

Triển vọng TTCK 2024

Hứng đón

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2024 ở mức 1,330 điểm, tương ứng với mức tăng 16.4% của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX, vùng P/E mục tiêu là 15.3 lần, tương đương mức bình quân 2 năm gần nhất.

Xuyên suốt cả năm 2024, chúng tôi cho rằng có 4 yếu tố mang tính định hình xu hướng TTCK Việt Nam, bao gồm: i) kinh tế trong nước hồi phục với mức tăng GDP quanh 6%, tạo môi trường cộng hưởng giữa các mắt xích để các doanh nghiệp niêm yết quay trở lại xu hướng tăng trưởng với mức tăng EPS bình quân của các doanh nghiệp trên sàn HSX được dự báo ở mức là 16.4%; ii) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp với lãi vay có dư địa giảm thêm, kết hợp cung tiền M2 tăng trở lại tiệm cận mức bình quân trước dịch, giúp dòng tiền dồi dào chảy vào kênh chứng khoán; iii) FED chính thức đảo chiều chính sách tiền tệ vào cuối quý 1 trong bối cảnh lạm phát ở Mỹ hạ nhiệt và kinh tế Mỹ suy yếu dù tránh được 1 cuộc suy thoái trầm trọng; iv) kinh tế Trung Quốc tăng trưởng thấp nhưng sự hồi phục sẽ xuất hiện trong nửa cuối 2024.

Các rủi ro lớn nhất có thể khiến chúng tôi đánh giá lại dự báo bao gồm các rủi ro địa chính trị khiến giá hàng hóa, giá dầu, giá cước vận tải... tăng phi mã gây áp lực lên lạm phát khiến các NHTW không thể nới lỏng chính sách tiền tệ; một cuộc suy thoái trầm trọng có thể xảy ra ở 1 trong các nền kinh tế lớn, đặc biệt là Mỹ và Trung Quốc, ảnh hưởng xấu đến kinh tế toàn cầu cũng như Việt Nam; rủi ro đổ vỡ ở thị trường TPĐN trong nước khi khối lượng đáo hạn cao kỷ lục trong năm 2024, xuất hiện các sự kiện ảnh hưởng đến an toàn hệ thống ngân hàng tương tự sự kiện SCB, hay triển vọng thị trường bất động sản tiêu cực hơn kỳ vọng.

Từ góc độ triển vọng ngành, trong 2024, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng các ngành Chứng khoán, Điện, Công nghệ thông tin, Bán lẻ, BDS Khu công nghiệp, Dầu khí và Thép (*Chi tiết về triển vọng ngành xem thêm ở phần V của báo cáo*).

Trần Đức Anh

 Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
 anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến

 Chuyên viên chiến lược đầu tư
 tienns@kbsec.com.vn

Hồ Đức Thành

 Chuyên viên vĩ mô
 thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên

 Chuyên viên vĩ mô
 uyenvt@kbsec.com.vn

29/12/2023

Nội dung	I. Triển vọng TTCK 2024	3
	II. Hoạt động sản xuất kinh doanh	5
	III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2024	7
	1. Kinh tế trong nước hồi phục	7
	2. Tác động từ chính sách điều hành của NHNN và Chính phủ	10
	3. FED đảo chiều chính sách và rủi ro suy thoái tại Mỹ	15
	4. Rủi ro từ kinh tế Trung Quốc	20
	IV. KBSV Top picks và danh mục mẫu 2024	26
	V. Triển vọng ngành	23
	Ngân hàng – Trung lập	28
	Chứng khoán – Khả quan	45
	Bất động sản nhà ở - Trung lập	54
	Điện – Khả quan	66
	Công nghệ thông tin – Khả quan	76
	Bán lẻ - Khả quan	82
	Thủy sản - Trung lập	93
	Cảng biển - Trung lập	98
	Khu công nghiệp – Khả quan	106
	Dầu khí – Khả quan	115
	Thép – Khả quan	127
	Xây dựng – Trung lập	136

I. Triển vọng TTCK 2024

TTCK Việt Nam tăng điểm nhẹ trong năm 2023 với thanh khoản hồi phục mạnh

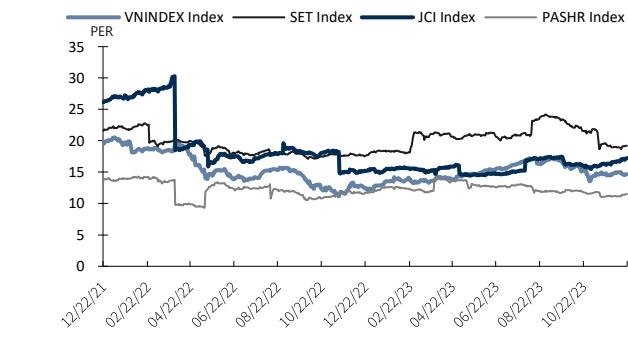
TTCK Việt Nam có diễn biến giằng co với xu hướng hồi phục là chủ đạo trong năm 2023 dưới tác động bởi nhiều yếu tố trái chiều. Về mặt tích cực, diễn biến giảm mạnh của mặt bằng lãi suất trong nền kinh tế sau giai đoạn tăng nóng cuối 2022 là yếu tố hỗ trợ đáng kể nhất đến dòng tiền chảy vào TTCK. Trong đó, các yếu tố kìm hãm thị trường có thể kể đến như sự suy yếu của kinh tế vĩ mô, lợi nhuận các doanh nghiệp sụt giảm mạnh, Trung Quốc mở cửa nền kinh tế không như kỳ vọng, các xung đột địa chính trị ở khu vực Trung Đông... Tính đến ngày 28/12, chỉ số VNIndex tăng 12% về điểm số và 12.2% về khối lượng giao dịch bình quân phiên so với năm trước.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



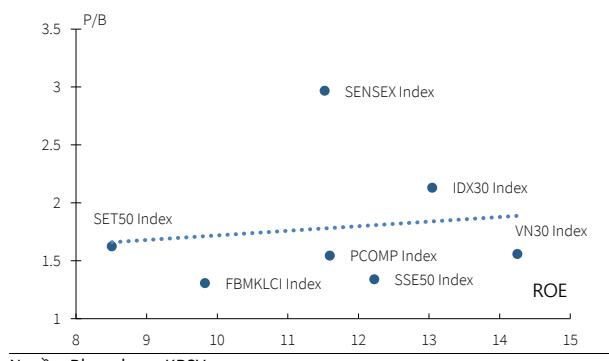
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Triển vọng TTCK Việt Nam trong năm 2024, xu hướng hồi phục rõ nét hơn

Đối với triển vọng trong năm 2024, chúng tôi cho rằng thị trường sẽ có xu hướng hồi phục rõ nét hơn với 4 yếu tố chính định hình, bao gồm (*chúng tôi phân tích kỹ hơn đối với từng yếu tố này trong phần III – “các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2024” của báo cáo*):

Tăng trưởng kinh tế quay trở lại mốc quanh 6%. Sau mức tăng trưởng thấp chỉ khoảng 5% GDP của năm 2023, chúng tôi có quan điểm lạc quan hơn với triển vọng kinh tế của năm 2024 với dự báo mức tăng quanh 6%. Trong đó, các động

lực tăng trưởng chính đến từ: i) thị trường bất động sản khởi sắc hơn; ii) chính sách tiền tệ và tài khóa mang tính chất hỗ trợ lãi suất duy trì ở mức thấp, đầu tư công được đẩy mạnh, trong khi các chính sách miễn giảm thuế tiếp tục được duy trì; iii) các động lực tăng trưởng truyền thống khác như vốn đầu tư nước ngoài FDI, tiêu dùng nội địa và xuất khẩu phục hồi... Việc kinh tế tăng trưởng trở lại quanh mốc 6% sẽ tạo ra môi trường thuận lợi để các doanh nghiệp niêm yết mở rộng hoạt động kinh doanh và tăng trưởng về doanh thu, lợi nhuận.

Mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp và đầu tư công được đẩy mạnh. Với dự báo các yếu tố khách quan về áp lực lạm phát và tỷ giá sẽ hạ nhiệt trong năm 2024, trong khi nợ công vẫn đang ở mức thấp, chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa mở rộng sẽ tiếp tục được duy trì trong năm 2024. Yếu tố này không chỉ hỗ trợ thị trường từ góc độ tăng trưởng kinh tế mà còn tác động trực tiếp giúp dòng tiền vào TTCK được cải thiện, định giá cổ phiếu tăng, đặc biệt ở các nhóm cổ phiếu của các doanh nghiệp hưởng lợi từ yếu tố này.

FED xoay chiều chính sách trong bối cảnh lạm phát đang hạ nhiệt tích cực và có thể tránh được 1 cuộc suy thoái. Các số liệu gần đây của nền kinh tế Mỹ (về việc thị trường lao động và số liệu lạm phát hạ nhiệt), kết quả cuộc họp chính sách tháng 12 của FED, biểu đồ dot-plot, các bài phát biểu của quan chức FED, và dự báo của thị trường thông qua công cụ CME FED Watch đều cho thấy khả năng gần như chắc chắn FED sẽ hạ lãi suất ở 1 thời điểm nào đó trong năm 2024. Các chuyên viên phân tích của chúng tôi kỳ vọng đợt hạ lãi suất sớm nhất sẽ diễn ra vào ngay cuối quý I năm sau. Đây là yếu tố hỗ trợ tích cực cho TTCK toàn cầu cũng như TTCK Việt Nam. Mặc dù vậy, rủi ro kinh tế Mỹ rơi vào suy thoái vẫn là yếu tố đáng chú ý và trong kịch bản trầm trọng có thể gây sức ép lớn lên TTCK toàn cầu.

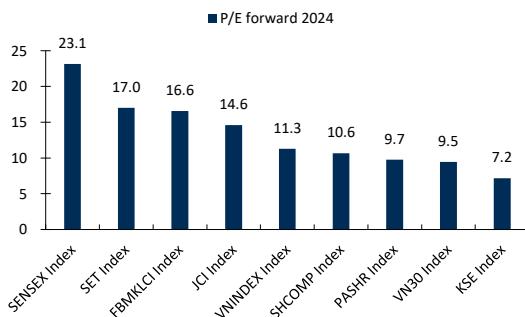
Kinh tế Trung Quốc tăng trưởng chậm lại nhưng sẽ tránh được sự đổ vỡ trong năm 2024. Sự sụp đổ của nền kinh tế Trung Quốc là yếu tố rủi ro đáng chú ý trong năm 2024, khi quốc gia này mở cửa không thành công sau khi kết thúc chính sách zero-Covid đầu năm 2023 và các vụ vỡ nợ của doanh nghiệp bất động sản lớn trong nước liên tục diễn ra. Trong kịch bản cơ sở các chuyên viên phân tích của chúng tôi đưa ra, Trung Quốc sẽ tránh được cuộc đổ vỡ của nền kinh tế cũng như của thị trường bất động sản trong năm 2024. Tăng trưởng kinh tế sẽ chỉ suy giảm nhẹ và các khó khăn tập trung chủ yếu nửa đầu năm, trong khi nửa sau 2024 có thể ghi nhận 1 số tín hiệu hồi phục tích cực.

Vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm là 1,330 điểm

Dựa vào phân tích và đánh giá 4 yếu tố định hình xu hướng TTCK Việt Nam ở trên (xem thêm phần III – “các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2024”), chúng tôi cho rằng xu hướng hồi phục của TTCK Việt Nam sẽ rõ nét hơn trong năm 2024 với vùng giá mục tiêu ở quanh 1,330 điểm. Với việc mặt bằng lãi suất được dự báo ở mức thấp với lãi vay còn dư địa giảm thêm, cung tiền M2 được mở rộng với mức tăng 12.2% trong năm 2024, chúng tôi cho rằng mức định giá P/E thị trường (hiện đang 14.9) sẽ cải thiện lên mức 15.3 thời điểm cuối 2024, tương ứng bình quân 2 năm giai đoạn 2022-2023.Thêm vào đó, thị trường còn được hỗ trợ bởi mức tăng 16.4% của lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết, được hỗ trợ bởi mức nền so sánh thấp của năm 2023 và kinh tế vĩ mô quay trở lại xu hướng hồi phục (xem thêm phần II của báo cáo).

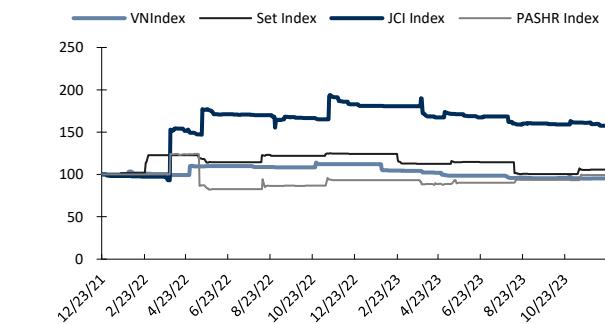
Rủi ro đáng chú ý nhất của năm 2024 sẽ đến từ các sự kiện xung đột địa chính trị, hay việc kinh tế toàn cầu tăng trưởng thấp với các nền kinh tế đầu tàu như Mỹ và Trung Quốc rơi vào suy thoái trầm trọng. Ở trong nước, các yếu tố rủi ro chính đến từ áp lực đáo hạn TPDN năm 2024 ở mức cao kỷ lục, xuất hiện các sự kiện ảnh hưởng đến an toàn hệ thống ngân hàng tương tự sự kiện SCB, hay triển vọng thị trường bất động sản tiêu cực hơn kỳ vọng.

Biểu đồ 5. P/E forward 2023 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. Hoạt động kinh doanh

Dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX đạt 16.4% YoY trong năm 2024

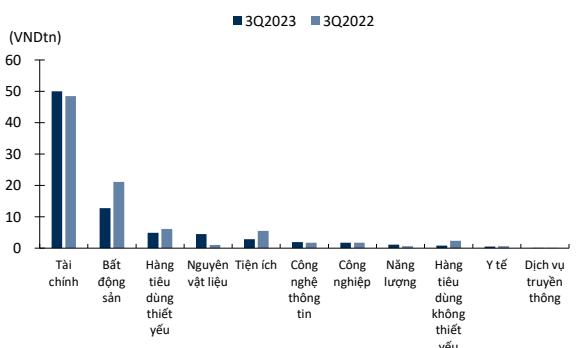
Chúng tôi dự kiến kể từ năm 2024 sẽ là giai đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh quay trở lại đà hồi phục của hầu hết các nhóm ngành với mức **tăng trưởng EPS toàn thị trường có thể đạt ngưỡng 16.4% so với cùng kỳ năm 2023**, dựa trên một số yếu tố: (1) xu hướng hồi phục mặt bằng lợi nhuận có thể rõ nét hơn trong năm 2024 dựa trên mức nền thấp của năm 2023; (2) các chính sách hỗ trợ của Chính phủ và NHNN về đẩy mạnh đầu tư công, hạ lãi suất,... bắt đầu thẩm thấu vào KQKD của các doanh nghiệp; (3) bức tranh sáng hơn cho diễn biến vĩ mô của Việt Nam và kỳ vọng cho một cuộc hạ cánh mềm ở Mỹ.

Dẫn dắt tăng trưởng EPS chung toàn thị trường trong năm 2024 là nhóm ngành Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+63% YoY) với kỳ vọng về sự hồi phục mạnh mẽ của lĩnh vực bán lẻ, tiêu dùng và xuất nhập khẩu, trong đó sự đóng góp lớn nhất đến từ MWG từ mức nền thấp của 2023. Năm 2024 cũng là giai đoạn chúng tôi cho rằng nhóm ngành Nguyên vật liệu với tỷ trọng lớn nhất đến từ các cổ phiếu Thép, sẽ bước vào chu kỳ hồi phục tiêu thụ, cải thiện kết quả kinh doanh mới với mức dự phóng EPS toàn ngành đạt +35% YoY. Ngành công nghệ thông tin tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định (+23% YoY) và được dẫn dắt bởi mã đầu ngành FPT. Riêng đối với ngành tài chính, chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng EPS 2024 lên gần 20% YoY so với mức nền thấp 2% YoY của năm 2023, dựa trên các quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng tín dụng trong năm tới của nhóm ngân hàng khi hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp ấm trở lại và nhu cầu vay vốn tăng lên.

Bất động sản (0%), Dịch vụ truyền thông (0%), Tiện ích (0%) và Y tế (-2%) là các ngành được dự báo có tăng trưởng ảm đạm trong năm 2024, tuy nhiên không đóng góp quá tiêu cực vào mức tăng trưởng chung. Trong đó, nhóm ngành Bất động sản dự kiến sẽ chưa thể quay lại mức hồi phục sớm khi doanh số bán

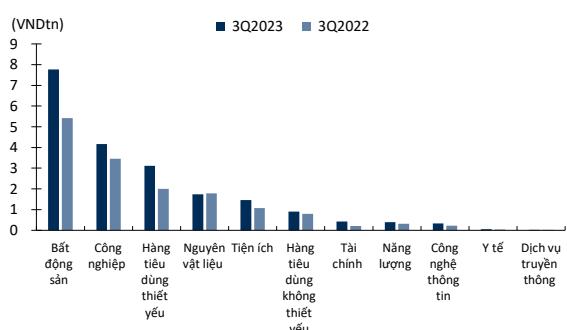
hàng và các khó khăn liên quan đến dòng tiền, vay nợ dự kiến sẽ chưa thể cải thiện đáng kể trong năm tới.

Biểu đồ 7. Lợi nhuận Q3 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Chi phí tài chính Q3 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mức tăng trưởng EPS các doanh nghiệp trên HSX trong 2023 được dự báo tiêu cực hơn so với dự phóng trong BCCL gần nhất

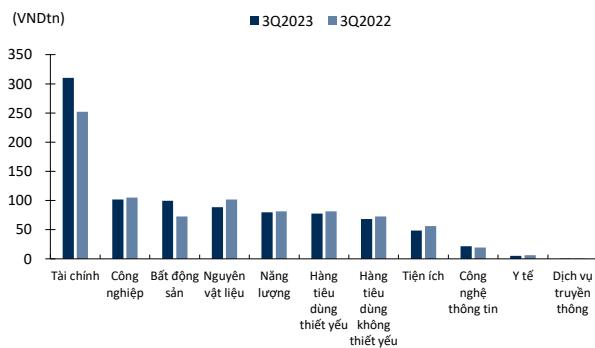
Đối với dự báo cho năm 2023, chúng tôi điều chỉnh dự phóng tăng trưởng EPS toàn thị trường giảm khoảng 2 pp so với lần dự phóng ở báo cáo chiến lược quý gần nhất, xuống còn **-1.2% YoY**. Nhận định của chúng tôi có thay đổi theo chiều hướng tiêu cực hơn cho năm 2023 sau khi chứng kiến kết quả kinh doanh trong Quý 3/2023 không được như kỳ vọng với sự suy giảm lợi nhuận của toàn thị trường chung, ở mức -9.4% YoY và -8.1% QoQ, dù doanh thu có sự cải thiện nhẹ +6.2% yoy.

Số liệu quý 3 tiếp tục gây thất vọng với lợi nhuận toàn thị trường tăng trưởng âm

Cụ thể, nhóm Bất động sản là nhân tố gây áp lực lớn lên đà suy giảm lợi nhuận chung của toàn thị trường (-40% YoY). Quý 3/2023 cũng là thời điểm kinh doanh kém khả quan nhất của các doanh nghiệp Tiện ích (-49.3% YoY), đặc biệt là các doanh nghiệp điện, nước như POW (-6% YoY), NT2 (-62% YoY), VSH (-41% YoY). Các doanh nghiệp thuộc nhóm Hàng tiêu dùng thiết yếu /không thiết yếu vẫn chưa cho thấy sự chuyển biến tích cực về lợi nhuận, lần lượt giảm (-20% YoY) và (-66.4% YoY). Nguyên nhân chính cho những sự sụt giảm trên có thể đến từ: (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa lẫn xuất khẩu vẫn cho thấy diễn biến chưa quá khởi sắc; (2) chi phí lãi vay tiếp tục bào mòn lợi nhuận các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy cao, vay vốn nhiều; và (3) giá cước vận tải xuất khẩu tăng mạnh so với nửa đầu năm 2023.

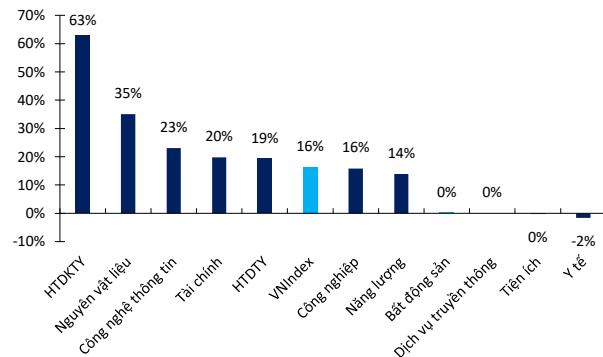
Ở chiều ngược lại, 1 số ngành ghi nhận sự cải thiện trong quý 3 như Nguyên vật liệu (+325% YoY) nhờ việc các doanh nghiệp đầu ngành như HPG, HSG hồi phục mạnh và Năng lượng (+81.5% YoY) hưởng lợi từ mức nền cao của giá dầu.

Biểu đồ 8. Doanh thu Q3 2023 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng tăng trưởng EPS 2024 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

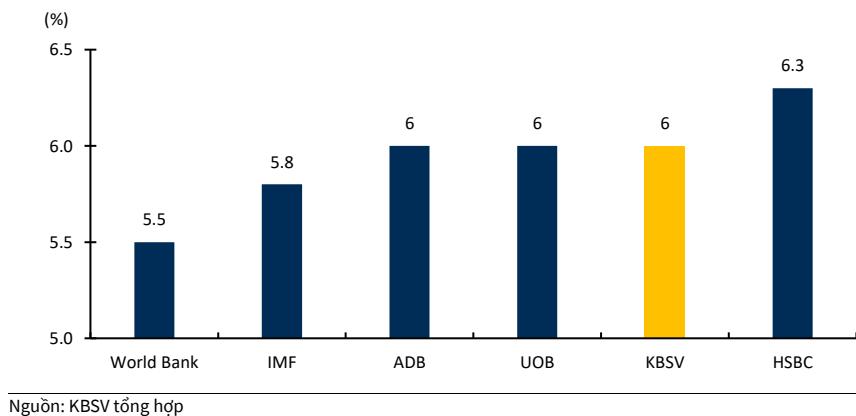
III. Các yếu tố định hình xu hướng TTCK 2024

1. Kinh tế trong nước hồi phục

Sự suy yếu của kinh tế vĩ mô trong năm 2023 với tăng trưởng GDP đạt 5.05%, thấp nhất trong 24 năm trở lại đây không tính giai đoạn Covid-19, là nguyên nhân chính khiến KQKD các DN niêm yết sụt giảm mạnh trong năm 2023 và gây sức ép khiến chỉ số VNIndex không thể bứt phá dù được hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp.

Đối với năm 2024, chúng tôi có cơ sở để tin rằng tăng trưởng kinh tế trong nước sẽ hồi phục trở lại lên quanh mức 6%, tạo tiền đề quan trọng để các doanh nghiệp niêm yết lấy lại xu hướng tăng trưởng về lợi nhuận với mức tăng EPS trên 16% như được trình bày ở phần II của báo cáo, với các cơ sở chính (*nhiều đầu tư có thể tham khảo thêm trong Báo cáo vĩ mô 2024 xuất bản ngày 19/1/2024*):

Biểu đồ 11. Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam 2024



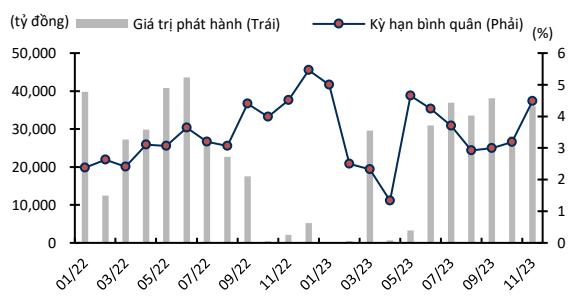
Thị trường Bất động sản khởi sắc hơn

Bất động sản là một lĩnh vực quan trọng, không chỉ chiếm tỷ trọng lớn trong tăng trưởng GDP mà còn tác động đến nhiều lĩnh vực khác và có mức độ lan tỏa cao đến nền kinh tế. Thị trường BDS trong thời gian qua gặp nhiều khó khăn do: 1) Mặt bằng lãi suất cao; 2) Mất niềm tin của NĐT sau những sự kiện về TPĐN; 3) Vướng mắc pháp lý; và 4) Dòng vốn tín dụng vào bất động sản bị thắt lại khi NHNN giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn, hay ban hành thông tư 06.

Các nguyên nhân trên phần nào sẽ hạ nhiệt trong năm 2024, qua đó hỗ trợ xu hướng hồi phục của thị trường bất động sản dù kịch bản tăng nóng trở lại sẽ không xảy ra. Cụ thể, lãi suất hạ nhiệt, vướng mắc pháp lý dần được gỡ rối, thị trường TPĐN minh bạch thông tin hơn với khối lượng phát hành khởi sắc, kết hợp với các chính sách hỗ trợ khác của Chính phủ là các yếu tố chính giúp thị trường bất động sản phục hồi so với năm 2023. Ở chiều ngược lại, niềm tin của nhà đầu tư chưa thể khôi phục lại sau năm 2022 đổ vỡ, cùng quan điểm thận

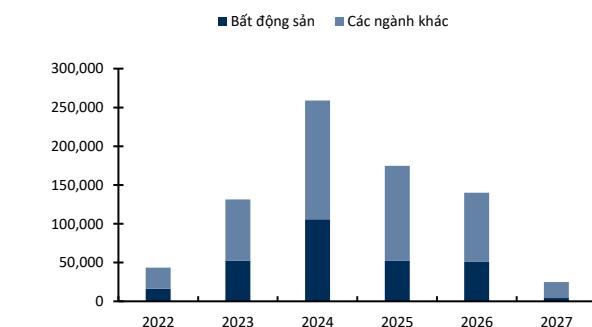
trong từ hoạt động cho vay của các ngân hàng khi nợ xấu tăng trong khi tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn bị siết lại là 2 yếu tố khiến thị trường bất động sản chưa thể bứt phá. Một điểm đáng lưu ý là nhiều khoản TPĐN đã được gia hạn sẽ đáo hạn “lần 2” trong năm sau. Nếu đầu ra chưa phục hồi thì nguy cơ vỡ nợ sẽ khá cao đối với một số doanh nghiệp bất động sản

Biểu đồ 12. TPĐN phát hành mới



Nguồn: HNX, KBSV

Biểu đồ 13. TPĐN đáo hạn



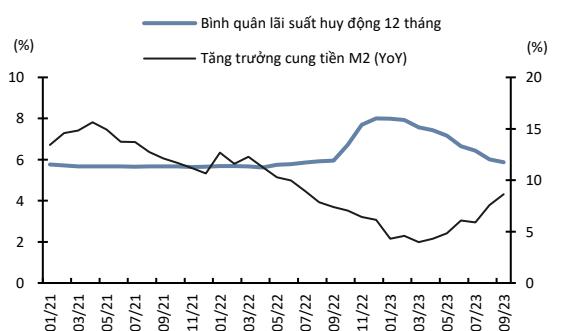
Nguồn: HNX, KBSV

Chính sách tài khoá và tiền tệ tiếp tục theo xu hướng kích thích tăng trưởng kinh tế

Với dự báo lạm phát và tỷ giá (nếu không xuất hiện các yếu tố thiên nga đen bất thường từ bên ngoài) nhiều khả năng không chịu áp lực lớn trong năm 2024 khi mà xu hướng hạ nhiệt lạm phát toàn cầu đang diễn ra ở hầu hết các nền kinh tế lớn, trong khi FED được dự báo sẽ đảo chiều chính sách, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ có điều kiện để duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng như hiện tại. Theo đó, mặt bằng lãi suất huy động được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức thấp, trong khi lãi suất cho vay sẽ giảm thêm 0.75%-1.25% so với mức cuối 2023.

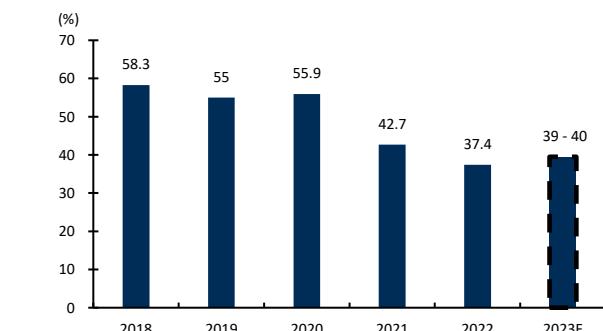
Dù vậy, với việc nhu cầu vốn của nền kinh tế ở thời điểm hiện tại khá yếu, tăng trưởng tín dụng ở mức thấp, trong khi các ngân hàng thận trọng trong hoạt động giải ngân, chính sách tiền tệ sẽ không phát huy được nhiều hiệu quả. Trong bối cảnh đó, chính sách tài khoá mở rộng được kỳ vọng sẽ tiếp tục được triển khai trong năm 2024 khi mà dư địa còn khá dồi dào. Cụ thể, không chỉ hoạt động đầu tư công được đẩy mạnh, các chính sách miễn giảm thuế cũng đã được triển khai đồng bộ và kỳ vọng sẽ phát huy hiệu quả rõ nét hơn trong năm 2024.

Biểu đồ 14. Lãi suất huy động & Cung tiền M2



Nguồn: Wichart, NHNN, KBSV

Biểu đồ 15. Nợ chính phủ/GDP



Nguồn: Bộ Tài Chính, KBSV

Xuất khẩu và sản xuất công nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong 2H2024

Hoạt động xuất khẩu và SXCN có diễn biến tích cực trong các tháng gần đây nhưng chưa thể bứt phá. Chúng tôi cho rằng những tăng trưởng là nhờ yếu tố mùa vụ cuối năm, trong khi chỉ số PMI liên tục dưới 50 điểm cho thấy lo ngại

đơn hàng sẽ giảm mạnh sau khi mùa tiêu dùng cao điểm kết thúc. Điều này khiến chúng tôi thận trọng với triển vọng xuất khẩu của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm. Dù vậy, nửa sau năm 2024 kỳ vọng xuất khẩu và SXCN của Việt Nam sẽ khởi sắc nhờ: (1) Dự báo nhu cầu tại các nền kinh tế mới sẽ phục hồi; và (2) Các DN sản xuất được hỗ trợ bởi CSTK và CTTT mở rộng.

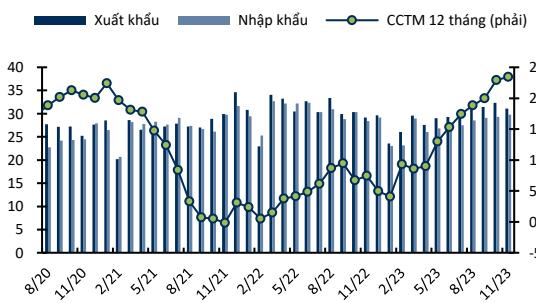
Dòng vốn FDI sẽ tiếp tục là điểm sáng của kinh tế Việt Nam

Vốn đầu tư nước ngoài vẫn là một điểm sáng trong bức tranh vĩ mô của Việt Nam. Các hoạt động quảng bá, thúc đẩy quan hệ hợp tác quốc tế của Việt Nam đã phát huy hiệu quả, bao gồm việc nâng cấp quan hệ đối tác với Mỹ, Trung Quốc và Nhật Bản, sẽ gián tiếp thu hút lượng lớn nguồn vốn FDI. Ngoài ra, Việt Nam còn có những lợi thế như tình hình kinh tế, chính trị ổn định, vị trí thuận lợi cho hoạt động đầu tư, số lượng lớn hiệp định thương mại tự do đã ký kết, lực lượng lao động dồi dào, các gói hỗ trợ hấp dẫn, chú trọng đầu tư cơ sở hạ tầng... kỳ vọng sẽ thu hút các dòng vốn nước ngoài và đạt được nhiều thành tựu trong năm sau.

Tiêu dùng nội địa phục hồi nhờ hiệu quả của CSTT và hỗ trợ tài khóa

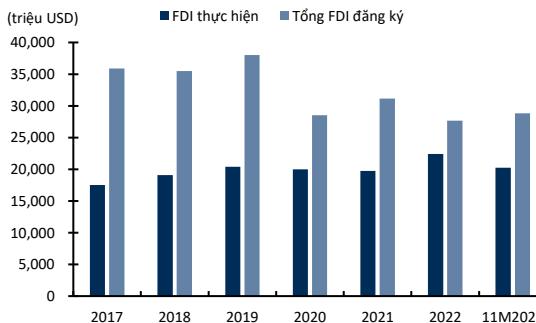
Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ và các biện pháp kích cầu (bao gồm việc gia hạn thời gian giảm thuế VAT, tăng lương cơ bản...) sẽ phát huy hiệu quả giúp nhu cầu tiêu dùng nội địa hồi phục trở lại. Ở thời điểm hiện tại, tăng trưởng doanh thu bán lẻ và dịch vụ ổn định qua từng tháng nhưng vẫn thấp hơn trung bình giai đoạn trước dịch Covid-19 là ~14%, cho thấy Việt Nam còn nhiều dư địa và triển vọng hồi phục.

Biểu đồ 16. Xuất nhập khẩu & Cán cân thương mại



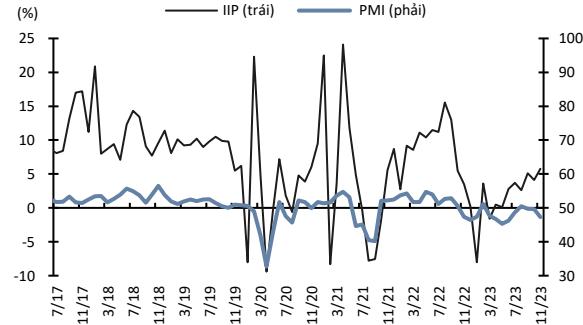
Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 18. Dòng vốn FDI



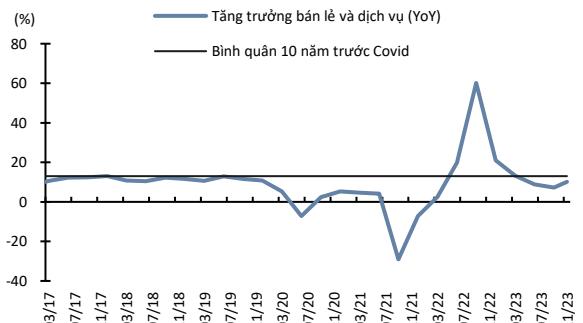
Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 17. Chỉ số IIP & PMI



Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

Biểu đồ 19. Tăng trưởng bán lẻ và dịch vụ



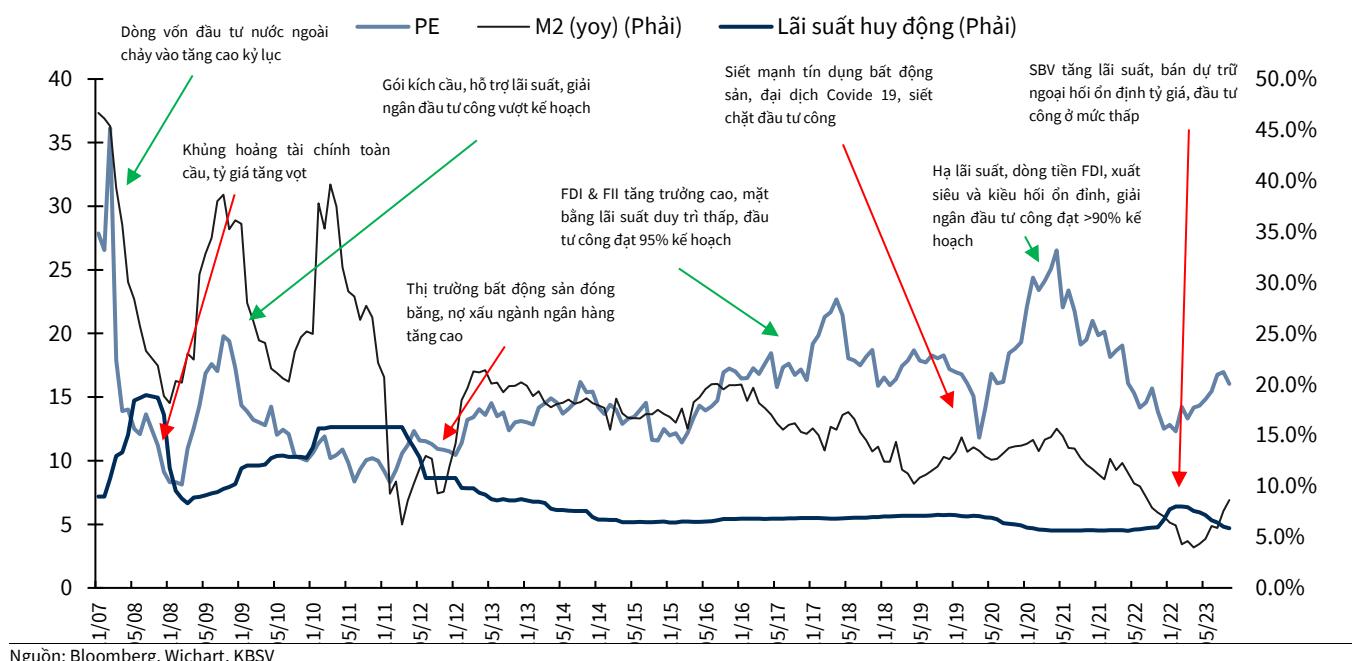
Nguồn: Tổng cục thống kê, KBSV

2. Tác động từ chính sách của Chính phủ và NHNN

Biến động của thị trường tiền tệ, bao gồm 2 biến số chính là lãi suất và cung tiền tác động mạnh lên TTCK

Các mô hình định lượng của chúng tôi cho thấy biến động TTCK Việt Nam có mối tương quan chặt chẽ với 2 biến số của thị trường tiền tệ là mặt bằng lãi suất (với đại diện là lãi suất huy động thị trường 1 – thị trường dân cư), và tăng trưởng cung tiền M2. Trong đó, các giai đoạn cung tiền có mức tăng đột biến, trong khi lãi suất được đánh giá thuận lợi như 2020-2021 hay các năm 2006-2007, 2009, 2017 TTCK Việt Nam đều ghi nhận các mức tăng đột biến. Bối cảnh ngược lại thường dẫn đến sự sụt giảm sâu của thị trường như vào các năm 2022, 2011, 2008. Điều này là phù hợp về mặt lý thuyết khi mà lãi suất giảm kết hợp với cung tiền tăng là điều kiện lý tưởng để dòng tiền chảy mạnh vào kênh đầu tư chứng khoán, thúc đẩy mặt bằng cổ phiếu tăng giá, và ngược lại.

Biểu đồ 20. Tương quan giữa tốc độ tăng trưởng M2, lãi suất huy động và PE của VNIndex (%)

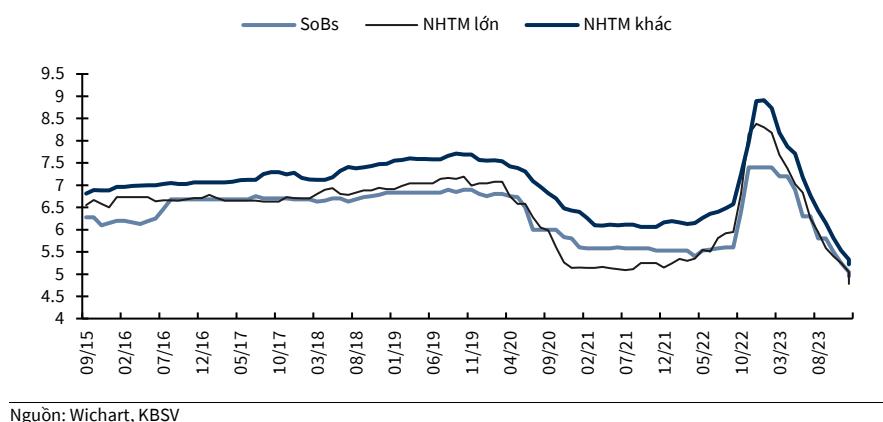


Lãi suất huy động dự kiến biến động dọc ngang ở vùng thấp, trong khi lãi vay tiếp tục giảm, hỗ trợ xu hướng TTCK

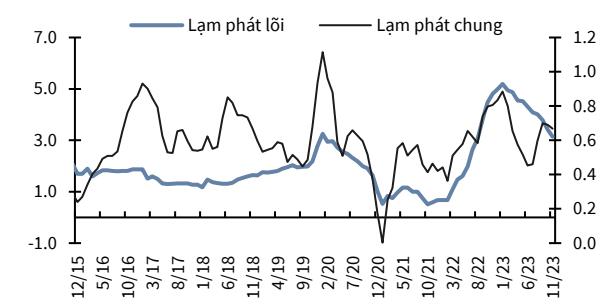
Nhờ sự kiểm soát chặt chẽ và phản ứng kịp thời từ phía NHNN, rủi ro thanh khoản được loại bỏ sau sự kiện đổ vỡ ở SCB – Vạn Thịnh Phát. Bên cạnh đó, nhu cầu tín dụng yếu và lạm phát thấp trong năm nay đã tạo điều kiện để lãi suất huy động giảm sâu, trở về mức đáy trong giai đoạn Covid.

Tính đến ngày 26/12, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng đang ở mức 5.13%, giảm 2.9% so với đầu năm. Trong đó, VCB đã giảm xuống mức thấp kỷ lục 4.8%, trong khi các ngân hàng quốc doanh khác cũng duy trì trên mức 5%. Mặt bằng lãi suất huy động đã ở vùng thấp lịch sử, thậm chí là về thấp hơn cả thời điểm Covid 19 đối với một số ngân hàng. Trong khi đó, lãi suất cho vay do có độ trễ, mới chỉ giảm khoảng 2% - 2.25% so với đầu năm. Do vậy, việc lãi suất hạ thêm trong năm 2024 là khó xảy ra trong bối cảnh lạm phát vẫn là yếu tố khó lường. Theo đó, chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất huy động sẽ tiếp tục đi ngang ở vùng thấp trong hầu hết cả năm 2024 trong khoảng 4.85% - 5.35%. Dù vậy, lãi suất cho vay bình quân sẽ có dư địa để giảm thêm 0.75% - 1.0%, dựa trên những luận điểm sau:

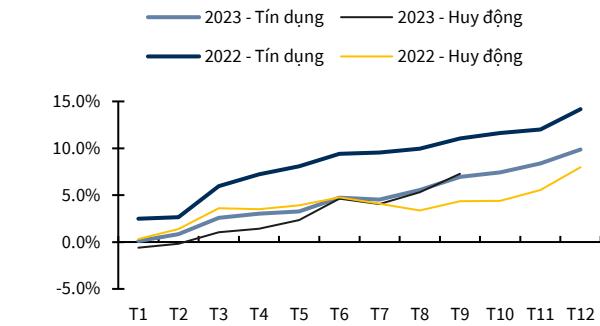
Cầu tín dụng nhiều khả năng sẽ phục hồi, tuy nhiên khó có đột biến. Do những khó khăn tồn đọng từ năm 2023 chưa thể được khắc phục triệt để trong năm sau. Kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ chỉ tăng trưởng quanh mức 6% với lĩnh vực bất động sản, khu vực có tỷ trọng đóng góp cao trong tăng trưởng tín dụng, chưa thể hồi phục mạnh mẽ. Theo đó, áp lực lên mặt bằng lãi suất cho vay từ phía cầu sẽ chưa lớn. Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2024 sẽ đạt mức quanh 12% - 13%, thấp hơn mức bình quân 14.5% trong 10 năm qua.

Biểu đồ 21. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng

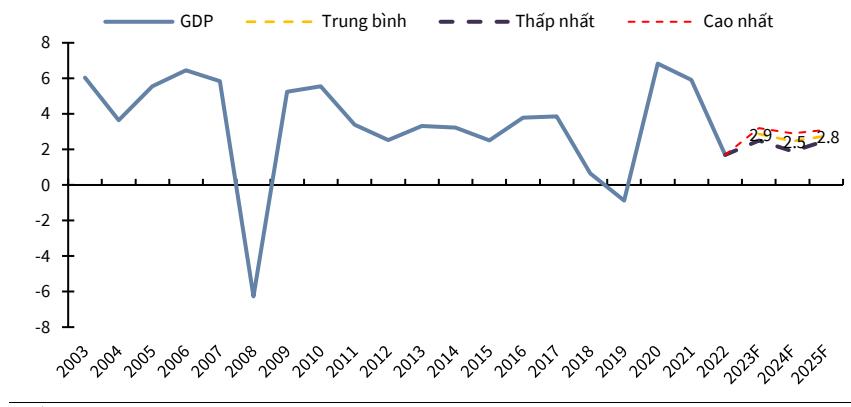
Nguồn: Wichtart, KBSV

Biểu đồ 22. Lạm phát và lạm phát cơ bản

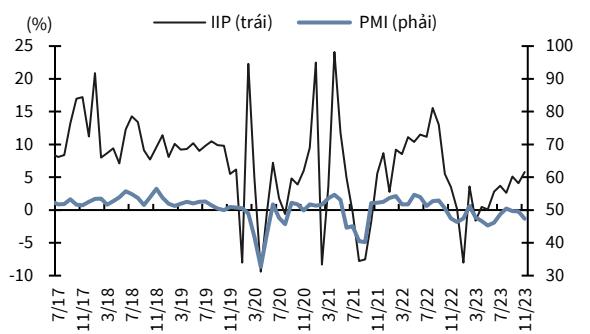
Nguồn: TCTK, KBSV

Biểu đồ 23. Tăng trưởng huy động và tín dụng

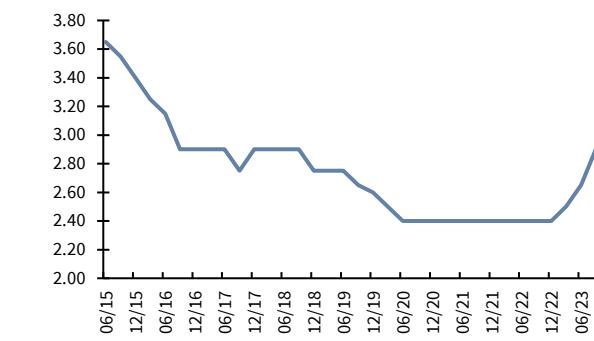
Nguồn: SBV, KBSV

Biểu đồ 24. Dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu theo các tổ chức tài chính (%)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

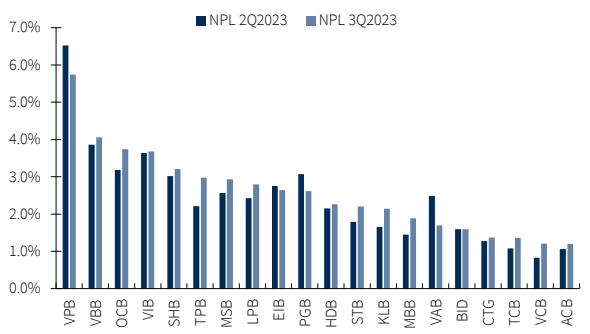
Biểu đồ 25. Chỉ số PMI và IIP

Nguồn: TCTK, KBSV

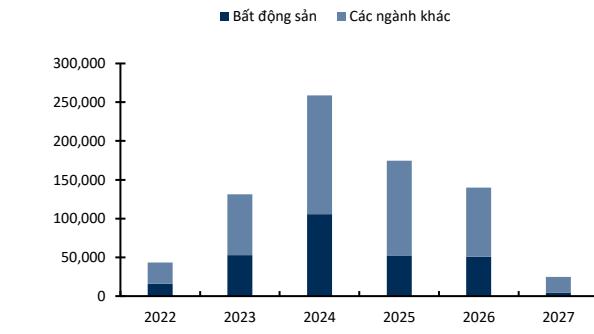
Biểu đồ 26. FFR dài hạn ước tính của FOMC

Nguồn: Bloomberg, KBSV

- Ngân hàng ghi nhận COF giảm, sau giai đoạn lãi suất huy động giảm mạnh, giúp lãi suất cho vay có dư địa giảm thêm, dù không quá nhiều do (1) các ngân hàng thận trọng về nợ xấu và (2) kênh trái phiếu vẫn chưa phục hồi. Tình hình kinh tế khó khăn trong năm 2023 đã khiến nợ xấu của toàn hệ thống tăng quý thứ tư liên tiếp, lên mức 2.2% (+6.9% QoQ). Dự báo tình hình nợ xấu trong năm 2024 có thể phình to do (1) thông tư 02 hết hiệu lực và (2) bộ đệm dự phòng của các ngân hàng thu hẹp (theo [Báo cáo cập nhật ngành Ngân hàng](#)). Bên cạnh đó, ngân hàng vẫn sẽ là kênh huy động vốn dài hạn cho doanh nghiệp khi thị trường trái phiếu vẫn chưa phục hồi, trong khi áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2024 cao kỷ lục lên tới gần 300 nghìn tỷ. Do đó, lãi suất cho vay khó có thể giảm sâu.

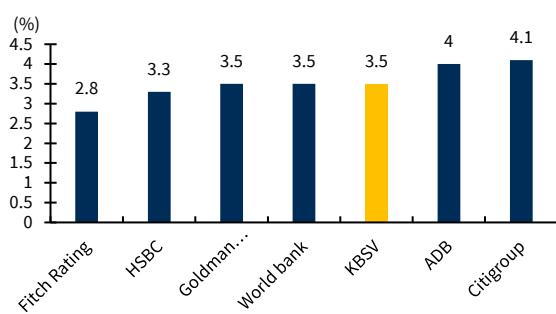
Biểu đồ 27. Tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng

Nguồn: Bloomberg, KBSV

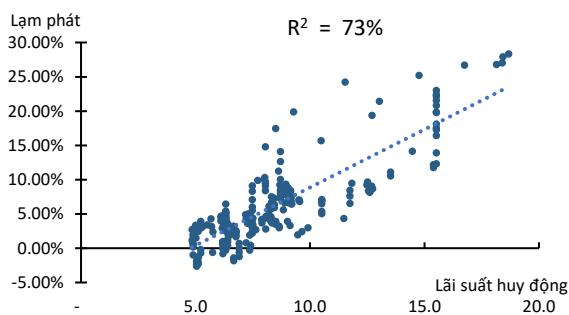
Biểu đồ 28. Giá trị trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn

Nguồn: Bloomberg, KBSV

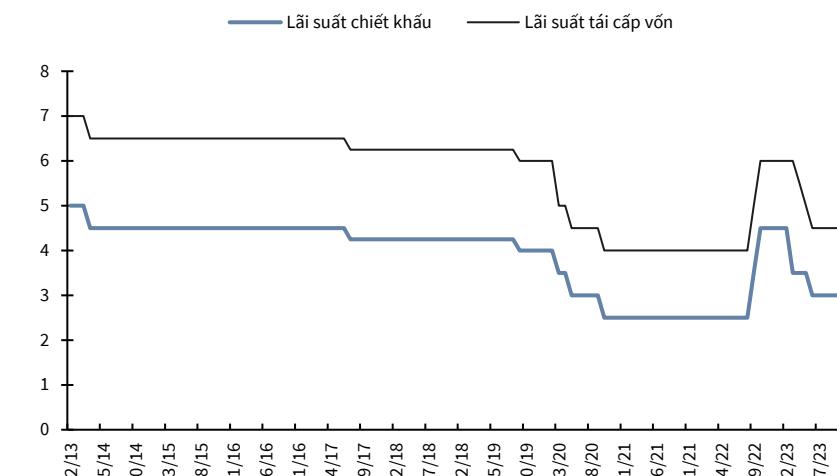
- Chính sách điều hành của NHNN vẫn theo hướng nới lỏng khi áp lực lạm phát và tỷ giá hạ nhiệt. Cụ thể, với việc xu hướng giảm lạm phát đang diễn ra ở hầu hết các nền kinh tế lớn trong bối cảnh Mỹ và Trung Quốc, 2 đầu tàu tăng trưởng kinh tế thế giới, được dự báo sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm sau, chúng tôi cho rằng lạm phát toàn cầu sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2024, hỗ trợ xu hướng ổn định lạm phát của Việt Nam. Đối với tỷ giá, việc FED đảo chiều hạ lãi suất trong năm 2024, như chúng tôi có đánh giá chi tiết ở phần sau của báo cáo, sẽ giúp áp lực tỷ giá không còn là yếu tố đáng ngại trong năm sau. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng NHNN có thể tiếp tục giảm 50 điểm cơ bản lãi suất điều hành và tỷ giá sẽ giảm khoảng 0.5% trong năm 2024.

Biểu đồ 29. Dự báo lạm phát của các tổ chức tài chính

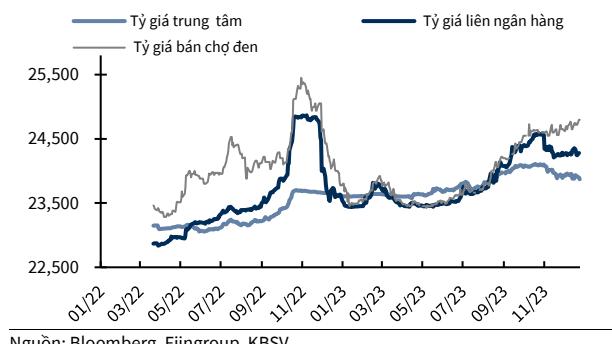
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 30. Tương quan lãi suất huy động 12 tháng và lạm phát bình quân, từ 2000 - 2023

Nguồn: SBV, KBSV

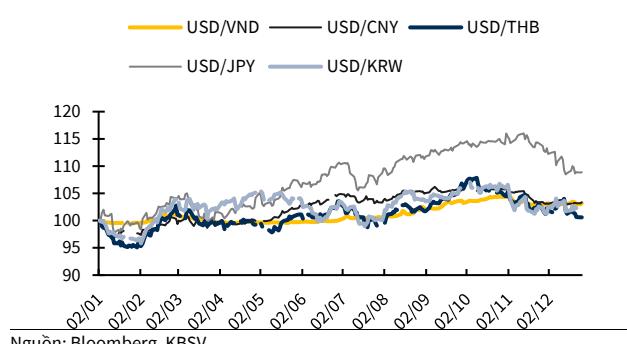
Biểu đồ 31. Lãi suất chính sách (%)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 32. Tỷ giá USD/VND

Nguồn: Bloomberg, Fiingroup, KBSV

Cung tiền M2 dự báo tăng 12.2% trong năm 2024, so với mức tăng chỉ 5.6% trong 9 tháng đầu năm 2023

Biểu đồ 33. Diễn biến tỷ giá USDVND so với các đồng tiền trong khu vực kể từ đầu năm

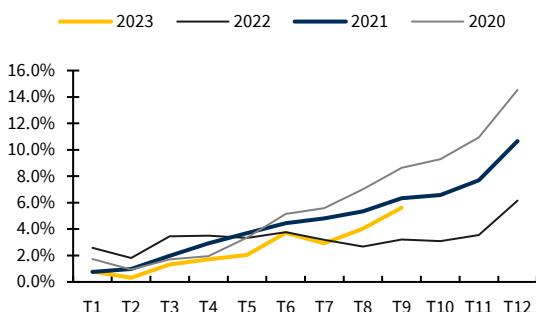
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tăng trưởng cung tiền M2 trong năm 2023 chỉ 5.6% tính đến hết tháng 9, thấp hơn hẳn mức tăng bình quân 14%/năm giai đoạn 2012-2021 với các nguyên nhân đến từ việc tăng trưởng huy động ở mức thấp (tương ứng với tăng trưởng tín dụng thấp), đầu tư công không được như kỳ vọng khiến 1 lượng tiền lớn vẫn đang tồn đọng tại kho bạc.

Dù vậy, với dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2024 có thể đạt quanh 12% - 13%,

cán cân thanh toán dự kiến tiếp tục duy trì thặng dư cùng việc đồng USD suy yếu, giúp NHNN mua vào khoảng 10 tỷ USD, giá tăng dự trữ ngoại hối, và đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh, chúng tôi dự báo tăng trưởng cung tiền đạt 12.2% trong năm 2024.

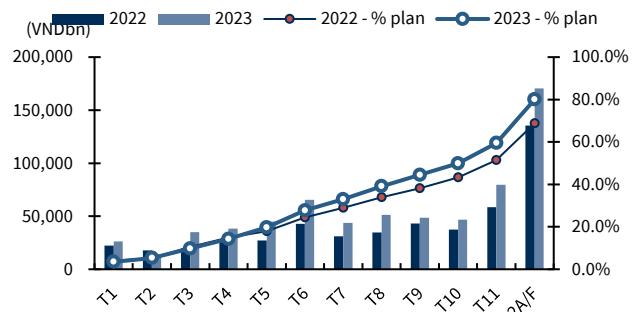
Biểu đồ 34. Tăng trưởng cung tiền M2 (% YTD)



Nguồn: SBV, KBSV

Mặt bằng lãi suất thấp và cung tiền được nới lỏng dự báo sẽ tác động tích cực lên mặt bằng giá cổ phiếu

Biểu đồ 35. Tiến độ giải ngân đầu tư công



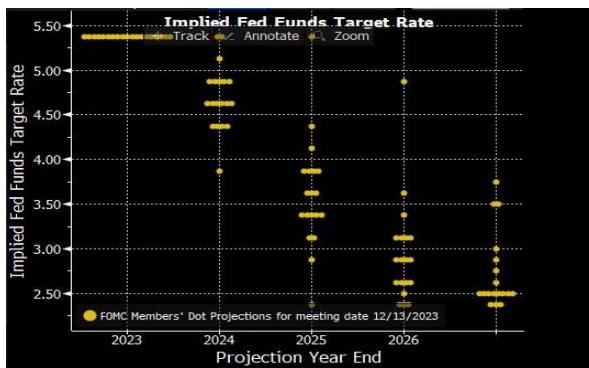
Nguồn: TCTK, KBSV

Với việc mặt bằng lãi suất tiếp tục diễn biến thuận lợi và cung tiền M2 được mở rộng trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng đây là yếu tố hỗ trợ định giá thị trường, xét theo P/E của chỉ số VNIndex, đặc biệt trong bối cảnh lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết hồi phục trong năm sau. Theo đó, trong kịch bản thận trọng, chúng tôi kỳ vọng P/E thị trường sẽ quay trở lại mức bình quân 2 năm ở 15.3 lần, từ mức 14.9 lần hiện tại.

3. FED đảo chiều chính sách và rủi ro suy thoái tại Mỹ

Chúng tôi cho rằng có cơ sở đề kỳ vọng FED sẽ bắt đầu hạ lãi suất ngay trong kỳ họp tháng 3 tới đây, và đưa mức lãi suất FED Fund Rate cuối 2024 xuống 4%-4.25% (so với mức trung vị 4.25%-5% của biểu đồ Dot-plot công bố vào kỳ họp tháng 12) dựa trên 3 luận điểm chính.

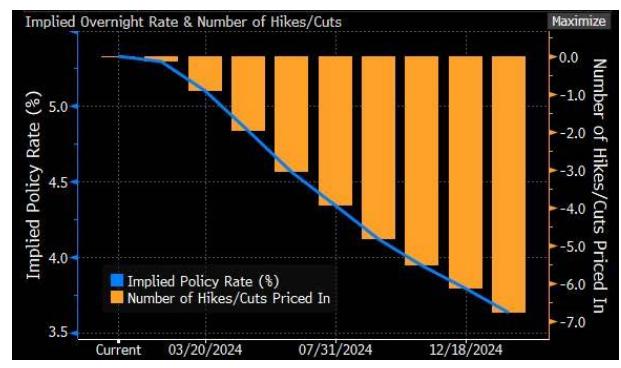
Biểu đồ 36. Fed Dot Plot



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lạm phát tại Mỹ đã giảm nhanh hơn kỳ vọng và xu hướng giảm dự báo tiếp diễn trong năm 2024

Biểu đồ 37. Lãi suất ngụ ý thời điểm hiện tại



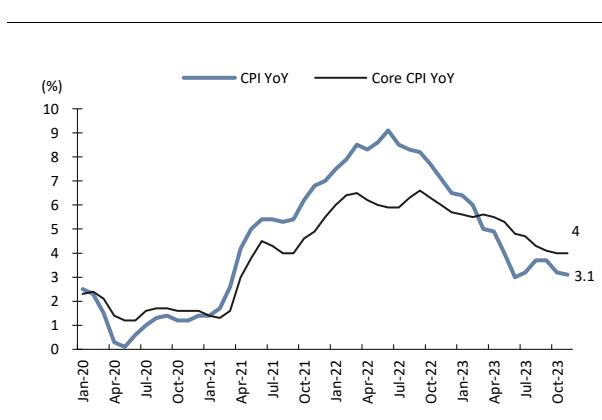
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Số liệu CPI (%YoY) của Mỹ đã có dấu hiệu chậm lại trong những tháng gần đây (Biểu đồ), với mức tăng chỉ 0.1% MoM trong tháng 11, mức tăng thấp nhất trong 1 năm qua. Nhìn xa hơn, lạm phát Mỹ sau khi đạt đỉnh ở mức 9.1% YoY vào tháng 6/2022, đã giảm xuống còn 3.2% vào tháng 11 vừa qua. Trong đó CPI lõi (loại bỏ giá năng lượng và thực phẩm) cũng đã giảm xuống 4% YoY. Hai

nguyên nhân chính khiến lạm phát Mỹ giảm nhanh đến từ:

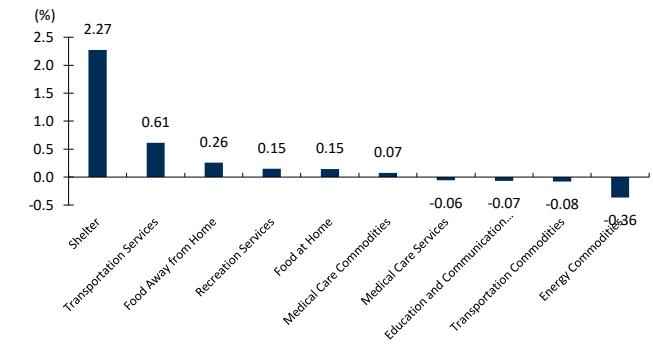
- (i) Giá dầu WTI giảm 35% từ mức đỉnh giữa năm 2022 xuống còn 75.9 USD/thùng (Biểu đồ 41). Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2024, khi khu vực Châu Mỹ, đặc biệt là Hoa Kỳ được dự báo sẽ tiếp tục cung cấp ra thị trường sản lượng lớn trong nửa đầu năm 2024. Đây được đánh giá là yếu tố tiếp tục hỗ trợ lạm phát tại Mỹ giảm trong năm 2024. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý các yếu tố về địa chính trị, xung đột diễn ra như sự kiện Biển Đỏ, chiến sự dài Gaza hay Nga – Ukraine diễn biến trầm trọng hơn có thể khiến cho giá dầu phản ứng tăng, trái ngược với dự báo.
- (ii) Chiếm đến gần 35% trọng số trong cấu phần lạm phát, giá nhà và thị trường bất động sản tại Mỹ có sự ảnh hưởng đáng kể tới chỉ số CPI. Giá cấu phần Nhà ở, lưu trú đã tăng 0.4% so với tháng trước và tăng 6.5% YoY, tuy vậy tốc độ tăng so với cùng kỳ vẫn đang cho thấy dấu hiệu giảm dần kể từ mức đỉnh 8.2% YoY vào hồi tháng 3/2023. Hoạt động của thị trường này đang chậm lại khi cả doanh số bán nhà sẵn có và nhà mới đều duy trì đà giảm kể từ đầu năm cho đến nay, chỉ đạt mức 4.41 triệu căn, giảm 38.3% YoY (Biểu đồ 43). Lượng tồn kho BDS sẵn sàng để bán cũng tăng 15% so với đầu năm và số lượng giấy cấp phép xây dựng trong tháng 11 chỉ đạt 1,467,000 giấy phép (Biểu đồ 42), thấp hơn 12% so với mức trung bình 1,667,000 của năm 2022. Do đó, chúng tôi nhận định, với diễn biến ảm đạm hiện tại của thị trường nhà ở tại Mỹ, áp lực lên cấu phần Shelter của CPI sẽ dần hạ nhiệt trong thời gian tới.

Biểu đồ 38. Chỉ số CPI và Core CPI Mỹ (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 39. Đóng góp của một số cấu phần trong rõ lạm phát Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 40. Giá xăng trung bình tại Mỹ

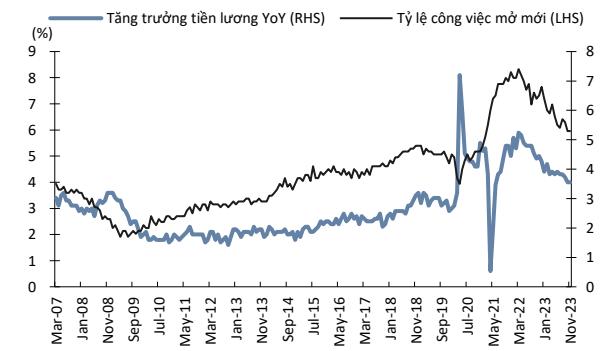
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 42. Số giấy phép xây dựng cấp mới của Mỹ ('000)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thị trường việc làm tại Mỹ đã có dấu hiệu hạ nhiệt

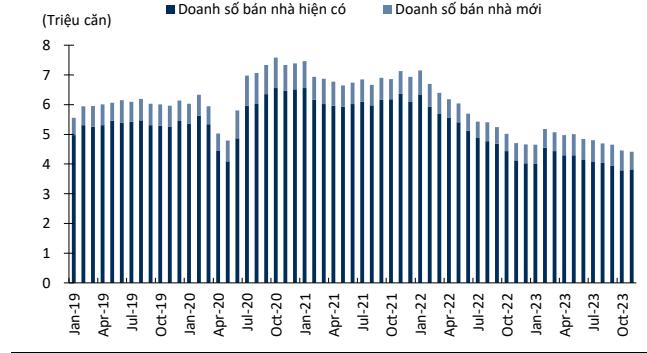
Tỷ lệ thất nghiệp đã tăng trở lại sau khi giảm xuống mức thấp kỷ lục. Số liệu việc làm mới hay mức tăng bình quân lương theo giờ cũng đều cho thấy xu hướng giảm trong vài tháng gần đây (Biểu đồ 44). Diễn biến này giúp giảm đáng kể lo ngại của các quan chức FED về việc thị trường việc làm nóng sẽ gây sức ép lên lạm phát do vòng xoáy tiền lương – giá cả. Tỷ lệ thất nghiệp đã giảm xuống 3.7% vào tháng 11 từ mức 3.9% của tháng trước. Tỷ lệ tham gia lao động tăng nhẹ 10bps lên mức 62.8% (Biểu đồ 45), tương đương mức trung bình từ năm 1948 cho đến nay

Biểu đồ 44. Tăng trưởng tiền lương và tỷ lệ công việc mở mới ở Mỹ

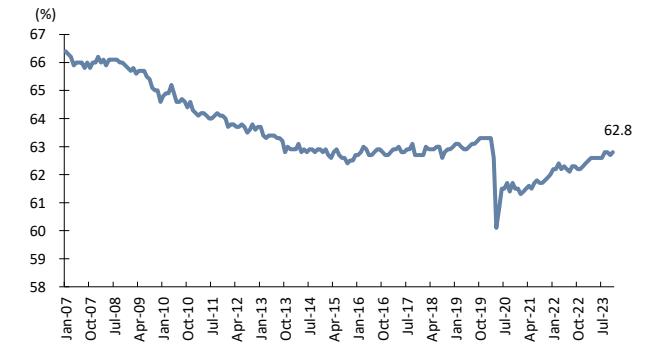
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 41. Giá dầu thô WTI theo tháng

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 43. Doanh số bán nhà tại Mỹ

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 45. Tỷ lệ tham gia lao động của Mỹ

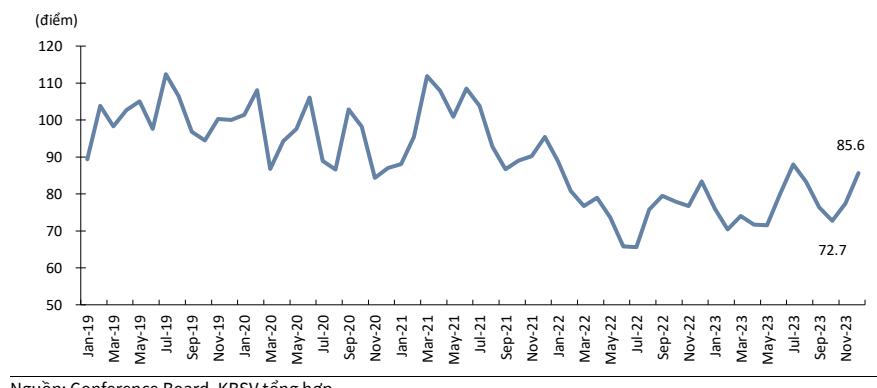
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kinh tế Mỹ nhiều khả năng tránh được 1 cuộc suy thoái

Theo thống kê của Bloomberg từ dự phóng của các ngân hàng, xác suất Mỹ sẽ phải trải qua 1 cuộc suy thoái trong 12 tháng tới đã giảm từ mức 65% từ giữa năm 2023 xuống còn 50% trong lần cập nhật gần nhất (Biểu đồ). Ngoài ra, một thống kê khác đến từ NABE (National Association for Business Economics) đã cho kết quả khoảng 75% các nhà dự báo kinh tế (40 người) đưa ra tỷ lệ cho một cuộc suy thoái trong năm 2024 là dưới 50%. Không chỉ các nhà kinh tế học, phần lớn các Ngân hàng đầu tư và Tổ chức Tài chính lớn đều nghiêng về một kịch bản nền kinh tế Mỹ có thể “hạ cánh mềm” hoặc chỉ trải qua 1 cuộc suy thoái nhẹ (Bảng 1). Đây cũng là kịch bản cơ sở mà chúng tôi đưa ra với 4 luận điểm chính:

- (i) Niềm tin của người tiêu dùng cũng đang ngày càng được gia tăng, phản ánh những đánh giá tích cực hơn về điều kiện kinh doanh hiện tại và tình trạng việc làm sẵn có, cũng như quan điểm ít bi quan hơn về thị trường lao động và triển vọng thu nhập cá nhân trong 6 tháng tới. Chỉ số khảo sát “Kỳ vọng” của Conference Board đã tăng lên 85.6 từ mức 77.4 vào tháng 11 (Biểu đồ 46). Theo Conference Board, khi chỉ số “Kỳ vọng” ở dưới mức 80 thường sẽ báo hiệu một cuộc suy thoái có thể xảy ra trong 12 tháng tiếp theo. Nhìn chung, người tiêu dùng Mỹ tự tin mức lãi suất sẽ sớm hạ trong thời gian tới và tình hình tài chính của họ được cải thiện.

Bảng 46. Chỉ số “Kỳ vọng” của người tiêu dùng



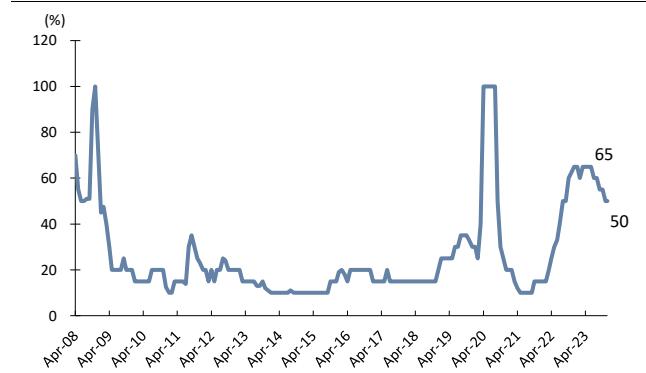
Nguồn: Conference Board, KBSV tổng hợp

Bảng 1. Kịch bản cho nền kinh tế Mỹ 2024 của một số tổ chức tài chính

Goldman Sachs	Soft landing
Bank of America	Soft landing
Barclays	Soft landing
Lazard	Soft landing
J.P. Morgan	Mild recession
Wells Fargo	Mild recession
Allianz	Recession

Nguồn: KBSV tổng hợp

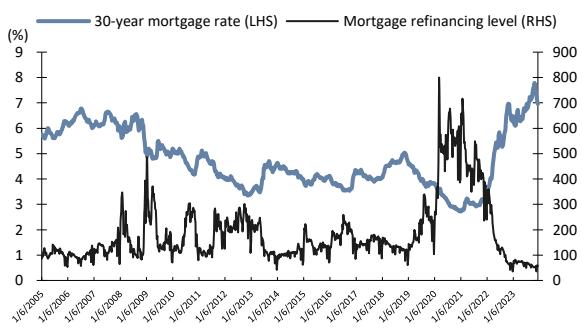
Biểu đồ 47. Xác suất suy thoái của Mỹ theo thống kê của Bloomberg



Nguồn: Bloomberg, KBSV

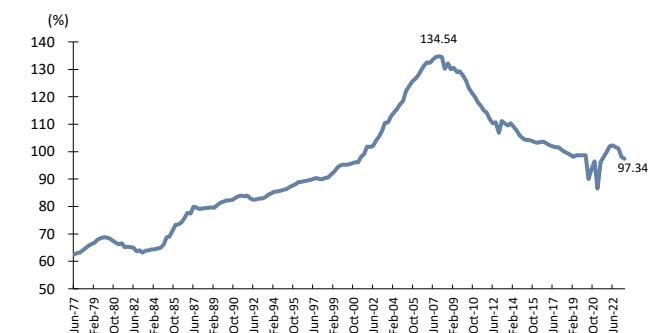
(ii) Các nền kinh tế phương Tây, bao gồm cả nền kinh tế Mỹ có thể sẽ bị ảnh hưởng hơn từ mức lãi suất cao so với trong quá khứ. Mật bằng nợ chung của khối tư nhân hiện tại đang ít hơn so với thời điểm lãi suất đạt đến ngưỡng tương tự ở giai đoạn gần nhất (Biểu đồ 49). Bên cạnh đó, các khoản vay thế chấp mua nhà được người dân Mỹ tận dụng trong thời điểm dịch Covid19 bùng phát để vay với mức lãi suất thấp, cố định trong 30 năm (Biểu đồ 48). Do đó, chi phí lãi vay cho các khoản thế chấp mua nhà sẽ không tạo nhiều áp lực lên gánh nặng tài chính của người dân.

Biểu đồ 48. Lãi suất vay thế chấp 30 năm và hoạt động tái cơ cấu lại các khoản nợ thế chấp



Nguồn: Bloomberg, Fannie Mae, KBSV

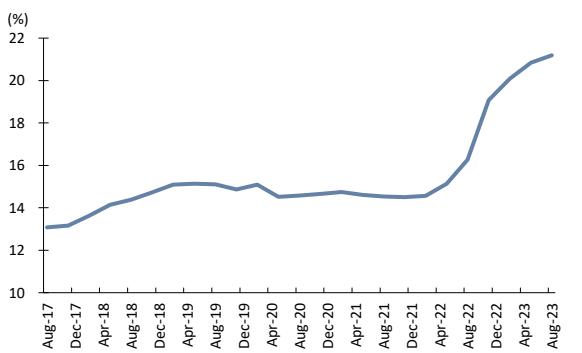
Biểu đồ 49. Tỷ lệ nợ hộ gia đình trên thu nhập khả dụng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

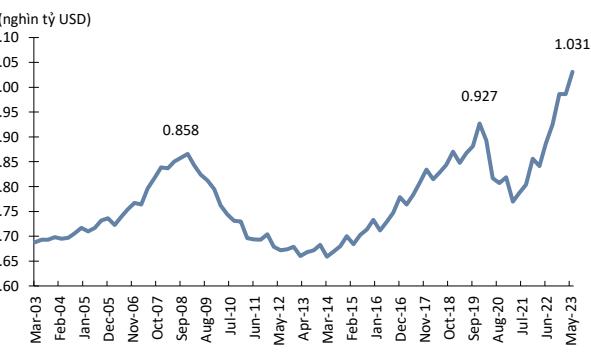
(iii) Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng và lãi suất áp dụng đang ở mức cao nhất trong vòng 20 năm trở lại đây. Tuy nhiên, việc lạm phát đang giảm nhanh hơn dự kiến sẽ giúp lãi suất áp dụng cho các khoản vay tiêu dùng có cơ hội hạ nhiệt dần và người dân có thể sẽ được giảm bớt gánh nặng trả lãi các khoản vay trên.

Biểu đồ 50. Mức lãi suất áp dụng cho vay tiêu dùng



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 51. Dư nợ cho vay tiêu dùng

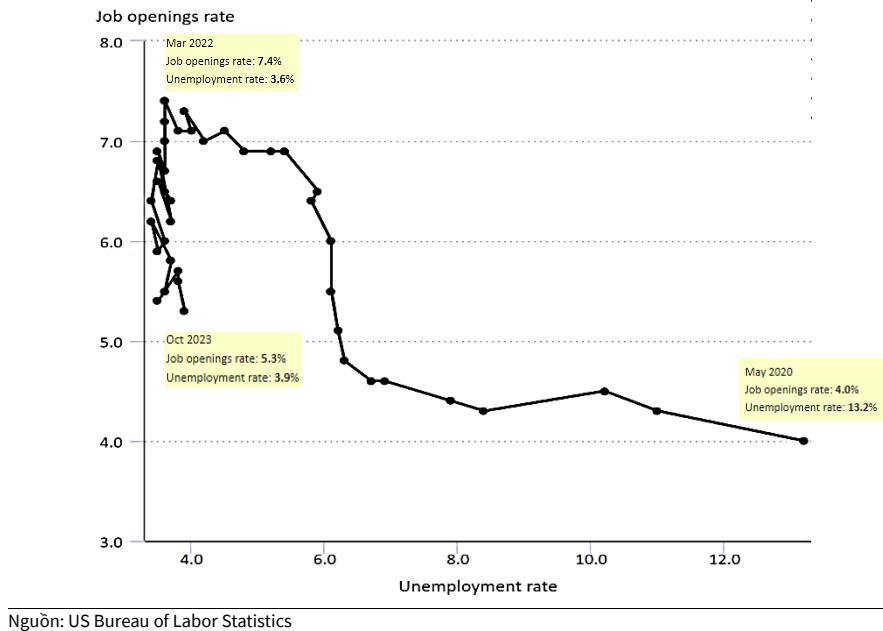


Nguồn: Bloomberg, KBSV

(iv) Thị trường lao động đang dần hạ nhiệt và đang dần có xu hướng đi về phía mức cân bằng trước thời điểm đại dịch Covid19 bùng phát. Biểu đồ Beveridge Curve (Biểu đồ 52) thể hiện tỷ lệ công việc tạo mới và thất nghiệp theo từng thời điểm trong năm. Từ thời điểm giữa năm 2020 (tỷ lệ thất nghiệp cao và công việc tạo mới thấp, dấu hiệu của một nền kinh tế suy yếu) cho đến đầu năm 2022 (tỷ lệ thất nghiệp thấp và công việc tạo mới gia tăng, thị trường lao động nóng lên tạo áp lực lên tăng trưởng tiền lương và lạm phát) thì đến thời điểm hiện tại đường cong cho thấy xu hướng đi xuống dần giao điểm của 2 trục, tín hiệu của tác động lên lạm phát đã

suy yếu đi và bỏ ngỏ cơ hội cho nền kinh tế Mỹ tránh được một cuộc suy thoái khi tỷ lệ công việc mới giảm dần trong và tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở ngưỡng thấp.

Biểu đồ 52. Đường cong Beveridge



TTCK toàn cầu được hưởng lợi

Việc kinh tế Mỹ tránh được 1 cuộc suy thoái trầm trọng và FED dần hạ lãi suất trong năm sau là kịch bản tích cực nhất với không chỉ TTCK Mỹ mà cả TTCK toàn cầu. Các chỉ số chính của TTCK Mỹ có diễn biến tích cực thời gian gần đây phản ánh yếu tố này. Đối với TTCK Việt Nam, mặc dù có độ trễ, chúng tôi cho rằng cũng được hưởng lợi lớn về mặt tâm lý, áp lực điều hành chính sách tiền tệ (tỷ giá hụt nhiệt), và dòng vốn đầu tư nước ngoài quay trở lại

Rủi ro lạm phát chưa sờm hạ nhiệt vẫn còn hiện hữu

Mặc dù các dữ liệu đang cho thấy lạm phát vẫn đang theo đúng lộ trình ước tính, chúng tôi cũng lưu ý rằng còn nhiều vấn đề khó lường có thể tác động tiêu cực lên vòng xoáy giá cả, lạm phát như giá năng lượng tăng lên dưới ảnh hưởng của yếu tố địa – chính trị và sốc cung – cầu, thị trường nhà ở tại Mỹ ấm dần trở lại trong giai đoạn cao điểm đầu năm và thị trường việc làm nóng trở lại, tạo áp lực lên tăng trưởng tiền lương

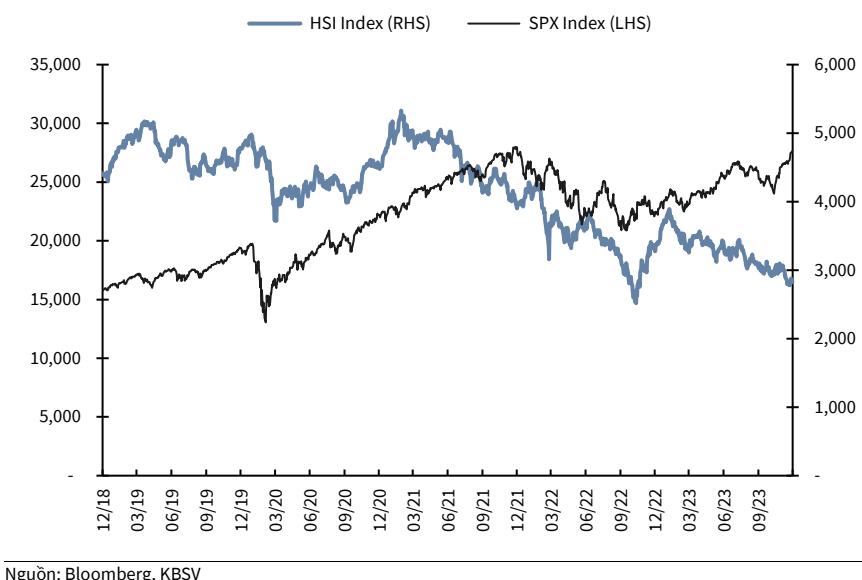
4. Triển vọng kinh tế Trung Quốc

Kinh tế Trung Quốc có sức ảnh hưởng lớn đến kinh tế Việt Nam, từ đó có mức độ ảnh hưởng không nhỏ lên TTCK

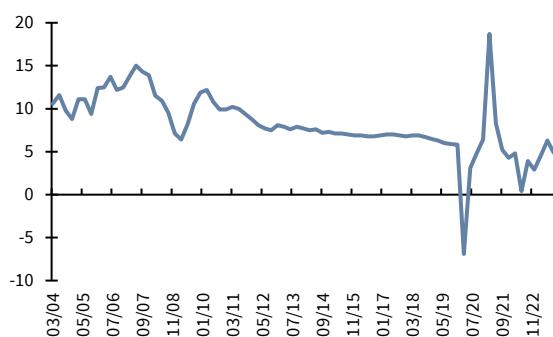
Trung Quốc không chỉ là nền kinh tế lớn thứ 2 thế giới, mà còn là đối tác thương mại lớn nhất của Việt Nam (đứng đầu về kim ngạch nhập khẩu và thứ hai về kim ngạch xuất khẩu), đồng thời luôn là một trong số những quốc gia đóng góp nhiều nhất vào dòng vốn FDI, cũng như lượng khách du lịch vào Việt Nam hàng năm. Rủi ro kinh tế Trung Quốc trì trệ trong năm 2024, trong bối cảnh quốc gia này đã thất bại trong việc vực lại tăng trưởng sau giai đoạn áp dụng chính sách Zero Covid, được chúng tôi đánh giá là 1 trong những yếu tố quan trọng định hình xu hướng TTCK Việt Nam trong năm 2024.

Biểu đồ 53. Chỉ số HSI Index và SPX Index

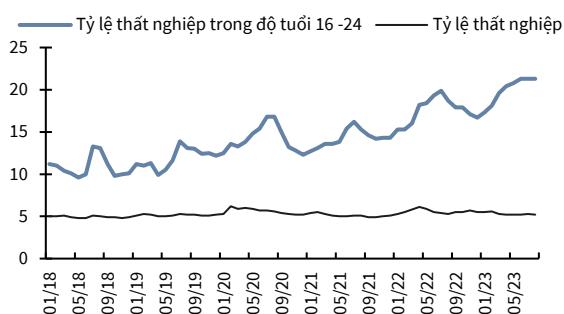
HSI giảm 17% từ đầu năm trong khi SPX đang ở vùng
đỉnh mọi thời đại



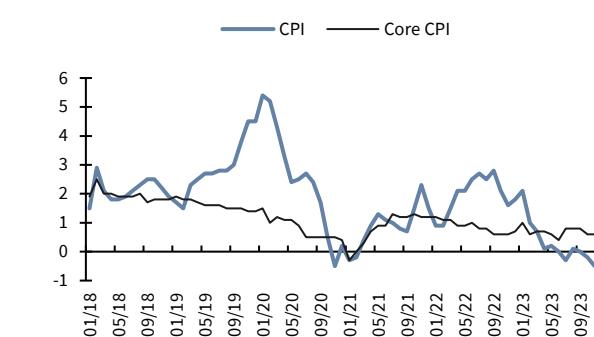
Biểu đồ 54. Trung Quốc - GDP (%)



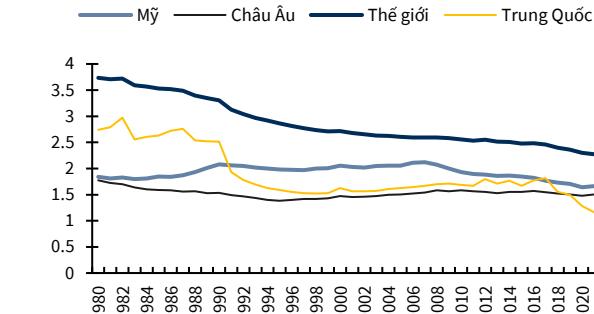
Biểu đồ 56. Trung Quốc - Tỷ lệ thất nghiệp (%)

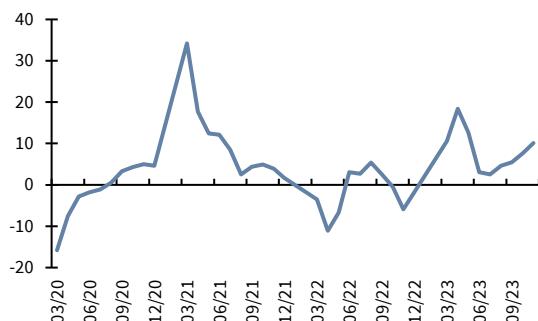


Biểu đồ 55. Trung Quốc - CPI (%)



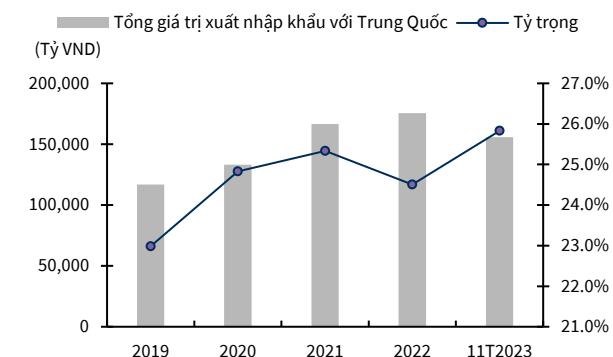
Biểu đồ 57. Trung Quốc - Tỷ lệ sinh



Biểu đồ 58. Trung Quốc – Doanh số bán lẻ (% YoY)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: Mặc dù số liệu trông có vẻ tích cực, tuy nhiên đây là dữ liệu khi so sánh với mức nền rất thấp trong năm 2022, thực tế, doanh số bán lẻ tháng 10 giảm 0.06% so với tháng 9

Biểu đồ 60. Việt Nam – Tỷ trọng giao thương với Trung Quốc

Nguồn: Fiingroup, KBSV

Triển vọng kinh tế Trung Quốc 2024

Theo Masaaki Shirakawa, cựu thống đốc Ngân hàng Nhật Bản, việc ngăn chặn khủng hoảng kinh tế “sẽ bị ảnh hưởng đáng kể bởi tốc độ phản ứng nhanh chóng của các cơ quan chính sách và thực hiện các biện pháp cần thiết”. Vì vậy, chúng tôi đánh giá Trung Quốc nhiều khả năng sẽ tránh được “thập niên mất mát” như Nhật Bản những năm 90, nhờ các hành động nhanh chóng từ phía chính phủ (Bảng 2). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng 1H2024 vẫn sẽ là giai đoạn khó khăn với nền kinh tế Trung Quốc, khi thị trường bất động sản chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng. Dự kiến tình hình sẽ khả quan hơn trong 2H2024, khi nhu cầu tiêu dùng toàn cầu và nội địa Trung Quốc quay trở lại bên cạnh các chính sách được ban hành trong 2023 sẽ thẩm thấu vào nền kinh tế. Theo đó, chúng tôi dự báo GDP và CPI Trung Quốc năm 2024 lần lượt đạt 4.6% và 1.2%; ít hơn 0.4% so với mục tiêu tăng trưởng 5% của Trung Quốc.

Bảng 2. Các chính sách tiền tệ, tài khóa và xã hội của Trung Quốc trong năm 2023

Thời gian	Chính sách	Chú thích
06/23	<ul style="list-style-type: none"> - Hạ lãi suất cho vay cơ bản kỳ hạn 1 năm lần 1 - Hạ lãi suất cho vay cơ bản kỳ hạn 5 năm 	
08/23	<ul style="list-style-type: none"> - Hạ lãi suất cho vay cơ bản kỳ hạn 1 năm lần 2 	
10/23	<ul style="list-style-type: none"> - Phê duyệt phát hành 1 triệu tỷ Nhân dân tệ (137 tỷ USD) Trái phiếu Chính phủ 	Thông thường, kế hoạch phát hành và khối lượng Trái phiếu sẽ được ấn định ở một thời điểm cụ thể. Vì vậy động thái này báo hiệu mối lo ngại rõ ràng của Chính phủ về tăng trưởng trong ngắn hạn
	<ul style="list-style-type: none"> - Yêu cầu các ngân hàng quốc doanh đảo nợ chính quyền địa phương với các khoản nợ dài hơn và lãi suất thấp hơn 	

11/23	- Hỗ trợ tài chính cho 50 doanh nghiệp bất động sản hàng đầu - Cân nhắc cho phép các ngân hàng cho các nhà phát triển bất động sản vay mà không cần thế chấp	- Đang xử lý
	- Giảm tỷ lệ trả trước cho ngôi nhà thứ hai	- Chính quyền Thâm Quyến
12/23	- Cung cấp khoản vay tái cấp 800 tỷ Nhân dân tệ (112 tỷ USD) cho các ngân hàng thương mại - Giảm tỷ lệ trả trước cho ngôi nhà đầu tiên và ngôi nhà thứ hai	- Chính quyền Bắc Kinh, Thượng Hải và Quảng Châu

Nguồn: KBSV tổng hợp

Thị trường bất động sản Trung Quốc khả năng cao sẽ tiếp tục khó khăn trong nửa đầu năm 2024

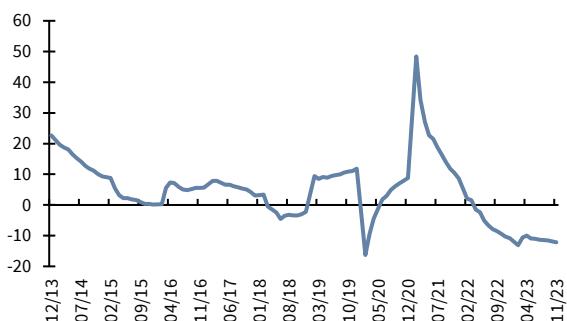
Trước sự phát triển quá nóng của thị trường bds, tháng 8/2020, Trung Quốc áp đặt hướng dẫn “3 lằn ranh đỏ” với các nhà phát triển bất động sản. Chính sách mới được ban hành tác động lớn tới thị trường, bên cạnh sự đi xuống chung trong 3 năm liên tiếp đại dịch Covid 19. Điều này đã khiến nhu cầu giảm, chi phí tăng, thiếu hụt thanh khoản và gây ra làn sóng vỡ nợ kỷ lục mà đáng chú ý là sự kiện Evergrande vỡ nợ vào tháng 9/2021.

Đầu tư bất động sản giảm 9,4% trong 11 tháng đầu năm nay, sau khi giảm 10% vào năm ngoái. Mặc dù mức giảm doanh số 4,3% là tốt hơn so với mức giảm 28,3% của năm ngoái, nhưng nó vẫn tệ hơn so với đầu năm nay, cho thấy những nỗ lực của chính phủ trong việc hỗ trợ người mua nhà và các nhà phát triển cho đến nay vẫn còn hạn chế.

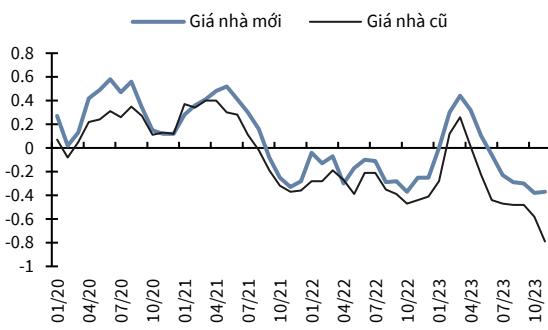
Số liệu của Tổng cục Thống kê Trung Quốc ngày 15/12 cho thấy giá nhà mới ở 70 thành phố, không bao gồm nhà ở được nhà nước trợ cấp, giảm 0,37% (MoM) trong khi tháng 10 giảm 0,38%. Thị trường nhà cũ trở nên tồi tệ hơn, với giá giảm 0,79%, mức cao nhất trong 9 năm.

Sự khủng hoảng của thị trường bất động sản, đi xuống của thị trường chứng khoán và sụt giảm thu nhập tác động mạnh mẽ tới hơn 400 triệu người thuộc tầng lớp trung lưu. Điều này khiến họ phải cắt giảm chi tiêu, chuyển sang trạng thái “phòng thủ” khiến cho tình hình ở Trung Quốc trở thành một vòng lặp. Với chính quyền, họ biết cần phải cứu thị trường bất động sản, nhưng cũng không được kích thích quá mức để tạo nên tình trạng bong bóng và tạo áp lực ổn định tài chính lên các ngân hàng. Với người dân, họ cần nhìn thấy sự ổn định của thị trường bất động sản, từ đó cải thiện tâm lý và chi tiêu nhiều hơn.

Biểu đồ 62. Trung Quốc – Đầu tư phát triển bất động sản (%) YoY)

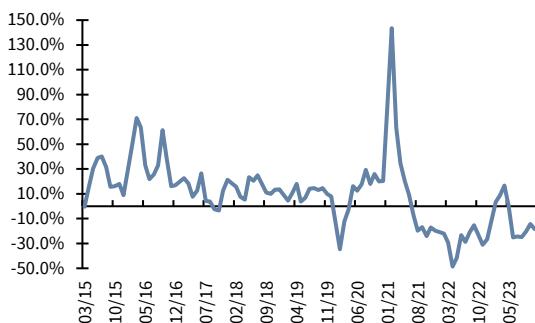


Biểu đồ 63. Trung Quốc – Giá nhà mới và giá nhà cũ (% MoM)



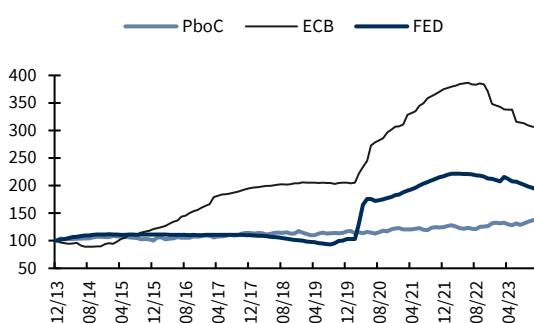
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 64. Trung Quốc – Doanh số bán nhà (YoY)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Trung Quốc ưu tiên công nghiệp và công nghệ, trong khi thị trường bất động sản đã có một vài thay đổi tích cực

Biểu đồ 65. Bảng cân đối kế toán của PboC, FED và ECB so với năm cơ sở 2014

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chú thích: So với năm cơ sở 2014, tài sản của PboC vẫn tiếp tục mở rộng để kích thích kinh tế trong khi ECB và FED tiến hành QT để kiềm chế lạm phát

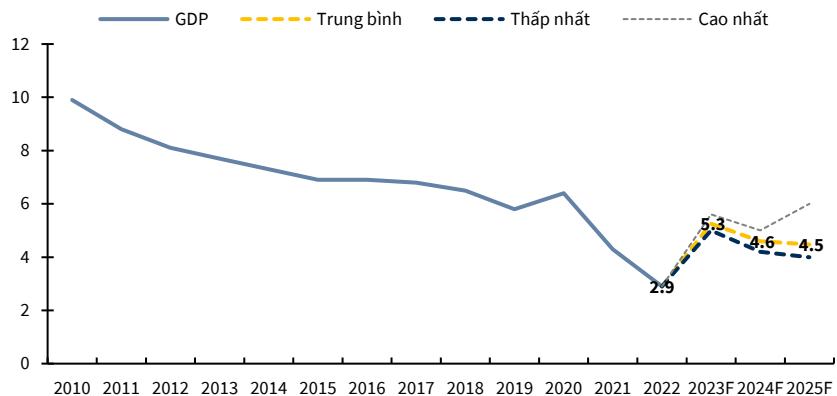
Trong cuộc hội nghị công tác kinh tế thường niên gần đây, Chủ tịch Tập Cận Bình đã tuyên bố sẽ đặt chính sách công nghiệp và “tự chủ công nghệ” làm ưu tiên kinh tế hàng đầu trong năm tới. Ngôn ngữ về nhà ở ít thay đổi so với các tuyên bố trước đó, trong khi không có biện pháp khắc phục nào mới thêm cho thị trường bất động sản. Điều này gây thất vọng các nhà đầu tư khi dường như không có dấu hiệu cho thấy sẽ có gói kích thích kinh tế lớn hơn.

Tuy nhiên, thị trường bất động sản đã có một vài thay đổi tích cực khi 2 thành phố lớn Bắc Kinh và Thượng Hải ghi nhận doanh số bán nhà tăng vọt. Cụ thể, theo ghi nhận từ báo cáo của HSBC ngày 20/12, giao dịch nhà cũ ở Thượng Hải tăng 25.7%. Doanh số bán trung bình hàng ngày của các căn nhà mới trong thành phố tăng gần 41%, trong khi ở Bắc Kinh tăng 122%.

Bảng 3. Lập trường chính sách kinh tế vĩ mô của Trung Quốc

	Lập trường hiện tại	Lập trường trước đây
Chính sách tiền tệ	Linh hoạt, phù hợp, có mục tiêu và hiệu quả	Có mục tiêu và mạnh mẽ (Tháng 11)
Chính sách tài khóa	Chính sách tài khóa chủ động cần được tăng cường và nâng cao chất lượng, hiệu quả một cách phù hợp	Đẩy mạnh nỗ lực đưa chính sách tài khóa chủ động hiệu quả hơn (Tháng 4)

Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 66. Dự báo GDP của TQ theo các tổ chức tài chính (%)

Nguồn: KBSV tổng hợp

Tác động tới TTCK 2024

Với góc nhìn về kinh tế Trung Quốc như trên, chúng tôi nhận thấy dấu hiệu tích cực rõ nét hơn từ 2H2024 lên các nhóm ngành hàng không, dịch vụ, nhóm ngành xuất khẩu lớn sang Trung Quốc (dệt may, thủy sản, lương thực, cao su, gỗ) và vật liệu xây dựng (thép, đá, xi măng) với tác động chi tiết sẽ được chúng tôi đề cập ở phần Triển vọng Ngành.

- Ngành hàng không, dịch vụ: Tác động tích cực do nhu cầu phục hồi từ Trung Quốc. Lượng khách du lịch Trung Quốc luôn chiếm tỷ trọng lớn trong lượng khách du lịch châu Á, đã sụt giảm nghiêm trọng do dịch bệnh Covid và khủng hoảng thị trường bất động sản khiến thắt chặt chi tiêu.
- Dệt may, thủy sản, lương thực, cao su, gỗ: Tác động tích cực do nhu cầu phục hồi không chỉ ở Trung Quốc mà cả toàn cầu. Ngoài ra, mỗi nhóm ngành còn có những câu chuyện sáng tối riêng.
- Ngành dệt may hưởng lợi từ hoạt động giao thương tích cực với 16 FTA đã ký kết và thực thi, 3 FTA đang đàm phán và là quốc gia duy nhất ký kết hiệp định thương mại tự do với tất cả các đối tác kinh tế lớn. Ngành thủy sản được dự báo hồi phục do tồn kho của các thị trường giảm và giá bột đậu nành giảm. Nhóm ngành lương thực dù vậy sẽ không được hưởng lợi quá nhiều, do tình trạng lạm phát giá lương thực nhiều khả năng sẽ suy giảm. Ngành cao su được dự báo tích cực do giá tăng xuất phát từ chênh lệch cung cầu. Cuối cùng, lãi suất cho vay mua nhà và nguồn cung nhà tại Mỹ được cải thiện cũng sẽ tác động tích cực tới nhóm ngành gỗ.
- Vật liệu xây dựng: Tác động tích cực do sự hồi phục của thị trường bất động sản Trung Quốc. Bên cạnh đó, nhu cầu nguyên vật liệu sẽ theo sau triển vọng ngành xây dựng, được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm sau khi thị trường trong nước phục hồi.

IV. Chủ đề đầu tư và danh mục đầu tư mẫu

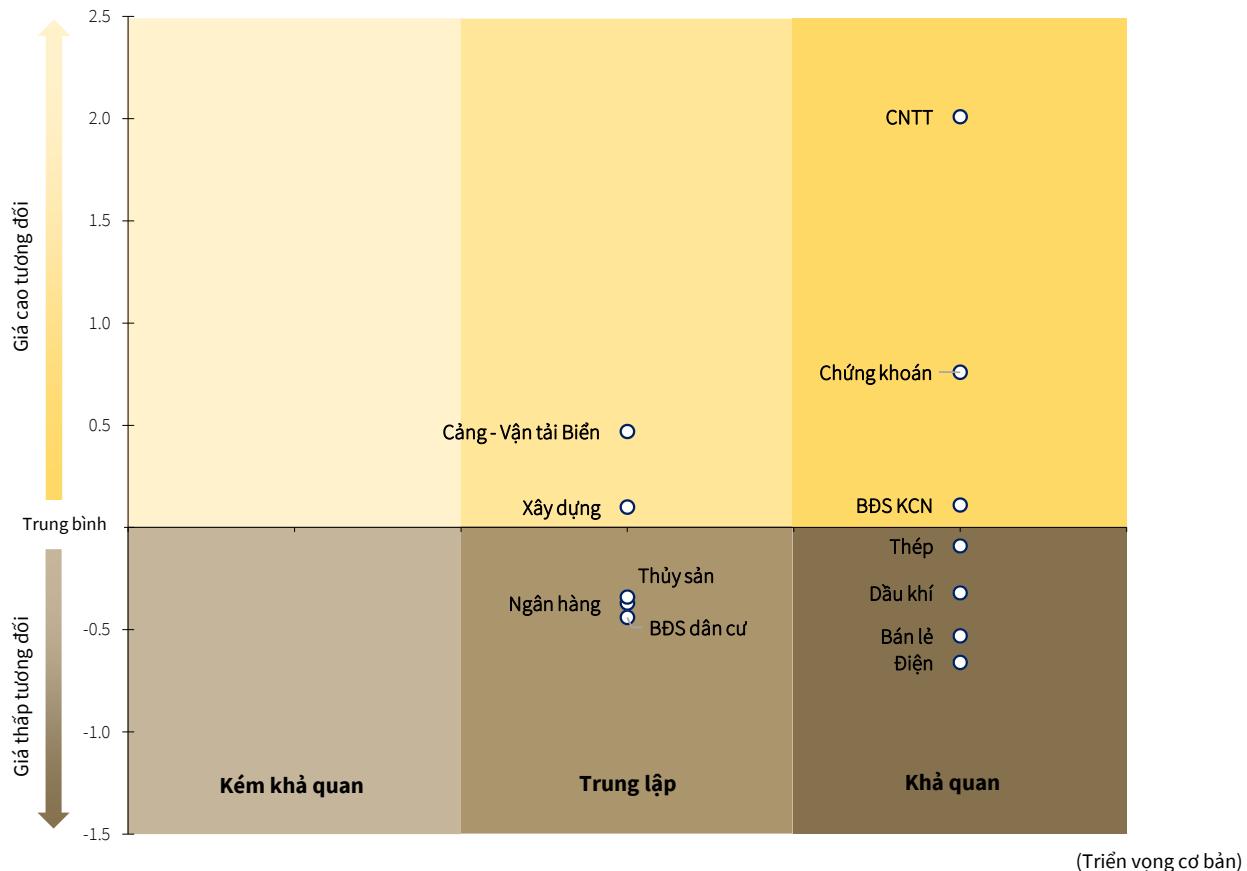
Chủ đề đầu tư	Ngành	Mã/Link báo cáo	Luận điểm đầu tư doanh nghiệp
Kinh tế phục hồi/Cầu tiêu dùng cải thiện	Bán lẻ	MWG	<ul style="list-style-type: none"> - Tiếp tục cuộc chiến giá ở mảng ICT&CE, đánh đổi lợi nhuận để chiếm thêm thị phần - Bách Hoá Xanh ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực, kỳ vọng là động lực tăng trưởng trong tương lai
			<ul style="list-style-type: none"> - Các mảng kinh doanh có kết quả trái ngược - Mảng kinh doanh chính bán lẻ trang sức có nhiều tín hiệu tích cực
		POW	<ul style="list-style-type: none"> - Nhiệt điện khí: sản lượng kỳ vọng phục hồi vào 2024 - Nhiệt điện than: Vũng Áng kỳ vọng vận hành ổn định trở lại
			<ul style="list-style-type: none"> - Hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn trong 2024 - Đã trải qua giai đoạn khó khăn và kỳ vọng phục hồi vào năm 2024
			<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD kì vọng tiếp tục đà hồi phục từ đầu năm dù vẫn thấp hơn so với cùng kì 2022 - Giá dịch vụ cảng GMD giữ nguyên đến cuối năm, dự kiến tăng từ 5-10% trong 2024
	Cảng biển	GMD	<ul style="list-style-type: none"> - HAH đang đầu tư đóng mới 3 tàu với tổng vốn đầu tư dự kiến lên đến 2,000 tỷ VND - Khai thác cảng sẽ là nguồn thu ổn định cho HAH khi thị trường vận tải container gặp khó khăn như hiện nay
			<ul style="list-style-type: none"> - Sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn - Tràng Duệ Tràng Duệ 3 đã được thông qua quy hoạch điều chỉnh 1/2000
		KBC	<ul style="list-style-type: none"> - Quỹ đất KCN lớn với diện tích cho thuê còn lại lên tới 751ha - Tỷ suất cổ tức hấp dẫn - Dòng tiền ổn định từ mảng Năng lượng và BOT
			<ul style="list-style-type: none"> - Kỳ vọng tín dụng hồi phục tích cực trong mùa cao điểm cuối năm - Chiến lược tập trung nhóm khách hàng cao cấp sẽ tạo động lực cho tăng trưởng dài hạn - Giữ vững vị thế chất lượng tài sản an toàn top đầu ngành
			<ul style="list-style-type: none"> - Duy trì tăng trưởng lợi nhuận cao trong bối cảnh nền kinh tế và ngành ngân hàng gặp khó khăn - Cơ cấu cho vay tương đối an toàn với tỷ trọng cho vay bds dự án thấp - Kì vọng bán khoản nợ liên quan đến khu công nghiệp Phong Phú - Bán 32.5% vốn cho đối tác chiến lược
Đón đầu chu kỳ nới lỏng chính sách	Ngân hàng	STB	<ul style="list-style-type: none"> - NIM duy trì mức cao nhờ lợi thế dẫn đầu CASA - Định giá hấp dẫn so với triển vọng dài hạn, P/B hiện tại chỉ 1.0x
			<ul style="list-style-type: none"> - Kỳ vọng NIM cải thiện trong năm 2024, đạt 3.0% - Tiếp tục kiểm soát nợ xấu ổn định dưới 1.8%
			<ul style="list-style-type: none"> - Doanh nghiệp đầu ngành với vị thế top đầu về thị phần và tiên phong trong ứng dụng công nghệ
		MBB	<ul style="list-style-type: none"> - Mảng công nghiệp làm động lực tăng trưởng trong tương lai - Kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới trong FY2024 tăng 30%
			<ul style="list-style-type: none"> - Ước tính chi phí dự phòng FY2024 ở mức 104 tỷ VND giúp cải thiện LNST
Đẩy mạnh đầu tư công	Xây dựng, đầu tư công	CTD	<ul style="list-style-type: none"> - Mảng công nghiệp làm động lực tăng trưởng trong tương lai - Kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới trong FY2024 tăng 30% - Ước tính chi phí dự phòng FY2024 ở mức 104 tỷ VND giúp cải thiện LNST

		<ul style="list-style-type: none"> - Lưu lượng tại các trạm BOT có sự cải thiện từ 5-20%
	HHV	<ul style="list-style-type: none"> - Đẩy mạnh triển khai đầu tư công giúp thúc đẩy tăng trưởng mảng hạ tầng, cầu đường
		<ul style="list-style-type: none"> - Backlog tới 4,000 tỷ tại cuối 3Q2023
		<hr/>
		<ul style="list-style-type: none"> - Sản lượng tiêu thụ 4Q2023 tiếp tục xu hướng tăng nhờ kênh xuất khẩu và tiêu thụ thép xây dựng hồi phục
	HPG	<hr/>
Nguyên vật liệu		<ul style="list-style-type: none"> - Giá nguyên vật liệu tăng trở lại trong 4Q2023 tác động tới biên lãi gộp
		<hr/>
		<ul style="list-style-type: none"> - Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa phục hồi, kênh xuất khẩu hỗ trợ doanh thu kể từ cuối năm 2023 - đầu năm 2024
	HSG	<hr/>
		<ul style="list-style-type: none"> - Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá HRC đầu vào đang duy trì ở mức nền thấp
		<hr/>

V. Triển vọng ngành

Biểu đồ 66. Tương quan mặt bằng giá (Mức chênh lệch P/B hiện tại với P/B trung bình 10 năm theo độ lệch chuẩn) và triển vọng cơ bản (theo đánh giá của KBSV)

(x lần độ lệch chuẩn)



Nguồn: KBSV tính toán và tổng hợp

Ngân hàng

Mây đèn dần tan

2023 với nhiều khó khăn thách thức

Ngành ngân hàng trải qua một năm với nhiều khó khăn thách thức trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế kém khả quan. Theo số liệu công bố từ NHNN (SBV), tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến giữa tháng 12/2023 đạt 9.87% so với cuối năm 2022, vẫn còn cách khá xa so với mục tiêu tăng trưởng 14% của năm 2023. Lợi nhuận cả năm tăng trưởng khiêm tốn do các nguồn thu đều bị ảnh hưởng, LNTT luỹ kế 9T2023 của cả ngành đạt 181,101 tỷ đồng giảm 6% so với 9T2022. Biên lãi ròng (NIM) toàn ngành giảm tương đối mạnh từ mức 3.81% cuối năm 2022 về mức 3.29% trong quý 3/2023 phản ánh chi phí vốn ở mức cao trong 3 quý đầu năm. Năm 2023, chất lượng tài sản toàn ngành suy giảm nghiêm trọng khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu hình thành tăng lên ở tất cả các ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi (NPL toàn ngành tăng lên mức 2.2% từ mức 1.6% cuối năm 2022).

Triển vọng năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất thấp ở thời điểm cuối năm 2023 sẽ tiếp tục được duy trì trong năm sau, từ đó tạo động lực thúc đẩy tín dụng và cải thiện chi phí vốn cho các ngân hàng. Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2024 sẽ vẫn quanh mức 12-13% trong bối cảnh triển vọng kinh tế chung chưa hồi phục quá mạnh, và sẽ có sự phân hoá giữa các ngân hàng tuỳ thuộc vào room tín dụng được cấp. Chúng tôi dự kiến NIM của cả ngành sẽ phục hồi trong năm 2024 dù điều kiện chung chưa thuận lợi tới mức có thể đưa NIM về mức định như năm 2022. Đối với rủi ro ngành, chúng tôi lưu ý diễn biến suy yếu trong chất lượng tài sản từ giữa năm 2024 sau khi TT02 hết hiệu lực, bên cạnh rủi ro phục hồi chậm của thị trường TPDN và BĐS sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận của ngành.

Khó khăn tạo cơ hội, định giá hấp dẫn so với triển vọng dài hạn

P/B của toàn ngành đã về mức thấp (1.4x), tiệm cận với vùng đáy năm 2020 và 2022. Chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng sẽ còn phải đối diện với một vài khó khăn trong thời gian tới, nhưng tựu chung lại bức tranh tổng thể của toàn ngành đã xuất hiện những điểm sáng để cổ phiếu của nhóm này xứng đáng được tái định giá ở mức cao hơn. VCB và ACB vẫn là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bởi chiến lược an toàn, thận trọng với rủi ro, bộ đệm vững chắc, triển vọng dài hạn tiềm năng sẽ phù hợp với các nhà đầu tư mua và nắm giữ lâu dài. Những ngân hàng có mức tăng trưởng tốt, sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh và được hưởng lợi nếu lĩnh vực BĐS hồi phục như MBB, TCB cũng là những lựa chọn đáng để cân nhắc cho nhóm NĐT có khẩu vị rủi ro cao hơn; bên cạnh một số cơ hội đầu tư tiềm năng mới ở các ngân hàng năng động như STB, VIB.

Trung lập

Khuyến nghị

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	MUA
Giá mục tiêu	109,600
Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)	MUA
Giá mục tiêu	30,000
Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín (STB)	MUA
Giá mục tiêu	38,900
Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (TCB)	MUA
Giá mục tiêu	41,000
Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB)	MUA
Giá mục tiêu	25,000

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

Tăng trưởng tín dụng thực tế cách xa mục tiêu 14%

Theo số liệu công bố từ NHNN (SBV), tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến giữa tháng 12/2023 đạt 9.87% so với cuối năm 2022, vẫn còn cách khá xa so với mục tiêu tăng trưởng 14% của năm 2023. Năm 2023 SBV có tổng cộng 3 lần nới hạn mức tín dụng cho các ngân hàng trong đó lần gần đây nhất ưu tiên cho các ngân hàng đáp ứng một số điều kiện như: đã giải ngân 80% hạn mức cấp trước đó, tập trung cho vay các lĩnh vực ưu tiên, mức giảm lãi suất cho vay... Dù vậy, theo KBSV các ngân hàng cũng khó có thể hoàn thành hạn mức được giao trong năm nay. Nhìn chung tình hình giải ngân trong năm 2023 tương đối chậm, nguyên nhân chủ yếu đến từ:

- (1) Kinh tế khó khăn khiến các hoạt động đầu tư, sản xuất kinh doanh, tiêu dùng giảm, kéo theo cầu tín dụng của doanh nghiệp, người dân giảm tương ứng.
- (2) Tín dụng qua kênh BDS (vốn chiếm tỷ trọng lớn nhất (>20%) trong tổng dư nợ) có mức tăng trưởng khiêm tốn +6.04% YTD, so với mức tăng hai chữ số các năm trước bởi những vướng mắc khó khăn với chưa được tháo gỡ triệt để, khiến thị trường này chưa hồi phục.
- (3) Sự chững lại của thị trường TPĐN khi số dư trên bảng cân đối của các ngân hàng tính đến hết quý 2 giảm 24% so với đầu năm, tính đến quý 3 giảm 8% do ghi nhận tăng mạnh trở lại tại một số ngân hàng như TCB, HDB. Nếu không tính 2 ngân hàng này, danh mục TPĐN của toàn ngành sụt giảm 37% YTD sau 3 quý.
- (4) Các tổ chức tài chính thận trọng trong việc giải ngân khi mức độ rủi ro của khách hàng bị đánh giá cao hơn trong bối cảnh kinh tế khó khăn.

Lợi nhuận cả năm tăng trưởng khiêm tốn do các nguồn thu đều bị ảnh hưởng

Với diễn biến ảm đạm chung của nền kinh tế, các nguồn thu của ngân hàng cũng bị ảnh hưởng đáng kể. Trong phạm vi các ngân hàng chúng tôi nghiên cứu, thu nhập lãi thuần 9T2023 chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn 3.7% YoY khi tăng trưởng tín dụng giảm tốc, trong khi mức tăng trưởng YoY của 9T2022 trên 22%. Thu nhập ngoài lãi (chiếm 20-25% trong TOI) sụt giảm 3% chủ yếu do thu nhập từ phí của các ngân hàng giảm mạnh bởi (1) diễn biến trầm lắng trên thị trường TPĐN; (2) những vụ việc xảy ra với ngành bảo hiểm ảnh hưởng đến nguồn thu từ sản phẩm bán chéo bancassurance. Tựu chung lại, tổng thu nhập hoạt động (TOI) của các ngân hàng gần như đi ngang so với 9T2022 (+2.2%YoY).

Mặt khác, chất lượng tài sản suy giảm khiến các ngân hàng phải gia tăng bộ đệm bằng cách trích lập nhiều hơn trong năm nay, trong khi chi phí hoạt động cũng ghi nhận tăng so với cùng kỳ ở hầu hết các ngân hàng. Dù vậy chúng tôi nhận thấy các ngân hàng đã nỗ lực kiểm soát chi phí để bảo toàn lợi nhuận nên mức tăng của chi phí tín dụng và chi phí hoạt động (OPEX) không quá đáng kể trong 3 quý đầu năm (lần lượt +6% YoY và 8% YoY). LNTT luỹ kế 9T2023 của cả ngành đạt 181,101 tỷ đồng giảm 6 % so với 9T2022, song tốc độ giảm đang dần

được kiểm soát trong quý 3.

NIM toàn ngành suy giảm do áp lực từ chi phí vốn cao trong năm 2023

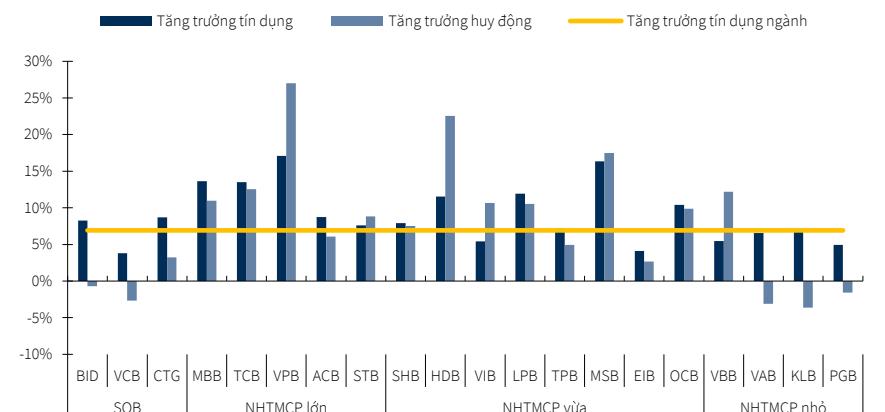
Biên lãi ròng (NIM) toàn ngành giảm tương đối mạnh từ mức 3.81% cuối năm 2022 về mức 3.29% trong quý 3/2023 phản ánh (1) chi phí vốn vẫn ở mức cao trong 3 quý đầu năm, (2) tỷ trọng cho vay bán lẻ (cho lợi suất cao hơn) giảm trong cơ cấu tín dụng của các ngân hàng, (3) áp lực nợ xấu hình thành gia tăng lên thu nhập lãi thuần. Chúng tôi nhận thấy NIM đã bắt đầu có xu hướng tạo đáy trong quý 3 khi xuất hiện một vài ngân hàng có mức NIM cải thiện so với quý liền trước như TCB, TPB, MSB, OCB. Áp lực chi phí vốn sẽ vẫn còn nhưng không nhiều do các khoản tiền gửi với lãi suất cao kỳ hạn 1 năm chuẩn bị đáo hạn vào cuối năm 2023/đầu năm 2024.

Chất lượng tài sản đi xuống đồng đều ở tất cả các ngân hàng

Trong nửa đầu năm 2023, chất lượng tài sản toàn ngành suy giảm nghiêm trọng khi tỷ lệ nợ xấu (NPL) và nợ xấu hình thành tăng lên ở tất cả các ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi (NPL toàn ngành tăng lên mức 2.2% từ mức 1.6% cuối năm 2022). Tuy nhiên, việc thông tư 02 được ban hành và có hiệu lực kể từ tháng 4 đã xoa dịu bớt tình hình căng thẳng về chất lượng tài sản trong quý 3. Mặc dù NPL vẫn tiếp tục giá tăng trong quý 3, song một vài dấu hiệu tích cực đã xuất hiện như: tốc độ gia tăng NPL và nợ xấu hình thành chậm hơn so với 2 quý trước, tỷ trọng dư nợ nhóm 2 toàn hệ thống giảm 7.7% QoQ.

Tăng trưởng tín dụng có sự phân hóa giữa các ngân hàng. Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay lĩnh vực BDS (TCB, MBB, MSB, HDB) ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng vượt trội hơn so với các ngân hàng còn lại, mà theo quan điểm của chúng tôi đã tăng trưởng này có thể đến từ tăng cho vay một số dự án thuộc các công ty cùng hệ sinh thái tập đoàn mẹ hoặc đối tác lâu năm. Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ lớn như VIB, ACB tín dụng bị ảnh hưởng. Nhóm NHQD (SOB) với khẩu vị rủi ro thấp, thận trọng trong việc giải ngân có mức tăng trưởng thấp hơn.

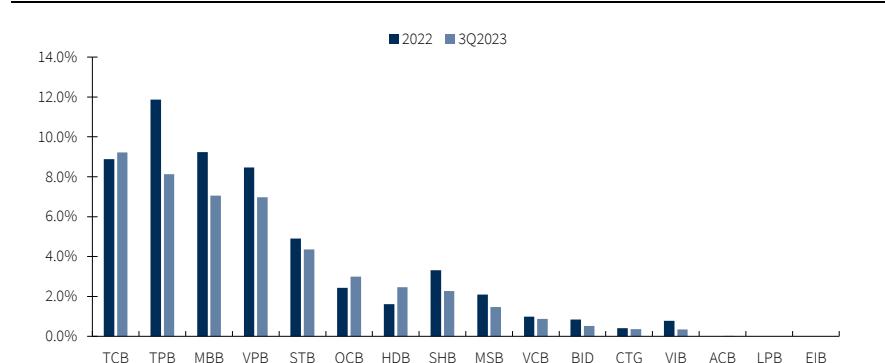
Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng và huy động của các ngân hàng 3Q2023 (YTD)



Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

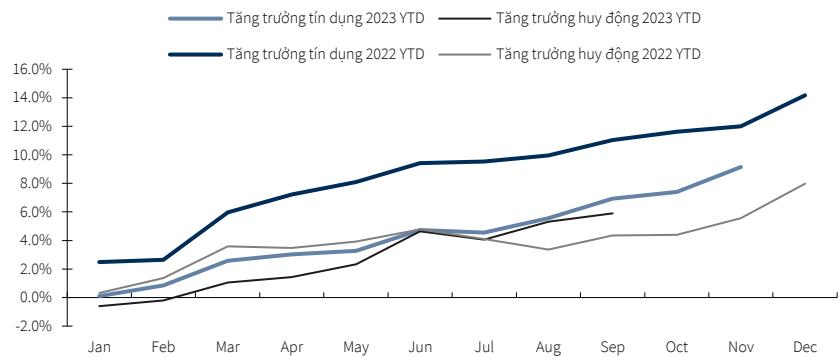
Tỷ trọng TPDN/tổng dư nợ của các ngân hàng đa phần có sự sụt giảm so với thời điểm cuối năm 2022, ngoại trừ một số ngân hàng như TCB, HDB, OCB ghi nhận hoạt động IB tăng trở lại trong quý 3.

Biểu đồ 2. Tỷ trọng TPDN/tổng dư nợ của các ngân hàng cuối năm 2022 và 3Q2023



Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

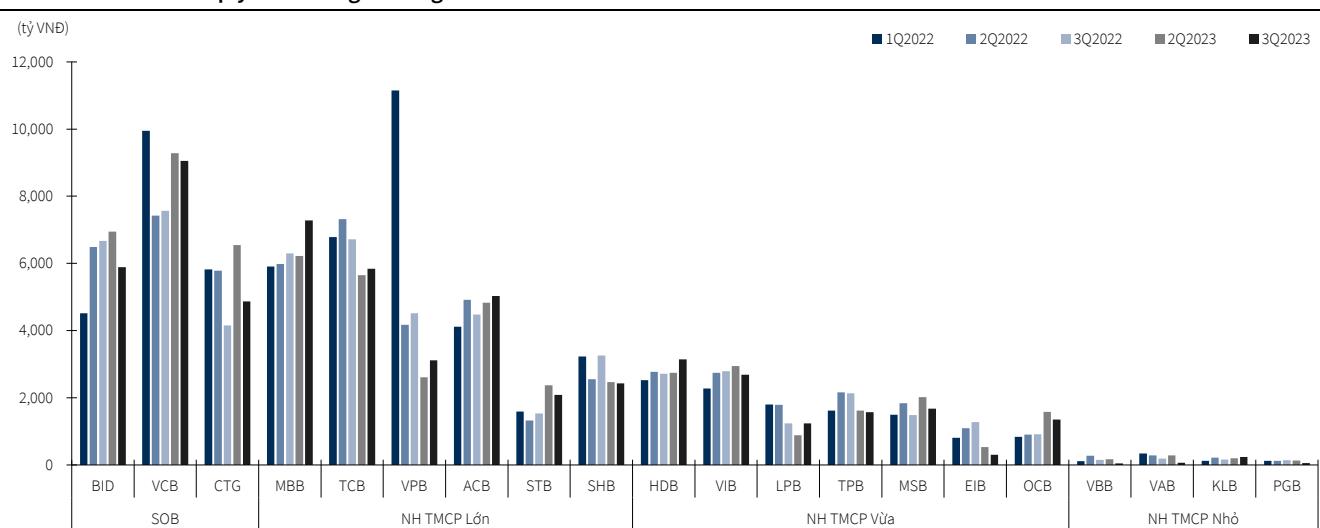
Tăng trưởng tín dụng năm 2023 thấp hơn so với năm trước trong tất cả các tháng. Trong khi đó hệ thống không còn gặp vấn đề thiếu thanh khoản do các nguồn huy động trong năm nay tương đối dồi dào.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng tín dụng và huy động năm 2023 so với năm 2022

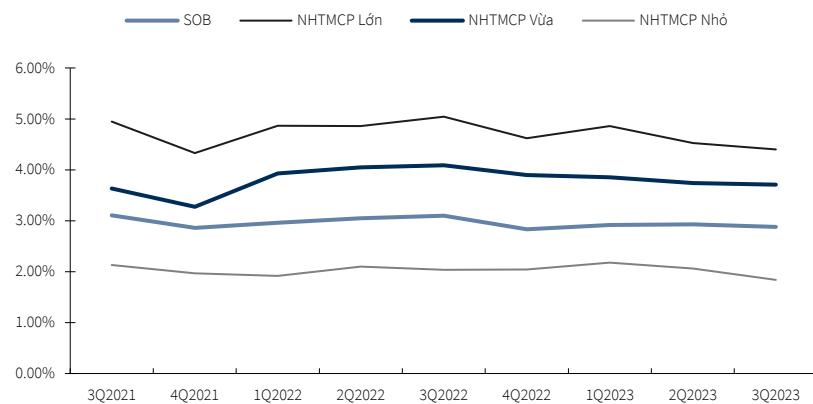
Nguồn: NHNN, KBSV

Biểu đồ 4. NII, NOII và tăng trưởng TOI của các nhóm ngân hàng

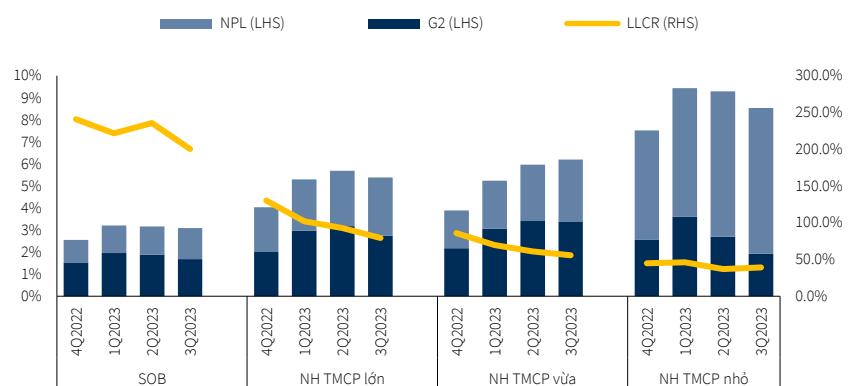
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 5. LNTT theo quý của các ngân hàng

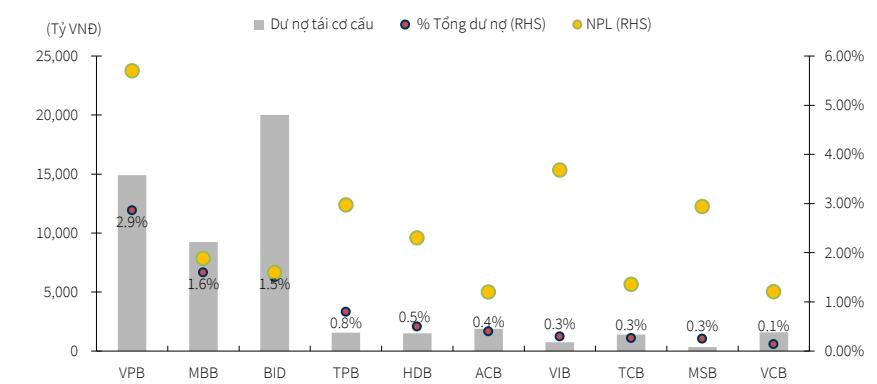
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 6. Diễn biến NIM của các nhóm ngân hàng

Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ trọng nợ xấu, nợ nhóm 2 (G2), tỷ lệ bao phủ nợ xấu của các ngân hàng

Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 8. Dư nợ tái cơ cấu theo thông tư 02 và nợ xấu của một số ngân hàng

Nguồn: Báo cáo ngân hàng, KBSV

Nợ nhóm 2 bắt đầu giảm kể từ quý 3/2023, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì trong các quý tới, giảm áp lực gia tăng nợ xấu cho các ngân hàng. Bộ đệm dự phòng của các ngân hàng đã giảm tương đối so với quý trước, cụ thể nhóm NHQD (SOB) vẫn duy trì LLCR cao từ 200-300% trong khi các nhóm còn lại tỷ lệ này đều đã xuống mức dưới 100%.

Theo SBV, tính đến cuối tháng 10/2023, tổng dư nợ tái cơ cấu theo TT02 đạt 158 nghìn tỷ (chiếm 1.09% tổng tín dụng toàn hệ thống). Trong số các ngân hàng chúng tôi có thông tin, VPB có nợ cơ cấu 14,900 tỷ đồng (~2.86% dư nợ), MBB với 9,200 tỷ đồng (~1.6% dư nợ) và BID với gần 20,000 tỷ đồng (~1.5% dư nợ), giúp kiểm soát nợ xấu tăng vọt trong quý này. Các ngân hàng còn lại phần nợ tái cơ cấu chiếm tỷ trọng không nhiều trong tổng dư nợ (<1%).

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Mặt bằng lãi suất thấp là động lực thúc đẩy tín dụng và cải thiện chi phí vốn cho các ngân hàng

Bối cảnh cầu tín dụng yếu, tăng trưởng kinh tế kém khả quan đã khiến các nhà điều hành ưu tiên giảm lãi suất trong năm 2023. Sau 4 lần điều chỉnh giảm lãi suất điều hành của NHNN (SBV) kể từ tháng 3/2023, chúng tôi quan sát lãi suất huy động của các ngân hàng đã giảm 2-4% so với cuối năm 2022. Lãi suất cho vay cũng chứng kiến diễn biến đồng pha, song có độ trễ với mức độ giảm chậm hơn so với lãi suất huy động. KBSV kỳ vọng lãi suất huy động trong năm 2024 sẽ tiếp tục được duy trì như mặt bằng hiện tại bởi (1) lãi suất huy động của các ngân hàng đã quay trở lại mức đáy giai đoạn trước dịch Covid-19, khó còn dư địa để giảm thêm; (2) duy trì nền thấp tạo tiền đề cho lãi suất cho vay tiếp tục giảm để thực hiện vai trò hỗ trợ nền kinh tế. Lãi suất vay vốn được dự phóng sẽ tiếp tục đà giảm thêm từ 0.5-1.5% tuỳ lĩnh vực cho vay, từ đó thúc đẩy nhu cầu đi vay của các doanh nghiệp, kéo theo động lực để tăng trưởng tín dụng.

Mặc dù lãi suất huy động của các ngân hàng đã giảm đáng kể, song chi phí vốn (CoF) lại chưa có mức điều chỉnh tương ứng do thời gian tái định lãi suất các khoản huy động mới thường trễ 3-6 tháng. Chúng tôi duy trì quan điểm CoF của các ngân hàng cần thêm 1-2 quý nữa để phản ánh hết biến động lãi suất trong năm 2023. Ngoài ra, CASA của cả ngành được kỳ vọng sẽ cải thiện trở lại từ cuối năm 2023 cũng sẽ góp phần cải thiện chi phí đầu vào của các ngân hàng. Hơn nữa, trong kịch bản nền kinh tế hồi phục, chúng tôi kỳ vọng cho vay phân khúc bán lẻ sẽ tích cực trở lại là động lực cho lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA) cải thiện. Chúng tôi dự kiến NIM của cả ngành sẽ có xu hướng tăng lại trong năm 2024 dù điều kiện chung chưa thuận lợi tới mức có thể đưa NIM về mức đỉnh như năm 2022. Các ngân hàng với chiến lược tập trung nhóm KH bán lẻ, sở hữu nhưng công ty tài chính cho vay tiêu dùng trong hệ sinh thái như VPB, MBB, HDB, VIB... được kỳ vọng sẽ có sự cải thiện rõ rệt về NIM. Nhóm ngân hàng quốc doanh (SOB) và ACB với chiến lược thận trọng, yêu cầu mức độ tín nhiệm của khách hàng cao, đồng thời đảm nhiệm vai trò “hỗ trợ hồi phục kinh tế” sẽ có mức hồi phục NIM chậm hơn.

Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng đạt 12-13% khi bối cảnh chung chưa có nhiều điểm tích cực

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2024 sẽ vẫn quanh mức 12-13% trong bối cảnh triển vọng kinh tế chung chưa hồi phục quá mạnh. Động lực tăng trưởng chủ yếu sẽ đến từ (1) mặt bằng lãi suất thấp thúc đẩy nhu cầu tín dụng để phục vụ cho hoạt động sản xuất; (2) kỳ vọng các chính sách hỗ trợ của chính phủ phát huy tác dụng, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng trong nước (3) những vướng mắc về pháp lý trong lĩnh vực Bất động sản tiếp tục được tháo gỡ, giúp thị trường này sớm đi qua giai đoạn suy thoái; (4) thị trường TPDN cần thêm thời gian từ 2-3 năm nữa để quay trở lại tăng trưởng mạnh như trước đây, trong đó kênh huy động vốn qua ngân hàng sẽ vẫn được ưu tiên.

Dù vậy, tăng trưởng tín dụng với mỗi ngân hàng sẽ có sự khác biệt tuỳ thuộc vào hạn mức được cấp, cũng như chiến lược cho vay của ngân hàng đó. Chúng tôi cho rằng những ngân hàng đáp ứng tiêu chí như: (1) tham gia tái cấu trúc TCTD yếu kém; (2) có tỷ lệ an toàn vốn cao, thanh khoản dồi dào, (3) danh mục

cho vay ít phơi nhiễm với các loại rủi ro, (4) có lãi suất cho vay ưu đãi để hỗ trợ nền kinh tế... sẽ là “điểm cộng” khi được NHNN phân bổ hạn mức tín dụng. Theo đó, KBSV dự kiến MBB, VPB, HDB sẽ là những ngân hàng tiếp tục được cấp hạn mức cao hơn mức trung bình ngành.

Rủi ro tiềm ẩn từ chất lượng tài sản suy giảm và mức độ hồi phục của thị trường TPĐN, BDS chậm hơn kỳ vọng

Rủi ro suy giảm chất lượng tài sản trong năm 2024 có thể đến từ những khoảng trống pháp lý khi thông tư 02 về việc tái cơ cấu và giữ nguyên nhóm nợ sẽ hết hiệu lực vào tháng 6/2024. Chúng tôi quan sát giai đoạn trước khi các thông tư tái cơ cấu nợ (TT14/2021, TT03/2021) hết hiệu lực, chất lượng tài sản ngành ngân hàng có sự suy yếu nhẹ. Do vậy, chúng tôi cho rằng diễn biến tương tự có thể xảy ra trong năm sau, song vẫn chưa phải là rủi ro quá đáng lo ngại bởi:

- (1) Như đã đề cập trong nhiều báo cáo trước đây, chúng tôi nhận thấy quy mô nợ tái cơ cấu đợt này không lớn như đợt tái cơ cấu do Covid. Tổng dư nợ tái cơ cấu theo TT02 chỉ chiếm 0.2-0.5% trên quy mô tín dụng của một số ngân hàng chúng tôi theo dõi (trừ BID, VPB, MBB), và chiếm hơn 1% tổng dư nợ toàn hệ thống. Nếu những khoản này được phân loại lại vào nhóm 3,4,5 khi thông tư hết hiệu lực; tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng có thể sẽ nhích nhẹ lên. Dù vậy, việc gia tăng trích lập dự phòng cho các khoản nợ tái cơ cấu cũng sẽ hỗ trợ giảm áp lực cho các ngân hàng.
- (2) NHNN cũng đang xem xét việc gia hạn thời gian triển khai TT02 trong bối cảnh nền kinh tế chưa phục hồi, doanh nghiệp vẫn cần sự hỗ trợ từ chính phủ. KBSV cho rằng việc kéo dài thời hạn hiệu lực của thông tư giúp cho quá trình trích lập và xử lý nợ xấu của các ngân hàng diễn ra từ từ, không ảnh hưởng đến nền tảng tài chính. Từ đó, áp lực suy giảm chất lượng tài sản được giảm bớt trong 2H2024 và 2025. Chúng tôi kỳ vọng NPL của ngành sẽ được kiểm soát quanh mức hiện tại trong năm 2024.

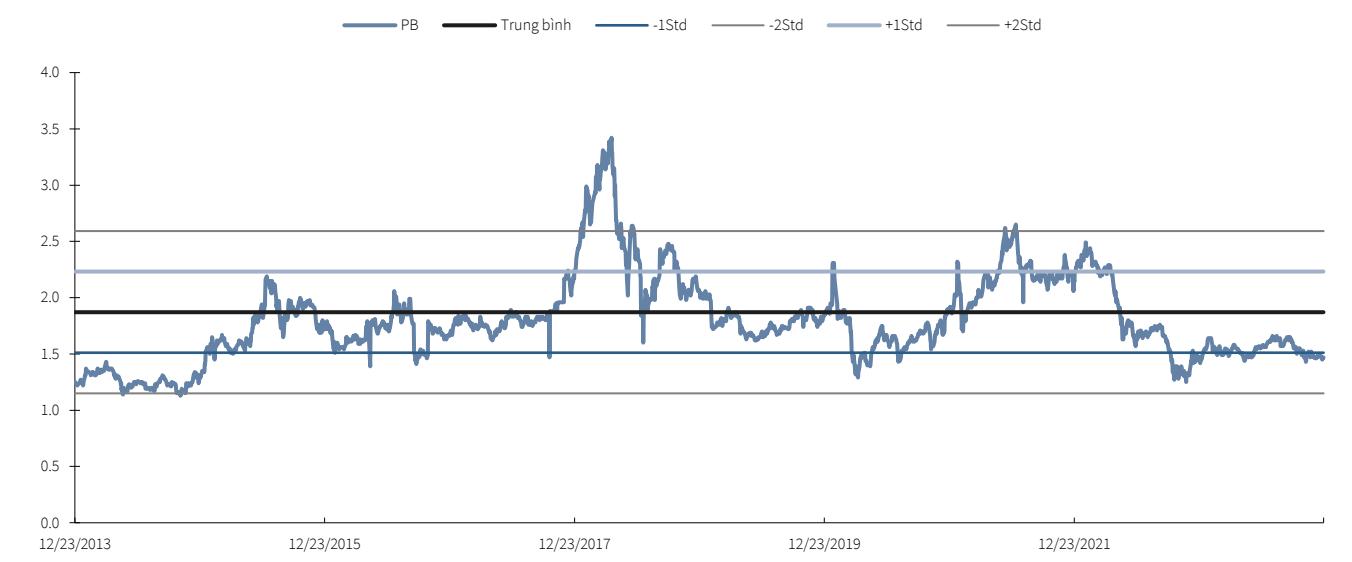
Rủi ro từ thị trường TPĐN và BDS sẽ vẫn còn hiện hữu trong năm 2024 nếu mức độ phục hồi của các lĩnh vực này không như kỳ vọng. Áp lực đáo hạn trái phiếu hiện hữu khi bước sang năm 2024, tổng giá trị đáo hạn sẽ lên đến 329.5 nghìn tỷ đồng - cao nhất trong 3 năm gần đây (năm 2022 là 144.5 nghìn tỷ đồng, năm 2023 là 271.4 nghìn tỷ đồng), trong đó có khoảng 123.5 nghìn tỷ đồng trái phiếu của các doanh nghiệp BDS. Ngoài ra, lượng trái phiếu chậm trả trong năm nay đã lên tới con số 195 nghìn tỷ, trong đó có những lô chuẩn bị đáo hạn “lần 2” vào năm sau. Do vậy, chúng tôi không loại trừ khả năng rủi ro tập trung có thể xảy ra ở một số ngân hàng sở hữu tỷ trọng TPĐN lớn trong cơ cấu tín dụng, tạo nên ảnh hưởng lan truyền trong hệ thống như giai đoạn năm 2022.

Khó khăn tạo cơ hội, định giá hấp dẫn so với triển vọng dài hạn

Trải qua 1 năm nhiều khó khăn, mặt bằng giá cổ phiếu của ngành ngân hàng được đại diện bởi chỉ số P/B đã điều chỉnh xuống dưới mức bình quân 10 năm, về mức -1 độ lệch chuẩn và đang được giao dịch ở vùng 1.4x – gần với mức đáy 1.3x năm 2020 và 2022. Chúng tôi cho rằng ngành ngân hàng sẽ còn phải đổi diện với một vài khó khăn trong thời gian tới, tuy thuộc vào mức độ hồi phục của thị trường BDS và TPĐN nói riêng và tăng trưởng kinh tế nói chung, nhưng tựu chung lại bức tranh tổng thể của toàn ngành đã xuất hiện những điểm sáng để cổ phiếu của nhóm này xứng đáng được tái định giá ở mức cao hơn.

Trong số những ngân hàng nằm trong danh mục theo dõi của chúng tôi, VCB và ACB vẫn là những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bởi chiến lược an toàn, thận trọng với rủi ro, bộ đệm vững chắc, triển vọng dài hạn tiềm năng sẽ phù hợp với các nhà đầu tư mua và nắm giữ lâu dài. Những ngân hàng có mức tăng trưởng tốt, sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh và được hưởng lợi nếu lĩnh vực BDS hồi phục như MBB, TCB, VPB cũng là những lựa chọn đáng để cân nhắc cho nhóm NĐT có khẩu vị rủi ro cao hơn; bên cạnh một số cơ hội đầu tư tiềm năng mới ở các ngân hàng năng động như STB, VIB.

Biểu đồ 9. P/B 10 năm ngành ngân hàng



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Vietcombank (VCB)

Tăng trưởng bền vững

07/12/2023

 Chuyên viên phân tích Vũ Thu Uyên
 uyenvt@kbsec.com.vn

KQKD Q3/2023: LNTT đạt 9,051 tỷ đồng (+19.6% YoY)

Tổng thu nhập hoạt động giảm 5.6% YoY đạt 15,777 tỷ đồng chủ yếu do thu nhập lãi thuần suy yếu (-7.8% YoY). LNTT của VCB vẫn ghi nhận tăng trưởng cao, đạt 9,051 tỷ đồng (+19.6% YoY), lũy kế 9 tháng hoàn thành 69% kế hoạch năm 2023 và tiếp tục giữ vững vị trí dẫn đầu.

Tín dụng tăng tốc giai đoạn cuối năm 2023 và tăng trưởng bền vững trong năm 2024

Dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2023 đạt 8.5% - cao gấp đôi mức tăng 3 quý nhờ: 1) Giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh vào quý cuối; và 2) Nhu cầu tín dụng tăng cao vào các dịp lễ tết. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng tín dụng của VCB sẽ được thể hiện rõ nét hơn trong năm 2024 trong bối cảnh nền kinh tế đang có những dấu hiệu tích cực, kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm sau.

NIM kỳ vọng được duy trì ổn định nhờ chi phí vốn cải thiện

NIM sẽ được duy trì ổn định trong quý 4 nhờ: (1) Tăng trưởng tín dụng tăng tốc sẽ giúp ngân hàng có sự phân bổ tài sản sinh lời một cách tối ưu hơn; 2) Chi phí vốn cải thiện do các khoản tiền gửi lãi suất cao đáo hạn.

Bộ đệm dự phòng vững chắc

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn đang ở mức cao nhất ngành (270%), điều này sẽ cho phép VCB linh hoạt trong việc giảm dự phòng và hỗ trợ lợi nhuận trong quý cuối năm và cả năm sau.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 109,600VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu VCB là 109,600 VND/cp, cao hơn 28.6% so với giá tại ngày 07/12/2023. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu VCB.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 109,600
Tăng/giảm	28.6%
Giá hiện tại (07/12/2023)	85,200
Giá mục tiêu đồng thuận	99,200
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/tỷ USD)	476,749/19.63

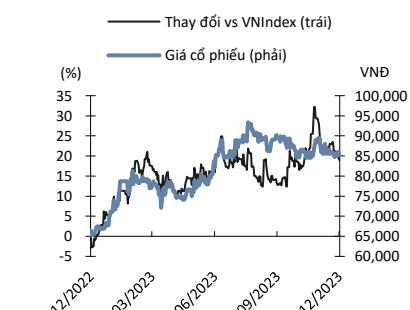
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	94.64/3.9
Sở hữu nước ngoài (%)	23.5%
Cổ đông lớn	Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (74.8%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.5	-4.8	3.7	30.7
Tương đối	-7.1	5.5	2.6	22.4

Dự phỏng KQKD & định giá

(tỷ VND)	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	42,400	53,246	56,821	66,210
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	39,149	46,832	50,958	58,748
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	21,939	29,919	33,574	39,094
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,910	6,318	6,003	6,564
Tăng trưởng EPS (%YoY)	19%	7%	-5%	9%
PER (x)	14.5	13.5	14.2	13.0
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	29,421	28,663	29,031	38,503
PBR (x)	2.90	2.98	2.94	2.22
ROE (%)	21.6%	24.4%	22.5%	20.0%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.41%	0.00%	1.41%	1.41%

Nguồn: KBSV ước tính



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

Vững vàng trước khó khăn

28/11/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

Kỳ vọng tín dụng hồi phục tích cực trong mùa cao điểm cuối năm

Chiến lược tập trung nhóm khách hàng cao cấp sẽ tạo những hiệu ứng cộng hưởng cho tăng trưởng dài hạn

Giữ vững vị thế chất lượng tài sản an toàn top đầu ngành

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 30,000 VNĐ/cp

Chúng tôi kỳ vọng mảng cho vay của ACB sẽ có diễn biến tích cực hơn so với nửa đầu năm nay. Dự phóng tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2023 của ngân hàng có thể đạt 12-13% so với hạn mức NHNN cấp là 14.5%. Cho năm 2024, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của ACB có thể đặt 14-15% trên nền thấp của năm nay và trong bối cảnh bức tranh kinh tế chung sáng hơn.

KBSV đánh giá với chiến lược tập trung, số lượng khách hàng Priority của ACB sẽ tiếp tục tăng lên. Đây là nhóm khách hàng tiềm năng, có thể mang lại hiệu ứng cộng hưởng cho ACB: (1) đóng góp đáng kể vào nguồn huy động và CASA cho ngân hàng do quy mô tài sản của nhóm KH này lớn, (2) tăng trưởng tín dụng, (3) kết hợp khai thác bán chéo các sản phẩm khác.

ACB luôn đặt chất lượng tài sản lên hàng đầu hơn là tham gia vào cuộc đua tăng trưởng của các ngân hàng TMCP. Với danh mục đầu tư không có TPDN và cho vay phát triển bất động sản cùng với việc nợ xấu đang được kiểm soát tốt, ACB là một lựa chọn an toàn cho các nhà đầu tư.

Sử dụng kết hợp 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi giữ nguyên mức giá mục tiêu cho năm 2023 của cổ phiếu ACB là 30,000 VNĐ/cp, cao hơn 37.4% so với giá tại ngày 27/11/2023. Khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu ACB.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 30,000
Tăng/giảm	37,4%
Giá hiện tại (27/11/2023)	21,850
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ/triệu USD)	84,866/3.5

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	85%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	156/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	30%
Cơ cấu cổ đông	
VN Enterprise Investments Limited	6.26%

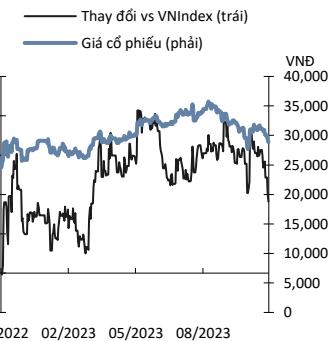
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.2	-15.0	-3.3	14.7
Tương đối	-4.2	-5.7	-5.1	9.3

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính (tỷ VNĐ)	2021A	2022A	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	18,945	23,534	24,922	29,504
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	15,334	17,185	21,063	24,474
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	9,603	13,688	15,629	18,455
EPS	3,554	4,053	4,627	5,464
Tăng trưởng EPS (%)	0%	14%	14%	18%
PER (x)	12.4	10.9	9.5	8.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,618	17,303	20,760	24,654
PBR (x)	2.65	2.54	2.12	1.78
ROE (%)	23.9%	26.5%	24.3%	24.1%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

Sacombank (STB)

Chất lượng tài sản suy giảm trong 3Q2023

15/12/2023

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

3Q2023, LNTT đạt 2,085 tỷ VND, tăng 36.1% YoY

3Q2023, STB có thu nhập lãi thuần đạt 4,851 tỷ VND (-15.7% QoQ, -15.8% YoY); TOI đạt 5,927 tỷ VND (-12.0% QoQ, -16.0% YoY). Chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh so với các quý trước, đạt 827 tỷ VND (-37.2% QoQ, -65.9% YoY) khiến LNTT đạt 2,085 tỷ VND (-12.1% QoQ, +36.1% YoY).

NIM tiếp tục xu hướng giảm, kì vọng phục hồi trong 2024

NIM 3Q2023 đạt 3.7%, giảm 28bps QoQ, là quý giảm NIM thứ 2 liên tiếp do ảnh hưởng của chi phí vốn cao cùng chất lượng tài sản đi xuống gây ảnh hưởng đến thu nhập lãi của STB (-6.97% QoQ). Theo quan điểm của KBSV, xu hướng giảm NIM chỉ mang tính tạm thời và sẽ hồi phục trong năm 2024 nhờ kiểm soát chi phí vốn tốt hơn.

Nợ xấu 3Q2023 tăng 41bps QoQ, nợ nhóm 2 giảm 44bps QoQ

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2023 của STB đạt 2.2% (+41bps QoQ), là quý có nợ xấu tăng thứ 4 liên tiếp. Trong khi đó, điểm tích cực đến từ nợ nhóm 2 của STB đạt 0.71% (-44 bps QoQ) nằm trong nhóm những ngân hàng có nợ nhóm 2 thấp nhất. Trong kì, STB thực hiện trích lập dự phòng rủi ro cho vay khách hàng 333 tỷ VND (-60.5% QoQ) và trích lập 494 tỷ VND cho trái phiếu VAMC (-7.3% QoQ).

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 38,900 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu STB. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 38,900VND/cp, cao hơn 43.7% so với giá tại ngày 15/12/2023.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND38,900
Tăng/Giảm	43.7%
Giá hiện tại (15/12/2023)	VND27,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND38,599
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND/tỷ USD)	51,089/2.09

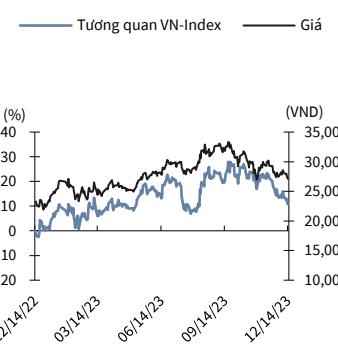
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	94.46
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	551.0/22.5
Sở hữu nước ngoài (%)	23.23
Cơ cấu cổ đông	Nhóm quỹ ngoại PYN (4.94%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7	-15	-8	17
Tương đối	-7	-10	-6	12

Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	11,964	17,147	21,862	25,221
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	7,954	15,221	14,115	17,557
LNST (tỷ VND)	3,411	5,041	7,707	10,753
EPS (VND)	1,810	2,674	4,088	5,704
Tăng trưởng EPS (%)	27%	48%	53%	40%
PER (x)	15.0	10.1	6.6	4.8
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	18,174	20,489	24,578	30,282
PBR (x)	1.49	1.32	1.10	0.89
ROE (%)	10.8	13.8	18.1	20.8
Tỉ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Finpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

Techcombank (TCB)

Tín dụng tăng trưởng khả quan

12/12/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

Cập nhật KQKD 3Q2023

Tổng thu nhập hoạt động (TOI) trong quý 3 đi ngang so với cùng kỳ do thu nhập lãi thuần (NII) giảm nhẹ 3.9% YoY, bù lại thu ngoài lãi (NFI) tăng trưởng 13.5%. Chi phí tín dụng tăng mạnh trong quý này do quy mô tín dụng tăng và chất lượng tài sản suy giảm. Trong quý 3, TCB ghi nhận LNTT đạt 5,843 tỷ đồng (-13% YoY), luỹ kế 9T2023 đạt 17,115 tỷ đồng (-18% YoY) – hoàn thành 73.3% kế hoạch dự phỏng của chúng tôi.

Tăng trưởng tín dụng khả quan nhờ hạn mức được cấp mới

Chúng tôi được biết TCB cũng là một trong những ngân hàng được cấp thêm room tín dụng trong đợt này. Tăng trưởng tín dụng 9T2023 đạt 13.5% trên tổng mức hạn mức được cấp 14% từ tháng 7, TCB đã gần như giải ngân hết hạn mức. KBSV kỳ vọng với hạn mức được cấp mới, tăng trưởng tín dụng cả năm nay có thể đạt 15-17%.

Chi phí vốn (CoF) cải thiện rõ rệt trong quý 3 kèm hâm sự sụt giảm của NIM

Chi phí vốn quý (CoF) 3 đạt mức 4.7%- thấp nhất trong 3 quý gần đây trong bối cảnh lãi suất huy động điều chỉnh giảm tương đối đáng kể. Lợi suất tài sản giảm nhẹ và với tốc độ chậm hơn CoF đã góp phần giúp NIM quý này cải thiện 4 bps so với quý trước. Mặc dù NIM trượt 12 tháng của TCB vẫn đang có xu hướng giảm, xong chúng tôi kỳ vọng NIM của ngân hàng sẽ bắt đầu có những tín hiệu đảo chiều trong năm sau

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 41,000 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu TCB là 41,000 VND/cp, cao hơn 32% so với giá tại ngày 11/12/2023. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu TCB.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND 41,000
Tăng/giảm	32%
Giá mục tiêu đồng thuận	40,250
Giá hiện tại (11/12/2023)	30,850
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)/triệu USD	122.75/5.03

Dữ liệu giao dịch

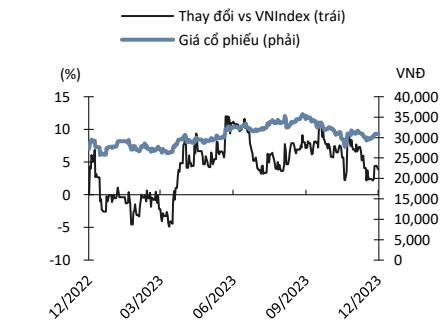
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	65%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)/triệu USD	295.6/12.1
Sở hữu nước ngoài (%)	22.5%
Cơ cấu cổ đông	MSN (14.96%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.6	-12.6	-5.7	7.1
Tương đối	-2.9	-3.4	-6.6	-0.4

Dự phỏng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	26,699	30,290	27,091	31,767
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	25,903	27,504	26,405	29,544
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	18,415	20,436	18,659	21,498
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,142	5,729	5,199	5,975
Tăng trưởng EPS (%YoY)	46%	11%	-9%	15%
PER (x)	8.6	7.7	8.5	7.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	26,501	32,248	36,769	42,143
PBR (x)	1.66	1.36	1.20	1.04
ROE (%)	22.0%	19.8%	15.4%	15.5%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT



VIETNAM

Ngân hàng TMCP Quân Đội (MBB)

Nợ xấu tăng mạnh

20/12/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
linhpp@kbsec.com.vn

Cập nhật KQKD 3Q2023

Tổng thu nhập hoạt động luỹ kế 9T2023 đạt 35,556 tỷ đồng – tăng trưởng nhẹ 5.1% YoY, được dẫn dắt chủ yếu nhờ thu lãi thuần tăng trưởng 12% (chiếm hơn 80% trong cơ cấu NOI). Trong khi đó, NOI 9T2023 tăng trưởng âm (-19% YoY) bởi nhiều nguồn thu bị ảnh hưởng trong bối cảnh nền kinh tế khó khăn, dù đã ghi nhận sự cải thiện trong quý 3. Luỹ kế 9T2023, LNTT của MBB ghi nhận 20,019 tỷ đồng (+10% YoY) – hoàn thành 76% kế hoạch dự phòng của chúng tôi.

NIM duy trì ở mức cao nhờ phát huy được lợi thế về CASA

KBSV kỳ vọng MBB sẽ duy trì mức NIM cao như hiện tại và có thể sẽ cải thiện rõ rệt hơn trong năm 2024 nhờ: (1) chi phí vốn dần phản ánh những bước đi điều hành lãi suất, trong khi (2) tốc độ giảm của lãi suất cho vay sẽ chậm hơn bởi các khoản vay trung và dài hạn chiếm tỷ trọng lớn hơn trong cơ cấu cho vay khiến thời gian tái định lãi suất cũng dài hơn.

Tốc độ gia tăng nợ xấu vẫn chưa được kiểm soát

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng thêm 50bps so với quý trước lên mức 1.9%, trong đó tỷ trọng nợ nhóm 3 và nhóm 4 có mức tăng mạnh nhất (lần lượt 56% và 37% QoQ). Với tốc độ gia tăng của nợ xấu, MBB cũng đã tích cực trích lập trong quý này, chi phí tín dụng tăng 50% YoY và 20% QoQ. Dù vậy, tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn giảm về 122%, song MBB vẫn nằm trong nhóm ngân hàng có tỷ lệ bao phủ cao nhất hệ thống.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 25,000 VND/cp

Sử dụng 2 phương pháp định giá P/B và Chiết khấu lợi nhuận thặng dư, chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu cho năm 2024 của cổ phiếu MBB là 25,000 VND/cp, cao hơn 39% so với giá tại ngày 19/12/2023. Khuyến nghị MUA với cổ phiếu MBB.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 25,000
Tăng/giảm	39%
Giá mục tiêu đồng thuận	22,300
Giá hiện tại (19/12/2023)	18,150
Giá mục tiêu đồng thuận	26,626
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/triệu USD)	96,460/3.87

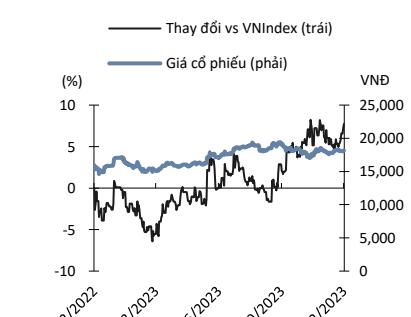
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	226.46/9.3
Sở hữu nước ngoài (%)	23.23%
Tập đoàn CN-Viễn thông quân đội	14.14%

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.3	-4.5	6.8	18.6
Tương đối	0.2	5.6	7.7	10.7

Đại phỏng KQKD & định giá

(tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	26,200	36,023	40,228	45,344
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	24,557	30,777	32,788	36,854
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	13,221	18,155	19,423	22,069
EPS (đồng/cổ phiếu)	3,361	3,856	4,091	4,617
Tăng trưởng EPS (%YoY)	14%	15%	6%	13%
PER (x)	13.1	11.4	10.8	9.5
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,538	17,559	20,971	24,987
PBR (x)	2.66	2.51	2.10	1.76
ROE (%)	23.5%	25.6%	22.2%	21.2%

Nguồn: KBSV ước tính



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

BIDV (BID)

Kì vọng NIM hồi phục trong năm 2024

05/12/2023

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

3Q2023, LNTT đạt 5,893 tỷ VND, giảm 11.7% YoY

3Q2023, BID có thu nhập lãi thuần đạt 13,783 tỷ VND (-0.9% QoQ, -2.2% YoY); NOI đạt 17,887 tỷ VND (+3.6% QoQ, +1.9% YoY). Chi phí trích lập dự phòng đạt 5,950 tỷ VND (+51.3% QoQ, +9.6% YoY) khiến LNTT đạt 5,893 tỷ VND (-15.2% QoQ, -11.7% YoY). Lũy kế 9M2023, LNTT đạt 19,763 tỷ VND, tăng 11.8% YoY.

Kì vọng NIM hồi phục trong năm 2024

KBSV kì vọng NIM của BID sẽ được cải thiện trong năm 2024 dựa trên: (1) Các khoản huy động khách hàng lãi suất cao kì hạn 1 năm giai đoạn 4Q2022 – 1Q2023 sẽ đáo hạn trong nửa đầu năm 2024; (2) Lãi suất huy động đang được duy trì ở mức thấp; (3) CASA phục hồi khi các doanh nghiệp quay trở lại ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh.

Kiểm soát chất lượng tài sản tốt hơn trong 3Q2023

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2023 của BID đạt 1.60% (+1bps QoQ) nằm trong nhóm các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu tăng thấp trong 3Q2023, sau VPB và EIB. Chất lượng tài sản khả quan hơn trong quý 3 cùng với tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao thứ 3 toàn ngành, đạt 158.4% là cơ sở để BID có thể hoàn thành chỉ tiêu trích lập 20-21 nghìn tỷ VND trong năm 2023.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 47,900 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BID. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 47,900VND/cp, cao hơn 23.1% so với giá tại ngày 04/12/2023.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND47,900
Tăng/Giảm	23.1%
Giá hiện tại (04/12/2023)	VND38,900
Giá mục tiêu thị trường	VND45,098
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	226,878

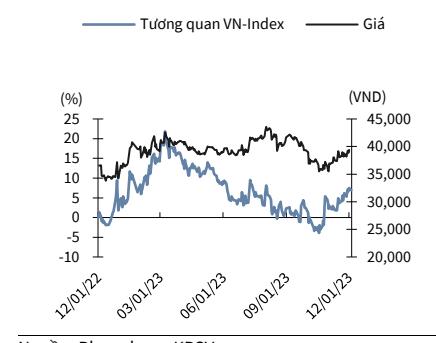
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.01%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	41.9/1.71
Sở hữu nước ngoài (%)	17.22%
Cơ cấu cổ đông	Ngân hàng nhà nước (80.99%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu (%)			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7	-4	2	15
Tương đối	4	4	2	7

Dự phỏng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	46,823	56,070	57,323	66,783
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	43,028	47,025	47,972	55,373
LNST (tỷ VND)	10,841	18,420	20,731	24,795
EPS (VND)	2,084	3,590	3,586	4,294
Tăng trưởng EPS (%)	20%	72%	0%	20%
PER (x)	18.7	10.8	10.8	9.1
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,066	20,597	21,864	26,158
PBR (x)	2.28	1.89	1.78	1.49
ROE (%)	13.1%	19.3%	18.1%	18.1%
Tỉ suất cổ tức (%)	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

11/12/2023

VietinBank (CTG)

Kỳ vọng NIM cải thiện trong năm 2024

Chuyên viên phân tích Hồ Đức Thành

thanhhd@kbsec.com.vn

**3Q2023, LNTT đạt 4,871 tỷ VND, tăng
17.2% YoY**

3Q2023, CTG có thu nhập lãi thuần đạt 13,087 tỷ VND (+2.6% QoQ, +1.3% YoY); NOI đạt 17,393 tỷ VND (-2.1% QoQ, +0.4% YoY). Chi phí trích lập dự phòng đạt 7,440 tỷ VND (14.8% QoQ, -10.6% YoY) khiến LNTT đạt 4,871 tỷ VND (-25.6% QoQ, +17.2% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, LNTT đạt 17,401 tỷ VND, tăng 10.4% YoY với tăng trưởng tín dụng đạt 8.7% YTD.

**Kỳ vọng NIM cải thiện trong năm
2024, đạt 3.0%**

KBSV kì vọng NIM của CTG sẽ được cải thiện trong năm 2024, đạt 3.0% dựa trên: (1) Các khoản huy động khách hàng lãi suất cao giai đoạn 4Q2022 – 1Q2023 kì hạn 6 tháng - 1 năm đáo hạn, (2) Thanh khoản dồi dào giúp duy trì lãi suất huy động ở mức thấp và (3) Casa được cải thiện.

**Tiếp tục kiểm soát nợ xấu ổn định
dưới 1.8%**

Nợ xấu tăng lên 1.37% trong 3Q2023 trong bối cảnh kinh tế vẫn còn nhiều khó khăn. CTG đã trích lập dự phòng hơn 19.8 nghìn tỷ đồng, giúp cải thiện tỷ lệ bao phủ nợ xấu (cao thứ hai hệ thống). Với bộ đệm dự phòng lớn và danh mục cho vay ít rủi ro, chúng tôi đánh giá CTG sẽ tiếp tục kiểm soát nợ xấu ổn định dưới 1.8% trong năm 2024.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu
40,900 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 40,900 VND/cp, cao hơn 52.1% so với giá tại ngày 11/12/2023.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND40,900
Tăng/Giảm	52.1%
Giá hiện tại (11/12/2023)	VND26,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND34,000
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND/tỷ USD)	144,453/6.0

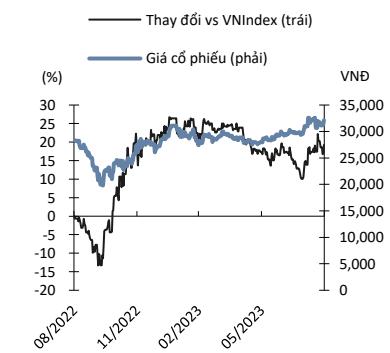
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	114.18/4.72
Sở hữu nước ngoài (%)	27.8%
Cơ cấu cổ đông	SMBC (15.01%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.0	-5.9	5.8	9.3
Tương đối	0.0	2.4	4.3	0.4

Dự phỏng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	41,788	47,792	52,489	60,991
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	35,971	45,109	49,882	57,038
LNST (tỷ VNĐ)	14,215	16,835	18,480	23,182
EPS (VNĐ)	2,932	3,491	3,441	4,317
Tăng trưởng EPS (%)	-20.3%	19.1%	-1.4%	25.4%
PER (x)	10.7	9.0	9.1	7.3
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	19,487	22,508	22,785	26,302
PBR (x)	1.6	1.4	1.4	1.2
ROE (%)	15.9%	16.7%	16.1%	17.6%
Tỷ suất cổ tức (%)	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



COMPANY REPORT



VPBank (VPB)

Chi phí vốn cải thiện trong năm 2024

16/11/2023

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

3Q2023, LNTT đạt 3,117 tỷ VND, giảm 30.9% YoY

3Q2023, VPB có thu nhập lãi thuần đạt 8,837 tỷ VND (+2.9% QoQ, +21.8% YoY); NOI đạt 11,262 tỷ VND (-11.9% QoQ, -16.4% YoY). Chi phí trích lập dự phòng giảm so với các quý trước đó, đạt 4,950 tỷ VND (-23.7% QoQ, -8.7% YoY) khiến LNTT đạt 3,117 tỷ VND (+19.3% QoQ, -30.9% YoY). Lũy kế 9M2023, thu nhập lãi thuần đạt 27,133 tỷ VND, giảm 11.7% YoY; LNTT đạt 8,279 tỷ VND, giảm 58.3% YoY.

Chi phí vốn cải thiện trong năm 2024

KBSV kì vọng chi phí vốn của VPB sẽ được cải thiện trong năm 2024 dựa trên: (1) Các khoản huy động khách hàng lãi suất cao giai đoạn 4Q2022 – 1Q2023; (2) Thanh khoản dồi dào, lãi suất huy động đang ở mức thấp; (3) Casa được cải thiện nhờ tăng tỷ trọng cho vay khách hàng doanh nghiệp.

NIM kì vọng hồi phục nhưng không quá mạnh do lãi suất đầu ra cũng sẽ điều chỉnh giảm

Tuy vậy, NIM sẽ không hồi phục quá mạnh trong nửa đầu năm 2024 do lãi suất đầu ra bình quân còn chịu nhiều áp lực: (1) Giảm lãi suất cho vay để tăng cạnh tranh, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng; (2) Tăng trưởng tín dụng cá nhân chậm lại so với giai đoạn trước vốn là nhóm khách hàng có lãi suất cho vay cao; (3) Rủi ro từ chất lượng tài sản mới khi tỷ trọng cho vay bất động sản dự án tăng.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 24,500 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 24,500VND/cp, cao hơn 26.9% so với giá tại ngày 15/11/2023.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND24,500
Tăng/Giảm	26.9%
Giá hiện tại (15/11/2023)	VND19,950
Giá mục tiêu đồng thuận	VND26,606
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND/tỷ USD)	158,281/6.5

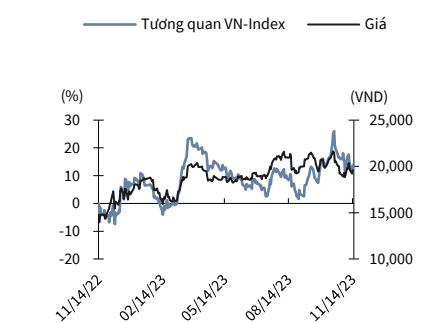
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	63.79
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	407/16.6
Sở hữu nước ngoài (%)	28.62
Cơ cấu cổ đông	SMBC (15.01%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	2	9	33
Tương đối	-6	8	4	14

Dự phỏng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	34,349	41,021	38,546	54,089
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	33,583	43,681	36,835	50,106
LNST (tỷ VND)	11,477	16,909	10,721	14,311
EPS (VND)	2,601	2,694	1,503	1,779
Tăng trưởng EPS (%)	-37%	4%	-44%	18%
PER (x)	7.7	7.4	13.3	11.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	19,149	15,349	18,176	19,955
PBR (x)	1.04	1.30	1.10	1.00
ROE (%)	16.5%	17.8%	8.7%	9.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.00%	0.00%	5.05%	0.00%

Nguồn: Finpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

TienphongBank (TPB)

Chất lượng tài sản suy giảm

22/12/2023

 Chuyên viên phân tích Vũ Thu Uyên
 uyenvt@kbsec.com.vn

3Q2023, LNTT đạt 4,959 tỷ VND, giảm 16.3% YoY

Trong Q3/2023, TPB có thu nhập lãi thuần đạt 2,963 tỷ VND (+8.6% QoQ, +8.1% YoY); thu nhập ngoài lãi đạt 1,251 tỷ VND (+5.3% QoQ, +22.2% YoY) khiến NOI đạt 4,214 tỷ VND (+7.6% QoQ, +11.9% YoY). Chi phí trích lập dự phòng tăng mạnh, đạt 1,293 tỷ VND (gấp 2.5 lần QoQ, 2.9 lần YoY) khiến LNTT chỉ đạt 1,576 tỷ VND (-2.6% QoQ, -26.2% YoY). Lũy kế 9M2023, LNTT đạt 4,959 tỷ VND, giảm 16.3% YoY.

Tăng trưởng tín dụng hoàn thành 40% kế hoạch

Kết thúc 3Q2023, tăng trưởng tín dụng của TPB đạt 7.2% YTD, tương đương ~40% kế hoạch đề ra. Theo quan điểm của KBSV, tăng trưởng tín dụng 2023 có thể đạt 12.6%, nghĩa là trong quý 4 sẽ tăng thêm 5.4% nhờ nỗ lực đẩy mạnh hoạt động cho vay trong giai đoạn cuối năm.

NIM được hỗ trợ bởi chi phí đầu vào nhưng áp lực hạ lãi suất cho vay gia tăng

NIM của TPB được hỗ trợ từ phía chi phí đầu vào nhờ các khoản tiền gửi lãi suất cao kỳ hạn 12 tháng đáo hạn và tỷ lệ CASA cải thiện. Tuy nhiên áp lực lên NIM sẽ gia tăng khi lãi suất cho vay giảm mạnh trong thời gian tới.

Tỷ lệ nợ xấu tăng cao, bộ đệm dự phòng khá khiêm tốn

Tỷ lệ nợ xấu 3Q2023 của TPB đạt 2.97% (+76bps QoQ), chủ yếu đến từ nhóm khách hàng cá nhân. Do đó, mặc dù ngân hàng đã gia tăng trích lập nhưng tỷ lệ bao phủ nợ xấu vẫn giảm mạnh xuống còn 47%.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 22,000 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu TPB. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 22,000VND/cp, cao hơn 30.2% so với giá tại ngày 21/12/2023.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	VND22,000
Tăng/Giảm	30.2%
Giá hiện tại (21/12/2023)	VND16,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND19,200
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND/tỷ USD)	36,887/1.52

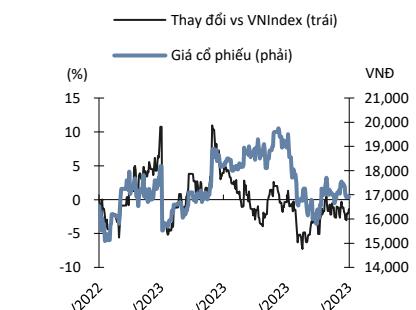
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	53.6
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	88.65/3.7
Sở hữu nước ngoài (%)	29.85
Cơ cấu cổ đông	CTCP FPT (6.77%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.9	-11.3	-8.2	5.2
Tương đối	-0.2	-2.4	-6.8	-2.4

Dự phỏng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	9,946	11,387	11,411	13,060
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	8,947	9,672	9,799	11,542
LNST (tỷ VND)	4,829	6,261	5,284	5,838
EPS (VND)	3,053	3,958	2,257	2,494
Tăng trưởng EPS (%)	-7%	30%	-43%	10%
PER (x)	5.5	4.3	7.5	6.8
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	16,429	20,382	13,989	16,483
PBR (x)	1.03	0.83	1.21	1.03
ROE (%)	22.6%	21.5%	16.3%	16.4%
Tỉ suất cổ tức (%)	0.00%	0.00%	14.79%	0.00%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chứng khoán

Hồi phục cùng thị trường chung

Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế của nhóm công ty chứng khoán theo dõi trong 9 tháng đầu năm tăng nhẹ so với cùng kỳ

Quý 3/2023 (3Q2023), tổng doanh thu hoạt động của nhóm 21 Công ty chứng khoán có quy mô vốn lớn nhất đạt 8,655 tỷ VND (+15% QoQ, +61% YoY); LNST đạt 4,803 tỷ VND (+37% QoQ, +97% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm (9M2023), lợi nhuận hoạt động đạt 21,618 tỷ VND (+9.9% QoQ); LNST đạt 10,722 tỷ VND, tăng 2.7% YoY.

Diễn biến trái chiều ở các mảng kinh doanh cùng hiệu quả hoạt động trên vốn chủ giảm do tốc độ tăng vốn cao và diễn biến thị trường không thuận lợi
 9M2023, lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán nhóm CTCK theo dõi đạt 1,800 tỷ VND, giảm 48.9% YoY; mảng cho vay ký quỹ đạt 8,618 tỷ VND, giảm 13.7% YoY; mảng đầu tư tăng 229.9% YoY, đạt 10,702 tỷ VND nhờ mức nền thấp trong năm 2022. Chỉ số ROE trung bình 9M2023 đạt 7.7%, thấp hơn nhiều so với giai đoạn 2020 – 2021 do tốc độ tăng vốn cao cùng diễn biến thị trường thiếu ổn định.

Thị trường chứng khoán năm 2024 được dự báo sẽ có sự phục hồi tốt cả về giá và thanh khoản

Theo quan điểm của KBSV, thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024 mặc dù còn trải qua các nhịp điều chỉnh lình xình nhưng về tổng thể sẽ có sự phục hồi tốt so với giai đoạn 2022 – 2023 dựa trên: (1) Định giá thị trường đang ở mức hấp dẫn với chỉ số P/E và P/B đều ở ngưỡng thấp so với lịch sử; (2) Thanh khoản hồi phục nhờ lãi suất huy động/cho vay thấp và vận hành hệ thống KRX.

KRX đi vào vận hành trong năm 2024 mang tới kì vọng thanh khoản cải thiện và đáp ứng các yêu cầu để nâng hạng thị trường trong tương lai

Hệ thống KRX được vận hành hoàn thiện và sử dụng hết các tính năng sẽ đem đến những thay đổi lớn: (1) Cải thiện số lượng lệnh, tốc độ khớp lệnh; (2) Giao dịch T+1, giảm thời gian thanh toán; (3) Đa dạng hóa sản phẩm, hình thức đầu tư sẽ cải thiện đáng kể thanh khoản của thị trường. Cùng với đó, KRX đi vào hoạt động sẽ đáp ứng các điều kiện còn thiếu để nâng hạng thị trường theo xếp hạng của FTSE Russell.

Định giá đã phản ánh kỳ vọng ngắn hạn về hệ thống KRX tuy nhiên vẫn đang ở mức hấp dẫn trong trung – dài hạn.

Với kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ phục hồi tốt trong năm 2024 cùng các tác động tích cực của việc vận hành hệ thống KRX, nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư vào các cổ phiếu thuộc ngành chứng khoán vào những nhịp điều chỉnh về bằng hoặc dưới mức P/B trung bình để có lợi suất kì vọng hấp dẫn.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

9M2023, LNST ngành tăng 2.7% YoY

Lợi nhuận toàn ngành hồi phục nhẹ trong 9M2023 nhờ sóng tăng của thị trường trong 2Q – 3Q2023 kéo theo đà tăng của thanh khoản, tác động tích cực đến doanh thu mảng môi giới, tự doanh và cho vay kí quỹ.

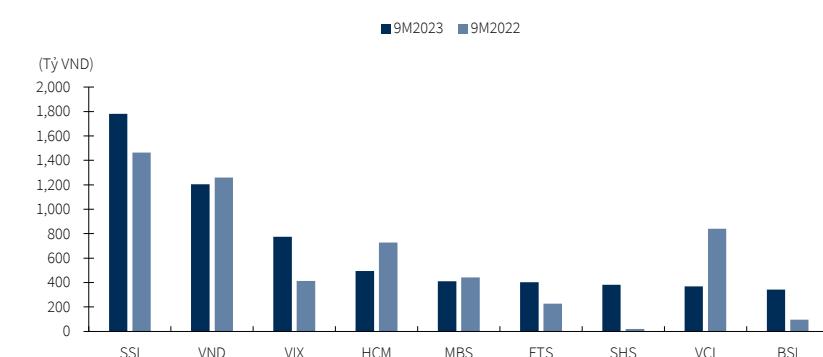
3Q2023, tổng doanh thu hoạt động của nhóm 21 Công ty chứng khoán có quy mô vốn lớn nhất (số liệu của 21 công ty này được sử dụng đại diện cho toàn ngành chứng khoán trong báo cáo này) đạt 8,655 tỷ VND (+15% QoQ, +61% YoY); LNST đạt 4,803 tỷ VND (+37% QoQ, +97% YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, lợi nhuận hoạt động đạt 21,618 tỷ VND (+9.9% YoY); LNST đạt 10,722 tỷ VND, tăng 2.7% YoY.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng LNST các công ty Chứng khoán giai đoạn 2018 – 9M2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 2. LNST các công ty chứng khoán niêm yết 9M2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

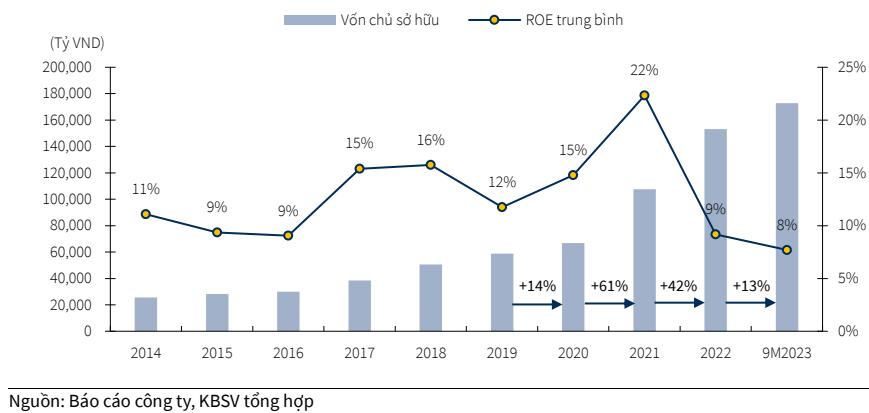
Cuộc đua tăng vốn vẫn đang diễn ra

Tốc độ tăng vốn cao cùng thị trường thiếu ổn định khiến hiệu quả hoạt động trên vốn chủ của các CTCK bị ảnh hưởng

Mặc dù đã có dấu hiệu chậm lại tuy nhiên cuộc đua tăng vốn của ngành chứng khoán vẫn đang diễn ra mạnh mẽ. Tính đến 9M2023, tổng quy mô vốn chủ sở hữu nhóm CTCK quan sát đạt 172,702 tỷ VND, tăng 12.8% YTD; tăng trưởng trung bình giai đoạn 2019 – 9M2023 đạt 30.8%/năm. Trong năm 2024, câu chuyện tăng vốn vẫn sẽ tiếp diễn khi đã có ACBS và HSC đều dự kiến tăng vốn lên trên 7,000 tỷ VND hay Chứng khoán LPBank (LPBS) dự kiến tăng vốn từ 250 tỷ VND lên 3,888 tỷ VND vào đầu năm 2024.

Tuy nhiên, thị trường chứng khoán biến động theo hướng tiêu cực trong năm 2022 cùng với việc tăng vốn liên tục khiến cho hiệu quả hoạt động trên vốn chủ của các Công ty chứng khoán phần nào bị ảnh hưởng. Chỉ số ROE trung bình tính đến 9M2023 chỉ đạt 7.7%, thấp hơn nhiều so với giai đoạn 2020 – 2021 và là mức thấp nhất tính từ năm 2014. Theo quan điểm của KBSV, sẽ cần mất 2-3 năm khi thanh khoản thị trường được cải thiện và các công ty chứng khoán đa dạng hóa các mảng kinh doanh, tận dụng tốt hơn phần nguồn vốn tăng thêm để các chỉ số hiệu quả hoạt động cao trở lại như giai đoạn trước.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng quy mô VCSH – ROE toàn ngành giai đoạn 2014 – 9M2023



9M2023, Lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giảm 48.9% YoY

Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới đang trong xu hướng giảm do áp lực cạnh tranh

9M2023, lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán nhóm CTCK theo dõi đạt 1,800 tỷ VND, giảm 48.9% YoY; Biên lợi nhuận gộp đạt 22.9%, giảm 8.1 ppts YTD. Về thị phần, VPS vẫn tiếp tục dẫn đầu và nới rộng khoảng cách với nhóm đứng sau, đạt 19.92% thị phần môi giới sàn HSX (+2.54ppts YTD). Trong khi đó, nhóm CTCK top đầu trong giai đoạn trước như VND, HCM, VCI đã giảm thị phần đáng kể do áp lực cạnh tranh quyết liệt.

Về tổng thể, có thể nhận thấy rõ các CTCK đang thu hẹp biên lợi nhuận gộp của mảng môi giới để gia tăng thị phần với bối cảnh các doanh nghiệp trong ngành liên tục mở rộng quy mô trong khi thanh khoản toàn thị trường vẫn chưa có sự bùng nổ đáng kể. Biên lợi nhuận gộp trung bình 9M2023 chỉ đạt 22.9%, thấp hơn rất nhiều so với năm 2018, đạt 41% trong khi về quy mô lợi nhuận là có sự tương đồng. Các công ty chủ yếu sẽ cạnh tranh ở 2 yếu tố: (1) Giảm phí giao dịch cho khách; (2) Tăng hoa hồng cho khối kinh doanh để mở rộng quy mô khách hàng. Theo quan điểm của KBSV, xu hướng thu hẹp đóng góp về lợi nhuận của mảng môi giới sẽ tiếp tục diễn ra trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Các doanh nghiệp sẽ đánh đổi phần lợi nhuận này để duy trì thị phần và tối ưu lợi nhuận từ mảng cho vay kí quỹ.

Biểu đồ 4. Thị phần và Biên lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán của top 10 thị phần môi giới chứng khoán trên sàn HSX

Các CTCK có thị phần cao và có tăng trưởng về mặt thị phần như VPBS, SSI đều duy trì biên lợi nhuận gộp thấp hơn trung bình ngành.

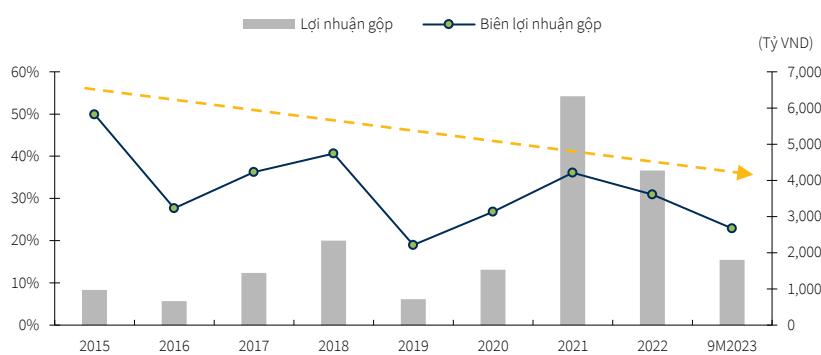
2022 9M2023 Biên lợi nhuận gộp ▲ Biên lợi nhuận gộp



Nguồn: HOSE, Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 5. Quy mô lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2015 – 9M2023

Lợi nhuận gộp toàn ngành có sự sụt giảm trong giai đoạn gần đây theo tăng trưởng của VN-Index và thanh khoản thị trường. Cùng với đó cạnh tranh gay gắt khiến biên lợi nhuận gộp có xu hướng thu hẹp dần.

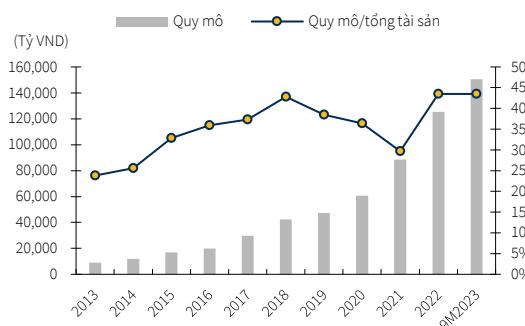


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Hoạt động kinh doanh mảng đầu tư phục hồi tốt nhờ mức nền thấp trong năm 2022

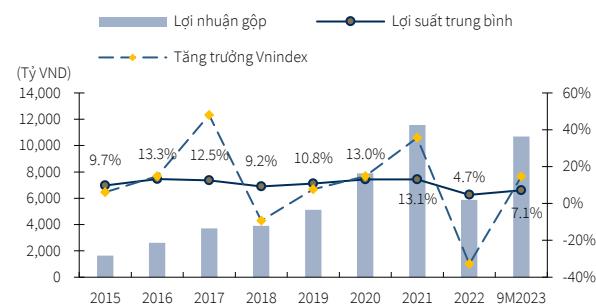
9M2023, lợi nhuận gộp mảng đầu tư của nhóm CTCK theo dõi đạt 10,702 tỷ VND, tăng 229.9% YoY nhờ mức nền thấp trong năm 2022. Lợi suất trung bình 9 tháng đầu năm đạt 7.1%, cao vượt trội so với cùng kỳ 2022 chỉ đạt 2.8%. Về quy mô đầu tư tiếp tục tăng với tổng số dư đầu tư bao gồm các khoản FVTPL, HTM và AFS đạt 150,587 tỷ VND, tăng 20.1% YTD, CAGR 5 năm tăng 28.8%. Quy mô đầu tư/tổng tài sản 9M2023 duy trì mức cao nhất trong nhiều năm, đạt 43.5%. Với kỳ vọng thị trường Việt Nam sẽ có nhịp hồi phục tốt trong năm 2024, KBSV cho rằng nhóm ngành chứng khoán sẽ tiếp tục duy trì được hiệu quả tốt ở mảng đầu tư với lợi suất trung bình toàn ngành đạt trên 9%.

Biểu đồ 6. Quy mô tài sản đầu tư các CTCK giai đoạn 2013 – 9M2023



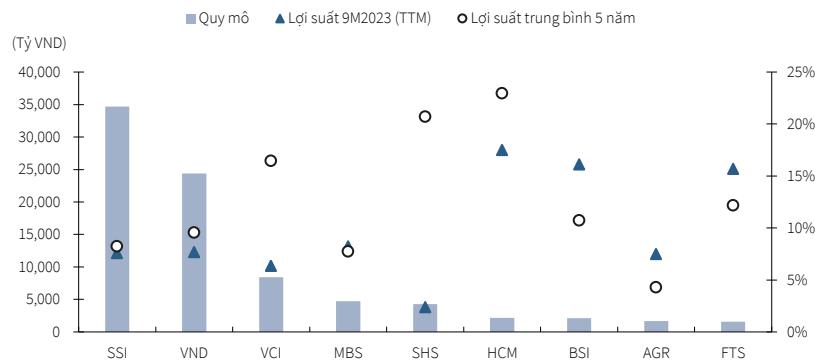
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 7. Lợi nhuận gộp và lợi suất đầu tư các CTCK giai đoạn 2015 – 9M2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8. Quy mô tài sản đầu tư và lợi suất đầu tư 9M2023 một số CTCK niêm yết

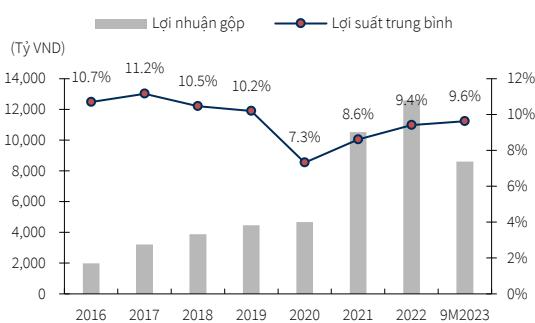


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận mảng cho vay giao dịch kí quỹ giảm 13.7% YoY, tỷ lệ cho vay kí quỹ/VCSH thấp hơn nhiều so với mức tối đa.

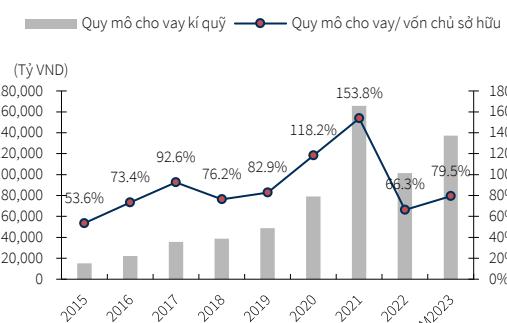
9M2023, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ của nhóm CTCK theo dõi đạt 8,618 tỷ VND, giảm 13.7% YoY với lợi suất trung bình đạt 9.6% (+91bps YoY). Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp sụt giảm do dư nợ bình quân bị ảnh hưởng bởi sự đi xuống của thanh khoản thị trường trong nửa đầu năm. Quy mô dư nợ cho vay kí quỹ nhóm CTCK theo dõi tính đến 9M2023 đạt 137,359 tỷ VND, tăng 35.3% YTD nhờ mức nền thấp cuối năm 2022. Tỷ lệ cho vay kí quỹ/vốn chủ sở hữu 9M2023 đạt 79.5%, thấp hơn nhiều so với mức tối đa quy định là 200%. Mảng cho vay ký quỹ những năm gần đây luôn đóng góp vào tổng lợi nhuận >30% cùng với việc tăng vốn mạnh mẽ của các CTCK trong giai đoạn vừa qua, KBSV kì vọng mảng này sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính và bền vững của nhóm ngành chứng khoán trong năm 2024. Tuy nhiên, với thanh khoản thị trường dự kiến chưa đủ lớn để hấp thụ lượng vốn mới tăng thêm, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng ở mảng này khiến các doanh nghiệp chủ động hạ lãi suất cho vay để đẩy mạnh giải ngân.

Biểu đồ 9. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình mảng cho vay kí quỹ toàn ngành 2016 - 9M2023



Nguồn: báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

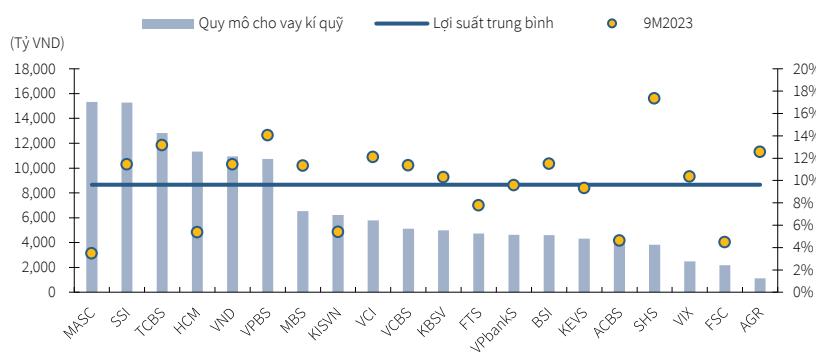
Biểu đồ 10. Quy mô dư nợ cho vay kí quỹ toàn ngành giai đoạn 2015 – 9M2023



Nguồn: báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11. Quy mô và lợi suất trung bình mảng cho vay kí quỹ các CTCK niêm yết 9M2023

Nhìn chung nhóm CTCK lâu đài, có tỷ trọng khách hàng cá nhân lớn vẫn duy trì mức lợi suất cho vay kí quỹ cao như SSI, VND, VPS... Trong khi đó nhóm tập trung vào khách hàng tổ chức, đặc biệt là nhóm CTCK nước ngoài với lợi thế vốn huy động rẻ có mức lợi suất trung bình thấp như MASC, KISVN.



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

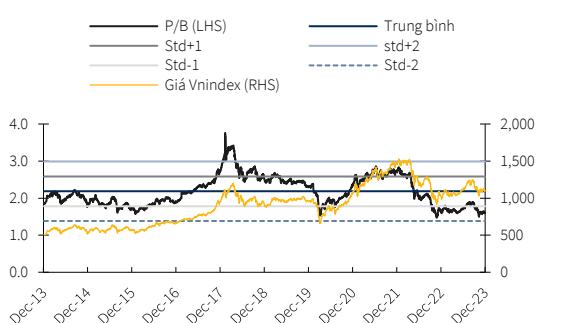
**Thị trường chứng khoán năm 2024
được dự báo sẽ có sự phục hồi tốt
cả về giá và thanh khoản**

Theo quan điểm của KBSV, thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2024 mặc dù còn trải qua các nhịp điều chỉnh lình xình nhưng về tổng thể sẽ có sự phục hồi so với giai đoạn 2022 – 2023 dựa trên:

- (1) **Định giá thị trường đang ở mức thấp.** Dựa trên tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường kỳ vọng đạt ~ 15% trong năm 2024 với động lực từ nhóm hàng tiêu dùng, nguyên vật liệu, tài chính, PE forward 2024 toàn thị trường dự kiến đạt 12.8x, thấp hơn độ lệch chuẩn -1 của trung bình PE 10 năm là 13.5x. Trong khi đó, chỉ số P/B của VNindex tại ngày 22/12/2023 đạt 1.6x, thấp hơn độ lệch chuẩn -1 của trung bình P/B 10 năm là 1.8x. Vùng P/B 1.5x - 1.6x cũng là vùng định giá thấp nhất của VN-Index trong 10 năm qua.
- (2) **Thanh khoản thị trường sẽ được cải thiện trong năm 2024 nhờ nền lãi suất thấp và đưa vào vận hành hệ thống KRX.** Cuối 2022 đầu 2023, thị trường giảm điểm và tạo đáy trước những diễn biến tiêu cực từ vĩ mô quốc tế kết hợp với cuộc khủng hoảng thị trường trái phiếu và vụ việc liên quan đến Vạn Thịnh Phát. Thanh khoản thị trường giai đoạn này giao động ở mức 10,000 – 12,000 tỷ VND/phíên. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là vùng đáy của thanh khoản trong nhiều năm tới và giá trị giao dịch sẽ được cải thiện trong năm 2024 nhờ: (1) Kì vọng thị trường tăng giá thu hút dòng tiền đầu tư; (2) Lãi suất huy động và cho vay đều về mức thấp; (3) Áp dụng hệ thống KRX.

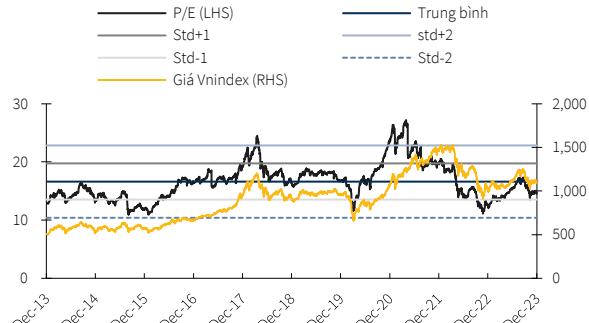
Thị trường chứng khoán phục hồi tốt là động lực mạnh mẽ để các CTCK cải thiện hoạt động kinh doanh của mình ở tất cả các mảng kinh doanh chính bao gồm đầu tư, môi giới chứng khoán và cho vay ký quỹ.

Biểu đồ 12. Lịch sử PB của VN-Index giai đoạn 2013 - 2023



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 13. Lịch sử P/E của VN-Index giai đoạn 2013 - 2023



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 14. Tương quan định giá P/B và thanh khoản thị trường giai đoạn 2013 - 2023

Hệ thống KRX là động lực quan trọng cho đà tăng giá của nhóm chứng khoán trong năm 2024.

Trong năm 2024, thông tin về việc vận hành hệ thống KRX sau 10 năm lỡ hẹn là động lực quan trọng cho đà tăng giá của nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán. Khi hệ thống KRX được vận hành hoàn thiện và sử dụng hết các tính năng sẽ đem đến những thay đổi lớn bao gồm: (1) Cải thiện số lượng lệnh, tốc độ khớp lệnh; (2) Giao dịch T+1, giảm thời gian thanh toán; (3) Đa dạng hóa sản phẩm, hình thức đầu tư như nghiệp vụ bán khống, các hợp đồng quyền chọn... Tuy nhiên, trong ngắn trung hạn, hệ thống KRX nhiều khả năng sẽ chỉ tập trung vận hành các tác vụ cơ bản, đảm bảo tính ổn định của hệ thống.

Thời gian Go-live hệ thống KRX không được như kế hoạch ban đầu của HOSE

Hiện tại, khả năng Go-live trong năm 2023 như kế hoạch ban đầu của HOSE là khó khả thi. Theo quan điểm của KBSV, thời gian thực hiện Go-live có thể sang 2Q2024 để hệ thống hoàn thiện, đảm bảo giao dịch thông suốt. Về cơ bản, hệ thống go-live chậm hơn dự kiến không ảnh hưởng quá nhiều đến hoạt động giao dịch trên thị trường khi thanh khoản giai đoạn này vẫn đang ở mức vừa phải tuy nhiên sẽ có tác động tâm lý trong ngắn hạn, đặc biệt đối với nhóm cổ phiếu chứng khoán.

Kì vọng thanh khoản cải thiện mạnh mẽ sau khi KRX vận hành ổn định

Thanh khoản cải thiện nhờ giải quyết nghẽn lệnh, tăng tốc độ xử lý lệnh và giao dịch T+1 sẽ là điểm nhấn chính khi vận hành hệ thống KRX. Theo thông tin từ HOSE, hệ thống KRX sẽ cho phép nghiệp vụ bán chứng khoán chờ về (T+1) ngay từ thời điểm ban đầu, giúp đẩy nhanh vòng quay vốn trong hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư trên thị trường. KBSV kỳ vọng khi hệ thống KRX đi vào hoạt động ổn định có thể giúp giá trị giao dịch trung bình 1 phiên của VNindex tiến dần về mức 0.3% - 0.4% vốn hóa thị trường tương tự như các thị trường cho phép bán chứng khoán chờ về, tương đương mức tăng 30% – 70% so với thanh khoản trung bình 5 năm gần đây.

KRX đi vào vận hành là yếu tố quan trọng để Việt Nam có cơ hội nâng hạng thị trường

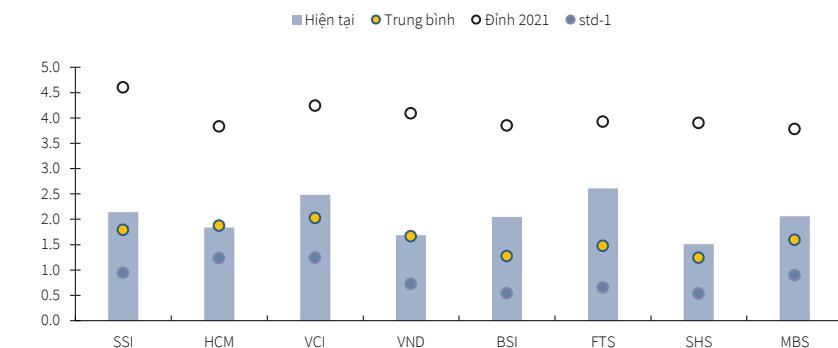
Tháng 9/2023, Việt Nam tiếp tục nằm trong danh sách xem xét nâng hạng của FTSE Russell, tuy nhiên vẫn chưa đáp ứng đủ điều kiện để chính thức trở thành thị trường mới nổi. Theo báo cáo từ FTSE, Việt Nam hiện còn 2/9 điều kiện để được nâng hạng bao gồm: (1) Chuyển giao đối ứng thanh toán chấm mức “Hạn chế” do hiện tại, nhà đầu tư cần có tiền khi đặt lệnh giao dịch thay vì chỉ cần có tiền khi thực hiện giao dịch; (2) Tiêu chí Chi phí xử lý giao dịch thất bại không được chấm điểm do nhà đầu tư hiện cần có đủ 100% tiền mặt khi đặt lệnh giao dịch nên không xảy ra giao dịch thất bại. KRX sau khi đi vào vận hành sẽ giải

quyết được cả 2 vấn đề này tuy nhiên thời gian đầu nhiều khả năng chỉ áp dụng đối với nhà đầu tư nước ngoài và chưa áp dụng đối với nhà đầu tư cá nhân. Chúng tôi cho rằng cơ hội nâng hạng thị trường trong kì xem xét nâng hạng của FTSE cuối năm 2024 hoặc muộn hơn là sang năm 2025 là có cơ sở.

Định giá đã phản ánh kỳ vọng ngắn hạn về hệ thống KRX tuy nhiên vẫn đang ở mức hấp dẫn trong trung – dài hạn

Trong năm 2023, giá cổ phiếu chứng khoán đã có những nhịp tăng giá tương đối mạnh mẽ so với thị trường chung, phản ánh kỳ vọng của thị trường vào việc vận hành hệ thống KRX vào cuối năm. Hiện tại, hầu hết các cổ phiếu trong ngành đều đang giao dịch ở mức trên hoặc tiếp cận vùng P/B trung bình 5 năm. Với kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ phục hồi tốt trong năm 2024 về cả giá và thanh khoản cùng các tác động tích cực của việc vận hành hệ thống KRX, nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư vào các cổ phiếu thuộc ngành chứng khoán vào những nhịp điều chỉnh về ngang hoặc dưới mức P/B trung bình để có lợi suất kỳ vọng đủ hấp dẫn.

Biểu đồ 15. Tương quan định giá P/B các công ty Chứng khoán niêm yết



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Bất động sản

Vẫn còn nhiều thách thức

Doanh thu và LNST của các DN BDS trong 9M2023 có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ

Kết quả kinh doanh của các DN BDS có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ; cụ thể, doanh thu đạt 32,073 tỷ VND (-46%YoY) và LNST đạt 2,845 (-73%YoY). Trong số 50 DN, chỉ có 10 DN có mức tăng trưởng LN 9M2023 dương so với cùng kỳ. KQKD này đã phản ánh những khó khăn của thị trường BDS ảnh hưởng đến hoạt động bán hàng của doanh nghiệp.

Thị trường căn hộ bán tại cả HN và TP HCM trong Quý 3/2023 đều hồi phục sau nửa đầu năm trầm lắng; tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước tại thị trường HN, số lượng căn mở bán trong Quý 3 đạt hơn 3,000 căn (+53%QoQ, -17%YoY). Số lượng căn hộ bán được cho thấy tín hiệu tích cực đạt gần 3,640 căn (+60%QoQ) và bằng số lượng căn hộ bán Quý 3/2022. Tại thị trường Tp. HCM, nguồn cung căn hộ trong quý 3/2023 đạt 1,254 căn (+87%QoQ, +26%YoY), phần lớn. Số căn hộ bán đạt 2,600 căn (+73%QoQ, -72%YoY). Chúng tôi quan sát thấy, thị trường có dấu hiệu hồi phục trong Quý 3 nhờ (1) Lãi suất cho vay giảm và (2) Các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng linh hoạt và ưu đãi hơn. Tuy nhiên, thị trường hiện đang mất cân đối về mặt cung cầu khi dự án cao cấp chiếm tỷ trọng lớn, mặt bằng giá neo ở mức cao do đó không đáp ứng được nhu cầu ở thực.

Kì vọng lãi suất cho vay mua nhà giảm

KBSV kỳ vọng lãi suất huy động trong năm 2024 sẽ tiếp tục được duy trì như mặt bằng hiện tại, theo đó, lãi suất cho vay mua nhà có thể điều chỉnh giảm, vào khoảng 10-12%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức lãi suất tương đối cao để có thể thực sự kích thích nhu cầu của thị trường và sẽ có sự chọn lọc trong việc cho vay đối với CĐT và dự án.

Định giá hấp dẫn trong dài hạn

Hiện tại ngành BDS đang có mức P/B ở mức 1.4x – tương đương với mức -2 std trung bình 5 năm và thấp nhất trong vòng 5 năm qua. KBSV cho rằng triển vọng của ngành BDS trong ngắn hạn là chưa rõ ràng khi các CĐT vẫn sẽ đổi mới với những khó khăn liên quan đến (1) Huy động vốn và (2) Pháp lý ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án. Tuy nhiên, với triển vọng dài hạn của ngành BDS, NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH và NLG.

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
 ngaphb@kbsec.com.vn

Trung lập

Khuyến nghị	MUA
VHM	75,300
NLG	42,200
KDH	36,500

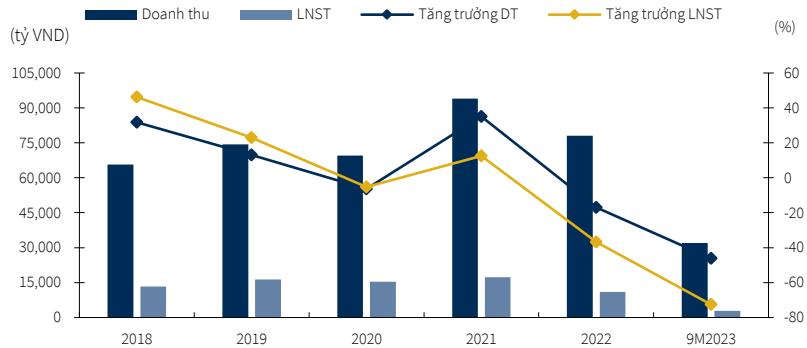
Doanh thu và LNST của các DN BĐS trong 9M2023 có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

Doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trong 9M2023 đạt 126,710 tỷ VND (+40%YoY), LNST đạt 35,145 tỷ VND (+17%YoY). Tuy nhiên, nếu không tính VHM, kết quả kinh doanh của các DN BĐS có sự sụt giảm mạnh so với cùng kỳ, cụ thể, doanh thu đạt 32,073 tỷ VND (-46%YoY) và LNST đạt 2,845 (-73%YoY). Trong số 50 DN, chỉ có 10 DN có mức tăng trưởng LN 9M2023 dương so với cùng kỳ. KQKD này đã phản ánh những khó khăn của thị trường BĐS ảnh hưởng đến hoạt động bán hàng của doanh nghiệp. Một số DN giữ được mức tăng trưởng dương nhờ (1) Có sẵn dự án bàn giao tại thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP HCM hoặc (2) Bù đắp bằng doanh thu từ các hoạt động chuyển nhượng cổ phần/dự án.

Lợi nhuận 9M2023 của các DN BĐS niêm yết thấp nhất trong vòng 6 năm qua

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của các DN BĐS niêm yết

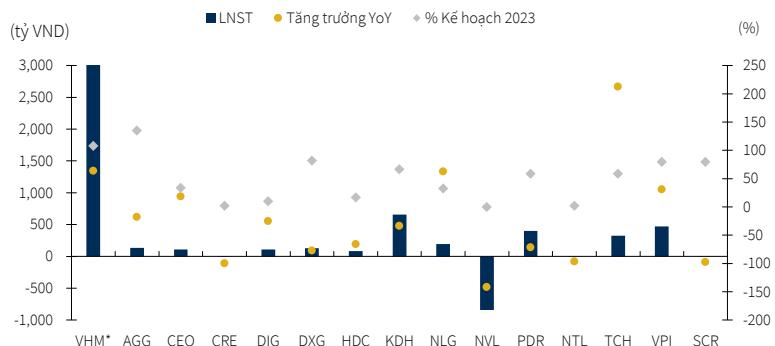


Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp

Trong 15 công ty BĐS mà KBSV quan sát, chỉ có 5/15 công ty có LNST 9M2023 tăng trưởng dương so với cùng kỳ là VHM, CEO, NLG, TCH, VPI. Một số công ty có lợi nhuận sụt giảm mạnh là NVL (-142%YoY), CRE (-99%YoY), DXG (-77%YoY)

Sau 9 tháng đầu năm, VHM và AGG đã vượt kế hoạch LN cả năm 2023; trong khi đó nhiều doanh nghiệp mới chỉ thực hiện được dưới 50 % kế hoạch như CEO, CRE, DIG, HDC, NLG, NTL

Biểu đồ 2. Lợi nhuận của một số DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp (*LNST 9M2023 của VHM là 32,300 tỷ VND)

Khoản mục Người mua trả tiền trước thấp cho thấy sự trầm lắng của thị trường

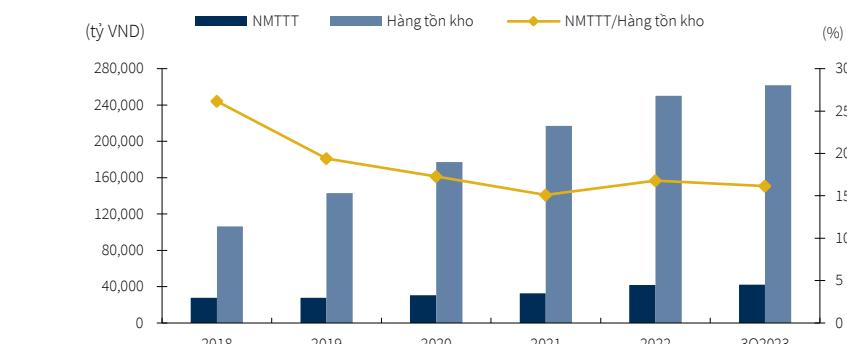
Khoản Người mua trả tiền trước (NMTTT) của các doanh nghiệp BĐS niêm yết tính tới cuối Quý 3/2023 là 42,284 tỷ VND, chỉ tăng nhẹ 0.7% so với đầu năm. Tỷ lệ NMTTT/Hàng tồn kho ở mức thấp khoảng 16%. Khoản mục này đã cho thấy sự trầm lắng của thị trường từ thời điểm Quý 3/2022 khi rất ít dự án mới được mở bán và tỷ lệ hấp thụ thấp do (1) Lãi suất cho vay mua nhà vẫn duy trì ở mức cao; (2) Chủ đầu tư cũng gặp khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn vốn và (3) Các điểm nghẽn về mặt pháp lý ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp.

Kết quả bán hàng của các DN sụt giảm so với mức nền cao của năm 2022

Với 4 doanh nghiệp mà chúng tôi đang theo dõi bao gồm VHM, KDH, NLG và DXG, kết quả bán hàng của các doanh nghiệp này đều có sự sụt giảm đáng kể so với mức nền cao cùng kỳ. Cụ thể, lũy kế 9M2023:

- **VHM:** Tổng giá trị hợp đồng đạt 56.7 nghìn tỷ VND (-49%YoY) tương ứng với 9,200 sản phẩm (-72%YoY)
- **NLG:** Tổng giá trị hợp đồng đạt 1,769 tỷ VND, giảm 78% so với mức nền cao của năm 2022
- **KDH:** Tổng giá trị hợp đồng ước đạt hơn 1,300 tỷ VND, giảm 37% so với cùng kỳ năm 2022.
- **DXG:** Không có hoạt động mở bán mới, chủ yếu bán tại dự án Gem Sky World với rất ít sản phẩm bán được.

Biểu đồ 3. Người mua trả tiền trước và Hàng tồn kho của các DN BĐS



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp

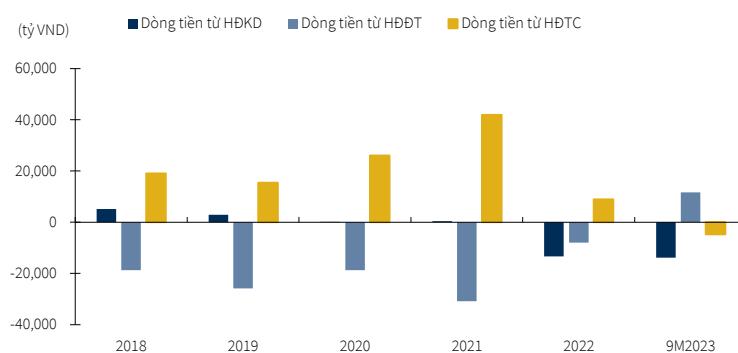
Chuyển nhượng dự án là giải pháp cần thiết trong bối cảnh huy động vốn tín dụng bị hạn chế

Kể từ Quý 3/2022, những khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng và trái phiếu cũng như sự trầm lắng của thị trường BĐS khiến cho nhiều DN BĐS gặp khó khăn trong việc huy động vốn để thực hiện dự án và trả các khoản gốc và lãi vay đến hạn. Do vậy, nhiều CĐT đã lựa chọn chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ dự án để nhanh chóng thu xếp vốn. Theo số liệu của Cushman & Wakefield, tổng giá trị giao dịch đầu tư và M&A BĐS trong 9M2023 ước tính đạt 729 triệu USD (-33%YoY), trong đó các nhà đầu tư ngoại vẫn chiếm phần lớn trong các giao dịch M&A, đến từ Singapore, Malaysia, Đài Loan,... Một số thương vụ có thể kể đến như Keppel Land mua lại 49% cổ phần dự án Clarita và Đoàn Nguyên của Khang Điền, CapitaLand thâu tóm một phần dự án Vinhomes Smart City, Gamuda mua lại dự án 3.7ha tại Thủ Đức.

Biểu đồ 4. Dòng tiền của các DN BDS

Dòng tiền từ HĐKD và HĐTC của các doanh nghiệp BDS âm do VND bị ảnh hưởng bởi sự trầm lắng của TT và hạn chế trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng.

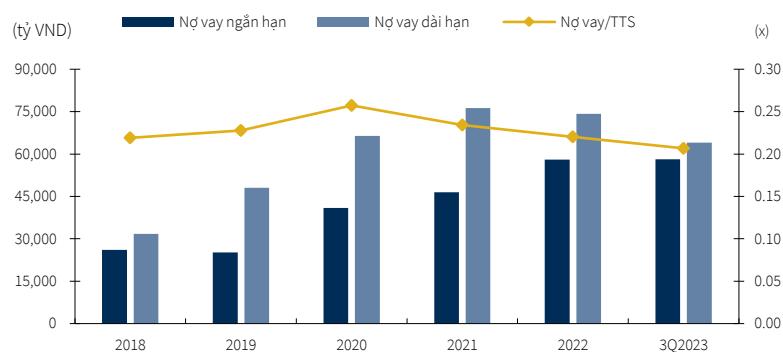
Dòng tiền của DN đến từ hoạt động tài chính từ chuyển nhượng dự án/cổ phần.



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp

Biểu đồ 5. Nợ vay của các DN BDS

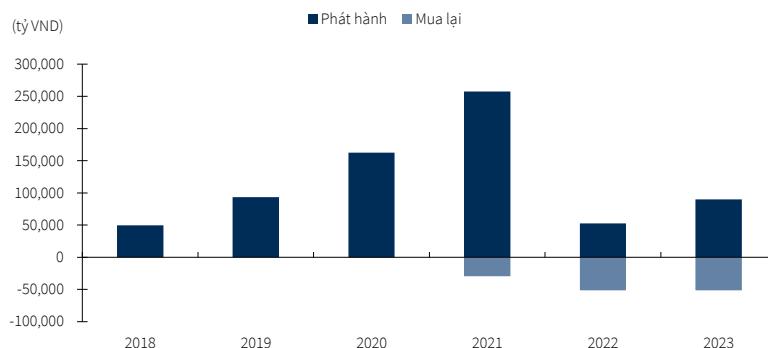
Tổng nợ vay của các DN BDS tại thời điểm cuối Quý 3/2023 là 122,187 tỷ VND, giảm 8% so với đầu năm.



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp

Biểu đồ 6. Giá trị phát hành và mua lại trái phiếu của các DN BDS

Thị trường trái phiếu sôi động hơn so với năm trước với tổng GTPH đạt 89,948 tỷ VND; tuy nhiên phía cầu chủ yếu là ngân hàng vì tâm lý NĐT cá nhân và tổ chức phi ngân hàng vẫn còn lo ngại trước những khủng hoảng trái phiếu trong năm 2022. Nhiều DN tập trung mua lại trái phiếu trước hạn.



Nguồn: HNX, KB Securities Vietnam tổng hợp

Thị trường căn hộ bán tại cả HN và TP HCM trong Quý 3/2023 đều hồi phục sau nửa đầu năm trầm lắng; tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước

Nguồn cung căn hộ và số lượng ăn hộ bán tại hai thị trường HN và TP HCM trong Quý 3/2023 đều hồi phục sau nửa đầu năm trầm lắng; tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước.

- Tại thị trường HN, số lượng căn mở bán trong Quý 3 đạt hơn 3,000 căn (+53%QoQ, -17%YoY). Số lượng căn hộ bán được cho thấy tín hiệu tích cực đạt gần 3,640 căn (+60%QoQ) và bằng số lượng căn hộ bán Quý 3/2022. Giá bán sơ cấp tại thị trường Hà Nội tăng 7%QoQ và 14%YoY lên 2,128 USD/m² do tỷ trọng

cao của sản phẩm cao cấp. Lũy kế 9M2023, nguồn cung căn hộ đạt 6,925 căn (-40%YoY), trong đó phân khúc cao cấp chiếm gần 70%, phần còn lại là trung cấp; số căn hộ bán đạt 7,920 căn (-45%YoY). Dự kiến nguồn cung mới cả năm sẽ đạt 11,400 căn, là mức thấp nhất trong 10 năm trở lại đây.

- **Tại thị trường Tp. HCM**, nguồn cung căn hộ trong quý 3/2023 đạt 1,254 căn (+87%QoQ, +26%YoY), phần lớn đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Số căn hộ bán đạt 2,600 căn (+73%QoQ, -72%YoY). Giá sơ cấp trong quý đạt hơn 2,500USD/m² (+4%QoQ, 2%YoY) do nguồn cung ở phân khúc hạng sang. Lũy kế 9M2023, nguồn cung căn hộ đạt 7,754 căn (-58%YoY), trong đó hơn 80% đến từ phân khúc cao cấp; số căn hộ bán đạt 5,060 căn (-70%YoY).

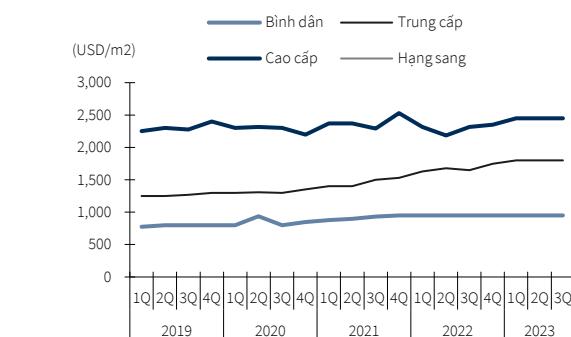
Chúng tôi quan sát thấy, thị trường có dấu hiệu hồi phục trong Quý 3 nhờ (1) Lãi suất cho vay giảm và (2) Các CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng linh hoạt và ưu đãi hơn. Tuy nhiên, thị trường hiện đang mất cân đối về mặt cung cầu khi dự án cao cấp chiếm tỷ trọng lớn, mặt bằng giá neo ở mức cao do đó không đáp ứng được nhu cầu ở thực.

Biểu đồ 7. Nguồn cung căn hộ tại HN



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 8. Giá bán căn hộ tại HN



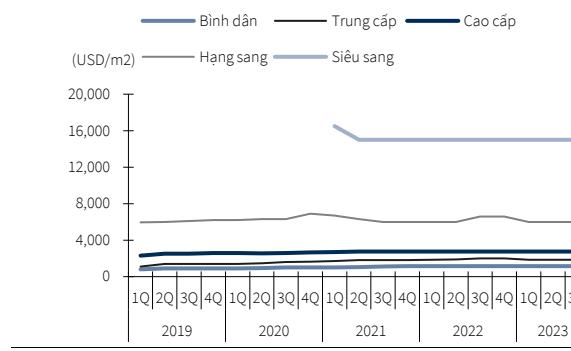
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 9. Nguồn cung căn hộ tại HCM



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 10. Giá bán căn hộ tại HCM



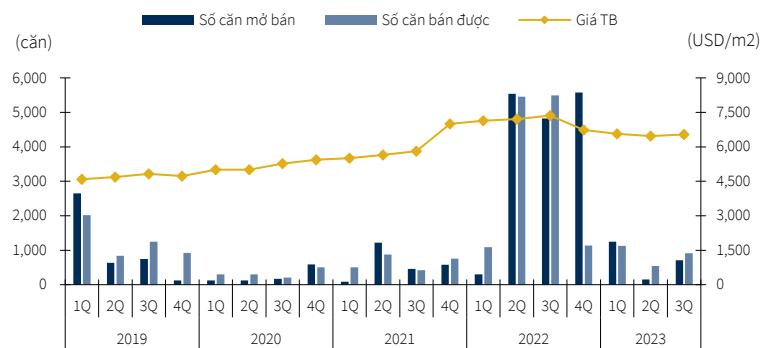
Nguồn: CBRE

Phân khúc nhà phố/biệt thự tiếp tục trầm lắng

- **Tại thị trường Hà Nội**, số căn mở bán trong quý 3/2023 là 710 căn tại 5 dự án được mở bán (+367%QoQ, -85%YoY), số căn bán được đạt 1000 căn (+68%QoQ, -83%YoY), đều giảm mạnh so với mức nền cao cùng kỳ khi Vinhomes mở bán dự án Ocean Park 2. Lũy kế 9M2023, số căn mở bán đạt 2,112 căn (-80%YoY), số căn bán được đạt 2,581 căn (-79%YoY). Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường HN Quý 3/2023 đạt gần 7,760 USD/m² (-5%QoQ, 7%YoY).
- **Tại thị trường Tp. HCM**, thị trường không nhận dự án nào mở bán trong

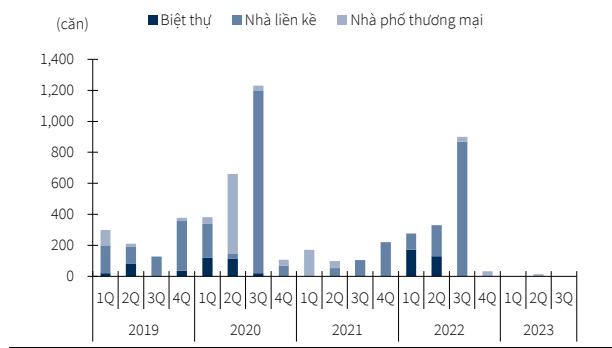
Quý 3/2023. Lũy kế 9M2023, chỉ có duy nhất 1 dự án mở bán với 15 căn (-99%YoY), ghi nhận nguồn cung thấp nhất trong vòng 10 năm. Số căn bán được đạt 75 căn, giảm ~85%YoY. Giá bán sơ cấp trung bình không có sự thay đổi đáng kể do nguồn cung hạn chế.

Biểu đồ 11. Thị trường Nhà phố và Biệt thự tại Hà Nội



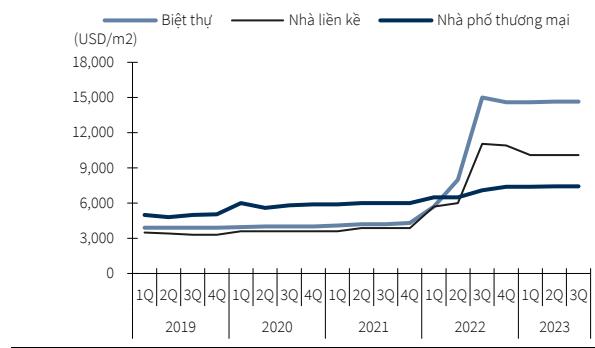
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 12. Nguồn cung Nhà phố và Biệt thự tại HCM



Nguồn: CBRE

Biểu đồ 13. Giá bán Nhà phố và Biệt thự tại HCM



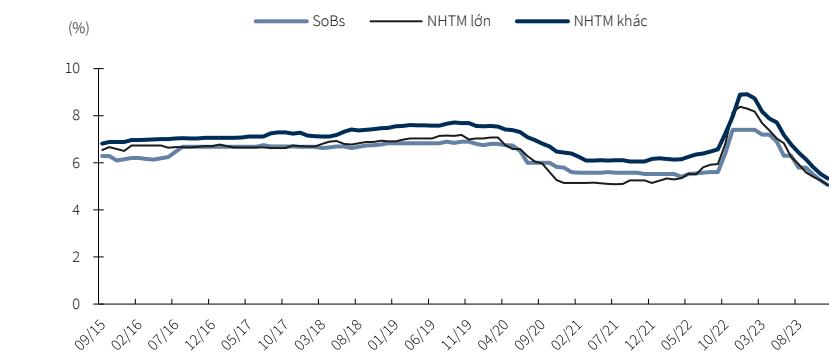
Nguồn: CBRE

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Kì vọng lãi suất cho vay mua nhà giảm

Sau 4 lần điều chỉnh giảm lãi suất điều hành của NHNN (SBV) kể từ tháng 3/2023, chúng tôi quan sát lãi suất huy động của các ngân hàng đã giảm 2-3.5% so với cuối năm 2022. Lãi suất cho vay cũng chứng kiến diễn biến đồng pha, song có độ trễ với mức độ giảm chậm hơn so với lãi suất huy động. KBSV kỳ vọng lãi suất huy động trong năm 2024 sẽ tiếp tục được duy trì như mặt bằng hiện tại, theo đó, lãi suất cho vay mua nhà có thể điều chỉnh giảm, vào khoảng 10-12%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây vẫn là mức lãi suất tương đối cao để có thể thực sự kích thích nhu cầu của thị trường và sẽ có sự chọn lọc trong việc cho vay đối với CDT và dự án.

Biểu đồ 14. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng



Nguồn: Wichart, KB Securities Vietnam tổng hợp

Các bộ luật sửa đổi sẽ tác động mạnh đến ngành BDS

Tại kỳ họp thứ 6 diễn ra vào cuối tháng 15, Quốc hội khóa XV đã chính thức thông qua Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi), có hiệu lực thi hành từ ngày 1/1/2025; trong khi đó Luật Đất đai (sửa đổi) chưa được thông qua. Hai bộ luật mới có nhiều quy định mới, góp phần cải thiện tâm lý của người mua nhà và rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý của CDT, giúp thị trường thêm minh bạch.

Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội cho các CDT BDS có sức khỏe tài chính và khả năng triển khai dự án tốt; tuy nhiên cần có thời gian để các chính sách thực sự phát huy tác động và một số vướng mắc về pháp lý vẫn cần hướng dẫn cụ thể hơn.

Bảng 15. Một số điểm chính của Luật sửa đổi

	Một số thay đổi	Nhận định
Luật Đất Đai (sửa đổi)	<ul style="list-style-type: none"> - Đè xuất bô khung giá đất - UBND tỉnh trình HĐND cùng cấp quyết định Bảng giá đất lần đầu để công bố và thực hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 2026. Hằng năm, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có trách nhiệm trình Hội đồng nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh, sửa đổi, bổ sung bảng giá đất để áp dụng từ ngày 01 tháng 01 của năm tiếp theo. <p>Có 4 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, và (iv) thẳng dư. Bỏ phương pháp chiết trừ</p> <p>Giao đất, cho thuê đất chủ yếu thông qua đấu giá quyền sử dụng đất, đấu thầu dự án có sử dụng đất.</p>	Cập nhật giá đất sát với giá thị trường hơn, giúp đẩy nhanh khâu GPMB tuy nhiên tăng chi phí cho DN BDS
	Điều kiện phân lô bán nền	Tăng cường tính công khai, minh bạch, tránh lãng phí đất do CĐT yếu kém, không thực hiện được dự án
	Đối với các khu vực không thuộc đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III, UBND cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực CĐT dự án đầu tư xây dựng nhà ở phải xây dựng nhà ở để bán, cho thuê mua, cho thuê hoặc được chuyển nhượng quyền sử dụng đất theo hình thức phân lô bán nền	Thống nhất với Luật Kinh doanh BDS, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ
	Đất để phát triển NOXH	
	<ul style="list-style-type: none"> - UBND cấp tỉnh phải bố trí đủ quỹ đất để phát triển NOXH theo chương trình, kế hoạch phát triển nhà ở, gồm (1) Quỹ đất NOXH hoặc (2) Quỹ đất NOXH trong phạm vi dự án thương mại - Tại đô thị loại đặc biệt, loại I, II, III, theo quy định của CP, UBND cấp tỉnh quyết định việc dành một phần diện tích đất để xây dựng NOXH hoặc bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác hoặc đóng tiền tương đương giá trị quỹ đất 	Các CĐT linh hoạt hơn trong việc bố trí đất NOXH thay vì tỷ lệ cố định 20% như ND 100/2015/NĐ-CP, đẩy mạnh phát triển NOXH
	Ưu đãi CĐT dự án NOXH	Rút ngắn thời gian thực hiện dự án, gia tăng lợi nhuận cho CĐT nhằm khuyến khích các CĐT đầu tư xây dựng dự án NOXH
	<ul style="list-style-type: none"> - Được miễn tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với toàn bộ diện tích đất của dự án; chủ đầu tư không phải thực hiện thủ tục xác định giá đất, tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất được miễn - Được dành tối đa 20% tổng diện tích đất để XH công trình kinh doanh DVTM, NOTM (phần này được hạch toán riêng, không tính chi phí xây dựng phần TM vào giá NOXH, được hưởng toàn bộ lợi nhuận, nộp tiền SDD cho phần XD NOTM) - Được hưởng lợi nhuận định mức tối đa 10% tổng chi phí đầu tư xây dựng đối với phần diện tích xây dựng nhà ở xã hội 	
	Chuyển nhượng dự án	Rút ngắn thời gian thực hiện chuyển nhượng dự án
	<ul style="list-style-type: none"> - Với bên nhận chuyển nhượng là Tổ chức kinh tế nước ngoài, sau khi có quyết định cho phép chuyển nhượng và hai bên đã ký hợp đồng chuyển nhượng thì thực hiện thủ tục về đất đai theo quy định của pháp luật về đất đai - Thủ tướng CP ủy quyền cho UBND quyết định việc chuyển nhượng một phần dự án 	
	Đặt cọc và Bảo lãnh	
	<ul style="list-style-type: none"> - CĐT dự án chỉ được thu tiền đặt cọc không quá 5% giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng, phần diện tích sàn xây dựng trong công trình xây dựng từ bên đặt cọc để mua, thuê mua khi nhà ở, công trình xây dựng đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh - Chủ đầu tư dự án bất động sản trước khi bán, cho thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai phải được ngân hàng thương mại trong nước, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam chấp thuận cấp bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với bên mua, thuê mua nhà ở khi chủ đầu tư không bàn giao nhà ở theo cam kết trong hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai - Khi ký kết hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai, bên mua, thuê mua được lựa chọn việc có hoặc không có bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với mình 	Bảo vệ quyền lợi cho người mua nhà
Luật Kinh doanh BDS (sửa đổi)	Điều kiện phân lô bán nền	Thống nhất với Luật Nhà ở sửa đổi, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ

Nguồn: KB Securities Vietnam tổng hợp

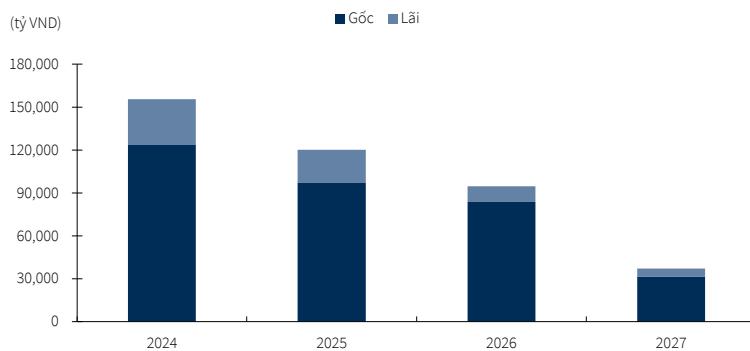
Áp lực đáo hạn trái phiếu trong năm 2024

Trong năm 2024, giá trị gốc và lãi trái phiếu đến hạn của các DN BDS là 123.6 nghìn tỷ VND và 31.9 nghìn tỷ, cao nhất trong các năm tới. Cùng với đó, nghị định 08/2023/NĐ-CP hoãn một số quy định tại Nghị định số 65/2022/NĐ-CP sắp hết hiệu lực; do đó các CĐT BDS đổi mặt với áp lực trả nợ lớn. Nghị định 08 với việc gia hạn thời gian trả nợ có tác động tích cực đến thị trường trái phiếu trong thời gian ngắn hạn, giúp doanh nghiệp có thời gian ổn định hoạt động kinh doanh và tái cơ cấu lại các khoản nợ; tuy nhiên trong dài hạn vẫn cần những tháo gỡ về mặt chính sách quyết liệt hơn.

Hoạt động chuyển nhượng dự án trong năm 2024 sẽ tiếp tục diễn ra sôi động

Trong bối cảnh huy động vốn khó khăn như hiện tại, chúng tôi cho rằng, hoạt động chuyển nhượng dự án trong năm 2024 sẽ tiếp tục diễn ra sôi động. Đây cũng là thời điểm để các DN có tài chính tốt thâu tóm thêm quỹ đất và thanh lọc những DN yếu kém khỏi thị trường. Những doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động bán hàng tốt và có tình hình tài chính ổn định như VHM, KDH hay NLG vẫn là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi.

Biểu đồ 16. Gốc và lãi trái phiếu đến hạn của các DN BDS

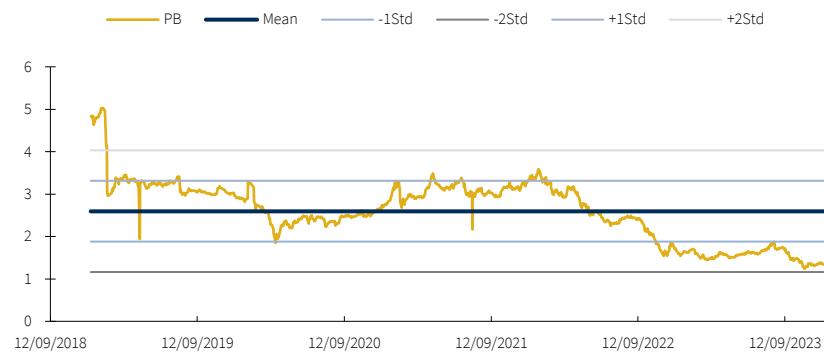


Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp

Định giá hấp dẫn trong dài hạn

Hiện tại ngành BDS đang có mức P/B ở mức 1.4x – tương đương với mức -2 std trung bình 5 năm và thấp nhất trong vòng 5 năm qua. KBSV cho rằng triển vọng của ngành BDS trong ngắn hạn là chưa rõ ràng khi các CĐT vẫn sẽ đổi mặt với những khó khăn liên quan đến (1) Huy động vốn và (2) Pháp lý ảnh hưởng tới tiến độ triển khai dự án. Tuy nhiên, với triển vọng dài hạn của ngành BDS, NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH và NLG.

Biểu đồ 17. P/B ngành BDS



Nguồn: Fiinpro, KB Securities Vietnam tổng hợp

COMPANY REPORT


KB Securities
 VIETNAM

07/12/2023

 Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
 ngaphb@kbsec.com.vn

CTCP Vinhomes (VHM)

Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh

Kết quả kinh doanh 9 tháng 2023 vượt kế hoạch cả năm

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2023 chủ yếu đến từ dự án tại Hải Phòng

KBSV ước tính doanh số bán hàng năm 2023 đạt 74.3 nghìn tỷ VND (-42%YoY)

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 75,300VND/cổ phiếu

Doanh thu Quý 3/2023 của Vinhomes đạt 32.7 nghìn tỷ VND (+84%YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 10.7 nghìn tỷ VND (-26%YoY). Lũy kế 9T2023, doanh thu của VHM đạt 94.6 nghìn tỷ VND (+203%YoY), nếu tính cả các giao dịch bán buôn và dự án BCC, doanh thu 9T2023 đạt 108.4 nghìn tỷ VND (+118%YoY) chủ yếu nhờ bàn giao tại dự án Ocean Park 2 và Ocean Park 3. LNST đạt 32.4 nghìn tỷ VND (+62%YoY). Kết quả này vượt 8% kế hoạch doanh thu và LNST cả năm 2023.

Trong quý 3/2023, tổng giá trị hợp đồng đạt 16.1 nghìn tỷ VND (-35%QoQ, -9%YoY), trong đó 70% đến từ giao dịch bán buôn tại dự án tại Hải Phòng, 30% còn lại đến từ doanh số bán lẻ. Lũy kế 9 tháng đầu năm, tổng giá trị hợp đồng đã bán đạt 56.7 nghìn tỷ VND (-49%YoY). Doanh số bán và chưa ghi nhận doanh thu đến cuối quý 3/2023 đạt 76.9 nghìn tỷ VND (-38%YoY).

Trong nửa cuối năm 2023, Vinhomes sẽ tiếp tục bán hàng tại hai dự án Ocean Park 2 và Ocean Park 3 và Golden Avenue (Quảng Ninh). Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2023 đạt 74.3 nghìn tỷ VND (-42%YoY).

Vinhomes duy trì vị thế hàng đầu nhờ quỹ đất rộng lớn và khả năng triển khai dự án mạnh. Định giá hấp dẫn với P/B 2024fw là 0.84x, dưới đường -1std của trung bình P/B 5 năm của VHM. Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu Vinhomes với giá mục tiêu là 75,300/cp, cao hơn 90% so với giá đóng cửa ngày 07/12/2023.

Mua duy trì

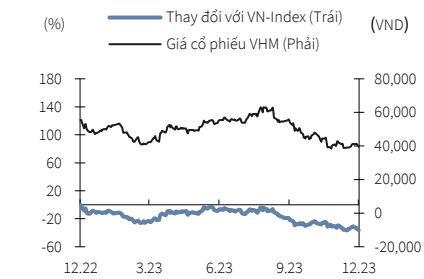
Giá mục tiêu	75,300VND
Tăng/giảm (%)	90%
Giá hiện tại (07/12/2023)	39,700VND
Giá mục tiêu đồng thuận	64,300VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	172.9/7.1

Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	23.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	289.6/11.9
Sở hữu nước ngoài (%)	26.8%
Có động lỏng	Vingroup
	(66.66%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M				3M	6M	12M
	Tuyệt đối	-1	-28	-28	-28		
Tương đối	-5	-18	-30	-36			

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	84,986	62,393	118,453	134,651
Lãi/(lỗ) từ HĐKKD (tỷ VND)	47,665	37,973	47,981	48,509
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	38,825	28,831	35,680	37,634
EPS (VND)	8,916	6,575	8,194	8,643
Tăng trưởng EPS (%)	9	-26	25	5
P/E (x)	4.99	6.77	4.84	4.59
P/B (x)	1.55	1.34	0.98	0.84
ROE (%)	35	20	20	19
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	0%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

27/11/2023

Doanh số bán hàng trong quý 3/2023 tiếp tục cải thiện so với các quý trước

Doanh số ước tính năm 2023 đạt 3,170 tỷ VND (-61%YoY), kỳ vọng doanh số bán hàng năm 2024 hồi phục mạnh mẽ

Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2023 đạt 498 tỷ VND (-10%YoY)

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 42,200VND/cổ phiếu

Nam Long (NLG)

Doanh số duy trì đà hồi phục

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2023 duy trì đà hồi phục với tổng giá trị hợp đồng đạt 902 tỷ VND (+43%QoQ, -40%YoY) đến từ các dự án hiện hữu Mizuki Park, Akari City và Southgate. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, tổng giá trị hợp đồng đạt 1,769 tỷ VND, giảm 78% so với mức nền cao của năm 2022. Kết quả này hoàn thành 19% kế hoạch doanh số bán hàng cả năm mà NLG đã đặt ra.

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2023 đạt 3,170 tỷ VND (-61%YoY) đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park và Southgate. KBSV điều chỉnh giảm doanh số bán hàng 35% so với báo cáo trước do chúng tôi quan sát thấy hoạt động bán hàng trong 9T2023 hồi phục chậm. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng năm 2024 cải thiện rõ rệt hơn đạt 5,439 tỷ VND (+72%YoY).

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của NLG năm 2023 đạt 498 tỷ VND (-10%YoY) từ bàn giao dự án Southgate, Izumi City và đẩy mạnh bàn giao dự án Mizuki Park (giai đoạn 2). Khoản lãi từ thoái vốn 25% dự án Paragon sẽ được ghi nhận sang năm 2024 do chờ hoàn thiện thủ tục cập nhật giấy chứng nhận đầu tư.

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với cổ phiếu Nam Long nhờ (1) Nền tảng cơ bản vững chắc với cơ cấu tài chính an toàn và (2) Các dự án căn hộ trung cấp/vừa túi tiền vẫn thu hút được người mua có nhu cầu ở thực. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với giá mục tiêu 42,200VND/cp, cao hơn 15% so với giá đóng cửa ngày 24/11/2023.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	42,200 VND
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (24/11/2023)	36,900 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	40,700VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	14.2/0.6

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	56.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	89.9/3.7
Sở hữu nước ngoài (%)	7.2%
Cổ đông lớn	Ông Nguyễn Xuân Quang (12%)

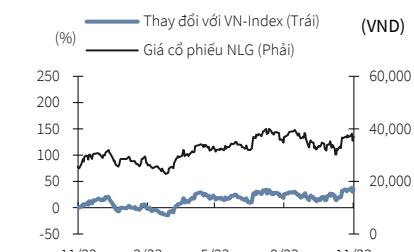
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8	6	15	48
Tương đối	8	13	12	35

Dự phỏng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,206	4,339	4,053	4,545
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,205	1,041	560	844
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,071	556	498	686
EPS (VND)	2,686	1,448	1,297	1,786
Tăng trưởng EPS (%)	-3	-46	-10	38
P/E (x)	9.31	17.26	28.44	20.66
P/B (x)	1.07	1.07	1.50	1.40
ROE (%)	11	4	6	7
Tỷ suất cổ tức (%)	5	1	1	1

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT



Khang Điền (KDH)

Mở bán dự án The Privia

30/11/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Kỳ vọng dự án The Privia đạt tỷ lệ hấp thụ tốt, đóng góp vào doanh số bán hàng của KDH trong năm 2023-2024

Cuối tháng 11/2023, Khang Điền đã mở bán chính thức dự án The Privia, nằm tại đường An Dương Vương, quận Bình Tân, Tp HCM. Dự án có diện tích 1.8ha với quy mô 3 block 1,043 căn hộ. Chúng tôi kỳ vọng dự án The Privia sẽ có tỷ lệ hấp thụ tốt nhờ (1) Thương hiệu uy tín của chủ đầu tư Khang Điền với chất lượng sản phẩm cao, bàn giao nhà đúng thời hạn và pháp lý rõ ràng và (2) Nguồn cung căn hộ trong khu vực nội đô Tp. HCM vẫn khan hiếm.

Doanh số bán hàng trong năm 2023 ước tính đạt 2,574 tỷ VND (+30%YoY), kỳ vọng doanh số từ năm 2024 tăng trưởng mạnh

KBSV dự báo tổng giá trị bán hàng trong năm 2023 đạt 2,574 tỷ VND (+30%YoY) đến từ hai dự án Classia và The Privia.

Trong năm 2024-2025, KDH sẽ mở bán các dự án quy mô nhỏ Clarita, Emeria và The Solina. KBSV ước tính doanh số bán hàng 2024F-2025F tăng trưởng mạnh đạt 3,960 tỷ VND (+47%YoY) và 4,320 tỷ VND (+9%YoY).

Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2023 đạt 891 tỷ VND (-19%YoY)

KBSV ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của KDH năm 2023 đạt lần lượt là 2,638 tỷ VND (-9%YoY) và 780 tỷ VND (-29%YoY).

Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 36,500VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu Khang Điền hiện đang giao dịch ở mức P/B 2024fw là 1.6x, tương đương -1std của trung bình P/B 5 năm của KDH. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KDH với mức giá mục tiêu là 36,500VND/cp, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 29/11/2023.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	36,500 VND
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (29/11/2023)	35,500 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	38,500 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	25.2/1.0

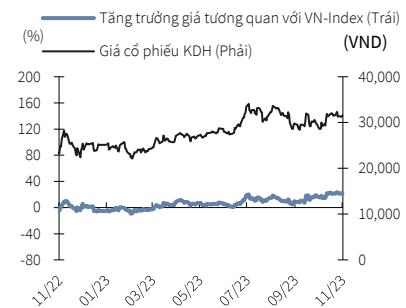
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	89.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND, triệu USD)	45.8/1.9
Sở hữu nước ngoài (%)	11.8%
Cổ đông lớn	Nhóm quỹ
	Dragon Capital (11%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	10	-2	17	35
Tương đối	5	6	14	28

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,738	2,912	2,638	3,743
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,355	992	1,263	1,512
Lợi nhuận của CĐ công ty mè (tỷ VND)	1,202	1,103	891	1,311
EPS (VND)	1,777	1,539	1,244	1,829
Tăng trưởng EPS (%)	-11	-13	-19	47
P/E (x)	19.45	22.45	25.37	17.25
P/B (x)	2.18	2.14	1.68	1.62
ROE (%)	13	10	6	8
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Điện

Nhu cầu tích cực trong bối cảnh El Nino

El Nino ảnh hưởng đến cơ cấu huy động của các nhóm nguồn phát

Sản lượng từ thuỷ điện sụt giảm, trong khi nhiệt điện than và năng lượng tái tạo tăng đáng kể. Cụ thể, trong 10 tháng 2023, nhiệt điện than đứng đầu với sản lượng 107.74 tỷ kWh (+24.47% yoy), thuỷ điện đứng thứ hai với 74.57 tỷ kWh (-19% yoy). Năng lượng tái tạo và nhiệt điện khí lần lượt đạt 31.58 tỷ kWh (+5.72% yoy) và 22.9 tỷ kWh (-4% yoy).

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng tích cực

Theo EVN, nhu cầu tiêu thụ điện dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 8.5%/năm trong 5 năm tới. Chúng tôi đánh giá nhu cầu sẽ xuất phát từ (1) Sự quay lại của hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước sẽ đòi hỏi đủ điện năng cho vận hành và duy trì. (2) Vốn đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam, đặc biệt là lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo (thâm dụng năng lượng) giúp gia tăng nhu cầu của nhóm khách hàng công nghiệp (3) Sự gia tăng dân số và tốc độ đô thị hóa nhanh chóng sẽ thúc đẩy nhu cầu của nhóm khách hàng dân dụng. Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ đô thị hóa cao trong khu vực.

Nhóm nhiệt điện kỳ vọng hưởng lợi trong năm 2024

Chúng tôi cho rằng nhóm nhiệt điện có động lực tăng trưởng trong 2024 đến từ (1) Nhu cầu điện tích cực. Dự báo nền nhiệt cao trong 2024 sẽ còn thúc đẩy hơn nữa nhu cầu tiêu thụ (2) Huy động tăng lên cho nhóm nhiệt điện khi thuỷ điện suy yếu. Trong cơ cấu nguồn phát tại Việt Nam, thuỷ điện và nhiệt điện vẫn chiếm tỷ trọng chính khi chưa phát triển được nhiều các nguồn năng lượng thay thế. Vì vậy, với viễn cảnh trong năm tới, nhiệt điện kỳ vọng là trọng tâm huy động để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia (3) Giá nguyên liệu dầu vào (than, khí) trên thế giới có dấu hiệu hạ nhiệt và ổn định. Đây là yếu tố hỗ trợ cung ứng dầu vào của các nhà máy nhiệt điện và giúp giá phát điện của nhóm này cạnh tranh hơn (4) Nhiều nhà máy nhiệt điện đã hoàn thành sửa chữa, đại tu trong 2023 và sẵn sàng cho huy động đầy đủ các tổ máy.

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Điện trong 2024

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải liên tục tăng và Quy hoạch Điện VIII đã thông qua. Tuy nhiên, KBSV lưu ý rằng triển vọng cho từng nhóm sẽ khác biệt. Ngoài ra, rủi ro cần chú ý khi đầu tư vào nhóm cổ phiếu điện sẽ bao gồm sản lượng đầu ra không đạt kỳ vọng, thiếu hụt đầu vào hay ảnh hưởng của giá nguyên liệu đến lợi nhuận.

Khả quan

Khuyến nghị

	MUA
POW	VND 13,700
Giá mục tiêu	
NT2	NĂM GIỮ

	MUA
Giá mục tiêu	
REE	VND 72,600

Tình hình thị trường điện trong năm 2023

El Nino ảnh hưởng đến cơ cấu huy động của các nhóm nguồn phát

Sản lượng sản xuất từ thuỷ điện sụt giảm, trong khi nhiệt điện than và năng lượng tái tạo tăng đáng kể. Cụ thể, trong 10 tháng 2023, nhiệt điện than đứng đầu với sản lượng 107.74 tỷ kWh (+24.47% yoy), thuỷ điện đứng thứ hai với 74.57 tỷ kWh (-19% yoy). Năng lượng tái tạo và nhiệt điện khí lần lượt đạt 31.58 tỷ kWh (+5.72% yoy) và 22.9 tỷ kWh (-4% yoy).

Về cơ cấu huy động, nhiệt điện than và thuỷ điện chiếm tỷ lệ lớn nhất, lần lượt đạt 46% và 29%. Tuy nhiên, thuỷ điện đã cho thấy sự sụt giảm về huy động rõ rệt so với cùng kỳ (10M2022: 36.5%) do ảnh hưởng của El Nino trong 2023. Vào tháng 11, thuỷ điện tại miền Bắc giảm khai thác các hồ do đã chuyển sang thời kỳ mùa khô, dòng chảy giảm trên các lưu vực sông. Khu vực miền Trung, miền Nam tiếp tục duy trì mức khai thác cao các nhà máy thuỷ điện có lưu lượng nước về tốt. Trong bối cảnh thuỷ điện suy yếu, các nhà máy nhiệt điện than miền Bắc và các nhà máy BOT được đẩy mạnh khai thác. Bên cạnh đó, nhóm năng lượng tái tạo tăng đáng kể sản lượng khi có thêm nhiều dự án đi vào hoạt động.

KQKD diễn biến trái chiều trong 9M2023

Nhóm cổ phiếu nhiệt điện trong 9M2023 hầu hết đều có doanh thu tăng trưởng tích cực, tiêu biểu như QTP, HND có mức tăng trưởng lần lượt 13% và 7% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, LNST của các nhà máy không đi cùng doanh thu do nhiều nhà máy có lịch trùng tu, sửa chữa trong 2023 và giá dầu vào vẫn ở mức cao so với nhiều năm ảnh hưởng lợi nhuận. LNST của NT2 và POW ghi nhận tăng trưởng âm do có lịch trùng tu, ảnh hưởng của đầu vào và không ghi nhận những khoản thu bất thường như trong 9M2022.

Nhóm cổ phiếu thuỷ điện (VSH, REE, SBH, ...) có doanh thu đi ngang hoặc giảm so với 9M2022 do ảnh hưởng của El Nino cũng như mức nền cao trong 2022. LNST của nhóm này tương ứng cũng ghi nhận sự suy giảm cùng chiều với doanh thu.

Quy hoạch điện VIII và khung giá bán lẻ điện mới được phê duyệt

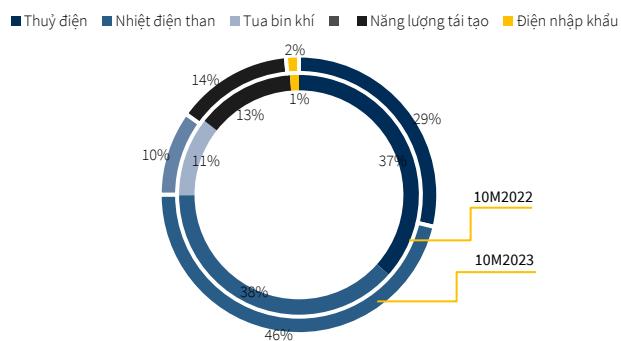
Quy hoạch Điện VIII là văn bản quan trọng đối với sự phát triển của ngành Điện trong những năm tới. Mục tiêu chính của Quy hoạch điện VIII bao gồm tăng công suất, đa dạng hóa nguồn, nâng cấp lưới điện, tối ưu hóa sử dụng năng lượng, và bảo vệ môi trường. Chiến lược tập trung vào năng lượng tái tạo, khí tự nhiên, đầu tư cơ sở hạ tầng, khuyến khích tư nhân tham gia đầu tư năng lượng, và liên kết khu vực. Theo đó, năng lượng tái tạo (tính cả thủy điện) sẽ chiếm khoảng 31%-39% điện năng sản xuất vào năm 2030 và khoảng 67%-71% vào năm 2050. Quy hoạch Điện VIII thông qua là bước ngoặt đối với ngành Điện, tác động khác nhau đến các nhóm nguồn phát về dài hạn. Chi tiết hơn về tác động nhà đầu tư có thể tham khảo trong [Báo cáo Ngành Điện](#) chúng tôi đã cập nhật.

Khung giá bán lẻ điện mới được ban hành có hiệu lực từ ngày 9/11/2023. Mức giá bán lẻ điện bình quân tăng lên 2,007 VND/kWh (+7.7% so với 2022). Trước đó, mức giá bán lẻ điện bình quân cũng đã được điều chỉnh tăng một lần vào ngày 4/5/2023. Chúng tôi đánh giá việc tăng giá điện bình quân sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến EVN, thay vì các nhà máy sản xuất điện. Theo đó, đầu ra tăng giúp

tình hình tài chính của EVN bớt khó khăn, cải thiện khả năng thanh toán những nghĩa vụ nợ. Về phần các nhà máy điện, nhóm này có thể hưởng lợi gián tiếp khi giảm thiểu được rủi ro công nợ đối với EVN.

Biểu đồ 1. Cơ cấu huy động các nguồn điện 2022-2023

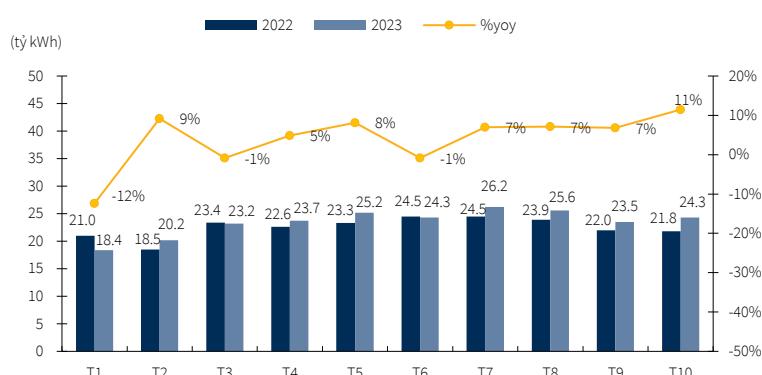
Thuỷ điện đã cho thấy sự sụt giảm về huy động rõ rệt so với cùng kỳ do ảnh hưởng của El Nino trong 2023. Nhiệt điện than được hưởng lợi nhờ huy động tăng lên. Về năng lượng tái tạo, nhiều dự án mới đi vào hoạt động giúp huy động của nhóm này cải thiện.



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 2. Sản lượng điện toàn hệ thống 2022-2023

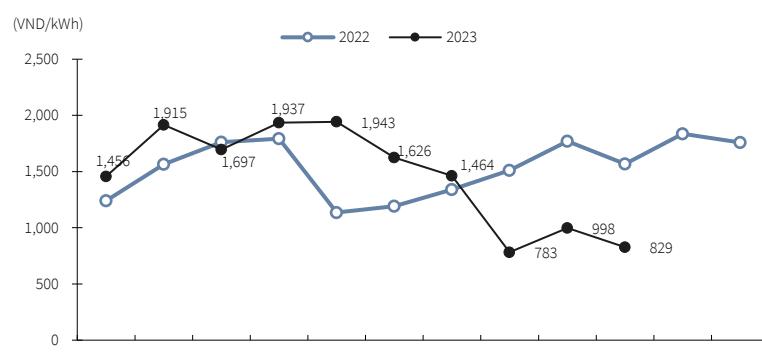
Sản lượng điện toàn hệ thống 11M2023 đạt 257.35 tỷ kWh (+4.3% YoY). Mức tăng trưởng này đang thấp hơn so với mức dự phóng trong Quy hoạch Điện VIII (8.4%) do suy giảm từ nhóm công nghiệp. Trong tương lai, KBSV kỳ vọng nhóm công nghiệp sẽ phục hồi sản xuất, cùng sự tăng lên từ nhóm dân dụng giúp nhu cầu phụ tải điện tăng trưởng trung bình khoảng 8.5%/năm.



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 3. Giá điện toàn phần (FMP) bình quân giai đoạn 2022-2023

Giá điện toàn phần (FMP) tăng cao trong Quý 1 và Quý 2/2023 nhờ huy động tích cực từ các nhà máy nhiệt điện (giá điện nhiệt huy động cao hơn so với thuỷ điện). Tuy nhiên, trong Quý 3/2023, giá FMP sụt giảm mạnh về mức 1,081 VND/kWh (-30% YoY) do (1) Huy động thuỷ điện tăng trở lại khi nước lượng về hồ tích cực (2) Nhu cầu tiêu thụ yếu hơn kỳ vọng.



Nguồn: GENCO3, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng tích cực

Theo EVN, nhu cầu tiêu thụ điện dự báo sẽ tăng trưởng ở mức 8.5%/năm trong 5 năm tới. Chúng tôi đánh giá nhu cầu sẽ xuất phát từ (1) Sự quay lại của hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước sẽ đòi hỏi đủ điện năng cho vận hành và duy trì (2) Vốn đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam, đặc biệt là lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo (thâm dụng năng lượng) giúp gia tăng nhu cầu của nhóm khách hàng công nghiệp (3) Sự gia tăng dân số và tốc độ đô thị hóa nhanh chóng sẽ thúc đẩy nhu cầu của nhóm khách hàng dân dụng. Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ đô thị hóa cao trong khu vực. Tính đến đầu năm 2023, tỷ lệ đô thị hóa tại Việt Nam đạt hơn 42% trên cả nước.

El Nino tiếp diễn trong năm 2024 ảnh hưởng đến nhóm thuỷ điện

Thủy điện tiếp tục chịu ảnh hưởng trong năm 2024 do thuỷ văn không thuận lợi. Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Xã hội và Khí hậu (IRI), El Nino có xác suất cao sẽ diễn ra trong năm 2024 trước khi chuyển sang pha trung tính. Điều này đồng nghĩa nền nhiệt cao, giảm lượng mưa và mực nước của các hồ, ảnh hưởng đến khả năng huy động của các nhà máy thủy điện. Đặc biệt tại khu vực miền Bắc, tình hình cung ứng điện sẽ gặp nhiều khó khăn khi loại hình này chiếm khoảng tới 46% tổng công suất lắp đặt. Vì vậy, chúng tôi cho rằng KQKD nhóm này tiếp tục gặp thách thức trong thời điểm nửa đầu 2024 do thời điểm này rơi vào mùa khô, thường ít mưa, sau đó sẽ cải thiện hơn từ Quý 3/2024.

Nhóm nhiệt điện kỳ vọng tích cực trong năm 2024

Chúng tôi cho rằng nhóm nhiệt điện có động lực tăng trưởng trong 2024 đến từ (1) Nhu cầu điện tích cực. Dự báo nền nhiệt cao trong 2024 khiến nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh (do tần suất sử dụng các thiết bị làm mát), đặc biệt trong những tháng nắng nóng đỉnh điểm. Ngoài ra, nhu cầu đi cùng với kỳ vọng sự phục hồi sản xuất của nhóm khách hàng công nghiệp (2) Huy động tăng lên cho nhóm nhiệt điện khi thủy điện suy yếu. Trong cơ cấu nguồn phát tại Việt Nam, thủy điện và nhiệt điện vẫn chiếm tỷ trọng chính khi chưa phát triển được nhiều các nguồn năng lượng thay thế. Vì vậy, với bối cảnh dự báo El Nino trong năm tới, nhiệt điện kỳ vọng là trọng tâm huy động để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia (3) Giá nguyên liệu đầu vào (than, khí) trên thế giới có dấu hiệu hạ nhiệt và ổn định. Đây là yếu tố hỗ trợ cung ứng dầu vào của các nhà máy nhiệt điện và giúp giá phát điện của nhóm này cạnh tranh hơn (4) Nhiều nhà máy nhiệt điện đã hoàn thành sửa chữa, đại tu trong 2023 và sẵn sàng cho huy động đầy đủ các tổ máy.

Năng lượng tái tạo ưu tiên phát triển nhưng còn vướng mắc trong ngắn hạn

Theo Quy hoạch điện VIII, các nguồn năng lượng tái tạo sẽ được ưu tiên phát triển và khai thác hiệu quả trong tương lai. Trong đó, điện gió được xác định phát triển mạnh mẽ. Công suất điện gió trên bờ dự kiến lên tới 21,880 MW và điện gió ngoài khơi là 6,000 MW vào năm 2030, định hướng đạt 70,000-91,500 MW vào 2050. Về dài hạn, phát triển nguồn năng lượng tái tạo là cần thiết bởi (1) phù hợp nhất mục tiêu giảm phát thải ròng về bằng 0 vào 2050 của Việt Nam (2) giảm phụ thuộc vào nhóm thuỷ điện và nhiệt điện, đảm bảo an ninh năng lượng đáp ứng nhu cầu ngày một tăng lên.

Chúng tôi thấy rằng những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm trong việc phát triển và vận hành các dự án năng lượng tái tạo sẽ có lợi thế trong việc đầu thầu nhờ quản lý hiệu quả, tiết kiệm nhờ huy động được các nguồn vốn lớn với chi phí rẻ. Một số doanh nghiệp hàng đầu trong ngành với nhiều tiềm năng có thể kể đến là REE, HDG, ...

Tuy nhiên, trong ngắn hạn cung năng lượng tái tạo còn gặp nhiều thách thức. Đầu tiên, cung hiện đang vượt quá nhu cầu. Lý do gồm việc các dự án phát triển vượt mức giai đoạn trước đó và chỉ tập trung chủ yếu tại khu vực miền Trung, miền Nam. Công suất dư thừa tại 2 khu vực này lại không thể chuyển ra miền Bắc do vấn đề về hệ thống truyền tải.

Mặt khác, việc đầu tư mới vào NLTT còn đang gặp nhiều vướng mắc, đặc biệt là cơ chế tính giá mua bán điện. Bộ Công Thương đã có báo cáo kiến nghị Thủ tướng Chính phủ và đề xuất mô hình phù hợp để triển khai cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Tuy nhiên, các bên vẫn cần chờ đợi các quy định pháp lý & hướng dẫn chi tiết của Bộ Công Thương trước khi cơ chế này đi vào thực tiễn. Chúng tôi kỳ vọng vào một cơ chế giá cạnh tranh hơn và việc DPPA triển khai thành công sẽ mở ra con đường cho việc thu hút vốn đầu tư, phát triển NLTT.

Các doanh nghiệp phát triển hạ tầng điện sẽ được hưởng lợi đầu tiên

Chúng tôi đánh giá nhóm doanh nghiệp phát triển hạ tầng điện sẽ được hưởng lợi trước tiên trong những năm tới nhờ các gói thầu xây lắp điện, xây lắp đường dây và trạm biến áp gia tăng sau khi Quy hoạch điện VIII thông qua. Trong tháng 10/2023, Bộ Công Thương đang thực hiện công tác đấu thầu cho dự án đường dây 500 kv mạch 3 Quảng Trạch - Phố Nối trị giá gần 23,000 tỷ VND. Đây là dấu hiệu đầu tiên cho thấy các dự án điện lớn sẽ đẩy nhanh tiến độ sau thời gian dài các dự án điện trì trệ.

Chúng tôi cho rằng TV2, PC1 là những doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ có lượng công việc nhiều hơn từ bối cảnh này.

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Điện trong 2024

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải liên tục tăng và Quy hoạch Điện VIII đã thông qua. Tuy nhiên, KBSV lưu ý rằng triển vọng cho từng nhóm sẽ khác biệt như đã trình bày ở trên. Với diễn biến giá của các cổ phiếu hiện tại của với nhóm nhiệt điện (NT2, POW, QTP, ...), chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu đã suy giảm đáng kể từ thời điểm đầu Quý 3/2023 theo diễn biến của thị trường chung. Giá cổ phiếu hiện tại đã hấp dẫn cho việc đầu tư, đặc biệt là trong thời điểm 1H2024 khi thời tiết vào mùa khô, nền nhiệt cao do El Nino sẽ gia tăng nhu cầu và cải thiện KQKD của nhóm này.

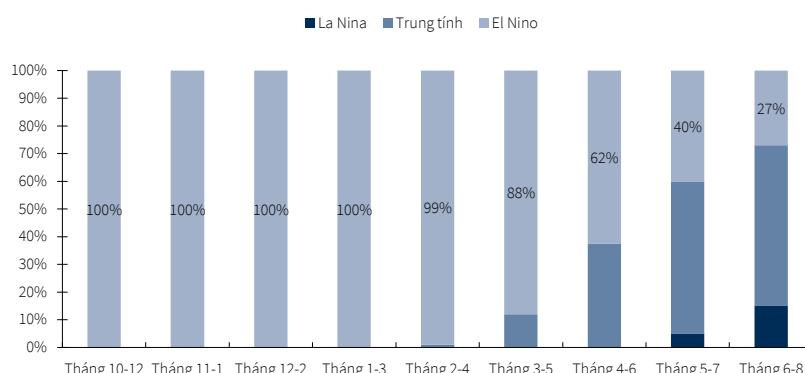
Với các cổ phiếu nhóm xây lắp điện (PC1, TV2), thuỷ điện (VSH, SBH, ...) và năng lượng tái tạo (REE, HDG, ...), nhà đầu tư nên quan sát và cân nhắc tham gia mở vị thế khi xuất hiện các mức upside so với định giá đủ hấp dẫn theo khía cạnh của từng nhà đầu tư.

Tuy nhiên, rủi ro cần chú ý khi đầu tư vào nhóm cổ phiếu điện sẽ bao gồm sản lượng đầu ra không đạt kỳ vọng, thiếu hụt đầu vào hay ảnh hưởng của giá nguyên

liệu đến huy động và lợi nhuận.

Biểu đồ 3. El Nino sẽ tiếp diễn sau đó chuyển sang pha trung tính trong năm 2024

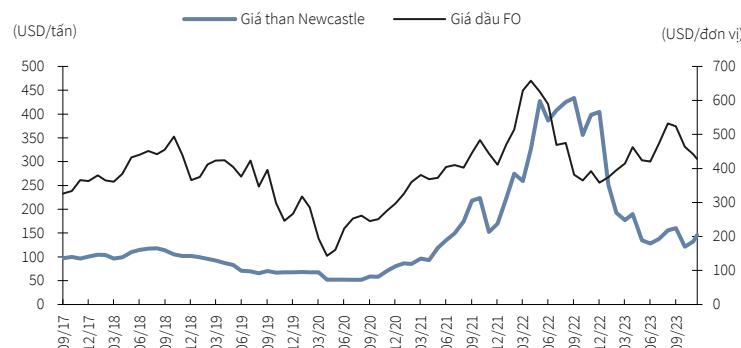
Theo dự báo từ các tổ chức khí tượng quốc tế, hiện tượng El Nino có xác suất cao duy trì đến hết tháng 4/2023 đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ thuỷ điện sẽ không được dồi dào. Sau đó, dự báo cũng cho thấy xác xuất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên trên ngưỡng 50% từ giai đoạn tháng 5-7. Nhiệt độ điện sẽ tiếp tục được huy động cao vào năm tới.



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 4. Giá đầu vào của nhà máy nhiệt điện suy giảm nhưng vẫn ở mức cao

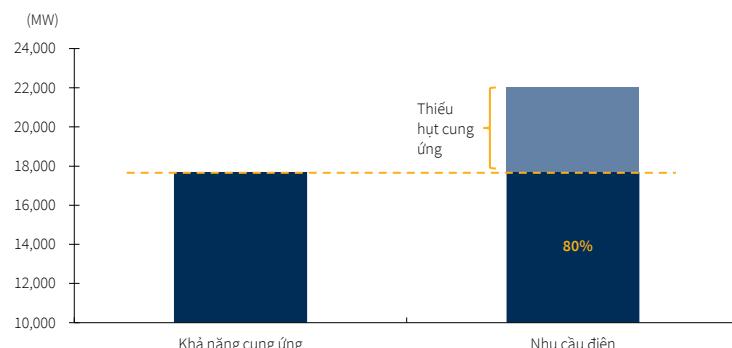
Giá than và giá dầu FO (tham chiếu cho giá khí đầu vào) vẫn neo ở mức cao so với trung bình 5 năm nhưng đã giảm tương đối so với 2022. Giá đầu vào đã xuống và ổn định giúp giảm giá phát điện, tăng tính cạnh tranh cho các nhà máy nhiệt điện khi chào giá trên thị trường.



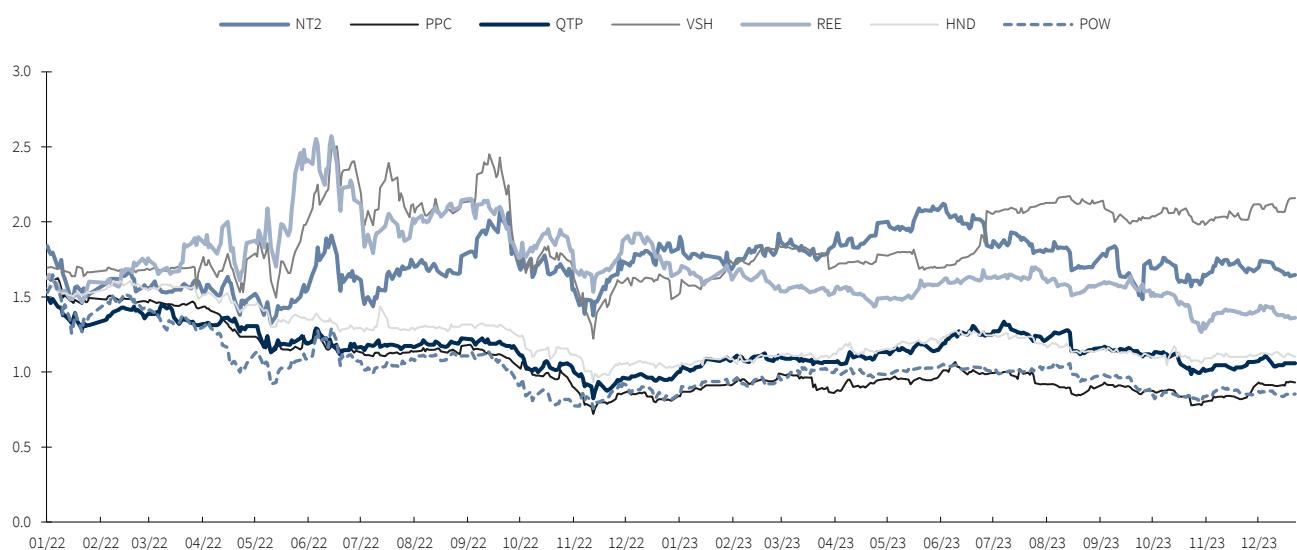
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Cung ứng điện tại miền Bắc thiếu hụt so với nhu cầu tiêu thụ

Miền Bắc đứng trước nhiều nguy cơ thiếu điện khi nhu cầu tiêu thụ ngày càng tăng. Trong cơ cấu nguồn điện tại khu vực này, thuỷ điện chiếm đến 46% và còn lại chủ yếu là nhiệt điện. Với bối cảnh El Nino tiếp diễn, thuỷ điện giảm sút gây áp lực lên cung ứng điện tại phía Bắc, trong khi không có thêm công suất bổ sung từ những dự án điện mới. Giải pháp đưa ra cho vấn đề này là xây dựng đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối để chuyển điện từ miền Trung ra miền Bắc, cộng với việc nhập khẩu điện từ nước ngoài.



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 6. Diễn biến P/B cổ phiếu ngành điện giai đoạn 2022-2023

Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

KB Securities
VIETNAM

06/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

NT2 hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn trong 2024

NT2 đã trải qua giai đoạn khó khăn và kỳ vọng phục hồi vào năm 2024

Khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu 27,700 VNĐ/cổ phiếu

Doanh thu 3Q2023 của NT2 đạt 816 tỷ VND (-62.3% yoy). LNST ghi nhận lỗ 123.77 tỷ VND. KQKD Quý 3/2023 suy giảm mạnh so với cùng kỳ do NT2 bắt đầu đại tu nhà máy từ 7/9 đến 31/10 khiến phải dừng tổ máy gây ảnh hưởng nhiều đến sản lượng điện đầu ra trong kỳ.

El Nino có xác suất cao sẽ diễn ra trong năm 2024 trước khi chuyển sang pha trung tính. Điều này đồng nghĩa với nền nhiệt cao hơn, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện. Bên cạnh đó, El Nino tiếp diễn còn ảnh hưởng đến đến lượng mưa và mực nước của các hồ thuỷ điện, vì vậy huy động cho thuỷ điện sẽ giảm đi mở ra dư địa cho các nhà máy phát điện khác.

NT2 kỳ vọng vượt qua giai đoạn khó khăn trong Q3/2023 và bước vào phục hồi trong 2024 khi (1) Nhà máy đã hoàn thành đại tu và sẵn sàng cho huy động trở lại (2) LNG nhập khẩu dự kiến sẽ có mặt tại thị trường trong năm 2024 thông qua kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 1, giảm đáng kể nguy cơ thiếu khí khi các mỏ khí trong nước dần cạn kiệt (3) Hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn thúc nhu cầu điện tăng và mở ra dư địa huy động nhiều hơn cho các nhà máy nhiệt điện.

Dựa trên định giá FCFF và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu NT2. Giá mục tiêu là 27,700 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 11% so với giá tại ngày 06/12/2023.

NĂM GIỮ Duy trì

Giá mục tiêu	VND 27,700
Tăng/giảm (%)	11%
Giá hiện tại (06/12/2023)	VND 24,900
Giá mục tiêu thị trường	VND 28,400
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	6,880

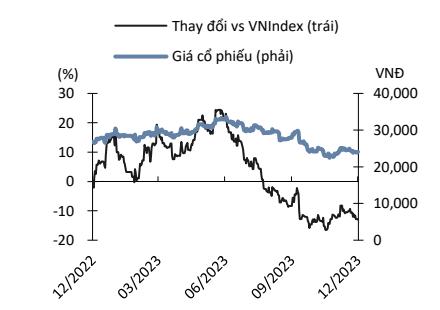
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	30%
GTDG TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	15.7
Sở hữu nước ngoài (%)	15%
Cổ đông lớn	PV Power (59.4%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M			
	3M	6M	12M	
Tuyệt đối	2.6	-13.8	-26.9	-9.6
Tương đối	-0.7	-5.1	-28.3	-11.1

Dự phỏng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	6,150	8,788	6,836	8,580
Lãi/(lỗ) từ HĐKĐ (tỷ VNĐ)	559	957	413	714
Lợi nhuận của CĐ công ty mè (tỷ VNĐ)	534	883	474	771
EPS (VNĐ)	1,756	2,992	1,648	2,679
Thay đổi EPS (%)	-16.2	70.4	-44.9	62.6
P/E (x)	14.4	9.7	17.1	10.5
P/B (x)	1.2	1.8	1.7	1.6
ROE (%)	13%	19%	10%	15%
Tỷ suất cổ tức (%)	12%	6%	4%	7%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

12/12/2023

TCT Điện lực Dầu khí (POW)

Vượt qua khó khăn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 suy giảm so với cùng kỳ

Doanh thu 3Q2023 của POW đạt 5,679 tỷ VND (-6% YoY) và LNST đạt 52 tỷ VND (-74% YoY). Luỹ kế 9 tháng đầu năm, sản lượng điện thương mại đạt 11,144 triệu kWh (+11% YoY) nhờ huy động tích cực của nhà máy Cà Mau 1&2, Vũng Áng bù đắp cho sự sụt giảm mạnh ở các nhà máy thuỷ điện và Nhơn Trạch 1&2.

Nhiệt điện khí: sản lượng kỳ vọng phục hồi vào 2024

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện khí kỳ vọng sẽ phục hồi tốt trong năm 2024, đạt 10,487 triệu kWh (+12% yoy) nhờ (1) Nhà máy Nhơn Trạch 2 và Cà Mau 2 đã hoàn thành sửa chữa (2) Thông tin khánh thành dự án kho LNG Thị Vải giai đoạn 1 (3) POW đàm phán mua khí bổ sung cho nhà máy điện Cà Mau 1 & 2 với đối tác Jadestone từ mỏ Nam Du - U Minh; (4) Nhu cầu huy động tăng đối với nhiệt điện khi nguồn thuỷ điện suy giảm.

Nhiệt điện than: Vũng Áng kỳ vọng vận hành ổn định trở lại

Nhiệt điện Vũng Áng đã hoàn thành sửa chữa và chạy thử trong Quý 3/2023, sẵn sàng cho huy động. Chúng tôi dự kiến sản lượng trong năm 2024 của nhà máy điện Vũng Áng có thể đạt 5,763 triệu kWh (+36.1% YoY) trong bối cảnh nhiệt điện được hưởng lợi từ El Nino và nhà máy đã hoàn thành sửa chữa trong Quý 3/2023.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 13,700 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 13,700 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 18% so với giá tại ngày 11/12/2023.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	VND 13,700
Tăng/giảm (%)	18%
Giá hiện tại (1/12/2023)	VND 11,600
Giá mục tiêu thị trường	VND 14,800
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/ tỉ USD)	26/1.09

Dữ liệu giao dịch

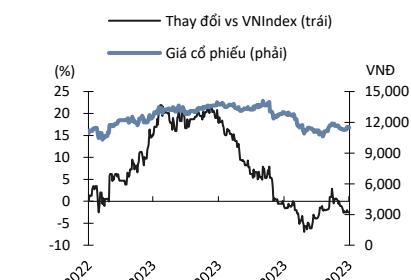
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	20.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	64.73/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	6.18%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (79.94%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.1	-10.9	-16.4	2.7
Tương đối	-0.6	-1.2	-17.3	-3.8

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	24,561	28,224	28,906	33,969
EBIT	2,400	2,858	1,728	2,673
LN sau CĐTS	1,799	2,061	1,316	1,949
EPS (VND)	757	871	562	832
Thay đổi EPS (%)	-24.2	15.1	-35.0	48.0
P/E (x)	23.1	13.4	31.5	21.3
EV/EBITDA (x)	8.4	5.5	11.0	9.6
P/B (x)	1.3	0.8	1.2	1.0
ROE (%)	6.6	7.7	4.3	5.7
Tỷ suất cổ tức (%)	1.7	0.7	0.0	0.0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

KB Securities

VIETNAM

15/12/2023

CTCP Cơ Điện Lạnh (REE)

Thách thức trong ngắn hạn

Chuyên viên phân tích – Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 của REE suy giảm so với cùng kỳ

Doanh thu 3Q2023 đạt 1,962 tỷ (-12.2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 465.2 tỷ VND (-44.2% yoy). Mảng Năng lượng, chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tổng doanh thu (55%), chỉ đạt 895 tỷ VND (-25.1% yoy) ảnh hưởng lớn đến KQKD Quý 3/2023 của REE. Các mảng kinh doanh còn lại của REE duy trì hoạt động ổn định.

Mảng Điện: Năng lượng tái tạo bù đắp sụt giảm từ thuỷ điện

Sản lượng của thuỷ điện trong kỳ đạt 4,083 triệu kWh (-14.16% yoy). Chúng tôi cho rằng mảng Thuỷ điện tiếp tục chịu áp lực khi El Nino tiếp diễn. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm KQKD của cả mảng Điện sẽ phục hồi do (1) Nhà máy nhiệt điện Phả Lại cải thiện lợi nhuận khi vận hành trở lại (2) REE bổ sung thêm công suất từ đầu tư các dự án năng lượng tái tạo (3) Các nhà máy năng lượng tái tạo hiện tại hoạt động ổn định.

Mảng Cho thuê văn phòng và BDS: Kỳ vọng vào E town 6 thúc đẩy doanh thu 2024

Lợi nhuận sau thuế của mảng Cho thuê văn phòng đi ngang đạt 411 tỷ VND do giá thuê trong kỳ tăng nhẹ bù đắp cho sự sụt giảm trong tỷ lệ lấp đầy. Tiến độ E-town 6 chậm hơn so với kỳ vọng vì vậy chúng tôi lùi dự phóng ghi nhận doanh thu từ E-town 6 sang năm 2024 thay vì Quý 4/2023 như trong báo cáo trước đó.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 72,600 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 72,600 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 28% so với giá tại ngày 15/12/2023.

MUA Duy trì

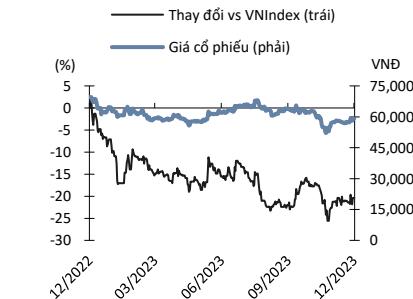
Giá mục tiêu	VND 72,600
Tăng/giảm (%)	28%
Giá hiện tại (15/12/2023)	VND 56,700
Giá mục tiêu thị trường	VND 70,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tỷ USD)	26,279/1.09

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	61.47/2.5
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory PTE LTD (31.05%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.1	-6.9	-4.4	-14.9
Tương đối	1.0	1.3	-5.8	-21.9

Dự phỏng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	5,810	9,372	9,379	9,910
EBIT	1,855	3,663	3,266	3,403
LN sau CETS	1,855	2,693	2,421	3,261
EPS (VNĐ)	6,003	7,576	6,781	9,133
Thay đổi EPS (%)	14.3	26.2	-10.0	35.0
P/E (x)	12.1	10.6	10.7	8.0
EV/EBITDA (x)	13.0	8.7	8.7	8.0
P/B (x)	1.4	1.5	1.2	1.0
ROE (%)	13.1	18.3	14.2	14.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0.4	2.0	2.1	2.3



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công nghệ Thông tin

Triển vọng vững chắc trong dài hạn

Tình hình hoạt động trong năm 2023

Theo công bố của Bộ Thông tin và Truyền thông, doanh thu lĩnh vực công nghiệp CNTT tính chung 10 tháng 2023 ước đạt trên 2.7 triệu tỷ VND, tương đương 113.8 triệu USD (+1% yoy). Số lượng doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập vẫn tăng ổn định. Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Cục Quản lý đăng ký kinh doanh), tính đến tháng 9/2023 ước đạt 73.500 doanh nghiệp (+7% yoy), tăng 700 doanh nghiệp so với tháng 8/2023.

Chi tiêu cho CNTT toàn cầu duy trì tăng trưởng trong tương lai

Theo dự báo của Gartner, chi tiêu cho lĩnh vực CNTT trong 2024 sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 8%, đạt 5.1 nghìn tỷ USD. Lĩnh vực phần mềm và dịch vụ CNTT được cho là sẽ tăng trưởng lần lượt 13.8% và 10.4%. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng chi tiêu cho lĩnh vực CNTT sẽ tiếp tục tăng trưởng (1) Sự phát triển nhanh của công nghệ, đòi hỏi các doanh nghiệp, tổ chức phải mạnh tay đầu tư để cạnh tranh, thích nghi với xu thế tất yếu (2) Thói quen của người tiêu dùng dần thay đổi, phụ thuộc vào các sản phẩm CNTT (3) Chính phủ các nước ưu tiên phát triển công nghệ để bắt kịp sự thay đổi của thế giới.

Kỳ vọng tăng trưởng tại Châu Á - Thái Bình Dương và hồi phục cho thị trường Mỹ, Châu Âu trong 2024

Chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng của thị trường Châu Á - Thái Bình Dương trong năm tới bởi (1) Đây là những thị trường tiềm năng với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao. (2) Nhu cầu chuyển đổi số tại duy trì tích cực, đặc biệt tại Nhật Bản từ sau giai đoạn Covid -19 (3) Chính sách hỗ trợ thúc đẩy đầu tư cho công nghệ và chuyển đổi số tại khu vực này.

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ và EU sẽ phục hồi về nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực CNTT.

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành CNTT

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành CNTT trong năm tới. Nhà đầu tư có thể cân nhắc cổ phiếu FPT bởi đây là doanh nghiệp nổi bật trong lĩnh vực xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số và đang đầu tư mạnh mẽ vào Trung tâm dữ liệu. Tuy nhiên, rủi ro cần chú ý khi đầu tư vào nhóm cổ phiếu CNTT sẽ bao gồm tăng trưởng không như kỳ vọng do ảnh hưởng diễn biến của thị trường vĩ mô hoặc các dự án đầu tư bị chậm tiến độ.

Khả quan

Khuyến nghị	MUA
FPT Giá mục tiêu	108,500

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Tình hình hoạt động trong năm 2023

Theo công bố của Bộ Thông tin và Truyền thông, doanh thu lĩnh vực công nghiệp CNTT tính chung 10 tháng 2023 ước đạt trên 2.7 triệu tỷ VND, tương đương 113.8 triệu USD (+1% yoy).

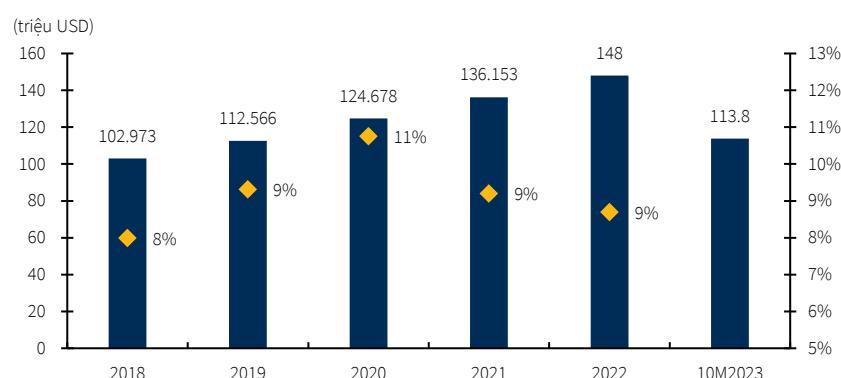
Số lượng doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập vẫn tăng ổn định. Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Cục Quản lý đăng ký kinh doanh), tính đến tháng 9/2023 ước đạt 73.500 doanh nghiệp (+7% yoy), tăng 700 doanh nghiệp so với tháng 8/2023.

Trong 10 tháng đầu năm 2023, thế giới gặp nhiều khó khăn do suy thoái kinh tế ở nhiều quốc gia chưa có dấu hiệu phục hồi. Thị trường tiêu dùng CNTT giảm sút với khả năng tăng trưởng thấp. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến thị trường xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ của Việt Nam nói chung và sản phẩm, dịch vụ CNTT nói riêng khi các đơn hàng xuất khẩu CNTT của Việt Nam cũng sụt giảm. Từ tháng 7/2023, tình hình kinh tế toàn cầu dần cải thiện đã giúp thị trường xuất khẩu phục hồi. Kim ngạch xuất khẩu phần cứng, điện tử trong Quý 3/2023 đã tăng mạnh 10% so với cùng kỳ; tỷ giá USD/VND tăng cao giúp thu hẹp đà giảm của doanh thu lũy kế năm 2023 so với cùng kỳ năm 2022. Mảng xuất khẩu phần mềm chưa có dấu hiệu giảm tốc khi doanh thu CNTT nước ngoài của FPT (chiếm tỷ trọng lớn trong kim ngạch xuất khẩu phần mềm) tiếp tục tăng trưởng tích cực (+30% yoy trong 10M2023).

KQKD kinh doanh của các công ty CNTT tăng trưởng tích cực. FPT và CTR đạt mức tăng trưởng doanh thu 9M2023 lần lượt là 22% và 19% so với cùng kỳ. Tại mảng xuất khẩu phần mềm, FPT ghi nhận doanh thu tại thị trường nước ngoài 9M2023 (+30.8% yoy) nhờ kết quả tích cực tại thị trường Nhật Bản (+44.1% yoy). Đối với CTR, các mảng kinh doanh chính đều có kết quả tích cực. Đặc biệt, mảng vận hành khai thác, doanh thu 9 tháng đóng góp tỷ trọng lớn nhất với 4.214 tỷ đồng, (+16% yoy).

Biểu đồ 7. Doanh thu và tăng trưởng công nghiệp công nghệ ICT

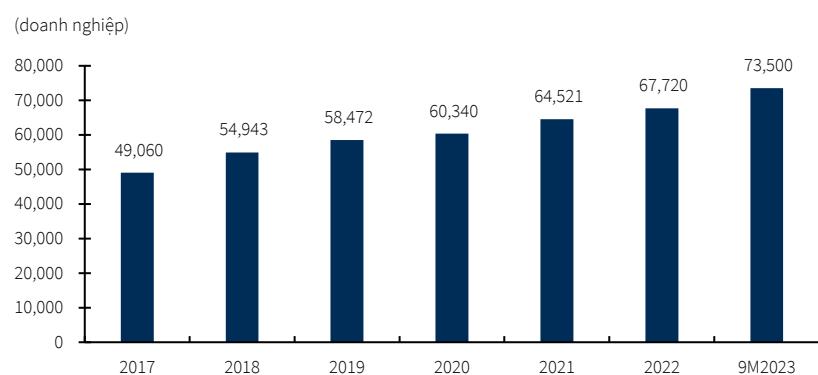
Thị trường tiêu dùng CNTT nói chung giảm sút bởi các yếu tố vĩ mô không thuận lợi. Các đơn hàng xuất khẩu CNTT của Việt Nam cũng bị ảnh hưởng. Từ tháng 7/2023, tình hình kinh tế toàn cầu dần cải thiện đã giúp thị trường xuất khẩu phục hồi. Kim ngạch xuất khẩu phần cứng, điện tử trong Quý 3/2023 đã tăng mạnh 10% so với cùng kỳ, tỷ giá USD/VND tăng cao giúp thu hẹp đà giảm của doanh thu lũy kế năm 2023 so với cùng kỳ năm 2022.



Nguồn: MakeinVietnam, KBSV

Số lượng doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập vẫn tăng lên ổn định. Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Cục Quản lý đăng ký kinh doanh), tính đến tháng 9/2023 ước đạt 73.500 doanh nghiệp (+7% YoY), tăng 700 doanh nghiệp so với tháng 8/2023.

Biểu đồ 8. Số lượng doanh nghiệp ICT giai đoạn 2017-2023



Nguồn: MakeinVietnam, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Chi tiêu cho CNTT toàn cầu duy trì tăng trưởng trong tương lai

Theo dự báo của Gartner, chi tiêu cho lĩnh vực CNTT trong 2024 sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 8%, đạt 5.1 nghìn tỷ USD. Sự tăng lên này đến từ kỳ vọng đầu tư vào Cloud, bảo mật thông tin, AI và tự động hóa. Lĩnh vực phần mềm và dịch vụ CNTT được cho là sẽ tăng trưởng lần lượt 13.8% và 10.4%.

Về dài hạn, chúng tôi cho rằng chi tiêu cho lĩnh vực CNTT sẽ tiếp tục tăng trưởng (1) Sự phát triển nhanh của công nghệ, đòi hỏi các doanh nghiệp, tổ chức phải mạnh tay đầu tư để cạnh tranh, thích nghi với xu thế tất yếu (2) Thói quen của người tiêu dùng dần thay đổi, phụ thuộc vào các sản phẩm CNTT (3) Chính phủ các nước ưu tiên phát triển công nghệ để bắt kịp sự thay đổi của thế giới.

Kỳ vọng tăng trưởng tại Châu Á - Thái Bình Dương và hồi phục cho thị trường Mỹ, Châu Âu trong 2024

Chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng của thị trường Châu Á - Thái Bình Dương trong năm tới bởi (1) Đây là những thị trường tiềm năng với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao, dân số trẻ và nhanh nhẹn với công nghệ (2) Nhu cầu chuyển đổi số duy trì tích cực, đặc biệt tại Nhật Bản từ sau giai đoạn Covid-19. Các doanh nghiệp muốn chuyển đổi mô hình kinh doanh từ mô hình truyền thống (3) Chính sách hỗ trợ thúc đẩy đầu tư cho công nghệ và chuyển đổi số tại khu vực này.

Trong khi đó, chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ và EU sẽ phục hồi về nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực CNTT. Làn sóng sa thải nhân sự CNTT đã kết thúc tại Mỹ và kỳ vọng lãi suất sẽ hạ nhiệt trong 2024. Bên cạnh đó, theo dự báo của Gartner, chi tiêu cho lĩnh vực CNTT cho EU sẽ đạt tăng trưởng 9.3% trong 2024, phục hồi từ mức thấp trong 2023 (5.3%).

KBSV lưu ý rằng Mỹ và EU vẫn là khu vực đứng đầu thế giới trong đầu tư cho CNTT. Theo đánh giá của IDC (công ty nghiên cứu thị trường và tư vấn công nghệ tại Mỹ), chi tiêu cho chuyển đổi số tại EU sẽ tăng trưởng nhanh với mức

CAGR 16% cho giai đoạn 2023-2027. Vì vậy, triển vọng cho các doanh nghiệp CNTT tại đây còn lớn, đặc biệt như FPT có năng lực cạnh tranh về chi phí nhân sự và đang mở rộng thâm nhập vào 2 thị trường này.

Tiềm năng phát triển Trung tâm dữ liệu và Cloud tại thị trường nội địa

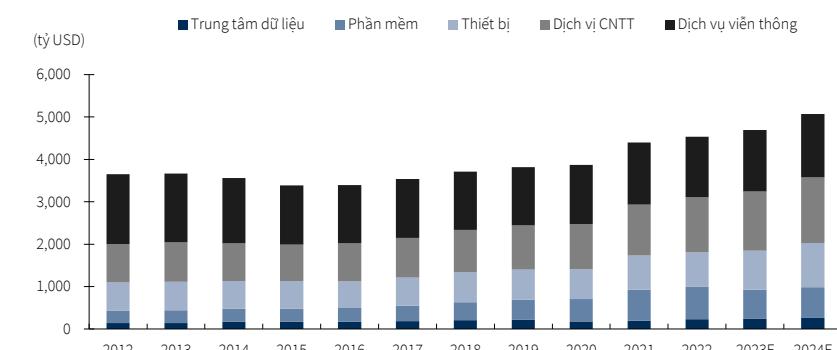
Tiềm năng tăng trưởng của Trung tâm dữ liệu và Cloud ở Việt Nam là lớn vì (1) Dư địa nhiều cho phát triển. Báo cáo của Savills Châu Á Thái Bình Dương cho thấy Indonesia, Malaysia, Thái Lan và Việt Nam có ít trung tâm dữ liệu hơn Hong Kong và Singapore, mặc dù có dân số đông hơn 30 lần. Chính phủ cũng đặt mục tiêu Việt Nam trở thành trung tâm kỹ thuật số quan trọng. Thị trường trung tâm dữ liệu của Việt Nam được dự báo sẽ tăng lên 1.04 tỷ USD vào năm 2023, tăng từ mức 561 triệu USD vào năm 2022 và đạt tốc độ tăng trưởng kép là 10.7%.

(2) Tốc độ phát triển nhanh. Trung tâm dữ liệu của Việt Nam được đánh giá là một trong những thị trường phát triển nhanh nhất thế giới nhờ quá trình số hóa của nhóm doanh nghiệp vừa và nhỏ trong nước, dân số trẻ hiểu biết về kỹ thuật số, tương lai của 5G và luật nội địa hóa dữ liệu.

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành CNTT

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành CNTT trong năm tới. Nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực này sẽ tăng lên trong xu thế chung của cả thế giới. Diễn biến giá cổ phiếu nhóm Công nghệ từ đầu năm cũng cho thấy sự tích cực so với thị trường chung. Chúng tôi cho rằng với những triển vọng vững chắc về nhu cầu, nhóm cổ phiếu này vẫn sẽ duy trì được đà tăng trưởng KQKD hai chữ số. Nhà đầu tư có thể cân nhắc cổ phiếu FPT bởi đây là doanh nghiệp nổi bật trong lĩnh vực xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số và đang đầu tư mạnh mẽ vào Trung tâm dữ liệu. Tuỳ theo khẩu vị đầu tư, mỗi nhịp điều chỉnh sâu của cổ phiếu sẽ là cơ hội cho nhà đầu tư tích luỹ với tầm nhìn đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, rủi ro cần chú ý khi đầu tư vào nhóm cổ phiếu CNTT sẽ bao gồm tăng trưởng không như kỳ vọng do ảnh hưởng diễn biến của bối cảnh vĩ mô hoặc các dự án đầu tư bị chậm tiến độ.

Biểu đồ 9. Chi tiêu cho lĩnh vực CNTT toàn cầu giai đoạn 2012-2024

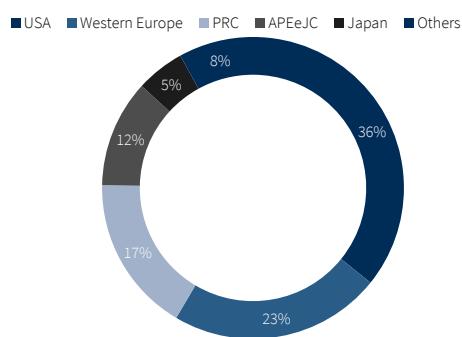


Nguồn: Gartner, KBSV

Biểu đồ 10. Cơ cấu thị phần chuyển đổi số của các khu vực trên thế giới trong năm 2023

Theo dự báo của IDC, quy mô thị trường Chuyển đổi số toàn cầu được dự báo sẽ đạt gần 3.9 nghìn tỷ USD vào 2027, tương đương với mức CAGR 16.1%.

Mỹ sẽ chiếm 35.8% của tổng chi tiêu DX trên toàn thế giới vào năm 2023, con số này gần bằng với khu vực Châu Á/Thái Bình Dương (bao gồm Nhật Bản và Trung Quốc) với tỷ lệ chi tiêu là 33.5%. Còn khu vực Châu Âu, Trung Đông và châu Phi (EMEA) sẽ đóng góp 26.8% của tổng chi tiêu DX trên toàn thế giới trong năm nay.



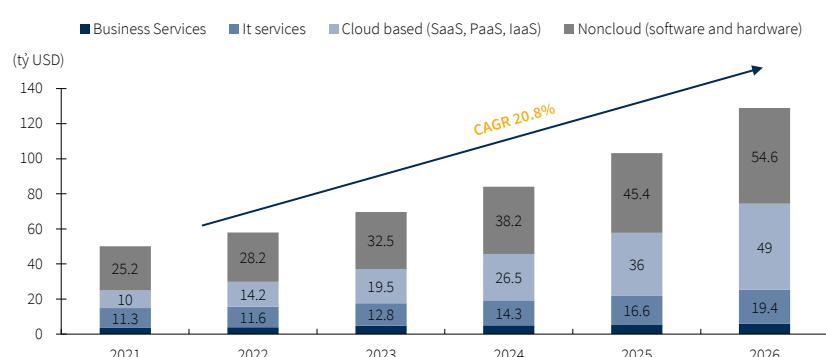
Nguồn: IDC, KBSV

Biểu đồ 11. Tăng trưởng chi tiêu cho công nghệ của DNB tại khu vực APAC giai đoạn 2022-2026

Digital-natives business (DNB) là những doanh nghiệp đã được thành lập trong 10 năm qua và sử dụng phương tiện kỹ thuật số để tạo ra giá trị chính.

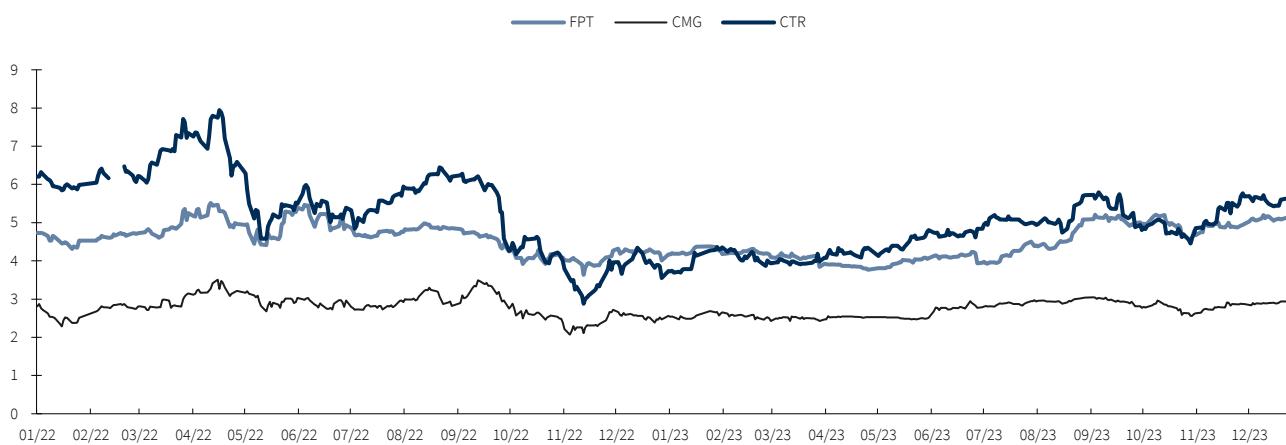
Theo IDC, dự phóng chi tiêu cho CNTT của DNB tại APAC sẽ đạt 128.9 tỷ USD vào năm 2026, tương ứng với mức tăng trưởng với mức CAGR 20.8%.

Điều này cho thấy sự đầu tư đáng kể vào công nghệ từ phía các DNB trên toàn khu vực châu Á/Thái Bình Dương. Tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ này phản ánh tầm quan trọng ngày càng cao của công nghệ trong chiến lược kinh doanh và hoạt động của DNB trong khu vực này.



Nguồn: IDC, KBSV

Biểu đồ 12. Diễn biến P/B cổ phiếu CNTT giai đoạn 2022-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP FPT (FPT)



28/11/2023

Duy trì đà tăng trưởng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận
thuannd@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 tiếp nối kết quả tích cực

Doanh thu 3Q2023 của FPT đạt 13,762 tỷ VND (+23% YoY), biên lợi nhuận gộp tương ứng đạt khoảng 40%. Lợi nhuận sau thuế 3Q2023 ghi nhận 2,076 tỷ VND (+18% YoY). Luỹ kế 9 tháng, mảng CNTT với doanh thu nước ngoài tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng và ghi nhận nhiều đơn hàng lớn. Cụ thể, doanh thu ký mới 9M2023 đạt 20,700 tỷ VND (+23.2% YoY), trong đó có 20 dự án quy mô trên 5 triệu USD.

Mảng CNTT nước ngoài: mở rộng hiện diện tại thị trường Mỹ

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu cho mảng CNTT trong năm 2024 đạt 25% YoY dựa trên (1) Kỳ vọng doanh thu thị trường Nhật Bản (+30% YoY) và APAC (+30% YoY) tích cực nhờ nhu cầu chuyển đổi số và khả năng thâm nhập của FPT tại 2 thị trường này (2) chi tiêu cho CNTT tại Mỹ và EU được cải thiện trong 2024 (3) Lợi thế chi phí thấp, kinh nghiệm và lợi ích cộng hưởng từ những thương vụ M&A gần đây.

Mảng Giáo dục: đóng góp tích cực vào tăng trưởng

Mảng Giáo dục tiếp tục cho thấy tăng trưởng ổn định. Trong 9M2023, mảng giáo dục duy trì tăng trưởng doanh thu cao, đạt 4,435 tỷ đồng (+43% YoY). Với uy tín đào tạo ra nhiều nhân lực chất lượng trong ngành CNTT, chúng tôi cho rằng mảng giáo dục sẽ thu hút nhiều sinh viên khi nhu cầu học lớn. Trong Quý 3/2023, Trường Đại học FPT thành lập Khoa Vi Mạch Bán, dự kiến sẽ chính thức đào tạo vào 2024.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 108,500 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu là 108,500 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 19% so với giá tại ngày 28/11/2023.

MUA THAY ĐỔI

Giá mục tiêu	VND 108,500
Tăng/giảm (%)	19%
Giá hiện tại (28/11/2023)	VND 91,100
Giá mục tiêu thị trường	VND 111,800
Vốn hóa (tỷ USD/nghìn tỷ VND)	4.73/116

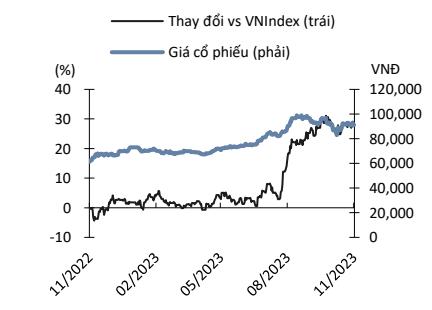
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	85%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	76.03
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Trưởng Gia Bình
	(7%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu (%)			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.9	1.3	29.0	45.7
Tương đối	0.1	10.0	25.0	29.2

Dự phỏng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	35,657	44,010	53,149	62,674
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	6,228	7,589	9,061	10,640
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	4,337	5,310	6,411	7,529
EPS (VND)	4,349	4,429	5,048	5,928
Thay đổi EPS (%)	6%	2%	14%	17%
P/E (x)	10.1	16.6	18.0	15.3
P/B (x)	2.0	3.4	4.1	3.6
ROE (%)	0.2	0.3	0.3	0.3
Tỷ suất cổ tức (%)	6%	3%	2%	3%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Bán lẻ

Kỳ vọng hồi phục

Bán lẻ giảm tốc, sức mua suy yếu trong năm 2023

Tổng mức bán lẻ hàng hoá trong thời gian vừa qua dù giữ mức tăng trưởng dương YoY nhưng liên tục giảm tốc. Sức mua trong nền kinh tế còn tương đối yếu do tình hình kinh tế trong nước và thế giới đều đang giảm tốc, nhu cầu yếu dẫn đến sản xuất suy giảm. PMI trong năm 2023 phản ánh sát diễn biến kinh tế, nhiều tháng dưới mức 50 cho thấy tình hình sản xuất kinh doanh còn rất yếu, dẫn đến việc làm bị cắt giảm nhiều, thu nhập người dân chưa cải thiện được làm cho sức mua suy giảm.

Kết quả kinh doanh doanh nghiệp bán lẻ có sự phân hoá theo nhóm ngành
 KQKD các doanh nghiệp bán lẻ có sự phân hoá giữa các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu và tiêu dùng không thiết yếu. Các doanh nghiệp liên quan đến bán lẻ hàng tiêu dùng thiết yếu (MSN, VNM, chuỗi Long Châu của FRT, chuỗi Bách Hoá Xanh của MWG) vẫn duy trì được doanh thu khả quan. Trong khi đó, các công ty liên quan đến mặt hàng ICT (MWG, FRT, DGW) chứng kiến sự sụt giảm doanh thu mạnh do người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu các mặt hàng không thiết yếu như điện thoại, laptop.

Triển vọng hồi phục năm 2024 kết hợp các câu chuyện riêng của các doanh nghiệp bán lẻ

Tình hình kinh tế vĩ mô có những dấu hiệu tích cực như xuất khẩu hồi phục, lạm phát hạ nhiệt, kỳ vọng giảm lãi suất cho vay. Từ đó kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ có sự hồi phục tuy nhiên tốc độ hồi phục sẽ tương đối chậm. Với mức nền thấp từ năm 2023, dự báo các doanh nghiệp bán lẻ sẽ có sự tăng trưởng trong năm 2024, mỗi doanh nghiệp sẽ có một câu chuyện tăng trưởng riêng, với MWG là Bách Hoá Xanh, với FRT là chuỗi Long Châu còn với MSN là chuỗi Winmart. Nhiều cổ phiếu đã chiết khấu khá sâu khoảng 40-50% giá so với vùng đỉnh như MWG, MSN đang ở vùng giá hấp dẫn cho chiến lược mua và nắm giữ dài hạn, những cổ phiếu đang ở gần vùng đỉnh như FRT, PNJ đã phần nào phản ánh triển vọng tăng trưởng tích cực nên chỉ cần nhắc mua nếu xuất hiện các nhịp điều chỉnh đáng kể.

Khả quan

Khuyến nghị

	MUA
MWG	45,700VND
Giá mục tiêu	
MSN	78,600VND
Giá mục tiêu	
PNJ	92,200VND
Giá mục tiêu	
FRT	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	106,000VND
DGW	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	56,800VND

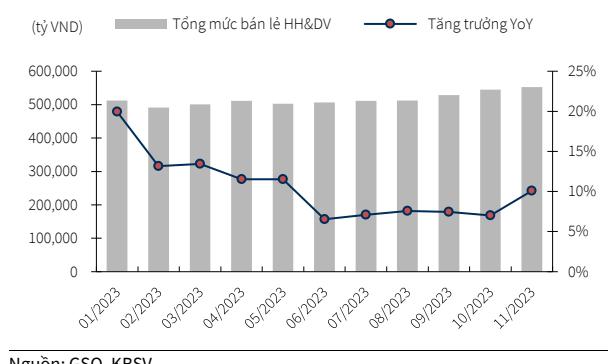
KẾT QUẢ KINH DOANH 2023

Tổng mức bán lẻ tăng trưởng chậm lại, sức mua suy yếu

Tổng mức bán lẻ hàng hoá các tháng trong năm 2023 đều giữ mức tăng trưởng dương YoY, tuy nhiên tốc độ đã chậm lại kể từ tháng 6/2023 kéo dài đến tháng 10/2023 tốc độ tăng trưởng chỉ khoảng 6-7%. Mức tăng trưởng đã trở lại mức 2 chữ số vào tháng 11 khi tổng mức bán lẻ theo tháng đạt 552.7 nghìn tỷ đồng (+10.1% YoY) trong đó bán lẻ hàng hoá tăng 9.1%, dịch vụ lưu trú ăn uống tăng 18.3%, dịch vụ lữ hành tăng 70.9%. Luỹ kế 11 tháng năm 2023, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 5,667 nghìn tỷ đồng, tăng 9.6% YoY.

Phần lớn năm 2023 chứng kiến sức mua của người tiêu dùng sụt giảm, nguyên nhân do ảnh hưởng từ tình hình kinh tế trong nước và quốc tế giảm tốc. Áp lực lạm phát gia tăng khiến các NHTW phải tăng lãi suất, tiêu dùng tại các thị trường lớn giảm tốc làm cho xuất khẩu trì trệ, nhiều doanh nghiệp thu hẹp sản xuất. Chỉ số PMI trong năm vừa qua phản ánh tình hình sản xuất thu hẹp của toàn nền kinh tế, nhiều tháng liền PMI giảm dưới mốc 50 (dưới 50 phản ánh tình hình sản xuất thu hẹp với tháng trước) cho thấy sản xuất ngày càng thu hẹp và yếu nhất vào khoảng quý 2/2023, đẩy tỷ lệ thất nghiệp gia tăng, thu nhập người dân giảm sút. Do PMI là loại chỉ số dẫn dắt (leading indicator) nên chỉ số PMI thấp trong nửa đầu năm đã phản ánh vào tổng mức bán lẻ HH&DV vào những tháng sau đó.

Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ HH&DV năm 2023

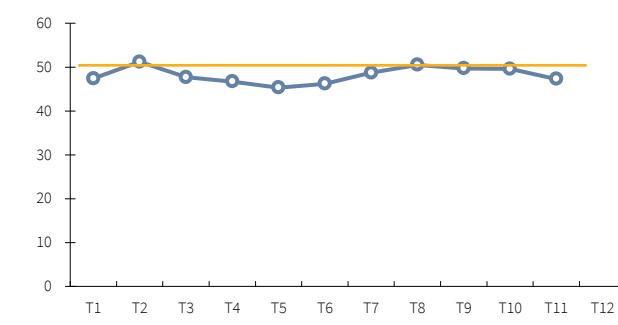


Nguồn: GSO, KBSV

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bán lẻ có sự phân hoá

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bán lẻ có sự phân hoá giữa các ngành hàng. Đối với các doanh nghiệp liên quan đến hàng hoá thiết yếu như VNM, MSN doanh thu gần như đi ngang hoặc không biến động quá nhiều do đặc thù sản phẩm thiết yếu người dân khó cắt giảm trong chi tiêu của mình. Đối với các doanh nghiệp ICT, do đa số là các sản phẩm không thiết yếu và đã bùng nổ nhu cầu trong khoảng thời gian dịch bệnh, nên kết quả kinh doanh các doanh

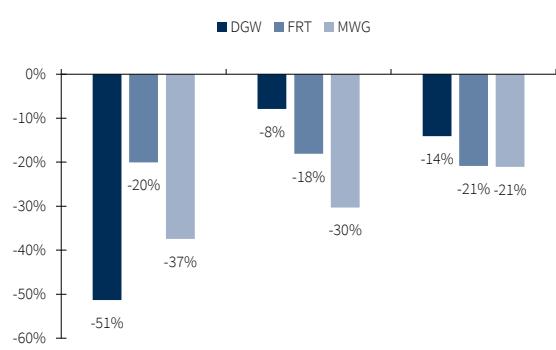
Biểu đồ 2. Chỉ số PMI năm 2023



Nguồn: GSO, KBSV

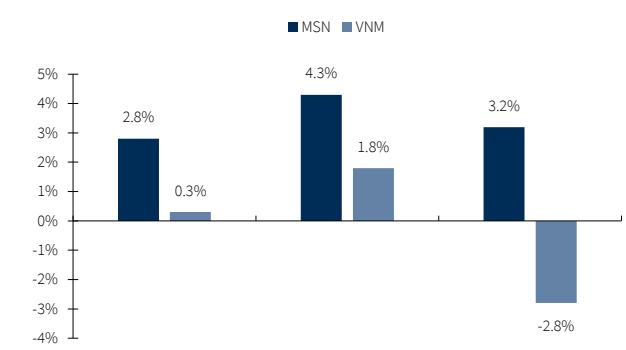
nghiệp ICT theo đó cũng sụt giảm nghiêm trọng. Do cầu yếu nên các doanh nghiệp đã bước vào cuộc chiến giá giành giật thị phần do MWG khởi đầu, cuộc chiến giá dù có những tín hiệu tích cực nhưng phần lớn doanh nghiệp bán lẻ ICT đều mất hết lợi nhuận trong năm nay. Một doanh nghiệp bán lẻ khác kinh doanh sản phẩm không thiết yếu là PNJ kinh doanh vàng bạc trang sức, nhờ những nỗ lực tối ưu chi phí và các hoạt động marketing thu hút tệp khách hàng mới kết hợp với sản phẩm đặc thù không cạnh tranh về giá nên vẫn duy trì được doanh thu và lợi nhuận của mình.

Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp ICT



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp hàng tiêu dùng



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

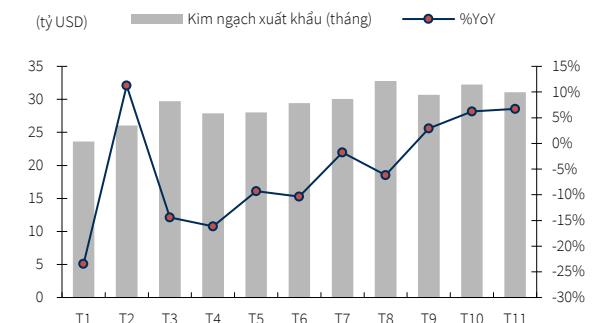
TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Tín hiệu hồi phục ngành bán lẻ bắt đầu xuất hiện

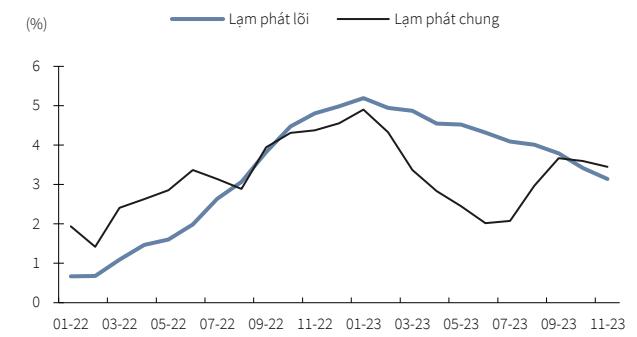
Ngành bán lẻ năm 2024 kỳ vọng sẽ có những tín hiệu hồi phục rõ ràng hơn khi những tín hiệu vĩ mô đã có dấu hiệu phục hồi tác động tích cực đến sức mua của nền kinh tế:

(1) Xuất khẩu hồi phục. Xuất khẩu là yếu tố quan trọng đối với kinh tế Việt Nam, đóng góp tỷ trọng đáng kể vào cơ cấu GDP. Nửa đầu năm 2023, kinh tế các thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam như Mỹ và EU giảm tốc ảnh hưởng khá lớn đến xuất khẩu từ đó làm hạn chế lượng việc làm của người dân khiến thu nhập giảm mạnh. Thời gian gần đây xuất khẩu đã có dấu hiệu hồi phục, các tháng gần đây quay trở lại mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ sau nhiều tháng sụt giảm. Đây là tín hiệu tốt khi xuất khẩu phục hồi sẽ tạo thêm việc làm cho người dân từ đó gia tăng thu nhập.

(2) Lạm phát hạ nhiệt. Tại Việt Nam, lạm phát đã có dấu hiệu hạ nhiệt rõ rệt từ đầu năm. Lạm phát chung từ vùng đỉnh 4.9% từ đầu năm đã hạ nhiệt có những tháng về mức 2% và hiện tại dao động trong khoảng 3.4-3.6%. Trên thế giới, lạm phát tại Mỹ cũng đã có dấu hiệu hạ nhiệt sau thời gian dài neo lãi suất ở mức cao từ vùng đỉnh, lạm phát giảm từ vùng đỉnh 9% hiện tại tháng 11/2023 chỉ còn 3.2%. FED trong cuộc họp mới đây cũng cho biết họ dự báo sẽ có 3 lần giảm lãi suất trong năm 2024, đây là tín hiệu tốt cho nền kinh tế

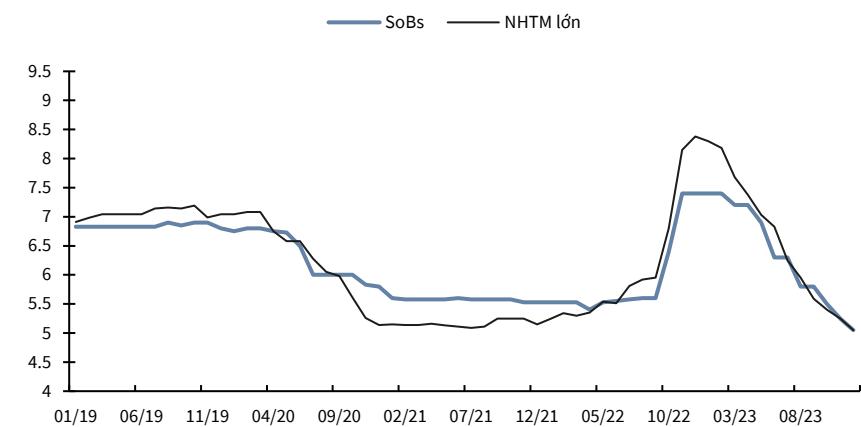
Biểu đồ 5. Kim ngạch xuất khẩu các tháng năm 2023

Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 6. Lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt

Nguồn: GSO, KBSV

(3) Lãi suất hạ nhiệt nhưng cần thêm thời gian để thẩm thấu vào nền kinh tế:
Sau khi NHNN liên tục giảm lãi suất điều hành, các NHTM theo đó cũng giảm lãi suất huy động của mình về mức rất thấp trong nhiều năm trở lại đây. Lãi suất cho vay theo đó cũng bắt đầu hạ nhiệt. Tuy nhiên, do nhiều vấn đề nền tăng trưởng tín dụng còn thấp và các doanh nghiệp vẫn chưa hấp thụ được lượng vốn này. KBSV kỳ vọng sau những động thái chỉ đạo của NHNN với các ngân hàng về việc khơi thông dòng vốn sẽ giúp tăng trưởng tín dụng trở lại, nền kinh tế sẽ bắt đầu hấp thụ được dòng vốn để thúc đẩy tăng trưởng.

Biểu đồ 7. Lãi suất huy động giảm mạnh ngang bằng thời kỳ Covid

Nguồn: SBV, KBSV

Các ngành hàng đều có những câu chuyện hồi phục có thể kỳ vọng

Các ngành hàng đều có câu chuyện tăng trưởng riêng, với ngành hàng tiêu dùng thiết yếu (VNM, MSN) tăng trưởng sẽ phụ thuộc vào sự hồi phục của nền kinh tế, các doanh nghiệp này cũng hưởng lợi khi lạm phát hạ nhiệt các nguyên liệu đầu vào giảm giá sẽ tối ưu được biên lợi nhuận.

Ngành hàng ICT cũng dự báo sẽ hồi phục chung theo toàn ngành bán lẻ, ngoài ra cũng sẽ có những câu chuyện phục hồi riêng, có thể kể đến như:

(1) Chu kỳ thay thế điện thoại, laptop: Theo nghiên cứu, vòng đời các sản phẩm ICT trung bình khoảng 3-4 năm, sau đó người tiêu dùng thường có xu hướng nhượng lại máy cũ và mua máy mới khi máy cũ đã có các dấu hiệu lỗi thời và các model mới ra mắt. Thời kỳ Covid năm 2020-2022 là thời điểm bùng nổ của các mặt hàng ICT khi nhu cầu học và làm việc online bùng nổ. Theo chu kỳ thay thế, dự báo kể từ nửa cuối năm 2024, nhu cầu thay thế các sản phẩm điện thoại, laptop sẽ bắt đầu tăng trở lại khi thu nhập người dân cải thiện.

(2) Dừng phát sóng 2G, 3G: Theo lộ trình, Bộ Thông tin và Truyền thông đặt mục tiêu dừng công nghệ di động 2G, từ tháng 12/2023 chậm nhất đến tháng 9/2024. Đến tháng 8/2023, còn khoảng 23 triệu thuê bao di động 2G, sau khi tắt sóng 2G các điện thoại này sẽ phải thay thế hoàn toàn sang các dòng điện thoại khác. Đây là cơ hội cho các chuỗi bán lẻ điện thoại, đặc biệt các chuỗi có độ phủ lớn như FPT Shop và Thegioididong.

Ngoài câu chuyện hồi phục ngành, mỗi cổ phiếu lại có những câu chuyện riêng biệt

Đi sâu vào từng cổ phiếu sẽ có những câu chuyện riêng nên định giá các cổ phiếu bán lẻ có sự khác biệt khá rõ rệt.

(1) Đối với các cổ phiếu ngành hàng không thiết yếu, ngành hàng ICT: MWG với kỳ vọng ngành bán lẻ ICT phục hồi chậm trong khi Bách Hoá Xanh tiếp tục chậm tiến độ hoà vốn đã làm cổ phiếu này giảm mạnh từ đỉnh trong thời gian vừa qua. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng MWG đã đi qua giai đoạn xấu nhất, chuỗi Bách Hoá Xanh liên tục có những tín hiệu tích cực về doanh thu và cũng đã ở rất gần điểm hoà vốn, có thể mở mua mới ở vùng giá hiện tại cho kỳ vọng 1 năm tới.

DGW cũng tương tự như MWG khi ngành ICT sụt giảm trong khi các động lực tăng trưởng khác chưa đủ mạnh, có thể ảnh hưởng tích cực đến doanh thu trong thời gian ngắn.

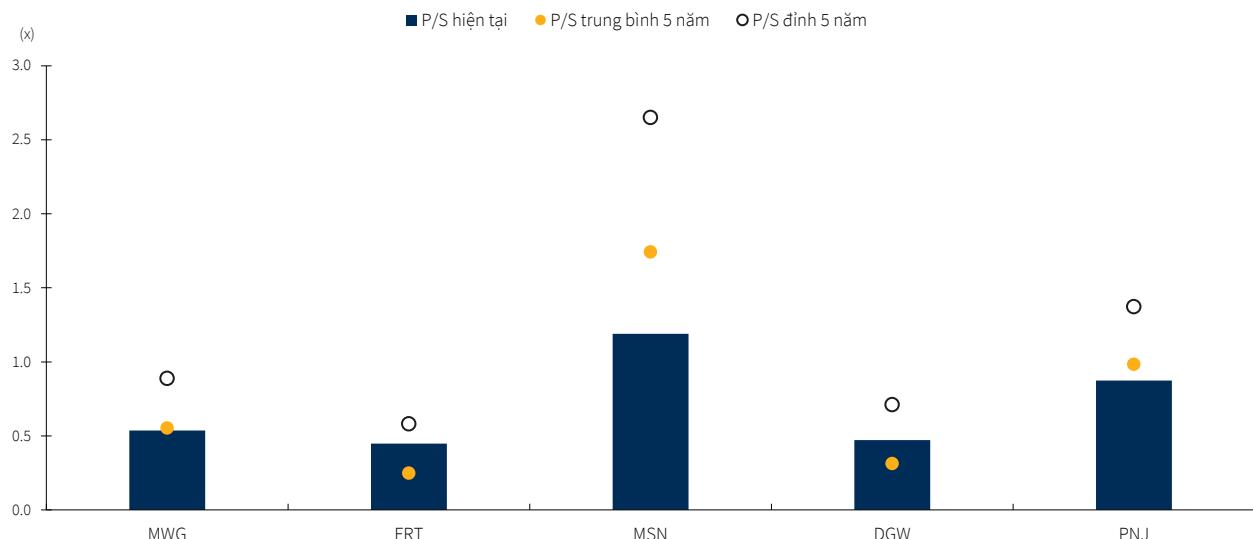
Đối với FRT, dù ngành hàng ICT cũng gặp nhiều khó khăn như MWG nhưng FRT đã tìm được đòn bẩy cho bài toán tăng trưởng của mình là chuỗi Long Châu. Dù lợi nhuận âm nhưng cổ phiếu FRT lại đang ở vùng đỉnh, chúng tôi khuyến nghị tiếp tục nắm giữ đối với cổ phiếu này.

Ngoài ngành ICT có cổ phiếu PNJ dù là ngành hàng không thiết yếu nhưng với nỗ lực trong năm 2023 đã duy trì được doanh thu và lợi nhuận vượt trội so với cùng ngành, chiếm thêm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ, kỳ vọng 2024 khi sức mua hồi phục PNJ sẽ tiếp đà tăng trưởng.

(2) Đối với các cổ phiếu ngành hàng tiêu dùng thiết yếu:

MSN vẫn đang trong quá trình tìm kiếm hoà vốn với chuỗi Winmart, sau khi gặp nhiều áp lực về lãi vay và đáo hạn trái phiếu vào năm 2023, cổ phiếu MSN đang ở vùng giá khá thấp phù hợp để bắt đầu mua vào khi những áp lực kể trên đã dần qua.

VNM dự báo sẽ có sự tăng trưởng trở lại về doanh thu và lợi nhuận trở lại trong năm 2024 tuy nhiên công ty đang chưa tìm được động lực tăng trưởng mới nên chỉ phù hợp với các nhà đầu tư giá trị, nhận cổ tức đều đặn hàng năm.

Biểu đồ 8. P/S của các cổ phiếu bán lẻ

Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG)

Kỳ vọng đặt lên vai Bách Hoá Xanh

30/11/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

Tiếp tục cuộc chiến giá ở mảng ICT&CE, đánh đổi lợi nhuận để chiếm thêm thị phần

Trong quý 3, nhận thấy sức cầu vẫn còn tương đối yếu, MWG tiếp tục thực thi chiến lược giá rẻ nhằm đánh chiếm thị phần. Cuộc chiến này giúp MWG lấy lại được thị phần nhưng cũng phải đánh đổi gần như toàn bộ lợi nhuận. Do đó trong thời gian tới, MWG sẽ có những chính sách nhằm tối ưu chi phí, gia tăng hiệu quả kinh doanh.

Bách Hoá Xanh ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực, kỳ vọng là động lực tăng trưởng trong tương lai

BHX ghi nhận nhiều tín hiệu tích cực với doanh thu toàn chuỗi và doanh thu trên cửa hàng liên tục cải thiện theo từng tháng. Những tín hiệu tích cực này đạt được nhờ cải thiện nội tại chuỗi hơn là các yếu tố khách quan. Lượng hoá đơn tăng trưởng mạnh mẽ cho thấy chuỗi siêu thị đã thu hút thêm khách hàng mới và khách hàng cũ quay trở lại. Mặc dù KQKD vẫn ghi nhận lỗ nhưng đã thu hẹp lại rất nhiều, chúng tôi dự báo chuỗi sẽ hoà vốn trong tháng cuối năm 2023 chậm hơn là đầu năm 2024.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 45,700 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của MWG với doanh thu thuần đạt 119,606 tỷ đồng (-10.3% yoy), LNST đạt 231 tỷ đồng (-94.4% yoy). Với kỳ vọng hồi phục mảng ICT&CE và chuỗi BHX gần đạt điểm hoà vốn, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG với giá mục tiêu 45,700 VND/cổ phiếu.

MUA Thay đổi

Giá mục tiêu	45,700 VND
Tăng/giảm (%)	19%
Giá hiện tại (30/11/2023)	38,500VND
Giá mục tiêu đồng thuận	56,855VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	56.6/2.3

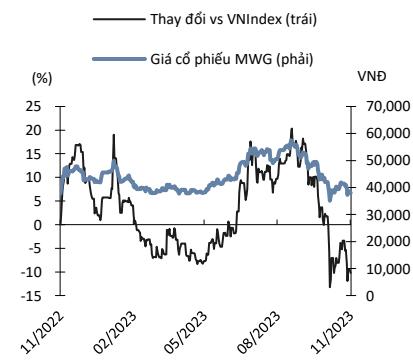
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	107.6/4.5
Sở hữu nước ngoài	45%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-9.5	-24.8	-0.5	-5.4
Tương đối	-11.8	-18.2	-2.7	-12.5

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	124,142	134,722	119,606	132,428
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	6,468	6,575	878	4,112
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	4,901	4,102	231	3,216
EPS (VNĐ)	3,348	2,802	158	2,197
Tăng trưởng EPS (%)	-21%	-16%	-94%	1289%
P/E (x)	11.6	13.8	245.0	17.6
P/B (x)	2.8	2.4	2.4	2.2
ROE (%)	24%	17%	1%	13%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	2%	2%	1%	2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



22/12/2023

CTCP Bán lẻ kỹ thuật số FPT (FRT)

Long Châu là động lực tăng trưởng dài hạn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
 Giangnt1@kbsec.com.vn

Sức mua yếu ảnh hưởng trực tiếp đến KQKD

Kết thúc 3Q2023, FRT đạt doanh thu thuần 8,236 tỷ đồng (+6.8% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt 16.7% (+120bps YoY) nhờ đóng góp lợi nhuận ngày càng lớn của chuỗi Long Châu. Công ty tiếp tục ghi nhận lỗ sau thuế 13 tỷ đồng do sức mua yếu cùng ảnh hưởng của cuộc chiến giá khiến chuỗi FPT Shop ghi nhận lỗ, phải nhờ đóng góp lợi nhuận của chuỗi Long Châu thì mức lỗ mới giảm bớt.

Ngành hàng ICT có dấu hiệu tạo đáy

Ngành hàng ICT đã có dấu hiệu tạo đáy trong quý 2 và đang hồi phục dần trong quý 3. Các tín hiệu vĩ mô tích cực đã bắt đầu xuất hiện, xuất khẩu hồi phục, lạm phát hạ nhiệt, FED cũng phát đi tín hiệu hạ lãi suất trong năm 2024. Dự kiến ngành hàng ICT sẽ tăng trưởng trở lại từ 2H2024.

Long Châu là động lực tăng trưởng dài hạn

Long Châu tiếp tục là động lực tăng trưởng dài hạn của FRT khi mà ngành hàng ICT của chuỗi FPT Shop đã dần đến mức bão hòa. Long Châu với lợi thế cạnh tranh vững vàng hiện đang tăng trưởng mạnh mẽ, bỏ xa các đối thủ trong ngành.

Khuyến nghị: NĂM GIỮ - Giá mục tiêu 106,000 VND

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2023 của FRT đạt 32,591 tỷ đồng (+8% yoy), LNST ghi nhận lỗ 155 tỷ đồng do ảnh hưởng nặng nề của cuộc chiến giá. Kỳ vọng ngành hàng ICT hồi phục cùng với sự tăng trưởng mạnh mẽ của Long Châu sẽ giúp FRT tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai, tuy nhiên diễn biến giá trong thời gian gần đây của cổ phiếu đã phản ánh tương đối tiềm năng tăng trưởng của FRT, giá cổ phiếu không còn hấp dẫn khi so với định giá. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ cổ phiếu FRT với giá mục tiêu 106,000 VND.

NĂM GIỮ Lần đầu

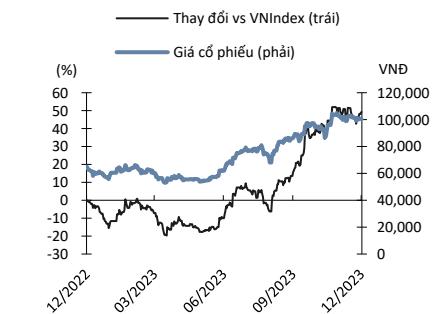
Giá mục tiêu	106,000 VND
Tăng/giảm (%)	3%
Giá hiện tại (22/12/2023)	102,500 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	106,725 VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	13.9/0.6

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	49.5%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	53/2.2
Sở hữu nước ngoài	36.4%
Cổ đông lớn	CTCP FPT (46.5%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M			
	3M	6M	12M	
Tuyệt đối	-3.7	13.9	57.8	58.3
Tương đối	-2.4	27.1	60.6	49.1

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	22,495	30,166	32,591	38,348
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	546	474	(102)	473
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	444	398	(155)	380
EPS (VNĐ)	562	336	(114)	279
Tăng trưởng EPS (%)	4245%	-40%	N/A	N/A
P/E (x)	30.9	34.5	(88.4)	36.1
P/B (x)	8.2	6.7	7.5	6.6
ROE (%)	31%	21%	-8%	19%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	0.0%	0.3%	0.4%	1.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

12/12/2023

CTCP Tập đoàn Masan (MSN)

Dẫn dắt bởi trụ cột Bán lẻ - Tiêu dùng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt@kbsec.com.vn

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định nhưng chi phí lãi vay ảnh hưởng lớn đến NPATMI

Kết thúc 3Q2023, MSN đạt doanh thu thuần 20,155 tỷ đồng (+3.2% YoY), biên LNG đạt 29.5% tăng 90bps QoQ và 170 bps YoY, nhờ các mảng kinh doanh chủ lực như WCM và MCH liên tục cải thiện biên lợi nhuận. Do lượng nợ vay khá lớn để duy trì và mở rộng các hoạt động kinh doanh nên chi phí lãi vay tiếp tục tăng mạnh trong kỳ, đạt 1,745 tỷ đồng (+55% YoY). NPAT Pre-MI đạt 485 tỷ đồng (-42% YoY), NPATMI đạt 48 tỷ đồng (-91% YoY).

Hệ sinh thái bán lẻ - tiêu dùng tiếp tục có những tín hiệu tích cực

Trụ cột bán lẻ - tiêu dùng với các công ty WCM, MCH và MML đạt được nhiều kết quả khả quan. WCM giữ đà tăng trưởng doanh thu, liên tục cải thiện biên EBITDA với nhiều cửa hàng đã có được lợi nhuận và tiến gần tới hoà vốn toàn chuỗi. MCH và MML đạt tăng trưởng mạnh ở nhiều ngành hàng, biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện nhờ giá dầu vào hạ nhiệt và tối ưu hóa các chi phí tồn kho, logistic.

Áp lực thanh khoản hạ nhiệt nhờ dòng tiền cải thiện và thương vụ đầu tư của Bain Capital

MSN cho biết đã hoàn tất thanh toán đầy đủ nghĩa vụ nợ đáo hạn trong năm 2023. Trong năm 2024, tổng mức đáo hạn trái phiếu chỉ rơi vào mức 6,000 tỷ đồng, với dòng tiền cải thiện cùng với lượng tiền lớn lên đến 250 triệu đô từ thương vụ gần đây với Bain Capital, vấn đề thanh khoản không còn là nỗi lo trong thời gian tới.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của MSN với doanh thu thuần đạt 80,405 tỷ đồng (+5.5% YoY), NPATMI đạt 589 tỷ đồng (-58.7% YoY). Với những lo ngại về tình hình kinh doanh và khả năng thanh khoản đã dần qua, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MSN với giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	78,600 VND
Tăng/giảm (%)	19%
Giá hiện tại (12/12/2023)	66,200VND
Giá mục tiêu đồng thuận	87,389VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	89/3.7

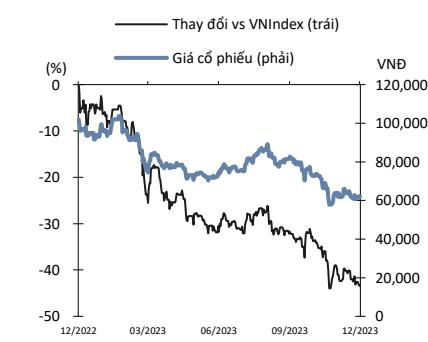
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	45.6%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	126/5.3
Sở hữu nước ngoài	20.3%
Cổ đông lớn	MASAN JSC (31.2%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Thay đổi vs VNIndex (trái)			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.0	-24.9	-15.6	-37.9
Tương đối	-6.1	-17.0	-17.0	-42.6

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	88,629	76,189	80,405	90,451
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	11,273	5,223	2,205	5,874
NPATMI (tỷ VNĐ)	8,563	3,567	589	4,375
EPS (VNĐ)	7254	2505	414	2929
Tăng trưởng EPS (%)	590%	-65%	-83%	608%
P/E (x)	10.4	24.9	150.8	20.3
P/B (x)	2.1	2.4	2.4	1.9
ROE (%)	30%	12%	5%	12%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.9%	1.3%	1.6%	1.6%

Nguồn: MSN, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

Quay lại đà tăng trưởng

12/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

KQKD 3Q2023 đã bắt kịp so với cùng kỳ dù trong bối cảnh sức mua hồi phục chậm

Kết thúc 3Q2023, PNJ đạt doanh thu thuần 6,918 tỷ đồng giảm 6.1% yoy do sức mua đã bắt đầu hồi phục tuy nhiên chưa thể tương đương so với thời điểm cùng kỳ có sức mua mạnh sau đại dịch. Biên LNG tăng nhẹ 40bps yoy lên 17.3% nhờ những nỗ lực tối ưu chi phí, tăng bán sản phẩm giá trị cao. LNST đạt 253 tỷ đồng tương đương cùng kỳ nhờ những nỗ lực tối ưu vận hành trong thời kỳ sức mua giảm sút.

Các mảng kinh doanh có kết quả trái ngược

Doanh thu các mảng kinh doanh chính của PNJ đều giảm so với cùng kỳ tuy nhiên mức giảm nhỏ hơn rất nhiều so với toàn ngành. Mảng kinh doanh chính là bán lẻ trang sức chỉ đạt 4,054 tỷ đồng (-13% yoy), mảng bán sỉ chỉ đạt 621 tỷ đồng (-38% yoy), mảng vàng 24K đạt 2,073 tỷ đồng (+31% yoy) vẫn duy trì được tăng trưởng doanh thu do người dân tăng mua vàng miếng trong thời kỳ kinh tế giảm sút.

Mảng kinh doanh chính bán lẻ trang sức có nhiều tín hiệu tích cực

Doanh thu bán lẻ dù tăng trưởng âm so với cùng kỳ nhưng tín hiệu tích cực là so với mặt bằng chung của ngành mức giảm ít hơn rất nhiều. Có được kết quả tích cực này là nhờ PNJ thực hiện nhiều chiến dịch thu hút thêm khách hàng mới, mở thêm cửa hàng số lượng khách hàng mới và khách hàng cũ quay trở lại đều tăng trưởng mạnh mẽ. Trong 9T2023, công ty vừa tăng trưởng thị phần nhưng vẫn đảm bảo cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 92,200 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của PNJ với doanh thu thuần đạt 31,939 tỷ đồng (-5.7% yoy), LNST đạt 1,838 tỷ đồng (+1.4% yoy). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 92,200 VND/cổ phiếu.

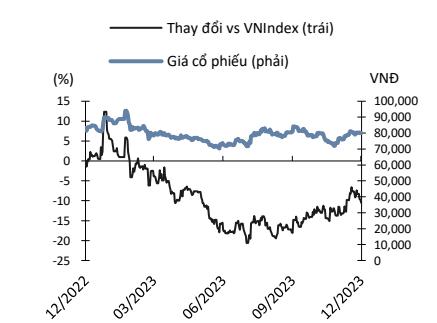
MUA Duy trì

Giá mục tiêu	92,200 VND
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (12/12/2023)	80,300VND
Giá mục tiêu đồng thuận	92,575VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	25.7/1.1

Dữ liệu giao dịch		Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu (%)			
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	82.7%		1M	3M	6M	12M
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	39.8/1.7					
Sở hữu nước ngoài	49%					
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)					

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	19,613	33,876	32,208	36,630
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,305	2,338	2,389	2,753
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	1,033	1,811	1,886	2,173
EPS (VNĐ)	4,161	7,358	7,662	8,828
Tăng trưởng EPS (%)	-3.4%	76.8%	4.1%	15.2%
P/E (x)	23.5	13.4	13.5	10.9
P/B (x)	4.0	2.9	2.6	2.2
ROE (%)	17%	25%	21%	21%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nguồn: Bloomberg, KBSV

07/12/2023

CTCP Thế giới số (DGW)

Triển vọng tăng trưởng chậm lại

Chuyên viên phân tích Nguyễn Trường Giang
Giangnt1@kbsec.com.vn

Kết quả kinh doanh kém khởi sắc do sức mua chưa phục hồi

Các ngành hàng đều chứng kiến sự sụt giảm do ảnh hưởng chung của toàn nền kinh tế

Triển vọng hồi phục phụ thuộc vào sức mua và đóng góp của các ngành hàng mới

Khuyến nghị: NĂM GIỮ - Giá mục tiêu 56,800 VND

Kết thúc 3Q2023, DGW đạt doanh thu thuần 5,413 tỷ đồng giảm 11% yoy do ảnh hưởng chung từ toàn ngành bán lẻ do sức mua suy yếu. Biên lợi nhuận gộp đạt 7.1% tăng 0.4 điểm phần trăm yoy do công ty gia nhập các ngành hàng mới có biên lợi nhuận cao hơn. LNST đạt 102 tỷ đồng giảm 43% yoy do doanh thu suy giảm cùng với việc phải gia tăng chi phí hỗ trợ các nhà bán lẻ dẫn đến biên lợi nhuận ròng giảm.

Do ảnh hưởng chung của toàn nền kinh tế, sức mua đối với hầu hết các ngành hàng của DGW đều suy giảm. Các ngành hàng và nhãn hàng mới bước đầu đóng góp vào doanh thu của DGW có thể kể đến như Achison, ABInbev.

Các doanh nghiệp bán lẻ đều đã có tín hiệu tạo đáy lợi nhuận và nhu cầu đang dần hồi phục, lượng hàng tồn kho các nhà bán lẻ cũng đã về mức tương đối thấp. Tuy nhiên tốc độ hồi phục sẽ tương đối chậm, dự kiến cuối năm 2024 sức mua mới phục hồi hoàn toàn. Với việc liên tục tìm kiếm ngành hàng và nhãn hàng mới đa dạng doanh thu cùng với mô hình kinh doanh khác biệt, dự báo KQKD của DGW sẽ sớm hồi phục và không bị ảnh hưởng lợi nhuận nhiều như các nhà bán lẻ.

Chúng tôi dự phỏng KQKD năm 2023 của DGW với doanh thu thuần đạt 19,857 tỷ đồng (-10% yoy), LNST đạt 392 tỷ đồng (-43% yoy). Với triển vọng sức mua hồi phục chậm trong khi các nhãn hàng mới chưa đóng góp như dự kiến, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu DGW với giá mục tiêu 56,800 VND.

NĂM GIỮ Thay đổi

Giá mục tiêu	56,800 VND
Tăng/giảm (%)	7%
Giá hiện tại (07/12/2023)	53,000VND
Giá mục tiêu đồng thuận	53,400VND
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	8.7/0.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	67.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	99/4.1
Sở hữu nước ngoài	25%
Cổ đông lớn	Created Future (32.8%)

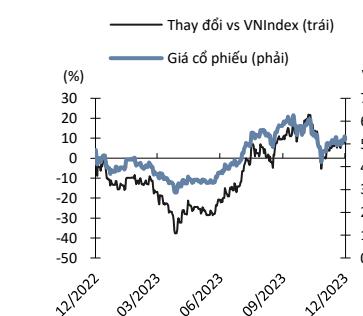
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	11.1	-11.9	38.9	18.2
Tương đối	7.2	-2.5	36.6	11.1

Dự phỏng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	20,923	22,028	19,857	22,811
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	821	868	500	822
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	655	684	392	652
EPS (VNĐ)	4,012	4,188	2,401	3,994
Tăng trưởng EPS (%)	145%	4%	-43%	66%
P/E (x)	13.4	12.8	22.4	13.5
P/B (x)	4.9	3.6	3.3	2.8
ROE (%)	45%	33%	15%	23%
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Thuỷ sản

Triển vọng thận trọng năm 2024

Xuất khẩu sụt giảm do nhu cầu yếu tại các thị trường

Năm 2023, ngành xuất khẩu thủy sản liên tục ghi nhận những sụt giảm so với cùng kỳ năm trước, nguyên nhân sự sụt giảm phần lớn đến từ lạm phát kéo dài, lãi suất tăng cao dẫn đến kinh tế giảm sút làm ảnh hưởng đến sức mua, do nhu cầu yếu lượng hàng tồn kho nhập trong thời kỳ trong và sau Covid vẫn chưa giảm đáng kể, quy mô sản xuất của các hộ nông dân cũng thu hẹp, Ủy ban châu Âu tiếp tục giữ cảnh báo “thẻ vàng” đối với thủy sản khai thác của Việt Nam. Dù vậy đã có những tín hiệu hồi phục trong những tháng gần đây, dự kiến cả năm ngành thủy sản sẽ đạt 92% kế hoạch.

Kết quả kinh doanh doanh nghiệp thủy sản sụt giảm theo ngành

Các doanh nghiệp thủy sản cũng không nằm ngoài sự khó khăn của ngành. Đối với các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra như VHC, ANV, IDI tốc độ hồi phục các thị trường xuất khẩu chính ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh. Đối với doanh nghiệp xuất khẩu tôm như MPC, FMC, không chỉ nhu cầu giảm mà còn bị cạnh tranh gay gắt với tôm giá rẻ của Ecuador và Ấn Độ, kết quả kinh doanh cũng không khả quan.

Triển vọng hồi phục thận trọng năm 2024

Về triển vọng ngành năm 2024, ngành thủy sản đặt mục tiêu thận trọng tổng sản lượng thủy sản đạt 9.22 triệu tấn, tương đương thực hiện năm 2023, về kim ngạch đạt 9.5 tỷ USD, tăng nhẹ 3% so với 2023, tuy nhiên so với năm đỉnh điểm 2022 vẫn giảm 13%. Nguyên nhân ngành thủy sản chưa thể tăng trưởng mạnh mẽ trở lại do nhu cầu tại các thị trường chính sẽ chỉ hồi phục chậm trong khi cạnh tranh ngày càng gay gắt. Các cổ phiếu ngành thủy sản được dự báo sẽ hồi phục trên mức nền thấp từ năm 2023 tuy nhiên sẽ khó có động lực tăng trưởng mạnh mẽ, một vài cổ phiếu có sự hồi phục mạnh hoặc có câu chuyện gia tăng công suất như VHC, FMC có thể theo dõi kể từ 2H2024 với mục tiêu tăng trưởng từ năm 2025.

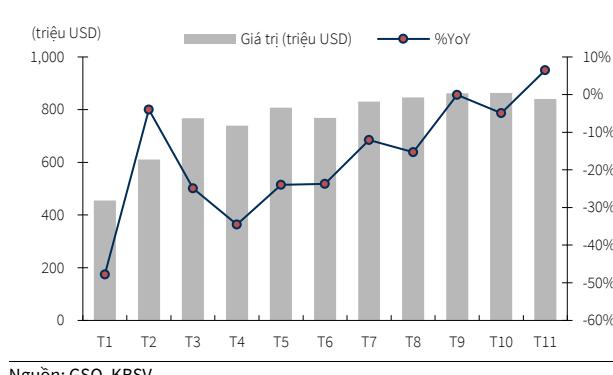
KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

Sức mua yếu tại các thị trường nhập khẩu chính ảnh hưởng đến toàn ngành xuất khẩu thủy sản

Xuất khẩu thuỷ sản năm 2023 không ngoài dự đoán khi gặp khó ngay từ những tháng đầu năm. Điểm đỉnh tháng 1/2023 kim ngạch xuất khẩu thuỷ sản giảm đến 48% YoY, các tháng tiếp theo ngoại trừ tháng 2 cũng đều chứng kiến sụt giảm 20-30% YoY. Tuy nhiên, xu hướng phục hồi đã xuất hiện và đến tháng 11/2023 đã có sự tăng trưởng dương trở lại. Theo VASEP, xuất khẩu thuỷ sản cả năm 2023 ước đạt 9.2 tỷ USD, đạt 92% so kế hoạch (10 tỷ USD). Trong đó, tập trung vào các nhóm hàng chính: Xuất khẩu tôm khoảng 3.45 tỷ USD; cá tra khoảng 1.9 tỷ USD; nhuyễn thể khoảng 0.8 tỷ USD; cá ngừ khoảng 0.9 tỷ USD. Theo thống kê của Cục Thủy sản, tổng sản lượng thuỷ sản năm 2023 ước đạt 9,269 triệu tấn, tăng 2% so với năm trước. Trong số đó, sản lượng khai thác thuỷ sản đạt 3,861 triệu tấn, tương đương năm trước; sản lượng nuôi trồng thuỷ sản đạt hơn 5,408 triệu tấn, tăng 3.5% so với năm 2022.

Về cơ cấu xuất khẩu theo thị trường, tính đến hết 10T2023 so với cùng kỳ, thị trường Mỹ sụt giảm mạnh nhất 32%, Trung Quốc giảm 15%, các thị trường còn lại như Nhật Bản, Hàn Quốc, EU đều giảm từ 10-20%. Một vài thị trường mới nổi có sự tăng trưởng tuy nhiên đóng góp là không đáng kể. Các thị trường chính sụt giảm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp xuất khẩu thuỷ sản.

Biểu đồ 1. Xuất khẩu thuỷ sản 2023

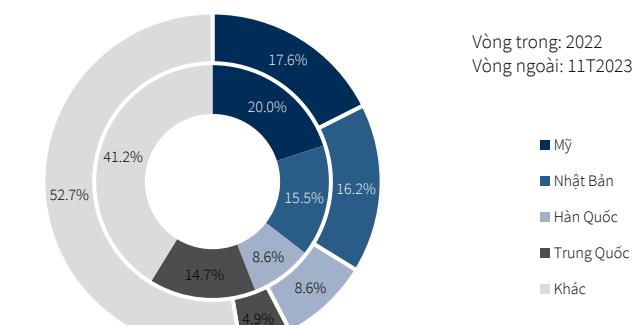


Nguồn: GSO, KBSV

Các ngành hàng xuất khẩu chủ lực gặp khó

Dưới tác động chung của nền kinh tế, các ngành hàng chủ lực tương tự toàn ngành thuỷ sản cũng gặp những khó khăn nhất định, nhất là vào nửa đầu năm 2023. Theo VASEP, đối với ngành cá tra, tính đến hết tháng 11, kim ngạch xuất khẩu đạt 1.6 tỷ USD, giảm 27.9% so với cùng kỳ. Nhu cầu yếu tại các thị trường là nguyên nhân chính, nhưng thêm một lý do thách thức đối với ngành cá tra Việt Nam là nhiều nước đang đầu tư và mở rộng diện tích nuôi cá tra. Việc này

Biểu đồ 2. Cơ cấu thị trường xuất khẩu thuỷ sản

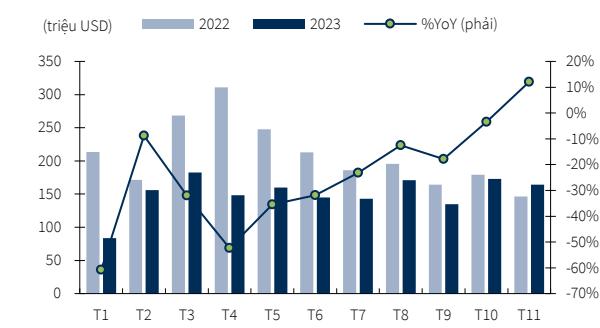


Nguồn: FiinProX, KBSV

đe dọa đến vị thế của Việt Nam khi Việt Nam đã không còn vị thế “độc quyền” về cá tra. Do cầu yếu và lượng cung nhiều, giá cá tra xuất khẩu không giữ được giá trị cao như cùng kỳ.

Khó khăn cũng đến với ngành xuất khẩu tôm. Xuất khẩu tôm đến tháng 11/2023 ước đạt 3.15 tỷ USD, giảm 22% so với cùng kỳ. Theo VASEP, xuất khẩu tôm Việt Nam năm 2023 dự kiến đạt khoảng 3.4 tỷ USD, thấp hơn 21% so với năm 2022. Xuất khẩu sang hầu hết các thị trường chính đều thấp hơn so với cùng kỳ, trừ một vài thị trường nhỏ. Ngoài nhu cầu yếu, lượng đặt hàng thấp, xuất khẩu tôm gặp cạnh tranh khá mạnh bởi nguồn cung tôm thế giới dư thừa, dẫn đến giá bán giảm.

Biểu đồ 3. Kim ngạch xuất khẩu cá tra



Nguồn: Agromonitor, KBSV

Các doanh nghiệp xuất khẩu thuỷ sản cũng không nằm ngoài xu hướng ngành

Biểu đồ 4. Kim ngạch xuất khẩu tôm

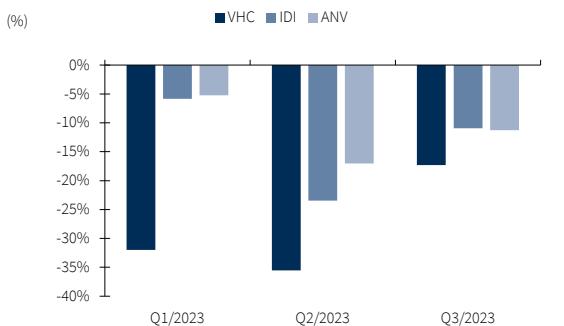


Nguồn: Agromonitor, KBSV

Các cổ phiếu ngành cá tra (VHC, ANV, IDI) đều chứng kiến sự sụt giảm do nhu cầu suy yếu tại các thị trường, tùy thuộc vào thị trường chính của mỗi doanh nghiệp mà mức giảm có sự khác biệt, do giá xuất khẩu giảm dẫn đến biên lợi nhuận gộp hầu hết các doanh nghiệp đều sụt giảm dẫn đến lợi nhuận sau thuế sụt giảm mạnh, có doanh nghiệp còn ghi nhận lỗ.

Các cổ phiếu xuất khẩu tôm có những kết quả kinh doanh trái ngược phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu và sản phẩm của từng công ty có sự khác biệt. Trong khi MPC và nhiều doanh nghiệp xuất khẩu tôm khác ghi nhận doanh thu và lợi nhuận giảm sút do nhu cầu các thị trường chính như Mỹ, EU giảm sút và gặp phải cạnh tranh mạnh mẽ từ tôm Ấn Độ và Ecuador. Số ít doanh nghiệp có thể kể đến FMC vẫn duy trì được doanh thu và lợi nhuận của mình nhờ thị trường chính là Nhật Bản có (1) Nhu cầu không sụt giảm quá nhiều và (2) Sản phẩm tinh chế của FMC đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe của thị trường này, do chất lượng cao hơn so với các sản phẩm từ các thị trường khác.

Biểu đồ 5. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 6. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp xuất khẩu tôm



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

TRIỂN VỌNG NGÀNH 2024

Triển vọng thận trọng trong năm 2024

Về triển vọng ngành năm 2024, ngành thủy sản đặt mục tiêu thận trọng tổng sản lượng thủy sản đạt 9.22 triệu tấn, tương đương thực hiện năm 2023; kim ngạch đạt 9.5 tỷ USD, tăng nhẹ 3% so với 2023, tuy nhiên so với năm đỉnh điểm 2022 vẫn giảm 13%. Nguyên nhân ngành thủy sản chưa thể tăng trưởng mạnh mẽ trở lại do (1) Nhu cầu tại các thị trường chính sẽ chỉ hồi phục chậm, (2) lượng cung thuỷ sản còn nhiều làm cho giá xuất khẩu khó tăng mạnh và (3) ngành thuỷ sản Việt Nam ngày càng vấp phải sự cạnh tranh mạnh mẽ của các thị trường, đòi hỏi các doanh nghiệp phải ngày càng nâng cao chất lượng sản phẩm nhằm gia tăng giá trị xuất khẩu, cạnh tranh với sản phẩm từ các thị trường khác.

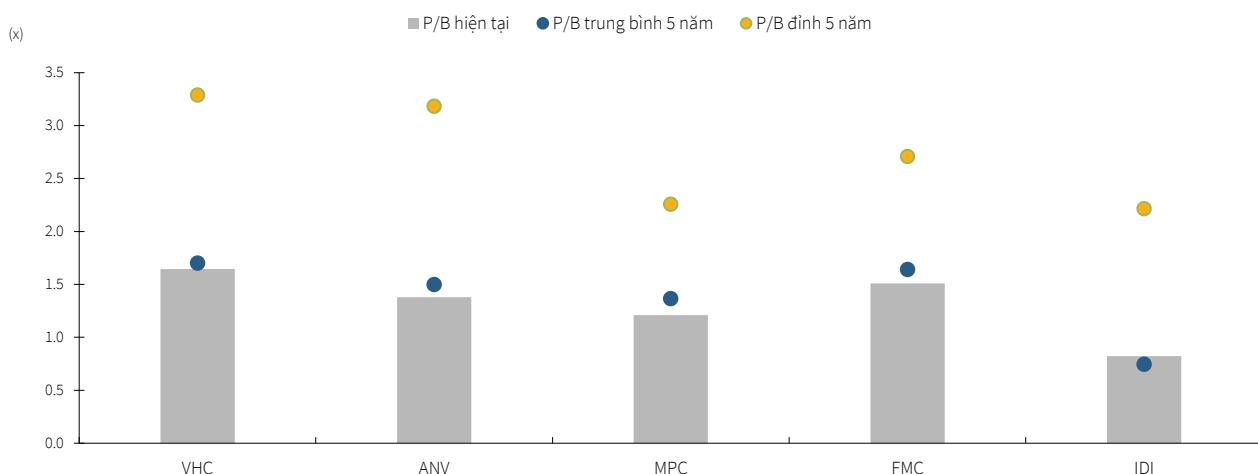
Khuyến nghị NĂM GIỮ các cổ phiếu đầu ngành và theo dõi các cổ phiếu có câu chuyện riêng

Đối với ngành tôm, dự báo nguồn cung tôm từ các nước lớn như Việt Nam, Ecuador, Ấn Độ sẽ bắt đầu thu hẹp trong 1H2024 do người dân thu hẹp diện tích thả nuôi vì thua lỗ. Nhu cầu được dự báo hồi phục trở lại kể từ 2H2024, khi áp lực lạm phát hạ nhiệt, lượng hàng tồn kho tại các nhà nhập khẩu giảm. Với nguồn cung thu hẹp tại các nước sản xuất tôm lớn cùng với nhu cầu hồi phục, kỳ vọng giá tôm xuất khẩu được kỳ vọng sẽ tăng trong 2H2024. Đối với các cổ phiếu ngành tôm, kỳ vọng hồi phục tại các thị trường sẽ giúp các cổ phiếu có sự phục hồi về doanh thu và lợi nhuận. Một vài cổ phiếu có câu chuyện riêng có thể theo dõi như FMC khi doanh nghiệp này hoàn thiện nhà máy Tam An và Sao Ta 2, nâng sản lượng chế biến thêm 26% sẽ giúp doanh nghiệp hưởng lợi khi nhu cầu và giá xuất khẩu hồi phục.

Đối với ngành cá tra, dự báo lạm phát tại các thị trường chính như Trung Quốc và Mỹ hạ nhiệt cùng với lượng hàng tồn kho giảm sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ hồi phục kể từ 2H2024. Các cổ phiếu ngành cá tra sẽ hồi phục theo xu hướng chung của ngành, chúng tôi khuyến nghị nắm giữ những cổ phiếu đầu ngành như VHC, ANV kỳ vọng sẽ có sự phục hồi kể từ 2H2024 giúp các cổ phiếu này có xúc tác tăng giá.

Về mặt bằng định giá, đa số các cổ phiếu thuỷ sản đều đã có nhịp tăng phản ánh kỳ vọng hồi phục dịp cuối năm, hiện tại mặt bằng P/B các cổ phiếu đều đang ở gần vùng trung bình 5 năm. Với triển vọng hồi phục thận trọng trong năm 2024, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với các cổ phiếu thuỷ sản.

Biểu đồ 7. P/B của các cổ phiếu thuỷ sản



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cảng, Vận tải biển

Kỳ vọng hồi phục

Sản lượng hàng qua cảng phục hồi đều về cuối năm dù vẫn ở mức thấp hơn cùng kỳ

Ngành cảng biển vẫn đang phải đối mặt với nhiều khó khăn trong 2023 do kinh tế thế giới bất ổn, sản lượng hàng bắt đầu sụt giảm mạnh từ cuối 2022 đến 2Q2023 mới bắt đầu có sự phục hồi chậm trở lại. Sự hồi phục sản lượng hàng qua cảng đến từ: (1) mức nền thấp cuối năm 2022 và (2) kim ngạch xuất nhập khẩu tăng liên tục từ tháng 4 đến nay, trong đó từ tháng 9 đã ghi nhận tăng trưởng dương so với cùng kỳ 2022, tác động tích cực đến sản lượng hàng thông qua cảng.

Kết quả kinh doanh (KQKD) doanh nghiệp cảng biển có xu hướng tăng trưởng nhẹ trong khi KQKD của nhóm vận tải biển giảm bằng lần so với 2022

Hầu hết các doanh nghiệp cảng biển đều có doanh thu đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ 2022, tuy nhiên biên gộp dịch vụ cảng biển cải thiện do hầu hết các công ty cảng đều tiến hành tối ưu hóa chi phí để bù đắp phần nào cho sự sụt giảm về sản lượng, kéo theo LNST của doanh nghiệp đi ngang hoặc tăng nhẹ. Trong đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải biển giảm bằng lần so với 2022 do sự sụt giảm cả về giá và nhu cầu vận tải hàng hóa.

Tuy chưa hoàn toàn hồi phục, ngành cảng biển vẫn có triển vọng tăng trưởng tích cực trong 2024

Chúng tôi kì vọng các doanh nghiệp cảng biển Việt Nam sẽ tiếp tục giữ đà phục hồi tích cực đến từ: (1) triển vọng XNK khả quan do cầu từ thị trường Mỹ và Trung Quốc hồi phục, (2) vốn FDI dự kiến tiếp tục duy trì đà tăng và (3) giá dịch vụ cảng biển dự kiến tăng tối thiểu 5-10% trong 2024.

Chúng tôi duy trì nhận định Trung Lập với khối doanh nghiệp vận tải biển: (1) sản lượng vận tải tăng nhẹ, (2) giá giao ngay dự kiến tăng trong ngắn hạn, tuy nhiên chưa có dấu hiệu phục hồi trong dài hạn và (3) hoạt động cho thuê tàu vẫn đình trệ do lo ngại dư cung.

Trung lập

Khuyến nghị

GMD	MUA
Giá mục tiêu	81,800VND
HAH	MUA
Giá mục tiêu	48,600VND

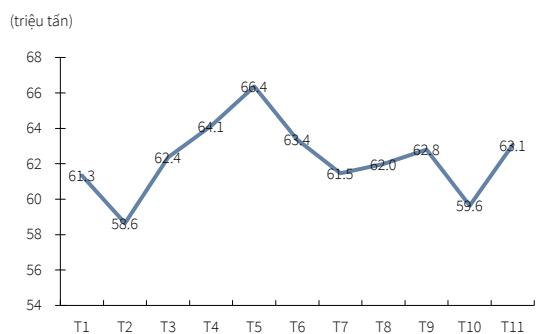
KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

Tổng sản lượng hàng container thông qua cảng đang trên đà phục hồi về nửa cuối năm dù vẫn ở mức thấp hơn so với cùng kỳ

Theo thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam, lũy kế 11 tháng đầu năm 2023, tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt 694 triệu tấn (+4% yoy). Trong đó sản lượng hàng nhập khẩu ghi nhận 164 triệu tấn (+1% yoy), sản lượng hàng xuất khẩu đạt 203 triệu tấn (+7% yoy) và sản lượng vận tải nội địa đạt 324 triệu tấn (+4% yoy). Sản lượng hàng container thông qua toàn hệ thống cảng Việt Nam đạt 22.6 triệu Teu, giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ 2022 – tốc độ giảm đã chậm lại đáng kể so với mức giảm 3% yoy 9T2023 và mức giảm đến 15% ghi nhận cho 1Q2023.

Sự hồi phục sản lượng hàng qua cảng đến từ (1) mức nền thấp ở cuối năm 2022 và (2) kim ngạch xuất nhập khẩu tăng liên tục từ tháng 4 đến nay trong đó từ tháng 9 đã ghi nhận tăng trưởng dương so với cùng kỳ 2022, tác động tích cực đến sản lượng hàng thông qua cảng.

Biểu đồ 1. Tổng sản lượng hàng qua cảng Việt Nam

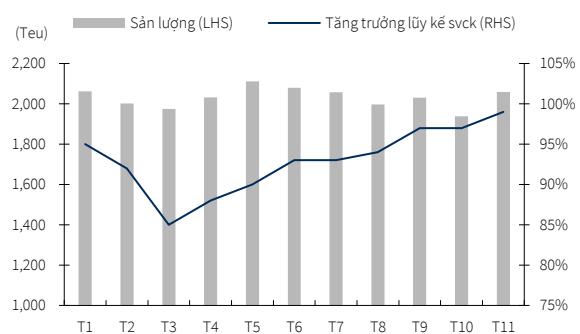


Nguồn: VPA, KBSV

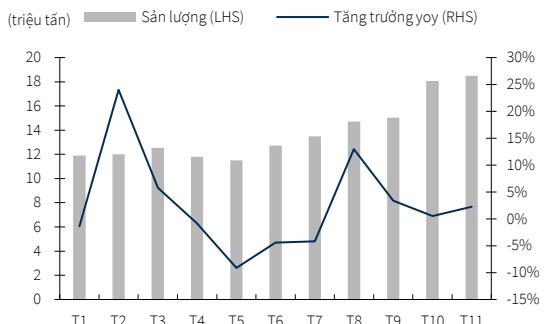
Sản lượng hàng thông qua cảng có sự biến động khác nhau ở các khu vực

Lũy kế 11 tháng đầu năm 2023, sản lượng hàng qua cảng khu vực Cái Mép Thị Vải có sự tăng trưởng đáng kể so với khu vực Hải Phòng. Cụ thể, sản lượng hàng qua cảng khu vực Hải Phòng ghi nhận 150 triệu tấn (+0.6% yoy) trong khi sản lượng hàng qua cảng khu vực Cái Mép – Thị Vải đạt 69.5 triệu tấn (+5.2% yoy). Nhìn lại lũy kế 6 tháng đầu năm, sản lượng hàng qua cảng khu vực Cái Mép có sự sụt giảm mạnh tới 24% svck so với mức giảm 5% svck ở phía Bắc. Sự sụt giảm mạnh vào nửa đầu năm và sự cải thiện nhanh chóng trong nửa cuối năm của khối cảng Cái Mép đến từ (1) sự thay đổi từ hàng tồn kho cũng nhu cầu từ thị trường Mỹ - thị trường chính mà các tuyến tàu tại Cái Mép phục vụ (chỉ số hàng tồn kho đầu năm ở mức cao do việc đẩy mạnh nhập hàng diễn ra trong 2022 vì lo ngại đứt gãy chuỗi cung ứng, dẫn đến nhu cầu nhập hàng suy giảm, tuy nhiên đã dần về mức bình thường vào cuối năm) và (2) các cảng khu vực Hải Phòng chủ yếu phục vụ tàu chạy các tuyến nội Á, chịu ít biến động hơn.

Biểu đồ 2. Tổng sản lượng container qua cảng biển Việt Nam

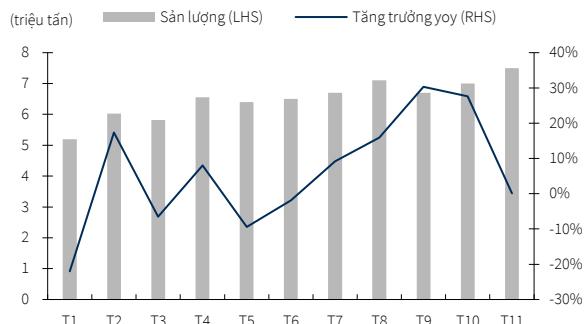


Nguồn: VPA, KBSV

Biểu đồ 3. Sản lượng hàng qua cụm cảng Hải Phòng

Nguồn: Tổng cục thống kê Hải Phòng, KBSV

Giá cước vận tải liên tục giảm từ cuối 2022 đến nay, về mức thấp hơn trung bình trước đại dịch vào tháng 10 trước khi hồi phục nhẹ vào 2 tháng cuối năm

Biểu đồ 4. Sản lượng hàng qua cụm cảng Cái Mép Thị Vải

Nguồn: Tổng cục thống kê BR-VT, KBSV

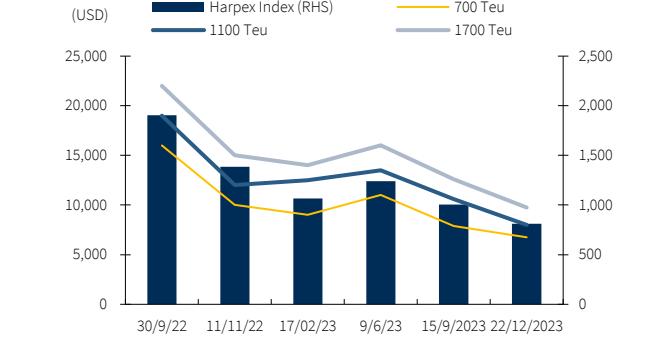
Theo chỉ số giá cước vận tải Drewy, giá cước vận tại giao ngay liên tục tạo đáy mới từ cuối 2022 cho đến tháng 10 năm nay, chạm mức 1,342 USD/40ft (-37% YTD), thấp hơn 6% so với giá trung bình trước COVID 19. Xu hướng giảm của giá cước vận tải đến từ (1) nhu cầu tiêu dùng trên toàn cầu giảm sút do chính sách tiền tệ thắt chặt chặt để kiểm soát lạm phát tăng cao, đặc biệt từ các thị trường lớn như Mỹ và châu Âu và (2) lo ngại dư cung xảy ra khi số tàu đóng mới từ nay đến 2024 ở mức cao.

Gần đây, giá cước vận tải giao ngay đang có xu hướng hồi phục dù vẫn ở mức thấp, tăng khoảng 23% trong vòng 2 tháng do lo ngại khủng hoảng chuỗi cung ứng do căng thẳng chiến sự ở Biển Đỏ.

Biểu đồ 5. Chỉ số giá cước vận tải Drewy (USD/40ft)

Nguồn: GSO, KBSV

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp cảng và vận tải biển có sự phân hóa

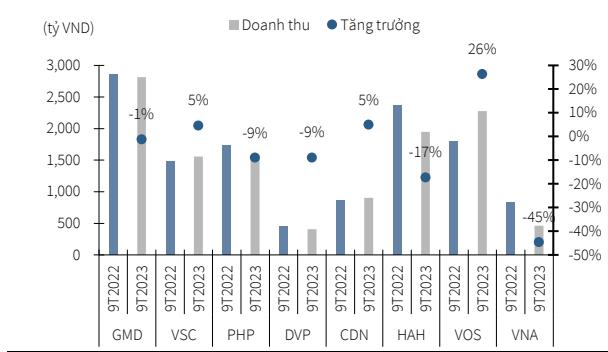
Biểu đồ 6. Chỉ số giá cho thuê T/C Harper cho size tàu cỡ nhỏ

Nguồn: GSO, KBSV

Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp cảng và vận tải biển có sự phân hóa. Hầu hết các doanh nghiệp cảng biển đều có doanh thu đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ 2022 do (1) sản lượng hàng qua cảng sau giữa năm đã bắt đầu phục hồi nhưng vẫn chậm, tổng sản lượng hàng thấp hơn cùng kì 2022 và (2) mức tăng giá dịch vụ cảng không đáng kể do cạnh tranh ở khu vực cảng Hải Phòng vẫn cao. Tuy nhiên biên gộp dịch vụ cảng biển cải thiện do hầu hết các công ty cảng đều tiến hành tối ưu hóa chi phí để bù đắp phần nào cho sự sụt giảm về sản lượng, kéo theo LNST của doanh nghiệp đi ngang hoặc tăng nhẹ, loại trừ GMD tăng trưởng mạnh do ghi nhận lợi nhuận đột biến và VSC tăng trưởng âm 64% do chi phí lãi vay tăng vọt.

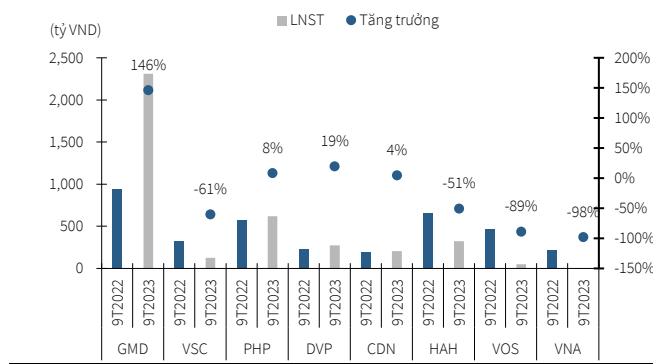
Bên cạnh đó, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp vận tải biển giảm bằng lần so với 2022 do (1) mức giá vận tải giao ngay giảm liên tục từ cuối 2022 về mức đáy 3 năm, (2) mức nền cao nửa đầu 2022 khi KQKD các doanh nghiệp vận tải đạt đỉnh và (3) hầu hết các tàu cho thuê với giá cao trong 2022 đã được thu về trong 2023 và chưa thể cho thuê lại do tình trạng dư cung; (4) giá tàu cho thuê định hạn đang trên đà giảm từ cuối 2022 và liên tục tạo đáy mới.

Biểu đồ 7. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp cảng biển & vận tải biển



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 8. Tăng trưởng LNST các doanh nghiệp cảng biển & vận tải biển



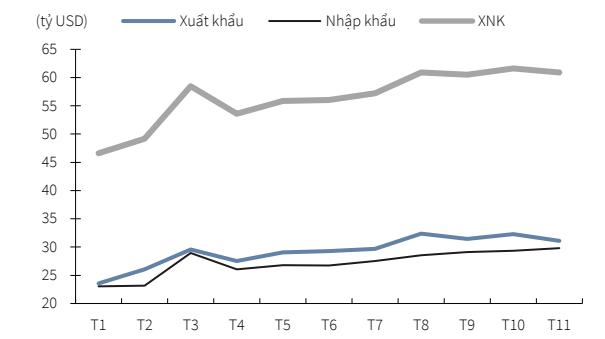
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Tuy vẫn còn nhiều khó khăn trước mặt, chúng tôi kì vọng sản lượng hàng hóa qua hệ thống cảng biển Việt Nam sẽ tiếp tục giữ đà phục hồi tích cực

Trong 2024, ngành cảng biển dự kiến sẽ vẫn đối mặt với nhiều khó khăn do chịu ảnh hưởng từ những bất ổn kinh tế thế giới, tuy nhiên chúng tôi kì vọng sản lượng hàng qua cảng biển Việt Nam vẫn diễn biến tích cực nhờ:

- Kim ngạch XNK dự kiến vẫn giữ được đà tăng dù khá chậm, động lực chính theo báo cáo của Công ty Vận tải Toàn cầu Maersk đến từ việc hồi phục tiêu dùng từ Mỹ và Trung Quốc. Chỉ số hàng tồn kho tại Mỹ đã quay lại mức bình thường sau khi duy trì ở mức cao hồi đầu năm, tình trạng cắt giảm đơn hàng do hàng tồn kho cao sẽ không còn nữa nên dù việc hồi phục tiêu dùng là chưa đáng kể, 2024 vẫn sẽ ghi nhận sự tăng trưởng lớn về sản lượng đặc biệt trong nửa đầu năm (do mức nền thấp 1H2023).
- Vốn FDI cũng đang trên đà tăng trở lại, cùng với việc Việt Nam tham gia nhiều hiệp định thương mại, ký kết các văn bản hợp tác song phương với Hàn Quốc, Mỹ và Trung Quốc trong thời gian gần đây cho thấy tiềm năng lớn hơn của giao thương quốc tế trong thời gian tới.
- Sự hỗ trợ tích cực của nhà nước trong việc giải ngân đầu tư công, cung cấp hệ thống cảng các khu vực cũng như xây dựng cơ sở hạ tầng kết nối cảng sẽ giúp doanh nghiệp tăng lợi thế cạnh tranh, thu hút được nhiều đối tác cũng như tối ưu hóa năng lực hoạt động doanh nghiệp.

Biểu đồ 9. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam 2023

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Giá dịch vụ cảng biển dự kiến tăng tối thiểu 5-10% trong 2024

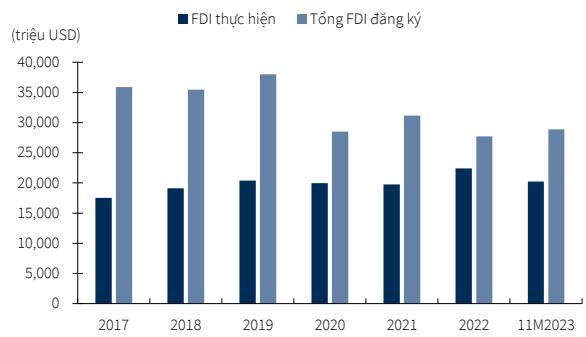
Giá dịch vụ cảng biển những năm gần đây đều tăng từ 3 – 10%/năm tùy vào từng hạng mục dịch vụ. Chúng tôi kì vọng mức tăng sẽ tiếp tục duy trì ở ngưỡng tối thiểu 5-10% trong 2024 do:

- Giá dịch vụ cảng biển tại Việt Nam đang ở mức thấp hơn rất nhiều so với các nước khác trong khu vực. Cụ thể, giá cước cảng Việt Nam ở mức thấp hơn 30% so với Singapore, 60% so với Thái Lan, 35% so với Trung Quốc, mức chênh lệch còn lớn hơn với các cảng nước sâu. Điều này cho thấy dư địa tăng giá dịch vụ cảng của Việt Nam còn nhiều.
- Tình trạng cạnh tranh kéo dài trong nhiều năm nay ở khu vực cảng Hải Phòng có xu hướng giảm bớt, cạnh tranh về giá bớt gay gắt hơn. Trong 3 – 4 năm tới tại khu vực cảng Hải Phòng chỉ có thêm Nam Đình Vũ 3 và cảng nước sâu của HITC sẽ được đưa thêm vào sử dụng, trong khi đó hầu hết các cảng thương nguồn đều đang tiến hành chuyển mục đích sử dụng do năng lực cạnh tranh giảm, kéo theo giảm số cảng hoạt động tại Hải Phòng.
- Dự thảo thay thế Thông tư 54/2018/TT-BGTVT dự kiến sẽ được áp dụng từ đầu 2024, kì vọng sẽ tác động tích cực đến giá cước cảng. Theo đó dự thảo đề xuất tăng giá dịch vụ xếp dỡ container từ 01/01/2024. Cụ thể khung giá dịch vụ bốc dỡ nội địa được đề xuất tăng từ 8 – 10% so với mức giá cũ, khung bốc dỡ container xuất nhập khẩu được đề xuất tăng giá sàn lên 10%. Đáng chú ý, dự thảo Thông tư còn có quy định riêng về giá dịch vụ bốc dỡ container cho nhóm cảng biển nước sâu. Với cầu, bến cảng đón tàu trọng tải từ 160,000 DWT trở lên, doanh nghiệp được phép áp dụng khung giá bốc dỡ container bằng 110% khung giá quy định. Các doanh nghiệp sở hữu cảng xanh và cảng nước sâu sẽ hưởng lợi nhiều nhất nếu dự thảo được thông qua.

Triển vọng tăng trưởng của các doanh nghiệp cảng biển chưa rõ ràng: (1) sản lượng vận tải tăng nhẹ, (2) giá giao ngay dự kiến tăng trong ngắn hạn, tuy nhiên chưa có dấu hiệu phục hồi trong dài hạn và (3) hoạt động cho thuê tàu vẫn đình trệ do lo ngại dư cung

Chúng tôi duy trì nhận định Trung Lập với các doanh nghiệp vận tải biển do:

- Về sản lượng hàng vận tải, hiện vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt, tuy nhiên với kì vọng tích cực về sản lượng xuất nhập khẩu nhờ phục hồi về cầu từ các nền kinh tế lớn như Mỹ và Trung Quốc, sản lượng vận tải kì vọng sẽ có sự tăng trưởng nhẹ.
- Về giá vận tải giao ngay, mức giá cước trong 2023 đã xuống đến mức thấp hơn trung bình giá cước trước Covid, tăng kì vọng về việc đã tạo đáy trong 2023 và sẽ hồi phục trở lại vào 2024. Giá cước giao ngay đang trên đà phục hồi trong 2 tháng cuối năm do những cảng thăng ở

Biểu đồ 10. FDI đăng ký mới và FDI thực hiện

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biển Đỏ. Lo ngại về khủng hoảng chuỗi cung ứng dự kiến sẽ đẩy giá vận tải tăng trong ngắn hạn. Tuy nhiên, giá cho thuê tàu định hạn vẫn đang ở mức thấp cho thấy thế giới vẫn chưa có kì vọng về sự hồi phục của ngành vận tải trong dài hạn.

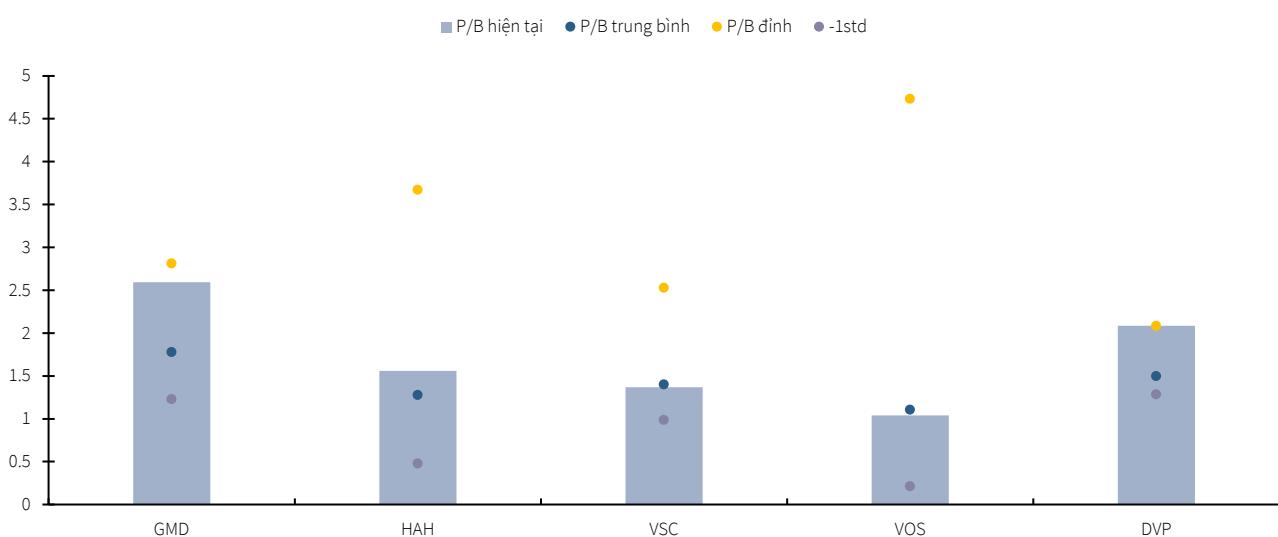
- Thị trường tàu tự vận hành và cho thuê tàu định hạn dự kiến cũng sẽ chịu tác động về lo ngại dư cung khi hiện nay số tàu đóng mới được giao ngày càng nhiều trong khi nhu cầu vận tải chưa thực sự hồi phục.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP với nhóm cổ phiếu Cảng và vận tải biển

Về nhóm doanh nghiệp cảng biển, chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh thời gian tới sẽ có sự phân hóa. Như đã nêu ở trên, các doanh nghiệp sở hữu cảng ở khu vực Cái Mép – Thị Vải sẽ có sự hồi phục mạnh nhất so với khối cảng miền Bắc và TP.HCM do mức nền thấp nửa đầu 2023, cùng với sự thay đổi rõ rệt đến từ hàng tồn kho Mỹ - thị trường chính của khối cảng ở BR-VT. Các doanh nghiệp lớn cũng sẽ được hưởng lợi nhiều nhất khi dự thảo thay thế Thông tư 54 có hiệu lực, do mức tăng giá cao nhất được áp dụng cho cảng xanh và cảng nước sâu. Chúng tôi đánh giá GMD là doanh nghiệp duy trì được đà tăng trưởng mạnh và ổn định trong thời gian tới.

Với nhóm cổ phiếu vận tải biển, chúng tôi duy trì nhận định TRUNG LẬP về triển vọng tăng trưởng ngành khi mà (1) giá cước vận tải vẫn đang ở mức thấp hơn đại dịch, mức hồi phục chưa đáng kể và cũng chưa có động lực tăng trưởng rõ ràng trong thời gian tới, (2) giá cho thuê tàu vẫn đang tiếp tục tạo đáy mới do nhu cầu vận tải suy giảm và lo ngại về dư cung khi tàu đóng mới về ngày càng nhiều. Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp vận tải biển vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục, nhà đầu tư chỉ nên xem xét đầu tư với các mã cổ phiếu có cơ bản vững như HAH, VOS khi cổ phiếu về mức giá hấp dẫn.

Biểu đồ 11. P/B của các cổ phiếu cảng và vận tải biển



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

07/12/2023

CTCP Gemadept (GMD)

Triển vọng tích cực về cuối năm

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

3Q2023 doanh thu thuần của GMD đạt 998 tỷ VND (+1% yoy), LNST ghi nhận 338 tỷ VND (+18% yoy)

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD kì vọng tiếp tục đà hồi phục từ đầu năm dù vẫn thấp hơn so với cùng kì 2022

Giá dịch vụ cảng GMD giữ nguyên đến cuối năm, dự kiến tăng từ 5-10% trong 2024

Tháng 11/2023, GMD thông qua nghị quyết chuyển nhượng toàn bộ cổ phần tại CTCP Cảng Nam Hải

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 81,800 VND/cổ phiếu

GMD ghi nhận doanh thu 3Q2023 998 tỷ VND (+1% yoy). Trong đó, hoạt động khai thác cảng vẫn đóng vai trò mảng kinh doanh cốt lõi với 780 tỷ VND đóng góp 78% cho tổng doanh thu GMD. Lũy kế 9 tháng đầu năm, Gemadept ghi nhận doanh thu 2,812 tỷ VND (-1% yoy), LNST ghi nhận 2,310 tỷ VND (+145% yoy).

Sản lượng hàng qua các cảng GMD có xu hướng tăng trưởng đều từ đầu năm đến nay dù vẫn thấp hơn mức sản lượng cùng kì 2022. Xu hướng phục hồi kì vọng tiếp tục trong thời gian tới do: (1) kim ngạch XNK giữ đà tăng do phục hồi cầu tiêu dùng từ Mỹ và châu Âu, (2) GMD liên tục đón thêm nhiều tuyến tàu mới và (3) những nỗ lực nâng cao năng lực khai thác của GMD củng cố vị thế đầu ngành thu hút đầu tư.

Sau đợt tăng giá dịch vụ cảng từ đầu năm, GMD không có đợt tăng giá nào mới. Giá dịch vụ cảng GMD dự kiến sẽ điều chỉnh tăng 5-10% vào đầu năm tới. Mức tăng sẽ cao hơn sau khi dự thảo thay thế Thông tư 54/2018/TT-BGTVT về tăng cước phí cảng biển được thông qua.

Đầu tháng 11, GMD vừa công bố nghị quyết về việc sẽ chuyển nhượng toàn bộ cổ phần nắm giữ tại CTCP Cảng Nam Hải. Việc chuyển nhượng này sẽ đem về nguồn tiền cho GMD tập trung đầu mở rộng Nam Đình Vũ và Gemalink.

Dựa trên triển vọng doanh nghiệp và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu là 81,800 VND/cổ phiếu, cao hơn 16.2% so với giá đóng cửa ngày 07/12/2023.

Mua duy trì

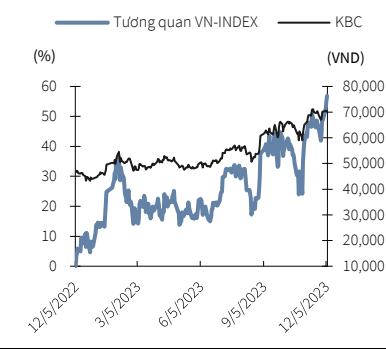
Giá mục tiêu	81,800VND
Tăng/giảm (%)	16.2%
Giá hiện tại (07/12/2023)	70,400VND
Giá mục tiêu đồng thuận	86,000VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ triệu USD)	21.5/887

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	90%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	99.2/4.08
Sở hữu nước ngoài (%)	48.89%
Cổ đông lớn	Công ty TNHH SSJ Consulting (9.7%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7	14	45	51
Tương đối	6	23	44	49

Dự phỏng KQKD & định giá

	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,206	3,916	3,991	4,697
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	861	1,357	3,458	2,010
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	612	995	2,581	1,487
EPS (VND)	1,869	3,037	8,563	4,935
Tăng trưởng EPS	63%	62%	182%	-42%
P/E (x)	24.3	23.2	8.2	14.3
P/B (x)	2.0	1.7	2.1	1.9
ROE	10.2%	14.6%	27.3%	15.5%
Tỷ suất cổ tức	2.0%	2.0%	2.8%	0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

21/09/2023

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An(HAH)

Liên tục mở rộng các tuyến vận tải mới

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

2Q2023, HAH ghi nhận doanh thu thuần đạt 611 tỷ VND (-34% yoy), LNST đạt 80 tỷ VND (-75% yoy)

Khai thác tàu dự kiến vẫn chưa thể hồi phục trong năm nay khi mà (1) cầu vận tải vẫn đang ở mức thấp, (2) giá cước vận tải đang ở vùng đáy và chưa có dấu hiệu khởi sắc

HAH đang đầu tư đóng mới 3 tàu với tổng vốn đầu tư dự kiến lên đến 2,000 tỷ VND

Khai thác cảng sẽ là nguồn thu ổn định cho HAH khi thị trường vận tải container gặp khó như hiện nay

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 48,600 VND/cổ phiếu

2Q2023, HAH ghi nhận doanh thu 611 tỷ VND (-34% yoy), doanh thu giảm cả ở mảng cảng và khai thác tàu do mức nền cao 2Q2022 cũng như sự sụt giảm cả về cầu và giá cước vận tải. LNST 2Q2023 đạt gần 80 tỷ VND (-75% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm, HAH ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt 1,267 tỷ VND và 216 tỷ VND, hoàn thành 43% và 44% doanh thu và lợi nhuận kế hoạch 2023 HAH đặt ra.

Chúng tôi dự kiến lợi nhuận của cả mảng tàu tự vận hành và cho thuê tàu đều duy trì ở mức thấp từ nay cho đến cuối năm. Cầu vận tải vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi khi kinh tế thế giới vẫn đang bất ổn, giá cước vận tải tiếp tục duy trì ở mức thấp do (1) cầu vận chuyển hàng hóa thấp, (2) cung tàu tăng gây lo ngại dư thừa khi ngày càng nhiều tàu đóng mới hoàn thiện.

HAH đang sở hữu đội tàu 11 chiếc với tổng trọng tải lên đến gần 16,000 Teu. Công ty định hướng tiếp tục tập trung phát triển đội tàu, hiện đang đặt đóng mới 3 tàu Bangkok Mark cỡ 1,700 Teu. Dự kiến tháng 11/2023, HAH sẽ đón về chiếc tàu đóng mới đầu tiên.

Khai thác cảng 2023 kì vọng sẽ vẫn đem lại lợi nhuận ổn định cho HAH khi mà nguồn cung hàng cho cảng Hải An được đảm bảo bởi chính đội tàu HAH cũng như từ SM Lines, giá dịch vụ cảng cũng được điều chỉnh tăng ở một số hạng mục.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HAH – giá mục tiêu 48,600 VND/cổ phiếu, tương đương với mức sinh lời 23% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2023.

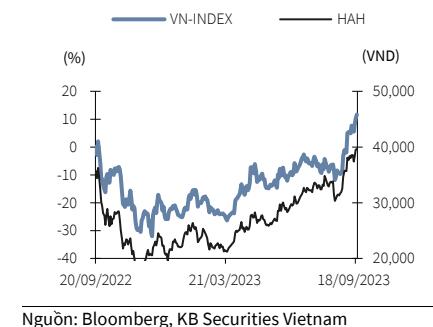
Mua duy trì

Giá mục tiêu	48,600 VND
Tăng/giảm (%)	23%
Giá hiện tại (21/09/2023)	39,500 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	34,600 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	4,168/171

Dữ liệu giao dịch		Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu (%)			
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	87.3%		1M	3M	6M	12M
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/tỷ USD)	90,686/3.72	Tuyệt đối	31	-10	23	-26
Sở hữu nước ngoài (%)	4.51%	Tương đối	28	-19	6	-25
Cổ đông lớn	CTCP Đầu tư & Vận tải Hải Hà (14.5%)					

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	1,955	3,206	2,627	2,718
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	642	1,300	512	707
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	446	822	337	464
EPS (VND)	8,750	11,306	3,190	4,395
Tăng trưởng EPS	220%	29%	-72%	38%
P/E (x)	3.7	3.5	12.4	9.0
P/B (x)	1.7	0.8	1.5	1.4
ROE	28.9%	36.1%	12.7%	15.4%
Tỷ suất cổ tức	2%	2%	8%	3%



Khu công nghiệp

Triển vọng tích cực trong 2024

Mặt bằng giá thuê KCN tiếp tục đà tăng trưởng, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

Vào quý 3/2023, tỷ lệ lấp đầy trung bình của các KCN tại các tỉnh cấp 1 phía Bắc và phía Nam lần lượt ghi nhận ở mức 80.2% và 91.8%. Giá thuê đất công nghiệp tiếp tục tăng ở cả miền Bắc và miền Nam do nhu cầu khả quan. Tại quý 3 vừa qua, giá cho thuê trung bình cho thị trường Cấp 1 ở miền Bắc đạt 131 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+12% yoy) và ở miền Nam đạt 189 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+13% yoy).

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp khu công nghiệp 9T2023 đều có xu hướng được cải thiện

Doanh thu cho thuê đất của hầu hết các doanh nghiệp BĐS KCN năm nay đều giảm so với cùng kỳ, trừ các doanh nghiệp có quỹ đất sạch sẵn sàng cho thuê lớn như KBC, SIP ghi nhận tăng trưởng mạnh trong 2023 chủ yếu do tiến độ giao đất chậm vì vướng mắc pháp lý. Tuy nhiên về biên lãi gộp, các doanh nghiệp trong ngành đều có sự mở rộng so với cùng kỳ do giá thuê đất KCN trung bình đã tăng từ 8-13% so với 2022.

Nguồn cung đất mới ở phía Nam dự kiến vẫn ở mức hạn chế, nguồn cung đất mới ở phía Bắc dồi dào hơn

Nguồn cung ở phía Nam dự kiến vẫn hạn chế trong 2024, ước tính chỉ tăng thêm khoảng 200 – 300 ha, chủ yếu tại khu vực tỉnh Long An. Nguồn cung đất KCN ở phía Bắc sẽ tích cực hơn khi mà hiện tại tỷ lệ lấp đầy ở các tỉnh phía Bắc mới chỉ ở mức trên 80% (trong khi ở miền Nam đang là 92%), nguồn cung mới trong 2024 dự kiến đạt 400 – 500ha.

Chúng tôi đánh giá tình hình chung của ngành BĐS KCN là khá khả quan trong 2024

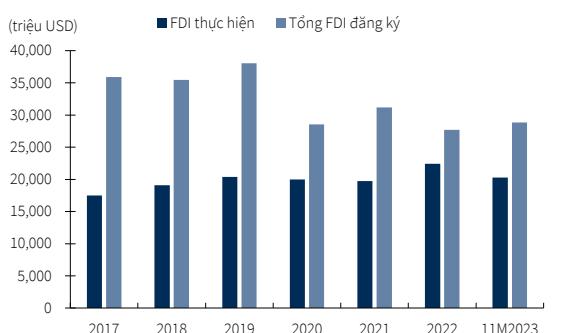
Trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt, ngành BĐS KCN vẫn đang sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn đến từ: (1) vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục đà tăng cho thấy nhu cầu thuê đất KCN vẫn ở mức cao, (2) CSHT được đẩy mạnh đầu tư và (3) giá cho thuê đất KCN dự kiến tiếp tục tăng từ 6-12% trong 2024.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

11 tháng đầu 2023, tổng FDI vào Việt Nam đạt 28.85 tỷ USD (+14.8% yoy)

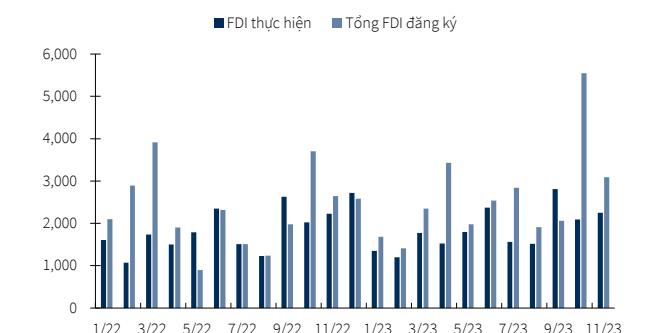
Sau một thời gian chững lại vào hồi đầu năm nay, vốn FDI vào Việt Nam đã quay trở lại đà tăng trưởng mạnh. Lũy kế 11 tháng đầu năm 2023, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 28.85 tỷ VND (+14.8% yoy). Trong đó, tổng vốn đăng ký cấp mới đạt 16.4 tỷ VND (+42.4% yoy), số dự án mới được cấp giấy chứng nhận đầu tư ghi nhận 2,865 dự án (+58.1% yoy).

Biểu đồ 2. FDI đăng ký và thực hiện từ 2012



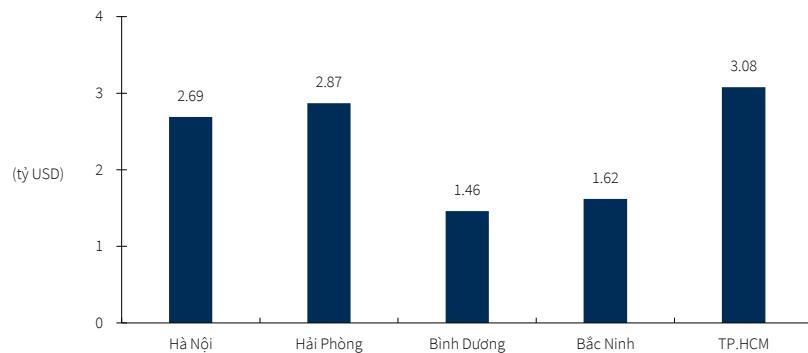
Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 3. FDI đăng ký và thực hiện theo tháng (triệu USD)



Nguồn: GSO, KBSV

Biểu đồ 3. Tình hình đầu tư nước ngoài tại một số địa phương (tỷ USD)



Nguồn: GSO, KB Securities Vietnam tổng hợp

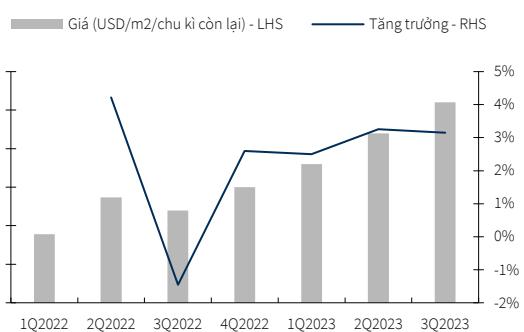
Mặt bằng giá thuê KCN tiếp tục đà tăng trưởng, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao

Theo báo cáo của CBRE, tỷ lệ lấp đầy trung bình của các KCN tại các tỉnh cấp 1 phía Bắc và phía Nam lần lượt ghi nhận ở mức 80.2% và 91.8%. Tổng diện tích đất hấp thụ trên cả nước 9 tháng đầu năm 2023 là 1,180 ha, cao hơn so với mức hấp thụ của cả năm 2022.

- Phía Bắc: thị trường tiếp tục ghi nhận các giao dịch lớn từ khách thuê ngành sản xuất nhựa, dệt may, kính áp tròng, diện tích đất hấp thụ đạt hơn 700 ha
- Phía Nam: diện tích đất hấp thụ công nghiệp đạt 480 ha từ các giao dịch chủ yếu đến từ các doanh nghiệp Trung Quốc, Nhật Bản với nhiều ngành nghề như cơ khí, hóa chất, nhựa, cao su, điện tử.

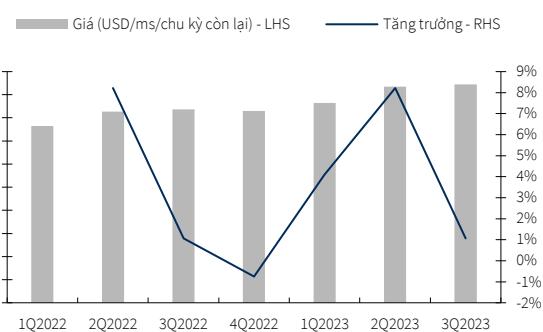
Giá thuê đất công nghiệp tiếp tục tăng ở cả miền Bắc và miền Nam do nhu cầu khả quan. Tại quý 3 vừa qua, giá cho thuê trung bình cho thị trường Cấp 1 ở miền Bắc đạt 131 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+12% yoy) và ở miền Nam đạt 189 USD/m²/kỳ hạn còn lại (+13% yoy).

Biểu đồ 4. Giá trung bình đất KCN miền Bắc các tỉnh cấp 1



Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 5. Giá trung bình đất KCN miền Nam các tỉnh cấp 1

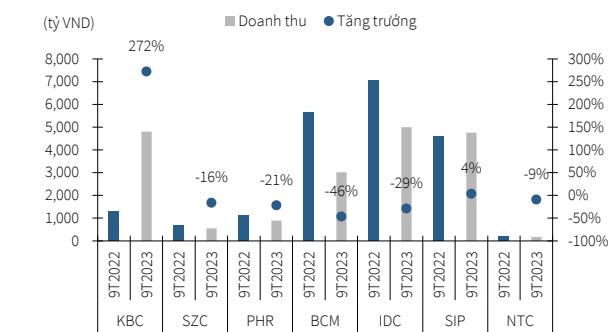


Nguồn: CBRE, KBSV

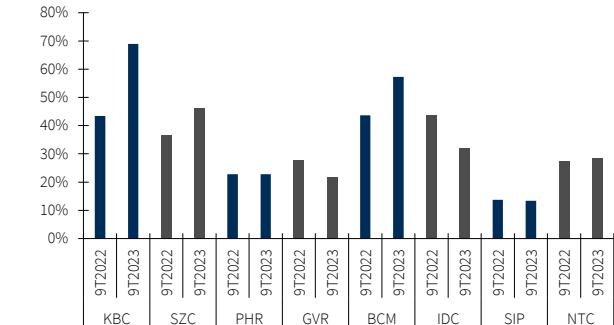
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp khu công nghiệp 9T2023 có sự phân hóa, tuy nhiên đều có xu hướng cải thiện biên lợi nhuận gộp

Dù lượng MOU đã ký kết từ 2022 có xu hướng tăng, tuy nhiên tốc độ bàn giao đất chậm hơn dự kiến đã kéo lùi kết quả kinh doanh của hầu hết các khu công nghiệp chủ yếu là do: (1) quy trình cấp giấy chứng nhận cho các dự án của doanh nghiệp kéo dài, (2) vướng mắc ở mặt thủ tục pháp lý, tiến độ phê duyệt các dự án KCN và GPMB còn chậm và gặp nhiều khó khăn dẫn đến việc giao đất muộn. Vì vậy doanh thu cho thuê đất của hầu hết các doanh nghiệp BĐS KCN năm nay đều giảm so với cùng kỳ, trừ các doanh nghiệp có quỹ đất sạch sẵn sàng cho thuê lớn như KBC, SIP ghi nhận tăng trưởng mạnh trong 2023.

Về biên lãi gộp, các doanh nghiệp trong ngành đều có sự mở rộng so với cùng kỳ do giá thuê đất KCN trung bình đã tăng từ 8-13% so với 2022 (trừ GVR biên gộp giảm do tỷ trọng doanh thu mảng cao su hồi phục mạnh). Tuy nhiên biên lãi ròng lại có xu hướng giảm so với 2022 do chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng.

Biểu đồ 6. Tăng trưởng doanh thu các DN BDS KCN

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 7. Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp BDS KCN

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

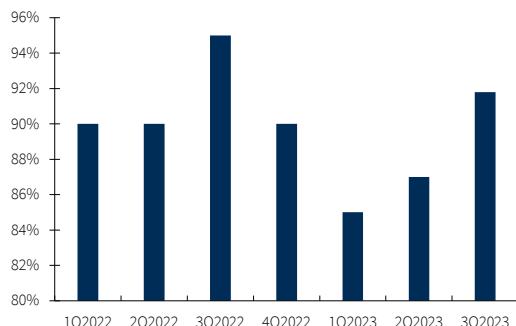
Chúng tôi đánh giá tình hình chung của ngành BDS KCN là khá khả quan trong 2024: (1) vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục đà tăng cho thấy nhu cầu đất thuê KCN vẫn ở mức cao và (2) CSHT được đẩy mạnh đầu tư

Trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ rệt, ngành BDS KCN vẫn đang sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn đến từ:

- Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của nguồn vốn FDI do: (1) xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc vẫn đang tiếp tục, (2) hàng loạt các hiệp định thương mại tự do Việt Nam tham gia cũng như việc nâng cấp mối quan hệ với Mỹ, các văn bản hợp tác chiến lược với các quốc gia Hàn Quốc, Trung Quốc ký kết trong nửa cuối 2023 hứa hẹn về nguồn vốn FDI công nghệ cao đổ về Việt Nam trong thời gian tới. Vốn FDI đăng ký và giải ngân vẫn đang duy trì đà tăng, cho thấy tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn của ngành KCN tại Việt Nam.
- Các tập đoàn lớn liên tục chọn Việt Nam làm điểm đến cho thấy nhu cầu với đất KCN vẫn đang rất mạnh, cụ thể là cầu về lĩnh vực điện tử tại miền Bắc (năm 2023 chứng kiến việc mở rộng từ các NSX lớn như Foxconn, Goertek tại Bắc Giang, Bắc Ninh) và cầu đa dạng hơn (sản xuất ô tô, may mặc và bao bì) tìm kiếm đất KCN ở miền Nam. Một số đợt tăng vốn lớn diễn ra trong 2023: LG Innotek đã nhận được GCN đăng ký đầu tư tăng vốn 1 tỷ USD, Far Eastern Polytex có kế hoạch tăng vốn đầu tư thêm 250 triệu USD vào dự án ở Bình Dương. Nhu cầu về đất KCN duy trì đà tăng trưởng đảm bảo cho tỷ lệ hấp thụ đất giữ ở mức tích cực.
- Việt Nam là quốc gia cam kết chi đầu tư cho cơ sở hạ tầng mạnh nhất trong khu vực. Các dự án xây dựng hạ tầng giao thông đang được Chính phủ đẩy mạnh triển khai như cao tốc Bắc Nam, vành đai 4 ở Hà Nội, các dự án cảng biển, cảng hàng không sẽ tăng sự hấp dẫn của các KCN, thu hút được nhiều nhà đầu tư, tác động đến tăng trưởng của doanh nghiệp BDS KCN trong dài hạn.

Nguồn cung đất ở phía nam hạn chế trong khi nguồn cung đất ở phía Bắc ổn định hơn

Tại khu vực phía Nam, nguồn cung đất mới trong 3Q2023 chỉ ghi nhận thêm 171 ha từ KCN Nam Tân Tập. Nguồn cung dự kiến vẫn hạn chế trong 2024, ước tính chỉ tăng thêm khoảng 200 – 300 ha, chủ yếu tại khu vực tỉnh Long An. Chúng tôi kì vọng nguồn cung đất KCN ở phía Bắc sẽ tích cực hơn, khi mà hiện tại tỷ lệ lấp đầy ở các tỉnh phía Bắc mới chỉ ở mức trên 80% (trong khi ở miền Nam đang là 92%), nguồn cung mới trong 2024 dự kiến đạt 400 – 500ha. Với giá thuê thấp hơn và nguồn cung đất dồi dào hơn, cùng với lợi thế vị trí gần Trung Quốc, các doanh nghiệp KCN sở hữu quỹ đất tại miền Bắc kì vọng sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực hơn trong thời gian tới.

Biểu đồ 8. Tỷ lệ lấp đầy ở các tỉnh phía Nam

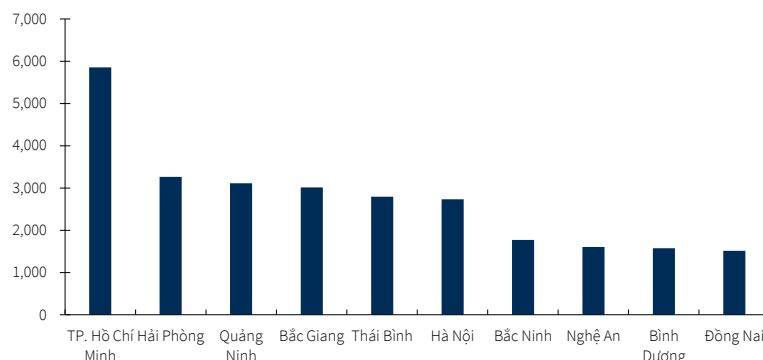
Nguồn: CBRE, KBSV

Giá cho thuê đất KCN dự kiến tiếp tục tăng từ 6-12% trong 2024, kéo theo việc đất ở các tỉnh cấp 2 được ưa thích hơn

KBSV dự phóng trong 2 năm tới giá thuê đất công nghiệp dự kiến sẽ tăng ở ngưỡng 6-10%/năm ở khu vực phía Bắc, 7-12%/năm ở khu vực phía Nam do (1) nhu cầu khả quan tới từ nhiều nhóm ngành và quốc tịch thuê và (2) nguồn cung tăng chậm đặc biệt tại các tỉnh cấp 1. Với mức giá cho thuê tăng cao như hiện nay, nhiều doanh nghiệp đang có xu hướng chuyển sang tìm thuê đất KCN ở các tỉnh cấp 2, các tỉnh mà diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn hơn, giá thuê rẻ hơn từ 10 – 30% so với các KCN ở tỉnh cấp 1, nhất là khi cơ sở hạ tầng kết nối giữa các tỉnh cấp 2 với các tỉnh cấp 1 đang ngày càng được đầu tư cải thiện.

Biểu đồ 10. Top 10 địa phương thu hút FDI lớn nhất cả nước (triệu USD)

Vốn FDI có xu hướng đổ cả vào các tỉnh cấp 1 và cấp 2 cho thấy sự hấp dẫn của thị trường đất KCN ở các tỉnh cấp 2.
(trong biểu đồ, các tỉnh cấp 2 gồm Quảng Ninh, Thái Bình và Nghệ An)



Nguồn: GSO, KB Securities Vietnam tổng hợp

Các ưu đãi về thuế sẽ không còn tác dụng khi thuế tối thiểu toàn cầu được áp dụng tại Việt Nam từ 2024

Ngày 29/11 vừa qua, Quốc hội đã thông qua nghị quyết về việc áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu từ 01/01/2024. Cụ thể, mức thuế tối thiểu toàn cầu được quy định là 15%, áp dụng với các công ty đa quốc gia có tổng thu nhập hợp nhất toàn cầu từ 750 triệu EUR trong ít nhất 2 năm của 4 năm liền kề gần nhất. Dự kiến có khoảng 122 tập đoàn đa quốc gia đầu tư vào Việt Nam (với hơn 1,000 doanh nghiệp liên quan) sẽ chịu ảnh hưởng.

- Luật thuế tối thiểu toàn cầu được áp dụng sẽ làm mất đi sự hấp dẫn về thuế khi đầu tư vào Việt Nam với các doanh nghiệp nước ngoài. Hiện tại các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam đang được hưởng nhiều ưu đãi về thuế suất như miễn, giảm thuế những năm đầu tiên. Các ưu đãi thuế này giúp cho thuế thu nhập doanh nghiệp FDI chỉ còn khoảng 12.3%, thậm chí 1 số tập đoàn lớn chỉ chịu mức thuế trung bình 3-6%.
- Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tác động của việc áp dụng Thuế TTTC tới dòng vốn FDI vào Việt Nam trong ngắn hạn là chưa đáng lo ngại. FDI đổ vào Việt Nam dự kiến vẫn tiếp tục đà hồi phục từ giữa năm đến

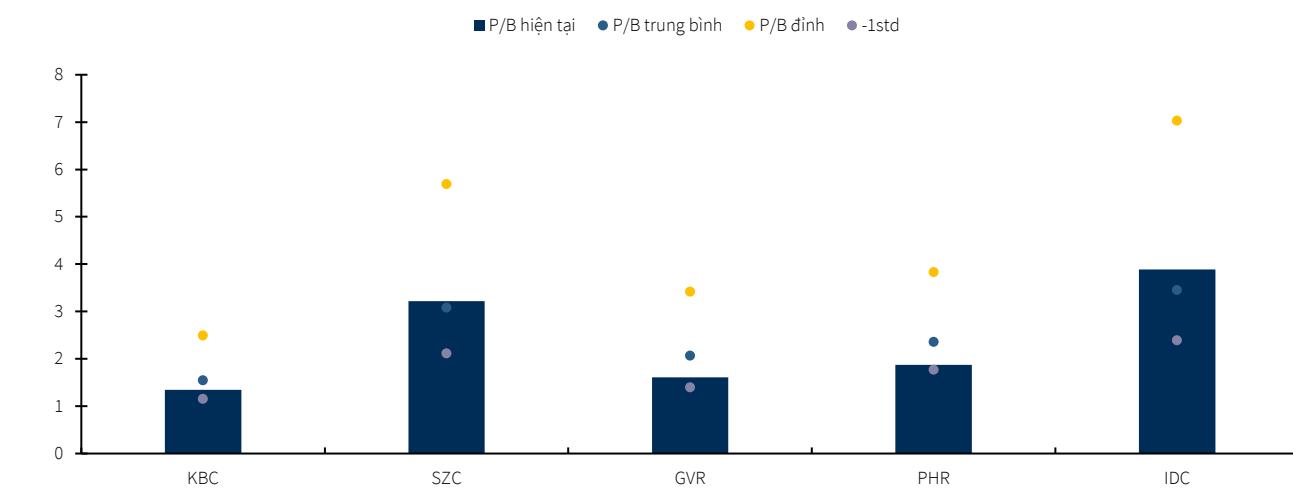
nay, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng cho KCN trong thời gian tới. Các chính sách về quỹ hỗ trợ đầu tư, xây dựng môi trường kinh doanh lành mạnh cùng các chính sách ưu đãi mới thay thế cho ưu đãi về thuế đang được Quốc hội xây dựng và dự kiến hoàn thành trong 2024.

Chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực đối với ngành BDS KCN trong 2024

Chúng tôi đánh giá triển vọng của ngành KCN là tích cực trong 2024 do đà tăng trưởng tích cực từ vốn FDI, nhu cầu thuê duy trì ở mức cao trong khi giá cho thuê vẫn đang tiếp tục tăng.

Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu mà doanh nghiệp có KCN hiện hữu với diện tích sẵn sàng cho thuê lớn như KBC, IDC, SZC, đặc biệt trong bối cảnh tình trạng thiếu hụt nguồn cung vẫn đang kéo dài: KBC ngoài quỹ đất hiện hữu lớn dự kiến sẽ sớm đưa Tràng Duệ 3 (687 ha) vào khai thác, SZC sở hữu lợi thế với quỹ đất tới hơn 560 ha và giá KCN Châu Đức đang ở mức thấp hơn trung bình BR-VT đáng kể, IDC hiện còn tới hơn 700ha đất cho thuê còn lại cùng chính sách cổ tức hấp dẫn. Hiện hầu hết các cổ phiếu nhóm BDS KCN đều có mức tăng tính bằng lần so với đáy hồi cuối 2022, tuy nhiên vẫn đang ở mức thấp hơn 24 – 40% so với mức đỉnh hồi 2021. Các nhà đầu tư dài hạn có thể cân nhắc đầu tư các mã cổ phiếu cơ bản tốt, quỹ đất hiện hữu lớn, tài chính khỏe mạnh như KBC, IDC, SZC. Với các mã cổ phiếu khác, nhà đầu tư chỉ nên mở vị thế khi doanh nghiệp xuất hiện thêm câu chuyện hấp dẫn và giá cổ phiếu điều chỉnh về mức sâu hơn.

Biểu đồ 11. P/B 3 năm của các cổ phiếu Khu công nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KBSV

14/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

9T2023, KBC ghi nhận doanh thu 4,798 tỷ VND (+272% yoy) và LNST 2,086 tỷ VND (-2% yoy)

TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

Tràng Duệ 3 là động lực tăng trưởng dài hạn

Doanh thu cho thuê đất KCN của KBC sẽ tiếp tục khả quan trong thời gian tới, dự kiến ghi nhận nốt 50ha trong 4Q2023 và 1Q2024

Tràng Duệ 3 đã được thông qua quy hoạch điều chỉnh 1/2000, dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý trong nửa đầu 2024

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 39,300 VND/cổ phiếu

9T2023, KBC ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt 4,798 tỷ VND (+272% yoy) và 2,086 tỷ VND (-2% yoy) nhờ ghi nhận doanh số bán đất lên tới 132 ha. Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh nghiệp đã hoàn thành lần lượt 54% doanh thu và 52.2% LNST kế hoạch đề ra cho 2023.

Doanh thu cho thuê đất KCN của KBC sẽ tiếp tục ghi nhận khả quan do: (1) diện tích cho thuê đất KCN của KBC kì vọng ở mức tích cực trong các quý tới đến nhờ các hợp đồng ghi nhớ đã ký kết cũng như cầu KCN vẫn duy trì đà tăng và (2) giá thuê đất KCN dự kiến tăng 6-10%/năm trong 2 năm tới.

Tháng 11/2023, UBND TP Hải Phòng công bố quy hoạch phân khu tỷ lệ 1/2000 dự án KCN Tràng Duệ 3. Với tiến độ như hiện nay, đặc biệt với sự nhắc nhở đẩy nhanh tiến độ của Hải Phòng, Tràng Duệ 3 dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý, bắt đầu khởi công dự án trong 1H2024, đóng góp đáng kể cho doanh thu từ KCN của KBC ngay sau khi bắt đầu cho thuê.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 39,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 25% so với mức giá đóng cửa 31,450 VND ngày 13/12/2023.

Mua duy trì

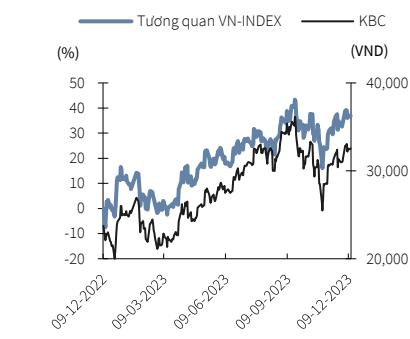
Giá mục tiêu	39,300 VND
Tăng/giảm (%)	25%
Giá hiện tại (13/12/2023)	31,450 VND
Giá mục tiêu thị trường	36,100 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	24,141/995

Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	281/11.6
Sở hữu nước ngoài (%)	21.64%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm – Chủ tịch HĐQT (18.1%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M			
	3M	6M	12M	
Tuyệt đối	6	-6	18	37
Tương đối	3	3	17	37

Dự phỏng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,246	957	6,158	4,148
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	954	1,596	2,894	1,964
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	782	1,547	2,604	1,768
EPS (vnd)	1,586	2,019	3,393	2,303
Tăng trưởng EPS (%)	232%	27%	68%	-32%
P/E (x)	15.3	15.6	9.3	13.7
P/B (x)	2.2	1.0	1.3	1.1
ROE (%)	5.9%	8.9%	15.0%	9.3%
Tỷ suất cổ tức	0.8%	0.6%	0.9%	0.0%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

28/09/2023

Doanh thu mảng cao su của PHR dự kiến giảm đáng kể so với 2022 do (1) cầu suy giảm và (2) giá cao su vẫn ở mức thấp hơn nhiều so với 2022

PHR sở hữu quỹ đất cao su sẵn sàng chuyển đổi lớn, đảm bảo tiềm năng tăng trưởng cho PHR trong dài hạn

Nam Tân Uyên 3 và VSIP III kì vọng sẽ đem đến dòng tiền lớn đều đặn cho PHR từ 2024

Khuyến nghị MUA – giá mục tiêu 55,800 VND/cổ phiếu

CTCP Cao su Phước Hòa(PHR)

Tiềm năng lớn từ NTC 3 và VSIP III

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

Mảng cao su toàn ngành dự kiến sẽ hồi phục nhẹ so với nửa đầu năm do (1) sự phục hồi cầu cao su từ các thị trường lớn đặc biệt là Trung Quốc và (2) giá cao su tăng theo đà tăng giá cao su thế giới do tác động tích cực từ cầu cũng như giá dầu kỉ vọng vẫn neo ở mức cao. Tuy nhiên lũy kế cả năm, doanh thu từ cao su của PHR vẫn sụt giảm do mức độ hồi về cuối năm không đủ để bù đắp sự sụt giảm sâu nửa đầu năm.

PHR sở hữu quỹ đất cao su lên đến hơn 15,000 ha và có kế hoạch chuyển đổi cho khoảng 6,000 ha đất. Với sự phức tạp và chậm trễ của quy trình pháp lý, PHR hiện đang dồn lực tập trung đẩy nhanh tiến độ cho Tân Lập 1 và Tân Bình MR, kì vọng có thể đưa vào khai thác từ 2025 – 2026.

Nam Tân Uyên 3 và VSIP III kì vọng sẽ đem lại dòng tiền lớn đều đặn cho PHR từ 2024 khi mà (1) Nam Tân Uyên mới được UBND tỉnh Bình Dương giao đất vào quý 2 vừa rồi và đang gấp rút hoàn thiện để có thể cho thuê từ 2024, (3) VSIP III cũng dự kiến sẽ hoàn thành xây dựng CSHT để đưa vào cho thuê từ năm sau.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PHR, mức giá mục tiêu 55,800 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 17% so với mức giá đóng cửa ngày 28/09/2023.

MUA duy trì

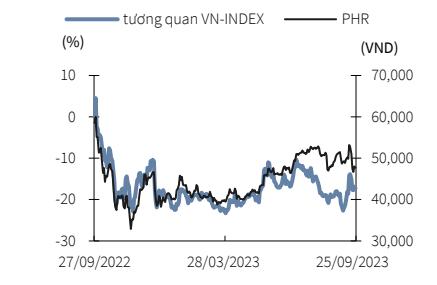
Giá mục tiêu	55,800 VND
Tăng/giảm (%)	17%
Giá hiện tại (28/09/2023)	47,700 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	53,300 VND
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/ triệu USD)	6,463/269

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	33.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/ triệu USD)	27.1/1.13
Sở hữu nước ngoài (%)	16.4
Cổ đông lớn	Cao su Việt Nam (66.6%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3	0	20	-18
Tương đối	1	-1	11	-17

Dự phóng KQKD & định giá

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	1,945	1,709	1,141	1,235
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	567	433	287	489
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	478	885	745	841
EPS (VND)	3,211	6,265	5,495	6,206
Tăng trưởng EPS	-58%	95%	-12%	13%
P/E (x)	12.3	7.6	8.7	7.7
P/B (x)	3.1	1.6	2.0	1.8
ROE	16.5%	26.9%	20.3%	20.6%
Tỷ suất cổ tức	9.8%	5.6%	6.0%	6.8%



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

Tập đoàn Cao su Việt Nam(GVR)

Kì vọng phục hồi mảng cao su nửa cuối năm

13/09/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh
anhntn@kbsec.com.vn

2Q2023, GVR ghi nhận doanh thu thuần 4,272 tỷ VND (-23% yoy), LNST đạt 717 tỷ VND (-40% yoy)

2Q2022, GVR thu về 4,272 tỷ VND doanh thu thuần (-23% yoy). Trong đó, doanh thu từ chế biến gỗ đạt 544 tỷ VND, ghi nhận mức giảm lớn nhất (-53% yoy). Doanh thu mảng cốt lõi cao su cũng giảm nhẹ 3% yoy đạt 3,129 tỷ VND. LNST của GVR 2Q2023 đạt 717 tỷ VND (-40% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm, GVR lần lượt hoàn thành 30% doanh thu và 43% lợi nhuận kế hoạch đặt ra cho 2023.

Mảng cao su GVR kì vọng phục hồi nửa cuối năm do (1) cầu cao su phục hồi và (2) giá cao su thế giới dự kiến tiếp tục tăng từ nay đến cuối 2023

Kì vọng về sự hồi phục mảng cao su GVR của chúng tôi đến từ (1) sự phục hồi cầu cao su từ các thị trường lớn đặc biệt là Trung Quốc khi mà cầu cao su thế giới 2023 dự báo tăng 14% và (2) giá cao su tăng theo đà tăng giá cao su thế giới do tác động tích cực từ cầu cũng như giá dầu kì vọng vẫn neo ở mức cao

Nam Tân Uyên 3 là động lực tăng trưởng KCN của GVR trong ngắn và trung hạn

Việc Nam Tân Uyên 3 – KCN nằm trong vùng kinh tế trọng điểm Bình Dương – được giao đất vào cuối tháng 5 vừa qua đã tạo dư địa tăng trưởng trong ngắn và trung hạn cho GVR, dự kiến đóng góp vào KQKD của GVR từ 2024.

GVR đang tập trung tiến hành thủ tục, đẩy nhanh tiến độ cho 8 dự án KCN, kì vọng có thể đi vào khai thác trước 2026

Từ nay cho đến 2025, tập đoàn đặt ra mục tiêu chuyển đổi đất cho ít nhất 2,900 ha. Với sự phức tạp và chậm trễ của quy trình pháp lý, GVR dồn lực tập trung đẩy nhanh tiến độ cho 8 KCN, kì vọng có thể đưa vào khai thác bắt đầu từ năm sau, muộn nhất là vào năm 2026.

Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 26,700 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 26,700 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 17.6% so với mức giá đóng cửa ngày 12/09/2023.

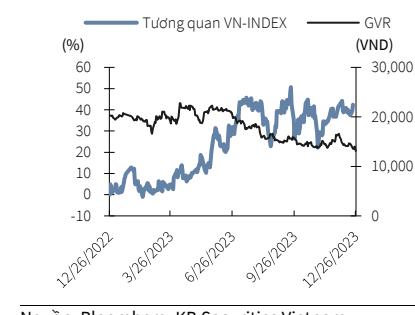
MUA duy trì

Giá mục tiêu	26,700 VND
Tăng/giảm (%)	17.6%
Giá hiện tại (12/09/2023)	22,700
Giá mục tiêu đồng thuận	24,850
Vốn hóa thị trường (tỷ VND/tỷ USD)	90,800/3.76

Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/tỷ USD)	65,355/2.71
Sở hữu nước ngoài (%)	0.49
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN
	(96.8%)

Dự phỏng KQKD & định giá				
	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	26,190	25,426	21,555	22,761
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	5,783	4,381	3,701	4,603
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	4,158	3,839	2,820	3,484
EPS (VND)	1,040	807	705	871
Tăng trưởng EPS	10%	-22%	-13%	24%
P/E (x)	13.3	28.1	32.2	26.1
P/B (x)	2.8	1.0	1.9	1.7
ROE	10.3%	8.9%	6.1%	7.1%
Tỷ suất cổ tức	0.1%	0.1%	0	0

Biến động giá cổ phiếu (%)	Biến động giá cổ phiếu (%)			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	9	25	54	-6
Tương đối	8	13	34	-6



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Dầu khí

Triển vọng phân hóa giữa các phân khúc

Giá dầu thô đối mặt với nhiều áp lực trong ngắn hạn

Trong giai đoạn đầu năm 2024, chúng tôi nhận định giá dầu có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các yếu tố như (1) triển vọng kinh tế Mỹ và Trung Quốc suy yếu; (2) mùa thấp điểm tiêu thụ và (3) sản lượng dầu thô tại các nước ngoài OPEC+ tiếp tục tăng. Trong khi đó, chúng tôi nhận thấy hành động cắt giảm sản lượng của OPEC+ gần đây lại mang khá nhiều tín hiệu tiêu cực cho giá dầu.

Cho cả năm 2024, kỳ vọng giá dầu thô vẫn được hỗ trợ nhờ tương quan cung-cầu tích cực

Chúng tôi duy trì giả định giá dầu Brent ở mức thận trọng đạt trung bình 78 USD/thùng cho cả năm 2024. OPEC, EIA và IEA đang có quan điểm thận trọng hơn về triển vọng nhu cầu tiêu thụ dầu thô cho năm 2024. KBSV kỳ vọng thị trường sẽ đánh giá triển vọng tăng trưởng tiêu thụ dầu thô dưới góc nhìn tích cực hơn trong 2H2024 khi FED bắt đầu nới lỏng chính sách. Chúng tôi đánh giá nguồn cung dầu thô trong năm 2024 nhìn chung vẫn sẽ thắt chặt và sẽ bù trừ cho sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu thô.

Nguồn cung giàn khoan thắt chặt trong dài hạn trong khi nhu cầu đầu tư vào hoạt động thăm dò và khai thác đang hồi phục

Lượng đơn hàng đóng mới giàn khoan tự nâng hiện đang ở mức thấp kỷ lục trong 20 năm trở lại đây trong khi thị trường hiện đang có tới 163 giàn khoan tự nâng đổi mới với nguy cơ sớm phải ra khỏi thị trường. Giá dầu neo ở mức rất cao trong giai đoạn 2022-2023 đã khuyến khích dòng vốn đầu tư ồ ạt quay trở lại ngành dầu khí. Hiệu suất hoạt động giàn tự nâng toàn cầu đang tiến gần tới mức đạt được trong giai đoạn năm 2014 do nguồn cung thắt chặt trong khi nhu cầu thuê gia tăng.

Thị trường E&P nội địa Việt Nam sẽ sôi động hơn trong giai đoạn 2024-2025

Trong tháng 11/2023, công ty dầu khí của Mỹ Murphy Oil cũng đã đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho mỏ Lạc Đà Vàng. Dự án Lô B Ô Môn vẫn sẽ chậm trễ trong việc xin FID, nhưng mới đây PVN đã cho phép trao thầu hạn chế cho gói thầu EPCI#1 và EPCI#2, giúp dự án có thể được khởi công ngay từ đầu năm 2024.

Quan điểm đầu tư với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2024

PVD và PVS vẫn là những sự lựa chọn hàng đầu của chúng tôi do triển vọng tăng trưởng tích cực trong khi rủi ro biến động tương quan với giá dầu hạn chế. PVT vẫn có khả năng tăng trưởng tốt trong năm 2024, nhưng thị giá đang dần phản ánh triển vọng tích cực của doanh nghiệp. GAS và BSR sẽ cần có mức chiết khấu sâu hơn để bù đắp cho các rủi ro trong ngắn hạn, nhưng các cơ hội đầu tư có thể sẽ xuất hiện khi thị trường bi quan thái quá về triển vọng giá dầu thô.

Khả quan

Khuyến nghị

	MUA
PVD	34,300
Giá mục tiêu	
PVS	45,700
Giá mục tiêu	
PVT	29,100
Giá mục tiêu	
GAS	87,300
Giá mục tiêu	
BSR	21,500
Giá mục tiêu	

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

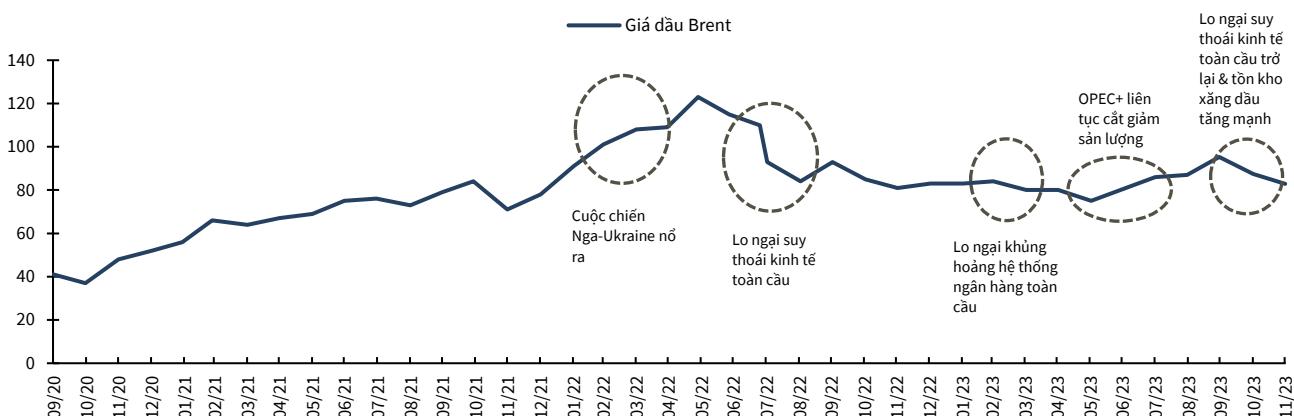
KQKD phân hóa theo nhóm trong 9M2023

Nhóm thương nguồn (PVD, PVS) tăng trưởng mạnh trong 9M2023. Doanh thu của PVD chỉ tăng nhẹ 3% yoy nhưng LNST cải thiện rõ rệt, đạt 304 tỷ VND so với mức lỗ 201 tỷ VND cùng kỳ, chủ yếu do giá cước cho thuê trung bình và hiệu suất khai thác các giàn khoan tăng mạnh. PVS có mức doanh thu và LNST tăng trưởng lần lượt 13.6% yoy và 33.9%, chủ yếu nhờ khối lượng công việc cải thiện cho mảng chủ lực Cơ khí- xây lắp (M&C). Nhóm trung nguồn với cổ phiếu tiêu biểu là PVT duy trì mức tăng trưởng tốt, với doanh thu và LNST tăng lần lượt 17% và 15% nhờ giá cước vận tải thuận lợi và mở rộng đội tàu. KQKD của nhóm hạ nguồn (BSR, GAS) yếu hơn so với cùng kỳ năm 2022. BSR ghi nhận doanh thu giảm 17% yoy trong khi LNST giảm tới 52% yoy do giá dầu thô và crack spread (chênh lệch giá thành phẩm và dầu thô đầu vào) trung bình giảm mạnh so với mức nền cao cùng kỳ. Tương tự, GAS có doanh thu và LNST giảm lần lượt 14% yoy và 23% yoy do giá dầu thô và dầu FO giảm mạnh so với mức nền cao cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ khí khô giảm nhẹ.

Giá dầu thô biến động mạnh trong năm 2023

2023 là một năm đầy biến động đối với giá dầu thô toàn cầu. Trong 1H2023, những bất ổn trong hệ thống ngân hàng toàn cầu và tình trạng dư thừa nguồn cung tạm thời đã khiến giá dầu giảm sâu từ mức nền cao cùng kỳ. Tới 3Q2023, khi hành động cắt giảm sản lượng sâu của OPEC+ thẩm thấu vào thị trường và nhu cầu tiêu thụ bất ngờ tăng mạnh trong mùa cao điểm đã khiến giá dầu có lúc lên trên mức 95 USD/thùng. Đến 4Q2023, giá dầu sụt giảm nhanh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi do (1) Dữ liệu kinh tế của 2 quốc gia tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới là Mỹ và Trung Quốc có dấu hiệu suy yếu; (2) Kết thúc mùa cao điểm lái xe (driving season) khiến tồn kho xăng cao hơn kỳ vọng; (3) Bước vào mùa bảo dưỡng của các nhà máy lọc dầu toàn cầu, khiến sản lượng lọc dầu suy giảm tạm thời và (4) Sản lượng khai thác dầu thô của các nước ngoài OPEC+ (chủ yếu là Mỹ) vượt dự báo.

Biểu đồ 1. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2023 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Kỳ vọng giá dầu hồi phục trong 2H2024

Giá dầu thô đối mặt với nhiều áp lực trong ngắn hạn

Trong giai đoạn đầu năm 2024, chúng tôi nhận định giá dầu có thể bị ảnh hưởng tiêu cực bởi các yếu tố chính như (1) triển vọng kinh tế Mỹ và Trung Quốc suy yếu; (2) mùa thấp điểm tiêu thụ bắt đầu và (3) sản lượng khai thác dầu thô tại các nước ngoài khối OPEC+ tiếp tục tăng. Trong tháng 11/2023, OPEC+ đã đồng ý mức cắt giảm sản lượng tự nguyện bổ sung 2.2 triệu thùng/ngày cho năm 2024, trong đó có tới 1.3 triệu thùng/ngày là thuộc về phần mở rộng cắt giảm của riêng Saudi Arabia và Nga. Chúng tôi đánh giá động thái này ẩn chứa nhiều tín hiệu tiêu cực cho giá dầu trong ngắn hạn bao gồm (1) có sự bất đồng quan điểm nhất định giữa các nước OPEC+, khiến cả khối chưa thể thống nhất được một mức cắt giảm chung; (2) mức cắt giảm sản lượng là tự nguyện chứ không ràng buộc các nước thành viên phải thực hiện và (3) dư địa cắt giảm sản lượng từ Saudi Arabia và Nga có thể bị hạn chế do thâm hụt ngân sách.

Cho cả năm 2024, kỳ vọng giá dầu thô vẫn được hỗ trợ nhờ tương quan cung-cầu tích cực

Chúng tôi duy trì giả định giá dầu Brent ở mức thận trọng đạt trung bình 78 USD/thùng cho cả năm 2024. Các tổ chức dự báo đang có quan điểm thận trọng hơn về triển vọng nhu cầu tiêu thụ dầu thô cho năm 2024. OPEC, EIA và IEA kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024 sẽ chậm lại, đạt lần lượt 2.2, 1.3 và 1.1 triệu thùng/ngày. Động lực tăng trưởng đến từ châu Á với triển vọng kinh tế hồi phục rõ ràng hơn, trong khi yếu tố tiêu cực đến từ sự suy yếu của ngành sản xuất công nghiệp trong khối OECD. Với KBSV, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ đánh giá triển vọng tăng trưởng tiêu thụ dầu thô dưới góc nhìn tích cực hơn trong 2H2024 khi FED bắt đầu nới lỏng chính sách. Chúng tôi không đặt nhiều kỳ vọng về việc OPEC+ sẽ tiếp tục cắt giảm sâu thêm sản lượng. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá nguồn cung dầu thô trong năm 2024 nhìn chung vẫn sẽ thắt chặt do (1) tăng trưởng sản lượng từ các nước ngoài OPEC+ có thể sẽ bị giới hạn do tình trạng thiếu hụt giàn khoan và (2) các điểm nghẽn tại khu vực Biển Đen (chiến sự Nga-Ukraine); kênh đào Panama và khu vực Biển Đỏ (kênh đào Suez) có thể diễn biến tệ hơn, khiến tốc độ cung ứng dầu thô toàn cầu giảm sâu hơn nữa. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung thắt chặt sẽ bù trừ cho sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024.

Biểu đồ 2. Dự báo tăng trưởng tiêu thụ dầu thô của các tổ chức cho năm 2024 (triệu thùng/ngày)

Tổ chức	Dự báo tại tháng 12/2023	
	2023F	2024F
OPEC	2.5	2.2
EIA	1.8	1.3
IEA	2.3	1.1
Trung vị	2.3	1.3

Tổ chức	Dự báo tại tháng 7/2023	
	2023F	2024F
OPEC	2.4	2.2
EIA	1.8	1.6
IEA	2.2	1.1

Nguồn: OPEC, EIA, IEA, KBSV

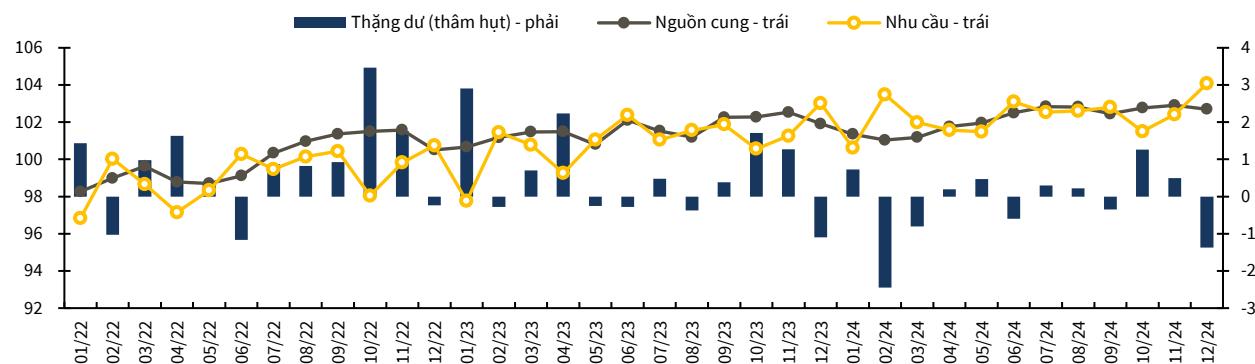
Biểu đồ 3. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2024 (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự báo*	Dự báo giá dầu 2024
EIA	7/12/2023	83
JPMorgan Chase & Co	14/12/2023	83
RBC	13/12/2023	83
Fitch Solutions	13/12/2023	85
Macquarie Group Ltd	7/12/2023	77
Barclays PLC	4/12/2023	90
Citigroup Inc	30/11/2023	74
Deutsche Bank AG	30/11/2023	89
Trung vị		83
Giá định của KBSV		78

Nguồn: EIA, Bloomberg, KBSV

*Chỉ tính các dự báo sau cuộc họp OPEC+ gần nhất

Biểu đồ 4. Dự báo cán cân cung cầu dầu thô giai đoạn 2024 (triệu thùng/ngày)

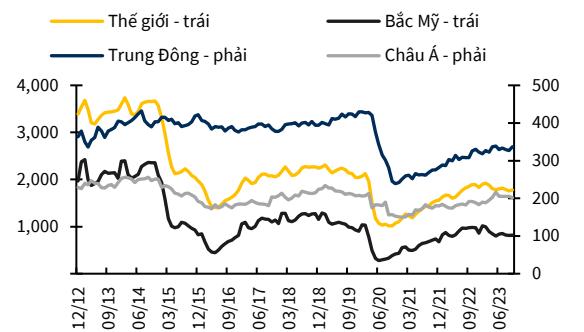


Nguồn: EIA, KBSV

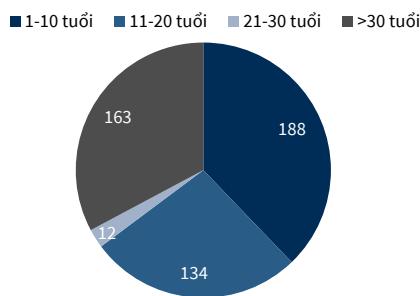
Nguồn cung giàn khoan vẫn sẽ thắt chặt trong khi nhu cầu thăm dò và khai thác (E&P) gia tăng

Nguồn cung giàn khoan thắt chặt trong dài hạn

Số lượng giàn khoan tại các khu vực trọng điểm trên thế giới hầu như chỉ đi ngang hoặc giảm kể từ tháng 12/2022. Theo S&P Global Petrodata, lượng đơn hàng đóng mới giàn khoan tự nâng hiện đang ở mức thấp kỷ lục trong 20 năm trở lại đây, tương đương với dưới 5% tổng số lượng đang có trên thị trường. Hơn nữa, thị trường hiện đang có tới 163 giàn khoan tự nâng đối mặt với nguy cơ sớm phải ra khỏi thị trường do quá tuổi vận hành và không thể đảm bảo các quy định an toàn. Chúng tôi nhận thấy có 2 lý do chính giải thích cho hiện tượng này là (1) chi phí lãi vay và lạm phát tăng mạnh khiến chi phí đầu tư leo thang, làm giảm nhu cầu đầu tư giàn khoan mới tại khu vực Bắc Mỹ và (2) các xu hướng đóng giàn khoan lớn chưa sẵn sàng nhận đơn hàng để hoạt động hết công suất do chưa hồi phục hoàn toàn sau đại dịch Covid-19.

Biểu đồ 5. Số giàn khoan các loại theo từng khu vực

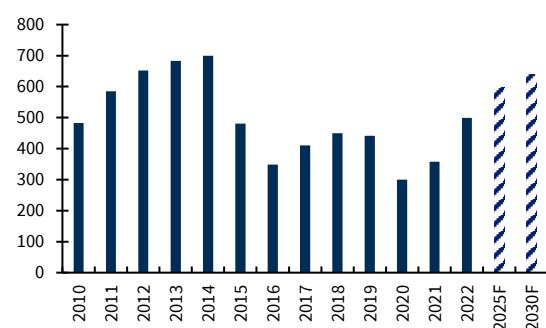
Nguồn: Baker Hughes, KBSV

Biểu đồ 6. Phân bổ độ tuổi giàn khoan tự nâng trên thị trường

Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata, KBSV

Nhu cầu E&P toàn cầu đang hồi phục

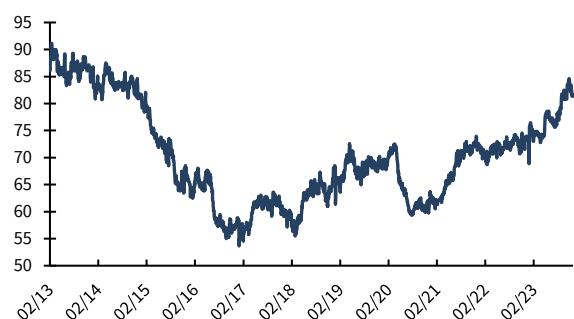
Từ năm 2014, thế giới đã trải qua gần 10 năm thiếu hụt đầu tư vào mảng E&P dầu khí do khủng hoảng giá dầu. Tuy nhiên, giá dầu neo ở mức rất cao trong giai đoạn 2022-2023 đã khuyến khích dòng vốn đầu tư ồ ạt quay trở lại ngành dầu khí. Theo như dự báo của S&P Global thì dòng vốn đầu tư vẫn sẽ đổ vào thị trường trong giai đoạn 2025 đến 2030. Hiệu suất hoạt động giàn khoan tự nâng toàn cầu đã tăng lên mức trung bình 82% trong tháng 11/2023, tiến tới gần mốc 86% vào tháng 4/2014 chủ yếu do nhu cầu thuê đang tăng mạnh trong khi nguồn cung giàn khoan hạn hẹp.

Biểu đồ 7. Dự báo lượng vốn đầu tư vào mảng E&P dầu khí toàn cầu (tỷ USD)

Nguồn: IEF, S&P Global Commodity Insights, KBSV

Thị trường E&P nội địa Việt Nam sẽ sôi động hơn trong giai đoạn 2024-2025

Chúng tôi kỳ vọng rằng thị trường E&P Việt Nam sẽ rất sôi động trong giai đoạn 2024 - 2025. Các dự án Tê Giác Trắng lô 16-2; Cá Ngừ Vàng lô 9-2 và Lô 05-1b/c dự kiến sẽ đi vào khai thác ngay trong cuối 1Q2024. Trong tháng 11/2023, công ty dầu khí của Mỹ Murphy Oil cũng đã đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho mỏ Lạc Đà Vàng Lô 15-1/05. Dự án Lô B Ô Môn vẫn sẽ chậm trễ trong việc xin FID, nhưng mới đây PVN đã cho phép trao thầu hạn chế cho gói thầu EPCI#1 và EPCI#2, giúp dự án có thể được khởi công ngay từ đầu năm 2024.

Biểu đồ 8. Hiệu suất dàn khoan tự nâng toàn cầu (%)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Danh sách một số dự án E&P nội địa trong năm 2024

Dự án	Đơn vị khai thác	Mô tả công việc	Thời gian bắt đầu
Lô B Ô Môn	PVN, MOECO, PTTEP	Khởi công gói thầu EPCI 1 và 2	1Q2024
Tê Giác Trắng Lô 16-2	Hoang Long/Hoan Vu JOC	Chiến dịch khoan 226.5 ngày, 2-3 giếng	04/2024
Cá Ngừ Vàng Lô 9-2	Hoang Long/Hoan Vu JOC	Chiến dịch khoan 313.5 ngày, 2-3 giếng	04/2024
Lô 05-1b/c	Idemitsu	Khoan thăm dò 2 giếng	03/2024
Đại Hùng GD3 Lô 05-1a	PVEP	Chiến dịch khoan 12 giếng	07/2024
Chưa xác nhận	Cửu Long JOC	Chuẩn bị công bố kế hoạch khoan	02/2024
Lô 15-2/17	Murphy	Chiến dịch khoan 60-520 ngày	06/2024
Lạc Đà Vàng Lô 15-1/05	Murphy	Chiến dịch khoan 800 ngày	06/2024
Lô 11-2	KNOC - Zarubezhneft	Chiến dịch khoan 2 giếng	04/2024

Nguồn: EIA, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Nhóm thượng nguồn có triển vọng KQKD tích cực và vẫn còn dư địa tăng giá giá cổ phiếu

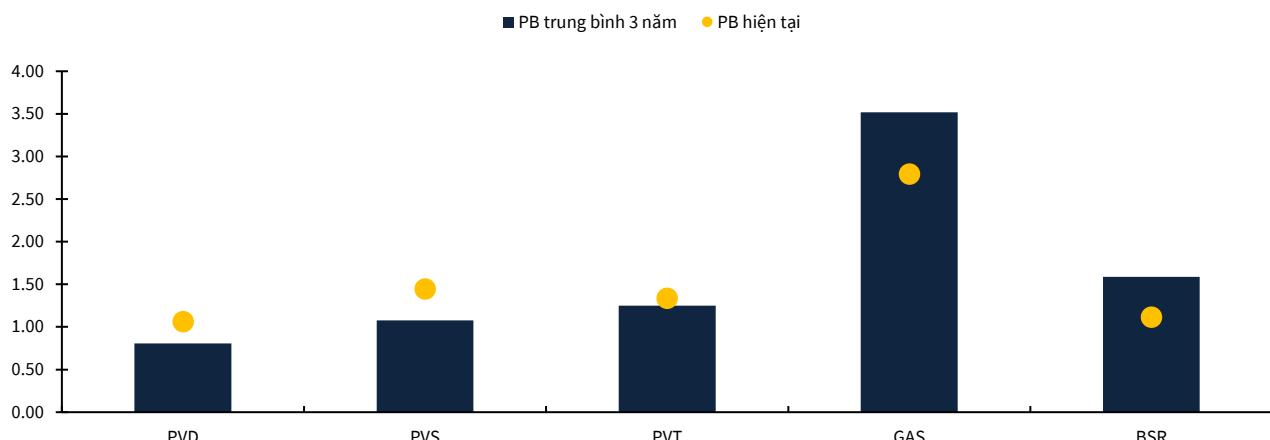
Cổ phiếu PVD có triển vọng tươi sáng nhờ (1) nguồn cung giàn khoan thắt chặt; (2) hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng đang quay trở lại mức năm 2014 (đỉnh của chu kỳ giá dầu gần nhất); (3) nhu cầu thuê tăng mạnh tại khu vực Trung Đông và Đông Nam Á có thể khiến thị trường thâm hụt nguồn cung giàn tự nâng và (4) thị trường E&P nội địa kỳ vọng sôi động hơn từ 2024 giúp mảng dịch vụ kỹ thuật giึง tăng trưởng mạnh. PVS sẽ là cổ phiếu hưởng lợi từ sự sôi động của thị trường E&P toàn cầu và những tiến triển trong đại dự án Lô B Ô Môn gần đây. Ngoài ra, công ty cũng sẽ có thêm động lực từ việc cải thiện biên lợi nhuận mảng M&C điện gió sau thời gian đầu gia nhập ngành nhờ các yếu tố như (1) số lượng đối thủ cạnh tranh trong ngành rất hạn chế và (2) sở hữu lợi thế vượt trội về bãi cảng rất phù hợp cho mảng M&C điện gió hơn hẳn so với các đối thủ cạnh tranh chính tại Đông Nam Á. Mặc dù đã có mức tăng ấn tượng trong năm 2023, PVD và PVS vẫn là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi cho năm 2024 do thị giá hiện tại vẫn chưa phản ánh hết tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp trong khi rủi ro biến động giá dầu tác động đến KQKD của 2 doanh nghiệp đều ở mức thấp. Chúng tôi cũng kỳ vọng các chỉ số định giá của 2 doanh nghiệp sẽ được đánh giá lại do ngành dầu khí toàn cầu đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới sau 10 năm thiếu hụt đầu tư vào thượng nguồn.

Nhóm trung nguồn có yếu tố cơ bản thuận lợi, nhưng thị giá đã dần phản ánh triển vọng tăng trưởng

Với nhóm trung nguồn với cổ phiếu tiêu biểu là PVT sẽ có động lực tăng trưởng từ (1) Kế hoạch mở rộng đội tàu tới năm 2025, (2) cuộc chiến Nga-Ukraine, hạn hán tại kênh đào Panama và chiến sự tại Biển Đỏ khiến quặng đường vận chuyển dài hơn; (3) số đơn hàng đóng mới tàu dầu thô và xăng dầu thành phẩm đang ở mức rất thấp; (4) xuất khẩu LPG từ Bắc Mỹ sang châu Á trên đà tăng mạnh do mức chênh lệch giá giữa 2 khu vực đang mở rộng và (5) triển vọng tăng trưởng tiêu thụ LPG tại châu Á tích cực khi các nhà máy hóa dầu tại Trung Quốc dự kiến sẽ đi vào khai thác trong giai đoạn 2023-2024. Rủi ro đầu tư cổ phiếu PVT trong năm 2024 bao gồm (1) OPEC+ tiếp tục cắt giảm sản lượng sẽ khiến lưu lượng vận chuyển dầu thô suy giảm và (2) lượng lớn tàu LPG mới có thể sẽ gia nhập thị trường. Chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng KQKD của PVT cho 2024, tuy nhiên giá cổ phiếu hiện tại đã dần phản ánh triển vọng tăng trưởng dài hạn của cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư chờ các nhịp điều chỉnh để giải ngân với PVT.

Nhóm hạ nguồn có thể bị ảnh hưởng xấu bởi biến động giá dầu trong ngắn hạn

Nhóm hạ nguồn sẽ bị tác động tiêu cực bởi giá dầu biến động trong ngắn hạn. Điểm sáng trong triển vọng KQKD năm 2024 của GAS sẽ là việc có thể bắt đầu ghi nhận doanh thu từ mảng LNG. Tuy nhiên, các yếu tố như (1) giá dầu thô và dầu FO biến động mạnh trong giai đoạn đầu năm và (2) công ty có thể phải trợ giá khí LNG sẽ khiến LNST 2024 của GAS bị ảnh hưởng xấu. Tương tự, BSR cũng sẽ bị ảnh hưởng bởi (1) biến động giá dầu thô và crack spread và (2) chu kỳ bảo dưỡng lớn cho nhà máy lọc dầu Dung Quất vào cuối 1Q2024. Nhà đầu tư sẽ cần chờ đợi một mức giá chiết khấu sâu hơn cho nhóm cổ phiếu hạ nguồn để bù đắp cho các rủi ro đã đề cập ở trên. Chúng tôi kỳ vọng rằng cơ hội đầu với GAS và BSR sẽ xuất hiện khi thị trường trở nên bi quan thái quá về triển vọng giá dầu trong giai đoạn 1Q2024.

Biểu đồ 10. Tương quan P/B hiện tại của các doanh nghiệp ngành dầu khí so với mức trung bình 3 năm

Nguồn: EIA, KBSV



05/12/2023

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn

Khoan & Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD)

Chu kỳ đi lên sẽ còn kéo dài

Doanh thu 9M2023 tăng nhẹ trong khi lợi nhuận sau thuế cải thiện từ mức âm cùng kỳ

Nguồn cung giàn khoan vẫn sẽ thắt chặt trong dài hạn

Kỳ vọng nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong 2 năm tới

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 34,300 VNĐ/cổ phiếu

Doanh thu 9M2023 của PVD tăng nhẹ 3% YoY. PVD không phát sinh doanh thu từ giàn đi thuê nhưng giá cước trung bình tăng khoảng 30% YoY và hiệu suất hoạt động cải thiện mạnh, giúp cho doanh thu không bị sụt giảm nhiều. LNST 9M2023 đạt 304 tỷ VNĐ so với mức lỗ 201 tỷ VNĐ cùng kỳ, chủ yếu do giá cước cho thuê trung bình và hiệu suất khai thác các giàn khoan tăng. Trong 3Q2023, PVD đã hoàn tất nhận khoản bồi thường 6 triệu USD do khách hàng thay đổi hợp đồng thuê.

Giá dầu thô Brent neo ở mức cao nhưng số lượng giàn khoan tại các khu vực trọng điểm trên thế giới hầu như chỉ đi ngang hoặc giảm kể từ tháng 12/2022. Chúng tôi cho rằng nghịch lý này vẫn có thể tiếp diễn trong giai đoạn 2024-2025 do (1) Số đơn đặt hàng giàn tự nâng đóng mới ở mức thấp kỷ lục trong khi (2) Một lượng lớn giàn khoan có khả năng ra khỏi thị trường do quá tuổi vận hành.

Nhu cầu thuê tăng mạnh tại khu vực Trung Đông và Đông Nam Á có thể khiến thị trường thâm hụt nguồn cung giàn tự nâng. Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng đang quay trở lại mức năm 2014 do cán cân cung cầu thuận lợi. Các giàn tự nâng của PVD dự kiến sẽ kín lịch hoạt động tới năm 2025.

Dựa trên định giá FCFF, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PVD. Giá mục tiêu là 34,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 19.4% so với giá tại ngày 05/12/2023.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	34,300 VND
Tăng/giảm (%)	19.4%
Giá hiện tại (05/12/2023)	28,750 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	32,500 VND
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	15,759/656

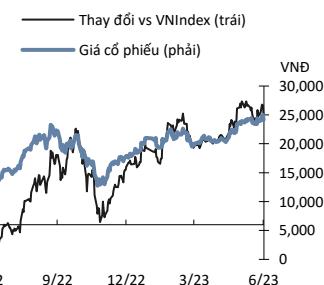
Đữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	45.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	153.5/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	23.6%
Cổ đông lớn	Petrovietnam
	(50.5%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	14.3	9.8	16.4	83.0
Tương đối	8.9	22.8	14.7	73.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	3,996	5,432	5,337	6,158
Lãi/lỗ từ HDKD	172	30	750	1,289
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	20	-103	402	901
EPS (VNĐ)	-36	-250	723	1,620
Tăng trưởng EPS (%)	-113	594	-389	124
P/E (x)	-798.61	-115.00	39.76	17.75
P/B (x)	0.89	1.15	1.12	1.05
ROE (%)	0.3	-1.1	2.8	5.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

22/12/2023

CTCP Vận tải Dầu khí (PVT)

Rủi ro càng lớn, giá cước càng tăng

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
 hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu 9M2023 tăng nhẹ trong khi lợi nhuận gộp cải thiện so với cùng kỳ

Bất ổn tại những nút giao thương hàng hóa trọng yếu sẽ khiến giá cước vận tải toàn cầu duy trì ở mức cao ít nhất tới hết 1Q2024

Nguồn cung tàu chở dầu thô, xăng dầu thành phẩm và hàng rời vẫn thắt chặt, nguồn cung tàu chở khí LPG vẫn đang mở rộng nhanh

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 29,100 VNĐ/cổ phiếu

Doanh thu 9M2023 của PVT chỉ tăng nhẹ 2% yoy chủ yếu do PVT quyết định giảm tỷ trọng đóng góp của mảng FSO/FPSO và thương mại để tập trung vào mảng cốt lõi là vận tải biển. Lợi nhuận gộp tăng 17% yoy. Lợi nhuận gộp mảng vận tải tăng 41% yoy, chủ yếu đến từ các mảng vận tải hàng lỏng (dầu thô, dầu thành phẩm/hóa chất, LPG). Mảng vận tải hàng rời ghi nhận mức lỗ khoảng 89 tỷ VND.

Những nút thắt tại Panama và Biển Đỏ dự kiến sẽ tiếp tục làm giá cước vận tải biển tăng mạnh do kéo dài quãng đường vận chuyển và tăng chi phí bảo hiểm vận tải. Hiệu ứng dây chuyền có thể khiến các quốc gia phải tăng cường tích trữ hàng hóa, gián tiếp đẩy mạnh nhu cầu thuê tàu. Ít nhất tới hết 1Q2024, chúng tôi cho rằng tình trạng tắc nghẽn tại Panama sẽ chưa thể cải thiện do mùa khô sẽ bắt đầu vào tháng 1/2024. Chúng tôi cũng không đánh giá cao khả năng các cuộc xung đột tại Biển Đỏ sẽ sớm được giải quyết trong 1Q2024 do khó có thể dung hòa lợi ích chính trị của các bên liên quan.

Lượng đơn đặt hàng tàu dầu thô, xăng dầu thành phẩm và hàng rời chưa tăng mạnh trong khi tàu LPG đang có lượng đơn đặt hàng vượt trên 20% so với tổng số tàu trên thị trường. Mảng tàu LPG có khá nhiều tàu trên 20 tuổi có nguy cơ ra khỏi thị trường, nhưng giá cước neo cao như hiện tại sẽ khiến các hãng có xu hướng khai thác tận thu tối đa các con tàu này và làm chúng duy trì trên thị trường trong khoảng thời gian dài hơn so với kỳ vọng.

Dựa trên định giá FCF, EV/EBITDA và P/E chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu PVT. Giá mục tiêu là 29,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 9.4% so với giá tại ngày 22/12/2023.

NĂM GIỮ Thay đổi

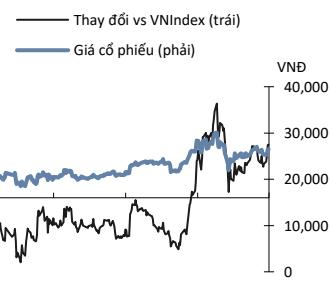
Giá mục tiêu	29,100 VND
Tăng/giảm (%)	9.4%
Giá hiện tại (22/12/2023)	VND26,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND28,700
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	8,701/352

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	48.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	122.4/5.1
Sở hữu nước ngoài (%)	13.2%
Cổ đông lớn	Petrovietnam (51%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Thay đổi vs VNIndex (trái)			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.7	-6.4	12.5	23.3
Tương đối	4.5	1.3	19.7	14.3

Dự phỏng KQKD & định giá		2021A	2022A	2023F	2024F
FY - end					
Doanh số thuần (tỷ VND)	7,368	9,047	9,246	11,049	
Lãi/lỗ từ HĐKD	963	1,234	1,410	1,758	
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VND)	666	857	978	1,086	
EPS (VND)	2,056	2,500	2,747	3,050	
Tăng trưởng EPS (%)	5.7	21.6	10.0	11.0	
P/E (x)	11.1	8.8	10.6	9.5	
P/B (x)	1.1	1.0	1.1	1.0	
ROE (%)	12.1	14.4	12.5	12.1	
Tỷ suất cổ tức (%)	5.1	0.5	3.4	3.4	

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT


KB Securities
 VIETNAM

TCT Khí Việt Nam (GAS)

Chiết khấu chưa đủ hấp dẫn do rủi ro giá dầu

11/12/2023

 Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
 hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận gộp 9M2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Giá dầu thô Brent và dầu FO dự báo sẽ diễn biến tiêu cực trong ngắn hạn

Mảng LNG vẫn là một động lực tăng trưởng trong dài hạn, nhưng sẽ cần giải quyết triệt để vấn đề giá bán khí hạ nguồn

Khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu 87,300 VNĐ/cổ phiếu

Doanh thu 9M2023 sụt giảm 14% yoy trong khi lợi nhuận gộp giảm mạnh 22% yoy. Tuy có cải thiện trong 3Q2023 nhưng nhìn chung trong 9M2023, giá dầu thô, dầu FO và LPG suy yếu (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Trong 3Q2023, tình hình thủy văn tốt hơn so với kỳ vọng, khiến tiêu thụ khí khô từ các nhà máy điện giảm. Tiêu thụ khí đi ngang đối với các nhà máy đạm và giảm 3% yoy đối với khách hàng khu công nghiệp.

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent và FO ở mức thận trọng đạt trung bình 78 USD/thùng và 398 USD/tấn cho cả năm 2024. Trong giai đoạn cuối 2023 - đầu 2024, giá dầu sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực do các yếu tố chính như (1) chỉ số kinh tế vĩ mô tại Mỹ và Trung Quốc suy yếu; (2) mùa thấp điểm tiêu thụ và (3) sản lượng khai thác dầu thô tại các nước ngoài khối OPEC+ tăng. Giá dầu FO sẽ biến động mạnh theo dầu thô, nhưng phần nào được hỗ trợ nhờ nhu cầu sưởi ấm trong mùa đông.

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ chính thức vận hành kho cảng LNG Thị Vải 1 nhưng chưa thể nhận được lợi nhuận đáng kể trong giai đoạn đầu do công ty có thể phải trợ giá khí LNG. Chúng tôi tiếp tục nhấn mạnh rằng giá LNG nhập khẩu có thể biến động rất mạnh do trên thế giới chỉ có một vài quốc gia có khả năng cung cấp sản phẩm này, trong khi nhu cầu tiêu thụ đang rất lớn do xu hướng ưu tiên sử dụng các nguồn năng lượng ít phát thải.

Dựa trên định giá FCFF, P/E và cân nhắc các rủi ro trong ngắn hạn, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là 87,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 11.5% so với giá tại ngày 11/12/2023.

NĂM GIỮ Thay đổi

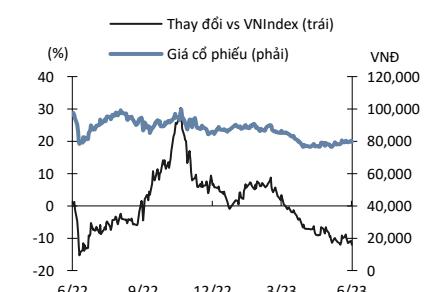
Giá mục tiêu	87,300 VND
Tăng/giảm (%)	11.5%
Giá hiện tại (11/12/2023)	VND78,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND93,100
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	179,145/7,464

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	48.7/2.0
Sở hữu nước ngoài (%)	2.8%
Cổ đông lớn	Petrovietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	Thay đổi vs VNIndex (trái)			
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.1	-8.5	-1.7	-11.8
Tương đối	-4.8	1.3	-2.9	-17.4

Dự phỏng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	64,135	78,992	100,724	94,019
Lãi/lỗ từ HĐKD	8,694	10,374	17,799	13,460
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	7,855	8,673	14,794	11,847
EPS (VNĐ)	4,028	4,356	7,647	5,158
Tăng trưởng EPS (%)	-34.4	8.1	75.6	2.0
P/E (x)	19.3	17.9	10.2	15.1
P/B (x)	3.0	2.9	2.5	2.4
ROE (%)	16.1	17.0	24.6	16.0
Tỷ suất cổ tức (%)	4.6	3.9	3.9	3.9



Nguồn: Bloomberg, KBSV

24/11/2023

 Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
 hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận gộp 9M2023 sụt giảm mạnh so với cùng kỳ

Giá dầu thô Brent có thể biến động mạnh trong giai đoạn cuối 2023-đầu 2024

Dự báo crack spread dầu Diesel có khả năng suy giảm

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu là 21,500 VNĐ/cổ phiếu

CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

Bước vào giai đoạn biến động

Trong tháng 9/2023, giá dầu Brent đã tăng mạnh lên mức 92.5 USD/thùng, nhưng nếu tính trung bình trong 3Q2023 và 9M2023 chỉ đạt lần lượt 86 USD/thùng (-11.9% yoy) và 82 USD/thùng (-20% yoy). Do vậy, KQKD 9M2023 vẫn ghi nhận suy giảm mạnh so với mức nền cao năm 2022. Doanh thu suy giảm 17% yoy trong khi lợi nhuận gộp giảm 50% yoy.

Duy trì dự báo giá dầu Brent ở mức thận trọng đạt trung bình 80 và 78 USD/thùng cho năm 2023 và 2024. Các yếu tố sẽ tạo áp lực giảm cho giá dầu bao gồm (1) Chỉ số kinh tế vĩ mô tại Mỹ và Trung Quốc suy yếu; (2) Bắt đầu mùa thấp điểm tiêu thụ; và (3) Sản lượng khai thác dầu thô tại các nước ngoài khối OPEC+ tiếp tục gia tăng. Các yếu tố hỗ trợ giá dầu gồm (1) Kết thúc mùa bảo dưỡng; (2) Các nhà máy hóa dầu mới đi vào hoạt động; (3) Tồn kho dầu Diesel thấp kỷ lục

Đầu 4Q2023, crack spread Diesel chỉ giảm nhẹ do lượng tồn kho vẫn đang rất thấp so với trung bình 5 năm. Việc các nhà máy lọc dầu toàn cầu quay trở lại hoạt động sau mùa bảo dưỡng là có lợi cho giá dầu thô, nhưng sẽ tác động tiêu cực đến crack spread Diesel khi các nhà máy ồ ạt đẩy loại dầu nặng này ra thị trường. Triển vọng tiêu thụ dầu Diesel cuối năm 2023, đầu năm 2024 không mấy sáng sủa khi các số liệu PMI sản xuất của Mỹ, Eurozone và Trung Quốc đều suy yếu.

Dựa trên định giá FCFF, và P/B chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu BSR. Giá mục tiêu là 21,500 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 13.2% so với giá tại ngày 24/11/2023. Chúng tôi hạ giá mục tiêu cho cổ phiếu BSR nhằm phản ánh các bất lợi mà BSR sẽ gặp phải gồm (1) rủi ro giá dầu và crack spread biến động mạnh và (2) nhà máy bước vào kỳ bảo dưỡng lần 5 vào cuối 1Q2024.

NĂM GIỮ Thay đổi

Giá mục tiêu	21,500 VND
Tăng/giảm (%)	13.2%
Giá hiện tại (24/11/2023)	VND19,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND21,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	64,150/2,673

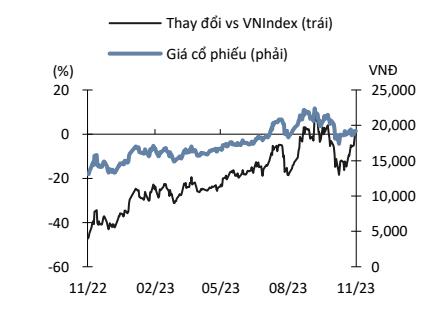
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	7.9%
GTTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	195.6/8.2
Sở hữu nước ngoài (%)	0.9%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.2	3.8	15.0	46.6
Tương đối	-9.1	10.3	10.5	25.7

Dự phỏng KQKD & định giá

FY - end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	101,080	167,124	137,977	112,566
Lãi/lỗ từ HDKD	6,511	14,673	7,977	6,133
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VND)	6,716	14,726	8,222	6,506
EPS (VND)	2,073	4,750	2,652	2,098
Tăng trưởng EPS (%)	-328.1	129.1	-44.0	-21.0
P/E (x)	11.0	3.9	8.1	10.3
P/B (x)	1.9	1.1	1.2	1.2
ROE (%)	17.8	28.7	15.1	11.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.7	2.3	3.3	3.3

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thép

Kỳ vọng tăng trưởng từ nền thấp của 2023

Doanh thu và LNST 9T2023 giảm lần lượt 32% YoY và 73% YoY

KQKD của các doanh nghiệp thép chịu tác động tiêu cực trong 2023 khi (1) nhu cầu tiêu thụ suy giảm do các chủ đầu tư Bất động sản Dân cư gặp khó khăn về nguồn vốn và pháp lý, (2) biên lãi gộp trong 9M2023 giảm 235bps do hàng tồn kho giá cao cuối năm 2022, trong khi đó giá thép giảm mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngành sẽ tạo đáy trong 2023 khi sản lượng tiêu thụ đã chạm đáy trong 3Q2023 – 1Q2024 và biên lãi gộp của các doanh nghiệp đã được cải thiện nhờ giảm hàng tồn kho, duy trì vốn lưu động ở mức hiệu quả.

Kỳ vọng các gói hỗ trợ của chính phủ Trung Quốc kích thích nhu cầu thép

Chính phủ Trung Quốc có kế hoạch công bố các gói hỗ trợ kinh tế và ngành Bất động sản, với định hướng tập trung vào các dự án nhà ở xã hội và cải tạo các khu dân cư tại vùng ven. Mặc dù dữ liệu về giá nhà và giao dịch mua nhà vẫn đang duy trì xu hướng giảm, phản ánh sức tiêu thụ yếu và tâm lý thận trọng, chúng tôi cho rằng thị trường cần thời gian để hấp thụ các chính sách hỗ trợ và kỳ vọng tiêu thụ thép tại thị trường nội địa Trung Quốc sẽ được cải thiện từ 3Q2024, giúp ổn định giá thép trên thị trường

Hoạt động xây dựng mảng Bất động sản Dân dụng đã có dấu hiệu hồi phục

Chúng tôi nhận thấy hoạt động xây dựng mảng Dân dụng đã có dấu hiệu khởi sắc hơn trong 4Q2023, với số lượng các dự án đang thi công gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xây dựng mảng Dân dụng sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn từ 2H2024, từ đó tạo động lực hồi phục cho các doanh nghiệp thép.

Kỳ vọng giá thép tạo đáy và có xu hướng tăng từ 3Q2024

Chúng tôi nhận thấy giá thép đã có xu hướng suy giảm trong 2023 và kỳ vọng giá thép sẽ duy trì đi ngang và dần tạo đáy, trước khi dần cải thiện từ 3Q2024 nhờ (1) nhu cầu cải thiện khi thị trường Bất động sản Dân cư hồi phục và (2) giá nguyên vật liệu đầu vào ổn định hơn khi tiêu thụ thép nội địa tại Trung Quốc hồi phục.

Định giá chưa phản ánh hết tiềm năng hồi phục lợi nhuận trong 2024

Chúng tôi cho rằng đà tăng của các cổ phiếu thép trong thời gian vừa qua đã phản ánh các thông tin giá thép trong ngắn hạn, tuy nhiên, trong trung hạn, định giá hiện tại vẫn còn hấp dẫn với (1) kỳ vọng lợi nhuận hồi phục từ nền thấp của 2023 và (2) tiềm năng tăng trưởng nhờ mở rộng, đón đầu chu kỳ mới.

Khả quan

Khuyến nghị

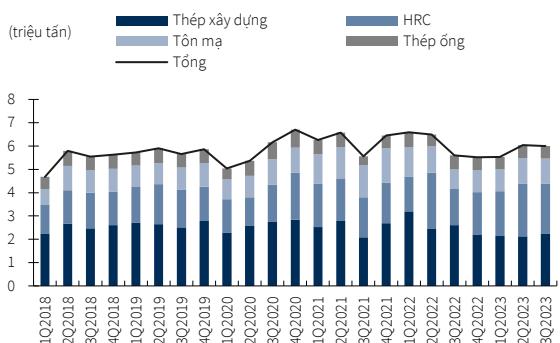
	Mua
HPG Giá khuyến nghị	VND 32,300
HSG Giá khuyến nghị	VND 24,700

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

Động lực thúc đẩy tiêu thụ trong 2023 tới từ kênh xuất khẩu

11M2023, tổng tiêu thụ thép toàn ngành đạt 21.9 triệu tấn (-1% YoY), trong đó, xuất khẩu thép đạt 6.8 triệu tấn (+25% YoY), đóng góp 31% vào tiêu thụ toàn ngành. Nổi bật trong đó là xuất khẩu HRC khi luỹ kế 11 tháng, tiêu thụ HRC từ nước ngoài đạt 3.4 triệu tấn (+143% YoY), là động lực chính duy trì sản lượng tiêu thụ toàn ngành. Chúng tôi cho rằng giai đoạn khó khăn nhất của ngành thép đã qua với đáy tiêu thụ được thiết lập trong giai đoạn 3Q2022 – 1Q2023.

Biểu đồ 1. Tiêu thụ thép từ 1Q2018 – 3Q2023



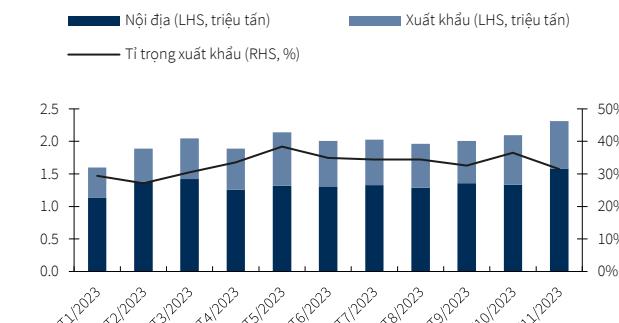
Nguồn: FiinPro, KBSV

KQKD 9T2023 suy giảm từ mức nền cao trong bối cảnh tiêu thụ yếu

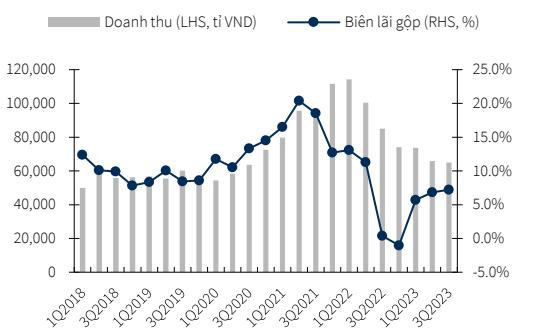
Thống kê từ FiinPro với các doanh nghiệp niêm yết cho thấy doanh thu và LNST 9T2023 đạt 204,713 tỉ VND và 2,624 tỉ VND, giảm lần lượt 32% YoY và 73% YoY. Nguyên nhân tới từ (1) nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng và HRC tại thị trường nội địa giảm lần lượt 10% YoY và 15% YoY do các doanh nghiệp Bất động sản Dân cư gặp khó khăn về nguồn vốn và pháp lý, khiến số lượng dự án xây mới trong năm giảm mạnh.Thêm vào đó, (2) lượng hàng tồn kho giá cao trong giai đoạn cuối năm 2022 kết hợp với xu hướng giảm của giá thép khiến biên lợi nhuận của các doanh nghiệp thép suy giảm trong các quý sau đó (biên lãi gộp 9T2023 đạt 6.5%, giảm 235bps so với cùng kỳ).

Chúng tôi nhận thấy có sự phân hoá trong KQKD giữa nhóm sản xuất và thương mại trong 9T2023. Cụ thể, các doanh nghiệp thương mại thép chịu áp lực giá bán giảm trong môi trường tiêu thụ thấp khiến việc kiểm soát biên lợi nhuận gặp nhiều khó khăn hơn so với các doanh nghiệp sản xuất. Thống kê cho thấy, biên LNST 9T2023 của nhóm thương mại ghi nhận ở mức -3.3% (Biểu đồ 05), mặc dù trong các giai đoạn trước thường biến động khá hạn chế so với các doanh nghiệp sản xuất. Chúng tôi cho rằng nhóm thương mại sẽ còn chịu tác động như trên cho tới khi giá bán được cải thiện và bước vào xu hướng tăng.

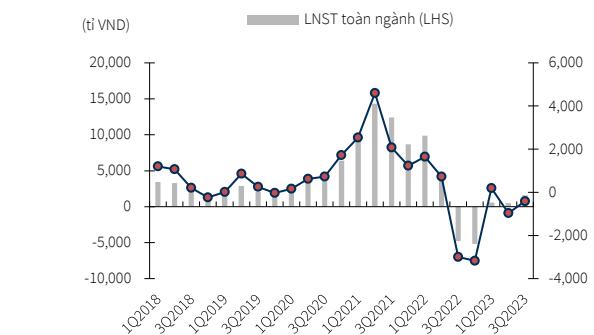
Biểu đồ 2. Xuất khẩu chiếm 31% tiêu thụ toàn ngành 11T2023



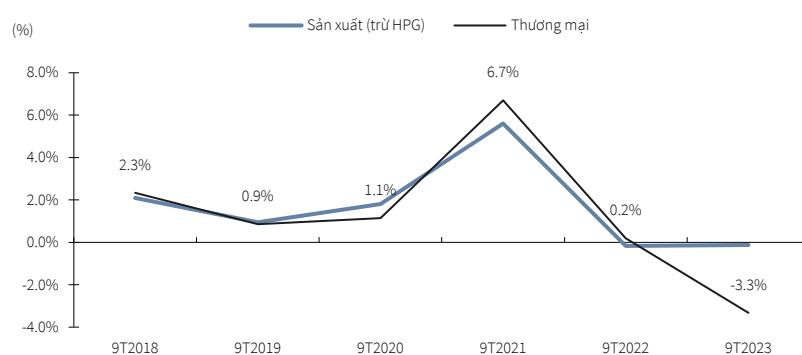
Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 3. Doanh số toàn ngành 9T2023 giảm 32% YoY

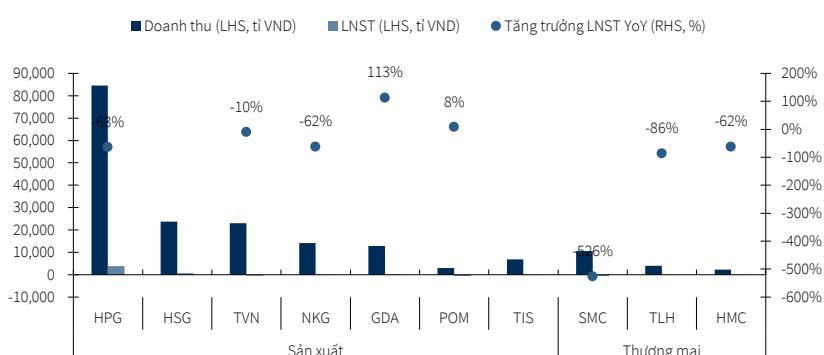
Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 4. Lợi nhuận ngành đã có dấu hiệu tạo đáy

Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 5. Biên LNST 9T2023 của Top 15 phân hóa giữa nhóm sản xuất và thương mại

Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 6. LNST của 6/10 DNNY thép suy giảm trong 9T2023

Nguồn: FiinPro, KBSV

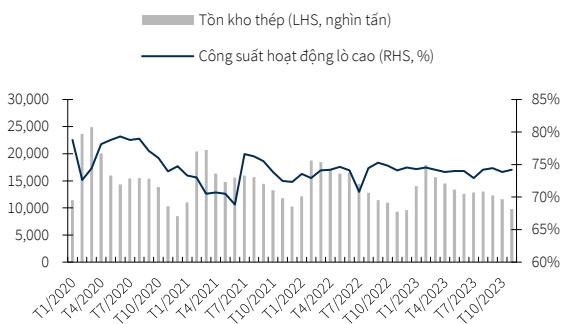
Nhiều doanh nghiệp ngành thép ghi nhận sự khó khăn, trong đó, SMC lỗ 5x trong 9T2023 so với cùng kỳ, POM lỗ ròng 5 quý liên tiếp, phải cắt giảm nhân công sản xuất

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Chờ đợi tác động của gói kích thích kinh tế của Chính phủ Trung Quốc lên ngành thép trong 2024

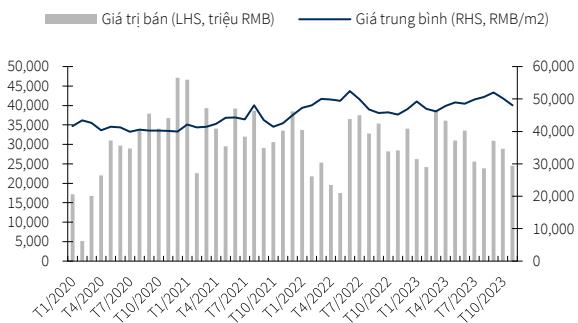
Chính phủ Trung Quốc lên kế hoạch cho gói kích thích kinh tế 112 tỉ USD, định hướng phát triển nhà ở xã hội và cải tạo các khu dân cư tại vùng ven, đi kèm với đó cũng là các chính sách mới nhằm hỗ trợ người mua nhà. Điều này đã tạo kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ thép trong 2024, khiến giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh trong 4Q2023 như đã trình bày ở trên. Tuy nhiên, dữ liệu mới được công bố tiếp tục phản ánh sức tiêu thụ yếu và tâm lý thận trọng trong ngành Bất động sản khi giá nhà mới giảm 0.3% MoM (giảm liên tiếp 5 tháng) và doanh số bán hàng tại khu vực cấp 1 giảm 4% MoM. Điều này khiến triển vọng tăng trưởng của ngành thép tại Trung Quốc gặp khó khăn khi thị trường Bất động sản chưa có xu hướng hồi phục rõ ràng. Chúng tôi kỳ vọng gói kích thích kinh tế sẽ sớm được công bố, đồng thời cho rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc sẽ cần thời gian để hấp thụ các chính sách mới, khôi phục niềm tin của nhà đầu tư và người tiêu dùng.

Biểu đồ 7. Tồn kho và công suất lò cao tại Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 9. Doanh số và giá Bất động sản trung bình thị trường cấp 1 tại Trung Quốc



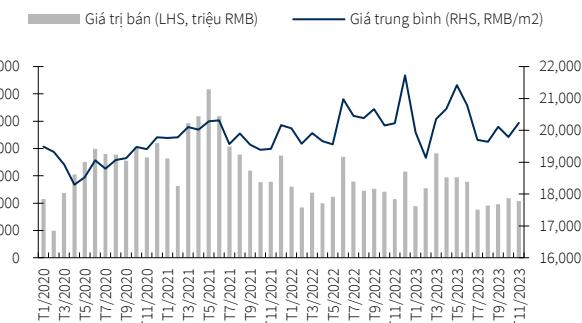
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 8. Biên lãi gộp thép xây dựng nội địa Trung Quốc (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Biểu đồ 10. Doanh số và giá Bất động sản trung bình thị trường cấp 2 tại Trung Quốc

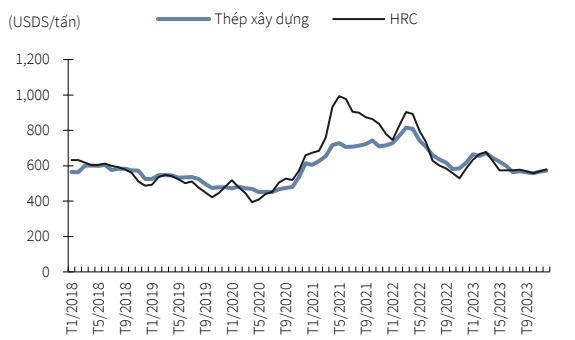


Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Đối với nhóm thép xây dựng, kỳ vọng giá tạo đáy và dần tăng trở lại từ 3Q2024

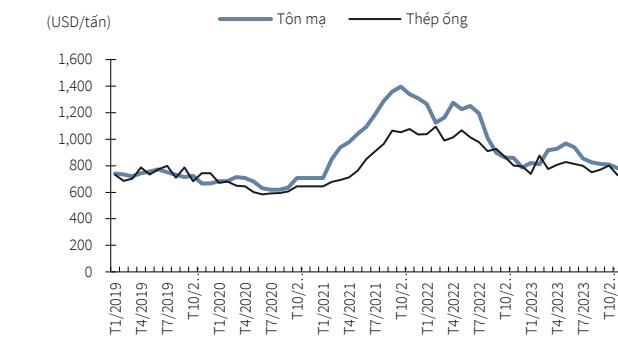
Chúng tôi nhận thấy giá thép đã có dấu hiệu tạo đáy trong 2023, sau giai đoạn sản lượng tiêu thụ duy trì ở mức thấp tại thị trường nội địa cũng như là tại các thị trường nước ngoài. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi duy trì sự thận trọng với giả định giá thép sẽ duy trì ở mức thấp trong 1H2024, trước khi tăng dần trở lại từ 3Q2024 khi (1) nhu cầu tiêu thụ nội địa được thúc đẩy bởi sự hồi phục của nhóm Bất động sản Dân cư và (2) các gói kích thích kinh tế của Trung Quốc có tác động tích cực lên thị trường thép.

Biểu đồ 11. Diễn biến giá thép xây dựng và HRC



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Diễn biến giá tôn mạ và thép ống

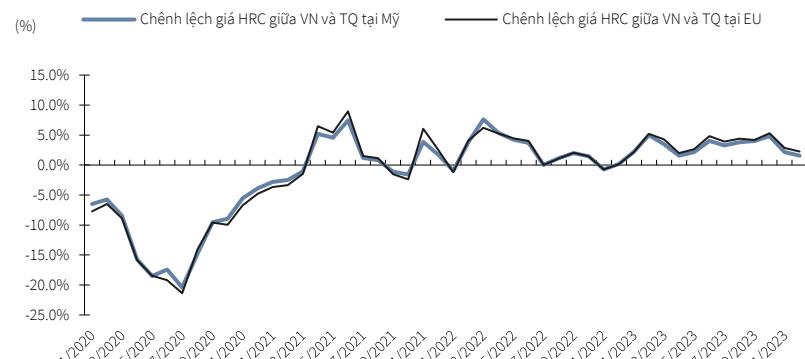


Nguồn: KBSV tổng hợp

Nhu cầu xuất khẩu tới Mỹ và EU được duy trì trong 1Q2024

Một số nguồn tin cho biết các đơn hàng HRC đặt trước để xuất khẩu đi EU cho T1-T2/2024 đã được lấp đầy khá nhanh chóng. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu HRC sẽ được duy trì trong 1Q2024 nhờ (1) giá nhập khẩu cạnh tranh (Biểu đồ 13, 14) và (2) các nhà sản xuất tại EU tiếp tục duy trì công suất sản xuất ở mức thấp nhằm cân bằng cung cầu, giá bán tại thị trường và đảm bảo biên lợi nhuận, dòng tiền hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng xu hướng này sẽ không thể kéo dài khi một số đề xuất về việc tăng thuế chống bán phá giá tại đây cũng đã được trao đổi và đang được cân nhắc áp dụng, đồng thời, Trung Quốc cũng đã có dấu hiệu giá tăng tồn kho thép nhờ kỳ vọng hồi phục của nhóm Bất động sản, chấm dứt việc thanh lý thép giá rẻ trong 2Q2023 – 3Q2023.

Biểu đồ 13. Chênh lệch giá HRC giữa VN và Trung Quốc tại Mỹ và EU



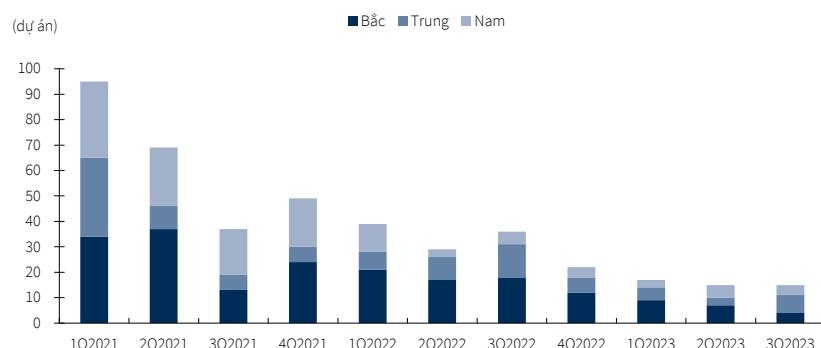
Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

Kỳ vọng hoạt động xây lắp mảng Dân dụng dần hồi phục từ 2H2024

3Q2023 ghi nhận 15 dự án Bất động sản được cấp phép xây dựng, đi ngang so với 2Q2023. Tuy nhiên, thị trường đã bắt đầu ghi nhận những tín hiệu tích cực khi (1) giá đất nền, căn hộ trên thị trường thứ cấp đã có dấu hiệu tạo đáy và đi ngang, (2) số lượng giao dịch đất nền có xu hướng gia tăng từ nửa cuối 2023. Với các chính sách hỗ trợ thị trường (hỗ trợ mặt bằng lãi suất cho vay ở mức thấp, đẩy mạnh tháo gỡ các vấn đề pháp lý cho các dự án dân cư và đầu tư công, etc.) chúng tôi kỳ vọng thị trường hoạt động xây lắp mảng Dân dụng dần hồi phục từ 2H2024

Số dự án Bất động sản Dân dụng đã có dấu hiệu tạo đáy trong 3Q2023, và kỳ vọng sẽ cải thiện dần trong tương lai nhờ các chính sách hỗ trợ, kích thích ngành Bất động sản của Chính Phủ

Biểu đồ 14. Số dự án Bất động sản Dân cư được phép xây dựng mới



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

Các doanh nghiệp sản xuất có kế hoạch gia tăng công suất sẽ có nền tảng tăng trưởng khi thị trường hồi phục

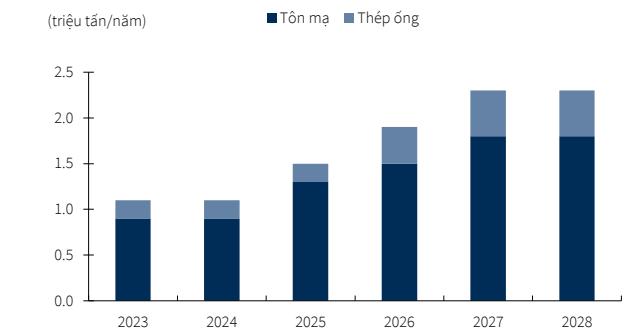
Để đón đầu sự hồi phục của thị trường thép, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có kế hoạch mở rộng sản xuất sẽ có nền tảng vững chắc để cải thiện KQKD trong tương lai. Trong đó, chúng tôi lưu tâm tới dự án khu liên hợp Dung Quất 2 của HPG với công suất 5.6 triệu tấn/năm, dự kiến đi vào hoạt động trong 1Q2025.Thêm vào đó là nhà máy tôn Nam Kim Phú Mỹ của NKG (công suất 1.2 triệu tấn/năm) tập trung vào sản phẩm mạ cao cấp cho các thiết bị gia dụng.

Biểu đồ 15. Công suất sản xuất của HPG (triệu tấn/năm)



Nguồn: HPG, KBSV ước tính

Biểu đồ 16. Công suất sản xuất của NKG (triệu tấn/năm)

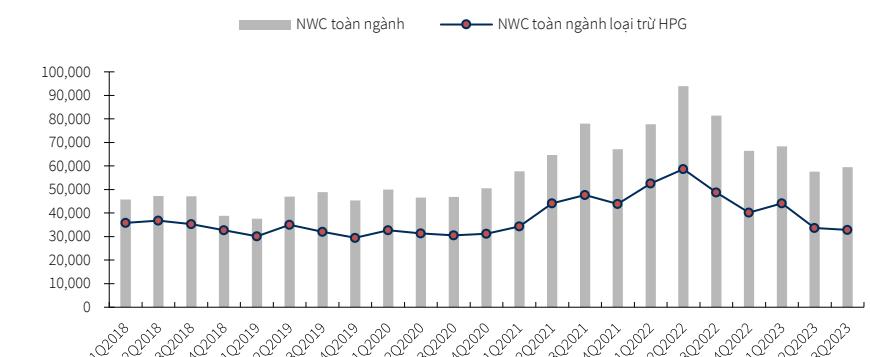


Nguồn: NKG, KBSV ước tính

Doanh nghiệp tập trung kiểm soát biên lợi nhuận và dòng tiền

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngành thép sẽ tạo đáy trong 2023 (Biểu đồ 04) và sẽ hồi phục nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tại thị trường nội địa được dự báo sẽ duy trì và dần cải thiện từ 2H2024 trở đi giúp gia tăng doanh thu. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp thép đã chủ động hạ hàng tồn kho, giảm vốn lưu động và tập trung kiểm soát biên lợi nhuận, dòng tiền trong giai đoạn tiêu thụ còn khó khăn (Biểu đồ 6).

Biểu đồ 17. Vốn lưu động ròng toàn ngành về vùng thấp nhất 5 năm (tỷ VND)

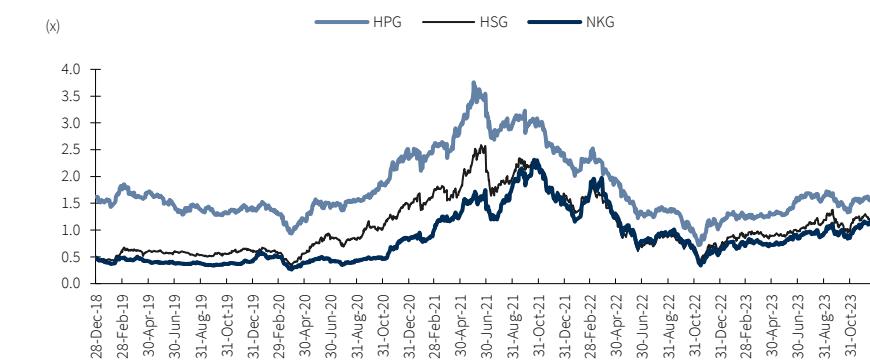


Nguồn: FiinPro, KBSV

Định giá hấp dẫn với triển vọng hồi phục trong 2024

Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu thép trong giai đoạn vừa qua đã phản ánh các kỳ vọng về việc tăng giá thành phẩm trong ngắn hạn của các doanh nghiệp sản xuất, tuy nhiên chưa phản ánh hết tiềm năng hồi phục LNST nhờ (1) nhu cầu hồi phục từ đáy và (2) hiệu quả quản trị hàng tồn kho, từ đó dần cải thiện lợi nhuận. Một số cổ phiếu ưa thích của chúng tôi bao gồm HPG, HSG, NKG, đều đang có định giá P/B ở vùng hấp dẫn (1.1 – 1.2x), phù hợp để đầu tư dài hạn.

Biểu đồ 18. Định giá P/B của HPG, HSG, NKG



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

18/12/2023

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

Sản lượng tiêu thụ tiếp tục cải thiện

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyennd1@kbsec.com.vn

Doanh thu và LNST đạt lần lượt 28,484 tỉ VND (-16% YoY) và 2,000 tỉ VND (cùng kỳ đạt -1,744 tỉ VND)

Sản lượng tiêu thụ 4Q2023 tiếp tục xu hướng tăng nhờ kênh xuất khẩu và tiêu thụ thép xây dựng hồi phục

Giá nguyên vật liệu tăng trở lại trong 4Q2023 tác động tới biên lãi gộp

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ duy trì và đà tăng giá bán dần phản ánh trong 1Q2024

Kỳ vọng thị trường Bất động sản Dân cư dần hồi phục từ 3Q2024

Khuyến nghị MUA với cổ phiếu HPG, giá mục tiêu 32,200 VND/cổ phiếu

So với 2Q2023, doanh thu giảm 3% QoQ và LNST tăng 37% QoQ nhờ (1) sản lượng tiêu thụ tăng 8% (tiêu thụ thép xây dựng tăng 17% nhờ kênh xuất khẩu) và (2) giá nguyên liệu đầu vào giảm giúp biên lãi gộp tăng 178 bps QoQ

Ước tính công suất sản xuất HRC ở mức 100% trong 4Q2023 (xấp xỉ 750,000 tấn/quý), cùng với đó, tiêu thụ thép xây dựng tiếp tục được cải thiện nhờ xu hướng tích trữ hàng tồn kho của các đại lý trước khi HPG điều chỉnh giá bán

Chúng tôi ước tính biên lãi gộp HPG suy giảm trong 4Q2023 do giá quặng sắt và than cốc ước tính tăng trung bình 9% QoQ và 30% QoQ

Chúng tôi cho rằng giá nhập khẩu cạnh tranh tiếp tục tạo lợi thế xuất khẩu tới các thị trường Mỹ, EU, đồng thời sản lượng sẽ được duy trì nhờ động lực gia tăng hàng tồn kho của các nhà phân phối trước mùa xây dựng

Thị trường Bất động sản Dân cư tại Việt Nam có những dấu hiệu hồi phục trong 4Q2023 khi giá trên thị trường thứ cấp đã tạo đáy và số lượng giao dịch đất nền gia tăng. Kỳ vọng ngành Bất động sản dần hồi phục từ 3Q2024

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với HPG, với lợi nhuận kỳ vọng ở mức 21% so với giá đóng cửa ngày 18/12/2023

MUA duy trì

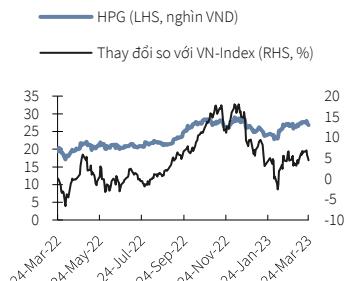
Giá mục tiêu	VND 32,200
Tăng/giảm	21%
Giá hiện tại (18/12/2023)	VND 26,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 29,050
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	15.6/6.4

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	618.9/25.4
Sở hữu nước ngoài (%)	25.39%
Cổ đông lớn (Trần Đình Long)	26.08%

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	149,680	141,409	118,166	133,023
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	37,008	9,794	6,366	11,919
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	34,478	8,484	5,436	10,131
EPS (VND)	7,708	1,459	935	1,742
Tăng trưởng EPS (%)	90%	-81%	-36%	86%
P/E (x)	4.6	12.3	28.5	15.3
P/B (x)	1.8	1.1	1.6	1.5
ROE (%)	46%	9%	6%	10%
Tỉ suất cổ tức (%)	3.8%	3.9%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2	18	35	20
Tương đối	0	9	19	22



Nguồn: Bloomberg, KBSV

COMPANY REPORT

 KB Securities

VIETNAM

05/10/2023

CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

Bông sen vàng

Chuyên viên phân tích Nghiêm Sỹ Tiến
tienns@kbsec.com.vn

HSG ghi nhận doanh thu Quý 3 Niên độ tài chính 2022-2023 giảm 29% so với cùng kỳ

Trong quý 3 NĐTC 2022-2023 HSG ghi nhận doanh thu thuần đạt 8,645 tỷ đồng (-29% YoY), lợi nhuận gộp đạt 892 tỷ đồng (-44% YoY). Sau khi trừ hết tất cả chi phí, lợi nhuận ròng còn lại chỉ khoảng 14 tỷ đồng (-95% YoY) và (-95% QoQ). Biên lợi nhuận gộp theo đó cũng chỉ còn 10.1% (giảm 2.8 điểm % so với quý trước) do giá bán nội địa và xuất khẩu đều giảm.

Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa phục hồi, kênh xuất khẩu hỗ trợ doanh thu kể từ cuối năm 2023 - đầu năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nội địa của HSG sẽ có sự phục hồi đáng kể từ cuối năm 2023 và đầu năm 2024 với các nỗ lực đẩy mạnh hoạt động sản xuất và xây dựng trong nước. Bên cạnh đó kênh xuất khẩu có thể duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định nhờ tập khách hàng rộng khắp và giá bán cạnh tranh hơn so với giá bán của thị trường Mỹ và EU.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá HRC đầu vào đang duy trì ở mức nền thấp

Với việc giá HRC liên duy trì mức nền thấp liên tục trong thời gian dài từ giữa năm 2022 sẽ là cơ hội tốt cho các doanh nghiệp sản xuất thép gia tăng nhập nguyên vật liệu ở mức giá thấp, giúp cải thiện Biên lợi nhuận gộp khi giá bán các sản phẩm thép và tôn mạ tăng trở lại.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 24,700 VND/cổ phiếu

Dựa trên những triển vọng về hoạt động kinh doanh cũng như giả định về sản lượng tiêu thụ, của HSG, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho HSG là 24,700 VND/cổ phiếu, tương đương upside 34.9% so với mức giá đóng cửa ngày 05/10/2023

MUA Lần đầu

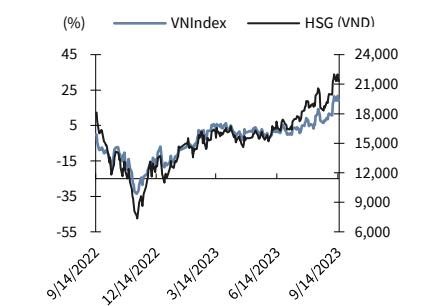
Giá mục tiêu	VND 24,700
Tăng/giảm	21%
Giá hiện tại (05/10/2023)	VND 18,350
Vốn hóa (nghìn tỉ VND)	13.4

Đữ liệu giao dịch		Biến động giá cổ phiếu			
		(%)	1M	3M	6M
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	85%				
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	5.9				
Sở hữu nước ngoài (%)	20.48%				
Cổ đông lớn (Lê Phước Vũ)	17.02%				

Dự phỏng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	56,561	40,695	32,694	38,252
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	5,074	-806	899	1,324
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	4,379	-1,068	680	1,038
EPS (VND)	6,974	-1,701	1,082	1,503
Tăng trưởng EPS (%)	184%	-124%	-164%	39%
P/E (x)	4.55	-8.06	26.80	19.30
P/B (x)	1.74	1.77	1.54	1.40
ROE (%)	48%	-10%	6%	9%
Tỉ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Xây dựng

Kỳ vọng vào mảng Công nghiệp với vốn FDI

KQKD toàn ngành suy giảm do các tác động bên ngoài

Doanh thu và LNST toàn ngành giảm lần lượt 10% YoY và 58% YoY, do (1) nguồn cung công việc mảng dân dụng suy giảm khi các nhà phát triển bất động sản gặp khó khăn về nguồn vốn và chờ phê duyệt pháp lý dự án; và (2) chi phí lãi vay gia tăng (chiếm 54% lãi gộp trong 9M2023 so với 40% cùng kỳ) khiến LNST suy giảm

Đầu tư công tạo động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp hạ tầng trong 2023

Các dự án giao thông vận tải trọng điểm được đấu thầu và trao thầu nhanh chóng trong 2023, bao gồm cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, cảng hàng không quốc tế Long Thành, etc. Tuy nhiên, tiến độ giải ngân vốn chưa đạt kỳ vọng (11T2023 đạt 65% kế hoạch) đã gián tiếp tác động tới KQKD của nhóm đầu tư công (5/8 doanh nghiệp trong danh sách theo dõi có doanh thu 9M2023 giảm 35-50% YoY)

Cơ hội từ mảng xây dựng công nghiệp với các dự án có vốn FDI trong 2024-2025

Chúng tôi cho rằng (1) việc chuyển dịch chuỗi cung ứng, (2) việc nâng tầm mối quan hệ chiến lược toàn diện với Mỹ và các chuyến thăm ngoại giao xúc tiến hoạt động hợp tác quốc gia lớn như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc trong 2023 sẽ tạo động lực tăng trưởng dòng vốn FDI và tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp xây lắp mảng công nghiệp trong thời gian tới. Trong đó, các doanh nghiệp với nền tảng tài chính vững chắc, năng lực thi công và khả năng đáp ứng các yêu cầu kỹ thuật cao của chủ đầu tư nước ngoài sẽ được hưởng lợi.

Theo dõi sát sao tiến độ triển khai các dự án đầu tư công

Hầu hết dự án trọng điểm giai đoạn 2021 – 2025 đã được trao thầu trong 2023, bước sang 2024, chúng tôi cho rằng tiến độ triển khai dự án và tiến độ giải ngân vốn đầu tư công sẽ được phản ánh trực tiếp lên KQKD của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng. Với chủ trương của chính phủ về việc thúc đẩy đầu tư công nhằm nhanh chóng hoàn thành các mục tiêu quốc gia, KBSV kỳ vọng tỉ lệ giải ngân vốn trong 2024 được cải thiện, tạo động lực tăng trưởng về KQKD ở nhóm đầu tư công

Đánh giá TRUNG LẬP với KQKD các lĩnh vực phân hóa

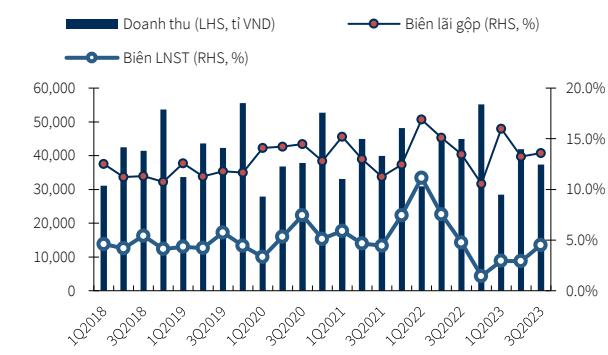
Giá cổ phiếu nhóm Đầu tư công đã có mức tăng tốt trong 2023, trong khi đó nhóm Dân dụng có sự phân hóa. Chúng tôi duy trì đánh giá TRUNG LẬP với ngành Xây dựng với quan điểm KQKD biến động giữa các nhóm, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một số doanh nghiệp với backlog lớn, khả năng thực thi và bàn giao tốt sẽ có cơ hội tăng trưởng KQKD vượt trội so với ngành trong 2024.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9M2023

LNST 9T2023 giảm 58% YoY

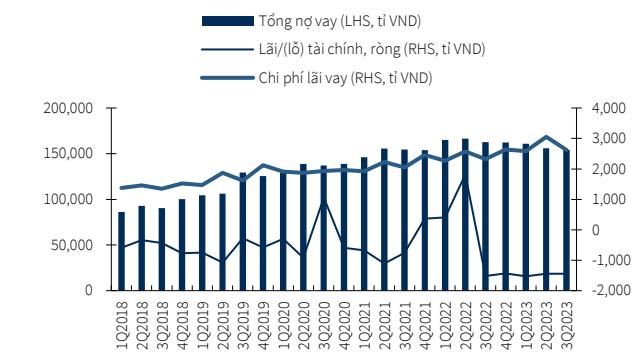
9T2023, doanh thu toàn ngành đạt 107,715 tỉ VND (-10% YoY), trong khi đó LNST đạt 3,751 tỉ VND (-58% YoY). KQKD suy giảm là do nguồn cung công việc trên thị trường trong 1H2023 còn hạn chế, chủ đầu tư chậm triển khai dự án. Đồng thời, lãi suất cho vay tăng từ 4Q2022 khiến LNST bị ăn mòn bởi chi phí lãi vay (Biểu đồ 02). Tuy nhiên, áp lực tài chính của các doanh nghiệp xây lắp cũng đã được cải thiện khi tổng giá trị các khoản phải thu đã giảm 10% YTD, đồng thời tỉ trọng các khoản phải thu tới 3Q2023 cũng đã giảm về mức thấp trong 5 năm trở lại đây (Biểu đồ 03).

Biểu đồ 1. Biên lợi nhuận ngành xây dựng suy giảm trong bối cảnh nguồn cung công việc hạn chế



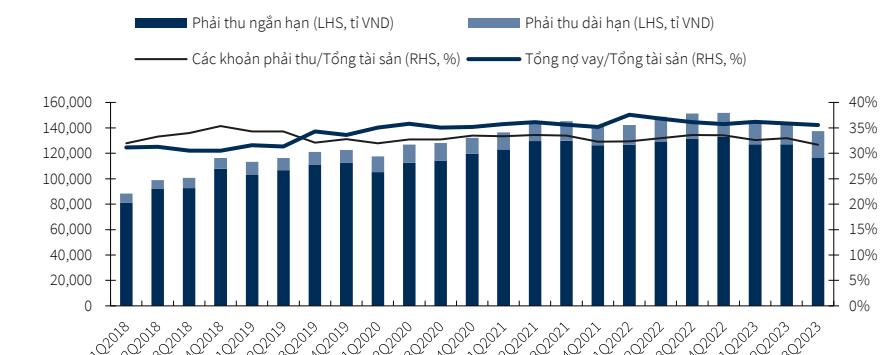
Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 2. Lãi suất cho vay ở mức cao trong 4Q2022 khiến LNST của nhiều doanh nghiệp suy giảm do chi phí lãi vay tăng



Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 3. Tới 3Q2023, bảng cân đối có xu hướng cải thiện khi phải thu giảm 10% YTD

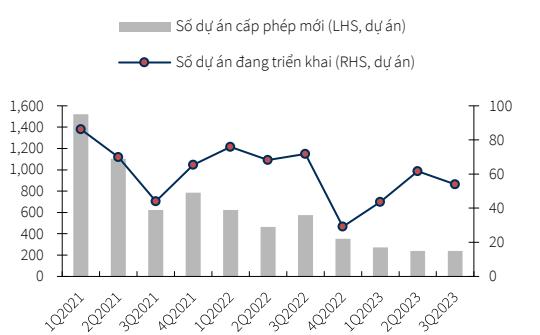


Nguồn: FiinPro, KBSV

Bất động sản Dân cư trầm lắng tác động lên hoạt động xây dựng Dân dụng

Số liệu thống kê từ Bộ Xây dựng cho thấy số lượng dự án đang triển khai có xu hướng suy giảm trong 1 năm vừa qua, trong 3Q2023 ghi nhận 863 dự án dân dụng đang được triển khai (-25% YoY) và 15 dự án được cấp phép xây dựng mới (so với 36 dự án trong cùng kỳ), phản ánh khó khăn của các nhà phát triển Bất động sản về nguồn vốn và pháp lý để triển khai dự án mới. Điều này ảnh hưởng trực tiếp tới nguồn cung công việc mảng xây dựng dân dụng. Cụ thể, 3/4 doanh nghiệp xây dựng dân dụng (doanh thu dân dụng chiếm trọng số) trong danh sách theo dõi của chúng tôi đều chứng kiến mức suy giảm doanh thu từ 35-50% trong 9T2023 (Biểu đồ 05).

Biểu đồ 4. Thống kê số dự án Bất động sản Dân dụng được cấp phép xây dựng mới và đang triển khai

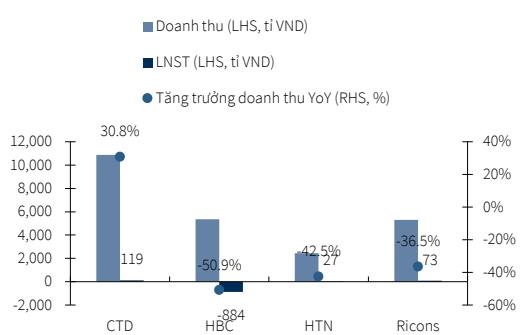


Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

Đầu tư công tạo động lực cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng

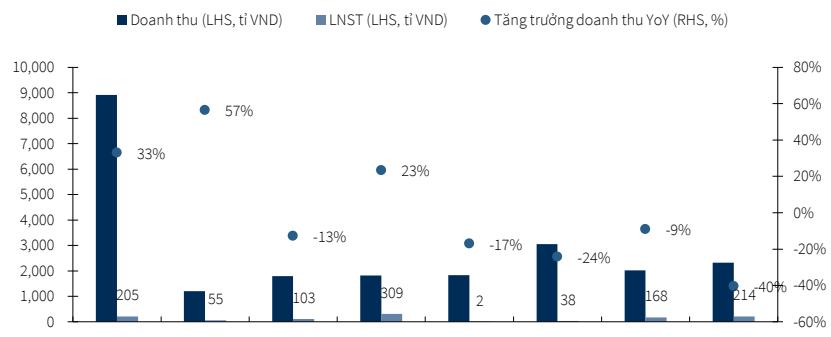
Trái ngược với mảng Dân dụng, các doanh nghiệp thi công mảng hạ tầng được hưởng lợi nhờ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong 2023, với một số dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2021 – 2025, sân bay Long Thành, etc. Tuy nhiên, việc giải ngân vốn đầu tư công tại một số dự án trọng điểm chưa được triển khai như kỳ vọng, đạt trung bình trên 60% tại ngày 24/11/2023 (Bảng 07).Thêm vào đó là áp lực chi phí lãi vay gia tăng đã tác động tiêu cực tới KQKD của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng, khiến LNST suy giảm trong 9T2023 (Biểu đồ 06), duy chỉ có HHV và C4G ít chịu tác động bởi đà tăng lãi suất từ 4Q2022 do nợ vay chủ yếu tập trung cho các dự án BOT và chi phí lãi vay dưới hình thức PPP được điều chỉnh, chiếm 1 phần tỉ lệ cố định của doanh thu

Biểu đồ 5. KQKD 9T2023 của các doanh nghiệp xây dựng mảng dân dụng



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, FiinPro, KBSV

Biểu đồ 6. 5/8 doanh nghiệp hạ tầng hàng đầu có doanh thu suy giảm trong 9T2023



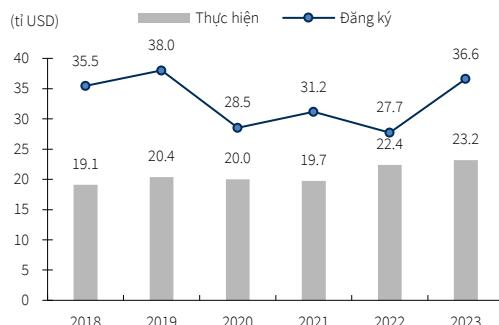
Nguồn: Báo cáo công ty, FiinPro, KBSV

TRIỂN VỌNG NĂM 2024

Đòn đầu các dự án công nghiệp có vốn FDI

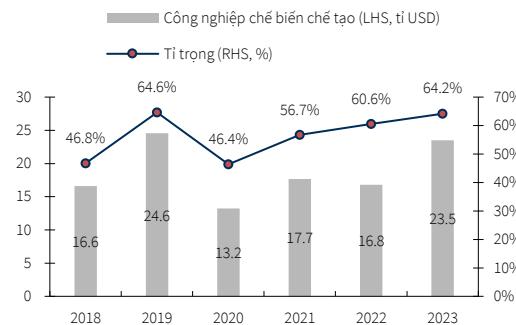
Chúng tôi nhận thấy xu hướng phát triển của mảng sản xuất công nghiệp có vốn đầu tư FDI sẽ gia tăng trong thời gian tới nhờ vào dòng vốn FDI đăng ký tăng mạnh trong 2023 (+32% YoY) thông qua việc thúc đẩy hợp tác, nâng cấp mối quan hệ hợp tác chiến lược toàn diện với Mỹ và các chuyến thăm ngoại giao xúc tiến hoạt động hợp tác quốc gia lớn như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc trong 2023. Trong đó, vốn đầu tư cho lĩnh vực chế biến chế tạo ước tính ở mức 23.5% tỉ USD (+40% YoY) sẽ tạo động lực tăng trưởng cho mảng xây dựng công nghiệp ở Việt Nam trong giai đoạn 2024 – 2025. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp xây dựng với năng lực thi công và khả năng đáp ứng các yêu cầu kỹ thuật cao của các chủ đầu tư nước ngoài sẽ được hưởng lợi từ các dự án công nghiệp có vốn đầu tư FDI trong thời gian tới.

Biểu đồ 8. Vốn FDI đăng ký và giải ngân 2023



Nguồn: GSO, FiinPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 9. Giá trị và tỉ trọng vốn FDI đăng ký mảng công nghiệp



Nguồn: GSO, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 10. Top 10 các dự án sản xuất công nghiệp, chế biến, chế tạo có vốn FDI lớn nhất trong 2023

STT	Công ty	Quốc gia	Lĩnh vực	Vốn (triệu USD)	KCN	Tỉnh
1	Fulian Precision Technology	Singapore	Máy vi tính, điện tử	621	Quang Châu	Bắc Giang
2	Shadong Haohua Tire Co. Ltd	Trung Quốc	Nhựa, cao su	500	Sikico	Bình Phước
3	Goerteck (Hongkong) Co. Ltd	Hongkong	Máy vi tính, điện tử	280	Nam Sơn - Hợp Linh	Bắc Ninh
4	Suntory Pepsico	Hà Lan	Nước uống	185	Hựu Thanh	Long An
5	Boltun Corp & QST International Corp	Đài Loan	Máy móc, thiết bị	165	Bắc Tiền Phong	Quảng Ninh
6	Pandora Production Holdings A/S	Đan Mạch	Trang sức	163	VSIP III	Bình Dương
7	Autoliv Vietnam	Thụy Điển	Linh kiện ô tô	154	Amata Sông Khoai	Quảng Ninh
8	Longi Green Energy Technology Co. Ltd	Trung Quốc	Tấm và pin NLMT	140	Vân Trung	Bắc Giang
9	Crown Company	Singapore	Nhôm	95	Phú Tân	Bình Dương
10	Rising Team Enterprises	Hongkong	Dệt may	38	TMTC	Tây Ninh

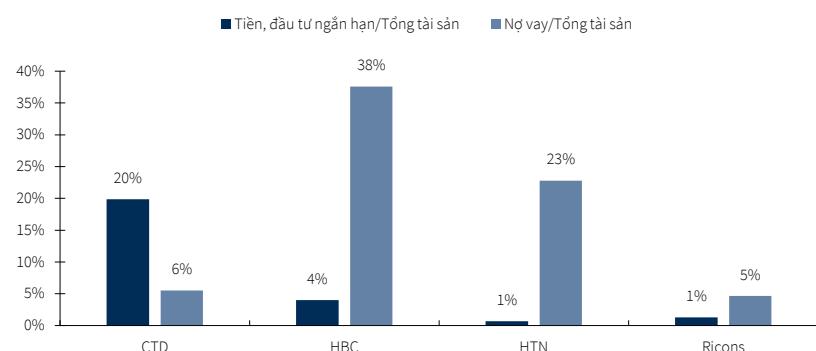
Nguồn: Savills, KBSV tổng hợp

Kỳ vọng hoạt động xây dựng mảng Dân dụng dần hồi phục trong 2024

Chúng tôi cho rằng số lượng dự án Bất động sản Dân dụng được cấp phép mới và số lượng dự án đang triển khai đã tạo đáy trong 2023 (Biểu đồ 04) và kỳ vọng mảng xây dựng dân dụng dần hồi phục trong 2024 nhờ (1) sự các chính sách hỗ trợ của Chính phủ dành cho các nhà phát triển Bất động sản (mặt bằng lãi suất ở mức thấp, gia hạn thời gian đáo hạn trái phiếu, đẩy nhanh xử lý thủ tục pháp lý, etc.) sẽ tạo điều kiện cho một số dự án được tiếp cận vốn, quay lại thi công và cấp phép mới. Bên cạnh đó, các điều luật sửa đổi (Ngành Bất động sản - Bảng 15) được kỳ vọng sẽ cải thiện tâm lý của người mua nhà, rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý và gia tăng tính minh bạch cho thị trường. Tuy nhiên, tốc độ hồi phục có thể bị ảnh hưởng bởi áp lực thanh toán nợ vay và nhu cầu cơ cấu nợ của các chủ đầu tư từ các khoản trái phiếu đáo hạn trong 2024, trong đó có một số lô trái phiếu đã được gia hạn từ 2023.

Các doanh nghiệp có (1) lượng tiền mặt lớn (2) nguồn nhân lực sẵn sàng sẽ có lợi thế trong việc đấu thầu các dự án dân dụng khi thị trường hồi phục

Biểu đồ 11. Cơ cấu tiền và nợ vay của các doanh nghiệp xây dựng dân dụng tại 3Q2023

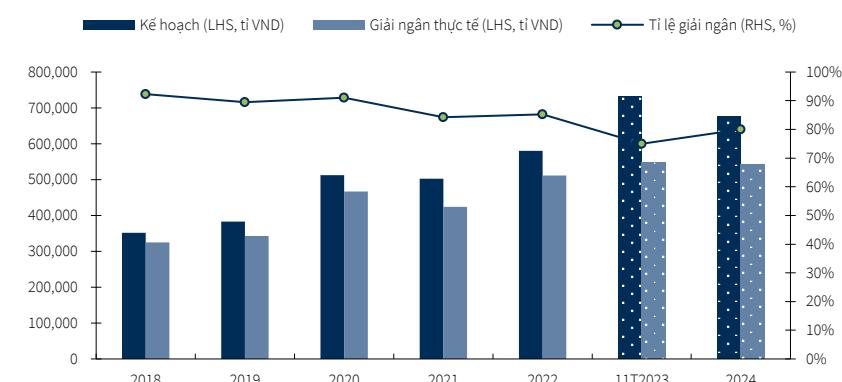


Nguồn: Báo cáo công ty, FiinPro, KBSV

Tiếp tục đẩy mạnh đầu tư công trong 2024 nhằm thực hiện các mục tiêu quốc gia

11T2023, ước tính vốn đầu tư công được giải ngân đạt 461 nghìn tỉ VND, tương ứng với 65% kế hoạch năm. Trong 2024, kế hoạch đầu tư công của chính phủ ước tính đạt 677 nghìn tỉ VND, chiếm 32% ngân sách nhà nước, tập trung chính vào các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, cảng hàng không quốc tế Long Thành, đường vành đai 4 Hà Nội, đường vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh, etc. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư công có thể phân bổ trong 2024 ở mức 730,000 VND (nhờ chuyển giao nguồn vốn từ 2023 sang 2024) và kỳ vọng tỉ lệ giải ngân ở mức 80%, tăng xấp xỉ 16% so với 2023.

Biểu đồ 12. Dự chi đầu tư công 2024 ở mức 677 nghìn tỉ VND



Nguồn: Bộ KH&ĐT, KBSV tổng hợp

COMPANY REPORT



08/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyennd1@kbsec.com.vn

CTCP Xây dựng Coteccons

Giảm chi phí dự phòng giúp thúc đẩy lợi nhuận

Thu nhập từ hoạt động kinh doanh quay lại mức dương trong Q1 FY2024 nhờ cải thiện biên lãi gộp và chi phí dự phòng giảm

Kết thúc Q1 FY2024, CTD ghi nhận doanh thu 4,124 tỷ VND (+33% YoY), LNST 67 tỷ VND nhờ (1) biên lãi gộp tăng lên 2.4% do bắt đầu ghi nhận doanh thu dự án Lego (mảng Công nghiệp) và (2) chi phí dự phòng nợ xấu giảm 29% YoY. Thu nhập từ HĐKD (loại trừ thu nhập tài chính ròng) đã quay trở lại mức dương

Mảng công nghiệp làm động lực tăng trưởng trong tương lai

Chúng tôi cho rằng biên lãi gộp sẽ có xu hướng cải thiện trong FY2024 nhờ (1) tỉ trọng mảng công nghiệp lớn (21% tại cuối FY2023 so với 14% đầu năm) với động lực chính từ dự án Lego và (2) kỳ vọng CTD sẽ bổ sung các hợp đồng ký mới trong mảng công nghiệp với các chủ đầu tư FDI trong trung và dài hạn

Kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới trong FY2024 tăng 30%

Tính tới cuối FY2023, backlog của CTD đạt 20,000 tỷ VND. Chúng tôi kỳ vọng trong FY2024, giá trị hợp đồng ký mới tăng 30% so với cùng kỳ nhờ chiến lược repeat sales và kỳ vọng thị trường BĐS Dân cư dần hồi phục trong 2024

Ước tính chi phí dự phòng FY2024 ở mức 104 tỷ VND giúp cải thiện LNST

Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng trong năm tài chính 2024 chiếm 0.6% doanh thu của CTD và giảm 32% so với giá trị dự phòng 4 quý gần nhất, sau khi doanh nghiệp đã tích cực trích lập trong giai đoạn trước đó. Đồng thời, chúng tôi cho rằng CTD sẽ có thể hạn chế phát sinh thêm nợ xấu trong tương lai nhờ (1) áp dụng bảo lãnh thanh toán và (2) quản trị rủi ro song song khi thực hiện chiến lược repeat sales

Khuyến nghị MUA với CTD, giá mục tiêu 76,200 VND/cổ phiếu

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của CTD đạt 76,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá là 19% so với giá đóng cửa ngày 08/12/2023

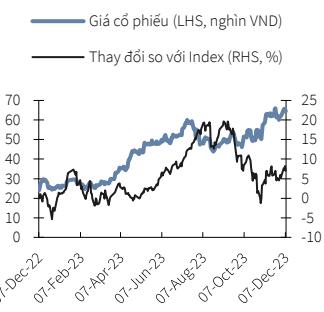
MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 76,200
Tăng/giảm	19%
Giá hiện tại (08/12/2023)	VND 64,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 49,500
Vốn hóa (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	0.61/0.25

Dữ liệu giao dịch		Biến động giá cổ phiếu (%)			
		1M	3M	6M	12M
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%				
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	929/40				
Kustoshem Private Limited	17.55%				
Công ty TNHH MTV KD & ĐT Thành Công	14.12%				
The 8th Pte., Ltd.	10.42%				

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY 2022A	FY 2023A	FY 2024F	FY 2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	14,537	6,744	17,109	16,530
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	-54	69	280	391
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	21	52	222	313
EPS (VND)	263	663	2,141	3,019
Tăng trưởng EPS (%)	-13%	152%	223%	41%
P/E (x)	125.2	97.8	30.0	21.3
P/B (x)	0.3	0.6	0.8	0.8
ROE (%)	0%	1%	3%	4%
Tỉ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntr@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tiennns@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.