



Báo cáo chiến lược Q4.2022

Ngày 28/09/2022

Phòng phân tích ACBS

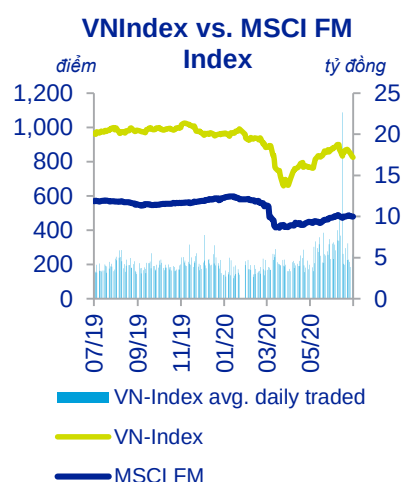
(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250

giaonbt@acbs.com.vn

Báo cáo chiến lược Q4.22

Diễn biến thị trường 8T2022 (%)

	1T	3T	6T	12T
VNIndex	-0,7%	-3,2%	-16,3%	-6,0%
MSCI FM	-2,1%	-5,3%	-11,1%	-21,3%



Thống kê

Mã Bloomberg

Thấp/Cao 52 tuần (VND)

Thành viên

Vốn hóa (tỷ đồng)

Vốn hóa (triệu USD)

KLGD TB (cp)

GTGD TB (tỷ đồng)

VND/USD

Index: VNIndex /
HNX

8T2022

VNIndex

1.143-1.536

400

4.942.757

208.555

663.585.661

19.451

23.700

1.244,50/283,46

Hiệu quả kinh tế Việt Nam tỏa sáng trong nửa đầu năm 2022, trong khi thị trường chứng khoán vượt qua giai đoạn âm ảm khi đối mặt thử thách toàn cầu

Nửa đầu năm 2022 chứng kiến sự khác biệt rõ rệt giữa hoạt động kinh tế của Việt Nam và thị trường chứng khoán. Nền kinh tế hồi phục với mức tăng trưởng GDP nửa đầu năm là 6,42%, với hầu hết các chỉ số chính đều tích cực, trong khi VNIndex nằm trong số các thị trường chứng khoán hoạt động kém nhất toàn cầu, giảm 20,3% trong 6T2022 do các sự kiện trong nước và toàn cầu làm lung lay niềm tin của nhà đầu tư. Nền kinh tế phục hồi mạnh nhờ sự phục hồi tiêu dùng nội địa (doanh thu bán lẻ +11,7%) và hoạt động sản xuất (IIP +8,7%) sau những gián đoạn từ dịch COVID-19 vào năm 2021. Lạm phát trở thành nỗi lo hàng đầu đối với nhà đầu tư trên toàn cầu, tuy nhiên CPI Việt Nam đạt mức bình quân 2,44% trong 6T2022 và 2,89% tính đến tháng 8/2022. Chúng tôi cho rằng lạm phát cả năm sẽ nằm trong mục tiêu của chính phủ là 4% bởi chúng tôi tin rằng những thách thức lớn nhất đã qua. Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của FDI với vốn giải ngân tăng 8,9% trong 6T2022, đạt 10 tỷ USD.

Trái ngược với đà phục hồi ấn tượng của nền kinh tế, chỉ số VNIndex giảm 20,3% trong 6T2022 do áp lực gia tăng từ những bất ổn toàn cầu và các vấn đề trong nước. Về mặt đối nội, một loạt các biện pháp chống tham nhũng trong Q1/2022 nhằm mục đích phòng chống thao túng thị trường và gian lận phát hành trái phiếu từ các công ty bất động sản chưa niêm yết đã gây ảnh hưởng đến lòng tin của các nhà đầu tư; tuy nhiên, chúng tôi tin rằng về lâu dài, những động thái này sẽ mang lại hiệu quả tích cực giúp cho sự phát triển bền vững và lâu dài của thị trường vốn Việt Nam.

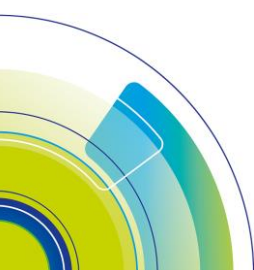
Trên toàn cầu, cuộc chiến tranh ở Ukraine dẫn đến cuộc khủng hoảng năng lượng do các biện pháp trừng phạt kinh tế đối với Nga đã góp phần gây ra tình trạng thiếu hụt năng lượng và tăng giá trên toàn cầu. Sự gián đoạn đối với các sản phẩm nông nghiệp chủ chốt khác (lúa mì, phân bón, v.v.) càng làm tăng thêm áp lực lạm phát vốn đã căng thẳng do gián đoạn chuỗi cung ứng gây ra bởi các đợt đóng cửa liên quan đến COVID-19 ở Trung Quốc khi nước này tiếp tục theo đuổi chính sách không COVID. Với nhiều nền kinh tế phát triển đang phải đối mặt với những cơn sốt lạm phát ở mức cao trên một chữ số, các ngân hàng trung ương buộc phải có những động thái để chống lại sự gia tăng chi phí sinh hoạt, dẫn đến triển vọng kinh tế toàn cầu mờ nhạt. Trong tháng 9, chỉ số VN-Index giảm còn 1.174 điểm (-22% so với đầu năm) khi NHNN tăng lãi suất cơ bản thêm 100 dpt trước các đợt tăng mạnh và liên tục của các NHTW trên thế giới do áp lực tỷ giá.

Bất chấp sự điều chỉnh của thị trường, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng cơ bản đối với thị trường Việt Nam. Lợi nhuận nửa đầu năm tăng mạnh 18,8% n/n và chúng tôi kỳ vọng cả năm sẽ đạt mức tăng trưởng 19% n/n, dẫn đến chỉ số VNIndex giao dịch ở mức PE cuối tháng 9 là 12,5x và PE dự phóng năm 2022 là 11,2x. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam đang là một trong những thị trường được định giá rẻ nhất trong khu vực ASEAN.

	2018	2019	2020	2021	6T2022
Tăng trưởng GDP (%)	7,1	7,0	2,91	2,58	6,4
GDP bình quân đầu người (USD)	2.587	2.786	2785	n/a	n/a
CPI (%)	3,5	2,8	3,2	-3,8	n/a
Xuất khẩu (% GDP)	80,4	79,7	81,6	91,0	96,8
Nhập khẩu (% GDP)	78,0	76,5	75,9	89,9	96,4
Xuất siêu (triệu USD)	7.211	10.400	19.064	3.324	743
Cán cân vãng lai (% GDP)	3,0	6,3	5,8	-1,8	n/a
Nợ công (% GDP)	58,3	55,0	55,9	43,1	n/a
Nợ công nước ngoài (% GDP)	46,0	48,5	43,7	38,4	n/a
FDI (tỷ USD)	35,4	22,5	21,1	24,3	11,8
Tăng trưởng tín dụng (%)	13,9	13,7	12,2	13,6	9,4

Mục lục

Tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam.....	4
GDP Việt Nam phụ hồi mạnh mẽ.....	4
Lạm phát tại Việt Nam có phải là điều đáng lo ngại nửa cuối năm 2022?.....	7
Lãi suất Việt Nam.....	11
Thị trường ngoại hối.....	14
Tình hình xuất nhập khẩu.....	17
Tình hình FDI tại Việt Nam.....	20
Triển vọng ngành.....	22
Ngân hàng.....	23
Tiêu dùng.....	26
Bất động sản.....	29
Dầu khí.....	33
Điện.....	35
Thủy sản.....	38
Vật liệu xây dựng.....	41
Thị trường chứng khoán Việt Nam.....	47
Báo cáo doanh nghiệp.....	54
Khuyến cáo.....	83

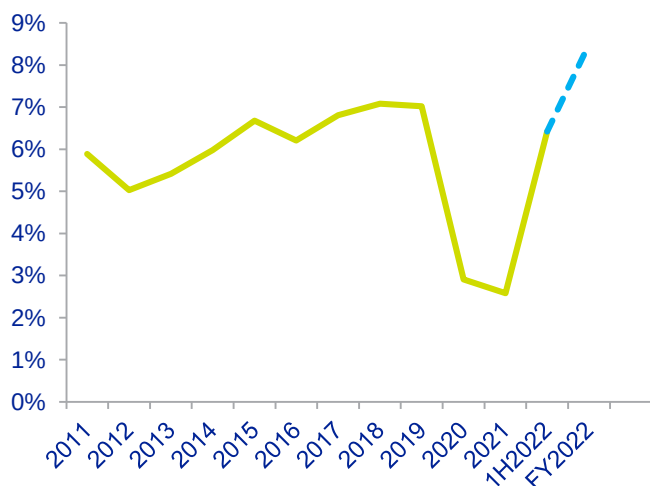


Tình hình kinh tế vĩ mô Việt Nam

GDP Việt Nam phục hồi mạnh mẽ

Sau hai năm trầm lắng do COVID-19 khi GDP Việt Nam giảm xuống mức thấp một chữ số, quốc gia này đã phục hồi mạnh mẽ trong 6T2022, đạt mức tăng trưởng GDP 6,42% và riêng trong quý 2/2022, Việt Nam đạt mức tăng trưởng GDP mạnh mẽ 7,72% - mức cao nhất kể từ 2011. Sự tăng trưởng mạnh mẽ được hỗ trợ bởi khu vực sản xuất (+11,45% n/n, đóng góp 27,51% vào tổng GDP Việt Nam) và sự phục hồi của ngành du lịch. Việt Nam nối lại các chuyến bay quốc tế kể từ giữa tháng 2/2022 và dỡ bỏ các hạn chế đi lại đối với hành khách quốc tế đến Việt Nam từ giữa tháng 3/ 2022. Nhờ đó, dịch vụ lưu trú và ăn uống tăng 25,92% n/n trong quý 2/2022, theo sau là nghệ thuật, giải trí và nghỉ dưỡng (+14,01% n/n) và các hoạt động dịch vụ khác (+16,61% n/n).

GDP Việt Nam



GDP Việt Nam 6T2022

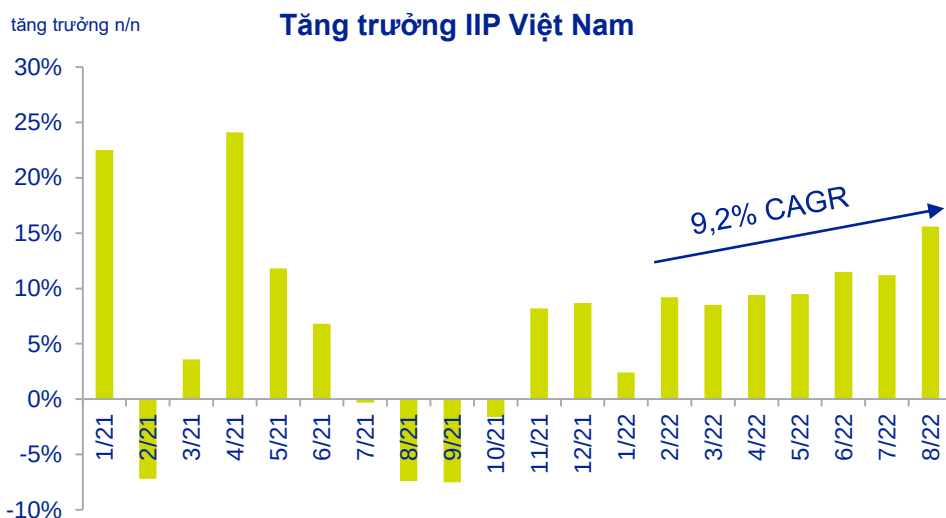
	Quý 2/2022	6T2022	Tỷ trọng 6T2022
GDP Việt Nam	7,72%	6,42%	
Nông, lâm, thủy sản	3,02%	2,78%	11,1%
Công nghiệp	11,45%	9,66%	26,6%
Vận tải, kho bãi	9,37%	8,13%	4,5%
Ngân hàng, tài chính, bảo hiểm	9,17%	9,50%	4,3%
Giáo dục, đào tạo	5,33%	5,27%	4,1%
Y tế, hoạt động trợ giúp xã hội	6,34%	8,08%	2,32%
Lưu trú, ăn uống	25,92%	11,19%	2,06%
Nghệ thuật, vui chơi, giải trí	14,01%	8,08%	0,6%

Nguồn: GSO, ACBS

Nguồn: GSO

IIP của Việt Nam đã đi lên ổn định kể từ đầu năm, đạt 11,6% vào tháng 8/2022, lũy kế 8T2022 đạt 8,7% YoY. Năm 2021 là một năm với nhiều khúc quanh với IIP tăng lên 24,1% vào tháng 4/ 2021 ngay trước giai đoạn giãn cách, tiếp sau đó là 4 tháng liên tiếp trong lãnh thổ tiêu cực do các nhà máy đóng cửa. Các hoạt động sản xuất của Việt Nam bắt đầu phục hồi vào tháng 11/2021 (ngoại trừ tháng 1/2022 do lễ Tết Nguyên đán). IIP của Việt Nam được hỗ trợ bởi ngành sản xuất hàng dệt may (+22,5% n/n), thiết bị điện (+17,4% n/n) và dược phẩm và các sản phẩm hóa chất (+17,4% n/n).

Sang quý 3/2022 và 6 tháng cuối năm, mặc dù thiếu hụt nguồn nguyên liệu (đối với ngành dệt may và chip điện tử do chiến lược Không-COVID từ Trung Quốc) cũng như chi phí vận chuyển cao, chúng tôi tin rằng IIP của Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ từ mức nền thấp của năm 2021.



Nguồn: GSO

Ngoài ra, gói kích thích tài khóa và tiền tệ tại Việt Nam trị giá 337 nghìn tỷ đồng bắt đầu được giải ngân trong quý 2/2022 và sẽ tiếp tục cho đến cuối năm. Điều này sẽ thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam trong nửa cuối năm 2022 tiếp tục đi theo quỹ đạo mở rộng.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng GDP của Việt Nam trong quý 3/2022 sẽ được thúc đẩy lên mức cao, đạt 14,7%, và đạt 6,8% trong quý 4/2022 từ mức bình thường của quý 4/2021. Nhìn chung, chúng tôi ước tính GDP của Việt Nam vào năm 2022 sẽ trong khoảng 6,8% -8,5%. Con số này cao hơn so với mục tiêu ban đầu là 6,0% -6,5% đã được phê duyệt cho kế hoạch phát triển kinh tế xã hội năm 2022 của Chính phủ vào đầu năm nay, Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã tăng mục tiêu GDP lên 7% vào tháng 6/2022.

Kịch bản GDP Việt Nam 6 tháng cuối năm 2022

Kịch bản đầu tiên của chúng tôi dựa trên nhu cầu yếu hơn trên toàn cầu do lạm phát cao và chính sách thắt chặt tiền tệ kết hợp với việc theo đuổi chiến lược Không-COVID tại Trung Quốc. Hoạt động sản xuất có thể tiếp tục tăng nhưng với tốc độ chậm hơn so với quý 2/2022 trong khi ngành dịch vụ có thể chưa phục hồi hoàn toàn trong nửa cuối năm 2022.

Kịch bản thứ hai lạc quan hơn dựa trên việc duy trì các hoạt động công nghiệp được thúc đẩy bởi sự gia tăng của lĩnh vực giao thông vận tải và du lịch cũng như tiêu dùng nội địa tăng nhờ giả định tăng trưởng tín dụng cao hơn do NHNN cấp trong nửa cuối năm 2022.

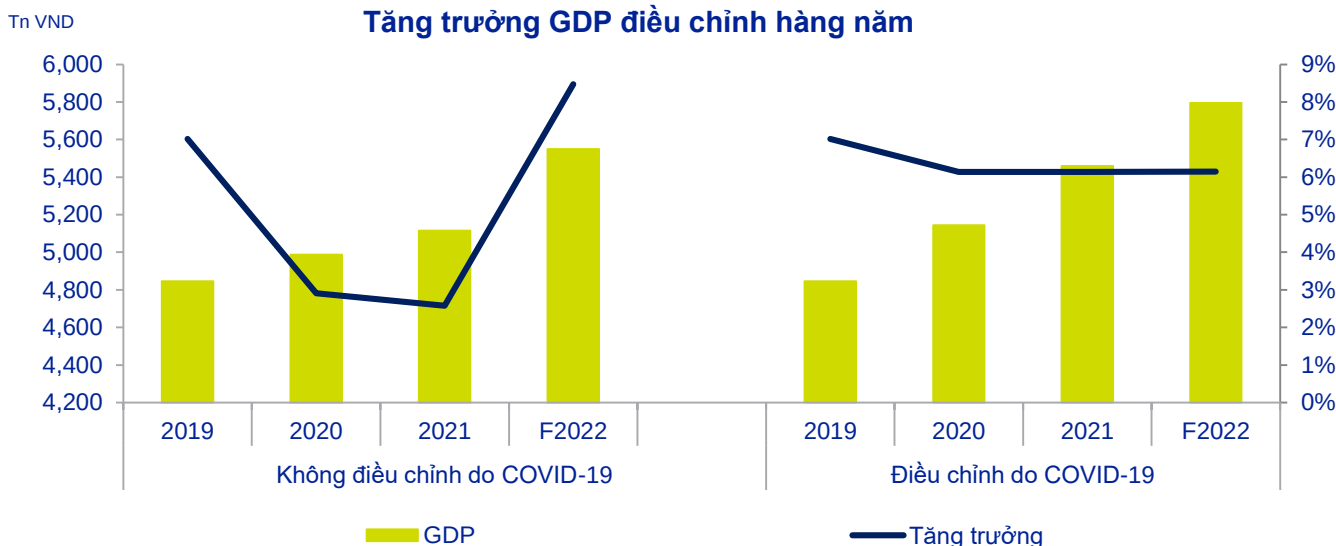
Dự phóng các chỉ số vĩ mô Việt Nam

	6T2022	6 tháng cuối năm 2022		Dự phóng cả năm 2022	
		Min	Max	Min	Max
GDP	6,4%	7,1%	10,4%	6,8%	8,5%
IIP	8,7%	12,7%	16,6%	10,7%	12,7%

Nguồn: GSO, ACBS

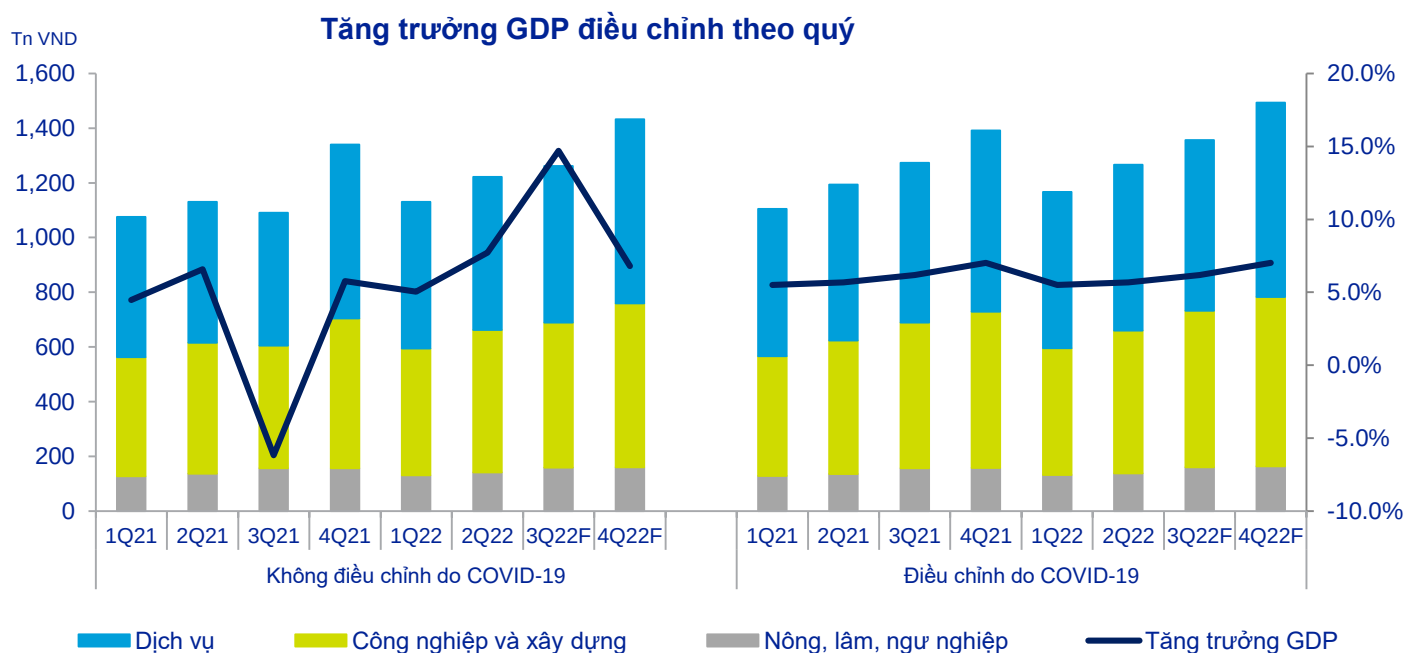
Xét trên cơ sở bình thường hóa khi chúng tôi loại bỏ hiệu ứng COVID-19 vào năm 2021 dựa trên mức bình quân tăng trưởng 10 năm ở Việt Nam, chúng tôi đạt được mức tăng trưởng GDP 6,15% cho Việt Nam vào năm 2022, và theo chúng tôi đây là một tỷ lệ hợp

lý. Mặc dù tốc độ tăng trưởng GDP ước tính 8,5% có vẻ cao do mức nền cơ sở thấp vào năm 2021, con số tuyệt đối là 5.549,3 tỷ đồng GDP vào năm 2022 gần bằng con số chuẩn hóa.



Nguồn: GSO, ACBS

Dữ liệu hàng quý củng cố niềm tin của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng GDP cao của Việt Nam vào năm 2022. So sánh dữ liệu thực tế ở biểu đồ bên trái bên dưới và dữ liệu chuẩn hóa ở bên phải, Việt Nam chịu tác động tối thiểu từ COVID. Ngoại trừ trong quý 3/2021, khi Việt Nam chịu ảnh hưởng nặng nề nhất là -14,4% so với dữ liệu chuẩn hóa, các quý khác đang có xu hướng phục hồi tốt với chỉ 4% thấp hơn so với số liệu chuẩn hóa.

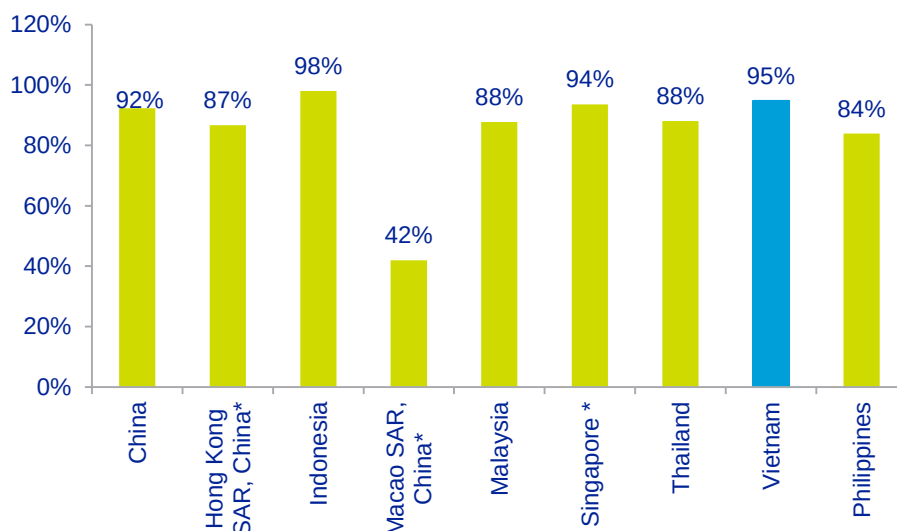


Nguồn: GSO, ACBS

So với các nước trong khu vực, Indonesia có GDP năm 2022 dự kiến gần hơn với GDP bình thường hóa được điều chỉnh do tác động của COVID-19, chỉ thấp hơn 2%. Việt

Nam đứng thứ hai với 5,2% thấp hơn trong khi các nước khác ở mức bình quân thấp hơn 18%. Macao bị ảnh hưởng nặng nề nhất với GDP dự kiến cho năm 2022 thấp hơn 58% so với mức bình thường hóa.

Dự báo GDP năm 2022 so với GDP bình thường hóa

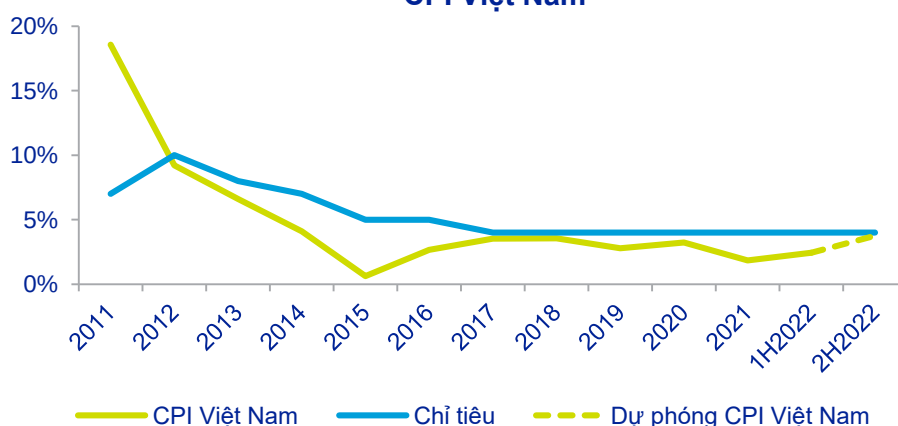


Nguồn: Worldbank, GSO, ACBS, * chỉ tiêu các Chính phủ

Lạm phát tại Việt Nam có phải là điều đáng lo ngại trong nửa cuối năm 2022?

Đã một thập kỷ kể từ lần cuối cùng chúng ta phải lo ngại về lạm phát của Việt Nam, từ mức CPI hai con số cao hơn mục tiêu của Chính phủ năm 2011, lạm phát của Việt Nam đã được kiểm soát tốt và duy trì dưới chỉ tiêu trong 10 năm qua. Năm 2021-2022, sau một thời gian dài suy giảm do đại dịch COVID-19 với các biện pháp giãn cách xã hội, doanh nghiệp tạm thời đóng cửa và chuỗi cung ứng lâm vào bế tắc, hầu hết các Ngân hàng Trung ương phải cắt giảm lãi suất để giảm bớt tác động của đại dịch. Liên kết với điều này là chính sách tiền tệ của các Ngân hàng Trung ương với một lượng lớn thanh khoản được bơm vào nền kinh tế để giảm bớt tình trạng tài chính của các ngân hàng và doanh nghiệp.

CPI Việt Nam



Nguồn: GSO, ACBS

Kể từ đầu năm 2022, nhiều khu vực trên thế giới đã chịu áp lực lạm phát khiến lãi suất ở các nền kinh tế lớn tăng lên nhằm thắt chặt chính sách tiền tệ. Các nước ASEAN dường như ít bị tác động hơn do hầu hết các Ngân hàng Trung ương ASEAN vẫn duy trì tỷ lệ như trong nửa đầu năm 2022. Tuy nhiên, áp lực lạm phát bắt đầu đè nặng lên các quốc gia này trong bối cảnh giá năng lượng tăng, do đó có thể khiến giá thực phẩm và các mặt hàng liên quan khác tăng vọt.

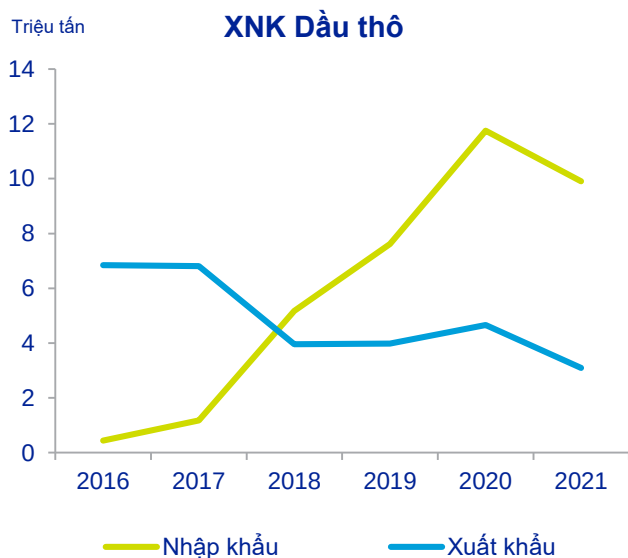
Động thái các Ngân hàng Trung Ương 2022

Ngân hàng Trung ương	Lãi suất tháng 1/2022	Lãi suất tháng 9/2022	Ptd thay đổi
Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED)	0,25%	3,25%	3,00%
Ngân hàng trung ương Châu Âu (ECB)	-0,50%	1,25%	1,75%
Ngân hàng trung ương Canada	0,25%	3,25%	3,00%
Ngân hàng Dự trữ Úc	0,10%	2,35%	2,25%
Ngân hàng trung ương Anh (BOE)	0,25%	2,25%	2,00%
Ngân hàng trung ương Nhật (BOJ)	-0,10%	-0,10%	0,00%
Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc	3,85%	3,65%	-0,20%
Ngân hàng Trung ương Thái Lan	0,50%	0,75%	0,25%
Ngân hàng Trung ương Negara Malaysia	1,75%	2,50%	0,75%
Ngân hàng Trung ương Indonesia	3,50%	4,25%	0,75%
NHNN – Lãi suất chiết khấu	2,50%	3,50%	1,00%
NHNN – Lãi suất tái cấp vốn	4,00%	5,00%	1,00%

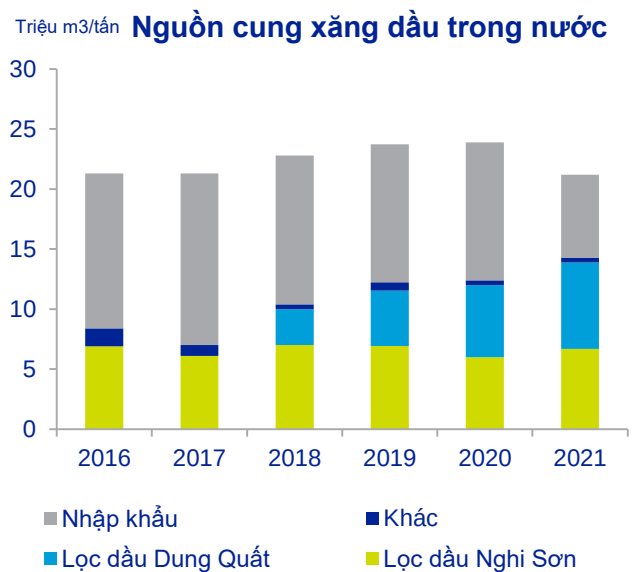
Nguồn: Các Ngân hàng Trung ương

Phần lớn áp lực lên CPI của Việt Nam là do giá dầu cao trên toàn cầu đã dẫn đến giá xăng trong nước cao và tác động gián tiếp đến giá hàng hóa khác trong rổ tính CPI. CPI bình quân 6 tháng đầu năm của nhóm lương thực và năng lượng chiếm 1,93% trong tổng số 2,44% của CPI 6 tháng đầu năm 2022. Tuy nhiên, trong những tháng sắp tới, một số yếu tố bên ngoài có thể tạo ra kết quả trái chiều đến CPI của Việt Nam trong 6 tháng cuối năm 2022.

Mặc dù Việt Nam có thể tự cung khoảng 70% lượng xăng dầu trong nước, chủ yếu từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và nhà máy lọc dầu Dung Quất sản xuất, nhưng Việt Nam vẫn phải nhập khẩu dầu thô (9,9 triệu tấn vào năm 2021) cho nhà máy lọc dầu do nhà máy lọc dầu Nghi Sơn phải sử dụng dầu nhập khẩu để sản xuất xăng. Giá dầu leo thang gần đây chủ yếu được cho là do tác động của việc nối lại các hoạt động sản xuất sau COVID-19 và căng thẳng địa chính trị cũng như các lệnh trừng phạt từ cuộc xâm lược Ukraine của Nga.

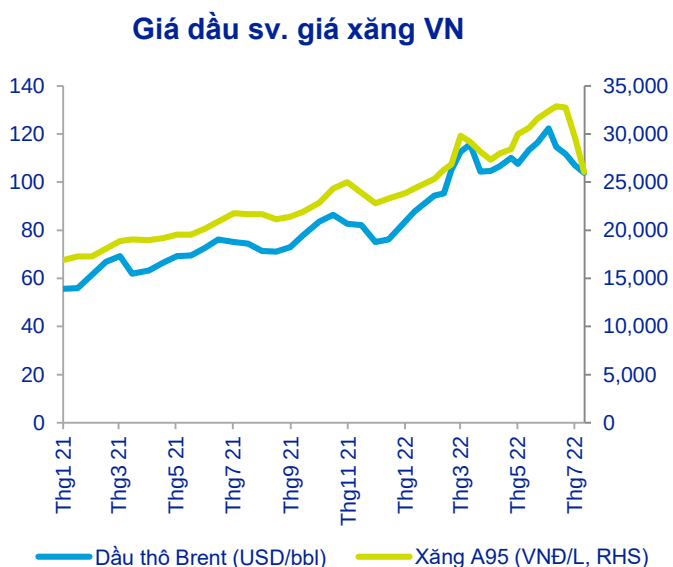


Nguồn: Hải quan VN

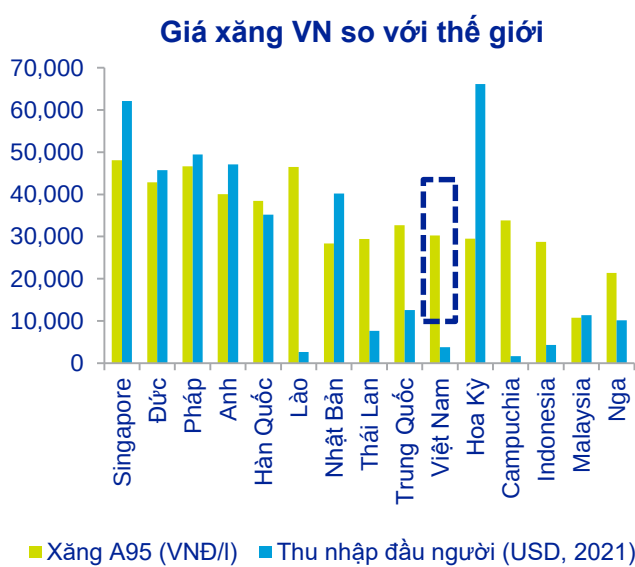


Nguồn: ACBS, BSR, NSRP, PV Oil Phú Mỹ, Saigon Petro

Tại Việt Nam, giá dầu và xăng là một trong những yếu tố trọng yếu đối với lạm phát. Tuy nhiên, để đối phó với giá xăng tăng do giá dầu tăng cao, Chính phủ đã thông qua hai đợt cắt giảm thuế môi trường (2.000 đồng vào ngày 1/4 và 1.000 đồng vào ngày 11/7). Bên cạnh đó, Bộ Tài chính đã yêu cầu giảm một nửa thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xăng dầu và cắt giảm 20% hoặc 50% thuế giá trị gia tăng đối với xăng dầu.



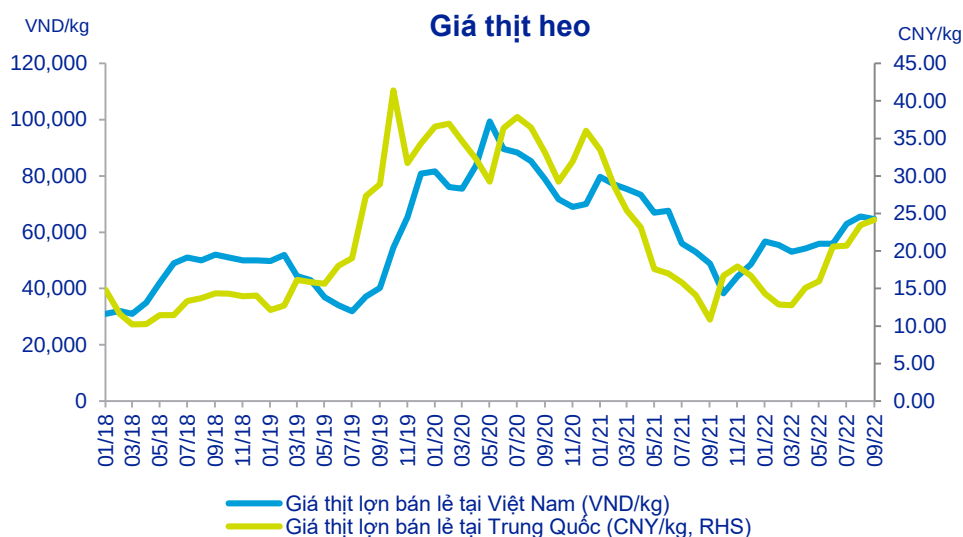
Nguồn: Bloomberg, ACBS



Nguồn: WB, Global petrol prices

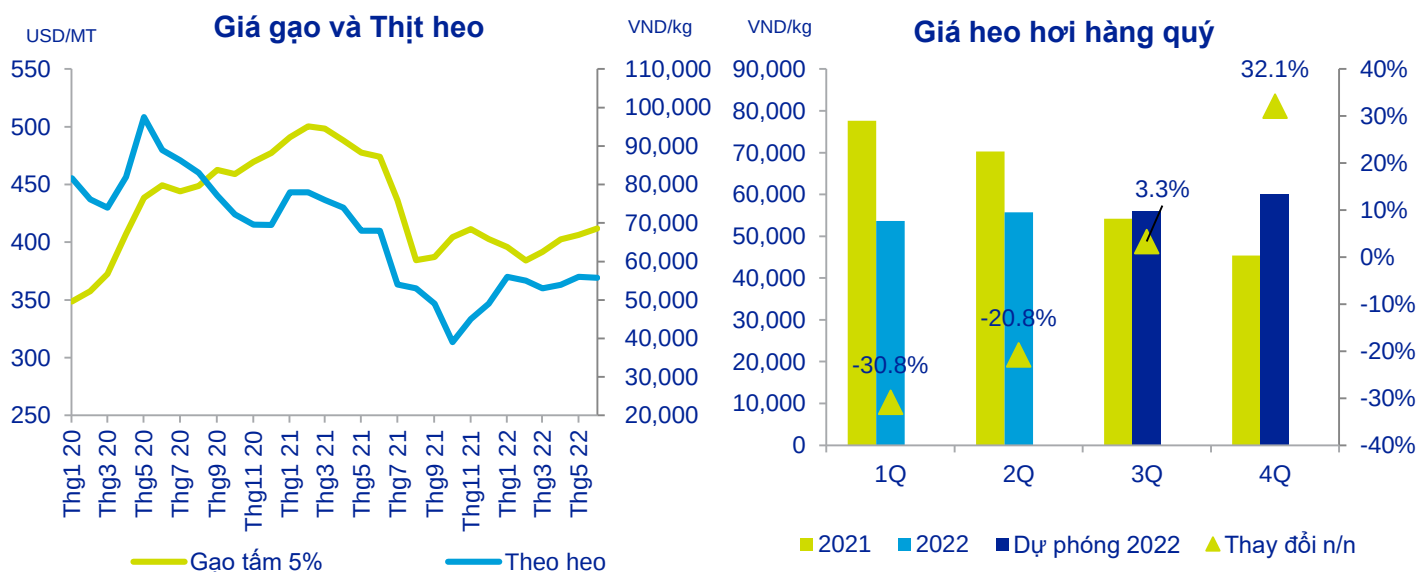
Các mặt hàng chính trong chế độ ăn của người Việt Nam là gạo (chiếm khoảng 2,55% trong rổ tính CPI) và thịt lợn (chiếm khoảng 5% trong rổ tính CPI). Giá bán lẻ gạo tại Việt Nam vẫn ổn định và sự bùng phát của dịch tả lợn châu Phi (ASF) từ năm 2018 đến năm 2021 đã khiến giá thịt lợn tăng vọt trong thời gian này, sau đó đã giảm mạnh trở lại trong 6T2022 do bệnh dịch tả lợn châu Phi đang được kiểm soát và đàn lợn đã được tái đàn. Tính đến nửa đầu năm 2022, giá thịt lợn giảm 26,0% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng

tôi kỳ vọng giá thịt lợn sẽ ổn định trong quý 3/2022 do ASFV (virus gây bệnh dịch tả lợn châu Phi) hiện đã được kiểm soát và vắc xin đã được sử dụng bắt đầu từ tháng 8/2022 nhưng gần đây đã chậm lại do hàng loạt đàn lợn bị ảnh hưởng ở các tỉnh Bình Định, Phú Yên, Quảng Ngãi. Chúng tôi kỳ vọng rằng các đàn lợn sẽ được tiêm chủng vào cuối năm 2022. Ngoài ra, giá có thể tăng nhẹ, lên tới 75.000 đồng/kg vào cuối quý 4/ 2022, vào khoảng thời gian lễ hội và Tết Nguyên đán cùng với việc giá thịt lợn tại Trung Quốc tăng cao trong thời gian gần đây.



Nguồn: Bloomberg, Nông Nghiệp Việt Nam

Bên cạnh các mặt hàng chủ lực, các mặt hàng thực phẩm khác như thịt gia cầm và thủy sản không có mức tăng đột biến nào trong nửa đầu năm 2022, nhờ nguồn cung lương thực dồi dào và độc lập với nhập khẩu. Gia cầm và thủy sản tăng chủ yếu là do chi phí đầu vào và phí vận chuyển tăng, không sợ khan hiếm hay thiếu hụt, do đó chúng tôi không kỳ vọng giá này sẽ tăng đột biến.



Nguồn: Worlbank, Nông Nghiệp Việt Nam

Nguồn: Nông Nghiệp Việt Nam, ACBS

Tóm lại, liên quan đến giá nhiên liệu trong nước, một trong những yếu tố cấu thành CPI lớn nhất của Việt Nam, giả định "Lạm phát tăng cao" của chúng tôi dựa trên giả thuyết giá dầu toàn cầu sẽ đạt đỉnh 120-125 USD / thùng đẩy giá nhiên liệu bán lẻ lên mức 32.000 đồng / lít trong nửa đầu năm 2022 (A95, 23.210 / lít tính đến ngày 12/9/ 2022). Kết hợp với kỳ vọng "Lạm phát gia tăng" của chúng tôi về giá thịt lợn, chúng tôi cho rằng dự báo CPI cao nhất của chúng tôi sẽ tăng thêm 1,6%, đưa CPI năm 2022 của Việt Nam lên 4,1%, vẫn quanh mức mục tiêu 4%.

		CPI		
		Cao nhất	2H2022	FY2022
Lạm phát đã đạt đỉnh	Giả định chính: + Giá thịt heo bình quân đạt 72.000 VNĐ/ kg trong nửa cuối năm 2022 + Giá gạo bình quân và giá thịt gia súc tăng thêm 0,5% trong nửa cuối năm 2022 + Vật liệu bảo dưỡng nhà giảm 0,75% trong nửa cuối năm 2022 + Giá dầu vẫn ở mức hiện tại (khoảng 100 USD/thùng)	5,5%	4,0%	3,2%
Lạm phát tiếp tục tăng	Giả định chính: + Giá thịt heo bình quân đạt 78.000 VNĐ/ kg trong nửa cuối năm 2022 + Giá gạo bình quân và giá thịt gia súc tăng thêm 0,5% trong nửa cuối năm 2022 + Vật liệu bảo dưỡng nhà ổn định giá cả trong nửa cuối năm 2022 + Giá dầu tăng thêm 15% từ giờ tới cuối năm (khoảng 115 USD/thùng)	7,2%	4,9%	3,7%
Lạm phát cao nhất	Giả định chính: + Giá thịt heo bình quân đạt 82.000 VNĐ/ kg trong nửa cuối năm 2022 + Giá gạo bình quân và giá thịt gia súc tăng thêm 1% trong nửa cuối năm 2022 + Vật liệu bảo dưỡng nhà tăng 1% trong nửa cuối năm 2022 + Giá dầu tăng thêm 20-25% từ giờ tới cuối năm (khoảng 120-125 USD/thùng)	8,3%	5,7%	4,1%

Nguồn: ACBS

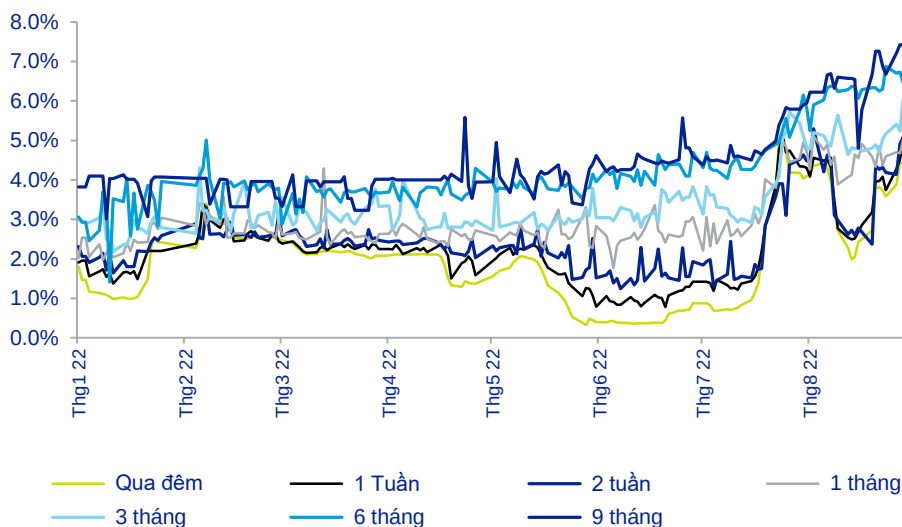
Lãi suất Việt Nam

Lãi suất liên ngân hàng tăng trong suốt T1 và T2/2022 do thanh khoản hệ thống ngân hàng xuống thấp trong dịp Tết Nguyên đán và tăng trưởng tín dụng tăng mạnh vào đầu năm 2022 và sau đó bắt đầu giảm từ T3/2022 đến giữa T5/2022 do thanh khoản hệ thống ngân hàng ổn định và dư thừa do hầu hết các ngân hàng đã đạt hạn mức tăng trưởng tín dụng và đang chờ NHNN phê duyệt hạn mức tăng trưởng tín dụng mới.

Trong T8/2022, NHNN tiếp tục phát hành hơn 160 nghìn tỷ đồng, và để hơn 194 nghìn tỷ đồng đáo hạn thông qua kênh tín phiếu (T-Bills). Ngoài ra, 35 nghìn tỷ đồng cũng được đấu thầu trong T8/2022 kết hợp với hơn 74 tỷ đồng đáo hạn trong tháng thông qua reverse repo OMO. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính rằng NHNN đã bán ra hơn 3 tỷ USD trong T8/2022, tức là đã gián tiếp hút hơn 70 nghìn tỷ đồng khỏi hệ thống xuyên suốt T8/2022. Tổng kết, NHNN đã hút ròng hơn 75 nghìn tỷ đồng qua kênh tín phiếu, reverse repo OMO và bán USD.

Tỷ giá liên ngân hàng biến động ở tất cả các kỳ hạn trong suốt T8/2022 do thanh khoản hệ thống ngân hàng không ổn định do hoạt động bơm hút liên ngân hàng của NHNN thông qua các công cụ ở trên. Tính đến cuối T8/2022, lãi suất trung bình liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm (3,53%, +164 điểm phần trăm t/t), 1 tuần, (3,79%, +151 điểm phần trăm t/t), 2 tuần (3,91%, +165 điểm phần trăm t/t), 1 tháng (4,59%, +136 điểm phần trăm t/t), 3 tháng (5,06%, +140 điểm phần trăm t/t), 6 tháng (6,24%, +165 điểm phần trăm t/t) và 9 tháng (6,51%, +169 điểm phần trăm t/t) đều tăng mạnh.

Lãi suất liên NH



Nguồn: NHNN

Những động thái gần đây của NHNN nhằm kéo chênh lệch lãi suất VND và USD trên thị trường liên ngân hàng lên dương, giúp ổn định tỷ giá và thị trường ngoại hối.

NHNN đã ban hành một loạt Quyết định ngày 22/09/2022 về việc tăng một số loại lãi suất chủ chốt (lần đầu tiên kể từ T10/2022) áp dụng từ ngày 23/09/2022.

	Lần trước (%/năm)	Cập nhật (%/năm)
Lãi suất tái cấp vốn	4,0%	5,0%
Lãi suất chiết khấu	2,5%	3,5%
Lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng	5,0%	6,0%
Lãi suất tối đa đối với tiền gửi bằng VNĐ		
<i>tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng</i>	0,2%	0,5%
<i>tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng</i>	4,00%	5,00%
<i>tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng tại Quỹ tín dụng nhân dân, Tổ chức tài chính vi mô</i>	4,50%	5,50%

Nguồn: NHNN

Với việc tăng lãi suất mạnh mẽ từ NHNN (+1%) chúng tôi tiếp tục lạc quan về việc kiểm soát lạm phát thấp của Việt Nam và duy trì kỳ vọng CPI của Việt Nam năm 2022 sẽ tăng trong khoảng 3,2%-4% và vẫn nằm trong mục tiêu 4% của Chính phủ.

Mặc dù lo ngại rằng triển vọng tăng trưởng của Việt Nam có thể chậm lại trong những quý sắp tới của năm 2022 do nền lãi suất cao hơn, nền kinh tế Việt Nam về cơ bản đã lấy lại đà tăng trưởng khi phục hồi sau dịch COVID-19 và tiếp tục ghi nhận các yếu tố cơ bản tốt trong 8T2022. Chúng tôi cũng tiếp tục duy trì kỳ vọng rằng GDP của Việt Nam sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ, trong khoảng 7,1% - 10,4% n/n trong 6T cuối năm 2022 (10,4% - 14,7% trong Q3 và 4,5% - 6,8% trong Q4) và 6,8% - 8,5 % n/n trong năm 2022 nhưng tốc độ tăng trưởng của Việt Nam có thể sẽ cao hơn “Kịch bản kém lạc quan” của chúng tôi nhưng có thể không cao bằng “Kịch bản lạc quan” của chúng tôi do việc NHNN tăng lãi suất bất ngờ và quyết liệt. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực rằng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam thông qua tốc độ tăng trưởng GDP trong Q3/2022 sẽ đạt mức tăng trưởng 10% +, được hỗ trợ bởi:

1. Tất cả các hoạt động sản xuất công nghiệp tiếp tục phục hồi và tăng trưởng (với IIP tăng 15,6% n/n trong T8/22 và 9,4% trong 8T22), qua đó sẽ thúc đẩy các hoạt động từ khu vực FDI về mặt đầu tư và xuất khẩu;
2. Việt Nam nổi lên như một trung tâm sản xuất công nghiệp thay thế nhằm bù đắp sản lượng mất mát, do chiến lược Không-COVID của Trung Quốc, tiếp tục thúc đẩy phục hồi các hoạt động sản xuất công nghiệp; và
3. Sự phục hồi mạnh mẽ của các ngành dịch vụ sau khi được phép mở cửa lại các loại hình kinh doanh dịch vụ đến từ (1) cải thiện nhu cầu tiêu dùng nội địa sau khi dịch COVID-19 kiểm soát (tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ T8/22 tăng 50,2% n/n và 8T22 tăng 19,3% n/n), (2) mở cửa các hoạt động du lịch quốc tế (doanh thu bán lẻ dịch vụ du lịch T8/22 tăng 51x n/n và 8T22 tăng 12x n/n) và (3) và các hoạt động giao thông vận tải trở lại vận hành bình thường giúp thúc đẩy hoạt động thương mại, đặc biệt là xuất khẩu từ khu vực FDI.

Ngoài ra, gói hỗ trợ tài khóa, tiền tệ ước tính khoảng 337 nghìn tỷ đồng (291 nghìn tỷ đồng cho gói hỗ trợ tài khóa và 46 nghìn tỷ đồng cho gói hỗ trợ tiền tệ), để hỗ trợ phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội sau dịch COVID-19 sẽ được giải ngân bắt đầu từ Q2/2022 (theo Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư Nguyễn Chí Dũng, đến ngày 2/9, giải ngân gói hỗ trợ tài khóa, tiền tệ ước tính đạt 55,5 tỷ đồng, chiếm khoảng 16% tổng gói), cùng với hơn 244 nghìn tỷ đồng (trong tổng số 530 nghìn tỷ đồng) vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước cần giải ngân từ đây tới cuối năm 2022 sẽ thúc đẩy phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội của Việt Nam trong ba quý cuối năm 2022.

Bên cạnh đó, NHNN cũng xác nhận (tại Diễn đàn Kinh tế - Xã hội Việt Nam 2022) sẽ tiếp tục duy trì mục tiêu tăng trưởng tín dụng ở mức 14% vào năm 2022, cho thấy khả năng hệ thống NH được cấp thêm 2% hạn mức tăng trưởng tín dụng từ giờ tới cuối năm 2022 tùy vào diễn biến kinh tế vĩ mô, sau khi NHNN cấp thêm 2% tăng trưởng tín dụng cho toàn hệ thống vào đầu tháng 9. Theo kịch bản tích cực mà chúng tôi đã dự phóng, với một giả thuyết là NHNN sẽ cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng tăng thêm vào Q3/2022, chúng tôi kỳ vọng rằng GDP của Việt Nam trong Q3/2022 sẽ tăng cao nhất 14,7% n/n

Sau đợt tăng lãi suất mạnh mẽ gần đây của NHNN (+1%) và nếu FED tiếp tục tăng lãi suất như trong báo cáo dự báo kinh tế được công bố vào ngày 22/9, chúng tôi kỳ vọng rằng NHNN sẽ không có đợt tăng lãi suất nào nữa từ giờ cho tới cuối năm 2022. Cho nên, Chúng tôi tiếp tục giữ quan điểm việc điều hành **chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam** trong năm 2022 sẽ không có sự thay đổi lớn, hỗ trợ bởi:

1. Miễn là tỷ lệ lạm phát của Việt Nam duy trì trong mức 4%, chính sách tiền tệ của Việt Nam vẫn có xu hướng tiếp tục được mở rộng để hỗ trợ sự phục hồi kinh tế;
2. Tác động lớn chính của việc FED tăng lãi suất chủ yếu ảnh hưởng đến dòng vốn nước ngoài. Trong ngắn hạn, với lịch sử của các đợt tăng lãi suất khác của FED, dòng vốn vào các thị trường mới nổi sẽ luôn đảo chiều và Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn ra khỏi thị trường Việt Nam sẽ chủ yếu đến từ thị trường tài chính. Và Việt Nam, với nền tảng kinh tế vĩ mô tốt và chừng nào lạm phát còn được duy trì ở mức dưới 4%, sẽ tiếp tục là điểm đến đầu tư của các doanh nghiệp FDI, đặc biệt là trong ngành công nghiệp sản xuất.
3. Xuất khẩu, động lực tăng trưởng kinh tế chính của Việt Nam, tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khi hoạt động sản xuất dần phục hồi và dự kiến sẽ tiếp tục đi lên

trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu phục hồi. Việt Nam nổi lên như một trung tâm sản xuất công nghiệp thay thế nhằm bù đắp sản lượng mất mát, do chiến lược Không-COVID của Trung Quốc. Bên cạnh đó, hoạt động thương mại trong 8T2022 của Việt Nam tiếp tục sôi động, ghi nhận kim ngạch XNK đạt 500 tỷ USD (+16,3% n/n) và thặng dư cán cân thương mại đạt 5,5 tỷ USD.

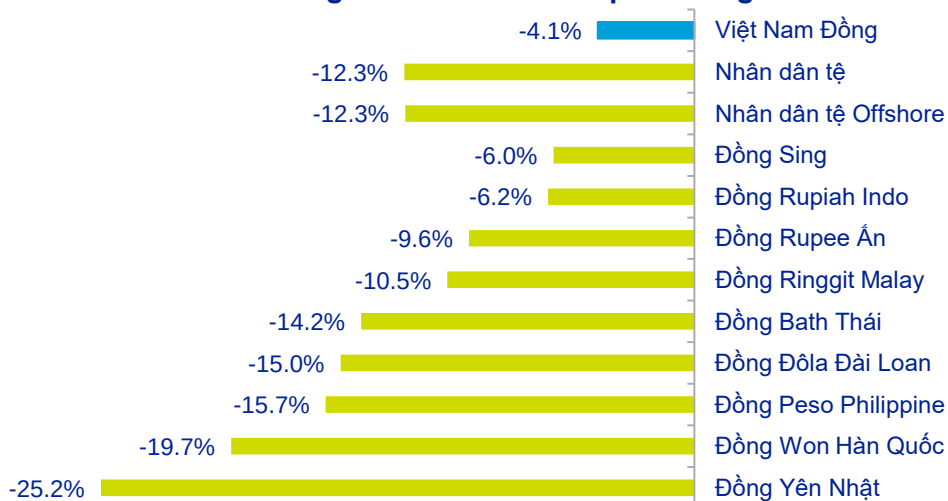
Thị trường ngoại hối

NHNN vừa tăng tỷ giá giao ngay chào bán giao dịch tại NHNN (lần thứ 3 trong năm 2022) vào chiều ngày 7/9/2022 (là tỷ giá chào bán USD của các NHTM mua USD của NHNN) thêm 300 đồng (tăng từ 23.400 lên 23.700 đồng / USD) dưới áp lực phải bán USD cho các NHTM lớn trong thời gian gần đây. Chúng tôi ước tính từ đầu năm đến cuối T6/2022, NHNN đã bán ra tới 15 tỷ USD; kể từ T7/2022, khi NHNN tăng tỷ giá chào bán từ 23.250 lên 23.400, chúng tôi ước tính thêm 5,7 tỷ USD đã được bán ra, dẫn đến dự trữ ngoại hối giảm xuống còn khoảng 90 tỷ USD.

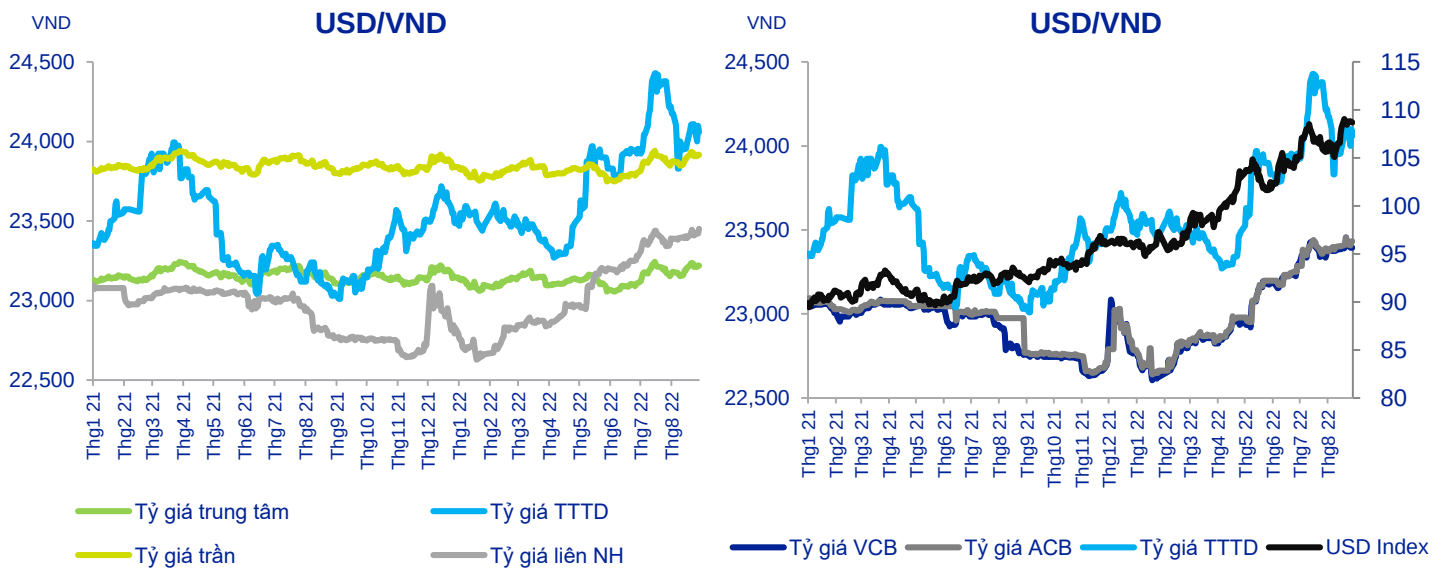
Việt Nam đồng (VNĐ) trên thị trường liên ngân hàng mất giá từ đầu T4/2022 chủ yếu do áp từ việc tăng lãi suất của các ngân hàng trung ương lớn. Tính đến cuối T8/2022, tỷ giá USD/VNĐ của giao dịch tại các NHTM đứng ở mức 23,451 đồng (+2,93% so với cùng kỳ năm 2021 và +2,74% từ đầu năm). Bên cạnh đó, tỷ giá tại thị trường tự do cũng tăng mạnh lên 24,060 (+2,44% so với đầu năm và 4,47% so với cùng kỳ năm 2021).

Nhìn chung, đồng USD đã tăng mạnh từ đầu năm với chỉ số Dollar Index (DXY) vượt qua mức 114, đạt mức cao nhất trong hai thập kỷ và tăng giá gần 19% so với đầu năm. Đồng USD mạnh đã được góp phần bởi nhiều yếu tố bao gồm việc Ngân hàng trung ương Hoa Kỳ (FED) tăng mạnh lãi suất và sự suy yếu thấy rõ của đồng Bảng Anh và đồng EUR khi các nền kinh tế này đang đối mặt với hậu quả của chi phí năng lượng tăng cao và việc Nga vũ khí hóa thị trường khí đốt nhằm đáp trả các biện pháp trừng phạt kinh tế của nhiều quốc gia phương Tây. Ngoài ra, đồng yên Nhật Bản, đồng won Hàn Quốc, đồng baht Thái Lan và đồng ringgit của Malaysia cũng chịu áp lực mất giá bởi các đợt tăng lãi suất mạnh của Fed, vốn cũng mất giá đáng kể từ đầu năm 2022. Trước đây, VNĐ đã chịu áp lực khi DXY mạnh lên, điều này góp phần vào các động thái từ NHNN gần đây.

Mức tăng từ đầu năm của một số đồng tiền



Nguồn: Bloomberg, tính đến 26/9/2022



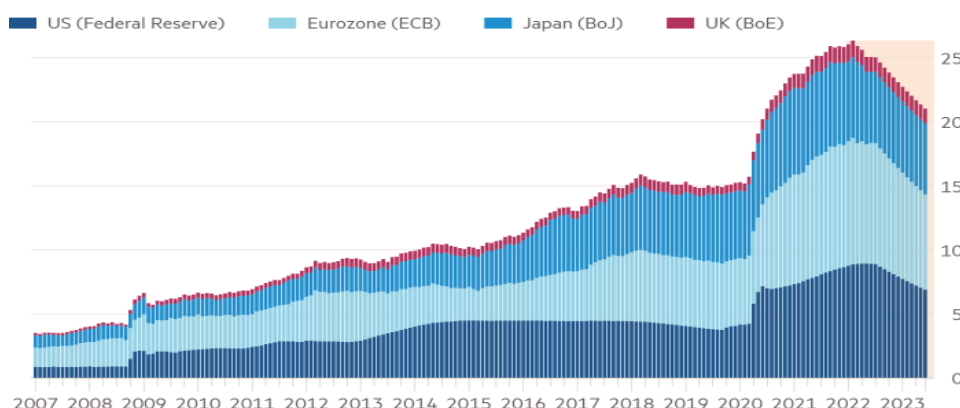
Nguồn: SBV, Bloomberg, ACBS

Theo chúng tôi, những động thái gần đây của NHNN nhằm tăng lãi suất điều hành thêm 100 điểm cơ bản là một hành động nhằm đối phó với áp lực phá giá ngày càng tăng đối với đồng VND, chứ không phải là một động thái cố gắng làm giảm nhu cầu trước tình hình lạm phát gia tăng. Đồng VND đã phải đối mặt với áp lực giảm giá từ một số mặt, bao gồm: Việc tăng lãi suất dự kiến sẽ tiếp tục trong suốt nửa cuối năm 2022 của hơn 16 Ngân hàng Trung ương lớn trên thế giới, đặc biệt là Mỹ (FED) và Anh (BOE). Bước sang năm 2023, chúng tôi kỳ vọng rằng trong khi áp lực lạm phát sẽ vẫn còn trong những một vài tháng đầu năm, nếu hành động của các Ngân hàng Trung ương có tác động như dự kiến và lạm phát được kiểm soát, chúng tôi dự kiến chính sách tiền tệ có thể được nới lỏng trong nửa cuối năm và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sẽ lại trở thành ưu tiên của các nhà hoạch định chính sách;

- (1) FED, cùng với BOE và ECB đang ngừng tái đầu tư tài sản đáo hạn và bắt đầu thu hẹp giá trị tài sản trên bảng cân đối kế toán của họ (còn được gọi là chương trình Thất chặt Định Lượng). FED dự kiến sẽ thu hẹp khoảng 400 tỷ USD trong bảng cân đối kế toán của mình vào cuối năm 2022. ECB và BOE cũng có kế hoạch giống FED. Morgan Stanley ước tính rằng bảng cân đối kế toán của các ngân hàng trung ương bị ảnh hưởng nặng nề nhất sẽ giảm khoảng 4 nghìn tỷ USD vào cuối năm tới. Những sự kiện này sẽ ảnh hưởng đến giá trị VNĐ trong những tháng tới;

The balance sheets of central banks are set to shrink

Assets (\$tn)



- (2) Trung Quốc vẫn tiếp tục theo đuổi chiến lược Không-COVID với việc xét nghiệm hàng loạt và phong tỏa khi các trường hợp lây nhiễm tăng đột biến. Chiến lược này tiếp tục gây sức ép lên chuỗi cung ứng toàn cầu vốn đang căng thẳng và tiếp tục làm gia tăng chi phí vận chuyển và có thể ảnh hưởng đến hoạt động xuất nhập khẩu của dẫn đến gia tăng áp lực giảm giá khác lên VNĐ trong những tháng tới;
- (3) Đồng Nhân dân tệ (NDT) của Trung Quốc đã phải chịu áp lực kể từ Q1/2022, khi đồng USD mất giá so với NDT là 12,3% và vượt qua mức tâm lý quan trọng 7NDT/USD và giao dịch quanh mức thấp nhất trong 2 năm. Đồng NDT mất giá có thể tác động đến thị phần xuất khẩu các thị trường mới nổi/cận biên đang cạnh tranh với Trung Quốc, trong đó có Việt Nam, vì hàng xuất khẩu của Trung Quốc ngày càng rẻ hơn đối với các nhà nhập khẩu; và
- (4) Rủi ro suy thoái gia tăng, đặc biệt là ở Mỹ và EU khi về mặt kỹ thuật kinh tế Hoa kỳ đã rơi vào suy thoái với tăng trưởng GDP giảm trong hai quý liên tiếp và cuộc khủng hoảng khí đốt và năng lượng cùng với sự cố gián đoạn nguồn cung cấp khí đốt tự nhiên thông qua đường ống Nord Stream 1 gần đây của Nga ở EU. Suy giảm tăng trưởng kinh tế ở Mỹ và EU có thể ảnh hưởng đến hoạt động xuất khẩu của Việt Nam, vốn là động lực tăng trưởng kinh tế chính.

Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam về cơ bản vẫn ghi nhận những yếu tố cơ bản tương đối tốt và Các yếu tố sẽ giúp VND nói chung (trong hệ thống ngân hàng và chợ đen) tăng giá và ổn định trong những tháng sắp tới của năm 2022, bao gồm:

- (1) Lạm phát vẫn thấp và được kiểm soát dưới 4%
- (2) Xuất khẩu, động lực tăng trưởng kinh tế chính của Việt Nam, tiếp tục duy trì đà tăng trưởng khi hoạt động sản xuất dần phục hồi và dự kiến sẽ tiếp tục đi lên trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu phục hồi. Việt Nam nổi lên như một trung tâm sản xuất công nghiệp thay thế nhằm bù đắp sản lượng mất mát, do chiến lược Không-COVID của Trung Quốc. Bên cạnh đó, hoạt động thương mại trong 8T2022 của Việt Nam tiếp tục sôi động, ghi nhận kim ngạch XNK đạt 500 tỷ USD (+16,3 % n/n) và cán cân thương mại vẫn duy trì thặng dư hơn 2,4 tỷ USD trong T8/2022 và tổng thể cán cân thương mại 8T2022 đạt 5.5 tỷ USD;
- (3) FDI giải ngân tăng mạnh trong 8T2022 (+10,5 % n/n); và

(4) Hỗ trợ từ NHNN để giữ chênh lệch lãi suất dương giữa lãi suất VND và USD liên ngân hàng nhằm hỗ trợ tỷ giá VND / USD. Bên cạnh đó, với nguồn dự trữ ngoại hối đạt mức tương đối dồi dào (ước lượng đạt 110 tỷ USD vào cuối Q1/2022, tuy nhiên chúng tôi ước tính từ nhiều nguồn không chính thức rằng NHNN đã bán gần 20 tỷ USD và hiện dự trữ còn lại ước tính đạt khoảng 90 tỷ USD).

Ngoài ra, NHNN vừa tăng tỷ giá giao ngay chào bán giao dịch tại NHNN (lần thứ 3 trong năm 2022) vào chiều ngày 7/9/2022 (là tỷ giá chào bán USD của các NHTM mua USD của NHNN) thêm 300 đồng (tăng từ 23.400 lên 23.700 đồng / USD) dưới áp lực phải bán USD cho các NHTM lớn trong thời gian gần đây. Bên cạnh đó, NHNN cũng đã mạnh tay tăng lãi suất 100 điểm phần trăm (+1%) các loại lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ và duy trì sự ổn định của VND trong những tháng tới.

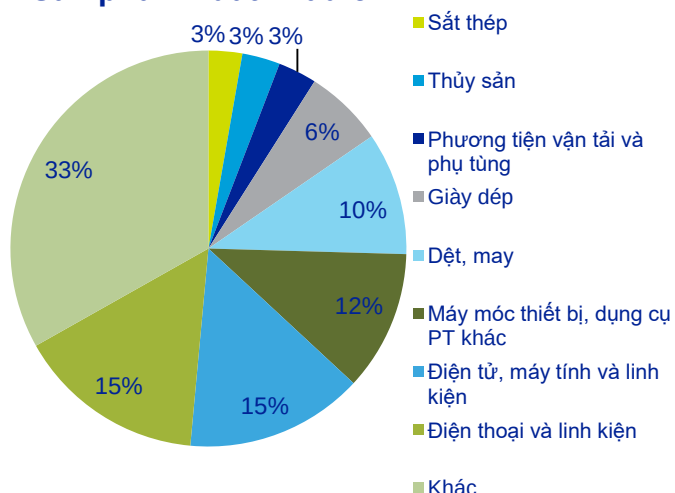
Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh kỳ vọng rằng VND có thể mất giá cao nhất dao động từ 2,5-3,0% với tỷ giá Spot niêm yết (trong báo cáo gần nhất: 2,0-2,5%) trong năm 2022, tức là tỷ giá giao ngay chào bán giao dịch tại NHNN tối đa đạt 23.700 - 23.750 VND/USD.

Tình hình xuất nhập khẩu

Việt Nam ghi nhận mức thặng dư thương mại nhỏ với 710 triệu USD tính đến nửa đầu năm 2022 với xuất khẩu tăng 20,0% so với cùng kỳ năm trước (lên 186,0 tỷ USD). Trong đó, hàng điện tử, máy tính và điện thoại chiếm tỷ trọng lớn nhất, đóng góp 29,9% vào tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, tiếp theo là dệt may, giày dép với tỷ trọng 16,4%, cả hai phân khúc đều tăng trưởng ở mức hai chữ số tương ứng là 14,0% và 19,3% so với cùng kỳ năm trước. Trong các sản phẩm xuất khẩu chính của Việt Nam, các sản phẩm thủy sản (đóng góp 3,1%) đã tăng trưởng ấn tượng 39,6% so với cùng kỳ năm trước về giá trị.

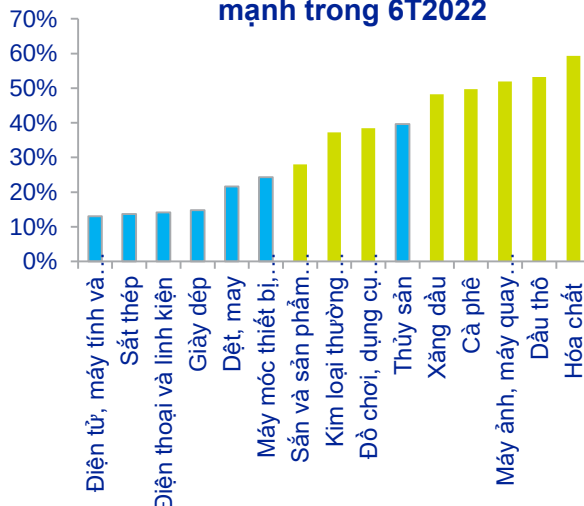
Tuy nhiên, hơn hai phần ba tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đến từ FDI. Loại trừ khoản này, Việt Nam nhập siêu 16,0 tỷ USD trong 6 tháng đầu năm 2022.

Sản phẩm xuất khẩu chính



Nguồn: GSO

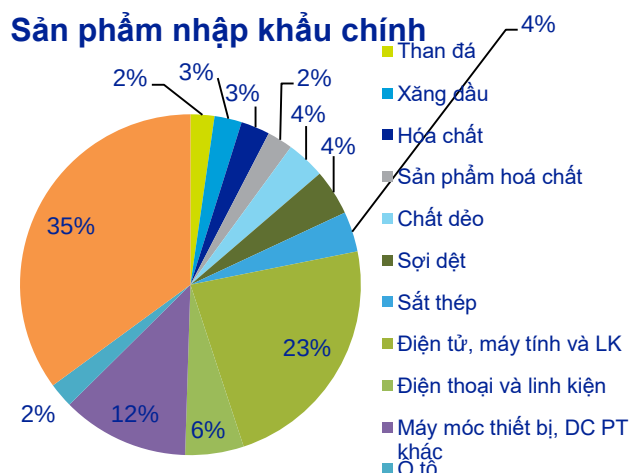
Sản phẩm xuất khẩu tăng trưởng mạnh trong 6T2022



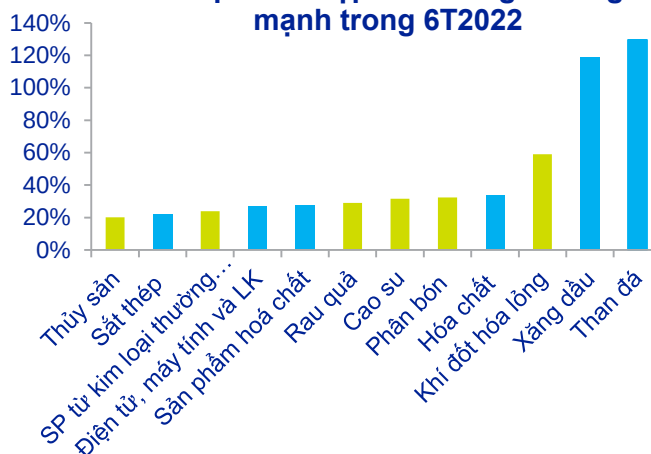
Nguồn: GSO

Kim ngạch nhập khẩu của Việt Nam tăng 16,3% trong nửa đầu năm 2022 lên 185,2 tỷ USD với các thiết bị điện tử, điện thoại, máy tính và máy móc đóng góp nhiều nhất (hơn 40%), tiếp theo là dệt may (4,3%), sắt thép (3,8%) và nhựa (3,7%).

Sản phẩm nhập khẩu chính



Sản phẩm nhập khẩu tăng trưởng mạnh trong 6T2022



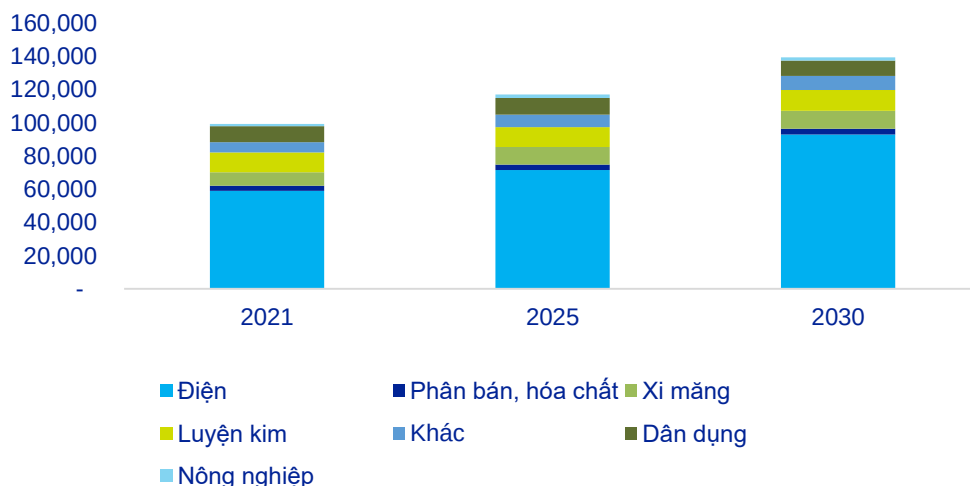
Nguồn: GSO

Nguồn: GSO

Kim ngạch nhập khẩu than (đóng góp 2,3%) tăng mạnh nhất, ở mức 129,5% n/n về giá trị và 124% n/n về lượng. Dự kiến, Việt Nam cần nhập khẩu 18-25 triệu tấn than vào năm 2022 để lấp đầy khoảng trống do năng lực sản xuất than của Việt Nam đạt khoảng 40 triệu tấn hàng năm. Gần 60% lượng than tiêu thụ ở Việt Nam được sử dụng cho nhiệt điện. Do Việt Nam bước vào thời kỳ nóng nhất vào tháng 4 - tháng 9, đặc biệt là ở miền Trung và miền Bắc, nhập khẩu than dự kiến sẽ tăng trong quý 3/2022.

ngìn tấn

Tiêu thụ than tại Việt Nam theo lĩnh vực



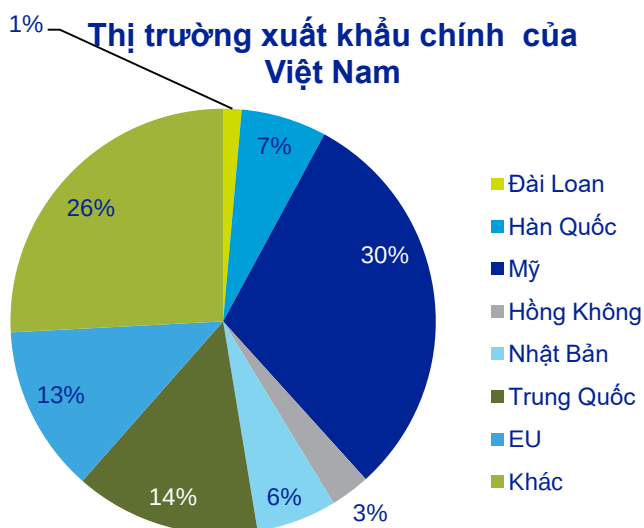
Nguồn: Năng lượng Việt Nam

Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm gần một phần ba tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam trong 6T2022 lên 56,6 tỷ USD, + 24,1% n/n. Các sản phẩm chủ yếu là dệt may và điện thoại, máy tính, thiết bị máy móc. Trong khi điện thoại, máy tính, thiết bị máy móc hầu hết là từ các nguồn FDI, thì dệt may là thế mạnh chính xuất khẩu của các công ty trong nước Việt Nam sang thị trường Mỹ. Khi lạm phát ở Mỹ đạt mức cao nhất trong 4 thập kỷ vào tháng 6 năm 2022 là 9,1%, chúng tôi có thể kỳ vọng áp lực lên chi tiêu hàng may mặc ở Mỹ. Trên thực tế, chỉ những hộ gia đình có thu nhập thấp nhất đang cắt giảm chi tiêu cho hàng may mặc, những hộ gia đình có thu nhập cao hơn ở Mỹ vẫn chưa bị ảnh hưởng và doanh số bán hàng may mặc ở Mỹ tiếp tục tăng.

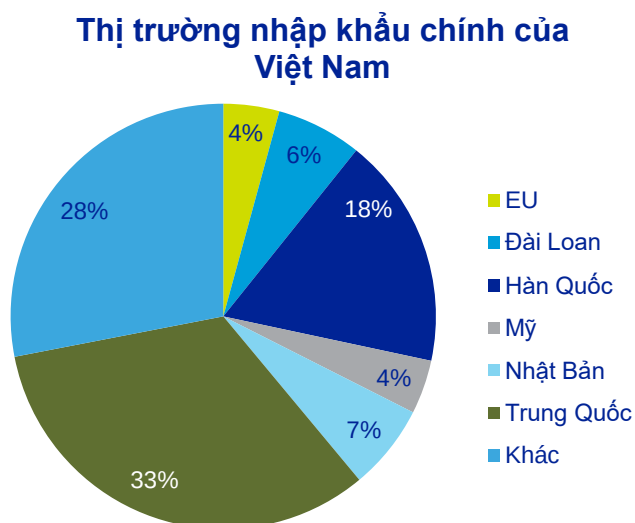
5% so với cùng kỳ năm ngoái và 13% so với cùng kỳ năm 2019 (trước dịch bệnh). Đây là cơ hội tốt cho ngành dệt may Việt Nam trong thời gian tới.

Trung Quốc tiếp tục là đối tác nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm 33% kim ngạch nhập khẩu. Việt Nam đạt thặng dư thương mại 49,1 tỷ USD với Mỹ và 15,7 tỷ USD thặng dư thương mại với EU, tăng mạnh lần lượt 29,5% và 40,6% so với cùng kỳ năm trước. Các mặt hàng chủ yếu nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam là máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện (40,4% tổng kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc), dệt may, da giày (11,0%), thép và sản phẩm thép (7,5%) và sản phẩm hóa chất (6,0%). Với chiến lược Không-COVID đang được Trung Quốc theo đuổi, Việt Nam có thể đang đối mặt với sự thiếu hụt các sản phẩm chính đó.

Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện chiếm tỷ trọng chủ yếu trong các sản phẩm nhập khẩu vào Việt Nam từ Trung Quốc, trong đó vi mạch và chất bán dẫn là một trong những mặt hàng chủ lực. Vi mạch và chất bán dẫn có thể được tìm thấy trong nhiều sản phẩm từ máy tính, điện thoại thông minh đến ô tô. Trung Quốc cung cấp khoảng 6% nhu cầu chất bán dẫn trên thế giới và do chiến lược Không-COVID và thiếu container vận chuyển, việc cung cấp chất bán dẫn trên toàn thế giới bị trì hoãn. Do đó, Honda Việt Nam đã lên kế hoạch cắt giảm 50% kế hoạch sản xuất trong bối cảnh thiếu chất bán dẫn. Dự kiến tình trạng thiếu vi mạch và chất bán dẫn sẽ kéo dài đến năm 2024 và điều này khiến TSMC (nhà sản xuất chip lớn nhất thế giới) phải lên kế hoạch tăng giá bán 5-9% vào năm 2023 trong khi Samsung Electronics (lớn thứ hai) có kế hoạch tăng giá 20%.



Nguồn: Hải quan Việt Nam

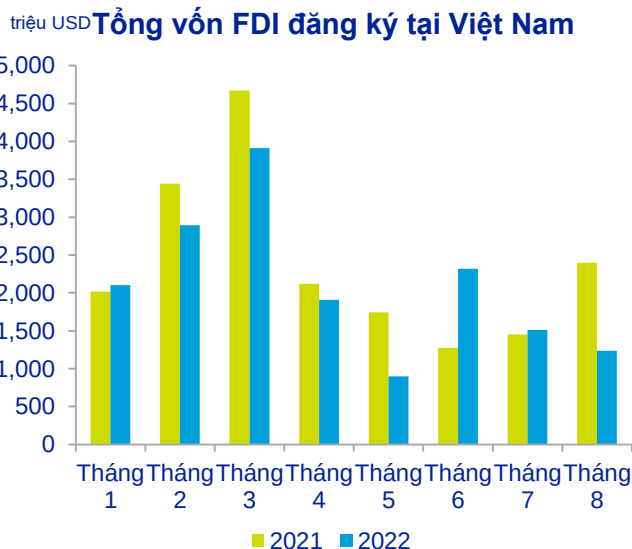
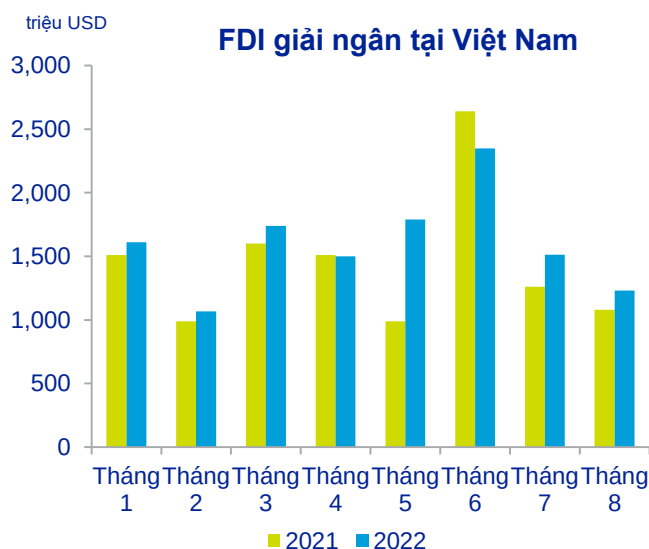


Nguồn: Hải quan Việt Nam

Dệt may của Việt Nam cũng như ngành da giày hiện có nguồn cung nguyên liệu khoảng 50-55% từ Trung Quốc trong khi Việt Nam chỉ tự cung được khoảng 10% vật liệu cần thiết. Những bất ổn xung quanh sự gián đoạn chuỗi cung ứng từ Trung Quốc kết hợp với chi phí logistic tăng cao do cuộc khủng hoảng năng lượng đã gây áp lực lên ngành này. Mặt khác, khi lạm phát gia tăng tại các thị trường nhập khẩu hàng may mặc chính của Việt Nam (Mỹ, EU...), giá bán tăng để đảm bảo tỷ suất lợi nhuận sẽ là thách thức đối với các công ty may mặc Việt Nam.

Tình hình FDI tại Việt Nam

Sau một thời gian dài gián đoạn chuỗi cung ứng trong bối cảnh COVID-19, Việt Nam nổi lên như một trong những điểm đến cho các cơ sở sản xuất trên thế giới thay thế cho Trung Quốc, không chỉ đa dạng hóa nguồn cung ứng mà còn nhờ vào lực lượng lao động dồi dào với chi phí thấp. Mặc dù xu hướng chưa rõ ràng, Việt Nam cũng có thể sẵn sàng trở thành một trong những điểm đến thay thế cho dòng vốn đầu tư nước ngoài trong bối cảnh xung đột Nga-Ukraine nảy sinh. Do đó, vốn đăng ký bổ sung và góp vốn, mua cổ phần trong 8T2022 tăng mạnh 50,7% n/n và 3,6% n/n, lần lượt đạt 7,5 tỷ USD và 2,9 tỷ USD. Mặc dù vốn đăng ký mới vẫn chưa phục hồi hoàn toàn (-43,9% YoY), nhưng tổng vốn đăng ký đang có xu hướng tích cực, chỉ giảm 12,3% so với 8T2021 đạt tổng cộng 16,8 tỷ USD. Vốn thực hiện cũng tăng 10,5% n/n trong 8T2022 lên 11,6 tỷ USD. Vào tháng 6/2022, tổng vốn đăng ký tăng gần gấp đôi (+ 81,8% so với cùng kỳ năm ngoái) nhờ có thêm vốn đăng ký từ Samsung Electronics tại thành phố Hồ Chí Minh, bổ sung 841 triệu USD cho một dự án trị giá 2,0 tỷ USD, nâng tổng vốn đầu tư của Tập đoàn Samsung vào Việt Nam lên hơn 19 tỷ USD. - nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất tại Việt Nam.



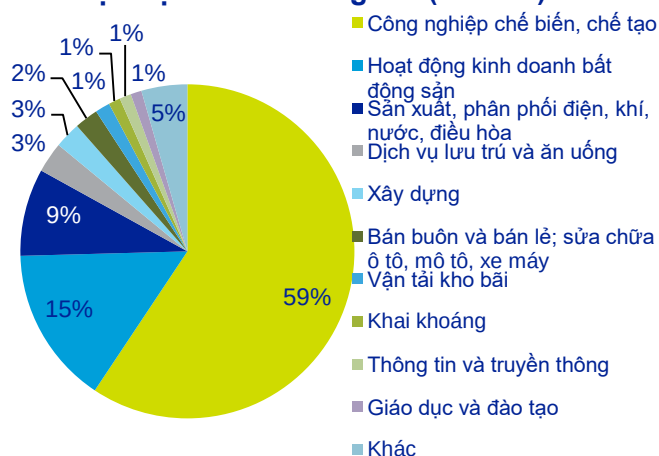
Nguồn: PMI

Nguồn: PMI

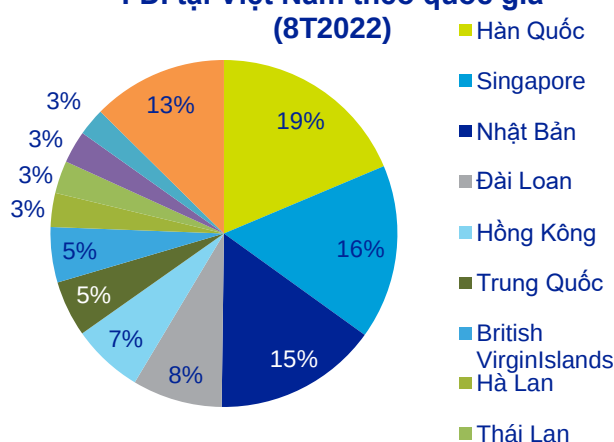
Kể từ khi nền kinh tế Việt Nam mở cửa vào giữa những năm 1980, đã có 139 quốc gia đầu tư vào Việt Nam. Trong số này, Vi Samsung là nhà đầu tư nước ngoài lớn nhất của Việt Nam, Hàn Quốc dẫn đầu đầu tư nước ngoài vào Việt Nam với 80,2 tỷ USD, chiếm 18,7% tổng vốn đăng ký của Việt Nam tính đến 8T2022. Sau 2,5 năm liên tiếp dẫn đầu, Singapore hiện đứng thứ 2 (kể từ tháng 7 năm 2022) với 70,0 tỷ USD (16,3%). Doanh nghiệp FDI Nhật Bản đứng thứ 3 tại Việt Nam với 65,7 tỷ USD (15,3%). Chúng tôi nhận thấy kể từ năm 2020, xu hướng đầu tư ngày càng tăng của Nhật Bản vào các lĩnh vực phi sản xuất như thực phẩm, FMCG và bán lẻ.

Nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào 19/21 ngành thuộc hệ thống ngành kinh tế Việt Nam, trong đó lĩnh vực chế biến, chế tạo dẫn đầu với 59% tổng vốn FDI đăng ký tính đến 8T2022 với gần 16,000 dự án, tương đương 255,2 tỷ USD. Chúng ta có thể kể tên các dự án lớn trong ngành như Samsung Electronics-Mechanical, Goertek, JNTC, Fujifilm Business Innovation, Hansol Electronics...

FDI tại Việt Nam theo ngành (8T2022)



FDI tại Việt Nam theo quốc gia (8T2022)



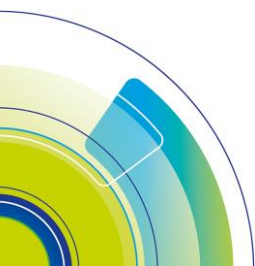
Nguồn: PMI

Nguồn: PMI

Khuôn khổ về chống xói mòn cơ sở thuế và chuyển lợi nhuận (BEPS) sẽ có hiệu lực từ năm 2023 và bao gồm 141 quốc gia (trong đó có Việt Nam) sẽ áp mức thuế tối thiểu toàn cầu là 15%. Trong khi thuế suất thuế doanh nghiệp ở Việt Nam được quy định ở mức 20%, nhiều ưu đãi về thuế đang dành cho các doanh nghiệp FDI và đa quốc gia tại Việt Nam. Áp dụng khung BEPS sẽ cho phép Việt Nam thu nhiều thuế hơn nhưng Việt Nam có thể kém cạnh tranh hơn so với các quốc gia khác. Theo Tổng cục Thuế, khoảng 3% trong tổng số 36.500 dự án nước ngoài đầu tư vào Việt Nam hiện đang được hưởng ưu đãi về thuế. Hầu hết các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam chịu thuế suất 1,3% và với mức ưu đãi áp dụng cho các doanh nghiệp lớn, những doanh nghiệp này có thể được hưởng thuế suất 2,75% - 5,95%, thấp hơn nhiều so với chính sách thuế tối thiểu toàn cầu là 15%. Chúng tôi nhận thấy cơ hội cho Việt Nam vì Việt Nam không còn bị cạnh tranh dựa trên miễn thuế mà sẽ phải tập trung vào việc tạo ra môi trường kinh doanh tốt hơn với cơ sở hạ tầng và lực lượng lao động có tay nghề cao hơn để thu hút dòng vốn FDI. Tuy nhiên, do chưa có bất kỳ thay đổi đáng kể nào đối với các luật thuế liên quan đến khuôn khổ BEPS nên khó có thể ước tính hiệu quả và điều thú vị cần lưu ý là một số nước ASEAN như Campuchia, Lào, Myanmar và Philippines chưa ký kết hiệp định.

Triển vọng ngành

4Q22

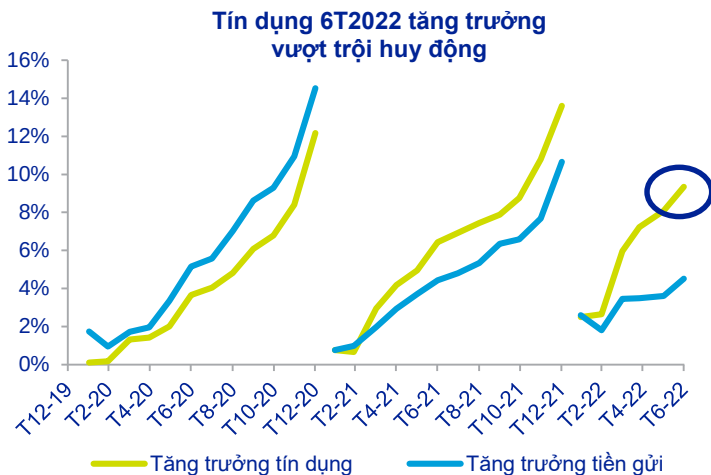
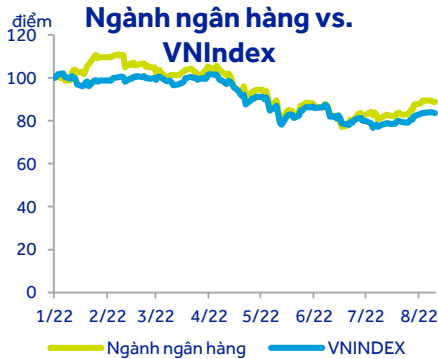


Triển vọng lợi nhuận ngành ngân hàng 6 tháng cuối năm vẫn khả quan, mặc dù lãi suất huy động có thể tiếp tục tăng nhẹ

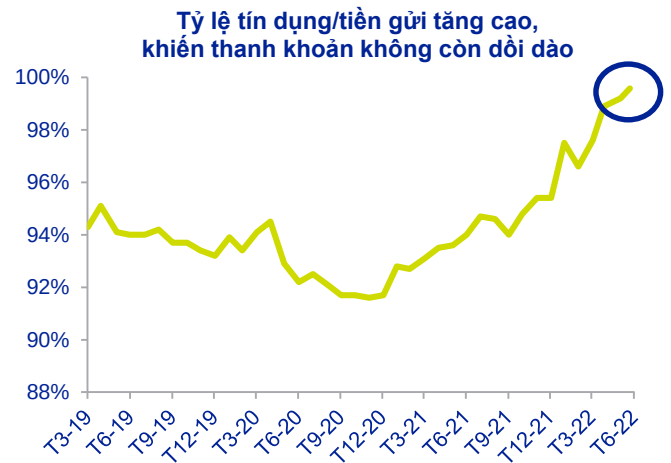
Tăng trưởng tín dụng ở mức cao, lãi suất huy động có thể sẽ phải tăng thêm 0,5% đến cuối năm 2022

Nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch và lãi suất cho vay ở mức vừa phải giúp kích thích nhu cầu tín dụng tăng trưởng mạnh. Tính đến cuối tháng 6/2022, tăng trưởng tín dụng đạt 9,35% so với đầu năm, cao hơn nhiều so với tăng trưởng huy động là 4,51%. Tín dụng tăng trưởng mạnh gây áp lực lên thanh khoản hệ thống ngân hàng trong 6 tháng đầu năm 2022.

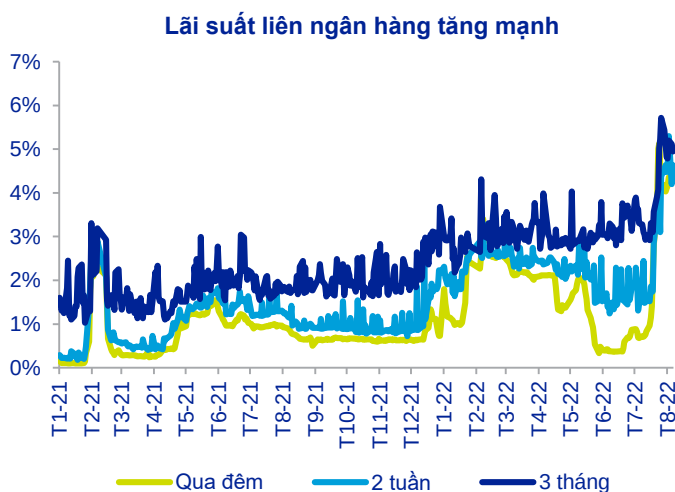
Không những vậy, việc phát hành tín phiếu và bán USD của NHNN càng khiến thanh khoản đồng VND giảm xuống. Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng do đó tăng lên mức 4-6% ở tất cả các kỳ hạn.



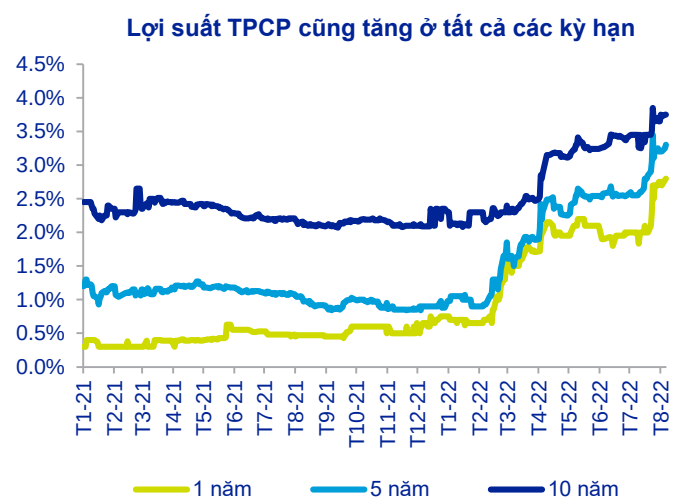
Nguồn: NHNN



Nguồn: NHNN, ACBS



Nguồn: NHNN



Nguồn: VBMA

Trong nửa cuối năm 2022, chúng tôi nhận thấy có nhiều yếu tố làm tăng nhu cầu đối với VND như sau:

- Hạn mức tín dụng kỳ vọng đã được nới thêm 2% trong Q3/22 và được kỳ vọng sẽ được nới thêm 2% nữa trong Q4/22;
- Việc bán USD của NHNN để cố gắng kiểm soát tỷ giá sẽ làm gia tăng áp lực thanh khoản của đồng VND;
- Giải ngân đầu tư công kỳ vọng sẽ khởi sắc hơn trong nửa cuối năm. Do đó, số dư tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tại các ngân hàng thương mại cũng sẽ giảm xuống.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng có thể sẽ tăng lãi suất huy động thêm 0,5% đến cuối năm 2022 và tổng cộng 1% trong cả năm 2022 để tăng cường nguồn vốn huy động.

Tăng trưởng lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2022 kỳ vọng tiếp tục ở mức cao nhờ áp lực trích lập dự phòng giảm xuống

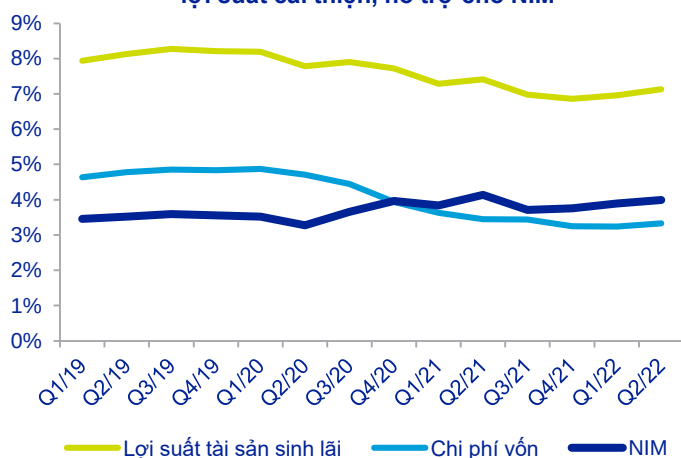
Lãi suất huy động đang tăng lên, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ kiểm soát tốt chi phí vốn nhờ tỷ lệ CASA cao. Đặc biệt là tại các ngân hàng có tỷ lệ CASA rất cao như TCB (47,5%), MBB (44,3%), VCB (36,5%) và MSB (34,4%).

Lãi suất cho vay cũng có thể tăng thêm trong nửa cuối năm 2022 do nhu cầu tín dụng của nền kinh tế đang ở mức cao. Trong khi đó, hạn mức tín dụng eo hẹp khiến các ngân hàng thương mại phải chọn lọc khoản vay có lãi suất tốt. Do đó, chúng tôi kỳ vọng NIM của các ngân hàng sẽ đi ngang hoặc cải thiện nhẹ so với năm 2021.

Chúng tôi dự báo Ngân hàng Nhà nước sẽ kiểm soát tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải do rủi ro lạm phát đang gia tăng. Cho cả năm 2022, chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đạt 15% để cân bằng các mục tiêu là kiểm soát lạm phát, đảm bảo tăng trưởng kinh tế và giữ mặt bằng lãi suất ở mức vừa phải.

Các hoạt động thu nhập ngoài lãi như thanh toán, phân phối bảo hiểm, dịch vụ ngân hàng đầu tư và thu hồi nợ ngoại bảng được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ nền kinh tế phục hồi sau dịch bệnh.

Chi phí vốn được kiểm soát tốt và lợi suất cải thiện, hỗ trợ cho NIM



Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS

CASA giảm trong Q2/22 nhưng vẫn ở mức cao, giúp hạn chế tác động của việc tăng lãi suất huy động

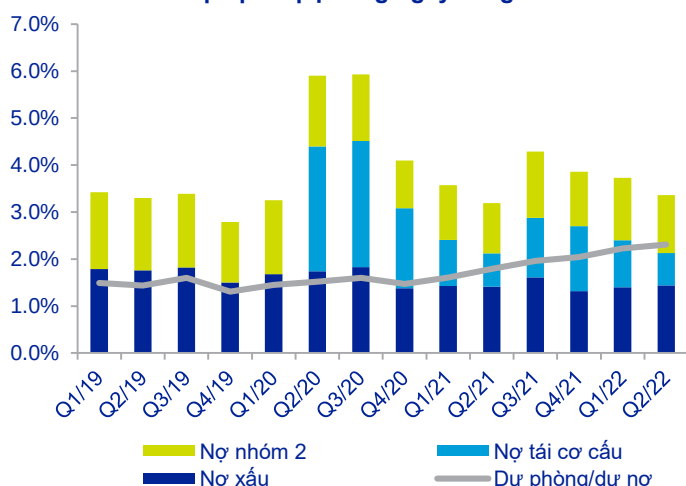


Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS

Chúng tôi nhận thấy áp lực trích lập dự phòng giảm đáng kể so với năm 2021 và đây sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho các ngân hàng trong nửa cuối năm 2022. Nguyên nhân áp lực dự phòng giảm đến từ:

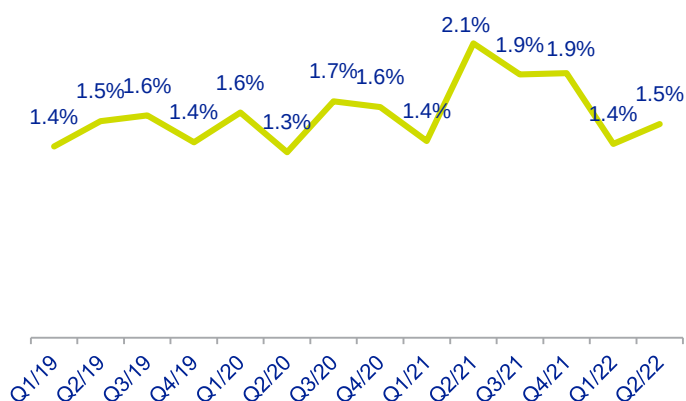
- Chất lượng tài sản cải thiện. Trong đó, tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 duy trì ở mức ổn định, trong khi nợ tái cơ cấu do COVID-19 có xu hướng giảm dần kể từ sau dịch bệnh.
- Bộ đệm dự phòng ngày càng lớn. Chúng tôi nhận thấy nhiều ngân hàng lớn đã trích lập 100% cho các khoản nợ tái cơ cấu như VCB, CTG, BID, MBB, TCB, ACB, STB,... Do đó, áp lực trích lập dự phòng cho các khoản nợ tái cơ cấu này là không còn đáng kể trong năm 2022.
- Các động thái kiểm soát tín dụng của Chính phủ có thể khiến nguồn vốn của các doanh nghiệp bất động sản bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, tình hình tài chính của các doanh nghiệp bất động sản nhìn chung là khá lành mạnh, trong bối cảnh nhu cầu về nhà ở tại Việt Nam vẫn còn rất cao. Do đó, chúng tôi nhận thấy rủi ro tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản hiện chưa đáng kể và nợ xấu tại lĩnh vực này vẫn duy trì ở mức thấp trong nửa cuối năm 2022.

Chất lượng tài sản cải thiện, bộ đệm dự phòng ngày càng lớn



Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS

Chi phí dự phòng/dư nợ cho vay(*) giảm về mức ổn định như thời điểm trước dịch



(*): quy đổi theo năm

Nguồn: BCTC các ngân hàng, ACBS

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng:

(1) hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục tăng trưởng ổn định. Việc tăng lãi suất huy động được kỳ vọng sẽ không có tác động đáng kể lên NIM do lãi suất cho vay cũng có xu hướng tăng. Ngoài ra, với việc NHNN đã nới hạn mức tăng trưởng tín dụng thêm khoảng 2%, thu nhập lãi thuần dự kiến sẽ tăng trưởng khá tốt trong nửa cuối năm 2022;

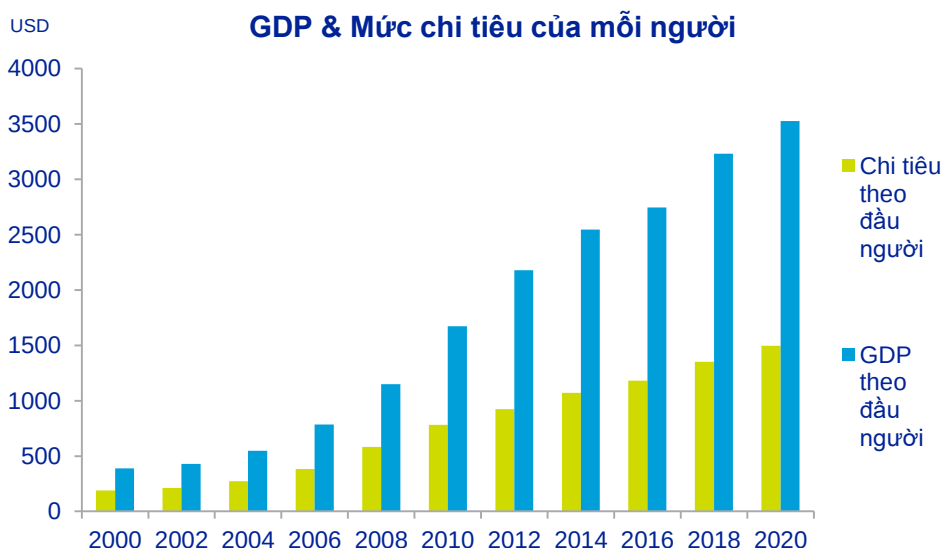
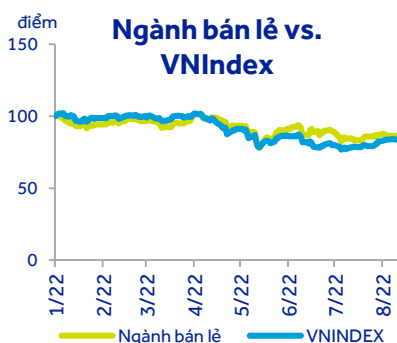
(2) áp lực trích lập dự phòng giảm xuống sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận của các ngân hàng niêm yết tăng cao trong nửa cuối năm 2022.

Tiêu dùng

Ngành Tiêu dùng sẽ duy trì tăng trưởng nhưng KQKD của các công ty trong ngành sẽ phân hóa

Tăng trưởng kinh tế và thu nhập bình quân là động lực tăng trưởng chính của ngành Tiêu dùng

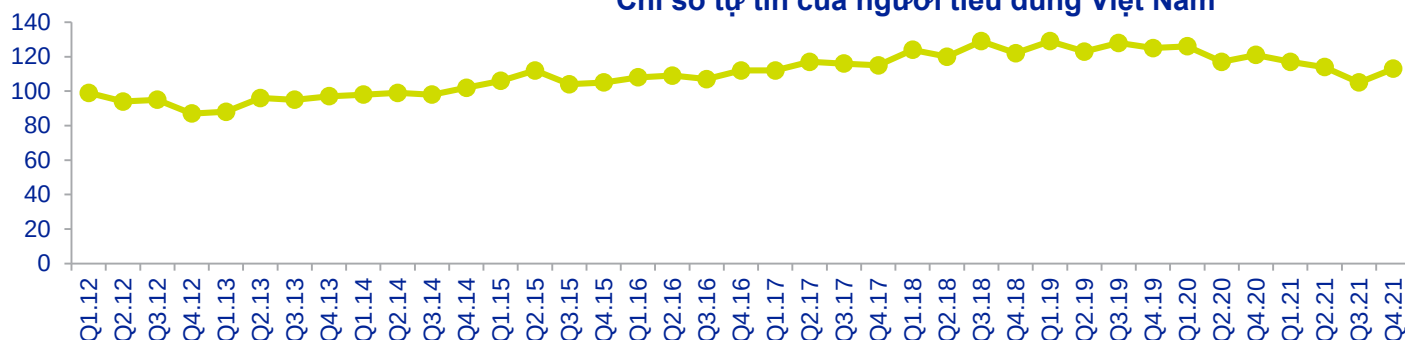
Việt Nam là một trong những quốc gia ghi nhận tăng trưởng kinh tế ổn định với tỷ lệ tăng trưởng kép của GDP đạt 5% trong 20 năm qua. Ngay cả trong giai đoạn 2020 và 2021, tuy bị ảnh hưởng bởi việc chuỗi cung ứng toàn cầu bị gián đoạn do dịch Covid-19, Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng trưởng GDP lần lượt là 2,9% và 2,6%. Điều kiện kinh tế ổn định đã giúp cho ngành Tiêu dùng duy trì tăng trưởng ổn định trước dịch Covid-19 với mức tiêu dùng của người dân đạt 112,1 tỷ Đô trong năm 2019. Ngay cả trong những năm bị Covid-19 ảnh hưởng thì mức tiêu dùng của người dân vẫn ghi nhận tăng trưởng, mặc cho những biện pháp giãn cách đang được áp dụng trong giai đoạn này. Qua năm 2022, với nền kinh tế hồi phục trên diện rộng nhờ vào tiến độ tiêm vắc-xin và việc nới bỏ các biện pháp giãn cách, mức tăng trưởng tiêu dùng của người dân Việt Nam được dự kiến là 5,7% n/n, tương ứng với mức tăng trưởng GDP là 6,8% cho năm nay.



Nguồn: Tổng cục thống kê

Tăng trưởng kinh tế và thu nhập trong thời gian dài đã giúp người tiêu dùng luôn tự tin. Theo khảo sát của Nielsen, Việt Nam luôn được xếp hạng cao trong top 10 thế giới theo chỉ số Độ tự tin của người Tiêu dùng.

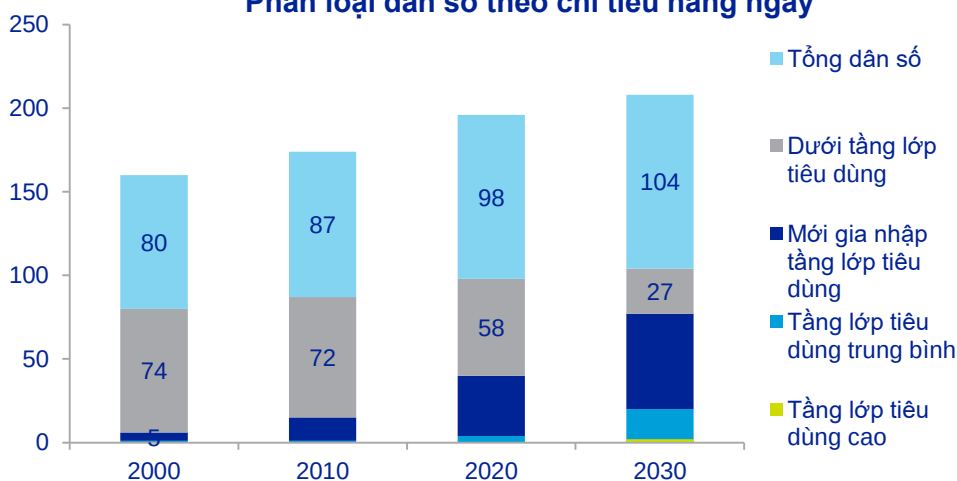
Chỉ số tự tin của người tiêu dùng Việt Nam



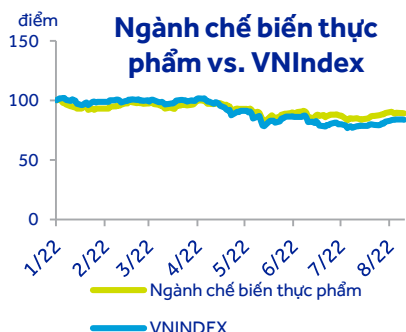
Nguồn: Nielsen

Tăng trưởng doanh thu đều đặn cùng với việc người tiêu dùng tự tin cao dẫn đến việc mức tiêu dùng tăng nhanh. Theo thống kê của McKinsey, trong năm 2000, dưới 10% dân số được xếp vào tầng lớp tiêu dùng – tầng lớp tiêu hơn 11 đô Mỹ một ngày. Hiện nay, tầng lớp tiêu dùng đã chiếm 40% dân số và dự kiến sẽ chiếm 75% vào năm 2030. Cùng với nền kinh tế tăng trưởng thì đô thị hóa cũng là một động lực giúp tăng trưởng mức tiêu dùng khi mà dân cư thành thị dự kiến sẽ chiếm 44% tổng dân số vào năm 2030 từ mức 37% trong năm 2020. McKinsey cũng dự báo rằng 90% tổng tiêu thụ sẽ đến từ khu đô thị trong thập kỷ tới.

Phân loại dân số theo chi tiêu hàng ngày

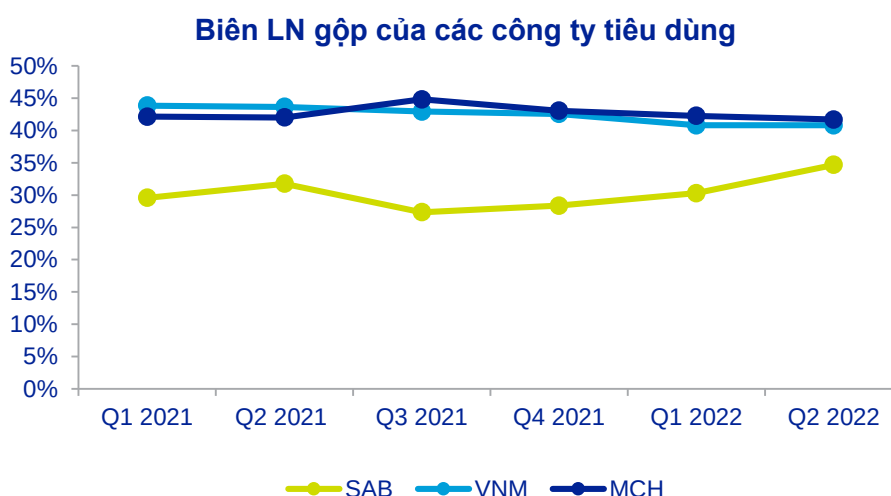


Nguồn: McKinsey



Mức ảnh hưởng của hàng hóa tăng giá cả cũng như lạm phát sẽ ảnh hưởng khác tùy từng công ty

Qua năm 2022, các công ty trong Ngành Tiêu dùng chủ yếu bị ảnh hưởng bởi giá hàng hóa tăng cao và lạm phát. Nhìn chung, ảnh hưởng từ việc tăng giá hàng hóa hay giá đầu vào có thể được chuyển qua cho người tiêu dùng bằng cách tăng giá bán. Tuy vậy, sẽ có một số công ty có thể thực hiện việc này dễ dàng hơn so với các công ty khác. Chúng tôi đã đánh giá biên LN của một số công ty trong ngành FMCG để so sánh.



Nguồn: ACBS

Đối với VNM, biên LN của công ty đã giảm bắt đầu từ Q1 2021 khi giá nguyên vật liệu tăng. Do VNM thường chốt trước giá NVL 3 đến 6 tháng nên dễ chịu ảnh hưởng bởi việc giá NVL tăng hơn. Tuy công ty đã tăng giá bán thành phẩm nhưng vẫn không đủ để bù lại phần giá NVL tăng. Trong khi đó, biên LN gộp của SAB vẫn cải thiện nhờ (i) công ty tăng giá bán hàng trong Q1 năm 2022 và (ii) giá NVL được giữ cho suốt 2022 nhờ công ty đã chốt giá đầu vào cả năm. Với MCH, công ty vẫn duy trì được biên LN gộp nhờ vào chiến lược cao cấp hóa danh mục sản phẩm.

Triển vọng ngắn hạn tương đối phức tạp do bị ảnh hưởng bởi lạm phát và các yếu tố khác

Trong ngắn hạn, nền kinh tế vẫn sẽ chịu ảnh hưởng bởi nhiều tố (vd: lạm phát, tình trạng thời tiết khắc nghiệt, chuỗi cung ứng vẫn bị gián đoạn, v.v...). Chúng tôi dự kiến giá NVL vẫn sẽ biến động nhiều trong ngắn hạn dẫn tới biên lợi nhuận của các công ty trong ngành cũng sẽ không ổn định và sẽ phân hóa.

Dù vậy, triển vọng kinh tế chung trong dài hạn vẫn sáng với tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam kỳ vọng vẫn sẽ duy trì tăng trưởng. Tầng lớp trung lưu mới nổi với tăng trưởng thu nhập sẽ là những động lực chính cho ngành Tiêu dùng phát triển.

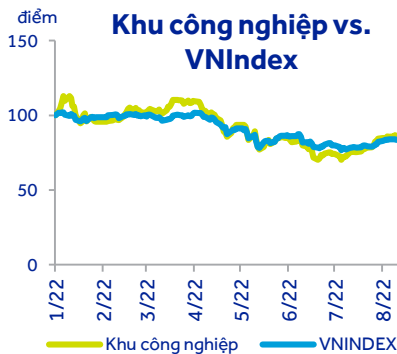
Bất động sản khu công nghiệp tỏa sáng

Bất chấp tình hình COVID-19 phức tạp, phân khúc bất động sản công nghiệp vẫn tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2022 với giá cho thuê tiếp tục đà tăng trên toàn quốc và tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức ổn định nhờ nhu cầu thuê rất lớn từ ngành ô tô, hậu cần và điện tử cũng như chính sách không COVID của Trung Quốc đã thúc đẩy xu hướng Trung Quốc+1. Giảm đoạn chuỗi cung ứng làm tăng nhu cầu và thúc đẩy nguồn cung mới đối với các trung tâm logistics gần cảng biển, cảng nội địa và sân bay.

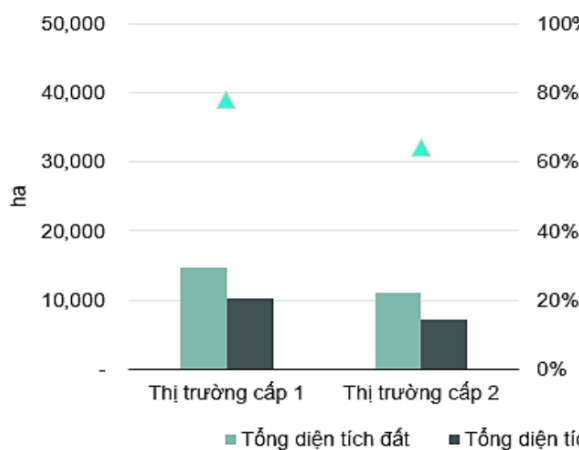
Vào cuối tháng 6/2022, Việt Nam có tổng cộng 564 Khu công nghiệp (KCN) nằm trong quy hoạch với tổng diện tích đất là 211.700ha, trong đó có 292 KCN đang hoạt động, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Trong 6 tháng đầu năm 2022, các KCN này thu hút thêm 91 dự án mới và 131 dự án tăng vốn đầu tư với tổng vốn FDI đăng ký khoảng 7,9 tỷ USD.

Tại thị trường phía Bắc, giá chào thuê tăng 5-12% n/n, lên 110 USD/m²/thời hạn cho thuê còn lại đối với đất công nghiệp và 0-3% n/n lên 4,7 USD/m²/tháng đối với nhà kho và nhà xưởng xây sẵn. Tỷ lệ lấp đầy vẫn ổn định ở mức trên 75% tại thị trường cấp 1 (Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương) và trên 60% tại thị trường cấp 2 (Quảng Ninh, Vĩnh Phúc, Thái Bình, Hà Nam, Bắc Giang).

Tại thị trường phía Nam, giá chào thuê tăng 8-13% theo năm, lên 136 USD/m²/thời hạn cho thuê còn lại đối với đất công nghiệp và 0-3% theo năm, lên 4,8 USD/m²/tháng đối với nhà kho và nhà xưởng xây sẵn. Tỷ lệ lấp đầy vẫn ổn định ở mức trên 90% tại thị trường cấp 1 (TP.HCM, Đồng Nai, Bình Dương, Long An) và trên 63% tại thị trường cấp 2 (Bình Thuận, Bà Rịa - Vũng Tàu, Tây Ninh, Bình Phước).

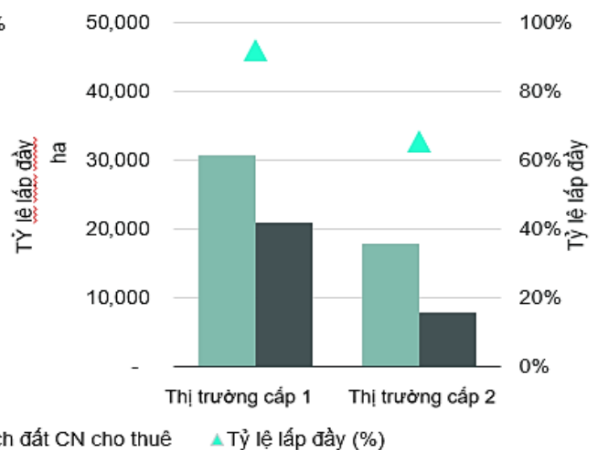


Khu vực phía Bắc
Nguồn cung và Tỷ lệ lấp đầy KCN



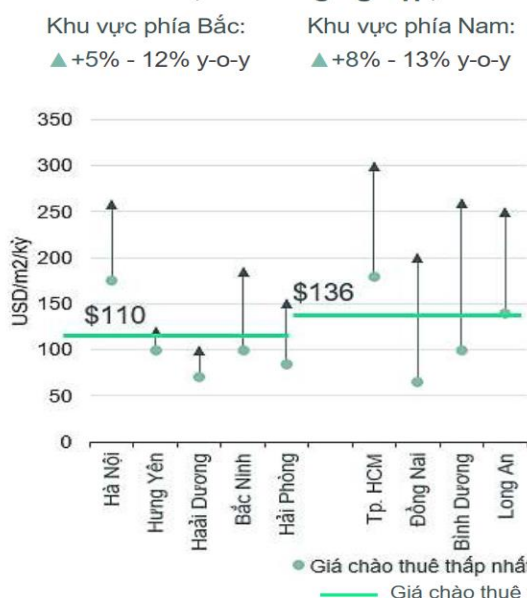
Khu vực phía Bắc
Thị trường cấp 1: Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương
Thị trường cấp 2: Quảng Ninh, Vĩnh Phúc, Thái Bình, Hà Nam, Bắc Giang

Khu vực phía Nam
Nguồn cung và Tỷ lệ lấp đầy KCN

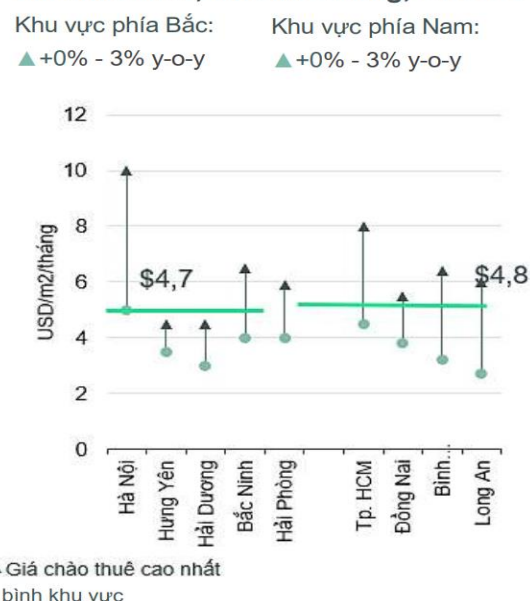


Khu vực phía Nam
Thị trường cấp 1: TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An
Thị trường cấp 2: Bình Thuận, Bà Rịa-Vũng Tàu, Bình Phước, Tây Ninh

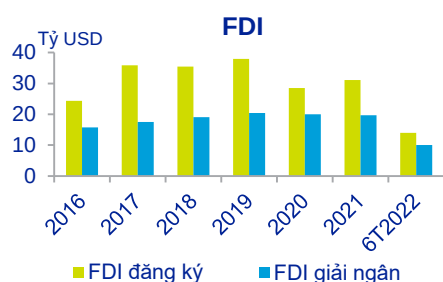
Giá chào thuê, Đất công nghiệp, 6T/2022



Giá chào thuê, Kho và xưởng, 6T/2022



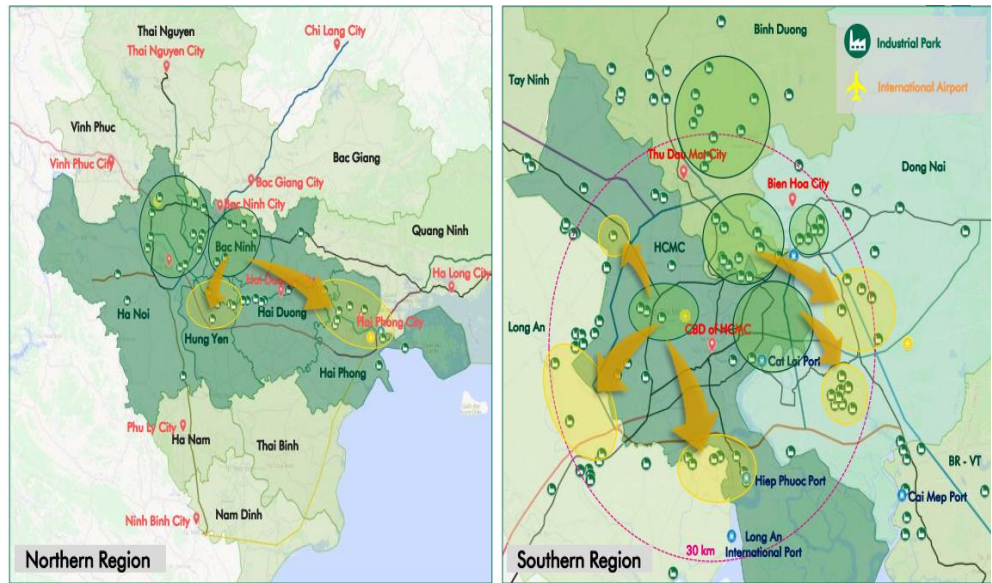
Nguồn: CBRE



Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài

Năm 2021, bất chấp sự bùng phát của COVID-19, Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng trưởng FDI đăng ký 9% n/n, đạt 31,2 tỷ USD và vốn FDI giải ngân ổn định ở mức 19,7 tỷ USD (-1% n/n). Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm trên 58% tổng vốn FDI đăng ký. Singapore tiếp tục là nhà đầu tư hàng đầu vào năm 2021 với 10,7 tỷ USD đăng ký trong khi Hải Phòng là tỉnh nhận nhiều vốn FDI đăng ký nhất với 5,3 tỷ USD (tương đương gần 17% tổng vốn FDI đăng ký năm 2021). Dòng vốn đầu tư trong nửa đầu năm 2022 bị ảnh hưởng bởi đợt bùng phát COVID mạnh nhất, do đó, vốn FDI đăng ký giảm 8% so với cùng kỳ năm ngoái xuống 14 tỷ USD. Tuy nhiên, vốn FDI giải ngân vẫn khả quan với mức tăng trưởng 9% n/n đạt hơn 10 tỷ USD.

Triển vọng: Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối với phân khúc này dựa trên nhiều yếu tố thuận lợi như vị trí địa lý, tình hình vĩ mô tương đối ổn định so với khu vực, nguồn lao động trẻ và dồi dào, nhiều hiệp định thương mại được ký kết, v.v. Do diện tích đất hạn chế và nhu cầu ổn định từ các công ty nước ngoài nên giá thuê dự kiến sẽ tiếp tục tăng, đặc biệt là ở phía Nam do nguồn cung mới ở phía Bắc nhiều hơn phía Nam. Về dài hạn, nguồn cung mới sẽ dịch chuyển ra xa các khu vực truyền thống (ví dụ như Bà Rịa - Vũng Tàu và Tây Ninh ở phía Nam và Quảng Ninh, Bắc Giang, Vĩnh Phúc, Hà Nam, Thái Bình và Nam Định ở phía Bắc) vì những địa phương này có giá thuê hợp lý hơn và diện tích cho thuê còn nhiều. Các trung tâm logistics mới sẽ được thiết lập tại các khu vực công nghiệp lớn với việc mở rộng đường cao tốc đến biên giới và khu vực ven biển của Trung Quốc ở phía bắc và mở rộng đường cao tốc ở phía tây và các khu vực ven biển ở phía nam. Nhu cầu về nhà kho lớn/chất lượng cao sẽ ngày càng tăng, ví dụ: nhà kho được kiểm soát nhiệt độ nhờ sự tăng trưởng nhanh chóng của ngành bán lẻ, thương mại điện tử và xuất khẩu. Các tập đoàn đa quốc gia sẽ ngày càng ưu chuộng các KCN sinh thái & thông minh có thể cung cấp dịch vụ hậu cần hiệu quả hơn và hệ thống xử lý nước & chất thải tốt hơn, v.v.



Nguồn: CBRE.

Kinh Bắc (**HSX: KBC**) là một trong những công ty phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với lịch sử phát triển 20 năm và có các KCN ở 2 vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc và phía Nam. KBC nổi tiếng với việc thu hút các tập đoàn công nghệ cao như LG, Canon, Sanyo và Foxconn. Bên cạnh đó, KBC cũng phát triển các khu dân cư và khu đô thị liên kế các KCN của mình.

Saigon VRG (**UpCOM: SIP**) là một trong những công ty phát triển KCN lớn nhất tại Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam với tổng diện tích đất công nghiệp gần 3.200ha. Công ty hiện có 4 KCN và 4 khu đô thị liên kế tọa lạc tại TP.HCM, Đồng Nai và Tây Ninh. Một điểm nổi bật của SIP khác biệt với đa số các công ty KCN khác là phân phối điện và nước trực tiếp cho khách thuê tại KCN nên hoạt động kinh doanh của SIP ổn định hơn và ít bị ảnh hưởng bởi sự biến động của dòng vốn đầu tư hơn. Công ty đang chuẩn bị chuyển niêm yết từ sàn UpCOM sang HOSE trong năm nay.

Vinhomes (**HSX: VHM**), một thành viên của Vingroup (HSX: VIC) là công ty phát triển nhà ở niêm yết lớn nhất Việt Nam và đang mở rộng sang phân khúc công nghiệp với mục tiêu phát triển 2.900ha NLA tại Hải Phòng, Quảng Ninh, Hải Dương, v.v. để hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc+1 và sự phát triển cơ sở hạ tầng ở miền Bắc Việt Nam.

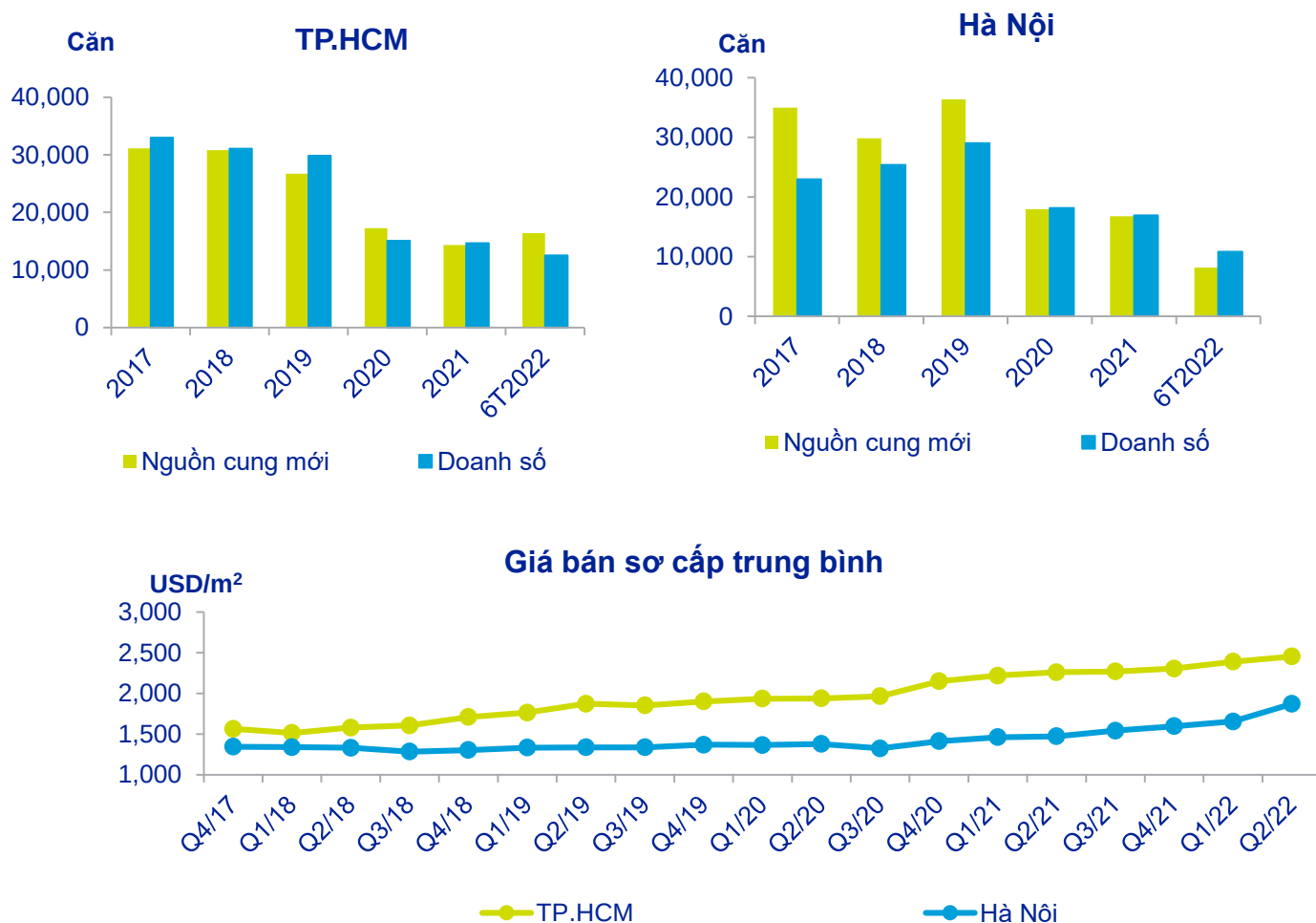
Phân khúc bất động sản nhà ở đối mặt với tình trạng thắt chặt tín dụng

Thắt chặt tín dụng đối với cả công ty bất động sản và người mua nhà cùng với việc thanh tra, kiểm soát việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp tiếp tục là thách thức lớn nhất trong phân khúc bất động sản nhà ở. Vấn đề cấp phép dự án bị chậm lại trong nhiều năm và giá đất tăng mạnh ở các quận nội thành của TP.HCM và Hà Nội thúc đẩy các chủ đầu tư mở rộng quỹ đất sang các quận ngoại thành và các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An, Hưng Yên, Hải Phòng và Quảng Ninh, trong đó các dự án khu đô thị vệ tinh là sản phẩm được khách hàng ưa chuộng. Cơ sở hạ tầng được cải thiện, giá bán hợp lý hơn và nhiều không gian xanh hơn đã hỗ trợ tỷ lệ hấp thụ của các dự án này. Lợi suất cho thuê chưa cho thấy sự cải thiện rõ ràng với tỷ lệ ~4% tại TP.HCM và ~5% tại Hà Nội.

Nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh trong Q2/2022 với giá bán tăng ở cả Hà Nội và TP.HCM trong khi tỷ lệ hấp thụ giảm nhẹ. Theo CBRE, trong nửa đầu năm 2022, có hơn 16.400 căn hộ mới được chào bán (+180% n/n) với giá bán bình quân 2.455 USD/m² (+9% n/n) và hơn 12.500 căn hộ được bán ra (+70% n/n) tại TP.HCM. Phân khúc cao cấp chiếm ưu thế về nguồn cung mới và chiếm 82%. Phần lớn nguồn cung mới (83%) tập trung ở TP.Thủ Đức.

Trong nửa đầu năm 2022, Hà Nội chào đón 8.165 căn hộ mới (+35% n/n) với giá bán bình quân là 1.872 USD/m² (+27% n/n) và bán được 10.830 căn (+34% n/n). Phân khúc cao cấp chiếm lĩnh thị trường với 55%, theo sau là phân khúc trung cấp với 43%. Nguồn cung mới tại Hà Nội tập trung ở các khu đô thị lớn như Vinhomes Ocean Park, Vinhomes Smart City, v.v.

Tỷ lệ hấp thụ trung bình của các dự án mới chào bán trong 6T2022 giảm nhẹ tại TP.HCM (72% so với 74% năm 2021 và 73% năm 2020) nhưng được cải thiện ở Hà Nội (49% so với 47% năm 2021 và 42% năm 2020).



Nguồn: CBRE.

Triển vọng

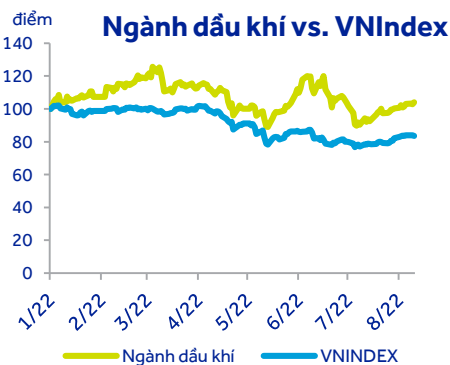
Với tỷ lệ tiêu dùng ngày càng tăng và khả năng thích ứng với giai đoạn 'Bình thường mới', chúng tôi cho rằng nguồn cung căn hộ mới sẽ phục hồi vào khoảng 20.000 - 25.000 căn tại Hà Nội/TP.HCM. Những yếu tố thuận lợi hỗ trợ sự phục hồi của thị trường là việc xây dựng/phê duyệt các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm, tăng lớp thu nhập trung bình tăng và tốc độ đô thị hóa cao. Trong khi đó, thị trường đối mặt với những thách thức như lãi suất tăng, lạm phát, tăng trưởng tín dụng thấp và hạn chế cho vay đối với những ngành có rủi ro cao như bất động sản. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu mua nhà sẽ giảm và giá bán sẽ đi ngang. TP.HCM và Hà Nội sẽ chào đón nhiều dự án căn hộ có thương hiệu hơn trong khi nguồn cung các dự án căn hộ bình dân (giá bán dưới 1.000 USD/m²) sẽ tiếp tục khan hiếm mặc dù nhu cầu ở phân khúc này rất cao.

Các chủ đầu tư như Vinhomes (**HSX: VHM**), Khang Điền (**HSX: KDH**) và Nam Long (**HSX: NLG**) với tình hình tài chính lành mạnh, thương hiệu mạnh, dự án hấp dẫn, chiến lược bán sỉ hoặc hỗ trợ từ các đối tác chiến lược sẽ ít bị ảnh hưởng hơn trong giai đoạn thử thách này.

Dầu khí

Diễn biến giá dầu 8T2022 và triển vọng sắp tới

Căng thẳng nguồn cung cùng với sự phục hồi của nhu cầu xăng dầu là những nguyên nhân chính khiến cho giá dầu tăng mạnh trong suốt năm 2021 và 8 tháng đầu 2022 (+60% n/n). Nhu cầu xăng dầu phục hồi xuất phát từ sự gia tăng trong các hoạt động kinh tế, nới lỏng các biện pháp nới lỏng giãn cách xã hội và đẩy nhanh tiến trình tiêm chủng. Bên cạnh đó, nguồn cung lại càng căng thẳng hơn khi mà cuộc chiến tranh Nga-Ukraine nổ ra và kèm theo đó là các lệnh cấm vận lên nguồn dầu khí của Nga từ Mỹ, Anh và Liên minh châu Âu (EU) được áp dụng. Trong đó, EU sẽ cắt nhập 90% dầu Nga từ cuối năm nay.



Nguồn: EIA 2022

Về triển vọng sắp tới, giá dầu Brent dự kiến sẽ hạ nhiệt và duy trì ở mức 85-95USD/thùng trong những tháng còn lại của năm do nguồn cung đang tăng dần trở lại và nhu cầu lại chưa có những dấu hiệu tích cực:

Nguồn cung:

- Thỏa thuận hạt nhân Iran đang có khả năng được khôi phục. Nếu được thông qua, Iran sẽ có thể tăng sản lượng dầu từ 2.4 triệu thùng/ ngày lên 3.8 triệu thùng/ ngày vào cuối 2022. Ngoài ra, Iran cũng tham vọng nâng sản lượng lên 5,7 triệu thùng trong 8 năm tới.
- Sản lượng dầu thô Mỹ đã tăng khoảng 6,4% (tương đương 700 nghìn thùng/ ngày) so với cùng kỳ nhưng vẫn thấp hơn khoảng 1 triệu thùng/ ngày so với thời điểm trước dịch Covid. Theo EIA, sản lượng dầu thô Mỹ sẽ vượt mức trước dịch lên 12.8 triệu thùng/ ngày trong năm 2023.
- Mặc cho các lệnh cấm vận, theo báo cáo của IEA, sản lượng dầu thô của Nga trong tháng 7 chỉ giảm 310.000 thùng/ ngày (3%) so với thời điểm trước khi cuộc chiến Nga-Ukraine nổ ra. Tổng lượng xuất khẩu tháng 7 cũng chỉ giảm 580.000 thùng/ ngày do Nga đã dịch chuyển phần dầu thô bị cấm vận sang các nước như Trung Quốc, Ấn Độ và Thổ Nhĩ Kỳ. => các lệnh trừng phạt lên dầu thô Nga dường như gây ra ít tác động hơn so với dự báo của thị trường.

Nhu cầu:

- Chỉ số PMI Trung Quốc giảm xuống 49.0 (dưới ngưỡng trung tính 50.0 – mốc phân cách giữa tăng trưởng và thu hẹp) => Nền kinh tế Trung Quốc đang giảm tốc. Ngoài ra, nhiều thành phố ở TQ cũng đang phong tỏa trở lại vì Covid-19.
- Giá xăng cao + lo ngại về lạm phát cùng với suy thoái kinh tế đã khiến cho nhu cầu xăng dầu Mỹ giảm dù hiện đang trong mùa hè lái xe cao điểm.

Thực trạng nguồn dầu khí Việt Nam

Trữ lượng dầu khai thác của nước ta đang trong quá trình suy giảm. Hầu hết các mỏ dầu lớn đều đã được khai thác trong một thời gian dài và hiện đang trong giai đoạn cuối trong khi các vị trí dự kiến phát triển mỏ mới đa số là mỏ nhỏ với chi phí cao. Việc thiếu các hoạt động thăm dò do giá dầu thấp trong những năm vừa qua đã dẫn đến sự sụt giảm lớn trong việc gia tăng trữ lượng dầu khí của Việt Nam từ 2016.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nước ta đang ở mức 0,21 lít/ người, thấp hơn nhiều so với Thái Lan, Indonesia và Singapore. Theo BMI, tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng 3,5% mỗi năm cho đến 2029. Trong khi đó, theo PVN và Quy hoạch điện VIII, nhu cầu khí tự nhiên sẽ vượt cung vào năm 2025 do nguồn khí tự nhiên đang cạn kiệt và nhu cầu điện tăng nhanh. Do đó, việc tăng cường tìm kiếm thăm dò dầu khí cũng như xây dựng các kho chứa LNG nhập khẩu là cần thiết trong thời gian tới. Tuy nhiên, việc triển khai vẫn còn nhiều vướng mắc trong nguồn vốn, khung pháp lý hay việc đàm phán các hợp đồng mua bán khí & điện.

Không phải công ty dầu khí nào cũng được hưởng lợi

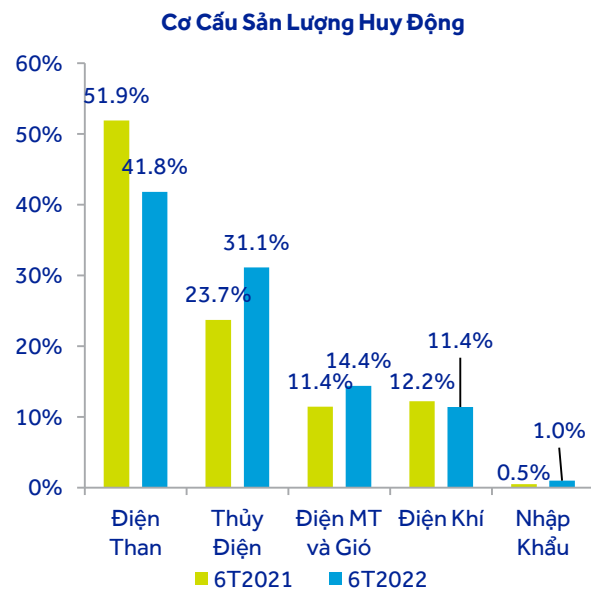
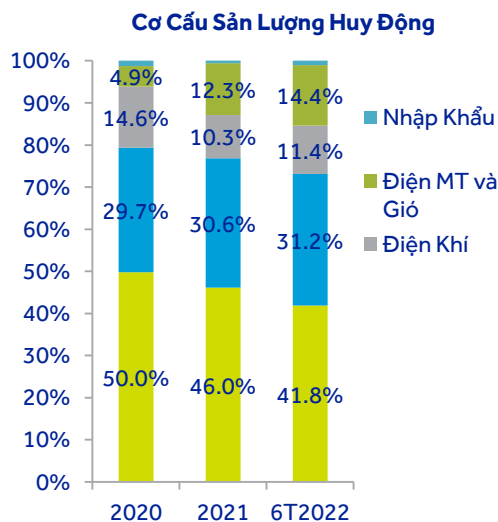
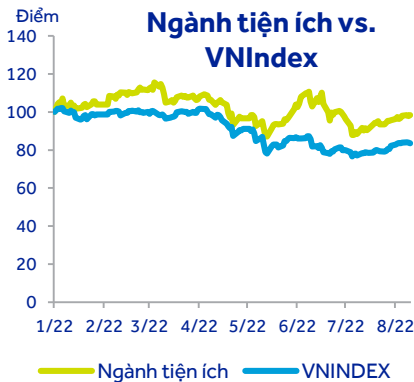
Giá dầu duy trì ở mức cao sẽ tiếp tục hỗ trợ tích cực cho giá khí bán ra của **(HSX: GAS)** sau khi công ty này ghi nhận LNST 6T2022 tăng 98% n/n. Ngoài ra, LNST của **(Upcom: BSR)** cũng tăng mạnh 3,5 lần nhờ biên xăng dầu cao, vốn đến từ sự căng thẳng nguồn cung và nhu cầu toàn cầu hồi phục. Tuy nhiên, mặc dù vẫn đang ở ngưỡng cao, biên xăng dầu của BSR đang dần suy giảm do những diễn biến về nhu cầu kể trên và dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong các năm tới.

Tuy nhiên không phải công ty dầu khí nào cũng được hưởng lợi từ việc giá dầu tăng vừa qua, **(HSX: PVD)** ghi nhận lỗ 2 quý liên tiếp khi mà chi phí vận hành tăng do giá xăng dầu

trong khi giá cho thuê giàn hồi phục chậm. Việc chậm tiến độ khởi công các dự án đầu khí mới đã tác động tiêu cực lên khối lượng công việc mảng Cơ khí & Xây lắp của (HNX: PVS) và kéo LNST 6T2022 giảm 23% n/n. Xu hướng dịch chuyển qua năng lượng tái tạo và các tác động từ đại dịch Covid-19 phần nào lý giải cho sự trì hoãn này. Về triển vọng sắp tới, với kỳ vọng Dự án Block B Ô Môn đi vào triển khai từ đầu 2024, kết quả kinh doanh của PVD và PVS sẽ có nhiều khởi sắc.

Điện

Trong 6 tháng đầu năm 2022, sản lượng điện tiêu thụ lũy kế đạt 133,52 tỷ kWh, + 2,6% YoY, trong đó nhiệt điện than và thủy điện chiếm tỷ trọng cao nhất với 31,1% và 41,8% so với cùng kỳ. Mức huy động đỉnh trên toàn quốc cũng đạt kỷ lục cao mới 45.528 MW vào ngày 21/6/2022 (tăng 3.100 MW so với mức đỉnh năm 2021). Theo EVN, sản lượng điện năm 2022 dự kiến đạt 275,51 tỷ kWh, +9,2% so với năm 2021. Ngoài ra, Chính phủ đang thực hiện chuyển đổi điện năng theo cam kết COP26. Năng lượng nhiệt điện than đã giảm nhẹ qua các năm từ 122,53 tỷ kWh (năm 2020) xuống 118,08 tỷ kWh (năm 2021); và dự kiến đạt khoảng 110 tỷ kWh vào cuối năm 2022.



Nguồn: ACBS, EVN

Nguồn: ACBS, EVN

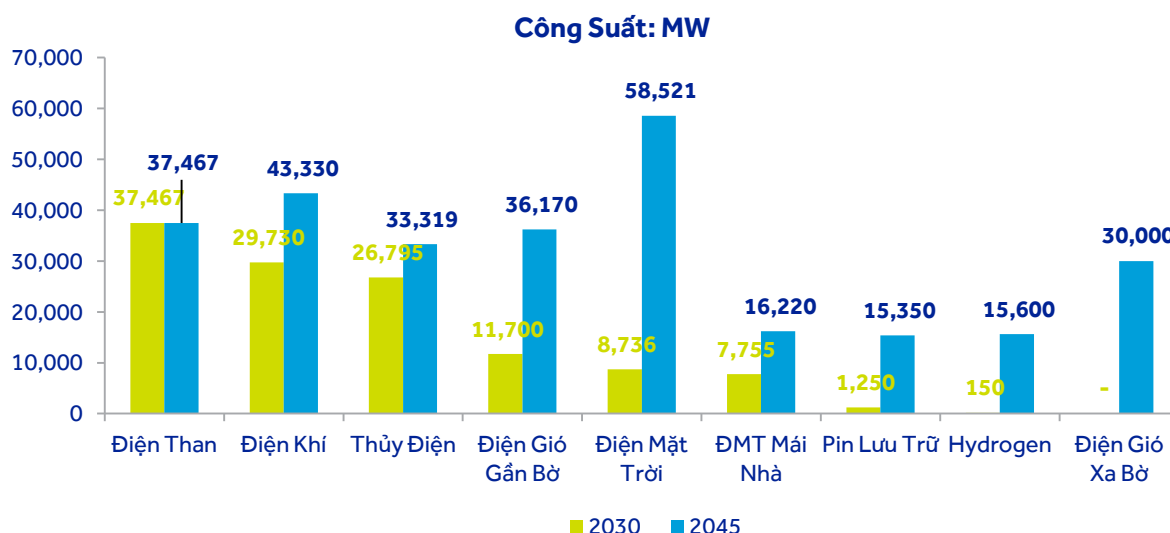
Thủy điện là nhóm đáng chú ý nhất với lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng mạnh trong quý II năm nay. 10 trong số 34 nhà vận hành nhà máy đã công bố báo cáo tài chính quý 2, với LNST tăng + 204,5% YoY nhờ:

- Mua lớn do La Nina kéo dài hơn dự kiến
- Giá bán điện bình quân tăng (tăng 30% YoY). Do các nhà máy thủy điện có giá bán thấp nhất so với các nguồn điện khác (chủ yếu là than và khí) nên thường được ưu tiên huy động nếu điều kiện thủy văn thuận lợi. Trong bối cảnh đó, nhóm nhiệt điện có KQKD kém khả quan trong quý II, với 4/4 nhà máy nhiệt

điện than có LNST tăng nhẹ hơn (+25,4% YoY) và nhóm điện khí giảm mạnh (-58,8 %).

Sự gia tăng công suất lắp đặt điện mặt trời trên mái nhà và năng lượng mặt trời từ năm 2018 đến năm 2020, nhờ các chính sách khuyến khích của chính phủ, đã ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định vận hành của lưới điện quốc gia. Do đó, năng lượng mặt trời đã bị đình trệ vào năm 2021 và năng lượng gió được dự đoán là tâm điểm tiếp theo trong năng lượng tái tạo.

Theo phiên bản cập nhật mới nhất của Quy hoạch điện 8 (QHD8), các nhà kinh tế dự báo nhu cầu điện của Việt Nam sẽ tăng 8% - 10% mỗi năm cho đến 2030. Nhiệt điện than cũng đã được chỉnh sửa để đạt công suất tối đa khoảng 37.467 MW vào 2030 và sẽ không được phát triển thêm sau đó. Thay vào đó, nhiệt điện khí dự kiến sẽ được ưu tiên phát triển trong giai đoạn 2030-2045 sử dụng LNG làm nguyên liệu đầu vào, tăng 40% và đạt 38.980 MW - 2030, giảm 43%, đạt 22.390 MW - 2045 so với dự thảo lần 3. Tuy nhiên, có những vấn đề đi kèm với các dự án nhiệt điện khí. Nhiều dự án chưa triển khai vì các mỏ khí cũ đã dần cạn kiệt, và chi phí khai thác mỏ mới ban đầu cao.



Nguồn: ACBS, EVN

Ngoài ra, quy hoạch phát triển thủy điện không được điều chỉnh nhiều do đã hết tiềm năng khai thác. Dự báo sẽ chiếm 19,8% - 2030 và 9,1% - 2045, tương ứng với 28.946 MW và 35.139 MW vào năm 2030 và 2045, tương ứng. Báo cáo triển vọng thủy điện giai đoạn 2020-2025 cho thấy, hệ thống có thể bổ sung khoảng 1.840 MW quy mô vừa và lớn, bao gồm các dự án đang thực hiện mở rộng như Hòa Bình (thêm 480 MW), Ialy (360 MW) và Trị An (200 MW). Các dự án thủy điện nhỏ có khả năng phát triển thêm 2.700 MW cho đến năm 2030. Do đó, đến năm 2045, tỷ trọng thủy điện được dự báo chỉ chiếm khoảng 9% trong cơ cấu nguồn điện của Việt Nam.

Năng lượng gió đã giảm 40% so với dự thảo trước đó, đạt 23.121 MW (15%) vào năm 2030 và 122.450 MW (29,7%) vào năm 2045. Công suất năng lượng mặt trời, không bao gồm năng lượng mặt trời trên mái nhà, dự kiến đạt 8.736 MW (5,7%) - 2030 và 75.987 MW (18,5%) - 2045. Hơn nữa, sẽ có 29.250 MW năng lượng lưu trữ được phát triển do Chính phủ đang tìm kiếm các giải pháp để bù đắp sự bất ổn đi kèm với năng lượng tái tạo.

Kế hoạch đầu tư vốn dự kiến tổng cộng là 3 triệu tỷ đồng; khoảng 306 nghìn tỷ đồng mỗi năm từ 2021 - 2030; trong đó:

- Đầu tư công suất: 2.250 nghìn tỷ đồng;
- Nâng cấp lưới điện: 750 nghìn tỷ đồng.

Ngân sách cho giai đoạn 2031-2045 khoảng 283 nghìn tỷ đồng mỗi năm (tổng cộng 4,53 triệu tỷ đồng), trong đó:

- Đầu tư công suất: 3.300 nghìn tỷ đồng;
- Nâng cấp lưới điện: 1.230 nghìn tỷ đồng.

Việc truyền tải sẽ bị hạn chế giữa các vùng để giảm tỷ lệ tổn thất điện năng do truyền tải đường dài. Mỗi khu vực chịu trách nhiệm tự cung cấp đủ sản lượng điện.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng toàn bộ mảng năng lượng sẽ trở nên tươi sáng hơn nhờ sự phục hồi của nền kinh tế vào năm 2022, đặc biệt là sự bình thường hóa của nhiều doanh nghiệp và hoạt động sản xuất sau đại dịch. Tuy nhiên, sẽ có sự ưu tiên giữa các nguồn năng lượng khác nhau.

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng nhiệt điện than sẽ hoạt động tốt từ năm 2023 mặc dù các doanh nghiệp này có thể bị ảnh hưởng bởi giá than đầu vào cao do:

- Hiệu ứng El Nino được dự báo sẽ bắt đầu ảnh hưởng mạnh vào đầu năm 2023 và kéo dài trong hai năm trước khi chuyển sang chu kỳ La Nina;
- Lưới điện truyền tải yếu và công nghệ lưu trữ chưa hoàn thiện, không thể thích ứng với tính không linh hoạt của năng lượng tái tạo (NLTT), bao gồm cả năng lượng mặt trời và năng lượng gió, cản trở triển vọng của NLTT trong việc tăng nhanh tỷ trọng trong danh mục năng lượng quốc gia trong ngắn hạn;
- Để ổn định phát triển kinh tế, chính phủ phải chấp nhận đánh đổi chi phí môi trường trong ngắn hạn để huy động các nhà máy nhiệt điện do không có nguồn điện thay thế.

Chúng tôi kỳ vọng nhóm thủy điện sẽ tiếp tục đạt kết quả tốt trong nửa cuối năm 2022, đặc biệt là quý 3/2022 do Việt Nam đang bước vào mùa mưa, khiến lượng mưa nói chung cao hơn.

Nhiệt điện khí công bố kết quả quý 2/2022 kém khả quan hơn so với nhóm nhiệt điện than. Các nhà máy này cho biết giá khí đầu vào tăng khoảng 35% - 40% từ tháng 1 năm 2021 đến tháng 6 năm 2022; do đó, làm giảm biên lợi nhuận ròng.

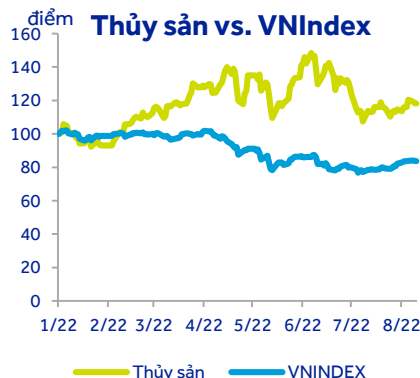
Năng lượng tái tạo có rất nhiều tiềm năng và dự kiến sẽ là định hướng phát triển của Việt Nam trong tương lai của ngành năng lượng. Chúng tôi tin rằng chuyển đổi năng lượng tái tạo là một xu hướng không thể tránh khỏi về lâu dài và Việt Nam sở hữu nhiều điều kiện thuận lợi để thực hiện: thời tiết nhiệt đới gió mùa với lượng mưa hàng năm cao, số giờ nắng nhiều và đường bờ biển dài.

Về dài hạn, khi QHD8 được kỳ vọng hoàn thiện và triển khai vào cuối năm 2022, các công ty như CTCP Xây lắp điện 1 (HSX: PC1), Tập đoàn Cơ Điện Lạnh REE (HSX: REE) và PV Power (HSX: POW), hiện đang mở rộng phạm vi hoạt động sang năng lượng tái tạo sẽ được hưởng lợi phần lớn từ định hướng của chính phủ Việt Nam trong việc mở rộng năng lượng tái tạo và phát triển cơ sở hạ tầng phù hợp thích ứng để mở rộng công

suất. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ tạo ra các chính sách thuận lợi thay thế để khuyến khích phát triển năng lượng tái tạo như năng lượng gió; ví dụ: FIT vào năm 2018. Do đó, chúng tôi đánh giá cao các công ty đang triển khai các dự án năng lượng tái tạo tiềm năng là có triển vọng để đầu tư trong lâu dài.

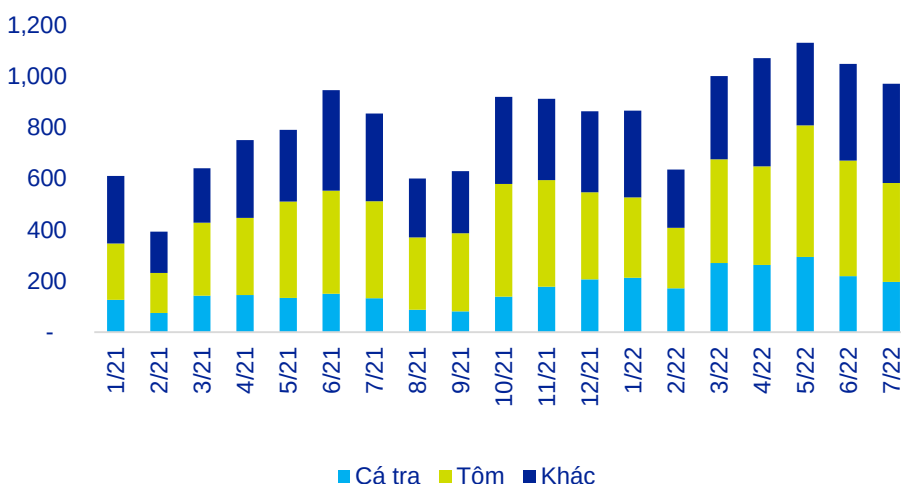
Thủy sản

Mặc dù kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam tiếp tục tăng so với năm 2021 (từ mức nền thấp trong bối cảnh COVID-19), nhưng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đã bắt đầu giảm sau giai đoạn 5 tháng đầu năm tăng vọt (gần 50% n/n). Tăng trưởng chậm lại lần lượt chỉ đạt 10,9% n/n và 13,6% n/n vào tháng 6 và tháng 7/2022. Trong đó, xuất khẩu cá tra tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng khá 46-48% n/n trong khi xuất khẩu tôm gần như đi ngang (12,1% n/n vào tháng 6/2022 và 1,8% n/n vào tháng 7/2022) do thiếu nguyên liệu.



tỷ USD

Xuất khẩu thủy sản Việt Nam

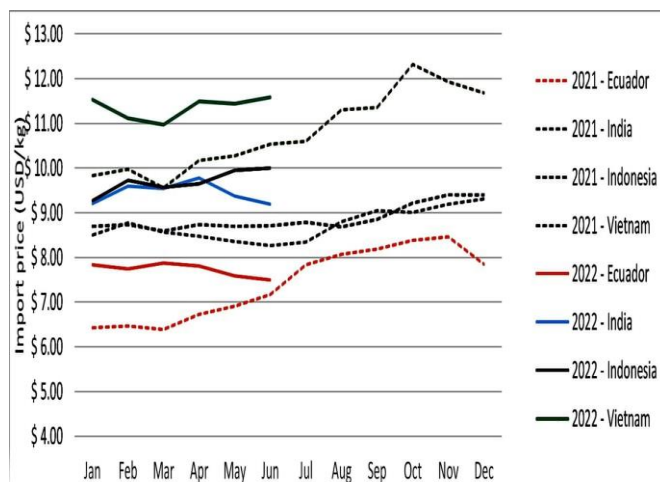
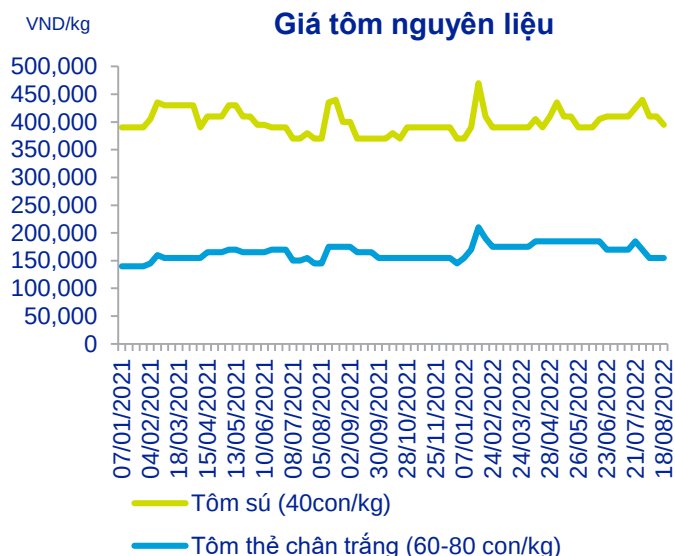


Nguồn: VASEP

Bệnh tôm vẩy gan tụy (EHP) và các bệnh khác bắt đầu được quan sát thấy từ đầu năm 2022 ở Việt Nam, ảnh hưởng đến 1.786 ha ao nuôi tôm (+ 22,8% n/n). Thêm vào đó là 187ha ao bị ảnh hưởng bởi thời tiết xấu và 9.649ha ao nuôi tôm bị ảnh hưởng không rõ nguyên nhân, nâng tổng diện tích mặt nước nuôi tôm bị ảnh hưởng lên 11.622ha trong 5T2022 (~ 27% tổng 42.855ha mặt nước nuôi tôm của Việt Nam trong 5T 2022). Đầu quý 3/2022 thường là giai đoạn bắt đầu cho một vụ nuôi tôm mới ở Việt Nam, tuy nhiên, do mưa lớn khiến chất lượng ao nuôi giảm (độ mặn, nhiệt độ, pH và oxy giảm), sản lượng thu hoạch trong tháng 9 dự kiến sẽ giảm mạnh.

Mặc dù vậy, giá tôm nguyên liệu vẫn chưa thể tăng bất chấp những lo ngại về nguồn cung. Trên thực tế, giá tôm sú tại Việt Nam vẫn đi ngang, giảm 0,3% so với cùng kỳ năm ngoái trong giai đoạn tháng 1 - tháng 8/2022. Chỉ có giá tôm thẻ chân trắng tăng (+ 11,2% n/n) do 88% tổng lượng tôm nhập khẩu vào Mỹ là tôm thẻ chân trắng. Điều này khiến tôm Việt Nam kém cạnh tranh hơn so với các đối thủ khác như Ấn Độ, Bangladesh, Indonesia, Thái Lan..., nhất là trong bối cảnh lạm phát cao như hiện nay. Dữ liệu cho thấy giá bán bình quân ASP của tôm Việt Nam sang Mỹ tăng 9,2% so với cùng kỳ năm ngoái đối với tôm sú lên 20,3 USD / kg và 5,7% so với cùng kỳ năm ngoái đối với tôm thẻ chân trắng lên 11,9 USD / kg trong nửa đầu năm 2022. Đây là mức cao hơn nhiều so với 3 đối

thủ cạnh tranh đầu tiên của tôm Việt Nam tại Mỹ là Ấn Độ và Indonesia (ASP ~ 8-9 USD / kg) và Ecuador (ASP ~ 6,5-7,5 USD / kg).

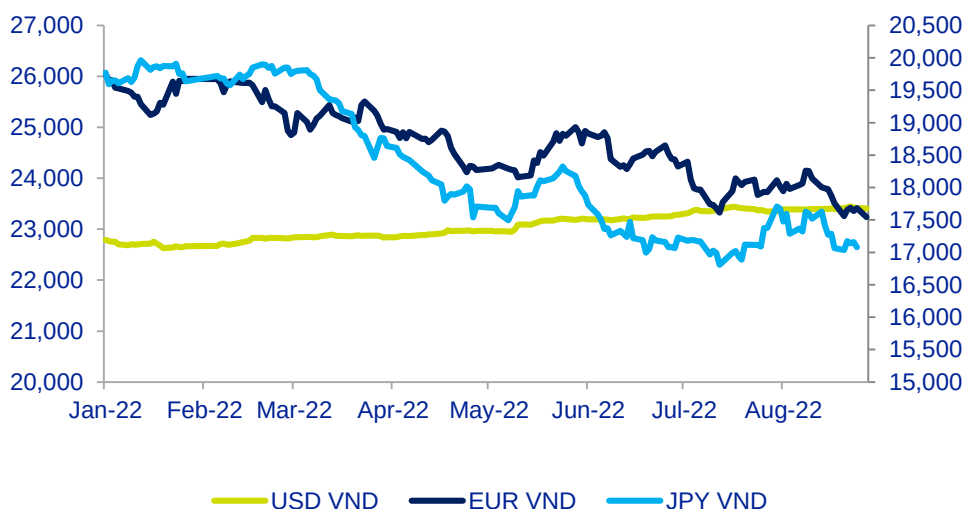


Nguồn: VASEP

Nguồn: NOAA

Đồng EUR và JPY giảm giá so với USD (thấp nhất trong vòng 20 năm đối với EUR và thấp nhất 24 năm đối với JPY) khiến hàng hóa trở nên đắt hơn đối với người tiêu dùng châu Âu và Nhật Bản. Với áp lực lạm phát hiện nay và tôm được coi là thực phẩm xa xỉ, người tiêu dùng có xu hướng chuyển sang các mặt hàng thiết yếu với giá cả phải chăng, điều này có thể khiến nhu cầu tôm giảm trong vài tháng tới. Trong bối cảnh đó, các doanh nghiệp xuất khẩu tôm lớn như Minh Phú (**HSX: MPC**) và Sao Ta (**HSX: FMC**) sẽ có lợi thế hơn so với các doanh nghiệp nhỏ hơn trên thị trường nhờ tiềm lực tài chính mạnh hơn, lượng khách hàng lớn và khả năng thương lượng giá mạnh hơn.

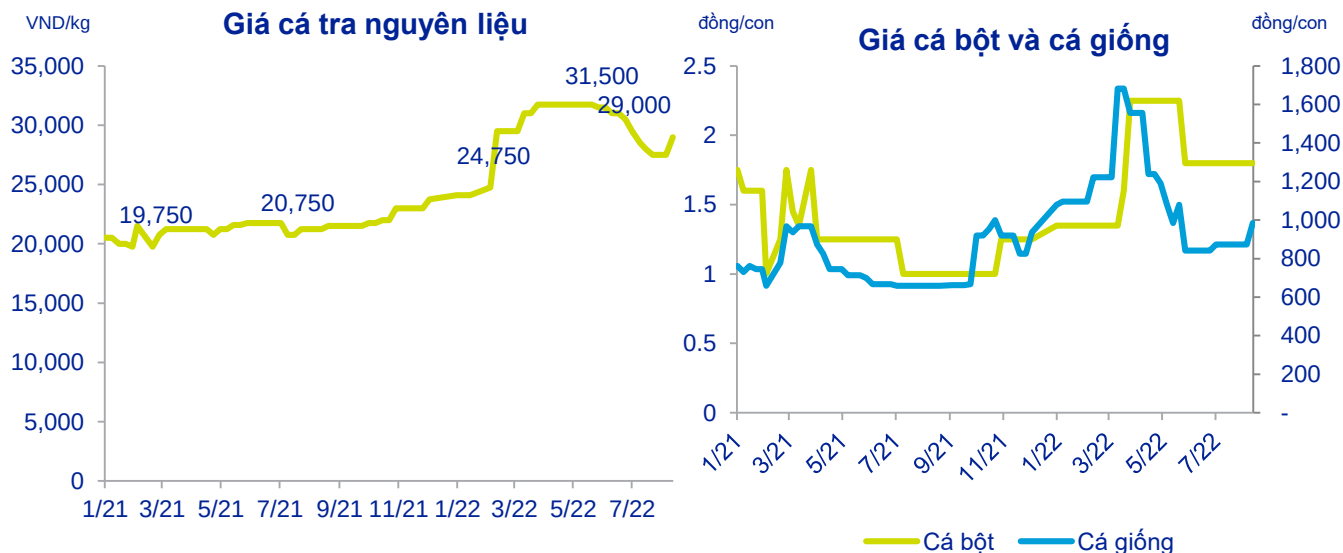
Tỷ giá VND



Nguồn: Bloomberg

Đồng tiền mất giá cũng sẽ ảnh hưởng đến giá cá tra xuất khẩu. May mắn, cá tra Việt Nam được coi là sản phẩm thay thế rẻ hơn cho các loại cá trắng khác như cá tuyết và cá minh thái và trong bối cảnh thiếu hụt cá tuyết và cá minh thái do căng thẳng Nga-Ukraine,

chúng tôi tin rằng đây là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra Việt Nam. Theo đó, xuất khẩu cá tra Việt Nam tăng trưởng ấn tượng 79,5% so với cùng kỳ năm trước trong 7T2022. Mặc dù xuất khẩu cá tra trong tháng 6 và tháng 7 chậm lại nhưng kim ngạch xuất khẩu vẫn tiếp tục tăng trưởng trên 46% n/n trong giai đoạn này.



Nguồn: VASEP

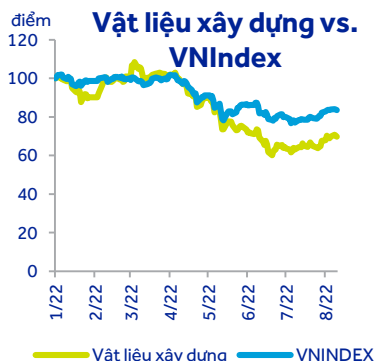
Nguồn: VASEP

Giá cá tra nguyên liệu tại Việt Nam tăng 40,2% so với cùng kỳ năm ngoái trong giai đoạn tháng 1 - tháng 8/ 2022 do giá nhiên liệu, thức ăn cho cá tăng và nhu cầu tiêu thụ cá tra cao hơn. Đối với các công ty lớn như Vĩnh Hoàn (**HSX: VHC**) và Nam Việt (**HSX: ANV**), đây là cơ hội tốt do các doanh nghiệp này ít bị ảnh hưởng bởi giá thị trường cá tra nhờ khả năng tự cung cấp cao 70% trong khi doanh nghiệp vẫn có thể thương lượng giá bán bình quân ASP cao hơn với các đối tác nhập khẩu. Đối với thị trường Mỹ, đây là năm đầu tiên ANV được miễn thuế chống bán phá giá trong khi VHC tiếp tục được hưởng thuế suất 0% khiến sản lượng cá tra Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ tăng lên. Tính đến 7T2022, xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Mỹ tăng 92% so với cùng kỳ năm ngoái, chiếm 24% tổng xuất khẩu cá tra Việt Nam.

Thị trường EU cũng ghi nhận xuất khẩu cá tra Việt Nam tăng mạnh. Trong 7T2022, Việt Nam đã xuất khẩu 112 triệu USD, tăng 91% so với cùng kỳ năm ngoái và vượt qua kim ngạch xuất khẩu cả năm 2021 (106 triệu USD).

Vật liệu xây dựng

Ngành vật liệu xây dựng đang đối mặt với nhiều khó khăn



Ngành vật liệu xây dựng thế giới có một khởi đầu năm 2022 rất tốt khi kinh tế toàn cầu được kỳ vọng sẽ phục hồi nhanh chóng sau thời gian dịch bệnh. Tuy nhiên, những sự kiện trong Quý 2 đã giáng một đòn nặng lên những kỳ vọng cho sự phục hồi của ngành, điển hình là việc Trung Quốc vấp phải làn sóng COVID mới dẫn đến quốc gia này phải đưa ra các biện pháp phong tỏa trên diện rộng, gây ra áp lực lên nhu cầu vật liệu xây dựng khi các hoạt động xây dựng bị ngưng trệ. Xung đột quân sự giữa Nga và Ukraine cũng góp phần đẩy giá than đá lên cao, làm ảnh hưởng đến chi phí sản xuất của hầu hết các nhóm hàng vật liệu xây dựng như thép, xi măng, gạch ... Tốc độ giải ngân chậm của các dự án đầu tư công của Việt Nam (đạt 46.7% kế hoạch sau 9 tháng, và tốc độ giải ngân đang tăng lên nếu nhìn vào con số 39.2% kế hoạch vào cuối tháng 8 tuy nhiên khả năng hoàn thành mục tiêu cho năm 2022 vẫn ở mức thấp) cùng với các hạn chế đối với việc tiếp cận nguồn vốn vay của các doanh nghiệp bất động sản cũng góp phần làm chậm đi nhu cầu vật liệu xây dựng trong nước bên cạnh các nhân tố quốc tế.



Giá thép cây quốc tế đã có một Quý 1 tốt với sự phục hồi mạnh mẽ từ đầu năm 2022 nhưng lại nhanh chóng bước vào xu hướng giảm trong Quý 2 2022 khi Trung Quốc phải đương đầu với làn sóng dịch mới và gần như đang duy trì nền giá thấp khi kinh tế thế giới cho thấy những biểu hiện chậm lại và các quốc gia lớn báo cáo số liệu lạm phát cao.

Giá quặng sắt bắt đầu năm 2022 tại nền giá 100 USD/tấn khi Trung Quốc gặp tình trạng thiếu điện tạm thời, dẫn đến các hoạt động công nghiệp bị giảm, làm giảm nhu cầu tiêu thụ thép và dẫn tới việc giảm nhu cầu tiêu thụ quặng sắt.



Nguồn: Bloomberg

Lượng tồn kho quặng sắt ở Trung Quốc đang tăng lên do tác động từ việc giảm các hoạt động xây dựng, làm giảm nhu cầu tiêu thụ sắt thép. Nhu cầu tiêu thụ sắt thép ở Trung Quốc giảm là hệ quả từ tác động của hai nhân tố chính, bao gồm làn sóng dịch COVID từ đầu tháng 4 và chính sách thắt chặt tín dụng đối với các doanh nghiệp phát triển bất động sản kể từ cuộc khủng hoảng tín dụng của Evergrande Group, dẫn tới việc ngân hàng trung ương Trung Quốc phải đưa ra các điều kiện cấp tín dụng chặt hơn đối với nhóm ngành bất động sản.

Theo kế hoạch kinh doanh của các nhà khai thác quặng lớn, các công ty này hiện không có kế hoạch tăng sản lượng khai thác của trong năm 2022, tuy nhiên lượng quặng tồn kho ở Trung Quốc do hoạt động sản xuất chậm lại có thể là trở ngại lớn nhất cho giá quặng sắt. Chúng tôi tin rằng trong ngắn hạn giá quặng sắt rất khó để tăng trở lại do Trung Quốc cần thời gian để hấp thụ lượng quặng tồn kho sau một thời gian dài tích trữ trong giai đoạn dịch bệnh. Cũng như triển vọng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu cũng có thể ở mức thấp khi triển vọng tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong thời gian tới cũng không quá tích cực.



Nguồn: Bloomberg

Giá than cốc đã về lại vùng giá bằng với đầu năm 2022, khi hoạt động luyện kim giảm mạnh ở Trung Quốc do nền kinh tế bị chậm lại và hoạt động xây dựng cũng giảm mạnh. Giá than cốc đã giảm một nửa từ mức đỉnh vào đầu tháng 4 và hiện đang giao dịch tại vùng giá khoảng 300 USD/tấn.

Khi giá than nhiệt điện được giữ ở mức khoảng 400 USD/tấn (đồ thị bên dưới) kể từ tháng 5 năm 2022 thì giá than cốc lại có một xu hướng giảm mặc cho giá than nhiệt là nguyên liệu đầu vào luôn ở mức cao. Tác động của việc tồn kho than cốc cao và hoạt động luyện kim giảm ở Trung Quốc trong thời gian gần đây đã trội hơn tác động của giá nguyên liệu đầu vào cao và khiến cho giá than cốc giảm dần qua thời gian.



Nguồn: Bloomberg

Kể từ khi căng thẳng quân sự giữa Nga và Ukraine diễn ra, giá than nhiệt điện đã tăng nhanh chóng, dẫn đến việc chi phí sản xuất của nhiều nhóm vật liệu xây dựng tăng mạnh do hoạt động sản xuất phụ thuộc vào nguồn nhiên liệu chính là than nhiệt. Xi măng, gạch xây, gạch lát là những vật liệu chịu ảnh hưởng mạnh nhất bởi giá than nhiệt. Theo báo cáo của Tổng cục thống kê vào đầu tháng 9, chỉ số chi phí xây dựng chung sau 8 tháng đầu năm 2022 đã tăng 3.71%, nguyên nhân chính là do sự tăng giá của nhóm xi măng, nhựa đường và gạch xây. Chỉ số chi phí xây dựng dân dụng cũng tăng 8.76% sau 8 tháng khi xi măng, gạch xây, gạch lát và cát chiếm phần lớn trong chi phí xây dựng dân dụng.

Ở phía cầu, việc giảm hoạt động phát triển bất động sản cũng như xây dựng đã gây áp lực lên nhu cầu vật liệu xây dựng. Trong 8 tháng đầu 2022, tổng sản lượng bán hàng của xi măng chỉ đạt 65.33 triệu tấn (-8% yoy), trong đó xuất khẩu của Việt Nam đạt 21.77 triệu tấn (-19% yoy). Theo ứng tính của chúng tôi, chi phí nhiên liệu hiện chiếm đến 60% giá thành sản xuất xi măng, theo đó đã đặt các nhà sản xuất xi măng dưới sức ép của cả nhu cầu thấp và chi phí sản xuất cao.

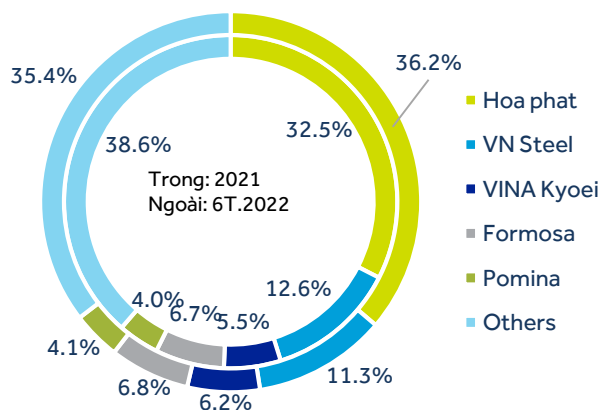
Mặt khác, các doanh nghiệp sản xuất thép lại có chi phí sản xuất giảm dần từ mức cao cộng với việc tồn kho tăng ở Trung Quốc khiến cho giá quặng sắt và giá than cốc đã giảm về bằng với mức đầu năm 2022. Tuy nhiên giá thép đã giảm về mức thấp hơn đầu năm, giá trung bình của thép xây dựng trong nước hiện đang ở mức khoảng 15,000 VND/kg, tức thấp hơn khoảng 9.9% so với đầu năm 2022. Giá thép thấp có thể dẫn đến việc các doanh nghiệp thép sẽ chứng kiến biên lợi nhuận sụt giảm mạnh trong thời gian tới. Với việc nhu cầu xây dựng hiện đang thấp và triển vọng kinh tế thế giới không thực

Sự quá khả quan ở giai đoạn hiện tại khi các quốc gia chứng kiến lạm phát cao, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp thép vẫn sẽ phải tiếp tục chấp nhận kinh doanh với biên lợi nhuận thấp trong tương lai gần.

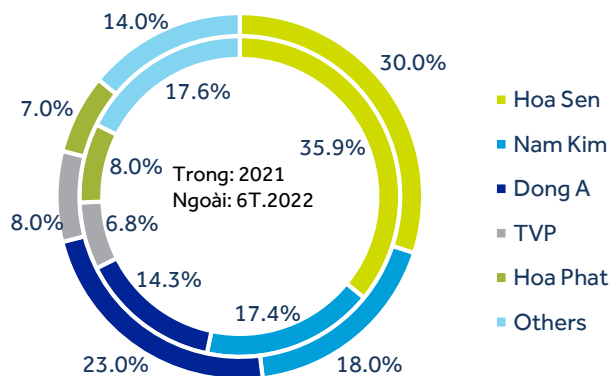
Sơ lược các doanh nghiệp thép Việt Nam

Việc giá nguyên liệu thép đạt đỉnh trước khi giảm mạnh đã gây một cú sốc lên hoạt động của các nhà sản xuất thép khi hầu hết các công ty trước đó đã mua một lượng nguyên liệu thô giá cao trước khi giá thép thành phẩm đi vào xu hướng giảm do việc Trung Quốc đóng cửa trên diện rộng, cũng như nền kinh tế thế giới trở nên ỉ ạch.

Thị phần thép xây dựng



Thị phần tôn mạ



Nguồn: VSA, ACBS tổng hợp

Mặc dù phải đối mặt với điều kiện thị trường bất lợi trong ngắn hạn, chúng ta vẫn có thể thấy được các doanh nghiệp thép lớn trong ngành kể cả thép xây dựng lẫn tôn mạ đang có một số bước tiến trong việc chiếm lĩnh thị phần từ tay các doanh nghiệp thép vừa và nhỏ. Các doanh nghiệp thép lớn có lợi thế chi phí dựa trên qui mô, nên có thể giành được lợi thế trong một cuộc chơi vốn dựa chủ yếu vào sự cạnh tranh về giá.

	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu 6 tháng	Tăng trưởng Inst 6 tháng	P/E hiện tại	P/E bình quân 5 năm
HPG	133.740	22.90%	-26,9%	4,47	7,98
NKG	5.936	20.93%	-39,3%	3,36	8,32
HSG	10.716	4.22%	-81,77%	3,01	7,97

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro

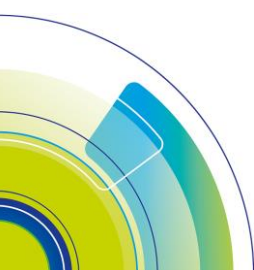
Các doanh nghiệp thép nội địa đã cho thấy kết quả doanh thu tăng trưởng dương khi giá bán thép bình quân cao hơn cùng kỳ, nhưng lợi nhuận ròng lại bị ảnh hưởng mạnh bởi chi phí đầu vào cao, khiến cho biên lợi nhuận gộp bị giảm mạnh.

Theo quan sát của chúng tôi, P/E hiện tại của các doanh nghiệp thép đã rơi về vùng đáy lịch sử trong khi P/E dự phóng theo kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp lại ở mức 6 đến 6,5 lần. Mức P/E dự phóng này khiến cho định giá của các doanh nghiệp ngành thép trở nên hấp dẫn nếu so sánh với mức P/E bình quân 5 năm của các doanh nghiệp, vào khoảng 8 lần. Nhưng trong ngắn hạn, có khá ít yếu tố hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp này. Hơn nữa, hầu hết các doanh nghiệp thép lớn trên thị trường đã đạt đến giới hạn công suất của mình và khó có thể nâng sản lượng trong ngắn hạn. Hòa Phát (HSX: HPG) và Nam Kim (HSX: NKG) đã bắt đầu triển khai dự án mở rộng

sản xuất nhưng thời điểm có thể đưa vào hoạt động của các dự án này ước tính phải đến đầu năm 2024.

Theo quan điểm của chúng tôi, các cổ phiếu ngành thép không có nhiều hấp dẫn trong ngắn hạn do nhu cầu của thị trường xây dựng và tình hình kinh tế ở Trung Quốc đã ngăn cản giá thép phục hồi trong ngắn hạn. Tuy nhiên mức định giá hấp dẫn của các doanh nghiệp thép lớn so với mức P/E bình quân trong 5 năm khiến cho nhóm này trở thành một nhóm ngành có tiềm năng trong dài hạn.

Thị trường chứng khoán Việt Nam



Thị trường chứng khoán Việt Nam

8T2022

Ngày đầu kỳ	1/1/2022
Ngày cuối kỳ	31/8/2022
T. P/E	13,8
Bình quân GTGD (triệu USD)	828

Top 3 ngành tăng trưởng trong kỳ

CNTT	+11,4%
Tiện ích	+9,3%
Tiêu dùng thiết yếu	+6,7%

Top 3 ngành tăng trưởng thấp trong kỳ

Truyền thông	-21,1%
Công nghiệp	-22,2%
Vật liệu	-25,7%

Top 3 mã tăng trưởng trong top 100 mã về vốn hoá

ANV	+63,7%
VHC	+48,7%
REE	+44,9%

Top 3 mã giảm trong top 100 mã về vốn hoá

ITA	-57,8%
APH	-55,8%
FIT	-53,3%

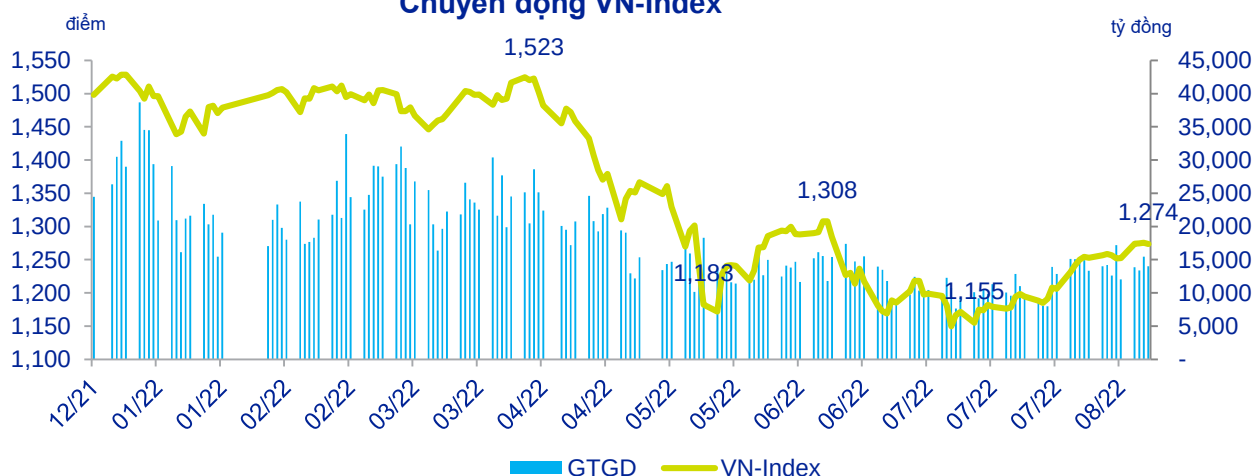
Sau một năm 2021 tăng trưởng với chỉ số VNIndex tăng gần 36%, năm 2022 là một năm đầy thách thức cả trong nước và quốc tế khi niềm tin nhà đầu tư bị suy giảm, mặc dù nền kinh tế Việt Nam đã ghi nhận những con số tăng trưởng tích cực. Điều này dẫn đến chỉ số VN-Index giảm 22,8% xuống 1.157,0 điểm vào cuối tháng 9/2022. Thị trường chứng khoán Việt Nam bắt đầu năm 2022 với chỉ số VN-Index đạt đỉnh 1.525,6 điểm. Thị trường đi ngang trong vùng thấp 1.438,9-1.528,6 cho đến đầu tháng 4/2022 với mức thanh khoản tăng cao, bình quân hàng ngày đạt hơn 24.000 tỷ đồng (+ 71,4% n/n).

Áp lực bán bắt đầu vào tháng 4/2022 do hậu quả của cuộc xung đột Nga-Ukraine kể từ tháng 2 và lạm phát gia tăng trên toàn cầu khiến các Ngân hàng Trung ương lớn phải thắt chặt chính sách tiền tệ. Vào tháng 4/ 2022, Chính phủ Việt Nam đã tiến hành điều tra xung quanh việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu đầu cơ, chủ yếu liên quan đến lĩnh vực bất động sản. Điều này đè nặng lên tâm lý thị trường chung, khiến chỉ số VN-Index giảm 23% xuống 1.172 điểm vào giữa tháng 5 và kéo thanh khoản xuống dưới 15.000 tỷ đồng. Thanh khoản tiếp tục giảm xuống mức thấp 7.966 tỷ đồng (-51,1% n/n) vào cuối tháng 7 do lãi suất tăng, không có room tín dụng và lạm phát gia tăng.

Quý 3/2022 bị ảnh hưởng bởi sự bi quan từ các chỉ số vĩ mô toàn cầu hơn khi số liệu lạm phát cao ở nhiều thị trường phát triển đã buộc các Ngân hàng Trung ương phải tiếp tục các hành động thắt chặt tiền tệ. Một số quyết định chính sách quan trọng được đưa ra trong nước đã góp phần khiến tâm lý nhà đầu tư giảm sút khi kết thúc quý 3, bao gồm việc tăng hạn ngạch tín dụng trong hệ thống ngân hàng (cấp tín dụng bổ sung 2%, dưới 4% dự kiến đạt mục tiêu cả năm là 14%), NHNN giảm tỷ giá giao ngay 300đ xuống 23.700đ và NHNN nâng lãi suất điều hành lên 100 ptđ (chi tiết đầy đủ dưới đây có trong phần vĩ mô của báo cáo).

Bất chấp sự điều chỉnh của thị trường trong nửa đầu năm 2022, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng cơ bản đối với thị trường Việt Nam. Lợi nhuận nửa đầu năm tăng mạnh, tăng trưởng tổng thể 18,8% so với cùng kỳ năm ngoái và chúng tôi kỳ vọng cả năm 2022 sẽ đạt mức tăng trưởng 20%, dẫn đến chỉ số VNIndex giao dịch ở mức PE cuối tháng 9 là 12,5 và PE dự phóng năm 2022 là 11,2. Điều này cho thấy thị trường chứng khoán Việt Nam đang giao dịch ở mức rẻ nhất trong khu vực ASEAN.

Chuyển động VN-Index



Nguồn: Bloomberg

Kết quả kinh doanh trong 6T2022 đạt mức tăng trưởng cao

Trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi sau một năm gián đoạn do COVID vào năm 2021, doanh thu 6 tháng đầu năm 2022 trên toàn thị trường tăng 16,7% so với cùng kỳ và lợi nhuận tăng 18,8% so với cùng kỳ. Ngành ngân hàng là ngành đóng góp lớn nhất về lợi nhuận trong nửa đầu năm với lợi nhuận 6 tháng đầu năm tăng 35% chủ yếu do việc giảm trích lập dự phòng của năm 2021 khi các ngân hàng phải vật lộn với việc tái cơ cấu các khoản vay liên quan đến COVID, đồng thời thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi lần lượt tăng 16% n/n và 17,5% n/n. Trong khi đó, ngành Bất động sản là ngành đóng góp nhiều nhất ở chiều giảm với lợi nhuận giảm 29% so với cùng kỳ. Nửa đầu năm thị trường bất động sản phải đối mặt với nhiều thách thức, bao gồm nhiều ngân hàng chậm mức tăng trưởng tín dụng vào cuối 6 tháng đầu năm, điều này đã hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng cho cả người mua và các doanh nghiệp phát triển dự án; đồng thời thị trường trái phiếu doanh nghiệp chậm lại do các quy định thắt chặt - kết quả của các biện pháp chống tham nhũng gần đây.

Industry group	Market Cap (VNDtn)	2Q-2022		2Q-2022		1H-2022	
		Revenue (% q/q)	Net Income (%q/q)	Revenue (% y/y)	Net Income (%y/y)	Revenue (% y/y)	Net Income (%y/y)
Banks	1,522.0	4.2%	-7.2%	15.9%	37.9%	16.3%	34.7%
Real Estate	1,019.3	-6.8%	-7.5%	-51.2%	-41.0%	-40.3%	-29.0%
Food, Beverage & Tobacco	539.2	14.7%	-2.0%	6.7%	12.2%	8.3%	26.5%
Materials	369.9	-4.6%	-26.6%	12.4%	-25.7%	29.9%	2.9%
Utilities	336.2	8.2%	17.4%	16.7%	59.6%	22.2%	56.4%
Capital Goods	238.9	11.7%	-23.4%	10.1%	1.6%	13.8%	14.9%
Transportation	186.0	55.6%	-149.8%	112.4%	83.2%	72.3%	91.1%
Diversified Financials	120.3	-24.1%	-57.1%	-10.7%	-57.0%	15.9%	-17.0%
Retailing	105.5	-3.3%	-20.7%	16.8%	6.4%	18.6%	10.9%
Software & Services	98.9	2.3%	4.3%	18.4%	26.7%	22.8%	30.4%
Energy	70.1	24.5%	-84.0%	75.2%	-95.7%	72.8%	-73.3%
Insurance	56.2	1.9%	-33.3%	6.4%	-28.9%	7.9%	-5.0%
Consumer Durables & Apparel	50.4	-9.2%	-24.8%	39.1%	16.6%	36.1%	28.5%
Pharmaceuticals, Biotechnology & Life Sciences	29.6	-2.1%	1.9%	12.3%	15.4%	14.2%	22.9%
Automobiles & Components	9.3	-4.7%	64.6%	6.4%	22.0%	17.1%	17.9%
Consumer Services	7.7	13.8%	187.9%	-30.7%	1271.7%	15.8%	37.2%
Unclassified	7.2	-5.4%	-243.4%	16.8%	-207.8%	17.5%	-112.5%
Commercial & Professional Services	5.8	27.9%	140.8%	52.6%	267.0%	20.9%	127.4%
Health Care Equipment & Services	3.3	-1.3%	542.1%	-48.2%	0.9%	-48.7%	466.0%
Technology Hardware & Equipment	2.1	-29.9%	-35.1%	16.4%	17.6%	29.2%	55.8%
Telecommunication Services	2.1	-59.7%	-131.8%	111.2%	-725.9%	261.7%	528.2%
Media & Entertainment	1.6	8.4%	289.6%	-55.1%	119.5%	-56.4%	117.0%
Household & Personal Products	1.5	6.4%	57.9%	6.9%	74.0%	0.4%	35.1%
Total	4,782.7	5.8%	-11.6%	11.9%	5.1%	16.6%	18.8%

Ngành ngân hàng đóng góp nhiều nhất về lợi nhuận trong nửa đầu năm với lợi nhuận 6 tháng đầu năm tăng 35%, chủ yếu do việc giảm trích lập dự phòng xảy ra vào năm 2021 khi các ngân hàng phải vật lộn với việc tái cơ cấu các khoản vay liên quan đến COVID, đồng thời thu nhập lãi và thu nhập ngoài lãi lần lượt tăng 16% n/n và 17,5% n/n. Chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng đang có vị thế tốt do định giá hiện đang ở mức hấp dẫn do các chỉ số PE và PB của họ đang giao dịch ở mức thấp hơn 20% và 13% so với mức bình quân 5 năm, trong khi chất lượng tài sản của các ngân hàng vẫn tốt.

Ngành Vận tải công bố doanh thu tăng mạnh (+72% n/n) và lợi nhuận +91% n/n, chủ yếu nhờ vào việc giảm lỗ tại Vietnam Airlines (**HSX: HVN**) do hoạt động du lịch trở lại sau các biện pháp phòng ngừa COVID nghiêm ngặt vào năm 2021. Cơ sở hạ tầng giao thông có lợi nhuận tốt (+ 57% n/n) nhờ xuất nhập khẩu và thương mại nội địa tăng

trưởng do doanh số bán lẻ tăng mạnh trong nửa đầu năm. Trong tương lai, chúng tôi cho rằng sẽ có thêm những thông tin hỗ trợ cho ngành vận tải khi giá xăng dầu bán lẻ đang có xu hướng giảm và mùa du lịch cao điểm vào tháng 7 - tháng 8 sẽ khiến ngành này đạt được những con số mạnh mẽ trong quý 3/2022.

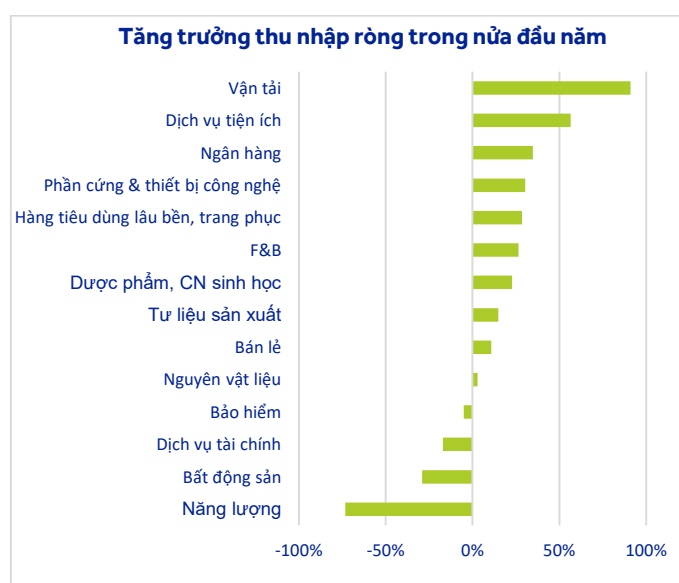
Ngành Tiện ích ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận 56,4% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ giá dầu và khí tăng cao, điều này mang lại lợi ích cho công ty lớn nhất trong ngành là PetroVietnam Gas (**HSX: GAS**).

Ngành Thực phẩm và Đồ uống ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận +26,5% n/n trong 6 tháng đầu năm, nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của doanh số bán lẻ và tiêu dùng sau khi nới lỏng các hạn chế liên quan đến COVID-19. Ngành thủy sản trở lại mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng (+ 198% n/n) và được hưởng lợi từ sự gián đoạn nguồn cung liên quan đến cuộc xâm lược Ukraine của Nga.

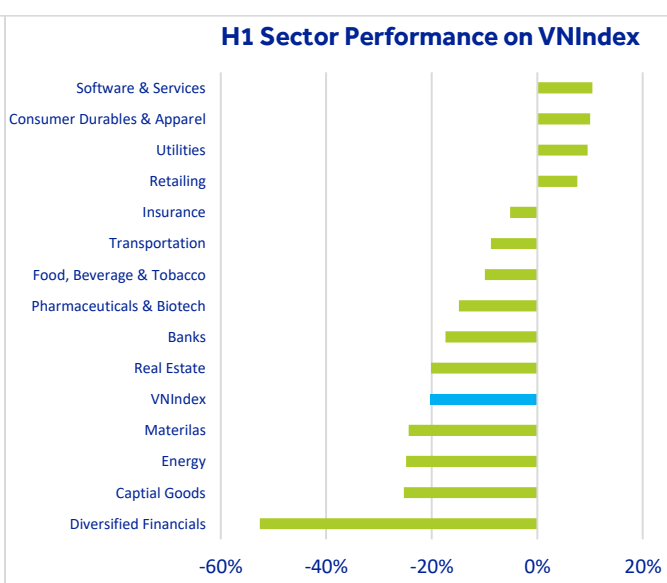
Ngành Bất động sản là ngành đóng góp nhiều nhất ở chiều giảm với lợi nhuận giảm 29% so với cùng kỳ. Nửa đầu năm 2022 chứng kiến một số vấn đề mà thị trường phải đối mặt, bao gồm nhiều ngân hàng chậm hạn mức tăng trưởng tín dụng vào cuối 6 tháng đầu năm, điều này làm hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng cho cả người mua và các doanh nghiệp phát triển dự án, đồng thời thị trường trái phiếu doanh nghiệp chậm lại do các quy định thắt chặt các biện pháp chống tham nhũng gần đây.

Ngành Năng lượng có nửa đầu năm đáng thất vọng dù doanh thu tăng 72,8% n/n nhưng lợi nhuận giảm 73,3% n/n, nguyên nhân chủ yếu là do lợi nhuận của Petrolimex (**HSX: PLX**) giảm 90% do giá dầu tăng vọt và doanh nghiệp không thể chuyển hoàn toàn phần chi phí tăng lên cho khách hàng và khoản dự phòng lớn đã được trích lập vào cuối 6 tháng đối với lượng xăng tồn kho do giá đã giảm sau khi mua hàng tồn kho với giá cao nhất (không bao gồm trích lập dự phòng, lợi nhuận PLX sẽ giảm 28%).

Ngành chứng khoán đã có một nửa đầu năm khó khăn, với lĩnh vực này suy thoái hơn 50% do thanh khoản giảm đáng kể trong quý 2/2022 (-34%), tổng số dư ký quỹ giảm khoảng 23% dẫn đến các CTCK giảm thu nhập và hoạt động kinh doanh tự doanh cũng bị ảnh hưởng sâu sắc bởi sự điều chỉnh chung của thị trường.



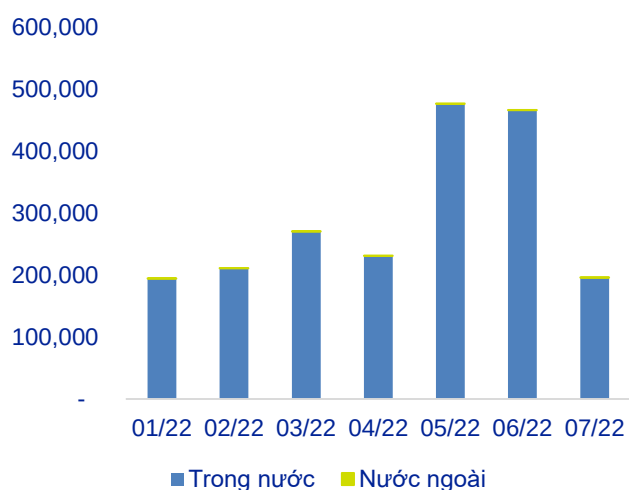
Nguồn: Bloomberg



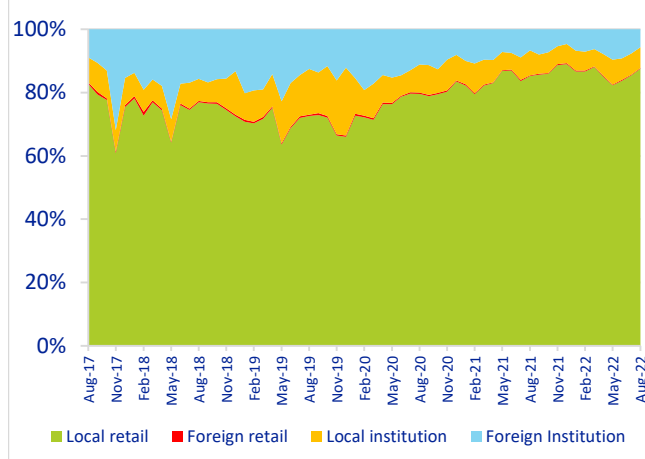
Nguồn: Bloomberg

Thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục được thúc đẩy bởi các nhà đầu tư cá nhân với tài khoản của nhà đầu tư cá nhân trong nước chiếm 99% tổng tài khoản chứng khoán tại Việt Nam và giao dịch của các nhà đầu tư trong nước chiếm khoảng 93,5% tổng giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2022. Tính đến tháng 7/2022, Việt Nam có 2.047.283 tài khoản giao dịch mới được mở, tăng 182,5% so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng số tài khoản giao dịch hiện đã đạt hơn 6,3 triệu, chiếm khoảng 6% dân số, đã vượt qua mục tiêu của chính phủ là 5% dân số có tài khoản giao dịch vào năm 2025.

Số tài khoản chứng khoán mở mới



Market Turnover by Investors

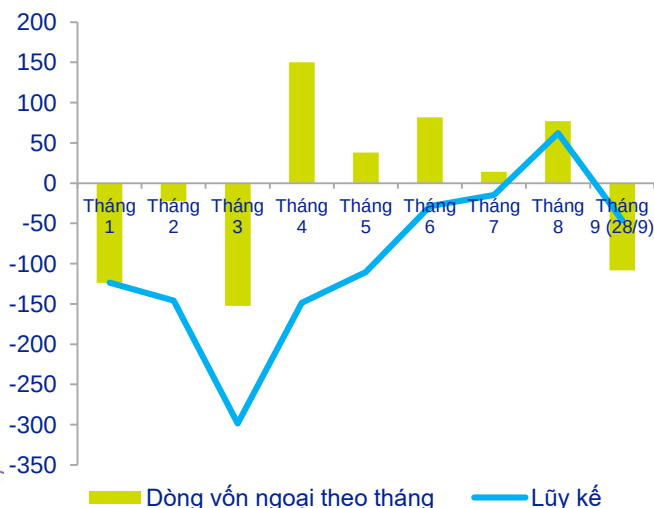


Nguồn: VSD

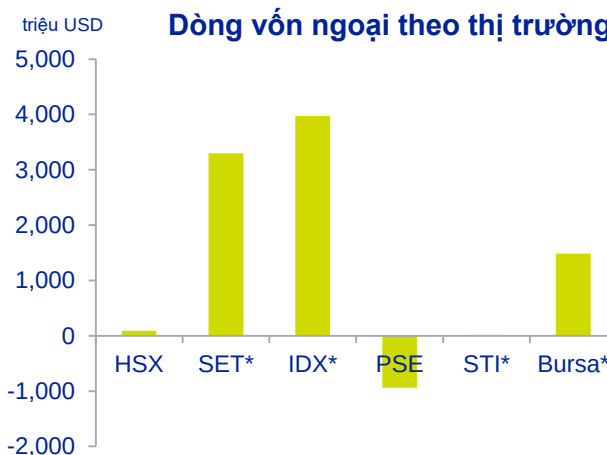
Nguồn: Fiiipro

Các nhà đầu tư nước ngoài bắt đầu quay trở lại thị trường chứng khoán Việt Nam kể từ tháng 4/2022, tuy nhiên dòng chảy ròng vào Việt Nam vẫn ở mức khiêm tốn trong đầu năm với mức mua ròng 90 triệu USD. So với các quốc gia lân cận, dòng vốn nước ngoài vào HSX vẫn ở mức khiêm tốn, mặc dù triển vọng thị trường là tích cực được thể hiện qua các con số khả quan trong bối cảnh Fed tăng lãi suất mạnh mẽ và dòng vốn ngoại trong lịch sử sẽ “chảy về nơi an toàn”, chảy ra khỏi thị trường mới nổi và thị trường cận biên.

Đòng vốn ròng vào HSX



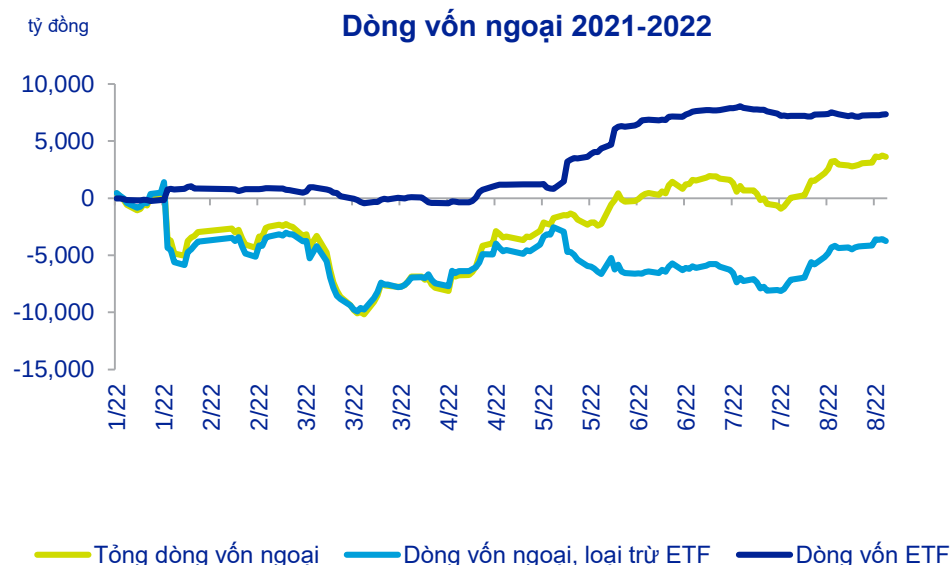
Đòng vốn ngoại theo thị trường



Nguồn: HSX, ACBS

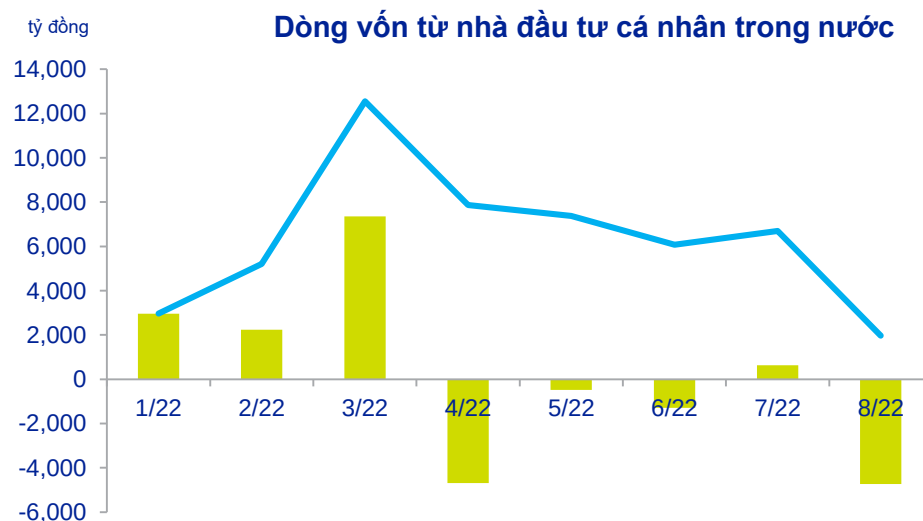
Nguồn: Sở chứng khoán các nước, * tháng 7/2022

Đáng chú ý, đã có một lượng đáng kể dòng vốn nước ngoài gần đây chuyển sang các quỹ ETF, bao gồm FTSE VIETNAM ETF, VanEck Vietnam ETF, ETF DCVFMVN DIAMOND, ETF DCVFMVN30, Fubon FTSE... Loại trừ dòng vốn từ ETF, các nhà đầu tư nước ngoài tổ chức vẫn người bán ròng trong suốt 8 tháng đầu năm 2022.



Nguồn: ETF, Bloomberg, ACBS

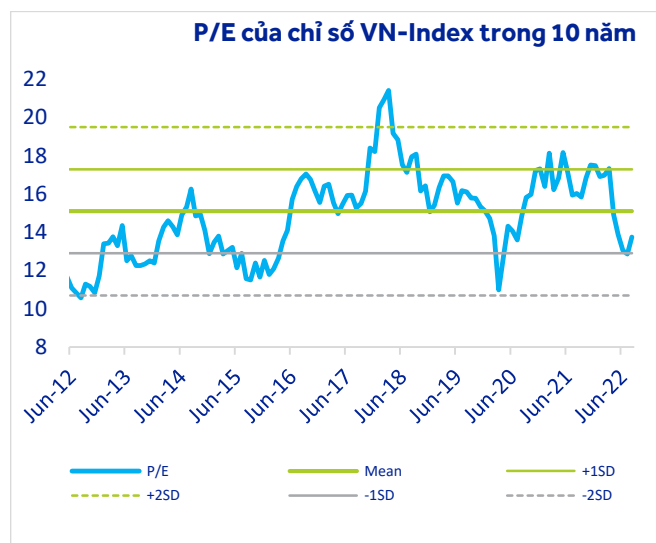
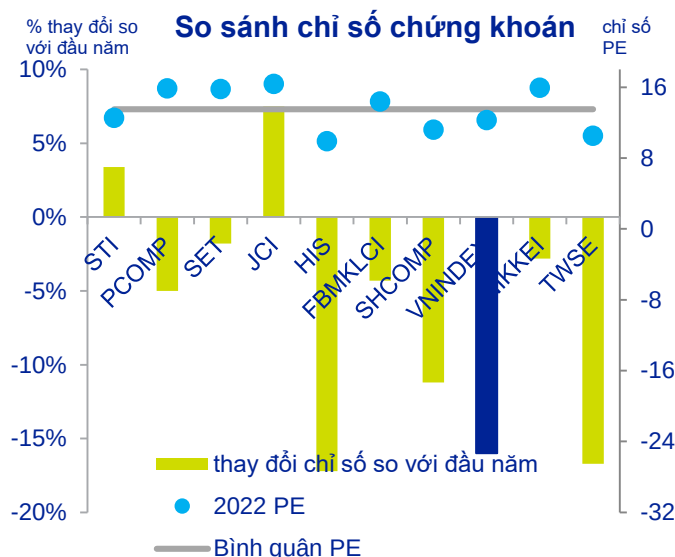
Ở chiều ngược lại, dòng vốn từ nhà đầu tư cá nhân trong nước tại Việt Nam đi ngược chiều với dòng vốn ngoại, rút tiền ra khỏi thị trường kể từ tháng 4/2022. Tựu trung, các nhà đầu tư cá nhân trong nước vẫn mua ròng 1.969,7 tỷ đồng (~ 84,5 triệu USD).



Nguồn: Bloomberg

So với các nước trong khu vực, hầu hết các thị trường đều ghi nhận chỉ số chứng khoán tăng trưởng âm so với đầu năm, ngoại trừ Indonesia và Singapore. Chỉ số VN-Index gần như có mức giảm sâu nhất so với đầu năm là -25,0%, cùng với chỉ số Hang Seng và chỉ số TWSE. Về định giá, chỉ số VN-Index hiện được định giá ở mức PE 12,3 lần (số liệu ngày

28/9/2022), thấp hơn 19,6% so với mức trung bình 10 năm là 15,3x, đó là một cơ hội hấp dẫn theo quan điểm của chúng tôi.



Nguồn: Bloomberg

Nguồn: Bloomberg, ACBS

Về tăng trưởng lợi nhuận, chúng tôi tin rằng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức 17,5% n/n nhờ các lĩnh vực chính như ngân hàng, khu công nghiệp, cũng như sự phục hồi của tiêu dùng nội địa sau đại dịch. So với các thị trường khác trong khu vực, mức tăng trưởng EPS năm 2022 của Việt Nam dự kiến sẽ phù hợp với mức bình quân khu vực. Theo quan điểm của chúng tôi, PE năm 2022 là 15,8 lần là giá trị hợp lý, cao hơn 3,3% so với trung bình 10 năm của Việt Nam và cao hơn 5,3% so với mức trung bình của khu vực.

So sánh thị trường chứng khoán Việt Nam và các thị trường trong khu vực

Tăng trưởng lợi nhuận và PE dự phóng

Quốc gia	Tháng 9/2022 P/E (x)	2022 tăng trưởng EPS (%)	2022 P/E (x)	2023 tăng trưởng EPS (%)	2023 P/E (x)
Việt Nam (*)	12,3	22,8%	10,8	16,8%	9,2
Bình quân	14,9	18,8%	14,1	9,4%	12,9
Indonesia	15,7	49,3%	15,5	1,5%	15,2
Malaysia	15,6	-1,3%	13,6	11,5%	12,2
Philippines	15,2	23,2%	14,1	15,5%	12,2
Singapore	11,7	13,8%	11,9	13,2%	10,5
Thái lan	16,3	9,0%	15,4	5,5%	14,6

Nguồn: Bloomberg, ACBS

Kịch bản cho chỉ số Vn-Index trong những tháng cuối năm

Chúng tôi đã điều chỉnh kỳ vọng của mình cho quý cuối cùng của năm khi có thể thấy rõ rằng thị trường đang giai đoạn suy giảm tâm lý khi đối mặt với các sự kiện bên trong và bên ngoài. Mặc dù có vẻ như số liệu lạm phát có thể đã đạt đỉnh ở nhiều thị

trường do giá một số mặt hàng chủ chốt đang giảm xuống, nhưng lo ngại lạm phát và các hành động tích cực của ngân hàng trung ương dự kiến sẽ tiếp tục cho đến ít nhất là cuối năm, gây áp lực lên tâm lý ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ bình thường hóa vào năm 2023 khi chúng tôi có thể kỳ vọng mức định giá sẽ trở lại mức lịch sử, tuy nhiên chúng tôi thấy thời gian còn lại của năm tiếp tục giao dịch quanh mức định giá kể từ khi thị trường chuyển sang tháng 4 khi tâm lý mờ nhạt.

Trong **kịch bản cơ sở**, chúng tôi duy trì triển vọng lợi nhuận đạt 19% vào cuối năm 2022, nhờ vào các lĩnh vực ngân hàng, vận tải, bất động sản và tiện ích. Mặc dù chúng tôi giả định rằng thị trường sẽ khởi sắc trong 3 tháng cuối năm trên cơ sở thu nhập của các doanh nghiệp vẫn ổn định và môi trường vĩ mô có thể duy trì quỹ đạo hiện tại trong bối cảnh toàn cầu đang gặp khó khăn, chúng tôi tin rằng sẽ là một thách thức để đạt được mức định giá bình quân 3 năm là 15,5 lần, khả năng chỉ số VNIndex sẽ giao dịch trong khoảng định giá được ghi nhận trong quý 2/2022 khi ảnh hưởng của cuộc chiến ở Ukraine bắt đầu được cảm nhận và các hành động chống tham nhũng được thực hiện trong nước đã đề nâng lên niềm tin của nhà đầu tư. Điều này sẽ dẫn đến chỉ số VN-Index sẽ giao dịch ở mức 13,7 lần vào cuối năm (thấp hơn khoảng 1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 3 năm), dẫn đến chỉ số VN-Index sẽ khoảng 1.400 điểm vào cuối năm 2022.

Kịch bản lạc quan dựa trên việc nối lại các chuyến bay quốc tế trên toàn thế giới kết hợp với hiệu ứng tích cực từ gói tài chính và tiền tệ của Chính phủ Việt Nam và lợi nhuận doanh nghiệp vượt kỳ vọng của chúng tôi; tâm lý nhà đầu tư lạc quan vào cuối năm do các vấn đề toàn cầu và trong nước được giải quyết hoặc có dấu hiệu đáng kể cho thấy điều tồi tệ nhất đã qua. Dựa trên kịch bản đó, kỳ vọng lợi nhuận của chúng tôi sẽ tăng và chúng tôi giả định rằng bội số thu nhập sẽ trở lại mức 15x, dẫn đến chỉ số Vn-Index đạt mức 1.500-1.600 điểm.

Cuối cùng, trong **kịch bản bi quan**, chúng ta nhận thấy sự bất ổn và sợ hãi tiếp tục bao trùm thị trường toàn cầu với lo ngại về lạm phát gia tăng, các Ngân hàng Trung ương sẽ phản ứng nhanh và mạnh như thế nào với áp lực lạm phát bằng cách tăng lãi suất và nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc sẽ kéo dài sự gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, hoặc các biến thể mới của COVID-19 đe dọa các hoạt động kinh tế. Điều này sẽ dẫn đến lợi nhuận giảm so với kỳ vọng của chúng tôi và định giá thị trường giảm do sự thờ ơ cũng như thận trọng quan sát của các nhà đầu tư mới vào thị trường. Trong kịch bản này, chúng ta có thể thấy chỉ số Vn-Index sẽ gặp khó khăn để tăng điểm vào cuối năm và kết thúc giao dịch ở mức 12,5 lần lợi nhuận để đóng quanh mức 1.200 điểm.

3 kịch bản cho chỉ số VN-Index 6 tháng cuối năm 2022

Kịch bản	Thận trọng	Trung lập	Lạc quan
Chỉ số VN-Index (điểm)	1.216	1.411	1.589
Tăng trưởng so với 31/8/2022	-5,0%	10,2%	24,1%
2022 PE (x)	13,2	12,4	12,1

Nguồn: ACBS

BÁO CÁO DOANH NGHIỆP

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Ngày phát hành **14/9/2022**

HOSE: STB

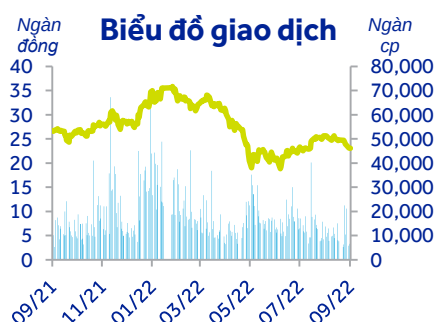
Ngân hàng

Giá mục tiêu (VND) **45.200**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	31,4	-12,1	6,9	-16,1
Tương đối	-12,7	-9,0	6,6	-9,0

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Dương Công Minh **3,32%**
(Chủ tịch)

Thông kê **14/09/2022**

Mã Bloomberg **STB VN**

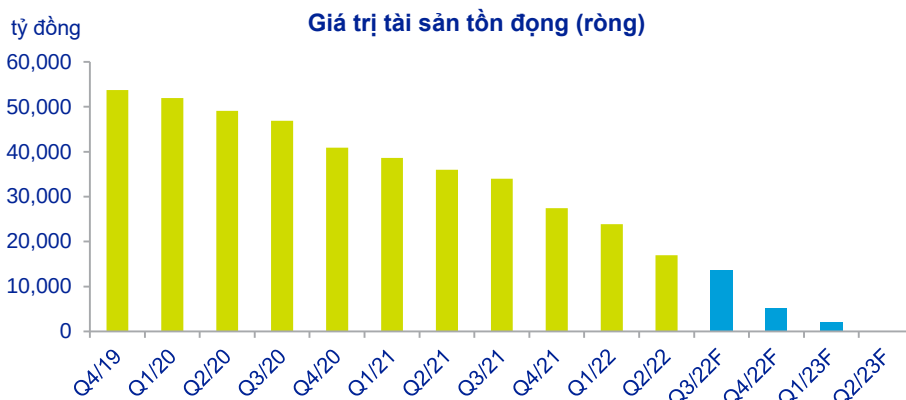
Thấp/Cao nhất 52 tuần	18.600-
(VND)	36.700
SL lưu hành (triệu cp)	1.885
Vốn hóa (tỷ đồng)	43.454
Vốn hóa (triệu USD)	1.853
Room khối ngoại còn lại (%)	7,3
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	92,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	13.644.600
VND/USD	23.450
VNIndex / HNX	1240,77/279,42

NGÂN HÀNG TMCP SÀI GÒN THƯƠNG TÍN (STB)

Chúng tôi định giá STB với giá mục tiêu 1 năm là 45.200 đồng/cp. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh trong 6T2022 tạo điều kiện cho STB đẩy nhanh quá trình xử lý tài sản tồn đọng. STB tiềm năng ghi nhận lợi nhuận lớn khi thanh lý các tài sản thế chấp.

Kết quả kinh doanh 6T2022 rất tích cực với lợi nhuận trước trích lập tài sản tồn đọng đạt 10.600 tỷ đồng. Lợi nhuận cao tạo điều kiện cho STB đẩy nhanh tiến độ xử lý tài sản tồn đọng. Trong đó, STB đã trích lập vào chi phí tổng cộng 7.700 tỷ đồng cho lãi dự thu, nợ tồn đọng và trái phiếu VAMC trong 6T2022. Do đó, lợi nhuận trước thuế 6T2022 chỉ đạt 2.908 tỷ đồng (+19,9% n/n).

Chúng tôi ước tính giá trị tài sản tồn đọng (ròng) đến cuối Q2/22 còn lại khoảng 17.000 tỷ đồng (~3% tổng tài sản). Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn tất quá trình xử lý tài sản tồn đọng vào Q2/23.



Nguồn: STB, ACB

Chúng tôi định giá STB với giá mục tiêu 1 năm là **45.200** đồng/cp theo phương pháp chiết khấu thu nhập thẳng dư. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E và P/B dự phóng 1 năm là **5,1** lần và **1,58** lần.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng tín dụng	15,3%	14,9%	14,0%	13,0%	13,0%	13,0%
NIM	2,8%	3,0%	2,8%	3,2%	4,8%	4,0%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	37,3%	33,3%	32,4%	38,7%	23,5%	26,7%
Tăng trưởng tổng thu nhập	25,3%	18,0%	2,5%	46,0%	37,7%	-2,8%
CIR	63,3%	63,1%	55,1%	40,6%	33,5%	37,8%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,7%	-0,9%	-0,9%	-2,1%	1,2%	-0,4%
LN trước thuế	3.217	3.339	4.400	6.223	29.368	19.383
Tăng trưởng	43,2%	3,8%	31,8%	41,4%	372,0%	-34,0%
LN thuộc về cổ đông	2.050	2.274	3.007	4.265	22.959	14.891
EPS điều chỉnh (VND)	1.088	1.206	1.595	2.262	12.179	7.899
BVPS (VND)	14.185	15.360	18.174	20.436	32.615	40.513
ROA	0,5%	0,5%	0,6%	0,8%	3,8%	2,2%
ROE	8,0%	8,2%	9,5%	11,7%	45,9%	21,6%
P/E (x)	21,2	19,1	14,5	10,2	1,9	2,9
P/B (x)	1,6	1,5	1,3	1,1	0,7	0,6

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Ngày phát hành **2/8/2022**

HOSE: MBB

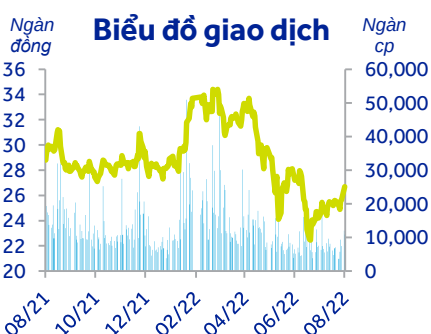
Ngân hàng

Giá mục tiêu (VND) **44.200**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-12,8	-4,0	5,1	-5,9
Tương đối	5,9	-0,9	4,7	1,1

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Viettel	14,0%
SCIC	9,3%
TCT Trực thăng Việt Nam	7,4%
TCT Tân Cảng Sài Gòn	7,1%

Thông kê

02/08/2022

Mã Bloomberg

MBB VN

Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	21.850-34.900
SL lưu hành (triệu cp)	3.778
Vốn hóa (tỷ đồng)	100.503
Vốn hóa (triệu USD)	4.277
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	59,0
KLGD TB 3 tháng (cp)	8.169.076
VND/USD	23.500
VNIndex / HNX	1244,09/296,49

NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI (MBB)

Chúng tôi định giá MBB với giá mục tiêu 1 năm là 44.200 đồng/cp. Việc nhận chuyển giao Oceanbank có thể sẽ khiến chi phí dự phòng của MBB duy trì ở mức cao trong những năm tới. Đợt điều chỉnh mạnh gần đây khiến giá cổ phiếu MBB trở nên hấp dẫn, trên nền KQKD tăng trưởng ổn định.

Lợi nhuận 6T2022 tăng trưởng 49,0% so với cùng kỳ năm trước với động lực đến từ hoạt động tín dụng tăng trưởng mạnh và áp lực trích lập dự phòng giảm xuống.

(Đơn vị: tỷ đồng)	1H2022	1H2021	+/- YoY
Thu nhập lãi thuần	17,355	12,515	38,7%
Thu nhập ngoài lãi	5,500	5,603	-1,8%
Tổng thu nhập	22,855	18,117	26,1%
Chi phí hoạt động	(7,458)	(5,891)	26,6%
Lợi nhuận trước dự phòng	15,397	12,227	25,9%
Chi phí dự phòng	(3,500)	(4,240)	-17,5%
Lợi nhuận trước thuế	11,896	7,986	49,0%

Nguồn: MBB

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận trước thuế năm 2022 của MBB đạt 22.607 tỷ đồng, tăng trưởng 36,8% so với năm trước và cao hơn 11,2% so với mục tiêu của ban lãnh đạo.

Việc nhận chuyển giao Oceanbank mặc dù sẽ giúp MBB được cấp hạn mức tín dụng cao hơn các đối thủ, tuy nhiên, chi phí dự phòng của MBB có thể sẽ phải duy trì ở mức cao, chiếm khoảng 1,6% dư nợ tín dụng mỗi năm trong thời gian tái cơ cấu.

Giá cổ phiếu MBB đã điều chỉnh 25% từ mức 34.000 đồng/cp xuống mức 26.000 đồng/cp kể từ đầu tháng 4/2022 đến nay. Mức điều chỉnh mạnh khiến giá cổ phiếu MBB trở nên hấp dẫn với P/E và P/B dự phóng đến cuối 2022 chỉ là 6,2 lần và 1,3 lần.

Chúng tôi định giá MBB với giá mục tiêu 1 năm là **44.200 đồng/cp** theo phương pháp chiết khấu thu nhập thặng dư. Giá mục tiêu của chúng tôi tương đương với P/E và P/B dự phóng 1 năm là **9,5 lần** và **1,93 lần**.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Tăng trưởng tín dụng	17,5%	18,8%	21,4%	26,1%	22,0%	20,0%
NIM	4,59%	4,94%	4,77%	5,10%	5,29%	5,24%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	25,0%	27,0%	25,9%	29,1%	23,9%	23,8%
Tăng trưởng tổng thu nhập	40,9%	26,2%	11,0%	35,0%	18,6%	19,6%
CIR	44,7%	39,4%	38,6%	33,5%	32,8%	31,8%
Chi phí tín dụng ròng (%)	-0,97%	-1,21%	-1,54%	-1,47%	-1,08%	-1,17%
LN trước thuế	7.767	10.036	10.688	16.527	22.607	26.740
Tăng trưởng	68,3%	29,2%	6,5%	54,6%	36,8%	18,3%
LN thuộc về cổ đông	5.773	7.373	7.714	11.888	16.295	19.273
EPS điều chỉnh (VND)	2.672	3.170	2.782	3.146	4.213	4.983
BVPS (VND)	15.109	16.338	17.275	15.768	20.029	25.012
ROA	1,7%	1,9%	1,7%	2,2%	2,4%	2,4%
ROE	19,0%	20,9%	18,0%	22,1%	23,8%	22,1%
P/E (x)	17,5	13,7	13,1	8,5	6,2	5,2
P/B (x)	3,1	2,7	2,1	1,7	1,3	1,0
Cổ tức mỗi cp (VND)	600	600	-	-	-	-

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Khuyến nghị 24/5/2022

HOSE: TCB

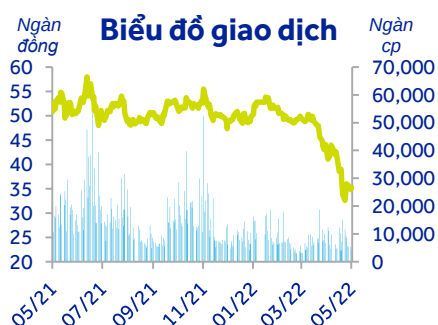
Ngân hàng

Giá mục tiêu (VND) 63.100

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-29,9	-7,7	-0,1	-26,7
Tương đối	-11,2	-4,6	-0,5	-19,7

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCP Tập đoàn MaSan	15,0%
Chủ tịch và người liên quan	13,9%
Khác	71,1%

Thông kê

24/05/2022

Mã Bloomberg	TCB VN
Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	32.550-58.600
SL lưu hành (triệu cp)	3.511
Vốn hóa (tỷ đồng)	123.760
Vốn hóa (triệu USD)	5.306
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	77,1
KLGD TB 3 tháng (cp)	7.517.710
VND/USD	23.325
VNIndex / HNX	1233,38/305,96

NGÂN HÀNG TMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM (TCB)

Chúng tôi định giá TCB với giá mục tiêu 63.100 đồng/cp đối với cổ phiếu TCB. Triển vọng dài hạn của TCB vẫn tích cực, mặc dù những động thái thắt chặt thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Chính phủ có thể tác động tiêu cực đến thu nhập dịch vụ của TCB trong năm nay.

Lợi nhuận trước thuế Q1/22 tăng trưởng 23% so với cùng kỳ nhờ áp lực trích lập dự phòng giảm mạnh

Tín dụng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) đến cuối Q1/22 tăng trưởng 7,9% so với đầu năm và tăng 28,5% so với cùng kỳ. Trong đó, dư nợ trái phiếu doanh nghiệp tăng 22,2% so với đầu năm và tăng 59,3% so với cùng kỳ. Tính đến cuối tháng 4, TCB đã sử dụng hết hạn mức tăng trưởng tín dụng do NHNN cấp (9-10%).

Tổng thu nhập Q1/22 đạt 10.112 tỷ đồng, tăng 13,2% so với cùng kỳ. Tốc độ tăng trưởng chậm lại do hoạt động kinh doanh chứng khoán bị lỗ 314 tỷ đồng so với mức lãi thuần 746 tỷ đồng ở cùng kỳ năm trước. Lợi suất trái phiếu chính phủ tăng ở tất cả các kỳ hạn khiến TCB phải trích lập dự phòng giảm giá đối với các khoản đầu tư trái phiếu chính phủ nói trên.

Các hoạt động kinh doanh chính đều duy trì mức tăng trưởng cao. Thu nhập lãi thuần và thu nhập phí thuần tăng lần lượt 32,5% và 35,3% so với cùng kỳ. NIM quay trở lại mức trước đợt dịch thứ 4 nhờ lợi suất cho vay phục hồi và tỷ lệ CASA tiếp tục ở mức cao là 50,4%.

Chi phí hoạt động tăng 21,3% so với cùng kỳ do TCB tiếp tục chi đầu tư cho nhân viên, marketing, hệ thống công nghệ thông tin và chuyển đổi số. CIR duy trì ở mức 30,7%, tương tự như các quý trước.

Chi phí dự phòng giảm mạnh 74,3% so với cùng kỳ, chỉ ở mức 218 tỷ đồng, đây cũng là mức thấp nhất trong 11 quý gần đây. Áp lực trích lập dự phòng trong Q1/22 không đáng kể nhờ chất lượng tài sản của TCB ở mức tốt. Tỷ lệ nợ xấu đến cuối Q1/22 ở mức 0,67%, tương đương đầu năm. Dư nợ tái cơ cấu do COVID-19 tiếp tục xu hướng giảm, còn ~1.600 tỷ đồng, chiếm 0,44% tổng dư nợ và đã được trích lập dự phòng toàn bộ. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ở mức 161%, đi ngang so với quý trước.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng tín dụng	19,0%	24,0%	26,5%	20,4%	20,0%	20,0%
NIM	4,40%	4,94%	5,76%	5,71%	5,76%	5,83%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	32,3%	30,7%	28,0%	19,1%	19,3%	18,0%
Tăng trưởng tổng thu nhập	14,8%	28,4%	37,1%	9,5%	21,4%	19,2%
CIR	34,7%	31,9%	30,1%	33,3%	33,2%	33,7%
Chi phí tín dụng ròng (%)	0,07%	-0,46%	-0,42%	-0,07%	-0,22%	-0,25%
LN trước thuế	12.838	15.800	23.238	25.717	30.731	36.300
Tăng trưởng	20,4%	23,1%	47,1%	10,7%	19,5%	18,1%
LN thuộc về cổ đông	10.075	12.325	18.052	20.102	24.018	28.388
EPS điều chỉnh (VND)	2.878	3.516	5.142	5.725	6.841	8.086
BVPS (VND)	17.651	21.151	26.259	31.985	38.826	46.912
ROA	2,9%	3,0%	3,6%	3,2%	3,2%	3,1%
ROE	17,8%	18,1%	21,7%	19,7%	19,3%	18,9%
P/E (x)	12,3	10,0	6,9	6,2	5,2	4,4
P/B (x)	2,0	1,7	1,3	1,1	0,9	0,8
Cổ tức mỗi cp (VND)	-	-	-	-	-	-

Cao Việt Hùng, CFA

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 326

hungcv@acbs.com.vn

Ngày phát hành **13/4/2022**

HOSE: VCB

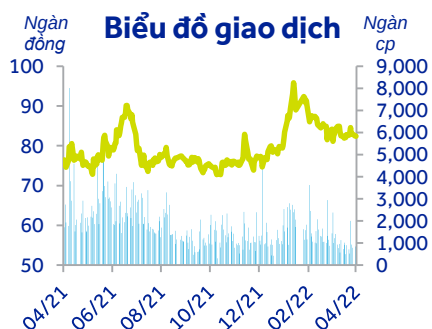
Ngân hàng

Giá mục tiêu (VND) **96.500**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-	-1,8	1,1	5,3
Tương đối	18,7	1,3	0,8	12,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Ngân hàng Nhà nước	74,8%
Mizuho	15,0%
Khác	10,2%

Thông kê

13/4/2022

Mã Bloomberg

VCB VN

Thấp/Cao nhất 52 tuần (VND)	73.276-96.000
SL lưu hành (triệu cp)	4.733
Vốn hóa (tỷ đồng)	389.959
Vốn hóa (triệu USD)	16.940
Room khối ngoại còn lại (%)	6,4
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	25,2
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.485.463
VND/USD	23.020
VNIndex / HNX	1477,20/427,45

NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM (VCB)

Chúng tôi lập lại khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 96.500 đồng/cp đối với VCB. Việc trích lập dự phòng quyết liệt trong năm 2021 sẽ làm giảm áp lực trích thêm dự phòng và hỗ trợ cho tăng trưởng lợi nhuận năm 2022 của VCB.

Lợi nhuận trước thuế năm 2021 tăng trưởng 18,8% nhờ tăng trưởng vững chắc từ tất cả các mảng kinh doanh

Năm 2021, tín dụng (bao gồm trái phiếu doanh nghiệp) tăng trưởng 15,1%. Tín dụng phục hồi mạnh trong Q4/21, tăng 3,1% sau khi chỉ tăng 1,6% trong Q3/21 do ảnh hưởng bởi đợt dịch thứ 4. Trong đó, tín dụng cá nhân tăng trưởng 17,7% và chiếm 47% dư nợ của VCB.

Lãi suất huy động ổn định ở mức thấp trong năm 2021 và CASA tăng lên 35,7% giúp chi phí vốn được giữ ở mức thấp là 2,3%. NIM giảm nhẹ trong nửa cuối năm 2021 do VCB đã giảm lãi vay với số tiền là 4.635 tỷ đồng để hỗ trợ khách hàng trong đợt dịch thứ 4. Tuy vậy, NIM cả năm 2021 của VCB vẫn đạt mức 3,2%, cao nhất trong 10 năm trở lại đây.

Các hoạt động ngoài lãi như dịch vụ, kinh doanh ngoại hối, thu hồi nợ ngoại bằng đều tăng trưởng khả quan. Thu nhập ngoài lãi năm 2021 tăng trưởng 12,1% và chiếm tỷ trọng 25,3% tổng thu nhập.

Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng 15,6%, trong khi chi phí hoạt động chỉ tăng 9,6%, nhờ đó lợi nhuận trước dự phòng tăng trưởng 18,5%.

Chất lượng tài sản vẫn được duy trì ở mức tốt, tỷ lệ nợ xấu ở mức 0,6%, tương đương so với đầu năm. Dư nợ tái cơ cấu do COVID-19 tăng nhẹ so với Q3/21, ở mức 10.500 tỷ đồng, chiếm 1,1% tổng dư nợ. Tuy nhiên, VCB đã trích lập dự phòng cho toàn bộ cho các khoản nợ tái cơ cấu khiến chi phí dự phòng tăng 18,8% và đưa tỷ lệ bao phủ nợ xấu lên mức kỷ lục là 424%.

Lợi nhuận trước thuế cả năm 2021 đạt 27,389 tỷ đồng, tăng 18,8%.

(Đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng tín dụng	16,0%	14,0%	15,1%	15,0%	14,0%	13,0%
NIM	3,13%	2,95%	3,22%	3,25%	3,28%	3,32%
Tỷ lệ thu nhập ngoài lãi	24,4%	26,0%	25,3%	24,6%	24,1%	23,2%
Tăng trưởng	16,4%	7,3%	15,6%	10,2%	14,6%	14,0%
CIR	34,6%	32,7%	31,0%	31,2%	30,2%	29,4%
Chi phí tín dụng ròng	-0,52%	-0,95%	-0,97%	-0,38%	-0,39%	-0,42%
LN trước thuế	23.122	23.050	27.389	36.725	42.783	49.488
Tăng trưởng	26,6%	-0,3%	18,8%	34,1%	16,5%	15,7%
LN thuộc về cổ đông	16.583	16.069	19.119	26.158	30.815	35.644
EPS điều chỉnh (VND)	4.471	4.333	5.155	5.527	6.114	7.072
BVPS (VND)	21.785	25.347	29.397	27.366	35.638	41.511
VCSH / Tổng tài sản	6,6%	7,1%	7,7%	8,1%	9,7%	10,0%
ROA điều chỉnh	1,4%	1,3%	1,4%	1,7%	1,8%	1,8%
ROE điều chỉnh	23,2%	18,4%	18,8%	21,9%	19,9%	18,3%
P/E	23,5	24,3	20,4	14,9	12,7	10,9
P/B	4,8	4,1	3,6	3,0	2,2	1,9
Cổ tức mỗi cp (VND)	600	800	1.200	1.200	1.200	1.200
Tỷ suất cổ tức	0,7%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

9/9/2022

HOSE: DXG

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

33.133

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-31,1	-11,8	22,4	31,6
Tương đối	-12,4	-8,7	22,1	38,6

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Dragon Capital và các bên liên quan	19,9%
Lương Trí Thìn (Chủ tịch)	18,0%

Thông kê

Mã Bloomberg	9/9/22
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	DXG VN
SL lưu hành (triệu cp)	17.200 - 47.450
Vốn hóa (tỷ đồng)	608
Vốn hóa (triệu USD)	15.310
Room khối ngoại còn lại (%)	646
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	20,6
KLGD TB 3 tháng (cp)	75,6
VND/USD	9.318.846
Index: VNIndex / HNX	23.690
	1256,35/284,17

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẤT XANH (DXG VN)

Điều chỉnh giá mục tiêu xuống 33.133 đ/cp do KQKD 6T2022 thấp, việc triển khai dự án bị chậm và những khó khăn trong ngành bất động sản. Dù vậy, Giá cổ phiếu đã điều chỉnh 45% và công ty vẫn đứng đầu về dịch vụ môi giới bất động sản và sở hữu quỹ đất có vị trí tốt tại TP.HCM và các tỉnh lân cận.

Kết quả kinh doanh

DXG công bố KQKD Q2/2022 sụt giảm với doanh thu thuần đạt 1.550 tỷ đồng (-57% n/n) và LNST của cổ đông công ty mẹ là 262 tỷ đồng (-45% n/n), lần lượt thấp hơn 6% và 16% dự phóng của chúng tôi. LNST kém khả quan chủ yếu do lượng căn bàn giao chủ yếu tại các dự án Gem Sky World và St Mortiz thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Do bị ảnh hưởng bởi COVID và hạn chế tín dụng vào ngành bất động sản nên công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 3.342 tỷ đồng (-49% n/n) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 403 tỷ đồng (-51% n/n) trong 6T2022, hoàn thành gần 1/3 kế hoạch.

	Q2/2021	Q2/2022	n/n	6T2021	6T2022	n/n
Chuyển nhượng BĐS	2.511	793	-68%	4.679	1.777	-38%
Dịch vụ môi giới	869	551	-37%	1.601	1.261	-21%
Doanh thu thuần	3.563	1.550	-57%	6.517	3.342	-49%
LNST của cổ đông công ty mẹ	299	262	-45%	830	403	-51%

Nguồn: BCTC soát xét Q2/2022 của DXG.

Giá trị bán hàng 6T2022 đạt ~100 triệu USD, chủ yếu từ dự án Gem Sky World, hiện bán lũy kế ~65% trong tổng số hơn 4.000 căn. DXG đặt mục tiêu bán hàng ~500 triệu USD cho cả năm 2022, trong đó Gem Riverside là ~300 triệu USD. Dự án này vẫn đang chờ giấy phép xây dựng và dự kiến sẽ mở bán vào cuối Q3/2022 hoặc đầu Q4/2022 cùng thời gian DXG giới thiệu thương hiệu mới cho dòng sản phẩm cao cấp. Theo DXG, giá bán dự kiến của Gem Riverside là ~80 triệu đồng/m² với biên lợi nhuận gộp ~50% so với giá bán trước đó là 35-40 triệu đồng/m² được mở bán cách đây 4 năm.

Mặt khác, các dự án Opal Cityview và DXH Parkview tại Bình Dương sẽ được dời từ Q3/2022 sang 2023 và Lux Star tại TP.HCM từ Q4/2022 sang 2023 do những khó khăn trên thị trường bất động sản, cụ thể là thắt chặt tín dụng đối với cả chủ đầu tư và người mua nhà ảnh hưởng đến kế hoạch mở rộng quỹ đất, hoạt động bán hàng, thời gian triển khai và bàn giao dự án.

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	5.814	2.891	10.089	8.010	10.661
Tăng trưởng	25,1%	-50,3%	249,0%	-20,6%	33,1%
EBITDA (tỷ đồng)	2.138	849	2.782	2.289	2.744
Tăng trưởng	15,0%	-60,3%	227,9%	-17,7%	19,9%
LN ròng (tỷ đồng)	1.217	-496	1.157	980	1.135
Tăng trưởng	3,2%	-140,8%	-333,4%	-15,3%	15,8%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.323	-832	1.942	1.571	1.812
Tăng trưởng	2,9%	n/a	n/a	-19,1%	15,3%
ROE	20,3%	-7,5%	15,5%	10,8%	12,0%
ROIC	8,0%	-1,4%	5,6%	4,2%	4,5%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,5	4,7	0,5	1,5	2,7
EV/EBITDA (x)	8,7	22,0	6,7	8,1	6,8
P/E (lần)	10,8	n/a	13,0	16,0	13,9
P/B (lần)	1,4	1,4	1,1	1,1	1,0
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

25/8/2022

HOSE: NVL

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

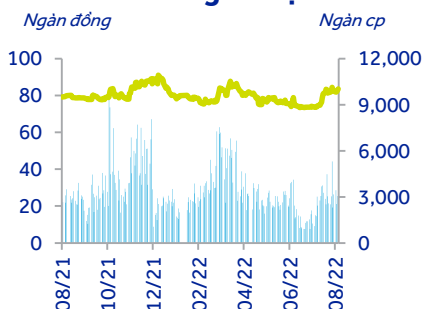
90.403

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-6,6	4,1	11,5	9,8
Tương đối	12,1	7,2	11,1	16,8

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

CTCP Novagroup	32,21%
CTCP Diamond Properties	10,43%
Bùi Thành Nhơn	8,71%

Thông kê

25/8/22

Mã Bloomberg

NVL VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	72.000 - 91.000
SL lưu hành (triệu cp)	1.950
Vốn hóa (tỷ đồng)	161.446
Vốn hóa (triệu USD)	6.853
Room khối ngoại còn lại (%)	43,2
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	34,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	2.510.073
VND/USD	23.560
Index: VNIndex / HNX	1286,68/299,65

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC NOVA (NVL VN)

KQKD 6T2022 bị ảnh hưởng bởi COVID và thắt chặt tín dụng đối với ngành BĐS. Tuy vậy, Novaland là công ty BĐS niêm yết lớn thứ hai với quỹ đất dự kiến gần 10.600ha, khả năng huy động vốn tốt và hưởng lợi từ nhu cầu sở hữu căn nhà thứ hai từ tầng lớp trung lưu tăng nhanh tại Việt Nam. Nâng giá mục tiêu cao hơn là 90.403 đ/cp nhờ bổ sung thêm dự án Marina City, Aqua Marina và Bình Châu Onsen.

Novaland công bố KQKD Q2/2022 không đồng nhất với doanh thu thuần đạt 2.658 tỷ đồng (+5% n/n) và LNST đạt 772 tỷ đồng (-41% n/n). Mặc dù biên lợi nhuận gộp cao hơn (42% so với 34% nhờ tỷ trọng số căn thấp tầng được bàn giao cao hơn so với căn hộ cao tầng) và gần 800 tỷ đồng lợi nhuận tài chính từ việc chuyển nhượng 49,7% cổ phần của CTCP Đầu tư Nova SQN nhưng LNST vẫn giảm do trong Q2/2021 ghi nhận 1.670 tỷ đồng thặng dư từ đánh giá lại các khoản đầu tư.

Trong 6 tháng đầu năm 2022, NVL ghi nhận doanh thu thuần đạt 4.614 tỷ đồng (-35% n/n) và LNST đạt 1.818 tỷ đồng (-10% n/n), lần lượt hoàn thành 13% và 28% kế hoạch. Do dịch COVID lan rộng và một số ngân hàng đã chạm hạn mức tín dụng cho vay bất động sản trong Q2/2022 nên số lượng bàn giao trong 6T2022 thấp hơn 6T2021 (600 căn so với 941 căn), chủ yếu tại Novaworld Phan Thiết, NovaWorld Hồ Tràm, Aqua City và NovaHills Mũi Né.

	Q2/2021	Q2/2022	Thay đổi	6T2021	6T2022	Thay đổi
Doanh thu thuần	2.544	2.658	5%	7.050	4.614	-35%
Lợi nhuận gộp	858	1.128	31%	2.575	1.847	-28%
Doanh thu tài chính	1.334	1.651	24%	1.906	2.532	33%
Chi phí tài chính	1.829	1.152	-37%	2.283	2.063	-10%
Lợi nhuận sau thuế	1.313	772	-41%	2.014	1.818	-10%

Nguồn: BCTC chưa soát xét Q2/2022 của NVL.

Phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng tại Việt Nam có dấu hiệu phục hồi vào nửa đầu 2022, ngoại trừ sản phẩm condotel mà NVL hiện không phát triển. Theo DKRA, có 2.776 biệt thự (+45% n/n), 5.145 nhà phố/shophouse (+230% n/n) và 1.591 căn condotel (-30% n/n) được mở bán trong 6T2022 với tỷ lệ hấp thụ lần lượt là 75% (+40 điểm % n/n), 75% (+2 điểm % n/n) và 59% (+12 điểm % n/n).

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	10.931	5.026	14.903	20.089	34.482
Tăng trưởng	-28,5%	-54,0%	196,5%	34,8%	71,6%
EBITDA (tỷ đồng)	-1.091	1.115	2.251	2.277	4.779
Tăng trưởng	-124,2%	-202,2%	101,9%	1,2%	109,9%
NPATMI (tỷ đồng)	3.431	3.919	3.225	5.153	7.211
Tăng trưởng	6,4%	14,2%	-17,7%	59,8%	39,9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.167	2.420	1.819	2.525	3.450
Tăng trưởng	4,2%	11,7%	-24,8%	38,8%	38,6%
ROE	16,2%	16,2%	11,3%	14,8%	18,1%
ROIC	5,1%	3,5%	1,9%	2,5%	3,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-25,4	32,8	18,9	22,6	12,4
EV/EBITDA (x)	-196,1	191,8	95,0	93,9	44,8
P/E (lần)	23,4	20,8	46,0	31,5	22,6
P/B (lần)	3,6	3,2	4,6	4,1	3,6
Cổ tức (đồng)	-	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	-	-

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

10/8/2022

HOSE: KDH

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

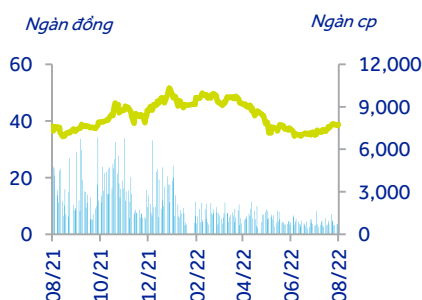
52.359

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-27,4	-12,7	-4,6	-12,7
Tương đối	-8,7	-9,6	-5,0	-5,6

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Dragon Capital 7,2%

Thông kê

Mã Bloomberg	KDH VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	33.909 - 52.273
SL lưu hành (triệu cp)	717
Vốn hóa (tỷ đồng)	27.777
Vốn hóa (triệu USD)	1.180
Room khối ngoại còn lại (%)	17,9
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	85,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	934.336
VND/USD	23.530
Index: VNIndex / HNX	1257,26/303,54

CTCP ĐẦU TƯ & KINH DOANH NHÀ KHANG ĐIỀN (KDH VN)

KDH là công ty BĐS có tiếng trong phân khúc trung và cao cấp với tình hình tài chính tốt, pháp lý dự án minh bạch, thiết kế đẹp và bàn giao đúng hạn. Lắp lại khuyến nghị Mua với giá mục tiêu thấp hơn là 52.359 đ/cp do việc triển khai một số dự án chậm hơn dự kiến.

Kết quả kinh doanh

KDH công bố KQKD Q2/2022 khả quan với doanh thu thuần đạt 733 tỷ đồng (-34% n/n) và LNST đạt 326 tỷ đồng (+23% n/n), tương ứng 91% và 112% dự phóng của chúng tôi. Kết quả này chủ yếu nhờ việc bàn giao 40 biệt thự tại dự án cao cấp Classia có biên lợi nhuận gộp rất cao là 68% so với 38% trong Q2/2021 do dự án này được mua từ lâu với giá vốn thấp trong khi giá bán cao hơn nhiều so với các dự án khác mà KDH đã phát triển.

Trong nửa đầu 2022, KDH đạt doanh thu thuần 875 tỷ đồng (-55% n/n) và LNST đạt 625 tỷ đồng (+32% n/n), lần lượt hoàn thành 22% và 48% kế hoạch. Kết quả này chủ yếu nhờ: (1) biên lợi nhuận gộp cao hơn (65% so với 43%) và (2) 269 tỷ đồng thặng dư từ đánh giá lại khoản đầu tư khi mua lại 60% CTCP Đầu tư Bất động sản Phước Nguyên – công ty sở hữu dự án Đoàn Nguyên rộng 6ha tại phường Phú Hữu, TP. Thủ Đức. Dự án này làm tăng số dư hàng tồn kho thêm 3.181 tỷ đồng.

Đơn vị: tỷ đồng	Q2/2021	Q2/2022	n/n	6T2021	6T2022	n/n
Doanh thu thuần	1.112	733	-34%	1.948	875	-55%
Lợi nhuận gộp	426	498	+17%	830	575	-44%
LNST	265	326	+23%	473	625	+32%

Nguồn: BCTC Q2/2022 chưa soát xét của KDH

Huy động vốn

KDH có kế hoạch phát hành ra công chúng 2.000 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp thời hạn 36 tháng, không chuyển đổi, không có tài sản đảm bảo và không kèm chứng quyền với lãi suất cố định 9-10% trong Q2/2022 để giải phóng mặt bằng khu đô thị Tân Tạo và triển khai dự án Classia và Privia. Tuy nhiên, kế hoạch này bị hoãn do công ty đã vay ~2.000 tỷ đồng từ OCB với lãi suất 11-11,17%/năm trong 6T2022.

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	2.813	4.532	3.738	3.480	3.883
Tăng trưởng (%)	-3,5%	61,1%	-17,5%	-6,9%	11,6%
EBITDA (tỷ đồng)	1.232	1.558	1.418	1.729	1.848
Tăng trưởng (%)	24,5%	26,4%	-9,0%	22,0%	6,9%
LN ròng (tỷ đồng)	915	1.153	1.202	1.532	1.612
Tăng trưởng LN (%)	13,3%	26,0%	4,3%	27,4%	5,2%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1.463	1.873	1.790	2.141	2.136
Tăng trưởng (%)	9,8%	28,0%	-4,4%	31,6%	-0,3%
ROE (%)	12,6%	14,6%	13,1%	14,0%	12,8%
ROIC (%)	7,6%	8,3%	8,5%	9,3%	8,2%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,3	0,0	0,8	2,2	2,5
EV/EBITDA (x)	19,9	16,0	18,4	18,3	17,5
P/E (lần)	26,5	20,7	21,6	18,1	18,1
P/B (lần)	2,8	2,7	2,4	2,4	2,1
Cổ tức (đồng)	500	-	-	-	-
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Phạm Thái Thanh Trú

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Phân Tích

Ngày phát hành

27/6/2022

HOSE: SIP

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

178.369

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-8,2	-9,6	24,4	-8,1
Tương đối	10,5	-6,5	24,1	-1,1

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

CTCP ĐTPT Đô thị An Lộc	19,5%
Trần Mạnh Hùng (Chủ tịch)	9,9%
CTCP KCN Nam Tân Uyên	8,9%
Lư Thanh Nhã (CEO)	7,4%

Thông kê

27/06/22

Mã Bloomberg

SIP VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND)

90.600 –
180.000

SL lưu hành (triệu cp)

93

Vốn hóa (tỷ đồng)

9.755

Vốn hóa (triệu USD)

417

Room khối ngoại còn lại (%)

48,8

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)

59,6

KLGD TB 3 tháng (cp)

35.272

VND/USD

23.390

Index: VNIndex / HNX

1202,82/280,42

CTCP ĐẦU TƯ SÀI GÒN VRG (SIP VN)

Công ty BĐS công nghiệp với doanh thu đặc biệt từ phân phối điện, nước và tình hình tài chính tốt. Giá mục tiêu 178.369 đ/cp với kế hoạch chuyển niêm yết từ UpCOM sang HOSE.

SIP là một trong những công ty phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết lớn nhất miền Nam với tổng diện tích đất công nghiệp gần 3.200ha. Công ty hiện có 4 KCN và 4 khu đô thị liền kề các KCN tại TP.HCM, Đồng Nai và Tây Ninh. SIP khác với các công ty BĐS niêm yết khác vì là công ty duy nhất có thể phân phối điện, nước trực tiếp cho khách thuê với doanh thu chiếm ~80% tổng doanh thu. Do đó, hoạt động kinh doanh của SIP ổn định hơn và ít bị ảnh hưởng bởi biến động dòng vốn đầu tư vào các KCN so với các chủ đầu tư khác. SIP có kế hoạch chuyển từ UpCOM sang HOSE trong năm nay.

Mặc dù bị ảnh hưởng bởi COVID-19 nhưng SIP vẫn có tốc độ CAGR giai đoạn 2016-2021 là 25% đối với doanh thu thuần, đạt 5.578 tỷ đồng năm 2021 và 42% đối với LNST của cổ đông công ty mẹ, đạt 833 tỷ đồng. Kết quả tích cực này chủ yếu nhờ mức tiêu thụ điện, nước của khách thuê tăng mạnh, doanh thu tài chính tăng ~7 lần chủ yếu đến từ lãi tiền gửi và lãi cho vay và nhu cầu thuê đất công nghiệp cao.

Trong 5 năm qua, SIP duy trì số dư nợ rất thấp và không sử dụng nợ vay dài hạn trong năm 2019-2020. Tại ngày 31/3/2022, SIP có số dư nợ vay là 867 tỷ đồng, trong đó 861 tỷ đồng là vay ngắn hạn và hơn 5.000 tỷ đồng tiền và tương đương tiền, chiếm gần 1/3 tổng tài sản để dành phát triển các dự án KCN mới. Tỷ lệ Nợ ròng/VCSH là -119,5% tại ngày 31/3/2022. Công ty duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt 1.800-2.800 đ/cp trong 4 năm qua và dự kiến trả cổ tức tối thiểu 2.000 đ/cp trong năm nay.

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2022 đạt 6.519 tỷ đồng (+17% n/n) và LNST là 1.033 tỷ đồng (+14% n/n), tương ứng 125% và 155% kế hoạch, do SIP luôn vượt kế hoạch doanh thu/lợi nhuận 45-366% trong 3 năm qua. Sử dụng phương pháp NAV, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 178.369 đ/cp vào cuối 2022 và khuyến nghị MUA dựa trên các yếu tố là triển vọng thị trường BĐS công nghiệp khả quan, tình hình tài chính công ty tốt, thu nhập ổn định từ phân phối điện, nước, đội ngũ quản lý tốt và trả cổ tức tiền mặt ổn định. Mỗi quan tâm chính của chúng tôi đối với cổ phiếu này là thanh khoản cổ phiếu thấp và sở hữu chéo giữa SIP với các công ty thành viên của Tập đoàn Cao su Việt Nam.

	2018	2019	2020	2021	2022E
DT Thuần (tỷ đồng)	3.239	4.340	5.083	5.578	6.519
Tăng trưởng (%)	25,7%	34,0%	17,1%	9,7%	16,9%
EBITDA (tỷ đồng)	362	606	936	955	1.142
Tăng trưởng (%)	44,0%	67,5%	54,3%	2,1%	19,5%
LN ròng (tỷ đồng)	219	595	1.026	833	1.008
Tăng trưởng LN (%)	33,9%	172,2%	72,4%	-18,8%	21,0%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1.937	6.516	11.232	8.992	10.666
Tăng trưởng (%)	27,0%	236,3%	72,4%	-19,9%	18,6%
ROE (%)	18,1%	36,5%	43,9%	27,4%	27,5%
ROIC (%)	1,7%	3,1%	4,2%	3,5%	4,1%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-9,4	-7,4	-4,1	-4,2	-4,0
EV/EBITDA (x)	11,0	6,6	4,3	4,2	3,5
P/E (lần)	53,4	15,9	9,2	11,5	9,7
P/B (lần)	5,2	3,8	3,0	3,0	2,4
Cổ tức (đồng)	1.800	1.900	2.000	2.800	3.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	1,7%	1,8%	1,9%	2,7%	2,9%

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

8/6/2022

HOSE: KBC

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

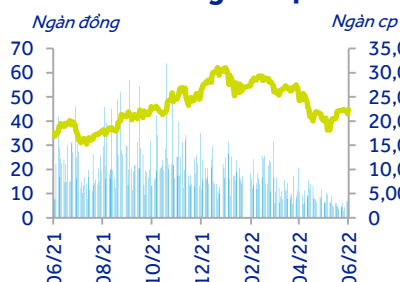
69.998

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-38,8	-21,6	-6,3	-6,3
Tương đối	-20,1	-18,4	-6,7	0,7

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Đặng Thành Tâm (Chủ tịch)	14,96%
CTCP Tư vấn & Đầu tư Phát triển Kinh Bắc	7,94%
CTCP Đầu tư Vinatex-Tân Tạo	4,47%

Thông kê

Mã Bloomberg	8/6/22
Mã Bloomberg	KBC VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	29.950 - 62.900
SL lưu hành (triệu cp)	576
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.022
Vốn hóa (triệu USD)	1.115
Room khối ngoại còn lại (%)	30,5
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	64,2
KLGD TB 3 tháng (cp)	4.629.103
VND/USD	23.330
Index: VNIndex / HNX	1308,70/312,06

TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP (KBC VN)

Điều chỉnh dự phóng 2022 do kết quả kinh doanh Q1/2022 thấp và những khó khăn của ngành bất động sản. Giá mục tiêu thấp hơn là 69.998

Kết quả kinh doanh Q1/2022 của Kinh Bắc thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi với doanh thu thuần gần 700 tỷ đồng (-65% n/n) và LNST đạt 523 tỷ đồng (-27% n/n) do sự lây lan COVID-19 ảnh hưởng đến việc bàn giao dự án (gần 9ha tại KCN Tân Phú Trung và 3,6ha tại Khu đô thị Trảng Duệ so với 66,5ha tại các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Quang Châu, Trảng Duệ, Tân Phú Trung và 1,3ha tại Khu đô thị Trảng Duệ được bàn giao trong Q1/2021). Biên lợi nhuận gộp giảm 16 điểm % so với cùng kỳ năm ngoái xuống 40% do biên lợi nhuận gộp của KCN Tân Phú Trung thấp. LNST giảm ít hơn doanh thu nhờ gần 500 tỷ đồng lợi nhuận từ đánh giá lại khoản đầu tư vào CTCP Khu công nghiệp Sài Gòn Nhơn Hội khi tăng tỷ lệ sở hữu từ 10% lên 35,35%. Công ty mới hoàn thành 7% kế hoạch doanh thu và 12% kế hoạch lợi nhuận.

	Q1/2021	Q1/2022	Thay đổi
Doanh thu thuần	2.002	692	-65%
Lợi nhuận gộp	1.123	279	-75%
Doanh thu tài chính	42	70	+67%
Chi phí tài chính	94	145	+53%
Chi phí BH và QLDN	187	144	-23%
Thu nhập khác	1	499	78295%
LNST	715	523	-27%

Nguồn: BCTC Q1/2022 của KBC.

Do kết quả Q1/2022 thấp và những khó khăn trong ngành bất động sản (cụ thể là chính phủ tăng cường kiểm soát và thanh tra việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp và cấp tín dụng) đã ảnh hưởng đến việc phát triển và bàn giao các dự án nên chúng tôi điều chỉnh doanh thu năm 2022 giảm 38% xuống 8.858 tỷ đồng (+109% n/n) và LNST giảm 26% xuống 3.733 tỷ đồng (+291% n/n), tương đương 90% và 83% kế hoạch. Chúng tôi lưu ý rằng kế hoạch phát hành trái phiếu 2.400 tỷ đồng của KBC có thể bị chậm trễ do chính phủ đang thanh tra một số đợt phát hành trái phiếu trước đây của một số công ty bất động sản và có thể ảnh hưởng đến tiến độ giải phóng mặt bằng, mở rộng quỹ đất, v.v.

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	3.210	2.151	4.246	8.858	11.060
Tăng trưởng	28,8%	-33,0%	97,4%	108,6%	24,9%
EBITDA (tỷ đồng)	1.586	455	1.924	5.002	6.819
Tăng trưởng	32,0%	-71,3%	322,8%	160,0%	36,3%
NPATMI (tỷ đồng)	898	224	782	3.428	4.237
Tăng trưởng	19,1%	-75,1%	249,1%	338,3%	23,6%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1.955	477	1.586	4.189	4.617
Tăng trưởng	23,1%	-75,6%	232,5%	164,1%	10,2%
ROE	9,7%	2,3%	6,6%	18,4%	16,7%
ROIC	6,1%	1,7%	3,8%	10,8%	11,3%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,8	6,1	1,3	0,0	0,2
EV/EBITDA (x)	27,1	94,4	22,3	8,6	6,3
P/E (lần)	22,8	93,3	28,1	10,6	9,6
P/B (lần)	2,2	2,2	1,8	1,7	1,5
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

2/8/2022

HOSE: VHM

Bắt động sản

Giá mục tiêu (VND)

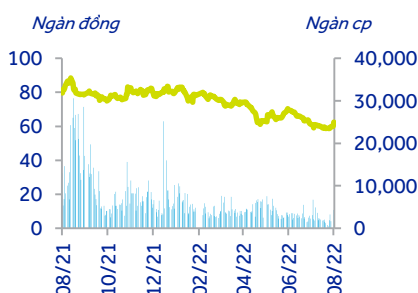
91.486

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-26,7	-2,8	-9,7	-23,5
Tương đối	-8,0	0,4	-10,0	-16,4

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

CTCP Vingroup	69,34%
Government of Singapore (GIC)	5,01%

Thông kê

Mã Bloomberg	2/8/22
	VHM VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	58.300 – 93.769
SL lưu hành (triệu cp)	4.354
Vốn hóa (tỷ đồng)	270.842
Vốn hóa (triệu USD)	11.525
Room khối ngoại còn lại (%)	26,8
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	23,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	3.096.602
VND/USD	23.500
Index: VNIndex / HNX	1242,58/297,29

CÔNG TY CỔ PHẦN VINHOMES (VHM VN)

Điều chỉnh giá mục tiêu giảm 7% xuống 91.486 đ/cp và dự phóng 2022 KQKD 6T2022 thấp nhưng kết quả bán hàng khả quan

VHM công bố KQKD Q2/2022 với doanh thu thuần đạt 4.530 tỷ đồng (-84% n/n) và LNST đạt 622 tỷ đồng (-94% n/n), thấp hơn nhiều so với dự phóng của chúng tôi. Mặc dù doanh thu tài chính tăng hơn 2 lần lên 1.210 tỷ đồng và chi phí tài chính giảm 9% n/n xuống 709 tỷ đồng nhưng KQKD suy giảm chủ yếu do:

- (1) Số lượng căn bàn giao thấp hơn (~730 căn so với ~11.400 căn),
- (2) Biên lợi nhuận gộp thấp hơn (31% so với 52%) do tỷ trọng căn hộ thấp tầng được bàn giao thấp hơn căn hộ, và
- (3) Thuế suất thực tế cao hơn (51% so với 21%).

Trong 6 tháng đầu năm 2022, VHM ghi nhận doanh thu thuần đạt 13.453 tỷ đồng (-67% n/n) và LNST đạt 5.347 tỷ đồng (-67% n/n), mới hoàn thành 18% kế hoạch.

Đơn vị: tỷ đồng	Q2/2021	Q2/2022	n/n	6T2021	6T2022	n/n
Doanh thu thuần	28.015	4.530	-84%	41.002	13.453	-67%
Lợi nhuận gộp	14.449	1.391	-90%	20.661	5.257	-75%
Doanh thu tài chính	551	1.210	119%	2.858	5.039	76%
Chi phí tài chính	778	709	-9%	1.139	1.186	-3%
Lợi nhuận sau thuế	10.572	622	-94%	16.050	5.347	-67%

Nguồn: BCTC chưa soát xét Q2/2022 của VHM.

Mặt khác, hoạt động bán hàng trong Q2/2022 ghi nhận kết quả khả quan với 7.900 căn bán lẻ (-44% n/n) và giá trị hợp đồng đạt ~76.000 tỷ đồng (+250% n/n), chủ yếu nhờ:

- (1) Mở bán thành công Vinhomes Ocean Park 2 - The Empire với doanh thu bán lẻ ~49.000 tỷ đồng tương đương 2,1 tỷ USD,
- (2) 4.500 căn tại 3 block mới của tiểu khu Oasis và The Tropical - The Beverly Solari tại Vinhomes Grand Park mở bán trong tháng 5 được hấp thụ hết.

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	51.627	71.547	84.986	70.032	92.220
Tăng trưởng	33,5%	38,6%	18,8%	-17,6%	31,7%
EBITDA (tỷ đồng)	23.570	21.604	43.490	31.062	38.429
Tăng trưởng	199,2%	-8,3%	101,3%	-28,6%	23,7%
NPATMI (tỷ đồng)	21.746	27.351	38.825	28.370	32.250
Tăng trưởng	52,2%	25,8%	41,9%	-26,9%	13,7%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5.002	6.396	9.015	6.515	7.406
Tăng trưởng	44,4%	27,9%	40,9%	-27,7%	13,7%
ROE	43,8%	38,6%	36,9%	21,2%	20,9%
ROIC	13,7%	13,5%	17,7%	11,0%	10,5%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,5	0,4	0,2	0,7	0,9
EV/EBITDA (x)	11,5	12,5	6,2	8,7	7,0
P/E (lần)	12,5	9,8	6,9	9,6	8,4
P/B (lần)	3,7	2,4	2,2	1,9	1,6
Cổ tức (đồng)	0	1.500	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	2,4%	3,2%	3,2%	3,2%

Phạm Thái Thanh Trú

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucltt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

5/5/2022

HOSE: NLG

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

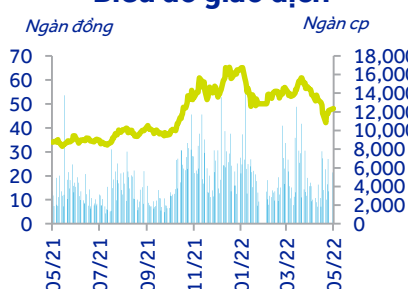
56.597

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-42,6	-10,0	-1,3	1,2
Tương đối	-23,9	-6,9	-1,6	8,2

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Xuân Quang (Chủ tịch)	11,6%
Ibworth Pte Ltd	10,0%
CTCP Đầu tư Thái Bình	6,2%

Thông kê

Mã Bloomberg	5/5/22 NLG VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	31.843 – 67.400
SL lưu hành (triệu cp)	383
Vốn hóa (tỷ đồng)	18.400
Vốn hóa (triệu USD)	797
Room khối ngoại còn lại (%)	15,8
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	59,9
KLGD TB 3 tháng (cp)	4.578.790
VND/USD	23.090
Index: VNIndex / HNX	1360,68/358,75

CTCP ĐẦU TƯ NAM LONG (NLG VN)

Lợi nhuận Q1 giảm mạnh do chưa ghi nhận giao dịch chuyển nhượng dự án nhưng triển vọng cả năm vẫn không thay đổi. Nâng khuyến nghị lên Mua với giá mục tiêu không đổi là 56.600 do giá cổ phiếu giảm.

Nam Long công bố KQKD Q1/2022 không đồng nhất với doanh thu thuần tăng 149% n/n, đạt 587 tỷ đồng nhưng LNST giảm 91% n/n, đạt 33 tỷ đồng. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu nhờ bàn giao nhiều sản phẩm hơn (163 căn so với 106 căn) và hợp nhất dự án Southgate từ Q3/2021 sau khi tăng tỷ lệ biểu quyết từ 50% lên 65%. Lợi nhuận giảm chủ yếu do trong Q1/2021 ghi nhận thẳng dư từ việc định giá lại tài sản 423 tỷ đồng khi hợp nhất dự án Izumi nhờ tăng tỷ lệ sở hữu từ 35,1% lên 65,1%. Biên lợi nhuận gộp tăng 26 điểm % n/n lên 42,6% chủ yếu nhờ hợp nhất dự án Southgate chủ yếu bao gồm các căn thấp tầng.

Kết quả Q1/2022 tương đương 8% và 2% kế hoạch doanh thu và LNST của công ty và thấp hơn ước tính của chúng tôi chủ yếu do chưa ghi nhận ~350 tỷ đồng lợi nhuận từ chuyển nhượng 50% Paragon Đại Phước và việc bàn giao dự án chậm hơn dự kiến.

Đơn vị: tỷ đồng	Q1/2021	Q1/2022	Tăng trưởng n/n
Doanh thu thuần	236	587	+149%
Biên lợi nhuận gộp	17,0%	42,6%	+26 điểm %
Doanh thu tài chính	8	23	+201%
Chi phí tài chính	21	39	+83%
Chi phí bán hàng và QLDN	138	194	+41%
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	32	0	-100%
Doanh thu khác	429	6	-99%
Lợi nhuận sau thuế	366	33	-91%

Nguồn: BCTC Q1/2022 của NLG.

Tình hình bán hàng trong Q1/2022 đạt kết quả khả quan và tăng trưởng hơn 50% n/n với 579 căn được bán ra với giá trị hợp đồng 2.774 tỷ đồng. Trong đó, dự án Akari bán tốt nhất với 430 căn được bán ra tương đương giá trị 1.400 tỷ đồng nhờ mở bán 500 căn

	2018	2019	2020	2021	2022E
DT Thuần (tỷ đồng)	3.480	2.546	2.217	5.206	6.266
Tăng trưởng	10,1%	-26,8%	-12,9%	134,8%	20,4%
EBITDA (tỷ đồng)	1.040	789	401	902	1.325
Tăng trưởng	16,6%	-24,2%	-49,2%	125,1%	46,8%
NPATMI (tỷ đồng)	763	961	835	1.071	1.236
Tăng trưởng	42,7%	25,8%	-13,1%	28,3%	15,4%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.680	3.146	2.778	3.011	3.071
Tăng trưởng	28,3%	17,4%	-11,7%	8,4%	2,0%
ROE	15,8%	18,0%	11,5%	11,6%	12,5%
ROIC	8,1%	9,0%	6,8%	6,0%	5,4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-1,1	-1,4	3,4	-0,3	-0,9
EV/EBITDA (x)	17,4	23,0	45,3	20,1	13,7
P/E (lần)	17,9	15,3	17,3	16,0	15,6
P/B (lần)	2,4	2,3	2,4	2,1	1,9
Cổ tức (đồng)	489	957	891	1.178	1.000
Suất sinh lợi cổ tức	1,0%	2,0%	1,9%	2,5%	2,1%

Phan Việt Hưng

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 354

hungpv@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

14/9/2022

HOSE: GAS

Phân phối khí đốt tự nhiên

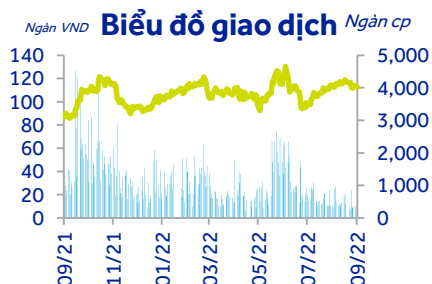
Giá mục tiêu (VND)

119.000

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	15,4	-2,2	-10,9	23,2
Tương đối	34,1	0,9	-11,2	30,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

PVN 95,76%

Thông kê

14/09/22

Mã Bloomberg

GAS VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	86,300 - 134,000
SL lưu hành (triệu cp)	1,914
Vốn hóa (tỷ đồng)	217,999
Vốn hóa (triệu USD)	9,397
Room khối ngoại còn lại (%)	46.0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	4.2
KLGD TB 3 tháng (cp)	775,955
VND/USD	23,700
Index: VNIndex / HNX	1247.26/280

Tổng Công Ty Khí Việt Nam (GAS)

KQKD 6T2022 và triển vọng sắp tới

GAS ghi nhận KQKD hợp nhất Q2/2022 với doanh thu đạt VND27.553 tỷ (+21,8% n/n) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ tăng mạnh lên mức VND5,086 tỷ (+124,8% n/n). Mặc dù sản lượng bán ra thay đổi không đáng kể, giá dầu Brent trung bình Quý 2 tăng mạnh 65% n/n đã hỗ trợ tích cực cho giá khí bán ra cũng như doanh thu của GAS. Lý giải điều này, giá khí bán ra của GAS được neo theo giá dầu FO, trong khi giá FO có mối tương quan cao với giá dầu Brent. Biên lợi nhuận của GAS cũng nhờ đó mà tăng lên mức 25% cao hơn mức 16,6% cùng kỳ năm trước. Với kết quả này, GAS ghi nhận doanh thu 6T2022 VND54.342 tỷ (+34,9% n/n) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt VND8.515 tỷ (+98% n/n); hoàn thành tương đương 68% và 121% kế hoạch cả năm của GAS.

Về triển vọng 6 tháng cuối 2022 và các năm tiếp theo, có các ưu/nhược điểm cần được xem xét sau:

+ Giá dầu Brent dự kiến sẽ hạ nhiệt nhưng duy trì ở mức cao 85-95USD/thùng trong 6 tháng cuối năm GAS khi mà cuộc chiến Nga-Ukraine chưa chấm dứt cùng các biện pháp trừng phạt xuất khẩu dầu khí của Nga => vẫn hỗ trợ tích cực cho giá khí bán ra của GAS

+ Kho chứa LNG Thị Vải (GD1) dự kiến vận hành từ 2023: cung cấp 1.4 tỷ m³ khí/ năm và sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận của GAS từ giữa 2023 do mới đi vào hoạt động

- Tuy nhiên, giá khí LNG thế giới đang tăng mạnh sẽ tác động đến tốc độ nhập khẩu LNG cũng như việc triển khai xây dựng các nhà máy điện khí LNG có thể gặp nhiều khó khăn trong việc đàm phán hợp đồng mua bán điện.

- Nguồn cung khí giá rẻ giảm dần cùng với sự tham gia của các nguồn cung năng lượng tái tạo sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh của các nhà máy nhiệt điện khí trên thị trường bán điện cạnh tranh.

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent trung bình ở mức USD93/thùng cũng như dự phóng KQKD 2022 của GAS với doanh thu đạt VND102.644 tỷ (+30% n/n) và LNST của cổ đông công ty mẹ VND13,595 tỷ (+56,7% n/n). Cùng với những rủi ro về giá dầu cũng như lo ngại về lạm phát và suy thoái kinh tế toàn cầu, chúng định giá GAS với giá mục tiêu là 119.000 đồng cho năm 2022.

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
DT Thuần (tỷ đồng)	75,612	75,005	64,135	78,992	102,644	101,003
Tăng trưởng (%)	17%	-1%	-14%	23%	30%	-2%
EBITDA (tỷ đồng)	16,553	16,340	11,248	13,447	20,049	16,975
Biên EBITDA (%)	22%	22%	18%	17%	20%	17%
LN ròng (tỷ đồng)	11,454	11,902	7,855	8,673	13,596	11,477
Tăng trưởng LN (%)	18%	4%	-34%	10%	57%	-16%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5,823	6,051	3,993	4,409	6,912	5,834
Tăng trưởng (%)	18%	4%	-34%	10%	57%	-16%
ROE (%)	26%	25%	16%	17%	24%	18%
ROIC (%)	18%	18%	11%	12%	16%	13%
Nợ ròng/EBITDA (x)	-1.4	-1.6	-2.1	-1.6	-1.5	-2.0
PER (lần)	19.2	18.5	28.0	25.4	16.2	19.2
EV/EBITDA (x)	11.9	12.0	17.5	14.6	9.8	11.6
PBR (lần)	4.6	4.3	4.3	4.1	3.5	3.2
DPS (đồng)	4,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4%	3%	3%	3%	3%	3%

Huỳnh Anh Huy

huyha@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

10/6/2022

HOSE: HPG

Sản xuất thép

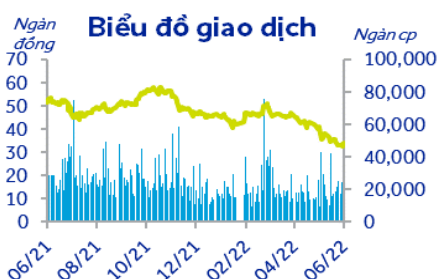
Giá mục tiêu (VND)

54,870

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-35,5	-6,3	-1,9	-40,7
Tương đối	-16,8	-3,2	-2,3	-33,7

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Ông Trần Đình Long	25.35%
Bà Vũ Thị Hiền (Chair's wife)	7.34%
Dragon Capital	4.95%
VOF Investment Limited	3.76%

Thông kê 10/06/22

Mã Bloomberg	HPG VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	32,650 - 58,400
SL lưu hành (triệu cp)	4,473
Vốn hóa (tỷ đồng)	151,856
Vốn hóa (triệu USD)	6,575
Room khối ngoại còn lại (%)	28.1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	54.3
KLGD TB 3 tháng (cp)	20,039,070
VND/USD	23,095
Index: VNIndex / HNX	1299.08/310.69

TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG VN)

Triển vọng trong dài hạn của HPG vẫn khả quan khi việc mở rộng nhà máy Dung Quất đã được tiến hành, tuy nhiên kết quả kinh doanh của công ty trong năm nay sẽ không thể xuất sắc như năm trước khi gặp áp lực lớn về biên lợi nhuận và công ty cũng gần chạm đến mức giới hạn về công suất. Chúng tôi định giá HPG với mức giá mục tiêu 54,870 đồng/cp cho thời điểm cuối năm 2022.

Trong tháng 5 năm 2022, tổng sản lượng thép thô của Hòa Phát đạt 780,000 tấn, tăng 16% so với cùng kỳ. Trong khi tổng lượng bán hàng đạt 660,000 tấn, tăng 10% so với cùng kỳ. Sản lượng bán hàng thép xây dựng trong tháng 5 đạt 393,000 tấn, tăng 21% so với cùng kỳ khi thời điểm tháng 5 năm 2022 là giai đoạn thấp điểm do việc giãn cách xã hội diễn ra trong giai đoạn này. Hoạt động xuất khẩu cũng đóng góp vào kết quả kinh doanh khả quan khi công ty đã xuất khẩu 167,000 tấn sản phẩm trong tháng 5, tăng gấp đôi so với cùng kỳ.

Trong 5 tháng đầu năm, Hòa Phát đã sản xuất 3.6 triệu tấn thép thô (+10% n/n), trong khi sản lượng bán hàng ghi nhận đạt 3.4 triệu tấn (+5% n/n). Thép xây dựng vẫn là sản phẩm chính của công ty, đóng góp 2 triệu tấn vào tổng lượng bán hàng (+26% n/n), trong đó 631,000 tấn thép xây dựng từ mảng xuất khẩu (+100% n/n). Sản lượng bán hàng của thép HRC cũng đạt 1.2 triệu tấn, tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ năm 2021.

Sản lượng 5 tháng Hòa Phát	5T.2021	5T.2022	Growth
Tổng sản lượng thô (triệu tấn)	3.27	3.60	10%
Tổng lượng bán hàng (triệu tấn)	3.23	3.40	5%
Bán hàng thép xây dựng	1.59	2.00	25.7%
Bán hàng thép HRC	1.10	1.20	9.1%

Nguồn: Hòa Phát

Triển vọng của công ty trong giai đoạn còn lại của năm 2022 có thể không được hấp dẫn như năm 2021 do tăng trưởng của Hòa Phát đang bị giới hạn bởi công suất. Giá than cao cũng đang đặt áp lực lên biên lợi nhuận của công ty khi nhu cầu than thế giới đang ở mức khá cao. Đợt bùng phát COVID gần đây đã đặt Trung Quốc vào tình trạng phong tỏa kéo dài, dẫn đến sự sụt giảm trong nhu cầu thép toàn cầu, và là tác nhân ngăn cản giá thép tăng theo nhịp tăng của giá nguyên liệu, làm sụt giảm biên lợi nhuận kỳ vọng của các doanh nghiệp sản xuất thép.

	2018	2019	2020	2021	2022E
DT Thuần (tỷ đồng)	55,836	63,658	90,119	149,679	154,027
Tăng trưởng (%)	21.0%	14.0%	41.5%	65.5%	3.4%
EBITDA (tỷ đồng)	12,834	12,381	22,359	46,475	36,497
Tăng trưởng (%)	10.4%	-3.5%	80.6%	109.1%	-21.7%
LN ròng (tỷ đồng)	8,601	7,508	13,506	34,520	24,829
Tăng trưởng LN (%)	7.1%	-12.7%	79.9%	155.6%	-26.4%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,858	1,691	3,020	7,170	4,056
Tăng trưởng (%)	16.9%	-9.7%	78.5%	155.6%	-26.4%
ROE (%)	24.3%	18.6%	25.2%	37.9%	27.8%
ROIC (%)	13.1%	15.2%	17.6%	29.3%	25.4%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1.1	1.3	1.4	0.1	0.0
EV/EBITDA (x)	5.7	11.1	7.6	8.8	5.8
PER (lần)	6.1	8.6	12.9	8.9	6.4
PBR (lần)	1.5	2.0	2.3	2.1	1.4
Cổ tức (đồng)	0.0	0.0	500	500	500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	1.1%	1.1%	1.4%

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Ngày phát hành

25/8/2022

HSX: FPT

Công nghệ

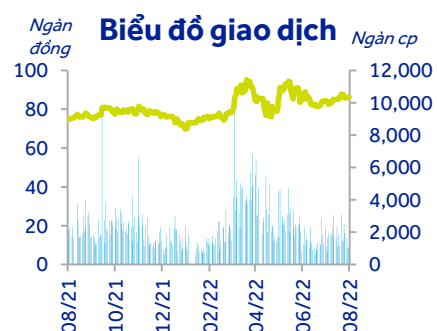
Giá mục tiêu (VND)

98.273

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	9,5	-5,9	-9,3	6,8
Tương đối	28,2	-2,8	-9,6	13,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Ô. Trương Gia Bình (CT HĐQT)	7,0%
SCIC	5,8%
Macquarie Group	4,7%

Thống kê

25/08/22

Mã Bloomberg

FPT VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND)

70.000-99.083

SL lưu hành (triệu cp)

1.097

Vốn hóa (tỷ đồng)

95.661

Vốn hóa (triệu USD)

4.065

Room khối ngoại còn lại (%)

0,0

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)

84,4

KLGD TB 3 tháng (cp)

1.995.197

VND/USD

23.530

Index: VNIndex / HNX

1282,5/299,5

CTCP FPT (FPT VN)

Công ty ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trong 6T2022 với mức tăng gần 30% của mảng dịch vụ CNTT thị trường nước ngoài và được kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong sáu tháng cuối năm. Chúng tôi định giá FPT với giá mục tiêu 98.273 đ/cp.

FPT công bố doanh thu thuần 6T2022 đạt 19.826 tỷ đồng, tăng 22,2% n/n và LNTT đạt 3.637 tỷ đồng, tăng 23,9% n/n.

KQKD 6T2022 của FPT:

Hoạt động	Doanh thu (tỷ đồng)	Tăng trưởng d.thu (% n/n)	LNTT (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNTT (% n/n)
Gia công phần mềm (dịch vụ CNTT thị trường nước ngoài)	8.622	29,0%	1.367	28,9%
Dịch vụ CNTT trong nước	2.732	10,9%	225	2,7%
Dịch vụ viễn thông	6.727	15,0%	1.288	20,6%
Quảng cáo trực tuyến	350	25,5%	157	22,4%
Giáo dục, đầu tư & khác	2.087	50,0%	2.488	12,5%
Loại trừ hợp nhất	692		1.889	
Tổng	19.826	22,2%	3.637	23,9%

Nguồn: FPT

Mảng **Dịch vụ CNTT thị trường nước ngoài** ghi nhận doanh thu tăng 29% và lợi nhuận trước thuế (LNTT) tăng 28,9% n/n, với biên LNTT đạt 15,9%, không đổi so với 6T2021. Hầu hết các thị trường ghi nhận mức tăng trưởng cao như Mỹ (+48,4%), châu Á-TBD (+55,5%), châu Âu (24,2%). Với tỷ trọng đóng góp tăng dần trong cơ cấu doanh thu của hoạt động này, thị trường Mỹ ngày càng rút ngắn khoảng cách với thị trường lớn nhất là Nhật Bản (tỷ trọng 39%). Doanh thu từ thị trường Nhật Bản tăng 8,4% n/n do bị ảnh hưởng bởi đồng JPY giảm giá sâu mặc dù doanh thu tính bằng đồng JPY tăng 17,8%. FPT đã áp dụng các biện pháp phòng ngừa rủi ro và đàm phán với khách hàng để điều chỉnh giá dịch vụ nhằm giảm thiểu những tác động này. Trong sáu tháng cuối năm, mảng này được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng cao ở mức hai con số nhờ doanh thu kỳ mới tăng 40% n/n, đạt 11.681 tỷ đồng. Trong khi doanh thu kỳ mới của thị trường Mỹ không đổi, thị trường Nhật Bản đã có cải thiện đáng kể về doanh thu kỳ mới trong quý 2 sau khi tăng trưởng chậm lại đáng kể do COVID-19.

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
DT thuần (tỷ đồng)	29.830	35.657	43.003	51.024	60.387
Tăng trưởng	7,6%	19,5%	20,6%	18,7%	18,3%
EBITDA (tỷ đồng)	6.038	6.665	8.289	9.794	11.644
Biên EBITDA	20,2%	18,7%	19,3%	19,2%	19,3%
LN ròng (tỷ đồng)	3.538	4.338	5.565	6.706	8.131
Tăng trưởng LN	12,8%	22,6%	28,3%	20,5%	21,3%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2.983	3.619	4.617	5.535	6.678
Tăng trưởng	12,2%	21,3%	27,6%	19,9%	20,7%
ROE	23,8%	25,8%	28,3%	28,4%	28,1%
ROA	9,4%	9,1%	10,0%	11,6%	13,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-1,1
EV/EBITDA (x)	12,0	10,8	8,7	7,4	6,2
P/E (x)	28,9	23,8	18,7	15,6	12,9
P/B (x)	4,3	4,4	4,4	3,7	3,0
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chilk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Ngày phát hành

12/8/2022

HSX: VNM

Hàng tiêu dùng thiết yếu

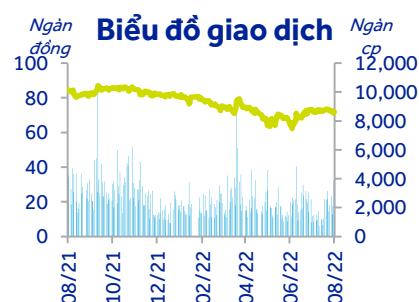
Giá mục tiêu (VND)

81.132

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-8,4	5,8	15,6	-7,5
Tương đối	10,3	9,0	15,3	-0,4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

SCIC	36,0%
F&N Dairy Investment Pte	17,7%
Platinum Victory Pte	10,6%

Thông kê

Mã Bloomberg	VNM VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	64.500-92.400
SL lưu hành (triệu cp)	2.090
Vốn hóa (tỷ đồng)	150.268
Vốn hóa (triệu USD)	6.418
Room khối ngoại còn lại (%)	45,4
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	35,2
KLGD TB 3 tháng (cp)	2.052.346
VND/USD	23.530
Index: VNIndex / HNX	1262,3/303,4

CTCP SỮA VIỆT NAM (VNM VN)

Với tình hình nguyên liệu sữa bắt đầu giảm tốc, biên lợi nhuận của VNM được kỳ vọng sẽ cải thiện khá trong Q4/2022 và năm sau. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng cho công ty trong năm 2022 để phản ánh kết quả thấp hơn dự kiến trong 6 tháng đầu năm, giá mục tiêu mới là 81.132 đồng/cổ phiếu.

VNM công bố doanh thu thuần Q2/2022 đạt 14.930 tỷ đồng (-5% n/n) và LNST đạt 2.102 tỷ đồng (-26,6% n/n). Doanh thu nội địa giảm 5,9% n/n, dù có tăng giá bán, được giải thích là do:

- Lạm phát ảnh hưởng đến chi tiêu của người tiêu dùng. Mặc dù lý do này không hoàn toàn thuyết phục chúng tôi sau khi xem xét số liệu lạm phát của Việt Nam trong nửa đầu năm 2022, nhưng trong chừng mực nào đó, lý do này có thể hiểu được nếu việc giá xăng dầu và dịch vụ vận tải tăng cao có thể khiến người tiêu dùng phải cân đối lại các khoản chi, cắt giảm chi tiêu cho một số sản phẩm khác. Dù vậy, những tác động này dường như lại thể hiện mức độ ảnh hưởng nhiều hơn ở khu vực thành thị trong giai đoạn này vì báo cáo của Kantar Worldpanel cho thấy tiêu thụ sữa giảm 1% (bao gồm giảm 4% về sản lượng) ở khu vực thành thị 4 thành phố lớn nhưng lại tăng trưởng khá ở khu vực nông thôn với mức tăng 13,1% (bao gồm tăng 8% về sản lượng) trong Q2/2022.
- Thị phần sụt giảm, đặc biệt là các sản phẩm sữa nước ngoại trừ sữa tươi. Mặc dù không công bố thông tin chi tiết về thị phần, công ty cho biết sự sụt giảm này là do sắp xếp lại hệ thống phân phối và xu hướng người tiêu dùng chuyển từ các sản phẩm sữa uống khác sang sữa tươi. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng cạnh tranh ngày càng gay gắt hơn là một áp lực lớn đối với công ty khi ngày càng có nhiều thương hiệu nước ngoài tham gia vào thị trường trong khi các công ty trong nước cũng tìm cách củng cố vị thế của mình.
- Sản lượng tiêu thụ giảm do giá bán tăng, khiến VNM phải tăng khuyến mãi, hỗ trợ bán hàng để kích cầu sau khi giá thay đổi.

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
DT thuần (tỷ đồng)	59.636	60.919	61.273	64.312	67.487
Tăng trưởng	5,9%	2,2%	0,6%	5,0%	4,9%
EBITDA (tỷ đồng)	14.740	13.879	12.318	14.164	14.785
Biên EBITDA	24,7%	22,8%	20,1%	22,0%	21,9%
LN ròng (tỷ đồng)	11.099	10.533	9.029	10.500	11.017
Tăng trưởng LN	4,9%	-5,1%	-14,3%	16,3%	4,9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.774	4.531	3.884	4.517	4.739
Tăng trưởng	4,7%	-5,1%	-14,3%	16,3%	4,9%
ROE	37,8%	32,7%	26,9%	29,8%	29,0%
ROA	23,8%	20,7%	17,1%	20,1%	21,2%
Nợ ròng /EBITDA (x)	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-1,5
EV/EBITDA (x)	9,3	9,8	11,1	9,6	9,2
EV/Doanh thu (x)	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
P/E (x)	15,1	15,9	18,5	15,9	15,2
P/B (x)	4,8	4,5	4,4	4,1	3,8
Cổ tức (đồng)	4.100	3.850	3.850	3.850	3.850
Suất sinh lợi cổ tức	5,7%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 303

trucptt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

28/7/2022

HOSE: VRE

Bất động sản

Giá mục tiêu (VND)

36.668

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-3,3	1,9	2,2	0,5
Tương đối	15,4	5,0	1,9	6,5

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch



Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Vingroup - CTCP 60,3%

Thông kê

Mã Bloomberg

28/07/22

VRE VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND)

25.100 – 37.000

SL lưu hành (triệu cp)

2.272

Vốn hóa (tỷ đồng)

63.852

Vốn hóa (triệu USD)

2.715

Room khối ngoại còn lại (%)

18,4

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)

23,5

KLGD TB 3 tháng (cp)

2.460.206

VND/USD

23.520

Index: VNIndex / HNX

1217,05/290,83

CTCP VINCOM RETAIL (VRE VN)

Nâng dự phóng 2022 và giá mục tiêu lên 36.668 đ/cp do gói hỗ trợ khách thuê thấp hơn dự kiến, doanh số bán BĐS năm 2022 cao hơn và dư nợ ròng thấp hơn. Giá cổ phiếu điều chỉnh 12% kể từ báo cáo cập nhật vào T3/2022.

VRE công bố KQKD Q2/2022 khả quan với doanh thu thuần đạt 1.850 tỷ đồng (+23% n/n) và LNST tăng gấp đôi, đạt 773 tỷ đồng, phù hợp với dự phóng của chúng tôi. Kết quả này chủ yếu nhờ doanh thu cho thuê tăng 33% n/n, đạt 1.822 tỷ đồng nhờ: (1) khoản hỗ trợ giảm đáng kể khi khách thuê quay trở lại hoạt động tương đối bình thường so với 424 tỷ đồng chỉ trong Q2/2021 và (2) khai trương VMM Smart City, VCP Mỹ Tho và VCP Bạc Liêu với tổng GFA bán lẻ ~93.000m² trong Q2/2022.

Mặt khác, doanh thu chuyển nhượng BĐS giảm 91% n/n, xuống 8 tỷ đồng do chỉ bàn giao 2 căn so với 16 căn vào Q2/2021. Tuy nhiên, doanh số bán hàng Q2/2022 ghi nhận kết quả tích cực với 218 căn tại 2 dự án mới, dẫn đến doanh thu chưa ghi nhận vào cuối Q2/2022 tăng lên 2.900 tỷ đồng và sẽ thúc đẩy doanh thu chuyển nhượng BĐS tăng trở lại vào năm 2023.

Trong nửa đầu 2022, VRE ghi nhận KQKD tương đối ổn định so với cùng kỳ năm trước với doanh thu thuần đạt 3.219 tỷ đồng (-14% n/n) và LNST đạt 1.151 tỷ đồng (-2% n/n), lần lượt hoàn thành 40% và 48% kế hoạch.

	Q2/2021	Q2/2022	n/n	6T2021	6T2022	n/n
Doanh thu cho thuê	1.370	1.822	+33%	3.082	3.069	-0%
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	96	8	-91%	548	93	-83%
Doanh thu khác	45	19	-59%	107	58	-46%
Tổng doanh thu	1.510	1.850	+23%	3.737	3.219	-14%
LNST	388	773	+100%	1.168	1.151	-2%

Nguồn: BCTC chưa soát xét Q2/2022 của VRE.

Tính đến Q2/2022, VRE có 83 trung tâm thương mại đang hoạt động với tổng GFA bán lẻ đạt ~1,75 triệu m² (+6% n/n) và tỷ lệ lấp đầy trung bình là 82,5% (-1,6 điểm % n/n). Năm sau, VRE có kế hoạch mở VMM The Empire, VMM Grand Park và một số VCP tại Hà Giang, Quảng Trị, v.v. nâng tổng GFA bán lẻ lên ~2 triệu m². Trong 2024-2026, VRE đặt kế hoạch GFA bán lẻ đạt ~3-3,7 triệu m² với VMM đóng góp nhiều nhất.

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	9.259	8.329	5.891	7.618	11.269
Tăng trưởng	1,5%	-10,0%	-29,3%	29,3%	47,9%
EBITDA (tỷ đồng)	5.030	4.575	3.250	4.505	6.389
Tăng trưởng	24,3%	-9,0%	-29,0%	38,6%	41,8%
LNST (tỷ đồng)	2.853	2.382	1.315	2.396	3.855
Tăng trưởng	18,2%	-16,5%	-44,8%	82,2%	60,9%
EPS (hiệu chỉnh. VND)	1.227	1.048	578	1.054	1.697
Tăng trưởng	0,6%	-14,6%	-44,8%	82,3%	60,9%
ROE	10,3%	8,5%	4,4%	7,5%	11,0%
ROIC	10,3%	8,5%	4,5%	7,6%	11,6%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,5
EV/EBITDA (x)	12,3	13,5	19,0	13,7	9,7
P/E (lần)	22,4	26,8	48,6	26,6	16,6
P/B (lần)	2,4	2,2	2,1	1,9	1,7
Cổ tức (đồng)	1.050	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250
giaonbt@acbs.com.vn

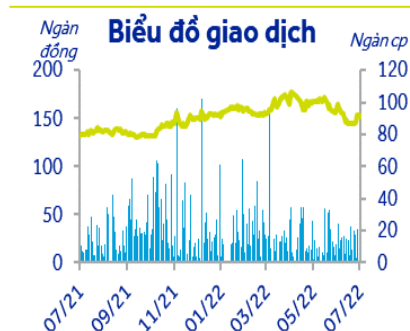
Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành **28/7/2022**
HOSE: SCS
Cảng hàng hóa hàng không
Giá mục tiêu (VND) **191.000**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-5,2	-5,7	-8,8	8,6
Tương đối	13,5	-2,6	-9,1	15,6

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCP Gemadept (GMD)	31,8%
Tổng công ty cảng hàng không VN (ACV)	12,9%
A41 – cổ đông ưu đãi cổ tức	12,4%

Thông kê **28/07/22**

Mã Bloomberg	SCS VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	126.100-181.500
SL lưu hành (triệu cp)	51
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.246
Vốn hóa (triệu USD)	352
Room khối ngoại còn lại (%)	3,4
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	30,7
KLGD TB 3 tháng (cp)	13.603
VND/USD	23.415
Index: VNIndex / HNX	1.209,77/291,76

CTCP DỊCH VỤ HÀNG HÓA SÀI GÒN (SCS VN)

Dự kiến quý 3/2022 thấp trước thêm quý 4/2022 tăng tốc nhờ mùa lễ hội. Chúng tôi định giá SCS với giá mục tiêu 191.000.

Sự kiện: SCS kết thúc quý 2/2022 với doanh thu giảm 1,5% n/n, đạt 208,8 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 1,7% n/n, đạt 153,0 tỷ đồng, tương ứng với 22,4% và 25,9% dự phóng cả năm 2022 của chúng tôi. Nhờ các hợp đồng gia hạn với mức phí mới có hiệu lực từ quý 4/2021, cước phí bình quân của SCS trong quý 2/2022 tăng 9,5% n/n. Tuy nhiên, lưu lượng hàng hóa giảm 10,2% n/n trong quý 2/2022 là nguyên nhân làm giảm doanh thu. Cụ thể, lượng hàng hóa quốc tế qua cảng SCS giảm 2,1% n/n trong quý 2/2022 trong khi lưu lượng hàng hóa nội địa tiếp tục đà giảm 31,9% n/n.

Nhờ vào lưu lượng hàng hóa tăng mạnh trong quý 1/2022 nên tổng lượng hàng hóa quốc tế trong 6T2022 vẫn giữ được sắc xanh, đạt tăng trưởng 18,0% n/n. Trong khi đó, lượng hàng hóa nội địa giảm 6 tháng liên tiếp. Nhìn chung, lưu lượng hàng hóa quốc tế qua cảng SCS trong 6T2022 đã hoàn thành 54,0% dự phóng cả năm 2022 của chúng tôi trong khi lưu lượng hàng nội địa chỉ đạt 38,0% dự phóng cả năm.

Theo đại diện SCS, sản lượng hàng hóa sẽ duy trì đà giảm trong quý 3/2022 do tính thời vụ của hoạt động kinh doanh và do vận tải hàng hóa hàng không hiện không còn được ưu tiên so với vận tải biển do cước vận tải đường biển đã giảm gần 25% kể từ đầu năm. Trong quý 4/2022, lượng hàng hóa dự kiến sẽ tăng trở lại nhờ mùa lễ hội cuối năm. Các mảng kinh doanh khác của SCS gần như đi ngang.

	Quý 2/2022	Tăng trưởng n/n	6T2022	Tăng trưởng n/n
Doanh thu	208,8	-1,5%	454,7	+11,4%
Cước phí bình quân (triệu đồng)	3,5	+9,5%	3,5	+8,2%
Lượng hàng hóa (tấn)	55.435	-10,2%	122.039	+3,5%
Biên lợi nhuận gộp	79,8%	-0,5 ptđ	81,8%	+2,0 ptđ
Lợi nhuận ròng	153,0	+1,7%	340,5	+18,3%
Biên lợi nhuận ròng	73,3%	+2,3 ptđ	74,9%	+4,4 ptđ

Nguồn: SCS, ACBS

	2019	2020	2021	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	748	693	839	908	1.026
Tăng trưởng (%)	10,8	-7,4	21,1	8,2	13,1
EBITDA (tỷ đồng)	582	525	628	688	786
Tăng trưởng (%)	12,8	-9,8	19,6	9,6	14,2
LN ròng (tỷ đồng)	466	430	529	589	696
Tăng trưởng LN (%)	20,9	-7,7	22,9	11,3	18,2
EPS (hiệu chỉnh, VND)	9.307	8.510	10.425	11.604	13.713
Tăng trưởng (%)	20,6	-8,6	22,5	11,3	18,2
ROE (%)	49,4	42,6	46,7	40,1	35,8
ROA (%)	45,6	39,7	42,2	36,0	32,8
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,4	-0,5	-0,9	-1,8	-2,1
EV/EBITDA (x)	13,0	14,6	12,2	10,1	7,6
PER (lần)	16,4	17,9	14,6	13,1	11,1
PBR (lần)	7,6	7,6	6,2	4,6	3,5
Cổ tức (đồng)	8.000	8.000	3.000	3.600	3.600
Suất sinh lợi cổ tức (%)	5,2	5,2	2,0	2,4	2,4

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Ngày phát hành

29/6/2022

HSX: DHG

Dược phẩm

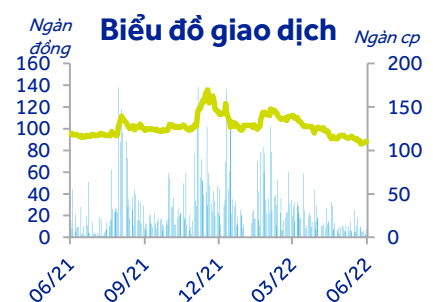
Giá mục tiêu (VND)

111.512

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-17,6	-0,8	-	-5,2
Tương đối	1,1	2,4	-0,3	1,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Taisho	51,0%
SCIC	43,3%

Thông kê

Mã Bloomberg	29/06/22	DHG VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	85.100-142.500	
SL lưu hành (triệu cp)	131	
Vốn hóa (tỷ đồng)	11.532	
Vốn hóa (triệu USD)	501	
Room khối ngoại còn lại (%)	45,8	
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	5,6	
KLGD TB 3 tháng (cp)	18.600	
VND/USD	23.415	
Index: VNIndex / HNX	1211,01/279,2	

CTCP DƯỢC HẬU GIANG (DHG VN)

DHG duy trì vị thế là một trong những nhà sản xuất dược phẩm hàng đầu tại Việt Nam với thương hiệu nổi tiếng, mạng lưới phân phối rộng và tình hình tài chính lành mạnh. Chúng tôi định giá DHG với giá mục tiêu là 111.512 đồng/cp, tương ứng với tổng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng là 30,1%.

DHG ghi nhận doanh thu thuần 1.065 tỷ đồng, tăng 4,7% n/n trong Q1/2022. Doanh thu thành phẩm, chiếm 85% doanh thu thuần của DHG, đạt mức tăng trưởng khá 13,6% n/n, do nhu cầu tăng đối với các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và thuốc hỗ trợ điều trị COVID-19 khi dịch bệnh bùng phát trong những tháng đầu năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng này có thể không tiếp diễn trong các quý sau khi xét đến nền tương đối cao trong Q2 và Q3/2021. Dù vậy giả định này có thể thay đổi nếu làn sóng lây nhiễm tái diễn do các biến thể vi rút gây ra.

Kênh nhà thuốc vẫn là nguồn thu chính của DHG trong khi kênh bệnh viện chiếm khoảng 10%. DHG hiện có hai dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP Nhật Bản, cho phép công ty đấu thầu ở những nhóm cao khi đấu thầu vào kênh bệnh viện. Việc nâng cấp thêm các dây chuyền lên các tiêu chuẩn cao hơn có thể diễn ra tùy theo tình hình thị trường và khả năng tạo doanh thu. DHG cũng đang đầu tư cho một nhà máy beta-lactam mới tiêu chuẩn GMP Nhật Bản hoặc EU (vốn đầu tư 627 tỷ đồng), dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2024 và tăng công suất hiện tại lên gấp đôi.

Nhờ biên lợi nhuận gộp tăng (47,4% trong Q1/2022 so với 44,3% trong Q1/2021) và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu thuần giảm (21,3% trong Q1/2022 so với 22,2% trong Q1/2021), LNTT của công ty tăng 24,5% n/n, đạt 286 tỷ đồng trong Q1/2022. Tuy nhiên, công ty dự kiến biên lợi nhuận gộp năm 2022 có thể duy trì quanh mức của năm 2021, do giá nguyên vật liệu tăng do ảnh hưởng của chi phí vận chuyển. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu thuần hiện tại có thể cũng sẽ không duy trì cho cả năm do công ty có thể thực hiện nhiều hoạt động trong các quý sau và ghi nhận thêm chi phí.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu của công ty ở mức 5,4% n/n trong năm 2022, trong đó doanh thu thành phẩm có thể tăng 7,8% n/n. LNTT dự phóng là 903 tỷ đồng (+4,5% n/n), so với kế hoạch của công ty là 853 tỷ đồng (-1% n/n). **Kết hợp phương pháp DCF và PER, giá mục tiêu của chúng tôi cho cổ phiếu là 111k đồng/cp.**

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
DT thuần (tỷ đồng)	3.756	4.003	4.218	4.548	4.924
Tăng trưởng	-3,6%	6,6%	5,4%	7,8%	8,3%
EBITDA (tỷ đồng)	799	866	905	977	1.061
Biên EBITDA	21,3%	21,6%	21,4%	21,5%	21,5%
LN ròng (tỷ đồng)	740	777	810	869	937
Tăng trưởng LN	16,4%	5,0%	4,3%	7,2%	7,8%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	5.443	5.720	5.997	6.432	6.934
Tăng trưởng	16,6%	5,1%	4,9%	7,2%	7,8%
ROE	21,3%	21,1%	20,3%	19,5%	18,9%
ROA	17,2%	17,1%	15,9%	15,5%	16,4%
ROIC	37,6%	40,0%	31,4%	28,0%	28,8%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-2,4	-2,2	-1,5	-1,9	-2,1
EV/EBITDA (x)	12,0	11,0	10,6	9,8	9,0
EV/Doanh thu (x)	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9
P/E (x)	16,2	15,4	14,7	13,7	12,7
P/B (x)	3,2	3,0	2,7	2,5	2,2
Cổ tức (đồng)	4.000	3.500	3.000	3.000	3.000
Suất sinh lợi cổ tức	4,5%	4,0%	3,4%	3,4%	3,4%

Trần Nhật Trung

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 351

trungtn@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

16/6/2022

HOSE: MSN

Hàng tiêu dùng

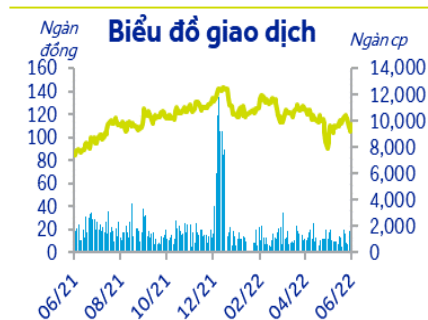
Giá mục tiêu (VND)

115.922

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-20,5	3,5	2,7	-8,8
Tương đối	-1,7	6,6	2,3	-1,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

CTCP Masan	31,23%
CT TNHH MTV TVXD Hoa	13,21%
Hướng Dương	
SK Investment Vina I	9,26%

Thông kê

Mã Bloomberg	MSN VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	85.700 – 145.833
SL lưu hành (triệu cp)	1.424
Vốn hóa (tỷ đồng)	161.450
Vốn hóa (triệu USD)	7.013
Room khối ngoại còn lại (%)	20,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	45,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.119.923
VND/USD	23.020
Index: VNIndex / HNX	1244,8 / 289,1

CTCP Tập đoàn Masan (MSN VN)

MSN tiếp tục hướng đi phát triển hệ sinh thái hàng tiêu dùng kết hợp với hệ thống bán lẻ và công bố KQKD Q1/2022 tăng trưởng nhờ ngành hàng tiêu dùng và khai khoáng. Chúng tôi định giá MSN với giá mục tiêu là 115.922 đồng/cp bằng phương pháp NAV, dựa trên triển vọng tăng trưởng của ngành hàng tiêu dùng và Wincommerce cải thiện khả năng sinh lợi.

Báo cáo tài chính (BCTC) 2021 của MSN cho thấy doanh thu đạt 88.629 tỷ đồng (+14,8% n/n) và LN ròng đạt 8.562 tỷ đồng (+593,9% n/n), chủ yếu nhờ:

- MCH tăng trưởng tốt trong giai đoạn giãn cách xã hội (+20% n/n doanh thu).
- TCB tiếp tục tăng trưởng ấn tượng với LN ròng đạt 18.052 tỷ đồng (+46% n/n) dẫn đến lợi nhuận từ công ty liên kết của MSN tăng 48%.
- KQKD Wincommerce ("WCM") cải thiện với EBITDA từ âm sang dương, biên EBITDA tăng từ âm 4,0% lên dương 3,6%.

Kết thúc Q1/2022, MSN ghi nhận doanh thu đạt 18.189 tỷ đồng (-8,9% n/n) và LNST đạt 1.596 tỷ đồng (+752% n/n). Doanh thu giảm chủ yếu do tách kết quả kinh doanh mảng thức ăn chăn nuôi của MML sau khi MSN bán mảng này cho De Heus vào cuối năm ngoái. Nếu không tính kết quả mảng này, doanh thu tập đoàn tăng 11,9% ở Q1/2022 nhờ MCH và MHT đều tăng trưởng hai chữ số. Tăng trưởng của MCH đến từ các mảng kinh doanh lõi còn MHT hưởng lợi từ việc giá thị trường hàng hóa tăng mạnh.

	Q1 2021	Q1 2022	%	2022F	%
Tổng doanh thu	19.997	18.189	(8,9%)	87.759	(6%)
MCH	5.494	6.448	17,4%	31.048	12%
WCM	7.242	7.297	0,8%	37.008	20%
MHT	2.963	3.930	32,6%	14.920	10%
MML	4.704	931	(80,2%)	4.783	7%*

*Không bao gồm KQKD mảng thức ăn chăn nuôi (TACN) 2021

Cho cả năm 2022, công ty đặt mục tiêu tổng doanh thu sẽ đạt từ 90 nghìn tỷ đồng đến 100 nghìn tỷ đồng (+22%-36% n/n nếu không tính doanh thu mảng TACN) trong khi LNST kỳ vọng đạt từ 6,9 nghìn tỷ đồng đến 8,5 nghìn tỷ đồng (+82% - 124% n/n nếu không bao gồm các khoản lãi/lỗ bất thường và đóng góp từ mảng TACN).

Chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng hơn với doanh thu đạt 87,7 nghìn tỷ đồng (-1% n/n và +18% nếu loại bỏ doanh thu từ TACN) và LNST đạt 7.058 tỷ đồng (-29,7% n/n hay +87% nếu không tính KQKD mảng TACN và các khoản lãi/lỗ bất thường). Động lực tăng trưởng chính của MSN đến từ MCH do người tiêu dùng tập trung vào các loại thực phẩm rẻ hơn (như mì ăn liền) khi CPI tăng và MHT với giá bán sản phẩm cao do giá trên thị trường hàng hóa tiếp tục tăng.

	2018	2019	2020	2021	2022E
DT Thuần (tỷ đồng)	38.187	37.354	77.218	88.629	87.759
Tăng trưởng (%)	1,5%	-2,2%	106,7%	14,8%	-1,0%
EBITDA (tỷ đồng)	9.243	7.968	9.150	11.028	9.546
Tăng trưởng (%)	20,6%	-13,8%	14,8%	20,5%	-13,4%
LN ròng (tỷ đồng)	4.916	5.558	1.234	8.563	5.983
Tăng trưởng LN (%)	58,4%	13,1%	-77,8%	593,9%	-30,1%
EPS (VND)	4.226	4.754	1.050	7.253	4.223
Tăng trưởng (%)	42,7%	12,5%	-77,9%	590,5%	-41,8%
ROE (%)	22,2%	15,4%	4,2%	35,1%	16,7%
Nợ ròng/EBITDA (x)	1,6	2,7	5,7	2,6	3,2
PER	26,0	23,1	104,7	15,2	26,0
EV/EBITDA (x)	2,7	3,1	2,7	2,3	2,6
EV/Doanh thu (x)	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2
PBR (lần)	4,3	3,0	8,1	4,0	4,0
Cổ tức (đồng)	0	0	0	0	0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chilk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Ngày phát hành

16/6/2022

HSX: FRT

Bán lẻ

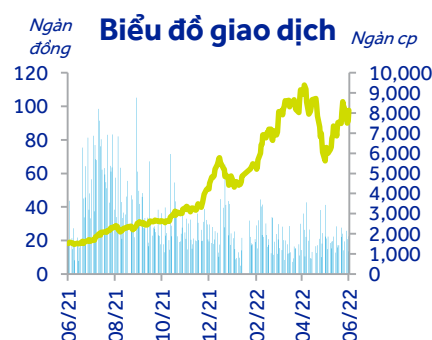
Giá mục tiêu (VND)

113.365

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	26,2	2,6	-9,6	190,2
Tương đối	44,9	5,7	-10,0	197,2

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

FPT Corp.	46,5%
VinaCapital FD MGM JSC	4,8%
VOF Investment	4,8%
Amersham Industries	2,9%

Thông kê

Mã Bloomberg: FRT VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND): 17.600-116.667

SL lưu hành (triệu cp): 118

Vốn hóa (tỷ đồng): 11.575

Vốn hóa (triệu USD): 503

Room khối ngoại còn lại (%): 29,9

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%): 51,3

KLGD TB 3 tháng (cp): 1.614.245

VND/USD: 23.020

Index: VNIIndex / HNX: 1236,6/287,7

CTCP BÁN LẺ KỸ THUẬT SỐ FPT (FRT VN)

Chúng tôi định giá FRT với giá mục tiêu 113.365 đ/cp, tương ứng với tổng mức sinh lời kỳ vọng 16,5% dựa trên triển vọng tiềm năng và khả năng sinh lợi cải thiện của chuỗi nhà thuốc Long Châu.

Bức tranh hoạt động của FRT được làm mới nhờ những tiến bộ trong kết quả kinh doanh. Công ty ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2021 - doanh thu thuần đạt 22.495 tỷ đồng (+53% n/n) và LNST đạt 444 tỷ đồng (2020: 10 tỷ đồng) - và Q1/2022. Ngoài lý do nền thấp của năm 2020, kết quả này còn nhờ:

- Long Châu gia tăng quy mô và cải thiện khả năng sinh lợi.** Ngoài tăng trưởng từ việc mở rộng mạng lưới cửa hàng, doanh thu Long Châu còn được thúc đẩy bởi nhu cầu thuốc và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe tăng cao do dịch COVID-19 bùng phát mạnh tại Việt Nam trong 2021 và đầu năm 2022. Đáng chú ý, Long Châu bắt đầu có LNST trong năm 2021, mặc dù chỉ khoảng 3,7 tỷ đồng theo ước tính của chúng tôi.
- Nhu cầu máy tính xách tay và các thiết bị khác phục vụ cho hoạt động làm việc tại nhà, học trực tuyến, v.v. gia tăng** khi dịch bùng phát và trong các giai đoạn giãn cách. Doanh thu các thiết bị công nghệ khác cũng phục hồi mạnh sau giãn cách.

Trong Q1/2022, FRT ghi nhận doanh thu thuần tăng 66,9% n/n lên 7.786 tỷ đồng. Doanh thu chuỗi FPT Shop đạt 5.646 tỷ đồng (+38,3% n/n), trong đó doanh thu máy tính xách tay tiếp tục tăng 74% n/n, chiếm 25% doanh thu của FPT Shop. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng mức tăng trưởng này sẽ duy trì trong các quý tiếp theo, do nền cao của năm ngoái và hình thức làm việc và học tập trực tiếp đã được tái lập khi đại dịch hạ nhiệt. Trong Q1/2022, FPT Shop mở 29 cửa hàng mới, nâng số cửa hàng đang hoạt động lên 676 cửa hàng vào cuối tháng 3/2022 (cuối 2021: 647). Trong năm 2021, chuỗi này đã đưa thêm các thiết bị gia dụng nhỏ vào kinh doanh tại các cửa hàng có diện tích đủ lớn, theo mô hình cửa hàng trong cửa hàng. Nhóm sản phẩm này hiện đang được bán tại khoảng 100 cửa hàng và dự kiến sẽ có mặt tại ít nhất 160 cửa hàng vào cuối năm nay. Công ty sẽ đánh giá hiệu quả hoạt động của nhóm này trước khi quyết định có mở rộng thêm về danh mục sản phẩm (ví dụ: kinh doanh thêm các thiết bị lớn hơn), quy mô, mô hình kinh doanh, v.v. Tuy nhiên, đóng góp doanh thu nhóm này hiện vẫn còn rất nhỏ.

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
DT thuần (tỷ đồng)	14.661	22.495	27.806	31.587	35.428
Tăng trưởng	-11,9%	53,4%	23,6%	13,6%	12,2%
EBITDA (tỷ đồng)	73	513	697	840	991
Biên EBITDA	0,5%	2,3%	2,5%	2,7%	2,8%
LN ròng (tỷ đồng)	25	444	572	671	784
Tăng trưởng LN	-88,4%	1697,4%	29,0%	17,2%	16,8%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	177	3.746	4.594	5.384	6.290
Tăng trưởng	-89,8%	2014,3%	22,6%	17,2%	16,8%
ROE	2,0%	30,9%	30,2%	27,9%	26,0%
ROA	0,4%	5,5%	5,2%	5,9%	6,6%
ROIC	2,4%	11,8%	10,9%	12,0%	13,3%
Nợ ròng / EBITDA (x)	13,6	6,1	4,5	3,5	2,7
EV/EBITDA (x)	147,5	21,1	15,5	12,9	10,9
EV/Doanh thu (x)	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3
P/E (x)	551,4	26,1	21,3	18,1	15,5
P/B (x)	6,4	4,6	5,5	4,4	3,5
Cổ tức (đồng)	-	500	1.000	1.000	1.000
Suất sinh lợi cổ tức	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250
giaonbt@acbs.com.vn

Báo Cáo Cập Nhật

Ngày phát hành

17/5/2022

HOSE: VHC

Xuất khẩu thủy sản

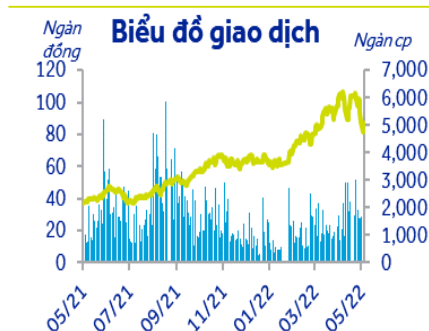
Giá mục tiêu (VND)

112.300

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	33,3	3,7	-11,8	77,0
Tương đối	52,0	6,8	-12,1	84,0

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

Trương Thị Lệ Khanh (CT HĐQT)	43,5%
Mitsubishi Corp.	6,6%
Lâm Quang Thanh	4,6%

Thông kê 17/05/22

Mã Bloomberg	VHC VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	36.000-108.900
SL lưu hành (triệu cp)	182
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.829
Vốn hóa (triệu USD)	683
Room khối ngoại còn lại (%)	75,1
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	50,3
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.382.171
VND/USD	23.200
Index: VNIndex / HNX	1.216,20/315,04

CTCP VĨNH HOÀN (VHC VN)

Lợi thế lớn từ nhu cầu tiêu dùng tăng cao và thiếu hụt nguồn cung từ Nga

KQKD quý 1/2022 ấn tượng. Giá mục tiêu 112.300 đ/cp.

KQKD quý 1/2022: VHC đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng 82,7% n/n, đạt 3.267,6 tỷ đồng trong quý 1/2022 với tỷ suất lợi nhuận gộp cao 23,8% - mức tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý cao nhất kể từ năm 2018. Mảng cá tra - mảng đóng góp chính vào tổng doanh thu của VHC, ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu cao 79,5n/n. Điều này chủ yếu nhờ vào nhu cầu toàn cầu phục hồi khi nhà hàng và quán ăn mở cửa trở lại trên toàn thế giới. VHC ra mắt thương hiệu BasaMaster vào cuối năm 2021, hiện được phân phối tại 17/19 siêu thị ở Mỹ và có mặt tại Việt Nam qua kênh truyền thống và trực tuyến. Thị trường Mỹ ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất là 127,4% n/n trong Q1/2022, tiếp theo là Trung Quốc (46,4% n/n) và EU (32,5% n/n). Chúng tôi cho rằng cá tra Việt Nam hiện đang có lợi thế lớn do các biện pháp trừng phạt kinh tế đang được Mỹ và các nước EU áp đặt đối với Nga (Tính đến 10T2021, Nga xuất khẩu 731 triệu USD cá minh thái, chiếm 38,9% tổng xuất khẩu cá minh thái toàn thế giới). Mặt khác, trong khi Việt Nam là nước xuất khẩu cá thịt trắng lớn thứ 3 sang Nga, thì xuất khẩu cá tra, basa của Việt Nam sang Nga chỉ chiếm 2% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam và việc sụt giảm xuất khẩu kể từ tháng 2/2022 có tác động không đáng kể. Cuối cùng, VHC đã công bố lợi nhuận tăng gấp 4 lần, đạt 547,8 tỷ đồng trong quý 1/2022 (+ 318,0% n/n).

Tỷ đồng	Quý 1/2022	Tăng trưởng n/n
Tổng doanh thu	3.268	82,7%
Cá tra phi lê	2.145	79,5%
Phụ phẩm	412	36,9%
Wellness	219	40,4%
Sản phẩm GTGT	38	15,2%
Bánh phồng tôm	100	159,1%
Sản phẩm từ gạo	22	87,2%
Khác	332	550,0%

Kỳ vọng: Kinh tế toàn cầu phục hồi sẽ thúc đẩy nhu cầu cá tra toàn cầu khi du lịch quốc tế và kéo theo đó là ngành F&B sẽ phục hồi vào năm 2022. Giá cá tra nguyên liệu tăng 39,6% n/n kể từ đầu năm trong khi giá cá giống tăng 59,1% n/n. Mặt khác, giá cá giống cũng bắt đầu tăng từ cuối tháng 3/2022. Từ mức giảm 1,4% n/n trong quý 1/2022, giá cá giống đã tăng 54,7% n/n, cho thấy xu hướng tăng liên tục đối với giá cá tra nguyên

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
DT Thuần (tỷ đồng)	7.867	7.037	9.054	13.241	15.623
Tăng trưởng (%)	-15,1	-10,5	28,7	46,2	18,0
EBITDA (tỷ đồng)	1.292	892	1.537	2.372	2.643
Tăng trưởng (%)	-29,6	-30,9	72,3	54,3	11,4
LN ròng (tỷ đồng)	1.179	719	1.099	1.676	1.904
Tăng trưởng LN (%)	-18,2	-39,0	52,8	52,5	13,6
EPS (hiệu chỉnh, VND)	12.776	3.953	6.040	9.212	10.464
Tăng trưởng (%)	-18,2	-39,0	52,8	52,5	13,6
ROE (%)	26,5	14,3	20,1	25,7	23,7
ROA (%)	18,3	10,4	13,8	16,7	15,2
Nợ ròng/EBITDA (x)	-0,6	-0,3	0,3	0,3	0,1
EV/EBITDA (x)	6,8	19,9	12,1	7,9	7,0
PER (lần)	7,2	23,1	15,1	9,9	8,7
PBR (lần)	3,4	3,2	2,9	2,3	1,9
Cổ tức (đồng)	-	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	-	2,2	2,2	2,2	2,2

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 – Ext: 327

chiltk@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Ngày phát hành **26/7/2022**

HSX: PNJ

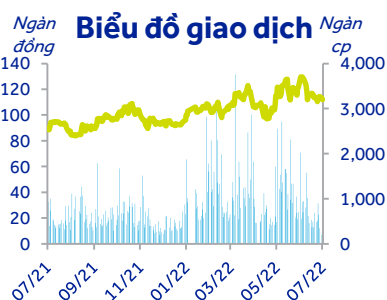
Bán lẻ trang sức & phụ kiện

Giá mục tiêu (VND) **133.026**

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	17,7	-1,6	-6,6	23,8
Tương đối	36,4	1,6	-6,9	30,8

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

VietFund Management	10,2%
VinaCapital	4,5%
Dragon Capital	3,5%
Ô.Cao Ngọc Duy	2,8%

Thông kê 26/07/22

Mã Bloomberg	PNJ VN
Thấp/Cao 52 tuần (VND)	84,900-131,100
SL lưu hành (triệu cp)	242
Vốn hóa (tỷ đồng)	27.024
Vốn hóa (triệu USD)	1.154
Room khối ngoại còn lại (%)	0,0
Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%)	83,4
KLGD TB 3 tháng (cp)	891.594
VND/USD	23.495
Index: VNIndex / HNX	1183,1/281,5

CTCP VÀNG BẠC ĐÁ QUÝ PHÚ NHUẬN (PNJ VN)

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng cho năm 2022 nhằm phản ánh tăng trưởng mạnh mẽ của 6T2022 và kỳ vọng khả quan cho nửa sau của năm. Giá mục tiêu 133.026 đ/cp.

PNJ công bố doanh thu thuần 6T2022 đạt 18.210 tỷ đồng (+56,5% n/n) và LNST 1.088 (+48% n/n), cao hơn dự phóng của chúng tôi khoảng 20% về doanh thu và 12% về LNST. Ngoài tăng trưởng từ nền thấp của tháng 6/2021, các yếu tố như doanh thu vàng miếng tăng vọt (+75,6% n/n), phân khúc bán lẻ tăng trưởng tốt (+88,7% n/n) dù là mùa thấp điểm và việc tối ưu hóa chi phí giúp công ty có kết quả Q2 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu và LNST Q2/2022 lần lượt tăng 81,1% và 64,8% n/n.

KQKD PNJ 6T2022		YoY growth
Doanh thu thuần	18.210	56,5%
Bán lẻ	10.671	61,9%
Bán sỉ	2.149	30,1%
Vàng 24K	5.135	65,6%
Khác	255	-9,7%
LNST	1.088	48,0%

Nguồn: PNJ

Doanh thu bán lẻ tăng 61,9% n/n trong 6T2022, nhờ tăng trưởng mạnh mẽ của các cửa hàng hiện có (mặc dù công ty không công bố con số cụ thể) và đóng góp của các cửa hàng mới. Tính đến cuối tháng 6/2022, PNJ có 351 cửa hàng (cuối 2021: 341) đang hoạt động, với 332 cửa hàng vàng (cuối 2021: 319). Công ty ghi nhận sự gia tăng số lượng khách hàng mới, giá trị hóa đơn và tần suất quay lại mua hàng của khách hàng hiện hữu. Hoạt động chuyển đổi số giúp PNJ nâng cao năng lực phân tích dữ liệu từ đó đưa ra các chương trình marketing hiệu quả và danh mục sản phẩm phù hợp với thị hiếu của khách hàng.

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
DT thuần (tỷ đồng)	17.511	19.547	33.895	38.022	42.702
Tăng trưởng	3,0%	11,6%	73,4%	12,2%	12,3%
EBITDA (tỷ đồng)	1.575	1.486	2.631	3.025	3.469
Biên EBITDA	9,0%	7,6%	7,8%	8,0%	8,1%
LN ròng (tỷ đồng)	1.069	1.029	1.936	2.292	2.672
Tăng trưởng LN	-10,4%	-3,8%	88,2%	18,3%	16,6%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4.418	4.242	7.550	8.689	10.031
Tăng trưởng	-11,0%	-4,0%	78,0%	15,1%	15,4%
ROE	21,8%	18,3%	25,9%	23,3%	22,5%
ROA	12,5%	10,8%	17,6%	19,3%	20,7%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,9	1,6	0,1	(0,2)	(0,5)
EV/EBITDA (x)	18,6	19,7	11,1	9,7	8,5
EV/Doanh thu (x)	1,7	1,5	0,9	0,8	0,7
P/E (x)	25,4	26,4	14,8	12,9	11,2
P/B (x)	4,8	4,2	3,0	2,6	2,2
Cổ tức (đồng)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Suất sinh lợi cổ tức	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng phòng phân tích

Tyler Cheung

(+84 28) 38 234 876

tyler@acbs.com.vn

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)

giaonbt@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)

trucptt@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Tài chính ngân hàng

Cao Việt Hùng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)

hungcv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)

chiltk@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông

Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)

trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu xây dựng

Huỳnh Anh Huy

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)

huyha@acbs.com.vn

CVPT – Năng lượng

Phạm Đức Toàn

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)

toanpd@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô

Nguyễn Thị Hòa

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

hoant@acbs.com.vn

CVPT – Phái sinh, Vĩ mô

Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)

minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

phuocld@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)

huvvp@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Phó phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 3824 6679

huongctk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành

(+84 28) 3823 4798

thanhln@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh

(+84 28) 3824 7677

thanhhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)

dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Chu Thị Minh Phương

(+84 28) 3823 4159 (ext: 357)

phuongctm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Phương Nhi

(+84 28) 3823 4159

(ext:315)
nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIỮ: nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này. **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2022). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.