

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH 6 THÁNG CUỐI NĂM 2022

SẴN SÀNG CHO TƯƠNG LAI NHIỀU BIẾN ĐỘNG



“Thị trường có thể sẽ “nhạy cảm” hơn và biến động mạnh trước thông tin tiêu cực, đặc biệt khi mà định giá cổ phiếu đã lên mặt bằng cao hơn rất nhiều so với giai đoạn trước khi xuất hiện Covid-19 lần đầu tiên vào tháng 3/2020...” – Báo cáo chiến lược đầu tư năm 2022, Rong Việt Securities.

Mặc dù đã quan ngại trước những sự kiện có thể tác động tiêu cực lên thị trường như lạm phát toàn cầu và căng thẳng địa chính trị, sức ảnh hưởng thực tế đã mạnh hơn rất nhiều so với đánh giá của chúng tôi, khiến VNIndex giảm 20% YTD trong nửa đầu năm.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng lạm phát toàn cầu đã đạt đỉnh và mức giảm 20% YTD của chỉ số VNIndex đã phản ánh đầy đủ ảnh hưởng của những sự kiện tiêu cực nhất. Nhìn sang nửa cuối năm 2022, nền kinh tế Việt Nam nói chung, và lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết nói riêng, dự báo vẫn giữ được mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ. Không thể kỳ vọng một chính sách tiền tệ mở rộng trong môi trường hiện tại, song sự hạ nhiệt của lạm phát toàn cầu và chỉ số USD Index sẽ giúp nhà điều hành có thêm không gian điều tiết thị trường trường tiền tệ, vừa giữ được lãi suất điều hành và ổn định tỷ giá trong biên độ mục tiêu, vừa cấp đủ hạn mức tăng trưởng tín dụng cho nền kinh tế.

Chúng tôi dự báo VNIndex dao động trong khoảng 1225 – 1398 điểm. Đồng thời, giá trị khớp lệnh bình quân trên sàn HSX có thể tăng 20% so với mức bình quân của Q2 lên 17.000 – 19.000 tỷ đồng/phiên trong những tháng còn lại của năm. Dù vậy, với định hướng chính sách tiền tệ thắt chặt hiện tại, chúng tôi cho rằng quá trình hồi phục của thị trường sẽ diễn ra trong xu thế giằng co. Chiến lược giải ngân do vậy cũng được khuyến nghị thận trọng, không mua đuổi trong những nhịp tăng bất ngờ và luôn để dành sức mua cho những nhịp sụt giảm mạnh của thị trường. Đối với nhà đầu tư dài hạn và có tính phòng thủ cao, tỷ lệ cổ phiếu: tiền mặt có thể duy trì ở mức 70:30.

Những nhóm ngành dự báo có triển vọng kinh doanh khả quan trong nửa cuối năm bao gồm Khu công nghiệp, Hàng không, CNTT, Ngân hàng, Dược phẩm, Săm lốp, Thủy sản, Thực phẩm và Đồ uống với những cổ phiếu đại diện bao gồm VCB, CTG, TCB, MBB, LHG, PHR, KBC, ACV, AST, FPT, CMG, DBD, DRC, ANV, HAX, VNM và QNS.

Không bị quan song chưa thể “chủ quan” với triển vọng phục hồi kinh tế, đặc biệt từ cuối năm 2022 – đầu 2023. Đặt trong bối cảnh lạm phát toàn cầu và căng thẳng địa chính trị còn tiềm ẩn nhiều nguy cơ, trong khi nền kinh tế Trung Quốc cũng chật vật tăng trưởng bởi chính sách “Zero-Covid”, triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới đang trở nên kém sắc. Với độ mở kinh tế cao, triển vọng tăng trưởng kinh tế của Việt Nam cũng như chính sách tiền tệ trong thời gian tới vẫn sẽ chịu ảnh hưởng nhất định với những sự kiện trên. Đây có thể sẽ là những rào cản lớn với khả năng hồi phục của thị trường.

Cuối cùng nhưng không kém phần quan trọng, trong khi tín dụng ngân hàng bị hạn chế, sự ách tắc trên thị trường TPDN có thể ảnh hưởng trầm trọng hơn đến sức khỏe tài chính của các ngành/ doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính. Rủi ro vỡ nợ trái phiếu là hoàn toàn có thể xảy ra và gián tiếp tác động tiêu cực lên thị trường cổ phiếu.

MỤC LỤC	
<u>CÁC CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 6 THÁNG CUỐI NĂM 2022</u>	<u>5</u>
<u>TRIỂN VỌNG VĨ MÔ - ĐỐI DIỆN VỚI KHÓ KHĂN</u>	<u>11</u>
<u>TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN – PHỤC HỒI TRONG THẬN TRỌNG</u>	<u>31</u>
<u>NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP – HƯỚNG ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG</u>	<u>48</u>
<u>NGÀNH HÀNG KHÔNG – KHÓ KHĂN ĐÃ QUA</u>	<u>81</u>
<u>NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG TRONG DÀI HẠN</u>	<u>96</u>
<u>NGÀNH NGÂN HÀNG – TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN ỔN ĐỊNH TRONG BỐI CẢNH KHÓ LƯỜNG</u>	<u>114</u>
<u>NGÀNH DƯỢC – KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ NỀN THẤP</u>	<u>158</u>
<u>NGÀNH Ô TÔ & PHỤ TÙNG – BIÊN LỢI NHUẬN MỞ RỘNG TRONG 2H2022</u>	<u>175</u>
<u>NGÀNH THỦY SẢN – ĐỐI MẶT NHIỀU YẾU TỐ KHÓ ĐOÁN TỪ PHÍA CẦU</u>	<u>189</u>
<u>NGÀNH THỰC PHẨM & ĐỒ UỐNG – THÍCH NGHI VỚI LẠM PHÁT</u>	<u>209</u>
<u>NGÀNH SỮA – NHU CẦU QUAY VỀ MỨC BÌNH THƯỜNG TRONG 2H2022</u>	<u>223</u>
<u>NGÀNH LOGISTICS – KHÓ KHĂN NGẮN HẠN, HƯỞNG LỢI DÀI HẠN</u>	<u>238</u>
<u>NGÀNH BÁN LẺ – CƠ HỘI ĐẾN TỪ CÁC THỊ TRƯỜNG PHÂN MẢNH MỚI</u>	<u>267</u>
<u>NGÀNH DỆT MAY – KHÓ KHĂN NỐI TIẾP</u>	<u>284</u>
<u>NGÀNH ĐIỆN – CHỜ ĐỢI CƠ CHẾ MỚI</u>	<u>305</u>
<u>NGÀNH DẦU KHÍ – GIÁ DẦU TRONG CƠN BÃO LẠM PHÁT</u>	<u>338</u>
<u>NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN – KHÓ KHĂN TRONG NGẮN HẠN</u>	<u>359</u>
<u>NGÀNH THÉP – GIAI ĐOẠN TRẦM LẶNG</u>	<u>388</u>
<u>NGÀNH PHÂN BÓN – NHU CẦU THẤP TRONG BỐI CẢNH GIÁ CAO</u>	<u>408</u>
<u>CÁC CỔ PHIẾU KHÁC</u>	

Chủ đề đầu tư	Nhận định	Lựa chọn cổ phiếu
Lạm phát tạo đỉnh trong 2H 2022	Các ngân hàng trung ương trên thế giới đang tăng lãi suất tương đối nhanh và mạnh để kiểm chế lạm phát. Chúng tôi kỳ vọng lạm phát đã đạt đỉnh trong tháng Sáu, mặc dù tốc độ bình thường hóa là khá khó lường, phần lớn là do giá năng lượng được kỳ vọng duy trì ở mức cao, rủi ro từ việc tắc nghẽn chuỗi cung ứng bị kéo dài và rủi ro bất ổn địa chính trị. Trong bối cảnh đó, chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa, cũng là chi phí đầu vào của các nhà sản xuất, sẽ hạ nhiệt trong những tháng tới và hỗ trợ cho tỷ suất lợi nhuận của các công ty này. Những công ty có khả năng chuyển giá từ trung bình đến cao thậm chí có thể mở rộng tỷ suất lợi nhuận bằng cách trì hoãn làm chậm mức độ giảm của giá bán so với mức điều chỉnh của giá NVL đầu vào.	VNM, DRC, BMP
Tăng trưởng LN cao	Chúng tôi nhìn nhận những chính sách và quy định thắt chặt trong ngành ngân hàng liên quan đến việc hạn chế cấp tăng trưởng tín dụng chỉ là tạm thời. Chúng tôi tin rằng khi những hạn chế về room tăng trưởng tín dụng được dỡ bỏ, các ngân hàng tư nhân như TCB, MBB sẽ có nhiều dư địa để điều động và mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận cao. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng quốc doanh như VCB, CTG sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ hơn nhờ chi phí trích lập dự phòng thấp hơn thông qua khả năng quản lý chi phí rủi ro tốt hơn. Thu nhập tăng trưởng cao đột biến so với kỳ vọng của thị trường: Việc giãn cách xã hội trên toàn quốc trong Q3 năm ngoái đã tạo ra mức thấp rất thấp của lợi nhuận của nhiều công ty niêm yết. Mặc dù yếu tố này đã được thị trường biết đến nhiều nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ có những bất ngờ về mức độ tăng trưởng của một số công ty như KBC, LHG, PHR, PNJ và ACV. Thu nhập bất thường từ thanh lý tài sản: Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PVT có khả năng tăng đột biến trong nửa cuối năm 2022 nhờ lợi nhuận bất thường từ việc thanh lý tàu PVT Athena.	TCB, MBB, VCB, CTG, KBC, PHR, LHG, PNJ, ACV, PVT
Vị thế phòng thủ với cổ phiếu có tỷ suất cổ tức cao	Chúng tôi kỳ vọng HND và NT2, hai công ty nhiệt điện đã và sắp hoàn thành các nghĩa vụ nợ, sẽ tận dụng dòng tiền tự do dồi dào để trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông. Tỷ suất cổ tức dự phóng cho HND ở mức 6% -10% mỗi năm trong giai đoạn 2022-25, trong khi chúng tôi dự báo FCFE cao của NT2 (khoảng 3.000 đồng) sẽ khiến tỷ suất cổ tức tiềm năng của công ty này trở nên rất hấp dẫn ở mức 11%.	NT2, HND

Bảng 1: Danh mục mô hình

Cổ phiếu	Sàn	VHTT (triệu USD)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá thị trường (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	2022F		2023F		PER		PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
						+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)			
TCB	HOSE	5.971	62.700	39.000	61%	20,6	25,5	18,5	18,0	6,1	5,2	1,3	0,0	0,0
MBB	HOSE	4.490	42.800	27.250	57%	26,5	42,0	17,1	17,4	5,5	4,7	1,5	0,0	0,0
LHG	HOSE	86	56.300	39.450	48%	10,6	-14,2	8,1	45,5	8,3	5,7	1,4	4,8	34,3
HND	UPCOM	351	23.300	16.080	47%	21,3	81,9	5,4	27,2	10,6	8,3	1,2	2,5	49,0
PHR	HOSE	405	88.400	68.600	33%	-12,7	117,8	15,0	10,5	13,2	11,9	2,8	4,4	35,4
PNJ	HOSE	1.216	143.900	115.000	27%	47,2	70,0	11,3	9,7	17,7	17,5	3,4	1,7	0,0
VNM	HOSE	6.544	85.100	71.800	24%	6,9	-2,2	7,0	10,8	16,2	14,6	4,4	5,4	45,5
VCB	HOSE	16.821	96.900	81.500	19%	16,3	34,8	13,8	12,2	13,1	12,5	3,1	0,0	6,4
DRC	HOSE	157	34.700	30.400	18%	17,5	5,2	15,9	17,6	13,1	11,1	2,1	3,9	40,0
KBC	HOSE	1.280	44.900	38.250	17%	18,4	418,9	118,3	-10,3	7,2	8,0	1,7	0,0	29,4
CTG	HOSE	6.120	34.000	29.200	16%	15,2	52,5	12,3	10,6	9,3	8,4	1,4	0,0	3,2
PVT	HOSE	296	23.800	21.000	16%	15,0	33,3	-3,9	-10,0	8,6	10,6	1,2	2,4	35,1
NT2	HOSE	331	29.200	26.350	15%	29,1	54,9	12,6	11,6	9,4	8,4	1,7	3,8	34,4
ACV	UPCOM	8.380	100.400	88.271	14%	141,8	556,5	32,6	19,3	35,3	29,6	4,7	0,0	45,2
BMP	HOSE	236	70.300	66.200	10%	16,5	115,4	10,8	20,8	12,9	10,7	2,2	4,2	14,6

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt, *dữ liệu tại ngày 16/08/2022

BẢNG XẾP HẠNG NGÀNH

STT	Ngành	Cung-Cầu	Giá NVL	Môi trường pháp lý	Tiềm năng dài hạn	Phát triển kỹ thuật	Cạnh tranh	Quan điểm	Lựa chọn cổ phiếu	Cổ phiếu theo dõi
1	BĐS KCN	++	+	++	++	-	++	Tích cực	LHG, PHR, KBC,DPR	
2	Hàng không	++	--		+			Tích cực	ACV	AST
3	CNTT	+	-	++	++	+		Tích cực	FPT	ELC, CMG
4	Ngân hàng	+	-	+	++	++	+	Tốt	TCB, MBB, VPB, ACB, HDB, VCB, CTG	BID
5	Dược phẩm	+	-	-	+	+	+	Tốt		DBD, IMP
6	Xăm lốp	++	+	++	+	+	--	Tốt	DRC	
7	Thủy sản	+	-	+	+	+	+	Tốt	FMC, ANV	VHC
8	Phân phối ô tô	+	-	+	+	++	-	Tốt	HAX	
9	Thực phẩm & Đồ uống	+	+	+	+	+	---	Tốt	VNM	MSN, QNS
10	Kho vận	-		+	++		-	Trung lập	GMD	SCS, HAH, VSC
11	Bán lẻ	-			++		+	Trung lập	PNJ, FRT, MWG	
12	Dệt may	-	-	+	+	+	+	Trung lập	TNG	TCM, STK, MSH
13	Điện			++	+	-		Trung lập	NT2, PC1	REE, HND, PPC, GEG
14	Dầu khí	-		+	-	+		Trung lập	PLX, PVT	PVD, PVS
15	BĐS Dân dụng	-			++			Trung lập		NLG, KDH, HDG
16	Vật liệu xây dựng	-	-		+		-	Tiêu cực	HPG	NKG, BMP, HSG, SMC
17	Phân bón	-	-	-	-	+	-	Tiêu cực	DPM	BFC
18	Bảo hiểm	-		+			-	Tiêu cực		

Nguồn: CTCK Rông Việt

DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI (1)

Cổ phiếu	Sàn	VHTT (triệu USD)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá thị trường (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2021		2022F		2023F		PER		PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	2022F (x)	2023F (x)			
TCB	HOSE	5.971	62.700	39.000	61%	Mua	37,1	46,4	20,6	25,5	18,5	18,0	6,1	5,2	1,3	0,0	0,0
MBB	HOSE	4.490	42.800	27.250	57%	Mua	35,0	53,7	26,5	42,0	17,1	17,4	5,5	4,7	1,5	0,0	0,0
VPB	HOSE	5.845	46.200	30.150	53%	Mua	13,5	13,4	31,6	69,9	22,3	18,3	7,0	6,5	1,5	0,0	0,1
NLG	HOSE	715	62.100	42.800	49%	Mua	134,8	28,3	-5,7	-27,7	130,1	160,3	25,8	12,7	1,9	3,5	9,2
LHG	HOSE	86	56.300	39.450	48%	Mua	21,5	48,5	10,6	-14,2	8,1	45,5	8,3	5,7	1,4	4,8	34,3
HND	UPCOM	351	23.300	16.080	47%	Mua	-16,9	-69,5	21,3	81,9	5,4	27,2	10,6	8,3	1,2	2,5	49,0
KDH	HOSE	1.215	53.500	38.850	38%	Mua	-17,4	4,3	-9,9	14,6	0,3	2,5	19,4	20,4	2,5	0,0	16,9
ACB	HNX	3.660	33.600	24.850	35%	Mua	29,7	25,0	18,3	37,7	19,0	15,6	6,4	5,5	1,6	0,0	0,0
HPG	HOSE	6.226	33.000	24.550	34%	Mua	66,1	156,6	-6,7	-29,5	19,0	35,1	6,2	4,6	1,4	0,0	28,7
PHR	HOSE	405	88.400	68.600	33%	Mua	19,0	-49,8	-12,7	117,8	15,0	10,5	13,2	11,9	2,8	4,4	35,4
MWG	HOSE	4.213	83.200	66.000	28%	Mua	13,3	25,0	11,8	24,9	23,6	53,7	15,8	10,4	4,3	2,3	0,0
IMP	HOSE	181	79.000	62.100	27%	Mua	-7,5	-9,8	18,5	18,5	35,0	44,6	20,2	14,0	2,3	0,0	0,1
PNJ	HOSE	1.216	143.900	115.000	27%	Mua	12,0	-3,4	47,2	70,0	11,3	9,7	17,7	17,5	3,4	1,7	0,0
FPT	HOSE	4.244	110.300	88.700	27%	Mua	19,5	22,5	21,3	41,1	20,9	19,6	16,0	13,4	5,0	2,3	0,0
PPC	HOSE	250	22.500	17.850	26%	Mua	-51,0	-71,5	45,2	41,8	23,8	117,2	18,5	8,5	1,2	0,0	35,6
VNM	HOSE	6.544	85.100	71.800	24%	Mua	2,2	-5,1	6,9	-2,2	7,0	10,8	16,2	14,6	4,4	5,4	45,5
HDB	HOSE	2.312	32.000	26.350	21%	Mua	21,6	42,5	31,3	37,3	30,2	36,4	6,6	4,8	1,6	0,0	4,1
QNS	UPCOM	688	50.300	44.196	21%	Mua	13,0	17,9	13,3	2,0	12,1	14,9	10,6	9,2	2,3	6,8	30,7
STK	HOSE	161	52.700	45.000	20%	Mua	15,7	94,2	14,7	6,5	15,9	7,4	10,7	10,0	2,6	3,3	87,1
HAX	HOSE	56	26.500	22.450	20%	Mua	-0,3	28,2	8,9	75,0	10,3	9,3	4,7	4,9	1,5	2,2	35,6
TNG	HNX	125	34.000	28.700	20%	Mua	0,0	0,0	18,6	30,0	5,6	23,4	10,5	9,0	2,0	1,7	-4,8
FMC	HOSE	149	60.500	52.100	20%	Tích lũy	17,8	18,1	17,4	27,3	12,6	16,2	10,0	8,6	1,9	3,8	18,4

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, *dữ liệu tại ngày 16/08/2022

DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI (2)

Cổ phiếu	Sàn	VHTT (triệu USD)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá thị trường (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2021		2022F		2023F		PER		PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	2022F (x)	2023F (x)			
OCB	HOSE	1.090	21.700	18.250	19%	Tích lũy	11,3	24,6	-2,0	-9,9	22,2	28,3	6,5	5,3	1,1	0,0	0,2
VCB	HOSE	16.821	96.900	81.500	19%	Tích lũy	15,7	18,8	16,3	34,8	13,8	12,2	13,1	12,5	3,1	0,0	6,4
DRC	HOSE	157	34.700	30.400	18%	Tích lũy	20,1	13,4	17,5	5,2	15,9	17,6	13,1	11,1	2,1	3,9	40,0
NKG	HOSE	255	25.100	22.200	18%	Tích lũy	143,7	653,3	-28,8	-60,7	-5,3	37,8	6,7	5,3	1,0	4,5	43,5
KBC	HOSE	1.280	44.900	38.250	17%	Tích lũy	100,3	198,7	18,4	418,9	118,3	-10,3	7,2	8,0	1,7	0,0	29,4
GMD	HOSE	699	61.100	53.200	17%	Tích lũy	23,1	65,4	19,9	76,8	6,6	7,4	14,8	13,8	2,3	2,3	2,8
CTG	HOSE	6.120	34.000	29.200	16%	Tích lũy	17,4	3,0	15,2	52,5	12,3	10,6	9,3	8,4	1,4	0,0	3,2
PVT	HOSE	296	23.800	21.000	16%	Tích lũy	-0,2	-0,5	15,0	33,3	-3,9	-10,0	8,6	10,6	1,2	2,4	35,1
NT2	HOSE	331	29.200	26.350	15%	Tích lũy	1,1	-14,6	29,1	54,9	12,6	11,6	9,4	8,4	1,7	3,8	34,4
ACV	UPCOM	8.380	100.400	88.271	14%	Tích lũy	-38,4	-90,8	141,8	556,5	32,6	19,3	35,3	29,6	4,7	0,0	45,2
FRT	HOSE	445	96.900	86.100	14%	Tích lũy	53,4	1.695,1	30,6	46,2	19,1	22,5	15,7	12,8	5,6	1,2	30,7
BFC	HOSE	61	25.800	24.500	13%	Tích lũy	42,2	64,5	14,0	-1,8	-9,4	-8,8	7,2	8,7	1,3	8,2	45,3
MSH	HOSE	145	48.200	44.300	13%	Tích lũy	24,5	90,8	20,9	-17,4	4,1	21,1	9,4	7,8	2,1	4,5	42,6
BMP	HOSE	236	70.300	66.200	10%	Tích lũy	-2,8	-59,0	16,5	115,4	10,8	20,8	12,9	10,7	2,2	4,2	14,6
PC1	HOSE	410	43.800	39.950	10%	Tích lũy	47,4	36,8	-25,2	-31,0	30,9	53,0	21,9	14,3	1,9	0,0	45,4
GEG	HOSE	317	24.700	22.550	10%	Tích lũy	-7,5	9,4	53,2	9,9	2,6	21,5	23,0	18,9	2,1	0,0	14,8
HDG	HOSE	576	57.758	54.000	9%	Tích lũy	-23,2	11,3	-0,7	36,4	-11,2	-6,3	10,2	11,9	2,7	1,9	36,3
REE	HOSE	1.305	90.700	84.200	8%	Tích lũy	3,0	13,9	37,3	25,3	13,6	5,2	12,9	12,2	2,1	0,0	0,0
VHC	HOSE	694	91.000	86.800	7%	Tích lũy	28,7	56,2	49,3	98,5	-10,4	-20,8	7,4	9,4	2,2	2,3	72,6
SCS	HOSE	352	91.900	86.000	7%	Tích lũy	21,1	21,6	10,4	12,2	11,8	13,6	14,3	12,4	5,9	0,0	22,4
ANV	HOSE	284	52.500	51.200	4%	Trung lập	1,6	-36,7	51,2	569,8	-2,9	-16,1	7,5	9,0	2,3	2,0	46,2
MSN	HOSE	6.768	112.800	109.000	3%	Trung lập	14,8	593,9	-3,5	-45,6	11,9	13,4	20,7	12,3	5,3	0,0	20,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Viet, *dữ liệu tại ngày 16/08/2022

DANH MỤC CỔ PHIẾU THEO DÕI (3)

Cổ phiếu	Sàn	VHTT (triệu USD)	Giá mục tiêu (đồng)	Giá thị trường (đồng)	Lợi nhuận kỳ vọng (%)	Khuyến nghị	2021		2022F		2023F		PER		PB hiện tại (x)	Tỷ suất cổ tức (%)	Sở hữu Nước ngoài còn lại (%)
							+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	+/- DT (%)	+/- LNST (%)	2022F (x)	2023F (x)			
DPR	HOSE	138	72.600	73.500	3%	Trung lập	6,7	152,0	13,1	32,9	-9,7	19,4	9,3	7,4	1,5	4,1	-3,6
VSC	HOSE	199	36.000	37.700	-2%	Trung lập	12,0	45,7	4,0	15,4	4,3	6,9	11,3	10,6	1,6	2,7	43,6
DPM	HOSE	816	40.700	47.800	-4%	Trung lập	64,7	349,6	30,4	48,6	-20,2	-44,1	4,1	7,3	1,4	10,5	33,2
PGI	HOSE	133	24.800	27.500	-7%	Giảm	1,3	101,2	2,7	-28,7	14,0	19,1	12,0	9,5	1,7	2,9	79,4
BID	HOSE	8.935	37.400	40.500	-7%	Giảm	24,7	48,1	12,5	54,1	9,5	14,1	15,7	14,7	2,3	0,2	13,0
TCM	HOSE	170	42.200	47.500	-10%	Giảm	1,9	-48,2	18,7	86,0	6,0	23,7	16,3	13,2	2,1	1,1	2,8
HAH	HOSE	207	59.300	69.600	-13%	Giảm	64,1	222,1	31,0	93,3	-5,2	-16,6	5,9	7,1	2,5	1,4	27,1
PVS	HNX	538	21.500	25.800	-14%	Giảm	-29,5	-3,5	16,6	10,1	-4,3	-1,2	20,7	20,9	1,0	2,7	39,7
PVD	HOSE	467	16.000	19.250	-17%	Giảm	-23,7	-89,6	31,4	N/A	1,1	N/A	0,0	621,0	0,8	0,0	43,3
DBD	HOSE	135	Theo dõi	41.500	Theo dõi	Theo dõi	24,0	19,8	19,9	41,3	8,6	6,0	9,8	9,2	2,5	0,0	93,4

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, *dữ liệu tại ngày 16/08/2022

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ

ĐỐI DIỆN VỚI KHÓ KHĂN

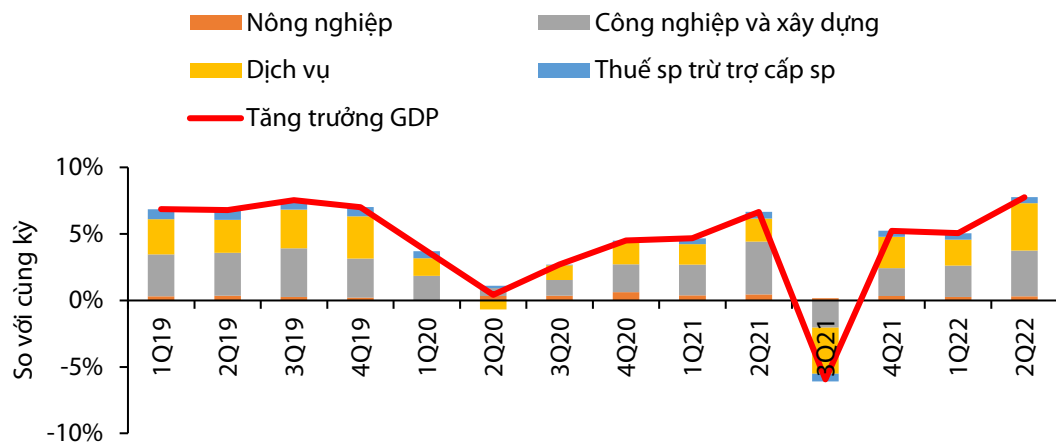


Trần Thị Hà My – my.tth@vdsc.com.vn



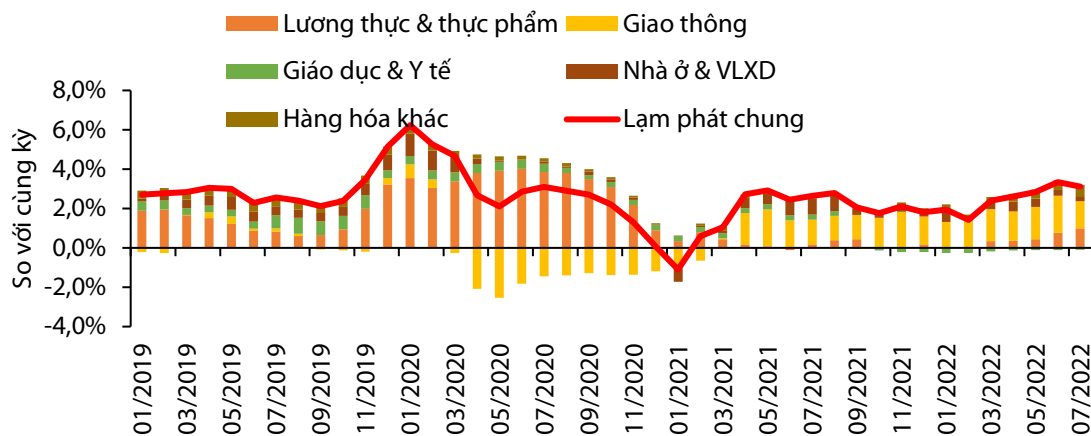
- Trong nửa đầu năm 2022, nền kinh tế đã cho thấy **sự phục hồi và tăng tốc trong tăng trưởng kinh tế** thể hiện qua 1) hoạt động sản xuất công nghiệp tích cực, 2) tiêu dùng và du lịch hồi phục và 3) xuất khẩu vẫn duy trì mức tăng trưởng cao so với cùng kỳ.
- Mặc dù giá hàng hóa thế giới tăng cao, **lạm phát Việt Nam vẫn trong tầm kiểm soát** ở mức 2,5% trong 7T 2022. Hiện tại, đà tăng giá xăng dầu đã có phần chững lại trong khi tác động của giá xăng dầu cao lên các hàng hóa khác trong nền kinh tế bắt đầu thể hiện trong diễn biến chỉ số giá tiêu dùng. Lạm phát tháng 6-7 đều ở trên mức 3% so với cùng kỳ.
- **Một số diễn biến đáng chú ý của thị trường tiền tệ và thị trường vốn** trong nửa đầu năm:
 - ✓ Lãi suất trong nền kinh tế đã tăng lên đáng kể từ 50-350 điểm cơ bản so với cuối năm 2021 (tùy loại lãi suất), chỉ trừ lãi suất điều hành.
 - ✓ Tỷ giá biến động trước áp lực tăng lãi suất của Fed, tiền đồng mất giá 2,3% so với cuối năm 2021.
 - ✓ Tín dụng tăng tốc cùng với sự phục hồi kinh tế với mức tăng 17% so với cùng kỳ, room tín dụng còn lại hạn hẹp.
 - ✓ Chính phủ siết chặt quy định phát hành trái phiếu doanh nghiệp và kiểm soát hoạt động thao túng chứng khoán.
- **Về phía chi ngân sách hỗ trợ sự phục hồi thì chi đầu tư công tiếp tục lỡ hẹn kế hoạch** trong khi gói hỗ trợ kích thích phục hồi và phát triển kinh tế được giải ngân chậm, vướng nhiều thủ tục quy trình.

Hình 1: Tăng trưởng kinh tế phục hồi mạnh mẽ từ Q2/2022



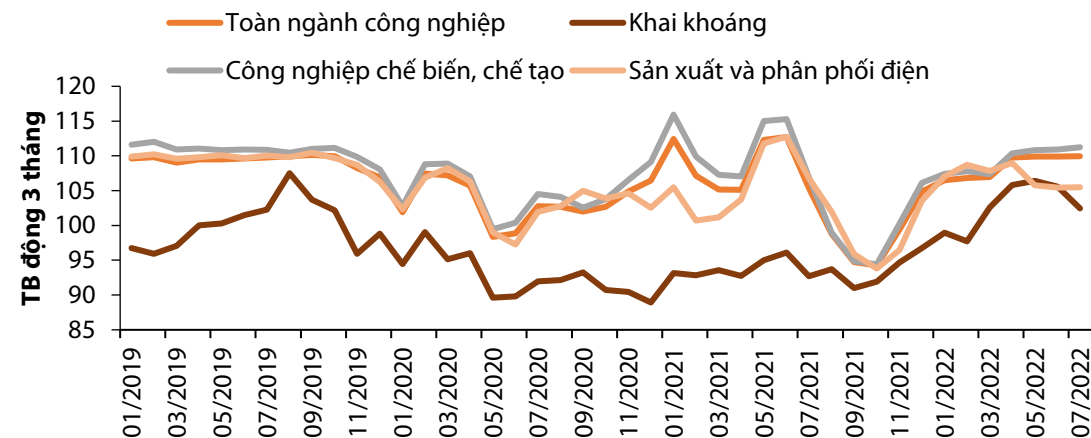
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá dầu vẫn là nhân tố chính tác động đến lạm phát trong 7T2022



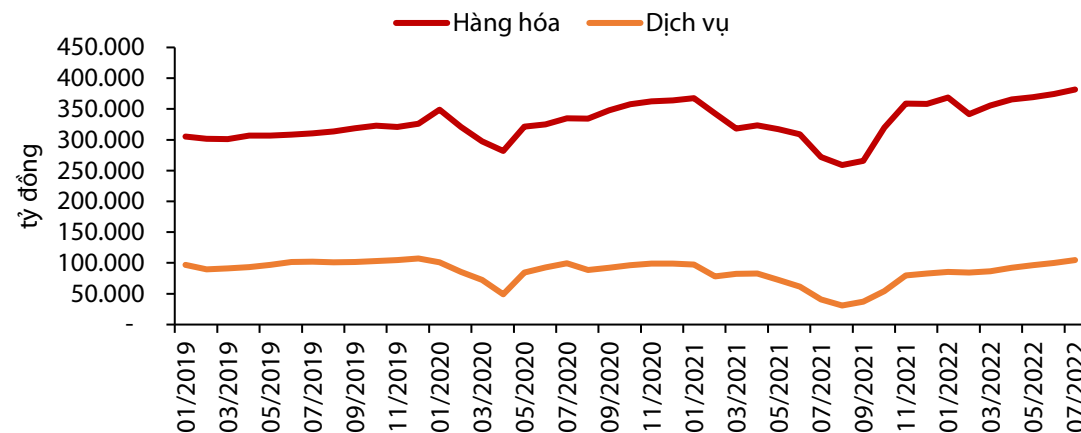
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản xuất công nghiệp phục hồi và duy trì đà tăng trưởng



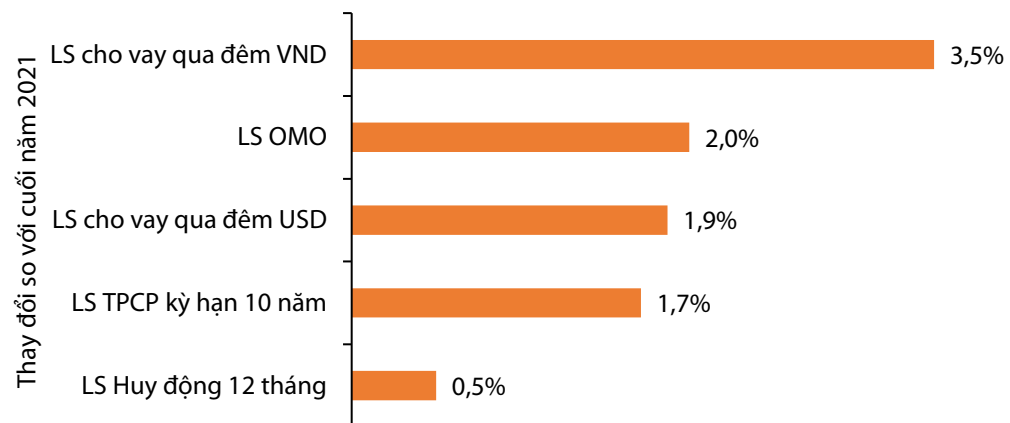
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh số bán lẻ đã trở lại mức trước đại dịch



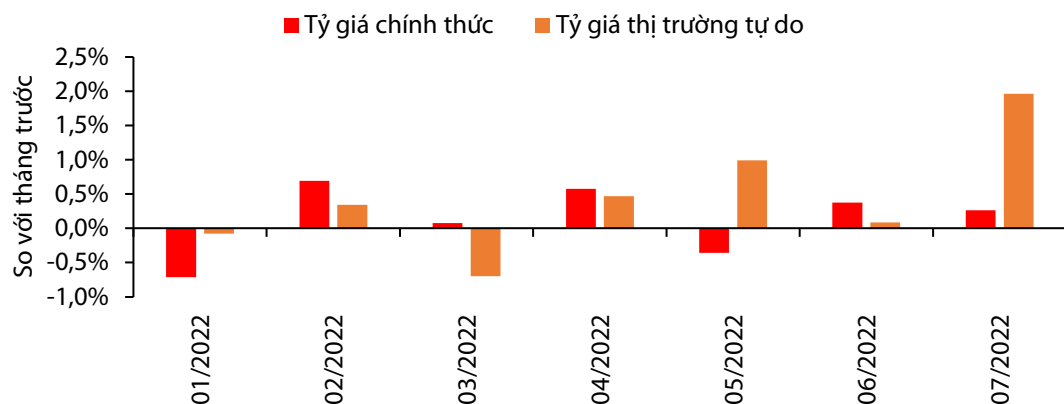
Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Hầu hết các loại lãi suất trong nền kinh tế đều tăng trong 6T2022



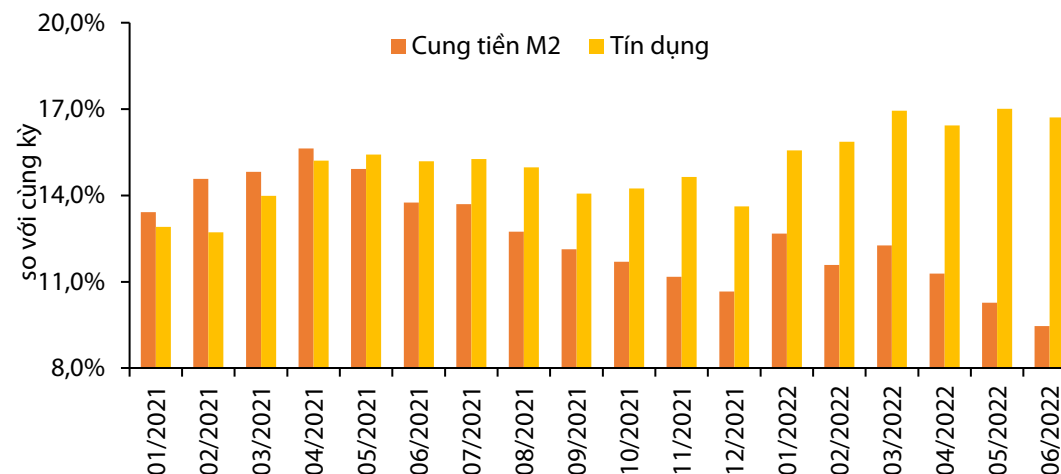
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Tiền đồng liên tục mất giá kể từ sau khi Fed thay đổi quan điểm thắt chặt chính sách tiền tệ



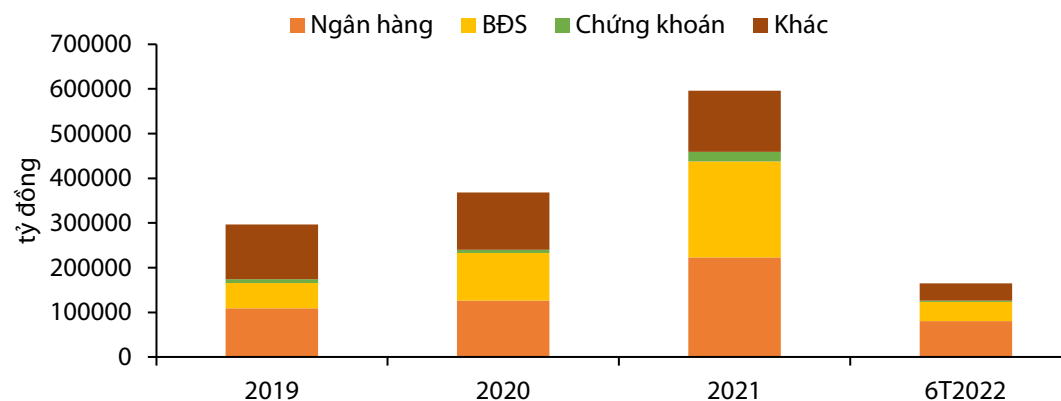
Nguồn: Fiinpro, Bloomberg,, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tín dụng phục hồi mạnh, tăng trưởng cung tiền suy giảm



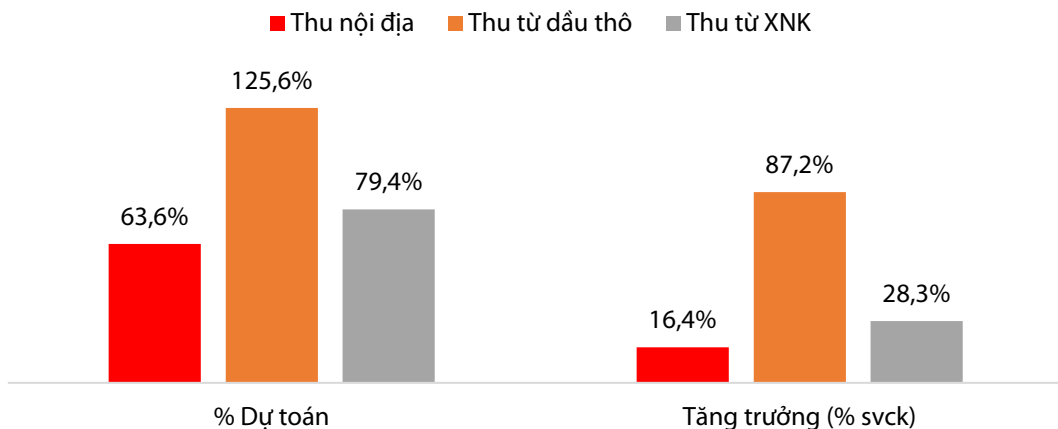
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Khối lượng phát hành TPDN giảm trong nửa đầu năm, đặc biệt là lĩnh vực bất động sản



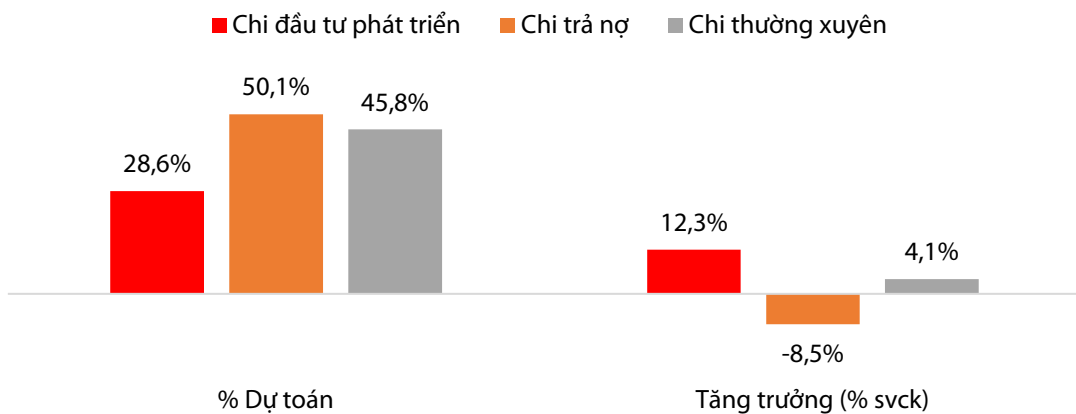
Nguồn: VMBA, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thu ngân sách tăng trưởng mạnh trong 6T2022



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rông Việt

Hình 11: Chi đầu tư phát triển ghi nhận tỷ lệ hoàn thành KH rất thấp



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rông Việt

Hình 10: Kết quả giải ngân gói hỗ trợ phục hồi và phát triển kinh tế

Thực hiện: 48.000 tỷ đồng/ Kế hoạch: 347.000 tỷ đồng

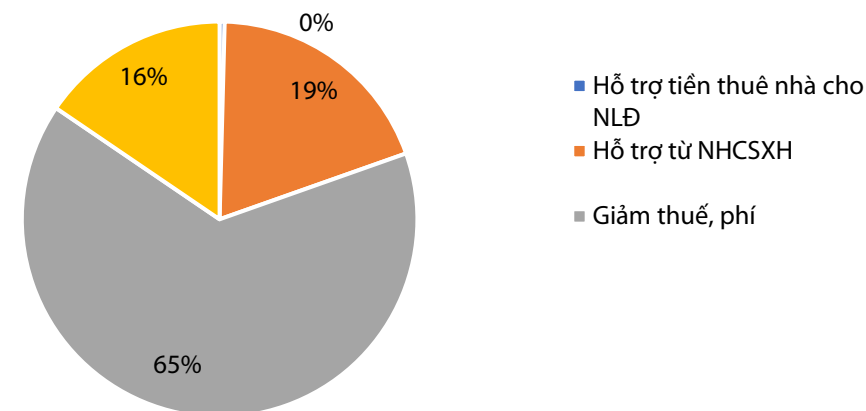


Kết quả phân bổ vốn:

- Hỗ trợ lãi suất 2% năm 2022: 16.035 tỷ đồng/40.000 tỷ đồng
- Hoàn thiện thủ tục phân bổ vốn và đầu tư cho 91 dự án thuộc chương trình: 146.898 tỷ đồng/176.000 tỷ đồng

Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CTCK Rông Việt

Hình 12: Giải ngân gói hỗ trợ phục hồi và phát triển kinh tế theo cấu phần

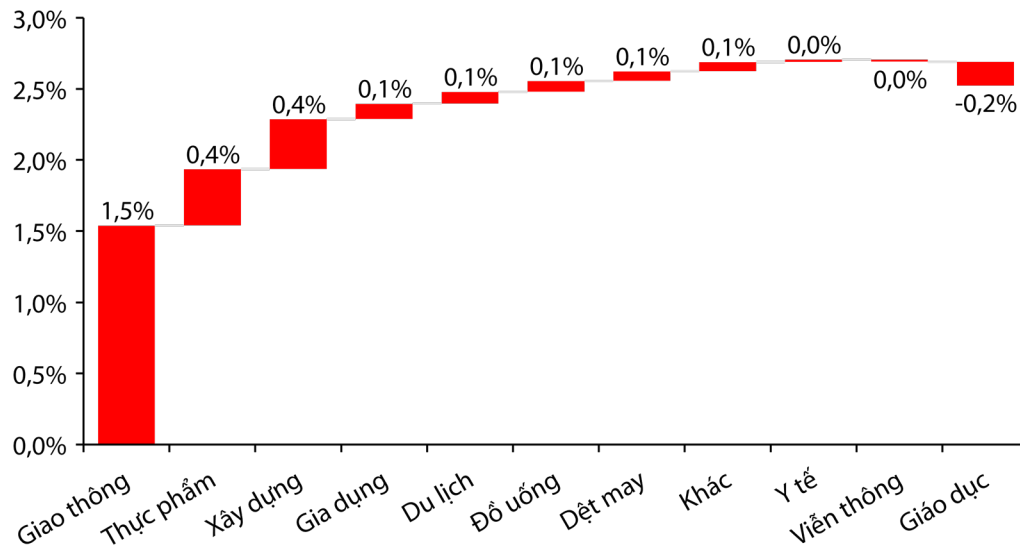


Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, CTCK Rông Việt

- **Tăng trưởng tăng tốc trong Q3/2022 và chứng lại từ cuối năm:**
 - ✓ **Nửa cuối năm 2022, tăng trưởng có thể đạt trên 8%** trên cơ sở: 1) mức nền thấp của cùng kỳ; 2) hoạt động SXCN tương đối bền bỉ; và 3) sự phục hồi của lĩnh vực du lịch, dịch vụ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đại dịch trong năm 2021. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cả năm 2022 đạt 7,3%.
 - ✓ Trong năm 2023, Chính phủ có thể đạt mục tiêu thận trọng 6,0-6,5% do rủi ro suy thoái tại các nền kinh tế lớn là hiện hữu. Trong giai đoạn thế giới rơi vào suy thoái, tăng trưởng của Việt Nam thường chỉ đạt khoảng 5,0-5,5% (không xét giai đoạn Covid-19), **chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh tế năm 2023 ước đạt 6,1-6,3%**. Động lực đến từ việc giải ngân vốn đầu tư công hiện đang chậm và yếu, tuy nhiên, đây vẫn có thể là catalyst được chờ đợi cho tăng trưởng năm sau.
- **Tác động của lạm phát của giá xăng dầu lên các hàng hóa khác sẽ dần hiện rõ:**
 - ✓ Giá dầu có thể giảm trong ngắn hạn nhưng rủi ro tăng trở lại là khá cao, trong kịch bản cơ sở, giả định giá dầu bình quân nửa cuối năm trên 120\$/thùng, **lạm phát bình quân cả năm ước khoảng 4,5%**. Trường hợp giá dầu ở vùng 100\$/thùng, lạm phát sẽ có thể giữ được ở mức 4,0%.
 - ✓ **Tác động vòng hai của giá dầu lên các mặt hàng khác sẽ ảnh hưởng đến lạm phát nửa đầu năm 2023.** Hầu hết các dự báo về giá dầu đều kỳ vọng giá dầu sẽ giảm trong năm 2023, tuy nhiên, chúng tôi không quá lạc quan vì: 1) cuộc chiến Nga-Ukraine chưa chấm dứt; 2) sự phục hồi kinh tế Trung Quốc có thể kéo nhu cầu năng lượng gia tăng. **Kịch bản cơ sở cho lạm phát 2023 là 4,0-4,5%.**

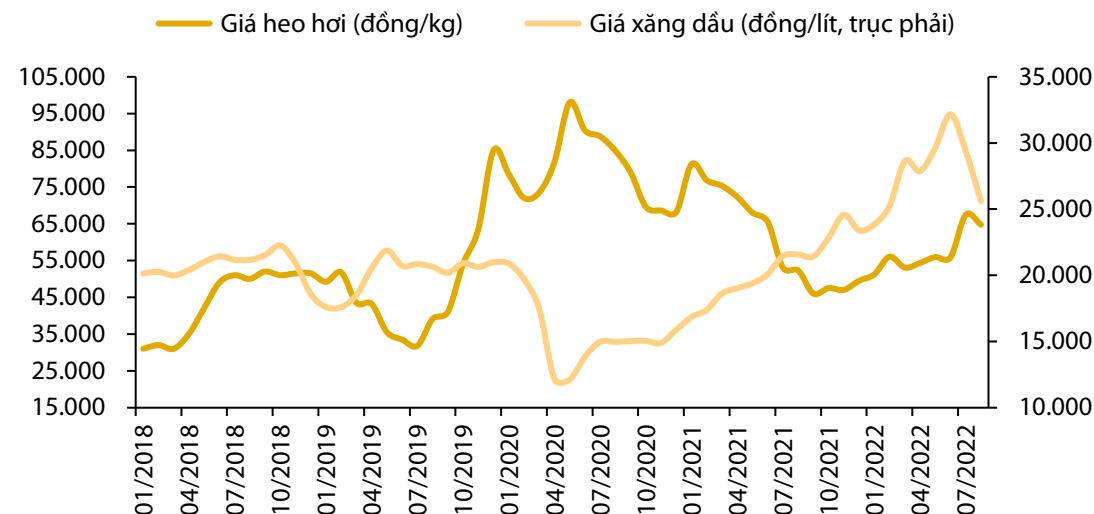
- **Chúng tôi kỳ vọng kịch bản cơ sở giá dầu bình quân không vượt quá \$120/thùng, trong thời gian còn lại của năm 2022.** Điều này sẽ mang nhiều thuận lợi đối với diễn biến lạm phát cả năm.
- Trong ngắn hạn, Chính phủ ưu tiên mục tiêu kiểm soát lạm phát, thu ngân sách tăng cao trong khi chi ngân sách chậm giải ngân cho vốn đầu tư công tạo dư địa cho việc hỗ trợ kiểm soát giá xăng dầu, và một số mặt hàng có sự điều tiết giá từ Nhà nước.
- **Tác động vòng hai của việc giá xăng dầu lên giá cả các loại hàng hóa khác sẽ là yếu tố tác động chính đến lạm phát trong nửa cuối 2022 và nửa đầu năm 2023.** Ngoài ra, việc điều chỉnh tăng thuế BVMT đối với xăng dầu có thể gây áp lực thêm cho lạm phát năm sau.

Hình 13: Đóng góp vào lạm phát theo mặt hàng trong 7T2022



Nguồn: TCTK, CTCK Rong Viet

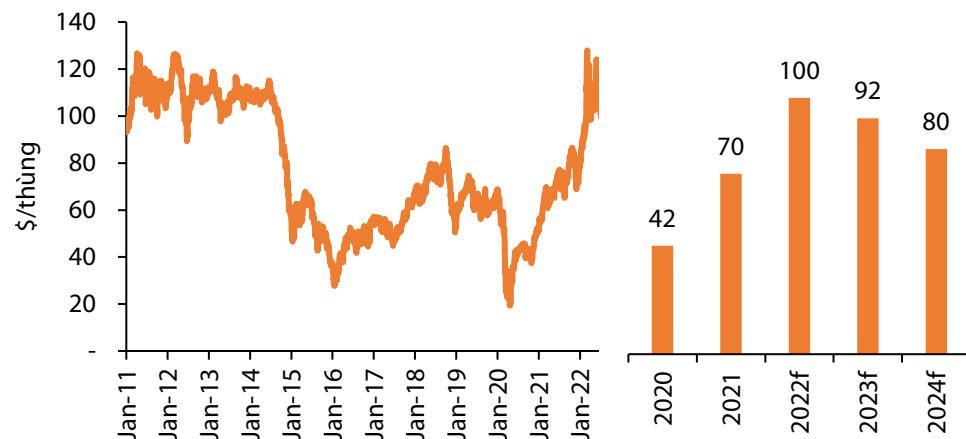
Hình 14: Diễn biến giá xăng dầu và thịt lợn



Nguồn: Vietnambiz, PLX, CTCK Rong Viet

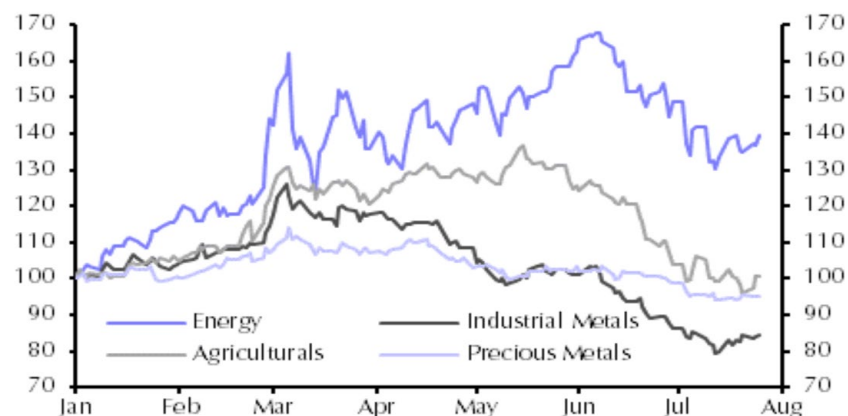
- **Những biến động của vĩ mô thế giới và tác động đến Việt Nam**
 - ✓ Triển vọng giá hàng hóa thế giới và ảnh hưởng đến lạm phát trong nước.
 - ✓ Cuộc đua tăng lãi suất của các NHTW trên thế giới sẽ tạo áp lực tỷ giá và lãi suất trong nước.
 - ✓ Rủi ro suy thoái toàn cầu & sự phục hồi tăng trưởng kinh tế Trung Quốc và triển vọng xuất khẩu.
- **Lãi suất tại Việt Nam sẽ tăng đến mức nào?**
 - ✓ Triển vọng lạm phát là yếu tố quyết định mức độ tăng lãi suất trong nước ([xem thêm trang 18](#)).
 - ✓ Sự thay đổi lãi suất trên thị trường tiền tệ liệu đã phản ánh hết kỳ vọng?
 - ✓ Định hướng chính sách và triển vọng lãi suất.
- **Đầu tư công vẫn là yếu tố chờ đợi để hỗ trợ cho tăng trưởng kinh tế**
 - ✓ Kỳ vọng giải ngân đầu tư công tăng tốc trong quý cuối năm.
 - ✓ Đánh giá những nguyên nhân khiến đầu tư công chậm giải ngân và nhận định khả năng tháo gỡ.

Hình 15: Diễn biến giá dầu thô Brent và dự báo



Nguồn: Bloomberg, Worldbank, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Diễn biến giá hàng hóa thế giới



Nguồn: Capital Economics, CTCK Rồng Việt

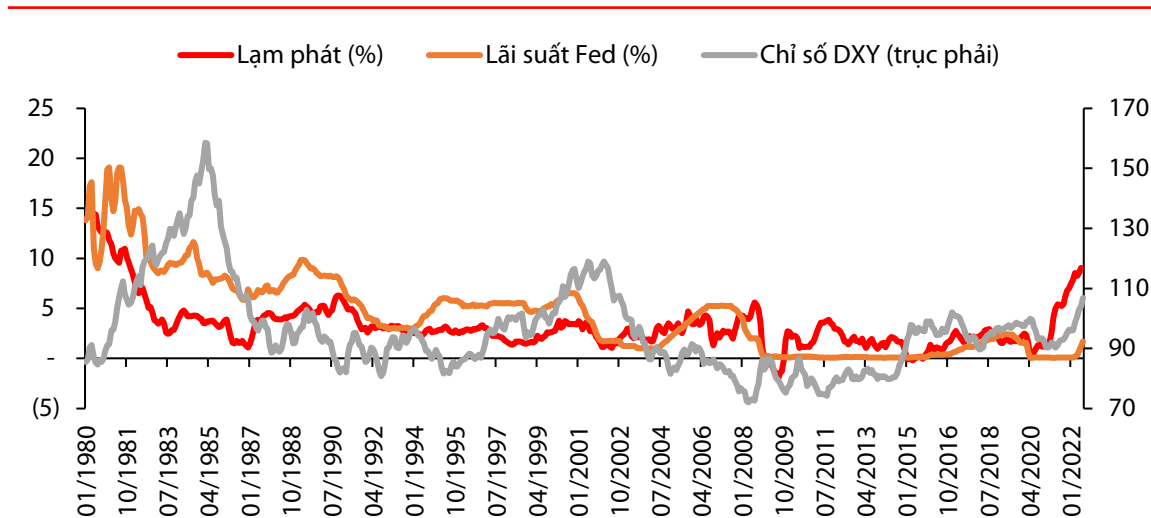
- **Đà giảm của giá dầu hiện nay chủ yếu do lo ngại về nguy cơ suy thoái kinh tế** nhưng vấn đề gián đoạn nguồn cung có thể xảy ra bất cứ lúc nào nên kịch bản giá dầu tăng trở lại và neo ở mức cao trên 100\$/thùng vẫn có xác suất xảy ra cao.
- Sự phục hồi kinh tế Trung Quốc dự kiến sẽ chậm, một mặt, vấn đề gián đoạn chuỗi cung ứng sẽ được giảm bớt, trái lại, nhu cầu hồi phục sẽ thúc đẩy đà tăng giá hàng hóa.
- **Giá mặt hàng phi năng lượng đã giảm khá nhiều so với đầu năm**, nhu cầu đối với hàng hóa cũng suy giảm trong bối cảnh quan ngại về suy thoái kinh tế. Tuy nhiên, các rủi ro về nguồn cung vẫn chưa hoàn toàn biến mất, đồng thời, giá năng lượng duy trì ở mức cao sẽ ảnh hưởng đến chi phí sản xuất và vận chuyển các hàng hóa còn lại.
- **Giá hàng hóa thế giới vẫn sẽ neo ở mức cao trong nửa cuối năm 2022 và 2023.** Đồng thời, **áp lực từ việc gián đoạn nguồn cung dầu thô toàn cầu vẫn là rủi ro lớn nhất với triển vọng lạm phát trong nước.**

Hình 17: Triển vọng lãi suất các NHTW trên thế giới (Δ điểm cơ bản)

NHTW	Từ đầu năm đến nay	3Q22F	4Q22F	2022	Lãi suất cuối năm 2022 (%)
Trung Quốc	-10	-15	-	-25	3,55
Nhật Bản	-	-	-	-	-0,10
Thái Lan	-	-	25	25	0,75
Malaysia	25	50	0	75	2,50
Indonesia	0	50	50	100	4,50
Philippines	50	50	50	150	3,50
Hàn Quốc	75	50	25	150	2,50
Ấn Độ	90	50	25	165	5,65
Australia	75	40	50	165	1,75
New Zealand	125	50	50	225	3,00
Canada	37,5	12,5	12,5	62,5	1,75
Châu Âu	-	75	-	75	0,75
Anh	100	50	50	200	3,25
Mỹ	225	150	50	350	3,75

Nguồn: UOB, CME Fed Watch, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Diễn biến lạm phát, lãi suất và chỉ số đồng USD



Nguồn: FRED, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

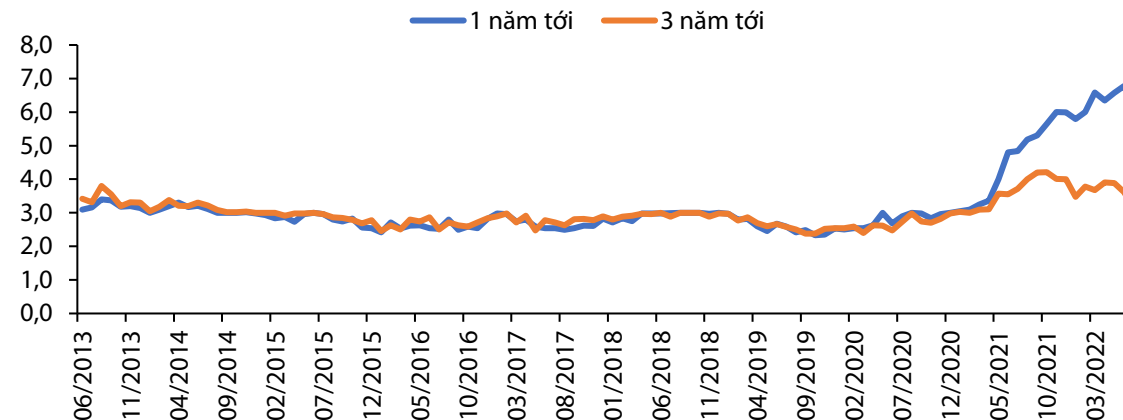
- Hiện tại, lạm phát tại Mỹ đang ở mức cao nhất kể từ những năm 1980. Trong khi đó, chỉ số DXY đang ở mức cao nhất kể từ năm 2002.
 - Fed dù đã tăng lãi suất rất mạnh từ đầu năm đến nay nhưng lãi suất điều hành của Fed chỉ mới dừng lại ở mức tương đương vùng lãi suất của năm 2019.
- Diễn biến chỉ số đồng USD cơ bản đã phản ánh kỳ vọng tăng lãi suất của Fed từ nay đến cuối năm và sự lệch pha trong tốc độ thắt chặt tiền tệ giữa các NHTW trên thế giới. **Liệu đà tăng giá của đồng USD có thể kéo dài trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế Mỹ suy giảm?**
- Dù Fed có thể cân nhắc rủi ro suy thoái kinh tế trong lộ trình lãi suất sắp tới, **tốc độ thắt chặt chính sách tiền tệ vẫn rất phụ thuộc vào kỳ vọng lạm phát tại Mỹ.**

Hình 19: Dự phóng tăng trưởng kinh tế toàn cầu

	2020	2021	2022f	2023f
Toàn cầu	-3,1	6,1	3,2	2,9
Nền kinh tế phát triển	-4,5	5,2	2,5	1,4
Mỹ	-3,4	5,7	2,3	1,0
EU	-6,3	5,4	2,6	1,2
Đức	-4,6	2,9	1,2	0,8
Pháp	-7,9	6,8	2,3	1,0
Ý	-9,0	6,6	3,0	0,7
Tây Ban Nha	-10,8	5,1	4,0	2,0
Nhật	-4,5	1,7	1,7	1,7
Anh	-9,3	7,4	3,2	0,5
Canada	-5,2	4,5	3,4	1,8
Nền kinh tế đang phát triển	-2,0	6,8	3,6	3,9
Khu vực châu Á	-0,8	7,3	4,6	5,0
Trung Quốc	2,2	8,1	3,3	4,6
Ấn Độ	-6,6	8,7	7,4	6,1
ASEAN-5	-3,4	3,4	5,3	5,1

Nguồn: IMF WEO T7/2022, CTCK Rồng Việt

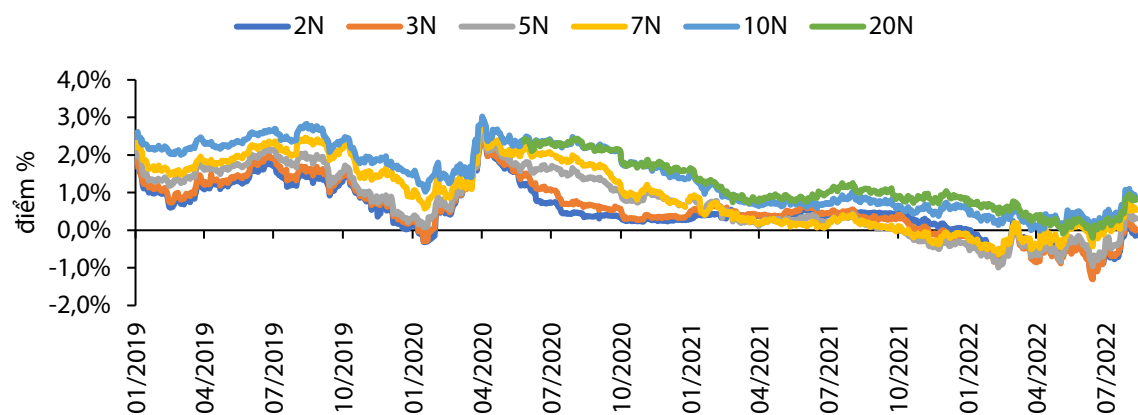
Hình 20: Kỳ vọng lạm phát tại Mỹ (%)



Nguồn: FT, CTCK Rồng Việt

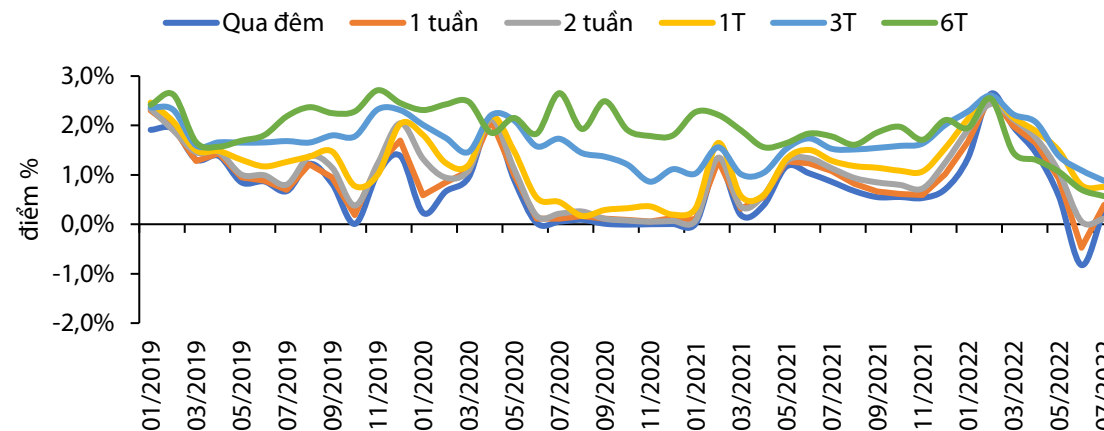
- Dự báo của IMF cho thấy tăng trưởng GDP của các nền kinh tế phát triển trong năm 2023 ở giữa lần ranh của tăng trưởng và suy giảm. Dù vậy, kinh tế Mỹ vẫn được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn các nền kinh tế phát triển còn lại. Theo Goldman Sachs, rủi ro nền kinh tế Mỹ, Châu Âu và Anh rơi vào suy thoái năm 2023 lần lượt là 30%, 40% và 45%, nhưng mức độ suy giảm trong tăng trưởng kinh tế sẽ không nghiêm trọng → **Sức mạnh của đồng USD sẽ duy trì đồng nghĩa với việc chỉ số DXY vẫn neo ở mức cao.**
- Theo kết quả cuộc khảo sát hàng tháng của Fed New York, người tiêu dùng Mỹ kỳ vọng lạm phát sẽ tăng với tốc độ 6,2% trong năm tới và 3,2% trong ba năm tới → **Lạm phát kỳ vọng 1 năm tới vẫn còn rất cao, lộ trình tăng lãi suất của Fed có thể chậm lại nhưng cũng không hẳn sẽ chấm dứt trong năm 2023.**

Hình 21: Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam và Mỹ



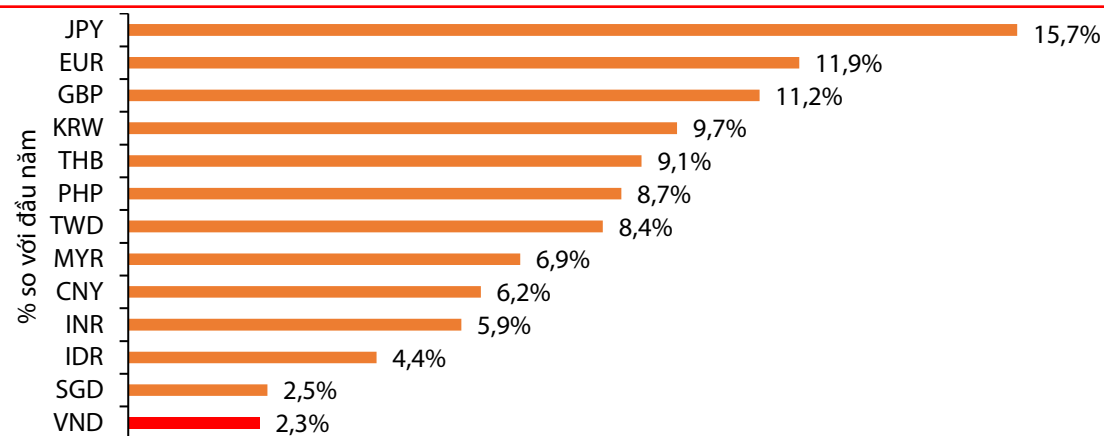
Nguồn: Investing.vn, CTCK Rồng Việt

Hình 22: Chênh lệch lãi suất cho vay liên ngân hàng VND - USD



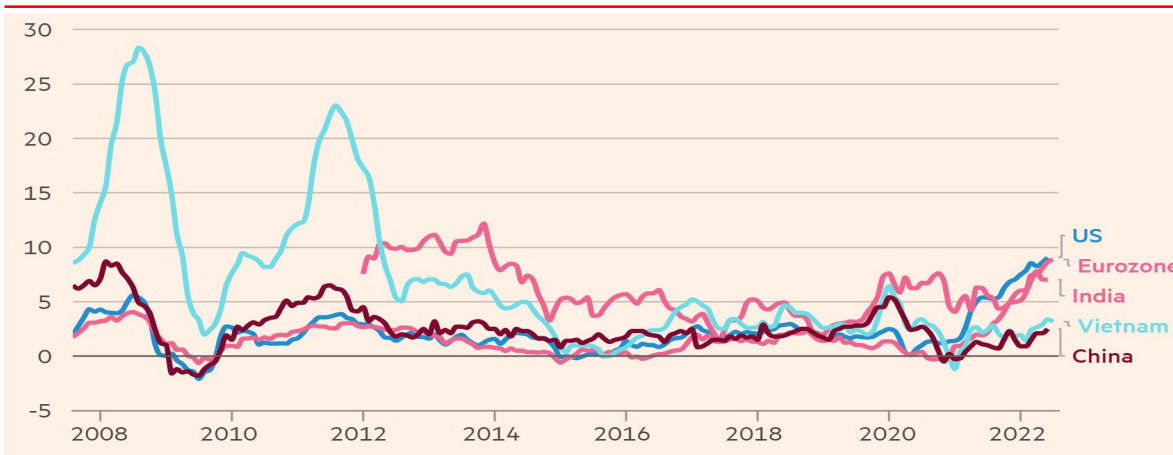
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Tiền đồng mất giá thấp nhất so với các đồng tiền khác



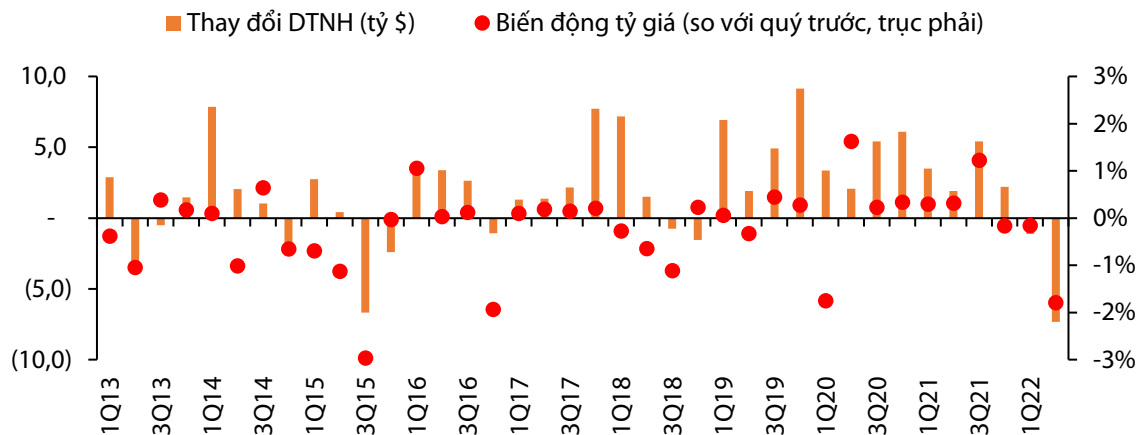
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Lạm phát Việt Nam thấp hơn đáng kể so với hầu hết các nước (%)



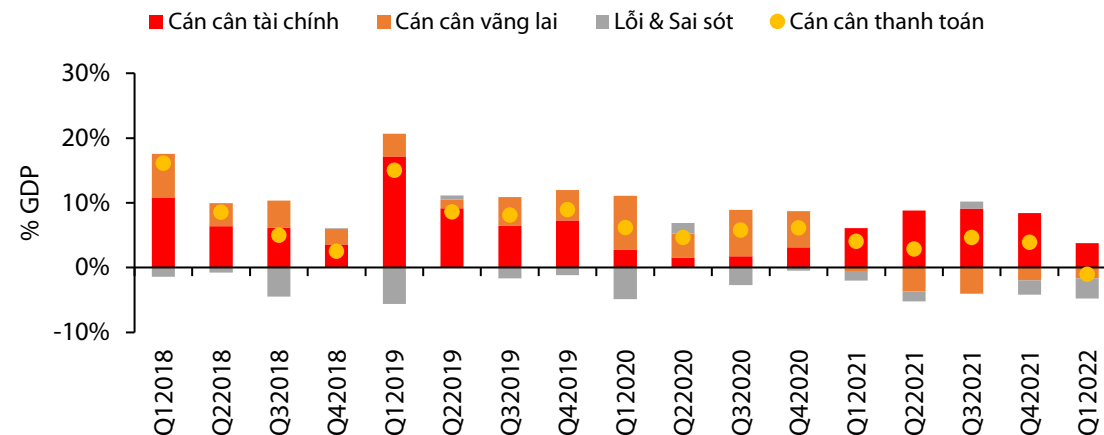
Nguồn: FT, CTCK Rồng Việt

Hình 25: NHNN đã bán ngoại tệ với quy mô kỷ lục để ổn định tỷ giá



Nguồn: VCB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

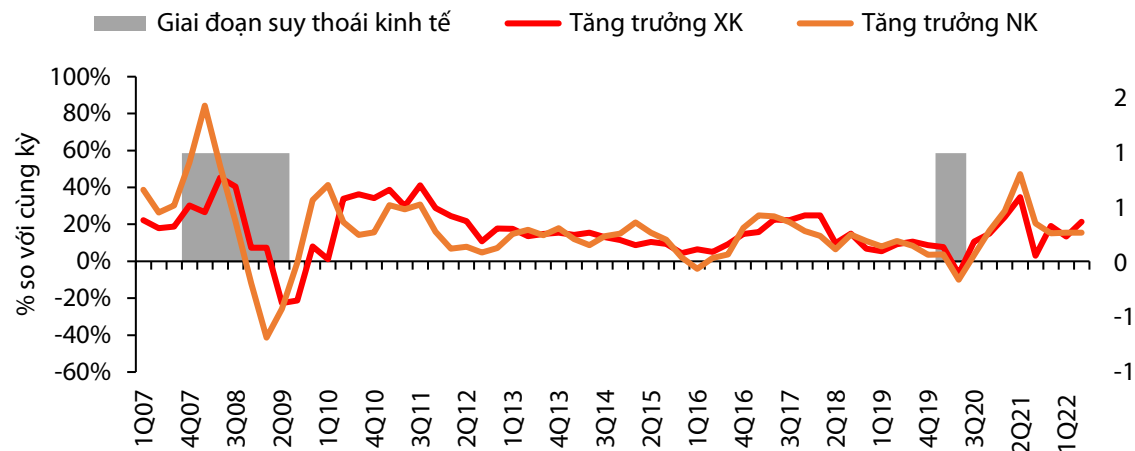
Hình 26: Cán cân thanh toán suy giảm ở hầu hết cấu phần



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

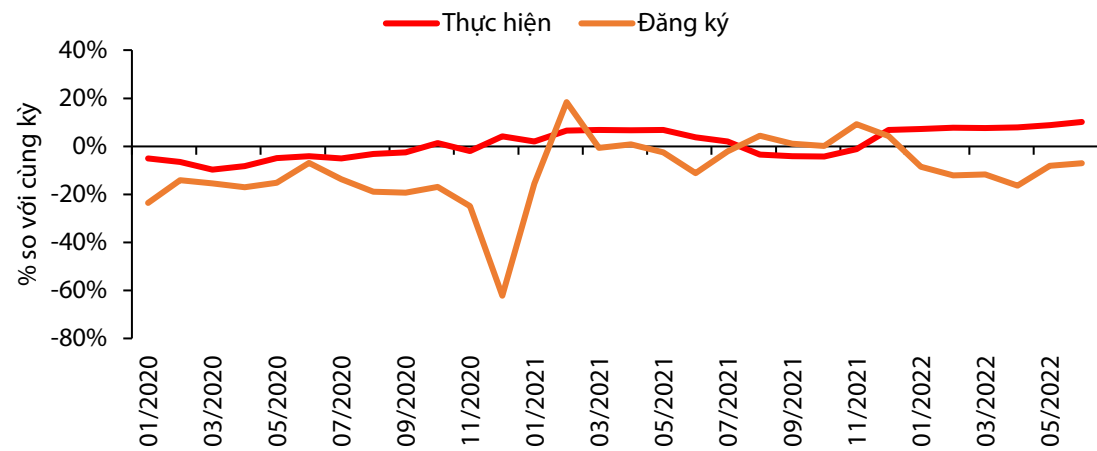
- **Chúng tôi nhận thấy những yếu tố gây sức ép lên tỷ giá USDVND** trong những tháng đầu năm gồm diễn biến tăng cao của đồng USD, kỳ vọng thắt chặt chính sách tiền tệ nhanh và mạnh của Fed **đã phần nào hạ nhiệt**.
- Tuy nhiên, cũng vì áp lực lớn trong những tháng đầu năm, **bộ đệm dự trữ ngoại hối của Việt Nam đang suy giảm và triển vọng cán cân thanh toán đã không còn tích cực** như trước trong bối cảnh xuất khẩu suy giảm khi tăng trưởng kinh tế toàn cầu yếu đi. Chúng tôi cho rằng sức bền của các yếu tố đệm này sẽ bị thử thách trong những tháng cuối năm, kỳ tăng lãi suất của Fed trong cuộc họp tháng 9/2022 sẽ là phép thử quan trọng.
- **Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng đà mất giá của tiền đồng sẽ chứng lại trong thời gian còn lại của năm 2022** nhưng áp lực có thể trở lại trong đầu năm 2023.

Hình 27: Tăng trưởng XNK của Việt Nam



Nguồn: FRED, TCHQ, CTCK Rồng Việt

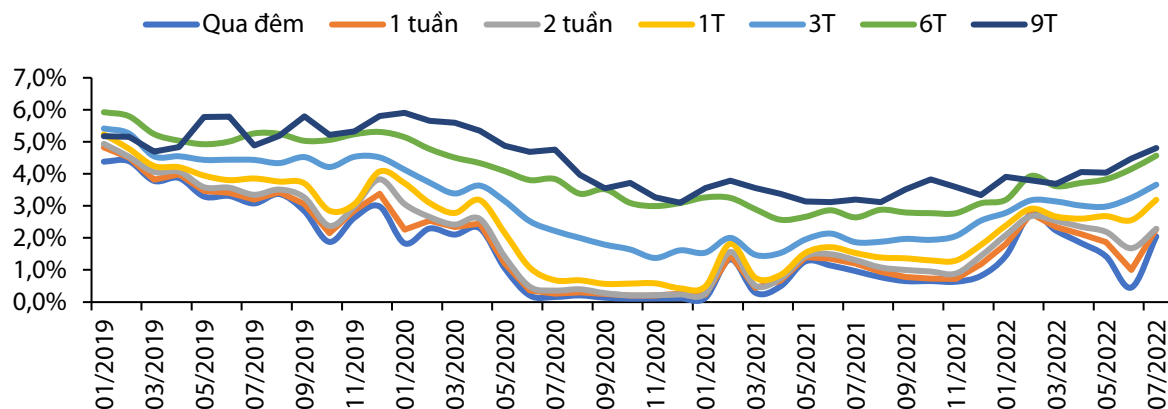
Hình 28: Vốn FDI giải ngân phục hồi nhưng đăng ký mới vẫn còn yếu



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

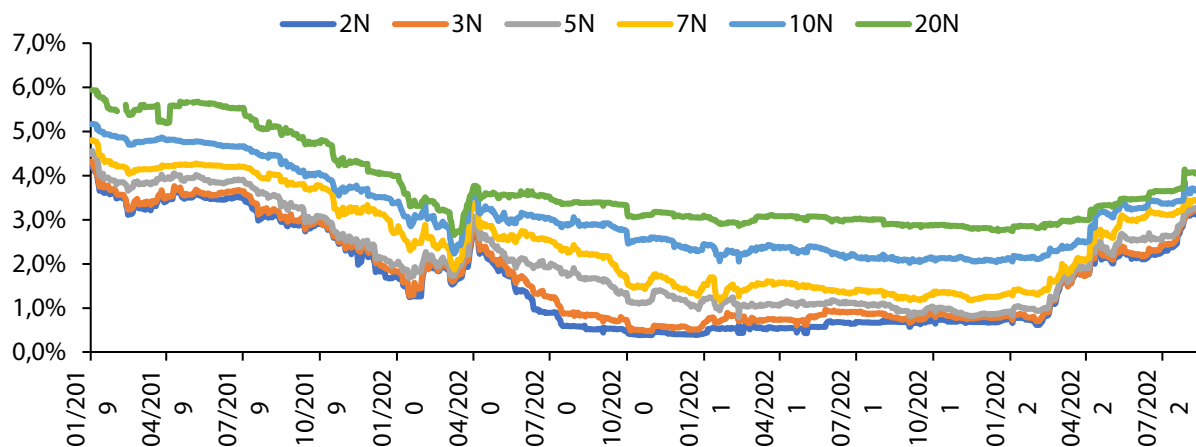
- **Bức tranh xuất khẩu nửa cuối năm kém thuận lợi hơn nửa đầu năm dù vẫn duy trì được tăng trưởng hai chữ số.**
- Khủng hoảng kinh tế năm 2008-09 khiến cho xuất khẩu và nhập khẩu của Việt Nam suy giảm mạnh, tương tự, đầu năm 2020 cũng ghi nhận sự suy giảm trong tăng trưởng thương mại dù mức độ yếu hơn.
- **Giải ngân vốn FDI phục hồi là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng xuất khẩu của khối FDI**, tuy nhiên, xuất khẩu của khối doanh nghiệp trong nước sẽ khá bấp bênh khi tăng trưởng kinh tế toàn cầu suy yếu.
- Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2023 mức độ suy giảm tăng trưởng kinh tế tại các thị trường xuất khẩu chính sẽ nhẹ hơn thời kỳ 2008 và 2020, đồng thời, khối FDI vẫn có thể đóng góp vào tăng trưởng xuất khẩu chung, do đó, **xuất khẩu trong năm 2023 có thể tăng trưởng dương nhưng ở mức thấp.**

Hình 29: Lãi suất liên ngân hàng theo các kỳ hạn



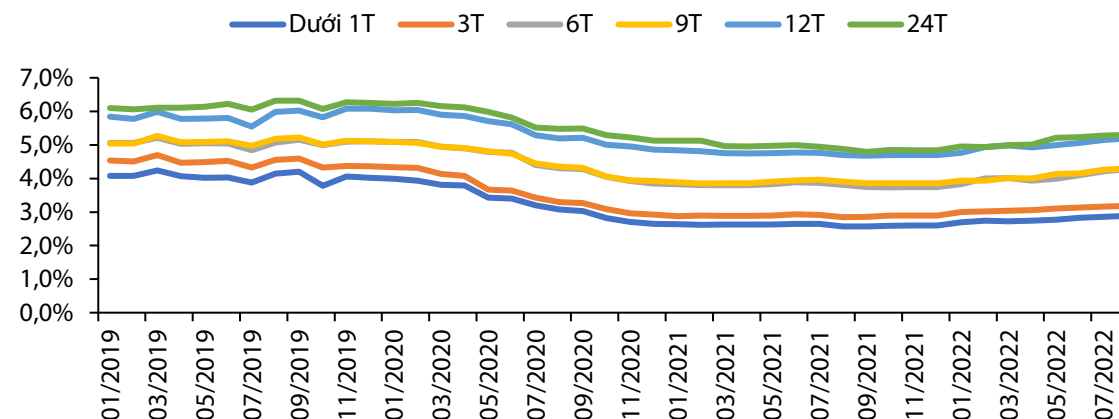
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Hình 31: Lãi suất TPCP theo các kỳ hạn



Nguồn: Investing.vn, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Diễn biến lãi suất huy động



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Lãi suất ngắn và dài hạn trên thị trường 1 đã trở lại mức trước đại dịch.

Trên thị trường 2, lãi suất huy động có sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng quốc doanh, tư nhân và nước ngoài.

- Nhóm NHTMCP Nhà nước chỉ mới tăng lãi suất gần đây với mức tăng khá thấp.
- Lãi suất huy động nhóm NHTMCP Tư nhân tăng 50-100 điểm cơ bản.

Lãi suất cho vay đã được điều chỉnh tăng với các khoản vay ngắn hạn và vay mới, các kỳ hạn dài có sự điều chỉnh tăng thấp hơn.

- Các loại lãi suất trên thị trường đều đã tăng trừ lãi suất điều hành, từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động của các ngân hàng có xu hướng tăng với mức 0,5-1,0 điểm %, mức tăng mạnh nhất diễn ra ở các kỳ hạn 6-9 tháng.
- Lãi suất liên ngân hàng biến động trong biên độ rộng, hiện đang ở mức cao nhất kể từ tháng 1/2019. Trong khi đó, lãi suất OMO tăng từ mức 2,5% lên 3,8%, tương đương tăng 1,3 điểm %. Lãi suất TPCP có mức tăng mạnh hơn từ 1,7-2,5 điểm % ở các kỳ hạn 2-10 năm.

- **NHNN sẽ tiếp tục điều tiết thanh khoản tiền đồng trong ngắn hạn** để ổn định tỷ giá và ứng phó với biến động tăng lãi suất của các NHTW thế giới.
- Do lãi suất điều hành mang tính định hướng nên việc tăng mạnh lãi suất có thể sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng kinh tế năm 2023. Tuy nhiên, nếu kiểm giữ lãi suất điều hành thì áp lực từ bên ngoài vẫn rất lớn. Đến cuối năm 2022, lãi suất của Fed đã là xấp xỉ 3,5-3,75%, gần sát với mức lãi suất tái cấp vốn hiện tại. Chúng tôi cho rằng **việc tăng lãi suất điều hành có thể diễn ra đầu năm 2023 với mức tăng khoảng 50 điểm cơ bản.**
- **Lãi suất cho vay chịu áp lực điều chỉnh tăng mạnh hơn trong nửa cuối 2022 và 2023** do 1) dư địa tín dụng hạn hẹp; 2) lãi suất huy động đã tăng khá nhiều và sẽ còn tăng tiếp trong nửa cuối năm và 3) thanh khoản hệ thống sẽ không dồi dào do Nhà nước ưu tiên ổn định tỷ giá và kiểm chế lạm phát.
- **Lạm phát nếu kiểm soát được ở mức 4,0% sẽ là tiền đề thuận lợi cho triển vọng lãi suất và ngược lại.**

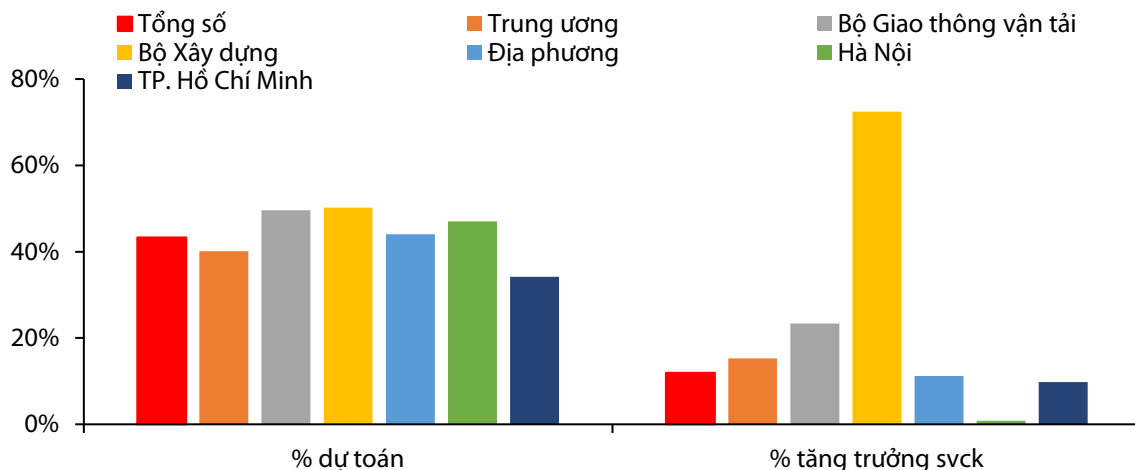
Hình 32: Đánh giá một số nguyên nhân chậm giải ngân vốn đầu tư công

Nguyên nhân	Vấn đề
Chuẩn bị dự án, thủ tục đầu tư	Thường mất thời gian giai đoạn đầu năm, tuy nhiên phần lớn nguyên nhân là do vấn đề thể chế, quy định luật pháp chưa đồng bộ.
Đền bù, giải phóng mặt bằng	Vướng mắc trong xác định giá đất, phân loại đất, thủ tục và thời gian thu hồi.
Năng lực của các bên tham gia	Sự tích cực của các cấp lãnh đạo TW và Địa phương Năng lực chuyên môn của nhà thầu, cán bộ quản lý dự án.
Thời điểm giao thoa trong kế hoạch vốn	Năm 2022 là năm đầu tiên triển khai kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025.
Tác động của giá VLXD	Điều chỉnh lại đơn giá dẫn đến phải thay đổi hoặc điều chỉnh dự án, nhà thầu thi công cầm chừng.

Nguồn: Báo cáo Bộ KHĐT, CTCK Rong Viet

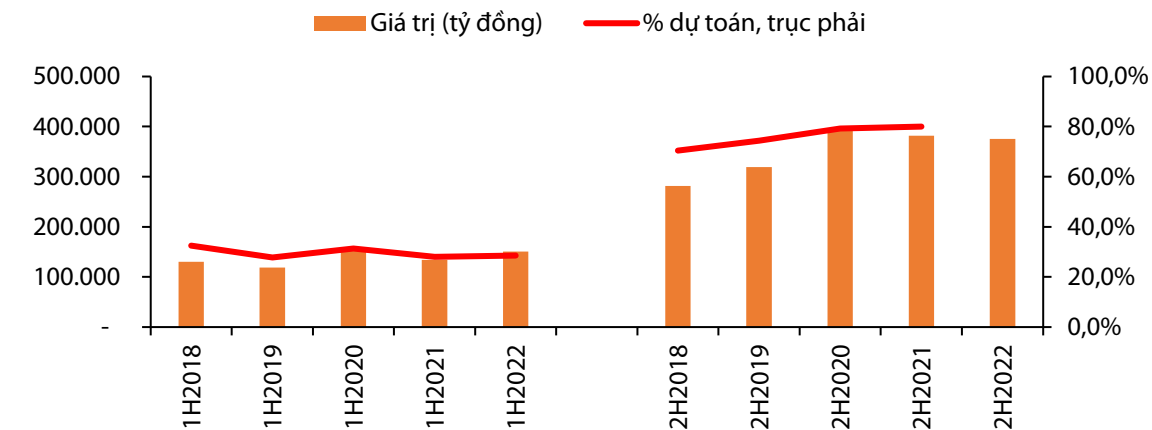
- **Trong các nguyên nhân kể trên, khả năng tháo gỡ trong ngắn hạn chỉ có thể kỳ vọng ở hai yếu tố: 1) Thời điểm giao thoa kế hoạch vốn và 2) Tác động của giá VLXD.** Thông thường, cần từ 6-8 tháng hoàn tất thủ tục nên tiến độ giải ngân vốn của những dự án khởi công mới chỉ được đẩy mạnh vào những tháng cuối năm. Đồng thời, việc sớm có chính sách điều chỉnh giá hợp đồng và giá vật liệu xây dựng cho phù hợp diễn biến thị trường cũng sẽ giúp đẩy tiến độ đầu tư.
- **Ba nguyên nhân đầu tiên, sẽ mất rất nhiều thời gian để có thể thay đổi.**

Hình 33: Kết quả giải ngân vốn đầu tư công theo một số bộ ngành, địa phương trong 7T2022



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Kết quả chi đầu tư phát triển nửa đầu năm thường rất thấp so với nửa cuối năm



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt, số liệu nửa cuối năm 2022 dựa trên dự toán

Chúng tôi có ba cơ sở để kỳ vọng việc giải ngân vốn đầu tư công tích cực hơn trong thời gian tới:

- Thông thường, vốn đầu tư công thường được giải ngân mạnh hơn trong nửa cuối năm, đặc biệt là quý cuối cùng của năm.
- Các dự án đầu tư thuộc gói hỗ trợ kích thích và phục hồi kinh tế đã được phân bổ và phê duyệt, chờ giải ngân trong năm sau.
- Những thách thức chưa giải quyết trong ngắn hạn sẽ khiến cho việc giải ngân vốn đầu tư công nửa đầu giai đoạn 21-25 lỡ hẹn so với kỳ vọng, sự tăng tốc nhanh có thể rơi vào nửa sau (2023-25).

Dự báo

1. Động lực tăng trưởng kinh tế sẽ giảm dần nếu không xét đến yếu tố mức nền thấp của cùng kỳ. Tuy nhiên, lạm phát trong tầm kiểm soát là yếu tố giúp cân bằng lại bức tranh vĩ mô trong thời gian tới.
2. Áp lực từ bên ngoài có vẻ đã không còn mạnh và nhiều bất ngờ như giai đoạn đầu năm, nhưng những rủi ro về các cú sốc nguồn cung hàng hóa vẫn chưa hoàn toàn biến mất.
3. Các tấm đệm để ứng phó với rủi ro bên ngoài đang yếu dần, do đó, áp lực nếu mạnh hơn sẽ khiến cho việc duy trì ổn định các cân đối vĩ mô khó khăn hơn.
4. Lãi suất trong nền kinh tế đã tăng ở trên thị trường 1 ở cả kỳ hạn ngắn và kỳ hạn dài. Lãi suất trên thị trường 2 sẽ có độ trễ và mức tăng bình quân có thể thấp hơn so với mức tăng đã diễn ra trên thị trường 1. Lãi suất điều hành có thể được điều chỉnh tăng vào đầu năm sau với mức tăng 50 điểm cơ bản.
5. Kỳ vọng về việc tăng tốc trong đầu tư công vẫn duy trì, đồng thời, tác động từ đầu tư công đến tăng trưởng kinh tế thường có độ trễ. Vì vậy, nên là kỳ vọng cho bức tranh dài hạn hơn là ngắn hạn.

Hình 35: Một số chỉ báo vĩ mô

	2020	2021	2022f	2023f
Tăng trưởng GDP (%)	2,9	2,6	7,3	6,1-6,3
Lạm phát bình quân (%)	3,2	1,8	4,5	4,0-4,5
Xuất khẩu (%)	7,0	19,0	12,3	5,0
Nhập khẩu (%)	3,8	26,5	13,4	4,0
Cán cân thương mại (tỷ \$)	19,9	4,4	1,5	4,8
Tỷ giá USDEVND	23.098	22.826	23.400	23.868
Tăng trưởng tín dụng (%)	12,2	13,6	16,0	14,0
Lãi suất tái chiết khấu (%)	2,5	2,5	2,5	3,0
Lãi suất tái cấp vốn (%)	4,0	4,0	4,0	4,5

Nguồn: TCTK, NHNN, TCHQ, CTCK Rồng Việt

Nguyên nhân		Xác suất – Dự báo	Tác động đến Việt Nam
Giá dầu tăng vượt 150\$/thùng	Nga ngưng/giảm mạnh xuất khẩu dầu thô để đáp trả lại hành động áp giá trần đối với giá dầu thô của Nga	Cắt giảm 3 triệu thùng/ngày sẽ khiến giá dầu tăng lên 190\$/thùng. Cắt giảm 5 triệu thùng/ngày sẽ khiến giá dầu tăng lên 380\$/thùng, theo JPMorgan.	Kịch bản này sẽ tác động tiêu cực đến cả triển vọng lạm phát và tăng trưởng. Mức độ tác động sẽ tùy thuộc vào thời gian giá dầu tăng vọt qua ngưỡng này.
Phong tỏa quy mô lớn và kéo dài tại Trung Quốc	Dịch bệnh lây lan trên diện rộng, số ca tử vong tăng nhanh.	Độ phủ vắc xin của Trung Quốc: 89,7%; 61,0% người trên 80 tuổi hoàn thành hai mũi tiêm; và 56% dân số đã tiêm mũi 3. Xác suất thấp nhưng phong tỏa cục bộ trong thời gian ngắn hoàn toàn có thể xảy ra.	Việc phong tỏa cục bộ sẽ kéo giảm tăng trưởng kinh tế Trung Quốc như giai đoạn Q2/2022. Do đây là rủi ro lặp lại nên chúng tôi cho rằng ảnh hưởng trực tiếp lên Việt Nam sẽ không nghiêm trọng.
Suy thoái kinh tế toàn cầu	Nền kinh tế tăng trưởng âm nhưng lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt	Rủi ro nền kinh tế Mỹ, Châu Âu và Anh rơi vào suy thoái năm 2023 lần lượt là 30%, 40% và 45%, nhưng mức độ sẽ không nghiêm trọng, theo Goldman Sachs.	Rủi ro này mang đến thuận lợi và thách thức đối với Việt Nam. Thuận lợi là áp lực thắt chặt chính sách tiền tệ sẽ giảm cả trong và ngoài nước. Thách thức là sự suy giảm trong trụ cột tăng trưởng sản xuất công nghiệp sẽ kéo giảm tăng trưởng kinh tế.
Đình lạm kinh tế	Sức khỏe nền kinh tế đi xuống, lạm phát vẫn duy trì ở mức cao.	Xác suất xảy ra thấp	Chúng tôi cho rằng kịch bản này có tác động tiêu cực tương tự như kịch bản giá dầu tăng vượt ngưỡng 150\$/thùng.

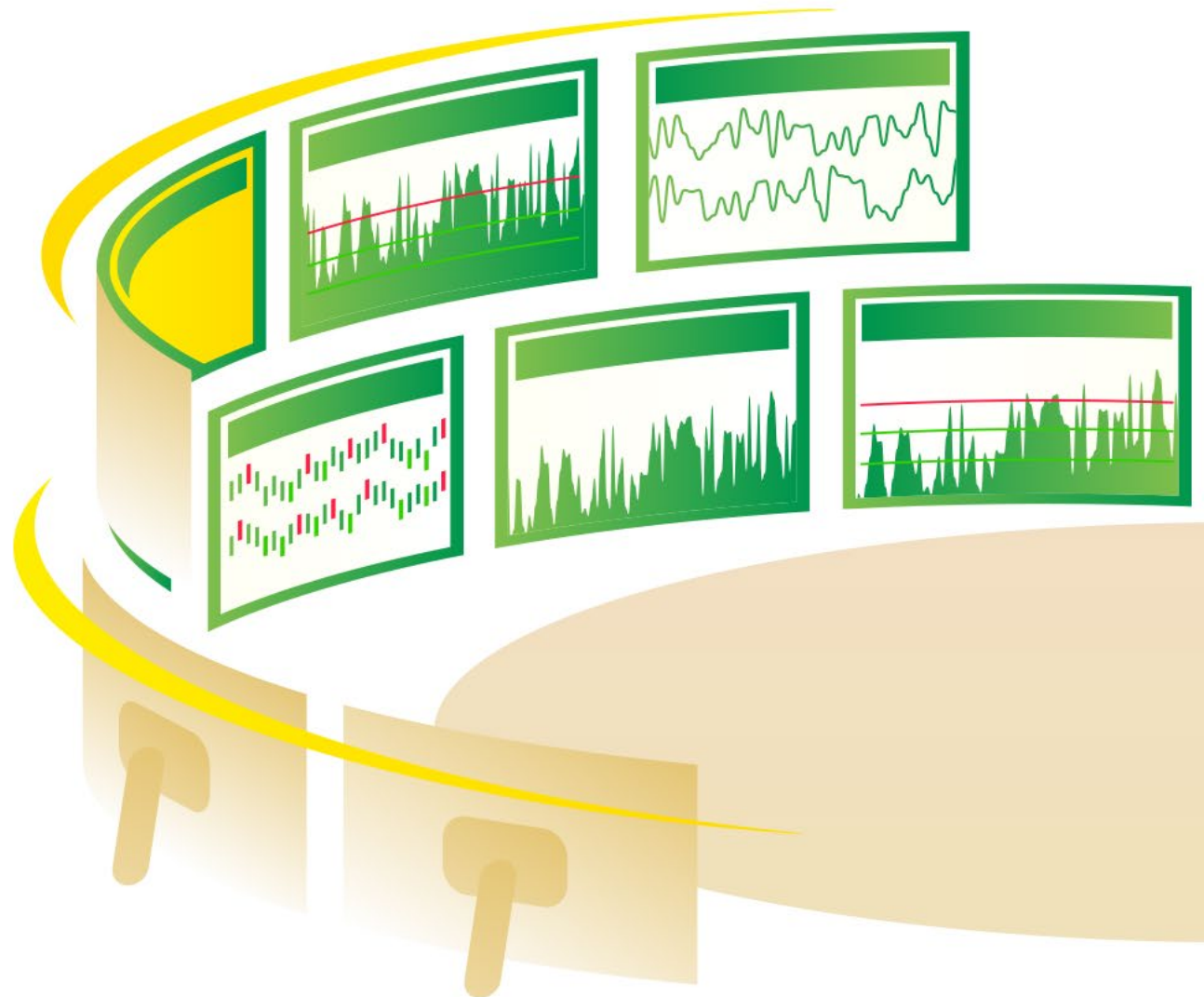
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

**PHỤC HỒI TRONG
THẬN TRỌNG**

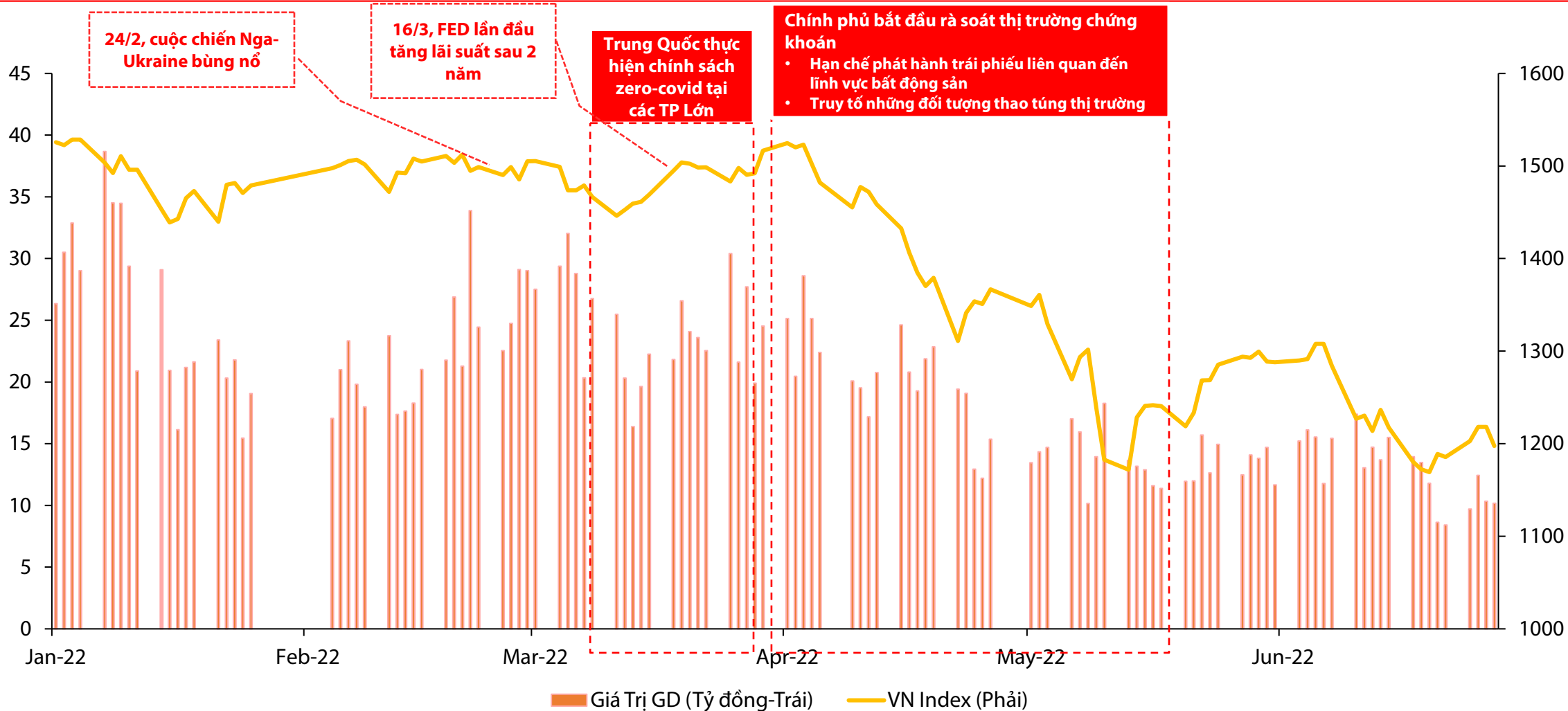


Lê Tự Quốc Hưng – hung.ltq@vdsc.com.vn

Trần Kỳ Anh – anh.tk@vdsc.com.vn

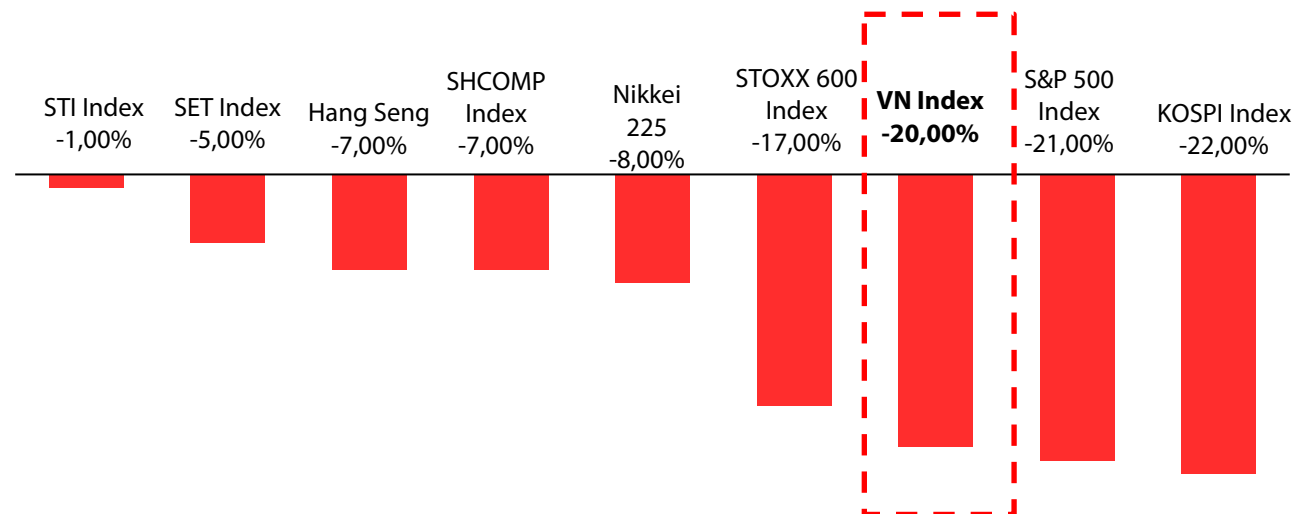


Hình 1: Tổng kết VN-Index trong 6 tháng đầu năm 2022



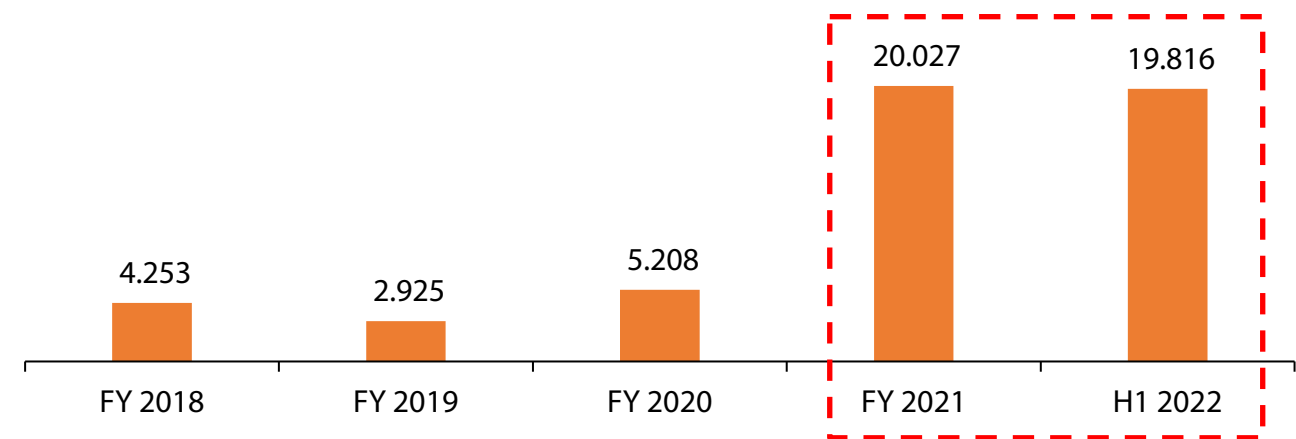
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, (*) Cập nhật dữ liệu đến ngày 30/6 2022

Hình 2: So sánh VN-Index với các chỉ số khác (%)



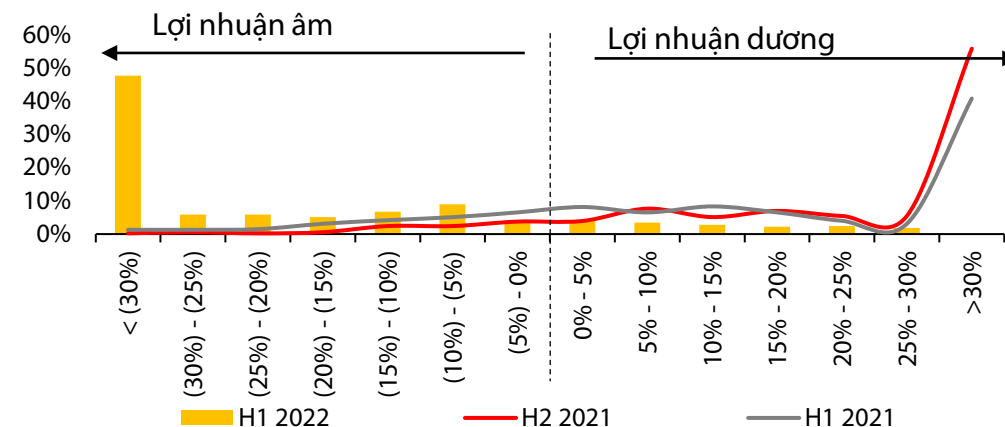
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá trị giao dịch khớp lệnh trung bình quá khứ (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Phân phối lợi nhuận CP trên sàn HSX và HNX (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- VN Index quay đầu giảm trong nửa đầu năm 2022 tương tự chỉ số của các thị trường tài chính khác trên thế giới do biến động địa chính trị và chính sách tiền tệ thắt chặt của các ngân hàng TW trên thế giới do lạm phát vượt kỳ vọng (Hình 2).
- Thanh khoản bốc hơi vào nửa cuối 1H2022. Tuy nhiên, giá trị giao dịch bình quân hàng ngày vẫn đạt ~20.000 tỷ đồng/phần trong 6T2022, gần với mức cao nhất lịch sử mọi thời đại trong năm 2021 và vẫn ghi nhận là bùng nổ so với mức thanh khoản của năm 2020 và các năm trở về trước (Hình 3).
- Phân phối lợi nhuận chứng kiến diễn biến trái ngược với hai nửa năm của 2021 khi 1H2022 có 83 % CP chứng kiến lợi nhuận âm hơn 30%.

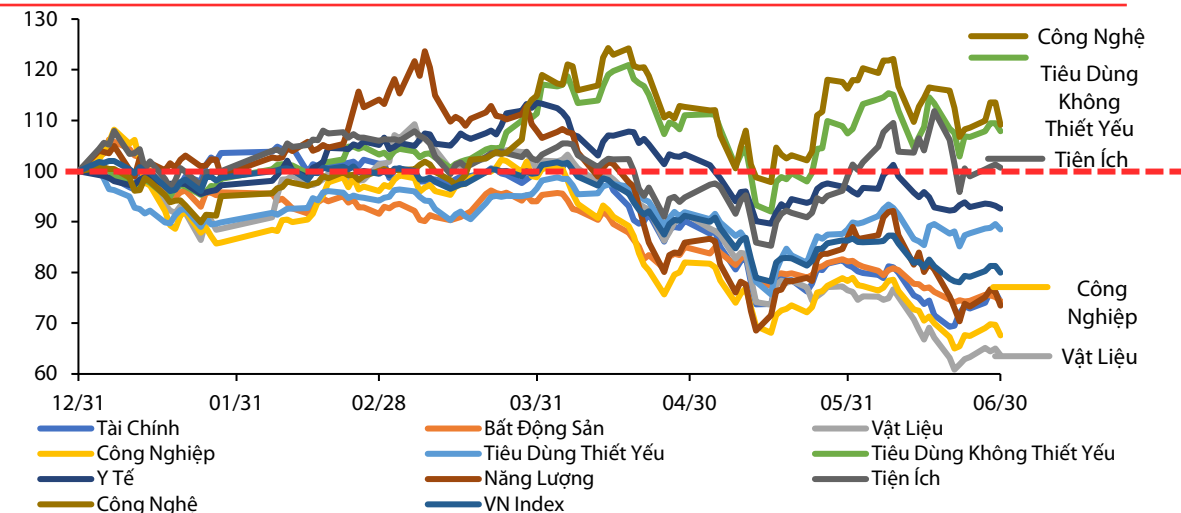
Bảng 1 : Diễn biến vốn hóa thị trường trong 6T2022

	VN30		VNMid		VNSmall	
	TBKL hàng ngày (tỷ đồng)	Biến động giá	TBKL hàng ngày (tỷ đồng)	Biến động giá	TBKL hàng ngày (tỷ đồng)	Biến động giá
1H2021	9.208	42,79%	4.340	33,04%	1.786	29,46%
2H2021	9.497	0,44%	7.539	32,60%	3.703	55,99%
1H2022	7.052	-18,67%	8.051	-29,69%	3.376	-34,48%

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

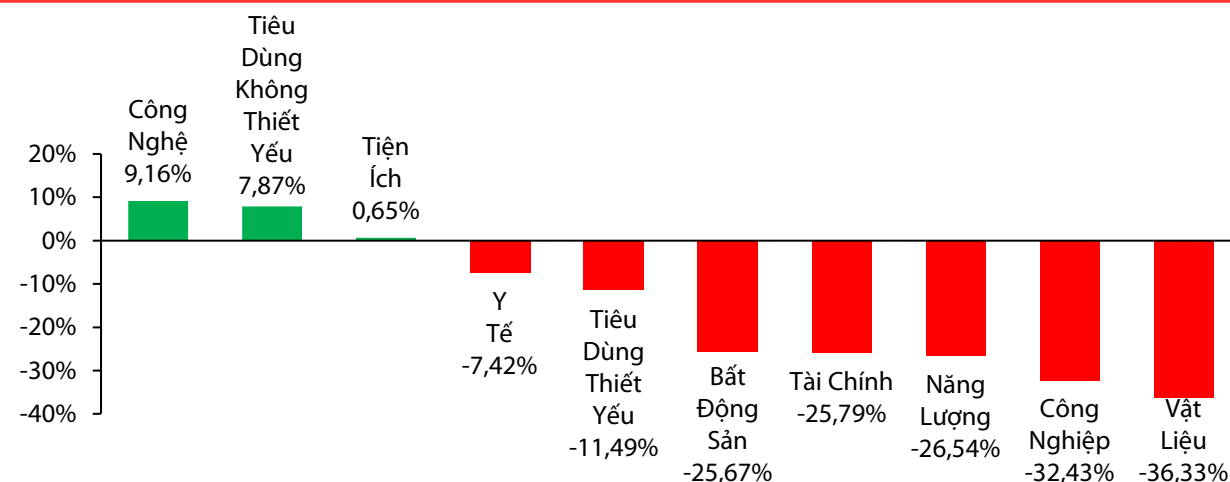
- Xét theo giá trị vốn hóa, nhóm Midcap và Penny là hai nhóm chứng kiến lợi nhuận giảm mạnh nhất thị trường, lần lượt là -29,6% và -34,48%.
- Theo nhóm ngành, chỉ có 3 ngành ghi nhận lợi nhuận dương trong 6T 2022. CNTT dẫn đầu với mức tăng 9,16%. Trong đó, gã khổng lồ công nghệ FPT (+12,2%) dẫn dắt đà tăng. Ở chiều ngược lại, Năng lượng (-26,54%), Công nghiệp (-32,43%), Vật liệu (-36,33%) là những nhóm có mức giảm sâu nhất. Đáng chú ý, có đến 5 nhóm ngành chứng kiến mức giảm trên 25% bao gồm nhóm Bất động sản và Tài chính, vốn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn hóa toàn thị trường.

Hình 5: Diễn biến ngành trong 6T2022



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Biến động chỉ số ngành trong 6T 2022

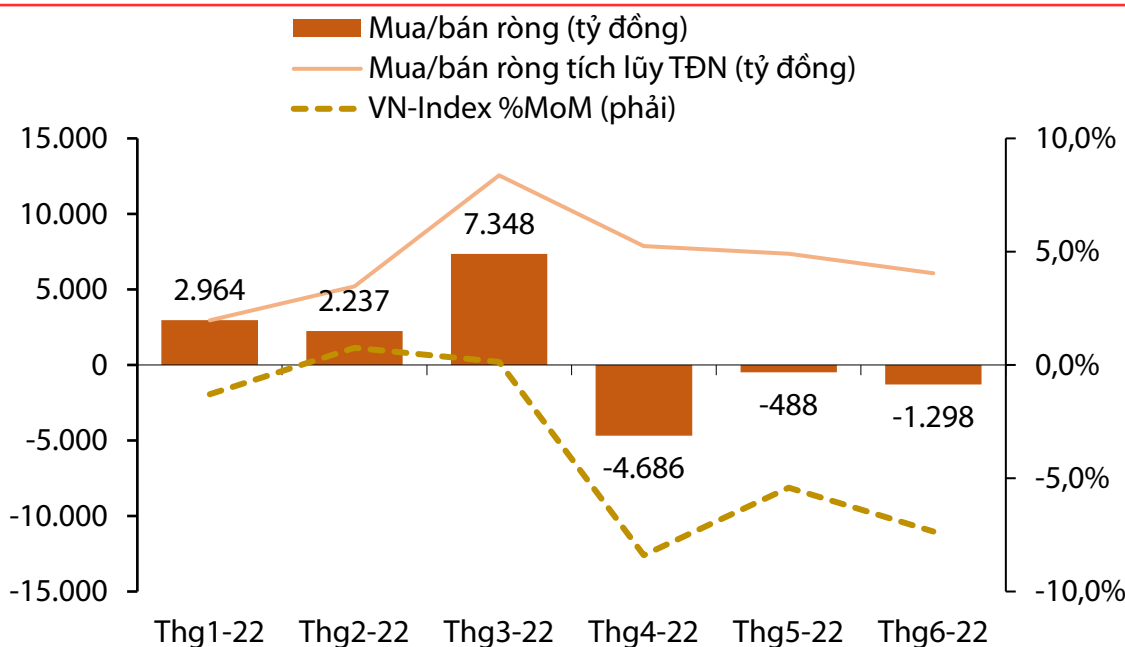


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Nhà đầu tư cá nhân

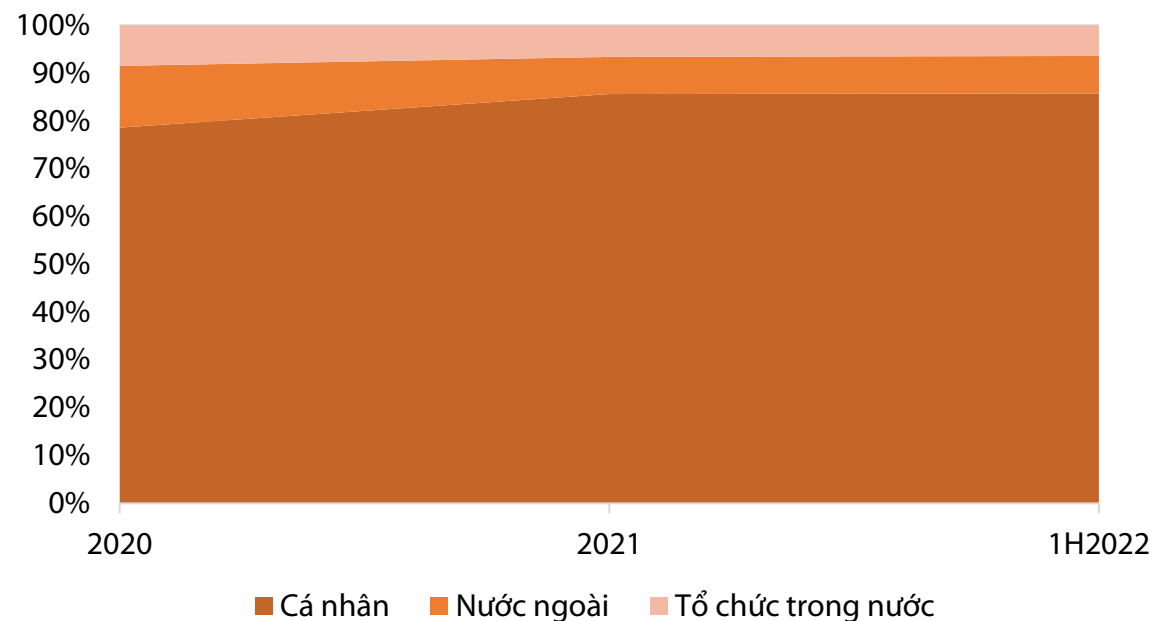
- Vì các nhà đầu tư cá nhân (NĐT) vẫn chiếm đa số trong tổng giao dịch của thị trường, động thái của các NĐT cá nhân tác động mạnh mẽ lên diễn biến thị trường.
- Trong 6T 2022, các NĐT cá nhân duy trì vị thế mua ròng với giá trị tích lũy 6.702 tỷ đồng. Tuy nhiên, áp lực bán mạnh từ nhóm này đã đẩy thị trường vào vùng thị trường gấu, xem hình 7.

Hình 7: Giá trị mua ròng/bán ròng hàng tháng từ đầu năm của các NĐT cá nhân trong nước trên sàn HOSE



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Tỷ trọng giá trị giao dịch theo nhóm NĐT (tỷ đồng)

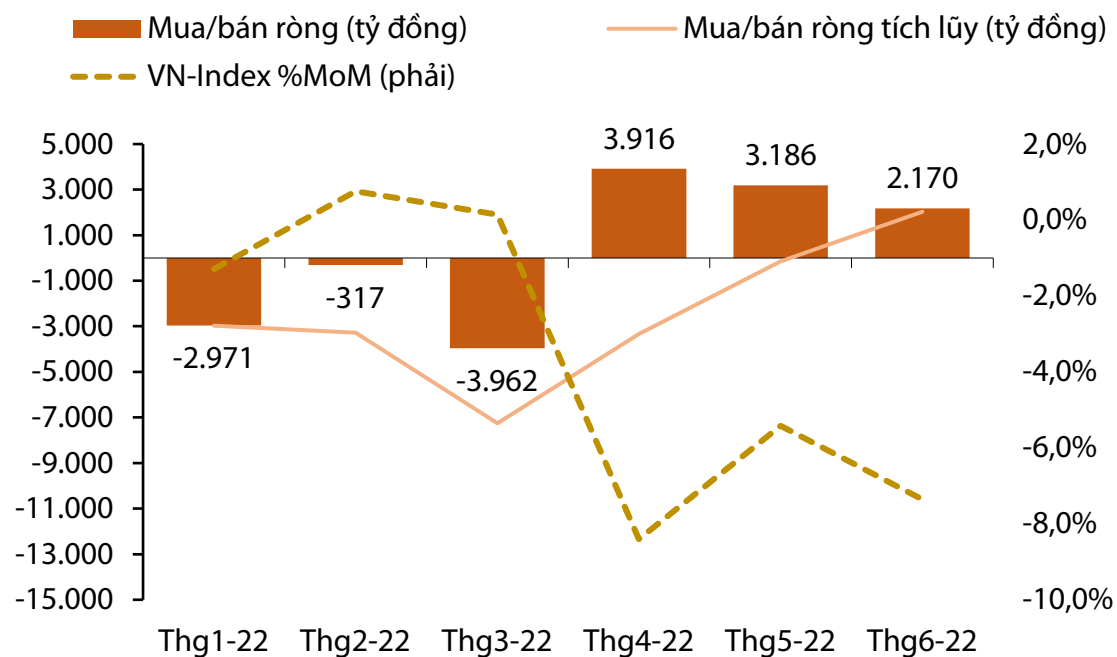


Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Khối ngoại và dòng vốn nước ngoài

- Trái ngược với NĐT cá nhân, khối ngoại duy trì mua ròng kể từ khi thị trường điều chỉnh, theo đó giá trị tích lũy của nhóm này tích cực ở mức 2.022 tỷ đồng từ tháng Năm và đến khi kết thúc nửa đầu năm 2022.
- Theo một thống kê khác, dòng vốn từ đầu tư danh mục nước ngoài (FPI) vào thị trường cổ phiếu Việt Nam cũng đã ghi nhận con số tích cực trong 6T 2022 theo bảng 2.

Hình 9: Giá trị mua ròng/bán ròng hàng tháng từ đầu năm đến nay của nhà đầu tư nước ngoài trên sàn HSX



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Dòng vốn đầu tư danh mục nước ngoài vào thị trường chứng khoán

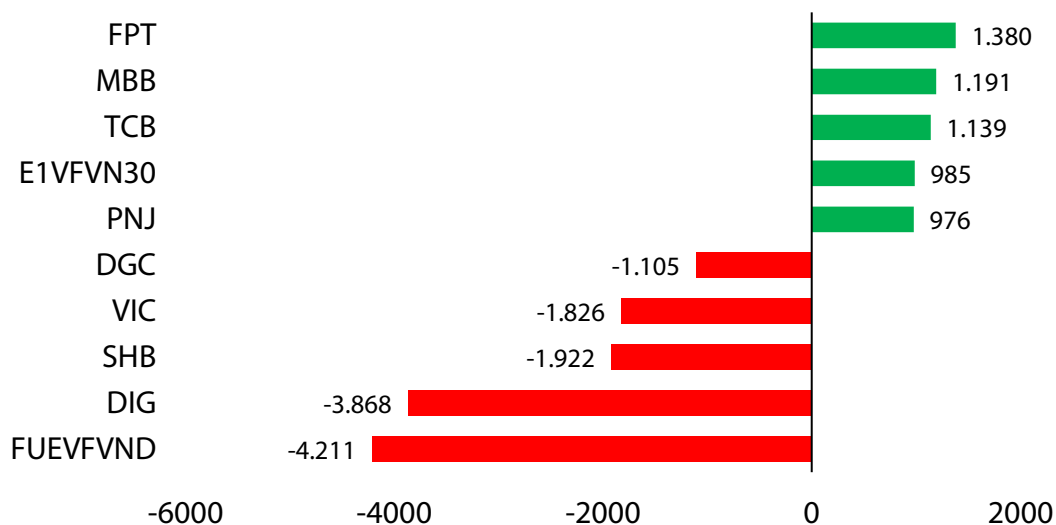
Quốc gia	Dòng vốn ròng (Triệu USD)		
	1Thg	3Thg	TĐN
Ấn độ	651	651	-27.905
Indonesia	-150	-150	4.118
Nhật Bản	3.675	3.675	4.248
Maylaysia	23	23	1.484
Philippines	-80	-80	-855
Hàn Quốc	1.363	1.363	-14.724
Sri Lanka	2	2	-7
Đài Loan	-626	-626	-34.695
Thái Lan	128	128	3.570
Việt Nam	14	14	-19

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Nhà đầu tư tổ chức trong nước

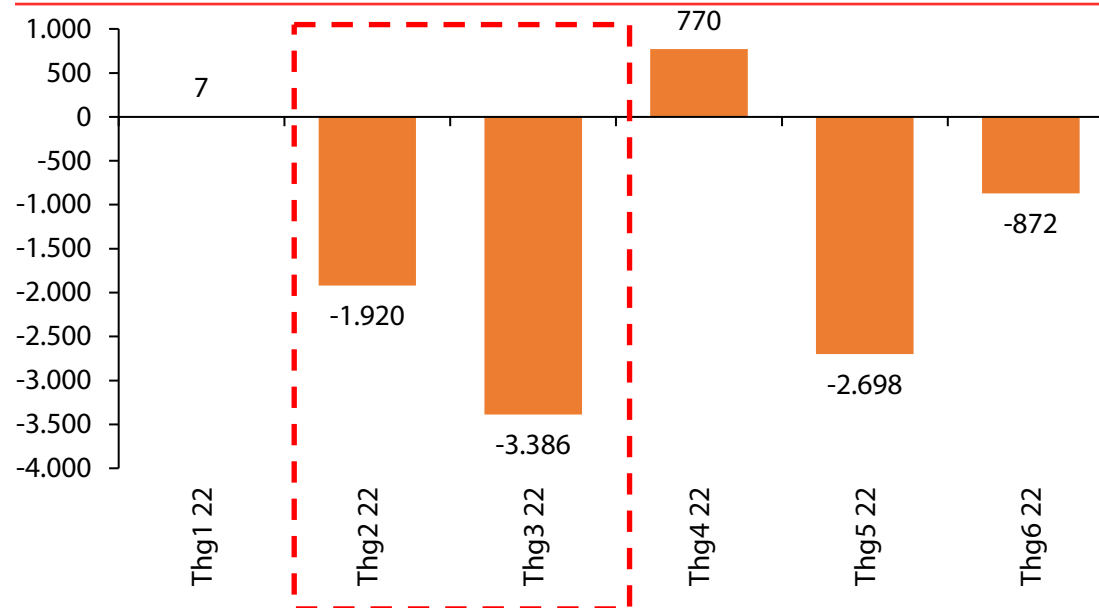
- NĐT tổ chức trong nước hầu như bán ròng trong suốt giai đoạn nửa đầu năm nay và giá trị bán ròng ở mức -8.099 tỷ đồng. Đáng chú ý, nhóm này bán mạnh ngay trước khi thị trường điều chỉnh trong tháng Tư.

Hình 10: Danh sách CP tổ chức trong nước bán ròng/mua ròng nhiều nhất trong 6T 2022 (tỷ đồng)



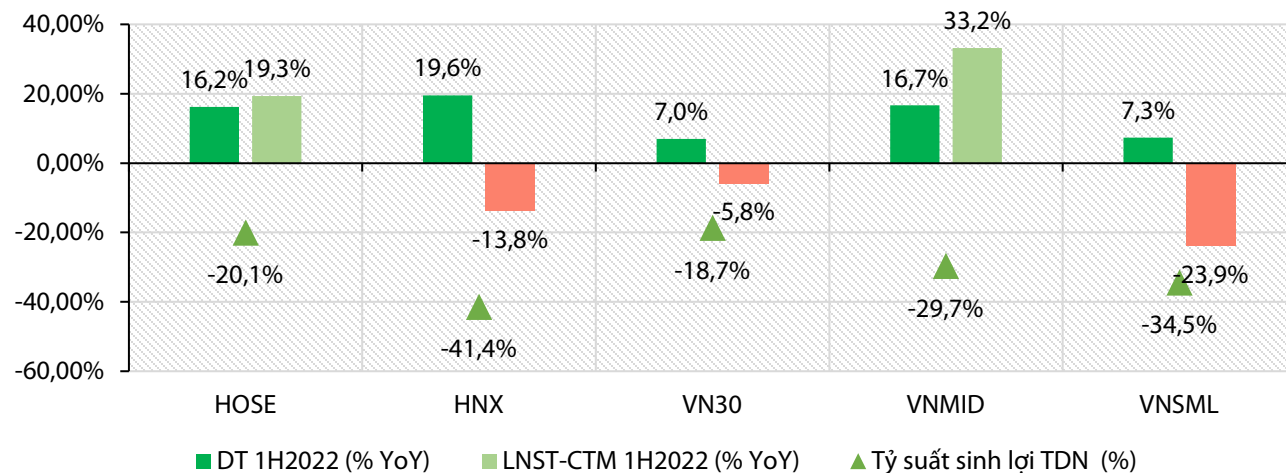
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Hoạt động giao dịch của NĐT tổ chức trong nước trên sàn HSX (tỷ đồng)



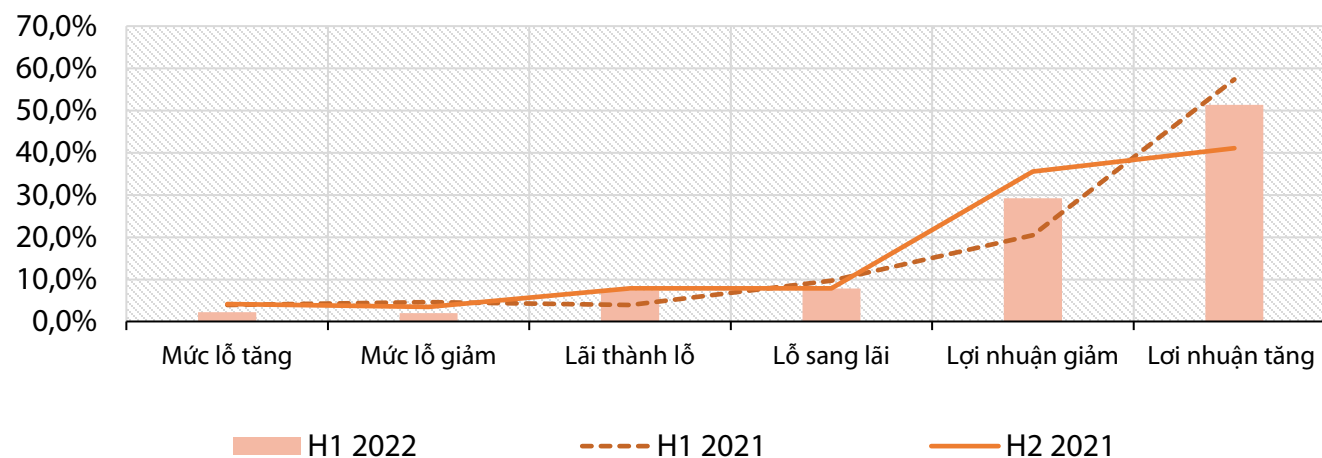
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Kết quả doanh thu, lợi nhuận (%YoY) và lợi nhuận cổ phiếu 6T2021 (%)



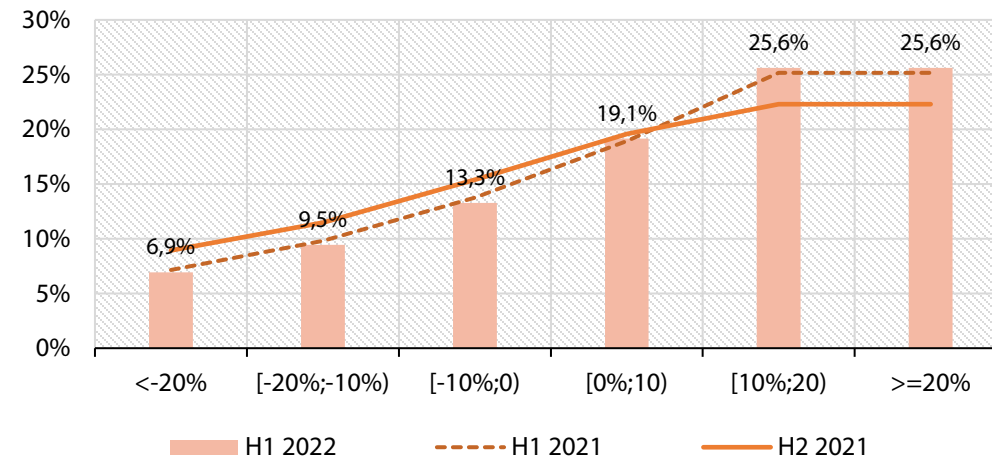
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Phân phối lợi nhuận trên sàn HOSE và HNX (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Phân phối tăng trưởng doanh thu theo doanh nghiệp trên HOSE và HNX

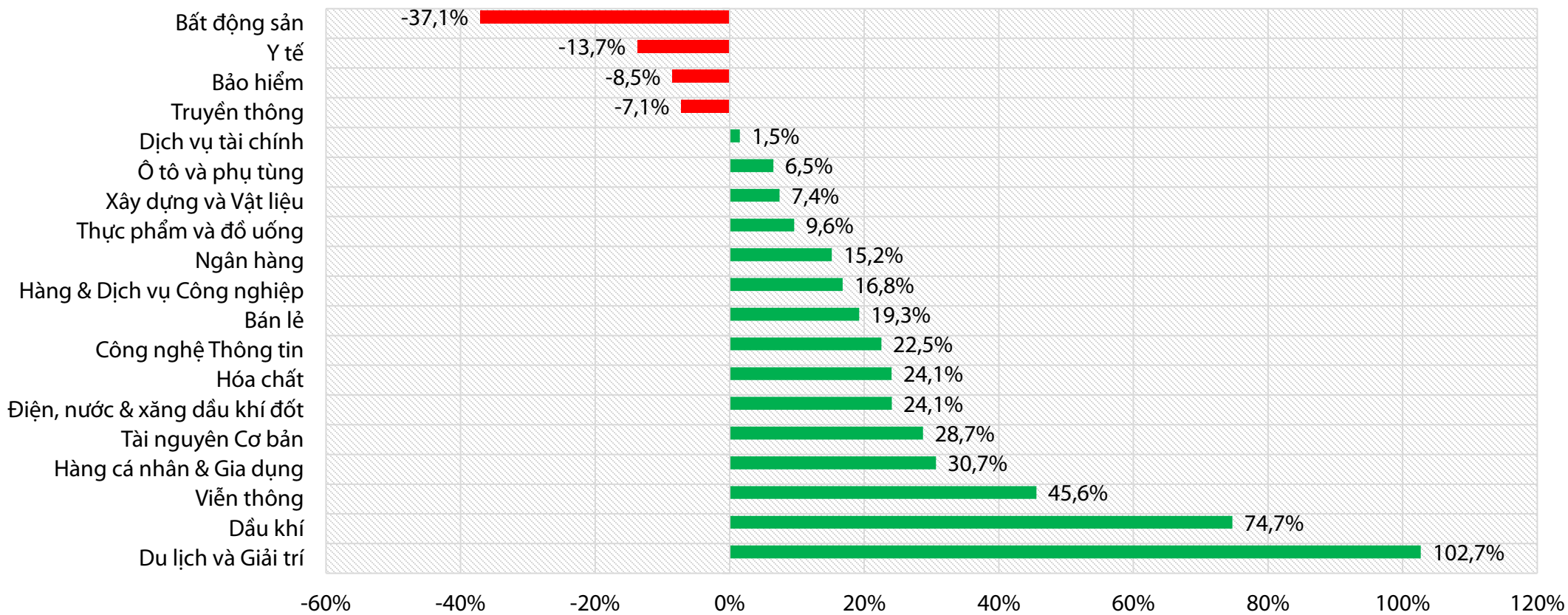


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Trong 6T 2022, tỷ trọng các doanh nghiệp niêm yết có sự tăng trưởng doanh thu và có lợi nhuận lần lượt 70,3% và 88,4%.
- Về mặt doanh thu, phân phối tương đương với diễn biến 1H2021. Trong khi các công ty chứng kiến lợi nhuận giảm và chuyển thành lỗ cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái, xem hình 13, 14.

- Trong 6 tháng đầu năm 2022, có 15/19 ngành chứng kiến mức tăng trưởng về doanh thu. Trong đó, Du lịch & Giải trí, Dầu khí và Viễn thông là những ngành có mức tăng trưởng tốt nhất như thể hiện trong hình (15). Đáng chú ý, Du lịch & Giải trí là ngành bị ảnh hưởng nặng nề do đại dịch đã chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ về doanh thu (103%) trong nửa đầu năm. Về lợi nhuận, mặc dù vẫn ghi nhận lỗ, nhưng mức lỗ đã giảm 48% so với cùng kỳ năm trước.

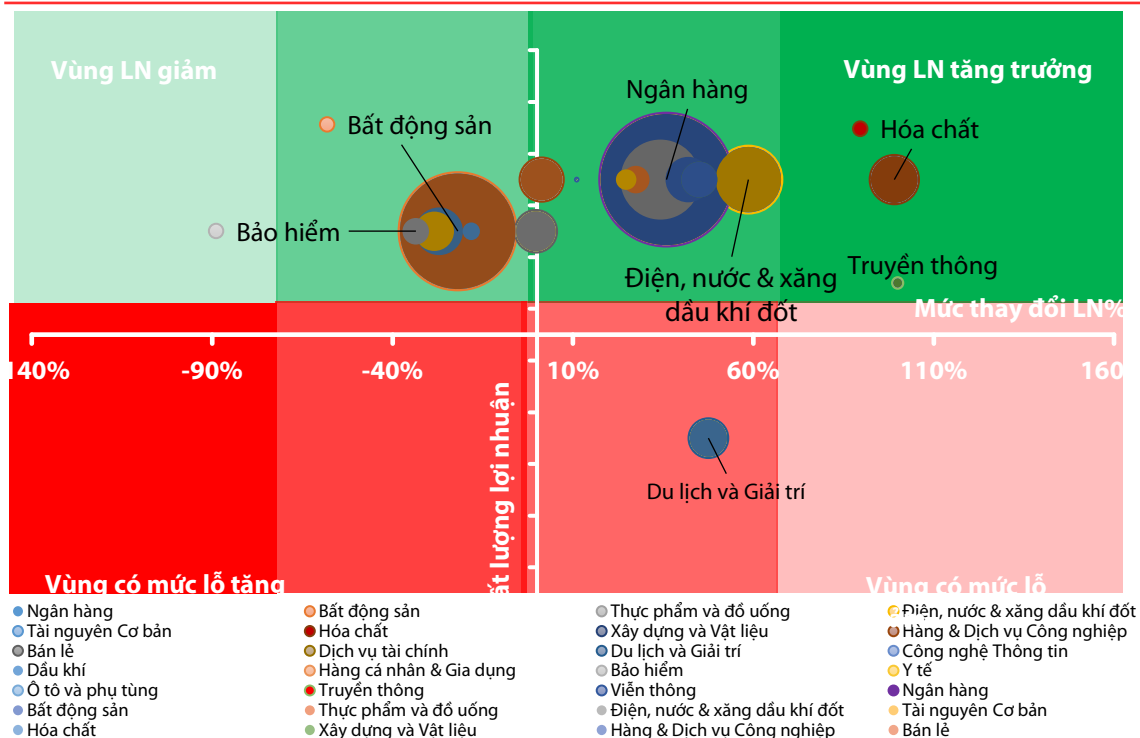
Hình 15: Biến động doanh thu theo nhóm ngành trong 1H2022 (% YoY)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

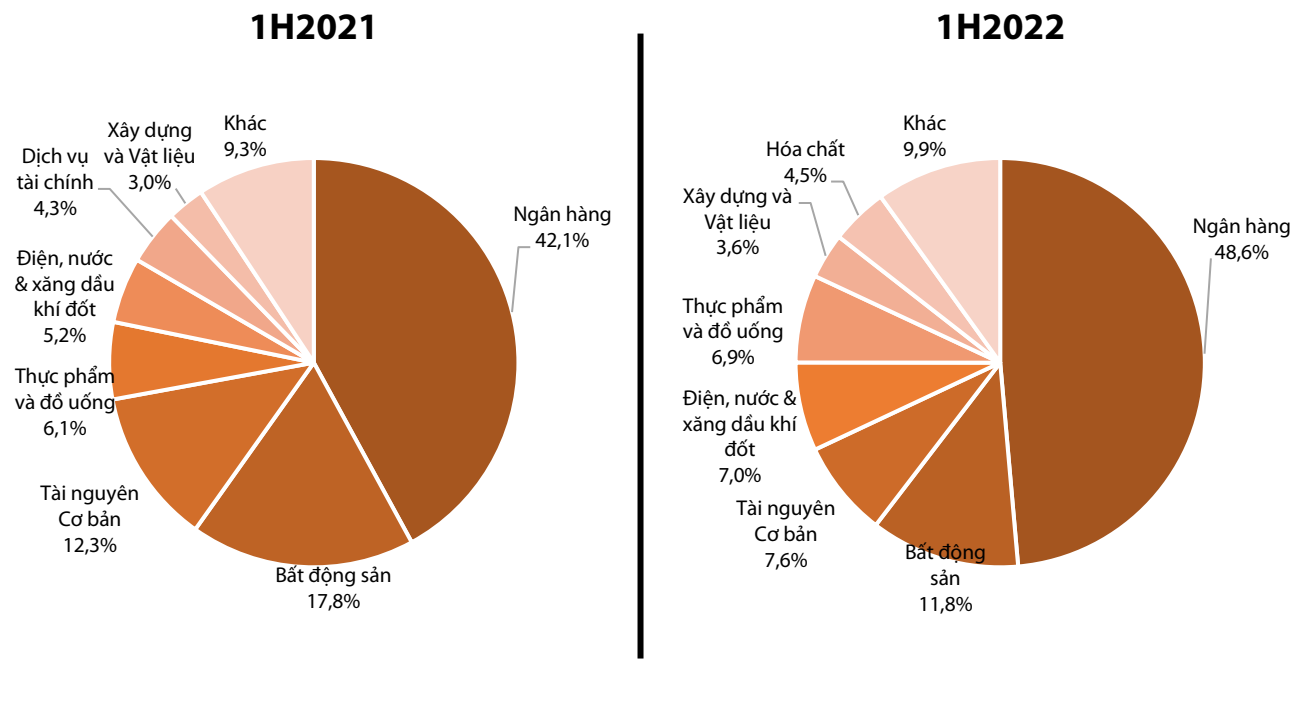
- Về lợi nhuận, có 18/19 ngành ghi nhận lãi. Trong đó, 10 lĩnh vực có mức lợi nhuận tăng trưởng. Ngành dẫn đầu là nhóm hóa chất với mức tăng + 99% YoY. Các vị trí tiếp theo là Tiện ích (+ 59%), Công nghệ (+ 45%), Xây dựng & Vật liệu (+ 42%), Ngân hàng (+ 36%), F&B (+ 34%), Hàng cá nhân & gia dụng (+ 27%), Chăm sóc sức khỏe (+ 25%), viễn thông (+ 11%).
- Điều thú vị là, lĩnh vực ngân hàng tiếp tục đóng góp nhiều hơn và chiếm tỷ trọng lớn trong tăng trưởng thu nhập của thị trường khi LN của ngành này tăng 36% so với cùng kỳ và tỷ trọng tăng lên 48,6% trong cơ cấu lợi nhuận của toàn sàn ở 1H2022 so với mức 42,1% của 1H2021. Đáng chú ý, Hóa chất với mức tăng trưởng thu nhập ~ 100% đã thay thế lĩnh vực Dịch vụ tài chính để trở thành những công ty đóng góp nhiều nhất vào mức tăng trưởng lợi nhuận của thị trường.

Hình 16: Bức tranh LN theo nhóm ngành trong 1H 2022 (%YoY)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

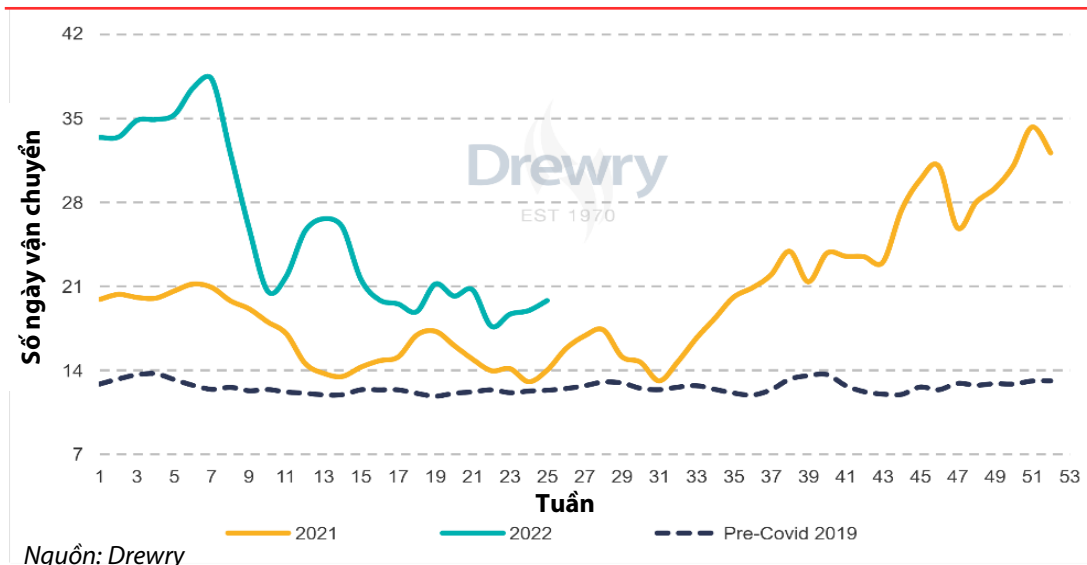
Hình 17: Tỷ trọng lợi nhuận theo nhóm ngành (%)



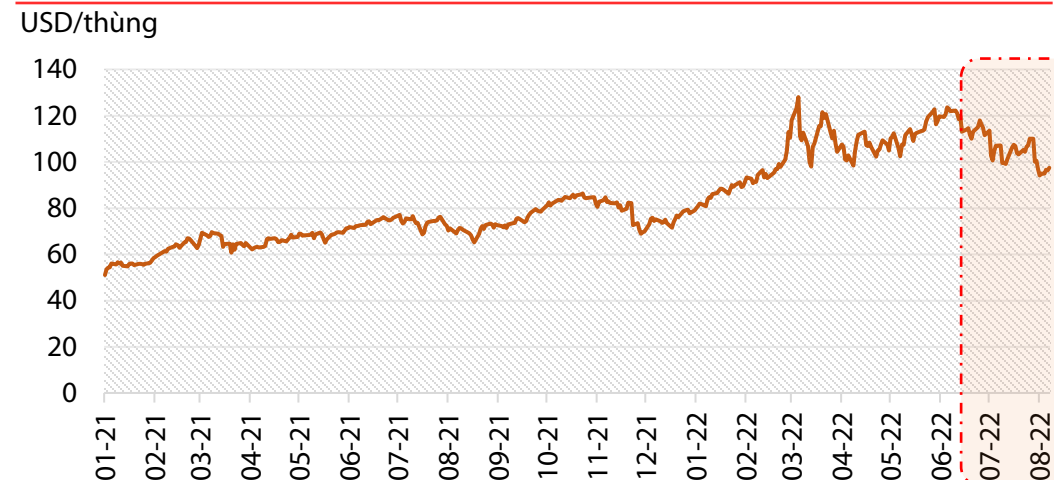
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- **Lạm phát có xu hướng hạ nhiệt:** Trong tháng 08/2022, Mỹ công bố lạm phát ở mức 8,5%, bắt đầu xu hướng hạ nhiệt so với con số cao kỷ lục 9,1% trước đó. Giá cả nhóm năng lượng, lương thực và vận tải, ba nhóm hàng tác động mạnh nhất lên chỉ số lạm phát đang có xu hướng cải thiện khả quan từ giữa 06/2022.
- **Số liệu việc làm tại Mỹ vẫn đang tích cực:** tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ trong báo cáo tháng 07/2022 đang ở mức 3,5%, tiếp tục xu hướng giảm nhẹ 0,1% so với tháng sáu. Đây cũng là mức thấp kỷ lục về số liệu việc làm tại Mỹ trong 10 năm trở lại đây.
- Tuy nhiên, vẫn còn nhiều yếu tố cần quan sát: (1) Sự phục hồi nền kinh tế Trung Quốc, (2) Rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ và các nền kinh tế phát triển khác, (3) Căng thẳng địa chính trị leo thang.

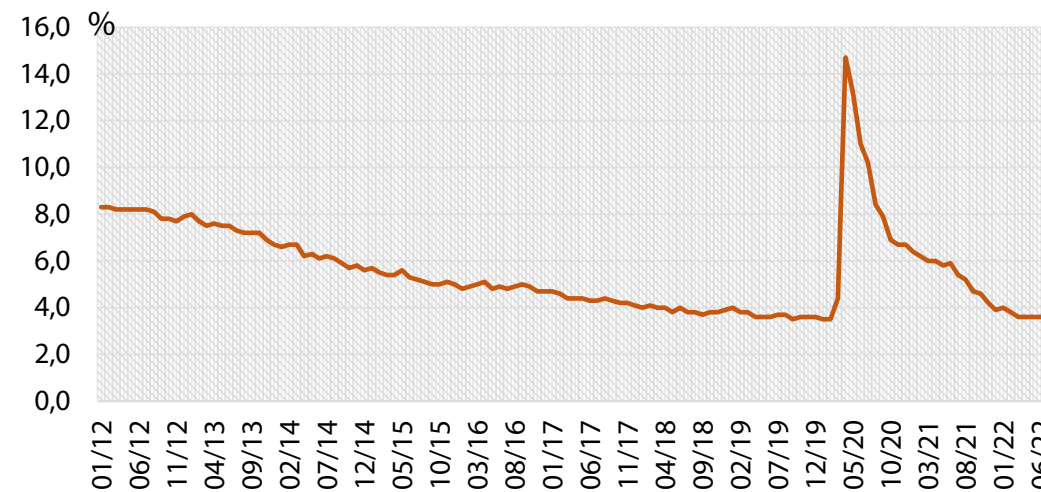
Hình 2: Thời gian vận chuyển tàu container tuyến Đông-tây



Hình 1: Diễn biến giá dầu Brent



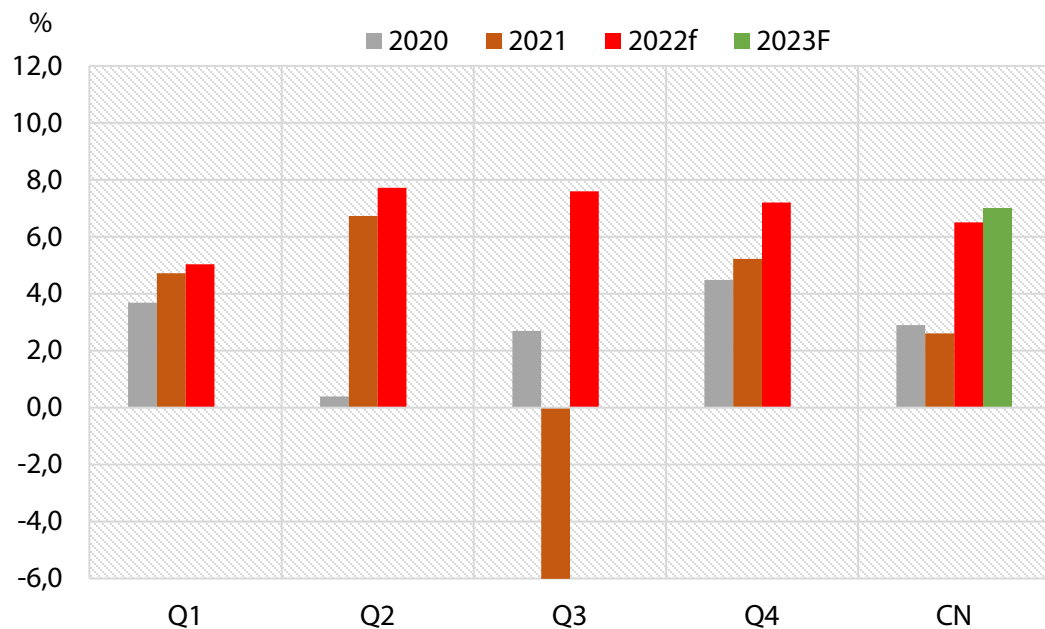
Hình 3: Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ



Triển vọng phục hồi tăng trưởng

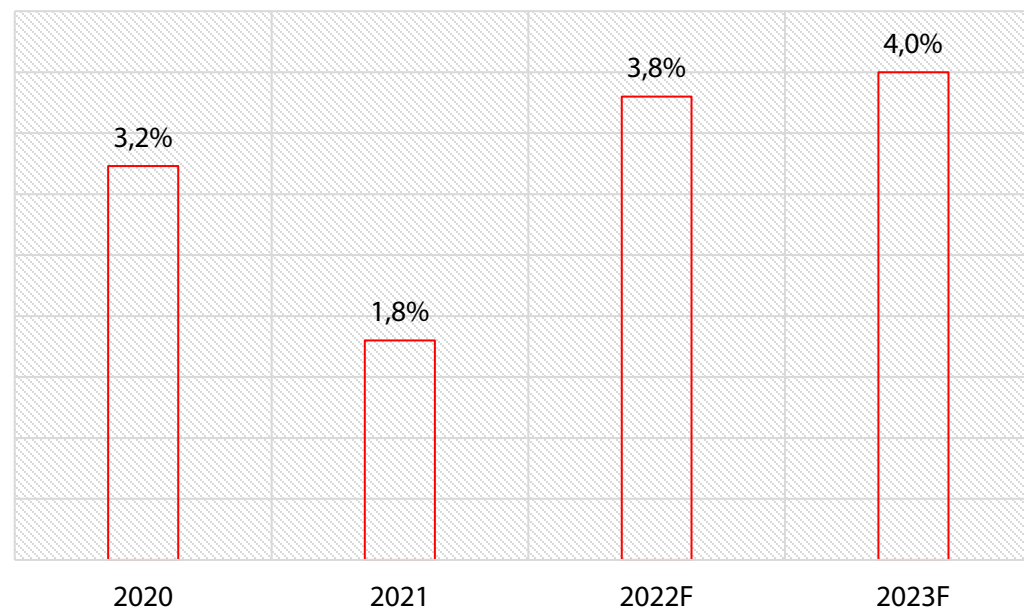
- Quá trình phục hồi kinh tế Việt Nam tăng tốc trong 6 tháng đầu năm 2022, với mức tăng trưởng 5,1% trong Q1/2022, và 7,7% trong Q2/2022 nhờ lĩnh vực công nghiệp vẫn duy trì đà tăng trưởng (+9,7%), nhóm ngành dịch vụ phục hồi, bên cạnh sức mua tiêu dùng cũng ghi nhận sự cải thiện.
- Theo dự báo của World bank, mức tăng trưởng GDP Việt Nam cả năm 2022 có thể lên đến 7,5% và ở mức 6,7% năm 2023.
- Lạm phát trung bình trong năm 2022-2023 kỳ vọng sẽ vẫn giữ được ở mức ổn định dưới 4% (WB).

Hình 4: Tăng trưởng GDP theo quý, 2020-2023F



Nguồn: World bank

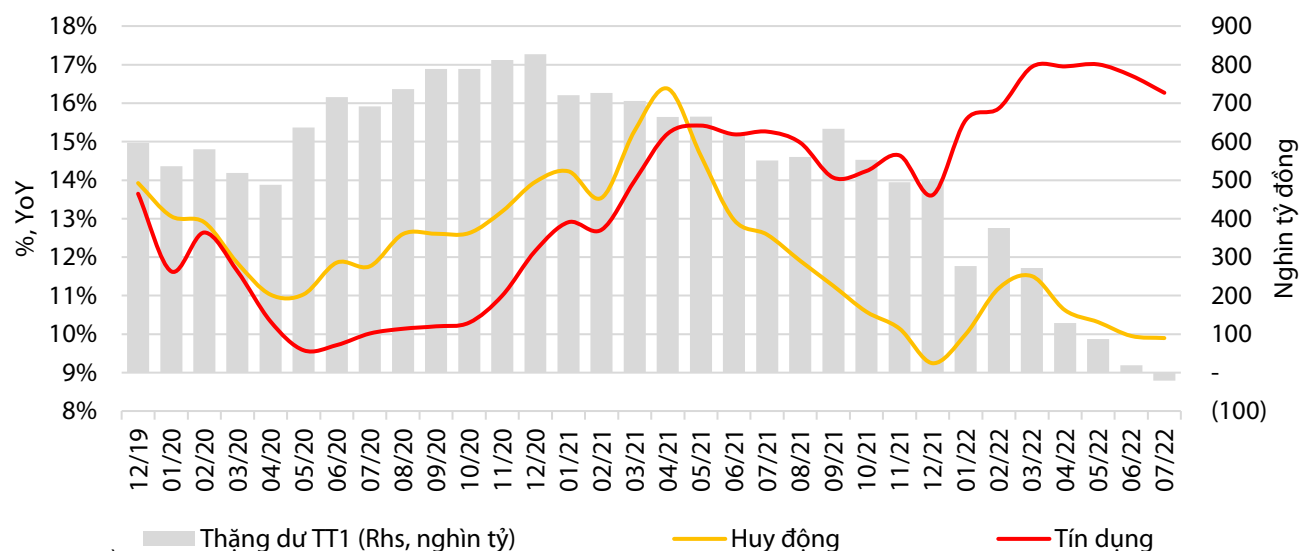
Hình 5: Chỉ số CPI Việt Nam



Nguồn: World bank

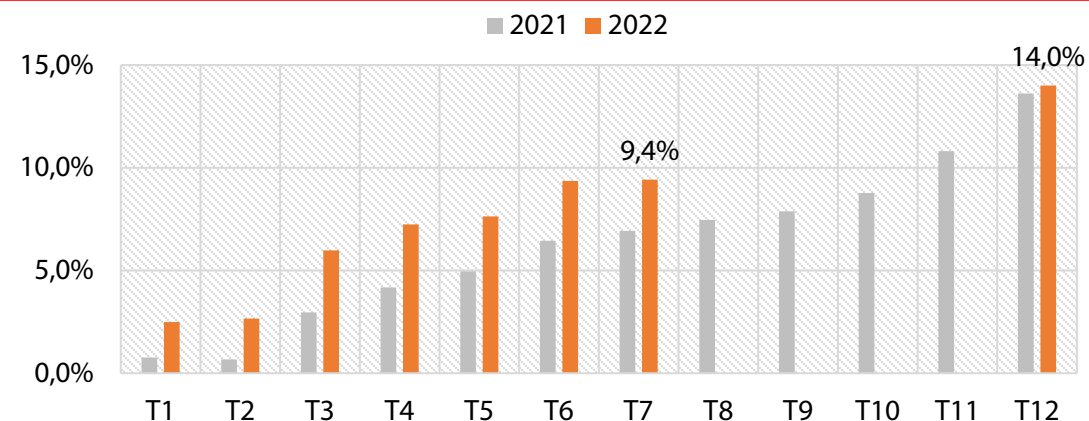
- Đến tháng 7, chênh lệch tiền gửi và tín dụng đã chuyển sang con số âm, điều này dẫn đến các NHTM cần phải gia tăng huy động để đảm bảo các tỷ lệ an toàn vốn, và mở rộng hoạt động cho vay. Trên cơ sở này, hầu hết các NHTM đã tăng nhẹ lãi suất huy động từ 0,1-0,3% một số kỳ hạn.
- Tuy nhiên, dự báo nhu cầu vốn của các NHTM không quá lớn do hạn mức tăng trưởng tín dụng năm (05) tháng còn lại chỉ ở mức 4,6%, trên quan điểm NHNN vẫn đang giữ quan điểm mục tiêu tăng trưởng tín dụng cả năm ở mức 14%, nhằm tránh cuộc đua lãi suất giữa các ngân hàng, đồng thời ổn định tỷ giá và lạm phát. Do đó, mức tăng lãi suất huy động có thể duy trì đà tăng nhẹ trong các tháng còn lại của năm, tuy nhiên dự báo con số điều chỉnh tăng chỉ ở mức dưới 0,5%.

Hình 7: Tăng trưởng tín dụng và huy động (% YoY, ngàn tỷ VND)



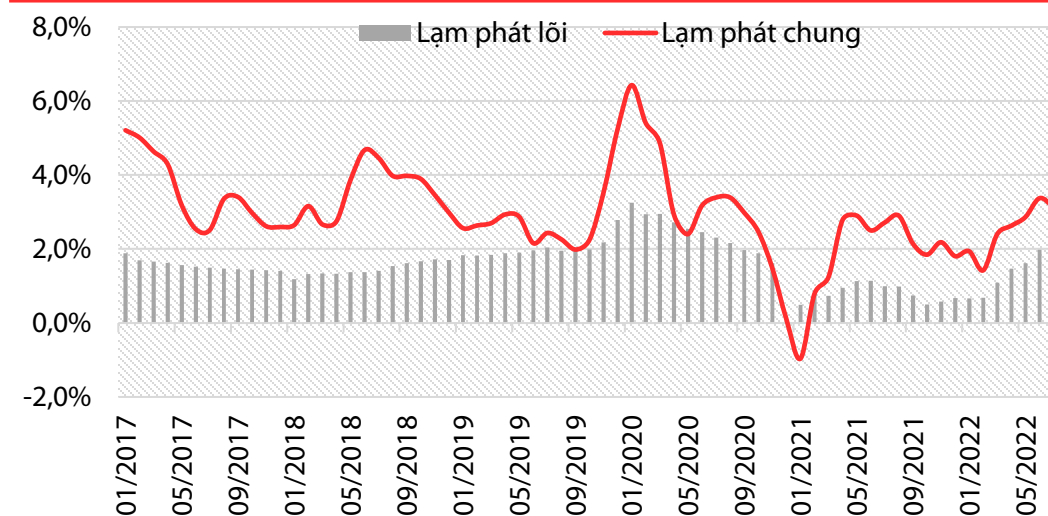
Nguồn: SBV

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng YTD năm 2021-2022



Nguồn: SBV

Hình 8: Chỉ số CPI Việt Nam (YoY)



Nguồn: GSO

Bảng 1: Triển vọng tăng trưởng các nhóm ngành trong H2/2022

Ngành cấp 2	1H-2022 YoY%	2H-2022F YoY%	2H- 2022F/1H- 2022	2022F YoY%	PE	PB
Ngân Hàng	-24%	47%	-4%	39%	9,9	1,8
Y Tế	-12%	46%	34%	30%	18,2	2,4
Tài Chính	-44%	43%	3%	59%	14,2	1,8
Dịch vụ tiêu dùng	-7%	42%	36%	25%	18,7	4,5
Tiện ích	-38%	25%	-26%	44%	14,5	1,5
CNTT	-22%	3%	-3%	14%	19,8	4,2
Công Nghiệp	-31%	-17%	-41%	14%	13,2	1,6
Nguyên Liệu Cơ Bản	8%	-31%	-15%	-20%	4,7	1,4
Hàng Tiêu Dùng	-21%	-34%	-8%	-12%	14,9	3,6
Dầu Khí	-54%	-44%	-140%	-345%		0,8
Coveraged list	25%	14%	-6%	19%	10,3	2,0
VN-INDEX	18%	5%	-12%	12%	13,5	2,1

Nguồn: CTCK Rong Viet, Bloomberg

* Tăng trưởng các ngành & covered list: dựa trên ước tính của 49 doanh nghiệp theo dõi của Rong Viet

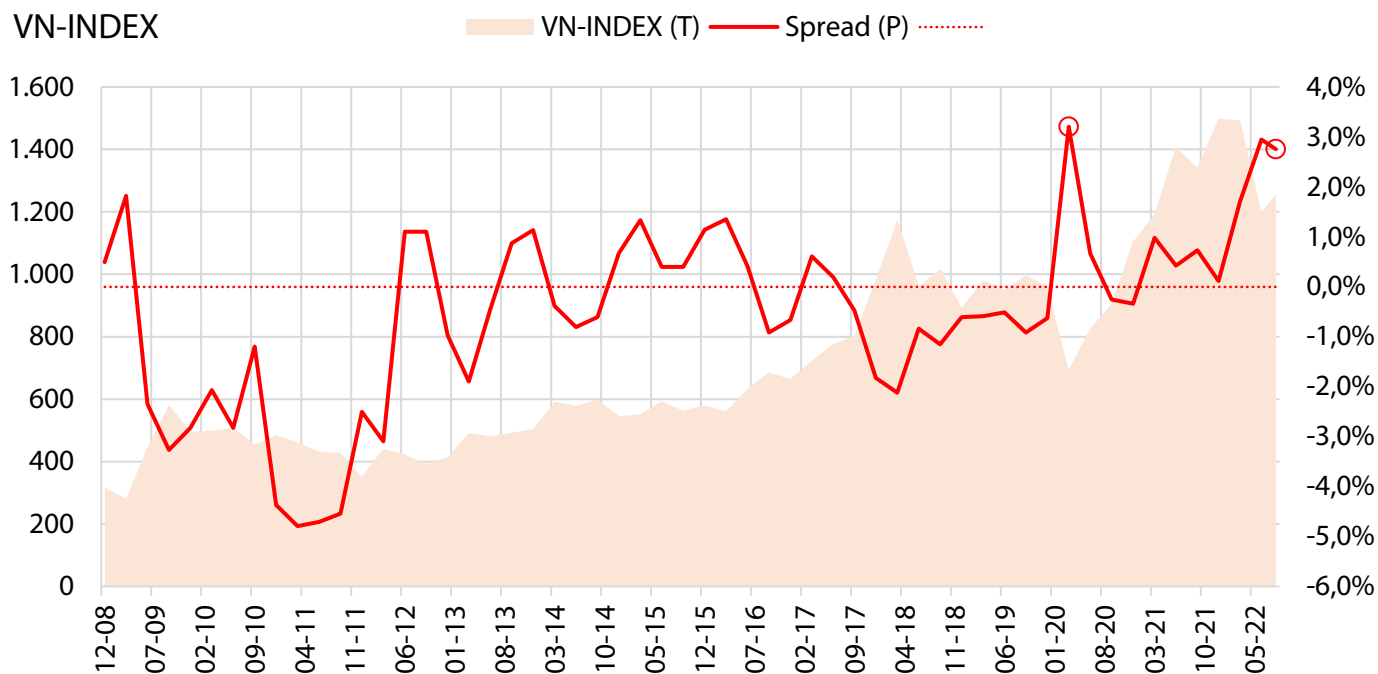
** Bloomberg ước tính

Trong nửa cuối 2022, Rong Viet dự báo tăng trưởng LNST của VN-INDEX vẫn duy trì mức tăng trưởng dương, nhưng không còn mạnh mẽ.

- Trong đó, chúng tôi dự báo các nhóm ngành Ngân hàng, Dược, BĐS, Hàng không-Bán lẻ, Điện, sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong H2/2022 so với cùng kỳ 2021.
- Ở chiều ngược lại, các ngành Dầu khí, Hàng tiêu dùng & Vật liệu cơ bản dự báo sẽ suy giảm con số lợi nhuận so với H1/2021.

- Hiệu suất E/P (forward) VN-INDEX thời điểm hiện tại (10/08/2022) ước tính ở mức 11%, đang ở mức cao hơn 2,8% so với mức lãi suất huy động. Đồng thời, mức chênh lệch hiện nay cũng đang ở mức khá hấp dẫn (cao) so với dữ liệu lịch sử.

Hình 9: So sánh E/P (forward) và lãi suất huy động các thời kỳ



Nguồn: Fiinpro

Spread = E/P forward – lãi suất huy động tham chiếu VCB

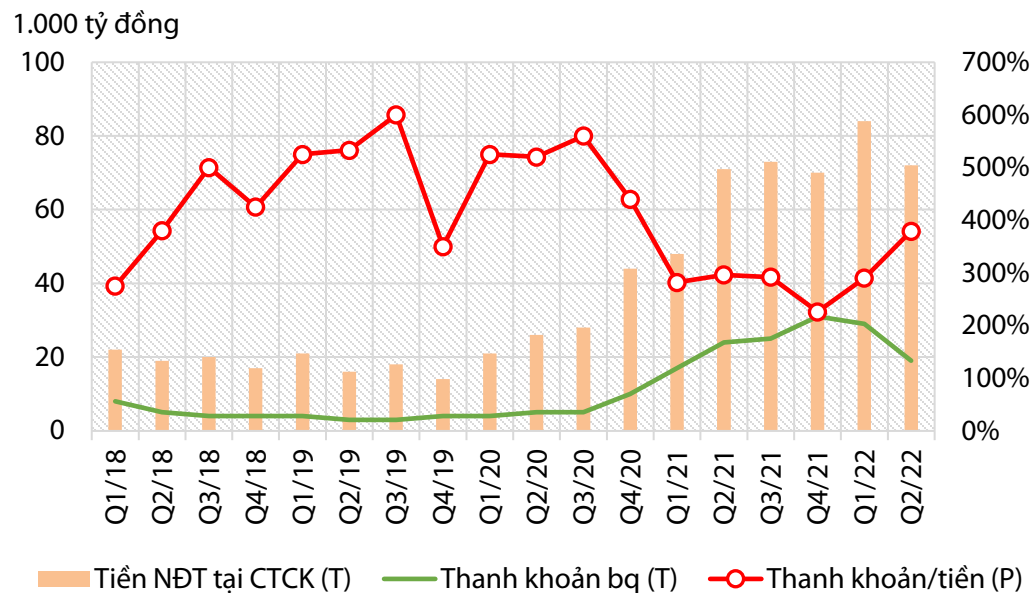
Bảng 2: Số liệu tổng hợp GDP, Lãi suất & tỷ giá một số quốc gia

Quốc gia	Tăng giảm lãi suất từ đầu năm 2022	Mục tiêu tăng giảm lãi suất cả năm 2022	CPI 2022F	FX/USD YTD	GDP2021	GDP 2022F
Indonesia	-	100bps hike	3,3%	-4,6%	3,7%	4,8%
Malaysia	25bps hike	75bps hike	3,0%	-5,5%	3,1%	5,5%
Philippines	50bps hike	150bps hike	5,0%	-7,5%	5,7%	6,5%
Singapore			5,0%	-3,4%	7,6%	3,5%
Thái Lan	-	25bps hike	6,0%	-6,4%	1,6%	3,2%
Việt Nam	-	-	3,8%	-2,0%	2,6%	7,5%
Hongkong			2,2%	-0,7%	6,3%	1,3%
Hàn Quốc	75bps hike	150bps hike	4,3%	-8,5%	4,1%	2,7%
Đài Loan	37,5bps hike	62,5bps hike	3,0%	-7,0%	6,6%	3,6%
USA	150bps hike	325bps hike	7,5%	-	5,7%	2,0%
Trung Quốc	10bps cut	25bps cut	2,5%	-5,2%	8,1%	4,1%

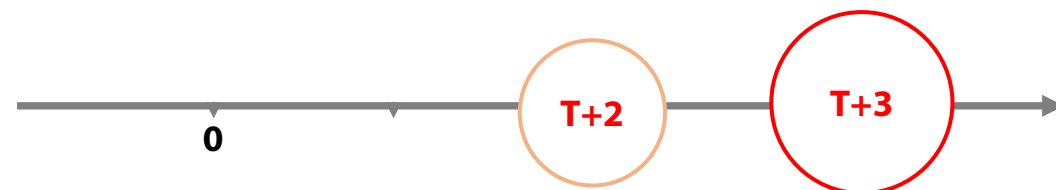
Nguồn: World bank

- Theo số liệu tổng hợp Fiinpro, đến cuối Q2/2022, lượng tiền các nhà đầu tư tại các CTCK vẫn ở mức khá cao trên 70 ngàn tỷ đồng, chỉ giảm 14% so với cuối quý 1 và đang cao gấp 3,8 lần nếu so với mức thanh khoản trung bình 19 ngàn tỷ ở thời điểm hiện tại.
- Bên cạnh đó, giá trị margin toàn thị trường ước tính ở mức 154 ngàn tỷ đồng, đã giảm 24% so với đỉnh Q1/2022. Song song với việc gia tăng VSCH của các CTCK, tỷ lệ margin trên VSCH chỉ đang ở mức 80% VCSH, giảm đáng kể so với con số 128% trong quý 1.
- Giao dịch T+2 dự kiến sẽ bắt đầu áp dụng từ cuối tháng 08/2022, cũng được kỳ vọng góp phần cải thiện mức thanh khoản hiện nay của thị trường.

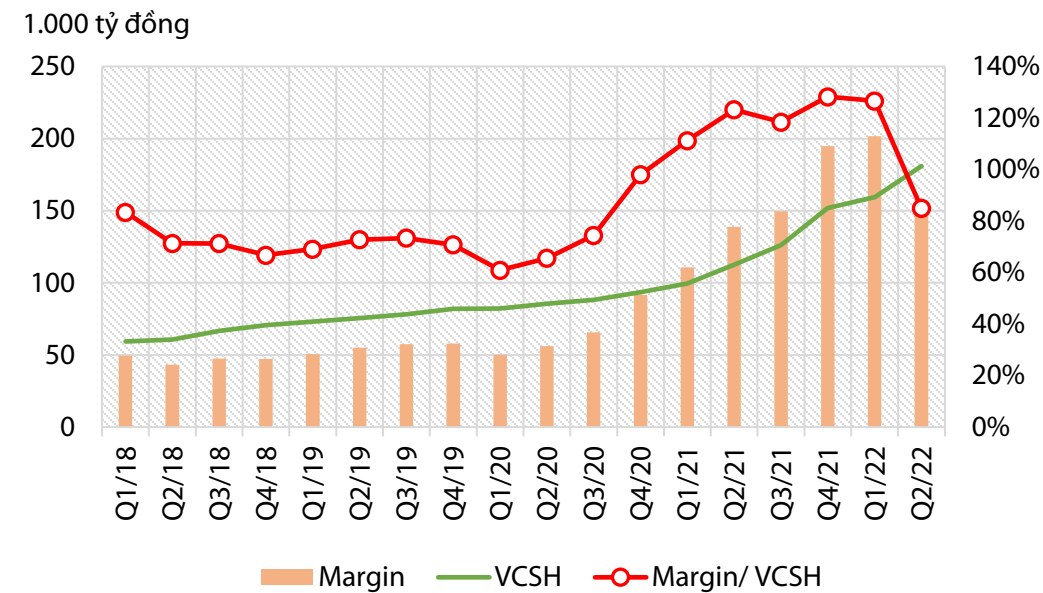
Hình 10: Tiền gửi nhà đầu tư tại các CTCK



Nguồn: Fiinpro



Hình 11: Dư nợ margin tại các CTCK



Nguồn: Fiinpro

NHÓM YẾU TỐ	YẾU TỐ CƠ BẢN
Góc nhìn Trung Lập – Tích Cực	(1) Lạm phát thế giới có xu hướng hạ nhiệt (2) Số liệu việc làm Mỹ vẫn đang tích cực (3) Định giá VN-INDEX đang ở mức hấp dẫn (4) Dòng tiền có khả năng phục hồi đáng kể qua việc phân tích: (i) số dư tiền gửi NĐT đang ở mức cao, (ii) tỷ lệ sử dụng margin đang ở mức thấp và (iii) khả năng thanh khoản từ giao dịch T+2
Góc Nhìn Trung Lập	(1) Tăng trưởng kinh tế Việt Nam dự báo khả quan trong sáu tháng cuối năm (2) Lãi suất & chính sách tiền tệ chưa tạo nhiều động lực cho thị trường cải thiện đáng kể (3) Triển vọng LNST các doanh nghiệp niêm yết vẫn tăng trưởng dương trong H2/2022, nhưng không còn mạnh mẽ.
Các Yếu Tố Cần Quan Sát	(1) Rủi ro suy thoái kinh tế Mỹ và các nền kinh tế phát triển khác (2) Sự phục hồi nền kinh tế Trung Quốc (3) Căng thẳng địa chính trị

Dựa vào phân tích các yếu tố về kỳ vọng tăng trưởng, biến động lãi suất – chính sách tiền tệ và các rủi ro ở bảng trên, chúng tôi kỳ vọng VN-Index có thể biến động ở mức **1.225 – 1.398** cho các tháng còn lại năm 2022.

Bên cạnh đó, dựa vào phân tích (1) tỷ lệ sử dụng margin trên vốn chủ sở hữu các CTCK hiện chỉ đang ở mức 80%, đã giảm mạnh từ đỉnh ở mức 120% trong Q1/2022, đồng thời cũng đang ở mức thấp so với mức trung bình 90% trong giai đoạn 5 năm trở lại đây (2017-2022). Bên cạnh, (2) lượng tiền mặt của NĐT vẫn đang ở mức khá cao, khoảng 70 ngàn tỷ đồng, chỉ giảm 14% so với cuối quý 1 và đang cao gấp 3,8 lần nếu so với mức thanh khoản trung bình 19 ngàn tỷ ở thời điểm hiện tại và (2) giao dịch T+2 kỳ vọng sẽ áp dụng tới đây. Chúng tôi kỳ vọng giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân VN-INDEX có thể đạt mức **17-19 ngàn tỷ/phần**, cải thiện ít nhất 20% so với thời điểm hiện tại trong những tháng cuối năm 2022.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

HƯỚNG ĐẾN SỰ PHÁT TRIỂN
BỀN VỮNG

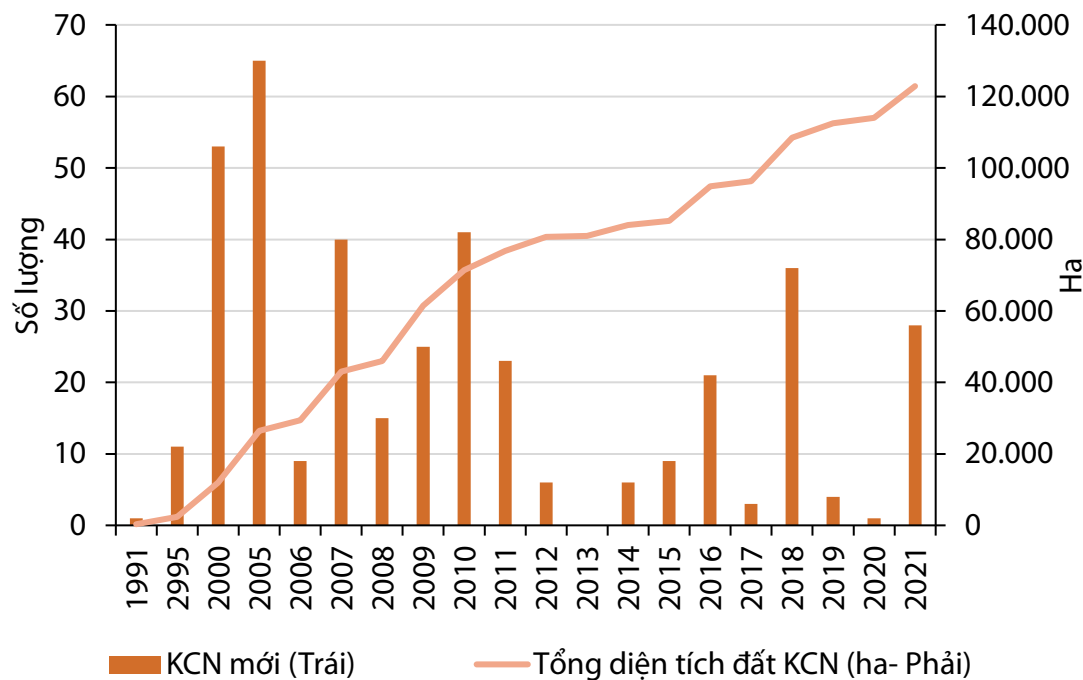


Lê Tự Quốc Hưng – hung.ltq@vdsc.com.vn



- Chiến lược “Trung Quốc +1” và đại dịch Covid-19 là những yếu tố chính thúc đẩy nhiều Khu công nghiệp (KCN) được thành lập kể từ tháng 3/2020.
- Có 28 KCN được phê duyệt thành lập với tổng diện tích 8.900 ha vào năm 2021, con số này tăng mạnh so với 2 năm trước đó. Tổng cộng có 397 KCN được thành lập, trong đó, 291 KCN đang hoạt động với tỷ lệ lấp đầy bình quân 52,5%.
- Trong 6T 2022, cả nước có 13 KCN được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư với tổng diện tích 3.682 ha. Trong đó, phần lớn các KCN nằm trên địa bàn tỉnh Long An.

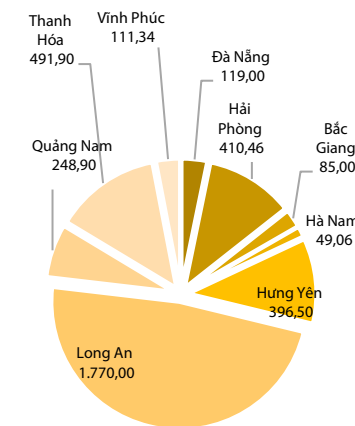
Hình 1: Các KCN mới từ năm 1991 đến 2021



Nguồn: MoPI, CTCK Rồng Việt

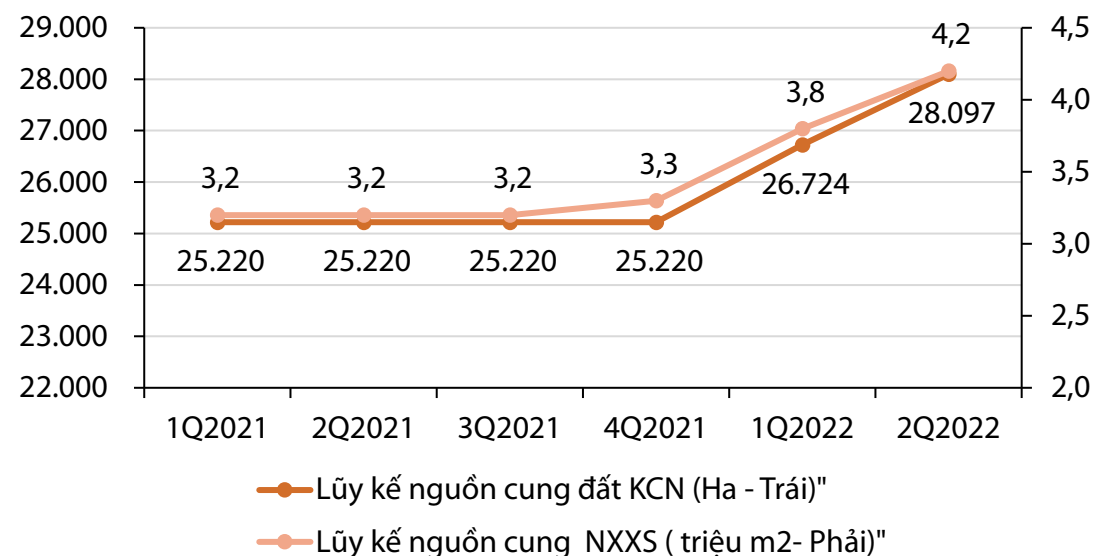
Hình 2: Tóm tắt thành lập KCN mới trong 6T2022

Tên KCN	Tỉnh	Diện tích (Ha)
Hòa Cẩm – Giai đoạn 2	Đà Nẵng	119,0
Tiên Thanh	Hải Phòng	410,5
Hòa Phú mở rộng	Bắc Giang	85,0
Đồng Văn I mở rộng	Hà Nam	49,1
Thăng Long II mở rộng (GĐ 3)	Hưng Yên	180,5
Yên Mỹ II mở rộng	Hưng Yên	216,0
Lộc Giang	Long An	466,0
PRODEZI	Long An	400,0
Tân Lập	Long An	654,0
TANDOLAND	Long An	250,0
Tam Thăng mở rộng	Quảng Nam	248,9
Đồng Vàng	Thanh Hóa	491,9
Phúc Yên	Vĩnh Phúc	111,3



Nguồn: MoPI, CTCK Rồng Việt

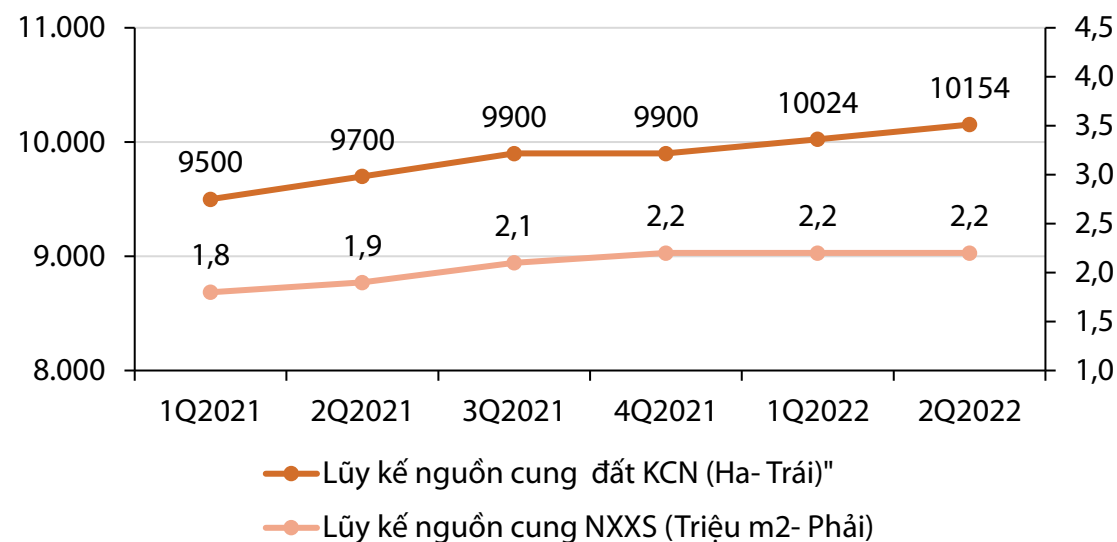
Hình 3: Diện tích đất KCN và NXXS phía nam



Nguồn: JLL, CTCK Rồng Việt

Khu vực phía Nam gồm thị trường TP.HCM, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa Vũng Tàu, Long An

Hình 4: Diện tích KCN và NXXS miền Bắc

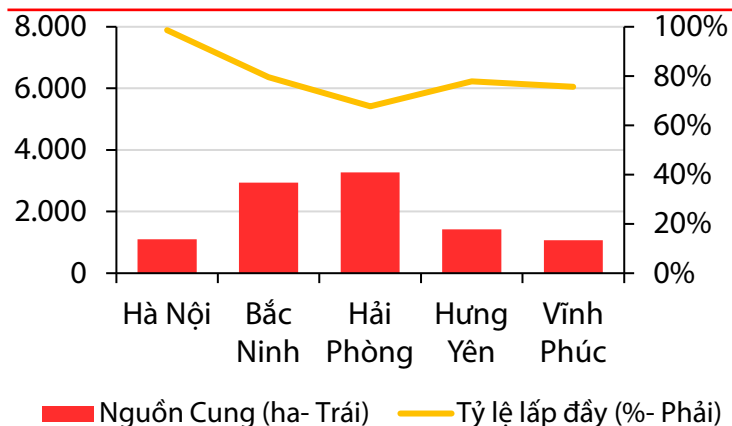


Nguồn: JLL, CTCK Rồng Việt

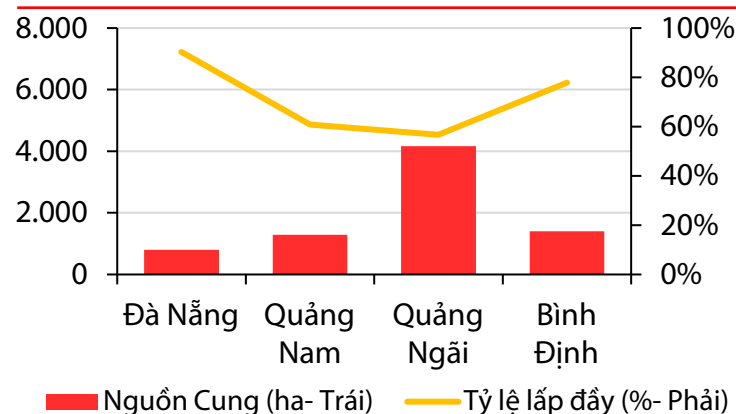
Khu vực phía Bắc gồm thị trường Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương.

- Trong nửa đầu năm 2022, thị trường đất công nghiệp chứng kiến nguồn cung tăng ở cả khu vực miền Bắc và miền Nam. Tỷ lệ lấp đầy vẫn ở mức cao lần lượt là 79% và 83,6%. Đáng chú ý, nguồn cung ở phía Nam tăng đáng kể (3.131 ha) so với phía Bắc (254 ha) trong 6T2022.
- Thị trường NXXS ở phía Nam cũng chứng kiến nguồn cung tăng mạnh với ~ 1 triệu m2 trong 6T2022. Trong khi miền Bắc không ghi nhận nguồn cung mới nào trong 6 tháng đầu năm.

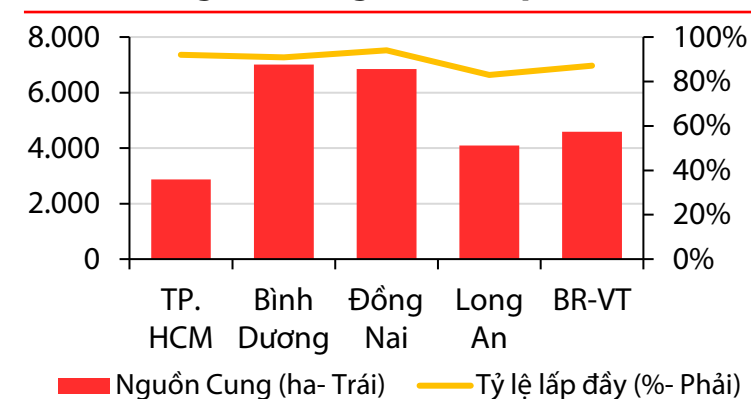
Hình 5: Nguồn cung đất KCN phía Bắc



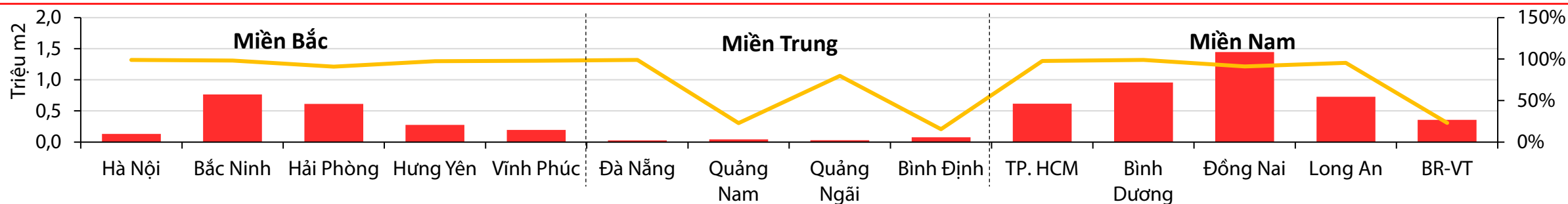
Hình 6: Nguồn cung đất KCN miền Trung



Hình 7: Nguồn cung đất KCN phía Nam



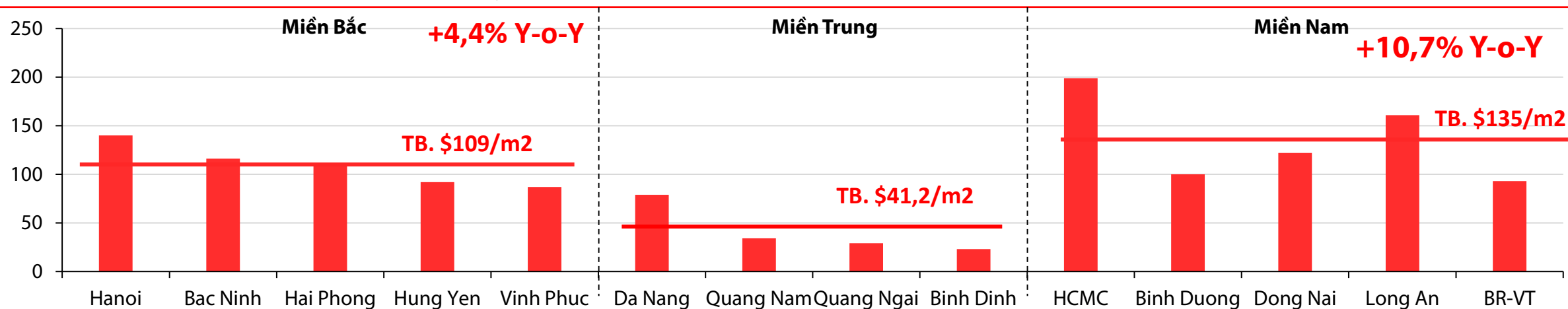
Hình 8: Nguồn cung NXXS



Nguồn: Cushman & Walkerfield

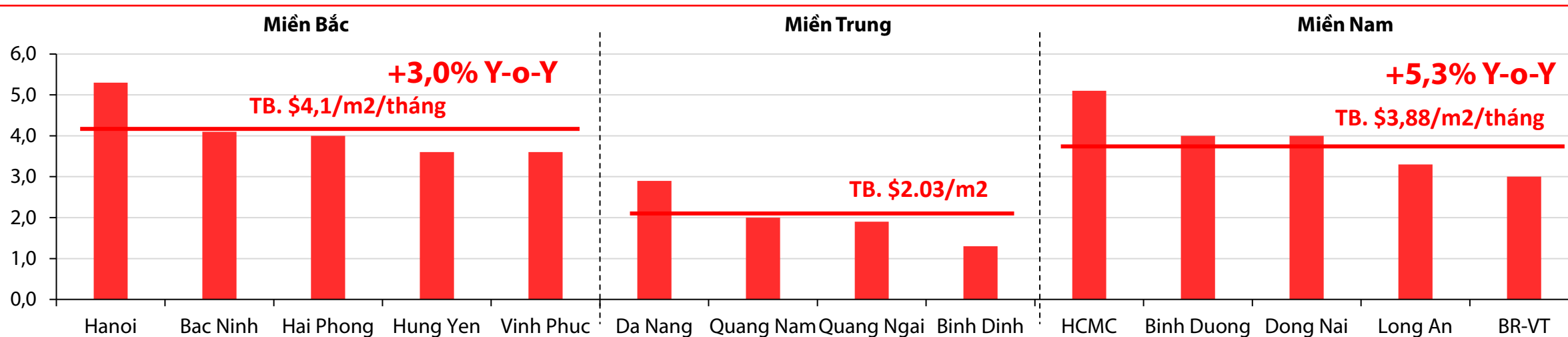
- Miền Bắc được xem là sự lựa chọn hàng đầu cho các nhà sản xuất toàn cầu đang tìm cách mở rộng bên ngoài Trung Quốc trong khi vẫn duy trì sự liên kết về nguồn cung. Bắc Ninh và Hải Phòng là những điểm đến hấp dẫn khi có quỹ đất lớn và tỷ lệ lấp đầy thấp so với các KCN trong khu vực.
- Quỹ đất lớn cùng hệ thống cảng biển dày đặc sẽ giúp các khu công nghiệp miền Trung trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư trong tương lai khi đường cao tốc Bắc Nam hoàn thiện.
- Miền Nam duy trì vị trí trung tâm công nghiệp là điểm đến ưa thích nhất của các nhà sản xuất mới gia nhập thị trường Việt Nam. TP HCM, Bình Dương, Đồng Nai có tỉ lệ lấp đầy cao, Long An và BR-VT sẽ trở thành điểm nóng để thay thế
- Thị trường NXXS hoạt động hiệu quả tại các thành phố lớn với tỷ lệ lấp đầy duy trì trên 90%.

Hình 9: Giá cho thuê đất KCN (USD/m²/chu kỳ)



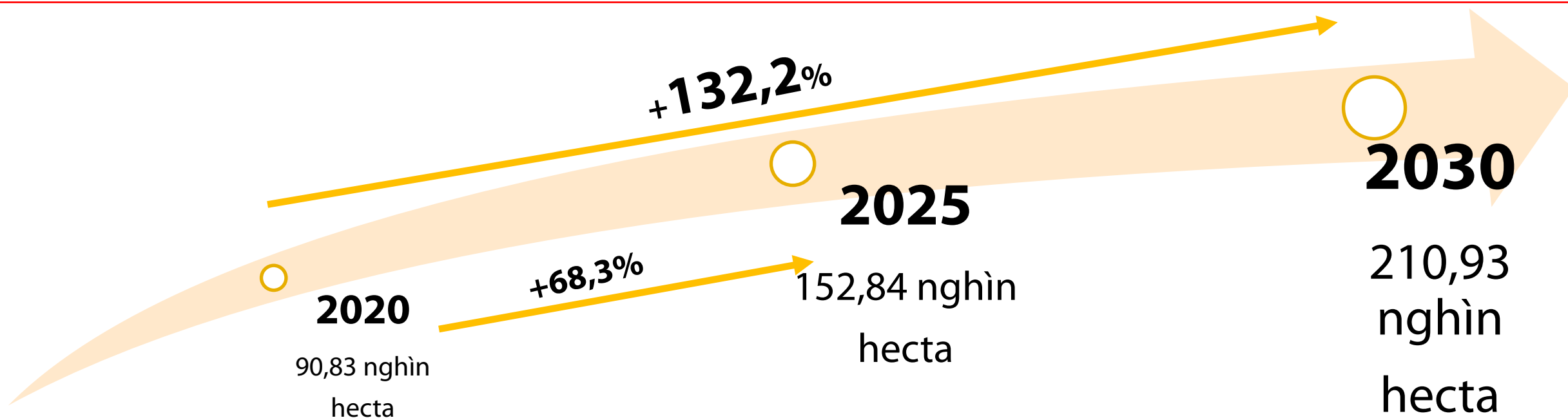
Nguồn: JLL, Cushman & Walkerfield

Hình: Giá cho thuê nhà máy xây dựng sẵn (USD/m²/tháng)



Nguồn: JLL, Cushman & Walkerfield

Hình 10: Quy hoạch phát triển quỹ đất KCN theo Nghị quyết 39/2021/QH15



Nguồn: CTCK Rồng Việt

- Ngày 13/11/2021, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết về kế hoạch sử dụng đất quốc gia giai đoạn 2021-2030 đảm bảo nhu cầu cho Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm.
- Nghị quyết đưa ra lộ trình phân bổ để tăng quỹ đất KCN từ 90,83 nghìn ha vào năm 2020 lên 152,84 nghìn ha (+68,3%) vào năm 2025 và 210,93 nghìn ha (+132,2%) vào năm 2030. Đây là cơ sở định hình nguồn cung bất động sản khu công nghiệp trong 10 năm tới.

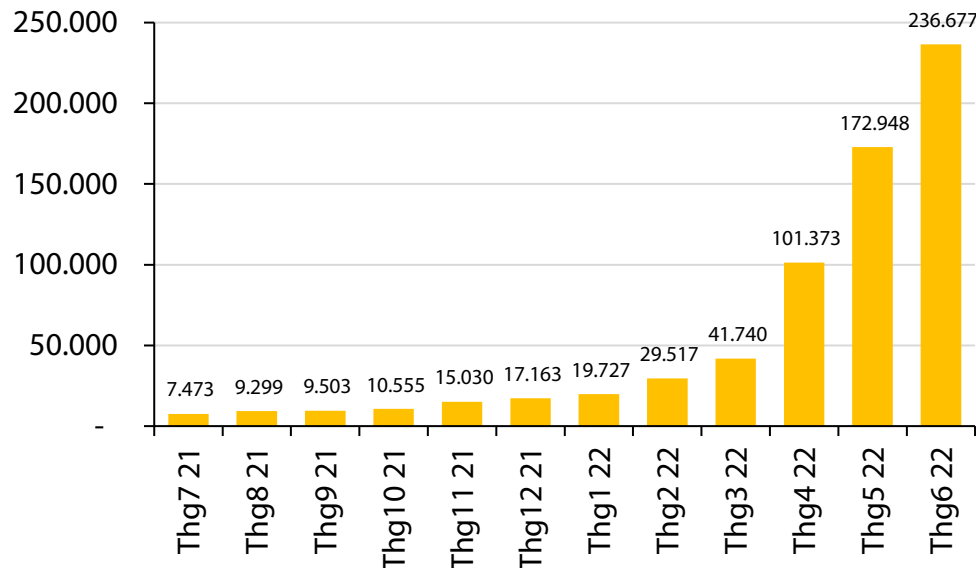
Những thay đổi trong Nghị định 35/2022/NĐ-CP liên quan đến thành lập Khu công nghiệp

Nghị định 35/2022/NĐ-CP	Nhận định
- Điều 2, Khoản 6 xác định thuật ngữ Khu công nghệ cao - Điều 2, Khoản 22 quy định các điều kiện để tính đến tỷ lệ lấp đầy - Điều 2 Khoản 23 quy định về công trình dịch vụ và tiện ích công cộng cho người lao động trong khu công nghiệp - Điều 2, Khoản 24 xác định thuật ngữ "<i>Hệ thống thông tin khu công nghiệp, khu kinh tế quốc gia</i>"	Có nhiều thuật ngữ được định nghĩa rõ ràng hơn
Điều 4, Khoản 4 liệt kê các điều kiện lập danh mục khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương	Các yêu cầu được đặt ra cao hơn, một trong số đó là: - Các khu công nghiệp được kết nối đồng bộ về tiện ích kỹ thuật, hạ tầng xã hội, có khả năng thu hút nguồn nhân lực và là trung tâm huy động các nguồn lực cần thiết để phát triển các khu công nghiệp. - Mỗi khu công nghiệp phải dành khoảng 2% tổng diện tích để phát triển nhà ở, dịch vụ công cộng và các công trình tiện ích cho công nhân, người lao động.
Điều 6, Khoản 6: Khu công nghiệp được xác định thành lập từ ngày cơ quan có thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư	Điều khoản này giúp giảm thời gian và đơn giản hóa quy trình đầu tư vào các KCN
Điều 7, Khoản 6: Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có trách nhiệm lấy ý kiến bằng văn bản về các đề xuất liên quan đến quy hoạch chung xây dựng khu công nghiệp có diện tích trên 200 ha từ Bộ Xây dựng và Bộ Kế hoạch và Đầu tư.	Điều này có thể kéo dài thời gian xử lý nhưng đảm bảo tính bền vững lâu dài do tập trung nhiều hơn vào quy hoạch đồng bộ nói chung.

Tiếp theo...

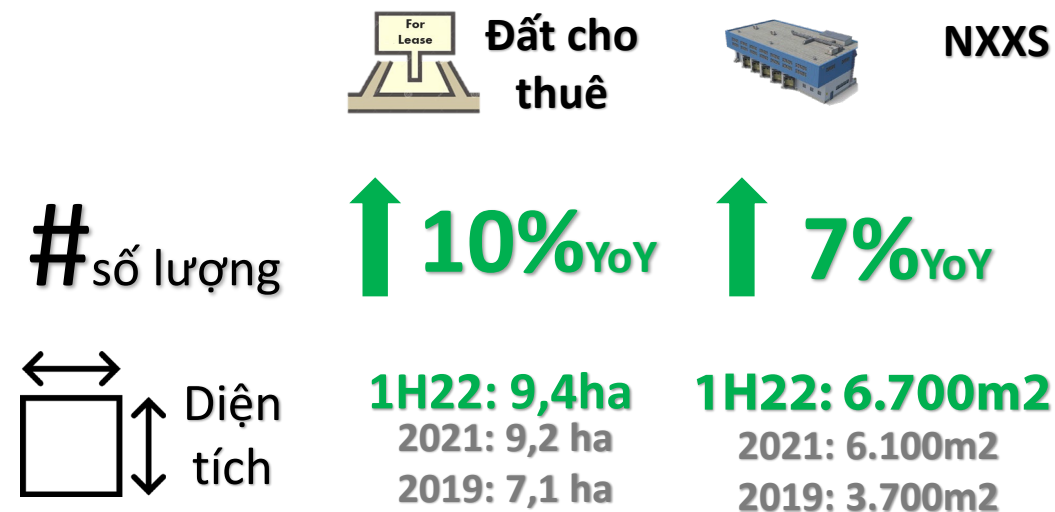
Nghị định 35/2022/NĐ-CP	Nhận định
Điều 7, Khoản 7: Ủy ban nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh vị trí, quy mô đất trong đồ án quy hoạch xây dựng khu công nghiệp mà không làm thay đổi đường trong một số trường hợp.	Điều khoản này cho phép Ủy ban nhân dân các tỉnh có nhiều thẩm quyền hơn trong việc điều chỉnh những thay đổi nhỏ, giúp tiết kiệm nhiều thời gian xử lý hơn so với trước đây.
Điều 8, Khoản 5 đề cập đến các yêu cầu đối với việc mở rộng dự án.	Nhà đầu tư ban đầu sẽ được ưu tiên lựa chọn cho giai đoạn mở rộng
Điều 9 liệt kê Điều kiện tiên quyết để đầu tư cơ sở hạ tầng của các dự án khu công nghiệp, bao gồm cả diện tích tối thiểu cho DN vừa và nhỏ	Các điều kiện rõ ràng hơn để đảm bảo phát triển bền vững. Đáng chú ý là các DN vừa và nhỏ được quan tâm.
Điều 10 đề cập đến các yêu cầu về tư cách hợp lệ của nhà đầu tư trong các dự án KCN	Các chủ đầu tư có kinh nghiệm với khả năng tài chính mạnh có lợi thế cạnh tranh hơn trong đấu thầu.
Điều 27: Quyền và nghĩa vụ của nhà đầu tư	Quy định khung giá dành cho nhà phát triển đối với nhà đầu tư
Điều 29, khoản 5: Ủy ban nhân dân phê duyệt đồ án quy hoạch xây dựng khu công nghiệp gắn với đồ án quy hoạch xây dựng khu nhà ở, công trình dịch vụ công cộng, tiện ích cho công nhân, lao động trong khu công nghiệp.	Điều khoản thể hiện sự khuyến khích phát triển nhà ở cho công nhân, lao động trong khu công nghiệp.
Điều 32, 33, 37, 39, 40, 43, 44 đề cập đến yêu cầu, chính sách khuyến mại, điều kiện xác nhận, chính sách chấm dứt hợp đồng đối với khu công nghiệp chiết suất, khu công nghiệp sinh thái, khu công nghiệp công nghệ cao.	Chính phủ khuyến khích phát triển nhiều hơn nữa các loại hình KCN này trong tương lai theo hướng bền vững.
Chương V: HỆ THỐNG THÔNG TIN KHU CÔNG NGHIỆP VÀ KHU KINH TẾ QUỐC GIA	Chính phủ muốn thực hiện chuyển đổi số trong quản lý phát triển và vận hành các KCN và khu kinh tế

Hình 11: Lượt khách đến Việt Nam



Nguồn: tradingeconomics.com

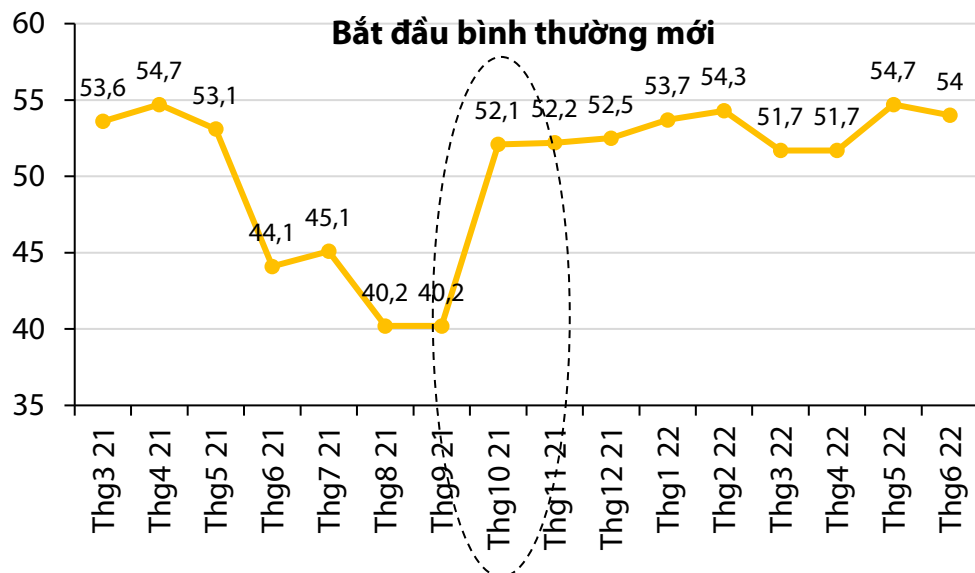
Hình 12: Dữ liệu CBRE trong 6T 2022



Nguồn: CBRE

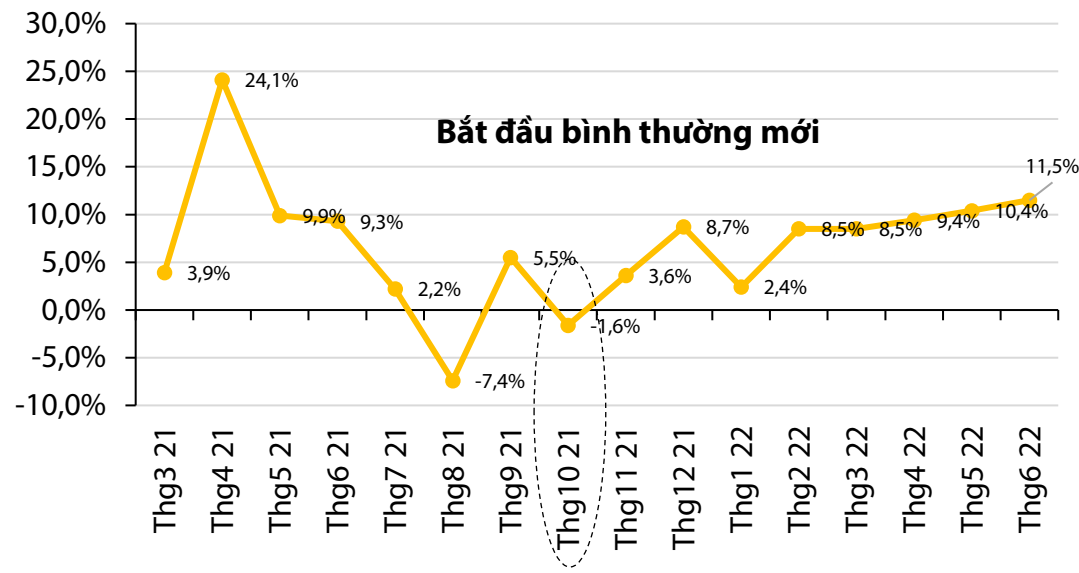
- Lượng khách quốc tế đến Việt Nam ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2022 do Việt Nam bắt đầu quá trình “bình thường mới” sau khi tình hình COVID-19 được cải thiện và các chuyến bay quốc tế nối lại sau hai năm. Trong 6 tháng đầu năm, lượng khách đến đã tăng 582,2% lên ~ 602 nghìn lượt.
- Việc mở cửa hoàn toàn hỗ trợ một phần thúc đẩy hoạt động cho thuê tại các KCN. Theo một thống kê từ CRBE, có một số lượng đáng kể các yêu cầu cho thuê đất và nhà máy xây dựng sẵn đến CBRE so với các năm trước.

Hình 13: PMI Việt Nam hàng tháng



Nguồn: tradingeconomics.com

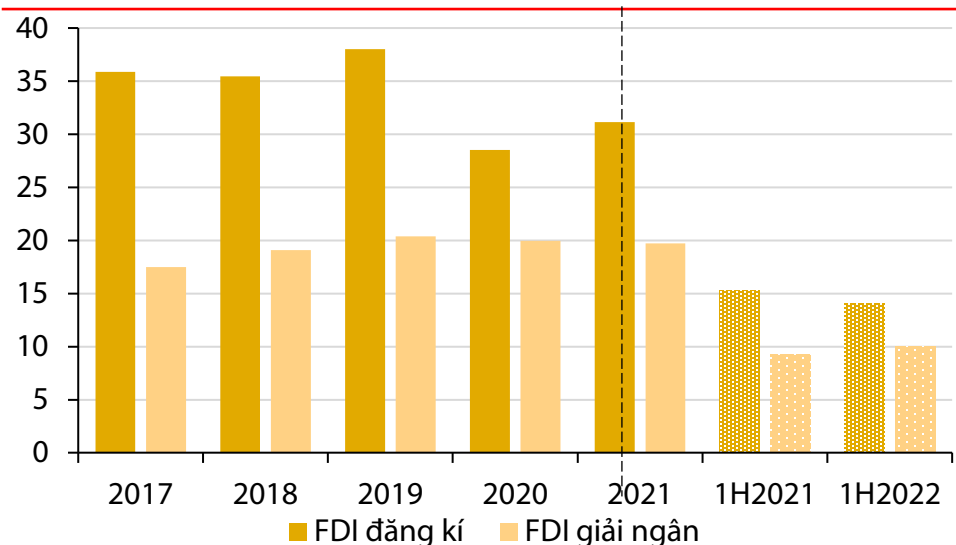
Hình 14: Chỉ IIP Việt Nam hàng tháng (YoY%)



Nguồn: CBRE

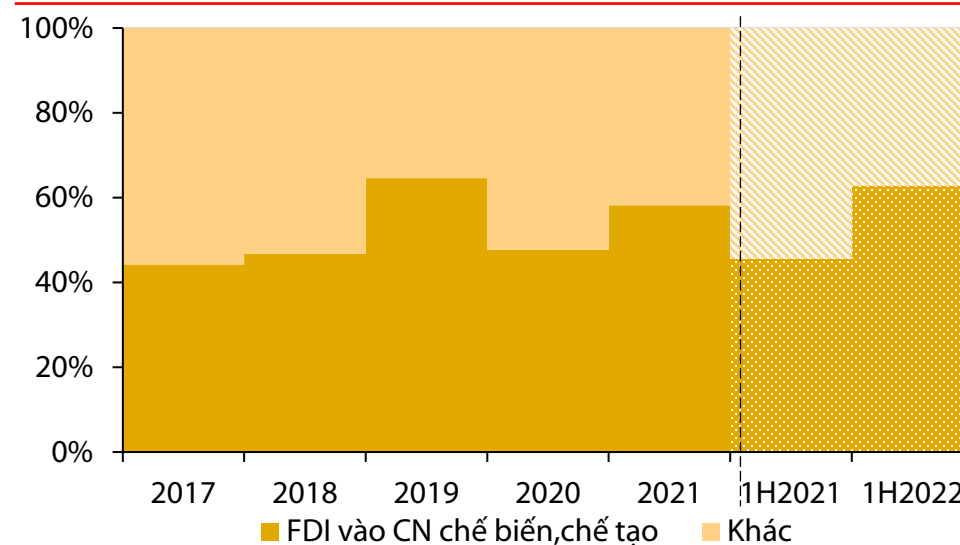
- Các nhà máy Việt Nam đã hồi phục mạnh mẽ trong 6 tháng đầu năm khi PMI kết thúc ở mức 54, đánh dấu tháng thứ 9 liên tiếp hoạt động các nhà máy được mở rộng khi không còn bị gián đoạn bởi các hạn chế đi lại do dịch bệnh bùng phát.
- Bên cạnh đó, chỉ số sản xuất công nghiệp Việt Nam liên tục hoạt động tốt và thể hiện sự tăng trưởng tích cực kể từ khi Việt Nam ngừng giãn cách xã hội và bắt đầu bình thường mới kể từ tháng 10/2021.

Hình 15: Dòng vốn FDI (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, CTCK Rông Việt

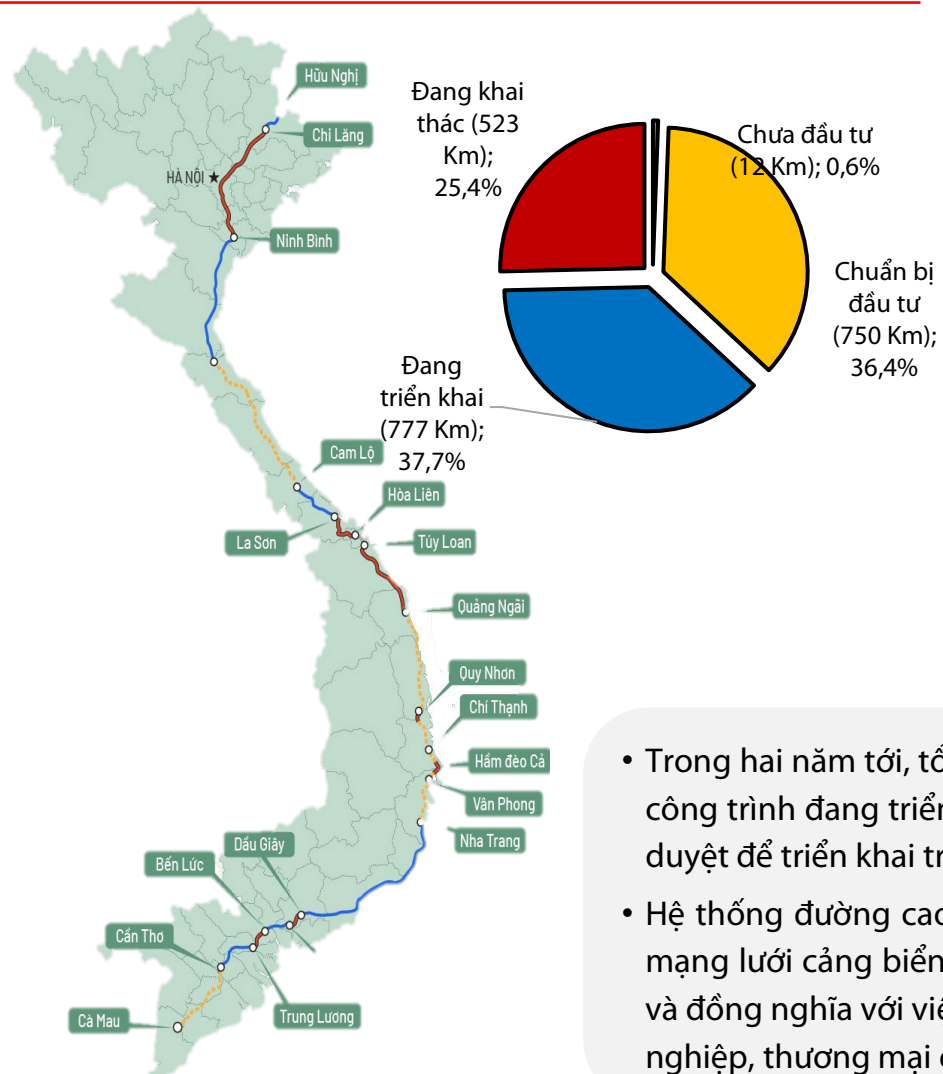
Hình 16: Cơ cấu đăng ký vốn FDI (%)



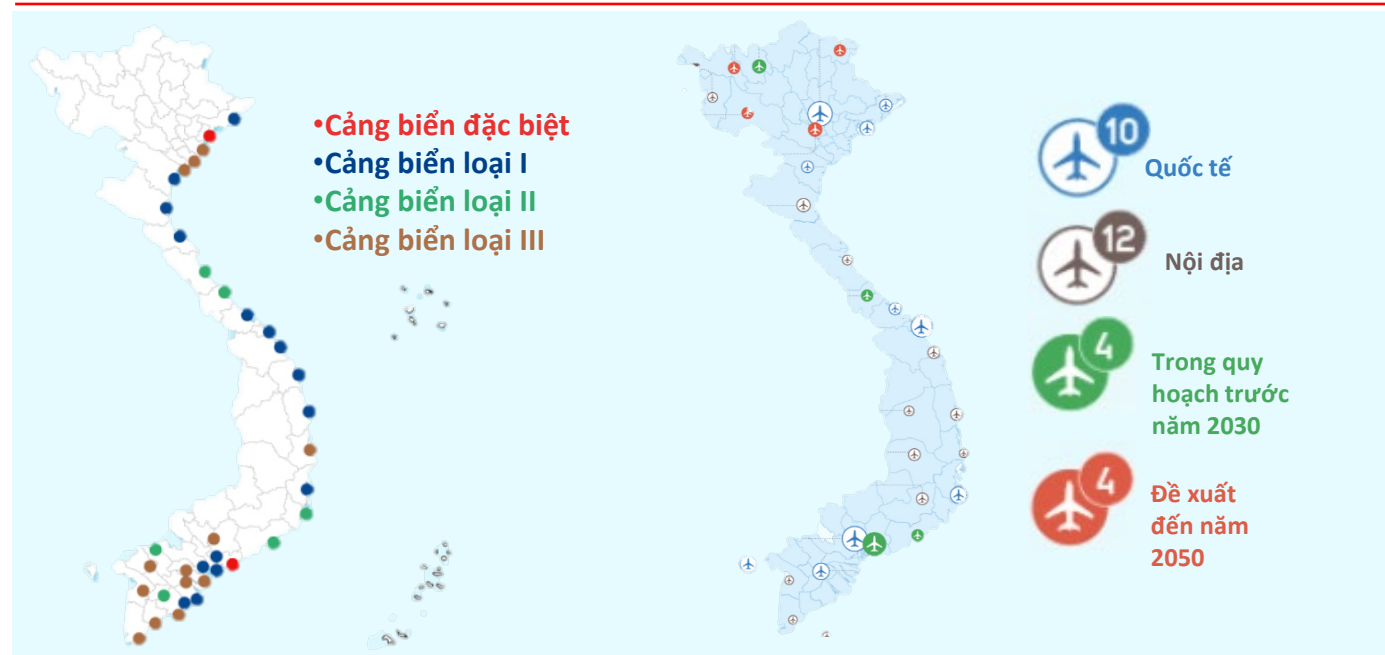
Nguồn: TCTK, CTCK Rông Việt

- 6T2022, vốn FDI giải ngân đạt 10,06 tỷ USD (+% 8,85 năm). Lĩnh vực chế biến, sản xuất tiếp tục dẫn đầu về thu hút vốn đầu tư, với vốn FDI đăng ký đạt 8,8 tỷ USD, chiếm 63% tổng vốn đầu tư.
- Đã có 84 quốc gia và vùng lãnh thổ đầu tư vào Việt Nam trong sáu tháng đầu năm. Trong đó, Singapore dẫn đầu với tổng vốn đầu tư hơn 4,1 tỷ USD, chiếm 29,5%. Hàn Quốc đứng thứ hai ~ 2,66 tỷ USD, chiếm ~ 19% (+29,6% YoY). Với dự án Lego quy mô lớn trị giá hơn 1,3 tỷ USD tổng vốn đầu tư, Đan Mạch đứng thứ 3 với tổng vốn đăng ký ~ 1,32 tỷ USD.

Hình 17: Bản đồ cao tốc Bắc Nam



Hình 18: Quy hoạch hệ thống sân bay Việt Nam và Cảng biển đến năm 2030, tầm nhìn đến 2050



- Trong hai năm tới, tổng chiều dài của dự án đường cao tốc Bắc Nam dự kiến là ~ 1300 km (~+63% tổng dự án) khi các công trình đang triển khai về đích. Mới đây, 12 dự án trong quy hoạch (~ 750 km) đã được Bộ Giao thông Vận tải phê duyệt để triển khai trong giai đoạn 2021-2025.
- Hệ thống đường cao tốc Bắc Nam xuyên suốt kết hợp với quy hoạch tổng thể của Chính phủ trong việc phát triển mạng lưới cảng biển và sân bay đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2050 sẽ nâng cao năng lực logistics của Việt Nam và đồng nghĩa với việc chi phí logistics sẽ giảm đi đáng kể. Điều này sẽ xúc tác cho sự tăng trưởng của các ngành công nghiệp, thương mại quốc tế và giảm sự phân bố không đồng đều trong tập trung công nghiệp giữa các vùng miền.

Hình 19: Tóm tắt các hiệp định tự do thương mại

Region	Viet Nam	Malaysia	Thailand	Philippines
AFTA	✓	✓	✓	✓
AFTA-CN	✓	✓	✓	✓
India	✓	✓	✓	✓
Korea	✓	✓	✓	✓
Japan	✓	✓	✓	✓
CPTPP	✓	✓	✗	✗
EU	✓	○	○	○
US	✗	○	○	✗

O: in negotiations

Nguồn: Savill

Hình 20: Tóm tắt các yếu tố ảnh hưởng đến môi trường kinh doanh

Quốc gia	Mức lương đối với lĩnh vực SX(\$/tháng)	Giá đất CN trung bình (\$/m2)	Chi phí xây dựng CN* (\$/m2)	Thuế suất (%)	Số lượng KCN
Việt Nam	315	109	309-389	20	394
Malaysia	784	171	326-380	24	340
Thái Lan	407	159	534-668	20	89
Philippines	302	109	519-584	30	342
Indonesia	203	159	336-365	25	230
Trung Quốc	1.072	n/a	273-334	25	n/a

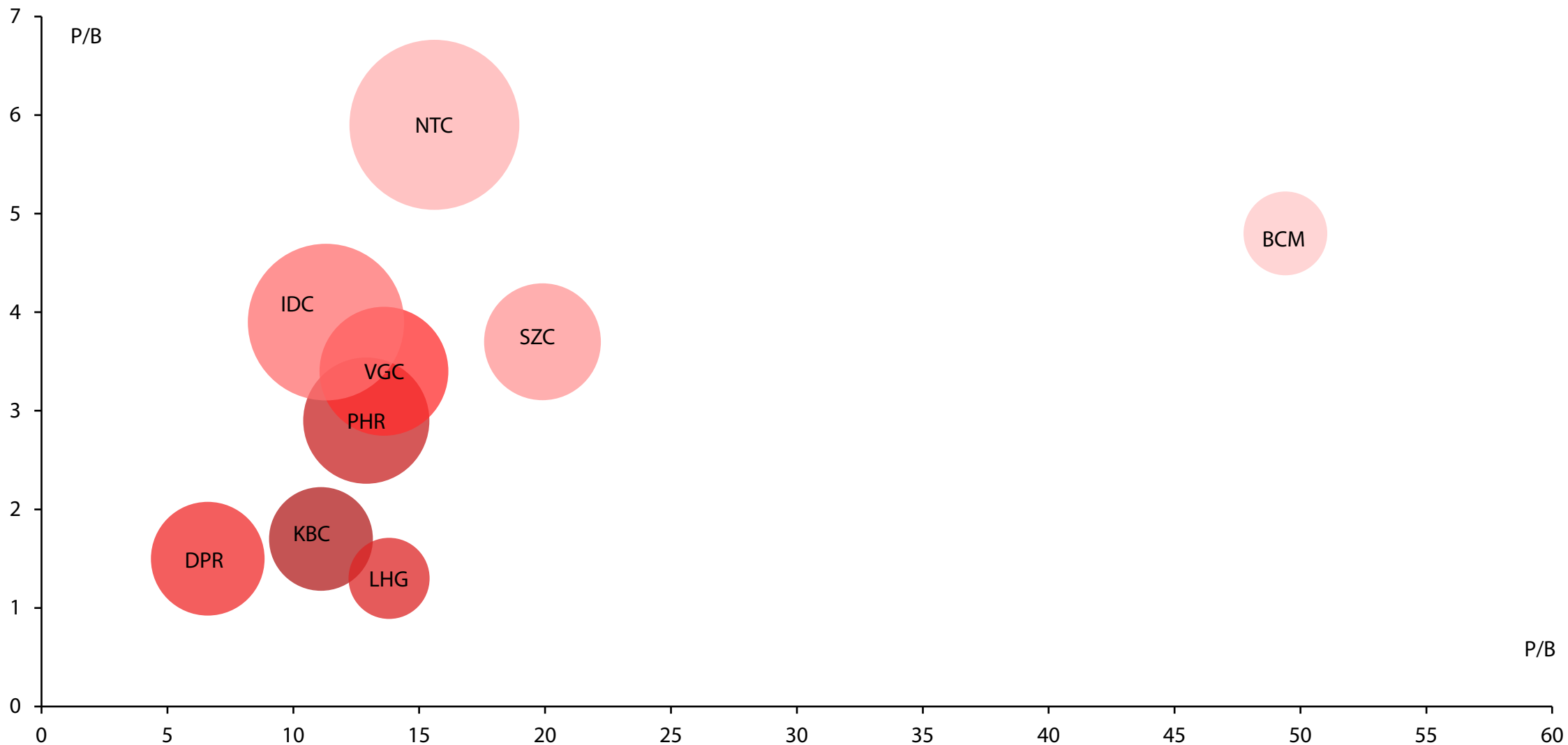
Nguồn: Savill, Cushman & Walkerfield, Arcadis

* Dữ liệu được lấy tại các thành phố lớn ở mỗi quốc gia

- Các nước Đông Nam Á đang chiếm ưu thế trên thị trường trong việc thu hút các nhà sản xuất từ Trung Quốc nhờ chi phí hợp lý, tiêu dùng nội địa tăng và cơ sở hạ tầng được cải thiện. Việt Nam là một ngôi sao đang lên trong số những nước Đông Nam Á trở thành trung tâm công nghiệp hàng đầu nhờ có lợi thế cạnh tranh so với các nước trong khu vực. Bên cạnh nền chính trị ổn định, Việt Nam còn tham gia nhiều hiệp định thương mại tự do FTA. Ngoài ra, chi phí đầu tư và chi phí định kỳ vẫn ở mức tương đối thấp so với các nước cùng ngành trong khu vực cũng cố thêm sức hút đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
KBC	29.015,5	44.900	-38,18	-39,19	34,86	32,32	209,42	97,49	8,22	18,46	0,00	11,08	1,71
PHR	9.390,1	88.400	-5,13	26,00	25,13	18,64	-5,94	36,95	10,97	21,1	3,61	12,94	2,85
LHG	1.837,9	56.300	-49,71	-58,89	0,00	0,00	-60,27	29,05	4,56	9,49	5,17	13,78	1,29
DPR	3.164,8	72.600	1,98	22,09	35,53	25,96	130,52	35,86	11,98	22,04	2,04	6,58	1,47
VGC	26.452,7	N/A	38,77	62,23	34,82	17,4	107,31	13,94	9,65	27,65	2,54	13,56	3,44
IDC	20.922,0	N/A	25,68	86,89	46,67	34,31	71,9	26,55	11,66	39,7	3,15	11,31	3,85
SZC	5.390,0	N/A	51,33	61,7	89,08	39,31	8,52	31,88	4,88	19,34	1,86	19,88	3,66
NTC	4.423,7	N/A	2,89	6,07	68,01	53,05	1,13	108,5	6,8	44,73	8,65	15,57	5,86
BCM	82.800,0	N/A	22,1	17,51	36,58	34,21	-25,85	24,93	3,68	11,06	1,00	49,38	4,80

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rông Việt, Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

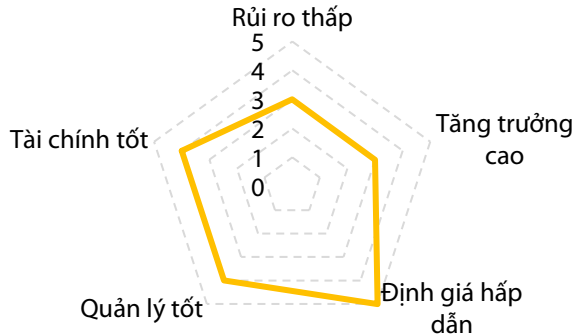
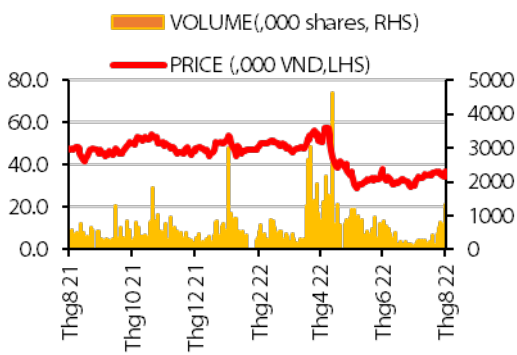


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +53%

<GTT: 36.750>

<GMT: 56.300>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Khu công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,838
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	50
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	463
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	16
SH NĐTNN còn lại (%)	33
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	63,0 – 29,4

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	782	865	935
LNST (tỷ đồng)	295	253	368
ROA (%)	10,8	8,3	10,6
ROE (%)	21,5	16,7	22,1
EPS (đồng)	5.900	4.758	6.918
GTSS (đồng)	29.236	31.314	35.324
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.900	1.900	1.900
P/E (x)	9,6	12,9	8,8
P/B (x)	1,8	1,8	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vị trí thuận lợi của KCN Long Hậu 3 giai đoạn 1 (LH3-p1) đảm bảo lợi nhuận trong ngắn hạn và trung hạn đến năm 2026

- Với tỷ lệ cho thuê trung bình tối thiểu 12 ha/năm và diện tích cho thuê ~ 60 ha tại thời điểm 31/12/2021, chúng tôi cho rằng LHG có đủ nguồn cung cho thuê đến ít nhất là năm 2026. Ngoài ra, vị trí đắc địa gần với cơ sở hạ tầng chiến lược sẽ đẩy mạnh giá bán trung bình trong tương lai. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán đất KCN sẽ là 12ha (+9% yoy) và giá bán bình quân là 220 USD/m2 (+11,67%).

KCN Long Hậu 3 giai đoạn 2 và KCN An Định sẽ sớm được phê duyệt chủ trương đầu tư, đảm bảo kế hoạch kinh doanh trong dài hạn

- KCN Long Hậu 3 giai đoạn 2 và KCN An Định đang được trình Thủ tướng duyệt chủ trương đầu tư. LHG dự kiến rằng LH3-p2 sẽ được phê duyệt vào Q3/2022 và KCN An Định sẽ được phê duyệt vào Q4/2022. LHG cũng dự kiến các KCN này sẽ được thương mại hóa kể từ năm 2024.

Một trong những nhà phát triển nhà xưởng xây sẵn (NXXS) hàng đầu với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng.

- Tính đến năm 2021, Long Hậu có ~ 100 nghìn m2 diện tích NXXS. Long Hậu có kế hoạch mở thêm ~ 35 nghìn m2 trong hai năm tới. Ngoài ra, LHG dự kiến mở thêm 10.000 m2 kho bãi vào năm 2023 tại Khu công nghiệp LH 3. Đáng chú ý, dự án NXXS (~ 30 ha) tại Khu Công nghệ cao Đà Nẵng sẽ đưa LHG trở thành một trong những nhà phát triển NXXS có tổng diện tích sàn hàng đầu tại Việt Nam.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

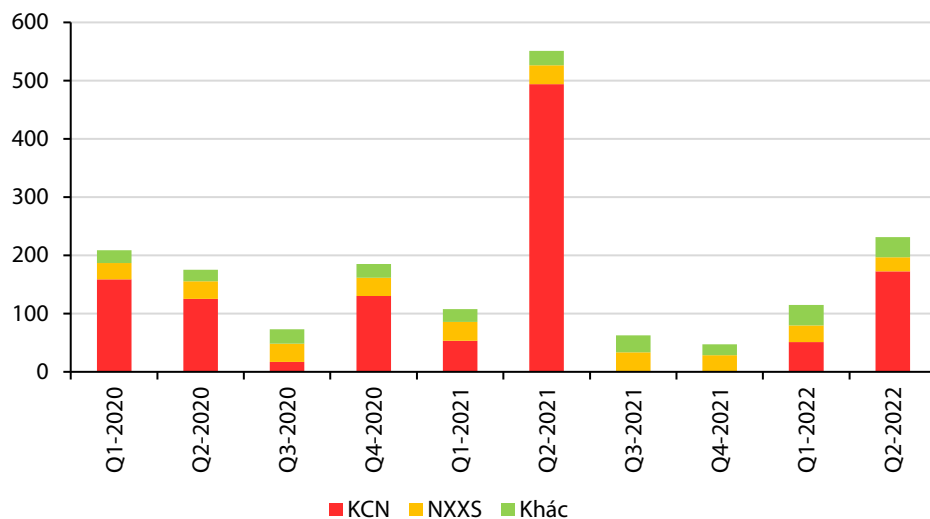
- Chi phí đầu tư cao hơn do tiến độ giải phóng mặt bằng và nộp tiền thuê đất chậm hơn dự kiến.

Bảng 1: KQKD 6T2022

(tỷ đồng)	6T 2022	+/- YoY
Doanh thu	348	-48%
Lợi nhuận gộp	118	-25%
EBIT	309	-1.4%
LNST	90	-64.7%

Nguồn: LHG, CTCK Rong Việt

Hình 1: Cơ cấu doanh số của LHG (tỷ đồng)

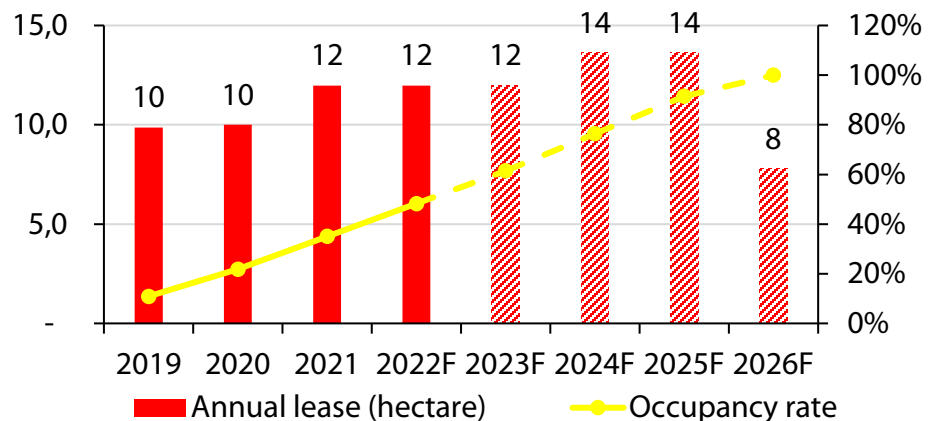


Nguồn: LHG, CTCK Rong Việt

Phân khúc khu công nghiệp đã ghi nhận doanh thu trở lại trong 6T 2022

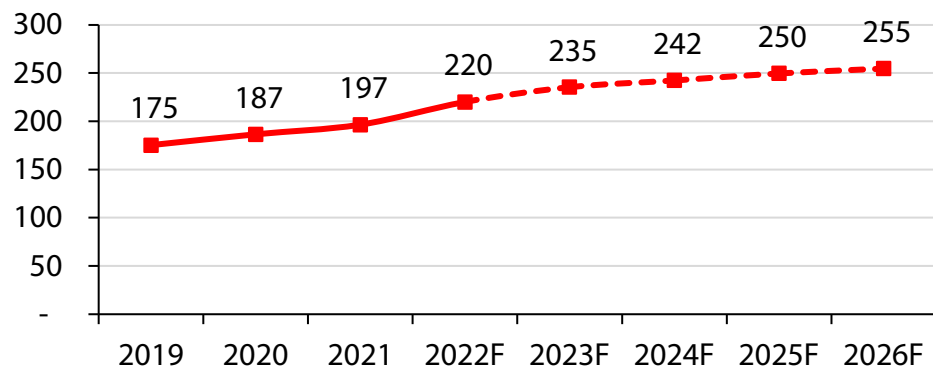
- Long Hậu ghi nhận doanh thu 347,7 tỷ đồng (-47,8% yoy) và LNST 89,52 tỷ đồng (-64,4% yoy) trong 6T 2022. Tuy nhiên, LHG đã hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch LNST.
- Mảng KCN: sau khi không ghi nhận thuê đất KCN mới nào trong 6T 2021, doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 224 tỷ đồng (-59,1%) và 63 tỷ đồng (-79,2%) trong 6T 2021. Tình hình hoạt động kém so với cùng kỳ năm ngoái là do (1) mức nền cơ sở 2Q2021 cao nhờ LHG ghi nhận mức lợi nhuận cao trong lịch sử với hợp đồng cho thuê 10 ha từ đối tác LOGOS, và (2) biên lợi nhuận gộp mỏng cho thuê đất công nghiệp giảm xuống 18% trong quý trước. Cụ thể, cổ đông đã thông qua việc tăng tổng mức đầu tư của Long Hậu 3 giai đoạn 1 (LH3.1) lên ~ 24% tại ĐHCĐ ngày 28/4 (Từ 1.706 tỷ đồng lên 2.107 tỷ đồng). Việc điều chỉnh tăng này là do chi phí giải phóng mặt bằng cao hơn (+~290 tỷ đồng), nghĩa vụ mới đối với chính quyền địa phương (+56 tỷ đồng) và các quy định khác liên quan đến thủ tục pháp lý (+55 tỷ đồng) dẫn đến điều chỉnh giá vốn hàng bán cao hơn.
- Kho bãi: Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 53 tỷ đồng (-18,1%) và 31 tỷ đồng (-14,7%).
- Khác: Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 71 tỷ đồng (+31,6%) và 24 tỷ đồng (+26,1%).
- Biên lợi nhuận gộp chung là 33,9%, thấp hơn so với 6T 2021 (53,7%) do chi phí đầu tư vào LH 3.1 cao hơn SVCK.

Hình 2: Dự phóng kế hoạch cho thuê của LH3-GĐ1



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá cho thuê ước tính của LH3-GĐ1 (USD/m2)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

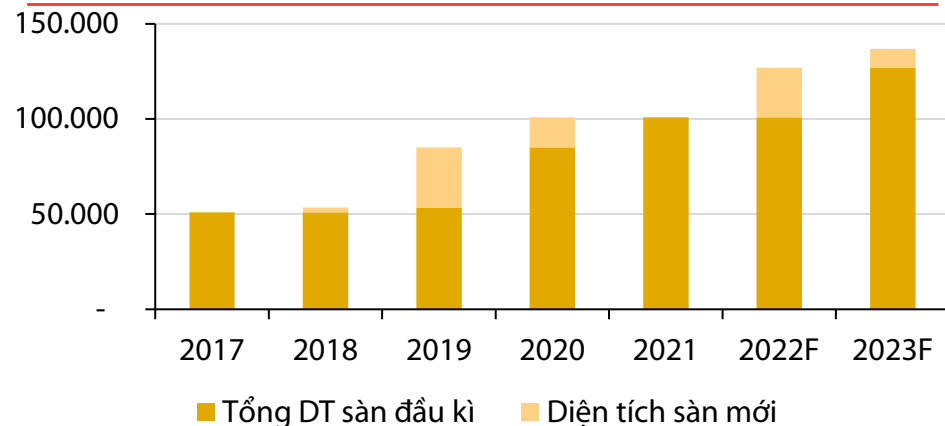
Hình 3: Vị trí KCN LH3-GĐ1



Chúng tôi tin tưởng rằng quỹ đất cho thuê hiện tại tại LH3-GĐ1 đảm bảo cho hiệu quả hoạt động của Long Hậu ít nhất đến năm 2025 với tỷ lệ cho thuê tối thiểu 10 ha/năm. Kế hoạch khả thi do:

- 1) Khu công nghiệp LH3-GĐ1 gần cụm cảng Hiệp Phước.
- 2) Người đang thuê đất của KCN (Hiệp Phước II) gần đó vẫn chưa thể nộp tiền thuê đất và nhận quyền sử dụng đất.
- 3) Tỷ lệ lấp đầy các KCN tỉnh Long An theo thống kê đạt 90% minh chứng sức hấp dẫn của Long Hậu 3-GĐ1.
- 4) LHG có các dịch vụ one-stop hỗ trợ khách hàng cả trước đến sau khi đầu tư.

Hình 5: Diện tích NXXS của Long Hậu (m2)



Nguồn: LHG, Chứng khoán Rồng Việt

Hình 6: Dự án NXXS ở KCNC ở Đà Nẵng



Nguồn: LHG

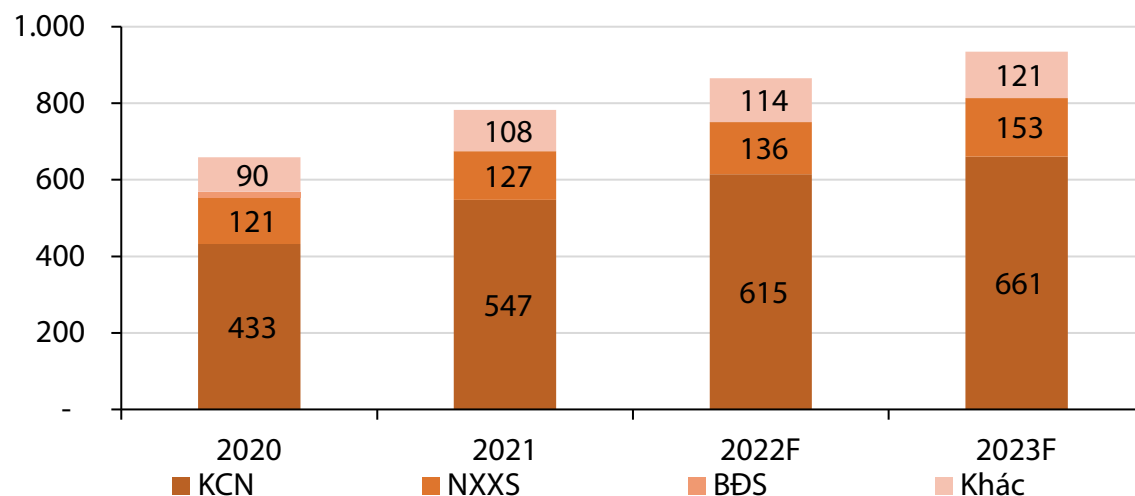
Bảng 2: Những nhà phát triển NXXS hàng đầu tại Việt Nam

Nhà phát triển NXXS	DT (m2)
Kinh Bac City	577.000
BWID	488.000
Shenzhen Shenyue	263.000
Kizuna JV JSC	222.000
Amata	197.500
Thang Long IP	181.500
KTG Industrial	181.000
Mapletree	181.000
FU CHUAN Ltd	174.000
Tanimex	162.400

Nguồn: Cushman & Wakefield

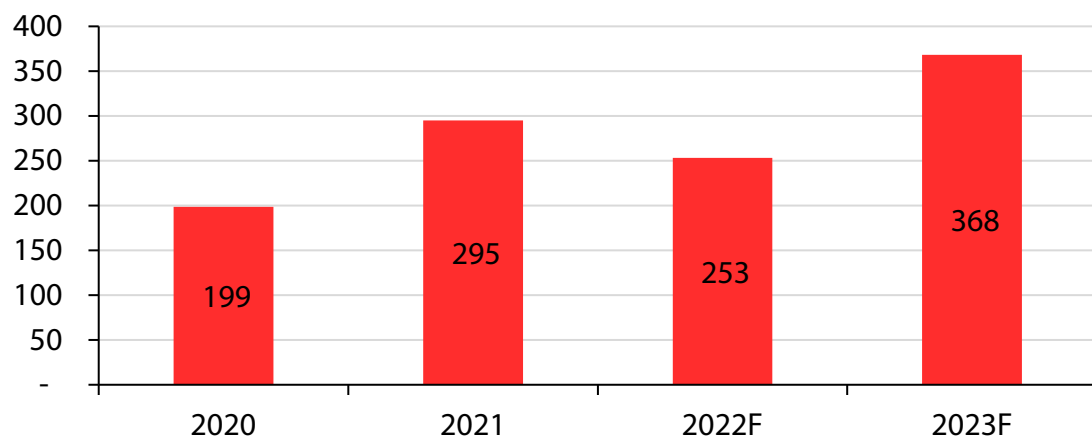
- Phân khúc NXXS của Long Hậu được kỳ vọng sẽ mang lại thu nhập ổn định với dòng tiền đều đặn hàng năm và sẽ tăng trưởng mạnh trong vài năm tới do Long Hậu có kế hoạch mở rộng mạnh diện tích cho thuê. Đến cuối năm 2023, Long Hậu sẽ bổ sung thêm ~ 36.000m2 diện tích cho thuê, nâng GFA của Long Hậu lên ~ 137.000 m2.
- Chúng tôi kỳ vọng Long Hậu sẽ sớm trở thành một trong những nhà phát triển NXXS hàng đầu tại Việt Nam về mặt GFA. Điều này được hỗ trợ bởi dự án NXXS tại Khu Công nghệ cao Đà Nẵng (29,6 ha) và việc mở rộng NXXS cao tầng tại KCN Long Hậu 3.

Hình 7: Doanh thu dự phóng FY22-23 (tỷ đồng)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Dự phóng LNST FY21-22 (tỷ đồng)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Dự phóng FY2022

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của LHG lần lượt là 865 tỷ đồng (+10,7%) và LNST 253 tỷ đồng (-14%). Trong đó:

- 1) Mảng KCN: Doanh thu đạt 615 tỷ đồng (+12,5%). Chúng tôi giả định rằng LHG sẽ cho thuê 12 ha KCN LH3-GĐ1 với giá thuê trung bình là 220 USD/m2.
- 2) Kho bãi: Doanh thu ước đạt 136 tỷ đồng (+5% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 77 tỷ đồng (+7% yoy).
- 3) Khác: Doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 114 tỷ đồng và 41 tỷ đồng.

Lợi nhuận sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ 2023

Năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 935 tỷ đồng (+ 8,04%) và LNST sẽ cải thiện và đạt 368 tỷ đồng (+45,4%) do biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê đất công nghiệp tăng trở lại cũng như đóng góp từ diện tích NXXS mới vào năm 2023.

Bảng 3: Tóm tắt định giá

Tổng các thành phần (tỷ VND)	NPV	Sở hữu	NPV hiệu quả
KCN LH3-GĐ1	1.285	100%	1.285
KCN LH3-GĐ2	145	100%	145
KCN AN ĐỊNH	163	100%	163
KHO BÃI	707	100%	707
TIỀN MẶT VÀ ĐẦU TƯ NGẮN HẠN		100%	1.077
ĐẦU TƯ DÀI HẠN KHÁC		100%	202
Less: TỔNG NỢ		100%	-187
Less: KHOẢN PHẢI TRẢ CHÍNH PHỦ VÀ IPC		100%	-574
Less: LỢI ÍCH THIỂU SỐ		100%	-1
RNAV			2.818
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			50
Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu (VND)			56.300

Nguồn: CTCK Rồng Việt

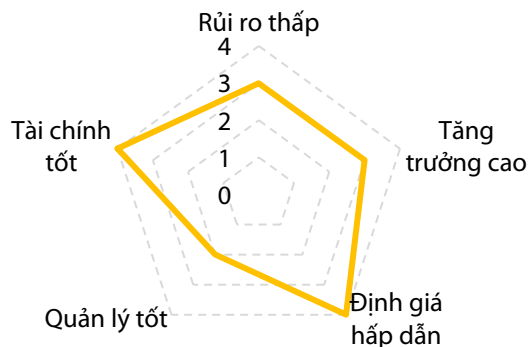
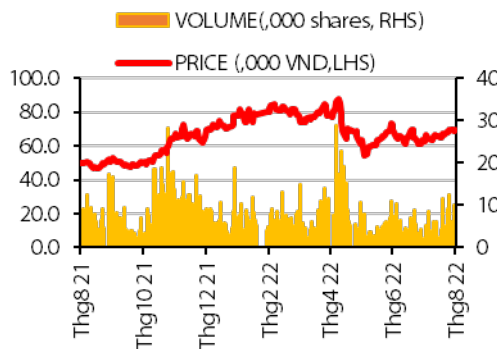
Dựa trên phương pháp định giá tổng hợp các thành phần (SOTP), chúng tôi ước tính giá mục tiêu của LHG là 56.300 đồng/cổ phiếu. Tổng lợi nhuận kỳ vọng là khoảng 53,2% (dựa trên giá đóng cửa ngày 10/8/2022).

Về lâu dài, chúng tôi kỳ vọng các KCN LH 3.2 và An Định sẽ được chấp thuận chủ trương đầu tư vào nửa cuối năm 2022 và có thể cho thuê từ năm 2024 trở đi.

<MUA: +27,6%>

<GTT: 69.300>

<GMT: 88.400>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Khu công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.390
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	135
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	519
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	34
SH NHĐTNN còn lại (%)	35,3
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	90,7 - 49,3

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.945	1.703	1.958
LNST (tỷ đồng)	478	1.005	1.114
ROA (%)	7,6	15,7	15,1
ROE (%)	15,4	29,4	276,3
EPS (đồng)	2.363	5.194	5.754
GTSS (đồng)	22.057	28.734	34.128
Cổ tức tiền mặt (đồng)	10.500	4.000	4.000
P/E (x)	19,7	9,3	8,4
P/B (x)	3,1	2,4	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Bồi thường bàn giao đất sẽ đóng góp lớn vào thu nhập năm 2022 cũng như năm 2023:

- PHR đang trong quá trình bàn giao 691 ha cho VSIP để phát triển KCN VSIP 3 vì VSIP đã nhận được phê duyệt kế hoạch đầu tư VSIP 3. PHR sẽ nhận được khoản bồi thường 691 tỷ đồng từ VSIP trong năm nay và phần còn lại 207 tỷ đồng vào năm 2023. Bên cạnh đó, PHR sẽ nhận được ít nhất 1,2 tỷ đồng/ha theo tiến độ bán của VSIP 3 như một phần của thỏa thuận bồi thường. Chúng tôi ước tính khoản bồi thường bổ sung có thể đóng góp 81 tỷ đồng/năm vào LNTT với tốc độ cho thuê ~ 10% tổng diện tích mỗi năm (~ 68 ha/năm).

Quỹ đất dồi dào ở Bình Dương đảm bảo cho đà tăng trưởng trung và dài hạn:

- PHR lên kế hoạch chuyển đổi 5.600 ha trong tổng số 15.000 ha trang trại cao su tại Việt Nam thành đất khu công nghiệp. Trong đó, diện tích 2.600 ha của 4 KCN gồm NTC 3, VSIP 3, Tân Lập 1 và Tân Bình mở rộng có thể đi vào hoạt động trong giai đoạn 2022-2024.

Mảng chế biến gỗ và cao su sụt giảm trong ngắn hạn:

- Nhu cầu từ Trung Quốc thấp hơn và chi phí đầu vào cao hơn ảnh hưởng đến hoạt động ngắn hạn của PHR. Bên cạnh đó, ngành chế biến gỗ năm 2022 sẽ bị ảnh hưởng do cơ cấu quỹ cây cao su trẻ. Vì vậy, không còn nhiều cây cao su lâu năm phải thanh lý như trước.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ của các dự án KCN mới chậm hơn dự kiến.
- Biến động giá cao su lớn sẽ ảnh hưởng đến dự phóng doanh thu, lợi nhuận của mảng khai thác mỏ.

THU NHẬP CỐT LỖ SỤT GIẢM, KHOẢN BỒI THƯỜNG NÂNG ĐỖ LỢI NHUẬN TRONG 6T2022

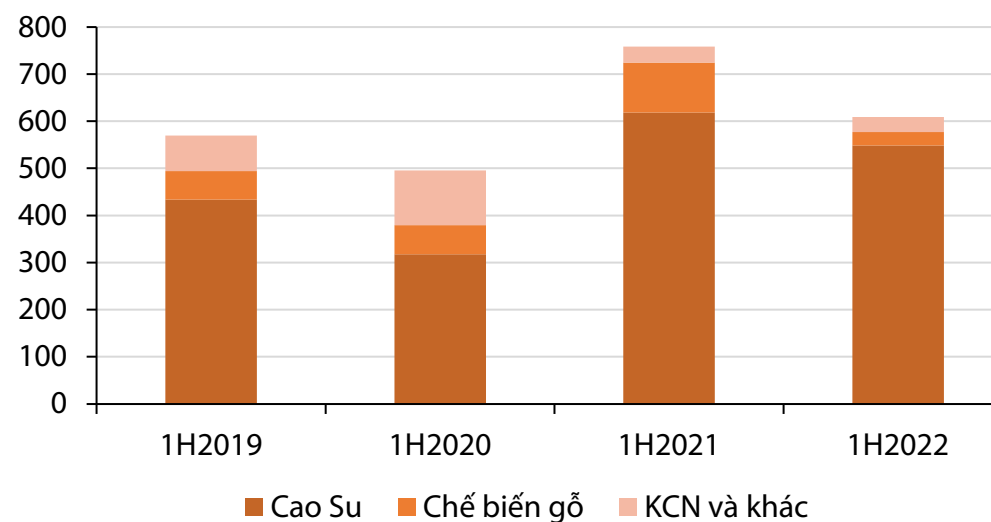
Một phần tiền bồi thường từ việc chuyển nhượng đất cho KCN VSIP 3 đã đóng góp chính vào thu nhập của PHR trong nửa đầu năm 2022:

- Doanh thu 6T2022 đạt 607 tỷ đồng (-19,6% YoY) và LNST đạt 355 tỷ đồng (+109,1% YoY). Doanh thu sụt giảm đến từ mảng cao su và chế biến gỗ. Lợi nhuận tăng vọt nhờ việc nhận thanh toán bồi thường từ VSIP 3.
- Mảng cao su: doanh thu đạt 548 tỷ đồng, giảm 11,3% YoY. KQKD thấp hơn dự kiến là do việc mua bên ngoài sụt giảm. Giá nguyên liệu đầu vào, phân bón và giá nhân công tăng cộng với giá bán trung bình giảm đã ảnh hưởng đến tổng sản lượng thu mua cũng như bán ra của PHR trong nửa đầu năm. Ngoài ra, mảng chế biến gỗ cũng bị ảnh hưởng do cây cao su non chiếm phần lớn trong cơ cấu quỹ cây và ngày càng có ít cây già để khai thác. Do đó, doanh thu của phân khúc này giảm mạnh xuống 28 tỷ đồng hay -73,1% YoY.
- VSIP 3 IP –Giai đoạn 1 đã hoàn tất thủ tục pháp lý. PHR đã nhận được 289 tỷ đồng như một phần chi trả bồi thường trong 6T2021, giúp thu nhập khác tăng 1.916,7% YoY lên 292 tỷ đồng.

Bảng1: KQKD 6T2022

(tỷ đồng)	6T 2022	+/- %YoY
Doanh thu	607	-19,6
Lợi nhuận gộp	98	-24,4
EBIT	44	-43,9
LNST	355	109,1

Hình 1: Doanh thu theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: PHR, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Các dự án KCN

Dự án KCN	% Sở hữu	Diện tích (ha)	Tình trạng	Năm triển khai
Tân Bình	80	352	6 ha còn lại sẽ được cho thuê vào 2H 2022	Đang khai thác
VSIP III	20 (dự kiến)	1.000	Giai đoạn 1 (196,45 ha) đã được phê duyệt, 60 ha đã được cho thuê	2022
Tân Lập I	51	202	Bao gồm quy hoạch tổng thể giai đoạn 2016-2020, đang chờ giải quyết các vấn đề liên quan đến đấu giá được nêu tại Nghị định 167/2017/NĐ - CP	2023
NTC-3	32.85	345.86	Chờ giải quyết các vấn đề liên quan đến đấu giá nêu tại Nghị định 167/2017/NĐ - CP	2023
Tân Bình – Expansion	80	739	Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2021-2025	2024
Tân Lập II	51	180	Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2016-2020	2024-2025
Hội Nghĩa	100	715	Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2021-2025	Sau 2025
Bình Mỹ	100	1.002	Bao gồm trong kế hoạch tổng thể 2021-2025	Sau 2025

Nguồn: PHR, CTCK Rong Viet

KCN VSIP III, PHR đã có thỏa thuận với VSIP để đầu tư 20% cổ phần vào VSIP III, hai bên vẫn chưa ký hợp đồng hợp tác kinh doanh. Ngoài ra, tổng mức đầu tư được điều chỉnh từ 253 triệu USD lên 516 triệu USD, ước tính phần vốn góp của PHR sẽ ở mức ~ 15,48 triệu USD (~ 356,04 tỷ đồng). Theo kế hoạch, PHR sẽ giải ngân theo tiến độ đầu tư dự án. Gần đây, VSIP đã ký hợp đồng với tổng diện tích ~ 60 ha (trong đó phần của Lego là 44 ha), giá cho thuê dao động từ 110 USD/m2 đến 115 USD/m2.

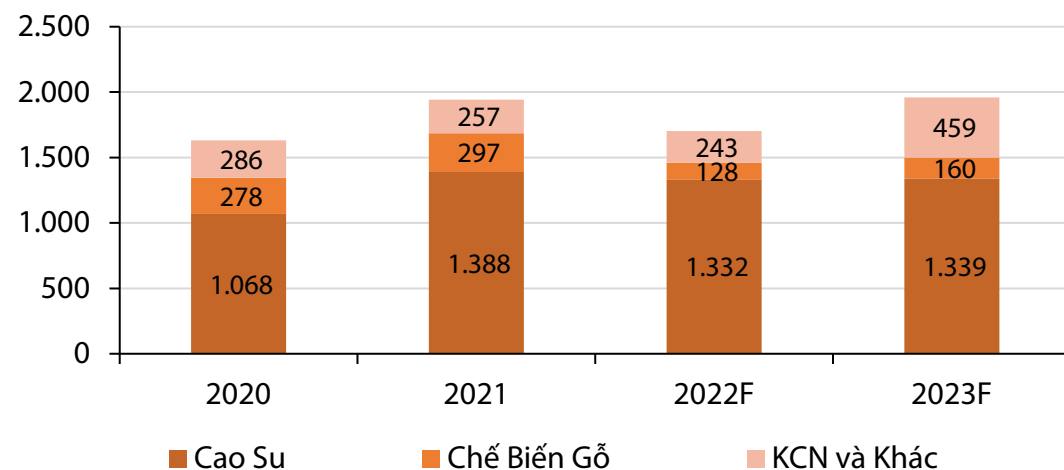
KCN Tân Bình, PHR đảm bảo sẽ cho thuê 6 ha còn lại trong năm nay, gần đây có một số nhà đầu tư quan tâm, PHR chỉ đang tìm kiếm mức giá tốt nhất. Nguồn doanh thu này sẽ được ghi nhận vào năm 2023.

Tân Bình - KCN mở rộng, dự án nằm trong quy hoạch tổng thể giai đoạn 2021-2025 của tỉnh Bình Dương và sẽ được tiếp tục triển khai khi quy hoạch được Trung ương phê duyệt.

KCN Tân Lập I, dự án sẽ được ưu tiên tiếp theo sau VSIP III và NTC-3, được đưa vào quy hoạch tổng thể giai đoạn 2016-2020. Tuy nhiên, các dự án bị ách tắc do vướng mắc đấu giá liên quan đến Nghị định 167/2017/NĐ-CP. Do đó, chúng tôi dự kiến dự án sẽ triển khai vào cuối năm sau.

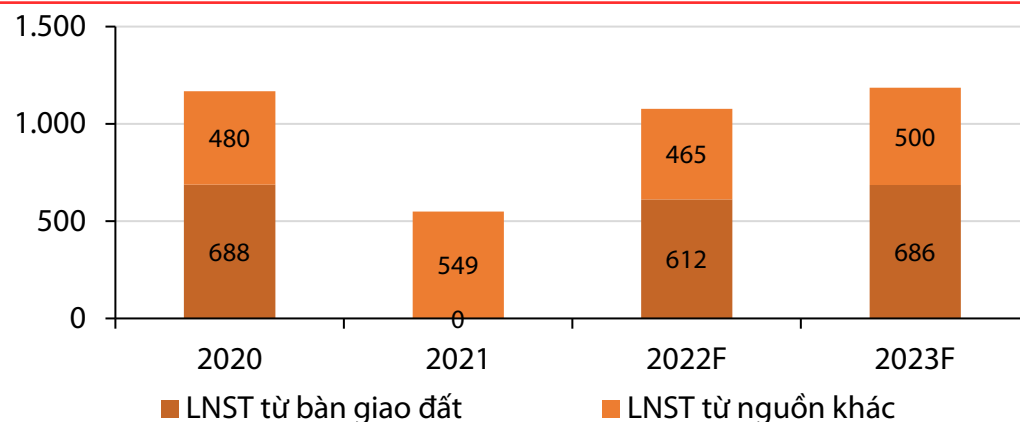
Các KCN khác, KCN Bình Mỹ và KCN Hội Nghĩa nằm trong quy hoạch tổng thể 2016 - 2020 của Bình Dương với tên gọi KCN Tân Bình - mở rộng. Tuy nhiên, PHR vẫn chưa lên kế hoạch cho hai KCN này.

Hình 2: Dự phóng doanh số giai đoạn 2022-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu LNST giai đoạn 2022-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2H2022

Doanh thu sẽ giảm nhẹ -7,6% YoY và LNST tăng 68,2% YoY. Cụ thể:

- 1) Doanh thu đạt 1.093 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính doanh thu từ cao su đạt ~ 783 tỷ đồng (+1,8% yoy). Trong khi mảng chế biến gỗ sụt giảm do thiếu nguồn cung như đề cập ở trên với doanh thu 99 tỷ đồng. Mảng KCN kỳ vọng sẽ ghi nhận đợt cho thuê KCN Tân Bình cuối cùng và dự kiến ghi nhận 210 tỷ đồng doanh thu.
- 2) Ngoài ra, LNST tăng đột biến nhờ khoản thu nhập bất thường từ việc bàn giao đất cho VSIP 3. Cụ thể, PHR dự kiến ghi nhận 475 tỷ đồng trong 6T2022. Bao gồm doanh thu cố định và doanh thu dựa trên tiến độ bán hàng của VSIP 3.

Dự phóng năm 2023 của PHR: Các khoản thu nhập khác đóng góp phần chính

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ phục hồi và đạt 1.958 tỷ đồng (+15% YoY) nhờ vào khả năng cho thuê của Tân Lập I (202 ha). Ngoài ra, LNST tăng trưởng 10,4% lên 1.150 tỷ đồng do nguồn thu được bù đắp dựa trên tiến độ bán của VSIP 3 tiếp tục được cộng dồn vào khoản mục thu nhập khác.

<TÍCH LŨY: +19%>

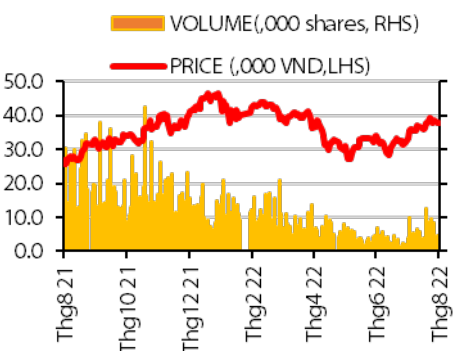
<GTT: 37.800>

<GMT: 44.900>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NHĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

KCN
Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

4.309
5.104
11.140
784
4.068
3.648
3,5
12,3
9,2
5,9
20,1
15,3
1.647
5.299
4.752
29.203
26.373
31.125
-
-
-
36,9
7,1
8,0
2,1
1,4
1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng 2022: Khả năng hoàn thành kế hoạch phụ thuộc vào tiến độ kinh doanh tại Khu đô thị Trảng Cát

- KBC đặt kế hoạch doanh thu 9.800 tỷ (+227,5% YoY) và LNST 4.500 tỷ (+471,2%) cho năm 2022 với đóng góp của các KCN (NSHL, Tân Phú Trung) và dự án KĐT (Trảng Cát, Phúc Ninh, Trảng Duệ). Trong đó, doanh thu từ KĐT Trảng Cát sẽ đóng góp hơn 60% vào doanh thu và 67% kế hoạch LNST cho năm 2022.
- Trong 6T 2022, việc bàn giao khu công nghiệp diễn ra khá chậm so với cùng kỳ năm ngoái (tương đương khoảng 29% mức cùng kỳ), dẫn đến tổng doanh thu chỉ hoàn thành 11% kế hoạch cả năm. Trong khi đó, nhờ đánh giá lại khoản đầu tư vào SDN, KBC ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường 2.400 tỷ đồng và hoàn thành 55% kế hoạch LNST.

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong trung hạn nhờ đóng góp từ các dự án KĐT

- Trảng Cát và Phúc Ninh, hai dự án có biên lợi nhuận cao, sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận từ năm 2022. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể bàn giao một phần diện tích bán sỉ tại Trảng Cát vào cuối năm 2022, trong khi sự đóng góp của Phúc Ninh sẽ bắt đầu năm 2023.
- Ước tính các dự án KĐT sẽ đóng góp hơn 70% tổng doanh thu của KBC trong giai đoạn 2023 - 2026, nhờ vậy biên lợi nhuận gộp của KBC tăng lên mức trung bình 67% trong cùng kỳ.

Quỹ đất lớn đòi hỏi vốn đầu tư lớn

- Tính đến cuối tháng 6/2022, tổng quỹ đất khu công nghiệp và KĐT của KBC lần lượt là 6.417 ha và 1.178 ha, đủ lớn để công ty phát triển trong 10 - 20 năm tới. Dù vậy, chỉ có khoảng 20% quỹ đất là đất sạch.
- Để hoàn thiện pháp lý cho phần diện tích còn lại, nhu cầu vốn đầu tư trong thời gian tới của KBC là rất lớn. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ từng bước phát triển các dự án nếu không sẽ gặp khó khăn về tài chính hoặc pha loãng thu nhập (do phát hành cổ phiếu).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ bàn giao khoảng 1/3 diện tích KĐT Trảng Cát so với kế hoạch năm 2022. Trong trường hợp KBC có thể chuyển nhượng bán sỉ 30ha thành công vào năm 2022, công ty sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận hơn 30%, điều này sẽ tác động tích cực đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

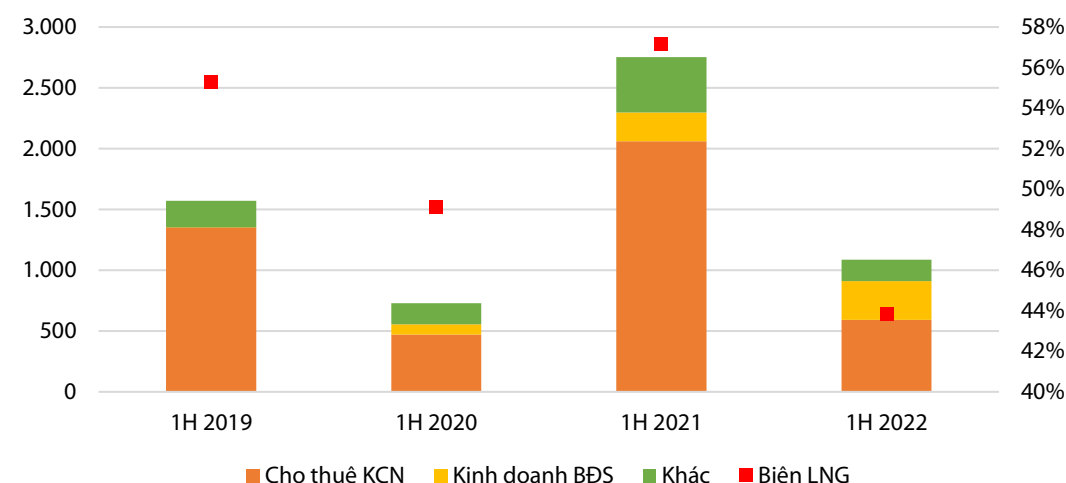
Tính đến hết 6T2022, tổng doanh thu đạt khoảng 1.087 tỷ đồng (-60% YoY, hoàn thành 11% kế hoạch) và LNST đạt 2.457 tỷ đồng (+210% YoY, hoàn thành 54,6% kế hoạch).

- Việc bàn giao đất KCN diễn ra khá chậm so với cùng kỳ năm ngoái (tương đương khoảng 29% so với cùng kỳ), khiến tổng doanh thu từ hoạt động kinh doanh cốt lõi chỉ hoàn thành 11% kế hoạch kinh doanh cả năm.
- Do đánh giá lại khoản đầu tư vào SDN, KBC ghi nhận lợi nhuận đột biến gần 2.400 tỷ đồng. Nhờ vậy, công ty đã hoàn thành gần 55% kế hoạch LNST cả năm 2022.
- Diện tích đất bàn giao trong nửa đầu năm 2022:
 - Cho thuê 16,8 ha đất KCN Tân Phú Trung. Như vậy, theo kế hoạch, KBC sẽ bàn giao thêm 13,2 ha trong nửa cuối năm 2022.
 - Chuyển nhượng 4ha đất đô thị thuộc dự án Trảng Duệ. Dự kiến sẽ bàn giao thêm khoảng 2ha trong 2H 2022.

Hình 2: KQKD 6T 2022

(Tỷ đồng)	6T 2022	+/- %YoY
Doanh thu	1.087	-61
LN gộp	477	-70
EBIT	236	-81
LNST	2.374	271

Hình 1: Doanh thu theo phân khúc (tỷ đồng)



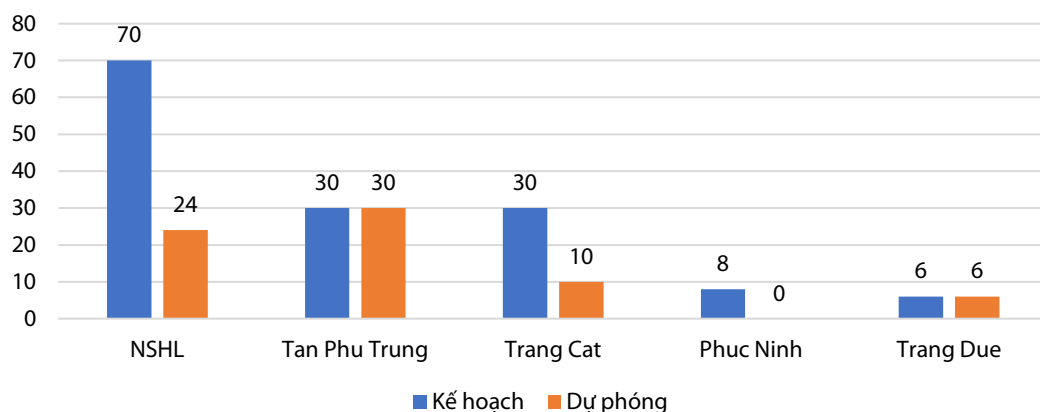
Nguồn: KBC, CTCK Rong Viet

Hình 3: Dự phóng doanh số FY2022-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng bàn giao đất FY2022



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt

Kế hoạch kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ với đóng góp chính từ Khu đô thị Trảng Cát

- Năm 2022, KBC đặt kế hoạch doanh thu 9.800 tỷ (+227,5% YoY) và LNST là 4.500 tỷ (+ 471,2%).
- Kế hoạch đẩy tham vọng phần lớn đóng góp từ dự án Khu dân cư Trảng Cát. Cụ thể, công ty dự kiến bán sỉ khoảng 30ha, đóng góp 61% kế hoạch doanh thu và 67% kế hoạch lãi ròng.
- Bàn giao diện tích cho thuê tại các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh (NSHL), Tân Phú Trung và diện tích đã bán tại các KĐT Phúc Ninh và Trảng Dục sẽ đóng góp phần doanh thu và lợi nhuận ròng còn lại trong kế hoạch năm 2022.

Dự phóng 2H 2022

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KBC có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh tại KCN Tân Phú Trung, KCN Trảng Dục và một phần diện tích của KCN NSHL và KĐT Trảng Dục. Trong khi đó, do vướng mắc về thủ tục pháp lý, KBC có thể phải lùi thời hạn bàn giao đất tại Phúc Ninh đến năm 2023.

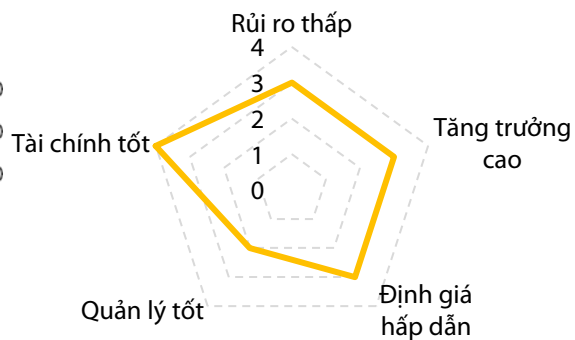
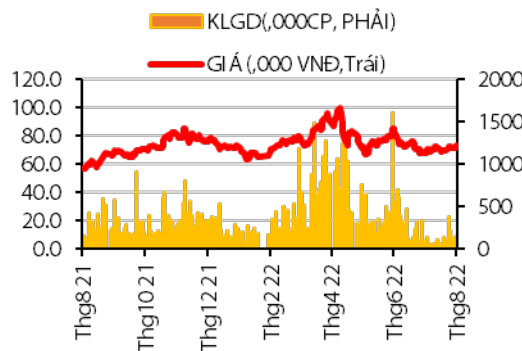
Doanh thu và lợi nhuận ròng 6T 2022 sẽ lần lượt là 4.000 tỷ đồng (+270% HoH) và 1.700 tỷ đồng (-29% HoH).

Tổng doanh thu và LNST năm 2022 sẽ ở mức 5.100 tỷ đồng (+18% YoY) và 4,100 tỷ đồng (+419% YoY), hoàn thành lần lượt 52% doanh thu và 89% LNST năm 2022.

TRUNG LẬP: -1.4%

<GTT: 73.600>

<GMT: 72.600>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Khu công nghiệp
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.165
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	43
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	247
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	19
SH NĐTNN còn lại (%)	0
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	102,1 – 58,5

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	1.217	1.376	1.242
LNST (tỷ đồng)	431	496	652
ROA (%)	5,6	11,7	13,6
ROE (%)	9,1	20,6	22,8
EPS (đồng)	7.235	7.894	9.945
GTSS (đồng)	50.762	52.501	62.466
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	10,0	9,3	7,4
P/B (x)	1,4	1,4	1,2

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.217	1.376	1.242
LNST (tỷ đồng)	431	496	652
ROA (%)	5,6	11,7	13,6
ROE (%)	9,1	20,6	22,8
EPS (đồng)	7.235	7.894	9.945
GTSS (đồng)	50.762	52.501	62.466
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
P/E (x)	10,0	9,3	7,4
P/B (x)	1,4	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc bàn giao đất cao su sẽ mang lại dòng tiền ổn định cho DPR trong 10 năm tới.

- Trong 10 năm tới, DPR có kế hoạch chuyển mục đích sử dụng 2.000 ha đất cao su cho bên thứ ba theo quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Phước giai đoạn 2020-2030 để phát triển các khu công nghiệp và khu dân cư. Việc bàn giao dự kiến sẽ mang lại cho DPR 200 tỷ đồng/năm hoặc đóng góp ~ 4.500 đồng vào EPS mỗi năm.

Phân khúc KCN sẽ được hưởng lợi do các KCN mở rộng nằm trên địa bàn chiến lược của Bình Phước để phát triển công nghiệp và gần các cơ sở hạ tầng trọng điểm trong tương lai

- Quy hoạch mở rộng KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư. Tổng diện tích mở rộng là 797 ha, lớn hơn gấp 3 lần so với hiện tại. Bên cạnh việc có thể liên kết vùng với tỉnh Bình Dương, giá cho thuê sẽ được đẩy mạnh do các dự án này nằm trong điểm nóng lĩnh vực công nghiệp của Bình Phước và gần các trục đường lớn như QL13, ĐT 741, QL14 và các tuyến đường cao tốc tiềm năng.

Số dư tiền mặt dồi dào đảm bảo kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong nhiều năm hoặc thậm chí là kế hoạch đầu tư lớn

- Với 1.264 tỷ đồng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn tính đến 30/06/2022, chiếm 31,7% tổng tài sản và tương đương 29.390 đồng/cổ phiếu, chúng tôi cho rằng DPR có thể duy trì việc chia cổ tức 3.000 đồng/cổ phiếu.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

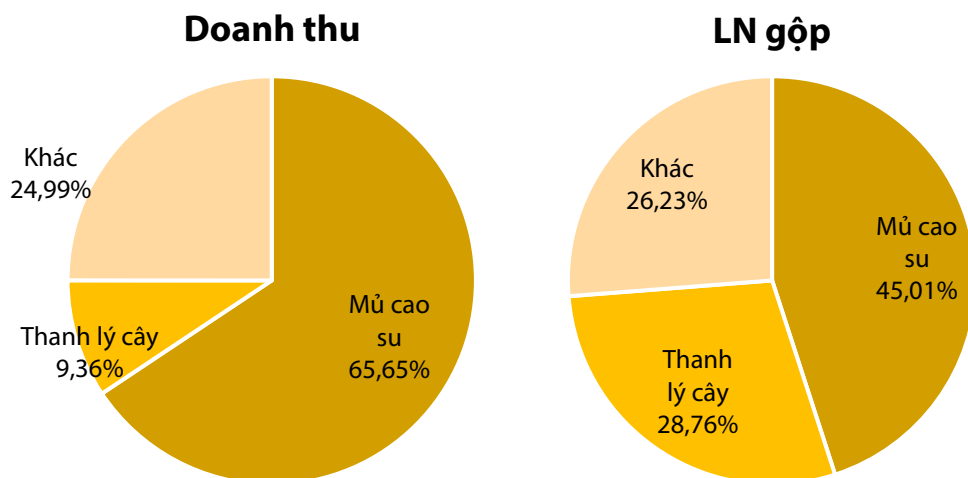
- Quá trình bàn giao đất cao su chậm hơn dự kiến do thiếu nhà đầu tư quan tâm.
- Biến động giá cao su.

Bảng 1: KQKD 6T2022

(tỷ VND)	6T 2022	+/- %YoY
Doanh thu	500	17,3
Lợi nhuận gộp	150	17,4
EBIT	101	31,3
LNST	103	46,2

Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Cơ cấu doanh thu và LN gộp theo phân khúc

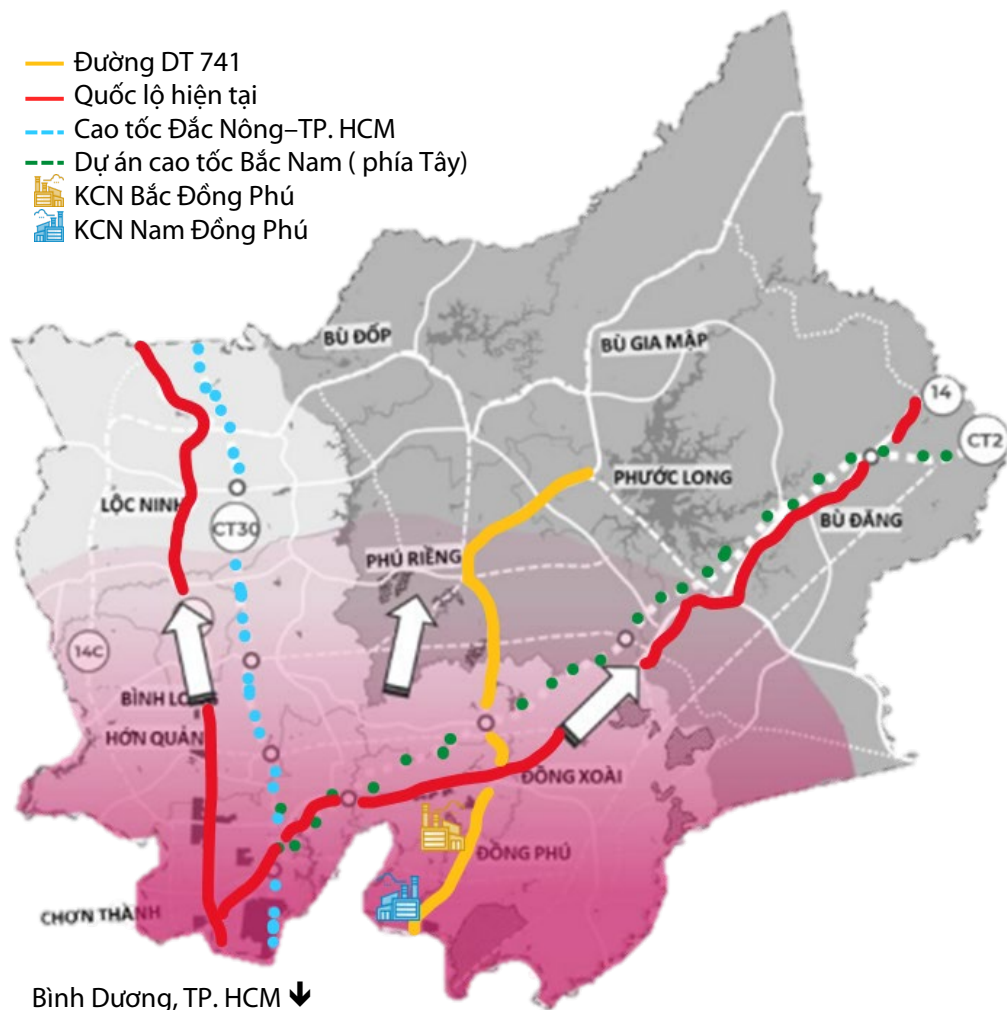


Nguồn: DPR

KQKD 6T 2022: MĂNG CAO SU VẪN LÀ TRỤ CỘT CHÍNH

- DPR ghi nhận doanh thu hợp nhất ~ 500 tỷ đồng (+17,3% yoy) và LNST đạt 103 tỷ đồng (+46,2% yoy) trong 6T 2022. Trong đó:
- Măng cao su là trụ cột chính về cả doanh thu và lợi nhuận, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh hơn (~ 17,8% YoY) so với mức giảm giá bán trung bình (~ 7,4%). Kết quả là, doanh thu của măng đạt 328,1 tỷ đồng (+ 9,1%), trong khi biên lợi nhuận gộp là 67 tỷ đồng (-41,2)
- Công ty cũng ghi nhận ~ 47 tỷ đồng (+61,1% YoY) từ thanh lý cây cao su và lợi nhuận gộp của măng đạt 43,2 tỷ đồng (+66,3% YoY).
- Các măng khác bao gồm cho thuê đất KCN, dịch vụ khác mang lại doanh thu ~ 125 tỷ đồng (+38,9% YoY) và biên lợi nhuận gộp là 39,4 tỷ đồng (+84,4%).

Hình 2: Định hướng không gian cho phát triển KCN giai đoạn 2021 – 2030 (vùng màu hồng)



Nguồn: Tỉnh Bình Phước, CTCK Rồng Việt

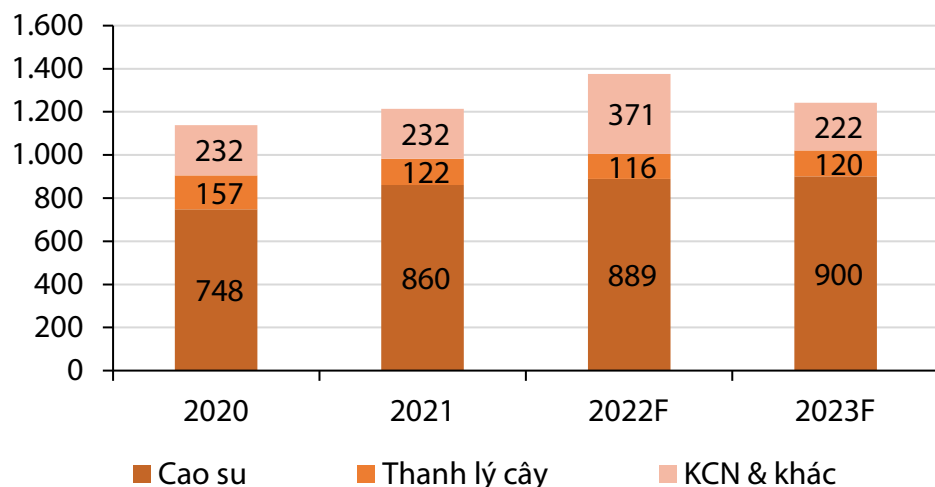
Bảng 2: Tổng quan quỹ đất của DPR

Quỹ đất của DPR	Diện tích (ha)	Lưu ý
Diện tích trồng cây cao su	4.800	Giảm từ 5.500 ha kể từ năm 2021
Bàn giao tỉnh Bình Phước	1.828	Giá đền bù 1.042 tỷ đồng /ha
KCN tự phát triển & các dự án khác	2.258	
• KCN Bắc Đồng Phú	258	15 ha còn lại cho thuê, dự kiến lấp đầy vào năm 2022, 2023
• KCN Bắc Đồng Phú mở rộng	317	Chờ chính sách đầu tư được chấp thuận, dự kiến bắt đầu cho thuê cuối năm 2023
• KCN Nam Đồng Phú mở rộng	480	Chờ chính sách đầu tư được chấp thuận, dự kiến bắt đầu cho thuê cuối năm 2026
• Các dự án khác	1.203	Kế hoạch giai đoạn 2021-2030
Tổng	8.886	

Nguồn: DPR, CTCK Rồng Việt

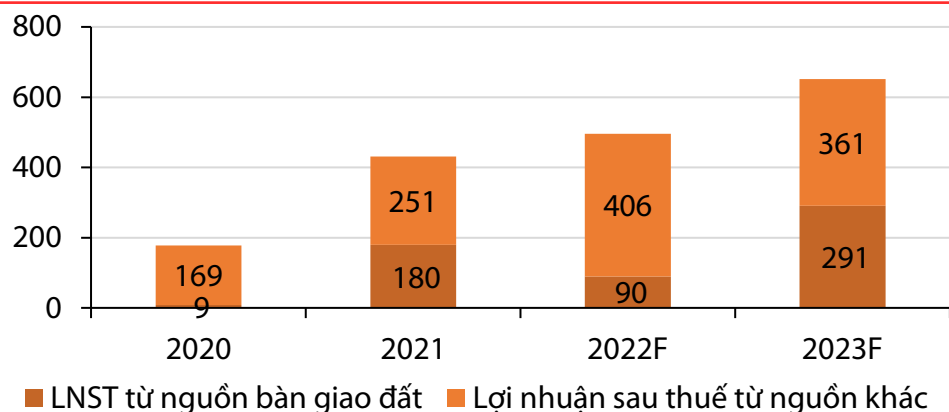
- Theo quy hoạch chung của tỉnh Bình Phước giai đoạn 2021-20230, DPR có thể chuyển đổi 4.000 ha đất cao su sang mục đích công nghiệp hoặc dân cư. Ngoài kế hoạch giao 2.000 ha cho tỉnh để bên thứ ba phát triển. DPR đã có kế hoạch tự phát triển trên diện tích còn lại là 2.000 ha.
- Kế hoạch tự phát triển sẽ được hưởng lợi từ (1) sự phát triển cơ sở hạ tầng trong tương lai như hình 2, (2) chiến lược thu hút đầu tư công nghiệp của tỉnh Bình Phước ở khu vực phía Nam, nơi có liên kết vùng với Bình Dương. Tại khu vực này, DPR đang mở rộng KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú. Các dự án đang trong quá trình được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư. Chúng tôi dự kiến 2 KCN này sẽ bắt đầu cho thuê lần lượt từ năm 2024 và 2026.

Hình 3: Dự phóng doanh số FY2022-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng thu nhập FY2022-2023 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2H2022

Doanh thu và LNST sẽ tăng trưởng lần lượt 11,1% YoY và 11,6% YoY:

- 1) Doanh thu đạt 876 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính doanh thu bán cao su đạt ~ 561 tỷ đồng (+0,28% yoy) do sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân dự kiến ở mức tương tự năm ngoái. Trong khi phần diện tích cuối cùng của KCN Bắc Đồng Phú sẽ được ghi nhận một lần thay vì phân bổ hàng năm.
- 2) Ngoài ra, LNST tăng đột biến nhờ khoản thu nhập bất thường từ việc bàn giao đất cho UBND tỉnh Bình Phước. Diện tích bàn giao là 100 ha và dự kiến mang lại cho DPR 96 tỷ đồng.

Dự phóng năm 2023 của DPR: Thu nhập khác sẽ tăng vọt

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ giảm nhẹ xuống 1.244 tỷ đồng (-9,7% YoY) do mảng KCN thiếu quỹ đất sẵn sàng cho thuê, trong khi LNST tăng trưởng mạnh ~ 31% lên 652 tỷ đồng nhờ vào việc bàn giao đất sẽ dẫn dắt và đóng góp một phần lớn vào các khoản thu nhập khác. Cụ thể:

- 1) Chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ cho thuê 2 ha cuối cùng của KCN Bắc Đồng Phú và ~ 1% KCN Bắc Đồng Phú mở rộng vào năm 2030 so với 12 ha thuê như dự kiến vào năm 2022.
- 2) Bên cạnh dòng thu nhập hàng năm từ bàn giao đất cho tỉnh Bình Phước, chúng tôi dự kiến DPR sẽ ghi nhận một khoản thu nhập bất thường khác từ việc bàn giao đất cho nhà phát triển KCN Bắc Đồng Phú, chủ sở hữu gồm DPR (51%), NTC (40%) và các bên khác (9%) để thực hiện dự án mở rộng.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Tóm tắt định giá từng phần (tỷ đồng)	NPV	Sở hữu	NPV hiệu quả
CAO SU	566	100%	566
THANH LÝ CÂY CAO SU	462	100%	462
KCN	512	51%	261
CHUYỂN ĐỔI ĐẤT	1,007	100%	1.007
TIỀN MẶT	593	100%	593
ĐẦU TƯ NGẮN HẠN VÀ DÀI HẠN	839	100%	839
Less: NỢ	-54	100%	-54
Less: LỢI ÍCH THIỂU SỐ	-551	100%	-551
Tổng giá trị vốn cổ phần			3.123
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)			43
Giá trị hợp lý mỗi CP (VNĐ)			72.600

Nguồn: CTCK Rong Viet

Dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP), chúng tôi ước tính giá mục tiêu là 72.600 đồng/cổ phiếu, tương đương với tổng lợi nhuận kỳ vọng là -1,4% (dựa trên giá đóng cửa vào ngày 10/8/2022).

Về dài hạn, việc ghi nhận 200 tỷ mỗi năm nhờ hoạt động bàn giao đất vẫn sẽ là điểm tích cực cho dòng tiền của công ty từ năm 2021 đến năm 2030. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng từ năm 2023 trở đi, các khu công nghiệp Bắc Đồng Phú (317ha) và Nam Đồng Phú (480ha) mở rộng hỗ trợ duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho cao su Đồng Phú.

Tuy nhiên, rủi ro chậm trễ hơn kì vọng trong quá trình pháp lý chuyển nhượng đất và đầu tư của các khu công nghiệp kể trên sẽ là yếu tố chính đến định giá doanh nghiệp.

NGÀNH HÀNG KHÔNG

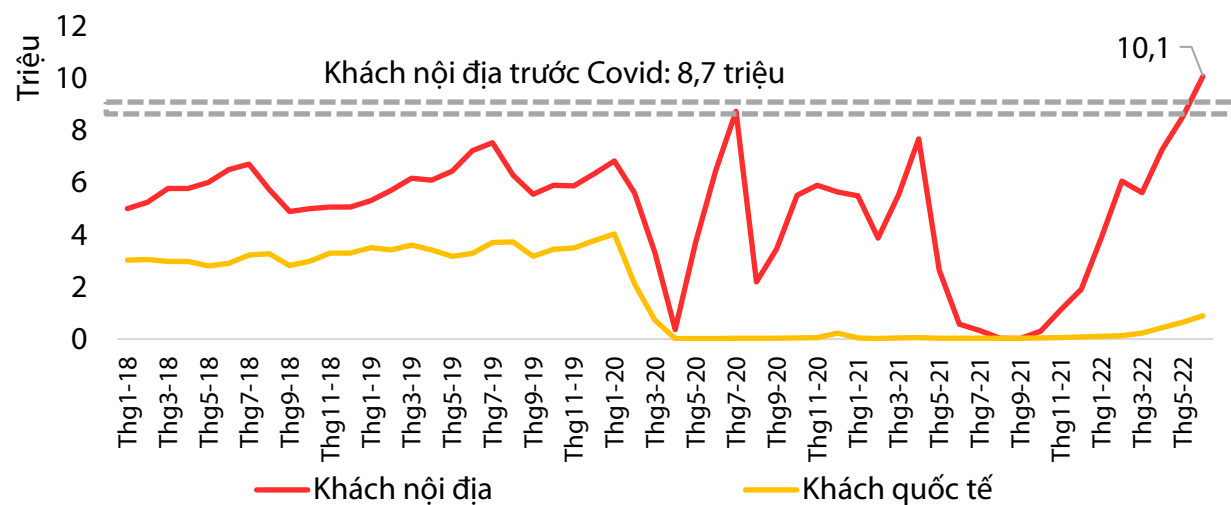
KHÓ KHĂN ĐÃ QUA



Đỗ Thanh Tùng – tung.dt@vdsc.com.vn

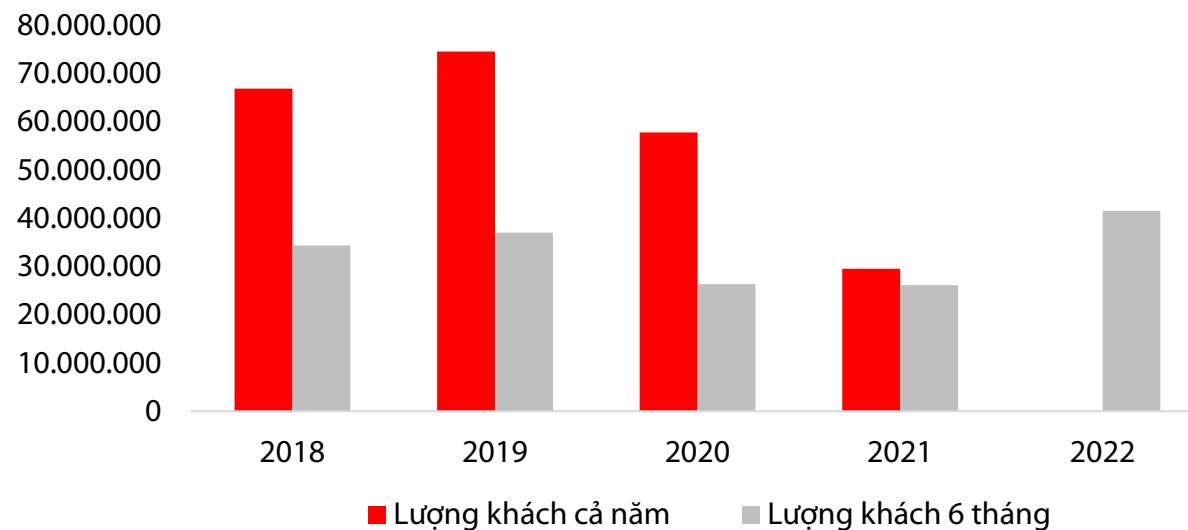


Hình 1: Khối lượng khách hàng không cao kỷ lục lịch sử gần 11 triệu lượt



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Khối lượng khách hàng 6T cao nhất lịch sử của thị trường nội địa

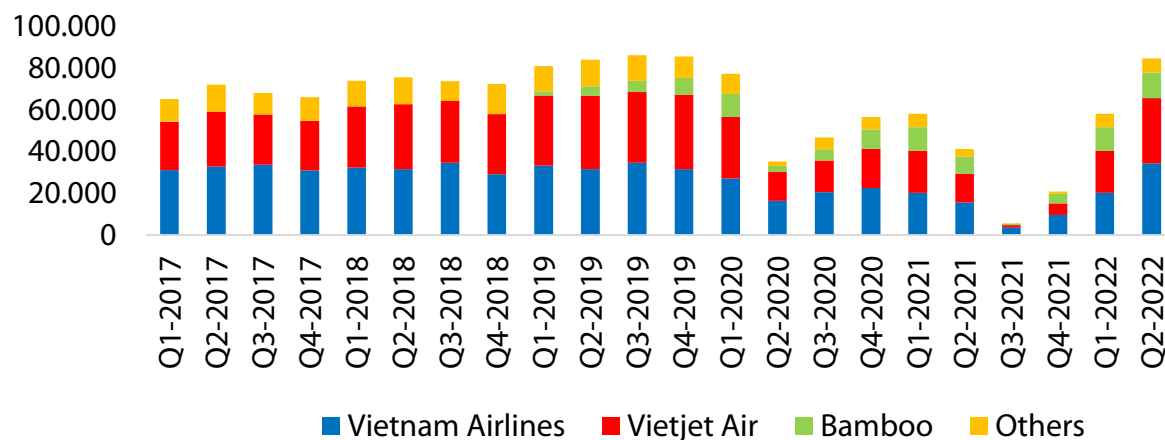


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

- Thị trường nội địa duy trì đà tăng cao vào mùa cao điểm, vượt mức kỷ lục cao nhất lịch sử trong tháng 6/2022 với khối lượng 10,1 triệu khách.
- Thị trường quốc tế đang dần khởi sắc nhưng vẫn còn ở mức dưới 1 triệu khách vào tháng 6/2022.

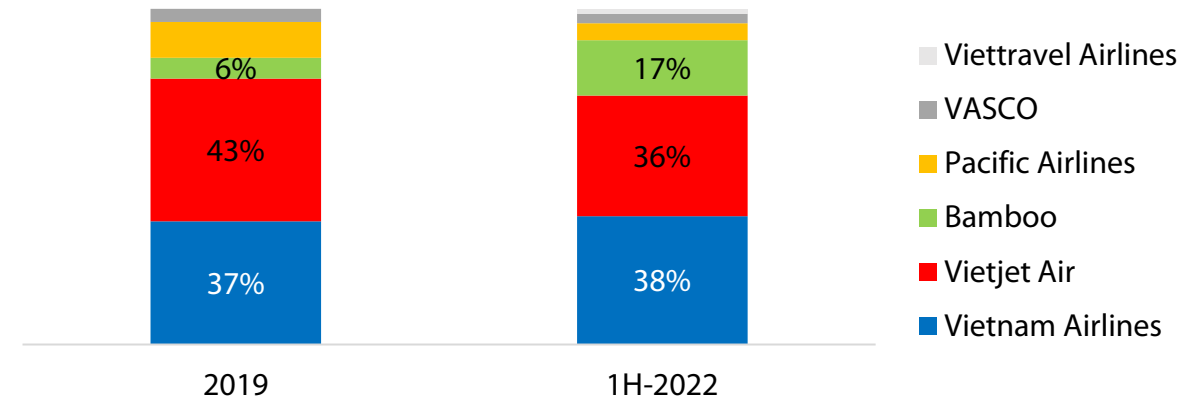
- Tổng số chuyến bay của các hãng hàng không Việt Nam chỉ đạt mức đỉnh trong Q2 và Q3 năm 2019 (~85k).
- Với lượng khách hàng quý ở mức cao mới, chúng tôi ước tính lượng khách dự kiến trên mỗi chuyến bay và do đó, các yếu tố phụ tải đã cải thiện đáng kể trong Q2 2022.
- Vietnam Airlines và Bamboo Airways tăng thị phần hậu Covid.

Hình 4: Tổng số chuyến bay đang đạt mức cao lịch sử



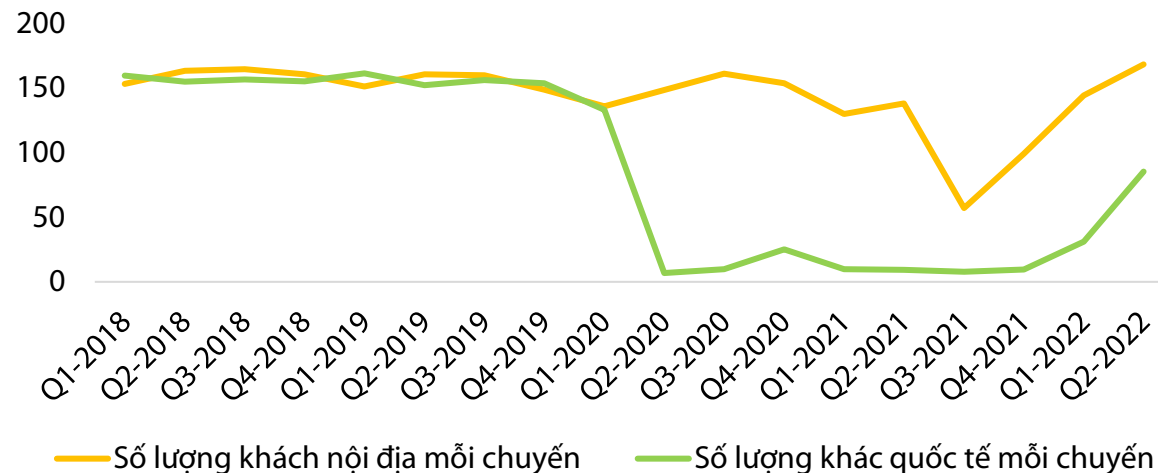
Nguồn: CAAV, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Thị phần hàng không trong nước theo số lượng chuyến bay hậu Covid



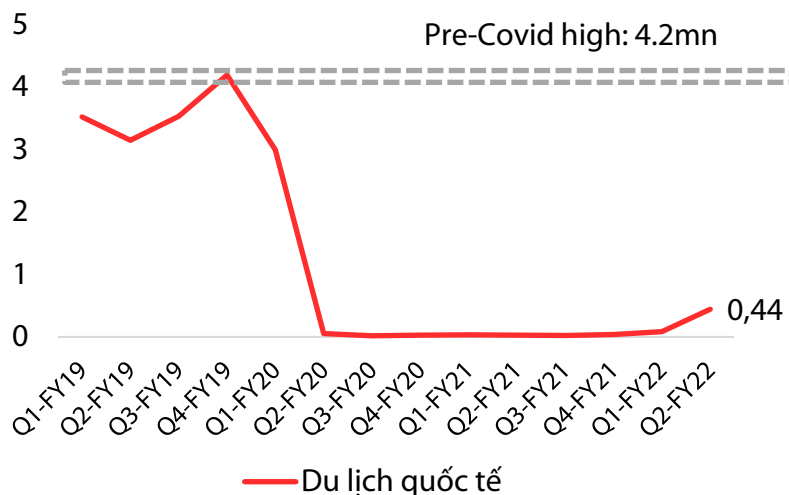
Nguồn: CAAV, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Yếu tố phụ tải cải thiện ở các chuyến bay nội địa



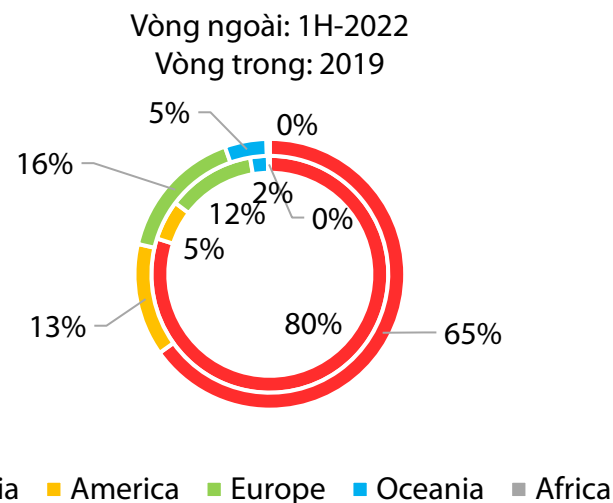
Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Du lịch quốc tế lượt đến (triệu)



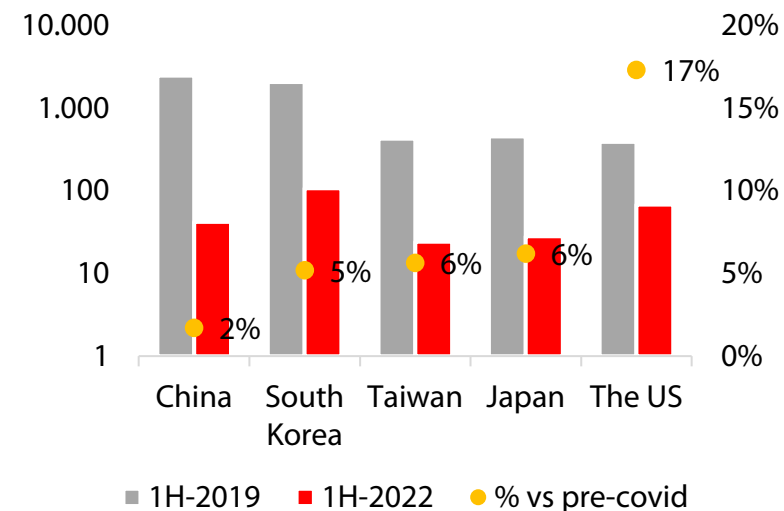
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Cơ cấu khách quốc tế



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

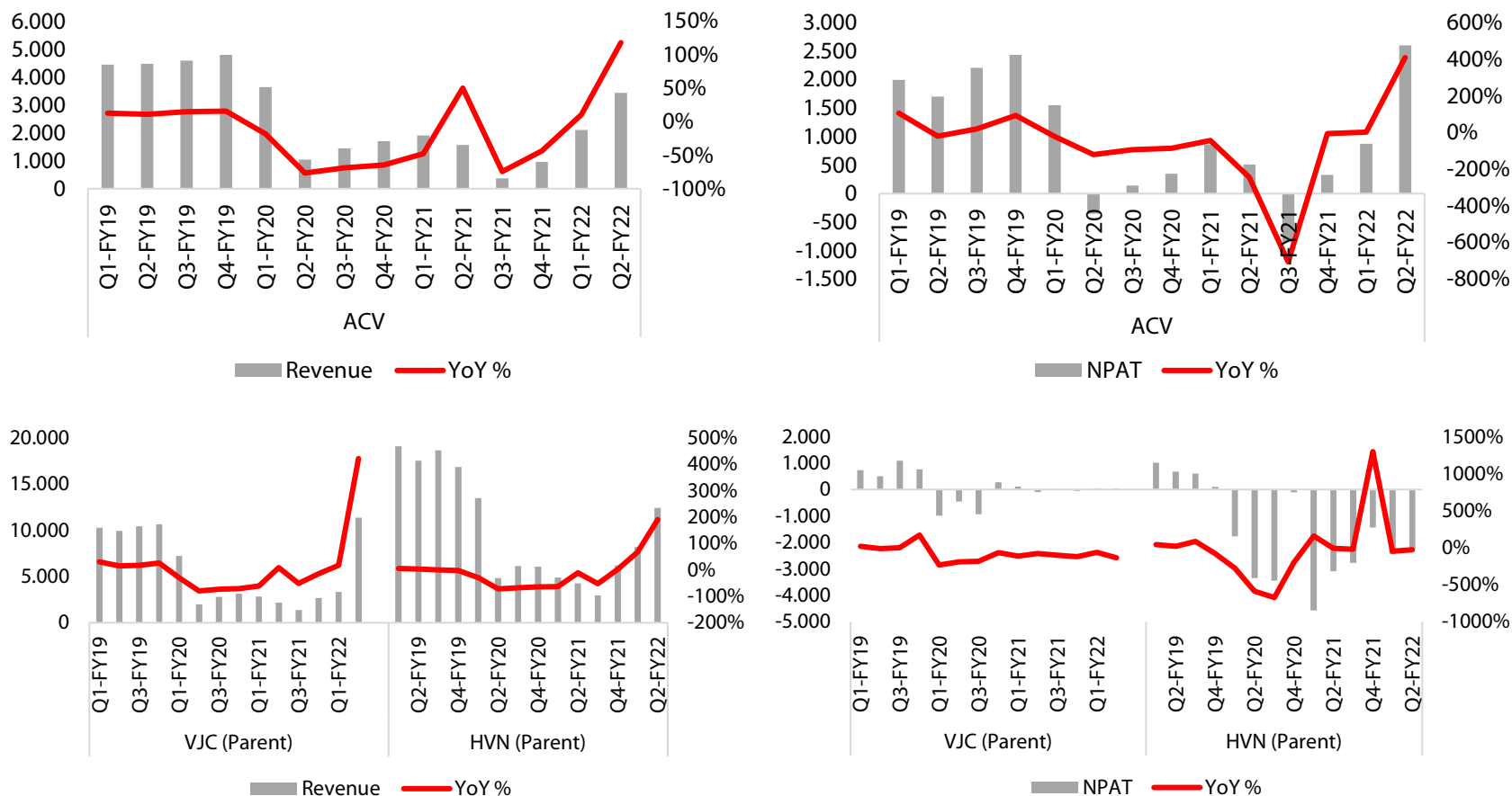
Hình 8: 5 thị trường lớn nhất (Đơn vị: Nghìn lượt)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

- Thị trường quốc tế đang dần hồi phục, tuy nhiên tỷ lệ phục hồi vẫn còn thấp do nhiều nước và khu vực (đặc biệt là các nước Đông Bắc Á) vẫn đang áp dụng các quy định, chính sách hạn chế đi lại.
- Châu Á vẫn là thị trường du khách đến lớn nhất, nhưng mức đóng góp giảm xuống còn 65% so với mức 80% trước đại dịch do lượng khách du lịch Trung Quốc giảm, nguyên nhân từ chính sách hạn chế du lịch của nước này.
- Các hãng hàng không Việt Nam và nước ngoài tăng tần suất, mở lại/mở mới các đường bay kết nối Việt Nam với Ấn Độ, Singapore, Hàn Quốc, Malaysia, Trung Quốc.

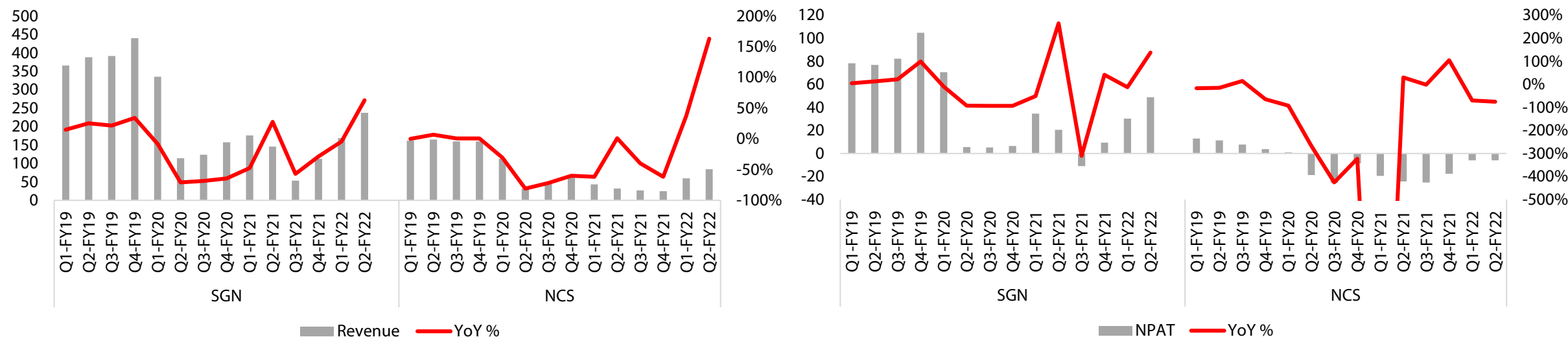
Hình 9: Doanh thu ACV, VJC, HVN và lợi nhuận ròng



Nguồn: Dữ liệu tại các công ty, CTCK Rồng Việt

- Lượng hành khách tăng mạnh trong tháng 5 và tháng 6 đã trực tiếp thúc đẩy doanh số bán hàng của ACV, VJC và HVN trong Q2 2022.
- Doanh số của ACV và HVN đã phục hồi lên khoảng 70% mức trước dịch trong khi doanh thu của VJC trong Q2 2022 vượt 15% so với doanh thu Q2 2019 do ghi nhận doanh thu chuyển nhượng quyền mua máy bay.
- Không giống như ACV có tỷ lệ đòn bẩy hoạt động cao, các hãng hàng không vẫn đang gặp khó khăn trong việc hòa vốn do chi phí nhiên liệu tăng cao.

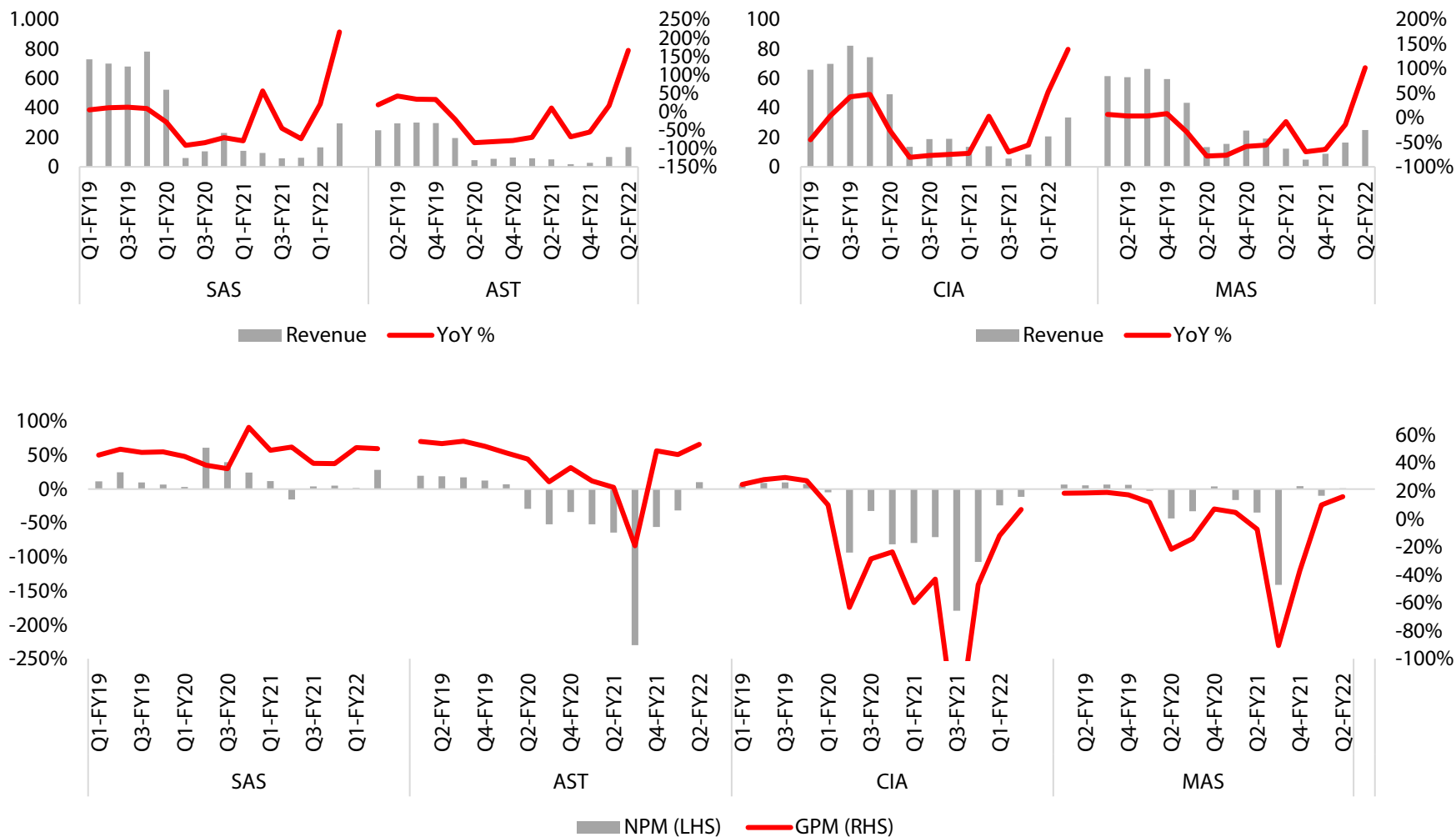
Hình 10: Nhà điều hành xử lý mặt đất SGN đã phục hồi nhanh hơn nhà sản xuất suất ăn hàng không NCS cả về doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: Dữ liệu tại các công ty, CTCK Rồng Việt

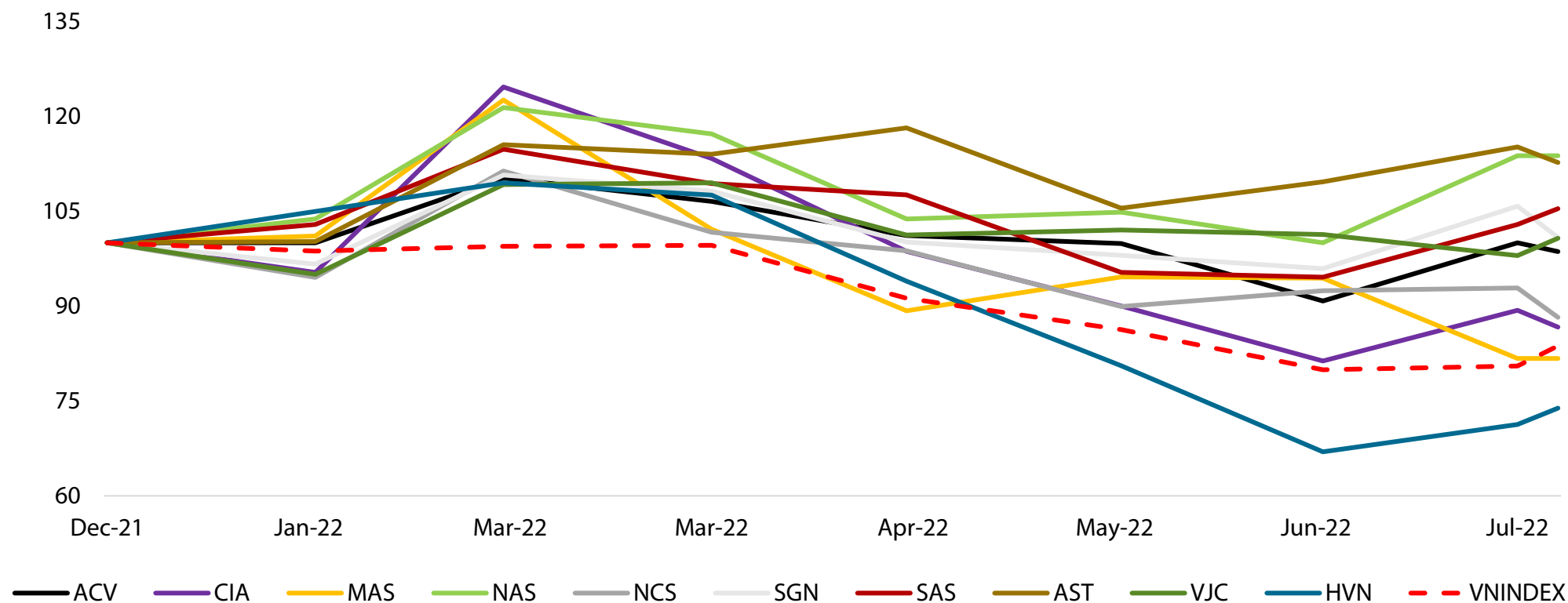
- Doanh thu SGN duy trì mức 60% trước dịch trong khi NCS chỉ đạt 50% do áp lực gia tăng từ đối thủ cạnh tranh mới là VINACS.
- Đòn bẩy hoạt động cao của SGN và bản chất độc quyền của thị trường đã hỗ trợ công ty bảo vệ biên lợi nhuận và nhanh chóng phục hồi lợi nhuận ròng nhờ tổng số chuyến bay tốt.
- Cạnh tranh cao hơn và đóng góp của suất ăn hàng không quốc tế thấp hơn khiến biên lợi nhuận gộp của NCS giảm chỉ còn 5% trong nửa đầu năm 2022 so với mức 15% trong năm 2019, dẫn đến tiếp tục lỗ ròng.

Hình 11: Doanh thu và lợi nhuận của các nhà bán lẻ hàng không



- Bị ảnh hưởng bởi sức mua của hành khách trong nước và thiếu khách quốc tế khiến mức độ phục hồi của các nhà bán lẻ thấp hơn (~45% so với trước dịch) so với các dịch vụ khác trong ngành.
- Các nhà bán lẻ có cửa hàng tại các sân bay đông đúc như Tân Sơn Nhất, Nội Bài có biên lợi nhuận cao hơn các nhà bán lẻ ở Đà Nẵng và Cam Ranh.

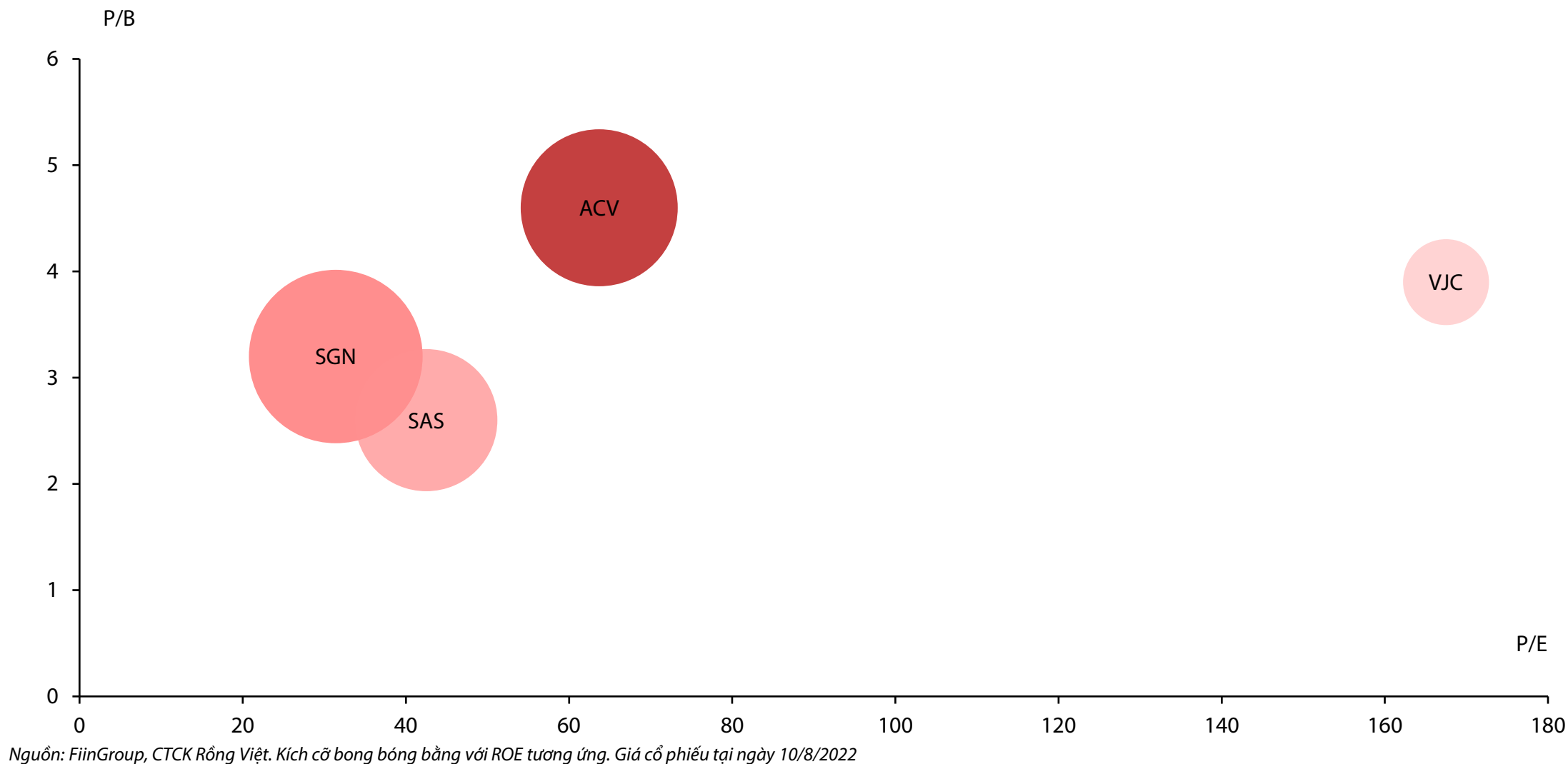
Hình 12: Diễn biến giá cổ phiếu hàng không hàng quý



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
ACV	187.871	102.300	-1,65	1,20	68,27	47,42	1,94	37,85	9,69	15,70	0,00	237,88	5,00
CIA	239	N/A	4,39	41,07	-27,43	-56,09	36,62	-41,01	-8,10	-10,83	0,00	N/A	0,97
MAS	162	N/A	-23,63	N/A	0,00	0,00	22,89	-16,13	-10,93	-32,83	0,00	N/A	6,56
NAS	268	N/A	5,05	19,89	2,41	1,29	1509,08	0,90	2,35	12,97	0,00	N/A	6,65
NCS	377	N/A	9,61	N/A	9,37	1,81	3,58	143,08	22,02	23,66	0,00	N/A	4,94
SGN	2.431	N/A	-5,15	-0,02	33,81	13,47	15,34	13,52	7,37	10,03	6,91	31,42	3,18
SAS	3.870	N/A	5,58	-4,57	25,61	10,46	-17,64	2,92	0,78	2,51	3,91	1.260,87	2,72
AST	2.678	N/A	-26,21	-8,14	-40,89	-63,96	-19,25	-67,98	-20,62	-27,15	0,00	N/A	7,61
VJC	67.918	N/A	44,75	21,90	3,76	3,31	155,89	1,75	0,66	2,18	0,00	180,43	3,89
HVN	40.081	N/A	47,54	N/A	-14,55	-20,32	27,90	-21,96	-15,07	N/A	0,00	N/A	N/A

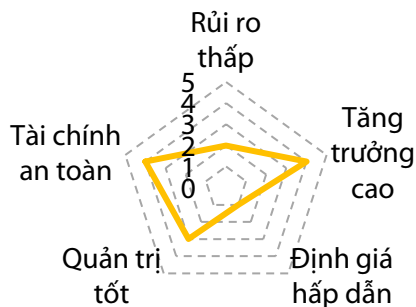
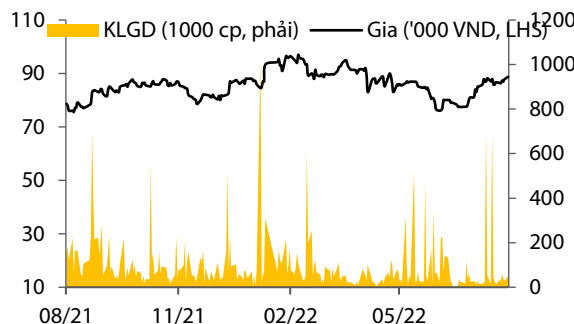
Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



TÍCH LŨY: +18%

<GTT: 86.500>

<GMT: 102.300>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng không
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.053,8
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	187.653,1
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	91
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,0
SH NHĐTNN còn lại (%)	--
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	75,5-97,0

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)	4.752	11.503	15.248
LNST (tỷ đồng)	790	5.449	6.498
ROA (%)	1,4%	9,2%	10,0%
ROE (%)	2,1%	12,6%	13,2%
EPS (đồng)	363	2.503	2.985
GTSS (đồng)	17.275	19.890	22.577
Cổ tức tiền mặt (đồng)	900	0	0
P/E (x)	220,5	34,4	28,8
P/B (x)	4,6	4,3	3,8

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.752	11.503	15.248
LNST (tỷ đồng)	790	5.449	6.498
ROA (%)	1,4%	9,2%	10,0%
ROE (%)	2,1%	12,6%	13,2%
EPS (đồng)	363	2.503	2.985
GTSS (đồng)	17.275	19.890	22.577
Cổ tức tiền mặt (đồng)	900	0	0
P/E (x)	220,5	34,4	28,8
P/B (x)	4,6	4,3	3,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lưu lượng hành khách hàng không đang tăng nhanh sau khi dỡ bỏ các hạn chế đi lại/nhập cảnh, đây là tín hiệu tốt cho một chặng đường phục hồi mạnh mẽ phía trước.

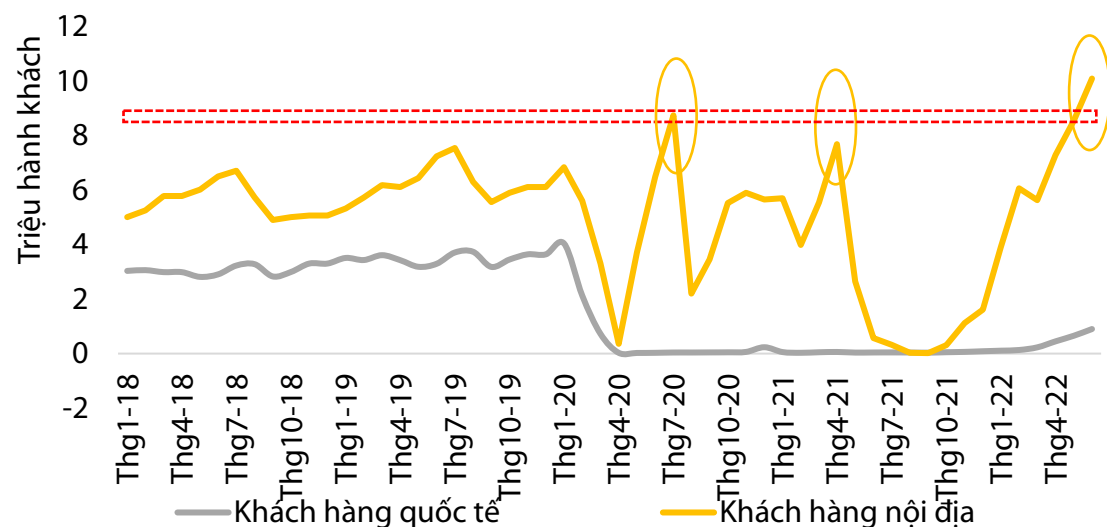
- Lưu lượng khách nội địa hàng tháng đã phá vỡ mức cao nhất lịch sử trong tháng 6/2022, cho thấy đà phục hồi rất mạnh mẽ. Chúng tôi dự báo thị trường trong nước sẽ phục hồi trở lại mức trước dịch trong năm nay, đạt 71 triệu lượt, tiếp đến là tốc độ CAGR 3 năm 10% trong giai đoạn 2022F-25F. Trong khi đó, tiến độ phục hồi của thị trường quốc tế sẽ chậm hơn do các hạn chế đi lại quốc tế được dỡ bỏ vào cuối Q1-2022 và phụ thuộc vào chính sách kiểm soát covid-19 của các quốc gia khác. Lượng khách quốc tế 2022F đạt 7 triệu khách, CAGR 3 năm cao 78% so với 2022F-25F.
- CAGR 3Y của doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ từ 2022 – 2025F lần lượt là 30% và 28%.

Chất xúc tác liên quan tới việc niêm yết trên sàn HOSE không thể sớm hoàn thành hiện thực khi quá trình loại bỏ ý kiến của kiểm toán viên không có sự cải thiện đáng kể. Mặc dù ACV đã có thể quản lý tài sản sân bay và ghi nhận doanh thu/chi phí, nhưng công ty vẫn chưa thể ghi nhận những tài sản này vào bảng cân đối kế toán do thiếu phương án pháp lý. Yếu tố này cùng với việc chưa quyết toán cổ phần hóa khiến ACV khó loại bỏ được vấn đề mà đơn vị kiểm toán nhấn mạnh liên quan đến tài sản sân bay.

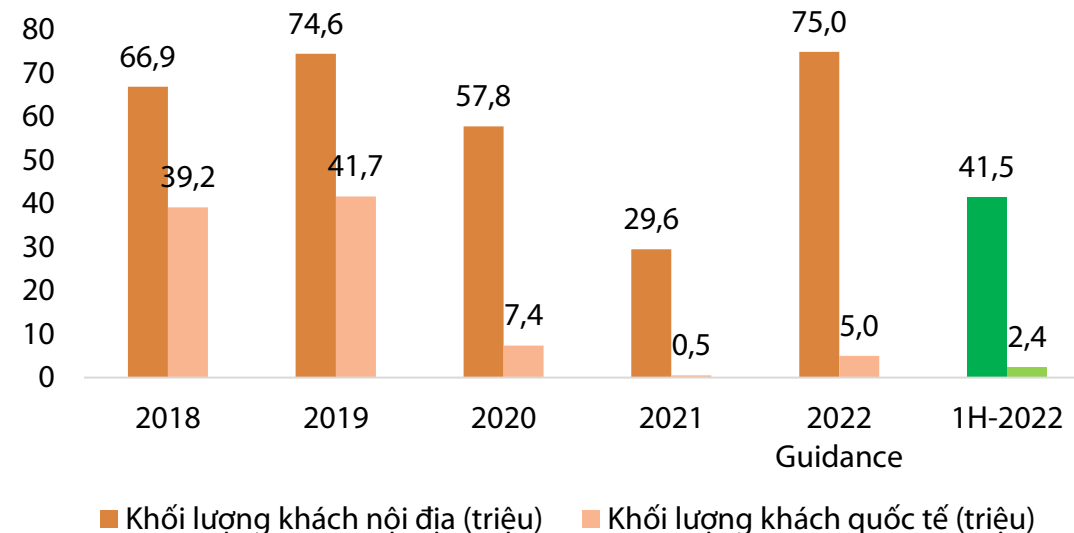
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Ghi nhận hoàn nhập dự phòng các khoản phải thu của hãng hàng không.
- Rủi ro giảm giá: Lạm phát cao ảnh hưởng đến chi tiêu cho du lịch, sự không chắc chắn liên quan đến rủi ro địa chính trị và chính sách “không Covid” của Trung Quốc.

Hình 1: Khối lượng hành khách hàng tháng

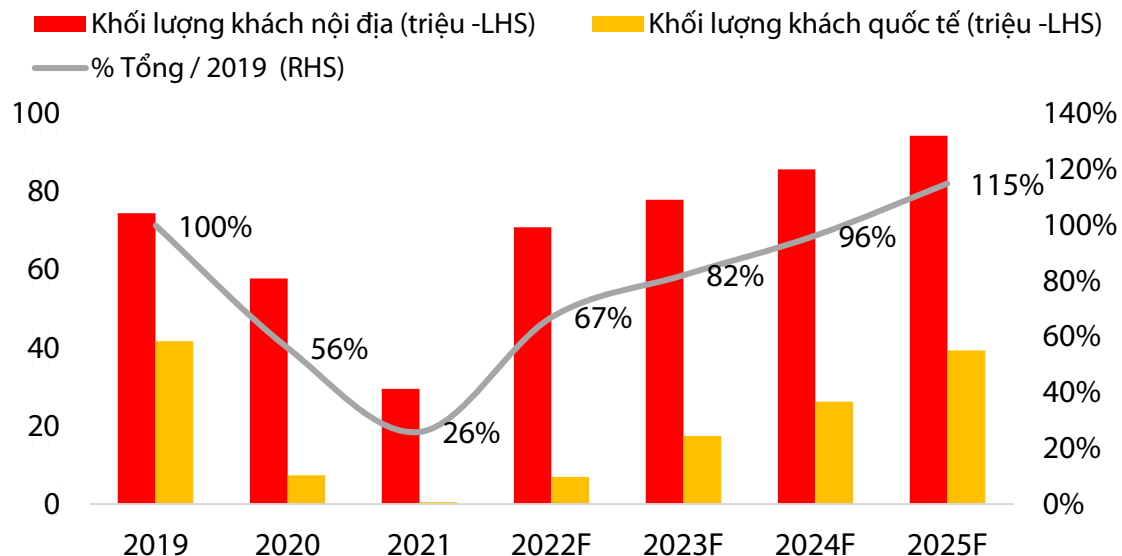


Hình 2: Khối lượng hành khách lũy kế



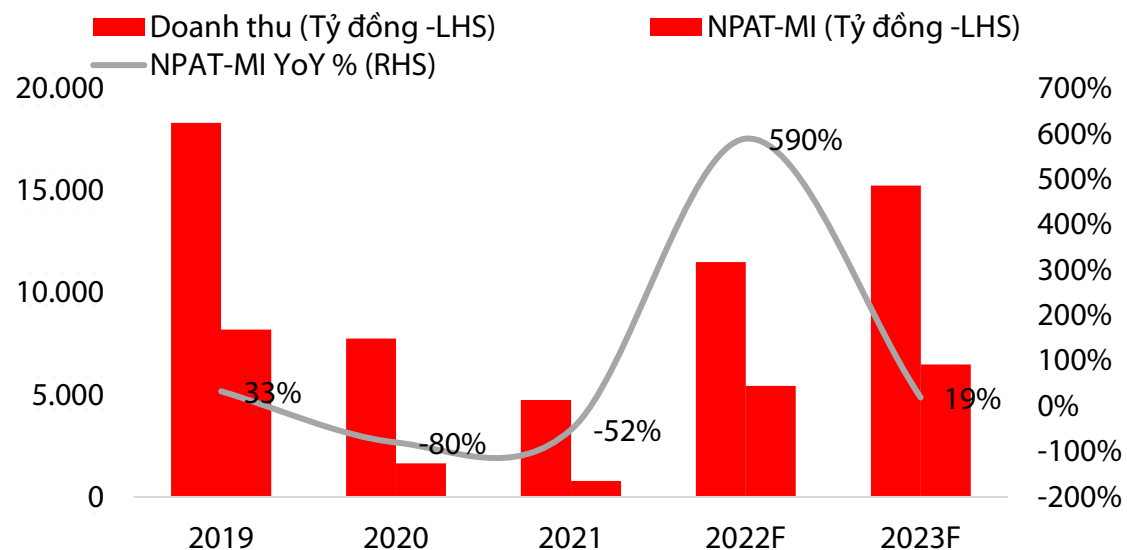
- Khối lượng hành khách nội địa hàng tháng đã phá vỡ mức cao lịch sử vào tháng 6/2022, cho thấy đà phục hồi rất mạnh mẽ.
- Tiến độ phục hồi của thị trường quốc tế sẽ chậm hơn do các hạn chế du lịch quốc tế được dỡ bỏ vào cuối Q1-2022 và phụ thuộc vào chính sách kiểm soát covid-19 của các quốc gia khác (ví dụ chính sách “zero-covid” của Trung Quốc).
- Lưu lượng khách trong nước và quốc tế lần lượt hoàn thành 55% và 49% kế hoạch cả năm.

Hình 3: Khối lượng hành khách dự phóng theo thị trường



Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng tài chính

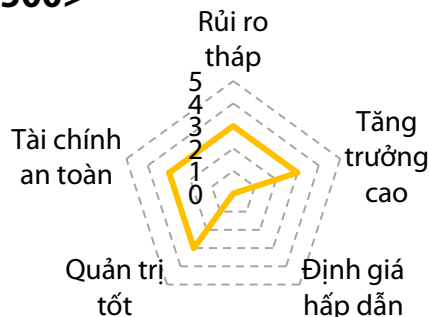
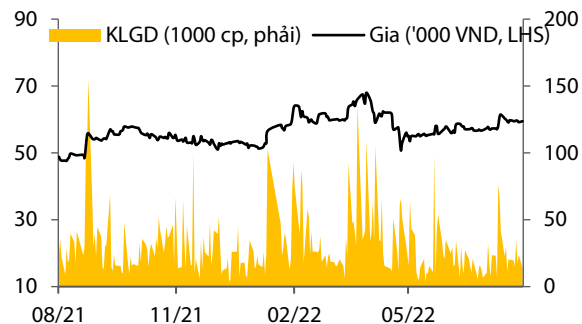


Nguồn: ACV, CTCK Rồng Việt

- Thị trường hàng không trong nước sẽ phục hồi trở lại mức trước dịch vào cuối năm nay, kết quả tốt hơn dự kiến trong khi chúng tôi kỳ vọng thị trường quốc tế sẽ quay trở lại mức năm 2019 vào năm 2025F với rủi ro lạm phát, chính sách kiểm soát Covid và rủi ro địa chính trị là những thách thức.
- CAGR 3 năm đối với lưu lượng nội địa/quốc tế cho giai đoạn 2022F-25F dự kiến là 10%/78%, thúc đẩy LNST tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 28% so với cùng kỳ.

QUAN SÁT

<GTT: 59.500>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Bán lẻ HK
Vốn hóa (tỷ đồng)	115,3
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	2.686,5
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	25
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,0
SH NĐTNN còn lại (%)	6,4
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	47,6-68

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.141	359	154
LNST (tỷ đồng)	191	-49	-118
ROA (%)	22%	-8%	-23%
ROE (%)	32%	-10%	-32%
EPS (đồng)	4.241	-1.089	-2.623
GTSS (đồng)	13.107	10.896	8.289
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	0
P/E (x)	19,6	-47,7	-19,8
P/B (x)	5,8	4,8	6,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù sự phục hồi mạnh mẽ của lưu lượng hành khách hàng không nội địa đã củng cố lợi nhuận cốt lõi vào cuối Q1 và Q2-2022, chúng tôi tin rằng việc tăng cường hoạt động tại các nhà ga quốc tế, trong bối cảnh hành khách quốc tế đang hồi phục, sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh hơn trong nửa cuối năm 2022.

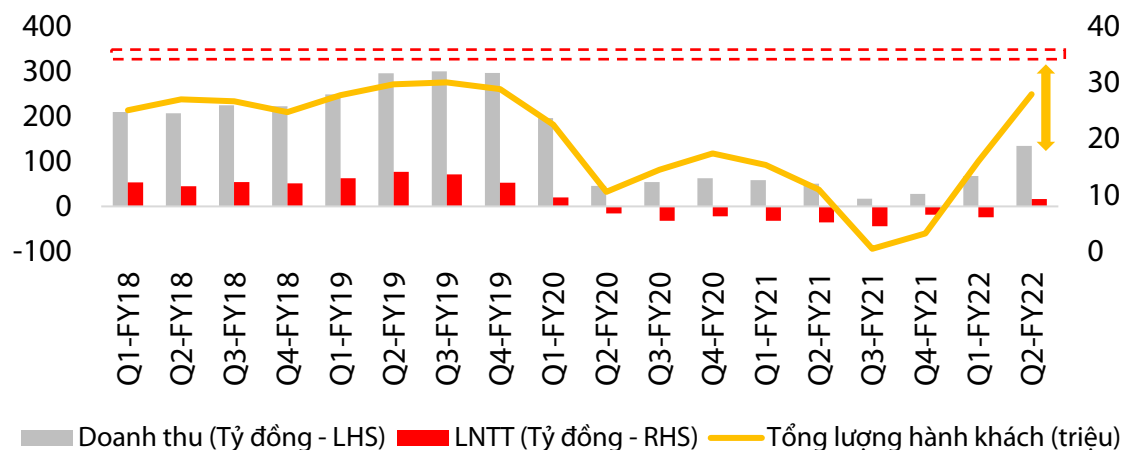
- AST đã mở lại 70% tổng số cửa hàng vào cuối Q2-2022, trong đó các cửa hàng tại các nhà ga nội địa đã được mở lại hoàn toàn. Điều này đã củng cố phần lớn cho doanh thu bán lẻ của AST, tăng lên khoảng 100 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022 so với 59 tỷ đồng vào năm 2021.
- Khoảng 40% cửa hàng tại các nhà ga quốc tế hiện vẫn đóng cửa. Với sự phục hồi liên tục của thị trường quốc tế, công ty sẽ mở lại tất cả các cửa hàng đã đóng cửa tại các nhà ga quốc tế (Tân Sơn Nhất, Nội Bài, Phú Quốc, Đà Nẵng), mang lại nhiều lợi nhuận hơn trong nửa cuối năm 2022.

Mặc dù chúng tôi tin rằng sự phục hồi của lưu lượng hành khách tại các sân bay sẽ thúc đẩy triển vọng thu nhập trong tương lai, nhưng mức định giá hiện tại vẫn chưa hợp lý với P/E 2022F là 103 lần (giả định rằng công ty đạt được kế hoạch lợi nhuận).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

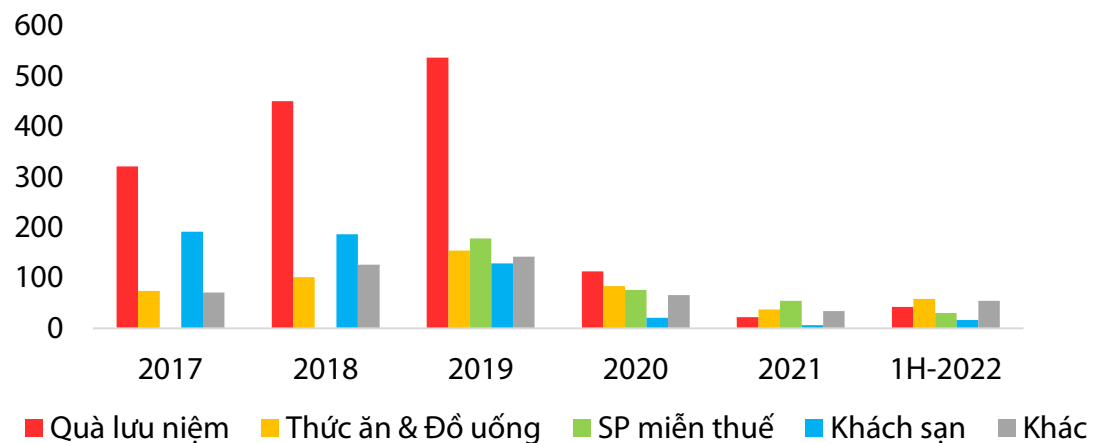
- Sức mua thấp hơn mong đợi của hành khách đi máy bay.

Hình 1: Lợi nhuận chuyển biến tích cực khi phục hồi lưu lượng khách



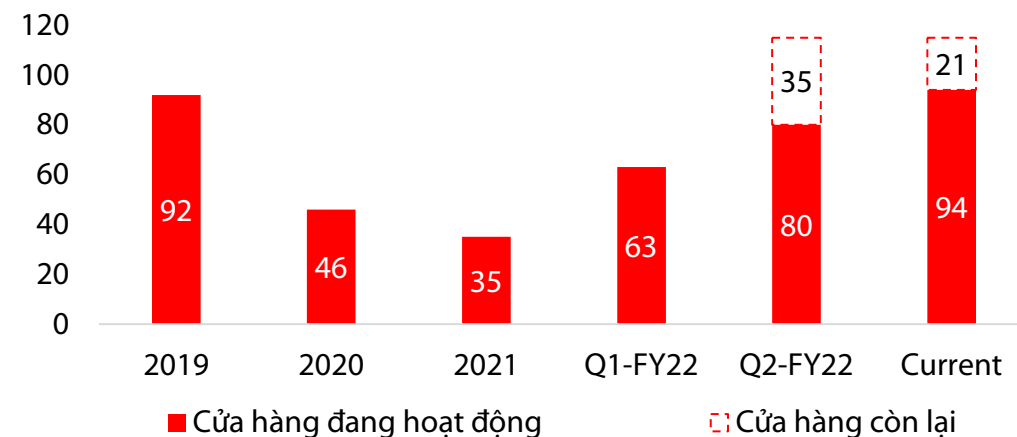
Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc



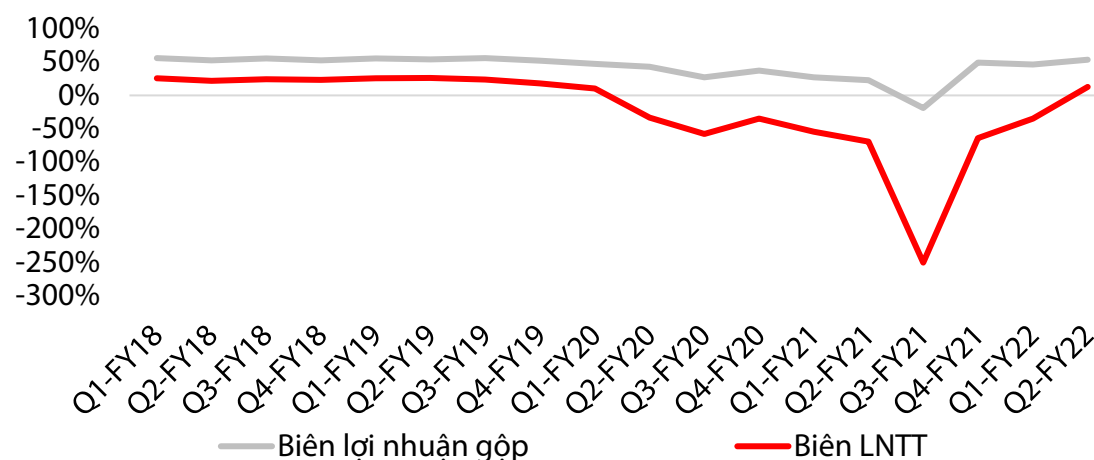
Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tiếp tục tái mở cửa các cửa hàng còn lại trong tương lai



Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên LN góp trở lại mức trước dịch trong Q2-2022



Nguồn: AST, CTCK Rồng Việt

NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN (IT)

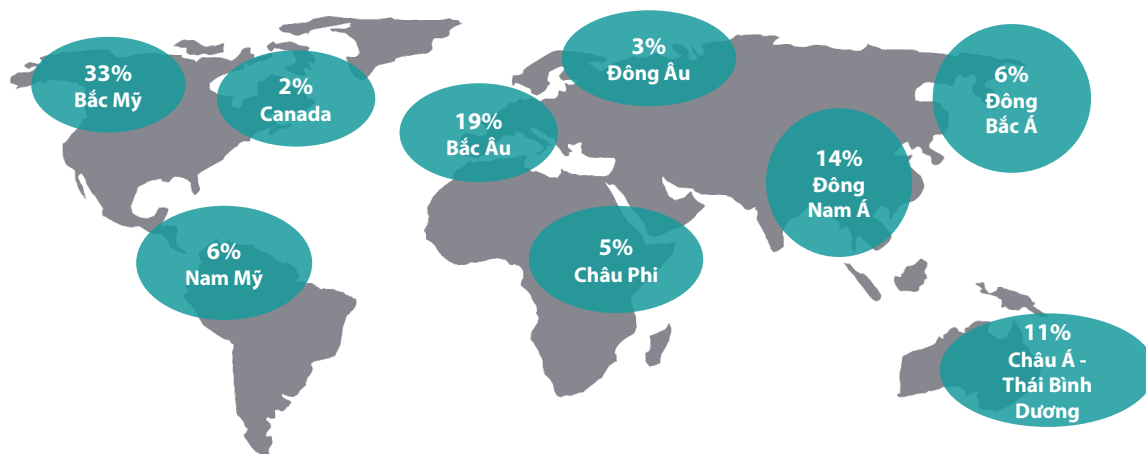
TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG
TRONG DÀI HẠN



Đỗ Thanh Tùng – tung.dt@vdsc.com.vn
Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn

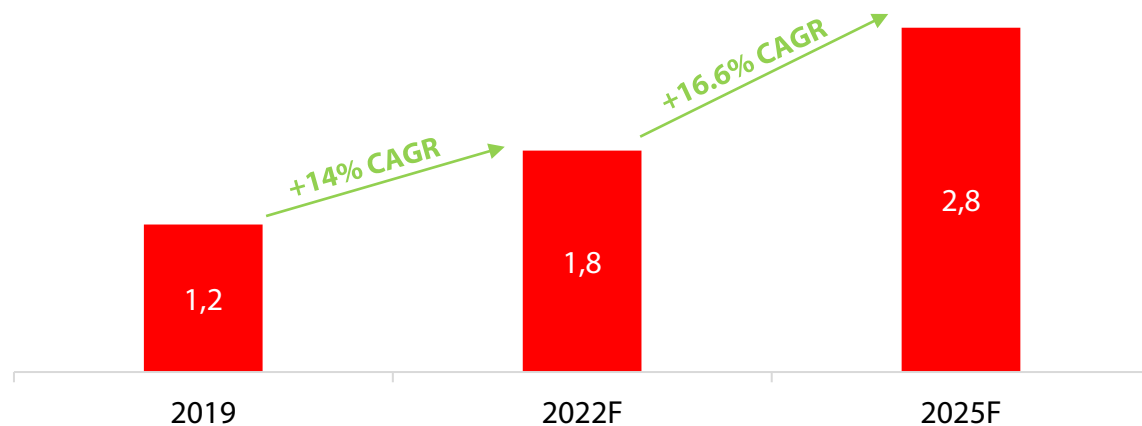


Hình 1: Tỷ lệ chi tiêu ngành CNTT toàn cầu theo thị trường



Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi tiêu chuyển đổi số (nghìn tỷ USD)



Nguồn: IDC, CTCK Rồng Việt

Mức chi tiêu dành cho chuyển đổi số sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ từ 2022 – 2025

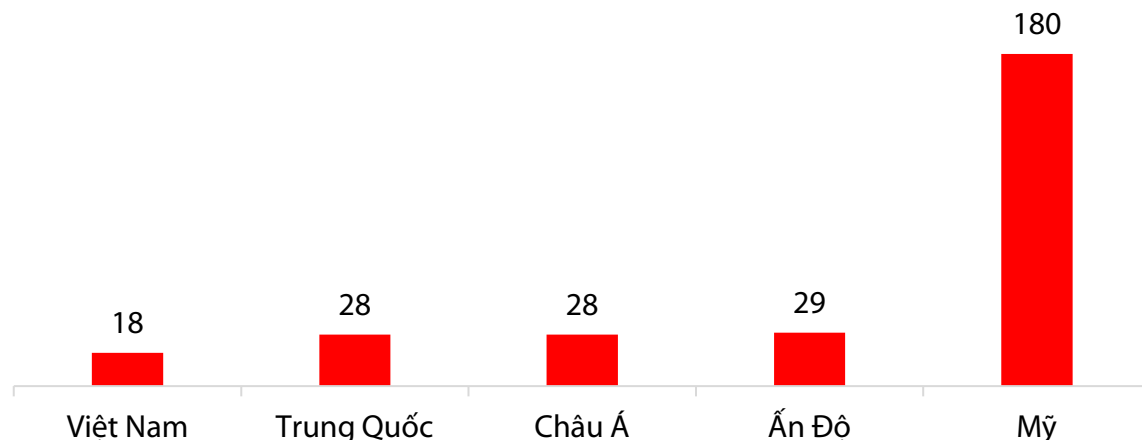
Theo dự báo của IDC – Hãng cung cấp dữ liệu thị trường về CNTT:

- Ngành công nghệ đang trên đà vượt mức 5.300 tỷ USD vào năm 2022, mức tăng trưởng trung bình hàng năm 5% - 6%. Trong đó, Mỹ là thị trường công nghệ lớn nhất thế giới, chiếm 33% tổng chi tiêu, tương đương khoảng 1.800 tỷ USD cho năm 2022.
- Chuyển đổi số dự báo tăng trưởng 17,6% trong năm nay, đạt 1.800 tỷ USD và tiếp tục tăng trưởng bền vững ở mức 16,6% CAGR trong ba năm tới.

Các công ty gia công phần mềm Việt Nam đã và đang bước chân vào những thị trường tiềm năng nhất

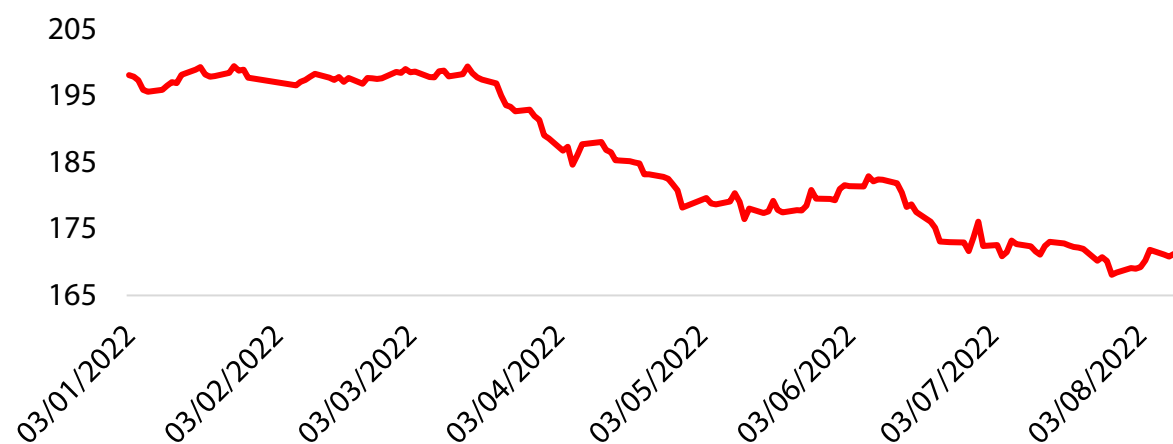
- FPT khởi đầu tại các thị trường quốc tế như Nhật Bản, Mỹ, EU, APC với dịch vụ gia công phần mềm và hiện tại đã dịch chuyển dần sang lĩnh vực chuyển đổi số kết hợp tư vấn.
- CMG hiện đã có những khách hàng tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, khu vực EU và sẽ chính thức bước chân vào thị trường Mỹ đầy tiềm năng trong năm 2022.

Hình 3: Chi phí phát triển phần mềm theo giờ (USD)



Nguồn: HSBC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Diễn biến tỷ giá JPY/VND



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

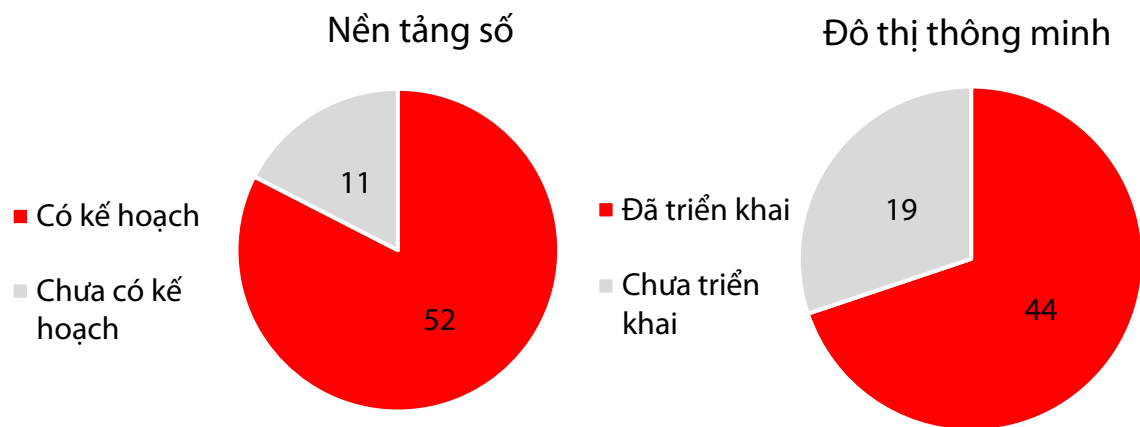
Chi phí nhân công rẻ và định hướng kinh doanh hợp lý gia tăng khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp Việt Nam

- Việt Nam được lựa chọn là điểm đến lý tưởng của khách hàng quốc tế khi chi phí phát triển phần mềm theo giờ của kỹ sư chỉ bằng 64% và 10% khi lần lượt so sánh với các nước Châu Á và Mỹ.
- Chiến lược đồng hành cùng các doanh nghiệp tư vấn lớn trên thế giới giúp FPT, CMG có được những bước tiến đáng kể khi bước ra thế giới.

Biến động từ kinh tế thế giới có những tác động tiêu cực

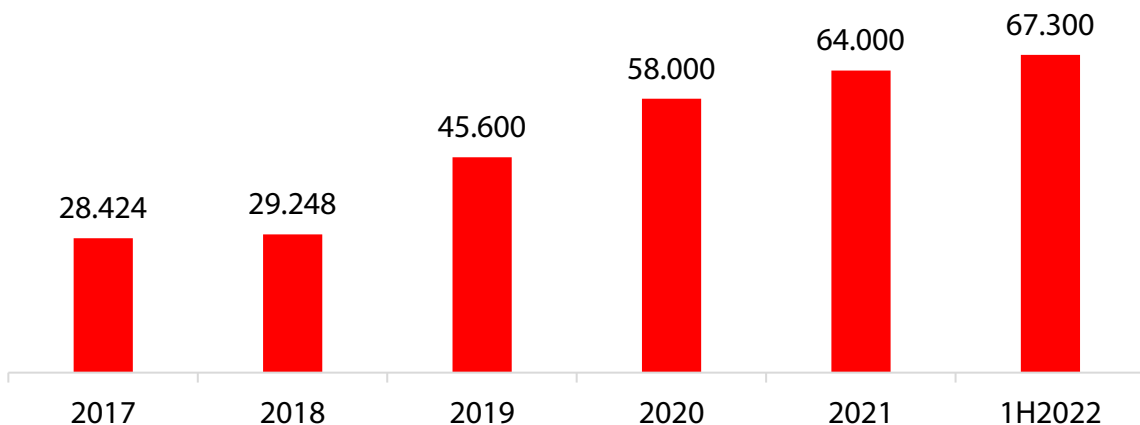
- Nhật Bản là thị trường lớn đối với nhiều doanh nghiệp gia công phần mềm của Việt Nam, kể từ đầu năm tỷ giá JPY/VND đã giảm 13% YTD, tác động tiêu cực khi chuyển doanh thu về Việt Nam.
- Lạm phát tại Mỹ tăng nhanh kể từ tháng 2/2022, chỉ số CPI đạt mức kỷ lục là 9,1% vào T6/2022. Chúng tôi lo ngại yếu tố lạm phát sẽ ảnh hưởng tới mức chi tiêu dành cho CNTT tại thị trường Mỹ. Tuy nhiên đồng USD mạnh hơn có thể bù đắp lại ảnh hưởng này.

Hình 5: Số lượng địa phương chuyển đổi số sau 1H2022



Nguồn: Bộ thông tin và truyền thông, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Số lượng DN chuyển đổi số tính đến 1H2022



Nguồn: Bộ thông tin và truyền thông, CTCK Rồng Việt

Xu hướng chuyển đổi số lan tỏa rộng khắp khu vực công và khu vực tư nhân

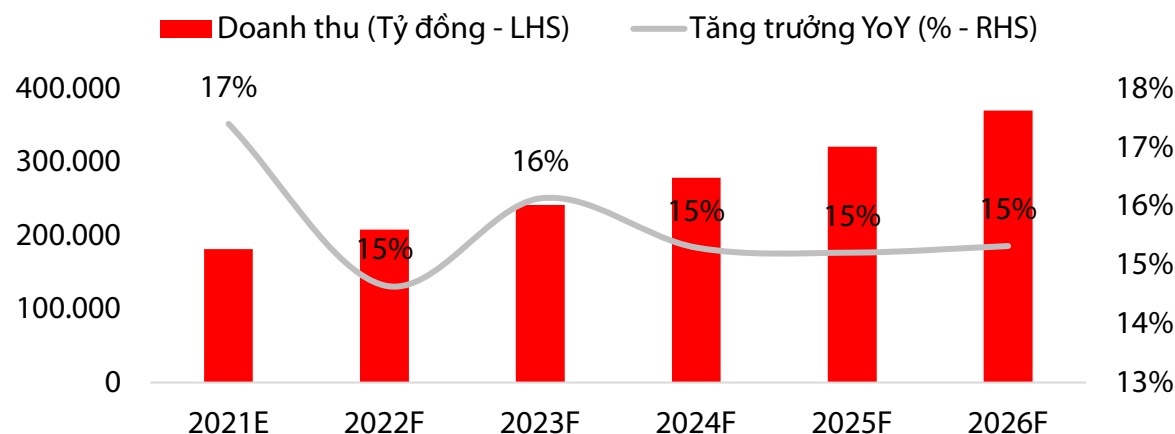
- Kết thúc nửa năm 2022, đã có 52/63 địa phương công bố lựa chọn nền tảng số triển khai trong năm 2022. Nhiệm vụ của Chính phủ đặt ra 63/63 địa phương phải có ít nhất một nền tảng số trong năm 2022.
- Hiện đã có 44/63 địa phương đã triển Trung tâm giám sát, điều hành thông minh cấp tỉnh.
- Mục tiêu tới cuối năm Việt Nam sẽ có 70.000 doanh nghiệp chuyển đổi số, tăng trưởng 9% YoY. Số lượng các doanh nghiệp tham gia chuyển đổi số tại Việt Nam lũy kế 1H2022 đạt 67.300 doanh nghiệp, tăng 3.300 so với thời điểm đầu năm và hoàn thành 55% kế hoạch năm.

Theo Bộ kế hoạch và đầu tư vào tháng 3/2022, tổng số vốn đầu tư công thuộc NSNN cho lĩnh vực công nghệ giai đoạn 2021 – 2025 khoảng 10.157 tỷ đồng (chiếm 0,35% tổng vốn đầu tư), trong đó 8.312 tỷ đồng dành cho trung ương và 1.845 tỷ đồng dành cho địa phương.

Tồn tại nhiều hạn chế trong quá trình chuyển đổi số tại địa phương

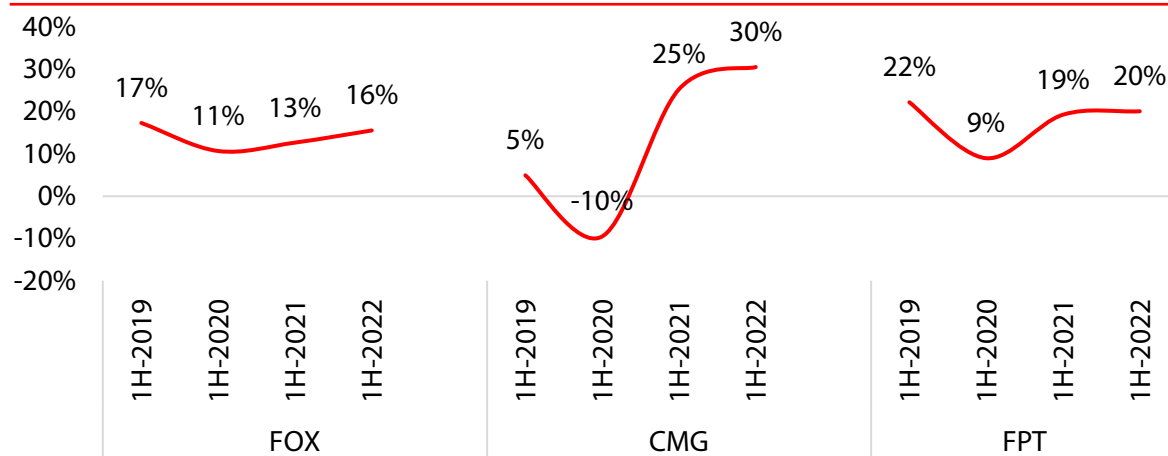
- Nền tảng chuyển đổi số của các địa phương dừng ở mức cơ bản.
- Triển khai chuyển đổi số trên cả nước đang chưa đồng đều, thiếu cấu trúc nhất quán và tốc độ giải ngân còn chậm trễ.

Hình 7: Ước tính doanh thu lĩnh vực CNTT



Nguồn: BMI, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Tăng trưởng doanh thu YoY của các công ty tiêu biểu (%)



Nguồn: FOX, CMG, FPT, CTCK Rồng Việt

Lĩnh vực công nghệ thông tin được dự báo sẽ duy trì mức tăng trưởng hai con số trong dài hạn

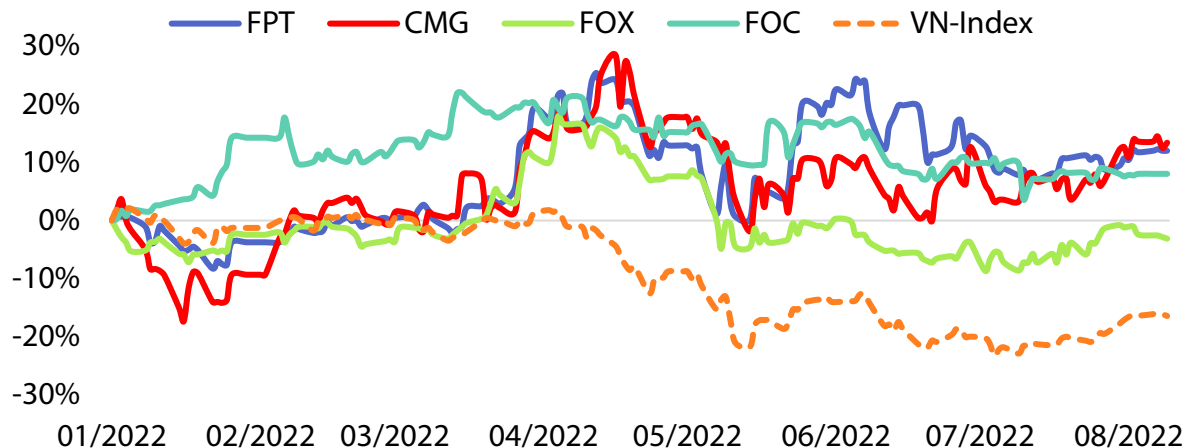
Fitch Solutions dự báo quy mô thị trường CNTT Việt Nam sẽ đạt 208 nghìn tỷ đồng trong năm 2022 và 370 nghìn tỷ đồng vào năm 2026, tương đương với mức tăng trưởng kép 15%. Động lực tăng trưởng tới từ:

- Nhu cầu cao về chuyển đổi số đa lĩnh vực thuộc khối nhà nước và tư nhân để bắt kịp tốc độ phát triển của thế giới.
- Chuyển đổi số được xem như giải pháp nâng cao hiệu suất, tối ưu quy trình làm việc, qua đó thúc đẩy nền kinh tế Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng GDP kỳ vọng là 6,5% - tương đương với các quốc gia đang phát triển.

Thời kỳ hậu COVID-19 các doanh nghiệp ngành CNTT

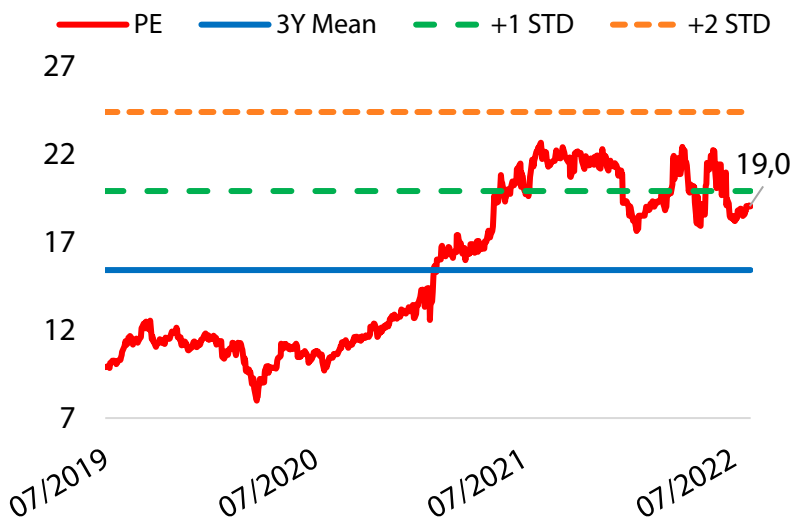
- Các công ty công nghệ đầu ngành là FOX, CMG, FPT ghi nhận doanh thu 1H2022 lần lượt đạt 7.077 tỷ đồng (+16% YoY), 3.485 tỷ đồng (+30% YoY) và 19.480 tỷ đồng (+20% YoY).
- Tốc độ tăng trưởng những công ty này tiếp tục duy trì ở mức cao trong nửa đầu năm 2022, điều này khá tương đồng với dự báo của Fitch Solutions.

Hình 9: Diễn biến giá cổ phiếu ngành công nghệ YTD (%)

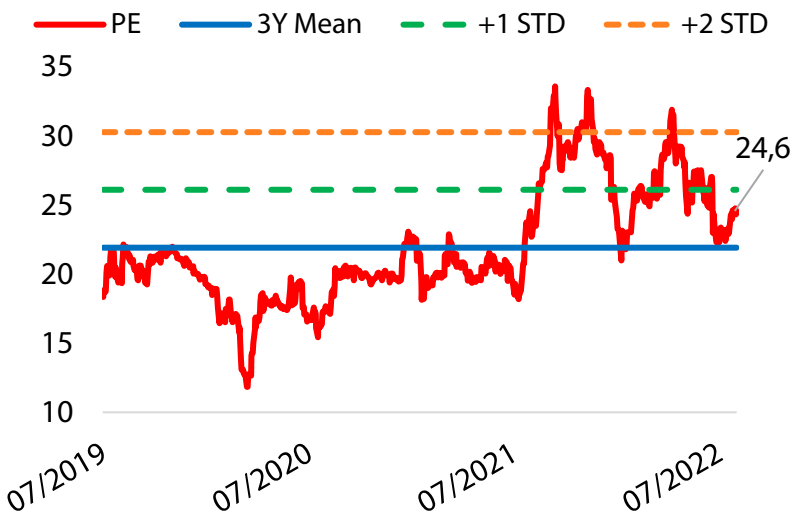


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

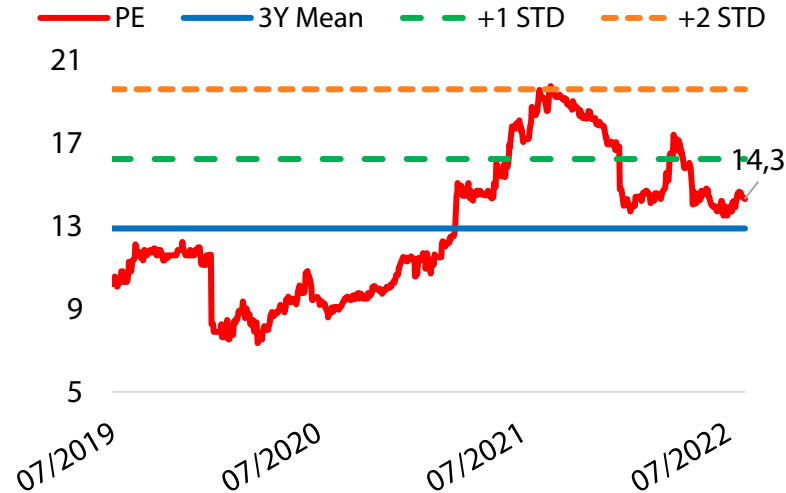
Hình 10: FPT P/E



Hình 11: CMG P/E



Hình 12: FOX P/E



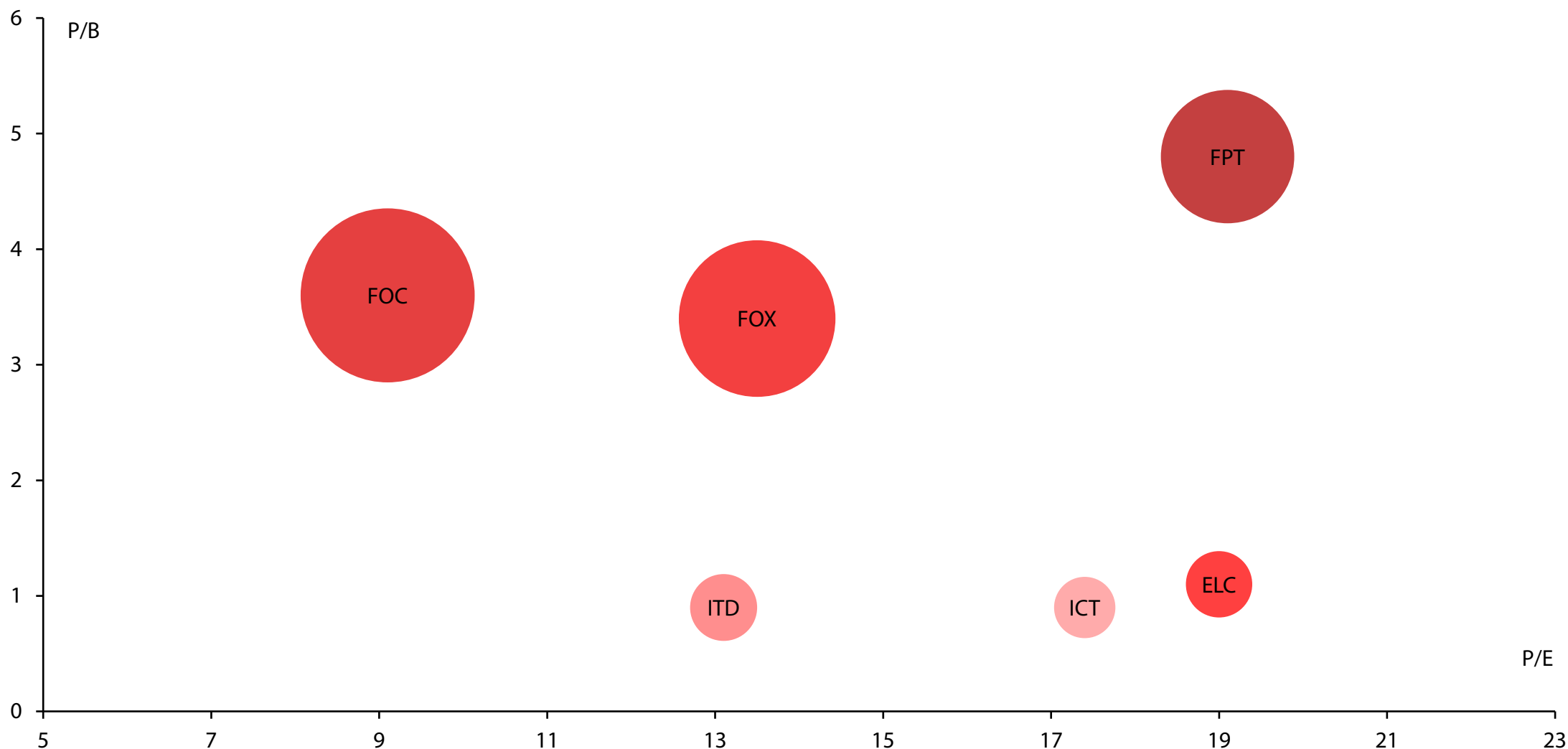
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Diễn biến giá cổ phiếu nhóm công nghệ có xu hướng tương đồng với chỉ số VNINDEX và có phần tích cực hơn khi không giảm quá mạnh trong giai đoạn thị trường điều chỉnh.

- FPT tăng mạnh trong giai đoạn tháng 5/2022 nhờ dòng tiền của ETF VN Diamond đã cải thiện hiệu suất vượt trội hơn so với các cổ phiếu cùng ngành và VNINDEX.
- Sau giai đoạn đi ngang trong Q2/2022, CMG công bố KQKD Q1-2022 (kỳ báo cáo 01/03 – 30/06) khả quan nhờ tăng trưởng ở lĩnh vực kinh doanh quốc tế và sự hồi phục của thị trường chung đã giúp cổ phiếu tăng giá trở lại.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
FPT	94.344	110.300	16,83	302,93	19,32	17,66	25,08	15,37	9,20	22,32	1,16	19,09	4,82
CMG	6.747		31,39	440,70	9,55	6,44	81,23	5,18	4,60	10,50	0,00	24,37	2,96
FOC	2.210		26,52	268,75	42,28	44,90	17,21	35,83	27,88	37,97	6,67	9,09	3,57
FOX	23.277		12,64	306,96	25,85	19,45	21,02	15,54	9,61	30,72	1,41	13,49	3,43
ICT	563		12,22	247,67	4,51	3,64	-90,35	1,75	1,79	4,68	7,43	17,35	0,86
ELC	917	16.100	51,48	226,24	6,03	8,79	-58,83	7,53	4,13	5,49	0,00	19,01	1,05
ITD	263		169,00	158,00	3,63	13,41	-381,12	10,42	3,42	5,55	0,00	13,08	0,87

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

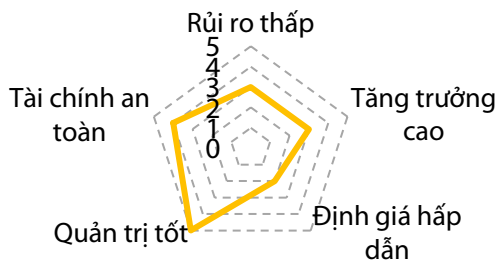
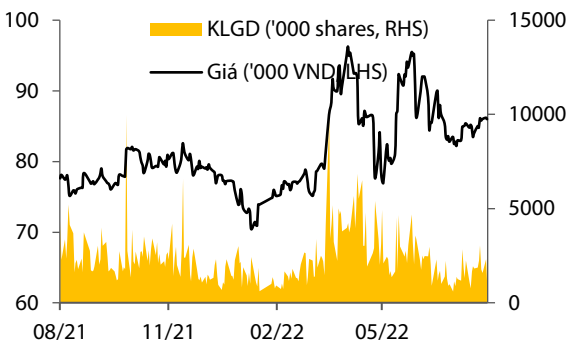


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: 30%

<GTT: 86.400>

<GMT: 110.300>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.049,1
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	94.344,3
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	2.033
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	0,0
SH NHĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	70,4-96,3

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	35.657	43.254	52.284
LNST (tỷ đồng)	4.337	6.114	7.310
ROA (%)	8,1%	11,4%	8,9%
ROE (%)	24,2%	34,1%	25,1%
EPS (đồng)	4.779	5.552	6.639
GTSS (đồng)	19.765	19.765	26.598
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	2.000	2.000
P/E (x)	19,5	15,6	13,0
P/B (x)	3,9	4,4	3,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tin rằng triển vọng dài hạn hấp dẫn của phân khúc dịch vụ CNTT toàn cầu không bị ảnh hưởng; Mảng này sẽ dẫn đầu tăng trưởng thu nhập của Tập đoàn trong 3 năm tới.

- Mặc dù suy thoái kinh tế toàn cầu vẫn là mối quan tâm chính sẽ tác động đến chi tiêu cho CNTT, nhưng suy thoái cũng khiến các doanh nghiệp lựa chọn các giải pháp thay thế tối ưu hơn, mang lại cơ hội cho các nhà cung cấp CNTT cỡ trung như FPT Software, công ty đang đưa ra mức giá cạnh tranh so với các đối thủ Ấn Độ.
- Chúng tôi thấy rằng F-Soft có vị trí tốt trong việc nắm bắt xu hướng cấu trúc áp dụng kỹ thuật số với năng lực công nghệ cốt lõi được nâng cao, được hỗ trợ bởi khả năng thích ứng cao với công nghệ mới, lực lượng nhân sự trẻ và phạm vi dịch vụ rộng hơn (tư vấn).
- Mỹ là thị trường lớn thứ hai, sẽ thúc đẩy phân khúc này do FPT Software cũng đang nâng cấp khả năng giao hàng gần Mỹ với việc đầu tư mới vào Intetec và các văn phòng mới tại Mỹ (New York vào tháng 5/2022 và Miami trong nửa cuối năm 2022).

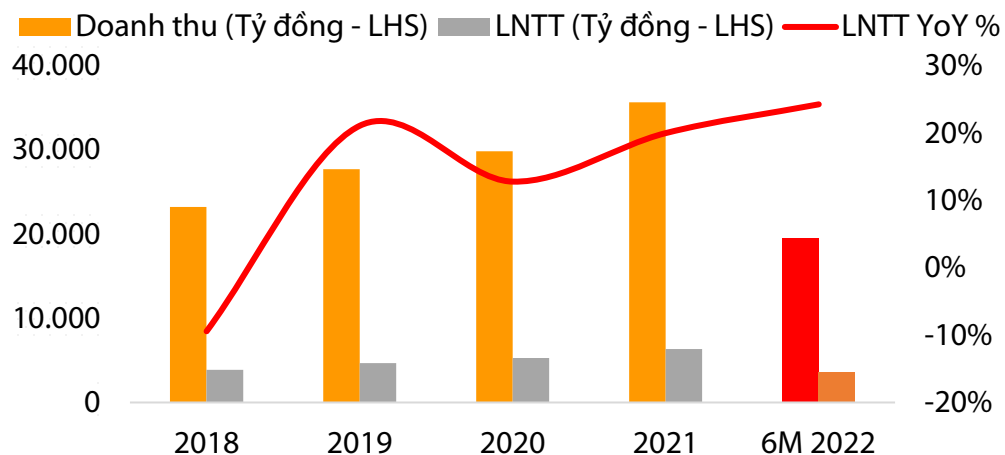
Sự giảm tốc trong ngắn hạn của các dịch vụ CNTT trong nước sẽ tạo dư địa cho tăng trưởng cao hơn trong nửa cuối năm 2022 trở đi. Mặc dù một số lĩnh vực như Ngân hàng, Bất động sản của FIS đã phải đối mặt với một số sụt giảm trong nửa đầu năm 2022 và ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng chung của phân khúc, chúng tôi tin rằng FIS có cơ hội lớn để đáp ứng nhu cầu DX lành mạnh ở thị trường nội địa trong dài hạn vì chúng tôi tin rằng việc áp dụng kỹ thuật số là một xu hướng tất yếu.

Truyền hình trả tiền, Trung tâm dữ liệu (DC) nhằm mang lại cơ hội tăng trưởng cao cho mảng Viễn thông trong khi mở rộng giáo dục từ K-12 là động lực chính cho mảng Giáo dục.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

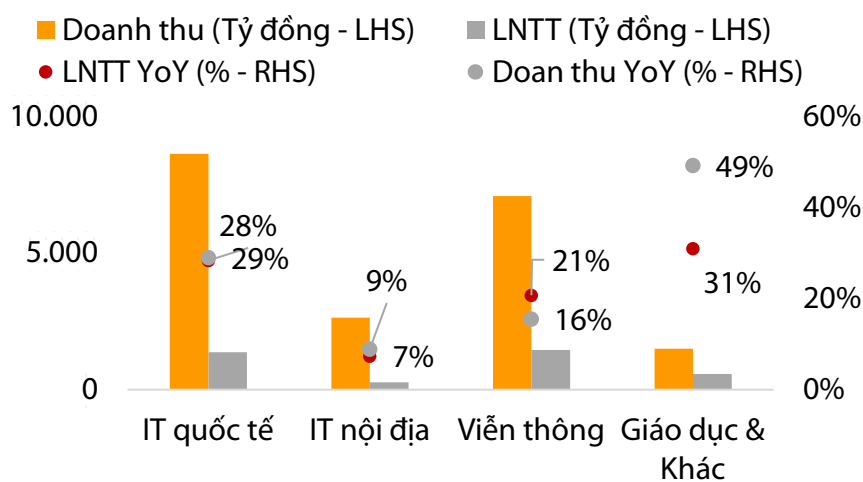
- Ngoại tệ giảm giá tác động đến tăng trưởng doanh thu của F-Soft tại các thị trường tương ứng.

Hình 1: Tổng quan KQKD 6T 2021



Nguồn: FPT, CTCK Rong Việt

Hình 2: KQKD theo phân khúc



Hình 3: Tỷ suất LNTT

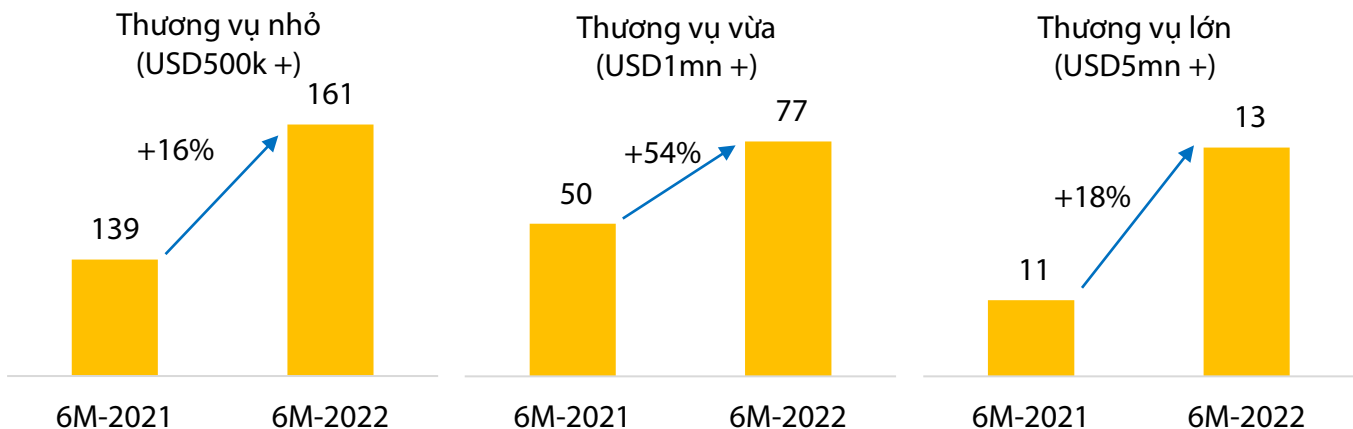
Mảng	6T-2022	YoY
CNTT toàn cầu	15,8%	-8 bps
CNTT nội địa	10,0%	-14 bps
Viễn thông	19,1%	+86 bps
Quảng cáo online	44,9%	-102 bps
Biên LNTT	18,3%	+25 bps

Lĩnh vực công nghệ tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt, đóng góp 57% doanh thu và 45% LNTT của Tập đoàn. Trong đó, hoạt động của các dịch vụ CNTT toàn cầu có khả năng phục hồi mạnh mẽ bất chấp rủi ro suy thoái và đồng JPY mất giá. Trong khi đó, mảng dịch vụ CNTT trong nước đã giảm tốc trong Q2 2022 do những khó khăn trong lĩnh vực ngân hàng (hạn chế room cho vay) và bất động sản.

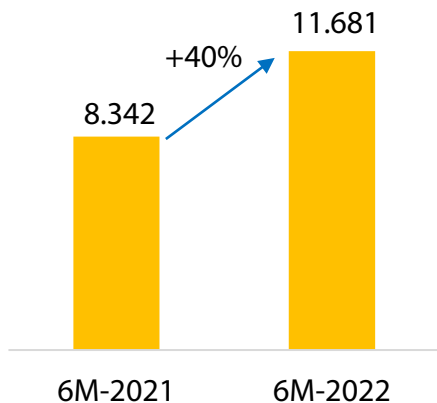
Mảng viễn thông ghi nhận LNTT tăng 21% YoY, đóng góp 40% tổng LNTT nhờ biên lợi nhuận mở rộng ở cả dịch vụ băng thông rộng và dịch vụ Truyền hình trả tiền.

LNTT của mảng giáo dục, đầu tư và các mảng khác tăng 31% YoY nhờ kết quả tốt của các liên doanh chủ chốt là FPT Retail và Synnex FPT, trong khi hoạt động giáo dục vẫn ghi nhận tăng dần về số lượng sinh viên.

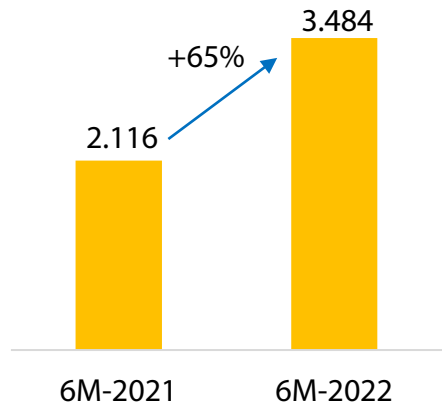
Hình 4: Tổng quan KQKD



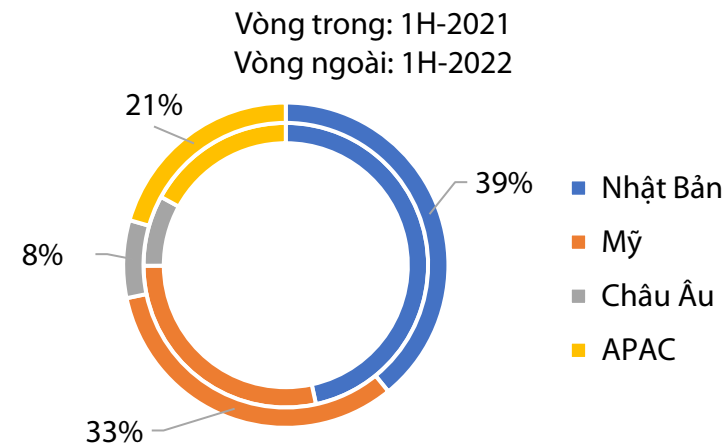
Hình 5: Doanh thu đã ký



Hình 6: Doanh thu DX



Hình 7: Đóng góp thị phần quốc tế

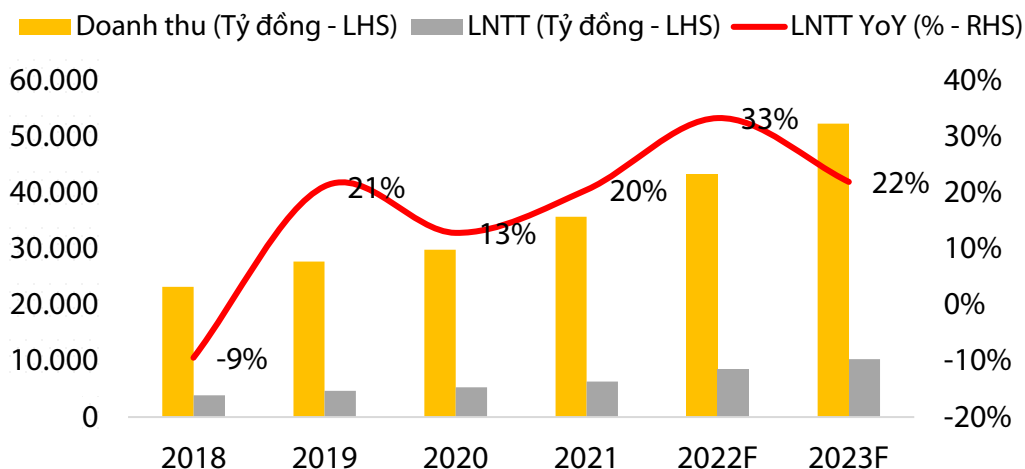


Thị trường	6T-2022 (tỷ VND)	YoY
Nhật Bản	3.375	8%
Mỹ	2.811	48%
Châu Âu	666	24%
APAC	1.770	56%
Dịch vụ CNTT toàn cầu	8.622	29%

Nguồn: FPT, CTCK Rong Viet

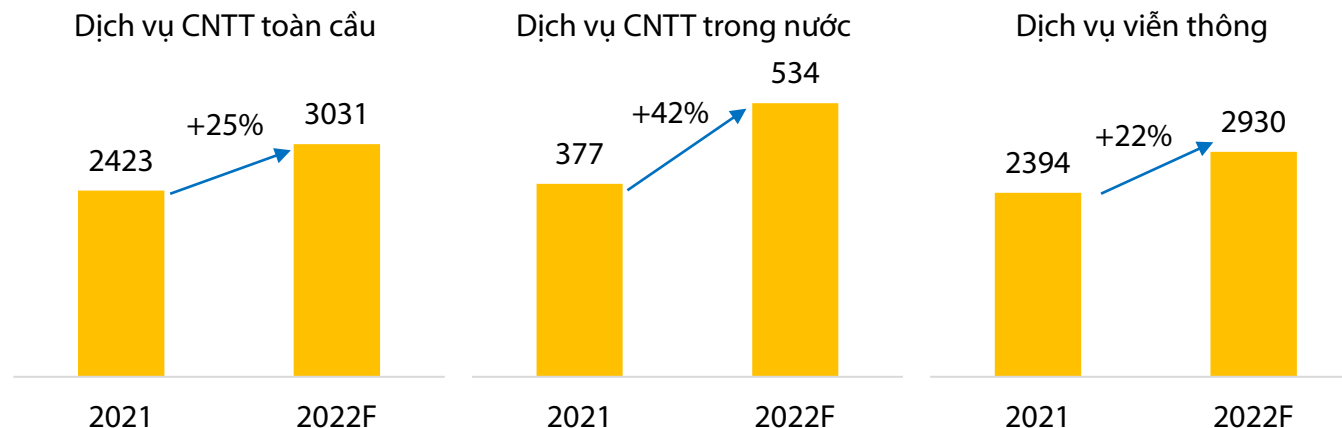
- Giá trị các đơn đặt hàng mới được ký kết tăng mạnh 40% YoY lên 11,7 tỷ đồng.
- Bên cạnh đó, nỗ lực của FPT trong việc triển khai các giải pháp công nghệ mới trong lĩnh vực Mã hóa thấp, Đám mây và Blockchain cho khách hàng quốc tế đã giúp doanh thu DX đạt 3.484 tỷ đồng, tăng 65% YoY.
- Đáng chú ý, Tập đoàn đã đảm bảo 13 thương vụ lớn (giá trị hợp đồng hơn 5 triệu USD) trong 6T 2022.

Hình 8: Dự phóng 2022F-23F



Nguồn: FPT, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Dự phóng LNTT của các phân khúc



Riêng năm 2022F/23F, chúng tôi dự phóng LNTT sẽ tăng 33% YoY/22% YoY với tốc độ tăng trưởng LNTT tương ứng như sau:

- Dịch vụ CNTT toàn cầu 25% YoY/22%. Chúng tôi tin rằng các dịch vụ CNTT toàn cầu sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong hai năm tới với sự tăng trưởng mạnh mẽ của doanh thu đã ký kết trong 6T-2022. Lợi thế cạnh tranh của lực lượng lao động trẻ và giá cả rẻ hơn sẽ đảm bảo cho FPT Software trong trường hợp kinh tế toàn cầu suy thoái trầm trọng hơn.
- Dịch vụ CNTT trong nước tăng 42% YoY/33%. Mức nền cơ sở dịch vụ CNTT trong nước thấp trong Q4-2021 sẽ thúc đẩy tăng trưởng của phân khúc này trong nửa cuối năm 2022, với sự phục hồi của các lĩnh vực chính là Ngân hàng và Bất động sản.
- Mạng viễn thông ghi nhận 22% YoY/17% YoY. Chúng tôi kỳ vọng PayTV và Data center sẽ hỗ trợ phân khúc này về mặt doanh thu và biên LNTT trong khi các dịch vụ băng thông rộng dường như bị ảnh hưởng bởi sự bão hòa của ngành.

THEO DÕI

<GTT: 61.900>

<GMT: N/A>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

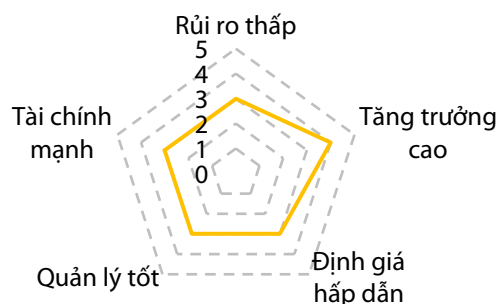
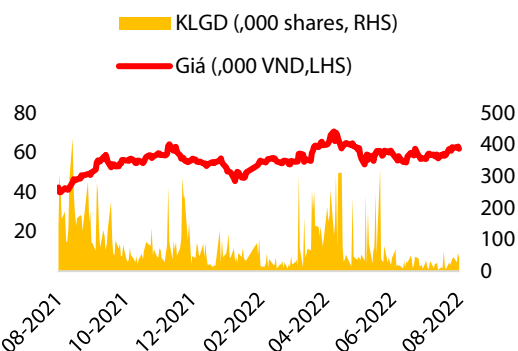
TÀI CHÍNH

2019A 2020A 2021A

Ngành Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng) 6.747
SLCP đang lưu hành (triệu CP) 109
KLBO 3 tháng (nghìn CP) 46
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) 3
SH NĐTNN còn lại (%) 9,4
BQ giá 52 tuần ('000 VND) 71 – 40,37

Doanh thu (tỷ đồng) 4.856
LNST (tỷ đồng) 144
ROA (%) 5%
ROE (%) 6%
EPS (đồng) 1.440
GTSS (đồng) 22.412
Cổ tức tiền mặt (đồng) 1.500
P/E (x) 26,4
P/B (x) 1,6

5.181
6.290
175
242
4%
6%
1.754
2.216
23.989
24.678
1.000
0
23,6
24,8
1,6
2,2



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

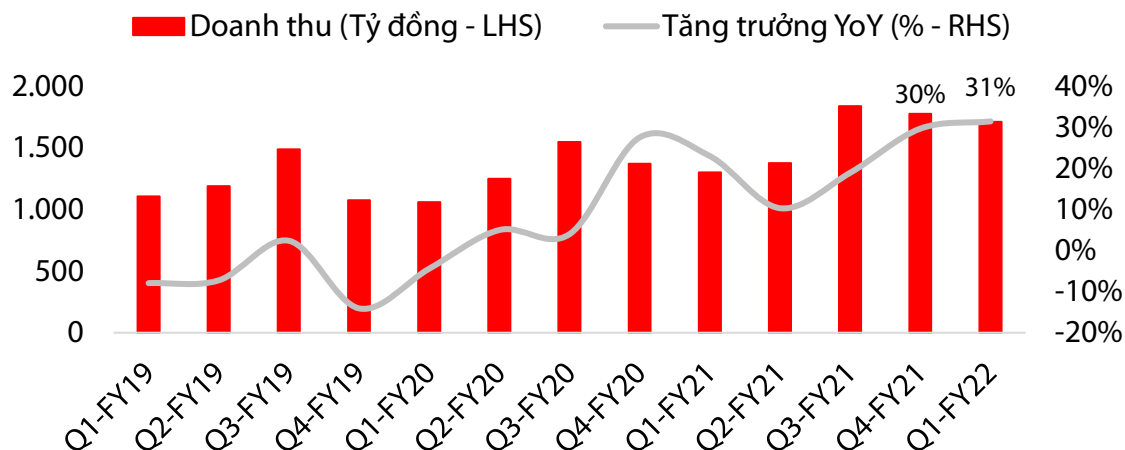
- Data center (DC) Tân Thuận chính thức đi vào hoạt động sẽ mang tới doanh thu trong dài hạn.** Năm 2022, DC Tân Thuận với quy mô 1.200 racks đã chính thức đi vào hoạt động, trung tâm dữ liệu hiện đại đạt chuẩn Tier-3 sẽ đáp ứng được nhu cầu của nhiều khách hàng lớn trong mảng Ngân hàng, Bất động sản,...
- Dư địa tăng trưởng từ xu hướng chuyển đổi số là rất lớn.** Nhờ vào chi phí nhân công rẻ và sự đồng hành cũng đối tác chiến lược Samsung SDS sẽ giúp CMG tự tin với kế hoạch tiến ra toàn cầu. Trong năm 2022 sẽ mở rộng thị trường mới tại Singapore và mở thêm thêm chi nhánh thứ 2 tại Nhật Bản (Osaka), đồng thời cũng tiến vào thị trường Mỹ khi dự kiến mở văn phòng đại diện đầu tiên tại thị trường tiềm năng này.
- Chính thức bước chân vào lĩnh vực Giáo dục.** Tháng 2/2022, CMG thực hiện thương vụ M&A với Đại học Á Châu (sau đó đổi tên thành Đại học CMC). CMC Uni đã chính thức tuyển sinh năm 2022.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Diễn biến xấu từ vĩ mô thế giới có thể làm giảm chi tiêu dành cho hoạt động chuyển đổi số.
- Tỷ giá JPY/VND suy giảm có thể tác động tới kết quả kinh doanh của CMG.

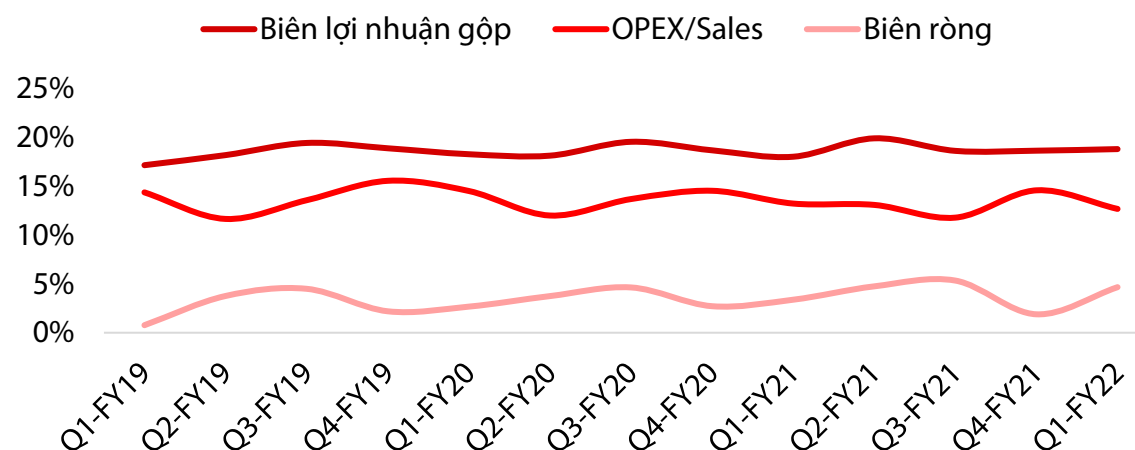
(*) Lưu ý: Kỳ báo cáo tài chính từ ngày 01/04 – 31/03

Hình 1: Doanh thu và tăng trưởng theo quý*



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt, *Kỳ báo cáo tài chính từ ngày 01/04 – 31/03

Hình 2: Biên lợi nhuận không có nhiều biến động



Nguồn: CMG, CTCK Rồng Việt

Từ mức nền thấp của năm 2021, các khối kinh doanh đều đạt mức độ tăng trưởng tốt

- Kết thúc Q1/2022 của năm tài chính 2022 (01/04/2022 – 31/03/2022), CMG ghi nhận doanh thu và LNTT lần lượt đạt 1.710 tỷ đồng (+31% YoY) và 106 tỷ đồng (+45% YoY), tương ứng hoàn thành 20% và 25% kế hoạch. Doanh thu tăng trưởng ấn tượng ở cả ba khối kinh doanh: Khối Kinh doanh quốc tế, khối Viễn thông và khối Giải pháp công nghệ lần lượt tăng trưởng 90%, 23% và 29% so với cùng kỳ.
- LNST Q1/2022 ghi nhận 80 tỷ đồng (+82% YoY), đóng góp chính nhờ khối Kinh doanh quốc tế và khối giải pháp công nghệ lần lượt tăng trưởng 97% và 67% so với cùng kỳ.

TÍCH LŨY: -7%

<GTT: 18.000>

<GMT: 16.100>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

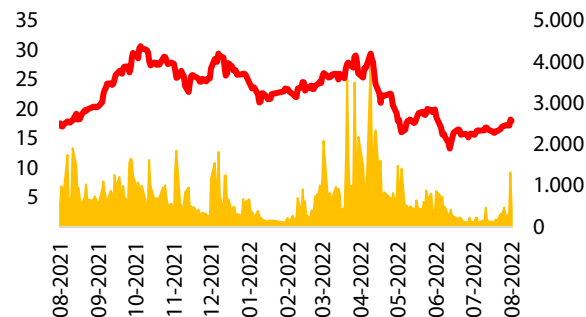
TÀI CHÍNH

2021A

2022F

2023F

KLGD (,000 shares, RHS) — Giá (,000 VND, LHS)



Ngành	Công nghệ
Vốn hóa (tỷ đồng)	917
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	51
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	397
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7
SH NĐTNN còn lại (%)	45,4
BQ giá 52 tuần (‘000 VND)	30,85 – 12,7

Doanh thu (tỷ đồng)	659	908	970
LNST (tỷ đồng)	48	58	64
ROA (%)	4,2%	4,2%	4,5%
ROE (%)	5,6%	5,7%	6,2%
EPS (đồng)	946	1.092	1.215
GTSS (đồng)	16.828	14.537	14.853
Cổ tức tiền mặt (đồng)	600	600	0
P/E (x)	27,3	20,4	18,4
P/B (x)	1,5	1,1	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đầu tư công sẽ tạo nên “mảnh đất màu mỡ” cho một doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực Giao thông thông minh (GTTM) như ELC.

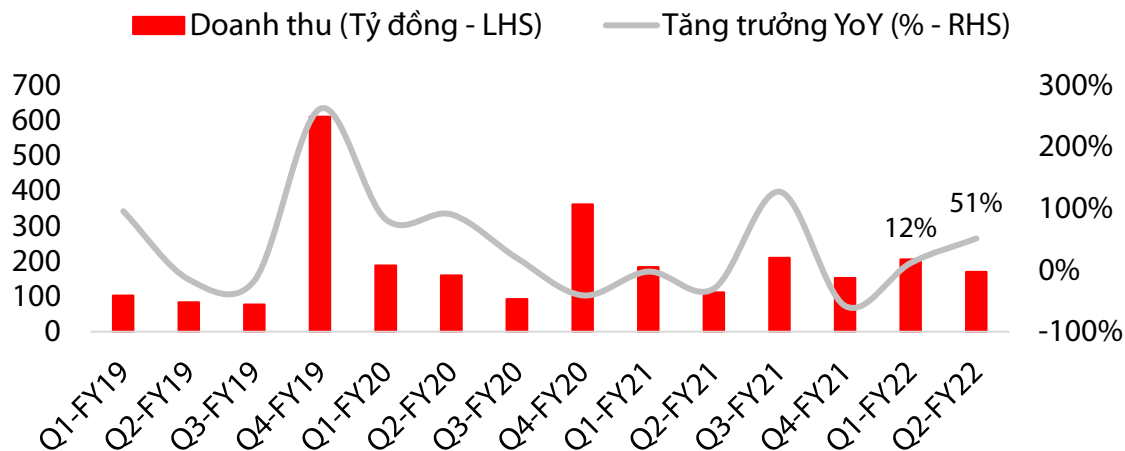
- Quy mô đầu tư cho GTTM trên các tuyến đường cao tốc Bắc Nam và trong đô thị là rất đáng kể.** Cao tốc Bắc – Nam là dự án trọng điểm của Chính phủ trong giai đoạn 2017 – 2025, tổng mức đầu tư cho dự án này là rất lớn, có giá trị lên tới 265.000 tỷ đồng, được chia làm hai giai đoạn từ 2017 – 2021 và 2021 – 2025. Trong đó, chúng tôi ước tính giá trị cho hạng mục GTTM khoảng 9.500 tỷ đồng. Trong khi đó, xu hướng các địa phương xây dựng hệ thống GTTM trong đô thị đang tăng nhanh trong những năm gần đây. Quy mô cho những đề án xây dựng GTTM đô thị được doanh nghiệp ước tính lên tới 6.000 tỷ đồng từ 2022 – 2026.
- Chính phủ đẩy mạnh chuyển đổi số, áp dụng hệ thống thu phí tự động không dừng trên toàn bộ các trạm thu phí trên toàn quốc.** Vào Q2/2022, Việt Nam đã thực hiện chuyển đổi 246 làn thu phí tự động không dừng, qua đó hoàn thành toàn bộ 821/821 làn thu phí tự động không dừng thuộc 118 trạm thu phí đã đi vào hoạt động.
- ELC là nhà thầu có kinh nghiệm trong lĩnh vực GTTM.** ELC đã thực hiện nhiều dự án cung cấp, lắp đặt thiết bị hệ thống GTTM trong đô thị và trên đường cao tốc. Do đó, chúng tôi tin rằng doanh thu mảng GTTM của ELC có thể duy trì trên 300 tỷ đồng trong vòng 5 năm tới.

Lĩnh vực Viễn thông và An ninh quốc phòng mang lại doanh thu ổn định. Lĩnh vực Viễn thông và An ninh quốc phòng sẽ chưa được doanh nghiệp chú trọng đẩy mạnh phát triển trong giai đoạn 2022 – 2026. Do đó, doanh thu chính sẽ tới từ các dự án có tính chất thường niên, giá trị khoảng 200 – 300 tỷ đồng/năm cho mỗi lĩnh vực.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ xây dựng cao tốc Bắc – Nam chậm trễ hơn kỳ vọng.

Hình 1: Doanh thu và tăng trưởng theo quý

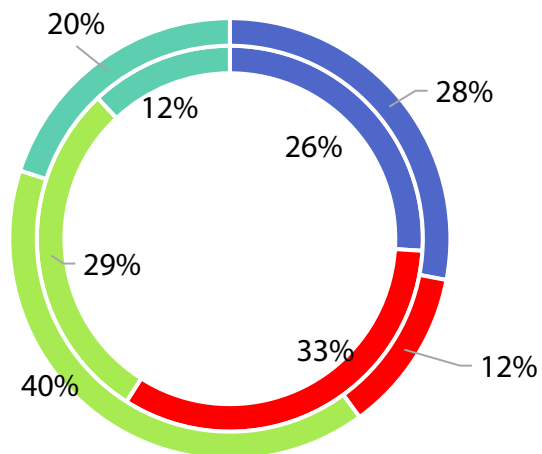


Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh

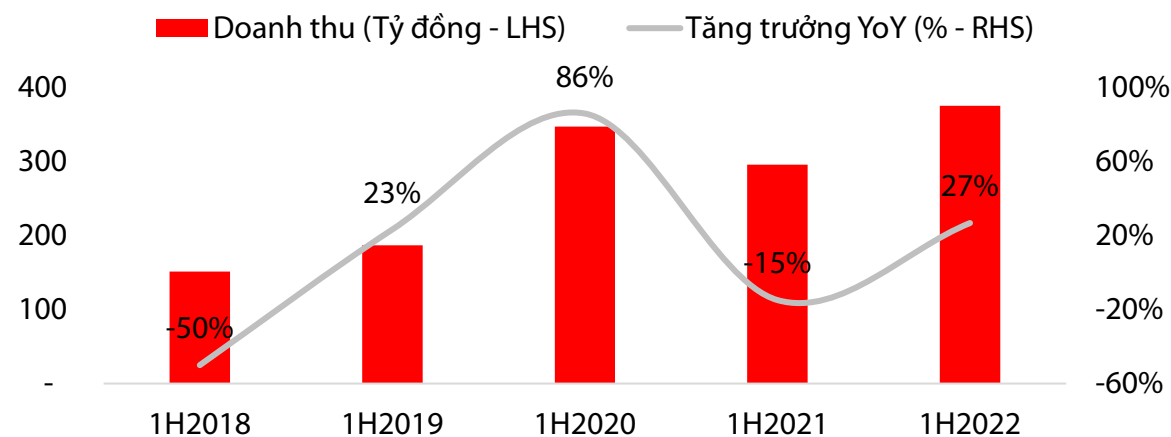
Vòng trong: 2021
Vòng ngoài: 1H2022

- Viễn thông
- An ninh quốc phòng
- Giao thông thông minh
- Khác



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

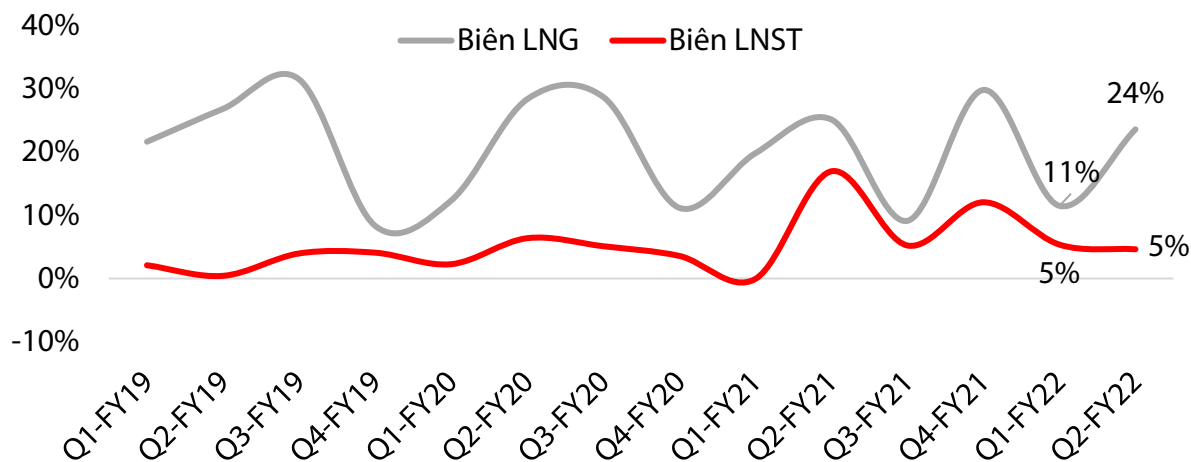
Hình 2: Doanh thu và tăng trưởng lũy kế nửa đầu năm



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

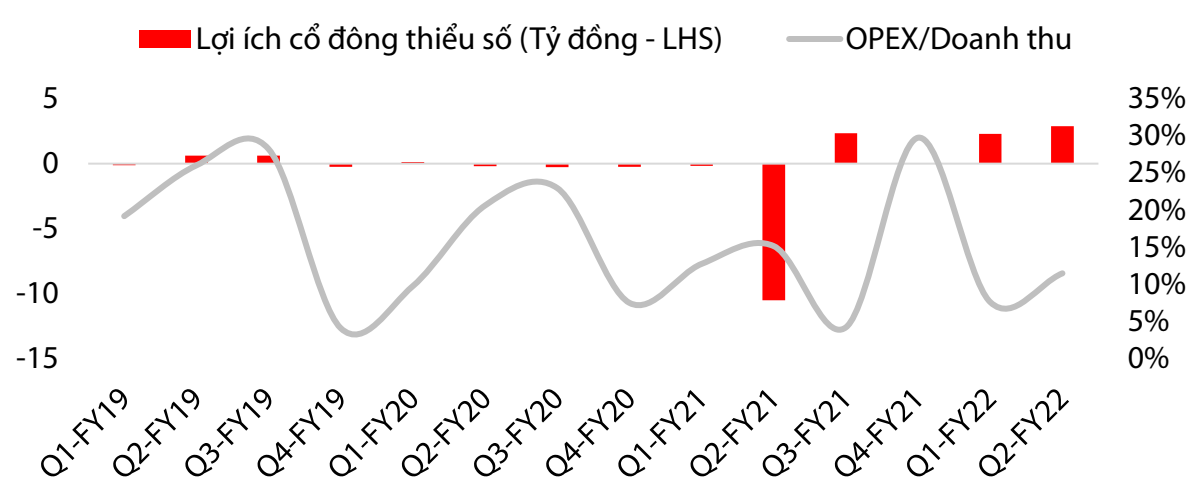
- Kết thúc nửa đầu năm 2022, doanh thu và LNST lần lượt đạt 376 tỷ đồng (+27% YoY) và 19 tỷ đồng (+0% YoY), tương ứng hoàn thành 38% và 27% kế hoạch.
- Mảng giao thông tăng trưởng tích cực nhờ các trạm thu phí trên toàn quốc áp dụng hệ thống thu phí tự động không dừng, chiếm tỷ trọng 40% doanh thu 1H2022.
- Mảng viễn thông đóng góp tỷ trọng 28% doanh thu 1H2022 và không có sự biến động lớn.
- Tỷ trọng hoạt động kinh doanh khác tăng bất ngờ lên 20% so với 12% trong năm 2021 do cải thiện tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê văn phòng tại tòa nhà Elcom.

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhưng không cải thiện biên ròng...



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: ...bởi tỷ suất OPEX/Doanh thu và lợi ích cổ đông thiểu số tăng nhanh



Nguồn: ELC, CTCK Rồng Việt

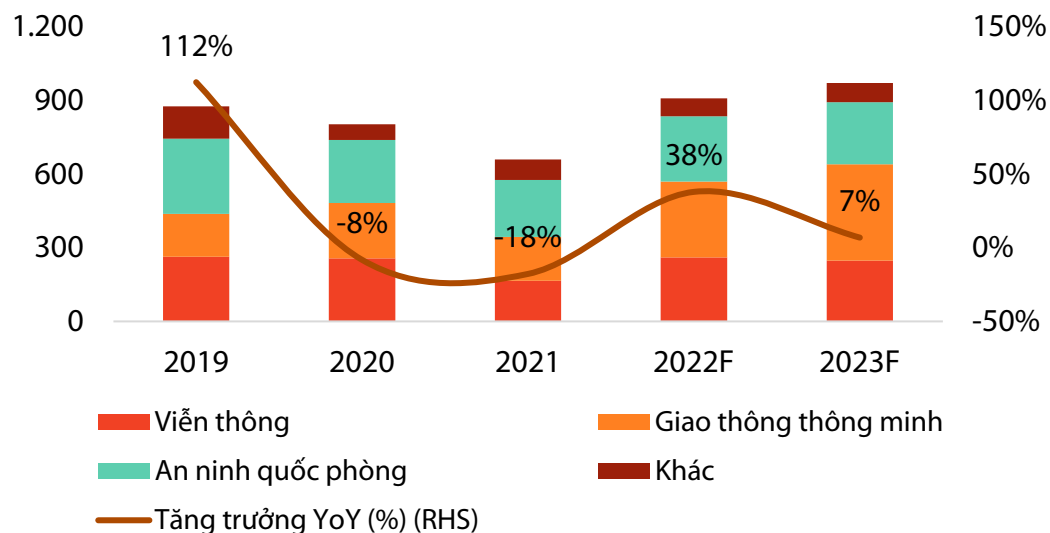
Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ thay đổi trong cơ cấu doanh thu

Hoạt động thương mại trong lĩnh vực An ninh quốc phòng và Giao thông thông minh có mức biên lợi nhuận gộp (khoảng 20% - 25%) cao hơn so với lĩnh vực Viễn thông (khoảng 15%), nhờ vào triển khai nhiều dự án về giao thông trên đường cao tốc trong Q2/2022 đã giúp biên lợi nhuận gộp tăng lên 24% so với 11% vào Q1/2022.

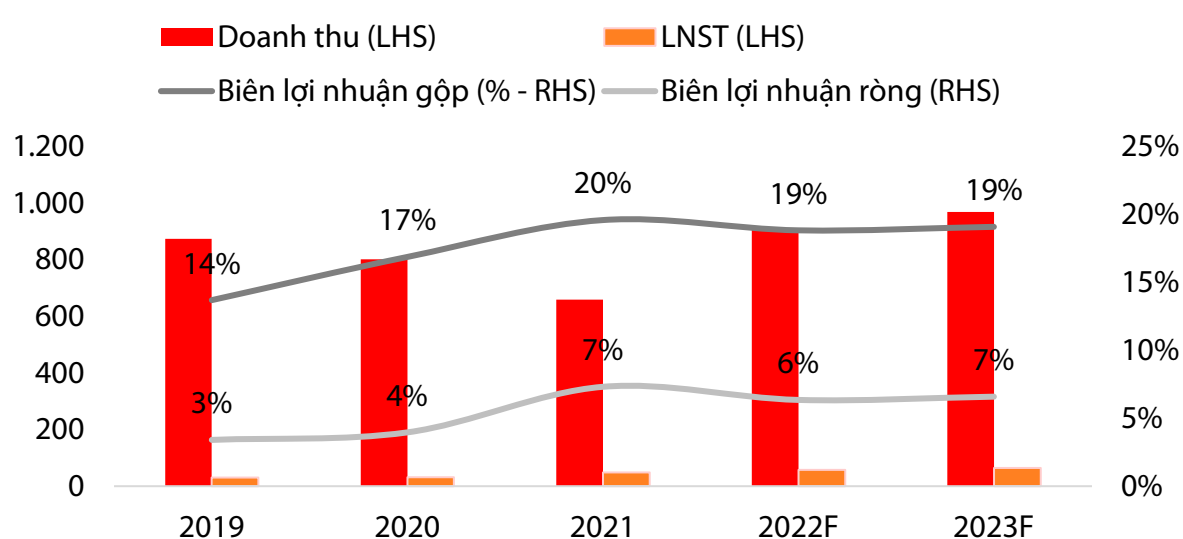
Chi phí hoạt động và lợi ích cổ đông thiểu số tăng lên bất thường làm giảm LNST cổ đông công ty mẹ

- Q2/2022 công ty trích lập dự phòng 6 tỷ đồng do phát sinh chuyển nhượng 15% cổ phần tại công ty liên kết VFT, bởi vì trước đó ELC ghi nhận khoản lợi nhuận chênh lệch giữa giá trị đầu tư và giá trị sổ sách của khoản đầu tư vào Q4/2021.
- Lợi ích cổ đông thiểu số 1H2022 ghi nhận giá trị 5 tỷ đồng, chiếm tới 22% LNST hợp nhất. Lợi nhuận chính tới từ Công ty cổ phần đầu tư Smartek với tỷ lệ lợi ích của ELC là 74,29%.

Hình 6: Cơ cấu doanh thu dự phóng năm 2022 – 2023 (Tỷ đồng)



Hình 7: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 – 2023 (Tỷ đồng)



Giao thông thông minh sẽ là trụ cột chính để thúc đẩy tăng trưởng trong trung và dài hạn.

- **Lĩnh vực GTTM** là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng ELC trong trung và dài hạn nhờ chính sách đầu tư công của Chính phủ. Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng GTTM sẽ đạt 308 tỷ đồng (+73% YoY), 387 tỷ đồng (27% YoY) lần lượt vào năm 2022F và 2023F.
- **Lĩnh vực Viễn thông** sẽ ghi nhận doanh thu từ những dự án có tính chất thường niên như cung cấp thiết bị truyền dẫn DWDM/Viba/Metro cho Viettel và nâng cấp hệ thống SDC cho Mobifone. Chúng tôi cho rằng, doanh thu mảng viễn thông sẽ duy trì ở mức ổn định khoảng 200 – 300 tỷ đồng/năm.
- **Lĩnh vực An ninh Quốc phòng** có tính chất đặc thù và bảo mật cao. Dựa trên dữ liệu lịch sử, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này sẽ duy trì ổn định trong khoảng 200 – 300 tỷ đồng/năm.

Doanh thu/LNST dự phóng vào năm 2022F và 2023F lần lượt đạt 908 tỷ đồng (+32% YoY)/58 tỷ đồng (+20% YoY) và 970 tỷ đồng (+6,8% YoY)/64 tỷ đồng (+10,8% YoY).

NGÀNH NGÂN HÀNG

**TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN
ỔN ĐỊNH TRONG BỐI CẢNH
KHÓ LƯỜNG**



Nguyễn Ngọc Thành – thanh.nn@vdsc.com.vn



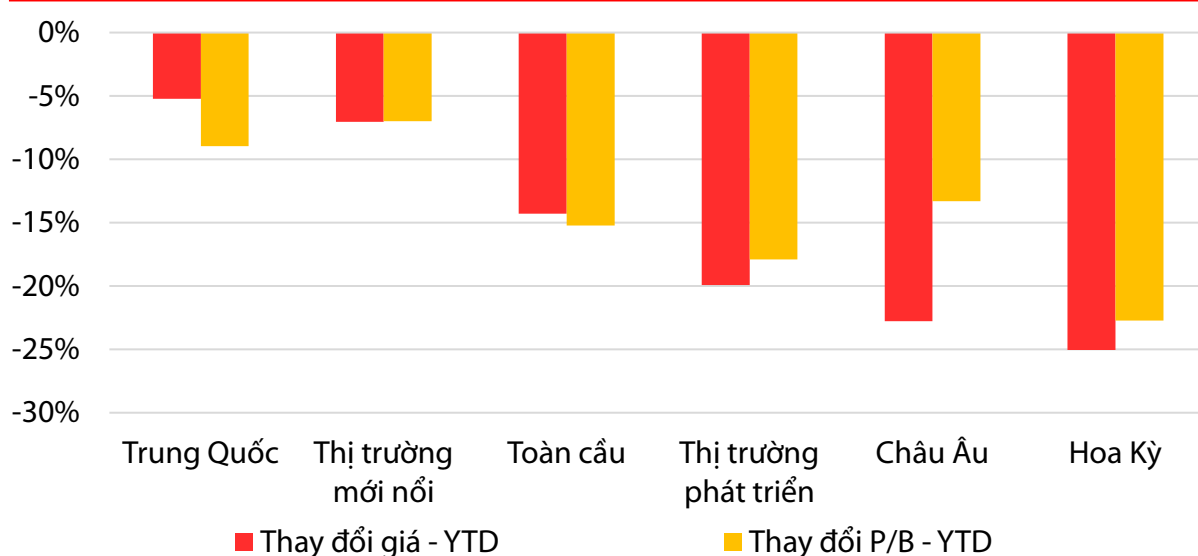
Cổ phiếu ngân hàng trên trường quốc tế điều chỉnh trong nửa đầu năm 2022, dẫn đầu là các ngân hàng quy mô lớn

- Các ngân hàng (NH) trên toàn cầu không tránh khỏi làn sóng bán tháo tài sản rủi ro có thể do lo ngại lạm phát, tăng lãi suất và suy thoái. 92 ngân hàng lớn trên 25 quốc gia đã giảm 17% giá trị trong 6T22. Mức giảm giá trung bình của tứ phân vị thứ nhất và thứ hai xếp hạng theo tổng tài sản lần lượt là -13% và -8% so với -6% của toàn bộ danh mục. Với sự bình thường hóa chính sách gắt gao ở các nền kinh tế phát triển, các ngân hàng ở Mỹ và châu Âu cũng giảm mạnh hơn so với các ngân hàng so sánh hoặc ở các thị trường mới nổi.

Tại Việt Nam, các hệ số định giá bị sụt giảm trên diện rộng trong khi kết quả lợi nhuận vẫn tương đối khả quan

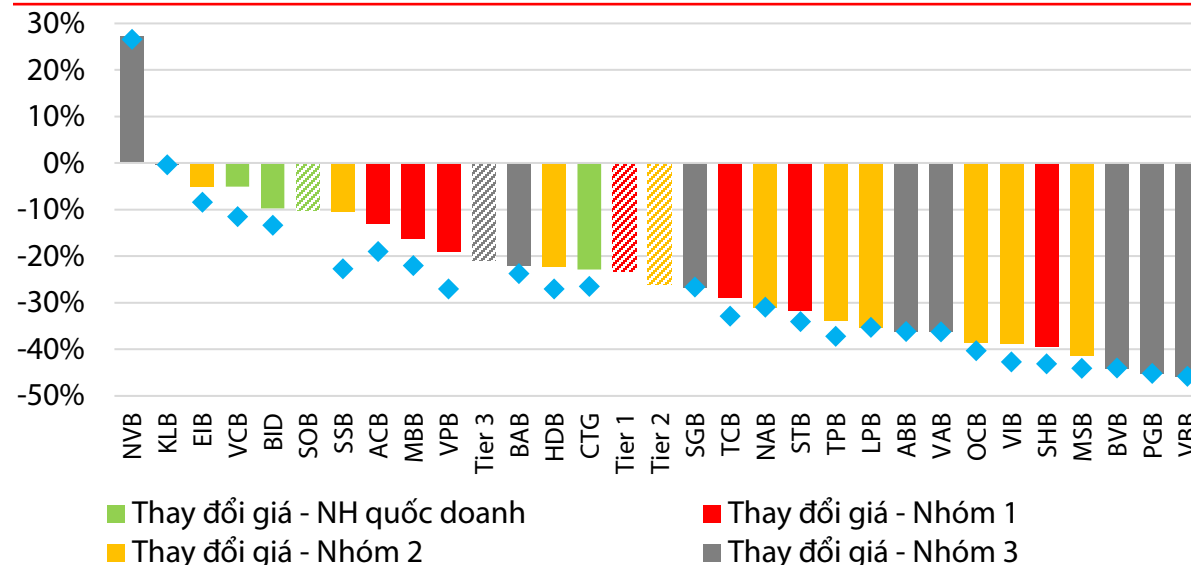
- Trong 6T22, hầu hết các NH Việt Nam đều có diễn biến giá tiêu cực. Tính trung bình, các NH quy mô vừa bao gồm các ngân hàng Nhóm 1 và Nhóm 2 có mức giảm lớn nhất. Các NH quốc doanh tương đối trụ vững nhờ mức độ phơi nhiễm rủi ro đối với DN BĐS thấp hơn trong giai đoạn thắt chặt chính sách được cho là một trong những yếu tố kích hoạt tâm lý lo ngại rủi ro. Ngược lại, mức giảm trung vị thể hiện mối tương quan với quy mô của ngân hàng. Hệ số P/B giảm trung bình -31% trong khi của các NH khác trên toàn cầu giảm -5%.

Hình 1: Diễn biến các chỉ số ngành ngân hàng trên toàn cầu (YTD, %)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Chỉ số bởi MSCI. Dữ liệu tới 30/6

Hình 2: Thay đổi giá và chỉ số định giá (YTD, %)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu tới 30/6

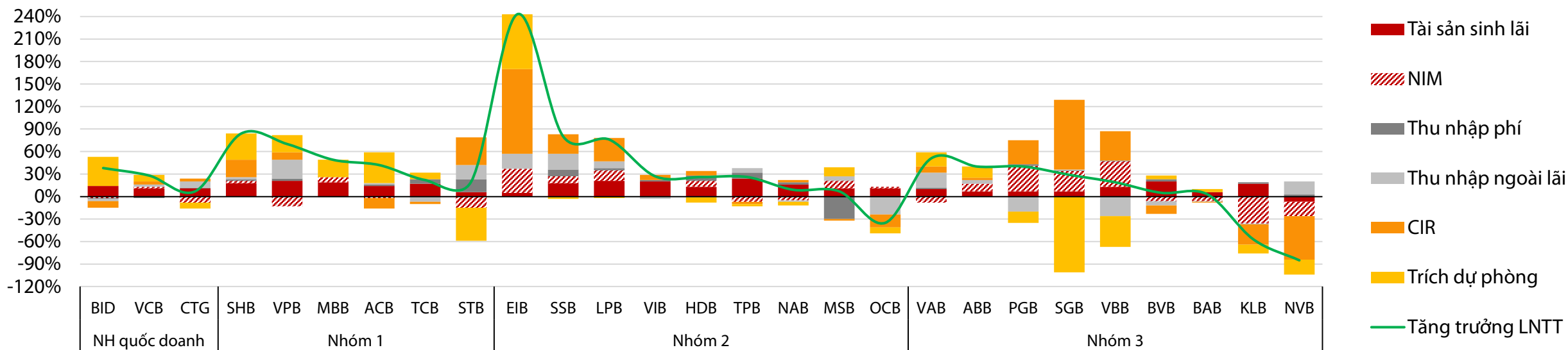
Sự phân hóa trong tăng trưởng lợi nhuận hàng quý của các ngân hàng phù hợp với dự báo trước đó với việc các ngân hàng lớn có lợi thế

- Tăng trưởng lợi nhuận (LN) ngành đạt 31% YoY trong Q1/22, tăng trở lại từ mức 7% trong Q4/21 và 12% trong Q3/21. Đà tăng được kéo dài sang Q2/22 với 36% YoY, mang lại mức tăng trưởng 33% cho 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự phân hóa ngày càng lớn trong tăng trưởng LN giữa các NH với các NH lớn có xu hướng đạt LN tốt hơn. Các NH quốc doanh và Nhóm 1 có mức tăng trưởng LN bình quân lần lượt 23% với 46%, còn đối với Nhóm 2 và Nhóm 3 là 29% và 8%. Điều này phù hợp với kỳ vọng trước đây của chúng tôi về sự phân hóa trong tăng trưởng LN ngành trong nửa đầu năm 2022, chủ yếu do sự khác biệt về tốc độ phục hồi của khách hàng, bộ đệm dự phòng và nền so sánh.

Tăng trưởng tín dụng vẫn là cấu phần tăng trưởng lớn trong khi cắt giảm chi phí tín dụng biến trở thành động lực mới ở một số ngân hàng

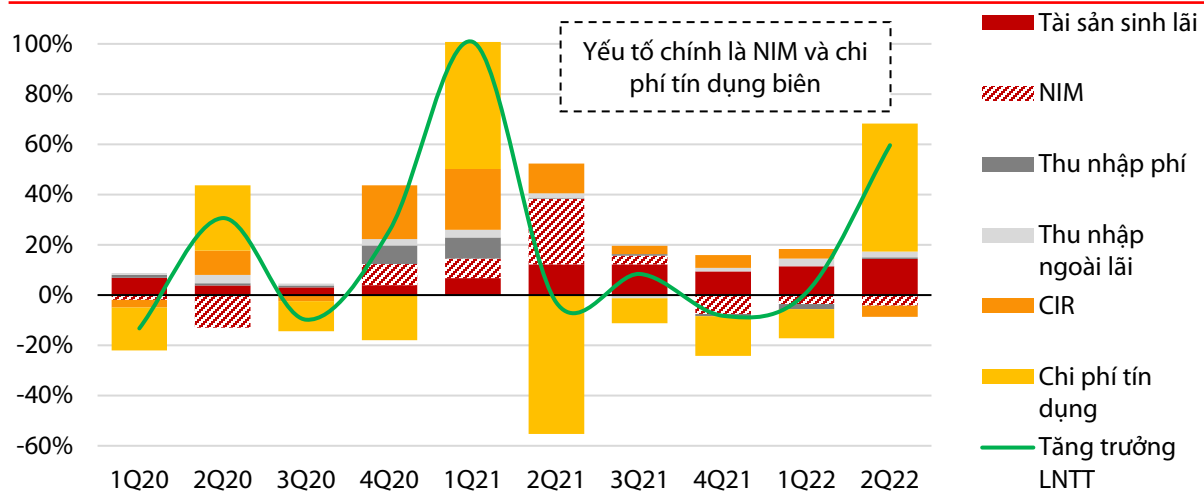
- Yếu tố tăng trưởng chính là khác nhau giữa các ngân hàng nhưng tăng trưởng tín dụng theo năm vẫn là động lực quan trọng với mức đóng góp bình quân vào tăng trưởng LNTT cao nhất (13% YoY) với độ lệch chuẩn thấp nhất (7%). Không có xu hướng rõ ràng đối với sự đóng góp từ NIM do sự khác biệt về nền lãi suất, nhu cầu huy động so với hạn mức tăng trưởng tín dụng và khả năng huy động nguồn ngoài tiền gửi KH. Chi phí tín dụng đã tác động tích cực đến tăng trưởng như kỳ vọng. Biến động ít của CIR là phù hợp dự báo.

Hình 3: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT nửa đầu năm 2022 (% YoY)

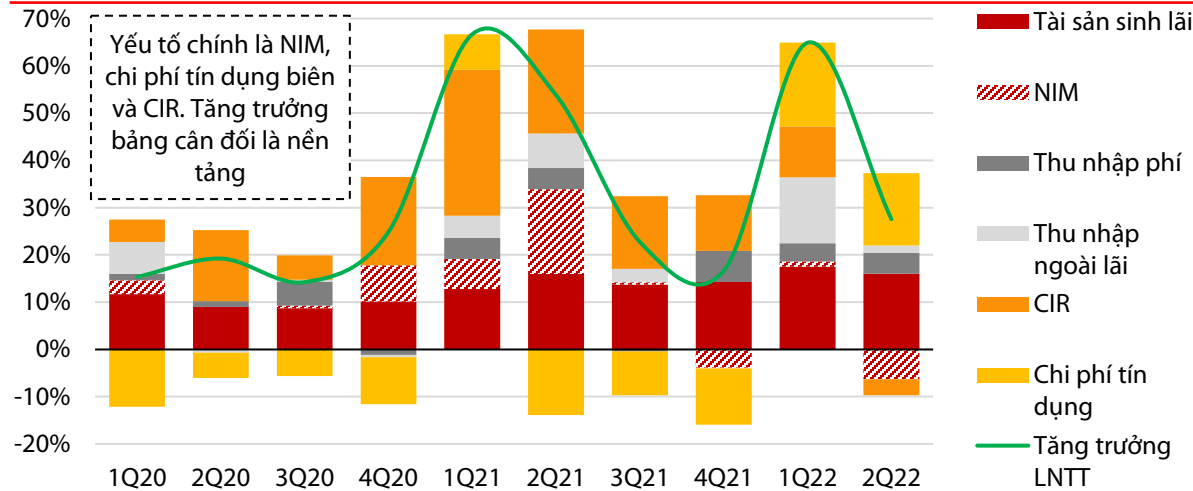


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. 27 NH niêm yết được phân loại theo các nhóm dựa trên cơ sở tín dụng. Nhóm 1 bao gồm VPB, TCB, MBB, ACB, STB, SHB. Nhóm 2 bao gồm VIB, TPB, LPB, HDB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB.

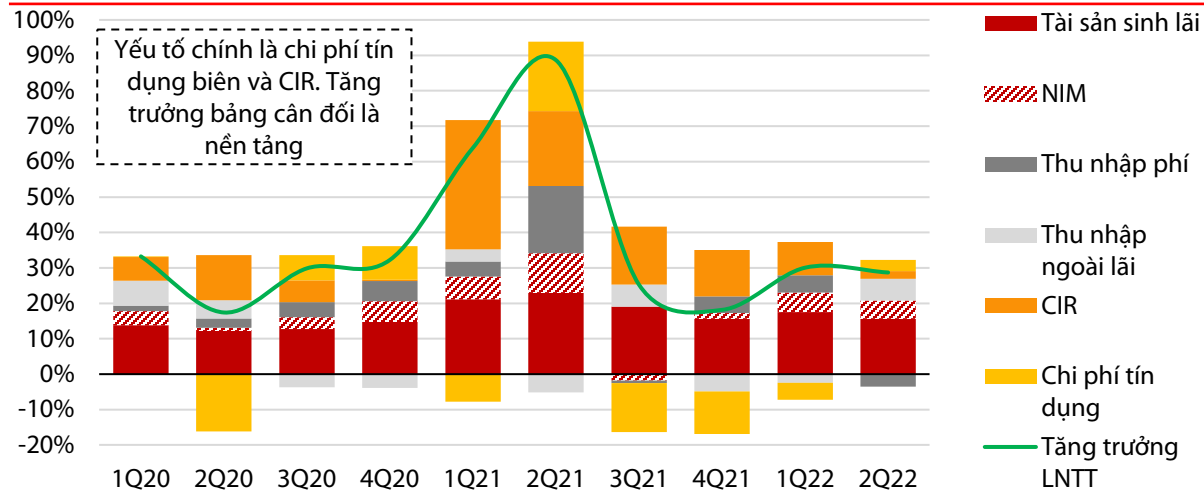
Hình 4: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH quốc doanh (% YoY)



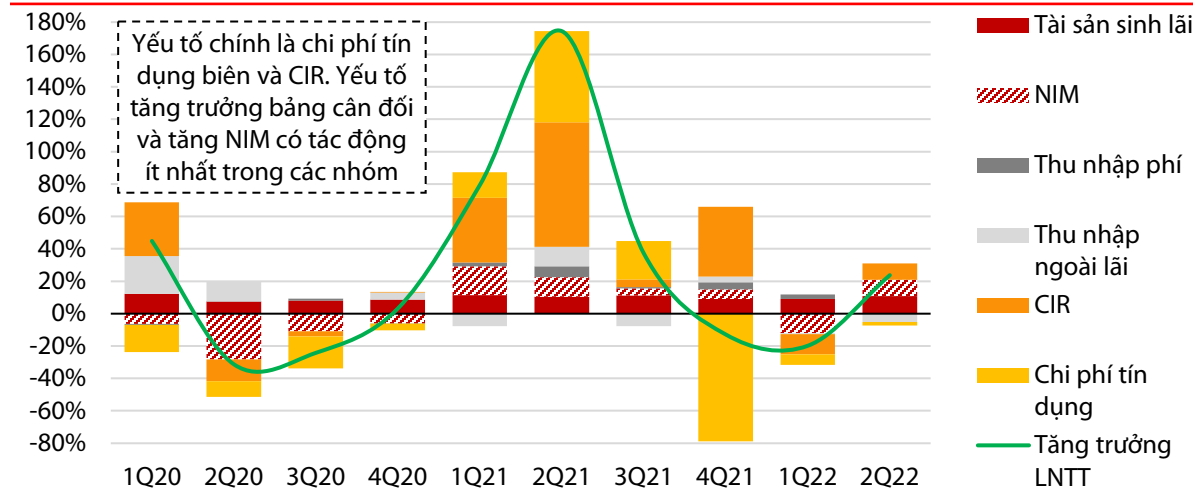
Hình 5: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH Nhóm 1 (% YoY)



Hình 6: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH Nhóm 2 (% YoY)



Hình 7: Các cấu phần tăng trưởng LNTT - NH Nhóm 3 (% YoY)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. 27 NH niêm yết được phân loại theo các nhóm dựa trên cơ sở tín dụng. Nhóm 1 bao gồm VPB, TCB, MBB, ACB, STB, SHB. Nhóm 2 bao gồm VIB, TPB, LPB, HDB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB.

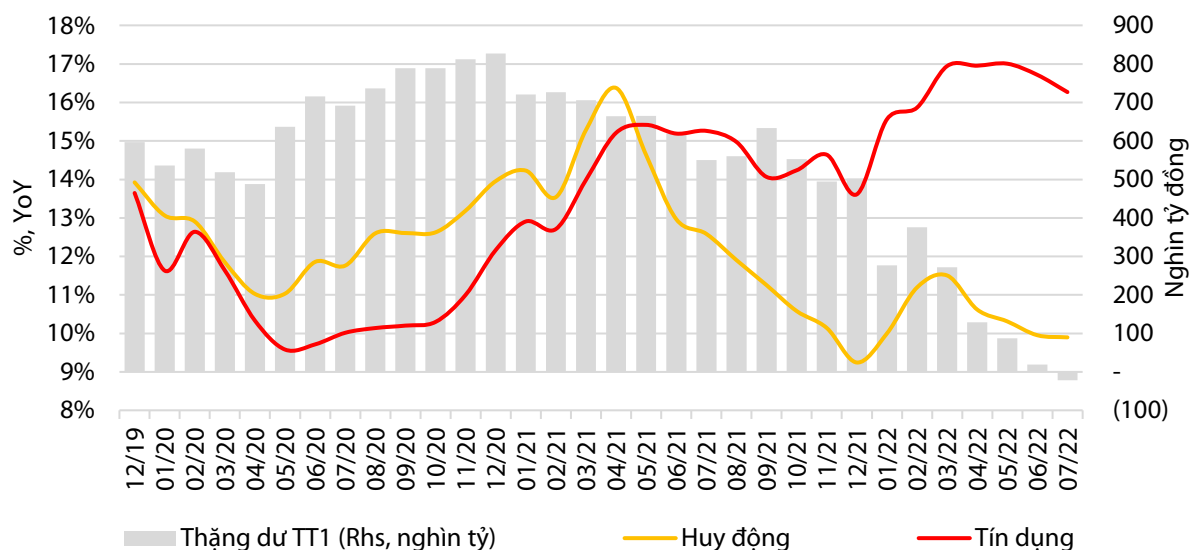
Chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động giảm một phần do tiền gửi bằng ngoại tệ

- Tiền gửi ngoại tệ đã cản trở tăng trưởng tổng tiền gửi giai đoạn 2021-2022. Đến 21/12/21, tiền gửi ngoại tệ giảm -1,5% YTD còn tín dụng ngoại tệ tăng 17,4% YTD, cho thấy nhu cầu khỏe và thanh khoản giảm. Từ 23/3/22 - một tháng sau chiến sự ở Ukraine và một tuần sau đợt tăng lãi suất đầu tiên của Fed, tiền gửi ngoại tệ tăng 41 nghìn tỷ lên mức đỉnh khoảng 957 nghìn tỷ (4,4% YTD, dẫn dắt mức 2,4% YTD của tổng tiền gửi). Tín dụng ngoại tệ vẫn ổn định với mức tăng 5,9% so với 4,1% của tổng tín dụng. Kể từ đó, chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động ngoại tệ mở rộng khi tiền gửi ngoại tệ giảm -9% (khoảng 90 nghìn tỷ) từ đỉnh xuống mức -5,4% YTD vào 9/5 còn tăng trưởng tín dụng ngoại tệ là 7,4% YTD. Đến giữa tháng 6, mức chênh lệch thu hẹp do tiền gửi ngoại tệ tăng trở lại (-2,3% YTD). Từ đỉnh, sụt giảm tiền gửi ngoại tệ đã trực tiếp làm tổng tiền gửi giảm -0,5% YTD.

Việc tăng lãi suất huy động niêm yết trong khu vực ngân hàng tư nhân không thể ngăn thặng dư thị trường 1 đạt mức thấp lịch sử

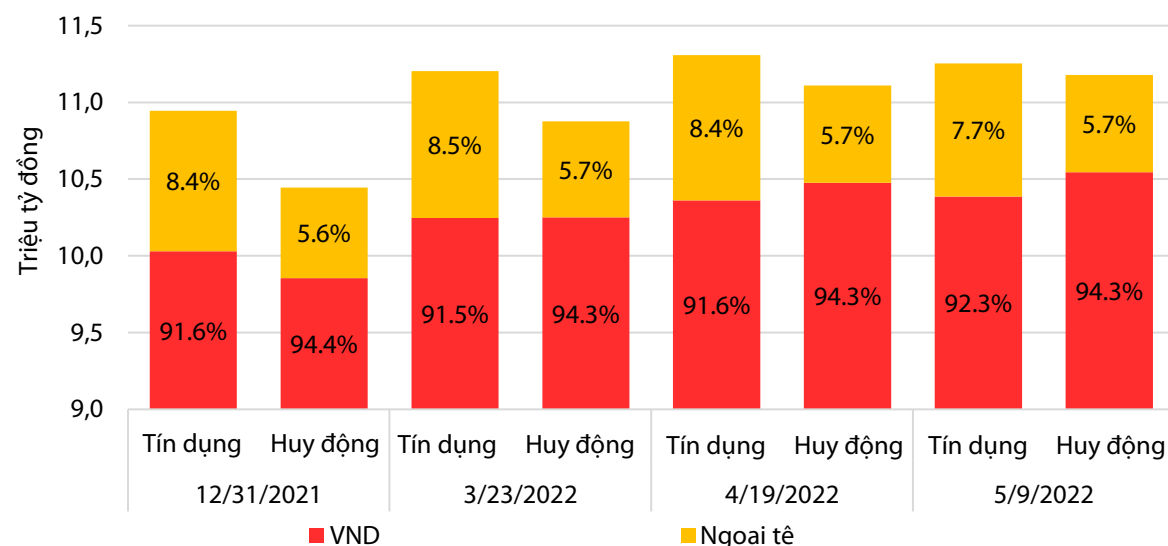
- Tiền gửi VNĐ dẫn dắt tổng tiền gửi trong 6T22, hỗ trợ bởi việc tăng lãi suất huy động. Tổng tiền gửi tăng nhanh so với của năm 2021, 4,5% YTD. Tăng trưởng tín dụng đã tiệm cận với hạn mức được cấp vào tháng 6 (9,4% YTD), cho thấy dư địa hạn chế và tăng trưởng chậm lại cho đến khi có hạn mức mới. Dư nguồn thị trường 1 đã âm kể từ tháng 7.

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng – huy động, thặng dư TT1 (% YoY, VNĐ)



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Cấu trúc tín dụng – tiền gửi của hệ thống ngân hàng



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Lãi suất huy động niêm yết tăng mạnh hơn dự kiến nhưng huy động vốn không như mong muốn

- Chúng tôi đã dự báo lãi suất tăng trong nửa cuối năm. Hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu cao hơn năm ngoái góp phần làm nhu cầu huy động tăng, thúc đẩy tần suất điều chỉnh tăng lãi suất huy động niêm yết. Các ngân hàng tư nhân tích cực hơn trong việc điều chỉnh. Trong 8T/22, các NH quốc doanh đã tăng lãi suất từ 0,1-0,3%, chủ yếu ở giữa năm. Các kỳ hạn dài hơn được điều chỉnh tăng nhiều hơn so với kỳ hạn ngắn. Các ngân hàng tư nhân lớn đã điều chỉnh lãi suất niêm yết lên trung bình 72 điểm cơ bản. Mức tăng đáng kể nhất tại một NH là 190 điểm cơ bản trong 8T. Chi phí tiền gửi đã tăng trung bình 15 điểm cơ bản trong 6T/22 ở tất cả các nhóm. Các NH quốc doanh tăng 10 điểm cơ bản trong khi các ngân hàng Nhóm 1 tăng 22 điểm so với năm ngoái, cho thấy tính lan truyền yếu ở các NH lớn. Chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động vẫn mở rộng trong 6T22.
- Có áp lực mang tính cấu trúc đối với các NH quy mô nhỏ liên quan đến khả năng tăng trưởng bằng cân đối và lợi thế nguồn vốn như dự báo ở BCCL 2022. Bất chấp việc tăng lãi suất huy động ít hơn ngành, các NH quốc doanh vẫn có mức tăng trưởng huy động tốt trong 6T22 (3,5% YTD) nhờ lợi thế nguồn vốn từ tệp khách hàng và năng lực định giá. Các NH Nhóm 3 gặp khó khăn trong việc tăng tiền gửi, chỉ đạt 1,3% YTD. Các NH Nhóm 1 và 2 dẫn đầu về tăng trưởng huy động cũng có mức tăng LS huy động bình quân lớn nhất.

Bảng 1: Thay đổi lãi suất huy động niêm yết theo tháng của các nhóm ngân hàng (%)

		02/20	03/20	04/20	05/20	06/20	07/20	08/20	09/20	10/20	11/20	12/20	01/21	02/21	03/21	04/21	05/21	06/21	07/21	08/21	09/21	10/21	11/21	12/21	01/22	02/22	03/22	04/22	05/22	06/22	07/22	08/22
NHQD	1T																															
	3T																															
	6T																															
	12T																															
	18T																															
	24T																															
NHTN	1T																															
	3T																															
	6T																															
	12T																															
	18T																															
	24T																															

Nguồn: CTCK Rồng Việt. Hình 1: màu theo mức độ thay đổi so với tháng trước. Lãi suất được trích dẫn là lãi suất cao nhất có thể ở mỗi kỳ hạn

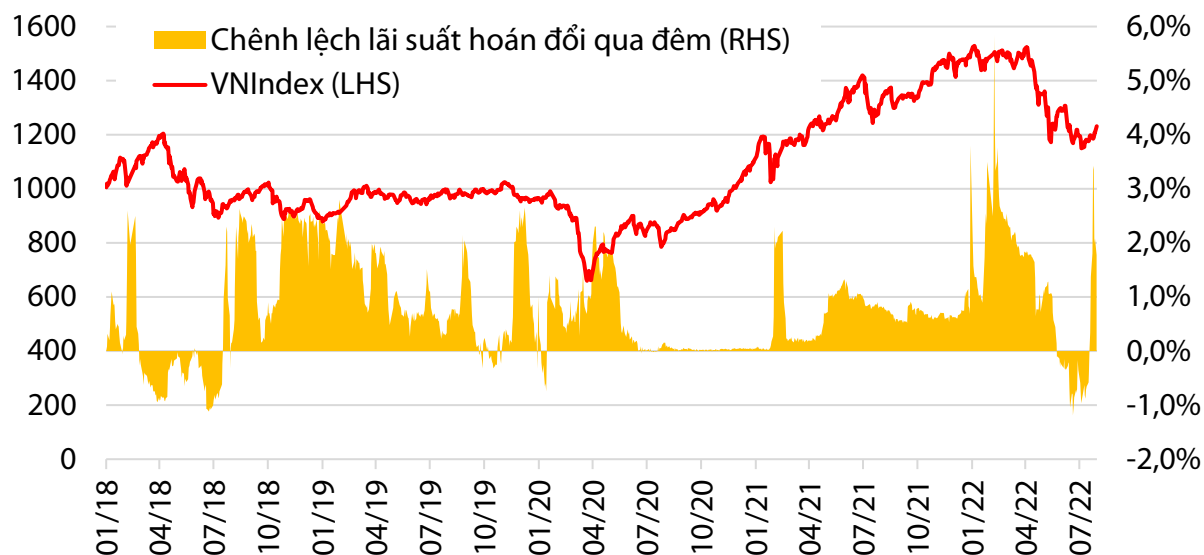
Chênh lệch lãi suất USD/VND liên ngân hàng liên tục chịu áp lực mặc dù NHNN đã can thiệp

- Trong vài năm trở lại đây, chỉ có một vài lần chênh lệch lãi suất USD/VND liên ngân hàng âm. Hình 10 cho thấy mối tương quan tương đối giữa chênh lệch lãi suất và hiệu suất của thị trường chứng khoán tại các thời điểm chênh lệch lãi suất hợp đồng hoán đổi đi vào vùng âm. Chênh lệch âm cũng làm tăng áp lực lên tỷ giá hối đoái. Tỷ giá USD/VND tăng mạnh kể từ đầu năm chủ yếu do sự phân cực chính sách và dòng vốn USD suy yếu. Cụ thể, nguy cơ suy thoái toàn cầu và nhu cầu yếu đã làm suy giảm cán cân thương mại và dòng vốn FDI. Bằng cách làm tăng nhu cầu USD cho các mục đích đầu cơ cũng như phòng ngừa rủi ro, nó đã tạo ra một vòng lặp liên tục đè nặng lên tỷ giá hối đoái và chính sách tiền tệ hỗ trợ. NHNN đã ứng biến tốt để cân đối giữa các mục tiêu ngắn hạn và dài hạn với nguồn lực dồi dào. Tiền đồng đã giảm giá.

Lạm phát - tăng trưởng tín dụng - lãi suất - tỷ giá hối đoái: Ứng phó linh hoạt để duy trì mục tiêu cuối

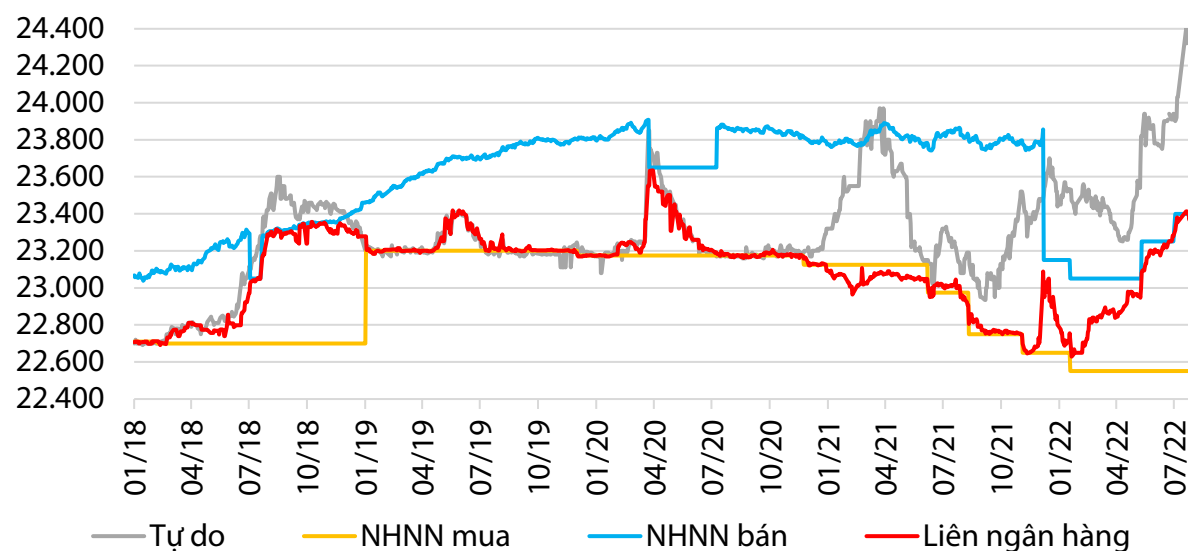
- Dự trữ ngoại hối và hợp đồng kỳ hạn được sử dụng để cân đối dòng USD với nhu cầu giao ngay và thanh khoản VNĐ. NHNN phát hành tín phiếu và mua có kỳ hạn với LS đầu thầu để kịp thời rút/bơm VNĐ với kỳ hạn, chi phí phù hợp. Mục đích để điều tiết thanh khoản VNĐ, qua đó, tác động LS VNĐ liên ngân hàng và chênh lệch LS hợp đồng hoán đổi.

Hình 10: Chênh lệch lãi suất hợp đồng hoán đổi qua đêm và VNIndex



Nguồn: VBMA, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng và thị trường tự do



Source: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

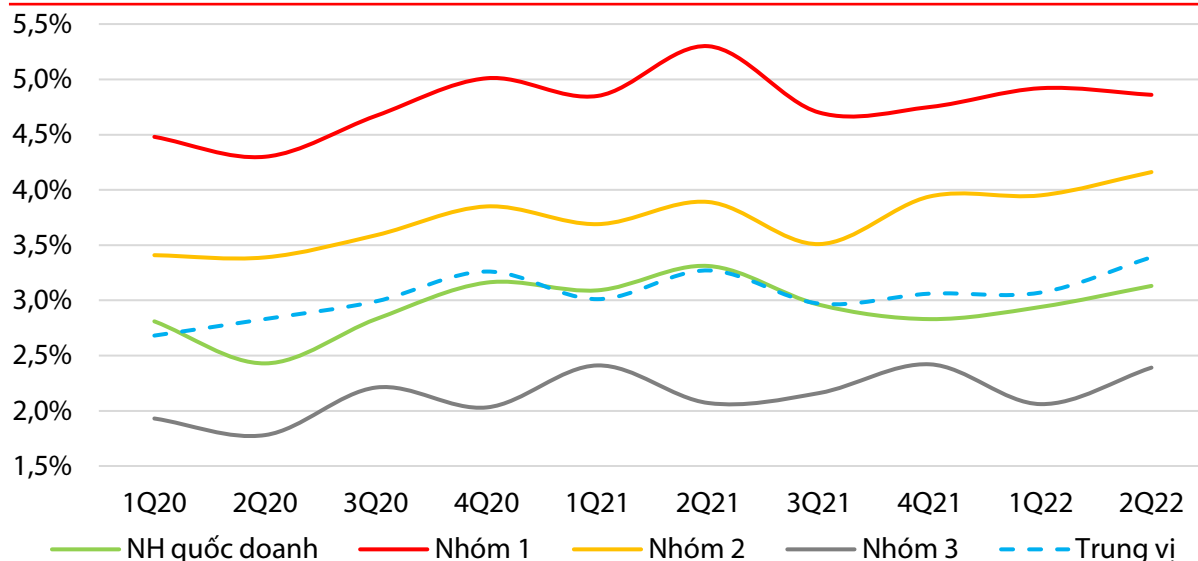
Sự mở rộng mạnh mẽ của bảng cân đối được hỗ trợ bởi nguồn vốn ngoài tiền gửi khách hàng

- Tổng tài sản tăng 8% YTD và 19% YoY trong 6T. Đáng chú ý, các NH quốc doanh dẫn đầu với mức tăng 12% YTD, bằng mức tăng của cả năm 2021. Năm 2021, các NH quốc doanh đã chậm hơn trong khi NH Nhóm 1 và Nhóm 2 có mức tăng trưởng cao nhất nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao. Tình hình đảo ngược trong 6T/22 nhờ thay đổi phân bổ hạn mức tăng trưởng tín dụng đến từ việc kiểm soát tín dụng BĐS. Sự mở rộng bảng cân đối mạnh mẽ của ngành được hỗ trợ một phần từ tiền gửi khách hàng (5% YTD, 11% YoY), bị cản trở bởi môi trường lãi suất thấp và giải ngân vốn đầu tư công chậm. Nguồn lực còn lại chủ yếu đến từ thị trường liên ngân hàng khi các chỉ tiêu thanh khoản theo quy định bị hạn chế và tốc độ giải ngân vốn đầu tư công không đạt như kỳ vọng.

NIM thay đổi tích cực toàn ngành nhờ quản lý tốt tỷ lệ thanh khoản, cân đối lãi suất thị trường 1 và nhu cầu huy động, và tái phân bổ nguồn lực

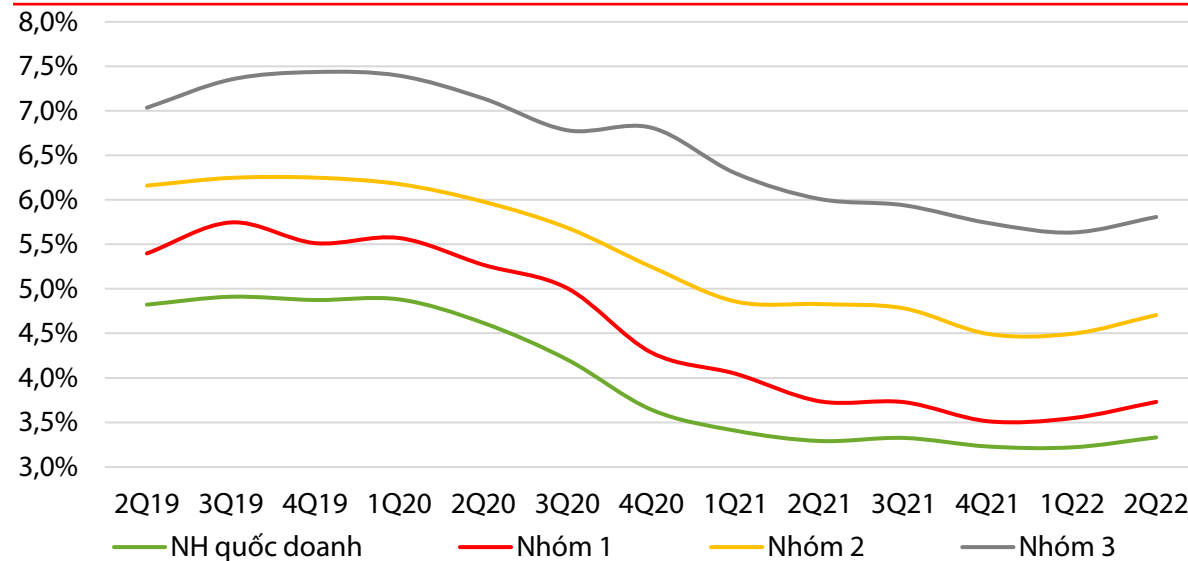
- LS tăng kéo lãi suất huy động tăng trong 6T22. Tuy nhiên, tốc độ thay đổi giữa các NH là khác nhau. Mức tăng của các NH quốc doanh ít hơn so với các NH khác do quyền lực định giá mạnh hơn và vai trò trong việc thiết lập lãi suất tham chiếu. NIM bình quân tăng ổn định kể từ mức đáy trong Q3/21. Động lực khác của NIM là LDR thị trường 1 tăng.

Hình 12: NIM (quy năm)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rông Việt. 27 NH niêm yết được phân loại theo các nhóm dựa trên cơ sở tín dụng. Nhóm 1 bao gồm VPB, TCB, MBB, ACB, STB, SHB. Nhóm 2 bao gồm VIB, TPB, LPB, HDB, SSB, EIB, NAB, MSB, OCB.

Hình 13: Lãi suất huy động bình quân (% , quy năm)



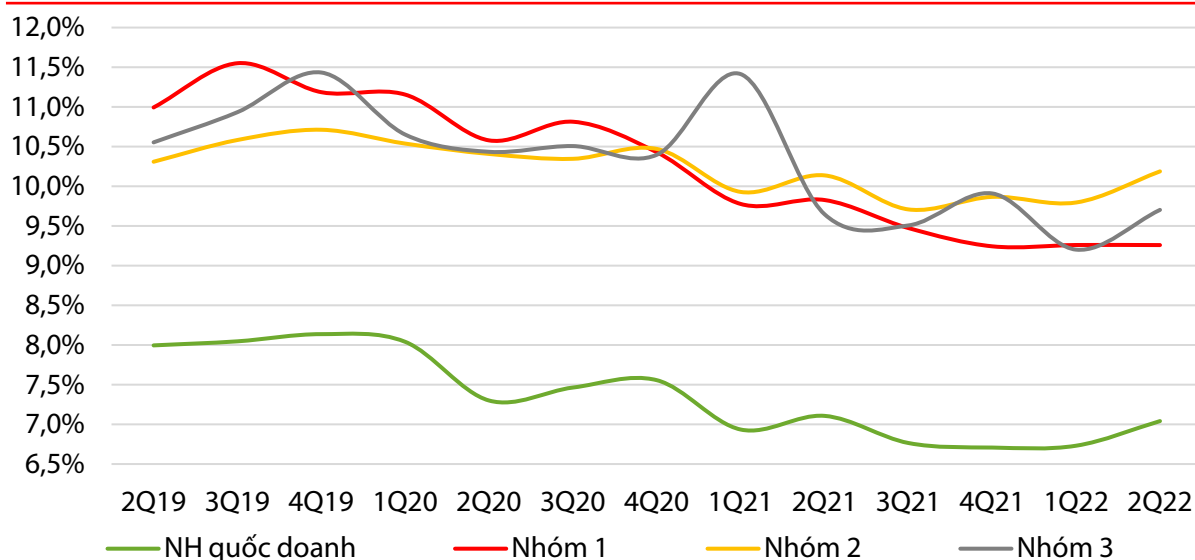
Những khó khăn về khả năng tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận đã gây áp lực lên đà thu nhập lãi thuần

- Chênh lệch LS TT1 trong Q1 và Q2/22 mở rộng so với nửa cuối năm 2021 tại các NH quốc doanh và Nhóm 2 trong khi các nhóm khác không thể chuyển hết chi phí gia tăng cho KH. LS cho vay của các NH Nhóm 1 đi ngang kể từ Q4/21 mặc dù chi phí tiền gửi trung bình tăng 22 điểm cơ bản và tăng toàn diện lãi suất niêm yết. Tăng trưởng tín dụng ổn định (10% YTD, 17% YoY) trong khi tăng trưởng huy động chậm lại, giúp tăng mạnh tổng thu nhập HĐ 6T. Doanh thu 6T22 của ngành đạt hơn 272 nghìn tỷ, tăng trưởng 19%, đặt nền tảng cho mức tăng trưởng LN 33%. Tuy nhiên, đà tăng trưởng đã chậm lại kể từ Q3/21 nếu loại trừ các khoản đột biến. Tăng trưởng tổng thu nhập HĐ sau điều chỉnh ở mức 16-17% YoY trong Q1 và Q2/22, chỉ nhỉnh hơn mức 12-16% trong nửa cuối năm 2021. Động lượng này thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh trong Q2/21 (44% YoY), một phần do nền so sánh cao.

Biến động tạm thời trong thu nhập ngoài lãi không thể hỗ trợ tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động

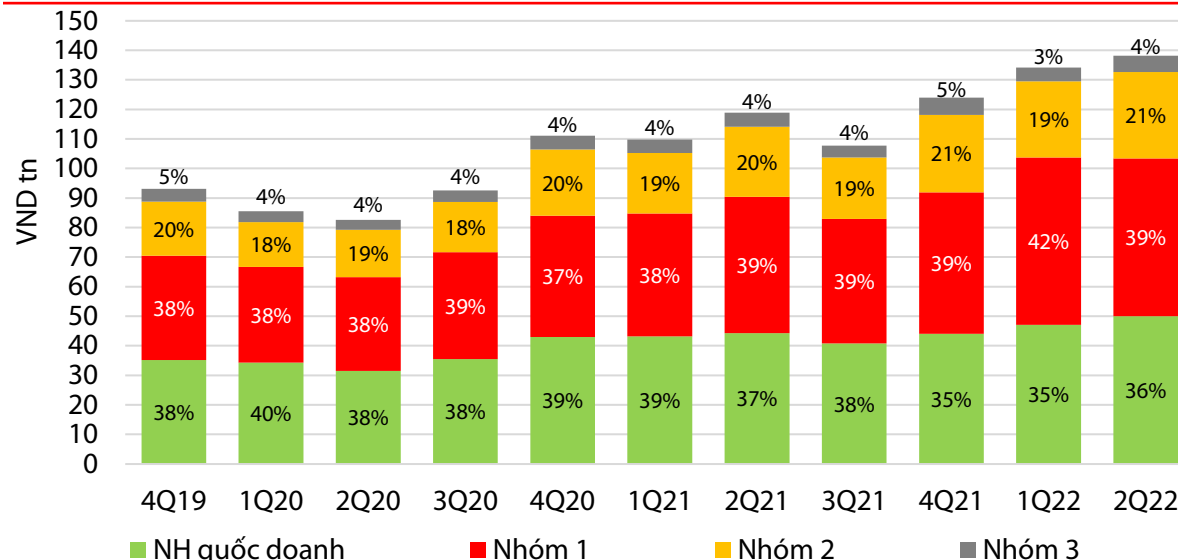
- Thu nhập phí (12% YoY) gặp khó khăn do nền so sánh, cạnh tranh phí và sự điều chỉnh trên thị trường tài sản làm giảm động lượng mặc dù có sự hỗ trợ từ sự phục hồi của mảng dịch vụ thẻ, tăng trưởng trong phân khúc bancassurance và tài trợ thương mại. Doanh số bán ngoại tệ tốt không thể thúc đẩy tăng trưởng cho thu nhập ngoài lãi trong 6T/22.

Hình 14: Lãi suất cho vay bình quân (% , quy năm)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Tổng thu nhập hoạt động theo nhóm NH (tỷ đồng, %)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

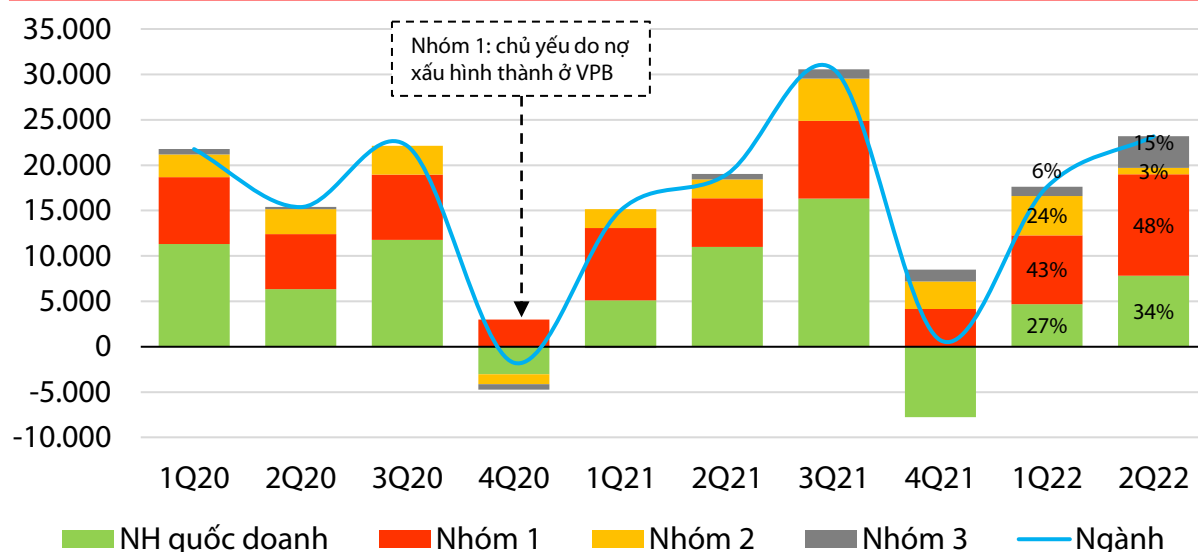
Sức khỏe bảng cân đối vẫn ổn định ở hầu hết các ngân hàng trong nửa đầu năm bất chấp áp lực pháp lý đối với thị trường BĐS và TPDN

- Mặc dù thị trường tài sản biến động mạnh và khả năng cung cấp vốn bị cản trở đối với một số lĩnh vực, chất lượng các khoản cho vay vẫn tốt. Nợ cơ cấu giảm đều tại các ngân hàng lớn, kéo theo đó là tổng dư nợ của các khách hàng cơ cấu giảm và hoàn nhập dự phòng. Nhu cầu xin cơ cấu cũng giảm bớt. Diễn biến tỷ lệ nợ xấu của các nhóm ngân hàng có kết quả trái chiều. Các ngân hàng quốc doanh đã cải thiện mạnh mẽ bảng cân đối và tỷ lệ nợ xấu cũng như xây dựng vùng đệm dự phòng dày. Số liệu của các ngân hàng tư nhân lớn bị lệch do mảng tài chính tiêu dùng phục hồi chậm. Các ngân hàng tư nhân với tệp khách hàng cao cấp vẫn có bảng cân đối vững mặc cho các cú sốc trên thị trường BĐS và TPDN. Điều này phù hợp với các dự báo trước đây của chúng tôi về sự phục hồi hình chữ K và được hỗ trợ bởi tác động không rõ ràng của chính sách tài khóa.

Khả năng chuyển nhóm xấu hơn của nợ cơ cấu vẫn duy trì lành mạnh tại các ngân hàng lớn như dự kiến

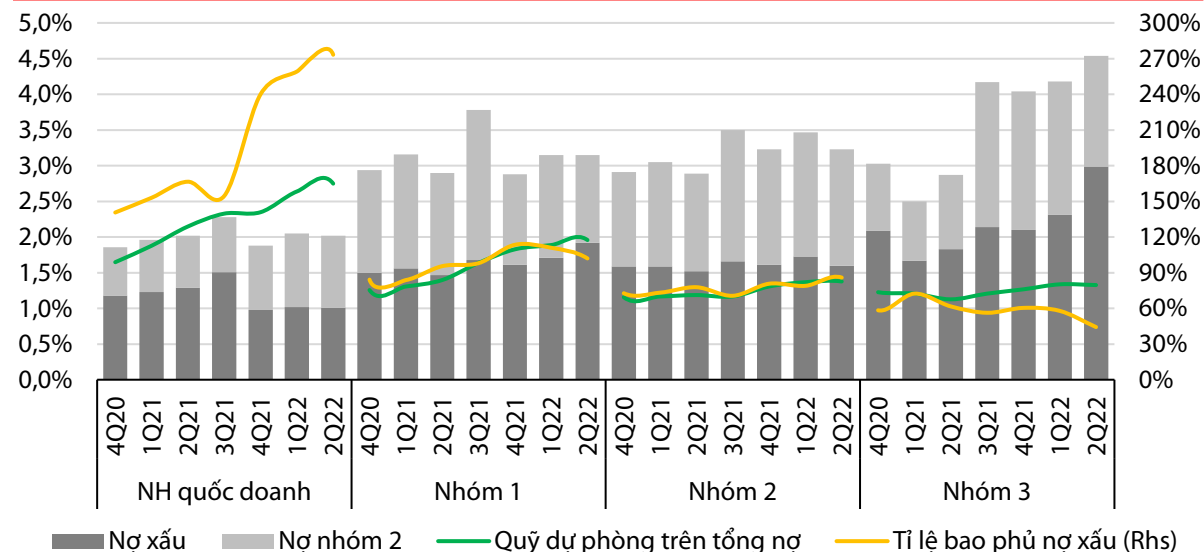
- Các NH trong danh mục có hơn 54 nghìn tỷ nợ cơ cấu trong Q2/22, giảm so với mức 90 nghìn tỷ năm 2021. Các khoản này hầu hết có tình trạng trả nợ bình thường do nền kinh tế phục hồi tương đối tốt. Chất lượng tài sản duy trì. Kết hợp bộ đệm dự phòng được củng cố năm 2021, tỷ lệ bao phủ vẫn ở mức cao và thậm chí còn tăng ở các NH quốc doanh.

Hình 16: Nợ xấu hình thành ròng (Tỷ VND)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

Hình 17: Chất lượng và tỷ lệ bao phủ của dư nợ cho vay (%)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

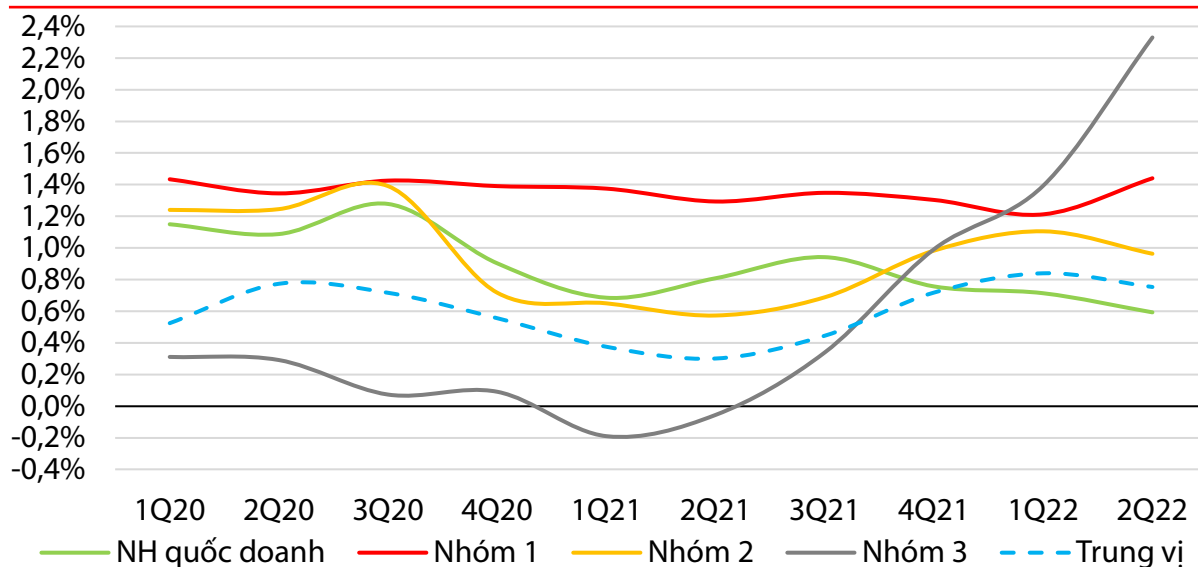
Chi phí tín dụng biên đường như đã đạt đỉnh trên toàn ngành trong 6T/22 nhờ trích lập chặt chẽ đối với tổng dư nợ của khách hàng cơ cấu

- Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng tăng trở lại ở các NH quốc doanh nhưng giữ mức thấp ở các NH Nhóm 2. Đường cong tỷ lệ hình thành nợ xấu cho thấy tín hiệu phục hồi tốt của KH tại các NH lớn và tại khách hàng trung và cao cấp. Đường này của các NH Nhóm 1 và 3 cho thấy xu hướng ngược lại trong 6T/22 do tác động từ mảng tài chính tiêu dùng và sự phục hồi chậm của KH thu nhập thấp. Hầu hết NH trong danh mục đều đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ cơ cấu trước thời hạn, giảm bớt áp lực về chi phí tín dụng biên.

Áp lực dự phòng có dấu hiệu hạ nhiệt trên nhiều mặt nhưng chỉ ở các ngân hàng lớn

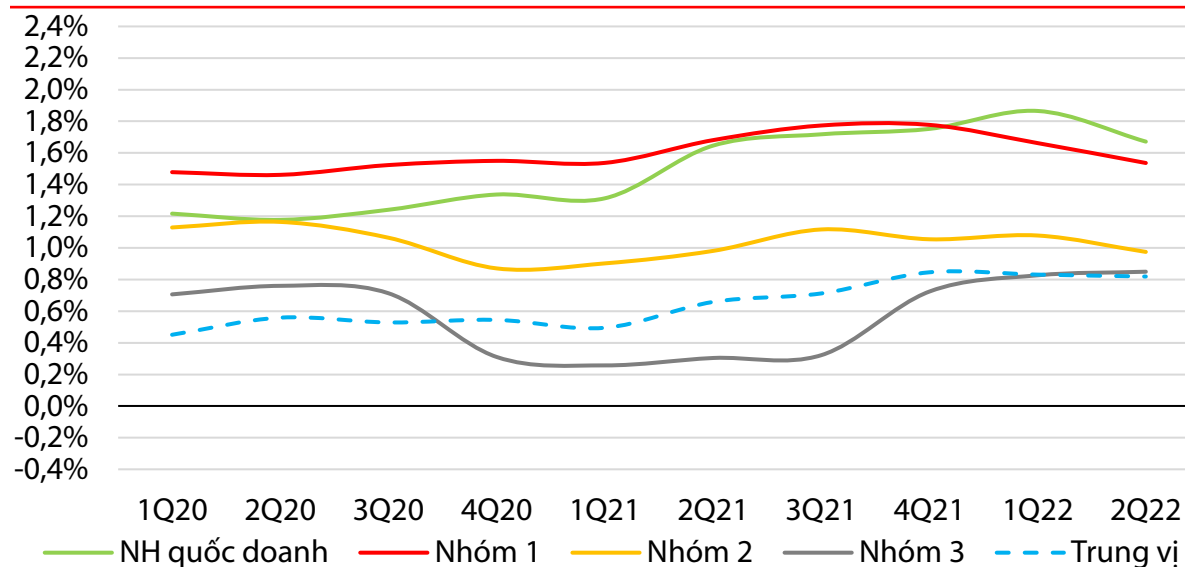
- Áp lực trích lập dự phòng giảm dần trong 6T/22 nhờ các chất xúc tác khác nhau. Tuy nhiên, bộ đệm và tính đầy đủ của dự phòng phân hóa giữa các nhóm NH. Hầu hết NH lớn đều đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ cơ cấu, tạo nền so sánh cao cho chi phí tín dụng. Các KH cơ cấu với sức khỏe tài chính tốt đã được báo cáo có trạng thái thanh toán bình thường, cho thấy khả năng hoàn nhập dự phòng. Đà phục hồi kinh tế như dự đoán ít nhất sẽ hỗ trợ các NH có tệp khách hàng có khả năng tài chính mạnh. Do đó, các NH quốc doanh và một số NH Nhóm 1 có nhiều khả năng giảm chi phí rủi ro tín dụng hơn trong nhiều trường hợp trong khi các ngân hàng Nhóm 2 sẽ chỉ được hỗ trợ tương đối.

Hình 18: Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng (Dồn 12T)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

Hình 19: Chi phí tín dụng biên (Dồn 12T)

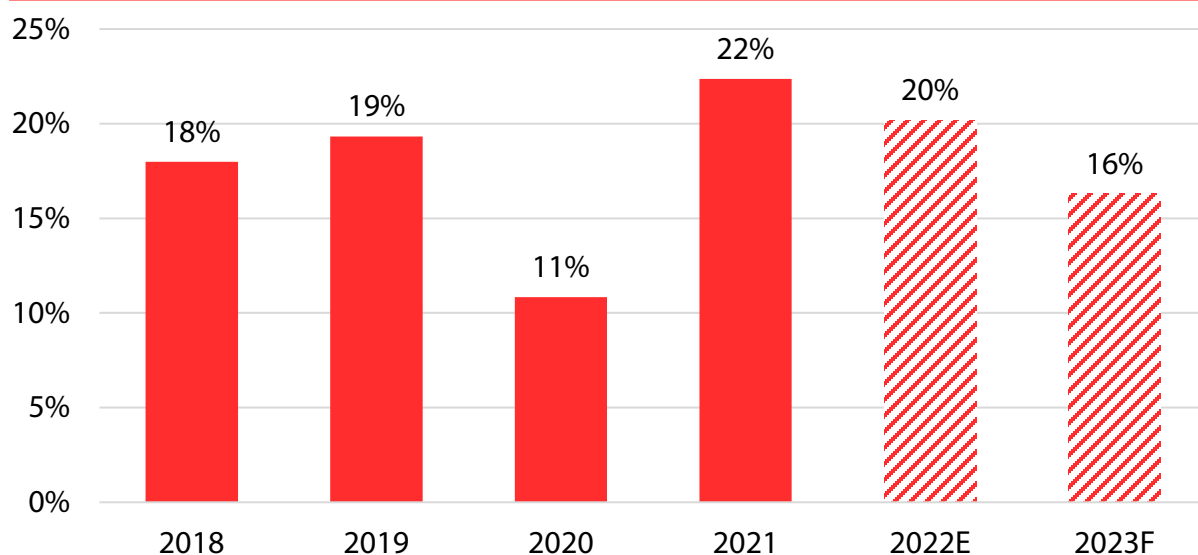


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

Biến động gia tăng trong định hướng chính sách tiền tệ gây rủi ro cho luận điểm tăng trưởng bằng cân đối trước đây của chúng tôi

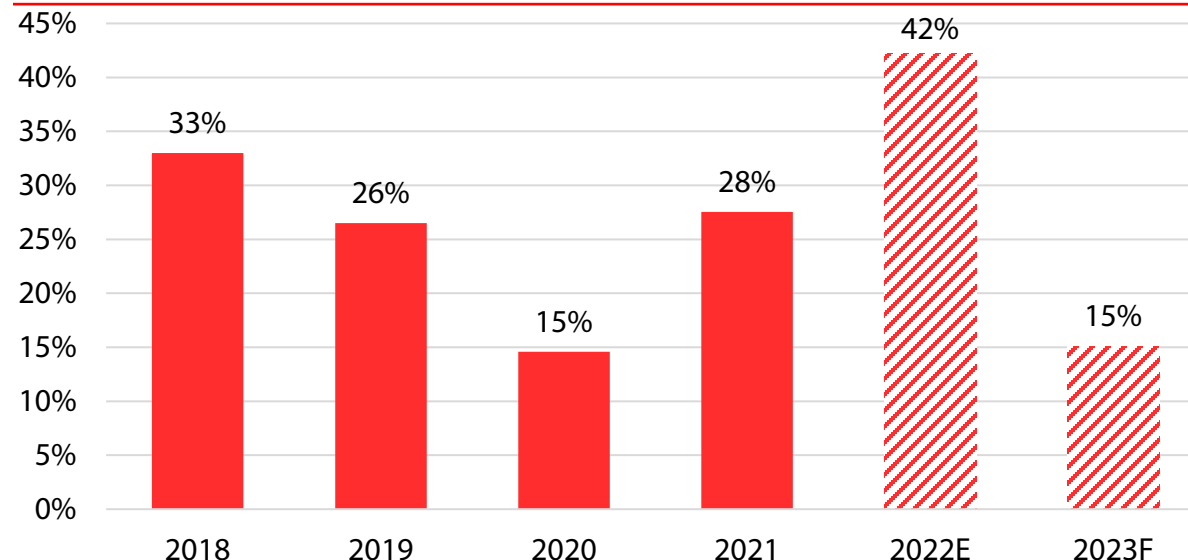
- Quan điểm trong BCCL 2022: “Cơ hội sẽ chủ yếu đến từ con sóng phục hồi. Chúng tôi kì vọng cao vào việc hoàn nhập dự phòng và chi phí tín dụng biên giảm, vốn sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN đáng kể, nhưng đồng thời có tính toán đến khả năng xảy ra gián đoạn và tốc độ hồi phục không như kì vọng.” Đầu năm 2022, chúng tôi kì vọng chính sách tiền tệ mở rộng sẽ tạo điều kiện thúc đẩy tăng trưởng tại các NH tư nhân lớn với vốn và thanh khoản tốt. Tuy nhiên, những diễn biến bất ngờ dẫn đến việc lưỡng lự cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng mới và phân bổ hạn mức giữa các NH đã ảnh hưởng dự báo động lực tăng trưởng. **Chúng tôi xem những khó khăn về chính sách là tạm thời, do đó duy trì quan điểm về tiềm năng tăng trưởng của TCB, MBB và ACB.** Các cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi có nhiều dư địa điều tiết đảm bảo tăng trưởng LN cao như dự kiến cũng như khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể tốt trong môi trường chi phí cao hơn và bối cảnh không chắc chắn. Chúng tôi thậm chí đã điều chỉnh tăng một số dự phóng. So với BCCL 2022, giai đoạn tăng trưởng được đẩy về phía trước do chi phí tín dụng biên giảm nhanh hơn (-51 điểm cơ bản so với -25 điểm trước đây). Tăng trưởng tổng thu nhập năm 2022 được điều chỉnh tăng từ 17% lên 20% trong khi dự báo tăng trưởng LNTT 2022 tăng từ 27% lên 42%. Dự báo tăng trưởng tổng thu nhập HĐ và LNTT năm 2023 được điều chỉnh giảm lần lượt 2% và 8%.

Hình 20: Tăng trưởng tổng thu nhập HĐ của danh mục



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Hình 21: Tăng trưởng LNTT của danh mục



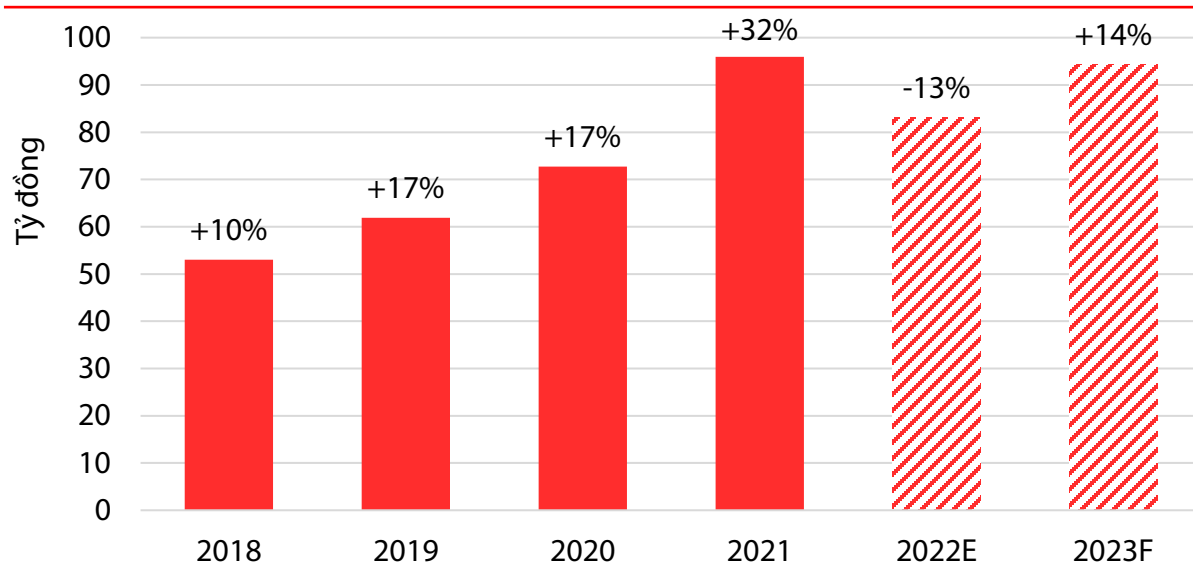
Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

“..., chúng tôi dự báo một số ngân hàng sẽ có hoàn nhập dự phòng... VCB và ACB được kì vọng sẽ đại diện xu hướng này nhờ bộ đệm dự phòng tốt. CTG và BID có phần rủi ro hơn. TCB và MBB ước tính sẽ có chi phí tín dụng biên giảm so với cùng kì thấp hơn so với ngành do diễn biến tích cực và ổn định năm 2021... ” - Báo cáo Chiến lược 2022.

Độ nhạy của chi phí rủi ro đối với LN sẽ là động lực quan trọng trong bối cảnh lo ngại về tăng trưởng

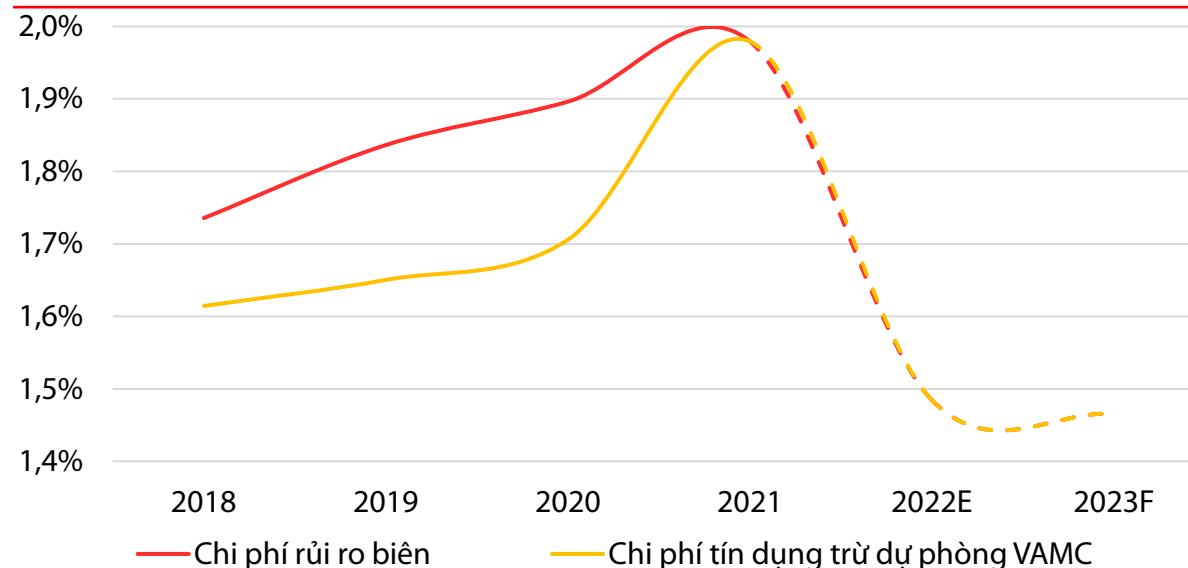
- Một số động lực tăng trưởng trở nên bất định do bối cảnh vĩ mô nhưng các luận điểm vẫn ổn định. KQKD 6T/22 của các cổ phiếu lựa chọn nhìn hơn so với mong đợi. Tuy nhiên, do biến động ngắn hạn, chúng tôi đã thêm một số kịch bản đầu tư. **Khi hạn chế trong tăng trưởng tín dụng áp lực các NH tư nhân lớn, quản lý chi phí rủi ro mang lại sự chắc chắn hơn.** Luận điểm phục hồi kinh tế vẫn trụ vững trong ngắn hạn, phù hợp với dự báo phục hồi hình chữ K và có thể được hỗ trợ bởi đầu tư công trong nửa cuối năm. Do đó, VCB, CTG và BID được kỳ vọng sẽ có kết quả khả quan. Chúng tôi nghiêng về hai NH đầu tiên hơn vì lợi thế về định giá. **Tìm kiếm tăng trưởng trong một môi trường chi phí cao hơn với những ràng buộc có thể thúc đẩy việc “hướng đến chất lượng”.** Các NH sẽ cân bằng giữa tăng trưởng và hiệu quả tổng thể. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ vượt qua những khó khăn với việc phân bổ vốn hiệu quả trong khi MBB sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ bộ đệm dự phòng. Cắt giảm chi phí rủi ro là quan điểm đầu tư chính trong nửa cuối năm.

Hình 22: Chi phí tín dụng của danh mục của chúng tôi



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Hình 23: Chi phí tín dụng biên của danh mục của chúng tôi



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

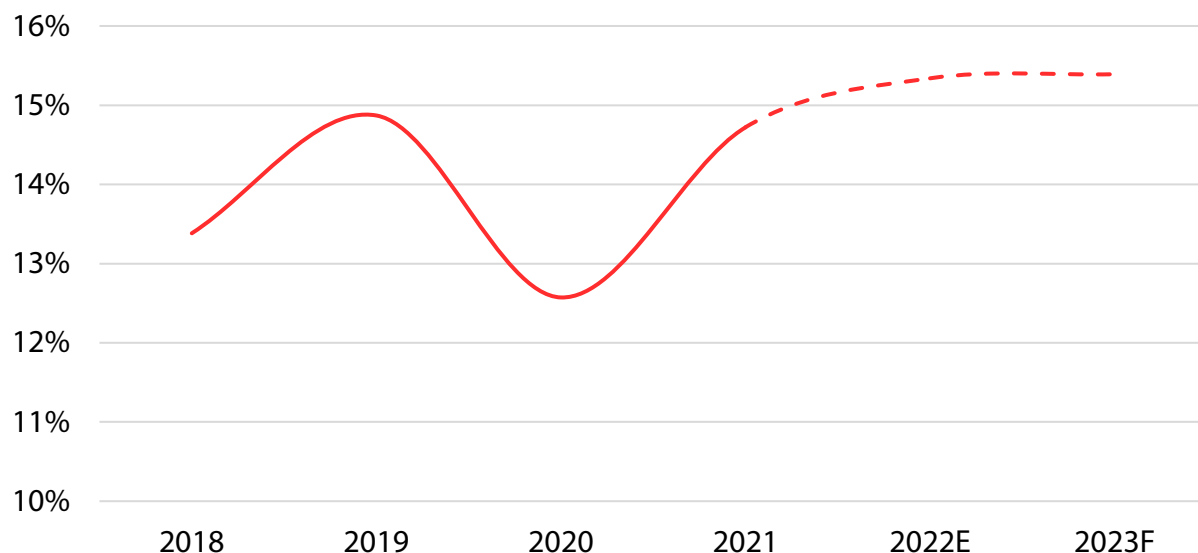
Sự không chắc chắn của hạn mức tăng trưởng tín dụng và phân bổ giữa các ngân hàng

- Từ một động lực quan trọng của các NH tư nhân, hạn mức tăng trưởng tín dụng hiện tiềm ẩn rủi ro điều chỉnh và là ẩn số khi định hướng chính sách không cụ thể. Dù NHNN cam kết tăng trưởng tín dụng 14%, chúng tôi vẫn chưa chắc chắn về quy mô, tần suất và thời điểm cấp hạn mức và phân bổ giữa các NH. Điều đó ảnh hưởng đến kế hoạch vốn và huy động. Việc thay đổi chính sách tín dụng có thể dẫn đến mức tăng trưởng tín dụng giữa các NH không lệch nhiều, lấy đi lợi thế tăng trưởng của một số NH tư nhân. Chúng tôi không thay đổi nhiều dự báo tăng trưởng tín dụng giai đoạn 2022-2023 nhưng nhận thấy nhiều dư địa để các NH linh hoạt đối phó với tác động trong trường hợp bất ngờ tiêu cực.

NIM mở rộng là yếu tố tích cực trong khi tác động khó đoán lên tiền gửi do bất ổn vĩ mô gây lo ngại về sự thu hẹp chênh lệch tăng trưởng tín dụng - tiền gửi

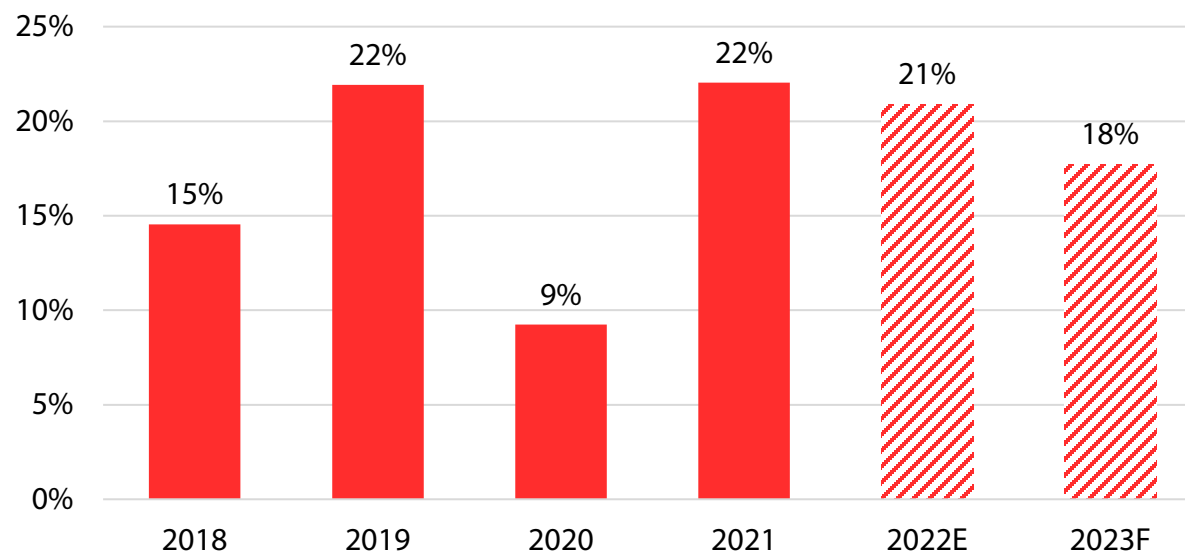
- Nguồn vốn ngoài tiền gửi KH sẽ tăng về cơ cấu nhờ vay nước ngoài. Các tỷ lệ thanh khoản theo quy định bị hạn chế cũng dẫn đến nguồn vốn liên ngân hàng cao ổn định. Bên cạnh LSHĐ cao hơn, tốc độ giải ngân đầu tư công và hiệu quả sử dụng vốn sẽ quyết định cơ cấu và khả năng tăng trưởng tiền gửi, có thể thu hẹp chênh lệch tăng trưởng tín dụng - huy động do hạn mức tăng trưởng tín dụng bị hạn chế. NIM sẽ gặp cả khó khăn và thuận lợi nhưng nền so sánh chắc chắn là hỗ trợ.

Hình 24: Tăng trưởng cho vay của danh mục của chúng tôi



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Hình 25: Tăng trưởng thu nhập lãi của danh mục của chúng tôi

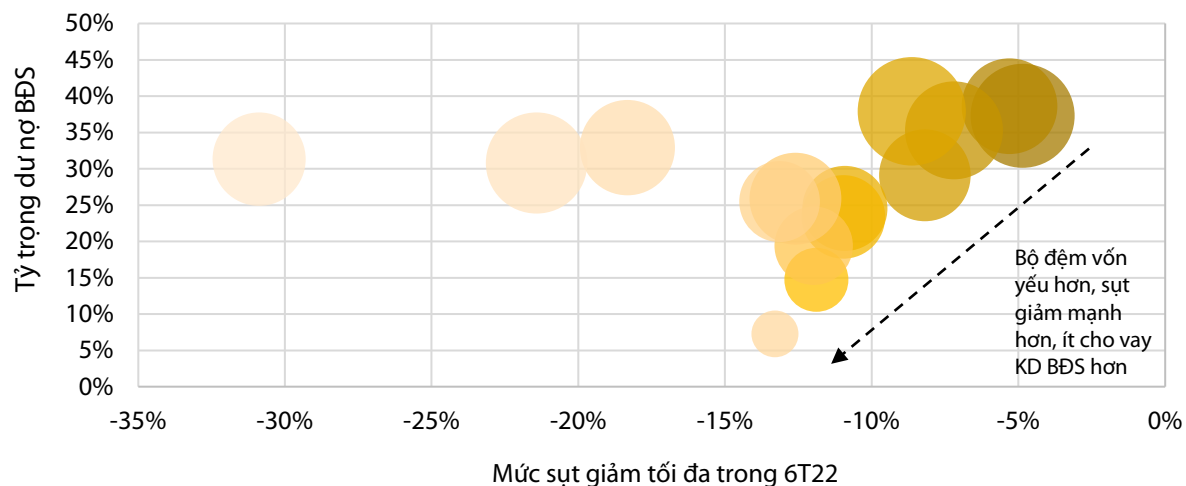


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Thị trường BĐS thắt chặt cần được nhìn nhận như một rủi ro hệ thống

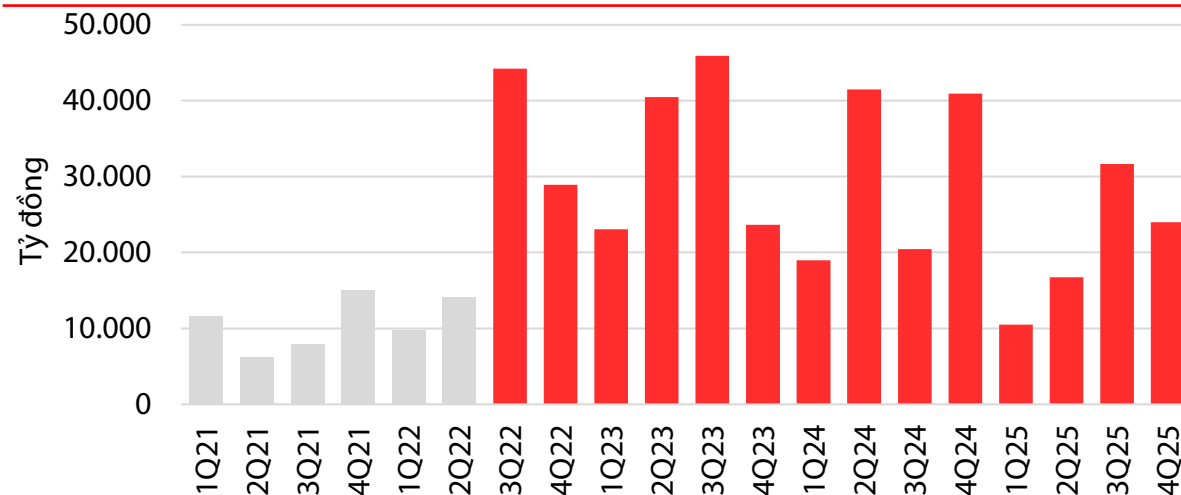
- Với sự thâm nhập sâu của BĐS vào hoạt động NH và vai trò trong nền kinh tế, sự thắt chặt của thị trường BĐS hoặc các chủ đầu tư lớn gặp khó khăn sẽ có tác động rộng rãi đến NH và các thành phần khác. Kết hợp với trường hợp tiền lệ ở Trung Quốc, chúng tôi xem rủi ro BĐS ở Việt Nam, bao gồm cả vấn đề TPDN, là rủi ro hệ thống và theo đó được phản ánh đồng đều. Cách tiếp cận lựa chọn cổ phiếu của chúng tôi xem xét đến tuyến phòng thủ cuối cùng – vốn. Các NH Trung Quốc có bộ đệm vốn nhỏ hơn (độ lớn bong bóng) có xu hướng giảm giá nhiều hơn mặc dù tỷ lệ cho vay đối với các nhà phát triển BĐS thấp hơn. Trong khi đó, có mối tương quan yếu giữa mức độ phơi nhiễm, bộ đệm vốn và mức sụt giảm tối đa ở Việt Nam trong 6T/22. Do đó, đà giảm giá trong 6T/22 có thể đến từ hiệu ứng lan tỏa hoặc xuất phát từ các mối quan ngại hoặc vấn đề tâm lý khác.

Hình 27: Mức giảm tối đa và dư nợ BĐS của các NH Trung Quốc

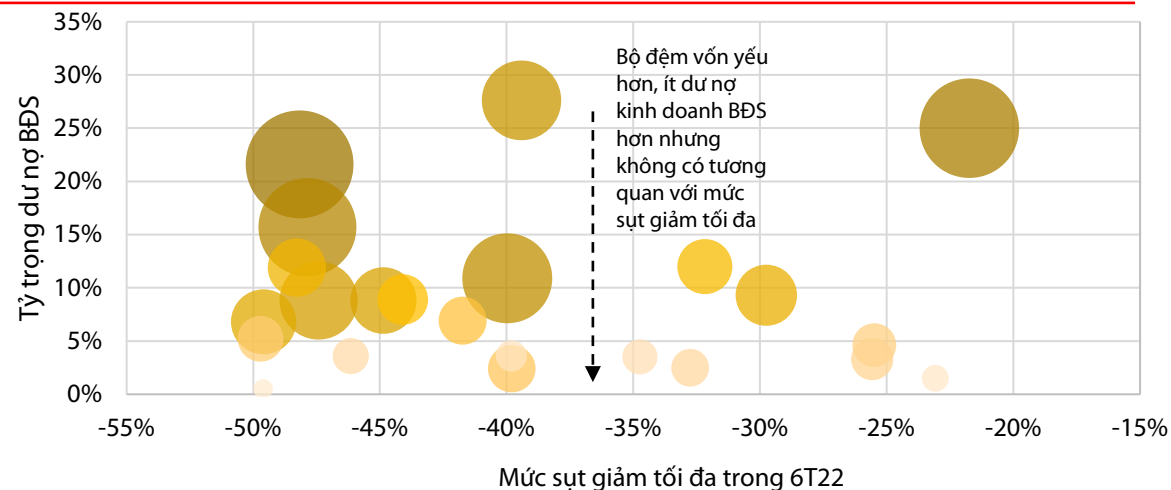


Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Trục ngang: mức giảm tối đa trong 6T. Trục dọc: Cho vay đối với nhà phát triển BĐS trên tổng dư nợ. Kích thước: Cho vay nhà phát triển BĐS trên tổng vốn CSH.

Hình 26: Phân kỳ đảo hạn TPDN của các nhà phát triển BĐS



Hình 28: Mức giảm tối đa và dư nợ BĐS của các NH Việt Nam



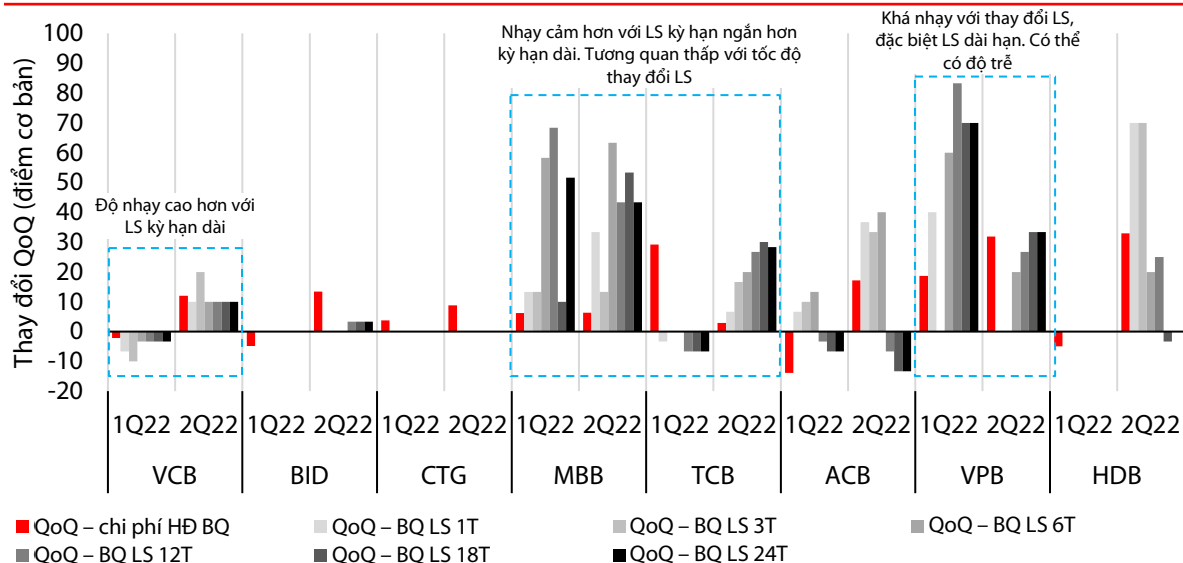
Cạnh tranh định giá sẽ gây căng thẳng cho NIM và khiến các ngân hàng nhỏ gặp khó khăn

- Việc tăng lãi suất (LS) là không thể tránh khỏi. Các NH Việt Nam có chênh lệch kỳ hạn lớn, được Thống đốc NHNN đề cập. Chúng tôi kỳ vọng làn sóng tăng lãi suất sẽ còn trong vài năm tới nhưng tốc độ sẽ chậm. Hành vi người gửi tiền đã thay đổi tại các NH số hóa và hệ sinh thái được kết nối tốt, giảm tác động dẫn truyền từ tăng lãi suất niêm yết lên chi phí tiền gửi bình quân. Cạnh tranh lãi suất có khả năng xảy ra ở các NH nhỏ hơn, gây áp lực lớn lên NIM do môi trường chi phí đang thay đổi. Kết hợp với cơ cấu kỳ hạn của các ngân hàng, chúng tôi cho rằng sẽ có NH được hưởng lợi khi lãi suất huy động niêm yết cao hơn, bao gồm cả TCB và MBB trong danh mục của chúng tôi. Chênh lệch LS thị trường 1 cũng sẽ thu hẹp tại một số ngân hàng trong quá trình tái cân bằng kỳ hạn tiền gửi. Nhìn chung, triển vọng NIM là phân hóa, nhưng nền so sánh sẽ hỗ trợ.

Tìm kiếm tăng trưởng trong môi trường chi phí cao hơn đặt nặng lên phí vốn và quản lý bảng cân đối

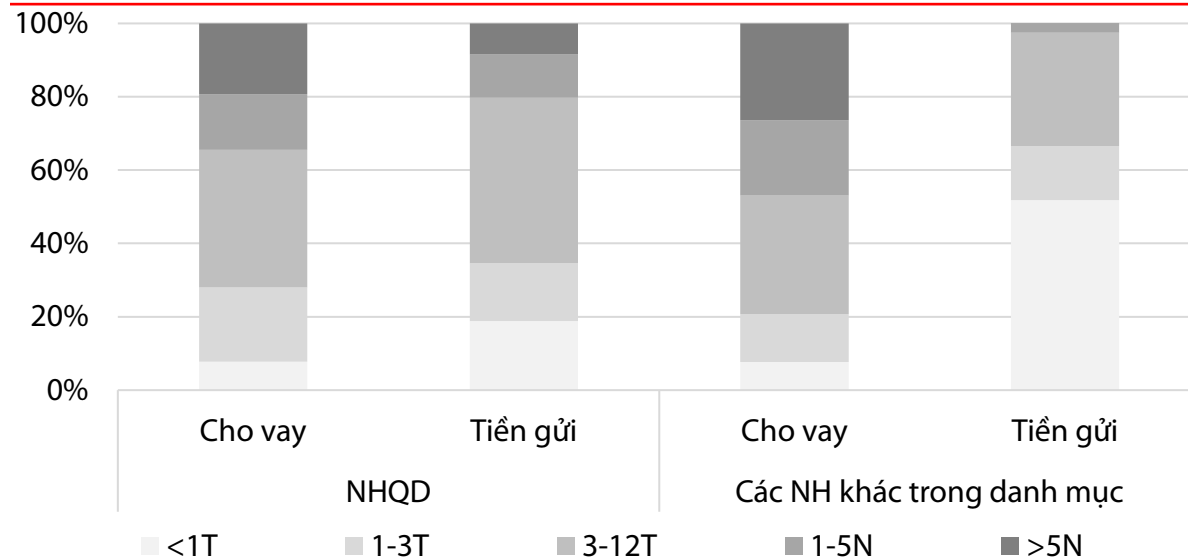
- Khi LS tăng, vốn trở nên đắt hơn. Sự gia tăng biên của vốn huy động với chi phí cao đòi hỏi lợi nhuận điều chỉnh rủi ro cao hơn. Đi vào các phân khúc rủi ro hơn có thể mang lại lợi nhuận không như mong muốn do chi phí huy động và chi phí vốn tăng. Yêu cầu phân bổ và quản lý vốn hiệu quả sẽ dẫn đến thay đổi chiến lược tại một số ngân hàng.

Hình 29: Tương quan giữa LS niêm yết và chi phí tiền gửi bình quân



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. * Lãi suất niêm yết trung bình trong quý. Lãi suất được trích dẫn là lãi suất cao nhất có thể ở mỗi kỳ hạn.

Hình 30: Cơ cấu kỳ hạn của các NH trong phạm vi của chúng tôi



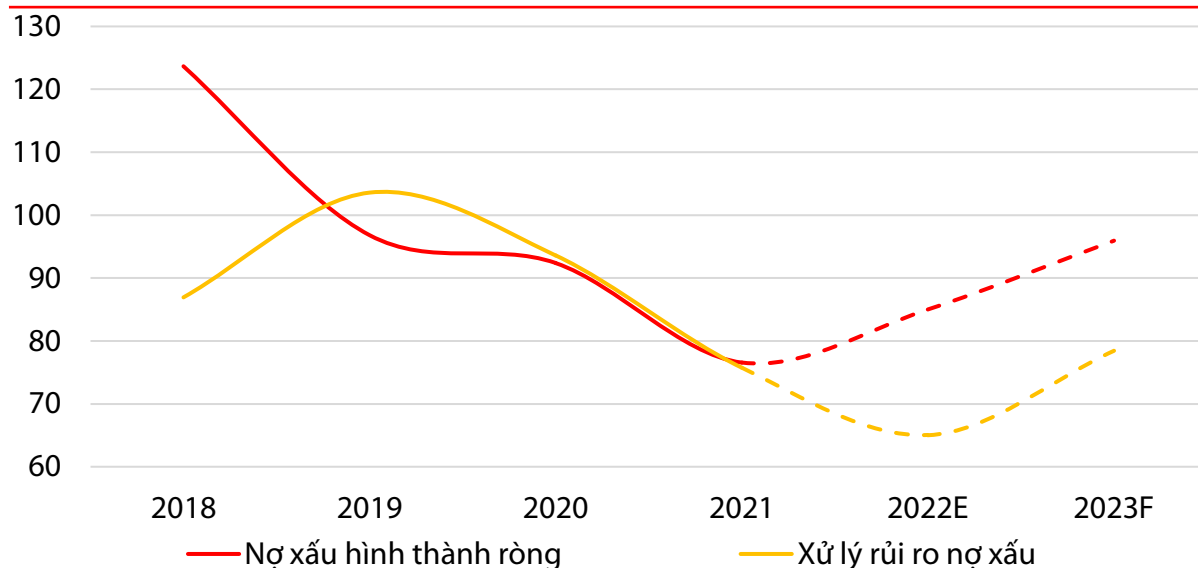
Biến động dự kiến trong động lượng tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động

- Tăng trưởng doanh thu tại các ngân hàng sẽ có xu hướng khác nhau đến từ sự không chắc chắn và đặc thù của các ngân hàng. Trong khi hạn mức tăng trưởng tín dụng dự kiến sẽ có những tác động trái chiều do độ nhạy khác nhau, NIM sẽ được hỗ trợ bởi nền so sánh, thúc đẩy động lượng thu nhập lãi thuần. Thu nhập ngoài lãi sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ của đóng góp từ các công ty con cũng như tăng trưởng bền vững của bancassurance và tài trợ thương mại. Động lượng này sẽ phục hồi từ 6T/22.

Thuận lợi từ phía chi phí rủi ro để chống lại những bất ổn bên ngoài và thúc đẩy tăng trưởng thu nhập

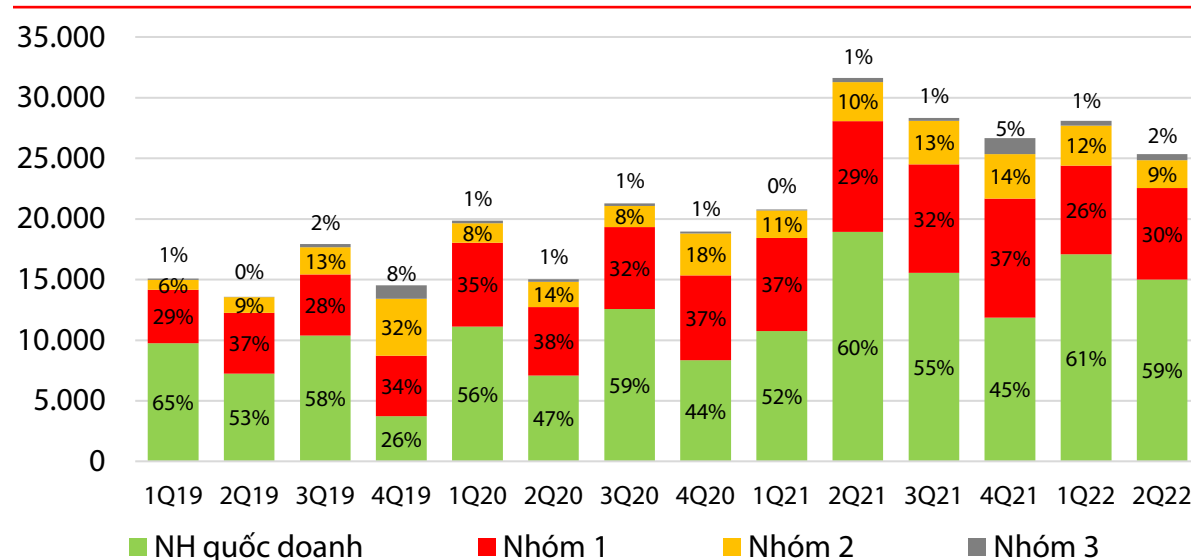
- Khả năng ổn định của bảng cân đối qua các cú sốc sẽ giúp cải thiện chi phí tín dụng tại các NH thận trọng. Chúng tôi kỳ vọng sự suy giảm tương đối của nợ cơ cấu, gây áp lực lên hình thành nợ xấu và xóa nợ. Tỷ lệ bao phủ có thể giảm ở các NH quốc doanh do dư nợ các doanh nghiệp lớn nhưng sức khỏe của bảng cân đối sẽ không bị ảnh hưởng tổng thể.
- Tỷ lệ nợ xấu hình thành được dự báo sẽ tăng trong nửa cuối năm và 2023 nhưng không đổi so với mức trước Covid. Nợ cơ cấu và sự bình thường hóa ở việc chuyển nhóm nợ xấu là nguyên nhân. Dư địa và khả năng tiếp tục giảm chi phí rủi ro tín dụng sẽ phân hóa. Các NH quốc doanh và NH tư nhân lớn có lợi thế hơn nhờ bộ đệm dự phòng.

Hình 31: Chi phí tín dụng biên của danh mục của chúng tôi



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Mức trích lập dự phòng (Tỷ VND)



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt. Điều chỉnh cho các số liệu đột biến và không được công bố.

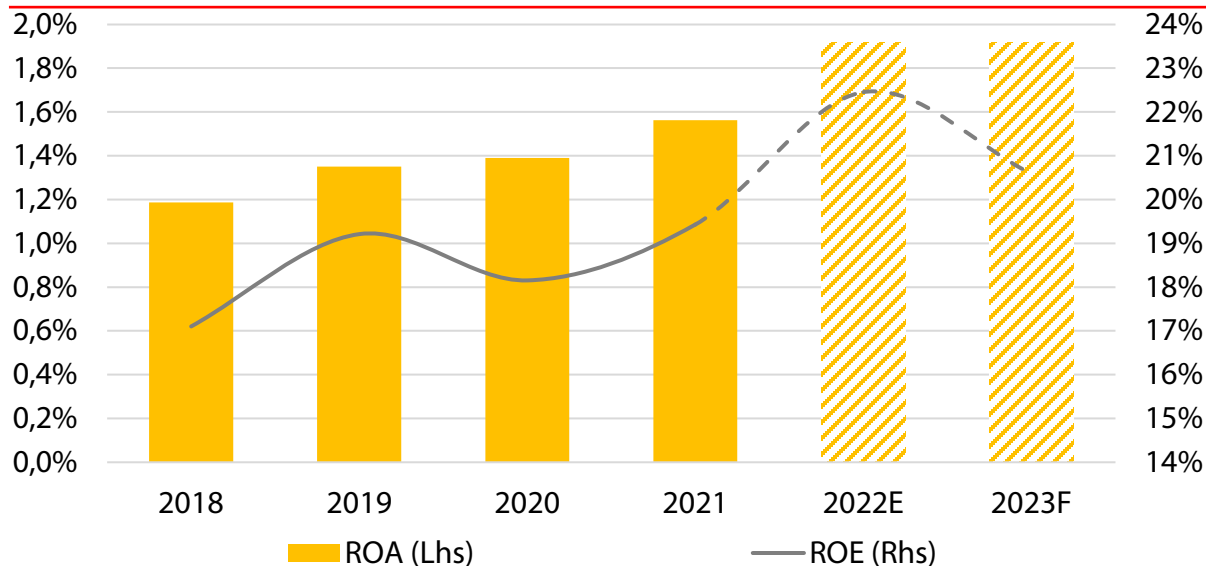
Cân bằng giữa hiệu quả hoạt động ngân hàng với khả năng sinh lợi tổng thể và tăng trưởng

- Hiệu quả tổng thể sẽ được ưu tiên để bảo toàn cơ sở vốn. Chúng tôi kỳ vọng ROA và ROE sẽ tăng trong năm 2022 do cải thiện chi phí rủi ro. Chỉ số hiệu quả năm 2023 sẽ bình thường hóa từ mức nền cao của năm 2022 vì tăng vốn. Hiệu quả phân bổ vốn sẽ được xem xét cẩn thận trong một môi trường chi phí cao và dưới những ràng buộc của bảng cân đối. Các giới hạn đó đến từ sự sẵn có của các nguồn vốn phụ thuộc vào hạn mức tăng trưởng tín dụng và đầu tư công. Bên cạnh đó, các ngân hàng nhỏ sẽ gặp khó khăn trong việc phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả để mang lại đủ lợi nhuận. Chúng tôi duy trì ưu tiên của mình đối với các ngân hàng có quy mô lớn so với các ngân hàng nhỏ hơn.

Hệ số định giá là bộ đệm tốt

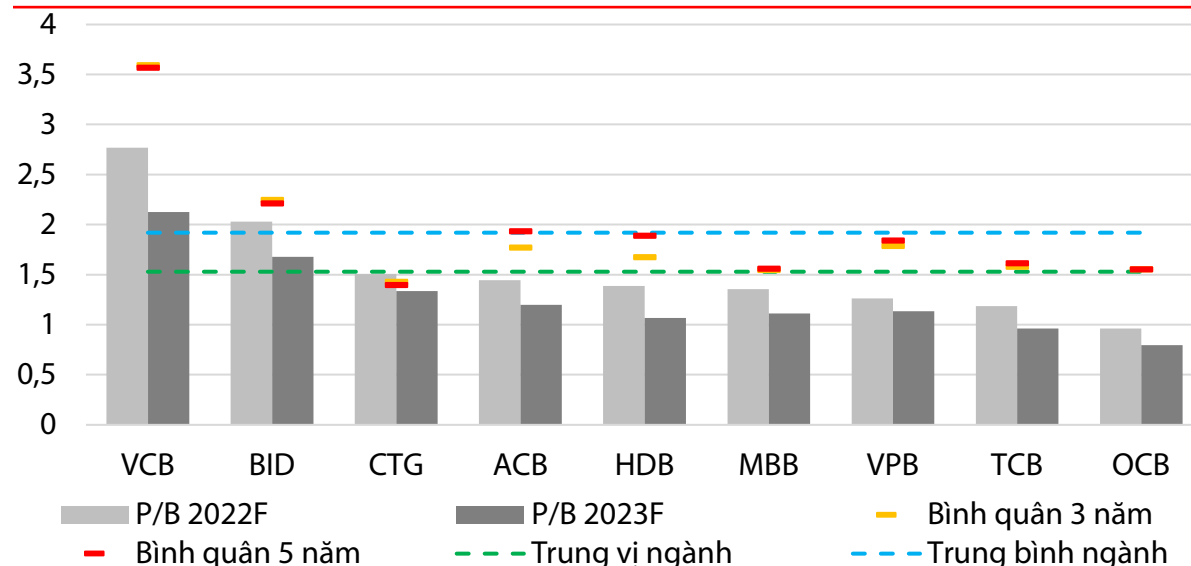
- Định giá đã trở nên hấp dẫn trên toàn ngành khi so sánh với hệ số lịch sử. Ngay cả khi so sánh mức P/B lịch sử ở môi trường chi phí cao, chúng tôi cũng nhận thấy cán cân rủi ro/lợi nhuận chấp nhận được đối với danh mục của chúng tôi. Yếu tố còn lại là câu chuyện, bao gồm lợi ích từ chương trình nhận chuyển giao bắt buộc, phát hành riêng lẻ và chia cổ tức.

Hình 33: ROA và ROE của danh mục của chúng tôi



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

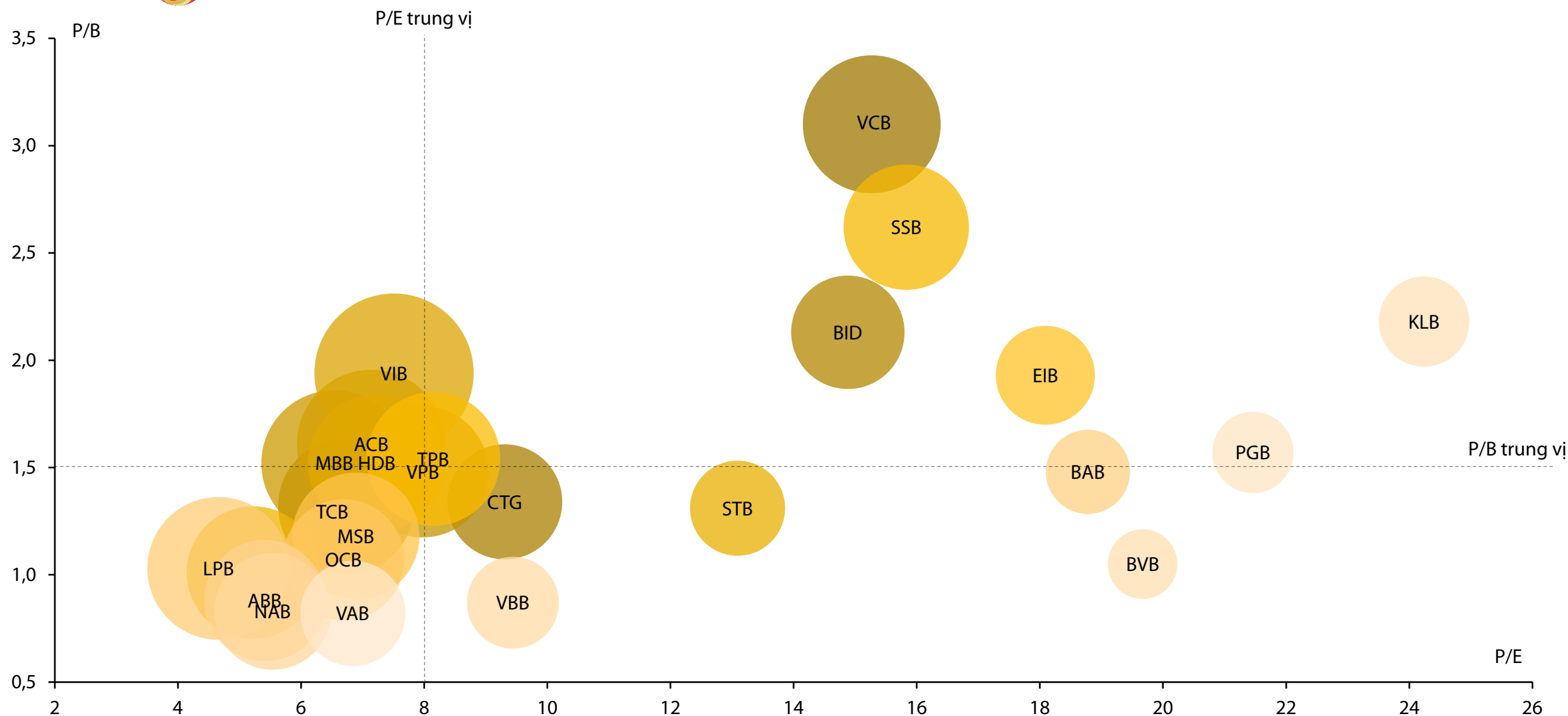
Hình 34: P/B lịch sử và dự phóng của danh mục của chúng tôi



Nguồn: BCTC của các NH, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (dồn 12T, %YoY)	Tăng trưởng thu nhập phí thuần (dồn 12T, %YoY)	Tăng trưởng TNHĐ (dồn 12T, %YoY)	Tăng trưởng LNST (dồn 12T, %YoY)	NIM (dồn 12T)	Tỷ lệ nợ xấu (%)	ROA (%)	ROE (%)	P/E (dồn 12T)	P/B	Tăng trưởng tín dụng (YTD, %)
VCB	380.968	96.900	14,1%	-15,2%	11,5%	21,5%	3,2%	0,6%	1,7%	21,7%	15,3	3,1	14,4%
BID	194.247	37.400	16,2%	1,3%	8,5%	28,9%	2,8%	1,0%	0,7%	14,7%	14,9	2,1	9,4%
CTG	136.724	34.000	3,7%	6,9%	8,8%	-10,1%	2,8%	1,3%	0,9%	15,1%	9,3	1,3	9,7%
TCB	136.224	62.700	28,2%	49,5%	20,0%	25,1%	5,6%	0,6%	3,4%	21,1%	6,7	1,3	7,6%
VPB	133.809	46.200	3,9%	18,0%	21,9%	34,8%	7,2%	5,3%	3,1%	19,6%	8,0	1,5	13,6%
MBB	102.770	42.800	32,2%	10,5%	28,0%	50,9%	5,3%	1,2%	2,5%	24,2%	6,5	1,5	14,6%
ACB	83.929	33.600	15,2%	29,3%	17,8%	21,3%	4,1%	0,8%	2,3%	25,1%	7,1	1,6	9,3%
SSB	61.606	n/a	45,6%	113,5%	53,4%	73,7%	3,1%	1,6%	1,7%	17,9%	15,8	2,6	13,9%
VIB	54.800	n/a	26,2%	6,6%	19,1%	22,7%	4,3%	2,4%	2,3%	28,9%	7,5	1,9	9,7%
HDB	50.406	32.000	19,8%	66,8%	20,1%	29,3%	4,7%	1,3%	1,9%	21,6%	7,2	1,5	14,8%
STB	46.942	n/a	-8,7%	42,6%	7,2%	3,1%	2,3%	1,3%	0,7%	10,3%	13,1	1,3	6,1%
TPB	44.764	n/a	28,4%	23,9%	32,0%	27,2%	4,1%	0,9%	1,9%	20,4%	8,1	1,5	9,1%

Nguồn: FiinGroup, CTCK Rong Việt. Giá cổ phiếu tại thời điểm 10/8/2022.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng đại diện cho ROE. Giá cổ phiếu tại 10/8/2022. Loại trừ SGB và NVB.

MUA: +62%

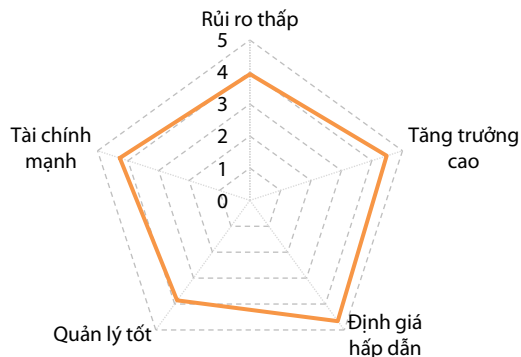
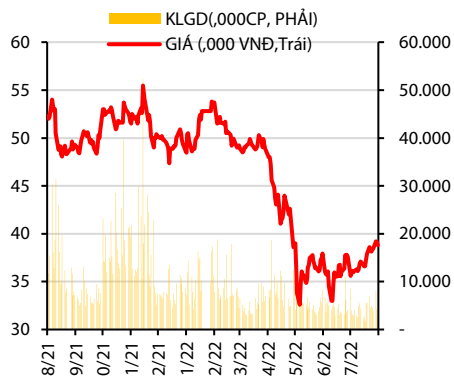
GTT: 38.800

GMT: 62.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NGTTN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	26.699	32.300	38.522
5.826	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	37.076	44.700	52.991
3.511	LNST (tỷ VNĐ)	18.038	22.638	26.716
5.144	ROA (%)	3,6	3,6	3,6
188	ROE (%)	21,52	21,8	20,8
0.0	Tăng trưởng tài sản (%)	29,4	18,8	19,8
56 – 32,55	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	26.264	32.712	40.321
	P/E (x) (*)	9,8	6,1	5,1
	P/B (x) (*)	1,4	1,2	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tốc độ chậm lại tạm thời nhưng triển vọng tăng trưởng bằng cân đối trung dài hạn vẫn ổn định nhờ các lợi thế cạnh tranh chắc chắn

- Dù khả năng tăng trưởng chậm lại trong năm 2022 do điều kiện thắt chặt, chúng tôi duy trì triển vọng dài hạn cho năng lực tăng trưởng bằng cân đối và cải thiện ROE. Các yếu tố nền tảng không bị suy giảm bởi các cú sốc ngắn hạn: cơ sở hạ tầng công nghệ hàng đầu, nền tảng vốn mạnh để chống chịu các tình huống căng thẳng như các cú sốc trong lĩnh vực bất động sản, và hệ sinh thái khép kín. TCB có thể duy trì khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động trong nhiều môi trường nhờ chi phí huy động vốn và giá các cơ sở tín dụng cạnh tranh cũng như năng lực tài chính khách hàng cao. Trong 6T22, TCB đã cân đối tổng thể NIM, chi phí rủi ro và phân bổ vốn để thích ứng với sự bất định như hạn mức tăng trưởng tín dụng không như kỳ vọng.

Nguồn lực huy động đa dạng và bền vững được hỗ trợ bởi mạng lưới tiền gửi bán lẻ phân khúc cao cấp và các nguồn huy động quốc tế dài hạn quy mô lớn

- Nhờ hệ sinh thái quản lý tài sản rộng lớn giúp giữ lại dòng tiền, TCB có thể tăng trưởng cơ sở tiền gửi với CASA ổn định đồng thời huy động quốc tế cho nguồn vốn dài hạn và lãi suất tốt.

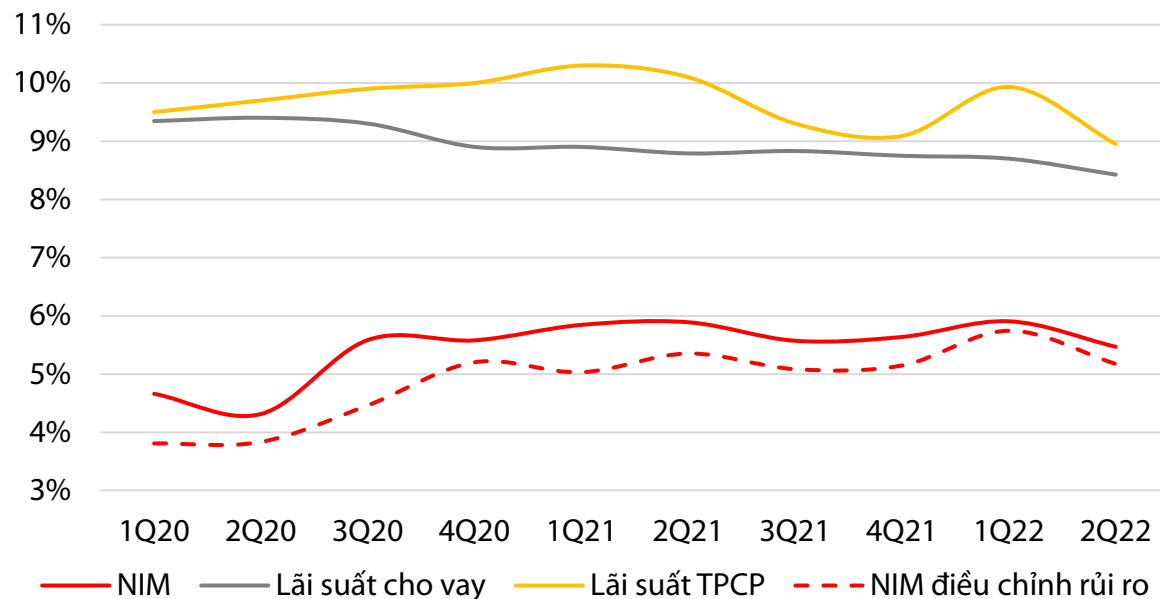
Được thúc đẩy bởi đà phục hồi kinh tế năm 2022, TCB có nền tảng vững chắc để tăng trưởng toàn diện và tiếp tục cải thiện hiệu quả hoạt động

- Nhờ cắt giảm chi phí dự phòng như kỳ vọng và tăng trưởng thu nhập phí đồng đều, TCB vẫn duy trì bằng cân đối khỏe và đà tăng trưởng lợi nhuận ổn định trong nửa đầu năm dù áp lực lên biên NIM gia tăng. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ duy trì động lượng và hiệu quả hoạt động trong 6T cuối năm nhờ chi phí rủi ro tín dụng và hồ sơ rủi ro của khách hàng tiếp tục cải thiện.

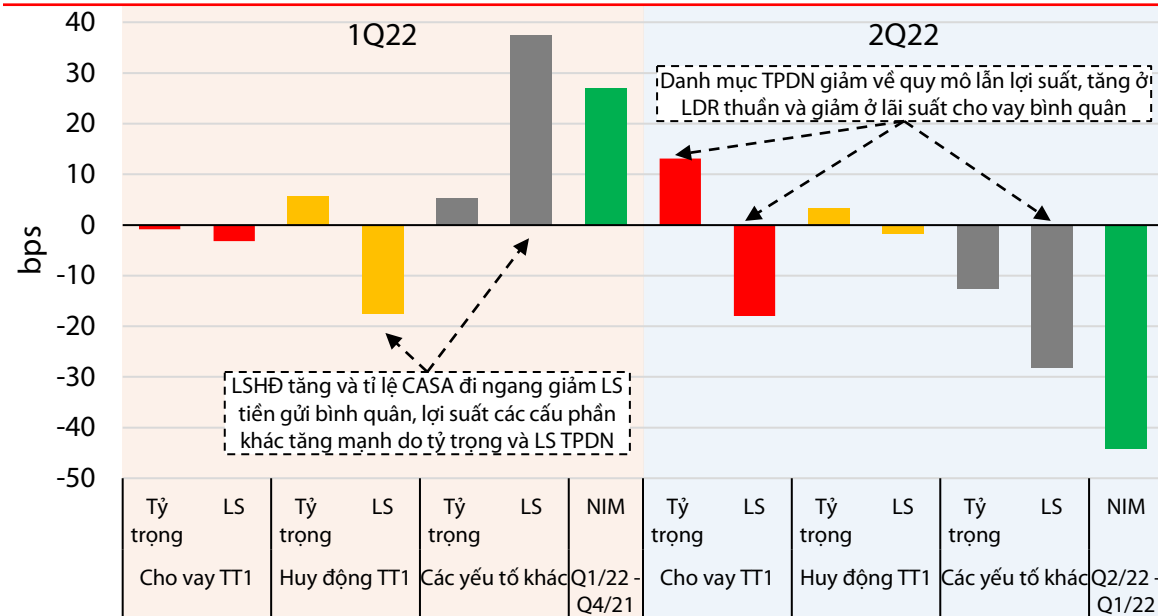
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Sự không chắc chắn trong đà phục hồi kinh tế trung hạn do vĩ mô toàn cầu, và trong hạn mức tăng trưởng tín dụng, thị trường bất động sản và triển vọng TPDN do chính sách thắt chặt.

Hình 1: NIM, NIM điều chỉnh rủi ro và các lợi suất (quý năm, %)



Hình 2: Cấu phần thay đổi NIM theo quý (quý năm, %)



Bất chấp những khó khăn từ tăng trưởng tín dụng và NIM, tốc độ tăng trưởng vẫn duy trì nhờ nguồn thu nhập đa dạng và chi phí rủi ro giảm

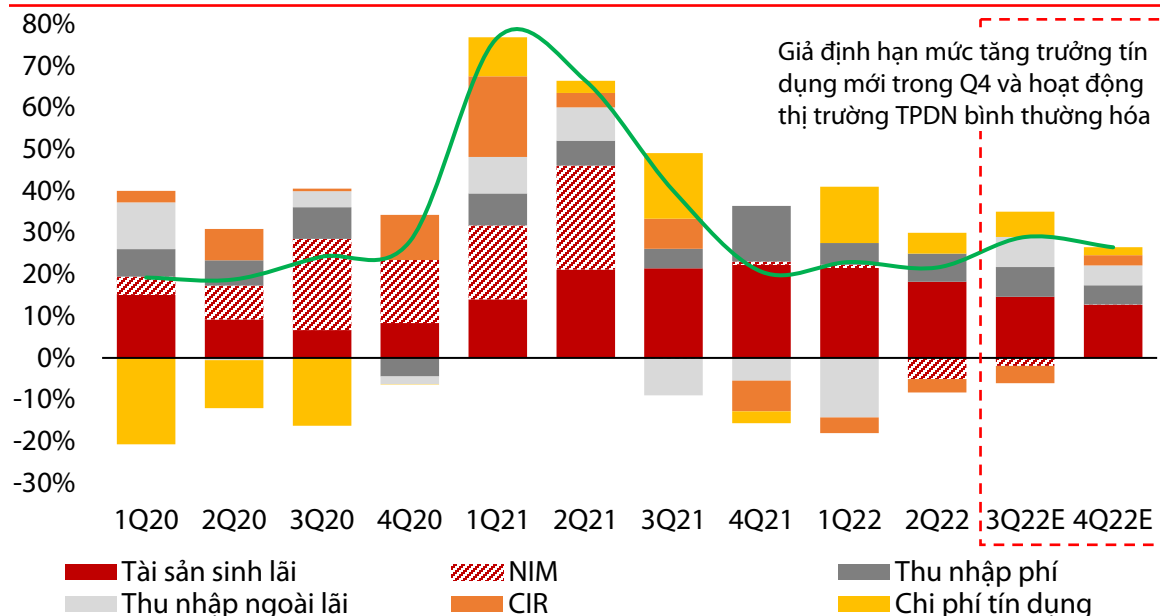
- Ngược với kỳ vọng về hạn mức cao năm 2022, TCB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu ở mức trung bình, do đó, cản trở khả năng mở rộng. Tăng trưởng tín dụng riêng lẻ là 8,5% YTD trong 6T22, tăng nhẹ so với mức 7,9% ở Q1. NIM Q1 đi ngang trước khi giảm mạnh trong Q2/22. Tăng trưởng LNTT Q1 (23% YoY) và Q2 (22% YoY) chủ yếu nhờ tăng trưởng tài sản (24% YoY trong 6T22), thu nhập phí (39% YoY trong 6T22) và chi phí tín dụng. Bảng cân đối lành mạnh với tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức thấp (0,6%).

Lợi nhuận ngân hàng toàn diện được chú trọng để tăng cường hiệu quả phân bổ vốn và hồ sơ rủi ro ngân hàng

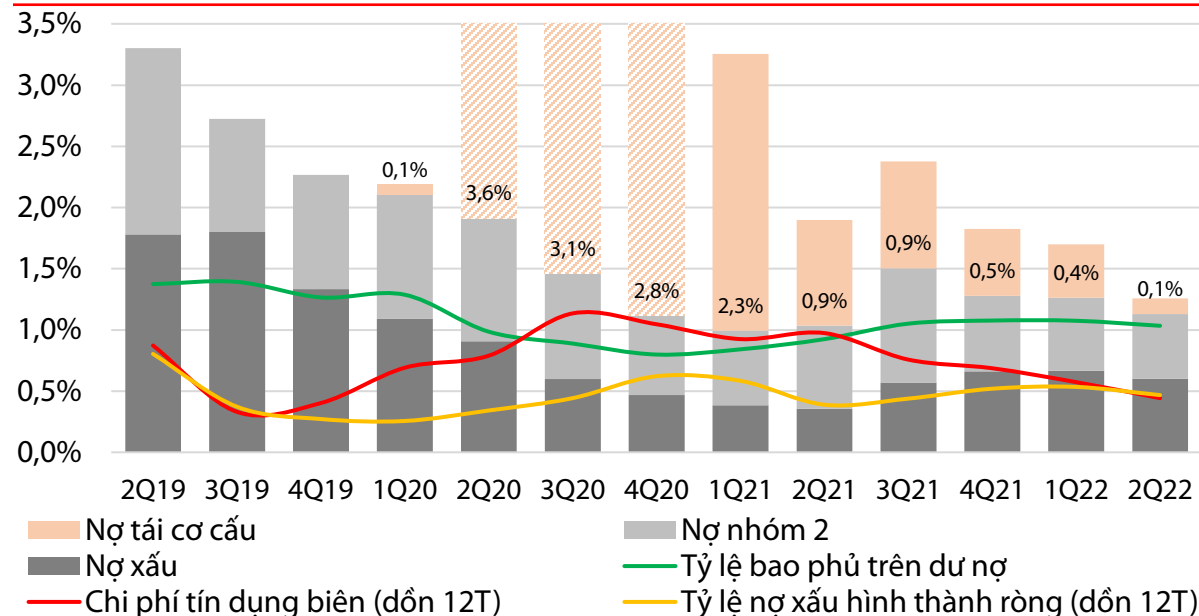
- Do dư địa mở rộng bảng cân đối bị hạn chế trên cả khía cạnh phân bổ tín dụng và chi phí, TCB thay đổi định hướng để đảm bảo khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể. Tăng trưởng tổng thu nhập được dẫn dắt bởi mảng phí dù mảng TPDN chậm lại trong Q2. Tăng trưởng trong môi trường chi phí cao thúc đẩy phân bổ vốn hiệu quả, dịch chuyển sang phân khúc cao và thu nhập ngoài lãi. Hồ sơ rủi ro cải thiện toàn diện nhờ năng lực tài chính KH phục hồi. Trọng số rủi ro giảm xuống 108% và hệ số CAR (Basel II) tăng lên.

Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Các cấu phần tăng trưởng LNTT và dự phóng (% YoY)



Hình 4: Chất lượng tài sản và các chỉ tiêu bộ đệm dự phòng (%)



Tập trung vào NIM điều chỉnh theo rủi ro và thu nhập ngoài lãi để mang lại tăng trưởng ổn định

- Chúng tôi điều chỉnh dự báo cho những khó khăn trong tăng trưởng bằng cân đối. TCB được dự báo sẽ dựa trên đà phục hồi kinh tế và số hóa để giảm chi phí rủi ro tín dụng và bán chéo các sản phẩm ngoài lãi như thẻ, ngoại hối, thanh toán. Mạng bancassurance bị cạnh tranh gay gắt nhưng vẫn tăng trưởng 33% về doanh số APE trong 6T22. TCB sẽ hoàn nhập dự phòng trái phiếu trong nửa cuối năm, ước tính hơn 500 tỷ đồng. TCB kỳ vọng hoạt động thị trường TPDN phục hồi tốt sẽ hỗ trợ thu nhập phí và bù đắp sự sụt giảm ở mảng thu hồi nợ đã xóa. Thu nhập phí được dự báo tăng 45% trong nửa cuối năm và 23% năm 2023, dẫn dắt tăng trưởng tổng thu nhập lần lượt đạt 24% và 19%.
- Dự phóng tăng trưởng tín dụng và NIM năm 2022 bị điều chỉnh giảm. TCB sẽ duy trì động lượng ổn định trong Q3-Q4/22 với thu nhập ngoài lãi cải thiện và tăng trưởng tài sản chậm lại. NIM sẽ dao động quanh mức 5,4-5,6% trong năm 2022-2023. Tỷ lệ CASA sẽ tăng trở lại, chủ yếu nhờ nguồn cung vốn dồi dào hơn. Chi phí tín dụng sẽ duy trì dưới 0,5% nhờ danh mục tốt. Chúng tôi duy trì LNTT 2022 ở mức 29,0 nghìn tỷ (25% YoY) nhưng giảm 5% LNTT 2023 (18% YoY) để phản ánh tốc độ tăng trưởng tài sản chậm hơn.

Nguồn: TCB, CTCK Rồng Việt

MUA: 57%

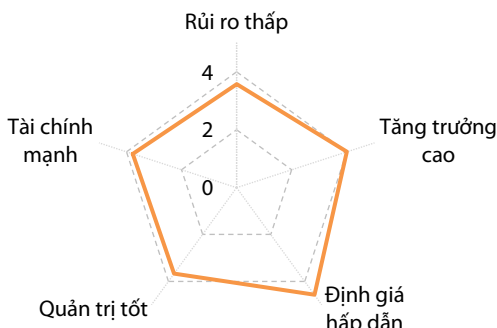
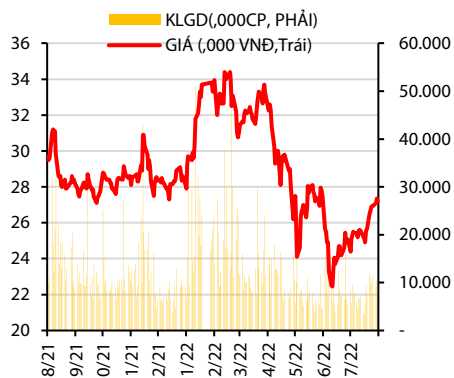
GTT: 27.200

GMT: 42.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NGDTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	26.200	36.015	43.007
102.770	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	36.934	46.714	54.687
3.778	LNST (tỷ VNĐ)	12.697	18.024	21.162
8.139	ROA (%)	2,3	2,7	2,5
209	ROE (%)	22,6	25,7	24,5
0,0	Tăng trưởng tài sản (%)	22,7	23,9	22,1
34,9 - 21,85	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	16.538	20.101	24.489
	P/E (x) (*)	8,0	5,5	4,6
	P/B (x) (*)	1,7	1,4	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Quá trình chuyển đổi số nhanh chóng tận dụng các lợi thế mang tính cấu trúc để chuyển đổi và củng cố hệ sinh thái nhằm mở rộng bền vững và hiệu quả

- Tích cực nâng cao trải nghiệm khách hàng tạo ra động lực mạnh mẽ cho việc mở rộng CASA. Cùng với mối quan hệ với các DN quân đội lớn giúp MBB duy trì được chi phí huy động vốn thấp. Điều này giúp ngân hàng dễ dàng điều hướng tín dụng đến các phân khúc mong muốn, đáp ứng mục tiêu của tập đoàn trong các giai đoạn kinh tế. Việc đa dạng hóa nguồn thu ngoài lãi giúp đảm bảo sử dụng vốn hiệu quả. Cơ sở khách hàng bán lẻ ngày càng mở rộng cũng tạo điều kiện thuận lợi cho thu ngoài lãi từ các sản phẩm bán chéo như bảo hiểm và thẻ tín dụng.

Hệ sinh thái rộng lớn và toàn diện, khả năng sinh lời và hiệu quả tổng thể ổn định cùng với nền tảng vốn tốt tạo cơ sở cho tham vọng trở thành tập đoàn tài chính

- Chiến lược 2022-2026 đặt mục tiêu biến ngân hàng thành một tập đoàn tài chính công nghệ với quy mô số hóa toàn diện. Các công nghệ cốt lõi tự xây dựng với nhân sự nội bộ cho phép cập nhật và bảo trì kịp thời và tiết kiệm chi phí, đảm bảo tính cạnh tranh. Kết hợp với lợi thế về cơ sở khách hàng, MBB có khả năng mang lại suất sinh lợi cao thông qua cải thiện biên NIM và tổn thất tín dụng. Hệ sinh thái đa dạng với ngân hàng làm trung tâm sẽ hỗ trợ chuyển đổi toàn diện thành một tập đoàn tài chính.

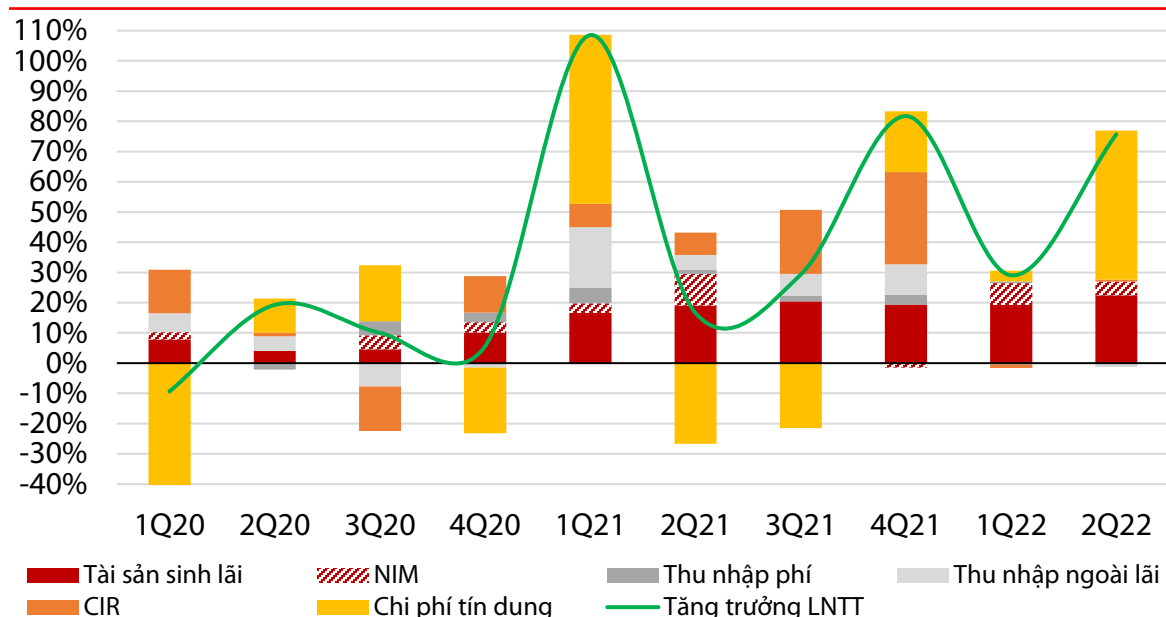
Tăng trưởng lợi nhuận biến động trong 6 tháng đầu năm 2022 tạo kỳ vọng cho xu hướng trong nửa cuối năm trên nền tảng bộ đệm dự phòng

- Tăng trưởng LNTT 6T22 49% đến từ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao và quản trị chi phí. Bộ đệm dự phòng dày và NIM duy trì sẽ giúp đạt mức tăng trưởng 35% trong nửa cuối năm 2022.

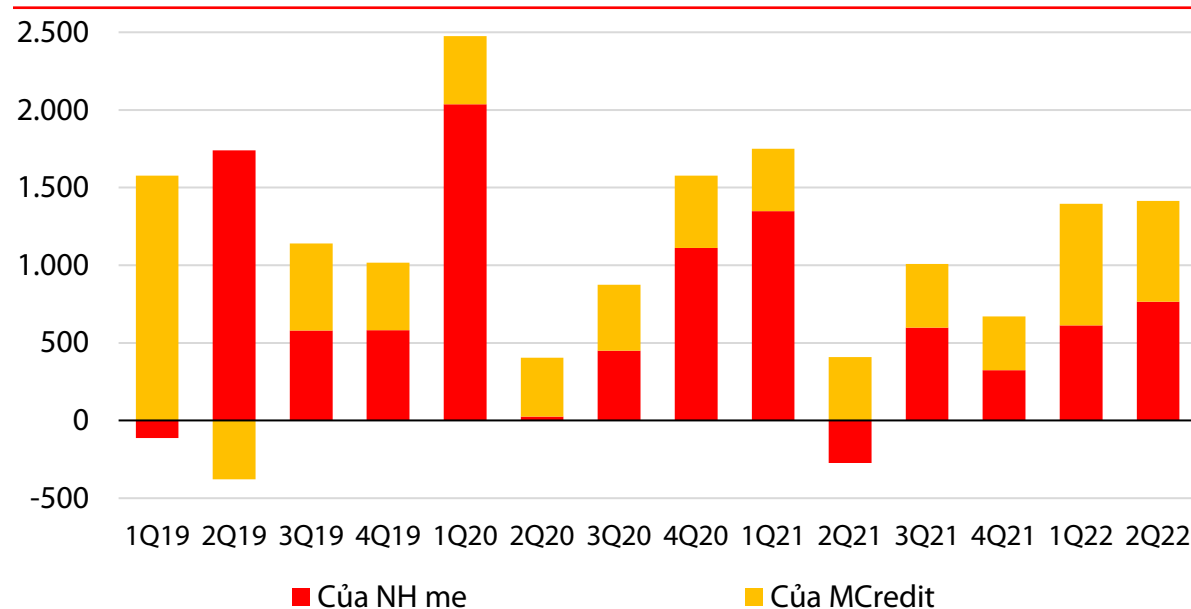
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá đến từ tính ổn định của nguồn vốn và sự phục hồi chậm hơn dự kiến ở các phân khúc chiến lược. Sự không chắc chắn từ việc nhận chuyển giao NH là rủi ro ở cả hai phía.

Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT (% YoY)



Hình 2: Nợ xấu hình thành ròng hàng quý (tỷ đồng)



Dù thu nhập phí yếu hơn kỳ vọng, MBB vẫn tăng trưởng tổng thu nhập cao nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng hàng đầu và đà phục hồi ở NIM và chi phí tín dụng

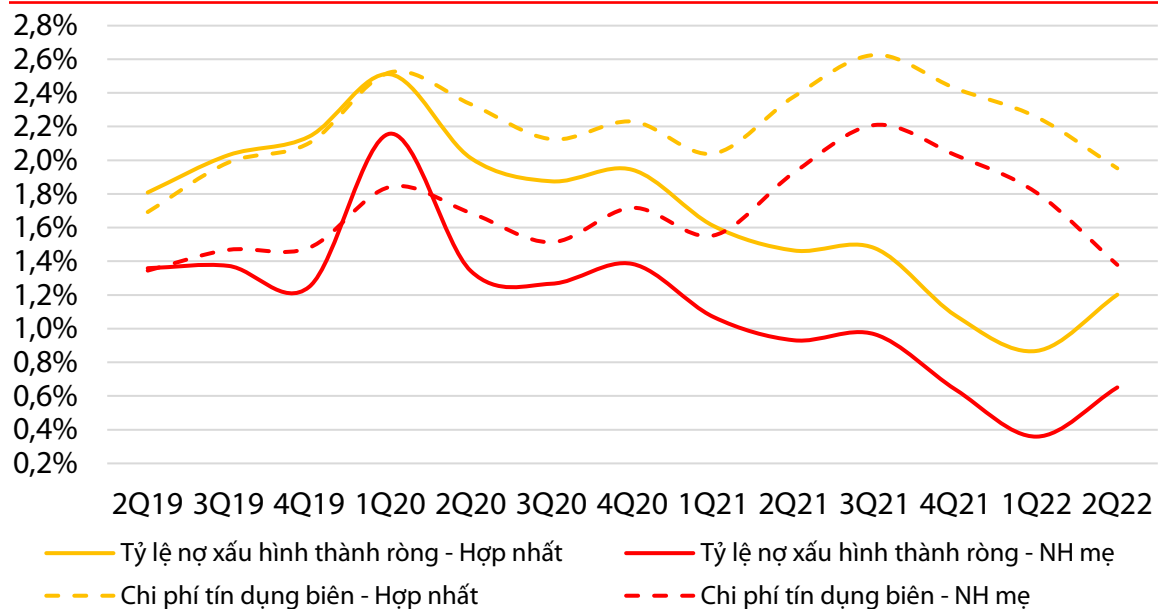
- Thu nhập phí hầu như đi ngang so với cùng kỳ trong 6T22 (2% YoY) do biên lợi nhuận thu nhập từ bảo hiểm giảm. Doanh số thu hồi nợ đã xóa cũng giảm mạnh, khiến tăng trưởng thu nhập ngoài lãi đạt -4%. Tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động 26% YoY chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần (39% YoY). Trong đó, hạn mức tăng trưởng tín dụng ban đầu cao (15% đối với NH mẹ) và NIM phục hồi tốt (tăng 0,6% từ 2H21 và 6T21) là động lực. Chênh lệch LS thị trường 1 mở rộng cũng như LS cho vay tăng trở lại từ nền thấp trong nửa cuối năm 2021 trong khi LS huy động ổn định. Chi phí tín dụng giảm 17% YoY trong 6T22 nhờ hoàn nhập dự phòng ở nợ cơ cấu do KH trả nợ tốt.

Bộ đệm dự phòng vững chắc đã giúp MBB tăng trưởng ngay cả khi sức khỏe bảng cân đối tương đối yếu hơn

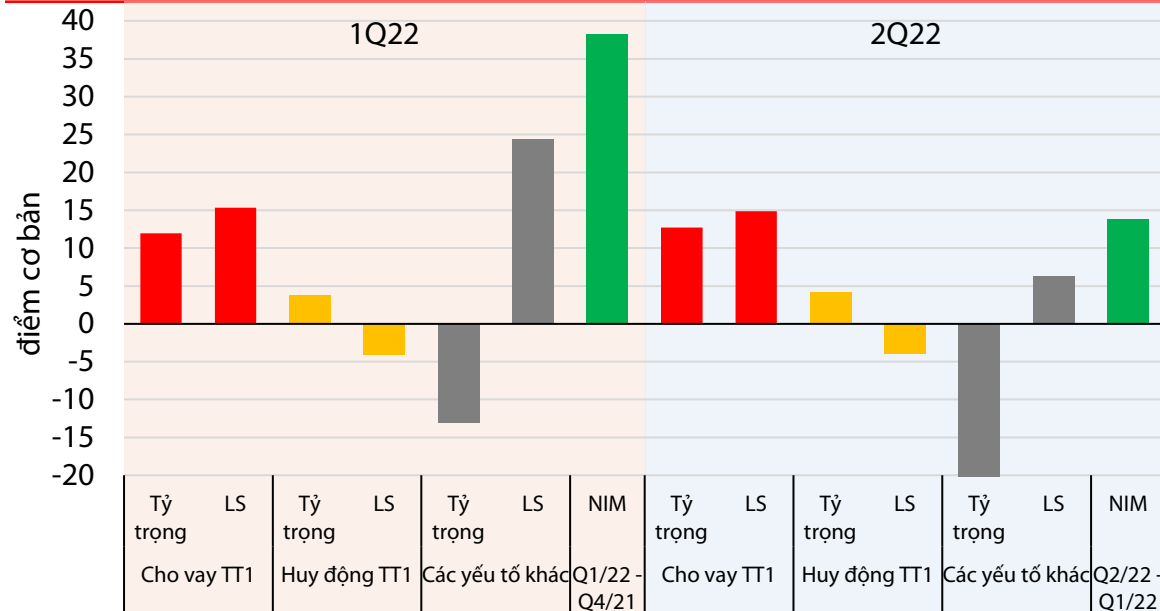
- Tỷ lệ nợ xấu vẫn tăng trong 6 tháng đầu năm 2022 do tốc độ phục hồi không đồng đều giữa các phân khúc và có thể do độ trễ ở mảng tài chính tiêu dùng. Tỷ lệ nợ xấu tăng nhanh và bắt đầu hội tụ với chi phí tín dụng biên. Dư nợ cơ cấu dao động trong 6 tháng đầu năm 2022, chiếm 0,8% dư nợ.

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tỷ lệ nợ xấu hình thành và chi phí tín dụng biên (dồn 4Q)



Hình 4: Các thành phần trong thay đổi NIM theo quý (quý năm, %)



Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng LN dần bình thường hóa nhưng tiềm năng nhiều bất ngờ

- NIM phục hồi nhờ LS cho vay và phân bổ tín dụng tốt hơn. Chúng tôi kỳ vọng NIM 2H22 sẽ giảm nhẹ so với 6T (-21 điểm cơ bản) do LS huy động tăng (32 điểm cơ bản). Hạn mức tăng trưởng tín dụng cao như một lợi ích từ việc tham gia nhận chuyển giao NH sẽ gây áp lực lên nhu cầu huy động. Tuy nhiên, nền so sánh thấp của NIM sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng cao của thu nhập lãi thuần, vốn dự kiến tăng 36% YoY trong 6T cuối năm 2022 trước khi bình thường hóa còn 19% YoY năm 2023 do các áp lực ở NIM. Thu nhập phí sẽ phục hồi toàn diện trong nửa cuối năm 2022 (28% YoY). Doanh số thu hồi nợ đã xóa sẽ đi ngang. LNTT 2H22 dự kiến giảm nhẹ so với 6T22 (-3%). Tốc độ tăng trưởng LN cuối năm 2022 sẽ ở mức cao (35% YoY), giúp tăng trưởng LN cả năm đạt 42%. LNTT năm 2023 sẽ ở mức 27,4 nghìn tỷ (17% YoY). MBB kỳ vọng tỷ lệ chuyển nhóm ở nợ cơ cấu thấp (dưới 10%), nhờ đó, giảm áp lực trích lập dự phòng. Bộ đệm tốt này đã đóng góp lớn trong 6T22 và chúng tôi kỳ vọng xu hướng tương tự trong 2H. MBB có thể sẽ hoàn tất hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu trong năm 2022, giúp MBB trụ vững với chi phí tín dụng cải thiện mạnh mẽ. Chương trình nhận chuyển giao bắt buộc NH sẽ mở ra nhiều bất ngờ tiềm năng thời gian tới. Nó có thể giúp ngân hàng được ưu tiên trong bối cảnh môi trường chính sách và vĩ mô đang không chắc chắn.

Nguồn: MBB, CTCK Rồng Việt

MUA: +53%

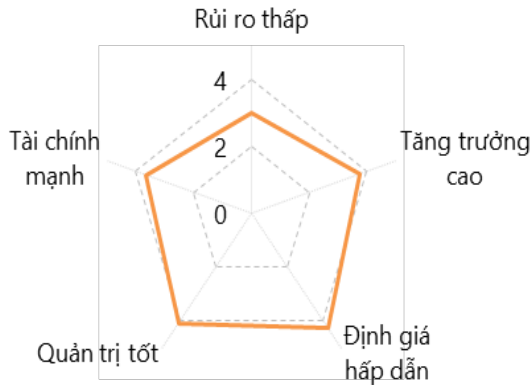
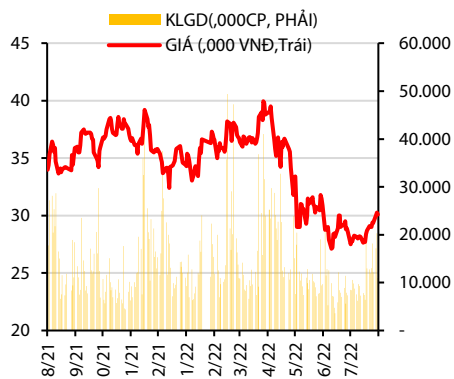
GTT: 30.100

GMT: 46.200

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NGĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

		2021A	2022E	2023F
Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	34.349	41.575	52.730
	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	44.301	58.288	71.270
133.809	LNST (tỷ VNĐ)	11.808	19.912	23.560
4.445	ROA (%)	2,4	3,2	3,2
10.479	ROE (%)	17,0	20,3	19,2
309	Tăng trưởng tài sản (%)	30,7	25,4	15,0
	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	19.447	24.014	26.853
-0,2	P/E (x) (*)	9,0	7,0	6,5
41,05 - 26,5	P/B (x) (*)	1,8	1,3	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hệ sinh thái số toàn diện dành cho phân khúc khách hàng đông đảo nhất là nền tảng cho tiềm năng tăng trưởng vượt trội và khả năng sinh lời cao trong một số chu kỳ

- Nhờ nguồn vốn gia tăng từ khoản phí trả trước, thoái vốn và phát hành riêng lẻ, VPB mở rộng mạnh mẽ hệ sinh thái bên cạnh tăng cường bộ đệm thanh khoản và vốn. Hệ sinh thái của VPB có tính toàn diện cao hàng đầu mặc dù chưa kết nối hoàn toàn. Chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn cải thiện hơn nhờ vào các nguồn vốn quốc tế có chi phí cạnh tranh và tích hợp sâu rộng hệ sinh thái giúp giữ dòng tiền. Tiềm năng tăng trưởng đến từ mảng tài chính tiêu dùng và KH đại chúng, thúc đẩy tăng trưởng và khả năng sinh lời trong các chu kỳ kinh tế mở rộng.

Vị thế vững chắc trong mảng lợi nhuận cao nhờ mô hình tiên phong đã kiểm chứng và quản trị rủi ro

- VPB khẳng định vị thế ở phân khúc đại chúng trước khi mở rộng sang nhóm thu nhập cao hơn. Mô hình quản lý rủi ro của VPB, bao gồm cả việc thu hồi nợ, giúp đảm bảo khả năng mở rộng quy mô và cân cân rủi ro – lợi nhuận cũng như tạo nên lợi thế cạnh tranh cao. Việc đa dạng hóa nhóm khách hàng một cách chọn lọc giúp củng cố khả năng sinh lời và vùng đệm vốn.

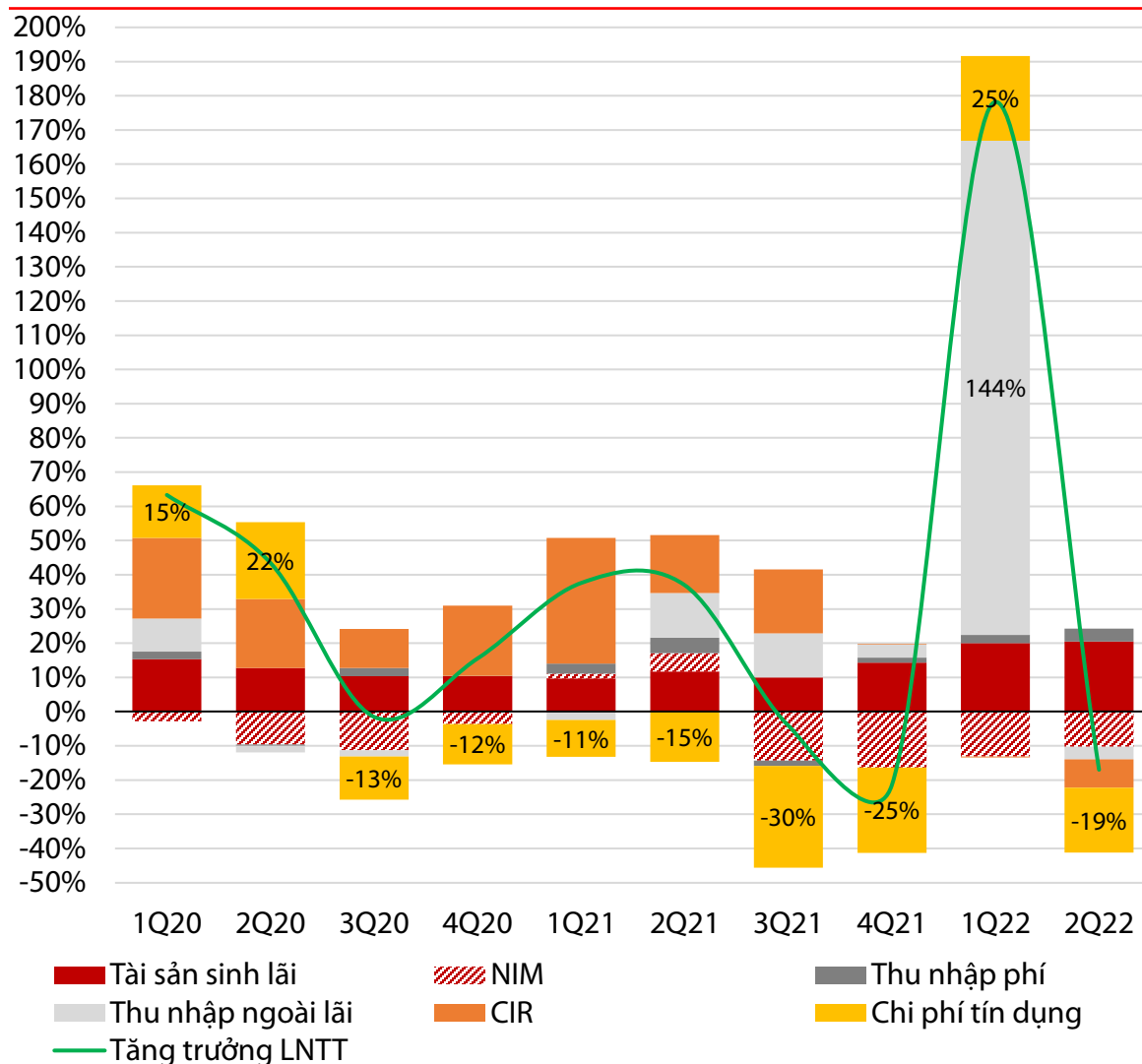
Tăng trưởng tổng thu nhập 6T22 ở mức trung bình và sự không chắc chắn về khả năng mở rộng bảng cân đối khiến nghi ngờ việc đạt KH năm nhưng chất xúc tác vẫn còn

- Tăng trưởng LN 6T22 biến động trong khi tăng trưởng tổng thu nhập điều chỉnh ở mức trung bình. Chi phí tín dụng và khoản phí trả trước là động lực chính. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng 6T cuối năm cao với đóng góp lớn hơn từ công ty con và chi phí rủi ro. Tuy nhiên, khả năng hoàn thành kế hoạch năm đầy tham vọng vẫn bị nghi ngờ khi nền tảng vĩ mô không chắc chắn.

RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro tăng giá: đóng góp mạnh hơn dự kiến từ các công ty con. Rủi ro giảm giá: sự phục hồi yếu của khách hàng thu nhập thấp và sự không chắc chắn ở quy mô nợ cơ cấu bị chuyển nhóm.

Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT (% YoY)



Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

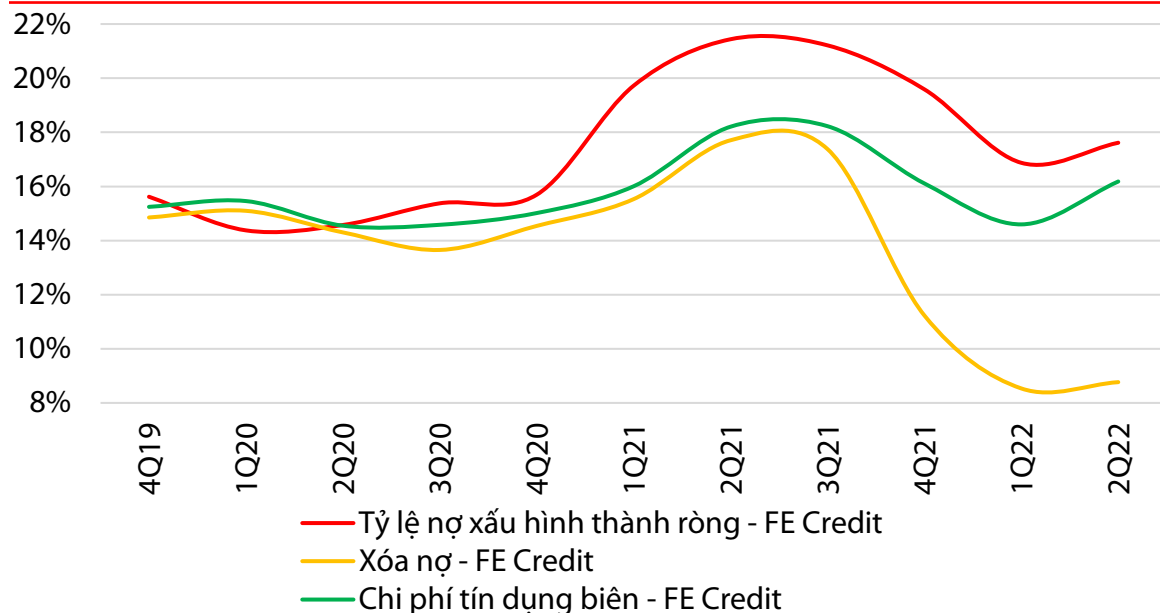
Tăng trưởng cốt lõi ở mức trung bình vẫn duy trì do áp lực lên NIM, thiếu đóng góp từ các công ty con mới được đầu tư và các khó khăn từ công ty tài chính tiêu dùng

- Tăng trưởng LNTT lên đến 178% YoY trong Q1/22 trước khi giảm mạnh trong Q2/22 (-17% YoY). Không bao gồm phí gia hạn bancassurance, tăng trưởng thu nhập cho thấy sự phục hồi tốt trong Q1 (39% YoY) từ mức thấp vào cuối năm 2021.
- Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ do ngân hàng mẹ đã sử dụng hết hạn mức ban đầu khoảng 15%. NIM hợp nhất trong Q1 và Q2/22 giảm xuống còn 6,8-6,9% so với cuối năm 2021 do ảnh hưởng của thị trường tài chính tiêu dùng. Thu nhập lãi thuần 6T/22 tăng 11% YoY, do tác động từ kết quả của FE Credit và đóng góp khiêm tốn vào tăng trưởng lợi nhuận (70% YoY). Thu nhập lãi thuần của ngân hàng mẹ tăng nhanh trong 6T/22, ở mức 28% YoY.
- Về phía thu nhập ngoài lãi, thu nhập phí thuần có khả năng phục hồi trên diện rộng trong khi các khoản thu ngoài lãi khác được hỗ trợ mạnh mẽ bởi phí gia hạn. Thu nhập từ giao dịch trái phiếu yếu do nền so sánh cao, lợi suất trái phiếu tăng và mức đóng góp thấp từ công ty chứng khoán.

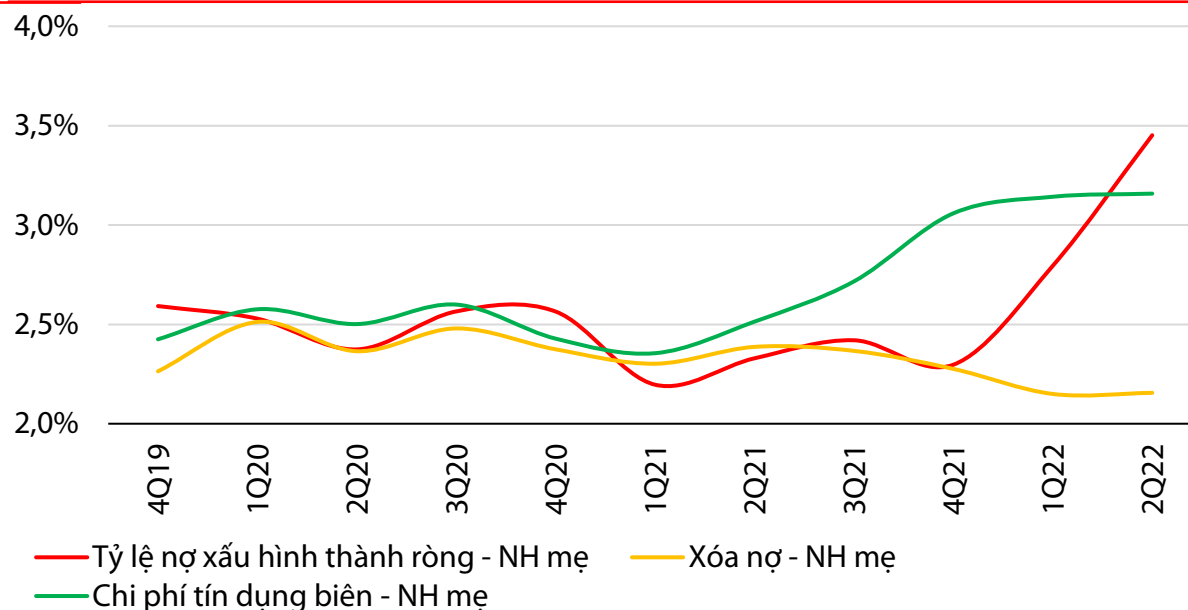
Phí trả trước bancassurance làm giảm áp lực lên sức khỏe bảng cân đối

- Tỷ lệ nợ xấu tiếp tục tăng lên 4,0% (hợp nhất) và 2,0 (ngân hàng mẹ). Tỷ lệ nợ xấu hình thành liên tục cho thấy áp lực từ việc phục hồi chậm của khách hàng, cả tại ngân hàng mẹ và FE Credit. Các khoản cho vay tái cơ cấu giảm tốt xuống còn 2,5% tổng dư nợ, chủ yếu tại ngân hàng mẹ. FE Credit chứng kiến dư nợ tái cơ cấu tăng trong Q2/22. Chi phí tín dụng biên cũng căng thẳng dẫn đến đóng góp âm trong Q2/22, khiến LNTT giảm trực tiếp 19%.

Hình 2: Nợ xấu hình thành, XLRR, dự phòng của FE Credit (Dồn 12T)



Hình 3: Nợ xấu hình thành, XLRR, dự phòng của NH mẹ (Dồn 12T)



Tình hình vĩ mô đặt câu hỏi về việc hoàn thành kế hoạch năm đầy tham vọng nhưng vẫn kỳ vọng tăng trưởng cao và kế hoạch vốn sẽ là chất xúc tác mạnh mẽ

- Với mục tiêu LNTT 2022, VPB có thể gặp khó khăn trong việc hoàn thành kế hoạch trong trường hợp phục hồi kém tiếp diễn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 90% trong 2H22, bằng 87% kế hoạch, và tăng trưởng 20% năm 2023. Con số này được thúc đẩy bởi mức tăng tổng thu nhập hoạt động lần lượt là 26% YoY và 22% YoY. Các công ty con đầu tư mới dự kiến sẽ đóng góp nhiều hơn từ nửa cuối 2022. Dự báo lợi nhuận cũng ngụ ý tốc độ tăng trưởng có thể đạt đỉnh trong năm 2022. Tuy nhiên, ngân hàng sẽ được hỗ trợ bởi các chất xúc tác vốn, bao gồm khả năng về chương trình nhận chuyển giao TCTD và phát hành riêng lẻ đang chờ. Điểm rơi các sự kiện này là không chắc chắn cũng như hạn mức tăng trưởng tín dụng mà ngân hàng đang kỳ vọng cao. Chúng tôi thận trọng dự phóng mức tăng trưởng tín dụng 22% với ngân hàng mẹ. NIM dự kiến tăng mạnh lên 8,0% trong nửa cuối năm nhờ khách hàng phục hồi, qua đó, lợi suất cho vay tốt hơn. Chi phí huy động vốn sẽ tăng do lãi suất huy động cao hơn nhưng quy mô vốn sẽ hỗ trợ. Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng biên được dự báo đạt đỉnh trong nửa cuối năm. Những yếu tố này dự kiến sẽ không nhanh chóng trở về mức bình thường dù được dự báo đóng góp lớn vào tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2022 và năm 2023.

Nguồn: VPB, CTCK Rồng Việt

MUA: +35%

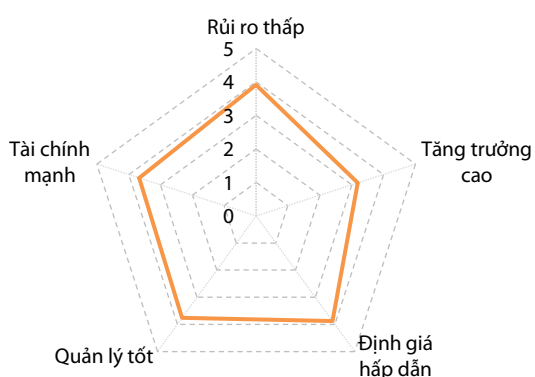
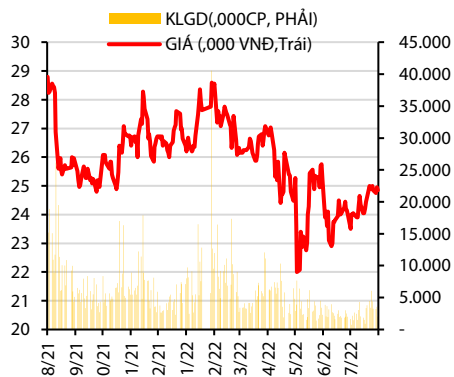
GTT: 24.850

GMT: 33.600

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NGTTN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	18.945	22.447	26.089
83.929	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	23.564	27.874	33.165
3.377	LNST (tỷ VNĐ)	9.603	13.224	15.291
2.929	ROA (%)	2,0	2,4	2,4
71	ROE (%)	23,9	25,7	23,9
0,0	Tăng trưởng tài sản (%)	18,7	13,2	14,2
29,08 - 22	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	13.294	17.210	20.737
	P/E (x) (*)	12,3	6,4	5,5
	P/B (x) (*)	2,6	1,4	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nền tảng huy động ổn định được hỗ trợ bởi mạng lưới tiền gửi bán lẻ hàng đầu sẽ đảm bảo tăng trưởng bảng cân đối và khả năng bán chéo

- ACB có nền tảng ngân hàng bán lẻ mạnh, gồm phân khúc KH cá nhân và SME. Cơ sở khách hàng đang tăng trưởng đều đặn tập trung vào phân khúc trung và cao cấp đảm bảo cấu trúc huy động ổn định và khả năng định hướng biên NIM, giúp ACB điều tiết tốc độ tăng trưởng bảng cân đối phù hợp với khẩu vị rủi ro và tăng cường khả năng bán chéo.

Cách tiếp cận cho vay thận trọng và liên tục cải thiện hoạt động số hóa sẽ tạo nền tảng để đạt và duy trì hiệu quả hoạt động tổng thể bền vững

- Với chiến lược tăng trưởng phù hợp, ACB có thể mở rộng cho vay thận trọng để duy trì bảng cân đối lành mạnh và phân bổ vốn hiệu quả, dẫn đến chi phí rủi ro và lợi nhuận được kiểm soát tốt, đồng thời giúp ngân hàng trụ vững trong kịch bản khác nhau. Nền tảng vốn và thanh khoản dồi dào sẽ đảm bảo năng lực và dư địa tăng trưởng trong các giai đoạn không thuận lợi.

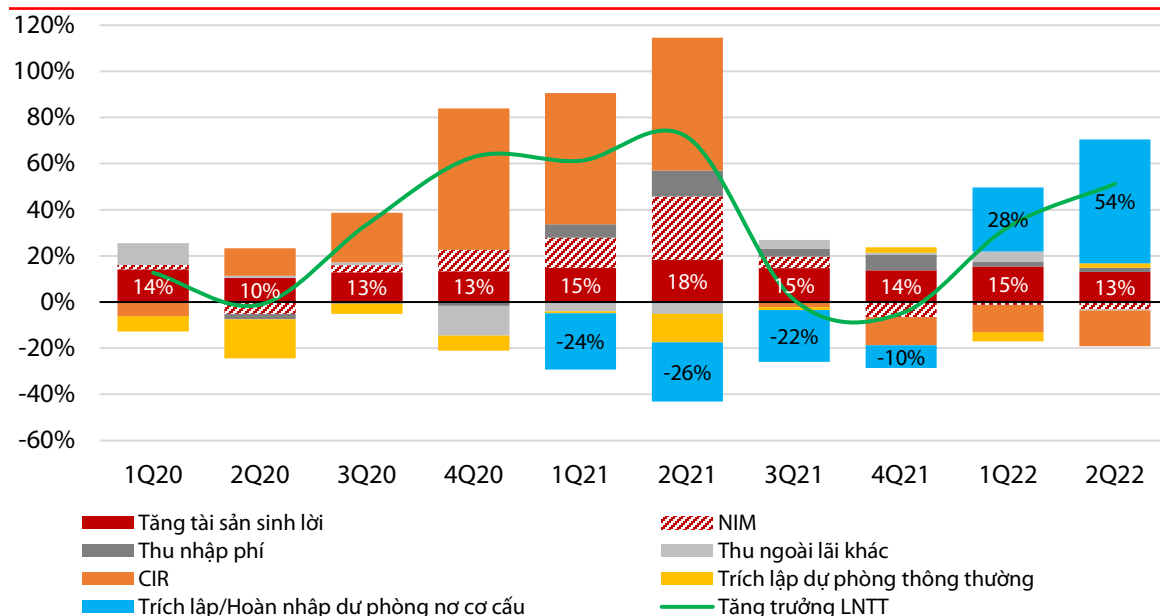
Mặc dù ít chịu ảnh hưởng từ các sự kiện bất lợi trên thị trường, khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể tiếp tục được ưu tiên so với tăng trưởng

- Động lượng tăng trưởng bắt đầu bứt phá năm 2022, đạt lần lượt 33% YoY và 51% YoY trong Q1 và Q2/22. Giảm chi phí tín dụng là động lực chính, đặc biệt việc hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu. Chúng tôi kỳ vọng ACB sẽ tiếp tục hưởng lợi từ việc hoàn nhập dự phòng dù có thể một phần nợ cơ cấu sẽ bị phân loại lại thành nợ xấu. LNTT 2H22 dự kiến tăng trưởng 13% YoY.

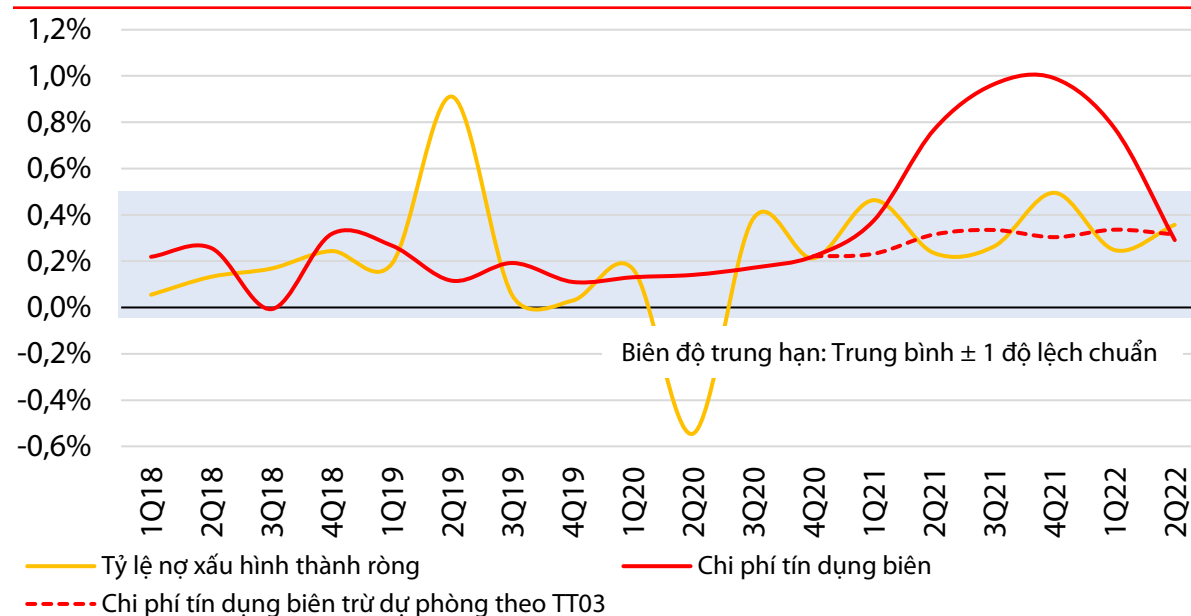
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Do độ nhạy cao với dự phòng, sự không chắc chắn ở khả năng hồi phục của KH và chuyển nhóm nợ cơ cấu là rủi ro giảm giá. Hạn mức tăng trưởng tín dụng cũng tiềm ẩn rủi ro dù thấp.

Hình 1: Các cấu phần tăng trưởng LNTT hàng quý (% YoY)



Hình 2: Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng biên (dồn 4Q)



Biên NIM được quản lý tốt bất chấp lãi suất huy động niêm yết tăng và hiệu ứng nền so sánh cao đã giúp giảm áp lực lên tổng thu nhập hoạt động

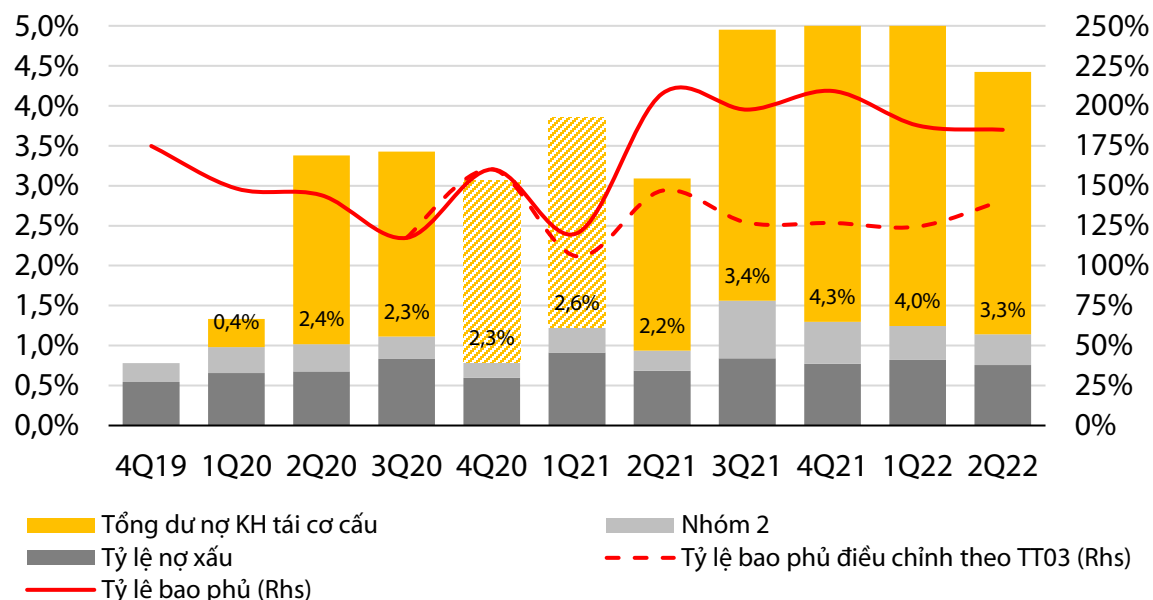
- Tương tự các NH khác có NIM phục hồi từ cuối năm 2021, ACB duy trì NIM trong khoảng 4,2–4,3% trong hai quý đầu năm. Tuy nhiên, nền so sánh cao đã ngăn cản đóng góp tích cực vào tăng trưởng lợi nhuận. Tăng trưởng bảng cân đối cũng chậm lại do hạn mức tăng trưởng tín dụng ở mức trung bình. Đà tăng trưởng thu nhập phí ổn định trong khi việc thu hồi nợ xấu đã xóa trở thành động lực chính. Mảng cổ phiếu bị ảnh hưởng tương đối. Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng 21% trong Q1 và 11% trong Q2/22.

Hoàn nhập dự phòng ròng đã thúc đẩy động lượng tăng trưởng và làm lu mờ mức tăng trưởng LN trước dự phòng khiêm tốn

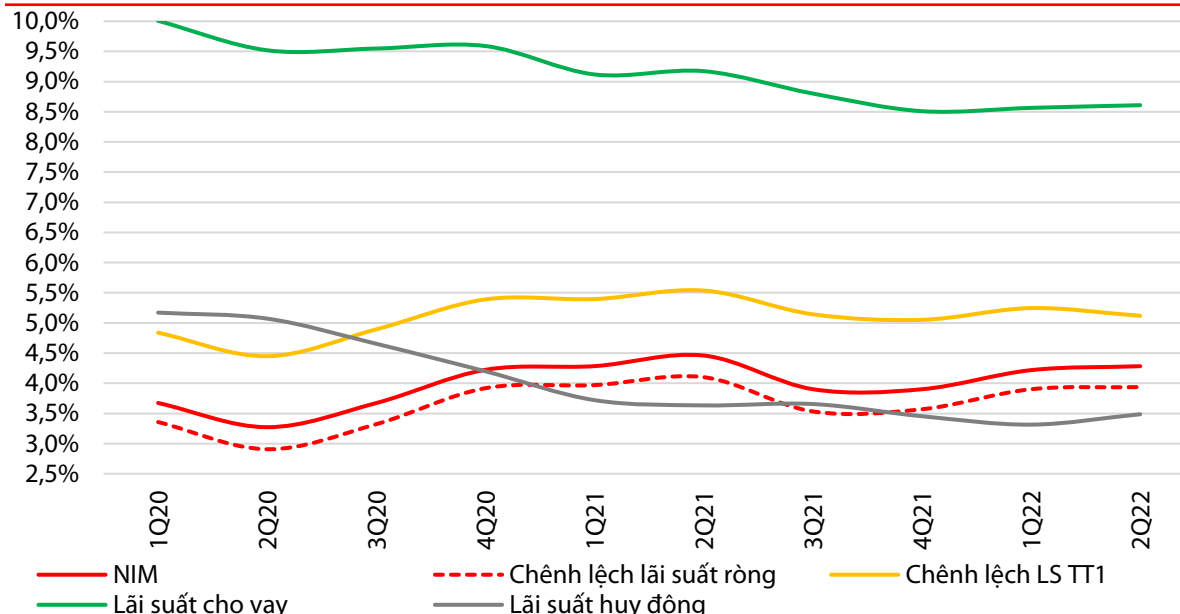
- Tăng trưởng LNTT điều chỉnh sẽ là 5% và -2% YoY trong Q1 và Q2/22 sau khi loại trừ khoản hoàn nhập dự phòng từ nợ cơ cấu. Tăng trưởng trước dự phòng là 5% YoY trong 6T22 do CIR tăng. Chi phí tín dụng biên điều chỉnh cho thấy mức trích lập dự phòng ổn định, trong khi các khoản dự phòng nợ cơ cấu đang được hoàn nhập dần.

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Các nhóm nợ, tỷ lệ bao phủ và tỷ lệ bao phủ điều chỉnh (%)



Hình 4: Biên NIM, các lãi suất và chi phí lãi (quy năm, %)



Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến bình thường hóa trong khi khả năng sinh lợi và hiệu quả tổng thể sẽ là yếu tố ưu tiên

- Chúng tôi điều chỉnh dự báo nhằm phản ánh hoàn nhập dự phòng lớn trong 6T22 và khả năng suy giảm ở một số nợ cơ cấu. NIM sẽ giảm nhẹ so với 6T22 do chi phí huy động vốn tăng nhưng vẫn sẽ duy trì tốt trên 4%. Dự phóng tổng thu nhập hoạt động giai đoạn 2022-2023 được điều chỉnh tăng 1% nhờ thu hồi nợ đã xóa. CIR đi ngang. Chi phí tín dụng biên năm 2022 được điều chỉnh mạnh xuống 0,1% đồng nghĩa trích lập dự phòng giảm 44% YoY, dẫn đến mức tăng trưởng 33% YoY của LNTT 6T cuối năm 2022. Dự báo LNTT được điều chỉnh tăng 7% lên 16,5 nghìn tỷ đồng (38% YoY) năm 2022 và 2% lên 19,1 nghìn tỷ đồng (16% YoY) năm 2023. Động lượng tăng trưởng sẽ giảm dần.
- Việc chuyển nhóm nợ xấu sau giai đoạn cơ cấu và hạn mức tăng trưởng tín dụng tăng thêm là những rủi ro đã nhận diện. Chúng tôi kỳ vọng ACB chỉ tăng nhẹ mức trích lập dự phòng trong 6T cuối năm 2022. Dù đã được trích lập dự phòng đầy đủ theo Thông tư 03, chúng tôi cho rằng chất lượng nợ sẽ suy giảm tương đối. LS huy động dự kiến tăng 42 điểm cơ bản trong nửa cuối năm trong khi LS cho vay tăng 19 điểm cơ bản. Hiệu quả tổng thể sẽ được duy trì trong môi trường chi phí cao hơn. ROE sẽ tiếp tục tăng.

Nguồn: ACB, CTCK Rồng Việt

MUA: +28%

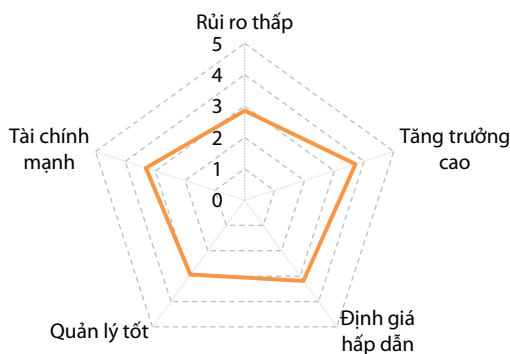
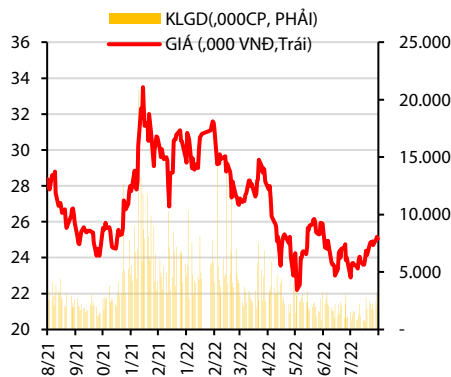
GTT: 25.050

GMT: 32.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NHĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	13.891	17.824	21.572
50.406	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	16.758	22.001	28.638
	LNST (tỷ VNĐ)	6.054	8.311	11.339
2.012	ROA (%)	1,8	2,0	2,3
2.013	ROE (%)	21,8	24,6	26,9
49	Tăng trưởng tài sản (%)	17,4	18,4	19,2
	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	14.573	18.073	23.482
0,6	P/E (x) (*)	10,4	6,2	4,5
33,95 - 21,5	P/B (x) (*)	1,7	1,4	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khả năng sinh lời tốt và tăng trưởng bền vững với định hướng thị trường trung lưu được hỗ trợ bởi công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu

- HDB có khả năng duy trì tốt tính hiệu quả nhờ NIM điều chỉnh rủi ro ổn định nhờ khâu quản lý rủi ro tốt, lợi suất cho vay phù hợp và tăng trưởng bằng cân đối cao ổn định. Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng sẽ tiếp tục cải thiện ROA nhờ ứng dụng công nghệ cải thiện năng suất, qua đó, giảm CIR và tăng tỷ suất lợi nhuận ròng. HDSaison, một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng, đóng một vai trò quan trọng trong hệ sinh thái rộng lớn với định hướng cho vay theo chuỗi giá trị ở các phân khúc trung lưu và cho phép HDB tiếp cận khách hàng từ giai đoạn sớm, vốn sau này sẽ được phục vụ bởi ngân hàng mẹ. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng cho vay và thị phần ổn định do nhu cầu đang tăng nhanh và vị thế tốt của ngân hàng. Sự kết hợp nguồn vốn ổn định với tiền gửi dài hạn và giấy tờ có giá là nền tảng để mang lại tính thanh khoản dài hạn và theo đuổi hoạt động cho vay có lợi suất cao.

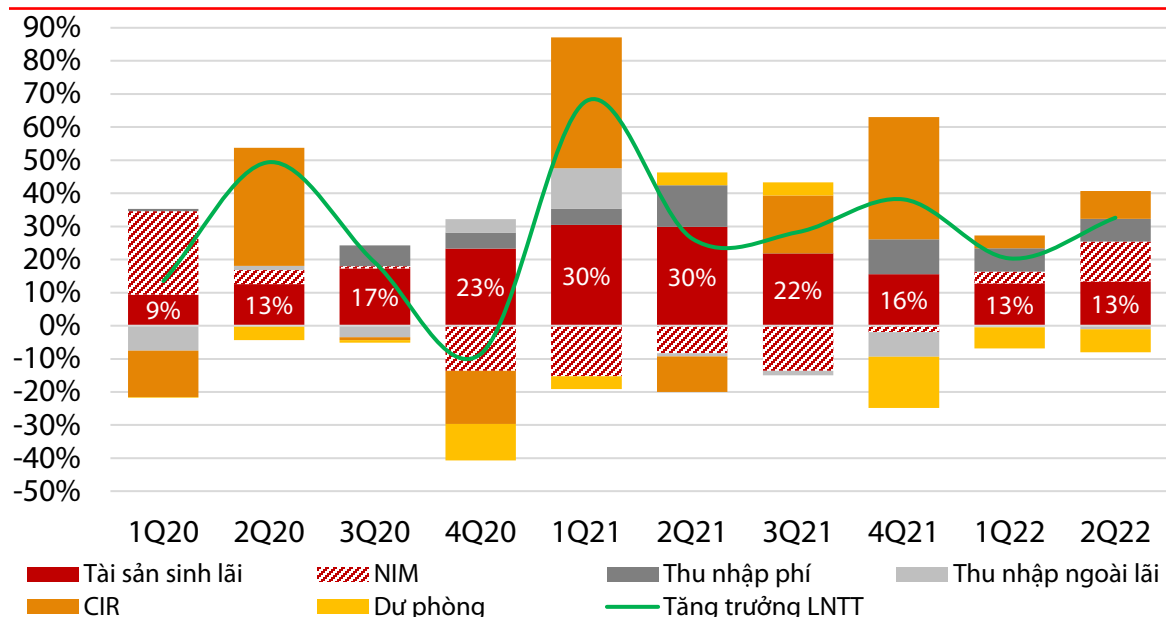
Đà tăng trưởng ổn định trong 6T22 được dự báo duy trì trong phần còn lại của năm, hỗ trợ bởi mảng bancassurance và quản trị chi phí

- Bất chấp biến động trong nửa đầu năm, HDB đã ghi nhận kết quả ấn tượng nhờ cả thu nhập lãi thuần (26% YoY) và thu nhập phí thuần (68% YoY), dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận 26% YoY. Chúng tôi dự báo ngân hàng sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng LNTT ổn định 36% YoY trong nửa cuối năm 2022 nhờ hạn mức tăng trưởng tín dụng cao, NIM phục hồi và đóng góp thêm từ mảng bancassurance. Theo đó, thu nhập lãi thuần và thu nhập phí thuần sẽ tăng lần lượt 27% và 60%.

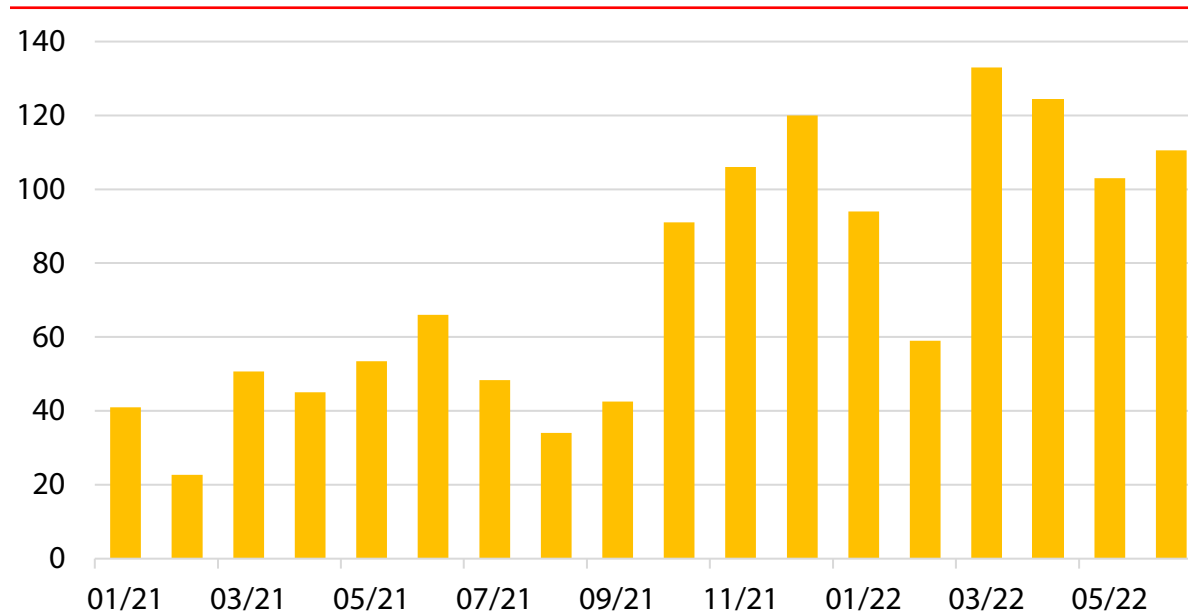
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá bao gồm phân khúc tài chính tiêu dùng phải đối mặt với sự phục hồi kinh tế không chắc chắn, đe dọa việc hình thành nợ xấu khó lường. Rủi ro tăng giá bao gồm tiềm năng mở rộng thông qua M&A hoặc phát hành riêng lẻ và thương vụ bancassurance độc quyền, kết hợp với việc tham gia vào chương trình tái cấu trúc của NHNN.

Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT (% YoY)



Hình 2: Doanh thu APE bancassurance (tỷ đồng)



Sự phục hồi đồng đều từ các nguồn thu nhập lãi được hỗ trợ bởi mảng bancassurance

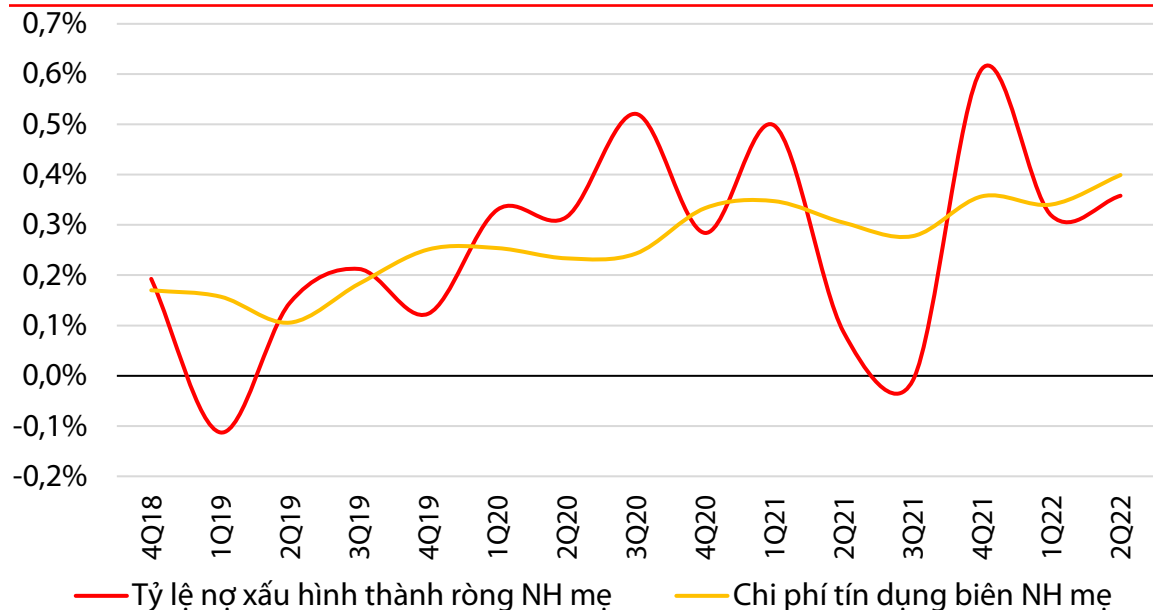
- KQKD Q2/22 phù hợp với dự báo khi HDB duy trì động lượng ở cả thu nhập lãi và thu nhập phí. Trong 6T22, thu nhập phí tăng 26% YoY nhờ NIM mở rộng (tăng 0,6% so với 2H21) và đẩy tăng trưởng tín dụng (23% YoY). Tăng trưởng tín dụng ngân hàng mẹ là 15% YTD, bằng cả năm 2021. Tăng trưởng tốt mảng bancassurance đến từ mạng lưới rộng khắp và tỷ lệ thâm nhập cao khu vực nông thôn đã thúc đẩy mảng phí. Tổng thu nhập và LNTT 6T22 đạt lần lượt 10,7 nghìn tỷ (27% YoY) và 5,3 nghìn tỷ (26% YoY).

Việc HDSaison tương đối trụ vững đã giúp giảm bớt tác động từ phân khúc tài chính tiêu dùng

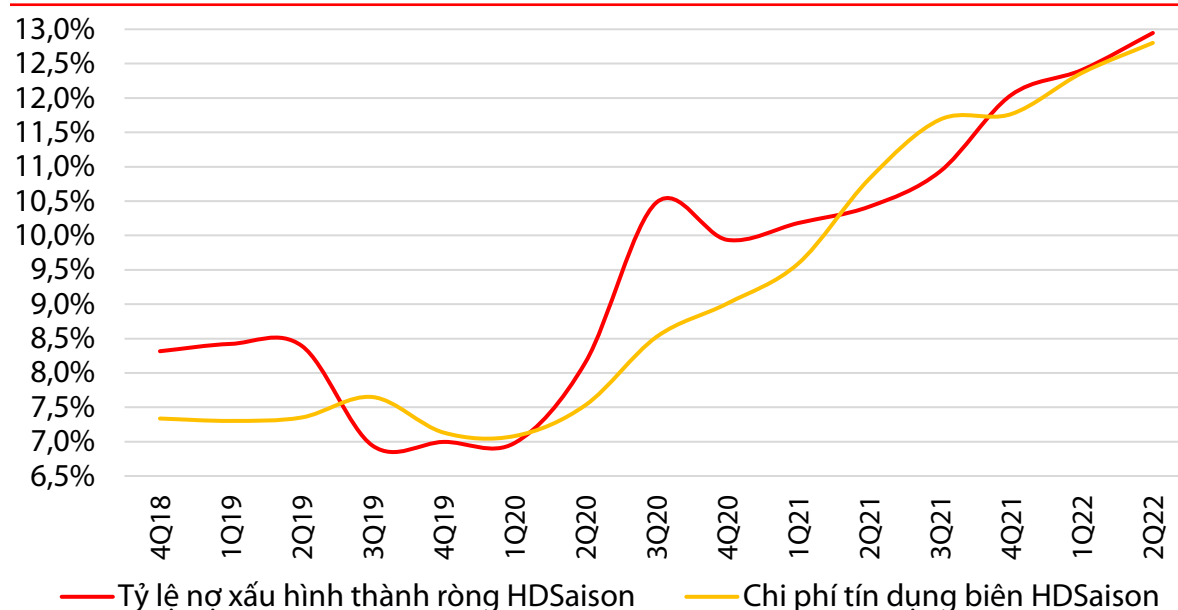
- Mặc dù tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng và chi phí tín dụng biên của HDSaison tiếp tục tăng trong những quý gần đây, hoạt động của HDSaison vẫn tốt hơn trung bình ngành trong bối cảnh kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến và độ trễ của tác động. Nhánh tài chính tiêu dùng đã xoay sở tốt để tăng giải ngân hiệu quả và duy trì khả năng sinh lời tốt giúp đóng góp vào kết quả hợp nhất.

Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Nợ xấu hình thành, chi phí tín dụng biên NH mẹ (dồn 4Q)



Hình 4: Nợ xấu hình thành, chi phí tín dụng biên HDSaison (dồn 4Q)



Động lượng cao ổn định được hỗ trợ bởi nhiều yếu tố giúp tạo sức chống chịu trước các điều kiện khó lường

- Tăng trưởng tín dụng và NIM được dự báo sẽ vẫn là những yếu tố tăng trưởng thuận lợi cho thu nhập lãi vào cuối năm nhưng sẽ chậm lại vào năm 2023 do lãi suất huy động tăng. Bancassurance sẽ tiếp tục là động lực chính của mảng phí, dự kiến sẽ chiếm khoảng một nửa thu nhập phí và có thể mang lại thương vụ độc quyền giá trị cao. Tăng trưởng phí được dự báo ở mức 63% năm 2022 và 87% năm 2023. Tổng thu nhập sẽ tăng ổn định trong giai đoạn 2022-2023 ở mức khoảng 30%/năm. Cơ sở tiền gửi khách hàng mở rộng tốt hơn mức trung bình trong 6 tháng đầu năm tạo lợi thế cho vị thế thanh khoản và chi phí huy động vốn trong nửa cuối năm 2022. Nợ xấu hình thành dự kiến sẽ giảm trong 6 tháng cuối năm, do đó giảm bớt áp lực lên chi phí tín dụng và dẫn đến chi phí tín dụng biên gần như đi ngang ở mức 1.1% cho vài năm tới. HDB có thể sẽ hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu mặc dù không đáng kể. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2022 đạt 10,8 nghìn tỷ (34% YoY), tương ứng tăng trưởng LN 43% YoY trong nửa cuối năm. Dự báo LNTT năm 2023 là 15,0 nghìn tỷ (38% YoY). Bất chấp những khó khăn vĩ mô, HDB sẽ được hỗ trợ bởi các chất xúc tác tiềm năng bao gồm tăng vốn và quy mô thông qua M&A hoặc phát hành riêng lẻ.

Nguồn: HDB, CTCK Rồng Việt

MUA: +20%

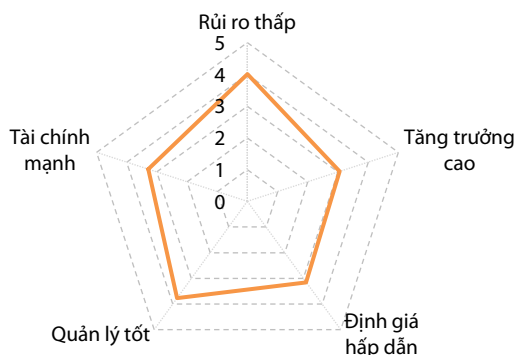
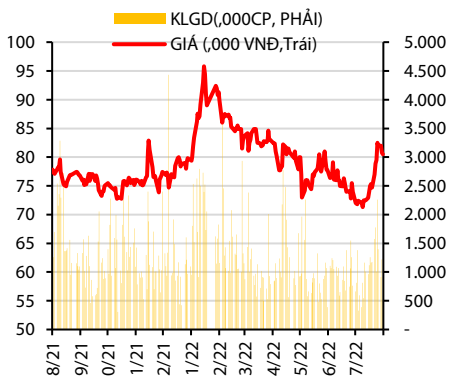
GTT: 80,500

GMT: 96,900

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NHĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	42.379	51.011	59.273
380.968	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	56.703	65.933	75.055
4.733	LNST (tỷ VNĐ)	21.903	29.528	33.143
1.015	ROA (%)	1,6	2,0	1,9
77	ROE (%)	20,9	23,7	20,2
6,4	Tăng trưởng tài sản (%)	6,6	11,9	15,7
96 - 68,9	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	23.491	29.088	37.870
	P/E (x) (*)	21,9	13,0	12,3
	P/B (x) (*)	3,3	2,8	2,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mạng lưới rộng khắp và tập khách hàng chất lượng cao giúp củng cố lợi thế cơ sở huy động vốn và thúc đẩy thu nhập ngoài lãi

- VCB có chi phí huy động vốn cạnh tranh hàng đầu nhờ định giá lãi suất tốt dẫn đến lãi suất trên tiền gửi có kỳ hạn thấp, và tỷ lệ CASA cao. Tăng trưởng huy động tương đối tích cực bất kể tốc độ tăng lãi suất tiền gửi niêm yết chậm hơn các NHTMCP cho thấy tính ổn định của nguồn vốn, năng lực định giá và chất lượng cơ sở khách hàng. Được hỗ trợ bởi quan hệ sâu rộng với các nhà xuất nhập khẩu lớn trong nước và mạng lưới đối tác rộng khắp, VCB có lợi thế cạnh tranh bền vững trong các mảng thu ngoài lãi như thanh toán, tài trợ thương mại và ngoại hối.

Quản trị xuất sắc, nền tảng vốn tốt và khả năng sinh lời mạnh mẽ tạo nền tảng cho tăng trưởng bền vững và khả năng và dư địa mở rộng quy mô

- VCB có tỷ lệ cho vay và tiền gửi bán lẻ lớn ngoài thị phần lớn nhất ở CASA bán lẻ. VCB duy trì sự thận trọng trong việc thẩm định và trích lập dự phòng, dẫn đến tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức thấp, bảng cân đối mạnh và bộ đệm dự phòng vững chắc. Các yếu tố này đảm bảo tính bền vững của khả năng sinh lợi và hiệu quả hoạt động, hỗ trợ năng lực tăng trưởng bằng cân đối.

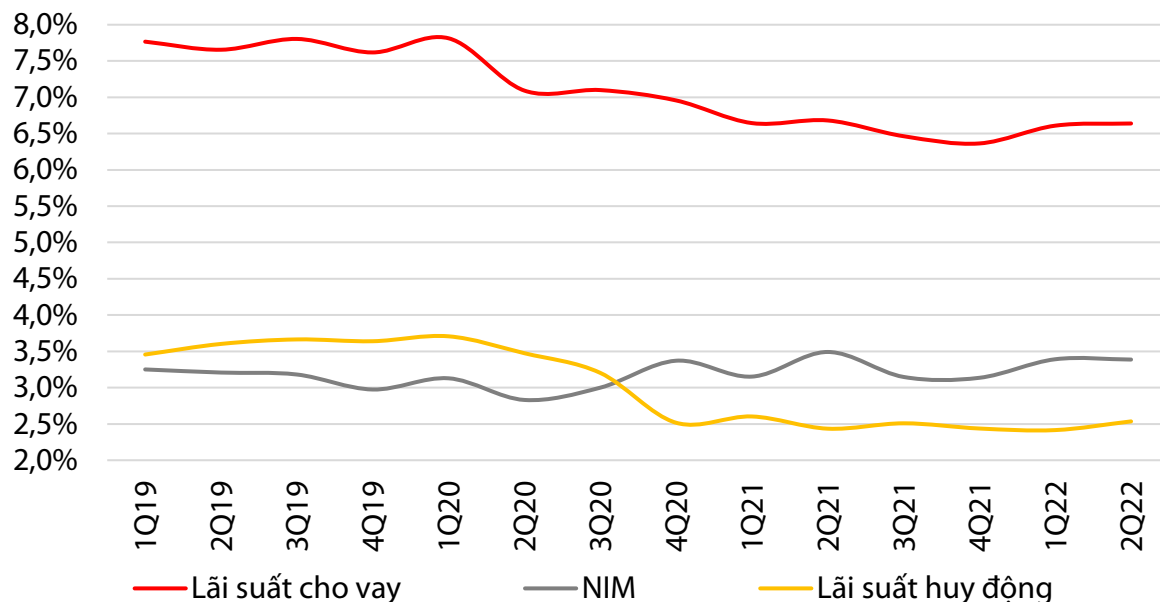
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hàng quý bắt đầu tăng tốc kể từ 6T22 nhờ tăng trưởng tín dụng và quản lý rủi ro

- KQKD tăng tốc kể từ Q2/22 nhờ tăng trưởng tín dụng tốt với hạn mức cao, chi phí tín dụng cải thiện và các khoản thưởng. Đà tăng trưởng được dự báo sẽ duy trì trong các quý tới chủ yếu nhờ hoàn nhập dự phòng lớn. Tăng trưởng tín dụng là yếu tố tăng trưởng không chắc chắn trong 2H22 và năm 2023 trong khi NIM và chi phí tín dụng là các yếu tố ổn định hơn.

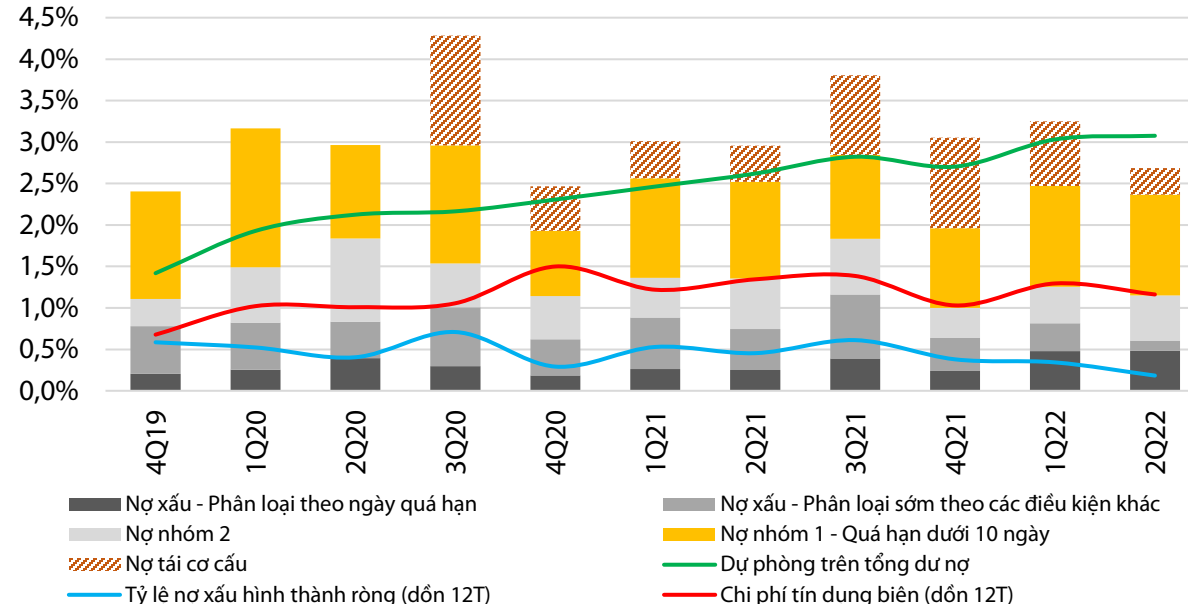
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá gồm kịch bản vĩ mô bất ổn và tiềm năng các gói hỗ trợ LS. Rủi ro tăng giá bao gồm điểm rơi phát hành riêng lẻ và các lợi ích từ chương trình nhận chuyển giao NH yếu kém.

Hình 1: NIM, lãi suất cho vay và huy động bình quân (quy năm, %)



Hình 2: Các chỉ tiêu chất lượng tài sản (dồn 12T, %)



Biên NIM mạnh mẽ trước làn sóng tăng lãi suất huy động và hạn mức tăng trưởng tín dụng lần đầu cao tạo nền tảng tăng trưởng

- NIM phục hồi tốt từ cuối năm 2021, bình quân 3,4% trong 6T22. Lãi suất huy động niêm yết đã không điều chỉnh trong 6T22 bất chấp áp lực từ ngành. Hiệu ứng nền so sánh cao khiến NIM đóng góp ít vào tăng trưởng LN. VCB được cấp hạn mức tăng trưởng tín dụng cao nhất ngành nhưng đã hết trong 6T22. Việc mở rộng tín dụng 20% YoY chiếm phần lớn trong cơ cấu đóng góp của tổng thu nhập vào tăng trưởng LNTT. Một yếu tố lớn khác là chi phí tín dụng, vốn giúp LNTT tăng 26% YoY khi suy giảm mạnh trong Q2.

Tận dụng làn sóng phục hồi kinh tế để đẩy mạnh tăng trưởng LN và duy trì bảng cân đối kế toán lành mạnh

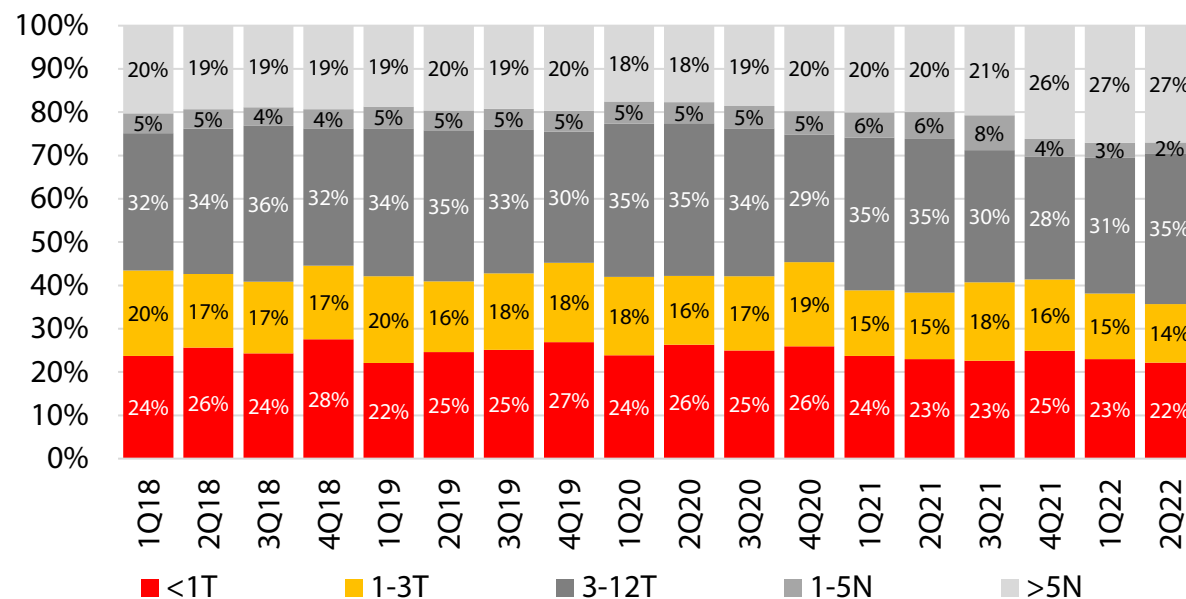
- Tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng giảm đều xuống mức không đáng kể (0,2%) trong 6T22, giảm áp lực trích lập dự phòng và tạo dư địa hoàn nhập vào cuối năm. Dư nợ cơ cấu đã giảm đáng kể từ mức 10,5 nghìn tỷ năm 2021 xuống 8 nghìn tỷ trong Q1/22 và lần lượt 6,5 nghìn tỷ vào tháng 4, 5 nghìn tỷ vào tháng 5 trước khi đạt 4 nghìn tỷ vào Q2/22. Tỷ lệ nợ xấu giảm xuống 0,6%, trong đó 0,1% là được chuyển nhóm sớm. Đà phục hồi năng lực tài chính của các KH đã cải thiện chất lượng nợ và giúp chi phí tín dụng giảm -9%.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Dự báo KQKD (tỷ đồng, %YoY)

Tỷ đồng, %	2H21	6T22	2H22	%HoH	%YoY
Thu nhập lãi thuần	21.209	24.773	26.238	6%	24%
Tổng thu nhập hoạt động	28.122	32.706	33.228	2%	18%
Chi phí rủi ro	-6.261	-5.007	-3.493	-30%	-44%
LNTT	13.802	17.373	19.515	12%	41%

Hình 3: Huy động khách hàng theo thời gian đáo hạn (%)



Nhiều yếu tố tăng trưởng tiềm năng sẽ giúp đạt tăng trưởng LN cao hàng đầu trong bối cảnh nhiều sự không chắc chắn

- Chúng tôi điều chỉnh dự phóng nhằm phản ánh khả năng phát hành riêng lẻ bị trì hoãn và sự ổn định ở NIM. Với mức trích lập thận trọng trong 6T22, chúng tôi nghĩ VCB sẽ dễ dàng vượt qua biến động từ việc phân loại lại nợ cơ cấu trong nửa cuối năm. Tăng trưởng bảng cân đối vẫn sẽ tích cực dù hạn mức tăng trưởng tín dụng không chắc chắn. NIM dự kiến đi ngang so với 6T22 ở mức 3,3% dù lãi suất huy động tăng. LNTT 2022-2023 không bị ảnh hưởng nhiều bởi điều chỉnh dự phóng, duy trì ở mức 36,9 nghìn tỷ (35% YoY) và 41,4 nghìn tỷ (12% YoY), đồng nghĩa LN tăng trưởng 41% YoY trong 2H22. Chi phí tín dụng sẽ là yếu tố tăng trưởng then chốt còn NIM sẽ đóng góp tích cực.

Rủi ro tin tức thấp hơn mức trung bình nhưng chất xúc tác về vốn là không chắc chắn

- Khả năng hoàn thành tăng vốn trong năm 2022 là không chắc chắn, trong khi việc nhận chuyển giao NH cũng không thể dự phóng về lợi ích và điểm rơi thời gian. VCB tương đối ổn định trước các khó khăn trên thị trường TPDN và BĐS nhờ mức độ phơi nhiễm phù hợp. VCB không phân bổ nhiều tín dụng cho các nhà phát triển BĐS và TPDN.

Nguồn: VCB, CTCK Rồng Việt

MUA: +20%

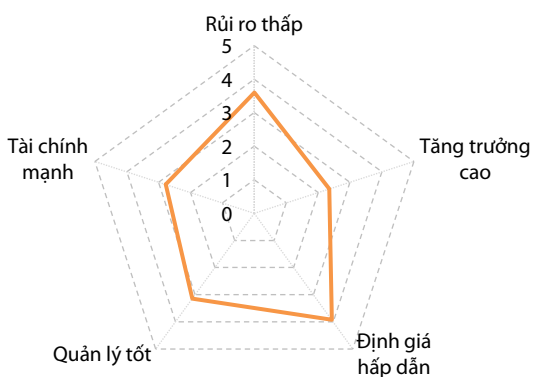
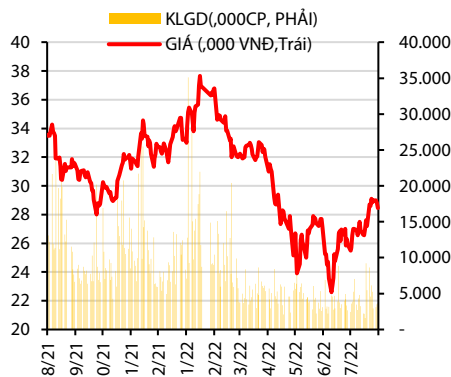
GTT: 28.450

GMT: 34.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022E 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	41.788	46.520	53.022
136.724	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	53.157	61.233	68.779
4.806	LNST (tỷ VNĐ)	14.089	21.488	29.742
4.255	ROA (%)	1,0	1,3	1,3
113	ROE (%)	15,8	21,0	19,9
3,2	Tăng trưởng tài sản (%)	14,2	10,8	11,1
38,2 - 22,5	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	15.905	18.915	21.576
	P/E (x) (*)	16,2	9,1	8,2
	P/B (x) (*)	1,8	1,5	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nâng cao chất lượng tài sản, cơ sở huy động ổn định, tăng NIM sau điều chỉnh rủi ro và thu nhập ngoài lãi sẽ thúc đẩy chỉ số hiệu quả lên mức bền vững mới

- Sau khi chất lượng tài sản được cải thiện, áp lực về chi phí rủi ro được giảm bớt, qua đó, thúc đẩy lợi nhuận và tỷ suất sinh lời lên mức cao hơn. Các mảng thu ngoài lãi và tỷ lệ CASA sẽ được đẩy mạnh hơn nữa với sự hỗ trợ của tệp khách hàng lớn và quan hệ đối tác doanh nghiệp mạnh mẽ, giúp đa dạng hóa thu nhập và mang lại chi phí huy động vốn ổn định và cạnh tranh.
- Bằng cách đầu tư vào công nghệ, kết hợp với NIM điều chỉnh rủi ro tăng nhờ chi phí huy động vốn giảm mạnh và chi phí tín dụng được kiểm soát, CTG có khả năng tăng trưởng bằng cân đối một cách hiệu quả bất chấp áp lực từ nguồn vốn. Tăng trưởng thanh toán và thu hồi nợ sắp tới sẽ góp phần tạo ra khả năng sinh lợi tốt hơn thông qua tăng trưởng thu nhập ngoài lãi.

Trong trung hạn, kết hợp chiến lược tăng trưởng hợp lý với khả năng sinh lời bền vững và kế hoạch vốn khả thi sẽ giúp củng cố nền tảng

- Chúng tôi ước tính CAR có thể ở mức an toàn hơn trong giai đoạn 2023-2025 dựa trên việc mở rộng bảng cân đối phù hợp, duy trì tính hiệu quả, giảm đòn bẩy và định hướng NH bán lẻ.

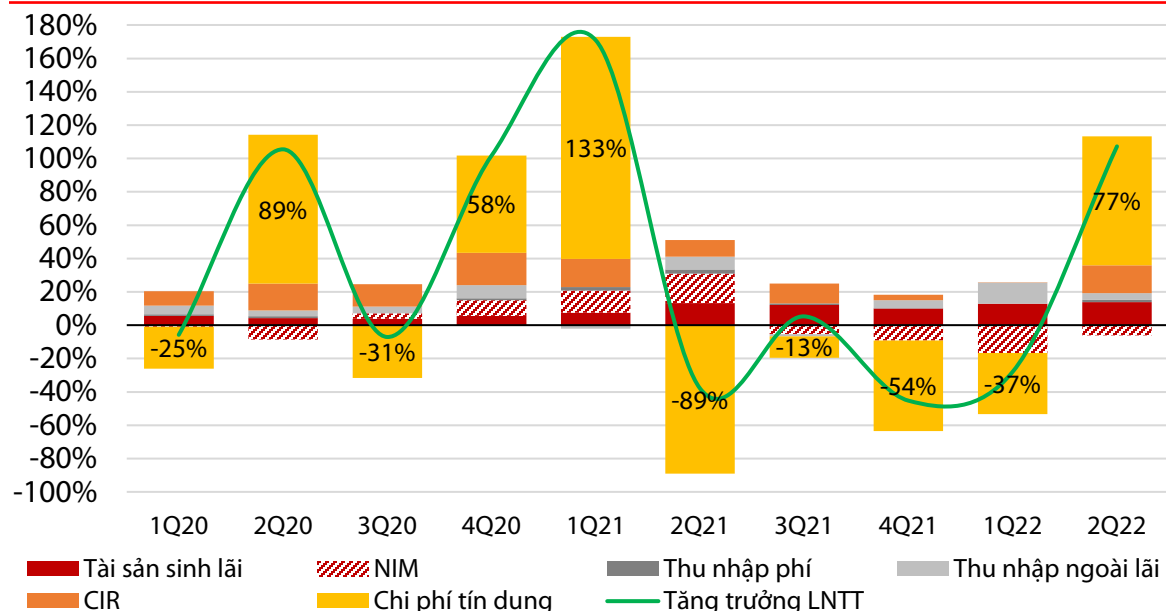
Tính biến động đã dự báo trước trong thu nhập 6 tháng đầu năm 2022 sẽ giảm dần trong cuối năm do tăng trưởng được thúc đẩy từ mức nền thấp

- CTG ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận quý trong 6T22 biến động mạnh như dự kiến do độ nhạy cao với chi phí tín dụng trong khi đà tăng trưởng tổng thu nhập ổn định. NIM có dư địa cải thiện trong 2H22, trở thành chất xúc tác tiềm năng. Tuy nhiên, việc bình thường hóa chi phí tín dụng biên là yếu tố then chốt dẫn đến tăng trưởng lợi nhuận 54% trong 6T cuối năm.

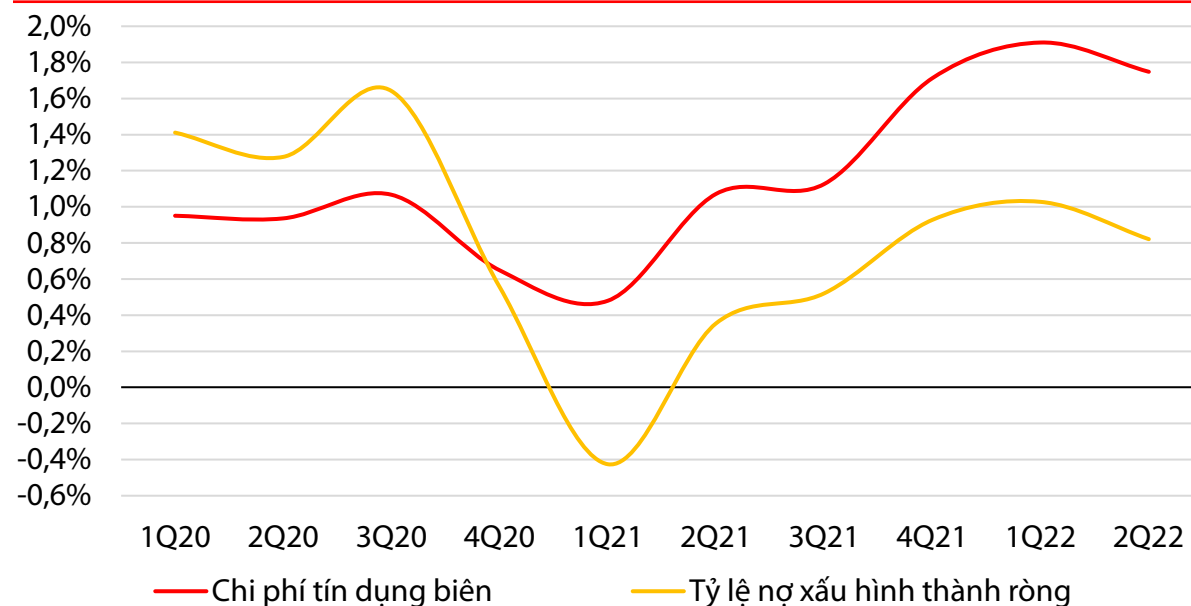
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá bao gồm sự phục hồi kinh tế không chắc chắn và các gói cho vay ưu đãi. Rủi ro tăng giá bao gồm hạn mức tăng trưởng tín dụng cao hơn dự kiến.

Hình 1: Các cấu phần trong tăng trưởng LNTT hàng quý (% , YoY)



Hình 2: Chi phí tín dụng biên và tỷ lệ nợ xấu hình thành (% , dồn 4Q)



Tổng thu nhập hoạt động tăng trưởng ổn định mặc dù NIM phục hồi yếu

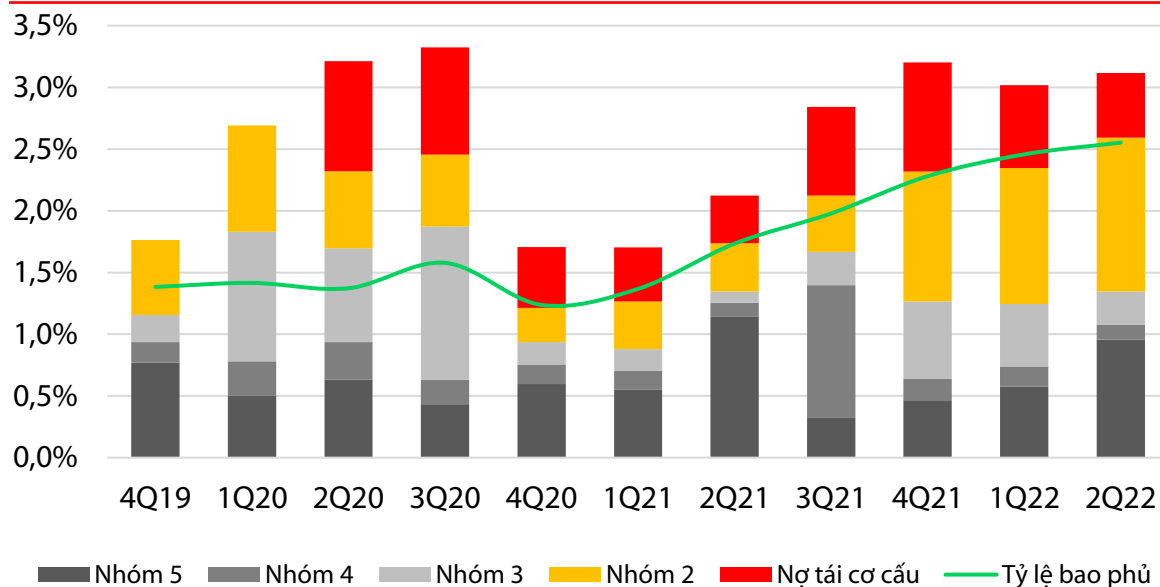
- NIM duy trì mức thấp trong Q1/22 do hỗ trợ LS. Việc sử dụng hết sớm hạn mức tăng trưởng tín dụng được cấp cho phép CTG phân bổ nguồn lực vào các phân khúc mang lại lợi nhuận tốt hơn, do đó, mở rộng NIM trong Q2/22. Tốc độ mở rộng bảng cân đối trong 6T22 tăng nhờ huy động tốt (16% YoY) mặc dù Q2/22 chứng kiến vài khó khăn ở nguồn vốn. Do đó, tăng trưởng thu nhập lãi gặp áp lực bởi nền so sánh cao, đạt 3% YoY trong 6T22. Tổng thu nhập được hỗ trợ bởi các động lực ngoài lãi bao gồm thu hồi nợ và ngoại hối, tăng trưởng 11% YoY với động lượng ổn định theo quý. Đóng góp của tổng thu nhập vào tăng trưởng LNTT ở mức trung bình. LNTT 6T/22 tăng 7% YoY.

Độ nhạy cao đã được dự báo đối với chi phí tín dụng đã trở thành yếu tố hỗ trợ

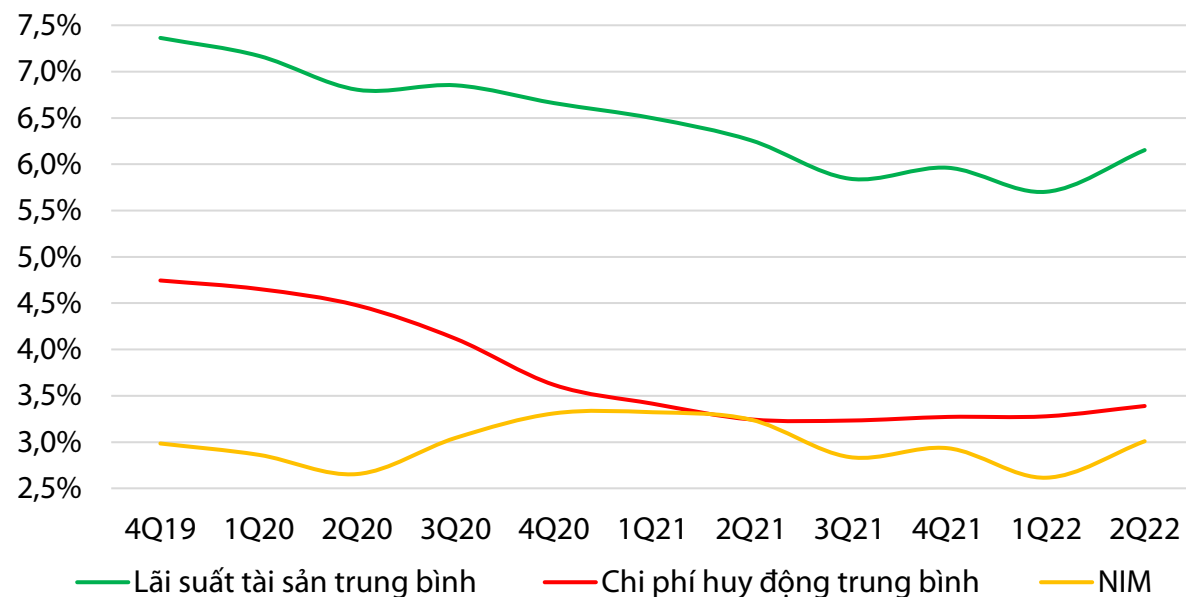
- Nếu loại trừ tác động của chi phí rủi ro, tăng trưởng trước trích lập sẽ lần lượt là 9% và 30% YoY cho Q1 và Q2/22. Biến động mạnh ở tăng trưởng LN hàng quý nằm trong dự báo của chúng tôi. Sự thay đổi trong sức khỏe bảng cân đối đã hỗ trợ khi tỷ lệ nợ xấu và nợ xấu hình thành được kiểm soát tốt. Dư nợ cơ cấu cũng giảm.

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Các nhóm nợ và quỹ dự phòng, loại trừ VAMC (%)



Hình 4: NIM, các lãi suất và chi phí lãi (quy năm)



Vấn đề hạn mức tăng trưởng tín dụng không đe dọa đến tăng trưởng lợi nhuận của CTG

- Do động lực tăng trưởng chính là cải thiện chi phí rủi ro nên CTG ít bị ảnh hưởng bởi sự không chắc chắn trong hạn mức tăng trưởng tín dụng. Giải ngân đầu tư công sẽ là yếu tố hỗ trợ cho sự phục hồi của KH. Do đó, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng lợi nhuận cao của CTG trong 2H22 là tương đối chắc chắn. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LN 54% trong 2H, với mức tăng trưởng trước trích lập là 20%. NIM mở rộng sẽ là yếu tố mang tính hỗ trợ, trong khi tăng trưởng thu nhập phí sẽ tiếp tục cải thiện nhờ doanh số bancassurance. Chúng tôi thận trọng phản ánh dự phóng tăng trưởng tín dụng 12%. Diễn biến thực tế có thể có bất ngờ khi ngân hàng đang xin mức tăng trưởng 14-15%.

Tốc độ và mức độ bình thường hóa chi phí tín dụng biên sẽ định hình giai đoạn tăng trưởng cao

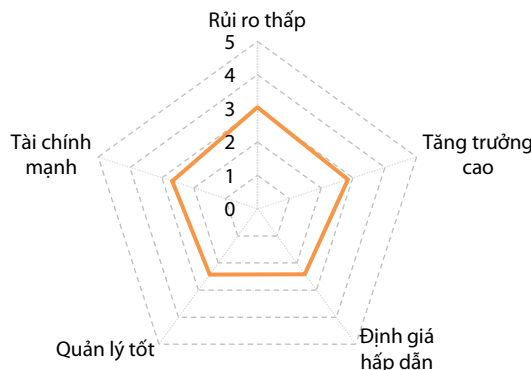
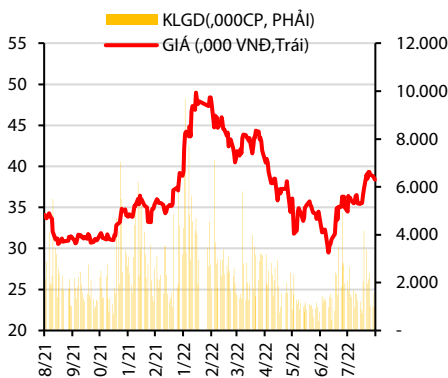
- Chúng tôi kỳ vọng CTG kiểm soát hiệu quả chi phí tín dụng biên ở mức 1,2-1,3% trong vài năm tới, được hỗ trợ bởi hoàn nhập dự phòng nợ cơ cấu. Nhờ độ nhạy với chi phí tín dụng, CTG có vùng đệm phù hợp để đối phó chính sách và vĩ mô toàn cầu bất định. Tăng trưởng LNTT năm 2023 dự kiến bình thường hóa còn 2% YoY (26,9 nghìn tỷ).

Nguồn: CTG, CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: -3%

GTT: 38.400

GMT: 37.400



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NGĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

TÀI CHÍNH

		2021A	2022E	2023F
Ngân hàng	Thu nhập lãi (tỷ đồng)	46.818	55.382	62.112
	Tổng thu nhập (tỷ đồng)	62.395	70.220	76.857
194.247	LNST (tỷ VNĐ)	10.573	16.294	18.584
5.059	ROA (%)	0,7	0,9	0,9
1.547	ROE (%)	12,8	18,0	17,0
	Tăng trưởng tài sản (%)	16,2	12,8	12,6
55	GTSS/cổ phiếu (VNĐ)	17.073	18.921	22.892
13,1	P/E (x) (*)	27,9	14,9	13,9
49,95 - 28,95	P/B (x) (*)	2,4	2,0	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Việc cải thiện chất lượng tài sản và cơ sở vốn sẽ từng bước nâng cao khả năng sinh lời và hiệu quả tổng thể của ngân hàng

- Chất lượng tài sản từng bước được cải thiện sau khi xử lý trái phiếu VAMC. Tỷ lệ hình thành nợ xấu giảm từ nền cao xuống mức hiệu quả hơn, hỗ trợ NIM sau điều chỉnh rủi ro. Khả năng sinh lời và hiệu quả tổng thể sẽ được củng cố cũng như sức khỏe bảng cân đối nhờ vào tiềm năng tăng vốn, từ đó mang lại khả năng mở rộng tốt.

Tốc độ tăng trưởng bền vững và phù hợp được tài trợ bởi lợi thế huy động vốn

- BID là một trong những NH lớn nhất về tổng tài sản, cho vay và cơ sở tiền gửi, đồng nghĩa sở hữu mạng lưới rộng lớn và thương hiệu trong việc huy động mà BID có thể tận dụng để cung cấp dịch vụ tại quy mô lớn và tăng trưởng cơ sở huy động với khả năng định giá cạnh tranh. Lợi thế nguồn vốn tạo nền tảng cho tăng trưởng trong các chu kỳ chi phí cao.

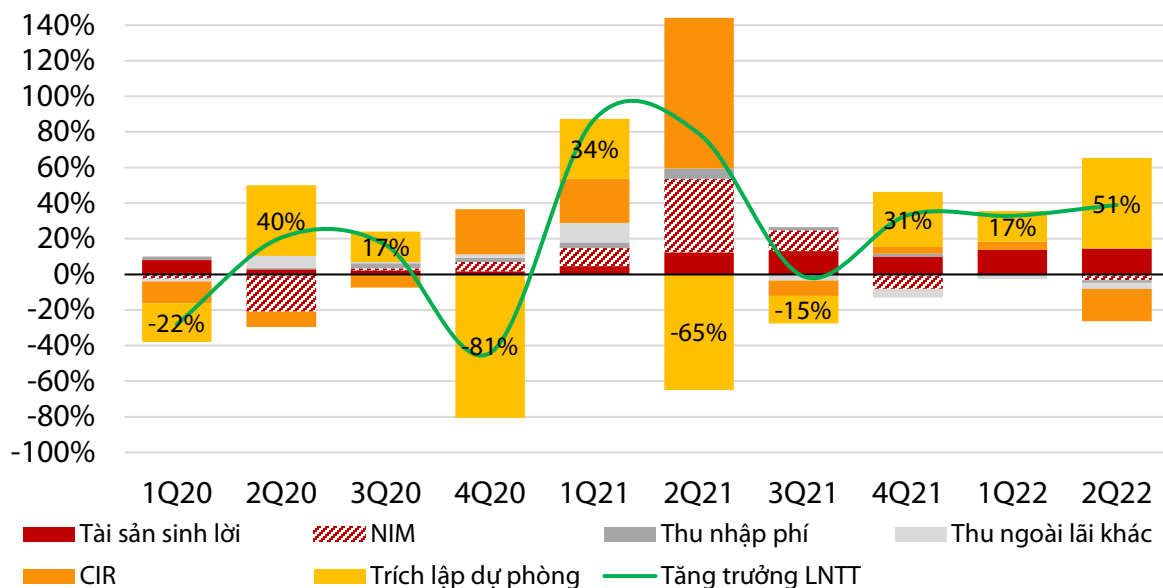
Động lượng tăng trưởng cao được hỗ trợ bởi việc giảm chi phí rủi ro đáng kể

- Trong 6T22, BID tăng trưởng LN 36% YoY và diễn biến giá tích cực hơn ngành nhờ phơi nhiễm rủi ro tín tức thấp bao gồm tín dụng BĐS và TPDN và chi phí tín dụng biên giảm nhanh từ nền cao. Chúng tôi kỳ vọng BID có khả năng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận đạt 79% YoY trong nửa cuối năm 2022 trước khi nhanh chóng bình thường hóa về mức 14% YoY vào năm 2023.

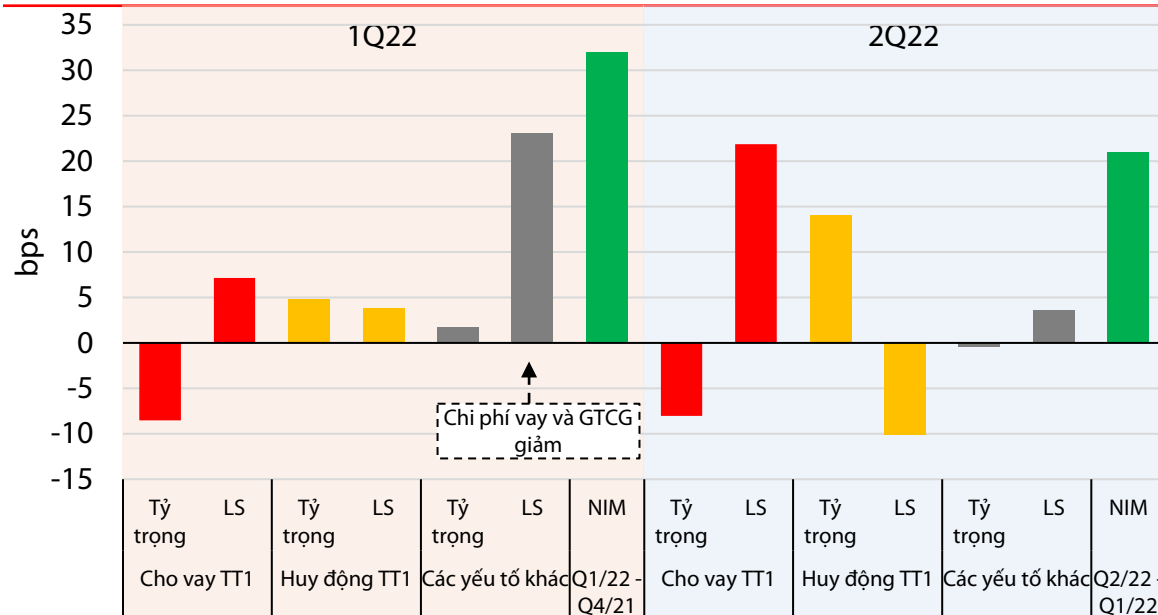
RỦI RO ĐỐI VỚI LUẬN ĐIỂM

- Rủi ro giảm giá bao gồm thời gian phát hành riêng lẻ. Đà phục hồi và trạng thái nền kinh tế sẽ tác động đáng kể đến mức độ tổn thất tín dụng do BID có thị phần khách hàng lớn.

Hình 1: Các cấu phần của tăng trưởng LNTT (% YoY)



Hình 2: Các cấu phần trong thay đổi NIM theo quý (quý năm, %)

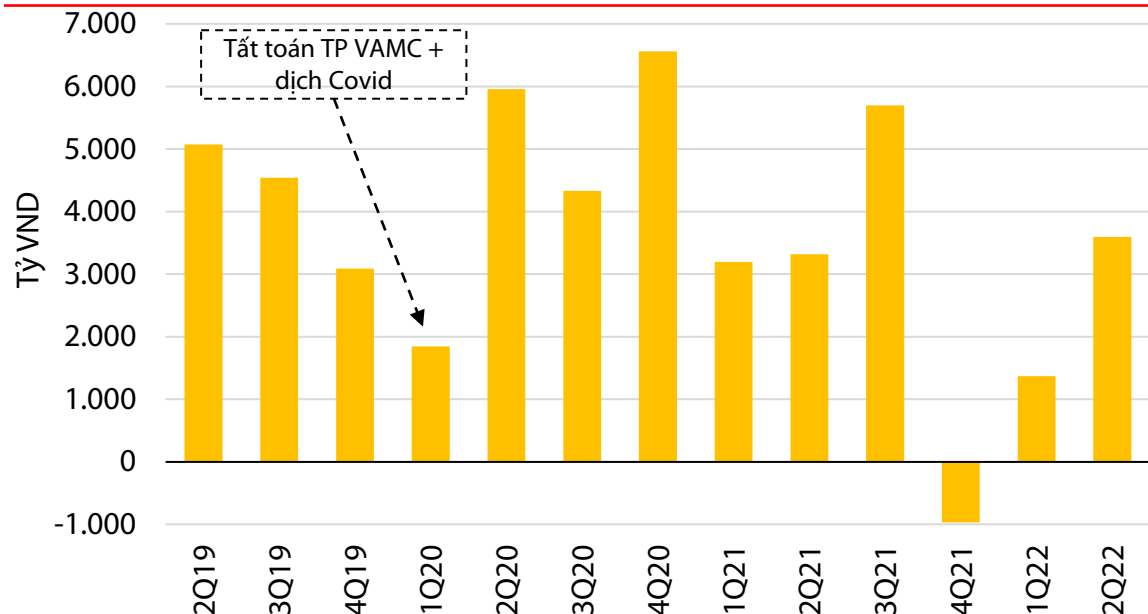


Cải thiện chi phí tín dụng đã hỗ trợ ổn định đà tăng trưởng LN trong khi NIM phục hồi chậm hơn dự kiến

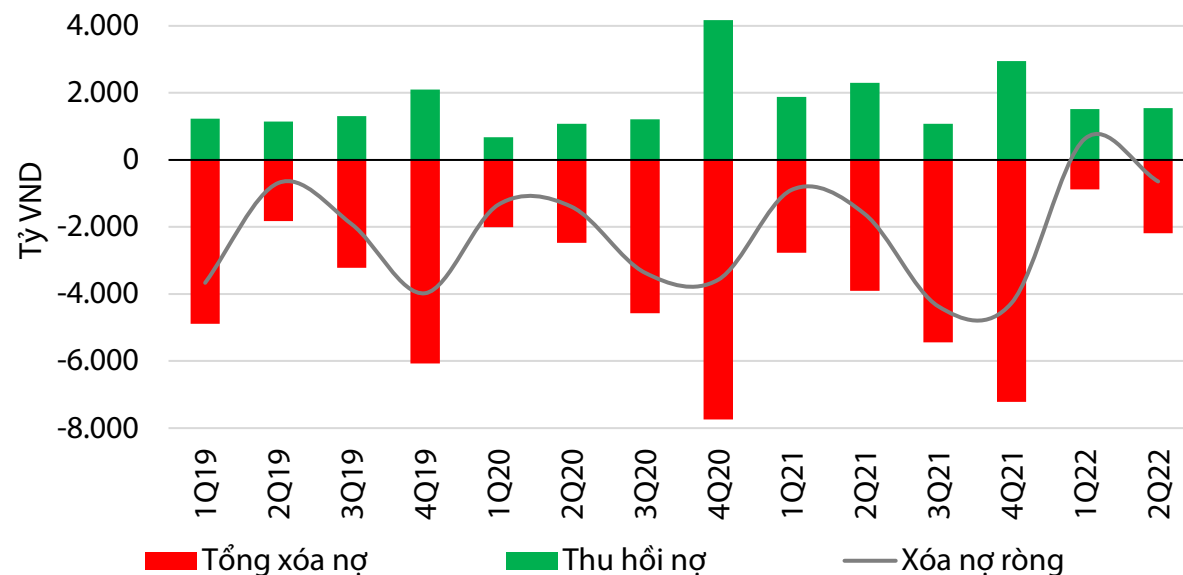
- BID được giao hạn mức tăng trưởng tín dụng 10% trong 6T22, dẫn đến đóng góp vừa phải từ việc mở rộng bảng cân đối. NIM và chi phí tín dụng là động lực chính của LNTT. LS cho vay phục hồi chậm hơn kỳ vọng nhưng vẫn ảnh hưởng tích cực khiến NIM tăng 7 điểm cơ bản theo quý trong Q1 và 22 điểm cơ bản theo quý trong Q2/22. Do tỷ trọng giấy tờ có giá cao, sự sụt giảm LS trung bình do tái định giá và trái phiếu mới phát hành là nguyên nhân chính cho sự thay đổi NIM trong Q1/22. Chênh lệch LS thị trường 1 cải thiện trong 6T22. Tuy nhiên, nền so sánh cao của NIM dẫn đến đóng góp tiêu cực vào tăng trưởng LNTT. Thu nhập lãi thuần tăng 17% YoY trong 6T22 trong khi tổng thu nhập tăng 9%. Thu nhập phí giảm mạnh do miễn phí phí giao dịch. Nếu điều chỉnh cho khoản này, tăng trưởng thu nhập phí sẽ là 14% YoY trong 6T theo ước tính của chúng tôi.
- Sức khỏe bảng cân đối cải thiện tốt. Tỷ lệ nợ xấu không đổi ở mức 1,0%. Nợ cơ cấu giảm còn 15 nghìn tỷ trong khi tổng dư nợ khách hàng cơ cấu giảm xuống còn khoảng 50 nghìn tỷ. BID đã trích lập dự phòng đầy đủ cho nợ cơ cấu, khoảng 21,8 nghìn tỷ, đồng nghĩa tỷ lệ bao phủ nợ xấu điều chỉnh là 119% thay vì tỉ lệ công bố là 263%.

Nguồn: BID, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Nợ xấu hình thành ròng (tỷ đồng)



Hình 4: Xử lý rủi ro bằng nguồn dự phòng và thu hồi nợ (tỷ đồng)



Sự đóng góp như kỳ vọng từ việc giảm chi phí tín dụng biên

- BID duy trì tốt động lượng từ Q4/21. Chi phí tín dụng là động lực chính, đặc biệt trong Q2/22. Chúng tôi kỳ vọng BID thúc đẩy tăng trưởng LN lên 79% YoY trong nửa sau năm 2022 trước khi bình thường hóa về mức 14% YoY năm 2023. Điểm mấu chốt vẫn là chi phí tín dụng. Chúng tôi kỳ vọng chi phí tín dụng biên giảm xuống mức bền vững hơn vào năm 2023 (1,6-1,7%). Tuy nhiên, với các khoản dự phòng chưa hoàn nhập lớn đối với nợ cơ cấu, BID sẽ có một vùng đệm tăng trưởng vững chắc có thể gây bất ngờ cho dự báo của chúng tôi trong trường hợp khách hàng phục hồi tốt (đặc biệt là các doanh nghiệp lớn), tỉ lệ chuyển nhóm thấp ở nợ cơ cấu và hạ cánh mềm của kinh tế toàn cầu. Trong ngắn hạn, BID chưa có ý định hoàn nhập dự phòng. Tăng trưởng tổng thu nhập được dự báo là 18% trong 2H22 và 9% năm 2023, chủ yếu do tăng trưởng tín dụng và NIM ổn định trong khi thu nhập phí vẫn tiêu cực trong 2H22 (-18% YoY).

Khi tốc độ tăng trưởng bình thường hóa, việc tăng vốn sẽ là chất xúc tác

- Kế hoạch tăng vốn gặp khó khăn từ đà điều chỉnh và các quy định của thị trường chứng khoán. Dù còn nhiều sự không chắc chắn, việc tăng vốn sẽ giúp BID thúc đẩy tăng trưởng doanh thu thông qua khả năng mở rộng bảng cân đối bền vững hơn. Nó sẽ hoạt động như một chất xúc tác mạnh mẽ hỗ trợ giá cổ phiếu khi tăng trưởng bình thường hóa vào năm 2023.

Nguồn: BID, CTCK Rồng Việt

NGÀNH DƯỢC PHẨM

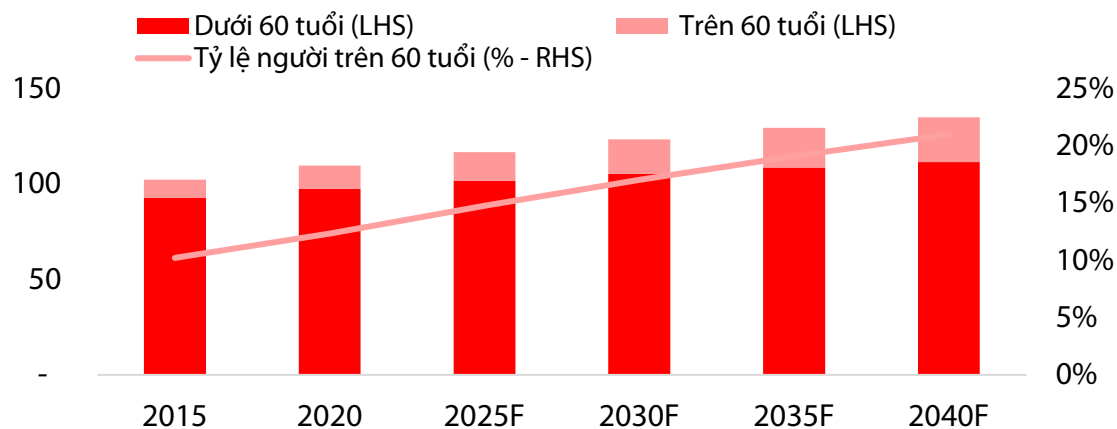
**KỲ VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ
NỀN THẤP**



Cao Ngọc Quân – quan.cn@vdsc.com.vn

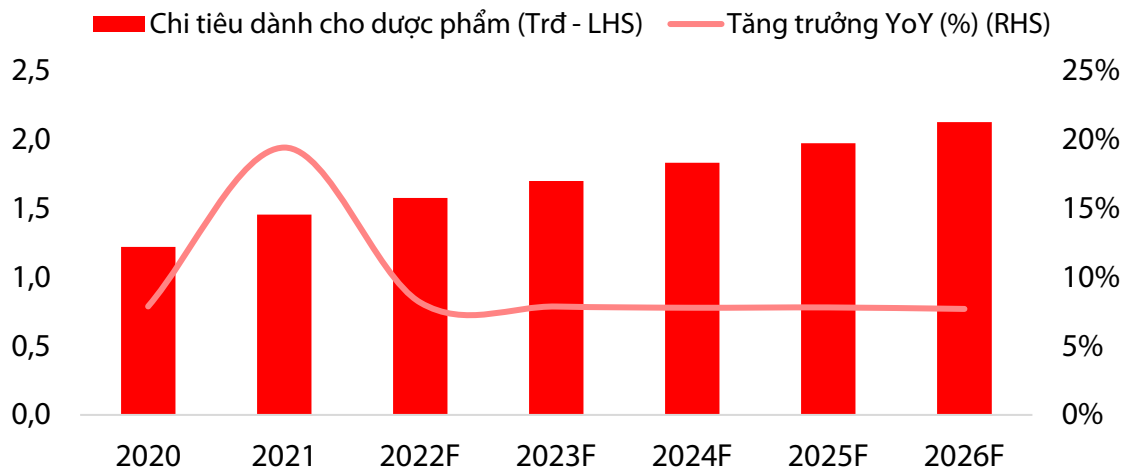


Hình 1: Dân số Việt Nam có xu hướng già hóa (triệu người)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi tiêu đầu người cho dược phẩm mỗi năm (triệu đồng)



Nguồn: BMI, CTCK Rồng Việt

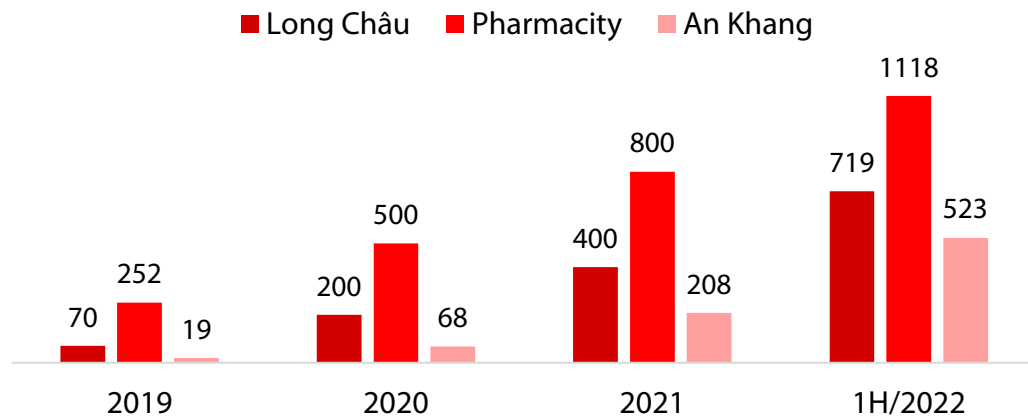
Xu hướng nhân khẩu học tạo điều kiện thuận lợi cho ngành dược phẩm trong dài hạn

- Đối với người cao tuổi, các vấn đề về sức khỏe sẽ xuất hiện nhiều và nhu cầu sử dụng các sản phẩm thuốc sẽ cao hơn đối với người ở độ tuổi lao động.
- Theo Tổng cục thống kê, số người trên 60 tuổi khoảng 13,86 triệu người tương đương với 13% tổng dân số Việt Nam. Con số này được dự báo sẽ tăng lên 23,34 triệu người, chiếm 21% tổng dân số Việt Nam vào năm 2040.

Cải thiện thu nhập kéo theo gia tăng chi tiêu dành cho dược phẩm

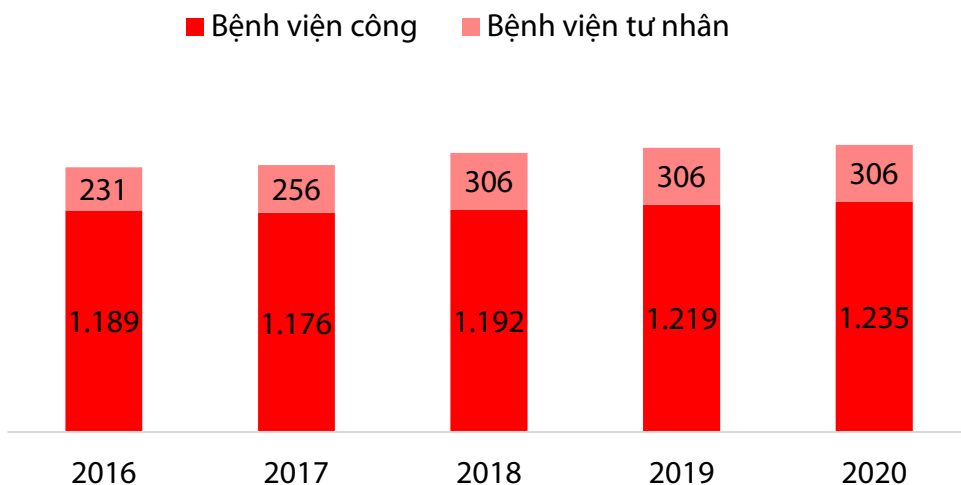
- Chính phủ Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP đạt +6.5% trong năm 2022. Chúng tôi cho rằng đây là mục tiêu hoàn toàn khả thi và dự báo sẽ vượt kế hoạch, đạt tăng trưởng +7,3%. Qua đó thu nhập bình quân đầu người được cải thiện, tăng trưởng kép 5 năm từ 2022 – 2026 đạt 6%.
- Theo Fitch Solutions, chi tiêu bình quân đầu người dành cho dược phẩm năm 2021 là 1,5 triệu đồng và dự báo vào năm 2026F sẽ đạt 2,1 triệu đồng, mức tăng trưởng kép +7,7% trong vòng 5 năm tới.

Hình 3: Số lượng nhà thuốc có thương hiệu



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng bệnh viện



Nguồn: Bộ Y Tế, CTCK Rồng Việt

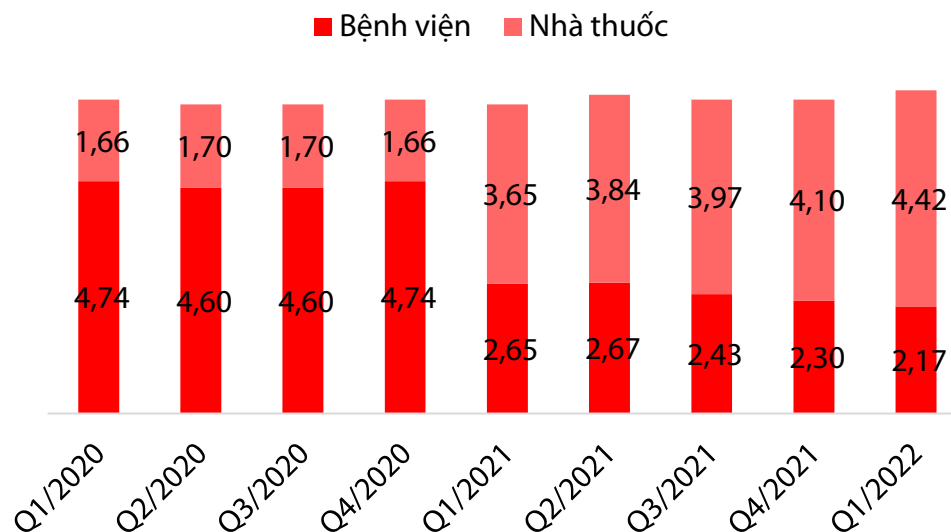
Mở rộng kênh phân phối qua nhà thuốc nhờ cuộc đua thị phần của các doanh nghiệp bán lẻ

- Nửa đầu năm 2022, các chuỗi nhà thuốc có thương hiệu tại Việt Nam là Pharmacity, Long Châu, An Khang mở mới tổng số gần 1.000 cửa hàng thuốc.
- Thói quen lựa chọn mua thuốc ở các cửa hàng thuốc truyền thống sẽ giúp kênh này là đầu ra lý tưởng cho các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm khi có khoảng 56.000 cửa hàng tại Việt Nam.

Số lượng bệnh viện cải thiện dần qua từng năm

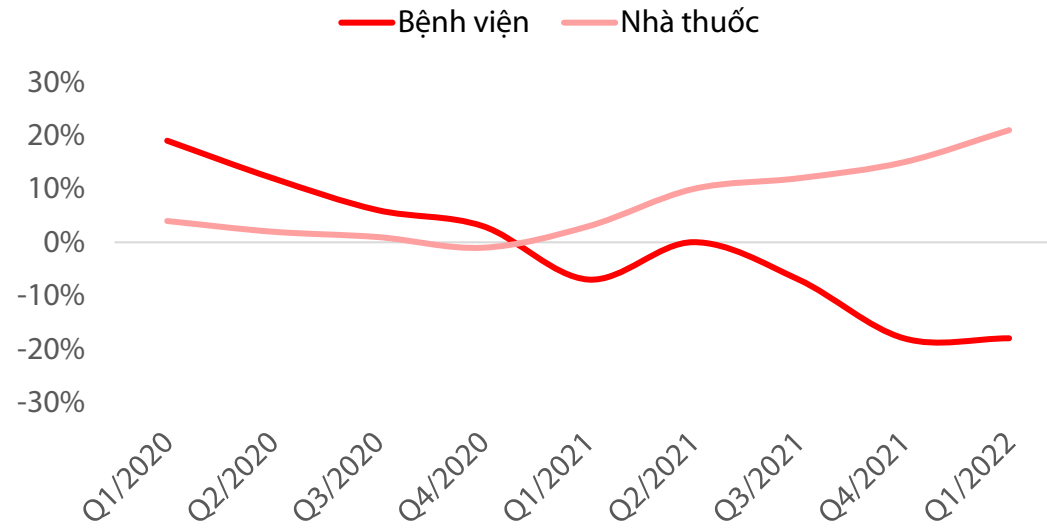
- Giai đoạn 2016 – 2020 đã có thêm tổng số 121 bệnh viện được xây dựng mới, trong đó có 46 bệnh viện công và 75 bệnh viện tư nhân.
- Fitch Solutions dự báo doanh thu dược phẩm kênh ETC/OTC năm 2022 và 2026 đạt lần lượt 118 nghìn tỷ đồng/36,7 nghìn tỷ đồng và 166 nghìn tỷ đồng/50 nghìn tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng kép bốn năm là 9%/7%.

Hình 5: Doanh thu TTM dược phẩm theo kênh (Tỷ USD)



Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tăng trưởng doanh thu TTM YoY (%)

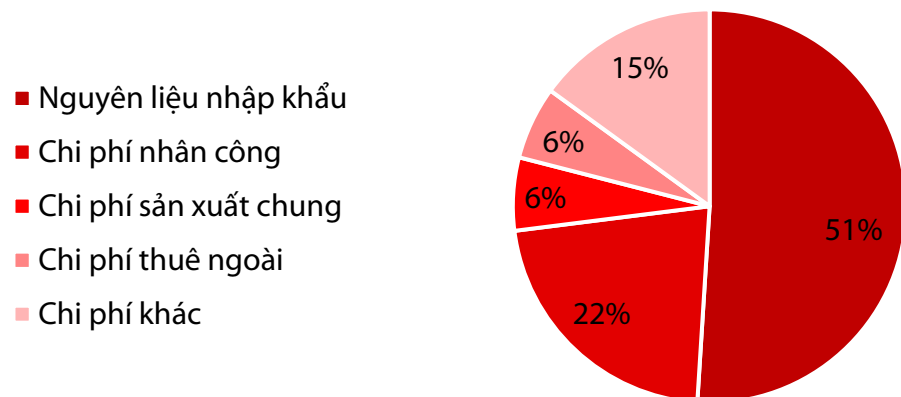


Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

Doanh thu toàn ngành dược kỳ vọng sẽ tăng trưởng trong trong ngắn hạn

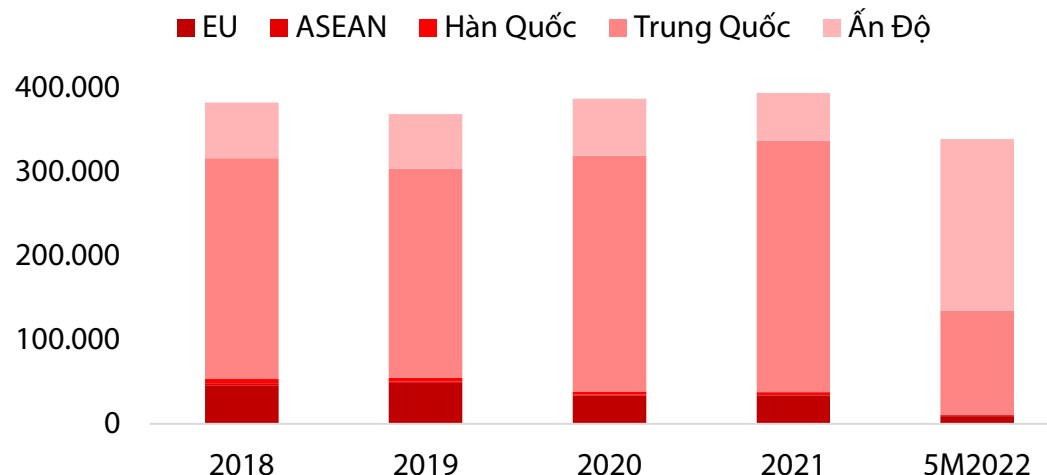
- Dịch COVID – 19 bùng phát lần thứ 4 tại Việt Nam khiến bệnh nhân bị hạn chế đến khám chữa bệnh tại bệnh viện. Đồng thời, người dân lựa chọn mua thuốc điều trị triệu chứng của biến thể Omicron tại kênh nhà thuốc dẫn tới sự dịch chuyển trong cơ cấu doanh thu ngành dược phẩm.
- Doanh thu TTM Q1/2022 kênh ETC và OTC lần lượt đạt 3,9 tỷ USD (-1% YoY) và 2,7 tỷ USD (+14% YoY). Tốc độ tăng trưởng doanh thu TTM của kênh OTC duy trì ổn định ở mức 10% trong năm 2021 và vẫn tiếp tục cải thiện đến hết Q1/2022. Doanh thu TTM của kênh ETC sụt giảm vào 2H/2021 và đang có tín hiệu cải thiện vào Q1/2022.
- Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh 2H/2022 ngành dược sẽ tương đối khởi sắc, tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp của 2H/2021.

Hình 7: Cấu trúc giá thành sản xuất dược phẩm



Nguồn: IMP, DBD, DVN, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Nguyên liệu dược nhập khẩu (Đơn vị: 1.000 USD)

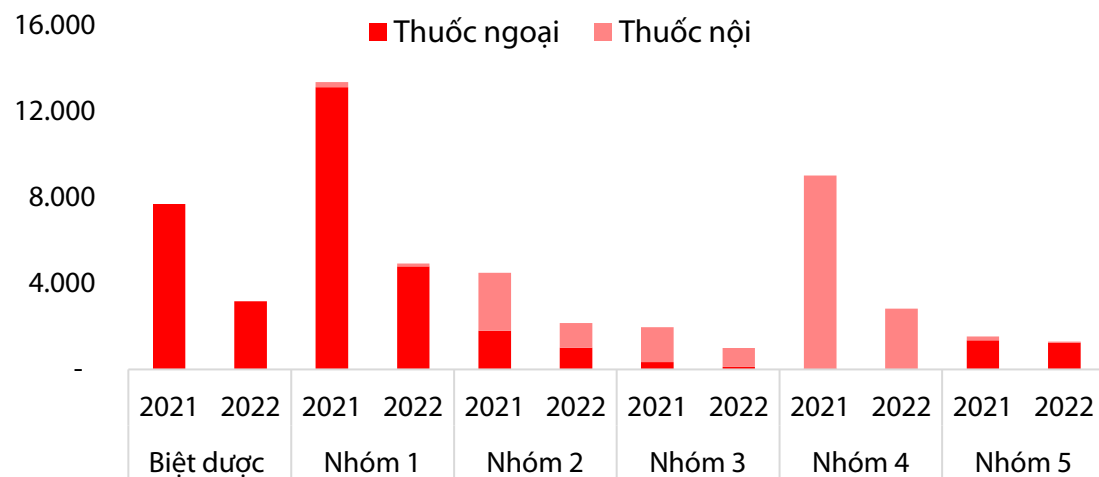


Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Nguyên liệu hoạt tính (API) chiếm khoảng 51% trong cơ cấu giá vốn của các doanh nghiệp sản xuất dược. Ngành dược Việt Nam chưa có khả năng sản xuất nguyên liệu này, chủ yếu sẽ nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Chúng tôi lo ngại biên lợi nhuận gộp các công ty sản xuất dược sẽ bị tác động tiêu cực trong ngắn hạn, bởi hai yếu tố:

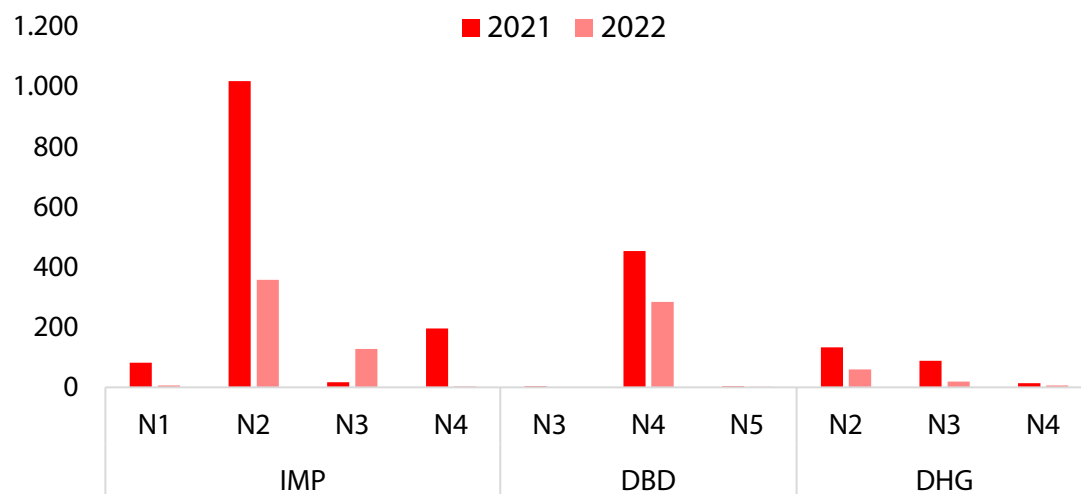
- Trong nửa đầu năm, Trung Quốc đóng cửa do COVID – 19 làm cho đứt gãy chuỗi cung ứng nguyên liệu toàn cầu, các doanh nghiệp dược Việt Nam đã chuyển hướng nhập khẩu nhiều hơn từ Ấn Độ. Chúng tôi lo ngại trước những diễn biến phức tạp từ dịch bệnh tại Trung Quốc tiếp tục kéo dài, tác động làm tăng chi phí nhập khẩu dược liệu trong khi giá bán chịu sự kiểm soát của nhà nước.
- FED có những động thái tăng lãi suất mạnh mẽ trong năm nay để kiểm soát lạm phát gây biến động về tỷ giá VND/USD.

Hình 9: Giá trị trúng thầu thuốc lũy kế 7M2022 giảm sâu (Tỷ VND)



Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rông Việt

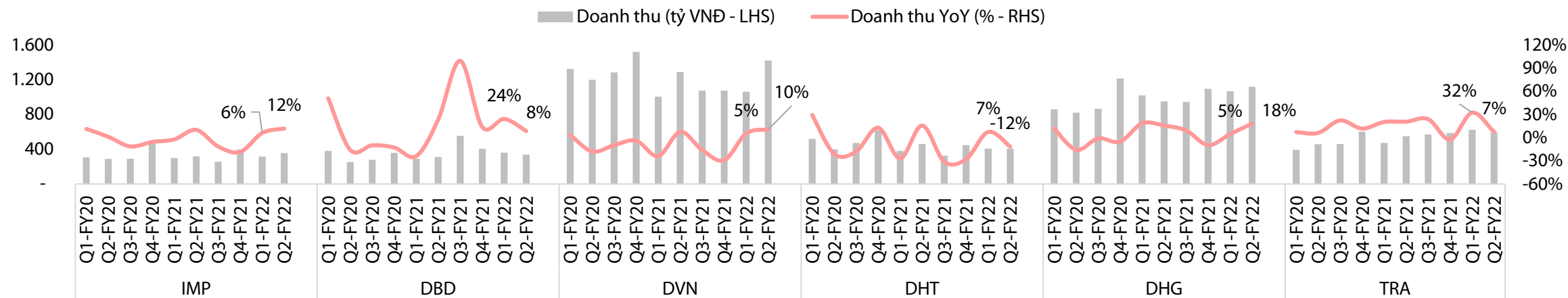
Hình 10: Kết quả trúng thầu một số công ty dược phẩm nội địa (Tỷ VND)



Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rông Việt

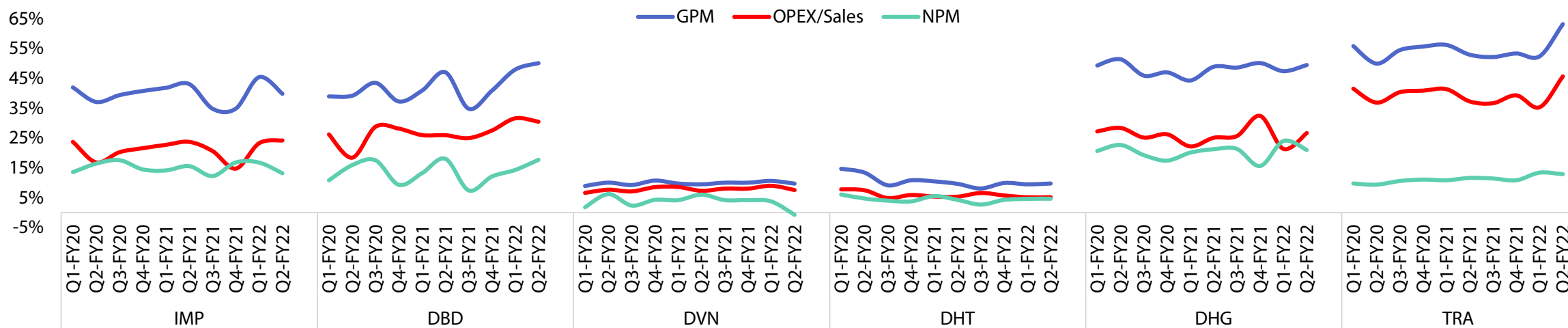
- Tổng giá trị trúng thầu thuốc lũy kế 7M2022 đạt 18.727 tỷ đồng (-46% YoY), trong đó thuốc nội và thuốc ngoại đồng loạt giảm mạnh lần lượt 58% YoY và 63% YoY. Thuốc ngoại vẫn chiếm tỷ trọng cao lên tới 67%, thuốc nội chiếm 33% còn lại.
- Chúng tôi cho rằng dịch bệnh là lý do chính dẫn tới giá trị đấu thầu thuốc giảm đáng kể trong 7M2022 với những tác động: (1) việc di chuyển đến bệnh viện khám chữa bệnh gặp khó khăn, dẫn tới nhu cầu tiêu thụ thuốc kênh ETC chưa hồi phục hoàn toàn; (2) công tác rà soát nhu cầu sử dụng, lên kế hoạch đấu thầu bị kéo dài.

Hình 11: Dịch chuyển trong cơ cấu doanh thu giữa các kênh bán hàng vẫn đảm bảo doanh thu dần hồi phục và tăng trưởng nhẹ



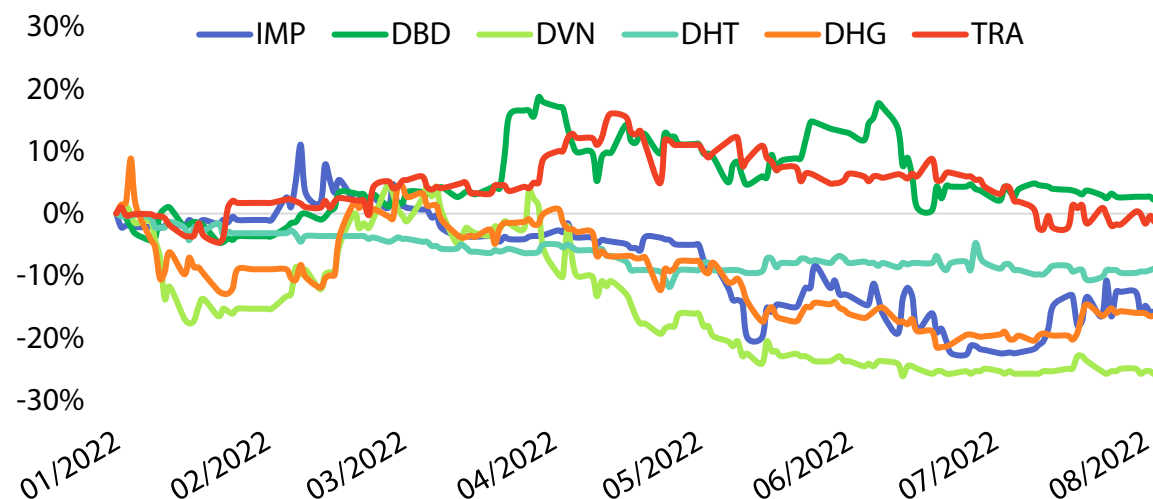
Nguồn: IMP, DBD, DVN, DHT, DHG, TRA, CTCK Rồng Việt

Hình 12: OPEX/Sales của các công ty bán hàng chính qua kênh OTC (IMP, DHG, TRA) tăng khiến biên LNST giảm nhẹ, và duy trì ổn định ở các công ty còn lại



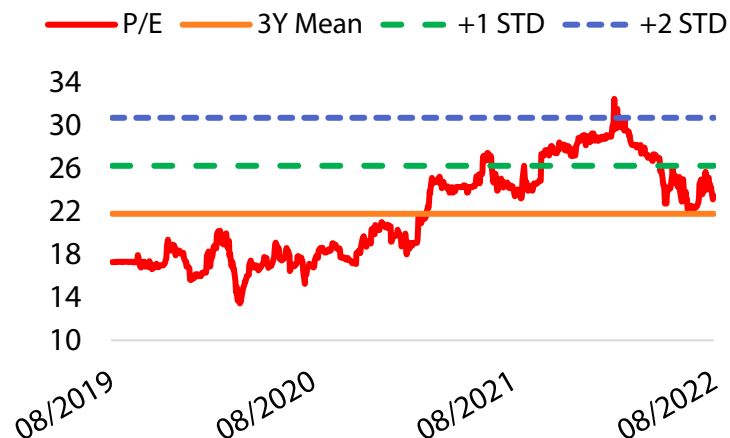
Nguồn: IMP, DBD, DVN, DHT, DHG, TRA, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Diễn biến giá cổ phiếu ngành dược phẩm

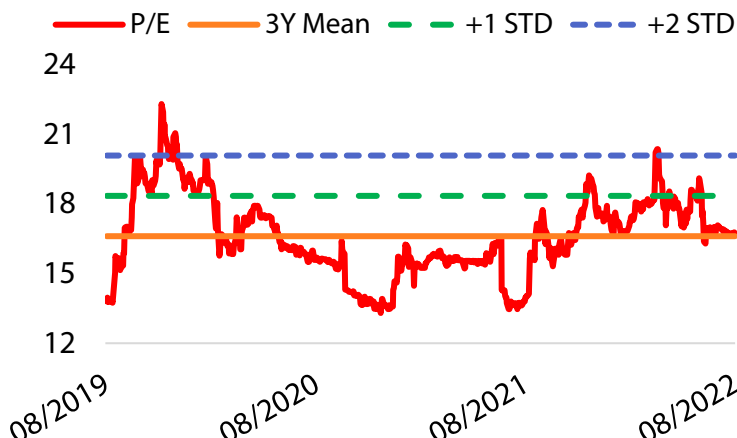


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rống Việt

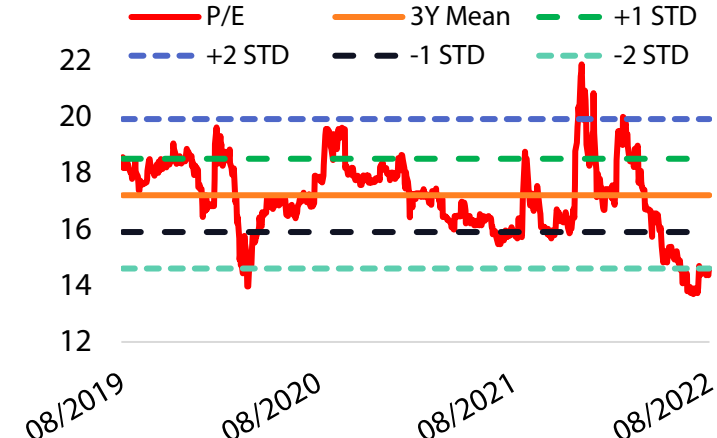
Hình 14: IMP P/E



Hình 15: DBD P/E



Hình 16: DHG P/E

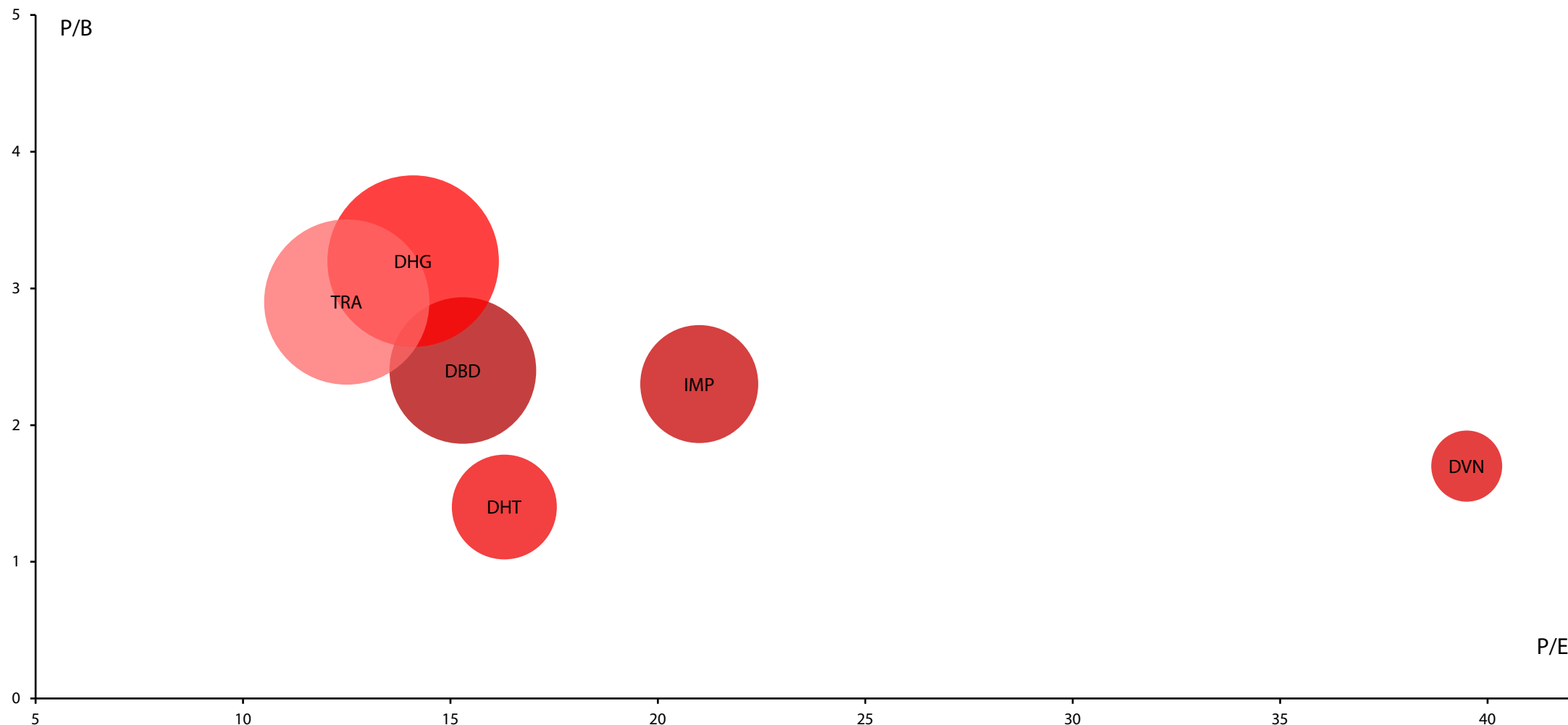


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rống Việt

- Nhóm cổ phiếu TRA, DHT, DBD có độ tương quan với thấp so với VNINDEX, nhìn chung diễn biến giá cổ phiếu đi ngang trong xu hướng giảm và không có biến động mạnh trong nửa đầu năm 2022.
- Nhóm cổ phiếu DVN, DHG, IMP biến động tương đồng đối với chỉ số VNINDEX trong giai đoạn giảm của thị trường chung.
- P/E của IMP, DBD đã giảm về mức trung bình ba năm còn DHG đã giảm xuống dưới 2 lần độ lệch chuẩn. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đang tương đối lý tưởng để đầu tư trong dài hạn.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
DBD	3.069	N/A	35,06	25,29	16,86	14,10	20,34	12,43	12,92	15,30	0,00	16,74	2,44
IMP	4.134	N/A	-4,99	-6,68	22,84	18,23	-7,21	14,92	9,11	10,17	2,42	23,46	2,34
DVN	4.669	N/A	2,41	215,96	0,00	0,00	14,71	-304,68	-292,82		2,89	25,45	1,65
DHG	12.133	N/A	4,45	5,97	24,27	22,34	10,10	20,41	17,84	23,07	3,77	14,59	3,20
DHT	1.056	N/A	-17,95	-25,37	4,88	3,74	-21,18	4,10	5,22	9,00	2,51	16,26	1,42
TRA	3.606	N/A	13,04	18,47	19,77	16,17	24,54	12,16	16,95	22,17	2,30	13,53	2,85

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

THEO DÕI

<GHT: 62.000>

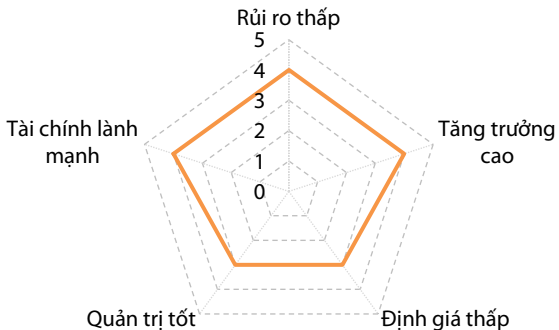
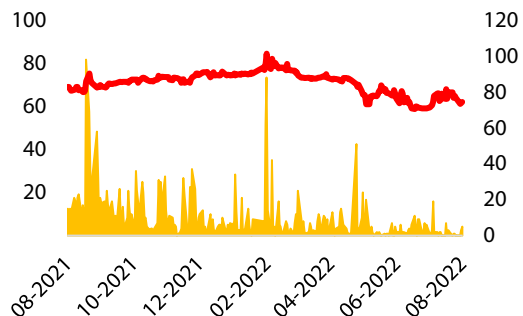
<GMT: N/A>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2019A 2020A 2021A

KLGD (,000 shares, RHS) Giá (,000 VND, LHS)



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)

Dược phẩm
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x) (*)
P/B (x) (*)

1.402
1.369
1.267
162
210
189
8,8%
10%
8,2%
10,4%
12,1%
10,5%
2.891
2.873
2.500
31.543
26.939
27.935
2.000
1.500
2.000
16,6
16,7
18,5
1,5
1,8
1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Công ty có tiềm năng tăng trưởng mạnh do các nhà máy vẫn đang hoạt động với công suất thấp

- Các nhà máy IMP2 và IMP3 đang hoạt động với công suất sử dụng thấp, trong khi đó, nhà máy IMP4 đã được phê duyệt EU-GMP và đang chờ Bộ Y tế công bố vào năm 2022. Do đó, IMP có nhiều dư địa để phát triển và nắm bắt cơ hội từ nhu cầu phục hồi trong vài năm tới.
- Kênh ETC có thể hồi phục từ Q3/2022 và nhà máy mới đi vào vận hành có thể giúp doanh số của IMP tăng trưởng đáng kể từ năm 2023.

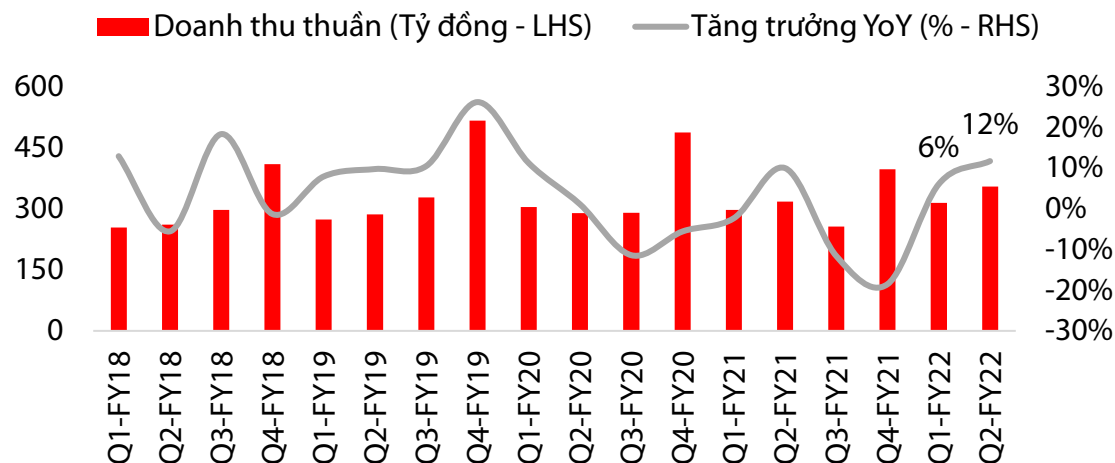
Số lượng nhà thuốc mở mới có thể giúp IMP mở rộng kênh phân phối

- Doanh thu kênh OTC với mức tăng trưởng ấn tượng +39% YoY trong nửa đầu năm là trụ cột tăng trưởng của IMP.
- Các công ty bán lẻ trong cuộc đua thị phần với tốc độ mở mới nhà thuốc rất nhanh có thể giúp IMP mở rộng được kênh phân phối.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

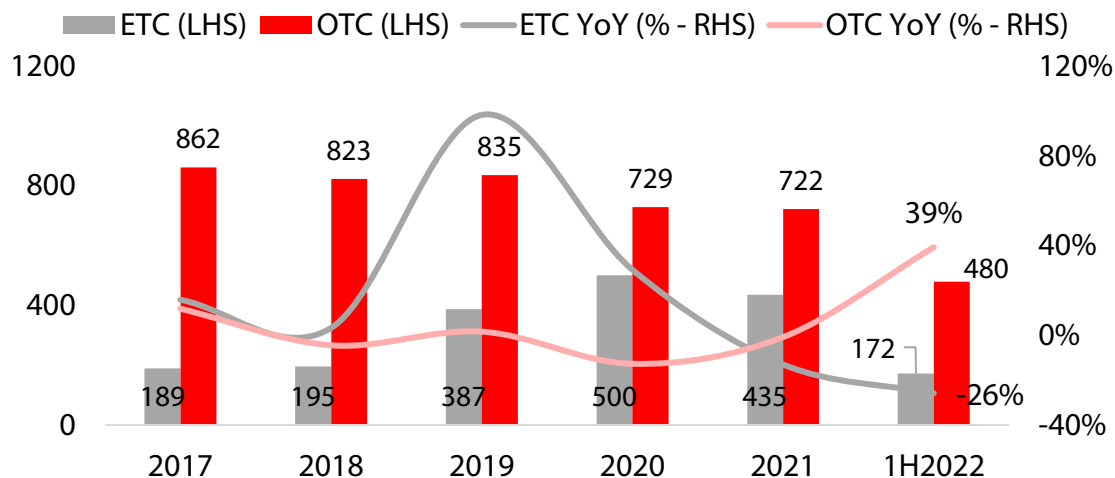
- Diễn biến phức tạp của dịch bệnh có thể dẫn tới đứt gãy chuỗi cung ứng dược liệu.

Hình 1: Doanh thu theo quý



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu theo kênh bán hàng (tỷ đồng)

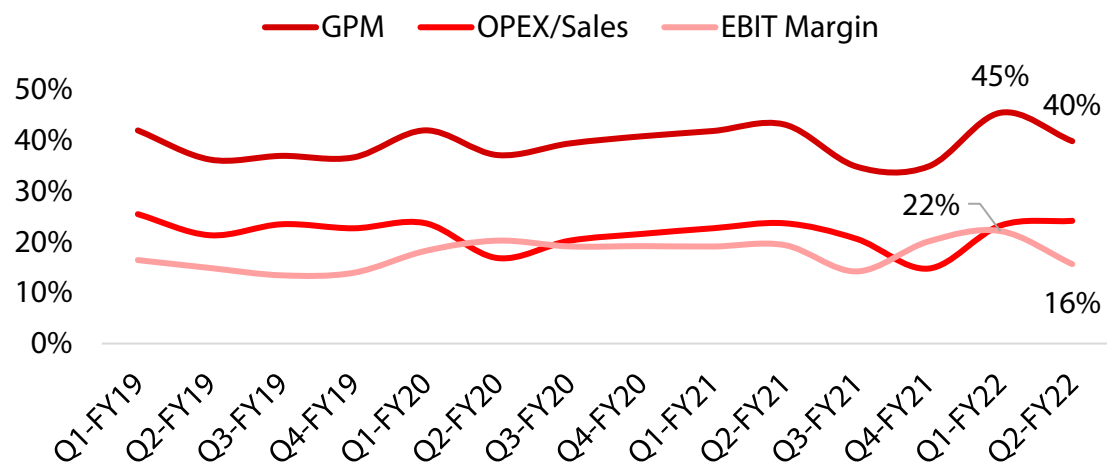


Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Doanh thu IMP tăng trưởng cùng nhịp với đà hồi phục của thị trường dược phẩm

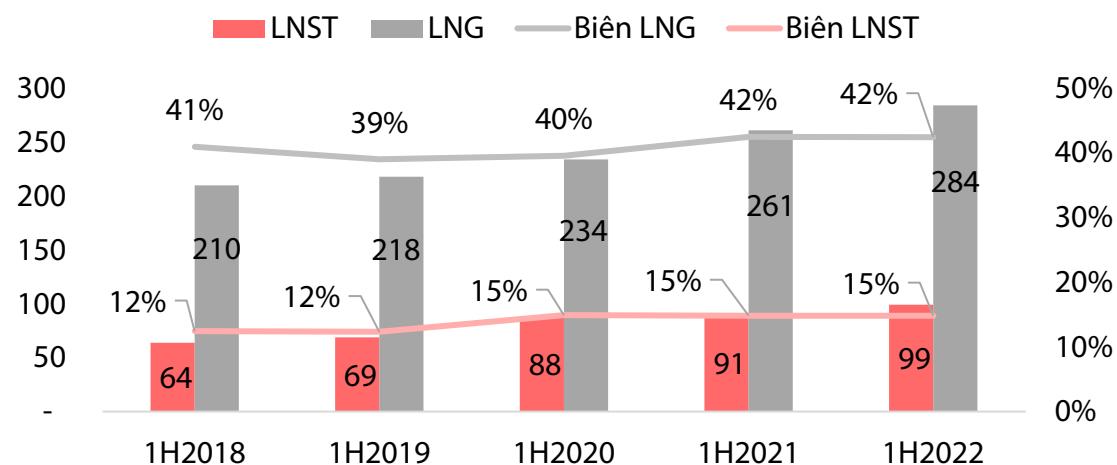
- Kết thúc 1H2022, IMP ghi nhận doanh thu và LNTT lần lượt đạt 683 tỷ đồng (+9,5% YoY) và 125 tỷ đồng (+7,1% YoY), tương ứng hoàn thành 47,1% và 45,5% kế hoạch năm.
- Doanh số bán hàng ETC tiếp tục tăng trưởng âm 26% YoY, chỉ đạt 172 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 26% tổng doanh thu từ thuốc nội do nhu cầu chưa hồi phục hoàn toàn.
- Nửa đầu năm 2022, nhu cầu mua thuốc điều trị triệu chứng COVID-19 và thực phẩm chức năng hồi phục sức khỏe tăng mạnh đã giúp cho kênh OTC tăng trưởng ấn tượng, doanh thu ghi nhận 480 tỷ đồng (+39% YoY), chiếm tỷ trọng 74% còn lại.

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên EBIT



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Lợi nhuận gộp và LNST nửa đầu năm 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

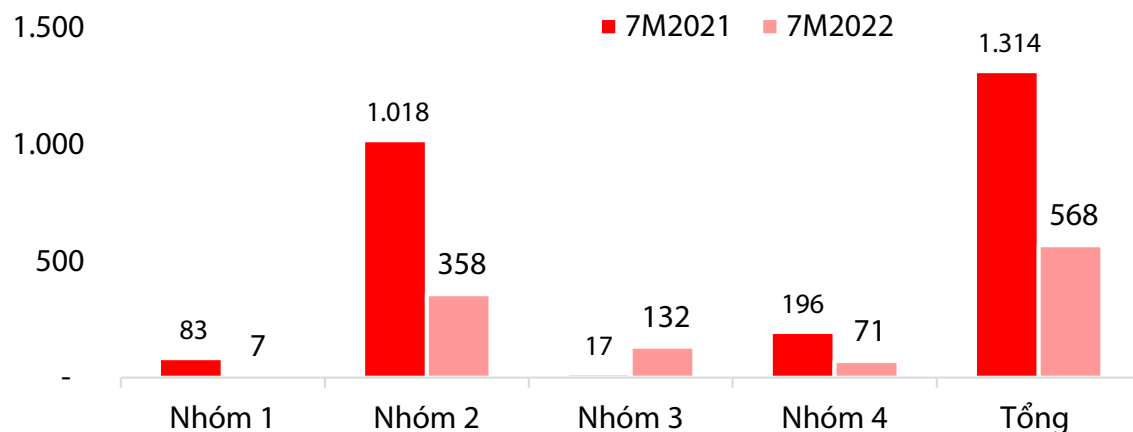
Biên lợi nhuận gộp Q2/2022 giảm mạnh so với quý trước khiến biên EBIT thu hẹp...

- Chi phí nguyên liệu tăng mạnh trong Q2/2022 đã làm cho chi phí sản xuất của IMP tăng 24% QoQ, khiến biên lợi nhuận gộp giảm 500 bps.
- Biên EBIT của IMP thu hẹp về 16%, giảm 600 bps so với quý trước.

... Nhưng nhìn chung, biên lợi nhuận vẫn duy trì ổn định trong 1H2022

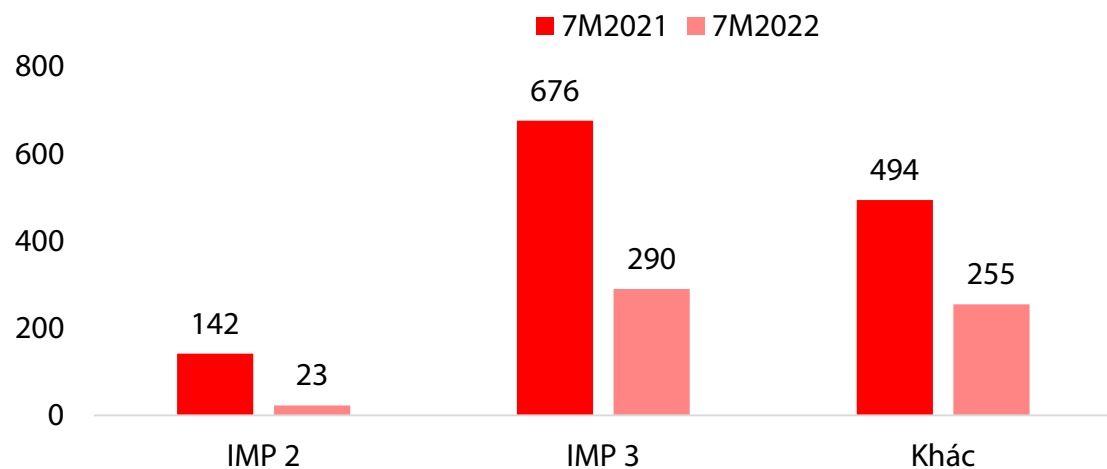
- Nửa đầu năm 2022, lợi nhuận gộp và LNST lần lượt đạt 284 tỷ đồng và 99 tỷ đồng đều tăng trưởng 9%, mức tăng tương đồng với tốc độ tăng trưởng doanh thu.
- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng vẫn được duy trì ở mức ổn định là 42% và 15%.

Hình 5: Giá trị trúng thầu của IMP theo nhóm (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá trị trúng thầu của các nhà máy (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Giá trị trúng thầu kênh ETC của IMP giảm đáng kể so với cùng kỳ

- Trong 7M2022, IMP đã trúng thầu với giá trị 568 tỷ đồng, giảm 57% YoY. Trong đó, IMP3 chiếm khoảng 51% giá trị trúng thầu của IMP.
- IMP định hướng tập trung vào nhóm sản phẩm phân khúc cao (nhóm 1, 2) với bốn nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP, giá trị trúng thầu hai nhóm này chiếm tỷ trọng lên tới 64%. Thuốc phân khúc này có giá trị cao tuy nhiên sẽ phải sự cạnh tranh gay gắt với thuốc ngoại.

Bị trì hoãn 2 năm do dịch COVID-19, nhà máy IMP đã được phê duyệt tiêu chuẩn EU-GMP

- IMP4 với tổng mức đầu tư 470 tỷ đồng đạt tiêu chuẩn EU-GMP sẽ giúp mở rộng giá trị đấu thầu ở phân khúc thuốc nhóm 1, trong đó các nhà sản xuất trong nước chỉ chiếm 2% tỷ trọng.
- Chúng tôi cho rằng, thời gian để sản xuất và tham gia đấu thầu sẽ mất nhiều thời gian, do đó, kết quả kinh doanh của IMP sẽ thực sự khởi sắc kể từ 2023.

THEO DÕI

<GTT: 41.000>

<GMT: NR>

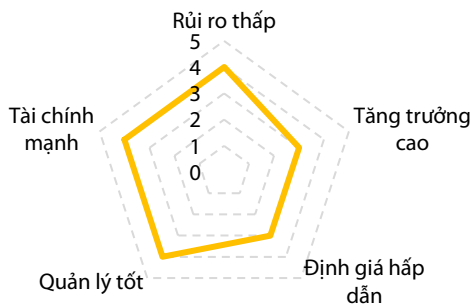
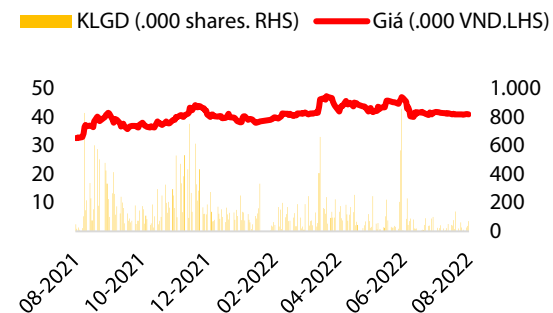
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2019A 2020A 2021A

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.069
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	75
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	71
GTGD 3 tháng (tỷ đồng)	3
SH NHĐTNN còn lại (%)	93,5
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	48,8 – 32,46

Doanh thu (tỷ đồng)	1.262	1.257	1.559
LNST (tỷ đồng)	142	158	184
ROA (%)	8,8%	11,0%	11,8%
ROE (%)	15,5%	16,2%	16,3%
EPS (đồng)	2.444	2.712	2.807
GTSS (đồng)	17.443	18.563	19.563
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	1.500	0
P/E (x)	22,4	18	18,5
P/B (x)	3,1	2,6	2,6



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội với kỳ vọng đạt được tiêu chuẩn EU-GMP vào Q3/2022 sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh doanh trong trung và dài hạn.

- DBD dự kiến sẽ đạt được EU-GMP cho các dây chuyền sản xuất thuốc tiêm và thuốc viên lần lượt vào quý 3/2022 và 2023.
- Tiềm năng doanh thu lớn, tối đa 1.500 tỷ đồng. Biên LNG của các sản phẩm thuốc ung thư tương đối cao, do đó, LNST có thể tăng trưởng mạnh mẽ kể từ 2023.

Biên lợi nhuận gộp 1H2022 được cải thiện so với cùng kỳ, kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2H2022

- Trong nửa đầu năm 2022, kênh ETC hồi phục trở lại tăng trưởng 13% YoY, các sản phẩm chủ lực như thuốc ung thư, dung dịch thận, thuốc kháng sinh tiêm đều tăng trưởng tốt lần lượt đạt 36% YoY, 34% YoY, 17% YoY giúp biên lợi nhuận gộp tăng lên 49% (+500 bps).

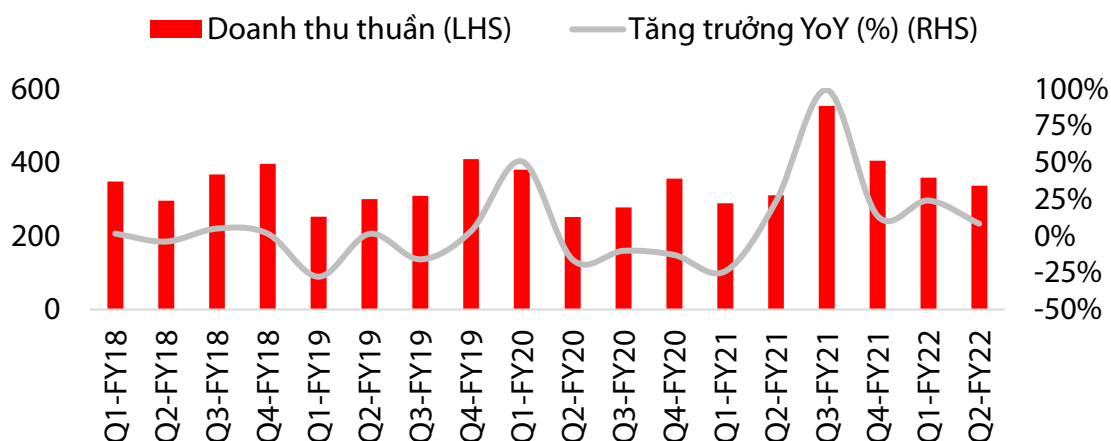
Kênh OTC có thể thúc đẩy tăng trưởng trong ngắn hạn.

- Bằng cách tăng hiện diện ở nhiều nhà bán thuốc nhỏ lẻ, thay vì tập trung vào các hiệu thuốc lớn nhất, DBD đang cải thiện sức mạnh đàm phán với khách hàng, giúp giảm tỷ lệ chiết khấu, qua đó tăng chi tiêu cho các hoạt động tiếp thị, quảng bá sản phẩm. Tăng mạnh số lượng nhà bán lẻ từ khoảng 8.000 trong năm 2020 lên 17.500 tính hết 7M2022, DBD có nhiều dư địa để gia tăng mức tiêu thụ trên mỗi cửa hàng trong các năm tới.
- Lợi ích từ việc mở rộng số lượng các nhà bán lẻ có thể tiếp tục được phản ánh trong 2022, với mức tăng trưởng doanh thu kênh OTC ước đạt khoảng 16% YoY.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

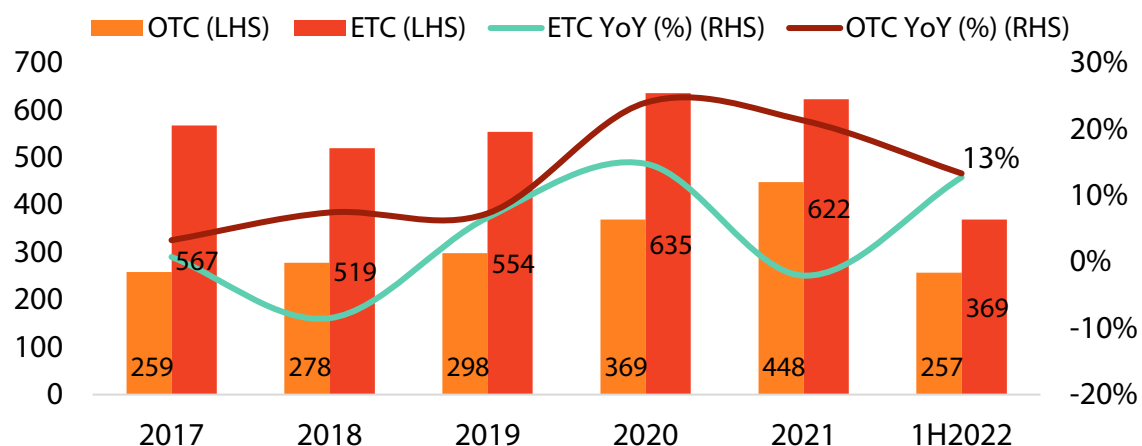
- Quá trình phê duyệt EU-GMP của nhà máy chống ung thư có thể mất nhiều thời gian hơn dự kiến.

Hình 1: Doanh thu thuần hàng quý (Tỷ đồng)



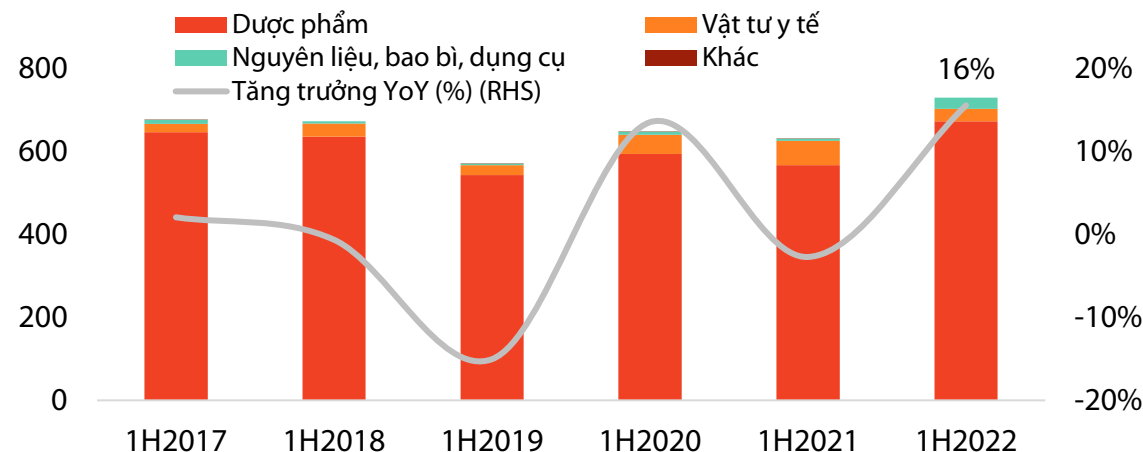
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Doanh thu dược phẩm theo kênh bán hàng (Tỷ đồng)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu theo sản phẩm nửa đầu năm (Tỷ đồng)

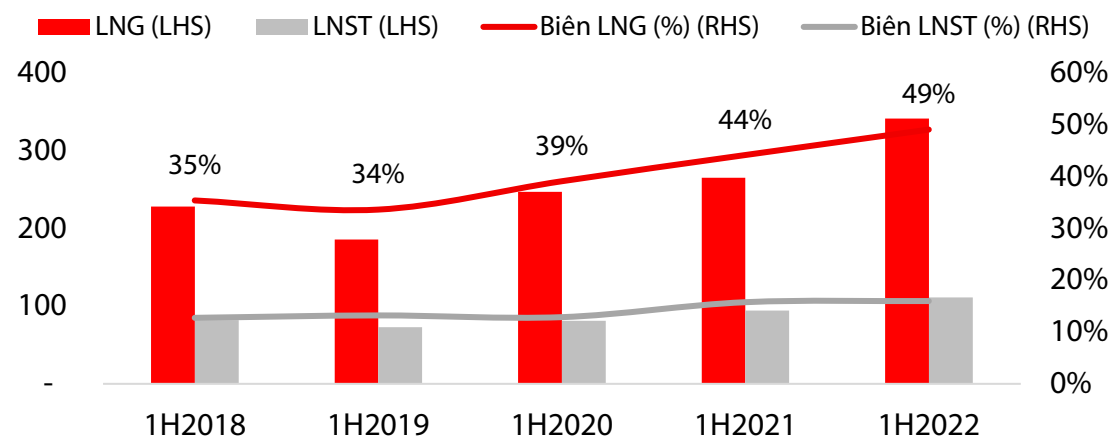


Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Doanh thu 1H2022 khả quan, cả hai kênh ETC và OTC vẫn tiếp tục tăng trưởng.

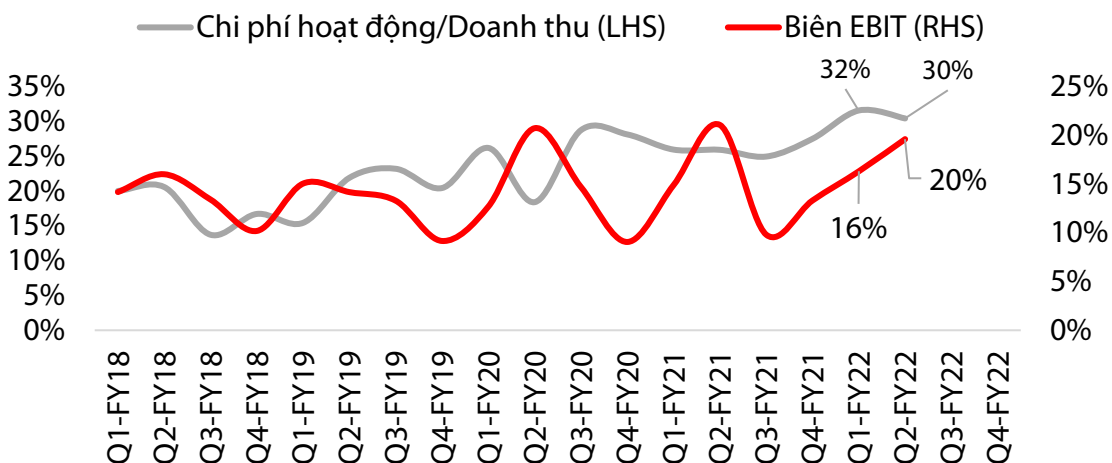
- Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 695 tỷ đồng (+16% YoY) và 215 tỷ đồng (+17% YoY), tương ứng hoàn thành 43% và 63% kế hoạch năm.
- Doanh thu ETC hồi phục trở lại, ghi nhận 369 tỷ đồng (+12,7% YoY) và chiếm khoảng 55% trong doanh thu dược phẩm sản xuất của DBD.
- Doanh thu OTC tăng trưởng chậm lại, ghi nhận 257 tỷ đồng (+13,3% YoY), chiếm 45% còn lại.

Hình 4: Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Chi phí hoạt động/doanh thu giảm giúp mở rộng biên EBIT



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ nhờ các sản phẩm chủ lực

- Doanh thu 1H2022 nhóm sản phẩm có biên LNG lớn trên kênh ETC như thuốc ung thư, dung dịch thận và thuốc kháng sinh tiêm tăng trưởng lần lượt 36% YoY, 34% YoY, 17% YoY giúp cho biên lợi nhuận gộp được cải thiện lên 49% (+500 bps).
- Chúng tôi dự báo biên LNG sẽ được cải thiện trong Q3/2022 svck, duy trì quanh mức 50%.

Chiến lược “bán điểm” sang “bán phủ” trong giai đoạn 2021 - 2025

- Thay vì tập trung vào kênh ETC và các hiệu thuốc lớn nhất như trước đây, DBD chú trọng hơn về thương hiệu sản phẩm, tăng cường sự hiện diện lớn hơn tại các điểm bán lẻ. DBD ghi nhận chi phí bán hàng 1H2022 tăng 45 tỷ đồng (+37% YoY). Trong đó, chi phí dành cho nhân viên bán hàng và chi phí quảng cáo chiếm tỷ trọng lần lượt 58% và 36%.
- Công ty đã thúc đẩy số lượng nhà bán lẻ tăng từ khoảng 8,000 vào năm 2020 lên 14,800 trong năm 2021. Lũy kế 7M2022, DBD đã phát triển được 17.500 khách hàng, trong đó tỷ lệ khách hàng năm 2021 quay lại lên tới 85%. DBD kỳ vọng duy trì tốc độ mở rộng thị trường hiện tại, khả năng sẽ đạt 19.000 khách hàng vào năm 2022. Mục tiêu dài hạn sẽ đạt 30.000 khách hàng vào năm 2025.



NGÀNH ÔTÔ & PHỤ TÙNG

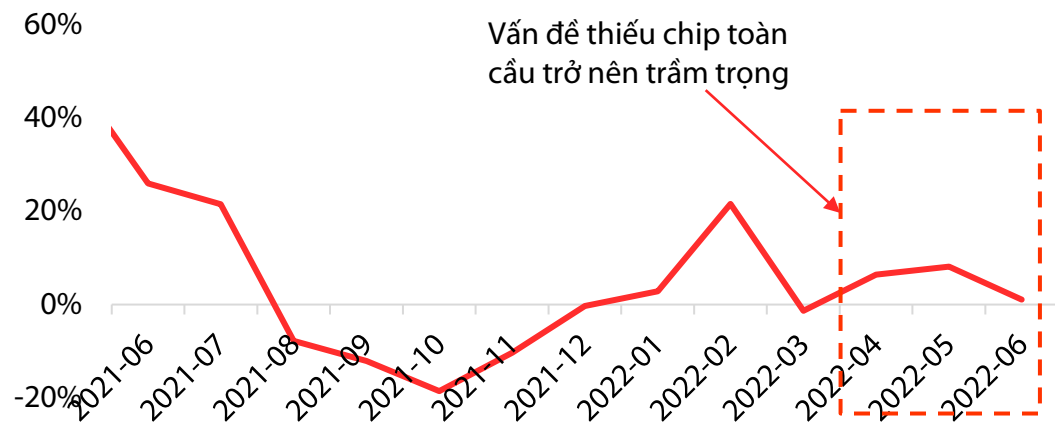
**BIÊN LỢI NHUẬN MỞ RỘNG
TRONG 2H2022**



Nguyễn Thị Ngọc An – an.ntn@vdsc.com.vn

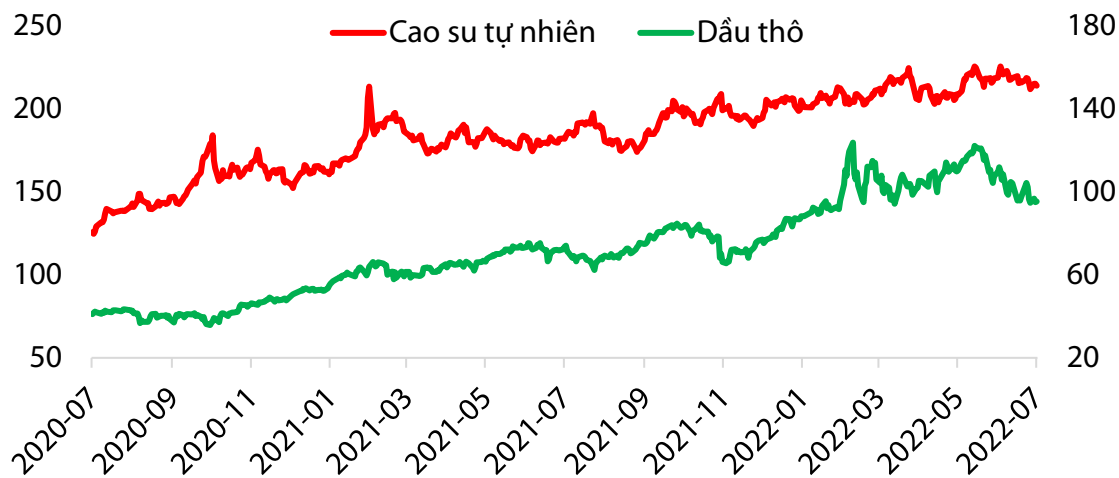


Hình 1: IIP của Việt Nam về phương tiện vận tải



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

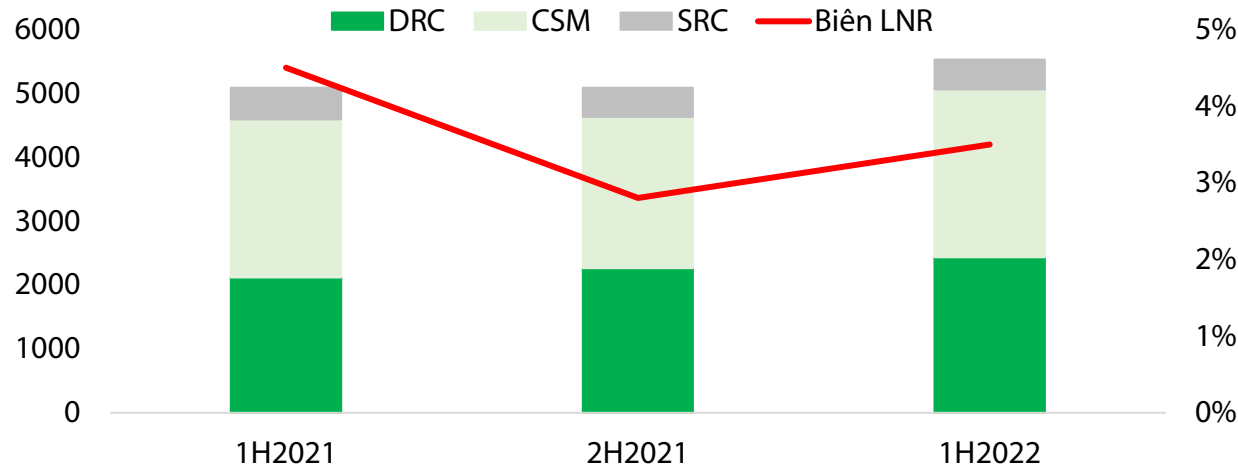
Hình 2: Giá dầu thô (USD/Bbl, cột phải) và cao su tự nhiên (JPY/Kg, trái)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Tổng doanh thu thuần 1H2022 của các nhà sản xuất săm lốp cao su Việt Nam tăng trưởng khả quan, được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của Q1/2022 trong khi doanh thu Q2/2022 tăng trưởng yếu đi do nhu cầu trong nước giảm. Trong một nhóm các nhà sản xuất săm lốp cao su niêm yết tại Việt Nam (DRC, CSM, SRC), tổng doanh thu thuần 6T2022 đạt 5.530 tỷ đồng (+8,7% YoY). Chúng tôi cho rằng nhu cầu giảm trong Quý 2/2022 là hệ quả của hoạt động sản xuất xe chậm lại do ảnh hưởng của 1) vấn đề thiếu chip toàn cầu; và 2) sự chậm trễ của dự án đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1. Trong tháng 6/2022, chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam về phương tiện giao thông chỉ tăng +1% YoY.
- Trong khi đó, LNST 6T2022 tăng trưởng âm do chi phí tăng, bao gồm chi phí đầu vào và chi phí logistic. Cụ thể, chi phí đầu vào tăng do giá cao su tăng mạnh, kéo tỷ suất lợi nhuận gộp giảm. Chi phí logistic thì gây áp lực lên chi phí bán hàng. Tổng lợi nhuận ròng 6T2022 của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp cao su niêm yết tại Việt Nam là 192 tỷ đồng (-16,8% YoY).

Hình 3: Doanh thu (tỷ đồng) và Biên lợi nhuận ròng (%) của DRC, CSM, SRC



Nguồn: DRC, CSM, SRC, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Các quốc gia chịu thuế chống bán phá giá của Brazil

Các quốc gia bị ảnh hưởng (tháng 3/2021)	Các loại lốp bị ảnh hưởng	Thuế suất chống bán phá giá
Trung Quốc	Lốp xe tải và xe buýt	1,05 USD/kg – 2,59 USD/kg
Nhật Bản		0,32 USD/kg – 1,59 USD/kg
Hàn Quốc		
Nga		
Thái Lan		

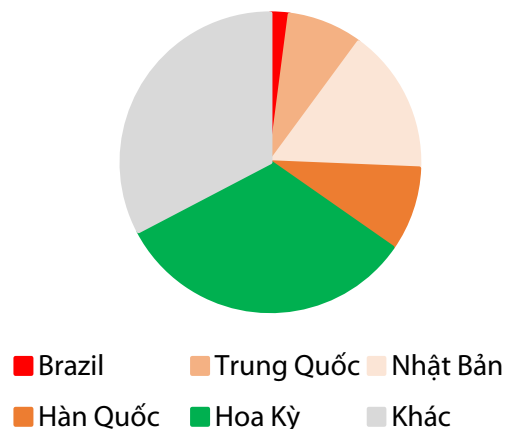
Nguồn: UN Comtrade, GECEX, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Biểu thuế lốp nhập khẩu từ Việt Nam của Hoa Kỳ

Các loại lốp bị ảnh hưởng	Thuế suất chống bán phá giá	Thuế suất chống trợ cấp
Ô tô con (PCR) và xe tải nhẹ (LTR)	0%	6,23% - 7,89%

Nguồn: D.O.C., CTCK Rồng Việt

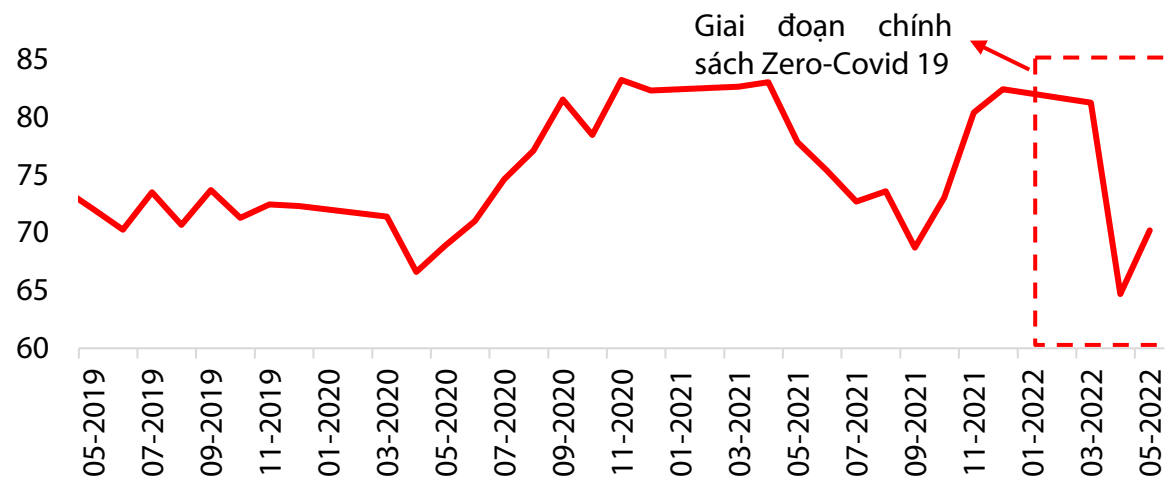
Hình 4: Cơ cấu xuất khẩu các sản phẩm cao su của Việt Nam (bao gồm cả sản phẩm lốp cao su) (1H2022)



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rồng Việt

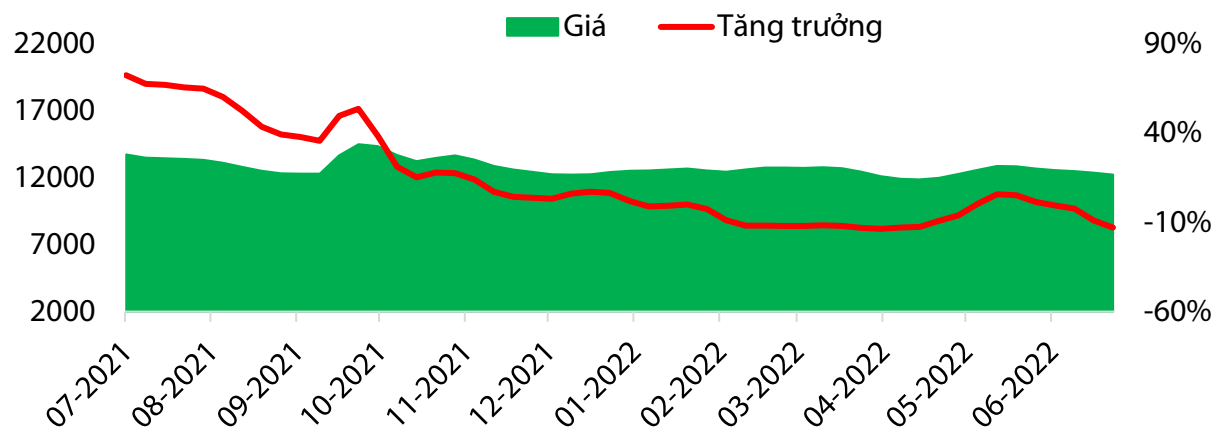
- Các nhà sản xuất sản phẩm lốp Việt Nam dự kiến sẽ có thêm nhiều khách hàng nước ngoài trong 2H2022 nhờ 1) sản lượng sản phẩm lốp từ Trung Quốc - nước xuất khẩu lốp cao su lớn nhất thế giới - giảm do chính sách Zero-Covid (sản lượng 5T2022 giảm - 11,2% YoY); 2) lợi thế cạnh tranh về giá từ việc thuế chống bán phá giá được áp lên mặt hàng lốp nhập khẩu từ Trung Quốc vào thị trường Brazil trong giai đoạn từ tháng 3/2021 - 2026; và 3) dỡ bỏ thuế chống bán phá giá đối với lốp xe xuất khẩu của Việt Nam sang Hoa Kỳ kể từ tháng 5/2021.
- Hiện tại, Mỹ đang áp ba loại thuế đối với lốp nhập khẩu từ Trung Quốc, bao gồm thuế nhập khẩu 10% (đối với lốp Việt Nam chỉ là 4%), thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá. Mặc dù có nguy cơ Mỹ sẽ giảm thuế đối với lốp xe Trung Quốc, nhưng chúng tôi tin rằng họ chỉ có thể giảm thuế nhập khẩu, trong khi hai loại thuế còn lại sẽ được giữ nguyên cho đến năm 2024 theo quy định của WTO. Do đó, thị trường Hoa Kỳ vẫn có cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm lốp Việt Nam trong hai năm tới.

Hình 5: Sản lượng lốp xe của Trung Quốc (triệu cái)



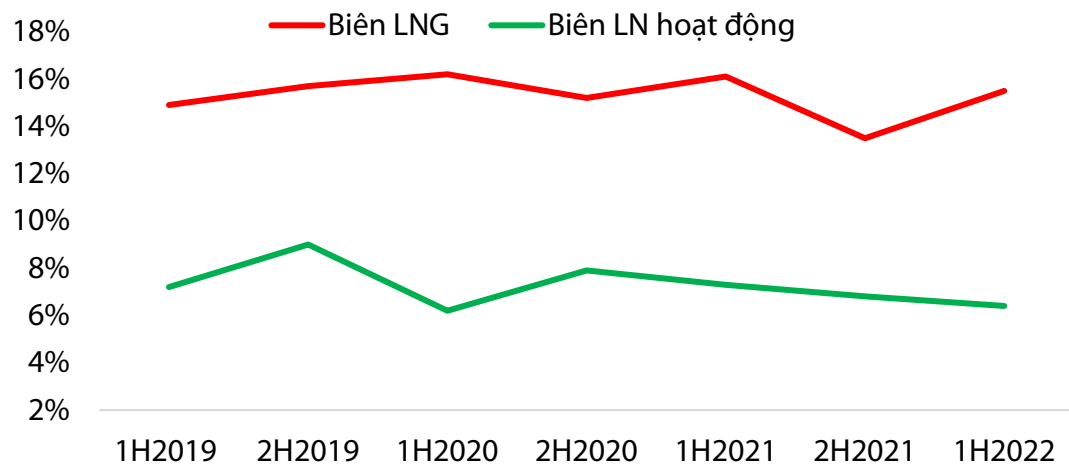
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Giá cao su tổng hợp (RMB/tấn) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

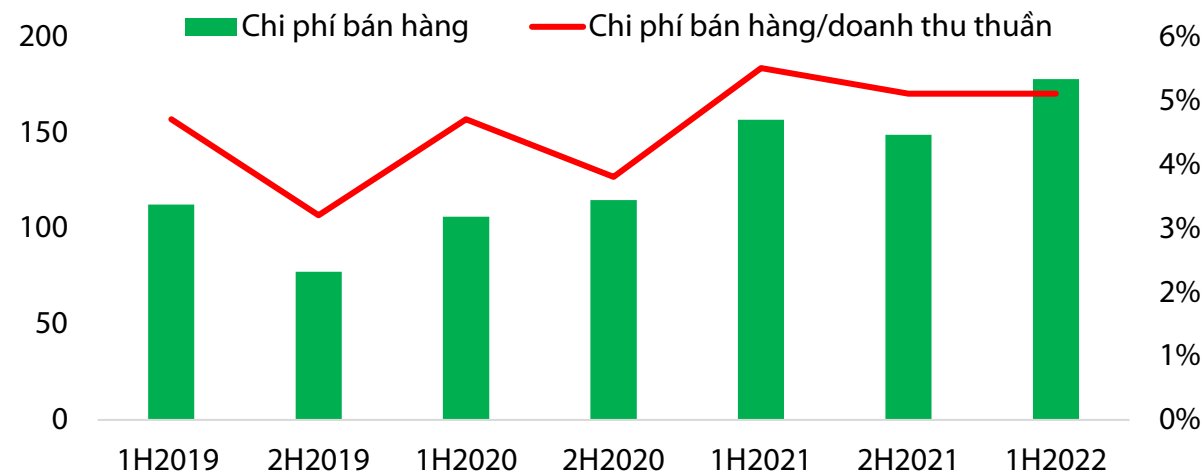
Hình 7: Biên LNG và biên LN hoạt động của DRC, CSM, SRC (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Chúng tôi kỳ vọng giá cao su tự nhiên và tổng hợp - chi phí đầu vào chính của các nhà sản xuất săm lốp - sẽ có xu hướng giảm kể từ 2H2022, do 1) giá dầu thô dự kiến sẽ điều chỉnh giảm trong bối cảnh Hoa Kỳ tuyên bố sẽ bán thêm hàng triệu thùng dầu từ nguồn dự trữ chiến lược trong bối cảnh nỗ lực kiểm chế giá năng lượng tăng cao; 2) nhu cầu cao su từ Trung Quốc giảm trong bối cảnh dịch Covid-19 ở Trung Quốc vẫn căng thẳng; và 3) phục hồi nguồn cung cao su từ các nước sản xuất lớn như Thái Lan và Việt Nam kể từ 2H2022. Do các nhà sản xuất săm lốp cao su của Việt Nam thường mua cao su trong 2H2022 nên tỷ suất lợi nhuận gộp 2H2022 sẽ cải thiện so với 1H2022.
- Bên cạnh giá đầu vào, giá dầu thô cũng ảnh hưởng đến chi phí bán hàng thông qua chi phí logistic. Do đó, xu hướng giảm của giá dầu thô được kỳ vọng sẽ giúp giảm áp lực tăng cao của chi phí bán hàng, giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận hoạt động và tỷ suất lợi nhuận ròng.

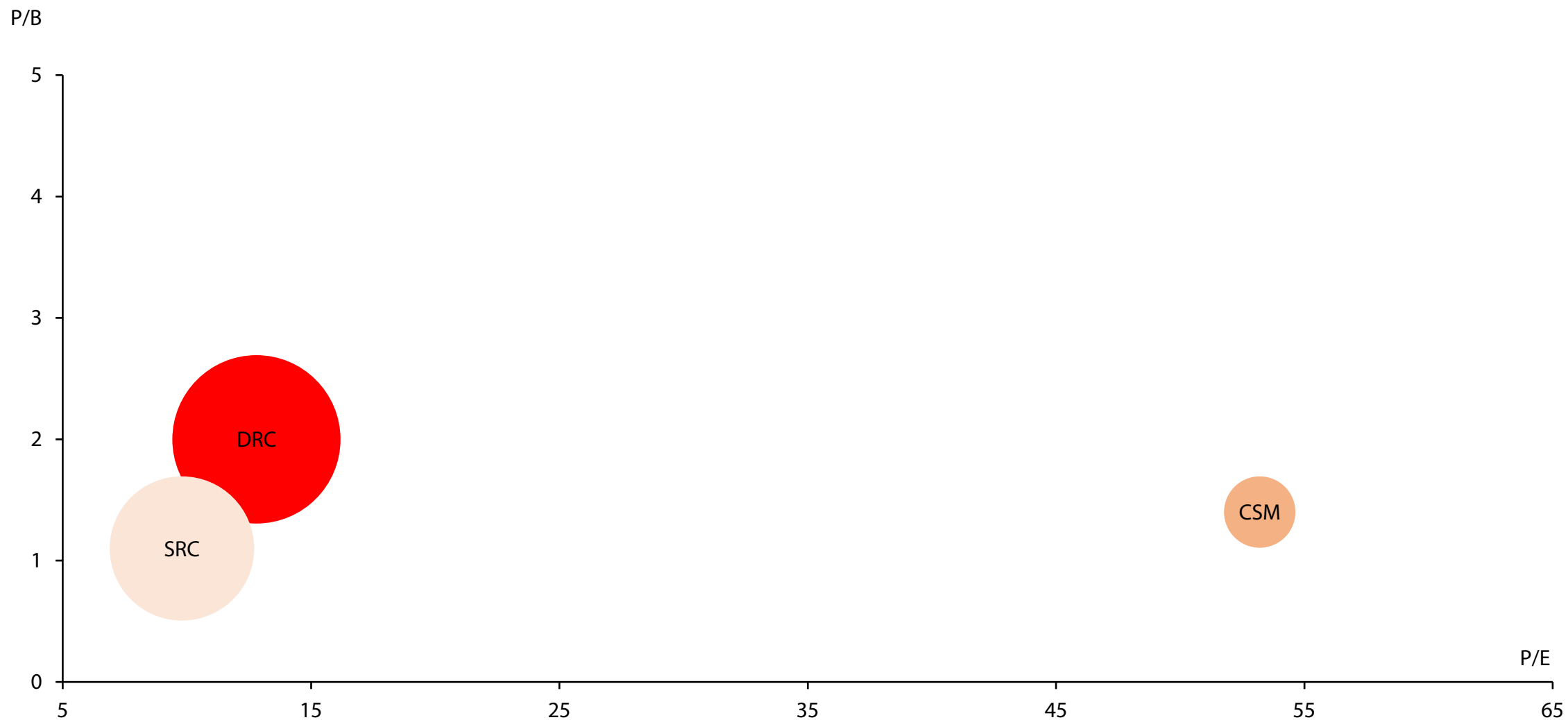
Hình 8: Chi phí bán hàng (tỷ đồng) và tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần (% , cột phải) của DRC, CSM, SRC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
DRC	3.450	34.700	-4,7%	-24,8%	9,4%	5,8%	-20,6%	5,8%	8,9%	15,6%	5,6%	12,3	1,9
CSM	1.712	N/A	0,6%	-13,8%	7,8%	-26,3%	-33,7%	0,7%	0,8%	2,6%	0%	55,9	14,9
SRC	473	N/A	-7,4%	-22,8%	9,3%	-24,8%	-65,0%	5,2%	3,7%	11,2%	5,8%	9,6	1,1

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt, Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt, Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng, Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%

<GHT: 29.100>

<GMT: 34.700>

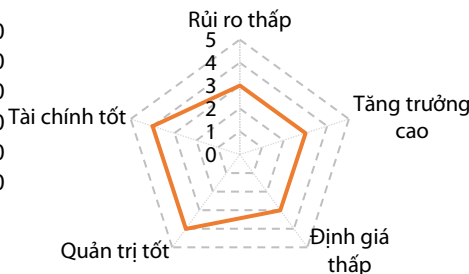
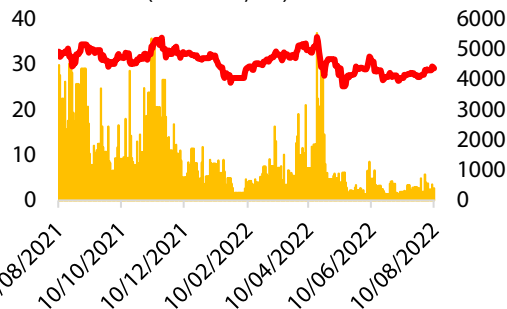
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

Khối lượng ('000 cổ phiếu, phải)

Giá ('000 VND, trái)



Ngành

Ô tô và phụ tùng

Vốn hóa (tỷ VND)

3.457

SLCPĐLH (triệu cp)

119

KLBO 3 tháng (nghìn cp)

423

GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)

12

SH NĐTNN còn lại (%)

39,9

BĐ giá 52 tuần ('000 VND)

25.0 – 38.9

Doanh thu

4.380 5.147 5.966

LNST

291 306 360

ROA (%)

9,2 9,3 9,3

ROE (%)

16,4 16,1 17,3

EPS (đồng)

2.205 2.317 2.729

GTSS (đồng)

14.934 16.021 17.478

Cổ tức tiền mặt (đồng)

1.500 1.200 1.200

P/E (x) (*)

13,0 12,4 10,5

P/B (x) (*)

1,9 1,8 1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá trị doanh thu dự kiến sẽ tăng trưởng hai con số trong ba năm tới, khoảng +17,5% YoY lên 5.147 tỷ đồng (tương đương 220 triệu USD) vào năm 2022.

- Xuất khẩu sẫm lốp ra thị trường nước ngoài sẽ tăng trưởng mạnh do nhu cầu phục hồi sau đại dịch Covid-19, dẫn đầu là thị trường Brazil và Mỹ (chiếm hơn 60% doanh thu hàng năm của DRC). DRC là một trong những công ty được miễn thuế chống bán phá giá ở cả thị trường Brazil và Mỹ, từ năm 2021 đến 2026 đối với Brazil và năm 2024 đối với Mỹ. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ lốp xe của DRC tại hai thị trường này sẽ tăng mạnh kể từ năm 2022.
- Doanh thu nội địa dự kiến sẽ phục hồi kể từ năm 2023. Nguyên nhân chính là dự án đường cao tốc Bắc-Nam dự kiến hoàn thành vào quý 3/2022 thay vì năm 2021. Chúng tôi tin rằng dự án này sẽ thúc đẩy hoạt động logistic xuyên suốt Việt Nam, từ đó tăng cường nhu cầu về lốp cao su từ Q4 2022 trở đi, đặc biệt là lốp radial vì lốp radial là loại thích hợp nhất để sử dụng trên đường cao tốc.

Biên lợi nhuận ròng dự kiến ra khỏi đáy kể từ quý 3/2022, được hỗ trợ bởi sự đóng góp cao hơn từ thị trường trong nước, lợi nhuận ròng năm 2023 dự kiến sẽ trở lại xấp xỉ mức đỉnh năm 2016.

- Giá cao su dự kiến sẽ giảm trong 2H2022 sau khi tăng mạnh trong 1H2022. Cùng với giá bán bình quân cao hơn, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ ra khỏi đáy kể từ quý 3/2022. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng thị trường nội địa trong tổng doanh thu sẽ tăng dần kể từ năm 2023. Do thị trường trong nước có tỷ suất lợi nhuận cao hơn thị trường xuất khẩu, chúng tôi tin rằng lợi nhuận ròng sẽ trở lại xấp xỉ mức đỉnh của năm 2016 vào năm 2023, sau đó vượt quá mức này vào năm 2024.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá dầu thô bất ngờ tăng vọt sẽ kéo theo chi phí đầu vào và chi phí logistic cũng tăng theo.

Chi phí sản xuất và chi phí logistic tăng đã phá hủy tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng.

- Trong 6T2022, doanh thu thuần của DRC đạt 2.432 tỷ đồng (+14,9% YoY, tương đương 220 triệu USD), chủ yếu được hỗ trợ bởi doanh thu xuất khẩu (Bảng 1). Với lợi thế được miễn thuế chống bán phá giá tại thị trường Brazil và Mỹ, nhu cầu lốp xe tăng mạnh sau đại dịch Covid-19 đã đẩy tổng doanh số bán hàng của DRC lên cao. Doanh thu của thị trường Brazil và Mỹ lần lượt chiếm 53% và 13% trong tổng doanh thu xuất khẩu 1H2022 của DRC.
- Tuy nhiên, chi phí sản xuất 6T2022 tăng với tốc độ nhanh hơn doanh thu khiến lợi nhuận gộp tăng nhẹ +3,2% YoY đạt 405 tỷ đồng (tương đương 18 triệu USD). Giá dầu thô tăng cao đã đẩy chi phí sản xuất tăng, trong đó có cao su chiếm khoảng 60% tổng chi phí sản xuất. Mặc dù DRC đã tăng giá bán trung bình +7% so với đầu năm trong tháng 4/2022, điều này chỉ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp 1H2022 cao hơn con số của 2H2021, nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 là 16,7% (-180 bps YoY).
- Bên cạnh đó, giá dầu thô tăng cũng làm tăng chi phí logistic toàn cầu, tạo áp lực tăng lên chi phí bán hàng của DRC trong 6T2022, kéo tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng. Do đó, lợi nhuận sau thuế của DRC giảm -11,9% YoY xuống còn 150 tỷ đồng, tương đương với tỷ suất lợi nhuận ròng là 6,2% (-180 bps YoY).

Bảng 2: Các giai đoạn tăng giá bán bình quân của DRC

	03/2021	06/2021	Q4/2021	04/2022	08/2022
Tỷ lệ tăng của ASP so với lần tăng gần nhất (%)	3	3	5	7	3

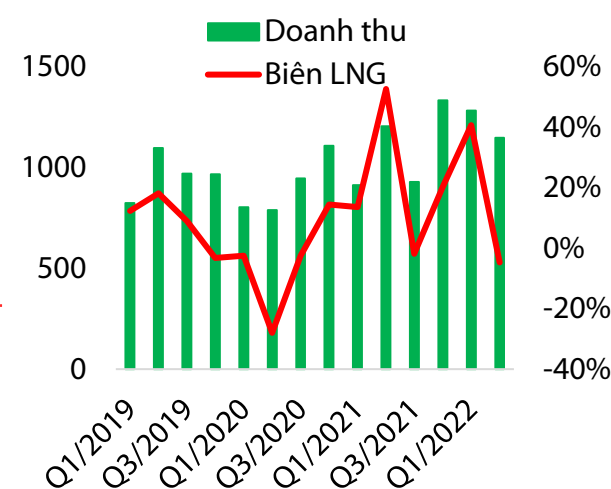
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Doanh thu DRC theo thị trường (tỷ đồng)

Tỷ đồng	2019	2020	2021	1H2021	1H2022
Xuất khẩu	1.732	1.746	2.458	1.047	1.357
% tăng trưởng YoY	29,6	0,8	40,8	56,7	29,6
Nội địa	2.305	2.073	2.178	1.228	1.176
% tăng trưởng YoY	-4,5	-10,1	5,1	28,9	-4,2
Tổng doanh thu	4.037	3.819	4.636	2.276	2.551
% tăng trưởng YoY	7,7	-5,4	21,4	34,7	12,1
Giảm trừ doanh thu	-179	-172	-256	-159	-120
% tăng trưởng YoY	-9,6	-3,9	48,8	143,9	-24,5
Doanh thu ròng	3.858	3.647	4.380	2.117	2.432
% tăng trưởng YoY	8,7	-5,5	20,1	33,0	14,9

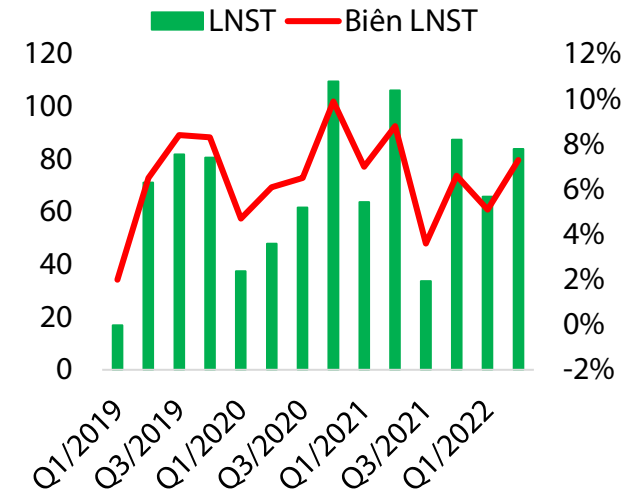
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Doanh thu thuần của DRC (tỷ đồng, cột trái) và biên lợi nhuận gộp (% , cột phải)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LNST của DRC (tỷ đồng, cột trái) và biên lợi nhuận sau thuế (% , cột phải)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Kênh xuất khẩu của DRC dự kiến sẽ tăng trưởng hai con số vào năm 2022, được thúc đẩy bởi thị trường Brazil và Mỹ.

•Brazil - chúng tôi kỳ vọng nguồn thu nhập này sẽ tiếp tục tăng trong 2H2022 trở đi do hai lý do, bao gồm 1) nhu cầu thay thế lốp xe ngày càng tăng, đặc biệt là lốp radial, do người dân Brazil đang lựa chọn phương tiện di chuyển cá nhân để đi lại nhiều hơn sau đại dịch Covid-19; và 2) sự vận hành lại các hoạt động sản xuất xe trong 2H2022 sau khi vấn đề thiếu chip hạ nhiệt. Theo Globalfleet, sản lượng xe năm 2022 của Brazil dự kiến sẽ tăng +9,4% YoY năm 2022. Hiện tại, DRC thuộc top năm nhà xuất khẩu lốp xe hàng đầu sang Brazil.

•Hoa Kỳ - chúng tôi kỳ vọng rằng nhu cầu lốp xe tại thị trường này sẽ tăng mạnh trong 2H2022 nhờ 1) sản lượng xe phục hồi sau đại dịch Covid-19; và 2) sản lượng lốp sản xuất từ Trung Quốc giảm do chính sách Zero-Covid. Đáng chú ý, lốp xe tải/xe buýt chở khách và xe tải hạng trung - sản phẩm đặc trưng của DRC - dự kiến sẽ dẫn đầu xu hướng tăng, được ước tính bởi Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Hoa Kỳ. Trong 6T2022, tổng giá trị nhập khẩu sắm lốp của Mỹ đạt 8,9 tỷ USD (+27,4% YoY).

Kênh nội địa của DRC dự kiến sẽ đi ngang vào năm 2022.

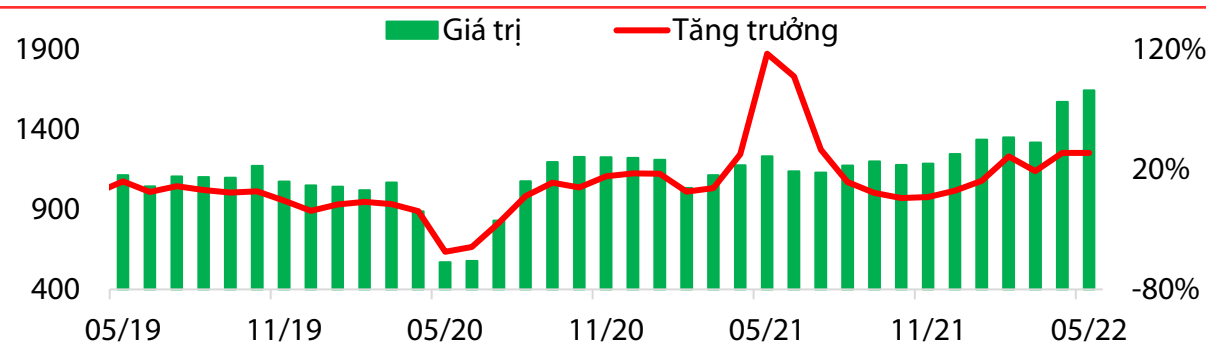
•Giai đoạn 2 của đường cao tốc Bắc Nam được dự kiến triển khai vào Q4/2022. Chúng tôi giả định rằng giai đoạn một sẽ hoàn thành trong quý 3/2022, mở rộng chiều dài của đường cao tốc, sau đó sẽ khuyến khích nhu cầu lốp xe, đặc biệt là lốp radial, kể từ quý 4/2022. Sau đó, giai đoạn 2 của dự án này sẽ được triển khai trong Q4 2022, tiếp tục thúc đẩy nhu cầu lốp trong dài hạn.

•Nhu cầu tăng cao do đại dịch Covid-19, bao gồm OEM và sản phẩm thay thế. Sự phục hồi của các hoạt động kinh tế sau giai đoạn giãn cách vì Covid-19 sẽ thúc đẩy nhu cầu lốp xe kể từ năm 2022.

•Giá bán trung bình (ASP) tăng +3% trong tháng 8/2022.

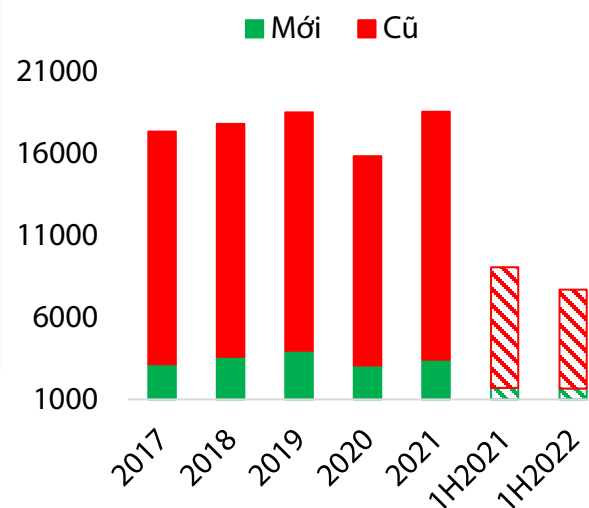
Theo DRC, nhà máy sản xuất lốp radial dự kiến sẽ đạt ~ 125% công suất sản xuất, tương đương 750.000 chiếc vào năm 2022 do nhu cầu tăng mạnh.

Hình 3: Nhập khẩu sắm lốp ô tô của Hoa Kỳ (tỷ USD, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



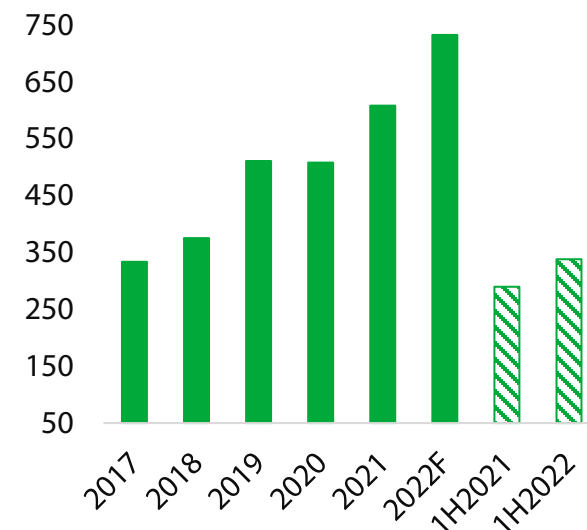
Nguồn: Cục phân tích kinh tế Hoa Kỳ (bea), CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tổng doanh số bán xe của Brazil ('000 chiếc)



Nguồn: Fenabrave, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Sản lượng lốp radial của DRC (đơn vị '000 đồng)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

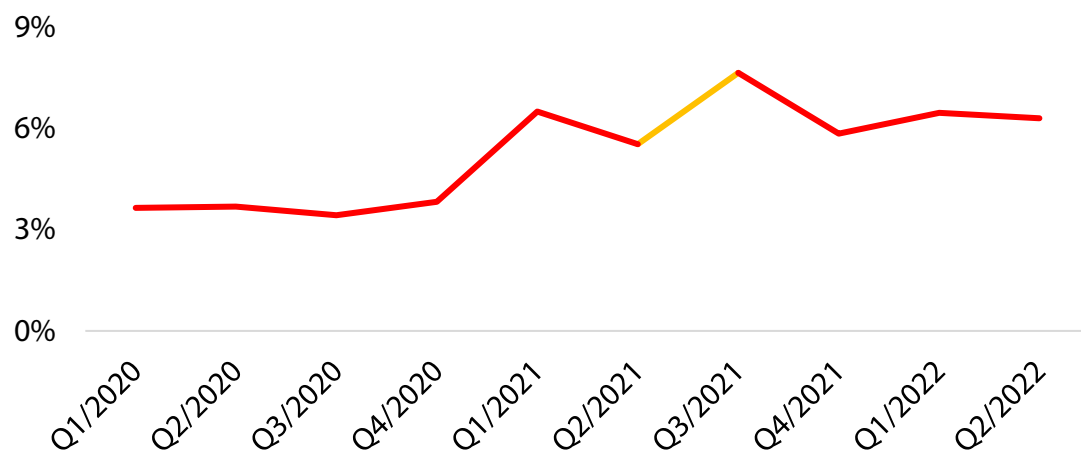
Doanh thu tăng mạnh và giá dầu thô giảm hỗ trợ lợi nhuận ròng 2H2022 tăng trưởng tích cực

- Chúng tôi kỳ vọng rằng giá dầu thô sẽ giảm trong 2H2022, cùng với giá bán bình quân tăng kể từ tháng 8/2022, tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) trong 2H2022 sẽ tiếp tục được cải thiện. Ngoài ra, tỷ lệ “chi phí bán hàng / doanh thu thuần” trong 2H2022 dự kiến sẽ thấp hơn một chút so với kết quả kinh doanh 1H2022 do giảm áp lực tăng từ chi phí logistic. Do đó, tỷ suất lợi nhuận hoạt động và tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ cao hơn.
- Trong bối cảnh doanh thu tăng trưởng hai con số và mức nền thấp của Quý 3/2021 do đại dịch Covid-19, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của DRC sẽ phục hồi mạnh mẽ kể từ Quý 3 năm 2022, sau đó khuyến khích lợi nhuận 2H2022 tăng trưởng mạnh mẽ. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận âm 6T2022 sẽ được bù đắp hoàn toàn bằng lợi nhuận ròng tăng trưởng hai chữ số trong 2H2022, dẫn đến lợi nhuận sau thuế năm 2022 tăng trưởng dương. Lợi nhuận ròng 2H2022 dự báo đạt 159 tỷ đồng (+31,4% YoY, tương đương 7 triệu USD).

Đóng góp ngày càng tăng từ thị trường nội địa vào tổng doanh thu kể từ năm 2023 thúc đẩy lợi nhuận ròng tăng lên mức đỉnh mới kể từ 10 năm qua vào năm 2024

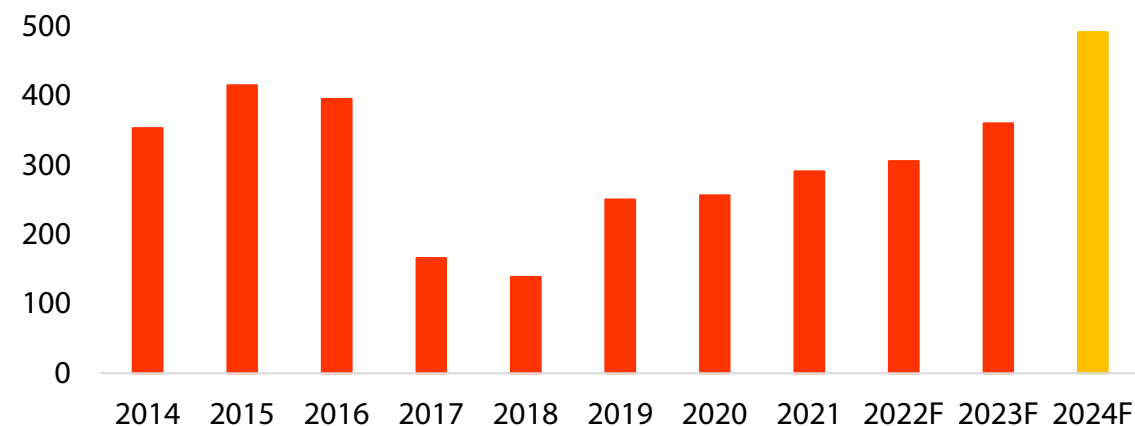
- Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh số bán hàng trong nước sẽ bắt đầu phục hồi từ năm 2023, sau khi hoàn thành dự án đường cao tốc Bắc Nam và gia tăng hoạt động logistic sau đại dịch Covid-19. Do DRC sẽ hoàn thành giai đoạn 3 của nhà máy radial vào tháng 8/2023, chúng tôi tin rằng tăng trưởng doanh thu nội địa sẽ trở nên mạnh mẽ hơn vào năm 2024, dẫn đến tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu. Do thị trường trong nước có tỷ suất lợi nhuận cao hơn thị trường xuất khẩu, chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng sẽ trở lại xấp xỉ mức đỉnh của năm 2016 vào năm 2023, sau đó vượt qua đỉnh vào năm 2024.

Hình 6: Tỷ lệ “chi phí dịch vụ thuê ngoài (bao gồm chi phí logistic)/doanh thu” của DRC (%)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Lợi nhuận sau thuế của DRC (tỷ đồng)



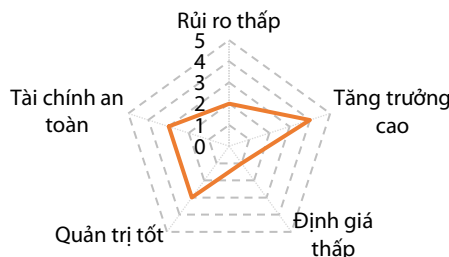
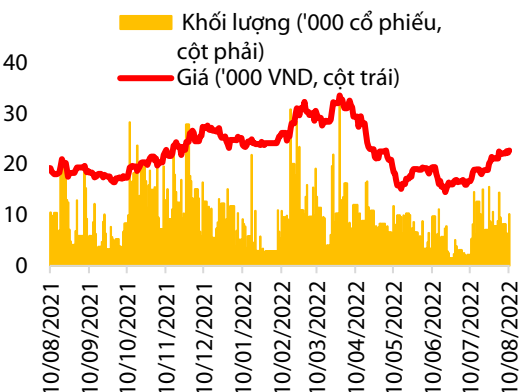
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +19%

<GHT: 22.700>

<GMT: 26.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành
Vốn hóa (tỷ VND)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần ('000 VND)

Ô tô & Phụ tùng
1.293
57
693
13
20,4
14,1 – 35,0

TÀI CHÍNH

Doanh thu
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x) (*)
P/B (x) (*)

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	5.551	6.043	6.665
LNST	160	280	306
ROA (%)	12,5	17,7	15,9
ROE (%)	22,6	29,4	25,1
EPS (đồng)	3.164	4.807	4.574
GTSS (đồng)	14.279	16.727	18.620
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	500	500
P/E (x) (*)	7,2	4,7	4,9
P/B (x) (*)	1,5	1,3	1,2

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cả sản lượng bán hàng và giá bán đều tăng trong năm 2022-2023.

- Năm 2022 là một năm mà các mẫu xe mới của Mercedes-Benz sẽ được tung ra ồ ạt với hơn 30 mẫu dự kiến sẽ được ra mắt. Đáng chú ý, trong kế hoạch ra mắt xe, dòng xe cao cấp (Maybach hay G63) sẽ được tăng cường tung ra từ tháng 7/2022, cùng với tăng trưởng mạnh mẽ về doanh số trong 1H2022, nhu cầu xe Mercedes của người có thu nhập trung bình và cao trong cả năm cũng được dự báo có xu hướng tăng.
- Bên cạnh đó, việc khai trương showroom “Cần Thơ” giúp củng cố thị phần lâu dài của HAX vì đây là đại lý ủy quyền đầu tiên và duy nhất của Mercedes-Benz tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.
- Giá bán trung bình của xe Mercedes (ASP) dự kiến sẽ tăng nhờ 1) nguồn cung hạn chế do vấn đề thiếu chip toàn cầu; 2) nhu cầu cao; và 3) nhiều mẫu xe sang trọng hơn. Trong 1H2022, giá xe ô tô của Mercedes-Benz tăng trung bình +8%.

Lợi nhuận tăng trưởng hai con số được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận tăng và tiền hoa hồng cao hơn từ Mercedes.

- Tỷ suất lợi nhuận năm 2022 sẽ cao hơn nhờ 1) ASP tăng; 2) không có chi phí bất thường liên quan đến đại dịch Covid-19.
- HAX dự kiến sẽ nhận được hoa hồng cao hơn từ Mercedes-Benz vào năm 2022 nhờ doanh số bán hàng mạnh mẽ trong giai đoạn 2021-2022. Công ty chưa ghi nhận khoản thu nhập này trong 6T2022. Do đó, chúng tôi cho rằng HAX sẽ ghi nhận khoản này trong 2H2022, đưa tới mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cao hai con số vào năm 2022.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Vấn đề thiếu chip sẽ trở nên nghiêm trọng, khiến nguồn cung xe Mercedes giảm, dẫn đến nguy cơ không có hàng để bán.

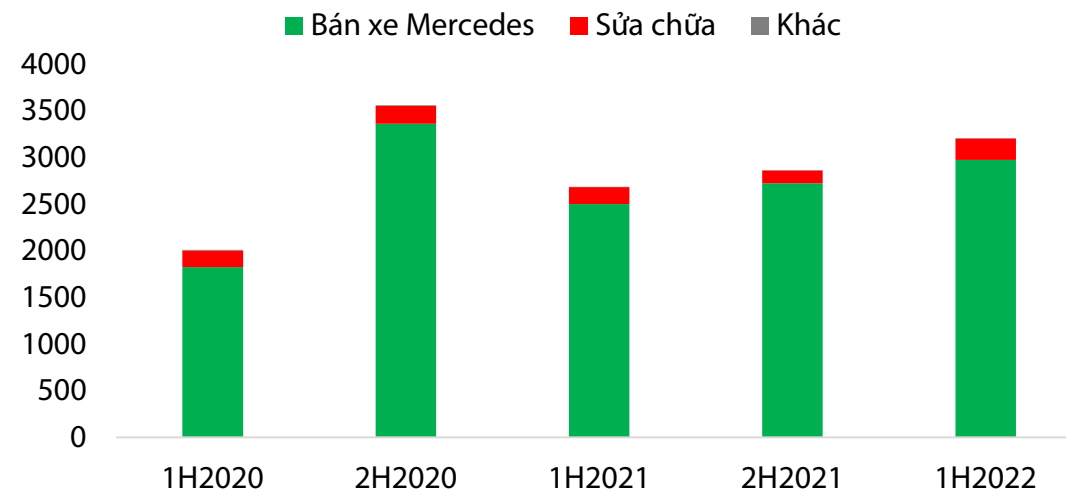
Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ lợi thế chính sách giảm phí trước bạ và nhu cầu ô tô cá nhân tăng sau đại dịch Covid-19.

- Với lợi thế từ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất trong nước cái sẽ hết hiệu lực vào 1H2022, tăng trưởng doanh số bán hàng của HAX trong 6T2022 đạt +19,4% YoY lên 3.207 tỷ đồng (tương đương 139 triệu USD). Các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng bao gồm sự tăng lên cả về lượng bán và giá cả. Giá trị bán hàng cao hơn được hỗ trợ bởi phí đăng ký thấp hơn và nhu cầu ô tô cá nhân tăng sau đại dịch Covid-19. Trên thực tế, tổng doanh số bán xe 6T2022 của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) là 201.840 chiếc (+34,4% YoY). Trong khi đó, giá bán trung bình cao hơn đến từ nguồn cung hạn chế do vấn đề thiếu chip toàn cầu.
- Được đề cập bởi Mercedes-Benz Corp., họ đã tăng ASP lên ba lần trong 1H2022, +2% vào tháng 1; +3% vào tháng 5; và +3% vào tháng 6 năm nay so với mức giá gần nhất. Do đó, giá bán HAX cũng tăng theo.

Biên lợi nhuận 6T2022 gần quay về mức đỉnh trong vòng năm năm qua.

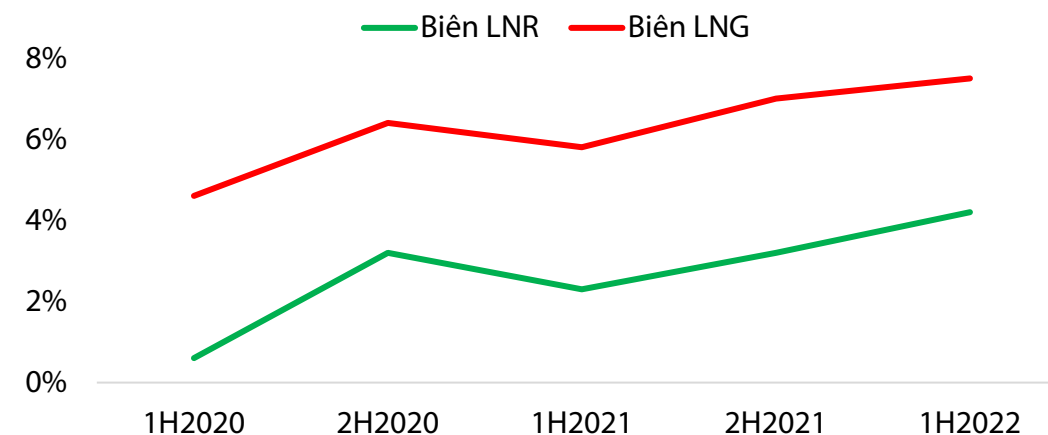
- Lợi nhuận gộp 6T2022 đạt 240 tỷ đồng (+54,6% YoY, 509 triệu USD), tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) là 7,5% (+170 bps YoY) - gần với mức cao nhất kể từ năm năm qua. Giá bán trung bình tăng và phí khuyến mãi trên giá bán giảm là những yếu tố chính. Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp quý 2/2022 là 8,6%, cao hơn 220 bps so với quý 1/2022.
- LNST 6T2022 đạt 135 tỷ đồng (+120% YoY, 6 triệu USD), tương đương tỷ suất lợi nhuận ròng (LNST) là 4,2% (+190 bps YoY). Lợi nhuận tài chính cao hơn từ lãi tiền gửi ngân hàng (12,3 tỷ đồng, tương đương 0,5 triệu USD) đã nâng cao tỷ suất lợi nhuận ròng. Trong 6T2022, HAX có khoản tiền gửi ngân hàng ngắn hạn là 623 tỷ đồng, được tài trợ một phần từ việc phát hành trái phiếu chuyển đổi (180 tỷ đồng) và tiền mặt tự do mạnh từ doanh thu bán hàng cao. Công ty không có tài khoản này trong mười năm qua.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của HAX (tỷ đồng)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của HAX (%)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong giai đoạn 2022-2023.

- Theo Mercedes-Benz Corp., mẫu xe năm 2022 đánh dấu sự khởi đầu của một thế hệ mới với sự sang trọng và nhiều tính năng công nghệ cao hơn. Trong kế hoạch ra mắt, các dòng ô tô đắt tiền (Maybach hoặc G63) sẽ ngày càng được tung ra thị trường kể từ tháng 7/2022. Trong bối cảnh được hỗ trợ từ phí đăng ký giảm; và nhu cầu xe hơi cá nhân ngày càng tăng sau đại dịch Covid-19, chúng tôi tin rằng nhu cầu xe hơi của Mercedes sẽ có xu hướng tăng trong giai đoạn 2022-23. Hiện tại, chỉ có ba nhà bán lẻ được Mercedes-Benz ủy quyền tại Việt Nam là Hang Xanh Motors Jsc (HSX: HAX), Andu và Vietnam Star, trong đó HAX là nhà phân phối lớn nhất với thị phần ~38-40%. Do đó, chúng tôi tin rằng HAX sẽ nắm bắt được cả nhu cầu và giá xe Mercedes-Benz ngày càng tăng. Trên thực tế, tổng lượng ô tô Mercedes-Benz nhập khẩu trong 7T2022 là 762 chiếc (+67,5% YoY).
- Việc khai trương showroom “Mercedes-Benz Haxaco Cần Thơ” – đại lý ủy quyền duy nhất của Mercedes-Benz tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long - vào tháng 7/2022 được kỳ vọng sẽ giúp HAX mở rộng cơ sở dữ liệu khách hàng. Cần Thơ là một trong 8 thành phố có GDP bình quân đầu người cao nhất Việt Nam vào năm 2021. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là một nguồn thu nhập mới của HAX, khuyến khích tăng trưởng doanh số trong 2H2022 trở đi.

Giá bán trung bình (ASP) tăng do nguồn cung thấp và nhiều mẫu xe sang trọng hơn.

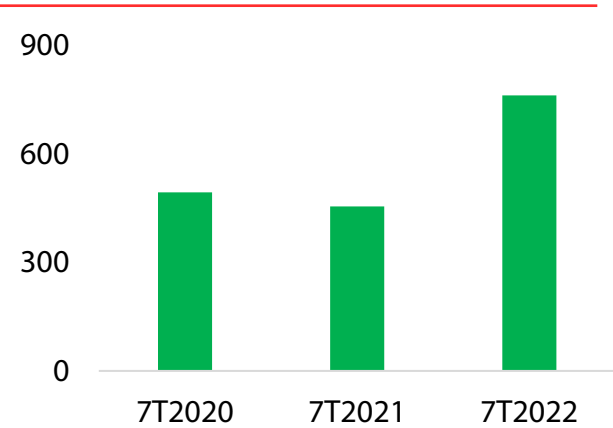
- ASP 2H2022 của xe Mercedes tại Việt Nam sẽ cao hơn 1H2022 nhờ sự đóng góp của các dòng xe đắt tiền. Mặc dù có rủi ro là sản lượng bán ra trong 2H2022 sẽ thấp hơn so với 1H2022 do chính sách giảm phí trước bạ đã hết hiệu lực, nhưng chúng tôi kỳ vọng rằng ASP tăng sẽ hoàn toàn bù đắp cho sản lượng tiêu thụ dự kiến thấp hơn.

Bảng 1: Kế hoạch ra mắt của Mercedes-Benz (2022)

	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12
Xe nhỏ gọn	Tất cả C-Class mới						
Sang trọng đương đại				Maybach S689 4Matic	Maybach S450 4Matic		
SUV			Maybach GLS 480 4Matic	GLE 450 Coupe			
EQ					Tất cả dòng EQS mới		
Mercedes AMG		GT 55 4Matic	GLA 45S 4Matic			G63	Tất cả S-Class mới

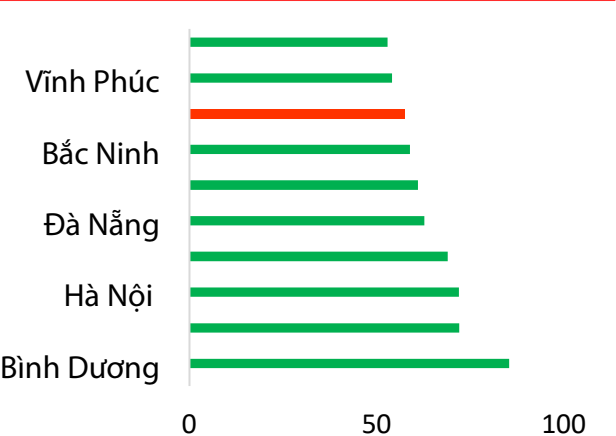
Nguồn: Mercedes-Benz Vietnam, CTCK Rông Việt

Hình 3: Tổng lượng xe Mercedes-Benz nhập khẩu (chiếc)



Nguồn: Tổng cục hải quan, CTCK Rông Việt

Hình 4: Top 10 thành phố có GDP bình quân đầu người / năm cao nhất Việt Nam năm 2021 (triệu đồng)



Nguồn: GSO, CTCK Rông Việt

Tỷ suất lợi nhuận năm 2022 sẽ cao hơn con số năm 2021 nhờ giá bán trung bình tăng và hoa hồng cao hơn từ Mercedes-Benz

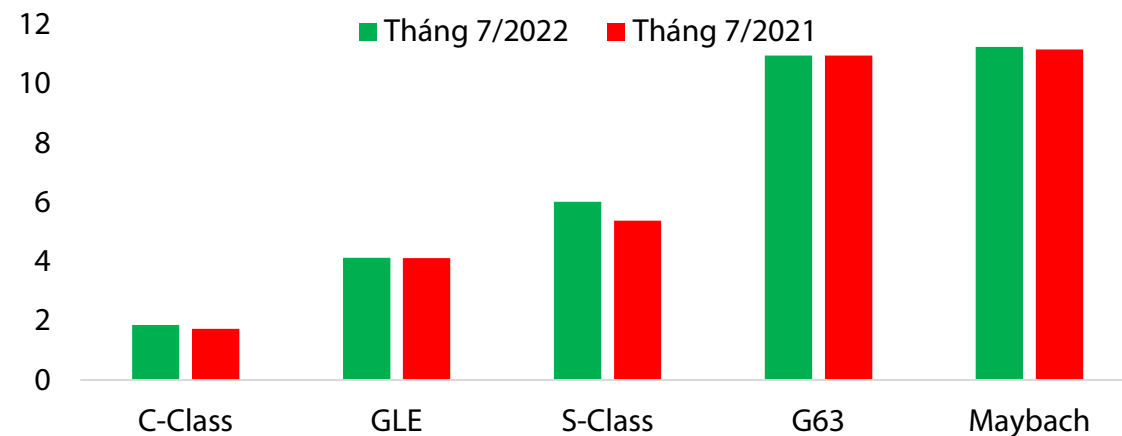
- Vào năm 2022, chi phí sản xuất của HAX dự kiến sẽ tăng với tốc độ chậm hơn so với doanh thu do 1) giá bán trung bình cao hơn; 2) giảm phí khuyến mãi trên giá bán; và 3) không có chi phí liên quan đến đại dịch Covid-19 (ví dụ: chi phí khấu hao hoặc một số chi phí cố định khác được HAX giải thích). Trong quý 3/2021, hiệu quả hoạt động của HAX bị thiệt hại do chính sách phong tỏa trong bối cảnh đại dịch Covid-19 với lợi nhuận ròng -33 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sau thuế quý 3/2022 của HAX sẽ tăng trưởng mạnh do không phải chịu các khoản chi phí này như trước đây, từ đó hỗ trợ lợi nhuận cả năm.
- Ngoài ra, HAX dự kiến sẽ nhận được hoa hồng cao hơn từ Mercedes-Benz vào năm 2022 nhờ doanh số bán hàng mạnh mẽ của họ trong giai đoạn 2021-2022. Do công ty chưa ghi nhận khoản thu nhập này trong báo cáo tài chính 6T2022, nên chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ ghi nhận khoản thu nhập này trong 2H2022. Do đó, chúng tôi cho rằng HAX sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận ròng cao hai con số vào năm 2022.

Bảng 2: Các giai đoạn tăng ASP toàn cầu của Mercedes-Benz (%)

%	2021	01/2022	05/2022	06/2022
Tỷ lệ ASP tăng so với lần tăng gần đây nhất	5%	2%	3%	3%

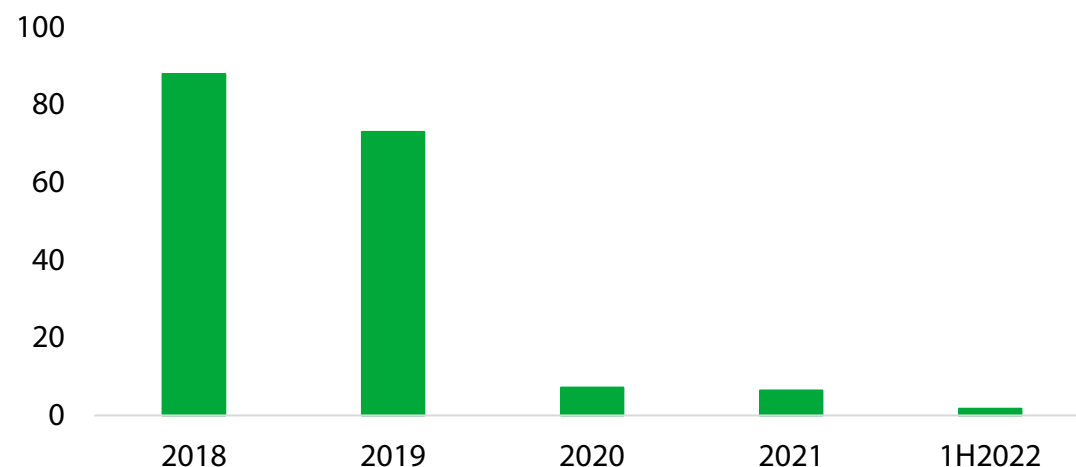
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá bán bình quân của các dòng xe Mercedes Việt Nam tháng 7-2022 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Hoa hồng của HAX từ Mercedes-Benz (tỷ đồng)



Nguồn: HAX, CTCK Rồng Việt

NGÀNH THỦY SẢN

**ĐỐI MẶT NHIỀU YẾU TỐ KHÓ
ĐOÁN TỪ PHÍA CẦU**

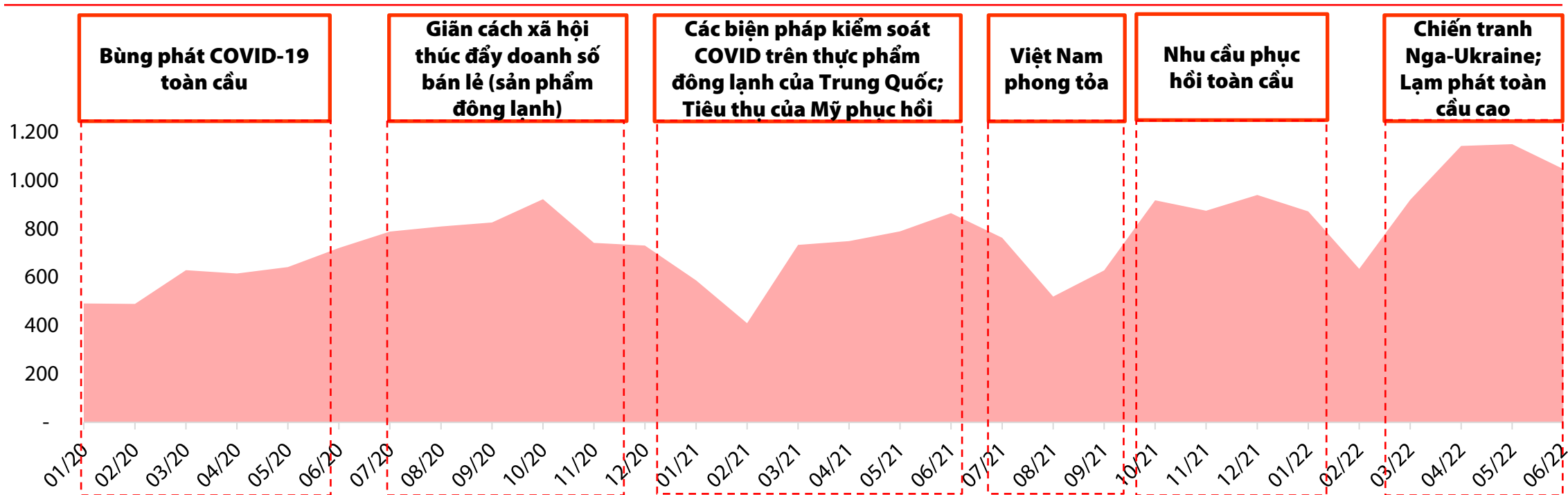


Nguyễn Hồng Loan – loan.nh@vdsc.com.vn



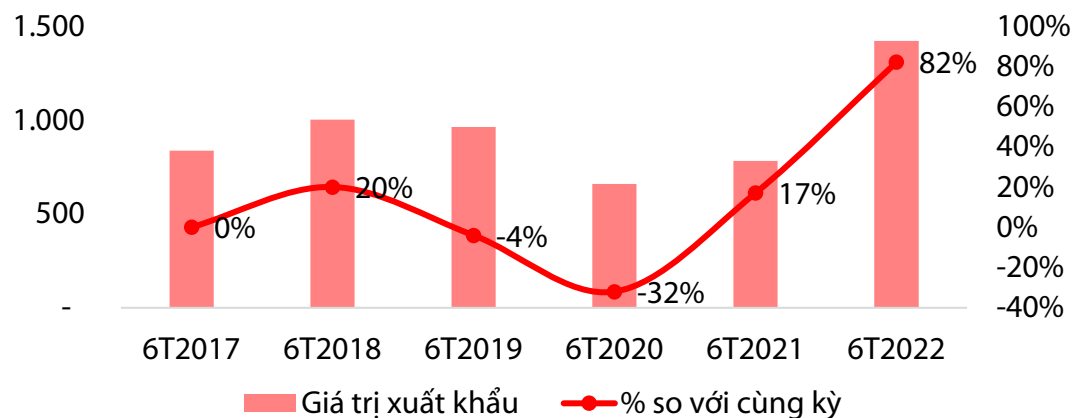
- Trong nửa đầu năm 2022, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam đạt hơn 5,7 tỷ USD, tăng vọt 40% so với nửa đầu năm 2021, đóng góp bởi: (1) Nhu cầu tăng trở lại sau khi nhiều nước nhập khẩu mở cửa trở lại nền kinh tế; (2) Tình trạng thiếu hụt thủy sản trên toàn cầu, đặc biệt là nhu cầu cá trắng do các lệnh trừng phạt Nga của EU và Mỹ; (3) Lạm phát cao ở các nước lớn thúc đẩy tiêu dùng đối với các mặt hàng thiết yếu, đặc biệt là các sản phẩm giá rẻ.
- Giá trị xuất khẩu cá tra tăng 82% YoY, mạnh hơn mức tăng 31% YoY của giá trị xuất khẩu tôm do nhu cầu tiêu thụ cá tra tăng mạnh sau hai năm chững lại, đặc biệt trong bối cảnh thiếu hụt cá trắng toàn cầu, trong khi giá trị xuất khẩu tôm vẫn ổn định trong năm năm qua. Ngoài ra, cá tra nguyên liệu trong nước cũng đẩy giá bán tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022.

Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam và các sự kiện chính trong giai đoạn 2020-2022 (triệu USD)



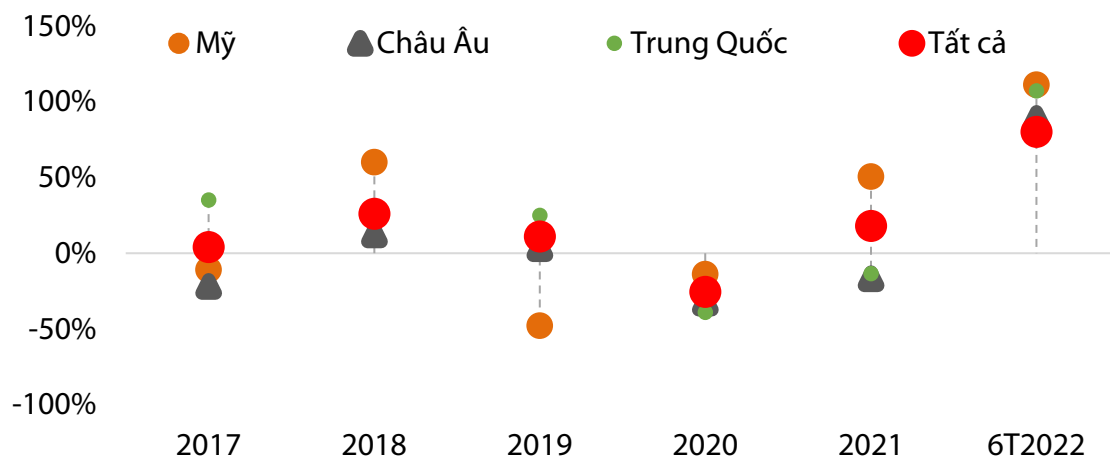
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị xuất khẩu cá tra tăng vọt 82% YoY trong 1H 2022 (triệu USD)



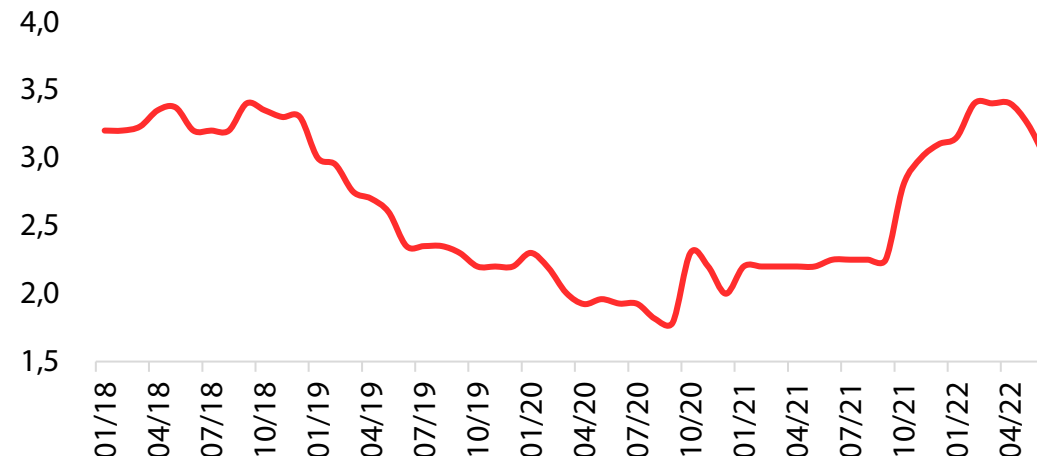
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tất cả các thị trường ghi nhận mức tăng trưởng ít nhất 2 con số về giá trị xuất khẩu (% so với cùng kỳ)



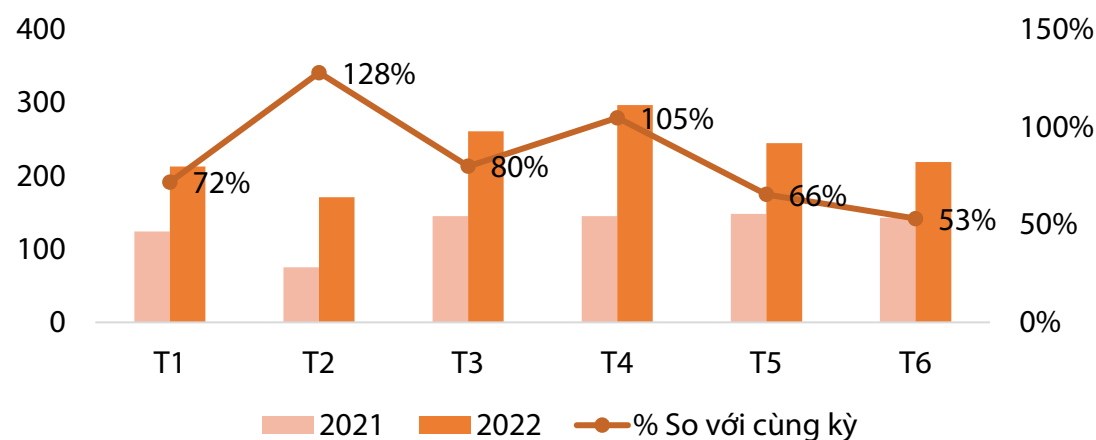
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá bán vượt đỉnh năm 2018, nhưng bắt đầu giảm từ tháng 5/2022 (USD/kg)



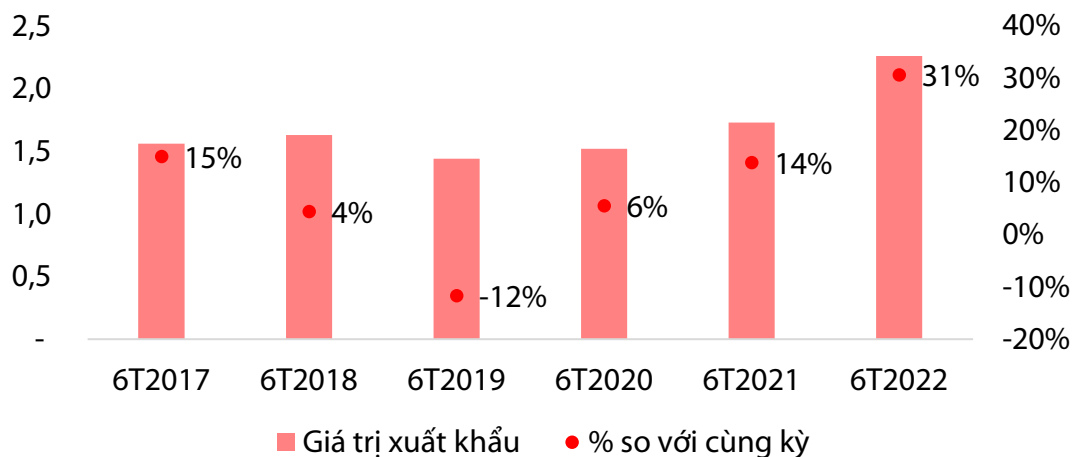
Nguồn: AgroMonitor, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Giá trị xuất khẩu đạt đỉnh trong tháng 4/2022 (triệu USD)



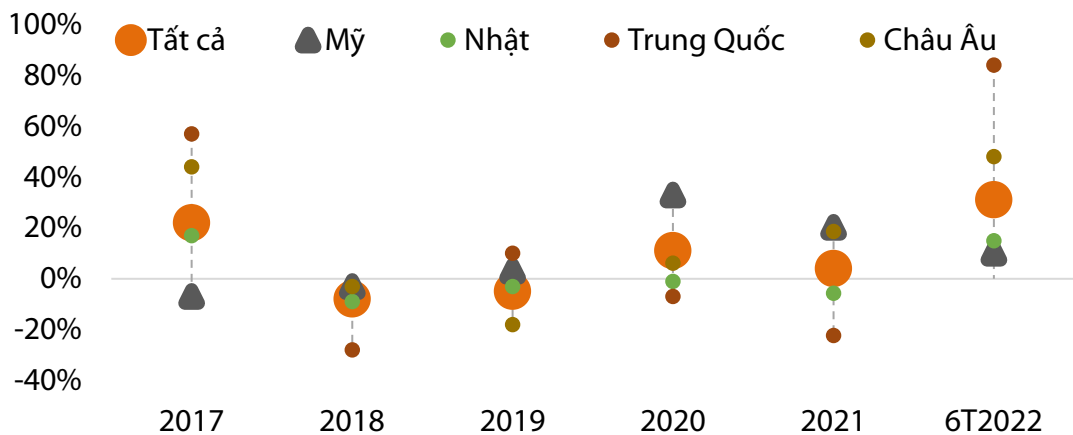
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Kim ngạch xuất khẩu tôm tăng 31% YoY (triệu USD)



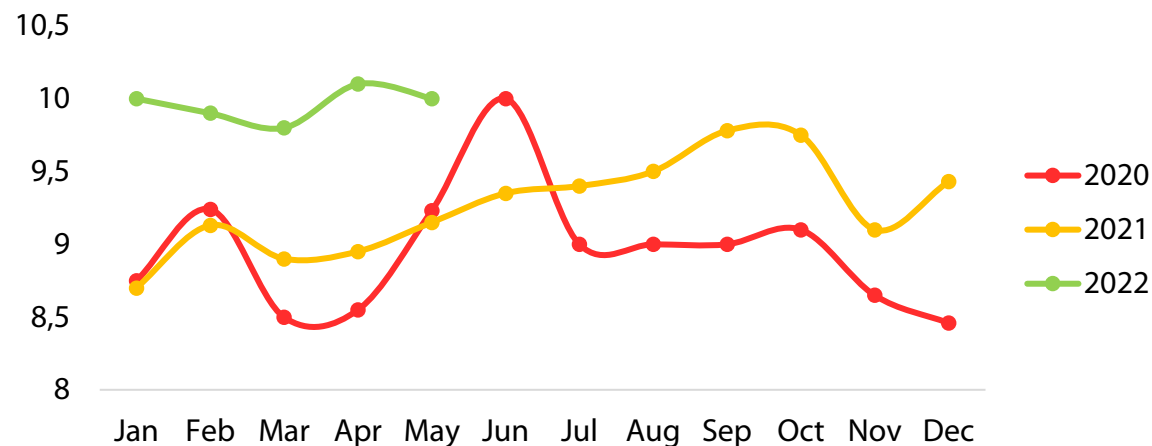
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Thị trường Mỹ chậm lại trong khi Trung Quốc và EU tăng trưởng mạnh mẽ



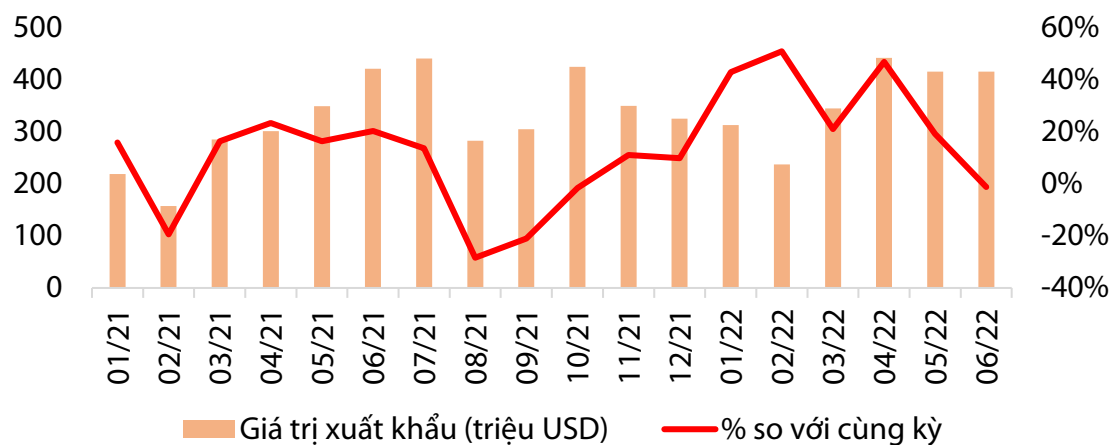
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Giá xuất khẩu tiếp tục đà tăng trưởng (USD/kg)



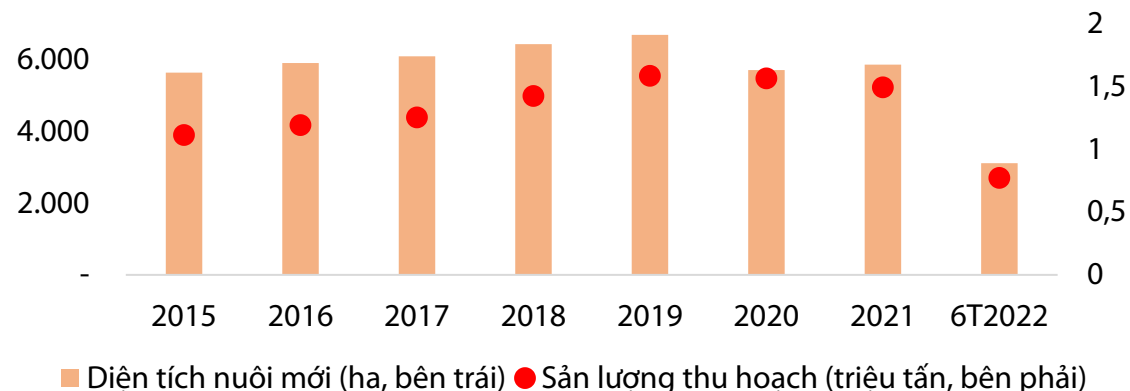
Nguồn: Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Giá trị xuất khẩu hạ nhiệt từ tháng 5/2022 (triệu USD)



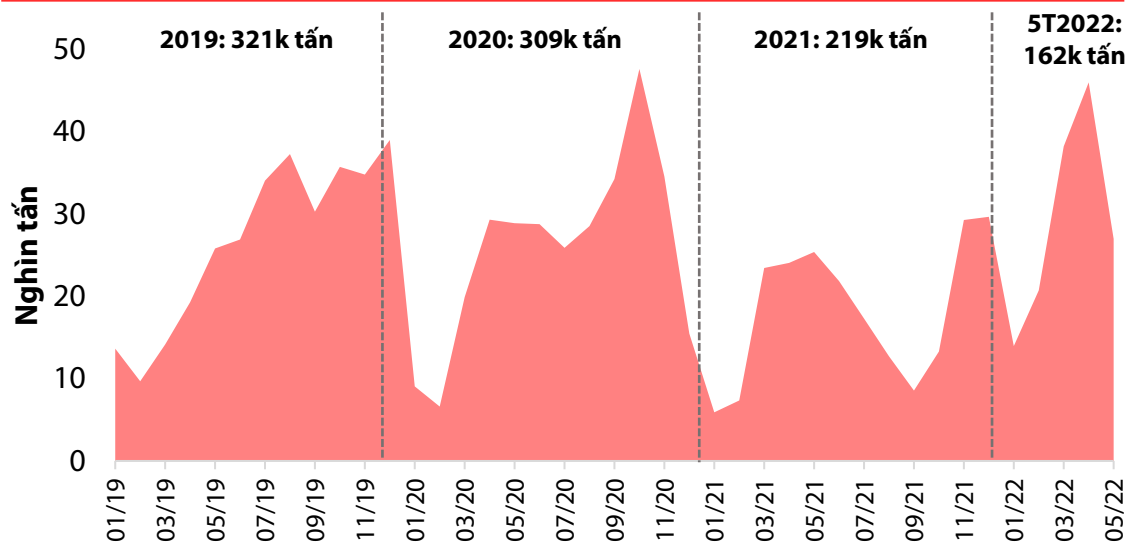
Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Vùng nuôi trồng mới và sản lượng thu hoạch cá tra tại Việt Nam



Nguồn: Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá trị xuất khẩu cá tra Việt Nam sang Trung Quốc



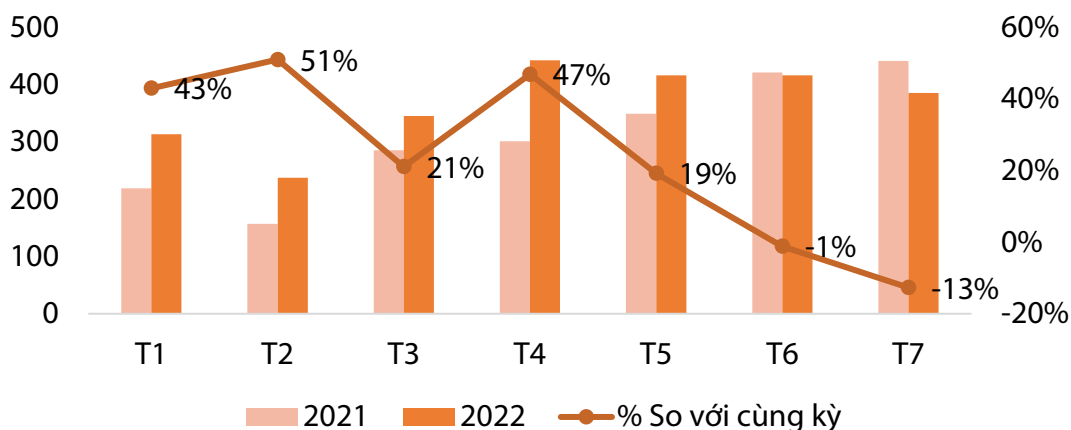
Nguồn: AgroMonitor, Undercurrent News, CTCK Rồng Việt

Nhắc lại giai đoạn nửa cuối năm 2021, thị trường Mỹ dẫn đầu về xuất khẩu cá tra của Việt Nam trong khi thị trường Trung Quốc giảm sâu, tình hình này có vẻ sẽ đảo ngược trong nửa cuối năm 2022. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá xuất khẩu cá tra trong 2H2022 sẽ tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên có thể gặp thách thức từ phía cầu để tăng trưởng được so với nửa đầu năm. Tuy nhiên, việc mở cửa trở lại của Trung Quốc có thể là một chất xúc tác tiềm năng cho vấn đề nhu cầu.

- Suy thoái tại thị trường Mỹ: Sự bùng nổ của cuộc chiến tranh Nga-Ukraine đã khiến các nhà bán sỉ của Mỹ nhập khẩu ồ ạt các sản phẩm thủy sản trong khi lạm phát đang diễn ra đã thắt chặt chi tiêu của khách hàng, dẫn đến dư cung trong Q3 2022.
- Thị trường Trung Quốc có thể là điểm sáng trong nửa cuối năm 2022 khi quốc gia này có dấu hiệu mở cửa trở lại nền kinh tế. Nhu cầu tăng nhanh sau hai năm giảm sẽ là động lực cho xuất khẩu cá tra của Việt Nam trong 6 tháng cuối năm 2022.
- Nhu cầu từ các thị trường còn lại có thể ổn định trong bối cảnh lạm phát cao để thúc đẩy chi tiêu cho các sản phẩm thực phẩm giá rẻ.

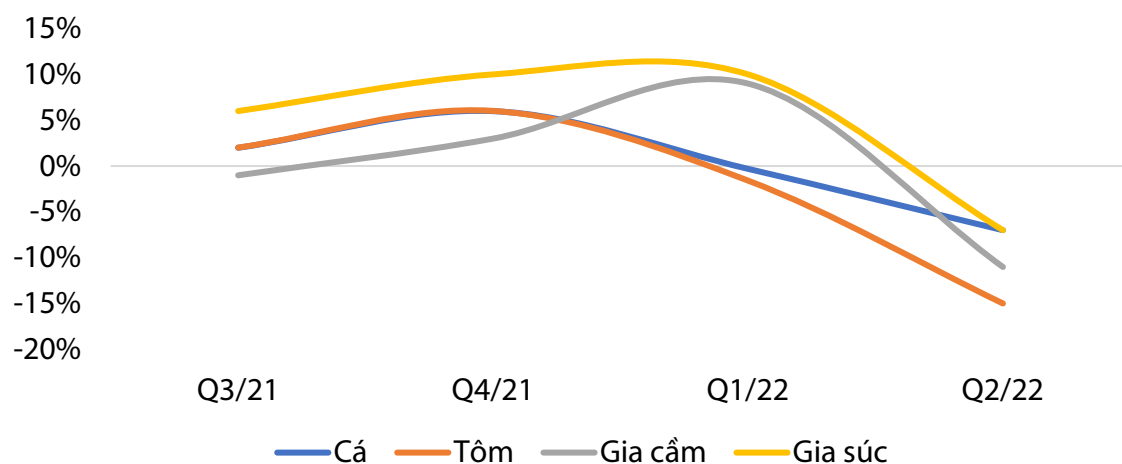
Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nguyên liệu nửa cuối năm nay sẽ ít tăng đột biến hơn so với giai đoạn 2018-2019, do chi phí thức ăn cao và nguy cơ nhu cầu giảm đã hạn chế hoạt động nuôi mới. Do đó, chúng tôi cho rằng điều này cũng thúc đẩy giá bán neo ở mức cao. Xuất khẩu Q4/2022 có thể tăng trở lại khi các nhà nhập khẩu giải quyết được vấn đề tồn kho và tăng lượng hàng dự trữ cho mùa lễ trong Q4.

Hình 12: Giá trị xuất khẩu tôm Việt Nam hàng tháng (triệu USD)



Nguồn: VASEP, CTCK Rồng Việt

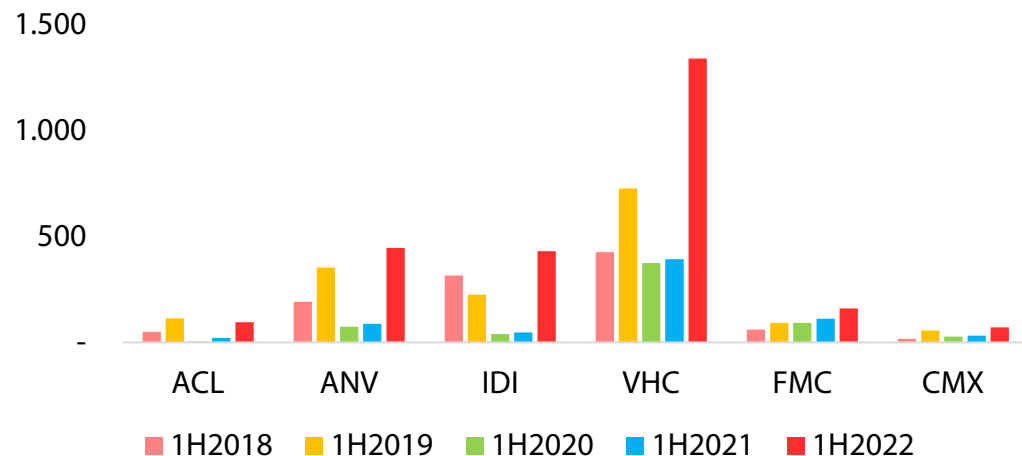
Hình 13: Thay đổi trong doanh số thực phẩm đông lạnh theo sản phẩm tại thị trường Mỹ (%)



Nguồn: IRI, CTCK Rồng Việt

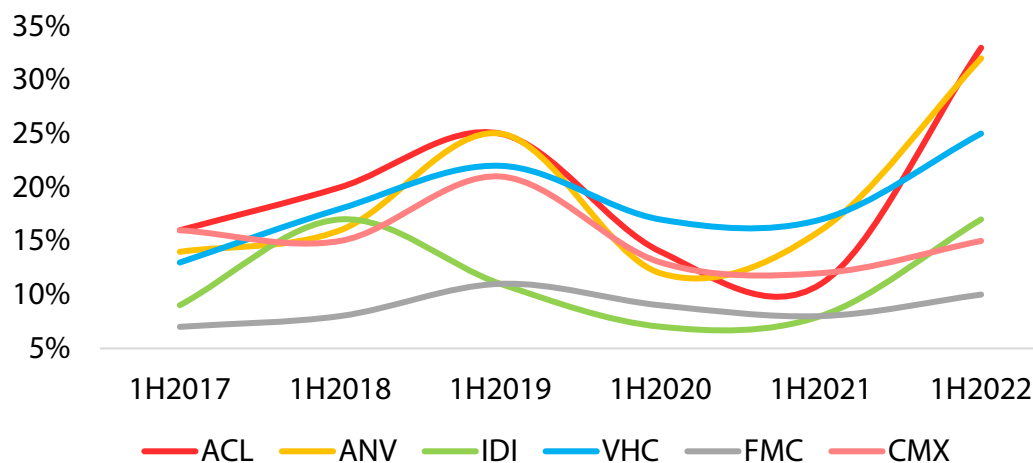
- Ngành tôm đối mặt nhiều thử thách trong nửa cuối năm 2022 đến từ: (1) giá nguyên liệu tăng cao do dịch bệnh ở tôm khiến nguồn cung giảm, (2) cạnh tranh gay gắt với tôm Ấn Độ, Indonesia và Ecuador, (3) lạm phát toàn cầu cao dẫn đến thắt chặt chi tiêu đối với các sản phẩm cao cấp như tôm, (4) Nhập khẩu tăng trong nửa đầu năm 2022 khiến tồn kho tôm tại Mỹ và EU ở mức cao.
- Giá trị xuất khẩu tôm trong tháng 7 giảm 13% YoY, dấu hiệu rõ ràng nhu cầu đã hạ nhiệt.
- Chúng tôi dự kiến các doanh nghiệp ngành tôm sẽ đối mặt với tác động kép từ cả phía cung và cầu giảm trong nửa cuối năm 2022, ngược lại với diễn biến 6T2022. Việc Trung Quốc mở cửa lại thị trường là một yếu tố tích cực, nhưng phần lớn các doanh nghiệp tôm niêm yết lớn (như Minh Phú, Sao Ta) không xuất khẩu sang thị trường này, thay vào đó là các thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản. Điều này sẽ khiến KQKD của các doanh nghiệp tôm có khả năng bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu từ các thị trường chính giảm.

Hình 14: LNST 6T 2022 của các công ty thủy sản (tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

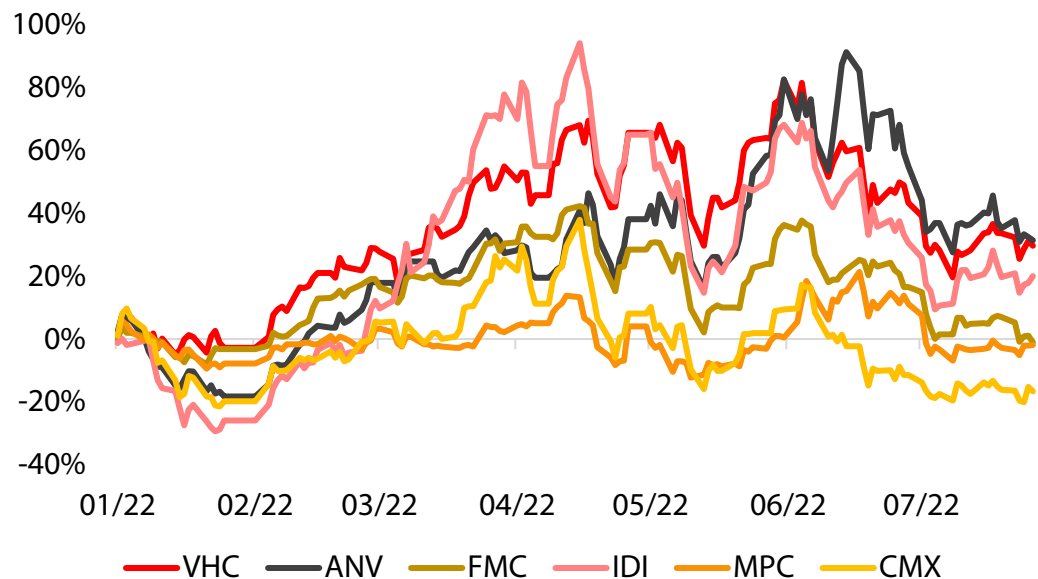
Hình 15: Biên gộp 6T2022 của các công ty thủy sản (%)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

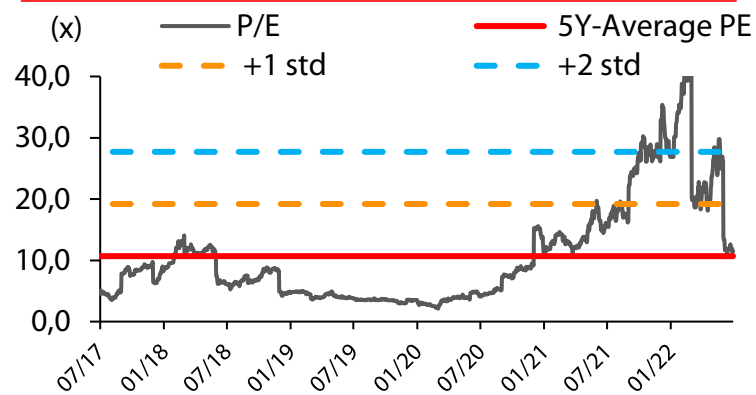
- Trong 6T 2022, tất cả các công ty thủy sản đều ghi nhận LNST tăng trưởng đột biến, vượt mức của giai đoạn 2018-2019. Biên lợi nhuận gộp của các công ty cá tra tăng đáng kể ở mức nền thấp trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của các công ty tôm có vẻ ổn định hơn do chênh lệch giá vốn đã ổn định.
- Hầu hết các công ty thủy sản, ngoại trừ VHC, đều chứng kiến chi phí logistics liên tục tăng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các chi phí này sẽ giảm dần trong nửa cuối năm 2022 trở đi cùng với sự suy giảm của chi phí vận tải toàn cầu.
- Nhu cầu thủy sản chững lại và biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán giảm là những khó khăn mà các công ty có thể đối mặt trong nửa cuối năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng thu nhập hàng quý của các công ty trong 6T2022 có thể chậm hơn so với các quý trước, nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng hai con số so YoY.
- Các công ty ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ vẫn có thể duy trì đà tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022.
- Nhiều công ty có thể bắt đầu ghi nhận chi phí logistic giảm trong nửa cuối năm 2022.

Hình 16: Diễn biến giá cổ phiếu thủy sản YTD (%)

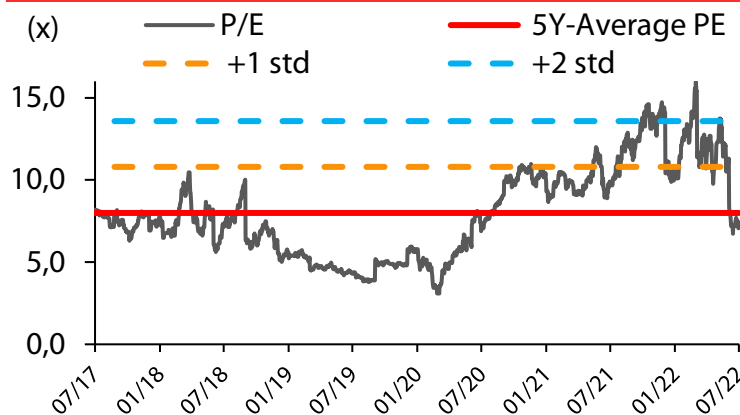


- Giá cổ phiếu của các công ty thủy sản chứng kiến mức tăng vượt trội trong 6T2022, phù hợp với KQKD khởi sắc, ngay cả trong bối cảnh thị trường chứng khoán điều chỉnh.
- Giá cổ phiếu của các công ty thủy sản bắt đầu giảm từ tháng 6/2022 khi xuất khẩu có dấu hiệu chững lại so với tháng trước, mặc dù vẫn tăng so với cùng kỳ năm trước.
- P/E của nhiều cổ phiếu (như VHC, ANV) giảm xuống mức trung bình 5 năm. Xu hướng giảm của ngành có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn, nhưng giá cổ phiếu chiết khấu nhiều hơn có thể là cơ hội để nắm giữ dài hạn.

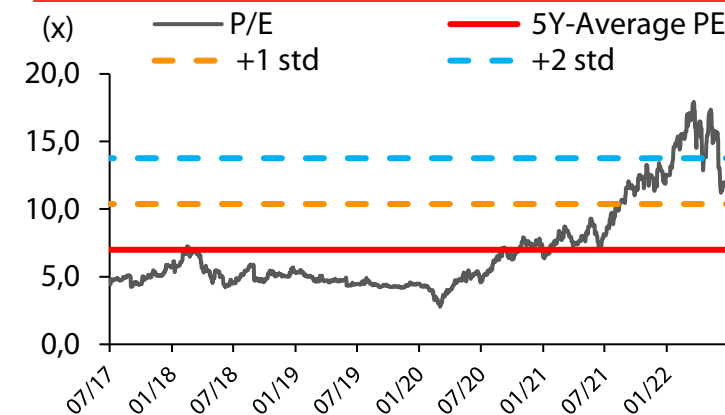
Hình 17: P/E 5 năm của ANV



Hình 18: P/E 5 năm của VHC



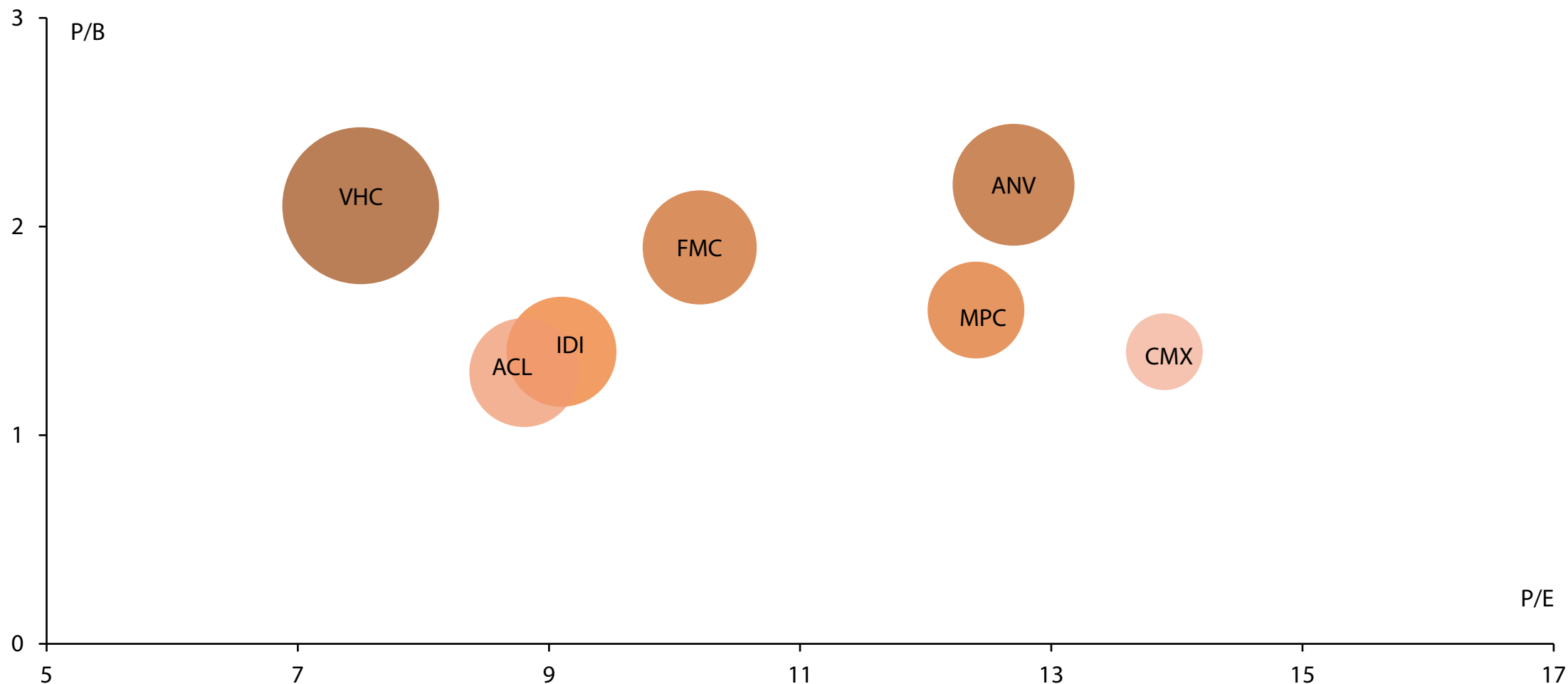
Hình 19: P/E 5 năm của FMC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN từ HĐKD (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
VHC	15.348	91.000	80,41	174,80	20,95	19,20	201,46	16,58	21,13	32,11	2,39	7,46	2,12
ANV	6.178	52.500	20,49	100,33	17,15	13,14	913,77	11,54	9,58	19,37	2,06	12,67	2,22
FMC	3.400	60.500	21,56	22,06	6,78	5,75	50,40	5,76	11,17	16,97	3,85	10,24	1,92
IDI	4.701	N/A	30,39	82,26	11,66	8,32	843,69	7,76	6,68	15,75	0,00	9,10	1,38
MPC	8.804	N/A	36,42	-1,92	5,46	4,25	-20,82	4,03	6,51	12,18	4,56	12,40	1,62
CMX	1.569	N/A	29,79	35,27	7,99	5,43	111,60	4,63	3,84	7,68	0,00	13,94	1,37
ACL	1.012	N/A	-27,72	56,17	18,31	12,33	214,12	10,91	7,90	15,51	2,93	8,81	1,35

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +20%

<GHT: 52.000>

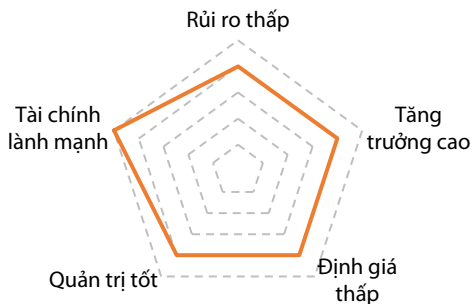
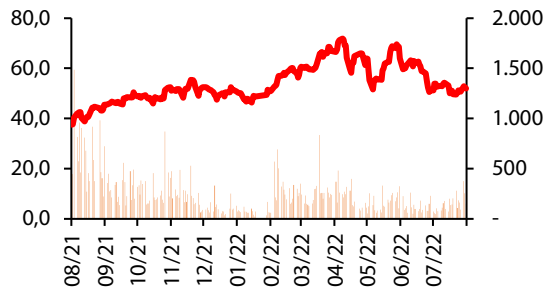
<GMT: 60.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,Trái)



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
ĐB giá 52 tuần

Thực phẩm và đồ uống
3.400
65
147
8
18,3
74,4 - 39,4

Doanh thu
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x) (*)
P/B (x) (*)

5.199
267
9,9
13,2
14,5
15,0
18,8
20,9
5.025
5.222
6.069
27.413
27.951
28.851
2.000
2.000
2.000
9,6
9,6
8,2
1,6
2,2
2,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sản lượng tôm gia tăng nhờ các nhà máy mới

- Chúng tôi đánh giá cao khả năng linh hoạt chuyển đổi cơ cấu các thị trường của FMC, đã giúp doanh thu của FMC tăng trưởng ổn định trong 5 năm qua bất chấp những biến động của ngành. Trong 2H2022, chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng của thị trường Nhật Bản sẽ bù đắp cho sự chững lại ở thị trường Mỹ. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu 2H2022 đạt 3.361 tỷ đồng (+10% n/n) và LNST đạt 185 tỷ đồng (+15% n/n).
- Nhu cầu phục hồi và việc nhà máy Tam An đã bắt đầu đi vào hoạt động trong 1Q2022 là động lực thúc đẩy doanh thu 1H2022 tăng trưởng 29% n/n. Nhà máy Sao Ta sẽ bắt đầu vận hành từ tháng 9/2022 giúp nâng thêm 50% tổng công suất cho FMC. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy mới này sẽ tăng sản lượng tôm giai đoạn FY2022-2025 lên 13% mỗi năm. Do đó, doanh thu dự kiến sẽ đạt CAGR là 15% trong FY2021-2025.

Biên gộp được cải thiện nhờ cắt giảm chi phí đầu vào và chuyển hướng sang các sản phẩm giá trị gia tăng

- Chúng tôi kỳ vọng biên gộp sẽ cải thiện từ 10,2% trong FY2020 lên 11,7% trong FY2025 nhờ: (1) tăng diện tích vùng nuôi từ 270 ha trong FY2021 lên lần lượt 322 ha/422 ha/525 ha trong FY2022/23/25 giúp nâng tỷ lệ tự chủ lên 30-40% so với 20-25% hiện nay; (2) chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang tôm giá trị gia tăng có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn so với tôm đông lạnh.
- LNST dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 22% trong FY2021-20225.

Bảng cân đối kế toán an toàn và dòng cổ tức tiền mặt ổn định

- Sức khỏe tài chính vững chắc do không có nợ dài hạn và tỷ lệ D/A bình quân kỳ vọng là 18% trong FY2022-2026.
- Cổ tức tiền mặt dao động trong khoảng 15-35% trong FY2015-2021 (không bao gồm FY2020 là 10% do COVID-19). Cổ tức tiền mặt FY2022 dự kiến tối thiểu là 20% (tỷ suất cổ tức tiền mặt ~ 4%).
- Chúng tôi chọn FMC là cơ hội đầu tư dài hạn nhờ hoạt động kinh doanh tăng trưởng bền vững.

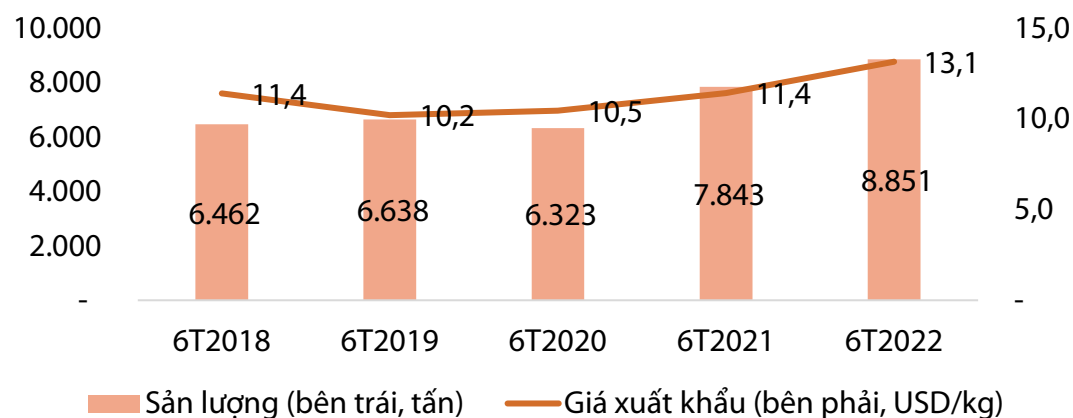
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- (1) Tiến độ hoàn thành nhà máy mới; (2) Biến động giá tôm xuất khẩu và giá tôm nguyên liệu; (3) Thay đổi về nhu cầu tôm.

LNST tăng 47% YoY trong 1H2022 nhờ tăng sản lượng tiêu thụ tôm và cải thiện biên gộp.

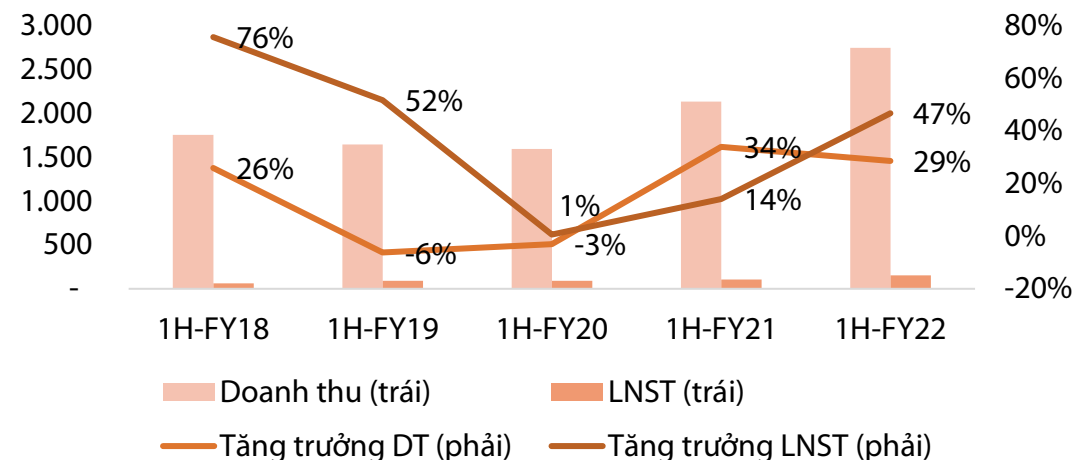
- Doanh thu 1H2022 đạt 2.744 tỷ đồng (+29% n/n) và LNST sau CĐTTS đạt 155 tỷ đồng (+47% n/n). Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng và giá tôm xuất khẩu đều tăng, lần lượt là 13% n/n và 15% n/n.
- Do giá bán cao và nguyên liệu đầu vào ổn định, biên lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể thêm 200 bps, đạt 10,3% trong 1H2022. Trong khi đó, biên lợi nhuận ròng chỉ cải thiện 70 bps do chi phí vận chuyển tăng cao, vậy nên LNST 1H2022 ghi nhận mức tăng 47% n/n.

Hình 2: Sản lượng xuất khẩu và giá bán trung bình của FMC



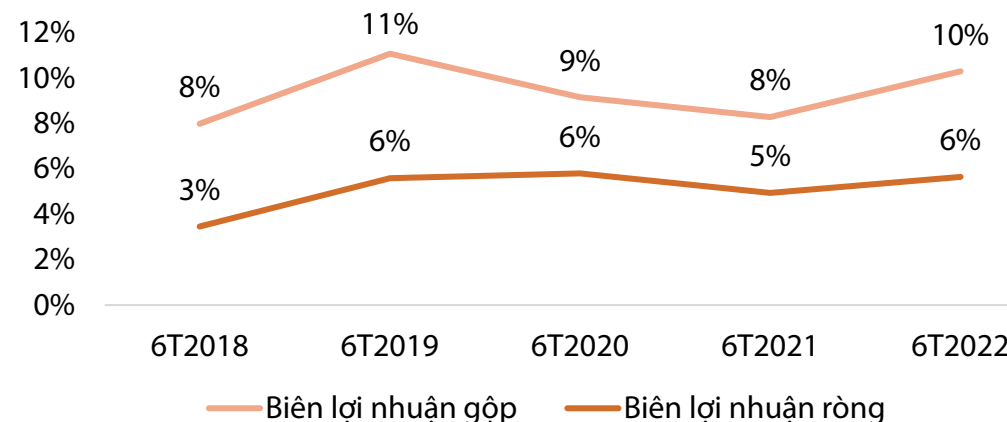
Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 1: KQKD 1H2022 của FMC (tỷ VND)



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên gộp và biên lợi nhuận ròng của FMC



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

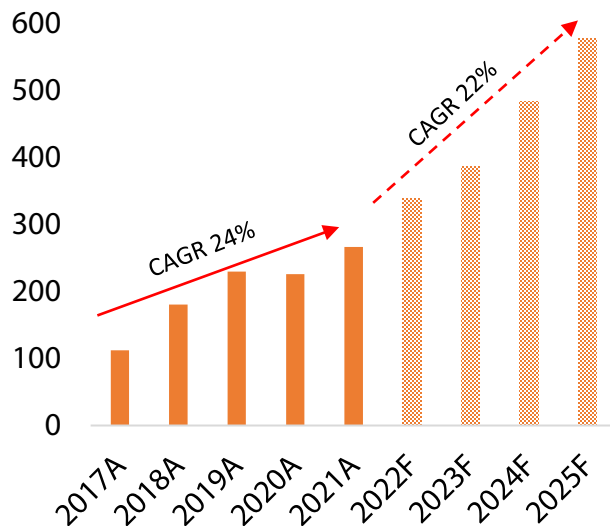
Dự phóng FY2022: Trong 1H2022, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ có thể chứng lại do cung vượt cầu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng thị trường Nhật Bản có thể bù đắp do FMC có thể linh hoạt chuyển đổi đơn hàng giữa các thị trường chủ chốt và sức tiêu thụ tôm của Nhật Bản tiếp tục duy trì ở mức cao, đặc biệt là các sản phẩm tôm giá trị gia tăng. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sau CĐTS của FMC lần lượt đạt 6.105 tỷ đồng (+17% n/n) và 340 tỷ đồng (+27% n/n).

Mở rộng nhà máy: Nhà máy Sao Ta với công suất 15.000 tấn/năm dự kiến bắt đầu hoạt động vào tháng 9/2022, nâng tổng công suất chế biến của FMC lên hơn 50%. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy này sẽ là động lực tăng trưởng chính cho công ty trong giai đoạn 2022 - 2025.

Mở rộng vùng nuôi: Sau khi mở rộng thêm 52 ha vùng nuôi của công ty con Khang An, FMC hiện có tổng diện tích vùng nuôi là 322 ha. FMC vừa mua lại vùng nuôi 203 ha tại tỉnh Sóc Trăng và dự định đưa 100 ha vào hoạt động vào cuối năm 2023. Vùng nuôi mới này sẽ giúp công ty nâng tỷ lệ chủ lên 30 - 40% so với mức 20-25% hiện nay, đảm bảo nguyên liệu đầu vào cho nhà máy mới.

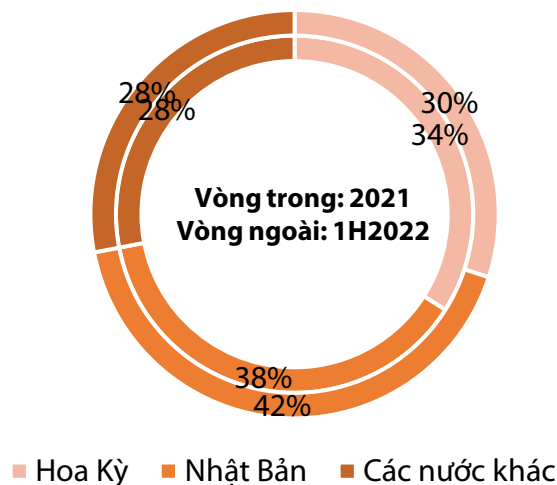
Chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu và LNST sau CĐTS sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 15% và 22% trong giai đoạn FY2021-2025.

Hình 4: Dự phóng LNST (tỷ VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt

Bảng: Các dự án đầu tư của FMC

Dự án	Công suất	Tác động tới KQKD(*)
Nhà máy Tam An	5.000 tấn tôm chế biến mỗi năm (tăng thêm 23% công suất). Hoạt động vào 1H2022.	Sản lượng xuất khẩu tôm tăng 13% mỗi năm trong FY21-25. Doanh thu đạt CAGR là 13% trong FY21-25.
Nhà máy Sao Ta	15.000 tấn tôm chế biến mỗi năm (tăng thêm 68% công suất). Hoạt động vào 2H2022.	
Vùng nuôi mới	Mua thêm 200 ha diện tích vùng nuôi (tăng 70% tổng diện tích).	Biên gộp tăng từ 10,2% trong FY21 đến 11,7% trong FY25.

Nguồn: FMC, CTCK Rồng Việt. (*) Rồng Việt ước tính

TÍCH LŨY: +11%

<GTT: 83.700>

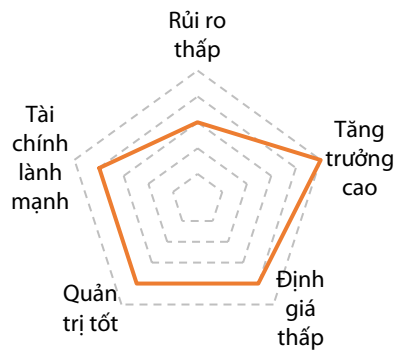
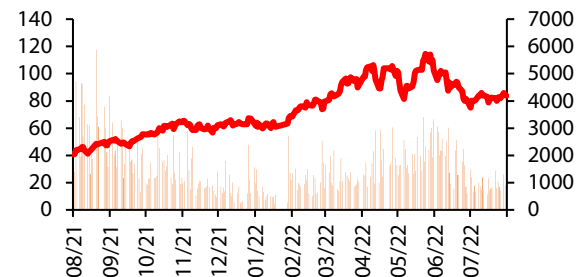
<GMT: 91.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,TRÁI)



Ngành

Thực phẩm và đồ uống

Vốn hóa (tỷ đồng)

15.349

SLCPĐLH (triệu cp)

183

KLBO 3 tháng (nghìn cp)

1.608

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

151

SH NĐTNN còn lại (%)

72,8

BĐ giá 52 tuần

118 - 41,5

Doanh thu

9.054 13.521 12.118

LNST sau CĐTS

1.103 2.185 1.730

ROA (%)

12,6 19,4 14,1

ROE (%)

18,7 28,7 19,4

EPS (đồng)

6.040 11.676 9.245

GTSS (đồng)

32.076 41.418 40.792

Cổ tức tiền mặt (đồng)

2.000 2.000 3.000

P/E (x) (*)

10,4 7,2 9,1

P/B (x) (*)

2,0 2,6 2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Xuất khẩu phi lê có thể đã đạt đỉnh vào Q2/2022 dưới áp lực tiêu thụ chậm lại của Mỹ

- Trong 1H2022, doanh thu thuần và LNST tăng mạnh lần lượt là 81% n/n và 240% n/n. Nhu cầu tăng đối với các sản phẩm thủy sản giá rẻ trong bối cảnh lạm phát cao và các lệnh trừng phạt của Nga đối với thủy sản làm tăng nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Mỹ đồng thời hạn chế nguồn cung trong nước này đã thúc đẩy xuất khẩu phi lê tăng mạnh.
- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy xuất khẩu sang thị trường Mỹ chiếm 50% doanh thu của VHC đang giảm tốc do áp lực lạm phát và tồn kho phi lê dư thừa sau khi nhập khẩu ồ ạt. Hơn nữa, giá bán phi lê đang tiếp tục giảm và nguồn cung nguyên liệu đang phục hồi có thể sẽ thu hẹp biên lợi nhuận gộp 2H2022 của VHC. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS 2H2022 của VHC sẽ tăng lần lượt là 22% n/n và 20% n/n, nhưng lại giảm 20% và 36% so với 1H2022.

Mô hình kinh doanh của VHC dần ít biến động hơn nhờ các mảng kinh doanh mới và chuỗi giá trị đầy đủ

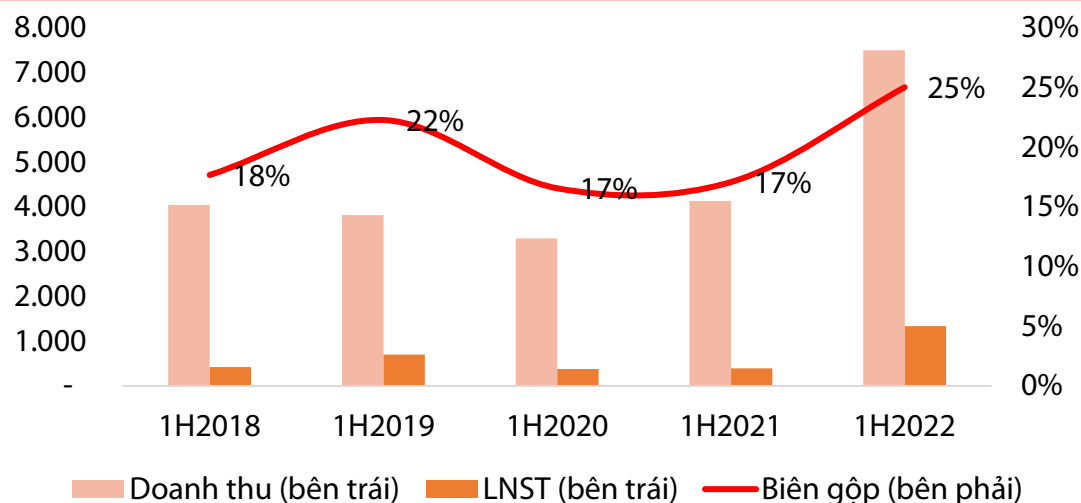
- VHC đang hướng tới mục tiêu trở thành công ty F&B tập trung vào các sản phẩm nông nghiệp chăm sóc sức khỏe. Collagen & gelatin và Sa Giang có thể bù đắp cho sự sụt giảm của mảng cá tra, vậy nên lợi nhuận sẽ hạn chế bị giảm đột ngột trong chu kỳ đi xuống của ngành cá tra như giai đoạn 2018-2019.
- Việc xây dựng nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và mở rộng khu chăn nuôi sẽ bắt đầu hoạt động vào FY2022, giúp chi phí đầu vào và biên lợi nhuận của VHC ít biến động hơn trong tương lai.
- Giá thị trường sụt giảm khiến P/E trượt của VHC xuống mức P/E trung bình 5 năm.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khả năng suy thoái kinh tế toàn cầu hạn chế các đơn đặt hàng phi lê mới.
- Chính sách đóng cửa ở Trung Quốc kéo dài cản trở tốc độ hồi phục xuất khẩu cá tra sang thị trường này.

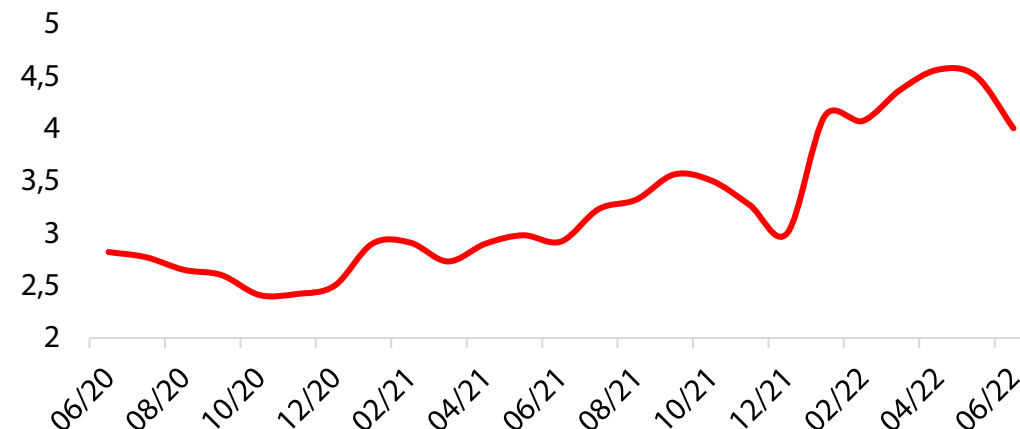
- Doanh thu thuần 1H2022 đạt 7.494 tỷ đồng (+81% n/n). Giá bán phi lê 1H2022 tăng 48% n/n và sản lượng xuất khẩu tăng 30% n/n. Nhu cầu tăng đối với các sản phẩm thủy sản giá rẻ trong bối cảnh lạm phát cao và các lệnh trừng phạt của Nga đối với thủy sản làm tăng nhu cầu tiêu thụ ở thị trường Mỹ đồng thời hạn chế nguồn cung trong nước này đã thúc đẩy xuất khẩu phi lê tăng mạnh.
- LNST sau CĐTS 1H2022 tăng 240% n/n, đạt 1.332 tỷ đồng. Biên gộp tăng 794 bps n/n, đạt 25% nhờ giá bán cao. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu đã giảm từ 4,6% trong 1H2021 xuống chỉ còn 2,9% trong 2H2022 do sự dịch chuyển từ các đơn hàng theo điều kiện CIF sang FOB, giúp biên ròng tăng 829 bps trong 1H2022.

Hình 1: Doanh thu thuần, LNST (tỷ VND) và biên gộp 1H2022 (%)



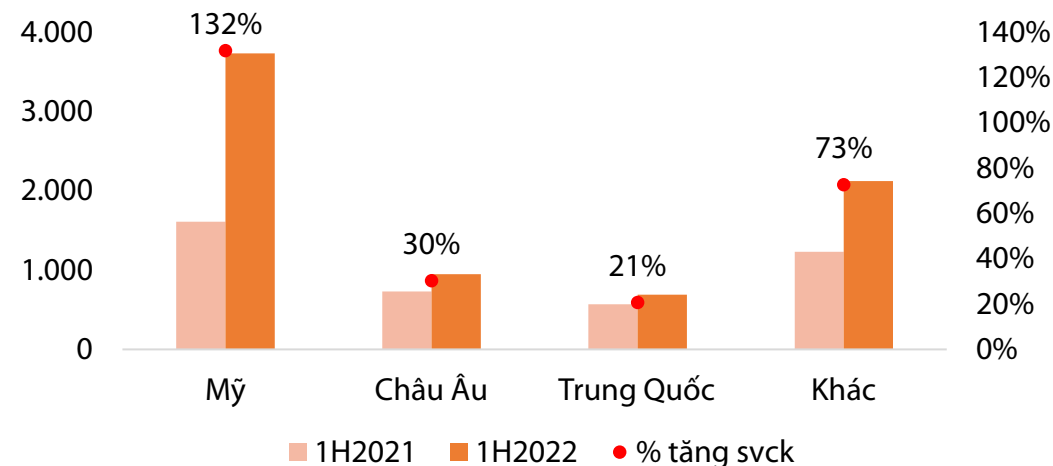
Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá bán theo tháng của VHC (USD/kg)



Nguồn: ArgoMonitor, CTCK Rồng Việt

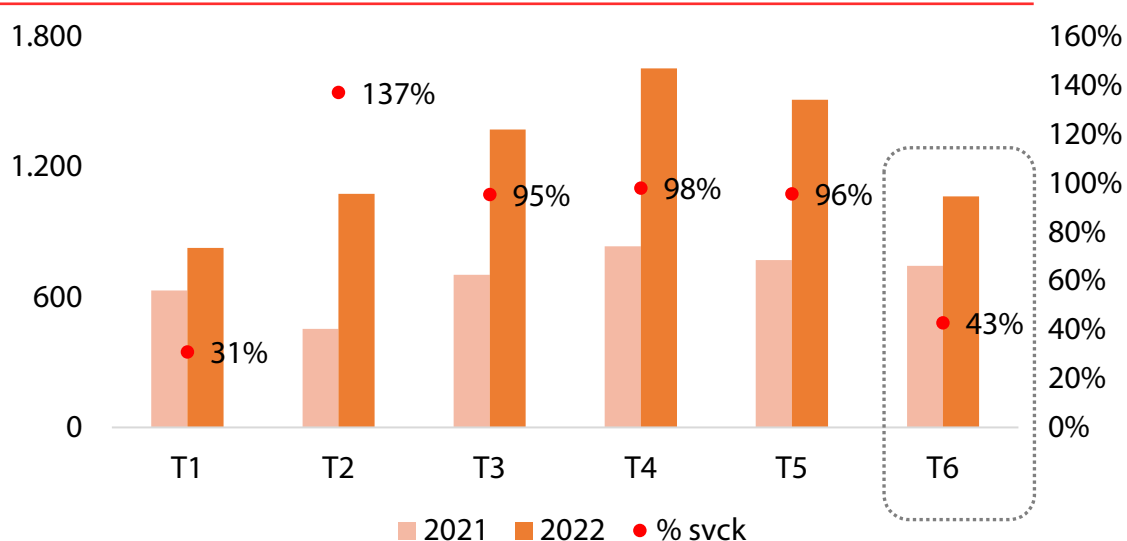
Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường 1H2022 (tỷ VND)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

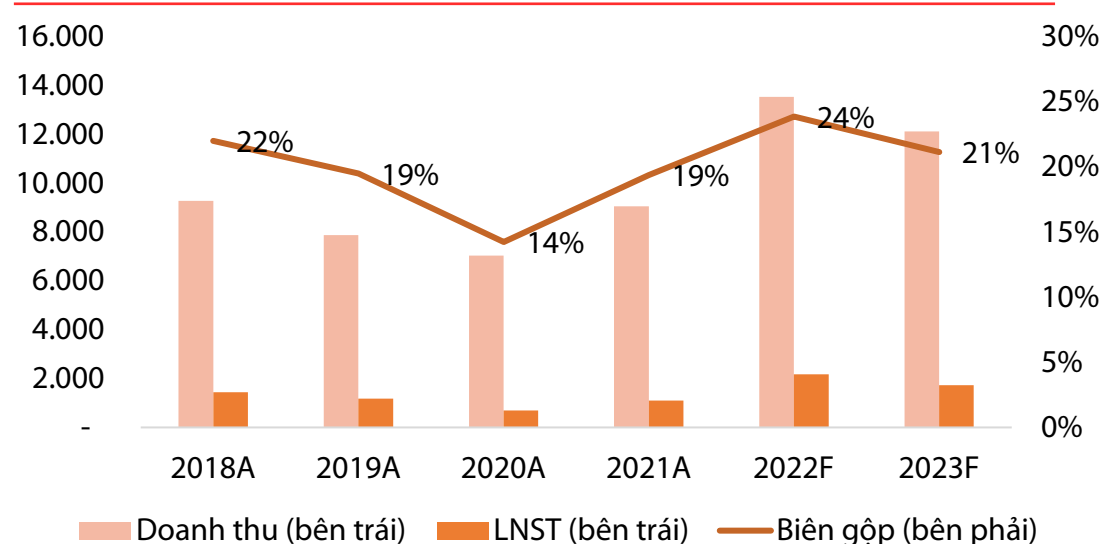
- Doanh thu tháng 6/2022 bắt đầu tăng trưởng âm 30% so với tháng trước, chủ yếu do doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm mạnh 59% n/n dưới áp lực lạm phát và tồn kho cá tra dư thừa sau khi nhập khẩu ồ ạt. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ sẽ dần hồi phục trong những tháng tới do lượng hàng tồn kho được tiêu thụ dần và đơn đặt hàng sẽ tăng trở lại để chuẩn bị cho lễ hội cuối năm. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lo ngại rằng xuất khẩu của VHC sang thị trường Mỹ khó có thể quay trở lại mức đỉnh của Q2/2022.
- Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS 2H2022 của VHC sẽ tăng lần lượt là 22% n/n và 20% n/n, nhưng lại giảm 20% và 36% so với 1H2022. Trong FY2022/2023, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 13.521 tỷ đồng/12.118 tỷ đồng (+49%/-10% n/n) và LNST sau CĐTS là 2.185/1.730 tỷ đồng (+98%/-21% n/n).

Hình 4: Doanh thu theo tháng của VHC (tỷ VND)



Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự phóng KQKD FY2022 & 2023 (tỷ VNĐ)



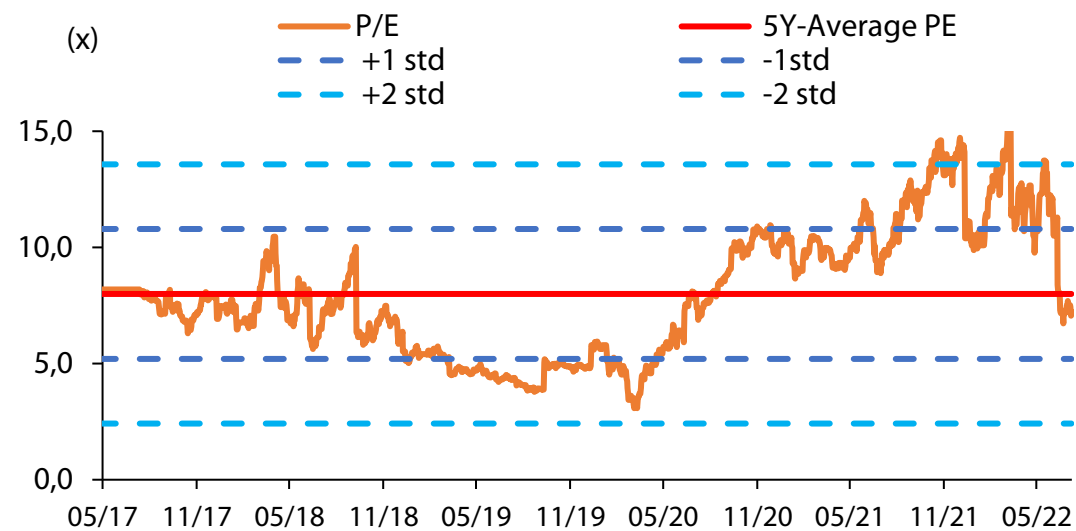
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng: Tóm tắt định giá

FCFF		SoTP		
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Mảng	Phương pháp	Định giá
Lợi suất kỳ vọng	12,0%	Collagen và gelatin	P/E 13x	21.465
Beta	1,1	Cá tra	P/E 7x	67.875
WACC	11,9%	Sa Giang (SGC)	P/E 12x	3.937
Giá mục tiêu	88.620	Định giá (VND)		93.278
Giá mục tiêu, VND (50% FCFF, 50% SoTP)				91.000

- Giá thị trường giảm khiến P/E trượt của VHC trở về mức hấp dẫn hơn. Tuy nhiên, dựa trên triển vọng giảm tốc Q3/2022 của ngành cá tra, chúng tôi điều chỉnh giảm P/E mục tiêu năm 2022 của mảng cá tra từ 10,0x xuống 7,0x.
- Chúng tôi kết hợp hai phương pháp DCF (50%) và SoTP (50%) để tính giá mục tiêu kỳ hạn một năm là 91.000 đồng/cổ phiếu cho VHC. Ở mức giá mục tiêu, VHC đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 7,8 lần, tương đương P/E bình quân 5 năm.

Hình 6: TTM P/E lịch sử của VHC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +10%

<GTT: 48.600>

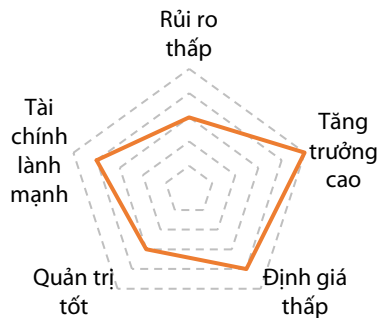
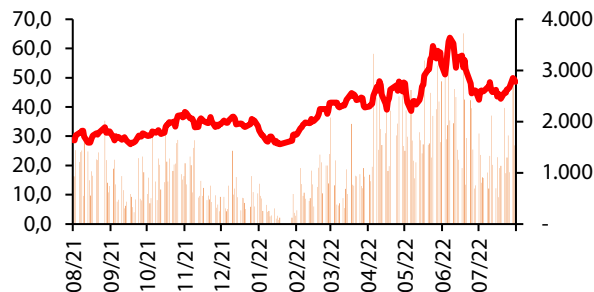
<GMT: 52.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,Trái)



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BD giá 52 tuần

Thực phẩm và đồ uống
6.178
127
1.716
87
46,1
65 - 27

Doanh thu
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x) (*)
P/B (x) (*)

3.494
128
2,6
5,5
1.006
32.076
1.000
29,8
1,6
5.282
864
13,8
29,4
6.796
41.418
1.000
7,0
2,1
5.129
725
11,3
21,3
5.700
40.792
2.000
8,4
1,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST FY2022 kỳ vọng tăng 6,75 lần n/n nhờ tăng trưởng doanh thu và mở rộng biên gộp

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 5.282 tỷ đồng (+51% n/n) và 864 tỷ đồng (+6.75 lần n/n) nhờ: (1) Sự phục hồi nhu cầu mạnh mẽ và thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu thúc đẩy giá và sản lượng xuất khẩu; (2) Chuỗi giá trị tích hợp đầy đủ cùng với khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, đạt 30% trong FY2022.
- Nhờ lợi thế đa dạng hóa thị trường, khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu và không xuất khẩu sang thị trường Mỹ vốn đang hạn chế sức mua, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kinh doanh trong 2H2022 của ANV sẽ ở mức cao đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành và có thể tăng cao hơn 1H2022 nếu biên gộp vẫn giữ nguyên hoặc chỉ giảm nhẹ.

KQKD 2023 phụ thuộc vào nhiều các yếu tố chưa chắc chắn

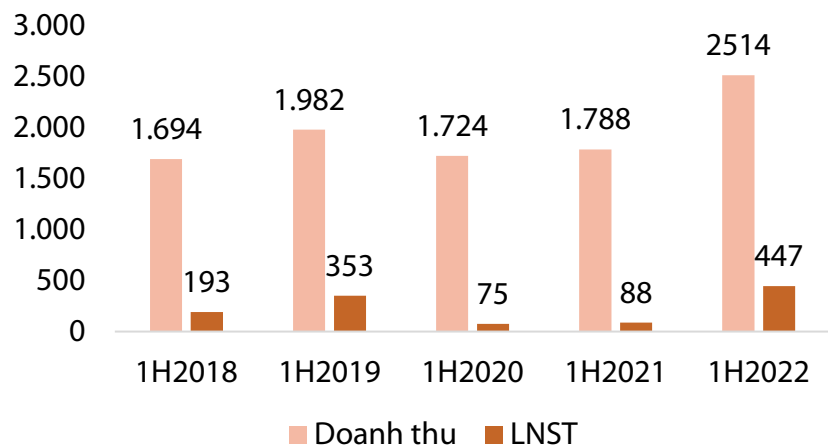
- Chúng tôi điểm qua một số yếu tố chính tác động đến KQKD 2023 của ANV như sau: (1) động lực cung-cầu cá tra toàn cầu và biến động giá cá tra, (2) thị trường Trung Quốc mở cửa (3) hiệu quả của phân khúc kinh doanh mới (collagen & gelatin). Chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và LNST năm 2023 sẽ giảm lần lượt 3% và 16% YoY với quan điểm trung lập về tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc và biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán hạ nhiệt sau khi nguồn cung nguyên liệu phục hồi.
- Nhìn chung, chúng tôi đánh giá ANV là cơ hội đầu tư ngắn hạn cho 1H2022 thay vì năm 2023 do KQKD 2023 có nhiều rủi ro khó lường trước được.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Khả năng suy thoái kinh tế toàn cầu hạn chế các đơn đặt hàng phi lê mới.
- Cấm vận ở Trung Quốc kéo dài cản trở tốc độ hồi phục xuất khẩu cá tra sang thị trường này.

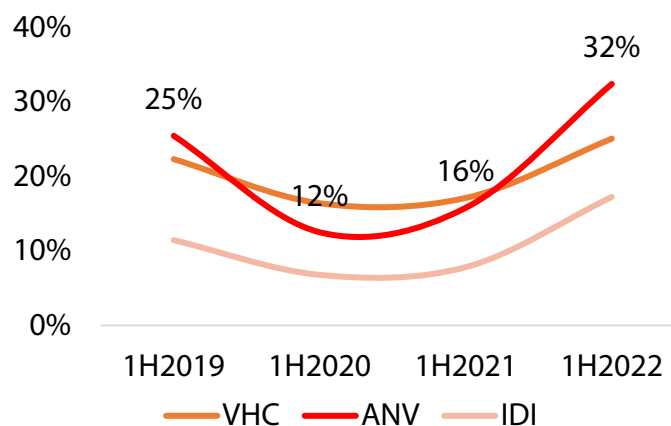
- Trong 1H2022, doanh thu thuần đạt 2.514 tỷ đồng (+40% YoY). LNST tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ, đạt 447 tỷ đồng (+4 lần so với cùng kỳ năm trước). Sự tăng trưởng vượt bậc này được thúc đẩy bởi: (1) Phục hồi nhu cầu mạnh mẽ và thiếu hụt nguồn cung nguyên liệu đã dẫn đến giá và sản lượng xuất khẩu tăng cao; (2) Chuỗi giá trị tích hợp hoàn toàn cùng với khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, đạt 32% trong 1H2022.
- Về xuất khẩu, doanh thu tăng đáng kể chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của hầu hết các thị trường trọng điểm: Mexico, EU, ASEAN, Brazil và Nga với mức tăng trưởng từ 50% trở lên. Mặt khác, thị trường Trung Quốc giảm mạnh 57% n/n do chính sách "Zero Covid" cản trở xuất khẩu.
- Chi phí bán hàng tăng mạnh 63% n/n lên 210 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí vận tải tăng đáng kể trong bối cảnh xung đột Nga-Ukraine ngày càng phức tạp và áp lực từ chi phí nhiên liệu. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh 205% n/n lên 55 tỷ đồng do phải ghi trích lập dự phòng phải thu khó đòi của một số khách hàng Trung Quốc.

Hình 1: Doanh thu thuần, LNST 1H2022 (tỷ VND)



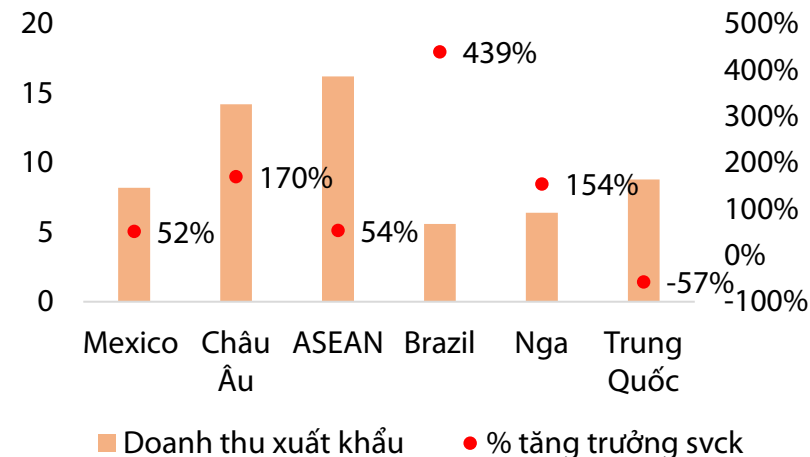
Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: So sánh biên lợi nhuận gộp



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

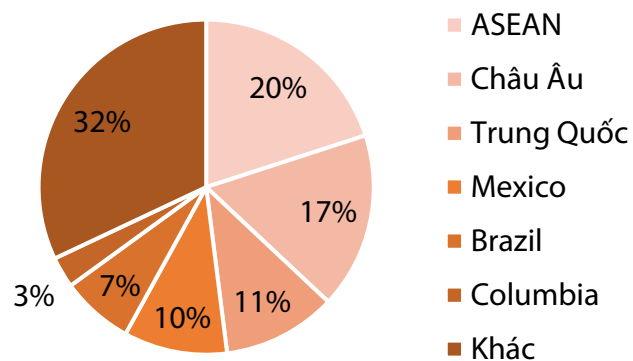
Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

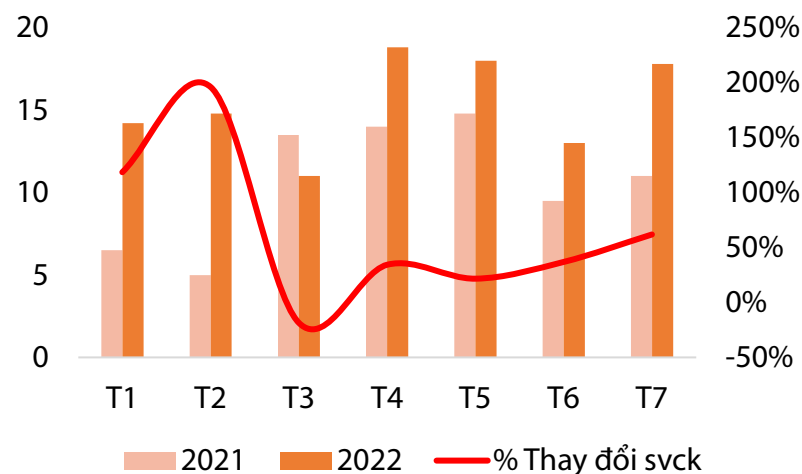
- Doanh thu tháng 7 đã tăng trở lại sau khi tạm giảm vào tháng 6/2022. Nhờ đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và không xuất khẩu sang Mỹ, doanh thu xuất khẩu cá tra sẽ duy trì ở mức cao trong 2H2022 ngay cả khi toàn ngành có dấu hiệu giảm tốc so với 1H2022. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận 2H2022 sẽ phụ thuộc nhiều vào biến động biên gộp. Chúng tôi giả định chi phí đầu vào trong 2H2022 của ANV vẫn duy trì ở mức 1H2022, trong khi giá bán giảm nhẹ do nguồn cung nguyên liệu phục hồi, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp 2H2022 là 28%, thấp hơn mức 32% của 1H2022. Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST 2H2022 của ANV là 2.768 tỷ đồng (+10% so với 1H2022 và + 62% n/n) và 417 tỷ đồng (-7% so với 1H2022 và +9 lần n/n) .
- Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy KQKD FY2023 tăng trưởng so với cùng kỳ còn nhiều bất ổn do phụ thuộc vào các yếu tố bất bình như cung cầu cá tra toàn cầu, diễn biến giá cá tra, việc mở cửa thị trường Trung Quốc, hiệu quả kinh doanh của các mảng mới (collagen & gelatin). Do đó, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và LNST năm 2023 giảm lần lượt 3% và 16% YoY, tương ứng với quan điểm trung lập về tăng trưởng xuất khẩu sang Trung Quốc. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá ANV là cơ hội đầu tư ngắn hạn cho 1H2022 thay vì năm 2023 do KQKD 2023 có nhiều rủi ro khó lường trước được.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường 1H2022



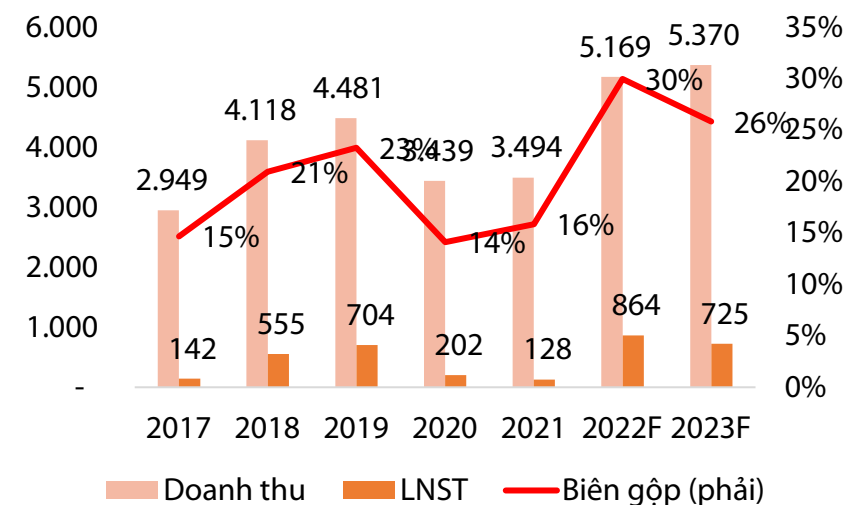
Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh thu cá tra theo tháng (triệu USD)



Nguồn: ANV, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng KQKD FY2022-23 (tỷ VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

NGÀNH HÀNG TIÊU DÙNG NHANH (FMCG)

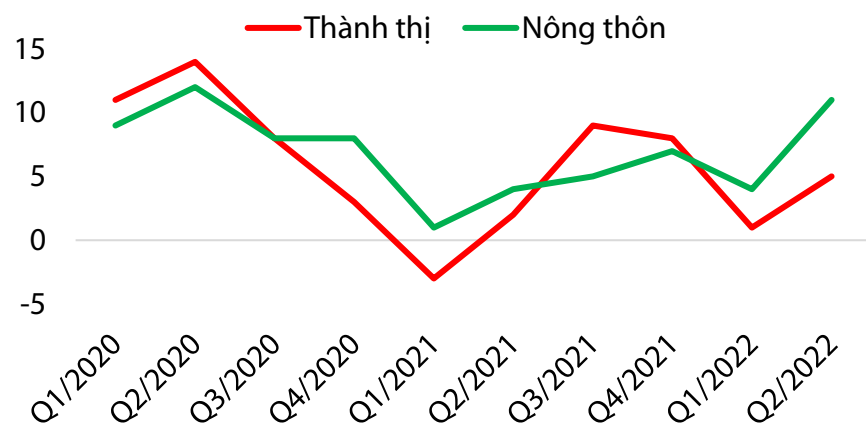
THÍCH NGHI VỚI LẠM PHÁT



Nguyễn Thị Ngọc An – an.ntn@vdsc.com.vn

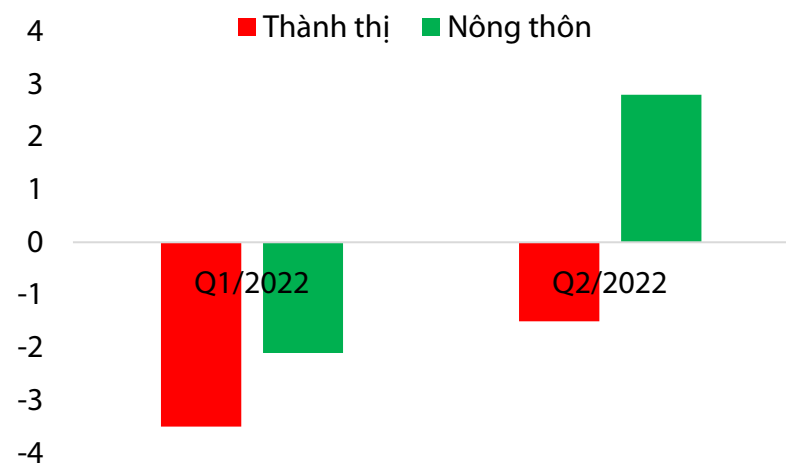


Hình 1: Tăng trưởng giá trị tiêu thụ FMCG (%YoY)



Nguồn: KantarWorld panel, CTCK Rồng Việt

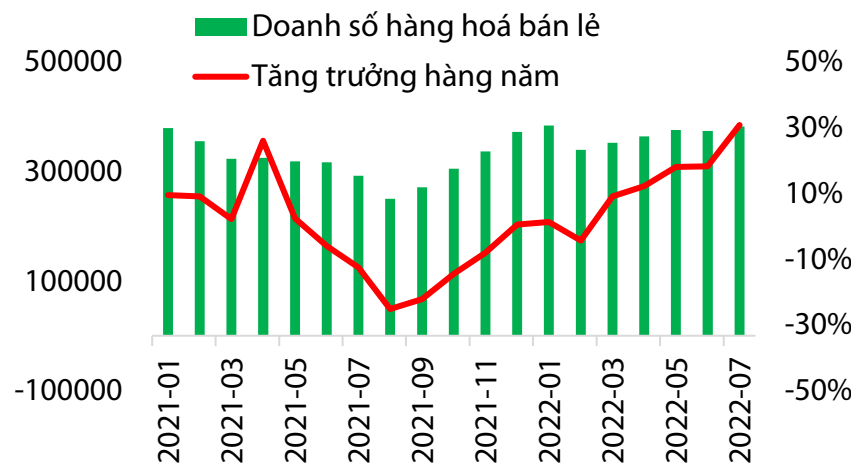
Hình 2: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ FMCG (%YoY)



Nguồn: KantarWorld panel, CTCK Rồng Việt

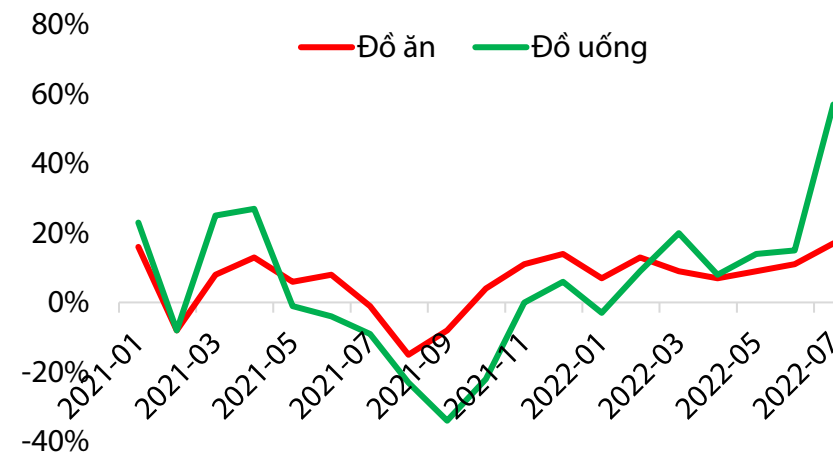
- Trong bối cảnh lạm phát cao và hiệu ứng dự trữ hàng tồn kho của nửa cuối năm 2021, giá trị tiêu dùng FMCG cho thấy mức tăng trưởng khiêm tốn trong Q1 2022, chủ yếu được dẫn dắt bởi giá bán cao hơn. Tuy nhiên, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ FMCG đã phục hồi kể từ quý 2/2022. Cụ thể, tăng trưởng sản lượng tiêu thụ FMCG quý 2/2022 ở khu vực thành thị và nông thôn lần lượt là -1,5% YoY (Q1 2022: -3,5% YoY) và +2,8% YoY (Q1 2022: -2,1% YoY), tương ứng.
- Chúng tôi cho rằng giá bán cao hơn đã làm giảm nhu cầu chi tiêu của người tiêu dùng trong giai đoạn đầu của thời kỳ tăng giá. Tuy nhiên, người tiêu dùng bắt đầu quen với việc giá cả tăng trong Q2/2022, cùng với việc dự trữ hàng tồn kho giảm, dẫn đến họ quay lại chi tiêu nhiều hơn cho hàng FMCG vốn là sản phẩm được tiêu thụ hàng ngày. Trên thực tế, tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa Q2/2022 cao hơn so với Q1/2022.
- Mặt khác, trong Q1/2022, các nhà sản xuất FMCG cũng thận trọng về xu hướng tiêu dùng tương lai trong bối cảnh lạm phát cao và gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, bằng chứng là chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ở mức thấp trong Q1/2022. Tuy nhiên, chỉ số này đã phục hồi kể từ Q2/2022.

Hình 3: Doanh số bán lẻ hàng hoá (Tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (%YoY)



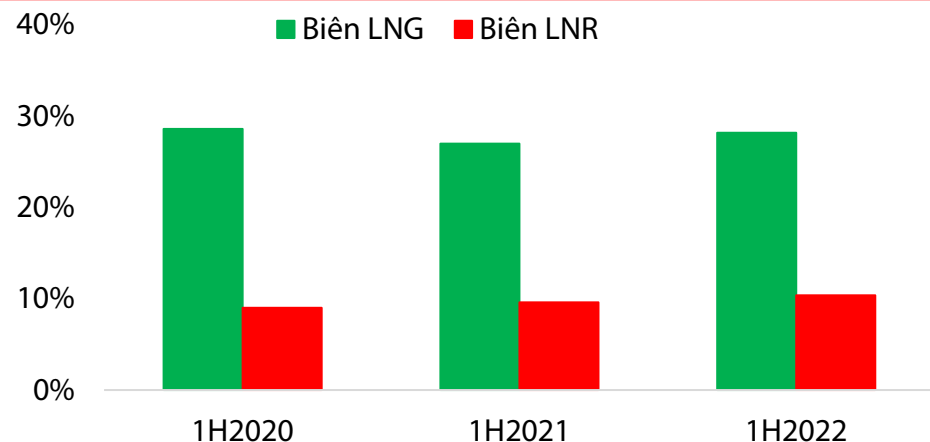
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của đồ ăn và đồ uống (%YoY)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

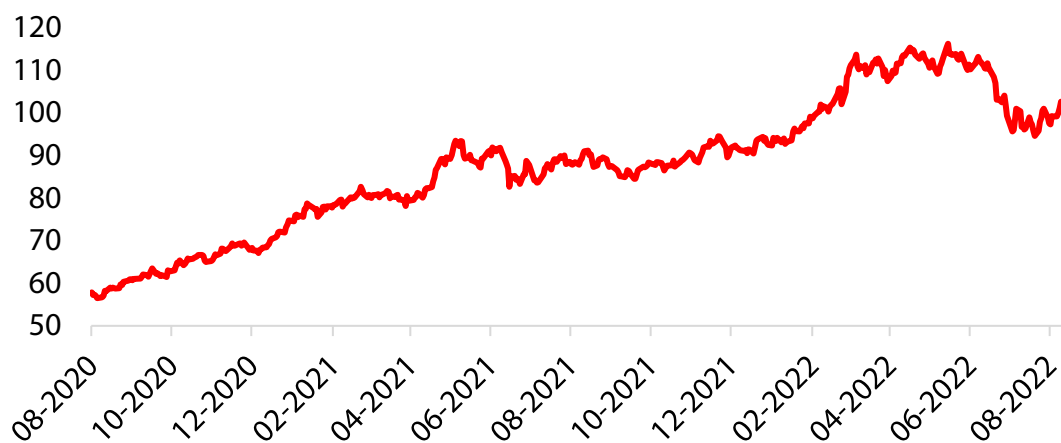
Hình 5: Biên LNG và biên LNR của ngành FMCG (%)



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

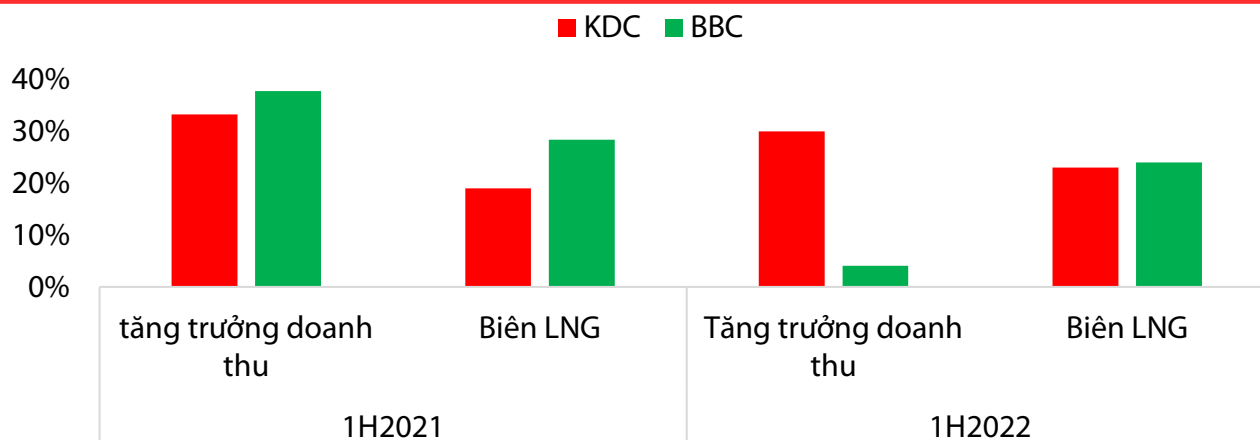
- Trong cùng bối cảnh thách thức của lạm phát do chi phí đẩy trong nửa đầu năm 2022, hiệu quả kinh doanh của các nhà sản xuất FMCG có sự phân hóa. Cụ thể, những công ty bị thiệt hại trong đại dịch Covid-19 hoặc chủ động phòng ngừa rủi ro giá hàng hóa tăng như CTCP Hàng Tiêu Dùng Masan (Upcom: MCH), Sabeco (HSX: SAB) hay KIDO Group (HSX: KDC) cho thấy khả quan trong tăng trưởng kinh doanh. Ngược lại, những công ty phụ thuộc nhiều vào biến động giá cả hàng hóa như Cholimex (Upcom: CLX) hay Bibica (HSX: BBC) lại cho thấy kết quả kinh doanh yếu kém trong 6T2022.
- Nhìn chung, theo Fiinpro, tổng doanh thu 6T2022 của các nhà sản xuất FMCG gần như không đổi so với cùng kỳ năm ngoái. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận 6T2022 cải thiện so với con số của 6T2021. Chúng tôi tin rằng những gã khổng lồ trong ngành hàng tiêu dùng nhanh có khách hàng trung thành của họ, cùng với ASP cao hơn, dẫn đến tổng giá trị bán hàng vẫn tăng trưởng, tuy ở mức thấp. Bên cạnh đó, những gã khổng lồ này cũng tối ưu hóa hiệu quả cơ cấu chi phí nhờ lợi thế kinh tế nhờ quy mô, dẫn đến biên lợi nhuận cải thiện nhẹ, bù đắp cho hoạt động yếu kém của các nhà sản xuất FMCG nhỏ hơn. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của ngành FMCG được cải thiện.

Hình 6: Chỉ số giá hàng hoá cơ bản của nông nghiệp và chăn nuôi (USD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

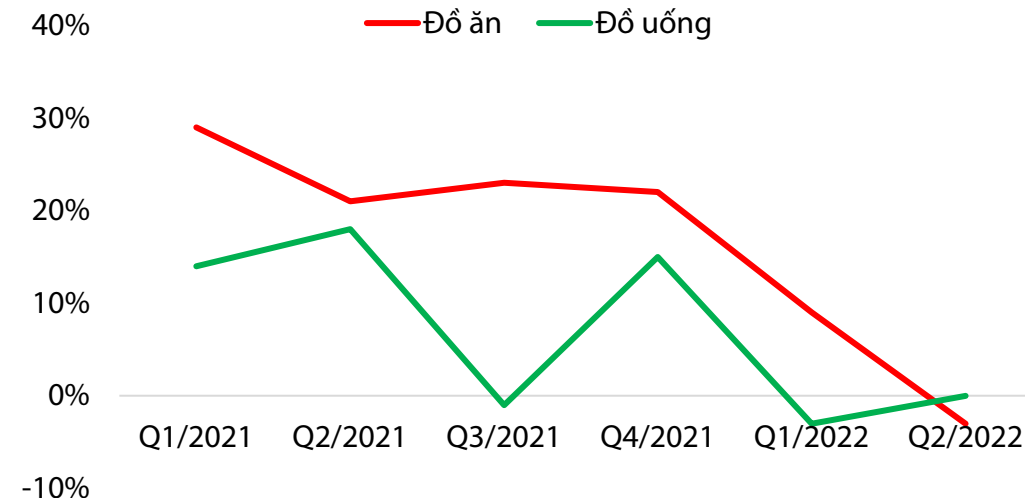
Hình 7: Tăng trưởng doanh thu (% YoY) và biên LNG (%) của KDC và BBC



Nguồn: KDC, BBC, CTCK Rồng Việt

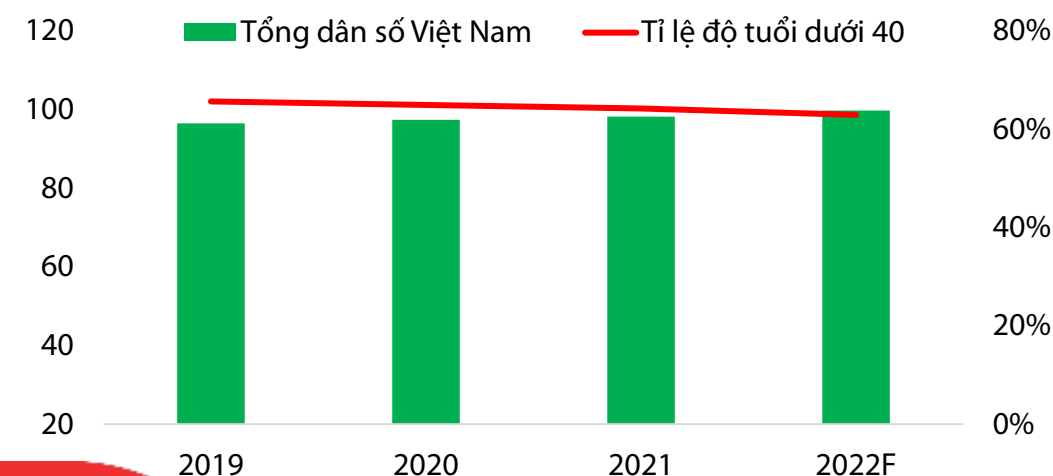
- Sau khi bị đại dịch Covid-19 tấn công, gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và lạm phát cao, cần có thời gian để thị trường FMCG Việt Nam phục hồi trở lại. Dựa trên các tín hiệu tăng trưởng trong Quý 2/2022 (ví dụ: doanh số bán lẻ hàng hóa tăng hoặc sự phục hồi của IIP), chúng tôi tin rằng người tiêu dùng sẽ dần tăng chi tiêu trong nửa cuối năm 2022 khi họ quen với áp lực lạm phát và toàn bộ nền kinh tế mở cửa trở lại. Ví dụ, sinh viên quay lại trường học hoặc các chuyên gia nước ngoài về Việt Nam làm việc. Ngoài ra, chỉ số tồn kho công nghiệp (IIP) đồ ăn và đồ uống có xu hướng giảm trong nửa đầu năm 2022 trong khi chỉ số IIP đã phục hồi kể từ quý 2/2022. Đây là tín hiệu tích cực cho sự phục hồi của tiêu dùng. Do giá bán trung bình cao hơn, tăng trưởng doanh thu của các nhà sản xuất FMCG dự kiến sẽ được thúc đẩy trong nửa cuối năm 2022 trở đi.
- Đối với các nhà sản xuất FMCG, họ đang thực hiện những thay đổi trong chiến lược của mình với mục đích thích ứng với lạm phát. Cụ thể, một số gã khổng lồ như Masan Group (HSX: MSN) hay Sabeco (HSX: SAB) đang cơ cấu lại mạng lưới phân phối, cơ cấu danh mục sản phẩm hoặc chuyển dịch nguồn lực kinh doanh để tiếp cận hành vi mới của người tiêu dùng. Ví dụ, Masan đã phát triển một thương hiệu giá cả phải chăng mới (tên là Beng's) cho những khách hàng có thu nhập bị ảnh hưởng bởi lạm phát cao.
- Về dài hạn, chúng tôi tin rằng ngành hàng tiêu dùng nhanh Việt Nam sẽ tăng trưởng bền vững, được hỗ trợ bởi 1) dân số Việt Nam gia tăng mặc dù ở mức khiêm tốn (khoảng 1% mỗi năm theo World Bank); 2) Những người dưới 40 tuổi – là những người ưa thích các sản phẩm FMCG nhiều hơn những nhóm người khác - chiếm hơn 60% tổng dân số Việt Nam. Với bản chất là hàng tiêu dùng thiết yếu, chúng tôi cho rằng vẫn còn dư địa tăng trưởng lớn để các nhà sản xuất FMCG khai thác trong tương lai. Mặt khác, mức tiêu thụ FMCG ngày càng tăng ở khu vực nông thôn cũng là một yếu tố sáng giá. Chúng tôi tin rằng những công ty có mạng lưới phân phối bao phủ cả nông thôn và thành thị sẽ có hiệu quả hoạt động tốt hơn các công ty cùng ngành.

Hình 8: Chỉ số hàng tồn kho của đồ ăn và đồ uống (% YoY)



Nguồn: World Bank, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Tổng dân số Việt Nam (triệu người, cột trái) và tỷ trọng của nhóm dưới 40 tuổi (%)



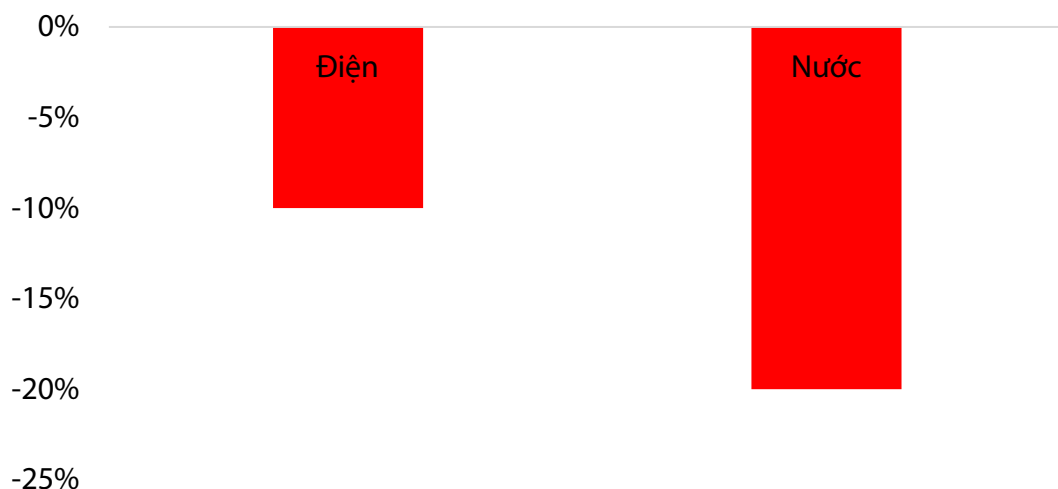
Nguồn: World Bank, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Chỉ số Baltic Dry (điểm)



Nguồn: Bloomberg, Rong Viet Securities

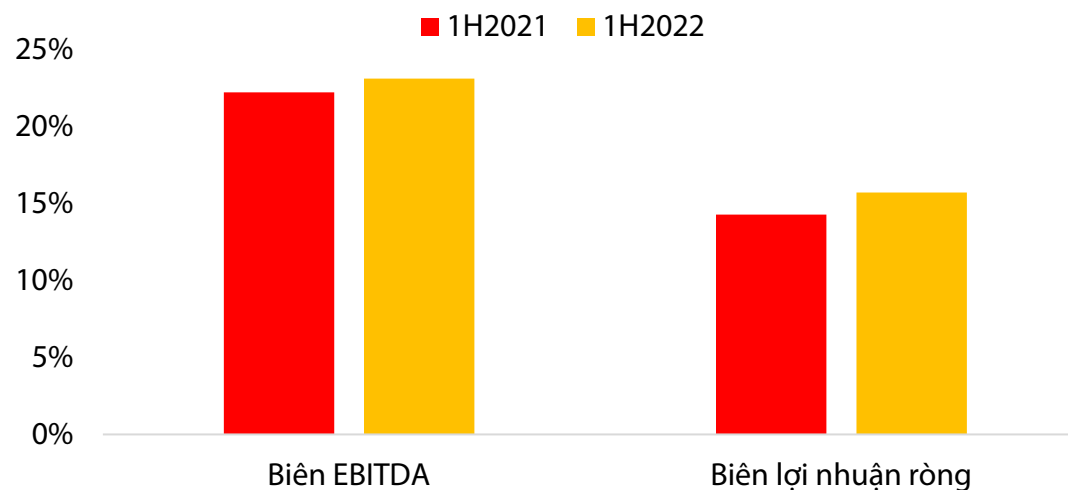
Hình 11: Sabeco nâng cấp quy trình sản xuất để tiết kiệm chi phí năng lượng (% YoY, 1H2022)



Nguồn: SAB, CTCK Rồng Việt

- Giá hàng hóa tăng là điều không thể tránh khỏi trong bối cảnh lạm phát chi phí đẩy và chuỗi cung ứng toàn cầu hỗn loạn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng tiêu cực này đã phản ánh vào KQKD 6T2022. Mặc dù giá cả hàng hóa vẫn đang giao dịch ở mức cao so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng nó đã cho thấy xu hướng giảm so với mức đỉnh của tháng 3/2022 (Hình 6). Hơn nữa, xu hướng giảm của Chỉ số Baltic Dry (BDI) cũng giúp giảm bớt áp lực chi phí gia tăng đối với nguyên liệu thô nhập khẩu như lúa mạch hoặc ngũ cốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng gánh nặng tăng chi phí sẽ giảm bớt kể từ nửa cuối năm 2022 trở đi. Ngày 11/08/2022, chỉ số giá hàng hóa cơ bản của nông nghiệp và chăn nuôi toàn cầu là 102,6 USD (+2,2% MoM; +15,1% YoY). Trong cùng kỳ, chỉ số BDI là 1.556 điểm (+2,2% MoM; -56,4% YoY).
- Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các nhà sản xuất FMCG sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động để giảm thiểu áp lực lạm phát bằng cách tiết kiệm chi phí (ví dụ: chi phí bán hàng & quản lý) và tối ưu hóa giá bán và khuyến mại, do đó nâng cao lợi nhuận.

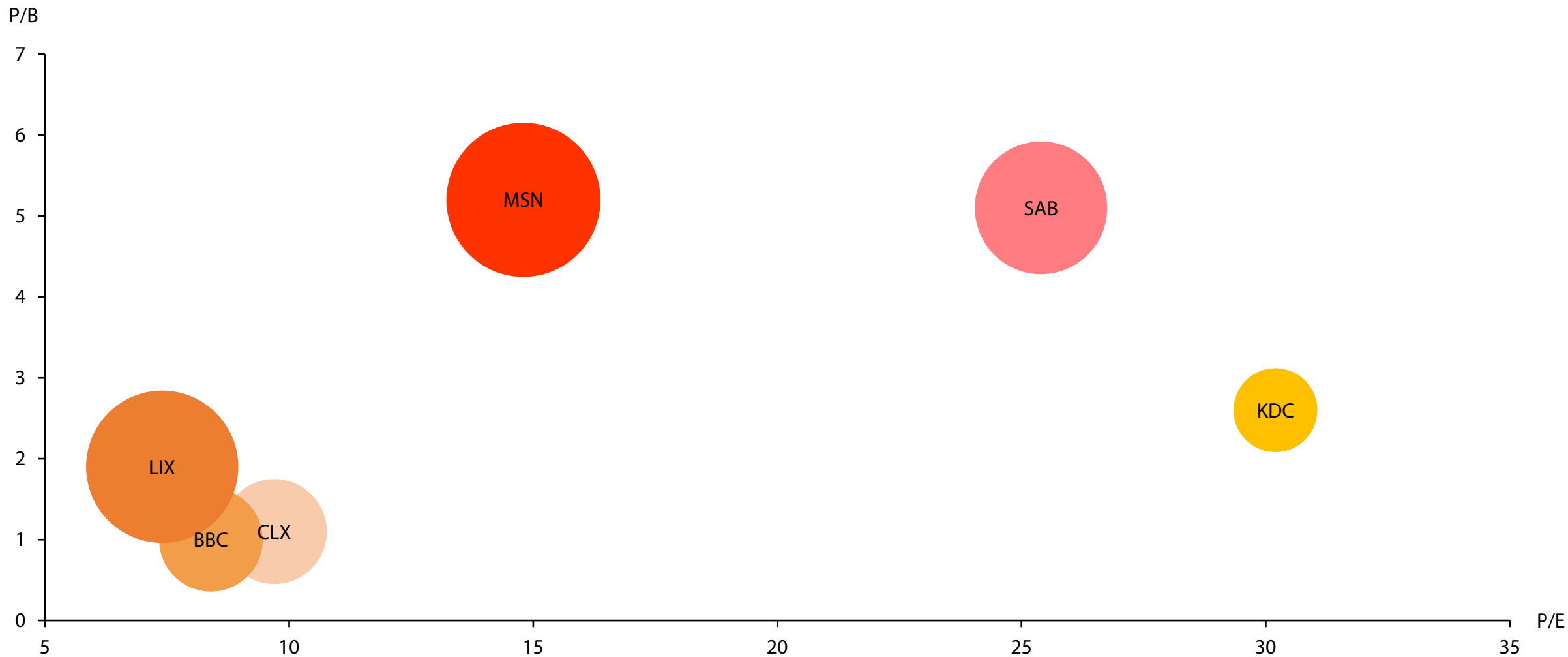
Hình 12: CTCP Hàng Tiêu Dùng Masan tối ưu hóa giá bán và khuyến mại để nâng cao tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: MCH, Rong Viet Securities

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
MSN	154.474	112.800	0,5	50,7	13,1	7,7	384,9	12,2	8,3	40,2	0,8	15,1	5,2
SAB	119.278	N/A	2,1	0,7	18,5	16,6	-3,8	15,5	15,3	21,0	1,3	26,5	5,1
KDC	17.110	N/A	25,3	23,0	8,1	5,8	10,9	4,6	4,1	8,8	1,7	30,4	2,5
CLX	1.732	N/A	-9,5	-32,3	27,0	17,1	11,3	36,5	7,8	12,1	0	10,7	1,2
BBC	1.260	N/A	-18,3	35,6	13,0	0,3	170,9	13,0	9,2	12,0	1,5	8,8	0,9
LIX	1.442	N/A	-2,6	-12,7	10,2	8,2	-2,6	7,5	17,0	27,8	6,8	7,6	1,9

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

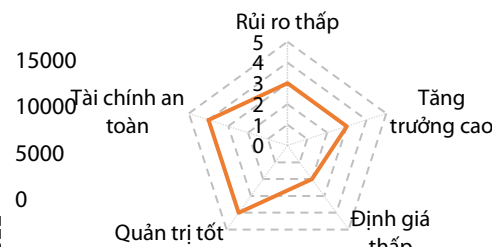
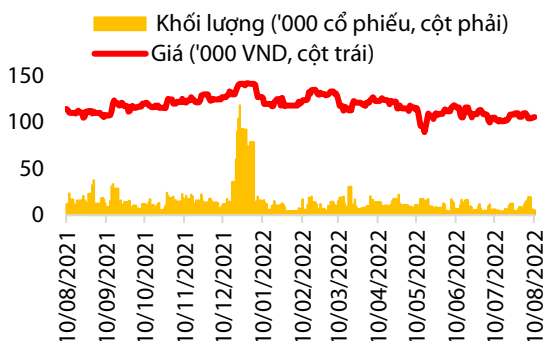


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: +7%

<GHT: 105.800>

<GMT: 112.800>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ VND)	156.630
SLCPĐLH (triệu cp)	1.424
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	883
GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)	95
SH NĐTNN còn lại (%)	20,3
BĐ giá 52 tuần ('000 VND)	85,7 – 145,8

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	88.629	85.535	95.701
LNST	8.563	4.661	5.284
ROA (%)	3,0	4,9	5,2
ROE (%)	15,6	17,5	16,4
EPS (đồng)	7.269	5.277	8.840
GTSS (đồng)	27.796	26.713	31.074
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	0
P/E (x) (*)	14,5	20,0	11,9
P/B (x) (*)	3,8	3,9	3,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng năm 2022: KQKD biến động do không hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi (MNS Feed).

- Doanh thu hợp nhất năm 2022 và LNST công ty mẹ của MSN dự kiến lần lượt là 85,5 nghìn tỷ đồng (hay 3.719 triệu USD, -3,5% YoY) và 4,7 nghìn tỷ VND (203 triệu USD, -27,7% YoY), do không hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi. Không bao gồm MNS Feed, tăng trưởng doanh thu và LNST công ty mẹ được dự báo lần lượt là +15,3% YoY và +63% YoY. Động lực chính đến từ MSR tăng trưởng mạnh; và cải thiện biên EBITDA của WCM. Chúng tôi tin rằng giai đoạn 2021-2022 là giai đoạn chuyển tiếp của MSN, sau đó, công ty sẽ nâng cấp mô hình kinh doanh của mình lên một tầm cao mới - Công ty công nghệ tiêu dùng.

Mô hình kinh doanh đa ngành giúp thúc đẩy tăng trưởng thu nhập qua các chu kỳ kinh tế khác nhau trong dài hạn.

- MSN sở hữu mô hình kinh doanh đa ngành, từ FMCG (MCH, VCF và NET), nhà sản xuất đạm động vật (MML), nhà bán lẻ hiện đại (WCM), đến nhà sản xuất khoáng sản (MHT - còn được gọi là MSR). Ngoài ra, MSN còn điều hành một công ty con về công nghệ (Onemount) và sở hữu 19,9% tổng vốn điều lệ của Techcombank (TCB). Nhờ thế, các nguồn thu nhập của MSN không chỉ hỗ trợ lẫn nhau mà còn giảm rủi ro thu nhập bị biến động theo các chu kỳ kinh tế khác nhau trong dài hạn. Mặt khác, TCB là một vũ khí khác hỗ trợ MSN huy động vốn bên ngoài.

Chiến lược M&A để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn.

- MSN đang trên đường hoàn thiện hệ sinh thái của mình thông qua chiến lược M&A, bằng chứng là hiệu quả kinh doanh cao qua các thương vụ M&A trong lịch sử. Kết quả kinh doanh của MSN được dự kiến sẽ là sự kết hợp giữa tăng trưởng cốt lõi (thông qua sự tăng trưởng của các doanh nghiệp tiềm năng như MCH, MML hoặc WCM) và các thương vụ M&A - cái sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao hơn.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc mở rộng chuỗi Winmart có thể khiến WCM phải chịu chi phí bán hàng cao hơn. Trong trường hợp WCM không thể quản lý chi phí một cách hiệu quả, công ty sẽ ghi nhận khoảng lỗ.
- MSR đang thu ít lợi nhuận hơn trên số vốn đầu tư lớn. Tăng trưởng năm 2021-2022 của MSR được thúc đẩy bằng tăng giá Vonfram và giảm sản lượng từ Trung Quốc. Trong trường hợp Trung Quốc dỡ bỏ lệnh cấm vận, giá Vonfram sẽ giảm. Bên cạnh đó, MSR đã đầu tư vào Nyobolt Ltd., làm tăng thêm gánh nặng CAPEX trong tương lai. Do đó, MSN chịu rủi ro hệ thống từ việc đầu tư không hiệu quả vào MSR.

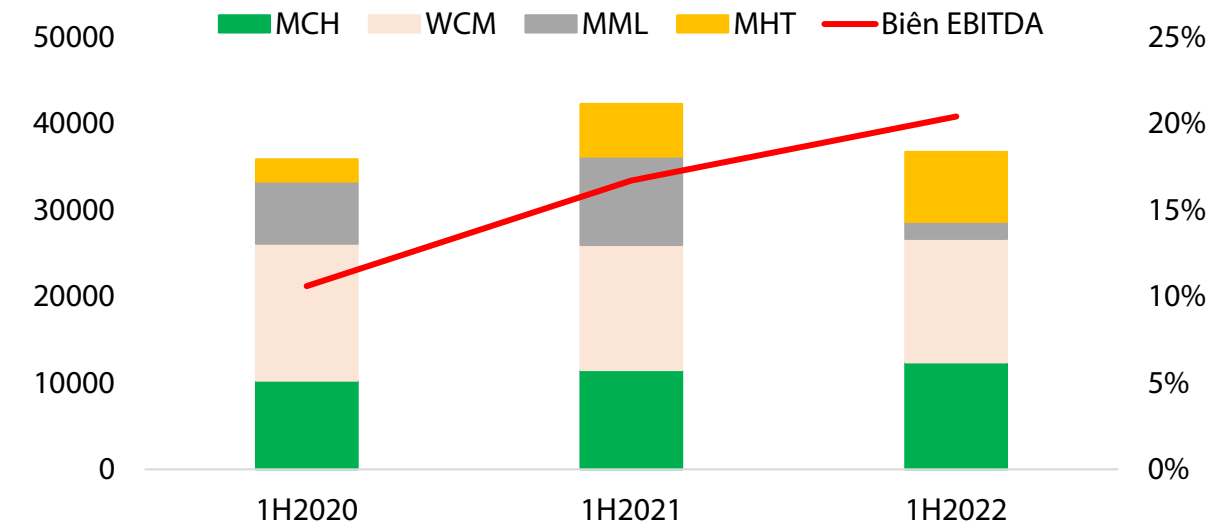
Doanh thu thuần 6T2022: Doanh thu thuần hợp nhất của MSN đạt 36.023 tỷ đồng (hay 1.566 triệu USD, -12,6% YoY), chủ yếu vì ngừng hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi. Nếu loại trừ doanh thu thức ăn chăn nuôi năm 2021 để so sánh tương đương, doanh thu thuần tăng +9,1% YoY trong 6T2022, nhờ tăng trưởng hai con số của Masan High-Tech Materials (MHT hoặc MSR).

LNST 6T2022: LNST công ty mẹ của MSN tăng +163% YoY trong 6T2022 lên 2.577 tỷ đồng (hay 112 triệu USD). Trụ cột chính là tỷ suất lợi nhuận của tất cả các mảng kinh doanh được cải thiện, ngoại trừ Masan MEATLife (MML). Đáng chú ý, tỷ suất lợi nhuận gộp của Wincommerce (WCM) cải thiện mạnh mẽ lên 22,6% trong 6T2022 từ 18,4% trong 6T2021. Theo MSN, họ kết hợp công nghệ để vận hành chuỗi Winmart giúp giảm điểm hòa vốn của WCM. Bên cạnh đó, tỷ trọng cao hơn của sản phẩm thực phẩm tươi sống (~27%, +10 bps YoY) và MCH trong các cửa hàng cũng củng cố tỷ suất lợi nhuận gộp.

Trong đó:

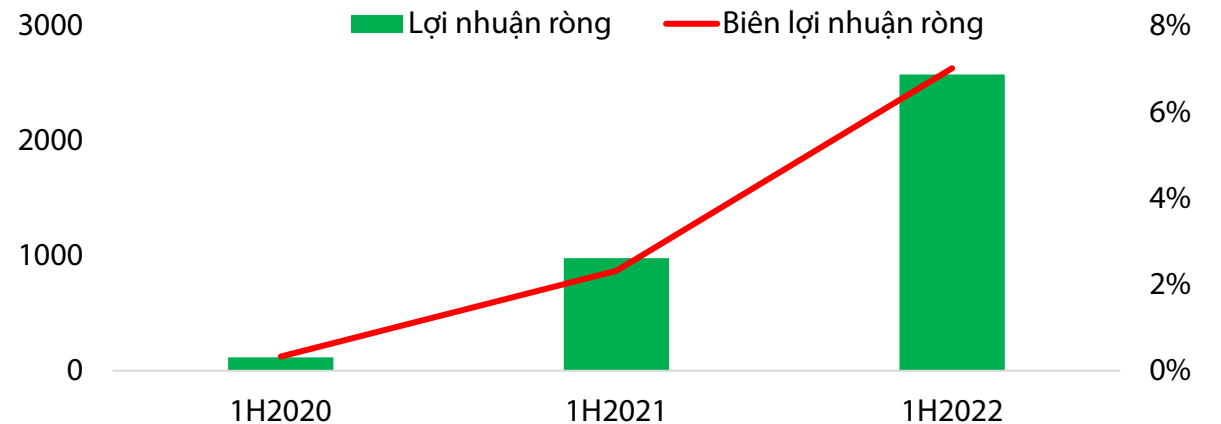
- MCH: Doanh số bán hàng tăng trưởng khiêm tốn do 1) mức nền cơ bản cao của hiệu ứng dự trữ trong quý 2/2021; và 2) sức mua của người tiêu dùng giảm khi lạm phát cao. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận vẫn được cải thiện do MCH đã tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý.
- WCM: Số lượng cửa hàng được tăng cường mở rộng từ đầu năm đến nay ("YTD"), mở thêm 306 cửa hàng mới trong 1H2022.
- MML: Giá thịt lợn giảm được bù lại bằng lượng tiêu thụ cao hơn. Tỷ suất lợi nhuận thấp hơn do không hợp nhất mảng thức ăn chăn nuôi.
- MSR: Được thúc đẩy bởi giá hàng hóa tăng cao và nhu cầu tăng nhờ hưởng lợi từ chính sách đóng cửa của Trung Quốc do đại dịch Covid-19.

Hình 1: Doanh thu 6T2022 (tỷ đồng, cột trái) và biên EBITDA (% , cột phải)



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Lợi nhuận ròng 6T2022 (tỷ đồng, cột trái) và biên lợi nhuận ròng (% , cột phải)

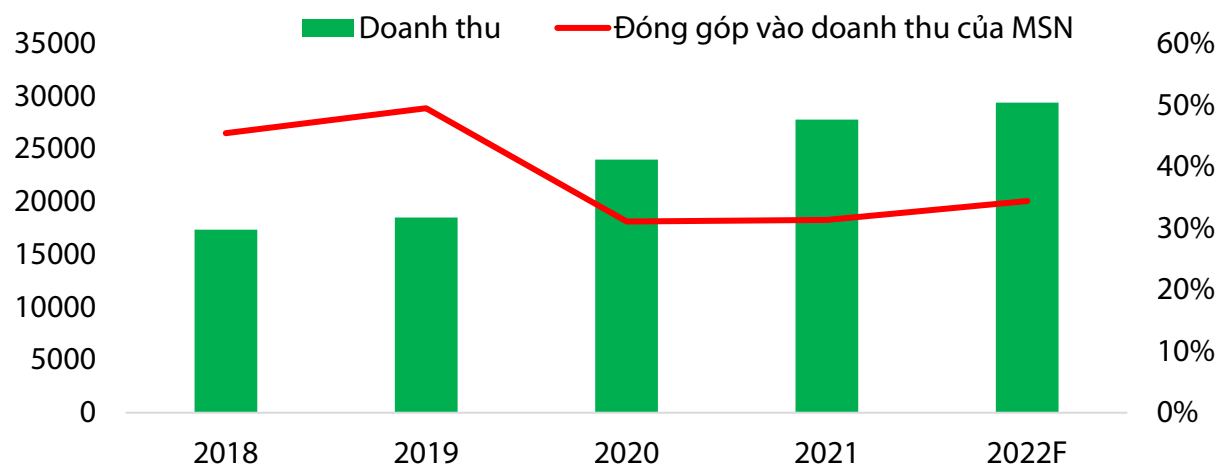


Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (BH&QLDN) để bù đắp cho tốc độ tăng trưởng chậm lại của doanh số bán hàng

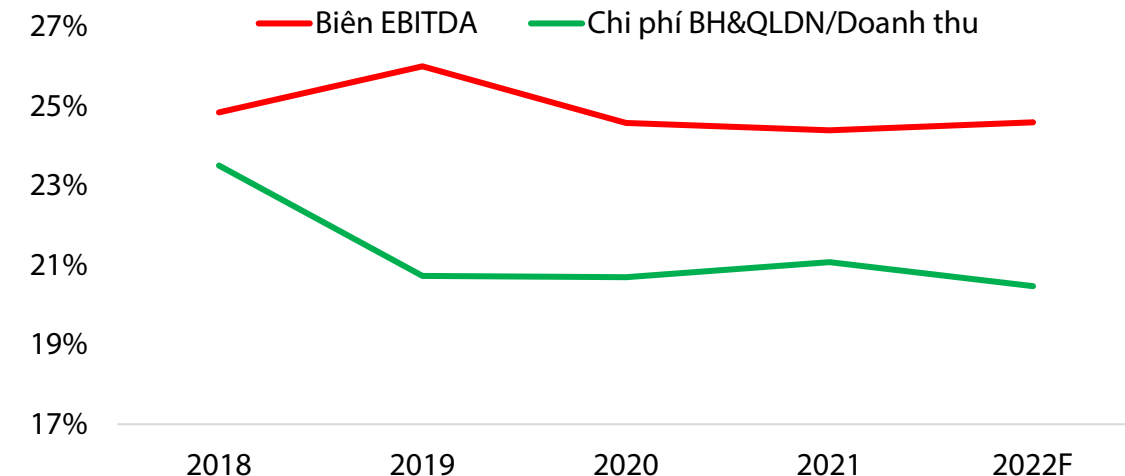
- Doanh số MCH dự kiến đạt 29,4 nghìn tỷ đồng (hoặc 1,279 triệu USD, +5,9% YoY) do tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng giảm trong bối cảnh lạm phát cao. Đối mặt với những thách thức của năm 2022, sự tăng trưởng doanh số tích cực vẫn được đảm bảo nhờ MCH là công ty FMCG đầu ngành ở Việt Nam sở hữu số lượng SKUs lớn nhất. Bên cạnh đó, sự tích hợp với chuỗi bán lẻ Winmart cũng giúp MCH có thể nắm bắt được mọi nhu cầu về thực phẩm và đồ uống của người tiêu dùng.
- Biên lợi nhuận của MCH được kỳ vọng sẽ cải thiện, do 1) giá bán cao hơn; 2) danh mục sản phẩm đa dạng (từ cao cấp tới bình dân) bù đắp cho chi phí đầu vào tăng cao; và 3) tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp. Trên thực tế, tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 và biên EBITDA của MCH lần lượt là 40,2% (+60 bps YoY) và 23,1% (+80 bps YoY).
- MCH được kỳ vọng tiếp tục là trụ cột chính đóng góp vào tổng kết quả kinh doanh của MSN, chiếm 34% tổng doanh thu thuần và 53% tổng lợi nhuận gộp.

Hình 3: Doanh thu của MCH (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (% , cột phải)



Nguồn: MCH, MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tỷ lệ chi phí BH&QLDN/doanh thu thuần và biên EBITDA của MCH (%)

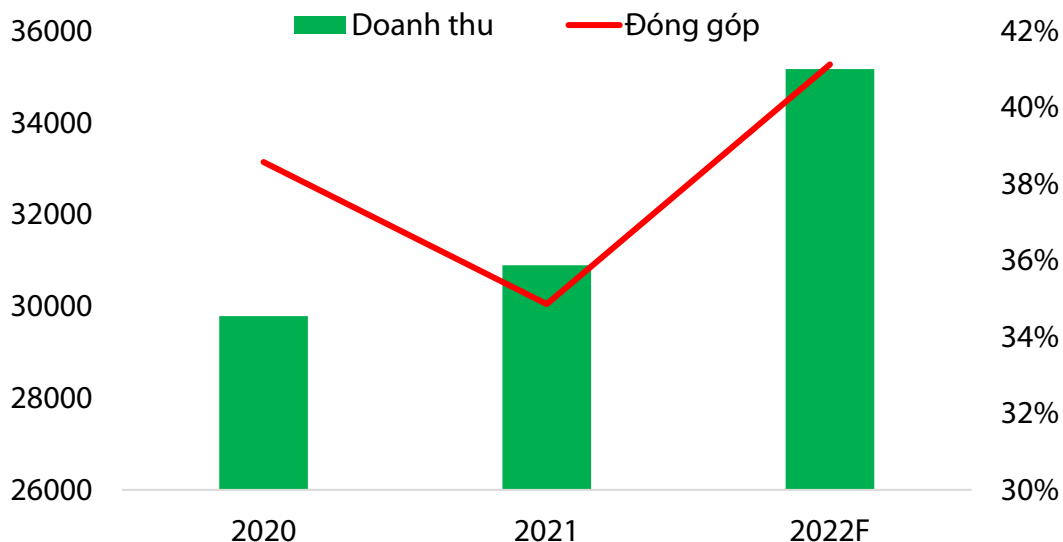


Nguồn: MCH, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận được cải thiện do MSN kết hợp công nghệ để vận hành chuỗi Winmart

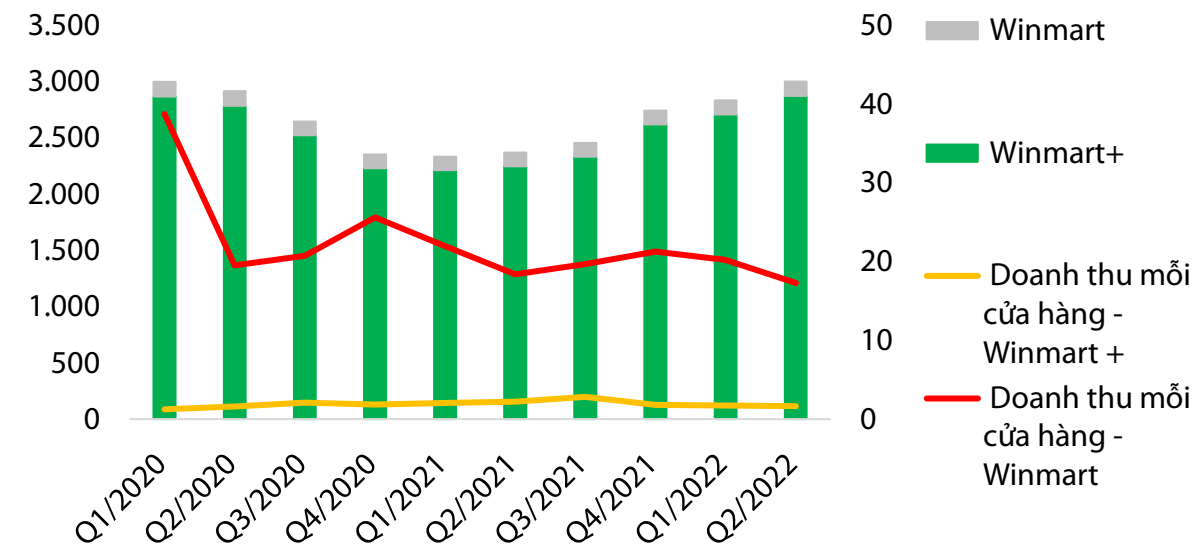
- Doanh thu năm 2022 tăng 13,9% YoY nhờ sự mở rộng tích cực của chuỗi Winmart. Sau khi tập trung vào tái cấu trúc chi phí để tìm ra hình thức bán lẻ hiệu quả hơn (ví dụ: chia phí thuê mặt bằng), cùng với việc kết hợp kỹ thuật để vận hành chuỗi Winmart, WCM có thể mở rộng quy mô chuỗi bán lẻ một cách mạnh mẽ trong khi vẫn duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định kể từ năm 2022. Mặc dù doanh thu 1H2022 của WCM cho thấy mức tăng trưởng âm khiếm tốn do lượng người đến cửa hàng giảm trong bối cảnh lạm phát cao, chúng tôi kỳ vọng việc tăng tốc mở rộng cửa hàng trong 2H2022 sẽ bù đắp cho sự sụt giảm này. Cụ thể, công ty sẽ mở thêm 800 cửa hàng mới trong 2H2022, nâng tổng số cửa hàng lên ~3.800 vào năm 2022, tương đương với mức tăng 39% YoY.
- Theo MSN, các cửa hàng mới có thể đạt điểm hòa vốn EBITDA sau 6 tháng-1 năm hoạt động. Do đó, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận 2H2022 của WCM sẽ tiếp tục được cải thiện, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận cả năm cao hơn so với kết quả kinh doanh năm 2021. Trên thực tế, tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 và tỷ suất lợi nhuận EBITDA của WCM tăng lên lần lượt là 22,6% (+420 bps YoY) và 2,2% (+ 10 bps YoY).

Hình 5: Doanh thu của WCM (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (%)



Nguồn: MSN, WCM, CTCK Rong Việt

Hình 6: Số lượng cửa hàng của WCM (cửa hàng, cột trái) và doanh thu trên mỗi cửa hàng (tỷ đồng, cột phải)

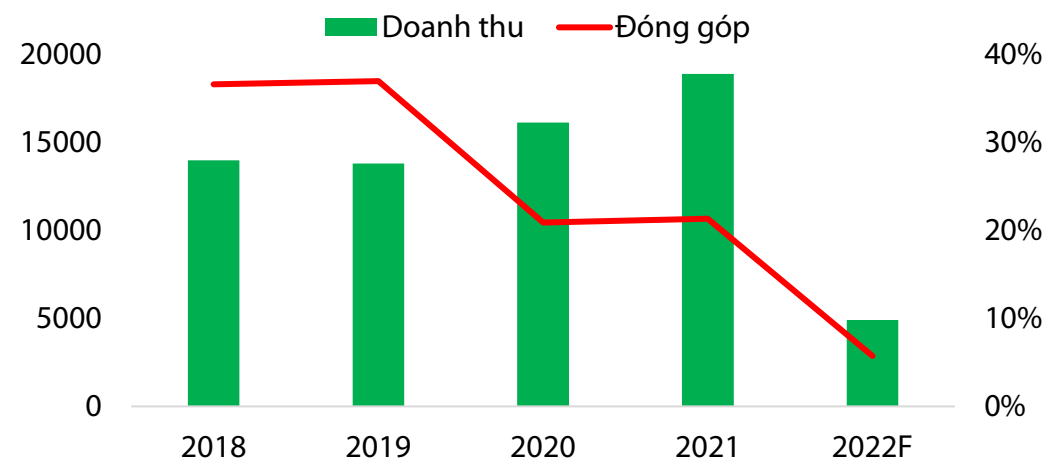


Nguồn: MSN, WCM, CTCK Rong Việt

Tăng trưởng doanh thu cốt lõi năm 2022 dự kiến đạt tỷ lệ một con số do giá thịt lợn giảm

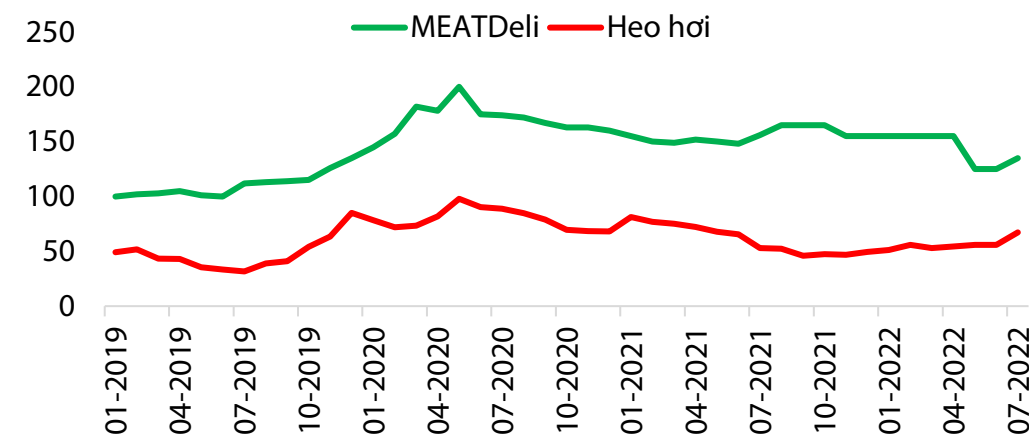
- Doanh thu MML dự kiến đạt 4.902 tỷ đồng (hay 213 triệu USD, -74,1% YoY). Sự tăng trưởng âm do không hợp nhất MNS Feed. Loại trừ MNS Feed, tăng trưởng doanh thu cốt lõi được dự báo đạt +9,3% YoY. Mặc dù doanh thu 6T2022 của MML giảm -6,1% YoY do giá thịt lợn giảm, nhưng sản lượng tiêu thụ cao hơn là một tín hiệu tích cực trong bối cảnh áp lực lạm phát tác động tiêu cực đến ví tiền của người tiêu dùng. Sau khi bán MNS Feed và thành công đánh dấu thương hiệu thịt lợn MEATDeli vào tâm trí người tiêu dùng, cùng với độ phủ lớn hơn của kênh thương mại hiện đại (kênh phân phối chính của MML), thịt lợn MEATDeli đã có những khách hàng thân thiết. Do giá thịt lợn đã phục hồi vào tháng 7/2022, chúng tôi kỳ vọng rằng tác động tiêu cực của việc giảm giá thịt lợn sẽ được giảm bớt trong 2H2022.
- Ngoài ra, trong 2H2022, MML sẽ tung ra một thương hiệu thịt lợn mới có giá bán thấp hơn thịt lợn MEATDeli, thu hẹp khoảng cách giá với chợ truyền thống, với mục tiêu mở rộng cơ sở dữ liệu khách hàng. Bằng cách này, sản lượng bán hàng 2H2022 của MML dự kiến sẽ tiếp tục tăng.
- Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận năm 2022 được dự báo sẽ yếu do 1) giá thịt lợn giảm trong 1H2022; 2) thương hiệu thịt lợn không cao cấp mới sẽ làm giảm nhẹ tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn mặc dù tăng doanh số bán hàng; và 3) tăng giá thức ăn chăn nuôi. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận của mảng thịt gà (thương hiệu 3F) được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ giá gà và sản lượng tiêu thụ cao hơn, nhưng nó chỉ chiếm ~ 30% tổng doanh thu.

Hình 7: Doanh thu của WCM (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (%)



Nguồn: MSN, CTCK Rồng Việt

Hình 8: ASP của thịt heo MEATDeli và giá lợn hơi ('000 đồng / kg)

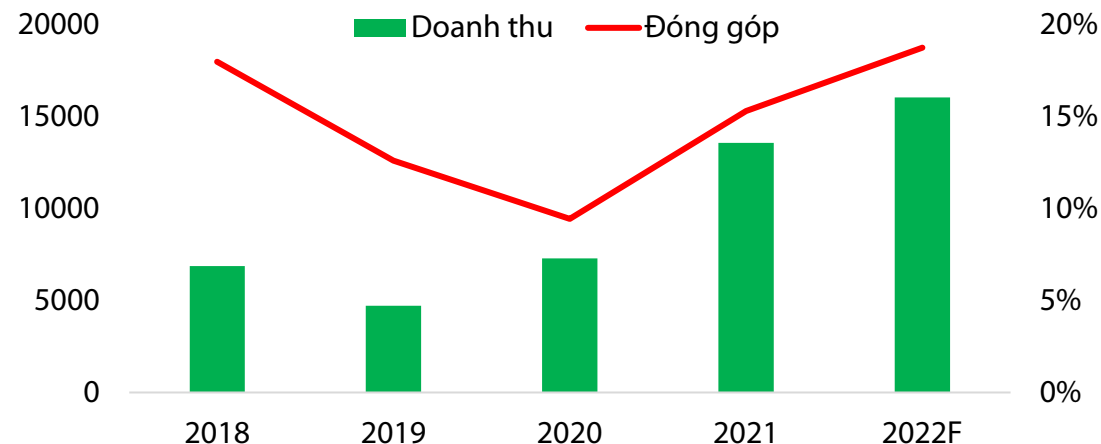


Nguồn: Vietnambiz, MSN, CTCK Rồng Việt

Giá Vonfram tăng thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ ở cả doanh thu và lợi nhuận

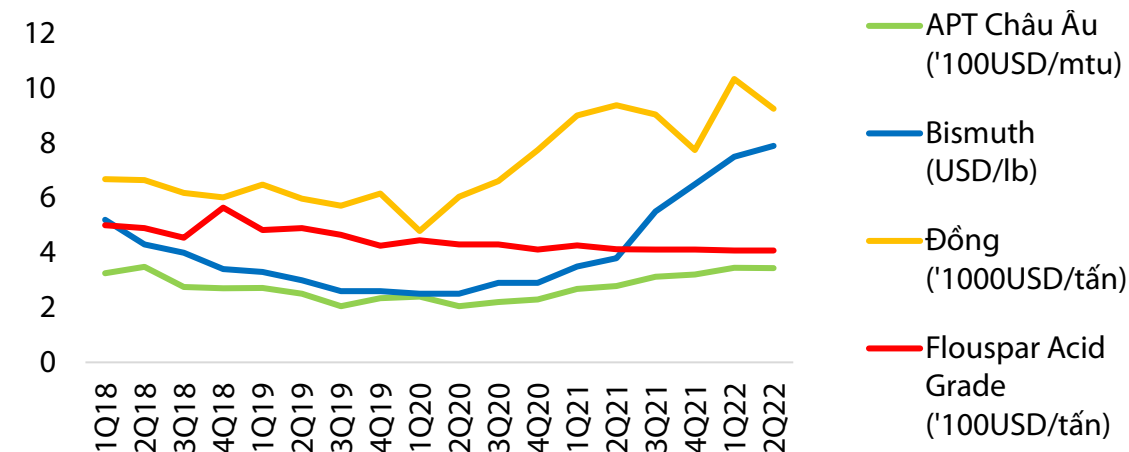
- Tăng trưởng doanh thu của MSR ước tính sẽ đạt +18,2% YoY lên 16 nghìn tỷ đồng (tương đương 697 triệu USD) vào năm 2022. Nhu cầu Vonfram dự kiến sẽ duy trì xu hướng tăng do nhu cầu chuyển đổi công nghệ ô tô từ xăng sang điện. Ngoài ra, sản lượng từ Trung Quốc giảm do chính sách Zero Covid-19 hỗ trợ tăng giá Vonfram cũng như tăng nhu cầu Vonfram từ Việt Nam.
- MSR đã đầu tư vào Nyobolt Ltd., - một công ty cung cấp giải pháp pin sạc nhanh, năng lượng cao, sử dụng vật liệu vonfram tiên tiến của MHT. Mặc dù khoản đầu tư này sẽ làm tăng gánh nặng CAPEX trong vài năm tới, nhưng nó chứa đựng tiềm năng tăng trưởng dài hạn khi các sản phẩm của Nyobolt được thị trường chấp nhận.
- Biên lợi nhuận năm 2022 của MSR dự kiến sẽ tiếp tục cải thiện do giá Vonfram tăng. Trên thực tế, tỷ suất lợi nhuận gộp 1H2022 và tỷ suất EBITDA của MSR lần lượt là 17,7% (+550 bps YoY) và 22,4% (+280 bps YoY). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng MSR chỉ được hưởng lợi thế này trong giai đoạn 2021-2022. Khi sự căng thẳng của đại dịch Covid-19 dịu đi và Trung Quốc dỡ bỏ chính sách phong tỏa, giá Vonfram sẽ giảm.
- Về dài hạn, MSR là điểm yếu của Masan. MSR tuy chiếm tỷ trọng lớn thứ ba trong tổng doanh thu (2021: 18,3%) của MSN nhưng lại đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tổng tài sản (2021: 33,3%) và tổng nợ phải trả (2021: 29,9%) của tập đoàn. Trong trường hợp giá Vonfram giảm, MSN chịu rủi ro hệ thống từ việc đầu tư kém hiệu quả.

Hình 9: Doanh thu của MSR (tỷ đồng, cột trái) và Đóng góp vào tổng doanh thu (% , cột phải)



Nguồn: MSR, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Giá kim loại theo quý



Nguồn: Industrial Minerals, MSN, CTCK Rồng Việt

Tổng các thành phần (SoTP)	FY2022F	Nhận xét
1) Masan Consumer (MCH)		Phương pháp DCF
Giá trị vốn cổ phần	99.095	
Quyền sở hữu của Masan	70,0	
Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (A)	69.367	16x áp dụng cho bội số PE
2) Masan MEATLife (MML)		Phương pháp EV/EBITDA
Giá trị vốn cổ phần	8.827	
Quyền sở hữu của Masan	87,8	
Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (B)	7.750	Bội số EV/EBITDA cùng ngành = 12,5
3) Masan High-tech Materials (MSR)		Phương pháp EV/EBITDA
Giá trị vốn cổ phần	61.334	
Quyền sở hữu của Masan	99,9	
Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (C)	61.272	Bội số EV/EBITDA cùng ngành = 7,4
4) WinCommerce (WCM)		Phương pháp P/S
Giá trị vốn cổ phần	42.075	
Quyền sở hữu của Masan	68,6	
Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (D)	28.863	Bội số P/S = 1,2
5) Phuc Long Heritage		
Giá trị vốn cổ phần	8.201	
Quyền sở hữu của Masan	51,0	Bội số P/E = 15
Giá trị vốn chủ sở hữu thuộc về Masan Group (E)	4.182	
6) Giá trị đầu tư dài hạn		
Techcombank (TCB)	7.812	
Đầu tư dài hạn khác	945	Phương pháp DCF + P/B
Giá trị vốn chủ sở hữu của Masan Group (F)	8.757	
7) Tài sản ròng khác (F)	(19.541)	
Giá trị vốn cổ phần (A) + (B) + (C) + (D) + (E) + (F) + (G)	160.651	
Cổ phiếu phổ thông đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.424	
Giá mục tiêu	112.800	FY2022
Tỷ suất sinh lời hàng năm (%)	7	
Lợi suất cổ tức kỳ vọng	-	
Tổng lợi nhuận kỳ vọng (%)	7	FY2022

Nguồn: CTCK Rong Việt; Tỷ đồng

Trong năm 2022, chúng tôi dự đoán

- MCH sẽ duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận hai con số ở mức thấp, mặc dù doanh thu tăng trưởng khiêm tốn do công ty tối ưu hóa chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trong bối cảnh lạm phát cao.
- WCM sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu hai con số nhờ chiến lược mở rộng chuỗi cửa hàng, mặc dù vẫn ghi nhận lỗ ròng trong giai đoạn đầu.
- MML sẽ có KQKD kém do ngừng hợp nhất MNS Feed và giá thịt lợn giảm.
- MSR sẽ dẫn dắt tăng trưởng cho toàn tập đoàn.
- Dựa trên định giá SoTP, chúng tôi định giá MSN ở mức **112.800 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu MSN với tổng mức sinh lời kỳ vọng **+7%**.

NGÀNH SỮA

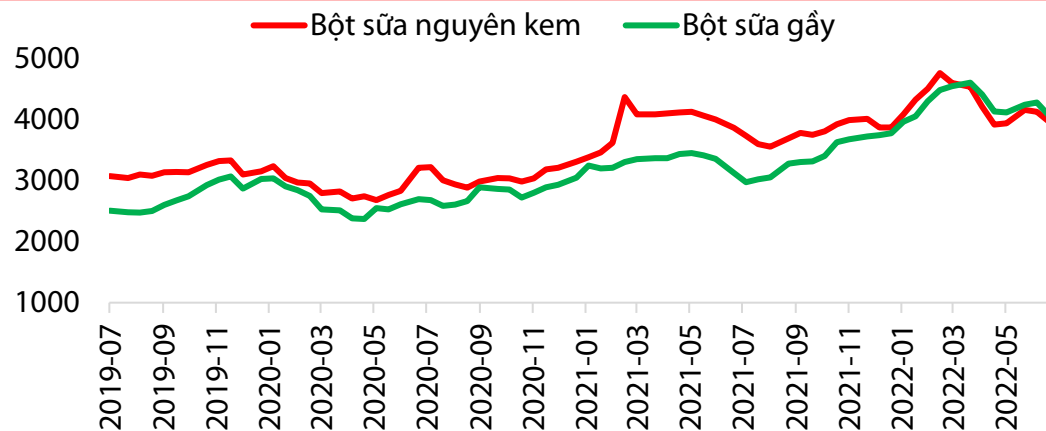
NHU CẦU QUAY VỀ MỨC BÌNH THƯỜNG TRONG 2H2022



Nguyễn Thị Ngọc An – an.ntn@vdsc.com.vn

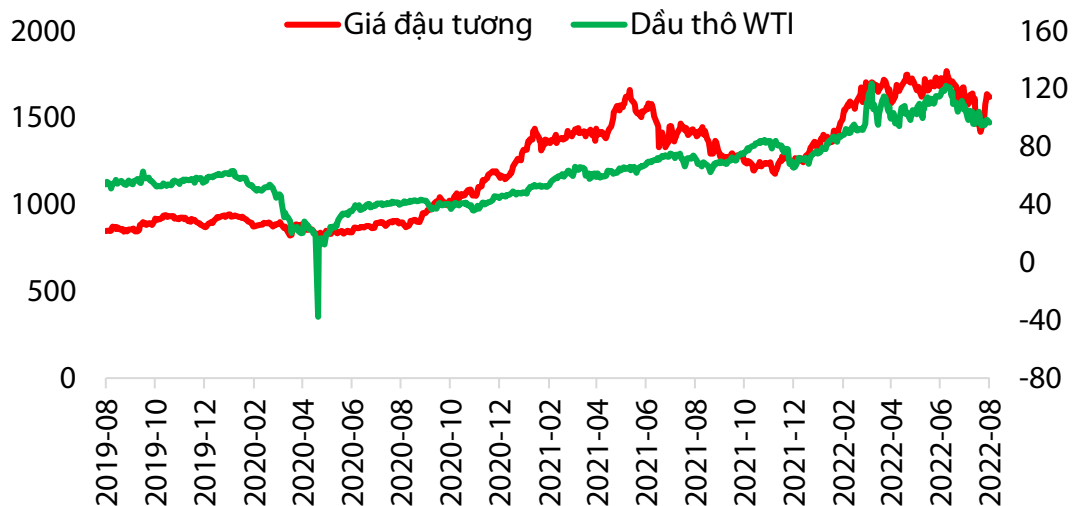


Hình 1: Giá sữa bột nguyên kem và sữa bột gầy (USD/MT)



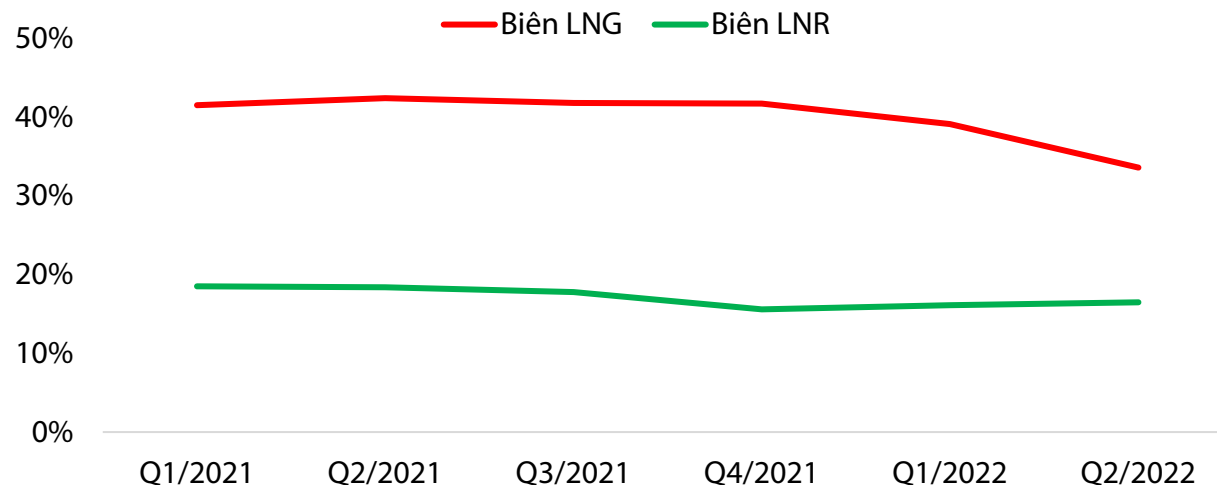
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá dầu thô (USD/Bbl, cột phải) và đậu tương (USD/Bu)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

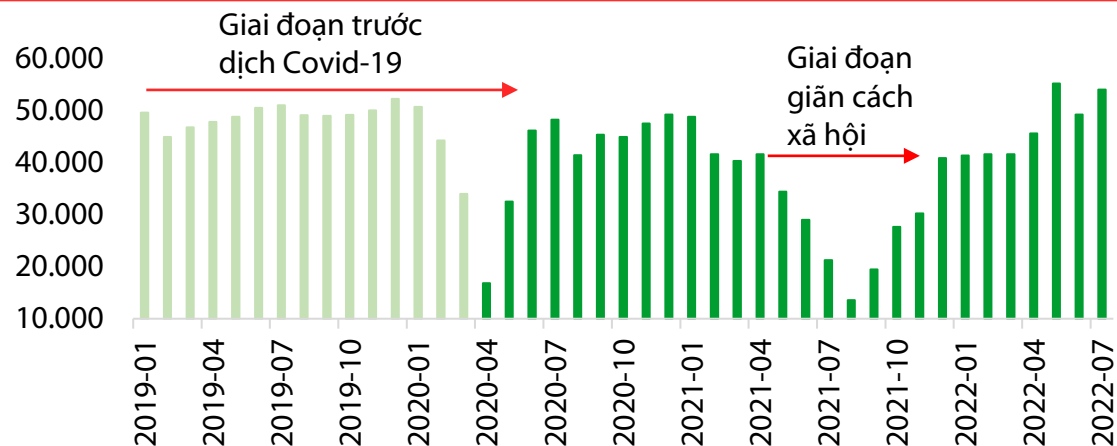
Hình 3: Biên LNG (%) và biên LNR (%) của các nhà sản xuất sữa niêm yết



Nguồn: VNM, MCM, IDP, QNS, CTCK Rồng Việt

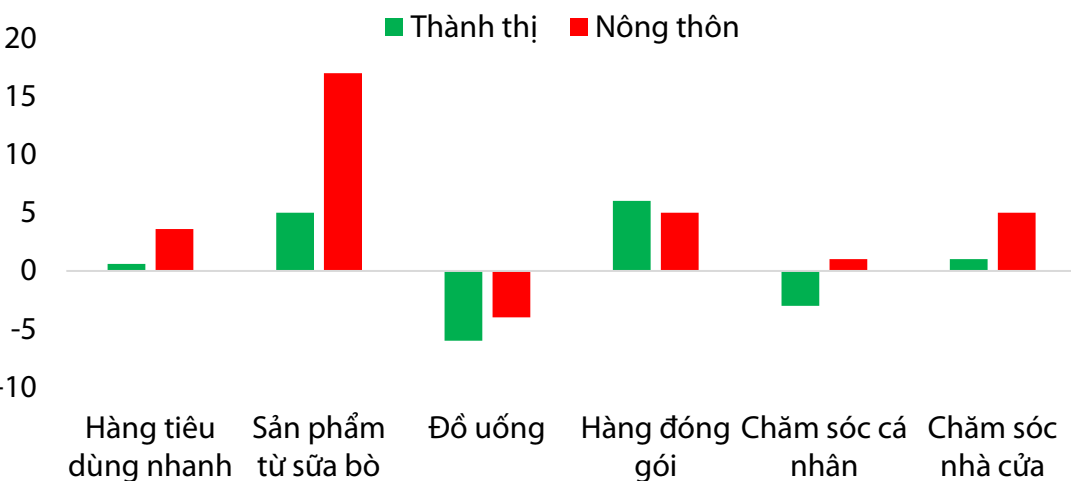
- Lạm phát giá bột sữa nguyên liệu bắt đầu vào giữa năm 2020 đến tháng 03/2022 chủ yếu do giá thức ăn chăn nuôi tăng, số lượng bò sữa giảm cũng như nhu cầu sữa tăng cao ở Trung Quốc. Tháng 3/2022, giá bột sữa nguyên kem đạt đỉnh là 4.757 USD / tấn (+9,0% YoY). Trong khi đó, giá bán trung bình quý 01/2022 của các sản phẩm sữa chỉ tăng +4% YoY, theo Kantar Worldpanel. Chi phí sản xuất tăng lên nhanh hơn so với giá bán trong 6T2022 do hàng tồn kho giá cao khiến tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa Việt Nam bị thu hẹp.
- Tương tự, hiệu suất kinh doanh của các nhà sản xuất sữa từ thực vật cũng bị ảnh hưởng bởi giá hàng hóa tăng mạnh như đậu tương hoặc đường. Căng thẳng Nga - Ukraine không chỉ hạn chế nguồn cung các sản phẩm ngũ cốc mà còn đẩy giá dầu thô lên cao, dẫn đến lạm phát giá hàng hóa toàn cầu trong 6T2022. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sữa thực vật như CTCP Đường Quảng Ngãi (Upcom: QNS) bị giảm.

Hình 4: Doanh thu bán lẻ lưu trú và ăn uống (tỷ đồng)



Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

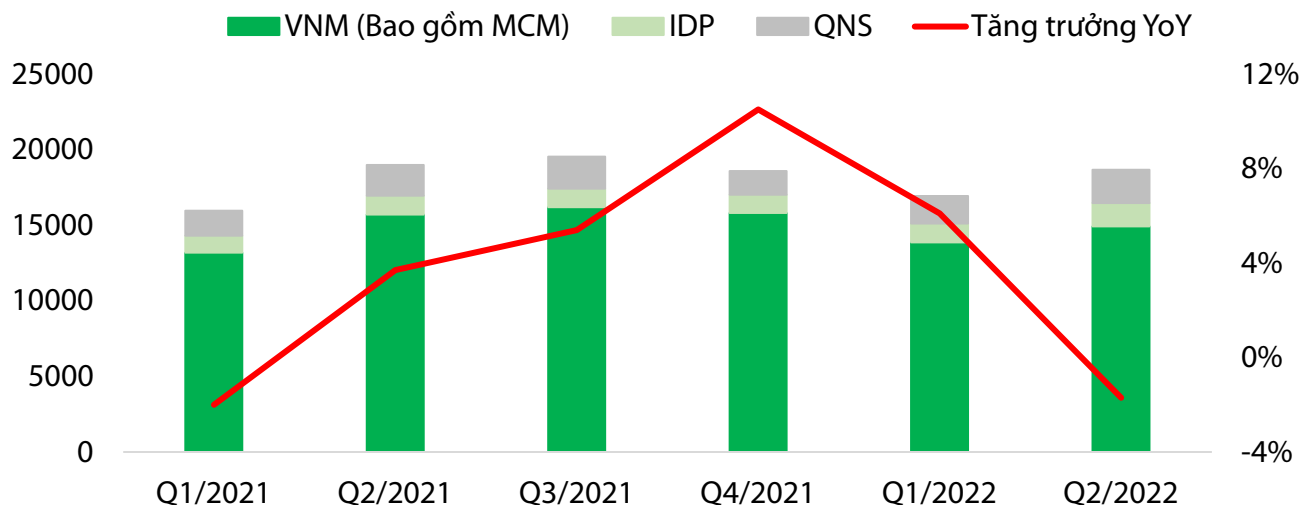
Hình 5: Thay đổi giá trị tiêu thụ sữa trong Quý 1/2022 (% YoY)



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

- Tiêu thụ sữa dự kiến sẽ trở lại mức bình thường trong 2H2022 sau khi phục hồi nhẹ trong 1H2022. Nguyên nhân chính là 1) tăng các hoạt động ngoài trời, đặc biệt là kỳ nghỉ hè; 2) mùa tựu trường (kể từ tháng 9); và 3) người tiêu dùng quen với mức giá mới.
- Theo GSO, doanh thu bán lẻ lưu trú và ăn uống của Việt Nam đạt dưới mức trước đại dịch trong 5T2022 và bắt đầu tăng mạnh kể từ tháng 7/2022 (Hình 4). Ngoài ra, theo Kantar Worldpanel, tiêu thụ sữa là một trong những phân khúc có mức tăng trưởng tích cực trong Q1/2022. Chúng tôi cho rằng người tiêu dùng đang ngày càng chi tiêu nhiều hơn vào các sản phẩm sữa với mục đích tăng cường hệ miễn dịch.
- Tuy nhiên, do áp lực lạm phát cao và giá bán tăng, sức mua trong 1H2022 vẫn chưa hồi phục mạnh. Do đó, chúng tôi tin rằng người tiêu dùng sẽ quen với mặt bằng giá mới trong 2H2022, cùng với nhu cầu sữa ngày càng tăng từ các trường học, khu công nghiệp và các hoạt động ngoài trời, sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trong nửa cuối năm 2022.

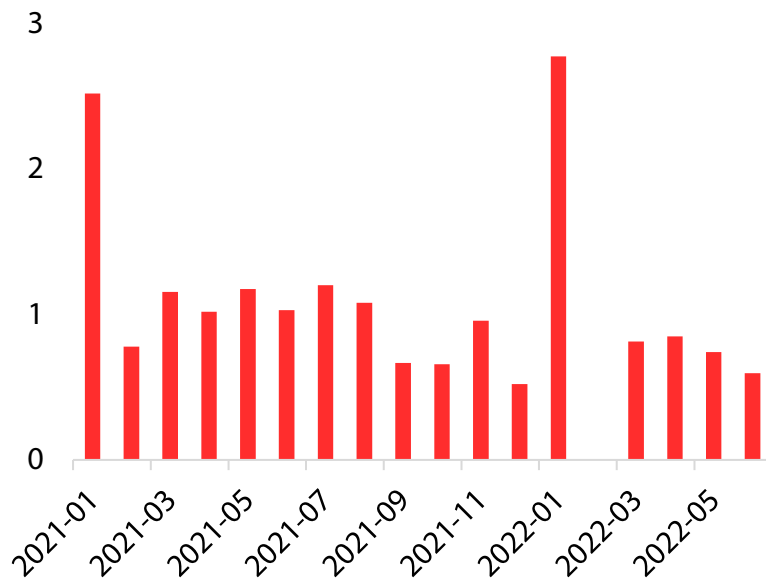
Hình 6: Doanh thu của các nhà sản xuất sữa niêm yết (tỷ đồng) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



Nguồn: VNM, IDP, QNS, CTCK Rồng Việt

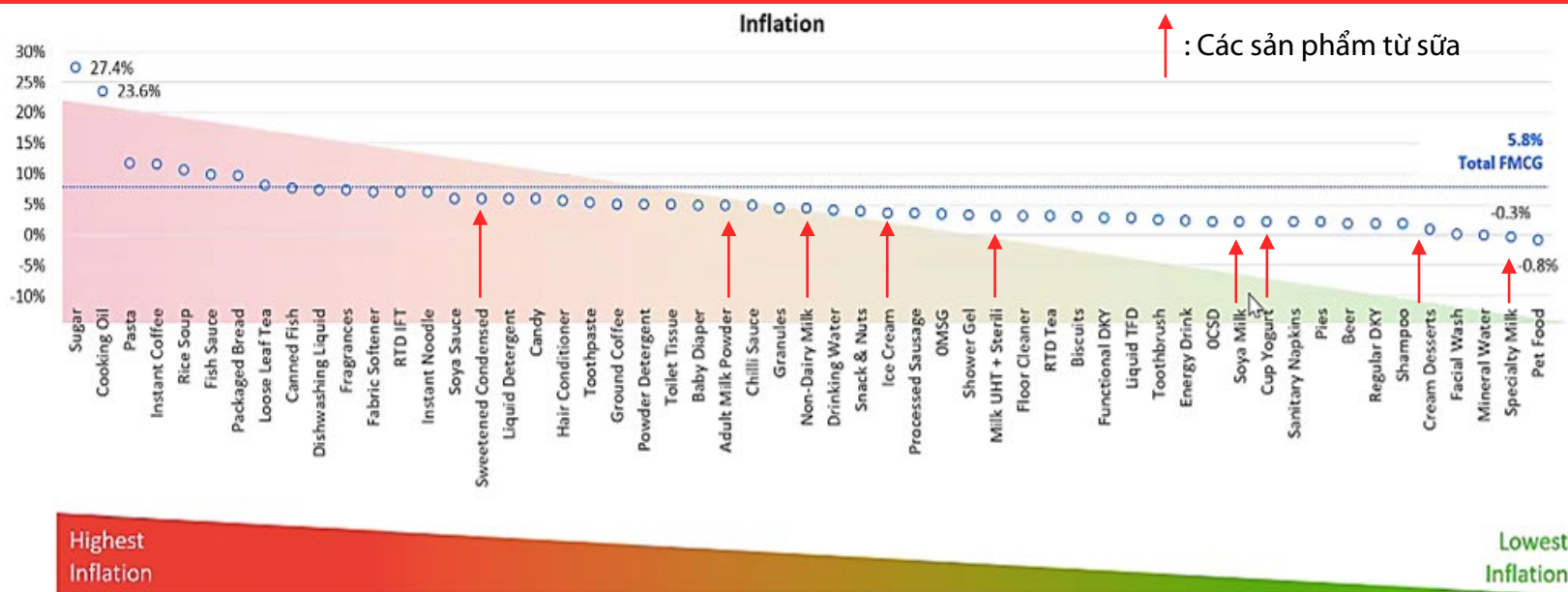
- Theo báo cáo của Rabobank, giá bột sữa nguyên liệu toàn cầu đã đạt đỉnh trong 1H2022, sau đó được kỳ vọng sẽ giảm dần. Nguyên nhân chính là Trung Quốc giảm nhập khẩu các mặt hàng sữa, bắt nguồn từ việc dự trữ hàng tồn kho nhiều và nhu cầu suy yếu do liên quan đến chính sách phong tỏa vì dịch Covid-19. Vào tháng 7/2022, giá bột sữa nguyên kem là 3.757 USD / tấn (+0,7% YoY; -8,9% MoM). Chúng tôi kỳ vọng giá bột sữa nguyên liệu sẽ giảm xuống mức thấp hơn năm ngoái vào cuối năm 2022, do đó, biên lợi nhuận 2H2022 sẽ được cải thiện.
- Ngược lại, giá các mặt hàng khác như đậu tương hay đường thô dự kiến sẽ tiếp tục ở mức cao. Chủ yếu do điều kiện thời tiết xấu trong 2H2022 ảnh hưởng đến nguồn cung toàn cầu. Do đó, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sữa thực vật được kỳ vọng sẽ không cải thiện nhiều như các công ty sản xuất sữa bò.
- Nhìn chung, các công ty sản xuất sữa (bao gồm sữa bò và sữa thực vật) đều đã chốt giá của các hợp đồng mua nguyên liệu trong quý 1/2022 cho đến quý 3/2022. Ngoài ra, mặc dù lạm phát cao, giá của các sản phẩm này chỉ tăng ở mức khiêm tốn và theo sau chi phí sản xuất tăng do bản chất của ngành hàng tiêu dùng thiết yếu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của các công ty này sẽ bắt đầu phục hồi kể từ quý 3/2022, sau đó tăng mạnh vào quý 4/2022 trở đi.

Hình 7: Nhập khẩu các mặt hàng sữa của Trung Quốc (tỷ tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

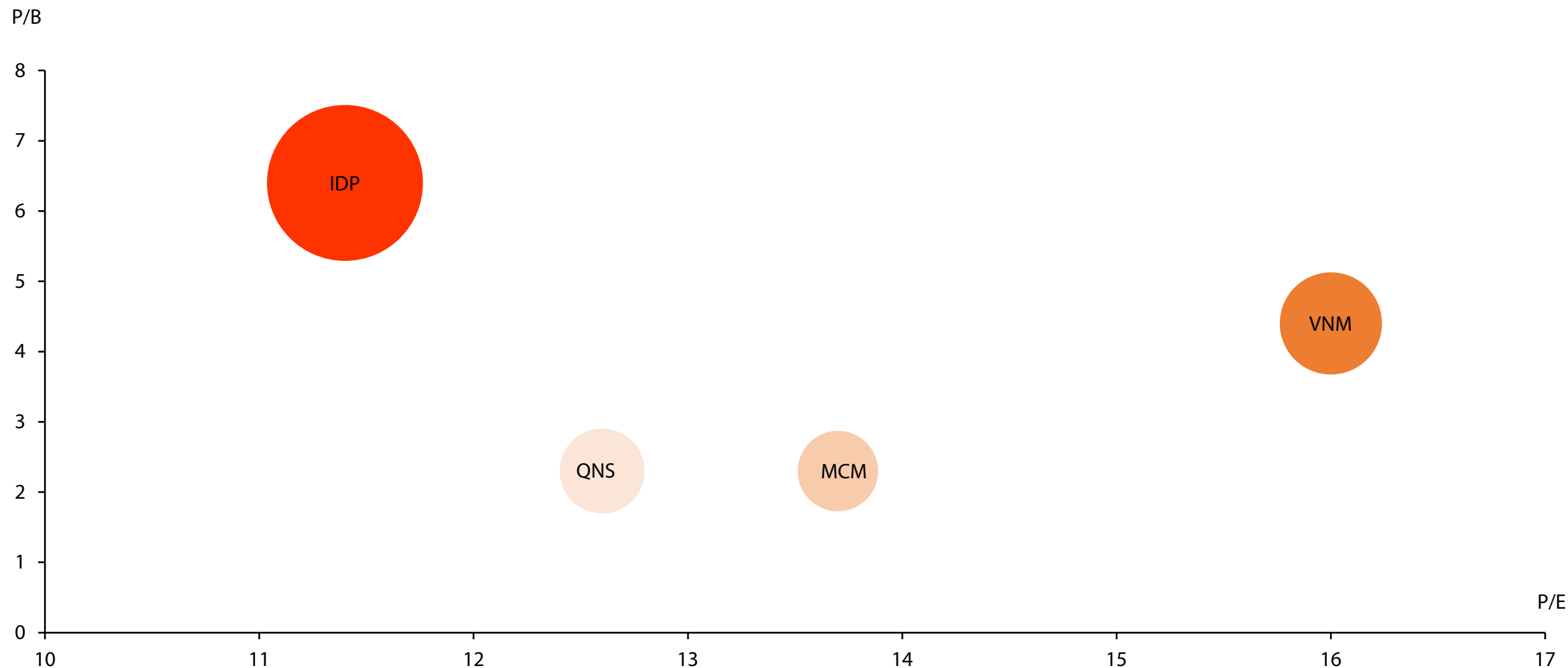
Hình 8: Lạm phát các mặt hàng ngành FMCG ở Việt Nam trong Q1/2022 (% YoY)



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
VNM	150.895	85.100	3,3%	-6,3%	21,5%	17,6%	-11,3%	15,6%	17,7%	25,8%	5,3%	17,8	4,4
MCM	4.862	N/A	3,6%	1,2%	10,9%	9,1%	13,7%	10,9%	17,2%	18,6%	3,3%	15,3	2,2
IDP	9.903	N/A	25,8%	84,5%	23,1%	-4,8%	64,0%	17,0%	32,1%	77,9%	2,6%	12,0	7,5
QNS	15.777	N/A	13,0%	9,5%	24,4%	45,3%	19,0%	17,1%	13,2%	18,1%	7,0%	10,7	1,9

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

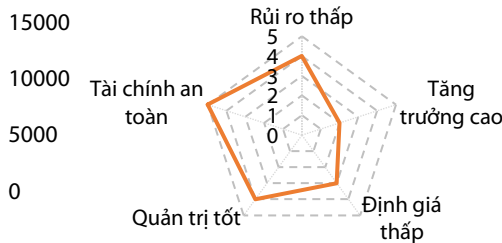
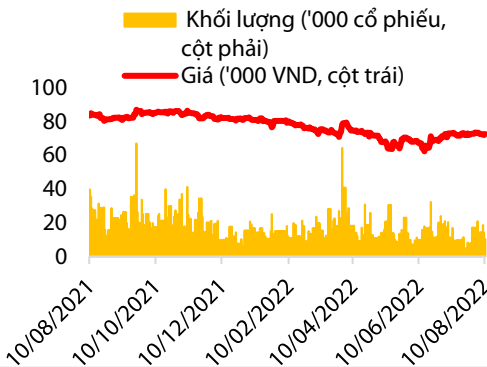


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%

<GHT: 72.500>

<GMT: 85.100>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ VND)	151.522
SLCPĐLH (triệu cp)	2.090
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	2.052
GTGDBQ 3 tháng (tỷ VND)	146
SH NHĐTNN còn lại (%)	45,4
BD giá 52 tuần ('000 VND)	64,5 – 92,4

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	60.919	65.136	69.669
LNST	10.532	10.301	11.415
ROA (%)	19,9	18,9	20,1
ROE (%)	31,8	30,2	31,4
EPS (đồng)	4.517	4.436	4.916
GTSS (đồng)	15.830	16.319	17.384
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.850	3.850	3.850
P/E (x) (*)	16,1	16,3	14,7
P/B (x) (*)	4,5	4,4	4,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng doanh số được kỳ vọng ra khỏi đáy kể từ năm 2022 nhờ chiến lược tái cấu trúc mạng lưới phân phối và tăng trưởng mạnh mẽ của các công ty con

- Doanh thu bán hàng năm 2022 dự báo đạt 65.136 tỷ đồng (tương đương 2.832 triệu USD, +6,0% YoY), chủ yếu nhờ vào tăng trưởng cao hai con số của các công ty con (Driftwood, Angkormilk và Mocchau Milk). Trong giai đoạn 2019-2021, VNM có tốc độ tăng trưởng doanh thu giảm dần từ 7% xuống 2%, do đó chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu của công ty sẽ ra khỏi đáy kể từ năm 2022.
- Tăng trưởng doanh số 2022-2026 dự kiến sẽ tăng dần. Trong 1H2022, VNM đã thực hiện chiến lược tái cấu trúc mạng lưới phân phối để nâng cao thị phần, trong đó quan tâm hơn đến các nhà phân phối kênh truyền thống (GT). Được hỗ trợ bởi điều này, chúng tôi tin rằng thị phần của VNM sẽ được củng cố mạnh mẽ hơn kể từ năm 2023 khi chiến lược tái cấu trúc có hiệu lực hoàn toàn, dẫn đến tăng trưởng tích cực về doanh số bán hàng của công ty mẹ. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng dư địa tăng trưởng của các công ty con của VNM sẽ tiếp tục còn lớn trong 3 năm tới vì họ sẽ tung ra nhiều SKUs hơn cũng như mở rộng cơ sở dữ liệu khách hàng.

Tỷ suất lợi nhuận ròng dự kiến sẽ phục hồi kể từ 2H2022 trở đi nhờ giá bán bình quân cao hơn và giá sữa nguyên liệu giảm

- LNST công ty mẹ 2022 dự kiến sẽ giảm -2,4% YoY xuống 10,3 nghìn tỷ đồng (hay 435 triệu USD) do hoạt động kinh doanh 6T2022 suy yếu. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM đã hồi phục nhẹ kể từ quý 2/2022 nhờ giá bán bình quân cao hơn trong khi chi phí sản xuất được cố định. Trong bối cảnh giá bột sữa nguyên liệu giảm và các hợp đồng bột sữa nguyên liệu mới sẽ được chốt trong Q4/2022, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của VNM sẽ tiếp tục cải thiện trong 2H2022 trở đi. Do đó, quý 2/2022 dự kiến sẽ là mức thấp nhất của biên lợi nhuận của VNM.

Dòng tiền mạnh và cơ cấu vốn khỏe tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng kinh doanh trong tương lai và chính sách cổ tức tiền mặt ổn định

- VNM có dòng tiền mạnh và cơ cấu vốn khỏe cái giúp công ty đủ năng lực để mở rộng hoạt động kinh doanh (ví dụ: M&A hoặc đầu tư vào lĩnh vực kinh doanh ngoài sữa) trong tương lai, hỗ trợ ROE tăng trong năm năm tới. Ngoài ra, lợi thế này còn giúp VNM duy trì chính sách cổ tức tiền mặt ổn định (~40% mệnh giá hàng năm), tạo ra một mức lợi nhuận ổn định cho các nhà đầu tư dài hạn.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Trung Quốc quay trở lại nhập khẩu một lượng lớn bột sữa nguyên liệu, từ đó khiến giá bột sữa nguyên liệu tăng mạnh.

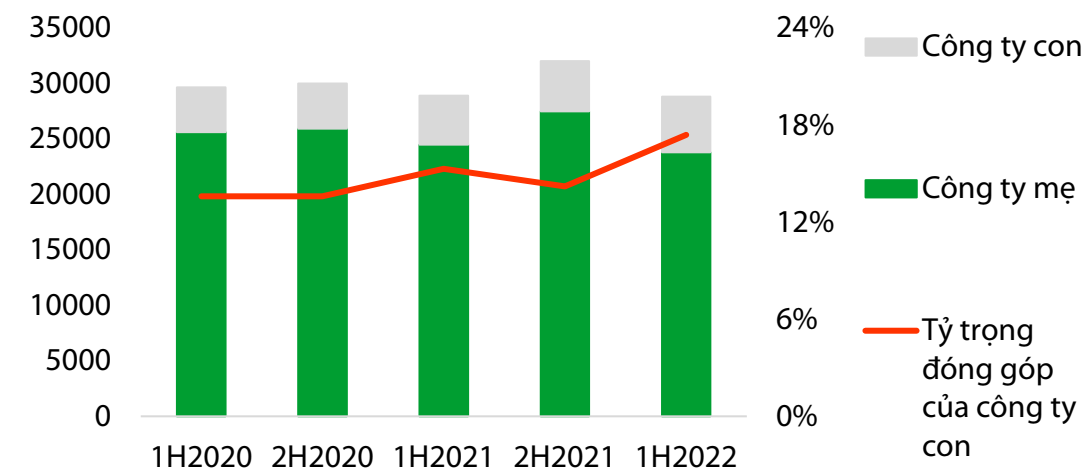
Vinamilk tái cấu trúc hệ thống phân phối trong 1H2022, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu công ty mẹ.

- Trong 1H2022 doanh thu từ công ty mẹ bị yếu, giảm -2,9% YoY đạt 23.781 tỷ đồng, kéo tổng doanh thu sụt giảm -0,3% YoY, tương đương mức 28.808 tỷ đồng. Nguyên nhân của sự sụt giảm đến từ việc tái cấu trúc hệ thống phân phối trong 1H2022 nhằm mục đích tăng thị phần tương lai, đặc biệt là phân khúc kênh phân phối truyền thống. Cụ thể, Vinamilk giảm mức chiết khấu tại một vài siêu thị có doanh số không hiệu quả, và tập trung đẩy doanh số tại các kênh phân phối truyền thống, đặc biệt tại vùng nông thôn. Chúng tôi kì vọng chiến lược này sẽ giúp VNM lấy lại thị phần và có tăng trưởng doanh thu tốt hơn trong 2H2022.
- Các công ty con: Tín hiệu khả quan trong kết quả kinh doanh 1H2022 của VNM là tất cả các công ty con đều ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu mạnh. Đáng chú ý, hai công ty con ở nước ngoài, bao gồm Driftwood (Hoa Kỳ) và Angkormilk (Campuchia), có mức tăng trưởng doanh thu cao hai chữ số, lần lượt là +40% YoY và +14% YoY.

Giá sữa bột nguyên liệu toàn cầu tăng, đẩy chi phí sản xuất tăng vọt khiến lợi nhuận ròng tăng trưởng âm trong 1H2022.

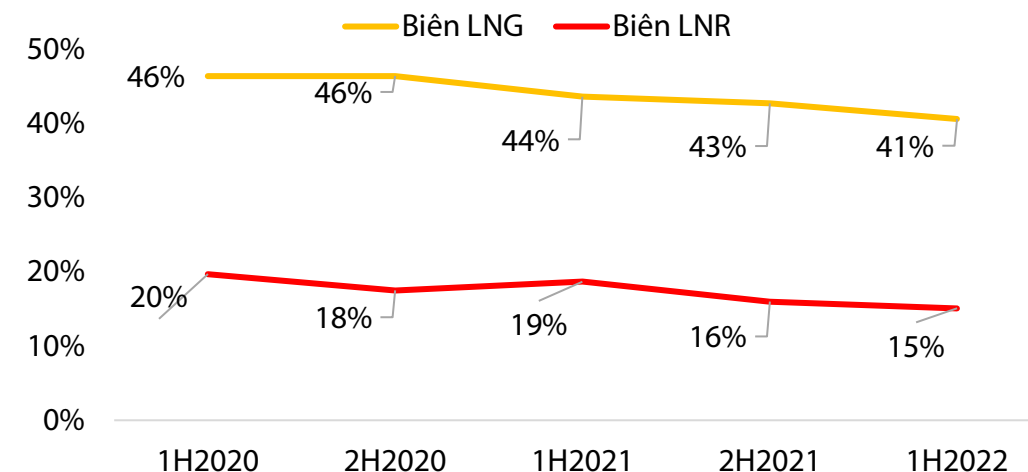
- Lợi nhuận gộp 6T2022 đạt 11.701 tỷ đồng (-7,2% YoY, 509 triệu USD), tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp 40,6% (-300 bps YoY). Giá bột sữa nguyên liệu tăng mạnh kể từ giữa năm 2020 cho đến tháng 3/2022 là yếu tố chính. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp quý 2/2022 là 40,7%, cao hơn 17 bps so với quý 1/2022 nhờ ASP cao hơn.
- LNST công ty mẹ 6T2022 là 4.384 tỷ đồng (-19,6% YoY, 191 triệu USD). Việc gia tăng cả chi phí liên quan đến chiến lược tái cơ cấu và chi phí logistic khiến lợi nhuận ròng giảm với tốc độ cao hơn doanh thu.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của VNM (tỷ đồng)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận ròng

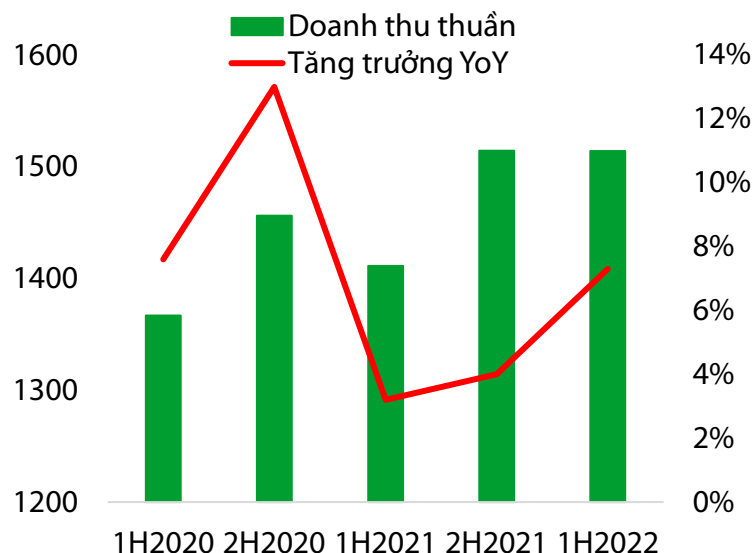


Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Doanh thu 2H2022 được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ nhờ tăng trưởng hai con số của các công ty con.

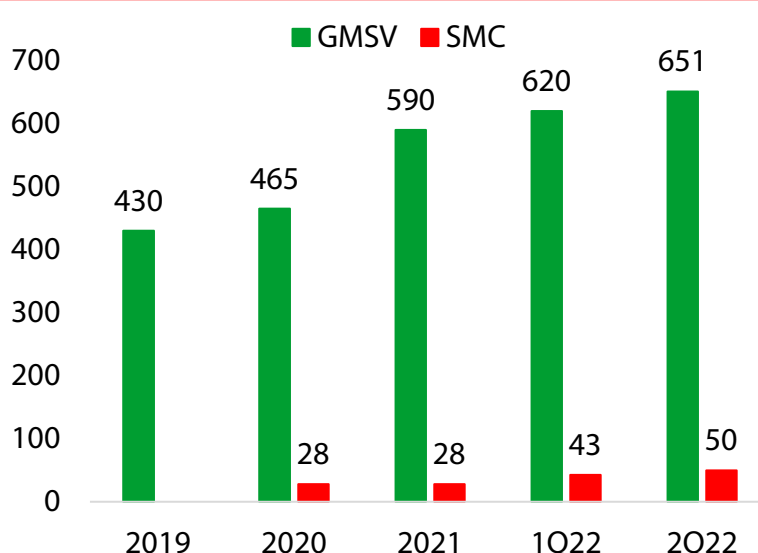
- Doanh thu năm 2022 dự kiến đạt 65,1 nghìn tỷ đồng (+6,0% YoY, 2.760 triệu USD) nhờ tăng trưởng doanh thu hai chữ số của các công ty con. Cụ thể, chúng tôi tin rằng công ty Sữa Mộc Châu (Mocchau Milk - Upcom: MCM) sẽ tiếp tục tăng trưởng cao hơn trong 2H2022 sau khi ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu 1H2022 là +7,3% YoY, được hỗ trợ bởi năng suất sản xuất cao hơn kể từ tháng 7/2022, mạng lưới phân phối rộng hơn và số lượng SKUs lớn hơn. HĐQT của Mocchau Milk đặt mục tiêu mở 70 cửa hàng “Sữa Mộc Châu” trong năm 2022. Đối với các công ty con ở nước ngoài, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng mạnh mẽ trong 1H2022 sẽ tiếp tục duy trì trong 2H2022, giúp doanh thu cả năm tăng trưởng hai con số. Nguyên nhân chính là do tiêu thụ sữa phục hồi sau đại dịch Covid-19 ở thị trường Hoa Kỳ và Campuchia.
- Về phía công ty mẹ, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu bán hàng trong nước sẽ đạt mức tăng trưởng dương trong 2H2022, nhờ 1) chiến lược tái cấu trúc hệ thống phân phối sẽ tạo ra kết quả khả quan kể từ 2H2022; 2) sự mở cửa trở lại của các hoạt động ngoài trời, trường học và khu công nghiệp cái sẽ kích thích tiêu thụ các sản phẩm sữa; và 3) ASP cao hơn. Theo công ty, ASP đã được tăng vào tháng 2 và tháng 5/2022 với mức tăng lần lượt là + 5% và + 5,5% YoY. Ngoài ra, doanh thu nội địa của VNM trong tháng 7/2022 cũng ghi nhận mức tăng trưởng mạnh +10% YoY dựa trên mức nền cao của tháng 7/2021. Do đó, tăng trưởng doanh thu cả năm của công ty mẹ được kỳ vọng sẽ tương đương so với cùng kỳ năm trước.

Hình 3: Doanh thu của Sữa Mộc Châu (tỷ đồng) và tăng trưởng theo năm (% , cột phải)



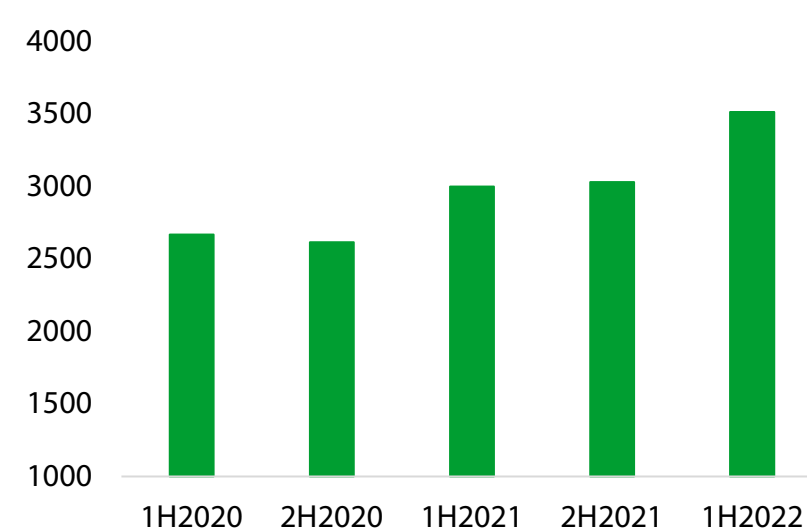
Nguồn: MCM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Số lượng cửa hàng “Giấc Mơ Sữa Việt (GMSV)” và “Sữa Mộc Châu (SMC)” (cửa hàng)



Nguồn: VNM, MCM, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Doanh thu của các công ty con ở nước ngoài (tỷ đồng)

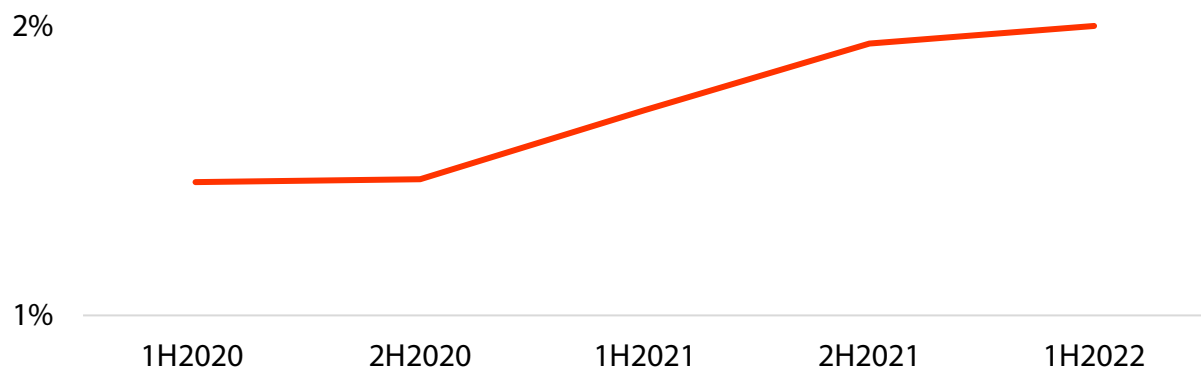


Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Tỷ suất lợi nhuận ròng 2H2022 tiếp tục phục hồi nhờ giá bột sữa nguyên liệu giảm.

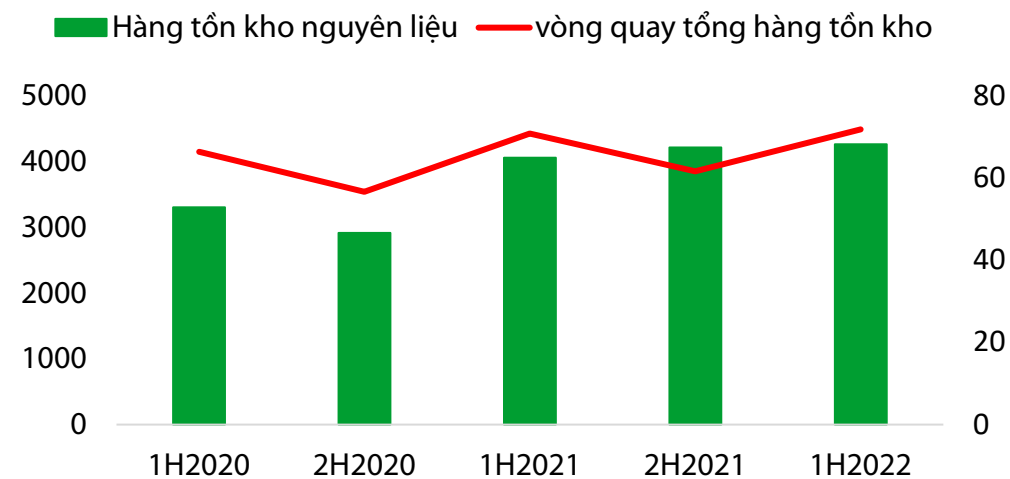
- LNST công ty mẹ năm 2022 dự kiến giảm -2,4% YoY xuống 10,3 nghìn tỷ đồng (tương đương 435 triệu USD), trong đó, tăng trưởng mạnh trong 2H2022 sẽ bù đắp cho mức tăng trưởng âm hai con số của 1H2022. Trong tháng 3/2022, VNM đã chốt hợp đồng sữa bột nguyên liệu đến tháng 08/2022 với giá cao (Hình 6), do đó chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ký hợp đồng mới trong quý 4-2022, tận dụng lợi thế giá bột sữa nguyên liệu giảm. Trong bối cảnh ASP cao hơn, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của VNM sẽ tiếp tục phục hồi dần kể từ quý 3 năm 2022, sau đó cải thiện vào quý 4 năm 2022 sau khi chạm đáy vào quý 2 năm 2022. Cùng với xu hướng giảm giá dầu thô toàn cầu, chi phí logistic 2H2022 dự kiến sẽ giảm, do đó hỗ trợ biên lợi nhuận hoạt động tiếp tục cải thiện. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ được cải thiện.
- Biên lợi nhuận gộp và LNST 2H2022 được dự báo lần lượt là 40,9% (-183 bps YoY) và 15,6% (-42 bps YoY), nhưng cao hơn so với kết quả 1H2022 là +25 bps và +48 bps.

Hình 7: Chi phí logistic / doanh thu của VNM



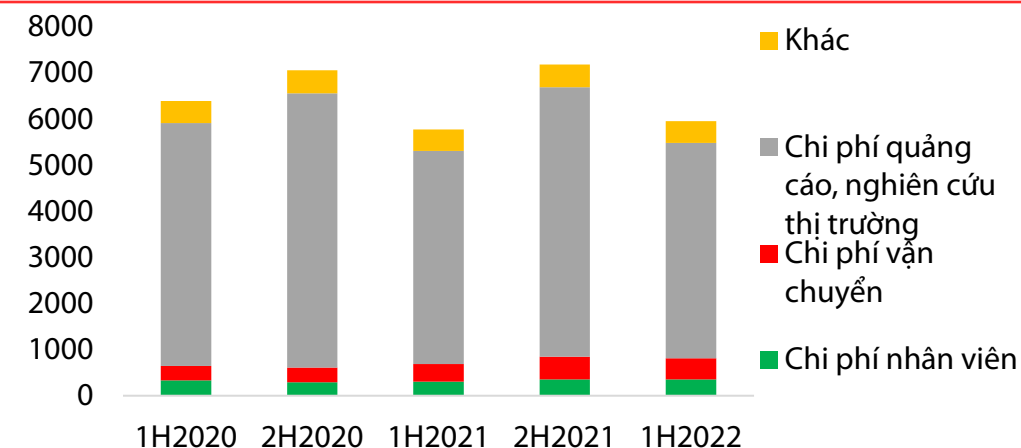
Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tồn kho nguyên vật liệu của VNM (tỷ đồng, cột trái) và tổng số ngày tồn kho (ngày, cột phải)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Cơ cấu chi phí bán hàng của VNM (tỷ đồng)



Nguồn: VNM, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +19%

<GTT: 44.500>

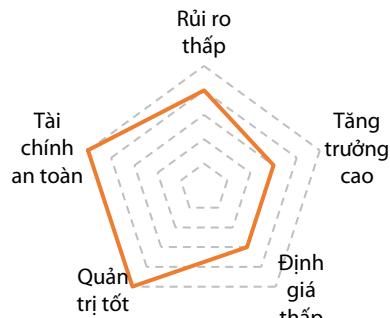
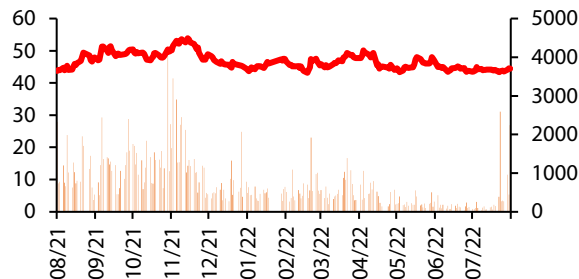
<GMT: 50.300>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,Trái)



Ngành	Thực phẩm và đồ uống
Vốn hóa (tỷ đồng)	15.884
SLCPĐLH (triệu CP)	357
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	265
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	9
SH NĐTNN còn lại (%)	30,6
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	58 - 41,2

Doanh thu	7.335	8.314	9.317
LNST	1.254	1.279	1.470
ROA (%)	12,7%	12,3%	13,2%
ROE (%)	17,7%	17,2%	18,8%
EPS (đồng)	4.117	4.160	4.778
GTSS (đồng)	23.539	24.699	25.977
Cổ tức tiền mặt (đồng)	3.000	3.000	3.000
P/E (x) (*)	11,7	10,5	9,1
P/B (x) (*)	2,0	1,8	1,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhu cầu mảng sữa đậu nành phục hồi thúc đẩy doanh thu tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận chịu áp lực từ giá nguyên liệu đầu vào tăng

- Doanh thu từ sữa đậu nành tăng 12% so với cùng kỳ trong 6T2022. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận đã bị cản trở bởi chi phí gia tăng bao gồm đậu tương nhập khẩu, đường, ... Áp lực biên lợi nhuận dự kiến sẽ duy trì cho đến ít nhất nửa đầu 2023.
- Trong năm tài chính 2022, doanh thu bán sữa đậu nành dự kiến sẽ tăng 11% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 6%. Lợi nhuận gộp sẽ tăng trưởng mức khiêm tốn, 8% YoY do áp lực về tỷ suất lợi nhuận đối với chi phí đầu vào tăng.

Việc áp thuế chống bán phá giá đối với đường nhập khẩu từ 5 nước ASEAN sẽ cải thiện mảng đường trong nửa cuối năm 2022

- Doanh thu từ đường 6 tháng đầu năm 2022 chứng kiến sự sụt giảm do sản lượng tiêu thụ giảm đáng kể do cạnh tranh gia tăng từ hàng rào lách thuế cũng như đường nhập lậu. Chúng tôi kỳ vọng thuế chống bán phá giá sẽ hỗ trợ giá đường trong nước. Do đó, doanh số mảng này trong năm 2022 được dự báo sẽ tăng 25% so với cùng kỳ được hỗ trợ bởi sản lượng dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này sẽ giảm 450 bps YoY trên mức nền cao năm 2021, dẫn đến lợi nhuận mảng đường đi ngang so với cùng kỳ.
- Trong năm tài chính 2022, tăng trưởng kinh doanh của QNS dự kiến lần lượt là 13% YoY và 2% YoY về doanh thu và LNST.

Dòng tiền ổn định và cổ tức tiền mặt cao

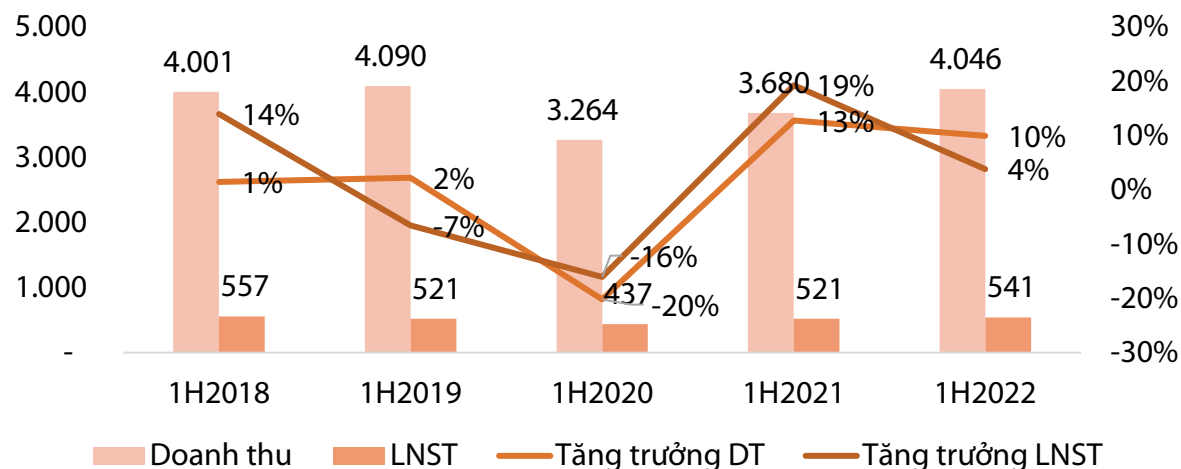
- Tỷ lệ D/E trung bình 29% và không có nợ dài hạn trong giai đoạn 2021-2025.
- Tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt khoảng 7% năm 2022.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giá hàng hóa tăng cao (giá đường và giá đậu nành).
- Đường nhập lậu xuất xứ Thái Lan trở lại làm mất tác dụng của hàng rào thuế quan.

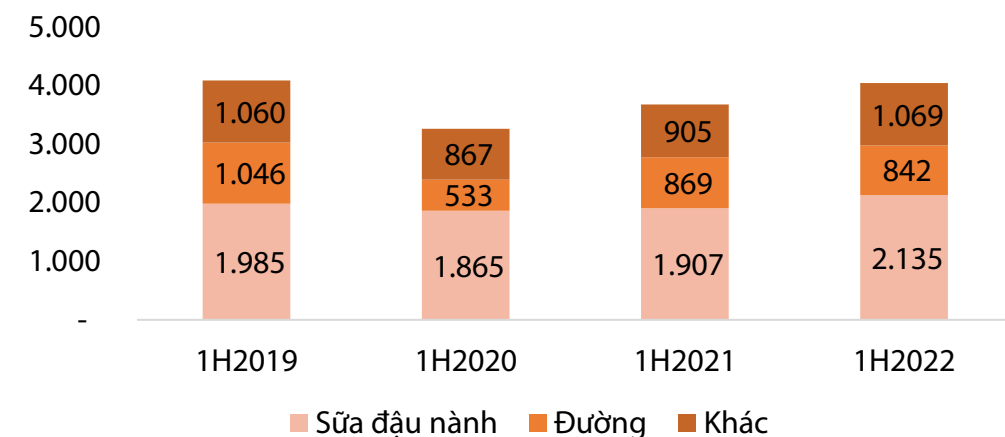
- Trong 6 tháng đầu năm 2022, QNS ghi nhận doanh thu và LNST sau CĐTTS lần lượt là 4.046 tỷ đồng và 541 tỷ đồng, lần lượt tăng 9% và 4% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng này chủ yếu đến từ mảng sữa đậu nành để bù đắp cho sự sụt giảm nhẹ của mảng đường bị cạnh tranh với đường nhập lậu.
- Biên lợi nhuận gộp của cả sữa đậu nành và đường đều giảm trong 6 tháng đầu năm 2022, lần lượt là 190 bps YoY và 370 bps YoY, do chi phí nguyên liệu (đậu nành, nguyên liệu đường) cao. Tuy nhiên, việc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng khác đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp 6T2022 không đổi là 28,2% YoY.
- Chi phí bán hàng tăng 21% YoY trong 6T2022 do quảng cáo sản phẩm mới, dẫn đến LNST tăng trưởng với tốc độ thấp hơn so với doanh thu.

Hình 1: KQKD nửa đầu 2022 (tỷ đồng)

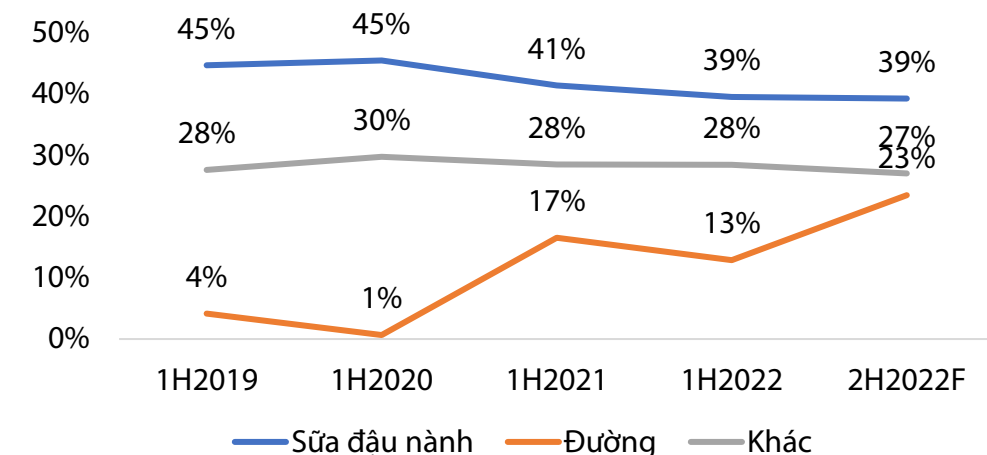


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh thu và LNG mảng sữa đậu nành (tỷ đồng)



Hình 3: Biên gộp theo sản phẩm

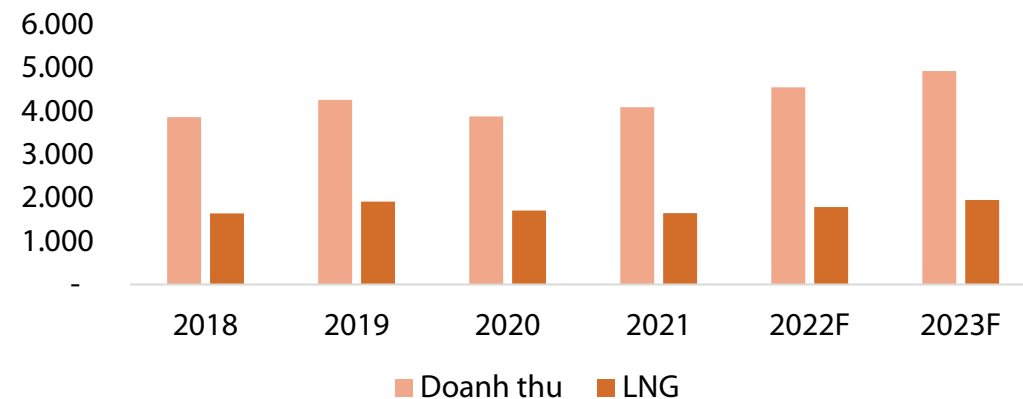


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Phục hồi chậm do giá đậu nành cao

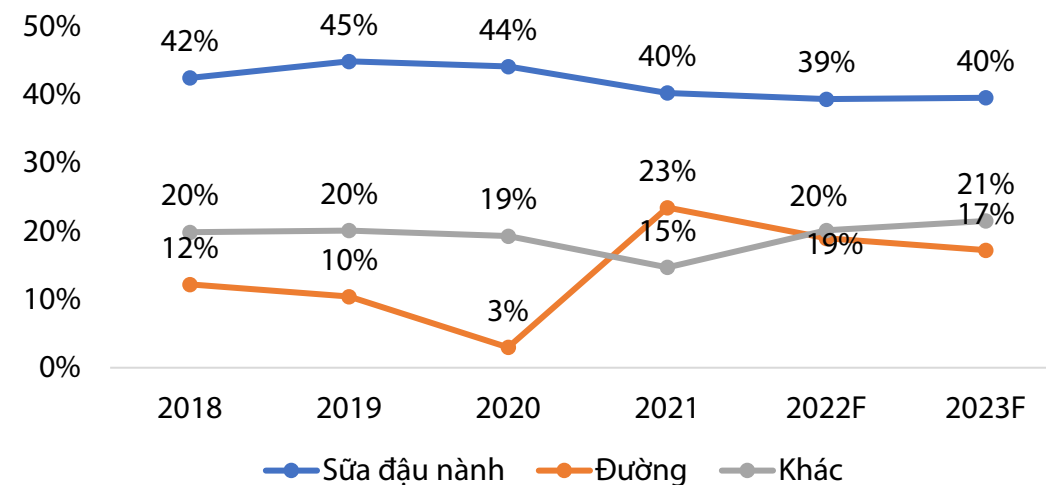
- Trong 6T2022, doanh thu từ sữa đậu nành tăng 12% so với cùng kỳ năm ngoái với sản lượng tiêu thụ tăng 7% và giá bán tăng 5%. Những kết quả tích cực này nhấn mạnh khả năng phục hồi của nhu cầu đối với sữa đậu nành.
- Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Trong nửa cuối năm 2022, tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục chịu áp lực do chi phí đầu vào dự kiến vẫn ở mức cao trong khi giá bán tăng được hạn chế để hỗ trợ nhu cầu phục hồi.
- Trong năm tài chính 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ sữa đậu nành đạt 4.554 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ nhờ sản lượng tăng 6% và giá bán tăng 5% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận gộp của mảng này chỉ tăng 8% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của sữa đậu nành sẽ vẫn ở mức thấp trong năm tài chính 2023 do công ty đã cố định một phần giá đậu nành cho 6 tháng đầu năm 2023 trong khi chưa có dấu hiệu cho thấy giá đậu nành sẽ hạ nhiệt vào năm 2023.

Hình 4: Doanh thu từ sữa đậu nành và lợi nhuận gộp (tỷ đồng)



Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo sản phẩm

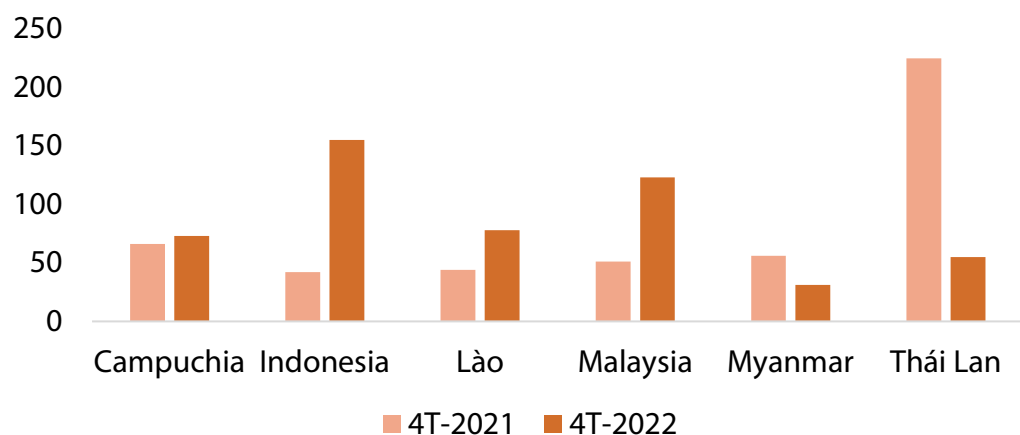


Nguồn: QNS, CTCK Rồng Việt

Giá đường trong nước hạ nhiệt từ đầu năm 2022 sau đợt tăng mạnh nửa cuối 2021 do sản lượng sản xuất đường ở Thái Lan phục hồi và tình trạng buôn lậu đường vào Việt Nam gia tăng. Đối với QNS, trong 6T/2022, biên gộp mản đường giảm 370 điểm cơ bản YoY xuống 13% do chi phí mía nguyên liệu đầu vào tăng trong khi giá đường suy giảm.

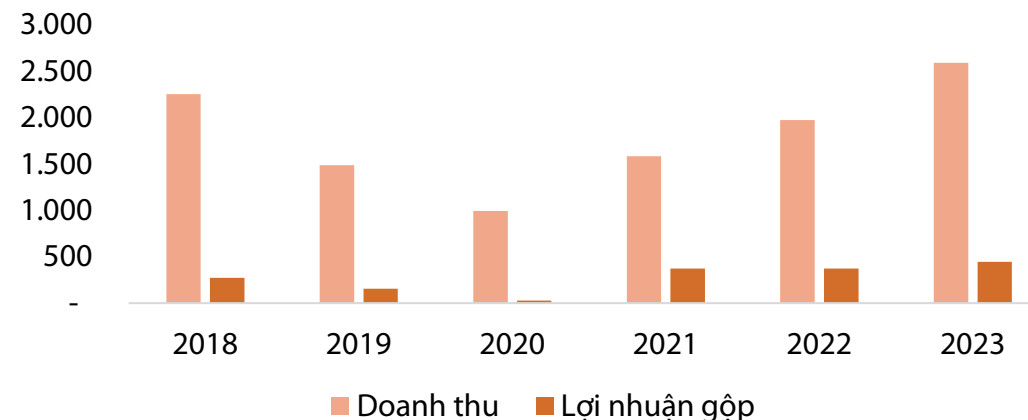
Chúng tôi kỳ vọng kết quả tích cực từ việc áp thuế chống bán phá giá đường từ 5 nước ASEAN, sẽ tác động tích cực lên giá bán đường nội địa. Chúng tôi dự phóng doanh thu mản đường đạt 1.973 tỷ đồng năm 2022, tăng 25% YoY nhờ tăng sản lượng tiêu thụ trong nửa cuối 2022 trong khi LNTT 2022 đạt 320 tỷ đồng, đi ngang cùng kỳ sau mức cao kỷ lục 2021, lần lượt đóng góp 24% và 21% vào tổng doanh thu và LNTT của công ty.

Hình 7: So sánh nhập khẩu đường từ các nước ASEAN vào Việt Nam (nghìn tấn)



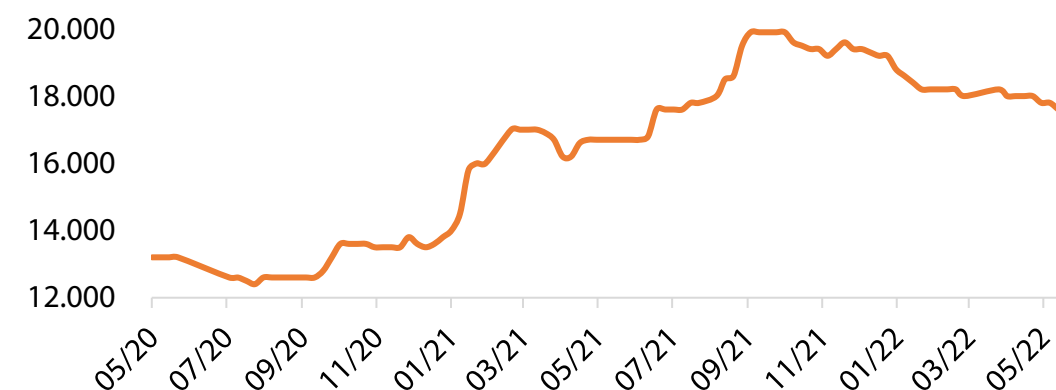
Nguồn: VSSA, CTCK Rong Việt

Hình 6: Doanh thu và lợi nhuận gộp mản đường (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rong Việt

Hình 8: Giá đường RS của Việt Nam (đồng/kg)



Nguồn: VSSA, CTCK Rong Việt

Bảng: Tóm tắt định giá

Định giá FCFE		Định giá SoTP		
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	Phân khúc kinh doanh	Phương pháp	Định giá
Lợi suất thị trường	13,0%	Sữa đậu nành	P/E 14x	27.185
Beta vốn chủ sở hữu	0,75	Đường	P/E 10x	9.012
Phần bù rủi ro (do chỉ niêm yết trên UPCoM)	3,0%	Điện sinh khối	FCFE	3.541
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,6%	Khác (bia, nước khoáng)	P/E 8x	5.484
Giá mục tiêu với $g = 1,4\%$ (VNĐ)	55.391	Định giá (VNĐ)		45.223
Giá mục tiêu, VND (50% FCFE, 50% SoTP)				50.307

Nguồn: CTCK Rong Viet

Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của QNS chỉ tăng trưởng một chữ số trong bối cảnh chi phí nguyên liệu cao đang gây sức ép lên các nhà sản xuất FMCG như QNS cũng như mảng đường đang gặp nhiều khó khăn sau một năm tăng trưởng đột biến. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi ưa thích cổ phiếu QNS nhờ vị thế thống lĩnh ngành sữa đậu nành đóng góp vốn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng về quy mô tại Việt Nam, tài chính và quản trị doanh nghiệp lành mạnh cũng như mức cổ tức tiền mặt hấp dẫn.

Dựa trên kết hợp định giá 50%:50% của DCF và SoTP, chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu QNS là 50.300 đồng. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu với tổng mức sinh lời kỳ vọng là 19%, bao gồm tỷ suất cổ tức bằng tiền mặt là 7%.

NGÀNH LOGISTIC

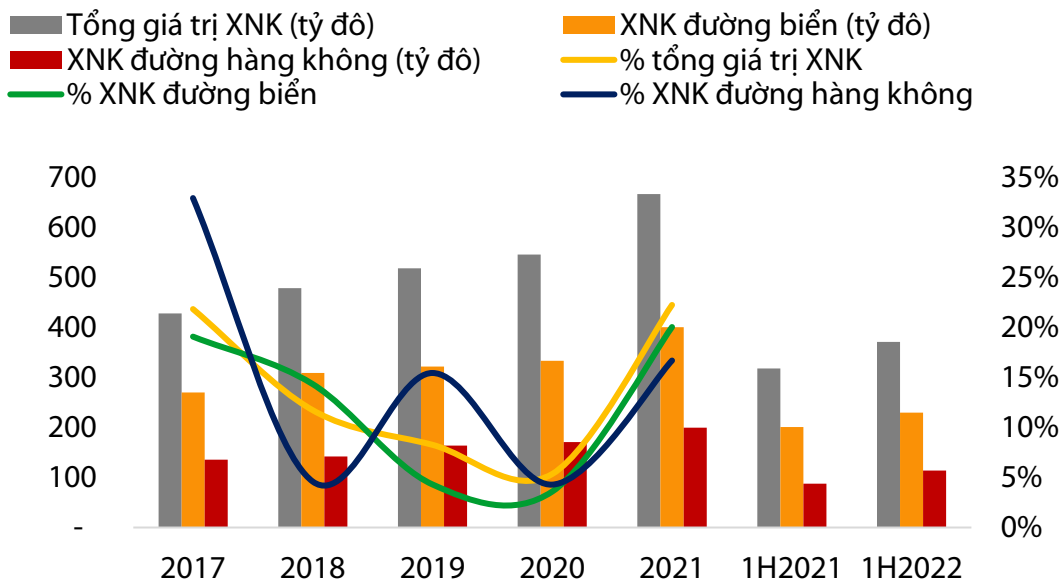
**KHÓ KHĂN NGẮN HẠN,
HƯỞNG LỢI DÀI HẠN**



Nguyễn Ngọc Thảo – thao.nn@vdsc.com.vn

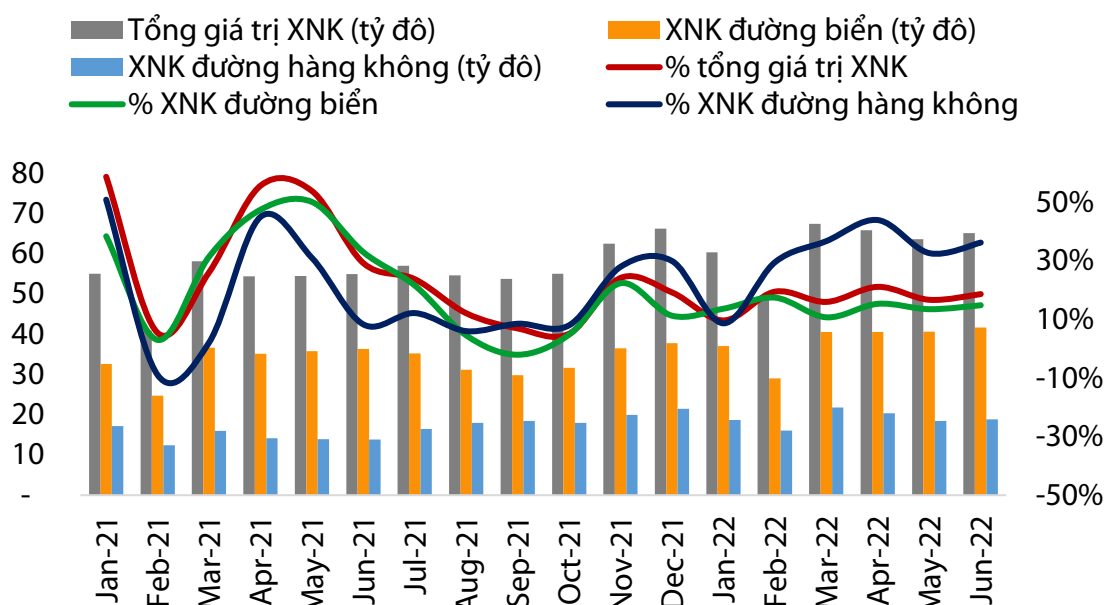


Hình 1: Giá trị xuất – nhập khẩu xét theo phương thức vận tải



Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị xuất – nhập khẩu hàng tháng (Tỷ USD)

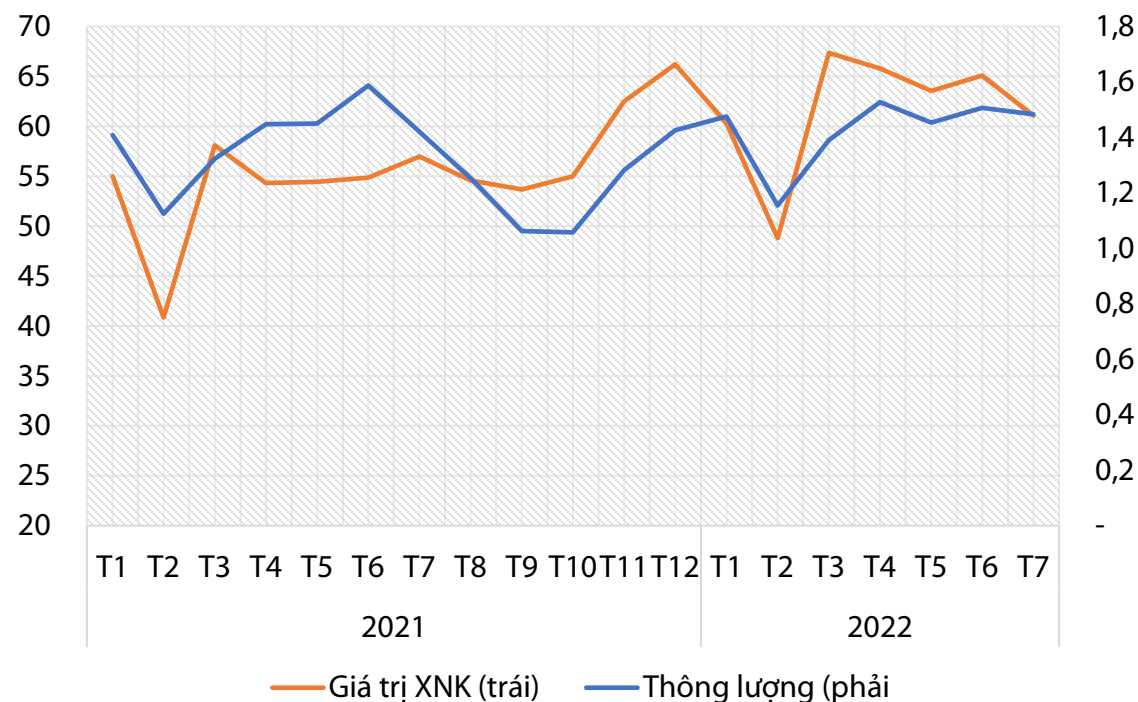


Nguồn: Hải quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Tổng giá trị xuất – nhập khẩu tăng 17% 1H2022 và hoạt động giao thương đường hàng không đóng vai trò dẫn dắt.

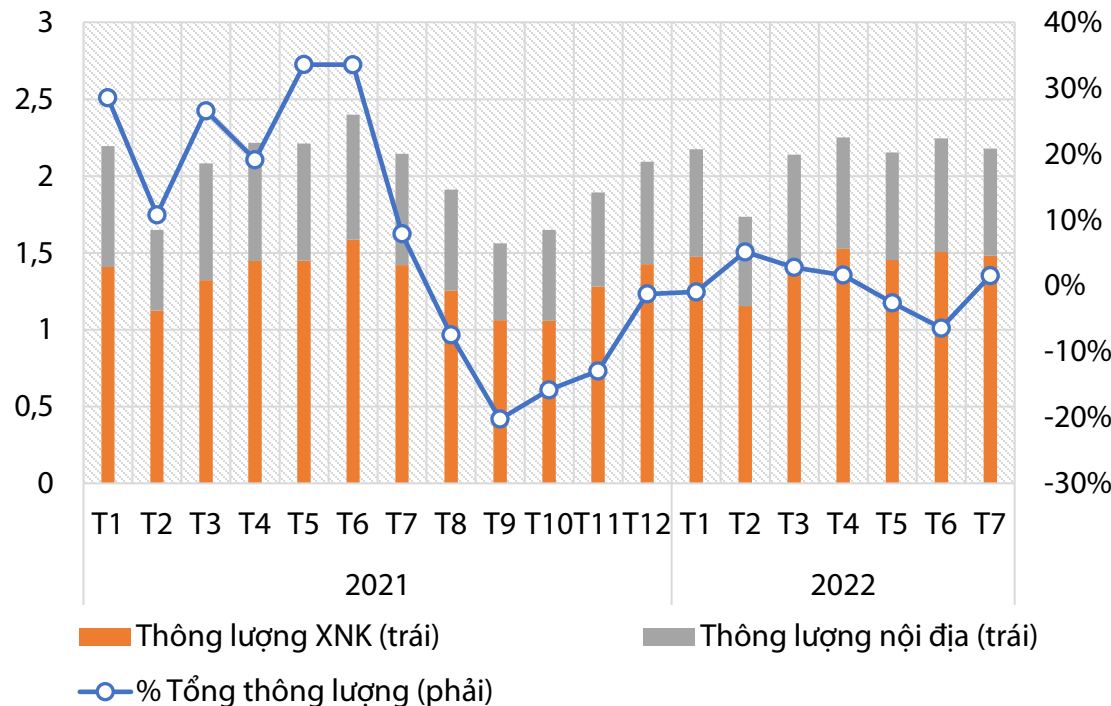
- Năm 2021, tổng giá trị xuất nhập khẩu tăng 22% bất kể việc giãn cách xã hội trong quý 3/2021. Tổng giá trị xuất nhập khẩu tăng trưởng qua các tháng kể từ đáy đại dịch (Tháng 11/2021).
- Tổng giá trị giao thương đường hàng không tăng mạnh hơn so với nhóm đường biển. Tổng khối lượng giao dịch trong 1H2022 đạt 371 tỷ USD, trong đó giá trị vận tải đường biển chiếm 62% (229 tỷ USD) tổng giá trị và còn lại là vận tải hàng không (114 tỷ USD).
- Tổng giá trị xuất nhập khẩu qua các tháng tăng đều với tốc độ tăng từ 10% đến 20%. Kể từ khi lạm phát toàn cầu lần đầu tiên xuất hiện vào tháng 5/2022, tổng giá trị XNK phần nào đã giảm 3% MoM, chủ yếu là do giá trị qua đường hàng không giảm 10%.

Hình 3: Giá trị XNK (tỷ USD) và thông lượng (triệu TEU)



Nguồn: Vinamarines, Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng hàng tháng của các cảng biển (triệu TEU)



Nguồn: Vinamarines, Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

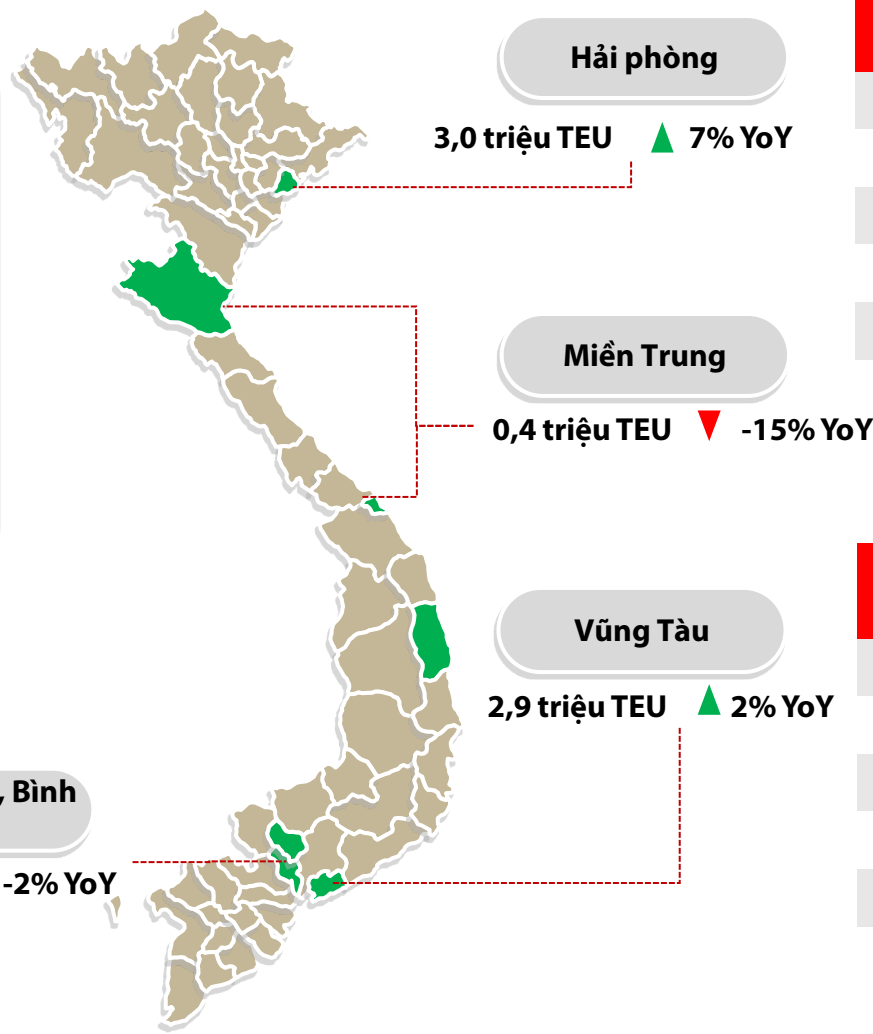
Mặc dù giá trị XNK tăng 17% YoY, nhưng sản lượng hàng hóa đường biển của quốc gia vẫn không thay đổi trong 6T2022 so với cùng kỳ, cho thấy sự gia tăng về giá. Cụ thể, cụm cảng Hải Phòng và Vũng Tàu duy trì mức tăng trưởng phần nào (7% và 2% YoY) so với mức giảm của khu vực trung tâm và TP HCM (-15% và 2% YoY).

Hình 5: Thông lượng trong các cụm cảng chính trong 1H2022

- Trong 1H2022, khu vực Hải Phòng đứng đầu Việt Nam (7%) về tốc độ tăng trưởng. Tiếp theo là khu vực Vũng Tàu (2%).
- Trong lịch sử, khu vực Vũng Tàu luôn sở hữu tốc độ tăng trưởng cao nhất. Trong quý 1/2022, sản lượng hàng hóa thông qua đường biển tăng 11% YoY trong khi giảm 5% trong quý 2/2022.
- Vũng Tàu là cảng chính trên các tuyến đường dài xuyên Thái Bình Dương từ Đông sang Tây. Do đó, lạm phát tăng cao ở Hoa Kỳ và EU, dẫn đến lượng hàng hóa thông qua giảm ở các khu vực như vậy kể từ tháng 5, -2% và -12% MoM trong tháng 5 và tháng 6.

Cảng	Sản lượng ('000 TEU)	YoY %	TP
Cát Lái	2.824	-2%	65%
ITC – Phú Hữu	284	-15%	7%
VICT	264	-5%	6%
Đồng Nai	261	6%	6%
Bình Dương	226	16%	5%

HCM, Đồng Nai, Bình Dương
4,3 triệu TEU ▼ -2% YoY

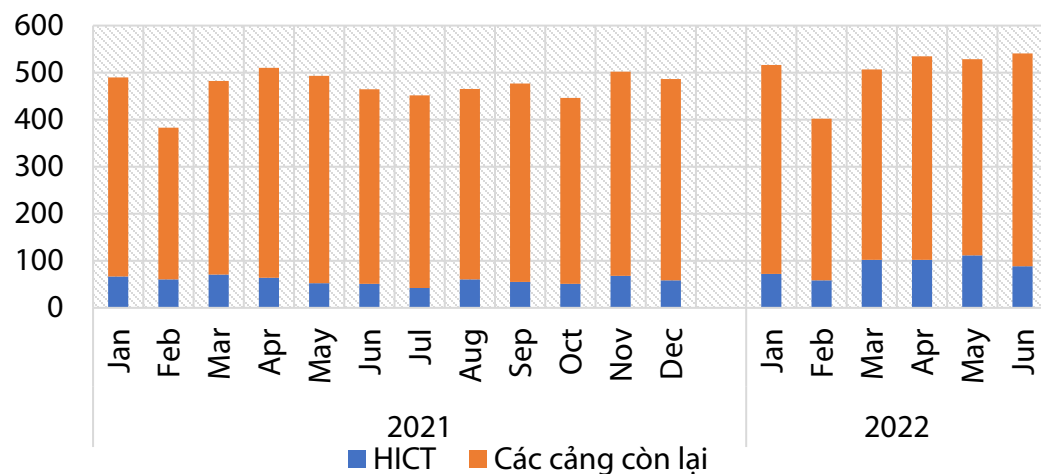


Cảng	Sản lượng ('000 TEU)	YoY %	TP
HICT	533	47%	18%
Tân Vũ	532	-1%	18%
Vip green	333	12%	11%
Đình Vũ	306	1%	10%
NHDV	268	-1%	9%

Cảng	Sản lượng ('000 TEU)	YoY %	TP
TCIT	1,086	1%	37%
Gemalink	650	151%	25%
CMIT	470	-3%	16%
SSIT	382	-17%	13%
TCTT	255	-25%	9%

Nguồn: VPA, Vinamarine, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Khối lượng tại khu vực Hải Phòng ('000 TEU)



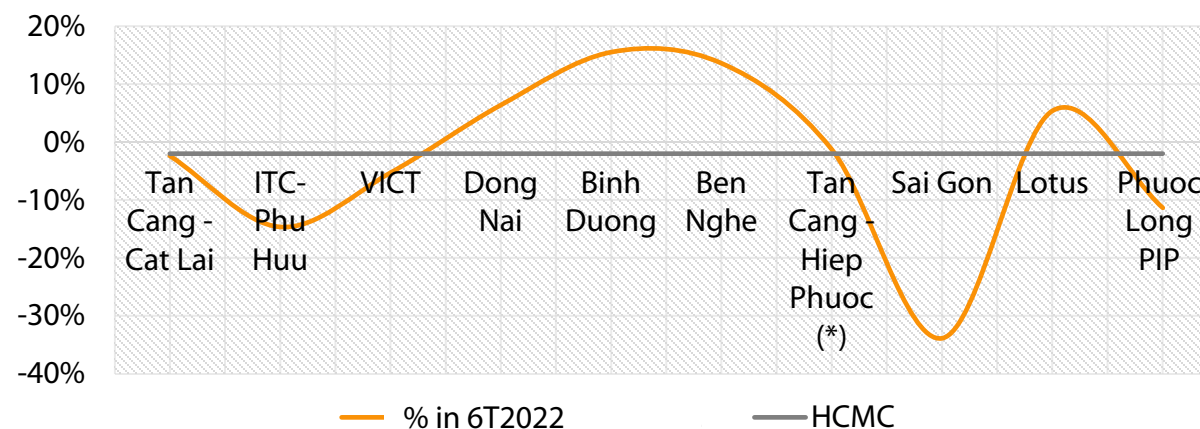
Nguồn: Vinamarines, CTCK Rồng Việt

Về khu vực Hải Phòng, HICT đã phục hồi mạnh mẽ nhờ (1) Hoàn thành nạo vét (2) Gia tăng thêm hai tuyến dịch vụ mới trong năm 2022. Trong 1H2022, HICT tăng 47% YoY, chiếm thị phần từ cảng Tân Vũ, Đình Vũ, NHDV và NDV.

Về khu vực Vũng Tàu, Gemalink nổi bật so với các công ty khác. Không tính số lượng sà lan, sản lượng hàng hóa đã tăng 150% YoY trong khi các dịch vụ khác có xu hướng đảo chiều.

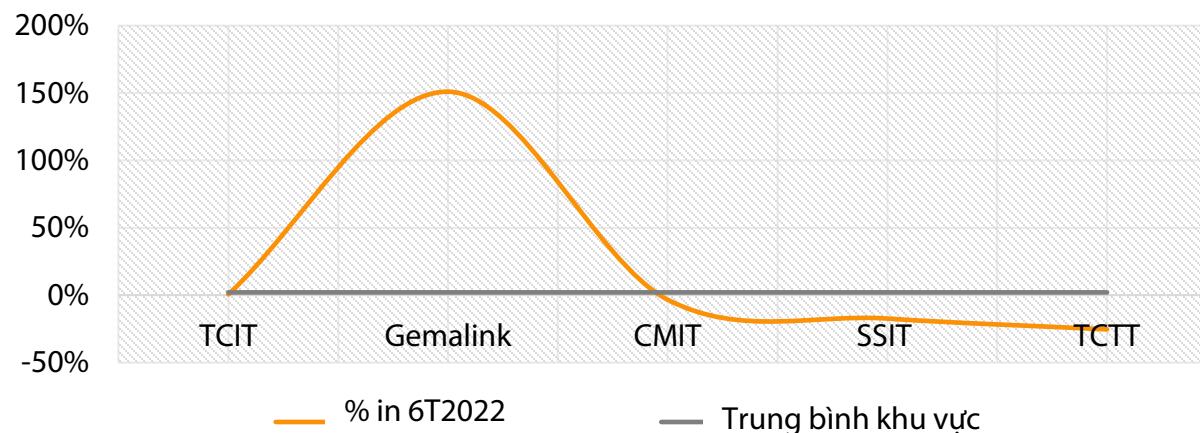
Sản lượng hàng hóa của Bình Dương và Đồng Nai tăng trưởng thuận lợi nhờ hệ sinh thái khu vực Cái Mép Thị vãi trong khi các tỉnh khác ở TP.HCM giảm.

Hình 7: Thay đổi trong 1H2022 tại khu vực TP.HCM



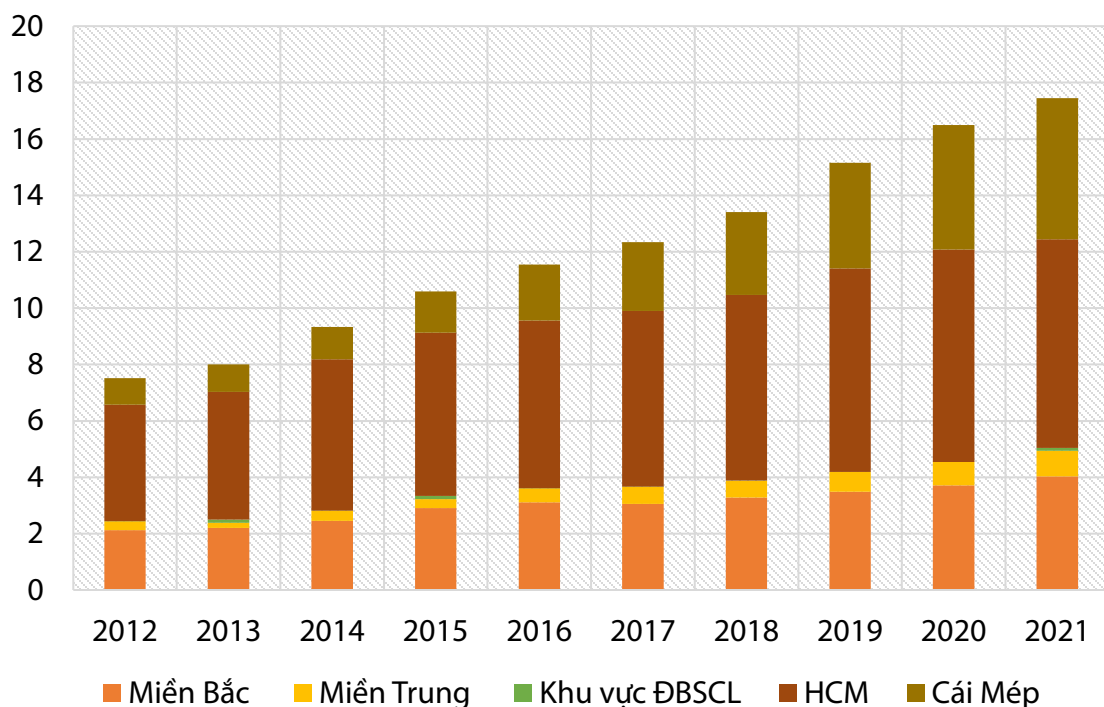
Nguồn: Vinamarines, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Diễn biến trong 1H2022 tại khu vực Vũng Tàu



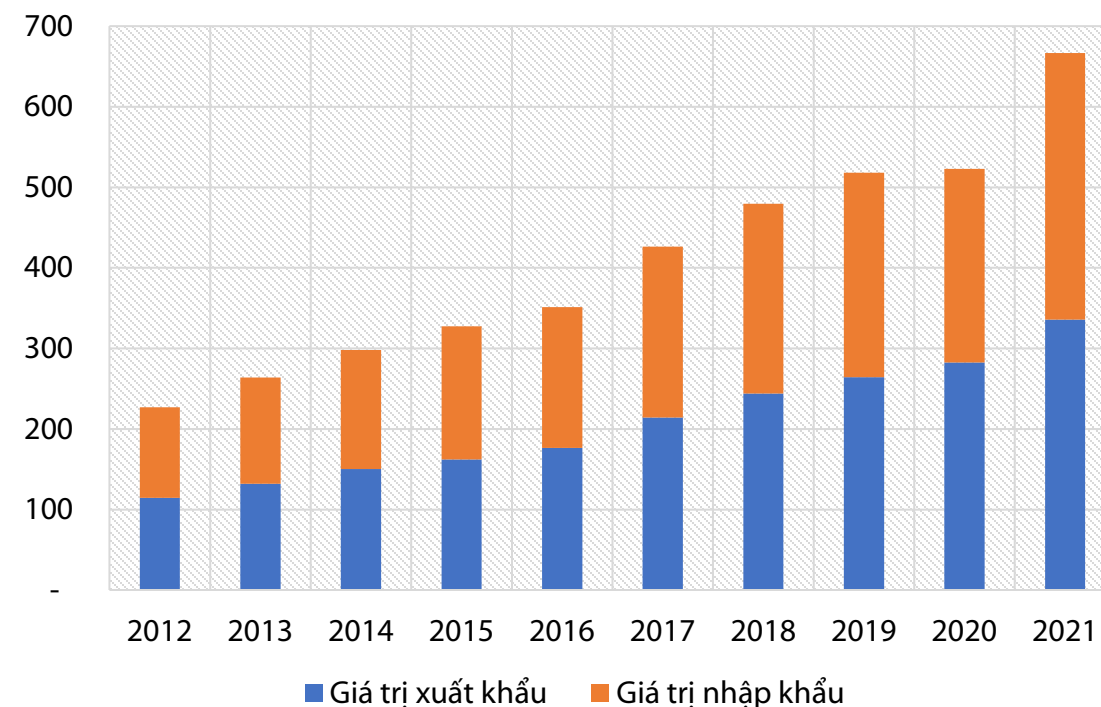
Nguồn: Vinamarines, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Thông lượng theo khu vực (triệu TEU)



Nguồn: VPA, CTCK Rồng Việt, xin lưu ý rằng con số này chỉ thể hiện VPA

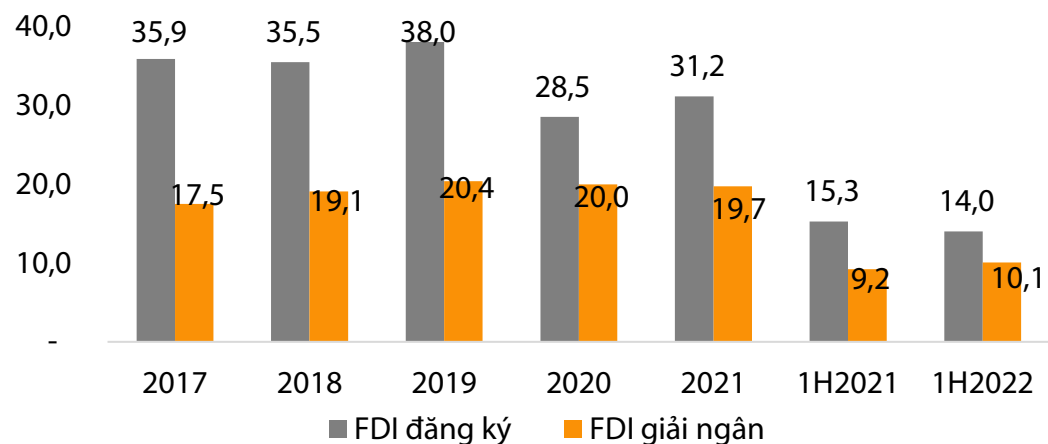
Hình 10: Giá trị giao dịch hàng hóa đường biển (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

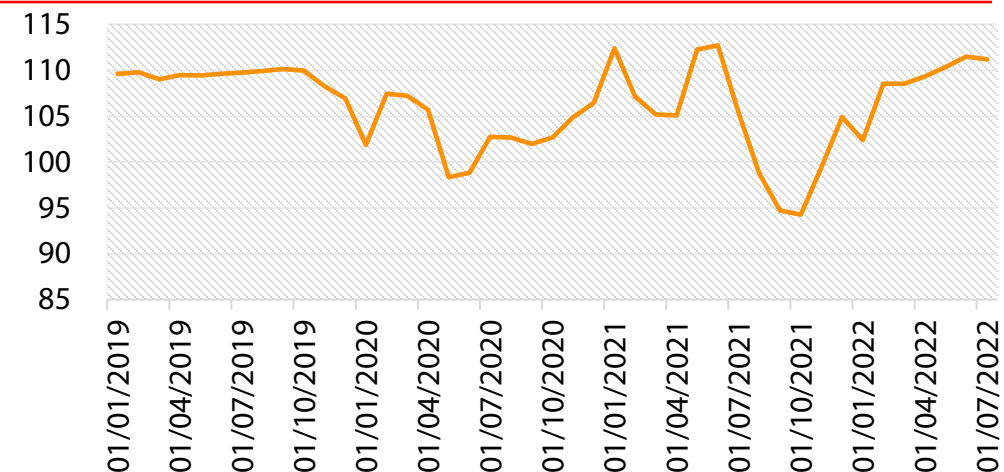
- Mặc dù chính sách phong tỏa nghiêm ngặt vào năm 2021, giá trị giao dịch hàng hóa và sản lượng container đường biển vẫn có xu hướng tăng trưởng tương ứng khoảng 27% và 5% YoY.
- Vì Việt Nam là một nền kinh tế mở, trong ngắn hạn có thể tạm thời bị ảnh hưởng bởi mức lạm phát cao ở Hoa Kỳ và EU (các đối tác thương mại lớn của Việt Nam). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vấn đề này là trở thành rủi ro ngắn hạn trừ khi suy thoái kéo dài hơn một năm.
- Về dài hạn, ngành cảng biển vẫn có triển vọng tươi sáng nhờ (1) Dòng vốn FDI mạnh; (2) Kinh tế Việt Nam mở cửa trở lại; (3) Xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam.

Hình 11: Vốn FDI đăng ký và giải ngân tại Việt Nam (tỷ USD)



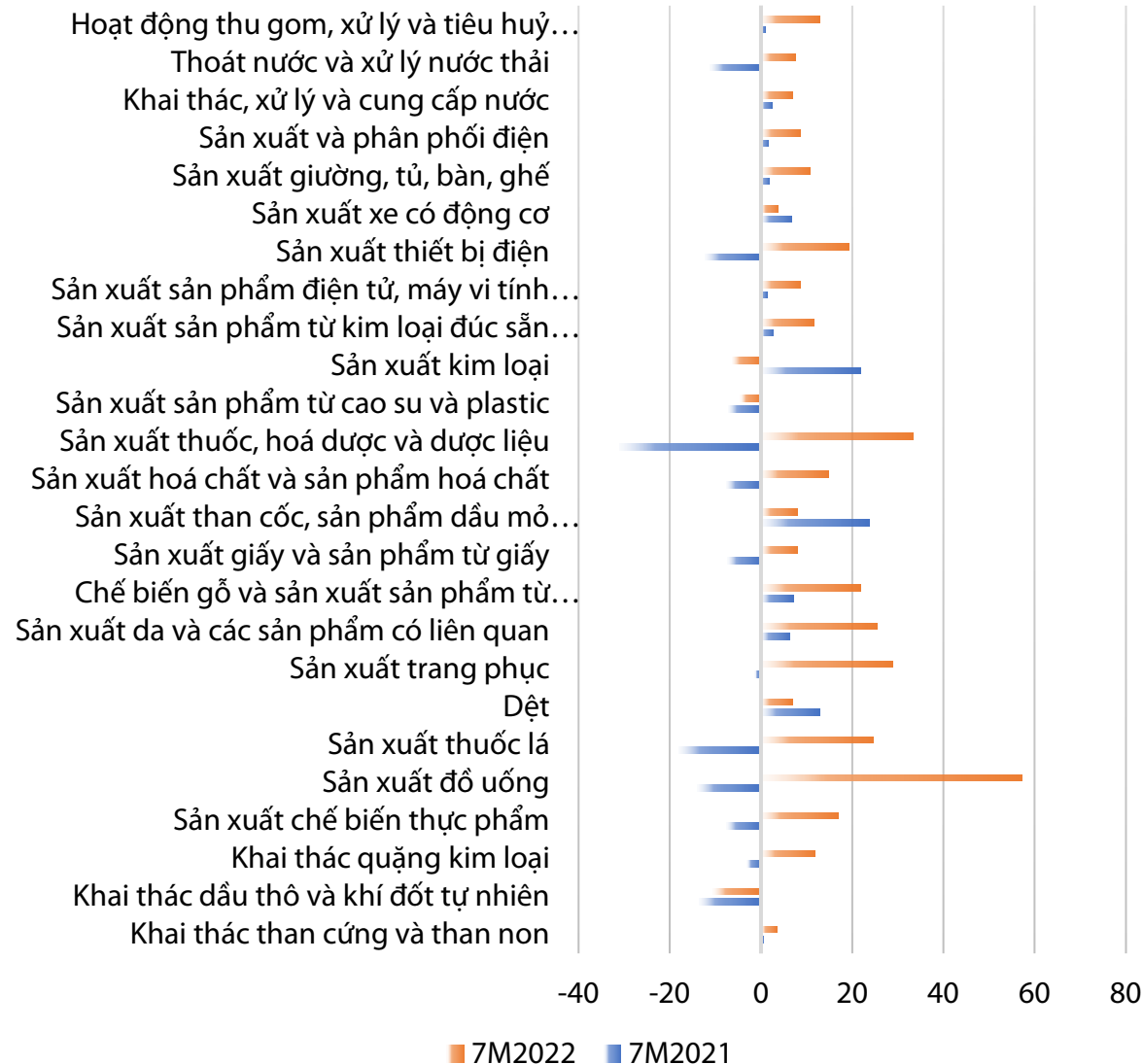
Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam YoY



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

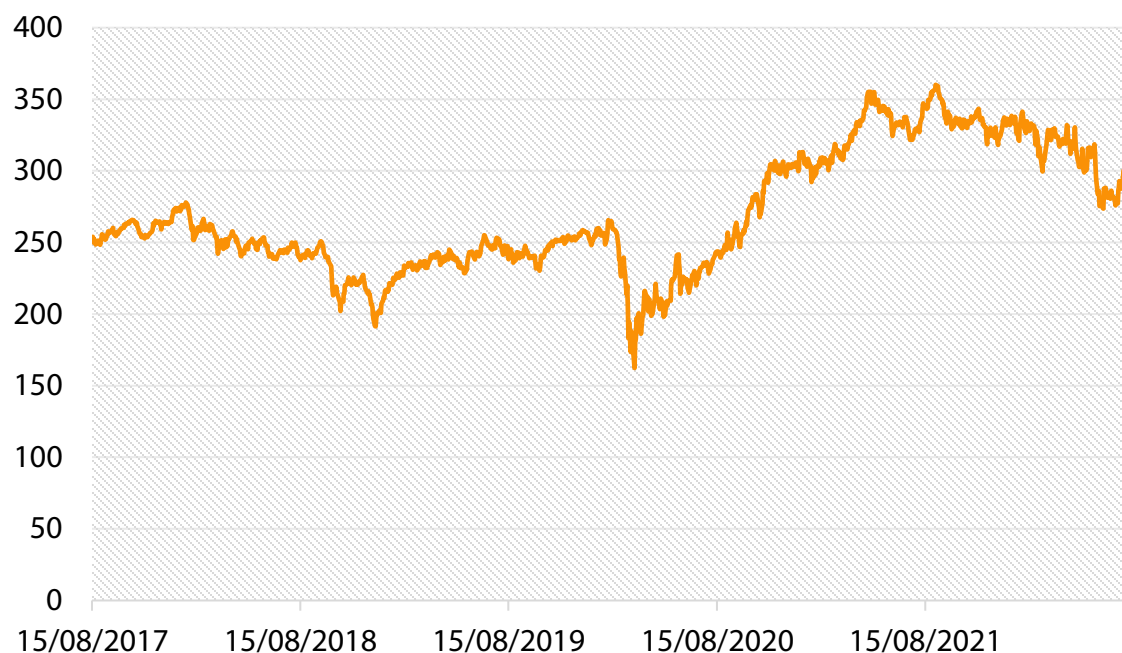
Hình 13: Cơ cấu tăng trưởng IIP cho mảng sản xuất (% YoY)



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

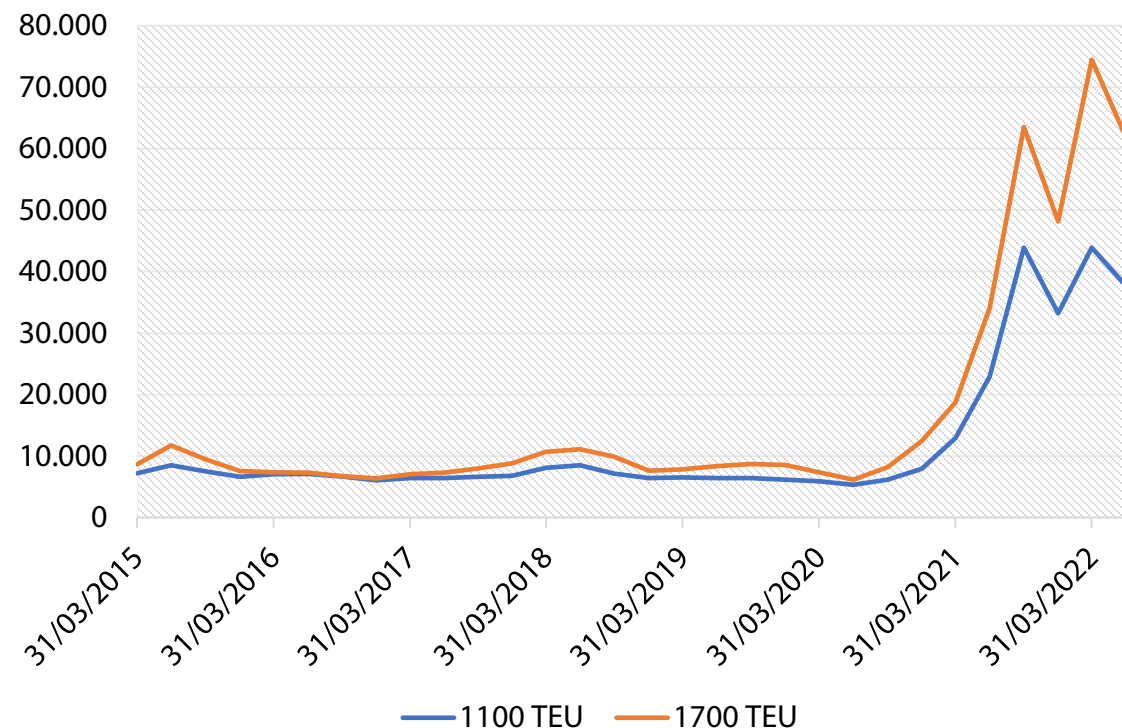
- Giá cước vận tải biển có phục hồi nhẹ trong những tháng đầu năm 2022, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng vượt bậc của thương mại toàn cầu. Tuy nhiên, về lâu dài, các mức giá tàu biển này có thể sẽ điều chỉnh về mức hợp lý nhờ (1) Điểm nghẽn toàn cầu đã dần được tháo gỡ, (2) Giao dịch toàn cầu hạ nhiệt và (3) Nguồn cung tàu biển sẽ giảm bớt áp lực cầu.
- Trước xu hướng giảm giá cước, giá thuê tàu được dự báo sẽ giảm trong dài hạn sau khi phục hồi vào những tháng đầu năm 2022.

Hình 14: Chỉ số tổng hợp container thế giới



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chỉ số lãi suất điều lệ (USD)

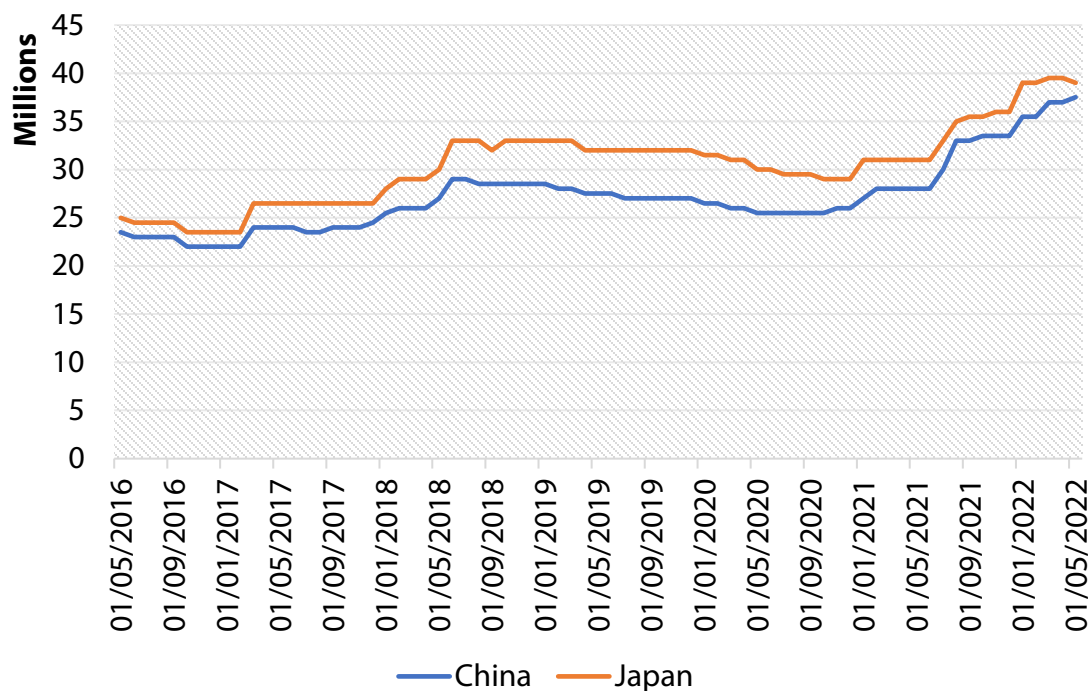


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá cước vận tải toàn cầu đã giảm từ mức đỉnh và có thể sẽ điều chỉnh trong thời gian dài. Tuy nhiên, nó vẫn sẽ ở mức cao so với trong lịch sử với lý do sau:

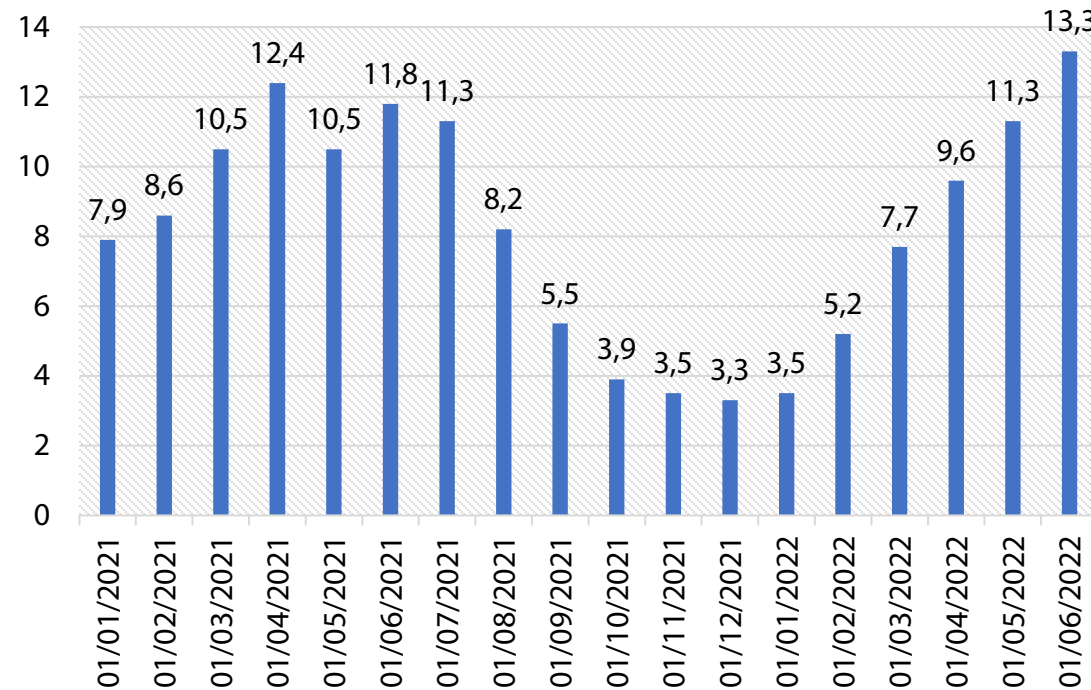
- (1) Thượng Hải dần trở lại bình thường, sản lượng của nhà máy ngày càng tăng và thông lượng sẽ tăng lên bắt đầu từ tháng 7
- (2) Tình trạng tắc nghẽn ở Bồ Tây Mỹ tiếp tục lập kỷ lục tăng cao.
- (3) Giá đầu tư tàu đã tăng dần hàng năm đồng nghĩa với việc giá cước vận tải sẽ duy trì ở mức cao.

Hình 16: Mức đầu tư tàu (USD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

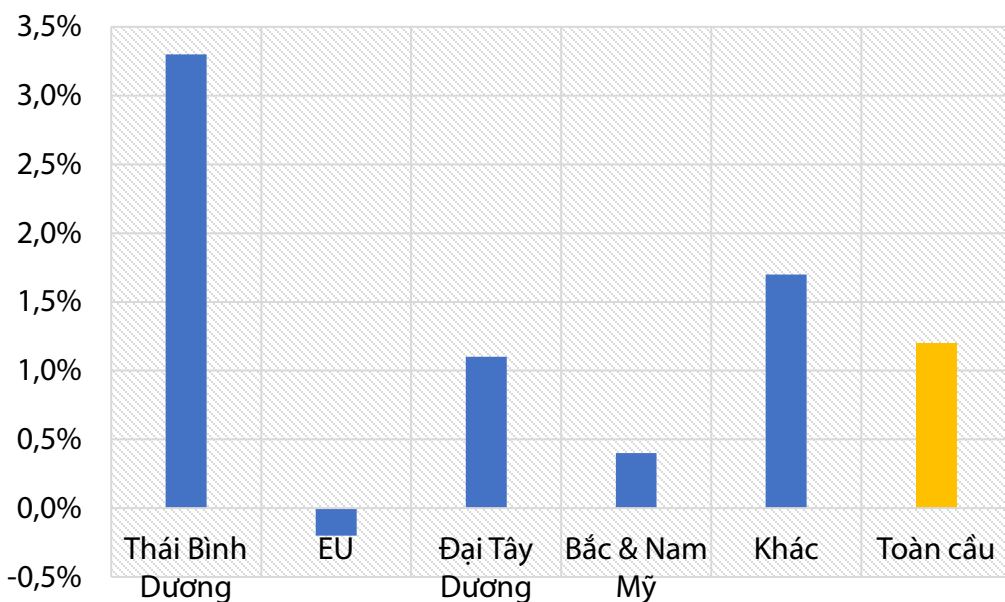
Hình 17: Thời gian neo tàu các cảng bờ Tây Mỹ



Nguồn: PMSA, CTCK Rồng Việt

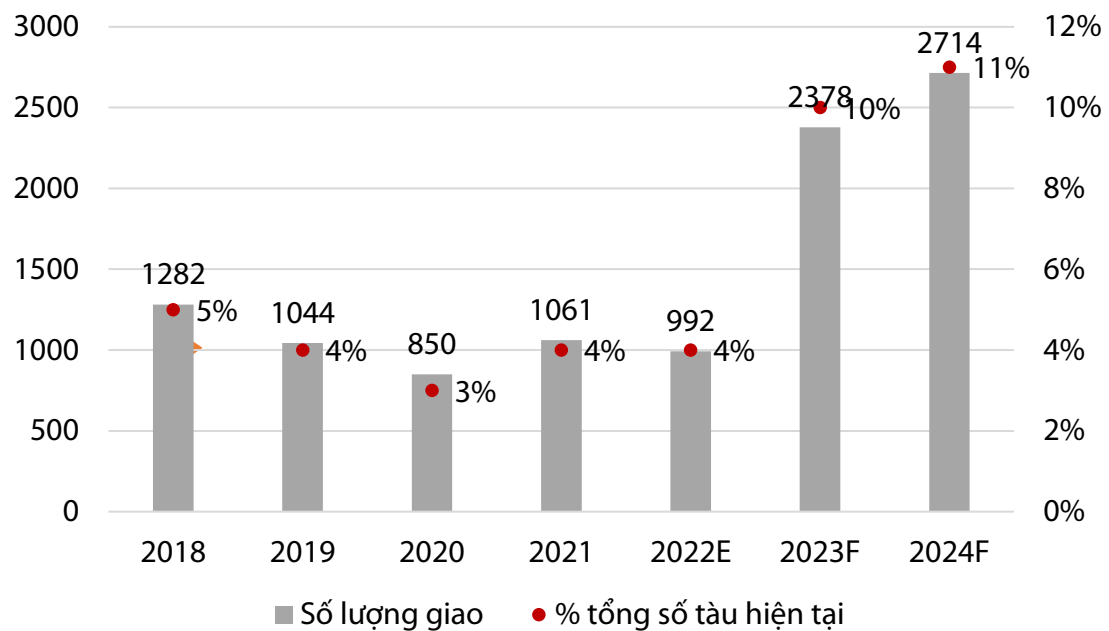
- Hiện tại, tình trạng tắc nghẽn tàu ở các cảng lớn và tình trạng thiếu hụt năng lượng ở Trung Quốc/Châu Âu đang đẩy giá vận chuyển hàng hóa lên cao (tàu vận chuyển dầu).
- Nhưng cung tàu sẽ nhanh chóng được giao vào 2023 và 2024 sẽ giúp cho cước vận tải biển hạ nhiệt nhờ vào cung cầu cân bằng.

Hình 18: Tăng trưởng sản lượng tàu container đầu năm so với năm 2018 (CAGR)



Nguồn: CTS, Thị trường DNB, CTCK Rồng Việt

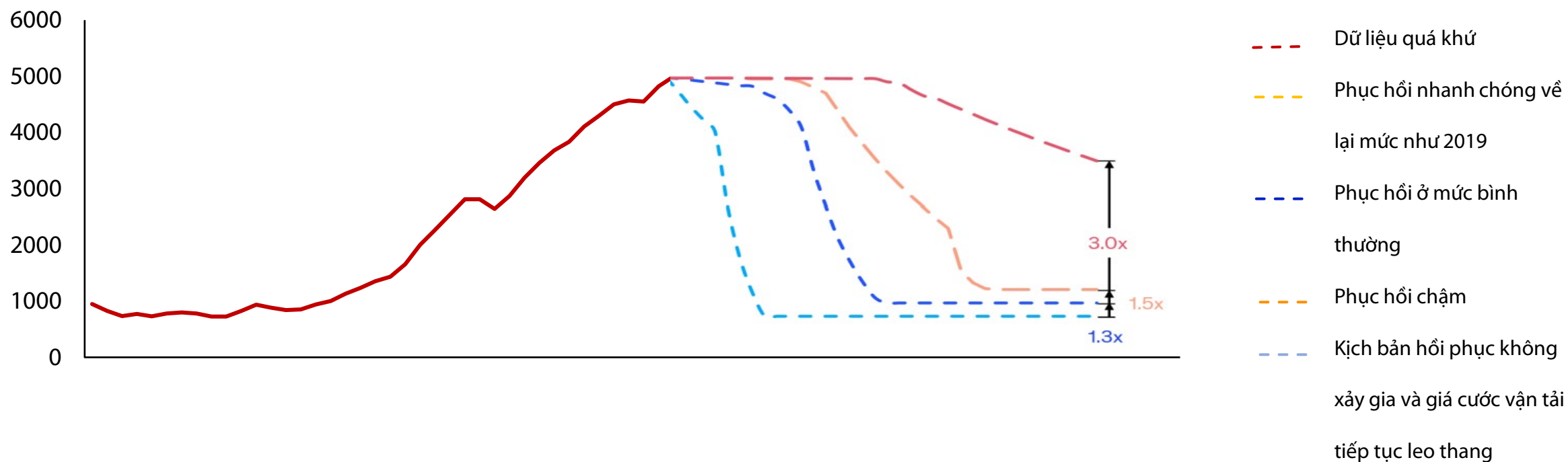
Hình 19: Tổng theo đơn đặt hàng mới toàn cầu ('000 TEU)



Nguồn: Clarksons, Thị trường DNB, CTCK Rồng Việt

- Theo dự báo của Clarkson và Mc Kinsey, giá vận chuyển container vẫn ở mức cao kỷ lục so với lịch sử trong suốt cả năm 2022. Xu hướng về nhu cầu container và công suất hậu cần đưa ra bốn kịch bản.
- Trong một kịch bản phục hồi nhanh chóng của thị trường, có thể làm giá cước vận tải biển điều chỉnh về mức 2019/2022.
- Tuy nhiên, trong trường hợp xấu nhất, tình huống hỗn loạn, tắc nghẽn và giá cước vận tải cao sẽ tiếp tục diễn ra trong Quý 3/2023.

Hình 20: Bốn kịch bản dự đoán diễn biến giá vận tải container đường biển



Nguồn: SIN Clarksons, Mc Kinsey

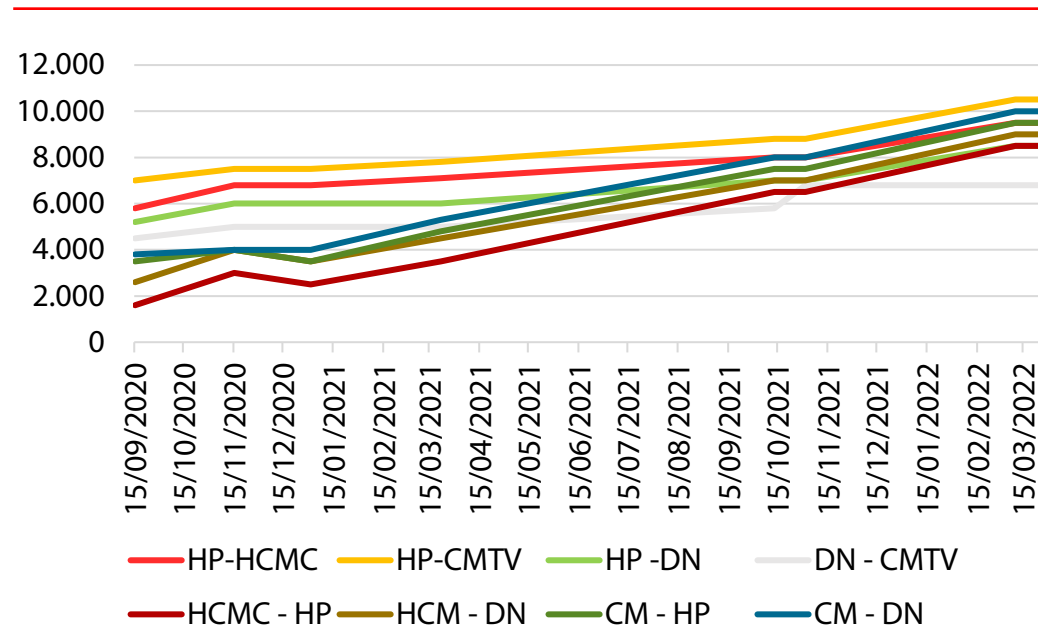
- Để hưởng lợi trong xu hướng giá thuê chuyển tăng vọt vào năm 2021, hầu hết các công ty vận tải biển đã chuyển hướng sang cho thuê tàu, dẫn đến mất cân đối cung - cầu và giá cước vận tải nội địa tăng bền vững từ trước đến nay.
- Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng sẽ có ít hợp đồng thuê tàu toàn cầu được ký kết vì trong giai đoạn cước biển giảm, các doanh nghiệp đi thuê tàu sẽ thận trọng hơn khi thuê giá cố định, thay vì dung giá trên thị trường. Thông thường, các hợp đồng thuê tàu kéo dài một hoặc hai năm, do đó, chúng tôi thấy rằng sẽ có nhiều tàu kết thúc hợp đồng và quay trở lại các tuyến nội địa vào cuối quý 3/2022.
- Do đó, nguồn cung tàu của thị trường nội địa sẽ bớt căng thẳng hơn do một số tàu Việt Nam hiện đang cho thuê tại thị trường nước ngoài sẽ về đến VN vào năm 2022, khiến giá cước nội địa có xu hướng giảm.

Hình 21: Thời gian kết thúc hợp đồng cho thuê của tàu container Việt Nam



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt, Lưu ý: 1/4 * nghĩa là cứ 4 tàu thì có 1 tàu container cập cảng Việt Nam

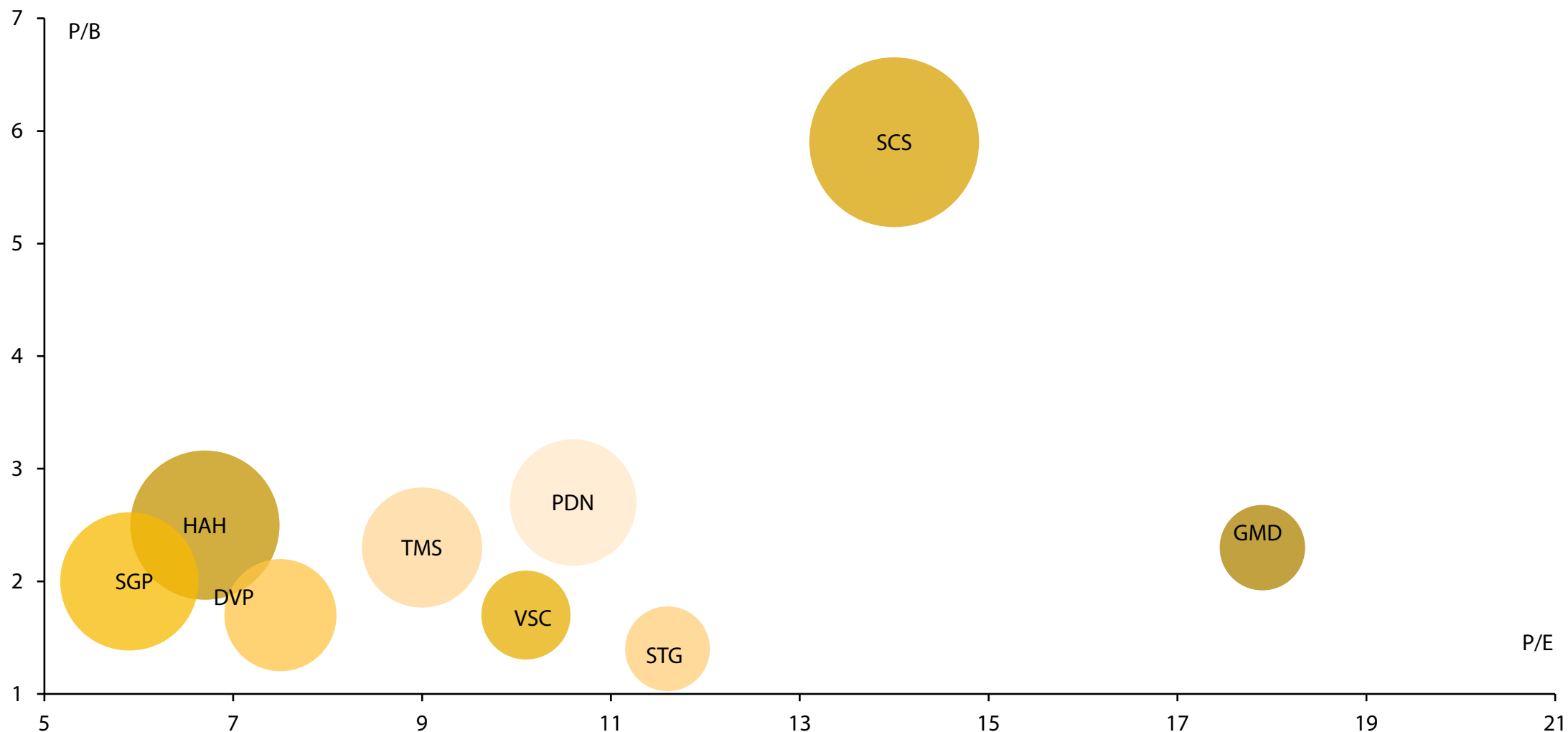
Hình 22: Phí vận chuyển của HAH ('000 đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
GMD	15.671,7	61.100	27,8%	31,6%	34,8%	24,4%	100,1%	24,4%	15.671,7	61.100	27,8%	31,6%	34,8%
SCS	8.092,4	91.100	15,5%	13,8%	0,0%	0,0%	17,4%	69,7%	8.092,4	91.100	15,5%	13,8%	0,0%
TMS	7.939,5	-	35,2%	N/A	7,2%	5,5%	97,8%	12,4%	7.939,5	-	35,2%	N/A	7,2%
SGP	4.823,4	-	47,3%	29,6%	13,0%	8,2%	8,4%	1,9%	4.823,4	-	47,3%	29,6%	13,0%
HAH	4.712,4	59.300	87,1%	218,2%	50,3%	42,3%	231,8%	27,0%	4.712,4	59.300	87,1%	218,2%	50,3%
VSC	4.626,4	36.000	9,0%	26,5%	37,7%	27,2%	39,3%	19,6%	4.626,4	36.000	9,0%	26,5%	37,7%
STG	2.687,2	-	16,4%	1,4%	12,2%	8,4%	-4,9%	7,9%	2.687,2	-	16,4%	1,4%	12,2%
DVP	2.100,0	-	5,1%	7,5%	51,2%	42,7%	21,2%	46,0%	2.100,0	-	5,1%	7,5%	51,2%
PDN	2.054,1	-	3,4%	9,1%	31,5%	25,5%	6,3%	20,4%	2.054,1	-	3,4%	9,1%	31,5%

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rông Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +21%

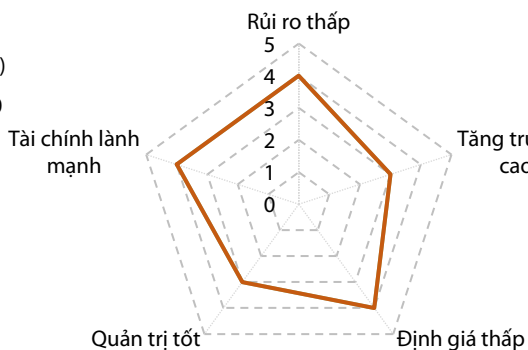
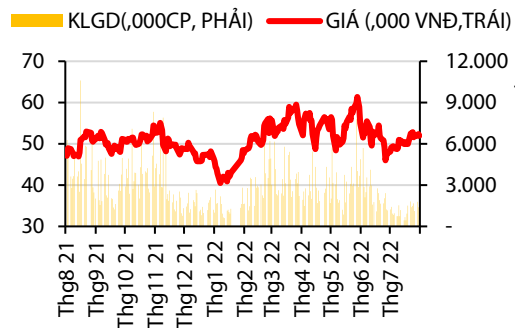
GTT: 51.000

GMT: 61.100

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NGTTN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Cảng biển
15672
301
2127
114
2.8
62.2 - 39.95

Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

3.206
605
5,6%
10,2%
9,6%
2.007
3.589
3.856
20.942
23.423
25.875
1.200
1.200
1.500
24,7
14,3
13,4
2,1
2,2
2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nâng cao hiệu suất hoạt động từ cảng Nam Đình Vũ và Gemalink sẽ tăng cường lợi nhuận của công ty năm 2022. Nam Đình Vũ và Gemalink sẽ đạt tỷ lệ huy động 85% và 91% trong năm 2022, điều này sẽ củng cố lợi nhuận của công ty. Doanh thu và LNST dự phóng năm 2022 lần lượt là 3.843 tỷ đồng (+20% YoY) và 1.408 tỷ đồng (+75% YoY). EPS đạt 3.589 đồng.

Xây dựng bệ phóng bền vững cho giai đoạn 2023-2025 đến giai đoạn hai dự án Nam Đình Vũ và Gemalink

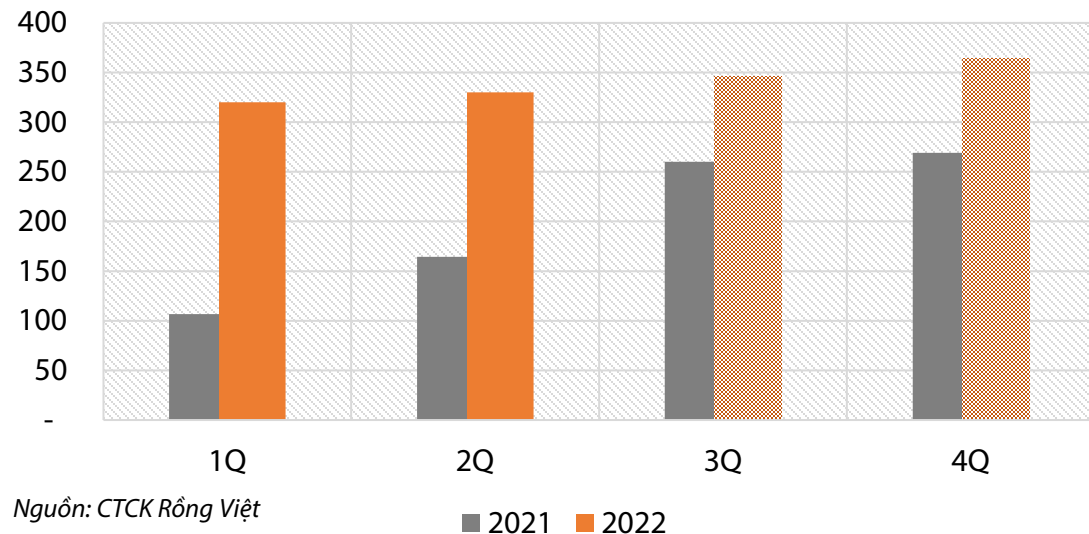
- Dựa trên tốc độ tiềm năng tăng trưởng tại khu vực Cái Mép-Thị Vải, GMD đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất lên 3 triệu TEU và đưa vào hoạt động từ năm 2024. Với tiềm năng lớn trong khu vực này và được hỗ trợ mạnh mẽ từ CGM-CMA và liên minh, Gemalink đã, đang và sẽ là "con gà đẻ trứng vàng" cho công ty trong những năm tới.
- Ở khu vực Hải Phòng, GMD có kế hoạch đưa giai đoạn 2A và 2B vào hoạt động lần lượt từ năm 2023 và năm 2025, tăng 125% so với công suất hiện tại. Mặc dù có ít lợi thế cạnh tranh hơn trong khu vực cạnh tranh đầy khốc liệt ở khu vực này, chúng tôi tin rằng GMD có thể kiếm được lợi nhuận nhờ tăng trưởng thuần ở khu vực phía Bắc.

Thoái vốn thành công các lĩnh vực kinh doanh ngoài ngành (trang trại cao su và bất động sản) sẽ là chất xúc tác tiềm năng trong ngắn hạn và dài hạn. Ngoài lợi nhuận cốt lõi, lợi nhuận bất thường có thể đến từ mảng cao su và bất động sản.

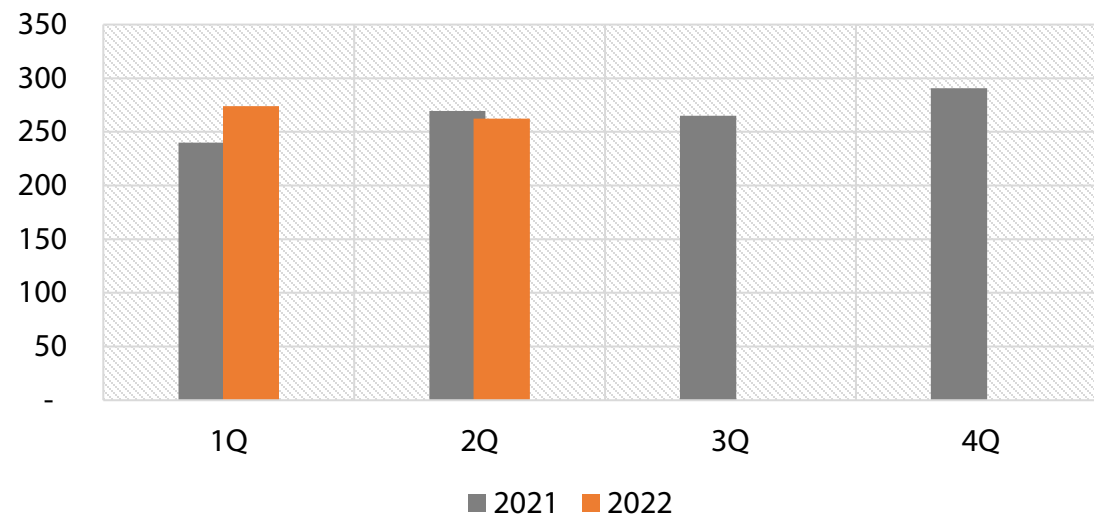
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Quản lý chi phí tốt hơn để mở rộng biên lợi nhuận, dẫn đến LNST cao hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá: Hoạt động thương mại kém hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến sản lượng và lợi nhuận.

Hình 1: Sản lượng thông quan tại cảng Gemalink (TEUs)



Hình 2: Sản lượng thông quan tại cụm Hải Phòng (TEUs)

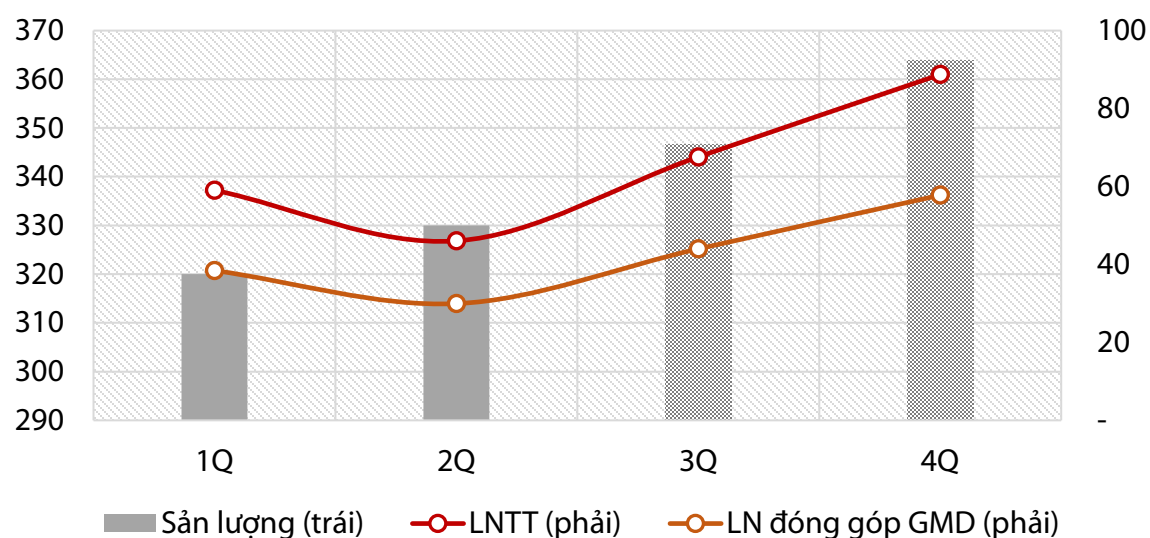


Hiệu suất vượt trội so với các khu vực Cái Mép-Thị Vải. Thông lượng của Gemalink tăng gấp đôi trong nửa đầu năm 2022 đạt 650.000 TEUs trong khi thông lượng tại Cái Mép-Thị Vải tăng nhẹ 2% YoY do (1) Vị trí địa lý thuận lợi và (2) Đối tác chiến lược - CGM-CMA. Sản lượng tăng dần QoQ trong khi biên lợi nhuận ròng trong Q2/2022 giảm so với Q1/2022 do chi phí tài chính (VND mất giá và lãi vay tăng).

Sản lượng tại cụm cảng Hải Phòng tăng nhẹ trong bối cảnh thị trường cạnh tranh. Các cảng biển ở khu vực Hải Phòng mất lợi thế cạnh tranh kể từ khi HITC hoàn thành việc nạo vét. Sản lượng cụm cảng GMD ở Hải Phòng tăng 14% YoY trong Q1/2022 trong khi giảm 3% YoY trong Q2/2022, dẫn đến mức tăng nhẹ 5% YoY trong 6T 2022.

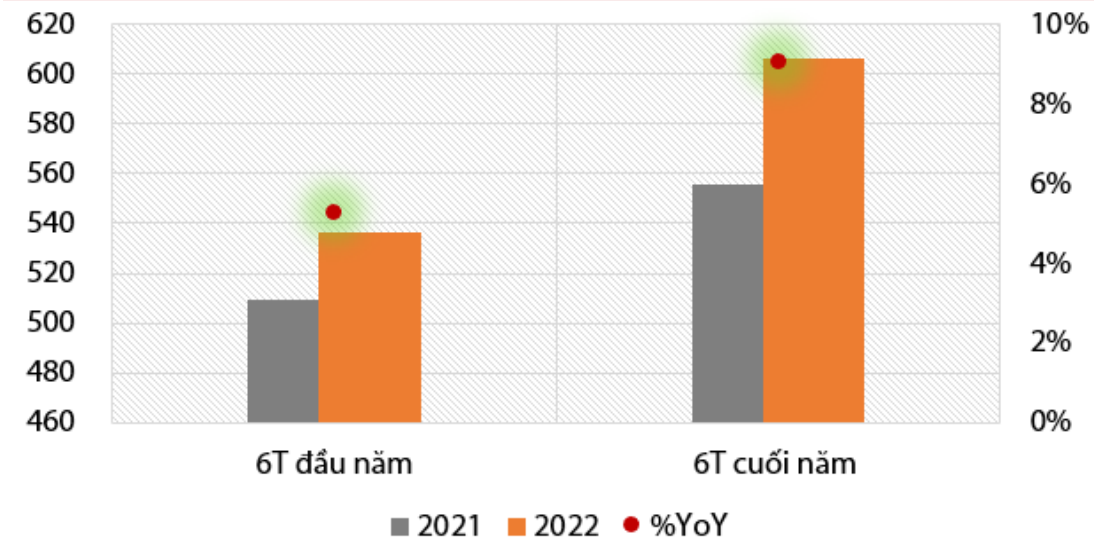
Mặc dù sản lượng giảm 2% QoQ/-20% YoY trong Q2/2022 (không gồm Gemalink), biên lợi nhuận gộp vẫn tăng 456 điểm phần trăm QoQ/211 điểm phần trăm YoY lên 45% nhờ quản lý chi phí tốt hơn. Do đó, biên lợi nhuận gộp tăng 200 bps trong 6T2022. Ngoài ra, khoản lợi nhuận gấp 2,5 lần từ các công ty con lên 226 tỷ đồng, LNST tăng gần gấp đôi lên 562 tỷ đồng trong 6T2022.

Hình 3: Sản lượng ước tính Gemalink ('000 TEUs) và KQKD (tỷ VND)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Sản lượng ước tính (cột trái, '000 TEUs) và tăng trưởng tại Hải Phòng (cột phải)

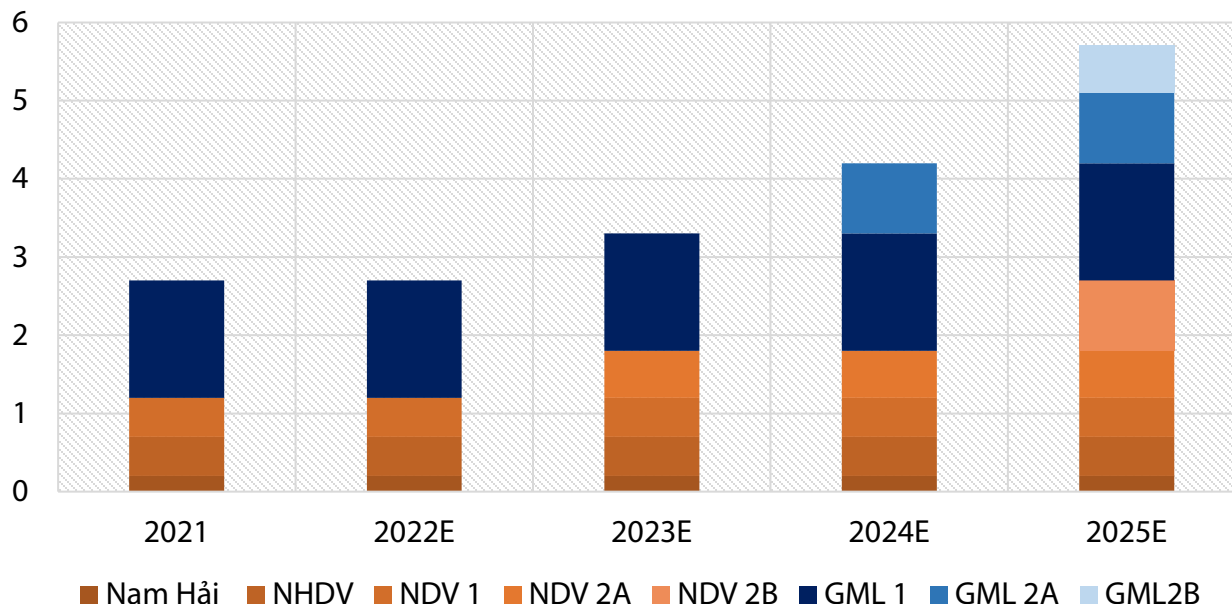


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cụm cảng khu vực Hải Phòng tiếp tục phát triển trong nửa cuối năm 2022 nhờ vào mùa cao điểm. Năm 2021, cảng Nam Đình Vũ đã huy động 77% công suất. Công ty có kế hoạch huy động hết công suất của cảng này vào năm 2022, tuy nhiên, chúng tôi dự đoán mục tiêu này là tương đối thử thách. Theo ước tính của chúng tôi, cảng Nam Đình Vũ sẽ đạt công suất sử dụng 85% vào năm 2022, tương đương với mức tăng 9% YoY về sản lượng. Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng hàng hóa tại khu vực Hải Phòng tăng 9% YoY lên 606 nghìn TEU trong nửa cuối năm 2022.

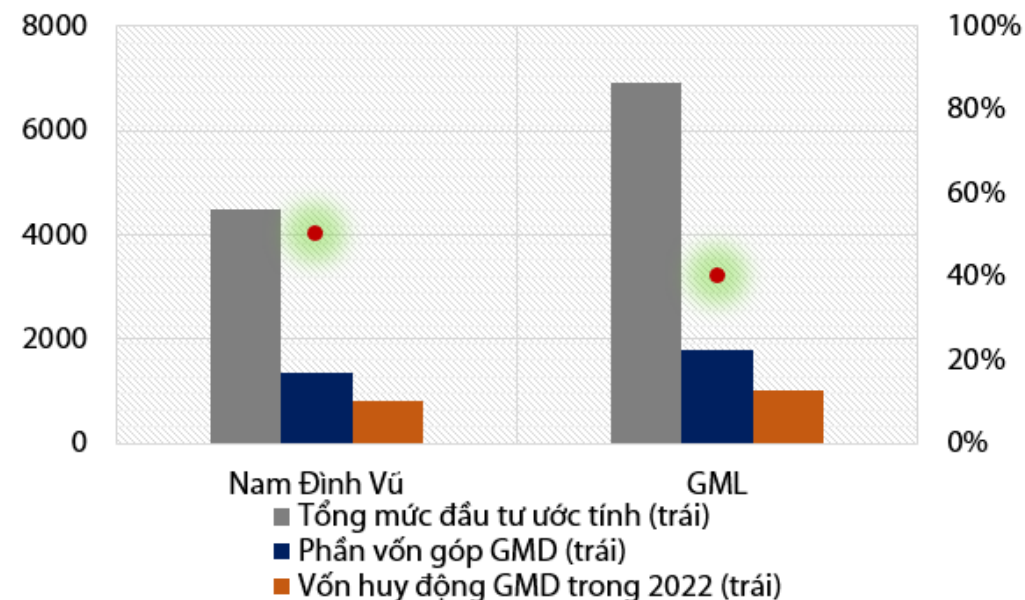
Nhìn chung, năm 2022 doanh thu dự phóng đạt 3.843 tỷ đồng, +20% YoY trong khi LNTT tăng 75% YoY lên 1.408 tỷ đồng.

Hình 5: Công suất trong các năm tới (triệu TEUs)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tổng mức đầu tư ước tính (tỷ đồng)

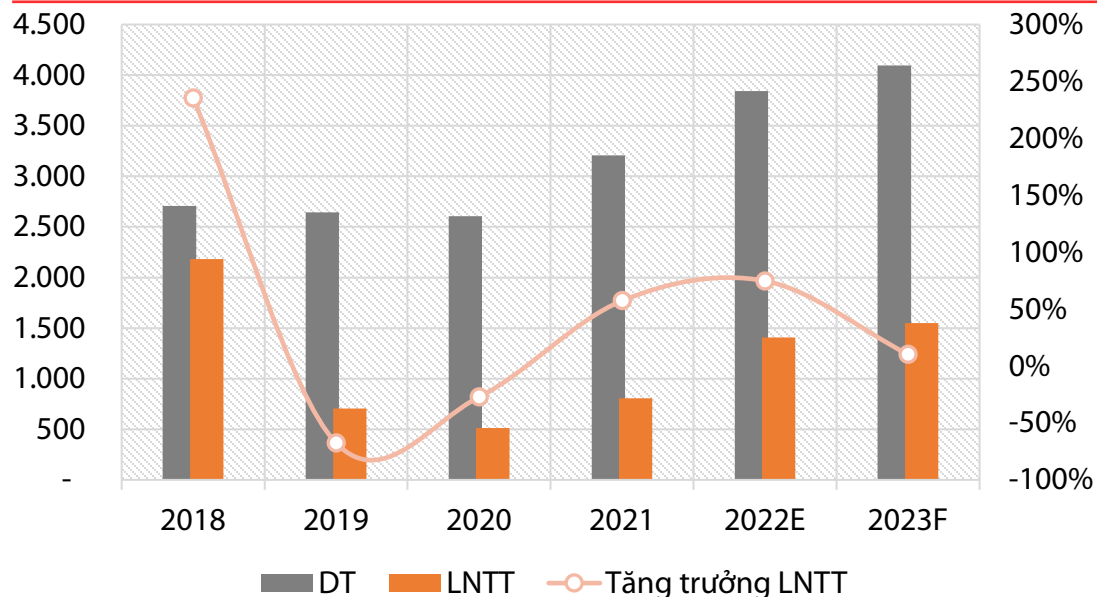


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nằm trong khu vực CM-TV có nhiều tiềm năng phát triển thành cửa ngõ giao thương quốc tế chính, GML sở hữu nhiều tiềm năng phát triển. Dựa trên những tiềm năng tăng trưởng này, GMD đặt mục tiêu nâng công suất lên gấp đôi lên 3 triệu TEUs và đưa vào hoạt động từ năm 2024. Với vai trò là đối tác chiến lược, chúng tôi tin rằng cụm cảng Gemalink sẽ trở thành “con bò hái ra tiền” cho GMD trong những năm tới.

Về cụm cảng Hải Phòng, cảng Nam Đình Vũ có ít lợi thế cạnh tranh hơn trong bối cảnh thị trường khu vực này cạnh tranh gay gắt. Tuy nhiên, nhằm hưởng lợi sự tăng trưởng thuận tại Hải Phòng, GMD có kế hoạch đưa giai đoạn 2A và 2B vào hoạt động lần lượt từ năm 2023 và 2025, +125% so với công suất hiện tại.

Hình 7: Dự phóng (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Trong năm 2022F/23F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu lần lượt đạt 3.843 tỷ đồng (+20% YoY)/4.097 tỷ đồng (+7% YoY). Theo đó, LNTT cho năm 2022/23F dự kiến đạt 1.408 tỷ đồng (+75% YoY)/1.550 tỷ VND (+10% YoY), được đóng góp mạnh mẽ bởi lợi nhuận từ GML.

Bảng 1: Tóm tắt định giá SoTP

Thành phần	Phương pháp	Giá trị vốn cổ phần	Tỷ lệ sở hữu của GMD	Chiết khấu	Giá trị hợp lý của GMD
Cảng và logistics	FCFF (WACC: 11,4, g: 2,1)	8.029		0	11.236
Logistics & Shipping JVs	P/E, FCFE	16.909			5.961
SCSC	P/E & FCFE	7.719	34.5	0.0	3.329
CJ GMD Logistics	P/E (@10x 2021F EPS)	1.117	49.1	0.0	765
CJ GMD Shipping	BV	173	51.0	0.0	154
Gemalink	FCFF (WACC: 9.5, g: 1)	7.901	65.1	0.0	1.713
Giá trị các khoản khác	BV	1.976			1.222
Cổ phần ở các công ty khác	BV	438		0	453
Công ty con cao su	BV	1.537	100	50	769
Tổng (tỷ đồng)					18.419
Số lượng CP (triệu CP)					301,4
Giá mục tiêu					61.100

TÍCH LŨY: 12%

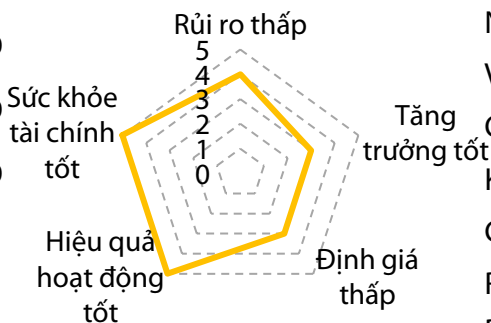
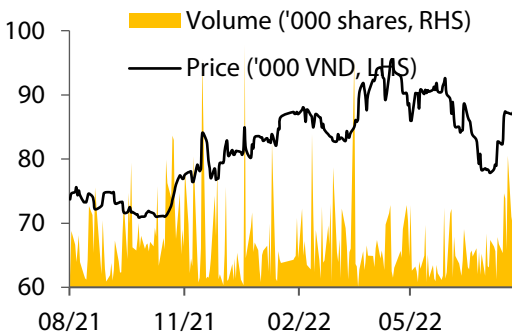
GTT: 85.000

GMT: 91.900

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa thị trường (\$ mn)
Cổ phiếu hiện tại O/S (mn cp)
KLGD BQ 3 tháng (K)
GTGD BQ 3 tháng (\$ mn)
Room NN còn lại (%)
Biến động giá 52 tuần ('000 VND)

Vận tải hàng không
Doanh thu (VND bn)
NPATMI (VND bn)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (VND)
Giá trị sổ sách (VND)
Cổ tức tiền mặt (VND)
P/E (x)
P/B (x)

839
926
1.035
564
634
720
39,8%
29,6%
29,3%
45,1%
30,4%
30,0%
11.106
6.023
6.914
24.619
22.235
25.571
3.000
3.600
3.600
13,5
14,1
12,3
6,1
3,8
3,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

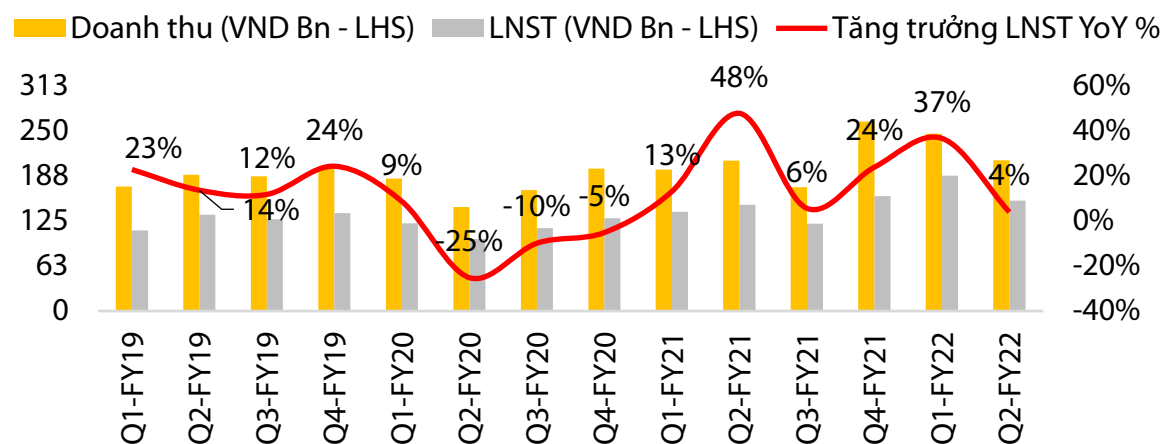
Chúng tôi kỳ vọng thông lượng hàng hóa XNK sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm 2022 do tác động của lạm phát cao tới nền kinh tế của các đối tác thương mại lớn. Sản lượng hàng hóa quốc tế đã giảm trở lại mức bình thường trong Q2-2022 do (1) gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu do chính sách "zero covid" của Trung Quốc và (2) tình hình lạm phát cao tại Mỹ và EU tác động đến nhu cầu tiêu dùng và các hoạt động thương mại. Trong khi Trung Quốc đang dần nới lỏng các hạn chế, chúng tôi lo ngại tình hình lạm phát cao vẫn sẽ tiếp tục trong các quý tới, và điều này sẽ ảnh hưởng đến triển vọng thương mại tại Việt Nam. Bên cạnh đó, giá cước vận tải biển vào tháng 8/2022 đã giảm gần 1/3 so với cùng kỳ, điều này cũng làm giảm tính cạnh tranh của phương thức vận tải hàng hóa hàng không.

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng triển vọng dài hạn vẫn được duy trì do kỳ vọng tình hình lạm phát sẽ được kiểm soát vào năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng CAGR 3 năm của sản lượng hàng hóa quốc tế sẽ giữ ở mức 10% trong giai đoạn 2022F-25F, đưa CAGR 3 năm của LNST cùng kỳ lên 11%. Tuy nhiên, chỉ số P/E năm 2022F là 14.1x cho thấy SCS cũng chưa thực sự thấp.

RỦI RO

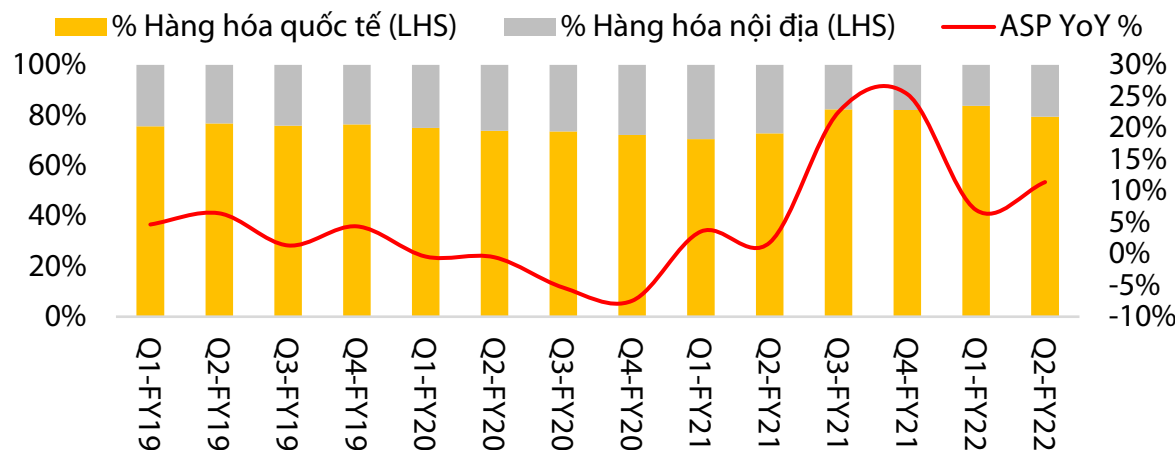
- Lạm phát cao kéo dài hơn kỳ vọng dẫn đến giảm nhu cầu tiêu dùng toàn cầu, làm suy yếu hoạt động thương mại của Việt Nam.
- Tiềm năng tăng giá nhờ dự án Nhà ga hàng hóa Sân bay Quốc tế Long Thành.

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận đi ngang trong Q2-2022



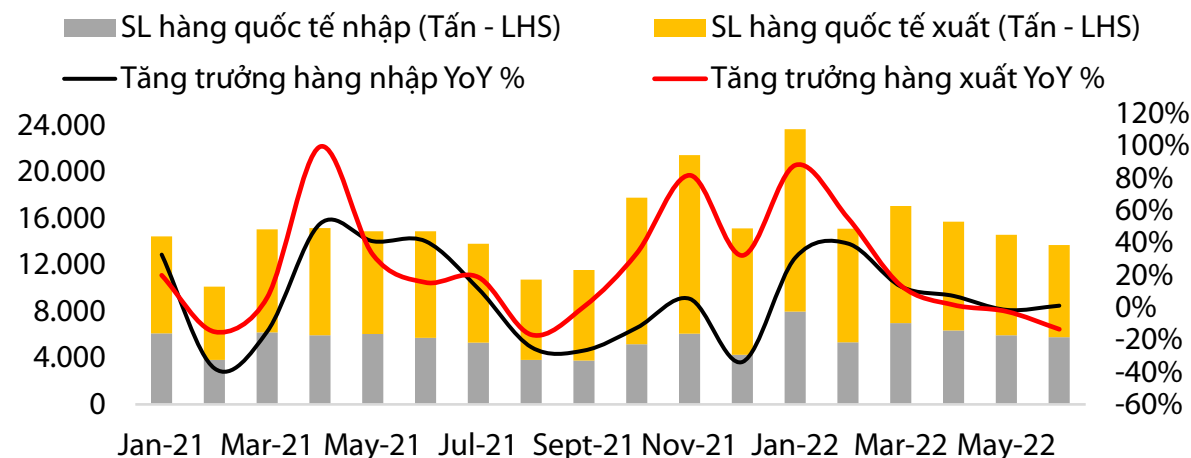
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 3: ASP tiếp tục được cải thiện trong Q2-2022



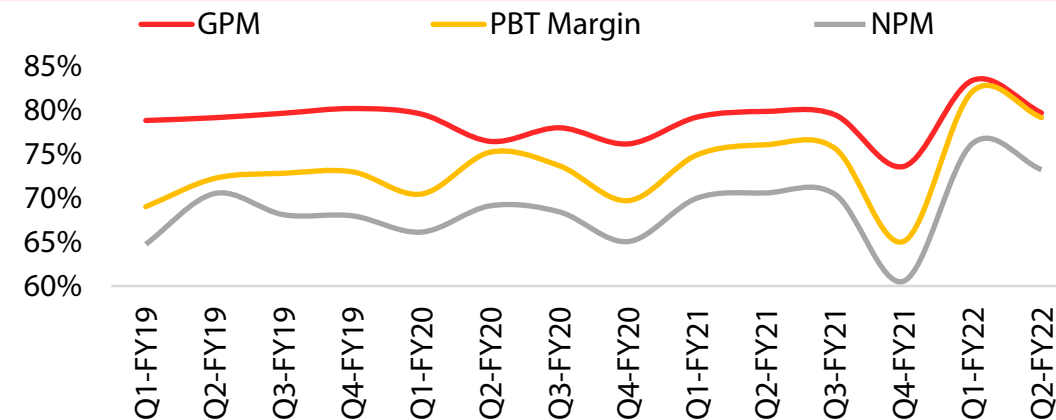
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng hàng hóa quốc tế trở đã bình thường hóa trở lại



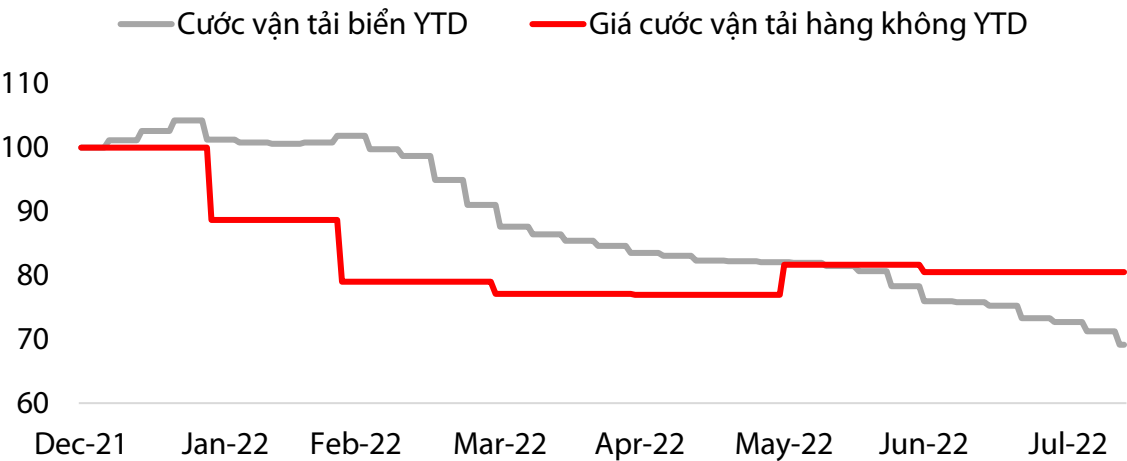
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Biên lợi nhuận



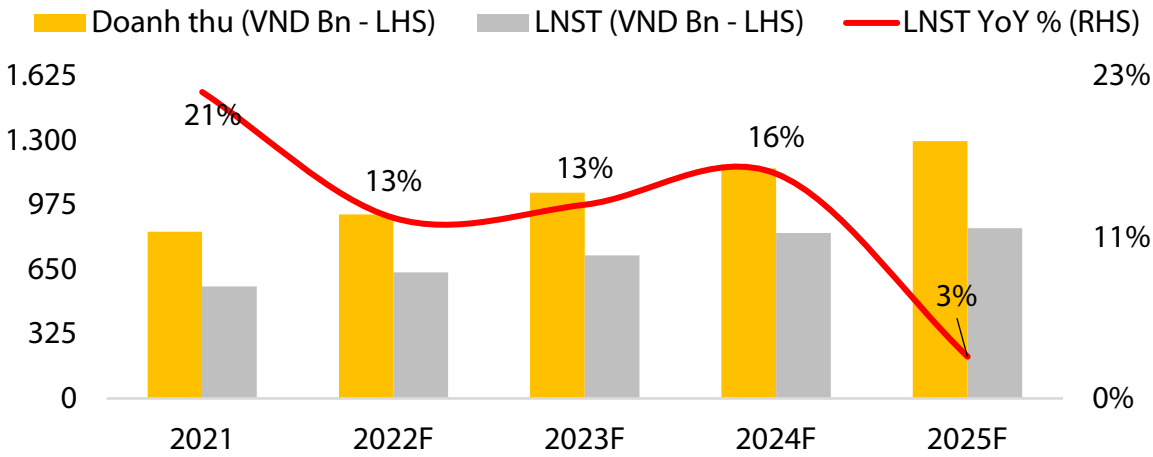
Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Cước vận tải biển so với cước vận tải hàng không



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng KQKD 2022F-25F



Nguồn: SCS, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa quốc tế, nguồn thu lợi nhuận chính của SCS, sẽ tăng trưởng với CAGR 10% trong giai đoạn 2022F-25F nhờ sự phục hồi dòng chảy thương mại do Việt Nam đang tăng cường hội nhập vào chuỗi cung ứng toàn cầu, bất chấp những tác động tạm thời từ tình hình lạm phát cao.

Do đó, chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng trưởng bền vững với CAGR 11% trong giai đoạn 2022F-25F. Lưu ý rằng đến năm 2025, SCS sẽ áp dụng mức thuế suất thuế TNDN theo quy định là 20% thay vì mức 10% hiện tại, điều này sẽ làm giảm tốc độ tăng trưởng LNST trong năm 2025F.

TRUNG LẬP: -4%

GHT: 37.850

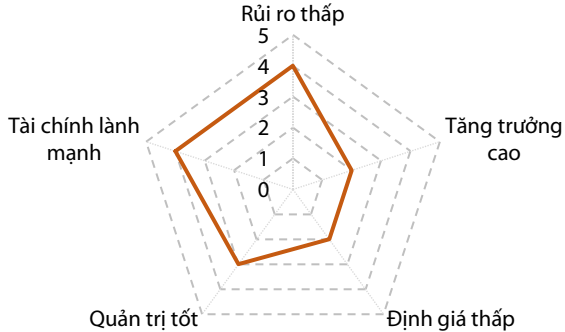
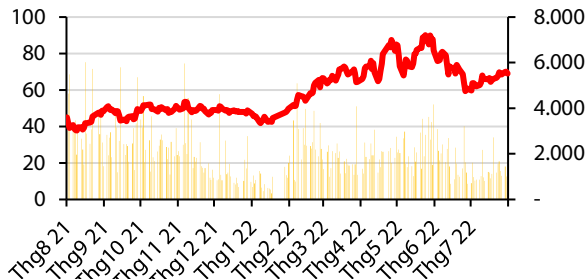
GMT: 36.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) — GIÁ (,000 VNĐ, TRÁI)



Ngành
Vốn hóa (triệu USD)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)
SH NĐTNN còn lại (%)
ĐB giá 52 tuần

Hàng & Dịch vụ
Công nghiệp
4.626
121
642
27
43,6
50 – 30,16

Doanh thu
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

1.381
277
2,06
8,4
834
10.066
400
27,5
1,6
2.116
311
3,1
9,4
979
10.110
400
12,7
1,5
2.170
378
4,0
11,4
1.190
10.221
400
11,9
1,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Biên lợi nhuận gộp mở rộng dần theo quý so với quý trước nhờ vào việc tái cấu trúc ban quản lý kể từ quý 2/2021

- Công ty hoạt động hiệu quả hơn sau khi tái cơ cấu kể từ quý 2/2021, dẫn dắt kết quả kinh doanh tốt hơn. Với việc giảm quy mô gia công xếp dỡ container qua cảng liên kết là PTSC Đình Vũ, sản lượng thuê ngoài giảm trong khi lượng container trực tiếp thông qua cảng VIP Green và Green Port lại có xu hướng tăng. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng dần kể từ quý 2/2021. Trong 6T2022, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 488 bps lên 35% trong khi đó trong 6T2021 là 30%.
- Gia tăng tỷ lệ hoạt động của cảng VIP Green sẽ đóng vai trò là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của công ty trong những năm tới. Bên cạnh đó, sự tăng trưởng thuần ở khu vực Hải Phòng sẽ thúc đẩy sản lượng của cảng VIP Green. Năm 2022, doanh thu/LNST của công ty mẹ được dự báo là 1.968 / 404 tỷ đồng, +4%/+ 15% YoY nhờ (1) Thay đổi ban lãnh đạo hiệu quả từ năm 2021 và (2) Tăng trưởng sản lượng của VIP Green và Green port.

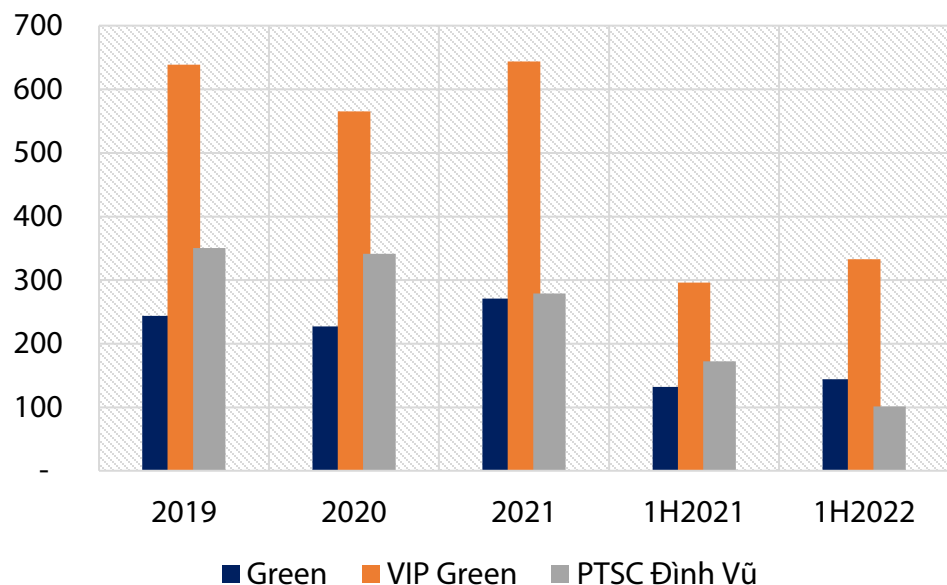
Ban lãnh đạo mới đang quyết liệt sáp nhập các công ty liên kết trong ngành logistic để tạo điều kiện cho hoạt động của công ty và dự kiến sẽ gặt hái được thành công trong những năm tới. Do không vay nợ dài hạn, VSC sở hữu dòng tiền ổn định qua từng năm từ hoạt động kinh doanh chính, dao động khoảng 500 tỷ đồng mỗi năm. Tận dụng các dòng tiền đó, VSC đang nỗ lực mua thêm các công ty con trong ngành logistic và kỳ vọng sẽ sinh lời trong các năm tới trong khi hiện tại, các khoản đầu tư này đang lỗ thông qua cảng VIMC Đình Vũ và ICD Quảng Bình.

Triển vọng mở rộng bất chấp kế hoạch mở rộng đầy tham vọng thông qua cảng nước sâu. Năm giữ dòng tiền vững chắc và có kinh nghiệm trong lĩnh vực cảng biển, VSC vẫn sẽ mất thời gian để có thể tham gia vào lĩnh vực cảng biển nước sâu tại Đà Nẵng và Hải Phòng. Do đó, triển vọng dài hạn là không rõ ràng và đặt cược nhiều hơn vào khả năng của đội ngũ quản lý mới.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

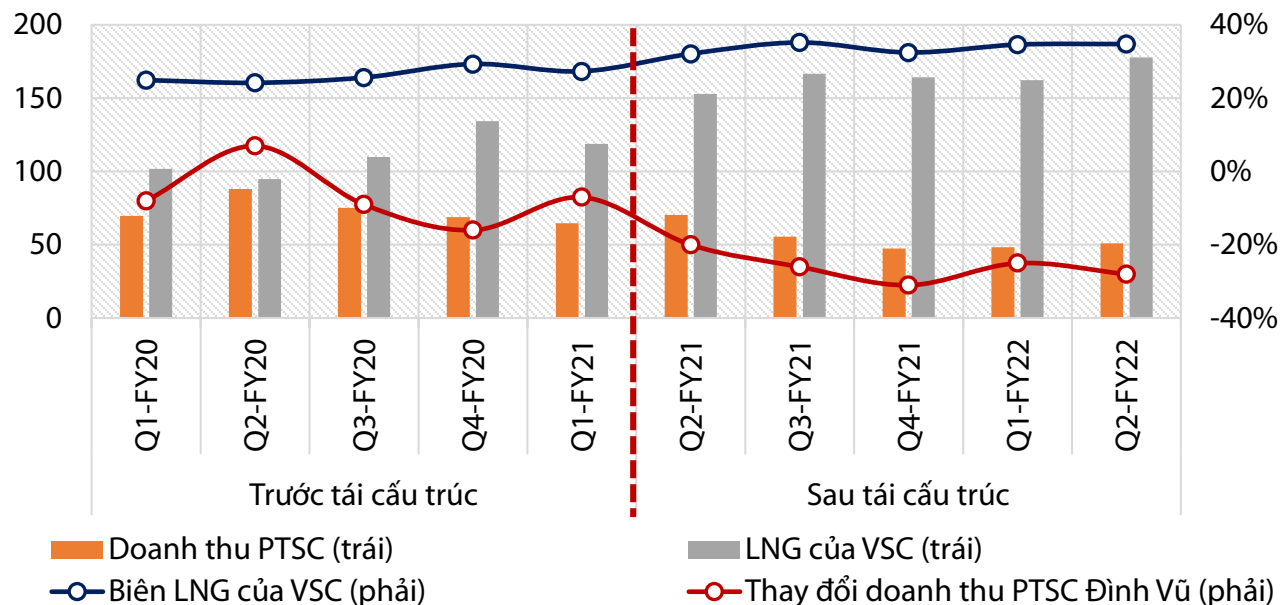
- Rủi ro tăng: Những khoản đầu tư đó có thể kiếm được lợi nhuận sớm hơn ước tính của chúng tôi sẽ thúc đẩy LNST của công ty.
- Rủi ro giảm: Sản lượng kém hơn dự kiến tại các khu vực Hải Phòng khiến tốc độ tăng trưởng của công ty bị sụt giảm.

Hình 1: Sản lượng theo cảng ('000 TEU)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tương quan cảng VSC và PTSC (tỷ đồng)

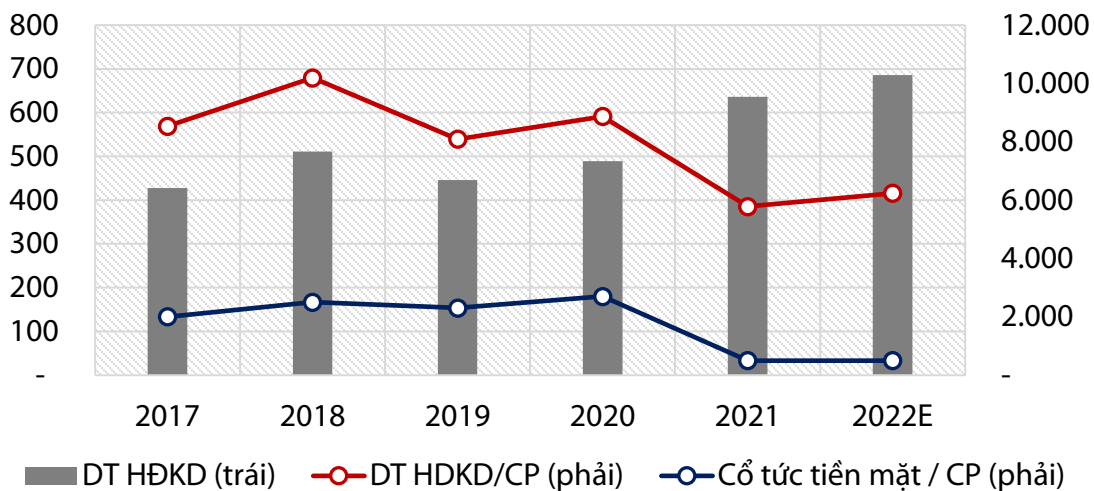


Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp được nới rộng theo quý nhờ vào việc tái cấu trúc ban quản lý kể từ quý 2/2021

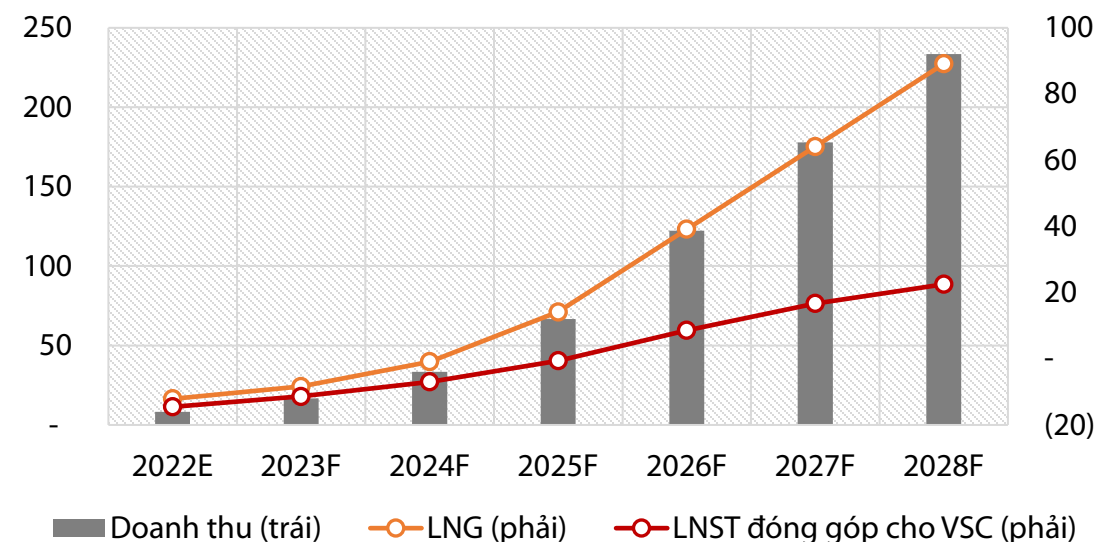
- Với việc giảm quy mô gia công xếp dỡ container qua cảng liên kết là PTSC Đình Vũ, sản lượng thuê ngoài giảm trong khi lượng container trực tiếp thông qua cảng VIP Green và Green Port lại có xu hướng đảo chiều. Cụ thể, sản lượng thông qua cảng VIP Green/Green tăng 12%/9% YoY lên khoảng 333/144 ('000 TEU) trong khi PTSC Đình Vũ giảm 41% YoY trong nửa đầu năm 2022.
- Khoản lỗ 9 tỷ đồng (tương đương 0,39 triệu USD) từ công ty liên kết trong quý 2/2022 chủ yếu từ cảng VIMC Đình Vũ. Ở giai đoạn đầu của dự án, công ty có thể mất nhiều thời gian để thu được lợi nhuận từ khoản đầu tư này.
- Trong 6T2022, doanh thu tăng 8% YoY lên 981 tỷ đồng nhưng LNST của cổ đông công ty mẹ tăng 23% YoY lên 184 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận ròng tăng 240 bps nhờ (1) Giảm dòng chảy tài nguyên của công ty (2) Tăng trưởng thuần ở Hải Phòng.

Hình 3: Dòng tiền HĐKD (tỷ đồng) và dòng tiền HĐKD/cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu (đồng)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kết quả ước tính của VIMC (tỷ đồng)



Nguồn: VSC, CTCK Rồng Việt

Ban lãnh đạo mới đang quyết liệt sáp nhập các công ty liên kết trong ngành logistic để tạo điều kiện cho hoạt động của công ty và dự kiến sẽ có kết quả trong những năm tới. (1) VSC đã mua 36% cổ phần của VIMC Đình Vũ – bến tàu 240m vào Quý 3/2021 và đưa vào hoạt động từ Quý 2/2022. Theo quan điểm của chúng tôi, do có một bến cỡ, VIMC không hấp dẫn đối với tàu quốc tế tuy nhiên vẫn thu hút được những chuyến hàng nội địa trong giai đoạn đầu. Do đó, doanh thu khó có khả năng trang trải chi phí lãi vay cao và khấu hao, dẫn đến khoản lỗ trong Quý 2/2022.

(2) VSC cũng tích lũy ICD Quảng Bình trong quý 2/2022. Tuy nhiên, chúng ta cần xem VSC chuyển đổi một doanh nghiệp lỗ lũy kế như thế nào trong những năm tới.

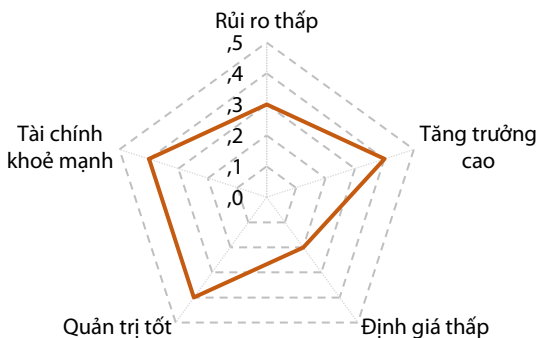
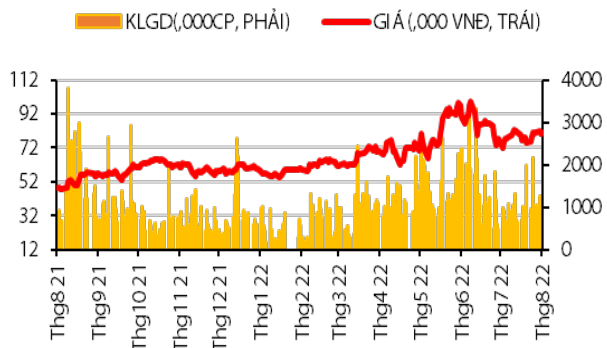
Năm 2022, doanh thu/LNST của công ty mẹ được dự báo là 1.968 / 404 tỷ đồng, +4%/+15% YoY nhờ (1) Tái cơ cấu ban điều hành một cách hiệu quả từ năm 2021 và (2) Tăng trưởng sản lượng của cảng VIP Green và Green port.

Triển vọng mơ hồ bất chấp kế hoạch mở rộng đầy tham vọng thông qua cảng nước sâu. Công ty tham vọng muốn đầu tư vào cảng biển nước sâu tại Đà Nẵng và Hải Phòng - “miếng bánh ngọt” mà các nhà đầu tư đều mong muốn đạt được. Do đó, chúng ta cần chờ xem liệu công ty có thể tham gia khoản đầu tư này trong thời gian tới hay không. Cho đến nay, các dự án này đang chờ phê duyệt đầu tư.

GIẢM: -11%

GHT: 67.500

GMT: 59.300



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
Vốn hóa (triệu USD)	4712
SLCPĐLH (triệu cp)	68
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	1704
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	127
SH NĐTNN còn lại (%)	27.2
BĐ giá 52 tuần	92.9 - 36.93

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	1.381	2.116	2.170
LNST	277	311	378
ROA (%)	2,06	3,1	4,0
ROE (%)	8,4	9,4	11,4
EPS (đồng)	834	979	1.190
GTSS (đồng)	10.066	10.110	10.221
Cổ tức tiền mặt (đồng)	400	400	400
P/E	7,4	5,8	6,9
P/B	1,7	2,1	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thu nhập từ mảng thuê tàu dự phóng sẽ tăng gấp đôi vào năm 2022F. HAH là người hưởng lợi trong bối cảnh giá cước vận tải toàn cầu tăng vọt vào năm 2021. Công ty đã đạt được một số hợp đồng thuê tàu cao từ giữa quý 3/2021, điều này đảm bảo lợi nhuận của công ty đến năm 2023 trong mảng này. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng thuê tàu sẽ tăng hơn gấp đôi vào năm 2022, đạt khoảng 600 tỷ đồng.

Hưởng lợi từ thị trường vận tải nội địa cả về khối lượng và giá cước vận chuyển nhưng công ty có thể sẽ mất những điều kiện thuận lợi này vào cuối năm 2022. Do làn sóng các công ty vận tải địa phương chuyển sang cho thuê tàu, nhu cầu các tuyến nội địa đã vượt cung. Do đó, khối lượng vận tải nội địa và giá cước đã tăng mạnh. Chúng tôi thấy rằng HAH vẫn được hưởng những điều kiện thuận lợi đó trong 6T2022 và bắt đầu mất dần vào cuối năm nay theo thời gian, giảm dần theo cước tàu toàn cầu.

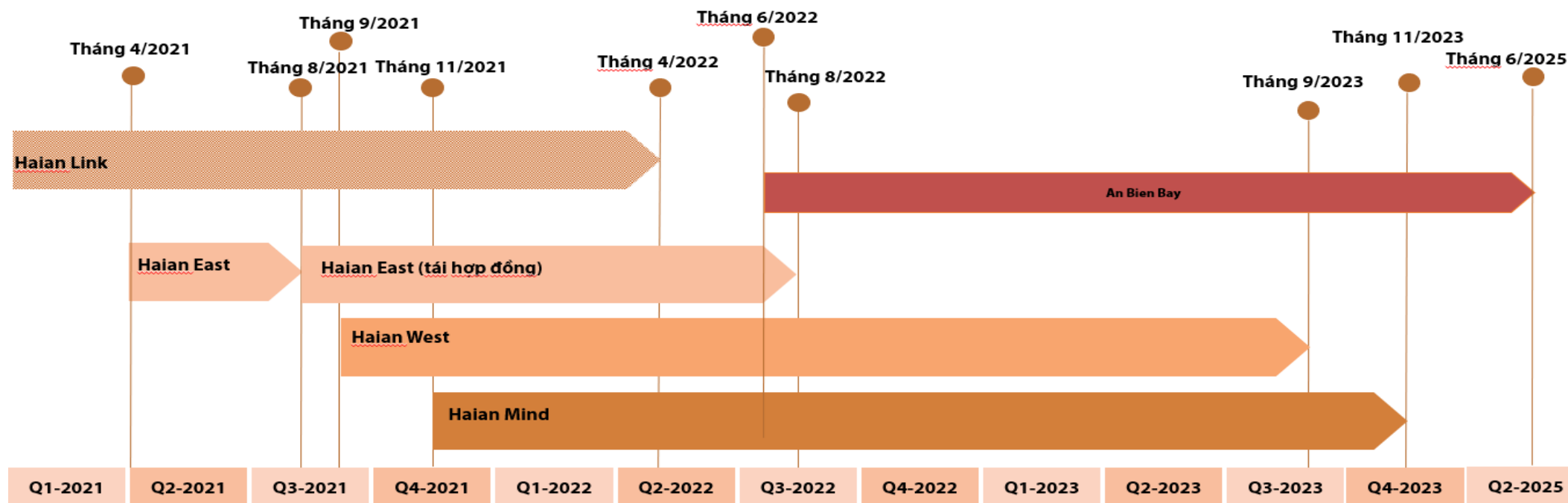
Với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng, công ty tiếp tục bổ sung thêm nhiều tàu vào danh mục đầu tư của mình từ năm 2023 đến năm 2025. HAH có kế hoạch mua 4 tàu trong những năm tới để (1) Bước ra khỏi thị trường nội địa, phát triển nhiều hơn các tuyến Nội - Á thông qua hợp tác với ZIM; (2) Bổ sung thêm các tuyến nội địa để thúc đẩy nhu cầu vận tải biển tăng trưởng trong những năm tới.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng: Tình trạng thiếu hụt nguồn cung tàu liên tục kéo dài có thể làm tăng giá thuê tàu lên mức cao mới, dẫn đến giá thuê tàu cao hơn thúc đẩy lợi nhuận của công ty.
- Rủi ro giảm: Giá cước vận tải nội địa và giá thuê tàu thấp hơn dự kiến vào cuối năm nay, dẫn đến thắt chặt biên lợi nhuận và LNST giảm mạnh.

(*) Tỷ suất sinh lời đã bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: Lịch trình cho thuê



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Các hợp đồng cho thuê cố định giá đảm bảo mức thu nhập cao trong 6T2022

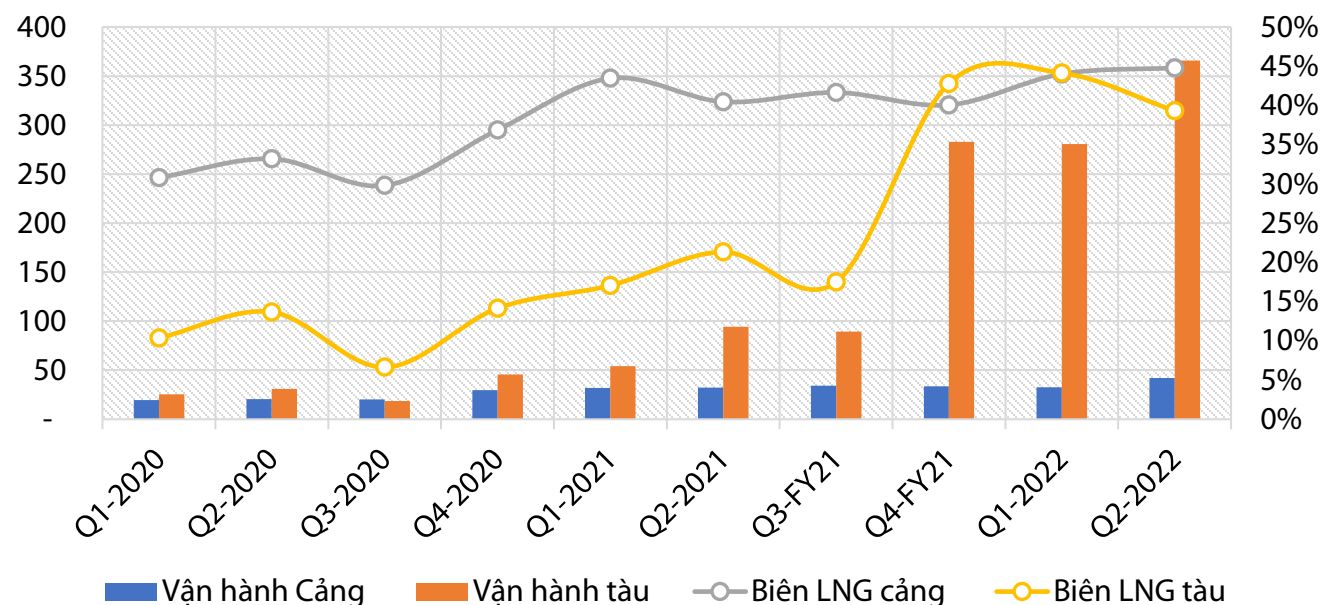
- Để chạy đua với nhu cầu tăng giá cước vận tải trên toàn thế giới, HAH đã nhanh chóng mua hai tàu vào tháng 4/2021 và bắt đầu đạt được hợp đồng thuê tàu vào giữa quý 3/2021. Công ty hái trái ngọt từ quý 4/2021. Do thời hạn hợp đồng kéo dài thêm một hoặc hai năm, nên công ty có được mức giá thuê tàu cao vào năm 2022 và 6T2023 bất kể xu hướng giảm giá tàu biển thế giới.
- Hiện tại, ba trong số bốn tàu đang cho thuê với mức cao khoảng 31.000 USD/ngày trong khi ANBIEN Bay đạt mức cao hơn 40.000 USD/ngày (HAH sở hữu 24%) từ tháng 6/2022.

Hình 2: Danh sách tàu

Tên	Công suất (TEU)	Trạng thái
HAIAN PARK	787	Hoạt động
HAIAN TIME	1032	Hoạt động
HAIAN LINK	1060	Hoạt động
HAIAN BELL	1200	Hoạt động
HAIAN VIEW	1577	Hoạt động
HAIAN CITY	1577	Hoạt động
HAIAN EAST	1702	Trong thời gian cho thuê
ANBIEN Bay	1708	Trong thời gian cho thuê
HAIAN WEST	1740	Trong thời gian cho thuê
HAIAN MIND	1794	Trong thời gian cho thuê

Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu lợi nhuận gộp (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận gộp

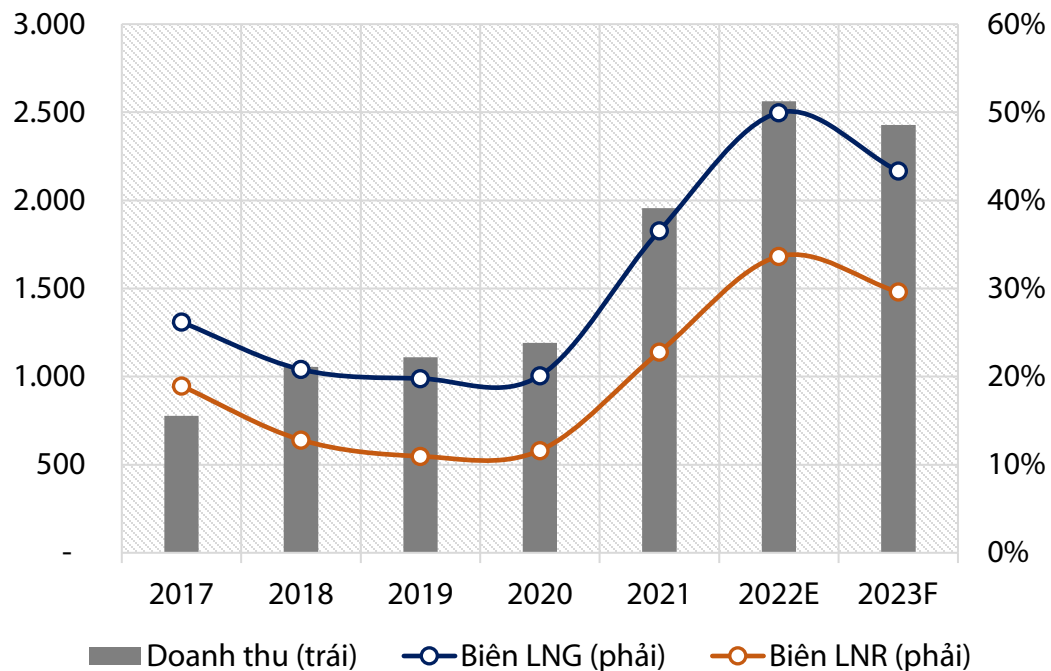


Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Mảng vận tải nội địa có đạt công suất lắp đầy cao và giá cước vận chuyển cao

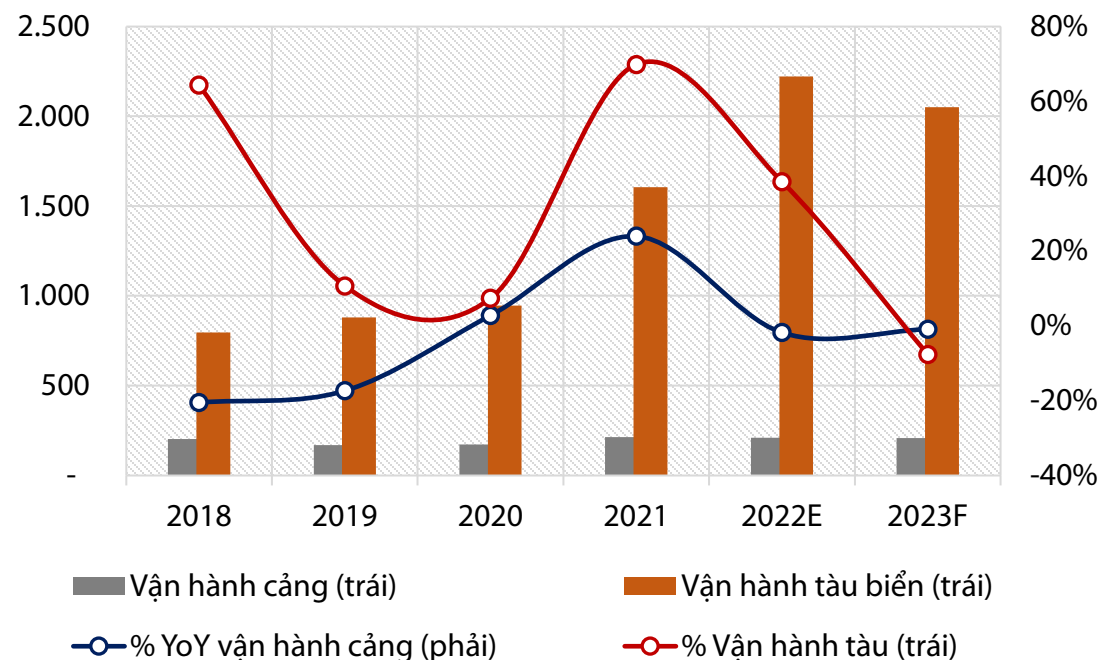
- Do năng suất vận chuyển nội địa của ngành đã thấp hơn những tháng trước trong giai đoạn tàu được mang đi cho thuê, nên không chỉ giá vận chuyển nội địa còn cả tỷ lệ lắp đầy duy trì ở mức cao.
- Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải đường biển của HAH đã tăng khoảng 1948 bps lên 49% trong 6T2022 trong khi trong lịch sử là 17% trên cơ sở trung bình 5 năm.
- Doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ trong 6T2022 lần lượt là 1.582 tỷ đồng và 440 tỷ đồng, tăng 96% và 195% YoY. Chúng tôi thấy rằng lợi nhuận cao như vậy sẽ được duy trì trong quý 3/2022, tuy nhiên chúng tôi dự phóng thu nhập sẽ chậm lại trong quý 4/2022 do công suất vận chuyển nội địa tăng vào cuối năm nay và hoạt động thương mại giảm dần.

Hình 4: Kết quả kinh doanh ước tính (tỷ đồng)



Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Chỉ số P/E và P/E bình quân 5 năm



HAH hưởng tỷ suất lợi nhuận gộp vượt trội nhờ các yếu tố thuận lợi từ bên ngoài và phụ thuộc vào nguồn cung và cầu tàu toàn cầu. Do đó, việc duy trì tỷ suất lợi nhuận cao như vậy là một thách thức

- LNST của cổ đông công ty mẹ trong 2H2022 được dự báo sẽ thấp hơn so với 1H2022 do (1) Khó để duy trì hợp đồng thuê tàu ở mức cao như hiện tại; (2) Giá cước vận tải nội địa có khả năng điều chỉnh do cung nhiều tàu hơn và nhu cầu vận chuyển dần hạ nhiệt trong 2H2022. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu/LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 2.562/862 tỷ đồng, +31% YoY/+93% YoY.
- Giá container trên thế giới bắt đầu điều chỉnh từ mức cao nhất vì mọi thứ trở lại bình thường, chúng tôi dự đoán tỷ giá này có thể sẽ điều chỉnh nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn so với trước đây. Do đó, chúng tôi dự báo LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2023F sẽ giảm nhẹ 17% YoY xuống còn 719 tỷ đồng.

NGÀNH BÁN LẺ

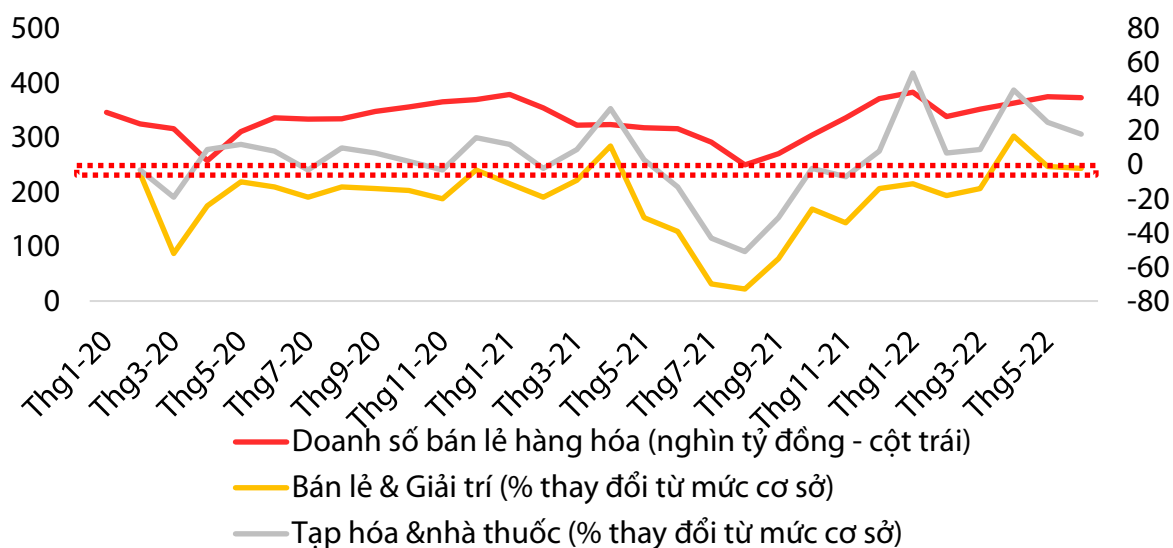
**CƠ HỘI ĐẾN TỪ CÁC THỊ TRƯỜNG
PHÂN MẢNH MỚI**



Đỗ Thanh Tùng – tung.dt@vdsc.com.vn

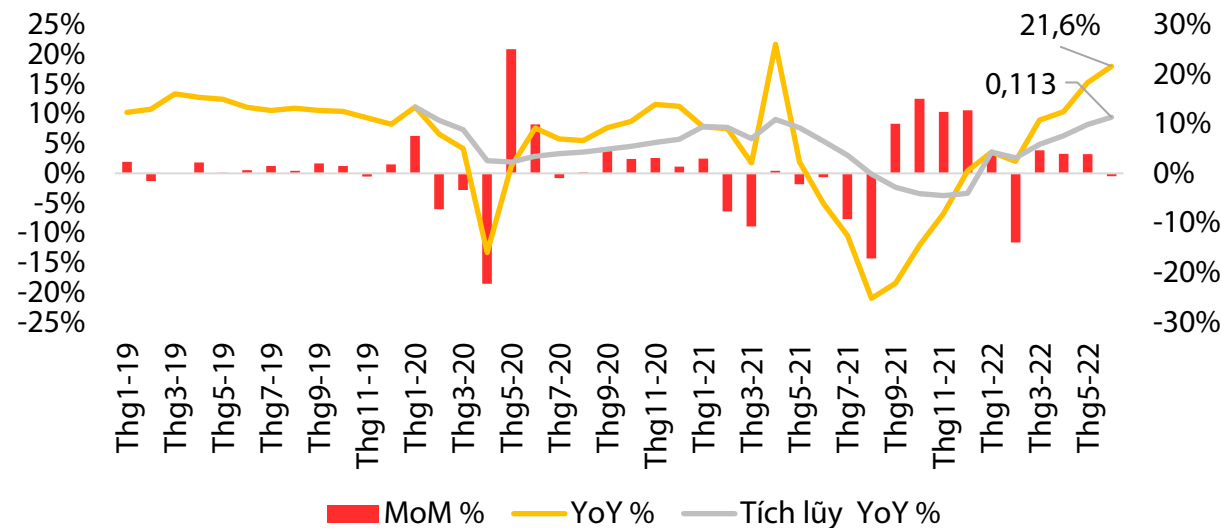


Hình 1: Xu hướng dịch chuyển phục hồi hoàn toàn



Nguồn: TCTK, báo cáo Google Mobility, CTCK Rồng Việt

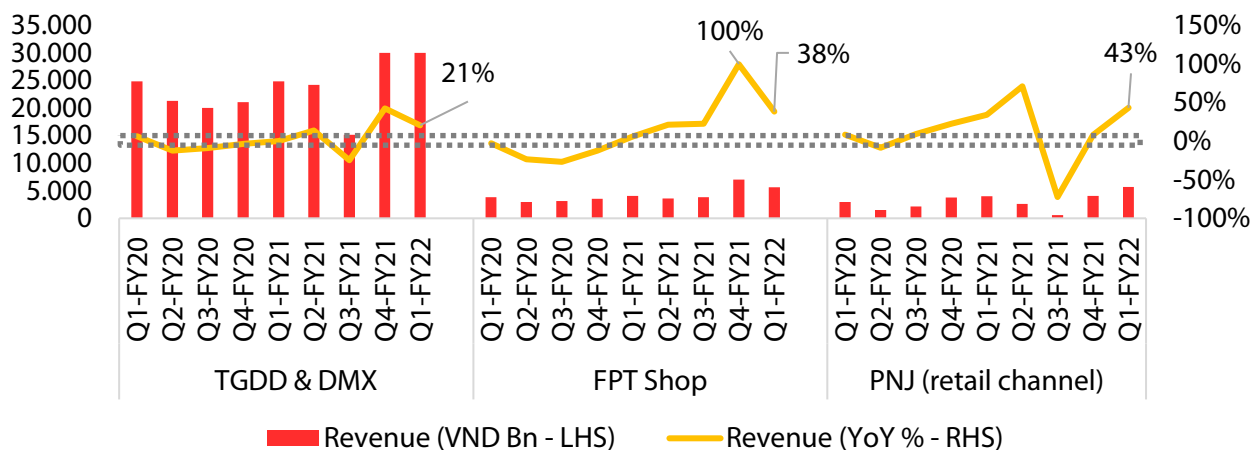
Hình 2: Tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

- Số lượt ghé thăm các cửa hàng tạp hóa và hiệu thuốc đã phục hồi cao hơn mức trước đại dịch kể từ tháng 12/2021 trong khi số lượt ghé thăm các địa điểm bán lẻ và giải trí, mặc dù đã bị ảnh hưởng nặng bởi làn sóng Covid cuối cùng vào đầu năm 2022, vẫn ghi nhận ở quanh mức trước đại dịch.
- Những xu hướng dịch chuyển tích cực này cùng với nhu cầu phục hồi và mức nền thấp năm 2021 sẽ đem lại động lực tăng trưởng doanh số bán lẻ trong các tháng tới.
- Tuy nhiên, tăng trưởng doanh số bán lẻ MoM bắt đầu đi ngang trong tháng Sáu.

Hình 3: Các nhà bán lẻ ICT chứng kiến doanh thu đạt đỉnh trong Q4-2021 trong khi PNJ tiếp tục ghi nhận cải thiện trong Q1-2022



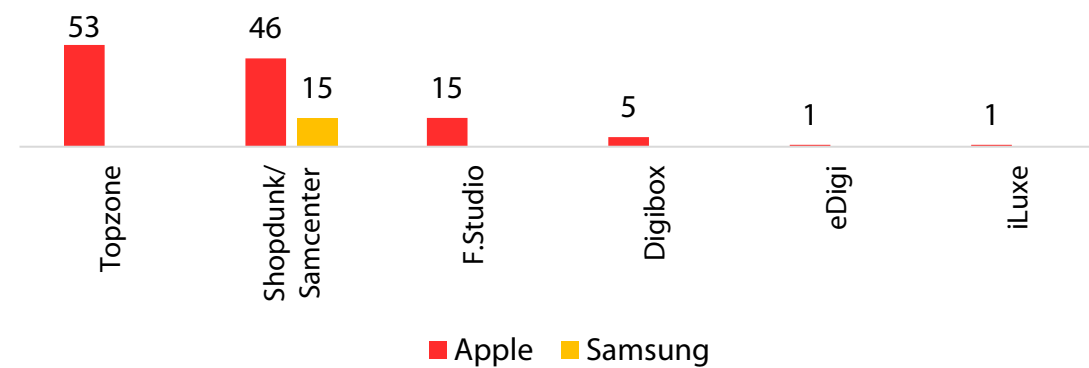
Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

- Các nhà bán lẻ ICT như TGDD và FPT Shop ghi nhận SSSG cao trong các tháng đầu năm 2022. SSSG trong Q1-2022 SSSG của TGDD&DMX và FPT Shop ước tính lần lượt là 9% và ~20%.
- Các danh mục ICT chính như máy tính xách tay, máy tính bảng, điện thoại di động (iPhone) đã tăng trưởng hai con số trong Q1-2022 nhưng bắt đầu hạ nhiệt trong Q2-2022, theo doanh số bán hàng của các nhà phân phối.
- PNJ ghi nhận doanh thu bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ trong 5T-2022, chủ yếu nhờ SSSG cao với biên lợi nhuận ròng thấp so với đầu năm.

Hình 4: Chiến lược mở rộng mạng lưới cửa hàng đa dạng

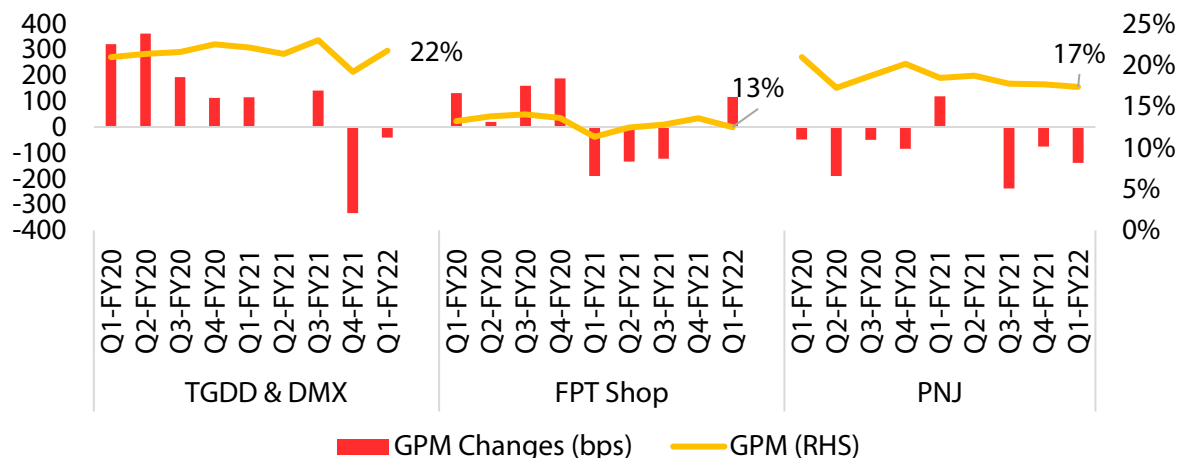
TGDD & DMX	FPT Shop	PNJ
50 tỉnh đến tháng Sáu (+40 YTD) 906 siêu thị tính đến tháng Năm (+13% YTD)	~730 tỉnh đến tháng Sáu (+12% YTD) Trung tâm Laptop ~150 đến tháng Sáu (~x2 YTD)	Mở mới 13 cửa hàng +2 Standalone 26 Shop-in-Shop

Hình 5: Các nhà bán lẻ đang tích cực mở mới cửa hàng



Nguồn: CTCK Rồng Việt

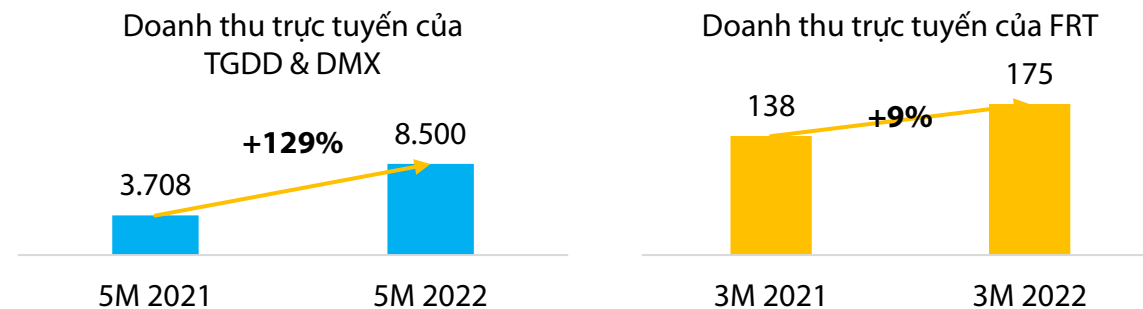
Hình 6: Biên LN gộp của các nhà bán lẻ niêm yết hàng tiêu dùng lâu bền



Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

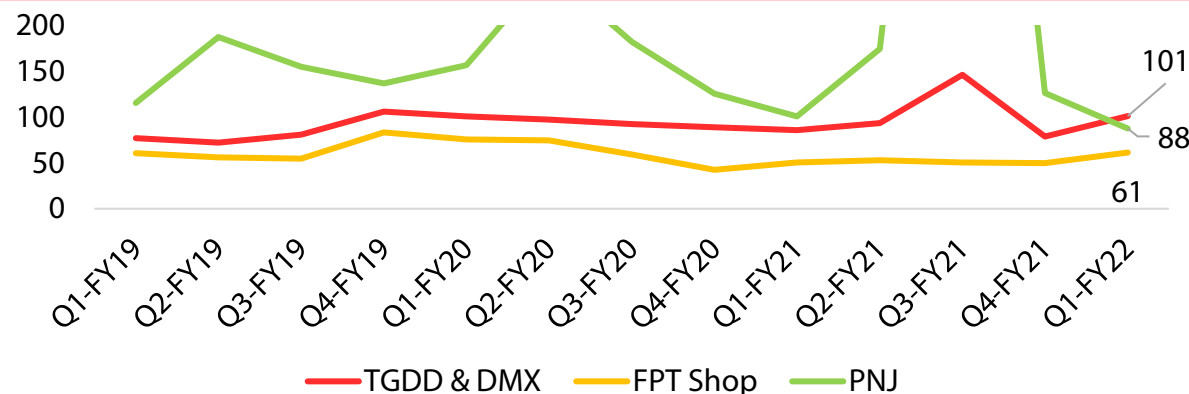
- Thay đổi biên lợi nhuận gộp phần lớn đến từ đa dạng sản phẩm:
 - Kế hoạch của MWG nhằm thúc đẩy doanh số trực tuyến và đóng góp lớn hơn từ các sản phẩm Apple đã dẫn đến biên LN gộp giảm nhẹ;
 - Doanh số máy tính xách tay của FRT tăng mạnh mẽ trong Q1 2022 đã giúp cải thiện tỷ suất LN gộp nhưng vẫn dao động quanh mức trung bình lịch sử.
 - PNJ chứng kiến biên LN gộp giảm trong các quý vừa qua chủ yếu do đóng góp vàng miếng cao.
- Với mức doanh số mạnh mẽ, số ngày tồn kho của hầu hết các nhà bán lẻ vẫn ở mức hợp lý trong Q1 2022 nhưng giá thực phẩm và nhiên liệu tăng có thể cản trở chi tiêu tiêu dùng hàng hóa không thiết yếu trong nửa cuối năm, điều này có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận.

Hình 7: MWG ra mắt kênh trực tuyến với chính sách giá đa dạng



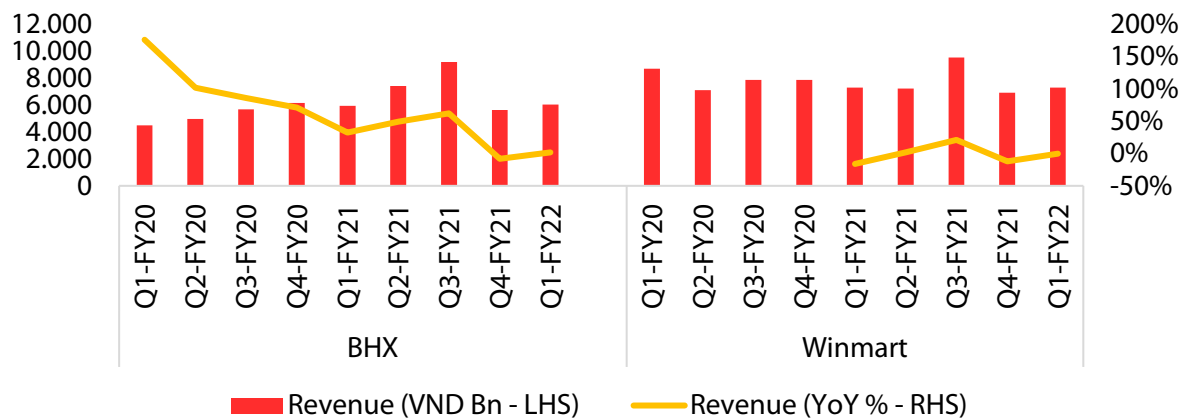
Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Ngày tồn kho của hầu hết các nhà bán lẻ duy trì ở mức hợp lý trong Q1-2022



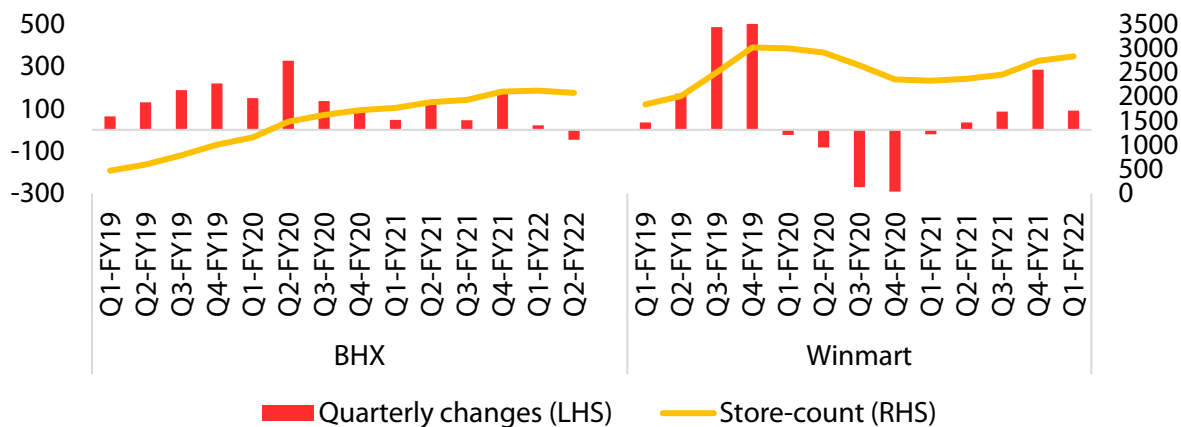
Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Tăng trưởng doanh thu giảm tốc khi chợ truyền thống mở cửa lại



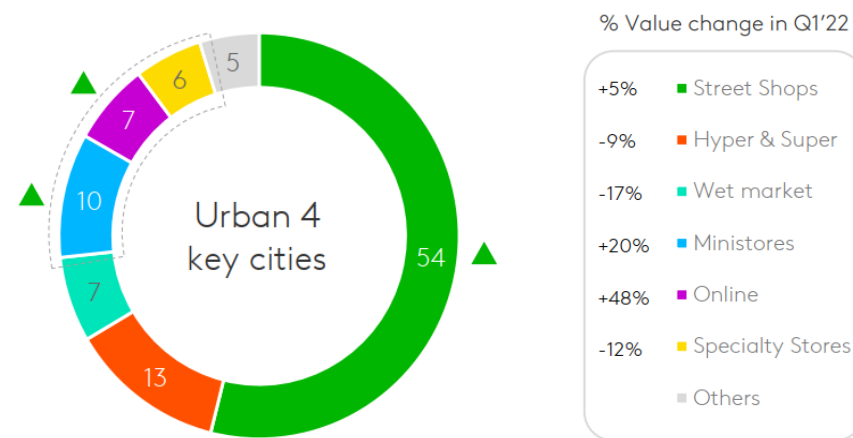
Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Số lượng cửa hàng tạp hóa hàng đầu duy trì ổn định



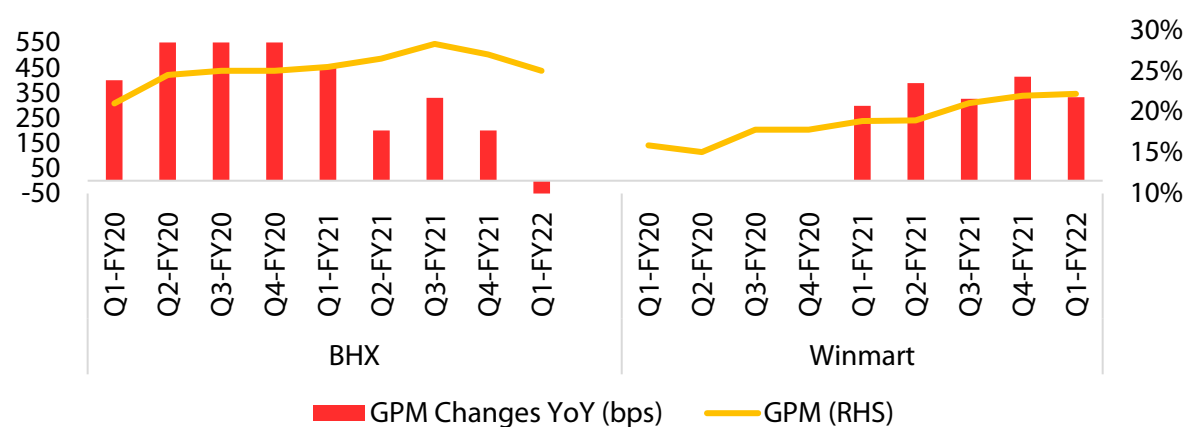
Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

Hình 10: 10% chi tiêu của FMCG từ các cửa hàng nhỏ tại 4 TP chính



Nguồn: Kantar Worldpanel, CTCK Rồng Việt

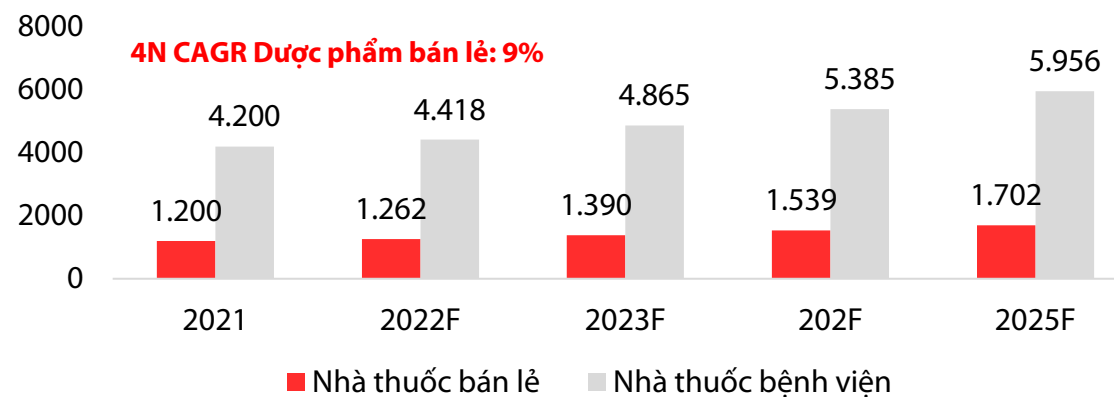
Hình 12: Xu hướng biên LN gộp phân hóa



Nguồn: Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

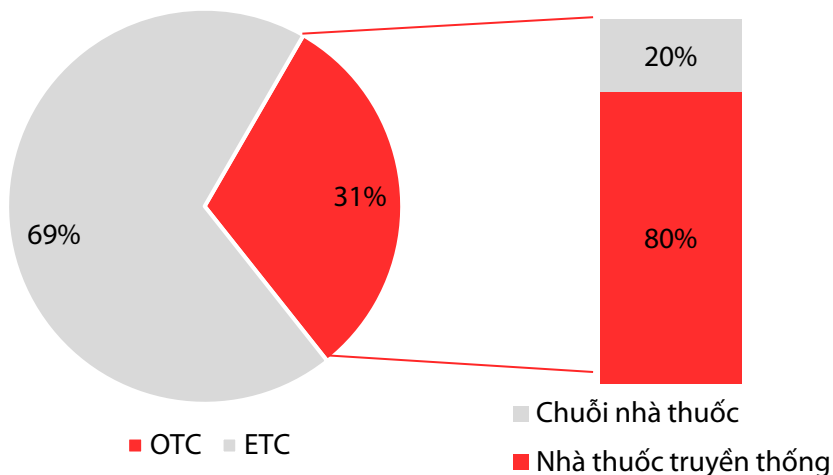
- **Thị trường phân mảnh cao:** Nhà thuốc tư nhân vừa và nhỏ vẫn độc chiếm thị trường với 95% số cửa hàng (~ 50 nghìn) và 80% doanh thu OTC.
- **Dược sĩ có thể tư vấn đến việc mua thuốc của bệnh nhân,** điều này cung cấp một cơ hội lớn cho chuỗi nhà thuốc kiểm soát đa dạng sản phẩm thuận lợi.
- **Chuỗi nhà thuốc đang vào cuộc đua mở rộng sau khi có vốn đầu tư mới:** Pharmacity tăng gần gấp đôi vốn điều lệ lên 40 triệu USD trong tháng 1/2022. MWG đầu tư thêm 22 triệu USD nhằm tăng vốn An Khang lên 35 triệu USD trong tháng 4/2022. Vốn điều lệ của Long Châu chỉ ở mức 11 triệu USD, với lần tăng vốn cuối từ tháng 7/2021.

Hình 13: Thị trường dược phẩm bán lẻ hiện tại đạt 1,2 tỷ USD



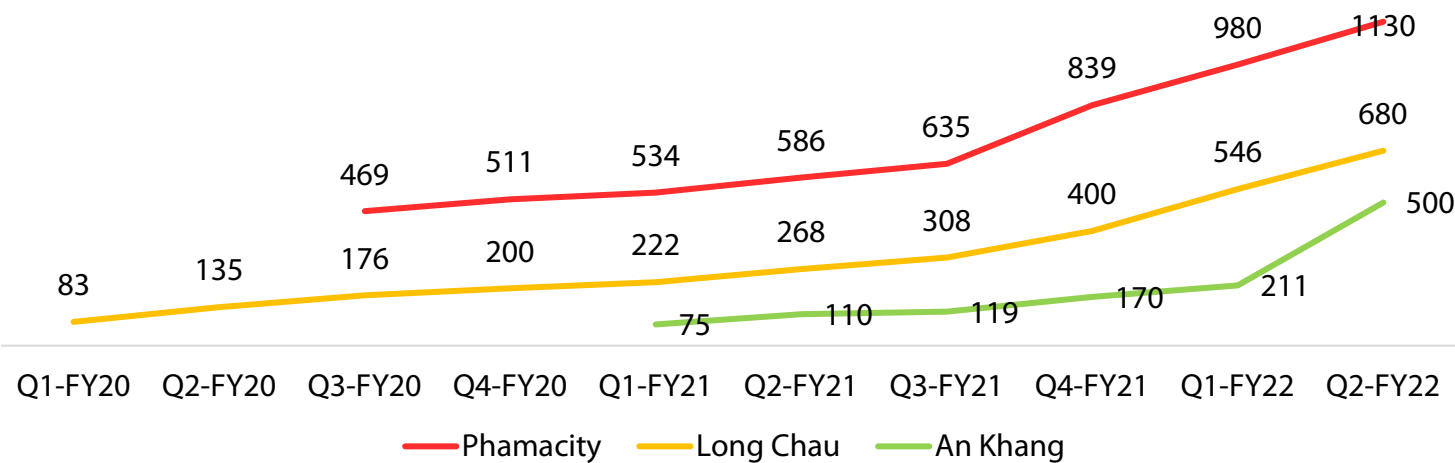
Nguồn: IQVIA

Hình 14: Nhà thuốc truyền thống độc chiếm thị trường



Nguồn: Pharmacity

Hình 15: Chuỗi nhà thuốc đang tăng trưởng nhanh với nguồn vốn hỗ trợ mới



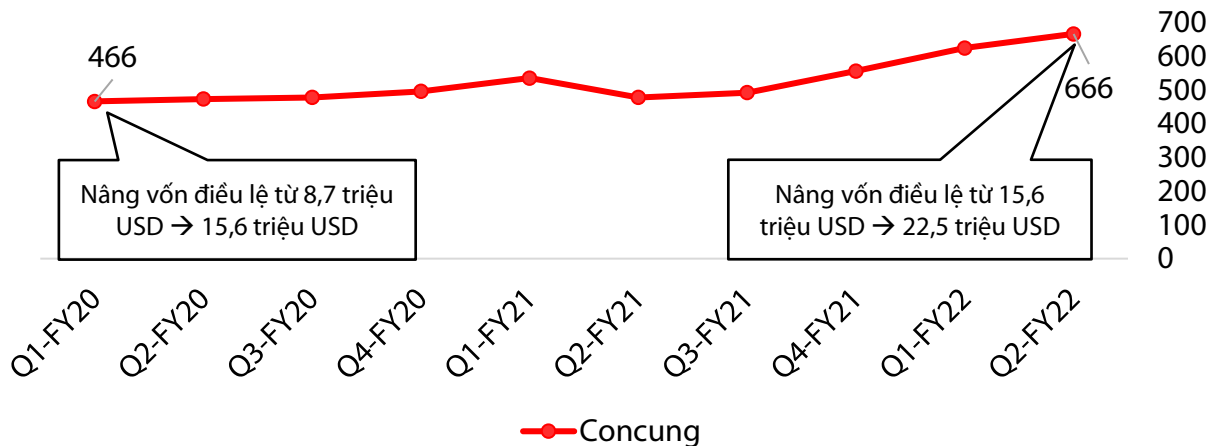
Nguồn: Pharmacity.vn, Dữ liệu các công ty, CTCK Rồng Việt

- Quy mô thị trường sản phẩm dành cho mẹ và bé là rất lớn, ước tính khoảng 7 tỷ USD, do có một lượng lớn khách hàng mục tiêu.
- Khoảng 1,6 triệu trẻ sơ sinh mỗi năm cộng với 7,9 triệu trẻ nhũ nhi và trẻ mới biết đi trong độ tuổi 0-4 tuổi. Trẻ sơ sinh hàng năm có thể mang lại mức tăng trưởng ít nhất 15% mỗi năm cho thị trường.
- Thói quen mua sắm của người tiêu dùng đã chuyển từ mô hình truyền thống như chợ, siêu thị sang các chuỗi cửa hàng chuyên kinh doanh sản phẩm mẹ và bé.

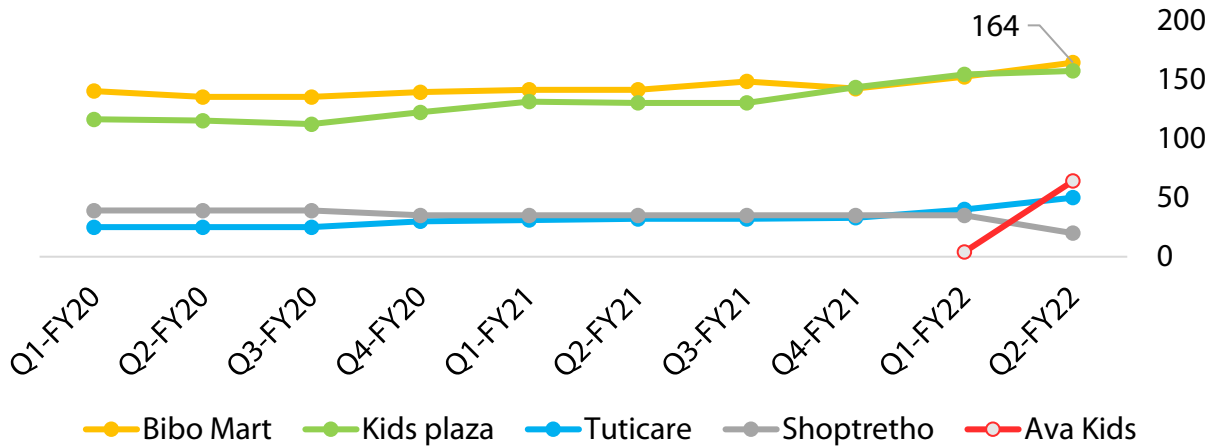
Bảng 1: So sánh các chuỗi Mẹ và Bé

Chuỗi	Vốn điều lệ hiện nay (tỷ đồng)	Số lượng cửa hàng hiện có	Lượng truy cập website mỗi tháng	Xếp hạng danh mục của website
Concung	518 tỷ đồng	655	519k	15
Bibo Mart	106 tỷ đồng	164	290k	34
Shoptretho	62 tỷ đồng	20	81k	6
Kids Plaza	25 tỷ đồng	156	734k	14
TutiCare	9.5 tỷ đồng	50	74k	110
AvaKids	n.a	67	378k	n.a

Hình 16: Concung đang tạo ra chênh lệch lớn với các nhà bán lẻ còn lại về mặt số lượng cửa hàng

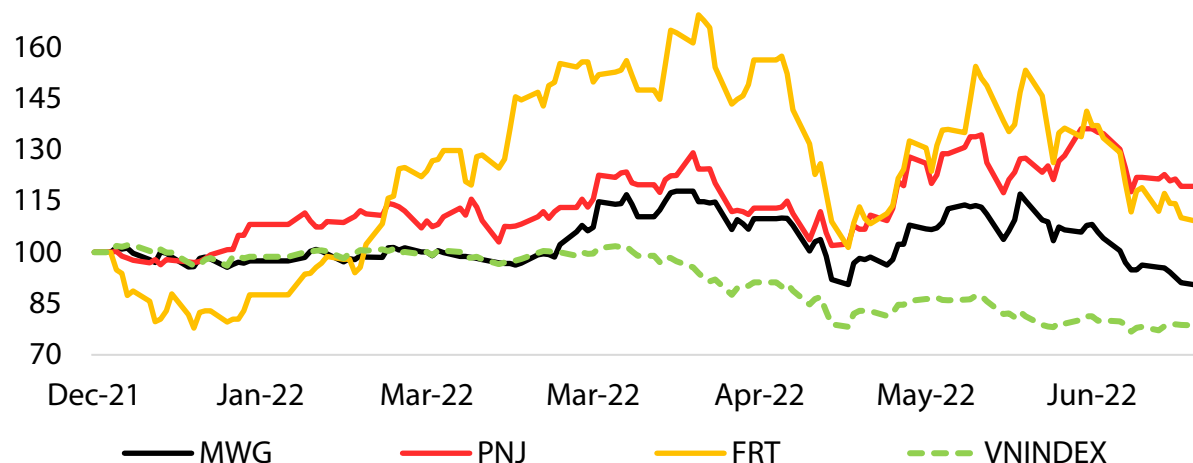


Nguồn: MPI, Concung.com



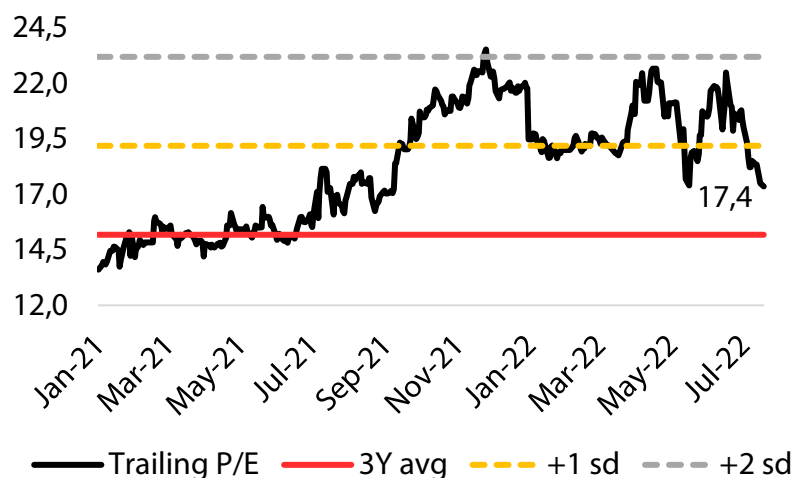
Nguồn: Website các công ty, CTK Rong Việt

Hình 17: Diễn biến giá cổ phiếu của các nhà bán lẻ

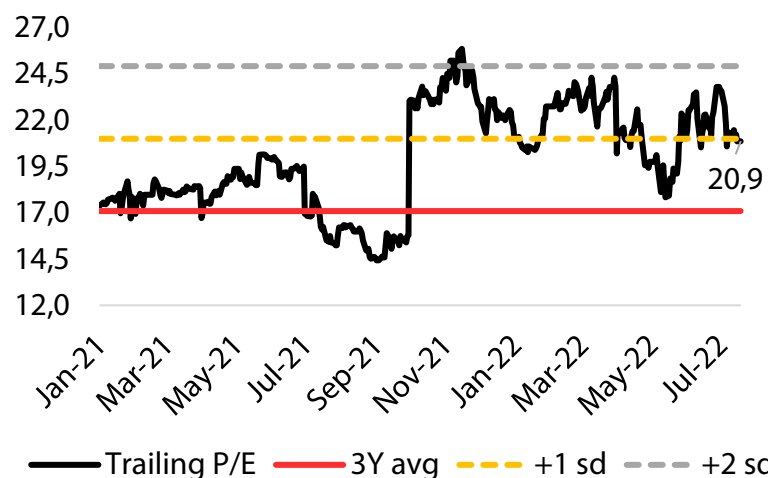


- PNJ: Tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong 5T 2022 đạt 47% YoY (doanh thu bán lẻ vẫn ở mức cao kể cả trong những tháng thấp điểm là tháng Tư và tháng Năm) và dòng vốn của ETF VN Diamond đã củng cố hiệu suất vượt trội của cổ phiếu so với đầu năm.
- FRT: Giá cổ phiếu tăng vọt trong Q1-2022 nhờ kết quả lợi nhuận tăng mạnh, đóng góp từ nhu cầu mua máy tính xách tay tăng mạnh và LNTT dương từ Nhà thuốc Long Châu, nhưng sau đó giá CP điều chỉnh do lo ngại tăng trưởng giảm tốc trong các quý sắp tới.
- MWG: Chúng tôi cho rằng diễn biến kém hiệu quả so với hai nhà bán lẻ còn lại, nguyên nhân từ KQKD kém của BHX.

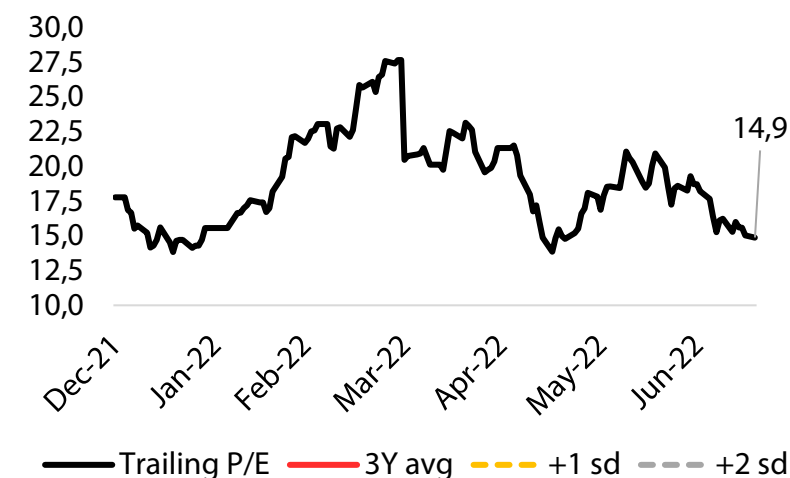
Hình 18: MWG P/E



Hình 19: PNJ P/E



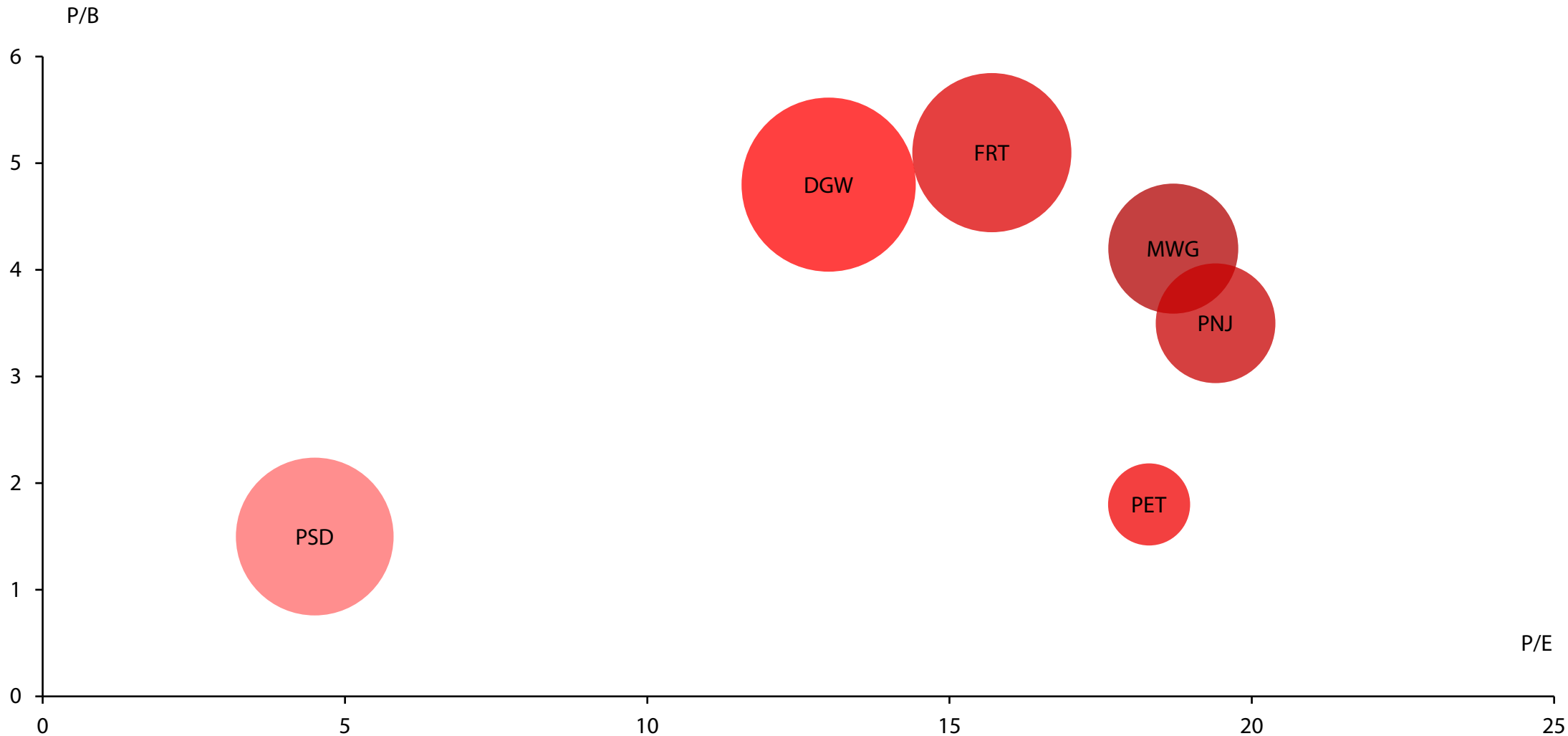
Hình 20: FRT P/E



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
MWG	93.092	83.200	13,76	20,63	7,50	4,81	10,78	3,75	8,70	24,22	0,79	18,93	4,16
PNJ	28.236	143.900	22,04	4,50	7,60	7,30	1,26	5,29	13,69	19,89	1,03	21,95	3,45
FRT	9.312	96.900	67,61	1150,94	0,00	0,00	792,45	2,16	6,70	38,21	0,42	15,68	5,08
PET	3.346	N/A	16,34	74,23	3,02	2,91	34,15	1,36	3,51	14,40	0,00	13,17	1,83
DGW	10,241	N/A	40,02	98,98	3,56	3,53	96,24	3,30	16,29	43,99	0,88	13,95	4,77
PSD	724	N/A	4,83	108,27	2,51	2,48	110,44	1,80	7,27	35,61	6,36	4,53	1,45

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rong Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +31%

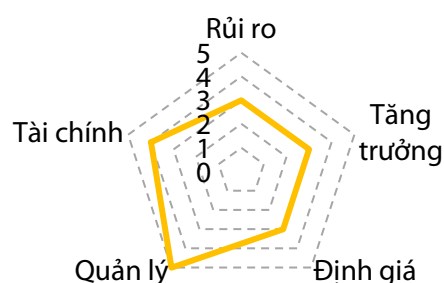
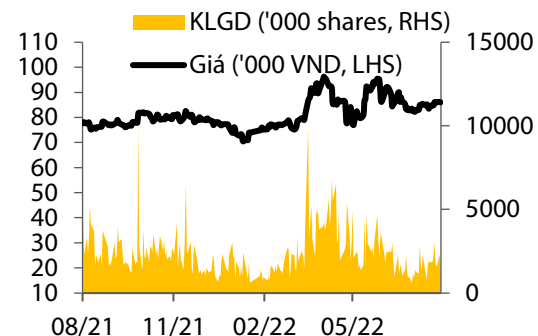
<GHT: 63.600>

<GMT: 83.200>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa (triệu USD)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

Bán lẻ
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x) (*)
P/B (x) (*)

122.958
4.899
7,8%
24,1%
6.870
28.562
1.500
11,5
2,8
137.462
6.120
8,7%
19,3%
4.171
21.642
1.500
14,7
2,8
169.939
9.407
12,3%
24,1%
6.317
26.262
1.500
9,7
2,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng Bách Hóa Xanh sẽ có một số cải thiện về doanh thu và lợi nhuận sau giai đoạn tái cơ cấu. Chuỗi đang tái cấu trúc mô hình kinh doanh của mình một cách chiến lược: giảm SKU trên mỗi cửa hàng, đơn giản hóa hình thức cửa hàng và đổi mới bố cục. Ngoài ra, các cửa hàng không đạt doanh số và mức sinh lời nhất định sẽ bị đóng cửa. Những thay đổi này đã khiến hơn 300 cửa hàng phải đóng cửa trong tháng 6 và tháng 7. Chúng tôi cho rằng giai đoạn đóng cửa sẽ kéo dài thêm một hai tháng nữa và kỳ vọng sẽ thấy kết quả rõ ràng hơn của quá trình tái cơ cấu vào cuối quý 3, sau đó là một số cải thiện về khả năng sinh lời trong quý 4.

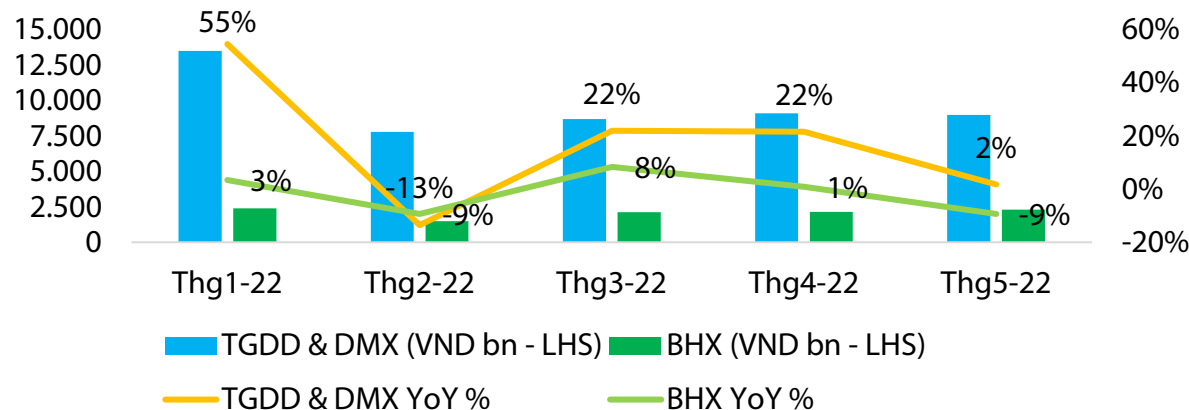
Việc tiếp tục gia tăng các cửa hàng DMS và Topzone sẽ thúc đẩy tăng trưởng thu nhập TGDD & DMX. Chúng tôi dự phóng LNST 2022F / 23F của TGDD & DMX sẽ tăng trưởng 31% YoY / 23% YoY.

Các chuỗi mới (An Khang và AVA Kids) có vẻ rất tiềm năng nhưng sẽ cần một thời gian để có những đóng góp ý nghĩa.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu suy yếu đối với các sản phẩm điện tử (do lạm phát và xu hướng bình thường hóa) làm giảm tốc độ tăng trưởng của chuỗi TGDD và DMX vốn là những yếu tố đóng góp lợi nhuận chính.
- Doanh thu trên mỗi cửa hàng BHX phục hồi tốt hơn mong đợi và việc phát hành riêng lẻ BHX (thời gian dự kiến: Q4-2022 đến Q1-2023) có thể hàm ý định giá BHX cao hơn dự kiến.

Hình 1: Doanh số ICT giảm nhẹ trong tháng 5



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

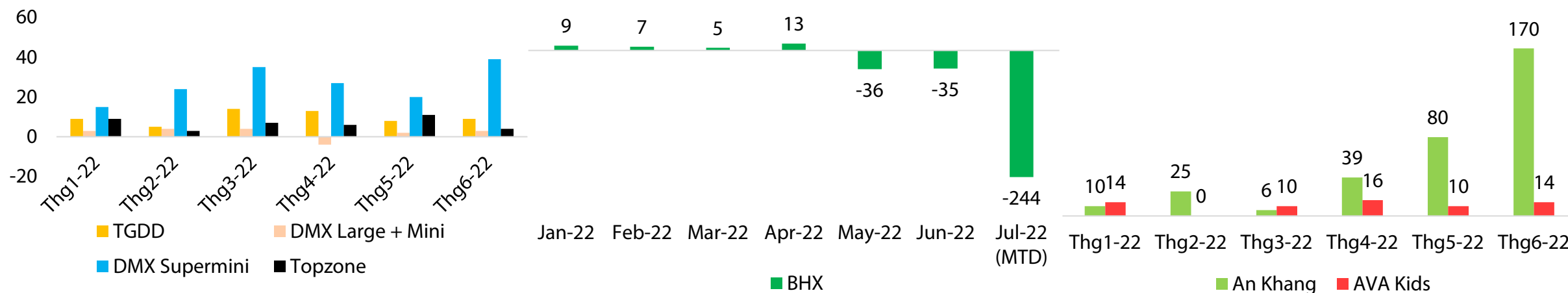
TGDD & DMX

- Việc mở mới Topzone và DMX Supermini (DMS) và Q1-2022 SSSG đạt 8%, được hỗ trợ bởi điện thoại thông minh và máy tính xách tay, là động lực tăng trưởng cho doanh số bán hàng. Doanh số bán hàng trong tháng 5 đã giảm xuống do nhu cầu bình thường hóa đối với các sản phẩm ICT.

BHX

- Vẫn đang gặp khó khăn trong việc cải thiện doanh thu hàng tháng cho mỗi cửa hàng, dao động khoảng 1 tỷ đồng trong ba tháng sau Tết.

Hình 2: Tích cực trong việc mở rộng các thị trường mới trong khi tái cấu trúc BHX đã khiến hơn 300 cửa hàng phải đóng cửa trong Q2-2022



Nguồn: MWG, CTCK Rồng Việt

MUA: 24%

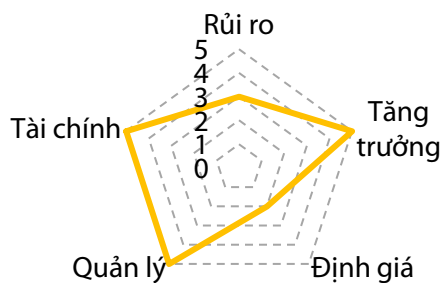
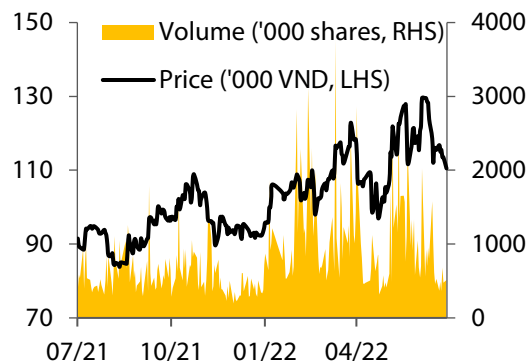
<GHT: 116.500>

<GMT: 143.900>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa (triệu USD)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

Bán lẻ
1.179,6
27.484,4
975
11,4
0.0
83,9-129,5

Doanh thu
LNST
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x) (*)
P/B (x) (*)

19.547
1.029
9,7%
20,5%
4.521
22.061
2.000
21,1
3,6

28.869
1.749
13,1%
19,6%
7.208
36.746
2.000
15,6
3,1

32.141
1.919
13,5%
19,0%
7.303
38.396
2.000
15,4
2,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

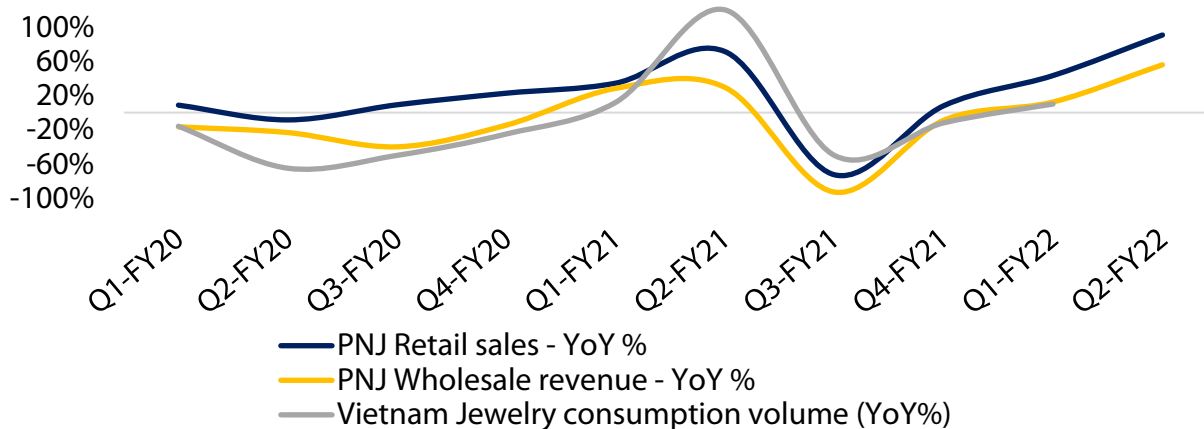
Nhu cầu ổn định đối với trang sức thời trang là tín hiệu tốt cho sự tăng trưởng lợi nhuận ròng mạnh mẽ trong năm 2022F. Kết quả bất ngờ của kênh bán lẻ, với SSSG ước tính từ đầu năm đến nay dao động 35% -40%, cho thấy PNJ đã tận dụng thành công vị trí dẫn đầu về mạng lưới cửa hàng trong bối cảnh nhu cầu trang sức thời trang tăng cao sau thời kỳ đại dịch: tăng trưởng khách hàng mới tích cực kết hợp với KH cũ tăng tần suất mua hàng. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng PNJ đang tận dụng tốt nguồn vốn mới từ đợt phát hành riêng lẻ gần đây để thực hiện các chiến dịch marketing và hoạt động quảng bá hiệu quả. Các kết quả gần đây cho thấy một tín hiệu tích cực cho triển vọng thu nhập 6 tháng cuối năm 2022. Doanh thu bán lẻ năm 2022 dự kiến đạt 17.326 tỷ đồng (+ 53% YoY) và chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng 70% YoY vào năm 2022F.

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ mở cửa tăng lên sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng trong tương lai, khiến mức định giá hiện tại (P/E 2022F là 15,6 lần) tương đối phù hợp. Chúng tôi đưa ra giả định số lượng mở mới hàng năm là 35-40 cửa hàng mỗi năm trong ba năm tới và SSSG kỳ vọng sẽ duy trì ở mức 10% trong cùng kỳ. LNST dự báo tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn 2022F-2025F giai đoạn 2022F-2025F duy trì ở mức 18,1%.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

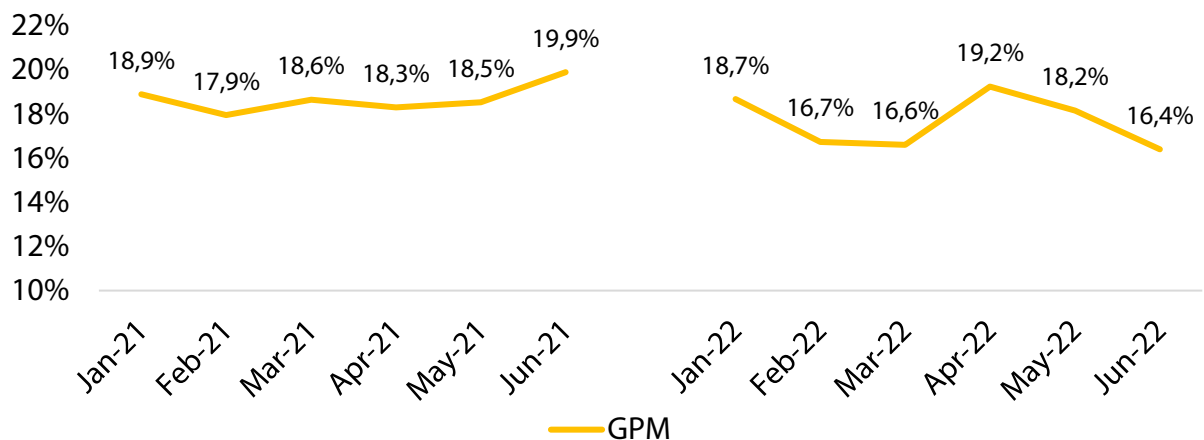
- Lạm phát cao hơn dự kiến làm ảnh hưởng chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu như trang sức thời trang.

Hình 1: Kênh bán lẻ duy trì tăng trưởng vượt trội so với ngành



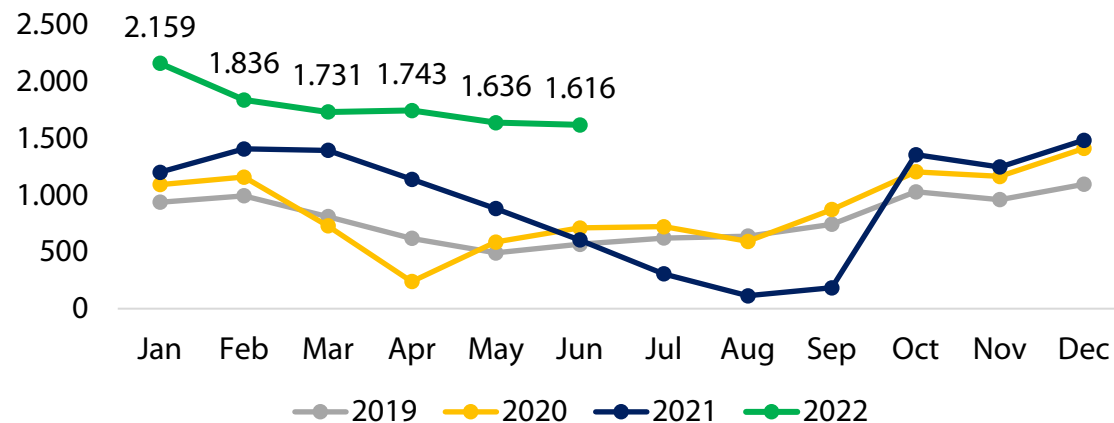
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp giảm do tăng KM ở các thị trường cấp thấp ...



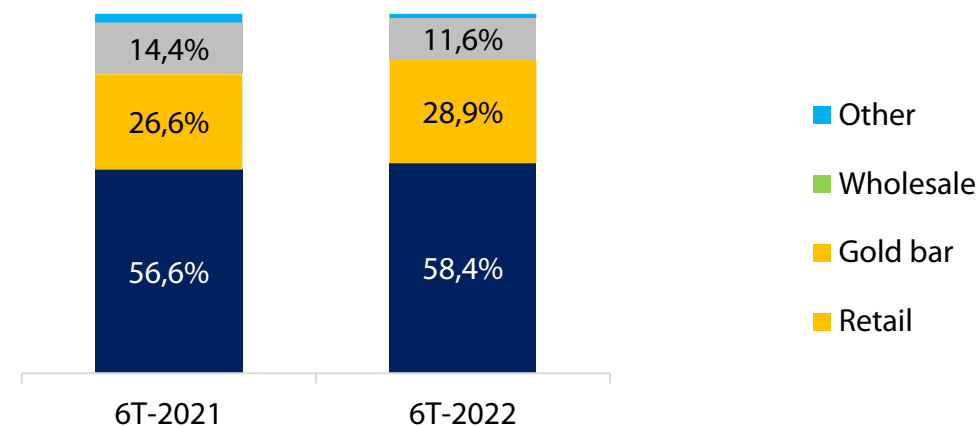
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Doanh số bán lẻ đang duy trì ở vùng đỉnh



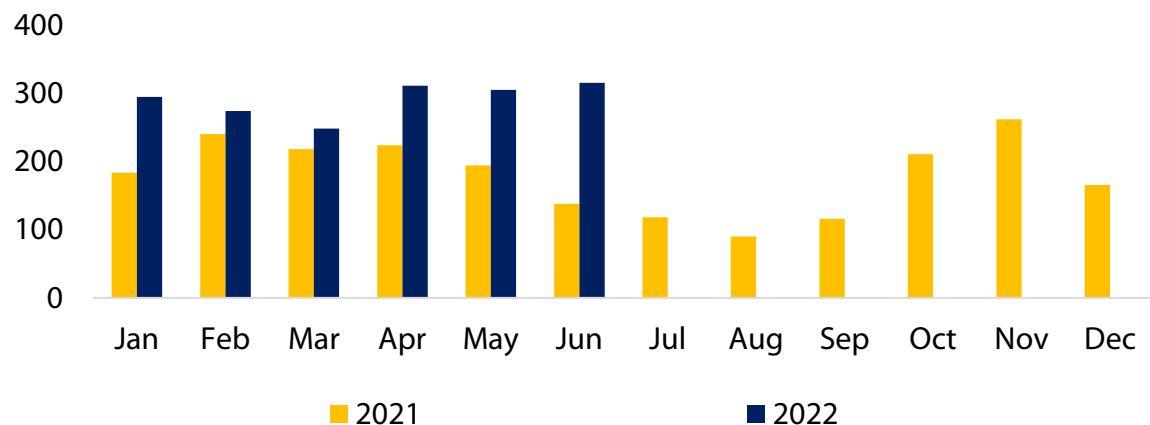
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 4: ... Và do tỷ trọng vàng miếng tăng



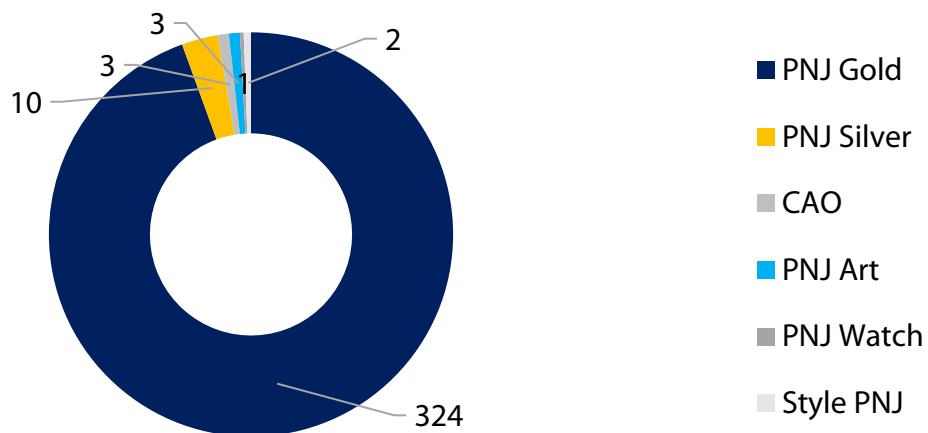
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Chi phí hoạt động 6T-2022 tăng 35% YoY ...



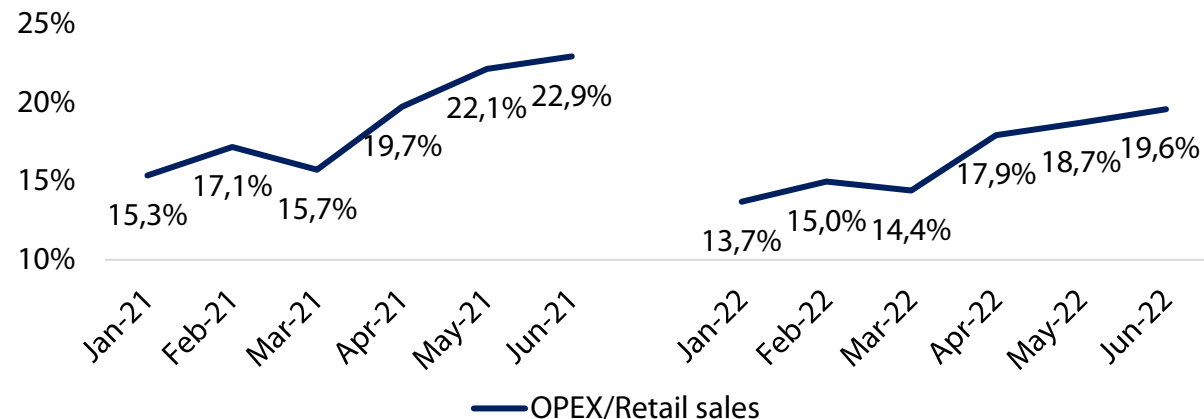
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Số lượng cửa hàng theo loại hình



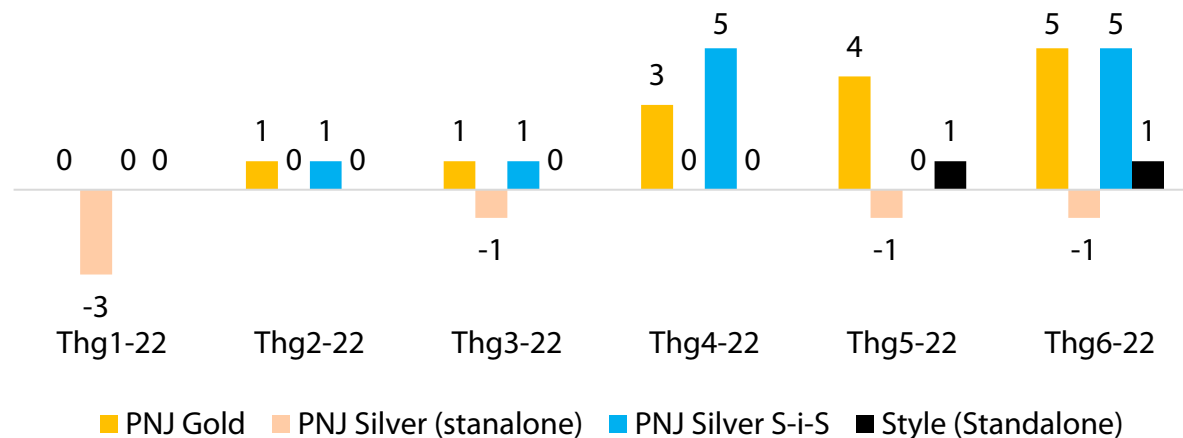
Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 6: ... nhưng tỷ lệ OPEX/doanh thu bán lẻ giảm



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Tăng tốc độ mở cửa hàng PNJ Gold



Nguồn: PNJ, CTCK Rồng Việt

MUA: +23%

<GHT: 78.600>

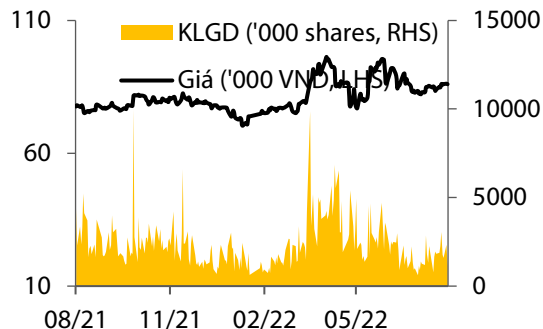
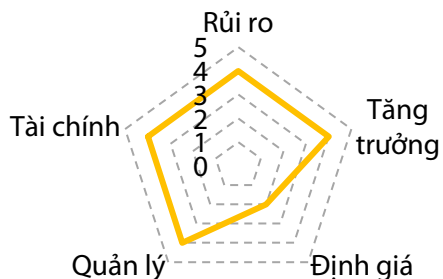
<GMT: 96.900>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu USD)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Bán lẻ	22.495	29.368	34.990
Doanh thu	444	649	795
LNST	4,1%	6,2%	7,1%
ROA (%)	26,7%	24,3%	23,4%
ROE (%)	5.618	5.478	6.709
EPS (đồng)	21.045	22.508	28.717
GTSS (đồng)	500	500	1.000
Cổ tức tiền mặt (đồng)	17,8	13,8	11,3
P/E (x) (*)	4,7	3,4	2,6
P/B (x) (*)			



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù doanh số bán điện thoại thông minh và máy tính xách tay sẽ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022, nhưng mức nền cơ bản thấp trong năm 2021 vẫn thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong nửa cuối năm 2022.

- Mặc dù nhu cầu đối với các danh mục sản phẩm chính như máy tính xách tay và điện thoại thông minh có thể sẽ giảm so với mức đỉnh trong Q1-2022, chúng tôi kỳ vọng iPhone 14 mới với thiết kế mới và nhu cầu về máy tính xách tay trong mùa tựu trường sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng của 2H-2022.
- Cùng với nền thấp của 2021, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng LNTT của FPT Shop là 25% / 19% cho năm 2022F / 23F.

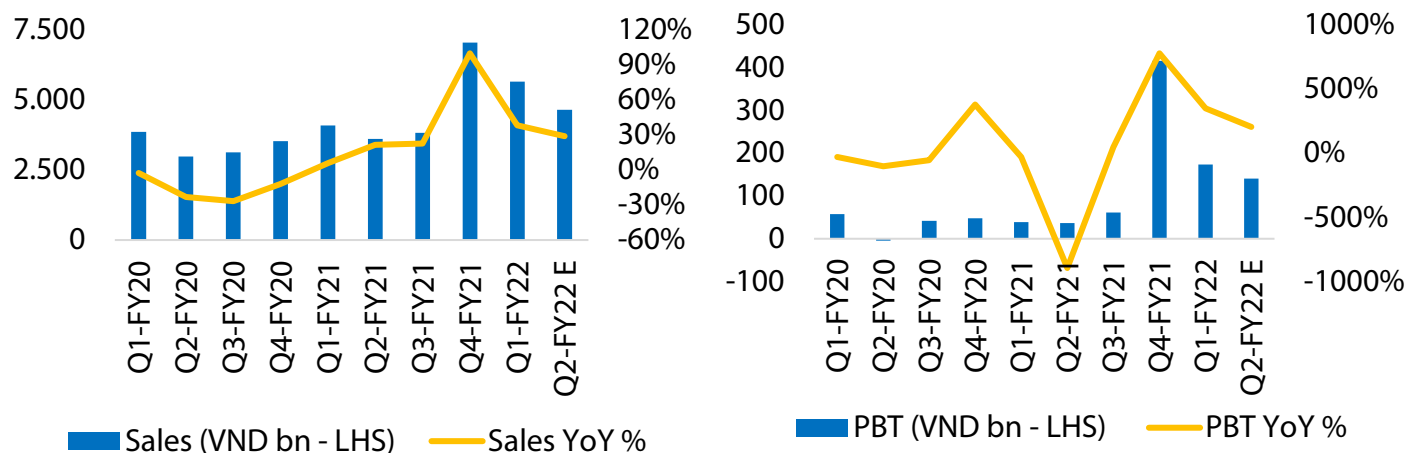
Đóng góp từ Dược Long Châu sẽ ngày càng trở nên ý nghĩa hơn đối với triển vọng tăng trưởng LN trong dài hạn.

- Dư địa để hợp nhất thị trường là rất lớn do tính chất cực kỳ phân mảnh của thị trường bán lẻ thuốc và thực phẩm chức năng. Sự cạnh tranh gia tăng từ các chuỗi nhà thuốc mới nổi khác có thể là thách thức, nhưng chúng tôi không kỳ vọng điều này sẽ ảnh hưởng lớn đến tăng trưởng thu nhập của Long Châu.
- Dự phóng LNTT của Dược Long Châu cho năm 2022 / 23F là 113 tỷ đồng (+2932% YoY) / 159 tỷ đồng (+ 67% YoY). LNTT dự phóng 2023F của Long Châu chiếm gần 20% LNTT hợp nhất.

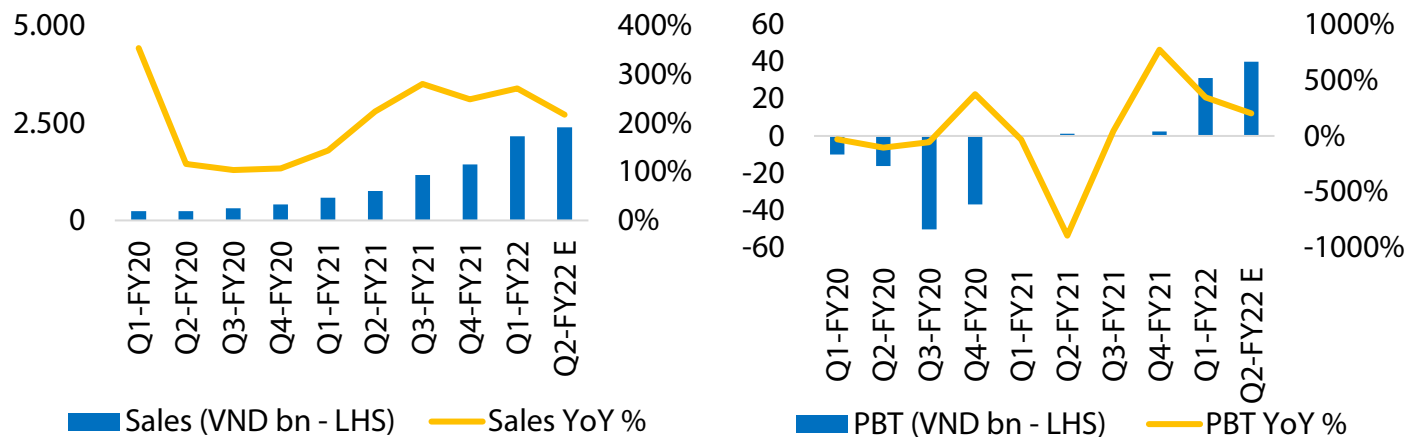
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu về các mặt hàng không thiết yếu thấp hơn so với kỳ vọng trong khi lạm phát đang trong xu hướng tăng.

Hình 1: KQKD hàng quý FPT Shop



Hình 2: KQKD hàng quý Long Châu



Nguồn: FRT, CTCK Rồng Việt, KQKD Q2-2022 là số liệu ước tính

FPT shop

- Khoảng 80 cửa hàng FPT mới và 80 trung tâm máy tính xách tay đã được mở trong 6 tháng.
- Việc mở rộng các trung tâm máy tính xách tay đã thúc đẩy mạnh mẽ tăng trưởng doanh thu trong Q1-2022. Doanh số bán máy tính xách tay đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (+ 74% YoY), chiếm 25% tổng doanh thu của FPT shop, nhưng giảm 40% so với mức đỉnh trong Q4-2021.
- Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán điện thoại thông minh máy tính xách tay sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong quý 2-2022 do mùa thấp điểm và nhu cầu máy tính xách tay bình thường. Doanh thu / LNTT quý 2-2022 ước tính đạt 4,6 nghìn tỷ đồng (+ 29% YoY) / 140 tỷ đồng (+ 286% YoY), dẫn đến LNTT 6T-2022 tăng trưởng 317% YoY.

Long Châu

- Chúng tôi tin rằng doanh số bán hàng của Long Châu sẽ cải thiện trong quý 2-2022 với khoảng 140 cửa hàng đã được mở trong giai đoạn này.
- Doanh thu trên mỗi cửa hàng và tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ bình thường hóa sau đợt bùng phát cuối cùng vào Q1-2022. Do khoản thưởng lớn đã được ghi nhận trong Q1-2022, chúng tôi kỳ vọng LNTT sẽ tiếp tục cải thiện trong Q2.

NGÀNH DỆT MAY

KHÓ KHĂN NỐI TIẾP

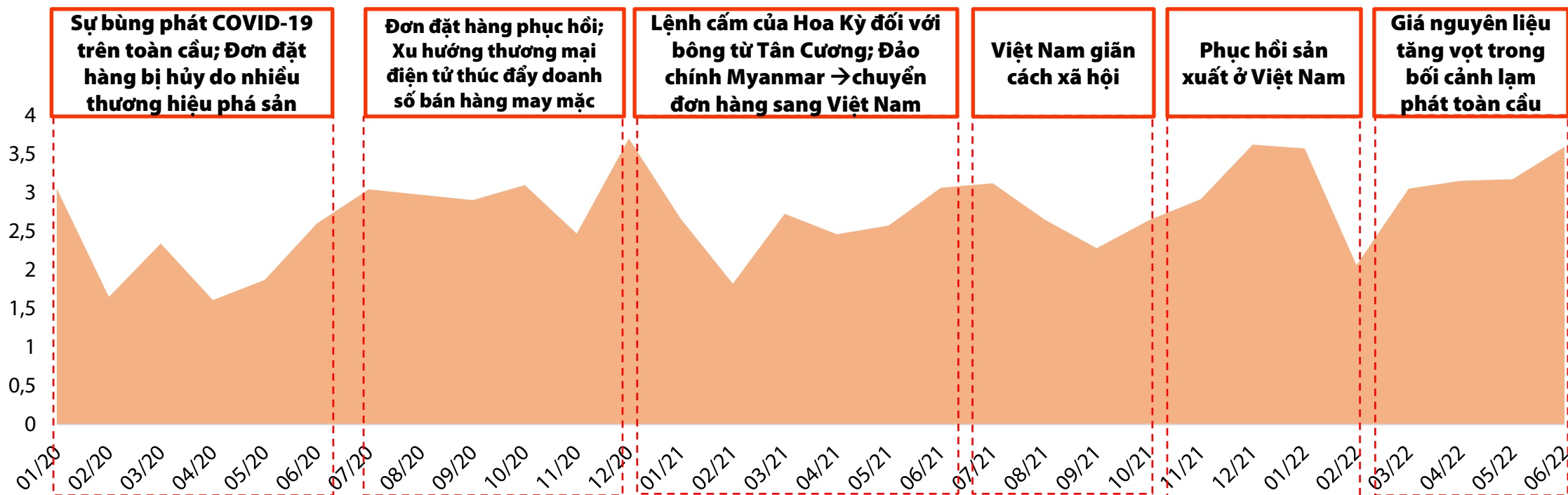


Nguyễn Hồng Loan – loan.nh@vdsc.com.vn



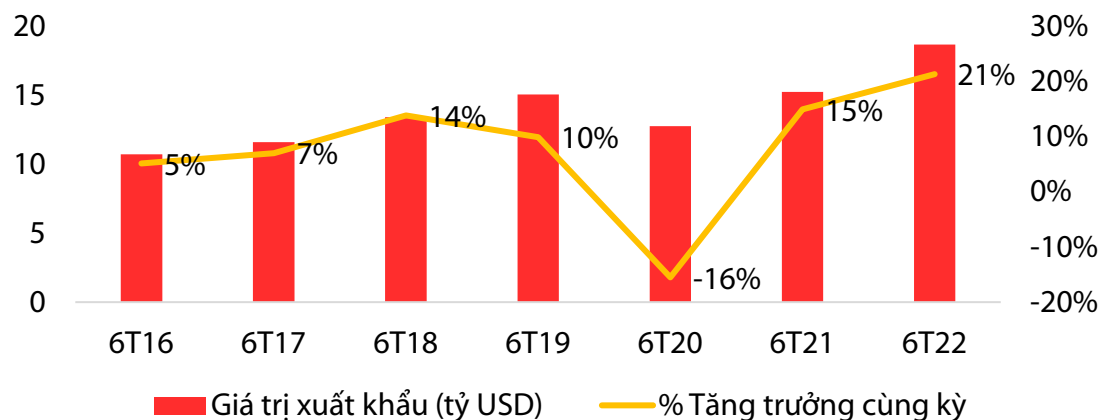
Trong nửa đầu năm 2022, xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam đạt 18,53 tỷ USD, tăng 20,8% so với cùng kỳ, do nhu cầu bị dồn nén mạnh sau giãn cách ở nhiều nước phát triển và sự phục hồi của hoạt động sản xuất trong nước sau khi ngừng hoạt động vào quý 3/2021. Theo McKinsey, doanh số bán hàng thời trang toàn cầu đang trên đà tăng trưởng vào năm 2022, khi người tiêu dùng ngày càng hy vọng giải phóng sức mua dồn nén, làm mới tủ quần áo của họ khi đời sống xã hội bắt đầu trở lại ở nhiều thị trường trọng điểm trên thế giới. Nhiều thương hiệu thời trang (như Nike, Adidas, Columbia, H&M) đặt kế hoạch tăng trưởng doanh thu năm 2022 trong khoảng 10 - 20% YoY, cho thấy nhu cầu tiêu dùng tăng tạo điều kiện thúc đẩy đơn hàng cho các công ty dệt may.

Hình 1: Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam và các sự kiện chính trong giai đoạn 2020-2022 (tỷ USD)



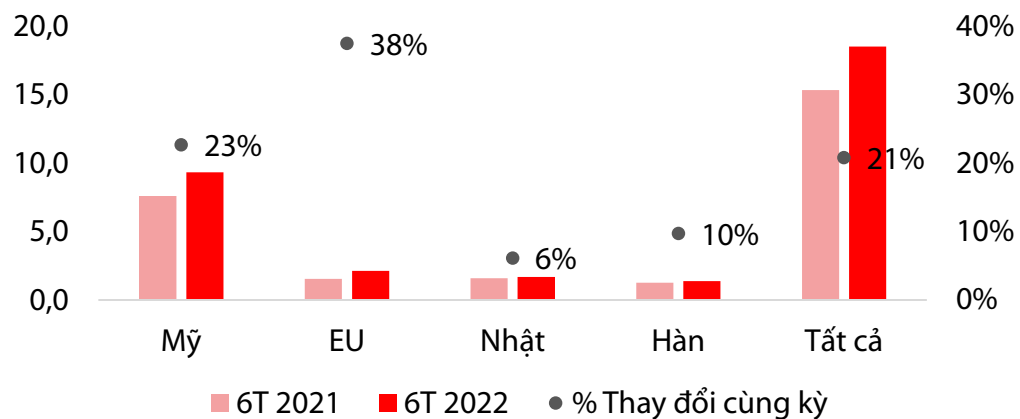
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá trị xuất khẩu dệt may (tỷ USD) tăng trưởng theo năm (%)



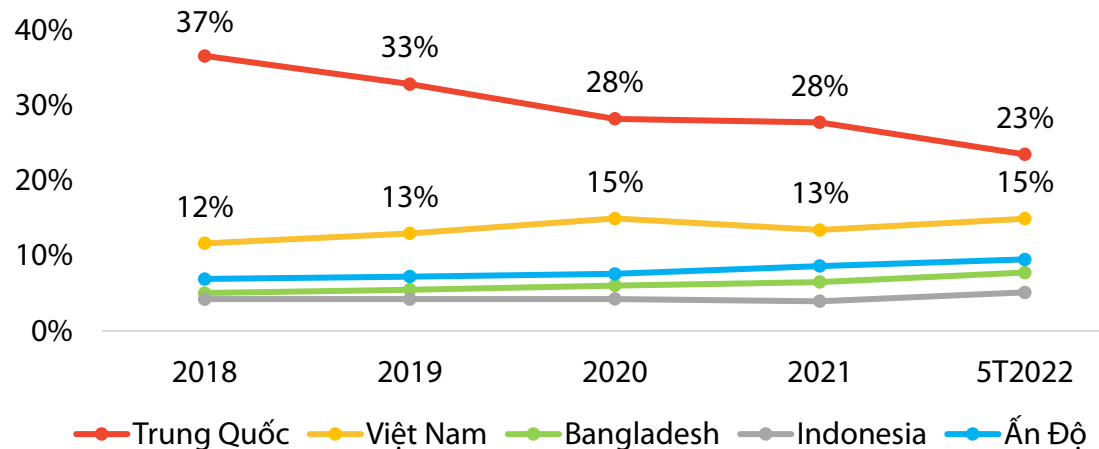
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rông Việt

Hình 3: Giá trị xuất khẩu dệt may theo thị trường (tỷ USD)



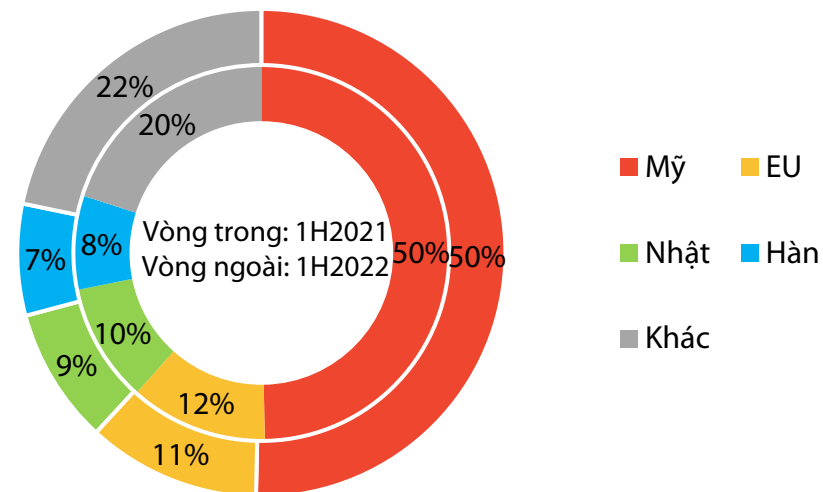
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rông Việt

Hình 4: Thị phần xuất khẩu của dệt may sang Mỹ



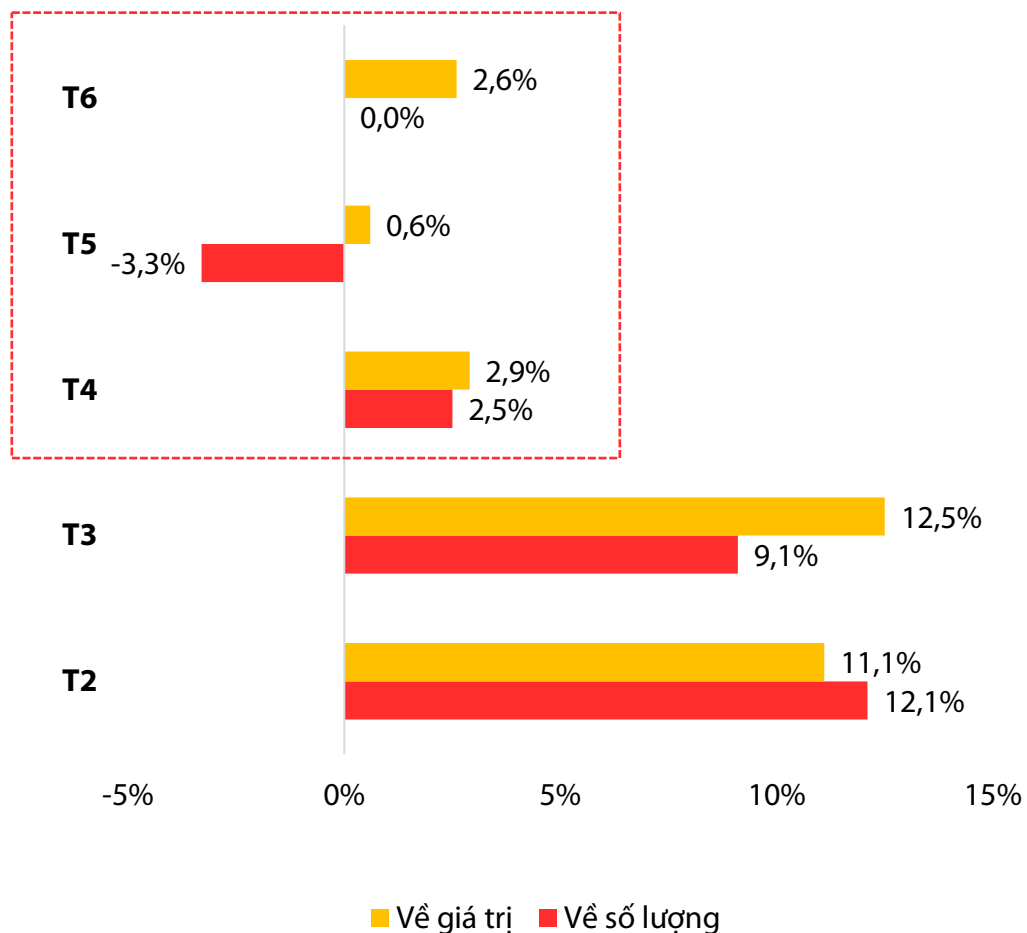
Nguồn: OTEXA, CTCK Rông Việt

Hình 5: Cơ cấu giá trị xuất khẩu dệt may theo thị trường (%)



Nguồn: Hải Quan Việt Nam, CTCK Rông Việt

Hình 6: Tăng trưởng theo tháng của nhập khẩu hàng may mặc của Hoa Kỳ năm 2022 (%)

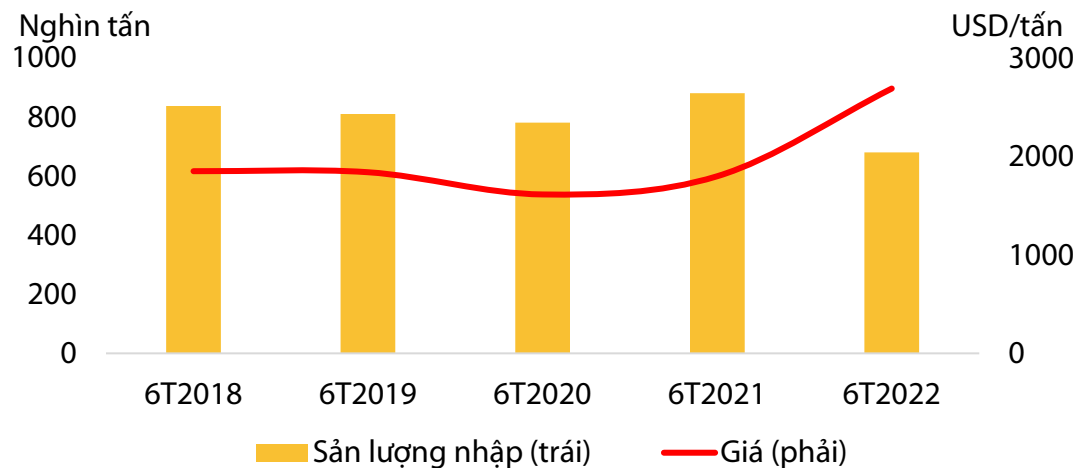


Nguồn: OTEXA, CTCK Rồng Việt

Nhu cầu hàng may mặc bắt đầu đối mặt với nhu cầu giảm, đặc biệt là thị trường Mỹ

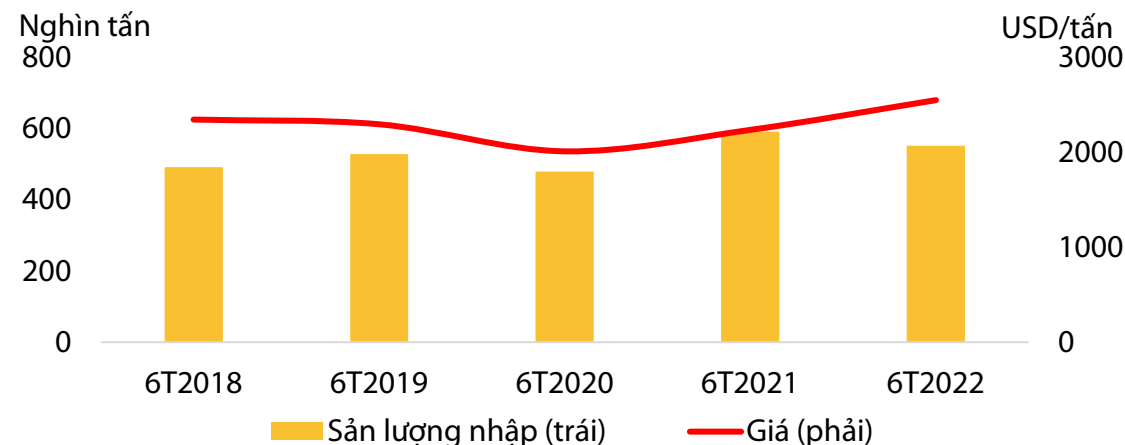
- Được thúc đẩy bởi chi tiêu của người tiêu dùng, trong 6 tháng đầu năm 2022, nhập khẩu hàng may mặc của Hoa Kỳ đã tăng 40% về giá trị và 24% về số lượng so với cùng kỳ. Tuy nhiên, do nhu cầu của người tiêu dùng Mỹ suy yếu trong bối cảnh kinh tế suy thoái, tốc độ mở rộng nhập khẩu đang chậm lại. Người tiêu dùng ở Mỹ ngày càng lo lắng hơn về tương lai tài chính của gia đình họ và sẽ hạn chế việc mua quần áo tùy ý của họ. Từ mức gần 10% vào đầu năm, mức tăng hàng tháng của nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ giảm xuống chỉ còn 2,6% về giá trị và gần như bằng 0% về số lượng vào tháng 6 năm 2022 (xem **Hình 6**)
- Chúng tôi có thể dự đoán rằng nhiều công ty thời trang của Mỹ sẽ thận trọng hơn trong việc đặt các đơn đặt hàng tìm nguồn cung ứng mới vào nửa cuối năm 2022 để kiểm soát hàng tồn kho và ngăn chặn tình trạng dư thừa, vì tương lai trung hạn của nền kinh tế Mỹ vẫn vô cùng khó đoán. Theo Vinatex, nhu cầu nhập khẩu hàng dệt may của thị trường Mỹ có khả năng giảm 7-10% trong nửa cuối năm 2022 so với nửa đầu năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng sự sụt giảm đơn đặt hàng sẽ dần rõ ràng vào năm 2023, gây áp lực lên tốc độ tăng trưởng đơn hàng của các doanh nghiệp Việt Nam.

Hình 7: Lượng bông nhập khẩu của VN (nghìn tấn) và giá (USD/tấn)



Nguồn: VCOSA, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lượng sợi nhập khẩu của VN (nghìn tấn) và giá (USD/tấn)

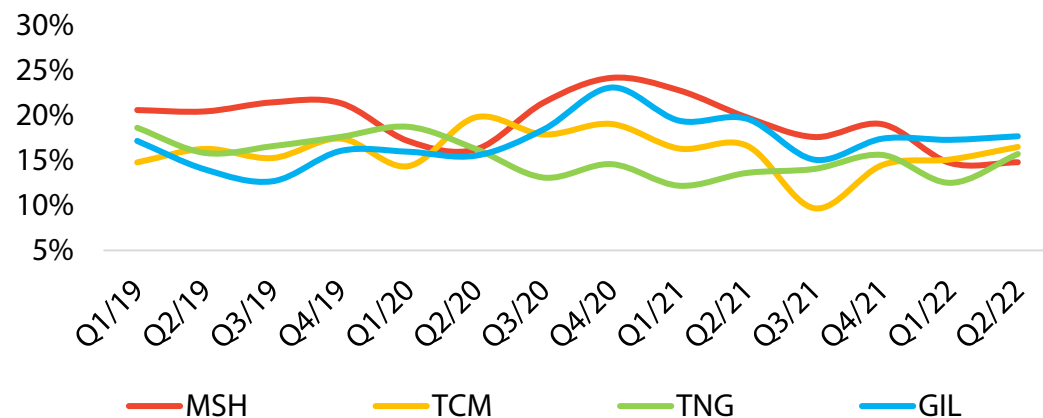


Nguồn: VCOSA, CTCK Rồng Việt

Do tác động kép của sự gián đoạn chuỗi cung ứng sau COVID và chiến tranh Nga-Ukraine, giá sợi và bông nhập khẩu vào Việt Nam tăng trung bình 10% so với cùng kỳ năm ngoái trong 6 tháng đầu năm 2022, theo xu hướng tăng của thế giới trong Giá cả hàng hóa. Điều này gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các công ty trong ngành khi hầu hết đều ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp giảm trong nửa đầu năm 2022.

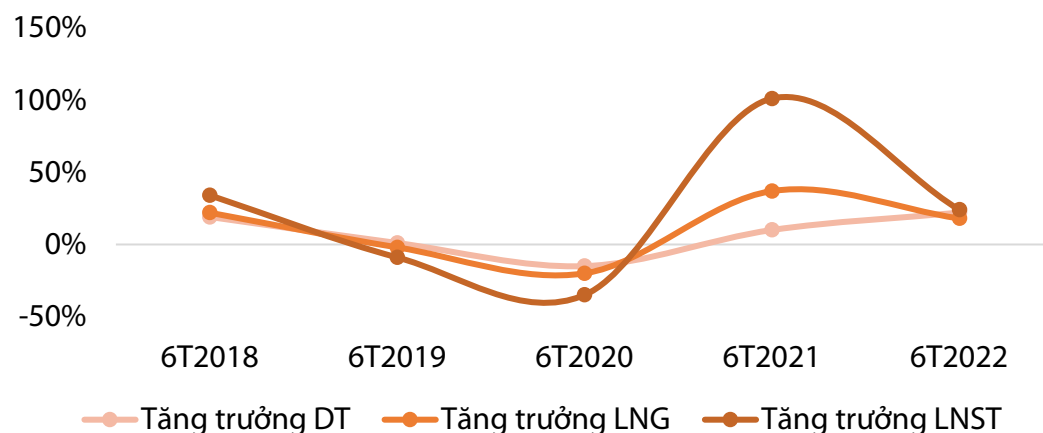
Chúng tôi cho rằng vấn đề này chỉ được giải quyết khi Trung Quốc từng bước mở cửa nền kinh tế do hầu hết nguyên phụ liệu của ngành dệt may Việt Nam đều phải nhập khẩu từ nước này. Trung Quốc cũng đang cho thấy một số dấu hiệu tích cực trong việc nới lỏng biên giới trong nửa cuối năm nay. Điều này sẽ giúp giảm dần chi phí đầu vào cho doanh nghiệp và giúp tỷ suất lợi nhuận cải thiện trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp vẫn chưa thể phục hồi về mức bình thường vào năm 2023 do độ trễ trong việc phục hồi nguồn cung và giá nguyên liệu.

Hình 9: Tỷ suất lợi nhuận gộp hàng quý của các công ty may mặc (%)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

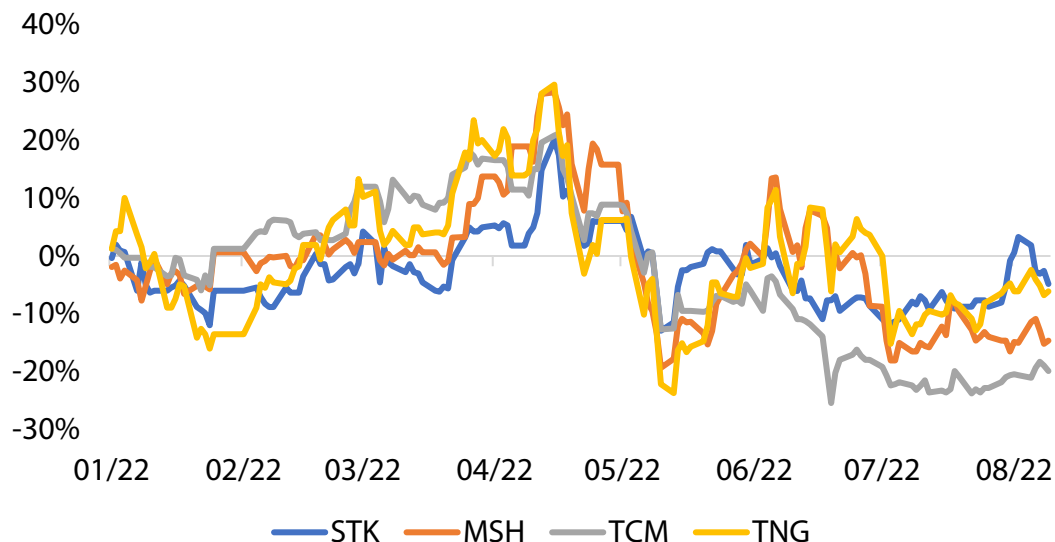
Hình 10: Tăng trưởng kinh doanh của các công ty dệt may (%)



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

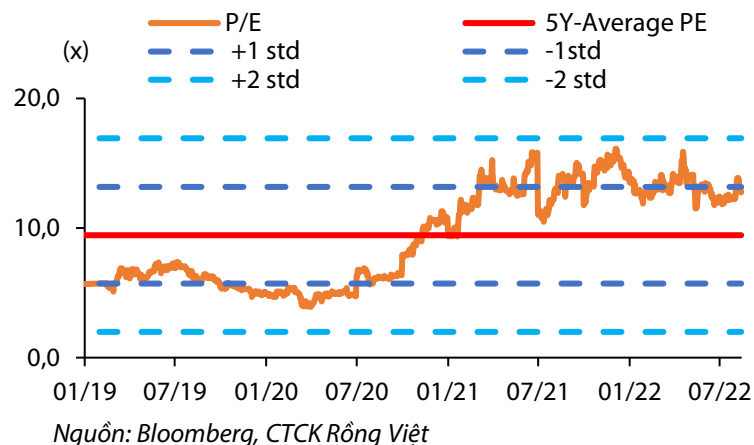
- Trong nửa đầu năm 2022, lượng đơn hàng dồi dào đã tác động tích cực đến kết quả doanh thu của các công ty dệt may. Tuy nhiên, trước áp lực giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận gộp của các công ty không thể theo kịp tốc độ tăng doanh thu do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm.
- Tăng trưởng doanh thu 6T2022 của tất cả các công ty dệt may niêm yết ghi nhận mức tăng trưởng 22% YoY trong khi lợi nhuận gộp tăng trưởng 18% YoY. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh ở một số công ty may mặc sản xuất hàng FOB cấp 2 như MSH.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của hầu hết các công ty sẽ chưa thể trở lại mức bình thường trong 6T2023. Tốc độ phục hồi tỷ suất lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào sự mở cửa kinh tế từ Trung Quốc và tình hình nhu cầu hàng may mặc trên toàn thế giới.

Hình 11: Diễn biến giá cổ phiếu dệt may YTD (%)

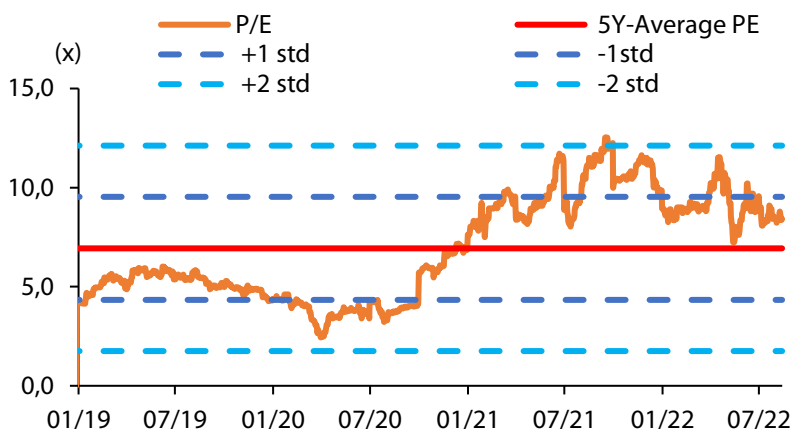


- Việc tăng giá mạnh từ cuối năm 2020 đến cuối năm 2021 dựa trên sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ của các doanh nghiệp, đẩy P/E ngành dệt may lên mức cao so với P/E trước đây. Chúng tôi cho rằng chất xúc tác phục hồi chưa đủ thuyết phục để P/E được đánh giá lại ở mức định giá cao hơn.
- Tuy nhiên, đợt giảm giá cổ phiếu gần đây đã đưa P/E của ngành trở lại gần mức trung bình 5 năm. Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tương đối tiêu cực của ngành dệt may trong nửa cuối năm 2022 có thể khiến giá cổ phiếu tiếp tục giảm giá sâu hơn, khi đó nhà đầu tư có thể lựa chọn những cổ phiếu có câu chuyện tăng trưởng dài hạn rõ ràng để đầu tư dài hạn.

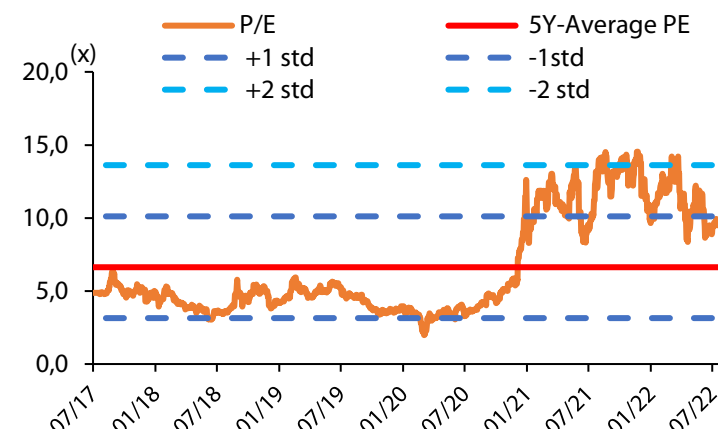
Hình 12: P/E 5 năm của STK



Hình 13: P/E 5 năm của MSH

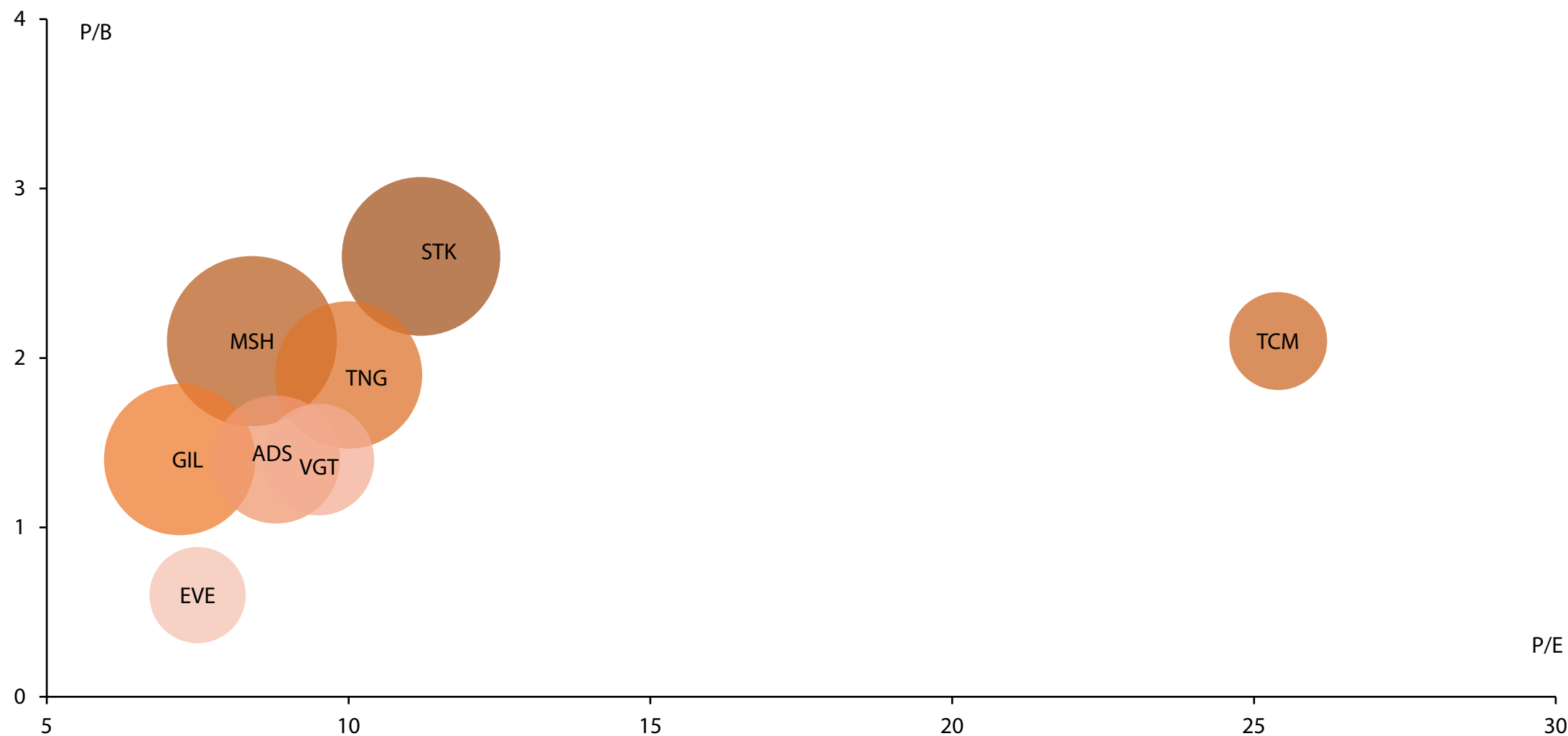


Hình 14: P/E 5 năm của TNG



Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN HĐKD (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
STK	3.784	52.700	8,17	4,36	18,74	13,58	22,94	13,27	13,80	23,37	2,80	13,00	2,80
MSH	3.446	48.200	31,22	17,11	10,49	8,02	22,49	7,52	12,08	26,46	6,53	8,59	2,14
TCM	3.794	42.200	3,46	-31,70	8,82	5,68	-46,89	3,95	4,06	7,26	0,00	29,89	2,09
TNG	2.813	34.000	25,99	51,34	7,78	7,79	58,34	4,34	5,60	20,31	1,32	9,67	1,94
GIL	3.402	N/A	19,77	-10,15	10,25	9,68	-6,44	7,78	8,81	19,46	1,76	6,74	1,40
ADS	793	N/A	23,22	32,54	11,02	7,52	8,79	5,00	4,29	16,55	0,00	9,31	1,37

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rong Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%

<GTT: 28.100>

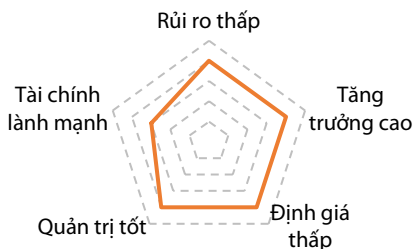
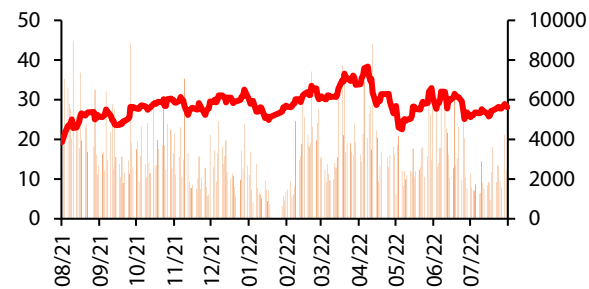
<GMT: 34.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,TRÁI)



Ngành

Hàng cá nhân & Gia dụng

Doanh thu (tỷ đồng)

5.444 6.456 6.820

LNST (tỷ đồng)

233 303 374

Vốn hóa (tỷ đồng)

2.813

ROA (%)

5,3 6,1 6,7

SLCPĐLH (triệu cp)

100

ROE (%)

15,9 17,9 19,2

KLBO 3 tháng (nghìn cp)

2.938

EPS (đồng)

2.384 2.728 3.199

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

84

GTSS (đồng)

15.514 15.780 16.952

SH NĐTNN còn lại (%)

44,2

Cổ tức tiền mặt (đồng)

500 500 500

ĐB giá 52 tuần

39,4 - 21,0

P/E (x) (*)

13,6 10,1 8,6

P/B (x) (*)

2,1 1,7 1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TNG là một trong số ít công ty may mặc có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong FY2022

- Trong FY2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST lần lượt đạt 6.456 tỷ đồng (+19% n/n) và 303 tỷ đồng (+30% n/n). Tăng trưởng doanh thu đến từ sự gia tăng giá trị đơn hàng do nhu cầu hàng may mặc toàn cầu phục hồi và tăng công suất hoạt động. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận gộp đã chạm đáy vào năm 2021, sẽ có thể phục hồi nhẹ 150 bps n/n vào năm 2022 để đạt 14,8%. Do các đơn hàng của TNG chủ yếu theo hình thức FOB cấp 1 (khách hàng xác định nguồn nguyên liệu) nên tác động của chi phí nguyên vật liệu thấp hơn so với đơn hàng FOB cấp 2.

Biên gộp dần hồi phục nhờ chi phí đầu vào hạ nhiệt

- Trong FY2023, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt tăng trưởng 6% n/n và 23% n/n, đạt 6.820 tỷ đồng và 374 tỷ đồng. Chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu tăng trưởng một con số trong FY2023 do nguy cơ nhu cầu hàng may mặc toàn cầu giảm nhiệt trong bối cảnh lạm phát trầm trọng. Tuy nhiên, biên gộp cải thiện cùng với chi phí đầu vào giảm sẽ giúp lợi nhuận năm 2023 tăng trưởng mạnh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu.
- Việc hợp tác độc quyền với Decathlon tại Việt Nam cũng giúp đơn hàng của TNG ổn định hơn kể cả trong bối cảnh kinh tế các nước phát triển còn nhiều khó khăn.
- Đối với phân khúc bất động sản, Khu công nghiệp Sơn Cẩm có thể bắt đầu đặt chỗ vào 2H2022 hoặc FY2023 sẽ giúp tăng lợi nhuận cao hơn dự phóng của chúng tôi vì chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính.

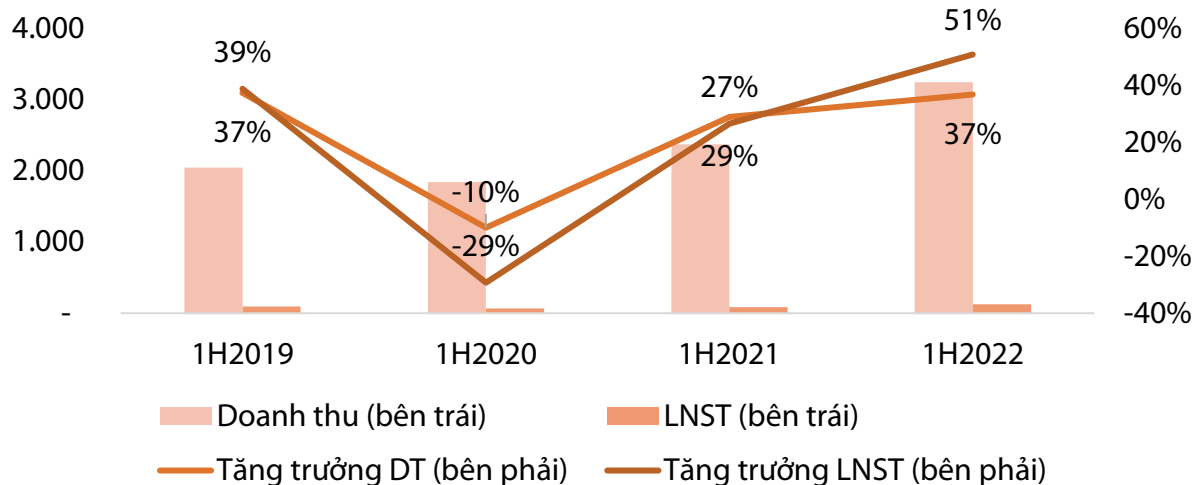
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá đầu vào biến động có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty.
- Áp lực lạm phát toàn cầu làm giảm nhu cầu đối với các sản phẩm may mặc.
- Ghi nhận doanh thu bất động sản chậm hơn dự kiến và tiến độ xây dựng các dự án sắp tới bị trì hoãn; dự án bất động sản mới làm tăng nợ vay, từ đó làm tăng chi phí tài chính.

LNST tăng mạnh 51% n/n trong 1H2022

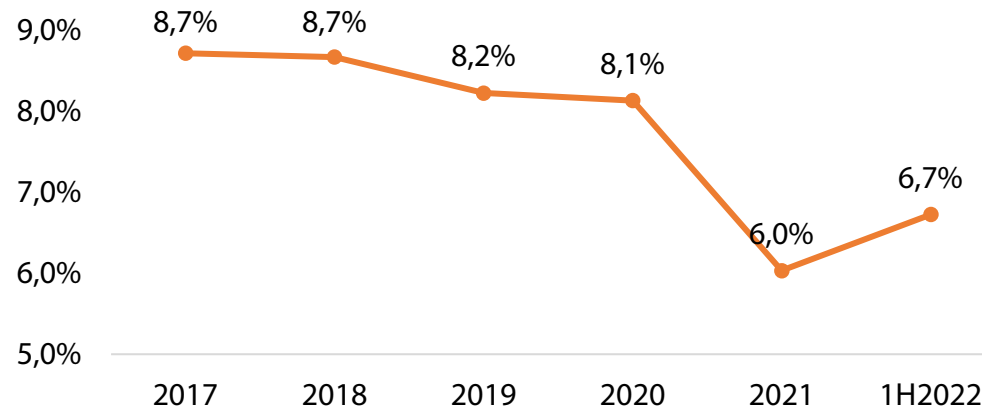
- Dưới áp lực chi phí đầu vào, biên gộp 1H2022 mặc dù được cải thiện 1,4 điểm phần trăm n/n nhưng thấp hơn nhiều so với mức trước đại dịch. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng nhẹ 30 bps n/n nhưng thấp hơn nhiều so với trước FY2021 nhờ vào hệ thống ERP mới. Biên ròng cải thiện tăng 40 điểm cơ bản lên 3,9% trong 1H2022 giúp LNST tăng mạnh 51% n/n.
- Doanh thu 1H2022 đạt 3.242 tỷ đồng (+37% n/n) và LNST đạt 125 tỷ đồng (+51% n/n).
- Tăng trưởng doanh thu đến từ việc gia tăng giá trị đơn hàng do nhu cầu hàng may mặc toàn cầu phục hồi và tăng công suất hoạt động.

Hình 1: Doanh thu và LNST 1H2022 (tỷ VND)



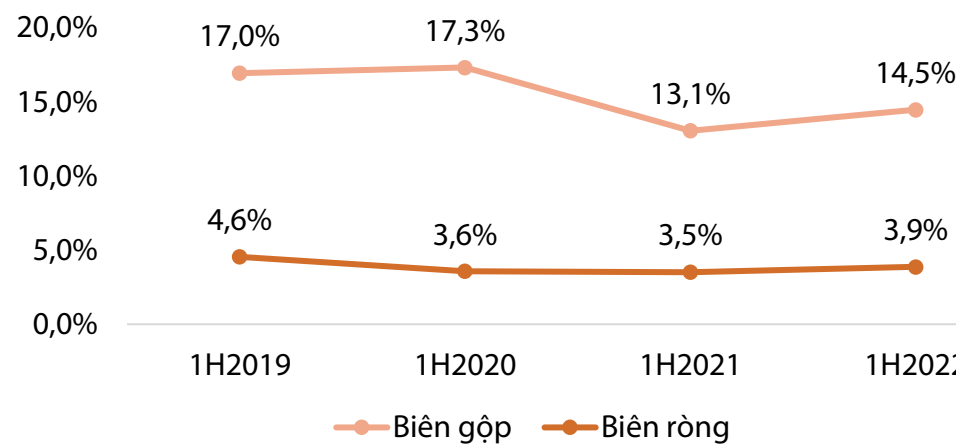
Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Chi phí bán hàng và quản lý DN/Doanh thu (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên ròng (%)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Biên gộp có thể cải thiện trong FY2022 ở mức thấp dù chi phí đầu vào cao

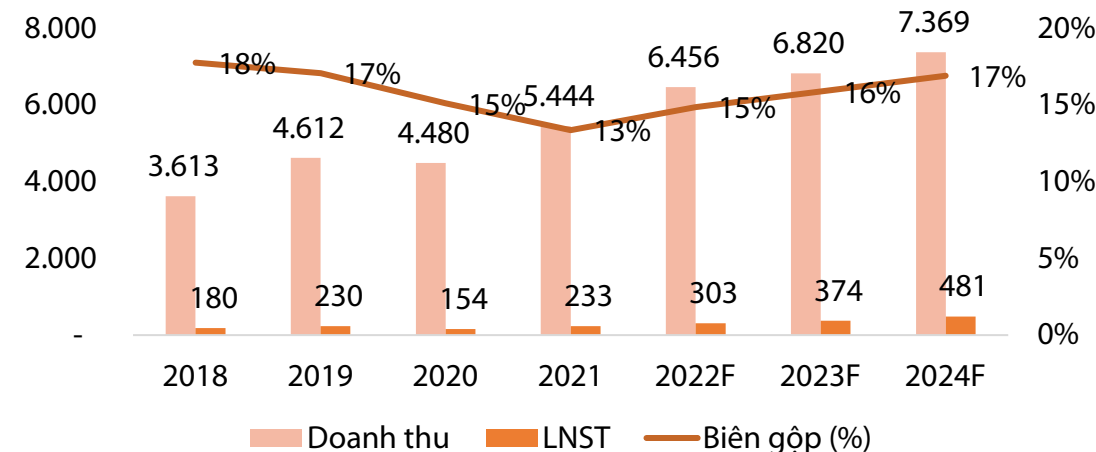
Trong 2H2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 3.214 tỷ đồng (+5% n/n) và 178 tỷ đồng (+20% n/n).

Trong FY2022/2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ đạt tương ứng 6.456/6.820 tỷ đồng, tăng trưởng 19%/6% n/n và LNST sẽ tăng 30%/23% n/n để đạt 303/374 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi:

- **Mở rộng công suất và tăng doanh thu trên mỗi dây chuyền may mặc:** TNG sẽ có 323 dây chuyền sản xuất vào năm 2022, tăng 39 dây chuyền so với năm 2021. Chúng tôi dự kiến doanh thu trên mỗi dây chuyền sẽ tiếp tục tăng từ khoảng 19 tỷ đồng/dây chuyền vào năm 2021 lên 20 tỷ đồng/dây chuyền vào năm 2022 nhờ chuyển đơn đặt hàng sang khách hàng có giá bán và biên lợi nhuận tốt hơn và có hệ thống công nghệ ERP mới. Tuy nhiên, chúng tôi cũng nhận thấy rằng có nguy cơ nhu cầu hàng may mặc toàn cầu giảm nhiệt trong bối cảnh nền kinh tế thế giới đang tăng trưởng chậm lại thất chặt chi tiêu của người dân đối với hàng may mặc. Do đó, chúng tôi thận trọng dự báo mức tăng trưởng doanh thu một con số trong năm FY2023.
- **Chi phí nguyên vật liệu hạ nhiệt làm tăng biên lợi nhuận gộp:** Chúng tôi kỳ vọng biên gộp 1H2022 đạt 15,2%, tăng 70 bps so với 1H2022 và 50 bps n/n.

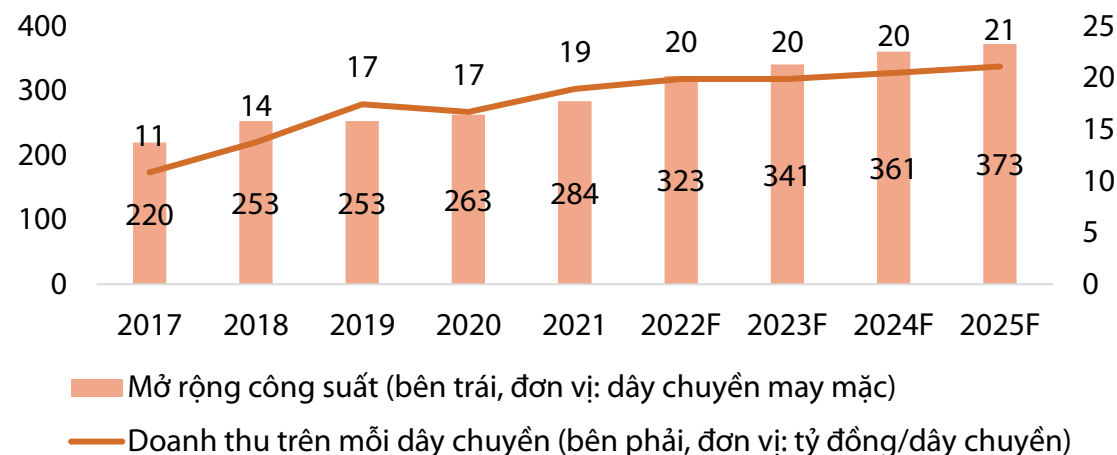
Hơn nữa, về bất động sản, Khu công nghiệp Sơn Cẩm có thể bắt đầu ghi nhận vào 2H2022 hoặc FY2023 sẽ giúp tăng lợi nhuận cao hơn dự phóng của chúng tôi vì chúng tôi chưa đưa dự án này vào ước tính.

Hình 4: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Mở rộng công suất



Nguồn: TNG, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +17%

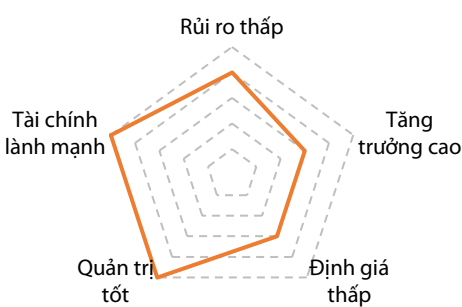
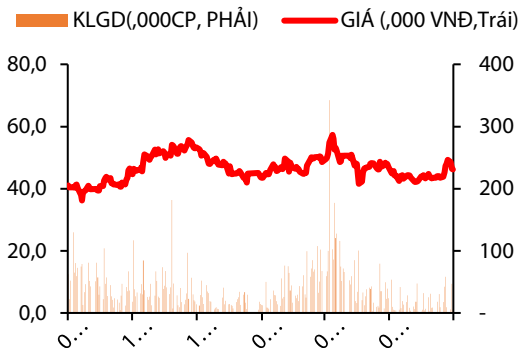
<GTT: 46.250>

<GMT: 52.700>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành

Hàng cá nhân & Gia dụng

Vốn hóa (tỷ đồng)

3.102

SLCPĐLH (triệu cp)

68

KLBO 3 tháng (nghìn cp)

21

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

1

SH NĐTNN còn lại (%)

88,9

BĐ giá 52 tuần

60,9 - 36,3

Doanh thu (tỷ đồng)

2.042 2.342 2.714

LNST (tỷ đồng)

278 296 318

ROA (%)

14,1 11,1 9,5

ROE (%)

22,1 20,5 19,3

EPS (đồng)

3.937 4.192 4.491

GTSS (đồng)

17.800 20.401 23.612

Cổ tức tiền mặt (đồng)

1.500 1.500 1.500

P/E (x) (*)

14,0 11,1 10,3

P/B (x) (*)

3,1 2,3 2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

LNST 2022 có thể chỉ tăng trưởng một chữ số dưới áp lực lạm phát làm giảm lượng đơn đặt hàng mới

- Trong 1H2022, STK ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt là 1.171 tỷ đồng (+9% n/n) và 146 tỷ đồng (+3% n/n), hoàn thành 45% và 48% kế hoạch cả năm. KQKD tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu chững lại trong bối cảnh bất ổn toàn cầu kìm hãm tiêu thụ các sản phẩm may mặc dẫn đến gián tiếp làm giảm nhu cầu đối với sợi.
- Trong FY2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.342 tỷ đồng (+15% n/n) và 296 tỷ đồng (+ 6% n/n), hoàn thành 90% và 99% kế hoạch cả năm. Chúng tôi lần lượt hạ 12% và 18% dự phóng doanh thu và LNST trước đó dựa trên sự chững lại gần đây của các đơn đặt hàng dệt may.
- Điểm tích cực đáng chú ý của STK là khả năng duy trì chênh lệch giá bất kể chi phí nguyên vật liệu cao. Vậy nên chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp 2H2022 sẽ duy trì ở mức 18,6% như 1H2022.

STK không phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn cho 2H2022, nhưng có thể nắm giữ dài hạn khi giá cổ phiếu đi xuống

- Chúng tôi xem nhu cầu thấp hiện tại chỉ là sự giảm tốc tạm thời do áp lực lạm phát thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, các động lực tăng trưởng cốt lõi của STK sẽ tiếp tục sau khi những gián đoạn ngắn hạn biến mất. Cụ thể, xu hướng chuyển đổi sang sợi tái chế sẽ mang lại cho STK tiềm năng tăng tỷ trọng sản phẩm sợi tái chế, nhờ vậy tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện. Ngoài ra, nhà máy Unitex dự kiến bắt đầu vận hành vào đầu Q4/2023 sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của công ty.
- Triển vọng FY2023 sẽ phụ thuộc vào tình hình lạm phát trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng mới nhờ hoạt động của nhà máy mới vào năm FY2024. Do đó, giá cổ phiếu sụt giảm đi kèm với đà tăng trưởng chậm lại sẽ là cơ hội để đầu tư dài hạn.

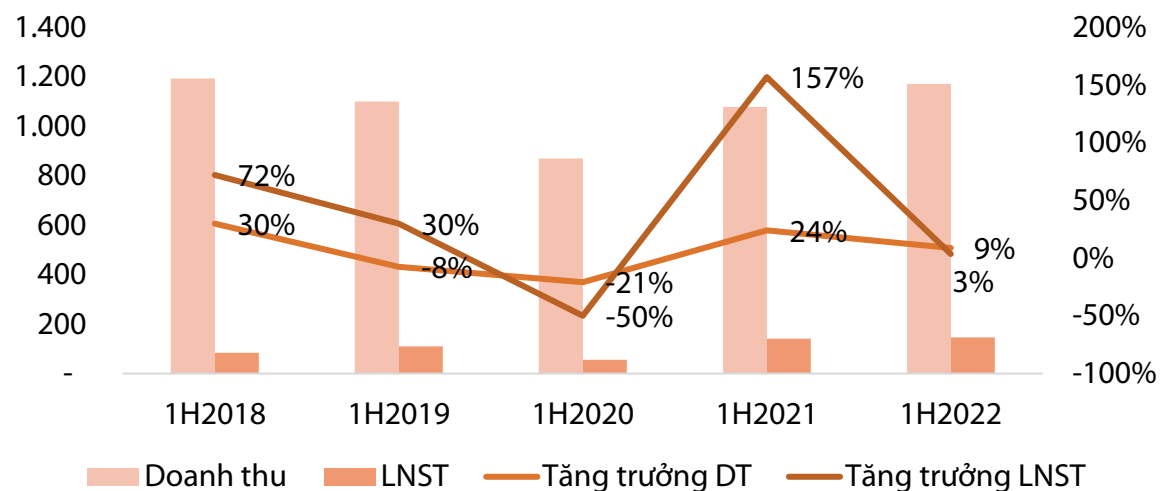
RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu hàng may mặc phục hồi chậm sẽ ảnh hưởng xấu đến nhu cầu đối với sợi.
- Tiến độ xây dựng của nhà máy mới.

LNST tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng do nhu cầu giảm lại

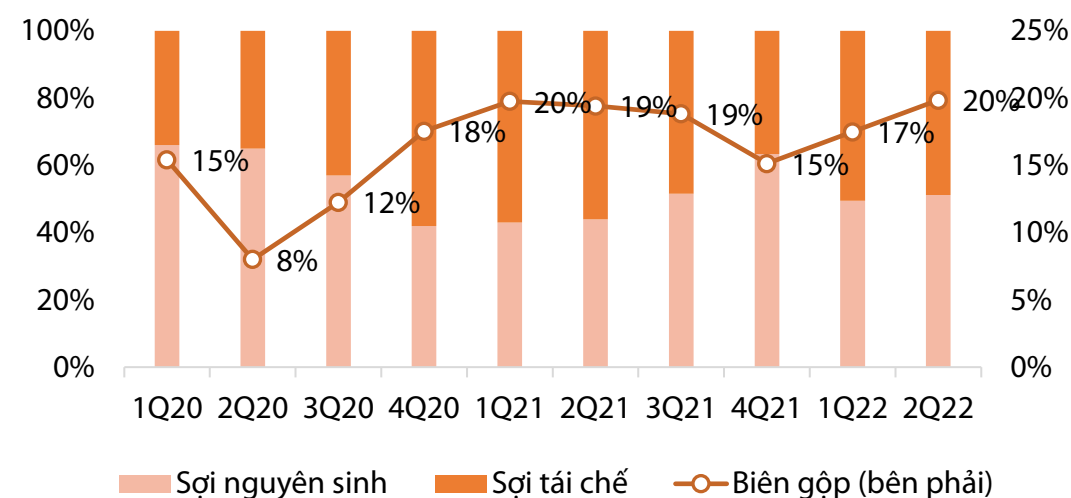
- Trong 1H2022, STK ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt là 1.171 tỷ đồng (+9% n/n) và 146 tỷ đồng (+3% n/n), hoàn thành 45% và 48% kế hoạch cả năm. KQKD tăng trưởng thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu chững lại trong bối cảnh bất ổn toàn cầu kìm hãm tiêu thụ các sản phẩm may mặc dẫn đến gián tiếp làm giảm nhu cầu đối với sợi.
- Trong 1H2022, doanh thu sợi tái chế và sợi nguyên sinh lần lượt đạt 581 tỷ đồng và 587 tỷ đồng, giảm 4% n/n và tăng 25% n/n. Tỷ lệ doanh thu sợi tái chế/sợi nguyên sinh đạt 50%/50% so với kế hoạch là 54%/46%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm từ 19,6% trong 1H2021 xuống còn 18,6% trong 2H2022 chủ yếu do đóng góp doanh thu của sợi tái chế thấp hơn (50% trong 2H2022 so với 56% trong 2H2021).
- Chúng tôi cũng lưu ý rằng chi phí tài chính tăng 6 lần n/n do lỗ tỷ giá hối đoái đã thực hiện và chưa thực hiện tăng đáng kể (17 tỷ đồng) bởi đồng USD tăng giá mạnh.

Hình 1: Doanh thu và LNST trong (tỷ VND)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo loại sợi và biên gộp (%)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

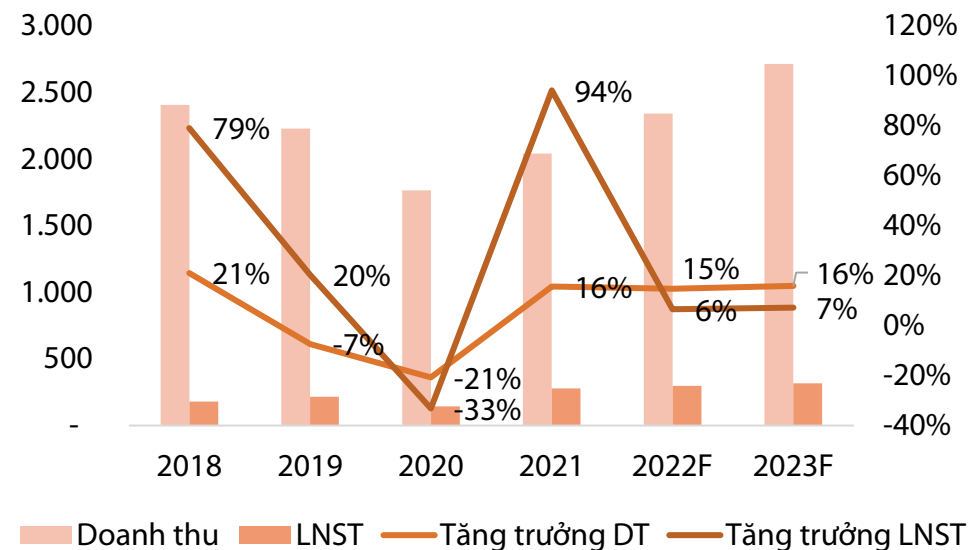
Chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ tăng trưởng một con số trong FY2022

- Trong FY2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.342 tỷ đồng (+15% n/n) và 296 tỷ đồng (+ 6% n/n), hoàn thành 90% và 99% kế hoạch cả năm. Chúng tôi hạ lần lượt 12% và 18% dự phóng doanh thu và LNST trước đó dựa trên sự chứng lại gần đây của các đơn đặt hàng dẹt may.
- Về cơ cấu doanh thu, chúng tôi dự kiến doanh thu sợi tái chế sẽ đạt 1.154 tỷ đồng (+13% n/n), chiếm 49% tổng doanh thu trong FY2022. Doanh thu sợi nguyên sinh ước tính là 1.188 tỷ đồng (+16% n/n).
- Chúng tôi kỳ vọng biên gộp trong 2H2022 sẽ duy trì ở mức 18,6% như nhờ khả năng duy trì chênh lệch giá cho dù chi phí nguyên vật liệu cao của STK.

Triển vọng tăng trưởng dài hạn vẫn sáng

- Chúng tôi xem nhu cầu thấp hiện tại chỉ là sự giảm tốc tạm thời do áp lực lạm phát thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Tuy nhiên, các động lực tăng trưởng cốt lõi của STK sẽ tiếp tục sau khi những gián đoạn ngắn hạn biến mất. Cụ thể, xu hướng chuyển đổi sang sợi tái chế sẽ mang lại cho STK tiềm năng tăng tỷ trọng sản phẩm sợi tái chế, nhờ vậy tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện. Ngoài ra, nhà máy Unitex dự kiến bắt đầu vận hành vào đầu Q4/2023 sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của công ty.
- Giá mục tiêu trong một năm tới của chúng tôi cho STK là 52.700 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 20% so với mức định giá vào tháng 1/2022, nguyên nhân chính là do chúng tôi điều chỉnh giảm EPS FY2022 xuống và giảm P/E mục tiêu 2022 từ 14x xuống 11x để phản ánh những thách thức trong 2H2022.
- Chúng tôi cho rằng STK không phải là cơ hội đầu tư hấp dẫn trong 2H2022 do những khó khăn đã đề cập. Triển vọng FY2023 sẽ phụ thuộc vào tình hình lạm phát trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng mới nhờ hoạt động của nhà máy mới vào năm FY2024. Do đó, giá cổ phiếu sụt giảm đi kèm với đà tăng trưởng chậm lại sẽ là cơ hội để đầu tư dài hạn.

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: STK, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	50%	59.400
P/E 11x	50%	46.100
Tổng	100%	52.700

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: +9%

<GTT: 45.950>

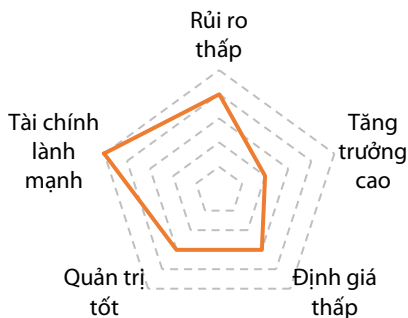
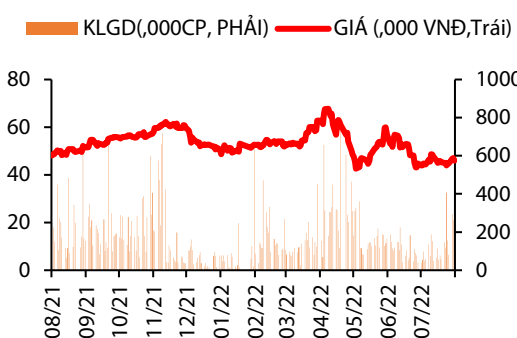
<GMT: 48.200>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

Ngành	Hàng cá nhân & Gia dụng	Doanh thu (tỷ đồng)	4.748	5.741	5.975
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.447	LNST (tỷ đồng)	442	365	442
SLCPĐLH (triệu cp)	75	ROA (%)	13,8	9,4	10,5
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	139	ROE (%)	31,1	19,5	20,5
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	7	EPS (đồng)	8.846	4.713	5.707
SH NĐTNN còn lại (%)	42,4	GTSS (đồng)	28.432	25.003	28.710
BĐ giá 52 tuần	68,7 - 41,9	Cổ tức tiền mặt (đồng)	4.500	2.000	2.000
		P/E (x) (*)	8,9	9,5	7,9
		P/B (x) (*)	2,6	1,8	1,6



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ngược chiều do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh

- Trong 1H2022, MSH đạt doanh thu thuần và LNST lần lượt là 2.778 tỷ đồng (+29% n/n) và 186 tỷ đồng (-14% n/n). Dưới áp lực chi phí đầu vào, biên lợi nhuận gộp giảm 640 bps n/n xuống còn 14,7% trong 1H2022. Các nhà máy mới hoạt động thúc đẩy doanh thu tăng trưởng mạnh trong 1H2022, nhưng chỉ có thể bù đắp một phần sự sụt giảm của biên gộp, dẫn đến tăng trưởng âm trong 1H2022.
- Trong 2H2022, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể dần được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp. Trong FY2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST sau CĐTS lần lượt là 5.741 tỷ đồng (+21% n/n) và 365 tỷ đồng (-17% n/n).

Trong FY2023, biên gộp sẽ cải thiện nhưng khó khăn trong việc tăng đơn hàng nếu lạm phát vẫn tiếp diễn

- Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 chỉ tăng trưởng 4% n/n do áp lực lạm phát thắt chặt chi tiêu cho hàng may mặc dẫn đến việc cắt giảm đơn đặt hàng.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ phục hồi dần từ 2H2022 trở đi, nhưng lợi nhuận năm 2023 chỉ có thể ở ngang mức với năm 2019.

Lợi thế về tài chính vượt trội so với các công ty cùng ngành cùng với cổ tức tiền mặt ổn định

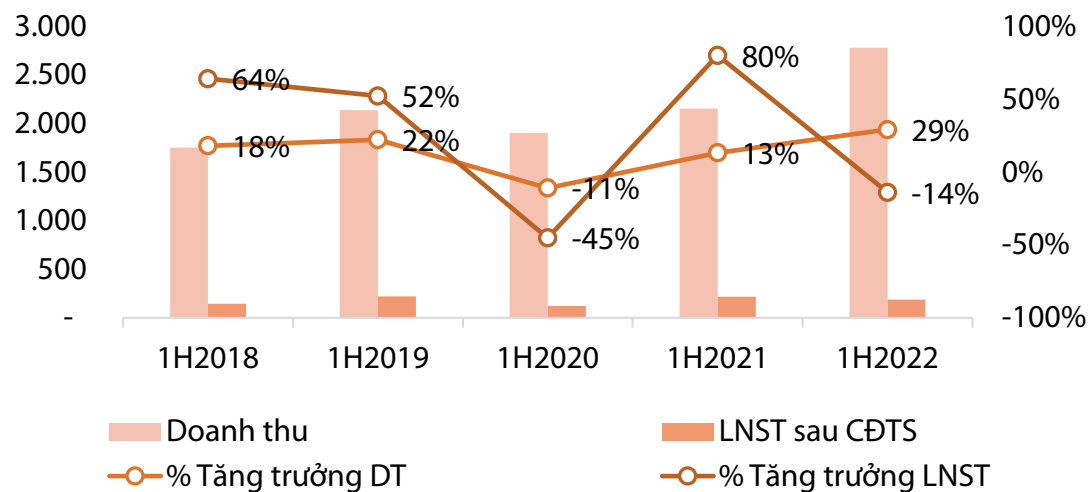
- Dù dòng tiền dồi dào nhưng những khó khăn trong ngắn hạn sẽ khiến thị giá, dù đã chiết khấu sâu, vẫn sẽ chưa có động lực tăng trong một năm tới.
- MSH duy trì mức cổ tức tiền mặt cao và ổn định với lợi suất cổ tức tiền mặt bình quân từ 5-6%.
- Chúng tôi có quan điểm trung lập đối với MSH trong ngắn hạn và có thể xem xét đầu tư dài hạn khi có dấu hiệu phục hồi biên lợi nhuận.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhu cầu đặt hàng dễ bị tác động bởi áp lực lạm phát.
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao có thể khiến tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng.

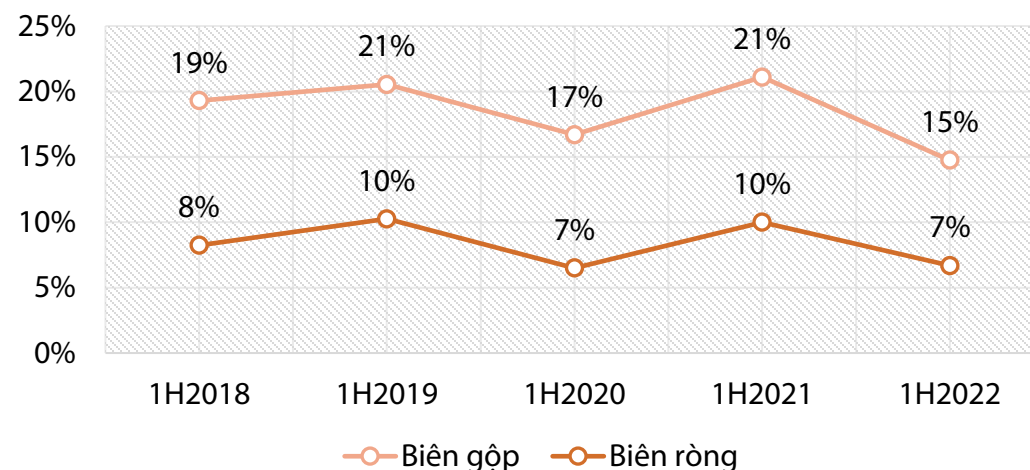
- Trong 1H2022, MSH đạt doanh thu thuần và LNST lần lượt là 2.778 tỷ đồng (+29% n/n) và 186 tỷ đồng (-14% n/n). Tăng trưởng ngược dấu của doanh thu và LNST xuất phát từ sự thu hẹp của biên lợi nhuận gộp. Trong 1H2022, biên gộp giảm 640 bps n/n xuống còn 14,7%, bị ảnh hưởng bởi áp lực chi phí đầu vào nhiều hơn so với các công ty cùng ngành trong bối cảnh thiếu hụt nguyên liệu do MSH chủ yếu sản xuất FOB cấp 2 (tự tìm nguồn nguyên liệu).
- Giá bông đang chịu áp lực từ cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine. Giá sợi cũng tăng cao do nguồn cung dầu khan hiếm khiến giá dầu leo thang. Bên cạnh đó, tình trạng tắc nghẽn cảng và ùn ứ hàng hóa do chính sách "Zero Covid" ở Trung Quốc cũng làm tăng chi phí nguyên vật liệu và chi phí vận chuyển nhập khẩu từ thị trường này.
- Hơn nữa, việc tăng công suất nhà máy mới tuy giúp gia tăng đơn hàng và doanh thu nhưng cũng làm trầm trọng hơn biên lợi nhuận gộp do hoạt động kém hiệu quả trong giai đoạn đầu.

Hình 1: Doanh thu và LNST 1H2022 (tỷ VND)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên lợi nhuận gộp và biên ròng (%)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

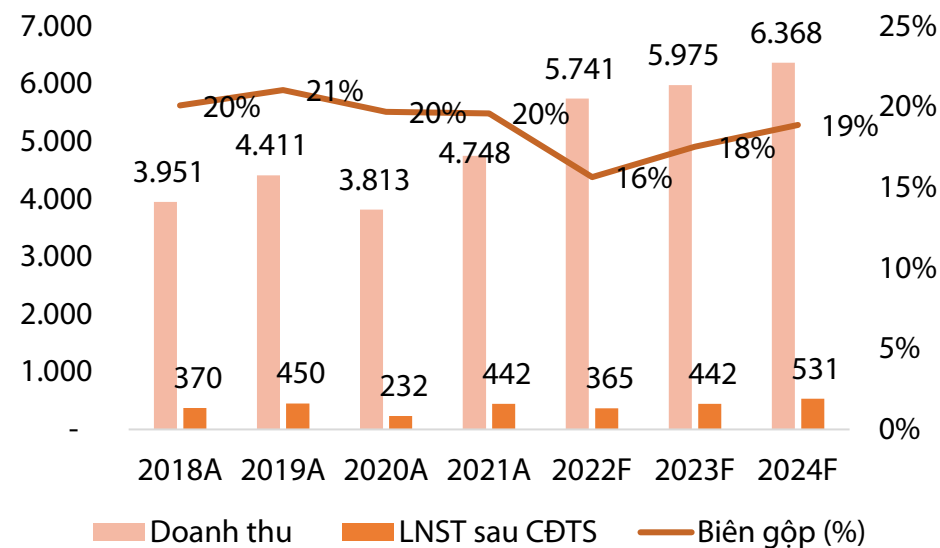
Tăng trưởng lợi nhuận âm trong FY2022

- Trong FY2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST sau CĐTS lần lượt là 5.741 tỷ đồng (+21% n/n) và 365 tỷ đồng (-17% n/n).
- Chi phí nguyên vật liệu sẽ có xu hướng hạ nhiệt cùng với đà giảm của giá dầu và nguồn cung nguyên vật liệu đang dần hồi phục. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện trong 2H2022, mặc dù thấp hơn nhiều so với mức năm 2021, dẫn đến biên gộp năm 2022 là 15,6% (-400 bps n/n). Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2022 sẽ gặp khó khăn do tăng trưởng doanh thu chỉ có thể bù đắp phần nào sự sụt giảm của biên lợi nhuận gộp.

Trong FY2023, biên gộp sẽ cải thiện nhưng khó tăng đơn hàng nếu lạm phát vẫn tiếp diễn

- Chúng tôi cho rằng đơn đặt hàng sẽ không còn dồi dào vào năm 2023. Sau khi các nước mở cửa nền kinh tế, nhu cầu hàng dệt may tăng nhanh khiến các nước phải tăng cường nhập khẩu, dẫn đến lượng đơn hàng dồi dào cho Việt Nam cho đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, lạm phát leo thang đã khiến người tiêu dùng bắt đầu giảm chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu như may mặc khiến tồn kho hàng may mặc ở các nước khác tăng cao.
- Có hai yếu tố chính có thể dẫn đến giảm giá nguyên liệu vào năm 2023: Trung Quốc mở cửa nền kinh tế và giá dầu thô giảm. Điều này sẽ giúp biên lợi nhuận có thể cải thiện trong năm tới. Chúng tôi dự báo biên gộp năm 2023 là 17,5%.
- Chúng tôi có quan điểm trung lập đối với MSH trong ngắn hạn và có thể xem xét đầu tư dài hạn khi xuất hiện dấu hiệu phục hồi biên lợi nhuận. Dù dòng tiền mặt dư giả nhưng những khó khăn trong ngắn hạn sẽ khiến thị giá tuy đã chiết khấu sâu nhưng vẫn chưa hấp dẫn. Do đó, chúng tôi hạ mức P/E mục tiêu cho năm 2022 từ 10x xuống 8x để phản ánh triển vọng tiêu cực trong ngắn hạn.

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: MSH, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	50%	58.756
P/E 8x	50%	37.700
Tổng	100%	48.200

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: -8%

<GTT: 46.300>

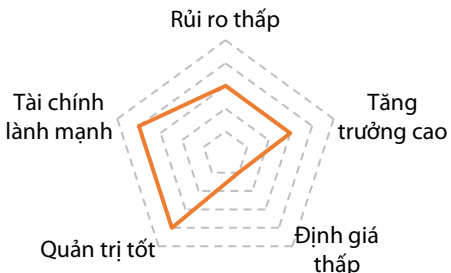
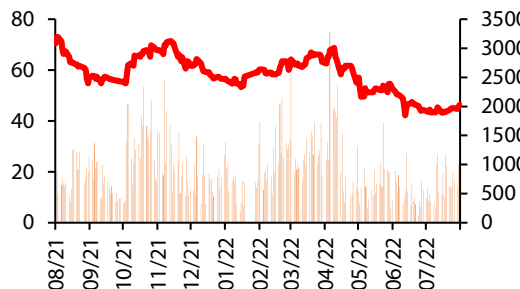
<GMT: 42.200>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) — GIÁ (,000 VNĐ, TRÁI)



Ngành

Hàng cá nhân & Gia dụng

Vốn hóa (tỷ đồng)

3.794

SLCPĐLH (triệu cp)

82

KLBO 3 tháng (nghìn cp)

632

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

30

SH NĐTNN còn lại (%)

2,7

BD giá 52 tuần

73,0 - 39,3

Doanh thu (tỷ đồng)

3.535 4.197 4.448

LNST (tỷ đồng)

143 266 329

ROA (%)

9,3 7,0 8,1

ROE (%)

16,9 14,0 15,6

EPS (đồng)

3.775 2.916 3.608

GTSS (đồng)

26.402 23.942 23.179

Cổ tức tiền mặt (đồng)

500 500 500

P/E (x) (*)

30,3 15,6 12,6

P/B (x) (*)

2,2 1,9 2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận 2022 phục hồi từ mức thấp

- Trong 2H2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.026 tỷ đồng (+26% n/n) và 138 tỷ đồng (+6,3 lần n/n).
- Trong FY2022, doanh thu và LNST dự phóng lần lượt là 4.197 tỷ đồng (+19% n/n) và 266 tỷ đồng (+86% n/n). Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện 150 bps n/n trong FY2022, nhưng thấp hơn nhiều so với năm tài chính 2021 trong bối cảnh giá nguyên vật liệu tăng cao.

Nhà máy Vĩnh Long 2 sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong FY2022-23

- Nhà máy Vĩnh Long 2 đi vào hoạt động trong 2H2022 giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 30% để tăng đơn hàng FOB. Tuy nhiên, do nhu cầu hàng may mặc chậm lại trong bối cảnh lạm phát toàn cầu, chúng tôi dự kiến nhà máy này sẽ hoạt động với công suất sử dụng là 50% trong FY2022 và đạt 70% trong FY2023 so với tổng công suất theo kế hoạch năm 2023 của công ty.
- Doanh thu và LNST năm 2023 dự kiến là 4.448 tỷ đồng (+6% n/n) và 329 tỷ đồng (+24% n/n).

Giá cổ phiếu hợp lý hơn, nhưng vẫn không đủ hấp dẫn để mua

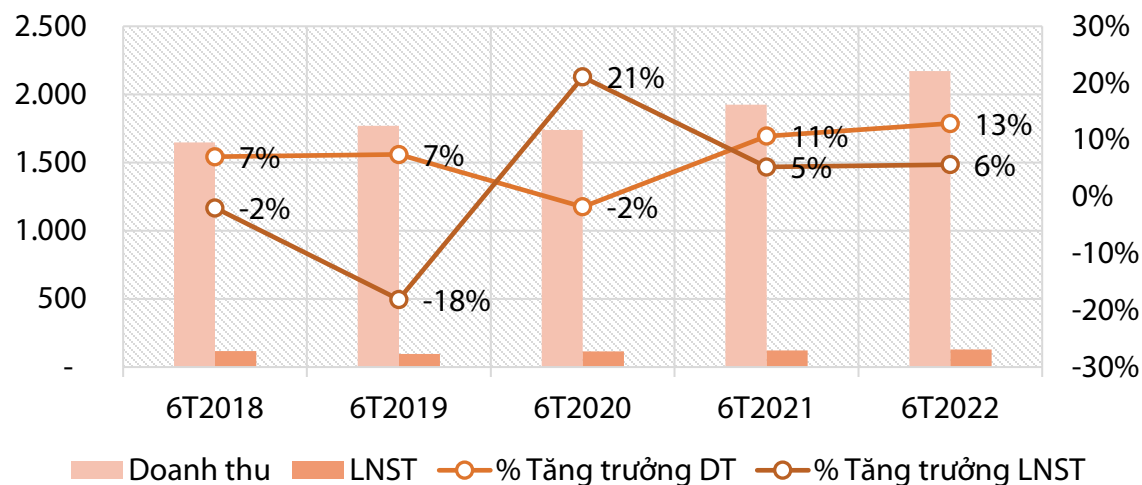
- Do hiệu ứng nền thấp của Q3/2021, lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong Q3.2022 có thể là chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nếu giá cổ phiếu giảm về dưới giá trị nội tại mới là cơ hội để đầu tư.
- Ở mức giá hiện tại, TCM đang giao dịch với P/E TTM là 29,3x và P/E dự phóng FY2022 là 15,6x, cao hơn nhiều so với mức P/E dự phóng trung bình là 9,0x từ năm 2017 đến hiện tại.
- Cổ tức bằng cổ phiếu liên tục mỗi năm gây pha loãng EPS cũng là một yếu tố cần xem xét.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Lạm phát toàn cầu làm suy giảm nhu cầu hàng may mặc.
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh khiến lợi nhuận thấp hơn kỳ vọng.

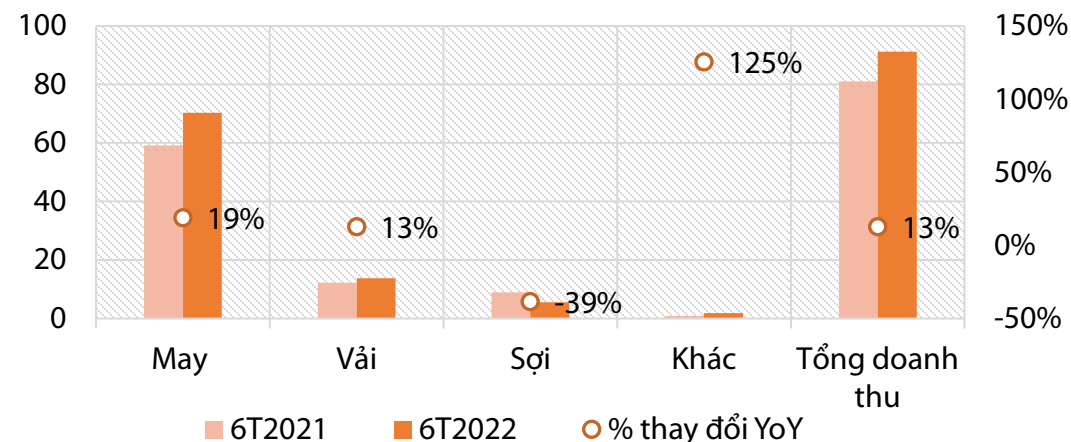
- Trong 1H2022, TCM đạt doanh thu và LNST lần lượt là 2.171 tỷ đồng (tương đương 94 triệu USD, +13% n/n) và 128 tỷ đồng (+6% n/n), hoàn thành 52% và 50% kế hoạch cả năm.
- Cùng với chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh, biên gộp giảm 70 bps xuống còn 15,8% trong 1H2022.
- Tăng trưởng LNST 1H2022 chủ yếu nhờ LNST Q1/2022 tăng trưởng +18% n/n trong khi LNST Q2/2022 tăng trưởng âm.
- Trong 1H2022, TCM ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 37 tỷ đồng khiến chi phí tài chính tăng 128%. Do đó, biên ròng 1H2022 giảm 70 bps xuống còn 5,3%.

Hình 1: Doanh thu và LNST 1H2022 (tỷ VND)

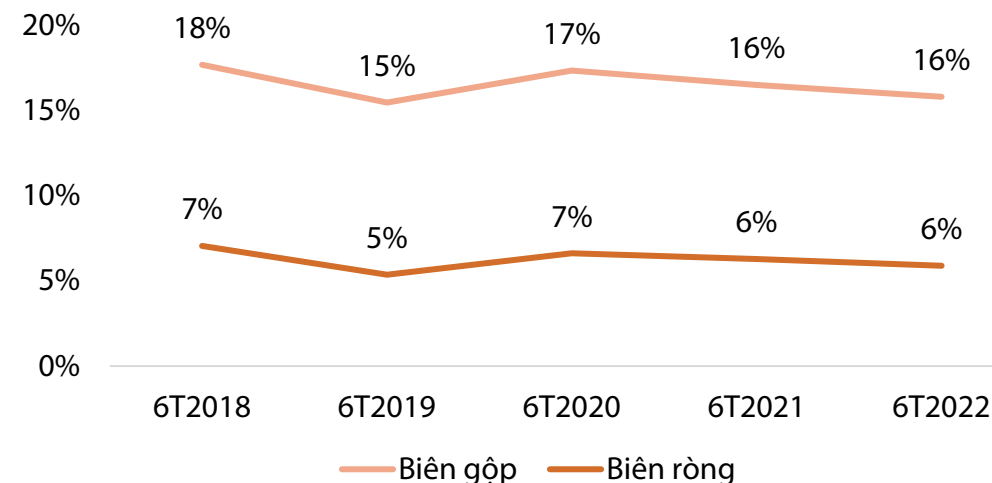


Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (triệu USD)



Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên ròng (%)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận 2H2022 tăng trưởng mạnh trên nền thấp

- Trong 1H2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST lần lượt là 2.026 tỷ đồng (+26% n/n) và 138 tỷ đồng (+6,3 lần n/n). Lưu ý rằng lợi nhuận của TCM đã bị ảnh hưởng nặng nề trong Q3/2021 do đợt giãn cách xã hội nghiêm trọng ở trong nước.
- Trong FY2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt là 4.197 tỷ đồng (+19% n/n) và 266 tỷ đồng (+86% n/n).
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện 150 bps n/n trong FY2022, nhưng thấp hơn nhiều so với FY2021 do giá nguyên vật liệu tăng cao.

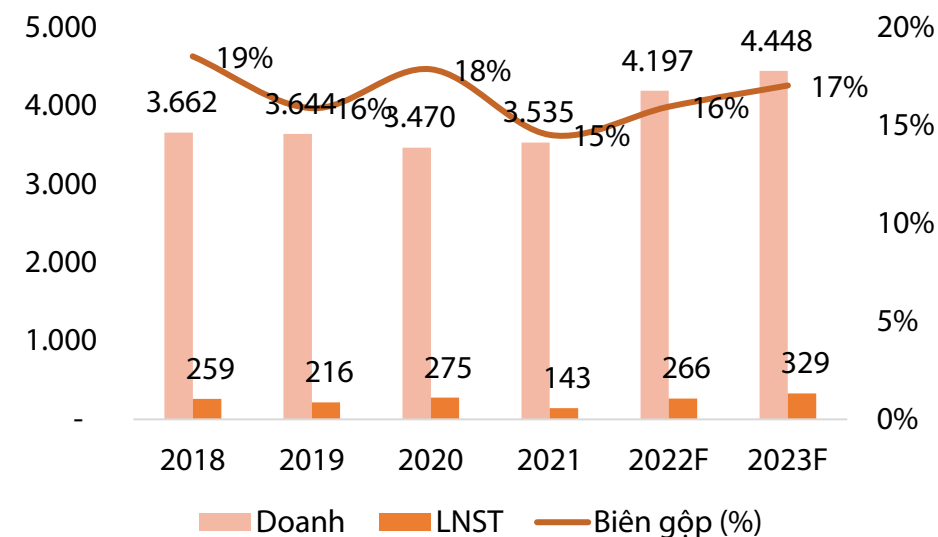
Nhà máy Vĩnh Long 2 bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2H2022

- Nhà máy Vĩnh Long 2 đi vào hoạt động trong 2H2022 giúp TCM nâng công suất hàng may mặc lên 30% để tăng đơn hàng FOB. Tuy nhiên, do nhu cầu hàng may mặc chậm lại trong bối cảnh lạm phát toàn cầu, chúng tôi dự kiến nhà máy này sẽ hoạt động với công suất sử dụng là 50% trong FY2022 và đạt 70% trong FY2023 so với tổng công suất theo kế hoạch năm 2023.
- Doanh thu và LNST năm 2023 dự kiến là 4.448 tỷ đồng (+6% n/n) và 329 tỷ đồng (+24% n/n). Biên gộp FY2023 tăng 100 bps đạt 17% nhờ chi phí nguyên vật liệu hạ nhiệt.

Giá cổ phiếu hợp lý hơn, nhưng vẫn không đủ hấp dẫn để mua

- Giá cổ phiếu giảm mạnh đã khiến định giá trở nên hợp lý hơn. Do hiệu ứng nền thấp của Q3/2021, lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong Q3/2022 có thể là chất xúc tác ngắn hạn cho giá cổ phiếu. Nhưng chúng tôi cho rằng để đầu tư dài hạn, giá thị trường hiện tại vẫn chưa đủ hấp dẫn.
- Ở mức giá hiện tại, TCM đang giao dịch với P/E TTM là 29,3x và P/E dự phóng FY2022 là 15,6x, cao hơn nhiều so với mức P/E dự phóng trung bình là 9,0x từ năm 2017 đến hiện tại.
- Cổ tức bằng cổ phiếu liên tục mỗi năm pha loãng EPS cũng là một yếu tố cần xem xét.

Hình 3: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ VND)



Nguồn: TCM, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá
FCFF	50%	49.400
P/E 12x	50%	35.000
Tổng	100%	42.200

Nguồn: CTCK Rồng Việt

NGÀNH ĐIỆN

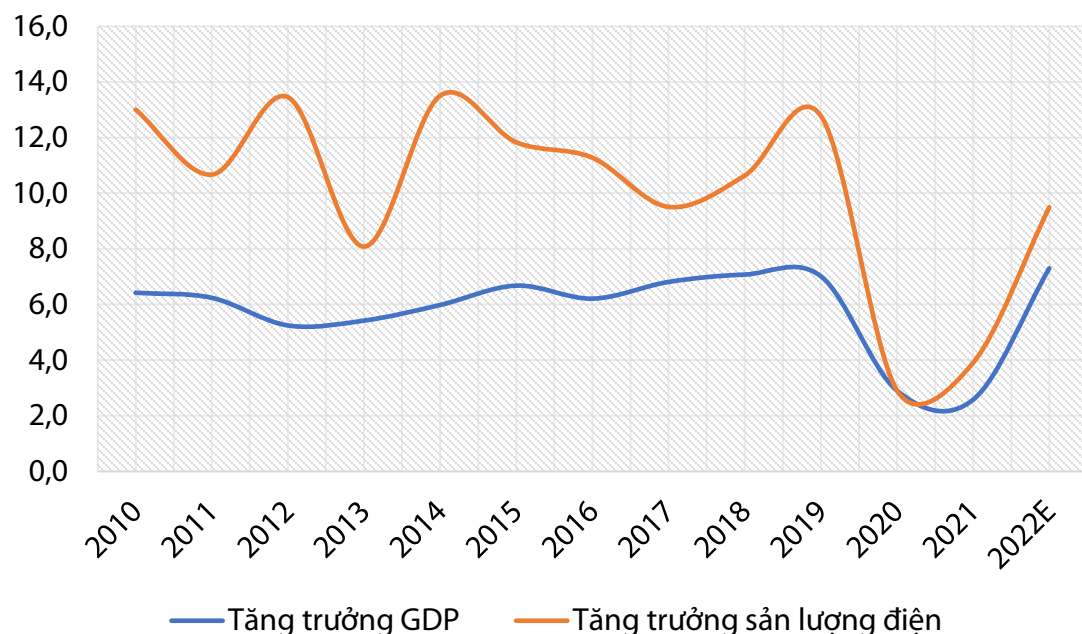
CHỜ ĐỢI CƠ CHẾ MỚI



Nguyễn Ngọc Thảo – thao.nn@vdsc.com.vn

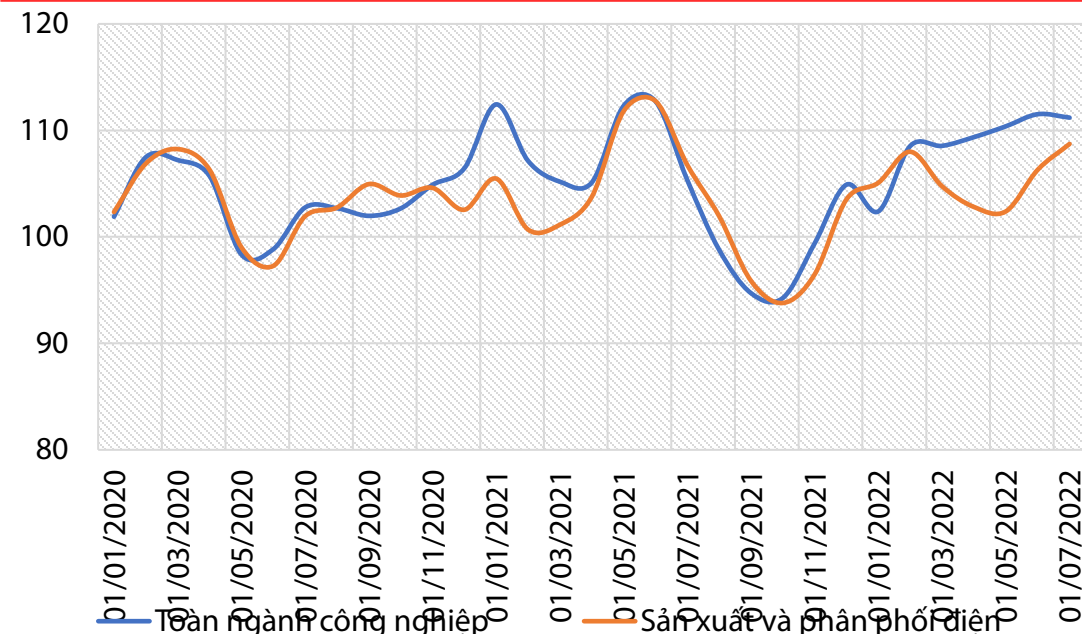


Hình 1: Tăng trưởng GDP và tiêu thụ điện (%)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản xuất công nghiệp (IIP), chỉ số sản xuất điện



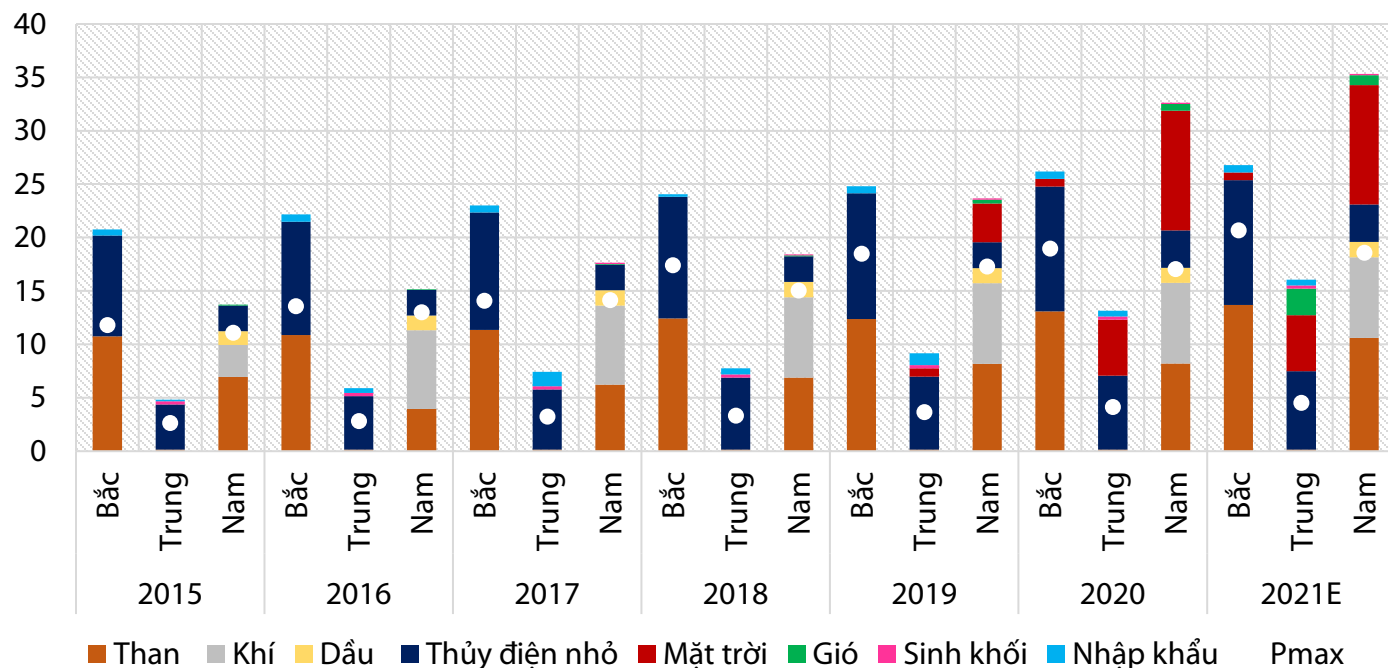
Nguồn: GSO, CTCK Rồng Việt

Phục hồi tiêu thụ điện đóng vai trò là động lực chính cho các nhà máy điện vào năm 2022

Theo Bộ Công thương, việc mở rộng công suất không đáp ứng được nhu cầu tăng trưởng. Hiện tại, công suất dự trữ tại miền Bắc tương đối thấp hơn những năm trước trong khi nhu cầu đang dần tăng lên. Ngược lại, các trang trại năng lượng tái tạo gia tăng ở miền Nam sẽ hưởng lợi từ nhu cầu phục hồi vào năm 2022. Điều này sẽ giảm bớt rủi ro cắt giảm cho các trang trại xanh và tạo điều kiện cho các nhà máy nhiệt điện ở miền Nam hoạt động.

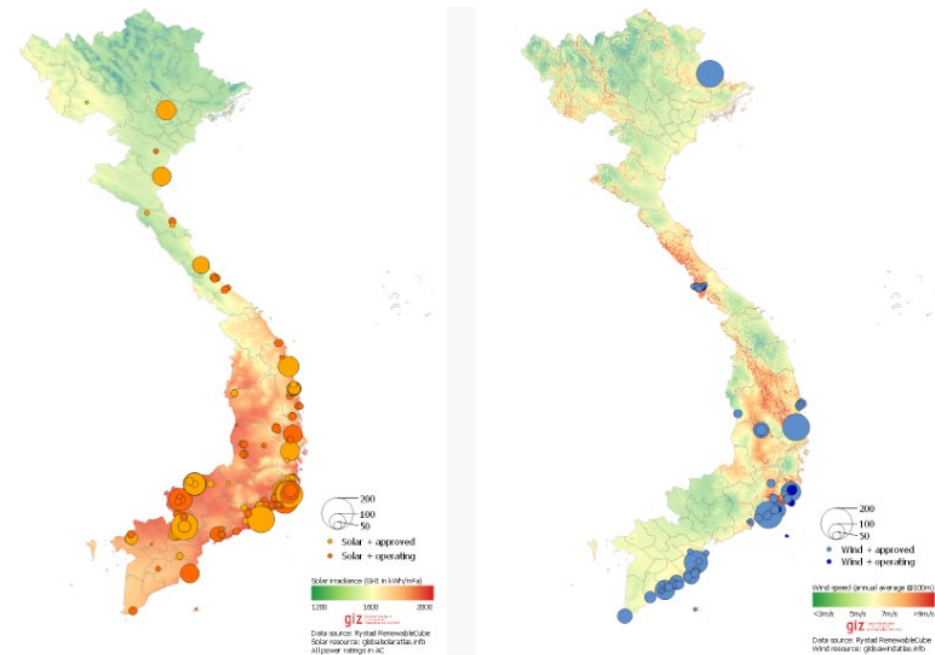
Trong 6T 2022, tiêu thụ điện tăng 4% YoY do mức phục hồi tương đối thấp trong những tháng đầu năm và cơ cấu tiêu thụ đã thay đổi. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng tiêu thụ sẽ cao hơn trong nửa cuối năm 2022 do mức nền cơ sở thấp của năm 2021.

Hình 3: Công suất và Pmax (GW)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Công suất và Pmax (GW)

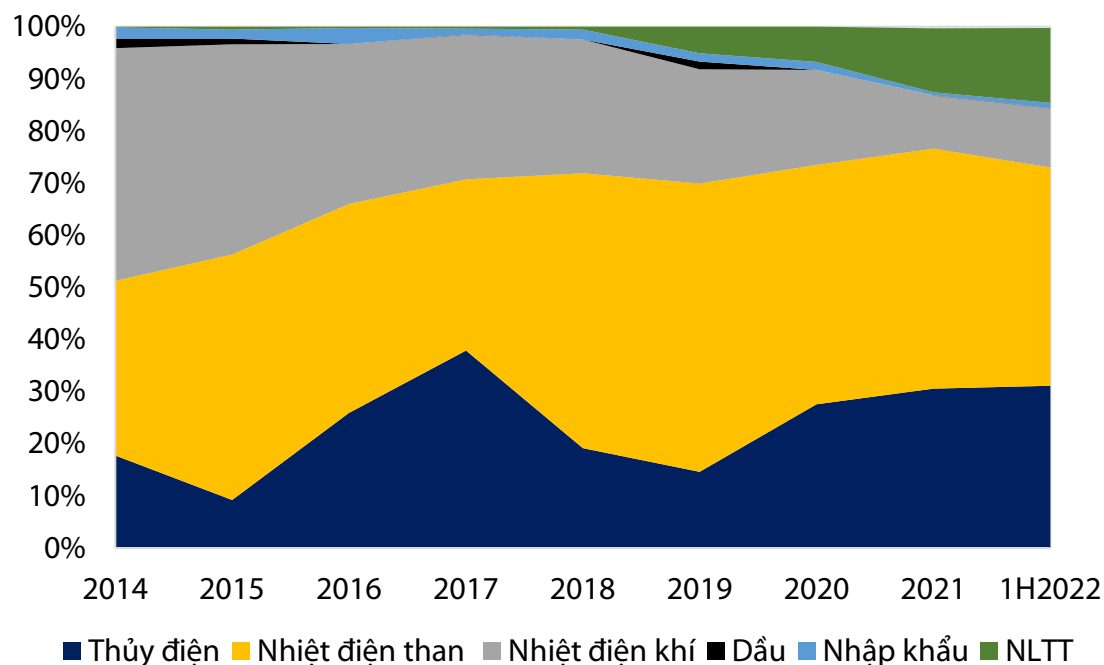


Nguồn: Bộ Công thương, CTCK Rồng Việt; Các nhà máy điện mặt trời (cam) và điện gió (xanh dương) ở VN

Năng lượng tái tạo chủ yếu được lắp đặt ở miền Trung và miền Nam trong khi miền Bắc được huy động từ các nguồn truyền thống

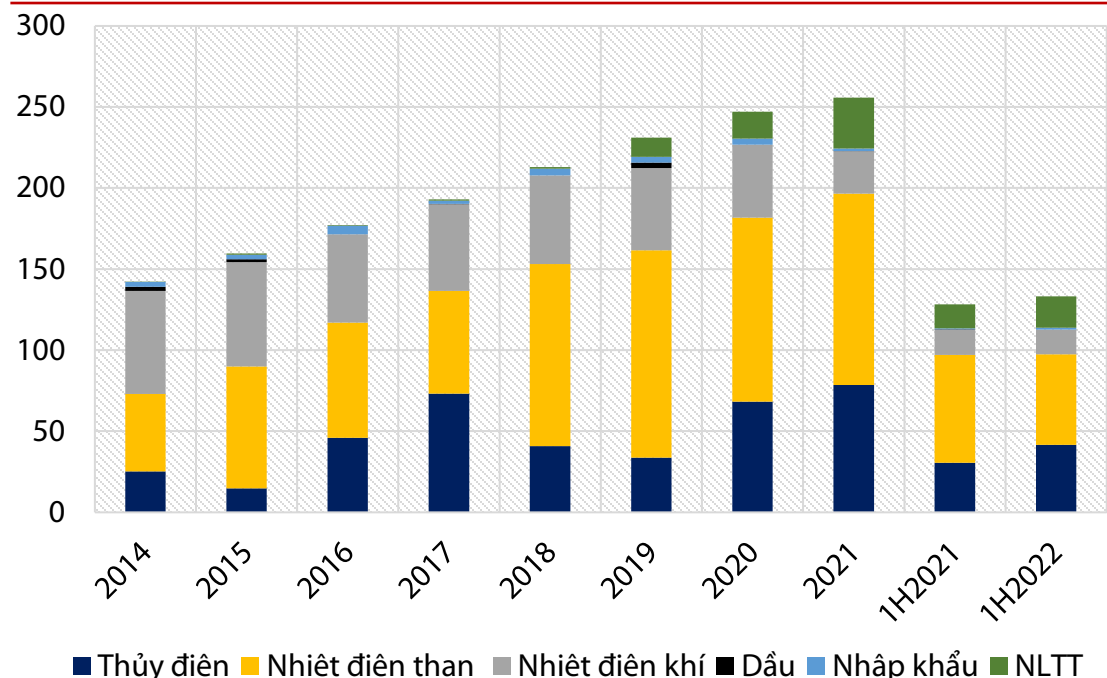
- Năng lượng tái tạo đã bùng nổ kể từ năm 2019 thông qua điện mặt trời, tăng trưởng 14% và 26% YoY vào cuối năm 2019 và 2020. Trong năm 2021, các nhà máy điện gió đóng góp khoảng 3299 MW trong khi các nguồn truyền thống đã đóng góp hơn 3.000 MW cho hệ thống điện quốc gia, +9% YoY. Các nhà máy năng lượng tái tạo chủ yếu tập trung ở miền Trung và miền Nam trong khi ở miền Bắc, các nhà máy nhiệt điện than và thủy điện là những nguồn cung cấp chính.
- Nguồn cung hạn chế ở miền Bắc có thể dẫn đến nguy cơ thiếu điện trong đợt El Nino tiếp theo, chúng tôi ước tính chỉ có 2400 MW/840 MW các nhà máy nhiệt điện và thủy điện sẽ được lắp đặt trong giai đoạn 2022-2024 ở miền Bắc trong khi nhu cầu bền vững tăng khoảng 10%.

Hình 5: Cơ cấu điện quốc gia (%)



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Sản lượng điện theo nhóm (tỷ kWh)

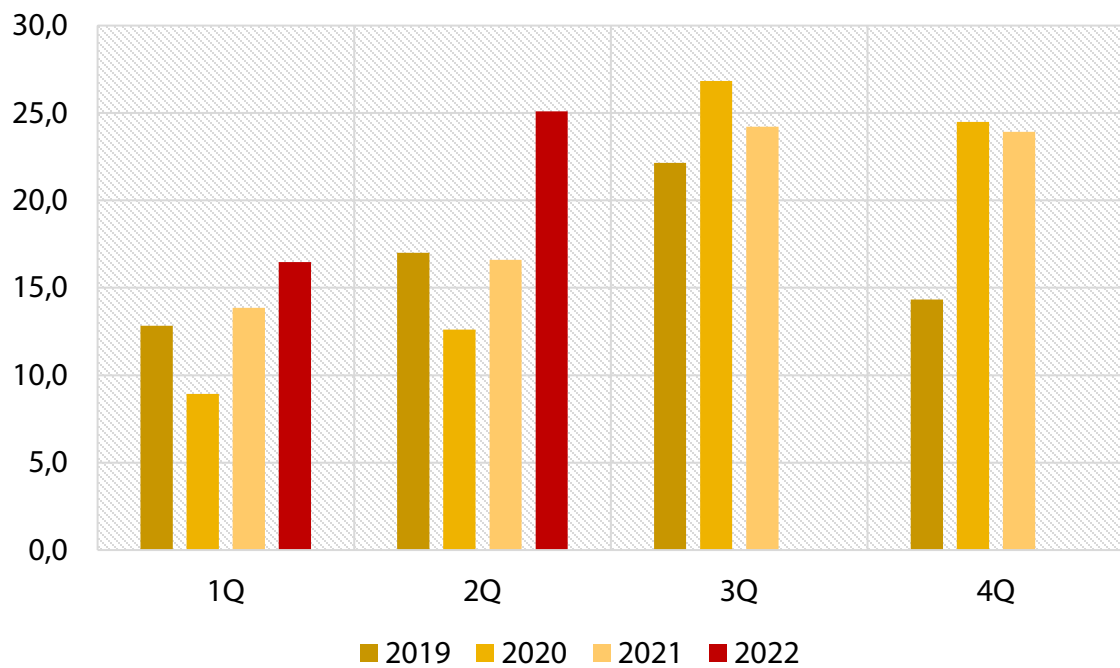


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Năng lượng tái tạo hòa lưới hệ thống điện quốc gia. Công suất điện mặt trời và điện gió ồ ạt đưa vào hệ thống điện quốc gia từ năm 2019 và đã dần mở rộng thị phần cho đến nay. Tuy nhiên, nhóm này chiếm tỷ trọng nhỏ trong hệ thống điện quốc gia.

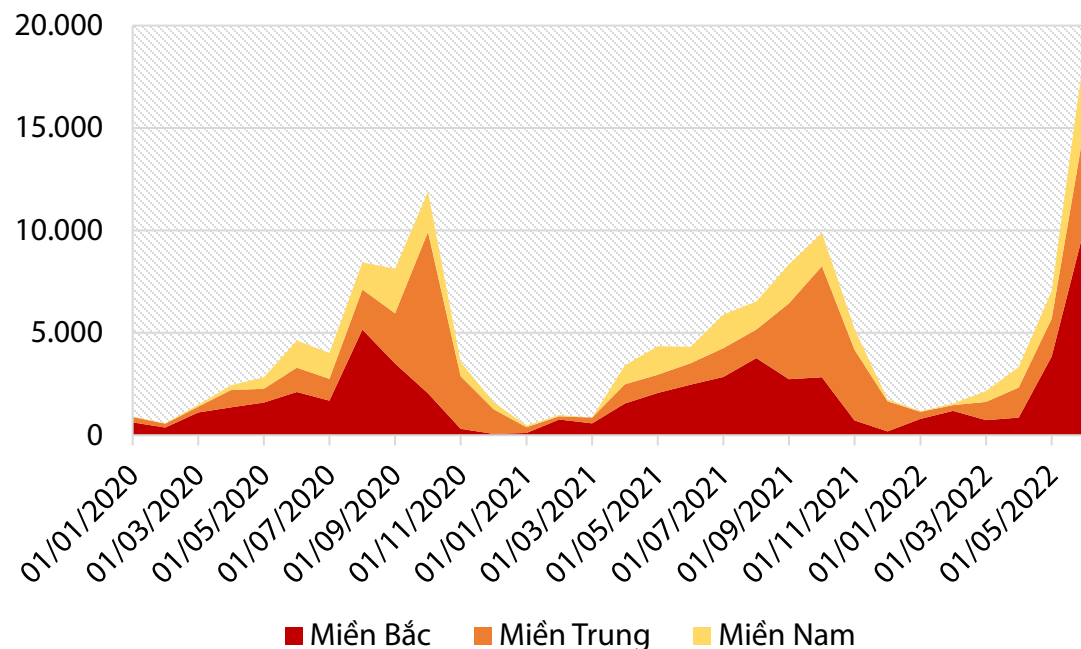
Tuy nhiên, các nhà máy nhiệt điện than và thủy điện vẫn đóng góp chính vào hệ thống điện quốc gia và cạnh tranh trực tiếp với nhau như hình 5. Trong năm 2021 và 2022, thủy điện hoạt động tốt trong giai đoạn La Nina, các nhà máy nhiệt điện được dự báo là có tỷ lệ huy động cao hơn trong giai đoạn El Nino tới.

Hình 7: Sản lượng thủy điện theo quý (tỷ kWh)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 8: Lượng mưa (mm)

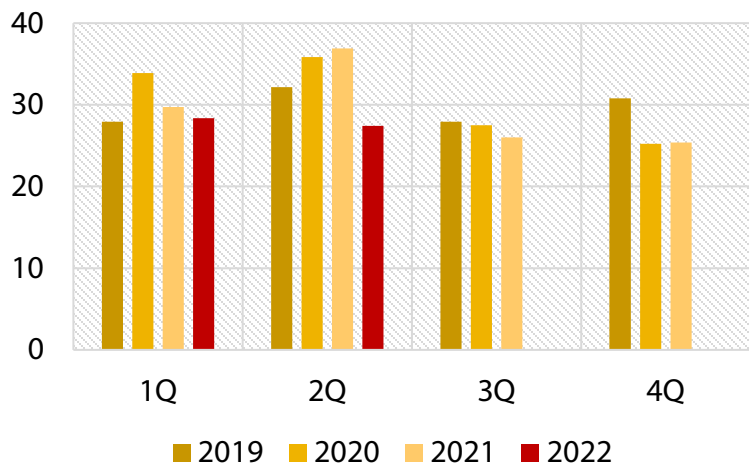


Nguồn: CTCK Rồng Việt, chúng tôi cộng gộp lượng mưa ở một số trạm đặc trưng

Mùa mưa đến sớm hơn dự kiến dẫn đến lượng mưa cao đáng kể

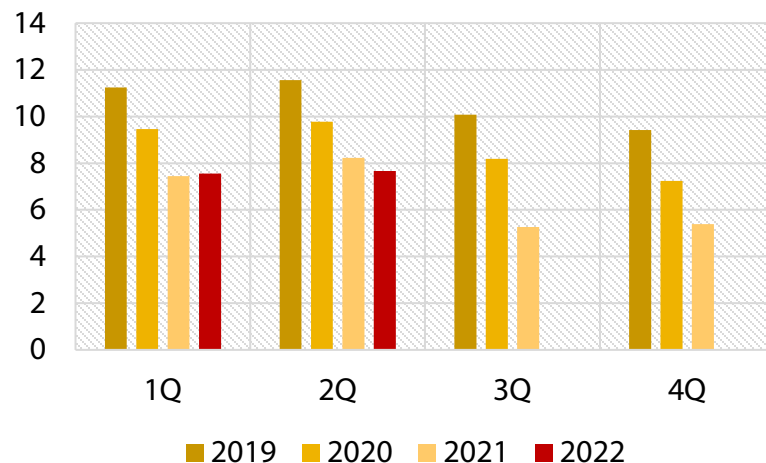
- Lượng mưa đạt mức cao đáng kể trong Q2 2022 mang đến lượng nước dồi dào cho các nhà máy thủy điện. Theo đó, nhóm thủy điện hoạt động vượt trội trong 6T 2022. Sản lượng tăng 19% YoY và 51% YoY trong Q1 và Q2 đạt lần lượt 16,5 và 25,1 kWh.
- Theo NOAA, La Nina tiếp tục chiếm ưu thế trong nửa cuối năm 2022, do đó chúng tôi dự phóng các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục phát điện tốt cho đến cuối năm nay. Về KQKD, các nhà máy thủy điện quy mô nhỏ được dự báo sẽ tăng trưởng trong nửa cuối năm 2022 trong khi các nhà máy lớn sẽ tích nước đáng kể để sản xuất trong nửa đầu năm 2023.

Hình 9: Sản lượng nhiệt than (tỷ kWh)



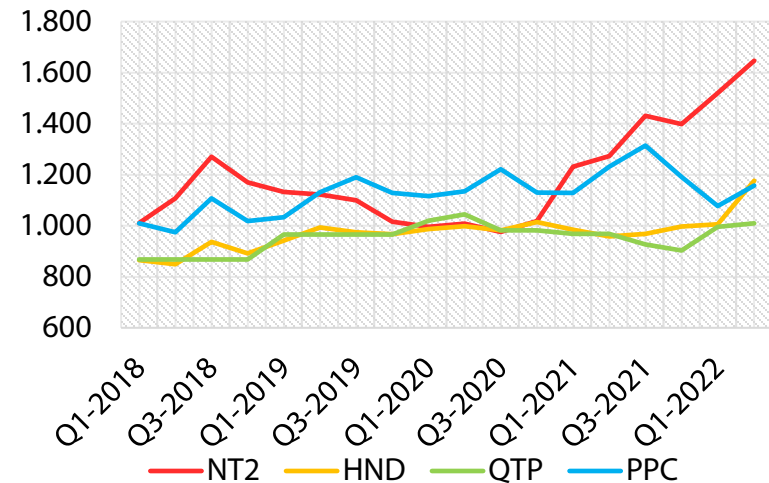
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 10: Sản lượng nhiệt khí (tỷ kWh)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 11: Giá nguyên liệu theo kWh (VND)

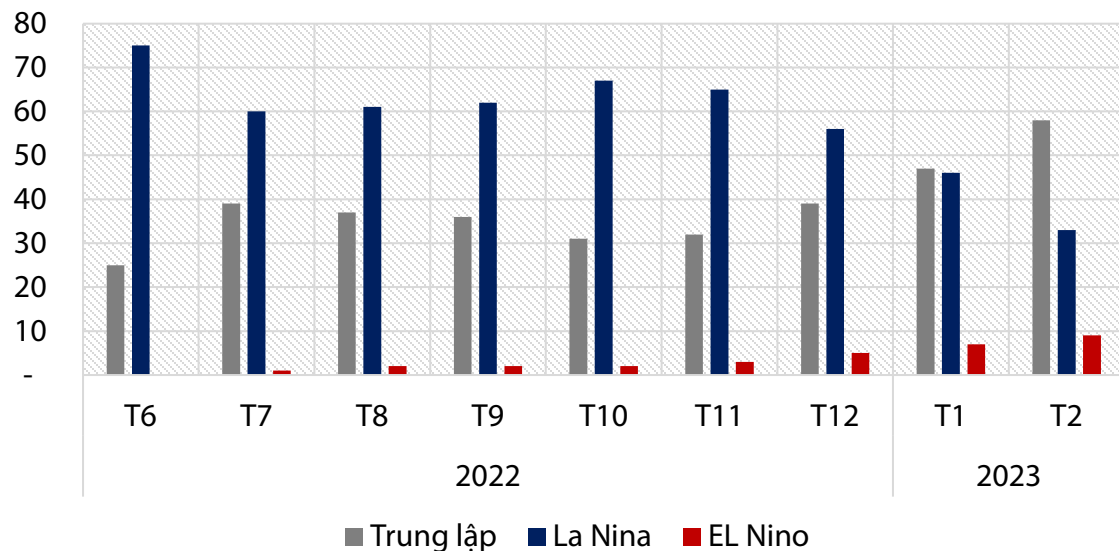


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Nhóm than được huy động ổn định trong khi nhóm khí mất lợi thế cạnh tranh trên CGM do giá khí tăng mạnh

- Từ hình 9 và 10, sản lượng trong lĩnh vực nhiệt điện từ năm 2019 - đợt El Nino cao điểm gần đây đến năm 2022, các nhà máy nhiệt điện than đã được huy động khoảng 118 tỷ kWh mỗi năm (Hình 9). Trong khi đó, nhóm nhiệt điện khí không chỉ mất tỷ trọng trong hệ thống điện quốc gia (Hình 5) mà còn về số tuyệt đối (Hình 10). Sản lượng điện khí giảm 18%/24% YoY trong giai đoạn 2020/2021 do giá khí tăng cao.
- Tuy nhiên, giá đầu vào của nhóm nhiệt điện than bắt đầu tăng từ tháng 5/2022, do cơ chế nhập khẩu than mới, dẫn đến tăng giá nguyên liệu của HND, PPC và QTP (hình 11). Do đó, chênh lệch nguyên liệu giữa các nhóm này đã được thu hẹp, điều này có thể sẽ giảm áp lực cho nhóm khí đốt trong thời gian tới.

Hình 12: Dự báo thủy văn (%)

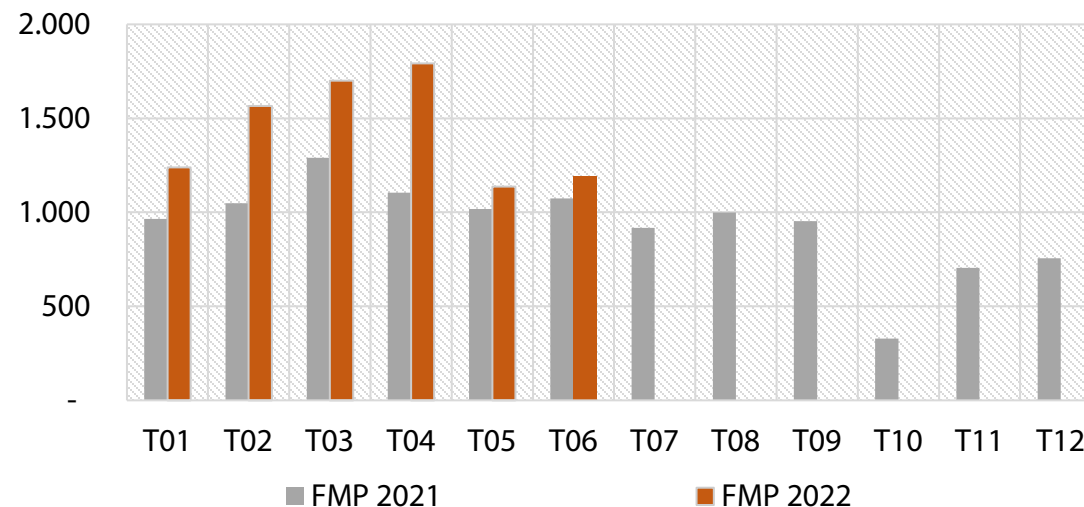


Nguồn: NOAA, CTCK Rồng Việt

Giá trên thị trường cạnh tranh có khả năng neo ở mức cao, thậm chí cao hơn so với mức mùa khô năm 2019

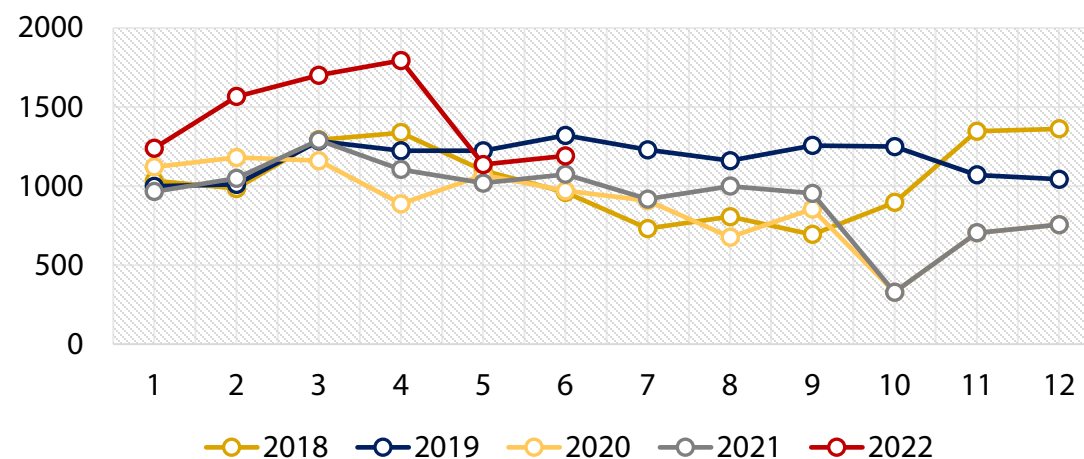
- Trong ngắn hạn, giá bán CGM có thể ở mức cao do giá đầu vào tăng mạnh. Chúng tôi cho rằng trong đợt El Nino tiếp theo, trong trường hợp giá than và khí không hạ nhiệt, giá CGM có thể đạt mức cao mới.

Hình 13: Giá toàn thị trường trong năm 2021 và 2022 (VND)



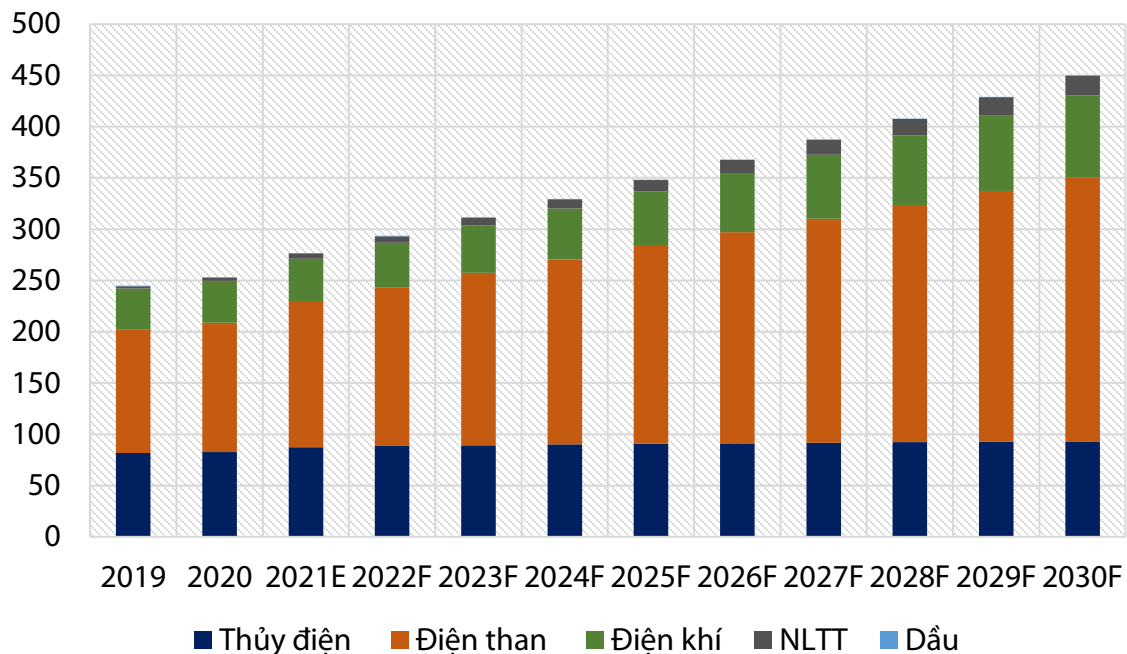
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Giá toàn thị trường (VND)



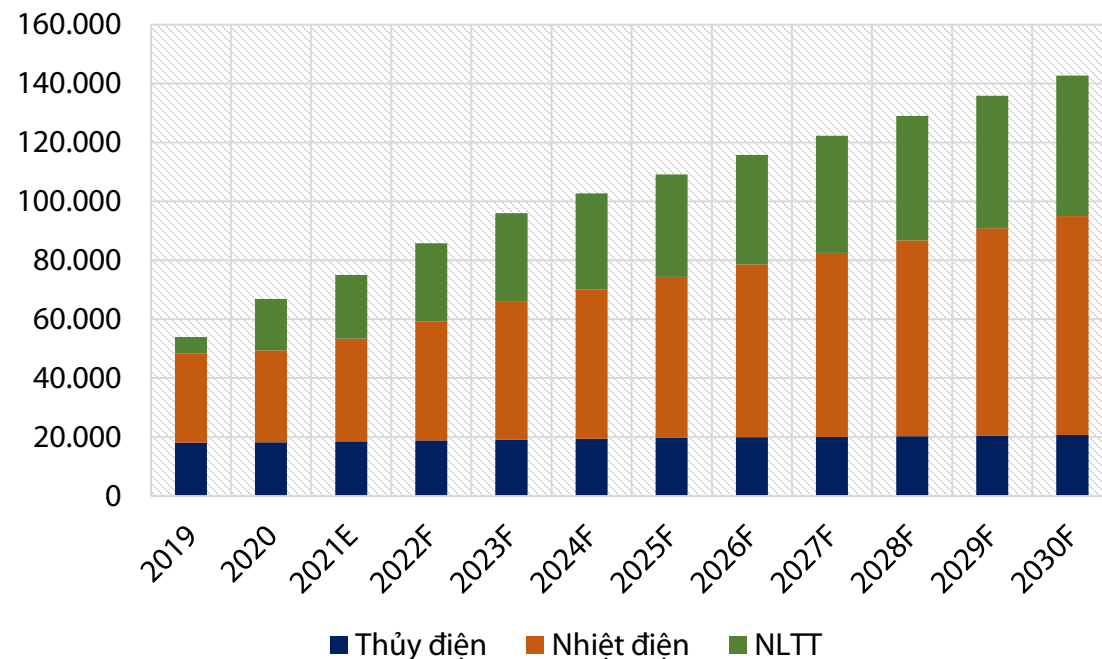
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Sản lượng mục tiêu theo nhóm (TWh)



Nguồn: EVN, BMI, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Công suất mục tiêu theo nhóm của Dự thảo PDP VIII (MW)

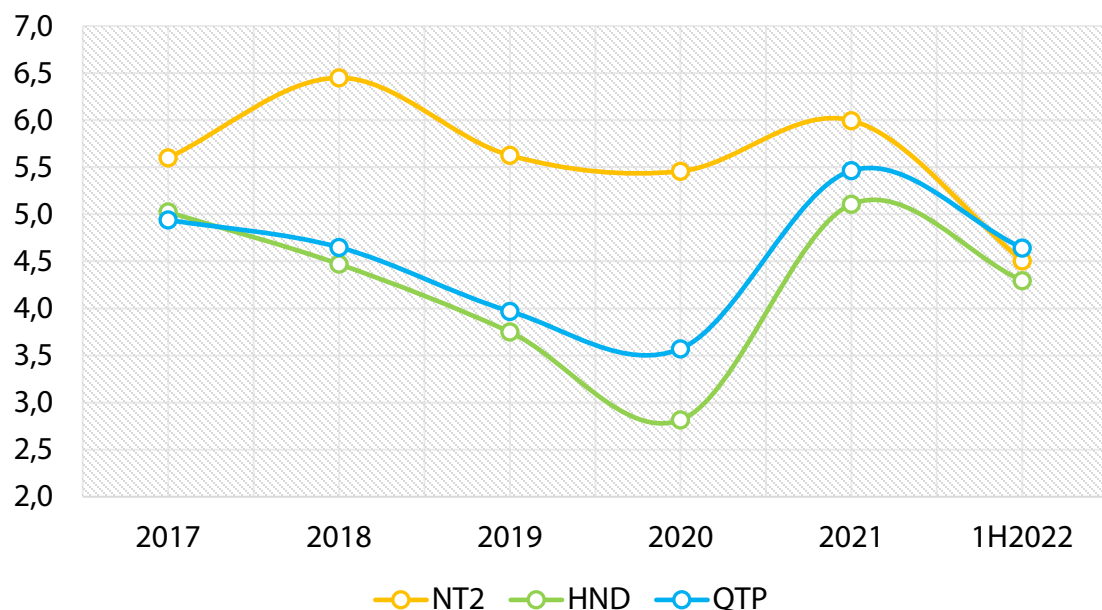


Nguồn: EVN, BMI, CTCK Rồng Việt

Năng lượng xanh và LNG tăng trưởng đáng kể trong dài hạn

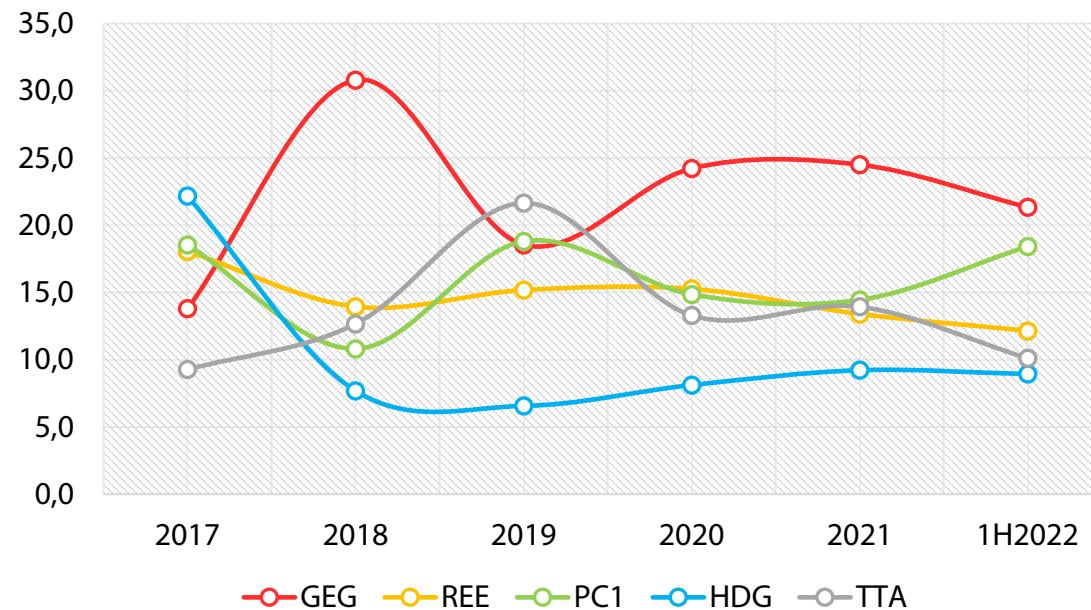
- Về dài hạn, Chính phủ sẽ mở đường để khai thác tiềm năng to lớn của thị trường điện gió, đặc biệt là các trang trại điện gió ngoài khơi. Các công ty có dòng tiền mạnh, quỹ đất hoặc các dự án trong lộ trình có thể sẽ được hưởng chính sách ưu đãi để thêm nhiều dự án và kích hoạt thu nhập bao gồm REE, GEG, PC1.
- Hơn nữa, LNG cũng là một định hướng khác của chính phủ về lâu dài, các công ty đang nằm trong các dự án phát triển LNG, cũng rất hấp dẫn, bao gồm cả POW.

Hình 9: EV/EBITDA nhóm phòng thủ



Nguồn: Finn, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tỷ lệ PE của nhóm tăng trưởng

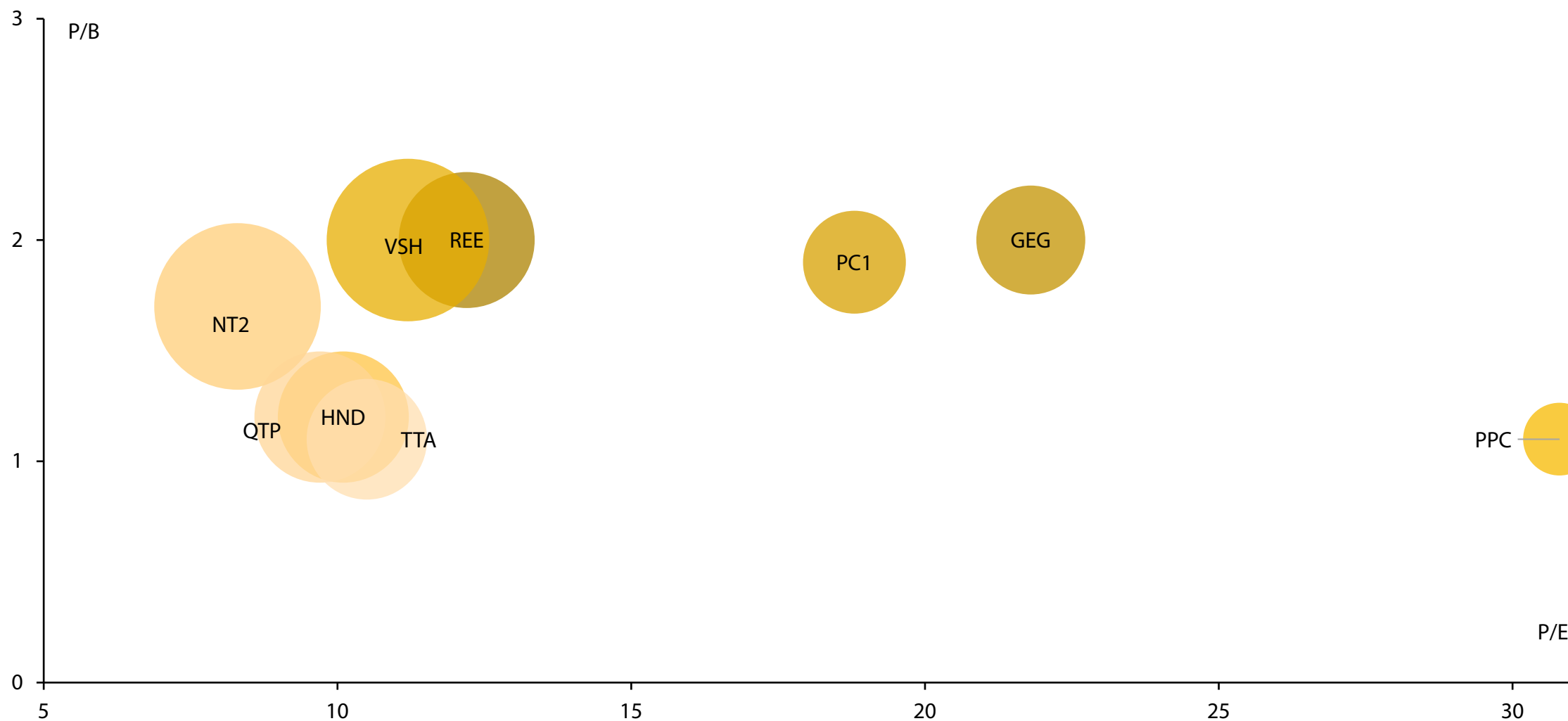


Nguồn: Finn, CTCK Rồng Việt

- **Nhóm phòng thủ:** EV/EBITDA của nhóm phòng thủ (phần lớn thu nhập được trả cho cổ đông) đã đến mức định giá hợp lý. Các nhà đầu tư có thể tích lũy nhóm cổ phiếu này để nhận cổ tức và chờ đến một đợt El Nino. HND và QTP là những công ty sẽ có mức huy động cao ở miền Bắc trong khi NT2 được dự báo sẽ trả cổ tức tiền mặt bền vững.
- **Nhóm tăng trưởng:** Ngược lại, hầu hết các cổ phiếu tăng trưởng trong phân khúc điện sẽ tăng thu nhập để đầu tư và mở rộng công suất trong những năm tới. Chúng tôi cho rằng GEG, REE, PC1 là những cổ phiếu hưởng lợi trong trung hạn. Tuy nhiên, chúng ta cần chờ xem các công ty này sẽ phát triển các dự án NLTT theo xu hướng xanh tại Việt Nam như thế nào.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
REE	28.645	90.700	18%	88%	55%	39%	30%	33%	7%	18%	1%	12,2	2,0
PC1	9.124	43.800	-4%	62%	20%	14%	-31%	6%	3%	11%	0%	18,7	1,9
VSH	9.036	N/A	155%	171%	81%	56%	90%	34%	8%	20%	0%	11,1	2,0
HND	8.150	23.000	13%	-28%	0%	0%	-3%	0%	0%	0%	5%	17,9	1,3
NT2	7.658	29.200	32%	42%	22%	13%	173%	12%	12%	21%	11%	8,5	1,7
QTP	7.380	N/A	1%	1%	9%	0%	4%	-13%	-6%	N/A	5%	12,8	1,2
GEG	7.179	24.700	21%	38%	77%	46%	25%	18%	3%	9%	2%	22,9	2,0
PPC	5.659	22.500	-31%	N/A	-1%	-3%	-88%	3%	2%	2%	3%	50,2	1,1
TTA	1.968	N/A	15%	15%	85%	57%	16%	25%	4%	9%	0%	15,6	1,1

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: 18%

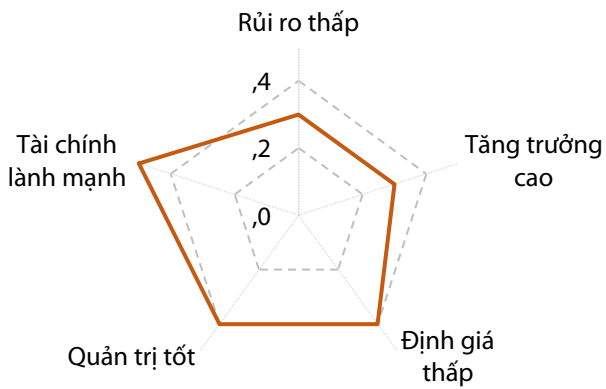
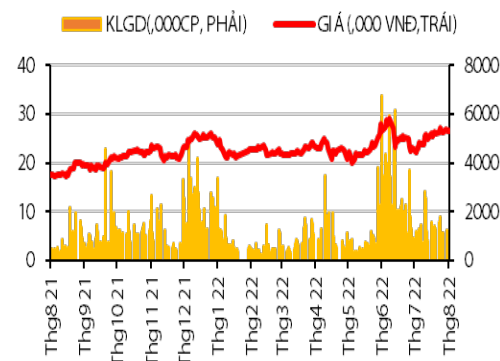
GHT: 26.000

GMT: 29.200

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Năng lượng	Doanh thu	6.150	7.941	8.939
Vốn hóa (triệu USD)	7658	LNST	534	827	923
SLCPĐLH (triệu cp)	288	ROA (%)	8,1	12,2	12,5
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	1789	ROE (%)	12,6	17,9	18,2
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	46	EPS (đồng)	1.778	2.800	3.125
SH NĐTNN còn lại (%)	34.4	GTSS (đồng)	14.706	16.007	17.632
ĐB giá 52 tuần	29.6 - 18.8	Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.000	1.500	1.500
		P/E (x)	13,5	9,3	8,3
		P/B (x)	1,8	1,6	1,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chờ đợi cổ tức tiền mặt tiềm năng trong giai đoạn tới. Sở hữu dòng tiền dồi dào sau khi tắt toán nợ, công ty sẽ tận dụng dòng tiền đó để trả cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông. Chúng tôi dự báo FCFE sẽ cao hơn EPS và EPS dao động quanh mức 3.000 đồng trong những năm tiếp theo.

Lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng, bất chấp giai đoạn La Nina, nhờ một số điều kiện thuận lợi trong năm 2022

- Công ty bắt đầu tăng trưởng lại từ mức đáy vào năm 2021. NT2 đạt mức lợi nhuận thấp nhất mọi thời đại vào năm 2021 do công ty phải đối mặt với nhiều trở ngại từ yếu tố bên trong và bên ngoài. Sự tăng trưởng 8% về sản lượng theo hợp đồng sẽ mở rộng biên lợi nhuận của công ty từ năm 2022 trở đi. Cùng với xu hướng tăng trưởng nhu cầu điện, NT2 được kỳ vọng sẽ có công suất sử dụng cao hơn trong những năm tới.
- Ngoài ra, giá đầu vào của các nhà máy nhiệt điện than bắt đầu tăng đáng kể từ Quý 2/2022, giảm áp lực cho các nhà máy nhiệt điện khí cạnh tranh trên thị trường phát điện.

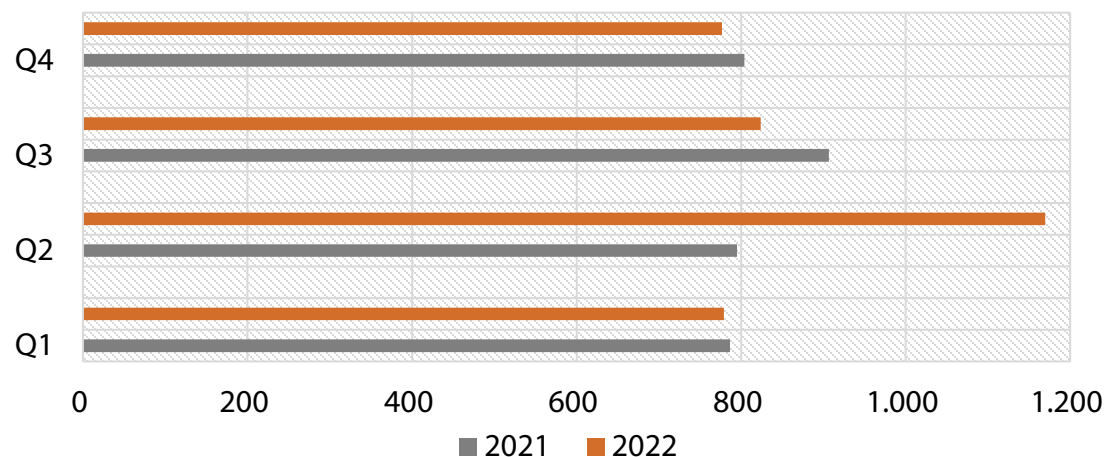
Doanh thu tài chính từ việc đền bù tỷ giá sẽ hỗ trợ KQKD trong năm 2022F-23F. NT2 có doanh thu tài chính tiềm năng từ tỷ giá khoảng 400 tỷ đồng, đây là khoản bù đắp tỷ giá cho giai đoạn 2016 đến 2020 dựa trên Thông tư 56. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận một nửa trong số đó trong năm nay và phần còn lại vào năm 2023.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm: Giá khí có thể tăng lên mức cao mới có thể cản trở công ty kiếm được lợi nhuận trên CGM.
- Rủi ro tăng giá: Khối lượng hợp đồng hoặc giá bán trong CGM cao đáng kể trong những năm tới sẽ thúc đẩy lợi nhuận của công ty.

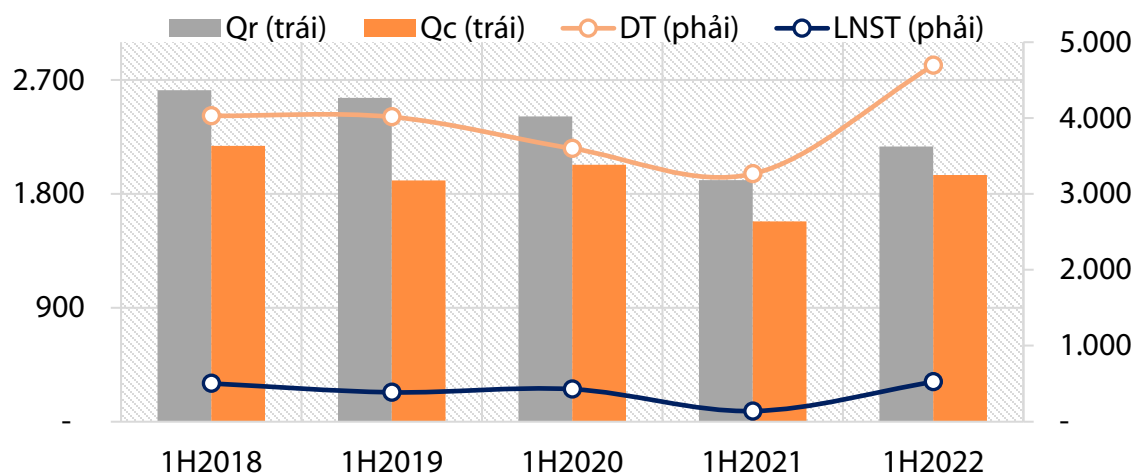
(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm 1.500 cổ tức trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: Sản lượng hợp đồng theo quý (triệu kWh)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng (triệu kWh) và KQKD (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Sản lượng phục hồi từ mức thấp trong năm 2021

- Sản lượng hợp đồng (Qc) /cung cấp (Qr) đã tăng 23%/14% YoY trong 6T2022, điều này đã củng cố lợi nhuận của công ty.
- Đáng chú ý, sản lượng hợp đồng trong Quý 2/2022 cao đáng kể so với các năm khác, 1.170 triệu kWh, bằng mức của năm 2019 - năm thời tiết cực kỳ khô hạn.

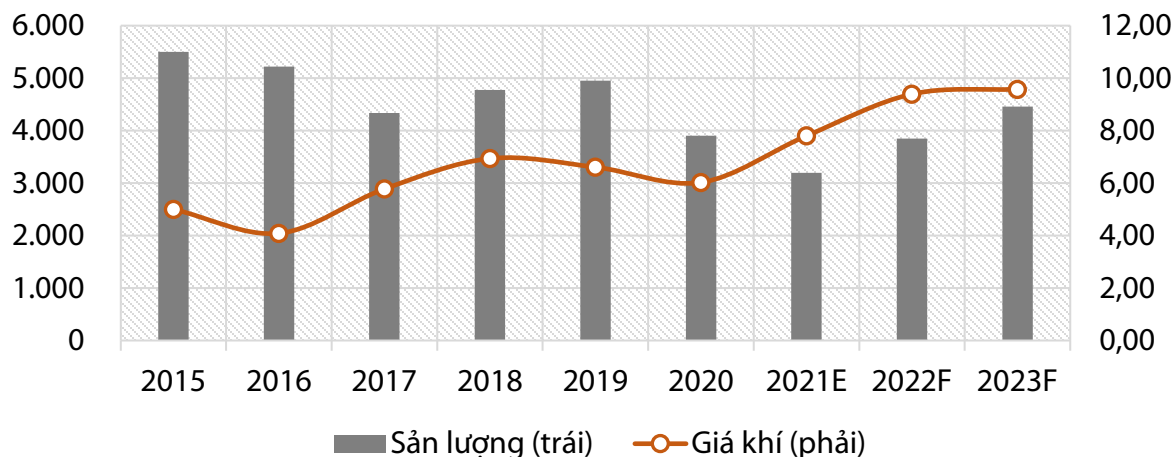
Mức giá bán cao mới trong CGM thúc đẩy lợi nhuận của NT2

- FMP - Giá toàn thị trường trên CGM tăng mạnh trong những tháng đầu năm 2022 do thời tiết khô hạn và cao điểm vào tháng 4 do thiếu than khiến giá bán tăng đột biến.
- Tận dụng giá bán CGM cao trong 4T2022 nhằm thu lợi nhuận, NT2 đã cung cấp 307 triệu kWh trên thị trường phát điện cạnh tranh với giá bán bình quân ước tính xấp xỉ khoảng 1.800 đồng.

Lợi nhuận cốt lõi đã tăng trưởng bất kể giai đoạn La Nina nhờ một số điều kiện thuận lợi trong 6T2022

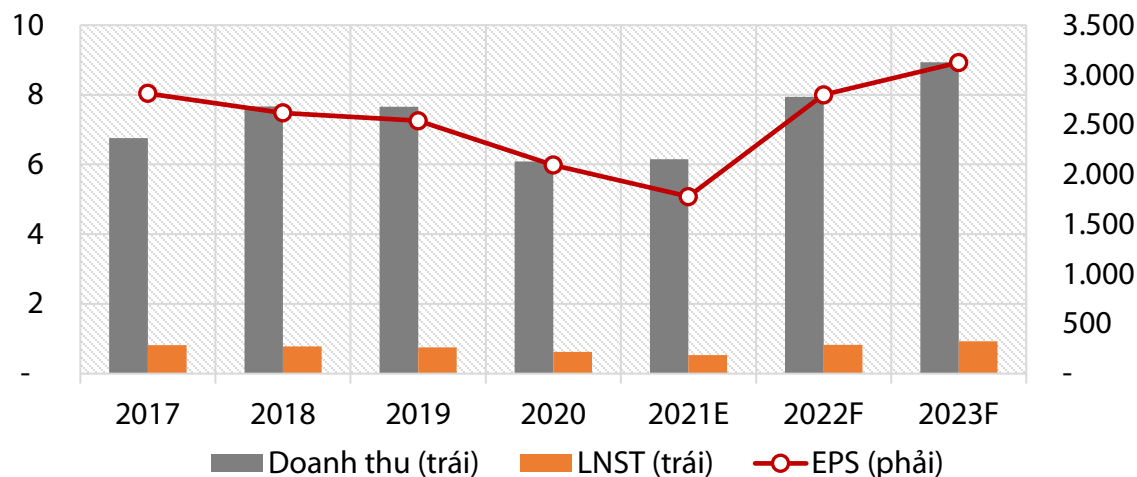
- Do đó, NT2 đã tăng tỷ suất lợi nhuận gộp lên 600 điểm phần trăm trong 6T2022 và LNST đạt 525 tỷ đồng, +276% YoY.

Hình 3: Sản lượng (triệu kWh) và giá đầu vào (USD / triệu BTU)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Thu nhập cốt lõi trong nửa cuối 2022 sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm. Sản lượng hợp đồng trong 2H2022 thấp hơn 1H2022 và 2H2021 lần lượt là 18% và 6% do việc bảo trì ngắn hạn có thể mất vài ngày và mùa mưa nên ưu tiên huy động từ thủy điện. Bên cạnh đó, NT2 khó có lãi trong mùa mưa. Do đó, lợi nhuận cốt lõi trong nửa cuối năm sẽ ở mức thấp.

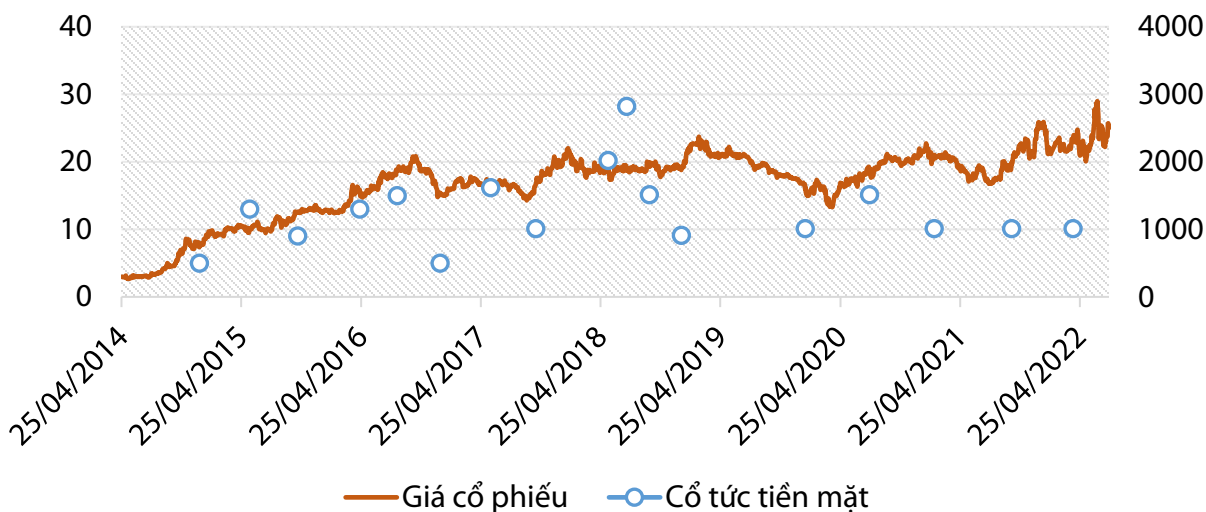
Tuy nhiên, doanh thu FX “đánh bóng” lợi nhuận nửa cuối năm

- NT2 có doanh thu tài chính tiềm năng từ đền bù chênh lệch tỷ giá khoảng 400 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận một nửa trong nửa cuối 2022.

Thu nhập sẽ phục hồi từ năm 2022 và đạt tỷ lệ huy động cao hơn

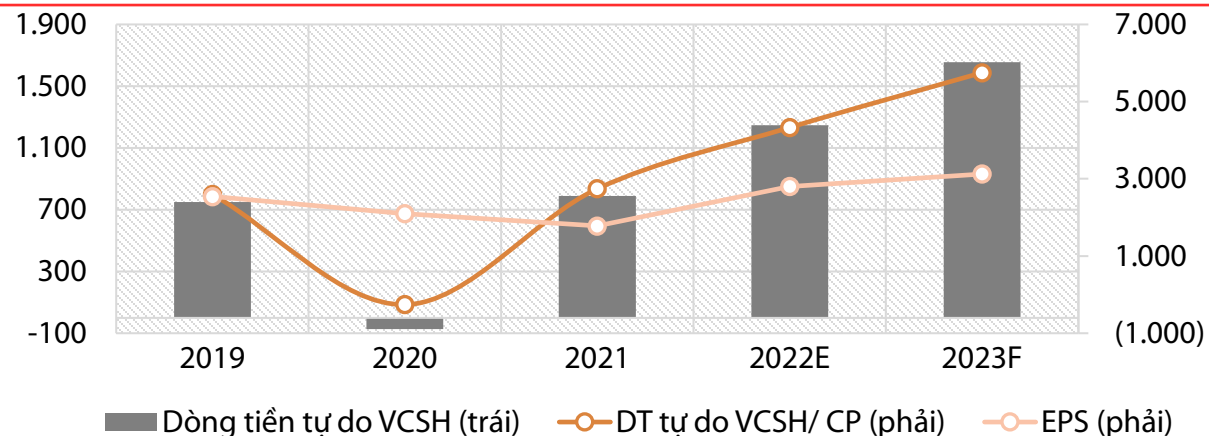
- Nhìn chung, thu nhập của công ty dự kiến sẽ tăng vọt vào năm 2022 nhờ thu nhập cốt lõi tăng đáng kể trong 1H và lợi nhuận FX trong nửa cuối năm. Doanh thu/LNST được dự báo thận trọng là 7.941 / 827 tỷ đồng, +29% YoY/+55% YoY.
- Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ có sản lượng hợp đồng cao hơn và tiếp tục đạt được mức giá bán cao trong CGM và ghi nhận phần còn lại là doanh thu tỷ giá. Do đó, LNST/EPS dự báo tăng nhẹ 12% YoY lên 923 tỷ đồng/3.125 đồng.

Hình 5: Cổ tức tiền mặt đã điều chỉnh trên mỗi cổ phiếu và thị giá (đồng)



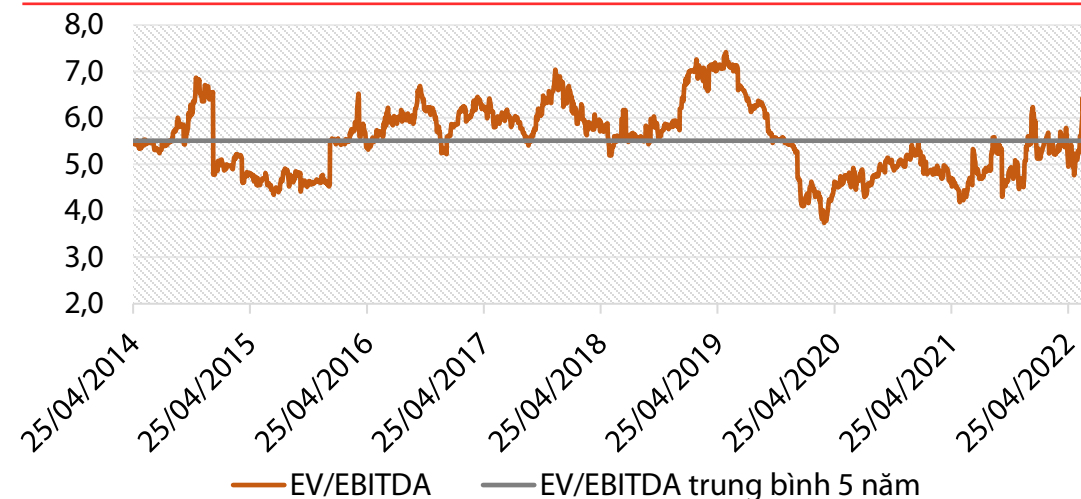
Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Dòng tiền VCSH (tỷ đồng) và EPS (đồng)



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Hình 6: EV/EBITDA



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

Chờ đợi cổ tức tiền mặt tiềm năng

- Chúng tôi thấy rằng NT2 đã bắt đầu bước vào giai đoạn có nhiều tiền mặt sau khi công ty hoàn thành nghĩa vụ trả nợ vào tháng 6 năm 2021. Từ đó, công ty sẽ tận dụng dòng tiền dồi dào để trả cổ tức cho cổ đông.
- Hơn nữa, NT2 là một trong số những con gà đẻ trứng vàng của POW. Do đó, POW sẽ có thêm động lực để kiếm tiền từ các công ty con cho các hoạt động đầu tư của mình trong khi NT2 không có khoản đầu tư đáng kể nào trong những năm tới.

MUA: +44%(*)

GHT: 16.200

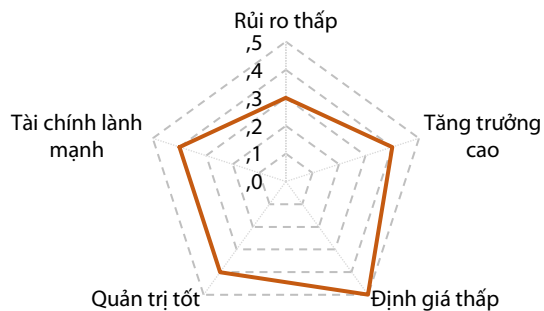
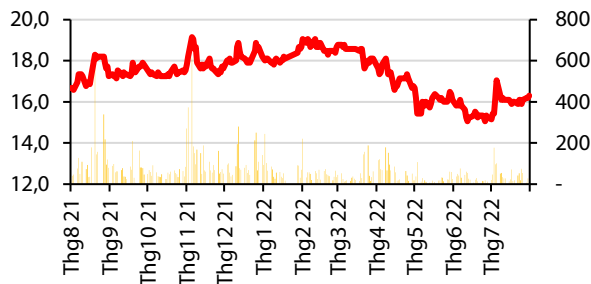
GMT: 23.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

KLGD(,000CP, PHẢI) GIÁ (,000 VNĐ,TRÁI)



Ngành
Vốn hóa (triệu USD)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)
SH NĐTNN còn lại (%)
ĐB giá 52 tuần

Tiền ích

8150

500

32

1

49.0

20.6 - 15

Doanh thu

LNST

ROA (%)

ROE (%)

EPS (đồng)

GTSS (đồng)

Cổ tức tiền mặt (đồng)

P/E (x)

P/B (x)

1.381

277

2,06

8,4

834

10.066

400

17.8

1.9

2.116

311

3,1

9,4

979

10.110

400

10.7

2.0

2.170

378

4,0

11,4

1.190

10.221

400

8.4

1.8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận tăng từ mức thấp năm 2021 do khối lượng hợp đồng tăng lên và chi phí khấu hao giảm. Tăng trưởng rõ ràng và chắc chắn kể từ năm tài chính 2022 trở đi

- Sản lượng hợp đồng tăng 16% YoY sẽ đảm bảo lợi nhuận của công ty ngay cả khi điều kiện thủy văn dường như không hỗ trợ các nhà máy nhiệt điện trong năm nay.
- Ngoài ra, HND quyết định dời thời gian khấu hao kể từ quý 2/2022 kéo chi phí hàng năm giảm 350 tỷ đồng (tương đương xxx USD). Do đó, chúng tôi dự báo LNST sẽ tăng 77% lên 806 tỷ đồng (tương đương 35 triệu USD) vào năm 2022. Tính đến thời điểm hiện tại, công ty đã hoàn thành 67% LNST dự báo của năm 2022.

Nguồn vốn huy động ổn định nhờ vào lợi thế cạnh tranh về vị thế.

- Tọa lạc tại Hải Phòng, một trong những vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc giúp HND có sản lượng bền vững trong những năm tới. Đáng chú ý, nguồn cung điện ở miền Bắc tương đối hạn chế trong hai năm tới, trong khi nhu cầu tiếp tục tăng. Do đó, các nhà máy nhiệt điện trong bối cảnh như vậy được dự báo sẽ được huy động mạnh trong đợt El Nino tiếp theo.

Lợi tức cổ tức hấp dẫn, đặc biệt là từ giai đoạn không nợ. Chúng tôi kỳ vọng HND sẽ trả phần lớn lợi nhuận dưới dạng cổ tức bằng tiền mặt sau khi hoàn thành nghĩa vụ nợ trong năm tài chính 2024. Dự báo tỷ suất cổ tức dự kiến trong giai đoạn 22-25 là 5% - 10%, tương đương 1.000 đồng - 1.700 đồng / cổ phiếu.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc VND mất giá có thể mang lại rủi ro lỗ về tỷ giá, chúng ta cần theo dõi diễn biến tỷ giá USD để lường trước những tổn thất này.
- Do những dự án cải thiện môi trường bắt buộc của chính phủ, dòng tiền của công ty có thể bị ảnh hưởng.

(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm 400 cổ tức trong 12 tháng tiếp theo

Chuyển lỗ thành lãi trong Q1/2022 do mùa khô

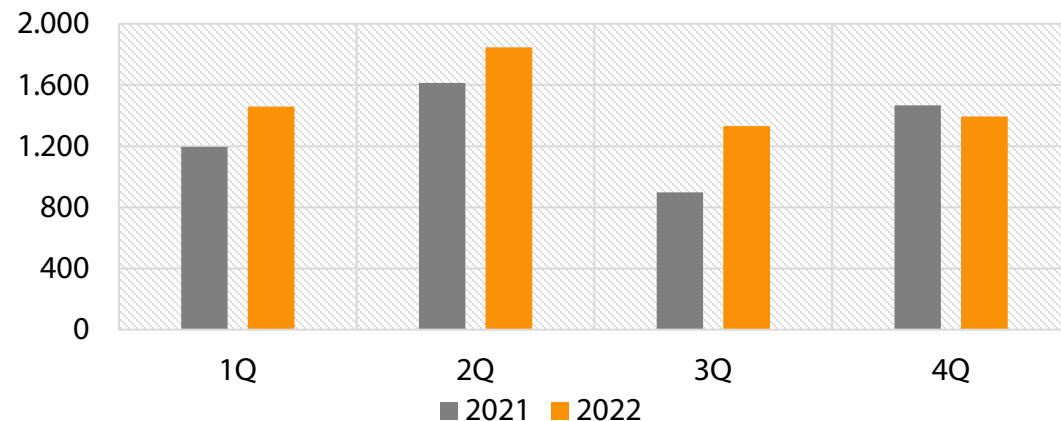
- HND hoạt động tốt nhờ điều kiện thuận lợi trong Quý 1 bao gồm (1) Sản lượng cung cấp/hợp đồng tăng 19% YoY/22% YoY và (2) Giá bán trung bình trên CGM tăng khoảng 36% YoY.

LNST tăng vọt trong 1H2022 bất kể khó khăn trong Quý 2/2022

- Mùa mưa đến sớm hơn dự kiến mang đến nhiều khó khăn cạnh tranh trong CGM cho HND. Tuy nhiên, công ty đã kéo dài thời gian khấu hao kể từ Quý 2/2022, dẫn đến giảm chi phí khấu hao xuống 150 tỷ đồng trong quý 2/2022, nhờ đó, thúc đẩy LNST.

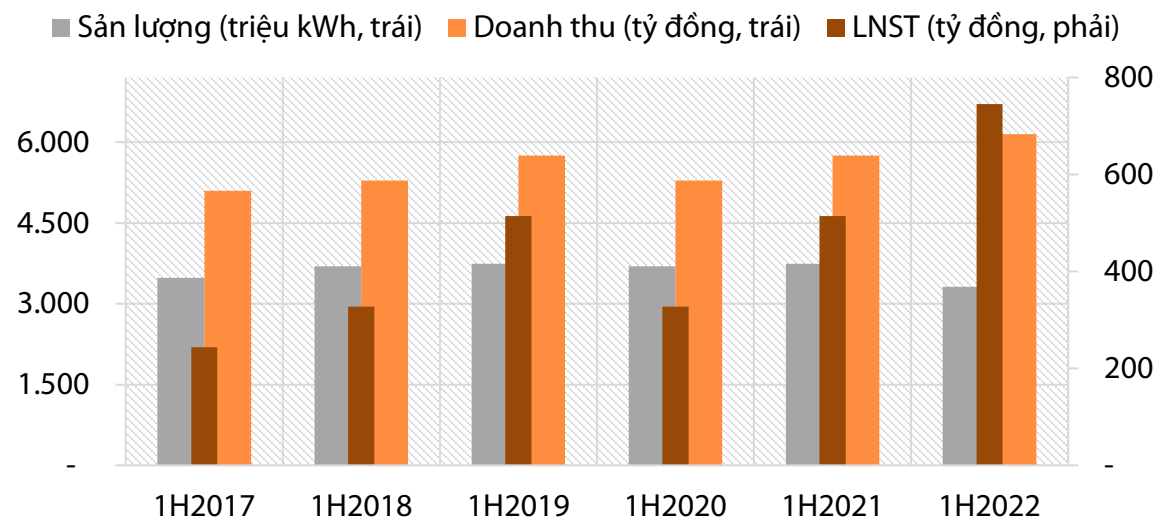
Tóm lại, doanh thu và LNST của HND trong 1H2022 lần lượt đạt 5.203 tỷ +13% YoY và 538 tỷ đồng (+203% YoY), hoàn thành 48% và 67% kế hoạch dự phóng cả năm 2022.

Hình 1: Sản lượng hợp đồng theo quý (triệu kWh)



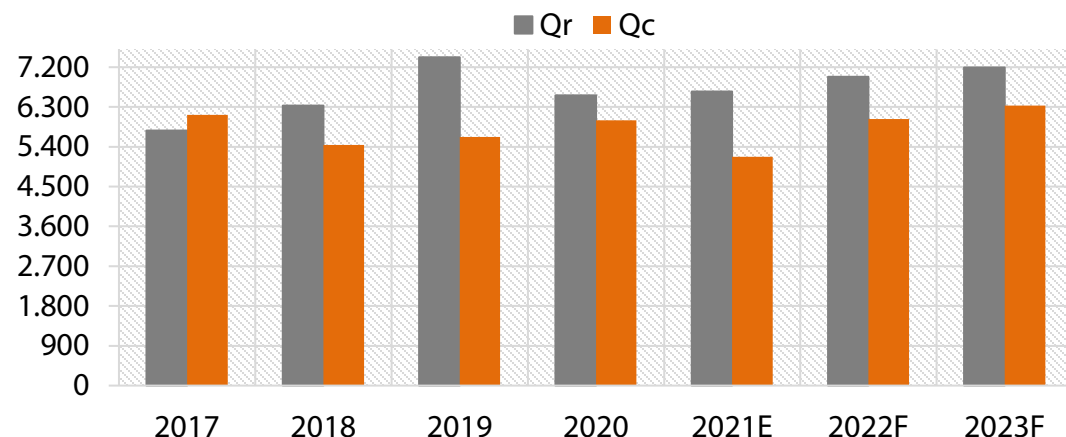
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tóm tắt KQKD 6T2022 của HND

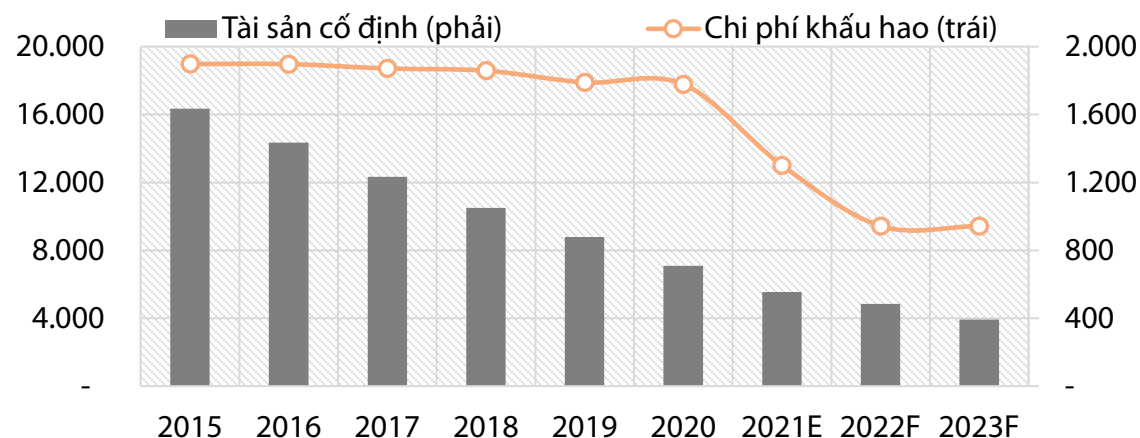


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng đã hợp đồng và cung cấp (triệu kWh)



Hình 4: Tài sản cố định và chi phí khấu hao (tỷ đồng)

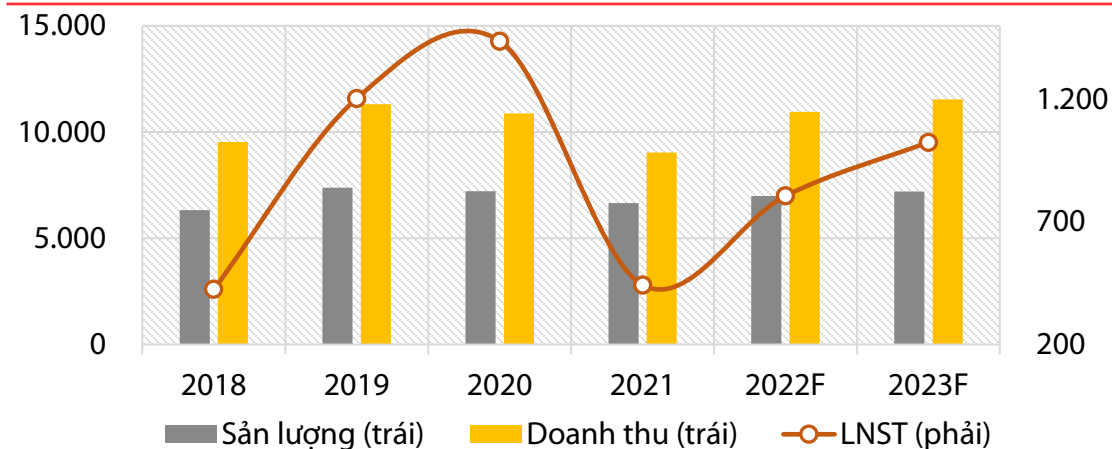


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Câu chuyện tăng trưởng trở lại từ mức nền thấp năm 2021

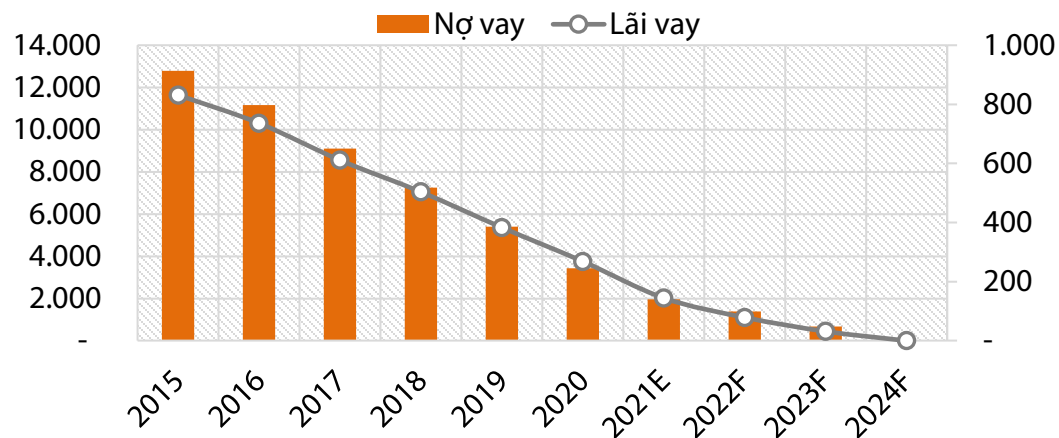
- Chúng tôi dự đoán HND đã vượt qua giai đoạn khó khăn năm 2021 khi công ty phải đối đầu với vô vàn khó khăn, và HND đã dần hồi phục năm 2022 nhằm đạt đỉnh vào mùa El Nino tiếp theo.
- Trong BCCL 2022 của chúng tôi, chúng tôi dự phóng HND sẽ phục hồi trong FY22 nhờ vào sự hồi phục trong tiêu dung điện và Qc tăng cao so với năm trước.
- Chúng tôi dự báo HND sẽ cung cấp khoảng 6,9 tỷ kWh, dẫn đến doanh thu và LNST lần lượt đạt 10.945 tỷ đồng +21% YoY và 806 tỷ đồng, +64% YoY.

Hình 5: Sản lượng (triệu kWh) và kết quả dự báo (tỷ đồng)



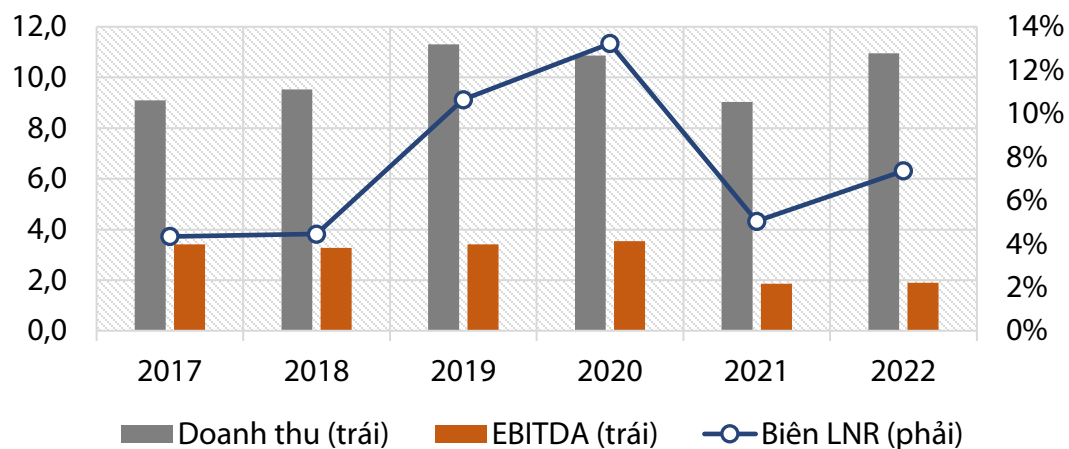
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dư nợ cuối năm (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Hình 7: Dư nợ cuối năm (tỷ đồng)

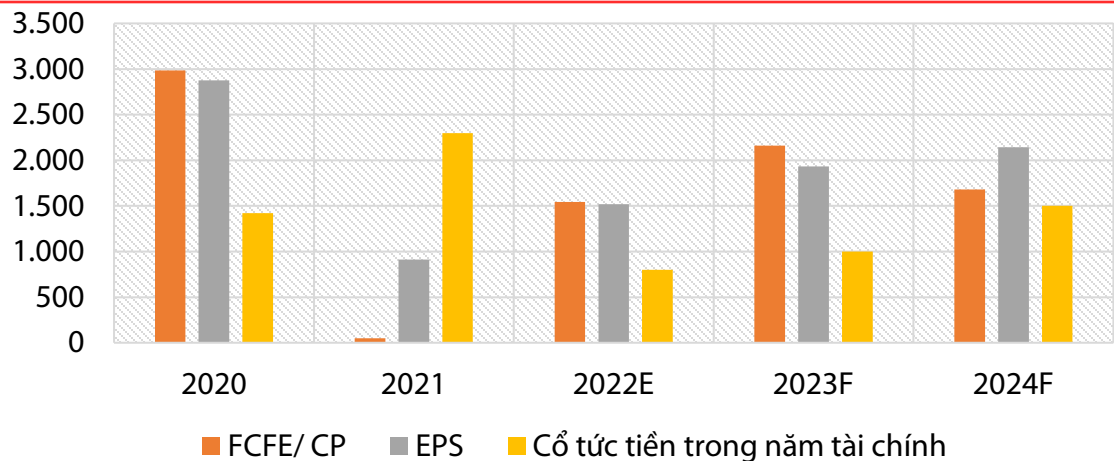


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

Lợi tức cổ tức hấp dẫn từ năm tài chính 2023 trở đi

- Với dòng tiền dự báo sẽ tăng mạnh sau khi trả hết các khoản nợ vào năm 2024, chúng tôi kỳ vọng rằng HND sẽ bắt đầu trả phần lớn lợi nhuận của mình thông qua cổ tức bằng tiền mặt. Chúng tôi dự báo FCFE trên mỗi cổ phiếu trong những năm tới là hơn 1.500 đồng.
- EV/EBITDA năm 2022F và 2023F tương ứng ở mức 4,8 lần và 3,8 lần, tương đối hấp dẫn do tỷ suất cổ tức hấp dẫn và khả năng vượt trội trong đợt El Nino tiếp theo.

Hình 8: Dòng tiền và lợi nhuận trên từng cổ phiếu (VND)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

MUA: 30%

MP: 17.900

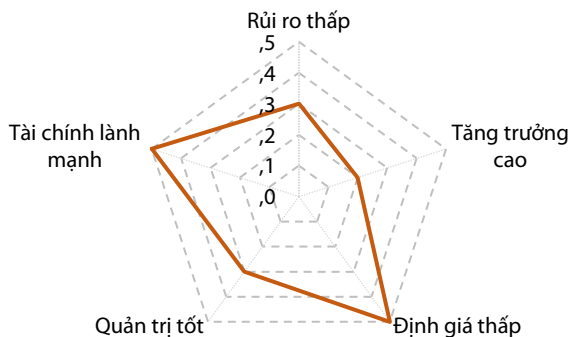
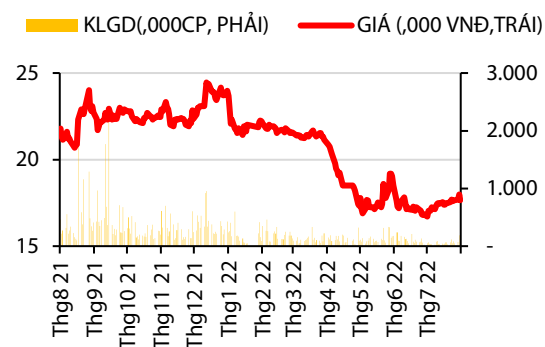
TP: 22.500

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

Ngành	DV tiện ích	Doanh thu	3.868	5.640	6.982
Vốn hóa (tỷ đồng)	5659	LNST	216	407	884
SLCPDLH	321	ROA (%)	4,0%	6,8%	13,9%
KLGD bình quân 20 phiên	104	ROE (%)	2%	3,2%	6,3%
Free Float (%)	2	EPS (đồng)	513	965	2.097
Giá cao nhất 52 tuần	35.4	GTSS (đồng)	-278	965	2.097
Giá thấp nhất 52 tuần	26 - 17	Cổ tức tiền mặt (đồng)	5.665	450	800
		P/E	36,4	18,7	8,6
		P/B	1,2	1,2	1,1



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Thu nhập tài chính là điểm sáng cho lợi nhuận trong nửa cuối năm 2022

- Thu nhập từ cổ tức từ các công ty liên kết HND và QTP được ghi nhận vào quý 3/2022, là một điểm nhấn trong lợi nhuận của PPC. Chúng tôi ước tính hai công ty liên kết này sẽ đóng góp doanh thu hoạt động tài chính của doanh nghiệp khoảng 163 tỷ đồng và 215 tỷ đồng cho PPC trong 6 tháng cuối năm 2022 và trong năm 2023, mức đáng kể với kết quả kinh doanh kém trong giai đoạn khó khăn của doanh nghiệp.
- Đồng thời, kết quả kinh doanh triển vọng của HND và QTP sẽ hỗ trợ lợi nhuận bền vững của PPC trong những năm tới. Chúng tôi kỳ vọng HND và QTP sẽ có sự tăng trưởng và phục hồi trong năm 2023. Thu nhập cổ tức của PPC từ 2 công ty liên kết này kỳ vọng sẽ ổn định trong trung hạn.

Lợi nhuận cốt lõi kỳ vọng sẽ phục hồi trong 2023. PPC dự kiến sẽ phục hồi hoạt động kinh doanh trong năm 2023 sau nhờ (1) Tổ máy S6 (300MW) của Nhà máy điện Phả Lại 2 hoạt động trở lại và (2) El Nino dự kiến sẽ quay trở lại trong tương lai gần. EPS năm 2022 và 2023 dự báo tăng 59% YoY và 157% YoY, lên 965 đồng và 2.097 đồng. Trong đó, các chỉ số P/ E năm 2022F và 2023F lần lượt là 18.7x/8.6x.

Lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn, lợi tức cổ tức ước tính 8% cho năm 2023. PPC luôn giữ mức chi trả cổ tức đều đặn. Chúng tôi dự phóng thu nhập hồi phục trong năm tới, cùng với lợi nhuận tài chính ổn định của các công ty liên kết sẽ hỗ trợ tỷ suất cổ tức hấp dẫn của PPC là 8% cho năm 2023.

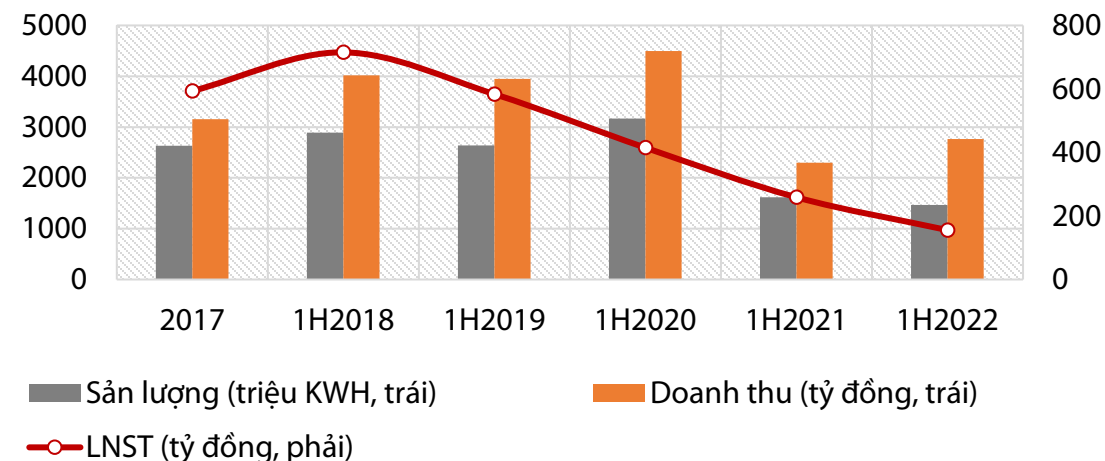
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tổ máy S6 của nhà máy Phả Lại 2 quay trở lại hoạt động muộn hơn dự kiến.

Sản lượng điện thấp; lợi nhuận chủ yếu nhờ cổ tức của công ty liên kết và giá CGM cao

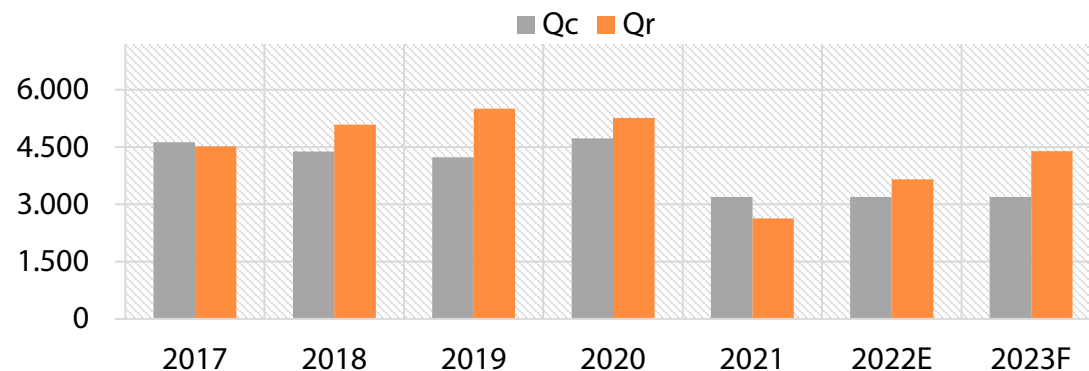
- Sản lượng hợp đồng của PPC (Qc) trong Q1 2022 là 603 triệu kWh (ít hơn 10% so với sản lượng theo hợp đồng giao bởi EVN). Tuy nhiên, giá CGM cao đã bù cho mức giảm 8% của sản lượng bán điện so với cùng kỳ. Trong Q1 2022, lợi nhuận sau thuế giảm xuống còn 80 tỷ đồng (-42% YoY), nguyên nhân từ (1) Thu nhập từ cổ tức giảm và (2) Không còn hoàn nhập dự phòng cho các khoản đầu tư tài chính vào QTP và CTCP Tài chính Điện lực.
- Kết quả kinh doanh quý 2/2022 kém khả quan của PPC phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Sản lượng tiêu thụ của PPC trong quý 2/2022 là 827 triệu kWh (-11% YoY). LNST trong quý 2 giảm 38% YoY, xuống còn 75 tỷ đồng do cùng kỳ có doanh thu tài chính.
- Nhìn chung, doanh thu và LNST 6T/2022 đầu năm của PPC lần lượt đạt 2.367 tỷ đồng (+ 3% YoY) và 155 tỷ đồng (-40% YoY), hoàn thành 42% và 45% dự báo cả năm 2022 của chúng tôi.

Hình 1: Kết quả kinh doanh theo nửa đầu năm



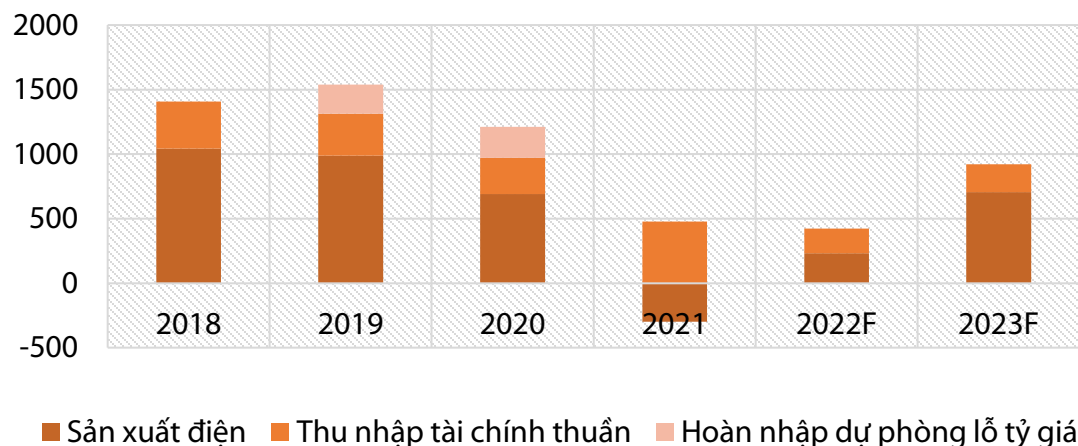
Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng hợp đồng- Qc và sản lượng phát – Qr (triệu kWh)

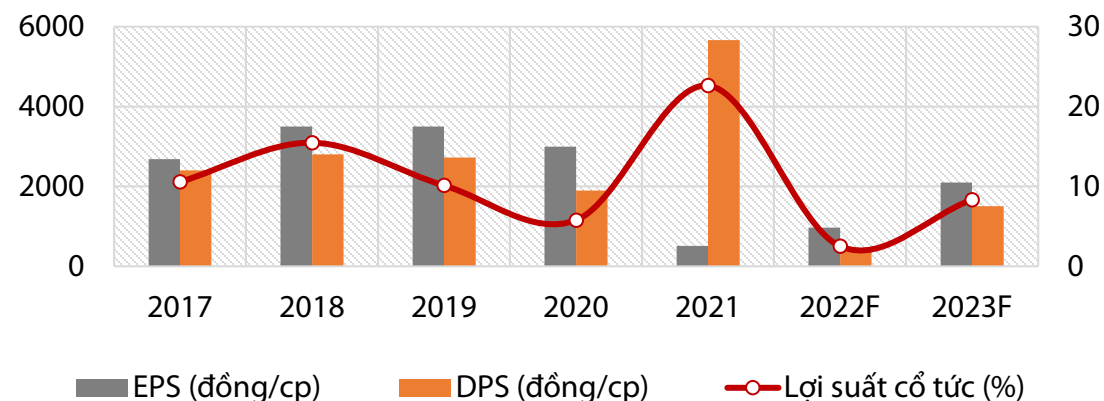


Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cấu trúc lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)



Hình 4: Lịch sử trả cổ tức tiền mặt và dự phóng 2023



Nguồn: PPC, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận ổn định từ cổ tức của công ty liên kết

- Thu nhập từ cổ tức từ các công ty liên kết HND và QTP được ghi nhận vào quý 3/2022, là 1 điểm nhấn trong lợi nhuận của PPC. Chúng tôi ước tính 2 công ty liên kết này sẽ đóng góp doanh thu hoạt động tài chính của doanh nghiệp khoảng 163 tỷ đồng và 215 tỷ đồng cho PPC trong 6 tháng cuối năm 2022 và 2023.
- Đồng thời, kết quả kinh doanh triển vọng của HND và QTP sẽ hỗ trợ lợi nhuận bền vững của PPC trong những năm tới.

Lợi nhuận cốt lõi kỳ vọng sẽ phục hồi trong 2023

- Tổ máy S6 của nhà máy nhiệt điện Phả Lại 2 dự kiến sẽ trở lại hoạt động trong cuối Q3/2023.
- Chúng tôi ước tính PPC sẽ cung cấp khoảng 4,4 tỷ sản lượng điện hợp đồng (+20% YoY), theo đó doanh thu và lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 6.982 tỷ đồng (+24% YoY) và 884 tỷ đồng (+117% YoY) trong năm 2023.

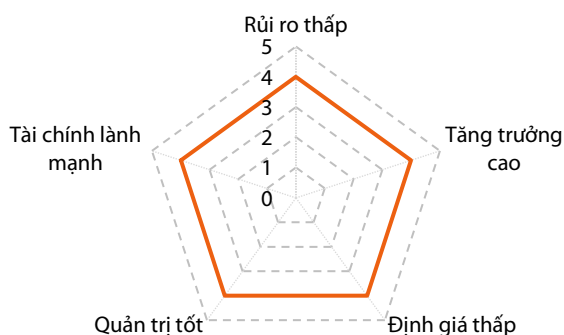
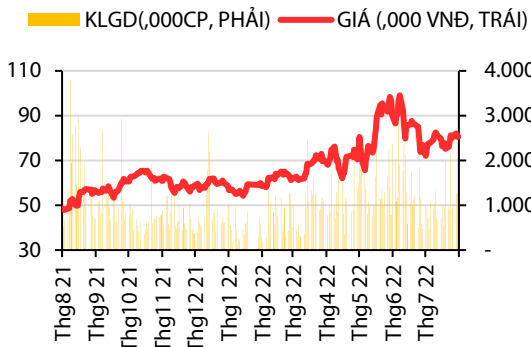
Lợi tức cổ tức hấp dẫn, ước tính 8% cho năm 2023.

- Chúng tôi tin rằng triển vọng thu nhập hồi phục trong năm tới, cùng với lợi nhuận tài chính ổn định của các công ty liên kết sẽ hỗ trợ lợi tức cổ tức hấp dẫn của PPC là 8.3% cho năm 2023.

TÍCH LŨY: +14%(*)

GTT: 80.200

GMT: 90.400



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần('000 VND)

Tiền ích
28645
355
1284
108
29.3
100 - 48.61

TÀI CHÍNH

Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.810	7.975	9.056
LNST (tỷ đồng)	1.855	2.325	2.446
ROA (%)	9,0%	7,3%	7,9%
ROE (%)	15,2%	14,2%	12,8%
EPS (đồng)	6.003	6.537	6.877
GTSS (đồng)	52.759	53.840	60.716
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	1.000
P/E (x)	13,4	12,3	11,7
P/B (x)	1,0	1,5	1,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các nhà máy thủy điện lớn tận dụng giá bán cao và sản lượng để đạt được kết quả hoạt động vượt trội cho đến 6T2023

- Các nhà máy thủy điện tiếp tục hưởng các điều kiện thuận lợi để dự trữ thêm nước, và phục vụ sản xuất điện cho đến 6T2023 vì La Nina được dự báo sẽ chiếm ưu thế trong năm 2022, theo NOAA. REE nắm giữ khoảng 500 MW thủy điện, chiếm 51% tổng công suất, mảng này sẽ thúc đẩy thu nhập của công ty đến giữa năm 2023.
- Giá bán trong CGM đã thiết lập một mức cao mới so với mức cao trong lịch sử do giá nguyên liệu tăng mạnh và chúng tôi nhận thấy cuộc khủng hoảng điện toàn cầu sẽ cần thời gian để hạ nhiệt. Ngoài ra, nhà máy Thượng Kon Tum có khả năng tăng PPA trong thời gian tới. Do đó, các nhà máy thủy điện sẽ hoạt động tốt ít nhất là đến giữa năm 2023.

Phát triển theo xu hướng xanh tại Việt Nam với nhiều dự án năng lượng tái tạo. REE có kế hoạch mở rộng đầy tham vọng bao gồm các nhà máy thủy điện và điện gió sẽ nâng cao công suất và LNST trong những năm tới. Năm 2022, REE có kế hoạch bổ sung hơn 100 MW điện gió, điện mặt trời và các nhà máy thủy điện nhỏ.

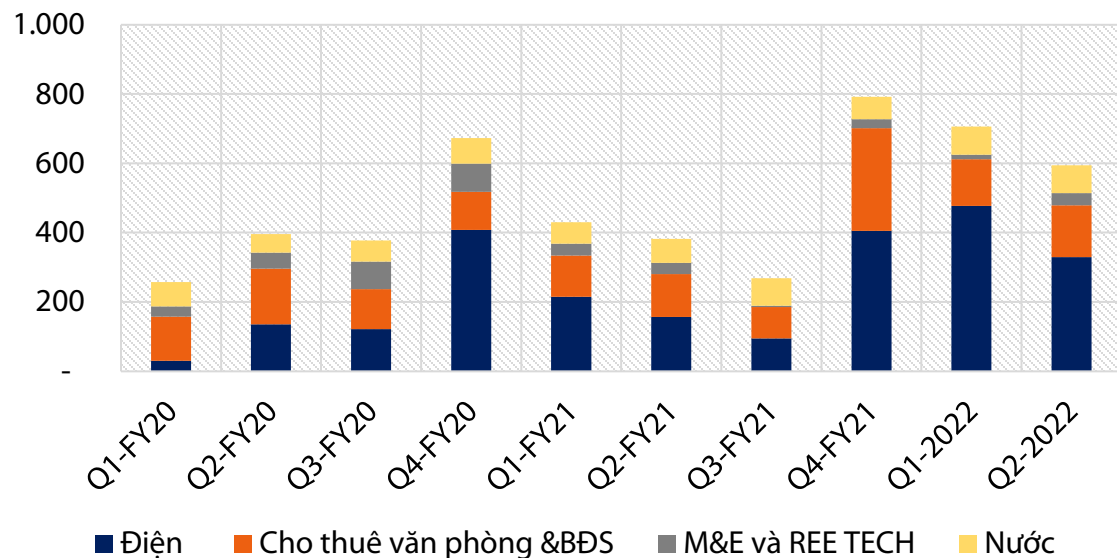
Etown6 sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung hạn. Lợi nhuận ổn định và vững chắc từ mảng này sẽ đóng góp dòng tiền ổn định cho công ty. Ngoài ra, Etown6 sẽ là động lực tăng trưởng của công ty từ năm 2023, nâng diện tích cho thuê thêm 27% lên khoảng 200.000 m2.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Kế hoạch mở rộng mảng điện có thể kéo dài hơn dự kiến do cơ chế của ngành, sự thiếu hụt thu nhập từ các dự án hoàn toàn mới này có thể ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng.
- Giá bán trung bình thấp hơn dự kiến nếu (1) giá CGM giảm đáng kể và (2) PPA của nhà máy Thượng Kon Tum không thể điều chỉnh tăng.

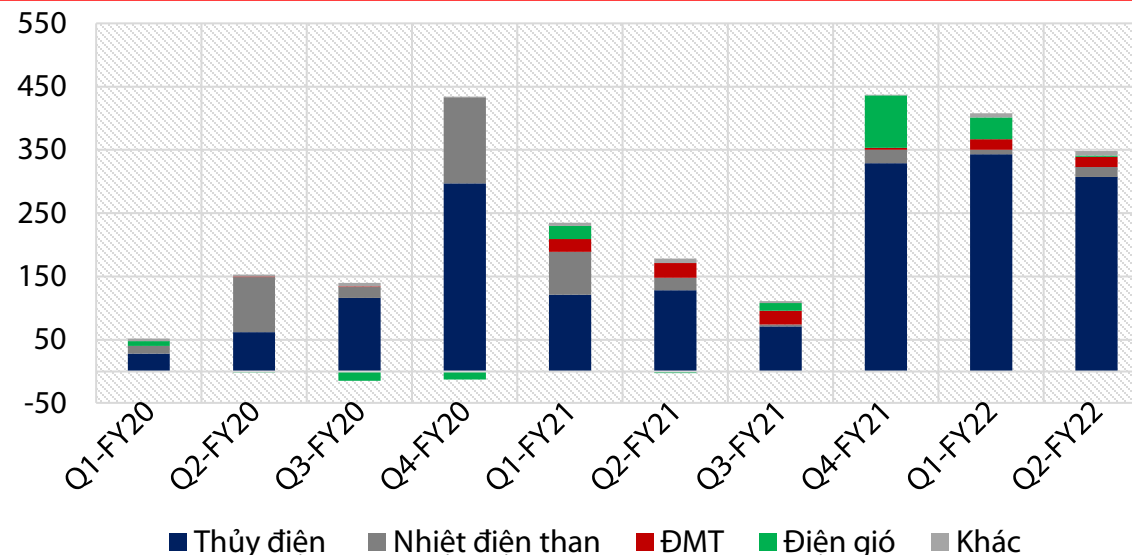
(*) Tỷ suất sinh lời bao gồm cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tiếp theo

Hình 1: LNST theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 2: LNST trong mảng năng lượng (tỷ đồng)



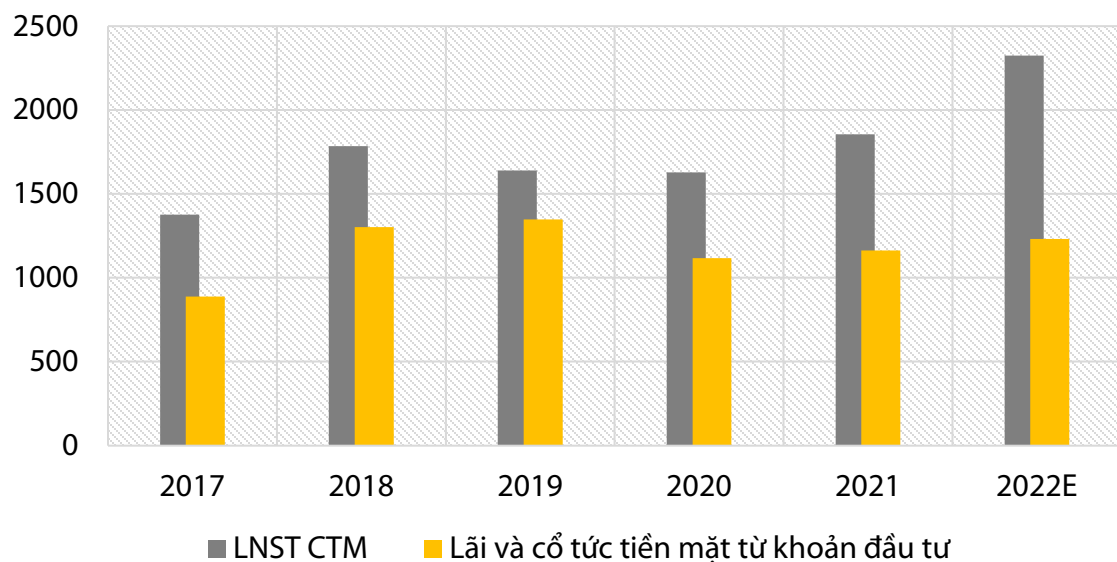
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Đóng góp mới từ năng lượng gió đã củng cố lợi nhuận của công ty. Ba nhà máy điện gió đi vào hoạt động trong tháng 10/2021 sẽ được huy động hết công suất và thúc đẩy lợi nhuận vào năm 2022. Các dự án điện gió lần lượt đạt 34/2 tỷ đồng trong Q1/Q2 20022, đóng góp khoảng 8% và 1% vào LNST mảng điện.

Lợi nhuận cốt lõi tăng 61% YoY nhờ mảng điện. Mảng điện/bất động sản đóng góp phần lớn tổng thu nhập của công ty, tương ứng 62%/25% tổng LNST của công ty trong 6T2022. Mảng điện tăng gấp đôi thu nhập lên 806 tỷ đồng trong nửa đầu năm, mảng bất động sản và nước tăng bền vững lần lượt 18% và 23%. Trong khi đó, dịch vụ M&E có xu hướng ngược lại, -28% YoY.

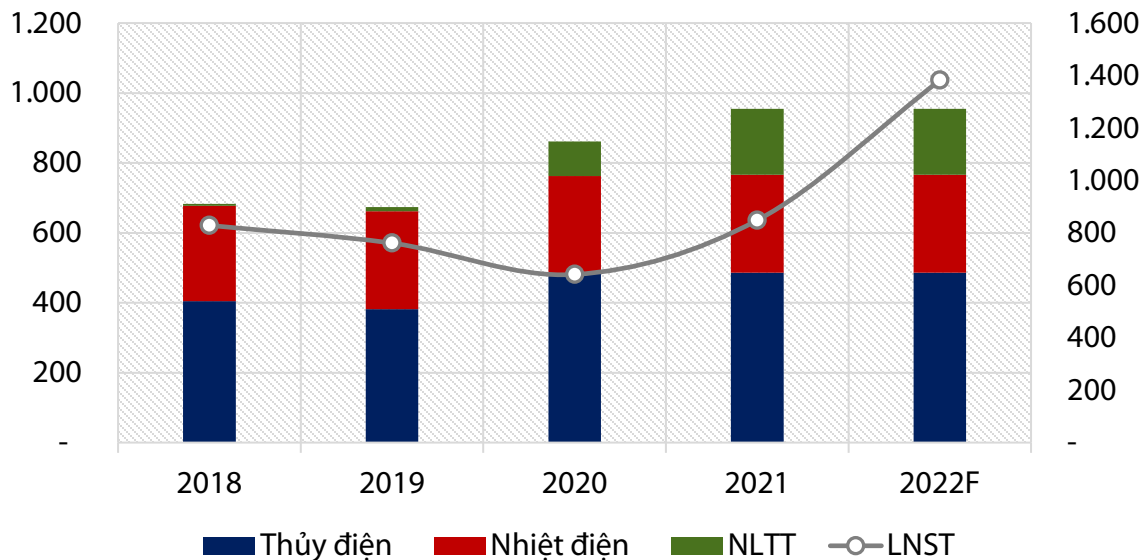
Các nhà máy thủy điện lớn là trụ cột chính trong mảng điện được hưởng lợi từ sản lượng tăng và giá bán trong CGM rất cao. 40% lợi nhuận của mảng điện đến từ VSH, công ty vừa vận hành thương mại nhà máy Thượng Kon Tum vào tháng 4/2021.

Hình 3: Lợi nhuận và dòng tiền của công ty từ đầu tư (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Công suất (trái, MW), LNST (phải, triệu VND)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Tỷ giá hối đoái có khả năng chịu rủi ro trong tương lai gần. Do REE có rủi ro tài chính bằng cả USD và EUR, biến động tỷ giá có thể tạo ra khoản lỗ/lãi trong bối cảnh khó lường hiện tại.

Duy trì tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi trong 6T2022. Chúng tôi dự phóng doanh thu/LNST của cổ đông công ty mẹ là 7.974/2.325 tỷ đồng (+37%/25% YoY). LNST tăng chậm hơn doanh thu do (1) doanh thu hoạt động tài chính giảm 63% so với năm 2021. Công ty đạt lợi nhuận đáng kể trong năm 2021 nhờ thoái vốn khỏi VIID, QTP và VND tăng giá trong năm 2021. (2) Mức tăng 28% YoY trong chi phí tài chính bao gồm chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá.

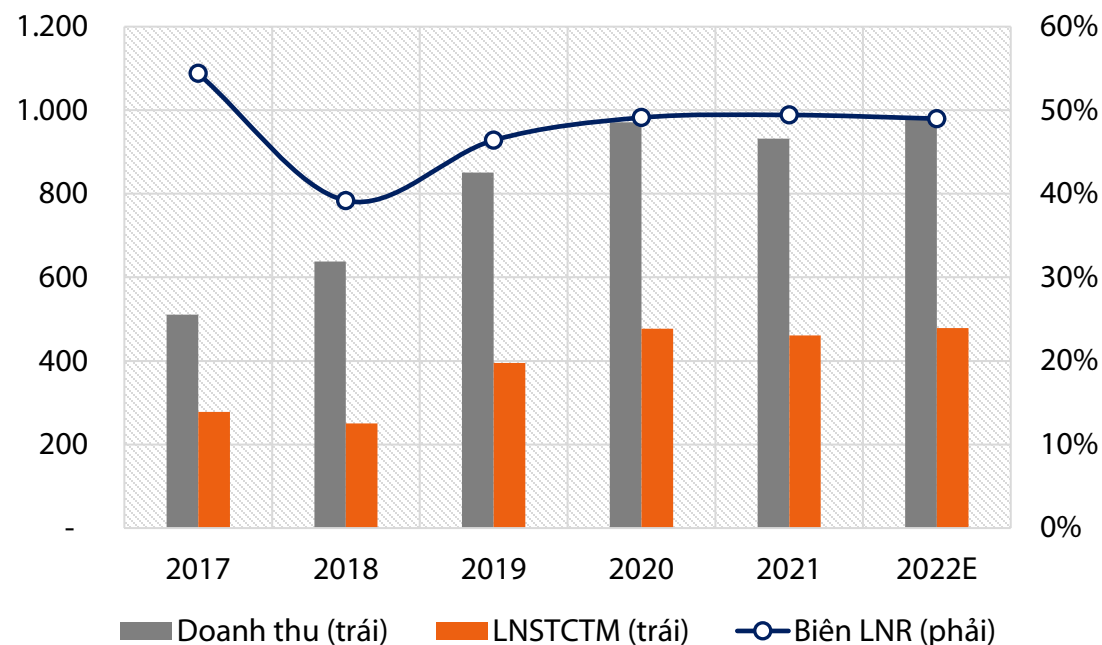
Phát triển theo xu hướng xanh tại Việt Nam và sẽ gia tăng thêm nhiều dự án năng lượng tái tạo. Tận dụng dòng tiền ổn định của công ty, REE sẽ mở rộng công suất trong mảng điện bao gồm điện gió, năng lượng mặt trời trên mái nhà và các nhà máy thủy điện nhỏ.

Hình 5: Etown 6



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Hình 6: KQKD ước tính mảng cho thuê văn phòng (tỷ đồng)



Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Etown 6 sẽ thúc đẩy tăng trưởng trung hạn và dòng tiền ổn định trong phân khúc cho thuê từ năm 2023

- Thu nhập từ hoạt động cho thuê văn phòng sẽ tăng dần đều do tính chất ổn định của mảng này. Theo ước tính của chúng tôi, công ty sẽ thu về hơn 100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế khi tỷ lệ lấp đầy ở mức trên 95%, chiếm khoảng 20% lợi nhuận hiện tại từ mảng này.
- Biên lợi nhuận ròng cao và dòng tiền từ mảng này sẽ là nguồn lực để công ty sẽ tận dụng mở rộng hoạt động kinh doanh.

TÍCH LŨY: 15%

GHT: 38.000

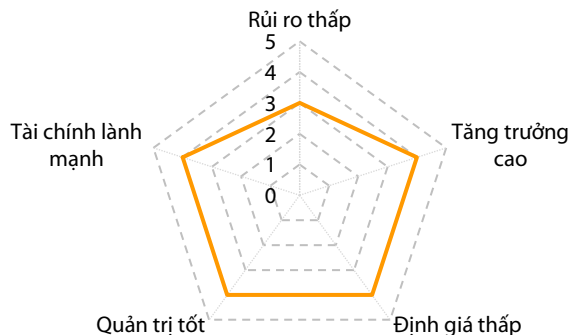
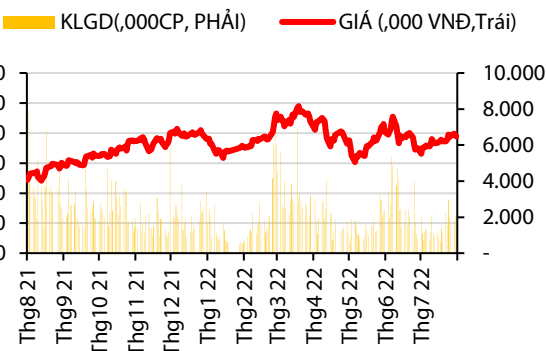
GMT: 43.800

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F

Ngành	Tiền ích	Doanh thu	9.828	7.342	9.612
Vốn hóa (triệu USD)	9124	LNST	695	477	730
SLCPĐLH (triệu cp)	235	ROA (%)	2,6	3,9	3,9
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	1894	ROE (%)	9,2	12,4	12,4
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	73	EPS (đồng)	2.860	1.826	2.795
SH NĐTNN còn lại (%)	45.4	GTSS (đồng)	19.992	21.966	24.988
ĐB giá 52 tuần	49.9 - 24.04	Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
		P/E (x)	13,6	21,2	13,9
		P/B (x)	1,9	1,8	1,55



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Ngành điện đóng vai trò là trụ cột chính trong năm 2022. PC1 vận hành thương mại ba nhà máy điện gió vào tháng 10/2021 sẽ thúc đẩy lợi nhuận của mảng điện vào năm 2022. Hơn nữa, điều kiện thủy văn đã hỗ trợ các nhà máy thủy điện tăng tốc vào năm 2022. Chúng tôi dự báo mảng điện của doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp lần lượt đạt 1.720 tỷ đồng và 925 tỷ đồng, +86% YoY và +80% YoY vào năm 2022. PC1 có kế hoạch tiếp tục mở rộng công suất trong mảng điện, cụ thể là nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) vào năm 2023 và các dự án điện gió từ năm 2024.

Mảng công trình điện có thể sẽ được hưởng lợi trong thị trường điện gió sắp tới. Mảng này ghi nhận kết quả kinh doanh thấp trong 6T2022 do thiếu doanh thu từ các dự án năng lượng tái tạo. Chúng tôi cho rằng PC1 sẽ đạt được kết quả cao hơn trên thị trường điện gió sắp tới. Doanh thu/lợi nhuận gộp năm 2022 được dự báo là 3.624/290 tỷ đồng vào năm 2022.

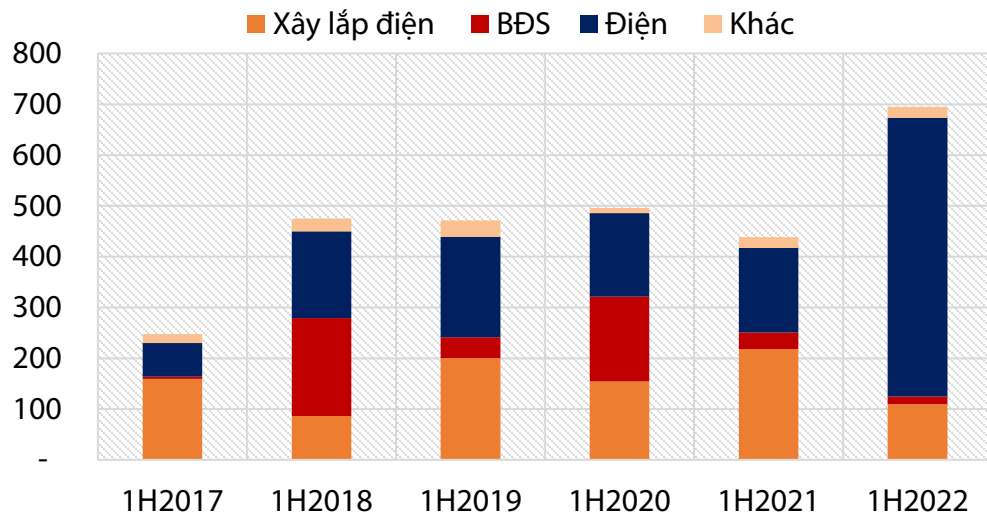
Mỏ niken sẽ là động lực tăng trưởng trong trung hạn. Mỏ Nickel của PC1 là quặng sunfua, dự kiến khai thác trong vòng 10 năm với trữ lượng khoảng 14,3 triệu tấn khoáng sản thô, luyện Niken và đồng với tỷ lệ ước tính lần lượt là 0,7% và 0,2%. Chúng tôi ước tính rằng mỏ Nickel sẽ đóng góp thêm 1400 tỷ đồng vào doanh thu của công ty trong giai đoạn 1 và khoảng 3500 tỷ đồng khi hoàn thành giai đoạn 2.

Nhiều dự án bất động sản đang chờ đợi đóng góp lợi nhuận bao gồm cả khu dân cư và khu công nghiệp trong những năm tới. Với kế hoạch mở rộng đầy tham vọng trong những năm tới, PC1 sở hữu 4 dự án bất động sản và một số công ty con trong khu công nghiệp. Tuy nhiên, đến nay vẫn chưa có giấy phép xây dựng cho các dự án đó nên chúng tôi không tính đến các dự án trong định giá của chúng tôi.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

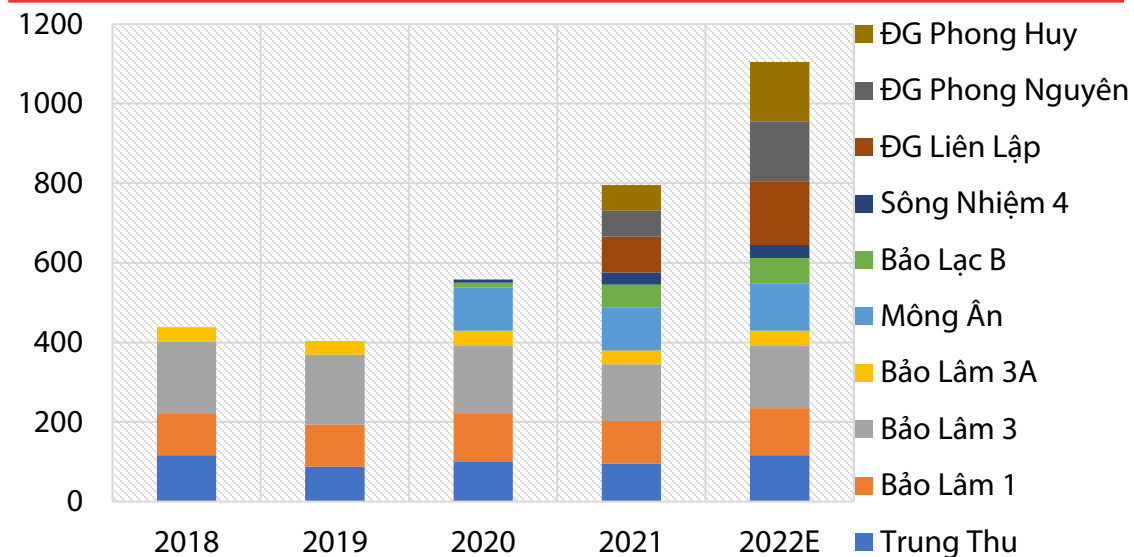
- Rủi ro giảm: (1) Việc khai thác quặng niken có thể bị trì hoãn lâu hơn dự kiến. (2) Sự tăng giá đồng USD (khoảng 51% tổng nợ dài hạn) có thể tiếp tục mang lại rủi ro lỗ tỷ giá.
- Rủi ro tăng: Lợi nhuận từ mảng công trình năng lượng và bất động sản có thể ghi nhận sớm hơn và cao hơn dự phóng của chúng tôi.

Hình 1: Lợi nhuận gộp theo ngành (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, CTCK Rông Việt

Hình 2: Sản lượng theo nhà máy năng lượng (triệu kWh)

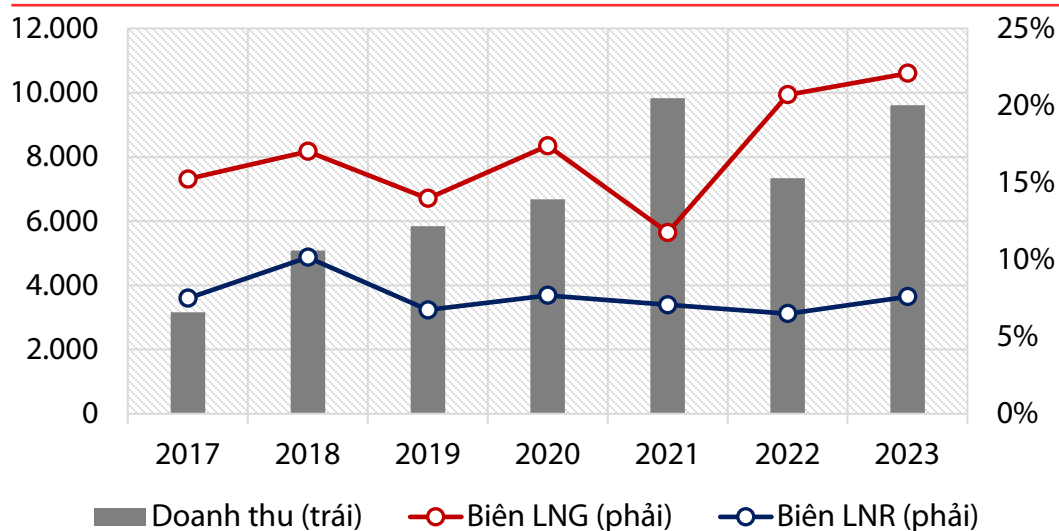


Nguồn: PC1, CTCK Rông Việt

Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy nhờ các dự án điện gió

- Doanh thu và LNST CTM đạt 2.996 tỷ đồng và 196 tỷ đồng, -34% YoY và -52% YoY. Lợi nhuận chính từ hoạt động sản xuất kinh doanh vẫn tăng trưởng 34% nhưng lợi nhuận tổng thể giảm do quý 2/2021 ghi nhận lợi nhuận đánh giá lại công ty Tấn Phát.
- Lợi nhuận gộp từ mảng này tăng gấp ba lần trong 1H2022 và chiếm khoảng 79% trong tổng lợi nhuận gộp nhờ vào (1) Những đóng góp mới của 3 dự án nhà máy điện gió vừa đi vào hoạt động từ tháng 10/2021; (2) Lượng mưa lớn trong Quý 2/2022 đã thúc đẩy kết quả kinh doanh của các nhà máy thủy điện. Doanh thu/lợi nhuận gộp của mảng năng lượng được dự phóng lần lượt đạt 1.720 tỷ đồng/925 tỷ đồng, +86% YoY và +80% YoY trong năm 2022.
- Mở rộng công suất mảng điện bằng thủy điện và điện gió từ năm 2023 đến năm 2025. Cụ thể, PC1 dự kiến xây dựng nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) vào năm 2023 và 51 MW thủy điện còn lại vào năm 2025. Bên cạnh đó, các dự án điện gió sẽ được thêm vào danh mục điện từ năm 2024.

Hình 3: KQKD (tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận (%)



Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Thông tin chi tiết về các dự án bất động sản nhà ở (tỷ đồng)

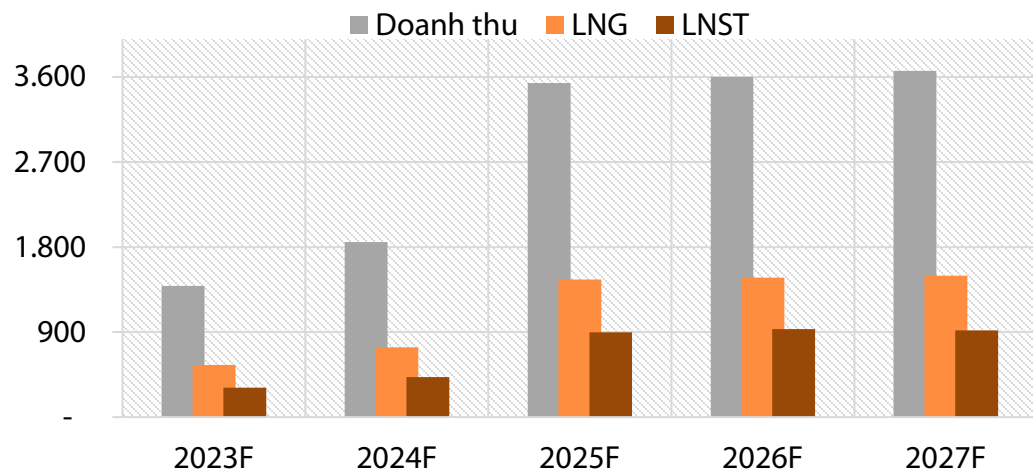
Dự án	Diện tích (m2)	Mô tả
Gia Lâm	7.000	54 chung cư thấp tầng
Đình Công	15.000	83 chung cư thấp tầng
Vĩnh Hưng	5.160	- Nhà cao tầng hỗn hợp: 27 tầng, 3 tầng hầm - Nhà cao tầng hỗn hợp: 5 tầng, 1 tầng hầm
Thăng Long	20.000	- Nhà cao tầng hỗn hợp: 27 tầng, 3 tầng hầm - Tòa nhà thương mại thấp tầng: 4 tầng thương mại, 1 tầng hầm

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận cốt lõi được dự báo sẽ tăng nhẹ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận cốt lõi trong năm 2022 sẽ tăng 10% YoY (không bao gồm thu nhập tài chính từ việc định giá lại vào năm 2021) ngay cả khi có sự đóng góp đáng kể từ điện gió. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí tài chính tăng 50% YoY, bao gồm (1) lãi tài chính từ điện gió và (2) lỗ chênh lệch tỷ giá.

Nhiều dự án bất động sản tồn đọng nhưng phải chờ cấp phép xây dựng. Hiện tại, PC1 đang sở hữu bốn dự án kế hoạch như được trình bày trong Bảng 1 mà công ty dự kiến sẽ ghi nhận từ năm 2023 và năm 2025. Tuy nhiên, do chưa có giấy phép xây dựng nên chúng tôi chưa phản ánh các dự án đó trong định giá của mình. Ngoài bất động sản còn lại, PC1 cũng chi 1.100 tỷ đồng để mua 30% cổ phần tại Western Pacific, công ty sở hữu mạng lưới các khu công nghiệp và cảng. PC1 dự kiến doanh thu một lần cho khu công nghiệp Yên Phong II vào năm 2023, với tổng diện tích 158 ha và giá từ 120 đô đến 150 đô.

Hình 4: Dự báo doanh thu và lợi nhuận của mỏ niken (tỷ đồng)

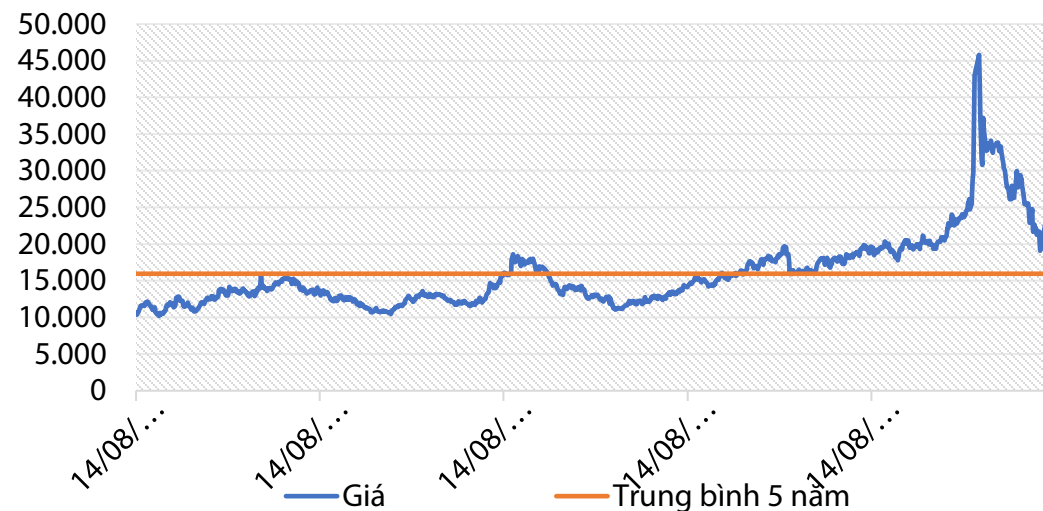


Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Dự kiến khai thác từ năm tài chính 2023

- Quặng niken-đồng sunfua của mỏ PC1, có trữ lượng khoảng 14,3 triệu tấn, dự kiến sẽ được khai thác trong vòng 10 năm tới. Tỷ lệ này ước tính khoảng 0,7% đối với niken tinh chế và 0,2% đối với đồng tinh chế.
- Chúng tôi ước tính trong năm 2023 và 2024, mỏ niken-đồng do công ty con của PC1 - CTCP Khoáng sản Tấn Phát, trong đó PC1 nắm giữ 58% cổ phần, sẽ đóng góp khoảng 179 tỷ đồng & 244 tỷ đồng vào PC1.

Hình 5: Giá Nickel tại London (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự án khai thác đồng niken của Tấn Phát

Kim loại	Tổng sản lượng của khai thác (tấn)	Dự trữ dầu thô ước tính (tấn)	Công suất tinh chế niken ước tính (tấn)
Nicken	14.300.000	10.150.000	50.750-81.200
Đồng			20.300-30.450

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 15%

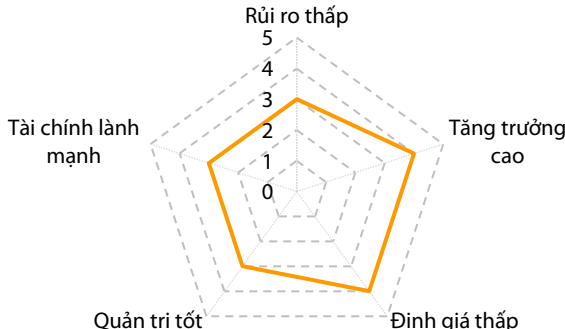
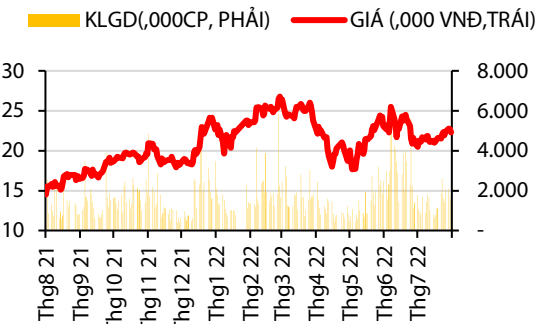
GHT: 19.500

GMT: 24.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Tiện ích
Vốn hóa (triệu USD)	7179
SLCPĐLH (triệu cp)	322
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	1940
GTGDBQ 3 tháng (triệu USD)	44
SH NĐTNN còn lại (%)	14.8
BĐ giá 52 tuần	27.36 - 14.62

Doanh thu	1.381	2.116	2.170
LNST	277	311	378
ROA (%)	2,06	3,1	4,0
ROE (%)	8,4	9,4	11,4
EPS (đồng)	834	979	1.190
GTSS (đồng)	10.066	10.110	10.221
Cổ tức tiền mặt (đồng)	400	400	400
P/E (x)	26,2	22,3	18,4
P/B (x)	2,4	2,4	2,4

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Động cơ tăng trưởng chủ lực từ điện gió

- GEG là một trong những công ty có kinh nghiệm trên thị trường năng lượng tái tạo, nắm bắt xu hướng điện gió tại Việt Nam để gia tăng thêm nhiều dự án gió vào danh mục đầu tư xanh của mình. Công ty có hai dự án điện gió tiềm năng với công suất 130 MW gồm Tân Phú Đông 1 và V.P.L 2. Đáng chú ý, TPD1 (100 MW) là dự án khả năng cao sẽ hưởng lợi hơn so với các nhà máy chưa vận hành ở Việt Nam vì đã được ký kết hợp đồng với EVN.
- Hiện GEG đang sở hữu ba nhà máy điện gió, điều này sẽ thúc đẩy lợi nhuận của công ty trong năm 2022. Mặc dù có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhưng chi phí tài chính sẽ chiếm phần lớn lợi nhuận gộp và dẫn đến tỷ suất lợi nhuận ròng khoảng 10%. Tỷ suất lợi nhuận này dự kiến sẽ được nới rộng trong những năm tới do chi phí tài chính giảm dần. Năm 2022, chúng tôi dự báo mảng điện gió sẽ đóng góp khoảng 822 tỷ đồng, đóng góp 39% tổng doanh thu.

Mảng điện mặt trời là mảng đóng góp ổn định vào thu nhập. Sở hữu 5 dự án điện mặt trời (259 MWp) với giá bán tương đối cao (FiT1) và 34 MWp điện mặt trời áp mái. Doanh thu từ mảng này đạt khoảng 850 tỷ đồng, đóng góp 40% tổng doanh thu vào năm 2022. Lợi nhuận và dòng tiền từ mảng này sẽ tăng qua từng năm nhờ lãi vay giảm.

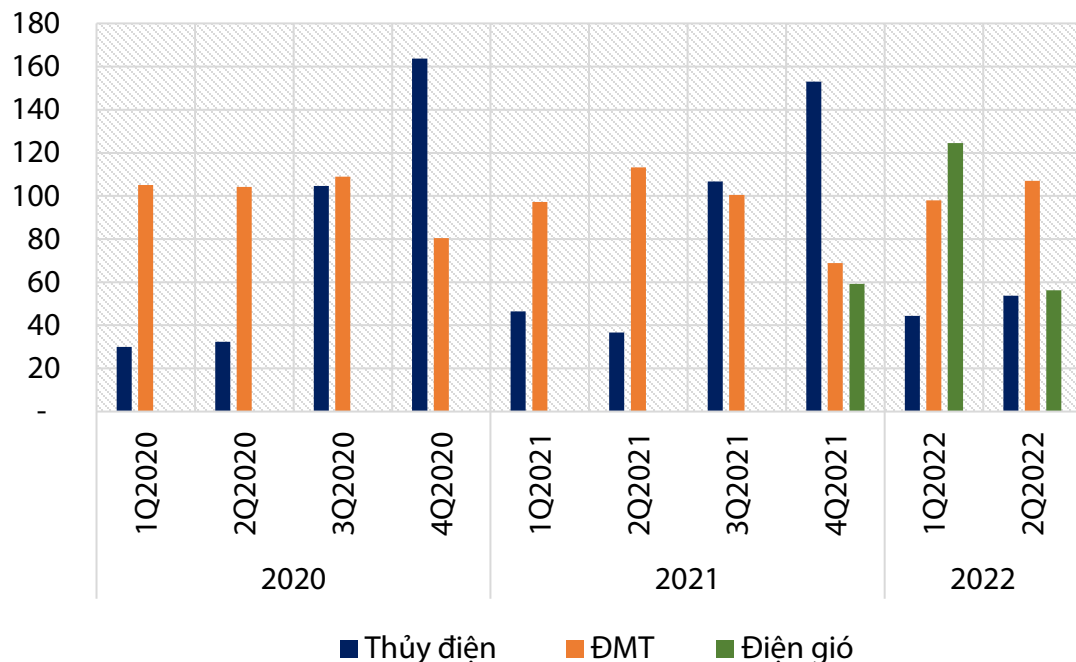
Dòng tiền bền vững từ các nhà máy thủy điện. Vào năm 2022, công ty sẽ hưởng lợi từ giai đoạn La Nina để tăng cường thu nhập và dòng tiền từ thủy điện. Những khoản đó sẽ đóng góp vào tài chính của công ty để xây dựng nhiều dự án năng lượng tái tạo hơn.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Cơ chế mới đối với thị trường điện gió có thể triển khai muộn hơn dự kiến, dẫn đến tăng trưởng không hấp dẫn trong tương lai gần.

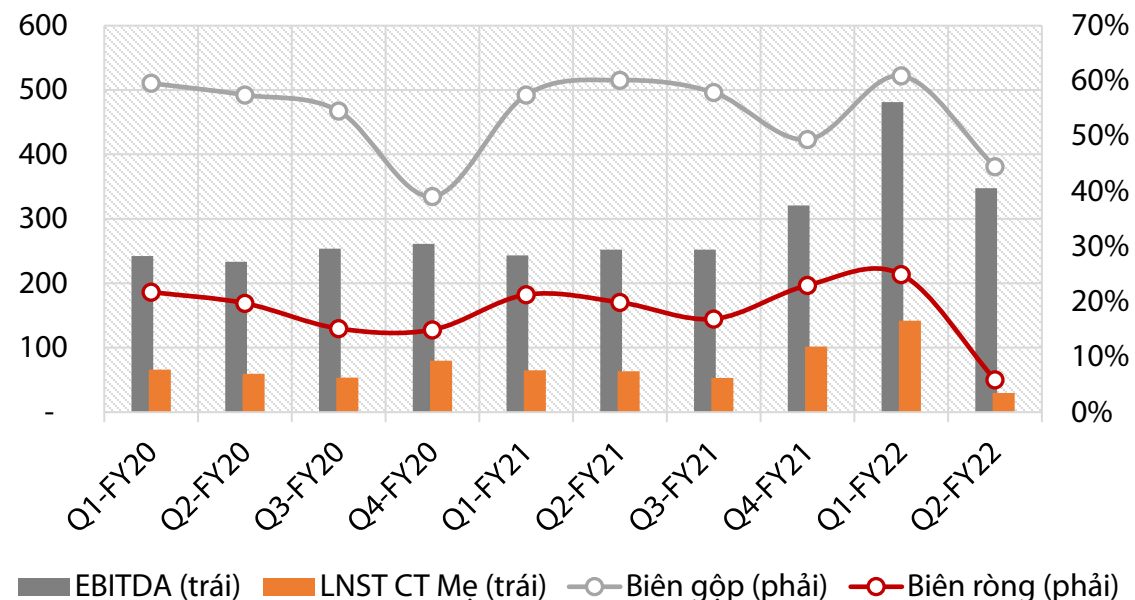
(*) Tổng lợi nhuận bao gồm 400 đồng cổ tức tiền mặt dự kiến trong 12 tháng

Hình 1: Sản lượng theo nhóm (triệu kWh)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

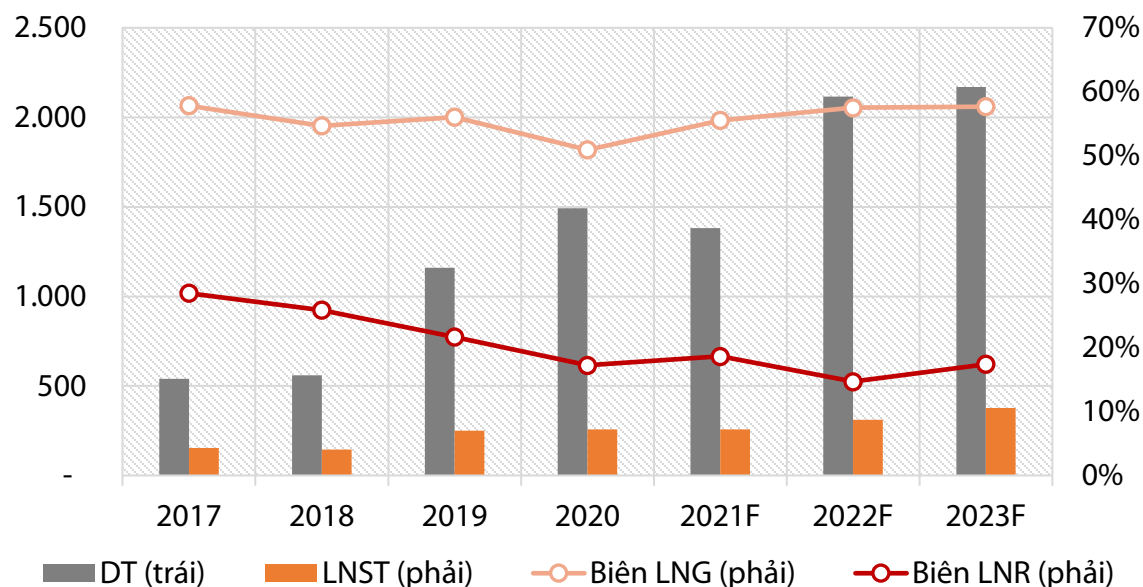


Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

EBITDA tăng 67% YoY trong 6T2022 nhờ vào việc bổ sung thêm ba trang trại điện gió. Doanh thu/LNST của cổ đông công ty mẹ tăng 72%/34% YoY trong 6T2022. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 564 điểm phần trăm xuống 53% trong 6T2022 do tỷ suất lợi nhuận của các dự án điện gió thấp hơn so với các dự án thủy điện và điện mặt trời.

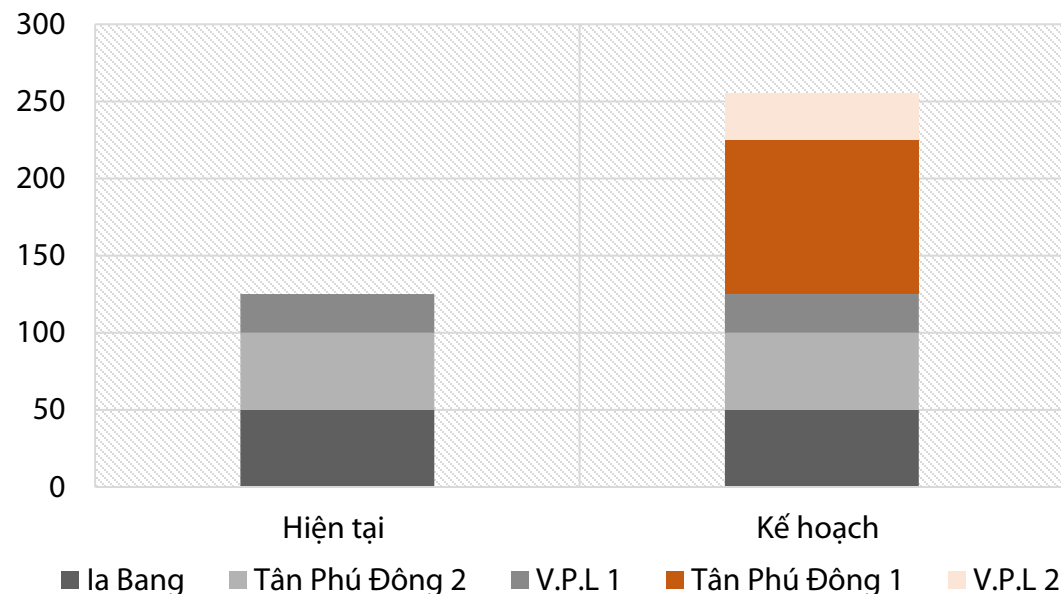
Về hoạt động của các trang trại điện gió, các dự án này hoạt động tốt trong Quý 1 và Quý 4 nhờ yếu tố mùa vụ, dẫn đến sản lượng và doanh thu cao. Do tính chất thâm dụng vốn nên chi phí khấu hao và tài chính là cố định và chiếm phần lớn doanh thu của công ty. Do đó, lợi nhuận ròng từ các dự án điện gió tương đối không ổn định theo quý. Cụ thể, LNST của cổ đông công ty mẹ trong quý 1 tăng gấp đôi so với năm 2021 trong khi đó trong quý 2 giảm 54% YoY.

Hình 3: Kết quả kinh doanh (triệu kWh)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Các dự án điện gió trong đường ống của GEG (MW)



Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Các trang trại điện gió hoạt động hết công suất cả năm sẽ thúc đẩy lợi nhuận của công ty vào năm 2022. Mặc dù thu nhập từ điện gió có biến động theo quý, nhưng các dự án này sẽ giúp tăng LNST của công ty lên hơn 20% YoY vào năm 2022. Doanh thu và LNST của công ty dự báo lần lượt là 2.116 tỷ đồng và 311 tỷ đồng (tương đương 92 triệu USD và 13,5 triệu USD), (+ 46% YoY và + 21% YoY).

Nắm bắt các cơ hội về điện gió nhằm thêm nhiều dự án hơn vào danh mục đầu tư xanh của mình. GEG hiện có hai dự án tiềm năng đang được triển khai với tổng công suất 130 MW gồm Tân Phú Đông 1 và V.P.L 2. Đáng chú ý, dự án Tân Phú Đông 1 đã được ký kết trước với EVN, dự án này sẽ là đơn vị được hưởng lợi đầu tiên nếu EVN có kế hoạch tham chiếu cho những dự án trễ thời hạn vào tháng 10 năm 2021. Là một công ty có kinh nghiệm trong thị trường năng lượng tái tạo, chúng tôi dự đoán rằng GEG có thể phát triển hai dự án đó trong tương lai gần, tăng gấp đôi công suất hiện tại của mình trong phân khúc này.

NGÀNH DẦU KHÍ

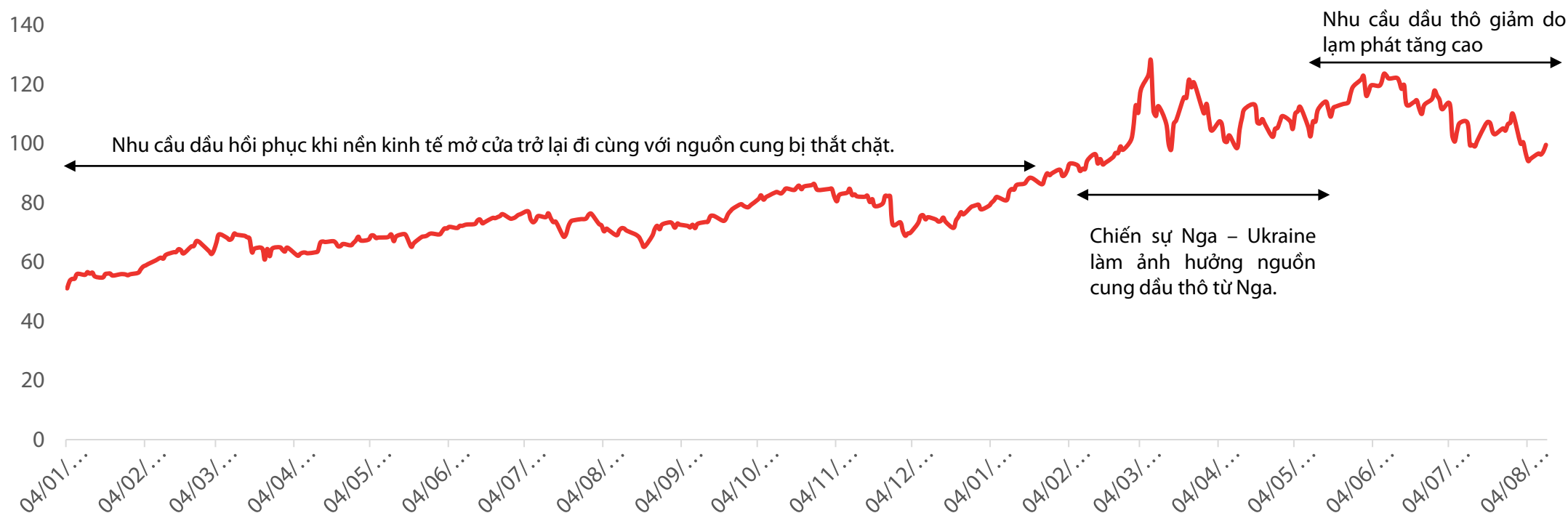
GIÁ DẦU TRONG CƠ BỐ LẠM PHÁT



Trần Hà Xuân Vũ – vu.thx@vdsc.com.vn



Hình 1: Diễn biến giá dầu và các sự kiện liên quan

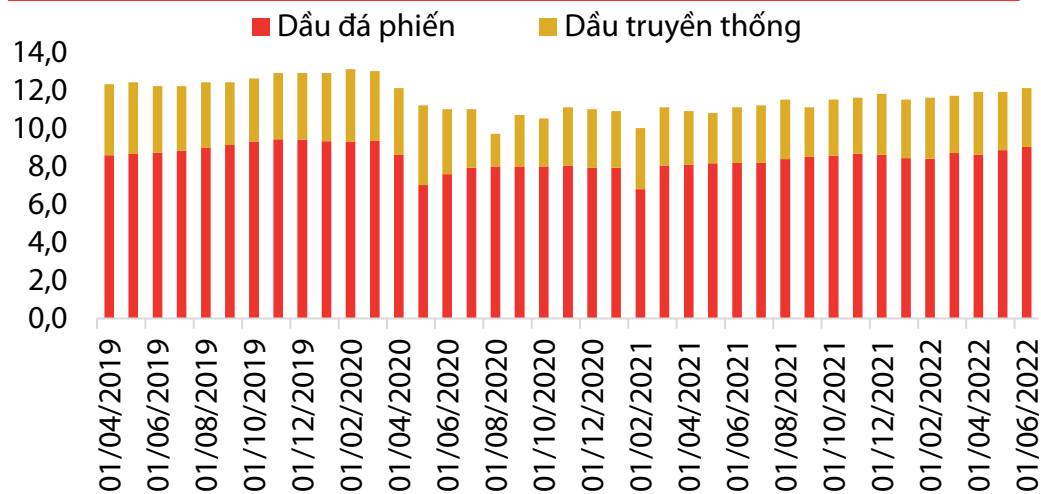


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Giá dầu biến động khi cuộc chiến Nga – Ukraine nổ ra và có xu hướng giảm khi lạm phát tăng cao

- Sau đại dịch, nhu cầu dầu thô tăng trưởng mạnh trở lại trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt đã thúc đẩy giá dầu từ cuối 2021. Bên cạnh đó, các lệnh cấm vận lên Nga – một trong ba nhà sản xuất dầu thô lớn của thế giới đã đẩy giá dầu thô tăng mạnh do lo ngại nguồn cung bị gián đoạn. Trong tháng 5, giá dầu Brent đã đạt đỉnh hơn 120 USD/thùng.
- Tuy nhiên, lạm phát tăng cao và chính sách thắt chặt tiền tệ toàn cầu khiến nhu cầu dầu thô bị ảnh hưởng. Từ tháng 6 trở đi, giá dầu đang có xu hướng điều chỉnh.

Hình 2: Sản xuất dầu tại Mỹ (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

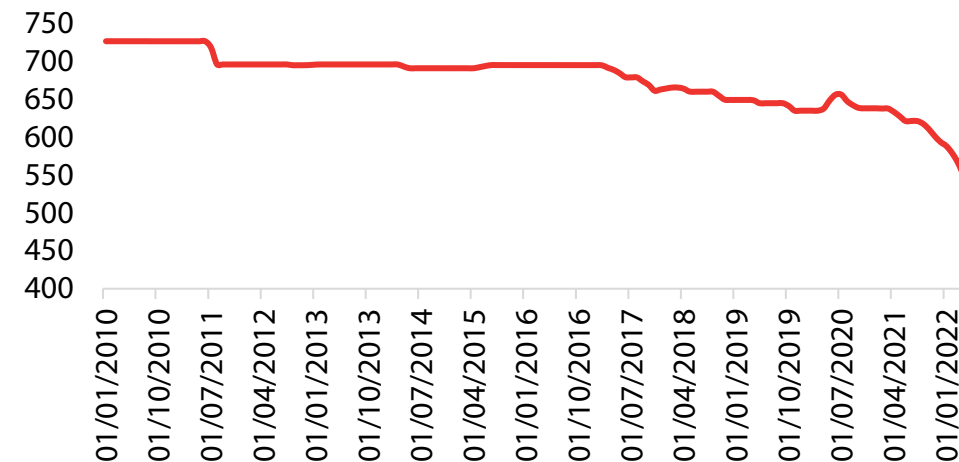
Mỹ gây áp lực để giảm giá dầu nhằm kiểm chế lạm phát

- Ở khía cạnh nguồn cung, sản lượng sản xuất dầu đá phiến ở Mỹ tăng mạnh đi cùng với việc tăng cường xả kho dầu chiến lược. Mục tiêu chủ yếu nhằm giảm giá dầu để hỗ trợ kiểm chế lạm phát trong nước. Ngoài ra, OPEC cũng đang trong quá trình tăng sản lượng nhưng động lực từ nhóm là không lớn.

Nhu cầu bị ảnh hưởng bởi lạm phát và chính sách zero Covid của Trung Quốc

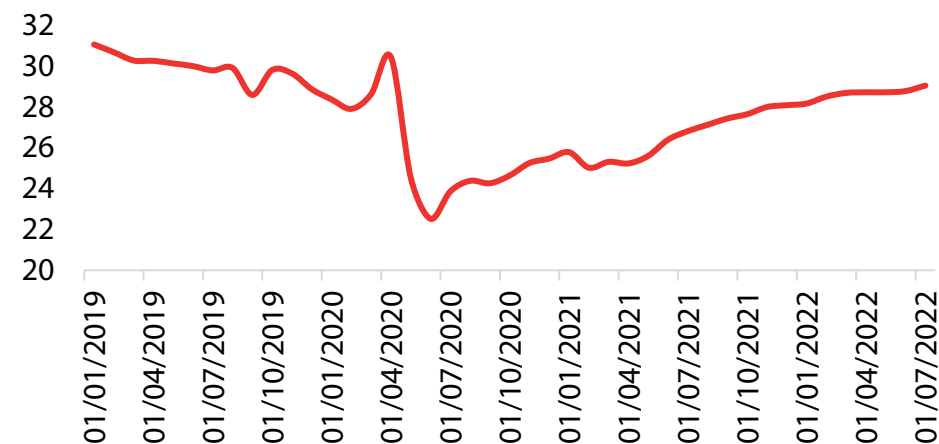
- Nhu cầu dầu thế giới cũng bị ảnh hưởng đáng kể khi Trung Quốc (đất nước tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới) duy trì chính sách zero Covid và nền kinh tế toàn cầu chịu áp lực lạm phát.

Hình 3: Trữ lượng kho dầu chiến lược Mỹ (triệu thùng/ngày)



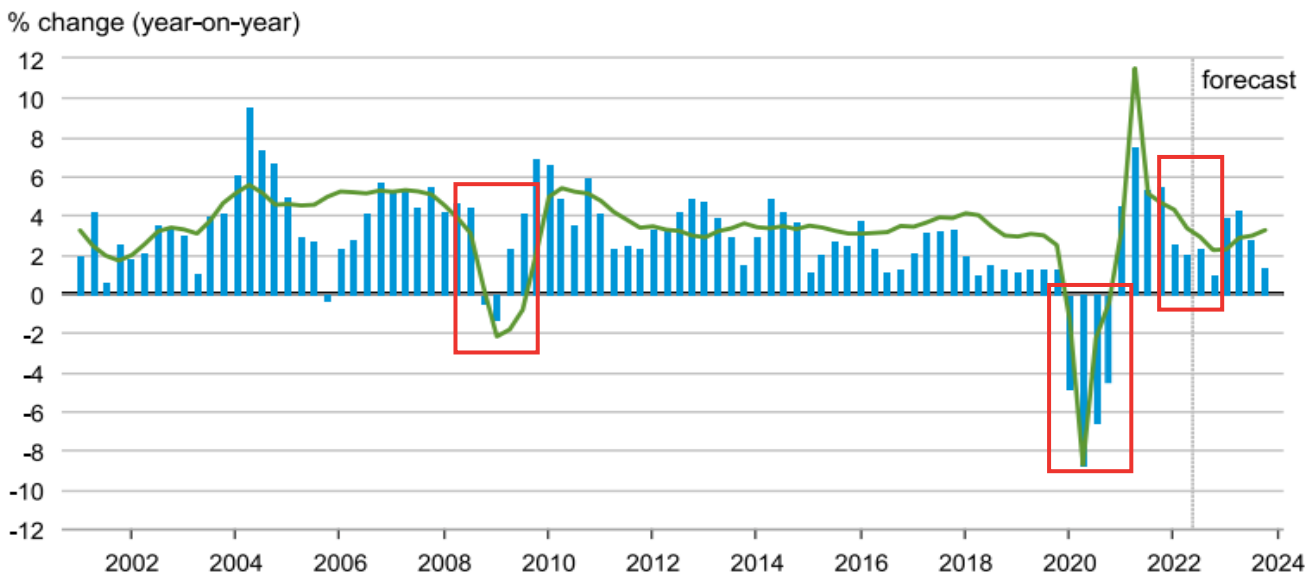
Nguồn: Bloomberg

Hình 4: Sản xuất dầu nhóm OPEC (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg

Hình 2: % thay đổi GDP thế giới và nhu cầu sản phẩm dầu các nước ngoài OECD



Nguồn: EIA, GDP thế giới (đường xanh lá cây), nhu cầu nhóm ngoài OECD (cột xanh dương)

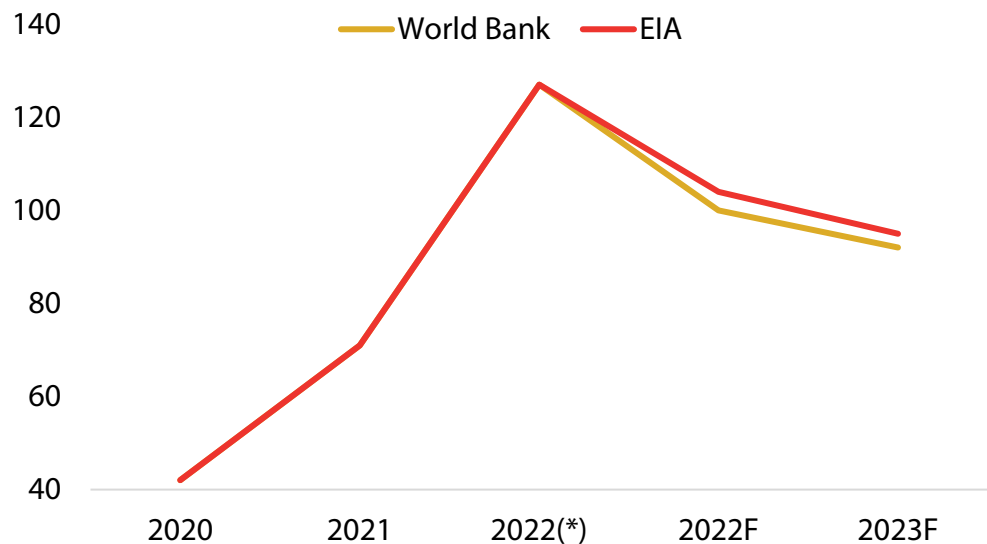
Triển vọng kinh tế kém tích cực ảnh hưởng lên nhu cầu

- Các tổ chức lớn như IMF, World Bank đều hạ dự báo tăng trưởng GDP thế giới trong các báo cáo gần đây của mình trước những lo ngại về lạm phát trên toàn cầu xảy ra. Cụ thể, tăng trưởng GDP thế giới chỉ còn ở mức 2,9% - 3,2% so với mức 3,6% và 4,1% trong các dự báo trước đây.
- Với triển vọng kinh tế kém tích cực, nhu cầu dầu thế giới được dự báo tăng thấp hơn mức sản xuất chung và từ đó dẫn đến dư thừa nguồn cung.

Giá dầu được dự báo giảm

- Sau nhiều dự báo tích cực nửa đầu năm, hầu hết các tổ chức đều hạ dự báo giá dầu trong nửa cuối năm 2022.

Hình 3: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt, 2022 (*) là mức giá cao nhất dầu Brent tính đến tháng 8/2022

Bảng 1: Dự báo cung cầu dầu thô 2022

Đơn vị: triệu thùng/ngày	IEA	EIA	OPEC
Nhu cầu	99.2	99.4	100.0
Sản xuất	101.3	100.1	100.3*
Cung - cầu	2.1	0.7	0.3

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp, * dựa trên sản lượng khai thác trong tháng 7 của OPEC

Bảng 2: Cập nhật hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp

	Mã ck	Doanh thu			LNST			Bình luận
		6T2021	6T2022	+/- svck	6T2021	6T2022	+/- svck	
Thượng nguồn	PVS	5.670	7.580	34%	296	228	-23%	Doanh thu tăng nhưng biên lợi nhuận gộp giảm. Chi phí quản lý tăng mạnh
	PVD	1.654	2.659	61%	-97	-116	N/A	Doanh thu mảng khoan tăng khi có thêm đóng góp giàn khoan thuê ngoài và PVD V. Mảng khoan lỗ khi công ty trích trước chi phí bảo hành giàn khoan và giàn PVD V vẫn chưa có lãi trong những năm đầu hoạt động.
Trung nguồn	PVT	3.610	4.287	18%	377	365	-3%	Doanh thu mảng vận tải tăng trưởng nhờ đội tàu mới
	GAS	40.272	54.342	35%	4.291	8.515	98%	Giá bán tăng theo đà tăng của giá dầu.
Hạ nguồn	BSR	48.908	87.174	78%	3.544	12.250	245%	Cracking spread tăng mạnh trong Q2/2022.
	OIL	25.188	53.655	113%	361	633	75%	Sản lượng và giá bán tăng. Hưởng lợi từ xu hướng giá tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022.
	PLX	85.115	151.387	78%	2.159	206	-90%	Công ty thận trọng trích lập dự phòng hàng tồn kho nhiều.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dù giá dầu tăng cao nhưng không phải doanh nghiệp nào cũng hưởng lợi

- Đối với nhóm thượng nguồn (PVS, PVD), các công ty vẫn trong tình trạng thiếu việc khi không có những dự án lớn khởi công. Do đó, kết quả kinh doanh nửa đầu năm vẫn chưa có sự khởi sắc.
- Đối với nhóm cổ phiếu trung nguồn (PVT, GAS), giá bán khí tăng theo đà tăng của giá dầu đã giúp lợi nhuận GAS tăng mạnh trong khi giá cước vận tải của PVT chỉ mới cải thiện từ Q2/2022.
- Đối với nhóm cổ phiếu hạ nguồn (BSR, OIL, PLX), diễn biến thuận lợi trong giá xăng dầu và cracking spread đã hỗ trợ cho lợi nhuận nhóm này. Riêng với PLX, việc thận trọng trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho đã ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp.

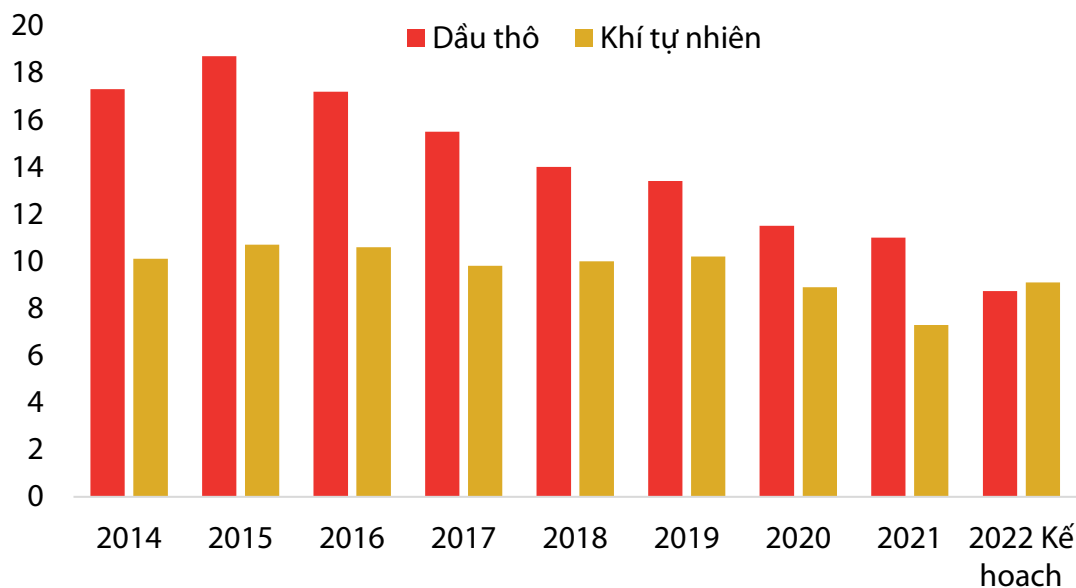
Sản lượng khai thác dầu thô giảm nhanh

- Hiện các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam đang suy giảm sản lượng tự nhiên từ 5 - 8%/năm do hầu hết các mỏ đã khai thác quá lâu trong khi kế hoạch gia tăng trữ lượng dầu khí thấp. Từ năm 2015 trở lại đây, sản lượng khai thác dầu thô suy giảm mạnh trong khi sản lượng khí cũng có xu hướng giảm. Từ 2020, chỉ duy nhất có dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt đi vào hoạt động.

Áp lực đẩy nhanh tiến độ các dự án tiềm năng

- Với áp lực phải gia tăng sản lượng khai thác, chúng tôi cho rằng PVN sẽ cố gắng thúc đẩy các dự án trọng điểm sớm đi vào hoạt động trong thời gian tới. Ngoài ra, dự thảo luật Dầu khí cũng là một động lực khác giúp PVN tháo gỡ những vướng mắc khó khăn trong việc đầu tư, từ đó giúp đẩy nhanh hơn tiến độ thực hiện dự án. Ngoài ra, dự thảo luật còn được kỳ vọng sẽ thu hút nhiều vốn đầu tư từ nước ngoài vào Việt Nam để phát triển thêm các dự án dầu khí.
- Lô B là dự án có triển vọng thực hiện sớm trong thời gian tới. Tuy nhiên vẫn còn những vấn đề cần giải quyết liên quan đến nguồn vốn, chính sách giá khí đầu vào và giá bán điện cho EVN. Trước đó, thị trường kỳ vọng dự án có thể ra được quyết định đầu tư cuối cùng trong tháng 7/2022.

Hình 4: Khai thác dầu thô (triệu tấn) và khí (tỷ m3) tại Việt Nam



Nguồn: PVN

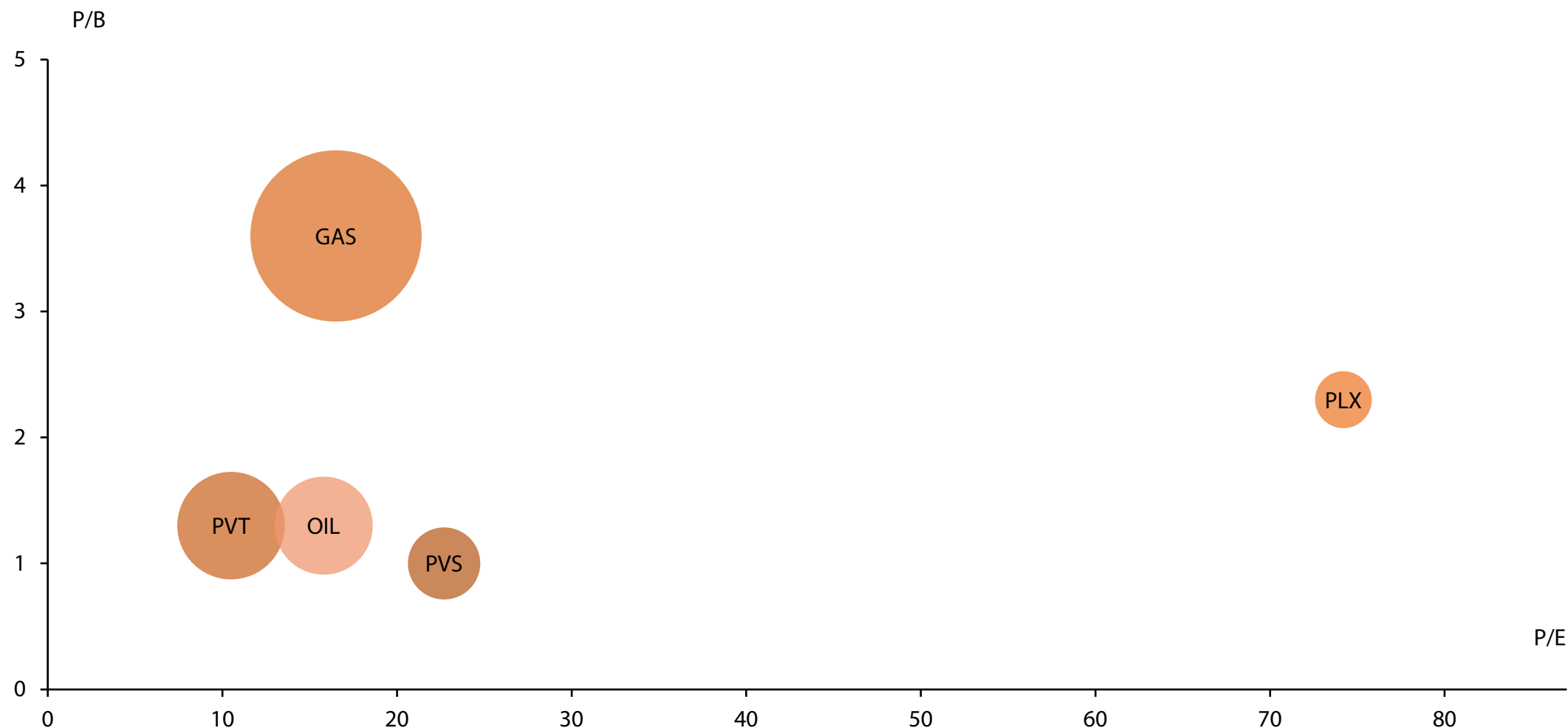
Bảng 3: Cập nhật các dự án dầu khí chính

	Cập nhật	Quy mô
Lô B	+ Chờ quyết định đầu tư cuối cùng.	8 tỷ USD
Cá Voi Xanh	+ Exxon Mobil hoàn thiện kế hoạch phát triển mỏ.	10 tỷ USD*
Sư Tử Trắng GĐ 2	+ Giai đoạn 2A đã khai thác. Chờ giai đoạn 2B.	2 tỷ USD
Kèn Bầu	+ Tiếp tục khoan thăm dò.	5 tỷ USD*
Lạc Đà Vàng	+ Cập nhật kế hoạch phát triển mỏ.	0,7 tỷ USD
LNG Thị Vải GĐ 2	+ Chờ giai đoạn 1 hoàn thành năm 2022.	0,2 tỷ USD

Nguồn : CTCK Rồng Việt thu thập, * bao gồm chi phí xây dựng nhà máy điện

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
PVD	10.451	16.000	35,1	109,4	14,0	0,9	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	n/a	0,8
PVS	12.093	21.500	-5,8	89,4	2,0	-1,0	-1,8	3,3	2,1	4,4	4,0	22,7	1,0
PVT	6.861	23.800	7,1	16,9	26,3	12,7	-20,3	8,0	5,0	12,5	4,7	10,6	1,2
GAS	212.257	n/a	29,8	50,6	19,9	16,7	60,4	13,9	15,5	24,3	2,7	16,5	3,6
PLX	53.301	50.600	63,6	-61,0	1,1	0,1	-81,7	0,3	1,0	3,1	0,0	81,6	2,3
OIL	13.859	n/a	80,1	n/a	n/a	-102,4	95,4	-89,5	-1,9	-3,2	2,6	26,4	1,4

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%

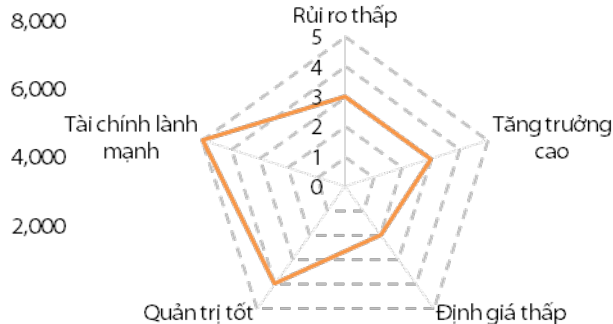
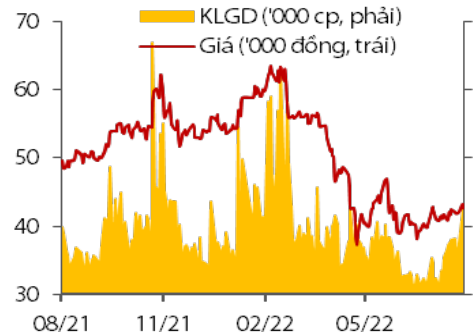
<GTT 42.000>

<GMT: 50.600>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCP đang lưu hành (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần ('000 VND)

Dầu khí	Doanh thu (tỷ đồng)	169.009	229.297	223.863
53.238	LNST (tỷ đồng)	2.839	2.789	4.372
1.271	ROA (%)	4,5	4,1	6,2
986	ROE (%)	9,7	5,2	7,3
41	EPS (đồng)	1.788	2.144	3.361
2,4	GTSS (đồng)	19.417	19.679	21.158
37,3-63,4	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.200	1.200	1.200
	P/E (x)	30,1	22,9	14,6
	P/B (x)	2,7	2,5	2,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận nửa đầu năm bị ảnh hưởng bởi sự cố cắt giảm công suất ở nhà máy lọc dầu Nghi Sơn nhưng sẽ phục hồi mạnh từ nửa cuối năm

- Sự cố từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn khiến PLX phải nhập khẩu xăng dầu với giá cao để bù đắp lượng thiếu hụt trong nước trong 6 tháng đầu năm 2022 trong khi giá xăng dầu thế giới có nhiều biến động khiến PLX phải trích lập dự phòng hàng tồn kho lớn. Đây là nguyên nhân khiến LNST của PLX giảm mạnh 90,4% trong 6 tháng đầu năm. Theo PLX, nguồn cung xăng dầu trong nước sẽ quay trở về mức ổn định như trước với tỷ trọng nguồn cung trong nước tăng lên 70% trong nửa cuối năm và điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của công ty trong 2 quý cuối năm.
- Ngoài ra, việc mở cửa thị trường du lịch quốc tế từ ngày 15/03/2022 sẽ giúp ngành hàng không hồi, qua đó giúp lợi nhuận mảng nhiên liệu bay có cơ hội tăng trưởng cao trong nửa cuối năm.

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận lớn từ thoái vốn PG Bank

- PLX có kế hoạch thoái vốn 40,57% cổ phần tại PG Bank thông qua đấu giá công khai trong Q4/2022. Với ước tính giá thoái khoảng 20.000 đồng/cp (P/B là 1,37 lần) ~ biến động giá bình quân của PGB 1 tháng gần đây, PLX sẽ ghi nhận khoảng 720 tỷ đồng lợi nhuận tài chính không thường xuyên từ việc thoái nhà băng này.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

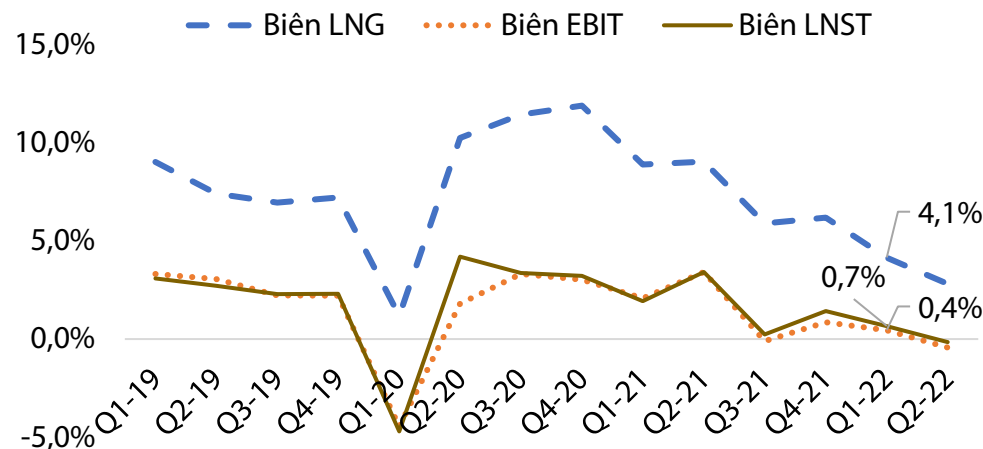
- Giá dầu biến động giảm mạnh khiến PLX phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, điều này sẽ khiến lợi nhuận của PLX giảm mạnh. Nguồn cung từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn thiếu hụt bất ngờ có thể sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của PLX.
- Thoái vốn PGB không như kỳ vọng

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 6T2022 của PLX (tỷ đồng)

	6T2022	6T2021	%svck
LNTT	292,6	2.840,5	-90%
Xăng dầu	-594,8	1.772,1	n/a
Nhiên liệu bay	90,9	86	6%
Hóa dầu	369,4	378,3	-2%
Gas	79,4	112,1	-29%
Vận tải	43,4	73,3	-41%
Khác	304,2	418,7	-27%
LNST	206,4	2.158,9	-90%

Nguồn: PLX, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Biên lợi nhuận của PLX (%)



Nguồn: PLX, CTCK Rồng Việt

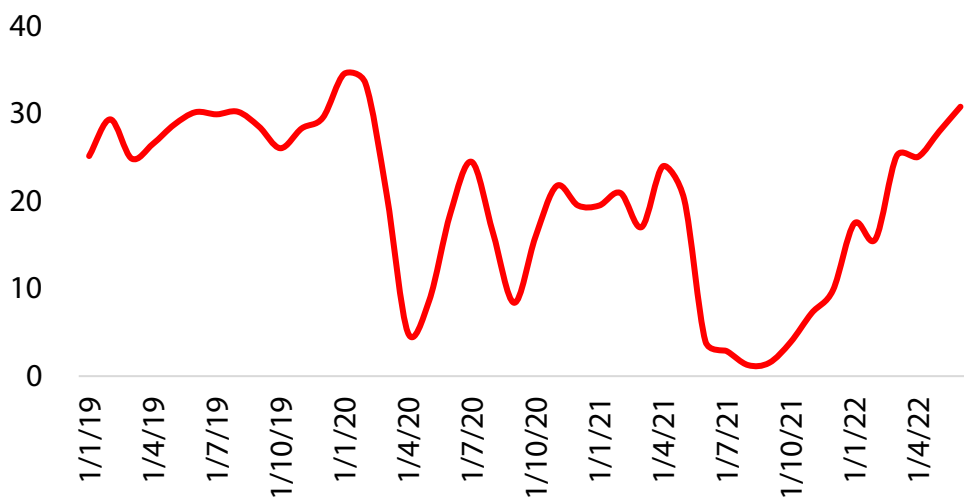
LNST 6 tháng đầu năm kém khả quan do thiếu hụt nhất thời trong nguồn xăng dầu sản xuất trong nước và trích lập dự phòng lớn

- Sự cố từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn khiến PLX gia tăng nhập khẩu xăng cùng với việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho lớn tại cuối Q2/2022 (1.330 tỷ đồng) là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp nửa đầu năm chỉ đạt 3,42% so với 8,95% cùng kỳ năm ngoái. Hệ quả LNST chỉ đạt 206 tỷ đồng trong nửa đầu năm, giảm mạnh 90,4% svck.
- Theo quan sát, giá xăng dầu thế giới không có nhiều biến động bất thường lớn trong Q2/2022. Trong khi tính đến thời điểm cuối Q2, PLX đã trích lập dự phòng tổng cộng 1.330 tỷ đồng hàng tồn kho xăng dầu, tiếp tục tăng mạnh so với 523 tỷ quý trước đó. Theo giải trình, nguyên nhân đẩy mạnh trích lập là do giá xăng trong nước đã giảm mạnh trong đầu tháng 7. Nếu loại trừ khoản trích lập, tỷ suất lợi nhuận gộp điều chỉnh tương đương so với Q1/2022. Chúng tôi cho rằng, PLX đã rất thận trọng trong việc trích lập giảm giá hàng tồn kho.

Yếu tố bất thường trong nguồn cung xăng dầu được đẩy lùi cùng với sự phục hồi và tăng trưởng mạnh trong nhu cầu tiêu thụ giúp LNST của PLX bùng nổ trong nửa cuối 2022

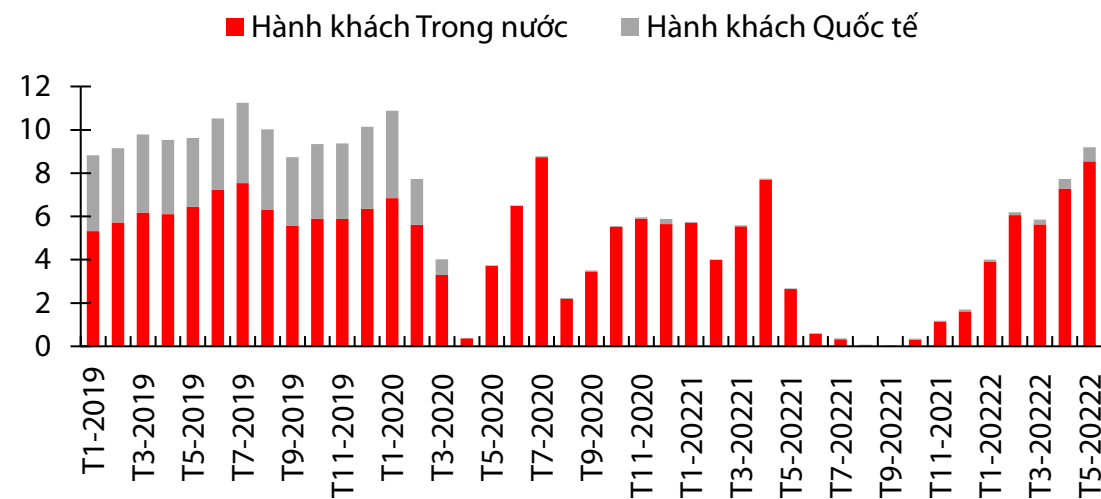
- Theo PLX, nguồn cung xăng sẽ quay trở về trạng thái bình thường với tỷ trọng nhập khẩu dự kiến là 30% nửa cuối năm, trái ngược với tỷ trọng nhập khẩu cao - 50% trong Q1/2022 và 39% trong Q2/2022. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu đang cho thấy sự phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ. Trong nửa đầu năm, sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước của PLX tăng trưởng 9% svck đạt 5,09 triệu m3. Với nền thấp của năm ngoái vì Covid, chúng tôi cho rằng sản lượng của PLX tăng cao trong nửa cuối năm. Ngoài ra, việc công ty đã thận trọng trích lập nhiều nửa đầu năm, lợi nhuận nửa cuối năm của PLX được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể nếu giá xăng dầu không có nhiều biến động trong phần còn lại của năm 2022.

Hình 2: Số lượng chuyến bay khai thác (nghìn chuyến)



Nguồn: ACV

Hình 3: Số lượng khách qua cảng hàng không (triệu lượt khách)



Nguồn: ACV

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận lớn từ thoái vốn PG Bank

- PLX sở hữu một loạt các doanh nghiệp con, công ty liên doanh, liên kết có tiềm năng thoái vốn trong tương lai bao gồm ngân hàng PGB, bảo hiểm PGI, doanh nghiệp phân phối Gas PGC và hóa dầu PLC. Nổi bật nhất trong nhóm doanh nghiệp nêu trên là PGB với tỷ lệ sở hữu 40,57% cổ phần. Hiện ngân hàng nhà nước đã chấp thuận cho PLX hoán toàn bộ cổ phần thông qua đấu giá công khai trong Q4/2022. Với ước tính giá thoái khoảng 20.000 đồng/cp (P/B là 1,37 lần) ~ biến động giá bình quân của PGB 1 tháng gần đây, PLX sẽ ghi nhận khoảng 720 tỷ đồng lợi nhuận tài chính không thường xuyên từ việc thoái nhà băng này.

Mảng nhiên liệu bay tích cực trở lại

- Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách phục hồi mạnh mẽ đồng thời ở cả thị trường trong nước và quốc tế sẽ giúp mảng nhiên liệu bay của PLX phục hồi mạnh mẽ. Trước dịch, mảng nhiên liệu bay đóng góp 846 tỷ đồng LNTT của PLX (năm 2019). Năm 2022, PLX đặt kế hoạch thận trọng cho mảng nhiên liệu bay với LNTT 150 tỷ đồng, tăng 1,35% so với 2021. Từ diễn biến mở cửa du lịch quốc tế và mùa nghỉ hè 2022, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ phục hồi mạnh mẽ từ nửa cuối năm.

TÍCH LŨY: +12%

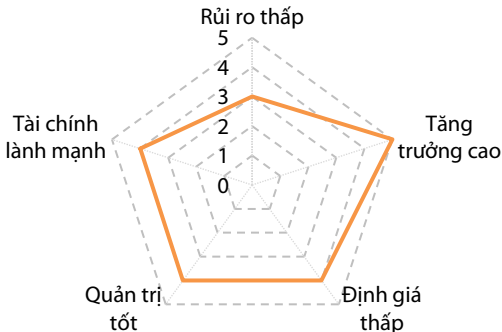
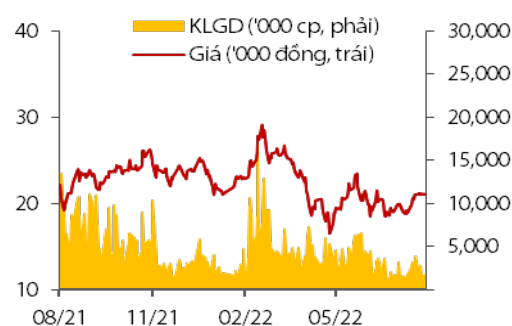
<GTT: 21.200>

<GMT: 23.800>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

Vận tải	Doanh thu	7.460	8.577	8.066
6.861	LNST	660	880	747
324	ROA (%)	5,3	6,2	4,8
2.872	ROE (%)	12,7	14,6	11,4
59	EPS (đồng)	1.933	2.322	1.972
35,0	GTSS (đồng)	16.051	16.914	18.386
16,4 – 29,5	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	500
	P/E (x)	12,5	8,7	10,3
	P/B (x)	1,5	1,2	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiếp tục mở rộng đội tàu trong 6 tháng cuối năm 2022.

- PVT đặt mục tiêu mua 23 tàu vào năm 2022, hầu hết nằm trong kế hoạch 2020-2021. Hiện tại, PVT và các công ty con đang nhắm đến mục tiêu 2-3 tàu chở dầu sản phẩm tầm trung (40.000 - 50.000 tấn), tàu LPG và một vài tàu hóa chất. Chúng tôi cho rằng PVT chỉ có thể mua được 6-8 tàu trong năm nay. Cho đến nay, công ty đã mua 3 tàu, chủ yếu ở mảng hóa chất. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu của mảng vận tải tăng 27%.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trong 6 tháng cuối năm 2022.

- Với tác động của lỗ chênh lệch tỷ giá và giá nhiên liệu VLFSO tăng, lợi nhuận của PVT giảm trong Q2/2022 mặc dù doanh thu vẫn tăng trưởng. Do giá VLFSO đã hạ nhiệt trong thời gian gần đây và PVT sẽ bổ sung thêm đội tàu mới trong nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh. Bên cạnh đó, việc thanh lý tàu Athena sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trong kỳ.

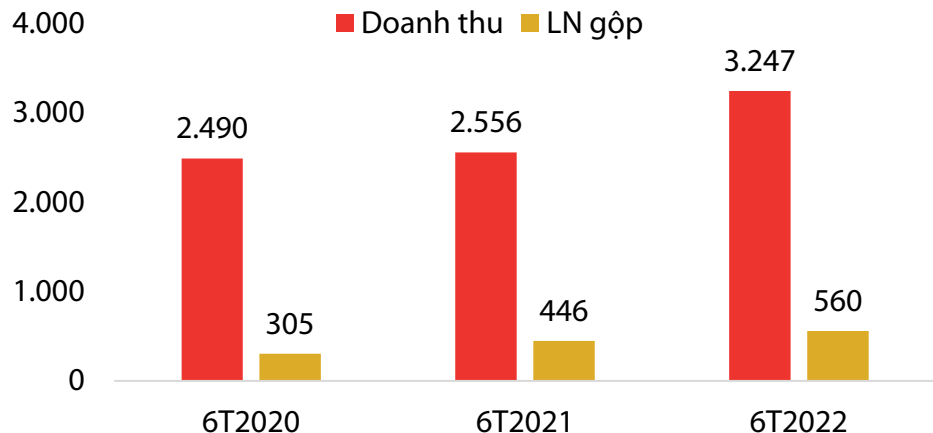
Cổ phiếu PVT hấp dẫn với P/E dự phóng thấp.

- Cho năm 2022, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ được dự báo lần lượt đạt 8.577 tỷ đồng (+15,0% svck) và 808 tỷ đồng (+33,3% svck) . Dựa trên dự báo của chúng tôi, P/E dự phóng của PVT là 8,7 lần, tương đối hấp dẫn với đà tăng trưởng cao trong năm nay.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- PVT sẽ ghi nhận lợi nhuận một lần vào năm 2023.
- Việc mở rộng đội tàu không như dự kiến của chúng tôi.

Hình 1: Kết quả hoạt động vận tải (tỷ đồng)



Nguồn: PVT, CTCK Rông Việt

Mảng vận tải tiếp tục tốt trong nửa đầu năm 2022

- Trong 6 tháng đầu năm 2022, mảng vận tải ghi nhận doanh thu 3.247 tỷ đồng, tăng 27% svck trong khi lợi nhuận gộp tăng 25,3% lên 560 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng các tàu chở LPG và tàu chở hóa chất là những yếu tố đóng góp chính cho tăng trưởng do PVT đã bổ sung thêm tàu VLGC và 5 tàu chở hóa chất kể từ Q3/2021.

Nhưng chi phí tài chính cao và thu nhập khác thấp đã ảnh hưởng đến lợi nhuận

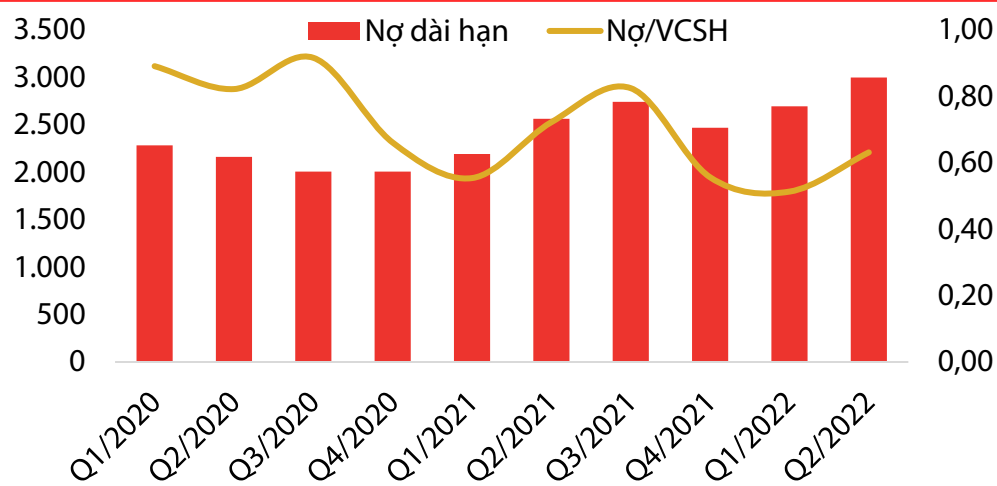
- Khi đội tàu ngày càng mở rộng, các khoản nợ dài hạn cũng tăng cao dẫn đến chi phí lãi vay tăng cao so với cùng kỳ năm ngoái. Bên cạnh đó, các khoản lợi nhuận khác - chủ yếu từ hoạt động thanh lý tàu, thấp hơn so với cùng kỳ.
- LNST cổ đông công ty mẹ đạt 365 tỷ đồng nửa đầu năm, giảm 3,2%.

Bảng 1: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế

Đơn vị: tỷ đồng	6T2020	6T2021	6T2022
Lợi nhuận hoạt động	369	493	575
Lợi nhuận tài chính	8	19	-44
Lợi nhuận liên doanh	14	12	13
Lợi nhuận khác	2	43	19
Tổng cộng	393	568	563

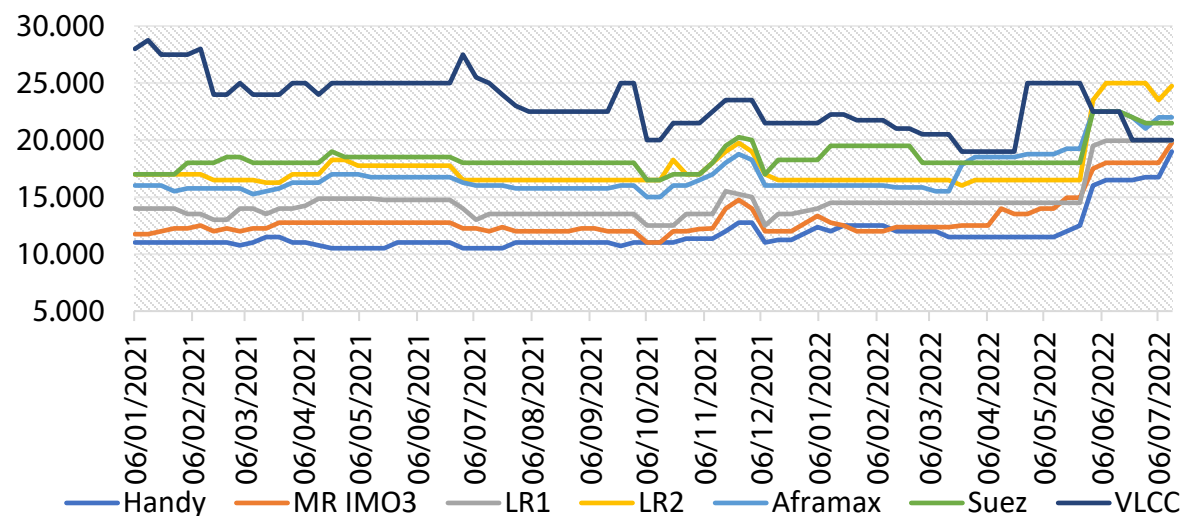
Nguồn: PVT, CTCK Rông Việt

Hình 2: Nợ dài hạn (LHS) và nợ / vốn chủ sở hữu (RHS)



Nguồn: PVT, CTCK Rông Việt

Hình 3: Tỷ giá T/C 1 năm (USD/pdpr)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá VLSFO (USD/tấn)

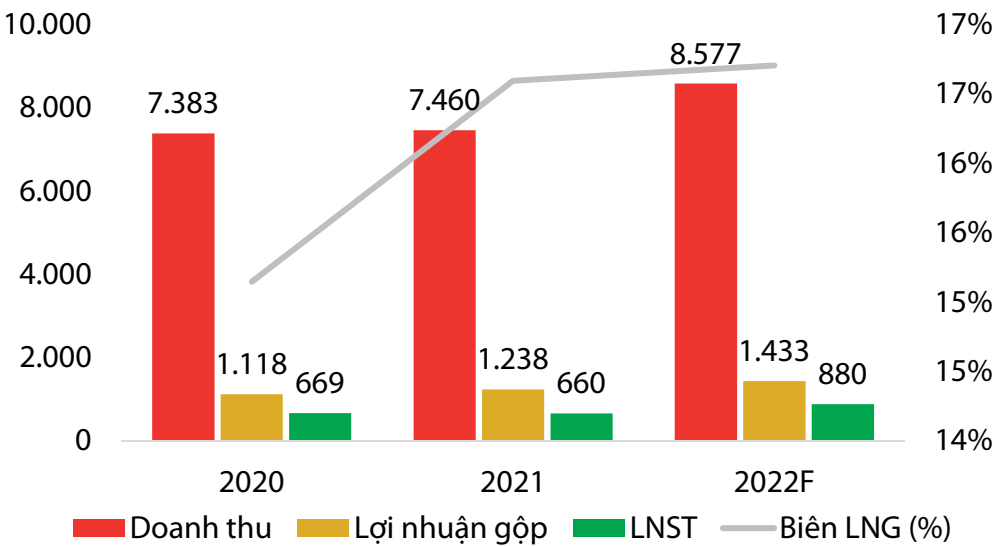


Nguồn: Ship and bunker

Cước tàu đã tăng lên trong khi giá nhiên liệu có xu hướng giảm

- Chúng tôi thấy rằng cước T/C đối với tàu chở dầu thô cũng như tàu chở sản phẩm dầu đã tăng lên kể từ sau chiến tranh Nga - Ukraine. Nếu giá cước có thể duy trì ở mức này đến cuối năm nay, chúng tôi cho rằng PVT có thể nhận được mức cước tốt hơn cho một số tàu khi gia hạn hợp đồng mới.
- Giá nhiên liệu dẫn hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh từ cuối tháng 6. Chúng tôi dự đoán đội tàu chạy theo hợp đồng giao ngay sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động từ Q3/2022 trở đi.

Hình 5: Dự phóng 2022



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tàu trên 20 năm tuổi

	Loại tàu	Trọng tải (DWT)	Giá trị ước tính (Tỷ đồng)
PVT Athena	Dầu thô	105.177	100
PVT Dragon	Sản phẩm dầu	8.700	5
PVT Dolphin	Sản phẩm dầu	45.888	28
PVT Eagle	Sản phẩm dầu	33.425	21
Tổng cộng			160

Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Thanh lý tàu Athena đóng góp đáng kể vào lợi nhuận nửa cuối 2022

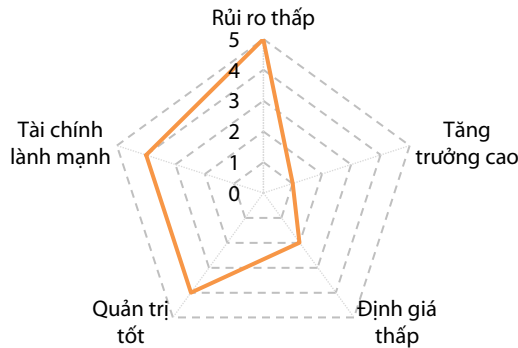
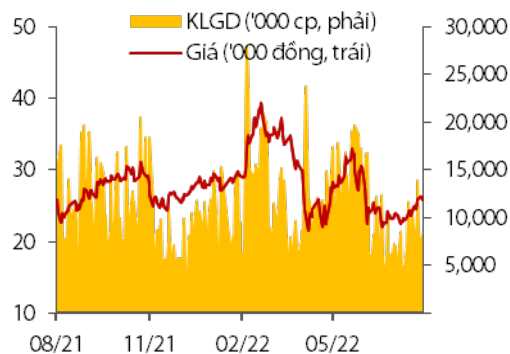
- PVT sẽ bán 4 tàu có tuổi đời trên 20 năm là PVT Athena, PVT Eagle, PVT Dragon và PVT Dolphin trong thời gian tới. Trong đó, PVT Athena có thể đóng góp hơn 100 tỷ đồng (4,3 triệu USD) vào lợi nhuận của công ty. Chúng tôi hy vọng rằng PVT có thể ghi nhận khoản lợi nhuận một lần này vào 6 tháng cuối năm, khi Athena kết thúc hợp đồng cho thuê tàu trần.
- Nhờ khoản lợi nhuận bất thường từ việc thanh lý tàu, lợi nhuận năm 2022 của PVT dự kiến sẽ tăng 33% lên 880 tỷ đồng hoặc lợi nhuận nửa cuối năm 2022 sẽ là 515 tỷ đồng so với 365 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022.
- Với EPS là 2.322đ P/E dự phóng của cổ phiếu PVT là 8,7x theo thị giá hiện tại, khá hấp dẫn.

GIẢM TỶ TRỌNG: -12%

<GTT: 25.300>

<GMT: 21.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

	TÀI CHÍNH	2020A	2021A	2022F
Dầu khí	Doanh thu	20.180	14.198	16.584
12.093	LNST	624	601	663
478	ROA (%)	2,4	2,4	2,4
9.957	ROE (%)	5,1	5,1	5,5
269	EPS (đồng)	1.046	911	1.249
39,7	GTSS (đồng)	25.411	24.701	25.244
19,4 – 41,2	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	700
	P/E (x) (*)	17,0	28,5	20,8
	P/B (x) (*)	0,7	1,1	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chi phí quản lý cao ảnh hưởng lợi nhuận nửa đầu năm nhưng nhiều khả năng sẽ không xảy ra trong nửa cuối năm

- Do chi phí quản lý tăng mạnh trong Q2/2022, LNST trong Q2/2022 cũng như 6 tháng đầu năm 2022 giảm so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PVS sẽ không ghi nhận khoản chi phí lớn như vậy trong 6 tháng cuối năm, qua đó giúp lợi nhuận PVS tăng trong phần còn lại năm 2022.

Lợi nhuận của liên doanh và việc hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng sẽ là phần đóng góp chính cho lợi nhuận

- Do FPSO Lam Sơn đã nhận được hợp đồng mới đến tháng 6/2023, lợi nhuận của liên doanh năm 2022 được dự báo sẽ tốt như năm 2021. Trong khi đó, PVS sẽ tiếp tục hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng từ các dự án M&C trước đây. Tổng cộng, hai khoản này sẽ chiếm 67% tổng LNTT của năm 2022.

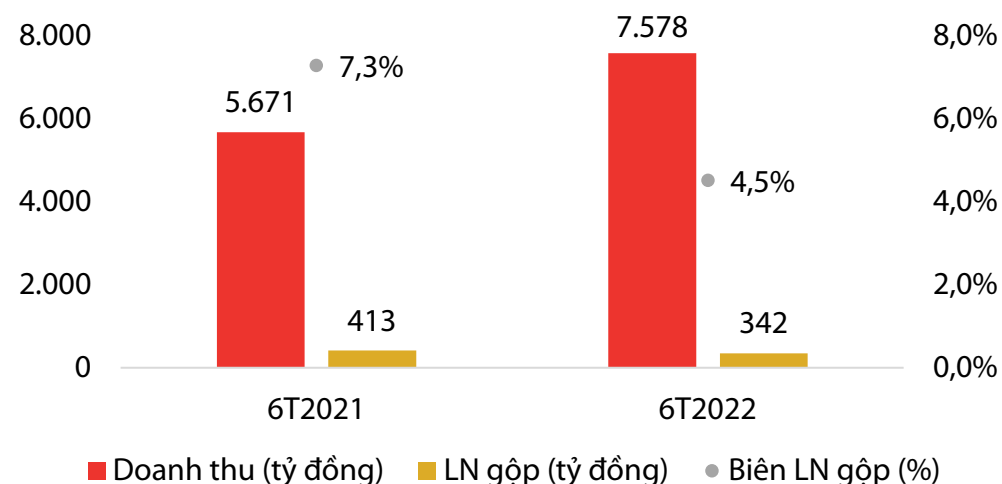
Tiềm năng từ các dự án dầu khí và các dự án điện gió ngoài khơi trong bối cảnh không có nhiều hợp đồng mới cho mảng M&C trong năm 2022

- Hiện tại, PVS đã trúng thầu 3 dự án với tổng giá trị 610 triệu USD và sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2022-2024 với tỷ suất biên gộp thấp. Tuy nhiên, sẽ có những dự án dầu khí lớn như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Bàu Kén và PVS có thể trúng được những hợp đồng xây lắp lớn nhờ vị thế dẫn đầu mảng M&C.
- PVS đang chuẩn bị tham gia vào lĩnh vực điện gió ngoài khơi để hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh. PVS sẽ là chủ đầu tư đồng thời là nhà thầu. Nhờ những dự án điện gió ngoài khơi này, PVS có được dòng tiền ổn định hàng năm.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

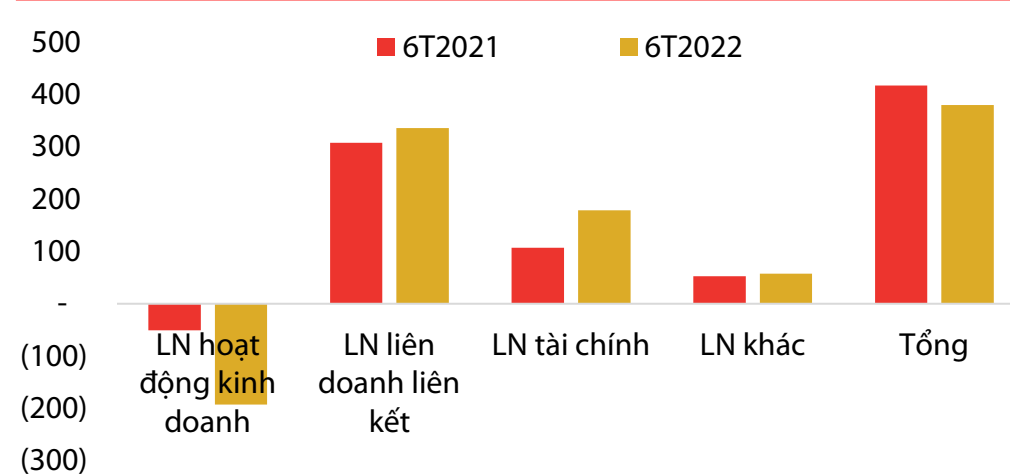
- Dự án dầu khí lớn bị trì hoãn lâu hơn dự kiến.

Hình 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp (trái) và biên gộp (phải)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế 6T2022 (tỷ đồng)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt, LN hoạt động = LN gộp – Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh lỗ do chi phí quản lý cao

- Trong nửa đầu năm 2022, PVS công bố doanh thu thuần đạt 7.578 tỷ đồng, tăng 32,5% nhưng lợi nhuận gộp giảm 17,7% xuống 342 tỷ đồng. Bên cạnh đó, công ty ghi nhận chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 502 tỷ đồng, tăng 19,8% svck. Do đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ghi nhận lỗ 192 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022, so với mức lỗ 50 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái.

Lợi nhuận liên doanh và lợi nhuận tài chính bù đắp

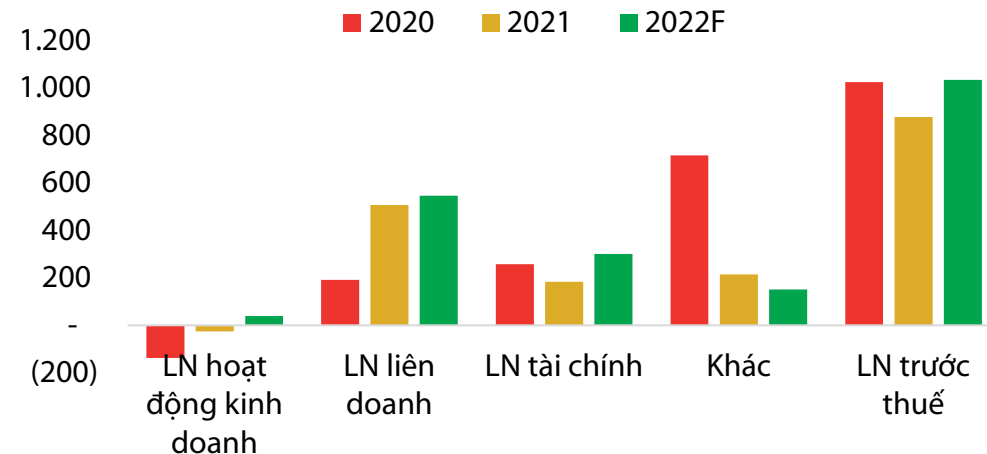
- Lợi nhuận từ liên doanh liên kết ghi nhận 335 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022, so với 308 tỷ đồng cùng kỳ. Mới đây, FPSO Lam Sơn đã nhận được hợp đồng mới đến tháng 6/2023. Bên cạnh đó, doanh thu hoạt động tài chính cũng tăng 65% so với lãi chênh lệch tỷ giá. Kết quả là LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 228 tỷ đồng, giảm 22,9%.

Bảng 1: Dự án khí dầu tiềm năng

Cập nhật	
Lô B	+ Chờ đợi quyết định đầu tư cuối cùng (FID).
Cá Voi Xanh	+ Exxon Mobil hoàn thiện Kế hoạch Phát triển mỏ (FDP).
Sư Tử Trắng giai đoạn 2	+ Hoàn thành FEED.
Kèn Bầu	+ Tiếp tục khoan thăm dò.
LNG Thị Vải giai đoạn 2	+ Chờ hoàn tất giai đoạn 1 trong năm 2022.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 3: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế năm 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận liên doanh và hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng sẽ đóng góp chính cho lợi nhuận

- Do FPSO Lam Sơn đã nhận được hợp đồng mới đến tháng 6/2023, lợi nhuận liên doanh liên kết năm 2022 được dự báo sẽ tốt như năm 2021. Bên cạnh đó, PVS nhiều khả năng sẽ hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng từ các dự án M&C trước đó trong nửa cuối năm 2022. Theo ước tính của chúng tôi, hai khoản này sẽ chiếm 67% tổng LNTT của năm 2022.
- Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 16.584 tỷ đồng (+16,8% svck) và 663 tỷ đồng (+10,3% svck).

PVS sẽ nhận được nhiều hợp đồng lớn đối với mảng M&C nếu các dự án dầu khí lớn được khởi công

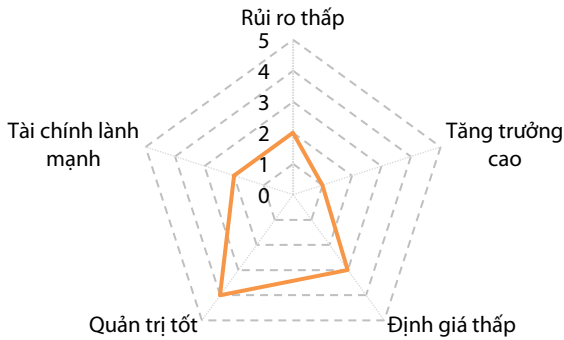
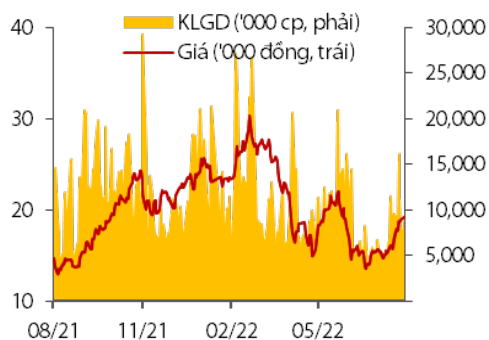
- Nhờ vị thế dẫn đầu mảng M&C, PVS có thể được nhận các hợp đồng xây lắp lớn nếu các dự án như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Kèn Bầu được khởi công. Mặc dù tiến độ của các dự án này còn chậm nhưng chúng tôi nhận thấy một số động thái tích cực để tháo gỡ được nút thắt tại các dự án này.
- Về lâu dài, PVS có thể hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh khi trở thành nhà thầu cũng như chủ đầu tư các dự án điện gió ngoài khơi.

GIẢM TỶ TRỌNG: -14%

<GTT: 19.500>

<GMT: 16.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BĐ giá 52 tuần

	TÀI CHÍNH	2020A	2021A	2022F
Dầu khí	Doanh thu	5.229	3.995	5.241
10.451	LNST	186	20	-90
556	ROA (%)	0,9	0,1	-0,4
8.103	ROE (%)	1,4	0,1	-0,7
146	EPS (đồng)	282	-36	-214
43,8	GTSS (đồng)	32.723	32.243	32.029
13,0 – 30,5	Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
	P/E (x)	57,4	n/a	n/a
	P/B (x)	0,5	0,5	0,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù lợi nhuận gộp trong 6 tháng 2022 âm, dịch vụ khoan được dự báo sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm.

- Trong 2 quý đầu năm, doanh thu từ mảng khoan tăng 157,9% lên 1.736 tỷ đồng chủ yếu nhờ giàn PVD V khi giàn khoan này bắt đầu chiến dịch cho Shell Brunei từ cuối tháng 1 năm nay. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp lại lỗ 52 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp sẽ chuyển sang dương trong 2 quý cuối năm.

Chúng tôi kỳ vọng PVD có lợi nhuận nửa cuối 2022.

- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của PVD sẽ cải thiện trong khoảng thời gian còn lại của năm nay nhờ hiệu suất sử dụng giàn tăng cao và không còn chi phí bất thường như trong 6 tháng đầu năm. Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 5.214 tỷ đồng, tăng 31,2% và lỗ 90 tỷ đồng. Hay LNST của cổ đông công ty mẹ sẽ ghi lãi 26 tỷ đồng trong 6 tháng cuối 2022.

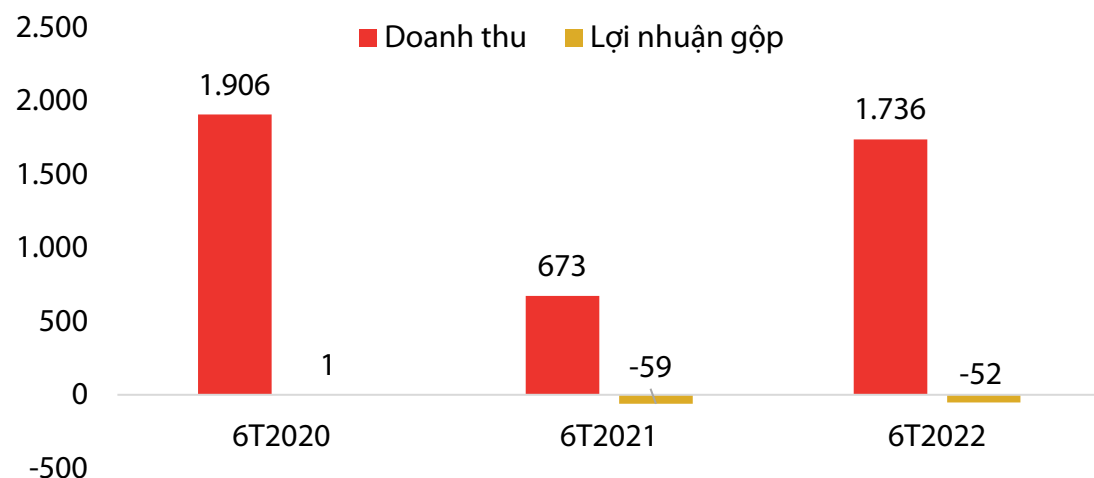
Giá cho thuê giàn năm 2023 có thể tốt hơn nhờ đà tăng giá giàn của khu vực.

- Nhìn sang năm 2023, chúng tôi thấy rằng giá thuê giàn khoan trong khu vực đang ở mức cao so với giá thuê giàn trung bình năm 2022 của PVD (xấp xỉ 60.000 USD/ngày). Do đó, có thể kỳ vọng PVD sẽ giành được hợp đồng mới với giá tốt hơn giá hiện tại vào năm 2023.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

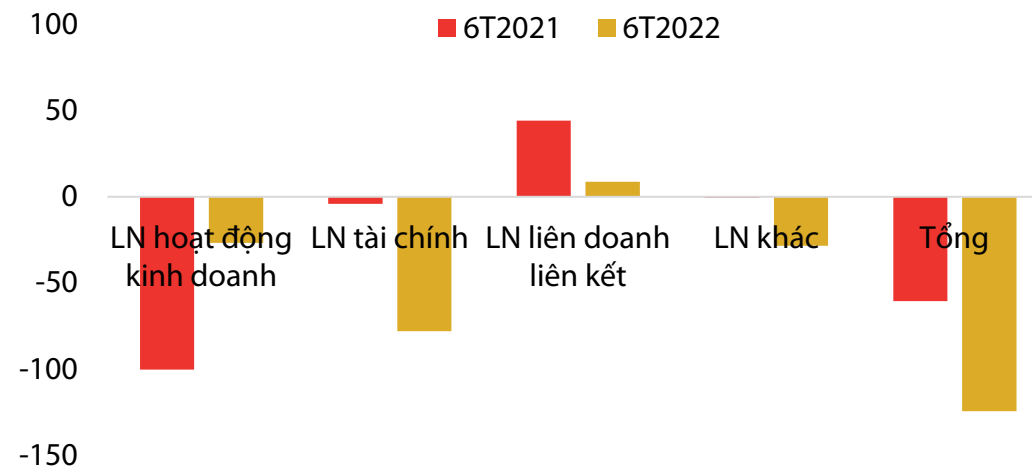
- Giá dầu suy yếu, dẫn đến giá thuê cũng giảm trong năm 2023.

Hình 1: Hiệu quả hoạt động mảng khoan (tỷ đồng)



Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế



Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt

Doanh thu dịch vụ khoan tăng nhờ giàn PVD V nhưng vẫn lỗ

- Trong nửa đầu năm 2022, doanh thu từ mảng khoan tăng 157,9% lên 1.736 tỷ đồng. Sự tăng trưởng chủ yếu đến từ PVD V khi giàn khoan này bắt đầu chiến dịch cho Shell Brunei từ cuối tháng 1 năm nay. Tuy nhiên, mảng khoan vẫn ghi nhận khoản lỗ gộp 52 tỷ đồng so với mức lỗ 59 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Chi phí tài chính tăng cao cùng với lợi nhuận liên doanh thấp đã ảnh hưởng lên lợi nhuận chung

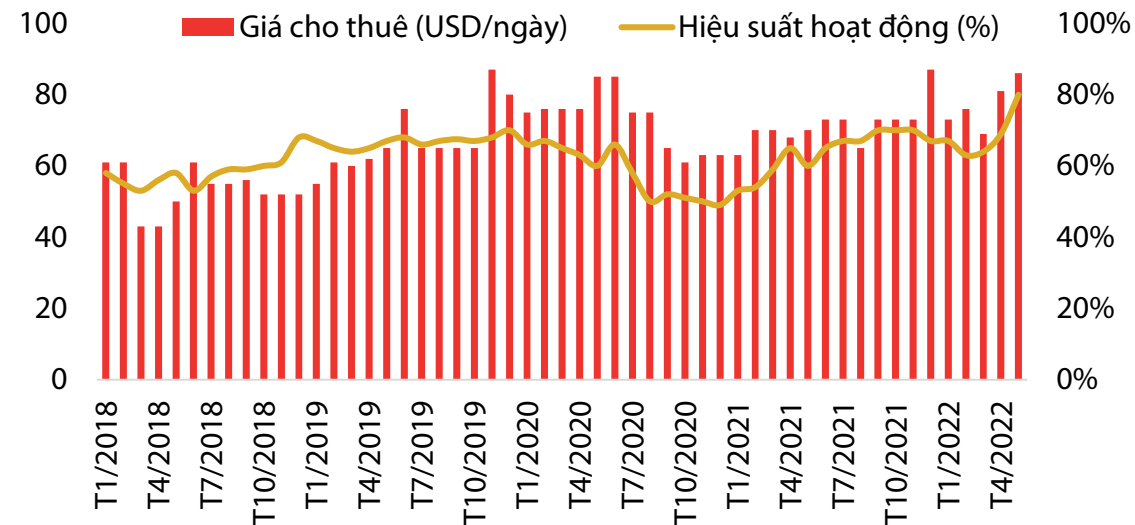
- Mặc dù doanh thu tăng mạnh nhưng chúng tôi cũng thấy chi phí quản lý và chi phí tài chính tăng trong 2 quý đầu 2022. Cụ thể, PVD đã trích lập dự phòng bổ sung cho các khoản phải thu của Kris Energy và các khách hàng khác với tổng giá trị là 31 tỷ đồng. Bên cạnh đó, công ty cũng ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá gần 67 tỷ đồng.
- Lợi nhuận của liên doanh chỉ đạt 9 tỷ đồng so với 44 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 1: Lịch khoan năm 2022

Hợp đồng	
PVD I	+ Vietsovpetro: 1/1/2022 đến 4/7/2022. + Vietsovpetro: 20/7/2022 đến cuối năm 2022.
PVD II	+ Vietsovpetro: 19/3/2022 đến 30/6/2022. + Premier Oil (Indonesia): 10/7/2022 đến 14/10/2022. + Hoang Long Hoang Vu: 22/10/2022 đến cuối năm 2022.
PVD III	+ Repsol Malaysia: cả năm 2022.
PVD VI	+ ENI: 1/4/2022 đến 2/7/2022. + POVO: 16/07/2022 đến 15/10/2022 (tùy chọn gia hạn 1 tháng). + Cửu Long JOC: 26/11/2022 đến cuối năm 2022.
PVD V (TAD)	+ BSP: 28/1/2022 đến cuối năm 2022.
PVD 11	+ GBRs: 1/1/2022 đến 5/10/2022.
Hakuryu 11 (giàn thuê ngoài)	+ Idenmitsu: 1/1/2022 đến 25/7/2022

Nguồn: PVD

Hình 3: Giá cho thuê và hiệu suất sử dụng giàn khoan ở Đông Nam Á



Nguồn: IHS

Lợi nhuận 6 tháng cuối năm được dự đoán sẽ tốt hơn

- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của PVD sẽ cải thiện trong 2 quý cuối nhờ hiệu suất sử dụng cao hơn và không còn chi phí bất thường như trong 2 quý đầu.
- Với hoạt động khoan, doanh thu được đảm bảo bởi lịch trình khoan kéo dài hết năm. Ngoài ra, PVD nhiều khả năng sẽ không ghi nhận thêm chi phí bất thường như nửa đầu năm và giúp biên lợi nhuận gộp mảng khoan cải thiện. Với chi phí tài chính, tỷ giá hạ nhiệt so với mức tăng mạnh trong Q2/2022 sẽ giảm chi phí tài chính trong nửa cuối năm so với đầu năm. Đối với chi phí quản lý doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng PVD sẽ không trích lập thêm bất kỳ khoản dự phòng nào.
- Cho năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 5.214 tỷ đồng, tăng 31,2% svck và lỗ 90 tỷ đồng. Hay LNST của cổ đông công ty mẹ sẽ ghi nhận lãi 26 tỷ đồng trong 2 quý cuối 2022.

Giá thuê giàn có thể tốt hơn vào năm 2023

- Nhìn vào năm 2023, chúng tôi thấy rằng giá thuê giàn khoan trong khu vực đang ở mức cao so với giá thuê ngày trung bình năm 2022 của PVD (xấp xỉ 60.000 USD/ngày). Do đó, có thể kỳ vọng PVD sẽ giành được hợp đồng mới với giá tốt hơn giá hiện tại vào năm 2023.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

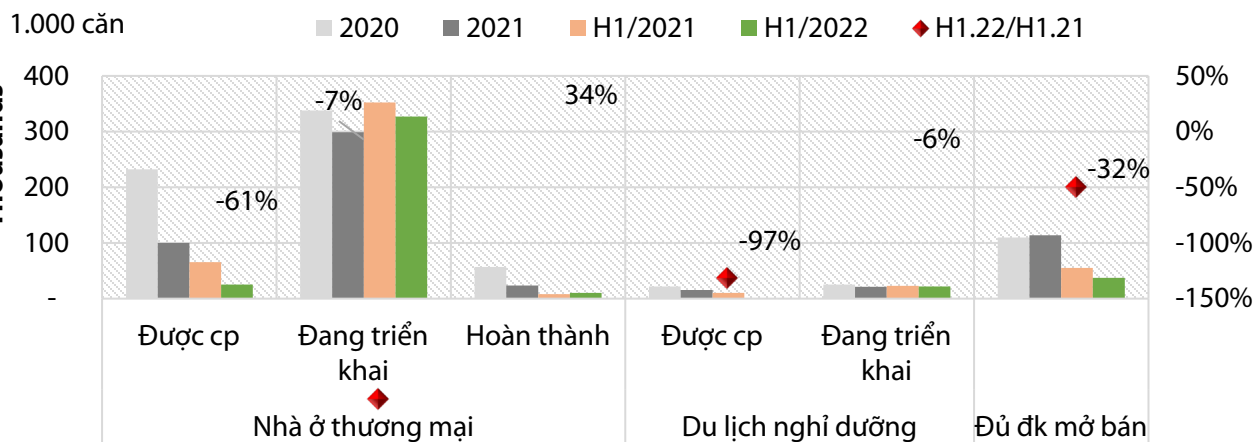
KHÓ KHĂN TRONG NGẮN HẠN



Trần Kỳ Anh – anh.tk@vdsc.com.vn

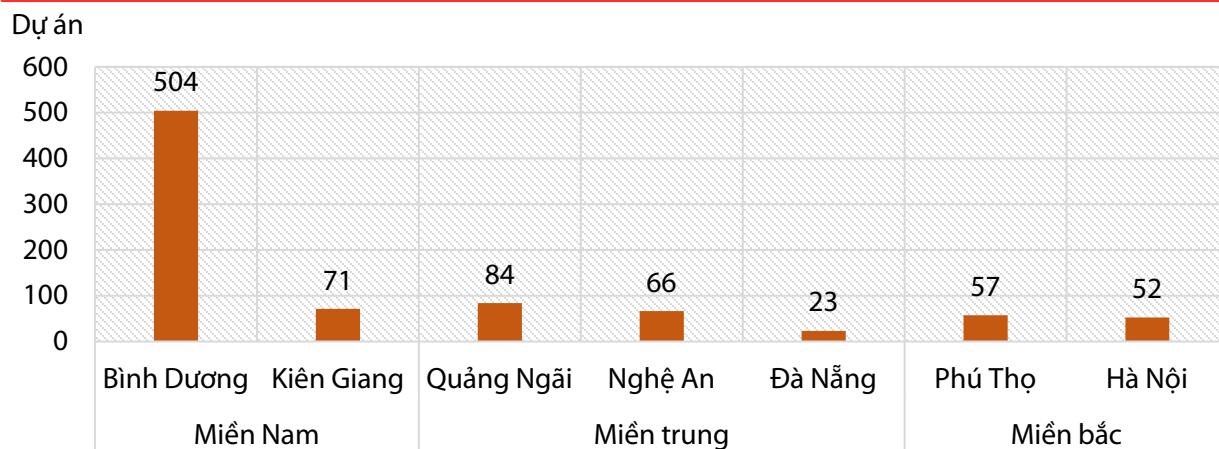


Hình 1: Thống kê hoạt động các dự án BĐS cả nước H1/2022



Nguồn: Bộ Xây Dựng

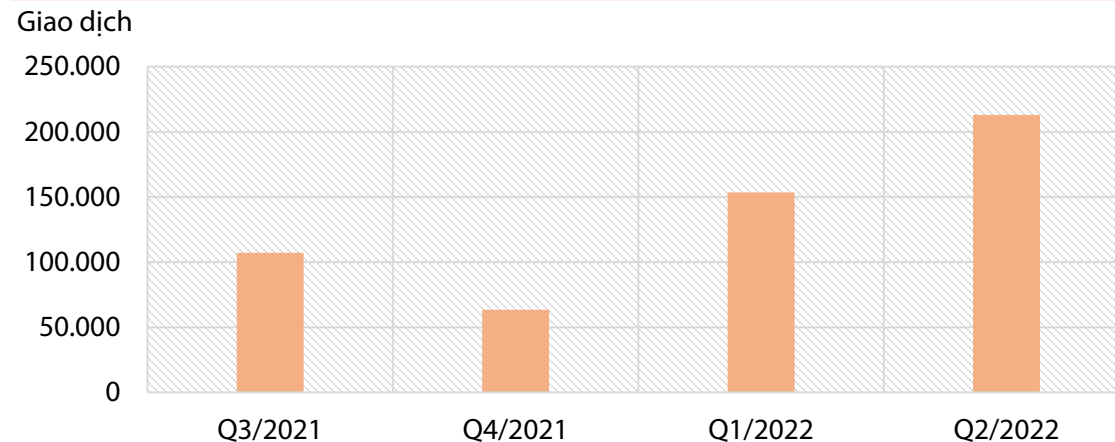
Hình 2: Số lượng các dự án nhà ở thương mại đang phát triển cuối Q2/2022



Nguồn: Bộ Xây Dựng

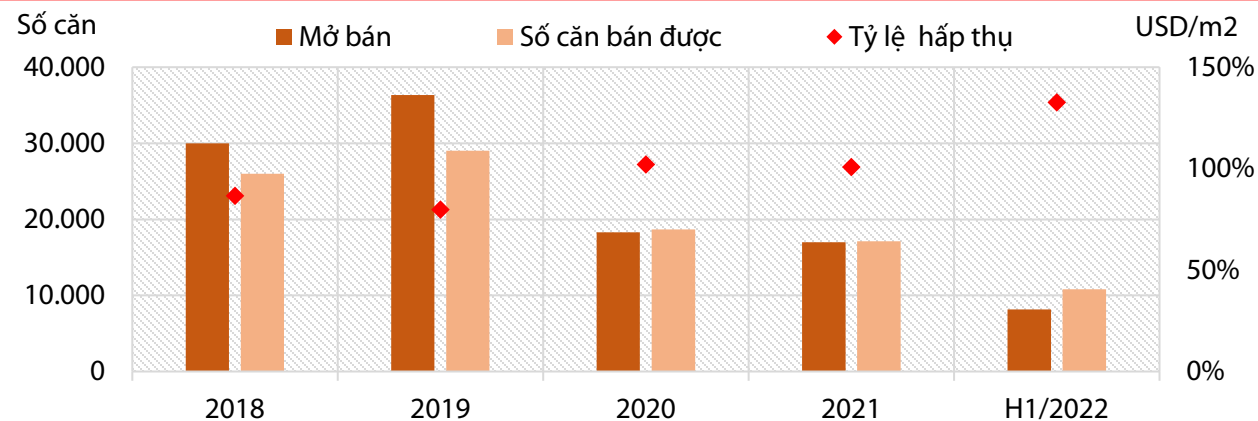
- Trong năm H1/2022, các hoạt động phát triển dự án BĐS thương mại nhà ở cả nước ghi nhận sự diễn biến chậm hơn so với năm 2021 (Cấp phép -61% YoY, đang triển khai -7% YoY, đủ điều kiện mở bán -32% YoY). Trong đó: Bình Dương, Kiên Giang, Quảng Ngãi, Nghệ An, Đà Nẵng, Phú Thọ, Hà Nội đang là các tỉnh thành dẫn đầu và hoạt động phát triển nhà ở thương mại.
- Các dự án du lịch nghỉ dưỡng cũng đang cho thấy sự chững lại khi chỉ có 6 dự án được cấp phép mới trong H1/2022, bên cạnh số lượng các dự án đang triển khai cũng ghi nhận giảm 6% so với cùng kỳ.
- Trong khi đó, hoạt động giao dịch đất nền trên cả nước vẫn diễn ra khá sôi động, với 366.555 giao dịch, chiếm hơn 80% số lượng các sản phẩm liên quan đến nhà ở.

Hình 3: Số lượng giao dịch đất nền cả nước



Nguồn: Bộ Xây Dựng

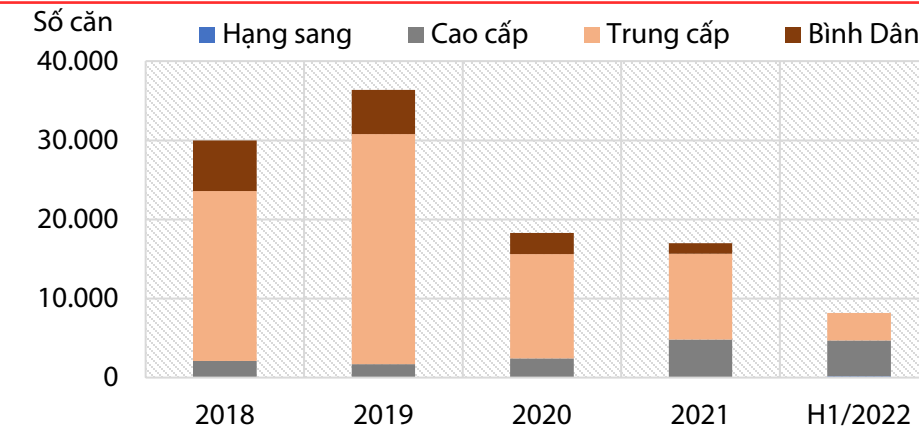
Hình 4: Cung cầu BĐS căn hộ tại Hà Nội



Nguồn: CBRE

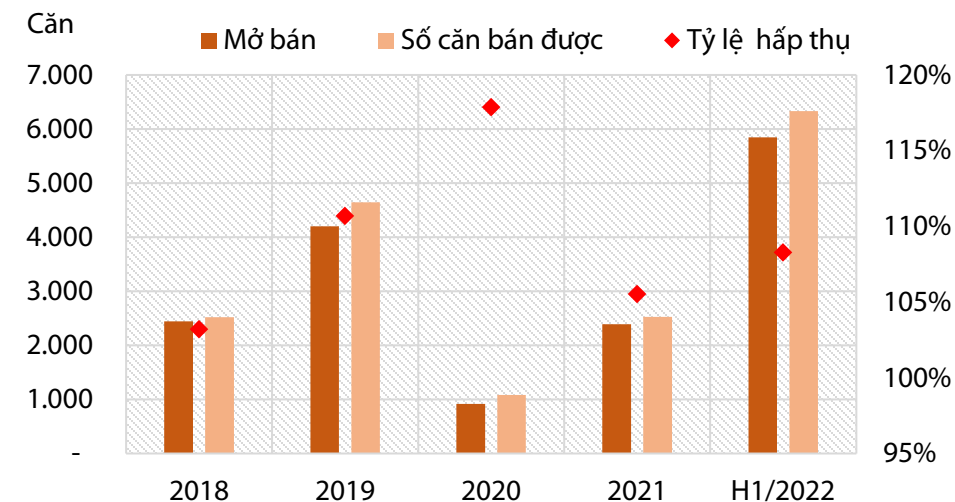
- Năm 2021 nguồn cung và sức mua BĐS căn hộ tại khu vực Hà Nội được duy trì ổn định so với năm 2020.
- Qua H1/2022, nhu cầu ghi nhận sự tăng trưởng khả quan (+34% YoY), trong khi nguồn cung mới chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ (+3% YoY) đã thúc đẩy giá bán các sản phẩm căn hộ được hưởng lợi (+27% YoY).
- Khác với Hồ Chí Minh, tại Hà Nội phân khúc trung cấp vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn cung hàng năm. Tuy nhiên phân khúc bình dân đã ngày càng thu hẹp đáng kể.
- Dự án nhà phố & biệt thự đang diễn biến khá tích cực cả về nguồn cung (+330% YoY) và tỷ lệ hấp thụ (~97%).

Hình 5: Nguồn cung theo phân khúc



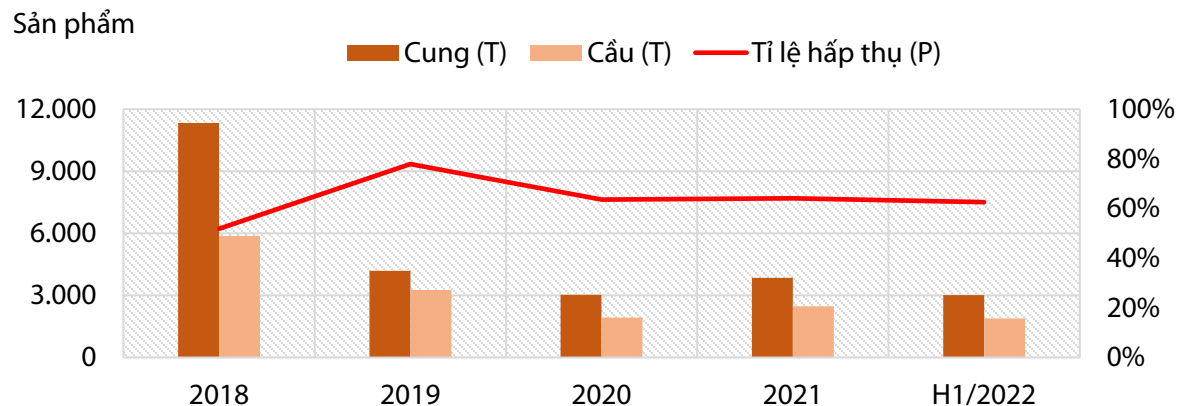
Nguồn: CBRE

Hình 6: Nguồn cung nhà phố, biệt thự



Nguồn: CBRE

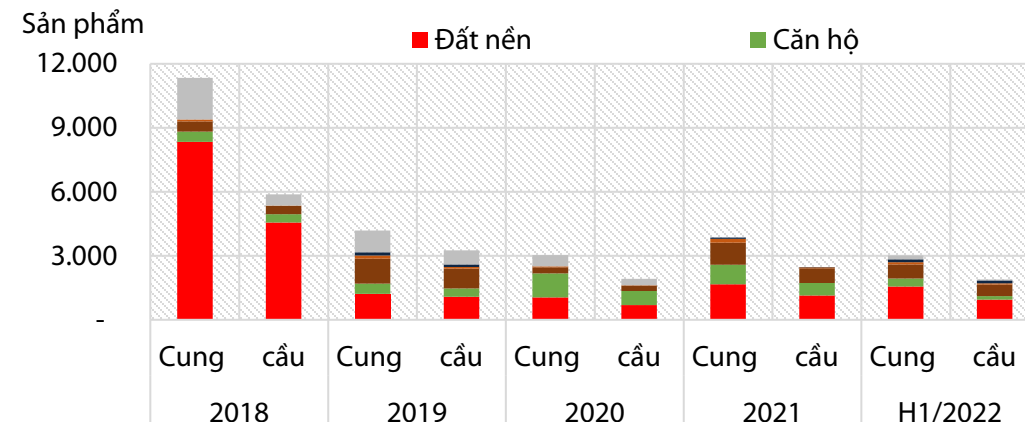
Hình 7: Cung - cầu - tỷ lệ hấp thụ BĐS tại Quảng Nam - Đà Nẵng - Huế



Nguồn: DRKA

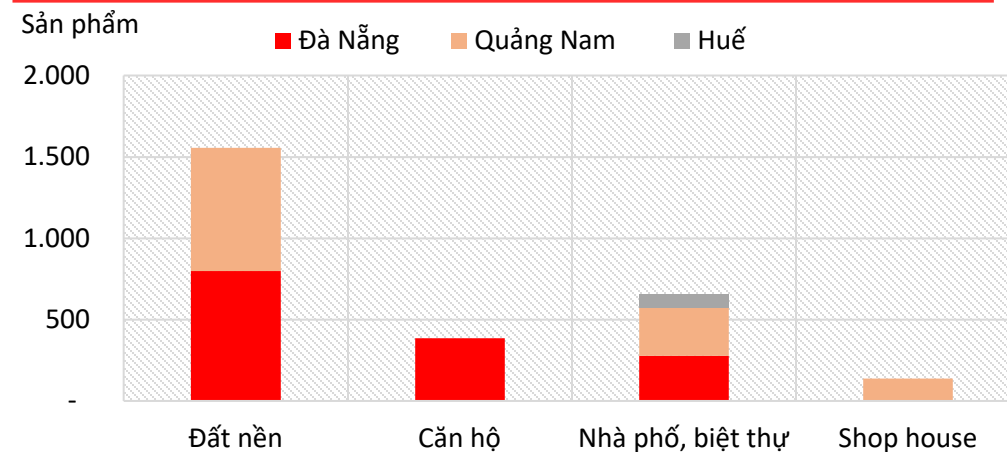
- Trong giai đoạn 2019-2021, Nguồn cung BĐS tất cả các phân khúc tại Quảng Nam – Đà Nẵng – Huế đã nhanh chóng hạ nhiệt sau sự tăng trưởng nóng các năm 2017-2018.
- Trong H1/2022, nguồn cung các loại dự án ghi nhận sự tăng nhanh ở lại, xấp xỉ 78% con số cả năm 2021. Tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ chung toàn thị trường vẫn ở mức khá thấp, chỉ ở mức 63%.
- Đất nền đang là phân khúc được tìm kiếm nhiều nhất tại khu vực chiếm 40-50% trong giai đoạn 2021-2022. Trong H1/2022 tỷ lệ hấp thụ phân khúc đất nền đạt 60%.
- Trong năm H1/2022, Đà Nẵng là tỉnh có hoạt động sôi nổi nhất trong phân khúc đất nền căn hộ. Trong khi Quảng Nam tiếp tục dẫn đầu trong phân khúc phát triển dự án nghỉ dưỡng.

Hình 8: Cung - cầu theo sản phẩm



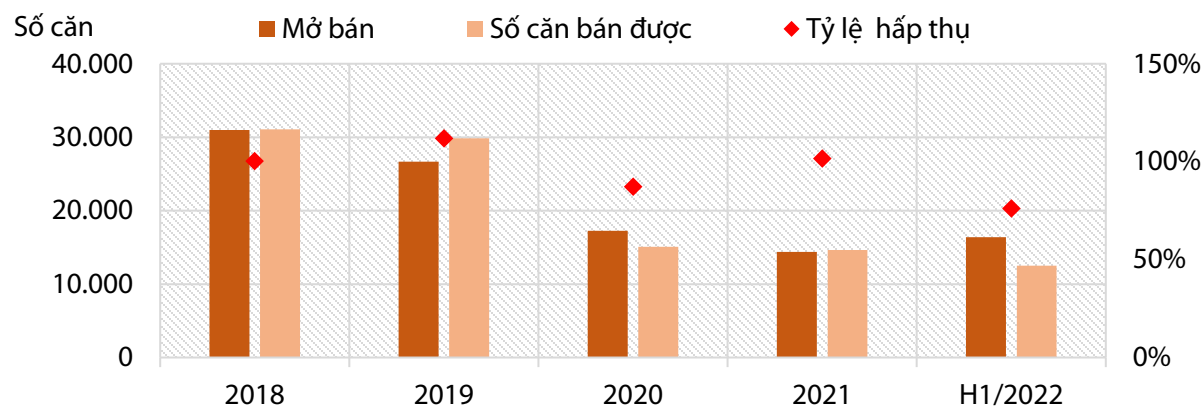
Nguồn: DRKA

Hình 9: Nguồn cung theo sản phẩm



Nguồn: DRKA

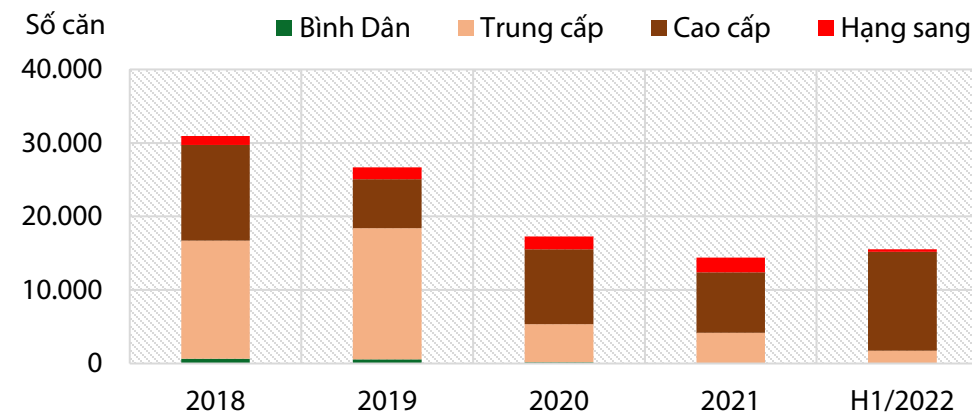
Hình 10: Cung cầu BĐS căn hộ tại Hồ Chí Minh



Nguồn: CBRE

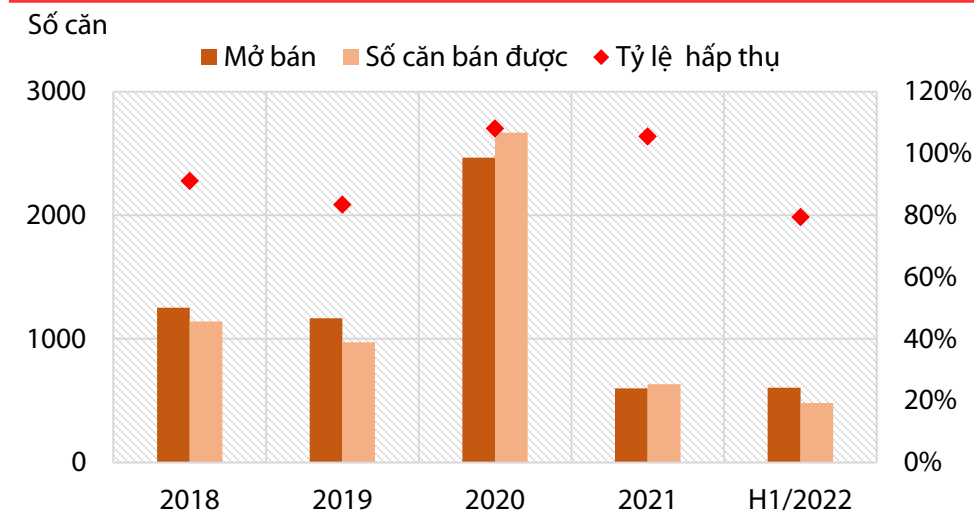
- Năm 2021, nguồn cung mới căn hộ tại HCM trong năm 2021 tiếp tục giảm và rơi xuống đáy kể từ năm 2015 với 14.339 căn từ 19 dự án, giảm 22% YoY do các tác động từ dịch Covid và vấn đề pháp lý trong khu vực.
- Trong H1/2022, nguồn cung mới BĐS căn hộ đã có xu hướng cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, tỷ lệ hấp thụ chỉ ở mức 76%, con số thấp nhất trong giai đoạn 5 năm trở lại đây.
- Nguồn cung mới ngày càng có xu hướng dịch chuyển về phân khúc cao cấp và hạng sang khi quỹ đất ngày càng khan hiếm. Đáng chú ý, phân khúc bình dân đã không có dự án chào bán kể từ Q1/2019.
- Các dự án mở mới tập trung chủ yếu tại khu vực phía đông TP.HCM (2021: 52%, H1/2022: 83%) do vẫn còn quỹ đất phát triển và sự hưởng lợi tiện ích hạ tầng.
- Trong H1/2022, nhà phố & biệt thự ghi nhận sự phục hồi tích cực. Số lượng mở bán mới trong 6 tháng đầu đạt 606 căn, đã vượt so với con số cả năm 2021 600 căn. Tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ vẫn đang ở mức thấp hơn so với cả năm 2021.

Hình 11: Nguồn cung theo phân khúc



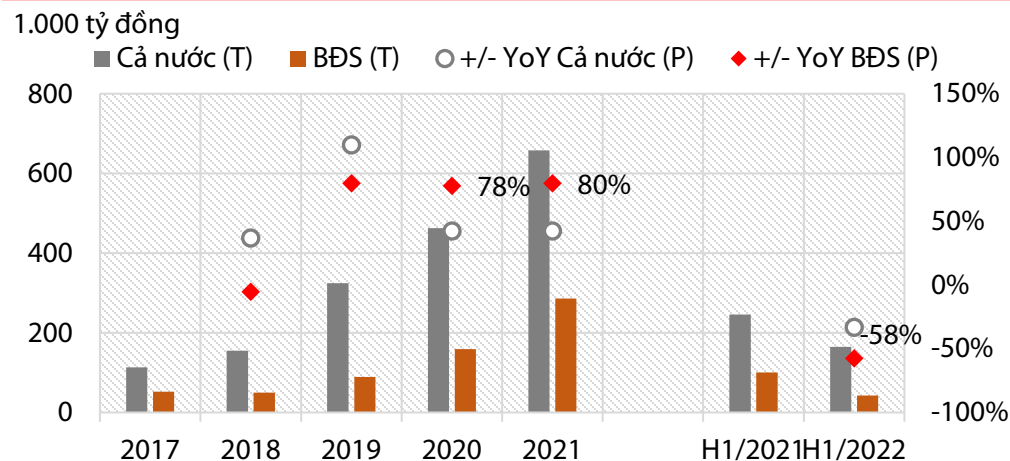
Nguồn: CBRE

Hình 12: Nguồn cung nhà phố, biệt thự



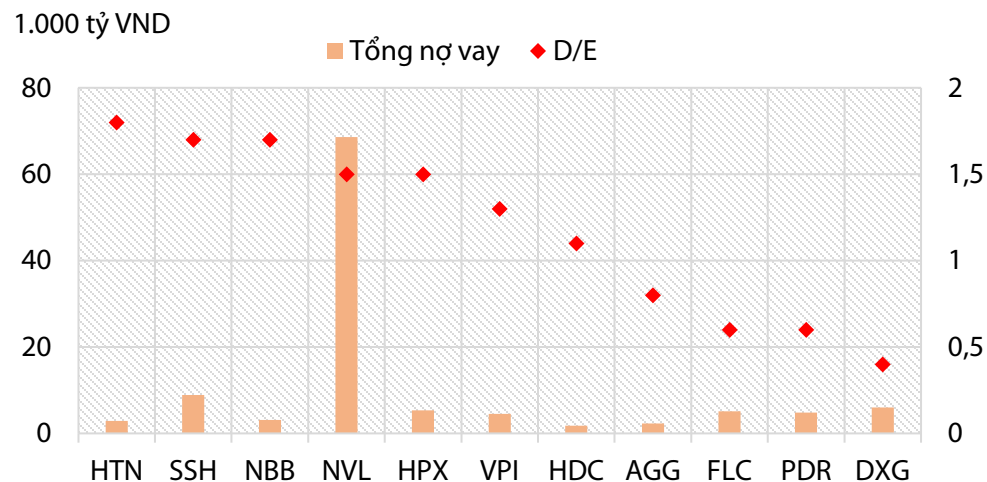
Nguồn: CBRE

Hình 13: Giá trị phát hành TPDN



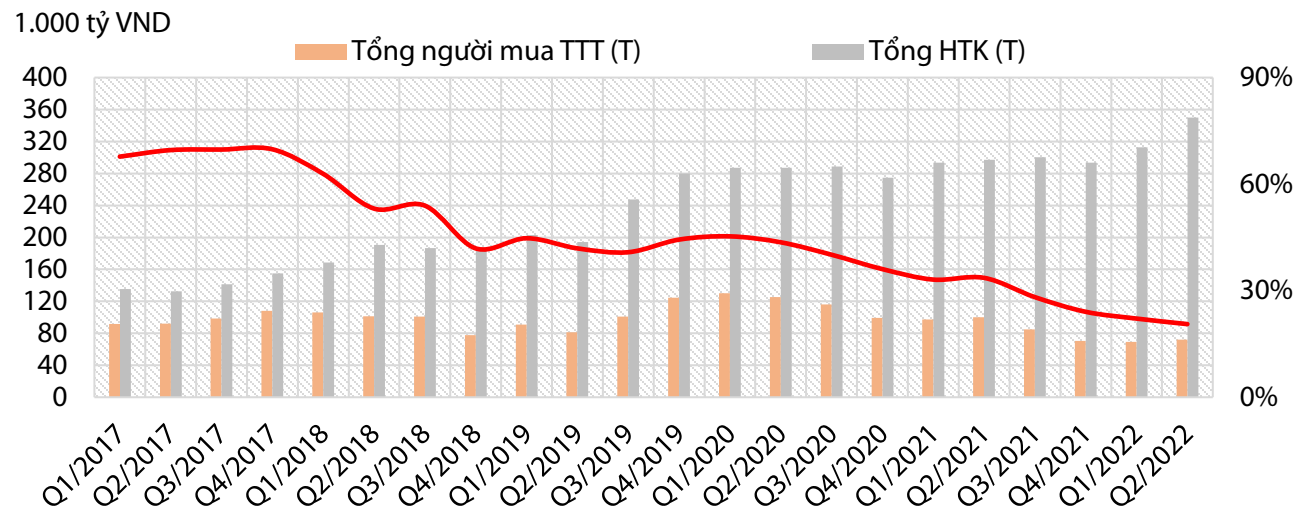
Nguồn: VBMA

Hình 14: Tổng hợp nợ vay một số doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: Fiinpro

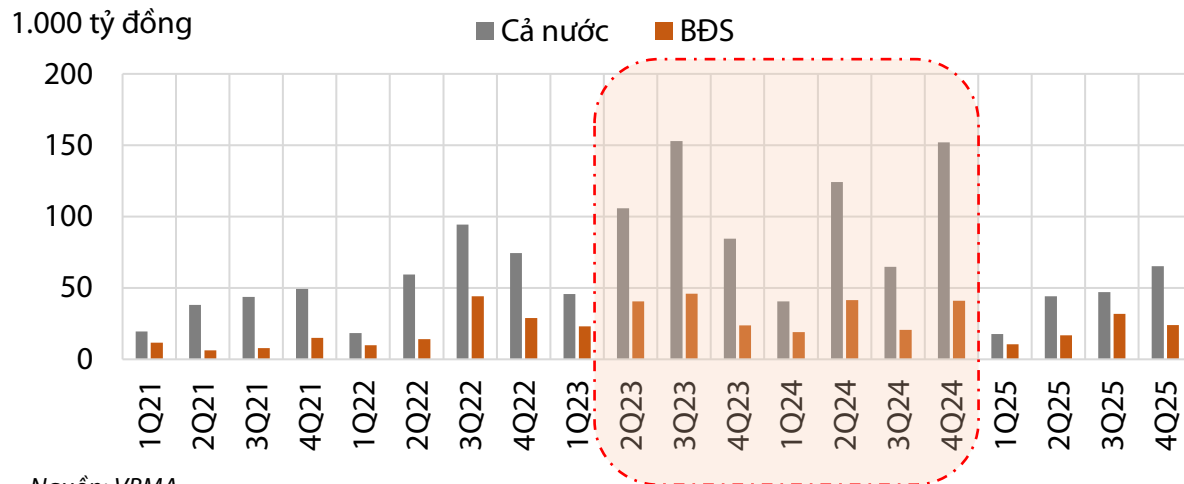
Hình 15: Giá trị HTK & người mua trả tiền trước các công ty đại chúng



Nguồn: Fiinpro

- Trong giai đoạn 2019-2021, các doanh nghiệp BĐS có xu hướng tăng nợ vay, đặc biệt thông qua hoạt động phát hành TPDN.
- Tổng hợp số liệu BCTC các doanh nghiệp niêm yết cho thấy lượng tiền ứng trước của khách hàng có xu hướng giảm từ Q1/2020 do hoạt động bàn giao các dự án cũ, trong khi các dự án tiếp nối khả năng giảm về số lượng. Tuy nhiên giá trị hàng tồn kho không có sự thay đổi đáng kể. Điều này cho tính thanh khoản của hàng tồn kho BĐS có xu hướng chậm lại.
- Đến đầu 2022, NHNN đã có các chỉ đạo về việc kiểm soát chặt chẽ hơn trong hoạt động phát hành TPDN, cũng như tín dụng trong lĩnh vực BĐS. Trong H1/2022 giá trị phát hành TPDN BĐS ghi nhận giảm 58% so với cùng kỳ.
- Việc siết chặt các hoạt động vay mượn (ngân hàng và trái phiếu) sẽ khiến chi phí vay nợ của các doanh nghiệp BĐS tăng cao. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp bất động sản đang sử dụng đòn bẩy lớn gặp nhiều khó khăn hơn trong giai đoạn sắp tới.

Hình 16: Giá trị đáo hạn TPDN



Nguồn: VBMA

- Lãi suất vay mua nhà đã có xu hướng tăng trong H1/2022, và cắt giảm “gói hỗ trợ lãi suất” trong năm đầu. Bên cạnh việc hạn chế cho vay các sản phẩm đất nền, đầu tư hay nghỉ dưỡng, ngân hàng cũng cắt giảm gói tín dụng ưu đãi lãi suất người mua nhà.
- Lãi suất vay tài trợ dự án đứng trước áp lực tăng trong 2023.
 - TPDN nói chung, cũng như TPDN BDS nói riêng sẽ đáo hạn với giá trị lớn từ Q3/2022 và 2023. Trong môi trường tín dụng thắt chặt, một khoản lớn TPDN đáo hạn sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên khả năng thanh khoản của các nhà phát triển dự án, cũng như tăng chi phí tài trợ vay của các doanh nghiệp BĐS trong thời gian tới.
 - Rủi ro từ các biến số vĩ mô: Fed, ECB tăng lãi suất theo lộ trình, lạm phát và tỷ giá trong nước cũng đang áp lực lên lãi suất đi vay của các doanh nghiệp.

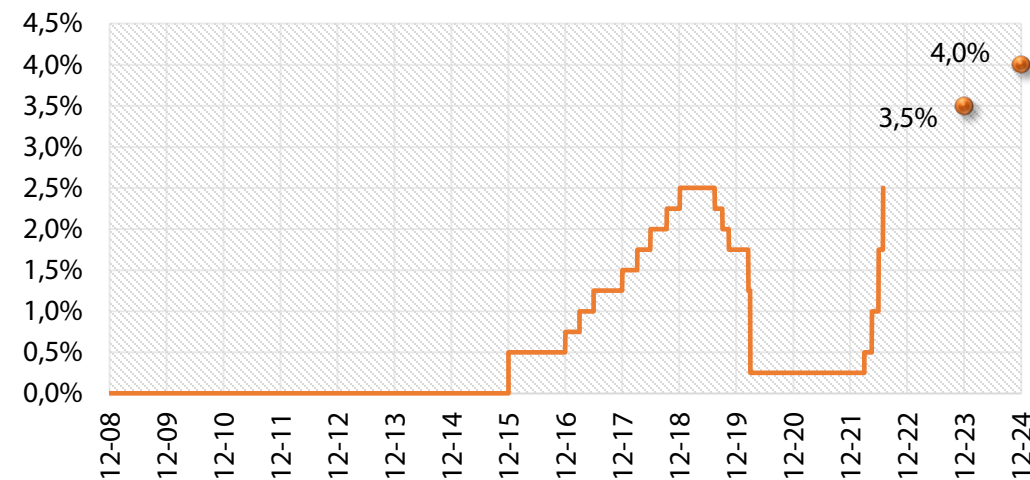
➔ **Khả năng lãi suất tăng & việc kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động tín dụng BĐS của các ngân hàng hiện nay sẽ ảnh hưởng lớn đến tính thanh khoản các dự án, dòng tiền và lợi nhuận của doanh nghiệp trong 2022-2023.**

Hình 1: Lãi suất cho vay ưu đãi mua nhà tại các NH trong năm đầu

Ngân hàng	07/2022	12/2021	+/- %
VCB	9,0%	7,5%	+1,5%
BIDV	8,8%	7,2%	+1,6%
Vietinbank	10,0%	7,5%	+2,5%
Shinhan bank	8,2%	5,5%	+2,7%
TPbank	7,9%	6,2%	+1,7%
VIB	10,1%	9,5%	+0,6%

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 17: Lộ trình tăng lãi suất của Fed



Nguồn: Bloomberg

QUY TRÌNH THỰC HIỆN DỰ ÁN BĐS

CUNG CẤP THÔNG TIN QUY HOẠCH

(Chủ đầu tư – Sở QHKT)

ĐIỀU CHỈNH ĐỒ ÁN QUY HOẠCH PHÂN KHU TỈ LỆ 1/2000 (NẾU CÓ)

(Chủ đầu tư – UBND Quận/ Huyện – Sở QHKT – UBND Tỉnh/Thành phố)

CHẤP THUẬN NHẬN CHUYỂN NHƯỢNG ĐẤT NÔNG NGHIỆP (NẾU CÓ)

(Chủ đầu tư – Sở TNMT – UBND Tỉnh/Thành phố)

CHẤP THUẬN CHỦ TRƯỞNG ĐẦU TƯ ĐỒNG THỜI CHẤP THUẬN NHÀ ĐẦU TƯ

(Chủ đầu tư – Sở KHĐT – UBNDTP)

PHÊ DUYỆT ĐỒ ÁN QUY HOẠCH CHI TIẾT TỈ LỆ 1/500

(Chủ đầu tư – Sở QHKT – UBNDTP)

BÁO CÁO ĐTM hoặc ĐĂNG KÝ KHBVMT

(Chủ đầu tư – Sở TNMT)

CHẤP THUẬN ĐỘ CAO TÍNH KHÔNG

(Chủ đầu tư – Cục tác chiến)

THẨM DUYỆT PCCC

(Chủ đầu tư – Phòng/Cục CS PCCC)

THỎA THUẬN ĐẦU NỐI HTKT

(Chủ đầu tư – Sở GTVT – Cơ quan quản lý nhà nước về điện, nước)

THẨM ĐỊNH BÁO CÁO NGHIÊN CỨU KHẢ THI

(Chủ đầu tư – Sở XD/Cục Quản lý hoạt động XD)

CẤP GIẤY PHÉP XÂY DỰNG

(Chủ đầu tư – Sở XD)

THẨM ĐỊNH THIẾT KẾ XÂY DỰNG TRIỂN KHAI SAU THIẾT KẾ CƠ SỞ

(Chủ đầu tư – Đơn vị thẩm tra)

PHÊ DUYỆT DỰ ÁN

(Chủ đầu tư)

ĐĂNG KÝ KHSDD

(Chủ đầu tư – UBND Quận – UBNDTP)

KÝ QUỸ

(Chủ đầu tư – Sở KHĐT – Ngân hàng)

GIAO ĐẤT/CHUYỂN MỤC ĐÍCH SỬ DỤNG ĐẤT

(Chủ đầu tư – Sở TNMT – UBNDTP)

XÁC ĐỊNH NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH

(Chủ đầu tư – Sở TNMT – HĐTDG – UBNDTP)

CẤP GCNQSDĐ

(Chủ đầu tư – Sở TNMT)

CHUYỂN NHƯỢNG DỰ ÁN (Nếu có)

(Chủ đầu tư – Sở XD)

CÁC VĂN BẢN PHÁP LÝ ĐIỀU CHỈNH

1. Luật đầu tư
2. Luật đấu thầu
3. Luật quy hoạch
4. Luật đất đai
5. Luật xây dựng
6. Luật nhà ở
7. Luật kinh doanh bất động sản
8. Luật môi trường, PCCC
9. Pháp luật liên quan khác (điện lực, tài nguyên nước, đầu tư công, PPP, quản lý sử dụng tài sản công, doanh nghiệp, chứng khoán, dân sự, thương mại...)
10. Các Nghị định, thông tư, nghị quyết...

CẤP VĂN BẢN ĐỦ ĐK KÝ HỢP ĐỒNG MUA BÁN BĐS HÌNH THÀNH TRONG TƯƠNG LAI

(Chủ đầu tư – Sở XD)

NGHIỆM THU PCCC

(Chủ đầu tư – Phòng/Cục CS PCCC)

CẤP GXN HOÀN THÀNH CÔNG TRÌNH BVMT

(Chủ đầu tư – Sở TNMT)

CẤP GIẤY PHÉP XẢ THẢI

(Chủ đầu tư – Sở TNMT)

NGHIỆM THU ĐƯA CÔNG TRÌNH VÀO SỬ DỤNG

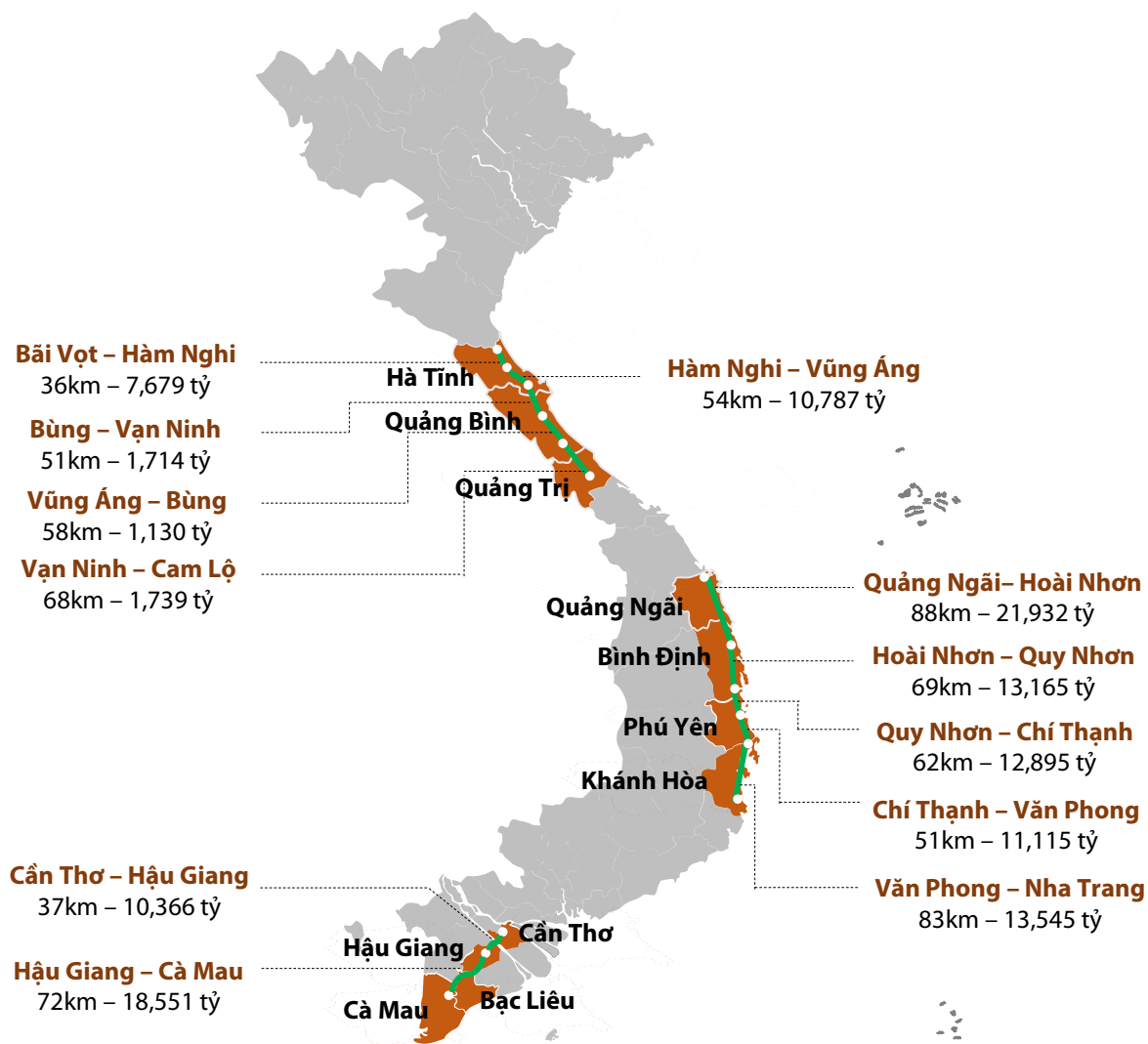
(Chủ đầu tư – Sở XD/Cục Giám định nhà nước về chất lượng công trình XD)

HOÀN TRẢ 50% TIỀN KÝ QUỸ CÒN LẠI

(Chủ đầu tư – Sở KHĐT – Ngân hàng)

QUY TRÌNH	VƯỚNG MẮC	ẢNH HƯỞNG	HIỆN TRẠNG
ĐIỀU CHỈNH ĐỒ ÁN QUY HOẠCH PHÂN KHU TỈ LỆ 1/2000 (NẾU CÓ) <i>(Chủ đầu tư – UBND Quận/ Huyện – Sở QHKT – UBND Tỉnh/Thành phố)</i>	Quy hoạch 1/2.000 của địa phương Quy hoạch chung của địa phương thường 7-10 năm mới điều chỉnh một lần, chậm so với tốc độ đô thị hóa	Ảnh hưởng đến thời gian – vốn đầu tư phát triển dự án của doanh nghiệp	Chưa có hướng xử lý cụ thể trong Dự thảo luật đất sửa đổi
CHẤP THUẬN CHỦ TRƯỞNG ĐẦU TƯ ĐỒNG THỜI CHẤP THUẬN NHÀ ĐẦU TƯ <i>(Chủ đầu tư – Sở KHĐT – UBNDTP)</i>	Đất ở và các loại đất khác - Chưa làm rõ tiêu chí “đáp ứng điều kiện cho phép chuyển mục đích sử dụng đất” Các loại đất khác, không có một phần diện tích là đất ở KHÔNG được triển khai dự án nhà ở thương mại. Dự án liên quan đến đất công, tài sản công	- Khan hiếm nguồn cung trên thị trường - Doanh nghiệp tăng chi phí đầu tư	- Chưa được thông qua trong Luật số 03/2022 ngày 03/01/2022 do có ý kiến trái chiều của đại biểu - Chưa có hướng xử lý cụ thể trong Dự thảo luật đất sửa đổi
XÁC ĐỊNH NGHĨA VỤ TÀI CHÍNH <i>(Chủ đầu tư – Sở TNMT – HĐTĐG – UBNDTP)</i>	Phương pháp tính giá đất để xác được các nghĩa vụ tài chính liên quan đến đất	Bị động trong việc ước tính tổng mức đầu tư & đánh giá mức độ khả thi dự án	Dự thảo luật đất đai sửa đổi đang lấy ý kiến về việc: Bỏ khung giá đất. Địa phương được tự chủ , phân cấp trong việc bán giá đất theo giá phù hợp thị trường.
CẤP GIẤY PHÉP XÂY DỰNG <i>(Chủ đầu tư – Sở XD)</i>	Quy hoạch xây dựng - Đảm bảo về các công trình xanh, PCCC NOXH - NĐ 49/2021/NĐ-CP quy định: các dự án nhà ở thương mại quy mô từ 2ha trở lên tại đô thị đặc biệt loại 1, từ 5ha trở lên tại đô thị loại 2,3 thì phải bố trí 20% quỹ đất làm NOXH	Giảm hệ số sử dụng đất & lợi ích của doanh nghiệp	Vừa được thực thi, khả năng chưa có sự thay đổi trong vài năm tới.

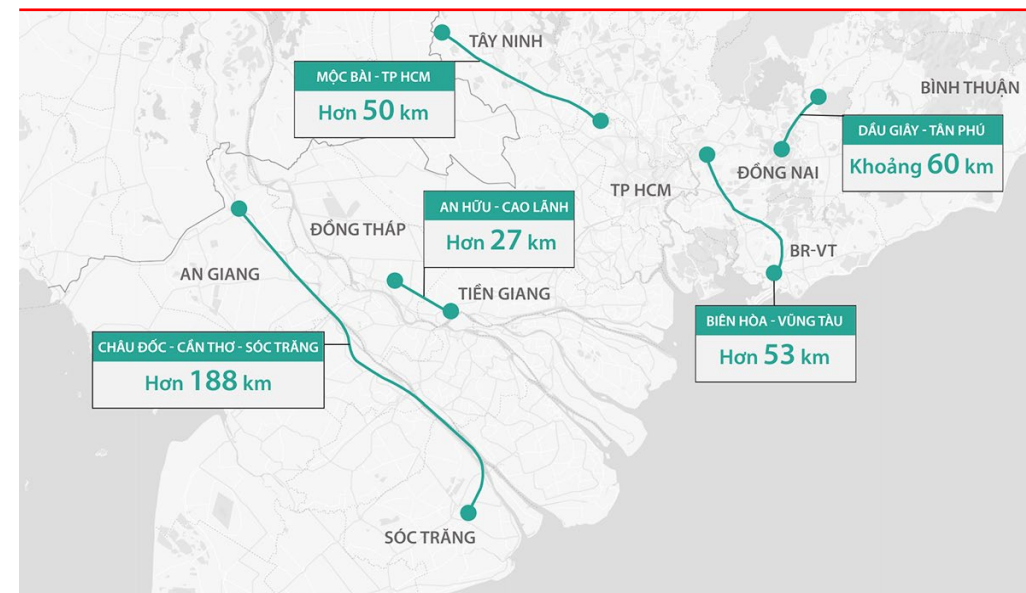
Hình 18: Dự án cao tốc bắc nam phía đông, giai đoạn 2021-2025



Nguồn: CBRE

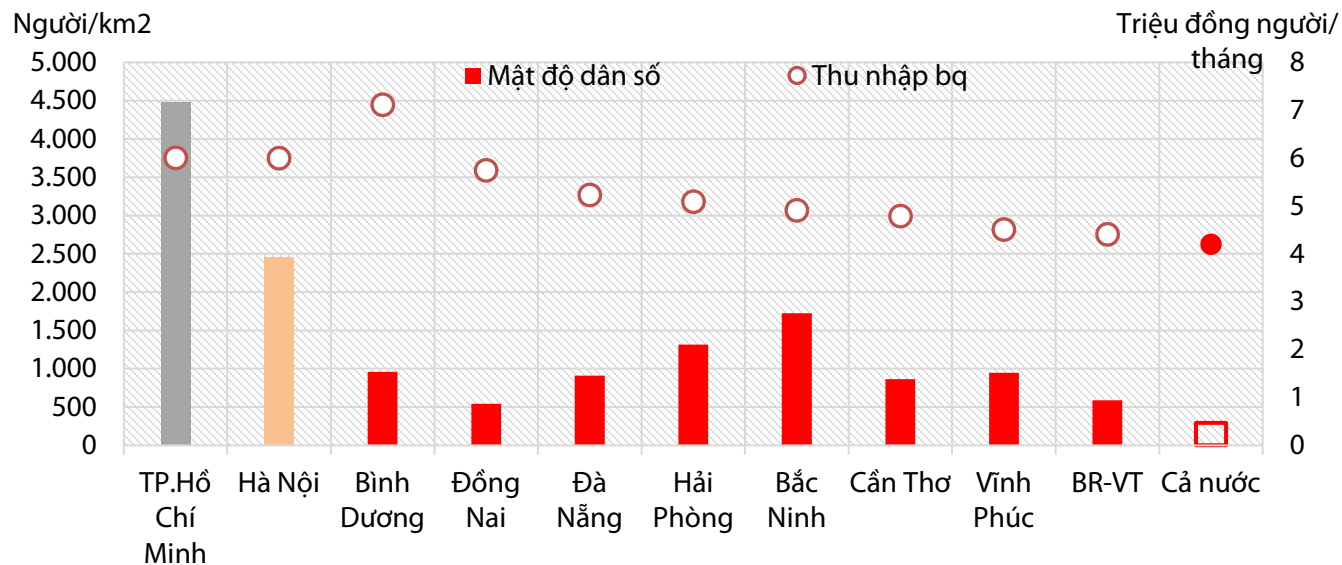
- T07/2022 Bộ GTVT phê duyệt Dự án đầu tư 12 dự án thành phần cao tốc Bắc-Nam phía Đông giai đoạn 2021-2025. Tổng mức đầu tư 147 ngàn tỷ đồng cho 724 km.
- Tại khu vực Phía Nam các dự án trọng điểm, có ý nghĩa lớn kết nối hạ tầng, kinh tế cũng đã được thông qua bao gồm: Biên Hòa – Vũng Tàu, Mộc Bài – HCM, An Hữu – Cao Lãnh, Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng, Dầu Giây – Tân Phú.
- Tuy nhiên trong 2022-H1/2023, phần lớn các công trình đều trong giai đoạn GPMB, chuẩn bị xây dựng. **Vì vậy, dự báo hoạt động phát triển các dự án BĐS tại các khu vực này vẫn chưa được đẩy mạnh.**

Hình 19: Dự án cao tốc khác khu vực phía Nam



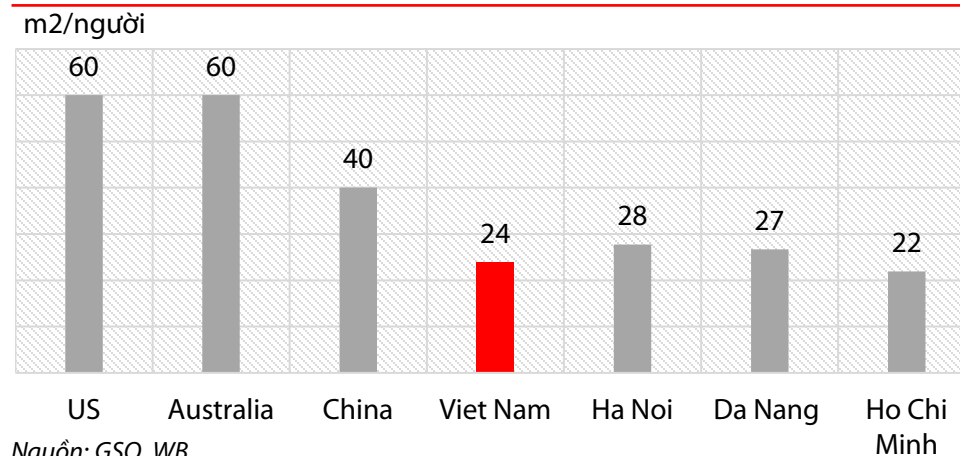
- Trong dài hạn, triển vọng ngành BĐS Việt Nam khả quan đến từ: diện tích bình quân đầu người, tỷ lệ đô thị hóa đang ở mức thấp, trong khi triển vọng thu nhập bình quân dự báo sẽ cải thiện đáng kể trong những năm tiếp theo.
- Trong ngắn, trung hạn dự báo các tỉnh thành đang đúng đầu về mật độ dân số và thu nhập so với mặt bằng chung cả nước bao gồm: tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, BR-VT, Cần Thơ, Đà Nẵng, Bắc Ninh, Hải Phòng, Vĩnh Phúc sẽ là các khu vực có hoạt động phát triển bất động sản phát triển nhanh so với mức tăng trưởng chung toàn ngành. Bên cạnh, thị trường BĐS các khu vực được sự đầu tư hạ tầng của Chính phủ cũng dự báo sẽ phát triển sôi nổi hơn trong trung hạn.

Hình 22: TOP 10 tỉnh có thu nhập bình quân và mật độ dân số cả nước



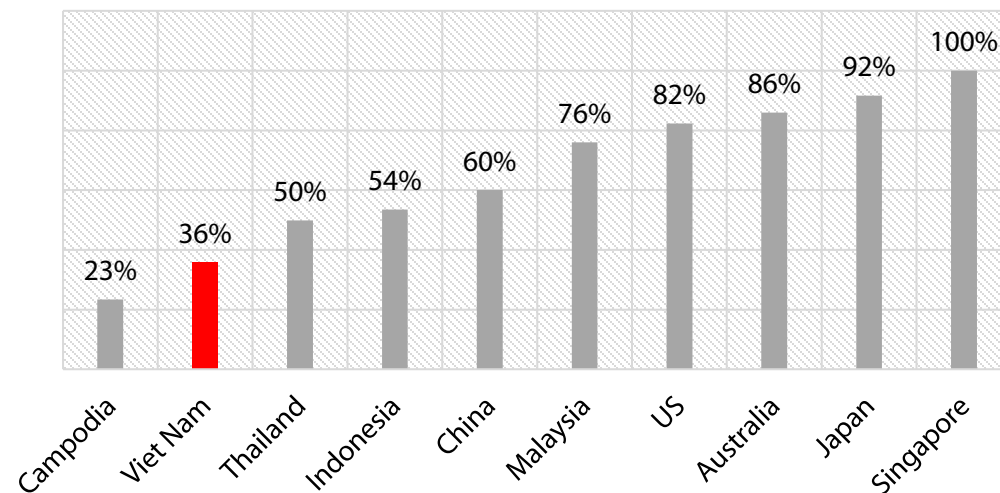
Nguồn: GSO

Hình 20: Diện tích nhà ở bình quân một số quốc gia/TP



Nguồn: GSO, WB

Hình 21: Tỷ lệ đô thị hóa một số quốc gia

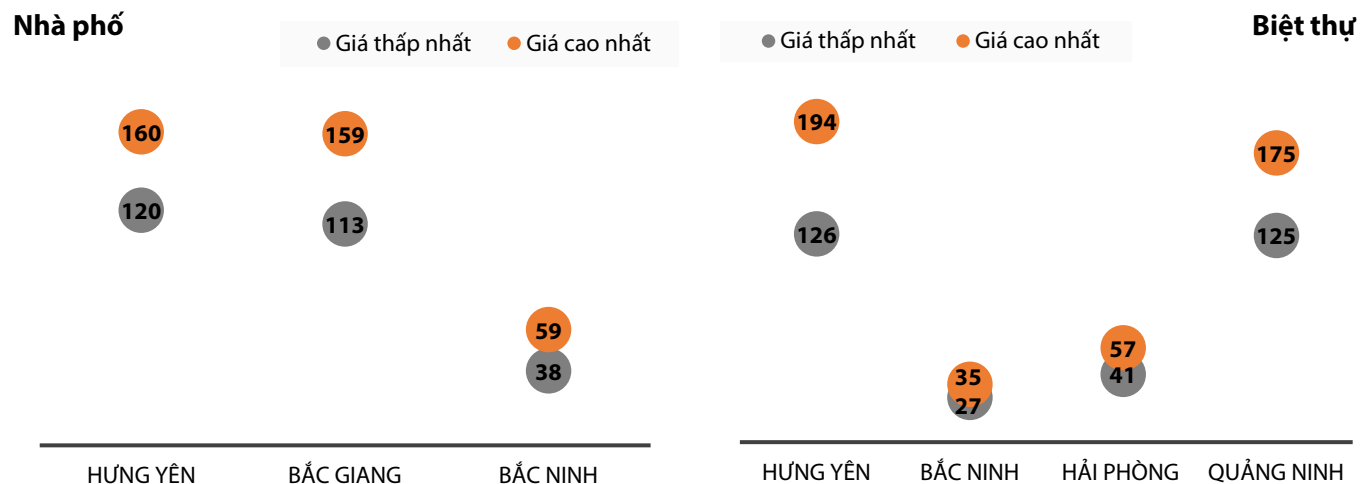


Nguồn: WB

Xu hướng trong ngắn - trung - dài hạn:

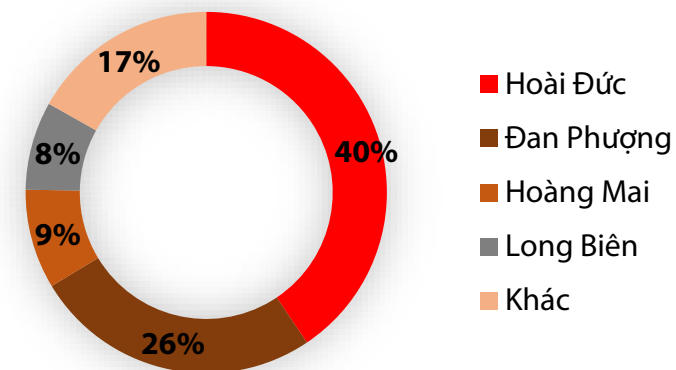
- Nguồn cung quỹ đất nội đô ngày càng khan hiếm, **các dự án xu hướng sẽ ngày càng phát triển rộng ra các khu vực ngoại thành** (Hoài Đức, Đan Phượng, Hoàng Mai, Long Biên) **cũng như mở rộng các tỉnh lân cận** (Hưng Yên, Bắc Ninh, Bắc Giang).
- Xu hướng mở rộng này kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy giá mặt bằng chung khu vực ngoại thành & các tỉnh lân cận tăng nhanh trong thời gian tới.
- Một số công trình hạ tầng nổi bật trong giai đoạn tới: quy hoạch phân khu đô thị Sông Hồng.

Hình 24: Giá bán nhà phố và biệt thự các tỉnh lân cận Hà Nội



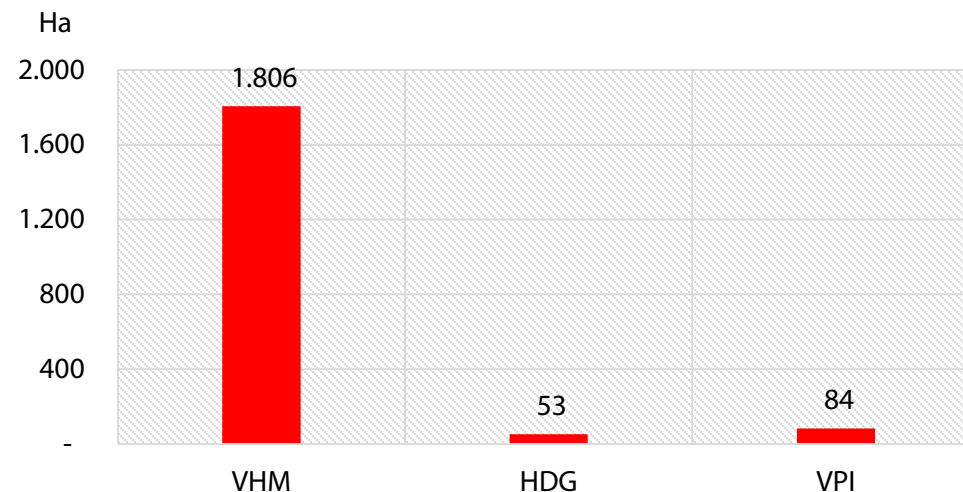
Nguồn: DXS

Hình 23: Tỷ trọng nguồn cung mới theo khu vực năm 2022



Nguồn: DXS

Hình 25: Quỹ đất một số DN niêm yết tại Hà Nội (ha)



Nguồn: BCTN các doanh nghiệp

Trong 2022 - 2023

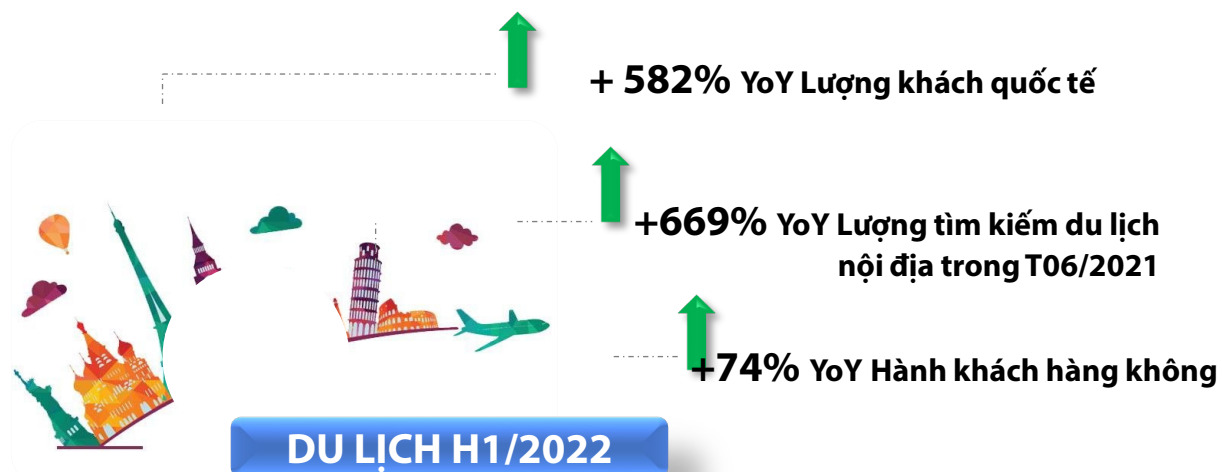
- Kỳ vọng những tín hiệu phục hồi ngành du lịch tích cực trong H1/2022 sẽ kích thích sự trở lại thị trường BĐS tại Đà Nẵng.

Trong trung - dài hạn:

- Định hướng phát triển ngành du lịch, logistics & công nghệ cao theo quy hoạch TP. Đà Nẵng 2021-2030
- Bên cạnh phát triển các dự án lớn như: cảng Liên Chiểu, dự án tàu điện ngầm kết nối các quận trung tâm, dự án tàu điện kết nối Hội An, khơi thông sông Cổ Cò...

➡ Điều này tạo lợi thế cho các sản phẩm nghỉ dưỡng, căn hộ cao tầng và gia tăng giá trị của tất cả các loại hình BĐS nói chung.

Hình 26: Sự phục hồi du lịch



Nguồn: GSO

Hình 27: Quy hoạch TP. Đà Nẵng 2021-2030, tầm nhìn 2050

Quy hoạch TP. Đà Nẵng 2021-2030, tầm nhìn 2050

Trụ cột thứ nhất

Du lịch và các dịch vụ liên kết với du lịch gắn với mũi nhọn du lịch và dịch vụ nghỉ dưỡng chất lượng cao.

Trụ cột thứ hai

Trung tâm trung chuyển và xuất khẩu hàng hóa vùng Kinh tế trọng điểm miền Trung tập trung vào hai lĩnh vực mũi nhọn cảng biển, cảng hàng không gắn với dịch vụ logistics và chế xuất và nâng cao giá trị gia tăng của sản phẩm nông nghiệp công nghệ cao và ngư nghiệp.

Trụ cột thứ ba

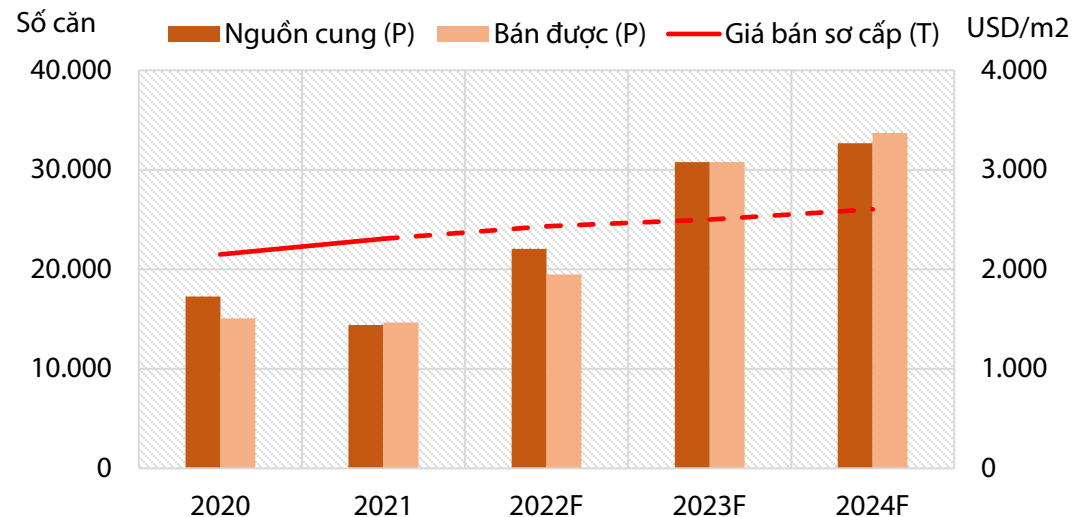
Kinh tế tri thức – nền tảng để phát triển hai lĩnh vực mũi nhọn công nghiệp công nghệ cao gắn với xây dựng đô thị sáng tạo, khởi nghiệp và công nghiệp công nghệ thông tin, điện tử, viễn thông gắn với nền kinh tế số, theo kịp và tận dụng cơ hội của cuộc Cách mạng công nghiệp 4.0.

Nguồn: Danang.gov.vn

Xu hướng trong ngắn - trung - dài hạn:

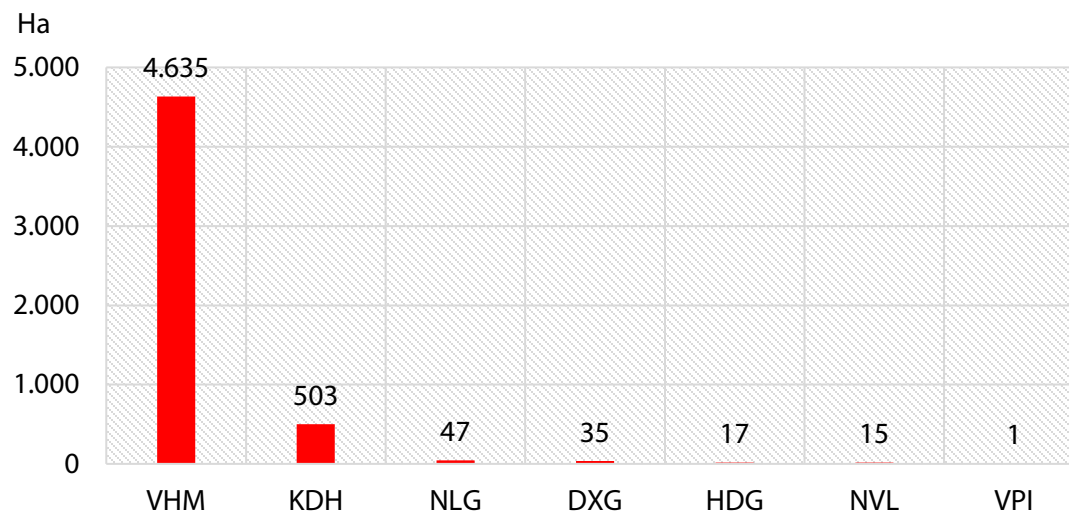
- Quỹ đất có xu hướng ngày càng khan hiếm, các dự án phát triển mới phần lớn sẽ vẫn nằm tại khu vực phía Đông Q9, Thủ Đức
- Đồng thời việc khan hiếm quỹ đất sẽ khiến các dự án mới sẽ tập trung phần lớn tại phân khúc cao cấp.
- CBRE dự báo giá bán căn hộ thị trường sơ cấp có thể tăng ở mức CAGR 4%/năm
- Một số công trình hạ tầng đáng chú ý: đường vành đai 3, cầu Thủ Thiêm 2, tuyến metro 1.

Hình 28: Quỹ đất một số DN niêm yết tại TP. HCM (ha)



Nguồn: CBRE

Hình 29: Quỹ đất một số DN niêm yết tại TP. HCM (ha)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

CSHT ĐÁNG CHÚ Ý



Đường vành đai 3



Cầu Thủ Thiêm 2



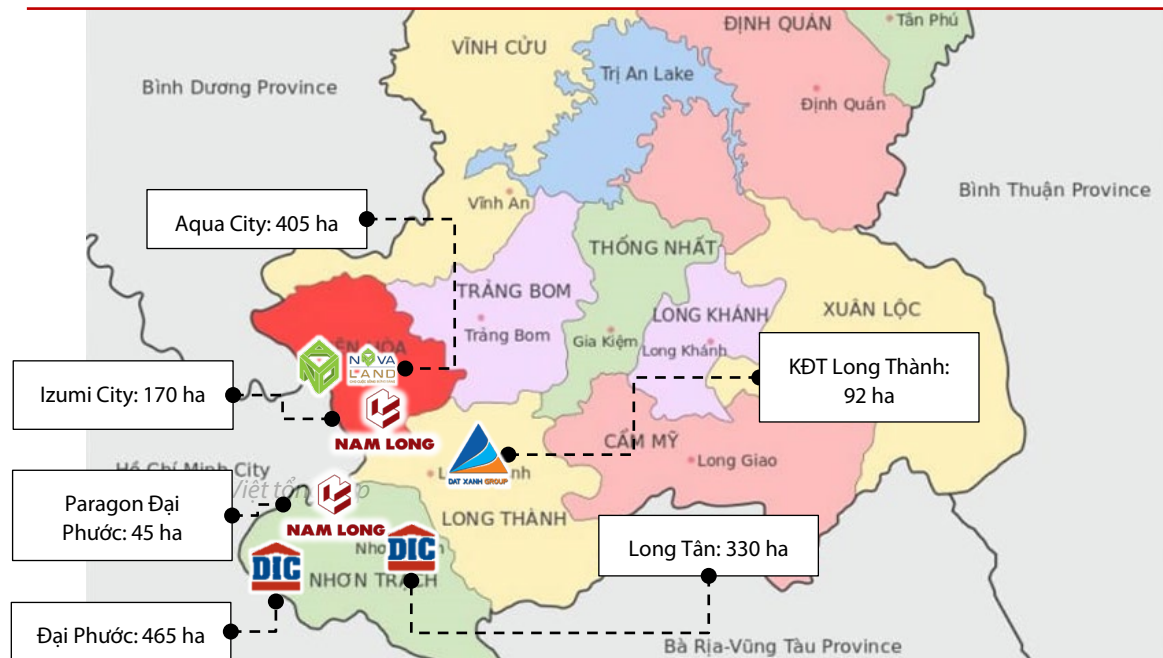
Tuyến metro 1



Triển vọng phát triển ngắn – trung – dài hạn

- Hưởng lợi từ dịch chuyển mở rộng phía Đông Hồ Chí Minh
- Hưởng lợi về chính sách phát triển các công trình hạ tầng trọng điểm có tầm ảnh hưởng khu vực của Chính phủ: Sân bay Long Thành, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, cao tốc Dầu Giây – Tân Phú, cầu Phước An.

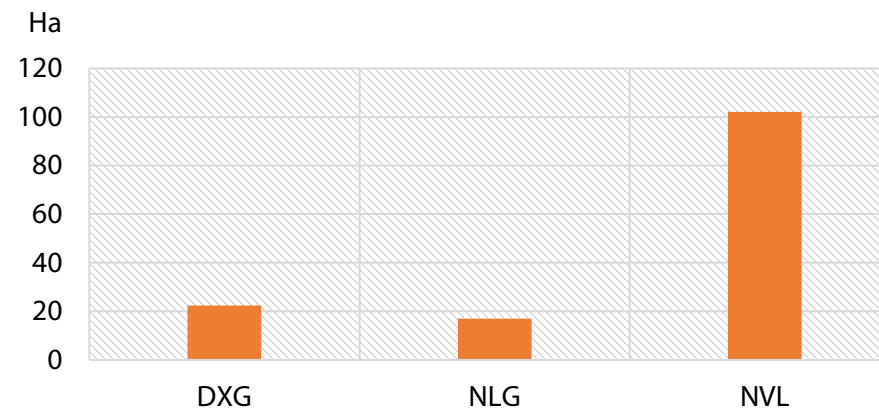
Hình 30: Các dự án tại Đồng Nai của một số doanh nghiệp niêm yết



CSHT ĐÁNG CHÚ Ý



Hình 31: Quỹ đất một số DN niêm yết tại Đồng Nai (ha)



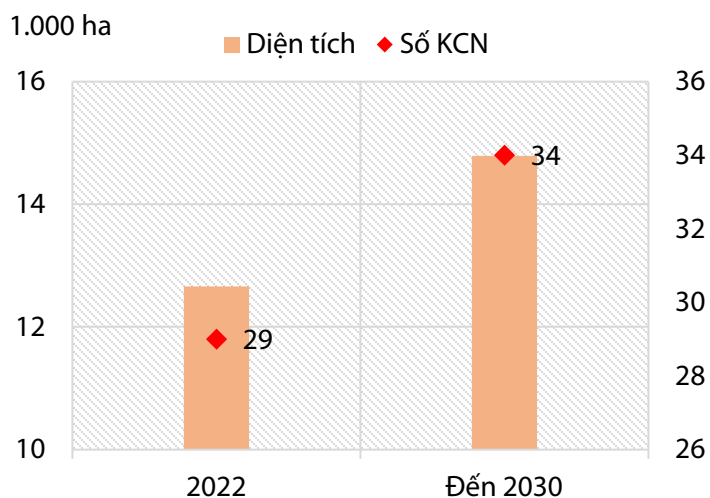
Nguồn: BCTN các doanh nghiệp



Triển vọng phát triển trong ngắn – trung – dài hạn

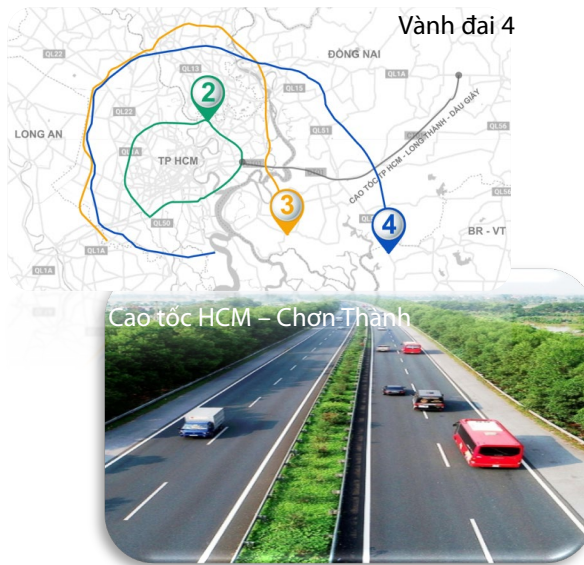
- Triển vọng phát triển BĐS tỉnh Bình Dương trong quá khứ được dẫn dắt từ hoạt động phát triển công nghiệp và đẩy mạnh cơ sở hạ tầng.
- Trong những năm tới đây, dự báo tiềm năng phát triển BĐS của tỉnh vẫn còn rất lớn trên cơ sở dự địa phát triển KCN. Bên cạnh việc hoàn thiện một số dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2022-2030: đường vành đai 4, cao tốc HCM – Chơn Thành kỳ vọng sẽ tăng giá trị các dự án.

Hình 32: Quỹ đất KCN tỉnh Bình Dương

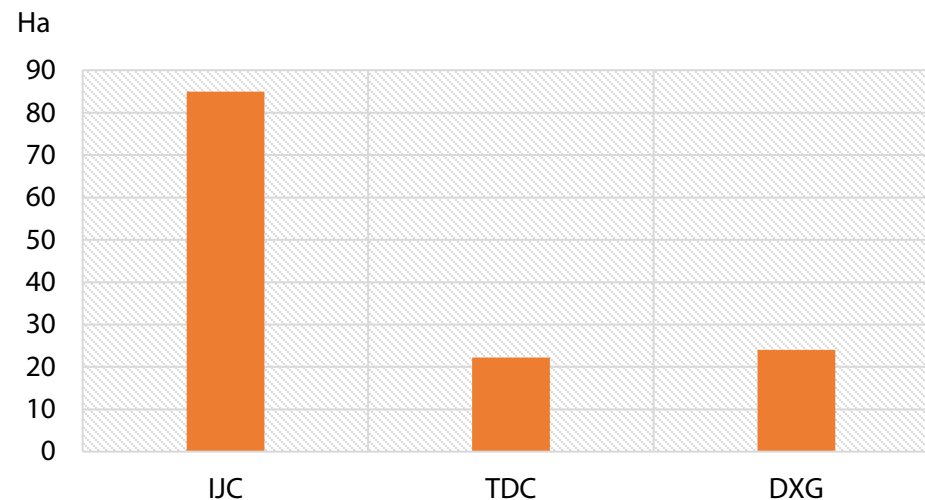


Nguồn: BCTN các doanh nghiệp

CSHT ĐÁNG CHÚ Ý



Hình 33: Quỹ đất một số DN niêm yết tại Bình Dương (ha)



Nguồn: BCTN các doanh nghiệp



Triển vọng tăng trưởng trong ngắn - trung - dài hạn

- Hưởng lợi từ chính sách phát triển hạ tầng của Chính phủ: Cao tốc Cần Thơ – Hậu Giang – Cà Mau, cao tốc Cao Lãnh – Phú Hữu, cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, cảng Định An, mở rộng kênh Chợ Gạo
- Xu hướng phát triển KCN dẫn dịch chuyển về khu vực ĐBSCL nhờ lợi thế kết nối đường thủy, đường bộ đến Hồ Chí Minh, hoạt động GPMB có chi phí thấp và thuận lợi hơn so với các khu vực Bình Phước, Đồng Nai, BR-VT.

CSHT ĐÁNG CHÚ Ý

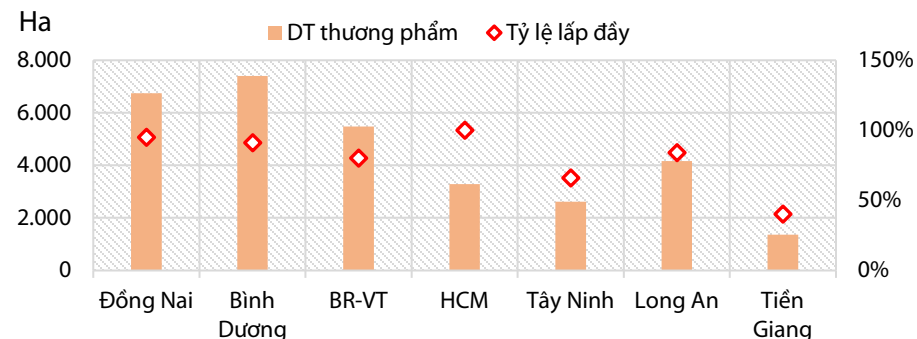
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng



Cảng Định An



Hình 34: Quỹ đất KCN một số tỉnh phía Nam (ha)



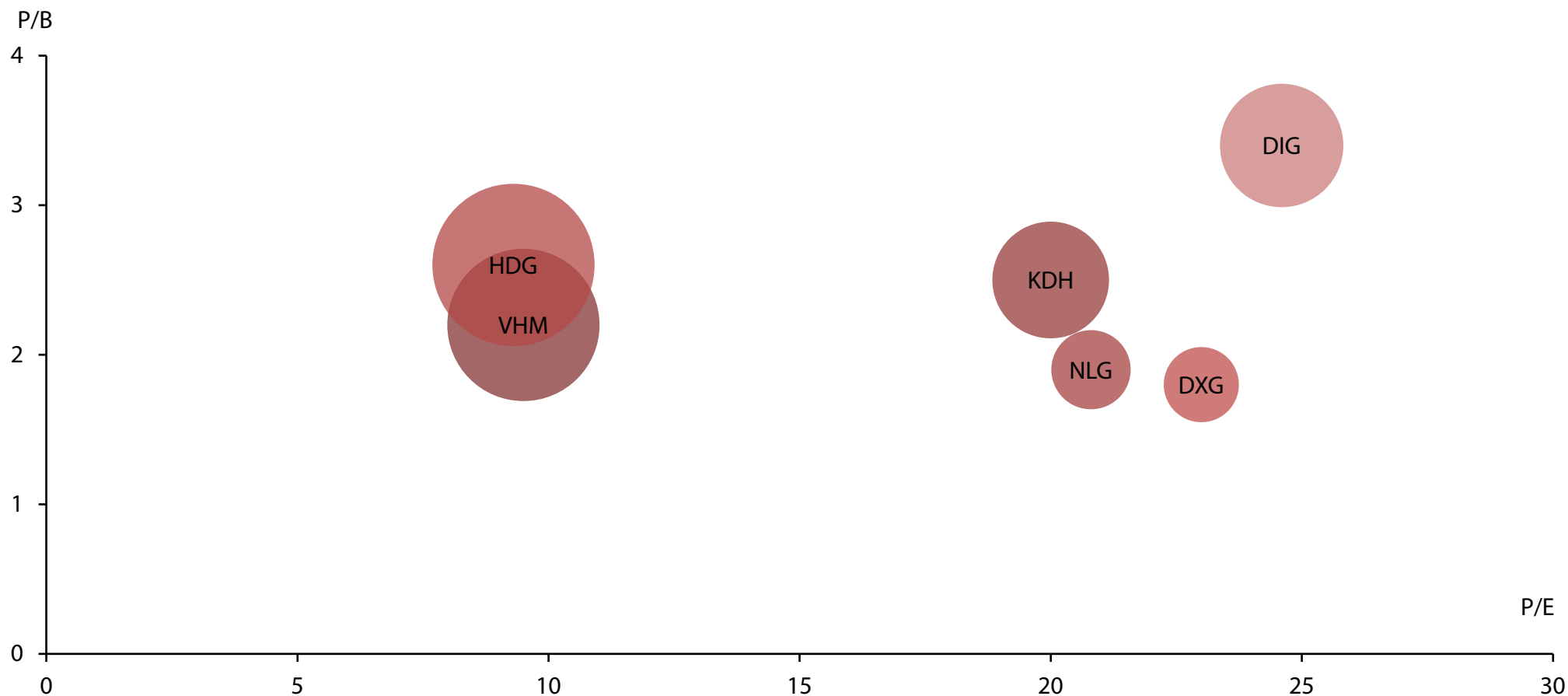
Nguồn: Savills

Hình 35: Tiềm năng phát triển KCN tỉnh Tiền Giang



Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
VHM	266.923	N/A	-84	104	49,2	60,1	-95	50	11,4	21,8	0,0	9,5	2,2
KDH	27.777	43.660	-34	230	45,5	44,4	25	51	8,3	12,8	0,0	20,0	2,5
NLG	16.466	50.500	210	24.419	19,1	23,7	135	20	3,2	5,9	0,0	20,8	1,9
HDG	12.793	47.800	116	1.081	72,7	50,9	1.816	42	8,6	24,7	0,0	9,3	2,6
DXG	17.011	N/A	-57	44	22,6	21,6	-55	16	2,5	5,3	0,0	23,0	1,8
DIG	25.675	N/A	-7	457	27,0	18,7	57	39	6,4	14,3	0,0	24,6	3,4

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rong Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/08/2022

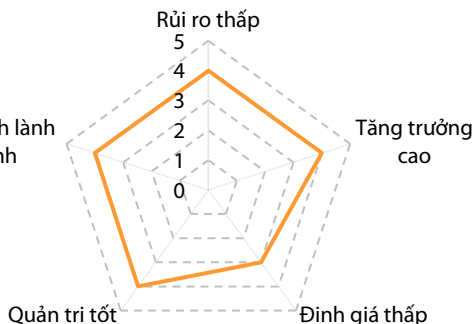
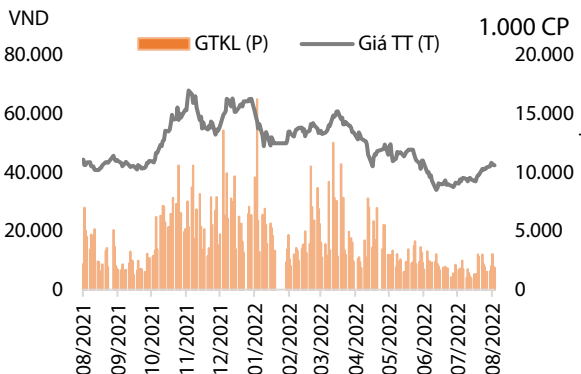


Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: 18%

<GTT: 43.000 >

<GMT: 50.500>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

TÀI CHÍNH

BĐS dân dụng Doanh thu
696 LNST
382,9 ROA (%)
2.055 ROE (%)
84,4 EPS (đồng)
40,75% GTSS (đồng)
33,15 – 64,40 Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E
P/B

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	5.206	4.909	11.295
LNST	1.478	774	2.015
ROA (%)	7,9%	3,1%	6,6%
ROE (%)	14,6%	5,7%	13,8%
EPS (đồng)	2.658	1.661	3.362
GTSS (đồng)	35.326	36.143	40.355
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000		
P/E	16,2	25,9	12,8
P/B	1,22	1,19	1,07

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Hoạt động bán hàng kỳ vọng đạt con số kỷ lục hơn 17 ngàn tỷ trong năm 2022, gấp gần 3 lần so với năm 2021**, chủ yếu đến từ các dự án: Southgate GĐ1, Akari GĐ2, Mizuki GĐ 3 và đất nền Cần Thơ.
- **Kỳ vọng lợi nhuận được ghi nhận trong H2/2022 & kéo dài đến 2023**: từ việc (1) chuyển nhượng thành công dự án Paragon Đại Phước, (2) mở bán đất nền Cần Thơ đang có sức hút rất lớn và (3) các sản phẩm dinh thự/villa có giá trị lớn tại các phân khu Aquaria 2, Rivena 2 và The Aqua 1 dự kiến sẽ được bàn giao trong Q4/2022

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- **Việc hoàn thành pháp lý các dự án Cần Thơ, Paragon Đại Phước** ảnh hưởng lớn đến doanh thu, lợi nhuận & kết quả bán hàng năm 2022
- **Lãi suất tăng ảnh hưởng đến tính thanh khoản của các dự án**

Bảng 1: KQKD 6T 2022 (tỷ đồng)

(VND Bn)	6T 2022	+/- YoY
Doanh thu	1.828	187%
LNG	811	419%
LN HĐKD	310	
LNST công ty mẹ	111	-73%

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Hoạt động bán hàng 6T 2022 (tỷ đồng)

Dự án	H1/2022		H1/2021		H1/2020	
	SL	Giá trị	SL	Giá trị	SL	Giá trị
Southgate	245	1.553	334	2021	186	631
- Valora	245	1.553	334	2.021	186	631
- Ehome						
Akari	605	1999	90	467	134	340
Mizuki	390	2.813	646	2.003		
Cần Thơ	27	116				
Izumi	270	1.929				
Đại Phước						
Khác					26	48
Tổng cộng	1.537	8.410	1.070	4.491	346	1.019

Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

H1/2022, doanh thu ghi nhận tăng trưởng nhờ hoạt động bàn giao các dự án được cải thiện, tuy nhiên LNST công ty mẹ giảm so với cùng kỳ do không còn lợi nhuận bất thường.

- Trong H1/2022, NLG ghi nhận doanh thu 1.828 tỷ đồng (+187% YoY). Trong đó, hoạt động bàn giao dự án ghi nhận 1.689 tỷ đồng tăng mạnh so với cùng kỳ từ việc bàn giao các sản phẩm valora Southgate (203 căn, 1.025 tỷ đồng), các sản phẩm căn hộ dự án Akari- GĐ1 (block 6, 189 căn, 568 tỷ đồng) và một số sản phẩm dự án khác (95 tỷ đồng).
- LNST công ty mẹ ghi nhận 111 tỷ đồng, ghi nhận tăng trưởng +135% YoY, nhưng có phần thấp hơn sơ với mức tăng trưởng doanh thu. Nguyên nhân chính trong kỳ không còn phát sinh thu nhập khác, so với H1/2021 NLG ghi nhận 429 tỷ từ việc đánh giá lại dự án Izumi sau khi NLG tăng tỷ lệ sở hữu từ 30% lên 65,1%.

Hoạt động bán hàng tích cực với nhiều phân khu mới được mở bán trong sáu tháng đầu 2022

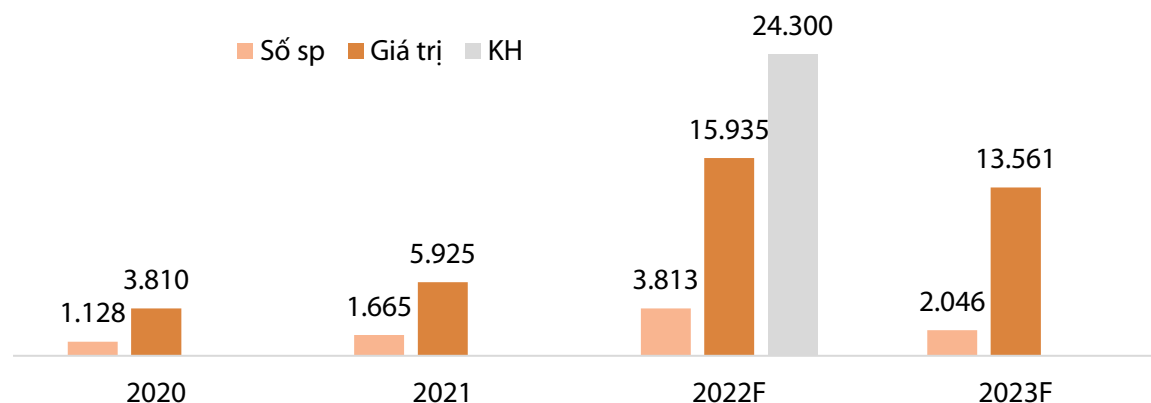
- Trong 6 tháng đầu năm, hoạt động bán hàng của NLG diễn ra khá tích cực, có thêm bốn phân khu mới được bán ra thị trường: The Aqua 1, Akari City - GĐ2 (toà AK7 và AK8), Mizuki park - GĐ3 và Izumi - GĐ1A. Giá trị trong H1/2022 ghi nhận 8.410 tỷ đồng (+87% YoY) (Bảng 5, 6).

Bảng 3: Kế hoạch bán hàng NLG trong H2/2022

Projects	07/2022	08/2022	09/2022	10/2022	11/2022	12/2022
Akari						
	Block AK9-10: 806 units - 2.500 bn					
Mizuki						
	186 units - 863 bn					
Southgate						
	61 units - 845 bn		Ehome: 383 units - 400 bn		The Aqua 2: 101 units - 1.399 bn	
Izumi						
	GĐ 1B: 517 units - 3.514 bn					
Paragon Dai Phuoc						
	GĐ1: 210 units - 4.326 bn					
Cần Thơ						
	1.076 units - 2.009 bn					

Nguồn: NLG

Hình 1: Số sản phẩm và giá trị bán hàng (tỷ đồng) 2019 – 2023F



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

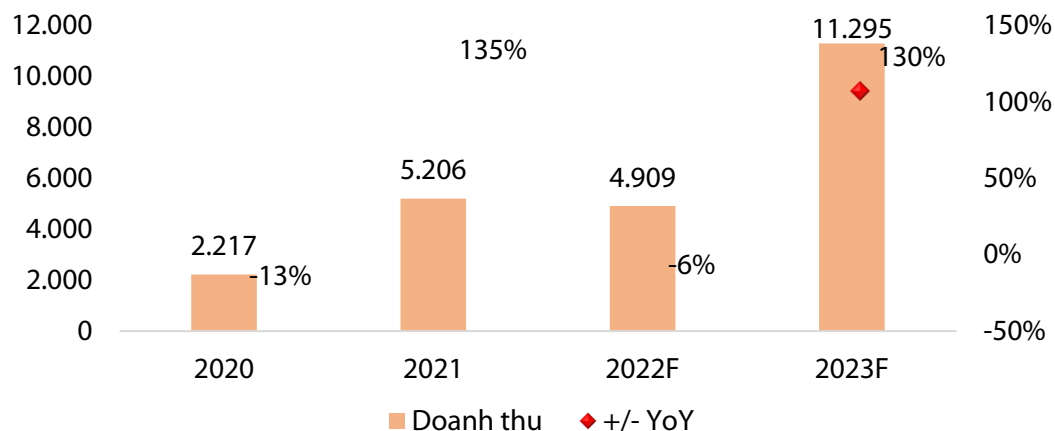
Kỳ vọng hoạt động bán hàng vẫn đạt tăng trưởng tích cực trong H2/2022

- Tại HCM, dự án căn hộ cao tầng Akari-GĐ 2 sẽ mở bán block AK9 và AK10 trong tháng 07-08/2022. Đồng thời, đây cũng là dự án đầy đủ pháp lý duy nhất còn lại của NLG tại thị trường HCM từ đây đến 2024, sau khi hoàn tất mở bán The Mizuki- GĐ3. Tại Long An, dự án NOXH Southgate-GĐ2 dự kiến sẽ được mở bán trong Q4/2022. Hai dự án này tập trung vào phân khúc bình dân, khách hàng có nhu cầu thực và hiện đang khan hiếm nguồn cung tại khu vực. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng hai dự án này sẽ có sức cầu lớn từ thị trường như trong các đợt mở bán trước đây. Bên cạnh đó, các sản phẩm đất nền dự án Nam Long-Cần Thơ (GĐ2) đang được các nhà đầu tư ưa chuộng cũng có kế hoạch phân phối từ đầu Q3/2022.
- Về dự án Izumi-GĐ1B và Paragon Đại Phước, thuộc phân khúc second home, có giá trị cao dự kiến được mở bán vào trong hai tháng cuối năm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng chỉ một phần nhỏ lượng cung được hấp thụ trong năm 2022.

Năm 2023, dự báo giá trị pre-sale kỳ vọng có phần giảm nhẹ so với 2022

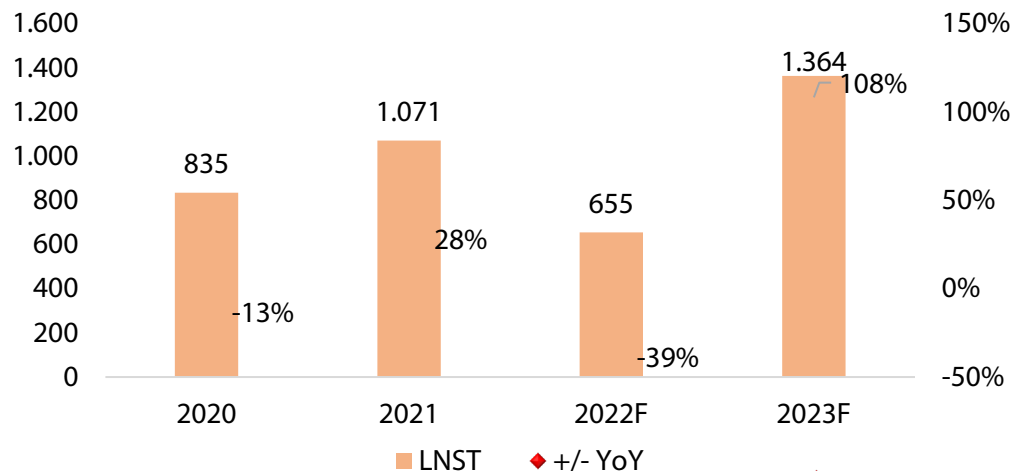
- Chúng tôi kỳ vọng giá trị pre-sales của NLG sẽ ở mức 11.295 tỷ đồng trong năm 2023
- Trong đó, hoạt động bán hàng dự kiến sẽ tập trung vào bốn dự án (1) Izumi-GĐ 2&3, (2) Paragon Đại Phước GĐ 1&2, (3) Ehome SouthGate – GĐ3 dự án NOXH và (4) đất nền Cần Thơ- GĐ2.
- Hai dự án Akari-GĐ3 và SouthGate-GĐ2 kỳ vọng sẽ được mở bán trong 2024. Trong khi Hải Phòng (Thủy Nguyên) sẽ được mở bán sau khi hoàn thiện các pháp lý phát triển dự án.

Hình 2: Dự phóng doanh thu năm 2021-2023F (tỷ đồng)



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Dự phóng LNST công ty mẹ năm 2021-2023F (tỷ đồng)



Nguồn: NLG, CTCK Rồng Việt

Dự phóng KQKD 2022

Doanh thu ước tính đạt 4.909 tỷ (+20%)

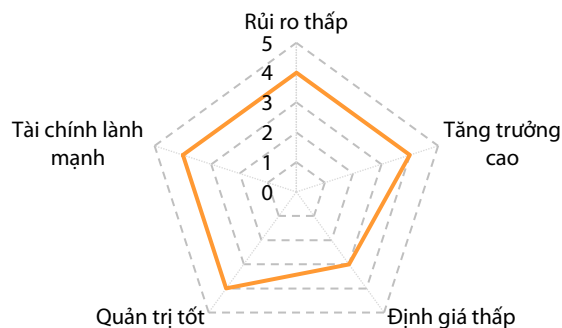
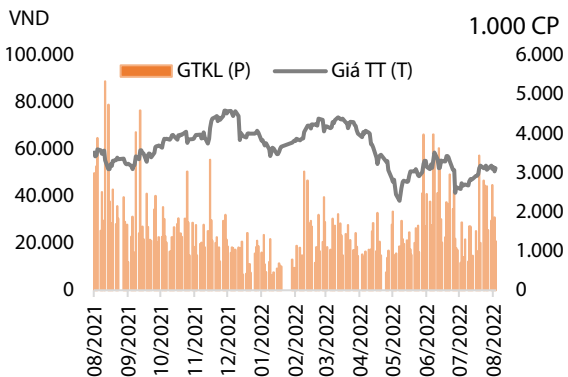
- Theo tiến độ các dự án, khả năng NLG sẽ bàn giao 1.065 sản phẩm dự án Southgate-GĐ1 trong H2/2022, Akari -GĐ1 và mở bán đất nền Cần Thơ ước tính sẽ ghi nhận khoảng 2.494 tỷ đồng riêng doanh thu trong H2/2022.
- Southgate-GĐ1, khoảng 292 sản phẩm valora tại các phân khu Rivena 2, Aquaria 2 và The Aqua 1 và 366 sản phẩm Ehome với giá trị doanh thu ghi nhận ước tính 1.839 tỷ đồng.
- Akari-GĐ 1, block 6 còn lại 89 sản phẩm cuối cùng khả năng ghi nhận doanh thu trong Q3/2022.
- Sản phẩm đất nền dự án Cần Thơ kế hoạch được mở bán từ tháng 09/2022 sau khi một số phân khu hoàn thành điều chỉnh phương án xây dựng, dự kiến có thể phân phối 271 sản phẩm GĐ1.

Đồng thời, chúng tôi ước tính LNST sau cổ đông công ty mẹ ở mức 655 tỷ đồng (-39% YoY). Trong đó, lợi nhuận được đóng góp chủ yếu từ (1) 350 tỷ đồng từ việc thoái vốn dự án Paragon Đại Phước 350 tỷ đồng và (2) hoạt động bàn giao các dự án (bảng 7).

TRUNG LẬP: -8%

<GTT: 53.200 >

<GMT: 47.800>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

TÀI CHÍNH

BĐS dân dụng Doanh thu
560 LNST
244,61 ROA (%)
1.761 ROE (%)
91,6 EPS (đồng)
13,4% GTSS (đồng)
31,60 – 61,20 Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E
P/B

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	3.777	3.815	3.388
LNST	1.344	1.622	1.394
ROA (%)	9,0%	9,9%	8,0%
ROE (%)	28,7%	26,7%	19,0%
EPS (đồng)	5.455	5.286	4.544
GTSS (đồng)	22.070	22.003	25.832
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000		
P/E	9,6	9,9	10,5
P/B	2,4	2,2	2,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Năm 2022 - điểm rơi ghi nhận doanh thu, lợi nhuận** từ việc bàn giao dự án Charm Villas từ Q2/2022 và mảng năng lực vẫn duy trì động lực tăng trưởng tích cực từ nền thấp.
- **Quỹ đất bất động sản vẫn còn dư địa phát triển trung hạn.** Hiện tại quỹ đất của HDG còn trên 50 ha, trong đó tập trung chủ yếu tại các thành phố lớn Hà Nội, Hồ Chí Minh, Nha Trang đang hiện đang có giá trị cao và nguồn cung quỹ đất dần khan hiếm.
- **Mảng năng lực mang lại dòng tiền ổn định hàng năm cho doanh nghiệp**

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

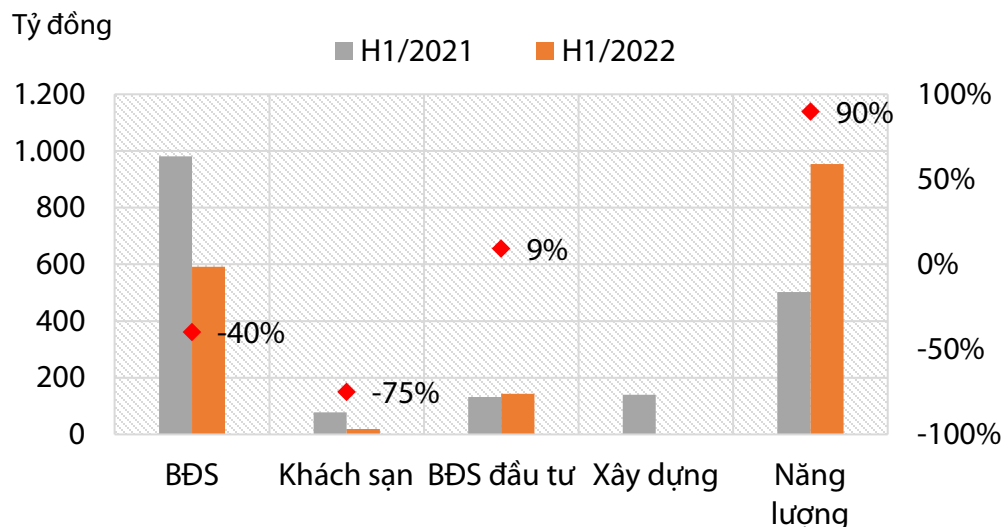
- **Hoạt động chậm triển khai các dự án Bất động sản** sẽ ảnh hưởng đáng kể doanh thu, lợi nhuận trong những năm tiếp theo.

Bảng 1: KQKD 6T 2022 (tỷ đồng)

(VND Bn)	6T 2022	+/- YoY
Doanh thu	1.692	-7%
LNG	1.129	+23%
LN HĐKD	1.044	+41%
LNST công ty mẹ	606	+78%

Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Doanh thu các mảng kinh doanh HDG trong 6T 2022



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Trong H1/2022, LNST công ty mẹ của HDG ghi nhận sự tăng trưởng tích cực, với 606 tỷ đồng (+78% YoY). Trong khi, doanh thu bị giảm nhẹ do số lượng bàn giao bất động sản giảm.

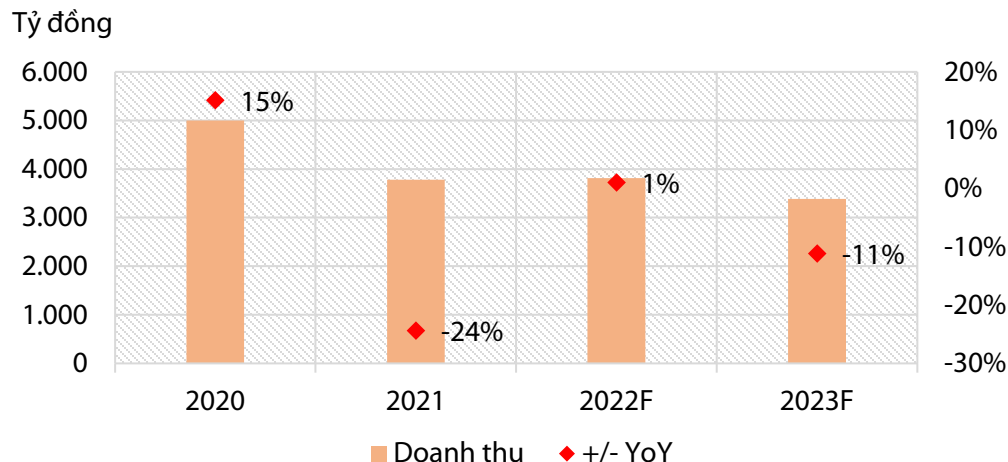
Mảng bất động sản ghi nhận doanh thu tăng trở lại từ Q2/2022 từ việc bàn giao dự án Charm villas

- Trong Q2/2022, HDG đánh dấu sự trở lại của mảng bất động sản, với doanh thu ghi nhận 465 tỷ đồng, tăng gần 10 lần so với cùng kỳ, từ việc bàn giao 45 căn dự án Charm villas. Theo tiến độ từ đây đến nửa đầu 2023, HDG sẽ tiến hành bàn giao 127 căn còn lại, giá trị doanh thu ước tính khoảng 1.311 tỷ đồng.
- Ngoài ra theo kế hoạch, HDG dự kiến sẽ mở bán đợt 3, 136 căn Charm villas trong Q3/2022. Tuy nhiên, theo khảo sát của chúng tôi, dự án vẫn chưa có thời điểm mở bán cụ thể.

Mảng năng lượng duy trì đà tăng trưởng tích cực

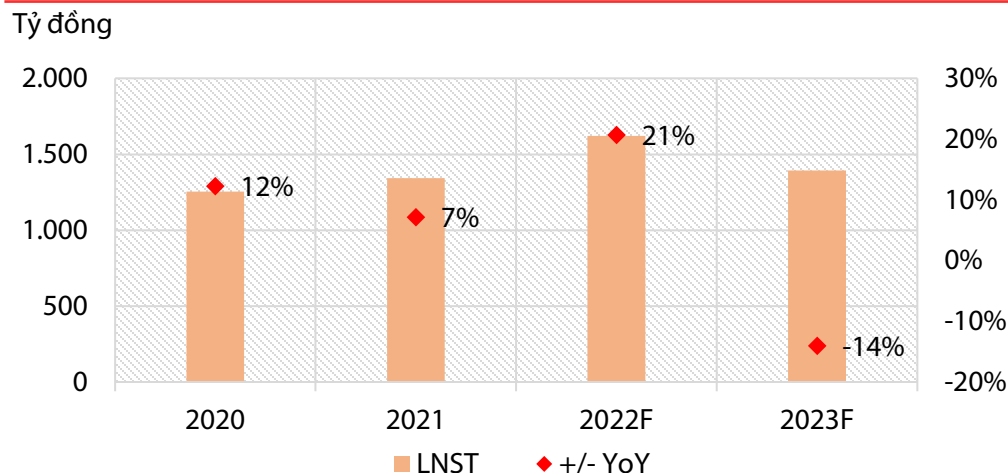
- Trong Q2/2022 mảng năng lượng ghi nhận doanh thu 476 tỷ đồng, tăng trưởng 82% yoy trên nền cơ sở thấp, sau khi hai dự án Đăkmi 2 (hoạt động từ 09/2021) và 7A (hoạt động từ 08/2021 tổ máy 1-2, tổ máy 3 hoạt động từ 02/2022) đi vào hoạt động ổn định trong năm 2022. Bên cạnh, tình hình thủy văn thuận lợi cũng hỗ trợ tích cực cho hoạt động thủy điện trong sau tháng đầu năm.

Hình 3: Dự phóng doanh thu năm 2021-2023F (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng LNST công ty mẹ năm 2021-2023F (tỷ đồng)



Nguồn: HDG, CTCK Rồng Việt

Năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST lần lượt là 3.860 tỷ đồng (+1%) và 1.570 tỷ đồng (+21% yoy).

- Trong nửa cuối 2022, theo tiến độ chúng tôi kỳ vọng HDG sẽ bàn giao thêm khoảng 100/127 căn dự án Charm villas, với giá trị ghi nhận khoảng 1.032 tỷ đồng, các sản phẩm còn lại dự kiến sẽ được bàn giao trong năm tiếp theo.
- Trong khi mảng năng lượng, kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ ở mức tương đương như trong nửa đầu 2022 khi các nhà máy đã đi vào hoạt động ổn định.
- Các mảnh kinh doanh còn lại BĐS đầu tư và khách sạn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu-lợi nhuận dự báo sẽ tiếp tục xu hướng cải thiện trong hai quý tiếp theo nhờ sự kiểm soát dịch covid-19 và sự phục hồi ngành du lịch.

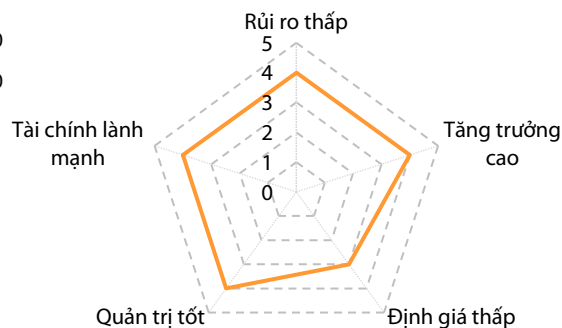
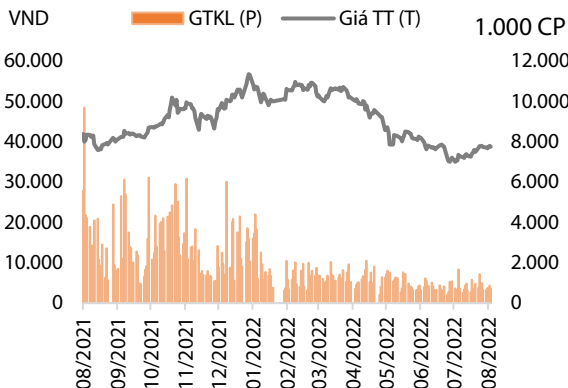
Năm 2023, dự báo doanh thu lợi nhuận có thể giảm nhẹ

- Mảng năng lượng: các nhà máy điện của HDG đã đi vào hoạt động ổn định từ Q1/2022. Vì vậy, năm 2023 sản lượng dự báo chỉ tăng trưởng ở mức khoảng 10%, không còn duy trì mức tăng trưởng cao so với nền thấp trong các năm 2020-2021.
- Trong khi đó, mảng bất động sản dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu giảm trong năm 2023, khi đến thời điểm hiện tại Charm Villas – GĐ3 vẫn chưa được mở bán, trong khi phần lớn sản phẩm dự án Charm villas – GĐ2 sẽ được bàn giao phần lớn trong 2022 (~145 căn), và chỉ còn một phần dự án sẽ được bàn giao trong 2023 (~27 căn).

TÍCH LŨY: 13%

<GTT: 38.750 >

<GMT: 43.660 >



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (triệu \$)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

TÀI CHÍNH

BĐS dân dụng Doanh thu
1.184 LNST
709 ROA (%)
835 ROE (%)
32,6 EPS (đồng)
32,12% GTSS (đồng)
34.500 - 51.600 Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E
P/B

	2021A	2022F	2023F
BĐS dân dụng Doanh thu	3.738	3.367	3.376
1.184 LNST	1.205	1.487	1.412
709 ROA (%)	8,5%	8,7%	6,2%
835 ROE (%)	13,1%	13,9%	12,1%
32,6 EPS (đồng)	1.788	2.006	1.905
32,12% GTSS (đồng)	15.898	15.760	17.233
34.500 - 51.600 Cổ tức tiền mặt (đồng)	21,7	19,3	20,3
P/E	2,4	2,5	2,2
P/B			

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Hoạt động bán hàng dự báo sẽ khởi sắc từ Q3/2022** từ việc mở bán các dự án Classia (08/2022), Privia (Q4/2022) và Clarita (H2/2022) sẽ tạo động lực tăng trưởng doanh thu – lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2025.
- Quỹ đất lớn tại TP.HCM – động lực tăng trưởng trung, dài hạn**
Quỹ đất hiện tại của KDH vào khoảng 610ha (chỉ đứng sau Vinhomes), tất cả đều nằm tại địa bàn TP. HCM. Trong bối cảnh thị trường BĐS tại TP HCM đang thiếu hụt nguồn cung khi tình trạng pháp lý kéo dài và thiếu hụt quỹ đất thì việc sở hữu quỹ đất có quy mô lớn như KDH sẽ là lợi thế vô cùng lớn. Trong dài hạn, các quỹ đất lớn tại Tân Tạo (330 ha) và Phong Phú 2 (132 ha) sẽ là điểm nhấn chính giúp KDH duy trì tăng trưởng trong 5-10 năm tới.
- Định giá hấp dẫn với tiềm năng cải thiện tỷ suất sinh lời giai đoạn 2021 – 2023.**

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc hoàn thành pháp lý các dự án và triển khai giải phóng mặt bằng chậm hơn dự kiến** của các dự án lớn như Tân Tạo, Phong Phú 2 và KCN Lê Minh Xuân mở rộng có thể làm ảnh hưởng đến dòng tiền tương lai của KDH.
- Lãi suất tăng ảnh hưởng đến tính thanh khoản của các dự án.**

Bảng 1: KQKD 6T 2022 (tỷ đồng)

(VND Bn)	6T 2022	+/- YoY
Doanh thu	875	-55%
LNG	575	-31%
LN HĐKD	446	-32%
LNST công ty mẹ	631	+34%

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Pileline các dự án của KDH 2021-2025

Dự án	Vị trí	Sở hữu	Tổng DT (ha)	2021	2022	2023	2024	2025	sau 2025
The Classia	Q9, HCM	100%	4,3						
The Privia	Bình Tân, HCM	100%	1,8						
Clarita	Thủ Đức, HCM	100%	5,7						
The Solina	Bình Chánh, HCM	100%	16,4						
KCN Lê Minh Xuân MR	Bình Chánh, HCM	100%	109,9						
Bình Trưng	Thủ Đức, HCM	100%	11,0						
Phong Phú 2	Bình Chánh, HCM	100%	132,9						
KDC Tân Tạo	Bình Tân, HCM	100%	330,0						

Nguồn: KDH, CTCK Rông Việt

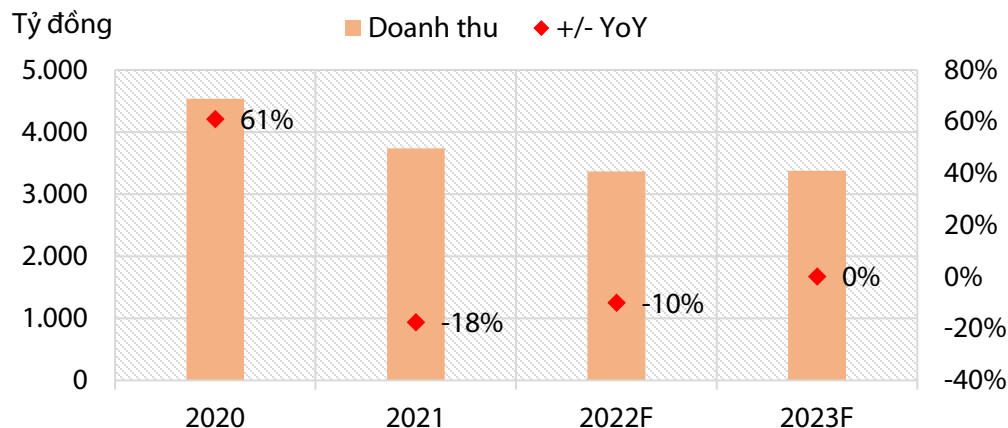
H1/2022, hoạt động bàn giao và mở bán ghi nhận sự chứng lại. Tuy nhiên LNST công ty mẹ tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ lợi nhuận bất thường.

- Trong H1/2022, KDH ghi nhận doanh thu 875 tỷ đồng, giảm 55% so với cùng kỳ do số lượng sản phẩm bàn giao giảm so với cùng kỳ, chủ yếu tập trung trong quý hai với 40 căn Classia.
- Tuy nhiên, LNST công ty mẹ ghi nhận mức tăng trưởng +34% yoy, đạt 631 tỷ đồng nhờ khoản lãi 308 tỷ đồng đánh giá lại khoản hợp nhất CTCP BĐS Đầu Tư Phước Nguyên phát sinh trong Q1/2022, bên cạnh biên lợi nhuận trong H1/2022 nhìn chung được cải thiện từ dự án Biệt thự Classia có biên lợi nhuận tốt hơn các dự án cao tầng đã bàn giao trong 2021 (Safira, Lovera Vista)

Hoạt động bán hàng có phần chứng lại trong sáu tháng đầu 2022

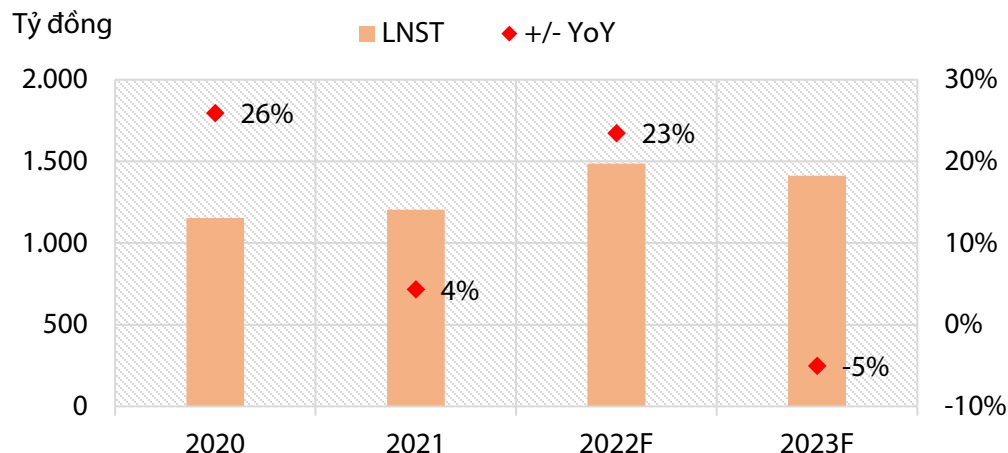
- Tính đến cuối Q2/2022, hai dự án đã hoàn thành biệt thự Verosa đã bán hết hoàn toàn 100% dự án và dự án cao tầng Lovera Vista đã bán đến 88%.
- Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm, KDH chưa thực hiện chào bán dự án mới ra thị trường.

Hình 1: Dự phóng doanh thu năm 2021-2023F (tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Dự phóng LNST công ty mẹ năm 2021-2023F (tỷ đồng)



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Hoạt động bán hàng dự báo sẽ khởi sắc từ Q3/2022

- Trong những ngày đầu tháng 8/2022 KDH đã ký đại lý phân phối dự án Classia với Smart Land và kỳ vọng phần lớn dự án sẽ được ghi nhận doanh thu trong năm.
- Bên cạnh đó, dự án cao tầng Privia đã khởi công từ Q2/2021 dự kiến có thể đủ điều kiện mở bán trong Q4/2022.
- Dự án biệt thự Clarita theo kế hoạch của công ty cũng có thể mở bán trong H2/2023

KQKD 2022-2023 chưa nhiều động lực tăng trưởng mạnh mẽ so với 2021

- Trong năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST CĐ công ty mẹ lần lượt ở mức 3.925 tỷ đồng và 1.380 tỷ đồng tương đương mức tăng trưởng -10% yoy và +23% yoy so với cả năm 2022.
- Trong năm 2023, Clarita dự kiến sẽ là nguồn doanh thu chủ lực từ việc bàn giao một phần dự án trong cuối Q4/2023.
- Trong khi đó, các dự án cao tầng Privia ước tính sẽ bắt đầu điểm rơi bàn giao trong năm 2024.

NGÀNH THÉP

GIAI ĐOẠN TRẦM LẶNG



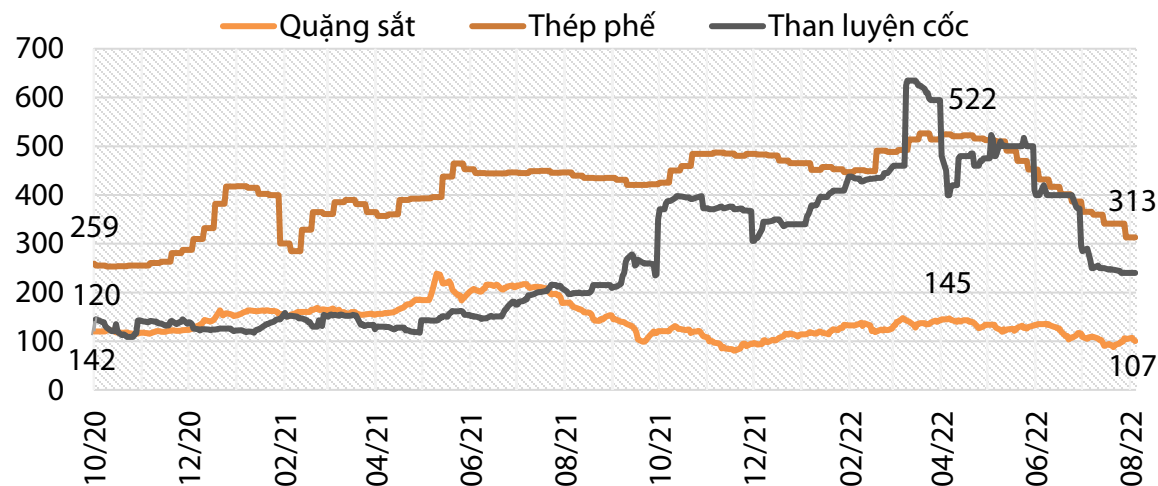
Phạm Thị Tố Tâm – tam.ptt@vdsc.com.vn



Giá thép và giá nguyên vật liệu tăng mạnh khi chiến sự Nga - Ucraina bùng nổ và giảm nhiệt nhanh sau đó do nỗi lo suy thoái

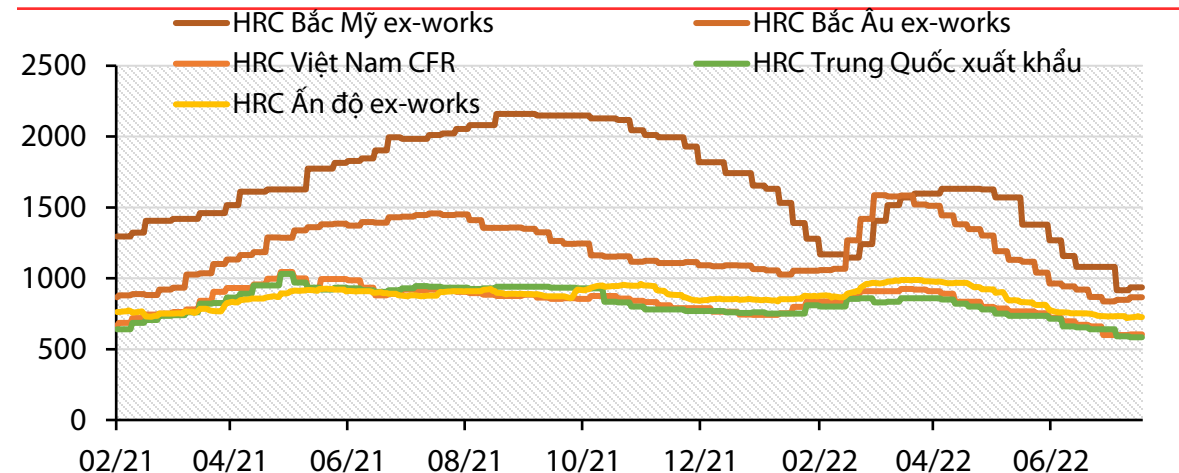
- Tâm lý hoảng loạn lo ngại thiếu nguồn cung thép đẩy giá thép và giá nguyên vật liệu vọt lên trong giai đoạn đầu của chiến tranh.
- Nỗi lo suy thoái kinh tế dần chiếm ưu thế khiến nhu cầu suy giảm và giá đảo chiều.
- Đà giảm giá thép đang yếu dần và có dấu hiệu đảo chiều đi lên nhờ tin tức tích cực về các biện pháp kích thích thị trường bất động sản của Trung Quốc. Tuy nhiên, động lực tăng giá trong 2H2022 là không nhiều do nhiều nước gia tăng thắt chặt tiền tệ đối phó với lạm phát cao, kéo theo nguy cơ suy thoái kinh tế.

Hình 1: Giá nguyên liệu sản xuất thép (USD/tấn)



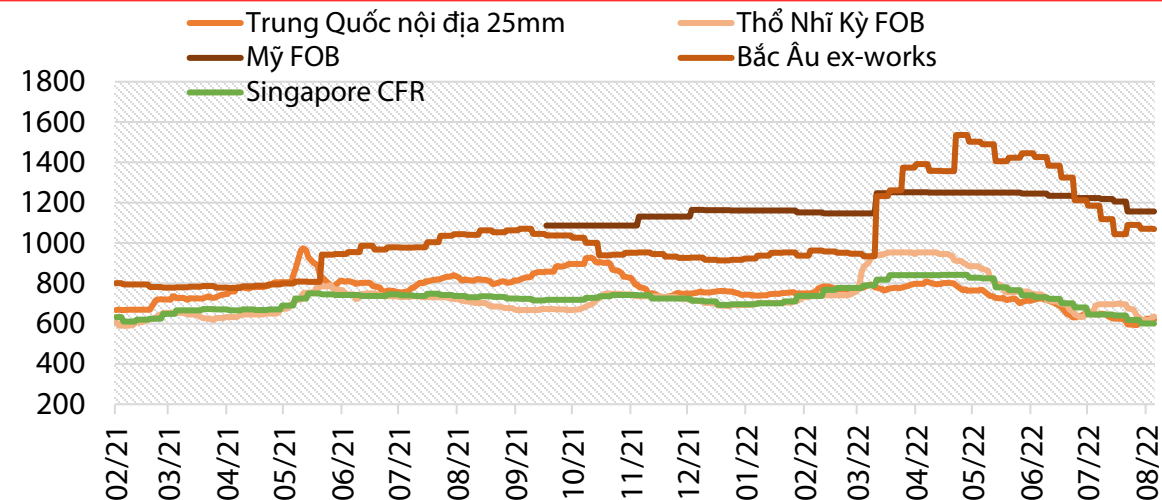
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá thép HRC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Giá thép thanh (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

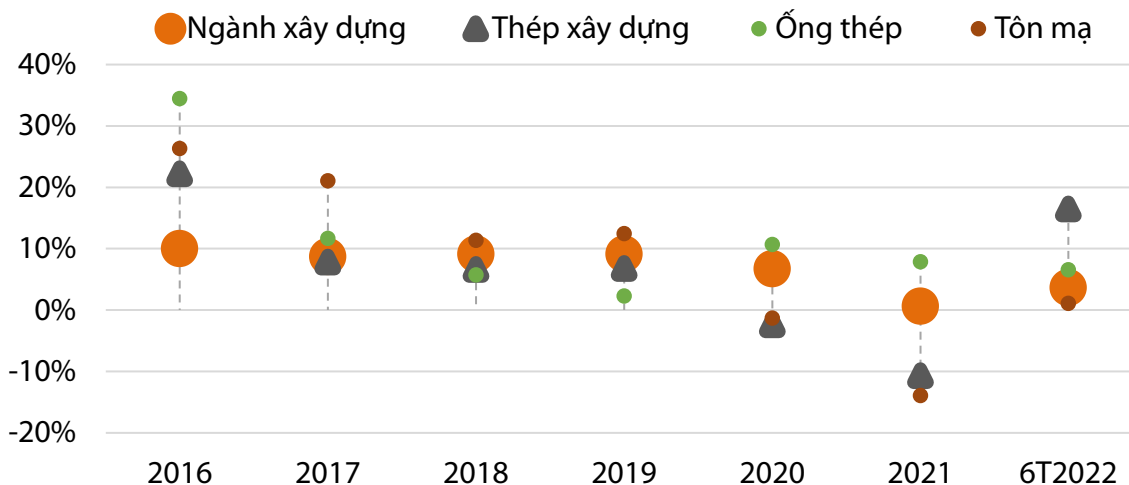
Nhu cầu thép trong nước thấp do dòng tiền vào thị trường bất động sản chững lại và giải ngân đầu tư công chậm.

Giá thép giảm liên tục từ cuối tháng 4 đến nay khiến các nhà phân phối tìm cách giảm hàng tồn kho, chỉ mua khi có đặt hàng từ khách hàng.

Nhu cầu từ các thị trường khác chậm lại kết hợp với cạnh tranh xuất khẩu với nhiều nước, bao gồm thép giá rẻ của Trung Quốc khiến sản lượng xuất khẩu thép thành phẩm 6T2022 chỉ tăng nhẹ 3,1% lên 3,64 triệu tấn.

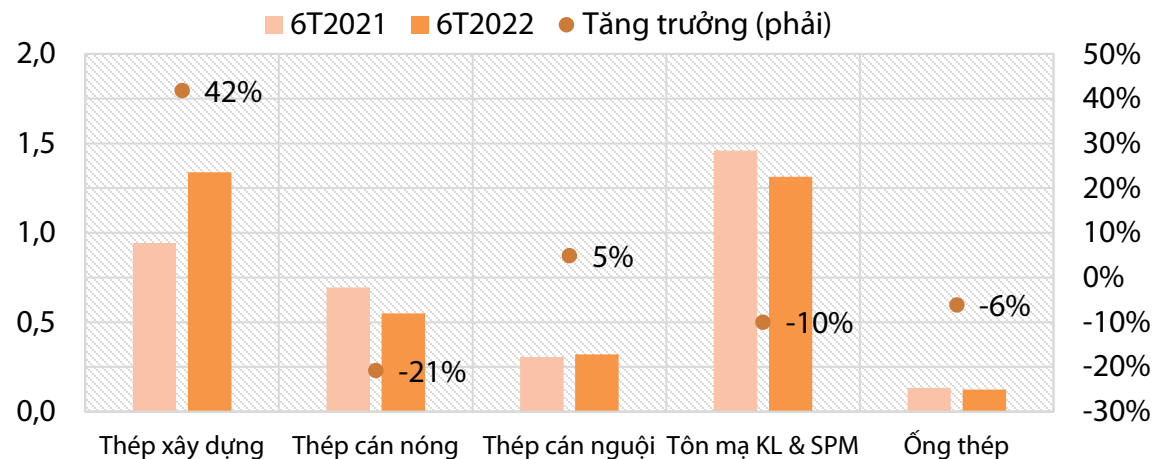
Áp lực tồn kho cao buộc các nhà máy vừa cắt giảm công suất vừa cạnh tranh gay gắt về giá bán, kéo mặt bằng giá liên tục đi xuống.

Hình 4: Tăng trưởng tiêu thụ thép nội địa và ngành xây dựng



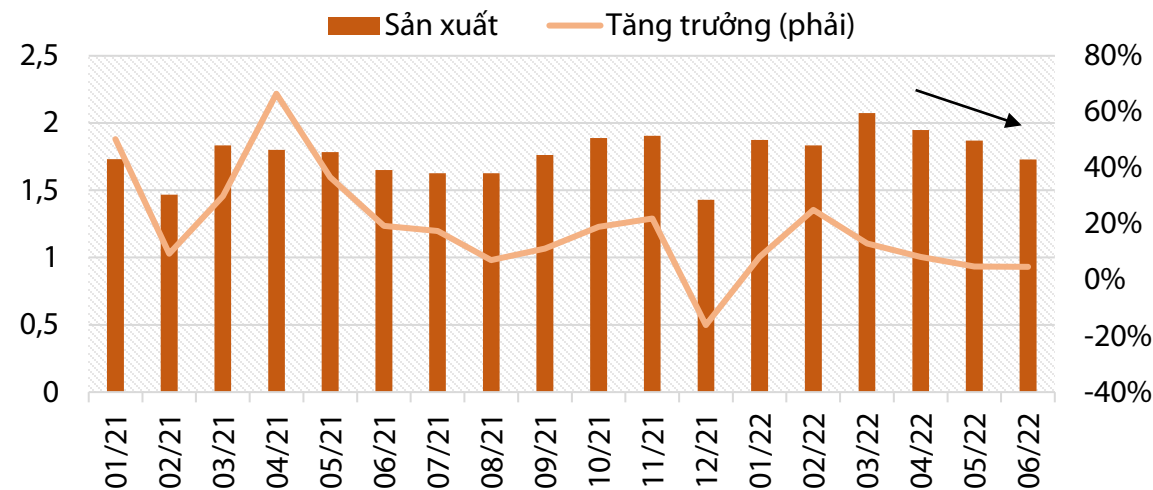
Nguồn: VSA, GSO, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Xuất khẩu 6T2022 theo sản phẩm (triệu tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Sản lượng thép thô (triệu tấn)



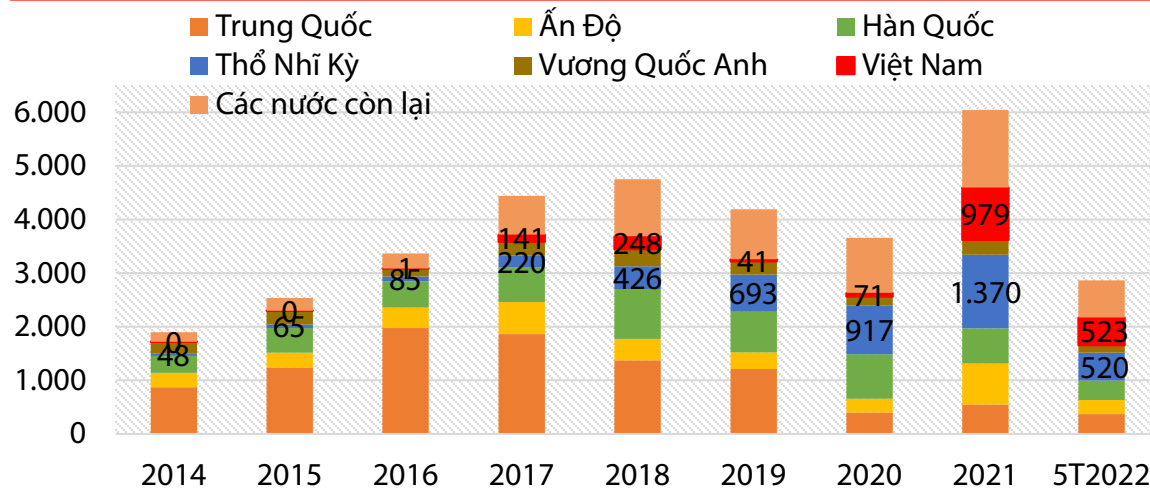
Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Chính sách thương mại của các thị trường lớn là Mỹ và EU thay đổi theo hướng bất lợi cho Việt Nam.

1. Mỹ từ đầu năm 2022 đã nới lỏng hạn ngạch thuế quan đối với thép Nhật Bản, EU và Vương Quốc Anh.
 2. EU gia tăng biện pháp bảo hộ đối với thép mạ Việt Nam. Từ 1/7/2022 đến 30/6/2024, tôn mạ kim loại (nhóm 4A) của Việt Nam được quản lý theo hạn ngạch. Hạn ngạch miễn thuế của nhóm "Các nước khác", gồm Việt Nam, là 1,8 triệu tấn cho giai đoạn 1/7/2022 đến 30/6/2023 và tăng 4% trong năm tiếp theo. Nếu vượt hạn ngạch, mức thuế nhập khẩu phải nộp cho phần vượt là 25%.
- Năm 2021, Việt Nam đã bán 979 nghìn tấn tôn mạ vào EU, tăng vọt so với các năm trước trong điều kiện thiếu cung tại EU kết hợp với ưu đãi miễn hạn ngạch cho Việt Nam từ 1/7/2020. Điều này là nguyên nhân EU tăng cường rào cản với tôn mạ Việt Nam.
 - Ngoài Ấn Độ, Hàn Quốc và Vương Quốc Anh chịu hạn ngạch riêng, Thổ Nhĩ Kỳ là đối thủ lớn nhất của Việt Nam. Thổ Nhĩ Kỳ có lợi thế khoảng cách vận chuyển đến EU và cung cầu thép tại EU sẽ ổn định trong các năm tới nên tôn mạ Việt Nam khó duy trì xuất khẩu cao vào EU.

Các nhà sản xuất Việt Nam sẽ phải tăng xuất khẩu sang ASEAN, bù đắp cho nhu cầu châu Âu - Bắc Mỹ giảm, nhưng biên LN sẽ thấp hơn.

Hình 7: Nhập khẩu thép ngoại khối của EU (nghìn tấn)



Nguồn: EUROFER, CTCK Rông Việt

Bảng 1: Hạn ngạch nhập khẩu mới nhất của EU với thép mạ kim loại (nhóm 4A, nghìn tấn)

Đối tác	Từ 1/7/2022 đến 30/6/2023	Từ 1/7/2023 đến 30/6/2024
Hàn Quốc	143,3	149,0
Ấn Độ	204,8	213,0
Vương Quốc Anh	135,0	140,4
Các nước khác	1.802,5	1.874,6

Nguồn: EC, CTCK Rông Việt

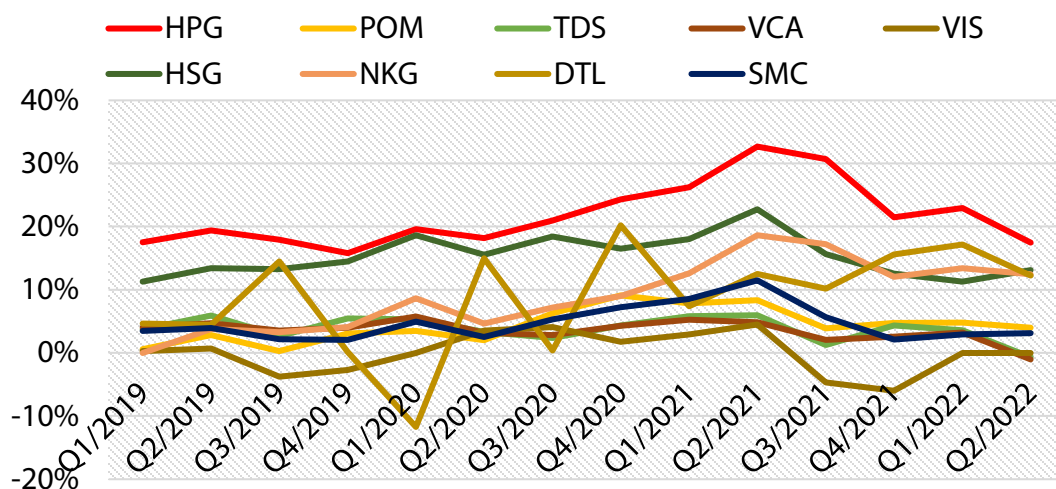
Nửa đầu năm, giá nguyên liệu sản xuất thép biến động lớn khiến hoạt động kinh doanh của các công ty thép khó khăn. Biên lợi nhuận các công ty thép suy yếu do giá bán giảm, chi phí dự phòng giảm giá hàng tồn kho và cước phí vận chuyển tăng, chủ yếu trong Q2.

Nhu cầu thép xây dựng sẽ sớm phục hồi. Giải ngân đầu tư công của Việt Nam sẽ tăng tốc từ cuối năm 2022 sau khi kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025 hoàn thành giai đoạn phê duyệt thủ tục. Worldsteel dự báo chính sách khuyến khích đầu tư cơ sở hạ tầng của các nước ASEAN 5 sẽ củng cố sự phục hồi của nhu cầu thép xây dựng của khu vực này, với mức tăng 4,8% trong năm 2022 và 6,1% trong năm 2023, cao hơn các mức tăng tương ứng của nhu cầu thép thế giới là 0,4% năm 2022 và 2,2% năm 2023.

Nhu cầu thép phẳng dự kiến vẫn yếu trong vài quý tiếp theo. Giá HRC thời gian gần đây liên tục giảm nhưng giá tôn mạ trong nước không điều chỉnh đáng kể nhờ có lực đỡ từ xuất khẩu. Trong thời gian tới, khi xuất khẩu trở nên kém tích cực, giá tôn mạ nội địa sẽ chịu áp lực giảm lớn hơn do mất đi sự hỗ trợ từ xuất khẩu.

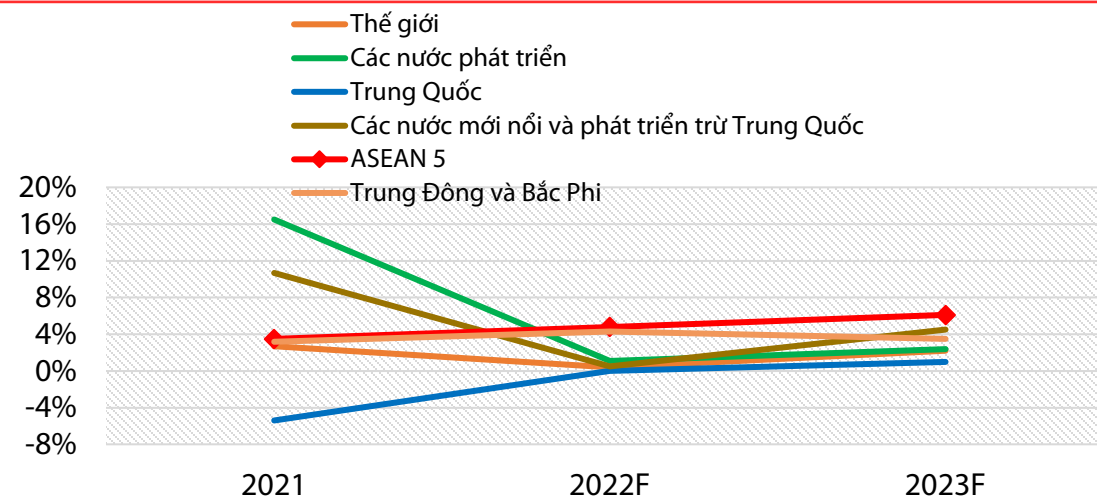
Các nhà sản xuất thép dài, vì vậy, có cơ hội phục hồi về giá bán và sản lượng tốt hơn so với các nhà sản xuất thép phẳng.

Hình 8: Biên lợi nhuận gộp các công ty thép



Nguồn: BCTC các công ty, CTCK Rồng Việt

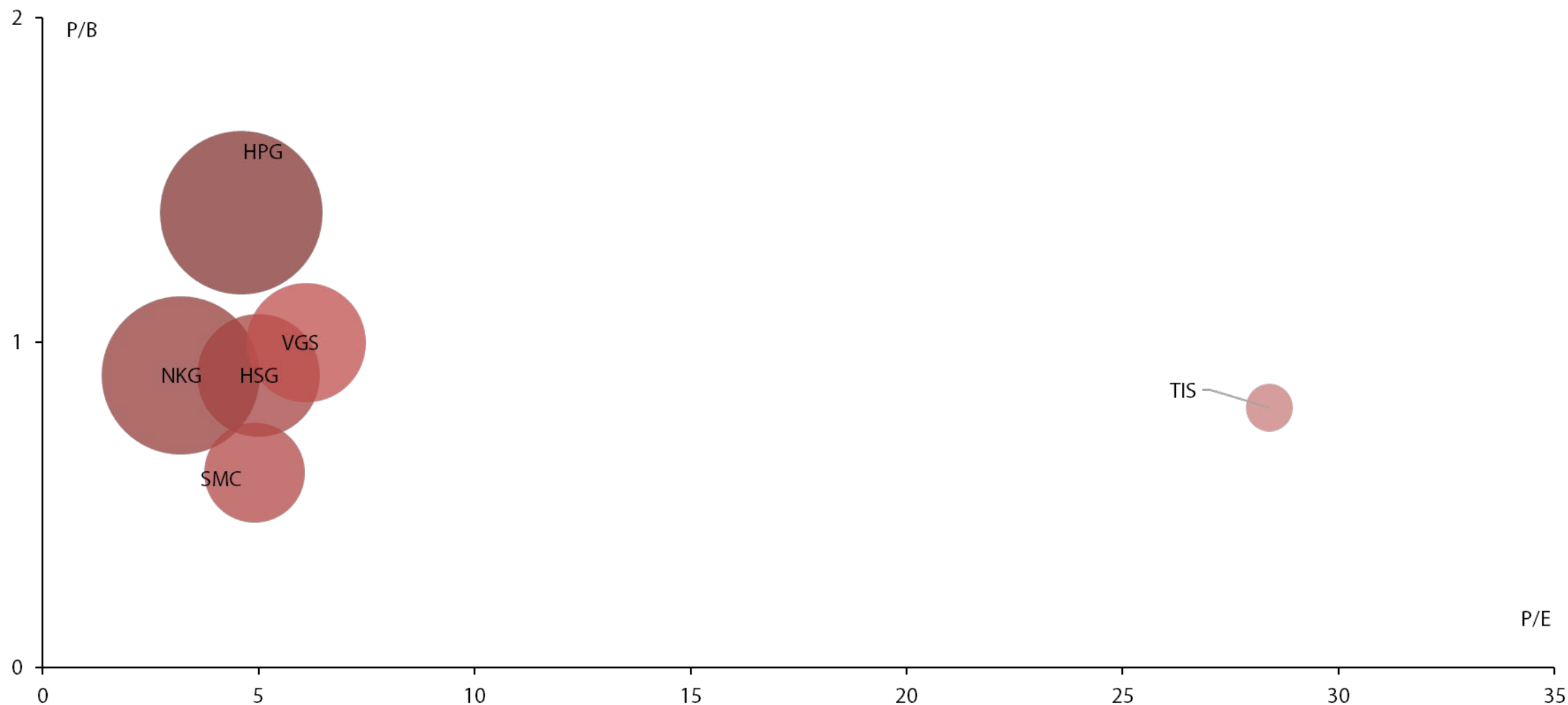
Hình 9: Dự báo nhu cầu thép theo khu vực



Nguồn: Worldsteel, CTCK Rồng Việt

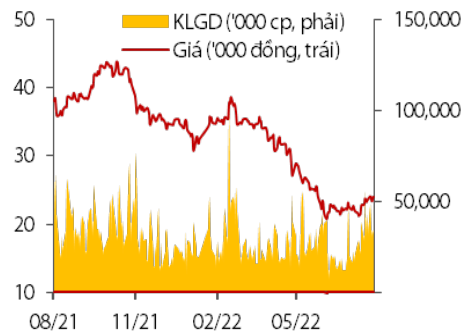
Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
HPG	138.392	33.000	41,2	19,2	24,8	20,8	19,5	18,2	16,4	34,5	1,6	5,0	1,4
NKG	5.660	25.100	64,3	21,7	8,6	7,3	26,0	5,8	11,7	33,0	3,9	3,0	0,9
HSG	10.416	N/A	39,5	-35,2	0,0	0,0	-45,6	3,6	8,6	19,3	0,0	5,0	0,9
SMC	1.462	N/A	19,9	-53,7	2,5	2,1	-68,6	1,3	2,9	13,0	4,2	4,7	0,5
VGS	881	N/A	4,0	-2,3	2,6	2,4	2,3	2,0	6,0	17,3	0,0	6,1	1,0
TVN	6.170	N/A	-13,4	-46,0	10,1	5,7	-64,6	4,5	6,2	9,0	0,0	8,7	0,6

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



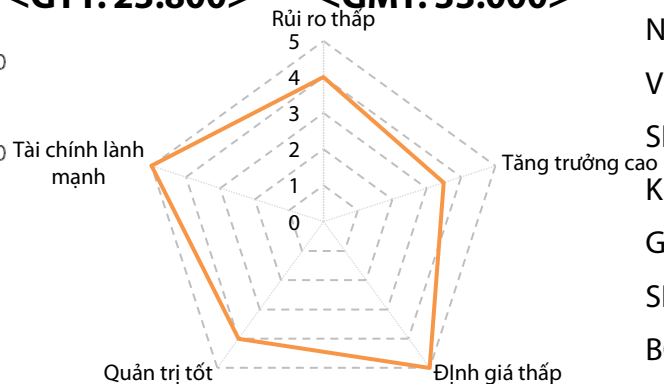
Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: 39%



<GTT: 23.800>

<GMT: 33.000>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	138.392
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	5.815
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	26.309
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	634
SH NĐTNN còn lại (%)	28,8
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	44,92 – 20,5

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	149.680	139.687	166.275
LNST (tỷ đồng)	34.478	24.323	32.858
ROA (%)	19,5	12,5	14,9
ROE (%)	38,0	23,3	30,3
EPS (đồng)	7.246	4.494	6.071
GTSS (đồng)	20.261	20.545	21.341
Cổ tức tiền mặt (đồng)	500	0	0
P/E (x)	6,0	5,5	4,0
P/B (x)	2,3	1,0	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sản lượng bán hàng yếu trong ngắn hạn chủ yếu ở mảng thép phẳng, trước khi phục hồi từ năm 2024

- Giải ngân đầu tư công chậm, sự siết chặt quản lý thị trường BĐS nhà ở và nhu cầu hàng hóa lâu bền giảm trên toàn cầu khiến chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ thép giảm nhẹ 6% so với năm 2021. Thép xây dựng sẽ phục hồi sớm hơn thép phẳng khi giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh từ đầu năm 2023. Trong 12 tháng tiếp theo, tiêu thụ thép phẳng có thể vẫn trầm lắng do lạm phát cao toàn cầu.
- Lò cao đầu tiên của Dung Quất 2 hoàn thành vào cuối năm 2023, nâng công suất thép thô thêm 33% lên 11,3 triệu tấn/năm.

Biên lợi nhuận tiếp tục thấp trong Q3 và cải thiện từ Q4/2022

Giá nguyên liệu hạ nhiệt nhanh từ tháng 5 đến nay. Do độ trễ tồn kho nguyên liệu 2-3 tháng, biên LNG gộp sẽ cải thiện từ Q4.

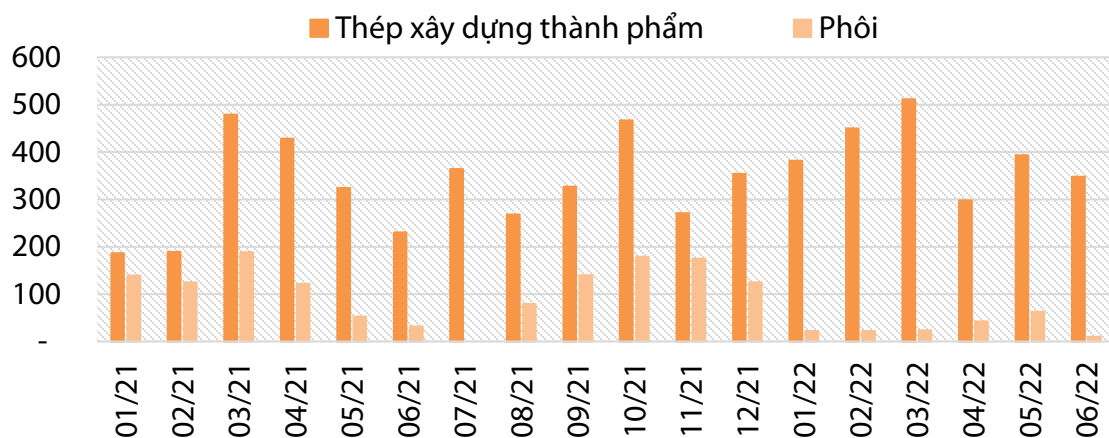
- Nhu cầu yếu tại nhiều nơi trên thế giới cùng với tiêu thụ trong nước ảm đạm từ tháng 3 khiến giá thép xây dựng và giá HRC giảm mạnh. Tuy nhiên, biên độ của các đợt giảm giá bán gần đây đã thu hẹp dần.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2022 ước tính đạt 23,6%, so với 27,5% năm 2021, do giá vốn cao và giá bán giảm trong Q2 và Q3.

Nhiều kế hoạch đầu tư lớn gia tăng công suất và hiệu quả kinh doanh trong dài hạn. Ngoài dự án làm vỏ container sẽ cho sản phẩm từ T11/2022, HPG còn dự định đầu tư Dung Quất 3 tập trung vào HRC và thép hình, mua thêm mỏ quặng sắt ở Úc và mỏ quặng bôxit ở Tây Nguyên.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

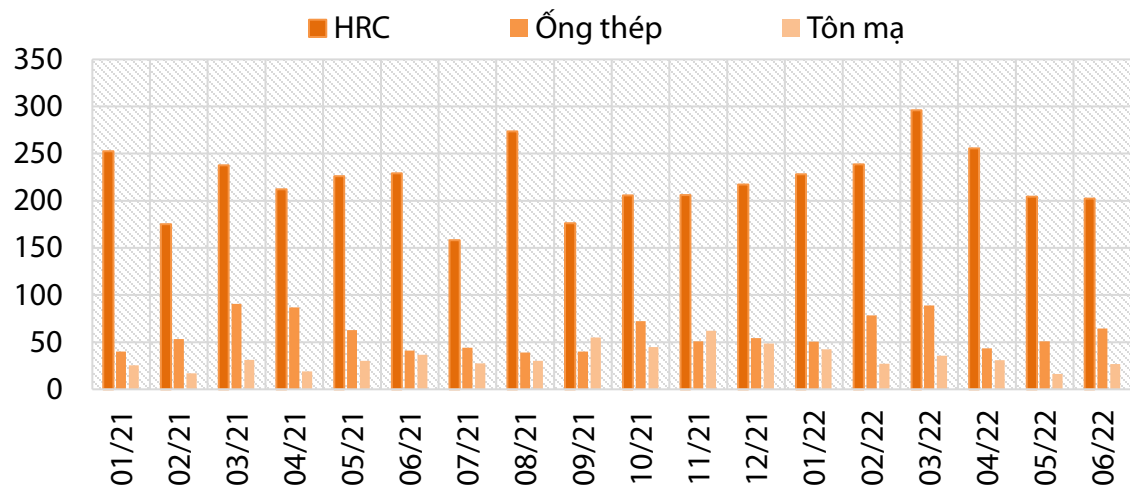
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ thép phẳng (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Tổng sản lượng tiêu thụ tăng 4% YoY lên 3,98 triệu tấn nhờ nhu cầu trong nước và thế giới phục hồi hậu dịch bệnh và đợt hoảng loạn tích trữ thép và nguyên liệu sản xuất thép trong giai đoạn đầu chiến tranh Nga - Ucraina.

- Sản lượng thép xây dựng thành phẩm đạt 2,38 triệu tấn, tăng 30%.
- Sản lượng HRC tăng 7%, đạt 1,43 triệu tấn.

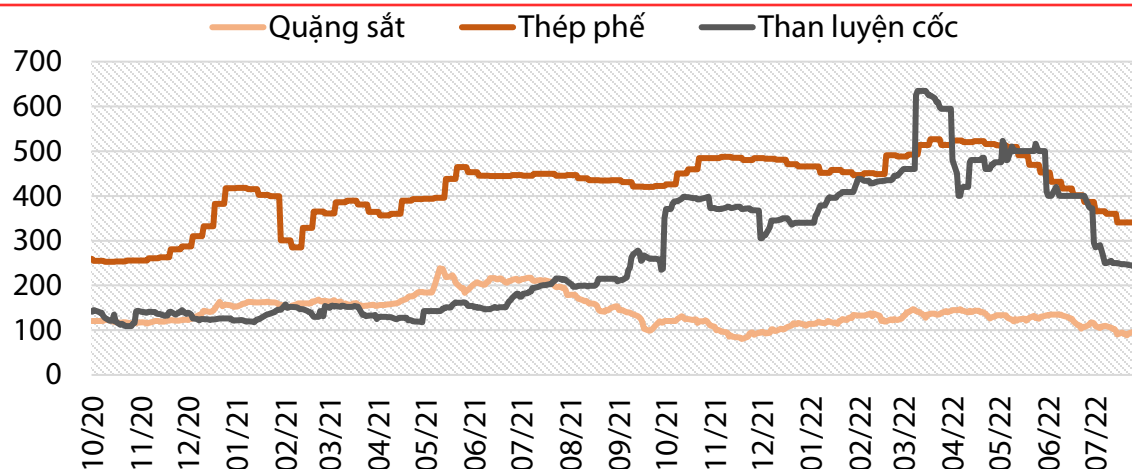
Xuất khẩu tôn mạ đạt mức cao

- Nhu cầu cao từ châu Âu và Bắc Mỹ. Sản lượng tiêu thụ đạt 98 nghìn tấn, tăng 16,5% YoY. Tuy nhiên, tiêu thụ yếu đi rõ nét trong tháng 5 và tháng 6 khi cuộc chiến Nga-Ucraina tạo tâm lý lo lắng về lạm phát và suy thoái kinh tế.

Tiêu thụ phôi yếu do hầu như không xuất khẩu

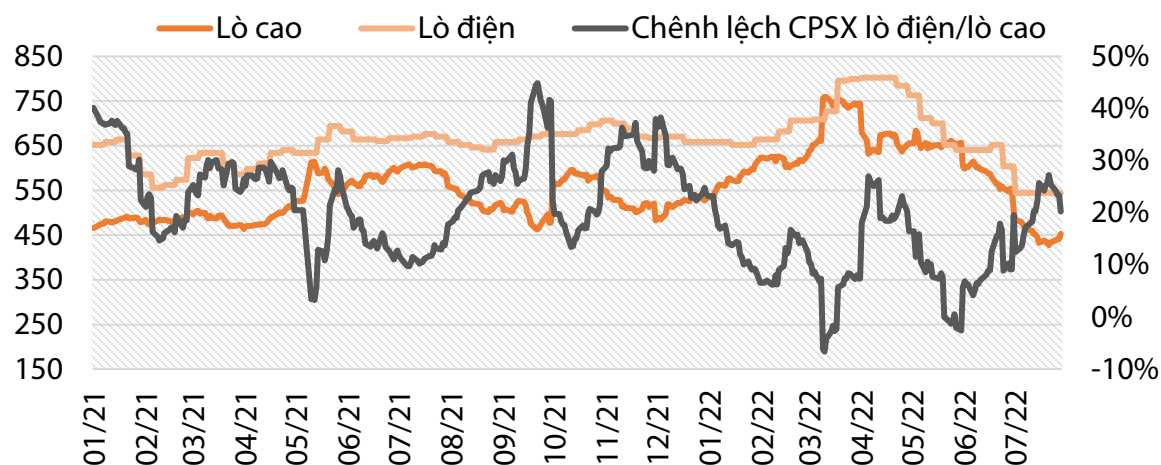
- Sản lượng bán phôi giảm 72% YoY còn 184 nghìn tấn, 84% là tiêu thụ nội địa, trong khi 1H21 xuất khẩu chiếm khoảng 90%. Xuất khẩu phôi giảm nhằm tập trung cho sản xuất thép thành phẩm.

Hình 3: Giá nguyên liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chi phí sản xuất thép (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá nguyên liệu tăng mạnh đầu Q2 (mạnh nhất là than luyện cốc) và giảm nhanh từ tháng 5 đến nay

- Giá than luyện cốc lập đỉnh 625 USD/tấn giữa T3, dao động mạnh ở mức cao do tâm lý hoảng loạn khi chiến tranh bùng nổ. Giá đã giảm nhanh từ cuối T5 đến nay còn 240 USD/tấn, tương đương cuối T9/2021, khi nhu cầu thép trầm lắng tại Trung Quốc.
- Giá quặng sắt giảm mạnh hơn giá thép phế. Xu hướng có khả năng duy trì trong thời gian tới.
- Chênh lệch chi phí sản xuất bằng lò cao so với lò điện ước tính đang ở mức cao, khoảng 20%.

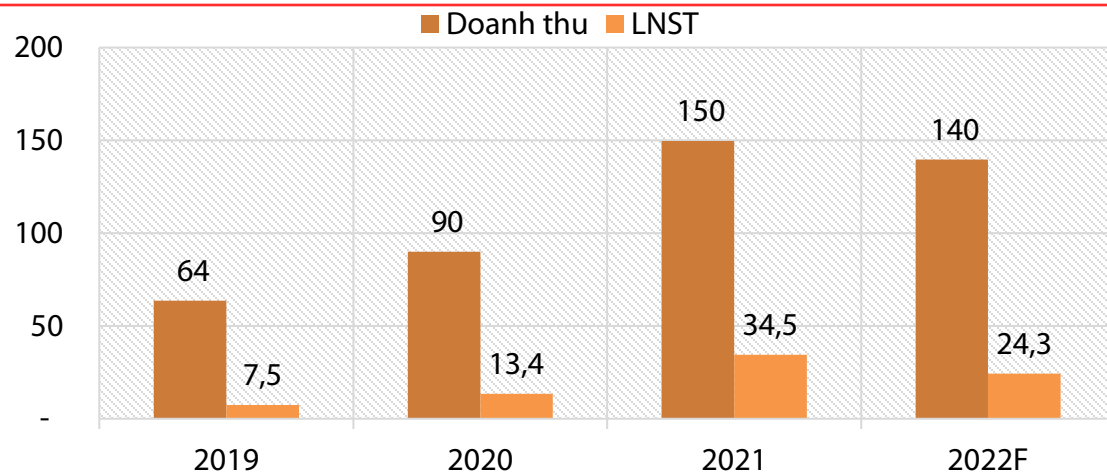
Chi phí sản xuất thép dự kiến giảm đáng kể từ Q4

- Ước tính chi phí sản xuất phôi tăng từ khoảng 570 USD/tấn trong Q1 lên 626 USD/tấn trong Q2 (+10,3% QoQ) trước khi giảm xuống còn 565 USD/tấn trong Q3 và 495 USD/tấn trong Q4.

Biên gộp mảng thép XD sụt giảm ít hơn biên gộp HRC

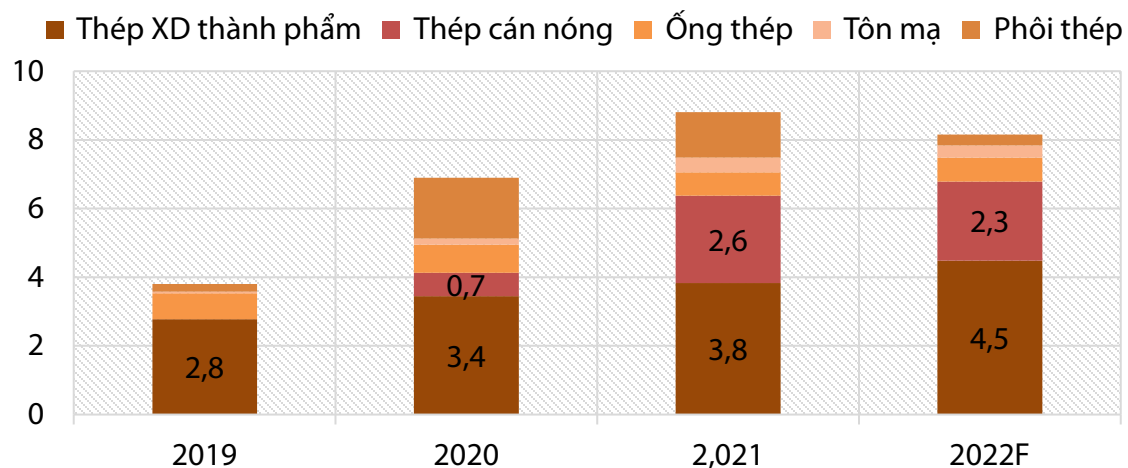
- Q2, giá thép XD và HRC bán ra ước tăng 3% QoQ và 16% QoQ. Từ đầu tháng 5, giá thép liên tục giảm với giá thép XD giảm 15% và giá HRC giảm 35% do tiêu thụ hạ nguồn chậm và giá chào HRC nhập khẩu giảm mạnh.

Hình 5: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế (nghìn tỷ)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Dự phóng sản lượng thép (triệu tấn)



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Sản lượng thép phẳng giảm mạnh hơn thép xây dựng

- Giải ngân đầu tư công chậm, thị trường BĐS trầm lắng chờ khung pháp lý mới. Sản lượng thép XD thành phẩm 2H22 có thể giảm 12% sv 1H, đạt 2,1 triệu tấn.
- Sản lượng HRC có thể giảm 38% sv 1H còn 880 nghìn tấn do lạm phát cao toàn cầu.

Biên lợi nhuận gộp mảng HRC và tôn mạ có thể giảm do giá yếu

- Nhu cầu thép phẳng yếu khiến giá thép phẳng (HRC và tôn mạ) duy trì thấp trong vài quý tiếp theo.
- Cạnh tranh xuất khẩu gia tăng do Mỹ nới lỏng hạn ngạch nhập khẩu với các đối thủ của VN và EU quản lý tôn mạ VN theo hạn ngạch từ 1/7/2022.

Cập nhật nhà máy thép Dung Quất 2

- Đã khởi công xây dựng trong tháng 5/2022.
- Dự kiến hoàn thành cuối năm 2024.
- Hai lò cao có tổng công suất 5,6 triệu tấn. Lò đầu tiên dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2023 và lò thứ hai vào cuối năm 2024.

TÍCH LŨY: 17%

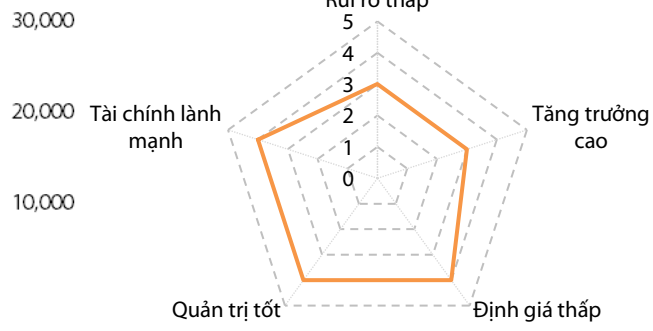
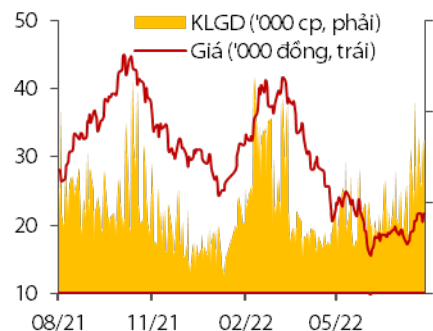
<GTT: 21.500>

<GMT: 25.100>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A 2022F 2023F



Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.660
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	263
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	9.085
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	189
SH NHĐTNN còn lại (%)	43,4
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	47,08 – 15,6

Doanh thu (tỷ đồng)	28.173	20.060	19.002
LNST (tỷ đồng)	2.225	874	1.204
ROA (%)	14,5	7,4	9,7
ROE (%)	38,9	14,8	17,5
EPS (đồng)	7.278	3.235	4.455
GTSS (đồng)	23.467	22.573	26.195
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	1.000
P/E (x)	2,3	5,4	4,2
P/B (x)	0,9	0,8	0,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ yếu và giá giảm trong nửa cuối năm ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.

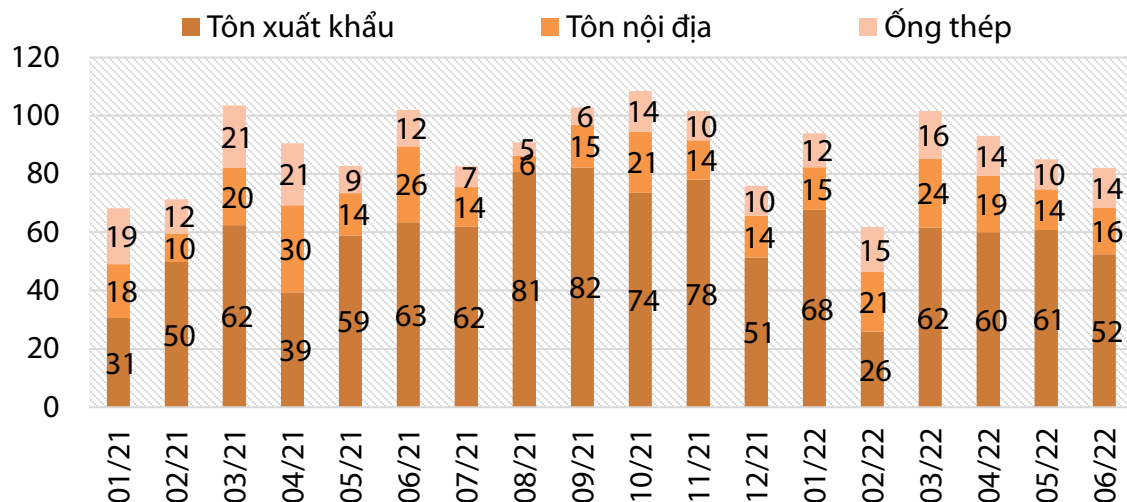
- Giá HRC liên tục giảm từ cuối tháng 4 trong khi giá tôn mạ không giảm tương ứng khiến người mua trong nước giảm giao dịch nhằm chờ đợi giá tôn giảm thêm. Giá bán, vì vậy, đang chịu áp lực giảm thêm nhưng tiêu thụ nội địa sẽ chỉ tăng từ tháng 9 do tháng 7-8 là mùa mưa. Tiêu thụ tôn mạ nội địa 2H có thể đạt 94 nghìn tấn (+14% YoY) nhờ nền thấp Q3/2021, tương ứng cả năm tăng 1% lên 202 nghìn tấn.
- Lạm phát cao toàn cầu kéo dài và cạnh tranh gia tăng tại các thị trường lớn có thể làm giảm xuất khẩu của các công ty Việt Nam đến giữa năm 2023. Mỹ nới lỏng hạn ngạch thuế quan đối với thép Nhật Bản, EU và Anh từ cuối năm 2021/đầu năm 2022. EU tái áp đặt hạn ngạch thuế quan với tôn mạ Việt Nam từ 7/2022 đến cuối năm 2024. Xuất khẩu tôn mạ 2H có thể đạt 50 nghìn tấn (-88% YoY), tương ứng cả năm đạt 378 nghìn tấn (-48% YoY).
- Chênh lệch giá với các thị trường thu hẹp khiến biên LNG xuất khẩu giảm về 12,9% (2021: 18,4%). Xuất khẩu yếu làm tăng áp lực giảm giá bán trong nước. Biên LNG nội địa giảm về 5,9% (2021: 12,4%).

Tăng gấp đôi công suất vào năm 2027 tạo động lực tăng trưởng trong trung hạn. Dự án đầu tư theo 3 giai đoạn từ Q4/2022 đến cuối 2026, được tài trợ phần lớn bằng vốn chủ sở hữu. Doanh thu và LNST giai đoạn 2022-2027 ước tăng trưởng kép 6,1%/năm và 18,8%/năm.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

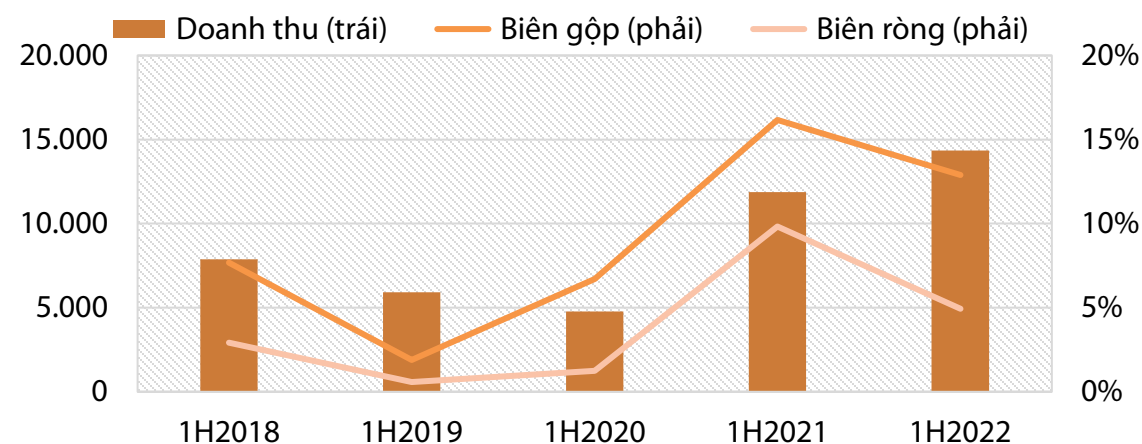
- Lạm phát toàn cầu kéo dài và nghiêm trọng hơn dự kiến khiến giá bán và tiêu thụ giảm mạnh hơn dự kiến.
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

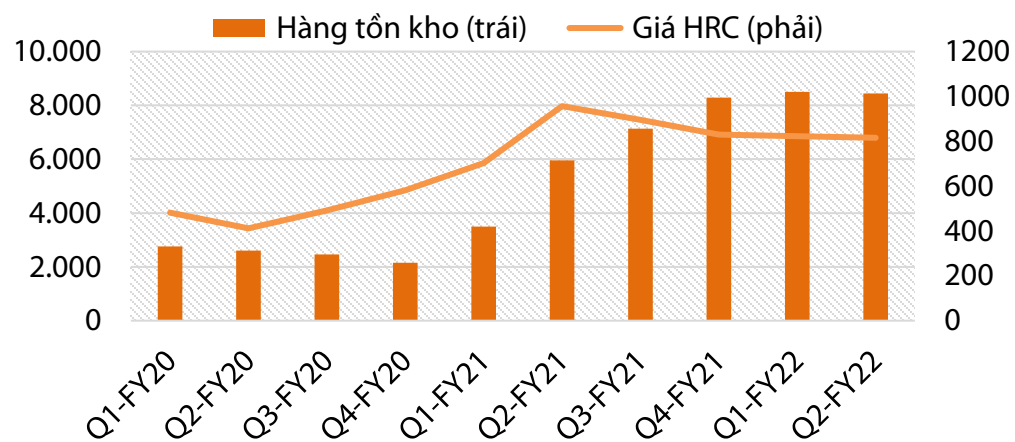
Hình 2: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận



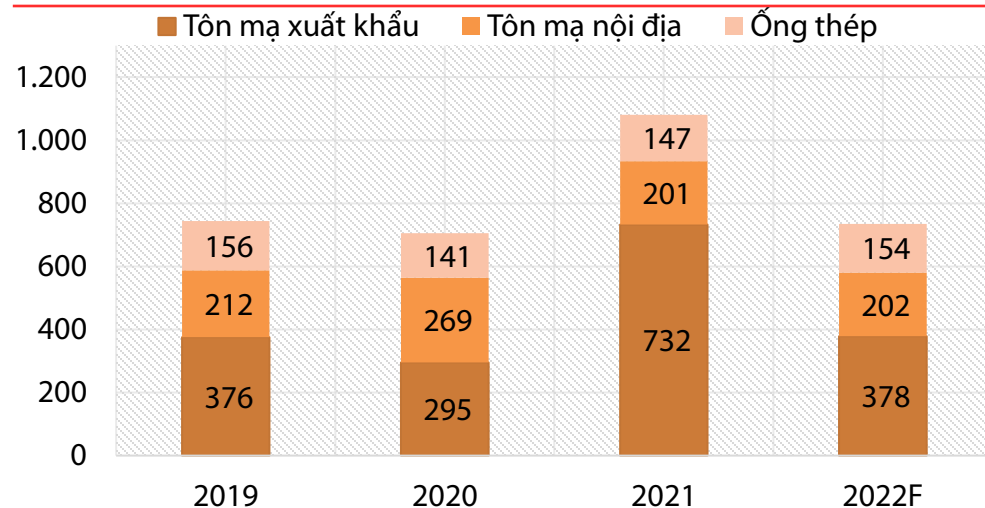
Nguồn: NKG, CTCK Rồng Việt

Sau 1H2022, NKG ghi nhận doanh thu tăng 21% YoY, đạt 14.347 tỷ đồng trong khi LNST giảm sâu 39% YoY còn 708 tỷ đồng với áp lực ở thị trường nội địa và giá đầu vào tăng.

- Sản lượng xuất khẩu tôn mạ tăng 8% YoY lên 328 nghìn tấn, chiếm 63% tổng sản lượng bán hàng. Châu Âu và Bắc Mỹ chiếm 65-70%.
- Ngược lại, tiêu thụ nội địa yếu dần từ tháng 4 khi thị trường chờ đợi giá bán giảm theo giá HRC. Sản lượng nội địa 1H của tôn mạ giảm 9% YoY còn 108 nghìn tấn và của ống thép giảm 15% YoY còn 81 nghìn tấn.
- Nhờ xuất khẩu vẫn tốt, NKG có thể giữ giá bán trong nước Q2 ổn định so với Q1.
- Giá HRC Vietnam CFR tăng từ 743 USD/tấn cuối T1/22 lên 910 USD/tấn cuối T3/22 trước khi giảm từ T4/2022 về 698 USD/tấn cuối T6/2022. Đợt giá HRC tại châu Âu và Bắc Mỹ tăng cao sau đó đảo chiều giảm nhanh vào đầu Q2 đã không ngăn được xu hướng giảm của biên LNG Q2.
- Biên LNG giảm từ 16,2% trong 1H21 về 12,9% trong 1H22.

Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng) và giá HRC (USD/tấn)


Nguồn: NKG, Bloomberg, CTCK Rong Viet

Hình 4: Dự báo sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)


Nguồn: NKG, CTCK Rong Viet

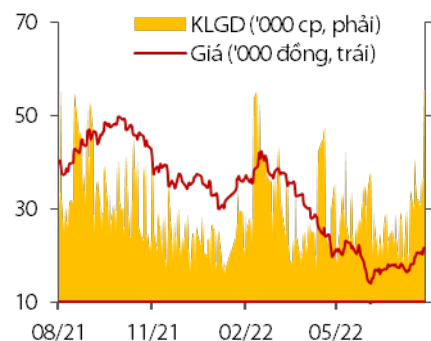
Tiêu thụ yếu trong xu hướng giá giảm

- Xuất khẩu tôn mạ có thể đạt 50 nghìn tấn (-88% YoY) do nhu cầu toàn cầu suy giảm. Tiêu thụ tôn mạ nội địa và ống thép đạt 94 nghìn tấn (+14% YoY) và 73 nghìn tấn (+41% YoY) trên nền thấp của đợt phong tỏa khu vực miền Nam trong Q3/2021.
- Chênh lệch giá giữa Việt Nam và các thị trường giảm khiến biên LNG giảm theo. Biên LNG tôn mạ có thể đạt 5,1%, trong đó xuất khẩu đạt 4,6% và nội địa 5,3%, giảm đáng kể so với các mức tương ứng 17,5%, 18,6% và 11,5% cùng kỳ.
- Dự báo 2H công ty đạt doanh thu 5.536 tỷ đồng (-58% YoY) và lỗ 50 tỷ đồng.

2023 – Tiêu thụ khó phục hồi mạnh

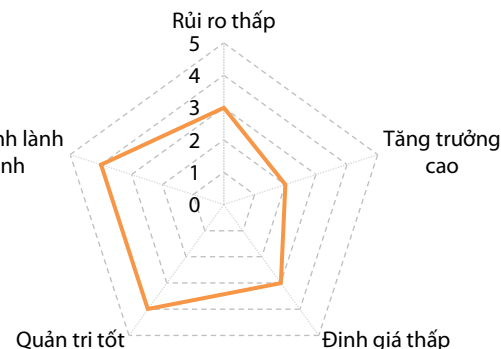
- Lạm phát hạ nhiệt từ năm 2023 sẽ khuyến khích nhu cầu tôn mạ. Chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và các thị trường Âu Mỹ sẽ không cao do không còn đứt gãy sản xuất tại các khu vực này. Cạnh tranh xuất khẩu gia tăng với nhiều nước khác.
- Sản lượng thép có thể tăng 10,5%, giá bán giảm theo giá HRC. Biên lợi nhuận gộp đạt 10,1%, xấp xỉ mức 9,8% năm 2021.

QUAN SÁT



<GTT: 20.900>

<GMT: N/A>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Vật liệu cơ bản
Vốn hóa (tỷ đồng)	10.416
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	498
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	8.669
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	167
SH NĐTNN còn lại (%)	42,3
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	51,3 – 13,8

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	48.727	48.439	41.136
LNST (tỷ đồng)	4.249	921	1.292
ROA (%)	16,0	3,7	5,9
ROE (%)	39,4	7,9	10,3
EPS (đồng)	8.611	1.735	2.435
GTSS (đồng)	21.855	23.591	25.526
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	500
P/E (x)	5,4	9,8	7,0
P/B (x)	2,1	0,7	0,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiêu thụ yếu và giá giảm trong vài quý tiếp theo.

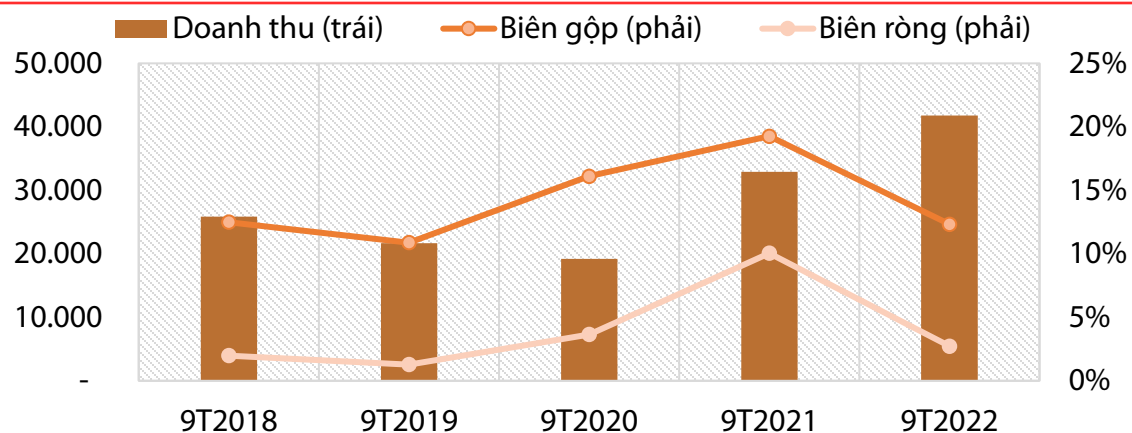
- Giá HRC liên tục giảm từ cuối tháng 4 trong khi giá tôn mạ không giảm tương ứng khiến người mua trong nước giảm giao dịch nhằm chờ đợi giá tôn giảm thêm. Giá bán, vì vậy, đang chịu áp lực giảm thêm nhưng tiêu thụ nội địa sẽ chỉ tăng từ tháng 9 do tháng 7-8 là mùa mưa. Tiêu thụ tôn mạ nội địa cả năm có thể tăng 8% lên 577 nghìn tấn.
- Lạm phát cao toàn cầu kéo dài và cạnh tranh gia tăng tại các thị trường lớn có thể khiến xuất khẩu trầm lắng đến giữa năm 2023. Mỹ đã nới lỏng hạn ngạch thuế quan đối với thép Nhật Bản, EU và Anh từ cuối năm 2021/đầu năm 2022. EU tái áp đặt hạn ngạch thuế quan với tôn mạ Việt Nam từ 7/2022 đến giữa năm 2024. Xuất khẩu tôn mạ cả năm dự báo đạt 821 nghìn tấn, giảm 34%.
- Chênh lệch giá với các thị trường thu hẹp khiến biên LNG xuất khẩu giảm về 12,5% (FY20-21: 16,9%). Xuất khẩu yếu kết hợp với giá HRC giảm làm tăng áp lực giảm giá bán trong nước. Biên LNG nội địa giảm về 11,9% (FY20-21: 22,4%).

Sức khỏe tài chính liên tục cải thiện. Cuối Q3/FY21-22, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu giảm xuống 94% so với 150% cùng kỳ năm ngoái. Cơ cấu vốn an toàn hơn sẽ giúp HSG giảm chi phí lãi vay trong giai đoạn kinh doanh khó khăn hiện nay. Công ty đặt mục tiêu đến FY23-24 sẽ không còn nợ vay.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

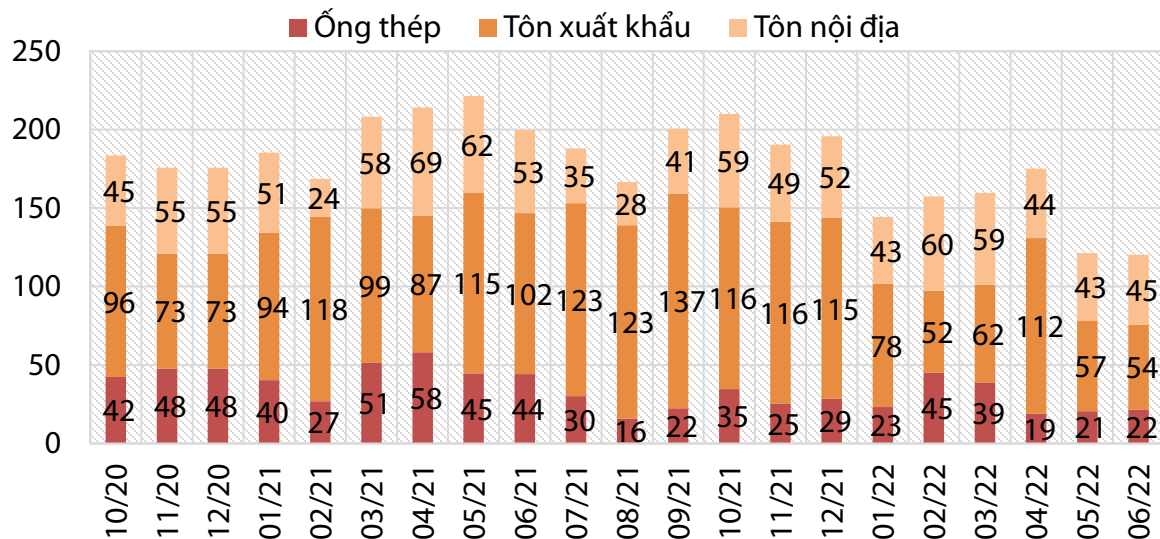
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận



Nguồn: HSG, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng tiêu thụ theo thị trường (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, CTCK Rồng Việt

Doanh thu 41.772 tỷ đồng (+27% YoY) và LNST 1.137 tỷ đồng (-66% YoY). Sản lượng tiêu thụ thép đạt 1,47 triệu tấn, giảm 15% YoY. Tiêu thụ giảm dần do tâm lý người mua chờ đợi giá giảm và quan sát diễn biến nhu cầu thị trường.

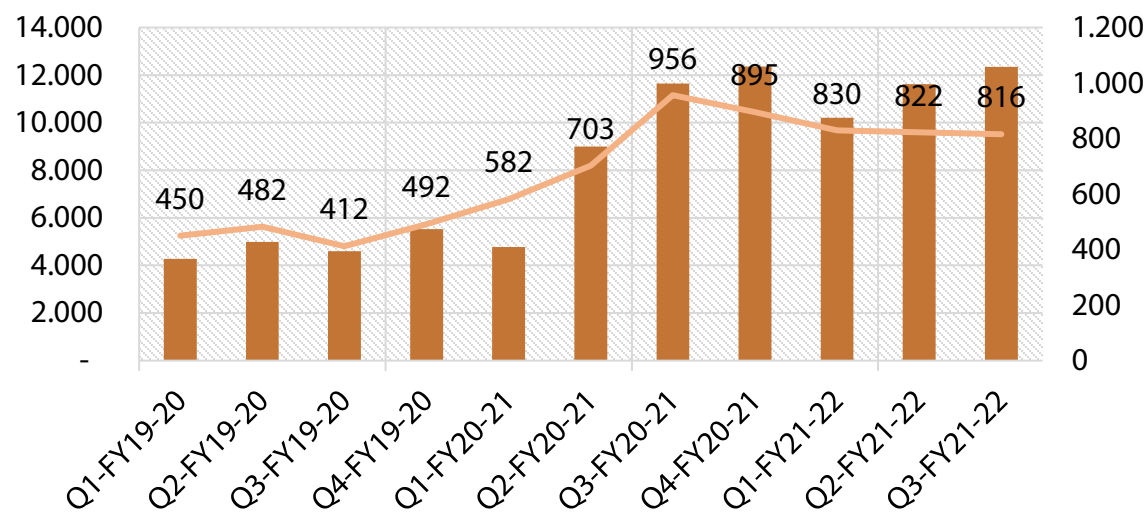
- Sản lượng tôn mạ đạt 1,22 triệu tấn, giảm 8,4% YoY, trong đó xuất khẩu 763 nghìn tấn, giảm 11% YoY và nội địa 454 nghìn tấn, giảm 3,6% YoY.
- Chênh lệch giá thép giữa Việt Nam với châu Âu và Bắc Mỹ thu hẹp nhanh sau đợt tăng hoảng loạn khi chiến tranh Nga-Ucraina bắt đầu. Thị trường nội địa chậm lại chờ đợi điều chỉnh giá bán tôn mạ theo giá HRC.

Biên lợi nhuận giảm do áp lực chi phí nguyên liệu.

- Giá HRC Vietnam CFR tăng từ 743 USD/tấn cuối T1/22 lên 910 USD/tấn cuối T3/22 trước khi giảm từ T4/2022 về 698 USD/tấn cuối T6/2022. Đợt giá HRC tại châu Âu và Bắc Mỹ tăng cao đầu Q3 đã không ngăn được xu hướng giảm của biên LNG Q3.
- Biên LNG giảm từ 19,3% trong 9T/FY20-21 về 12,3% trong 9T/FY21-22.

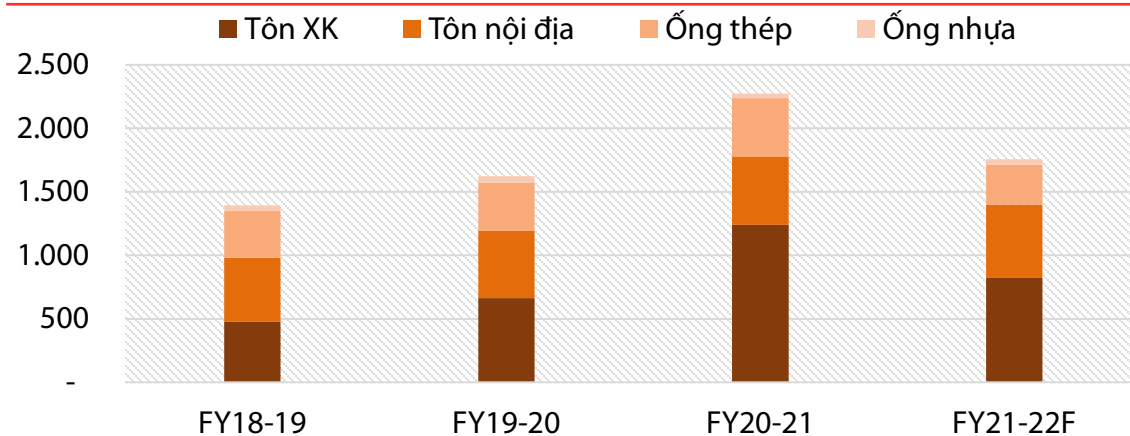
Chi phí lãi vay giảm mạnh 25% YoY nhờ giảm vay nợ. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu cuối Q3 đạt 94%, không đổi so với đầu năm nhưng cải thiện so với 140% trong Q3/FY20-21.

Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng) và giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: HSG, CTCK Rông Việt

Hình 4: Dự báo sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)



Nguồn: HSG, CTCK Rông Việt

Q4/FY21-22: Tiêu thụ yếu, giá bán giảm trong khi giá nguyên liệu cao bào mòn lợi nhuận

- Xuất khẩu tôn mạ có thể đạt 58 nghìn tấn (-74% QoQ và -85% YoY) do nhu cầu toàn cầu suy giảm. Tiêu thụ tôn mạ nội địa đạt 123 nghìn tấn (-7% QoQ và +19% YoY) trên nền thấp của đợt phong tỏa khu vực miền Nam trong Q4/FY20-21. Tiêu thụ ống thép 59 nghìn tấn (-4% QoQ, -14% YoY).
- Chênh lệch giá giữa Việt Nam và các thị trường giảm khiến biên LNG giảm theo. Biên LNG tôn mạ có thể đạt 9,6%, trong đó xuất khẩu đạt 9,7% và nội địa 9,5%, giảm đáng kể so với các mức tương ứng 17%, 16,5% và 19% cùng kỳ, theo ước tính của chúng tôi.
- Doanh thu và LNST Q4 dự báo đạt 6.693 tỷ đồng (-58% YoY) và -183 tỷ đồng.

FY22-23: Tiêu thụ khó phục hồi mạnh

- Xuất khẩu tôn mạ dự báo sẽ phục hồi từ Q3/FY22-23 trở đi, nhờ lạm phát hạ nhiệt. Chênh lệch giá HRC giữa Việt Nam và các thị trường Âu Mỹ sẽ không cao do không còn đứt gãy sản xuất tại các khu vực này. Cạnh tranh xuất khẩu gia tăng với nhiều nước khác.
- Sản lượng thép có thể tăng 8%, giá bán giảm theo giá HRC. Biên lợi nhuận gộp xấp xỉ mức 11,6% của FY21-22.

QUAN SÁT

<GTT: 20.000 >

<GMT: N/A>

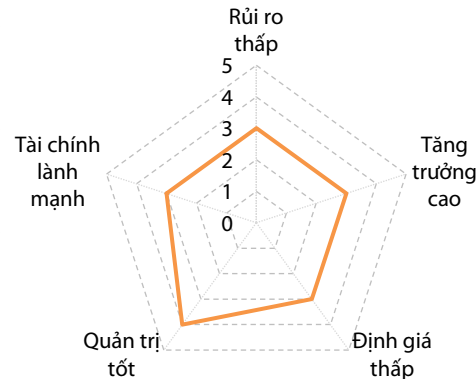
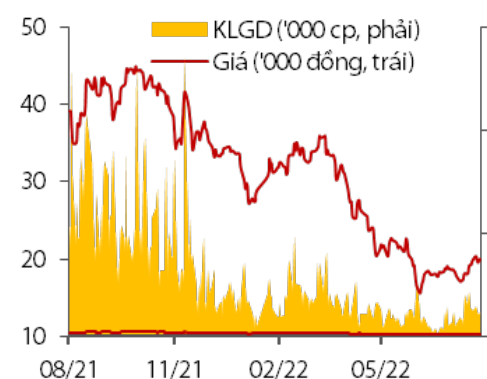
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2021A

2022F

2023F



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

NVL - Thép
1.462
73
184
4
0,0
47,08 – 15,58
Doanh thu (tỷ đồng)
LNST (tỷ đồng)
ROA (%)
ROE (%)
EPS (đồng)
GTSS (đồng)
Cổ tức tiền mặt (đồng)
P/E (x)
P/B (x)

21.312
875
9,7
1,2
45,0
14.369
1.439
5.552
31.875
1.000
1,4
13,9
3,6
0,7

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhiều điều kiện bất lợi ảnh hưởng tiêu thụ và giá thép nửa cuối năm.

- Lạm phát cao, thị trường bất động sản trầm lắng và giải ngân đầu tư công chậm kéo giảm nhu cầu thép xây dựng và thép phẳng. Lạm phát cao sẽ còn kéo dài trong vài quý tới trong khi giải ngân đầu tư công tăng dần trong năm 2023.
- Giá thép liên tục giảm mạnh từ tháng 4. Giá HRC Việt Nam CFR giảm từ 925 USD/tấn đầu tháng 4 về 600 USD/tấn cuối tháng 7 và duy trì quanh 605 USD/tấn đến nay.
- Sản lượng tiêu thụ thép của SMC được kỳ vọng giảm 1% vào năm 2022, sau khi giảm khoảng 5% YoY vào năm 2021. Trong đó sản lượng nửa đầu năm tăng 8,4% YoY và nửa cuối năm dự báo giảm 10,3% YoY.

Đơn hàng gia công yếu và kế hoạch đầu tư các nhà máy mới đang bị trì hoãn.

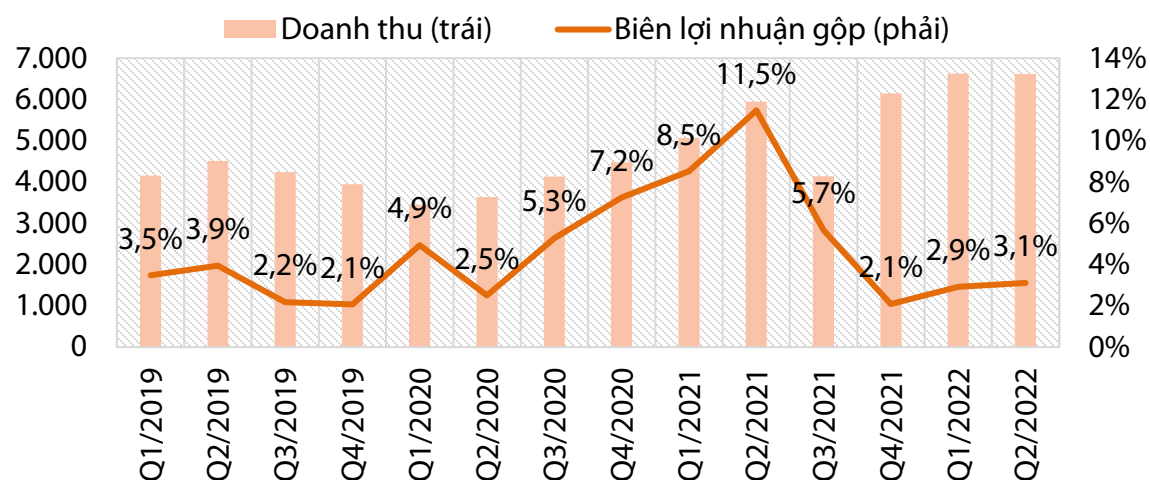
Các nhà máy Samsung tại Việt Nam đang cắt giảm sản lượng do thiếu chip bán dẫn và khó khăn về vận chuyển, ảnh hưởng đến đơn hàng gia công của SMC.

- Nhà máy Gia công Thép Phú Mỹ và nhà máy Cơ khí chính xác Phú Mỹ, vận hành từ đầu năm 2022, hiện đang có mức huy động công suất thấp, chỉ khoảng 15-20% công suất thiết kế. Công ty sẽ lùi thời điểm hoàn thành kế hoạch đầu tư năm 2022 từ cuối năm 2022 sang Q2/2023 hoặc xa hơn, tùy tình hình tiêu thụ.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

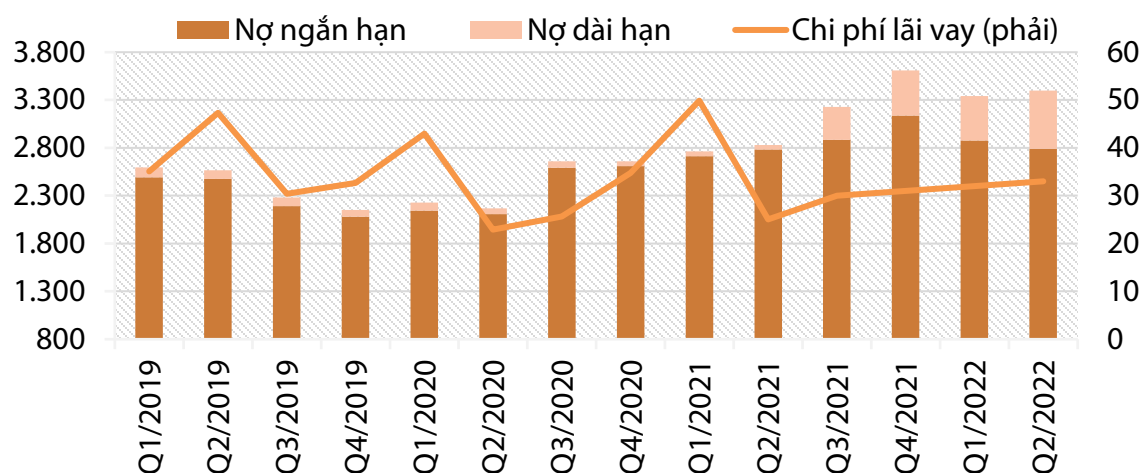
- Các thay đổi trong chính sách kiểm soát dịch bệnh và thị trường bất động sản của Trung Quốc khiến tiêu thụ và giá bán thép cao hơn dự phóng.

Hình 1: Doanh thu (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Nợ vay và chi phí lãi vay (tỷ đồng)



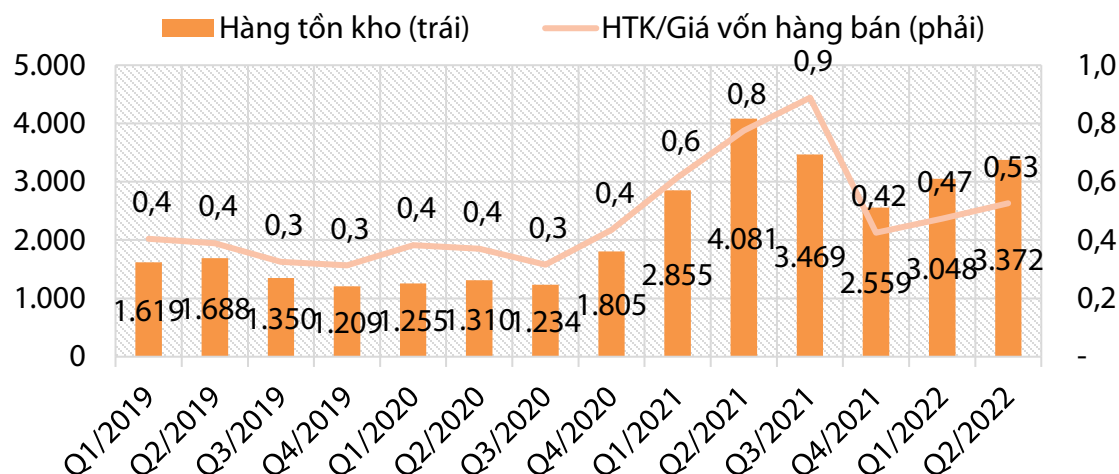
Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

- Sản lượng tiêu thụ tăng 8,4% YoY kết hợp với giá bán cao hơn cùng kỳ 11% khiến doanh thu tăng mạnh 20% YoY, đạt 13.250 tỷ đồng.
- LNST giảm 82% còn 127 tỷ đồng do biên LN gộp giảm còn 3% từ 10,1% trong 1H2021 cùng với lỗ chênh lệch tỷ giá và chi phí lãi vay tăng mạnh trong Q2.

Tác động bất lợi từ các biến động địa chính trị và thắt chặt chính sách tiền tệ toàn cầu

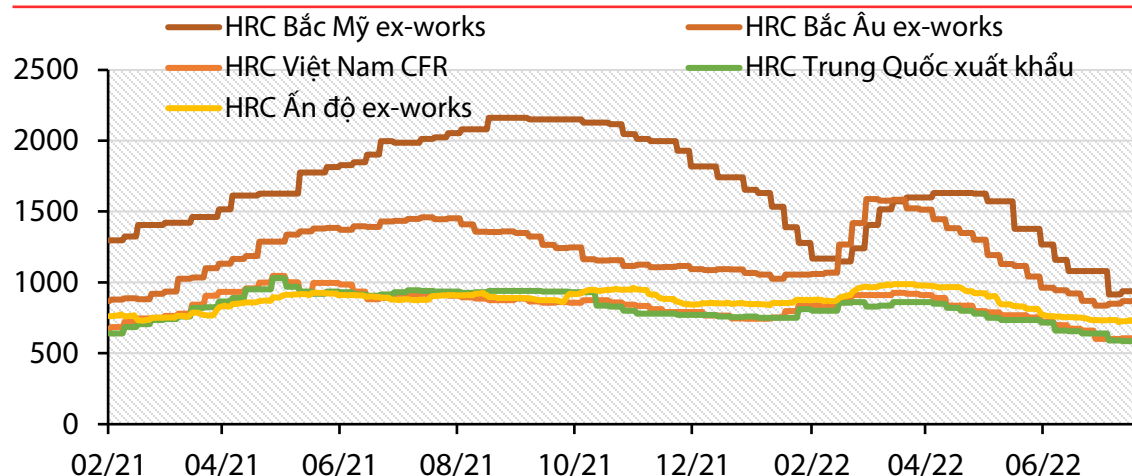
- Giá bán thép liên tục giảm trong Q2 trong khi tồn kho được tích trữ ở mức giá cao khiến biên lợi nhuận gộp suy giảm. Điều này trái ngược với 1H2021, biên LN gộp cải thiện mạnh mẽ, đạt 10,1% so với mức 3-5% hàng năm, nhờ giá thép liên tục đi lên kết hợp với giá vốn tồn kho thấp.
- Chi phí tài chính tăng gần 7 lần so với Q2/2021, chủ yếu do (1) tăng lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện, ảnh hưởng bởi tỷ giá tăng mạnh, và (2) tăng chi phí lãi vay do tăng vay dài hạn và thuê tài chính từ Q3/2021.

Hình 3: Hàng tồn kho (tỷ đồng)



Nguồn: SMC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá HRC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

- Giá trị HTK tăng lần lượt 19% và 11% trong hai quý gần nhất lên 3.542 tỷ đồng. Giá thép liên tục giảm khiến công ty phát sinh khoản dự phòng giảm giá HTK 170 tỷ đồng cuối Q2.

Biên lợi nhuận gộp có ít cơ hội cải thiện trong nửa cuối năm do giá thép không phục hồi đáng kể.

- Giá HRC Việt Nam CFR đã giảm từ 925 USD/tấn vào tháng 4 xuống 600 USD/tấn cuối tháng 7 và đang duy trì quanh 605 USD/tấn. Giá có thể sẽ phục hồi chậm, trong điều kiện nhiều yếu tố bất ổn về dịch bệnh, địa chính trị và lạm phát cao.
- Áp lực lên biên LN của mảng gia công cao với thời gian tồn kho nguyên liệu của mảng này cao hơn mảng thương mại. Chúng tôi ước tính mảng gia công có thể lỗ gộp trong Q3 và phục hồi dần từ Q4.

Sản lượng tiêu thụ có thể phục hồi chậm trong nửa cuối năm do thiếu yếu tố hỗ trợ

- Sản lượng tiêu thụ dự báo giảm 19,3% so với 1H22 và giảm 10,3% so với 2H21, còn 565 nghìn tấn.
- Nửa cuối năm, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 6% YoY lên 10.914 tỷ đồng. Khoản lỗ 62 tỷ đồng trong Q3 khiến lỗ nửa năm ghi nhận ở mức 21 tỷ đồng.

PHÂN BÓN

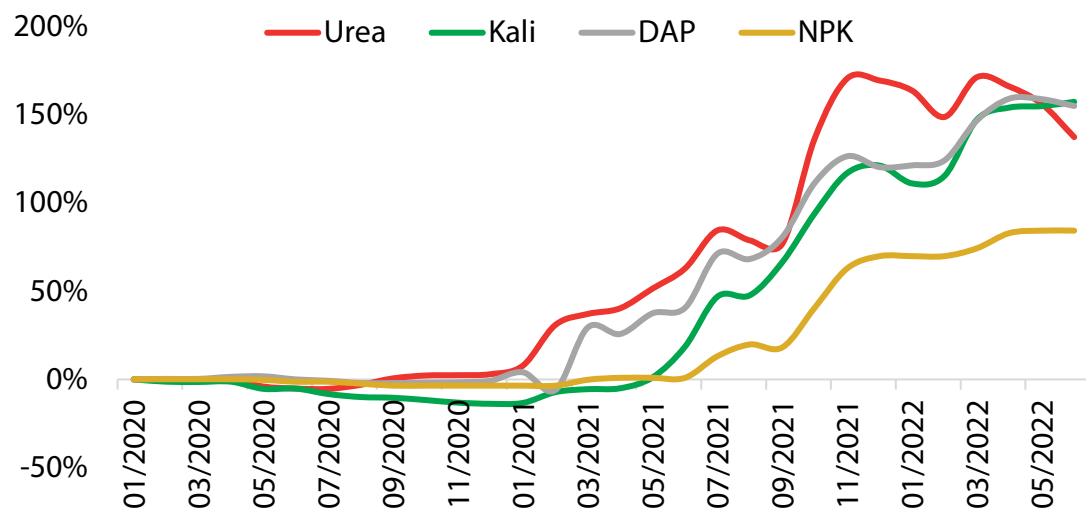
**NHU CẦU THẤP TRONG BỐI
CẢNH GIÁ CAO**



Trần Hà Xuân Vũ – vu.thx@vdsc.com.vn



Hình 1: % thay đổi giá phân so với 2020

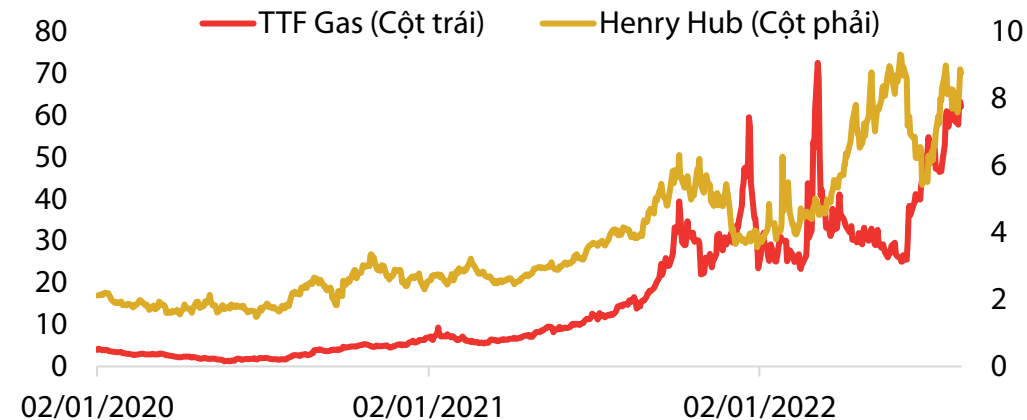


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón của Nga và Trung Quốc đẩy giá phân bón lên cao trong bối cảnh lo ngại nguồn cung bị gián đoạn do cuộc chiến Nga - Ukraine

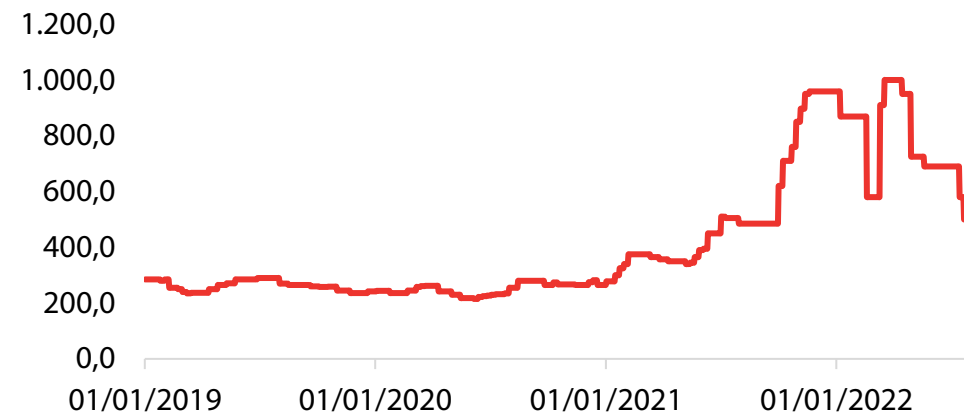
- Với vị thế lớn trong bản đồ phân bón thế giới, các lệnh cấm vận lên Nga khiến giá phân bón tăng mạnh trong Q1/2022 trước khi hạ nhiệt lại trong Q2/2022. Đỉnh giá chủ yếu đến từ các sản phẩm Ure, DAP, Kali. Trước đó, Nga đã hạn chế xuất khẩu phân bón đến tháng 6/2022.
- Trung Quốc cũng duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón để đảm bảo nhu cầu trong nước.
- Giá khí tăng mạnh ở châu Âu cũng góp phần đẩy chi phí khí sản xuất phân bón ở khu vực dẫn đến một số nhà máy đóng cửa và làm thiếu hụt nguồn cung.

Hình 2: Giá khí tại Mỹ và châu Âu (USD/MMBTU)



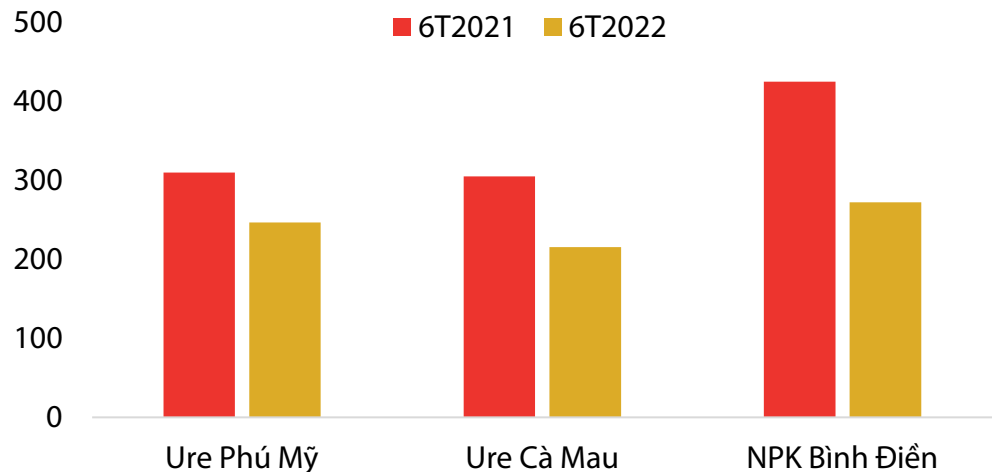
Nguồn: Bloomberg

Hình 3: Giá Ure FOB Trung Đông (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Hình 4: Sản lượng bán hàng nội địa (nghìn tấn)



Nguồn: CTCK Rồng Việt thu thập và ước tính

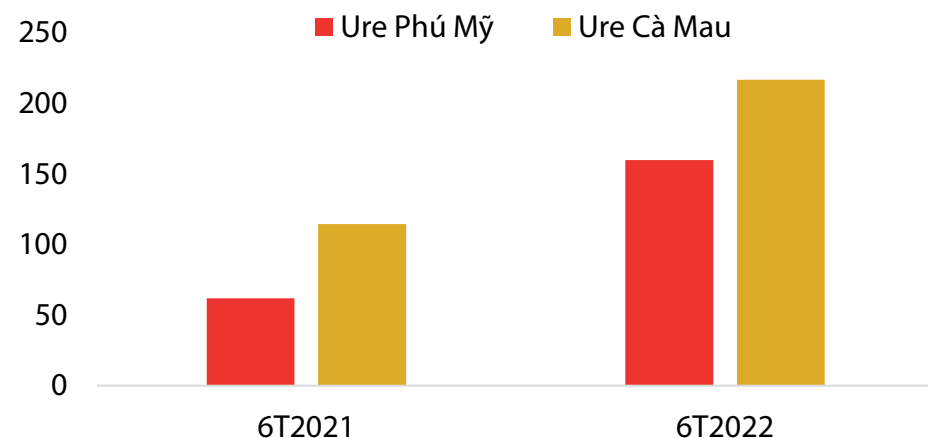
Nhu cầu phân bón yếu trong nửa đầu năm

- Với việc giá phân bón tăng cao, nhu cầu phân bón trên toàn cầu cũng như ở Việt Nam suy giảm. Các doanh nghiệp trong nước chủ yếu được hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu do nguồn cung từ các nước sản xuất lớn bị suy giảm.
- Theo ước tính, nhu cầu phân bón nội địa giảm 20%-40% tùy khu vực.

Xuất khẩu tăng mạnh bù đắp cho nhu cầu trong nước

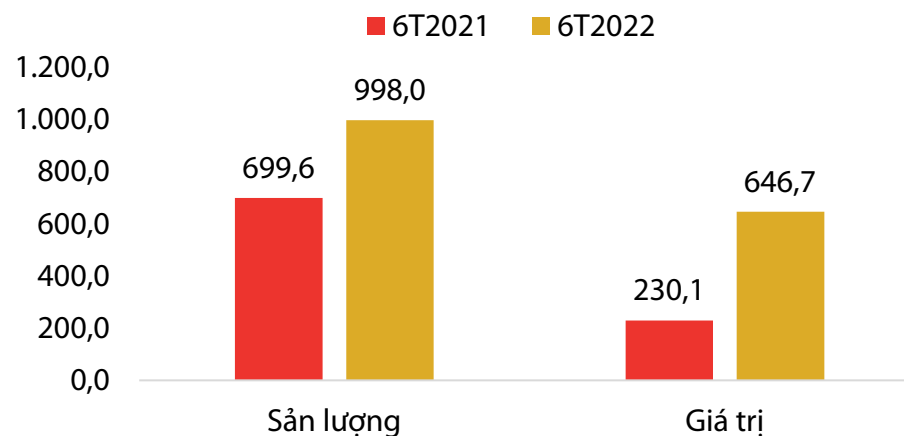
- Các doanh nghiệp sản xuất trong nước đẩy mạnh xuất khẩu để bù đắp sản lượng nội địa thấp. Các doanh nghiệp sản xuất Ure gặp nhiều thuận lợi trong việc xuất khẩu do chính sách thắt chặt xuất khẩu và căng thẳng địa chính trị.
- Phân bón xuất khẩu tăng 42% về sản lượng và 181% về giá trị.

Hình 5: Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn)



Nguồn: CTCK Rồng Việt thu thập và ước tính

Hình 6: Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn) và giá trị (tr USD)



Nguồn: Tổng cục hải quan

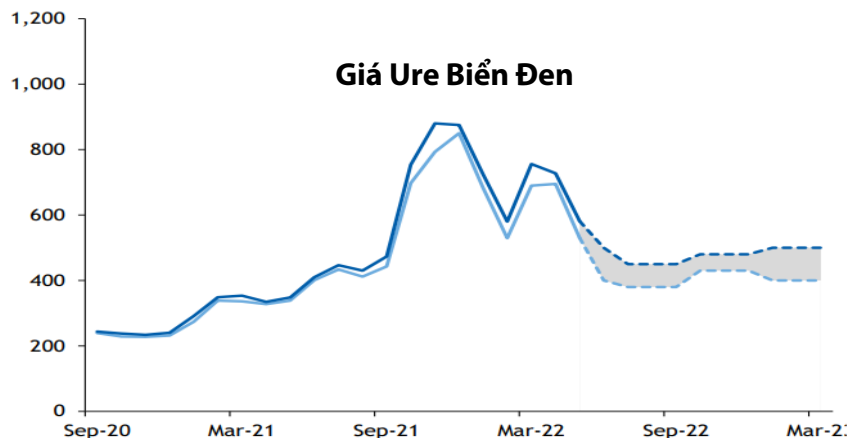
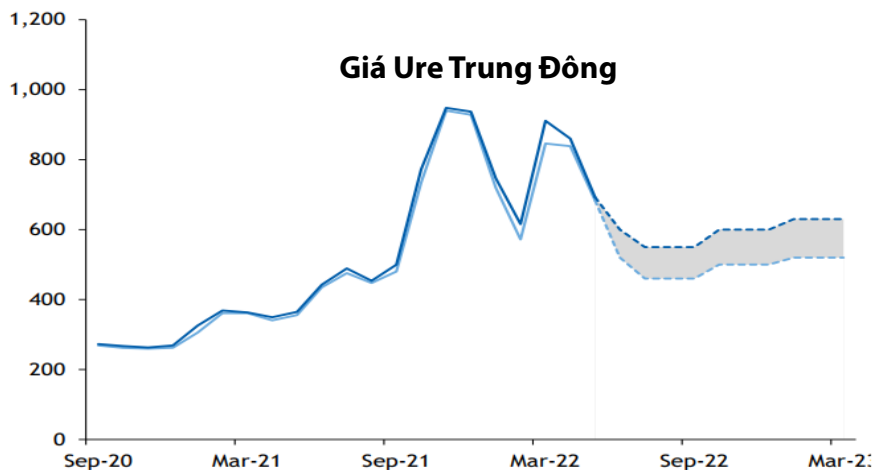
Bảng 1: Dự báo giá Ure (USD/tấn)

	T6/2022	T7/2022	T8/2022	Q3/2022	Q4/2022
--	---------	---------	---------	---------	---------

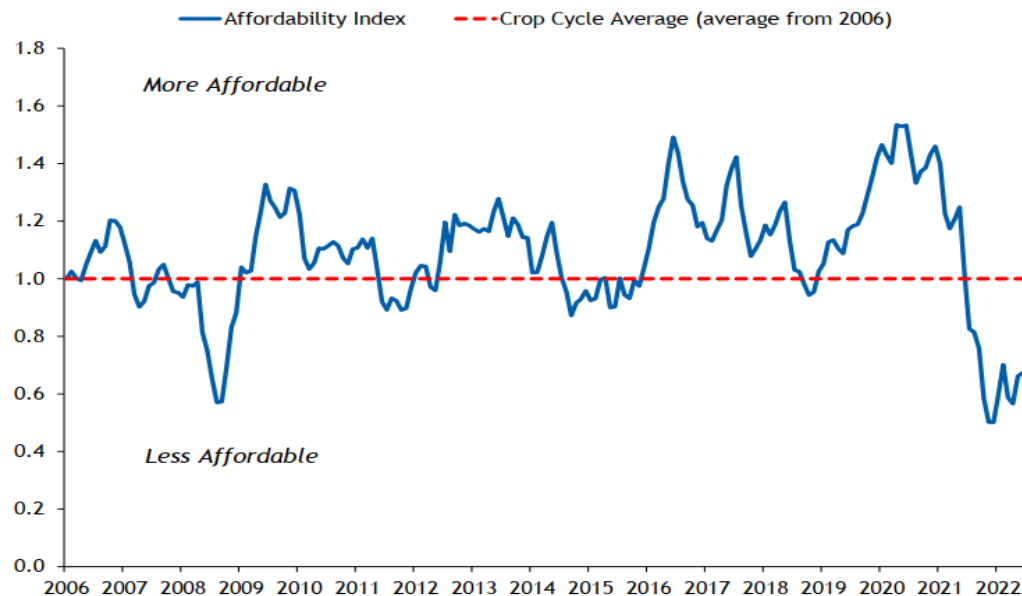
Ure Biển Đen 400-500 380-450 380-450 380-450 430-480

Ure Trung Đông 520-600 470-550 470-530 460-550 500-600

Nguồn: Argus



Hình 7: Chỉ số khả năng mua phân bón



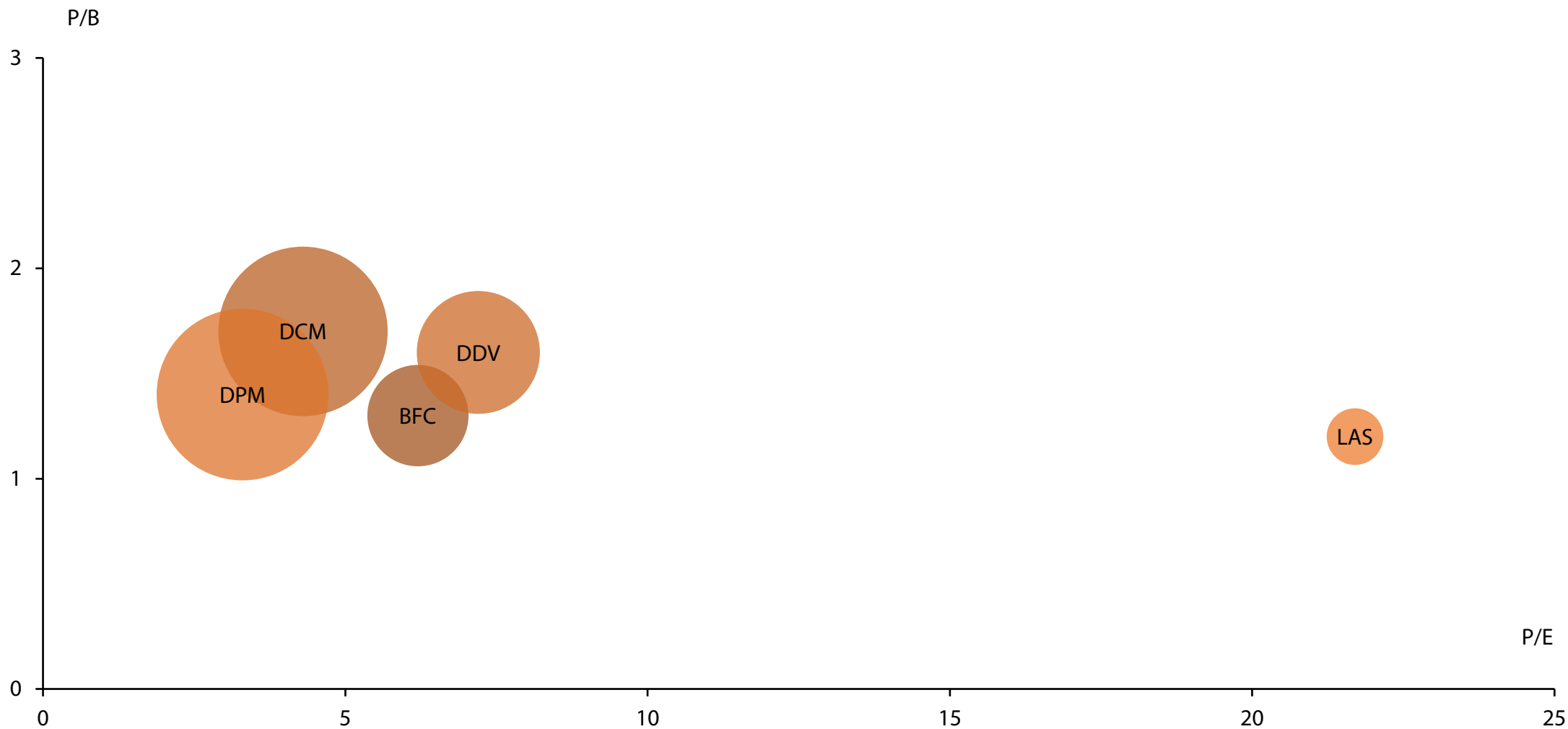
Nguồn: Agrus

Giá phân bón được hỗ trợ bởi các yếu tố chính trị và xu hướng hạn chế xuất khẩu cho dù nhu cầu yếu

- Ở thời điểm hiện tại, Nga và Trung Quốc tiếp tục chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón đến hết năm 2022. Ngoài ra, châu Âu hạn chế xài khí do nguồn cung từ Nga thấp khiến cho hoạt động sản xuất phân bón ở khu vực gián đoạn và cũng làm nguồn cung thế giới bị thiếu hụt hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá phân bón khó tăng mạnh trong bối cảnh nhu cầu phân bón trên thế giới nhìn chung yếu.
- Hầu hết các dự báo cho rằng giá phân bón - đặc biệt là Ure, sẽ có xu hướng đi ngang và giảm dần qua 2023.

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
BFC	1.406	25.800	15,9	25,5	7,2	6,0	22,4	2,8	6,1	20,2	8,1	6,9	1,3
DPM	18.588	40.700	108,1	396,0	38,2	35,0	568,3	30,4	37,3	50,2	10,5	3,7	1,5
DCM	17.126	N/A	61,9	163,3	39,1	29,0	421,4	28,4	33,7	44,7	5,6	4,6	1,7
DDV	2.835	N/A	52,6	49,2	11,6	6,3	571,3	6,6	11,3	14,1	0,0	14,8	1,9
LAS	1.557	N/A	10,7	-23,7	4,7	2,9	-22,3	2,4	3,5	5,5	4,3	21,6	1,2

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

TÍCH LŨY: 13%

<GTT: 24.600>

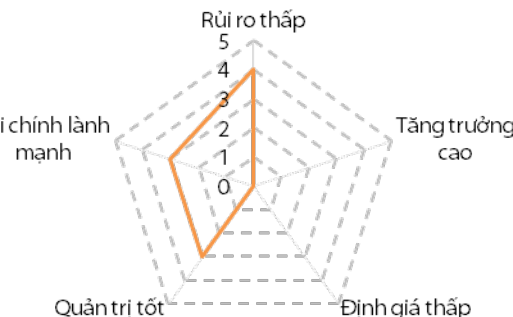
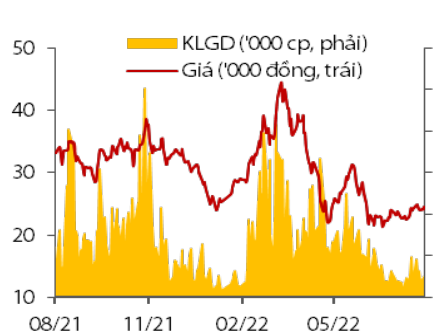
<GMT: 25.800>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BD giá 52 tuần

TÀI CHÍNH

		2021A	2022F	2023F
Hóa chất	Doanh thu	7.708	8.786	7.960
1.406	LNST	220	216	179
57	ROA (%)	5,7	5,7	5,3
418	ROE (%)	20,2	18,5	14,7
11	EPS (đồng)	3.536	3.404	2.811
45,3	GTSS (đồng)	19.049	20.453	21.264
20,5 – 48,6	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.500	2.000	2.000
	P/E (x) (*)	9,7	7,1	8,6
	P/B (x) (*)	1,4	1,2	1,1



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Sản lượng bán hàng của BFC có thể thấp trong năm 2022. Tổng sản lượng bán hàng giảm 35.9% xuống còn 272 nghìn tấn trong 6 tháng đầu năm 2022. Chúng tôi cho rằng giá phân bón tăng sẽ làm nhu cầu giảm dù đã có sự chuyển đổi từ các sản phẩm phân bón khác sang NPK từ cuối năm 2021. Bên cạnh đó, những nguyên nhân khác có thể đến từ việc cạnh tranh gay gắt trong ngành. Chúng tôi dự đoán công ty có thể tiêu thụ 600 nghìn tấn trong năm 2022, giảm 17,6%.

Biên lợi nhuận dự đoán sẽ ổn định trong năm 2022 do giá bán vẫn giữ nguyên và giá nguyên liệu hạ nhiệt. Urê – một trong những nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK được dự đoán sẽ giảm trong nửa cuối 2022 sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2022. Do đó, với sự sụt giảm trong giá Urê và giá bán ổn định có thể giữ biên LN gộp của BFC ở mức cao như năm 2021. Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận gộp sẽ ở mức 11,6% trong năm 2022, so với mức 11,7% của năm 2021.

Lợi nhuận năm 2022 vẫn khả quan nhưng năm 2023 sẽ khó giữ vững nếu giá nguyên liệu đầu vào biến động. Doanh thu và LNST công ty mẹ năm 2022 dự phóng lần lượt đạt 8.786 tỷ đồng (+14% svck) và 216 tỷ (-1,8% svck). Tuy nhiên, lợi nhuận 2023 sẽ khó duy trì nếu giá đầu vào có xu hướng giảm. Trong trường hợp đó, BFC sẽ giảm giá bán và sản lượng tồn kho lớn sẽ gây sức ép lên biên lợi nhuận gộp.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Giá phân bón tăng vọt có thể ảnh hưởng lên biên gộp và tổng sản lượng bán hàng trong nửa cuối 2022.

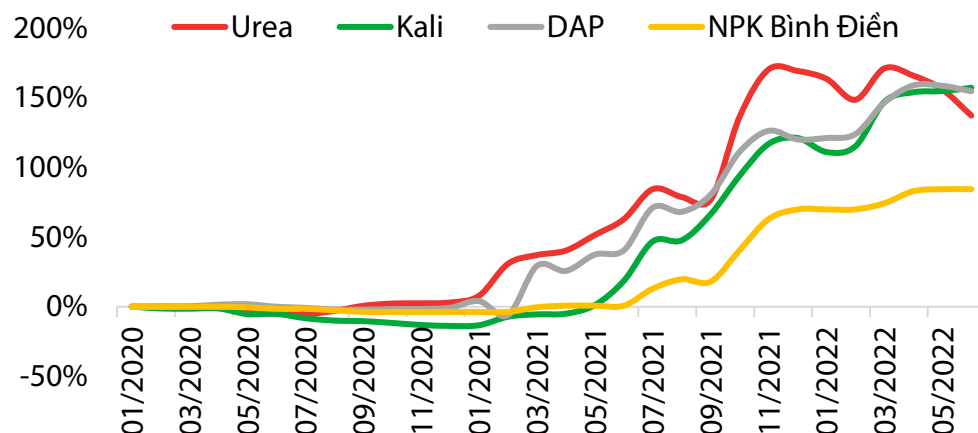
Sản lượng tiêu thụ thấp trong nửa đầu 2022 nhưng biên gộp duy trì ở mức cao

- Sản lượng tiêu thụ giảm 35,9% xuống 272 nghìn tấn. Chúng tôi cho rằng sự cạnh tranh gay gắt và giá phân bón cao là nguyên nhân chính khiến nhu cầu giảm mặc dù đã có sự chuyển dịch từ các sản phẩm khác sang NPK.
- BFC đã tích cực tích trữ nhiều nguyên liệu từ cuối năm 2021 để sản xuất. Chúng tôi nhận thấy giá Urê - một trong những nguyên liệu đầu vào đang giảm và giá bán BFC đi ngang. Do đó, biên lợi nhuận gộp trong nửa đầu 2022 đạt 11,7%, so với 11,8% cùng kỳ.

Chúng tôi nhận thấy vốn lưu động tăng trong Q2/2022 và nợ ngắn hạn tăng

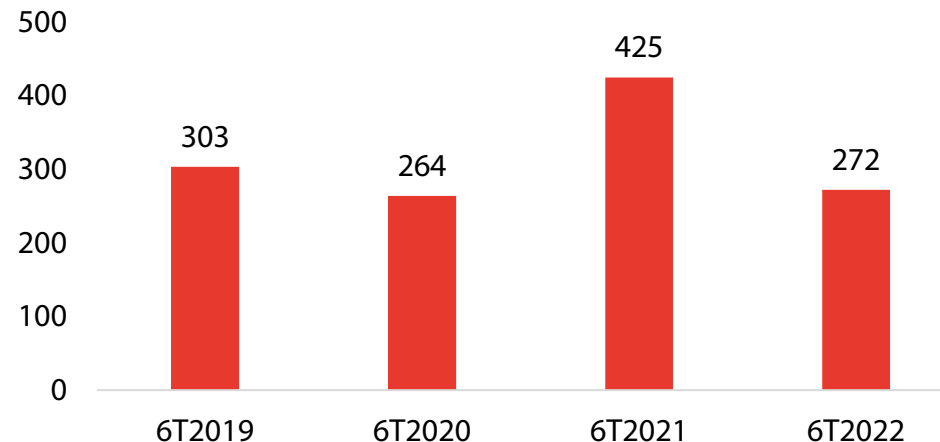
- Do BFC đã tích lũy được nhiều nguyên liệu và áp dụng chính sách “dễ dãi” để thúc đẩy bán hàng nên vốn lưu động đã tăng lên đáng kể. Do đó, nợ ngắn hạn cũng đạt 2.131 tỷ đồng vào cuối Q2/2022 - mức cao nhất trong nhiều năm.

Hình 2: % thay đổi của giá nguyên vật liệu so với quý 1/2020



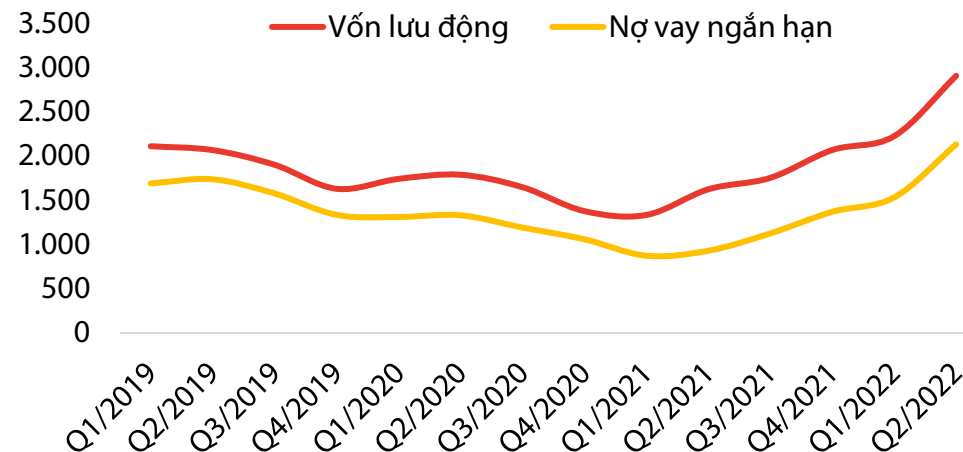
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ NPK (nghìn tấn)



Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Vốn lưu động và nợ ngắn hạn (tỷ đồng)



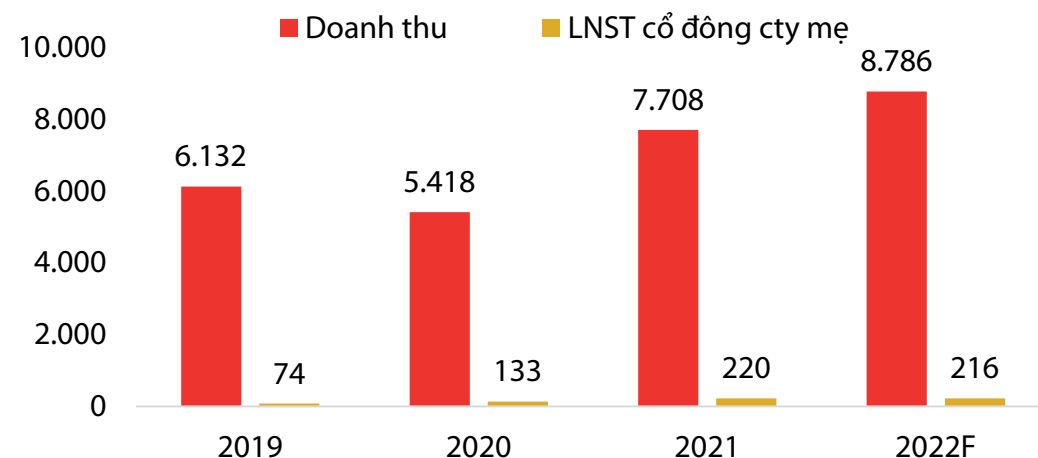
Nguồn: BFC, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Dự báo giá urê (USD/tấn)

	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Q3/2022	Q4/2022
Urê biển Baltic	400-500	380-450	380-450	380-450	430-480
Urê Trung Đông	520-600	470-550	470-530	460-550	500-600

Nguồn: Argus

Hình 4: Dự báo doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rông Việt

Năm 2022 có thể vẫn tốt nhờ nguyên liệu giảm và giá bán ổn định

- Theo Argus, giá bán Urê sẽ ở mức 400 USD/tấn - 600 USD/tấn trong nửa cuối 2022, thấp hơn so với mức đầu năm. Tuy nhiên, DAP đang có xu hướng tăng do hạn ngạch xuất khẩu phát từ Trung Quốc. Trong trường hợp giữ giá bán ổn định, BFC có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp như năm 2021. Hiện tại, chúng tôi kỳ vọng BFC có thể đạt tỷ suất lợi nhuận gộp là 11,6% vào năm 2022.
- Về tiêu thụ, sản lượng bán hàng của BFC có thể sụt giảm đáng kể vào năm 2022 do nhu cầu trong nước yếu. Chúng tôi cho rằng tổng sản lượng tiêu thụ năm 2022 có thể là 600 nghìn tấn, giảm 17,6%. Cho năm 2022, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ được dự báo lần lượt đạt 8.786 tỷ đồng (+ 14,0% svck) và 216 tỷ đồng (-1,8% svck).

Lợi nhuận năm 2023 có thể gặp khó khăn nếu các yếu tố đầu vào biến động

- Trong trường hợp giá nguyên liệu đầu vào có xu hướng giảm nên công ty phải hạ giá bán. Với lượng hàng tồn kho lớn, tỷ suất lợi nhuận gộp của BFC sẽ chịu áp lực vào năm 2023, điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp.

TRUNG LẬP: -4%

<GTT: 47.500>

<GMT: 40.700>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành

Vốn hóa (tỷ đồng)

SLCPĐLH (triệu cp)

KLBO 3 tháng (nghìn cp)

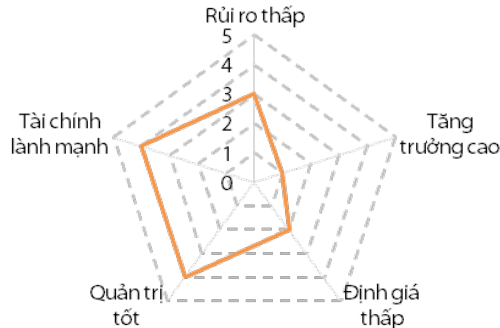
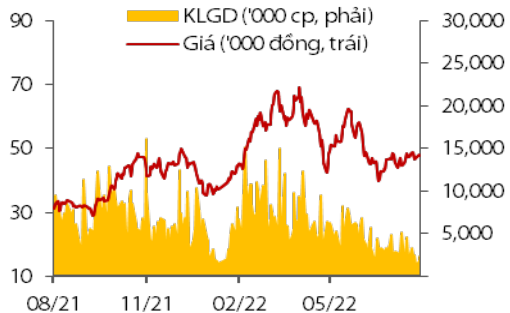
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

SH NĐTNN còn lại (%)

BĐ giá 52 tuần

TÀI CHÍNH

		2021A	2022F	2023F
Hóa chất	Doanh thu	12.786	17.004	13.298
18.588	LNST	3.117	4.633	2.590
391	ROA (%)	22,4	30,4	18,6
3.908	ROE (%)	29,6	35,2	19,4
212	EPS (đồng)	7.749	11.787	6.590
33,2	GTSS (đồng)	26.866	33.626	34.184
31,5 – 77,0	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.400	5.000	6.000
	P/E (x)	6,3	4,2	7,6
	P/B (x)	1,8	1,5	1,5



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi nhuận năm 2022 tăng nhưng chủ yếu trong 6 tháng đầu 2022. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận 48,6% vào năm 2022 với các giả định chính (1) Sản lượng tiêu thụ Ure là 801 nghìn tấn (2) Biên gộp Ure là 49%. Tuy nhiên, KQKD nửa cuối 2022 được dự báo sẽ giảm tốc do giá bán Ure có khả năng hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2022. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2022 có thể lần lượt đạt 17.004 tỷ đồng (+33,0%) và 4, 633 tỷ (+48,6%).

LNST được dự báo sẽ giảm vào năm 2023. Năm 2023, chúng tôi tin rằng giá bán Urê sẽ thấp hơn do nhu cầu toàn cầu có khả năng bị ảnh hưởng bởi lạm phát cao và chi phí sản xuất sẽ giảm xuống. Vì vậy, KQKD của DPM có xu hướng giảm trong năm 2023 khi biên lợi nhuận gộp không thể duy trì ở mức cao. Chúng tôi cho rằng LNST của DPM có thể đạt 2.590 tỷ đồng vào năm 2023, giảm 44,1%.

Cổ tức tiền mặt lớn là một điểm cộng. Mặc dù lợi nhuận giảm mạnh từ nửa cuối 2022, DPM có khả năng trả cổ tức tiền mặt cao nhờ lợi nhuận tích cực của công ty trong hai năm gần đây. Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022 đã thông qua mức cổ tức tiền mặt 5.000 đồng/cổ phiếu/năm cho các năm 2021 và 2022. Sau thời gian này, chúng tôi cho rằng DPM có thể duy trì mức cổ tức 3.000 đồng tiền mặt.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Do rủi ro địa chính trị nên giá bán Urê cao hơn dự kiến.
- DPM không thể chia cổ tức tiền mặt cao như kỳ vọng của chúng tôi kể từ năm 2023 trở đi.

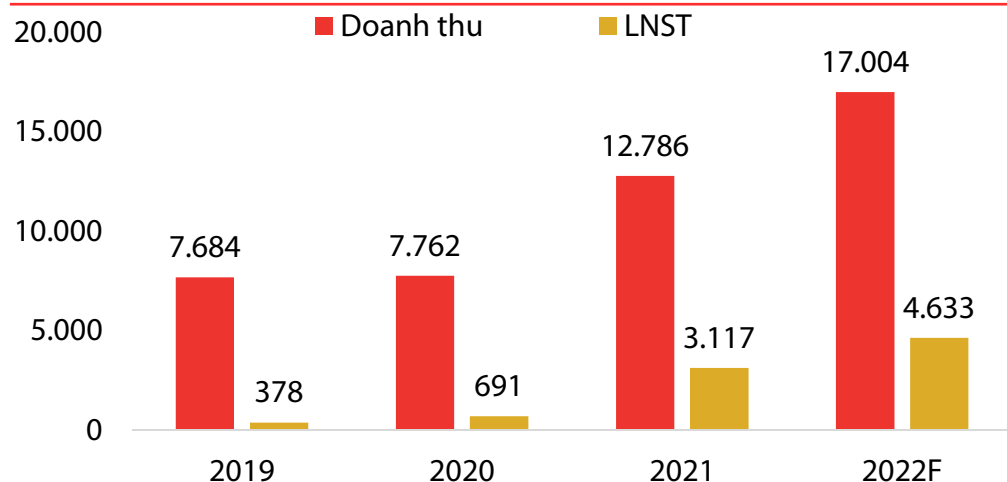
Sản lượng tiêu thụ urê được hỗ trợ bởi xuất khẩu trong nửa đầu 2022

- Sản lượng tiêu thụ urê nửa đầu 2022 tăng 9,3% lên 406 nghìn tấn nhờ hoạt động xuất khẩu. Cụ thể, DPM đã xuất khẩu 160 nghìn tấn, cao gấp 2,5 lần svck. Ngược lại, tiêu thụ nội địa giảm 20%.

Lợi nhuận sẽ giảm tốc từ nửa sau 2022

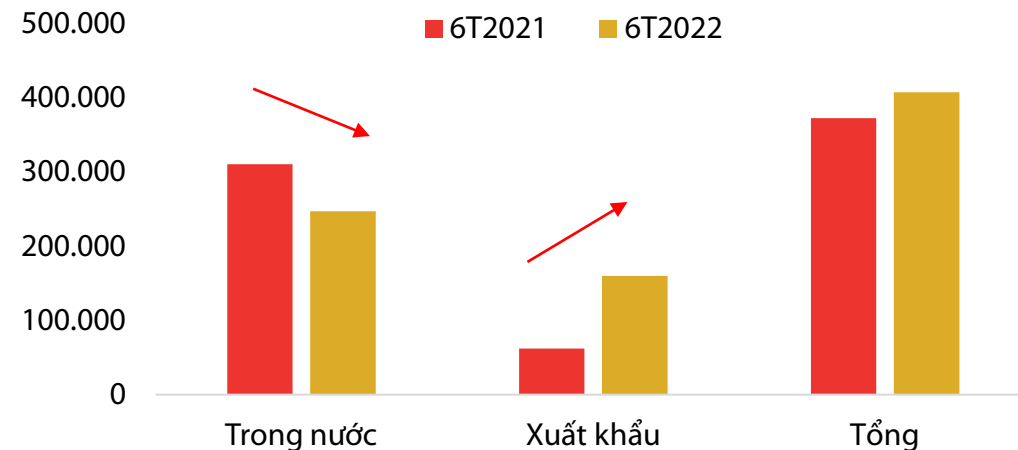
- DPM báo cáo KQKD tốt trong nửa đầu 2022 với LNST đạt 3.393 tỷ đồng, tăng 3,9 lần svck nhờ giá Urê cao. Tuy nhiên, giá Urê đã giảm sau khi đạt đỉnh vào tháng 3/2022.
- Chúng tôi cho rằng lợi nhuận nửa sau 2022 sẽ giảm tốc do (1) nhu cầu trong nước dự đoán sẽ suy yếu (2) Giá urê được dự báo sẽ giảm. Chúng tôi dự báo LNST của DPM chỉ đạt 1.240 tỷ đồng trong nửa cuối 2022 so với 3.393 tỷ đồng nửa đầu năm 2022.
- Doanh thu và lợi nhuận năm 2022 dự kiến là 17.004 tỷ đồng (+33,0%) và 4.633 tỷ đồng (+48,6%)

Hình 3: Dự báo 2022 (tỷ đồng)



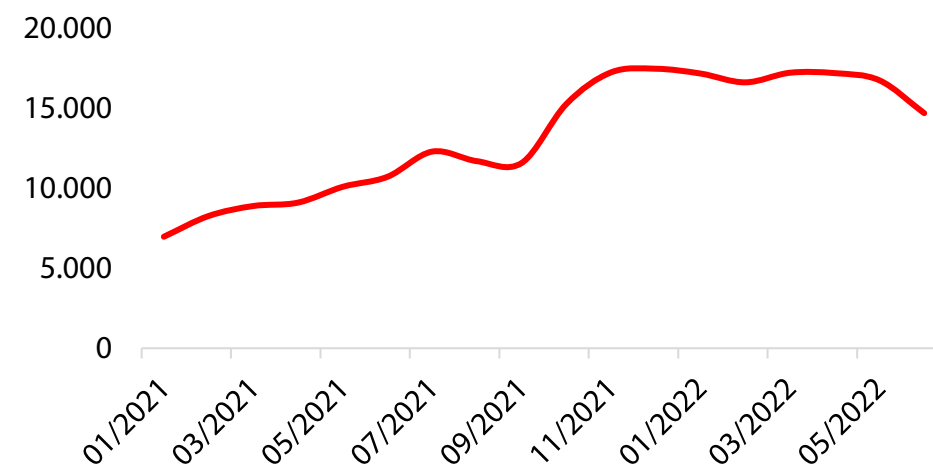
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 1: Sản lượng urê tiêu thụ theo thị trường (tấn)



Nguồn: DPM, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Giá bán urê của DPM (đồng/kg)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Chính sách chi trả cổ tức

	2022	2023*	Từ 2023*
Giá trị cổ tức/cổ phiếu (đồng)	5,000	3,000	2,000-3,000

Nguồn: Ước tính CTCK Rồng Việt (*), DPM, cổ tức 2022 sẽ được trả vào năm 2023 và tương tự năm sau.

Bảng 2: Dự đoán giá Urê

	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	3Q22	4Q22
Urê biển Baltic	400-500	380-450	380-450	380-450	430-480
Urê Trung Đông	520-600	470-550	470-530	460-550	500-600

Nguồn: Argus

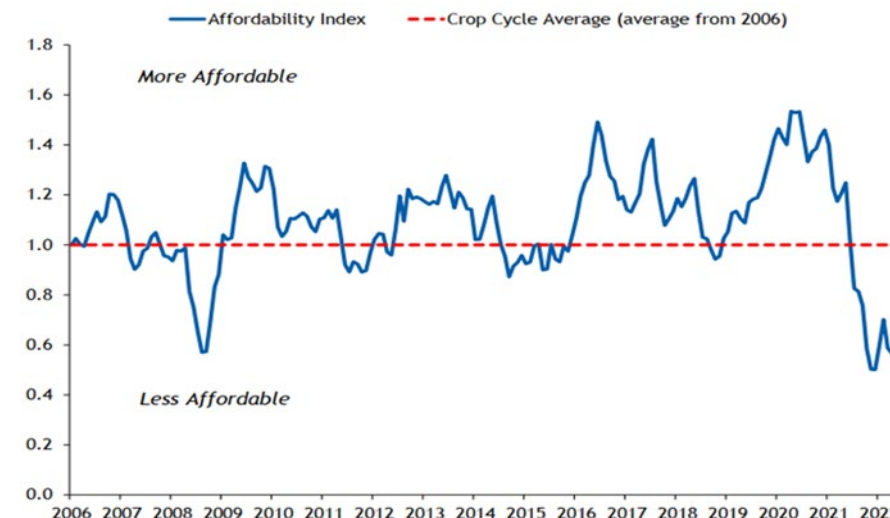
LNST dự báo giảm vào năm 2023 do giá bán thấp

- Theo Argus, giá bán Urê sẽ ở mức 400 USD/tấn - 600 USD/tấn trong nửa cuối 2022, thấp hơn so với nửa đầu năm 2022. Và chỉ số khả năng chi trả cho sản phẩm phân bón vẫn ở mức "thấp", nghĩa là giá phân bón đang cao hơn sức mua chung. Khi đó, nhu cầu có thể sẽ yếu. Chúng tôi tin rằng giá Urê sẽ giảm trong thời gian tới.
- Năm 2023, chúng tôi dự báo lợi nhuận giảm 44,1% xuống còn 2.590 tỷ đồng với giả định (1) Giá bán urê là 10.260 đồng/kg (2) Tỷ suất lợi nhuận gộp urê là 39%.

Nhưng cổ tức tiền mặt cao là một điểm hấp dẫn

- Mặc dù lợi nhuận có xu hướng giảm trong thời gian tới nhưng điểm hấp dẫn của DPM nằm ở khả năng chia cổ tức cao dựa trên lợi nhuận tích cực của công ty trong hai năm gần đây. Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022 đã thông qua mức cổ tức tiền mặt 5.000 đồng/cổ phiếu/năm cho năm 2021 và 2022 (công ty đã tạm ứng 5.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2021). Từ năm 2023, DPM có thể duy trì mức cổ tức tiền mặt là 3.000 đồng mặc dù lợi nhuận giảm so với năm 2022.
- Tổng cộng, cổ tức tiền mặt trong hai năm tới có thể lên đến 8.000 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất cổ tức 2 năm là 17% tại thị giá hiện tại.

Hình 4: Chỉ số khả năng chi trả cho sản phẩm phân bón

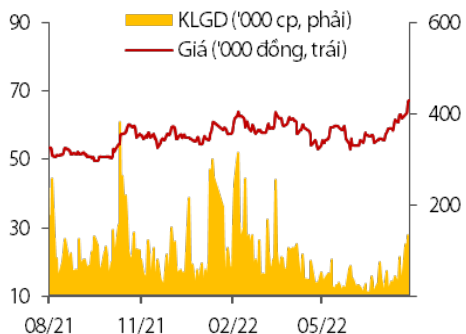


Nguồn: Argus

CÁC CỔ PHIẾU KHÁC

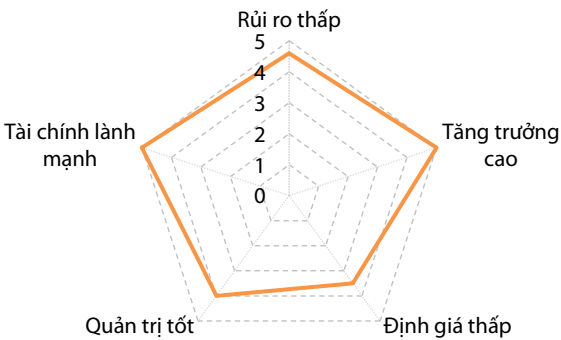


TÍCH LŨY: 18%



<GTT: 63.400>

<GMT: 70.300>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu CP)
KLBO 3 tháng (nghìn CP)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
NVL - Nhựa	4.553	5.305	5.879
Doanh thu (tỷ đồng)	214	461	557
LNST (tỷ đồng)	7,5	15,5	17,8
ROA (%)	9,3	18,6	21,6
ROE (%)	2.618	5.129	6.187
EPS (đồng)	28.016	30.345	31.533
GTSS (đồng)	2.600	4.300	5.000
Cổ tức tiền mặt (đồng)	22,9	11,5	9,5
P/E (x)	2,1	1,9	1,9
P/B (x)			

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Không nhiều động lực cho tiêu thụ phục hồi mạnh

- Sản lượng nửa đầu năm đạt 49 nghìn tấn, thấp hơn 12% svck, do hoạt động xây dựng trầm lắng và giải ngân đầu tư công chậm. Tiêu thụ nửa cuối dự báo ổn định với đầu tư công chưa có nhiều tín hiệu tích cực về giải ngân và thị trường xây dựng vẫn trầm lắng chờ đợi khung pháp lý sửa đổi về phát hành và quản lý TPDN.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán hàng có thể đạt 100.800 tấn, tăng 9% YoY. Trong đó sản lượng Q3 có thể tăng mạnh 130-140% YoY từ nền thấp của đợt phong tỏa miền Nam trong Q3/2021.

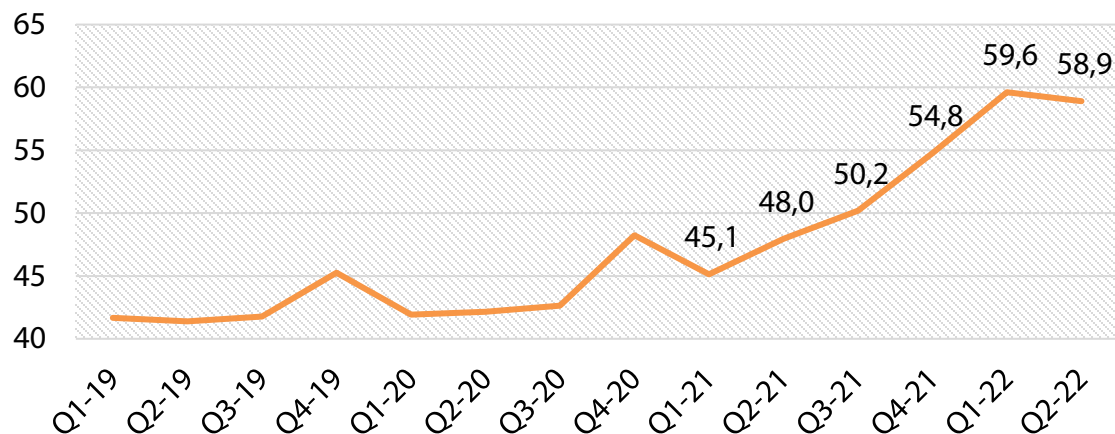
Biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện do giá hạt nhựa PVC giảm mạnh từ giữa tháng 6 và giá bán trung bình cả năm cao hơn năm 2021

- Giá hạt nhựa PVC đã giảm từ mức đỉnh 2.000 USD/tấn (10/2021) xuống khoảng 960-970 USD/tấn hiện tại, giảm mạnh từ giữa tháng 6/2022. Giá bán nửa cuối năm dự báo sẽ điều chỉnh giảm theo giá vật liệu nhưng ở mức thấp hơn nhờ tiêu thụ ổn định.
- Biên lợi nhuận gộp 2H có thể duy trì quanh 23,5%-24,5%, tương ứng biên LNG cả năm đạt 23,4%, so với 15,3% của năm 2021. Tăng trưởng sản lượng kết hợp biên LNG cao hơn, LNST năm 2022 có thể tăng 115% YoY lên 461 tỷ đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

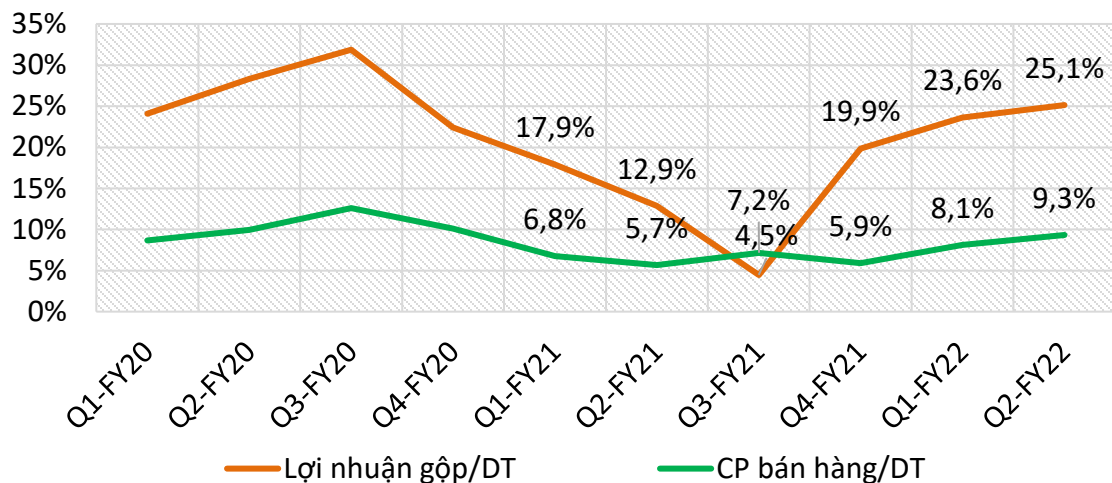
- Giá nguyên liệu có thể tăng, ảnh hưởng đến biên LN gộp của BMP.

Hình 1: Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Biên LNG, biên chi phí bán hàng



Nguồn: BMP, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận tăng mạnh nhờ biên lợi nhuận gộp mở rộng, bù đắp cho sản lượng giảm

Doanh thu và LNST 1H2022 ghi nhận lần lượt 2.905 tỷ đồng và 273 tỷ đồng, tương ứng tăng 11% YoY và 117% YoY.

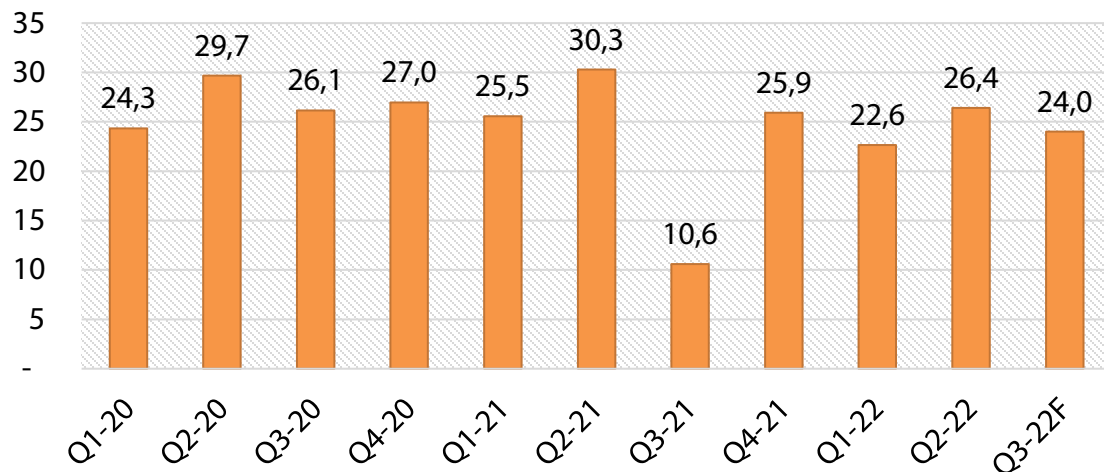
- Sản lượng đạt 49 nghìn tấn, giảm 12% YoY, do hoạt động xây dựng trầm lắng và giải ngân đầu tư công chậm.
- Giá bán trung bình 58.5 triệu đồng/tấn, tăng 25% YoY và khả năng giữ giá bán tốt với giá bán Q2 xấp xỉ Q1.
- Giá bột nhựa PVC đã giảm từ mức đỉnh 2.000 USD/tấn trong tháng 10/2021 xuống khoảng 1.200 USD/tấn giữa tháng 6/2022. Nhờ đó, giá vốn bình quân chỉ tăng nhẹ 13% YoY lên 44,8 triệu đồng/tấn.
- Biên lợi nhuận gộp 1H2022 mở rộng lên 24,4% từ 15,1% trong 1H2021.
- Tuy nhiên, công ty đã tăng chi cho hệ thống phân phối trong Q2 khi tình hình tiêu thụ chậm và cạnh tranh có dấu hiệu gia tăng. Tỷ lệ chi phí bán hàng/ Doanh thu tăng từ 5,7% trong Q2/2021 lên 9,3% trong Q2/2022.

Hình 3: Giá hạt nhựa PVC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Dự phóng sản lượng bán (nghìn tấn)



Nguồn: BMP, CTCK Rồng Việt

Áp lực giảm giá nhiều hơn nhưng tỷ suất lợi nhuận có thể ổn định

- Tiêu thụ trong 2H2022 có thể ổn định như trong 1H2022 do không có nhiều tín hiệu về các khoản giải ngân vốn đầu tư công lớn và thị trường xây dựng vẫn trầm lắng chờ khung pháp lý mới về phát hành và quản lý trái phiếu doanh nghiệp.
- Sản lượng cả năm có thể tăng 9% lên 100.800 tấn, tương đương 51.700 tấn trong 2H.
- Trong đó, sản lượng Q3 có thể bật tăng mạnh 130-140% YoY do doanh số trong Q3/2021 yếu khi nhiều tỉnh phía Nam đóng cửa phòng dịch Covid.
- Giá hạt nhựa PVC đã bắt đầu giảm nhanh kể từ giữa tháng 6 do nhu cầu yếu đi của Trung Quốc, giúp giảm chi phí sản xuất trong ít nhất là Q3.
- Giá bán sẽ được điều chỉnh giảm theo giá nguyên liệu và để duy trì sức cạnh tranh. Giá bán bình quân cả năm dự kiến là 52,6 triệu đồng/tấn, thấp hơn 10% so với 1H2022 nhưng cao hơn 7% so với năm 2021.
- Biên lợi nhuận gộp 2H2022 có thể duy trì khoảng 23,5% -24,5%, tương đương 23,4% cho năm 2022, so với mức 15,3% năm 2021. Doanh thu năm 2022 và LNST có thể đạt 5.305 tỷ đồng (+16,5%) và VND 461 tỷ (+115%).

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam **Head of Research**

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)
• Thị trường
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ **Senior Manager**

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
• Dầu khí
• Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm **Manager**

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng **Manager**

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Bán lẻ
• Hàng không
• Logistics
• Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An **Senior Analyst**

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)
• Thực phẩm & Đồ uống
• Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh **Senior Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1544)
• Thị trường
• Bất động sản
• Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan **Analyst**

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Dệt may
• Thủy sản
• Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành **Analyst**

thanh.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1535)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm
• Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo **Analyst**

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng
• Cảng biển
• Logistics

Trần Thị Ngọc Hà **Assistant**

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng **Analyst**

anh.tk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1546)
• Thị trường
• Bất động sản KCN

Bernard Lapointe **Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My **Senior Consultant**

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân **Analyst**

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Công nghệ thông tin
• Dược

Trần Ngọc Thảo Trang **Assistant**

trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

DISCLAIMER

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

*Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. Bản quyền thuộc **Rong Viet Securities, 2022**.*



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

