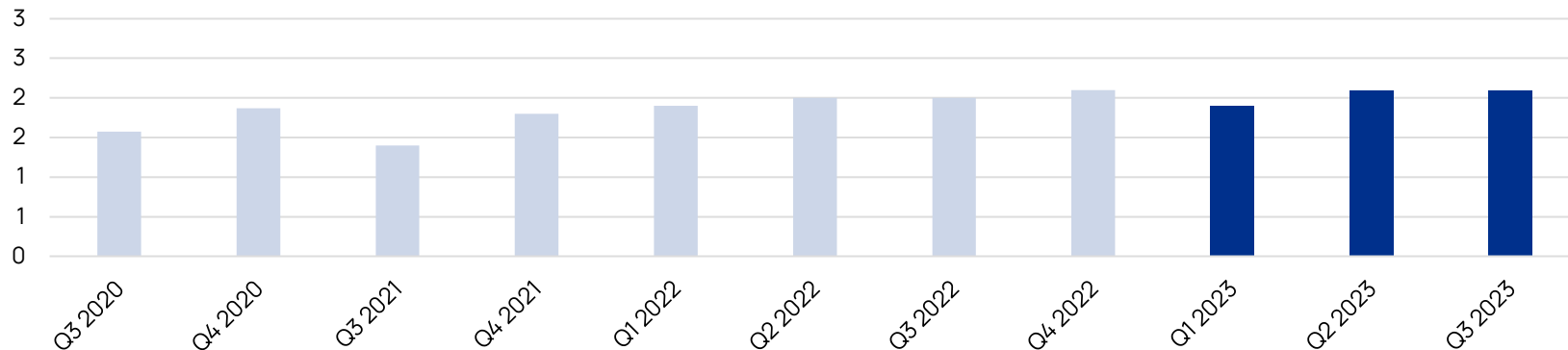
Doanh thu mì ăn liền hàng quý của MSN

Tỷ đồng



Doanh thu dược phẩm hàng quý của Việt Nam

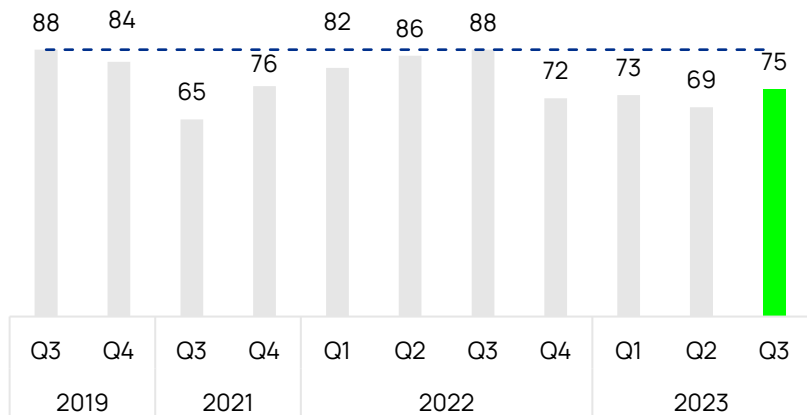
Tỷ USD



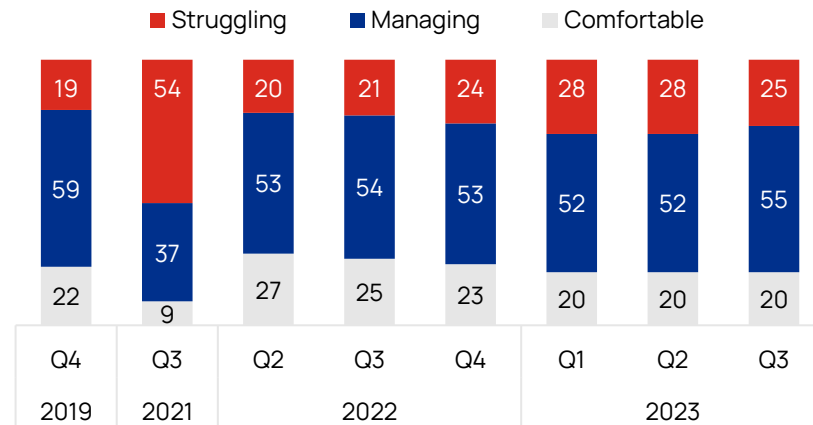
Nguồn: Dữ liệu công ty, IQVIA,¹ Tổng doanh thu sữa đặc, sữa nước, sữa công thức cho trẻ sơ sinh, sữa chua, nước giải khát và các sản phẩm khác, Vietcap 189

Những tín hiệu ban đầu cho thấy đà phục hồi dần vào năm 2024

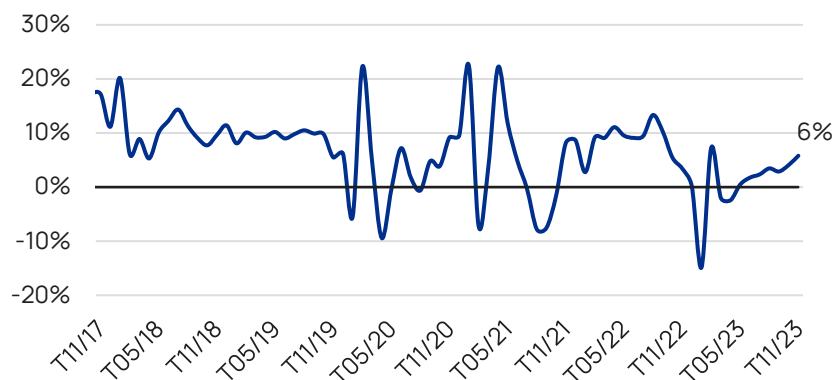
Người tiêu dùng lạc quan hơn về tình hình kinh tế trong 12 tháng tới ¹



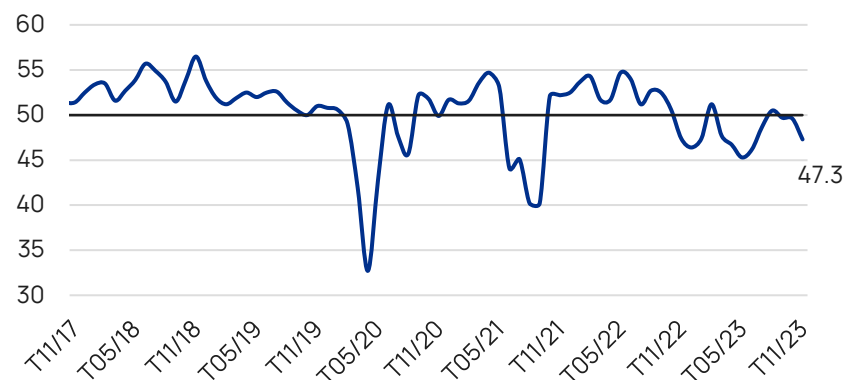
Nhận định của người tiêu dùng về tình hình tài chính ²



Tăng trưởng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 11 đạt mức cao nhất kể từ tháng 2/2023



Chỉ số Nhà quản trị mua hàng Việt Nam (PMI) theo S&P Global tháng 11 giảm xuống mức thấp nhất 5 tháng



Các hỗ trợ của Chính phủ sẽ là nền tảng cho đà phục hồi trong năm 2024

2023

Cắt giảm một số LS điều hành ngày 14/3

Cắt giảm LS điều hành ngày 03/4
(~50 điểm cơ bản)

Cắt giảm LS điều hành ngày 23/5
(~50 điểm cơ bản)

Cắt giảm LS điều hành ngày 16/6
(~25-50 điểm cơ bản)

Cắt giảm thuế giá trị gia tăng (GTGT)

Chính phủ thông qua phương án cắt giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8%, không bao gồm viễn thông, công nghệ thông tin, hoạt động tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, bất động sản, sản xuất kim loại, sản xuất sản phẩm từ kim loại đúc sẵn, ngành khai khoáng (trừ khai thác than), sản xuất than cốc, dầu mỏ tinh chế, sản phẩm hóa chất và hàng hóa, dịch vụ chịu thuế tiêu thụ đặc biệt.

Giảm phí trước bạ ô tô

Chính phủ thông qua phương án giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước

2024

Gia hạn cắt giảm thuế GTGT
Có hiệu lực từ 1/1 đến 30/6/2024

Cải cách tiền lương khu vực công¹
Có hiệu lực từ ngày 1/7/2024

Việc cắt giảm thuế GTGT có thể mang lại lợi ích trực tiếp cho **Bách Hóa Xanh (MWG), MSN (không bao gồm MHT), VNM, QNS và PNJ.**

Nâng cao thu nhập và chất lượng cuộc sống của công chức, tăng năng suất lao động và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

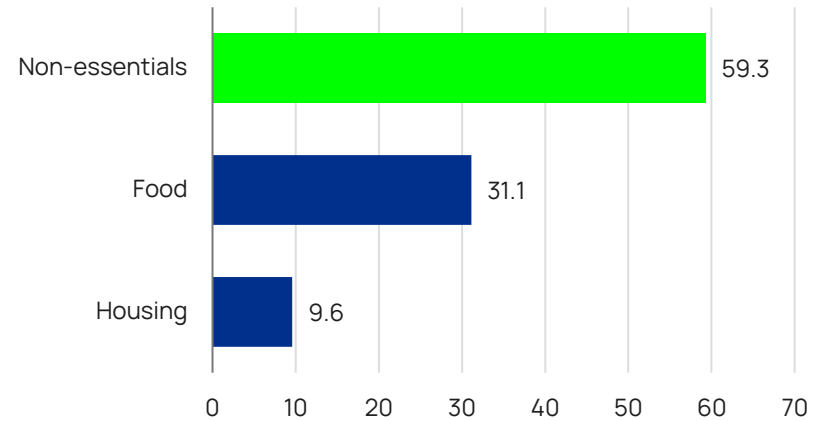
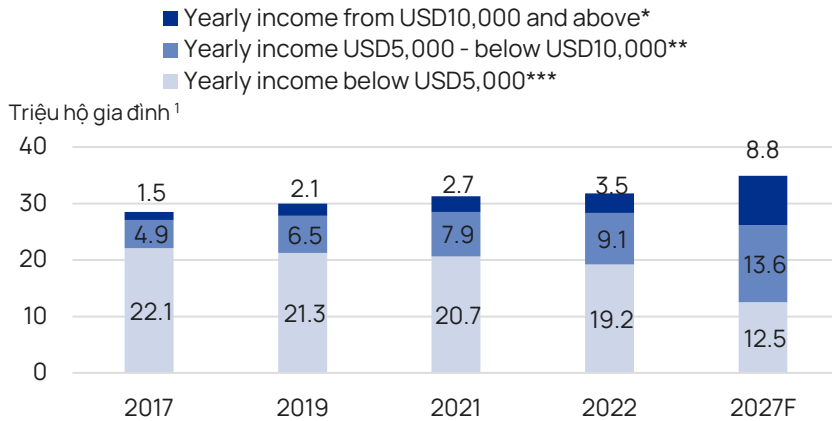
Những yếu tố hỗ trợ đà phục hồi và đà tăng trưởng dài hạn của thương mại hiện đại, chi tiêu không thiết yếu và công nghệ

Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu trong dài hạn vẫn được duy trì

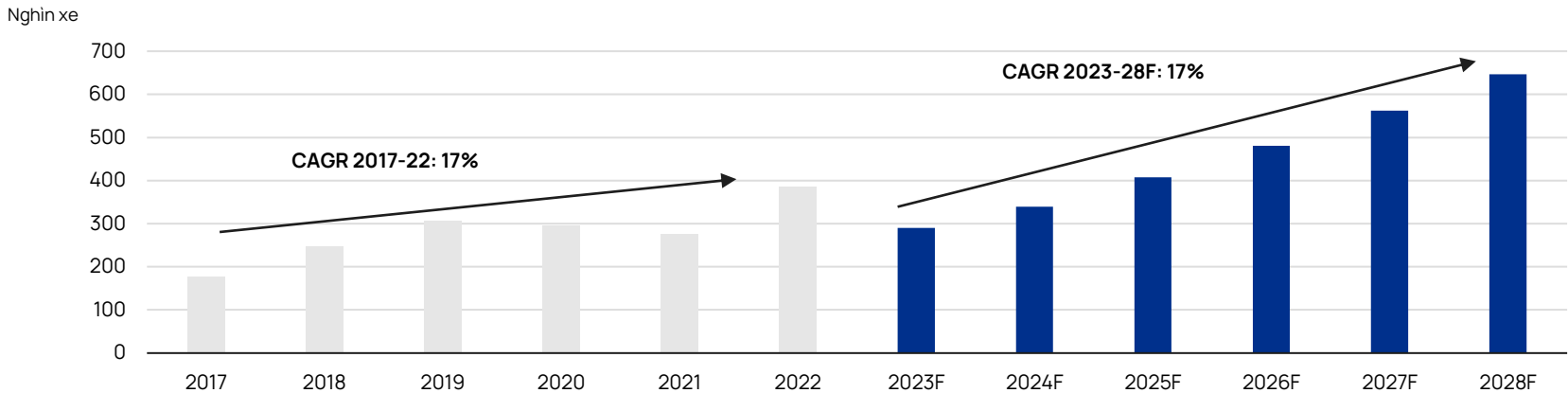
Sự gia tăng của tầng lớp trung lưu dự kiến thúc đẩy đà tăng trưởng của các lĩnh vực tiêu dùng không thiết yếu

Tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam đã tăng gần gấp đôi trong 5 năm qua

Chi tiêu của mỗi hộ gia đình tính theo % tổng chi tiêu của người tiêu dùng vào năm 2022

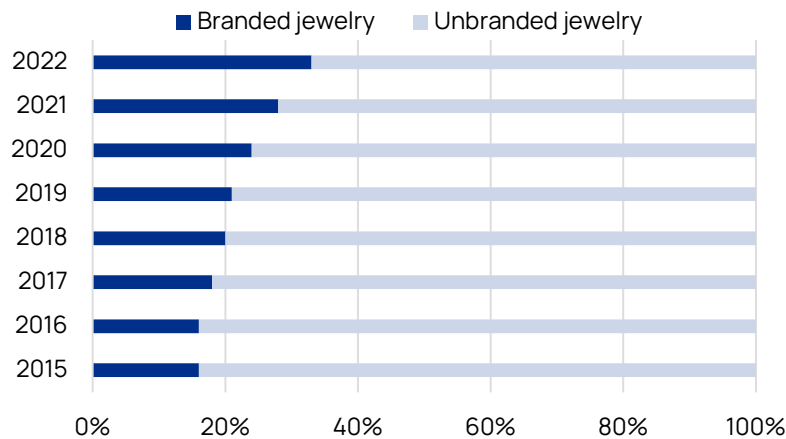


Dự báo doanh số bán lẻ của ngành xe ô tô cỡ nhỏ²

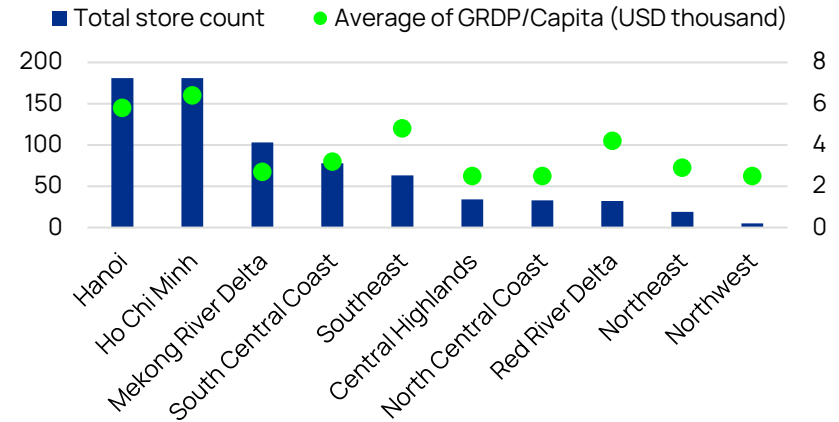


Tầng lớp trung lưu gia tăng ở Việt Nam ngày càng ưa chuộng mua trang sức từ các thương hiệu uy tín

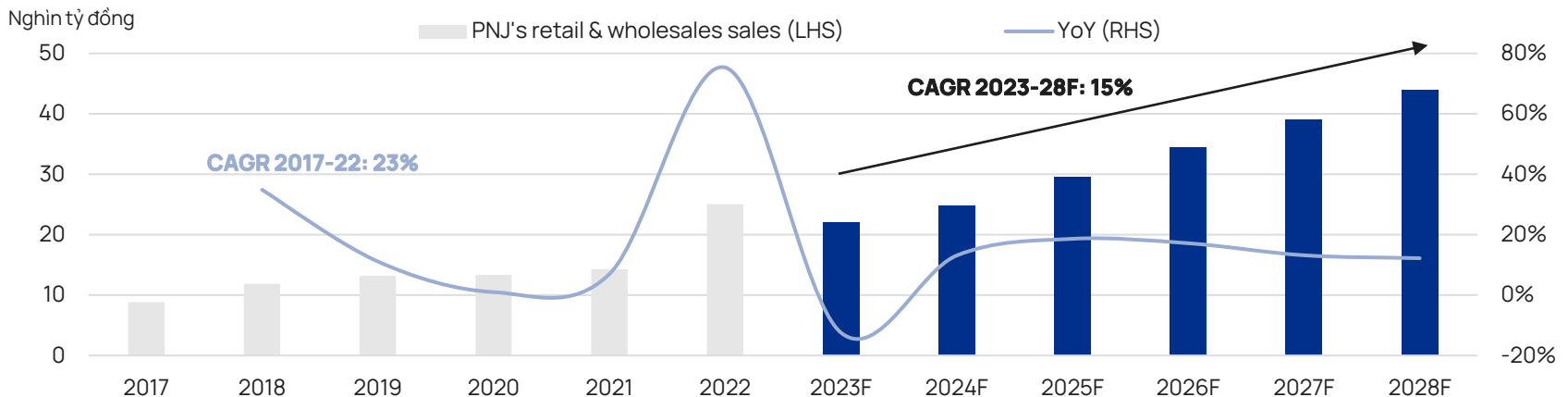
Thị phần trang sức có thương hiệu tăng mạnh



Mức độ phủ sóng của hàng trang sức hiện đại¹ theo khu vực

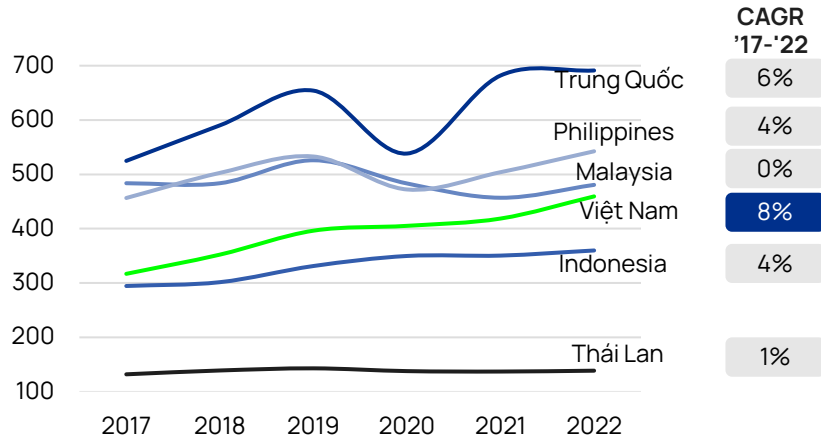


Dự báo doanh thu bán buôn và bán lẻ trang sức của PNJ

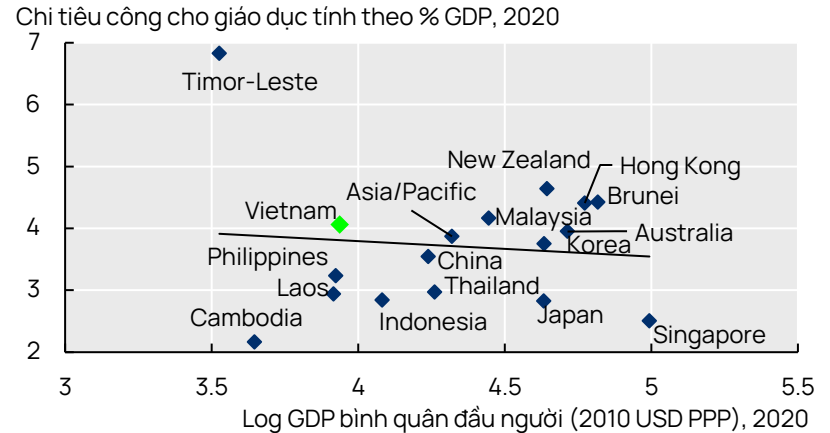


Chi tiêu mạnh cho giáo dục của cả hộ gia đình và Chính phủ dự kiến thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của lĩnh vực đào tạo tư nhân

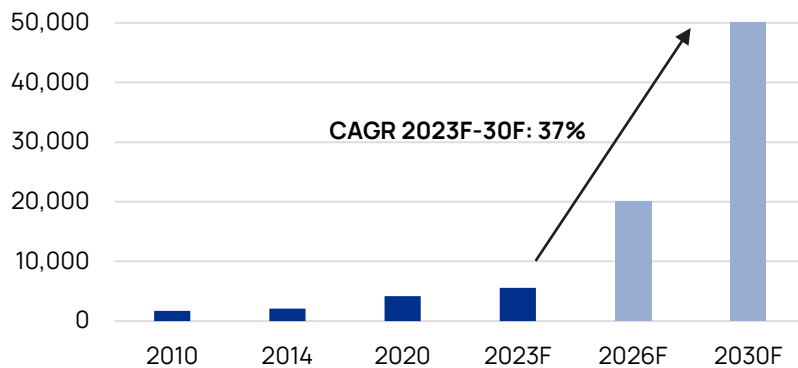
Chi tiêu của người tiêu dùng cho giáo dục mỗi hộ gia đình (USD)



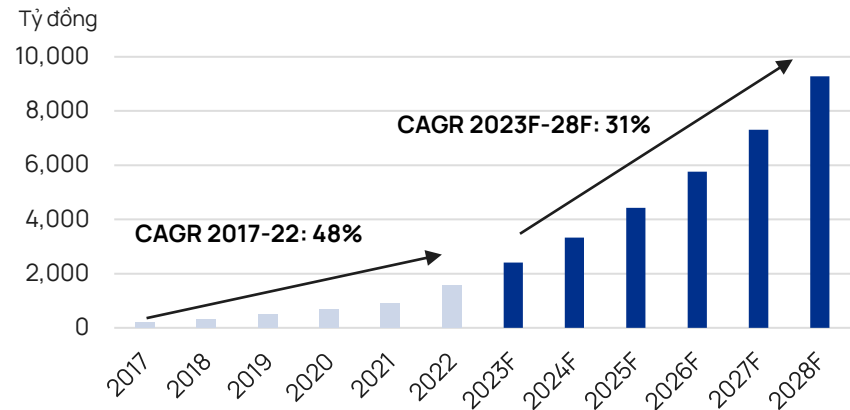
Chi tiêu của Chính phủ cho giáo dục tại một số quốc gia, tính theo % GDP



Số lượng kỹ sư bán dẫn tại Việt Nam, bao gồm cả kế hoạch của Chính phủ 2023-2030



Tăng trưởng LNTT của FPT Education

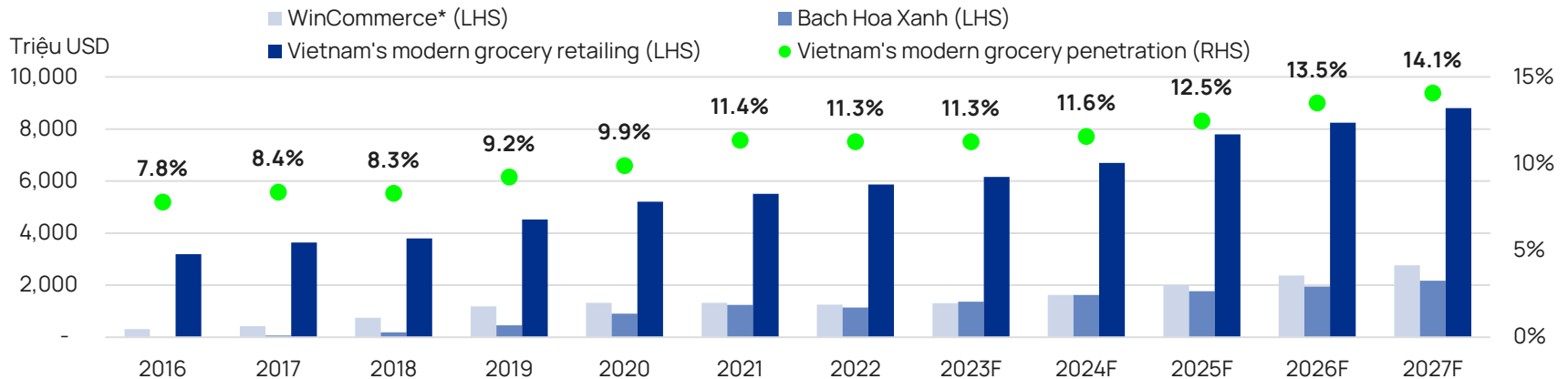


Những yếu tố hỗ trợ đà phục hồi và đà tăng trưởng dài hạn của thương mại hiện đại, chi tiêu không thiết yếu và công nghệ

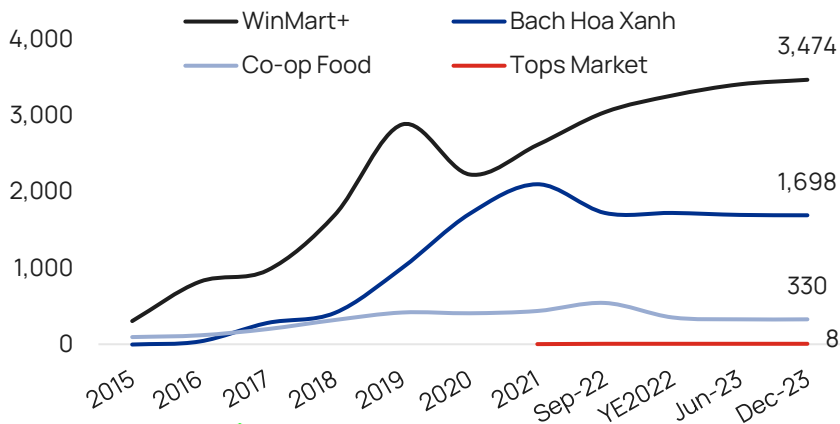
Dự địa tăng trưởng trung hạn của thương mại hiện đại vẫn được duy trì do sự chuyển dịch tất yếu từ thương mại truyền thống sang thương mại hiện đại

Chiến lược mở rộng các cửa hàng minimart một cách thận trọng hơn, tập trung vào việc điều chỉnh hiệu quả hoạt động

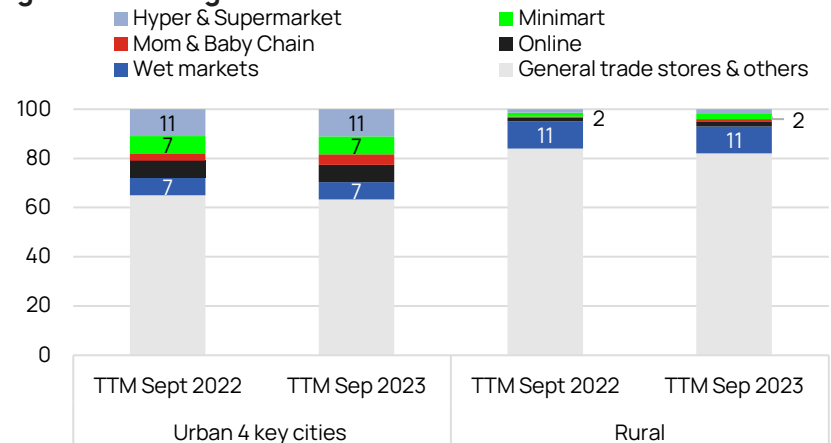
Sự phát triển và thâm nhập của ngành bán lẻ tạp hóa hiện đại ở Việt Nam



WinCommerce và Bách Hóa Xanh tiếp tục giữ vững vị trí dẫn đầu về độ phủ sóng



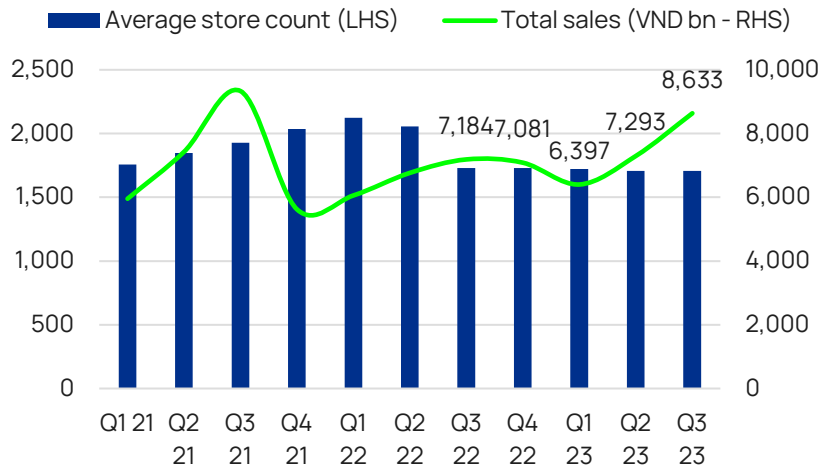
Thị phần của minimart ngày càng tăng trong chi tiêu của người tiêu dùng



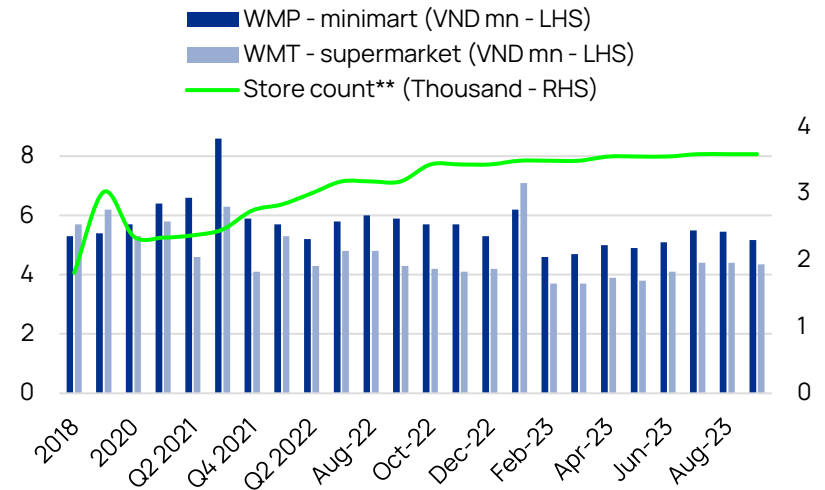
Nguồn: Dữ liệu công ty, Euromonitor, Kantar Worldpanel, Vietcap; * Doanh số của WinMart+ đóng góp 67-68% vào doanh thu của WCM giai đoạn 2021-2022 197

Các công ty kinh doanh minimart hàng đầu đã tiến gần đến mức ghi nhận lợi nhuận sau một thời gian tái cơ cấu

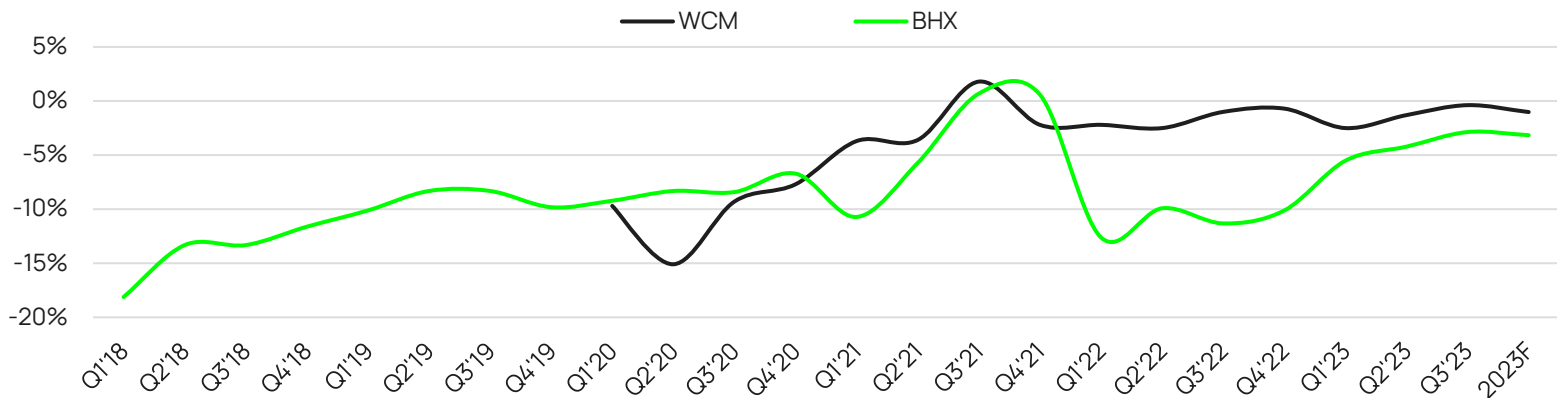
Tổng doanh thu của BHX



Doanh thu trung bình hàng tháng/m2 của WCM theo LFL¹

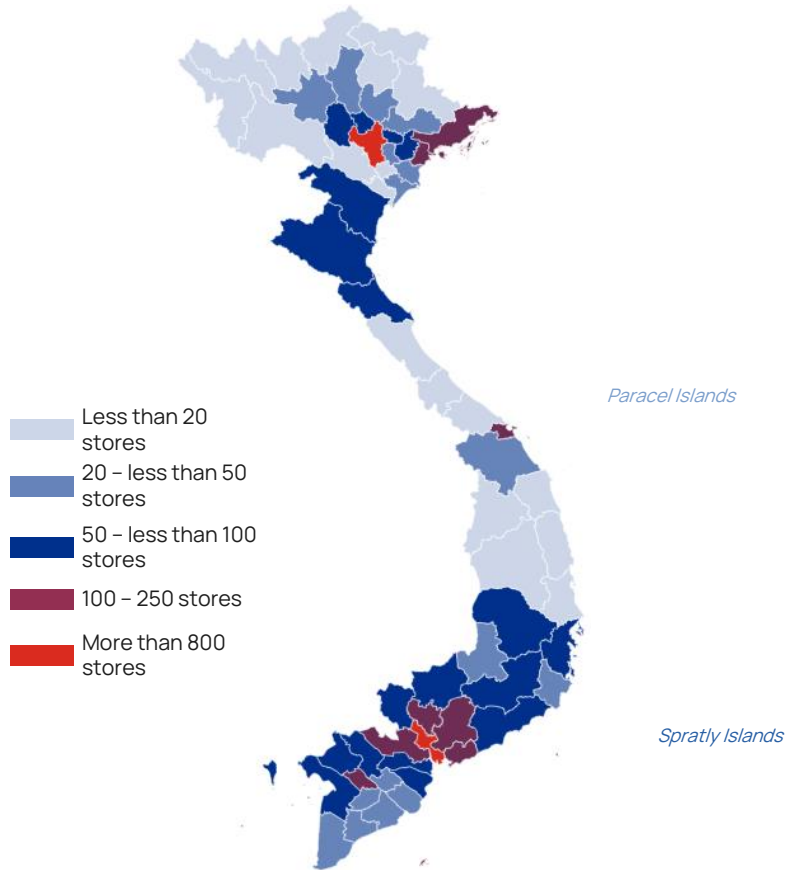


Diễn biến biên LN từ HĐKD của WCM và BHX

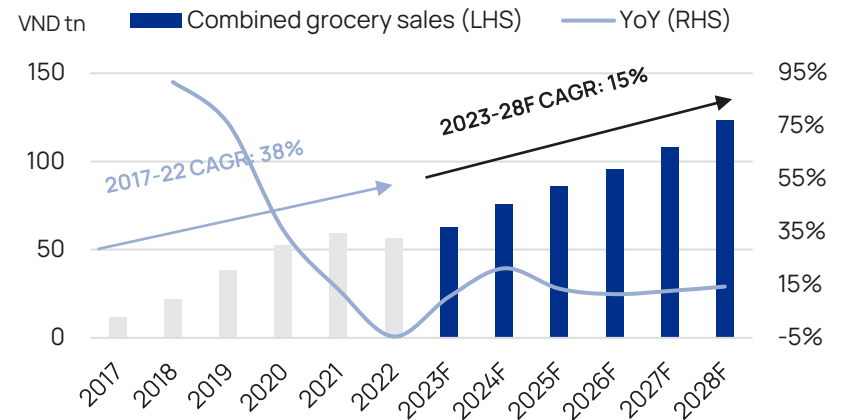


Tăng trưởng được hỗ trợ bởi tốc độ đô thị hóa nhanh, tầng lớp trung lưu tăng và người tiêu dùng ngày càng yêu cầu cao

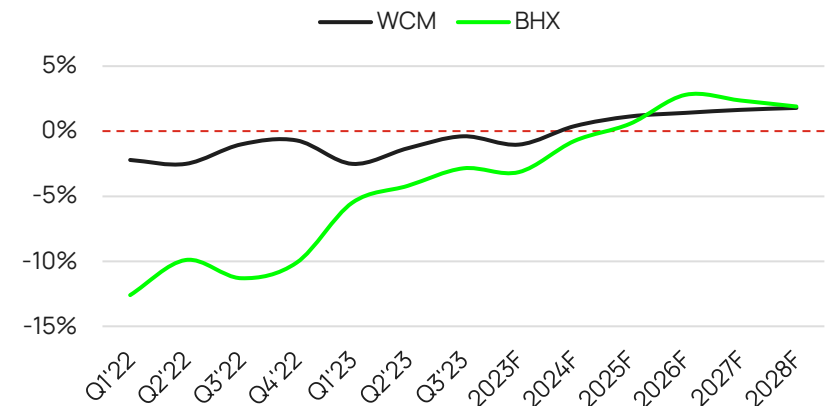
Minimart¹ phủ sóng dày đặc miền Nam; khu vực miền Trung, Đông Bắc và Tây Bắc vẫn chưa được thâm nhập



Tổng doanh số bán hàng tạp hóa và dự báo²

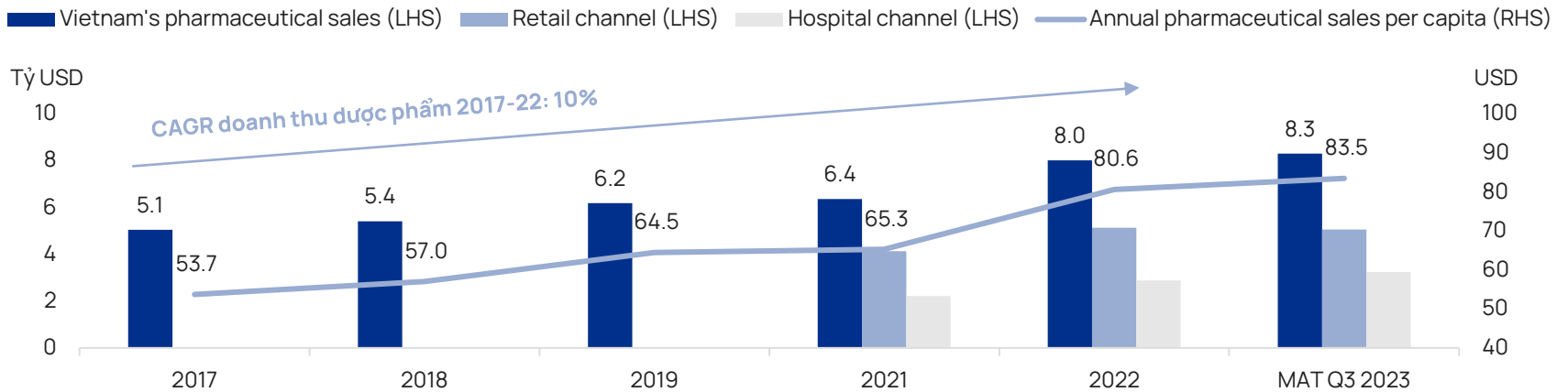


Dự báo biên LN từ HĐKD của WCM và BHX

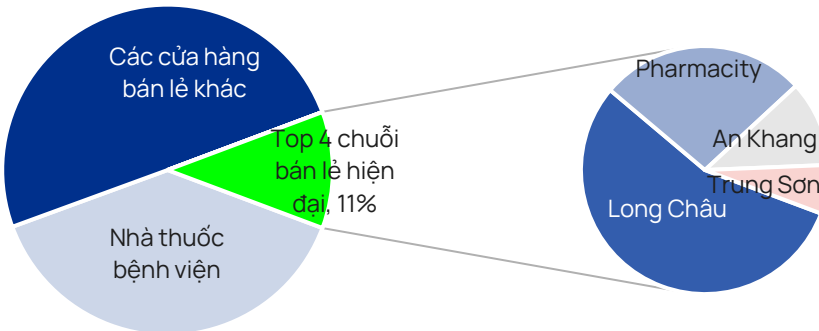


Ngành dược phẩm Việt Nam dự kiến tăng trưởng mạnh & bền vững

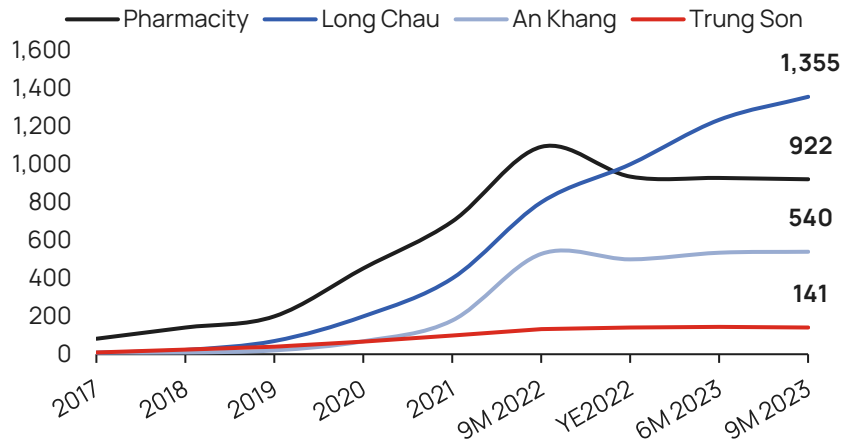
Doanh thu dược phẩm Việt Nam tăng trưởng bình quân 10%/năm trong 5 năm qua



Doanh thu dược phẩm Việt Nam đạt 8 tỷ USD vào năm 2022 và chủ yếu đến từ kênh bán lẻ

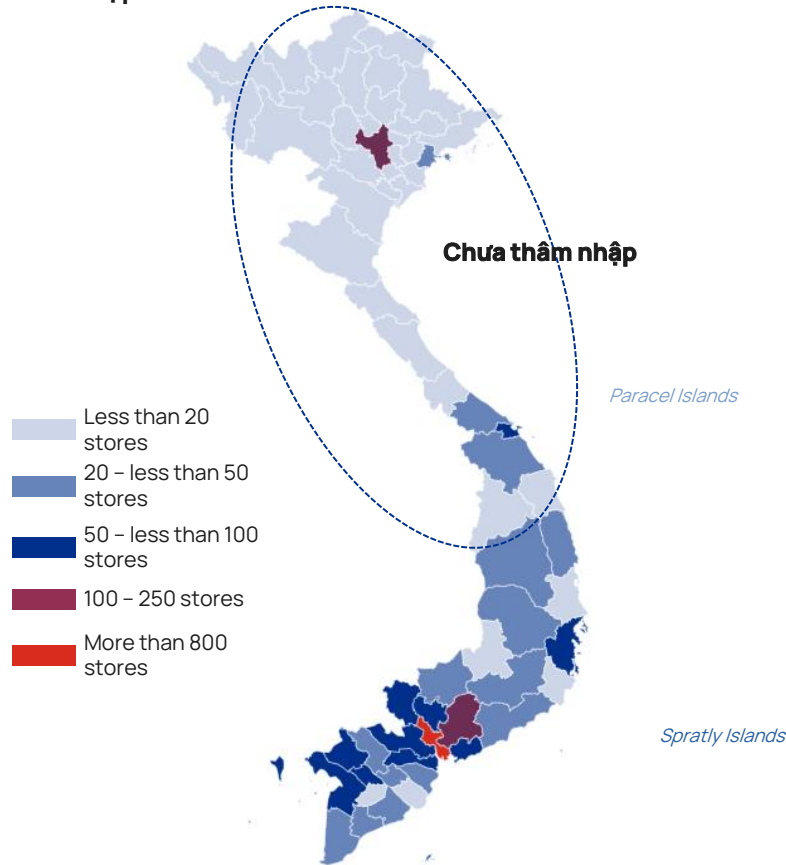


Các chuỗi hiện đại đã tăng cường mở rộng trong 5 năm qua (số lượng cửa hàng)

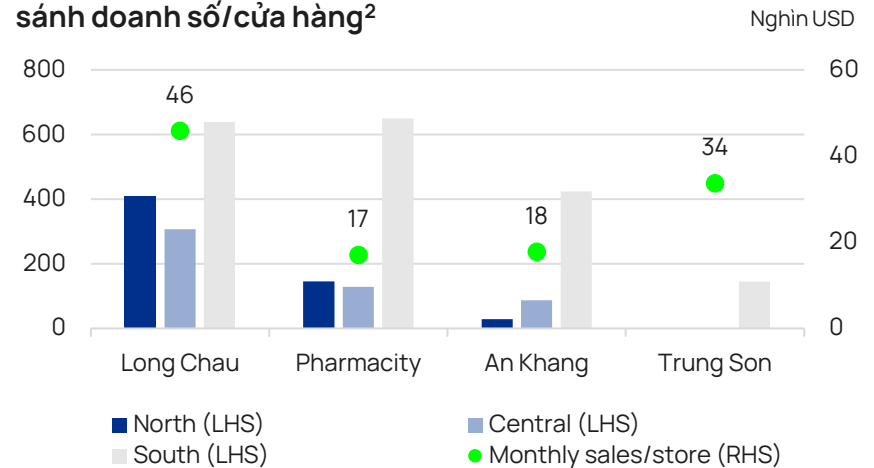


Long Châu (LC) có vị thế vững chắc để trở thành nhà thuốc dẫn đầu dài hạn trong lĩnh vực bán lẻ dược phẩm hiện đại tại Việt Nam

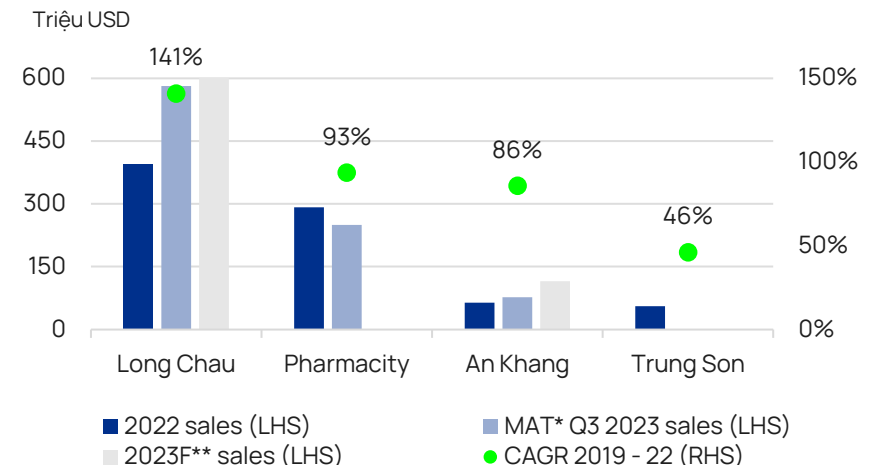
Các hiệu thuốc hiện đại¹ phủ sóng dày đặc khắp miền Nam; khu vực miền Trung và miền Bắc vẫn chưa được thâm nhập nhiều



Số lượng cửa hàng của những nhà thuốc hàng đầu và so sánh doanh số/cửa hàng²



So sánh doanh thu và tăng trưởng của các nhà thuốc hàng đầu

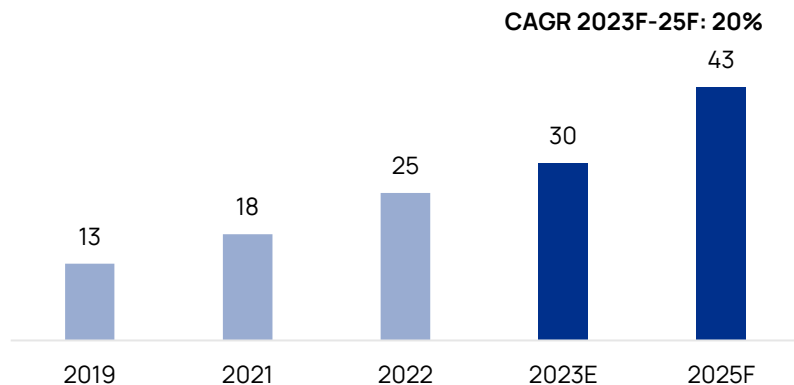


Những yếu tố hỗ trợ đà phục hồi và đà tăng trưởng dài hạn của thương mại hiện đại, chi tiêu không thiết yếu và công nghệ

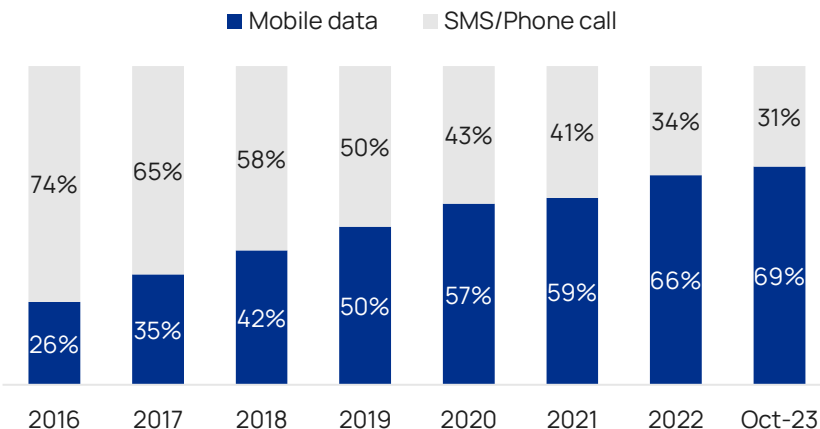
Tăng trưởng nhanh chóng trong việc áp dụng kỹ thuật số sẽ duy trì trong trung hạn

Tiêu dùng phục hồi cùng với sự hỗ trợ của Chính phủ sẽ tạo ra nhu cầu đáng kể về các dịch vụ kỹ thuật số

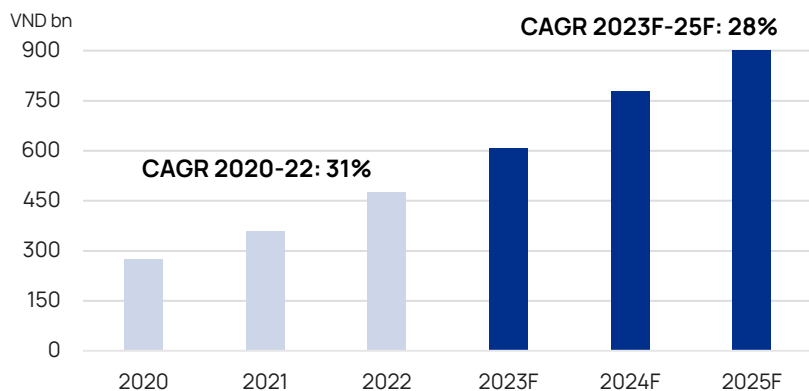
Nền kinh tế số của Việt Nam, tổng giá trị hàng hóa (GMV) (tỷ USD)



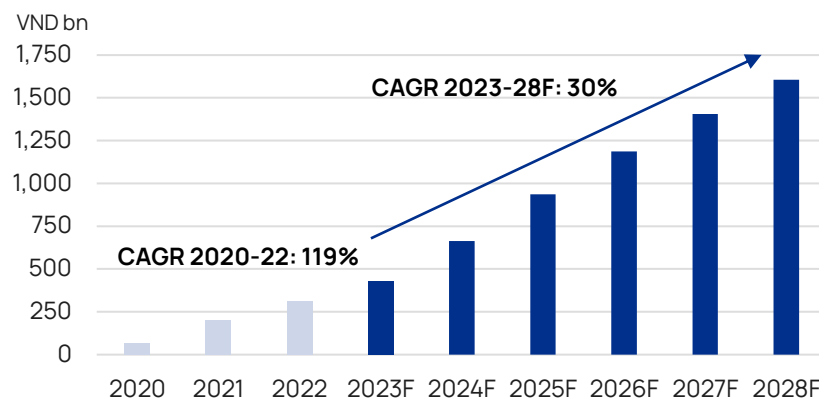
Sự thâm nhập của thuê bao dữ liệu di động tương ứng dự địa sẽ tăng lên sau khi 2G ngừng hoạt động



Tăng trưởng doanh thu trung tâm dữ liệu của FPT nhờ nhu cầu điện toán đám mây mạnh mẽ tại Việt Nam



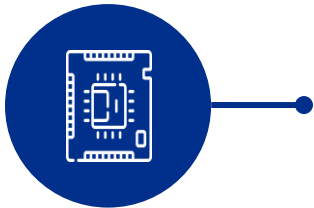
Doanh thu towerco của CTR cho thấy nhu cầu mạnh mẽ về dữ liệu di động của khách hàng tại Việt Nam



Các công ty trong chuỗi giá trị công nghệ dự kiến hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng dài hạn tích cực

Doanh nghiệp niêm yết tham gia chuỗi giá trị công nghệ mới

Phần cứng



DGW, MWG, FRT

Phân phối và bán lẻ các thiết bị tiêu dùng kết nối thông minh và phần cứng CNTT

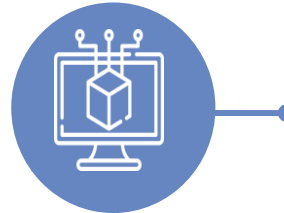
Kết nối



CTR & FPT

Cung cấp hạ tầng kết nối

Dịch vụ



FPT

Tư vấn và triển khai chuyển đổi số cho khách hàng doanh nghiệp

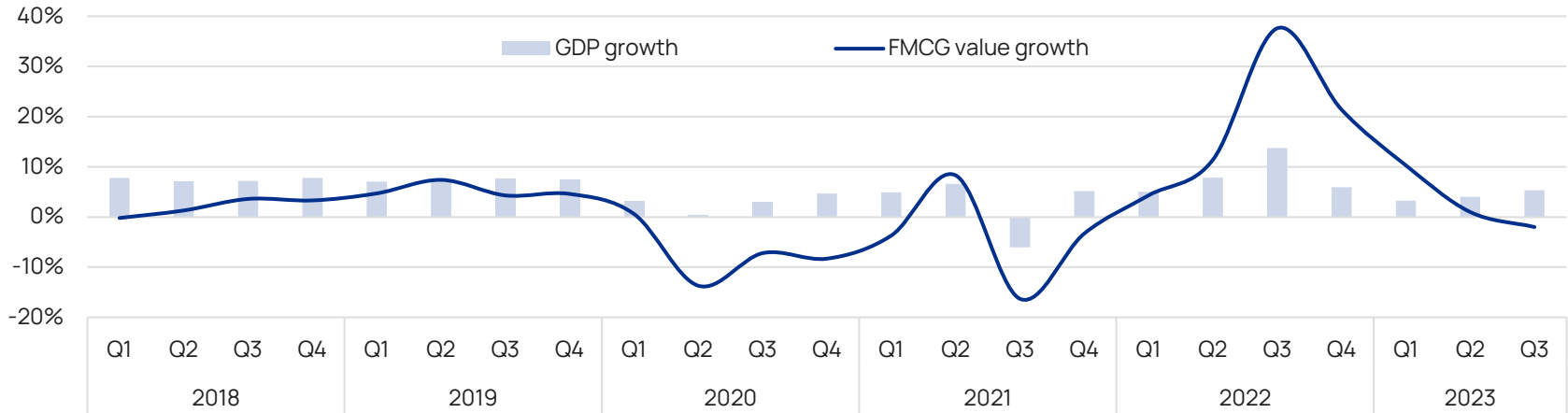
Người dùng cuối



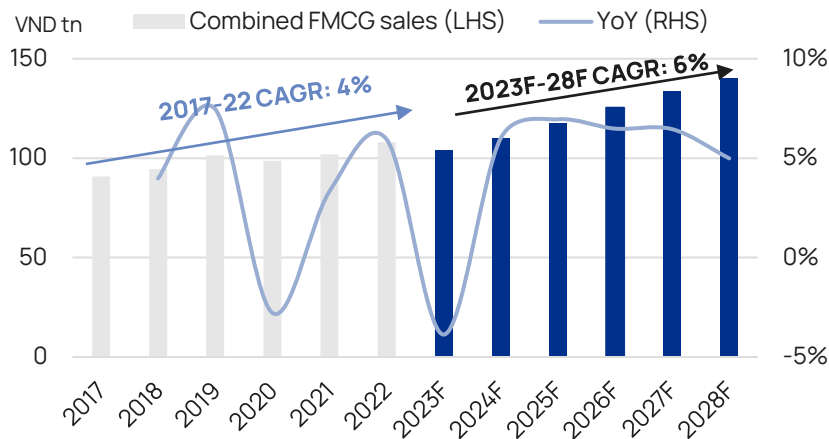
Bối cảnh kinh tế tích cực hơn vào năm 2024 cũng dẫn dắt đà phục hồi dần của ngành bán lẻ FMCG, thiết bị di động & điện máy

Doanh số FMCG trong danh mục chứng tôi theo dõi¹ dự kiến tăng trưởng trung bình 6%/năm trong giai đoạn 2023-28

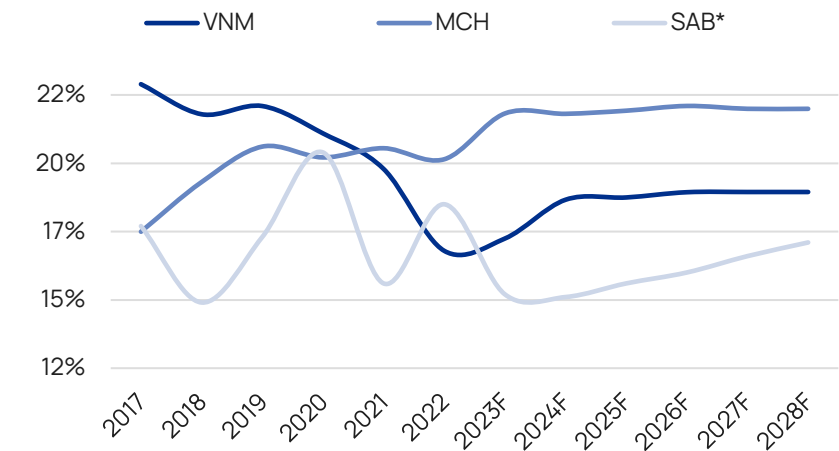
Xu hướng FMCG² và GDP trong lịch sử tương đối phù hợp



Dự báo tổng doanh thu FMCG mà chúng tôi theo dõi¹

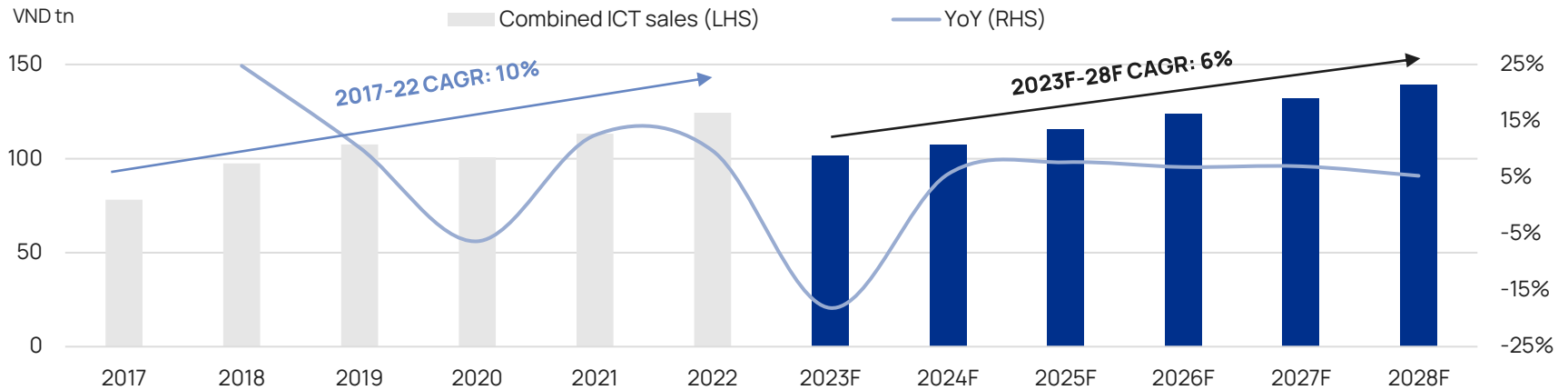


Biên LN từ HĐKD EBIT trong giai đoạn 2023-27F

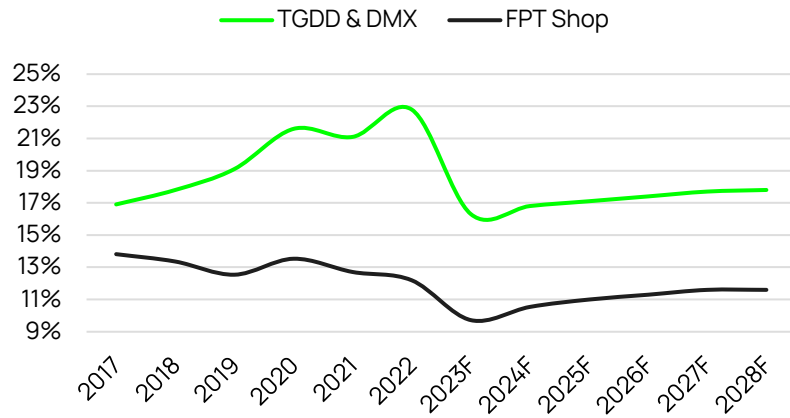


Doanh số bán lẻ ICT thuộc danh mục chúng tôi theo dõi ¹ dự kiến tăng trưởng trung bình 6%/năm trong 2023-28, sau khi giảm 18% vào năm 2023

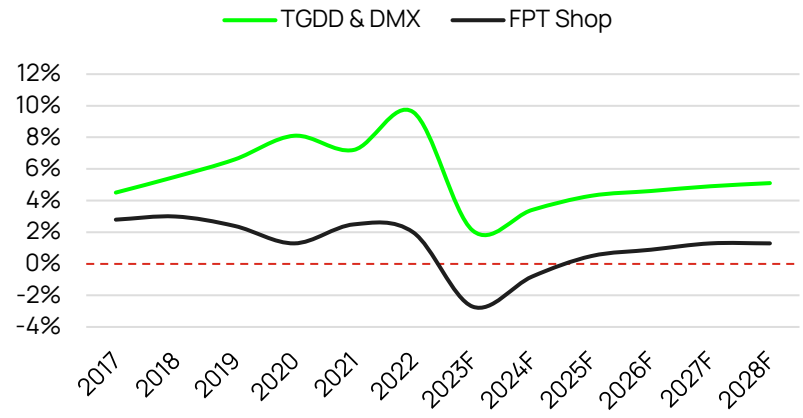
Tổng doanh số ICT và dự báo tăng trưởng của các công ty ICT mà chúng tôi theo dõi ¹



Dự báo biên LN gộp của mảng CNTT & điện máy



Dự báo biên LN từ HĐKD mặt hàng CNTT & điện máy



Giỏ cổ phiếu Tích cực & Phòng thủ Ngành Tiêu dùng

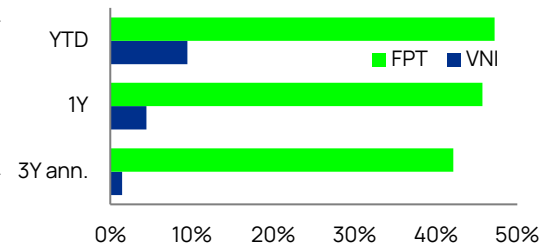
Cổ phiếu	Nhận định
Giỏ tích cực	
FPT	Công ty gia công CNTT ưu việt của Việt Nam với lợi thế chi phí bền vững và năng lực công nghệ cao.
MSN	Hệ sinh thái tiêu dùng mạnh mẽ tập trung vào nhu cầu thiết yếu hàng ngày của người tiêu dùng.
MWG	Công ty nổi bật trong lĩnh vực bán lẻ hiện đại tại Việt Nam, với tốc độ tăng trưởng nhanh chóng trong dài hạn.
PNJ	Công ty trang sức vàng thời trang hàng đầu dựa vào chi tiêu không thiết yếu tăng trưởng nhanh.
VHC	Nhà xuất khẩu phi lê cá tra hàng đầu với tiềm năng lớn từ mảng collagen & gelatin
Giỏ phòng thủ	
SAB	Công ty bia hàng đầu tại Việt Nam với tình hình tài chính vững mạnh và khả năng sinh lời cao.
CTR	Tận dụng mức tiêu thụ dữ liệu di động ngày càng tăng thông qua việc cho thuê cơ sở hạ tầng viễn thông.
VEA	VEA – Tiếp cận với sự tăng trưởng dài hạn của thị trường ô tô và xe máy Việt Nam; lợi suất cổ tức cao.

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

FPT - Nhà cung cấp dịch vụ CNTT hàng đầu Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	94.600 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	44.017	51.981	61.406	72.260
Giá mục tiêu*	125.500 VND	%YoY	23,4%	18,1%	18,1%	17,7%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	5.295	6.298	7.729	9.759
		% YoY	22,2%	19,0%	22,7%	26,3%
TL tăng	+32,7%	EPS	21,3%	18,1%	21,8%	25,3%
Lợi suất cổ tức	2,1%	Biên LN gộp	39,5%	38,8%	39,0%	39,5%
Tổng mức sinh lời	+34,8%	Biên EBITDA	19,5%	20,6%	20,6%	20,6%
		Biên LNNT	17,4%	17,0%	17,8%	18,5%
Ngành	CNTT/Viễn thông	Biên LN ròng	12,0%	12,1%	12,6%	13,5%
GT vốn hóa	116,2 nghìn tỷ đồng	Giá CP/DTHĐ	19,3x	14,0x	11,6x	9,6x
Room KN	12,1 tỷ đồng	EV/EBITDA	13,7x	11,0x	9,3x	7,9x
GTGD/ngày (30n)	331,5 tỷ đồng	P/E	24,7x	20,9x	17,2x	13,7x
Cổ phần Nhà nước	5,8%	P/B	5,7x	4,8x	4,0x	3,3x
SL cổ phiếu lưu hành	1.271 tr	ROE	27,2%	27,4%	28,3%	29,6%
Pha loãng	1.271 tr					

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 31/10/2023



Tổng quan Công ty

FPT là tập đoàn Công nghệ/Viễn thông, nằm trong số 3 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trên thị trường Internet băng thông rộng của Việt Nam và dẫn đầu về dịch vụ công nghệ. Với chiến lược toàn cầu hóa, doanh thu từ thị trường quốc tế của FPT đạt tăng trưởng kép hàng năm lên đến 24% trong 3 năm qua.

FPT có lợi thế cạnh tranh bền vững trong các mảng kinh doanh chính của công ty.

Mảng Dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT đang tận dụng lợi thế về chi phí lao động của Việt Nam và khả năng công nghệ ngày càng tăng cường của công ty trong thực hiện các dự án từ đầu đến cuối (end-to-end; từ tư vấn đến thực hiện) và dịch vụ chuyển đổi số.

Mảng Giáo dục ghi nhận số lượng sinh viên mới tăng mạnh nhờ danh tiếng ngày càng tăng cùng với đó là tăng tiến độ mở rộng cơ sở. Ngoài ra, mảng kinh doanh này còn đóng vai trò là nguồn cung cấp lao động quan trọng cho mảng Dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT.

Mảng Dịch vụ Viễn thông (ví dụ: băng thông rộng cố định và trung tâm dữ liệu) đang trên đà tăng trưởng lợi nhuận vững chắc trong vài năm tới nhờ nhu cầu điện toán đám mây và nội địa hóa dữ liệu ngày càng mạnh.

Chúng tôi dự báo **CAGR EPS 24%** cho FPT trong giai đoạn 2023F-2025F so với **P/E dự phóng các năm 2023F/2024F tại giá mục tiêu của chúng tôi lần lượt là 29 lần/23 lần.**

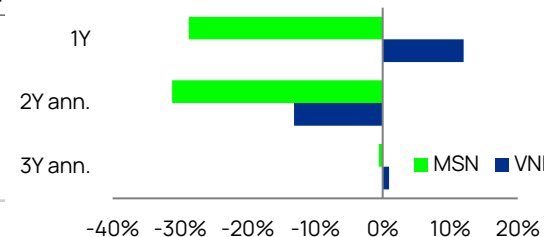
FPT có vị thế tài chính vững mạnh với **tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu là 27%** tính đến cuối quý 3/2023 và chúng tôi dự báo **lợi suất FCF/EV** của công ty sẽ tăng từ **3% vào năm 2022 lên 6% vào năm 2025F.**

Rủi ro: Cạnh tranh từ các công ty viễn thông tích hợp cung cấp cả dịch vụ cố định và di động; suy thoái kinh tế sâu hơn ảnh hưởng chi tiêu mảng dịch vụ CNTT toàn cầu.

MSN – Hưởng lợi chính từ đà tăng trưởng tiêu dùng tại Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá cổ phiếu (29/12)	68.900VND	Doanh thu (tỷ đồng)	76.189	78.377	88.805	98.783	1Y
Giá mục tiêu (TP)*	80.400VND	%YoY	-14,0%	2,9%	13,3%	11,2%	2Y ann.
		LN từ HĐKD	-25,7%	-8,5%	37,1%	17,1%	3Y ann.
		PBT	-55,2%	-50,3%	68,3%	39,1%	
TL tăng	+16,7%	LNST-CHTS ¹ (tỷ đồng)	2.727	486	1.115	2.206	
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS ¹	% YoY -14,4%	-82,3%	128,1%	97,0%	
Tổng mức sinh lời	+16,7%	Biên EBITDA ²	13,3%	13,3%	13,8%	13,7%	
		Biên LN từ HĐKD	6,1%	5,4%	6,6%	6,9%	
Ngành	FMCG & Bán lẻ	Biên LN ròng ¹	3,6%	0,6%	1,3%	2,2%	
GT vốn hóa	97,2 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-9,6%	-2,5%	-0,9%	0,4%	
Room KN	20,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA ²	14,0x	14,0x	12,2x	10,9x	
GTGD/ngày (30n)	311 tỷ đồng	P/E ¹	35,9x	202,3x	88,7x	45,0x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	2,7x	2,5x	2,3x	2,1x	
SL cổ phiếu lưu hành	1.431 tr	ROE ¹	9,2%	1,8%	4,1%	7,6%	
Pha loãng	1.431 tr						

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 22/11/2023
¹ Dựa trên thu nhập cốt lõi không bao gồm thu nhập tài chính một lần; ² EBITDA cốt lõi loại trừ lợi nhuận từ Techcombank (TCB)



Tổng quan Công ty

Tập đoàn Masan chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiêu dùng bao gồm FMCG, bán lẻ và chuỗi giá trị thị. Các mảng kinh doanh khác bao gồm vật liệu từ kim loại và ngân hàng.

Chúng tôi tin rằng MSN là cổ phiếu đại diện cho sự tăng trưởng tiêu dùng ở Việt Nam. MSN sở hữu nhiều mảng kinh doanh tiêu dùng từ sản xuất thực phẩm và đồ uống đến mạng lưới bán lẻ toàn quốc, mỗi mảng đều mạnh và có sự cộng hưởng ý nghĩa với nhau. MSN đã duy trì được thị phần dẫn đầu trong một số danh mục FMCG lớn nhất Việt Nam như mì ăn liền, nước mắm/tương và nước tăng lực trong 5 năm qua. Đây cũng là một trong những công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực bán lẻ bách hóa hiện đại với chuỗi cửa hàng WCM.

Trong ba năm qua, ban lãnh đạo đã định vị MSN rõ ràng hơn là một công ty tiêu dùng, với việc tăng quyền sở hữu và đầu tư vào các hoạt động kinh doanh liên quan đến mảng tiêu dùng cũng như thoái vốn khỏi hoạt động kinh doanh thức ăn chăn nuôi không cốt lõi. Công ty hiện đang đặt mục tiêu giảm tỷ lệ sở hữu trong một hoạt động kinh doanh không cốt lõi khác là Masan High-Tech Materials (MHT). Đây là hoạt động mà chúng tôi coi là yếu tố hỗ trợ tăng đáng kể cho giá trị doanh nghiệp MSN.

Nhờ sự phục hồi tiêu dùng vào năm 2024 cũng như tiềm năng tăng trưởng tiêu dùng dài hạn, chúng tôi dự báo **CAGR LN từ HĐKD của MSN là 23% vào năm 2023F-26F** được thúc đẩy bởi (1) **CAGR LN HĐKD 17% mảng bán lẻ tiêu dùng** (tức là tổng LN HĐKD của MCH, WCM, PL và MML) và (2) **CAGR LN HĐKD 20% tại MHT** như nền kinh tế toàn cầu phục hồi. Chúng tôi dự báo MCH sẽ đạt **CAGR doanh thu 16%** và **CAGR LNST sau lợi ích CHTS 15%** trong năm 2023-26. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng chuỗi cửa hàng WCM sẽ đóng góp 150 tỷ đồng LN HĐKD cho MSN trong năm 2024F và 7-9% tổng LN HĐKD của MSN trong năm 2025-26.

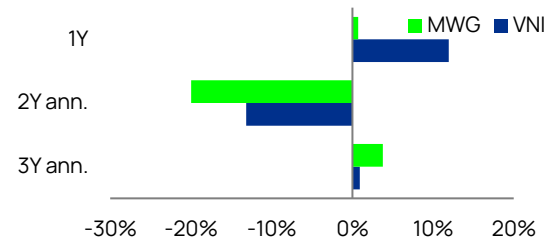
Yếu tố hỗ trợ: Các thỏa thuận chiến lược để tăng tính thanh khoản và giảm tỷ lệ đòn bẩy sau đó; giảm tỷ lệ sở hữu tại MHT.

Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Tiêu dùng Việt phục hồi yếu hơn dự kiến; cải thiện lợi nhuận kém hơn dự kiến tại WCM và Phúc Long; lợi nhuận biến động tại MHT

MWG – Nhà bán lẻ hiện đại nổi bật, phủ sóng toàn quốc

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	43.200VND	Doanh thu (tỷ đồng)	133.405	119.575	131.152	142.804
Giá mục tiêu (TP)*	50.000VND	%YoY	8,5%	-10,4%	9,7%	8,9%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	4.100	449	2.223	3.817
		% YoY	-16,3%	-89,1%	395,4%	71,7%
TL tăng	+15,7%	EPS	-17,4%	-89,1%	395,4%	71,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	23,1%	18,8%	19,5%	19,9%
Tổng mức sinh lời	+15,7%	Biên EBITDA	7,1%	2,9%	4,2%	5,2%
		Biên LN từ HDKD	5,0%	0,4%	1,9%	3,0%
Ngành	Bán lẻ	Biên LN ròng	3,1%	0,4%	1,7%	2,7%
GT vốn hóa	63,2 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	3,5%	3,3%	2,0%	0,5%
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	4,1x	11,0x	7,0x	5,2x
GTGD/ngày (30n)	439,8 tỷ đồng	P/E	15,4x	140,9x	28,4x	16,6x
Cổ phần Nhà nước	0%	P/B	2,6x	2,7x	2,4x	2,1x
SL cổ phiếu lưu hành	1.463 tr	ROE	18,5%	1,9%	9,0%	13,7%
Pha loãng	1.463 tr					

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 17/11/2023



Tổng quan Công ty

MWG sở hữu chuỗi bán lẻ ĐTDĐ và điện máy hàng đầu tại Việt Nam với thị phần năm 2022 lần lượt là 60% và 50%. MWG cũng vận hành một trong những chuỗi bách hoá bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam.

MWG là công ty hàng đầu trong lĩnh vực bán lẻ hiện đại của Việt Nam. Mức độ phủ sóng của MWG mang lại cho công ty lợi thế đáng kể trong việc phát triển các mảng kinh doanh hiện tại và tiềm năng mở rộng sang các mảng bán lẻ khác. Chúng tôi tin rằng MWG đang trong vị trí thuận lợi để **hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng đối với kênh bán lẻ tạp hóa hiện đại từ những người tiêu dùng ngày càng quan tâm chất lượng, điều này mang lại cơ hội tăng trưởng dài hạn cho công ty.**

Chuỗi cửa hàng bách hóa BHX đã xây dựng và củng cố vững chắc cơ sở khách hàng và mạng lưới nhà cung cấp nhờ hoạt động lâu năm trên thị trường. Dựa trên xu hướng dài hạn của tốc độ đô thị hóa ngày càng tăng và thu nhập phát triển ở Việt Nam, chúng tôi dự đoán BHX sẽ đạt (1) SSSG ở mức 6-7% trong trung hạn từ 2025F-28F, cùng với (2) mở rộng 100 – 300 cửa hàng mỗi năm trong 2025F-28F, nhờ đó cải thiện biên lợi nhuận gộp thêm 80-100 bps/năm do quy mô lớn hơn.

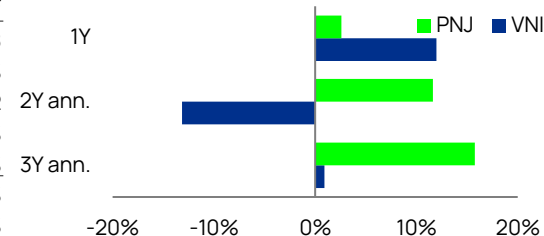
Chúng tôi kì vọng BHX sẽ là động lực tăng trưởng mới của MWG – đóng góp 6% vào lợi nhuận ròng của MWG trong năm 2025 và ~20% trong năm 2026-28, nhờ đó thúc đẩy CAGR EPS giai đoạn 2023-28 là 68% cho MWG. MWG đang giao dịch ở mức **P/E 2025F/26F là 16x/11x**, mức mà chúng tôi cho rằng khá hấp dẫn so với dự đoán của chúng tôi về khả năng phục hồi mạnh mẽ về thu nhập.

Yếu tố hỗ trợ: Tiêu dùng ICT phục hồi sớm hơn dự kiến; các diễn biến tại BHX có thể mở khóa giá trị vốn chủ sở hữu của BHX.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Sự phục hồi tiêu thụ ICT yếu hơn dự kiến; doanh thu/cửa hàng và lợi nhuận tại BHX cải thiện chậm hơn dự kiến.

PNJ – Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trang sức thời trang Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá cổ phiếu (29/12)	86.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	33.876	32.025	35.361	40.488	1Y
Giá mục tiêu (TP)*	92.200 VND	%YoY	73,3%	-5,5%	10,4%	14,5%	2Y ann.
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.811	1.800	2.007	2.312	3Y ann.
		% YoY	76,0%	-0,6%	11,5%	15,2%	
TL tăng	+7,2%	EPS	64,1%	-1,2%	9,3%	15,2%	
Lợi suất cổ tức	2,3%	Biên LN gộp	17,5%	18,4%	19,2%	20,4%	
Tổng mức sinh lời	+9,5%	Biên EBITDA	7,4%	7,5%	7,4%	7,4%	
		Biên LN từ HDKD	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	
		Biên LN ròng	5,3%	5,6%	5,7%	5,7%	
Ngành	Trang sức	DTTD/doanh thu	0,2%	8,7%	4,4%	3,7%	
GT vốn hóa	29,2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	15,7x	16,5x	15,0x	13,1x	
Room KN	0 tỷ đồng	P/E	16,5x	16,7x	15,3x	13,2x	
GTGD/ngày (30n)	138,5 tỷ đồng	P/B	3,3x	2,9x	2,6x	2,3x	
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	24,8%	19,7%	19,7%	20,2%	
SL cổ phiếu lưu hành	323,5 tr						
Pha loãng	328,1 tr						



Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 400 cửa hàng tính đến cuối năm 2023.

Là công ty trang sức vàng thời trang giữ vị thế thống trị tại Việt Nam, PNJ đang được hưởng lợi từ sự tăng trưởng nhanh chóng của chi tiêu không thiết yếu tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng tệp khách hàng trung lưu ổn định của PNJ – cùng với năng lực sản xuất và marketing vượt trội cũng như mạng lưới cửa hàng rộng khắp – sẽ giúp công ty dẫn đầu sự phát triển trong ngành trang sức thời trang Việt Nam.

PNJ đã vượt qua các đối thủ về mặt mở rộng cửa hàng và tăng trưởng cơ sở khách hàng bất chấp những khó khăn trong ngành bán lẻ những năm gần đây. Theo nghiên cứu của chúng tôi, PNJ đã mở mới 48 cửa hàng vàng trong năm 2023, vượt trội so với các đối thủ DOJI và SJC, mỗi hãng đã đóng cửa 6 cửa hàng trong 9T 2023. Bên cạnh đó, PNJ đã tăng lượng khách hàng tích lũy lên mức trung bình tính đến tháng 9/2023, đây là một kết quả đáng chú ý. Những diễn biến này sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của PNJ khi mức tiêu dùng của tầng lớp trung lưu phục hồi.

Trong trung và dài hạn, chúng tôi dự phóng tầng lớp trung lưu gia tăng của Việt Nam sẽ ngày càng ưa chuộng mua trang sức từ các thương hiệu uy tín thay vì mua từ các cửa hàng nhỏ lẻ không có thương hiệu, vốn vẫn chiếm 67% thị trường trang sức Việt Nam vào năm 2022 (so với 82% vào năm 2017) theo Euromonitor. Do đó, chúng tôi dự báo CAGR doanh thu bán lẻ là 18% trong giai đoạn 2023-26F, tương ứng với dự báo CAGR EPS 2023-26F của chúng tôi là 13%.

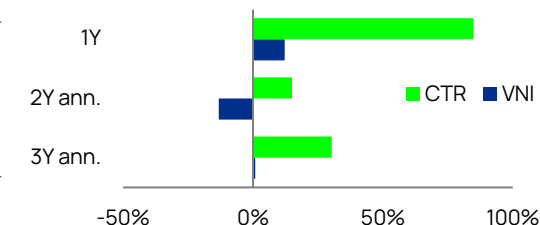
Định giá: Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng các năm 2024/2025 của PNJ lần lượt là 15x/13x, nhìn chung phù hợp với trung vị P/E trượt trung bình 5 năm của một số công ty cùng ngành là 16 lần.

Rủi ro/Yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu trang sức và mở rộng cửa hàng yếu/mạnh hơn dự kiến; lợi nhuận bán lẻ cải thiện yếu hơn/mạnh hơn dự kiến.

CTR – Mạng kinh doanh mới nổi Towerco tận dụng mức tiêu thụ dữ liệu bùng nổ của Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	91.500VND	Doanh thu (tỷ đồng)	9.370	10.959	12.556	14.679
Giá mục tiêu (TP)*	101.700VND	%YoY	25,8%	17,0%	14,6%	16,9%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	443	511	604	766
		% YoY	18,0%	15,3%	18,3%	26,8%
TL tăng	+11,1%	EPS	18,0%	15,3%	18,3%	26,8%
Lợi suất cổ tức	1,2%	Biên LN gộp	7,9%	7,9%	8,2%	8,7%
Tổng mức sinh lời	+12,3%	Biên LN từ HĐKD	5,9%	5,8%	6,2%	6,7%
		Biên EBITDA	8,1%	8,1%	8,9%	9,6%
		Biên LN ròng	4,7%	4,7%	4,8%	5,2%
Ngành	Hạ tầng viễn thông	EV/EBITDA	13,6x	11,6x	9,2x	7,4x
GT vốn hóa	10 nghìn tỷ đồng	P/E	28,2x	24,4x	20,7x	16,3x
Room KN	3,9 nghìn tỷ đồng	P/B	6,4x	5,4x	4,5x	3,7x
GTGD/ngày (30n)	46,2 tỷ đồng	ROE	30,2%	28,7%	28,4%	29,9%
Cổ phần Nhà nước	65,7%	ROA	8,9%	7,8%	7,7%	8,2%
SL cổ phiếu lưu hành	114,4 tr					
Pha loãng	114,4 tr					

** Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 21/11/2023



Tổng quan Công ty

Viettel Construction là công ty con của Tập đoàn Viettel – công ty viễn thông số 1 Việt Nam. CTR là công ty cho thuê hạ tầng viễn thông lớn nhất Việt Nam.

CTR là nhà thầu và nhà vận hành cơ sở hạ tầng viễn thông hàng đầu Việt Nam, tự hào về khả năng cạnh tranh về chi phí đồng thời tận dụng hoạt động kinh doanh của công ty mẹ – công ty viễn thông số 1 Việt Nam Viettel. Chúng tôi tin rằng CTR sẽ tận dụng mức tiêu thụ dữ liệu di động ngày càng tăng của Việt Nam - đặc biệt là thông qua hoạt động kinh doanh cho thuê cơ sở hạ tầng (towerco) đang phát triển nhanh chóng.

Mảng towerco – qua đó CTR xây dựng các trạm viễn thông và cho các nhà khai thác mạng di động (MNO) thuê – ghi nhận doanh thu cốt lõi có biên lợi nhuận cao (ước tính biên EBITDA đạt 60% trở lên), tiềm năng tăng trưởng nhanh nhờ xu hướng thuê ngoài và chia sẻ cơ sở hạ tầng giữa các MNO.

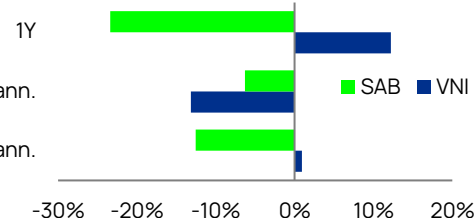
Chúng tôi dự kiến CAGR EBITDA đạt 19% cho giai đoạn 2023-2028 - dẫn dắt bởi CAGR đạt 31% của mảng towerco - vì chúng tôi dự kiến CTR sẽ mở rộng số lượng trạm viễn thông của công ty từ 4.268 vào cuối năm 2022 lên 20.786 vào cuối năm 2028.

Định giá: Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng EV/EBITDA dự phóng các năm 2024-2025 lần lượt là 10,3 lần/8,2 lần, mà chúng tôi cho là hợp lý dựa theo triển vọng tăng trưởng EBITDA tích cực của CTR được dẫn dắt bởi mảng towerco.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Tăng trưởng tiêu thụ dữ liệu di động chậm; Viettel ưu tiên sở hữu trạm viễn thông thay vì thuê ngoài từ CTR; các công ty viễn thông không sẵn sàng chia sẻ trạm viễn thông.

SAB – Doanh nghiệp bia dẫn đầu với lợi nhuận dần cải thiện

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá cổ phiếu (29/12)	63.500VND	Doanh thu (tỷ đồng)	34.979	30.299	32.006	34.088	1Y
Giá mục tiêu (TP)*	78.000VND	%YoY	32,6%	-13,4%	5,6%	6,5%	2Y ann.
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	5.224	4.216	4.281	4.665	3Y ann.
		% YoY	42,1%	-19,3%	1,6%	9,0%	
TL tăng	+22,8%	EPS	50,4%	-19,3%	1,6%	9,0%	
Lợi suất cổ tức	5,5%	Biên LN góp	30,8%	30,4%	30,5%	31,0%	
Tổng mức sinh lời	+28,3%	Biên LN từ HĐKD	15,7%	13,1%	12,9%	13,4%	
		Biên EBITDA	17,4%	16,9%	19,8%	20,0%	
		Biên LN ròng	14,9%	13,9%	13,4%	13,7%	
Ngành	Bia	EV/EBITDA	9,6x	11,4x	9,2x	8,6x	Tổng quan Công ty
GT vốn hóa	80,2 nghìn tỷ đồng	P/E**	15,9x	19,7x	19,4x	17,8x	Sabeco là công ty bia lớn nhất Việt Nam. Công ty có 26 nhà máy bia trên cả nước, tổng công suất trên 2 tỷ lít/năm.
Room KN	31,6 nghìn tỷ đồng	P/B	3,5x	3,4x	3,3x	3,3x	
GTGD/ngày (30n)	46,2 tỷ đồng	ROE	23,6%	17,9%	17,7%	19,1%	
Cổ phần Nhà nước	36,0%	ROA	16,9%	12,9%	12,8%	13,5%	
SL cổ phiếu lưu hành	1.282,6 tr						
Pha loãng	1.282,6 tr						



Tổng quan Công ty

Sabeco là công ty bia lớn nhất Việt Nam. Công ty có 26 nhà máy bia trên cả nước, tổng công suất trên 2 tỷ lít/năm.

SAB là một lựa chọn phòng thủ hấp dẫn nhờ vị thế tài chính và dòng tiền vững chắc.

SAB có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu tiêu thụ bia ngày càng tăng của Việt Nam nhờ vào lợi thế thương hiệu và mạng lưới phân phối rộng khắp. Điều này là nhờ (1) nhu cầu phục hồi sau những khó khăn của nền kinh tế và (2) nhân khẩu học thuận lợi lâu dài với dân số trẻ ở độ tuổi uống rượu. Về khả năng sinh lời, chúng tôi kỳ vọng SAB vẫn còn dư địa để mở rộng biên lợi nhuận nhờ (1) tối ưu hóa chi phí sản xuất, (2) giảm chi phí đầu vào do cơ sở cao vào năm 2023 và (2) chiến lược tiếp thị hiệu quả hơn.

Trong tương lai, **chúng tôi kỳ vọng rằng tăng trưởng thu nhập dài hạn của SAB có thể được thúc đẩy nhờ mức cơ sở thấp của thị trường phổ thông cao cấp** dựa trên đà tăng trưởng mạnh của tầng lớp trung lưu tại Việt Nam. Hiện tại, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng EPS của SAB ở mức CAGR 7% trong giai đoạn 2023-28.

Trong bối cảnh thuận lợi trên, chúng tôi cho rằng **định giá hiện tại của SAB là hấp dẫn với P/E trượt dự phóng là 19,3 lần so với P/E trung bình 5 năm của công ty là 27,8 lần**. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng các năm 2024/2025 lần lượt là 24 lần/22 lần so với trung vị P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 34 lần.

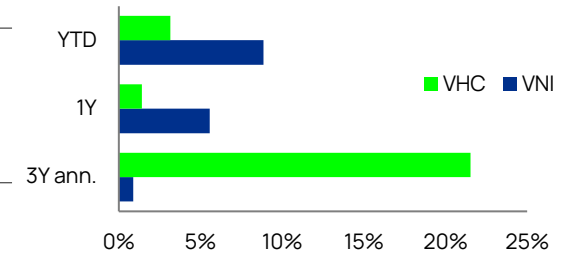
SAB sẽ duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt là 35% (3.500 đồng/cổ phiếu) tương ứng lợi suất cổ tức là 5,6% dựa theo giá đóng cửa gần nhất.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Mất thị phần vào tay đối thủ chính; chi tiêu tiếp thị mạnh hơn dự kiến do cạnh tranh gay gắt.

VHC – Nhà xuất khẩu phi lê cá tra hàng đầu với tiềm năng lớn từ mảng collagen & gelatin

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F
Giá CP(29/12)	62.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	13.231	10.720	12.968
Giá mục tiêu*	65.700 VND	% YoY	46,1%	-19,0%	21,0%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.975	1.157	1.803
		% YoY	79,7%	-41,4%	55,8%
TL tăng	+5,9%	EPS % YoY	86,5%	-41,7%	53,0%
Lợi suất cổ tức	3,2%	Biên LN gộp	22,5%	15,7%	19,1%
Tổng mức sinh lời	+9,1%	Biên EBITDA	17,0%	11,0%	14,4%
		Biên LN từ HĐKD	19,5%	15,3%	18,4%
Ngành	Nông nghiệp	Biên LN ròng	14,9%	10,8%	13,9%
GT vốn hóa	14,2 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	8,2x	26,3x	4,6x
Room KN	9,7 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	5,4x	8,5x	5,8x
GTGD/ngày (30n)	80,2 tỷ đồng	P/E	6,7x	11,5x	7,5x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,7x	1,6x	1,4x
SL CP lưu hành	224,5 mn	ROE	29,1%	14,3%	19,5%
Pha loãng	224,5 mn				

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 28/11/2023



Tổng quan Công ty

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên nuôi trồng thủy sản, collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 44% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2022.

VHC là công ty hàng đầu trong ngành xuất khẩu cá tra gần như độc quyền của Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, thị phần toàn cầu của VHC đạt khoảng 18% vào năm 2022. VHC cũng sở hữu mảng kinh doanh collagen và gelatin (C&G) đang phát triển nhanh với biên LN cao, chủ yếu phục vụ ngành dược phẩm, mỹ phẩm và thực phẩm, mang lại sự ổn định hơn cho HĐKD chung của VHC.

Trong mảng phi lê cá, VHC có thành tích lâu dài về chất lượng sản phẩm, khả năng truy xuất nguồn gốc và tuân thủ quy định, thể hiện qua thị phần sản lượng chiếm ưu thế tại Mỹ vào năm 2022 (trên 40%, theo ước tính của chúng tôi). Trong khi đó, VHC có lợi thế khi tận dụng các phụ phẩm từ chế biến cá tra để sản xuất C&G (chi phí thấp và kiểm soát chất lượng tốt hơn) nhằm đáp ứng nhu cầu đang tăng nhanh. Chúng tôi tin tưởng vào sự tăng trưởng mạnh trong dài hạn của công ty nhờ (1) mảng phi lê đông lạnh phục hồi sau những khó khăn kinh tế ngắn hạn và (2) sự tăng trưởng bền vững của mảng C&G có biên LN cao của VHC.

Định giá: Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2023/2024 của VHC ở mức 12,9x/8,3x so với P/E cốt lõi trung bình 3 năm là 10,0x và tốc độ tăng trưởng kép EPS giai đoạn 2023-2025 dự kiến của chúng tôi đạt 37%, mức mà chúng tôi cho là hợp lý do HĐKD mảng C&G đang phát triển, sẽ có mức giá và biên lợi nhuận cao hơn so với HĐKD phi lê cá truyền thống của VHC.

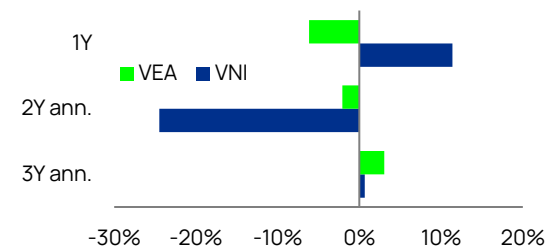
Yếu tố hỗ trợ: Giá phi lê cá phục hồi mạnh hơn dự kiến.

Rủi ro: Tiêu thụ dịch vụ thực phẩm toàn cầu thấp hơn dự kiến; doanh số C&G thấp hơn dự kiến.

VEA – Tiếp cận với sự tăng trưởng dài hạn của thị trường ô tô và xe máy Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	33.800VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.747	4.035	4.318	4.620
Giá mục tiêu (TP)*	42.600VND	%YoY	18,1%	-15,0%	7,0%	7,0%
		CTLK (tỷ đồng)	6.985	5.472	6.126	6.632
		% YoY	34,9%	-21,7%	12,0%	8,3%
TL tăng	+26,3%	EPS	32,0%	-15,6%	12,7%	4,4%
Lợi suất cổ tức	+12,4%	Biên LN gộp	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Tổng mức sinh lời	+38,7%	Biên LN từ HĐKD	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
		Biên LNTT	165,2%	167,6%	176,0%	170,6%
Ngành	Ô tô	Biên LN ròng	160,1%	159,8%	167,8%	163,8%
GT vốn hóa	43,7 nghìn tỷ đồng	Giá CP/DT trước HĐQT	7,4x	3,3x	6,2x	5,6x
Room KN	20,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	4,2x	4,7x	3,2x	3,2x
GTGD/ngày (30n)	12,2 tỷ đồng	P/E	6,0x	7,1x	6,3x	6,0x
Cổ phần Nhà nước	88,5%	P/B	1,8x	1,7x	1,8x	1,7x
SL cổ phiếu lưu hành	1.329 tr	ROE	31,4%	25,4%	28,4%	29,6%
Pha loãng	1.329 tr					

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 09/11/2023



Tổng quan công ty

VEAM Corp là một doanh nghiệp nhà nước chuyên sản xuất máy móc nông nghiệp. Tuy nhiên, phần lớn lợi nhuận đến từ các công ty liên kết dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất xe máy và ô tô tại Việt Nam, bao gồm Honda Việt Nam, Toyota Việt Nam và Ford Việt Nam.

VEA tiếp xúc lớn với thị trường ô tô và xe máy đang phát triển nhanh của Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, VEA nắm giữ 20%-30% cổ phần của Honda, Toyota và Ford Việt Nam, tổng cộng chiếm 43% thị phần trên thị trường xe ô tô con (PC) và 82% thị phần trên thị trường xe máy trong 9T 2023.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số của cả ngành ô tô và xe máy sẽ có triển vọng tăng trưởng dài hạn khả quan và đạt CAGR tương ứng là 18% và 6% trong giai đoạn 2023-2028 do chúng tôi cho rằng sự phục hồi trong chi tiêu của người tiêu dùng trong giai đoạn 2024-2025 sẽ hỗ trợ cho sự tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn của ngành ô tô Việt Nam.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2023/2024 của VEA là 8,9x/7,6x – thấp hơn so với P/E trượt trung bình 5 năm là 9,9x. Lợi suất cổ tức năm 2023 của VEA (sẽ được trả vào năm 2024) có vẻ hấp dẫn ở mức 18%.

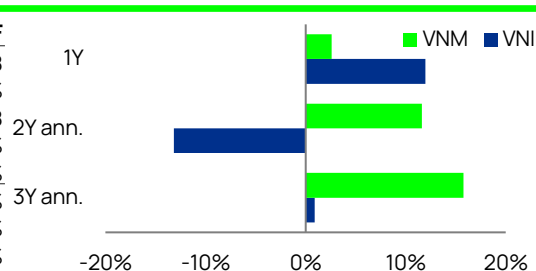
Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Cạnh tranh gay gắt trên thị trường ô tô; niềm tin của người tiêu dùng yếu hơn kỳ vọng.

Cổ phiếu khác

VNM – Doanh nghiệp thống lĩnh thị trường sữa Việt Nam

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá cổ phiếu (29/12)	69.000VND	Doanh thu (tỷ đồng)	59.956	60.231	63.393	66.998	1Y
Giá mục tiêu (TP)*	76.100VND	%YoY	-1,6%	0,5%	5,3%	5,7%	
		LNST-CBTS (tỷ đồng)	8.516	8.898	9.872	10.408	2Y ann.
		% YoY	-19,1%	4,5%	10,9%	5,4%	
TL tăng	+10,3%	EPS % YoY	-19,6%	4,5%	10,9%	5,4%	3Y ann.
Lợi suất cổ tức	4,9%	Biên LN gộp	39,9%	41,0%	42,5%	42,6%	
Tổng mức sinh lời	+15,2%	Biên EBITDA	20,2%	21,1%	22,5%	22,5%	
		Biên LN từ HĐKD	16,3%	16,7%	18,2%	18,3%	
		Biên LN ròng	14,2%	14,8%	15,6%	15,5%	
Ngành	Sữa	DTTD/doanh thu	14%	14%	15%	14%	Tổng quan công ty
GT vốn hóa	145,8 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	10,1x	10,1x	9,0x	8,5x	VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam và chiếm 41% thị phần giá trị vào năm 2022. Với hơn 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã tạo dựng được thương hiệu nổi bật cho danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác.
Room KN	65,6 nghìn tỷ đồng	P/E	19,0x	18,2x	16,4x	15,5x	
GTGD/ngày (30n)	201,7 tỷ đồng	P/B	4,4x	4,3x	4,1x	4,0x	
Cổ phần Nhà nước	36,0%	ROE	27,1%	29,4%	31,7%	32,5%	
SL cổ phiếu lưu hành	2.090,0 tr						
Pha loãng	2.090,0 tr						

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 24/11/2023



Tổng quan công ty

VNM là công ty sữa lớn nhất Việt Nam và chiếm 41% thị phần giá trị vào năm 2022. Với hơn 40 năm kinh nghiệm, Vinamilk đã tạo dựng được thương hiệu nổi bật cho danh mục sản phẩm bao gồm sữa nước, sữa bột, sữa chua, sữa đặc và các loại đồ uống khác.

VNM duy trì vị thế dẫn đầu trong ngành công nghiệp sữa ở Việt Nam.

Chúng tôi đánh giá cao khả năng sinh lời vượt trội, bảng cân đối kế toán ổn định và dòng tiền mạnh của VNM. Chúng tôi kỳ vọng VNM sẽ đạt CAGR doanh thu 6% và CAGR EPS 8% trong giai đoạn 2023-2026 nhờ (1) thu nhập khả dụng tại Việt Nam tăng khi thị trường lao động phục hồi và (2) biên lợi nhuận gộp được cải thiện trong bối cảnh giá sữa giảm. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng phải đến khi VNM giành lại thành công thị phần và nâng cao giá trị thương hiệu thì định giá cổ phiếu mới được đánh giá lại.

Định giá: Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2024/2025 của VNM lần lượt đạt 18x/17x, so với P/E trượt trung bình 5 năm là 20x và PER trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 23x.

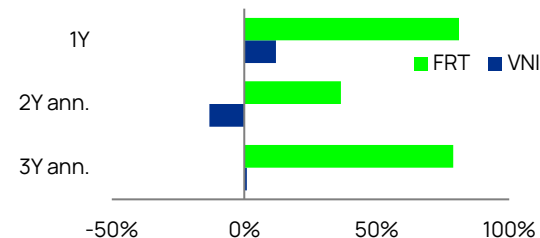
Yếu tố hỗ trợ: Tái định vị thương hiệu thành công giúp nâng cao giá trị thương hiệu và tăng thị phần các mảng kinh doanh; thay đổi tích cực về cơ cấu sản phẩm.

Rủi ro: Tái định vị thương hiệu không hiệu quả; biến động chi phí đầu vào tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận; thay đổi bất lợi trong cơ cấu sản phẩm.

FRT – Mạng nhà thuốc là động lực tăng trưởng mới

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	105.000VND	Doanh thu (tỷ đồng)	30.166	32.119	39.027	44.793
Giá mục tiêu (TP)*	112.700VND	%YoY	34,1%	6,5%	21,5%	14,8%
		LNST-CĐT\$ (tỷ đồng)	390	-210	133	502
		% YoY	-12,0%	-153,7%	N.M.	277,3%
TL tăng	+7,3%	EPS	-11,7%	-152,0%	N.M.	262,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	15,6%	15,9%	17,5%	18,7%
Tổng mức sinh lời	+7,3%	Biên EBITDA	2,2%	0,6%	1,9%	2,8%
		Biên LN từ HĐKD	1,8%	0,0%	1,2%	2,1%
Ngành	Bán lẻ	Biên LN ròng	1,3%	-0,7%	0,3%	1,1%
GT vốn hóa	14,4 nghìn tỷ đồng	DTTD/ doanh thu	-6,2%	-2,5%	-0,8%	0,0%
Room KN	1,8 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	25,0x	87,5x	23,3x	13,4x
GTGD/ngày (30n)	41,3 tỷ đồng	P/E	37,7x	N.M.	103,5x	28,5x
Cổ phần Nhà nước	0%	P/B	7,0x	8,2x	7,5x	5,8x
SL cổ phiếu lưu hành	136 tr	ROE	21,3%	-11,4%	7,6%	24,3%
Pha loãng	136 tr					

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 09/11/2023



Tổng quan Công ty

Được thành lập năm 2012, FPT Retail sở hữu (1) chuỗi nhà thuốc Long Châu hàng đầu tại Việt Nam và (2) FPT Shop - chuỗi bán lẻ ICT lớn thứ hai Việt Nam.

FRT sở hữu (1) chuỗi nhà thuốc Long Châu (LC) hàng đầu tại Việt Nam và (2) FPT Shop - chuỗi bán lẻ ICT lớn thứ hai Việt Nam.

Chúng tôi kỳ vọng CAGR doanh số giai đoạn 2023-2028 của LC sẽ đạt 20% do (1) mở mới cửa hàng và (2) doanh thu/cửa hàng đạt 8% trong giai đoạn 2024-2025. Biên lợi nhuận gộp tăng do quy mô lớn hơn của LC và việc tăng cường tối ưu hóa HĐKD thúc đẩy CAGR LNST dự phóng giai đoạn 2023-2028 là 46%. Chúng tôi dự đoán biên LN gộp/biên LN ròng của LC đạt 27%/5,8% trong năm 2031 (năm cuối cùng của quá trình mở rộng), so với biên LN gộp/biên LN ròng trung bình 5 năm của 4 nhà thuốc hiện đại hàng đầu Trung Quốc lần lượt là 38%/5,8%.

Chúng tôi kỳ vọng CAGR doanh thu giai đoạn 2023-2028 của FPT Shop đạt 5% nhờ (1) mức tiêu dùng ICT dần phục hồi từ năm 2024 và (2) áp dụng kỹ thuật số ngày càng tăng tại Việt Nam do tầng lớp thu nhập trung bình ngày càng tăng.

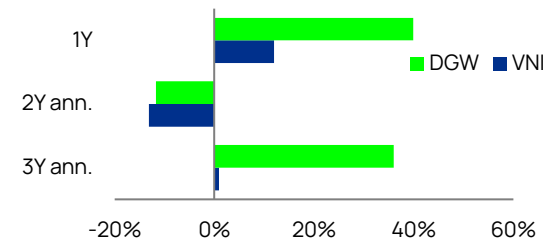
Chúng tôi kỳ vọng LC sẽ đóng góp lớn vào lợi nhuận nhờ (1) mở rộng quy mô và (2) biên lợi nhuận mảng ICT phục hồi khiêm tốn trong 5 năm tới. Chúng tôi dự báo LC đạt khoảng 90% dự báo LNST sau lợi ích CĐT\$ của chúng tôi cho FRT trong giai đoạn 2026-2027.

Yếu tố hỗ trợ/Rủi ro: Số lượng cửa hàng triển khai và khả năng sinh lời của LC mạnh/yếu hơn dự kiến; sự phục hồi mạnh hơn/yếu hơn dự kiến về lợi nhuận của mảng ICT.

DGW – Tăng trưởng được thúc đẩy bởi thiết bị gia dụng, hàng tiêu dùng và thiết bị văn phòng

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	55.900VND	Doanh thu (tỷ đồng)	22.028	19.192	20.567	22.445
Giá mục tiêu (TP)*	52.600VND	%YoY	5,0%	-12,9%	7,2%	9,1%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	684	382	440	552
		% YoY	4,0%	-44,1%	15,3%	25,4%
TL tăng	-5,9%	EPS	0,9%	-45,5%	14,7%	25,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%
Tổng mức sinh lời	-5,9%	Biên EBITDA	3,7%	2,6%	2,7%	3,0%
		Biên LN từ HDKD	3,7%	2,4%	2,5%	2,8%
Ngành	ICT	Biên LN ròng	3,1%	2,0%	2,1%	2,5%
GT vốn hóa	9,4 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-5,4%	1,1%	1,7%	2,2%
Room KN	2,4 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	12,1x	19,6x	17,7x	14,6x
GTGD/ngày (30n)	68 tỷ đồng	P/E	13,3x	24,3x	21,2x	16,9x
Cổ phần Nhà nước	0%	P/B	3,9x	3,5x	3,0x	2,7x
SL cổ phiếu lưu hành	167 tr	ROE	32,5%	14,9%	15,1%	16,6%
Pha loãng	167 tr					

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 13/11/2023



Tổng quan Công ty

DGW là một trong những nhà phân phối hàng điện tử lớn nhất Việt Nam. Các mảng kinh doanh chính bao gồm ĐTDD, laptop và thiết bị văn phòng. Để hỗ trợ cho đà tăng trưởng dài hạn và khả năng sinh lời, DGW đã phát triển thêm các mảng kinh doanh khác (cụ thể là thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng).

DGW là nhà phân phối CNTT hàng đầu Việt Nam với thương hiệu lâu đời. DGW khác biệt so với các đối thủ cạnh tranh nhờ Dịch vụ mở rộng thị trường, bao gồm nghiên cứu thị trường, marketing thương mại, logistic, bán hàng & phân phối cũng như dịch vụ hậu mãi.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số ICT của DGW (bao gồm tổng doanh số điện thoại di động và laptop) sẽ tăng 6%/8% trong năm 2024/2025 sau khi giảm 19% YoY trong năm 2023 vì chúng tôi kỳ vọng người tiêu dùng sẽ thận trọng tăng chi tiêu ICT khi những trở ngại trong sản xuất của Việt Nam giảm dần trong năm 2024.

Đối với các danh mục ngoài ICT, chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng doanh thu kết hợp đạt 10%/12% trong năm 2024/2025 sau khi tăng 10% vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng mảng ngoài CNTT sẽ tăng mức đóng góp vào doanh thu tổng hợp lên 25%/26% tổng doanh thu của DGW trong năm 2024/2025 so với 19% vào năm 2022, dẫn đến biên lợi nhuận từ HDKD tăng 10/30 điểm cơ bản YoY lên lần lượt 2,5%/2,8% trong năm 2024/2025.

Trong dài hạn, với những thành công gần đây của DGW trong việc giành được các hợp đồng phân phối các sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn, không phải CNTT, chúng tôi kỳ vọng rằng ngày càng nhiều thương hiệu quốc tế tham gia thị trường Việt Nam, thúc đẩy tăng trưởng nhu cầu đối với các nhà cung cấp dịch vụ mở rộng thị trường như DGW.

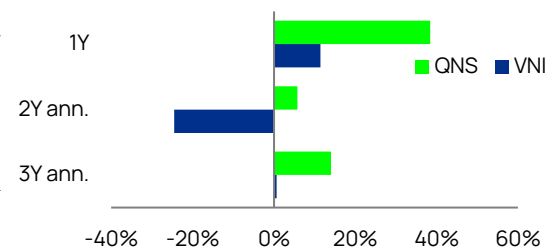
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại của DGW là hợp lý với P/E dự phóng giai đoạn 2024/2025 lần lượt là 21x/17,0x, so với (1) CAGR EPS dự phóng giai đoạn 2023-2026 của chúng tôi là 20% cho công ty và (2) P/E lịch sử trung bình 3 năm của công ty là 15x.

Yếu tố hỗ trợ: M&A tích lũy giá trị giúp mở rộng danh mục đầu tư của DGW.

QNS - Mạng kinh doanh đường ảnh hưởng mạng sữa đậu nành vốn có vị thế cao

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	45.500VND	Doanh thu (tỷ đồng)	8.255	10.515	10.388	10.463
Giá mục tiêu (TP)*	51.500VND	%YoY	12,5%	27,4%	-1,2%	0,7%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.287	2.047	1.861	1.745
		% YoY	2,6%	59,1%	-9,1%	-6,2%
TL tăng	+13,2%	EPS	2,6%	59,1%	-9,1%	-6,2%
Lợi suất cổ tức	4,4%	Biên LN gộp	29,8%	31,2%	30,2%	28,9%
Tổng mức sinh lời	+17,6%	Biên EBITDA	22,4%	23,2%	22,4%	21,1%
		Biên LN từ HĐKD	16,5%	19,3%	17,7%	16,3%
		Biên LN ròng	15,6%	19,5%	17,9%	16,7%
Ngành	F&B/NN	Giá CP/DTHĐ	9,9x	4,7x	5,8x	6,2x
GT vốn hóa	16,2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	5,3x	4,0x	4,3x	4,5x
Room KN	5,3 nghìn tỷ đồng	P/E	10,7x	6,7x	7,4x	7,9x
GTGD/ngày (30n)	24,3 tỷ đồng	Cổ phần Nhà nước	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x
SL cổ phiếu lưu hành	301 tr	ROE	17,7%	25,0%	19,5%	16,3%
Pha loãng	301 tr					

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 29/12/2023



Tổng quan về công ty

CTCP Đường Quảng Ngãi là nhà sản xuất sữa đậu nành hàng đầu và là một trong những nhà sản xuất đường lớn nhất Việt Nam. Ngoài ra, công ty còn hoạt động trong các lĩnh vực khác như bia, nước khoáng, bánh kẹo và điện sinh khối.

QNS là thương hiệu sản xuất sữa đậu nành hàng đầu tại Việt Nam với thị phần khoảng 88% vào năm 2022. Vị thế của QNS dựa trên lợi thế đi đầu, thương hiệu đáng tin cậy và hệ thống phân phối rộng khắp.

Theo quan điểm của chúng tôi, mức chiết khấu định giá hiện tại của QNS so với các công ty F&B thuần túy là hợp lý, do cách phân bổ vốn kém hiệu quả nghiêng về mạng kinh doanh đường, vốn biến động và phụ thuộc vào hàng hóa.

Chúng tôi dự đoán **doanh thu từ đường tăng mạnh 120% YoY trong năm 2023** sẽ bù đắp cho **mức giảm 3% YoY của doanh thu từ sữa đậu nành** do nhu cầu yếu. Do đó, chúng tôi dự báo mức tổng doanh thu năm 2023 tăng 27% YoY. Chúng tôi kỳ vọng **xu hướng sẽ đảo ngược trong năm 2024/2025** do chúng tôi cho rằng **doanh thu từ sữa đậu nành sẽ phục hồi** và lợi nhuận sẽ tăng do chi phí nguyên liệu đầu vào giảm, trong khi **giá đường sẽ giảm** do nguồn cung dự kiến tăng.

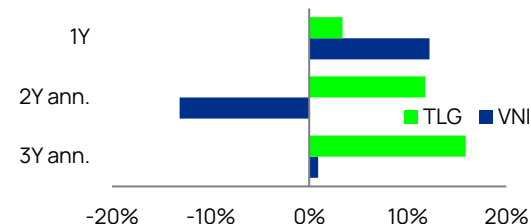
Yếu tố hỗ trợ: SKU mới giúp tăng giá bán trung bình của sữa đậu nành; giá đường cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Giá đường biến động bất lợi; cạnh tranh gay gắt hơn trong kinh doanh sữa đậu nành.

TLG – Cổ phiếu tiêu dùng phòng thủ; sáng kiến marketing mới

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá cổ phiếu (29/12)	49.150VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.521	3.986	4.665	5.443
Giá mục tiêu (TP)*	63.800VND	%YoY	32%	13%	17%	17%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	401	420	512	600
		% YoY	45%	5%	22%	17%
TL tăng	29,8%	EPS	38%	9%	22%	17%
Lợi suất cổ tức	7,1%	Biên LN gộp	43,3%	43,3%	43,6%	43,7%
Tổng mức sinh lời	36,9%	Biên EBITDA	15,6%	15,0%	15,9%	15,8%
		Biên LN từ HDKD	13,2%	12,9%	13,6%	13,7%
Ngành	Văn phòng phẩm	Biên LN ròng	11,4%	10,6%	11,0%	11,0%
GT vốn hóa	3,9 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	5,0%	6,8%	6,3%	6,9%
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	6,9x	6,4x	5,1x	4,4x
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	P/E	11,6x	10,6x	8,7x	7,4x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	2,0x	2,0x	1,9x	1,7x
SL cổ phiếu lưu hành	77,8 tr	ROE	21,2%	21,0%	24,4%	26,5%
Pha loãng	78,6 tr					

* Giá mục tiêu và Khuyến nghị cập nhật ngày 30/06/2023



Tổng quan Công ty

CTCP Tập đoàn Thiên Long là nhà sản xuất văn phòng phẩm hàng đầu Việt Nam với sản phẩm đa dạng, bao gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học tập, và dụng cụ mỹ thuật. TLG nắm 60% thị trường bút viết trong nước và hiện đang đẩy mạnh xuất khẩu. TLG hiện hợp tác với Newell Brands, công ty dẫn đầu ngành tiêu dùng toàn cầu có trụ sở tại Mỹ, kể từ đầu năm 2019.

- Chúng tôi dự báo CAGR EPS cốt lõi giai đoạn 2022-2025 là 14%, được hỗ trợ bởi (1) Vị thế dẫn đầu thị trường nhờ danh mục sản phẩm đa dạng và mạng lưới phân phối rộng khắp, (2) tăng cường nỗ lực xây dựng thương hiệu và cao cấp hóa sản phẩm nhằm cải thiện cơ cấu sản phẩm, và (3) tăng cường thâm nhập vào thị trường xuất khẩu.
- Theo CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG), thị trường văn phòng phẩm đang trong quá trình cao cấp hóa với bút gel và bút bi cao cấp trong phân khúc 1-2 USD/chiếc, dần chiếm thị phần từ các sản phẩm rẻ hơn. Trong phân khúc giá này, thương hiệu TLG hiện được đánh giá là kém cao cấp hơn so với các thương hiệu nước ngoài đến từ Nhật Bản, Trung Quốc và Đức.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng TLG sẽ cao cấp hóa các sản phẩm bút viết và thâm nhập sâu hơn vào thị trường đồ dùng mỹ thuật có biên LN cao nhờ các sáng kiến marketing khác nhau được thảo luận dưới đây. Theo TLG, ASP tổng hợp cho một tỷ sản phẩm bán ra hàng năm vẫn ở mức thấp, khoảng 0.15 USD /cây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ASP tổng hợp của TLG sẽ tăng trưởng ở mức trung bình 1 chữ số và biên LN gộp của công ty sẽ duy trì trên 40% trong giai đoạn 2023-2025, cao hơn mức trước Covid. Tuy nhiên, chúng tôi ASP sẽ cải thiện ở mức tối thiểu vào năm 2023 do chúng tôi thận trọng với nhu cầu từ thị trường trong nước trong ngắn hạn.
- Chi phí SG&A/doanh thu duy trì ở mức 30% do các sáng kiến marketing mới. Ban lãnh đạo có kế hoạch tiếp tục chi mạnh cho marketing so với trước năm 2022. Hiện tại, TLG đang tuyển dụng nhân viên bán hàng, triển khai giao diện mới, hiện đại và chuẩn hóa cho các cửa hàng của nhà phân phối và giới thiệu chuỗi cửa hàng bán lẻ đồ dùng học tập 'Clever Box'. Những sáng kiến này nhằm cải thiện thương hiệu và cơ cấu sản phẩm của TLG.
- TLG hiện có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 8,7x so với P/E trượt trung bình 5 năm là 11,8x.

Ngành Giao thông Vận tải & Logistics

Chúng tôi đánh giá cao các công ty vận tải hàng hóa

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024



Bùi Xuân Vĩnh
Chuyên viên cao cấp

vinh.bui@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.191

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

vy.nguyen@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.147

Hoàng Nam
Phó Giám đốc

nam.hoang@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext. 124

Tiêu điểm đầu tư

Hành khách hàng không: Tiếp tục phục hồi tại Trung Quốc, thị trường mới nổi lên

- Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách hàng không quốc tế – bao gồm cả hành khách Việt Nam – sẽ lần lượt phục hồi lên 96%/110% so với năm 2019 trong năm 2024/2025.
- Lịch bay mùa Đông - Xuân cho thấy lượng khách du lịch Trung Quốc đang phục hồi hơn nữa.
- Chính sách thị thực mới đã cải thiện sức hấp dẫn của Việt Nam đối với du khách quốc tế.
- Ấn Độ, Úc và một số nước Châu Âu đang trở thành nguồn khách du lịch mới đến Việt Nam.
- Chúng tôi dự báo lượng hành khách nội địa sẽ tăng trưởng 6% trong năm 2024 sau khi đi ngang vào năm 2023.
- Chi phí nhiên liệu cao vẫn là thách thức chính đối với lợi nhuận của các hãng hàng không, nhưng đã được giảm bớt nhờ quyền định giá của hai hãng hàng không dẫn đầu thị trường nội địa (Vietnam Airlines và VietJet) đã cải thiện.

Vận tải hàng hóa: Bổ sung hàng hóa thúc đẩy quá trình phục hồi dần dần, vận tải hàng không khả quan.

- Các nhà sản xuất nhận thấy lượng đơn hàng đang dần phục hồi và các chỉ báo đi trước đã được cải thiện.
- Sản lượng hàng hóa hàng không khả quan: chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu hàng điện tử sẽ tăng trưởng khoảng 11% trong nửa đầu năm 2024 và tăng dần trong nửa cuối năm.
- Sản lượng hàng hóa cảng biển sẽ phục hồi dần - chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu hàng dệt may và đồ nội thất gỗ sẽ tăng trưởng khoảng 5% trong nửa đầu năm 2024 và tăng dần trong nửa cuối năm.
- Sân bay quốc tế Long Thành mới sẽ có 2 nhà ga hàng hóa. Do đó, HĐKD có thể được phân chia rõ ràng giữa hai nhóm nhà khai thác hiện có tại các sân bay Việt Nam.

Cảng biển: Mức sàn quy định đối với phí xếp dỡ container quốc tế dự kiến sẽ tăng trong đầu năm 2024.

Cổ phiếu lựa chọn

Mặc dù chúng tôi dự báo tốc độ phục hồi của lượng hành khách sẽ vượt trội so với khối lượng hàng hóa, chúng tôi tin rằng định giá và tình hình tài chính của các công ty vận tải hàng hóa tốt hơn.

- **GMD:** Chúng tôi tái khẳng định quan điểm rằng công ty khai thác cảng GMD sẽ hưởng lợi lớn từ việc tăng cường hoạt động sản xuất tại Việt Nam trong dài hạn. Hiện tại, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi giai đoạn 2023-2026 đạt 23%. P/E dự phóng năm 2024 của GMD ở mức 15,9x so với P/E trượt trung bình 5 năm là 15,2x. Chúng tôi cho rằng GMD phù hợp với định giá cao hơn mức trung bình từng được ghi nhận nhờ EPS phục hồi 22% trong năm 2024.
- **SCS:** Là 1 trong 2 công ty vận tải hàng không độc quyền tại thị trường Miền Nam, ROE và cổ tức bằng tiền mặt cao. Chúng tôi kỳ vọng thông lượng quốc tế sẽ phục hồi 18% YoY trong năm 2024 khi thương mại phục hồi, dẫn đầu bởi việc bổ sung hàng hóa. SCS có định giá hấp dẫn với mức P/E dự phóng năm 2024 là 11,3x, dựa trên dự báo của chúng tôi, so với P/E trượt trung bình 4 năm là 13,5x.

Ngành Giao thông Vận tải & Logistics : Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

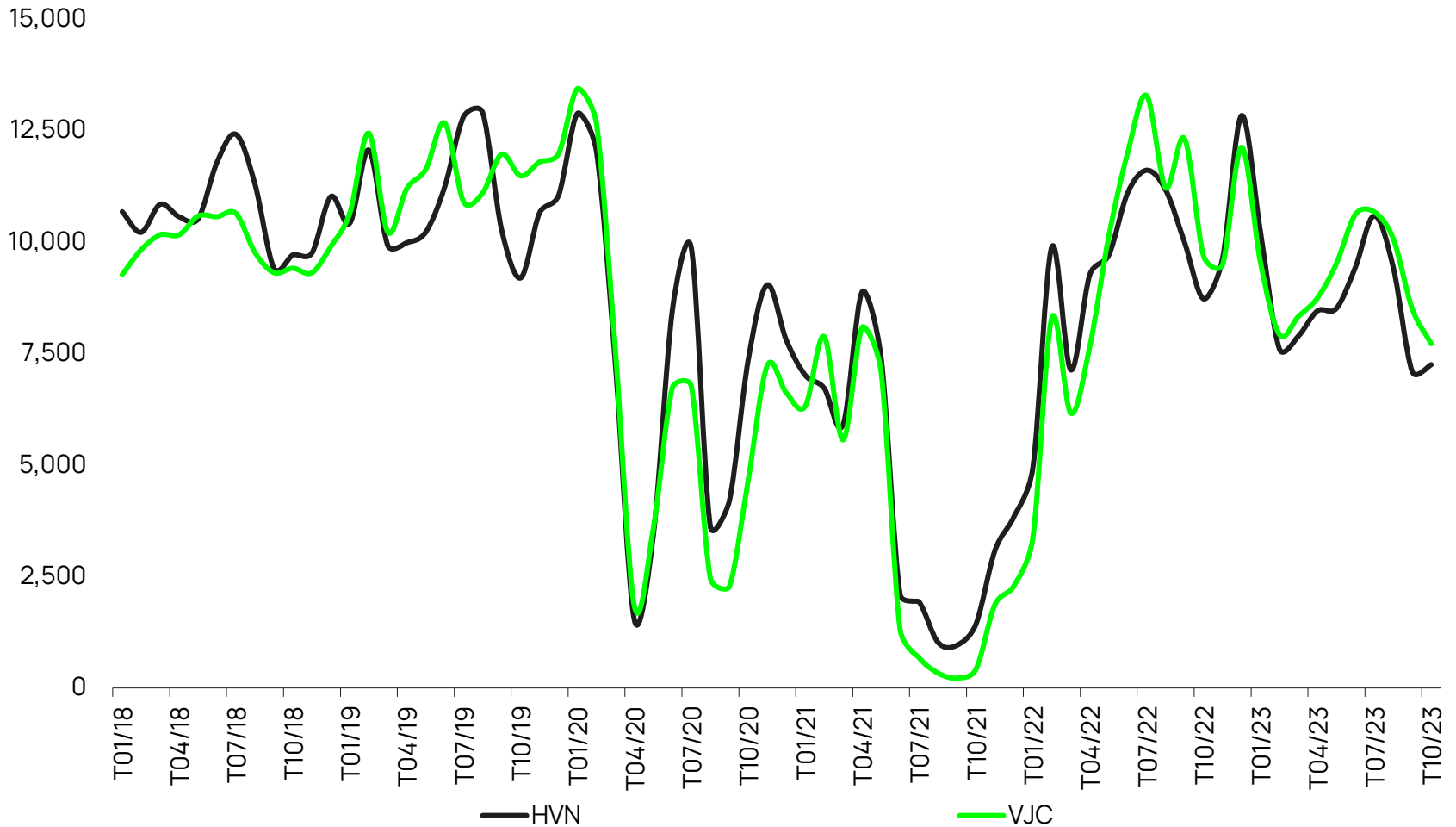
Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
AST	MUA	93,9	0%	49%	4	0,0	50.500	64.500	6/12/2023	27,7%	3,0%	30,7%
ACV	KQ	5.937,1	95%	49%	2.689	0,7	66.000	83.300	15/11/2023	26,2%	0,0%	26,2%
SCS	MUA	280,4	0%	30%	4	0,2	71.900	81.700	30/6/2023	13,6%	4,2%	17,8%
GMD	KQ	891,2	0%	49%	0	3,0	70.500	79.700	20/11/2023	13,0%	1,7%	14,7%
HVN	PHTT	1.120,9	0%	30%	0,8	0,9	12.250	13.400	24/3/2023	9,4%	0,0%	9,4%
VJC	PHTT	2.417,1	0%	30%	8,3	6,0	108.000	104.100	22/11/2023	-3,6%	0,0%	-3,6%

Tóm tắt định giá

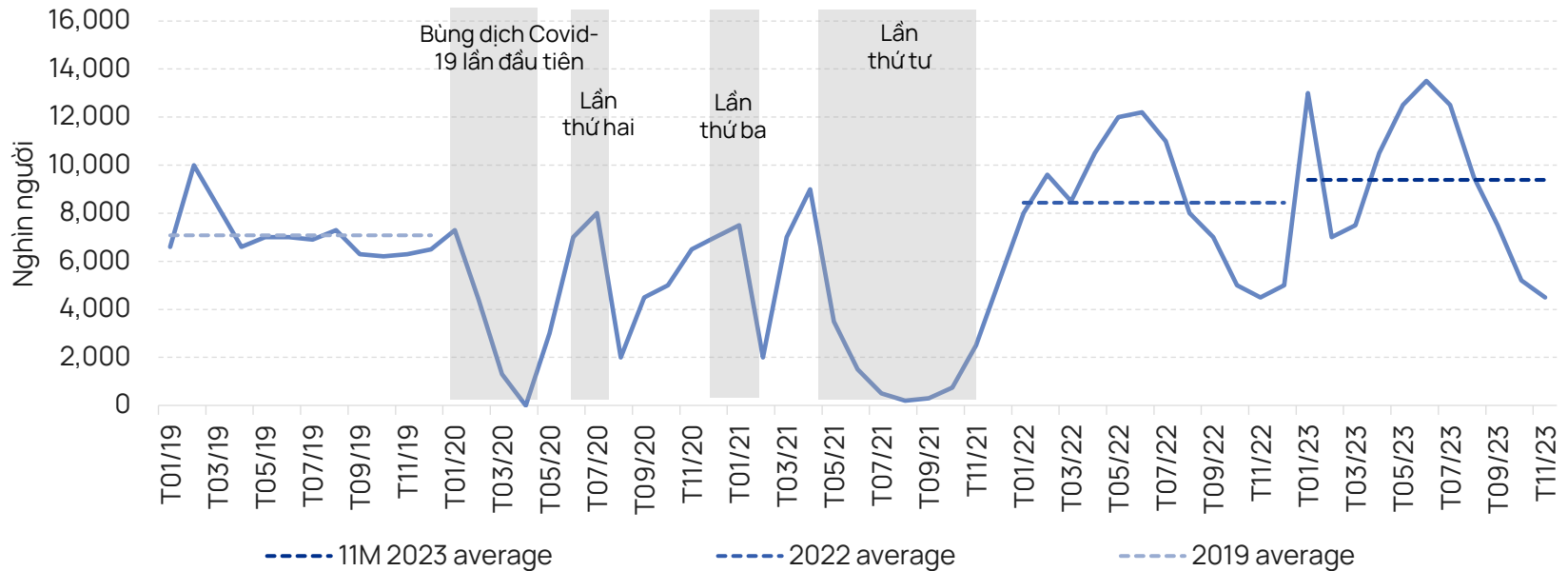
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023F x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	EV/ EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
AST	50.500	427%	72%	26%	19,2	19,2	11,1	8,8	5,2	30%	4,8	-0,5
ACV	66.000	33%	8%	16%	18,6	18,6	17,3	14,9	9,7	18%	3,0	-0,4
SCS	71.900	-24%	34%	17%	15,2	15,2	11,3	9,7	6,6	40%	4,4	-0,7
GMD	70.500	11%	21%	22%	9,3	19,3	15,9	13,1	9,2	14%	2,5	0,1
HVN	12.250	-23%	-44%	-41%	-3,4	-3,4	-6,1	-10,4	4,0	nm	nm	nm
VJC	108.000	-108%	603%	1%	274,8	274,8	39,1	38,7	6,6	13%	3,7	1,5

Số chuyến bay hàng tháng của hai hãng hàng không hàng đầu Việt Nam



Du lịch trong nước: Phục hồi kinh tế từ năm 2024 tạo động lực cho chi tiêu

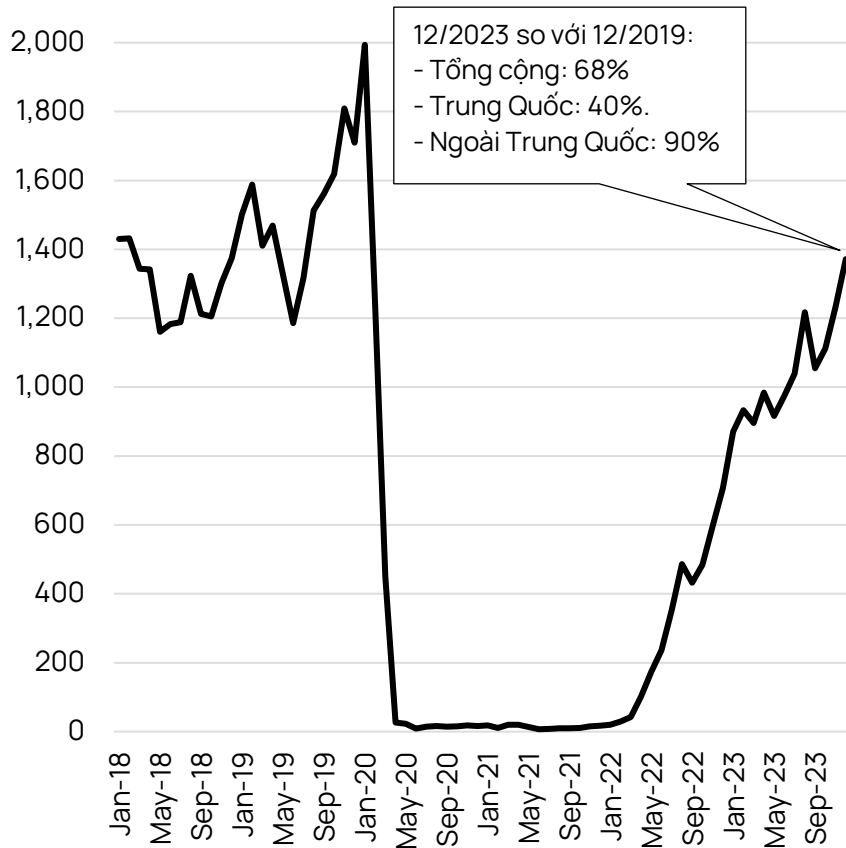
Số lượng khách du lịch trong nước hàng tháng tại Việt Nam



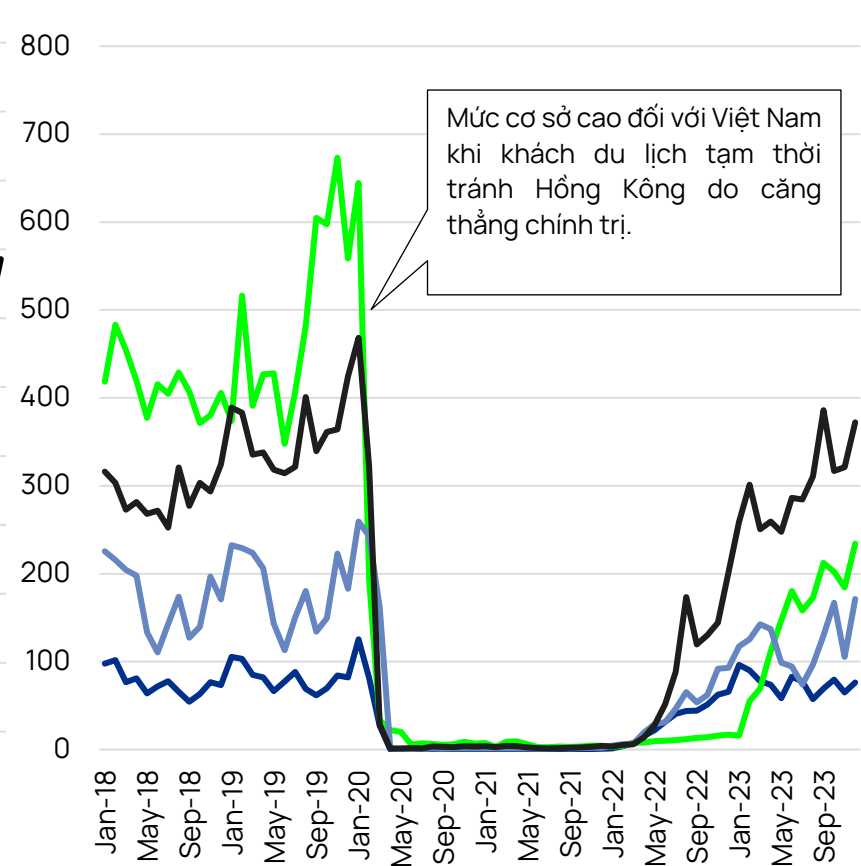
- Sự tăng trưởng bền vững trong giai đoạn 2022-2023 cho thấy du lịch trong nước không chỉ đơn thuần là hiện tượng bù đắp cho thời gian du lịch hạn chế trước đó ("du lịch trả thù").
- Tuy nhiên, xu hướng nổi bật của du khách trong nước là ưu tiên các chuyến du lịch theo nhóm nhỏ, thời gian ngắn và chi tiêu ít hơn, tập trung vào các điểm đến gần.
- Những khó khăn kinh tế vào năm 2023 đã khiến nhiều người hạn chế đi du lịch xa hoặc kéo dài, thay vào đó lựa chọn các chuyến đi ngắn hơn để tiết kiệm chi phí và ưu tiên phương tiện đường bộ thay vì đường hàng không. Đây là những yếu tố giải thích cho hoạt động hàng không trong nước giảm so với năm 2023.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phục hồi kinh tế trong năm 2024 sẽ tạo ra động lực thúc đẩy chi tiêu cho du lịch trong nước, bao gồm cả chi tiêu cho vé máy bay đến những điểm đến xa hơn.

Khách quốc tế: Thị trường Trung Quốc tiếp tục phục hồi, thị trường mới nổi lên

Tổng lượng khách nước ngoài đến Việt Nam hàng tháng (nghìn người)

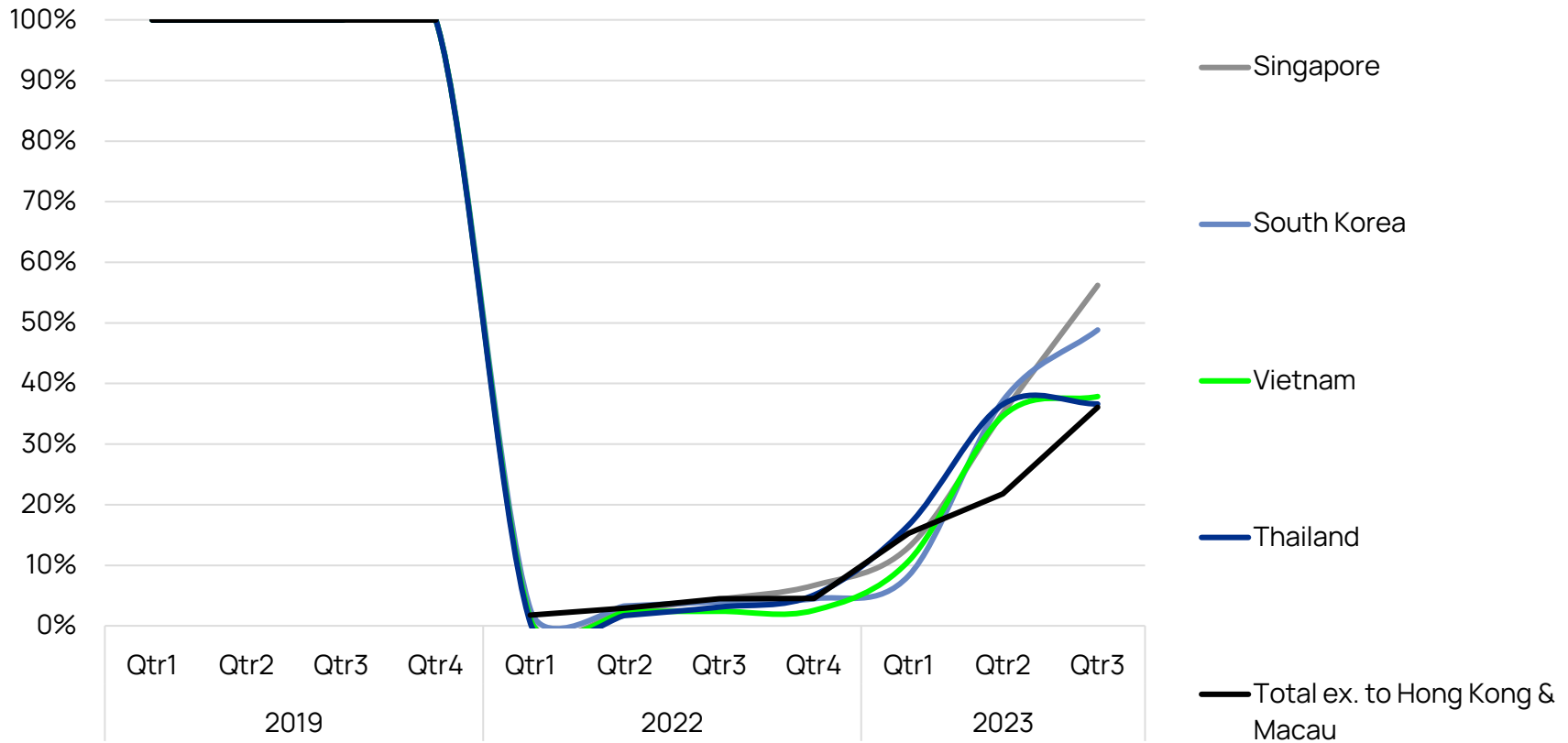


Americas China Europe South Korea



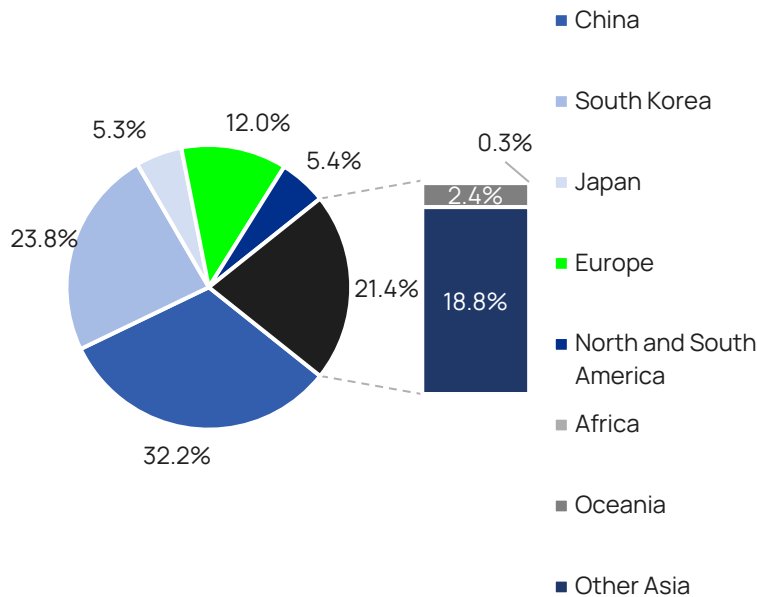
Sự phục hồi của lượng khách Trung Quốc đến Việt Nam và Thái Lan thấp hơn so với Singapore và Hàn Quốc trong quý 3/2023

Tỷ lệ khách du lịch Trung Quốc du lịch nước ngoài so với năm 2019 (%) theo điểm đến



Sự trở lại của khách du lịch Trung Quốc sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng trong trung và dài hạn

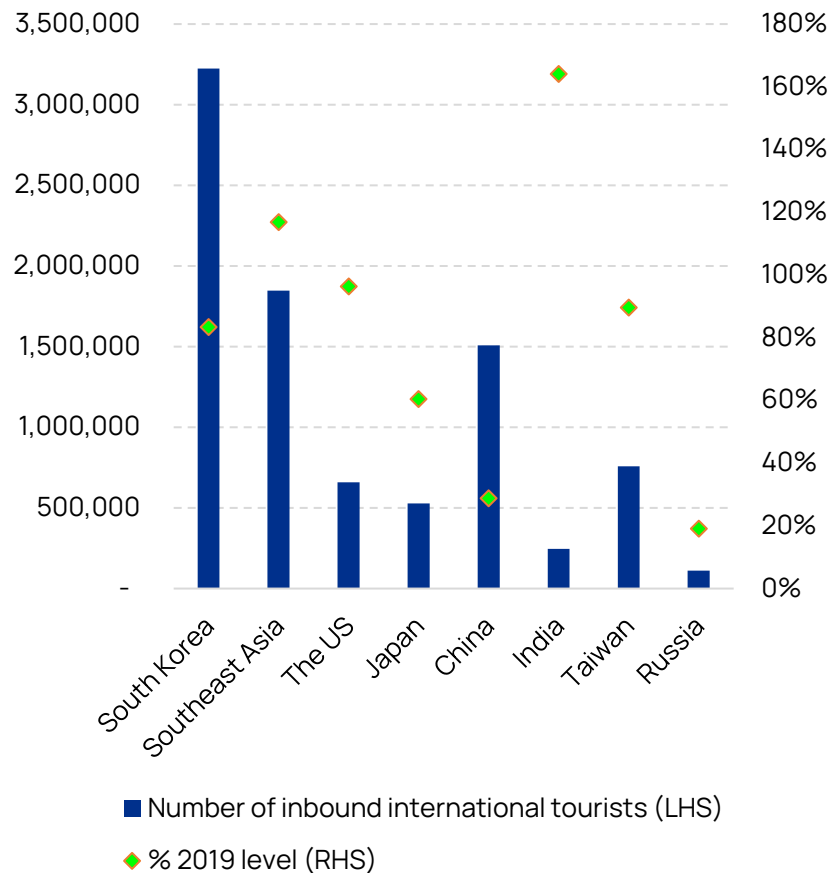
Lượng khách nước ngoài năm 2019 theo quốc gia



- Cơ quan Hàng không Dân dụng Trung Quốc công bố lịch bay mùa Đông-Xuân giai đoạn 2023-2024, cho thấy các chuyến bay quốc tế có thể đạt tới **71% so với mức năm 2019**. Chúng tôi kỳ vọng Tết Nguyên Đán sẽ là chất xúc tác tiếp theo cho sự phục hồi mạnh hơn của lượng khách du lịch Trung Quốc đến Việt Nam trong quý 1/2024.
- Sự củng cố trong mối quan hệ gần đây giữa Việt Nam và Trung Quốc do chuyến thăm Việt Nam của Chủ tịch Tập Cận Bình có thể dẫn đến nhu cầu du lịch cao hơn giữa hai nước.
- Trong tuyên bố chung của hai nước nhân chuyến thăm Hà Nội của Chủ tịch Trung Quốc vào tháng 12/2023, hai nước nhất trí tăng cường hoạt động du lịch và hỗ trợ các hãng hàng không triển khai các tuyến bay mới kết nối các điểm đến của Trung Quốc và Việt Nam.
- Sân bay Đà Nẵng tại Việt Nam đã nhận được chứng nhận “Chào mừng du khách Trung Quốc” được công nhận bởi viện nghiên cứu và xúc tiến chính phủ của Trung Quốc, thuộc quản lý của Tổng cục Du lịch Quốc gia Trung Quốc.

Các thị trường mới nổi

Số lượng khách du lịch quốc tế (tất cả phương tiện) đến Việt Nam trong 11T 2023

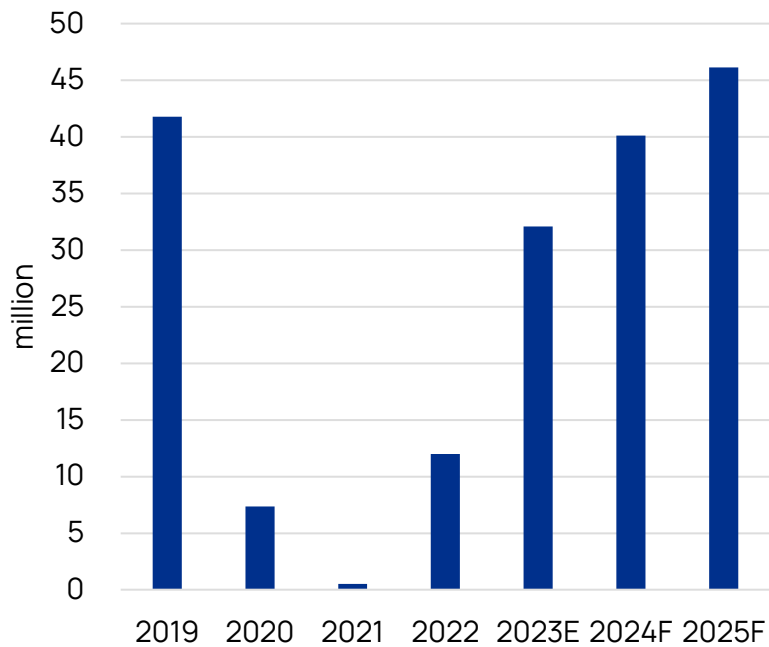


Sự hồi phục của ngành hàng không quốc tế được dẫn dắt bởi lượng du khách đông đảo từ Hàn Quốc và các thị trường mới nổi. Trước đại dịch COVID, Trung Quốc là thị trường khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam, chiếm 32% tổng lượng khách trong năm 2019. Tuy nhiên, Hàn Quốc đã vượt lên vị trí dẫn đầu với 29% trong 11 tháng đầu năm 2023. Theo khảo sát do Agoda thực hiện vào tháng 9/2023, khách du lịch Hàn Quốc thể hiện sự yêu thích lớn đối với Việt Nam, xếp Việt Nam là điểm đến du lịch quốc tế hàng đầu cùng với Thái Lan - điểm đến yêu thích trước đại dịch của du khách Hàn Quốc.

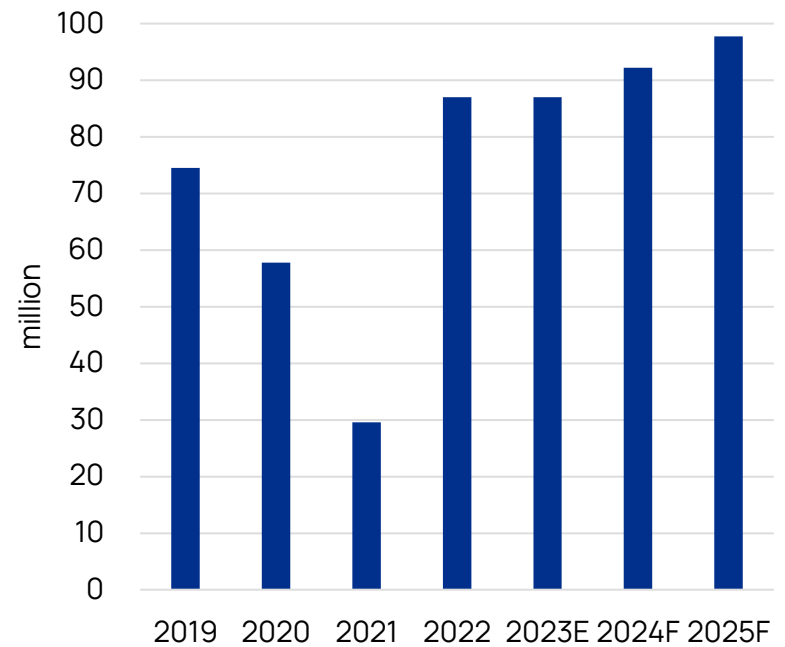
Ấn Độ và Đông Nam Á đã trở thành những thị trường khách du lịch mới. Chúng tôi cho rằng Ấn Độ có tiềm năng lớn để trở thành thị trường khách du lịch có sức ảnh hưởng nhờ quy mô khổng lồ. Trước năm 2019, chưa có đường bay thẳng từ Ấn Độ tới Việt Nam. Tuy nhiên, VietJet hiện khai thác 12 đường bay từ Hà Nội, TP.HCM, Đà Nẵng, Phú Quốc đến New Delhi, Mumbai và Ahmedabad, với tần suất 39 chuyến/tuần trong năm 2023. Vietnam Airlines cũng triển khai các đường bay thẳng mới tới các điểm đến ở Ấn Độ vào năm 2023.

Dự báo của Vietcap về lượng hành khách hàng không trong nước và quốc tế

Hành khách hàng không quốc tế

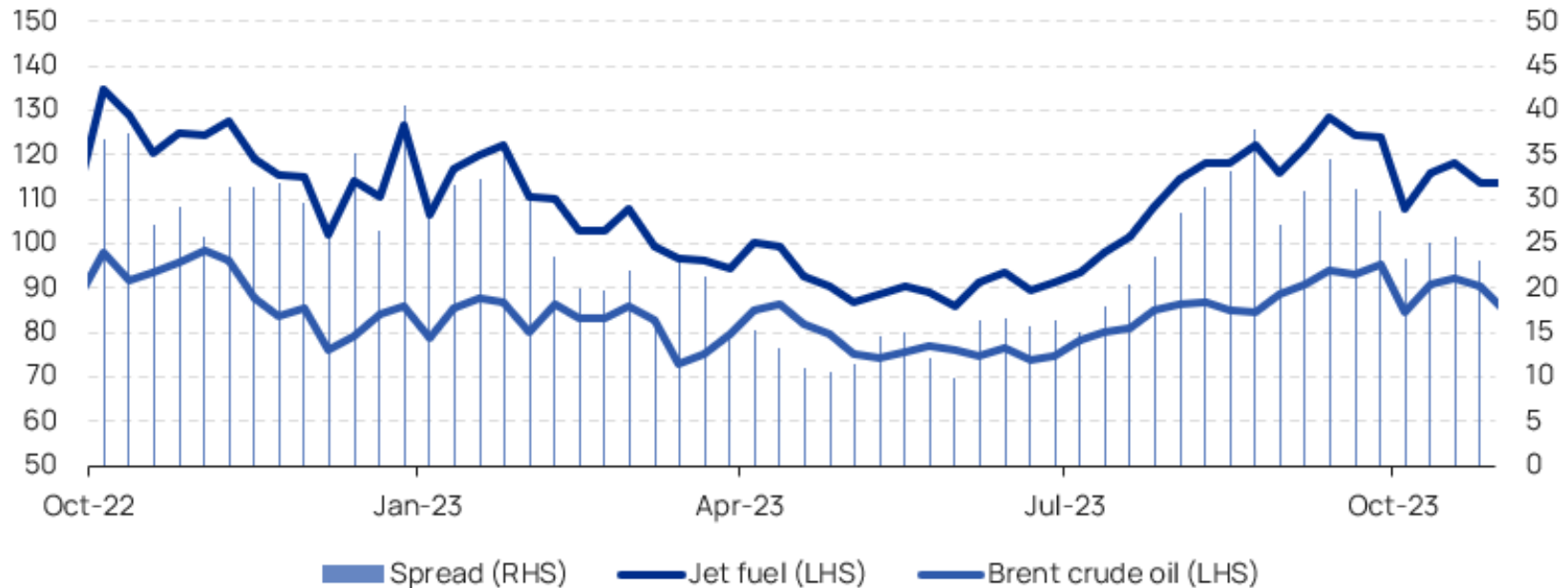


Hành khách hàng không trong nước



Chi phí nhiên liệu cao vẫn là thách thức chính đối với lợi nhuận của các hãng hàng không

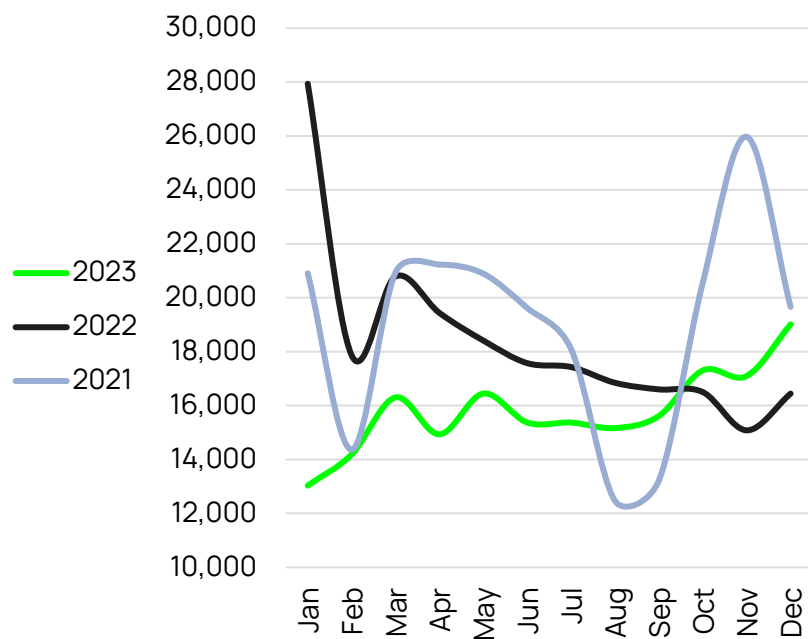
Giá dầu Brent & nhiên liệu máy bay tháng 10/2022 – tháng 10/2023 (USD/thùng)



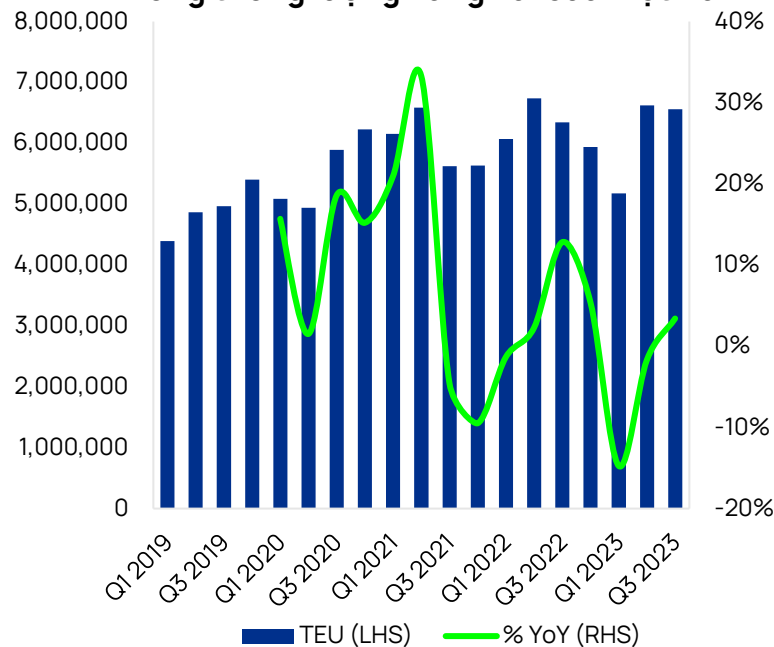
Tính đến tháng 11/2023, giá nhiên liệu máy bay đã giảm từ mức đỉnh trong năm 2023 là 122 USD/thùng. Tuy nhiên, giá nhiên liệu máy bay trung bình trong 11 tháng đầu năm 2023 vẫn cao hơn 30% so với mức trung bình năm 2019. Dự báo giá dầu Brent nội bộ của chúng tôi là 83/83/75/75 USD/thùng trong năm 2023/2024/2025/2026, so với mức trung bình năm 2019 là 64 USD/thùng. Do đó, chúng tôi cho rằng việc giá dầu và chi phí nhiên liệu máy bay phản lực duy trì ở mức cao sẽ có tác động tiêu cực đến biên LN gộp của các hãng hàng không trong trung hạn.

Trong khi doanh số bán lẻ tại Mỹ đang bắt đầu suy yếu, chúng tôi vẫn kỳ vọng các nhà nhập khẩu sẽ bổ sung hàng hóa thận trọng

Thông lượng hàng tháng của SCS (tấn)



Tổng thông lượng hàng hải của Việt Nam



- Chúng tôi cho rằng dự báo suy thoái tại Mỹ đã phần nào được phản ánh qua việc các nhà nhập khẩu giảm hàng tồn kho từ giữa năm 2022 - cuối năm 2023.
 - Các nhà sản xuất nhận thấy lượng đơn hàng đang dần phục hồi khi lượng hàng tồn kho của khách hàng ổn định hơn.
 - Chúng tôi nhận thấy các chỉ báo đi trước phản ánh thương mại thượng nguồn đang được cải thiện.
- Vui lòng tham khảo phần “Các nhà sản xuất công nghiệp” trong báo cáo chiến lược 2024 này để đọc thêm về quan điểm về xuất khẩu Việt Nam của chúng tôi.

Lợi nhuận của các hãng hàng không tăng nhờ khả năng thương lượng giá của hai hãng hàng không nội địa hàng đầu cải thiện

Mức trần giá vé máy bay hạng phổ thông trong nước hiện tại và những quy định mới trong Thông tư 34

Nhóm	Cự ly	Giá vé tối đa cũ (VND/vé một chiều)	Giá vé tối đa mới (VND/vé một chiều)	Chênh lệch %
I	Dưới 500 km			
1.	Nhóm tuyến đường góp phần phát triển kinh tế - xã hội	1.600	1.600	0%
2.	Nhóm tuyến đường dưới 500 km	1.700	1.700	0%
II	Từ 500 km đến dưới 850 km	2.200	2.250	2%
II	Từ 850 km đến dưới 1.000 km	2.790	2.890	4%
IV	Từ 1.000 km đến dưới 1.280 km	3.200	3.400	6%
V	Hơn 1.280 km	3.750	4.000	7%

Thông tư 34/2023/TT-BGTVT có hiệu lực từ ngày 01/03/2024 cho phép tăng trần giá vé máy bay trong nước. Theo đó, đối với các chặng bay có cự ly từ 1.000 đến 1.280 km, giá vé hạng Phổ thông cao nhất có thể lên đến 3,4 triệu đồng một chiều, tăng 6% so với giá hiện tại. Chặng bay Hà Nội - TP. Hồ Chí Minh thuộc nhóm này. Dữ liệu từ hãng thông tin hàng không OAG cho thấy, chặng bay Hà Nội - TP. Hồ Chí Minh nằm trong top 4 các tuyến hàng không nội địa nhộn nhịp nhất toàn cầu trong 11 tháng đầu năm 2023.

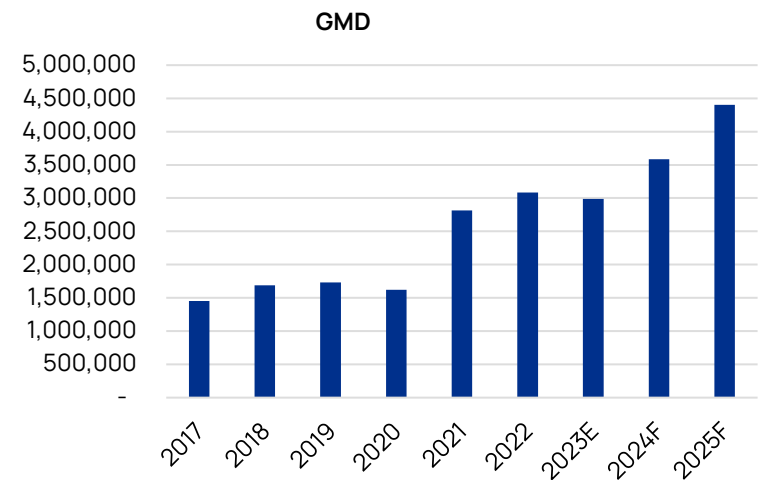
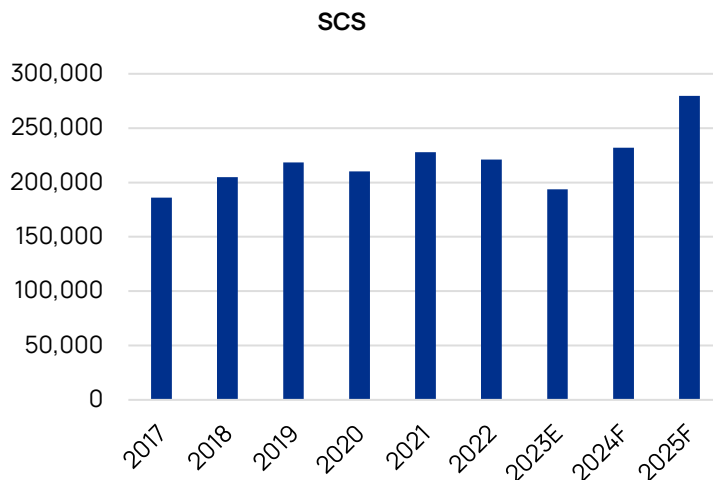
HVN và VJC củng cố vị thế trên thị trường trong nửa cuối năm 2023 khi hãng nắm thị phần lớn thứ 3, Bamboo Airways, trải qua quá trình tái cơ cấu, bao gồm trả lại toàn bộ máy bay thân rộng cho bên cho thuê, giảm số lượng máy bay từ 30 xuống còn 7 chiếc và tạm dừng tất cả các chuyến bay quốc tế. Chúng tôi cho rằng việc tái cơ cấu Bamboo Airways sẽ khiến HVN và VJC cải thiện khả năng thương lượng giá, đặc biệt đối với các tuyến trong nước trong ngắn hạn.

Trong khi doanh số bán lẻ tại Mỹ đang bắt đầu suy yếu, chúng tôi vẫn kỳ vọng các nhà nhập khẩu sẽ bổ sung hàng hóa thận trọng.

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu điện tử sẽ phục hồi với mức tăng trưởng khoảng 11%-14% YoY trong nửa đầu năm 2024, trong khi dệt may và đồ nội thất gỗ sẽ tăng trưởng khoảng 5% trước khi tăng tốc vào cuối năm 2024.

Do thiết bị điện tử chiếm phần lớn trong vận tải hàng không và ít được vận chuyển bằng đường biển, chúng tôi kỳ vọng sản lượng vận tải hàng không sẽ vượt trội hơn trong năm 2024, phục hồi với tốc độ tăng trưởng khoảng 17% trong khi vận tải hàng hải sẽ chỉ phục hồi khoảng 8-12%.

Thông lượng hàng hóa của GMD và SCS (tấn)



Nhà ga hàng hóa tại Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA)

	Nhà ga hàng hóa Số 1	Nhà ga hàng hóa Số 2
Sở hữu	ACV sở hữu một phần nhà ga và tiến hành đấu thầu phần cổ phần còn lại. Có thể có nhiều cổ đông. Theo SCS, các công ty con của ACV (SCS, ACSV) tập trung vào nhà ga Số 1. SCS có kế hoạch trở thành cổ đông.	Bộ Giao thông Vận tải giám sát đấu thầu. Theo SCS, các công ty con của HVN (ACT, TCS) tập trung vào nhà ga Số 2.
Nhà phát triển	SCS đặt mục tiêu trở thành nhà phát triển duy nhất.	Chưa có thông tin.
Công suất (tấn/năm)	550.000	600.000
Vốn đầu tư bắt buộc	43 triệu USD	Chưa có thông tin.
Tiến triển	Chưa bắt đầu đấu thầu.	Chưa bắt đầu đấu thầu.

Các nhà khai thác ga hàng hóa tại LTA vẫn còn nhiều khúc mắc vì việc đấu thầu chưa bắt đầu. Việt Nam hiện có 5 nhà khai thác nhà ga hàng hóa hàng không. Giai đoạn 1 của LTA có 2 suất cho các nhà khai thác hiện hữu và nhà khai thác mới, với công suất hàng năm là 1,2 triệu tấn, so với 1,4 triệu tấn vào năm 2022 của Việt Nam. SCS đang tích cực chuẩn bị đấu thầu và mua cổ phần tại LTA để giảm cạnh tranh hoặc hưởng lợi gián tiếp từ LTA trong trường hợp thua thầu. Trong mô hình của chúng tôi, chúng tôi giả định rằng SCS sẽ mất 25% sản lượng hàng hóa vào năm 2027. Theo ACV, sau khi LTA đi vào hoạt động, 90% chuyến bay quốc tế có thể dần được chuyển sang LTA. Điều này sẽ ảnh hưởng đến soanh số và lợi nhuận của Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) và SCS tại Sân bay Tân Sơn Nhất (SGN).

Sân bay: Các dự án lớn đang tiến triển

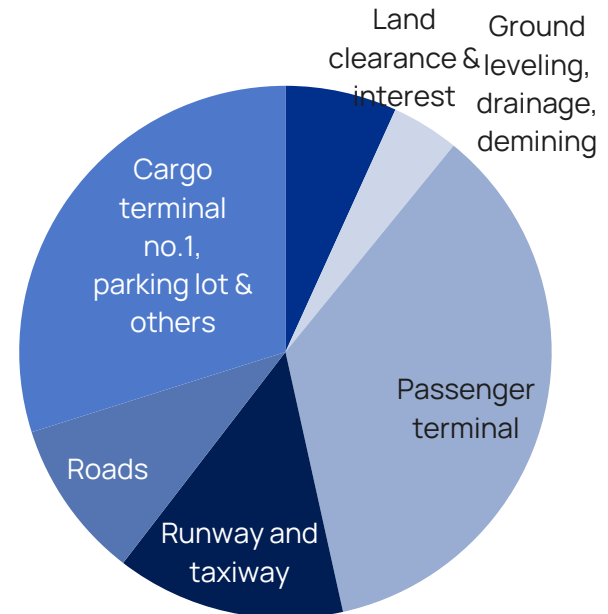
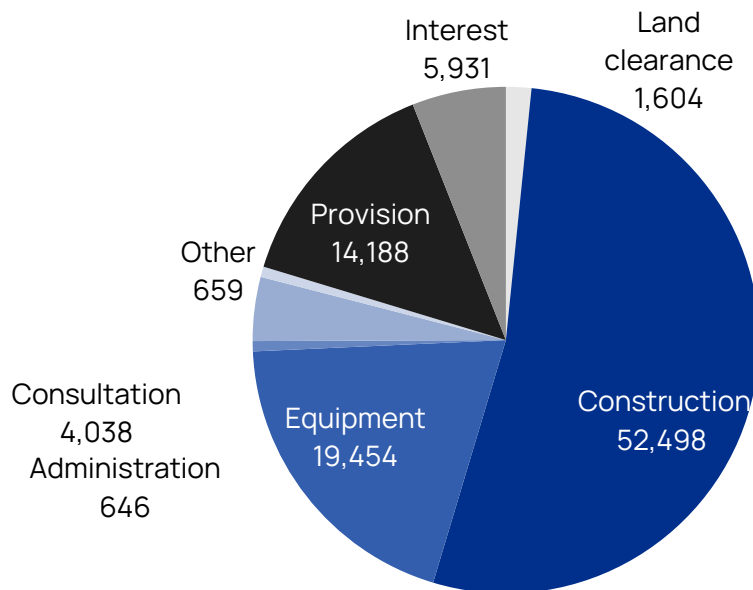
Dự án	Tiến trình	Dự kiến hoàn thành	Công suất thiết kế bổ sung (mỗi năm)	Chi phí ước tính (triệu USD)
LTA	Đang xây dựng	2050	100 triệu hành khách 5 triệu tấn hàng hóa	14,930
LTA - Giai đoạn 1	Đang xây dựng	ACV: cuối năm 2026 Vietcap: 2027	25 triệu hành khách 1,2 triệu tấn hàng hóa	4,670
LTA - Giai đoạn 2	N/A	2035	25 triệu hành khách 0,3 triệu tấn hàng hóa	N/A
LTA - Giai đoạn 3	N/A	2050	50 triệu hành khách 3,5 triệu tấn hàng hóa	N/A
Các sân bay hiện có của Việt Nam	Đang hoạt động	N/A	90 triệu hành khách 1,6 triệu tấn hàng hóa	N/A
Sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất (SGN)	Đang hoạt động	N/A	28 triệu hành khách 800.000 tấn hàng hóa	N/A
SGN - Nhà ga hành khách Số 3	Đang xây dựng	2025	20 triệu hành khách	475
Sân bay quốc tế Nội Bài (HAN)	Đang hoạt động	N/A	19 triệu hành khách 800.000 tấn hàng hóa	N/A
HAN - Mở rộng nhà ga hành khách Số 2	Xây dựng ban đầu	2025	5 triệu hành khách	210
Các sân bay hiện có khác	Đang hoạt động	N/A	43 triệu hành khách	N/A

Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA): Khởi công xây dựng nhà ga hành khách; đã có nhà thầu cho gói thầu lớn

LTA Giai đoạn 1 với một đường băng sẽ cung cấp khả năng phục vụ 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa cho TP. HCM và các tỉnh lân cận. Tại ĐHCĐ năm 2023 của ACV, ban lãnh đạo cho biết LTA sẽ phục vụ khoảng 90% chuyến bay quốc tế của TP. HCM và các tỉnh lân cận. ACV sẽ có thể thu phí cất cánh và hạ cánh (T-O/L) tại LTA do ACV là nhà phát triển tiểu dự án thứ ba của LTA (bao gồm cơ sở hạ tầng đường băng và sân đỗ).

Việc xây dựng bắt đầu vào cuối năm 2020 và ACV dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2026 - sớm hơn dự kiến của chúng tôi là 2027 nhưng chậm hơn so với mục tiêu ban đầu là 2025. Vào ngày 01/09/2023, việc xây dựng nhà ga hành khách bắt đầu. Đây là gói thầu lớn nhất của dự án sân bay.

Cơ cấu chi phí đầu tư Tiểu dự án Số 3 của LTA Giai đoạn 1 (tỷ đồng)



Cảng biển: Thông tư 39 mới tăng phí xếp dỡ hàng hóa

Bộ Giao thông Vận tải ban hành Thông tư 39/2023/TT-BGTVT quy định phí xếp dỡ hàng hóa đường biển, có hiệu lực từ ngày 15/02/2024.

- Mức sàn và trần phí xếp dỡ hàng hóa xuất/nhập khẩu/quá cảnh/trung chuyển ở tất cả các khu vực trọng điểm sẽ được tăng khoảng 10%.

Bảng phí xếp dỡ hàng container cho các cụm cảng tại Khu vực 1*

	Thông tư 39/2023/TT-BGTVT		Thông tư 54/2018/TT-BGTVT		Thay đổi (%)	
	Sàn	Trần	Sàn	Trần	Sàn	Trần
Container nội địa (VND/container)						
Container 20 feet	260.000	427.000	260.000	427.000	0%	0%
Container 40 feet	439.000	627.000	439.000	627.000	0%	0%
Container > 40 feet	658.000	940.000	658.000	940.000	0%	0%
Xuất nhập khẩu, tạm nhập, tái xuất (USD/container)						
Container 20 feet	36	53	33	53	+9%	0%
Container 40 feet	55	81	50	81	+10%	0%
Container > 40 feet	63	98	57	98	+11%	0%
Trung chuyển và quá cảnh (USD/container)						
Container 20 feet	28	40	25	40	+12%	0%
Container 40 feet	42	61	38	61	+11%	0%
Container > 40 feet	47	74	43	74	+9%	0%

Thay đổi mới chưa được đề cập trong Dự thảo tháng 8/2023

Mức sàn phí xếp dỡ hàng hóa đối với sà lan trong nước tại các cảng nước sâu (cảng Lạch Huyện, Cái Mép Thị Vải) sẽ tăng thêm 2-3 USD/TEU, tương đương mức tăng 30%.

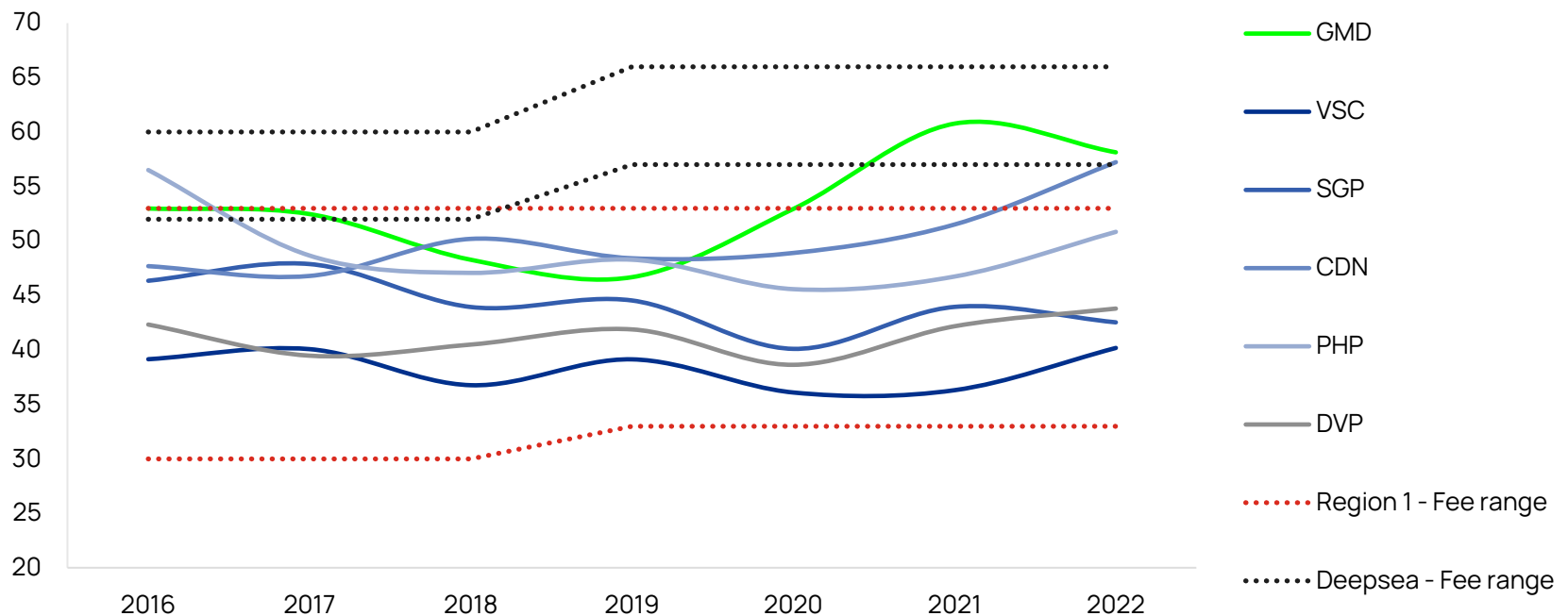
Bảng phí xếp dỡ hàng container tại các cảng nước sâu (bao gồm cảng HITC tại Hải Phòng và Gemalink tại CMTV)

	Thông tư 39/2023/TT-BGTVT		Thông tư 54/2018/TT-BGTVT		Thay đổi (%)	
	Sàn	Trần	Sàn	Trần	Sàn	Trần
Xuất nhập khẩu, tạm nhập, tái xuất (USD/container)						
Container 20 feet	57	66	52	60	+10%	+10%
Container 40 feet	85	97	77	88	+10%	+10%
Container > 40 feet	94	108	85	98	+10%	+10%
Trung chuyển và quá cảnh (USD/container)						
Container 20 feet	35	40	31	36	+13%	+11%
Container 40 feet	51	58	46	53	+11%	+9%
Container > 40 feet	56	65	51	59	+10%	+10%
Dịch vụ sà lan (USD/container) - không có trong Dự thảo tháng 8/2023						
Container 20 feet	8	15	6	15	+33%	0%
Container 40 feet	13	23	10	23	+30%	0%
Container > 40 feet	13	23	10	23	+30%	0%

Phí xếp dỡ cao hơn sẽ dẫn mang lại lợi ích cho tất cả các nhà khai thác cảng biển, đặc biệt là các cảng nước sâu (như Gemalink của GMD)

- 1) Cạnh tranh gay gắt trong mạng lưới cảng (đặc biệt là ở Khu vực 1*) khiến các nhà khai thác cảng phải giảm các khoản phí không quy định khác để duy trì khả năng cạnh tranh khi điều kiện thị trường không thuận lợi.
- 2) Chúng tôi kỳ vọng HĐKD sẽ phục hồi dần dần trong nửa đầu năm 2024 và 3) doanh thu trung bình hiện tại trên mỗi container của các nhà khai thác cảng lớn vẫn nằm trong phạm vi quy định hiện tại.

Doanh thu cảng/container (USD/container*), theo ước tính của Vietcap, so với phí xếp dỡ container hiện tại theo quy định của Thông tư 54



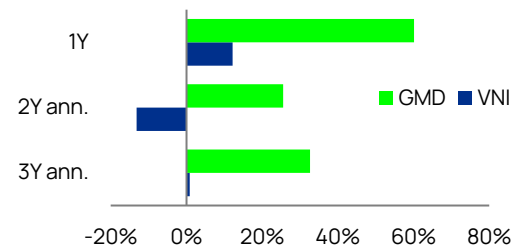
Các gói thầu xây dựng lớn của LTA thành phần 3

Loại	Gói	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Thắng thầu / Dự thầu / Hưởng lợi tiềm năng
Sàn lắp mặt bằng & thoát nước	3.4	4.412	Đang sửa chữa	Thắng thầu <ul style="list-style-type: none"> CTCP Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Công ty Công trình Hàng không ACC Tập đoàn Phúc Lộc Cienco 8 Vinaconex (HOSE: VCG)
Nhà ga hành khách	5.10 - Thân nhà ga hành khách	35.234	Khởi công xây dựng vào ngày 1/9/2023	Thắng thầu: Liên doanh VIETUR <ul style="list-style-type: none"> Tập đoàn IC Istars (Thổ Nhĩ Kỳ) Vinaconex (HOSE: VCG) HOSE: PHC, UPCOM: HAN Các công ty hưởng lợi tiềm năng: HOSE: DHA UPCOM: VLB
Nhà ga hàng hóa	7.x	N/A	Thẩm định thiết kế hồ sơ dự thầu Chưa đấu thầu xây dựng	Các công ty hưởng lợi tiềm năng: <ul style="list-style-type: none"> HOSE: SCS HOSE: NCT
Cơ sở hạ tầng	4.6 - Đường băng, sân đỗ khác	8.136	Khởi công xây dựng vào ngày 01/09/2023	Thắng thầu: (Liên doanh) <ul style="list-style-type: none"> Vinaconex (HOSE: VCG) CTCP Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Công ty Công trình Hàng không ACC Cienco 4 (UPCoM: C4G) CTCP Đầu tư Xây dựng Phát triển Việt Nam CTCP Xây dựng Công trình Hàng không Sáu Bốn Bảy
	4.7 - Sân đỗ nhà ga hành khách	6.507	Chưa đấu thầu	N/A
	4.8 - Đường nội bộ	7.819	Đánh giá hồ sơ dự thầu	N/A
	6.12 - Đường nối T1, T2	2.785	Đang sửa chữa	Thắng thầu: <ul style="list-style-type: none"> Tập đoàn Đèo Cả (HOSE: HHV) CTCP Thăng Long (HNX: TTL) CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Khang Nguyễn CTCP Tư vấn Thương mại & Xây dựng Hoàng Long CTCP Xây dựng 368

GMD - HĐKD cảng dự kiến phục hồi mạnh trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	70.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.916	4.068	4.470	4.825
Giá mục tiêu*	79.700 VND	% YoY	22%	4%	10%	8%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	995	2.595	1.376	1.700
		% YoY	63%	161%	-47%	24%
TL tăng	+13,0%	EPS	68%	10,9%	21%	22%
Lợi suất cổ tức	1,7%	Biên LN gộp	42,0%	47,7%	46,8%	46,6%
Tổng mức sinh lời	+14,7%	Biên EBITDA	37,8%	42,3%	42,2%	43,3%
		Biên LN từ HĐKD	28,2%	33,3%	33,2%	33,6%
Ngành	Cảng	Biên LN ròng	25,4%	63,8%	30,8%	35,2%
GT vốn hóa	21,7 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	28,2%	10,5%	4,0%	24,9%
Room KN	0 tỷ đồng	EV/EBITDA	12,0x	11,5x	9,5x	7,8x
GTGD/ngày (30n)	72,9 tỷ đồng	P/E	21,4x	19,3x	15,9x	13,1x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	3,1x	2,3x	2,2x	2,0x
SL CP lưu hành	301,4 tr	ROE	15,0%	32,2%	14,2%	15,9%
Pha loãng	353,2 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 20/11/2023



Tổng quan Công ty

GMD là một trong những nhà cung cấp dịch vụ logistics lớn nhất của Việt Nam và là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi giá trị logistics. Ngoài lĩnh vực là điều hành cảng cốt lõi và dịch vụ logistics, GMD còn đầu tư vào cao su và BĐS.

Chúng tôi kỳ vọng CTCP Gemadept (GMD) sẽ hưởng lợi lớn từ việc tăng cường hoạt động sản xuất tại Việt Nam nhờ (1) khả năng mở rộng công suất trong khi các cảng khác không thể; (2) GMD vận hành các dịch vụ logistics tích hợp (từ cảng biển nước sâu, cảng sông, kho container trong nước và trung tâm phân phối đến vận chuyển và theo dõi hàng) trên khắp Việt Nam thu hút khách hàng; và (3) HĐKD được ghi nhận và hiệu quả HĐKD vượt trội so với các công ty cạnh tranh. Chúng tôi hiện dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2023-2026 đạt 23%.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ tiếp tục phục hồi trong quý 4/2023 và tăng đáng kể hơn trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hợp nhất năm 2023/2024 sẽ lần lượt đạt 1%/9% YoY. Đối với Gemalink, chúng tôi duy trì dự báo 1,0 triệu TEU vào năm 2023 và kỳ vọng mức tăng trưởng mạnh 40% YoY trong năm 2024, được hỗ trợ bởi 2 tuyến hàng mới bên cạnh sự phục hồi của các tuyến hiện hữu.

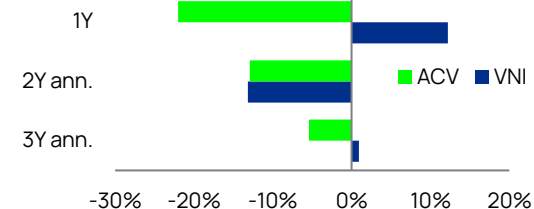
Chúng tôi kỳ vọng ASP năm 2024 sẽ tăng YoY nhờ nhu cầu phục hồi và phí xếp dỡ tại cảng tăng. Chúng tôi nâng giả định tăng trưởng ASP năm 2023/2024 lên lần lượt 1.4%/2.8% YoY. Chúng tôi lưu ý rằng vào tháng 8/2023, Cục Hàng hải Việt Nam (Vinamarine) đã đề xuất tăng phí xếp dỡ cho hàng xuất nhập khẩu tại cảng toàn quốc trung bình khoảng 10%. Chúng tôi kỳ vọng tác động của diễn biến này đối với lợi nhuận của các công ty cảng biển sẽ được phản ánh dần trong trung hạn thay vì mức tăng nhanh ngay lập tức trong lợi nhuận năm 2024 khi những đề xuất thay đổi có hiệu lực.

Tiềm năng lợi nhuận từ việc thoái vốn cảng Nam Hải (NH). Cảng NH là cảng lâu đời nhất và nhỏ nhất trong danh mục cảng phía Bắc của GMD. Chúng tôi kỳ vọng khoản lợi nhuận khoảng 150 tỷ đồng-300 tỷ đồng nhưng chưa ghi nhận khoản thoái vốn này vào dự báo của chúng tôi.

ACV – Bước vào giai đoạn vốn đầu tư cao

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (30/06)	66.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	11.806	17.593	20.686	23.513
Giá mục tiêu*	83.300 VND	% YoY	217%	49%	18%	14%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	6.439	8.580	9.235	10.687
		% YoY	1242%	33%	8%	16%
TL tăng	26,2%	EPS	1242%	33%	8%	16%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	47,4%	62,0%	64,0%	64,9%
Tổng mức sinh lời	26,2%	Biên EBITDA	51,6%	57,4%	61,3%	62,4%
		Biên LN từ HĐKD	34,7%	46,0%	51,0%	52,9%
		Biên LN ròng	54,5%	48,8%	44,6%	45,5%
Ngành	Hàng không	Dòng tiền/Doanh thu	-23,4%	-24,7%	-120,9%	-115,0%
GT vốn hóa	143,4 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	20,7x	12,1x	9,7x	8,5x
Room KN	65,6 nghìn tỷ đồng	P/E	24,8x	18,6x	17,3x	14,9x
GTGD/ngày (30n)	17 tỷ đồng	P/B	3,8x	3,3x	2,7x	2,3x
Cổ phần Nhà nước	95%	ROE	18,0%	20,0%	18,0%	17,5%
SL CP lưu hành	2,2 tỷ					
Pha loãng	2,2 tỷ					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 15/11/2023



Tổng quan Công ty

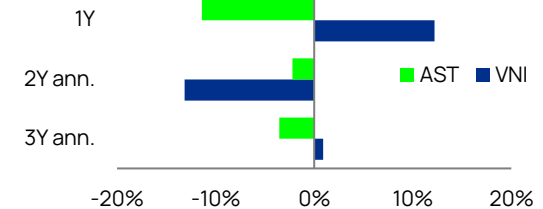
ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong Quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

- Tổng Công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) công bố KQKD sơ bộ năm 2023 (bao gồm doanh thu, thu nhập tài chính và thu nhập khác) đạt 20,7 nghìn tỷ đồng và LNTT đạt 8,7 nghìn tỷ đồng. Mặc dù KQKD phù hợp với dự báo của chúng tôi nhưng LNTT chỉ đạt 86% dự báo năm 2023. Chúng tôi cho rằng diễn biến này có thể là do khoản lỗ tỷ giá do nợ đồng Yên Nhật và/hoặc chi phí dự phòng cho nợ xấu từ các hãng hàng không.
- ACV lên kế hoạch đón 39 triệu hành khách quốc tế và 79 triệu hành khách trong nước trong năm 2024, tương đương 86% và 97% dự báo năm 2024 của chúng tôi. Chúng tôi đã chưa đánh giá đúng sự chứng lại của du lịch trong nước của Việt Nam kể từ giữa năm 2023, và nhận thấy rủi ro điều chỉnh giảm đối với dự báo lượng hành khách trong nước, cũng như rủi ro điều chỉnh giảm nhẹ đối với dự báo doanh thu của chúng tôi, dù cần thêm đánh giá chi tiết.
- Giá cổ phiếu ACV thấp trong nửa cuối năm 2023 do các yếu tố trên và sắp bước vào giai đoạn vốn đầu tư cao của công ty khi bắt đầu xây dựng nhà ga hành khách Sân bay Long Thành.
- Kế hoạch niêm yết trên HOSE của ACV chưa có nhiều tiến triển do tài sản Nhà nước mà ACV đang vận hành. Khi nào đây vẫn là tài sản của Nhà nước thì ACV sẽ không chuyển sang HOSE. Trong kế hoạch tháng 9/2023 cho giai đoạn 2021-2030, ACV duy trì tỷ lệ sở hữu Nhà nước ở mức 95,4% cho đến ít nhất là năm 2025. Ngoài ra, liên quan đến tài sản Nhà nước, ACV vẫn có kế hoạch phát hành cổ phiếu mới để đổi (tức là tỷ lệ sở hữu Nhà nước tại ACV sẽ tăng lên để ACV vận hành tài sản). Diễn biến này tương đương với việc những tài sản trên sẽ không được chuyển sang ACV cho đến hết năm 2025.
- LTA: Liên danh VIETUR khởi công xây dựng nhà ga hành khách từ ngày 1/9. Kể từ ngày này, chúng tôi quan sát thấy các tuyến đường thi công đã hoàn thành, cọc móng nhà ga hành khách được đóng. Chúng tôi duy trì kỳ vọng sân bay sẽ đi vào hoạt động từ năm 2027.
- ACV có định giá hấp dẫn với EV/EBITDA năm 2023/2024 là 9,7x so với 14x trong giai đoạn trước COVID.

AST - LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2024 dự kiến vượt mức năm 2019

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (30/06)	50.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	604	1.077	1.453	1.658
Giá mục tiêu*	64.500 VND	% YoY	292%	78%	35%	14%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	44	122	211	266
		% YoY	-138%	175%	72%	26%
TL tăng	+27,7%	EPS	N.M.	175%	72%	26%
Lợi suất cổ tức	3,0%	Biên LN gộp	52,9%	60,0%	61,3%	62,2%
Tổng mức sinh lời	30,7%	Biên EBITDA	11,9%	17,3%	20,9%	21,9%
		Biên LN từ HĐKD	5,7%	14,5%	18,8%	20,1%
		Biên LN ròng	7,4%	11,3%	14,5%	16,0%
Ngành	DV Hàng không	Dòng tiền/Doanh thu	-0,6%	16,1%	15,9%	15,3%
GT vốn hóa	2,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	28,4x	9,6x	5,1x	3,6x
Room KN	97,2 tỷ đồng	P/E	52,7x	19,2x	11,1x	8,8x
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	P/B	5,0x	3,8x	2,9x	2,3x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	6,3%	22,6%	30,1%	29,6%
SL CP lưu hành	45,0tr					
Pha loãng	45,0tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 06/12/2023



Tổng quan Công ty:

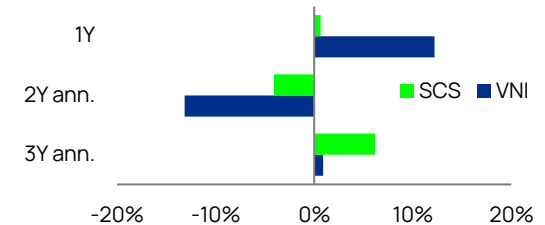
AST hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là (1) bán lẻ tại sân bay (miễn thuế và không miễn thuế) với các cửa hàng tại 7 sân bay đồng nhất tại Việt Nam và (2) điều hành khách sạn với một khách sạn 4 sao tại Đà Nẵng. Ngoài ra, công ty còn có công ty liên kết là CTCP Dịch vụ suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) cung cấp dịch vụ ăn uống tại các sân bay.

- Chúng tôi ước tính doanh số bán lẻ/cửa hàng các năm 2023/2024 sẽ lần lượt đạt 75%/95% so với mức năm 2019. Ngoài ra, số lượng cửa hàng của CTCP Dịch vụ Hàng không Taseco (AST) đã tăng 40% trong giai đoạn 2019-2022.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS các năm 2023 và 2024 sẽ lần lượt phục hồi đạt 63% và 111% lợi nhuận ròng của AST từ năm 2019.
- Biên LN gộp năm 2024 tiếp tục hơn mức trong năm 2019 nhờ đóng góp cao hơn từ các nhà hàng thức ăn nhanh có biên LN cao.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng mạnh nhờ đòn bẩy hoạt động. Chi phí SG&A/doanh thu sẽ giảm từ 46% vào năm 2023 xuống 43% vào năm 2024. Những dự báo này cao hơn mức 34% của năm 2019 do doanh số/cửa hàng thấp hơn.
- AST mở rộng số lượng cửa hàng chuẩn bị cho đà phục hồi lượng hành khách hàng không. AST đã mở rộng số lượng cửa hàng của công ty trong giai đoạn dịch COVID-19 nhờ vào vị thế tài chính mạnh. Số lượng cửa hàng không miễn thuế của AST đạt 120 vào cuối năm 2022 so với 88 cửa hàng vào cuối năm 2019 và số lượng cửa hàng miễn thuế của AST đã tăng gấp đôi từ 5 lên 10 trong cùng kỳ. Chúng tôi dự báo tổng số lượng cửa hàng sẽ đạt 151 cửa hàng vào cuối năm 2025.
- AST có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 11,2 lần so với P/E trượt trung bình giai đoạn 2018-2019 là 15,0 lần.
- **Rủi ro:** Lượng khách du lịch quốc tế từ Trung Quốc hoặc Việt Nam yếu hơn dự kiến.

SCS – Sản lượng phục hồi trong bối cảnh bổ sung hàng hóa và chi phí vận tải hàng hải cao

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(30/06)	71.900 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	851	758	959	1.218
Giá mục tiêu*	81.700 VND	% YoY	1%	-11%	26%	27%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	651	507	670	778
		% YoY	15%	-22%	32%	16%
TL tăng	13,6%	EPS	16%	-24%	34%	17%
Lợi suất cổ tức	4,2%	Biên LN gộp	82,0%	74,4%	76,9%	79,2%
Tổng mức sinh lời	17,8%	Biên EBITDA	87,1%	81,2%	83,7%	84,6%
		Biên LN từ HĐKD	75,3%	66,9%	70,1%	73,0%
		Biên LN ròng	76,5%	66,8%	69,9%	63,9%
Ngành	DV Hàng không	Dòng tiền/Doanh thu	89,0%	36,9%	52,8%	49,4%
GT vốn hóa	6,8 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	7,9x	9,5x	7,3x	5,7x
Room KN	97,2 tỷ đồng	P/E	11,6x	15,2x	11,3x	9,7x
GTGD/ngày (30n)	4,9 tỷ đồng	P/B	4,7x	4,3x	3,9x	3,3x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	48,5%	33,5%	40,0%	41,1%
SL CP lưu hành	93,9 tr					
Pha loãng	93,9 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 30/06/2023



Tổng quan công ty

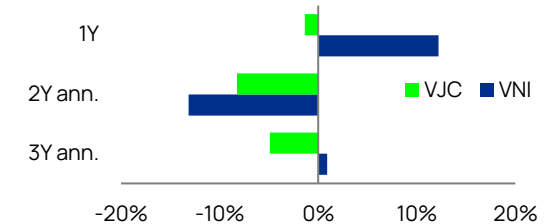
SCS là một công ty vận hành nhà ga hàng hóa hàng không nằm ở sân bay Tân Sơn Nhất. Trong 6T 2022, công ty vận chuyển 40% lượng hàng hóa quốc tế đi qua sân bay Tân Sơn Nhất. SCS cũng cho thuê chỗ đậu máy bay, văn phòng, sân bóng đá và bãi đậu xe, tất cả đều nằm tại một lô đất.

- CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn (SCS) là công ty vận tải hàng không tại thị trường Miền Nam, tạo ra lợi nhuận cao từ vốn và cổ tức bằng tiền mặt.
- Chúng tôi kỳ vọng thông lượng quốc tế sẽ phục hồi 18% YoY năm 2024 khi thương mại phục hồi, dẫn đầu bởi việc bổ sung hàng hóa.
- Một hãng hàng không lớn đã trì hoãn việc di dời từ Dịch vụ Hàng hóa Tân Sơn Nhất (TCS) sang SCS để quan sát hoạt động thương mại trước khi đưa ra quyết định. Trước đó, hãng hàng không này đang chuẩn bị di dời do TCS sắp hết công suất do không có quỹ đất để mở rộng. Trong khi đó, SCS cũng chỉ mới hoạt động được 65% công suất mà quỹ đất cho phép. TCS và SCS hình thành thể độc quyền vận chuyển hàng không miền Nam. Ban lãnh đạo SCS trước đây dự kiến thông lượng của khách hàng này sẽ đạt khoảng 27.000 tấn trong nửa cuối năm 2023.
- **Khung giá nhượng quyền hàng không mới dự kiến sẽ làm giảm biên lợi nhuận.** Bắt đầu từ năm 2023, hoạt động nhượng quyền nhà ga hàng hóa hàng không là do Bộ Giao thông Vận tải quy định thay vì Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (UPCoM: ACV). Trong khung giá mới này, SCS sẽ phải trả thêm 1,5%–4,5% doanh thu hàng hóa hàng không của công ty cho Nhà nước – con số chính xác còn phụ thuộc vào việc đàm phán trong thời gian tới. Do đó và do đóng góp thấp hơn từ hàng hóa quốc tế vốn có biên lợi nhuận cao, chúng tôi dự báo biên EBITDA của SCS sẽ giảm xuống 81,2% vào năm 2023 so với 87,1% vào năm 2022.
- SCS dự kiến trở thành cổ đông và là nhà khai thác duy nhất của nhà ga hàng hóa Số 1 sân bay Long Thành. Nhà ga này sẽ có công suất 550.000 tấn/năm và chi phí đầu tư là 125 triệu USD.
- SCS có định giá hấp dẫn với P/E năm 2023/2024 là 14,6x/10,9x so với P/E trượt trung bình 4 năm là 13,5x.

VJC - LNST sau CĐTS vận tải sẽ phục hồi về mức 2019 vào năm 2025

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	108.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	40.142	58.412	79.006	98.901	
Giá mục tiêu*	104.100 VND	% YoY	209%	45,5%	35,3%	25,2%	
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	-2.262	364	2.222	2.705	
		% YoY	N.M.	N.M.	6,1x	1,2x	
TL tăng	-3,6%	EPS	% YoY	N.M.	N.M.	6,1x	1,2x
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp		-5,0%	6,7%	7,7%	6,9%
Tổng mức sinh lời	-3,6%	Biên EBITDA		-5,3%	4,0%	5,8%	5,8%
		Biên LN từ HĐKD		-8,6%	1,7%	3,7%	3,7%
		Biên LN ròng		-5,6%	0,6%	2,8%	2,7%
Ngành	Hàng không	EV/EBITDAR		35,2x	11,5x	9,8x	9,0x
GT vốn hóa	58,3 nghìn tỷ đồng	P/E		N,M	160,7x	27,5x	22,6x
Room KN	6,6 nghìn tỷ đồng	P/B		4,1x	4,0x	3,2x	3,0x
GTGD/ngày (30n)	145,8 tỷ đồng	ROE		-14,2%	2,4%	12,9%	13,7%
Cổ phần Nhà nước	0,0%						
SL CP lưu hành	541,6tr						
Pha loãng	566,1tr						

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 22/11/2023



Tổng quan công ty

VJC là hãng hàng không chi phí thấp hàng đầu tại Việt Nam với đội bay gồm 103 máy bay đến 135 điểm đến trong nước và quốc tế tính đến cuối quý 3/2023.

Chúng tôi dự đoán nhu cầu di chuyển hàng không trong nước sẽ giảm do người tiêu dùng ưu tiên các hoạt động thiết yếu hơn du lịch; tuy nhiên, chúng tôi duy trì kỳ vọng về sự phục hồi của nhu cầu di chuyển hàng không quốc tế. Tác động của mức giảm sản lượng được bù đắp do giá định giá vé máy bay cao hơn của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho CTCP Hàng không Vietjet (VJC) lên 108%/108%/109% (so với năm 2019) trong năm 2023/2024/2025 do chúng tôi ghi nhận giá vé máy bay tăng trong quý 3/2023. Diễn biến này một phần là bởi sự cạnh tranh trong ngành giảm dẫn giữa bối cảnh Bamboo Airways (BA) tái cơ cấu. Vào tháng 11/2023, BA thông báo hãng ngừng khai thác các đường bay quốc tế. Chúng tôi cũng nhận thấy BA đã phải hoãn lại nhiều chuyến bay trong nước vào quý 3/2023.

Chúng tôi dự đoán chi phí nhiên liệu bay sẽ tăng trong giai đoạn 2024-2025. Dự báo nội bộ của chúng tôi về giá dầu Brent trung bình đã được điều chỉnh tăng lên 83/83/75 USD/thùng kể từ báo cáo cập nhật cho VJC gần đây của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh chênh lệch giá định lần lượt là -8/0/9 USD/thùng vào năm 2023/2024/2025, dẫn đến thay đổi 0%/9%/11% trong giá định chi phí nhiên liệu bay của chúng tôi.

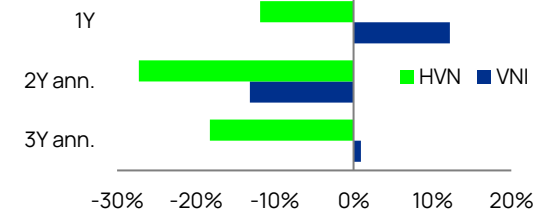
Chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng vận tải của VJC sẽ chưa phục hồi trở lại mức trước Covid-19 cho đến năm 2025. Chúng tôi giảm giả định về biên lợi nhuận gộp mảng vận tải của VJC xuống 7,3%/9,4%/9,2% cho năm 2023/2024/2025 so với 8,0% /10,0%/10,4% khi nhận thấy chi phí phi nhiên liệu của VJC cao hơn dự kiến trong quý 3/ 2023.

Rủi ro/yếu tố hỗ trợ: Nổi lại các chuyến bay quốc tế chậm/nhanh hơn dự kiến, giá dầu tiếp tục tăng/giảm và tỷ giá USD/VND thấp/cao hơn.

HVN – Quá trình tái cấu trúc còn chưa rõ ràng

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	12.250 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	70.579	85.710	101.570	105.165	
Giá mục tiêu*	13.400 VND	% YoY	152,9%	21,4%	18,5%	3,5%	
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	-10.453	-8.008	-4.463	-2.614	
		% YoY	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	
TL tăng	+9,4%	EPS	% YoY	N.M.	N.M.	N.M.	
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp		-3,7%	-1,4%	3,3%	4,8%
Tổng mức sinh lời	+9,4%	Biên EBITDA		-4,9%	-4,0%	-0,1%	2,0%
		Biên LN từ HĐKD		-10,5%	-8,8%	-4,5%	-2,4%
		Biên LN ròng		-14,8%	-9,3%	-4,4%	-2,5%
Ngành	Hàng không	Giá CP/DTHĐ		4,8x	N.M.	N.M.	N.M.
GT vốn hóa	26,7 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDAR		11,5x	11,0x	8,1x	5,8x
Room KN	7,6 nghìn tỷ đồng	P/E		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
GTGD/ngày (30n)	34 tỷ đồng	P/B		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Cổ phần Nhà nước	86,2%	ROE		N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
SL CP lưu hành	2,2tỷ			N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Pha loãng	2,2tỷ						

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 24/03/2023



Tổng quan công ty

Tổng CT Hàng không Việt Nam (HOSE: HVN) bao gồm công ty mẹ là hãng hàng không truyền thống Vietnam Airlines (VNA), 5 công ty liên kết và 15 công ty con thuộc các phân khúc khác nhau trong ngành hàng không, bao gồm cổ phần kiểm soát tại hãng hàng không chi phí thấp Pacific (PA).

Chúng tôi không có quan điểm lạc quan về Tổng CT Hàng không Việt Nam (HVN) mặc dù công ty có thể hưởng lợi từ sự phục hồi sau dịch COVID của ngành hàng không. Chúng tôi dự đoán HVN sẽ tiếp tục chịu lỗ trong giai đoạn 2023 -2025 do vốn chủ sở hữu của cổ đông tính đến cuối năm 2022 ở mức âm.

Chúng tôi dự báo lượng khách nội địa của HVN trong năm 2023/2024/2025 sẽ bằng 115%/117%/118% so với mức năm 2019 do nhu cầu du lịch trong nước sau khi bị dồn nén giảm dần và những thách thức kinh tế vẫn tiếp diễn. Chúng tôi dự báo lượng hành khách quốc tế của HVN trong năm 2023/2024/2025 sẽ bằng 58%/86%/94% so với mức năm 2019.

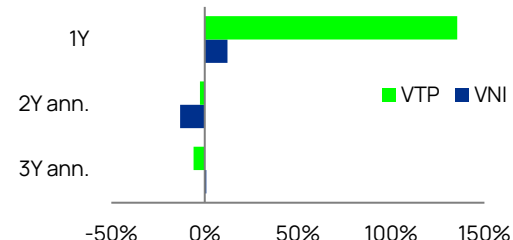
Rủi ro/yếu tố hỗ trợ: Nổi lại các chuyến bay quốc tế chậm/nhanh hơn dự kiến, giá dầu tiếp tục tăng/giảm.

VTP – Hưởng lợi từ tăng trưởng mạnh của thương mại điện tử tại Việt Nam

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(30/06)	39.800 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	21.629	18.597	20.001	21.805	
Giá mục tiêu*	34.600 VND	% YoY	0,8%	-14,0%	7,6%	9,0%	
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	257	370	422	479	
		% YoY	-13,3%	44,0%	14,1%	13,5%	
TL tăng	-13,1%	EPS	% YoY	-13,1%	43,6%	14,2%	13,5%
Lợi suất cổ tức	3,8%	Biên LN gộp		3,0%	4,8%	5,1%	5,4%
Tổng mức sinh lời	-9,3%	Biên EBITDA		1,6%	2,8%	3,1%	3,4%
		Biên LN từ HĐKD		1,2%	2,2%	2,4%	2,5%
		Biên LN ròng		1,2%	2,0%	2,1%	2,2%
Ngành	DV giao nhận	Giá CP/DT dịch vụ**		0,5x	0,4x	0,4x	0,3x
GT vốn hóa	4,6 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA		10,2x	6,9x	5,8x	4,9x
Room KN	1,7 nghìn tỷ đồng	P/E		20,3x	14,2x	12,4x	10,9x
GTGD/ngày (30n)	31,6 tỷ đồng	P/B		3,2x	2,9x	2,6x	2,3x
Cổ phần Nhà nước	61,0%	ROE		18,9%	25,3%	25,8%	25,9%
SL CP lưu hành	113,2 tr						
Pha loãng	113,2 tr						

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 12/06/2023

** dựa trên doanh thu dịch vụ cốt lõi



Tổng quan Công ty

VTP là một trong số các công ty bưu chính lớn nhất Việt Nam. Các lĩnh vực chính gồm chuyển phát nhanh và phát hàng thu tiền hộ, trong đó yếu tố dẫn dắt tăng trưởng là giao hàng e-commerce.

Chúng tôi giữ quan điểm lạc quan về khả năng Tổng CTCP Bưu chính Viettel (VTP) được hưởng lợi từ sự **tăng trưởng nhanh chóng của thương mại điện tử** tại Việt Nam nhờ mạng lưới bưu chính rộng khắp, đầu tư vào công nghệ và chiến lược tài sản cố định.

Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ được dẫn dắt bởi dịch vụ giao hàng do đà tăng trưởng mạnh mẽ của thương mại điện tử, phần nào bị ảnh hưởng bởi dự báo mức tiêu thụ thấp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động tích cực này có thể bị ảnh hưởng một phần bởi tính cạnh tranh cao và biên LN thấp trong dịch vụ giao hàng thương mại điện tử.

Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 14% trong giai đoạn 2023-2025 do (1) thương mại điện tử tăng trưởng mạnh tại Việt Nam do khả năng tiếp cận kỹ thuật số của người tiêu dùng ngày càng tăng, (2) cải thiện hiệu quả chi phí cơ cấu của VTP và (3) hoạt động giao hàng phục hồi hoàn toàn trong khi chi phí vận hành giảm.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng trung bình năm 2023/2024 của VTP ở mức 12,3x/10,8x so với P/E trượt trung vị 3 năm của các công ty cùng ngành là 30x. Chúng tôi duy trì mức chiết khấu định giá 10% do VTP thiếu minh bạch.

Rủi ro: Cạnh tranh về giá cả kéo dài gay gắt trong ngành chuyển phát nhanh; đầu tư vào các mảng kinh doanh mới không hiệu quả.

Ngành Sản xuất Công nghiệp

Phục hồi dần nhờ bổ sung vốn kho thận trọng

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024



Bùi Xuân Vĩnh
Chuyên viên cao cấp

vinh.bui@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.191

Mai Đoàn Ngọc Hân
Chuyên viên

han.mai@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.538

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp

vy.nguyen@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.147

Phục hồi dần được dẫn dắt bởi bổ sung tồn kho thận trọng

Khả năng xảy ra suy thoái được phản ánh một phần vào đợt giảm tồn kho của các nhà nhập khẩu.

- Đơn hàng xuất khẩu cho công ty sản xuất Việt Nam bị ảnh hưởng trước khi doanh số bán lẻ tại Mỹ giảm do các công ty nhập khẩu giảm tồn kho trước lo ngại suy thoái.
- Đơn hàng cho các công ty sản xuất tại Mỹ giảm từ giữa 2022 nhưng doanh số bán lẻ vẫn ổn định.
- Thị trường dự báo nguy cơ suy thoái kinh tế của Mỹ thấp hơn nhưng nhu cầu tại Trung Quốc phục hồi chậm hơn.
- Các công ty sản xuất ghi nhận lượng đơn hàng dần phục hồi, lượng tồn kho của khách hàng đã ổn định.
- Các thương hiệu và nhà bán lẻ đã hoàn tất việc giảm tồn kho trong quý 2 - 3/2023, dự kiến tăng trưởng doanh số một chữ số trong năm 2024, vẫn thận trọng về triển vọng nhu cầu.
- Các nhà sản xuất nhận thấy lượng đơn hàng đang tăng trở lại nhưng chậm.

Các chỉ số khác cho thấy xuất khẩu sẽ dần phục hồi trong năm 2024.

- Mức tăng trưởng gần đây trong doanh số chip đã giải quyết vấn đề tồn kho và dự kiến sẽ thúc đẩy sản xuất chip trong năm 2024, từ đó thúc đẩy nhu cầu phốt pho vàng.
- Lãi suất thế chấp giảm tại Mỹ, nhưng vẫn ở mức cao, cho thấy sự phục hồi dần dần về xây dựng trong thời gian tới và kèm theo đó là nhập khẩu đồ nội thất.
- Lạm phát giảm đang hỗ trợ niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ trong khi Trung Quốc đối mặt với cả giảm phát và tâm lý tiêu dùng yếu.
- Chúng tôi dự kiến mức tăng trưởng ở mức 5%-7% đối với xuất khẩu dệt may và nội thất gỗ của Việt Nam và tăng trưởng 11%-13% đối với xuất khẩu điện tử trong nửa đầu năm 2024, và tăng tốc trong nửa cuối năm.

Giá của các mặt hàng thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi, trước đây đã đạt mức cơ sở thấp, hiện đang tăng nhẹ. Dưới đây là dự báo về mức tăng trưởng giá bán trung bình (ASP) trong năm 2024:

- Hóa chất phốt pho công nghiệp của DGC: 7%
- Giấy bao bì của DHC: 13%
- Lốp xe tải nặng của DRC: 0%
- Phi-lê cá đông lạnh của VHC: 8%

Phục hồi dần dần nhờ bổ sung vốn kho thận trọng

Rủi ro:

- Lãi suất tại Mỹ cao hơn dự kiến ảnh hưởng đến nhu cầu ngắn hạn và chi phí vốn kho.
- Tăng trưởng toàn cầu yếu hơn dự kiến ảnh hưởng đến nhu cầu và lượng đơn hàng trong trung hạn.
- Nhu cầu yếu tại Trung Quốc dẫn đến tình trạng giảm phát kéo dài và giá cả hàng hóa giảm.

Khuyến nghị:

- **DGC** là nhà xuất khẩu phốt pho vàng đứng thứ hai thế giới. Ưu thế về tài nguyên và công nghệ giúp ROE dự kiến trung bình giai đoạn 2020-2025 đạt 38%. Chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ tăng 40% trong năm 2024, nhờ vào (1) doanh số chất bán dẫn toàn cầu phục hồi, (2) khách hàng mới tại Mỹ và (3) nhà máy mới của DGC. Định giá của DGC là hấp dẫn với P/E dự kiến cho năm 2024 là 8,1 lần so với mức trung bình 5 năm là 9,0 lần.
- **VHC** là công ty xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới. Chúng tôi dự báo giá bán trung bình phi lê đông lạnh tăng 8% YoY trong năm 2024, cùng với việc tăng thị phần xuất khẩu sang các thị trường Mỹ và Trung Quốc, sẽ thúc đẩy giá trị xuất khẩu của VHC tăng 20% YoY trong năm 2024 so với năm 2023. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ tăng 56% YoY vào năm 2024 và trở lại mức của năm 2022 vào năm 2025.
- **DHC** chiếm 10% công suất giấy bao bì Việt Nam và sở hữu lợi thế chi phí vượt trội. Giá giấy bao bì đang phục hồi từ mức cơ sở thấp do dự kiến xuất khẩu từ Việt Nam và Trung Quốc sẽ tăng trở lại nhờ tiêu dùng tăng ở cả hai nước trong kỳ nghỉ Tết Nguyên đán tới và bổ sung vốn kho tại các nền kinh tế phát triển. Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS năm 2024F là 27%. Định giá của DHC là hấp dẫn ở mức P/E năm 2024 là 8,0 lần so với mức trung bình 10 năm là 10,3 lần.

Ngành Công nghiệp: Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

Dữ liệu chính

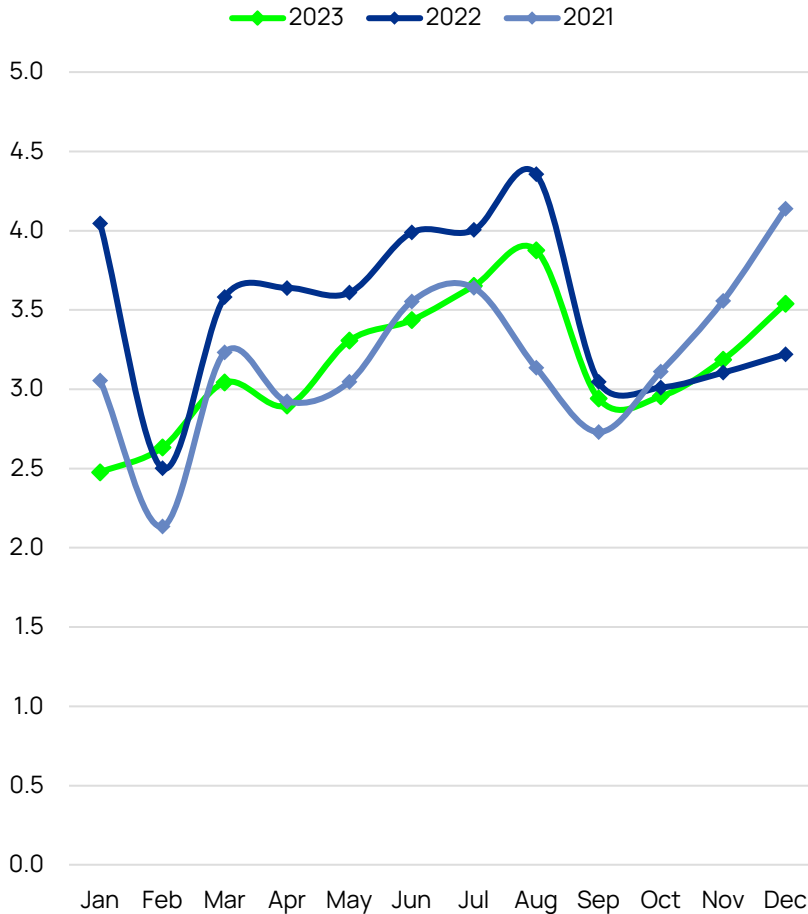
Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
ACG	KQ	234	0%	50%	27	0,0	37.600	47.700	4/20/2023	26,9%	2,7%	29,5%
DHC	KQ	126	0%	50%	19	0,3	38.000	47.900	11/7/2023	26,1%	2,6%	28,7%
STK	MUA	101	0%	100%	84	0,1	25.950	31.800	12/29/2023	22,5%	0,0%	22,5%
DGC	MUA	1.481	0%	49%	458	7,7	94.400	108.000	10/30/2023	14,4%	3,2%	17,6%
PTB	PHTT	163	0%	25%	7	0,8	59.000	59.700	11/29/2023	1,2%	4,1%	5,3%
DRC	KQ	130,1	0%	49%	7	0,7	26.500	23.100	3/30/2023	-12,8%	6,4%	-6,4%

Tóm tắt định giá

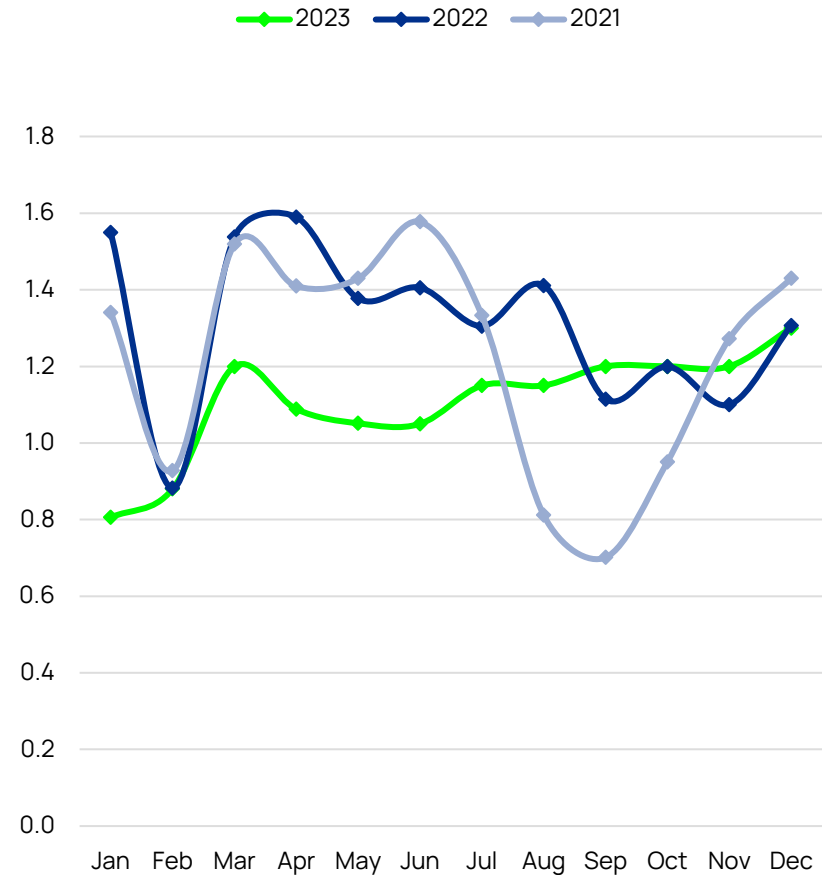
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023F x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	EV/ EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
ACG	37.600	2%	14%	16%	9,9	8,5	7,5	6,5	4,1	16%	1,2	-0,2
DHC	38.000	-19%	27%	18%	9,9	10,1	8,0	6,8	6,0	18%	1,6	0,2
STK	25.950	-62%	105%	14%	20,5	23,0	11,2	9,8	6,2	13%	1,5	0,2
DGC	94.400	-40%	37%	9%	11,0	11,2	8,1	7,4	5,6	33%	2,9	-0,7
PTB	59.000	-24%	37%	24%	10,8	13,3	9,7	7,8	5,8	15%	1,4	0,5
DRC	26.500	18%	-8%	2%	9,7	9,7	10,5	10,3	6,6	16%	1,7	0,1

Xuất khẩu hàng dệt may và đồ gỗ của Việt Nam

Xuất khẩu dệt may Việt Nam (tỷ USD)

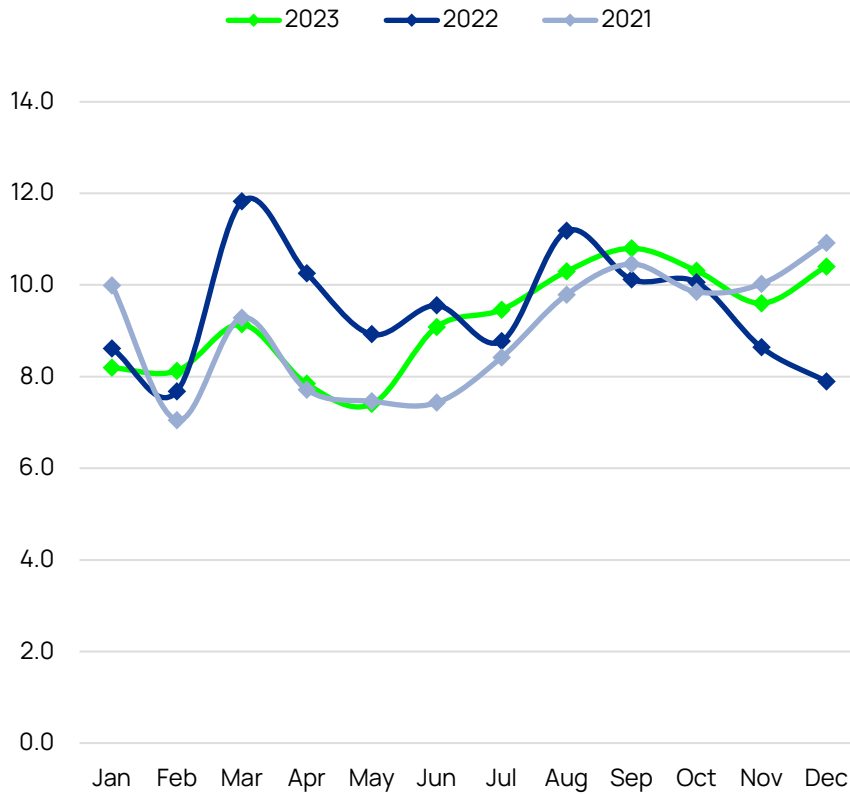


Xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ Việt Nam (tỷ USD)

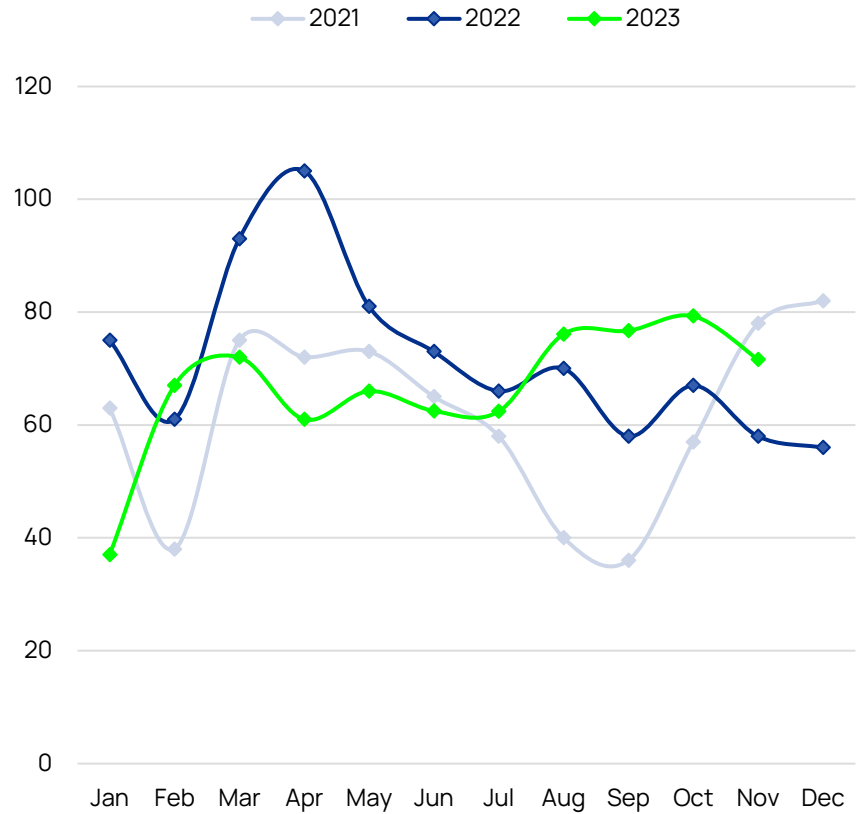


Xuất khẩu điện tử và cá tra của Việt Nam

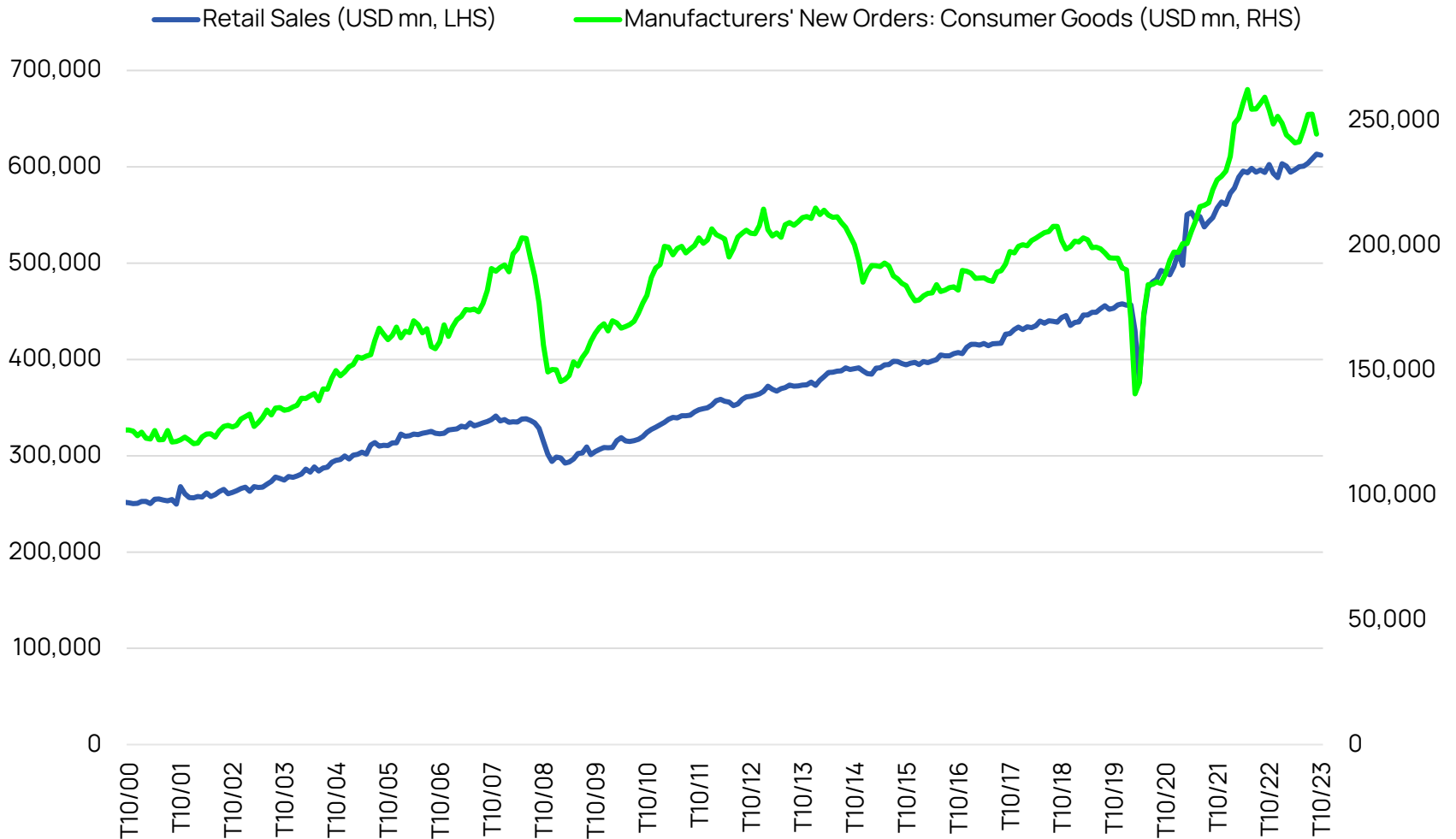
Xuất khẩu điện tử của Việt Nam
(tỷ USD)



Sản lượng xuất khẩu cá tra của Việt Nam
(nghìn tấn)
'000 tonnes

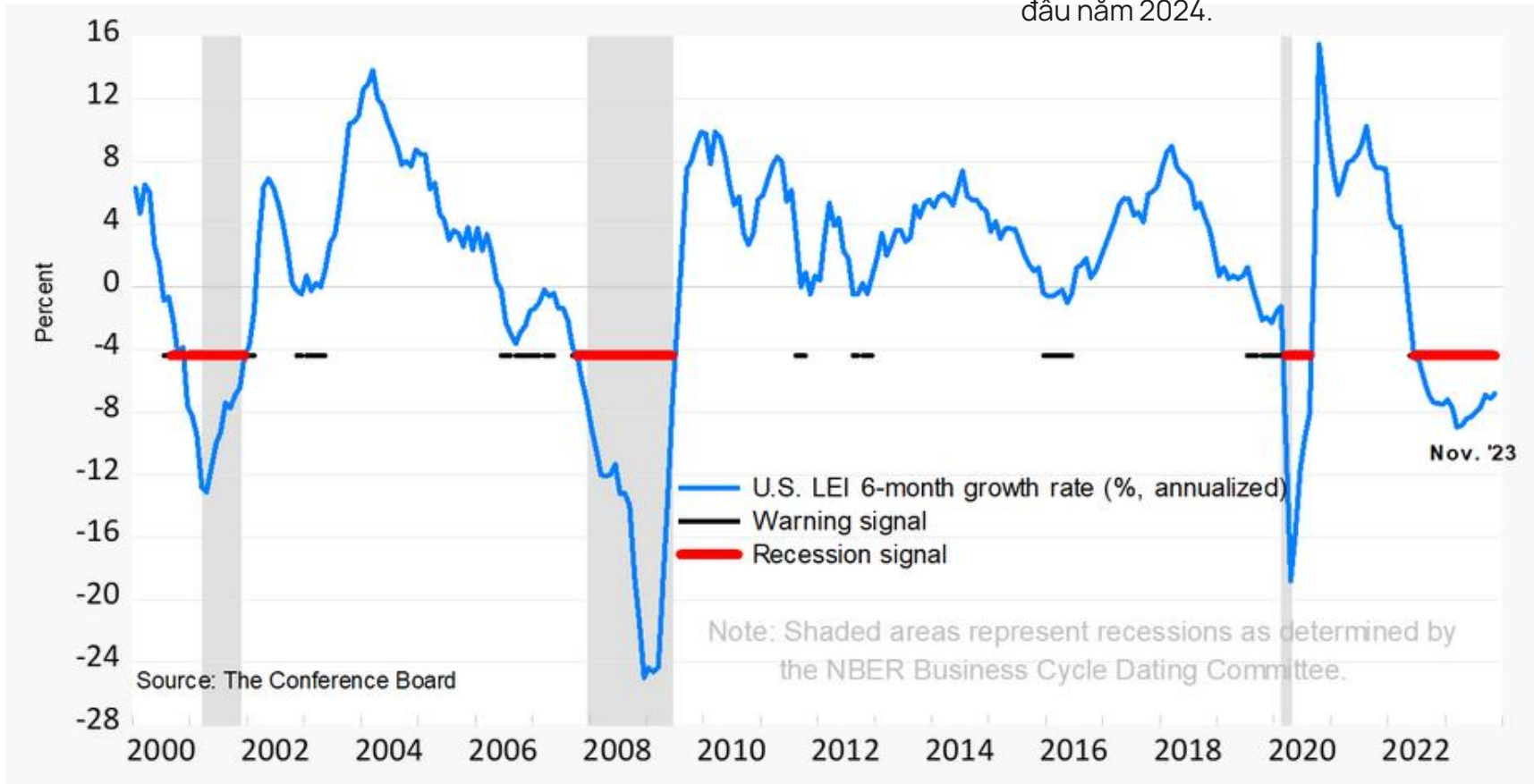


Tại Mỹ, đơn hàng cho các nhà sản xuất đã giảm kể từ giữa năm 2022 trong khi doanh số bán lẻ vẫn ổn định

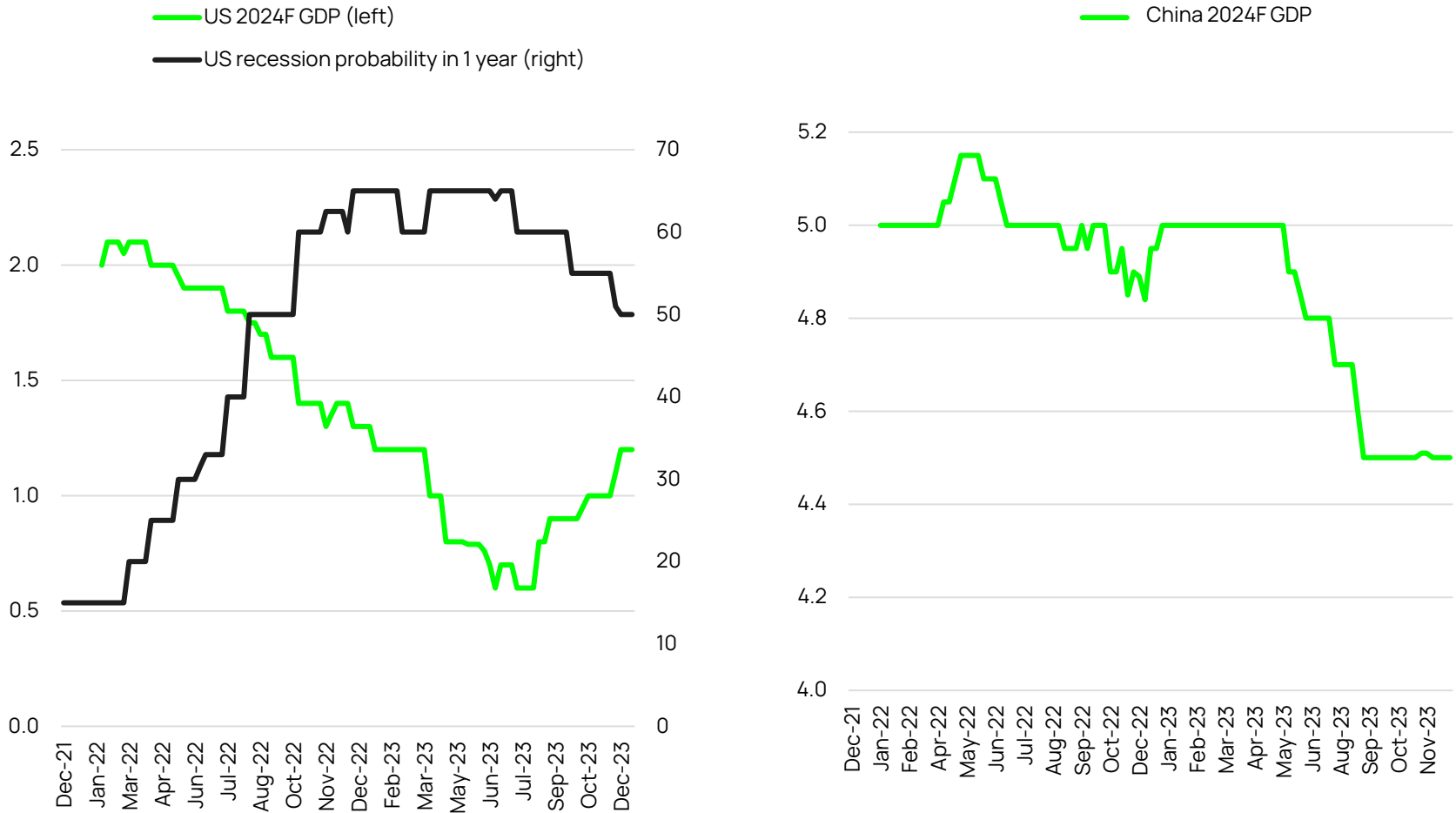


Chỉ báo kinh tế đi trước (LEI) của Mỹ từ lâu đã dự đoán suy thoái nhưng chưa xảy ra

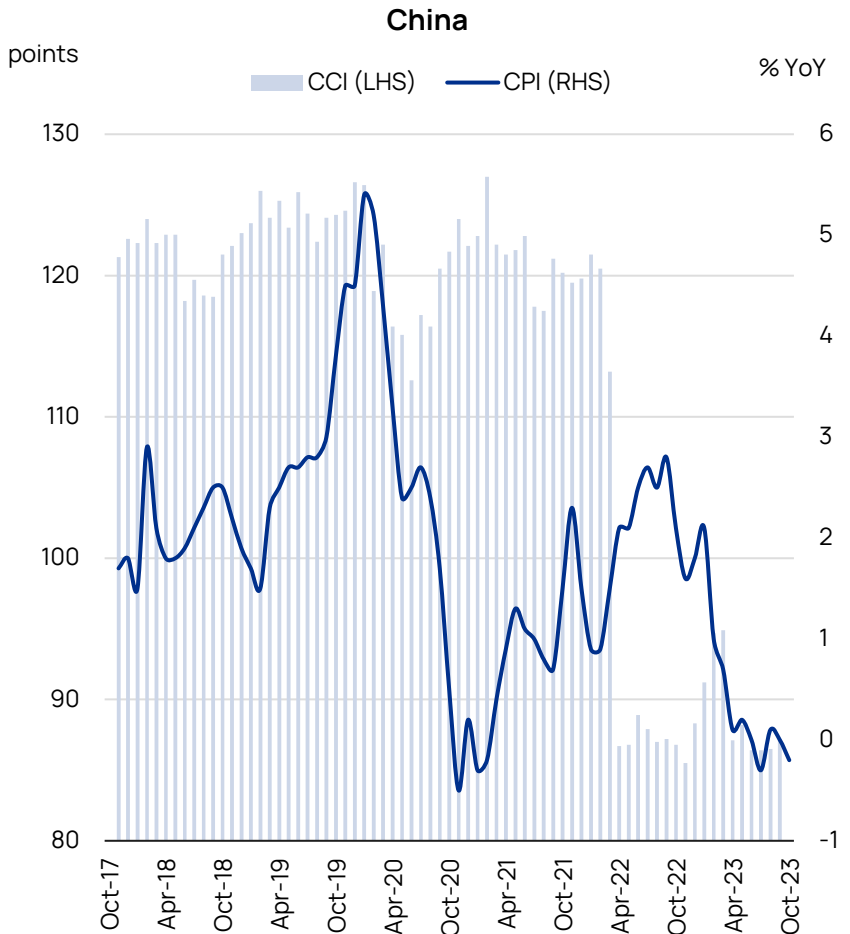
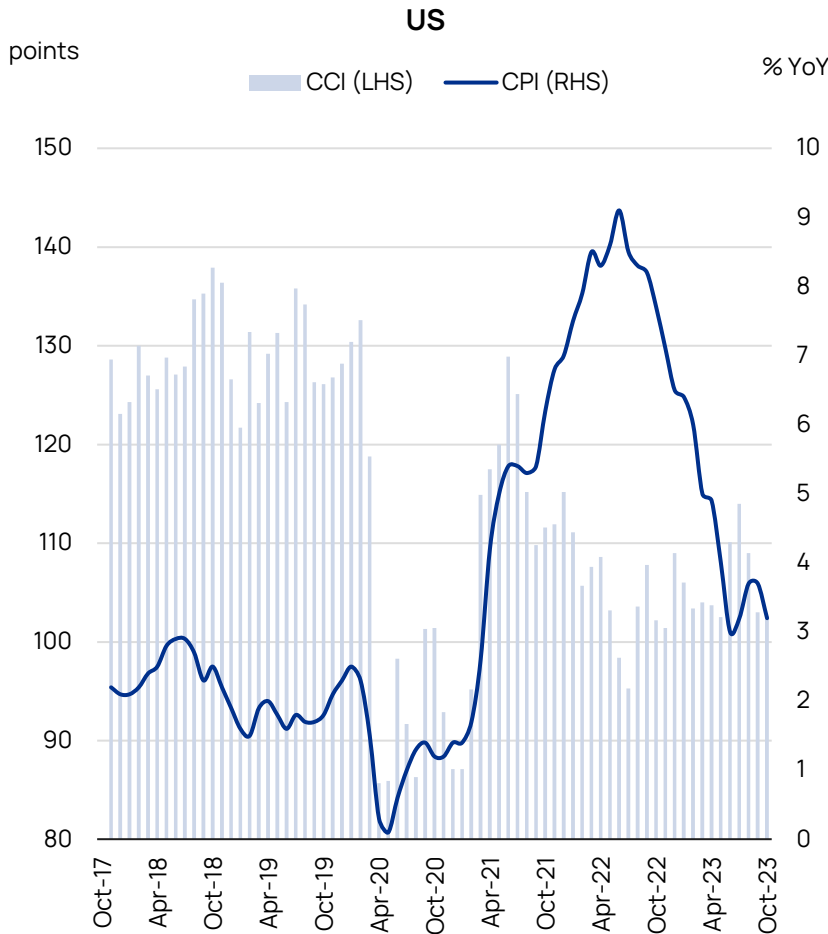
Conference Board dự báo một giai đoạn suy thoái nhẹ và ngắn trong nửa đầu năm 2024.



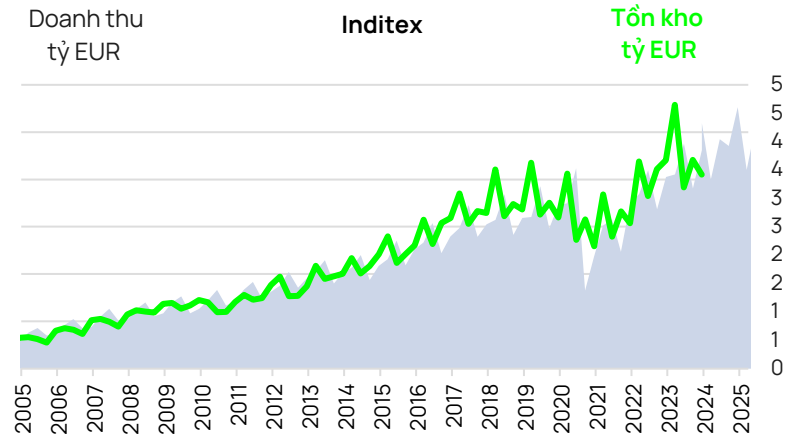
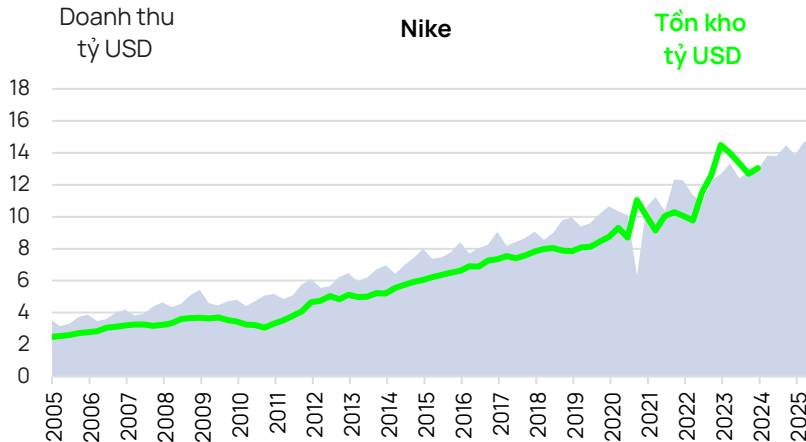
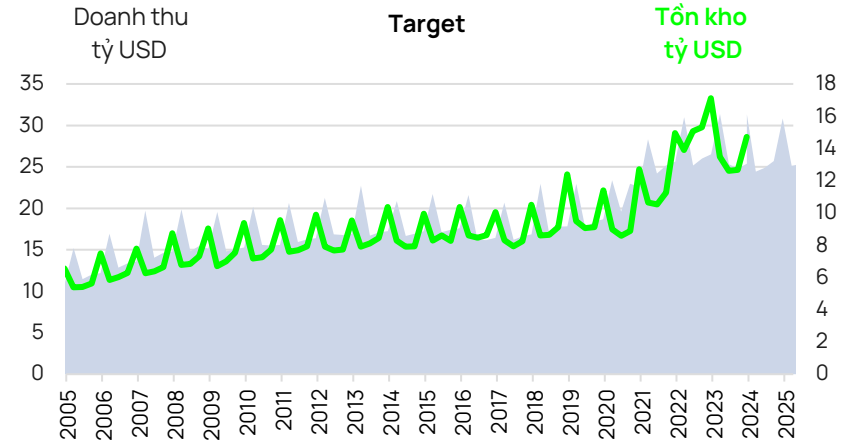
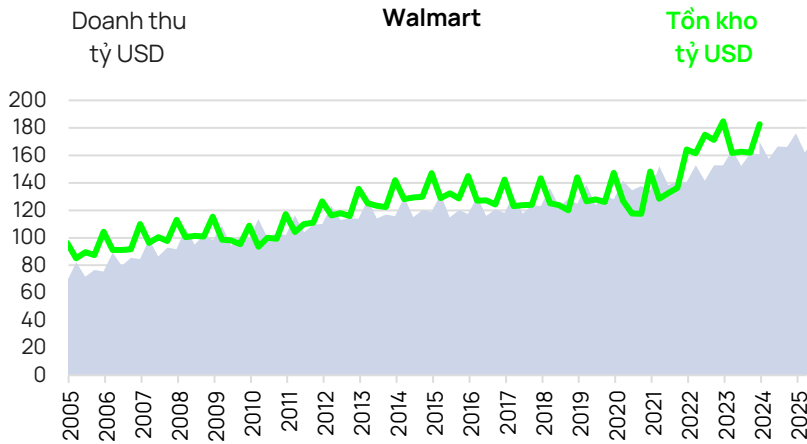
Đồng thuận thống kê bởi Bloomberg cho thấy triển vọng cải thiện đối với Mỹ nhưng lại trầm trọng hơn đối với Trung Quốc



Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) và CPI: Lạm phát giảm hỗ trợ CCI của Mỹ trong khi Trung Quốc phải đối mặt với tâm lý tiêu dùng yếu và giảm phát



Các thương hiệu và nhà bán lẻ đã hoàn tất việc giảm tồn kho trong quý 2 - 3/2023, dự kiến tăng trưởng doanh số một chữ số trong năm 2024, vẫn thận trọng về triển vọng nhu cầu



Nhận định của các công ty/hiệp hội dệt may

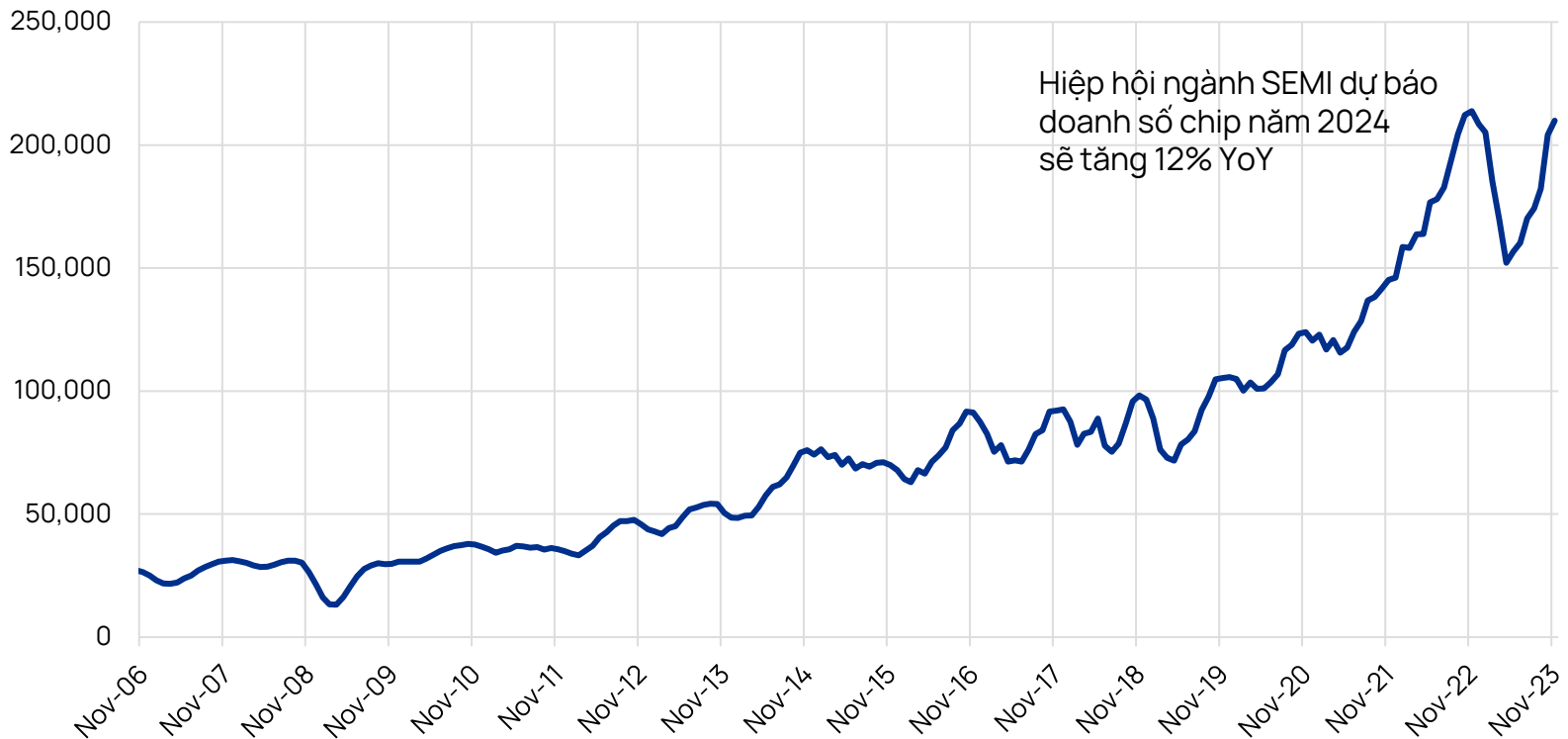
Công ty / Hiệp hội	Nhận định về triển vọng kinh doanh
Hội Dệt May Thêu Đan Thành Phố Hồ Chí Minh	<ul style="list-style-type: none"> - Thông thường, các nhà máy thường có đơn hàng dự kiến đến giữa năm hoặc cuối quý 3 năm sau, nhưng hiện nay đơn hàng chỉ phục hồi dần. - Các đơn hàng trả lại chủ yếu đến từ các nhà bán lẻ nhỏ, yêu cầu cao về phong cách, thời trang và giá cả cạnh tranh. - Dù chưa đạt kỳ vọng, việc lượng đơn hàng phục hồi được xem là tín hiệu tích cực, giúp doanh nghiệp giảm áp lực, duy trì lực lượng lao động trong khi chờ thị trường hoàn toàn hồi phục.
VGT (Tập đoàn Dệt may Việt Nam - Vinatex)	<ul style="list-style-type: none"> - Trong quý 4/2023, thị trường lạc quan hơn với lượng khách hàng đến tìm hiểu nguồn cung và năng lực sản xuất tăng. - Mặc dù đơn hàng chính thức chưa được xác nhận, các đơn vị dệt may có động lực đẩy mạnh sản xuất mẫu và tối ưu giá, hy vọng có thể giành được đơn hàng trong thời gian tới. - Ngành dệt may có dấu hiệu phục hồi, một số thị trường cho thấy tiềm năng tăng trưởng, dù nhu cầu vẫn thấp. - Một số công ty con của Vinatex gần đây đã tiến gần đến mức hòa vốn hoặc có lãi.
TNG (May mặc, tỉnh Thái Nguyên)	<ul style="list-style-type: none"> - Các giải pháp chủ động ứng phó thị trường đã giúp công ty đạt được 88% mục tiêu doanh thu hàng năm trong 10 tháng đầu năm 2023. Đơn hàng ổn định, dự kiến duy trì. - Khách hàng lớn (Decathlon và The Children's Place) đã hợp nhất đơn hàng từ các nhà sản xuất khác sang TNG do cắt giảm tổng đơn hàng. - Tiếp tục đầu tư trang thiết bị hiện đại và chủ động tìm nguồn nguyên liệu để tăng sản lượng, đáp ứng nhu cầu tiêu dùng.
MSH (May mặc, tỉnh Nam Định)	<ul style="list-style-type: none"> - Khách hàng theo dõi chặt chẽ doanh số trong mùa đông hiện tại để quyết định đơn hàng cho năm 2024 và 2025. - Kỳ vọng kinh doanh hồi phục tích cực trong quý 4/2023 và quý 1/2024. - Vừa đưa nhà máy Xuân Trường mới đi vào hoạt động.
Eclat Textile* (FDI Đài Loan, nhà máy ở Miền Nam, Indonesia)	<ul style="list-style-type: none"> - Chốt đơn hàng đến tháng 4/2024 và một số khách hàng đã đặt hàng đến tháng 7/2024. - Đơn hàng gấp đang giảm dần, khách hàng có xu hướng đặt hàng dài hạn. - Hiện tại, tất cả các nhà máy may và nhà máy vải Việt Nam đều hoạt động hết công suất.
STK (Sợi Polyester, Miền Nam)	<ul style="list-style-type: none"> - Sau khi phục hồi trong quý 3/2023, doanh số quý 4/2023 vẫn đi ngang QoQ. - Thảo luận với khách hàng vải và khách hàng thương hiệu về việc mở rộng công suất và đơn hàng mới trong năm 2024.

Nhận định của các công ty/hiệp hội sản phẩm gỗ

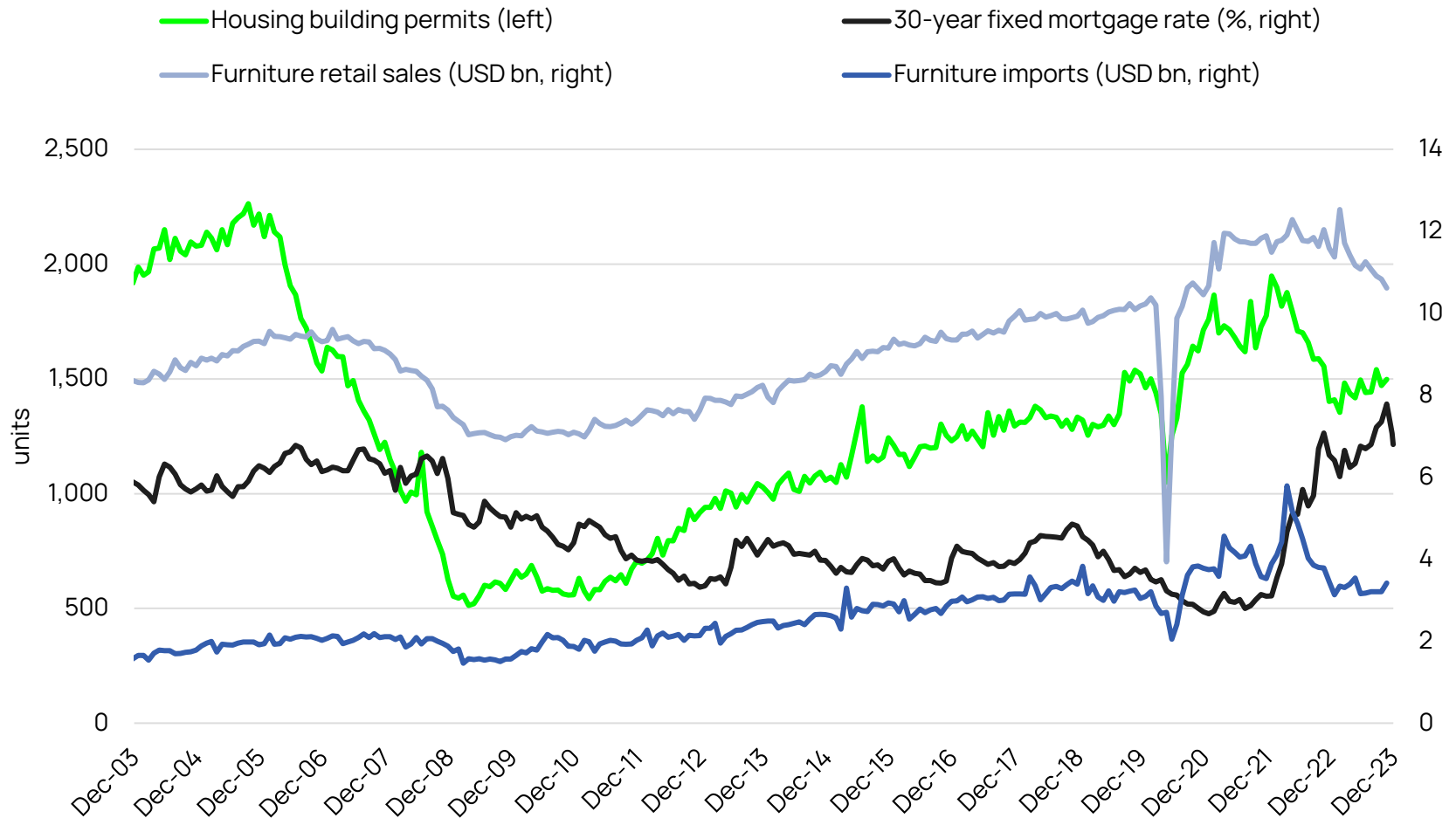
Công ty / Hiệp hội	Nhận định về triển vọng kinh doanh
Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam	<ul style="list-style-type: none">- Ngành xuất khẩu gỗ có dấu hiệu tích cực, phục hồi đáng kể ở một số sản phẩm chủ lực trong quý 4/2023.- Sự phục hồi của ngành không chỉ mang lại cơ hội về đơn hàng mà còn tăng cơ hội việc làm.
Công ty TNHH Hiệp Long (Sản phẩm gỗ, Tỉnh Bình Dương)	<ul style="list-style-type: none">- Kỳ vọng thị trường xuất khẩu gỗ sự phục hồi nhanh chóng vào năm 2024.- Công ty đang thu hút các khách hàng tiềm năng trong năm 2024 nhưng chưa đạt được lượng khách hàng tương đương mức trước đại dịch.
Công ty TNHH Đức Thiện (Sản phẩm gỗ, tỉnh Bình Dương)	<ul style="list-style-type: none">- Lượng đơn hàng báo cáo phục hồi mạnh trong quý 4/2023, tăng 20-25% so với 3 quý trước.- Dự kiến sẽ tăng trưởng hơn nữa trong quý 1/2024.
PTB (Sản phẩm gỗ & đá ốp lát, Miền Nam)	<ul style="list-style-type: none">- PTB tạm dừng hợp tác với Noble House Home Furniture Ltd. để đàm phán thu hồi khoản nợ 60 tỷ đồng. Đây là khách hàng Mỹ chiếm 12% doanh thu trong nửa đầu năm 2023 nhưng đã được Gigacloud mua lại do phá sản.- PTB kỳ vọng đơn hàng nội thất gỗ sẽ quay lại bằng với mức năm 2022 trong giữa năm 2024.- PTB giữ quan điểm lạc quan về doanh số bán đá nhờ tiếp tục gia tăng thị phần trong bối cảnh Mỹ áp dụng thuế chống bán phá giá cao đối với sản phẩm Trung Quốc.- PTB thận trọng về biên lợi nhuận đá do một số mỏ đá và nhà máy cũ hoạt động kém hiệu quả và phát sinh chi phí ban đầu cho dây chuyền đá thạch anh mới.

Mức tăng trưởng gần đây trong doanh số chip đã giải quyết vấn đề tồn kho và dự kiến sẽ thúc đẩy sản xuất chip trong năm 2024, từ đó thúc đẩy nhu cầu phốt pho vàng.

Công ty Sản xuất Chất bán dẫn Đài Loan (TSMC)
doanh thu trung bình 3 tháng (triệu Đài tệ)



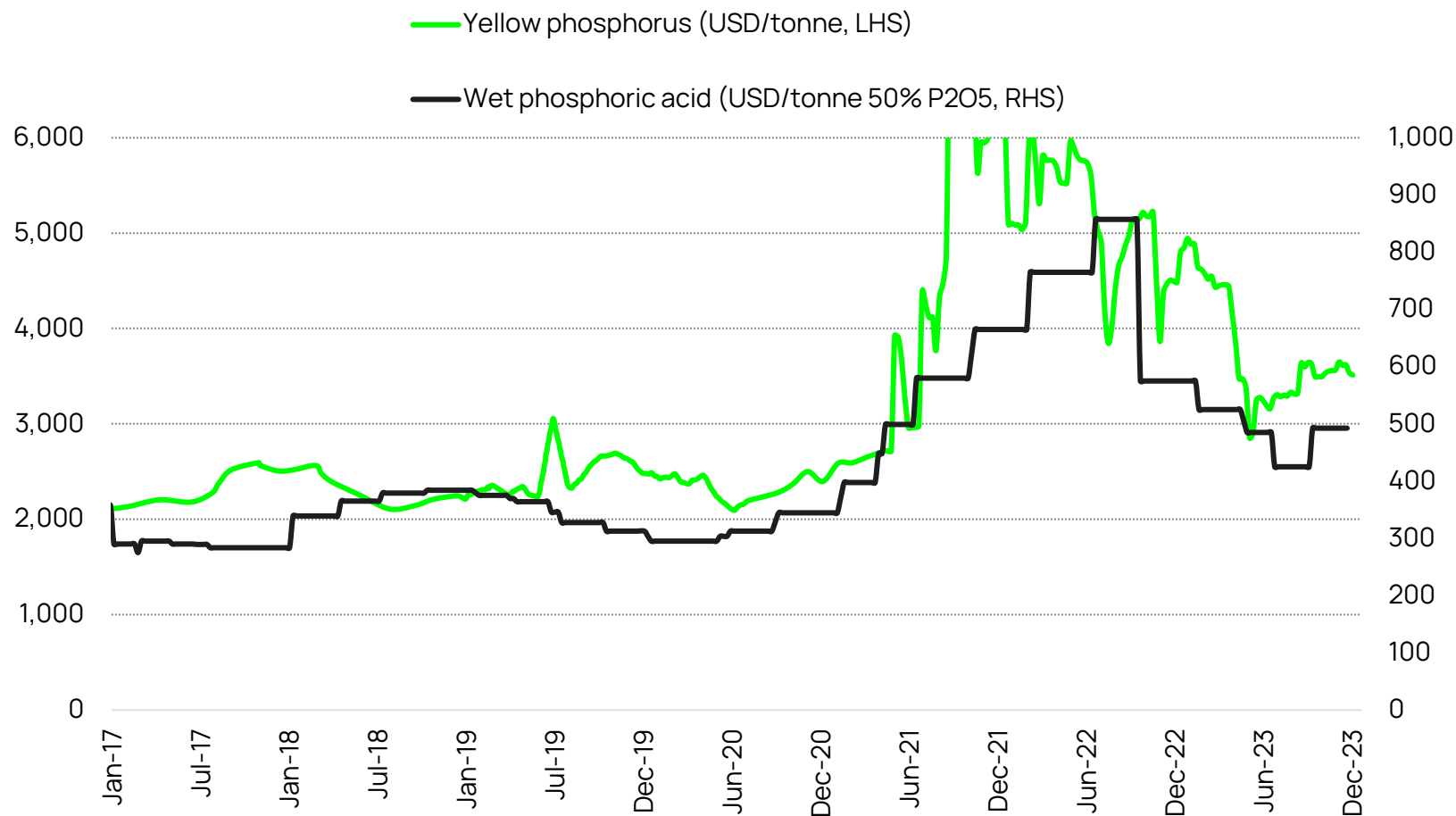
Lãi suất thế chấp tại Mỹ ổn định, theo đó cho thấy giấy phép xây dựng và nhập khẩu đồ nội thất sẽ tăng dần



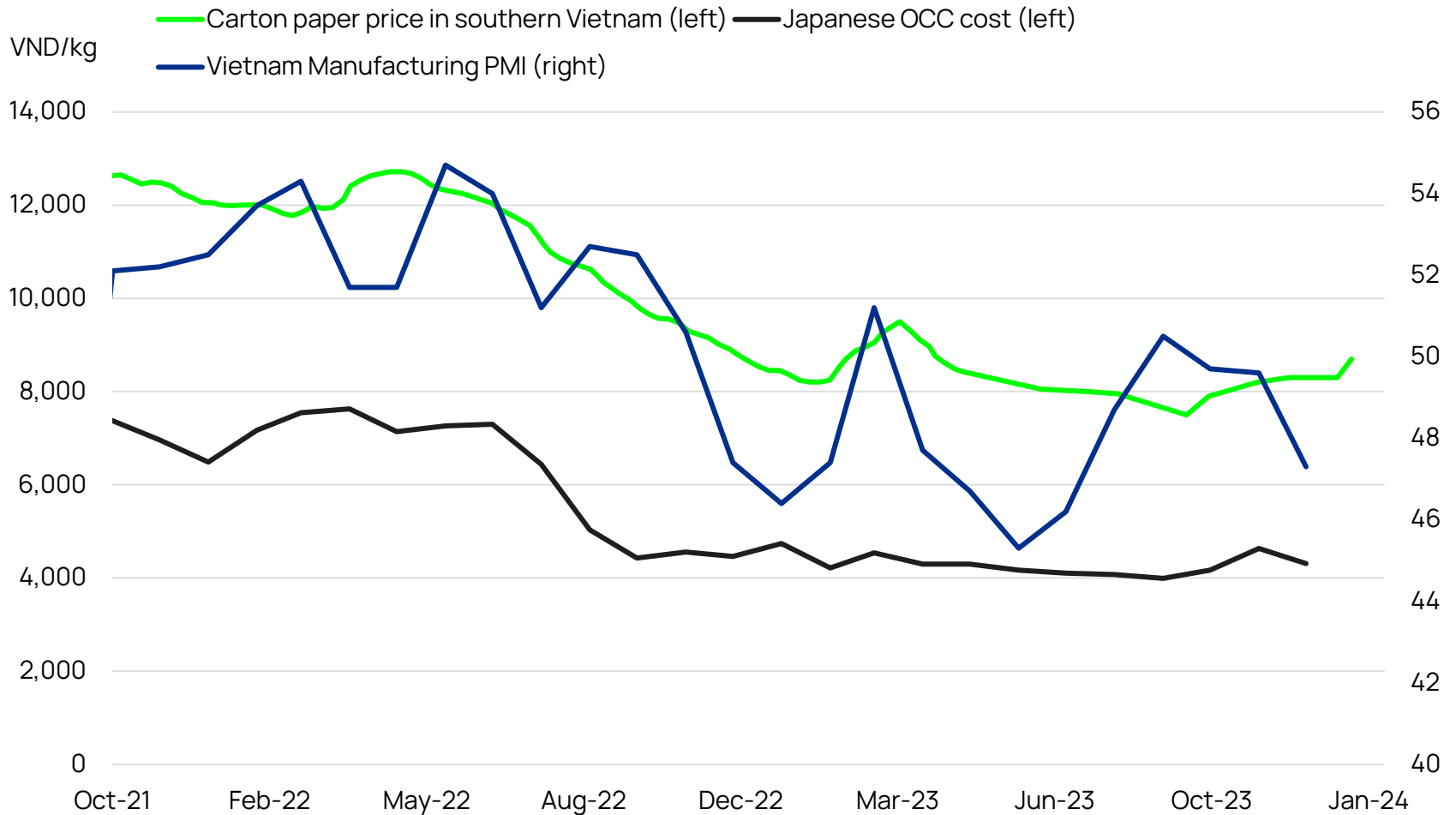
Dự báo doanh thu năm 2024 của Vietcap cho các công ty sản xuất công nghiệp (tỷ đồng)

Công ty	Hàng hóa	Doanh thu 2023	Doanh thu 2024	YoY	Nhận định của Vietcap về dự báo năm 2024
DGC	Hóa chất phốt pho công nghiệp	8.855	8.285	36%	* Sản lượng: +27% YoY, ASP: +7 % YoY * Nhờ nhu cầu phục hồi và sự đóng góp cả năm của nhà máy phốt pho mới của DGC.
DGC	Phốt phát nông nghiệp	3.686	3.544	5%	* Sản lượng: +11% YoY, ASP: -6% YoY * Chúng tôi kỳ vọng việc sử dụng phân bón sẽ tăng trở lại do giá phân bón đã giảm. DGC đã bán khoảng 80.000 tấn phốt phát nông nghiệp trong năm 2020 - 2021.
DHC	Giấy bao bì	3.142	3.659	16%	* Sản lượng: +3% YoY, ASP: +13% YoY * Chúng tôi kỳ vọng thương mại và tiêu dùng của Việt Nam sẽ tăng, thúc đẩy nhu cầu giấy bao bì.
DRC	Lốp xe tải nặng	5.042	5.501	9%	* Nhờ sự phục hồi của thị trường trong và ngoài nước cùng với kỳ vọng một nhà máy sản xuất lốp radial mới sẽ đi vào hoạt động trong quý 1/2024.
PTB	Đồ nội thất gỗ	2.537	3.044	20%	* Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu nội thất sẽ phục hồi dần dần nhờ bổ sung tồn kho. Chúng tôi dự đoán doanh thu gỗ trong năm 2024 sẽ thấp hơn so với năm 2022 do giả định không có hoạt động kinh doanh nào giữa GigaCloud và PTB.
PTB	Đá lát đường	1.714	1.889	10%	* Dẫn đầu bởi mức tăng trong xuất khẩu thạch anh và doanh số bán đá trong nước phục hồi nhẹ.
STK	Sợi polyester	1.501	2.437	62%	* Nhờ bổ sung tồn kho và tăng thị phần. * STK có kế hoạch tăng 60% công suất vào giữa năm 2024 để đáp ứng các đơn hàng chuyển từ Trung Quốc. Theo STK, khách hàng trực tiếp (các nhà sản xuất vải) cũng đang mở rộng công suất. Chúng tôi dự báo hiệu suất sử dụng của STK cho tất cả các nhà máy trong giai đoạn này là 60%.
VHC	Phi lê cá đông lạnh	10.720	12.968	21%	* Chúng tôi dự đoán sản lượng của VHC sẽ tiếp tục phục hồi trong quý 4/2023 khi các công ty khai thác dịch vụ thực phẩm toàn cầu tăng cường bổ sung tồn kho cho mùa lễ hội, sau đó là sự phục hồi tiêu dùng mạnh hơn giúp thúc đẩy ASP phi lê cao hơn trong năm 2024.

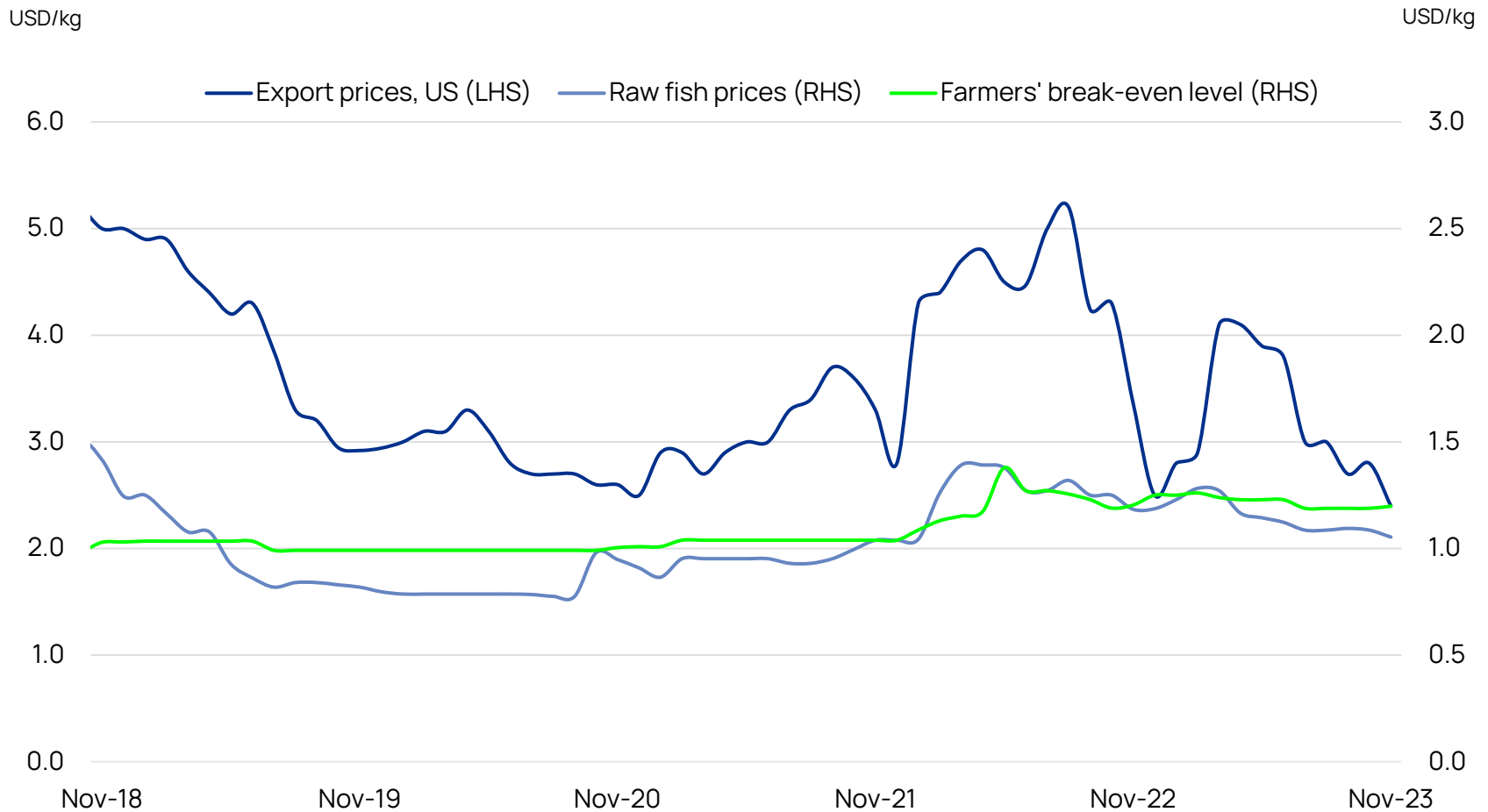
Giá phốt pho vàng (P4) và axit photphoric trích ly (WPA) tăng so với giữa năm 2023 - thời điểm khi nhiều nhà sản xuất P4 của Trung Quốc thua lỗ



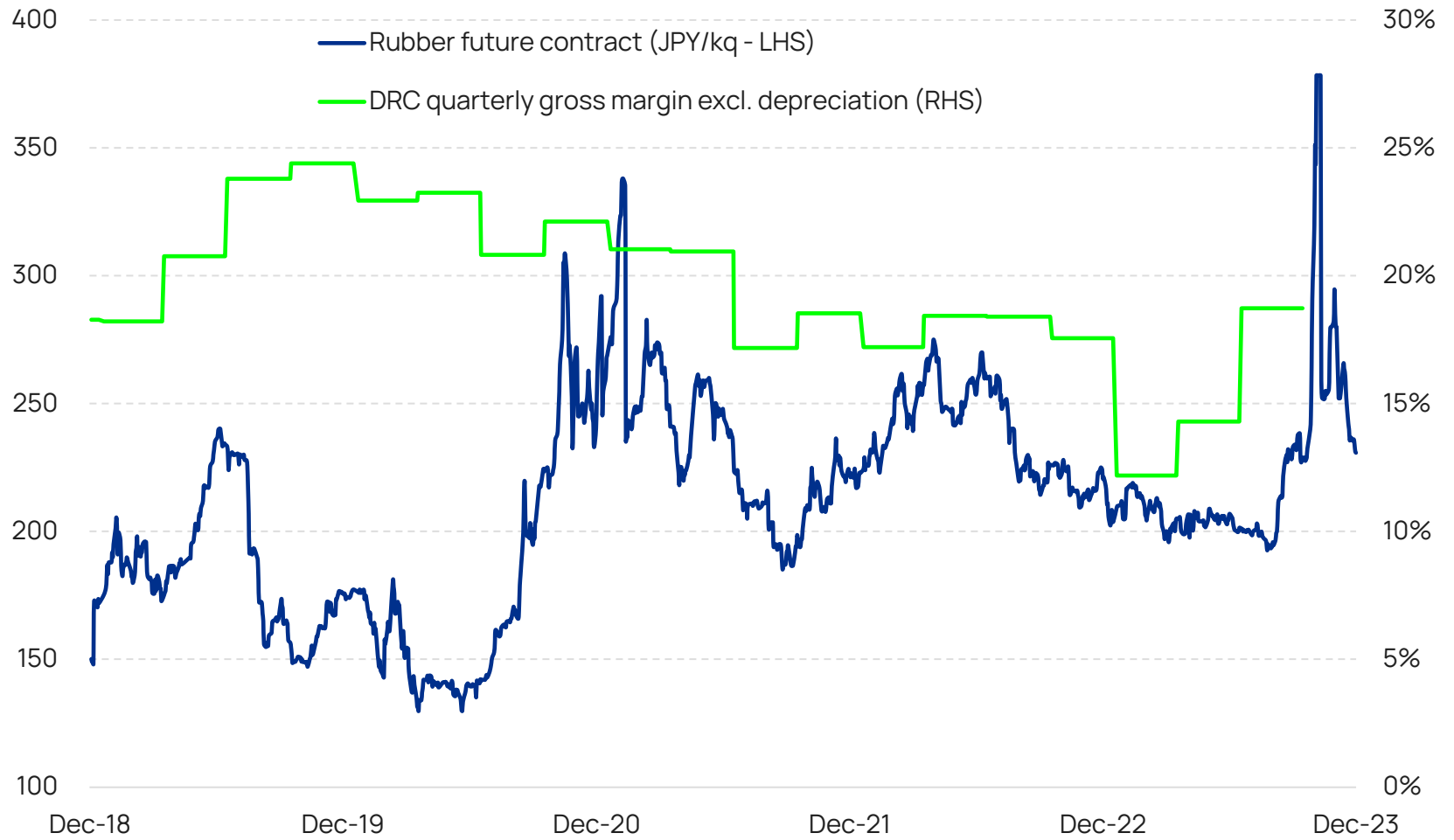
Giá giấy và nguyên liệu giấy carton cũ (OCC) tăng từ mức thấp; nhiều nhà sản xuất vừa thoát thua lỗ



Giá xuất khẩu hàng tháng của VHC sang Mỹ, giá cá tra nguyên liệu của Việt Nam* và mức hòa vốn của nông dân



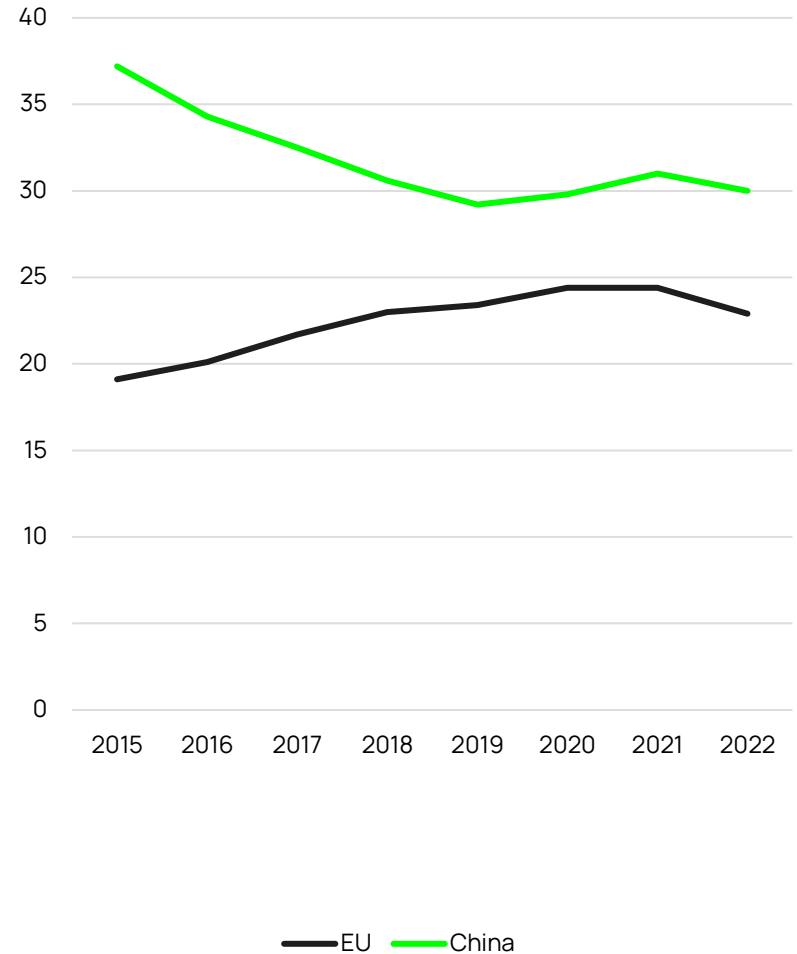
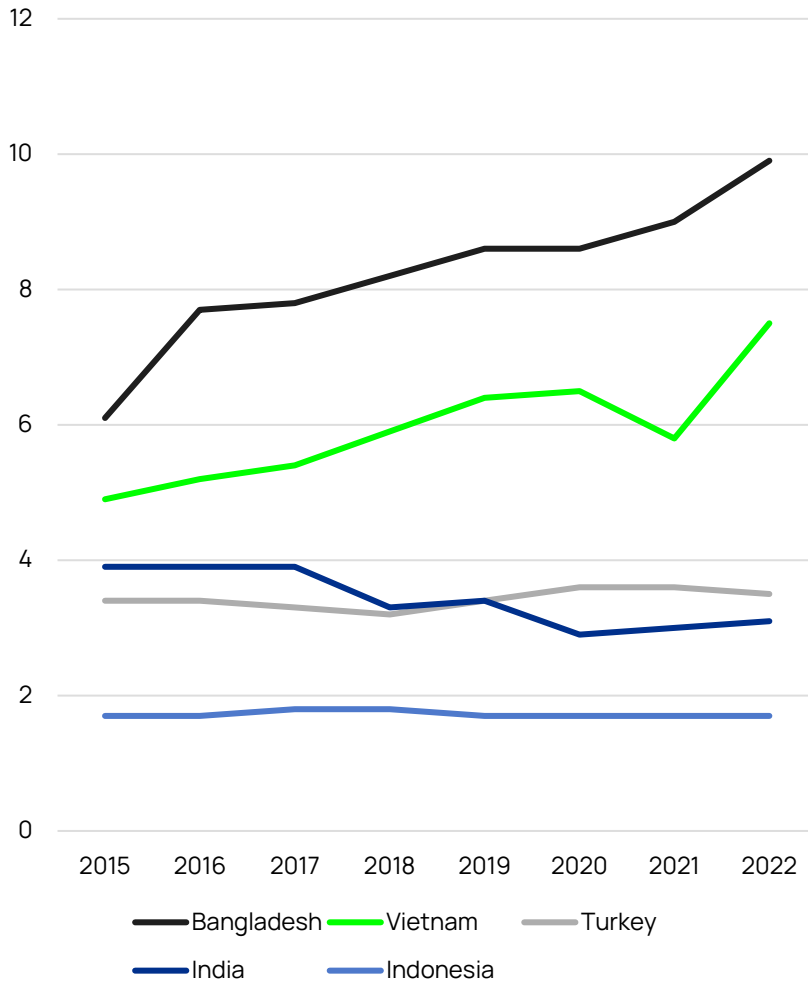
DRC thường dự trữ nguyên liệu thô trước một quý



Dự báo ASP năm 2024 của Vietcap cho các nhà sản xuất

Công ty	Hàng hóa	ASP 2023 (VND/kg)	ASP năm 2024 (VND/kg)	YoY	Nhận định của Vietcap
DGC	Phốt pho công nghiệp (hàm lượng phốt pho)	102.000	109.000	7%	Nhờ vào nhu cầu tiếp tục phục hồi kể từ giữa năm 2023. DGC dự đoán giá phốt pho sẽ tăng trong năm 2024.
DGC	Phốt phát nông nghiệp (về hàm lượng phốt pho)	47.000	44.000	-6%	Cho đến nay, phân bón vẫn đắt so với mức trước COVID do chiến tranh và khí hậu gây tổn hại cho cây trồng và nguồn cung phân bón. Trong tương lai, giá dầu giảm có thể khiến giá lưu huỳnh giảm và do đó, giá phân lân giảm.
DHC	Giấy bao bì	8.962	10.169	13%	Chúng tôi dự báo giá bán lốp radial sẽ tăng 2% trong năm 2023 và duy trì tương đối ổn định trong năm 2024 do cạnh tranh cao hơn tại thị trường trong và ngoài nước.
DRC	Lốp xe tải nặng (đồng/chiếc)	4.099.831	4.116.328	0%	
VHC	Phi lê cá đông lạnh	79.544	85.923	8%	Chúng tôi dự đoán ASP sẽ tăng từ 3,3 USD/kg vào năm 2023 lên 3,5 USD/kg theo kỳ vọng về nhu cầu mạnh hơn và nguồn cung thắt chặt hơn.

Việt Nam và Bangladesh hấp thụ phần lớn thị phần xuất khẩu hàng may mặc của Trung Quốc trên thị trường toàn cầu



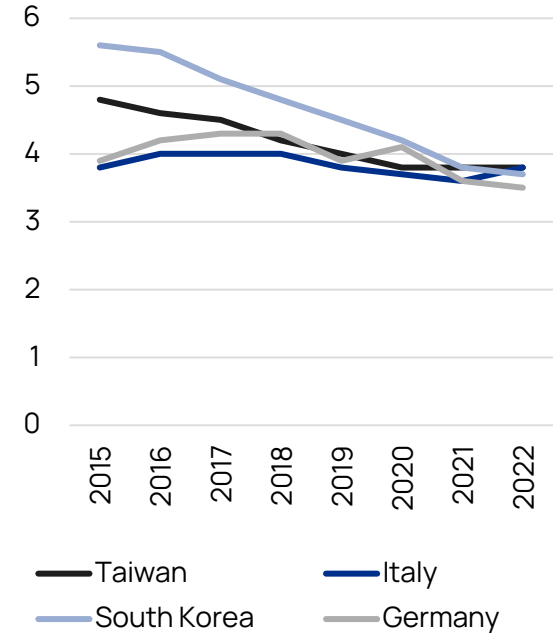
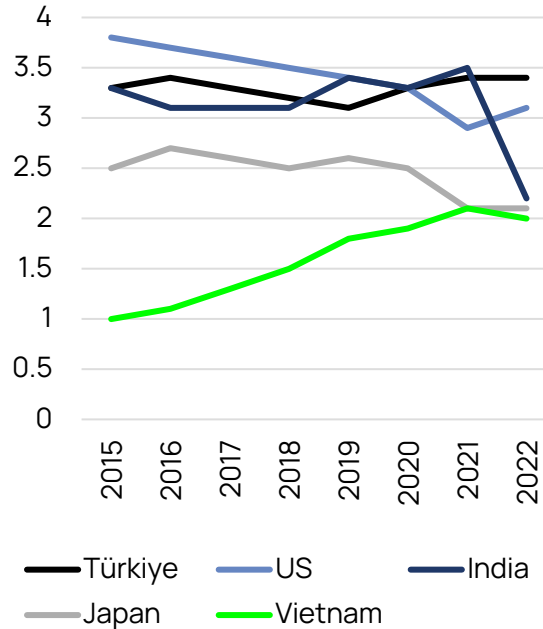
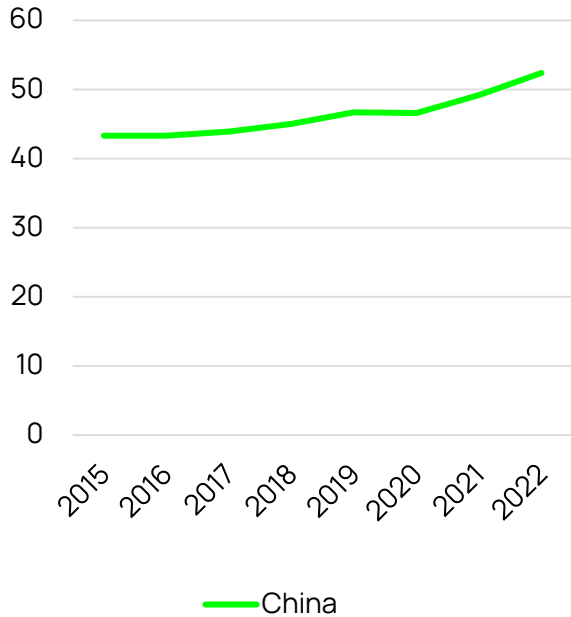
Khảo sát các nhà nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ: Chi phí sản xuất và rủi ro ESG của Việt Nam xấu đi trong năm 2023, trong khi Bangladesh cải thiện về rủi ro ESG

Table 2-1 Strengths and weaknesses of primary sourcing bases in 2023—by country

Region	Sourcing destination	Speed to market	Sourcing cost	Flexibility and agility	Risk of labor and social compliance	Risk of environmental compliance
Western Hemisphere	USA	● 4.5	◆ 2.0	▲ 3.0	● 4.0	● 4.0
	Mexico	● 4.0	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0
	CAFTA-DR	● 4.0	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.5
Asia	China	▲ 3.5	▲ 3.5	● 4.0	◆ 1.5	◆ 2.5
	Vietnam	▲ 3.0	▲ 3.5	● 4.0	◆ 2.5	◆ 2.5
	Bangladesh	◆ 2.0	● 4.5	▲ 3.5	◆ 2.5	◆ 2.5
	Indonesia	◆ 2.5	● 4.0	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0
	India	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0	◆ 2.5
	Sri Lanka	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0
	Cambodia	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0
	Rest of the world	Europe	▲ 3.0	◆ 2.0	▲ 3.0	▲ 3.5
Turkey	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0	
AGOA	◆ 2.0	● 4.0	▲ 3.0	▲ 3.0	◆ 2.5	
Egypt	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	

Note: The figures in the table reflect respondents' average rating for each country on a scale of 1 (much lower performance than the average) to 5 (much higher performance than the average). In the table, ● means strength as a sourcing base (rating score between 5.0-4.0); ▲ means average performance (rating score between 3.0-3.9); ◆ means weakness as a sourcing base (rating score between 1.0-2.9). However, the results do NOT reflect the author's evaluation of each country.

Thị phần của 10 nhà xuất khẩu vải hàng đầu thế giới (%): Việt Nam có thể nắm bắt thêm sản xuất nguyên liệu thô



Xuất khẩu vải của Trung Quốc tăng vì sản xuất hàng may mặc di dời khỏi nước này nhanh hơn nhiều so với sản xuất vải. Trung Quốc vẫn chiếm ưu thế trong sản xuất vải.

Nhiều doanh nghiệp FDI từ Đài Loan và Trung Quốc có kế hoạch duy trì hoặc mở rộng hoạt động sản xuất sợi và vải tại Việt Nam để tận dụng lợi thế từ các hiệp định FTA, đồng thời đa dạng hóa sản xuất hàng may mặc sang các quốc gia khác.

Việt Nam đã vươn lên trở thành một trong 10 quốc gia hàng đầu về xuất khẩu vải và là quốc gia duy nhất ngoài Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể trong 5 năm qua.

Căng thẳng Mỹ - Trung giải phóng nhu cầu phốt pho

Doanh số của DGC sang Mỹ tăng mạnh vào năm 2023 trong bối cảnh nhu cầu chung yếu. Trung Quốc đã xuất khẩu 600.000 tấn axit phosphoric nhiệt (TPA) vào năm 2022, gấp đôi công suất P4 thượng nguồn của DGC. DGC đang giành được thị phần trong sản phẩm này khi Mỹ bắt đầu mua một lượng lớn TPA từ Việt Nam vào đầu năm 2023.

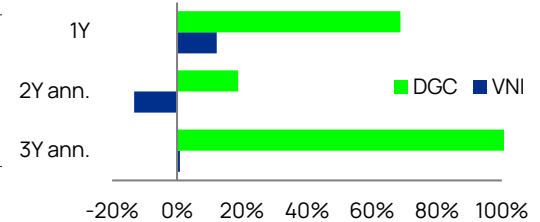
DGC sẽ hưởng lợi bất kể các nhà sản xuất chip có đặt nhà máy ở Việt Nam hay không. Quan hệ Đối tác Chiến lược Toàn diện gần đây giữa Việt Nam và Hoa Kỳ tập trung vào nghiên cứu & phát triển (R&D) và sản xuất chất bán dẫn. Quan điểm của chúng tôi là quy trình R&D chip bán dẫn có nhiều khả năng được thực hiện tại Việt Nam hơn là sản xuất chip trong trung hạn. Tuy nhiên, DGC đã ở vị thế cao tại Đông Á (không gồm Trung Quốc) trong thị trường P4 và đang nhanh chóng thâm nhập vào thị trường Mỹ. P4 với độ tinh khiết hàng đầu của DGC vượt qua tất cả các công ty cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu toàn cầu. Độ tinh khiết ổn định là yếu tố then chốt cho việc sản xuất chất bán dẫn. Do đó, DGC sẽ hưởng lợi từ việc tăng sản xuất chip của Mỹ và các đồng minh, bất kể vị trí của các nhà máy.

Việc đa dạng hóa nguồn cung toàn cầu ngoài Trung Quốc là yếu tố quan trọng để DGC khai thác nhu cầu ngày càng tăng về pin xe điện. DGC hiện chưa bán hàng cho ngành xe điện. Diễn biến này chủ yếu là do Trung Quốc duy trì kiểm soát chặt chẽ trên thị trường lithium ferro phosphate (LFP). Tuy nhiên, bằng sáng chế của pin LFP đã hết hạn vào năm 2022, dẫn đến việc các nhà sản xuất toàn cầu thành lập các cơ sở sản xuất riêng. Chủ sở hữu của một số nhà máy pin xe điện đang được xây dựng tại Nhật Bản và Hàn Quốc đã bày tỏ mối quan tâm đến việc mua P4 từ DGC. Quan tâm này xuất phát từ xu hướng tăng của khách hàng Mỹ, đang tìm kiếm các bên thay thế cho các nhà cung cấp pin và hóa chất Trung Quốc. Ngoài ra, DGC đã phát triển hóa chất LFP - nguyên liệu đầu vào cho pin LFP - và đang tích cực tiếp thị sản phẩm này tới các khách hàng tiềm năng.

DGC – Nhu cầu chip tăng trong khi các thị trường khác vẫn yếu cho đến quý 2/2024

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	94.400 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	14.444	9.961	12.329	15.635	
Giá mục tiêu*	108.000 VND	% YoY	51%	-31%	24%	27%	
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	5.566	3.363	4.612	5.606	
		% YoY	133%	-40%	37%	22%	
TL tăng	14,4%	EPS	% YoY	132%	-40%	37%	22%
Lợi suất cổ tức	3,2%	Biên LN gộp	46,8%	37,8%	43,2%	42,3%	
Tổng mức sinh lời	17,6%	Biên EBITDA	43,6%	34,8%	39,8%	38,9%	
		Biên LN từ HĐKD	41,5%	31,5%	37,1%	36,2%	
Ngành	Hóa chất	Biên LN ròng	38,5%	33,8%	37,4%	35,9%	
GT vốn hóa	36,5 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	40%	14%	19%	32%	
Room KN	12,2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	4,3x	7,8x	5,5x	4,5x	
GTGD/ngày (30n)	187,1 tỷ đồng	P/E	6,7x	11,2x	8,1x	7,4x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	3,3x	2,8x	2,3x	1,8x	
SL CP lưu hành	397,8 tr	ROE	64,8%	28,6%	32,5%	31,9%	
Pha loãng	397,8 tr						

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 30/10/2023



Tổng quan công ty:

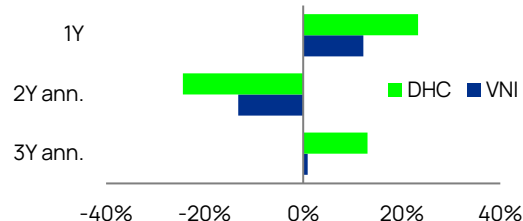
Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất photpho hàng đầu Việt Nam phục vụ các ứng dụng nông nghiệp và điện tử. Ngoài ra, DGC dự kiến bước vào ngành hóa chất xút-clo-vinyl (CAV), quan trọng đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung.

- CTCP Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC) là nhà xuất khẩu photpho vàng (P4) đứng thứ hai thế giới. Ưu thế về nguồn lực và công nghệ mang lại mức ROE trung bình dự kiến trong giai đoạn 2020-2025 là 38%.
- Chúng tôi ước tính LNST sau lợi ích CĐTS đạt 750 tỷ đồng cho quý 4/2023 so với 802 tỷ đồng trong quý 3/2023. Mặc dù giá axit photphoric ướt (WPA) tăng nhưng sản lượng P4 đã giảm sau mùa mía ở Ấn Độ và DGC không sẵn sàng bán với giá thấp hơn cho khách hàng Ấn Độ.
- Chúng tôi dự báo LN trung bình đạt 1,15 nghìn tỷ đồng mỗi quý trong năm 2024. Nguyên nhân là do chúng tôi dự đoán giá hóa chất photpho công nghiệp (IPC) sẽ phục hồi do nhu cầu chip bán dẫn phục hồi. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu từ các thị trường khác sẽ phục hồi trong quý 2/2024.
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 của chúng tôi chỉ bằng 83% so với mức năm 2022. Mặc dù dự báo ASP năm 2024 của chúng tôi thấp hơn 30% nhưng phần nào được bù đắp bởi khối lượng bán tăng 19% và tiết kiệm thêm khoảng 800 tỷ đồng chi phí đá phốt phát (trang 5,6).
- Đầu năm 2023, DGC đã mua lại một nhà máy, nâng công suất sản xuất photpho của DGC từ 60.000 tấn/năm lên 70.000 tấn/năm.
- Phốt phát nông nghiệp (AP): Giá tăng. Giá WPA gần đây đã tăng từ 900 USD /tấn lên 950 USD /tấn do giá lưu huỳnh tăng theo giá dầu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá AP sẽ giảm 6% YoY xuống mức trung bình khoảng 44 triệu đồng/tấn trong năm 2024 do giá phân bón vẫn ở mức cao so với trước dịch bệnh.
- Chúng tôi cho rằng DGC đang được hưởng định giá cao hơn mức trung bình trong giai đoạn lợi nhuận tăng sắp tới. DGC có mức định giá hấp dẫn với P/E cốt lõi năm 2024 là 8,2x (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với P/E trượt trung bình 5 năm của DGC là 8,7x.

DHC – Giá giấy tăng trở lại

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	38.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.935	3.142	3.659	4.018	1Y
Giá mục tiêu*	47.900 VND	% YoY	-6%	-20%	16%	10%	2Y ann.
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	378	313	416	491	3Y ann.
		% YoY	-21%	-17%	33%	18%	
TL tăng	26,1%	EPS % YoY	-21%	-19%	27%	18%	
Lợi suất cổ tức	2,6%	Biên LN gộp	15,5%	16,2%	16,8%	17,7%	
Tổng mức sinh lời	28,7%	Biên EBITDA	14,0%	14,8%	15,1%	15,8%	
		Biên LN từ HĐKD	11,5%	11,7%	12,7%	13,6%	
Ngành	Giấy bao bì	Biên LN ròng	9,6%	10,0%	11,4%	12,2%	
GT vốn hóa	3,1 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	6,5%	14,2%	-11,0%	-7,2%	
Room KN	461,7 tỷ đồng	EV/EBITDA	6,0x	7,1x	6,0x	5,2x	
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	P/E	8,3x	10,1x	8,0x	6,8x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,8x	1,4x	1,3x	1,2x	
SL CP lưu hành	80,5 tr	ROE	21,9%	15,9%	17,8%	18,6%	
Pha loãng	87,4 tr						

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 07/11/2023



Tổng quan công ty

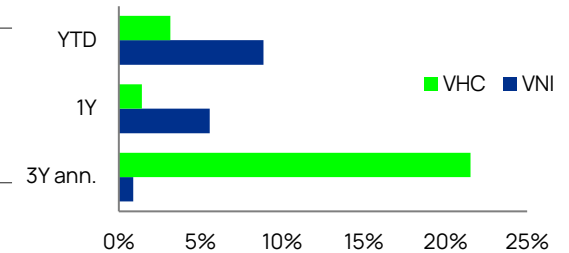
CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~5% trong năm 2020, theo ước tính của chúng tôi. DHC sở hữu 2 nhà máy sản xuất giấy tái chế và 1 nhà máy sản xuất bao bì tại tỉnh Bến Tre ở miền Nam. Các sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy bao bì và thùng carton.

- CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) chiếm 10% công suất giấy bao bì cả nước và sở hữu lợi thế chi phí sản xuất vượt trội.
- Chúng tôi ước tính giá bán giấy trung bình năm 2023 của DHC sẽ chạm mức thấp nhất trong 10 năm là 8.900 đồng/kg. Tuy nhiên, giá giấy carton tại Miền Nam đã tăng trở lại từ 7.500 đồng/kg lên 8.800 đồng/kg trong quý 4/2023.
- Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là do sự phục hồi trong xuất khẩu từ Việt Nam và Trung Quốc nhờ việc bổ sung tồn kho tại các nền kinh tế phát triển và tiêu dùng tăng theo mùa ở cả hai nước trong kỳ nghỉ Tết Nguyên đán sắp tới.
- Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN quý 4/2023 và quý 1/2023 sẽ phục hồi mạnh, đạt khoảng 90-100 tỷ đồng, so với 56 tỷ đồng trong quý 3/2023.
- So với năm 2022, LNST sau lợi ích CĐTTS dự kiến năm 2024 của chúng tôi cao hơn 10% do doanh số bán hộp carton năm 2024 tăng do nhà máy sản xuất hộp carton thứ 3 của DHC đi vào hoạt động từ đầu năm 2023.
- Triển vọng dài hạn của DHC vẫn chưa chắc chắn do ban lãnh đạo đang xem xét lại kế hoạch mở rộng (dự án nhà máy Giao Long 3). DHC đang tìm kiếm sản phẩm có khả năng có giá trị gia tăng cao nhất (như giấy kraftliner hoặc khăn giấy) cho dự án do phân khúc giấy thông thường đang dư cung.
- Vào tháng 4/2023, VPPA khuyến cáo không nên đầu tư thêm vào sản xuất giấy bao bì phân khúc đại chúng mới do nhiều nhà máy trong phân khúc này chỉ hoạt động ở mức 50%-60% công suất.
- DHC hiện có mức định giá khá hấp dẫn với P/E năm 2024F là 8.0x, so với mức trung bình 10 năm là 10.3x.

VHC – Nhà xuất khẩu phi lê cá tra hàng đầu với tiềm năng lớn từ mảng collagen & gelatin

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F
Giá CP(29/12)	62.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	13.231	10.720	12.968
Giá mục tiêu*	65.700 VND	% YoY	46,1%	-19,0%	21,0%
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	1.975	1.157	1.803
		% YoY	79,7%	-41,4%	55,8%
TL tăng	+5,9%	EPS % YoY	86,5%	-41,7%	53,0%
Lợi suất cổ tức	3,2%	Biên LN gộp	22,5%	15,7%	19,1%
Tổng mức sinh lời	+9,1%	Biên EBITDA	17,0%	11,0%	14,4%
		Biên LN từ HĐKD	19,5%	11,3%	18,4%
Ngành	Nông nghiệp	Biên LN ròng	14,9%	10,8%	13,9%
GT vốn hóa	14,2 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	8,2x	26,3x	4,6x
Room KN	9,7 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	5,4x	8,5x	5,8x
GTGD/ngày (30n)	80,2 tỷ đồng	P/E	6,7x	11,5x	7,5x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,7x	1,6x	1,4x
SL CP lưu hành	224,5 mn	ROE	29,1%	14,3%	19,5%
Pha loãng	224,5 mn				

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 28/11/2023



Tổng quan Công ty

CTCP Vĩnh Hoàn (VHC) là doanh nghiệp xuất khẩu cá tra hàng đầu thế giới, chuyên nuôi trồng thủy sản, collagen & gelatin (C&G). Các thị trường chính của công ty bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc. Chúng tôi ước tính các sản phẩm của VHC chiếm khoảng 44% lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ và hầu hết lượng C&G xuất khẩu từ Việt Nam trong năm 2022.

VHC là công ty hàng đầu trong ngành xuất khẩu cá tra gần như độc quyền của Việt Nam. Theo ước tính của chúng tôi, thị phần toàn cầu của VHC đạt khoảng 18% vào năm 2022. VHC cũng sở hữu mảng kinh doanh collagen và gelatin (C&G) đang phát triển nhanh với biên LN cao, chủ yếu phục vụ ngành dược phẩm, mỹ phẩm và thực phẩm, mang lại sự ổn định hơn cho HĐKD chung của VHC.

Trong mảng phi lê cá, VHC có thành tích lâu dài về chất lượng sản phẩm, khả năng truy xuất nguồn gốc và tuân thủ quy định, thể hiện qua thị phần sản lượng chiếm ưu thế tại Mỹ vào năm 2022 (trên 40%, theo ước tính của chúng tôi). Trong khi đó, VHC có lợi thế khi tận dụng các phụ phẩm nội bộ từ cá tra để sản xuất C&G (chi phí thấp và kiểm soát chất lượng tốt hơn) nhằm đáp ứng nhu cầu đang tăng nhanh. Chúng tôi tin tưởng vào sự tăng trưởng mạnh trong dài hạn của công ty nhờ (1) mảng phi lê đông lạnh phục hồi sau những khó khăn kinh tế ngắn hạn và (2) sự tăng trưởng bền vững của mảng C&G có biên LN cao của VHC.

Định giá: Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2023/2024 của VHC ở mức 12,9x/8,3x so với P/E cốt lõi trung bình 3 năm là 10,0x và tốc độ tăng trưởng kép EPS giai đoạn 2023-2025 dự kiến của chúng tôi đạt 37%, mức mà chúng tôi cho là hợp lý do HĐKD mảng C&G đang phát triển, sẽ có mức giá cao hơn so với HĐKD phi lê cá truyền thống của VHC.

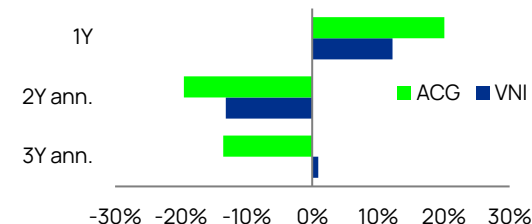
Yếu tố hỗ trợ: Giá phi lê cá phục hồi mạnh hơn dự kiến.

Rủi ro: Tiêu thụ dịch vụ thực phẩm toàn cầu thấp hơn dự kiến; doanh số C&G thấp hơn dự kiến.

ACG - Mở rộng phân phối, nhu cầu thị trường dần phục hồi

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(30/06)	37.600 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.475	4.476	4.641	5.159
Giá mục tiêu*	47.700 VND	% YoY	36%	0%	4%	11%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	616	630	717	829
		% YoY	36%	2%	14%	16%
TL tăng	26,9%	EPS	36%	2%	14%	16%
Lợi suất cổ tức	2,7%	Biên LN gộp	29,9%	30,1%	30,1%	30,7%
Tổng mức sinh lời	29,5%	Biên EBITDA	16,4%	17,5%	17,7%	18,9%
		Biên LN từ HĐKD	13,9%	15,0%	15,3%	16,7%
Ngành	Gỗ	Biên LN ròng	13,8%	14,1%	15,5%	16,1%
GT vốn hóa	5,7 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	106%	222%	121%	110%
Room KN	656,1 tỷ đồng	EV/EBITDA	5,7x	5,3x	5,1x	4,3x
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	P/E	8,7x	8,5x	7,5x	6,5x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
SL CP lưu hành	135,8 tr	ROE	16,0%	15,4%	15,9%	16,9%
Pha loãng	135,8 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 20/04/2023



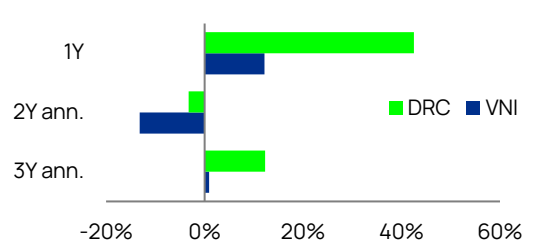
Tổng quan công ty

ACG là nhà sản xuất ván gỗ trang trí dẫn đầu Việt Nam với thương hiệu hàng đầu và thị phần trong nước đạt 55% ở phân khúc trung và cao cấp, theo ban lãnh đạo. Khách hàng trực tiếp của công ty bao gồm các nhà phát triển bất động sản, nhà thầu, các đơn vị thi công thiết kế và đại lý.

- Chúng tôi dự báo doanh thu CTCP Gỗ An Cường (ACG) phục hồi dần dần trong năm 2024. Dù ACG đã mở rộng mạng lưới phân phối, dẫn đến tăng thị phần, sản phẩm nội thất của công ty được lắp đặt trong giai đoạn cuối cùng của quá trình xây dựng và sẽ bị ảnh hưởng sau này từ nguồn cung nhà mới yếu.
- Doanh thu trong nước quý 3/2023 giảm 5% QoQ. Tuy nhiên, xuất khẩu quý 3/2023 tăng 22% QoQ và doanh thu 9 tháng đầu năm 2023 chỉ giảm 3% YoY. Ban lãnh đạo kỳ vọng tổng doanh thu sẽ được cải thiện trong quý 4/2023 so với quý 3/2023, và tiếp tục đạt kết quả vượt trội trong lĩnh vực xuất khẩu.
- Biên LN gộp trong nước 9 tháng đầu năm 2023 đi ngang YoY do chi phí cố định trên mỗi đơn vị cao hơn ở thị trường nội địa được bù đắp bằng mức tăng đột biến trong LN gộp xuất khẩu, từ 10,5% trong 9 tháng đầu năm 2022 lên 21,7% trong 9 tháng đầu năm 2023. Chi phí ban đầu để thu hút khách hàng tại các thị trường xuất khẩu đã giảm dần.
- ACG đã mở rộng mạng lưới phân phối một cách hiệu quả. Tổng số phòng trưng bày, trung tâm phân phối và phòng trưng bày đại lý của ACG đạt 103 vào cuối năm 2023, so với 25 vào cuối năm 2021, bao phủ 58 trên 63 tỉnh thành. Đây là giai đoạn chiến lược tiếp theo trong kế hoạch mở rộng thị phần của ACG ở thị trường tấm gỗ trung – cao cấp từ 55% (2021) lên 70% sau khi tăng gấp đôi công suất trong giai đoạn 2018-2019 và cải thiện hiệu quả hoạt động của các nhà máy.
- Chúng tôi ước tính rằng ít nhất 1/3 doanh thu của ACG đến từ nhà mới. Chúng tôi dự đoán lượng nhà mới sẽ phục hồi chậm hơn so với xuất khẩu và nhà hiện hữu trong năm 2024. Trong doanh thu năm 2022 của ACG, 77% là từ doanh số bán cho các nhà thầu, nhà thiết kế, nhà phân phối và chủ nhà trong nước, 10% đến từ việc bán cho các công ty phát triển BĐS (so với 15% vào năm 2021), và 13% đến từ xuất khẩu trực tiếp.
- Giá mục tiêu của chúng tôi phản ánh P/E dự phóng năm 2024 là 9,5x so với mức P/E trượt trung vị 3 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 16,7x. Chúng tôi tin rằng sự phục hồi chậm của thị trường BĐS và tỷ lệ free float thấp của ACG (< 10%) có thể là trở ngại cho việc tăng giá.

DRC - Chịu áp lực từ hàng nhập khẩu nước ngoài rẻ hơn

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	21.950 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.899	5.042	5.501	5.942
Giá mục tiêu*	23.100 VND	% YoY	11,9%	2,9%	9,1%	8,0%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	307	361	333	340
		% YoY	5,6%	17,5%	-7,9%	2,1%
TL tăng	+5,2%	EPS	5,6%	17,5%	-7,9%	2,1%
Lợi suất cổ tức	7,7%	Biên LN gộp	16,6%	16,6%	15,8%	15,4%
Tổng mức sinh lời	+13,0%	Biên EBITDA	9,8%	11,5%	11,6%	11,6%
		Biên LN từ HDKD	8,5%	10,2%	9,3%	9,0%
Ngành	Sản xuất lớp	Biên LN ròng	6,3%	7,2%	6,0%	5,7%
GT vốn hóa	2,7 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	1%	-5%	-2%	2%
Room KN	1,1 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	7,2x	6,0x	5,5x	5,1x
GTGD/ngày (30n)	19,4 tỷ đồng	P/E	9,4x	8,0x	8,7x	8,5x
Cổ phần Nhà nước	50,5%	P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
SL CP lưu hành	118,8 tr	ROE	16,7%	18,1%	15,6%	15,0%
Pha loãng	118,8 tr					



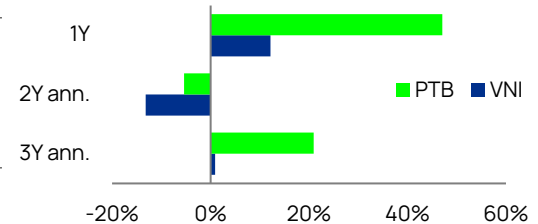
Tổng quan về công ty
 CTCP Cao su Đà Nẵng là một trong những nhà sản xuất sản phẩm lốp hàng đầu Việt Nam. Công ty là một công ty con của Vinachem (cổ phần 50.5%), một doanh nghiệp nhà nước trong ngành hóa chất. Công ty có danh mục sản phẩm sản phẩm đa dạng, dành cho xe tải, ô tô, xe máy, và xe đạp.

- KQKD 9 tháng đầu năm 2023 của CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) gồm doanh thu thuần đạt 3,4 nghìn tỷ đồng (-10% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 152 tỷ đồng (-33% YoY). Doanh thu thuần quý 3/2023 vẫn ở mức thấp do những khó khăn kinh tế. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy LN cải thiện mạnh QoQ nhờ chi phí đầu vào giảm.
- Doanh thu thuần tiếp tục giảm trong quý 3/2023. Chúng tôi cho rằng doanh thu giảm 17% YoY là do tiêu dùng yếu do tác động tiêu cực kéo dài từ khó khăn kinh tế trên diện rộng – đặc biệt là ở thị trường trong nước. So với quý trước, doanh thu thuần giảm 3% do thị trường nước ngoài giảm nhẹ so với quý 2/2023.
- Biên LN gộp tăng 4,3 điểm % QoQ trong quý 3/2023. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do chi phí đầu vào thấp hơn trong quý 3/2023. Do DRC thường tích lũy nguyên liệu một quý trước khi sản xuất, nên chúng tôi cho rằng chi phí trung bình trên mỗi đơn vị hàng tồn kho trong quý 2/2023 thấp hơn được thể hiện trong chi phí đầu vào của DRC trong quý 3/2023.
- DRC dự báo LN vẫn ở mức thấp trong quý 4/2023. Công ty kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 7% YoY trong quý 4/2023. Chúng tôi cho rằng dự báo của chúng tôi là hợp lý do (1) thị trường trong nước phục hồi nhẹ và (2) dự kiến HĐKD thị trường xuất khẩu hiệu quả hơn so với thị trường trong nước. Ngược lại, DRC dự kiến LNTT sẽ giảm 38% YoY trong quý 4/2023. Chúng tôi cho rằng dự báo này phản ánh sự bất ổn của kinh tế về chi phí đầu vào và chi phí logistics do giá dầu tăng trong những tháng gần đây. Doanh thu và LNTT thực tế của DRC trong quý 3/2023 lần lượt hoàn thành 88% và 105% kế hoạch quý 3/2023 của công ty.
- Nhu cầu lốp radial ổn định sẽ dẫn đầu đà tăng trưởng doanh thu của DRC. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng trước triển vọng của DRC do vị thế cạnh tranh yếu, khiến công ty khó có thể chuyển biến dao động giá đầu vào mà không mất thị phần.
- **Rủi ro:** Tăng trưởng xuất khẩu chậm hơn dự kiến do thách thức kinh tế toàn cầu; Cạnh tranh hơn trong thị trường lốp xe; Chi phí đầu vào cao hơn dự kiến.

PTB - Nhu cầu dần phục hồi, tác động đang kể từ Noble House

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	59.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	6.887	5.289	6.182	6.802
Giá mục tiêu*	59.700 VND	% YoY	6%	-23%	17%	10%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	487	327	450	571
		% YoY	-5%	-33%	38%	27%
TL tăng	1,2%	EPS	-5%	-33%	39%	27%
Lợi suất cổ tức	4,1%	Biên LN gộp	22,4%	21,6%	22,5%	22,9%
Tổng mức sinh lời	5,3%	Biên EBITDA	14,8%	15,0%	14,8%	15,8%
		Biên LN từ HĐKD	10,8%	9,8%	10,2%	11,4%
Ngành	Gỗ	Biên LN ròng	7,1%	6,2%	7,3%	8,4%
GT vốn hóa	4 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	10,2%	14,5%	6,3%	3,7%
Room KN	170,1 tỷ đồng	EV/EBITDA	5,3x	6,8x	5,9x	5,0x
GTGD/ngày (30n)	19,4 tỷ đồng	P/E	8,6x	13,3x	9,7x	7,8x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x
SL CP lưu hành	68,0 tr	ROE	18,9%	11,5%	14,7%	16,7%
Pha loãng	68,0 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 29/11/2023



Tổng quan công ty:

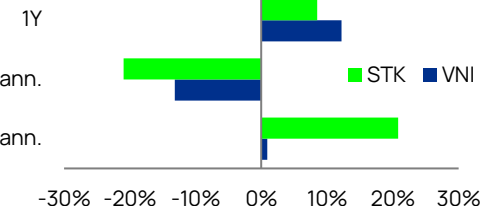
Tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước tại tỉnh Bình Định, PTB hiện hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: khai thác và sản xuất đá ốp lát, xuất khẩu đồ gỗ sang Mỹ và EU, và phân phối xe Toyota tại miền Trung. Công ty cũng tham gia vào lĩnh vực BĐS từ 2019.

- Chúng tôi theo dõi các chu kỳ theo trình tự sau: lãi suất thế chấp, giấy phép xây dựng, nhập khẩu đồ nội thất và doanh số bán lẻ đồ nội thất. Lãi suất thế chấp tại Mỹ đang giảm nhưng vẫn ở mức cao. Lượng nhà riêng mới xây dựng tại Mỹ đã có dấu hiệu phục hồi nhẹ trong 10 tháng đầu năm 2023. Vì vậy, chúng tôi dự báo xuất khẩu đồ nội thất từ Việt Nam sẽ dần phục hồi từ tháng 10/2023 đến tháng 4/2024, tiếp nối xu hướng từ tháng 6 đến tháng 10/2023.
- Tính đến tháng 10 năm 2023, tồn kho đồ nội thất bán lẻ của Mỹ đã giảm 20% từ mức đỉnh, trở về mức trước đại dịch COVID. Theo CTCP Phú Tài (PTB), một số khách hàng đã đặt hàng giao vào tháng 4/2024.
- Chúng tôi dự báo doanh thu nội thất năm 2024 sẽ đạt 90% so với mức của năm 2022. Trong khi đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ đá năm 2024 sẽ tăng 11% so với mức của năm 2022 khi PTB giành được thị phần trên thị trường thạch anh Mỹ.
- Vào tháng 9/2023, Noble House đã nộp đơn phá sản theo Chương 11 tại Mỹ. Công ty này chiếm lần lượt 5%/12% doanh thu gỗ năm 2022/nửa đầu năm 2023 của PTB. PTB tạm dừng bán hàng cho Noble House, chờ thanh toán khoản nợ phải thu 60 tỷ đồng. Vào tháng 11, GigaCloud Technology đã mua lại Noble House với giá 85 triệu USD. PTB đang đàm phán về kế hoạch trả nợ với GigaCloud. Chúng tôi thận trọng giả định rằng sẽ không có thêm giao dịch với GigaCloud trong ngắn hạn, ảnh hưởng đến doanh thu gỗ của PTB. Chúng tôi cũng dự báo chi phí dự phòng nợ xấu 40 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm 2024.
- Chúng tôi cho rằng PTB đang định giá cao hơn so với P/E trượt trung bình 10 năm là 8,2x do chúng tôi kỳ vọng thu nhập sẽ phục hồi. Tuy nhiên, khả năng tăng giá bị hạn chế do P/E dự phóng năm 2024 là 9,7x sau khi tăng 45% vào năm 2023 nhờ kỳ vọng HĐKD phục hồi và PTB mua cổ phiếu quỹ.

STK - Phục hồi đáng kể bắt đầu từ quý 2/2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	29.950 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	2.115	1.456	2.435	3.106
Giá mục tiêu*	31.800 VND	% YoY	4%	-31%	67%	28%
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	239	87	236	291
		% YoY	-14%	-63%	171%	23%
TL tăng	22,5%	EPS	% YoY -19%	-64%	149%	14%
Lợi suất cổ tức	0%	Biên LN gộp	17,6%	13,0%	16,5%	15,9%
Tổng mức sinh lời	22,5%	Biên EBITDA	18,7%	14,1%	17,9%	18,5%
		Biên LN từ HĐKD	13,6%	7,6%	12,7%	12,2%
Ngành	Dệt may	Biên LN ròng	11,3%	6,0%	9,7%	9,4%
GT vốn hóa	2,5 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	1%	-56%	-23%	20%
Room KN	2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	7,0x	13,4x	6,3x	4,8x
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	P/E	8,8x	23,0x	11,2x	9,8x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,4x	1,5x	1,3x	1,2x
SL CP lưu hành	94,1 tr	ROE	17,1%	5,5%	12,5%	13,0%
Pha loãng	101,1 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 29/12/2023



Tổng quan công ty:

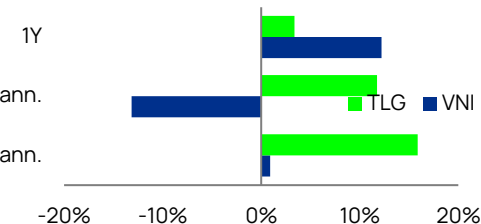
STK là một trong 2 nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam trong mảng sợi dài polyester, nhắm đến các khách hàng trong phân khúc trung cấp và cao cấp. Khách hàng chính của STK là các nhà sản xuất vải toàn cầu. STK đóng vai trò là nhà cung cấp cho các nhãn hiệu thời trang như Adidas, Nike và Puma.

- CTCP Sợi Thế Kỳ (STK) sản xuất sợi polyester cao cấp cho đồ thể thao và các trang phục khác. Đây là công ty tiên phong trong phân khúc sợi từ nhựa tái chế, có biên LN và tăng trưởng nhu cầu vượt trội.
- Ban lãnh đạo kỳ vọng KQKD quý 4/2023 sẽ tương tự quý 3/2023, trì hoãn kỳ vọng phục hồi do nhu cầu yếu. Mặc dù mức tồn kho của hầu hết các thương hiệu hiện đã ở mức lành mạnh, nhưng lo ngại về sức mua thấp vẫn tiếp tục kìm hãm các đơn hàng mới.
- STK và các khách hàng sản xuất vải đang mở rộng năng lực để chuẩn bị cho các đơn hàng tiềm năng chuyển dịch từ Trung Quốc. Những cuộc thảo luận với các thương hiệu đang diễn ra nhưng đơn đặt hàng mới vẫn chưa được xác nhận.
- Việc xây dựng nhà máy Unitex mới của STK hiện đã hoàn thành 90%. Chúng tôi dự kiến nhà máy này sẽ đi vào hoạt động vào quý 4/2024 do nhu cầu yếu. Nhà máy sẽ mở rộng thêm 60% công suất của STK.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2024 sẽ quay trở lại mức 91% của năm 2022 (điều chỉnh cho các khoản lỗ bất thường) với sản lượng tăng 7%. Chúng tôi giả định biên LN thấp hơn so với năm 2022 do kỳ vọng STK sẽ chỉ sử dụng lần lượt 62%/55% công suất trong năm 2024/2025.
- Giá mục tiêu của chúng tôi với P/E dự phóng năm 2024 của STK ở mức 13,8x so với mức trượt trung vị 5 năm là 10,3x. Chúng tôi cho rằng hệ số P/E ngắn hạn cao hơn là hợp lý do kỳ vọng về tăng trưởng mạnh trong năm 2024F.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng quý của STK sẽ tăng từ khoảng 8.000 tấn trong quý 3 & quý 4/2023 và quý 1/2024 lên khoảng 10.000 tấn trong quý 2/2024 và khoảng 13.000 tấn trong quý 3 & quý 4/2024. Để so sánh, STK đã bán khoảng 13.000 tấn trong mỗi quý 4/2020 và quý 1/2021, mức đỉnh của công ty.
- Thực hiện chào bán riêng lẻ 14% để hỗ trợ cho việc mở rộng.

TLG - Cổ phiếu tiêu dùng phòng thủ, chiến lược marketing mới

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(30/06)	51.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.521	3.986	4.665	5.443
Giá mục tiêu*	63.800 VND	% YoY	32%	13%	17%	17%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	401	420	512	600
		% YoY	45%	5%	22%	17%
TL tăng	25,1%	EPS	38%	9%	22%	17%
Lợi suất cổ tức	6,9%	Biên LN gộp	43,3%	43,3%	43,6%	43,7%
Tổng mức sinh lời	32,0%	Biên EBITDA	15,6%	15,0%	15,9%	15,8%
		Biên LN từ HĐKD	13,2%	12,9%	13,6%	13,7%
Ngành	Văn phòng phẩm	Biên LN ròng	11,4%	10,6%	11,0%	11,0%
GT vốn hóa	4 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	5,0%	6,8%	6,3%	6,9%
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	6,9x	6,4x	5,1x	4,4x
GTGD/ngày (30n)	2,4 tỷ đồng	P/E	11,6x	10,6x	8,7x	7,4x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	2,0x	2,0x	1,9x	1,7x
SL CP lưu hành	77,8 tr	ROE	21,2%	21,0%	24,4%	26,5%
Pha loãng	78,6 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 30/06/2023



Tổng quan công ty:

CTCP Tập đoàn Thiên Long là nhà sản xuất văn phòng phẩm hàng đầu Việt Nam với sản phẩm đa dạng, bao gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học tập, và dụng cụ mỹ thuật. TLG nắm 60% thị trường bút viết trong nước và hiện đang đẩy mạnh xuất khẩu. TLG hiện hợp tác với Newell Brands, công ty dẫn đầu ngành tiêu dùng toàn cầu có trụ sở tại Mỹ, kể từ đầu năm 2019.

- Chúng tôi dự báo CAGR EPS cốt lõi giai đoạn 2022-2025 là 14%, được hỗ trợ bởi (1) Vị thế dẫn đầu thị trường nhờ danh mục sản phẩm đa dạng và mạng lưới phân phối rộng khắp, (2) tăng cường nỗ lực xây dựng thương hiệu và cao cấp hóa sản phẩm nhằm cải thiện cơ cấu sản phẩm, và (3) tăng cường thâm nhập vào thị trường xuất khẩu.
- Theo CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG), thị trường văn phòng phẩm đang trong quá trình cao cấp hóa với bút gel và bút bi cao cấp trong phân khúc 1-2 USD/chiếc, dần chiếm thị phần từ các sản phẩm rẻ hơn. Trong phân khúc giá này, thương hiệu TLG hiện được đánh giá là kém cao cấp hơn so với các thương hiệu nước ngoài đến từ Nhật Bản, Trung Quốc và Đức.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng TLG sẽ cao cấp hóa các sản phẩm bút viết và thâm nhập sâu hơn vào thị trường đồ dùng mỹ thuật có biên LN cao nhờ các sáng kiến marketing khác nhau được thảo luận dưới đây. Theo TLG, ASP tổng hợp cho một tỷ sản phẩm bán ra hàng năm vẫn ở mức thấp, khoảng 0.15 USD /cây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ASP tổng hợp của TLG sẽ tăng trưởng ở mức trung bình 1 chữ số và biên LN gộp của công ty sẽ duy trì trên 40% trong giai đoạn 2023-2025, cao hơn mức trước Covid. Tuy nhiên, chúng tôi ASP sẽ cải thiện ở mức tối thiểu vào năm 2023 do chúng tôi thận trọng với nhu cầu từ thị trường trong nước trong ngắn hạn.
- Chi phí SG&A/doanh thu duy trì ở mức 30% do các sáng kiến marketing mới. Ban lãnh đạo có kế hoạch tiếp tục chi mạnh cho marketing so với trước năm 2022. Hiện tại, TLG đang tuyển dụng nhân viên bán hàng, triển khai giao diện mới, hiện đại và chuẩn hóa cho các cửa hàng của nhà phân phối và giới thiệu chuỗi cửa hàng bán lẻ đồ dùng học tập 'Clever Box'. Những sáng kiến này nhằm cải thiện thương hiệu và cơ cấu sản phẩm của TLG.
- TLG hiện có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 8,7x so với P/E trượt trung bình 5 năm là 11,8x.

Vật liệu xây dựng

Nhu cầu phục hồi từ mức cơ sở thấp

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024

Triển vọng ngành

Dấu hiệu phục hồi xuất hiện vào cuối năm 2023, mở đường cho tăng trưởng trong năm 2024.

- Sản lượng thép xây dựng hàng tháng giảm trong phần lớn năm 2023 nhưng chuyển biến tích cực từ tháng 9/2023 nhờ mùa cao điểm của hoạt động xây dựng cuối năm trong nước.
- Các sản phẩm thép dẹt (thép cuộn cán nóng, tấm thép mạ kẽm và ống thép) đã ghi nhận mức tăng trưởng hàng tháng dương YoY kể từ tháng 5/2023, sớm hơn nhiều so với thép xây dựng, được thúc đẩy bởi nhu cầu xuất khẩu phục hồi mạnh từ mức cơ sở thấp trong năm 2022.
- Sản lượng xi măng thấp trong suốt năm 2023 với mức tăng trưởng âm YoY, được ghi nhận trong tất cả 10 tháng đầu năm 2023. Mặt khác, sản lượng xi măng và clinker xuất khẩu khả quan hơn trong suốt năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng VLXD sẽ tăng trưởng khoảng 10-15% trong năm 2024.

- Nhu cầu trong nước: Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu cho cơ sở hạ tầng vẫn là động lực chính cho nhu cầu VLXD trong năm 2024. Ngân sách đầu tư phát triển nhà nước năm 2023 được thiết lập ở mức cao nhất kể từ năm 2019 và tốc độ giải ngân nhanh nhất trong 5 năm qua. Tổng chi ngân sách nhà nước cho đầu tư phát triển năm 2024 dự kiến đạt 677,3 nghìn tỷ đồng (-7% YoY so với kế hoạch ngân sách năm 2023).
- Xuất khẩu: Các chỉ số hàng đầu về nhu cầu VLXD tại các thị trường trọng điểm cho tín hiệu trái chiều. Lãi suất cao nhưng đang giảm tại Mỹ cho thấy sự phục hồi dần về giấy phép xây dựng và kéo theo đó là nhu cầu về VLXD. Tuy nhiên, chỉ số PMI ngành xây dựng và tăng trưởng sản lượng xây dựng của Khu vực đồng Euro vẫn ở mức thấp.

Sự phục hồi của giá hàng hóa hỗ trợ mở rộng biên LN trong năm 2024

- Với tình hình chung của ngành BĐS tư nhân vẫn còn kém khả quan, Trung Quốc đã triển khai một loạt các biện pháp chính sách vào năm 2023 để phục hồi kinh tế. Đây là yếu tố then chốt giúp củng cố tâm lý thị trường đối với giá cả các mặt hàng xây dựng quan trọng. Chúng tôi kỳ vọng giá các vật liệu cơ bản liên quan đến thép sẽ phục hồi dần dần nhưng không ổn định trong suốt năm 2024 khi tâm lý thị trường điều chỉnh theo dữ liệu nhu cầu thực tế.
- Trong năm 2024, chúng tôi hiện giả định giá thép đầu ra sẽ tăng nhiều hơn giá đầu vào do chi tiêu cơ sở hạ tầng và nhu cầu xuất khẩu tăng.
- Đối với BMP, chúng tôi thận trọng giả định biên LN sẽ điều chỉnh giảm trong năm 2024 khi giá nhựa đầu vào phục hồi từ mức cơ sở thấp.
- Đối với HT1, chúng tôi kỳ vọng giá than nhiệt sẽ điều chỉnh để hỗ trợ biên LN

Rủi ro và khuyến nghị

Rủi ro

- Nền kinh tế và thị trường BĐS yếu hơn dự kiến làm giảm nhu cầu xuất khẩu.
- Nhu cầu yếu của Trung Quốc kéo dài tình trạng giảm phát giá hàng hóa.
- Suy thoái kéo dài trong thị trường BĐS Việt Nam.
- Giải ngân ngân sách cho các dự án cơ sở hạ tầng chậm hơn dự kiến.

Khuyến nghị

- HPG có tiềm năng tăng trưởng ổn định trong dài hạn do công ty đang bước vào chu kỳ đầu tư và lợi nhuận mới. Chúng tôi cho rằng năm 2023 là mức đáy trong chu kỳ đối lợi nhuận của HPG, do đó, mức P/E ngắn hạn cao hơn trong năm 2024/2025 là hợp lý do triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn mạnh khi 1) lợi nhuận bắt đầu phục hồi trong năm 2024 và 2) công suất mới từ Khu liên hợp thép Dung Quất Giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 đạt 14,4 nghìn tỷ đồng (+111% YoY).
- BMP vẫn là lựa chọn phòng thủ hàng đầu của chúng tôi do lợi nhuận ổn định so với các nhà sản xuất thép, lợi suất cổ tức ổn định (8,6% dựa trên cổ tức dự kiến 12 tháng tới) và rủi ro tài chính thấp. Đối với năm 2024, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ giảm 24% so với mức cao kỷ lục vào năm 2023. Tuy nhiên, dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 của chúng tôi vẫn cao hơn 9% so với năm 2022.

Vật liệu xây dựng: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành VLXD – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
HT1	PHTT	189,2	80%	49%	89,0	0,2	12.000	13.200	4/3/2023	10,0%	4,2%	14,2%
HPG	KQ	6.716	0%	49%	1.580,0	30,9	27.950	29.400	11/3/2023	5,2%	0,0%	5,2%
BMP	KQ	352,8	0%	100%	46,0	0,8	104.300	93.300	11/28/2023	-10,5%	8,6%	-1,9%
CTD	BÁN	282,1	0%	49%	11,0	4,1	68.800	43.400	6/2/2023	-36,9%	0,0%	-36,9%
HSG	KKQ	580,3	0%	49%	149,0	9,9	22.800	13.100	2/22/2023	-42,5%	0,0%	-42,5%
NKG	KKQ	268,2	0%	49%	87,0	9,7	24.650	13.000	2/22/2023	-47,3%	0,0%	-47,3%

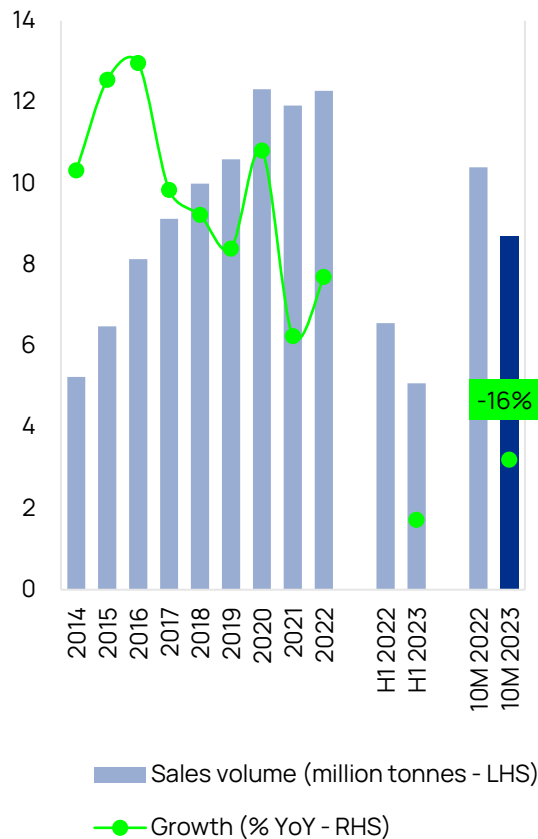
Ngành VLXD - Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023F %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023F x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	EV/ EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
HT1	12.000	10%	34%	11%	403,6	19,0	14,3	12,8	5,3	7%	0,9	0,4
HPG	27.950	-20%	111%	35%	90,6	24,7	11,7	8,7	7,7	13%	1,6	0,3
BMP	104.300	43%	-24%	3%	7,2	8,7	11,4	11,1	4,6	28%	2,9	-0,7
CTD	68.800	873%	19%	30%	27,3	25,3	21,3	16,4	3,3	2%	0,6	-0,4
HSG	22.800	408%	21%	13%	454,8	10,9	9,0	7,9	4,7	12%	1,3	0,2
NKG	24.650	-1095%	25%	19%	-24,1	10,1	8,1	6,8	6,3	13%	1,2	0,6

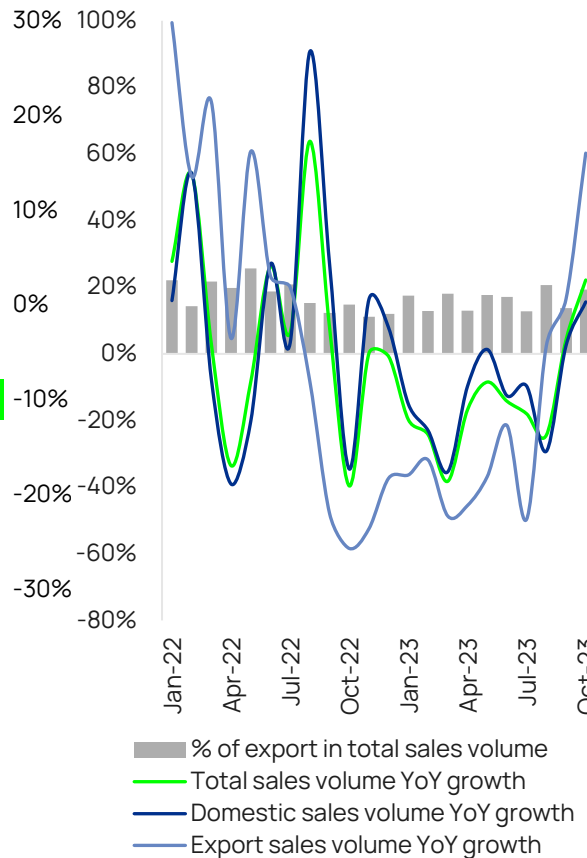
Sản lượng bán thép xây dựng tăng trưởng YoY kể từ tháng 9/2023 do mùa cao điểm cuối năm

THÉP XÂY DỰNG

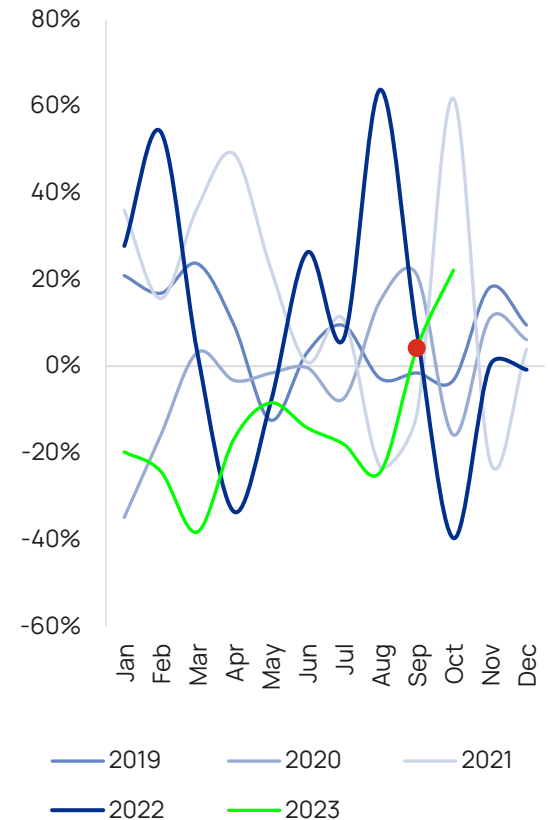
Tổng sản lượng bán ra toàn ngành



Tổng sản lượng bán ra hàng tháng và mức tăng trưởng YoY theo thị trường



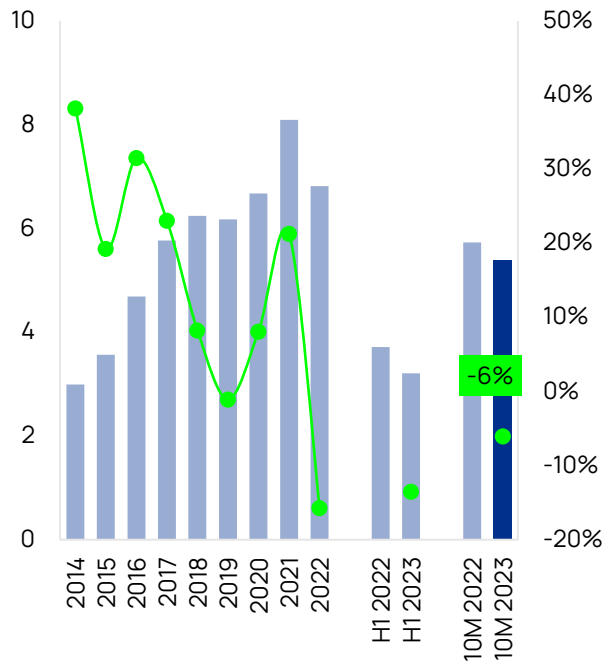
Tổng tăng trưởng sản lượng bán hàng tháng YoY toàn ngành



Các sản phẩm thép đẹt ghi nhận mức tăng trưởng YoY sớm hơn thép xây dựng nhờ xuất khẩu phục hồi

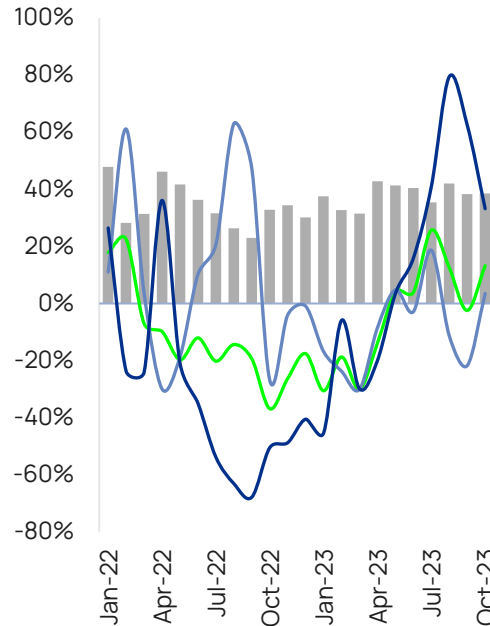
TÔN MẠ & ỐNG THÉP

Tổng sản lượng bán ra toàn ngành



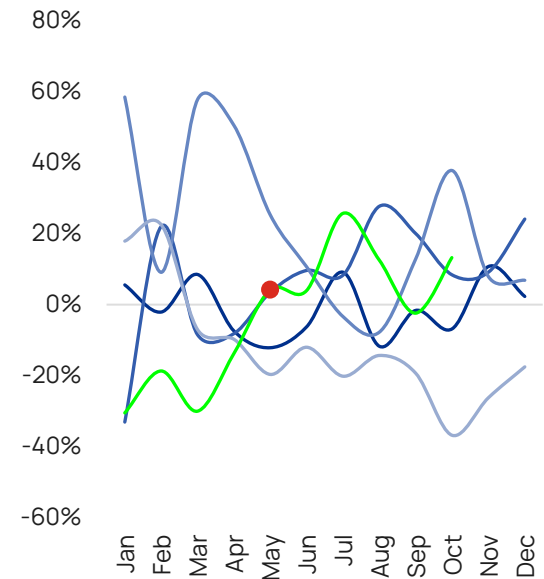
■ Sales volume (million tonnes - LHS)
● Growth (% YoY - RHS)

Tổng sản lượng bán ra hàng tháng và mức tăng trưởng YoY theo thị trường



■ % of export in total sales volume
● Total sales volume YoY growth
● Domestic sales volume YoY growth
● Export sales volume YoY growth

Tổng tăng trưởng sản lượng bán hàng tháng YoY toàn ngành

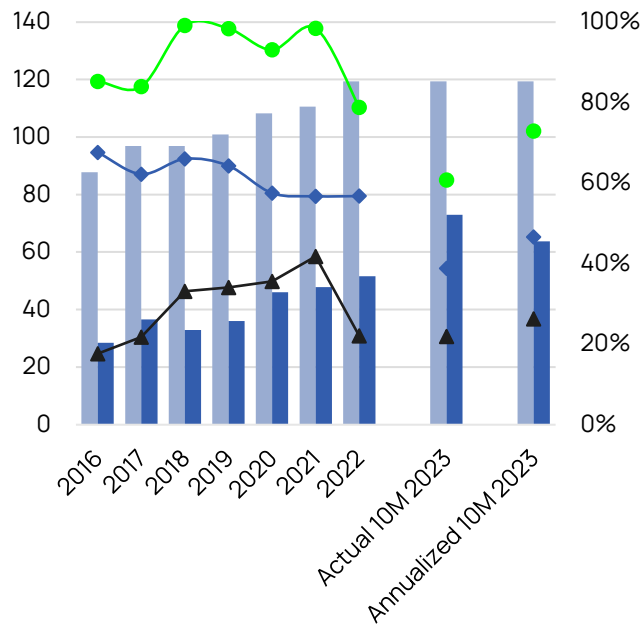


— 2019 — 2020 — 2021
— 2022 — 2023

Sản lượng bán xi măng thấp trong suốt năm 2023

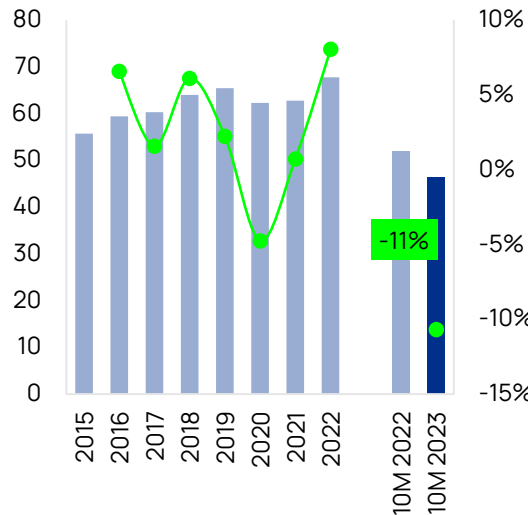
XI MĂNG

Tổng sản lượng bán xi măng và clinker toàn ngành

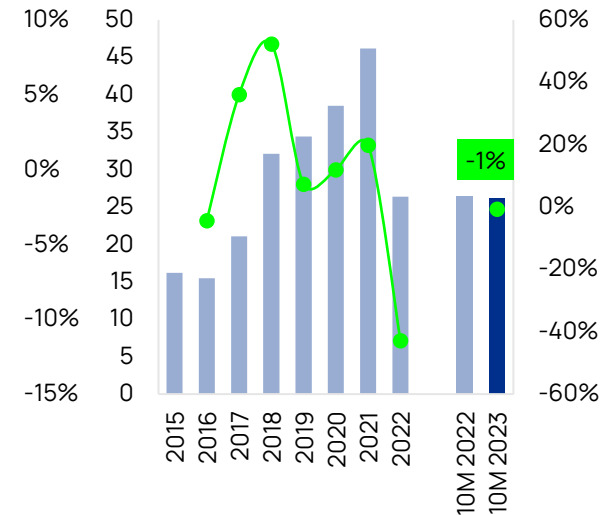


Tổng sản lượng bán xi măng và clinker toàn ngành theo thị trường

Trong nước



Xuất khẩu



■ Total cement capacity (million tonnes - LHS)
■ Domestic surplus (million tonnes - LHS)
◆ Domestic utilization (RHS)
▲ Export utilization (RHS)
● Total utilization (RHS)

■ Domestic (million tonnes - LHS)
● Growth (% - RHS)

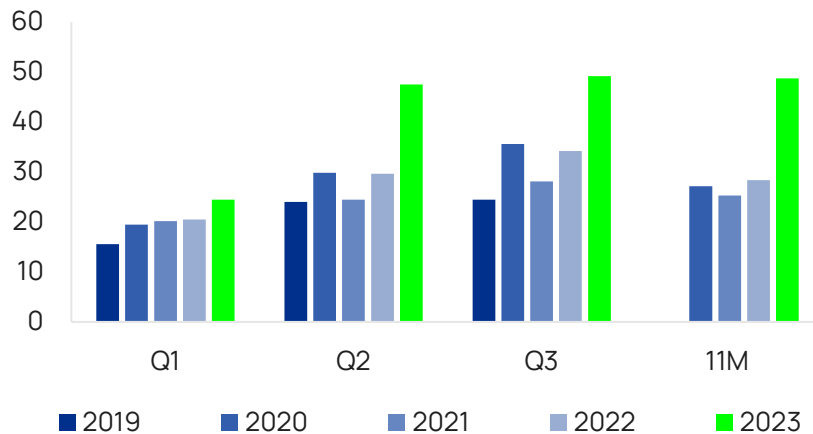
■ Export (million tonnes - LHS)
● Growth (% - RHS)

Nhu cầu trong nước: Chi tiêu cho cơ sở hạ tầng vẫn là động lực chính cho nhu cầu VLXD năm 2024

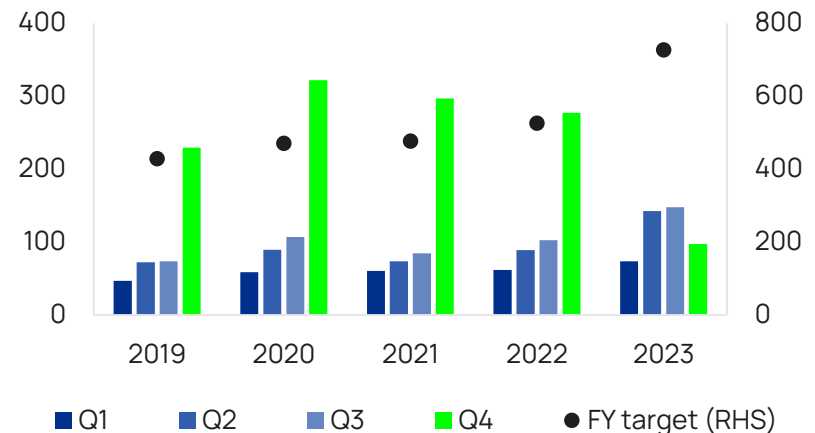
Ngân sách chi đầu tư phát triển

	2019	2020	2021	2022	2023	2024G
Ngân sách theo kế hoạch	429 nghìn tỷ đồng	471 nghìn tỷ đồng +10% so với kế hoạch năm 2019	477 nghìn tỷ đồng +1% so với kế hoạch năm 2020	526 nghìn tỷ đồng +10% so với kế hoạch năm 2021	727 nghìn tỷ đồng +38% so với kế hoạch năm 2022	677 nghìn tỷ đồng -7% so với kế hoạch năm 2023
Khoản giải ngân thực tế	422 nghìn tỷ đồng	576 nghìn tỷ đồng	516 nghìn tỷ đồng	530 nghìn tỷ đồng	461 nghìn tỷ đồng trong 11T 2023	
Khoản giải ngân thực tế so với kế hoạch đầu năm	98,3%	122,5%	108,1%	100,8%	63,4% trong 11T 2023	

Giải ngân bình quân hàng tháng (tỷ đồng)



Ngân sách cả năm và giải ngân hàng quý (tỷ đồng)



Nhu cầu trong nước: Đá xây dựng là vật liệu quan trọng nhất cho các dự án cơ sở hạ tầng (1)

Ước tính nhu cầu vật liệu xây dựng của các dự án hạ tầng giao thông lớn

Tên sân bay	Sân bay quốc tế Đại Hưng Bắc Kinh Giai đoạn 1	Sân bay quốc tế Long Thành Giai đoạn 1
Vị trí	Bắc Kinh, Trung Quốc	TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam
Diện tích	2.940 ha	1.800 ha
Thời gian thi công	12/2014 – 9/2019	2022-2026
Vốn (tỷ USD)	11,4	4,7
Sức chứa hành khách	<ul style="list-style-type: none">Giai đoạn 1: 72 triệu trong năm 2025Tổng: 100 triệu	<ul style="list-style-type: none">Giai đoạn 1: 25 triệu trong năm 2026Tổng: 100 triệu
Số lượng đường băng	<ul style="list-style-type: none">Giai đoạn 1: 4 dân sự và 1 quân sựTổng cộng: 7	<ul style="list-style-type: none">Giai đoạn 1: 1Tổng cộng: 4
Bê tông	1.600.000 m ³	N/A
Đá xây dựng	N/A	18.000.000 m ³ *
Xi măng	N/A	1.000.000 tấn*
Thép	100.000 tấn	100.000 tấn*
Đá ốp lát	N/A	500.000 mét vuông*
Tấm gỗ	N/A	50.000 mét vuông*

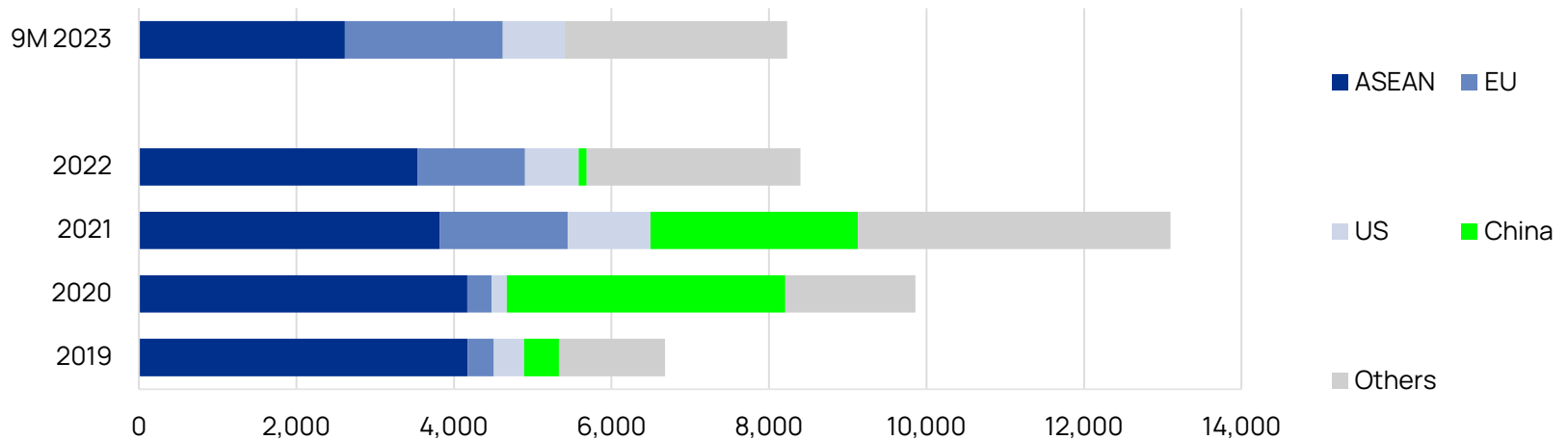
Nhu cầu trong nước: Đá xây dựng là vật liệu quan trọng nhất cho các dự án cơ sở hạ tầng (2)

Ước tính nhu cầu đá xây dựng của các dự án hạ tầng giao thông lớn

Dự án	Tổng mức đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Thời gian	Tổng nhu cầu đá xây dựng (triệu m ³)
Sân bay quốc tế Long Thành	360	2022-2050	50-60
Sân bay quốc tế Long Thành - Giai đoạn 1	109	2022-2026	18*
Cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 1	90	2019-2024	N/A
Cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 2	147	2023-2025	18,5
Đường vành đai 4 Hà Nội	86	2023-2026	4,4
Đường vành đai 3 TP.HCM	75	2023-2026	4,4
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột - Giai đoạn 1	22	2023-2027	0,9
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu Giai đoạn 1	18	2023-2025	0,7
Đường vành đai 4 TP.HCM	100	2024-2028	11,6
TỔNG CỘNG			83,9

Xuất khẩu: Các chỉ số hàng đầu về nhu cầu VLXD tại các thị trường trọng điểm cho tín hiệu trái chiều

Xuất khẩu thép của Việt Nam theo khu vực xuất khẩu sang (nghìn tấn)



Cơ cấu điểm đến của xuất khẩu sản phẩm thép Việt Nam đã thay đổi đáng kể trong 5 năm gần đây, với sự bùng nổ và suy giảm nhu cầu từ Trung Quốc lần lượt trong năm 2020/2021 và 2022. Nhu cầu tăng dần từ Mỹ và Châu Âu đã phần nào bù đắp cho mức giảm xuất khẩu sang Trung Quốc.

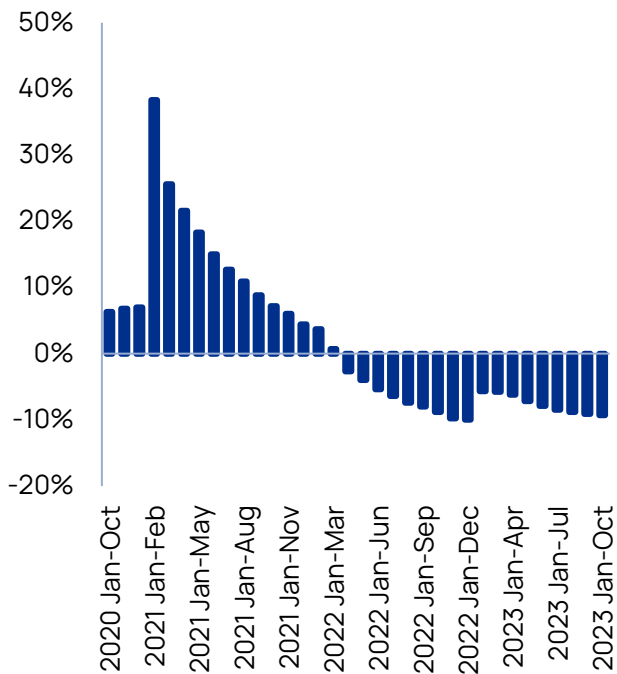
Sản lượng xuất khẩu sang Châu Âu chiếm 24% tổng sản lượng thép xuất khẩu của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2023, so với 16% trong năm tài chính 2022 và thị phần xuất khẩu sang Mỹ cũng tăng lên 10% tổng sản lượng thép xuất khẩu trong 9 tháng đầu năm 2023, so với 8% trong năm tài chính 2022.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu từ Mỹ và Châu Âu sẽ là yếu tố tác động chính đến xuất khẩu thép Việt Nam trong khi nhu cầu của Trung Quốc phục hồi sẽ tác động mạnh hơn đến giá hàng hóa.

Trung Quốc: Tình hình chung ngành BĐS tư nhân vẫn kém khả quan; các chính sách hỗ trợ giá hàng hóa gần đây

TRUNG QUỐC

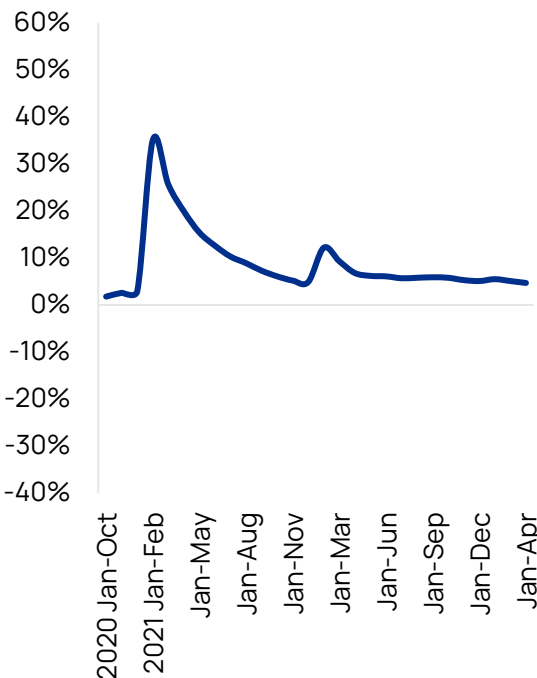
Tăng trưởng YoY mảng đầu tư phát triển BĐS



Tổng cộng (tháng 1 - 10/2023): -9%

- Nhà ở: -9%
- Tòa nhà văn phòng: -10%
- Tòa nhà thương mại: -17%

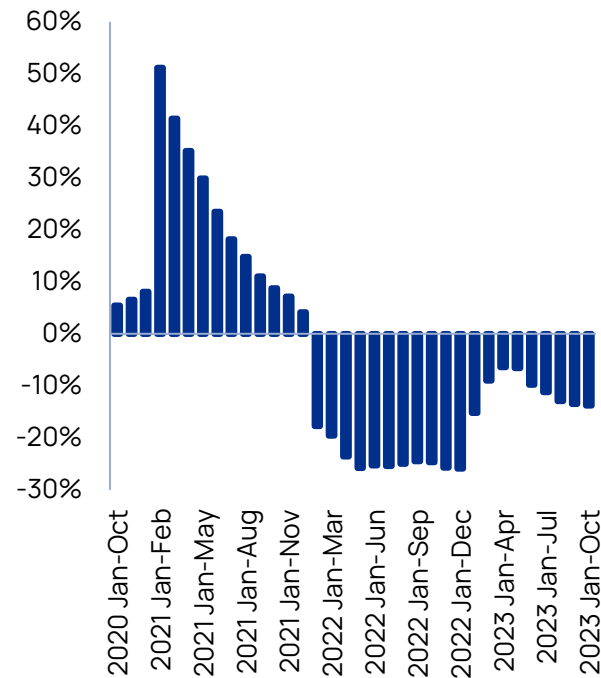
Đầu tư vào tài sản cố định



Tổng cộng (tháng 1- 10/2023): +3%

- Vốn nhà nước/cổ phần: +7%
- Đầu tư tư nhân: -0,5%

Tăng trưởng YoY của vốn đầu tư cho doanh nghiệp phát triển BĐS



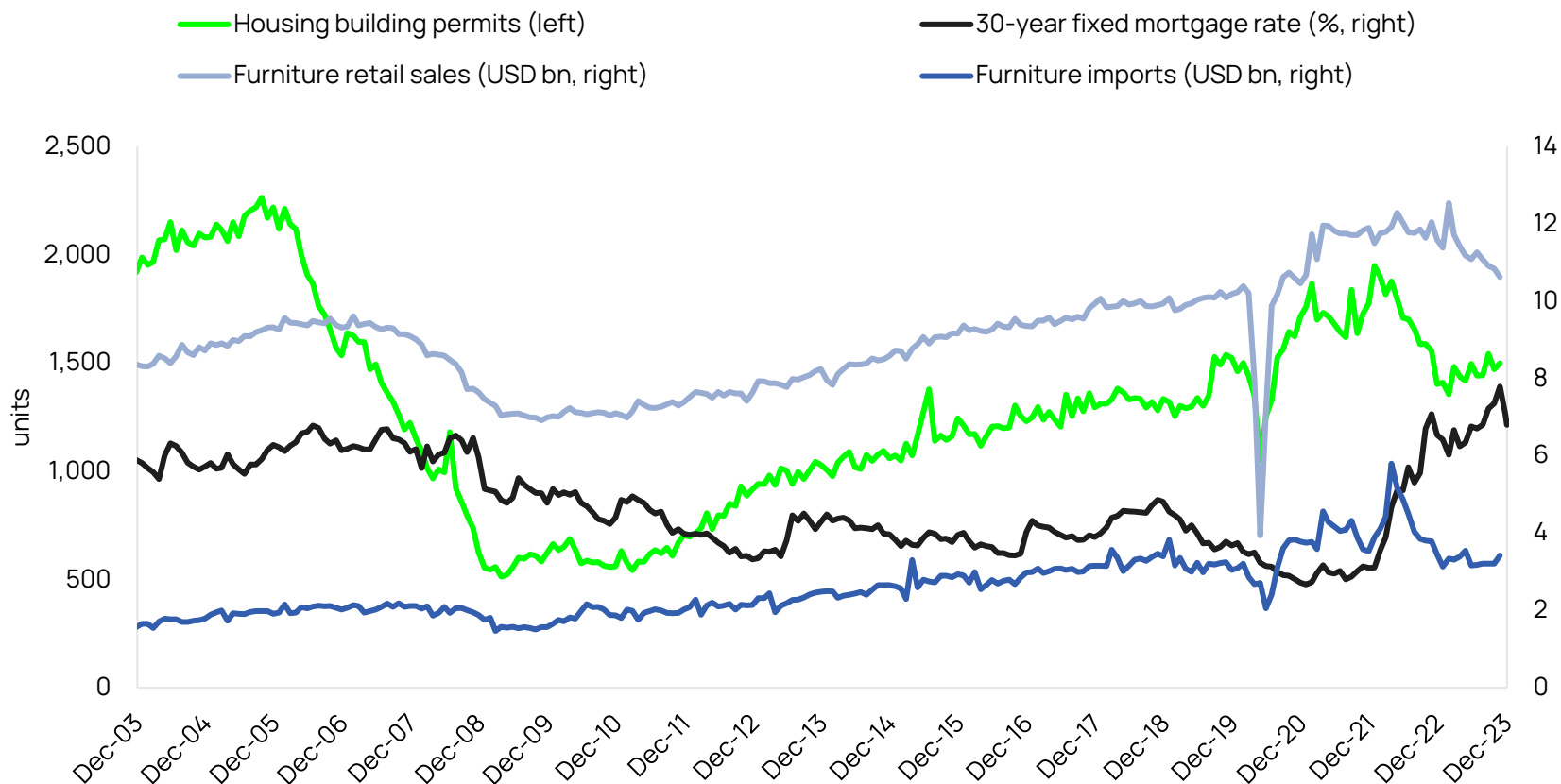
Tổng cộng (tháng 1- 10/2023): -14%

- Vay trong nước: -11%
- Đầu tư nước ngoài: -40%
- Vốn tự huy động: -21%
- Tiền gửi & nhận trước: -10%
- Thế chấp cá nhân: -8%

Mỹ: Lãi suất giảm nhưng vẫn cao, cho thấy nhu cầu VLXD và đồ nội thất đang dần phục hồi

MỸ

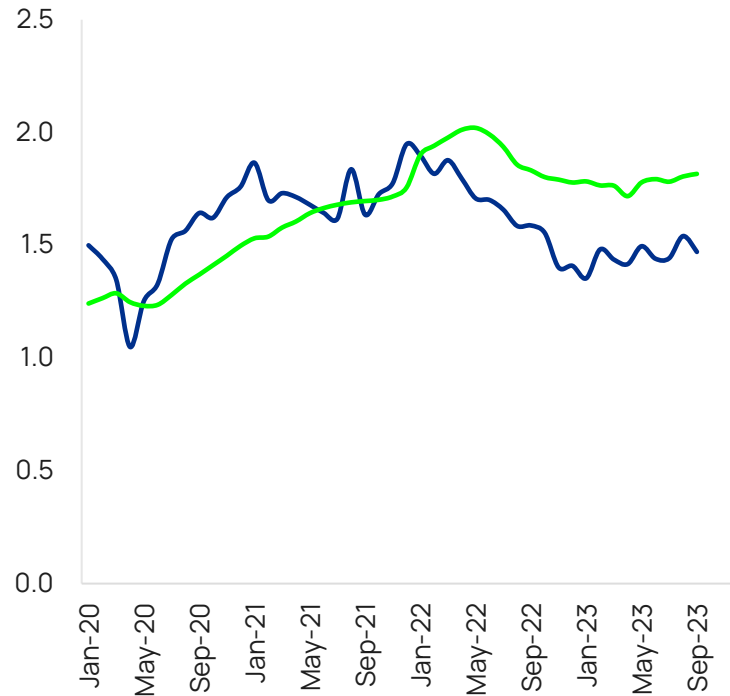
Giấy phép xây dựng, lãi suất thế chấp, doanh số bán lẻ đồ nội thất, và nhập khẩu đồ nội thất tại Mỹ



Khu vực đồng Euro: PMI xây dựng giảm xuống mức thấp nhất kể từ tháng 12/2022

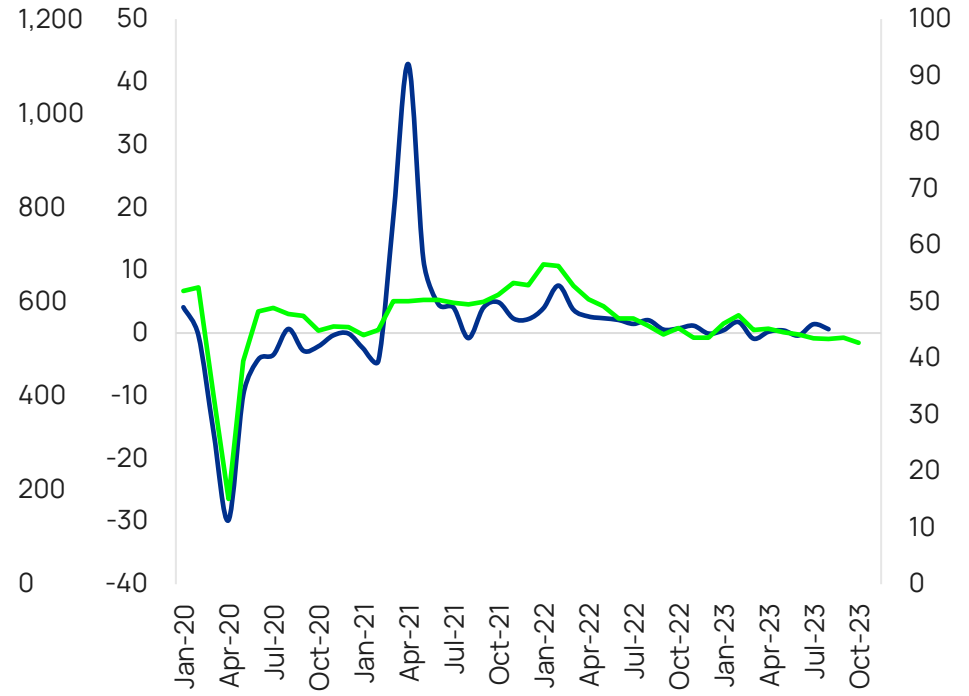
MỸ & CHÂU ÂU

Sản lượng xây dựng nhà ở tư nhân hàng tháng và giấy phép xây dựng tư nhân của Mỹ



— Permits (millions - LHS)
 — Private residential output (USDtn - RHS)

Sản lượng xây dựng hàng tháng và PMI xây dựng của Eurozone

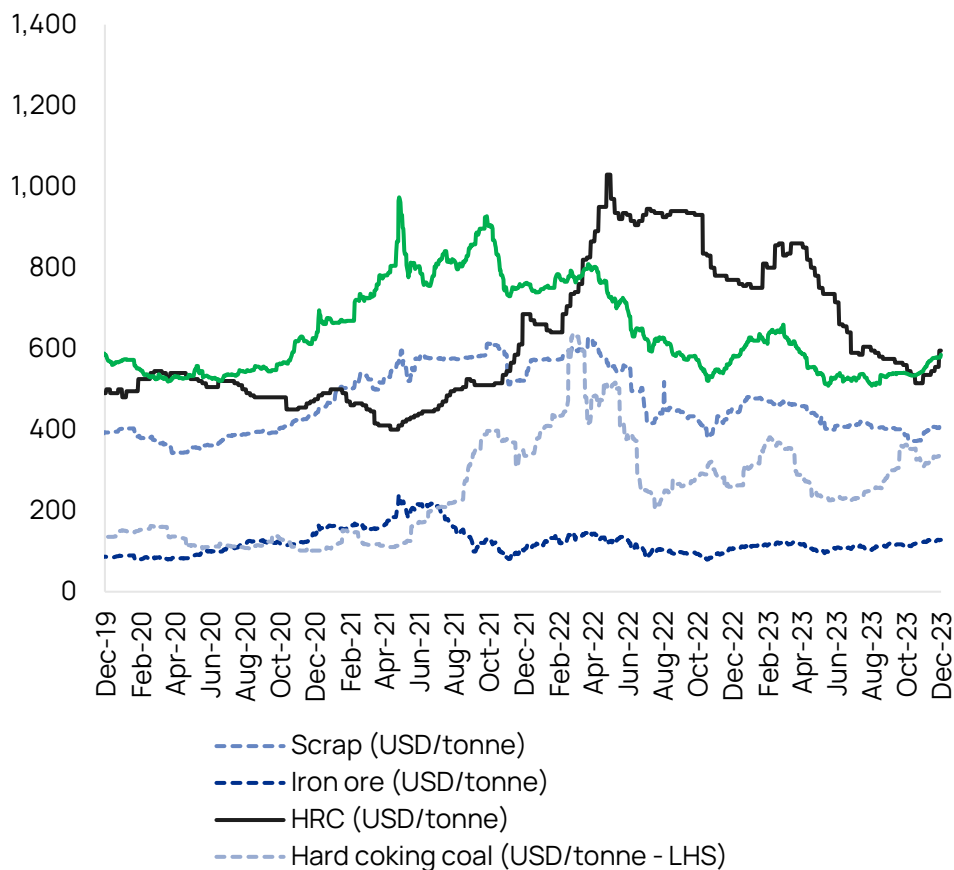


— Output (% YoY) — PMI (RHS)

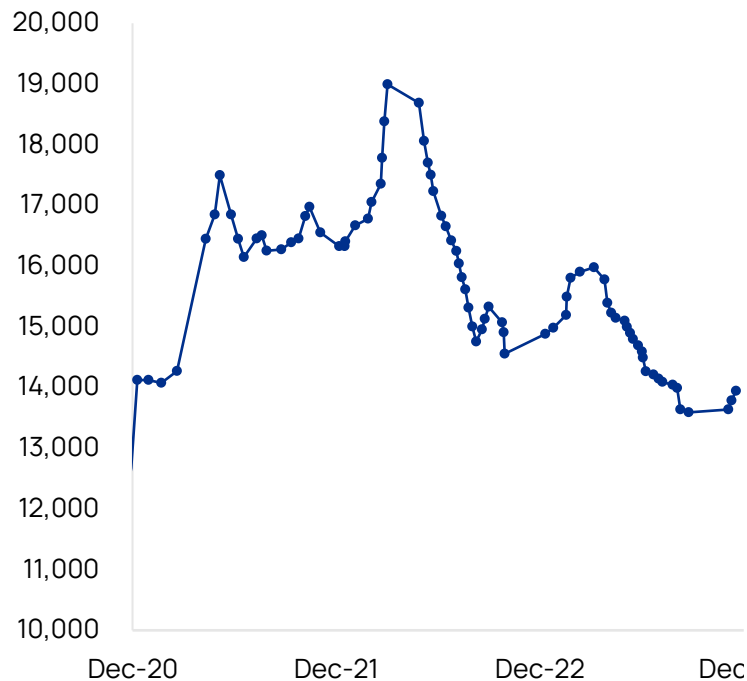
Chúng tôi dự đoán giá mặt hàng liên quan đến thép sẽ phục hồi chậm và không ổn định trong suốt năm 2024

THÉP

Giá nguyên vật liệu đầu vào và đầu ra chính



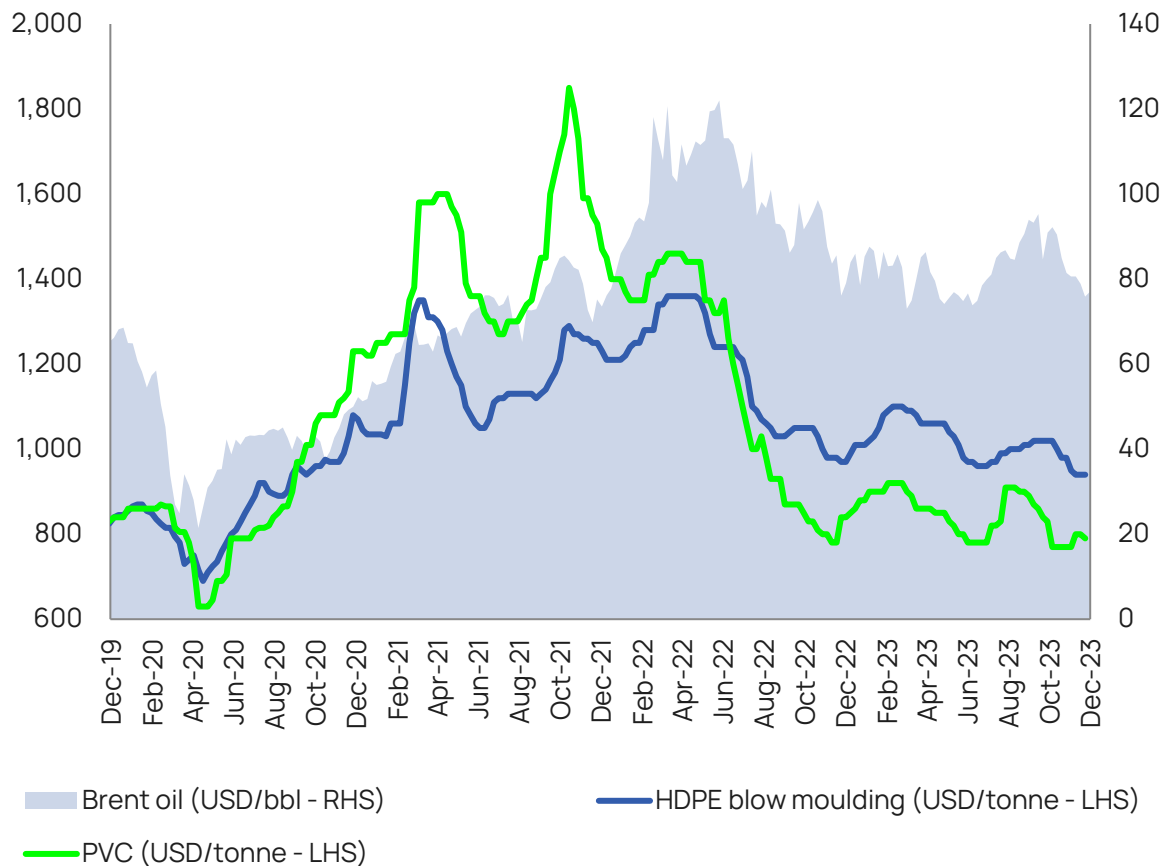
Giá thép xây dựng bình quân trong nước của HPG (đồng/kg)



BMP: Chúng tôi thận trọng giả định biên lợi nhuận sẽ trở lại mức bình thường trong năm 2024

ỐNG NHỰA

Giá nhựa đầu vào chính và giá đầu của BMP



Biên LN gộp hàng quý của BMP tăng QoQ, đạt mức cao kỷ lục 43,0% trong quý 3/2023.

Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng vọt này chủ yếu là do giá nhựa đầu vào vẫn ở mức thấp trong quý 3/2023 và các nỗ lực tối ưu hóa chi phí của BMP.

Mặc dù chúng tôi thận trọng dự báo giá nhựa đầu vào sẽ tăng trong năm 2024 và biên LN quay trở lại mức bình thường trong cả năm 2024, nhưng giá nhựa hiện vẫn duy trì ở mức thấp vào cuối năm 2023, tiếp tục hỗ trợ biên LN của BMP ít nhất là trong quý 1/2024.

HT1: Chúng tôi kỳ vọng giá than nhiệt sẽ điều chỉnh để hỗ trợ biên lợi nhuận trong năm 2024

XI MĂNG

Giá than nhiệt tiêu chuẩn (USD/tấn)



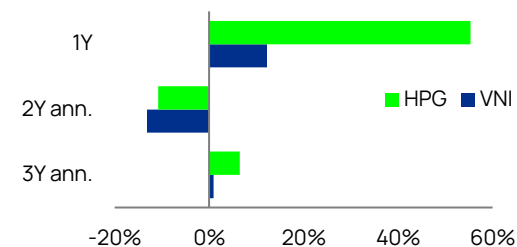
Giá than nhiệt tiêu chuẩn trung bình đã được điều chỉnh khoảng 20% vào năm 2023 so với mức cơ sở cao trong năm 2022, hỗ trợ biên LN của HT1 trong năm 2023 mặc dù sản lượng thấp và giá điện cao hơn.

Mặc dù giá than tăng trong quý 4/2023 và nhu cầu trong mùa đông tăng lên, chúng tôi dự đoán giá than nhiệt sẽ giảm hơn nữa trong năm 2024 do (1) lo ngại về thách thức kinh tế toàn cầu, (2) chi phí môi trường tăng so với các nguồn năng lượng sạch và (3) sự phục hồi trong sản xuất và cung cấp than khi các nhà xuất khẩu than lớn tại Úc và Indonesia giải quyết các vấn đề về sản xuất và xuất khẩu.

HPG - Định giá hấp dẫn so với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2024-2025

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	27.950 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	141.409	116.881	126.404	158.554
Giá mục tiêu*	29.400 VND	% YoY	-6%	-17%	8%	25%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	8.483	6.828	14.390	19.469
		% YoY	-75%	-20%	111%	35%
TL tăng	+5,2%	EPS	-75%	-20%	111%	35%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	11,9%	10,8%	16,8%	17,6%
Tổng mức sinh lời	+5,2%	Biên EBITDA	14,1%	13,8%	19,1%	22,3%
		Biên LN từ HĐKD	9,2%	7,9%	14,0%	14,8%
		Biên LN ròng	6,0%	5,8%	11,4%	12,3%
Ngành	Thép	Dòng tiền/Doanh thu	-4,6%	5,8%	-13,8%	10,5%
GT vốn hóa	162,8 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	9,6x	11,9x	7,9x	5,4x
Room KN	38,9 nghìn tỷ đồng	P/E	19,9x	24,7x	11,7x	8,7x
GTGD/ngày (30n)	750,9 tỷ đồng	P/B	1,7x	1,6x	1,4x	1,2x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	9,1%	6,9%	13,1%	15,5%
SL CP lưu hành	5,8 tr					
Pha loãng	5,8 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 03/11/2023



Tổng quan công ty

HPG là nhà sản xuất thép tư nhân lớn nhất Việt Nam. Các sản phẩm chính của HPG bao gồm thép xây dựng (công suất là 5,2 triệu tấn/năm; thép cán nóng - HRC (công suất 2,8 triệu tấn/năm) và ống thép (công suất 1,3 triệu tấn/năm).

Khu liên hợp Dung Quất 2 (DQSC 2) dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025, giúp CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG) tận dụng sự tăng trưởng xây dựng trong nước thông qua mở rộng công suất và đa dạng hóa danh mục sản phẩm. DQSC 2 sẽ có tổng công suất 5,6 triệu tấn/năm (4,6 triệu tấn sản phẩm thép dẹt và 1 triệu tấn sản phẩm thép khác). Vốn đầu tư cho dự án này được đề xuất ở mức 70 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sản phẩm thép của HPG sẽ phục hồi trong năm 2024. Thách thức từ thị trường BĐS trong nước đã ảnh hưởng đến thép xây dựng của HPG trong phần lớn năm 2023, nhưng doanh số sản phẩm này bắt đầu phục hồi vào tháng 9/2023. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng xu hướng phục hồi của nhu cầu trong nước sẽ tiếp tục, chủ yếu được thúc đẩy bởi các dự án cơ sở hạ tầng. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng thép xây dựng năm 2024 sẽ đạt 3,8 triệu tấn (+10% YoY). Các sản phẩm xuất khẩu như thép cuộn cán nóng (HRC) cũng ghi nhận cải thiện doanh số trong nửa cuối năm 2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng HRC sẽ đạt 2,8 triệu tấn (đi ngang YoY) do HPG đạt 100% công suất sản xuất HRC trước dự án DQSC 2.

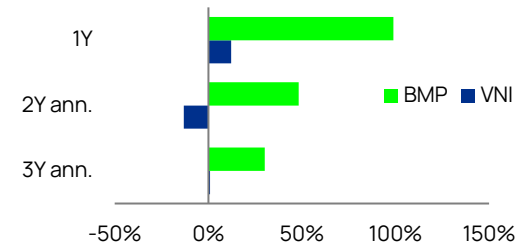
Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng biên LN gộp sẽ cải thiện trong quý 4/2023 và năm 2024. Dự báo năm 2023 của chúng tôi cho thấy biên LN gộp tiếp tục được cải thiện trong quý 4/2023 (13,0%) so với quý 3/2023 (12,6%). Trong năm 2024, chúng tôi dự báo biên LN gộp sẽ tăng lên 16,8% dựa trên giả định của chúng tôi về sản lượng và giá bán trung bình của các sản phẩm thép của HPG sẽ phục hồi từ mức cơ sở thấp.

HPG có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024/2025 lần lượt là 11,7x/8,7x. Chúng tôi tin rằng năm 2023 là mức đáy chu kỳ lợi nhuận của công ty và HPG sẽ giao dịch với hệ số P/E cao hơn trong ngắn hạn, với kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi trong năm 2024 từ mức cơ sở thấp vào năm 2023. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E trung bình giai đoạn 2024-2025 của HPG ở mức 10,7x (12,3x trong năm 2024 và 9,1x trong năm 2025), điều mà chúng tôi cho là hợp lý bởi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 (+111% YoY) và 2025 (+35% YoY) tăng trưởng mạnh. Mức P/E 10,6x cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với mức P/E trung bình 10 năm của HPG là 8,3x.

BMP – Lợi suất cổ tức hấp dẫn, lợi nhuận trở về mức bình thường trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	104.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	5.808	4.761	5.237	5.499
Giá mục tiêu*	93.300 VND	% YoY	28%	-18%	10%	5%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	694	995	756	779
		% YoY	224%	43%	-24%	3%
TL tăng	-10,5%	EPS	224%	43%	-24%	3%
Lợi suất cổ tức	<u>8,6%</u>	Biên LN gộp	27,7%	41,0%	32,7%	32,5%
Tổng mức sinh lời	-1,9%	Biên EBITDA	19,7%	30,3%	22,4%	20,1%
		Biên LN từ HĐKD	16,8%	26,7%	19,1%	18,9%
		Biên LN ròng	12,0%	20,9%	14,4%	14,2%
Ngành	Nhựa	Dòng tiền/Doanh thu	15,4%	26,2%	17,7%	12,9%
GT vốn hóa	8,6 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	6,3x	5,0x	6,2x	6,6x
Room KN	1,1 nghìn tỷ đồng	P/E	12,4x	8,7x	11,4x	11,1x
GTGD/ngày (30n)	19,4 tỷ đồng	P/B	3,3x	3,2x	3,2x	3,1x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	28,3%	37,7%	28,4%	28,9%
SL CP lưu hành	81,9 tr					
Pha loãng	81,9 tr					

* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 28/11/2023



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 1977, BMP là doanh nghiệp đi tiên phong ngành ống nhựa của Việt Nam. Nawaplastic – một công ty con của Tập đoàn SCG (Thailand) đang nắm cổ phần kiểm soát tại BMP với 54,4% cổ phần.

CTCP Nhựa Bình Minh (BMP) vẫn là cổ phiếu phòng thủ mà chúng tôi đánh giá cao trong ngành xây dựng và vật liệu trong năm 2023 do lợi suất cổ tức cao và rủi ro tài chính thấp. Các đặc điểm phòng thủ của BMP bao gồm lợi suất cổ tức trong 12 tháng tới cao và rủi ro tài chính tối thiểu, không có nợ dài hạn và tỷ lệ thanh khoản cao. Với lợi nhuận lớn trong năm 2023 và thành tích chi trả cổ tức 100% trong 4 năm qua, chúng tôi kỳ vọng BMP sẽ trả tổng cổ tức bằng tiền mặt là 9.000 đồng/CP trong 12 tháng tới, tương đương mức lợi suất cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn là 8,6% giá cổ phiếu hiện tại.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ tăng 10% YoY trong năm 2024. Nhu cầu trong nước yếu đã ảnh hưởng đến sản lượng năm 2023 của BMP, ước tính giảm 15% YoY. Trong năm 2024, chúng tôi dự báo sản lượng ống nhựa & phụ kiện sẽ tăng 10% YoY, tương đương 91.400 tấn.

Giá nhựa thấp thúc đẩy lợi nhuận năm 2023; chúng tôi thận trọng giả định lợi nhuận trở lại mức bình thường trong năm 2024. Mặc dù chúng tôi thận trọng kỳ vọng tác động tích cực hiện tại của giá nhựa đầu vào thấp sẽ giảm dần trong năm 2024, nhưng giá nhựa vẫn duy trì ở mức thấp cho đến cuối năm 2023, tiếp tục hỗ trợ biên LN của BMP ít nhất là trong quý 1/2024. Diễn biến này cùng với biên LN cải thiện mạnh hơn dự kiến nhờ tối ưu hóa chi phí, dẫn đến chúng tôi điều chỉnh tăng biên LN gộp trung bình trong giai đoạn 2024-2028 lên 31,7% (so với 24,7% trong năm 2019-2020 với giá nhựa tương tự), củng cố cho mức tăng trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 của chúng tôi. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của BMP sẽ giảm 24% YoY từ mức cao kỷ lục vào năm 2023 do biên LN gộp giảm, trung hòa tác động từ giả định mức tăng trưởng sản lượng 10% của ống nhựa và phụ kiện. LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 mà chúng tôi dự báo vẫn cao hơn 9% so với năm 2022.

Chúng tôi cho rằng P/E dự phóng giai đoạn 2023/2024 lần lượt là 8,7x và 11,4x, hấp dẫn so với P/E trung bình 5 năm của BMP là 11,1x.

Ngành Bất động sản nhà ở

Nhu cầu ở thực sẽ dẫn dắt ngành dần phục hồi

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024

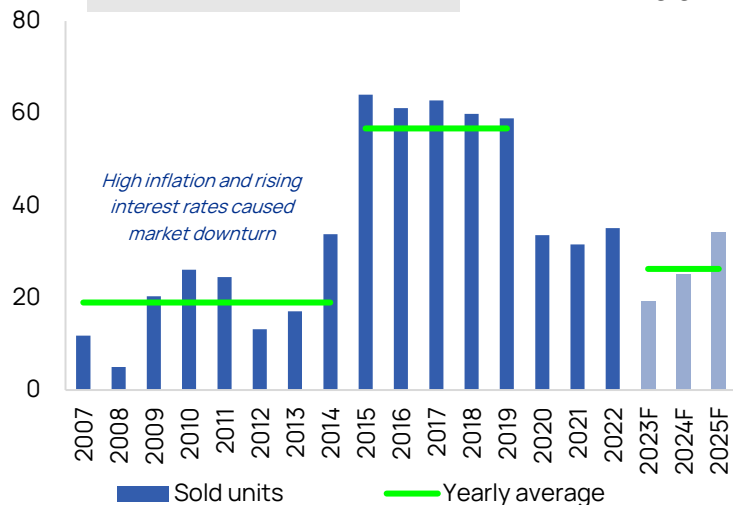
Ngành BĐS nhà ở: Nhu cầu ở thực sẽ dẫn dắt ngành dần phục hồi

Tổng quan

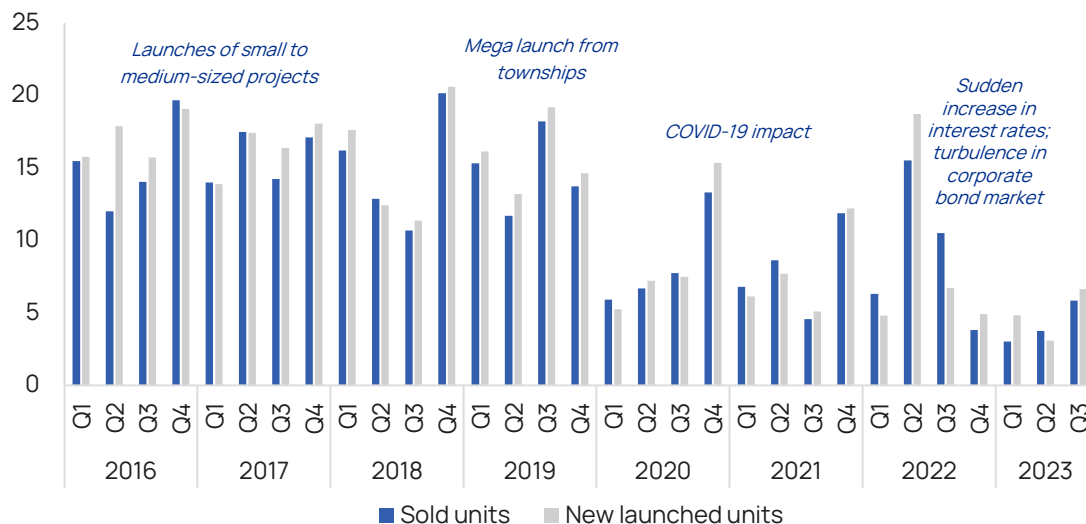
- Chúng tôi kỳ vọng giao dịch trên thị trường bất động sản (BDS) sơ cấp sẽ dần cải thiện vào năm 2024 với nguồn cung từ các dự án mới dự báo sẽ gia nhập thị trường vào nửa cuối năm nay. Chúng tôi dự báo giao dịch bất động sản sơ cấp trong năm 2024 sẽ tăng trưởng so với năm 2023, được thúc đẩy bởi: (1) sự phục hồi về niềm tin của người mua nhà và hoạt động môi giới, và (2) việc mở bán các dự án mới hoặc giai đoạn tiếp theo tại các dự án hiện hữu. Chúng tôi cũng tin rằng nhu cầu ở thực (mua để ở và mua để cho thuê) sẽ dẫn dắt sự phục hồi của thị trường nhà ở vào năm 2024.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng một số chủ đầu tư (CĐT) sẽ huy động vốn và/hoặc tham gia các hoạt động M&A để hỗ trợ tình hình tài chính trong năm 2024. Chúng tôi quan sát thấy có các đợt huy động vốn chủ sở hữu thông qua phương án phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu hoặc phát hành riêng lẻ trong năm 2023, nhiều hơn so với năm 2022. Chúng tôi cũng kỳ vọng triển vọng M&A từ những CĐT nước ngoài có vị thế tài chính vững mạnh. Trong khi đó, mặc dù Chính phủ giao NHNN chỉ đạo các ngân hàng thương mại hỗ trợ cho vay tín dụng đối với lĩnh vực BĐS và kênh đầu tư trái phiếu doanh nghiệp có thể hấp dẫn hơn trong môi trường lãi suất huy động thấp, chúng tôi cho rằng khả năng huy động vốn thông qua kênh vay tín dụng và phát hành trái phiếu của các CĐT sẽ vẫn còn phụ thuộc nhiều vào quá trình đánh giá tín dụng, tình trạng pháp lý và phân khúc của dự án, và chất lượng tài sản đảm bảo.
- Chúng tôi tin rằng những cải cách luật sắp tới sẽ giúp giải quyết các vướng mắc pháp lý và thúc đẩy sự phát triển bền vững của ngành BĐS. Chúng tôi tin rằng việc thông qua Luật Đất đai (sửa đổi) sẽ hỗ trợ tâm lý chung của thị trường và sẽ từng bước có tác động tích cực đến phía nguồn cung dự án. Chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ ban hành các nghị định hướng dẫn để phù hợp với Luật Đất đai (sửa đổi), từ đó giúp Luật Đất đai (sửa đổi) sẽ có ảnh hưởng tương đối nhanh chóng khi bắt đầu hiệu lực (theo quan điểm của chúng tôi).
- Trong dài hạn, chúng tôi giữ quan điểm cho rằng các động lực tăng trưởng chính cho ngành BĐS nhà ở của Việt Nam vẫn vững chắc, bao gồm phát triển cơ sở hạ tầng, đô thị hóa, sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và tỷ lệ thâm nhập của thị trường cho vay mua nhà thế chấp.
- Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm **VHM, KDH, NLG** và **VRE**. Chúng tôi đánh giá cao các chủ đầu tư BĐS nhà ở như VHM, KDH và NLG dựa trên tiềm năng tăng giá trên định giá RNAV của chúng tôi và chúng tôi tin rằng các CĐT thể hiện được bản lĩnh vững vàng với năng lực tài chính ổn định, sức chống chịu tốt với những khó khăn thời gian qua sẽ dẫn dắt sự phục hồi của ngành. Chúng tôi kỳ vọng chủ đầu tư trung tâm thương mại (TTTTM) VRE sẽ được hưởng lợi từ triển vọng kết quả kinh doanh của khách thuê cải thiện, mở TTTM mới và biên lợi nhuận ròng cải thiện.

Thị trường căn hộ sơ cấp đã có những chuyển biến cải thiện từ quý 3/2023 (1)

Hà Nội và TP.HCM

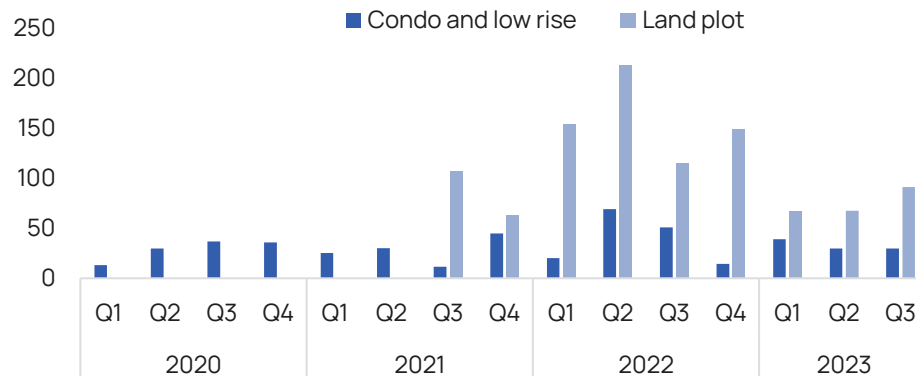


Tổng giao dịch căn hộ sơ cấp tại TP.HCM và Hà Nội ('000 căn)



Toàn quốc

Số lượng giao dịch trên toàn quốc ('000 căn)



Thị trường căn hộ sơ cấp đã có những chuyển biến cải thiện từ quý 3/2023 (2)

Những đợt mở bán mới đáng chú ý trong năm 2023, chủ yếu tập trung vào loại hình chung cư

Tên dự án	Chủ đầu tư	Vị trí	Tổng SL căn hộ	Thời gian mở bán	SL căn đã hấp thụ	Giá trị hợp đồng bán hàng
Sky Park	VHM	Bắc Giang	565 căn hộ	Tháng 6/2023	~310 căn hộ tính đến cuối quý 3/2023	596 tỷ đồng trong quý 3/2023
Golden Avenue	VHM	Quảng Ninh	2.200 căn thấp tầng	Tháng 8/2023	~150 căn hộ tính đến cuối quý 3/2023	858 tỷ đồng trong quý 3/2023
Vinhomes Grand Park – Glory Heights	Mitsubishi	TP.HCM	3.200 căn hộ	Tháng 7/2023	1,650 căn hộ*	
Akari City Giai đoạn 2 – đợt mở bán tiếp theo	NLG	TP.HCM	438 căn hộ	Tháng 9/2023	170 căn hộ vào ngày mở bán đầu tiên	600 tỷ đồng trong quý 3/2023
The Privia	KDH	TP.HCM	1.040 căn hộ	Tháng 11/2023	Hơn 800 căn hộ tính đến cuối năm 2023	
Masteri West Heights – Tòa B	Masterise	Hà Nội	~1.100 căn hộ	Tháng 7/2023	> 900 căn hộ*	

Lượng giao dịch dần phục hồi dẫn dắt bởi nhu cầu ở thực (1)

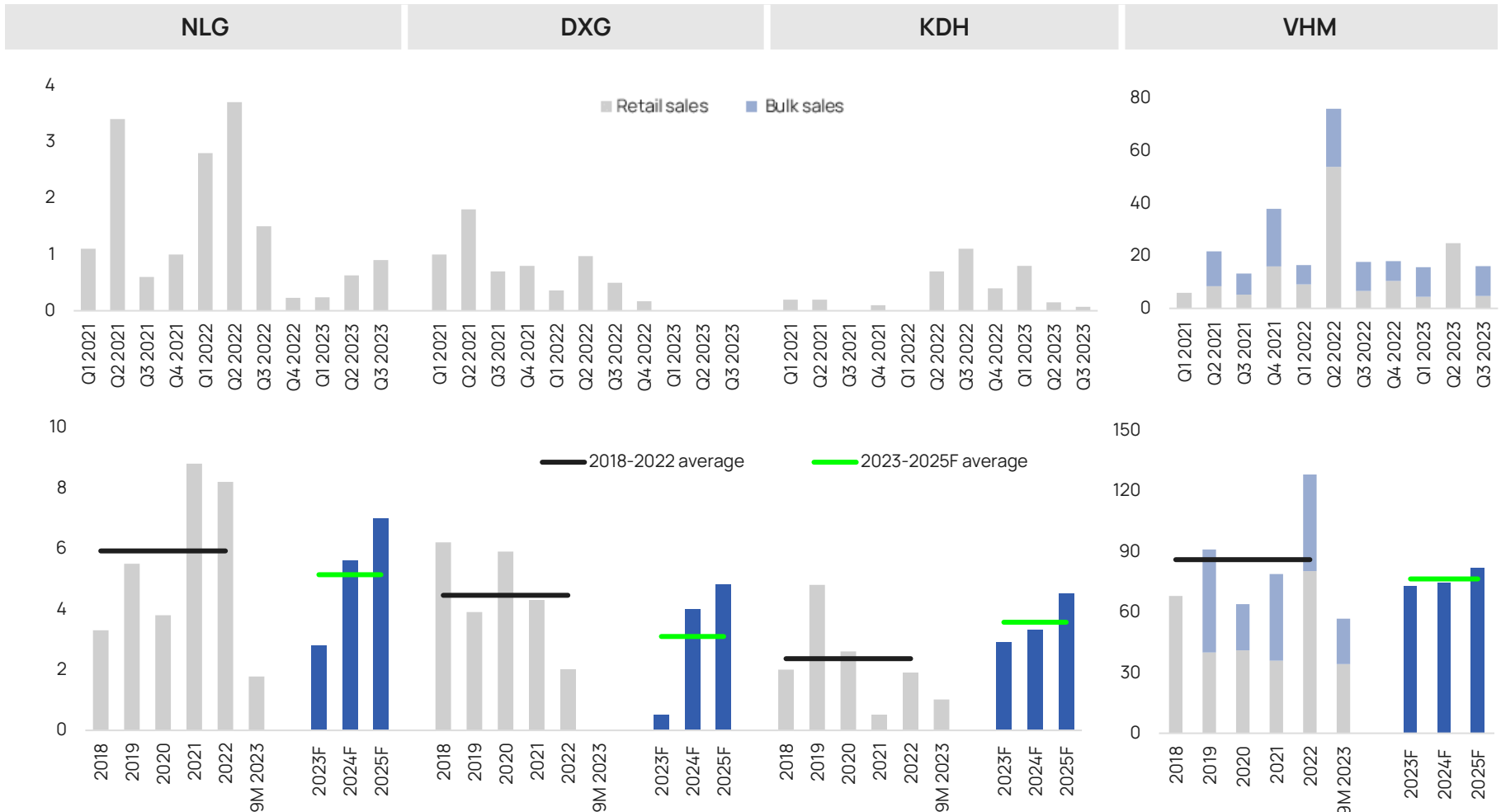
- Chúng tôi dự báo giao dịch BĐS nhà ở sơ cấp sẽ tăng vào năm 2024 so với năm 2023 với nguồn cung từ các dự án mới dự kiến sẽ gia nhập thị trường vào nửa cuối năm nay.
- Chúng tôi tin rằng nhu cầu ở thực sẽ dẫn dắt sự phục hồi của thị trường BĐS nhà ở vào năm 2024 nhờ (1) kỳ vọng mặt bằng lãi suất và lạm phát nhìn chung ổn định sẽ giúp củng cố niềm tin của người mua nhà, (2) nguồn cung mới và hoạt động môi giới bất động sản trở nên sôi động khi các chủ đầu tư tự tin hơn về triển vọng sức mua, và (3) Luật Đất đai (sửa đổi) dự kiến được thông qua sẽ hỗ trợ tâm lý chung của thị trường.
- Chúng tôi tin rằng người mua nhà sẽ ưu tiên lựa chọn sản phẩm của những CĐT đã thể hiện được bản lĩnh vững vàng với năng lực tài chính ổn định, sức chống chịu tốt với những khó khăn thời gian qua.

Quan điểm của Vietcap về triển vọng phục hồi của thị trường trong năm 2024

Nhóm khách hàng	Sản phẩm quan tâm	Triển vọng năm 2024
Nhu cầu ở thực (mua để ở hoặc mua để cho thuê)	Căn hộ trung cấp với (1) giá cả phải chăng phù hợp với thu nhập của tầng lớp trung lưu, (2) được phát triển bởi các chủ đầu tư giàu kinh nghiệm với thành tích đã được chứng minh trong việc đảm bảo tiến độ xây dựng và chất lượng bàn giao, và (3) nằm trong khu vực có cơ sở hạ tầng và tiện ích tốt.	Nhu cầu ở thực mạnh mẽ sẽ giúp ngành BĐS nhà ở phục hồi dần dần.
Đầu tư dài hạn (tích lũy tài sản)	Dự án căn hộ cao cấp, nhà phố/biệt thự tại khu vực vùng ven	Không phục hồi nhanh do lo ngại về thu nhập.
Đầu cơ (mua và bán lại để sinh lời)	Đất nền	Không phục hồi nhanh do sản phẩm đất nền có thể bị ảnh hưởng bởi quy định siết chặt hơn về hoạt động phân lô bán nền tại Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi).

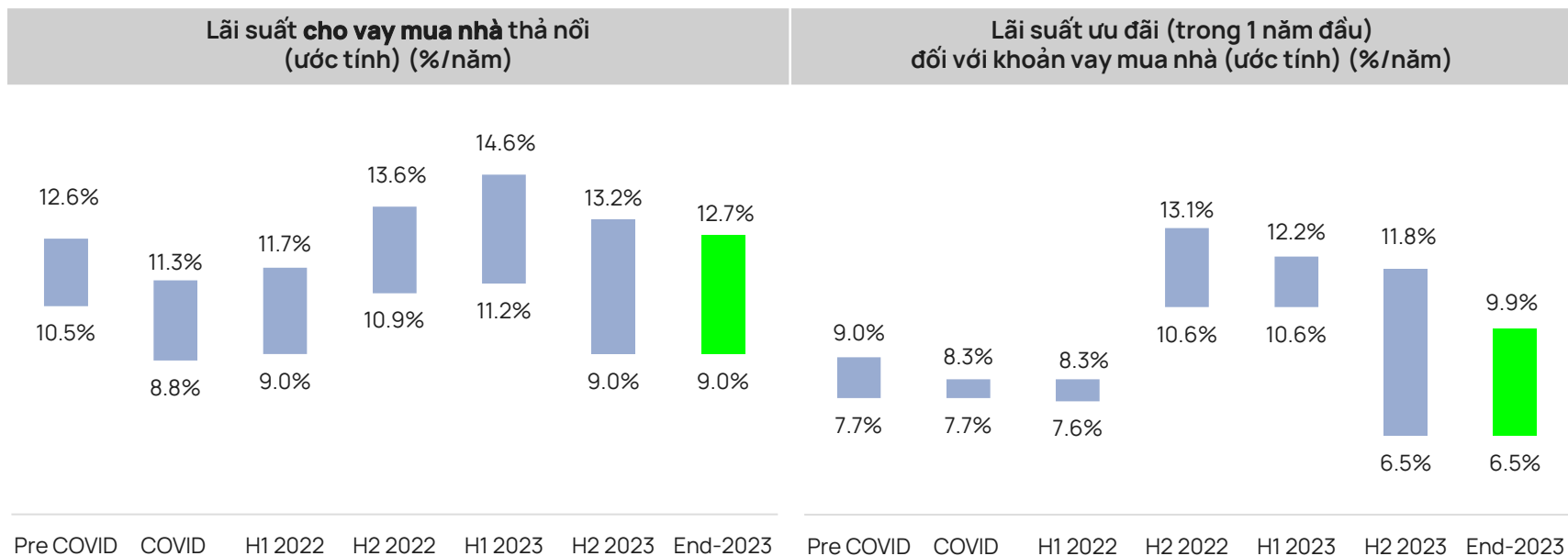
Lượng giao dịch dẫn phục hồi dẫn dắt bởi nhu cầu ở thực (2)

Giá trị hợp đồng bán hàng và dự báo của Vietcap (nghìn tỷ đồng)



Lãi suất cho vay mua nhà giảm sẽ hỗ trợ tâm lý người mua nhà

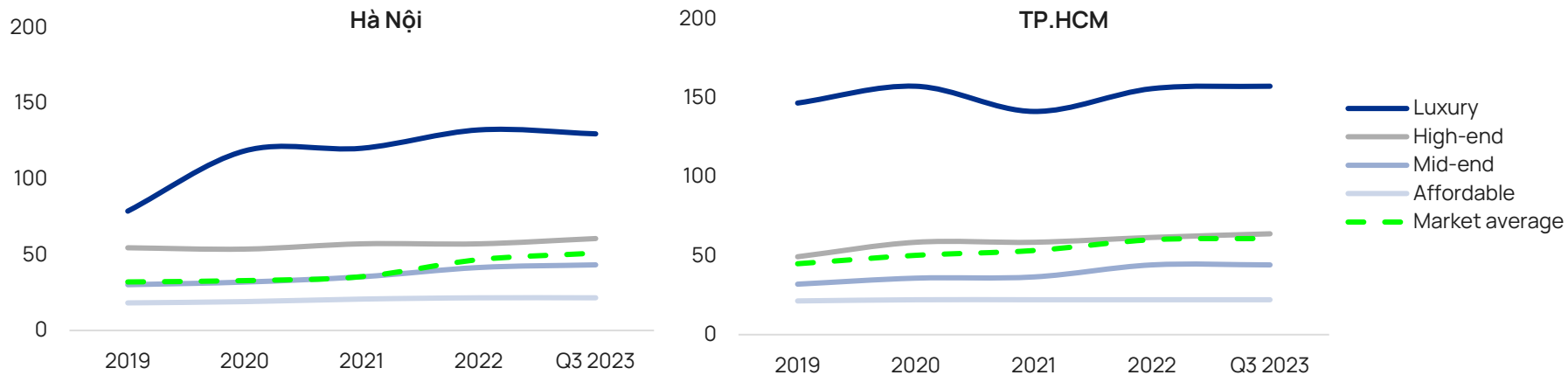
Lãi suất cho vay mua nhà thả nổi và lãi suất ưu đãi tại một số ngân hàng



Giá bán trên thị trường sơ cấp kỳ vọng tăng nhẹ với nhiều chương trình ưu đãi kèm theo

- Chúng tôi kỳ vọng giá bán trên thị trường sơ cấp dành cho các sản phẩm trung cấp sẽ tăng trưởng ở mức 1 chữ số vào năm 2024 với các chương trình bán hàng tiếp tục hấp dẫn.
- Ở thị trường thứ cấp, chúng tôi kỳ vọng giá bán thứ cấp căn hộ và BĐS liền thổ tại Hà Nội và TP.HCM sẽ dần phục hồi sau xu hướng giảm từ cuối năm 2022 đến năm 2023. Chúng tôi tin rằng áp lực bán giảm giá sẽ vẫn tiếp tục trong năm 2024 đối với các sản phẩm đầu cơ, bao gồm đất nền và BĐS nghỉ dưỡng ở các tỉnh vùng ven.

Giá bán căn hộ sơ cấp (triệu đồng/m²)



Các chủ đầu tư đã đưa ra các ưu đãi bán hàng linh hoạt hơn cho các đợt mở bán mới vào năm 2023

Phương thức thanh toán linh hoạt hơn (giãn lịch thanh toán)

Chiết khấu lên tới 10% khi thanh toán nhanh

Hỗ trợ lãi suất và không phải trả gốc trong tối đa 24 tháng

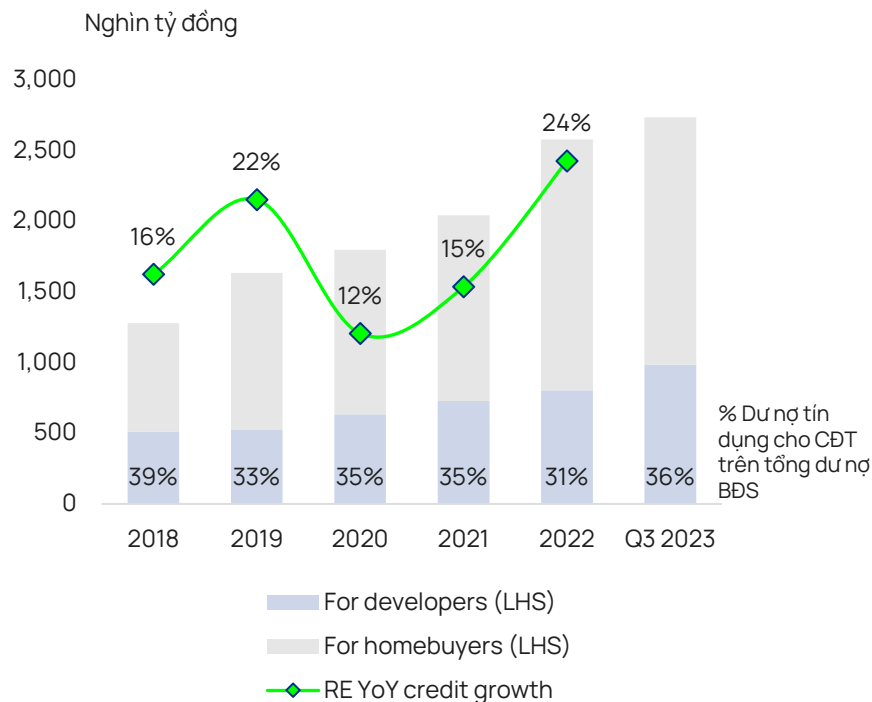
Cam kết cho thuê lên tới 24 tháng đối với một số dự án cao cấp

Vay ngân hàng và phát hành trái phiếu sẽ thuận lợi hơn với các chủ đầu tư có năng lực tài chính tốt

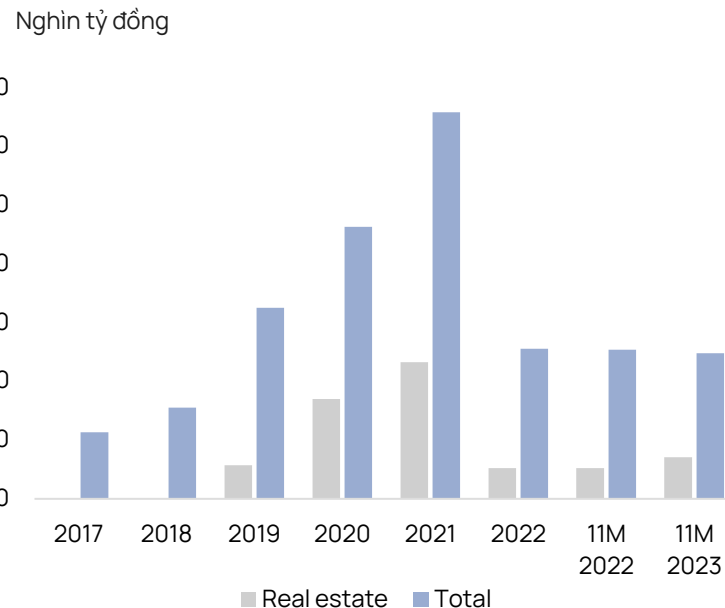
- Mặc dù Chính phủ giao NHNN chỉ đạo các ngân hàng thương mại hỗ trợ cho vay tín dụng đối với lĩnh vực BĐS và kênh đầu tư trái phiếu doanh nghiệp có thể hấp dẫn hơn trong môi trường lãi suất huy động thấp, chúng tôi cho rằng khả năng huy động vốn thông qua kênh vay tín dụng và phát hành trái phiếu của các CĐT sẽ chủ yếu phụ thuộc vào quá trình đánh giá tín dụng, tình trạng pháp lý và phân khúc của dự án, và chất lượng tài sản đảm bảo.

313

Dư nợ tín dụng BĐS



Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp

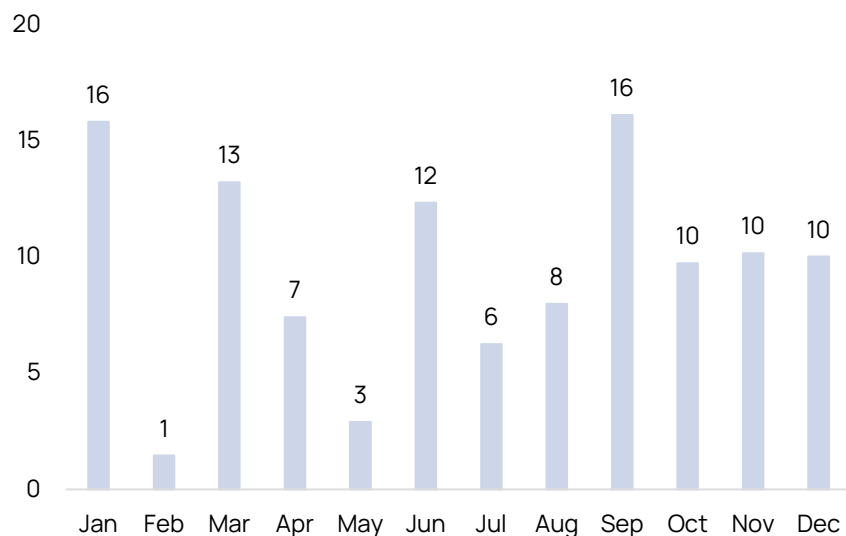


Lưu ý: Giá trị phát hành trái phiếu BĐS trước năm 2019 chưa có cơ cấu chi tiết.

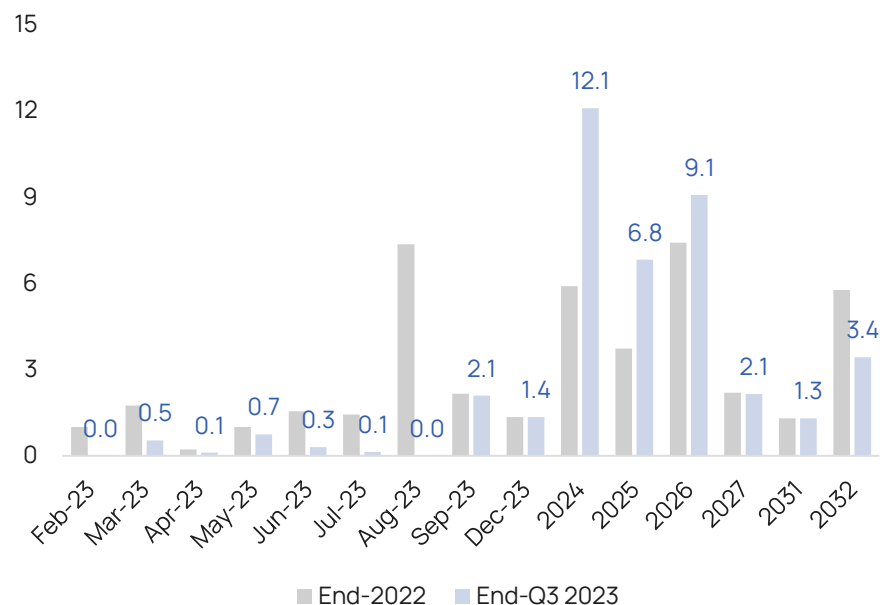
Hoạt động tái cơ cấu trái phiếu sẽ tiếp tục trong năm 2024

- Trong 9 tháng đầu năm 2023, NVL đã ghi nhận đạt được thỏa thuận gia hạn tổng giá trị trái phiếu bán lẻ trị giá 5,35 nghìn tỷ đồng và giảm dư nợ trái phiếu ~2,5 nghìn tỷ đồng bằng hình thức chuyển đổi thành tài sản khác.
- Tỷ lệ đàm phán thành công tăng từ 16% vào tháng 2/2023 lên 59% vào tháng 9/2023 (theo Bộ Tài chính).
- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động tái cơ cấu trái phiếu theo Nghị định 8 sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2024 khi dư nợ trái phiếu BĐS đến hạn trong năm 2024 ở mức cao.

Trái phiếu BĐS đáo hạn trong năm 2024 (nghìn tỷ đồng)



Dư nợ trái phiếu của NVL trước và sau Nghị định 8 (nghìn tỷ đồng)



Hoạt động tăng vốn dự kiến tiếp tục sôi động

Một số kế hoạch huy động vốn và bán cổ phần trong quý 4/2023 - 2024

Mã	Kế hoạch huy động vốn	% SLCP hiện hành	Thời gian thực hiện
VIC	Phát hành 250 triệu USD trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) có thể chuyển đổi thành cổ phiếu VHM (do VIC đang sở hữu) để mua lại 50% khoản TPCĐ trị giá 500 triệu USD, đáo hạn vào tháng 4/2026 của VIC. Các đợt phát hành trái phiếu trong nước thông qua chào bán ra công chúng tiếp theo trị giá lên tới 6 nghìn tỷ đồng.		Hoàn thành trong quý 4/2023 Đến quý 1/2024
VHM	Phát hành trái phiếu trong nước trị giá 9 nghìn tỷ đồng. Phát hành trái phiếu quốc tế lên tới 500 triệu USD. Phát hành trái phiếu chuyển đổi trong nước lên tới 10 nghìn tỷ đồng.		Hoàn thành trong quý 4/2023 Đến tháng 4/2024 Đến tháng 4/2024
NLG	Phát hành trái phiếu trong nước trị giá 500 tỷ đồng.		Hoàn thành trong quý 3/2023
NVL	Kế hoạch phát hành riêng lẻ lên tới 200 triệu cổ phiếu với giá phát hành tối thiểu là 10.000 đồng/cổ phiếu. Kế hoạch phát hành quyền lên tới 1,17 tỷ cổ phiếu với giá phát hành tối thiểu là 10.000 đồng/cổ phiếu.	10,3% 60%	Dự kiến trong năm 2024 Dự kiến trong năm 2024
DXG	Phát hành quyền lên tới 1,22 nghìn tỷ đồng. Phát hành riêng lẻ lên tới 1,5 nghìn tỷ đồng.	16,4% 7,9%	Chào bán từ ngày 21/12/2023 đến ngày 15/01/2024 Dự kiến trong năm 2024
PDR	Phát hành riêng lẻ trị giá 671,65 tỷ đồng. Phát hành quyền lên tới 1,34 nghìn tỷ đồng.	10,0% 18,2%	Hoàn thành trong quý 4/2023 Dự kiến trong năm 2024
VPI	Phát hành trái phiếu trong nước lên tới 650 tỷ đồng.		Dự kiến vào đầu năm 2024
DIG	Phát hành trái phiếu trong nước lên tới 2,1 nghìn tỷ đồng.		Dự kiến trong năm 2024
HDC	Phát hành quyền lên tới 300 tỷ đồng.	14,8%	Dự kiến trong năm 2024
CEO	Phát hành quyền trị giá 2,52 nghìn tỷ đồng.	100%	Hoàn thành trong quý 3/2023

M&A sẽ tiếp tục sôi động vào năm 2024, với sự tham gia của CĐT nước ngoài

Một số giao dịch thoái vốn quỹ đất/dự án trong năm 2023

Bên bán	Bên mua	Quốc tịch bên mua	Dự án	Giá trị giao dịch	Vị trí	Thời gian thực hiện/ghi nhận	Loại hình dự án
VHM	Không công bố	Việt Nam	Ocean Park 2 & 3	11,2 nghìn tỷ đồng	Hung Yên	Giao dịch đã kết thúc và lợi nhuận được ghi nhận trong quý 1/2023	BDS nhà ở
VHM	Không công bố	Nước ngoài	Dự án Hải Phòng	11,3 nghìn tỷ đồng	Hải Phòng	Hợp tác vào quý 3/2023	BDS nhà ở
KDH	Keppel Corp	Singapore	Emeria và Clarita	3,2 nghìn tỷ đồng cho 49% cổ phần	Thủ Đức, TP.HCM	Ký biên bản ghi nhớ vào quý 1/2023 và giao dịch kết thúc quý 2/2023	BDS nhà ở
Tâm Lực	Gamuda	Malaysia	Eaton Park	7,3 nghìn tỷ đồng	Thủ Đức, TP.HCM	Ký biên bản ghi nhớ vào quý 3/2023	BDS nhà ở
Thuận Thành	SkyWorld Development Berhad	Malaysia	1 quỹ đất tại Quận 8	350 tỷ đồng	Quận 8, TP.HCM	Giao dịch kết thúc vào quý 3/2023	BDS nhà ở
Bình Minh	Keppel Land	Singapore	Tiến Bộ Plaza	1,23 nghìn tỷ đồng	Hà Nội	Giao dịch kết thúc vào quý 3/2023	TTTM
Khu phức hợp Bạch Đằng Strategic Hospitality Holdings Limited	First Real Everland Opportunities IX Limited	Việt Nam Hồng Kông	Khách sạn Bạch Đằng Ibis Saigon South và Capri by Frasers	200 tỷ đồng cho 22% cổ phần 2,5 nghìn tỷ đồng	Đà Nẵng TP.HCM	Giao dịch kết thúc vào quý 3/2023 Giao dịch kết thúc vào quý 2/2023	Khách sạn nghỉ dưỡng Khách sạn nghỉ dưỡng

Cải cách luật nhằm giải quyết vấn đề pháp lý và thúc đẩy phát triển bền vững cho ngành BĐS (1)

Quốc hội thông qua Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi) vào tháng 11/2023

Quy định	Luật cũ	Luật mới (có hiệu lực từ ngày 01/01/2025)	Nhận định của Vietcap
Luật Nhà ở (sửa đổi)			
Quy đất phát triển nhà ở xã hội (NOXH) trong dự án nhà ở thương mại (NOTM)	Dự án đầu tư xây dựng NOTM, khu đô thị có quy mô sử dụng đất từ 2 ha trở lên tại các đô thị loại đặc biệt và loại I hoặc từ 5 ha trở lên tại các đô thị loại II và loại III phải dành 20% tổng diện tích đất ở để xây dựng NOXH.	Nếu chủ đầu tư không bố trí diện tích đất ở để xây dựng NOXH thì phải (1) bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác ngoài phạm vi dự án đầu tư xây dựng NOTM tại đô thị đó hoặc (2) đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất đã đầu tư xây dựng hệ thống hạ tầng kỹ thuật để xây dựng NOXH.	Các CĐT có thể linh hoạt hơn trong việc thực hiện nghĩa vụ phát triển NOXH vì không bắt buộc phải xây dựng NOXH bên trong các dự án thương mại và có thể lựa chọn các phương án thay thế
Biên lợi nhuận cho CĐT dự án NOXH	Lợi nhuận định mức của toàn bộ dự án NOXH (bao gồm phần kinh doanh thương mại) không vượt quá 10% tổng chi phí đầu tư; không tính các khoản ưu đãi của Nhà nước quy định	Được hưởng lợi nhuận định mức tối đa 10% tổng chi phí đầu tư xây dựng đối với phần diện tích xây dựng NOXH . Được dành tỷ lệ tối đa 20% tổng diện tích đất ở trong phạm vi dự án để làm phần kinh doanh thương mại và được hạch toán riêng lợi nhuận.	CĐT có thể có thêm lợi nhuận từ việc phát triển NOXH thông qua phần diện tích thương mại.
Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)			
Quy định tiền đặt cọc	Chưa có quy định về tiền đặt cọc	CĐT chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở khi dự án đủ điều kiện đưa vào kinh doanh.	Điều này nhằm bảo vệ người mua nhà khỏi rủi ro CĐT huy động vốn từ khách hàng trước khi hoàn tất các thủ tục pháp lý cần thiết Quy định này có thể dẫn đến các CĐT mất nhiều thời gian chuẩn bị để đáp ứng tất cả các yêu cầu pháp lý cần thiết và bắt đầu xây dựng trước khi triển khai bán hàng.

Cải cách luật nhằm giải quyết vấn đề pháp lý và thúc đẩy phát triển bền vững cho ngành BĐS (2)

Quốc hội dự kiến xem xét, thông qua Luật Đất đai (sửa đổi) vào tháng 1/2024

Quy định	Luật Đất đai năm 2013 (có hiệu lực từ ngày 01/7/2014)	Dự thảo Luật Đất đai (sửa đổi) (có hiệu lực từ ngày 01/01/2025)	Nhận định của Vietcap (dựa trên bản dự thảo tháng 12/2023)
Giá đất	Chính phủ ban hành khung giá đất mỗi 5 năm. Ủy ban nhân dân cấp tỉnh căn cứ vào khung giá đất để ban hành bảng giá đất mỗi 5 năm.	Đề xuất bỏ khung giá đất Ủy ban nhân dân cấp tỉnh sẽ xây dựng bảng giá đất hàng năm và được thực hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 2026.	Chúng tôi cho rằng bảng giá đất được cập nhật thường xuyên hơn sẽ sát với thị trường và tạo điều kiện thuận lợi cho công tác bồi thường và triển khai các dự án.
Thời gian xác định giá đất	Không đề cập	Đối với trường hợp xác định giá đất cụ thể để tính thu TSDĐ, tiền thuê đất thì UBND phải ban hành quyết định giá đất trong thời gian không quá 180 ngày kể từ thời điểm có quyết định giao đất, cho thuê đất, cho phép chuyển mục đích sử dụng đất.	Đưa ra cụ thể thời gian xác định giá đất để đẩy nhanh quá trình xác định TSDĐ mà cơ quan có thẩm quyền phải tuân theo.
Phương pháp xác định giá đất	Luật Đất đai 2013 không quy định rõ, nhưng hướng dẫn chi tiết hơn đã đưa vào Nghị định 44/2014 (hiệu lực từ ngày 1/7/ 2014) là có 5 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh trực tiếp, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, (iv) chiết trừ, và (v) thặng dư.	Có 4 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, và (iv) thặng dư.	Đưa ra hướng dẫn cụ thể hơn cách áp dụng phương pháp định giá đất cho từng loại đất.
Căn cứ để giao đất, cho thuê đất, cho phép chuyển mục đích sử dụng đất	Dựa trên 1) Kế hoạch sử dụng đất hàng năm của cấp huyện đã được cơ quan nhà nước có thẩm quyền phê duyệt và 2) Nhu cầu sử dụng đất thể hiện trong dự án đầu tư, đơn xin giao đất, thuê đất, chuyển mục đích sử dụng đất.	Dựa trên 1) Đấu giá quyền sử dụng đất, 2) Đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư, 3) Kế hoạch sử dụng đất hàng năm của cấp huyện đã được phê duyệt, 4) Quyết định phê duyệt dự án đầu tư, và các căn cứ khác.	Chúng tôi cho rằng cơ chế đấu giá/đấu thầu sẽ thúc đẩy sự minh bạch trong thủ tục giao đất, cho thuê đất. Chúng tôi cũng tin rằng các CĐT có bề dày thành tích phát triển dự án và tình hình tài chính vững mạnh sẽ có ưu thế hơn khi tham gia đấu giá/đấu thầu.

Kỳ vọng nhiều điều chỉnh để khuyến khích phát triển nhà ở xã hội

- Gói tín dụng NOXH trị giá 120 nghìn tỷ đồng **giải ngân còn chậm**. Tính đến tháng 11/2023, chỉ có 105 tỷ đồng được giải ngân cho 3 dự án.
- Nguyên nhân chính là (1) nguồn cung nhà ở xã hội hạn chế và (2) điều kiện cho vay của gói tín dụng hiện vẫn còn nhiều điểm chưa phù hợp với thực tế.
- Chúng tôi kỳ vọng quy định về biên lợi nhuận trong **Luật Nhà ở (sửa đổi)**, **lãi suất cho vay thấp hơn** và **thủ tục thẩm định đơn giản hơn** sẽ khiến nhà ở xã hội trở nên hấp dẫn hơn đối với các CĐT và dễ tiếp cận hơn đối với người mua nhà.

So sánh gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng và 30 nghìn tỷ đồng dành cho chủ đầu tư nhà ở xã hội và người mua nhà

	Gói tín dụng 120 nghìn tỷ đồng	Gói tín dụng 30 nghìn tỷ đồng
Thực hiện	2023-2030	2013-2016
Đối tượng vay	Dành cho các CĐT NOXH và người mua nhà	~82% tín dụng được giải ngân cho người mua nhà ~18% tín dụng được giải ngân cho các chủ đầu tư => Chủ yếu dành cho người mua nhà
Lãi suất	Thấp hơn 1,5-2,0 điểm phần trăm so với lãi suất cho vay trung và dài hạn bình quân của 4 ngân hàng thương mại nhà nước	Lãi suất cố định: 5-6%/năm, áp dụng trong 20 năm

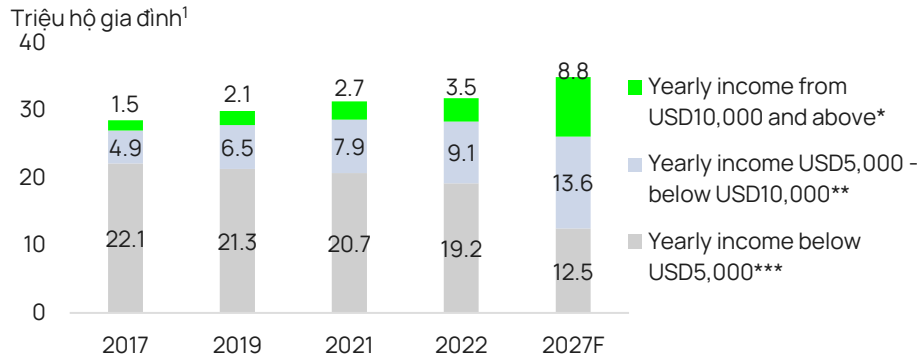
Kế hoạch phát triển nhà ở xã hội của một số chủ đầu tư

	Dự án	Diện tích đất
VHM	Thanh Hóa	9 ha (~3.100 căn cao tầng)
	Quảng Trị	2 ha (~100 căn thấp tầng)
	Nam Tràng Cát tại Hải Phòng	26 ha (~3.400 căn cao tầng)
NLG	EhomeS Cần Thơ	3,8 ha (~800 căn)
	2 dự án tại thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	1,4 ha và 2,85 ha
	Hải Phòng	9,7 ha

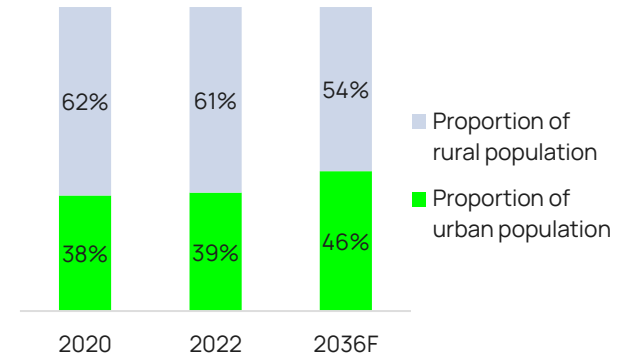
Triển vọng dài hạn: Động lực tăng trưởng cho lĩnh vực BĐS nhà ở duy trì vững chắc (1)

Dân số có thu nhập trung lưu và quá trình đô thị hóa ngày càng tăng tiếp tục thúc đẩy nhu cầu nhà ở

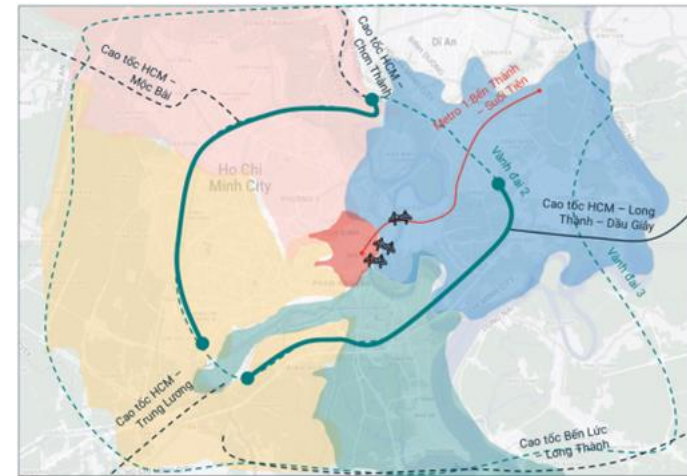
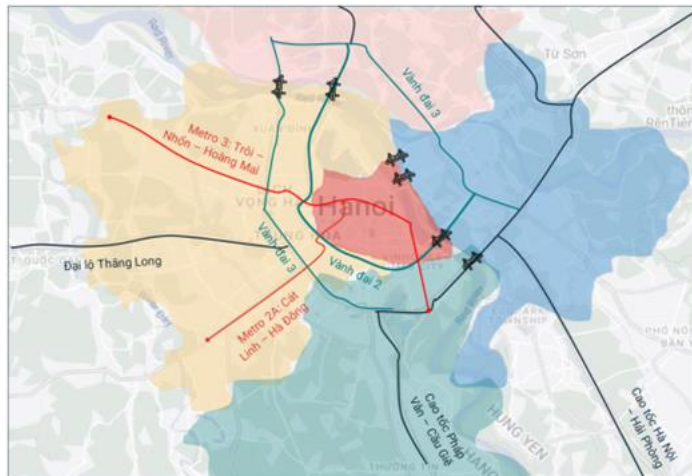
Dân số tầng lớp trung lưu ở Việt Nam



Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam (%)



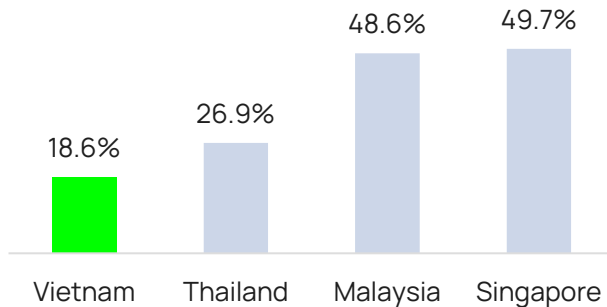
Cải thiện cơ sở hạ tầng để kích thích nhu cầu ở các khu vực xung quanh trung tâm Hà Nội và TP.HCM



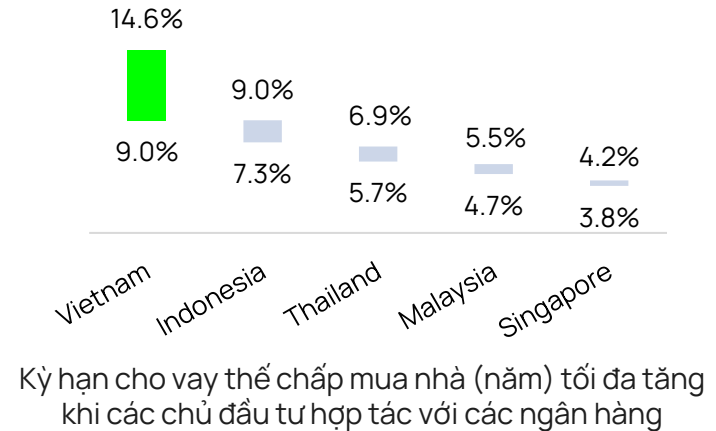
Triển vọng dài hạn: Động lực tăng trưởng cho lĩnh vực BĐS nhà ở duy trì vững chắc (2)

Sự phát triển của thị trường cho vay mua nhà thế chấp tại Việt Nam hiện có tỷ lệ thâm nhập thấp sẽ giúp hỗ trợ thêm nhu cầu của người mua nhà

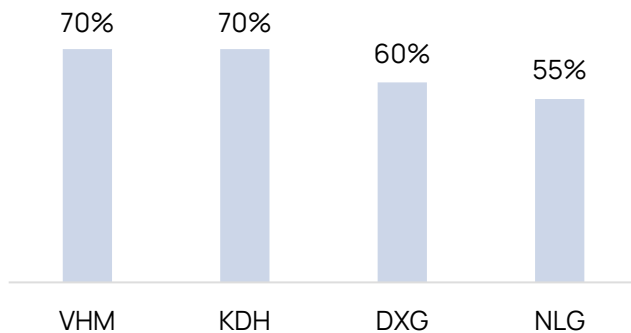
Tổng dư nợ vay mua nhà theo tỷ lệ phần trăm GDP vào năm 2022



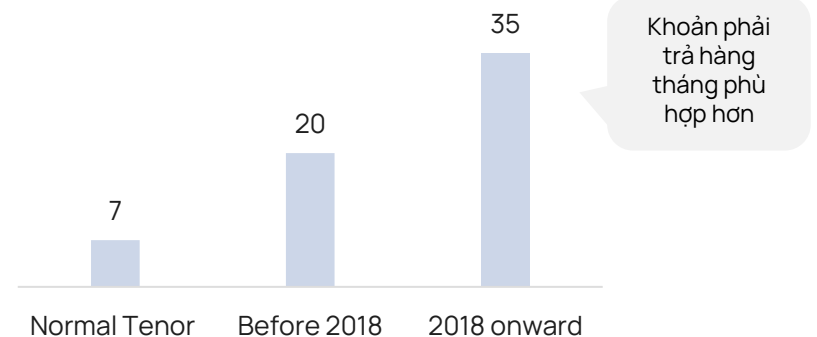
Lãi suất vay mua nhà tại Đông Nam Á (2022-2023) ¹



Phẩm trăm các căn hộ bán cùng với gói vay mua nhà trong giai đoạn 2021-2023 ²



Kỳ hạn cho vay thế chấp mua nhà (năm) tối đa tăng khi các chủ đầu tư hợp tác với các ngân hàng



Ngành Bất động sản nhà ở: Tóm tắt định giá và chỉ số chính

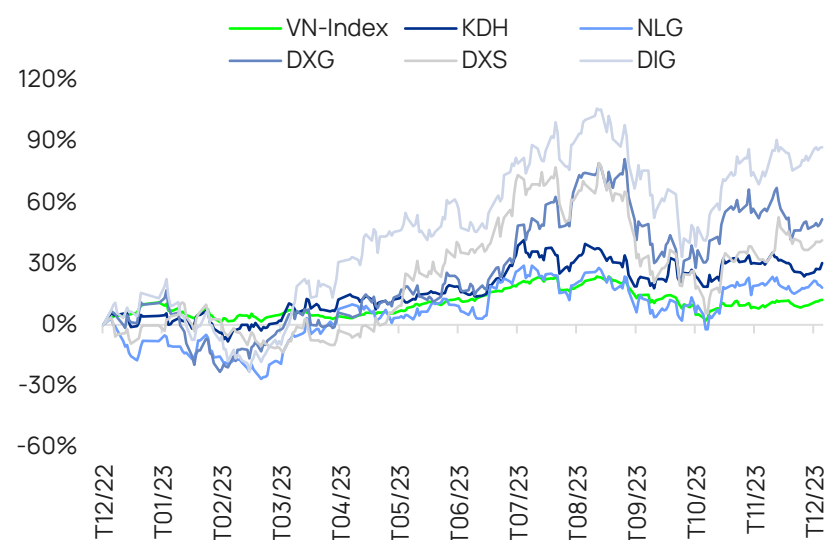
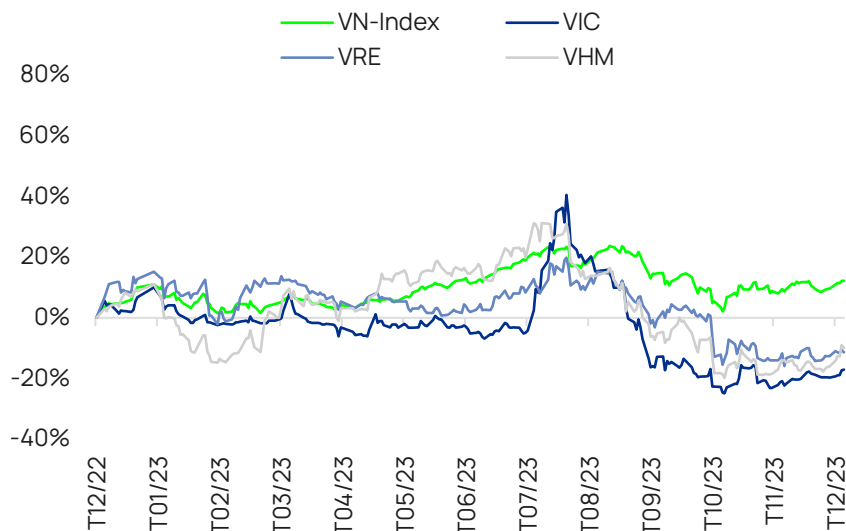
Ngành Bất động sản nhà ở – Các chỉ số chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
VRE	MUA	2.179	0%	49%	386	3,6	23.300	31.900	11/16/23	37%	0%	37%
VHM	MUA	7.741	0%	50%	2.126	22,5	43.200	56.400	11/16/23	31%	0%	31%
KDH	MUA	1.033	0%	50%	124	2,2	31.400	36.300	11/3/23	16%	0%	16%
NLG	KQ	580	0%	50%	40	2,8	36.650	41.000	11/14/23	12%	1%	13%
VIC	KQ	6.828	0%	48%	2.511	6,8	44.600	49.500	11/17/23	11%	0%	11%
DXS	PHTT	177	0%	50%	54	0,9	7.500	7.700	10/16/23	3%	0%	3%
DXG	PHTT	574	0%	50%	168	14,8	19.350	18.900	11/23/23	-2%	0%	-2%
DIG	BÁN	671	0%	49%	295	17,9	26.750	18.200	12/22/23	-32%	0%	-32%

Ngành Bất động sản nhà ở – Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	P/B quý gần nhất (x)	P/B 2024F (x)	P/B 2025F (x)	ROE 2024F %	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất
VRE	23.300	50%	-5%	9%	12,7	13,4	12,2	1,4	1,3	1,2	10%	-18%
VHM	43.200	28%	-26%	16%	4,5	6,9	5,9	1,1	0,9	0,8	14%	20%
KDH	31.400	-10%	10%	19%	36,5	24,5	20,6	1,9	1,7	1,5	8%	17%
NLG	36.650	-24%	54%	7%	22,6	23,3	21,9	1,6	1,4	1,4	7%	16%
VIC	44.600	-77%	-1%	18%	39,3	81,4	68,8	1,4	1,4	1,4	2%	115%
DXS	7.500	-99%	109x	75%	N.M.	15,2	8,7	0,7	0,7	0,6	5%	21%
DXG	19.350	-19%	113%	25%	N.M.	39,1	31,3	1,5	1,4	1,4	4%	34%
DIG	26.750	38%	7%	10%	150,2	121,9	111,3	2,1	2,1	2,1	2%	31%

Danh mục cổ phiếu bất động sản Vietcap theo dõi: Diễn biến giá cổ phiếu

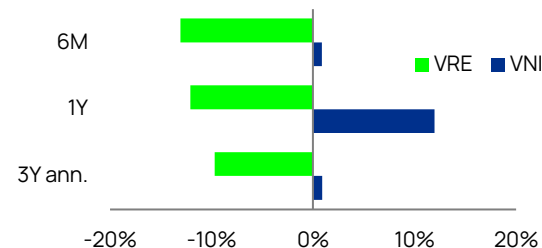


	VN-Index	VIC	VRE	VHM	KDH	NLG	DXG	DXS	DIG
Quý 1/2023	6%	2%	12%	7%	4%	-14%	-2%	-14%	-6%
Quý 2/2023	5%	-7%	-9%	7%	12%	23%	18%	56%	56%
Quý 3/2023	3%	-8%	-3%	-17%	6%	6%	27%	-2%	19%
Quý 4/2023	-2%	-5%	-11%	-5%	6%	5%	2%	7%	7%
2022	-33%	-43%	-13%	-41%	-43%	-52%	-64%	-77%	-82%
2023	12%	-17%	-11%	-10%	30%	18%	52%	41%	87%

VRE – Cho thuê bán lẻ duy trì ổn định; khai trương TTTM mới trong năm 2024

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	23.300VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.361	9.778	8.769	9.127
Giá mục tiêu*	31.900VND	% YoY	25,0%	32,8%	-10,3%	4,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.273	4.604	4.471	4.744
		NOI cho thuê (tỷ đồng)	4.857	5.788	6.257	6.775
TL tăng	+36,9%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.776	4.159	3.960	4.329
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	111,1%	49,8%	-4,8%	9,3%
Tổng mức sinh lời	+36,9%	EPS	111,1%	49,8%	-4,8%	9,3%
		Biên LN gộp	51,8%	54,8%	57,7%	58,5%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	44,5%	47,1%	51,0%	52,0%
GT vốn hóa	53,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	37,7%	42,5%	45,2%	47,4%
Room KN	9,4 nghìn tỷ đồng	ROE	8,7%	11,7%	10,0%	9,9%
GTGD/ngày (30n)	87 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-11,8%	-19,7%	-21,8%	-25,1%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	19,1x	12,7x	13,4x	12,2x
SL CP lưu hành	2,3 tỷ	P/B	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x
Pha loãng	2,3 tỷ					

* cập nhật ngày 16/11/2023



Tổng quan công ty

VRE, trong đó Vingroup (VIC) có tỷ lệ sở hữu 60,3%, là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích GFA sàn bán lẻ đạt 1,75 triệu m2.

Chúng tôi tin rằng VRE có vị thế tốt để tận dụng quá trình chuyển đổi của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam trong dài hạn. VRE đang củng cố vị trí thống lĩnh thị trường bằng cách tận dụng các lợi thế cạnh tranh - bao gồm vị trí đặc địa, quy mô toàn quốc và khả năng tiếp cận quỹ đất lớn nhất trong số các nhà phát triển trung tâm thương mại (TTTM) tại Việt Nam - được phản ánh trong lộ trình mở TTTM của VRE.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của mảng cho thuê bán lẻ sẽ ổn định và mức đóng góp của mảng bán bất động sản sẽ thấp hơn trong năm 2024. Chúng tôi dự báo mảng cho thuê bán lẻ ghi nhận doanh thu đạt 8,4 nghìn tỷ đồng (+8% so với năm 2023 và chiếm 96% tổng doanh thu) và lợi nhuận gộp đạt 4,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 (+9% so với năm 2023). Trong khi đó, doanh số bán bất động sản chưa ghi nhận tính đến cuối quý 3/2023 của mảng bán bất động sản đạt 860 tỷ đồng, trong đó chúng tôi kỳ vọng VRE sẽ ghi nhận doanh thu ~490 tỷ đồng trong quý 4/2023 và ~360 tỷ đồng vào năm 2024.

Chúng tôi kỳ vọng TTTM mới sẽ khai trương vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu và niềm tin của người tiêu dùng sẽ phục hồi đáng kể vào năm 2024, điều này sẽ hỗ trợ dự báo của chúng tôi về tổng diện tích sàn cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng lên 1,85 triệu m2 vào cuối năm 2024 so với 1,75 triệu m2 vào cuối năm 2023, bao gồm Vincom Mega Mall Grand Park (GFA ~46.000 m2) và Vincom Plaza Hà Giang (GFA ~10.000 m2).

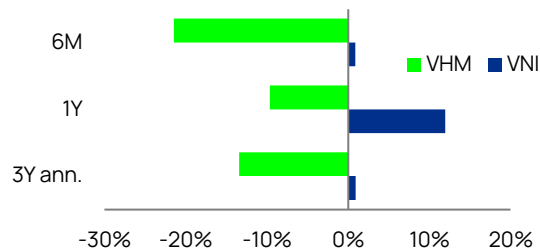
VRE có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 13,4 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với trung vị P/E năm 2024 trung bình 3 tháng của các công ty cùng ngành trong khu vực là 20,5 lần, bên cạnh dự báo của chúng tôi đối với CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 là 14% cho VRE dựa vào kỳ vọng của chúng tôi về đóng góp từ các trung tâm thương mại mới và biên lợi nhuận ròng của các trung tâm thương mại hiện hữu cải thiện.

Rủi ro: Mở rộng TTTM mới chậm hơn dự kiến do tâm lý người tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến.

VHM – Mở bán dự án mới hỗ trợ triển vọng giá trị hợp đồng bán hàng

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	43.200VND	Doanh thu (tỷ đồng)	62.393	115.088	112.371	115.342
Giá mục tiêu*	56.400VND	% YoY	-26,6%	84,5%	-2,4%	2,6%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	25.621	34.530	34.356	42.272
		LNST-CĐTĐS (tỷ đồng)	28.831	37.036	27.331	31.788
TL tăng	+30,6%	% YoY	-25,7%	28,5%	-26,2%	16,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	-26,6%	28,5%	-26,2%	16,3%
Tổng mức sinh lời	+30,6%	Doanh số (tỷ đồng)	128.200	72.900	74.600	81.900
		Biên LN gộp	49,2%	35,0%	36,3%	42,9%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	41,1%	30,0%	30,6%	36,6%
GT vốn hóa	187,1 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	46,2%	32,2%	24,3%	27,6%
Room KN	51 nghìn tỷ đồng	ROE	21,4%	22,6%	14,0%	14,1%
GTGD/ngày (30n)	547 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	12,9%	13,5%	12,3%	10,9%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	6,5x	5,1x	6,9x	5,9x
SL CP lưu hành	4,35 tỷ	P/B	1,3x	1,0x	0,9x	0,8x
Pha loãng	4,35 tỷ					

* cập nhật ngày 16/11/2023



Tổng quan Công ty

Vinhomes (VHM), công ty con mà Vingroup (VIC) sở hữu 69%, là chủ đầu tư nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn.

Chúng tôi cho rằng VHM (công ty dẫn đầu thị trường) có vị thế tốt để tận dụng đà phục hồi trong ngành. Trên thị trường BĐS vốn có tính phân mảnh cao, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ củng cố vị thế dẫn đầu và giành thị phần từ các chủ đầu tư nhỏ hơn thông qua việc tận dụng các lợi thế của công ty như mô hình dự án phức hợp với đầy đủ các sản phẩm/dịch vụ phụ trợ, quỹ đất lớn nhất nước, uy tín thương hiệu đã được chứng minh và các gói cho vay mua nhà linh hoạt dành cho khách hàng. Tại Việt Nam, thị phần của VHM là 43% ở phân khúc chung cư cao cấp (2016-quý 3/2023) và 39% ở phân khúc chung cư trung cấp (2019-quý 3/2023), theo CBRE.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2024 chủ yếu được thúc đẩy nhờ giá trị hợp đồng bán bất động sản chưa ghi nhận lớn. Tính đến cuối quý 3/2023, tổng giá trị hợp đồng bán bất động sản chưa ghi nhận của VHM đạt 76,9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTĐS năm 2024 đạt 27,3 nghìn tỷ đồng (-26% so với mức cơ sở cao của năm 2023), chủ yếu đến từ việc bàn giao tại các dự án đã mở bán và doanh số mới dự kiến tại dự án Vũ Yên (Hải Phòng).

Chúng tôi kỳ vọng mở bán mới các dự án sẽ hỗ trợ triển vọng giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2024-2025. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng mới tại Vũ Yên (Hải Phòng) và Wonder Park (Hà Nội) cũng như doanh số bán hàng tại các dự án đã mở bán sẽ hỗ trợ dự báo giá trị hợp đồng bán hàng của chúng tôi là 75 nghìn tỷ đồng (+2% so với năm 2023). Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán hàng năm 2025 đạt 82 nghìn tỷ đồng (+10% YoY) nhờ kỳ vọng của chúng tôi rằng dự án Cổ Loa (Hà Nội) và Khu đô thị Đại học Quốc tế (TP.HCM) sẽ bắt đầu mở bán.

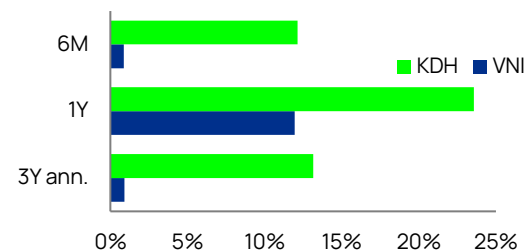
Định giá của VHM hấp dẫn với P/B năm 2024/2025 là 0,9x/0,8x (dựa trên dự báo của chúng tôi).

Rủi ro: Tiến độ mở bán lẻ tại các đại dự án mới chậm hơn dự kiến.

KDH – Dự án thấp tầng mới hỗ trợ lợi nhuận trung hạn

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	31.400VND	Doanh thu (tỷ đồng)	2.912	2.593	4.334	6.251
Giá mục tiêu*	36.300VND	% YoY	-22,1%	-10,9%	67,1%	44,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.065	1.501	1.638	2.680
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	1.103	1.005	1.103	1.310
TL tăng	+15,6%	% YoY	-8,3%	-8,9%	9,8%	18,7%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	-12,1%	-10,1%	9,8%	18,7%
Tổng mức sinh lời	+15,6%	Doanh số (tỷ đồng)	2.100	2.900	3.300	4.500
		Biên LN gộp	50,1%	71,5%	51,0%	56,1%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	36,6%	57,9%	37,8%	42,9%
GT vốn hóa	24,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	37,9%	38,7%	25,5%	21,0%
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	ROE	10,1%	7,9%	7,7%	8,4%
GTGD/ngày (30n)	53 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	33,7%	12,7%	15,3%	7,9%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	24,1x	26,9x	24,5x	20,6x
SL CP lưu hành	799,3 tr	P/B	2,1x	1,8x	1,7x	1,5x
Pha loãng	799,3 tr					

* cập nhật ngày 03/11/2023



Tổng quan công ty

KDH là chủ đầu tư bất động sản dân dụng uy tín tại TP. HCM. Năm 2017, công ty mở rộng sang phát triển kinh doanh các dự án căn hộ trung cấp. KDH hiện sở hữu quỹ đất khoảng 600 ha tại Thành phố Thủ Đức, Quận Bình Chánh và Quận Bình Tân thuộc TP. HCM.

KDH sở hữu quỹ đất có định giá hấp dẫn, thuộc một trong những quỹ đất lớn nhất TP.HCM. Chúng tôi tin rằng các sản phẩm nhà ở từ các CĐT giàu kinh nghiệm với thương hiệu mạnh – như KDH với vị thế thống trị ở phân khúc BĐS liền thổ tại TP.HCM – sẽ tiếp tục thu hút sự quan tâm từ người mua nhà.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số tại The Privia tăng mạnh sẽ dẫn dắt lợi nhuận năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng việc mở bán The Privia (tổng dự án bao gồm ~1.040 căn hộ; Quận Bình Tân, TP.HCM) sẽ nắm bắt được sự phục hồi của thị trường và hỗ trợ dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2024 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+10% so với năm 2023) của chúng tôi cho KDH.

Các dự án quy mô vừa thúc đẩy triển vọng lợi nhuận năm 2024/25. Chúng tôi kỳ vọng dự án The Emeria (~60 căn hộ thấp tầng và ~600 căn hộ cao tầng) có thể bắt đầu mở bán vào nửa cuối năm 2024 đối với các phần thấp tầng do dự án đã nhận được giấy phép xây dựng và hiện đang tiến hành thi công xây dựng (theo KDH). Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng dự án The Clarita (~160 căn thấp tầng), The Solina (~500 căn thấp tầng được lên kế hoạch cho Giai đoạn 1) và Khu công nghiệp Lê Minh Xuân mở rộng sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng dự án quy mô lớn Tân Tạo (~329 ha; đã giải phóng mặt bằng ~80-85% tính đến cuối quý 3/2023) sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2026 vì KDH sẽ tập trung nguồn lực vào các dự án quy mô vừa trong giai đoạn 2024/25.

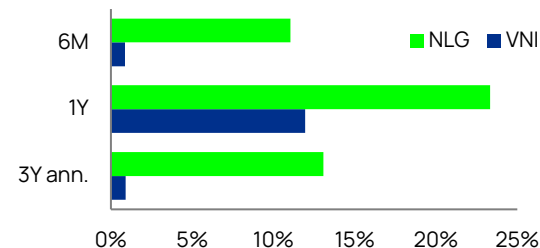
KDH hiện đang giao dịch với P/B năm 2024 là 1,7 lần, so với trung vị P/B 3 năm là 2,2 lần. Chúng tôi cho rằng đây là mức hấp dẫn do công ty có quỹ đất giá trị tập trung tại TP.HCM.

Rủi ro: Việc triển khai các dự án quy mô lớn như Tân Tạo chậm hơn dự kiến.

NLG – Tập trung vào sản phẩm trung cấp để nắm bắt nhu cầu người mua nhà

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	36.650VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.339	3.373	5.446	7.410
Giá mục tiêu*	41.000VND	% YoY	-16,6%	-22,3%	61,5%	36,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	829	608	1.192	1.760
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	556	419	643	685
TL tăng	+11,9%	% YoY	-48,1%	-24,7%	53,5%	6,5%
Lợi suất cổ tức	1,4%	EPS	% YoY -56,6%	-23,9%	53,5%	6,5%
Tổng mức sinh lời	+13,2%	Doanh số (tỷ đồng)	8.200	2.800	5.600	7.000
		Biên LN gộp	45,7%	45,1%	43,6%	43,7%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	19,1%	18,0%	21,9%	23,7%
GT vốn hóa	14,1 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	12,8%	12,4%	11,8%	9,2%
Room KN	974 tỷ đồng	ROE	6,2%	4,6%	6,7%	6,9%
GTGD/ngày (30n)	68 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	3,1%	6,2%	6,4%	10,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	27,3x	35,8x	23,3x	21,9x
SL CP lưu hành	384,8 tr	P/B	1,6x	1,5x	1,4x	1,4x
Pha loãng	384,8 tr					

* cập nhật ngày 14/11/2023



Tổng quan công ty

NLG là chủ đầu tư BĐS với hơn 30 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BĐS phân khúc vừa túi tiền hàng đầu ở TPHCM, NLG đã đang chuyển hướng sang căn hộ trung cấp và nhà phố/biệt thự tại TP. HCM, Hải Phòng, Đồng Nai và Long An.

NLG là chủ đầu tư giàu kinh nghiệm với các sản phẩm có vị thế tốt nhằm tận dụng nhu cầu ở thực đối với phân khúc trung cấp và chiến lược phát triển hợp tác với các chủ đầu tư Nhật Bản. Chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ tiếp tục tập trung vào phân khúc căn hộ trung cấp và bất động sản liền thổ, vốn có thành tích vượt trội trong những năm qua xét về diễn biến giá và nhu cầu. Chúng tôi cũng kỳ vọng NLG sẽ tiếp tục thành công với chiến lược hợp tác phát triển với quỹ đất tại TP.HCM, Đồng Nai và Long An.

Doanh số bán hàng năm 2024 dự kiến tăng từ mức cơ sở thấp của năm 2023. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng sẽ có nhiều cải thiện hơn về niềm tin của người mua nhà và quá trình pháp lý suôn sẻ hơn sẽ hỗ trợ NLG triển khai các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện tại của công ty trong năm 2024. Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán hàng phục hồi mạnh đạt 5,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 và 7 nghìn tỷ đồng trong năm 2025.

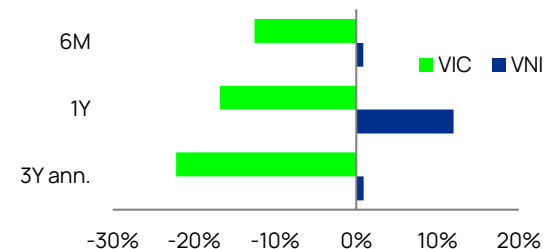
Giá trị hợp đồng bán BĐS (backlog) chưa ghi nhận cao và việc ghi nhận doanh thu từ bán cổ phần tại Paragon sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận năm 2024. Chúng tôi ước tính backlog tính cuối quý 3/2023 của NLG đạt 11,6 nghìn tỷ đồng, trong đó ~70% dự kiến sẽ được ghi nhận trong giai đoạn quý 4/2023-2024, trong khi phần còn lại dự kiến sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2025-26. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng quá trình phê duyệt thuận lợi hơn đối với việc bán cổ phần tại Paragon để có thể ghi nhận doanh thu vào năm 2024 và đóng góp ~30% vào dự báo LNST sau lợi ích CDTS năm 2024 của chúng tôi. Theo ban lãnh đạo, NLG vẫn đang chờ phê duyệt của cơ quan chức năng Đồng Nai để cập nhật tỷ lệ sở hữu của đối tác nước ngoài trên giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp; đây là thủ tục cuối cùng cần thiết để ghi nhận doanh thu từ việc bán 25% cổ phần của Paragon cho Nishi Nippon Railroad.

Rủi ro: Việc triển khai giai đoạn mới tại các dự án trọng điểm chậm hơn dự kiến.

VIC – Triển vọng mảng bán BĐS, doanh số xe điện tăng, nợ vay đến hạn cao trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	44.600VND	Doanh thu (tỷ đồng)	101.794	177.267	190.736	207.435	
Giá mục tiêu*	49.500VND	% YoY	-19,0%	74,1%	7,6%	8,8%	
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-10.631	8.482	11.979	25.495	
		LNTT (tỷ đồng)	12.756	12.745	11.835	11.328	
TL tăng	+11,0%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	8.782	2.054	2.032	2.405	
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	N.M	-76,6%	-1,1%	18,3%	
Tổng mức sinh lời	+11,0%	EPS	% YoY	N.M	-76,6%	-1,1%	18,3%
		Biên LN gộp	14,4%	18,3%	20,3%	27,2%	
Ngành	Đa ngành	Biên LN từ HĐKD	-10,4%	4,8%	6,3%	12,3%	
GT vốn hóa	165,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	8,6%	1,2%	1,1%	1,2%	
Room KN	60,8 nghìn tỷ đồng	ROE	8,3%	1,8%	1,8%	2,0%	
GTGD/ngày (30n)	165 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	106,9%	130,4%	146,6%	166,5%	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	18,8x	80,6x	81,4x	68,8x	
SL CP lưu hành	3,7 tỷ	P/B	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x	
Pha loãng	3,8 tỷ						

* cập nhật ngày 17/11/2023



Tổng quan công ty

Vingroup là 1 tập đoàn hoạt động trong nhiều lĩnh vực, bao gồm đầu tư BĐS nhà ở, cho thuê BĐS bán lẻ, đầu tư và vận hành khách sạn nghỉ dưỡng, sản xuất và nghiên cứu công nghệ ô tô.

VIC – Tập đoàn lớn đa ngành. Chúng tôi tiếp tục đánh giá cao sự hưởng lợi của VIC từ triển vọng tăng lớp trung lưu đang gia tăng tại Việt Nam, đặc biệt thông qua các công ty con mảng BĐS bao gồm Vinhomes (VHM), Vincom Retail (VRE) và Vinpearl.

Công ty đầu ngành BĐS: Chúng tôi kỳ vọng **Vinhomes** sẽ nắm bắt được nhu cầu nhà ở gia tăng từ tầng lớp trung lưu nhờ thành tích phát triển các dự án quy mô lớn và lợi thế sở hữu quỹ đất lớn nhất Việt Nam. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng Vincom Retail sẽ duy trì vị thế thống trị trong ngành phát triển TTTM tại Việt Nam và tận dụng đà tăng trưởng của ngành bán lẻ hiện đại thông qua mở rộng mạng lưới TTTM.

VinFast (Nasdaq: VFS) đẩy mạnh sản xuất xe điện trong giai đoạn 2024-2025; yêu cầu vốn lớn và tái cấp vốn nợ vay. Chúng tôi dự báo số lượng xe sẽ được giao đạt 45.000 chiếc trong năm 2024 và 56.300 chiếc trong năm 2025, được hỗ trợ bởi các kênh bán hàng B2B và ra mắt mẫu xe mới. Chúng tôi dự báo mức đầu tư vốn trung bình cho VinFast trong giai đoạn 2024-25 đạt 20,9 nghìn tỷ đồng mỗi năm, chủ yếu đến từ dự báo của chúng tôi rằng mức tăng nợ vay ròng trung bình của VIC (không bao gồm VHM và VRE) ở mức 35,3 nghìn tỷ đồng mỗi năm và các khoản tài trợ khác (bao gồm cả khoản tài trợ từ Chủ tịch HĐQT).

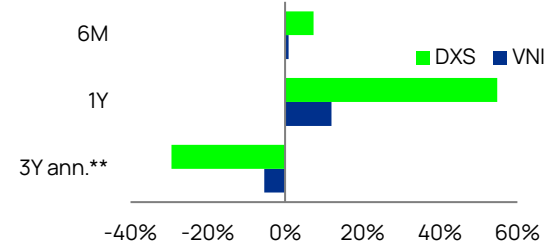
Yếu tố hỗ trợ: Biên lợi nhuận từ HĐKD mảng công nghiệp cao hơn dự kiến nhờ sản lượng xe bàn giao cao hơn dự kiến

Rủi ro: Tiến độ mở bán các dự án BĐS mới chậm hơn dự kiến; doanh số ô tô thấp hơn dự kiến; thách thức trong việc huy động vốn để tài trợ các nghĩa vụ nợ.

DXS – Môi giới bất động sản phục hồi trong năm 2024

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	7.500VND	Doanh thu (tỷ đồng)	4.096	2.402	3.040	3.580
Giá mục tiêu*	7.700VND	% YoY	-5,4%	-41,4%	26,6%	17,7%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	729	145	666	1.097
		% YoY	-42,4%	-80,0%	358,0%	64,6%
TL tăng	+2,7%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	345	3	315	552
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-36,1%	-99,2%	109,1x	74,9%
Tổng mức sinh lời	+2,7%	EPS	-38,5%	-99,2%	109,1x	74,9%
		Biên LN gộp	56,9%	36,1%	49,9%	57,1%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	17,8%	6,1%	21,9%	30,6%
GT vốn hóa	4,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	8,4%	0,1%	10,4%	15,4%
Room KN	1,3 nghìn tỷ đồng	ROE	5,9%	0,0%	5,1%	8,3%
GTGD/ngày (30n)	22 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	22,0%	20,6%	13,7%	3,6%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	13,9x	N.M.	15,2x	8,7x
SL CP lưu hành	574,1 tr	P/B	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
Pha loãng	574,1 tr					

* cập nhật ngày 16/11/2023; ** DXS niêm yết từ tháng 7/2021



Tổng quan công ty

DXS là công ty môi giới BĐS hàng đầu tại Việt Nam với khoảng 30% thị phần mảng môi giới sơ cấp và có mạng lưới phân phối rộng khắp toàn quốc. Dịch vụ môi giới tư vấn toàn diện mang lại cho DXS tỷ suất sinh lời vượt trội và là một trong những lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ.

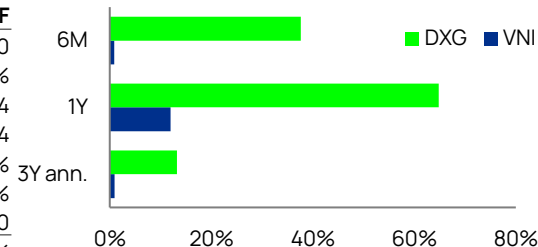
Chúng tôi kỳ vọng lượng giao dịch môi giới sẽ tăng trưởng mạnh hơn vào năm 2024. Theo DXS, tỷ lệ hấp thụ của toàn thị trường (% tổng nguồn cung mở bán lũy kế) ở khu vực miền Bắc, miền Trung và miền Nam cải thiện đạt ~20%/10%/20% trong quý 3/2023 so với mức ~15%/5%/15% trong quý 2/2023. Chúng tôi kỳ vọng các giao dịch BĐS sẽ phục hồi hơn nữa trong năm 2024 so với mức cơ sở thấp của năm 2023, do kỳ vọng của chúng tôi về (1) sự cải thiện về niềm tin của người mua nhà và hoạt động môi giới cũng như (2) các thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn cho các nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của DXS đạt 315 tỷ đồng trong năm 2024 và 552 tỷ đồng trong năm 2025 so với mức cơ sở thấp của năm 2023 (3 tỷ đồng).

Doanh số BĐS hỗ trợ triển vọng lợi nhuận. Tính đến cuối quý 2/2023, tiền đặt cọc cho hợp đồng marketing và phân phối sản phẩm của các dự án bất động sản lên tới 5,1 nghìn tỷ đồng, cho thấy nguồn dự án bổ sung mạnh mẽ sẽ tiếp tục hỗ trợ mảng môi giới của DXS tăng trưởng. Ngoài ra, DXS sở hữu lượng hàng tồn kho đáng kể trị giá 4,0 nghìn tỷ đồng (-5% QoQ & +15% YoY), có thể hỗ trợ doanh thu bán bất động sản của công ty từ nửa cuối năm 2023 đến năm 2025.

Rủi ro: Rủi ro pha loãng từ cấu trúc mạng lưới môi giới phức tạp; trì hoãn triển khai các dự án môi giới trọng điểm.

DXG – Mở bán dự án trở lại sẽ hỗ trợ doanh số bán hàng trong năm 2024

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	19.350VND	Doanh thu (tỷ đồng)	5.512	3.578	5.732	5.360
Giá mục tiêu*	18.900VND	% YoY	-45,4%	-35,1%	60,2%	-6,5%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	830	575	1.306	1.504
		LNST-CĐTTS (tỷ đồng)	215	174	371	464
TL tăng	-2,3%	% YoY	-81,4%	-19,0%	113,2%	25,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	-81,4%	-19,0%	113,2%	25,0%
Tổng mức sinh lời	-2,3%	Doanh số (tỷ đồng)	1.800	500	4.000	4.800
		Biên LN gộp	53,9%	40,9%	44,7%	50,0%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	15,1%	16,1%	22,8%	28,1%
GT vốn hóa	13,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	3,9%	4,9%	6,5%	8,6%
Room KN	4,1 nghìn tỷ đồng	ROE	2,4%	1,9%	3,9%	4,7%
GTGD/ngày (30n)	360 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	33,3%	34,6%	30,4%	22,9%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	61,0	83,3	39,1	31,3
SL CP lưu hành	720,7 tr	P/B	1,4x	1,5x	1,4x	1,4x
Pha loãng	723,2 tr					



Tổng quan công ty

DXG là chủ đầu tư BĐS nhà ở trung cấp với quỹ đất tập trung tại TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai. Công ty con do DXG sở hữu 60% là Dat Xanh Services (HOSE: DXS) là công ty môi giới bất động sản hàng đầu với khoảng 30% thị phần trên toàn quốc.

Khởi động lại dự án Gem Sky World (GSW) và Gem Riverside để thúc đẩy doanh số trong năm 2024. Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng của DXG (không bao gồm các dự án phát triển BĐS của DXS) sẽ tăng lên khoảng 4 nghìn tỷ đồng trong năm 2024 so với doanh số bán hàng không đáng kể của năm 2023 nhờ dự kiến mở bán lại dự án Gem Riverside và GSW. Dự án GSW đã hoàn thành xây dựng các tiện ích cần thiết (trường học, trung tâm thương mại, v.v.), hỗ trợ kỳ vọng của chúng tôi về tiến độ bàn giao và mở bán năm 2024 tại dự án này. Trong khi đó, công ty đang chờ thanh toán số tiền quyền sử dụng đất còn lại cho dự án Gem Riverside.

Mảng dịch vụ môi giới sẽ phục hồi bắt đầu từ năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng giao dịch bất động sản sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2024 so với mức cơ sở thấp vào năm 2023. Do đó, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS của DXS đạt 315 tỷ đồng trong năm 2024 và 552 tỷ đồng trong năm 2025 so với mức cơ sở thấp vào năm 2023 (3 tỷ đồng).

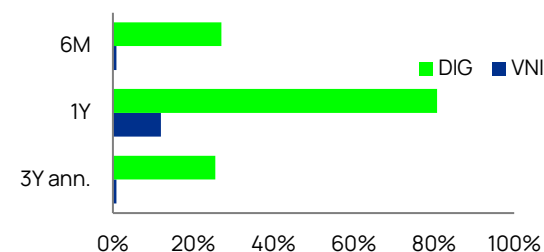
Tỷ lệ đòn bẩy từ việc mở rộng quỹ đất cao hơn, gây áp lực lên triển vọng lợi nhuận trong trung hạn. Từ cuối năm 2021 đến cuối quý 3/2023, nợ ròng/vốn chủ sở hữu của DXG tăng từ 11% lên 34%. Phần lớn khoản tăng này là do DXG mua quỹ đất mới tại Bình Dương (bao gồm: Park View và Park City). Mặc dù chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của DXG, nhưng chúng tôi vẫn chưa đưa vào dự báo lợi nhuận do triển vọng phát triển chưa rõ ràng và thủ tục pháp lý phức tạp.

Yếu tố hỗ trợ: Việc mở bán các dự án mới (cụ thể, Gem Riverside & Park View) nhanh hơn dự kiến.

DIG – Doanh số bán BĐS dần phục hồi sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong năm 2024

Khuyến nghị*	BÁN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	26.750VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.897	1.044	1.972	2.451
Giá mục tiêu*	18.200VND	% YoY	-26,2%	-44,9%	88,8%	24,3%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	356	49	225	224
		% YoY	-26,9%	-86,3%	361,1%	-0,1%
TL tăng	-32,0%	LNST-CBTS (tỷ đồng)	144	125	134	147
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-85,4%	-13,2%	6,9%	9,6%
Tổng mức sinh lời	-32,0%	EPS	-86,0%	-13,2%	6,9%	9,6%
		Biên LN gộp	33,3%	24,5%	26,1%	23,3%
Ngành	BDS	Biên LN từ HĐKD	18,8%	4,7%	11,4%	9,2%
GT vốn hóa	16,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	7,6%	12,0%	6,8%	6,0%
Room KN	7,2 nghìn tỷ đồng	ROE	1,9%	1,6%	1,7%	1,9%
GTGD/ngày (30n)	435 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	43,9%	30,6%	32,5%	26,1%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	113,2x	130,4x	121,9x	111,3x
SL CP lưu hành	609,9 tr	P/B	2,2x	2,1x	2,1x	2,1x
Pha loãng	609,9 tr					

* cập nhật ngày 22/12/2023



Tổng quan Công ty

DIG, trước đây là công ty con của Bộ Xây dựng, là nhà phát triển quy hoạch đô thị tổng thể cho các dự án quy mô lớn với quỹ đất khoảng 700 ha đang được phát triển.

Chủ đầu tư quy hoạch đô thị tổng thể cho các dự án quy mô lớn xung quanh TP. HCM và Hà Nội. DIG có tổng quỹ đất khoảng 700 ha đang được phát triển với các dự án trọng điểm trên 100 ha/dự án. DIG tập trung đầu tư vào các dự án có đất trống và ghi nhận lợi nhuận bằng cách chuyển nhượng một phần dự án cho các chủ đầu tư thứ cấp vốn có sức mạnh thương hiệu cao hơn trong số các người mua nhà cá nhân. Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng các dự án trọng điểm của DIG có thể được hưởng lợi về mặt chiến lược từ việc phát triển hệ thống cơ sở hạ tầng liên tỉnh.

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán BĐS dần cải thiện sẽ hỗ trợ lợi nhuận năm 2024. DIG mở bán dự án mới Vũng Tàu Centre Point (0,75 ha, tổng dự án bao gồm 566 căn hộ; Vũng Tàu) vào tháng 8/2023. Dự án đã cất nóc vào tháng 10/2023. Chúng tôi kỳ vọng DIG sẽ hoàn tất mở bán dự án này vào năm 2026 và bắt đầu bàn giao trong giai đoạn quý 4/2024-2026. Chúng tôi dự báo việc bắt đầu bàn giao tại Vũng Tàu Centre Point cùng với sự cải thiện dần về doanh số bán dự kiến tại các dự án Nam Vĩnh Yên và Vị Thanh sẽ hỗ trợ dự báo doanh thu bán BĐS năm 2024 của chúng tôi là 1,4 nghìn tỷ đồng (cao hơn 2,8 lần so với mức cơ sở thấp của năm 2023) và lợi nhuận gộp là 451 tỷ đồng (cao hơn 2,3 lần so với năm 2023). Chúng tôi dự báo mức đóng góp của mảng bán bất động sản vào tổng doanh thu năm 2024 là 73% so với 49% trong dự báo năm 2023.

Giá cổ phiếu đã đi nhanh hơn so với diễn biến cơ bản. Giá cổ phiếu của DIG đã tăng 87% trong năm 2023 do tâm lý tích cực của nhà đầu tư đối với việc mua lại trái phiếu của DIG vào tháng 3/2023 và việc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cắt giảm lãi suất, nhưng chúng tôi cho rằng sự tăng giá mạnh mẽ của cổ phiếu DIG đã đi nhanh hơn so với diễn biến cơ bản

Yếu tố hỗ trợ: Tiến độ phát triển nhanh hơn dự kiến của các dự án trọng điểm, bao gồm Long Tân và Bắc Vũng Tàu.

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp

Nhu cầu thuê đất khu công nghiệp duy trì triển vọng tích cực

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024

Ngành BĐS KCN: Nhu cầu thuê đất khu công nghiệp duy trì triển vọng tích cực

Tổng quan

- Chúng tôi kỳ vọng tổng doanh số cho thuê đất khu công nghiệp (KCN) của các chủ đầu tư KCN trong phạm vi theo dõi của chúng tôi sẽ tăng 22% vào năm 2024 so với mức tăng trưởng mạnh 49% vào năm 2023, được hỗ trợ bởi (1) xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng hiện tại của các nhà sản xuất toàn cầu về Việt Nam, đặc biệt là mảng điện tử công nghệ cao và (2) nhu cầu dự kiến sẽ phục hồi ở các ngành chủ chốt như máy móc & thiết bị, thép, dệt may. Ngoài ra, theo dự báo chung hiện tại các ngân hàng trung ương chủ chốt như Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ xoay trục chính sách tiền tệ, điều này sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho việc mở rộng đầu tư của các nhà sản xuất so với giai đoạn thắt chặt chính sách tiền tệ trong năm 2022/23.
- Chúng tôi tin rằng hoạt động cho thuê đất KCN vẫn khả quan trong dài hạn vì Việt Nam sẽ duy trì thu hút dòng vốn FDI mạnh nhờ lợi thế cạnh tranh của quốc gia, bao gồm chi phí lao động tương đối thấp, lực lượng lao động trẻ và ngày càng có trình độ học vấn cao, nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA), phát triển cơ sở hạ tầng và các chính sách nhất quán hỗ trợ sản xuất. Việt Nam cũng có cơ hội tiến xa hơn trong chuỗi giá trị toàn cầu, bằng chứng là những sự kiện gần đây về quan hệ đối tác với các doanh nghiệp sản xuất chất bán dẫn lớn của Hoa Kỳ, bao gồm Nvidia, Amkor và Intel, cũng như cam kết từ Việt Nam trong việc đào tạo lao động có tay nghề cho ngành chất bán dẫn. Chúng tôi tin rằng nhu cầu đất KCN cũng sẽ được hưởng lợi từ sự thay đổi đang diễn ra trong ngành sản xuất công nghệ cao và các ngành khác khi các doanh nghiệp đa dạng hóa chuỗi cung ứng khỏi Trung Quốc.
- Chúng tôi kỳ vọng quá trình phê duyệt chủ trương đầu tư cho các dự án KCN mới (chúng tôi cho rằng đây là bước quan trọng nhất trong quá trình phát triển KCN mới) sẽ tăng tốc so với năm 2023 do (1) kỳ vọng của chúng tôi về việc các tỉnh thành sẽ tiếp tục nhận được phê duyệt quy hoạch tỉnh và (2) tỷ lệ lấp đầy hiện đang ở mức cao tại hầu hết các tỉnh công nghiệp cấp 1 ở cả miền Bắc và miền Nam. Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung tại các khu vực công nghiệp cấp 1 sẽ vẫn khan hiếm do các phê duyệt chủ trương mới trong giai đoạn 2020-2023 chủ yếu tập trung vào các khu vực công nghiệp ở tỉnh cấp 2.
- Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm **IDC**, **KBC**, **SIP** và **LHG**. Chúng tôi đánh giá cao các chủ đầu tư KCN có diện tích đất công nghiệp lớn và đã giải phóng mặt bằng tại các khu vực công nghiệp cấp 1 nhờ tỷ lệ lấp đầy cao và dòng vốn FDI vào các khu vực này. Chúng tôi đánh giá cao IDC, SIP và LHG vì những chủ đầu tư KCN này có thể tận dụng quỹ đất hiện hữu để nắm bắt các điều kiện thị trường thuận lợi hiện tại và có tình hình tài chính lành mạnh giúp chuẩn bị cho các giai đoạn tăng trưởng dài hạn trong tương lai. Chúng tôi đánh giá cao KBC vì đây là công ty được hưởng lợi chính từ sự dịch chuyển sản xuất công nghệ cao sang miền Bắc; KBC có thể thu hút những khách thuê FDI lớn như LG, Foxconn và Goertek, đồng thời hưởng lợi từ quỹ đất dân cư có định giá hấp dẫn ở các trung tâm công nghiệp.

Các cổ phiếu BĐS KCN thuộc danh mục theo dõi của Vietcap

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGD TB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
SIP	MUA	476	2%	49%	232	0,2	63.600	83.000	11/30/23	31%	3%	34%
LHG	MUA	62	49%	49%	18	0,1	30.300	37.900	9/27/23	25%	6%	31%
IDC	MUA	708	0%	49%	226	6,0	52.100	58.100	11/9/23	12%	6%	17%
KBC	MUA	1.003	0%	49%	282	8,5	31.750	35.200	10/31/23	11%	6%	17%
PHR	KQ	277	67%	49%	92	0,5	49.700	53.200	12/21/23	7%	6%	13%
SZC	PHTT	220	58%	20%	37	2,6	36.400	34.300	12/29/23	-6%	0%	-6%
GVR	KKQ	3.490	97%	13%	442	1,7	21.200	17.600	1/3/24	-17%	1%	-16%
VGC	KĐG	1.013	39%	49%	440	2,0	54.900	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

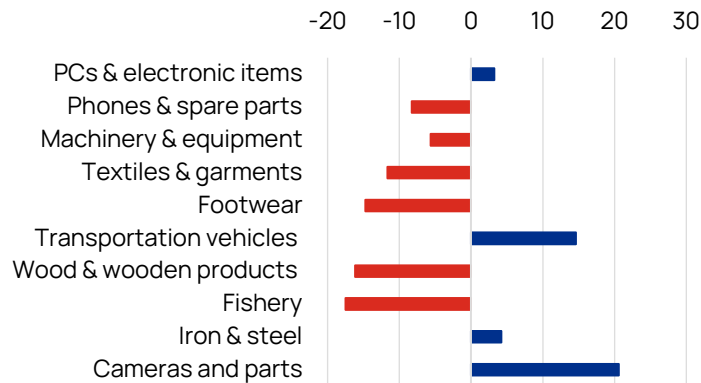
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp – Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023 (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	P/B điều chỉnh quý gần nhất (x)	P/B điều chỉnh 2024F (x)	ROE 2024F %	Nợ vay ròng/CSH quý gần nhất
SIP	63.600	-16%	5%	17%	13,7	15,4	14,6	12,5	1,4	1,3	23%	-57%
LHG	30.300	2%	37%	21%	12,9	8,6	6,3	5,2	1,0	0,9	17%	-60%
IDC	52.100	-37%	60%	45%	34,3	15,6	9,8	6,7	2,4	1,9	35%	22%
KBC	31.750	45%	7%	44%	17,0	11,0	10,3	7,2	1,3	1,3	13%	13%
PHR	49.700	-41%	-15%	79%	8,2	14,3	16,8	9,4	1,6	1,7	13%	-49%
SZC	36.400	9%	4%	47%	29,0	27,0	25,9	17,6	3,0	2,0	11%	128%
GVR	21.200	-31%	19%	22%	36,0	32,2	27,0	22,1	1,6	1,5	6%	-18%
VGC	54.900	-17%	22%	1%	19,1	17,9	14,6	14,5	2,6	2,4	20%	29%

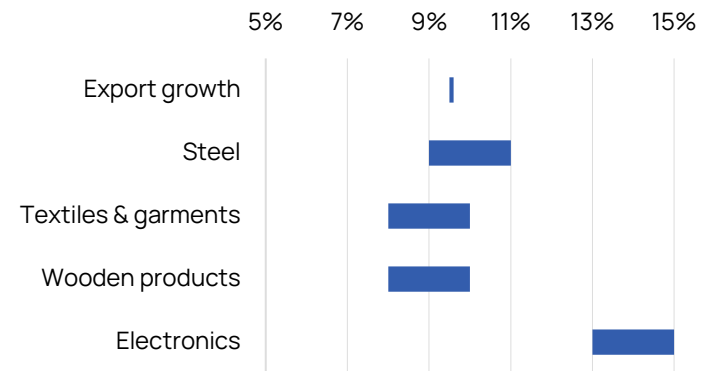
Kỳ vọng sản xuất phục hồi và chính sách tiền tệ xoay trục trong năm 2024 sẽ thúc đẩy nhu cầu đất KCN trong trung hạn

- ✓ Bất chấp suy thoái kinh tế toàn cầu, vốn FDI đăng ký mới của Việt Nam đã tăng 32,1% YoY trong năm 2023 đạt 36,6 tỷ USD.
- ✓ Chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam đạt 9,5% YoY vào năm 2024 so với mức -4,4% YoY vào năm 2023.
- ✓ Chính sách tiền tệ xoay trục từ các ngân hàng trung ương chủ chốt sẽ hỗ trợ nhiều hơn cho việc đầu tư của các nhà sản xuất.

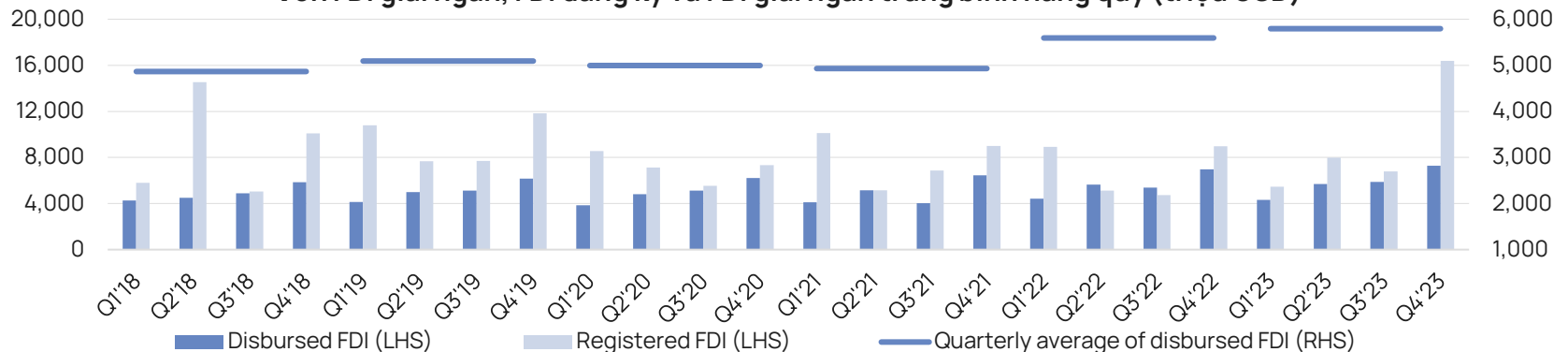
Các nhóm hàng xuất khẩu hàng đầu trong năm 2023 của Việt Nam, theo giá trị (% thay đổi YoY)



Dự báo tăng trưởng giá trị xuất khẩu của các ngành công nghiệp chủ chốt vào năm 2024*



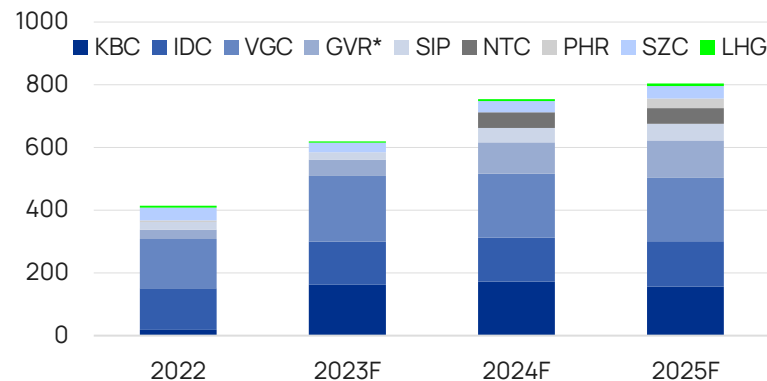
Vốn FDI giải ngân, FDI đăng ký và FDI giải ngân trung bình hàng quý (triệu USD)



Dự báo doanh số cho thuê đất KCN duy trì khả quan trong giai đoạn 2024-25

- ✓ Chúng tôi dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN của các chủ đầu tư KCN trong phạm vi theo dõi của chúng tôi năm 2023/24/25 sẽ tăng 49%/22%/7% YoY lên 619 ha/755 ha/804 ha.
- ✓ Doanh số cho thuê đất KCN của KBC tăng 8,6 lần lên 162 ha vào năm 2023 nhờ các hợp đồng cho thuê từ khách thuê FDI công nghệ cao, Goertek và Foxconn.
- ✓ Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN của KBC và IDC sẽ duy trì lần lượt ở mức 173 ha (+7% YoY) và 140 ha (+1% YoY) vào năm 2024, vì chúng tôi tin rằng các công ty này sẽ tiếp tục tận dụng tệp khách thuê hiện hữu để thu hút các hợp đồng lớn từ các nhà đầu tư FDI.

Dự báo của Vietcap về tổng doanh số cho thuê đất KCN (ha) trong giai đoạn 2023-25 của một số chủ đầu tư KCN



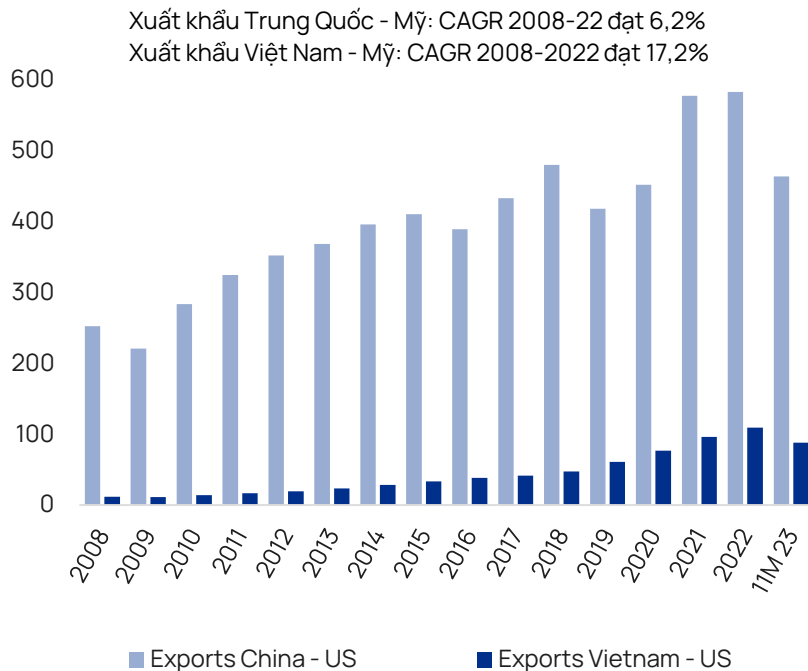
Một số khoản đầu tư sản xuất lớn được công bố vào năm 2023

Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn đầu tư (triệu USD)	KCN	Tỉnh/thành	Chủ đầu tư
KCN tại miền Bắc và miền Trung						
Fulian/Foxconn	Đài Loan	Thiết bị điện tử	761	Quang Châu	Bắc Giang	KBC
Goertek	Trung Quốc	Thiết bị điện tử	300	Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	KBC
SK Group	Hàn Quốc	Vật liệu tiên tiến	500	Deep C	Hải Phòng	Deep C
Meiko Group	Nhật Bản	Thiết bị điện tử	200	Bờ Trái Sông Đà	Hòa Bình	Dạ Hợp
Shandong Innovation	Trung Quốc	Thiết bị điện tử	165	VSIP Nghệ An	Nghệ An	VSIP
KCN tại miền Nam						
Pepsico	Mỹ	Thực phẩm & Đồ uống	186	Hựu Thạnh	Long An	IDC
Hyosung	Hàn Quốc	Vật liệu tiên tiến	540	Phú Mỹ 2	BR-VT	IDC
Hyosung	Hàn Quốc	Dệt may	720	Phú Mỹ 2	BR-VT	IDC
Shandong Haohua Tire	Trung Quốc	Lốp xe cao su	500	Minh Hưng – Sikico	Bình Phước	Minh Hưng – Sikico
BOE	Trung Quốc	Thiết bị điện tử	300	Phú Mỹ 3	BR-VT	Thanh Bình Phú Mỹ

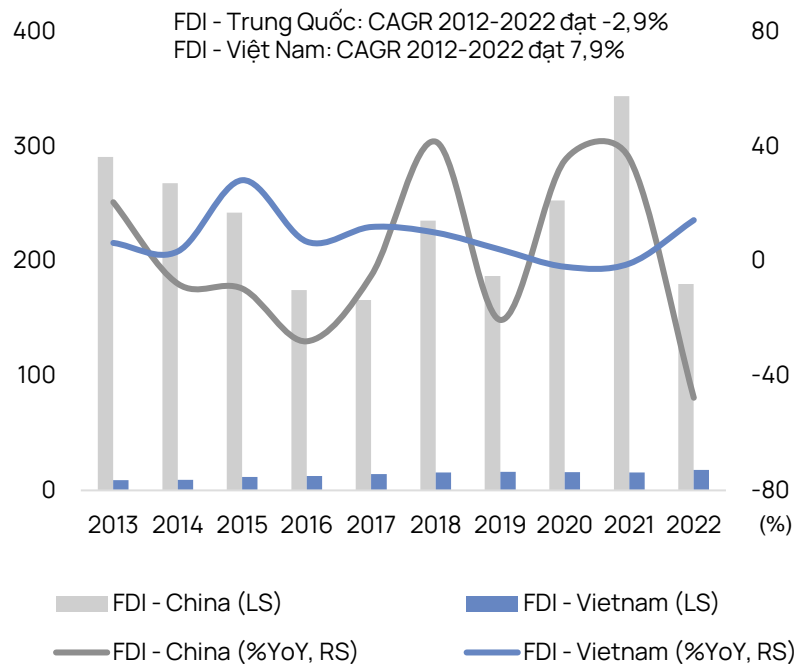
Nhu cầu cho thuê đất KCN dài hạn sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi sự dịch chuyển chuỗi cung ứng sang Việt Nam

- ✓ Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cho thuê đất KCN sẽ tăng mạnh nhờ (1) sự dịch chuyển cơ cấu sang Việt Nam hiện tại của các nhà sản xuất toàn cầu và (2) nỗ lực của Việt Nam nhằm vươn lên trong chuỗi giá trị.
- ✓ Việt Nam sở hữu lợi thế cạnh tranh về vị trí chiến lược, chi phí lao động thấp và nhiều FTA.
- ✓ Việt Nam đã dần có được sức hút so với Trung Quốc trong cả việc thu hút dòng vốn FDI và xuất khẩu sang Mỹ.

Xuất khẩu sang Mỹ từ Trung Quốc và Việt Nam trong giai đoạn 2008-11T 2023 (tỷ USD)



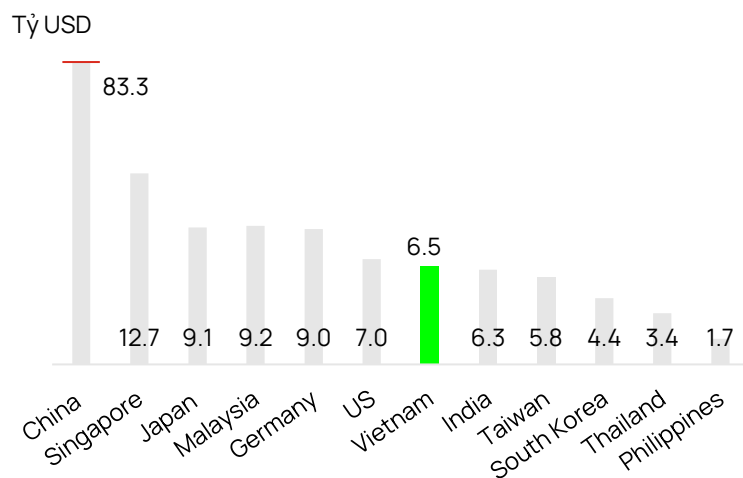
Đầu tư trực tiếp từ nước ngoài, dòng tiền ròng (BoP, tỷ USD hiện tại) vào Trung Quốc và Việt Nam



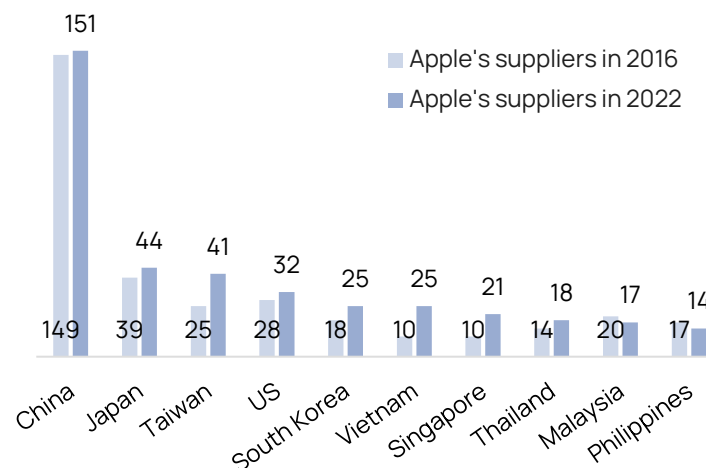
Việt Nam đang vươn lên trong chuỗi giá trị - một trong các động lực chính cho nhu cầu KCN trong dài hạn

- ✓ Chúng tôi nhận thấy tiềm năng cải thiện trong quá trình nội địa hóa và chuyển giao công nghệ khi các trung tâm nghiên cứu & phát triển (R&D) gần đây đã được thành lập tại Việt Nam, bao gồm cả các công ty trong ngành chất bán dẫn nổi tiếng của Mỹ như Amkor, Intel và Marvell.
- ✓ Số lượng đại lý chính thức của Apple tại Việt Nam đã tăng 2,5 lần lên 25 từ năm 2016 đến năm 2022.
- ✓ Việt Nam gần đây nổi lên như một điểm đến tiềm năng để đầu tư vào chất bán dẫn. Giá trị xuất khẩu thiết bị bán dẫn của Việt Nam tăng trưởng mạnh 83% YoY lên 6,5 tỷ USD vào năm 2022 nhưng vẫn chỉ chiếm 3,8% tổng xuất khẩu các sản phẩm này trên toàn cầu.

Giá trị xuất khẩu thiết bị bán dẫn của một số quốc gia vào năm 2022



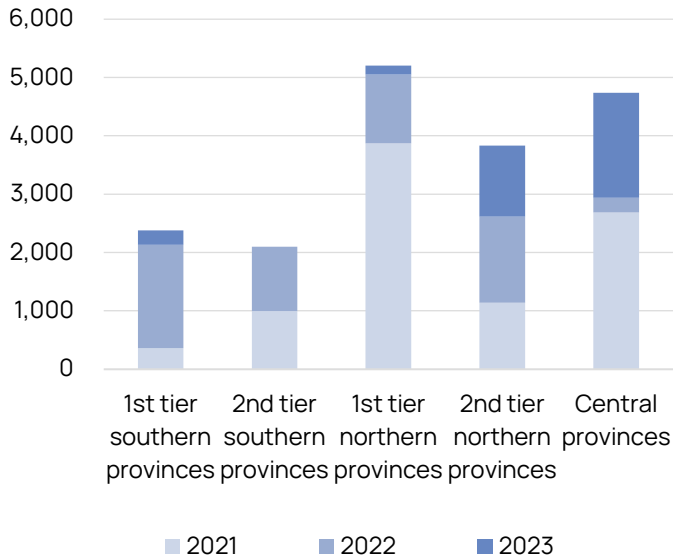
Số lượng đại lý chính thức của Apple trong giai đoạn 2016-2022



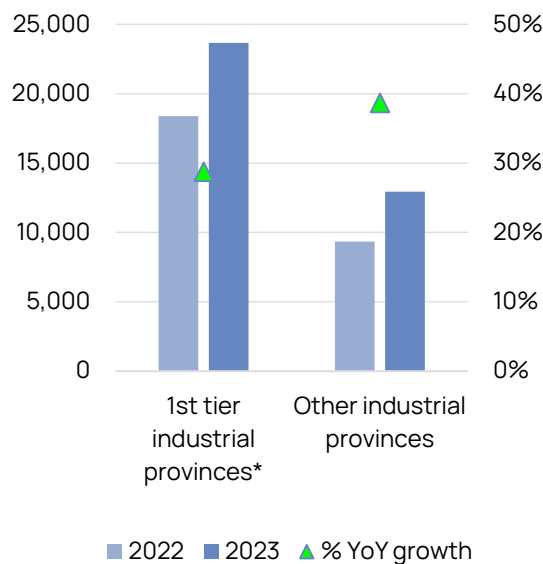
Kỳ vọng việc phê duyệt chủ trương đầu tư KCN mới sẽ tăng tốc trong giai đoạn 2024-25, góp phần gia tăng nguồn cung KCN

- ✓ Chúng tôi kỳ vọng quá trình phê duyệt đầu tư cho các dự án KCN mới sẽ tăng tốc vào năm 2024 so với năm 2023 khi có nhiều quy hoạch tổng thể cấp tỉnh được phê duyệt hơn.
- ✓ Chúng tôi tin rằng các trung tâm công nghiệp cấp 1 sẽ tiếp tục là điểm đến FDI hấp dẫn nhất.
- ✓ Nguồn cung ở các khu vực cấp 1 ngày càng hạn chế do các khu KCN mới được phê duyệt trong giai đoạn 2020-2023 chủ yếu tập trung ở các tỉnh công nghiệp cấp 2.

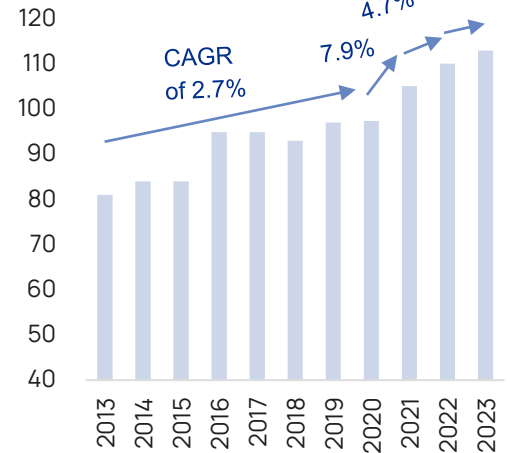
Phê duyệt của Chính phủ về việc mở rộng và thành lập mới các KCN (ha) trong giai đoạn 2021-2023



FDI đăng ký theo khu vực (triệu USD)



Tổng diện tích KCN (nghìn ha) của các KCN được thành lập tại Việt Nam**



Luật Đất đai (sửa đổi) tác động tới ngành KCN

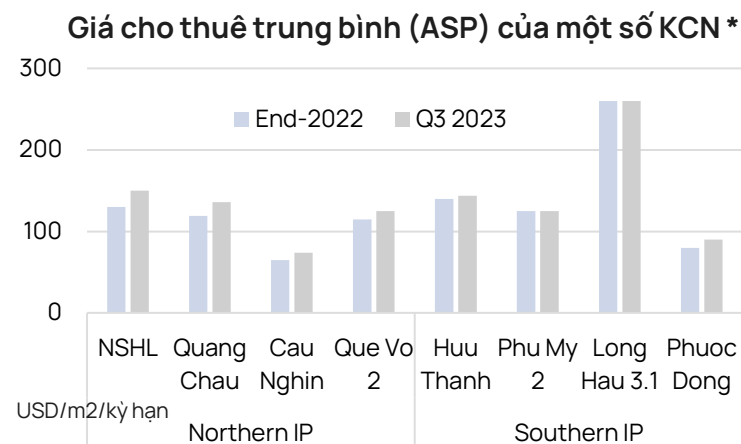
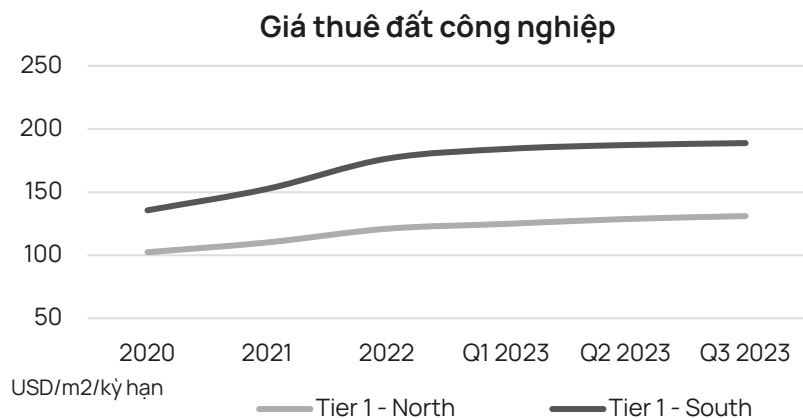
- ✓ Từ thảo luận của chúng tôi với các chủ đầu tư KCN, quan điểm chung là các chủ đầu tư vẫn đang chờ luật mới trước khi đánh giá thêm tác động hoặc không cho rằng luật này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh.
- ✓ Chúng tôi cho rằng Luật Đất đai (sửa đổi) sẽ ít tác động hơn đối với các chủ đầu tư KCN có vị thế tốt như IDC, KBC hoặc SIP.

Những thay đổi đáng chú ý giữa Luật Đất đai hiện hành và dự thảo Luật Đất đai sửa đổi (dựa trên dự thảo tháng 12/2023) có thể tác động đến các chủ đầu tư KCN, theo quan điểm của Vietcap

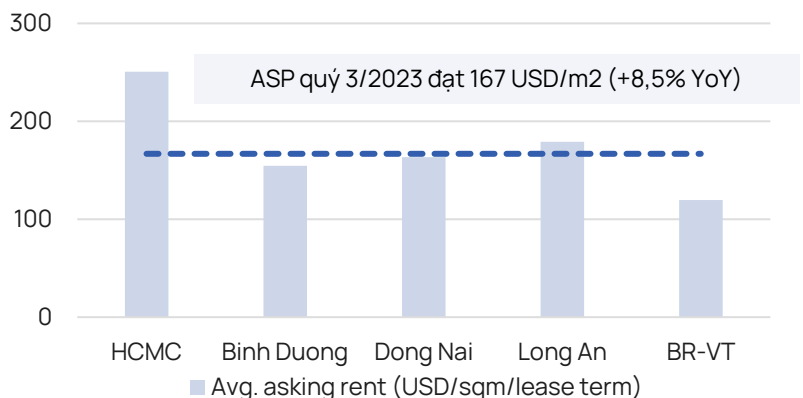
Thay đổi	Luật Đất đai năm 2013 và các Nghị định hướng dẫn	Luật Đất đai sửa đổi (dự thảo tháng 12/2023)	Nhận định của Vietcap
(1) Điều kiện tiếp cận quỹ đất KCN mới	Các KCN không phải trải qua quá trình đấu thầu quyền sử dụng đất. Trong trường hợp có nhiều hơn 1 nhà đầu tư tiềm năng, cơ quan chức năng sẽ lựa chọn nhà đầu tư dựa trên nhiều tiêu chí khác nhau, bao gồm kinh nghiệm, tệp khách thuê, năng lực thu hút đầu tư và tài chính.	Dự án KCN sử dụng vốn đầu tư công hoặc đầu tư theo phương thức PPP không cần thực hiện đấu thầu. Tuy nhiên, quy trình đấu thầu quyền sử dụng đất sẽ được tổ chức nếu có nhiều nhà đầu tư tiềm năng.	Điều này sẽ làm cho quá trình phê duyệt trở nên phức tạp hơn trong trường hợp có nhiều nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng do tiêu chuẩn khắt khe để có thể phát triển dự án KCN, nhiều dự án đã được các nhà đầu tư đề xuất lên cơ quan chức năng. Sau đó, nhà đầu tư sẽ hoàn thiện các hồ sơ cần thiết để trình cấp có thẩm quyền phê duyệt đầu tư dự án. Ngoài ra, các chủ đầu tư KCN hàng đầu như IDC hay KBC thường là những nhà đầu tư tiềm năng duy nhất vào các dự án của họ (như KCN Trảng Duệ 3 của KBC và KCN Tân Phước 1 của IDC).
(2) Xác định giá đất	Khung giá đất được lập mỗi 5 năm.	Bảng giá đất được lập hàng năm.	Điều này có khả năng dẫn đến việc phải trả tiền bồi thường đất và tiền thuê đất cao hơn cho các chủ đầu tư KCN. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng đất KCN chủ yếu được chuyển đổi từ đất nông nghiệp, loại đất này không có xu hướng biến động đáng kể về giá và có thủ tục bồi thường/xác định giá đất ít phức tạp hơn so với đất dân cư.

Xu hướng tăng giá đất KCN tiếp tục duy trì trong trung hạn

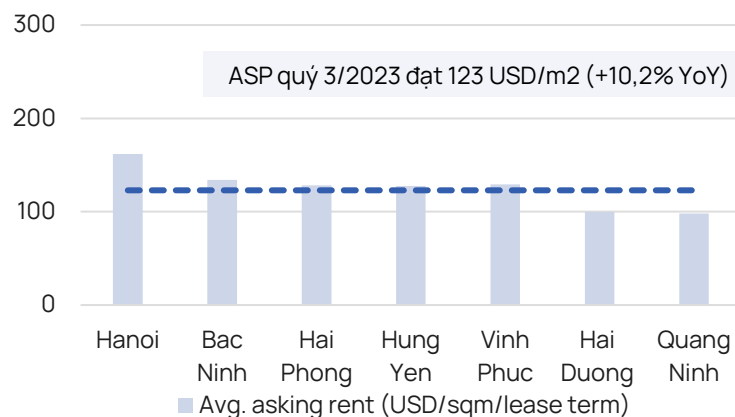
- ✓ Đối với các KCN thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi, chúng tôi dự báo mức tăng giá 5-8% trong năm 2024 đối với các KCN hiện hữu, đặc biệt là các KCN ở miền Bắc do nhu cầu tăng mạnh. Trong khi đó, các KCN ở miền Nam có thể sẽ có mức tăng giá chậm hơn do tăng trưởng nhu cầu được kì vọng chậm hơn so với miền Bắc.



ASP tại các tỉnh công nghiệp miền Nam trong quý 3/2023

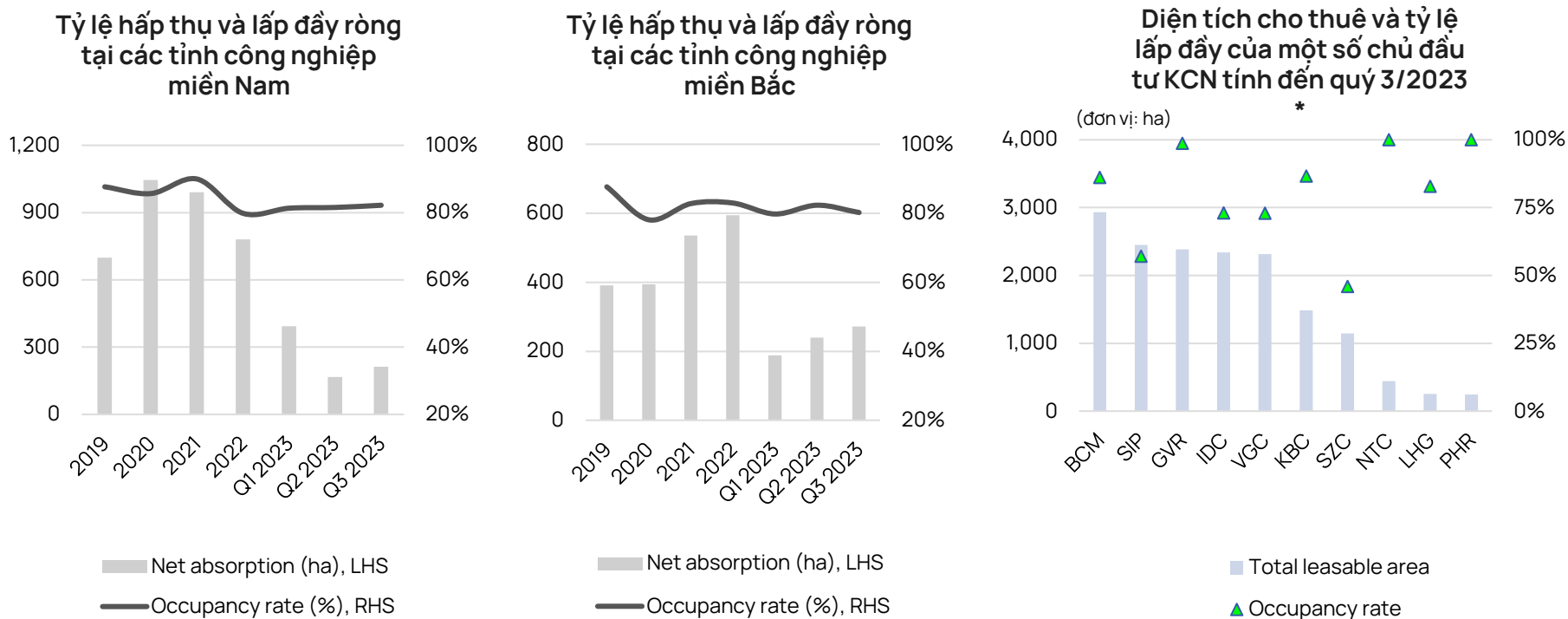


ASP tại các tỉnh công nghiệp miền Bắc trong quý 3/2023



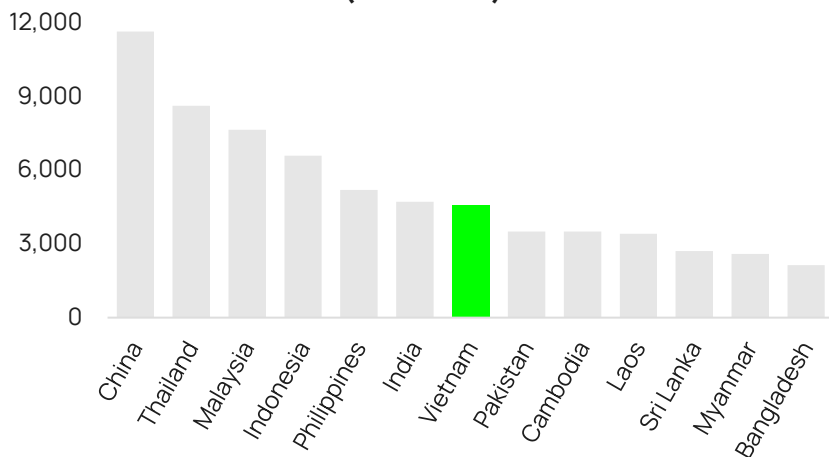
Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao tại các KCN cấp 1 trong trung hạn

- ✓ Trong số các cổ phiếu KCN niêm yết mà chúng tôi theo dõi (chiếm 95% tổng vốn hóa thị trường KCN niêm yết), tỷ lệ lấp đầy trung bình đạt 77% trên tổng diện tích cho thuê là ~15.600 ha tính đến cuối quý 3/2023.
- ✓ Hầu hết các cổ phiếu KCN có quỹ đất tập trung ở các khu vực công nghiệp cấp 1, bao gồm BCM, GVR, KBC, NTC, LHG, PHR và IDC, có tỷ lệ lấp đầy trung bình cao khoảng 87%. Trong khi đó, những cổ phiếu có tỷ trọng quỹ đất cao hơn tại các khu vực công nghiệp cấp 2 như SIP, VGC, SZC có tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 54%.

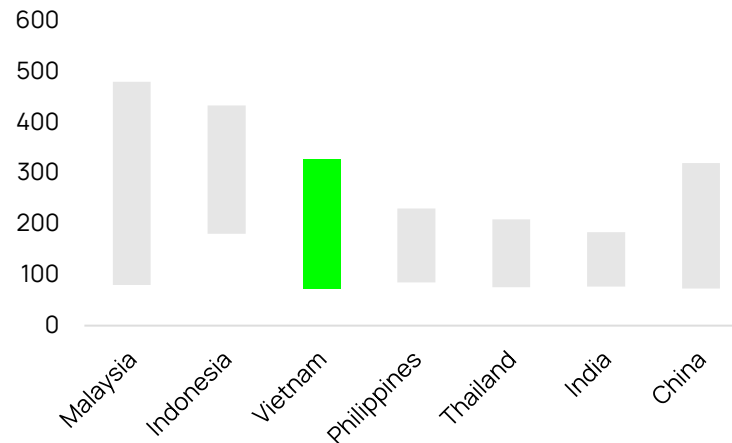


Lợi thế cạnh tranh: Chi phí của Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp so với các nước trong khu vực và Trung Quốc

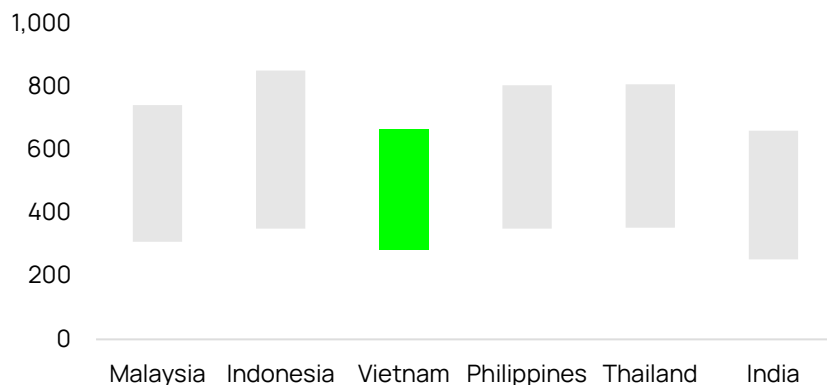
Tổng chi phí của 1 công nhân sản xuất* ở Châu Á (USD/năm)



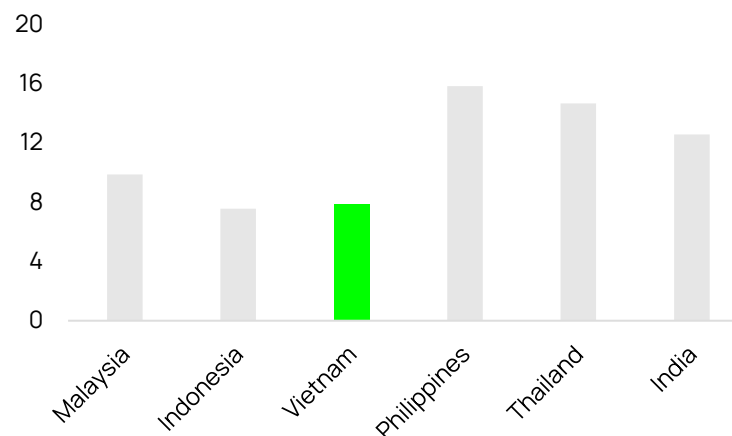
Giá chào thuê trung bình (USD/m²/kỳ)



Chi phí xây dựng cơ sở hạ tầng (USD/m²)



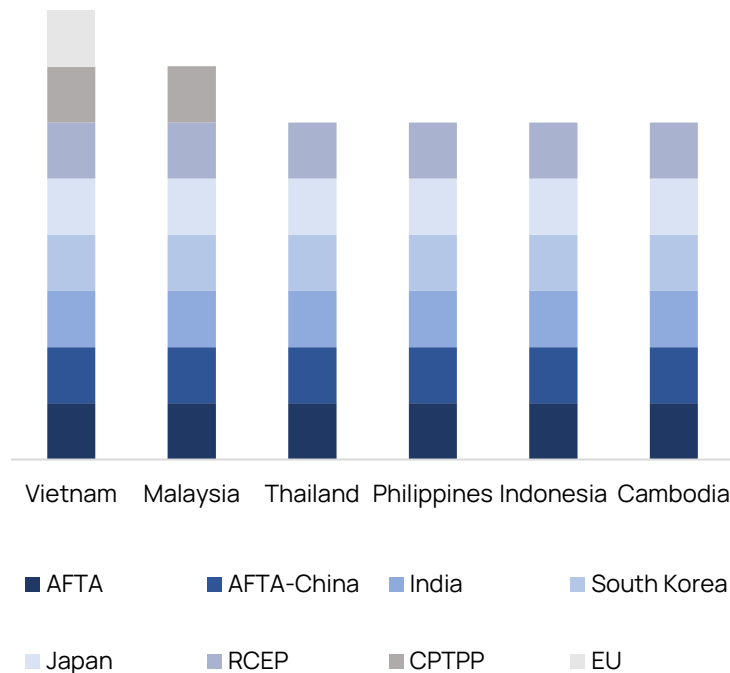
Giá điện công nghiệp (USD/kWh)



Lợi thế cạnh tranh: Việt Nam có số lượng FTA cao nhất trong số các nước Đông Nam Á

- ✓ Việt Nam có số lượng FTA cao nhất trong số các nước Đông Nam Á.
- ✓ Năm 2023, Việt Nam đã nâng cấp mối quan hệ với Mỹ và Nhật Bản lên Đối tác chiến lược toàn diện (CSP), đây là quan hệ đối tác được chỉ định cao nhất trong quan hệ của Việt Nam với nước ngoài.

FTA giữa các nước Đông Nam Á



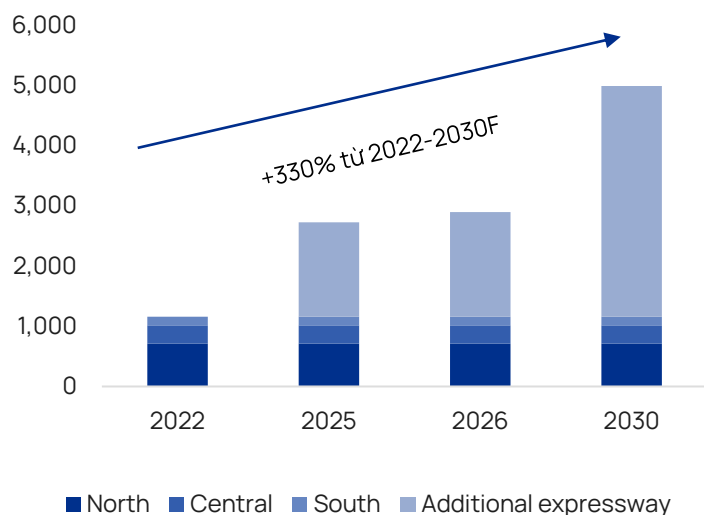
Một số sự kiện ngoại giao và tác động tới FDI

Thời gian	Sự kiện ngoại giao đáng chú ý và tin tức ảnh hưởng đến triển vọng FDI
Tháng 6/2023	Tổng thống Hàn Quốc và nhiều Chaebol (đại tập đoàn gia đình) đã đến thăm Việt Nam, sau đó nhiều Biên bản ghi nhớ sản xuất mới đã được ký kết trong những tháng tiếp theo. Tăng trưởng vốn FDI đăng ký YoY chuyển sang mức dương từ tháng 6.
Tháng 9/2023	Tổng thống Mỹ và doanh nghiệp bán dẫn Mỹ thăm Việt Nam. Mối quan hệ được nâng cấp lên CSP và nhiều thỏa thuận tập trung vào phát triển chất bán dẫn tại Việt Nam đã được ký kết.
Tháng 11/2023	Nhật Bản đã được nâng cấp lên CSP.
Tháng 12/2023	Chủ tịch Trung Quốc thăm Việt Nam. Dòng vốn FDI từ Trung Quốc ngày càng gia tăng trong những năm gần đây và nằm trong nhóm 4 quốc gia có dòng vốn FDI vào Việt Nam cao nhất năm 2023. Thủ tướng Việt Nam thăm Nhật Bản, tiếp theo là 3,5 tỷ USD vốn FDI đăng ký mới từ Nhật Bản trong tháng 12.

Lợi thế cạnh tranh: Việt Nam ngày càng tập trung vào phát triển cơ sở hạ tầng

- ✓ Việc hoàn thành các dự án đường cao tốc quan trọng có thể tăng tổng chiều dài đường cao tốc thêm 330% từ giai đoạn 2022-2030.
- ✓ Ngoài ra, Đại hội Đảng tiếp tục xác định xây dựng hệ thống kết cấu hạ tầng đồng bộ là 1 trong 3 mục tiêu chiến lược trọng tâm của Chính phủ trong giai đoạn 2021-2030. Quốc hội đặt mục tiêu phát triển 3.000 km đường cao tốc vào năm 2025 và 5.000 km vào năm 2030.

Km đường cao tốc ở Việt Nam (Đơn vị: km)



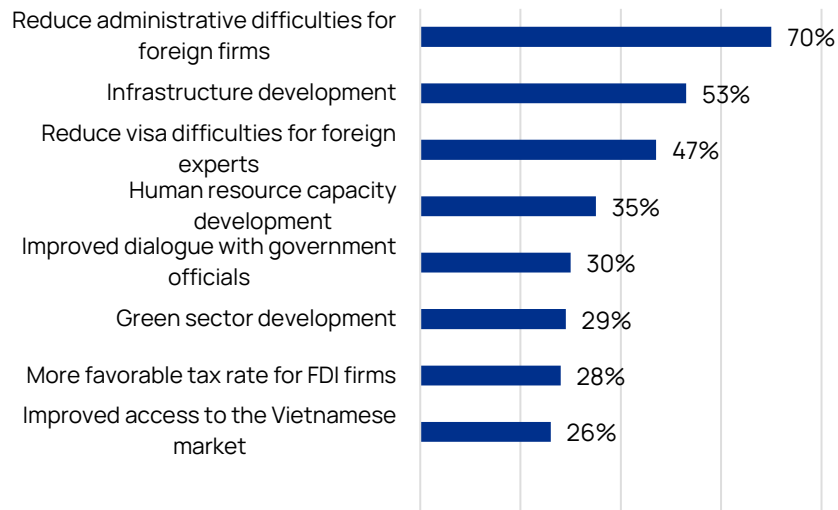
Các dự án đường cao tốc trọng điểm

Dự án	Tổng vốn đầu tư (nghìn tỷ đồng)	Tổng chiều dài (km)	Tình trạng	Khung thời gian
Cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 1	96	654	Đang hoạt động một phần	2019-2023
Cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 2	147	729	Đang xây dựng	2023-2025
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	45	188	Đang xây dựng	2023-2025
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	22	118	Đang xây dựng	2023-2026
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu - Giai đoạn 1	18	54	Đang xây dựng	2023-2026
TỔNG CỘNG	327	1.743		

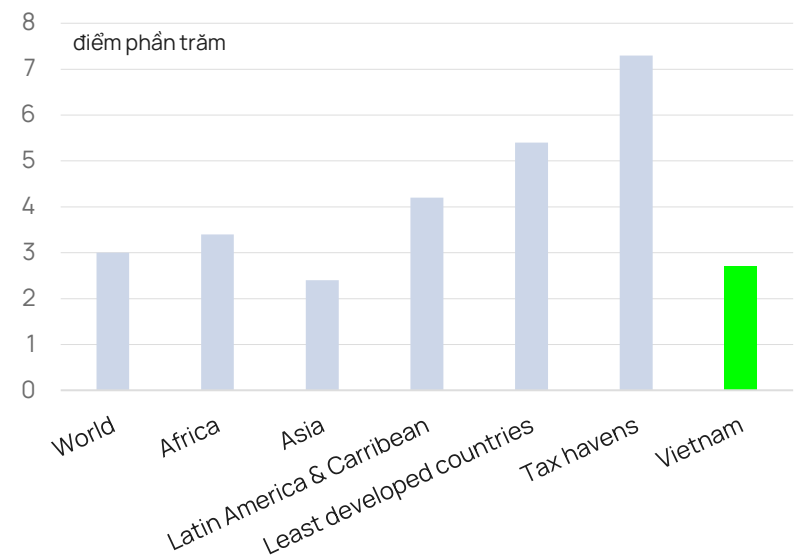
Rủi ro: Thuế tối thiểu toàn cầu có thể tác động ngắn hạn đến FDI nhưng không ảnh hưởng đến lợi thế dài hạn của Việt Nam

- ✓ Vào ngày 29/11/2023, Quốc hội đã thông qua 'Nghị quyết về áp dụng Thuế tối thiểu toàn cầu (GMT)' sẽ có hiệu lực từ ngày 01/01/2024 và áp dụng từ năm tài chính 2024. Mặc dù chúng tôi cho rằng GMT có thể có tác động ngắn hạn đến các nhà đầu tư, Chính phủ Việt Nam có kế hoạch xây dựng dự thảo nghị định về việc sử dụng nguồn thu từ GMT để hỗ trợ và thu hút các công ty đa quốc gia (MNE). Dự thảo này sẽ hoàn thành vào năm 2024 và giảm thiểu tác động của GMT. Ngoài ra, thuế chỉ là một trong nhiều yếu tố để nhà đầu tư nước ngoài cân nhắc khi đầu tư vào Việt Nam.
- ✓ Mặc dù thuế suất hiệu quả (ETR) đối với các nhà đầu tư FDI tại Việt Nam dự kiến sẽ tăng 2,7 điểm phần trăm lên 15,0% do GMT, chúng tôi tin rằng Việt Nam vẫn sẽ giữ được lợi thế đáng kể so với các quốc gia khác trong khu vực vì mức tăng ETR nhìn chung phù hợp với mức tăng ở các quốc gia Châu Á khác.

Khảo sát cuối năm 2022 về tiêu chí Việt Nam cần cải thiện để thu hút FDI



Mức tăng điểm phần trăm của thuế suất hiệu quả (ETR) đối với nhà đầu tư FDI sau khi áp dụng GMT



Rủi ro: Việt Nam cần cải thiện các yếu tố khác ngoài chi phí

- ✓ Trong khi vẫn giữ được lợi thế về chi phí, Việt Nam cũng đặc biệt tập trung vào việc cải thiện các yếu tố phi chi phí khác như cơ sở hạ tầng (xem ở trên) và môi trường kinh doanh, giúp tăng nhu cầu dài hạn.
- ✓ Những nỗ lực nhằm vươn lên trong chuỗi giá trị, bao gồm đào tạo lực lượng lao động có tay nghề trong các lĩnh vực công nghệ cao như chất bán dẫn và thành lập các trung tâm R&D với các công ty nước ngoài, sẽ nâng cao hiệu quả của người lao động và giúp thu hút dòng vốn FDI từ các ngành yêu cầu tay nghề cao hơn như chất bán dẫn và sản xuất vật liệu tiên tiến.

So sánh các yếu tố phi chi phí vào cuối năm 2022

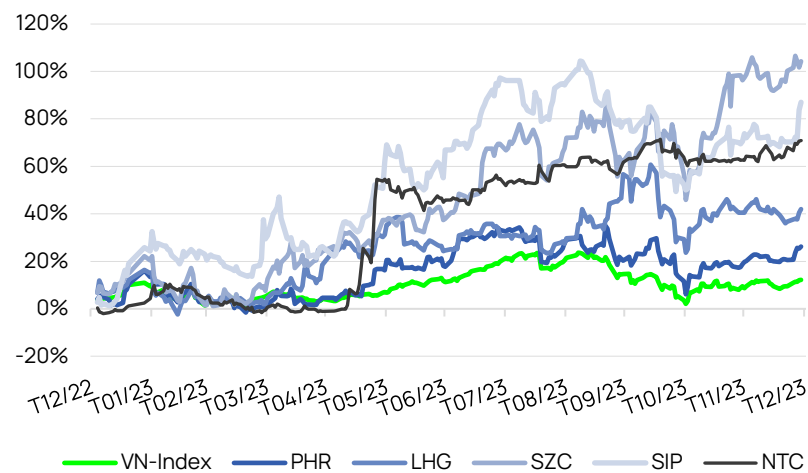
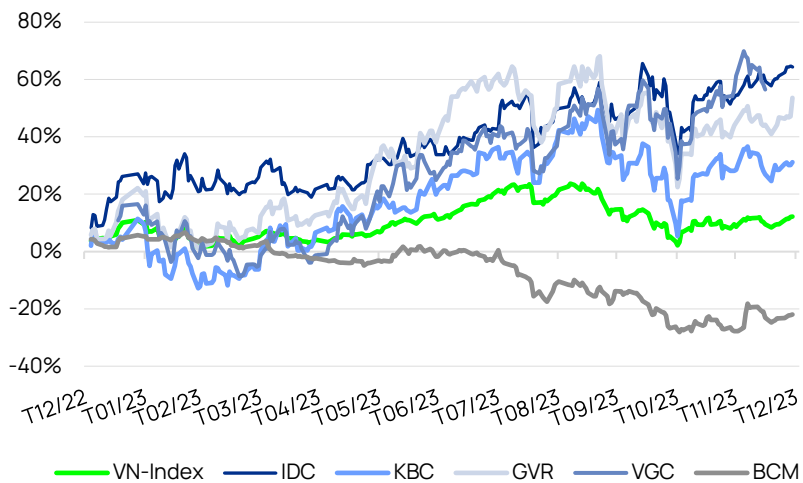
	Cơ sở hạ tầng			Lực lượng lao động		Môi trường kinh doanh		Ổn định chính trị
	Hiệu quả logistic	Chất lượng đường	Chất lượng cảng	Hiệu suất lao động (USD/người/năm)	Lực lượng lao động sẵn sàng (triệu người)	Chỉ số thuận lợi kinh doanh	Chỉ số minh bạch bất động sản (càng thấp càng tốt)	
Việt Nam	3,2	3,4	3,8	7.029	66,6	69,7	3,4	-0,03
Thái Lan	3,7	4,4	4,1	11.476	50,1	80,6	2,6	-0,38
Indonesia	2,9	4,2	4,3	8.259	183,9	69,7	2,9	-0,44
Philippines	3,2	3,7	3,7	8.694	71,8	63,1	2,9	-0,71
Malaysia	3,6	5,3	5,2	24.544	23,2	81,7	2,6	0,14
Trung Quốc	4,0	4,6	4,5	21.803	988,5	77,2	2,5	-0,44
Ấn Độ	3,2	4,5	4,5	6.305	940,4	71,1	2,7	-0,57
Trung vị	3,2	4,4	4,3	8.694	71,8	71,1	2,7	-0,44

Những rủi ro khác ảnh hưởng đến triển vọng KCN trong dài hạn

- ✓ **Nguy cơ thiếu điện nghiêm trọng.** Chúng tôi dự báo Việt Nam sẽ có đủ nguồn cung điện vào năm 2024 so với tình trạng thiếu điện vào năm 2023, điều này cũng sẽ giúp hỗ trợ triển vọng đầu tư cho FDI. Chúng tôi dự báo nguồn cung điện ở mức đủ vào năm 2024 do Bộ Công Thương ban hành Quyết định 3110 vào đầu tháng 12/2023, đặt kế hoạch cung cấp 306 tỷ kWh công suất điện cho năm 2024, chúng tôi ước tính tương ứng mức tăng 6-9% so với năm 2023. Chúng tôi tin rằng con số này đủ để đáp ứng nhu cầu điện vào năm 2024, chúng tôi dự báo nhu cầu điện năm 2024 sẽ tăng 7,7% YoY.
- ✓ **Xu hướng năng lượng xanh.** Vì Việt Nam đã cam kết đạt mức phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050, phù hợp với Hội nghị COP26, cùng với các yêu cầu khắt khe hơn về năng lượng xanh khi xuất khẩu sang EU và Mỹ, các chủ đầu tư KCN cần phải thích nghi và giảm lượng khí thải carbon. Các chủ đầu tư KCN có thể mất lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ nếu không đảm bảo được các yêu cầu này.
- ✓ **Rủi ro về lợi thế cạnh tranh.** Mặc dù chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn có lợi thế về chi phí khi so sánh với Trung Quốc và các quốc gia trong khu vực và đã nỗ lực cải thiện các yếu tố phi chi phí như cơ sở hạ tầng và hiệu suất lao động, nhưng nếu những yếu tố này không được cải thiện đủ nhanh, Việt Nam có thể mất cơ hội cạnh tranh trong việc thu hút FDI so với các nước có chi phí thấp tương tự như Ấn Độ, Philippines và Indonesia.

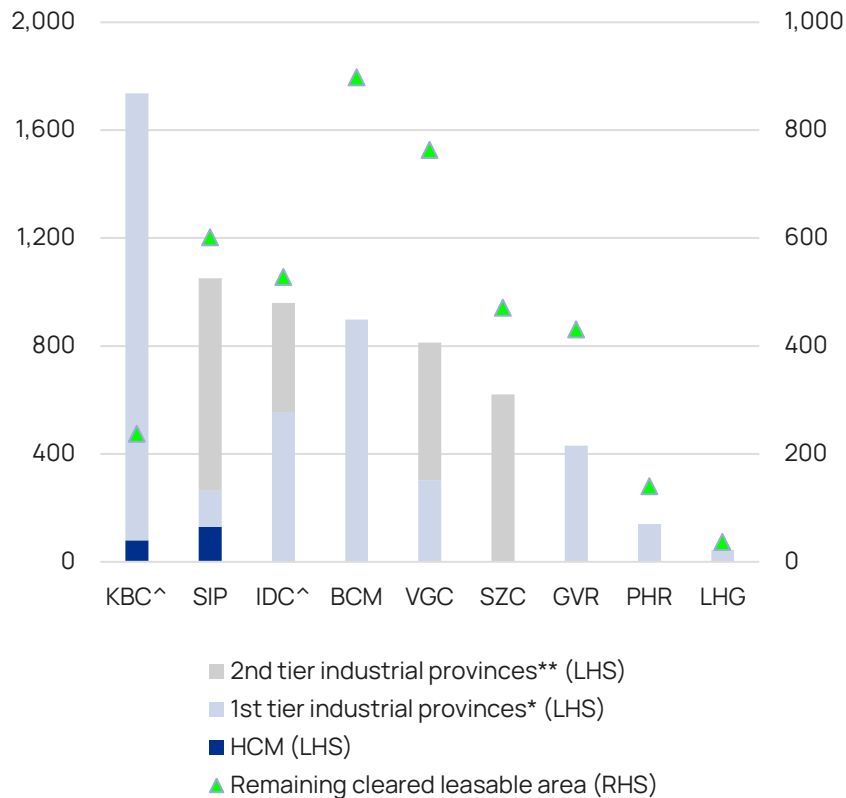
Diễn biến giá cổ phiếu một số cổ phiếu KCN và VN-Index

	VN-Index	GVR	PHR	KBC	LHG	IDC	SZC	SIP	VGC	BCM	NTC
2022 Q1	0%	-8%	13%	-13%	8%	10%	12%	-1%	22%	15%	11%
2022 Q2	-20%	-34%	-20%	-18%	-43%	-31%	-41%	-25%	-19%	-9%	-21%
2022 Q3	-5%	-7%	-15%	-11%	-23%	-1%	-9%	4%	-2%	35%	0%
2022 Q4	-11%	-34%	-28%	-17%	-15%	-36%	-36%	-37%	-34%	-11%	-33%
2023 Q1	6%	12%	2%	0%	4%	29%	13%	31%	-1%	3%	1%
2023 Q2	5%	25%	16%	21%	19%	3%	23%	28%	28%	-4%	45%
2023 Q3	3%	1%	2%	9%	26%	9%	17%	7%	9%	-12%	11%
2023 Q4	-2%	9%	5%	-1%	-9%	13%	26%	5%	18%	-9%	6%
2022	-33%	-63%	-45%	-47%	-60%	-52%	-61%	-51%	-36%	26%	-42%
2023	12%	54%	26%	31%	42%	64%	104%	87%	62%	-22%	71%

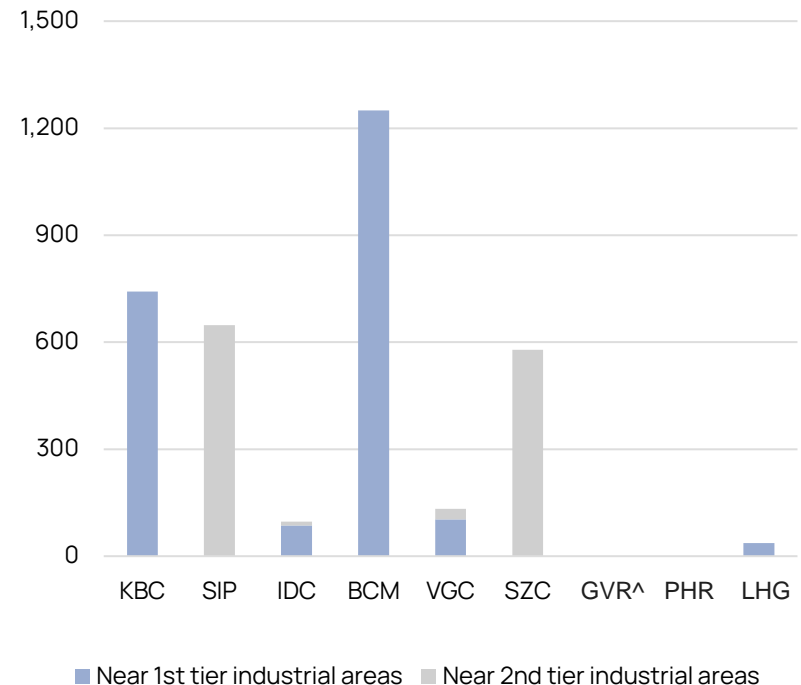


Quỹ đất của các chủ đầu tư KCN đáng chú ý

Diện tích có thể cho thuê còn lại (ha) của các dự án KCN của một số chủ đầu tư KCN đã được chấp thuận đầu tư tính đến quý 3/2023



Tổng diện tích (ha) của các dự án khu đô thị trong kế hoạch của một số chủ đầu tư KCN

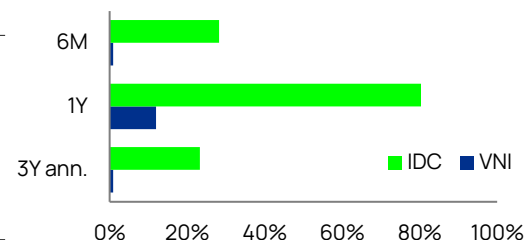


Nguồn: Vietcap, Công Thông tin Chính phủ. Lưu ý: (^) Bao gồm KCN Tân Phước 1 của IDC và KCN Trảng Duyệt 3 của KBC mà chúng tôi dự kiến sẽ nhận được phê duyệt đầu tư vào đầu năm 2024; Không bao gồm KCN của các công ty liên kết/chi nhánh của công ty; (*) Chúng tôi đánh giá các KCN trong điểm có giá đất trung bình trên 100 USD/m²/kỳ; bao gồm các tỉnh cấp 1 hoặc các khu vực gần hệ thống cảng và các tỉnh cấp 1; (**) các khu vực khác có giá đất trung bình dưới 100 USD/m²/kỳ; (^) không có số liệu

IDC – Doanh số bán đất lớn chưa ghi nhận thúc đẩy lợi nhuận phục hồi trong năm 2024

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	52.100VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.485	6.580	8.190	10.094
Giá mục tiêu*	58.100VND	% YoY	74,0%	-12,1%	24,5%	23,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.726	1.722	2.564	3.636
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.768	1.111	1.772	2.574
TL tăng	+11,5%	% YoY	289,1%	-37,2%	59,6%	45,2%
Lợi suất cổ tức	5,8%	EPS	291,0%	-37,2%	59,6%	45,2%
Tổng mức sinh lời	+17,3%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	2.433	3.223	5.056	4.790
		Biên LN gộp	40,9%	31,1%	36,1%	40,7%
Ngành	KCN & Điện	Biên LN từ HĐKD	36,4%	26,2%	31,3%	36,0%
GT vốn hóa	17,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	23,6%	16,9%	21,6%	25,5%
Room KN	5,5 nghìn tỷ đồng	ROE	40,0%	23,0%	34,7%	42,2%
GTGD/ngày (30n)	146 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	21,8%	18,4%	-1,5%	-1,4%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	9,8x	15,6x	9,8x	6,7x
SL CP lưu hành	330,0 tr	P/B điều chỉnh	2,2x	2,2x	1,9x	1,6x
Pha loãng	330,0 tr					

* cập nhật ngày 09/11/2023



Tổng quan công ty:

Tổng CT IDICO (HNX: IDC) là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam với tổng diện tích hiện tại là 3,268 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm miền Nam và miền Bắc. IDC cũng đầu tư vào các nhà máy thủy điện, phân phối điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản.

Chủ đầu tư KCN hàng đầu với khả năng thu hút các khách thuê FDI lớn. IDC là chủ đầu tư KCN hàng đầu tại Việt Nam với diện tích KCN có thể cho thuê hiện tại đạt 631 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm. Công ty có thể tận dụng vị thế dẫn đầu và quỹ đất có vị trí đặc địa để thu hút các khách thuê chủ chốt như Hyosung, PepsiCo, Hòa Phát và Kinh Nổi.

Doanh số cho thuê đất KCN ổn định sẽ hỗ trợ tạo ra dòng tiền. IDC ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN đạt 122 ha trong 9 tháng đầu năm 2023 và chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN sẽ ổn định vào năm 2024/25 đạt 140/145 ha so với mức 138 ha vào năm 2023, do hoạt động sản xuất dự kiến sẽ phục hồi. Chúng tôi tin rằng IDC có thể duy trì đà tăng trưởng doanh số này nhờ quỹ đất có thể cho thuê còn lại lớn (~631 ha với ~85% đã giải phóng mặt bằng vào cuối quý 3/2023).

Lượng backlog BĐS KCN & nhà ở chưa ghi nhận lớn sẽ thúc đẩy triển vọng lợi nhuận năm 2024/25. Chúng tôi tin rằng IDC có thể duy trì dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức 60% và 45% YoY, chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) lượng backlog dự án KCN ước tính đạt 98 ha vào cuối năm 2023, (2) kỳ vọng của chúng tôi về doanh số cho thuê đất KCN tăng mạnh như đã đề cập bên trên và (3) doanh thu từ mảng BĐS nhà ở cao hơn trong năm 2024.

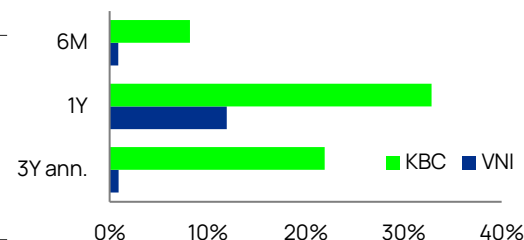
Triển vọng dài hạn sẽ được hỗ trợ bởi việc mở rộng kế hoạch KCN mới. Chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Tân Phước 1 sắp tới của IDC (tổng diện tích 470 ha, IDC sở hữu 65%) sẽ nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư vào đầu năm 2024 và bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ mảng BĐS KCN của IDC vào năm 2026. Ngoài ra, IDC đang tìm cách mở rộng tổng quỹ đất của công ty thêm ít nhất khoảng 1.400 ha trên tổng diện tích khu đất (không bao gồm KCN Tân Phước 1) trong 5 năm tới.

Rủi ro: Quá trình phê duyệt và phát triển các dự án KCN mới trong tương lai chậm hơn dự kiến.

KBC – Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vững chắc từ cho thuê tại quỹ đất mới

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	31.750VND	Doanh thu (tỷ đồng)	950	6.239	7.893	10.459
Giá mục tiêu*	35.200VND	% YoY	-77,6%	556,5%	26,5%	32,5%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	-245	3.159	3.555	4.877
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.526	2.216	2.371	3.405
TL tăng	+10,9%	% YoY	39,4%	45,2%	7,0%	43,6%
Lợi suất cổ tức	6,3%	EPS	39,4%	45,2%	7,0%	43,6%
Tổng mức sinh lời	+17,2%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	879	5.186	6.187	6.051
		Biên LN gộp	28,0%	64,1%	58,5%	57,6%
Ngành	KCN & BDS	Biên LN từ HĐKD	-25,7%	50,6%	45,0%	46,6%
GT vốn hóa	24,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	160,6%	35,5%	30,0%	32,6%
Room KN	6,9 nghìn tỷ đồng	ROE	10,2%	12,9%	12,7%	17,0%
GTGD/ngày (30n)	207 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	30,1%	12,7%	25,7%	34,6%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	16,0x	11,0x	10,3x	7,2x
SL CP lưu hành	767,6 tr	P/B	1,5x	1,3x	1,3x	1,2x
Pha loãng	767,6 tr					

* cập nhật ngày 31/10/2023



Tổng quan công ty

Thành lập năm 2002, KBC là một chủ đầu tư phát triển KCN tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 5.700 ha đất công nghiệp. Phần lớn đất đai của KBC nằm ở các trung tâm công nghiệp tại miền Bắc. Các khách hàng chính của KBC bao gồm LG, Foxconn, Canon và GoerTek.

Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ được hưởng lợi từ dòng vốn FDI tiếp tục đổ vào Việt Nam và hoạt động sản xuất ngày càng tăng nhờ quỹ đất lớn tại các trung tâm công nghiệp trọng điểm ở miền Bắc. Chúng tôi kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN trong tương lai sẽ được củng cố bởi các khách thuê chủ chốt như LG, Foxconn, Canon và GoerTek khi các nhà sản xuất lớn này mở rộng và/hoặc dịch chuyển cơ sở cung cấp sang Việt Nam.

Mở bán dự án mới dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN trong 2024. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng KBC sẽ ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN ổn định với 173 ha vào năm 2024 (so với 19 ha/162 ha vào các năm 2022/2023), chủ yếu đến từ việc bàn giao tại KCN NSHL (khoảng 70 ha) và KCN TD3 (khoảng 50 ha). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các cụm công nghiệp (CCN) mới Hưng Yên và Long An sẽ đóng góp khoảng 10 ha mỗi cụm để bàn giao cho công ty vào năm 2024. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng KCN TD3 sẽ nhận được phê duyệt đầu tư vào đầu năm 2024, sau đó công ty có thể bắt đầu mở bán và bàn giao vào năm 2024 với LG là khách thuê tiềm năng. LG cam kết đầu tư 1 tỷ USD để mở rộng sản xuất tại Hải Phòng, điều này có thể mang lại lợi ích cho KCN Trảng Duệ 3 khi hầu hết các nhà cung cấp và công ty con của LG (bao gồm cả LG Innotek) đều nằm trong KCN Trảng Duệ 1 & 2 của KBC, đã được lấp đầy toàn bộ.

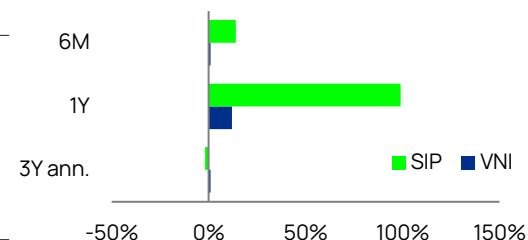
Doanh số bán đất KĐT dự kiến đóng góp đáng kể hơn vào lợi nhuận từ năm 2025. Chúng tôi ước tính KBC hiện sở hữu quỹ đất KĐT ~280 ha đã được giải phóng mặt bằng. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán đất KĐT được bàn giao vào các năm 2024/2025 đạt khoảng 8,5/18,9 ha so với mức bàn giao thấp vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng KĐT Phúc Ninh sẽ bàn giao trở lại vào năm 2024 (backlog chưa ghi nhận khoảng 9,5 ha) sau khi thanh toán tiền sử dụng đất còn lại. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng KĐT Trảng Cát sẽ bắt đầu mở bán và bàn giao đất từ năm 2025 sau khi sửa đổi quy hoạch 1/500.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Sự chậm trễ trong việc triển khai các dự án mới và/hoặc sự chậm trễ đầu tư từ các khách hàng tiềm năng.

SIP – Dòng tiền từ cho thuê đất KCN ổn định; định giá hấp dẫn

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	63.600VND	Doanh thu (tỷ đồng)	6.035	6.242	6.478	7.055
Giá mục tiêu*	83.000VND	% YoY	8,2%	3,4%	3,8%	8,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	794	739	862	999
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	977	817	861	1.005
TL tăng	+30,5%	% YoY	17,0%	-16,3%	5,3%	16,7%
Lợi suất cổ tức	3,1%	EPS	19,5%	-16,3%	5,3%	16,7%
Tổng mức sinh lời	+33,6%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	651	744	1.041	1.483
		Biên LN gộp	14,9%	13,6%	15,2%	16,1%
Ngành	KCN & Điện	Biên LN từ HĐKD	13,2%	11,8%	13,3%	14,2%
GT vốn hóa	11,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	16,2%	13,1%	13,3%	14,2%
Room KN	5,6 nghìn tỷ đồng	ROE	31,4%	24,3%	23,3%	24,0%
GTGD/ngày (30n)	6 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-92,8%	-46,6%	-41,4%	-49,7%
Cổ phần Nhà nước	1,8%	P/E	12,9x	15,4x	14,6x	12,5x
SL CP lưu hành	181,8 tr	Adjusted P/B	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x
Pha loãng	181,8 tr					

* cập nhật ngày 30/11/2023



Tổng quan công ty

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là nhà phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết hàng đầu có quỹ đất nằm ở các tỉnh công nghiệp phía Nam. SIP được thành lập bởi Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) và các đơn vị liên quan vào năm 2007. HĐKD chính của công ty là phát triển KCN, BĐS nhà ở và các lĩnh vực liên quan như tiện ích.

SIP là một trong những chủ đầu tư KCN niêm yết lớn nhất tại trung tâm công nghiệp miền Nam. SIP hiện sở hữu 4 KCN tại tỉnh Tây Ninh (~2.200 ha), TP.HCM (~500 ha) và Đồng Nai (~500 ha), tổng diện tích đất KCN đạt ~3.200 ha. SIP cũng vận hành 4 trạm biến áp điện và cung cấp nước cũng như các tiện ích khác trong các KCN của công ty, tạo ra thu nhập cốt lõi vững chắc.

Nguồn tiền mặt dồi dào và dòng tiền mạnh từ việc cho thuê đất KCN và thu nhập cốt lõi. SIP có lượng tiền mặt dồi dào đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (bao gồm tiền mặt, các khoản tương đương tiền và tiền gửi ngắn hạn) vào cuối quý 3/2023 và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu dao động từ 0,6 lần đến 1,2 lần trong giai đoạn 2020-9 tháng đầu năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ duy trì lượng tiền mặt dồi dào do chúng tôi dự báo dòng tiền từ việc cho thuê đất KCN sẽ đạt trung bình 1,1 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2023-2025 (+67% so với dòng tiền từ cho thuê đất KCN trong năm 2022) nhờ kỳ vọng của chúng tôi về doanh số cho thuê đất KCN trung bình đạt 41 ha mỗi năm trong giai đoạn 2023-2025 (+65% so với doanh số cho thuê đất KCN trong năm 2022). Ngoài ra, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp trung bình từ dịch vụ tiện ích KCN đạt 667 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2023-2025, +10% so với năm 2022.

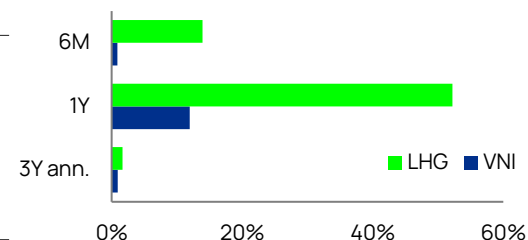
Quỹ đất còn lại đáng kể. Tính đến cuối quý 3/2023, SIP sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê còn lại đạt khoảng 600 ha, chúng tôi ước tính quỹ đất này sẽ có thể duy trì triển vọng doanh số cho thuê đất KCN của công ty. Chúng tôi tin rằng quỹ đất này sẽ tạo dư địa tăng trưởng dài hạn cho SIP vì chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng do nguồn cung đất hiện tại hạn chế ở các tỉnh miền Nam cũng như giá đất tăng. Ngoài ra, SIP còn ~170 ha đất KĐT đã giải phóng mặt bằng còn lại trong dự án KĐT Phước Đông – Giai đoạn A.

Rủi ro: Doanh số cho thuê đất KCN và/hoặc doanh thu từ tiện ích tăng chậm hơn dự kiến.

LHG – Nguồn tiền dồi dào, quỹ đất đang được định giá thấp

Khuyến nghị*	MUA		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	30.300VND	Doanh thu (tỷ đồng)	629	521	710	851
Giá mục tiêu*	37.900VND	% YoY	-19,5%	-17,2%	36,3%	19,9%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	197	211	317	400
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	204	209	286	344
TL tăng	+25,1%	% YoY	-31,2%	2,4%	36,7%	20,6%
Lợi suất cổ tức	6,3%	EPS	% YoY -33,2%	2,4%	36,7%	20,6%
Tổng mức sinh lời	+31,4%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	234	395	506	527
		Biên LN gộp	40,8%	50,6%	54,1%	56,0%
Ngành	KCN & BDS	Biên LN từ HĐKD	31,3%	40,6%	44,6%	47,0%
GT vốn hóa	1,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	32,4%	40,1%	40,2%	40,5%
Room KN	435 tỷ đồng	ROE	13,6%	13,3%	16,9%	18,5%
GTGD/ngày (30n)	3 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-70,5%	-65,1%	-44,6%	-31,0%
Cổ phần Nhà nước	48,7%	P/E	8,8x	8,6x	6,3x	5,2x
SL CP lưu hành	50,0 tr	P/B	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x
Pha loãng	50,0 tr					

* cập nhật ngày 27/09/2023



Tổng quan Công ty

LHG là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) tại tỉnh Long An với tổng diện tích đất 400 ha. Các dự án KCN của LHG nằm gần TP.HCM và các cảng của công ty (chỉ cách trung tâm TP.HCM 19 km về phía Nam). LHG do Công ty TNHH Phát triển Khu công nghiệp Tân Thuận (IPC) sở hữu 49%.

Chúng tôi tin rằng LHG được hưởng lợi chính từ nhu cầu đất KCN cao ở tỉnh Long An và TP.HCM. Ngoài quỹ đất đã được giải phóng mặt bằng có giá trị ở những vị trí đắc địa, chúng tôi tin rằng LHG có vị thế thuận lợi để nắm bắt nhu cầu đất KCN khi KCN Hiệp Phước lân cận đang gặp trở ngại pháp lý.

Chủ đầu tư KCN sở hữu nguồn tiền dồi dào với triển vọng tăng trưởng và kế hoạch phát triển vững chắc. Vào cuối quý 3/2023, LHG có lượng tiền mặt ròng dồi dào (1,0 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, KCN LH3.1 (tổng diện tích 124 ha) đã hoàn thành đến bù 91% và đã thanh toán 83% tiền sử dụng đất. Chúng tôi ước tính quỹ đất KCN có thể cho thuê còn lại khoảng 44 ha (bao gồm backlog khoảng 7 ha) có thể mang lại doanh thu 2,6 nghìn tỷ đồng với giá trung bình giá định là 246 USD/m² (giá chào bán hiện tại là khoảng 260 USD/m²). Ngoài ra, LHG có kế hoạch mở rộng diện tích KCN thêm 290 ha từ dự án KCN Long Hậu mở rộng – Giai đoạn 2 (LH3.2) với diện tích 90 ha và KCN An Định 200 ha và kỳ vọng các dự án này sẽ nhận được phê duyệt đầu tư vào cuối năm 2023, như đã đề cập trong tài liệu ĐHCĐ. Chúng tôi vẫn chưa đưa hai dự án này vào định giá.

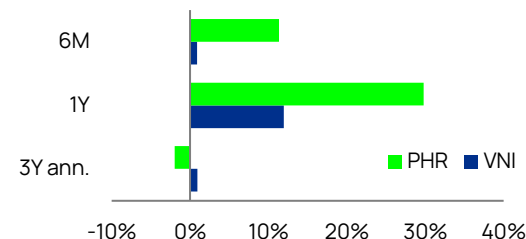
Mảng cho thuê NXXS & khu lưu trú dự kiến mang lại dòng tiền ổn định. Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp từ mảng này sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 15% trong giai đoạn 2023-2025, với lợi nhuận gộp trung bình đạt 92 tỷ đồng/năm, chiếm 25% dự báo lợi nhuận gộp của chúng tôi cho LHG. Chúng tôi ước tính khoảng 28 ha diện tích cho thuê còn lại tại KCN LH3.1 (9 ha) và Khu công nghệ cao Đà Nẵng (19 ha) của LHG sẽ được dành cho phát triển NXXS và xây dựng nhà máy theo yêu cầu.

Rủi ro: Tỷ lệ hấp thụ và giá cho thuê đất KCN thấp hơn dự kiến; số tiền phải trả cho quá trình giải phóng mặt bằng cao hơn dự kiến.

PHR – KCN VSIP III dự kiến đóng góp lợi nhuận từ năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	49.700VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.709	1.375	1.385	2.131
Giá mục tiêu*	53.200VND	% YoY	-12,2%	-19,5%	0,7%	53,8%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	245	188	136	568
		% YoY	-33,8%	-23,1%	-27,8%	317,9%
TL tăng	+7,0%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	885	523	446	799
Lợi suất cổ tức	6,0%	% YoY	85,4%	-40,9%	-14,8%	79,1%
Tổng mức sinh lời	+13,1%	EPS	85,4%	-40,9%	-14,8%	79,1%
		Biên LN gộp	23,5%	22,7%	19,0%	36,1%
Ngành	Cao su & KCN	Biên LN từ HĐKD	14,3%	13,7%	9,8%	26,7%
GT vốn hóa	6,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	51,8%	38,1%	32,2%	37,5%
Room KN	2,2 nghìn tỷ đồng	ROE	28,2%	16,0%	13,5%	22,2%
GTGD/ngày (30n)	13 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-62,2%	-46,3%	-27,2%	-3,4%
Cổ phần Nhà nước	66,6%	P/E	8,5x	14,3x	16,8x	9,4x
SL CP lưu hành	135,5 tr	P/B điều chỉnh	1,8x	1,8x	1,7x	1,6x
Pha loãng	135,5 tr					

* cập nhật ngày 21/12/2023



Tổng quan công ty:

PHR là một trong những công ty sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất tại Việt Nam. Công ty hiện sở hữu quỹ đất 15.000 ha tại tỉnh Bình Dương. Ngoài ra, PHR cũng vận hành các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương thông qua các công ty con và công ty liên kết. PHR là công ty con của Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR). GVR sở hữu 66,6% cổ phần tại PHR.

Chuyển đổi chiến lược sang phát triển KCN để đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn. PHR hiện đã tích lũy được ~15.000 ha quỹ đất cao su tại tỉnh Bình Dương và dự kiến sẽ chuyển đổi thành quỹ đất KCN trong tương lai.

Quỹ đất cao su lớn có thể chuyển đổi sang đất KCN hưởng lợi từ nguồn cung hạn chế tại Bình Dương. Chúng tôi kỳ vọng PHR sẽ bắt đầu cho thuê đất KCN tại KCN Tân Lập 1 (tổng diện tích ~200 ha; đang chờ phê duyệt quy hoạch tổng thể 1/2000) và cụm công nghiệp Tân Định (~300 ha; đang chờ phê duyệt đầu tư) vào năm 2025, trong khi KCN Tân Bình mở rộng (~1.055 ha; đang chờ phê duyệt đầu tư) có thể bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng thủ tục pháp lý cho các dự án này sẽ được cải thiện vào năm 2024 sau khi quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương được phê duyệt. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng việc xin phê duyệt đầu tư cho các cụm công nghiệp sẽ ít khó khăn hơn so với các KCN mới vì cụm công nghiệp có tổng diện tích bằng hoặc dưới 75 ha và có thể nhận được phê duyệt đầu tư từ chính quyền cấp tỉnh thay vì từ Thủ tướng.

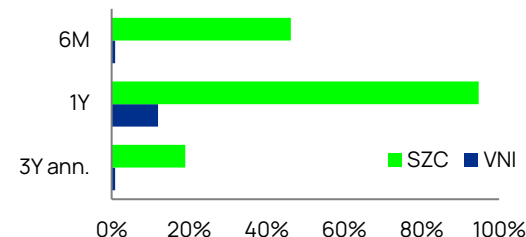
Đóng góp thu nhập tăng từ doanh số cho thuê đất KCN dự kiến của các công ty liên kết tại VSIP 3 và NTU3. Theo thỏa thuận giữa PHR và VSIP, PHR được nhận 20% lợi nhuận từ doanh số cho thuê đất KCN của VSIP III. Ngoài ra, PHR đang xin chấp thuận từ công ty mẹ Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR) để đầu tư vào 20% cổ phần của VSIP III theo mệnh giá (400 tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng những điều này sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của PHR từ năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi dự báo KCN NTU3 của NTC (công ty liên kết do PHR sở hữu 33%) sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VSIP III và NTU3 sẽ đóng góp 177 tỷ đồng thu nhập, tương đương 30% kế hoạch LNTT của PHR trong năm 2024 (so với 94 tỷ đồng, tương đương 14% LNTT của PHR trong năm 2023).

Cổ tức tiền mặt hấp dẫn. Chúng tôi giả định cổ tức tiền mặt năm 2023 đạt 3.000 đồng/cổ phiếu (tương đương lợi suất cổ tức 6,3%) – bằng mức cổ tức tiền mặt tối thiểu năm 2023 đã được ĐHCĐ phê duyệt. Trong giai đoạn 2024-2025, chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt đạt 2.500 đồng/cổ phiếu mỗi năm.

SZC – Dự án BĐS nhà ở dự kiến dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024

Khuyến nghị*	PHTT		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)**	36.400VND	Doanh thu (tỷ đồng)	859	756	829	1.022
Giá mục tiêu*	34.300VND	% YoY	20,4%	-12,0%	9,6%	23,3%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	260	300	363	513
		% YoY	-32,8%	15,6%	21,1%	41,2%
TL tăng	-5,8%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	197	215	275	404
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-39,0%	9,0%	28,0%	46,6%
Tổng mức sinh lời	-5,8%	EPS	-38,4%	9,0%	4,3%	46,6%
		Biên LN gộp	36,1%	45,7%	49,9%	56,2%
Ngành	KCN & BĐS	Biên LN từ HĐKD	30,2%	39,7%	43,9%	50,2%
GT vốn hóa	6,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	23,0%	28,4%	33,2%	39,5%
Room KN	1,1 nghìn tỷ đồng	ROE	13,2%	13,2%	11,2%	12,0%
GTGD/ngày (30n)	63 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	151,8%	121,3%	31,4%	27,3%
Cổ phần Nhà nước	57,7%	P/E	29,4x	27,0x	25,9x	17,6x
SL CP lưu hành**	180,0 tr	P/B điều chỉnh	3,2x	2,8x	2,0x	1,7x
Pha loãng**	180,0 tr					

* cập nhật ngày 29/12/2023; ** Giá cổ phiếu và giá mục tiêu của SZC được điều chỉnh do phát hành quyền (ngày GD không hưởng quyền là ngày 05/01/2024)



Tổng quan công ty

SZC là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) và khu đô thị (KĐT) hàng đầu tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu (cách trung tâm TP.HCM 60-85 km) với tổng diện tích quỹ đất ~2.300 ha. SZC là công ty con của Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp (UPCoM: SNZ), là tập đoàn cổ phần Nhà nước do tỉnh Đồng Nai thành lập.

Chúng tôi tin rằng SZC là một trong những đơn vị được hưởng lợi chính từ các dự án cơ sở hạ tầng lớn, bao gồm cụm cảng Cái Mép đang phát triển nhanh, Sân bay Quốc tế Long Thành sắp triển khai ở tỉnh Đồng Nai và tiềm năng phát triển Đường cao tốc Biên Hòa-Vũng Tàu. SZC hiện sở hữu 1.810 ha đất đã đền bù và giải phóng mặt bằng. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tăng tốc khai thác quỹ đất đã được giải phóng mặt bằng và có chi phí thấp - đặc biệt là đối với các dự án KĐT - điều này sẽ mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể.

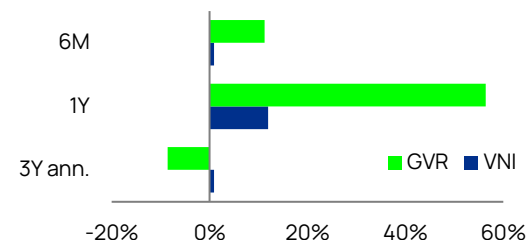
Các dự án BĐS nhà ở góp phần tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi dự báo doanh thu từ KĐT Hữu Phước sẽ tăng lần lượt 35%/31% YoY vào năm 2024/25 do (1) thị trường nhà ở dự kiến cải thiện so với năm 2023 và (2) giai đoạn thứ hai của khu shophouse tại KĐT Hữu Phước bắt đầu được mở bán vào tháng 11/2023 (việc xây dựng các căn shophouse này gần như đã hoàn thành). Trong khi đó, chúng tôi dự báo KĐT Châu Đức (579 ha) sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2027 vì SZC đạt mục tiêu hoàn tất việc bồi thường đất cho dự án KĐT & KCN Châu Đức vào năm 2026, điều này cần được hỗ trợ bởi bảng cân đối kế toán mạnh hơn sau đợt phát hành quyền sắp tới.

Dự địa lớn để ghi nhận lợi nhuận từ việc tăng doanh số cho thuê và tăng giá đất KCN. Do nguồn cung ngày càng hạn chế ở các khu công nghiệp cấp 1 (tỷ lệ lấp đầy ~ 82% vào cuối quý 3/2023 đối với các tỉnh miền Nam, theo CBRE), chúng tôi kỳ vọng SZC sẽ ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN cao hơn trong dài hạn khi công ty có quỹ đất có thể cho thuê còn lại lớn, đạt ~620 ha tại KCN Châu Đức, tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu. Ngoài ra, chúng tôi ước tính giá cho thuê đất tại KCN Châu Đức đạt ~80 USD/m², hiện thấp hơn ~36% so với giá thuê đất KCN trung bình tại tỉnh BR-VT, điều này cho thấy tiềm năng tăng giá. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng KCN của SZC sẽ tăng lên 54%-60% trong giai đoạn 2023-2025 (so với mức 40% vào năm 2022) do giá bán trung bình (ASP) cao hơn.

GVR – Mảng cao su và gỗ được kì vọng phục hồi trong năm 2024

Khuyến nghị*	KKQ		2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	21.200VND	Doanh thu (tỷ đồng)	25.426	22.490	24.513	26.964
Giá mục tiêu*	17.600VND	% YoY	-2,9%	-11,5%	9,0%	10,0%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	3.988	2.846	3.520	4.241
		% YoY	-26,0%	-28,6%	23,7%	20,5%
TL tăng	-17,0%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	3.839	2.634	3.138	3.844
Lợi suất cổ tức	1,4%	% YoY	-7,7%	-31,4%	19,2%	22,5%
Tổng mức sinh lời	-15,6%	EPS	-7,7%	-31,4%	19,2%	22,5%
		Biên LN gộp	24,9%	22,2%	23,6%	24,7%
Ngành	Cao su & KCN	Biên LN từ HĐKD	15,7%	12,7%	14,4%	15,7%
GT vốn hóa	85,1 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	15,1%	11,7%	12,8%	14,3%
Room KN	10,7 nghìn tỷ đồng	ROE	7,9%	5,3%	6,1%	7,2%
GTGD/ngày (30n)	41 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-15,3%	-17,8%	-22,6%	-29,5%
Cổ phần Nhà nước	96,8%	P/E	22,1x	32,2x	27,0x	22,1x
SL CP lưu hành	4,0 tỷ	P/B điều chỉnh	1,6x	1,6x	1,5x	1,4x
Pha loãng	4,0 tỷ					

* cập nhật ngày 03/01/2024



Tổng quan công ty

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR) và các công ty liên kết quản lý quỹ đất lớn ~407.800 ha (~97% trong số đó là các đồn điền cao su) trên khắp Việt Nam, Campuchia và Lào. Hoạt động kinh doanh chính của GVR bao gồm cao su tự nhiên, sản phẩm từ cao su, khu công nghiệp (KCN) và chế biến gỗ.

Chuyển đổi chiến lược sang phát triển KCN để đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn. GVR là nhà xuất khẩu cao su tự nhiên lớn nhất tại Việt Nam và có kế hoạch chuyển đổi ~40.000 ha đất cao su thành đất KCN vào năm 2030, từ quỹ đất cao su khổng lồ ở Việt Nam đạt ~280.000 ha.

Diện tích đất cao su lớn có thể chuyển đổi thành đất KCN nhưng cần có thời gian để mở khóa giá trị. Chúng tôi định giá quỹ đất KCN của GVR dựa trên tổng cộng ~21.000 ha diện tích đất cao su có thể chuyển đổi thành đất KCN (~6.000 ha) và diện tích cơ sở hạ tầng (~15.000 ha) trong giai đoạn 2020-2031. Chúng tôi có quan điểm thận trọng so với kế hoạch của GVR chủ yếu do hầu hết các dự án KCN sắp tới của công ty đang chờ phê duyệt đầu tư và việc chuyển đổi đất cao su sang đất KCN cần có 1 khuôn khổ pháp lý rõ ràng hơn. GVR có quỹ đất cao su lớn tại Việt Nam, quy mô ~280.000 ha và có kế hoạch chuyển ~40.000 ha sang đất KCN vào năm 2030. Tại ĐHCĐ thường niên tháng 6/2023, ban lãnh đạo cho biết công ty hiện đang tập trung vào 8 dự án với tổng diện tích ~2.900 ha, dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng vào năm 2024.

Chúng tôi dự báo mảng cao su và gỗ sẽ phục hồi vào năm 2024. Đối với mảng cao su, chúng tôi kỳ vọng rằng giá bán trung bình (ASP) cao su của GVR sẽ tăng 5% vào năm 2024 (so với mức giảm ước tính 9% YoY của chúng tôi đối với ASP cao su năm 2023) khi mức tiêu thụ toàn cầu phục hồi (theo báo cáo của Ngân hàng Thế giới vào tháng 10/2023). Trung Quốc (chiếm ~70% xuất khẩu cao su của Việt Nam trong giai đoạn 2022-2023) dự kiến sẽ duy trì sản lượng bán ô tô ổn định và thúc đẩy các hoạt động sản xuất. Đối với mảng gỗ, chúng tôi cho rằng doanh thu chế biến gỗ của GVR sẽ phục hồi khi chúng tôi dự báo xuất khẩu sản phẩm gỗ của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức 1 chữ số vào năm 2024, so với mức giảm 15,5% YoY vào năm 2023. Sự phục hồi dự kiến trong tiêu thụ gỗ cũng sẽ dẫn đến mức lỗ thấp hơn cho công ty gỗ liên kết lớn của GVR (MDF VRG Dongwha) vì chúng tôi dự báo lỗ ròng năm 2024 từ các công ty liên kết của GVR đạt 12 tỷ đồng, so với mức lỗ 244 tỷ đồng dự kiến vào năm 2023.

Ngành Dầu khí

Hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước bước vào chu kỳ mới vào năm 2024

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024



Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

ngan.ly@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.532

Dương Tấn Phước
Chuyên viên

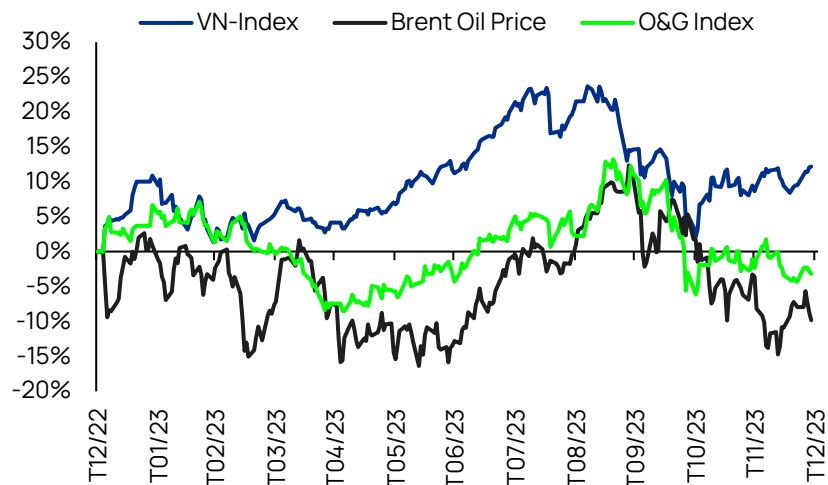
phuoc.duong@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.135

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

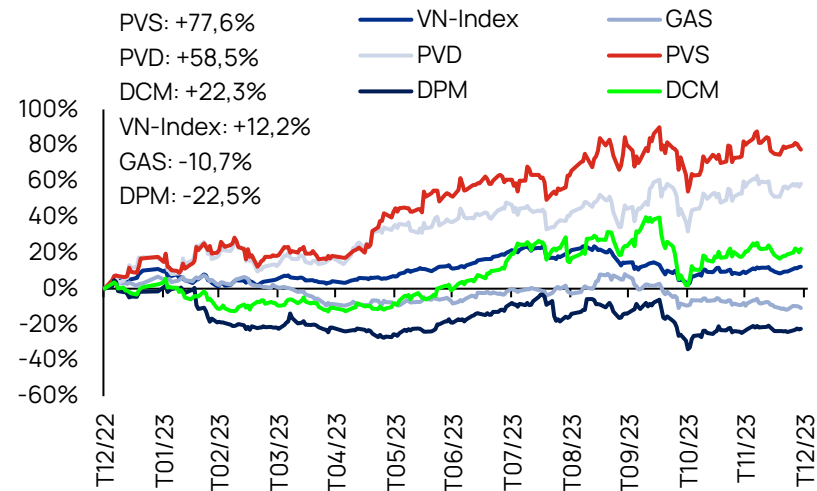
duong.dinh@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.140

Diễn biến giá các cổ phiếu Dầu khí

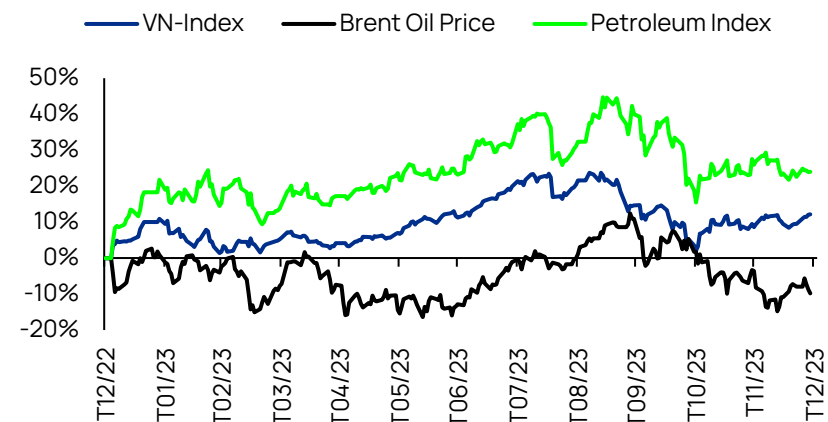
Chỉ số Nhóm Dầu khí Vietcap theo dõi vs VN-Index



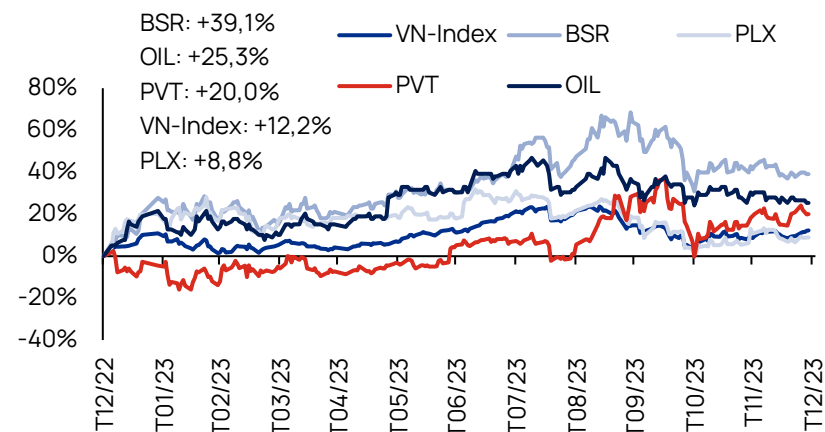
Các cổ phiếu Dầu khí Vietcap theo dõi vs VN-Index



Chỉ số Nhóm Xăng dầu Vietcap theo dõi vs VN-Index



Các cổ phiếu Xăng dầu Vietcap theo dõi vs VN-Index



Nguồn: Fiinpro, Vietcap. Lưu ý: Các chỉ số nhóm Dầu khí và Xăng dầu được tính theo bình quân gia quyền giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu được thể hiện; dữ liệu tính đến ngày 29/12/2023

Ngành Dầu khí: Hoạt động thăm dò & khai thác trong nước sẽ phục hồi vào năm 2024

Tổng quan

- **Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình đạt 83 USD/thùng trong năm 2024, sau đó sẽ bình thường hóa ở mức 75 USD/thùng trong giai đoạn 2025-2028.** Trong năm 2023, giá dầu Brent trung bình đạt 82 USD/thùng, giảm 17% so với mức cơ sở cao của năm 2022. Bloomberg dự báo giá dầu Brent trung bình đạt 86 USD/thùng trong năm 2024. Rủi ro giảm đối với dự báo của chúng tôi là tăng trưởng kinh tế toàn cầu yếu hơn dự kiến và mức cắt giảm sản lượng của OPEC+ thấp hơn dự kiến.
- **Chúng tôi dự báo giá LNG nhập khẩu vào Việt Nam đạt 12-13 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2024-2028, hỗ trợ nhập khẩu LNG từ năm 2024.** Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo giá khí trung bình năm 2024 đạt 12,8 USD/triệu BTU (+24% YoY) do nhu cầu tăng nhẹ và nguồn cung tiếp tục thắt chặt.
- **Chúng tôi tin rằng các hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) trong nước sẽ bước vào chu kỳ mới vào năm 2024,** được hỗ trợ bởi kỳ vọng giá dầu Brent ổn định trong giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi và luật dầu khí sửa đổi của Việt Nam có hiệu lực từ ngày 01/07/2023. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư E&P trong nước cho phân khúc thượng nguồn và trung nguồn đạt 14 tỷ USD trong giai đoạn 2023-2033, tương ứng đạt trung bình 1,4 tỷ USD mỗi năm. Con số này gấp đôi tổng vốn đầu tư trong giai đoạn 2016-2022 và tương đương 80% vốn đầu tư trong giai đoạn đỉnh 2010-2015. Điều này sẽ mang lại lợi ích cho GAS, PVS và PVD.
- **PVS (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi của E&P toàn cầu/trong nước và tiềm năng to lớn của các dự án điện gió ngoài khơi.** PVS đã giành được trao thầu hạn chế (LLOA) cho 3 hợp đồng của dự án Lô B (EPCI#1-3) và đang đấu thầu các hợp đồng khác. 3 hợp đồng này dự kiến được giải ngân toàn bộ trong nửa đầu năm 2024, phù hợp với dự báo của chúng tôi về thời điểm có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của Lô B. Ngoài ra, PVS còn được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của điện gió ngoài khơi toàn cầu. Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 21% trong giai đoạn 2022-2025, được hỗ trợ bởi lượng backlog M&C giai đoạn 2023-2027 dự kiến đạt 5,7 tỷ USD và lợi nhuận trung bình dự kiến đạt ~493 tỷ đồng mỗi năm từ các liên doanh kho nổi FSO/FPSO trong giai đoạn 2023-2028.
- **Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CBTS của PVD sẽ tăng 2,4 lần YoY trong năm 2024,** nhờ 1) giá thuê ngày trung bình trong năm 2024 của PVD tăng 24% YoY đạt 98.500 USD được hỗ trợ bởi triển vọng thị trường giàn khoan tự nâng (JU) thắt chặt và 2) mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan phục hồi do chúng tôi kỳ vọng vào sự phục hồi của hoạt động E&P trong nước.
- **Chính phủ Việt Nam dự báo mức tiêu thụ xăng dầu sẽ tăng trưởng với CAGR đạt 3,4% trong giai đoạn 2022-2027** (gấp 4 lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu do Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) dự báo), điều này sẽ mang lại lợi ích cho PVT, BSR và PLX. **Chúng tôi đánh giá cao PVT (lựa chọn thứ hai của chúng tôi)** vì công ty này đã thành công trong việc mở rộng đội tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất và LPG thêm ~60% vào năm 2023 trong khi triển vọng giá thuê tàu chở dầu vẫn ổn định. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CBTS cốt lõi năm 2024 sẽ tăng 27% YoY do đóng góp cả năm từ 6 tàu mới được mua lại vào năm 2023 và thị trường tiếp tục thắt chặt.
- **Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách lớn giữa cung và cầu của xăng dầu trên toàn cầu trong năm 2024 sẽ hỗ trợ crack spreads của BSR.** Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CBTS của BSR sẽ đạt 7,4 nghìn tỷ đồng vào năm 2024, giảm 12% YoY nhưng vẫn gần với mức đỉnh của chu kỳ gần nhất vào năm 2017. Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2024 của PLX sẽ tăng 29%, được hỗ trợ bởi lợi nhuận trên mỗi lít xăng dầu tăng 5% YoY, tác động cả năm của chi phí quy định cao hơn ~ 3% kể từ đầu tháng 7/2023. Ngoài ra, việc kiểm soát chi phí đầu vào được cải thiện và n dự phòng hàng tồn kho giảm so với cùng kỳ năm trước cũng góp phần hỗ trợ dự báo của chúng tôi cho PLX, cùng với giá dầu dự kiến sẽ đi ngang trong năm 2024 so với mức giảm 17% YoY trong năm 2023.
- **DCM (lựa chọn thứ ba của chúng tôi) và DPM là những cổ phiếu có lợi suất cổ tức hấp dẫn (lợi suất dự kiến đạt 6% -10% trong 3 năm tới).** Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ phục hồi vào năm 2024 đối với DCM (+70% YoY) và DPM (+20% YoY), điều này có thể dẫn đến lợi suất cổ tức hấp dẫn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá urê trung bình ở Trung Đông sẽ tăng nhẹ đạt 370 USD/tấn vào năm 2024.

Ngành Dầu khí: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N, tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
PVS	MUA	756	51,4	49	204	7,6	38.000	43.700	11/1/23	15,0	1,8	16,8
PVT	MUA	352	51,0	49	123	4,5	26.400	30.300	11/3/23	14,8	1,1	15,9
DCM	KQ	697	75,6	49	274	3,2	32.400	33.800	11/17/23	4,3	9,3	13,6
BSR	KQ	2.378	92,0	49	1.175	3,8	18.600	20.400	11/13/23	9,7	3,8	13,4
PLX	KQ	1.809	75,9	20	605	1,1	34.500	37.800	11/16/23	8,7	2,9	11,6
PVD	KQ	643	50,5	49	171	4,7	28.300	31.000	11/20/23	9,5	1,8	11,3
GAS	PHTT	7.213	95,8	49	3.243	2,2	75.500	80.800	12/28/23	7,0	4,0	11,0
DPM	PHTT	536	59,6	49	208	2,2	33.300	31.500	11/17/23	-5,4	9,0	3,6

Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Tóm tắt định giá dựa trên lợi nhuận báo cáo

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023 (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	EV/ EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
PVS	38.000	4,9	32,4	27,2	19,7	22,3	16,8	13,2	8,3	8,7	1,4	-64,7
PVT	26.400	14,8	22,3	10,2	9,1	9,0	7,4	6,7	3,2	16,2	1,3	12,4
DCM	32.400	-76,1	70,3	14,5	10,6	18,1	10,6	9,3	4,6	16,9	1,8	-99,5
BSR	18.600	-43,1	-11,6	-8,5	7,2	6,9	7,8	8,5	3,3	12,4	1,1	-49,9
PLX	34.500	110,1	29,3	4,1	18,1	15,8	12,3	11,8	6,7	12,3	1,7	-38,4
PVD	28.300	N.M.	143,6	63,5	N.M.	43,9	18,0	11,0	6,5	6,7	1,1	2,6
GAS	77.000	-20,7	-10,1	13,6	14,3	15,1	16,8	14,8	10,0	15,9	2,8	-53,6
DPM	33.300	-87,1	20,2	62,6	8,0	22,7	18,9	11,6	5,2	7,2	1,1	-57,6

Diễn biến kém khả quan trong 6T 2023 nhưng cải thiện trong nửa cuối năm

- Trong năm 2023, giá dầu Brent trung bình đạt 82 USD/thùng (-17% YoY), phù hợp với dự báo của chúng tôi là 83 USD/thùng.
- Bắt đầu năm ở mức 86 USD/thùng, giá dầu Brent đã chạm đáy là 72 USD/thùng vào giữa tháng 6 trong bối cảnh dữ liệu kinh tế toàn cầu kém khả quan. Sự phục hồi từ tháng 7 đến tháng 10 được thúc đẩy bởi việc cắt giảm sản lượng của OPEC+, đặc biệt là từ Ả Rập Xê-út và Nga, trong bối cảnh lo ngại về căng thẳng địa chính trị. Tuy nhiên, lo ngại về nhu cầu của Trung Quốc giảm khiến giá dầu Brent tiếp tục giảm.

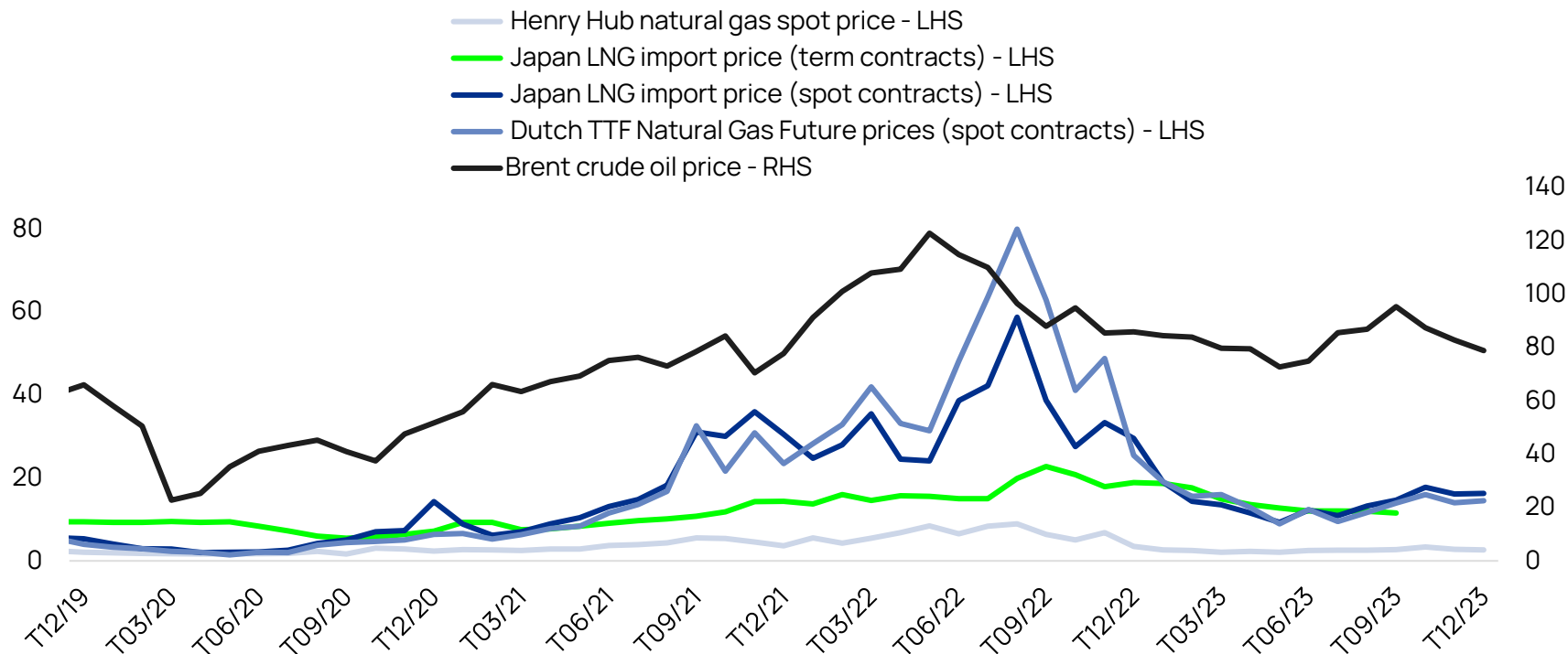
Giá dầu Brent (USD/thùng)



Giá khí tự nhiên và LNG toàn cầu giảm từ mức cao của năm 2022

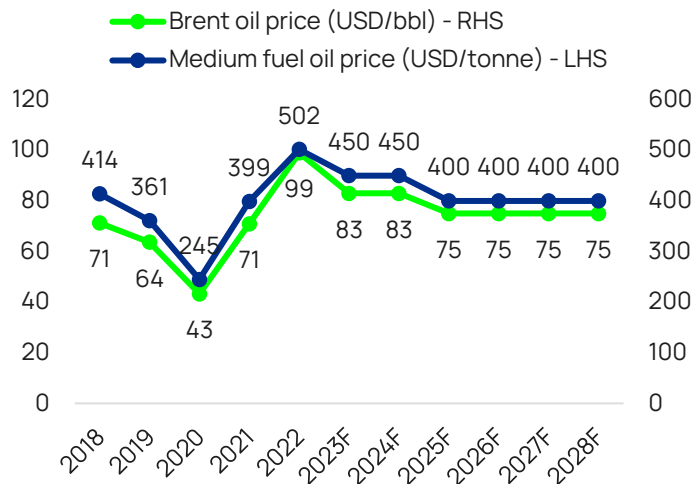
- Thị trường khí tự nhiên và LNG dần tái cân bằng vào năm 2023 sau cú sốc nguồn cung do căng thẳng từ xung đột Nga-Ukraine leo thang vào năm 2022.
- Giá khí tự nhiên & LNG trung bình tại các thị trường trọng điểm bao gồm Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản giảm mạnh 65% YoY trong năm 2023 so với mức cao của năm 2022. Cụ thể, giá khí tự nhiên & LNG giao ngay trung bình năm 2023 ở Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản lần lượt giảm 60% YoY, 71% YoY và 58% YoY.
- Các yếu tố tác động đến thị trường khí vào năm 2023 là 1) nhu cầu khí thấp do thời tiết ấm áp hơn bình thường và 2) tồn kho khí tự nhiên của Châu Âu cao hơn nhiều so với mức trung bình trong lịch sử.

Giá LNG giao ngay và kỳ hạn trên toàn cầu (USD/triệu BTU) so với giá dầu Brent (USD/thùng)



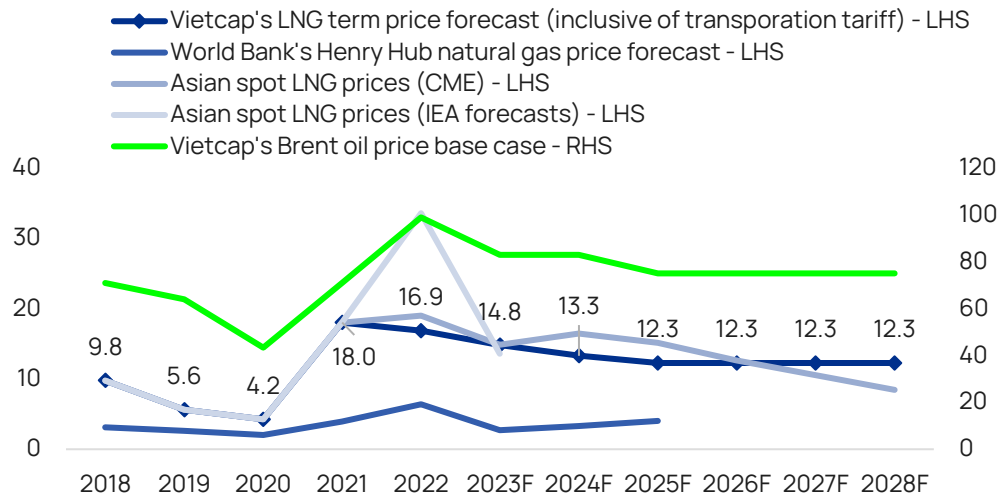
Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình ở mức 83 USD/thùng cho năm 2024 và 75 USD/thùng cho giai đoạn 2025-2028

Các giả định cơ sở về giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn) của Vietcap



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng) và giá LNG (USD/triệu BTU) của Vietcap



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Dự báo giá LNG của Vietcap (hợp đồng kỳ hạn) được tính dựa trên 13% giá dầu Brent + cước phí vận chuyển, theo các doanh nghiệp trong ngành. Dự báo của Ngân hàng Thế giới là vào tháng 10/2023 và dự báo của IEA là vào tháng 11/2023.

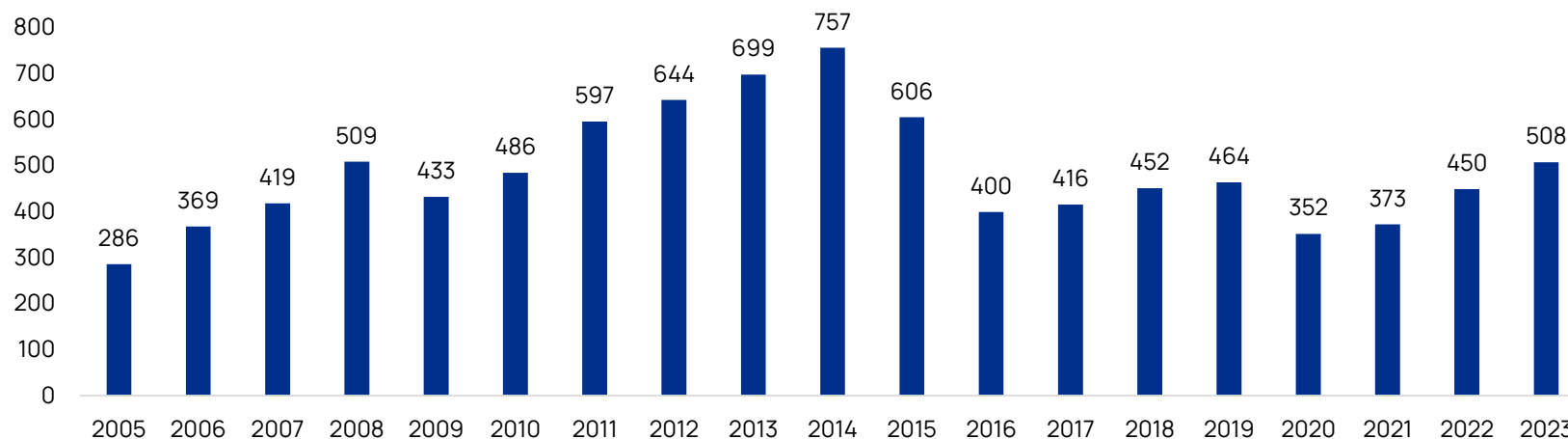
Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)

Tổ chức	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Ngày dự báo
Dự báo đồng thuận Bloomberg	85	83	77	77	N/A	12/2023
EIA	93	N/A	N/A	N/A	N/A	11/2023
Ngân hàng Thế giới	81	80	N/A	N/A	N/A	10/2023
Trung bình của các dự báo trên	86	81	77	77	N/A	
Giả định giá dầu của Vietcap	83	75	75	75	75	

Triển vọng hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) toàn cầu trong năm 2024

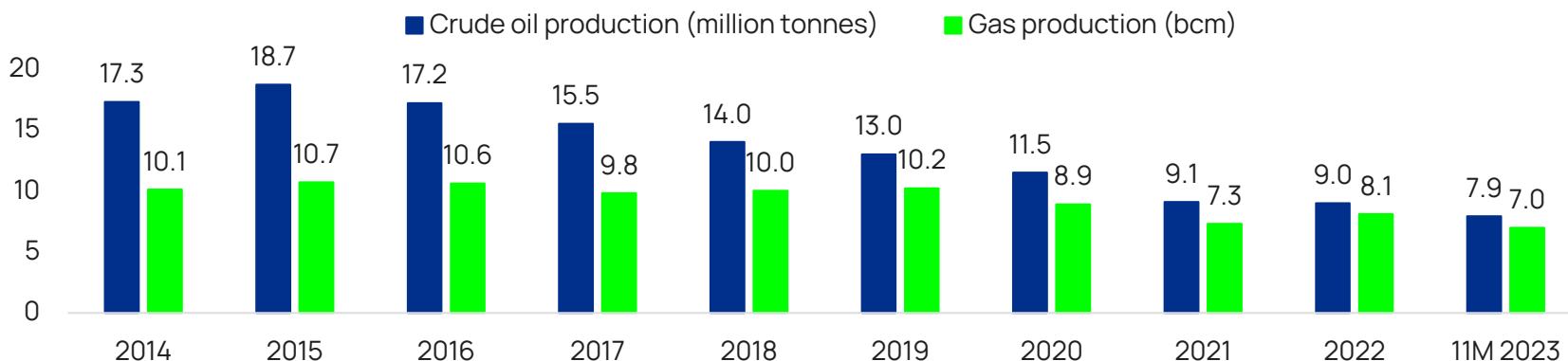
- **S&P Global dự báo chi tiêu toàn cầu cho lĩnh vực dầu khí thượng nguồn sẽ phục hồi với CAGR đạt 4% trong giai đoạn 2023-2027.** Ngoài ra, Diễn đàn Năng lượng Quốc tế dự báo chi tiêu toàn cầu cho lĩnh vực dầu khí thượng nguồn sẽ phục hồi với CAGR đạt 6% trong giai đoạn 2022-2025.
- **Trung Đông dẫn đầu sự phục hồi của E&P toàn cầu. Ả Rập Xê-út có kế hoạch tăng công suất từ 12,2 triệu thùng/ngày hiện tại lên 13,2 triệu thùng/ngày vào năm 2027.** Saudi Aramco đã lên kế hoạch phân bổ vốn đầu tư trị giá 45-55 tỷ USD (+20%-46% YoY) vào năm 2023, con số này sẽ tăng cho đến năm 2025 như một phần của chiến lược tăng công suất sản xuất dầu lên 13 triệu thùng/ngày vào năm 2027. Ngoài ra, ADNOC có kế hoạch tăng sản lượng từ 4,2 triệu thùng/ngày lên 5 triệu thùng/ngày vào năm 2027. Để thực hiện kế hoạch này, ADNOC dự kiến chi 150 tỷ USD vốn đầu tư trong 5 năm tới. 2 công ty này sẽ nắm giữ khoảng 70% nhu cầu của Trung Đông.
- **Đông Nam Á có triển vọng E&P khả quan.** Các quốc gia có hoạt động E&P đáng chú ý ở Đông Nam Á là Malaysia, Indonesia, Thái Lan và Việt Nam. Tại Malaysia, Petronas (công ty dầu khí quốc gia Malaysia) đặt mục tiêu vốn đầu tư đạt 24 tỷ USD cho ngành dầu khí trong giai đoạn 2023-2027, cao hơn 12% so với giai đoạn 2018-2022. Ngoài ra, PTT Exploration and Production (PTTEP) – công ty thăm dò và khai thác dầu khí quốc gia của Thái Lan – đã đặt mục tiêu sản lượng tăng trưởng với CAGR đạt 6,3% trong giai đoạn 2022-2027. Công ty cũng đặt mục tiêu chi 18 tỷ USD cho các hoạt động E&P trong giai đoạn 2023-2027.

Vốn đầu tư cho lĩnh vực dầu khí thượng nguồn (tỷ USD)



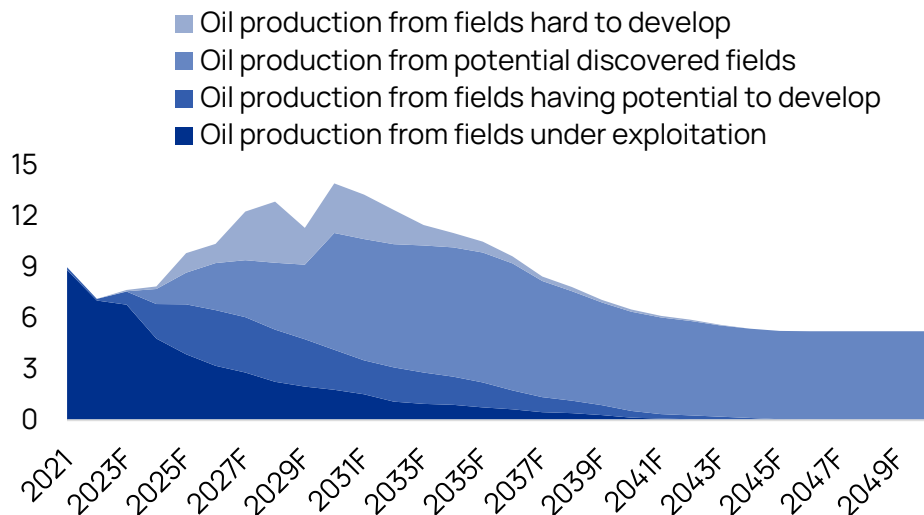
Hoạt động E&P của Việt Nam bước vào chu kỳ mới vào năm 2024

Sản lượng dầu thô và khí khai thác ở Việt Nam



Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Tổng cục Thống kê (TCTK), Vietcap

Triển vọng khai thác dầu thô của Việt Nam (triệu m³)



Triển vọng khai thác khí của Việt Nam (tỷ m³)

	2021-2030	2031-2050
Miền Bắc	0,9	0,2
Bắc Trung Bộ	0,0	0,0
Miền Trung	20,6	145,1
Nam Trung Bộ	0,0	0,0
Đông Nam Bộ	60,7	27,9
Tây Nam Bộ	35,8	70,0
Tổng cộng	118,0	243,1

Luật Dầu khí sửa đổi của Việt Nam sẽ khuyến khích đầu tư vào các dự án mới

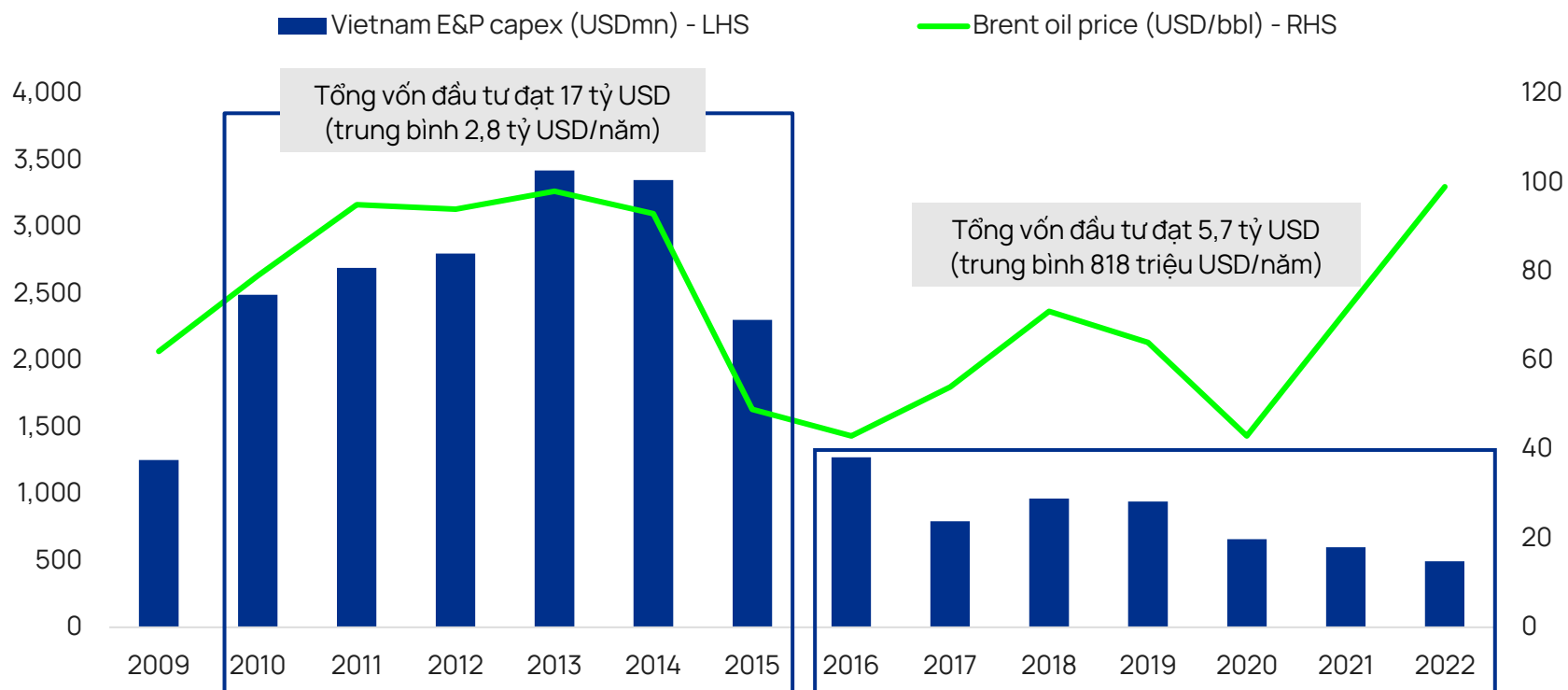
So sánh giữa Luật Dầu khí sửa đổi và cũ

	Luật Dầu khí cũ	Luật Dầu khí sửa đổi	Nhận xét của Vietcap
Gia hạn thời hạn của các hợp đồng dầu khí	Không quá 25 năm.	Không quá 30 năm.	Tạo điều kiện cho nhà đầu tư linh hoạt hơn về thời gian đầu tư; khuyến khích đầu tư dài hạn.
Ưu đãi thuế	Không có quy định về thuế ưu đãi cho các dự án đặc biệt.	Đối với các lô/mỏ dầu khí được hưởng chính sách ưu đãi đặc biệt/ưu đãi đầu tư, thuế thu nhập doanh nghiệp lần lượt là 25%/32% và thuế xuất khẩu dầu thô lần lượt là 5%/10%.	Giảm gánh nặng thuế cho các nhà đầu tư và khuyến khích đầu tư vào các dự án dầu khí.
Tỷ lệ thu hồi chi phí và tỷ lệ chia sẻ lợi nhuận	Tỷ lệ thu hồi chi phí và tỷ lệ chia sẻ lợi nhuận được thỏa thuận và đề cập trong hợp đồng dầu khí.	Các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng tỷ lệ chia sẻ lợi nhuận (50%-80%) giữa Việt Nam và nhà đầu tư nước ngoài sẽ cao hơn. Tỷ lệ thu hồi chi phí tối đa đối với các hợp đồng dầu khí được hưởng chính sách ưu đãi đầu tư và được hưởng chính sách ưu đãi đầu tư đặc biệt lần lượt là 70% và 80%. Theo những doanh nghiệp trong ngành, tỷ lệ thu hồi chi phí mới cao hơn so với tỷ lệ trước đây.	Tạo môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư vì tỷ lệ thu hồi chi phí cao hơn sẽ cho phép các nhà đầu tư thu hồi vốn đầu tư và chi phí hoạt động nhiều hơn.

Hoạt động E&P trong nước bước vào chu kỳ mới bắt đầu từ năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động E&P trong nước sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư E&P trong nước cho phân khúc thượng nguồn và trung nguồn đạt 14 tỷ USD trong giai đoạn 2023-2033, tương ứng đạt trung bình 1,4 tỷ USD mỗi năm. Con số này cao gấp đôi tổng vốn đầu tư trong giai đoạn 2016-2022 và tương đương ~80% tổng vốn đầu tư trong giai đoạn đỉnh 2010-2015.

Diễn biến vốn đầu tư E&P của Việt Nam (triệu USD) so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư E&P cho các dự án dầu khí trong nước đạt ít nhất 14 tỷ USD trong giai đoạn 2023-2033

Một số dự án dầu khí tại Việt Nam tiêu biểu trong giai đoạn 2023-2033

STT	Lô	Dự án	Vốn đầu tư* (triệu USD)	Trữ lượng dầu khí	Nhà đầu tư	Tình trạng	Thời điểm dự kiến đón dòng khí hoặc dầu đầu tiên	Vị trí
CÁC DỰ ÁN KHÍ								
1	52/97; 48/95	Lô B	5.186	107 tỷ m ³	PVN (42,9%), PVEP (26,8%), MOECO (22,6%), PTTEP (7,7%)	Dự kiến sẽ nhận được FID vào nửa đầu năm 2024.	2027	Bể Malay - Thổ Chu
2	117-119	Cá Voi Xanh	4.600	150 tỷ m ³	ExxonMobil (64%), PVN (36%)	Chuẩn bị kế hoạch phát triển mỏ.	2030	Bể Sông Hồng
3	15-1	Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B	1.100	24 tỷ m ³	Cửu Long JOC gồm PVEP (50%), ConocoPhillips (23,25%), KNOC (14,25%), SKI (9%), Geopetrol (3,5%)	Dự kiến sẽ nhận được FID vào nửa đầu năm 2024. PVS đang đấu thầu. GAS dự kiến sẽ hoàn thành phê duyệt nghiên cứu khả thi đường ống dẫn khí vào giữa năm 2024.	2026	Bể Cửu Long
4	112-113	Báo Vàng - Báo Đen	1.321	58 tỷ m ³	PVN (50%), Gazprom (50%)	Khai thác	N/A	Bể Sông Hồng
5	114	Kèn Bầu	N/A	200-250 tỷ m ³	Eni Vietnam B.V. (50%), Essar E&P Limited (50%),	Thăm dò	N/A	Bể Sông Hồng
6	46/07; 51	Nam Du - U Minh	N/A	4,8 tỷ m ³	Jadestone Energy (100%)	Chuẩn bị kế hoạch phát triển mỏ	N/A	Bể Malay - Thổ Chu
CÁC DỰ ÁN DẦU								
1	15/1-05	Lạc Đà Vàng	700	63 triệu thùng	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKI (25%)	Nhận được FID vào tháng 11/2023. Dự kiến PVS sẽ được trao hợp đồng M&C trong nửa đầu năm 2024.	2026-2027	Bể Cửu Long
2	09-2/09	Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	650	6 triệu thùng	Vietsovpetro (40%), PVEP (30%), AO Zarubezhneft (30%)	Trong giai đoạn phát triển	2025	Bể Cửu Long
Tổng cộng			13.557					

Cơ hội khoan từ các dự án dầu khí trong nước đang tăng lên

Một số công việc khoan tại Việt Nam

STT	Mỏ dầu khí	Vị trí	Nhà vận hành	Tình trạng	Khối lượng công việc	Ngày bắt đầu khoan
1	N/A	N/A	Vietsovpetro	Khả thi	540 ngày khoan	01/10/2023
2	N/A	N/A	Cửu Long JOC	Trước đấu thầu	N/A	01/02/2024
3	Sao Vàng – Đại Nguyệt	Bể Nam Côn Sơn	Idemitsu	Trước đấu thầu	2 giếng	01/03/2024
4	Tê Giác Trắng và Cá Ngừ Vàng	Bể Cửu Long	Hoàng Long - Hoàn Vũ JOC	Trước đấu thầu	1 hoặc 2 giàn, 4-6 giếng (540 ngày khoan)	01/04/2024
5	Lô 15-2/17 – Hải Sư Trắng/Hải Sư Đen	Bể Cửu Long	Murphy	Đấu thầu	1 giàn khoan JU, 1-6 giếng chắc chắn và 4 giếng tùy chọn (60-520 ngày khoan đối với giếng chắc chắn và 400 ngày khoan đối với các giếng tùy chọn)	30/06/2024
6	Lô 11-2 – Rồng Đồi	Bể Cửu Long	KNOC (nhà điều hành mới: Zarubezhneft)	Đấu thầu	2 giếng	6 tháng đầu năm 2024
7	Đại Hùng – Giai đoạn 3	Bể Cửu Long	Tổng CT Thăm dò Khai thác Dầu khí (PVEP)	Đấu thầu	1 giàn khoan JU, 12 giếng	15/07/2024
8	Lô 09-2 - Cá Ngừ Vàng	Bể Cửu Long	Vietsovpetro	Đấu thầu	2 giàn khoan JU (hợp đồng 2 năm cho mỗi giàn khoanJU)	09/2024
9	Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	Murphy	Khảo sát thị trường	1 giàn khoan JU, 8 giếng (800 ngày khoan)	2026
10	Lô 15-1	Bể Cửu Long	Cửu Long JOC	Trước đấu thầu	N/A	01/04/2025

GAS, PVS, & PVD hưởng lợi chính từ các dự án mới trong nước

Việc làm cho các công ty dầu khí từ các dự án đáng chú ý trong nước, giai đoạn 2023-2033

Các công ty có khối lượng công việc tiềm năng	Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B	Lạc Đà Vàng	Lô B	Cá Voi Xanh
GAS	Đầu tư đường ống và vận chuyển khí	Không có	Đầu tư đường ống và vận chuyển khí	Không có
PVS	1 CPP + 1-2 WHP	1 CPP + 1 WHP + 1 FSO	1 CPP + 46 WHPs + 1 FSO	1 WHP
PVD	1 giàn khoan JU	1 giàn khoan JU	1-2 giàn khoan JU	1 giàn khoan nửa chìm nửa nổi
Vietsovpetro + PXS	Không có	Không có	Không có	1 CPP (nhà thầu phụ)
PVB	Bọc đường ống			
PVC	Bùn và hóa chất khoan			
Giá trị hợp đồng* (triệu USD)	Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B	Lạc Đà Vàng	Lô B**	Cá Voi Xanh
GAS	350	N/A	N/A	N/A
PVS	250	283	3.313	830
PVD	220	294	857	N/A
Vietsovpetro + PXS	0	N/A	N/A	N/A
PVB	17	N/A	130	N/A
PVC	15	N/A	N/A	N/A
Others	248	N/A	886	N/A
Tổng vốn đầu tư (triệu USD)	1.100	700	5.186	4.600

Nguồn: Vietcap (* Vốn đầu tư ước tính của Vietcap cho phân khúc thượng nguồn và trung nguồn trong giai đoạn 2023-2033, ** GAS sở hữu 51% cổ phần trong đường ống dẫn khí được tính vào giá trị hợp đồng của PVS; PXS: CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí; PVB: CTCP Bọc ống Dầu khí Việt Nam; PVC: Tổng CT Hóa chất và Dịch vụ Dầu khí; CPP: giàn xử lý trung tâm; WHP: giàn đầu giếng; FSO: kho chứa dầu nổi)

Kỳ vọng dự án Lô B sẽ nhận quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong nửa đầu năm 2024

Chuỗi giá trị dự án Lô B

Thượng nguồn (8 tỷ USD): Giàn sản xuất trung tâm để khai thác khí
Công ty hưởng lợi: PVS, PVD
Nhà đầu tư: PVN & PVEP (70%), MOECO (22%), PTTEP (8%)

Trung nguồn (1,3 tỷ USD):
Đường ống dẫn khí
Công ty hưởng lợi: GAS, PVS, PVB
Nhà đầu tư: GAS (51%), PVN (29%), MOECO & PTTEP (20%)

Hạ nguồn (4,6 tỷ USD): Khí cung cấp cho 4 nhà máy điện Ô Môn
Ô Môn 1: Tập đoàn Điện lực Việt Nam
Ô Môn 2: Marubeni và 1 đối tác Việt Nam
Ô Môn 3 & 4: PVN



Yếu tố hỗ trợ và cản trở việc dự án Lô B nhận quyết định đầu tư cuối cùng

Yếu tố hỗ trợ và cản trở việc dự án Lô B nhận quyết định đầu tư cuối cùng

Yếu tố hỗ trợ	Yếu tố cản trở
<ol style="list-style-type: none"> 1. Ngày 30/10/2023, PVN và các đối tác nước ngoài đã tổ chức lễ ký kết thỏa thuận khung (HOA) để khai thác dòng khí đầu tiên từ dự án Lô B vào năm 2027. Ngoài ra, PVS đã nhận được trao thầu hạn chế (LLOA) cho hợp đồng EPCI#1-3. 2. Ngày 9/10/2023, UBND TP Cần Thơ chấp thuận cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam chuyển quyền sở hữu 2 nhà máy điện Ô Môn III & IV cho PVN. Ngoài ra, Bộ Công Thương còn cho phép các nhà máy điện Ô Môn gián tiếp tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. 3. Năm 2022, đối tác nước ngoài đồng ý không có bảo lãnh Chính phủ. Hợp đồng chia sản phẩm (PSC) của Lô B được gia hạn đến ngày 31/12/2049, có hiệu lực kể từ ngày Thủ tướng Chính phủ Việt Nam ban hành FID. 4. Nhu cầu khí lớn: Bộ Công Thương đặt mục tiêu công suất điện khí tăng hơn gấp đôi lên 14.930 MW vào năm 2030 so với năm 2020. Ngoài ra, Việt Nam còn phải đối mặt với tình trạng thiếu khí trong quý 2/2019 và quý 2/2023. 5. Chính phủ có thể thu thuế ước tính 22 tỷ USD từ Lô B trong suốt thời gian hoạt động của dự án, ngoài việc đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Giá khí của dự án Lô B (12-14 USD/triệu BTU bao gồm phí vận chuyển 1,57 USD/triệu BTU) không cạnh tranh được với giá nhập khẩu LNG. Chúng tôi dự báo giá LNG nhập khẩu của Việt Nam sẽ đạt 14,8 USD/triệu BTU vào năm 2023 và sau đó giảm còn 13,3 USD/triệu BTU vào năm 2024 và 12,3 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2025-2028. Do đó, giá điện của các nhà máy điện Ô Môn sử dụng khí từ Lô B có khả năng cao hơn so với sử dụng nhiên liệu LNG. Điều này có nghĩa là Tập đoàn Điện lực Việt Nam có thể phải trả chi phí cao hơn để huy động điện từ các nhà máy điện Ô Môn. Chúng tôi lưu ý rằng Hội đồng Khoa học gần đây đã đề xuất giảm giá khí của dự án Lô B từ 13-14 USD/triệu BTU xuống 12 USD/triệu BTU. 2. PVN và Tập đoàn Điện lực Việt Nam chưa chốt sản lượng hợp đồng cho từng nhà máy điện, Hợp đồng mua bán khí (GSPA), Hợp đồng bán khí (GSA), Hợp đồng vận chuyển khí (GTA), Hợp đồng mua bán điện (PPA). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng cơ chế chuyển ngang (giá khí sang giá điện) đã được phê duyệt.

Công ty hưởng lợi từ dự án Lô B

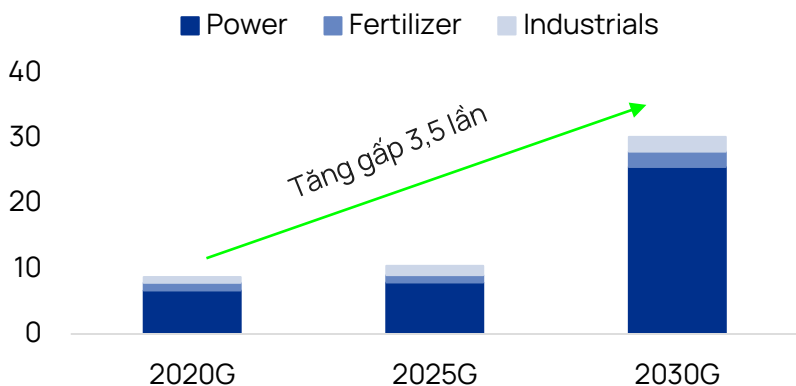
Doanh thu và LNST ước tính của các công ty hưởng lợi từ dự án Lô B (triệu USD)

Công ty hưởng lợi	Doanh thu tiềm năng	LNST tiềm năng	Chi tiết
PVS	5.800	330	<p>Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ 6 hợp đồng dưới đây đạt ít nhất 330 triệu USD trong giai đoạn 2024-2050. Chúng tôi cũng dự báo các hợp đồng này sẽ đóng góp 8%-37% vào LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2023-2027 của PVS. Chúng tôi chưa bao gồm bất kỳ giá trị hợp đồng từ việc thu dọn mỏ khí sau khi kết thúc vòng đời dự án.</p> <p>Chi tiết hợp đồng:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. EPCI#1 cho 1 giàn xử lý trung tâm, 1 giàn nhà ở và 1 tháp đốt (500 triệu USD) 2. EPCI#2 cho 4 giàn đầu giếng và đường ống dẫn khí nội mỏ (400 triệu USD) 3. EPCI#3 cho đường ống biển (400 triệu USD) 4. EPCI#4 cho đường ống bờ (300 triệu USD) 5. EPCI cho 42 giàn đầu giếng (4,2 tỷ USD) 6. Hợp đồng cho thuê FSO
PVD	2.074	267	<p>Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ dịch vụ khoan và các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan sẽ đóng góp 44 triệu USD vào LNST sau lợi ích CĐTTS của PVD trong giai đoạn 2026-2027 (16% trong tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2027 của PVD). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ Lô B sẽ đóng góp 223 triệu USD vào LNST sau lợi ích CĐTTS của PVD trong giai đoạn 2028-2050.</p>
GAS	3.575	2.100	<p>Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ vận chuyển khí sẽ chiếm trung bình ~6% LNST sau lợi ích CĐTTS của GAS trong giai đoạn 2028-2033.</p>
PVB	130	13	Hợp đồng bọc đường ống dẫn khí.

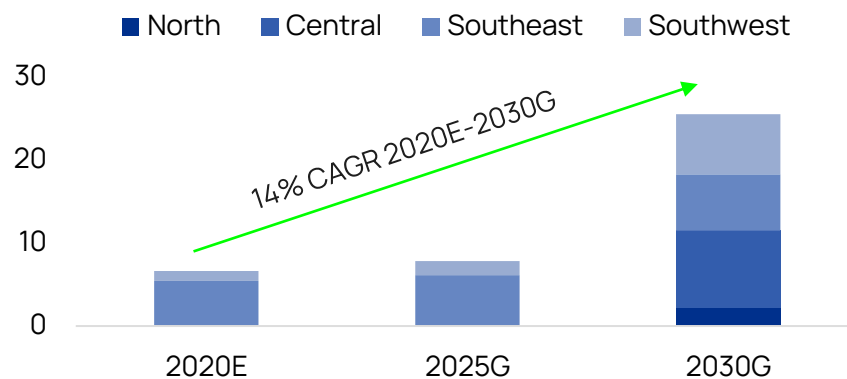
Dự án nhập khẩu LNG là tương lai của ngành dầu khí Việt Nam

- Chính phủ đặt kế hoạch Việt Nam có nhu cầu khí cao, điều này được thúc đẩy bởi nhu cầu khí mạnh mẽ từ các nhà máy điện, dự kiến sẽ tăng 3,5 lần trong 10 năm tới. Việt Nam chủ yếu tự cung cấp khí đến năm 2023; tuy nhiên, chúng tôi ước tính mức thâm hụt khoảng 3,9 tỷ m³ bắt đầu từ năm 2025. Do đó, việc nhập khẩu LNG là cần thiết.

Nhu cầu khí của Việt Nam theo ngành (tỷ m³)

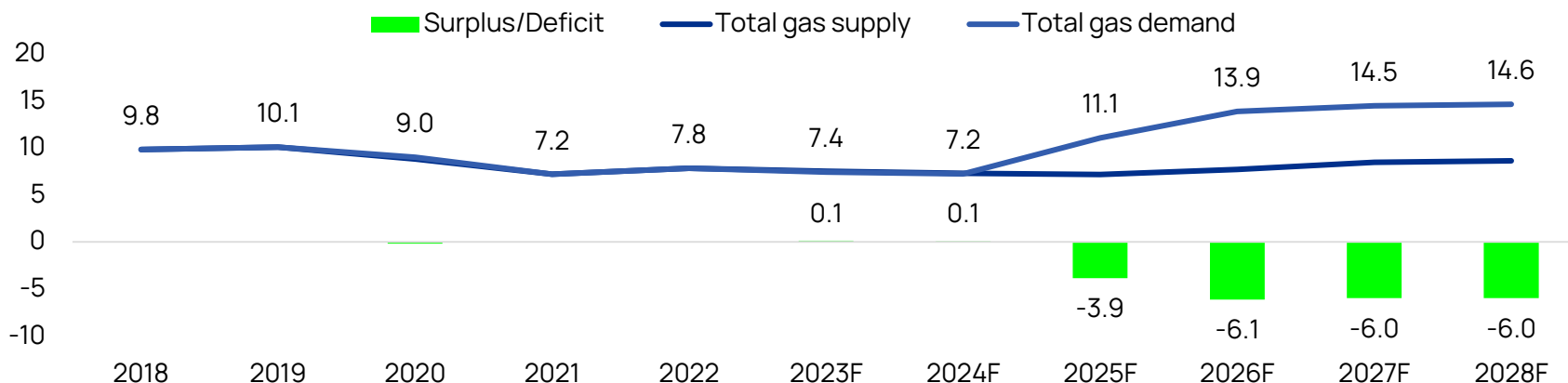


Nhu cầu khí của Việt Nam từ các nhà máy điện theo khu vực (tỷ m³)



Nguồn: Quy hoạch phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2021-2030, Vietcap

Triển vọng thiếu hụt khí (ước tính của Vietcap) (tỷ m³)

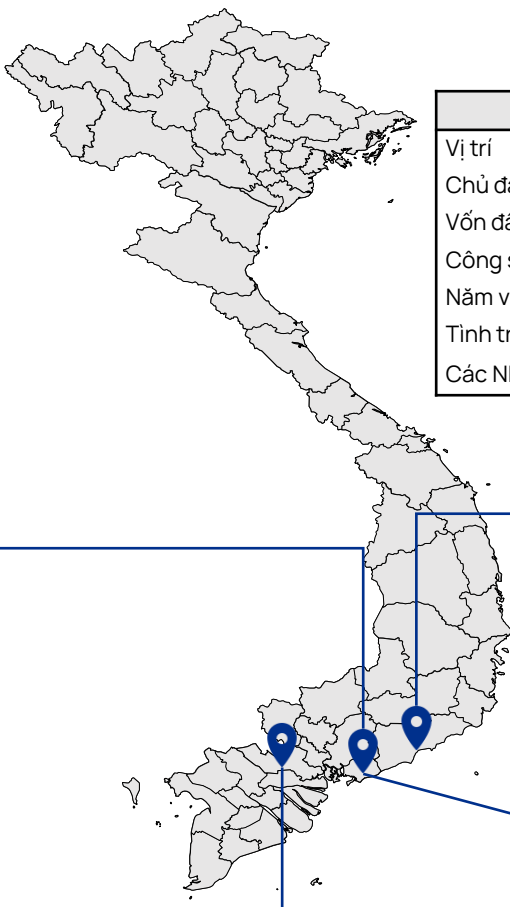


Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư đạt 26 tỷ USD cho các dự án LNG trong 10 năm tới

- Trong Kế hoạch phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2021-2030, Chính phủ đặt mục tiêu nhập khẩu 2,2 tỷ m³ LNG vào năm 2025, dự kiến tăng lên 15,7 tỷ m³ LNG vào năm 2030. 16 dự án LNG (kho cảng LNG và nhà máy điện chạy bằng LNG) đã được phê duyệt trong Quy hoạch tổng thể khí của Chính phủ giai đoạn 2020-2035 và Quy hoạch điện VIII.

Một số dự án kho cảng LNG tại Việt Nam

Kho cảng LNG Thị Vải	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	Giai đoạn 1: 286tr USD Giai đoạn 2: 200tr USD Giai đoạn 3: 200tr USD
Công suất	Giai đoạn 1: 1 triệu tấn/năm Giai đoạn 2: 3 triệu tấn/năm Giai đoạn 3: 6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2024 Giai đoạn 2: 2027 Giai đoạn 3: 2028
Tình trạng	Giai đoạn 1: Hoàn thành chạy thử Giai đoạn 2: Chờ Bộ Công Thương phê duyệt nghiên cứu khả thi Giai đoạn 3: N/A
Các NMD cung cấp	Nhơn Trạch 3 và 4



Kho cảng LNG Sơn Mỹ - Giai đoạn 1	
Vị trí	Tỉnh Bình Thuận
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	1,4 tỷ USD
Công suất	3-6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	2027
Tình trạng	Chờ phê duyệt kế hoạch đầu tư
Các NMD cung cấp	Sơn Mỹ 1, 2 & 3

Kho cảng LNG Long An	
Vị trí	Tỉnh Long An
Chủ đầu tư	VinaCapital & General Electric
Vốn đầu tư	3,3 tỷ USD
Công suất	1-3 triệu tấn/năm
Năm vận hành	2027
Tình trạng	Đang xây dựng
Các NMD cung cấp	Long An I và II

Kho cảng LNG Hải Linh - Giai đoạn 1	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	CT TNHH Hải Linh (CT tư nhân)
Vốn đầu tư	231 triệu USD
Công suất	1 triệu tấn/năm
Năm vận hành	2022-2023
Tình trạng	Đang xây dựng
Các NMD cung cấp	Nhà máy điện Hiệp Phước 1 và 2 của Genco 3

PVS – Dự án lô B chắc chắn sẽ nhận được FID trong nửa đầu năm 2024

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP (29/12)	38.000VND		16.373	17.012	28.315	39.507	
Giá mục tiêu*	43.700VND	%YoY	15,3%	3,9%	66,4%	39,5%	
		LNST-CĐTS	884	927	1.227	1.561	
TL tăng	+15,0%	% YoY	47,0%	4,9%	32,4%	27,2%	
Lợi suất cổ tức	1,8%	LNST-CĐTS cốt lõi	834	927	1.227	1.561	
Tổng mức sinh lời	+16,8%	EPS	47,0%	4,9%	32,4%	27,2%	
		Biên LN gộp	5,6%	6,5%	5,9%	6,1%	
Ngành	Dầu khí	Biên LN ròng	5,8%	5,9%	4,6%	4,2%	
GT vốn hóa	18,4 nghìn tỷ đồng	Biên EBITDA	2,9%	4,7%	4,8%	5,2%	
Room KN	5 nghìn tỷ đồng	ROE	6,9%	7,0%	8,7%	10,2%	
GTGD/ngày (30n)	185 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-71,0%	-59,4%	-56,9%	-60,3%	
Cổ phần Nhà nước	51,4%	P/E	23,4x	22,3x	16,8x	13,2x	
SL CP lưu hành	478,0 tr	P/B	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x	
Pha loãng	478,0 tr	EV/EBITDA	21,3x	14,4x	8,3x	5,0x	
PEG 3 năm	0,7						

* cập nhật ngày 01/11/2023

Tổng quan Công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan), PVS chiếm thị phần áp đảo ở các ngành liên quan, như thị phần dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ căn cứ cảng (mảng cảng, 100%), và dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 21 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho PVS thêm 0,5% lên 43.700 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2023-2027 thêm 0,1% (tăng lần lượt 0,2%/1,1%/0,8% cho năm 2023/2024/2025). Điều này do: 1) chúng tôi tăng dự báo giá trị hợp đồng M&C đầu tiên của dự án Lô B từ 400 triệu USD lên 500 triệu USD và 2) chúng tôi giả định PVS sẽ hoàn thành việc xây dựng cho Lô B vào năm 2027 (sớm hơn 1 năm so với dự báo trước đây của chúng tôi) sau tiến triển gần đây của dự án này. Những yếu tố tích cực này bù đắp cho 1) khối lượng công việc của dự án Lạc Đà Vàng bị trì hoãn từ năm 2024 sang năm 2025/26 và 2) chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận ròng trung bình giai đoạn 2023-2027 cho FSO Biển Đông từ ~85 tỷ đồng xuống ~21 tỷ đồng.

Chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 thêm 0,2% lên 927 tỷ đồng (+5% YoY) chủ yếu do dự báo thu nhập tài chính cao hơn bù đắp cho dự báo lợi nhuận thấp hơn từ FSO Biển Đông.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng 32% YoY chủ yếu do chúng tôi dự báo doanh thu M&C sẽ tăng hơn gấp đôi YoY lên 19 nghìn tỷ đồng, nhờ sự phục hồi của các hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước và đóng góp từ các dự án điện gió ngoài khơi mới. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 21% trong giai đoạn 2022-2025, được hỗ trợ bởi dự báo backlog M&C giai đoạn 2023-2027 của chúng tôi là 5,7 tỷ USD và lợi nhuận trung bình từ các liên doanh kho chứa dầu nổi FSO/FPSO đạt ~493 tỷ đồng trong giai đoạn 2023-2028.

PVS có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 16,8 lần, PEG 3 năm tương ứng là 0,7 và số dư tiền mặt là 410 triệu USD tính đến cuối quý 3 (tương đương 63% vốn hóa thị trường của PVS).

Yếu tố hỗ trợ: Lợi nhuận cao hơn dự kiến từ các liên doanh FSO/FPSO trong giai đoạn 2025-2027 và đóng góp lợi nhuận từ dự án điện gió ngoài khơi với vốn đầu tư 5 tỷ USD để xuất khẩu điện sang Singapore.

Rủi ro: Biên lợi nhuận năm 2024 của mảng M&C thấp hơn dự kiến và dự án Lô B bị trì hoãn.

PVS - Dự phóng backlog M&C đạt 6,8 tỷ USD trong giai đoạn 2023-2030

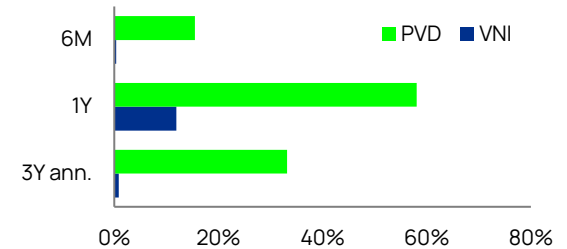
Backlog M&C (triệu USD)	Tổng giá trị hợp đồng	Doanh thu M&C 2024F	Backlog ước tính cho 2024-2028F	Backlog ước tính cho 2023-2030F
Backlog đã ký	1.280	328	595	944
<i>% tổng cộng</i>	<i>18%</i>	<i>41%</i>	<i>10%</i>	<i>14%</i>
Backlog chưa ký	5.936	418	5.210	5.936
<i>% tổng cộng</i>	<i>82%</i>	<i>59%</i>	<i>90%</i>	<i>86%</i>
Tổng cộng	7.216	809	5.804	6.880

STT	Hợp đồng M&C (triệu USD)	Tổng giá trị hợp đồng	Doanh thu M&C 2024F	Backlog ước tính cho 2024-2028F	Backlog ước tính cho 2023-2030F
Các dự án ngoài khơi		6.484	767	5.082	6.148
Các dự án dầu khí		3.616	410	3.074	3.297
1	Gallaf - Giai đoạn 3 (tại Qatar)	380	38	38	171
2	Shwe (tại Myanmar)	200	0	0	90
3	Sư Tử Trắng - Giai Đoạn 2	250	75	250	250
4	Lô B*	1.600	272	1.600	1.600
5	Cá Voi Xanh	830	0	830	830
6	Lạc Đà Vàng*	356	25	356	356
Các dự án điện gió ngoài khơi		2.868	357	2.008	2.851
1	Hải Long 2 & 3 (tại Đà Loan)	68	24	24	51
2	Greater Changhua 2a & 4 (tại Đà Loan)	320	160	240	320
3	Baltica 2 (tại Ba Lan)	180	54	171	180
4	Fengmiao (tại Đà Loan)	100	30	100	100
5	Các dự án điện gió ngoài khơi khác ở nước ngoài	1.200	90	874	1.200
6	Các dự án điện gió ngoài khơi trong nước	1.000	0	600	1.000
Các dự án trên bờ		732	42	722	732
1	Bồn chứa LPG Thị Vải	32	22	22	32
2	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	100	20	100	100
3	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	300	0	300	300
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	300	0	300	300
Tổng cộng (triệu USD)		7.216	809	5.804	6.880

PVD – LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến tăng hơn gấp đôi YoY vào năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(triệu USD)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	28.300VND	Doanh thu	233	220	267	346
Giá mục tiêu*	31.000VND	%YoY	33,4%	-5,7%	21,5%	29,4%
TL tăng	+9,5%	LNST-CĐTS	-4,4	17,2	41,8	68,4
Lợi suất cổ tức	1,8%	LNST-CĐTS cốt lõi	3,8	17,2	41,8	68,4
Tổng mức sinh lời	+11,3%	% YoY	112,0%	356,7%	143,6%	63,5%
Ngành	Dầu khí	EPS	N.M.	N.M.	143,6%	63,5%
GT vốn hóa	15,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN gộp	10,6%	20,9%	26,6%	29,3%
Room KN	4,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	-2,9%	6,7%	14,9%	19,2%
GTGD/ngày (30n)	114 tỷ đồng	ROE	-0,7%	2,9%	6,7%	10,3%
Cổ phần Nhà nước	50,5%	Nợ vay ròng/CSH	10,5%	-2,6%	-10,4%	-19,1%
SL CP lưu hành	556,3 tr	P/E	N.M.	43,9x	18,0x	11,0x
Pha loãng	556,3 tr	P/B	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x
PEG 3 năm	0,2	EV/EBITDA	19,7x	9,7x	6,5x	4,5x

* cập nhật ngày 20/11/2023



Tổng quan Công ty

PVD là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty hàng đầu Việt Nam về cung cấp các dịch vụ khoan dầu khí. PVD có thị phần lớn trong tất cả các mảng kinh doanh chính như 50% trong mảng dịch vụ khoan và 55%-100% dịch vụ giếng khoan. Đội giàn khoan của PVD bao gồm 4 giàn khoan tự nâng, 1 giàn tiếp trợ khoan và 1 giàn khoan trên đất liền.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho PVD thêm 2,3% và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2024. Trong khi đó, chúng tôi nhìn chung giữ nguyên dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2023-2027 (thay đổi tương ứng là +2,0%/ -0,4%/ 0,0% cho năm 2023/2024/2025).

Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 thêm 2,0% do giả định giá thuê ngày JU trung bình cao hơn 1,9% của chúng tôi. Chúng tôi duy trì kỳ vọng về sự phục hồi mạnh vào năm 2023, được thúc đẩy bởi giá thuê ngày JU trung bình của PVD tăng 22% YoY đạt 79.250 USD và hiệu suất hoạt động đạt 96% so với 85% vào năm 2022.

Nhìn chung, chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 sẽ tăng hơn gấp đôi YoY, được hỗ trợ bởi giá thuê ngày JU trung bình tăng 24% YoY đạt 98.500 USD và sự phục hồi của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan. Chúng tôi duy trì kỳ vọng hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước sẽ bước vào chu kỳ mới từ năm 2024, với tiến triển của mỏ khí Lô B, mỏ dầu Lạc Đà Vàng, mỏ dầu Đại Hùng – Giai đoạn 3 và các dự án dầu khí khác.

Định giá của PVD có vẻ hấp dẫn ở mức P/E năm 2024/2025 là 18,0/11,0 lần (PEG 3 năm là 0,2 dựa trên dự báo CAGR EPS báo cáo giai đoạn 2023-2026 dự kiến của chúng tôi là 75%). Chúng tôi tin rằng mức P/E ngắn hạn cao của PVD là hợp lý với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh của công ty.

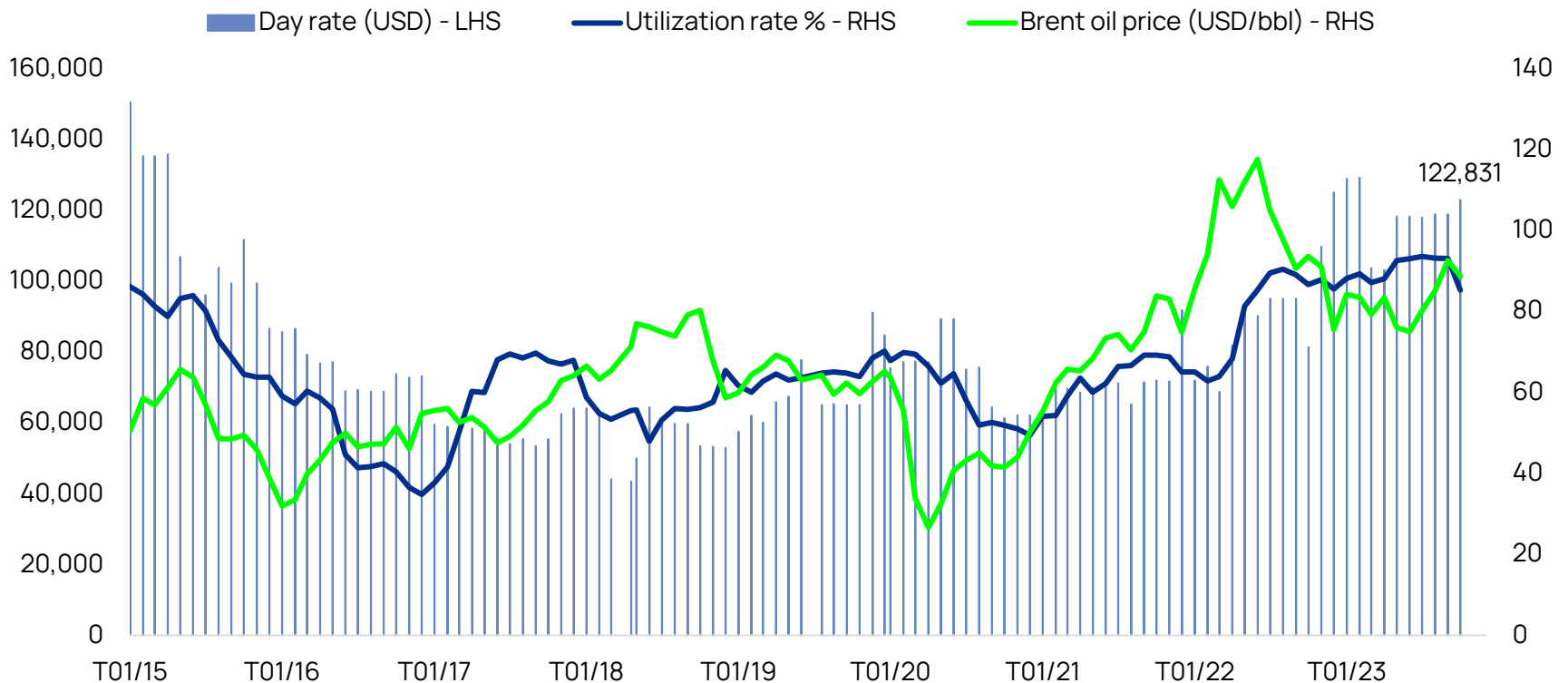
Yếu tố hỗ trợ: Đầu tư 1 giàn JU mới; E&P trong nước phục hồi nhanh hơn dự kiến.

Rủi ro: Lợi nhuận từ mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan thấp hơn kỳ vọng; chậm trễ trong việc đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho Lô B; giá dầu giảm ảnh hưởng đến giá thuê ngày.

PVD - Triển vọng thị trường JU Đông Nam Á thắt chặt sẽ hỗ trợ giá thuê ngày

- Thị trường JU Đông Nam Á có khả năng đối mặt với tình trạng thiếu giàn khoan vào năm 2024-2025. S&P Global dự báo số giàn khoan thặng dư trên thị trường ở Đông Nam Á ở mức âm hoặc dương nhẹ (0-2 giàn) trong giai đoạn 2024-2025. Do đó, S&P Global kỳ vọng thị trường JU Đông Nam Á sẽ tiếp tục thắt chặt cho đến ít nhất là cuối năm 2025. Giá thuê ngày JU của SEA đạt trung bình 117.400 USD (+38,1% YoY) trong 9T 2023, theo S&P Global. Tổ chức này cũng kỳ vọng giá thuê ngày JU ở Đông Nam Á sẽ tăng ~20% lên 140.000 USD trong quý 4 so với quý 3.

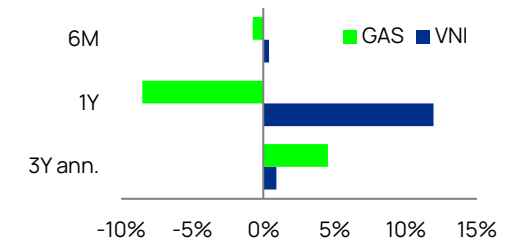
Giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng IC độ sâu 361-400 feet tại Đông Nam Á



GAS – Sản lượng thấp và thách thức đối với LNG dự kiến ảnh hưởng đến lợi nhuận

Khuyến nghị*	PHTT	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	75.500VND	Doanh thu	100.724	86.614	83.797	94.413
Giá mục tiêu*	80.800VND	%YoY	27,5%	-14,0%	-3,3%	12,7%
		LNST-CĐTS	14.798	11.742	10.557	11.990
		% YoY	70,6%	-20,7%	-10,1%	13,6%
TL tăng	+7,0%	EPS	70,6%	-20,7%	-10,1%	13,6%
Lợi suất cổ tức	4,0%	Biên LN gộp	21,2%	19,6%	19,7%	20,7%
Tổng mức sinh lời	+11,0%	Biên LN ròng	14,7%	13,6%	12,6%	12,7%
		ROE	26,7%	18,9%	15,9%	17,0%
Ngành	Tiện ích	Nợ vay ròng/CSH	-47,1%	-40,0%	-36,3%	-17,9%
GT vốn hóa	175 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	5,7%	4,0%	4,0%	6,6%
Room KN	77,8 nghìn tỷ đồng	Giá CP/DTHĐ	13,9x	20,7x	10,6x	11,7x
GTGD/ngày (30n)	53 tỷ đồng	P/E	12,0x	15,1x	16,8x	14,8x
Cổ phần Nhà nước	96%	P/B	2,9x	2,7x	2,5x	2,4x
SL CP lưu hành	1,91 tỷ	EV/EBITDA	8,3x	10,7x	10,0x	9,4x
Pha loãng	1,91 tỷ					

* cập nhật ngày 28/12/2023



Tổng quan Công ty

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất ure và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG và có kế hoạch cung cấp khí tự nhiên hóa lỏng (LNG).

Trong báo cáo cập nhật 12/2023 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho GAS thêm 9% còn 80.800 đồng/cổ phiếu và hạ khuyến nghị từ KHẢ QUAN xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2028, tác động lớn hơn so với việc trì hoãn giải ngân vốn XD CB cho Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2 & 3.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (tương ứng giảm 4%/14%/15% cho các năm 2023/24/25) chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm giá định về sản lượng khí/LNG, giá LPG và giá khí đầu ra cho các khu công nghiệp sau buổi gặp gỡ NĐT gần đây của GAS.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 21% YoY xuống còn 11,7 nghìn tỷ đồng do chúng tôi dự báo giá dầu Brent, dầu nhiên liệu (FO) và LPG lần lượt giảm 16%/10%/21% và GAS công bố LNST sơ bộ năm 2023 đạt 11,6 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm 10% YoY dựa trên giả định giá dầu FO đi ngang so với cùng kỳ, sản lượng khí giảm 3% YoY, lỗ từ kho cảng LNG Thị Vải với sản lượng thấp là 50 triệu m³ (so với giả định trước đó là 650 triệu m³) và giá khí đầu vào bình quân gia quyền cao hơn.

Mặc dù những khó khăn trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng GAS sẽ tiếp tục mở rộng Kho cảng LNG Thị Vải với giai đoạn 2 & 3 và triển khai kho cảng LNG Sơn Mỹ để cung cấp khí cho các nhà máy điện mới bao gồm Nhơn Trạch 3 & 4, Long An và Sơn Mỹ. Cùng với sản lượng từ các mỏ khí Lô B và Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B, chúng tôi dự báo sản lượng bán khí sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn 2023-2028. Chúng tôi dự báo GAS sẽ ghi nhận CAGR EPS 10 năm đạt 10%.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng GAS hiện có định giá hợp lý với P/E dự phóng năm 2024 là 16,8 lần so với P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 16,4 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức tiền mặt cao hơn dự kiến, sản lượng LPG cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Giá dầu FO thấp hơn dự kiến.

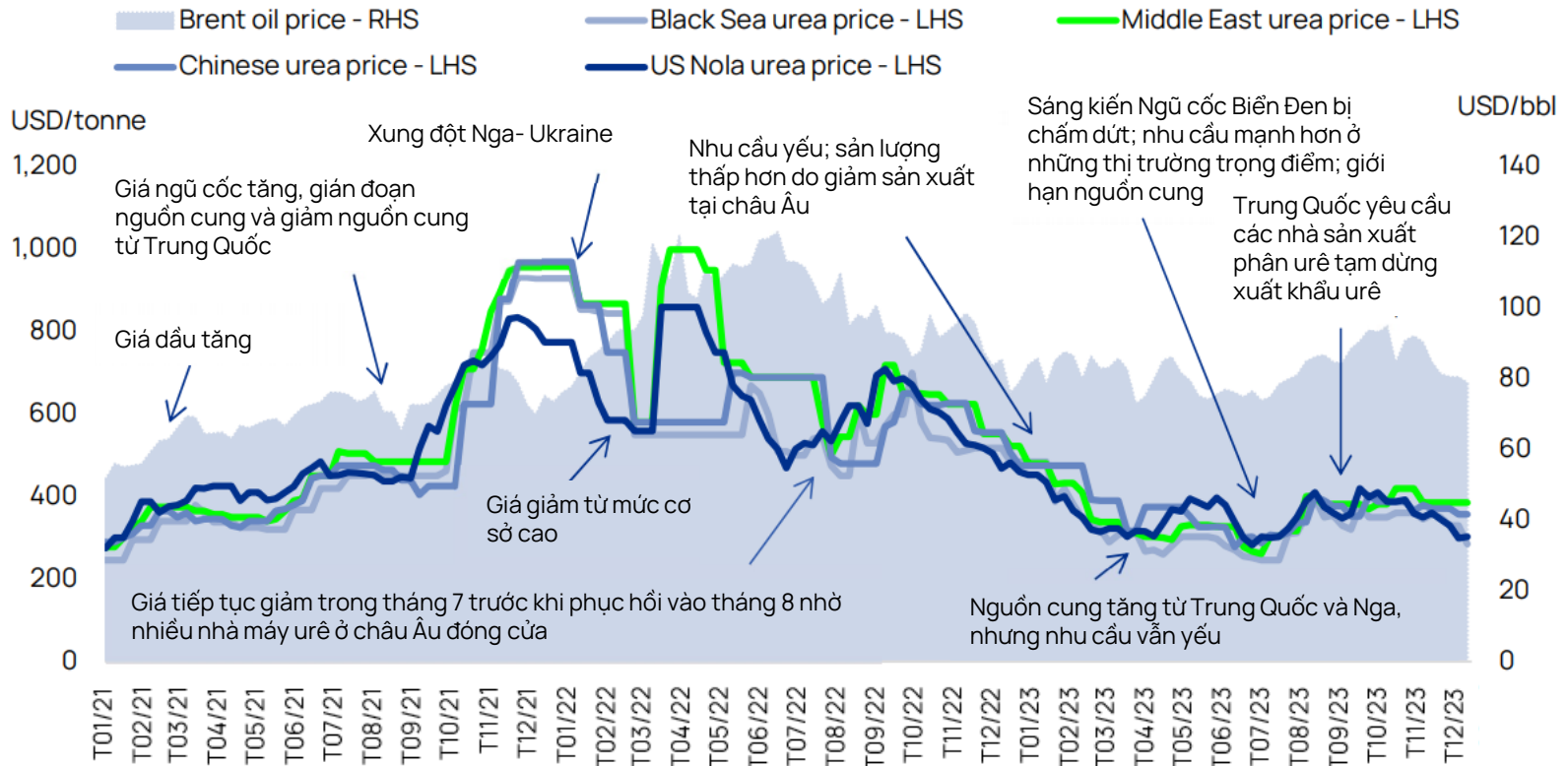
GAS – Độ nhạy của giá mục tiêu GAS với giá dầu

Giá định cho năm 2024 (*)	Kịch bản thấp		Kịch bản cơ sở		Kịch bản cao	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	63	73	83	93	103	
Giá định giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	337	393	450	507	564	
Giá bán khí trên bao tiêu (AToP) (USD/triệu BTU)	3,82	4,46	5,10	5,74	6,39	
Giá bán khí cho khu công nghiệp (USD/triệu BTU)	8,35	9,55	10,74	11,94	13,13	
Giá LPG (USD/tấn)	474	542	610	678	745	
Chỉ số tài chính năm 2024						
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	7.050	8.803	10.557	12.311	14.064	
EPS (VND/CP)	3.009	3.757	4.505	5.254	6.002	
Tăng trưởng EPS (%)	-40,0%	-25,0%	-10,1%	4,8%	19,8%	
ROE (%)	10,9%	13,5%	15,9%	18,3%	20,7%	
Định giá						
P/E 2024F (x)	25,4x	20,3x	16,9x	14,5x	12,7x	
P/B 2024F (x)	2,7x	2,6x	2,6x	2,5x	2,4x	
Giá trị hợp lý (VND/CP)	61.600	71.000	80.800	90.700	100.500	
TL tăng (%)	-18,4%	-6,0%	7,0%	20,1%	33,1%	
Lợi suất cổ tức (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Tổng mức sinh lời (%)	-14,4%	-2,0%	11,0%	24,1%	37,1%	

Ngành urê - Triển vọng giá urê tăng nhẹ vào năm 2024

- Chúng tôi dự báo giá urê trung bình ở Trung Đông đạt 370 USD/tấn (+3% YoY) trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng rằng các hạn chế xuất khẩu urê của Trung Quốc (để ổn định thị trường urê Trung Quốc) và khả năng xuất khẩu urê từ EU thấp hơn (dựa trên dự báo của Cơ quan Năng lượng Quốc tế về giá khí ở EU tăng so với cùng kỳ năm trước) sẽ hỗ trợ giá urê vào năm 2024, bù đắp cho mức tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước của urê xuất khẩu từ Nga.
- Chúng tôi giả định giá bán urê trung bình của DPM/DCM cao hơn 10%/17% so với giá urê trung bình ở Trung Đông trong giai đoạn 2024-2028.

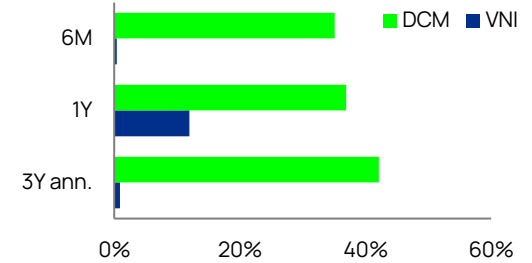
Diễn biến giá urê thế giới



DCM – LNST dự kiến tăng mạnh trong năm 2024 nhờ giá bán urê trung bình cao hơn, chi phí khấu hao giảm

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	32.400VND	Doanh thu	15.925	12.071	13.140	13.205
Giá mục tiêu*	33.800VND	%YoY	61,3%	-24,2%	8,9%	0,5%
		LNST-CĐTS	4.316	1.032	1.757	2.013
		% YoY	136,7%	-76,1%	70,3%	14,5%
TL tăng	+4,3%	EPS	136,7%	-76,1%	70,3%	14,5%
Lợi suất cổ tức	9,3%	Biên LN gộp	35,8%	14,3%	18,7%	20,5%
Tổng mức sinh lời	+13,6%	Biên LN ròng	27,1%	8,5%	13,4%	15,2%
		ROE	47,7%	10,0%	16,9%	18,3%
Ngành	Hóa nông	Nợ vay ròng/CSH	-84,3%	-90,3%	-88,3%	-87,2%
GT vốn hóa	16,9 nghìn tỷ đồng	Cổ tức (VND)	3.000	2.000	3.000	3.000
Room KN	6,7 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	9,3%	6,2%	9,3%	9,3%
GTGD/ngày (30n)	78 tỷ đồng	P/E	4,3x	18,1x	10,6x	9,3x
Cổ phần Nhà nước	75,6%	P/B	1,6x	1,7x	1,6x	1,5x
SL CP lưu hành	530,0 tr	EV/EBITDA	1,4x	5,0x	4,6x	3,9x
Pha loãng	530,0 tr					

* cập nhật ngày 17/11/2023



Tổng quan Công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần 32%. DCM sở hữu nhà máy urê hạt đực với công suất 800,000 tấn/năm và một nhà máy NPK với công suất 300,000 tấn/năm.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho DCM thêm 4% còn 33.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do chúng tôi giảm 5% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 (tương ứng giảm 9%/13%/1% cho các năm 2023/24/25), có tác động lớn hơn so với tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2024.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 chủ yếu do giả định giá khí đầu vào trung bình cao hơn 4%, ảnh hưởng lớn hơn so với giả định mức tăng giá bán urê trung bình là 1% của chúng tôi trong giai đoạn này.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 76% YoY chủ yếu do giá bán trung bình của urê/NPK lần lượt giảm 34%/30% YoY.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của DCM sẽ tăng 70% YoY vào năm 2024, nhờ giá bán urê trung bình tăng 6% YoY và chi phí khấu hao giảm. Chúng tôi cũng nâng giả định cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2024 từ 2.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất 8%) lên 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 10%).

DCM có năng lực tài chính mạnh với lượng tiền mặt ròng đạt 9,5 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -100% tính đến cuối quý 3/2023. Ngoài ra, chúng tôi dự báo cổ tức giai đoạn 2023-2025 là 2.000-3.000 đồng (lợi suất 6%-10%).

DCM có định giá hấp dẫn với EV/EBITDA dự phóng năm 2024 là 4,6 lần, thấp hơn 16% so với EV/EBITDA trung bình 3 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực (5,5 lần).

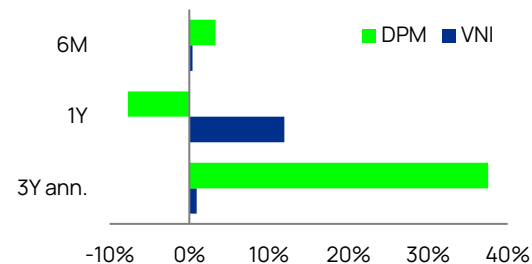
Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức năm 2023 cao hơn kỳ vọng; tái khởi động việc thoái vốn Nhà nước; urê được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.

Rủi ro: Giá FO/khí trong nước tăng; khả năng El Niño ảnh hưởng đến sản lượng bán trong nước của DCM vào năm 2024.

DPM – Dự kiến LNST 2024 tăng trưởng nhờ giá bán urê trung bình tăng và mảng NPK & NH3 cải thiện

Khuyến nghị*	PHTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F		
Giá CP (29/12)	33.300VND	18.627	12.480	12.652	12.503		
Giá mục tiêu*	31.500VND	45,7%	-33,0%	1,4%	-1,2%		
	%YoY	5.565	718	863	1.404		
	LNST-CĐTS	72,1%	-87,1%	20,2%	62,6%		
	% YoY	72,1%	-87,1%	20,2%	62,6%		
TL tăng	-5,4%	EPS	% YoY	72,1%	-87,1%	20,2%	62,6%
Lợi suất cổ tức	9,0%	Biên LN gộp	42,1%	14,9%	16,0%	21,3%	
Tổng mức sinh lời	+3,6%	Biên LN ròng	29,9%	5,8%	6,8%	11,2%	
		ROE	45,0%	5,5%	7,2%	11,5%	
		Nợ vay ròng/CSH	-59,6%	-56,8%	-60,7%	-62,8%	
Ngành	Hóa nông	Cổ tức (VND)	7.000	2.000	3.000	3.000	
GT vốn hóa	13 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	21,0%	6,0%	9,0%	9,0%	
Room KN	5,1 nghìn tỷ đồng	P/E	2,9x	22,7x	18,9x	11,6x	
GTGD/ngày (30n)	53 tỷ đồng	P/B	0,9x	1,1x	1,1x	1,1x	
Cổ phần Nhà nước	59,6%	EV/EBITDA	0,7x	6,5x	5,2x	3,2x	
SL CP lưu hành	391,4 tr						
Pha loãng	391,4 tr						

* cập nhật ngày 17/11/2023



Tổng quan Công ty

DPM là nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy urê Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH3 (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho DPM thêm 9% còn 31.500 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Chúng tôi giảm giá mục tiêu do chúng tôi điều chỉnh giảm 14% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 (lần lượt giảm 29%/35%/4% cho các năm 2023/24/25), tác động lớn hơn so với tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2024.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 chủ yếu do chúng tôi giả định giá khí đầu vào trung bình cao hơn 8% trong giai đoạn này dựa theo 1) giả định của chúng tôi về tỷ trọng sản lượng khí từ các mỏ khí giá đắt tại bể Cửu Long cao hơn và 2) giả định giá dầu Brent/dầu nhiên liệu (FO) cao hơn. Các điều chỉnh này có tác động lớn hơn so với giả định mức tăng giá bán urê trung bình là 1% của chúng tôi trong giai đoạn này.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 87% YoY chủ yếu do giá khí đầu vào tăng 10% YoY và thu nhập tài chính thấp hơn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023 từ 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 9%) xuống 2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 6%).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ phục hồi 20% YoY, chủ yếu nhờ giá bán urê trung bình tăng 5% YoY và kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi của mảng NPK & NH3.

DPM có vị thế tài chính vững mạnh với tiền mặt ròng là 6,6 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -57,6% tính đến cuối quý 3/2023, điều này sẽ hỗ trợ công ty trong việc trả cổ tức bằng tiền mặt cao và bền vững 2.000-3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 6%-9%) trong giai đoạn 2023-2028.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, DPM có định giá hợp lý với EV/EBITDA dự phóng cho năm 2024 là 5,2 lần so với EV/EBITDA trung bình 3 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 5,5 lần.

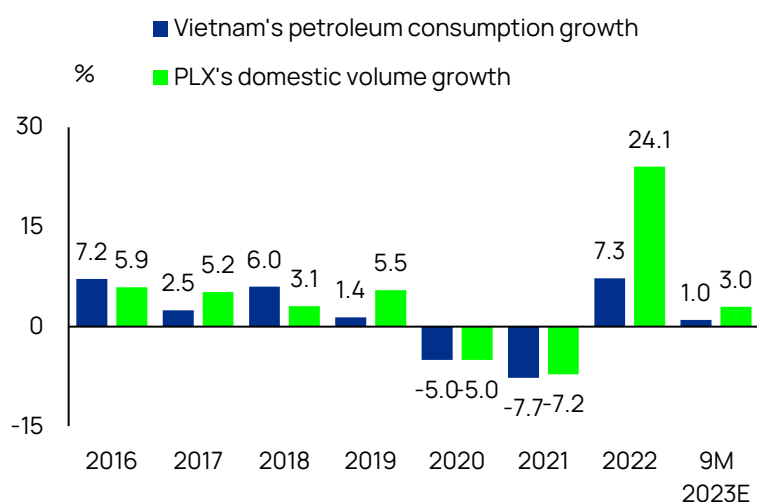
Yếu tố hỗ trợ: Tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn kỳ vọng; urê được khấu trừ thuế GTGT đầu vào.

Rủi ro: Giá FO/khí trong nước tăng; khả năng El Niño ảnh hưởng đến sản lượng bán trong nước của DPM vào năm 2024.

Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng vào năm 2024 với nguồn cung đảm bảo

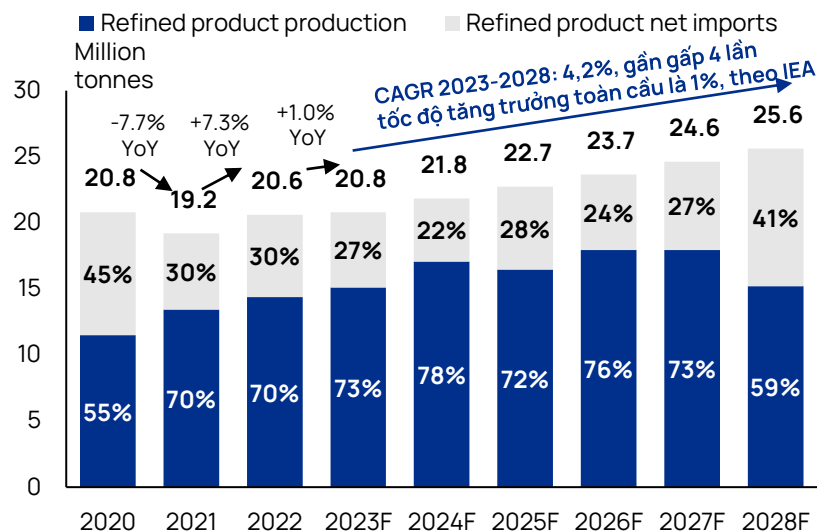
- Trong 9 tháng đầu năm 2023, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tăng 1% YoY, bất chấp mức cơ sở cao của năm 2022. PLX vượt trội so với thị trường với mức tăng trưởng 3% YoY về sản lượng bán trong nước trong 9T 2023, nhờ mạng lưới phân phối hàng đầu trên toàn quốc
- Trong cả năm 2023, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ tăng 1% YoY đạt 20,8 triệu tấn với các nhà máy lọc dầu trong nước cung cấp 73% nhu cầu.
- Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ sẽ tăng 5% YoY trong năm 2024 nhờ sự phục hồi của nền kinh tế trong nước. Chúng tôi cũng kỳ vọng nguồn cung xăng dầu ổn định trong năm 2024 nhờ (1) Nhà máy lọc hoá dầu Nghi Sơn hoạt động ổn định trong thời gian BSR tiến hành bảo trì vào đầu năm 2024, và (2) giá xăng dầu nhập khẩu tương đối ổn định.
- Trong dài hạn, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR là 4,2% trong giai đoạn 2023-2028, gấp 4 lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu theo dự báo của IEA. Động lực cơ bản chính là (1) số lượng phương tiện đang hoạt động tăng đáng kể và (2) sự chuyển đổi từ xe máy sang ô tô càng làm tăng thêm mức tiêu thụ xăng dầu trên mỗi phương tiện.

Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam và tăng trưởng sản lượng trong nước của PLX



Nguồn: Vietcap ước tính, Bộ Công Thương, BSR, PLX. Ghi chú: (*) Ước tính của Vietcap dựa trên số liệu sản xuất, xuất nhập khẩu từ Bộ Công Thương và Tổng cục Thống kê (TCTK)

Dự báo tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: Vietcap ước tính, Bộ Công Thương, BSR, PLX, IEA, dự thảo Quy hoạch phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2021-2030 (bản tháng 9/2022)

Khu phức hợp lọc hóa dầu 19 tỷ USD và dự trữ dầu quốc gia khẳng định nhu cầu ngắn hạn của Việt Nam đối với sản phẩm xăng dầu

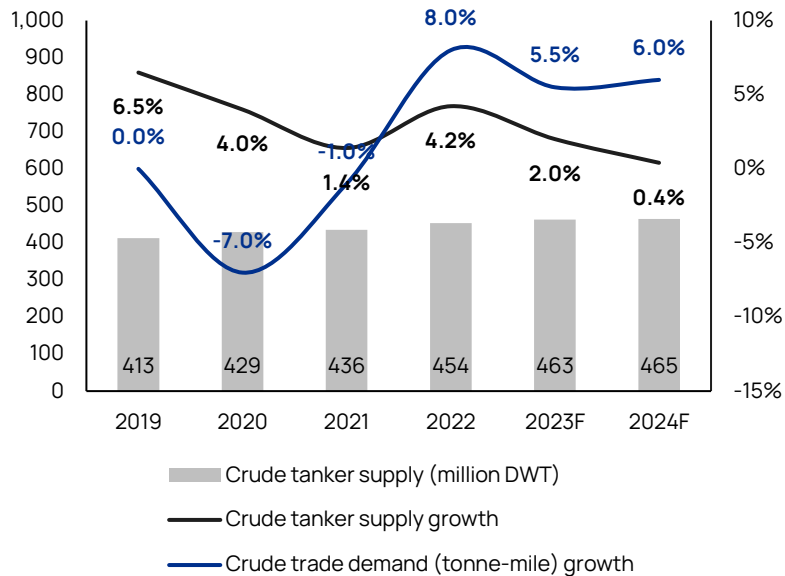
- Vào quý 3/2022, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đã trình Bộ Công Thương đề xuất đầu tư 19 tỷ USD vào khu phức hợp lọc, hóa dầu và kho dự trữ dầu thô và sản phẩm dầu mỏ quốc gia tại Khu công nghiệp Dầu khí Long Sơn, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu. Trong nửa đầu năm 2023, Bộ Công Thương cho rằng đề xuất của PVN là hợp lý do nhu cầu trong nước tăng mạnh cũng như sự cần thiết của an ninh năng lượng quốc gia (trước nguy cơ thiếu hụt nguồn cung và biến động của kinh tế toàn cầu).
- Theo PVN, dù các phương tiện chạy bằng điện (ảnh hưởng nhu cầu xăng dầu) ngày càng phổ biến, mức tiêu thụ xăng dầu trong nước đạt 18 triệu tấn vào năm 2020 và dự kiến sẽ đạt khoảng 25 triệu tấn vào năm 2025 và lên đến 33 triệu tấn vào năm 2030. Trong khi đó, nguồn cung xăng dầu trong nước hiện nay đạt khoảng 12,2 triệu tấn. Do đó, sản xuất trong nước hiện nay chỉ đáp ứng được khoảng 70% nhu cầu trong nước, cũng như chỉ 40% và 20% lần lượt vào năm 2030 và 2045.
- Dự báo của PVN về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu năm 2030 tương đương 119% dự báo của chúng tôi. Điều này củng cố kỳ vọng của chúng tôi về việc Việt Nam sẽ có mức tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu mạnh mẽ trong 5 năm tới.
- PVN dự kiến sẽ nhận được quyết định phê duyệt quyết định đầu tư của dự án vào quý 1/2024. Sau đó, PVN sẽ lựa chọn nhà thầu EPC trong khoảng tháng 1/2024 đến tháng 12/2027.
- Dự án này bao gồm 2 phần: 1) dự án nhà máy lọc dầu và hóa dầu và 2) kho chứa dầu thô và các sản phẩm xăng dầu quốc gia.
- Trong giai đoạn đầu, nhà máy lọc hóa dầu sẽ có công suất chế biến 12-13 triệu tấn dầu thô/năm, cùng với 7-9 triệu tấn sản phẩm xăng dầu và 2-3 triệu tấn sản phẩm hóa dầu/năm. Trong giai đoạn thứ hai, nhà máy sẽ được đầu tư bổ sung để tăng sản lượng xăng dầu và hóa dầu lần lượt thêm 3-5 triệu tấn và 5,5-7,5 triệu tấn.
- Kho dự trữ quốc gia sẽ được xây dựng để có công suất chứa 1 triệu tấn dầu thô và 500.000 m³ sản phẩm xăng dầu mỗi năm.

Giá cước duy trì ở mức cao trong 2024 nhờ hải trình dài hơn trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị và tăng trưởng nguồn cung đội tàu hạn chế

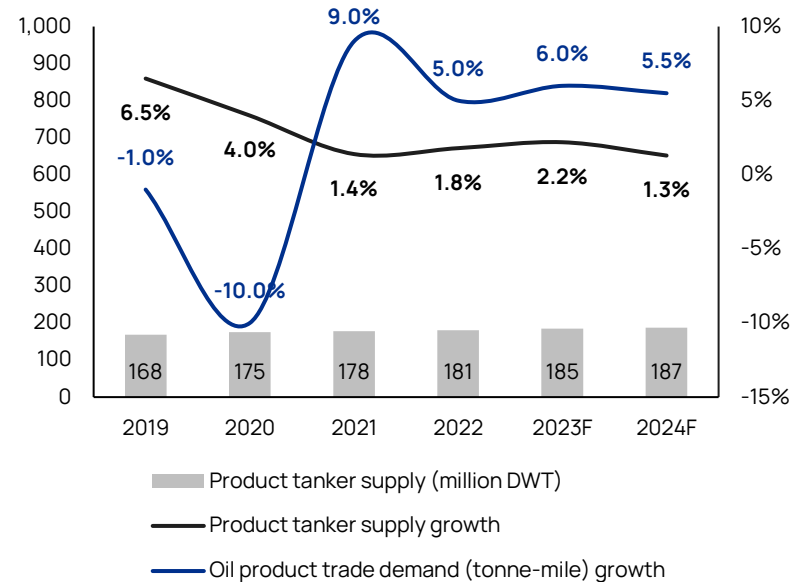
Về thị trường vận tải dầu thô, Clarkson cho rằng thị trường vốn đã thắt chặt sẽ càng thắt chặt hơn vào năm 2024. Clarkson dự báo mức tăng trưởng nguồn cung tàu chở dầu thô hạn chế chỉ đạt 0,4% trong năm 2024. Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm đối với thị trường tàu chở dầu thô đạt khoảng 6%/năm vào năm 2024. Kết quả này cho thấy chênh lệch lớn giữa cung và cầu trên thị trường vận tải dầu thô, hỗ trợ thị trường vận tải dầu thô. Do đó, chúng tôi dự báo giá cước tàu chở dầu thô mỗi chuyến của PVT sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2024 (đi ngang YoY) trước khi giảm 5% vào năm 2025 so với mức cơ sở cao của năm 2023.

Về thị trường vận tải dầu/hoá chất thành phẩm, chúng tôi cũng kỳ vọng sẽ ổn định trong năm 2024 do có chênh lệch đáng kể giữa cung và cầu. Clarkson dự báo đội tàu chở sản phẩm dầu sẽ tăng 1,3% vào năm 2024. Trong khi đó, Clarkson dự báo tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm đạt 5,5% vào năm 2024. Những kết quả này vẫn cho thấy tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm đối với tàu chở sản phẩm dầu vẫn vượt xa tốc độ tăng trưởng nguồn cung. Chúng tôi tin rằng thị trường tàu chở sản phẩm dầu sẽ tiếp tục thắt chặt hơn thị trường tàu chở dầu thô, điều này sẽ hỗ trợ giá tàu chở sản phẩm dầu cao hơn vào năm 2024. Chúng tôi dự báo giá thuê tàu chở sản phẩm dầu của PVT sẽ đi ngang trong năm 2024 và 2025 (sau khi tăng 15% vào năm 2023).

Cung và cầu tàu chở dầu thô



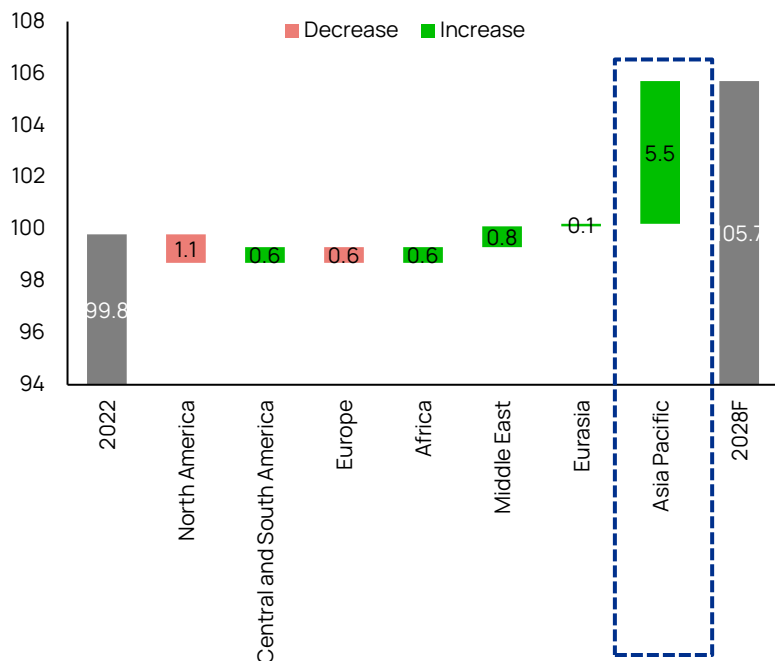
Cung và cầu tàu chở sản phẩm dầu



Sự mất cân đối giữa cung và cầu dầu giữa các khu vực hỗ trợ tăng trưởng dài hạn về nhu cầu tấn-dậm

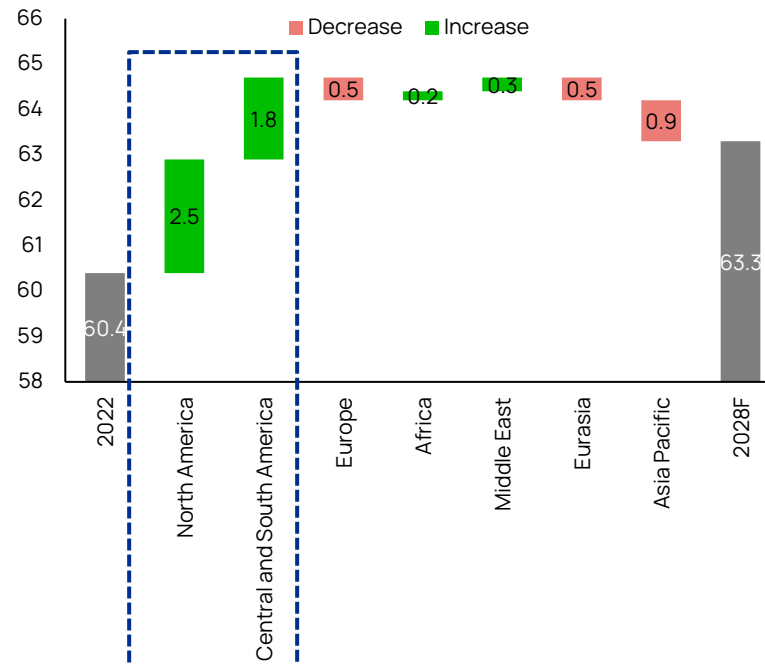
Châu Á Thái Bình Dương dẫn đầu sự tăng trưởng mạnh mẽ về nhu cầu dầu toàn cầu. Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), nhu cầu dầu toàn cầu sẽ tăng 5,9 triệu thùng/ngày từ 99,8 triệu thùng/ngày vào năm 2022 lên 105,7 triệu thùng/ngày vào năm 2028. Các nước không thuộc OECD sẽ chiếm phần lớn mức tăng trưởng này, đặc biệt là Châu Á Thái Bình Dương, nơi sẽ ghi nhận mức tăng 5,5 triệu thùng/ngày từ năm 2022 đến năm 2028 (chiếm khoảng 72% mức tăng trưởng nhu cầu dầu).

Tăng trưởng nhu cầu dầu tích lũy toàn cầu theo khu vực, 2022-2028 (triệu thùng/ngày)



Trong khi đó, tăng trưởng nguồn cung dầu ngoài OPEC chủ yếu đến từ Châu Mỹ, nơi chúng tôi kỳ vọng sẽ hỗ trợ nhu cầu tấn-dậm cho đến năm 2028. IEA kỳ vọng rằng nguồn cung sẽ tăng trưởng liên tục để đáp ứng nhu cầu dầu ngày càng tăng. Tuy nhiên, nguồn cung dầu không được phân bố đều trên thế giới, tạo ra sự mất cân đối giữa các khu vực sản xuất và tiêu thụ. Nguồn tăng trưởng nguồn cung dầu chính là Châu Mỹ, sẽ tăng 4,3 triệu thùng/ngày từ năm 2022 đến năm 2028 (chiếm khoảng 90% mức tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC+).

Tăng trưởng nguồn cung dầu tích lũy ngoài OPEC theo khu vực, 2022-2028 (triệu thùng/ngày)



PVT – Mở rộng đội tàu đáng kể sẽ thúc đẩy lợi nhuận từ năm 2024 trở đi

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F		
Giá CP (29/12)	26.400VND	Doanh thu	9.048	10.530	12.004	11.942		
Giá mục tiêu*	30.300VND	%YoY	23%	16%	14%	-1%		
		LNST-CĐTS	861	988	1.209	1.333		
		% YoY	29%	15%	22%	10%		
TL tăng	+14,8%	EPS báo cáo	% YoY	31%	15%	22%		10%
Lợi suất cổ tức	1,1%	EPS cốt lõi	% YoY	11%	43%	27%		10%
Tổng mức sinh lời	+15,9%	Biên LN gộp		18,3%	19,0%	20,3%		20,8%
		Biên LN ròng		9,5%	9,4%	10,1%		11,2%
Ngành	Dầu khí	ROE		15,4%	15,3%	16,2%		15,7%
GT vốn hóa	8,6 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH		-13,7%	17,6%	-1,5%		-10,5%
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức		1,1%	1,1%	3,8%	3,8%	
GTGD/ngày (30n)	109 tỷ đồng	P/E báo cáo		10,4x	9,0x	7,4x	6,7x	
Cổ phần Nhà nước	51,0%	P/B		1,4x	1,2x	1,1x	0,9x	
SL CP lưu hành	323,7 tr	EV/EBITDA		4,0x	4,4x	3,2x	2,9x	
Pha loãng	323,7 tr	* cập nhật ngày 30/11/2023						

Tổng quan công ty

PVT sở hữu đội tàu chở dầu lớn nhất Việt Nam (~1 triệu DWT) và kiểm soát phần lớn thị phần mảng vận tải dầu thô của Nhà máy lọc dầu Bình Sơn (BSR) (312.800 DWT), 30% đối với sản phẩm dầu hóa học (400.000 DWT), 100% đối với khí hóa lỏng (152.000 DWT), 10% đối với vận tải than (206.300 DWT), và 10% đối với kho chứa dầu nổi (FSO).

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho PVT thêm 11% lên 30.300 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 của chúng tôi tăng 6% (4%/9%/4%/6%/8% vào năm 2023/24/25/26/27) và (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2024. Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 cao hơn do đóng góp mới từ 3 tàu mới được mua từ tháng 7 đến cuối tháng 10/2023, bù đắp cho việc chúng tôi trì hoãn giả định đầu tư tàu chở dầu thô rất lớn (VLCC) từ năm 2024 sang năm 2025.

Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 thêm 4% lên 988 tỷ đồng (+15% YoY), chủ yếu nhờ lợi nhuận cốt lõi cao hơn từ mảng vận tải khi chúng tôi ghi nhận thêm 3 tàu mới. Chúng tôi cũng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 tăng 22% lên 1,2 nghìn tỷ đồng, nhờ vào đóng góp cả năm từ 6 tàu mới được mua lại vào năm 2023 và giá cước tàu chở dầu ổn định (đi ngang YoY).

Chúng tôi dự báo CAGR EPS cốt lõi giai đoạn 2022-2025 đạt 26%, do nhu cầu tấn-dậm tiếp tục tăng và công suất đội tàu tăng trong năm 2023, điều này sẽ thúc đẩy sản lượng vận chuyển của PVT trên tất cả các phân khúc.

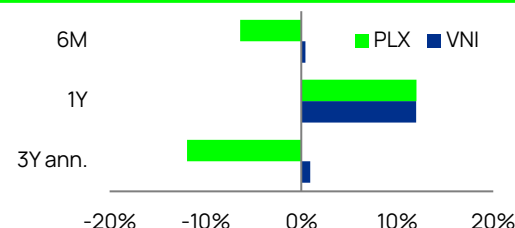
Định giá của PVT có vẻ hấp dẫn với EV/EBITDA năm 2023/24 là 4,4 lần/3,2 lần, thấp hơn 27%/46% so với mức trung vị 5 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực. P/B dự phóng năm 2024 là 1,1 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Mở rộng đội tàu cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Giá tàu chở dầu thấp hơn dự kiến và chi phí khấu hao cao hơn dự kiến.

PLX – Tăng chi phí định mức cả năm thúc đẩy LNST năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP (29/12)	34.500VND	Doanh thu	304.064	251.729	264.327	236.006	
Giá mục tiêu*	37.800VND	%YoY	80%	-17%	5%	-11%	
		LNST-CĐTĐ	1.450	3.046	3.939	4.102	
		% YoY	-49%	110%	29%	4%	
TL tăng	+9,6%	EPS	% YoY	-48%	110%	29%	4%
Lợi suất cổ tức	2,9%	Biên LN gộp	4,1%	5,9%	6,0%	6,7%	
Tổng mức sinh lời	+12,5%	Biên LN ròng	0,5%	1,2%	1,5%	1,7%	
		ROE	5,2%	10,5%	12,3%	11,9%	
Ngành	Xăng dầu	Nợ vay ròng/CSH	-9,4%	-20,3%	-25,1%	-46,7%	
GT vốn hóa	43,7 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	2,0%	2,9%	5,8%	8,7%	
Room KN	14,6 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	700	1.000	2.000	3.000	
GTGD/ngày (30n)	27 tỷ đồng	P/E	33,3x	15,8x	12,3x	11,8x	
Cổ phần Nhà nước	75,9%	Giá CP/DTHĐ	8,6x	11,4x	10,2x	4,1x	
SL CP lưu hành	1,27 tỷ	EV/EBITDA	13,5x	8,3x	6,7x	5,4x	
Pha loãng	1,27 tỷ	* cập nhật ngày 16/11/2023					



Tổng quan Công ty

Petrolimex (PLX) là công ty hàng đầu trong mảng phân phối sản phẩm xăng dầu với 50% thị phần. PLX có 2.700 trạm COCO (do chính công ty sở hữu và vận hành, bán lẻ) và 2.800 trạm DODO (do đại lý sở hữu và vận hành, bán buôn). Các mảng kinh doanh khác bao gồm hóa dầu (dầu nhờn, nhựa đường), khí hóa lỏng (LPG), vận chuyển xăng dầu, và bảo hiểm.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi, chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho PLX ở mức 37.800 đồng/CP nhưng nâng mức khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu đã giảm 15% so với mức đỉnh vào đầu tháng 8/2023. Giá mục tiêu không thay đổi của chúng tôi chủ yếu phản ánh (1) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2024, bù đắp cho (2) dự báo LNST sau lợi ích CĐTĐ tổng hợp giai đoạn 2023-2027 giảm 5% (-10%/ -5%/3%/ -11%/2% lần lượt trong năm 2023/2024/2025/2026/2027). LNST sau lợi ích CĐTĐ tổng hợp giai đoạn 2023-2027 giảm chủ yếu là do (1) chúng tôi tăng dự báo chi phí bán hàng và quản lý (SG&A) giai đoạn 2023-2027 để phản ánh chi phí lương nhân viên của PLX trong việc đảm bảo nguồn nhân sự, được bù đắp bởi (2) mức tăng trong giá định sản lượng giai đoạn 2025-2027 theo sau mức sản lượng ổn định trong 9 tháng đầu năm 2023.

Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2024 sẽ tăng 29% do (1) kỳ vọng lợi nhuận gộp/lít tăng 5% YoY, được hỗ trợ bởi tác động trong cả năm khi chi phí định mức tăng khoảng 3% vào đầu tháng 7/2023 và (2) kỳ vọng chi phí dự phòng hàng tồn kho thấp hơn so với cùng kỳ và kiểm soát chi phí đầu vào tốt hơn do chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ đi ngang trong năm 2024 so với mức biến động giảm 16% YoY trong năm 2023 và (3) sản lượng bán đi ngang YoY sau khi tăng thêm 3% vào năm 2023 so với mức cơ sở cao của năm 2022.

Chúng tôi dự báo CAGR EPS báo cáo đạt 14% trong giai đoạn 2023-2027, nhờ PLX nắm bắt được mức tăng trưởng nhu cầu xăng dầu ổn định của Việt Nam với kỳ vọng là 3,4%/năm trong giai đoạn 2022-2027 (theo Chính phủ), gấp 4 lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu.

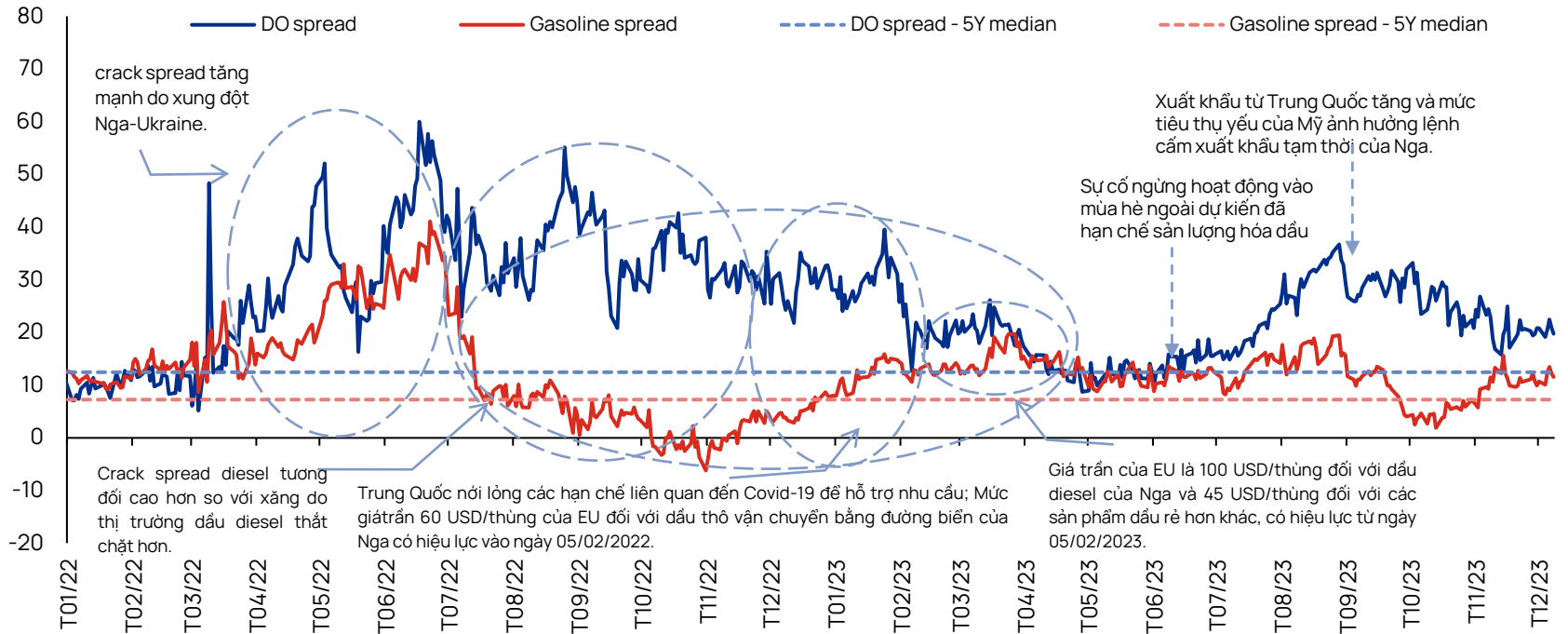
Định giá của PLX có vẻ hấp dẫn với P/E năm 2024 là 12,3 lần, thấp hơn khoảng 15% so với trung vị P/E 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Hoàn nhập dự phòng tồn kho, lợi nhuận/lít cao hơn dự kiến tương ứng với Nghị định 80/2023.

Rủi ro: Rủi ro chính sách; giá dầu biến động bất lợi.

Thị trường lọc hóa dầu sẽ tiếp tục thuận lợi vào năm 2024, hỗ trợ khả năng phục hồi crack spread

Tác động của các sự kiện lớn đến crack spread xăng và diesel của Platts Singapore (so với dầu Brent) (USD/thùng) (2022 - T12/2023)

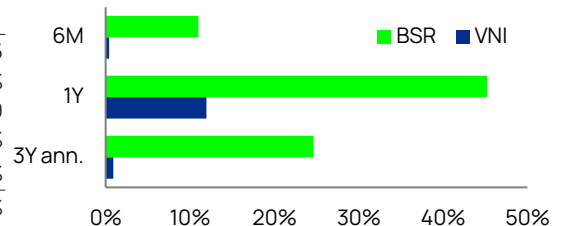


Cung cầu xăng dầu toàn cầu (dự báo đến tháng 10/2023)

Triệu thùng/ngày	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
Cán cân sản phẩm hóa dầu							
Nhu cầu sản phẩm hóa dầu	84,4	84,5	75,7	85,1	83,1	85,2	86,1
Nguồn cung sản phẩm hóa dầu*	82,2	82,0	74,8	77,8	79,9	82,3	83,3
Chênh lệch cung cầu tương ứng	-2,2	-2,5	-0,9	-7,3	-3,2	-2,9	-2,8
Thay đổi YoY (triệu thùng/ngày)							
Nhu cầu sản phẩm hóa dầu	0,6	0,1	-8,8	9,3	-2,0	2,1	0,9
Nguồn cung sản phẩm hóa dầu	1,4	-0,2	-7,2	3,0	2,1	2,4	1,0

BSR – Lợi nhuận vẫn cao tương đương đỉnh chu kỳ năm 2017 mặc dù giảm trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	18.600VND	Doanh thu	167.124	139.618	121.671	126.085
Giá mục tiêu*	20.400VND	%YoY	65%	-16%	-13%	4%
		LNST-CĐTS	14.726	8.385	7.410	6.779
		% YoY	119%	-43%	-12%	-9%
TL tăng	9,7%	EPS	119%	-43%	-12%	-9%
Lợi suất cổ tức	<u>3,8%</u>	Biên LN gộp	9,6%	6,8%	6,7%	6,0%
Tổng mức sinh lời	+13,4%	Biên LN ròng	8,8%	6,0%	6,1%	5,4%
		ROE	33,2%	15,5%	12,4%	10,5%
Ngành	Hóa dầu	Nợ vay ròng/CSH	-31,4%	-51,9%	-43,2%	-40,9%
GT vốn hóa	58,3 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Room KN	29,2 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	700	700	700	700
GTGD/ngày (30n)	92 tỷ đồng	P/E	3,9x	6,9x	7,8x	8,5x
Cổ phần Nhà nước	92,0%	P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
SL CP lưu hành	3,1 tỷ	EV/EBITDA	2,5x	2,7x	3,3x	3,5x
Pha loãng	3,1 tỷ	* cập nhật ngày 13/11/2023				



Tổng quan Công ty
Được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6.5 triệu tấn/năm và đáp ứng 1/3 nhu cầu trong nước

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu cho BSR thêm 6% còn 20.400 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu của công ty đã giảm 18% từ mức đỉnh giữa tháng 9/2023. Chúng tôi giảm giá mục tiêu chủ yếu do giả định WACC tăng dựa trên giả định tỷ lệ đòn bẩy giảm, ảnh hưởng mức tăng 3% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2025 (tương ứng tăng 4%/2%/3% trong các năm 2023/2024/2025), được thúc đẩy bởi giả định crack spread (giá đầu ra trừ giá đầu vào) cao hơn cho năm 2023 và giả định hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho cao hơn trong giai đoạn 2024-2025.

Chúng tôi tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 thêm 4% lên 8,4 nghìn tỷ đồng (-43% YoY), chủ yếu do chúng tôi tăng giả định crack spread. **Chúng tôi cũng tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 thêm 2% lên 7,4 nghìn tỷ đồng (-12% YoY)**, chủ yếu do giả định khoản hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho cao hơn. Mức giảm so với cùng kỳ chủ yếu do (1) sản lượng bán thấp hơn do bảo dưỡng theo kế hoạch và (2) crack spread thấp hơn, được bù đắp một phần bởi khoản dự phòng hàng tồn kho trị giá khoảng 400 tỷ đồng được hoàn trả dựa trên giả định giá dầu đi ngang YoY so với mức giảm 17% YoY dự kiến vào năm 2023.

BSR có định giá hấp dẫn với EV/EBITDA dự phóng năm 2023/2024 lần lượt là 2,7 lần/3,3 lần, thấp hơn 70%/65% so với EV/EBITDA trung bình 8 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực. P/B dự phóng năm 2024 là 0,9 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Chuyển niêm yết sang HOSE; cổ tức tiền mặt cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Giá dầu biến động bất lợi gây áp lực lên giá cổ phiếu, crack spread, và dự phòng hàng tồn kho.

Ngành Điện & Nước

Tăng trưởng năng lượng tái tạo sẽ tăng tốc từ năm 2024 trở đi

Báo cáo chiến lược – Tháng 1/2024



Trần Thị Thùy Linh
Chuyên viên

linh.tranthuy@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.196

Dương Tấn Phước
Chuyên viên

phuoc.duong@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.135

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

duong.dinh@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.140

Lý Phúc Thanh Ngân
Chuyên viên

ngan.ly@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.532

Ngành Điện & Nước

Triển vọng Ngành Nước

Chúng tôi kỳ vọng rằng BWE (cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) và TDM sẽ nhận được mức giá nước cao hơn, có hiệu lực từ ngày 01/07/2024. Chúng tôi dự báo sản lượng nước thương phẩm sẽ tăng với tốc độ 2 chữ số trong giai đoạn 2025-2028 tại tỉnh Bình Dương, địa bàn chính của BWE và TDM, gấp đôi tốc độ tăng trưởng sản lượng nước thương phẩm của Việt Nam. BWE và TDM cũng đã có mặt tại 7 trong số 63 tỉnh/thành phố của Việt Nam. BWE đã mua lại 91% cổ phần của CTCP Nước Biwase Long An vào tháng 6/2023, điều mà chúng tôi kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi dự báo LNST của Biwase Long An sẽ tăng trưởng với CAGR là đạt 53% trong giai đoạn 2022-2027 do công suất tăng gấp đôi và giá nước tăng trưởng ở mức 2 chữ số.

Triển vọng Ngành Điện

Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện (QHĐ) VIII và cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo sẽ được ban hành vào năm 2024. QHĐ VIII, được phê duyệt vào tháng 5/2023, đặt mục tiêu tăng gấp 3 công suất năng lượng tái tạo của cả nước lên ~50.000 MW vào năm 2030. Chúng tôi kỳ vọng đầu tư vào năng lượng tái tạo sẽ phục hồi mạnh sau khi cơ chế giá mới được ban hành. Chúng tôi dự báo rằng đây sẽ là cơ chế đấu thầu có giới hạn giá (giá trần), sẽ cao hơn mức giá dành cho các nhà máy điện tái tạo chuyển tiếp để khuyến khích đầu tư vào lĩnh vực này. Ngoài ra, cơ chế Thỏa thuận mua điện trực tiếp (DPPA) mà chúng tôi dự kiến sẽ được phê duyệt vào năm 2024 và thí điểm vào năm 2025, cũng sẽ thúc đẩy đầu tư vào năng lượng tái tạo.

Chúng tôi kỳ vọng Đối tác Chuyển đổi Năng lượng Công bằng (JETP) sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho tiến độ chính sách và giải ngân vốn đáng kể cho lĩnh vực năng lượng tái tạo của Việt Nam. Kế hoạch huy động nguồn lực 15,5 tỷ USD cho JETP đã được xác nhận lại vào tháng 12/2023.

Chúng tôi tin rằng nguồn cung điện sẽ đủ vào năm 2024. Đầu tháng 12/2023, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 3110 đặt kế hoạch nguồn cung điện đạt 306 tỷ kWh trong năm 2024, mà chúng tôi ước tính tăng 6%-9% so với năm 2023. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ đủ để đáp ứng nhu cầu vào năm 2024, mà chúng tôi dự báo sẽ tăng 7,7% YoY. Trong kịch bản kém khả quan nhất, Tập đoàn Điện lực Việt Nam dự báo miền Bắc thiếu điện khoảng 420-1.770 MW (tương ứng chỉ 1/3 lượng điện thiếu hụt trong quý 2/2023).

Chúng tôi dự báo giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) trung bình đạt 1.551 đồng/kWh (+14% YoY) vào năm 2024, điều này sẽ giúp bù đắp tác động tiêu cực của giá khí tăng cao (chúng tôi dự báo tăng 5% YoY) đối với các nhà sản xuất nhiệt điện. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá than hỗn hợp trung bình sẽ giảm 6% YoY.

Ngành điện tái tạo của Việt Nam bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2024. Chúng tôi đánh giá cao REE. Kiến thức chuyên môn và năng lực tài chính mạnh mẽ của REE sẽ giúp REE mở rộng danh mục điện từ 1.050 MW hiện tại lên ~ 1.700 MW vào năm 2027. P/E năm 2024 của REE đạt 8,7 lần, thấp nhất trong số các cổ phiếu năng lượng tái tạo mà chúng tôi theo dõi và chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 12% trong giai đoạn 2023-2027. Ngoài ra, việc thoái vốn khỏi PPC có thể mở ra cơ hội IPO cho REE Green Energy trong dài hạn. Chúng tôi cũng lạc quan về sự phục hồi của lợi nhuận cốt lõi đối với GEX, PC1 và HDG vào năm 2024, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của ngành điện và bất động sản. Chúng tôi dự báo GEX sẽ ghi nhận khoản lãi trước thuế trị giá 950 tỷ đồng từ việc thoái vốn danh mục nhà máy điện theo kế hoạch trong nửa đầu năm 2024.

Cổ tức từ các nhà máy nhiệt điện sẽ được hỗ trợ bởi việc lợi nhuận phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng LNST của PPC sẽ tăng 90%/20% YoY trong năm 2024/25, điều này sẽ hỗ trợ dự báo lợi suất cổ tức của chúng tôi lần lượt là 11%/18%. Chúng tôi có quan điểm lạc quan về QTP – công ty liên kết do PPC sở hữu 16%. QTP đang giao dịch ở mức P/E năm 2024 là 7,8 lần, thấp hơn ~ 30% so với P/E trung bình của các cổ phiếu nhiệt điện mà chúng tôi theo dõi, trong khi lợi suất cổ tức dự kiến của QTP cao hơn 2 lần. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 16.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tổng mức sinh lời dự phóng là 28,3%, bao gồm lợi suất cổ tức là 14%.

POW là cơ hội đầu tư đa dạng vào mức tăng trưởng tiêu thụ điện năng của Việt Nam và quá trình chuyển đổi cơ cấu sang LNG với các nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 & 4 sắp ra mắt, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2024/giữa năm 2025 và mở rộng công suất của POW thêm 35%. Chúng tôi dự báo EPS CAGR đạt 78% trong giai đoạn 2023-2025.

Ngành Điện & Nước: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành Điện & Nước – Dữ liệu chính

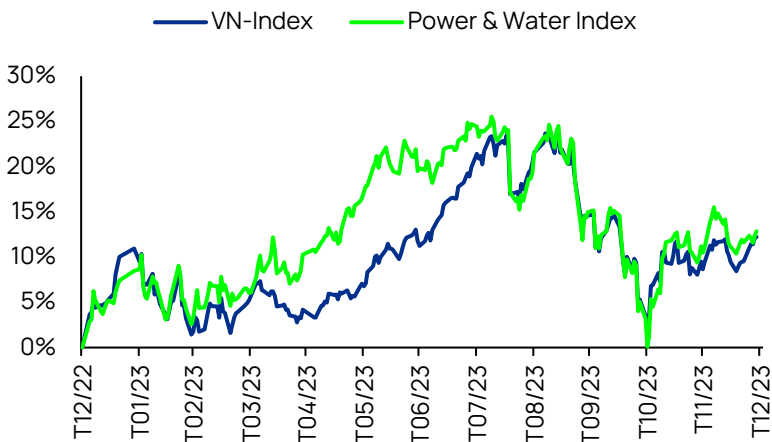
Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
REE	MUA	960	0	49	0	1,6	56.800	74.000	11/3/23	30,3	1,8	32,0
BWE	MUA	326	19	50	105	0,2	41.200	52.100	11/7/23	26,5	0,0	26,5
PPC	KQ	196	51	49	70	0,1	14.750	15.400	12/18/23	4,4	13,6	18,0
POW	KQ	1.089	80	49	489	1,9	11.250	13.000	12/18/23	15,6	0,0	15,6
TDM	KQ	184	0	50	73	0,4	40.550	44.600	11/7/23	10,0	3,7	13,7
HDG	KQ	348	0	50	91	1,8	27.600	30.900	11/10/23	12,0	0,0	12,0
GEX	KQ	830	0	50	312	17,2	23.600	24.100	11/20/23	2,1	4,2	6,4
NT2	PHTT	291	60	49	103	0,6	24.500	23.500	12/18/23	-13,3	9,7	5,5
PC1	KQ	370	0	49	154	2,1	28.800	28.000	11/9/23	-2,8	0,0	-2,8
QTP	KĐG	275	64	49	131	0,2	14.800	16.900	12/18/23	14,2	14,1	28,3

Ngành Điện & Nước – Tóm tắt định giá dựa trên lợi nhuận báo cáo

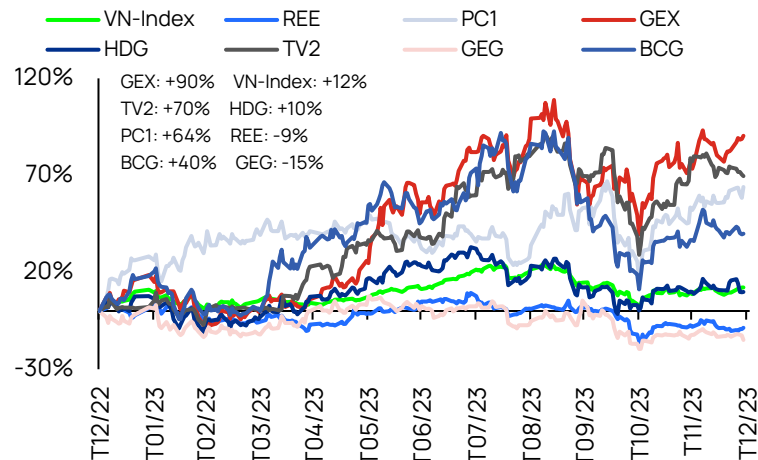
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023 (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	EV/ EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
REE	56.800	-8,5	8,0	10,5	9,7	9,4	8,7	7,9	7,3	14,2	1,4	35,7
BWE	41.200	-9,8	21,0	48,4	11,4	13,2	11,8	8,0	6,8	15,7	1,7	91,8
PPC	14.750	-27,0	116,3	9,0	13,6	13,8	6,4	5,8	7,2	14,3	0,9	-12,5
POW	11.250	-47,6	24,9	152,8	16,5	25,7	20,6	8,2	6,0	4,2	0,8	0,1
TDM	40.550	28,7	-30,9	78,3	12,9	15,5	22,5	12,6	10,8	9,1	1,9	8,6
HDG	27.600	-34,7	20,3	87,6	13,0	12,1	10,1	5,4	6,4	13,7	1,5	68,0
GEX	23.600	35,0	177,1	-39,8	47,9	40,7	14,7	24,4	5,2	11,5	1,6	70,3
NT2	24.500	-55,6	84,0	-4,0	17,0	20,0	16,0	11,1	7,0	10,3	1,7	-13,3
PC1	28.800	-24,9	95,6	21,5	37,9	28,0	14,3	11,8	8,1	12,3	1,8	115,2
QTP	14.800	-12,1	54,0	11,7	16,4	12,0	7,8	7,0	7,3	15,5	1,1	8,4

Diễn biến của các cổ phiếu Điện & Nước

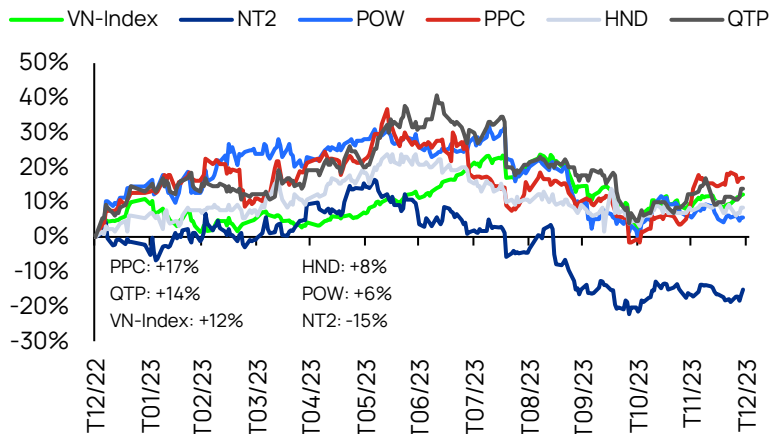
Chỉ số Nhóm Điện & Nước Vietcap theo dõi (*) vs VN-Index



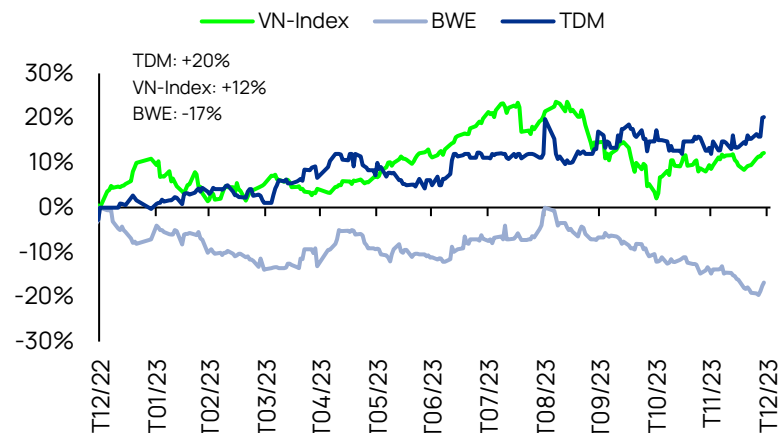
Các cổ phiếu Năng lượng tái tạo



Các cổ phiếu Nhiệt điện



Các cổ phiếu Nước

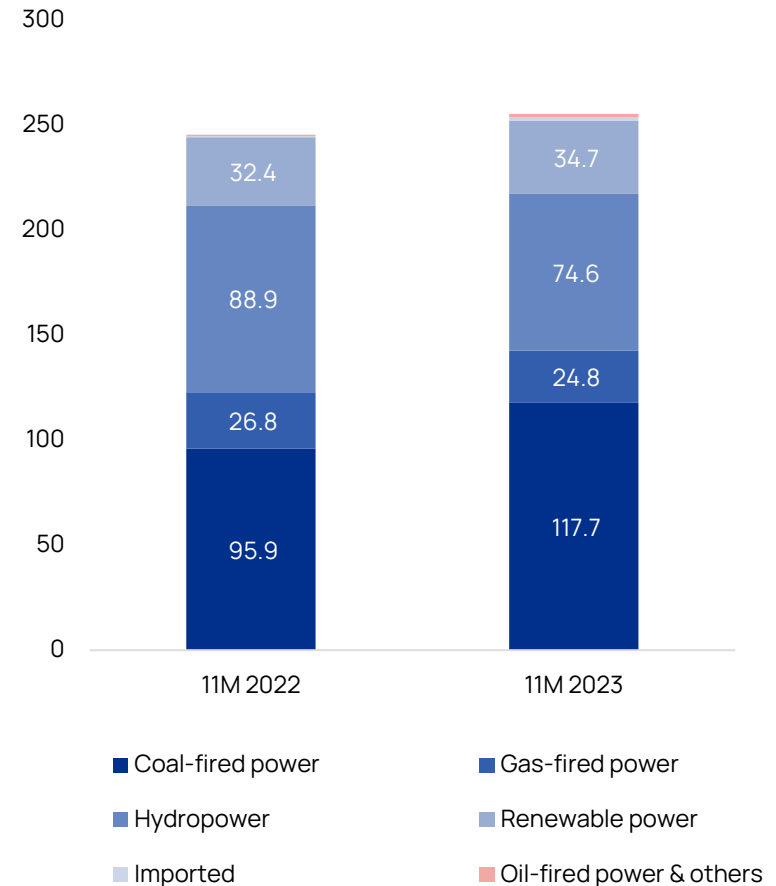


Ngành Điện

Nhìn lại năm 2023: Sản lượng điện sản xuất tăng 4% trong 11 tháng đầu năm 2023

- Trong 11 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện sản xuất của Việt Nam tăng 4% YoY. Chúng tôi ước tính mức tiêu thụ điện năng cũng tăng trưởng 4% YoY.
- Lượng mưa thấp hơn dẫn đến sản lượng điện sản xuất từ thủy điện thấp hơn đáng kể trong năm 2023 so với năm 2022. Theo Tập đoàn Điện lực Việt Nam, sản lượng điện sản xuất từ thủy điện giảm 16% YoY trong 11 tháng đầu năm 2023 với mức giảm mạnh nhất YoY trong quý 2 là 42% (Quý 1/2023: -7% YoY; Quý 3/2023: -10% YoY).
- Chúng tôi lưu ý rằng sản lượng thủy điện đã cải thiện 9% YoY vào tháng 8/2023 và đi ngang trong tháng 9/2023 do lượng mưa cao bất ngờ trong những tháng này. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến sản lượng điện sản xuất từ thủy điện trong quý 4/2023 sẽ thấp hơn so với quý 4/2022 do điều kiện thời tiết El Niño gia tăng.
- Sản lượng điện sản xuất từ nhiệt điện than tăng 23% YoY trong 11 tháng đầu năm 2023 (Quý 1/2023: -1% YoY; Quý 2/2023: +41% YoY; Quý 3/2023: +30% YoY) trong khi sản lượng điện sản xuất từ nhiệt điện khí giảm 7 % YoY (Quý 1/2023: -6% YoY; Quý 2/2023: +8% YoY; Quý 3/2023: -18% YoY).
- Sản lượng điện sản xuất từ năng lượng tái tạo tăng 7% YoY và chiếm 13% tổng sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống. Điện nhập khẩu tăng 30% và điện chạy bằng dầu & các loại điện khác tăng 180% YoY.

Sản lượng điện sản xuất trong 11T 2023 (tỷ kWh)



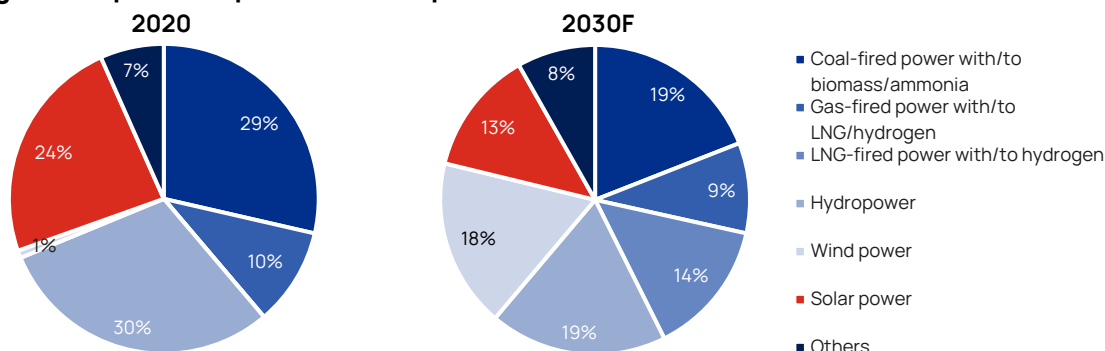
Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch triển khai QHĐ VIII sẽ được ban hành vào năm 2024 (1)

Dự báo của Bộ Công Thương về công suất điện Việt Nam (MW)

(MW)	2020A	2025F	2030F	2035F	2040F	2045F	2050F
Điện gió trên bờ	539	13.416	21.880	30.400	46.100	62.250	77.050
Điện gió ngoài khơi	-	-	6.000	18.000	45.500	79.500	91.500
Điện mặt trời	16.491	17.891	20.591	56.866	94.866	135.824	189.294
Sinh khối, đồng phát và khác	1.750	2.630	4.970	6.590	9.460	9.710	10.515
Thủy điện	20.789	26.795	29.346	33.654	34.414	35.139	36.016
Thủy điện tích năng & pin lưu trữ năng lượng	-	50	2.700	9.450	19.950	33.750	45.550
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG	7.076	7.076	14.930	7.900	7.900	7.900	7.900
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG và hydro (*)	-	-	-	7.030	7.030	-	-
Điện khí (khí trong nước) thành hydro	-	-	-	-	-	7.030	7.030
Điện từ LNG	-	2.700	22.400	22.700	12.200	-	-
Điện từ LNG (với hydro)	-	-	-	2.700	13.200	21.900	4.500
Điện từ LNG thành hydro	-	-	-	-	-	3.500	20.900
Nhiệt điện than	19.825	28.757	30.127	23.137	15.337	3.635	-
Nhiệt điện than (với sinh khối/ammoniac (**))	-	-	-	6.990	14.790	18.642	-
Nhiệt điện than thành sinh khối/ammoniac	-	-	-	-	-	6.900	25.632
Điện từ dầu	1.596	1.221	-	-	-	-	-
Điện nhập khẩu	1.272	4.453	5.000	7.742	10.242	11.042	11.042
Nhà máy điện linh hoạt	-	-	300	9.000	23.100	33.900	46.200
Tổng công suất lắp đặt	69.338	104.989	158.244	242.159	354.089	470.622	573.129
CAGR 5 năm		8,7%	8,6%	8,9%	7,9%	5,9%	4,0%

- Ngày 15/5/2023, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Quy hoạch điện VIII của Việt Nam cho giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050.
- Kế hoạch của QHĐ VIII về tổng công suất lắp đặt quốc gia đạt 158 GW vào năm 2030 – cao hơn gấp đôi công suất của năm 2020.
- QHĐ VIII cũng nhấn mạnh việc chuyển đổi sang năng lượng sạch vì năng lượng tái tạo (bao gồm cả thủy điện) được đặt mục tiêu chiếm lần lượt 47% và 72% tổng sản lượng điện sản xuất vào năm 2030 và 2050.
- Công suất điện mặt trời và điện gió được hướng tới tăng gấp ba lên ~50.000 MW so với năm 2020 và trở thành nguồn điện lớn nhất của Việt Nam vào năm 2030 (31% tổng công suất lắp đặt cả nước).
- Công suất thủy điện sẽ tăng ~40%.
- Công suất khí và LNG sẽ tăng gấp 5 lần lên ~37.000 MW.
- Công suất điện than sẽ tăng 50% lên ~30.000 MW. QHĐ VIII đặt mục tiêu các nhà máy nhiệt điện than sẽ kết thúc hoạt động sau vòng đời kỹ thuật 40 năm và thực hiện chuyển đổi dần sang sử dụng điện sinh khối/amoniac

Cơ cấu công suất điện của Việt Nam theo loại



Vietcap

Nguồn: MoIT (QHĐ VIII chính thức), Vietcap (*) Hydrogen: Một loại nhiên liệu thay thế cho khí tự nhiên, nó chỉ tạo ra hơi nước thay vì carbon dioxide. (**) Biomass: Được làm từ vật liệu từ cây, động vật và chất thải. Amoniac: Một loại nhiên liệu giúp giảm lượng khí thải carbon.)

Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch triển khai QHĐ VIII sẽ được ban hành vào năm 2024 (2)

- **Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch thực hiện QHĐ VIII sẽ được ban hành vào năm 2024.** Trong dự thảo mới nhất (tháng 11/2023), Bộ Công Thương nêu rõ thời hạn vận hành thương mại đối với các nhà máy nhiệt điện (điện than, điện khí và điện LNG) cũng như các dự án thủy điện quy mô vừa và lớn. Cụ thể, các nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 & 4 của POW (tổng công suất 1.500 MW) dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2024-2025 – sớm hơn dự kiến của chúng tôi. Ngoài ra, Bộ Công Thương đặt mục tiêu đưa các nhà máy điện khí Ô Môn 2, 3 & 4 (tổng công suất 3.150 MW và sử dụng khí từ các mỏ khí Lô B) vào năm 2027 – phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- **Dự thảo kế hoạch thực hiện QHĐ VIII cũng cung cấp công suất điện mặt trời và điện gió theo quy hoạch cho từng tỉnh và khu vực đến năm 2030.** Về điện gió trên bờ, miền Trung chiếm trên 51% tổng công suất bổ sung vào năm 2030. Ngoài ra, tỷ lệ công suất điện gió ngoài khơi của miền Trung cũng cao nhất với 42% tổng công suất lắp đặt bổ sung theo kế hoạch vào năm 2030 (cùng tỷ lệ với miền Bắc). Ở miền Bắc, Cơ quan Năng lượng Đan Mạch ước tính công suất tiềm năng của điện gió ngoài khơi tại Vịnh Bắc Bộ đạt 13 GW. Trong khi đó, một số tỉnh/thành phố ven biển như Quảng Ninh, Hải Phòng, Thái Bình, Nam Định đã đề xuất phát triển điện gió ngoài khơi.

Bổ sung công suất điện mặt trời và điện gió vào năm 2030, theo khu vực

MW	Điện mặt trời áp mái	Điện gió trên bờ	Điện gió ngoài khơi
Miền Bắc	927	3.816	2.500
Miền Trung	565	18.064	2.500
<i>Bắc Trung Bộ</i>	231	2.200	0
<i>Trung Trung Bộ</i>	168	1.900	500
<i>Tây Nguyên</i>	32	4.100	2.000
<i>Nam Trung Bộ</i>	134	3.064	0
Miền Nam	1.107	6.800	1.000
Tổng cộng	2.600	21.880	6.000

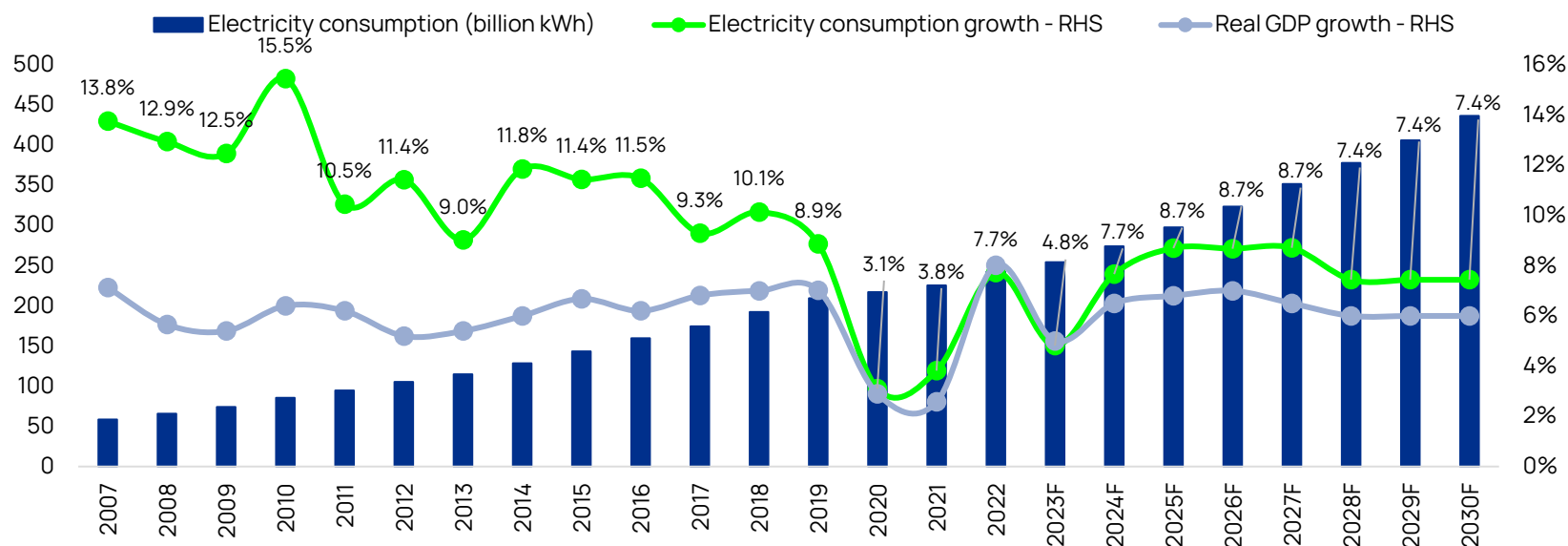
Yêu cầu vốn XD/CB cho ngành điện

Tỷ USD	2021-2025	2026-2030
Nguồn điện	48,1	71,7
Truyền tải điện	9,0	5,9
Tổng cộng	57,1	77,6

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2024 đạt 7,7% YoY

- Trong [Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện](#), ngày 18/12/2023, chúng tôi đã giảm dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2023 thêm 0,2% còn 4,8% YoY do sản lượng điện sản xuất trong 11T 2023 thấp hơn dự kiến. Theo Tập đoàn Điện lực Việt Nam, sản lượng điện sản xuất 11T 2023 tăng nhẹ 4% YoY đạt 257,4 tỷ kWh. Số liệu tiêu thụ điện không được công bố nhưng chúng tôi ước tính mức tăng trưởng tiêu thụ 11T 2023 đạt ~ 4% YoY, phù hợp với sản lượng điện sản xuất và kỳ vọng mức tăng trưởng sản lượng điện sản xuất tháng 12 sẽ mạnh hơn so với cùng kỳ năm trước.
- Trong báo cáo cập nhật ngành trên, chúng tôi cũng giảm dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2024 còn 7,7% YoY từ mức 8,4% YoY trước đây, chủ yếu do chỉ số PMI tháng 11 yếu. Nhóm chuyên viên phân tích vĩ mô của chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam ở mức 6,5% vào năm 2024. Với giả định tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm của Việt Nam là 6,8%/7,0% vào năm 2025/26 (theo dự báo từ Nhóm chuyên viên phân tích vĩ mô của chúng tôi) và ở mức 6,5% vào năm 2027 (theo kế hoạch của Bộ Công Thương) và việc chúng tôi duy trì giả định về hệ số co giãn giữa tăng trưởng GDP và tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức ~1,2x-1,3x (mức bình thường), chúng tôi ước tính rằng Việt Nam có thể sẽ ghi nhận tăng trưởng tiêu thụ điện ~9%/năm trong giai đoạn 2025-2027.

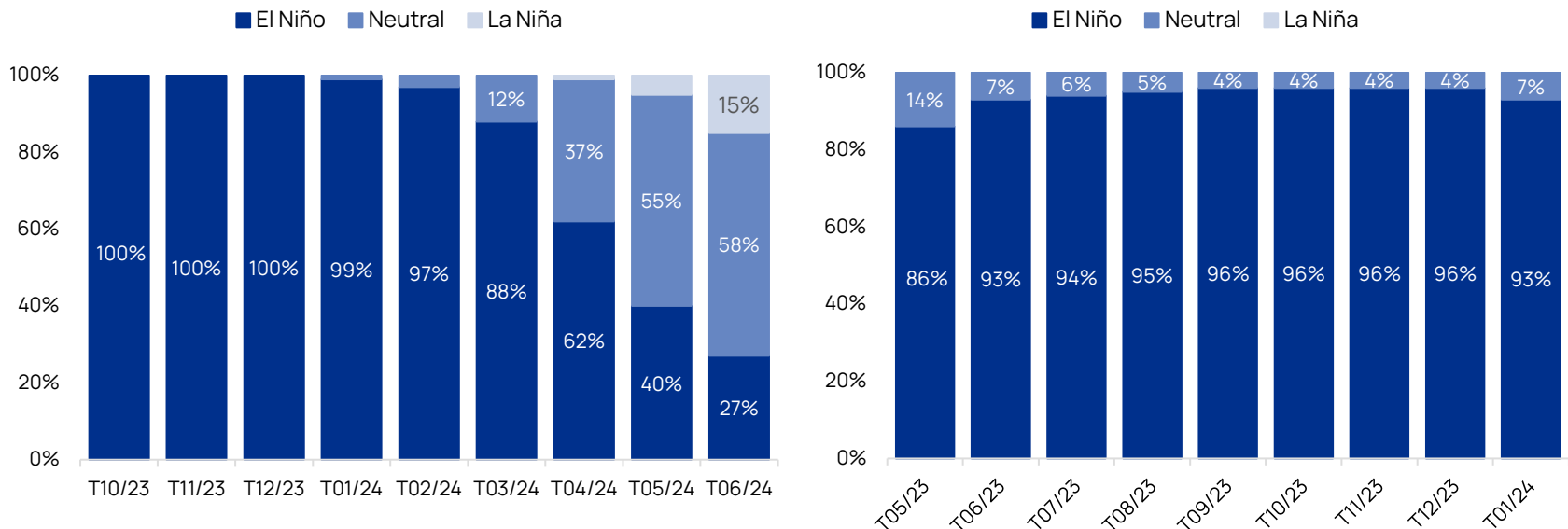
Diễn biến tăng trưởng tiêu thụ điện và dự báo của Việt Nam so với tăng trưởng GDP*



El Niño tiếp tục kéo dài sang năm 2024 với mức độ nghiêm trọng thấp hơn

- Theo dự báo thời tiết của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRICS), tính đến tháng 11/2023, El Niño gần như chắc chắn xảy ra vào quý 4/2023 với xác suất 99%-100%, cao hơn nhẹ so với dự báo hồi tháng 6/2023 là 96%.
- Điều kiện thời tiết El Niño dự kiến sẽ chiếm ưu thế cho đến cuối quý 1/2024** với xác suất xảy ra dao động từ 88% đến 99% trong tháng 1-tháng 3/2024. Tuy nhiên, vào tháng 11/2023, IRICS dự báo khả năng El Niño sẽ giảm xuống còn 62%, 40% và 27% lần lượt vào tháng 4, tháng 5 và tháng 6/2024, nhường chỗ cho điều kiện thời tiết trung tính. Chúng tôi lưu ý rằng mọi thay đổi về dự báo thời tiết cần được theo dõi chặt chẽ.

Xác suất xảy ra El Niño vào tháng 11/2023 (trái) và tháng 6/2023 (phải)



Chúng tôi dự báo đủ điện trong năm 2024 so với tình trạng thiếu điện trong năm 2023 (1)

- **Chúng tôi tin rằng nguồn cung điện sẽ đủ vào năm 2024.** Đầu tháng 12/2023, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 3110 đặt kế hoạch cung cấp **306 tỷ kWh** sản lượng điện cho năm 2024, mà chúng tôi ước tính tăng 6%-9% so với năm 2023. Chúng tôi tin rằng con số này sẽ đủ để đáp ứng nhu cầu điện vào năm 2024, mà chúng tôi dự báo sẽ tăng 7,7% YoY. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng Bộ Công Thương có kế hoạch huy động sản lượng điện lớn hơn đáng kể từ các nhà máy nhiệt điện than (+25% YoY) trong khi dự kiến mức huy động thấp hơn từ điện khí (-14% YoY) và thủy điện (-1% YoY) cũng như mức sản lượng điện huy động gần như đi ngang từ năng lượng tái tạo.
- **Nguy cơ thiếu điện giảm so với năm 2023 một phần nhờ sự chuẩn bị tốt hơn của Tập đoàn Điện lực Việt Nam, Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC) và các nhà máy nhiệt điện.** Theo quan điểm của chúng tôi, một trong những nguyên nhân gây ra tình trạng mất điện ở miền Bắc trong quý 2/2023 là do EVN và NLDC chưa kịp chuẩn bị, bất ngờ trước thời tiết khô nóng đột ngột. Vào cuối năm 2022 và đầu năm 2023, NLDC không yêu cầu các hồ thủy điện tích nước trước để chuẩn bị cho mùa khô năm 2023, khiến các nhà máy nhiệt điện và nhà cung cấp nguyên liệu có quá ít thời gian để đáp ứng nhu cầu điện tăng mạnh. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng Tập đoàn Điện lực Việt Nam và NLDC sẽ có kế hoạch tốt hơn khi có dấu hiệu El Niño rõ ràng và sự giám sát chặt chẽ hơn từ Bộ Công Thương, điều này sẽ giúp giảm thiểu rủi ro thiếu điện.
- Trong trường hợp bất lợi khi El Niño tiếp tục làm tăng nhu cầu điện trong những tháng mùa hè của năm 2024 (tháng 5-tháng 7) đồng thời ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất thủy điện, miền Bắc vẫn có thể phải đối mặt với tình trạng thiếu điện. **Tập đoàn Điện lực Việt Nam dự báo khả năng thiếu điện trong tháng 6-7/2024 ở miền Bắc dao động từ 420 đến 1.770 MW trong kịch bản kém khả quan nhất này**, cụ thể, chỉ bằng khoảng 1/3 lượng điện thiếu hụt trong tháng 5-6/2023. Theo EVN, tình trạng thiếu điện tương đương 1.600-4.900 MW đã xảy ra tại miền Bắc vào tháng 5-6 năm 2023, chiếm 12%-18% mức tiêu thụ hàng ngày của khu vực vào năm 2022 hoặc 5%-8% lượng tiêu thụ hàng ngày của cả nước vào năm 2022. Do đó, Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã phải dùng đến các giải pháp cắt nguồn cung cấp điện cho cả sinh hoạt và sản xuất ở miền Bắc từ tháng 5 đến đầu tháng 6, dẫn đến thiệt hại kinh tế ước tính khoảng 1,4 tỷ USD hoặc 0,3% GDP năm 2022 của Việt Nam, theo Ngân hàng Thế giới.
- Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tổng công suất điện của Việt Nam ở mức 5,7%/3,7% YoY vào năm 2023/24 như đã nêu trong [Báo cáo Ngành Nhiệt điện](#) ngày 25/10/2023.

Dự báo của Vietcap về công suất lắp đặt của Việt Nam (MW)

MW	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Năng lượng Hydro	21.836	22.544	22.976	23.436	24.016
Nhiệt điện than	24.671	25.312	27.344	27.344	28.009
Nhiệt điện khí	7.125	7.160	7.160	7.160	9.110
Điện mặt trời (trang trại)	8.736	8.736	9.123	9.243	9.243
Điện mặt trời (áp mái)	7.954	7.954	7.954	7.954	7.954
Điện gió	3.980	3.980	4.980	6.980	8.980
Khác	2.318	2.114	2.729	3.229	3.829
Tổng công suất	76.620	77.800	82.266	85.346	91.141
Tăng trưởng YoY		1,5%	5,7%	3,7%	6,8%

Chúng tôi dự báo đủ điện trong năm 2024 so với tình trạng thiếu điện trong năm 2023 (2)

- **Nguyên liệu cho điện than.** Vào ngày 12/12, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 3111, đặt kế hoạch 74 triệu tấn than cho sản xuất điện vào năm 2024, mà chúng tôi ước tính tăng 20% YoY. Nguồn cung than trong nước cho phát điện vào năm 2024 dự kiến đạt 48,2 triệu tấn (đi ngang YoY, theo ước tính của chúng tôi). Vinacomin, một trong hai nhà cung cấp than tại Việt Nam, đã giao 36,2 triệu tấn than (+13% YoY) cho sản xuất điện trong 11 tháng đầu năm 2023.
- **Nguyên liệu cho điện khí.** Bộ Công Thương đã phê duyệt nguồn cung khí tự nhiên cho phát điện năm 2024 đạt 4,19-4,47 tỷ m³ (giảm 19%-24% YoY so với kế hoạch của GAS về cung cấp khí cho phát điện trong năm 2023), trong đó dự kiến 2,94-3,06 tỷ m³ đến từ khu vực Đông Nam Bộ, phần còn lại đến từ khu vực Tây Nam Bộ. Nguồn cung khí theo kế hoạch năm 2024 giảm đáng kể so với cùng kỳ năm trước cho thấy các mỏ khí trong nước đang cạn kiệt, đòi hỏi Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và Tập đoàn Điện lực Việt Nam phải đưa LNG vào sử dụng để phát điện trong trường hợp lượng điện tiêu thụ cao hơn dự kiến hoặc số lần dừng kỹ thuật nhiều hơn dự kiến trong hệ thống. Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng Kho cảng LNG Thị Vải sẽ đi vào hoạt động thương mại vào năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo nguồn cung LNG từ kho cảng này sẽ không đáng kể vào năm 2024, ở mức 50 triệu m³ cho các khu công nghiệp.
- **Ngoài ra, Chính phủ đang thúc đẩy xây dựng đường dây 500kV mạch 3 kéo dài để đưa vào hoạt động vào giữa năm 2024.** Đường dây này nối từ Quảng Trạch (Quảng Bình) đến Phố Nối (Hưng Yên) nhằm nâng công suất truyền tải điện từ miền Trung ra miền Bắc từ 2.200 MW hiện nay lên 5.000 MW. Tuyến đường dài 515 km này có tổng vốn đầu tư ước tính là 22,4 nghìn tỷ đồng. Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) đã bắt đầu đấu thầu cả 4 tiểu dự án. Các doanh nghiệp trong ngành ước tính việc xây dựng toàn bộ dự án sẽ mất khoảng 18 tháng để hoàn thành (đến khoảng đầu/giữa năm 2025).

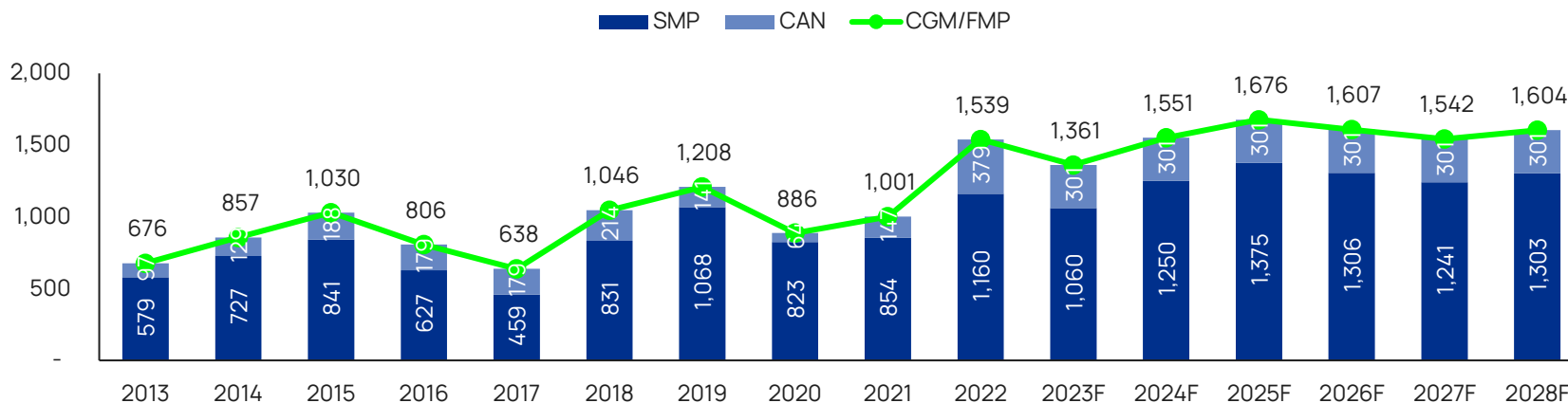
Các tiểu dự án của đường dây 500 kV mạch 3 kéo dài

Tiểu dự án	Chiều dài (km)	Vốn XSCB (nghìn tỷ đồng)
Thanh Hóa – Nam Định	74	2,9
Nam Định – Phố Nối	124	5,5
Quảng Trạch – Quỳnh Lưu	225	9,8
Quỳnh Lưu – Thanh Hóa	92	4,1
Tổng cộng	514	22,4

Giá CGM trung bình tăng 14% YoY vào năm 2024

- Trong Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện ngày 18/12/2023, chúng tôi đã giảm 13% dự báo giá CGM trung bình năm 2023 còn 1.361 đồng/kWh (-12% YoY) vì giá CGM trung bình trong 11T 2023 đạt 1,406 đồng/kWh (-7% YoY), thấp hơn dự báo trước đây của chúng tôi. Mức giảm so với cùng kỳ năm trước có thể chủ yếu do giá CGM thấp từ tháng 8 đến tháng 11. Nguyên nhân do (1) lượng mưa cao hơn dự kiến trong những tháng này và (2) huy động cao từ điện mặt trời và điện gió (không tham gia CGM) và điện than (được hưởng giá than nhập khẩu thấp hơn đáng kể so với cùng kỳ năm trước trong vài tháng qua). Tính đến ngày 8/12, giá than nhiệt Newcastle của Úc thấp hơn 64% so với cuối năm 2022. **Trong báo cáo cập nhật ngành này, chúng tôi cũng giảm dự báo giá CGM trung bình năm 2024 thêm 5% còn 1.551 đồng/kWh (+14% YoY)** do giá CGM thấp hơn dự kiến trong 11T 2023. Ngoài ra, chúng tôi đã giảm 1% dự báo giá CGM giai đoạn 2025-2028 sau khi giảm dự báo giá CGM giai đoạn 2023-2024.
- Chúng tôi dự báo giá CGM sẽ tăng vào năm 2024**, gần bằng mức của năm 2022 do mức tăng trưởng tiêu thụ điện dự kiến của chúng tôi là 7,7% YoY (tương tự mức tăng trưởng 8% YoY vào năm 2022) cũng như giá khí năm 2024 dự kiến sẽ cao hơn so với năm 2022. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá điện năng thị trường điện (SMP – 1 thành phần của giá CGM, giá đấu cao nhất cần thiết để được sử dụng để cân bằng với cung/cầu của hệ thống) được giới hạn ở mức 1.510 đồng/kWh cho năm 2024, giảm 15% so với năm 2023. Giá công suất thị trường trung bình (CAN – thành phần khác của giá CGM, giá trả thêm để nhà máy điện mới tham gia tốt nhất có thể hòa vốn) ước tính ở mức trung bình là 330 đồng/kWh – tăng ~10% so với năm 2023. Chúng tôi ước tính rằng tác động của 2 điều này bù trừ cho nhau nhưng điều này nhìn chung mang lại lợi ích cho các nhà máy nhiệt điện than.
- Dự báo của chúng tôi tương ứng giá CGM trung bình có CAGR đạt 3% trong giai đoạn 2023-2028, gần bằng với lạm phát dự kiến.

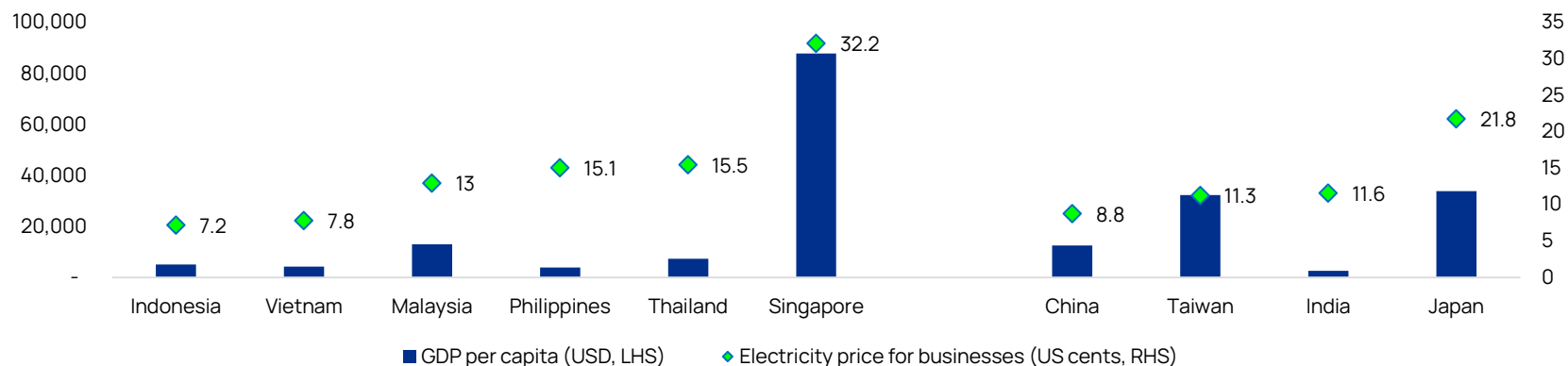
Triển vọng giá CGM trung bình (đồng/kWh)



Chúng tôi dự báo giá điện bán lẻ sẽ tăng 7% vào năm 2024

- Bộ Công Thương đã phê duyệt giá điện bán lẻ tăng tổng cộng 7,5% vào năm 2023** (3% trong tháng 5 và 4,5% trong tháng 11) lên mức giá cơ sở là 2.007 đồng/kWh, tương đương 8,3 cent Mỹ. Giá điện bán lẻ tăng sẽ không mang lại lợi nhuận cao hơn cho các nhà máy điện nhưng là điều tích cực đối với các cổ phiếu điện vì giá điện bán lẻ tăng sẽ hỗ trợ dòng tiền của các nhà máy. Theo báo chí, Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã giảm khoản lỗ ròng từ 35,4 nghìn tỷ đồng trong 6T 2023 xuống còn 24,6 nghìn tỷ đồng trong 12T 2023 với mức tăng giá điện là 7,5%. Tập đoàn Điện lực Việt Nam công bố khoản lỗ ròng sau kiểm toán là 22,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2022 và lỗ ròng lũy kế là 13,3 nghìn tỷ đồng (trên bảng cân đối kế toán) vào cuối năm 2022, cho thấy tổng lỗ ròng lũy kế ước tính đạt 37,9 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng giá điện bán lẻ sẽ tăng 7%/10% YoY trong năm 2024/25.** Chúng tôi tin rằng các mức tăng này là cần thiết để giúp Tập đoàn Điện lực Việt Nam hòa vốn sau khoản lỗ lũy kế lớn trong giai đoạn 2022-2023. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng trong 2 năm tới, chi phí phát điện (đối với Tập đoàn Điện lực Việt Nam) khó có thể tăng mạnh như năm 2022 do giá năng lượng toàn cầu tăng mạnh vào năm 2021/22. Chúng tôi dự báo giá than hỗn hợp sẽ giảm 6%/2% YoY vào năm 2024/25 sẽ bù đắp cho mức tăng 5%/8% YoY của giá khí trong năm 2024/25. Chúng tôi lưu ý rằng điện than chiếm trung bình 46% sản lượng điện thương phẩm quốc gia trong 4 năm qua trong khi tỷ trọng của điện khí chỉ ở mức 13%.
- Giá điện cho các doanh nghiệp ở Việt Nam thấp hơn ~38% so với giá trung bình ở Đông Nam Á** (trừ Singapore), cho thấy tiềm năng tăng giá điện trong những năm tới.

Giá điện cho doanh nghiệp ở một số nước



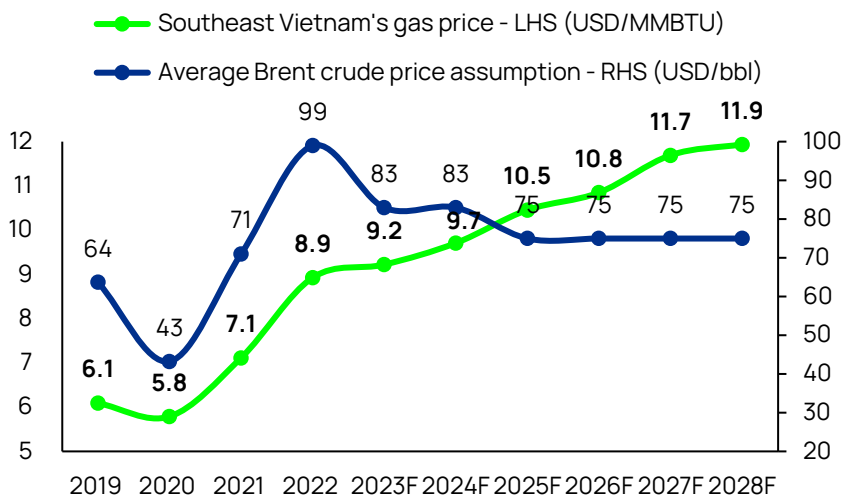
Giá khí tăng nhưng giá than sẽ giảm

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo chi phí nguyên liệu của điện khí sẽ tăng ~5% YoY trong khi chúng tôi dự báo chi phí than của các nhà máy nhiệt điện than thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi (sử dụng than hỗn hợp) sẽ giảm ~6% YoY, khiến điện than có chi phí cạnh tranh hơn so với điện khí.

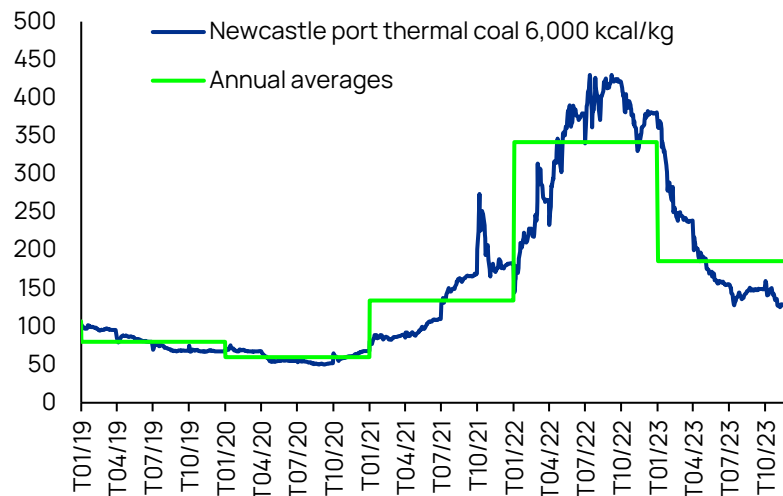
Dự báo của Vietcap về giá than

Triệu đồng/tấn	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Than trong nước, 5a (5.500 kcal/kg)	1.845	1.937	2.034	2.136	2.243	2.355
Tăng trưởng YoY	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Than hỗn hợp, tương đương 5a (*)	2.825	2.583	2.420	2.382	2.247	2.436
Tăng trưởng YoY	38%	-9%	-6%	-2%	-6%	8%

Triển vọng nguồn cung khí* cho khu vực Đông Nam Bộ Việt Nam (tỷ m³)



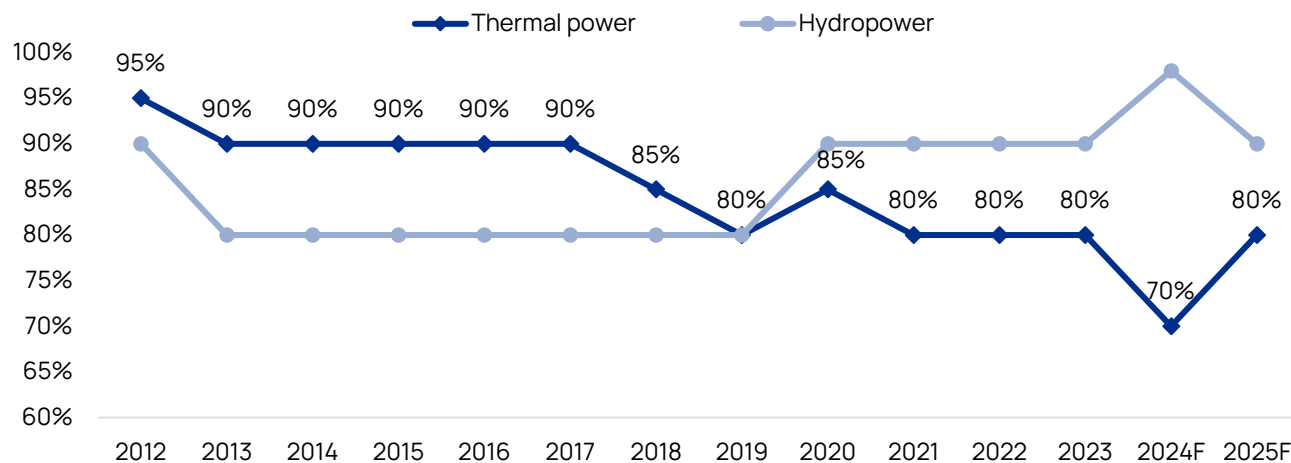
Giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg) (USD/tấn)



Tỷ lệ sản lượng hợp đồng (Qc) cho các nhà máy nhiệt điện và thủy điện lần lượt ở mức 70% và 98% vào năm 2024

- Theo Tập đoàn Điện lực và Bộ Công Thương, tỷ lệ Qc đặt mục tiêu giảm xuống 60% trước năm 2025, phù hợp với tiến độ tự do hóa ngành điện và Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã có hướng dẫn đàm phán tỷ lệ Qc giữa các nhà máy điện và Công ty mua bán điện. Tuy nhiên, các thỏa thuận mới có vẻ cần nhiều thời gian để đưa vào thực tế.
- Theo các doanh nghiệp trong ngành, tỷ lệ Qc cho các nhà máy nhiệt điện dự kiến ở mức 70% trong năm 2024, thấp hơn so với mức 80% của những năm trước. Điều này dẫn đến nhiều thách thức hơn cho các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là các nhà máy điện khí. Ngoài ra, tỷ lệ Qc cho các nhà máy thủy điện dự kiến ở mức 98% so với mức 90% của những năm trước, điều này có khả năng làm giảm lợi nhuận của các nhà máy thủy điện.

Tỷ lệ sản lượng hợp đồng (% Qc)



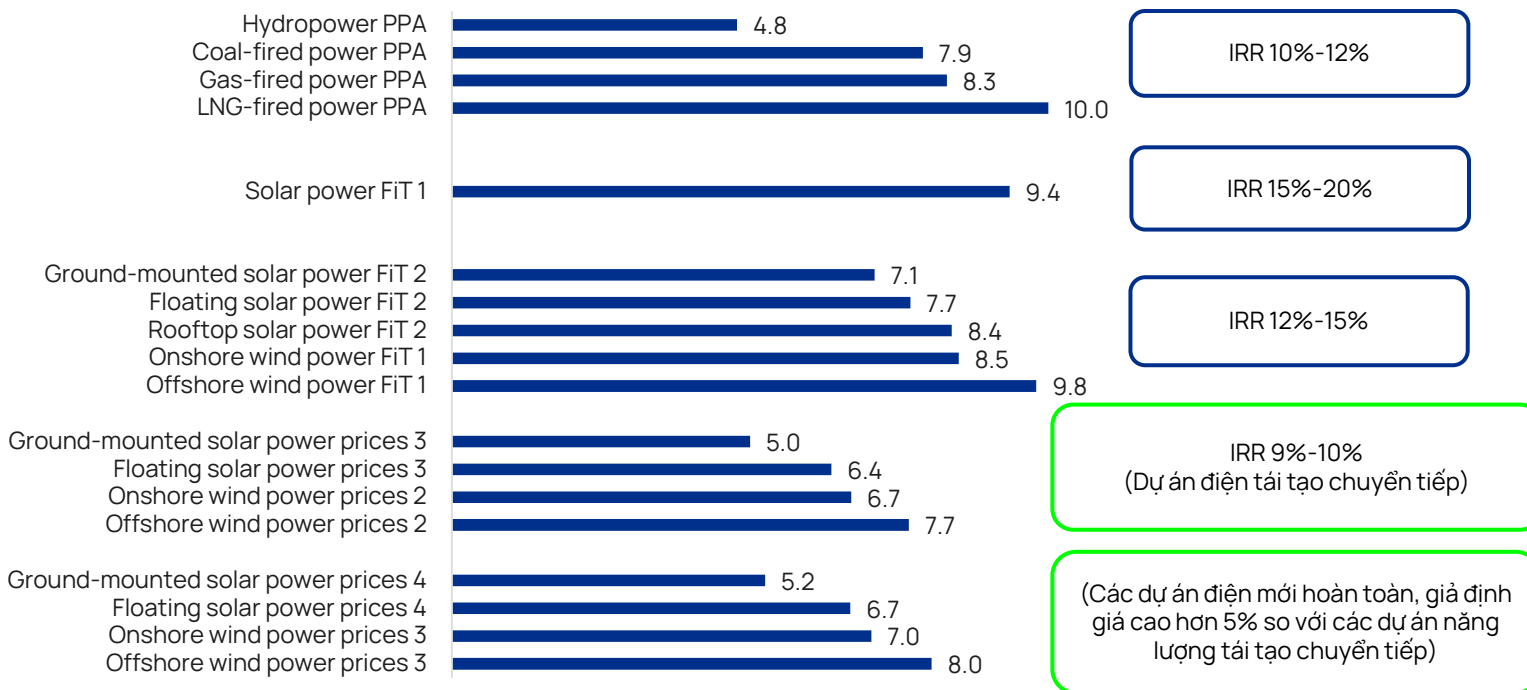
Chúng tôi kỳ vọng cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo vào năm 2024 (1)

- **Ngành năng lượng tái tạo của Việt Nam phải đối mặt với những thách thức ngắn hạn trong giai đoạn 2022-2023, chủ yếu do thiếu cơ chế giá mới.** Việt Nam đã trải qua giai đoạn tăng trưởng công suất điện mặt trời và điện gió theo cấp số nhân, vượt 20.600 MW vào năm 2021, nhờ các chính sách FIT thuận lợi từ giai đoạn 2017-2021. Tuy nhiên, sau khi hết hạn (tháng 12/2020 đối với điện mặt trời, tháng 10/2021 đối với điện gió), công suất bổ sung chỉ ở mức thấp.
- Vào ngày 07/01/2023, Bộ Công Thương đã ban hành giá trần cho các nhà máy điện tái tạo chuyển tiếp, thấp hơn 17%-29% so với biểu giá FIT thuận lợi trước đó. Có 85 nhà máy điện tái tạo chuyển tiếp với tổng công suất 4.736 MW. Gần một nửa công suất này đã xây dựng xong nhưng không kịp thời hạn FIT trong khi phần còn lại vẫn đang được phát triển.
- Đến ngày 10/11/2023, 21 nhà máy (tổng công suất 1.201 MW) đã kết nối vào lưới điện quốc gia theo giá tạm thời, bằng 50% giá trần. Mức giá này do Tập đoàn Điện lực Việt Nam đề xuất chỉ là tạm thời cho đến khi các nhà máy và EVN thống nhất giá chính thức. Các nhà máy đáng chú ý bao gồm điện gió Tân Phú Đông 1 của GEG (100 MW), VLP Bến Tre (4,2 MW còn lại trong 30 MW công suất), nhà máy điện mặt trời Phú Mỹ 1 & 3 của BCG (88 MW còn lại) và nhà máy điện mặt trời Trung Nam Thuận Nam của Tập đoàn Trung Nam (172 MW còn lại). Hoạt động thương mại của các nhà máy năng lượng tái tạo chuyển tiếp phải đối mặt với sự chậm trễ chủ yếu do sự phức tạp về thủ tục giấy tờ.
- **Mặc dù việc phê duyệt QHĐ VIII vào tháng 5/2023 là thông tin tích cực đối với ngành năng lượng tái tạo, nhưng chúng tôi tin rằng sự phục hồi mạnh mẽ sẽ chỉ xảy ra sau khi cơ chế giá mới được ban hành.** Đầu tháng 11/2023, Bộ Công Thương đã ban hành Thông tư 19/2023/TT-BCT về phương pháp tính giá điện mặt trời và điện gió. Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) mới đây đã yêu cầu Công ty Mua bán điện (EPTC, 100% vốn của Tập đoàn Điện lực Việt Nam) xây dựng khung giá năng lượng tái tạo với thời hạn nộp là giữa tháng 12/2023.

Chúng tôi kỳ vọng cơ chế định giá mới cho năng lượng tái tạo vào năm 2024 (2)

Chúng tôi dự báo Bộ Công Thương sẽ đưa ra mức giá trần mới cho năng lượng tái tạo vào năm 2024, cao hơn mức giá cho các nhà máy chuyển tiếp. Với giả định giá tăng 5% so với giá dự án chuyển tiếp, chúng tôi ước tính IRR của dự án đạt ~10%-12%, tương đương với IRR dự án của các nguồn điện truyền thống (bao gồm nhiệt điện và thủy điện quy mô vừa và lớn).

Hợp đồng mua bán điện (PPA) theo hợp đồng của điện truyền thống so với FIT và giá năng lượng tái tạo mới (cent Mỹ/kWh)



Chúng tôi kỳ vọng cơ chế đấu thầu/đấu giá cạnh tranh cho năng lượng tái tạo

Chúng tôi cũng kỳ vọng Chính phủ sẽ phê duyệt cơ chế đấu thầu/đấu giá cạnh tranh, cơ chế này có khả năng giúp đẩy nhanh đầu tư vào năng lượng tái tạo, đặc biệt là điện gió.

- Chính quyền địa phương sẽ cung cấp thông tin cơ bản về dự án trong nghiên cứu tiền khả thi, bao gồm công suất, chi phí giải phóng mặt bằng tiềm năng và bức xạ mặt trời/tốc độ gió.
- Nhà đầu tư sẽ trình giá bán điện trên cơ sở ước tính chi phí đầu tư của dự án và tỷ suất hoàn vốn yêu cầu. Giá dự thầu của nhà đầu tư không được vượt quá mức giá trần do Bộ Công Thương quy định.
- Bên trúng thầu có quyền phát triển dự án, sau đó đàm phán với Tập đoàn Điện lực Việt Nam để chốt giá bán điện cố định, không vượt quá giá trúng thầu.

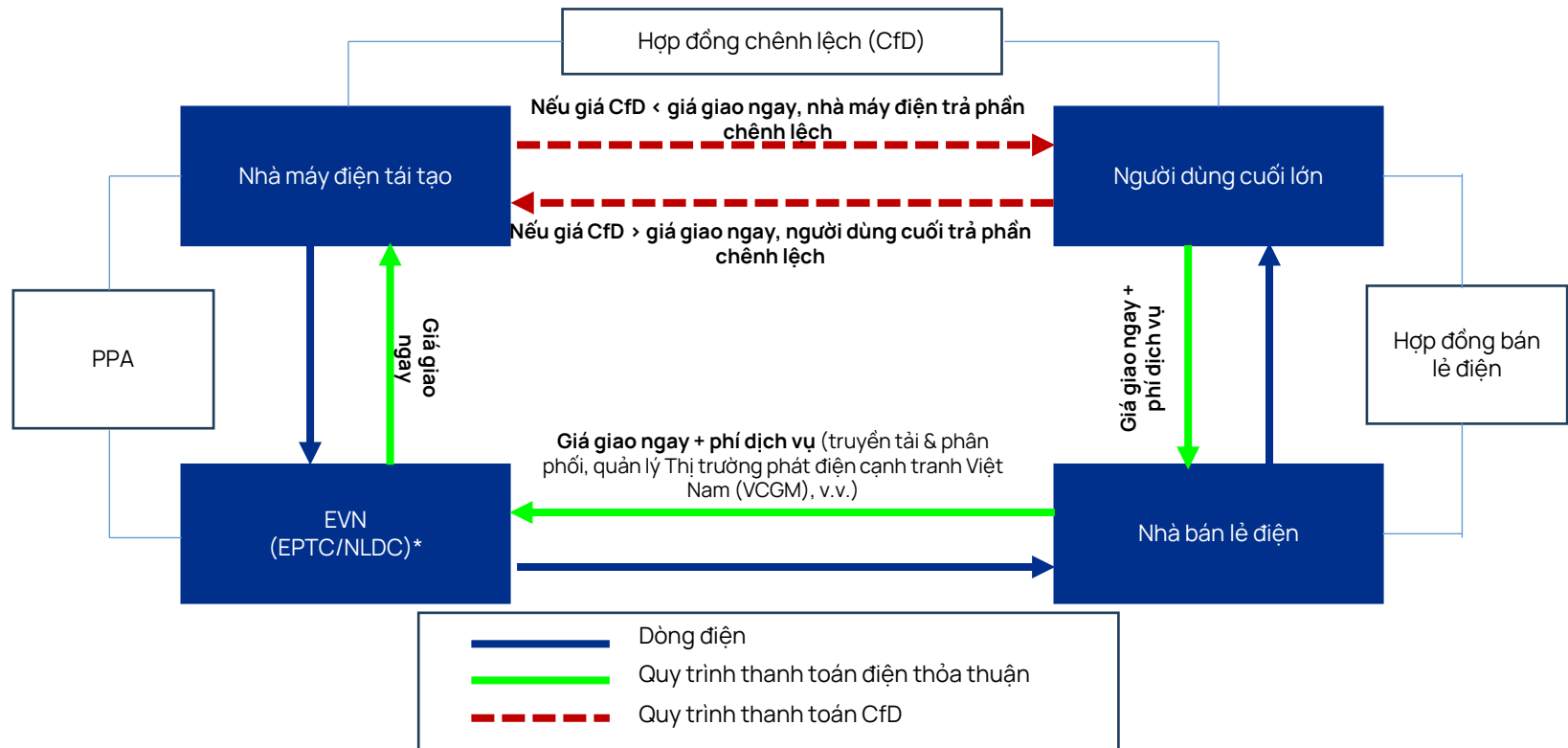
PPA trực tiếp sẽ tăng tốc đầu tư vào năng lượng tái tạo

Bộ Công Thương có kế hoạch thí điểm PPA trực tiếp (DPPA) trong giai đoạn 2024-2025. Dự thảo DPPA mới nhất (cuối tháng 10/2023) nêu ra 2 trường hợp:

- 1. DPPA không nối lưới** (không kết nối với lưới điện quốc gia): Các nhà máy điện tái tạo bán điện trực tiếp cho người dùng cuối lớn như khu công nghiệp và nhà máy sản xuất thông qua cơ sở hạ tầng truyền tải của chính các nhà máy này. Có đủ khung pháp lý để trường hợp này diễn ra.
- 2. DPPA kết nối lưới:**
 - Các nhà máy điện tái tạo ký kết hợp đồng kỳ hạn, gọi là **hợp đồng chênh lệch (CfD)** với người dùng cuối lớn với mức giá và sản lượng được các bên thỏa thuận ("giá và sản lượng CfD"). Đồng thời, các nhà máy điện tái tạo ký PPA với EPTC để bán điện trên Thị trường Phát điện Cạnh tranh của Việt Nam (VCGM) theo **giá giao ngay**.
 - Người dùng cuối lớn sẽ mua điện từ các công ty mua bán điện của Tập đoàn Điện lực Việt Nam theo giá giao ngay cộng với phí dịch vụ (truyền tải và phân phối, quản lý thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), trung tâm điều độ hệ thống điện, v.v.). Chúng tôi lưu ý rằng EPTC/EVN sẽ cần xây dựng khung pháp lý cho việc tính toán phí dịch vụ theo dự thảo cơ chế DPPA này.
 - Nếu giá CfD cao hơn giá giao ngay, người dùng cuối lớn sẽ bù đắp phần chênh lệch theo sản lượng thực tế mà người dùng tiêu thụ. Ngược lại, các nhà máy tái tạo sẽ trả phần chênh lệch nếu giá CfD thấp hơn giá giao ngay.
 - Do đó, **giá thực tế** đối với người dùng cuối lớn theo cơ chế DPPA này là giá CfD + phí dịch vụ, trong khi giá thực tế đối với các nhà máy điện tái tạo là giá CfD.

Chúng tôi kỳ vọng các cơ chế DPPA sẽ được ban hành vào năm 2024 và thí điểm vào năm 2025. Sau khi cơ chế này được triển khai, chúng tôi tin rằng DPPA sẽ giúp đẩy nhanh đầu tư vào năng lượng tái tạo. DPPA mang lại nhiều lợi ích cho các nhà máy điện tái tạo. **Thứ nhất**, các nhà máy này có thể bán điện trực tiếp cho người dùng cuối theo mức giá đã được các bên liên quan thỏa thuận, do đó bảo vệ các nhà máy này khỏi sự chậm trễ và thay đổi trong chính sách giá do Nhà nước quy định. **Thứ hai**, giá CfD hoặc giá thực tế cho các nhà máy điện tái tạo có thể còn cao hơn giá do Nhà nước ban hành (nếu giá CfD + phí dịch vụ thấp hơn giá bán lẻ điện hiện hành áp dụng cho doanh nghiệp thì người dùng cuối lớn vẫn được hưởng lợi từ DPPA). **Thứ ba**, nếu các nhà máy điện tái tạo có thể ký kết được với những người sử dụng cuối lớn có uy tín thì điều này có thể nâng cao khả năng thu hút nguồn vốn cho dự án, cho phép các nhà máy điện tiếp cận nguồn tài chính dễ dàng hơn và với các điều khoản có thể có lợi hơn.

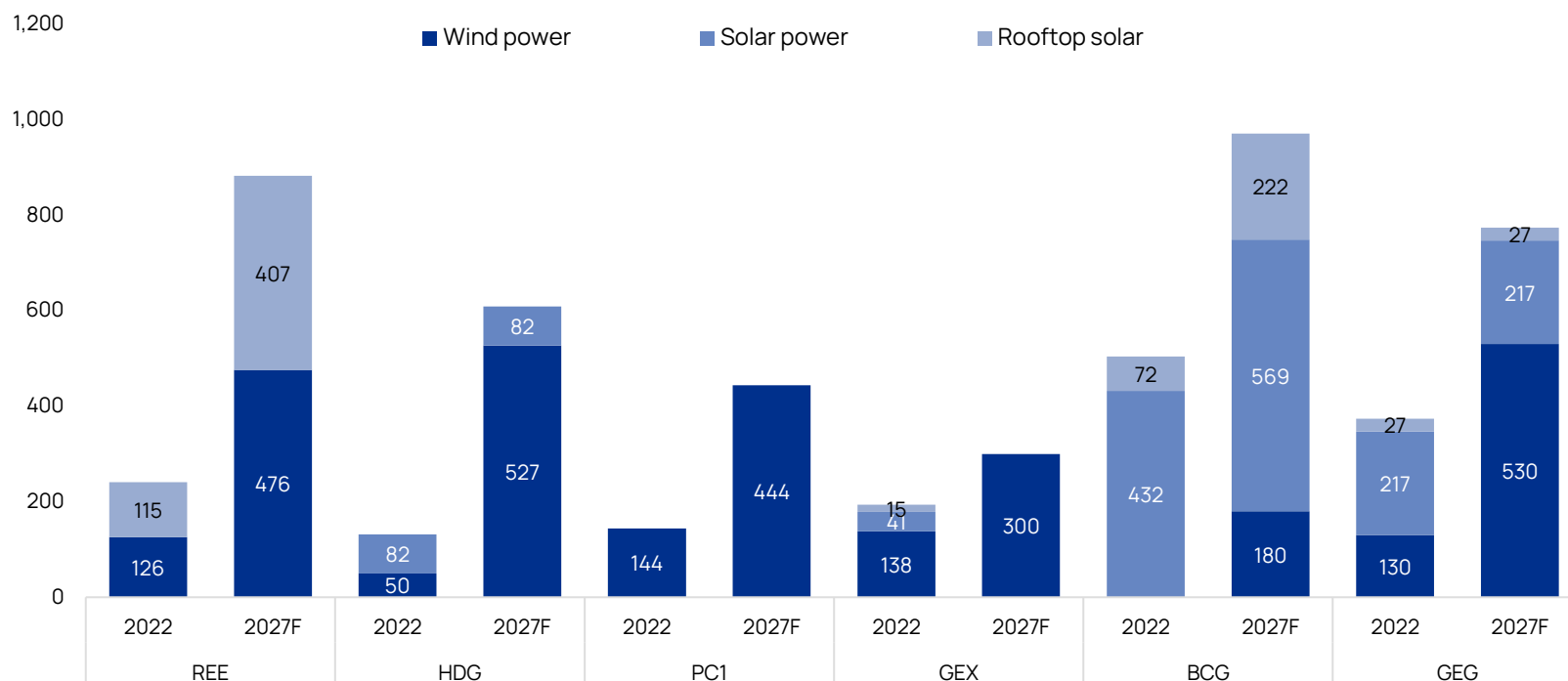
Dự thảo cơ chế DPPA, trường hợp 2



Triển vọng mở rộng công suất điện tái tạo của các công ty điện

Hầu hết các công ty trong phạm vi theo dõi của chúng tôi đều nhắm đến công suất năng lượng tái tạo bổ sung lớn, chủ yếu là năng lượng gió, thông qua tự phát triển, M&A và hợp tác với các đối tác. Ví dụ, hiện tại chúng tôi dự báo REE và HDG sẽ bổ sung lần lượt khoảng 700 MW và 500 MW công suất điện mặt trời và điện gió trong giai đoạn 2022-2027. REE, HDG và PC1 có chiến lược xây dựng để vận hành trong khi GEX có chiến lược xây dựng để bán.

Triển vọng công suất năng lượng tái tạo (gió và mặt trời) của một số nguồn điện * (MW)



Kế hoạch 15,5 tỷ USD của Việt Nam cho Quan hệ đối tác chuyển đổi năng lượng công bằng được công bố tại COP 28

- Đầu tháng 12/2023, Thủ tướng Việt Nam đã công bố Kế hoạch Huy động Tài nguyên (RMP) của Đối tác Chuyển đổi Năng lượng Công bằng (JETP) tại COP 28. Vào tháng 12/2022, Chính phủ Việt Nam và các quốc gia trong Nhóm Đối tác Quốc tế (IPG), bao gồm EU, Anh, Đan Mạch, Na Uy, Đức, Ý, Pháp, Mỹ, Canada và Nhật Bản đã thành lập JETP để hỗ trợ Việt Nam trong quá trình chuyển đổi sang năng lượng sạch. JETP cam kết huy động số tiền ban đầu ít nhất 15,5 tỷ USD trong vòng 3-5 năm tới để giúp Việt Nam đẩy nhanh quá trình chuyển đổi này.
- Theo kế hoạch, các thành viên IPG có kế hoạch huy động 8,08 tỷ USD (tăng so với cam kết ban đầu là 7,75 tỷ USD) từ nguồn tài chính công, với các điều khoản hấp dẫn hơn mức mà Việt Nam có thể nhận được trên thị trường vốn. Lượng vốn này sẽ được cung cấp thông qua các khoản tài trợ (dưới hình thức hỗ trợ kỹ thuật và trợ cấp vốn), tài trợ ưu đãi với lãi suất thấp hơn thị trường và các công cụ của Tổ chức Tài chính Phát triển (DFI) thương mại (các khoản vay, bảo lãnh và vốn chủ sở hữu), định giá dựa trên rủi ro.
- Ngoài ra, Liên minh tài chính Glasgow các thành viên của Net Zero (GFANZ) – các tổ chức tài chính hàng đầu cam kết đẩy nhanh quá trình khử cacbon của các nền kinh tế – đã đồng ý nỗ lực huy động ít nhất 7,75 tỷ USD từ tài chính tư nhân.
- RMP đặt ra 3 ưu tiên đầu tư: (1) các dự án lưới điện truyền tải, (2) các dự án pin lưu trữ năng lượng và nhà máy thủy điện tích năng, và (3) các dự án phát triển điện gió ngoài khơi
- Theo quan điểm của chúng tôi, công bố RMP của JETP tái khẳng định cam kết của Việt Nam trong việc đạt được mức phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 và là một bước phát triển tích cực cho ngành điện của đất nước, đặc biệt là năng lượng tái tạo, theo quan điểm của chúng tôi. Kế hoạch triển khai tối thiểu 15,5 tỷ USD chiếm hơn 11% nhu cầu vốn của ngành điện trong giai đoạn 2021-2030 là 134,7 tỷ USD theo QHĐ VIII. Chúng tôi kỳ vọng các chính sách hỗ trợ và giải ngân vốn sẽ bắt đầu từ năm 2024 để đẩy nhanh việc triển khai JETP.

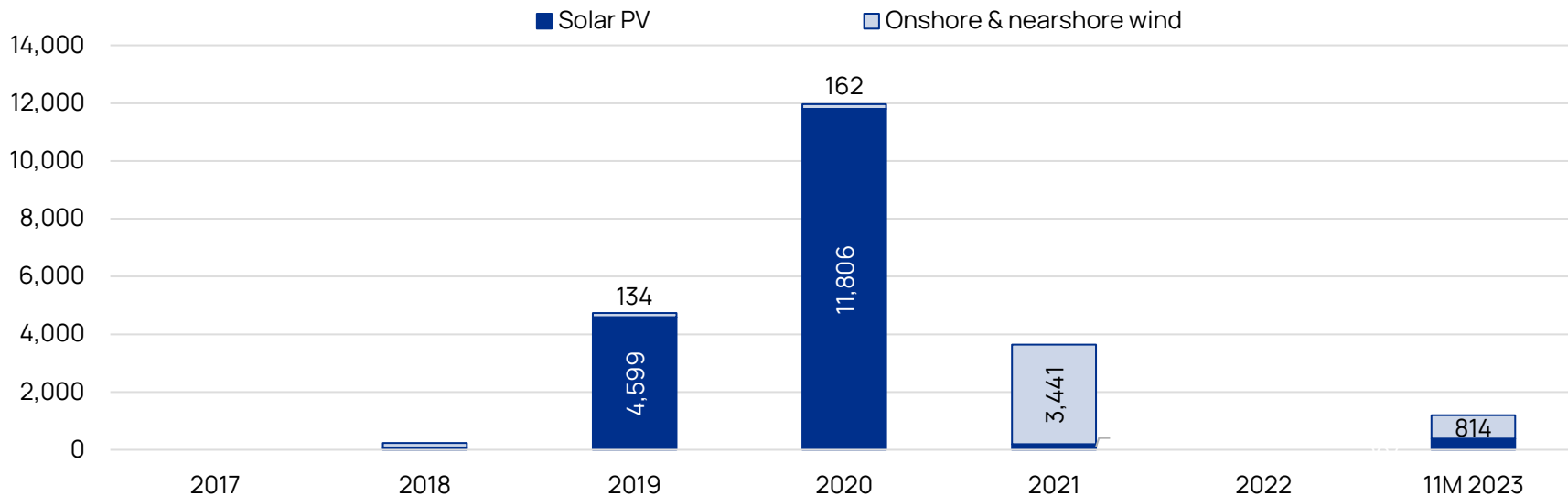
Cam kết tài chính công của các thành viên IPG đối với JETP của Việt Nam

Loại	Triệu USD
Tài trợ	321,5
Khoản vay ưu đãi	2.712,6
Các khoản vay ưu đãi của Chính phủ	2.184,9
Các khoản vay ưu đãi không thuộc chính phủ	527,7
Công cụ DFI thương mại	5.043,0
Vốn chủ sở hữu DFI thương mại	310,0
Bảo đảm DFI thương mại	240,0
Khoản vay DFI thương mại	4.229,0
Công cụ DFI thương mại chưa xác định	264,0
Tổng cộng	8.077,2

Chúng tôi dự báo ngành năng lượng tái tạo của Việt Nam bước vào chu kỳ mới vào năm 2024, chủ yếu là điện gió trên bờ/gần bờ và điện mặt trời áp mái

- Có rất ít công suất năng lượng mặt trời và năng lượng gió đã được bổ sung kể từ khi kết thúc chính sách FIT vào tháng 12/2020 đối với năng lượng mặt trời và vào tháng 10/2021 đối với năng lượng gió. Trước đó, năng lượng mặt trời lần lượt được bổ sung mạnh 4,6 GW và 11,8 GW vào năm 2019 và 2020, trong khi công suất điện gió trên bờ và gần bờ đạt 3,4 GW vào năm 2021.
- Trong 11 tháng đầu năm 2023, tổng công suất điện mặt trời và điện gió được bổ sung vào lưới điện quốc gia chỉ đạt 1,2 GW. Tất cả công suất này đều đến từ các nhà máy điện tái tạo chuyển tiếp.
- Theo quan điểm của chúng tôi, **một chu kỳ tăng trưởng mới trong lĩnh vực năng lượng tái tạo của Việt Nam sẽ chỉ xảy ra khi cơ chế định giá mới được ban hành và chúng tôi kỳ vọng cơ chế này sẽ ra mắt vào năm 2024.**

Công suất điện mặt trời và điện gió bổ sung của Việt Nam, MW



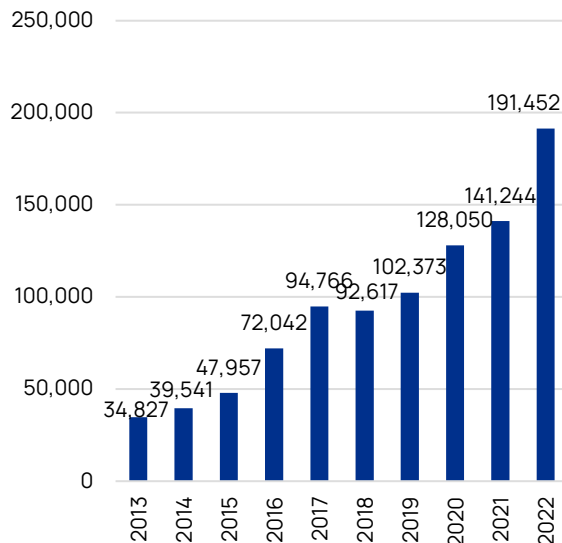
LCOE điện gió ngoài khơi của Việt Nam dự kiến giảm, cạnh tranh với LNG

- **Ngành điện gió ngoài khơi của Việt Nam đang ở giai đoạn sơ khai, chưa có công suất vận hành và chưa có chuỗi cung ứng trong nước.** Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS) – nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật duy nhất của Việt Nam cho ngành dầu khí – mới đây đã tham gia lĩnh vực cơ khí & xây dựng điện gió ngoài khơi (M&C), đảm nhận thi công chân đế và trạm biến áp ngoài khơi cho 4 công trình điện gió ngoài khơi ở Đà Loan và Ba Lan.
- **Theo QHĐ VIII, tiềm năng kỹ thuật về điện gió ngoài khơi của Việt Nam là 600 GW – lớn nhất ở Đông Nam Á.** Mục tiêu chính thức về tổng công suất điện gió ngoài khơi là 6 GW vào năm 2030 và 91,5 GW vào năm 2050. Ngoài ra, QHĐ VIII khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo, chủ yếu là điện gió ngoài khơi, không giới hạn công suất, để sản xuất hydro xanh cho tiêu dùng trong nước (trong sản xuất điện) và xuất khẩu.
- Theo báo cáo nghiên cứu của Ngân hàng Thế giới năm 2021, LCOE ước tính của các dự án điện gió ngoài khơi đầu tiên ở Việt Nam là **trên 15 US cent/kWh** do hạn chế sử dụng các nhà cung cấp trong nước cũng như giá định quy mô dự án nhỏ và hệ số công suất thấp. Tuy nhiên, báo cáo này dự báo LCOE của điện gió ngoài khơi tại Việt Nam sẽ giảm xuống **khoảng 8-9 US cent/kWh vào năm 2030 và 6-7 US cent/kWh vào năm 2050.**
- **Nhiều nhà đầu tư cả trong và ngoài nước bày tỏ sự quan tâm đến việc khai thác tiềm năng điện gió ngoài khơi khổng lồ của Việt Nam.** Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) và Enterprize Energy (EE) – 2 công ty lớn trên thế giới về năng lượng tái tạo – có kế hoạch phát triển năng lượng gió ngoài khơi với tổng công suất ~7 GW và tổng vốn đầu tư là 22,4 tỷ USD tại Việt Nam.
- **Để khai thác tiềm năng điện gió ngoài khơi chưa được khai thác của Việt Nam và đạt được các mục tiêu công suất của QHĐ, Chính phủ cần xây dựng khung pháp lý và hướng dẫn rõ ràng để đẩy nhanh đầu tư vào ngành.** Vẫn còn một số thách thức chính đối với việc phát triển điện gió ngoài khơi ở Việt Nam. **Thứ nhất**, quy hoạch tổng thể không gian biển quốc gia chưa được phê duyệt. **Thứ hai**, Luật Đầu tư hiện hành không quy định cấp nào sẽ thẩm định và cấp giấy phép đầu tư cho các dự án điện gió ngoài khơi. **Thứ ba**, Bộ Công Thương vẫn chưa ban hành cơ chế giá mới cho các dự án điện gió ngoài khơi.
- Việc thiếu các luật và chính sách liên quan cũng là nguyên nhân chính dẫn đến việc Orsted rút khỏi ngành điện gió ngoài khơi của Việt Nam được công bố gần đây. Trước khi rút lui, vào tháng 9/2021, Orsted và Tập đoàn T&T Việt Nam đã ký Biên bản ghi nhớ để hợp tác phát triển 10 GW công suất điện gió ngoài khơi với tổng vốn đầu tư là 30 tỷ USD.
- **Theo quan điểm của chúng tôi, trong ngắn hạn, điện gió ngoài khơi để xuất khẩu là rất khả thi.** QHĐ VIII của Việt Nam đặt mục tiêu đạt 6 GW công suất điện gió ngoài khơi vào năm 2030 – chiếm 1% tiềm năng kỹ thuật và không bao gồm các dự án sẽ được phát triển hoàn toàn để xuất khẩu điện. Một trong các dự án xuất khẩu điện là dự án điện gió ngoài khơi với công suất 2,3 GW của PVS và Sembcorp. Chúng tôi tin rằng giá bán điện từ dự án này sẽ hấp dẫn để xuất khẩu sang Singapore vì giá điện bán lẻ của Singapore năm 2023 cho hộ gia đình và doanh nghiệp hiện lần lượt là 23 US cent/kWh và 32 US cent/kWh.

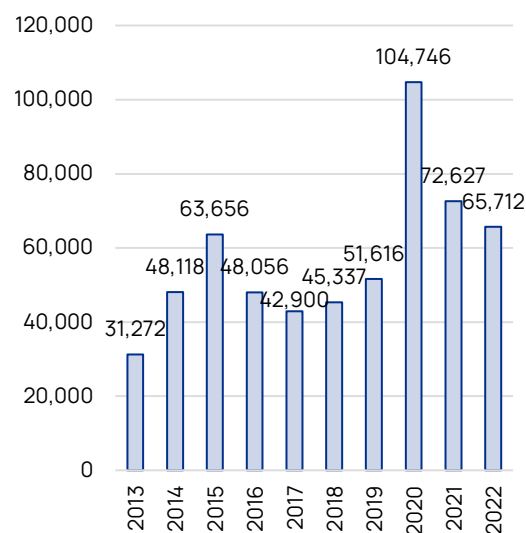
Công suất điện mặt trời và điện gió toàn cầu tiếp tục tăng vào năm 2024

- Theo Cơ quan Năng lượng tái tạo Quốc tế (IRENA), **thế giới đã bổ sung hơn 191 GW (+36% YoY) công suất điện mặt trời (solar PV) vào năm 2022**. Châu Á đang dẫn đầu thế giới về công suất điện mặt trời mới được lắp đặt. Vào năm 2022, Châu Á đóng góp khoảng 59% tổng công suất lắp đặt mới, trong đó Trung Quốc chiếm 45%. Công ty nghiên cứu toàn cầu **Wood Mackenzie dự báo 270/275 GW công suất năng lượng mặt trời mới được lắp đặt trên toàn cầu vào năm 2023/24**, trong đó Trung Quốc, Mỹ và Châu Âu duy trì vị trí dẫn đầu.
- Công suất điện gió trên bờ được lắp đặt mới đạt 65,7 GW vào năm 2022 (-10% YoY)**, trong đó Trung Quốc chiếm 50% (dữ liệu từ IRENA). Công suất điện gió ngoài khơi bổ sung trên toàn cầu giảm 55% YoY trong năm 2022 còn 8,9 GW. Trung Quốc (4,1 GW) và Châu Âu (4,3 GW) cùng nhau chiếm hơn 94% tổng lượng công suất bổ sung toàn cầu. **Hội đồng Năng lượng Gió Toàn cầu (GWEC) dự báo rằng công suất điện gió toàn cầu sẽ phục hồi trong giai đoạn 2023-2024** với công suất điện gió bổ sung trên bờ lần lượt đạt 97 GW (+48%) và 106 GW (+9% YoY) và công suất điện gió ngoài khơi bổ sung đạt 18 GW mỗi năm (tăng gấp đôi công suất được bổ sung vào năm 2022). Công suất điện gió cũng dự kiến sẽ tăng trong dài hạn nhờ chi phí đầu tư giảm và các chính sách hỗ trợ trên toàn cầu.

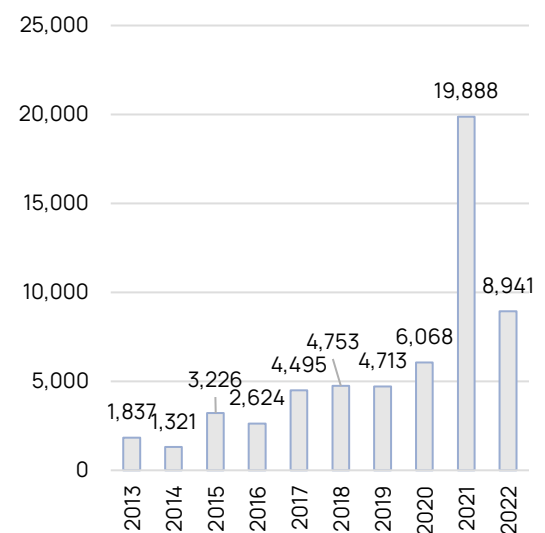
Công suất điện mặt trời bổ sung toàn cầu, MW



Công suất điện gió trên bờ bổ sung toàn cầu*, MW



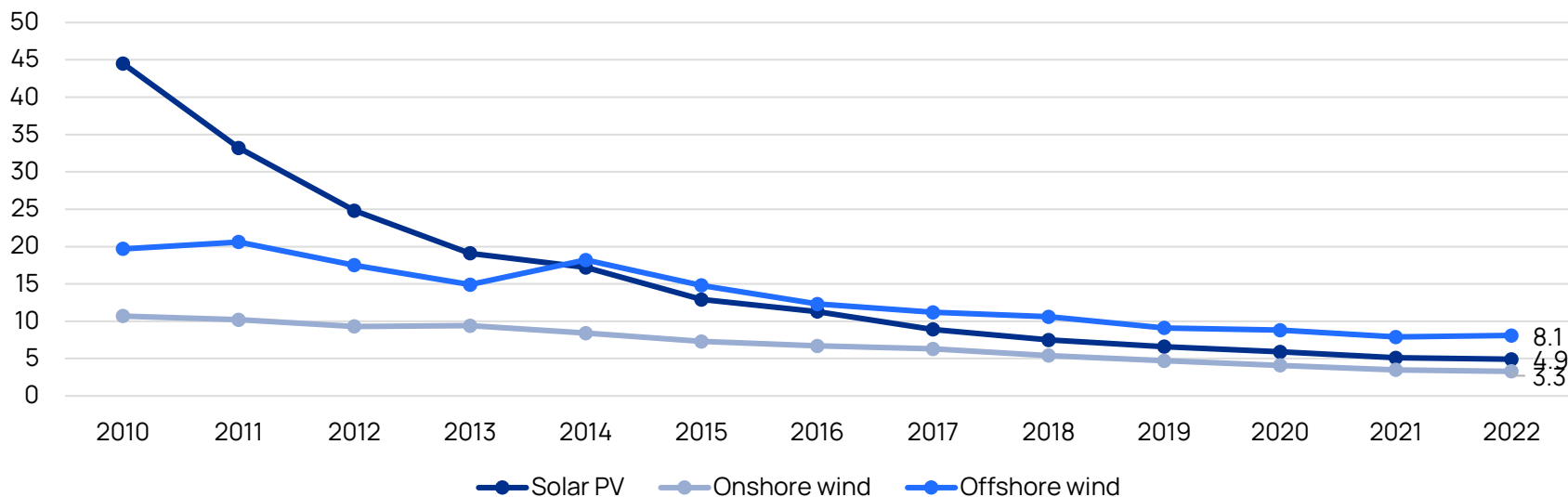
Công suất điện gió ngoài khơi bổ sung toàn cầu**, MW



LCOE của điện mặt trời và điện gió trên bờ tiếp tục giảm; xu hướng ngắn hạn của điện gió ngoài khơi bất ổn hơn

- Trong giai đoạn 2010-2022, năng lượng mặt trời và năng lượng gió trên toàn cầu đã giảm chi phí đáng kể. Theo IRENA, chi phí năng lượng quy dẫn (LCOE) bình quân toàn cầu đã giảm đáng kể từ năm 2010 đến năm 2022, trong đó điện mặt trời dẫn đầu với mức giảm 89%, tiếp theo là điện gió trên bờ (69%) và điện gió ngoài khơi (59%). IRENA cho rằng mức giảm này do các yếu tố như tính kinh tế theo quy mô, chi phí vận hành và bảo trì thấp hơn cũng như cải tiến công nghệ.
- Vào năm 2022, LCOE của năng lượng mặt trời và năng lượng gió trên bờ lần lượt giảm 4% và 6%. Trong khi đó, LCOE của điện gió ngoài khơi tăng 2%, chủ yếu do tổng chi phí lắp đặt tăng 13% YoY, chịu ảnh hưởng của giá hàng hóa cao hơn cũng như quy mô và độ phức tạp của dự án tăng.

LCOE trung bình có trọng số toàn cầu của điện mặt trời, điện gió trên bờ và điện gió ngoài khơi (US cent/kWh)



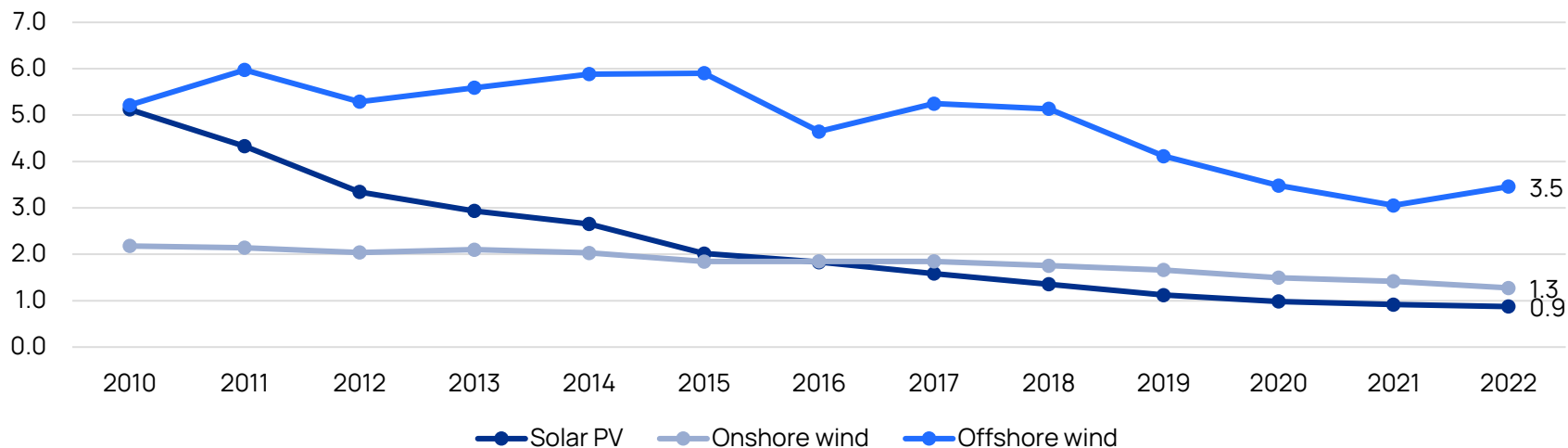
Chi phí đầu tư cho năng lượng tái tạo tiếp tục giảm trên toàn cầu

Tổng chi phí lắp đặt của điện mặt trời và điện gió trên bờ đã giảm liên tục trong thập kỷ qua trong khi chi phí lắp đặt điện gió ngoài khơi có nhiều biến động.

- Tổng chi phí lắp đặt trung bình có trọng số theo công suất toàn cầu của điện mặt trời đã giảm 83% trong giai đoạn 2010-2022, xuống còn 0,88 triệu USD/MW. Chúng tôi dự kiến tổng chi phí lắp đặt điện mặt trời sẽ tiếp tục giảm trong giai đoạn 2023-2024 do giá polysilicon giảm mạnh vào năm 2023.
- Tổng chi phí lắp đặt trung bình toàn cầu của điện gió trên bờ đã giảm 42% trong giai đoạn 2010-2022, xuống còn 1,27 triệu USD/MW.
- Tổng chi phí lắp đặt trung bình toàn cầu của điện gió ngoài khơi đã giảm 34% trong giai đoạn 2010-2022, xuống còn 3,46 triệu USD/MW.

Trong tương lai, tổng chi phí lắp đặt sẽ tiếp tục giảm. Theo một nghiên cứu của IRENA năm 2019, tổng chi phí lắp đặt trung bình toàn cầu của điện gió trên bờ dự kiến sẽ giảm ~17% xuống còn 1,07 triệu USD/MW vào năm 2030 và khoảng ~36% xuống còn 0,82 triệu USD/MW vào năm 2050 (so với năm 2022). IRENA cũng dự báo tổng chi phí lắp đặt trung bình toàn cầu của điện gió ngoài khơi sẽ giảm ~30% xuống còn 2,45 triệu USD/MW vào năm 2030 và ~40% xuống còn 2,10 triệu USD/MW vào năm 2050 (so với năm 2022)

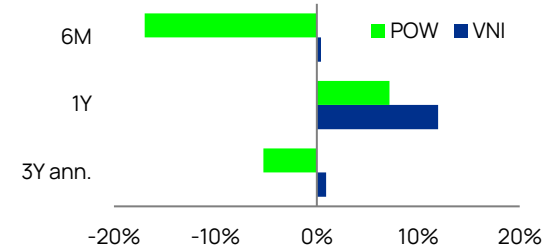
Tổng chi phí lắp đặt trung bình có trọng số theo công suất toàn cầu của điện mặt trời, điện gió trên bờ và điện gió ngoài khơi (triệu USD/MW)



REE – E-town 6 & công suất điện bổ sung dự kiến thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2024

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	56.800VND	Doanh thu	9.372	9.646	10.232	10.991
Giá mục tiêu*	74.000VND	%YoY	61,3%	2,9%	6,1%	7,4%
		LNST-CĐTS	2.693	2.464	2.661	2.942
		% YoY	45,1%	-8,5%	8,0%	10,5%
TL tăng	+30,3%	EPS	45,1%	-8,5%	8,0%	10,5%
Lợi suất cổ tức	1,8%	Biên LN gộp	46,2%	42,0%	40,8%	40,4%
Tổng mức sinh lời	+32,0%	Biên LN ròng	28,7%	25,5%	26,0%	26,8%
		ROE	18,7%	14,9%	14,2%	14,0%
		Nợ vay ròng/CSH	44,3%	33,2%	20,5%	20,7%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
GT vốn hóa	23,3 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000
Room KN	0VND	P/E	8,6x	9,4x	8,7x	7,9x
GTGD/ngày (30n)	39 tỷ đồng	P/B	1,5x	1,3x	1,2x	1,0x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	EV/EBITDA	7,3x	7,8x	7,3x	6,4x
SL CP lưu hành	409,7 tr					
Pha loãng	409,7 tr					

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 03/11/2023



Tổng quan Công ty

REE là công ty holding với 3 lĩnh vực hoạt động chính: Điện (1.050 MW và chiếm gần 50% tổng lợi nhuận), cơ điện (M&E), cho thuê văn phòng. Các mảng khác bao gồm nước và bất động sản. REE là công ty hàng đầu trong ngành M&E và sở hữu 150.000 m2 diện tích văn phòng cho thuê. Các mảng khác bao gồm cấp nước & BDS.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi cho REE, chúng tôi điều chỉnh giảm 0,7% giá mục tiêu nhưng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA do giá cổ phiếu của công ty đã giảm 15% từ tháng 8 đến tháng 11. **Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 7,9% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027**, ảnh hưởng đến tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2024 của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 chủ yếu do mức giảm 9,7% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 đối với mảng điện của REE do KQKD 9 tháng đầu năm 2023 của mảng này yếu hơn dự kiến và chúng tôi giảm các giả định về tổng công suất điện gió và điện mặt trời áp mái của REE trong giai đoạn 2024-2027 lần lượt thêm 50 MW và 50 MWp (xuống còn 350 MW và 350 MWp), do chậm có cơ chế giá mới.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng 8% YoY nhờ (1) lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng tăng 31% YoY khi E-town 6 đi vào hoạt động thương mại vào đầu năm 2024, (2) lợi nhuận từ mảng điện tăng 11% YoY nhờ lợi nhuận năm 2024 dự kiến tăng 90% YoY của CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HOSE: PPC) mà REE nắm giữ 23% cổ phần (xem thêm [Báo cáo cập nhật PPC](#) của chúng tôi, ngày 25/10/2023) cũng như dự báo REE sẽ bổ sung 50 MW điện gió và 50 MWp điện mặt trời áp mái, bù đắp cho hiệu suất thủy điện yếu hơn và (3) lợi nhuận mảng M&E phục hồi mạnh (không trích lập dự phòng nợ xấu như năm 2023).

Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2023-2027 đạt 12%, được hỗ trợ bởi đóng góp từ 350 MW điện gió, 350 MWp điện mặt trời áp mái, và tòa nhà E-town 6 đi vào hoạt động thương mại trong quý 1/2024.

Chúng tôi nhận thấy REE có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 8,7 lần, tương ứng PEG 5 năm là 0,7.

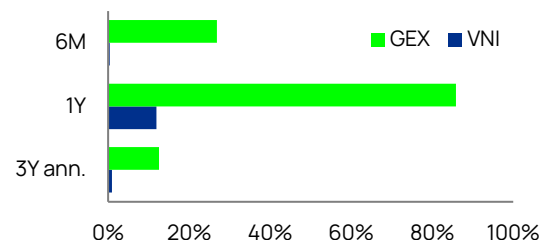
Yếu tố hỗ trợ: Công bố các thương vụ M&A; lợi nhuận cao hơn từ dự án BDS Light Square và mảng cho thuê văn phòng.

Rủi ro: Công suất điện gió và điện mặt trời áp mái thấp hơn dự kiến.

GEX – Lãi thoái vốn mảng điện dự kiến thúc đẩy lợi nhuận năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	23.600VND	Doanh thu	32.089	29.420	32.395	35.210	
Giá mục tiêu*	24.100VND	%YoY	12,3%	-8,3%	10,1%	8,7%	
		LNST-CĐTS	369	498	1.380	831	
		% YoY	-64,5%	35,0%	177,1%	-39,8%	
TL tăng	+2,1%	EPS	% YoY	-69,8%	35,0%	177,1%	-39,8%
Lợi suất cổ tức	<u>4,2%</u>	Biên LN gộp	20,1%	19,8%	21,4%	19,6%	
Tổng mức sinh lời	+6,4%	Biên LN ròng	1,1%	1,7%	4,3%	2,4%	
		ROE	3,1%	4,1%	11,5%	7,2%	
		Nợ vay ròng/CSH	65,0%	73,6%	39,5%	47,8%	
Ngành	Đa ngành	Lợi suất cổ tức	0,0%	6,4%	4,2%	4,2%	
GT vốn hóa	20,2 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	0	1.500	1.000	1.000	
Room KN	7,6 nghìn tỷ đồng	P/E	55,0x	40,7x	14,7x	24,4x	
GTGD/ngày (30n)	418 tỷ đồng	P/B	1,7x	1,7x	1,7x	1,8x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	EV/EBITDA	6,0x	6,0x	5,2x	6,1x	
SL CP lưu hành	851 tr						
Pha loãng	851 tr						

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 20/11/2023



Tổng quan Công ty

GELEX được cổ phần hóa vào năm 2015 và hoạt động ở hai mảng chính: sản xuất thiết bị điện với 80% cổ phần tại GEE (điều hành CAV (cáp) và THI (máy biến áp) và cơ sở hạ tầng với 97% cổ phần tại CTCP Hạ tầng GELEX – công ty nắm cổ phần điều hành tại VGC (VLXD & KCN) và 49% cổ phần của TITAN Corp (NXXS/NX xây dựng theo yêu cầu). GEX đã mở rộng sang lĩnh vực điện (241 MW thủy điện, điện mặt trời và điện gió vào cuối năm 2022) và nước sạch thông qua CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (HSX: VCW).

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi cho GEX, chúng tôi điều chỉnh giảm 2% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu chủ yếu do chúng tôi giảm 8.4% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2023-2027 (tương ứng +4%/-14%/-2%/-10%/-12% cho các năm 2023/24/25/26/27), được bù đắp một phần bởi số dư nợ vay ròng giảm 19% (tại công ty mẹ) vào cuối quý 3/2023 so với cuối quý 2/2023 và ước tính khoảng 3,3 nghìn tỷ đồng tiền mặt từ việc thoái vốn mảng năng lượng tái tạo.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giai đoạn 2023-2027 chủ yếu do việc loại bỏ thu nhập từ mảng điện từ nửa cuối năm 2024 và dự báo lợi nhuận thấp hơn của chúng tôi đối với mảng vật liệu xây dựng do KQKD 9 tháng đầu năm 2023 thấp hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng GEX sẽ hoàn tất việc thoái vốn danh mục năng lượng tái tạo công suất 245 MW trong nửa đầu năm 2024.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 là 1,4 nghìn tỷ đồng (+177% YoY) do chúng tôi kỳ vọng (1) doanh số bán thiết bị điện, vật liệu xây dựng và bất động sản nhà ở sẽ phục hồi, (2) mảng cho thuê KCN và dịch vụ cho các KCN tiếp tục tăng trưởng mạnh với doanh thu dự kiến tăng 13% so với mức cơ sở cao của năm 2023 và (3) LNST đạt 950 tỷ đồng từ việc GEX thoái vốn danh mục năng lượng tái tạo. Trong khi đó, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của GEX sẽ tăng 25% YoY vào năm 2024.

Chúng tôi cho rằng GEX có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2024/2025 lần lượt là 14,7 lần/24,4 lần, tương ứng PEG là 0,6 (dựa theo P/E dự phóng trung bình năm 2024/2025 của chúng tôi và dự báo CAGR EPS báo cáo giai đoạn 2023-2027 là 35%).

Yếu tố hỗ trợ: Đóng góp từ TITAN Corp và các dự án bất động sản nhà ở của VGC.

Rủi ro: Lỗi đầu tư chứng khoán; mảng bất động sản phục hồi yếu hơn dự kiến.

HDG – Lợi nhuận tăng trưởng trở lại trong năm 2024 nhờ mảng BĐS phục hồi

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	27.600VND	Doanh thu	3.581	3.001	3.287	5.459
Giá mục tiêu*	30.900VND	%YoY	-5,2%	-16,2%	9,5%	66,1%
		LNST-CĐT	1.096	716	861	1.615
		% YoY	0,0%	-34,7%	20,3%	87,6%
TL tăng	+12,0%	EPS	0,0%	-34,7%	20,3%	87,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	61,8%	58,2%	58,7%	55,7%
Tổng mức sinh lời	+12,0%	Biên LN ròng	30,6%	23,8%	26,2%	29,6%
		ROE	22,7%	12,8%	13,7%	21,9%
		Nợ vay ròng/CSH	82,8%	68,0%	52,1%	77,7%
Ngành	Điện/BDS	Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	1,8%	1,8%
GT vốn hóa	8,5 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	0	0	500	500
Room KN	2,2 nghìn tỷ đồng	P/E	7,9x	12,1x	10,1x	5,4x
GTGD/ngày (30n)	44 tỷ đồng	P/B	1,3x	1,4x	1,3x	1,0x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	EV/EBITDA	5,2x	7,1x	6,4x	5,4x
SL CP lưu hành	305,7 tr					
Pha loãng	305,7 tr					

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 10/11/2023

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi cho HDG, chúng tôi điều chỉnh giảm 9% giá mục tiêu nhưng nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN do giá cổ phiếu công ty đã giảm 11% từ tháng 8 đến tháng 11.

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do chúng tôi giảm 8% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐT

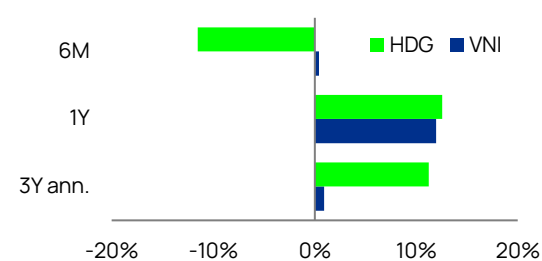
Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐT giai đoạn 2023-2027 chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 11% dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2023-2027 cho mảng bất động sản do (1) chúng tôi dự phóng dự án Charm Villas – Giai đoạn 3 sẽ mở bán vào quý 1/2024 thay vì quý 4/2023 như trong mô hình định giá trước đây của chúng tôi và (2) chúng tôi trì hoãn thời gian ghi nhận doanh thu và lợi nhuận giả định của chúng tôi đối với các dự án Dịch Vọng, Noongtha và Alila Bảo Đại thêm 1 năm.

Chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐT năm 2024 sẽ phục hồi 20% YoY chủ yếu nhờ dự báo lợi nhuận từ mảng BĐS tăng gần gấp 3 lần.

Theo quan điểm của chúng tôi, HDG có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 10,1 lần, tương ứng PEG là 0,3 (dựa theo dự báo CAGR EPS giai đoạn 2022-2027 là 29%).

Yếu tố hỗ trợ: Giá bán Charm Villas cao hơn dự kiến; vận hành thương mại nhà máy điện gió 7A – Giai đoạn 2 (21 MW), nhà máy thủy điện Sơn Linh & Sơn Nham (25 MW).

Rủi ro: vận hành/mở bán dự án mới chậm hơn dự kiến.



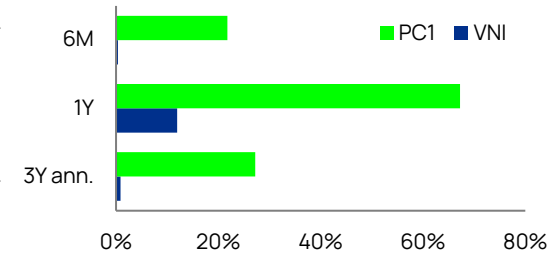
Tổng quan Công ty

Được thành lập vào năm 1990 với tư cách là một công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc phòng, HDG hiện là chủ đầu tư bất động sản tại Hà Nội và TP.HCM và nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực năng lượng tái tạo của Việt Nam với 314 MW thủy điện, 82 MW điện mặt trời và 50 MW điện gió (tính đến cuối năm 2022).

PC1 – Lợi nhuận dự kiến tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	28.800VND	Doanh thu	8.358	7.865	10.429	11.423	
Giá mục tiêu*	28.000VND	%YoY	-15,0%	-5,9%	32,6%	9,5%	
		LNST-CĐTS	460	345	675	821	
		% YoY	-33,8%	-24,9%	95,6%	21,5%	
TL tăng	-2,8%	EPS	% YoY	-33,8%	-24,9%	95,6%	21,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	19,1%	22,9%	20,0%	19,3%	
Tổng mức sinh lời	-2,8%	Biên LN ròng	5,5%	4,4%	6,5%	7,2%	
		ROE	9,4%	6,6%	12,3%	13,7%	
Ngành	Điện	Nợ vay ròng/CSH	130,8%	120,5%	93,0%	126,6%	
GT vốn hóa	9 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	
Room KN	3,7 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	0	0	0	1.000	
GTGD/ngày (30n)	51 tỷ đồng	P/E	21,0x	28,0x	14,3x	11,8x	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,8x	1,7x	1,6x	1,4x	
SL CP lưu hành	311 tr	EV/EBITDA	10,5x	9,0x	8,1x	10,2x	
Pha loãng	311 tr						

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 09/11/2023



Tổng quan Công ty

PC1 có bề dày hoạt động trên 50 năm trong lĩnh vực xây lắp đường truyền và trạm biến áp tại Việt Nam. Các mảng hoạt động chính bao gồm: 1) phát điện công suất 313 MW tính đến cuối năm 2022 (thủy điện - 169 MW; điện gió - 144 MW), 2) xây lắp điện và 3) BĐS công nghiệp & nhà ở và khoáng sản (lần lượt 10% và 7% giá trị tài sản năm 2022).

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi cho PC1, chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 15% và điều chỉnh khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN.

Chúng nâng giá mục tiêu là do chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 thêm 6% và tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2024. Chúng tôi dự phóng tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 cao hơn chủ yếu do (1) chúng tôi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 từ mảng niken cao hơn 39% do KQKD mảng niken trong 9 tháng đầu năm 2023 cao hơn dự kiến và giả định giá bán niken trung bình tăng 6% trong giai đoạn 2024-2027 và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tổng chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) giai đoạn 2023-2027 do kết quả chi phí SG&A thấp hơn dự kiến trong 9 tháng đầu năm.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 sẽ giảm 25% YoY mặc dù lợi nhuận gộp tăng 13% YoY (nhờ đóng góp từ KCN Nomura và mảng niken bù đắp cho mức giảm 48% YoY/18% YoY trong lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện và mảng sản xuất điện). Chúng tôi dự báo chi phí SG&A, chi phí tài chính và lợi ích CĐTS cao hơn so với cùng kỳ sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2023.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 sẽ tăng gần gấp đôi so với mức cơ sở thấp của năm 2023, nhờ dự báo doanh thu mảng xây lắp điện tăng gấp đôi, đóng góp lợi nhuận 107 tỷ đồng từ KCN của Western Pacific, nhà máy niken vận hành cả năm và không ghi nhận lỗ tỷ giá.

Theo quan điểm của chúng tôi, PC1 có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 14,3 lần, tương ứng PEG 5 năm là 0,3 (dựa trên dự báo CAGR EPS giai đoạn 2023-2027 là 51%).

Rủi ro: Lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến trong giai đoạn 2023-2024.

Yếu tố hỗ trợ: Lợi nhuận từ mảng khai thác niken và phát điện cao hơn dự kiến.

POW – Nhà máy Vũng Áng & Cà Mau thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP (29/12)	11.250VND	Doanh thu	28.224	29.329	35.977	48.778	
Giá mục tiêu*	13.000VND	%YoY	14,9%	3,9%	22,7%	35,6%	
		LNST-CĐTS	2.061	1.079	1.348	3.408	
		% YoY	15,8%	-47,6%	24,9%	152,8%	
TL tăng	+15,6%	LNST-CĐTS, điều chỉnh	1.507	883	1.554	3.408	
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	13,2%	7,1%	7,8%	10,8%	
Tổng mức sinh lời	+15,6%	Biên LN ròng	7,3%	3,7%	3,7%	7,0%	
		ROE	2,3%	19,6%	33,0%	30,5%	
		Nợ vay ròng/CSH	6,9%	3,5%	4,2%	9,8%	
		Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Ngành	Tiện ích	P/E điều chỉnh	18,8x	31,9x	17,8x	8,2x	
GT vốn hóa	26,5 nghìn tỷ đồng	P/E báo cáo	13,5x	25,7x	20,6x	8,2x	
Room KN	11,9 nghìn tỷ đồng	P/B	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	
GTGD/ngày (30n)	46 tỷ đồng	EV/EBITDA	5,1x	7,0x	6,0x	3,8x	
Cổ phần Nhà nước	80%						
SL CP lưu hành	2.342 tr						
Pha loãng	2.342 tr						

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 18/12/2023

Trong báo cáo cập nhật tháng 12/2023 của chúng tôi cho POW, chúng tôi giảm giá mục tiêu thêm 4% và điều chỉnh khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN. **Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo tổng hợp giai đoạn 2023-2027 giảm 6%**. Diễn biến này chủ yếu được thúc đẩy bởi việc điều chỉnh giảm 7%/2% trong dự báo sản lượng điện thương phẩm năm 2023/2024 của chúng tôi do KQKD 11 tháng đầu năm 2023 thấp hơn dự báo trước đó và kế hoạch của Bộ Công Thương về việc huy động điện khí thấp hơn trong năm 2024, chủ yếu tại khu vực Đông Nam Bộ. Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm 3% giá định về giá CGM trung bình cho POW trong giai đoạn dự báo, sau khi điều chỉnh giảm dự báo giá CGM trung bình của ngành. (Vui lòng xem thêm báo cáo [Cập nhật Ngành điện](#) ngày 18/12/2023 để biết thêm chi tiết).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của POW năm 2024 sẽ tăng 25% YoY, chủ yếu nhờ LNST sau lợi ích CĐTS tăng 171% từ nhà máy Vũng Áng (dựa trên việc vận hành 100% công suất và giá CGM dự kiến cao ở miền Bắc), lợi nhuận tăng gấp đôi YoY từ nhà máy Cà Mau và lợi nhuận tăng 20% YoY từ NT2 (xem [Báo cáo cập nhật NT2](#) ngày 18/12/2023 để biết thêm chi tiết). **Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 153% YoY**, do sản lượng điện thương phẩm tăng 33% YoY lên 24,5 tỷ kWh (tương đương với mức trước COVID-19, không bao gồm sản lượng từ nhà máy Nhơn Trạch 3), lợi nhuận tăng gấp đôi YoY từ nhà máy Cà Mau với giá khí ước tính thấp hơn khoảng 10% so với giá khí của các nhà máy điện tại Đông Nam Bộ và lợi nhuận cao hơn 71% YoY từ nhà máy Vũng Áng nhờ tăng trưởng mức tiêu thụ điện mạnh tại Miền Bắc và chi phí bảo trì thấp hơn.

POW có định giá hấp dẫn với EV/EBITDA năm 2024 là 6,0 lần, thấp hơn khoảng 40% so với các công ty cùng ngành trong khu vực với P/E dự phóng năm 2024 là 20,6x, tương ứng PEG là 0,3 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2023-2025 dự kiến là 78%.

Yếu tố hỗ trợ: Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) bồi thường thêm lỗ tỷ giá; mức bồi thường bảo hiểm cho nhà máy Vũng Áng cao hơn so với ước tính của chúng tôi là 300 tỷ đồng. **Rủi ro:** Lợi nhuận thấp hơn từ NT2, ngừng hoạt động đột ngột do vấn đề kỹ thuật, chi phí bảo trì cao hơn dự kiến, lỗ tỷ giá/chi phí vượt mức/tri hoãn NT3&4.

NT2 – Điều chỉnh giảm dự báo sản lượng và lợi nhuận cho năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	24.500VND	Doanh thu	8.788	6.578	8.431	9.897
Giá mục tiêu*	23.500VND	%YoY	42,9%	-25,1%	28,2%	17,4%
		LNST-CĐTS	883	382	458	658
		% YoY	65,5%	-56,8%	20,1%	43,6%
TL tăng	-13,3%	EPS	68,5%	-58,5%	25,1%	43,6%
Lợi suất cổ tức	9,7%	Biên LN gộp	12,3%	6,4%	6,0%	6,9%
Tổng mức sinh lời	+5,5%	Biên LN ròng	10,1%	5,8%	5,4%	6,7%
		ROE	19,3%	8,0%	10,3%	14,6%
		Nợ vay ròng/CSH	-15,2%	-23,7%	-40,4%	-68,8%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	10,2%	6,1%	8,2%	10,2%
GT vốn hóa	7,1 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	2.500	1.500	2.000	2.500
Room KN	2,5 nghìn tỷ đồng	P/E	8,3x	20,0x	16,0x	11,1x
GTGD/ngày (30n)	15 tỷ đồng	P/B	1,5x	1,6x	1,6x	1,6x
Cổ phần Nhà nước	60%	EV/EBITDA	4,7x	7,7x	7,0x	5,7x
SL CP lưu hành	287,9 tr					
Pha loãng	287,9 tr					

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 18/12/2023

Trong báo cáo cập nhật tháng 12/2023 của chúng tôi cho NT2, chúng tôi điều chỉnh giảm 11% giá mục tiêu xuống còn 23.500 đồng/cổ phiếu và hạ khuyến nghị từ MUA xuống PHỤ HỢP THỊ TRƯỜNG.

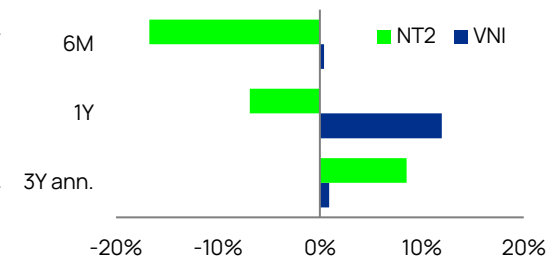
Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu do chúng tôi điều chỉnh giảm 11% tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2023-2027. Điều này chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 5% tổng dự báo sản lượng điện thương phẩm giai đoạn 2023-2027 dựa theo KQKD 11T 2023 yếu hơn dự kiến và dựa trên giả định Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia (NLDC) sẽ giảm 14% YoY sản lượng điện huy động từ nhiệt điện khí trên toàn quốc vào năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi giả định giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) trung bình của NT2 giảm 3% trong giai đoạn 2023-2028 do chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự báo giá CGM trung bình của toàn ngành trong giai đoạn này (Xem thêm [Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt Điện](#) ngày 18/12/2023).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 giảm 57% YoY, tương ứng LNST dự kiến đạt 126 tỷ đồng (-21% YoY) trong quý 4 nhưng kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo tăng 20% YoY trong năm 2024.

Chúng tôi giảm 6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 do sản lượng điện tháng 11 chỉ đạt 219 triệu kWh (tương đương 50% kế hoạch của NT2) và giá CGM yếu trong cả tháng 10 và tháng 11. Chúng tôi cũng giảm 37% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo sản lượng điện thương phẩm năm 2024 dựa trên kế hoạch giảm huy động điện từ nhiệt điện khí của NLDC và (2) chúng tôi giảm 2% giả định giá CGM năm 2024 cho NT2 dựa trên giả định giá CGM toàn ngành giảm 5%.

NT2 có định giá hợp lý với P/E dự phóng năm 2024 là 16,0 lần so với trung vị P/E trung bình 4 năm của một số nhà máy điện là 16,8 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức cao hơn dự kiến. **Rủi ro:** Sản lượng điện thương phẩm và giá CGM thấp hơn dự kiến.

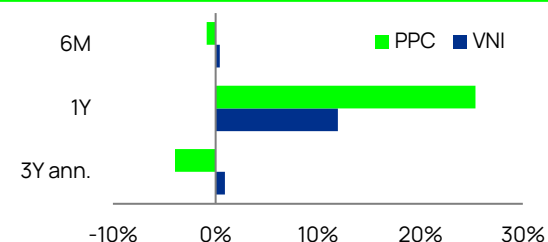


Tổng quan Công ty

NT2 là một trong những nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh, tương đương 2% sản lượng điện cả nước. Nhà máy đặt tại tỉnh Đồng Nai, là trung tâm công nghiệp & kinh tế của Đông Nam Bộ.

PPC – LNST tăng mạnh nhờ tái vận hành tổ máy phát điện, thu nhập cổ tức cao hơn

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP(29/12)	14.750VND	Doanh thu	5.269	5.723	7.157	7.170
Giá mục tiêu*	15.400VND	%YoY	36%	9%	25%	0%
		LNST-CĐTS	490	358	774	843
		% YoY	127%	-27%	116%	9%
TL tăng	+4,4%	EPS	127%	-27%	116%	9%
Lợi suất cổ tức	13,6%	Biên LN gộp	7,3%	3,0%	8,3%	9,5%
Tổng mức sinh lời	+18,0%	Biên LN ròng	9,3%	6,3%	10,8%	11,8%
		ROE	9,9%	7,1%	14,3%	14,5%
Ngành	Tiện ích	Nợ vay ròng/CSH	-3,0%	-7,7%	-16,8%	-29,7%
GT vốn hóa	4,8 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	5,4%	3,4%	13,6%	16,9%
Room KN	1,7 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	800	500	2.000	2.500
GTGD/ngày (30n)	2 tỷ đồng	P/E	10,1x	13,8x	6,4x	5,8x
Cổ phần Nhà nước	51%	P/B	0,9x	0,9x	1,1x	1,0x
SL CP lưu hành	320,6 tr	EV/EBITDA	14,0x	38,6x	7,2x	4,9x



Tổng quan Công ty

PPC sở hữu 2 nhà máy điện than tại miền Bắc, với công suất 1,040 MW: nhà máy Phả Lại 1 (4x110 MW, 37 năm) và Phả Lại 2 (2x300 MW, 21 năm). Ngoài ra, PPC cũng nắm cổ phần tại các nhà máy điện than Hải Phòng (HND, 27%) và Quảng Ninh (QTP, 16%), công suất mỗi nhà máy 1.200MW.

Pha loãng 320,6 tr * Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 18/12/2023

Trong báo cáo cập nhật tháng 12/2023 của chúng tôi cho PPC, chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 1,3% lên 15.400 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) mức tăng 3,0% trong định giá của chúng tôi cho mảng phát điện của PPC, do chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của PPC thêm 0,4% cho giai đoạn 2023-2027 (tương ứng -4%/+9%/-1%/-1%/-1% cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2023/24/25/26/27), với cổ tức cao hơn từ QTP & HND dựa theo công bố chia cổ tức bằng tiền gần đây, (2) mức giảm 0,6% trong định giá của chúng tôi cho công ty liên kết HND của PPC và (3) mức giảm 1,2% trong định giá của chúng tôi cho công ty liên kết QTP của PPC. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng lợi nhuận cho QTP và HND do giả định giá CGM thấp hơn, như được đề cập trong Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện ngày 18/12/2023.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 xuống còn 358 tỷ đồng (-27% YoY) chủ yếu do giả định giá CGM thấp hơn.

Ngược lại, chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 thêm 9% lên 774 tỷ đồng (+116% YoY) chủ yếu nhờ thu nhập cổ tức dự kiến cao hơn từ QTP & HND. Động lực tăng trưởng chính của LNST sau lợi ích CĐTS trong năm 2024 gồm (1) sản lượng điện thương phẩm tăng 32% YoY do tổ máy phát điện S6 vận hành cả năm và (2) chi phí nguyên liệu giảm 7% YoY.

Chúng tôi dự báo tốc CAGR EPS đạt 20% cho giai đoạn 2022-2025, được thúc đẩy bởi (1) hiệu suất hoạt động cao hơn nhờ tái vận hành tổ máy phát điện S6 của PPC từ tháng 9/2023, do nhu cầu điện dự kiến cao tại miền Bắc, (2) giá CGM cao hơn, và (3) chi phí than giảm.

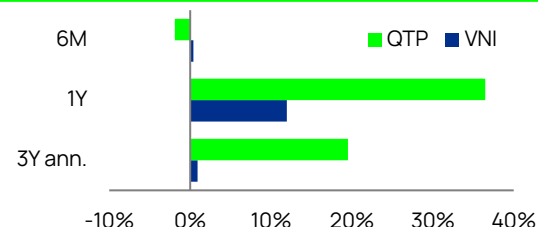
PPC có định giá hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2024 là 6,4 lần, thấp hơn 50% so với P/E trung bình 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực, và (2) lợi suất cổ tức dự kiến tăng.

Yếu tố hỗ trợ: Cổ tức bằng tiền cao hơn dự kiến; Loại khỏi danh sách cảnh báo của HSX.

Rủi ro: Sự cố kỹ thuật tổ máy phát điện; Bị đình chỉ hoạt động do ô nhiễm môi trường.

QTP – Hệ số khả dụng cao được hưởng lợi từ việc sử dụng công suất điện cao ở miền Bắc Việt Nam

Khuyến nghị*	KĐG (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	
Giá CP(29/12)	14.800VND	10.417	12.476	12.026	12.132	
Giá mục tiêu*	16.900VND					
	Doanh thu %YoY	23%	20%	-4%	1%	
	LNST-CĐTS	764	586	902	1.007	
	% YoY	60%	-23%	54%	12%	
TL tăng	+14,2%	37%	-12%	54%	12%	
Lợi suất cổ tức	14,1%	10,4%	6,3%	9,3%	11,1%	
Tổng mức sinh lời	+28,3%	7,3%	4,7%	7,5%	8,3%	
	Biên LN ròng	12,4%	9,8%	15,5%	16,9%	
	ROE	4,8%	5,8%	-14,9%	-10,3%	
Ngành	Tiện ích	4,8%	5,8%	-14,9%	-10,3%	
GT vốn hóa	6,7 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	15,2%	10,8%	14,1%	14,9%
Room KN	3,2 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	2.250	1.600	2.086	2.200
GTGD/ngày (30n)	5 tỷ đồng	P/E	10,5x	12,0x	7,8x	7,0x
Cổ phần Nhà nước	64%	P/B	1,1x	1,2x	1,1x	1,1x
SL CP lưu hành	450 tr	EV/EBITDA	6,0x	7,4x	7,3x	6,4x



Tổng quan công ty

QTP sở hữu 2 nhà máy nhiệt điện than ở tỉnh Quảng Ninh, miền bắc với tổng công suất 1.200 MW: Quảng Ninh 1 (2x300 MW, 14 tuổi) và Quảng Ninh 2 (2x300 MW, 10 tuổi). Các cổ đông bao gồm EVNGENCO1 (42,0%), PPC (16,4%), Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) (11,4%), Tổng công ty Điện lực Vinacomin (10,6%) và các cổ đông khác

Pha loãng 450 tr * Giá trị hợp lý cập nhật ngày 18/12/2023

Các nhà máy nhiệt điện than của CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (UPCoM: QTP) còn trẻ với turbine chất lượng cao của Trung Quốc và cơ cấu cổ đông đa dạng. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 16.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng tổng mức sinh lời dự phóng là 28,3% bao gồm lợi suất cổ tức 14,1%. (xem báo cáo [cập nhật của PPC](#), ngày 18/12/2023).

Tỉnh Quảng Ninh nắm giữ ~95% trữ lượng than của Việt Nam. Theo QTP, các nhà máy điện của QTP sẽ không phải đối mặt với tình trạng thiếu than vào năm 2024 và trong tương lai nhờ vị trí lý tưởng.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 của QTP sẽ phục hồi 54% lên 902 tỷ đồng, tăng từ mức cơ sở thấp 586 tỷ đồng (-23% YoY) vào năm 2023. Mức tăng dự kiến của LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 chủ yếu được hỗ trợ bởi (1) sản lượng điện thương phẩm tăng 1% YoY, (2) chi phí than giảm 6% YoY và (3) chi phí khấu hao ước tính giảm 300 tỷ đồng.

Lợi suất cổ tức cao bền vững. Tại ĐHCĐ thường niên năm 2023 của QTP, cổ đông đã thông qua mức cổ tức tiền mặt năm 2023 là 1.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt năm 2023 của QTP ở mức 1.600 đồng/cổ phiếu do cổ tức thực tế của QTP lần lượt cao hơn 60% và 125% so với kế hoạch trong 2 năm qua. Chúng tôi cũng kỳ vọng lợi suất cổ tức của QTP sẽ tăng do công ty sẽ thanh toán hết các khoản nợ dài hạn vào năm 2024, giảm chi phí lãi vay xuống 0 trong giai đoạn 2025-2028.

Theo quan điểm của chúng tôi, **QTP có định giá hấp dẫn khi đang giao dịch ở mức P/E dự phóng năm 2024 là 7,8 lần, thấp hơn ~45% so với P/E trung bình của các cổ phiếu nhiệt điện được chúng tôi theo dõi trong khi lợi suất cổ tức dự kiến cao hơn gấp 2 lần.**

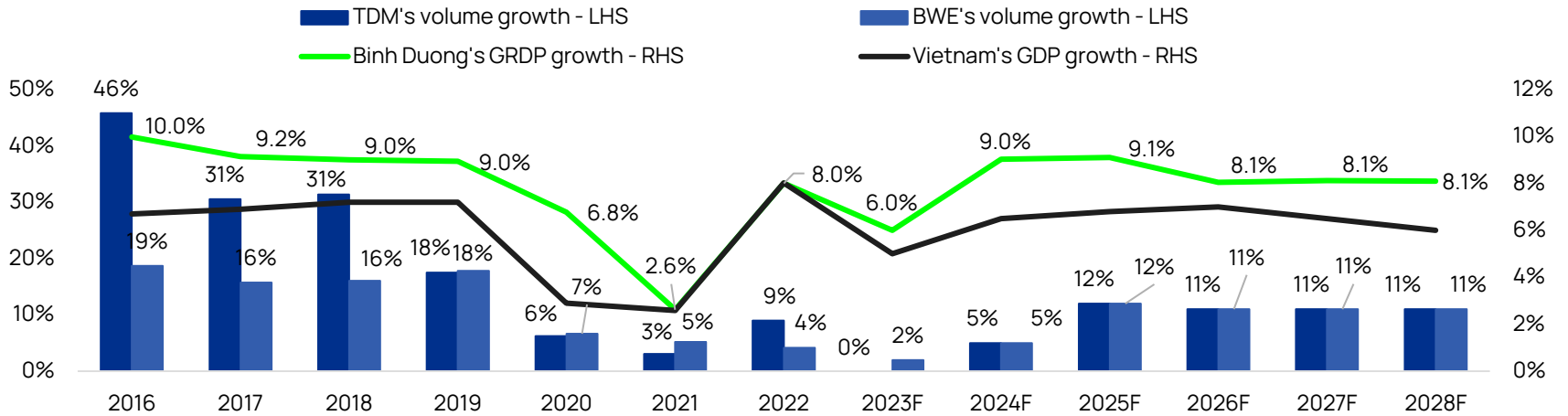
Yếu tố hỗ trợ: Khoản bồi thường lỗ tỷ giá ~500 tỷ đồng của những năm trước sẽ được nhận trong vài năm tới; thoái vốn của SCIC; IPO của EVNGENCO1; chuyển sang sàn HOSE trong dài hạn.

Rủi ro: Tỷ lệ nhiệt (tiêu thụ than trên mỗi kWh)/giá than/vấn đề kỹ thuật cao hơn dự kiến.

Ngành Nước

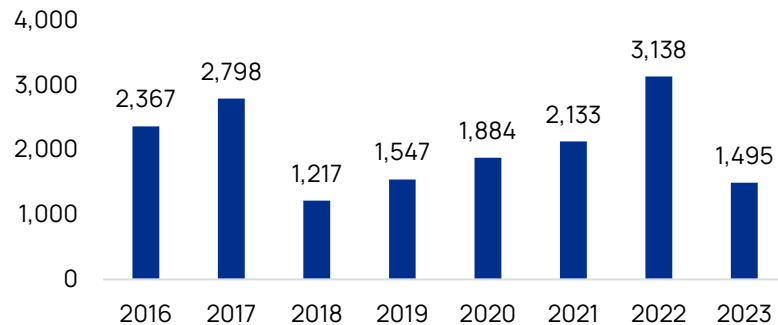
Bình Dương nổi bật so với các tỉnh khác với mục tiêu tăng trưởng kép (CAGR) nhu cầu nước cao nhất

Bình Dương có nhu cầu nước tăng trưởng ổn định trong dài hạn...



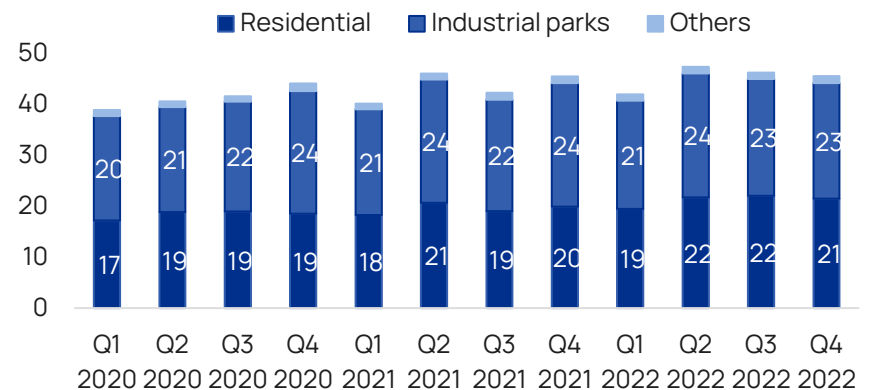
Nguồn: BWE, TDM, chính quyền tỉnh Bình Dương, Vietcap

... nhờ dòng vốn FDI mạnh mẽ. Bình Dương nằm trong top 5 tỉnh dẫn đầu Việt Nam về thu hút FDI trong 5 năm qua



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Vietcap

... và nhu cầu nước sinh hoạt ngày càng tăng do tốc độ đô thị hóa cao và di cư



Nguồn: BWE, TDM, Vietcap

Giá nước ở Bình Dương có thể sẽ tăng 3%/năm trong giai đoạn 2024-2027

- Giá nước sinh hoạt tại tỉnh Bình Dương là 10.500 đồng/m³ vào năm 2023, gần bằng trung bình giá theo cơ sở lũy tiến của các tỉnh/thành phố mà chúng tôi quan sát.
- Giá nước công nghiệp tại tỉnh Bình Dương trong năm 2023 thấp hơn 3% so với mức trung bình của Hà Nội và TP.HCM.
- Việc tăng giá nước ở một số tỉnh/thành phố vào năm 2023 là đáng khích lệ mặc dù tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm hơn.
- Chúng tôi tin rằng đề xuất của BWE & TDM về việc tăng giá nước thêm 3%/năm trong 5 năm tiếp theo bắt đầu từ ngày 01/07/2024 sẽ được phê duyệt.

Biểu giá nước của Bình Dương cho các hộ tiêu thụ trong giai đoạn 2018-2023 (đồng/m³)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dân cư	8.500	9.000	9.500	10.000	10.500	10.500
<i>YoY</i>		<i>5,9%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>0,0%</i>
Sản xuất						
- Bán lẻ	11.500	12.000	12.600	13.200	13.800	13.800
<i>YoY</i>		<i>4,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>0,0%</i>
- Bán buôn	10.800	11.300	11.800	12.500	13.100	13.100
<i>YoY</i>		<i>4,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>0,0%</i>

Nguồn: Quyết định 04/2018/QĐ-UBND của UBND tỉnh Bình Dương, ngày 22/02/2018, BWE, Vietcap

Giá nước của tỉnh Bình Dương so với các tỉnh/thành phố khác năm 2023 (đồng/m³)

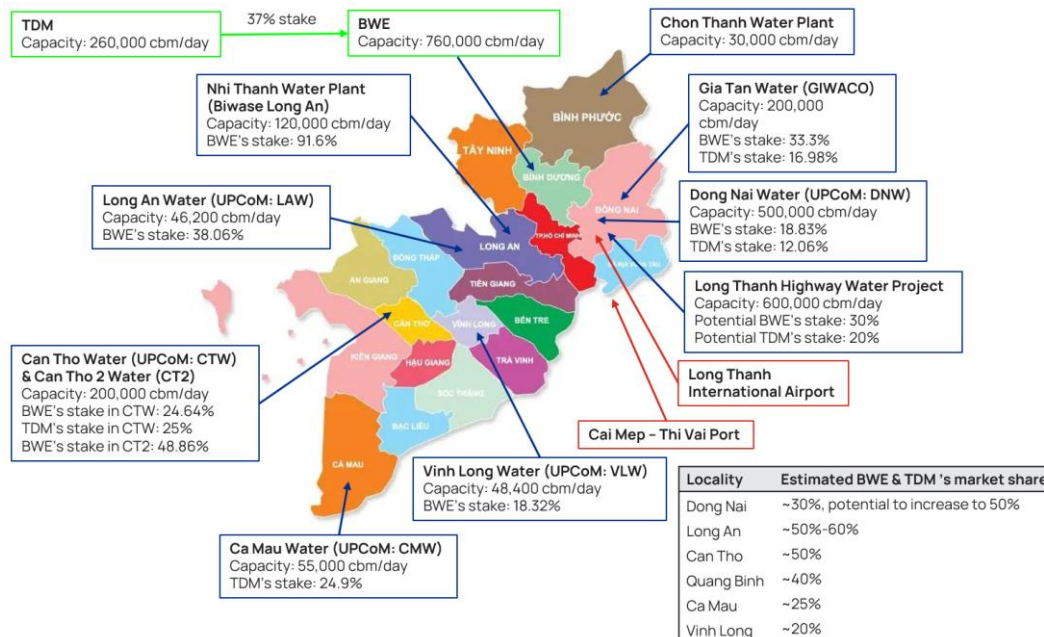
	Bình Dương	Bình Phước	Bà Rịa – Vũng Tàu	Đồng Nai	TP. HCM	Cần Thơ
Dân cư	10.500	8.047-14.240	4.500-12.500	5.800-12.800	6.700-14.400	5.500-8.700
		trên cơ sở lũy tiến	trên cơ sở lũy tiến	trên cơ sở lũy tiến	trên cơ sở lũy tiến	trên cơ sở lũy tiến
Sản xuất (giá bán buôn)	13.100	14.660	11.500	10.300	12.100	8.900

Nguồn: BWE, Vietcap (giá trên chưa bao gồm thuế GTGT (5%) và phí bảo vệ môi trường (10%))

BWE & TDM đang mở rộng ra ngoài tỉnh Bình Dương

- BWE và TDM hiện diện tại 7 trong số 63 tỉnh/thành phố trực thuộc Việt Nam tại một ngành thường bao gồm các doanh nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước. Chúng tôi ước tính BWE chiếm ~30%-50% thị phần trong ngành nước ở khu vực Tây Nam Bộ, 30% ở tỉnh Đồng Nai (với tiềm năng tăng lên 50% thị phần) và 40% ở tỉnh Quảng Bình.
- Việc hợp nhất Biwase Long An (trước đây là CTCP Đầu tư Hạ tầng Nước DNP Long An) đánh dấu thành công M&A lớn nhất của BWE, giúp BWE có toàn quyền kiểm soát. Ngày 31/5/2023, BWE tăng tỷ lệ sở hữu tại Biwase Long An từ 25,4% lên 91,6%.
- Biwase Long An đang tăng gấp đôi công suất và chúng tôi dự báo LNST của công ty sẽ tăng 9 lần từ mức ước tính là 44 tỷ đồng vào năm 2023 lên 225 tỷ đồng vào năm 2027. Biwase Long An đã nhận được giấy phép xây dựng và đang tích cực tăng gấp đôi công suất của nhà máy nước Nhị Thành từ 60.000 m³/ngày lên 120.000 m³/ngày với mục tiêu đưa nhà máy này đi vào hoạt động sớm vào năm 2025. Ban lãnh đạo tin rằng Biwase Long An có thể nhanh chóng có được khách hàng mới và hoạt động với tối đa công suất mới trong vòng 1 đến 2 năm do nhu cầu cao gấp 2 đến 3 lần so với tới nguồn cung hiện tại. Điều này hỗ trợ dự báo tăng trưởng kép (CAGR) về sản lượng nước thương phẩm của chúng tôi là 15% cho giai đoạn 2023-2028.

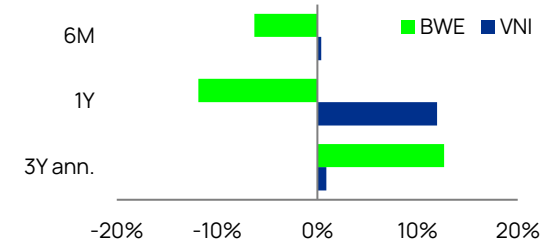
Vị trí các dự án của BWE & TDM và các công ty nước được mua lại



BWE – Lợi nhuận phục hồi vào 2024; trả cổ tức bằng tiền mặt trở lại

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	41.200VND	Doanh thu	3.484	3.557	3.911	4.529
Giá mục tiêu*	52.100VND	%YoY	11,7%	2,1%	9,9%	15,8%
		LNST-CĐTS	743	670	811	1.203
		% YoY	-0,8%	-9,8%	21,0%	48,4%
TL tăng	+26,5%	EPS	-2,1%	-9,8%	21,0%	48,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	40,8%	42,0%	43,7%	46,6%
Tổng mức sinh lời	+26,5%	Biên LN ròng	21,3%	18,8%	20,7%	26,6%
		ROE	17,6%	14,3%	15,7%	20,5%
		Nợ vay ròng/CSH	63,3%	90,6%	63,5%	60,4%
Ngành	Tiện ích	Cổ tức (đồng)	1.300	0	1.400	1.500
GT vốn hóa	7,9 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	3,2%	0,0%	3,4%	3,6%
Room KN	2,6 nghìn tỷ đồng	P/E	12,9x	13,2x	11,8x	8,0x
GTGD/ngày (30n)	5 tỷ đồng	P/B	1,8x	1,7x	1,5x	1,3x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	EV/EBITDA	7,8x	8,2x	6,8x	5,6x
SL CP lưu hành	193 tr					
Pha loãng	193 tr					

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 07/11/2023



Tổng quan Công ty

BWE là công ty cấp nước lớn thứ hai tại Việt Nam với tổng công suất 760.000 m³/ngày tính đến cuối năm 2022. BWE sở hữu chuỗi giá trị môi trường hoàn chỉnh từ sản xuất và cấp nước sạch (80% LN gộp) đến xử lý nước thải. BWE cũng hoạt động trong lĩnh vực xử lý chất thải, dịch vụ tang lễ và điện mặt trời lắp mái.

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi cho BWE, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu thêm 10% xuống còn 52.100 đồng/CP nhưng vẫn duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn do chúng tôi điều chỉnh giảm 14% đối với định giá riêng của BWE do dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giảm 19% trong giai đoạn 2023-2027 (thay đổi lần lượt -7%/-19%/-24% cho năm 2023/2024 /2025), lớn hơn tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2024 và mức tăng 4% trong giá trị của các khoản đầu tư của BWE vào các công ty liên kết. P/E tương ứng tại giá mục tiêu của chúng tôi là 15 lần (tương đương với trung vị P/E 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực).

Dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi thấp hơn là do giả định về tổng sản lượng nước thương phẩm giai đoạn 2023-2027 của chúng tôi giảm khoảng 9% và việc trì hoãn tăng 3% giá nước từ đầu năm 2024 sang ngày 01/07/2024.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2023 sẽ giảm 10% YoY do chi phí tài chính dự kiến tăng YoY (do tổng nợ tăng gấp đôi YoY đạt 1 nghìn tỷ đồng để tài trợ các thương vụ M&A và lãi suất tăng), lẫn át mức tăng trưởng sản lượng khiếm tốn đạt 2% YoY.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 21% YoY trong năm 2024, nhờ LNST của mảng cung cấp nước và xử lý nước thải lần lượt tăng 18% YoY và 5 lần YoY, đồng thời chi phí tài chính giảm YoY. Chúng tôi dự báo giá nước thương phẩm tại Bình Dương sẽ tăng 3%/năm từ ngày 01/07/2024 và giá xử lý rác thải sinh hoạt sẽ tăng 10% YoY từ ngày 01/04/2024.

Định giá của BWE có vẻ hấp dẫn ở mức P/E dự phóng năm 2024 là 11,8 lần và PEG tương ứng là 0,4 dựa trên tăng trưởng kép (CAGR) EPS dự kiến cho giai đoạn 2023-2025 là 29%. Ban lãnh đạo có quan điểm lạc quan về việc trả cổ tức tiền mặt trở lại từ năm 2024 sau kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 14% trong nửa đầu năm 2023 (để dành tiền mặt cho các thương vụ M&A).

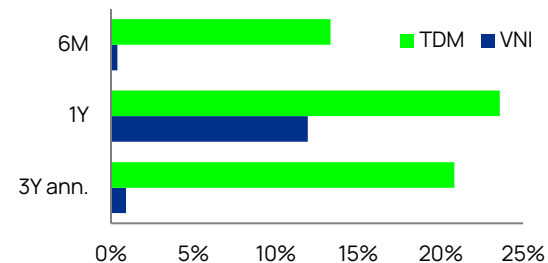
Yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu nước thương phẩm phục hồi mạnh hơn dự kiến.

Rủi ro: Trì hoãn trong việc tăng giá nước, chi phí hoạt động cao hơn dự kiến.

TDM – LNST từ sản xuất nước sẽ cải thiện trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Giá CP (29/12)	40.550VND	Doanh thu	479	486	517	597
Giá mục tiêu*	44.600VND	%YoY	14,9%	1,4%	6,6%	15,4%
		LNST-CĐTS	220	284	215	384
		% YoY	-32,9%	28,7%	-24,0%	78,3%
TL tăng	+10,0%	EPS	-32,9%	28,7%	-30,9%	78,3%
Lợi suất cổ tức	3,7%	Biên LN gộp	52,0%	47,4%	48,0%	51,3%
Tổng mức sinh lời	+13,7%	Biên LN ròng	46,0%	58,4%	41,6%	64,3%
		ROE	11,3%	13,4%	9,1%	14,4%
		Nợ vay ròng/CSH	12,5%	12,4%	7,0%	5,9%
Ngành	Tiện ích	Lợi suất cổ tức	3,2%	3,5%	3,7%	3,9%
GT vốn hóa	4,5 nghìn tỷ đồng	Cổ tức (đồng)	1.300	1.400	1.500	1.600
Room KN	1,8 nghìn tỷ đồng	P/E, hợp nhất	8,8x	9,8x	9,3x	6,6x
GTGD/ngày (30n)	10 tỷ đồng	P/B	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	EV/EBITDA	11,1x	11,5x	10,8x	8,8x
SL CP lưu hành	100 tr					
Pha loãng	110 tr					

* Giá mục tiêu và KN cập nhật ngày 07/11/2023



Tổng quan công ty:

TDM là công ty nước tư nhân tại tỉnh Bình Dương (khu kinh tế trọng điểm ở miền Nam). TDM có công suất 260,000 m³/ngày tính đến năm 2022. Công ty sở hữu 37% cổ phần tại công ty nước lớn nhất và có trọn vẹn chuỗi giá trị nước tại tỉnh Bình Dương (BWE).

Trong báo cáo cập nhật tháng 11/2023 của chúng tôi cho TDM, chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu thêm 6% xuống 44.600 đồng/CP và hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu là do dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 giảm 16% (giảm lần lượt 3,1%/20,0%/17,7% trong năm 2023/2024/2025) và giá trị đóng góp của BWE vào giá trị hợp lý của TDM thấp hơn, lần át tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2024 và việc đưa giá trị của 42% cổ phần ở CTCP Đầu tư Hạ tầng Nước DNP Quảng Bình vào định giá.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-2027 chủ yếu do dự báo tổng sản lượng nước thương phẩm giai đoạn 2023-2027 giảm 11% và việc tăng 3% giá nước bị trì hoãn từ đầu năm 2024 sang ngày 01/07/2024.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2023 sẽ tăng 28,7% YoY nhờ ghi nhận thu nhập cổ tức từ BWE. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng nước sẽ đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023.

Chúng tôi dự báo LNST từ sản xuất nước sẽ tăng 15,8% YoY trong năm 2024, do giá nước tăng 3% YoY từ ngày 01/07/2024 sau khi BWE có giá nước cao hơn và sản lượng tăng 5% YoY. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng LNST báo cáo năm 2024 sẽ giảm 24,0% YoY chủ yếu do TDM không nhận cổ tức bằng tiền mặt từ BWE (thay vào đó sẽ nhận cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 14%).

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về TDM do sự độc quyền nhóm của TDM tại tỉnh Bình Dương và sở hữu khoảng 37% cổ phần của BWE – công ty cung cấp và phân phối nước lớn thứ 2 tại Việt Nam. Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2022-2025 lần lượt đạt 8% và 20% và duy trì giả định cổ tức/CP lần lượt là 1.400/1.500 trong năm 2023/2024. TDM có vẻ hấp dẫn với P/E hợp nhất dự kiến cho năm 2024 là 9,3 lần, thấp hơn khoảng 50% so với trung vị P/E 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu nước phục hồi mạnh hơn dự kiến.

Rủi ro: Trì hoãn tăng giá nước.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

+84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Giám đốc điều hành

Alastair Macdonald, ext 105

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Ngân hàng, Chứng khoán & Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Bất động sản

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149

- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp & Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Hàng Tiêu dung

Hoàng Nam, Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương, Phó Giám đốc, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

- Trần Thị Thủy Linh, Chuyên viên, ext 196

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 363

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành Khối môi giới và Giao dịch

Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn