



# TRIỂN VỌNG 2H.2022

Tháng 7. 2022



**KINH TẾ VĨ MÔ**

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

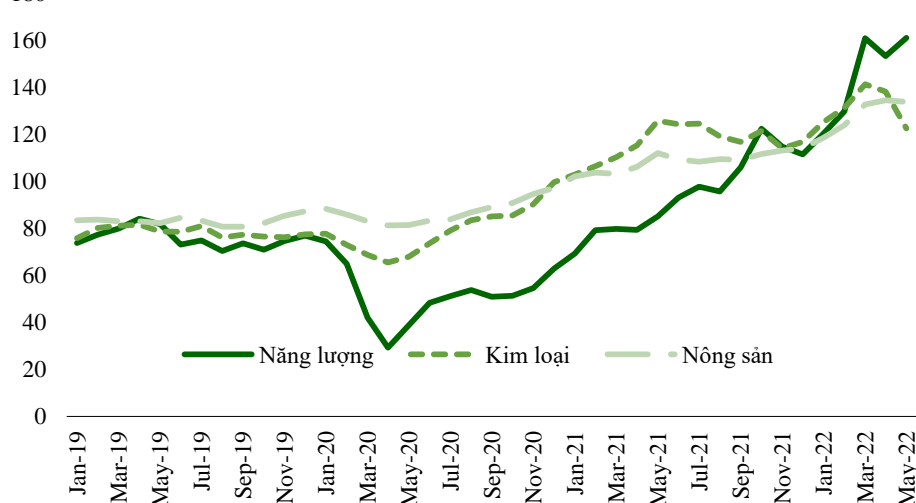
THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

## Áp lực lạm phát tiếp tục gia tăng và được dự báo khó giảm cho tới 2024

- Mặt bằng giá cả hàng hóa có dấu hiệu hạ nhiệt trong các tháng gần đây ở các mặt hàng kim loại tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao đối với mặt hàng nhiên liệu và lương thực.
- Trong báo cáo triển vọng thị trường hàng hóa của WB vào tháng 4, giá năng lượng được dự báo tăng 50% trong năm 2022 và sau đó duy trì mặt bằng giá trong năm 2023 và 2024. Trong khi đó, các mặt hàng như nông nghiệp hay kim loại được dự báo tăng 20% trong năm 2022 và sau đó tăng nhẹ năm 2023 và 2024.
- Như vậy các tín hiệu đang khẳng định lạm phát không còn là diễn biến tạm thời ngắn hạn như các đánh giá năm 2021 và theo đó các NHTW đã bắt đầu có thay đổi đặc biệt trong chính sách ứng phó lạm phát.

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



Nguồn: IMF, WB, Bloomberg, VCBS Research

## Dự báo: Rủi ro về tăng trưởng chậm đi kèm lạm phát cao 2022

- Triển vọng kinh tế thế giới kém lạc quan hơn trước các căng thẳng địa chính trị. Kèm theo đó, các biện pháp trừng phạt kinh tế lẫn nhau vẫn đang leo thang cùng với đó là khả năng bùng phát làn sóng dịch bệnh mới cũng là rủi ro đáng kể đe dọa triển vọng phục hồi nền kinh tế.
- Fed dự kiến tiếp tục tăng lãi suất trong kỳ họp tháng 7 với mức tăng 75 điểm và có thể tiếp tục tăng trong tháng 9. ECB cũng đã có kế hoạch cho lần tăng lãi suất đầu tiên tuy nhiên tốc độ này vẫn là tương đối chậm. **Như vậy, xu hướng đồng USD lên giá so với ngoại tệ mạnh khác tiếp tục duy trì.**
- Thực tế này tạo áp lực lớn đối với nền kinh tế toàn cầu vốn đang trong quá trình phục hồi sau đại dịch. Điều này cho thấy bài toán khó đối với các NHTW khi đảm bảo mục tiêu liên quan đến lạm phát và sự cân đối trong tương quan về chính sách tiền tệ so với các quốc gia khác trên thế giới khi nhiều NHTW đã tăng lãi suất nhằm ứng phó với lạm phát. **Việt Nam cũng không phải là ngoại lệ. VCBS đánh giá trong giai đoạn này ưu tiên hàng đầu về chính sách của Việt Nam là kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô khi các yếu tố bất định gia tăng.** Tuy nhiên, việc giá cả nguyên nhiên vật liệu hàng hoá trên thế giới duy trì ở mức cao cũng hạn chế phần nào khả năng can thiệp của nhà điều hành khiến dự báo các mục tiêu điều hành gặp nhiều thách thức.

=> Nhìn chung nền kinh tế có xu hướng tăng trưởng chậm lại đáng kể đi kèm với lạm phát cao trong khoảng thời gian dài hơn so với những dự báo trước đây.



6T.2022: Tăng trưởng GDP đạt 6,42%

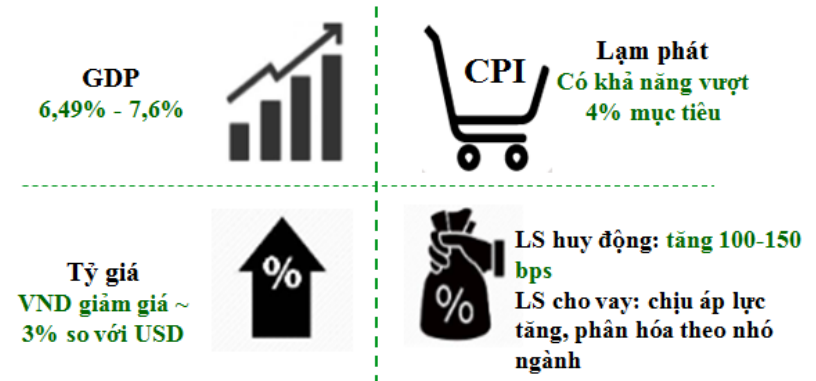
- ♥ Dịch vụ ăn uống, lưu hành lưu trú phục hồi mạnh. Nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo duy trì đóng góp cho tăng trưởng.
- ♥ Tín hiệu tích cực từ điều chỉnh chính sách tài khóa và tiền tệ hợp lý trong bối cảnh tình hình thế giới không thuận lợi.
- ♥ Hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục đà tăng.

Dự báo cả năm 2022: **Tăng trưởng GDP đạt 6,49%-7,6%.**

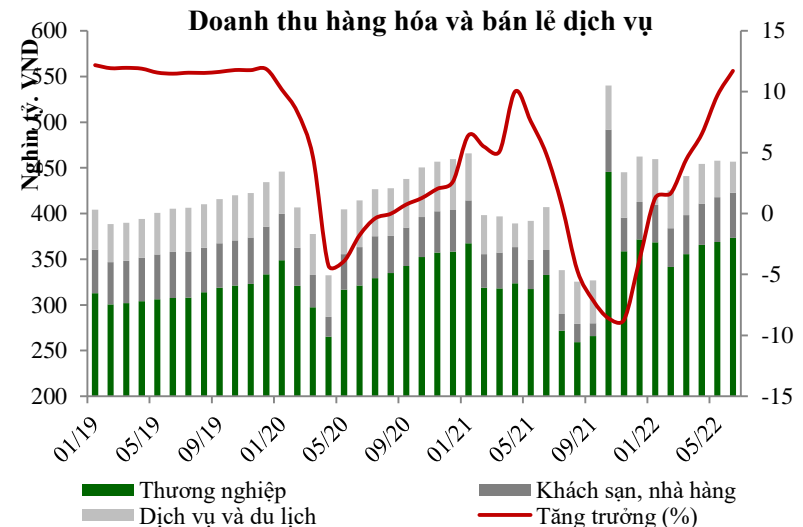
- ♥ Nền kinh tế phục hồi sau dịch với mức tăng cao dựa trên nền thấp của các năm trước do tác động của dịch bệnh. Nhóm dịch vụ dự báo có đóng góp lớn trong giai đoạn kinh tế phục hồi.
- ♥ Kỳ vọng điểm sáng về các chính sách tiền tệ kết hợp với chính sách tài khóa tiếp tục được duy trì trong bối cảnh các diễn biến không thuận lợi có thể kéo dài sang năm 2023 đặc biệt liên quan đến lạm phát và xu hướng tăng lãi suất của các NHTW.
- ♥ Một số điểm cần theo dõi khác: xu hướng tái xuất hiện các làn sóng dịch bệnh mới, mức độ gián đoạn chuỗi cung ứng kéo theo sự gián đoạn của nguồn cung; xu hướng chuyển đổi năng lượng xanh trên toàn cầu,...

=> **Tuy nền kinh tế Việt Nam ghi nhận tín hiệu hồi phục, tăng trưởng tích cực nhưng bài toán về điều hành các biến số về ổn định kinh tế vĩ mô gặp nhiều thách thức đặc biệt về áp lực tỷ giá, lãi suất trong bối cảnh lạm phát ở nhiều quốc gia trên thế giới vẫn chưa hạ nhiệt.**

**Bảng dự báo chỉ tiêu Kinh tế vĩ mô Việt Nam 2022**



Nguồn: VCBS Research





# SỰ ỔN ĐỊNH NỀN KINH TẾ - LẠM PHÁT

**Cập nhật:** CPI bình quân 2Q.2022 tăng 2,96% so với 2Q.2021; bình quân 1H.2022 tăng 2,44% so với cùng kỳ năm trước. Áp lực tăng chủ yếu do giá xăng dầu trong nước liên tục tăng cao theo giá nhiên liệu thế giới; giá hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng thiết yếu tăng theo giá nguyên liệu đầu vào và chi phí vận chuyển.

➤ Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy áp lực lạm phát chủ yếu đến từ bên ngoài khi giá nguyên-nhiên-vật liệu tăng trong bối cảnh đứt gãy chuỗi cung ứng và căng thẳng địa chính trị. Theo đó, các quốc gia trên thế giới cũng chịu áp lực lạm phát tăng nhanh và mạnh (như Mỹ hay các quốc gia châu Âu).

**Dự báo:** VCBS quan sát thấy nhà điều hành vẫn có trong tay các công cụ, và thể hiện quyết tâm ổn định mặt bằng giá:

- Đối với nhóm lương thực thực phẩm: nhìn chung Việt Nam với thế mạnh nông nghiệp, hoàn toàn có thể chủ động và kiểm soát nguồn cung, đi kèm với các chương trình bán hàng bình ổn giá.
- Chính sách tiền tệ linh hoạt nhằm đảm bảo các mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát.
- Giá các dịch vụ công vẫn nằm trong kiểm soát của Chính phủ

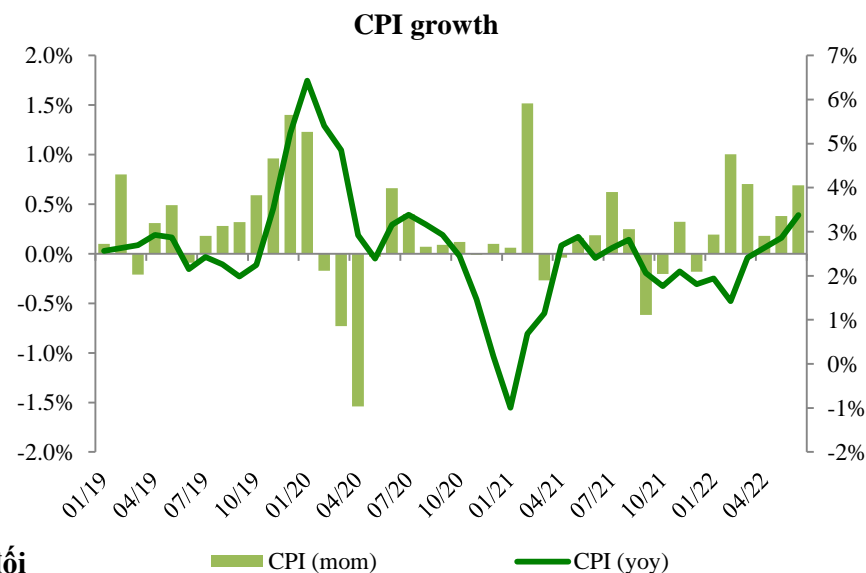
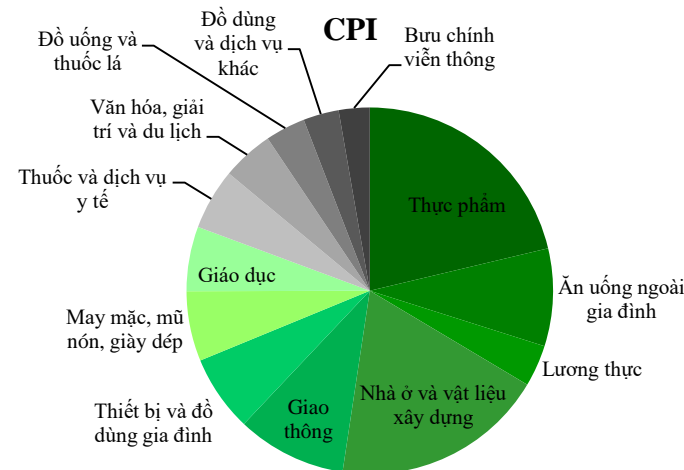
➤ Mặc dù vậy, áp lực lạm phát và lạm phát kỳ vọng tiếp diễn chủ yếu do thiếu hụt nguồn cung, giá cả hàng hóa leo thang và chưa có dấu hiệu dừng lại:

- Chúng tôi cho rằng trong năm nay, giá dầu có thể duy trì quanh ngưỡng 90-110 USD trong bối cảnh xung đột giữa Nga và Ukraine cùng với các biện pháp trừng phạt kinh tế đẩy giá năng lượng toàn cầu lên mức cao kỷ lục.
- Giá than đầu vào sản xuất điện leo thang tạo áp lực lên giá điện.
- Trong khi đó, cầu tiêu dùng nội địa sẽ hồi phục đáng kể sau đại dịch.
- Lương tối thiểu tháng theo 4 vùng sẽ được điều chỉnh tăng từ ngày 1/7

➤ Áp lực lạm phát thậm chí có thể kéo dài đến nửa đầu năm 2023 khi giá nguyên-nhiên-vật liệu trên thế giới ở mức cao và phản ánh nhiều hơn vào chi phí sản xuất, giá thành sản phẩm. Ngoài ra, chúng tôi cũng không loại trừ áp lực lạm phát vòng hai do giá xăng dầu tăng cao.

→ VCBS dự báo lạm phát năm 2022 có khả năng vượt mục tiêu 4% của Quốc hội.

→ Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng áp lực mức tăng lạm phát như vậy vẫn ở mức tương đối thấp so với các quốc gia trong khu vực.



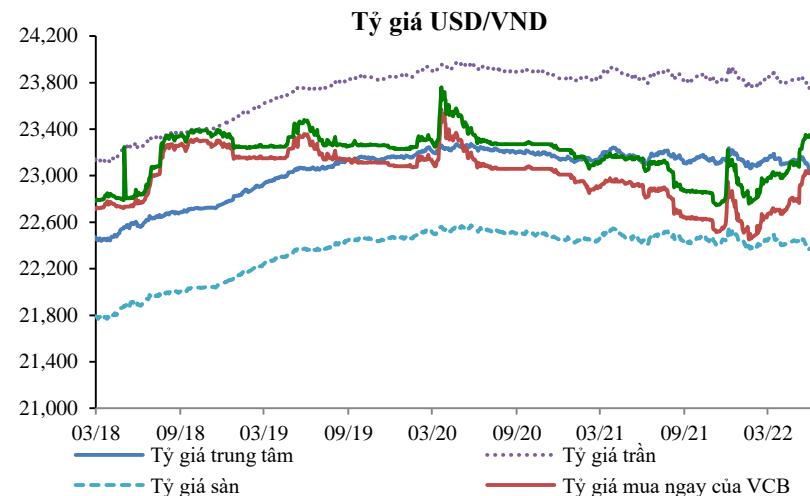
# SỰ ỔN ĐỊNH NỀN KINH TẾ - TỶ GIÁ

**Cập nhật:** Tỷ giá trung tâm giao dịch ngày 30/06/2022 ở 23.110, giảm 35 VND ytd. Trong khi đó, tỷ giá giao dịch tại các NHTM tăng 495 VND đạt 23.105/23.415 VND/USD, tương ứng VND giảm giá khoảng 2,16% ytd so với USD.

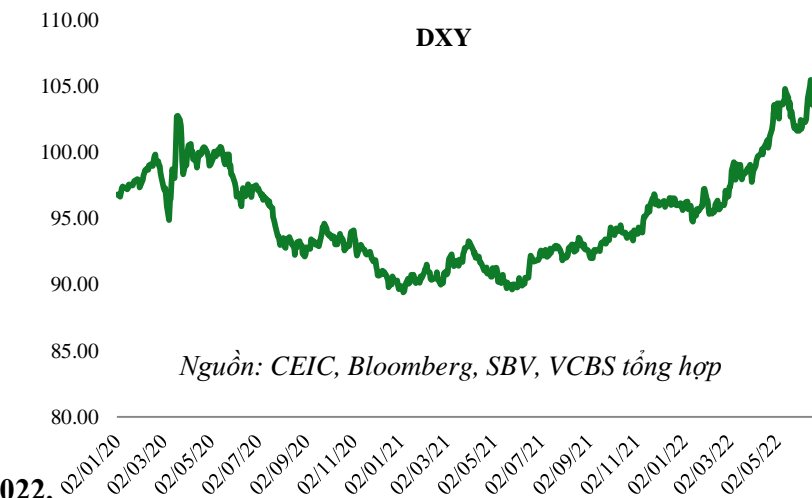
- Tháng 5, NHNN điều chỉnh tỷ giá bán kỳ hạn từ 23.050 lên 23.250 VND và không cho phép hủy ngang. Sau đó, NHNN tiếp tục thông báo bán ngoại tệ giao ngay tại tỷ giá 23.400 VNĐ vào các ngày thứ hai, tư, sáu (chi tiết ở bảng bên cạnh).
- Đây là bước can thiệp mạnh mẽ của NHNN đối với tỷ giá xét trên cả phương diện giá bán và hình thức mua ngoại tệ. Theo đó, tính theo giá giao ngay tỷ giá đã được điều chỉnh tăng khoảng 190 VNĐ. Với động thái này, NHNN đang cho thấy những điều chỉnh kịp thời nhanh chóng nhằm đảm bảo nguồn cung trên thị trường ngoại hối. Đồng thời, xét từ phía góc độ thanh khoản thị trường: việc hút thanh khoản từ các công cụ Tín phiếu hay Bán ngoại tệ cũng được kỳ vọng góp phần giảm áp lực lạm phát vốn đang có những tín hiệu tăng nhiều hơn trong các tháng gần đây.

**Dự báo:** VCBS duy trì quan điểm VND có xu hướng mất giá so với đồng USD năm 2022:

- Xu hướng trung hoà chính sách tiền tệ nới lỏng các NHTW lớn tiếp diễn, đi đầu là các động thái mang tính điều hâu hơn của Fed hay BOE trong giai đoạn tới. Chúng tôi đánh giá cao khả năng Fed tiếp tục tăng lãi suất để ứng phó với lạm phát. Do đó, chúng tôi duy trì dự báo năm 2022, **USD sẽ lên giá so với các ngoại tệ mạnh khác.**
- Hiện nay, nguồn cung ngoại tệ không thực sự thuận lợi (i) căng thẳng địa chính trị làm chậm quá trình giải ngân vốn đầu tư; (ii) giá nguyên nhiên, vật liệu tăng bào mòn thặng dư thương mại đặc biệt tại khối doanh nghiệp trong nước. Diễn biến này khiến cho quá trình tăng cường nguồn lực dự trữ ngoại hối của NHNN gặp khó khăn so với các năm trước đây.
- Mặc dù vậy, các yếu tố bất định vẫn diễn ra trên thế giới, và các nhà đầu tư sẽ dần làm quen với thực tế các yếu tố bất định luôn tồn tại và phải thích ứng với các sự kiện này. Do đó, dòng tiền vẫn sẽ tìm đến quốc gia đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô cùng tăng trưởng khả quan như Việt Nam.



	Trước 11/05	11/05	04/07
Giá bán	23.050	23.250	23.400
Hợp đồng	Bán kỳ hạn được hủy ngang	Bán kỳ hạn không được hủy ngang	Giao ngay



→ VND có thể giảm giá tương đối so với USD, mức biến động không quá 3% cho cả năm 2022.

## Cập nhật

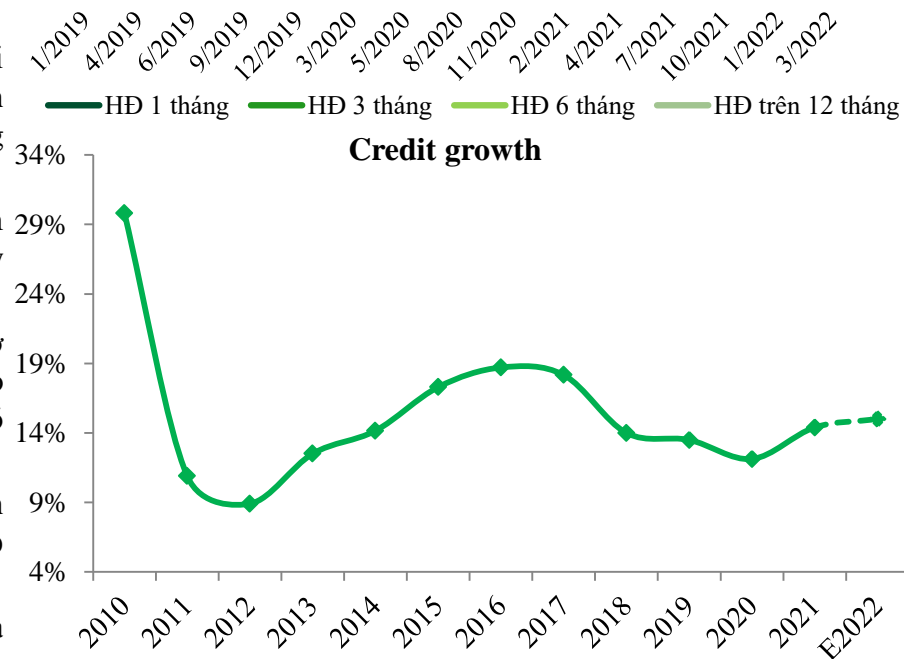
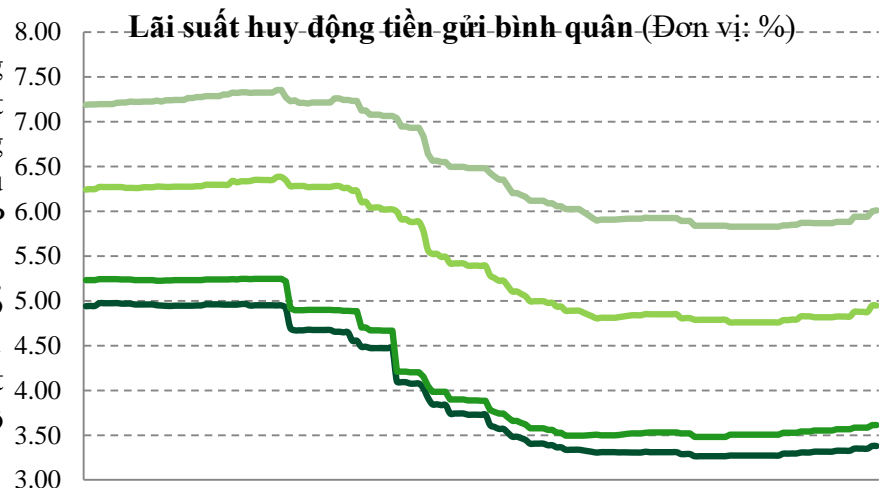
- ▼ Tính đến 20/6/2022, huy động vốn của các tổ chức tín dụng tăng 3,97% (cùng thời điểm năm 2021 tăng 3,13%); tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt 8,51% (cùng thời điểm năm 2021 tăng 5,47%). Tín dụng tăng cao so với cùng kỳ phản ánh nhu cầu tín dụng nền kinh tế tăng trong giai đoạn phục hồi sau dịch, trong khi tăng trưởng huy động chưa theo kịp. Theo đó, nhiều NHTMCP đã điều chỉnh tăng LSHĐ tại nhiều kỳ hạn với mức tăng 40-70 điểm cơ bản.
- ▼ Đối với lãi suất cho vay, hệ thống NHTM đã bắt đầu triển khai chương trình hỗ trợ lãi suất 2% từ nguồn ngân sách nhà nước 40.000 tỷ đồng theo Nghị định 31 của Chính phủ và Thông tư 03 của NHNN. Giai đoạn này, NHNN thể hiện quyết tâm thực hiện chương trình hỗ trợ lãi suất hiệu quả hỗ trợ trọng điểm vào một số ngành nghề nhằm hỗ trợ nền kinh tế sau dịch.

## Dự báo

- ▼ Mức độ biến động của lãi suất huy động sẽ tiếp tục phụ thuộc nhiều vào độ dồi dào của dòng vốn trên thị trường liên ngân hàng. Chúng tôi cho rằng thanh khoản sẽ bị hút đi từ các công cụ Tín phiếu hay Bán ngoại tệ được sử dụng nhằm góp phần giảm áp lực lạm phát.
- ▼ Ngoài ra, với dự báo nhu cầu tăng trưởng tín dụng cao hơn trong giai đoạn phục hồi kinh tế, nhu cầu huy động của NHTM có thể đi kèm tăng lãi suất huy động trong thời gian tới.
- ▼ Định hướng xuyên suốt của NHNN vẫn là giảm lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ doanh nghiệp phục hồi sau dịch. Mặc dù vậy, với tăng trưởng tín dụng có thể cao hơn so với cùng kỳ, lãi suất huy động chịu áp lực tăng; lãi suất cho vay khó có thể tránh khỏi những áp lực nhất định.

→ Tổng kết, áp lực lạm phát tiếp tục hiện hữu đi cùng với nhu cầu tăng trưởng tín dụng cao hơn trong giai đoạn phục hồi kinh tế, **LSHĐ được dự báo còn có thể tiếp tục tăng 100-150 bps trong cả năm 2022.**

→ LSCV ghi nhận áp lực tăng tuy nhiên có độ trễ so với thời điểm tăng của LSHĐ, và sẽ có sự phân hoá giữa mức tăng, thời điểm tăng giữa các ngành nghề.



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp



KINH TẾ VĨ MÔ

# THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

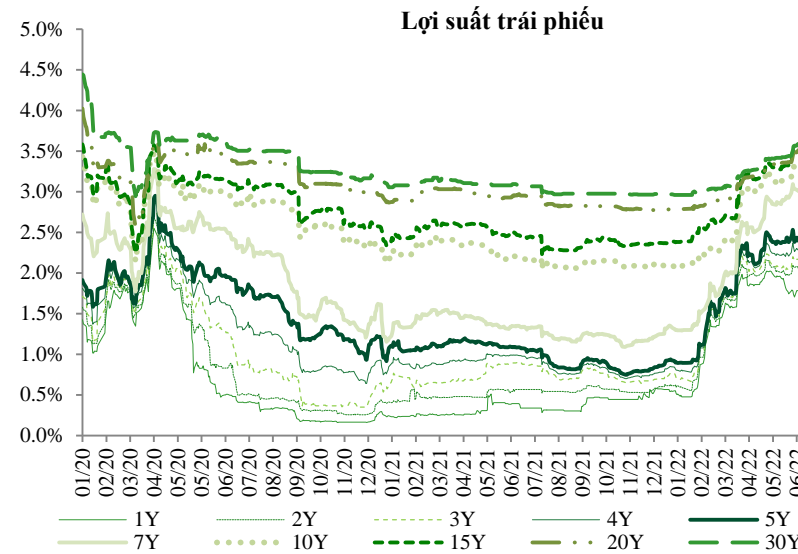
NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG



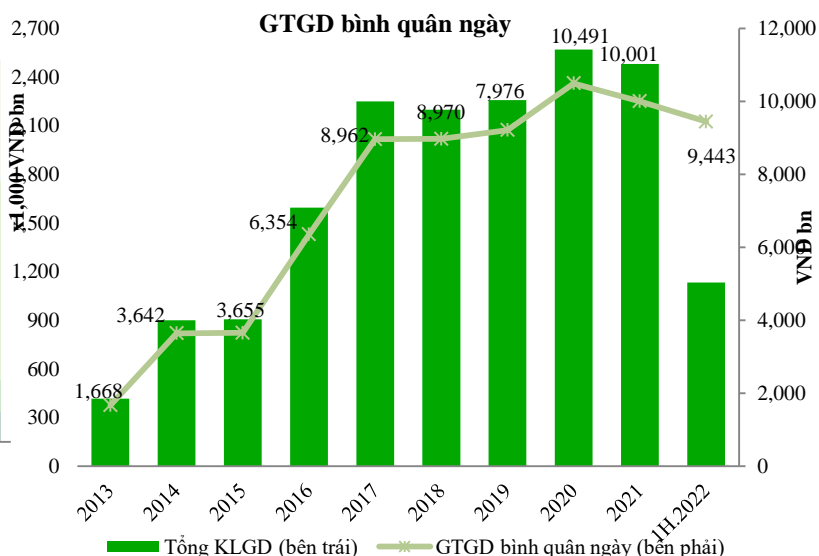
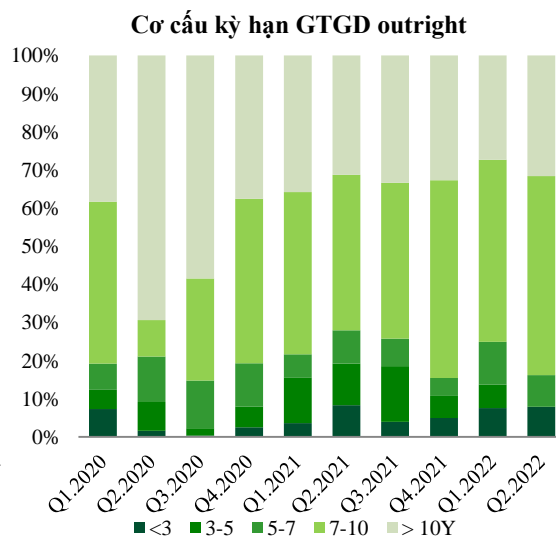
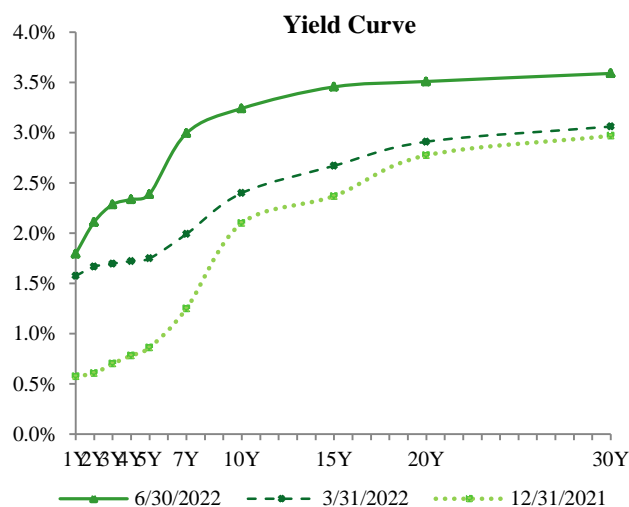
# THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ - Diễn biến 1H.2022

Theo thống kê của VBMA, lợi suất các kỳ hạn 1Y, 2Y, 3Y, 4Y, 5Y, 7Y, 10Y, 15Y, 20Y và 30Y kết thúc ngày 30/06 ở 1,79% (+122 bps ytd), 2,11% (+150,5 bps ytd), 2,28% (+158,4 bps ytd), 2,33% (+155,6 bps ytd), 2,38% (+152,8 bps ytd), 2,99% (+174,5 bps ytd), 3,242% (+114,3 bps ytd), 3,45% (+108,7 bps ytd), 3,51% (+73,6 bps ytd), 3,59% (+62,1 bps ytd). Như vậy, **đường cong lợi suất trái phiếu phẳng hơn và dịch chuyển lên trên trong 1H.2022:**

- Lợi suất trái phiếu đã giảm khá mạnh trong một khoảng thời gian dài trước đó; bởi vậy, tâm lý nhà đầu tư khá nhạy cảm trước yếu tố tiềm ẩn có thể thay đổi sự ổn định vĩ mô.
- Lãi suất liên ngân hàng đã tăng cao so với cùng kỳ, thanh khoản không còn quá dồi dào khiến thị trường rơi vào trạng thái không thuận lợi.
- Cùng với đó, thanh khoản trên thị trường thứ cấp trái phiếu khá trầm lắng khi GTGD bình quân phiên giảm ~5,6% so với năm trước. Kỳ hạn thanh khoản cao nhất là 7Y-10Y.
- Điều này kèm với những sự kiện chưa từng có trên thị trường tài chính đã kích hoạt áp lực bán mạnh trên thị trường trong các phiên quý đầu năm. Các sự kiện có thể được kể đến như: từ góc độ thế giới, Fed nâng lãi suất và có quan điểm thắt chặt chính sách tiền tệ hơn, căng thẳng chính trị Nga – Ukraina; tại Việt Nam, các sự kiện liên quan đến tăng cường thanh tra, giám sát thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Theo đó, các thành viên thị trường đã tiến hành quá trình đánh giá lại lợi nhuận tiềm năng và rủi ro.



Nguồn: HNX, VCBS Tổng hợp



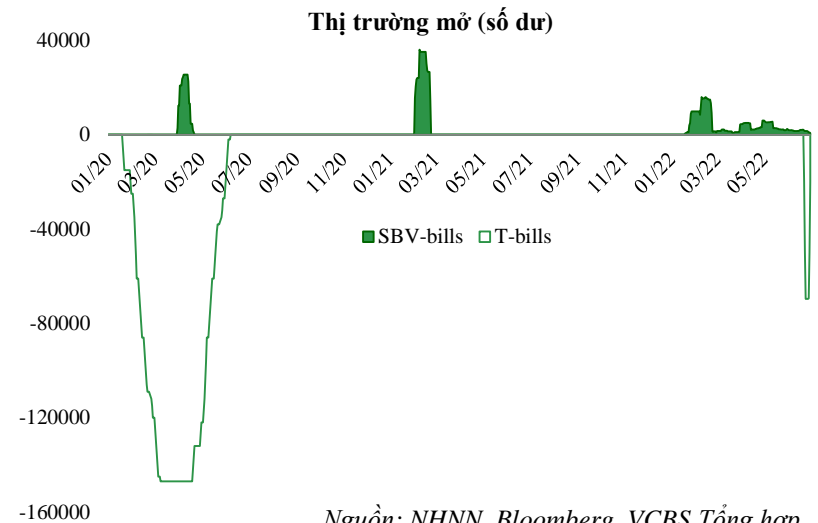
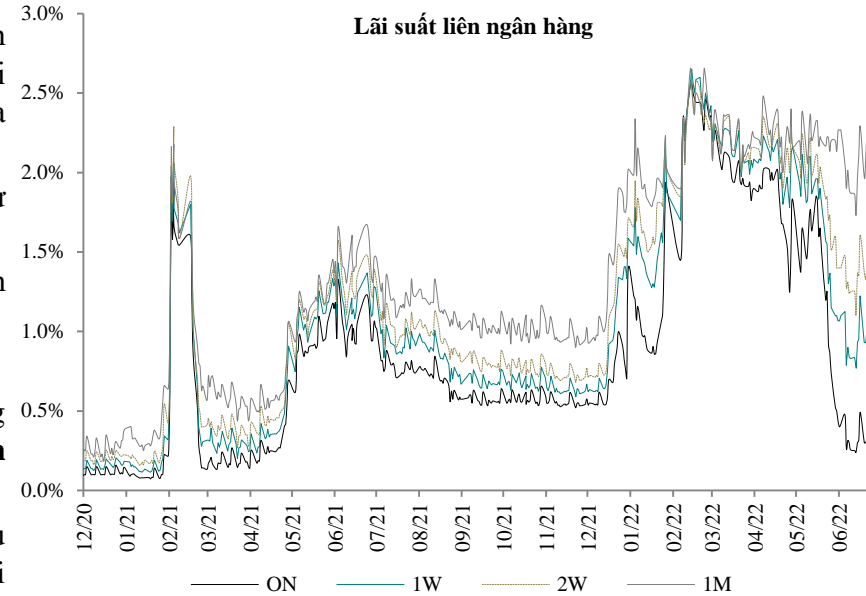
# DỰ BÁO LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG

## Cập nhật

- Trong suốt Quý 1, bên cạnh những yếu tố thời vụ từ Tết Nguyên đán, thanh khoản thị trường không còn dồi dào, xuất phát từ nhu cầu tín dụng tăng cao hơn so với cùng kỳ. Việc tăng cường thanh tra, giám sát trên thị trường TPDN cùng việc mua lại một số lô trái phiếu trước hạn, phần nào hạn chế thanh khoản thị trường.
- Áp lực từ lạm phát kỳ vọng tăng dần theo thời gian trước các diễn biến cập nhật từ thị trường thế giới khiến nhà điều hành có động thái thận trọng hơn.
- Sang đến Quý 2, lãi suất liên ngân hàng hạ nhiệt và giảm mạnh tại kỳ hạn qua đêm vào tháng 6 trong bối cảnh một số NHTM đã gần cạn room tín dụng.

## Dự báo

- VCBS đánh giá lãi suất liên ngân hàng sẽ khó có khả năng trở lại ngưỡng trung bình của năm 2021. Thay vào đó, **mặt bằng lãi suất liên ngân hàng trung bình năm 2022 có thể cao hơn 120-150 điểm cơ bản so với trung bình năm 2021.**
  - Trong giai đoạn này, áp lực từ lạm phát kỳ vọng duy trì khi giá nguyên vật liệu thế giới vẫn neo ở mức cao. Điều này cũng khiến nhà điều hành có động thái thận trọng hơn, NHNN với ưu tiên chính sách hàng đầu là kiểm soát lạm phát không thể quá mạnh tay trong việc duy trì trạng thái thanh khoản dồi dào.
  - Chúng tôi cho rằng thông qua công cụ Bán ngoại tệ (đổi từ Kỳ hạn sang Giao ngay) và Tín phiếu, thanh khoản sẽ bị hút đi góp phần giảm áp lực lạm phát.
  - Ngoài ra, VCBS lưu ý đến các mốc sự kiện có thể ảnh hưởng đến thanh khoản thị trường (i) các quyết định chính sách tiền tệ của Fed trên thị trường quốc tế; (ii) trong nước, thời điểm NHNN cân nhắc điều chỉnh hạn mức tín dụng đối với một số NHTM với nguồn lực tập trung vào các doanh nghiệp sản xuất-kinh doanh, hỗ trợ kinh tế hồi phục sau đại dịch.
- Bên cạnh đó, lãi suất liên ngân hàng sẽ tiếp tục phụ thuộc nhiều vào điều hành cũng như định hướng của NHNN trên thị trường mở thông qua hoạt động repo và tín phiếu.



Nguồn: NHNN, Bloomberg, VCBS Tổng hợp



## ▼ Dự báo

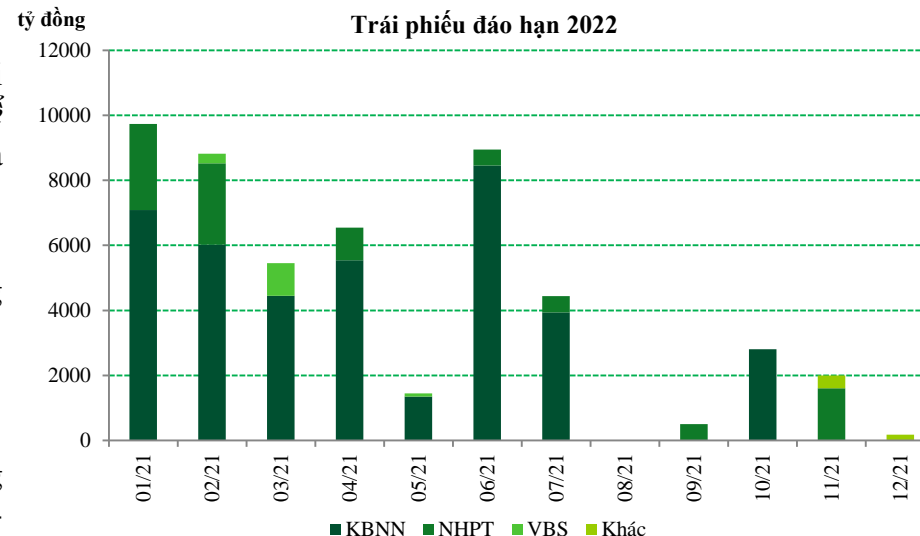
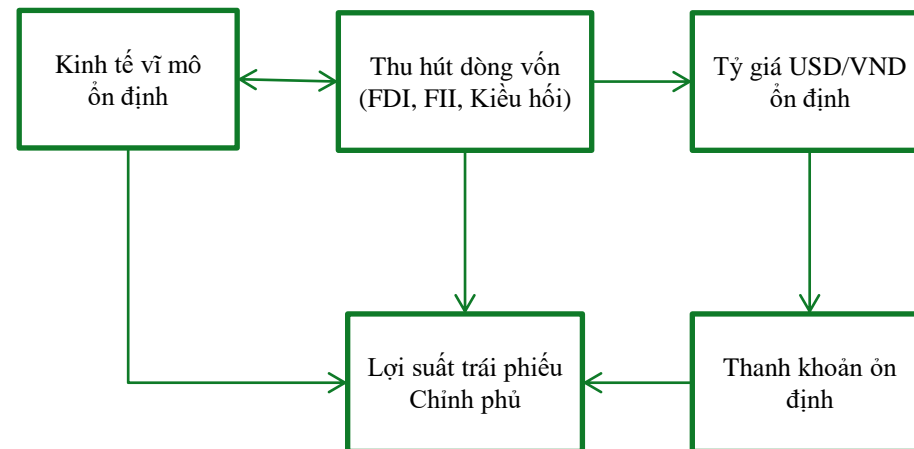
- Các ngân hàng trung ương trên toàn thế giới có xu hướng trung hòa tác động chính sách chính sách tiền tệ nới lỏng; Trong đó, Fed và BOE với cách tiếp cận thắt chặt chính sách hơn
- Giá các tài sản trên thế giới có thể bước vào giai đoạn điều chỉnh
- Thị trường tiền tệ Việt Nam: mặt bằng lãi suất liên ngân hàng có thể tăng ~1,2%-1,5% (cao hơn bình quân các năm 2020-2021), chủ yếu do: (i) Nguồn lực tập trung vào các hoạt động kinh tế, (ii) Fed tăng lãi suất; (iii) Áp lực lạm phát gia tăng.

## ▼ Xu hướng biến động lợi suất Trái phiếu Chính phủ

- Nhu cầu phát hành trái phiếu có thể tăng khi giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh, tuy nhiên sẽ không xảy ra tình trạng mất cân đối cung - cầu do Kho bạc Nhà nước tiếp tục thể hiện khả năng điều tiết nguồn cung hợp lý nhằm tối ưu hóa lợi ích cho Ngân sách Nhà nước trong từng thời kỳ.
- Chúng tôi chưa quan sát thấy những yếu tố tích cực có thể kéo giảm lợi suất trái phiếu; thay vào đó, **đường cong lợi suất trái phiếu có thể phẳng hơn và nhích lên trên** khi thanh khoản liên ngân hàng ổn định và không dư thừa như giai đoạn 2020-2021.
- Các kỳ hạn thanh khoản cao nhất sẽ là 7Y-10Y.

## ▼ Các yếu tố theo dõi: các sự kiện bất ngờ có thể xuất hiện trên thị trường khiến nhà điều hành thắt chặt thanh khoản của hệ thống ngân hàng.

- Thời điểm NHNN phê duyệt thêm “room” tăng trưởng tín dụng.
- Lạm phát có thể tăng đột ngột ngoài tầm kiểm soát.
- Thị trường thế giới trải qua những cú sốc / biến động mạnh, tạo ra những rủi ro mang tính hệ thống trên toàn cầu (căng thẳng địa-chính trị, Nga-Ukraine, ...)



Nguồn: HNX, VCBS Research

KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

**THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU**

NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG



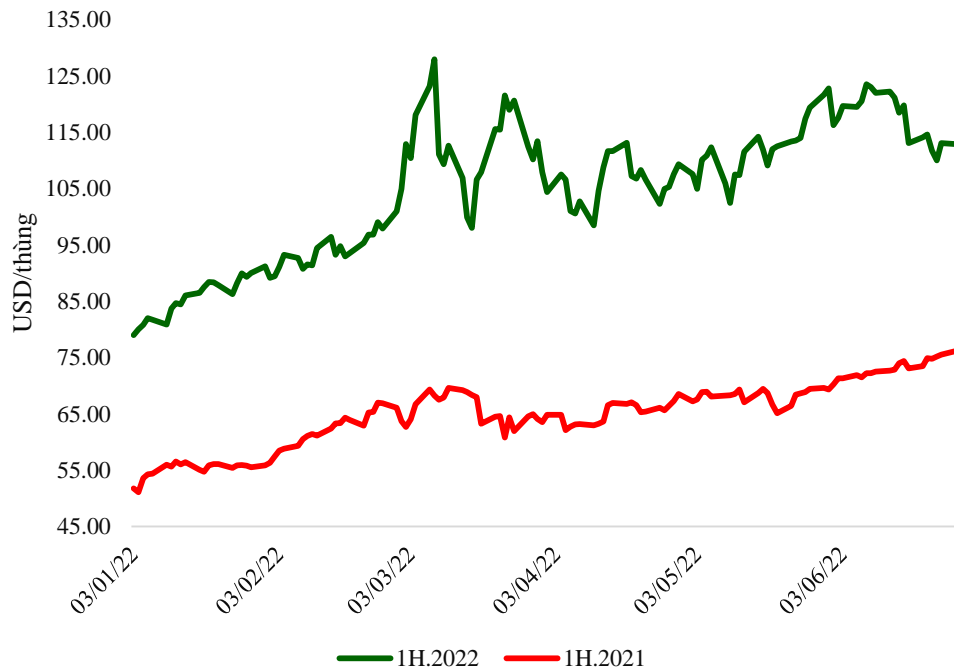
# CẬP NHẬT THỊ TRƯỜNG HÀNG HÓA





# GIÁ DẦU THÔ

## Biến động giá dầu thế giới

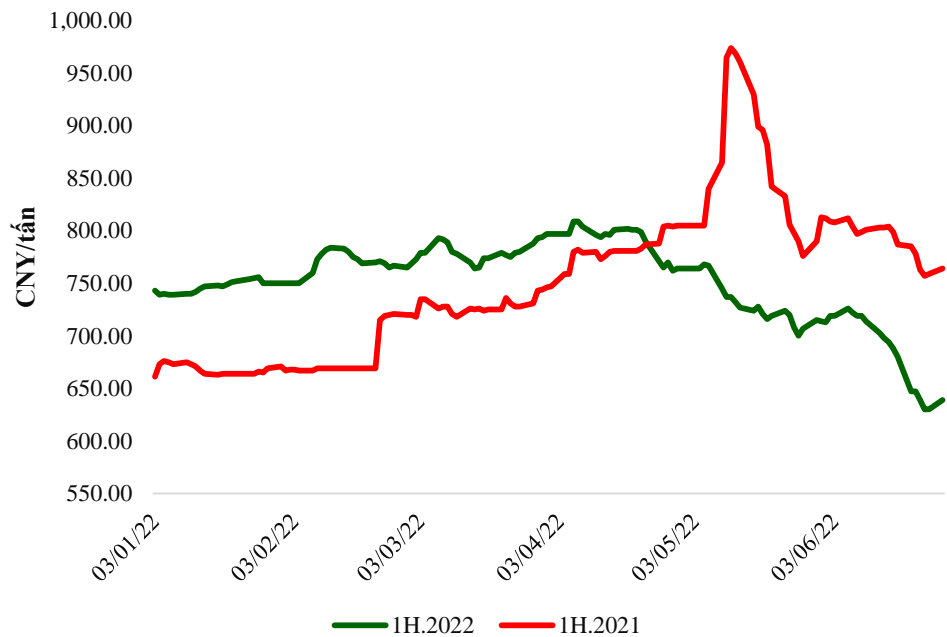


## Dữ liệu tính đến ngày 27/06/2022

Ngày	Tuần	Tháng	Quý	Năm	12 tháng
-0.17%	-1.05%	-7.18%	11.82%	51.06%	39.76%

- Chỉ trong vòng 6 tháng, kể từ đầu năm 2022 đến nay, giá dầu thô Brent đã tăng 45.90%, từ khoảng 78 USD/thùng lên tới trên 110 USD/thùng (tính tới ngày 24/06/2022) và dự kiến sẽ còn tiếp tục tăng.
- Trong 1H.2022, có nhiều yếu tố thúc đẩy đà tăng của giá dầu. Yếu tố chính là xung đột địa chính trị Nga - Ukraine cùng với các biện pháp cấm vận của Mỹ, EU với Nga - nhà xuất khẩu dầu mỏ, khí đốt lớn trên thế giới đang gây những tác động khó lường tới thị trường năng lượng. Bên cạnh đó, sự thiếu hụt nguồn cung trên toàn cầu cũng là nguyên nhân chính dẫn tới giá dầu “phi mã”. Nhu cầu dầu bắt đầu tăng mạnh khi các nước thực hiện chiến dịch mở cửa trở lại, khôi phục các hoạt động kinh tế, đặc biệt là các hoạt động sản xuất, vận tải, du lịch, hàng không... sau thời gian dài đóng cửa vì đại dịch Covid-19.
- Bộ phận nghiên cứu của ngân hàng Goldman Sachs (Mỹ) nhận định rằng, giá dầu Brent có thể đạt mức 175 USD/thùng trong năm nay nếu 2/3 lượng dầu xuất khẩu từ đường biển của Nga bị cắt giảm do tình hình căng thẳng ở Ukraine, đẩy nền kinh tế toàn cầu đối mặt với một trong những “cú sốc” về nguồn cung năng lượng lớn nhất từ trước đến nay. Đồng quan điểm, ngân hàng JP Morgan (Mỹ) dự báo giá dầu có thể chạm mức kỷ lục 185 USD/thùng vào cuối năm 2022. nếu sự gián đoạn xuất khẩu của Nga kéo dài, dù ngân hàng này cũng như hầu hết các nhà phân tích tham gia khảo sát của Reuters cho rằng mức giá trung bình năm sẽ ở dưới mức 100 USD/thùng.

## Biến động giá thép thế giới

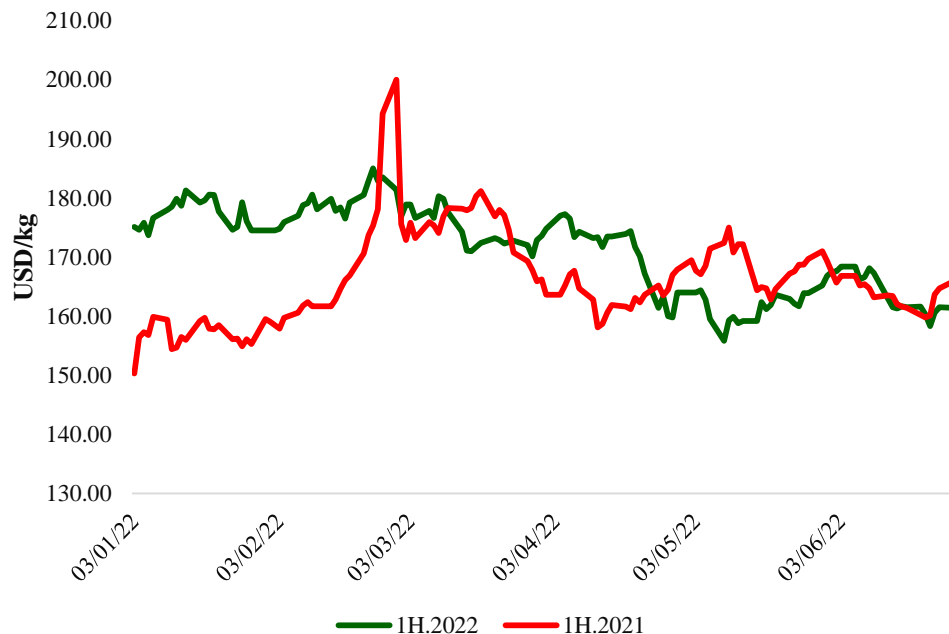


## Dữ liệu tính đến ngày 27/06/2022

Ngày	Tuần	Tháng	Quý	Năm	12 Tháng
	1.43%	-1.24%	-10.63%	-16.47%	-15.59%
					-13.65%

- Tại châu Âu, giá thép đang giảm dần sau khi lập đỉnh trong tháng 4 vừa qua. Những ảnh hưởng của cuộc xung đột Nga-Ukraine đã làm thiếu hụt nguồn cung tại thị trường này. Bên cạnh đó, chi phí sản xuất thép có xu hướng tăng ở châu Âu do giá năng lượng tăng cao. Giá mặt hàng thép cuộn cán nóng HRC tại châu Âu từ đầu tháng 3 đến đầu tháng 4 tăng vọt từ 1.068 USD/tấn lên 1.584 USD/tấn.
- Quý đầu tiên của năm 2022 là thời điểm khó khăn đối với ngành sản xuất thép trên toàn cầu. Tổng sản lượng thép thô toàn cầu trong giai đoạn này đạt 456,6 triệu tấn, giảm 6,8% so với cùng kỳ năm 2021, theo số liệu từ Hiệp hội Thép Thế giới (World Steel). Giá thép cuộn cán nóng HRC liên tục giảm, hiện đang ở quanh mức 1.300 USD/tấn. Đối với các hợp đồng giao sau, giá mặt hàng này hiện chốt quanh mức 1.000 USD/tấn giao sau 2 tháng và 960 - 970 USD/tấn giao sau 3 tháng.
- Trong năm 2022, trước nhiều biến động của thế giới, ngành thép được kỳ vọng tiếp tục phát triển, song theo dự báo cũng sẽ đứng trước nhiều rủi ro và thách thức. Cụ thể, Hiệp hội Thép Thế giới (worldsteel) dự báo nhu cầu thép trong năm 2022 và 2023 sẽ lần lượt tăng 0.4% lên 1.84 tỷ tấn và 2.2% lên 1.88 tỷ tấn. Do chiến tranh Nga-Ukraine và lạm phát toàn cầu, triển vọng thị trường thép hiện tại là không chắc chắn. Xét về các nền kinh tế đang phát triển, ngoại trừ Trung Quốc, nhu cầu thép năm 2021 tăng 10.7%; tuy nhiên, nhu cầu vào năm 2022 dự kiến sẽ chỉ tăng 0.5% do môi trường bên ngoài ngày càng tồi tệ và chiến tranh Nga-Ukraine và sẽ tăng 4.5% vào năm 2023. Ở các nền kinh tế phát triển, lạm phát và chiến tranh Nga-Ukraine khiến nhu cầu chỉ tăng 1.1% và 2.4% vào các năm 2022 và 2023.

**Biến động giá cao su thế giới**



**Dữ liệu tính đến ngày 27/06/2022**

Ngày	Tuần	Tháng	Quý	Năm	12 tháng
-0.06%	-0.12%	-2.30%	-11.03%	-1.22%	-8.19%

- Trong nửa đầu năm 2022, giá cao su trên thị trường châu Á biến động không đồng nhất, giá tại thị trường Nhật Bản và Thái Lan có xu hướng tăng, giá tại Trung Quốc giảm..
- Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) ước tính sản lượng cao su toàn cầu năm 2022 đạt khoảng 14,55 triệu tấn, tiêu thụ ở mức 14,39-14,82 triệu tấn. Nhu cầu cao su toàn cầu đã tăng mạnh khi diễn biến đại dịch Covid-19 trở nên phức tạp. Lĩnh vực y tế cần bổ sung rất nhiều sản phẩm liên quan đến cao su, đặc biệt là găng tay. Mức giá trung bình hàng năm của găng tay y tế nhập khẩu vào Mỹ đã tăng vọt từ 56 cents/10 đôi vào năm 2019 lên 1,77 USD vào năm 2021. Giá tăng kết hợp nhu cầu cao hơn đã chứng kiến kim ngạch nhập khẩu găng tay cao su vào Mỹ năm 2021 đạt 7 tỷ USD, cao gấp 3 lần so 2,3 tỷ USD vào năm 2020.
- Dự báo, giá cao su vẫn có khả năng tăng mạnh do kỳ vọng nhu cầu từ người mua số lượng lớn sẽ đi lên, bên cạnh đà tăng của giá dầu thô. Nhìn chung, trong cả năm 2022, giá cao su sẽ tăng lên khá mạnh, có nhiều hỗ trợ và sẽ nằm trong mức từ 2,1-3,8 USD/kg. Theo ANRPC, qua số liệu thống kê sơ bộ, trong năm 2021, sản lượng cao su thiên nhiên trên thế giới chỉ đạt hơn 13,8 triệu tấn, trong khi nhu cầu là hơn 14 triệu tấn. Mức thâm hụt lên tới khoảng 200 nghìn tấn. ANRPC dự báo nguồn cung cao su toàn cầu đang tiếp tục thiếu hụt so với nhu cầu và sẽ gia tăng thiếu hụt trong những năm tiếp theo cho đến năm 2028, thậm chí có thể kéo dài đến năm 2031 do khoảng cách cung và cầu ngày càng lớn.



# THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

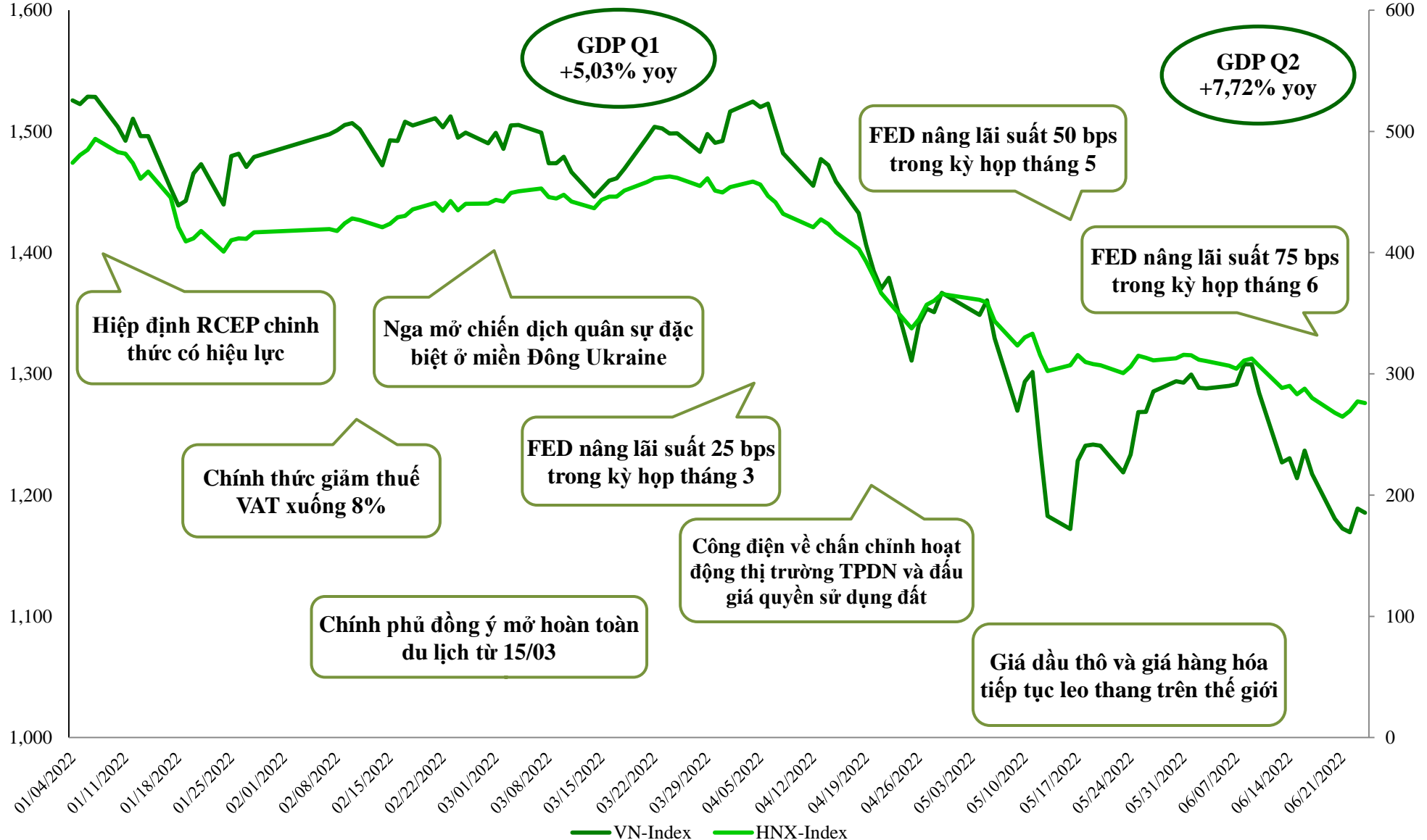




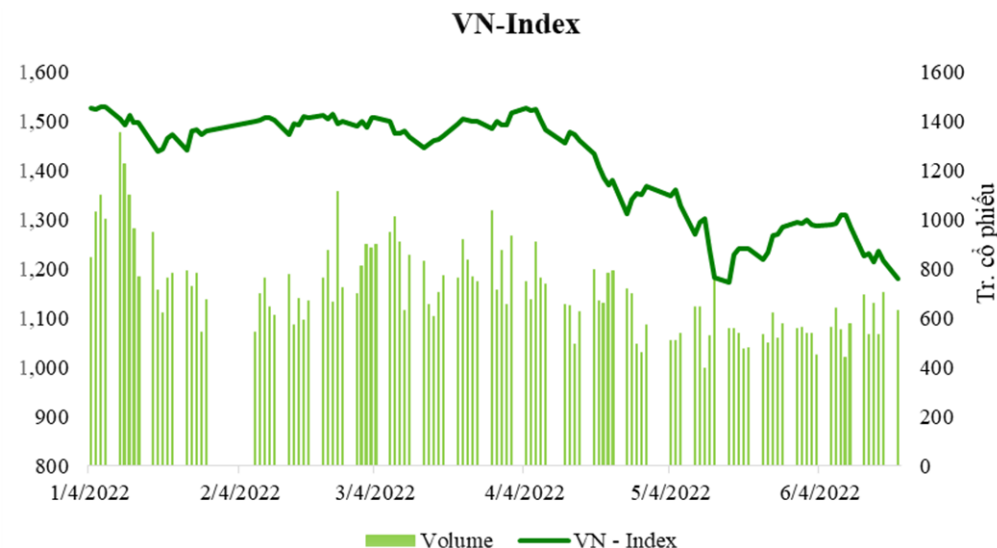
# ĐIỂM NHẤN THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU 1H.2022

**VN Index -22.2%**

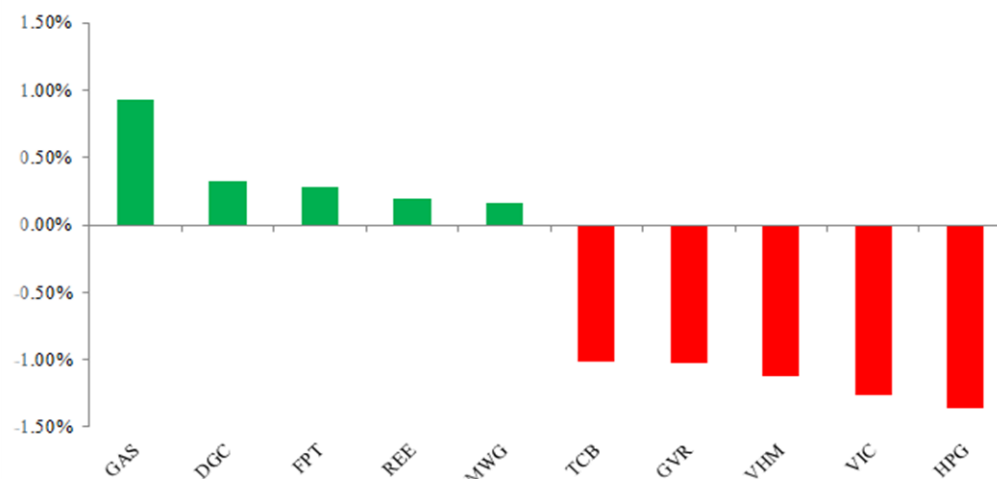
**HNX Index -41.8%**



- Mặc dù thể giới có nhiều diễn biến bất ổn về chính trị cũng như kinh tế nhưng trong quý 1 năm 2022, VN Index vẫn duy trì giao dịch ở vùng điểm cao quanh 1.400-1.500 và tạo đỉnh ở 1.530 điểm vào đầu tháng 4 trước khi bắt đầu bước vào chu kỳ giảm điểm mạnh. VN Index diễn biến đồng pha với thị trường chứng khoán thế giới, chịu áp lực điều chỉnh mạnh trong quý 2, lui về vùng điểm 1170. Nhìn chung, tình hình lạm phát cùng những thông tin tiêu cực đã khiến cho tâm lý nhà đầu tư trở nên bi quan hơn và việc thanh khoản sụt giảm đã thể hiện xu hướng dòng tiền dần rút ra khỏi thị trường. Đi cùng xu hướng của VN-Index, HNX Index cũng đạt đỉnh vào đầu tháng 4 và sau đó bước vào chu kỳ điều chỉnh với thanh khoản sụt giảm.
- Tính trong giai đoạn từ đầu quý 2, khối lượng giao dịch bình quân mỗi phiên đạt 86,61 triệu cổ phiếu, giảm 23% so với quý 1. Giá trị giao dịch bình quân mỗi phiên cũng giảm 36% so với quý 1 và đạt 2.088 tỷ VND.
- Đà giảm đến từ những cổ phiếu vốn hóa lớn thuộc ngành thép, bất động sản, ngân hàng như HPG, VHM, TCB đã tác động tiêu cực đến chỉ số chung. Chỉ có số ít cổ phiếu thuộc nhóm ngành hưởng lợi như hóa chất, dầu khí, điện như GAS, DGC, REE là giữ được xu hướng tăng điểm.

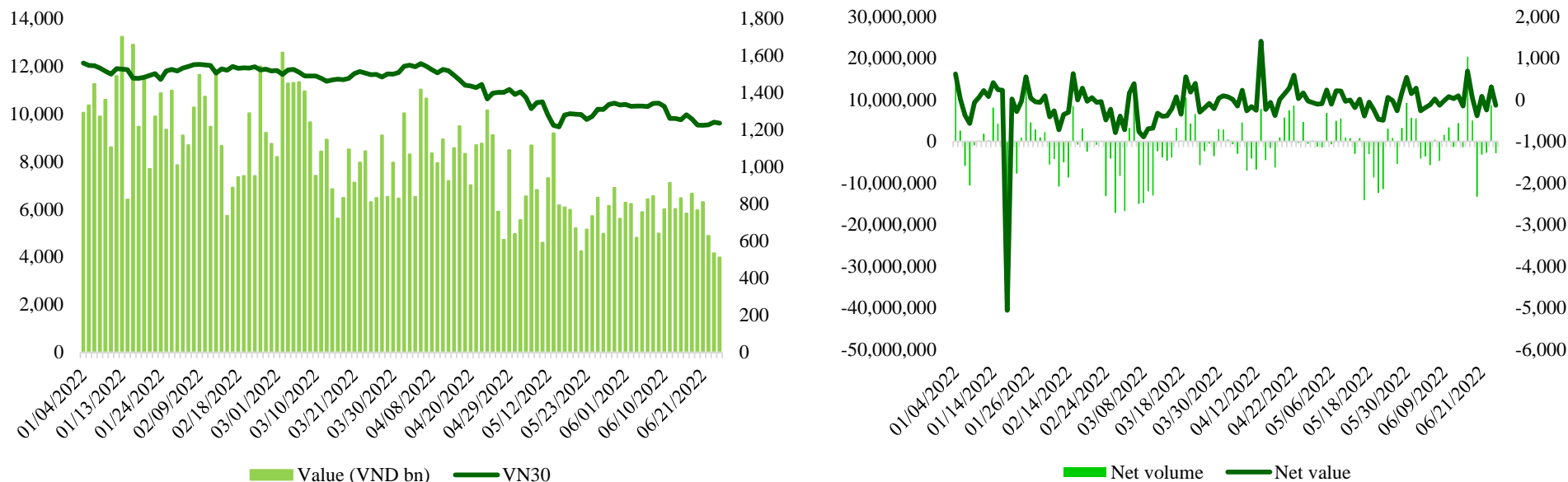


**Top cổ phiếu ảnh hưởng tới VN - Index nửa đầu năm 2022**



Source: Fiiipro, Bloomberg, VCBS

# ĐIỂM NHẤN VN30 INDEX TRONG 1H.2022



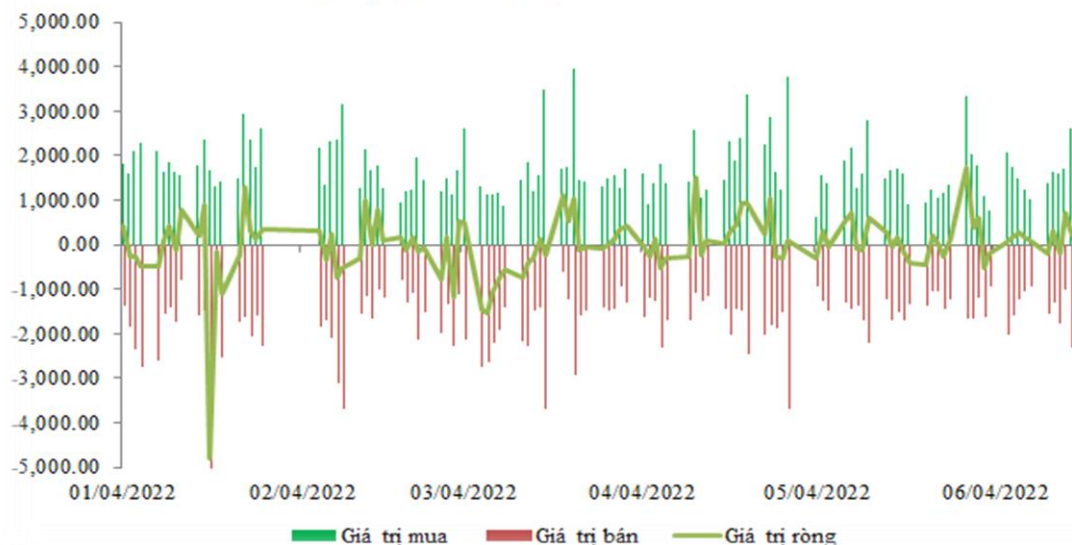
Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

- Trong năm 2022, chỉ số VN30 cho thấy đã đạt đỉnh trong Quý 1 và giao động trong biên độ 1.570 điểm và 1.470 điểm trước khi điều chỉnh hơn 20% trong Quý 2. Khối lượng, giao dịch trung bình mỗi phiên 8.054 tỷ đồng, ghi nhận sự sụt giảm -18,7% so với mức cùng kỳ năm 2021. Hiện tại, dòng tiền trong rổ VN30 đang được phân hóa khá rõ ràng và những ngành được hưởng lợi từ tình hình vĩ mô sẽ thu hút dòng tiền thông minh tốt hơn.
- Về phía khối ngoại, trong 2H 2022 đã bán ròng hơn 11.130 tỷ đồng các cổ phiếu trong rổ VN30, trung bình mỗi phiên bán ròng 97 tỷ đồng. Trong đó, HPG tiếp tục là cổ phiếu bị khối ngoại xả mạnh tay nhất với 5.430 tỷ đồng bán ròng.

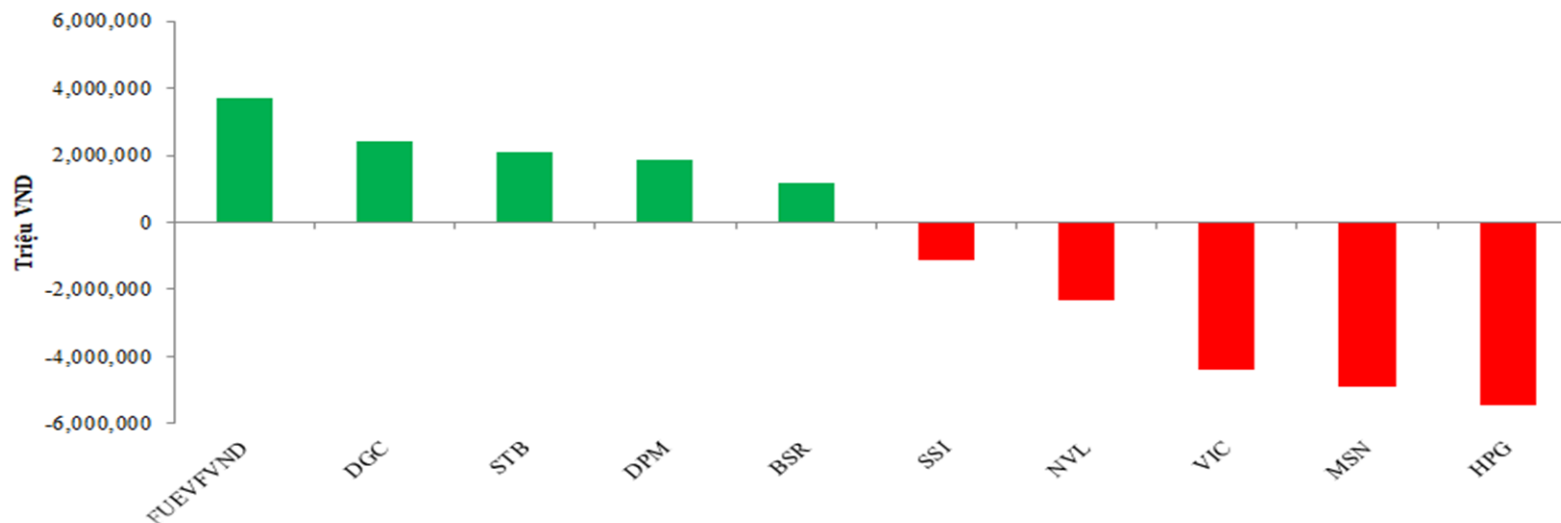
Dòng tiền của khối ngoại trong nửa đầu năm 2022 biến động lớn trước tình hình dịch Covid cũng như ảnh hưởng từ kinh tế vĩ mô. Tính từ thời điểm đầu năm đến hiện tại, khối ngoại đang bán ròng với giá trị 82,73 tỷ VND.

Bắt đầu từ đầu tháng 5 năm 2022, khối ngoại liên tục bán ròng những cổ phiếu vốn hóa lớn như HPG, MSN, VIC và chỉ tập trung mua ròng chứng chỉ quỹ FUEVFNVD và những cổ phiếu thuộc ngành đang được hưởng lợi từ vĩ mô như DGC, DPM, BSR.

### Hoạt động khối ngoại nửa đầu năm 2022



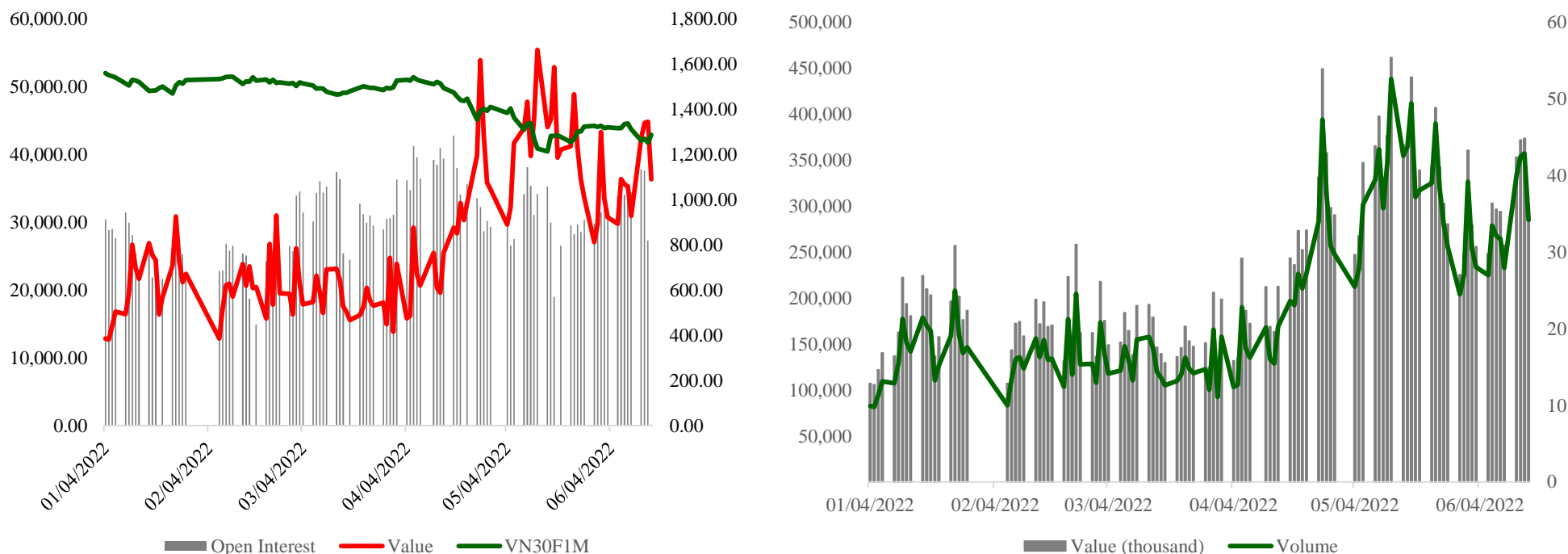
### Top cổ phiếu mua ròng/ bán ròng nửa đầu năm 2022



Nguồn: Fiiipro



# ĐIỂM NHẤN THỊ TRƯỜNG HỢP ĐỒNG TƯƠNG LAI VN30 INDEX 1H.2022



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

- Trong 2H, 2022, thị trường chứng khoán phái sinh ghi nhận hoạt động giao dịch sôi động so với cùng kỳ năm 2021. Cụ thể, giao dịch trung bình trong phiên đạt 28,256 tỷ đồng, tăng mạnh 20% so với cùng kỳ năm. Ở chiều ngược lại, chỉ số VN30 điều chỉnh giảm mạnh hơn 20% và nguyên nhân chính bị tác động bởi thông tin vĩ mô khi FED công bố tăng lãi suất mạnh từ đầu năm.
- Ngoài ra, những tin tức xấu trong nước liên quan đến những sai phạm của chủ doanh nghiệp cũng như lãnh đạo trong cơ quan chứng khoán nhà nước kích thích nhà đầu tư thực hiện các lệnh bán không, dẫn tới thanh khoản của thị trường phái sinh tăng đột biến trong khi chỉ số thị trường điều chỉnh giảm mạnh



# TRIỂN VỌNG TTCK NĂM 2022



- Như đã nêu trong Báo cáo Triển vọng Q1.2022 của VCBS, chúng tôi tiếp tục cho rằng những điểm chính của bức tranh kinh tế Việt Nam trong phần còn lại của năm 2022 sẽ là:
  - **Đà phục hồi tăng trưởng như đã thấy trong nửa đầu năm tiếp tục được củng cố, nhưng với mức lạm phát cao hơn.**
  - **Lãi suất vẫn chịu áp lực điều chỉnh tăng - đặc biệt là lãi suất huy động - nhưng sẽ chỉ về lại mức gần tương đương với giai đoạn trước dịch Covid-19.** Mặt bằng lãi suất nhìn chung vẫn được giữ ở mức thấp nhờ thanh khoản dồi dào của hệ thống liên ngân hàng.
- Theo đó, chúng tôi tiếp tục không thay đổi dự báo đã đưa ra từ đầu năm về **VN Index, cụ thể là mức cao nhất trong năm 2022 của chỉ số có thể lên đến 1.580 điểm** - tương đương tăng khoảng 6% so với mức đỉnh của năm 2021.
- Tuy nhiên, chúng tôi có điều chỉnh dự báo về thanh khoản thị trường.** Theo đó, khối lượng giao dịch trung bình trong năm 2022 được dự báo giảm so với năm 2021 và đạt bình quân khoảng 800-820 triệu cổ phiếu mỗi phiên trên cả ba sàn, tương ứng với mức giảm khoảng 18-20% yoy. Tương ứng với đó, giá trị giao dịch trung bình mỗi phiên cả năm 2022 cũng được kỳ vọng giảm khoảng 15% so với năm 2021, tương ứng đạt khoảng 22.000 - 23.000 tỷ đồng một phiên trên cả ba sàn.
- Nhắc lại câu chuyện cũ trong những ngày cuối tháng 3 - đầu tháng 4, tâm lý nhà đầu tư cũng như diễn biến trên thị trường đã có sự bất ổn nhất định sau khi cơ quan chức năng ra quyết định bắt tạm giam lãnh đạo của một số công ty đang được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tuy nhiên, **chúng tôi vẫn bảo lưu quan điểm rằng đây là bước đi cần thiết nhằm đảm bảo sự phát triển lành mạnh và bền vững của thị trường chứng khoán trong dài hạn.**
- Nhóm cổ phiếu đầu cơ nhìn chung đã “lặng sóng” đi rất nhiều. Bên cạnh đó, trong những ngày cuối quý 2 chúng ta cũng đã chứng kiến dòng tiền có xu hướng quay trở lại các cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt - đặc biệt là nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. **Xu hướng này nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục trong nửa cuối năm 2022.**



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

1. Đà phục hồi kinh tế của Việt Nam là vô cùng tích cực trong sáu tháng đầu năm 2022, đi cùng với đó là con số tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ - gấp 2.8 lần cùng kỳ 2021. Cùng với đó, chúng tôi cho rằng việc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam vẫn đang thực hiện song song cả hai mục tiêu là giữ lạm phát trong tầm kiểm soát và hỗ trợ phục hồi tăng trưởng kinh tế khiến cho các ngân hàng thương mại có thể sẽ được cấp thêm hạn mức tăng trưởng tín dụng trong nửa cuối năm nay - đặc biệt là nếu áp lực lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt. **Vì vậy, cổ phiếu ngân hàng nhìn chung là các cơ hội đầu tư có tiềm năng tốt trong nửa cuối năm 2022, trong đó đáng chú ý hơn là nhóm ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân.**
2. Sau khi cơ quan quản lý nhà nước xử lý một số các doanh nghiệp có sai phạm nghiêm trọng trong lĩnh vực bất động sản, sự phân hóa đã và đang diễn ra trong ngành này - bao gồm cả bất động sản nhà ở và bất động sản khu công nghiệp. Xét về dài hạn, tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực bất động sản vẫn là rất lớn đi cùng với quá trình đô thị hóa nhanh ở Việt Nam (bất động sản nhà ở) và làn sóng đầu tư FDI vào Việt Nam (bất động sản khu công nghiệp). **Cho giai đoạn nửa cuối năm 2022 chúng tôi cho rằng nhà đầu tư nên ưu tiên lựa chọn các doanh nghiệp bất động sản đang ở chu kỳ bán hàng chứ không phải ở giai đoạn triển khai dự án.**
3. Trong nửa cuối năm 2022, áp lực lạm phát khá lớn từ chi phí đẩy với giá hàng hóa nguyên vật liệu tiếp tục giữ ở mức cao. Theo đó, chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực ở các nhóm cổ phiếu được hưởng lợi từ giá đầu ra ở mức cao và vẫn còn tiềm năng duy trì mức giá này hoặc thậm chí có thể tiếp tục đi lên như **Hóa chất, Thủy sản, Thịt lợn.**
4. Do bối cảnh nền kinh tế trong nước và thế giới dự báo còn nhiều yếu tố rủi ro, bất định, **một số cổ phiếu ngành Điện** được kỳ vọng sẽ nổi bật với tính phòng thủ nhất định trong khi vẫn hứa hẹn triển vọng và hưởng lợi từ sự phục hồi của nền kinh tế trong nước sau đại dịch và các **chính sách ưu tiên với nhóm năng lượng tái tạo.**



KINH TẾ VĨ MÔ

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

**NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP  
TRIỂN VỌNG**



# CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG

---

## NGÀNH NGÂN HÀNG

- ACB MBB VPB

## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

- SZC KBC VGC

## NGÀNH THỰC PHẨM

- VHC ANV DBC

## NGÀNH HÓA CHẤT- PHÂN BÓN

- CSV DDV DGC

## NGÀNH ĐIỆN

- GEG PC1

## KHÁC

- GAS



# NGÀNH NGÂN HÀNG

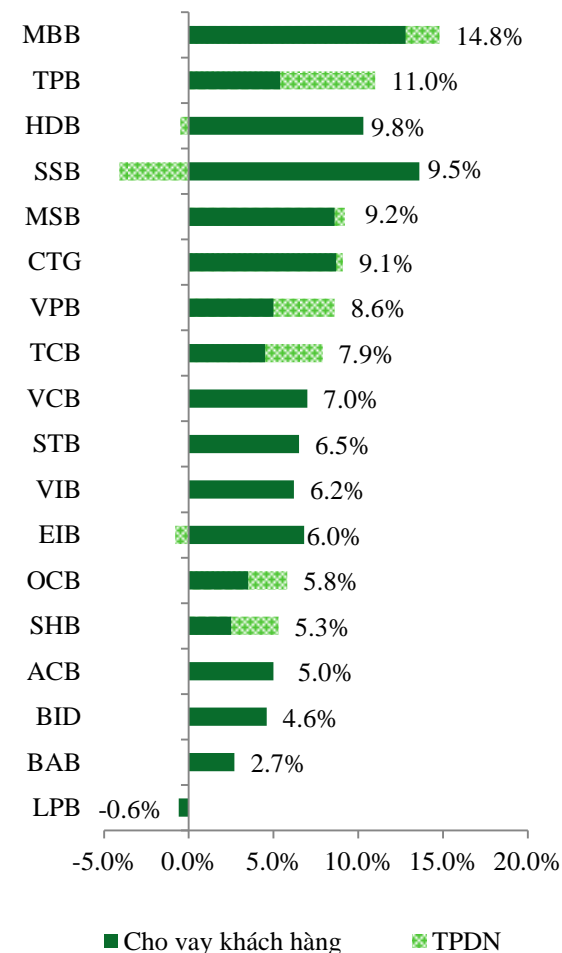


♥ **Tín dụng toàn hệ thống ghi nhận mức tăng trưởng 8,04% tính tới thời điểm cuối T5.2022**, cao hơn đáng kể so với mức tăng trưởng 4,67% cùng kỳ 2021 nhờ nhu cầu vốn tăng cao sau dịch bệnh. Nhu cầu tín dụng hiện tại ở mức tích cực và kỳ vọng đạt 14% cho cả năm 2022.

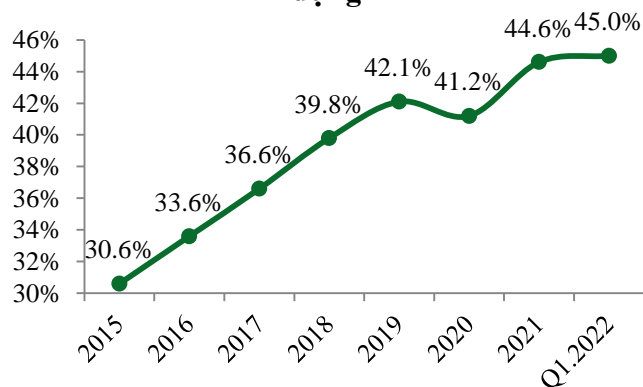
♥ **Tín dụng bán lẻ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của tín dụng hệ thống ngân hàng Việt Nam:**

- Tỷ trọng tín dụng bán lẻ các ngân hàng niêm yết đã tăng từ mức 31% năm 2015 lên mức 45% tổng dư nợ tại thời điểm cuối Q1.2022, trong đó các sản phẩm cho vay mua nhà, mua ô tô, tài chính tiêu dùng đều ghi nhận mức tăng tích cực.

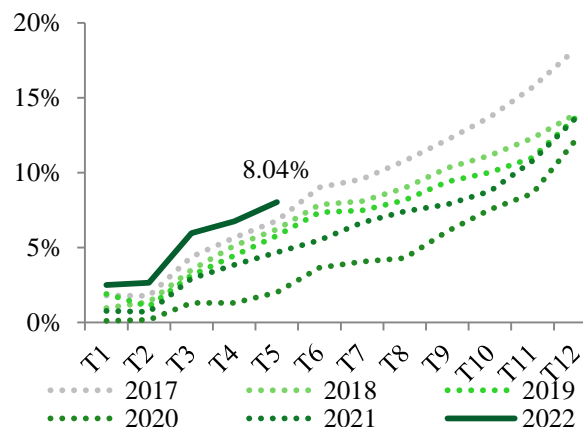
**Tăng trưởng tín dụng 3T.2022**



**Tỷ trọng dư nợ bán lẻ/Danh mục tín dụng\***



**Tăng trưởng tín dụng ytd**



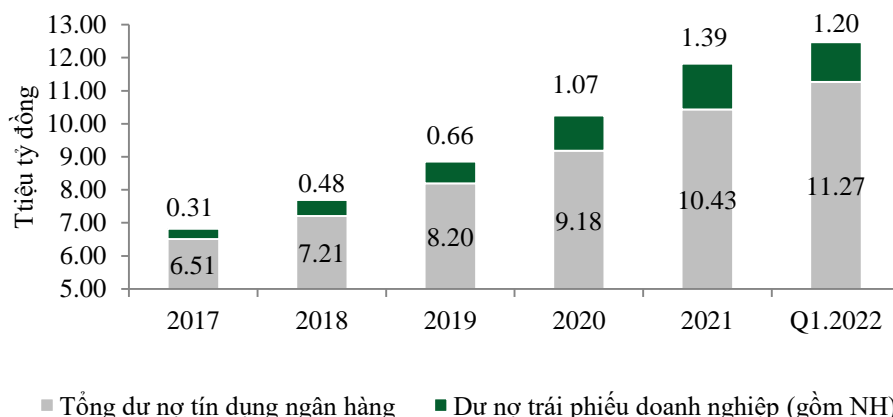
\*Update Q1 các NH niêm yết

Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

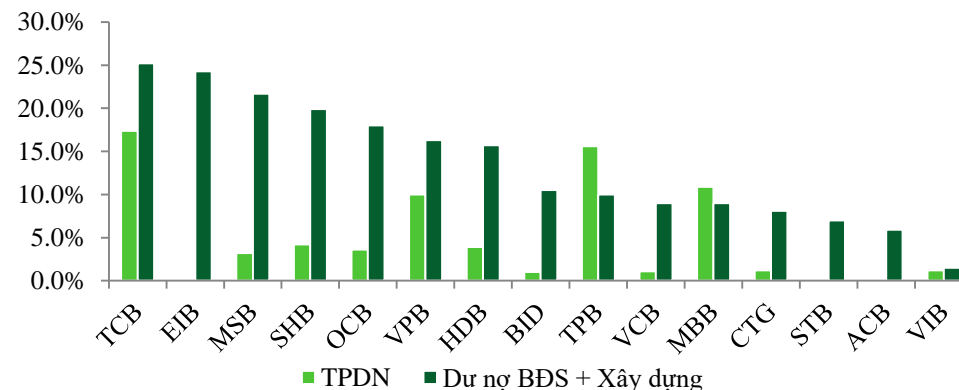


- ♥ **Trong thời gian qua, thị trường TPDN và cho vay lĩnh vực BĐS được Chính phủ kiểm soát chặt chẽ hơn với mục tiêu giảm thiểu rủi ro và lành mạnh hóa thị trường:**
  - Cuối T4.2022, tổng dư nợ lĩnh vực bất động sản của các TCTD tăng 10,19% ytd, chiếm 20,44% tổng dư nợ đối với nền kinh tế. Trong đó khoảng 7% là dư nợ doanh nghiệp kinh doanh BĐS, còn lại là cho vay cá nhân mua nhà. Các ngân hàng có tỷ trọng cho vay bất động sản cao trong danh mục tín dụng bao gồm TCB, EIB, MSB, SHB, OCB.
  - Các ngân hàng hiện nắm giữ khoảng 25% lượng TPDN, chiếm 2,63% tổng dư nợ tín dụng. Một số ngân hàng nắm giữ khối lượng TPDN lớn như TCB, TPB, MBB, VPB.
- ♥ **Kỳ vọng thị trường TPDN sẽ phát triển ổn định bền vững hơn, đồng thời tháo gỡ khó khăn về vốn cho thị trường BĐS khi các quy định mới chính thức được ban hành, bao gồm Nghị định 153 sửa đổi về phát hành TPDN riêng lẻ.**

**Quy mô thị trường TPDN tăng trưởng nhanh**



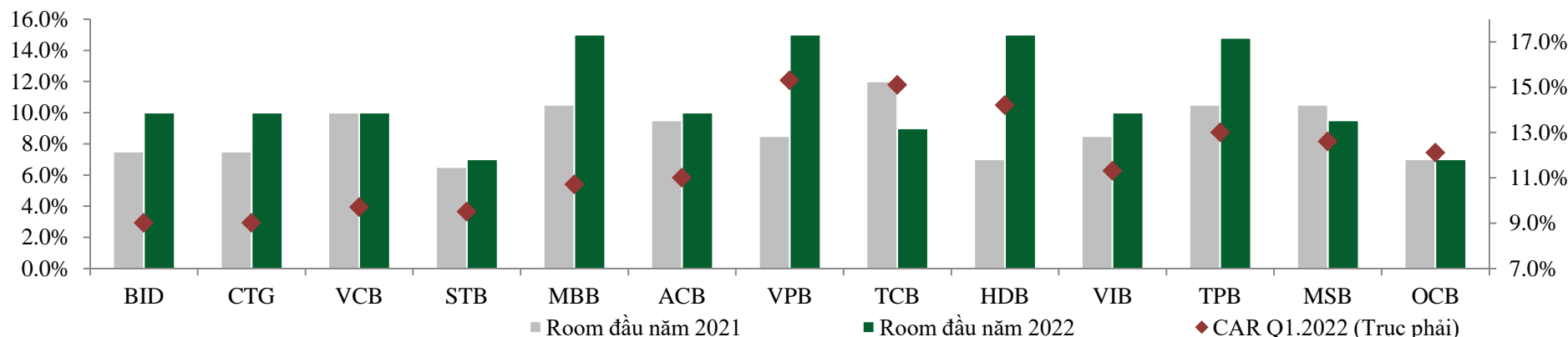
**Tỷ trọng TPDN và BĐS/Dư nợ tín dụng Q1.2022**



Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

- ▼ **NHNN đang xem xét nới room tăng trưởng tín dụng cho nhiều ngân hàng:** Do room tín dụng cấp đầu năm ở mức tương đối thấp, nhiều ngân hàng đã chạm hạn mức tín dụng ban đầu ngay từ cuối Q1 và đang chờ được NHNN nới room. Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng này sẽ được cấp bổ sung room tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn đầu Q3.2022.
- ▼ **Chúng tôi cho rằng các ngân hàng có hệ số CAR cao, mô hình quản trị rủi ro tốt và tích cực hỗ trợ NHNN thực hiện nhiệm vụ chính trị xã hội** như MBB, VCB, TCB, VPB, ACB, TPB, MSB,.. sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn trung bình ngành trong dài hạn.
- ▼ Trong thời gian tới, **các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc TCTD yếu kém** (MBB và VCB) sẽ có lợi thế về tăng trưởng tín dụng so với các ngân hàng khác.
- ▼ Ở chiều ngược lại, **các ngân hàng trong diện cảnh báo** có tỷ trọng cho vay các lĩnh vực rủi ro như đầu cơ bất động sản, chứng khoán, trái phiếu doanh nghiệp... có thể bị hạn chế room tăng trưởng tín dụng ở mức vừa phải hơn để bảo đảm hạn chế rủi ro hệ thống.

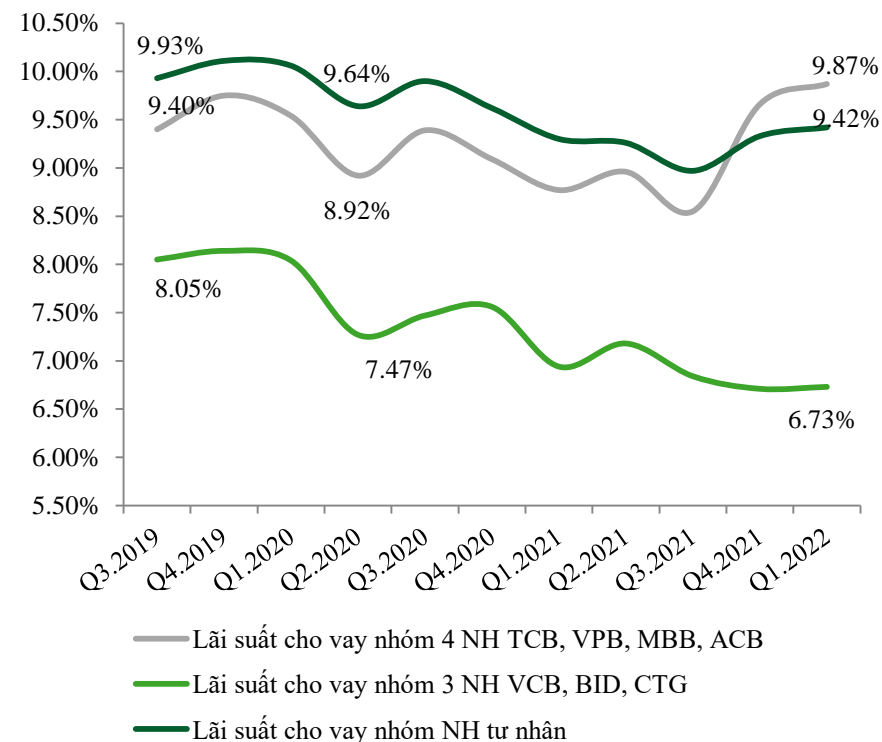
**Room tăng trưởng tín dụng các ngân hàng 2022**



Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

- Trong Q1.2022, nhóm ngân hàng thương mại nhà nước ghi nhận lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp do thực hiện hỗ trợ miễn giảm lãi suất hỗ trợ nền kinh tế, trong khi lãi suất cho vay nhóm ngân hàng tư nhân bắt đầu tăng nhờ nhu cầu tín dụng mạnh mẽ và tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ. Đặc biệt lãi suất nhóm 4 ngân hàng TCB, VPB, MBB, ACB tăng mạnh với mức tăng trung bình 111 bps trong Q4.2021 và 21 bps trong Q1.2022.
- Do áp lực lãi huy động đang có xu hướng tăng, lãi suất cho vay cũng sẽ ghi nhận áp lực tăng tuy nhiên sẽ có độ trễ so với thời điểm tăng của lãi suất huy động và sẽ có sự phân hoá giữa mức tăng và thời điểm tăng giữa các ngành nghề. Theo đó, NIM nhiều khả năng sẽ có điều chỉnh nhẹ trong thời gian tới.

Lãi suất cho vay khách hàng\*



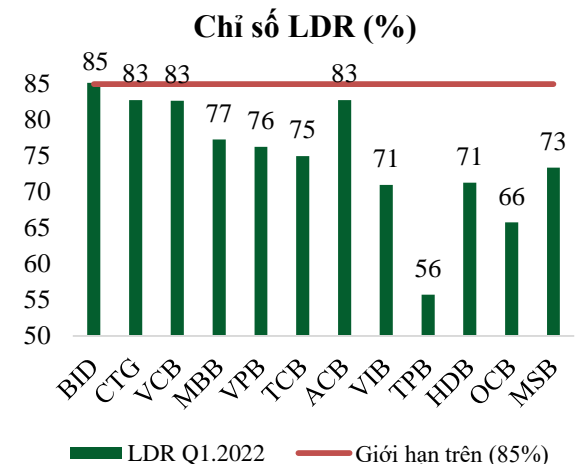
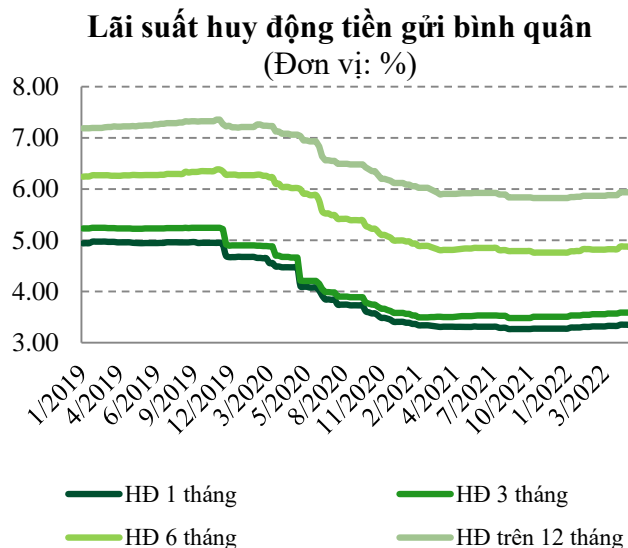
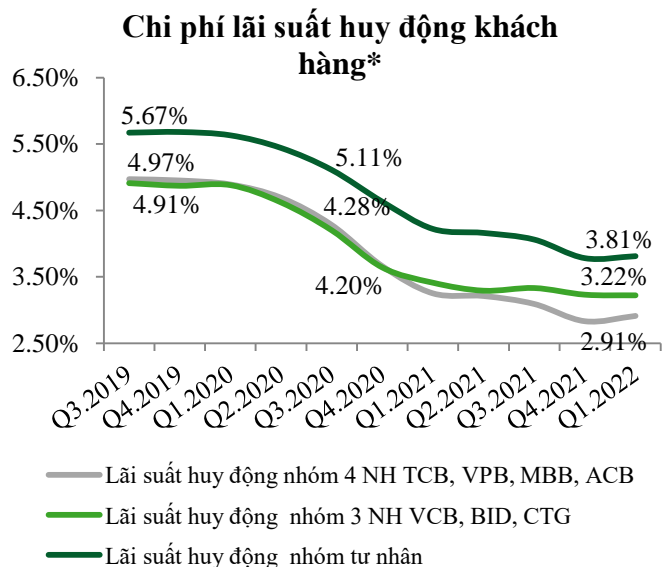
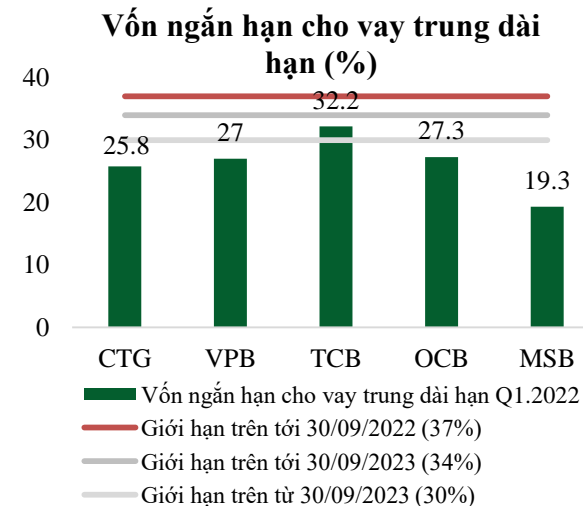
\* Update Q1 các NH niêm yết

Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

## Trạng thái dư thừa thanh khoản giảm xuống:

- Tốc độ tăng trưởng tín dụng nhanh và áp lực lạm phát khiến NHNN thắt chặt cung tiền ra thị trường khiến cho thanh khoản hệ thống bớt dồi dào.
- Lãi suất huy động niêm yết bình quân đã bắt đầu tăng trở lại từ Q1 và dự báo tiếp tục tăng tới cuối năm, tuy nhiên một số ngân hàng thu hút được lượng khách hàng dồi dào sẽ chịu ít áp lực hơn.
- Các chỉ số liên quan như LDR, Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn hiện vẫn ở mức an toàn.

Việc tăng mạnh lãi suất huy động đã bắt đầu tác động lên chi phí vốn của các ngân hàng, tuy nhiên, chi phí huy động sẽ vẫn duy trì thấp hơn mức trước dịch nhờ tỷ lệ CASA cao. Một số ngân hàng có khả năng tiếp cận nguồn vốn giá rẻ từ các TCTD quốc tế cũng sẽ có lợi thế trong việc duy trì chi phí vốn thấp.

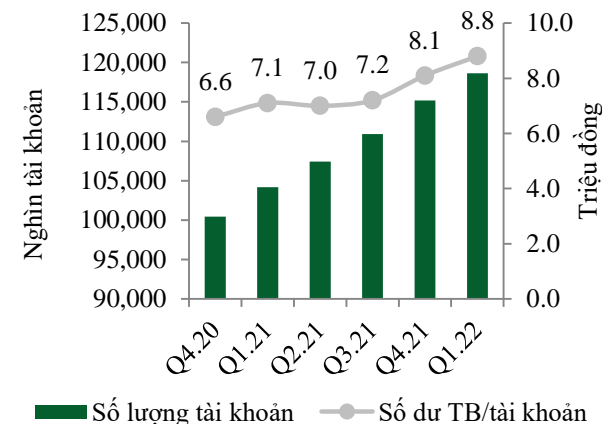


\* Update Q1 các NH niêm yết

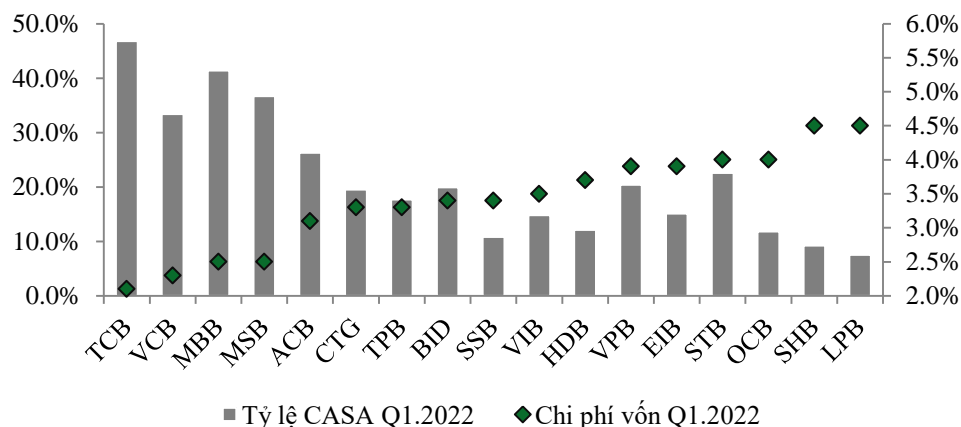
Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

- ▼ **Toàn hệ thống ngân hàng ghi nhận tỷ lệ CASA cao ở mức 22,1% vào Q1.2022** khi các ngân hàng thương mại nhà nước tham gia vào cuộc đua thu hút khách hàng cá nhân, tăng thị phần CASA thông qua miễn phí giao dịch và phát triển các sản phẩm số hóa.
- ▼ **Trong các quý tới, tỷ lệ CASA có thể gặp áp lực giảm do các thị trường đầu tư tài sản kém thuận lợi và dòng tiền nhàn rỗi rút ra tập trung đầu tư cho sản xuất kinh doanh.**
- ▼ **Các ngân hàng ghi nhận lượng khách hàng thường xuyên tăng nhanh** như TCB, MBB, MSB, TPB... sẽ có được nguồn vốn huy động dồi dào hơn và giảm được chi phí vốn trong dài hạn.

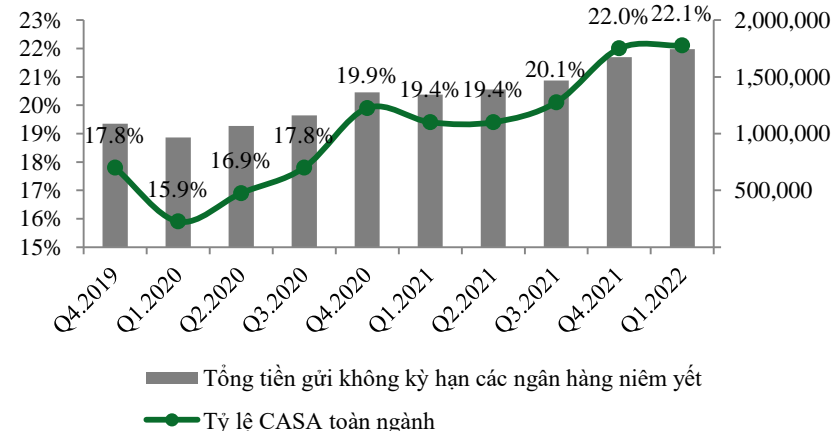
### Tài khoản thanh toán cá nhân



### Tỷ lệ CASA và chi phí vốn



### Tiền gửi CASA duy trì ở mức cao\*



\* Update Q1 các NH niêm yết

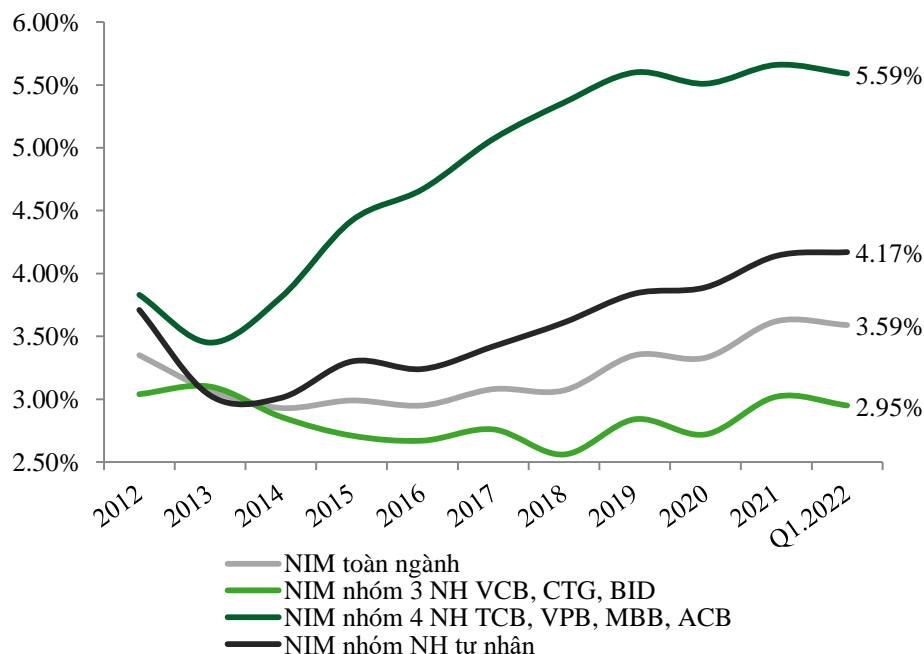
Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp



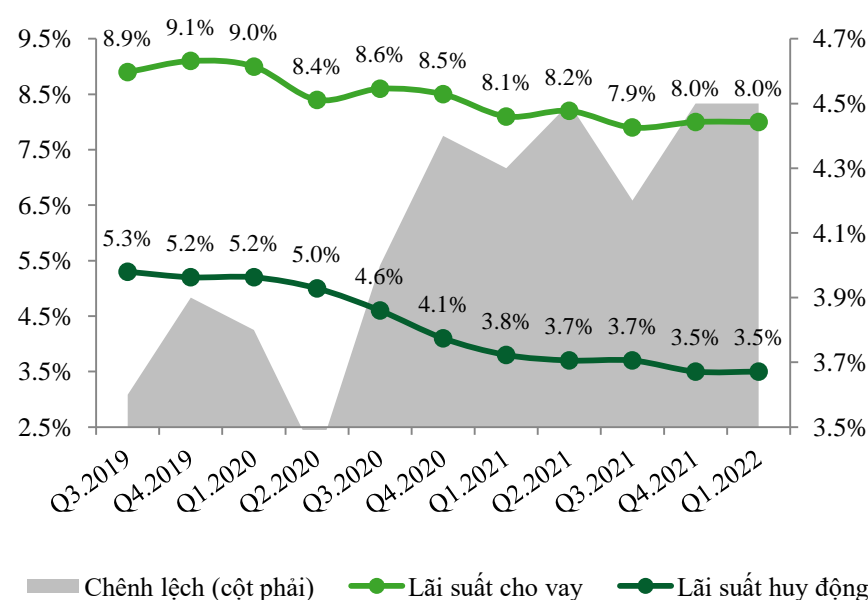
♥ NIM ngắn hạn đạt đỉnh tại H1.2021 và bắt đầu suy giảm nhẹ do lãi suất cho vay tăng chậm hơn lãi suất huy động. Tuy nhiên, một số nhóm ngân hàng vẫn có thể duy trì được mức NIM cao, bao gồm:

- Nhóm ngân hàng tư nhân có tập khách hàng cá nhân tăng nhanh tiếp tục nâng cao tỷ lệ CASA và cải thiện được chi phí vốn.
- Nhóm 4 ngân hàng thương mại nhà nước duy trì NIM như hiện tại, hoặc có thể tăng nhẹ khi NHNN dừng triển khai các gói hỗ trợ lãi suất, đồng thời chi phí vốn giảm xuống nhờ tăng sức hút về CASA và thanh khoản có thể được hỗ trợ bởi nguồn tiền gửi KBNN.

NIM toàn ngành bắt đầu có dấu hiệu thu hẹp\*



Chênh lệch lãi suất huy động và cho vay\*

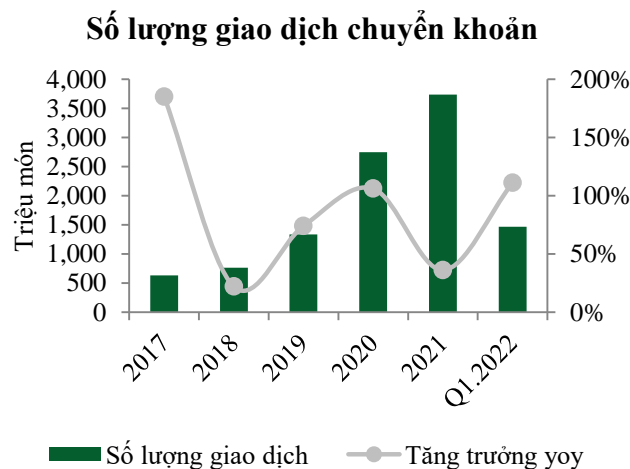


\* Update Q1 các NH niêm yết

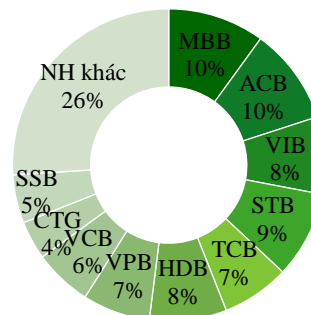
Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

▼ **Thu nhập ngoài lãi gia tăng tỷ trọng chiếm trung bình 27% trong cơ cấu thu nhập của các ngân hàng với đóng góp chủ yếu từ thu nhập dịch vụ:**

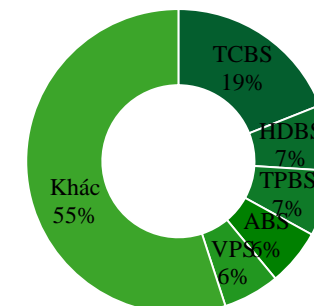
- Thu nhập phí tăng trưởng mạnh ở nhóm ngân hàng tư nhân (+37% yoy) nhưng thu hẹp ở nhóm ngân hàng nhà nước (-16,5% yoy) do các ngân hàng này đã hy sinh thu nhập từ phí chuyển khoản để cải thiện CASA.
- Doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới tăng 7,1% yoy và hoạt động bán chéo bảo hiểm sẽ được đẩy mạnh hơn trong các quý tới. Trong năm 2022, các ngân hàng VCB, ACB, CTG, MSB, STB, VPB có thể ghi nhận 1 phần phí Upfront cho hợp đồng bancassurance độc quyền đã ký kết và thị trường có thể tiếp tục ghi nhận các thương vụ bảo hiểm độc quyền mới của HDB, VIB và LPB.
- Thu nhập từ phí thanh toán qua ngân hàng số và phí từ thẻ khả quan khi số lượng và giá trị giao dịch trực tuyến tăng nhanh.
- Thu nhập từ đầu tư chứng khoán và thu nhập liên quan đến hoạt động kinh doanh trái phiếu doanh nghiệp dự kiến sẽ chịu nhiều ảnh hưởng không thuận lợi kể từ Q2.2022.



**Thị phần doanh thu phí bảo hiểm khai thác mới qua kênh bancassurance, Q1.2022**



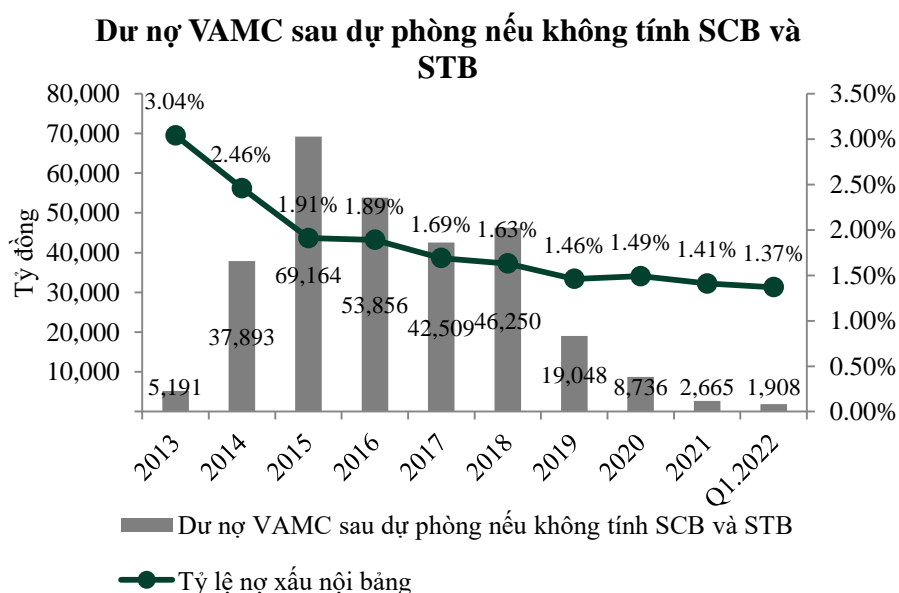
**Thị phần tư vấn phát hành TPDN 2021 (Ngoại trừ FI Bond)**



Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

## ▼ Nợ xấu và nợ tiềm ẩn rủi ro được kiểm soát tốt:

- Tỷ lệ nợ xấu nội bảng giảm xuống 1,37% từ mức 1,41% trong Q4.2021. Tỷ lệ nợ tái cơ cấu hầu hết đều ghi nhận giảm kể từ Q1.2022 nhờ nền kinh tế mở cửa trở lại. Chi phí tín dụng duy trì ở mức cao khi các ngân hàng tiếp tục tăng cường trích lập trước thời hạn cho các khoản nợ tái cơ cấu.
- Thị trường BĐS kém sôi động và giá cả biến động mạnh có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động thu hồi nợ xấu do BĐS là TSBĐ chính cho phần lớn các khoản vay.
- Việc gia hạn Nghị quyết 42 đến hết 31/12/2023 được Quốc hội chính thức thông qua là tín hiệu tích cực giúp các ngân hàng đẩy nhanh tiến độ xử lý nợ xấu tồn đọng và duy trì tỷ lệ nợ xấu nội bảng dưới mức 2%.

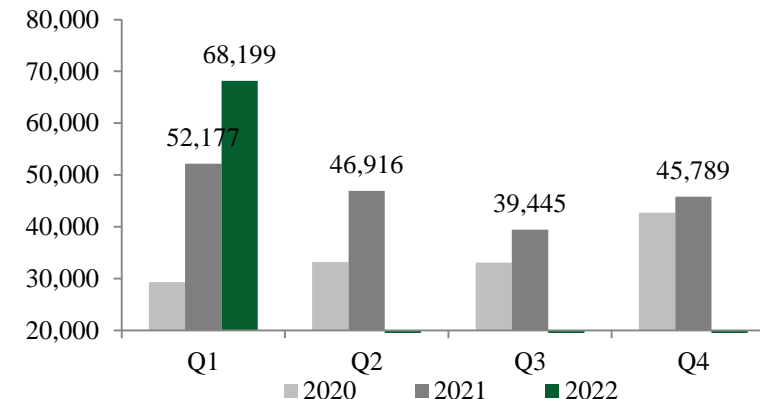


Q1.2022	Nợ xấu	Nợ tái cơ cấu tại thời điểm giữa năm 2020	Nợ tái cơ cấu Q1.2022	Dự phòng cho vay (CĐKT)	LLCR
BID	13,730	36,000	25,000	35,592	259%
CTG	15,321	NA	8,400	30,222	197%
VCB	8,372	11,000	7,000	31,192	373%
ACB	3,119	9,000	15,000	5,858	188%
MBB	4,130	7,000	4,700	10,328	250%
VPB	18,093	27,000	12,700	11,511	64%
TCB	2,442	7,900	1,600	3,927	161%
HDB	3,541	7,900	296	2,688	76%
VIB	5,115	600	840	2,649	52%
TPB	1,714	8,400	NA	2,155	126%
MSB	1,977	1,532	2,878	1,736	88%
OCB	2,293	NA	3,000	1,399	61%

Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

- ♥ **Nhu cầu tín dụng duy trì tích cực, tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt 14 – 16% năm 2022**, được hỗ trợ bởi (1) nền kinh tế hồi phục sau dịch bệnh, và (2) gói hỗ trợ lãi suất 2% tương ứng với dư nợ khoảng 2 triệu tỷ đồng phân bổ trong 2022 và 2023.
- ♥ **NIM có thể đi ngang hoặc điều chỉnh giảm nhẹ trong 2022 do lãi suất huy động chịu áp lực tăng và CASA tăng chậm lại.**
- ♥ **Nợ xấu và nợ tái cơ cấu cải thiện nhờ sự phục hồi của nền kinh tế.** Nợ xấu dự báo sẽ tăng lên khi Thông tư 14 hết hiệu lực vào cuối T6.2022. Tuy nhiên, áp lực dự phòng được giảm thiểu khi các ngân hàng đã tăng cường bộ đệm dự phòng đối với các khoản nợ tái cơ cấu lên cao hơn mức quy định 30% trong bối cảnh nguồn thu nhập dồi dào.
- ♥ **Chúng tôi duy trì dự báo tích cực đối với LNTT toàn ngành ngân hàng trong năm 2022.** Tuy nhiên mức độ tích cực sẽ giảm dần trong nửa cuối năm 2022 và năm 2023, đặc biệt trong năm 2023 sẽ có sự phân hóa rõ rệt về triển vọng lợi nhuận giữa các nhóm ngân hàng.
- ♥ Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư cổ phiếu ngành ngân hàng đang ở mức phù hợp thị trường, với mức định giá xấp xỉ mức trung bình 5 năm. **Các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và tốc độ tăng trưởng vượt trội so với ngành sẽ vẫn nằm trong nhóm có thể xem xét đầu tư trong dài hạn**, bao gồm: MBB, VPB, BID, VCB, TCB, ACB, MSB, STB.

LNTT các ngân hàng niêm yết



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



Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp

# BẢNG KHUYẾN NGHỊ CÁC NGÂN HÀNG H2.2022

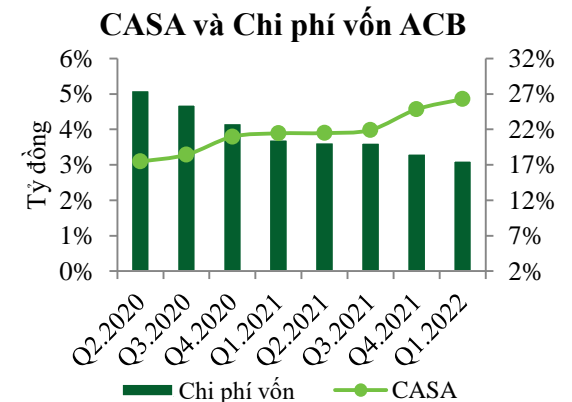
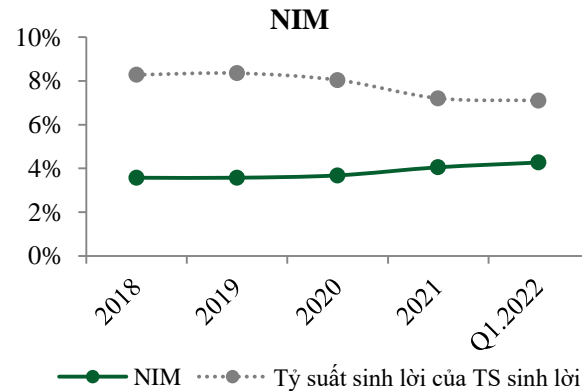
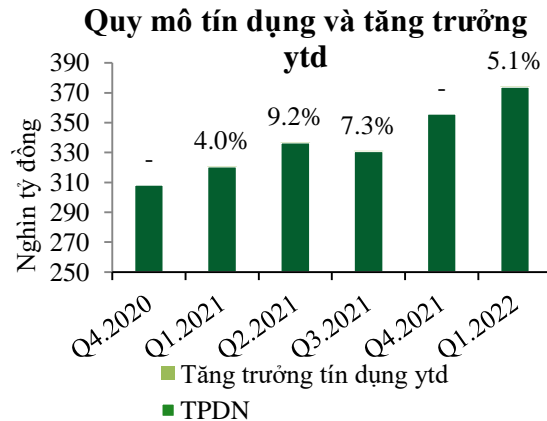
Chỉ tiêu Q1.2022	Chất lượng tài sản	Triển vọng kinh doanh	Khuyến nghị đầu tư	Tổng tài sản	Vốn chủ sở hữu	LNTT Q1.2022	NIM	NPL	LLR	ROE TTM
Đơn vị				Tỷ đồng	Tỷ đồng	Tỷ đồng	%	%	%	%
BID	Lành mạnh	Tăng trưởng	Khả quan	1,847,704	89,838	4,514	2.9%	1.0%	259%	13.5%
CTG	Trung bình	Tăng trưởng	Phù hợp thị trường	1,663,730	98,296	5,822	2.7%	1.3%	197%	13.0%
VCB	Lành mạnh	Tăng trưởng	Khả quan	1,462,748	117,078	9,950	3.4%	0.8%	373%	20.7%
MBB	Lành mạnh	Tăng trưởng	Mua	649,040	67,064	5,910	5.7%	1.0%	250%	23.2%
TCB	Lành mạnh	Tăng trưởng	Khả quan	615,270	98,586	6,785	6.0%	0.7%	161%	21.4%
VPB	Trung bình	Tăng trưởng	Mua	563,924	95,202	11,146	7.8%	5.0%	64%	22.4%
STB	Trung bình	Tăng trưởng	Khả quan	552,539	35,481	1,589	2.2%	1.3%	134%	11.8%
ACB	Lành mạnh	Tăng trưởng	Khả quan	528,636	48,203	4,114	4.3%	0.8%	188%	23.5%
SHB	Trung bình	Tăng trưởng	Phù hợp thị trường	515,553	37,819	3,227	3.6%	1.8%	81%	19.4%
HDB	Trung bình	Tăng trưởng	Phù hợp thị trường	381,046	32,811	2,528	4.7%	1.6%	76%	22.4%
VIB	Suy giảm	Tăng trưởng	Phù hợp thị trường	333,850	26,011	2,279	4.6%	2.4%	52%	28.8%
TPB	Trung bình	Tăng trưởng	Phù hợp thị trường	302,623	27,380	1,623	4.1%	1.2%	126%	20.9%
LPB	Trung bình	Đi ngang	Phù hợp thị trường	284,918	18,223	1,795	4.2%	1.4%	118%	20.2%
SSB	Trung bình	Đi ngang	Bán	231,222	22,591	1,306	3.1%	1.7%	86%	16.5%
MSB	Trung bình	Tăng trưởng	Khả quan	195,741	23,115	1,495	4.3%	1.8%	88%	19.7%
OCB	Suy giảm	Đi ngang	Phù hợp thị trường	187,748	22,472	836	3.8%	2.2%	61%	19.3%
EIB	Trung bình	Đi ngang	Bán	172,343	18,449	809	3.1%	2.0%	63%	8.1%
NAB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	162,702	11,376	645	2.9%	1.5%	81%	16.8%
ABB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	128,599	12,101	576	2.9%	2%	48%	14.3%
BAB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	117,078	9,248	246	1.9%	0.8%	163%	8.2%
VBB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	104,918	5,829	113	1.5%	4.4%	45%	8.8%
VAB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	91,001	6,719	339	1.2%	1.8%	61%	13.7%
KLB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	80,844	4,785	127	2.3%	2.1%	61%	7.5%
BVB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	77,676	4,779	174	2.3%	2.5%	58%	5.6%
NVB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	73,897	4,285	25	1.8%	3.8%	53%	0.0%
PGB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	37,796	4,282	127	2.5%	2.5%	38%	7.2%
SGB	Không đánh giá	Không đánh giá	Không đánh giá	23,434	3,809	99	3.8%	2.4%	42%	4.4%

Nguồn: NHNN, Các ngân hàng, VCBS tổng hợp



## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ♥ **Tăng trưởng CASA nhờ các ứng dụng công nghệ trong sản phẩm giúp chi phí vốn tiếp tục cải thiện:** Kỳ vọng ứng dụng công nghệ giúp tỷ lệ CASA trên tổng huy động tăng trưởng tốt trong năm 2022.
- ♥ **Tăng trưởng doanh thu từ phí, chủ yếu là phí bảo hiểm:** Sự kiện mở rộng hợp tác cùng Sun Life kỳ vọng tăng trưởng doanh thu từ phí bancassurance trong bối cảnh tỷ lệ bao phủ bảo hiểm nhân thọ trên dân số ở Việt Nam còn thấp.
- ♥ **Tiếp tục kiểm soát chi phí hiệu quả nhờ công nghệ hóa trong quy trình vận hành.**
- ♥ **Áp lực trích lập dự phòng giảm đáng kể:** Với việc chủ động trích lập dự phòng mạnh mẽ trong năm 2021, chúng tôi cho rằng áp lực trích lập dự phòng năm 2022 sẽ giảm đáng kể cho ACB.



Nguồn: NHNN, ACB, VCBS tổng hợp

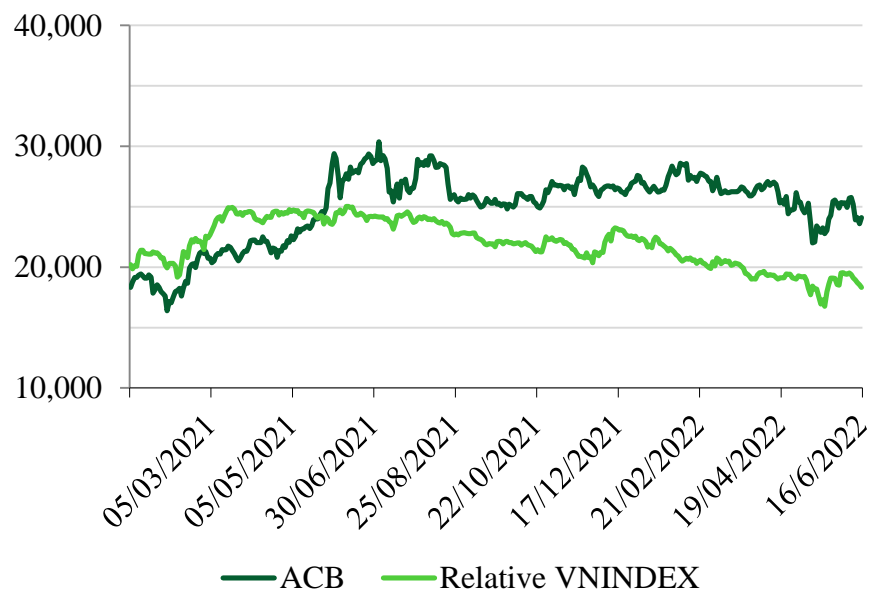
## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

<b>So sánh P/B</b>	27,247
<b>Residual Income</b>	28,718

## GIÁ MỤC TIÊU

**28,096 VND**
**UPSIDE**
**+19%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## DỰ PHÓNG

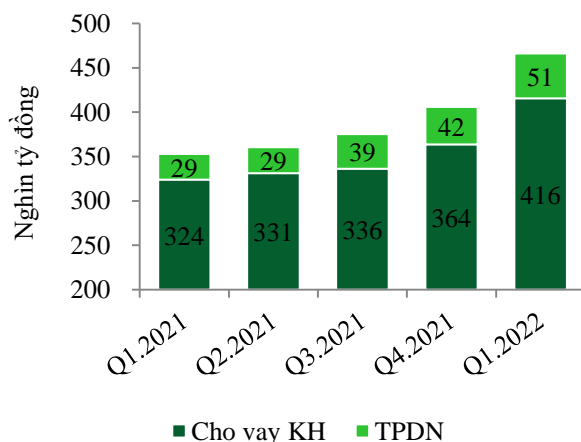
Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	18,161	23,564	27,425
+/- yoy (%)	12.8%	29.7%	16.39%
Lợi nhuận trước thuế	9,596	11,998	15,605
+/- %	27.67%	25.03%	30.06%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	16,399	16,618	16,917

Nguồn: NHNN, ACB, VCBS tổng hợp

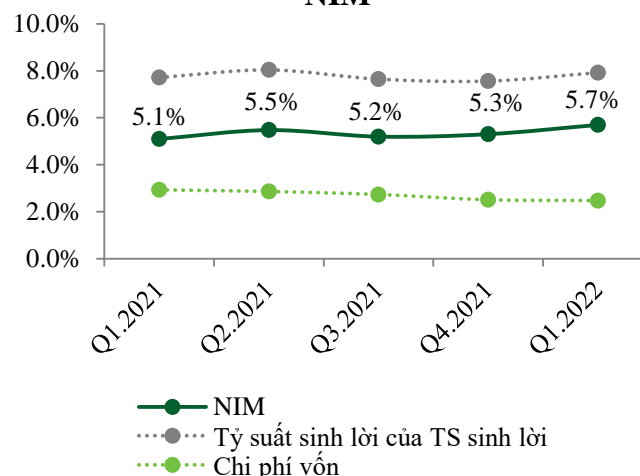
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tăng trưởng tín dụng và quy mô vượt trội so với ngành:** Với việc nhận chuyển giao bắt buộc, MBB sẽ được ưu tiên tăng trưởng tín dụng thêm 5-10% trong năm 2022 và các năm tới, có thể tăng khoảng 30%/năm mà vẫn đảm bảo an toàn với tỷ lệ CAR duy trì ở mức 10-11%.
- Dịch chuyển cơ cấu tài sản sinh lời nhằm cải thiện NIM và tăng thu nhập trong dài hạn:** Việc mở rộng cho vay bán lẻ, tài chính tiêu dùng và cho vay doanh nghiệp siêu nhỏ (micro-SME) giúp MBB có mức tỷ suất sinh lời cao hơn. Bên cạnh đó, chi phí vốn sẽ tiếp tục duy trì thấp khi CASA tăng trưởng nhờ các chương trình thu hút khách hàng và phát triển ứng dụng số
- Mở rộng hệ sinh thái thông qua các đối tác chiến lược:** MBB tận dụng hệ sinh thái liên kết kinh doanh với các đối tác chiến lược với việc cung cấp dịch vụ hạ tầng thanh toán trên nền tảng số, đồng thời tiếp cận mạng lưới khách hàng để bán chéo sản phẩm. MBB sẽ gia tăng mức độ hợp tác với Viettel với việc nâng tỷ lệ sở hữu của Viettel lên trên 20%.
- Chất lượng tài sản vững chắc nhờ việc quản lý tín dụng hiệu quả và bộ đệm dự phòng lớn trong đó các khoản nợ tái cơ cấu đã được trích lập toàn bộ.**

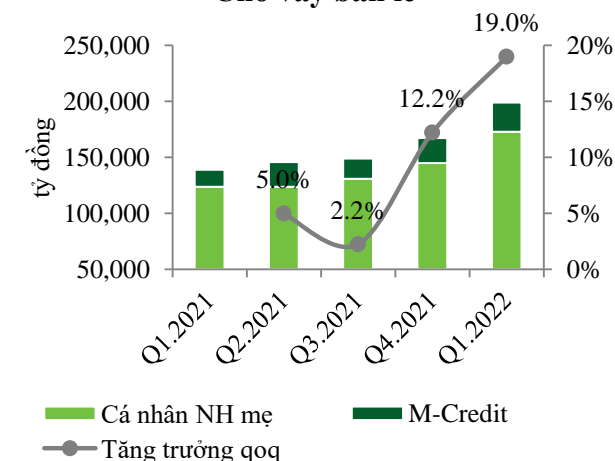
**Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ**



**NIM**



**Cho vay bán lẻ**



Nguồn: NHNN, MBB, VCBS tổng hợp

## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

<b>So sánh P/B</b>	29,763
<b>Residual Income</b>	34,165

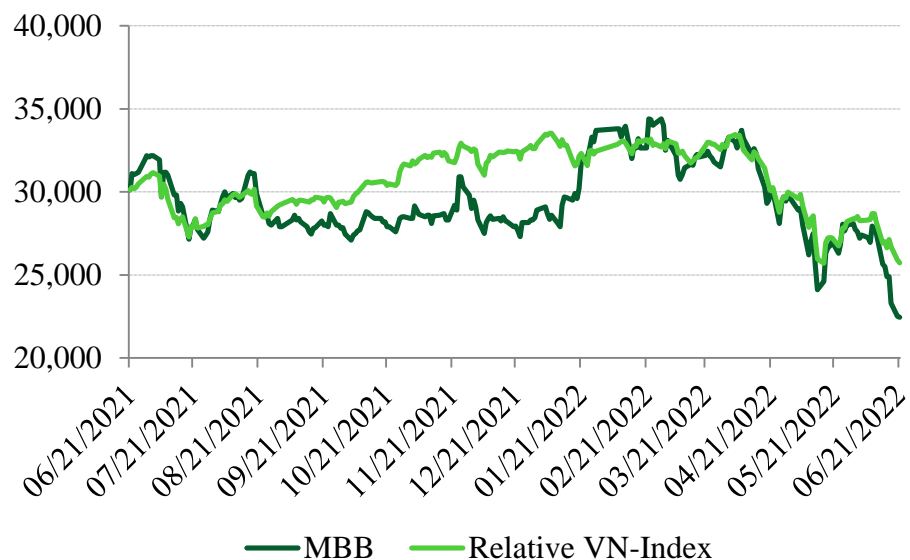
## GIÁ MỤC TIÊU

**31,964 VND**

**UPSIDE**

**+31%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	27,362	36,934	45,053
+/- yoy (%)	11.0%	35.0%	22.0%
Lợi nhuận trước thuế	10,688	16,527	21,479
+/- %	6.5%	54.6%	30.0%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	17,117	15,768	19,285

Nguồn: NHNN, MBB, VCBS tổng hợp

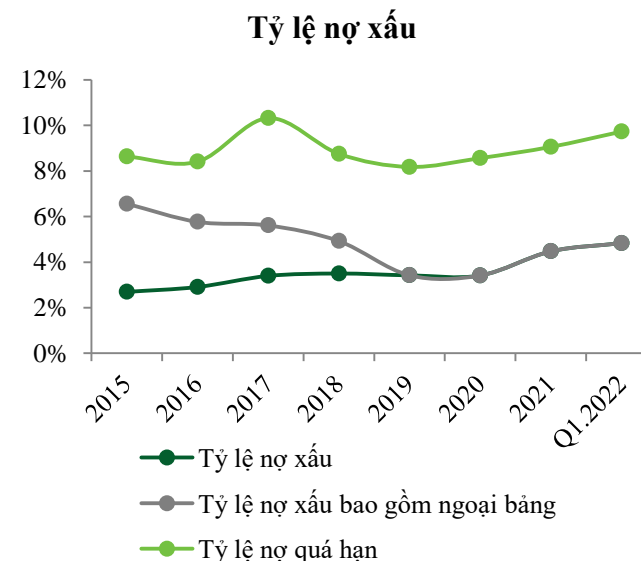
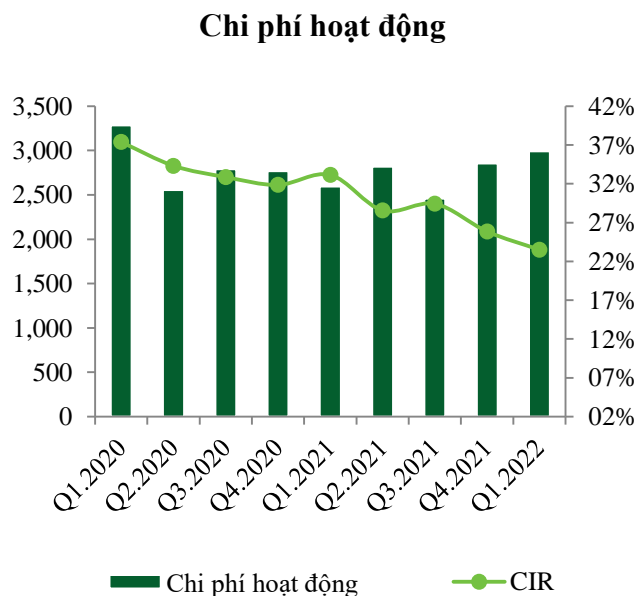
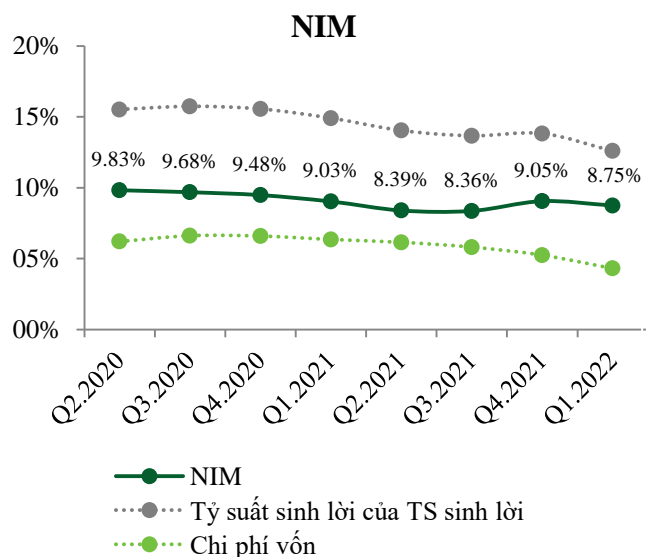
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Triển vọng cho ngân hàng mẹ:

- ❖ **Kỳ vọng nơi room tín dụng ở mức cao so với thị trường:** Vốn chủ sở hữu của VPB hợp nhất đang ở Top cao của thị trường, tạo điều kiện để được nơi room tín dụng cao. Tập khách hàng cho vay của VPB chủ yếu là khách hàng cá nhân Lower Mass chịu rủi ro cao do ảnh hưởng của dịch bệnh, do đó là đối tượng ưu tiên được hỗ trợ phục hồi giai đoạn hậu dịch bệnh.
- ❖ **Thu nhập từ phí bảo hiểm:** VPB đang triển khai phân phối 2 hợp đồng bảo hiểm song song: bảo hiểm nhân thọ với AIA và bảo hiểm phi nhân thọ với OPES. Do đó, kỳ vọng thu nhập từ bảo hiểm của VPB có triển vọng tốt từ năm 2022.

### Triển vọng cho FE-Credit:

- ❖ **Triển vọng thu hồi nợ và cải thiện chất lượng cho vay từ FE Credit:** Triển vọng thu hồi nợ xấu đã khả quan hơn nhiều từ cuối quý IV/2021, chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2022 của FE Credit sẽ tốt hơn nhiều so với năm 2021.
- ❖ **Kỳ vọng từ sự hỗ trợ của SMBC:** kỳ vọng đối tác nước ngoài này hỗ trợ lãi suất vay vốn thấp hơn trong nước, nên tăng công nghệ tốt hơn.



Nguồn: NHNN, VPB, VCBS tổng hợp



## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

<b>So sánh P/B</b>	31,600
<b>Residual Income</b>	36,089

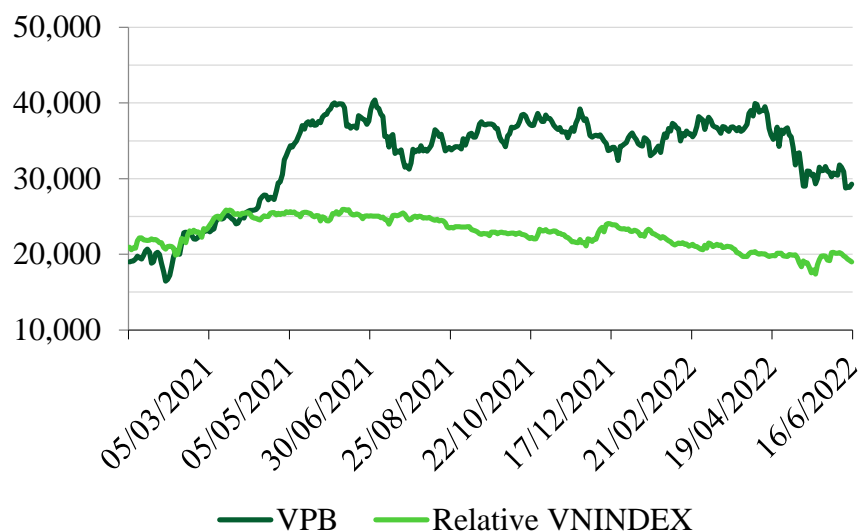
## GIÁ MỤC TIÊU

**33,844 VND**

**UPSIDE**

**+23%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ đồng	2020	2021	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	39,033	44,301	68,187
+/- yoy (%)	7.36%	13.5%	39.7%
Lợi nhuận trước thuế	13,019	14,365	26,030
+/- %	-26.1%	10.33%	81.21%
Lợi ích của cổ đông thiểu số		244	1,041
BVPS (đồng/cổ phiếu)	20,867	17,400	20,421

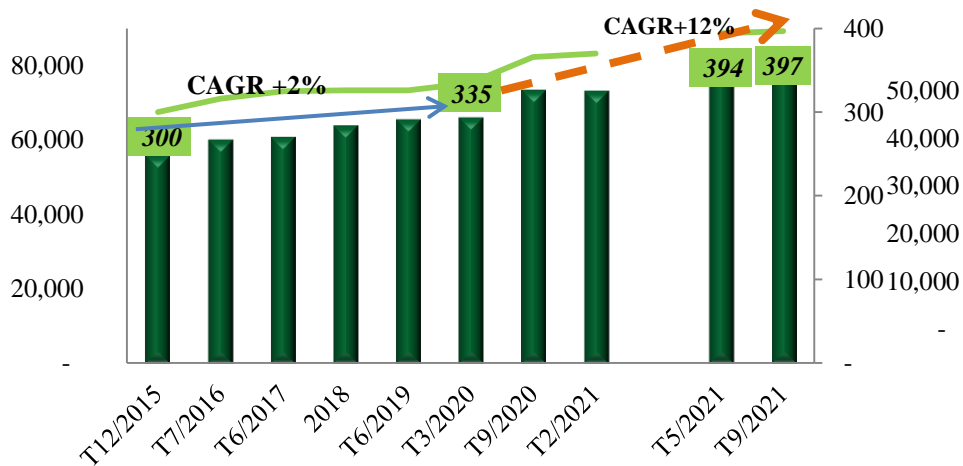
Nguồn: NHNN, VPB, VCBS tổng hợp

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

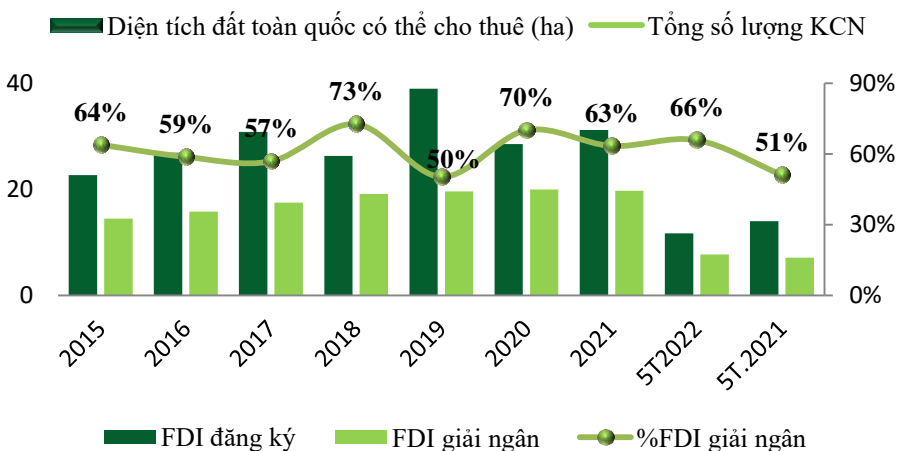
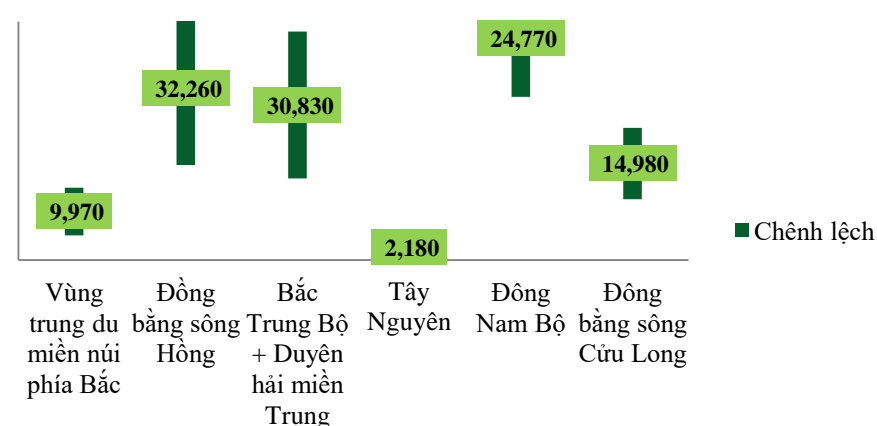


# BẤT ĐỘNG SẢN KCN: DIỄN BIẾN NGÀNH

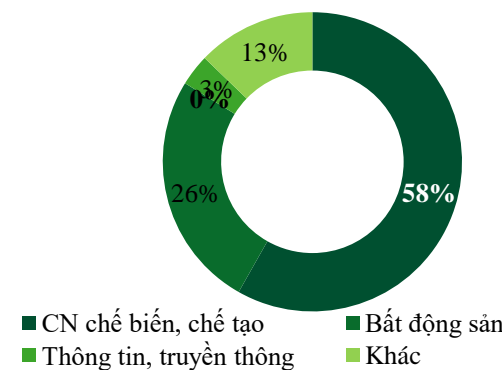
Theo số liệu từ Bộ KH&ĐT tính tới cuối năm 2021, Việt Nam có tổng cộng 397 KCN đã được thành lập, 291 DN đã đi vào hoạt động với tổng diện tích đất tự nhiên là 87.100 ha, trong đó diện tích đất KCN là 58.700 ha (chiếm 67%). Có 106 KCN đang xây dựng với diện tích đất KCN là 23.800 ha. Diện tích đã cho thuê là 43.300 ha (+400 ha, tỷ lệ lấp đầy là 70,9% giảm so với 75% thời điểm 30/6/2021). Trong sáu tháng đầu năm 2022, 09 KCN mới được thành lập với tổng diện tích 2.472 ha, tổng vốn đầu tư các dự án đạt 29.411 tỉ đồng.



Dự thảo quy hoạch sử dụng đất 2021-2030



Cơ cấu FDI theo ngành 5T.2022

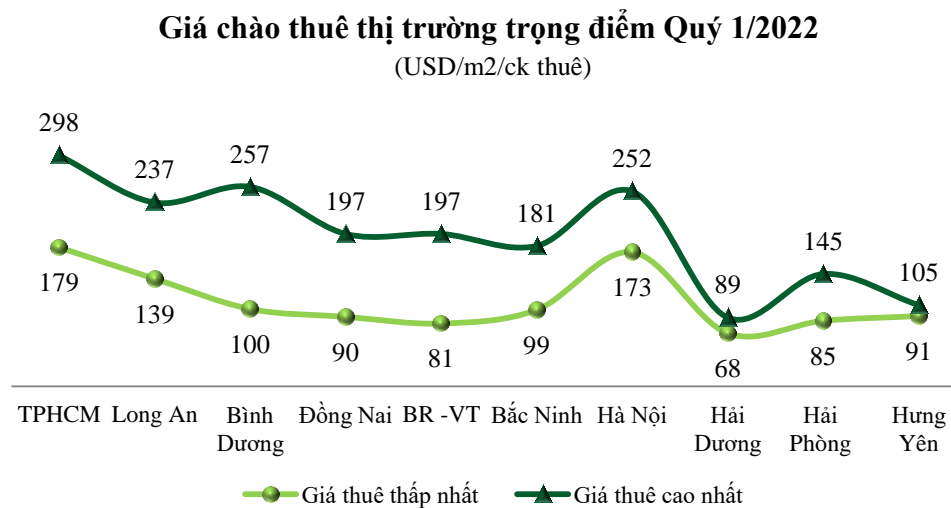
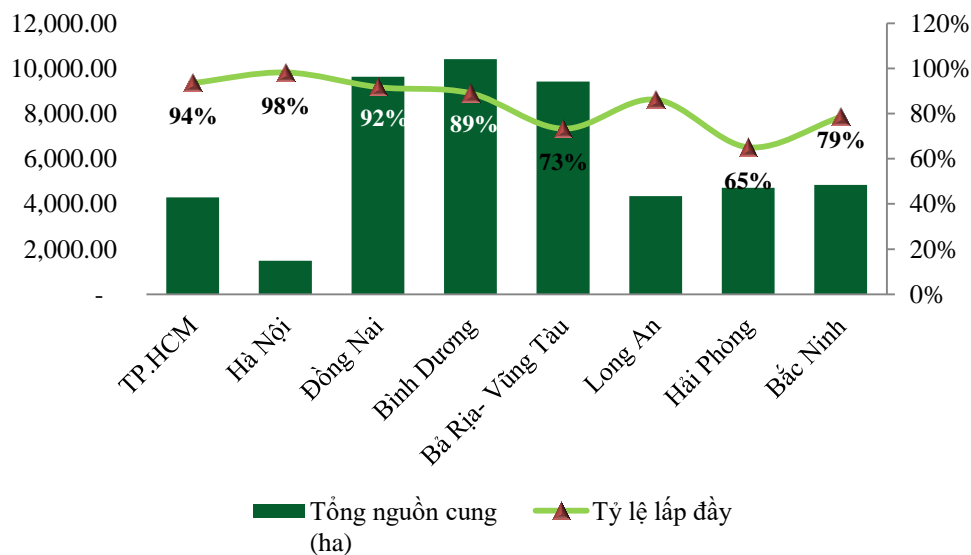


Nguồn: Bộ KH&ĐT, Bộ TNMT, VCBS tổng hợp

**Cập nhật tình hình chung, cung cầu giá cả của ngành:** Giá cho thuê tăng ngoài nhu cầu thuê tăng còn đến từ việc hạn chế nguồn cung.

**Khu vực miền Nam:** Theo thống kê từ CBRE, trong Q1.2022, tỷ lệ lấp đầy đạt 89,9% (+2,6% yoy). Giá đất thuê vẫn giữ ổn định tại các vùng trọng điểm kinh tế phía Nam và tăng mạnh tại TPHCM hay Long An với lần lượt 21% và 46%. Nguồn cung mới tăng khá tốt từ Bình Dương và Đồng Nai với VSIP III (1000 ha), KCN Nam Tân Uyên mở rộng GĐ 2 (346ha) cũng có thể đưa vào kinh doanh từ cuối năm 2022. Ngoài ra BCM cũng sắp khởi công KCN Cây Trường (700 ha) trong năm nay.

**Khu vực miền Bắc:** Thị trường miền Bắc sôi động hơn nhờ vào việc tận dụng chiến lược Zero Covid của Trung Quốc đã thúc đẩy các doanh nghiệp đẩy nhanh quá trình dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc đặc biệt là 11 công ty trong chuỗi cung ứng của Apple chuyển sang Việt Nam. Tỷ lệ lấp đầy khu vực miền Bắc đạt 79% (+1% yoy), ghi nhận nguồn cung mới ở KCN Yên Phong 2C, Yên Phong 2A, Gia Bình cung cấp hơn 500 ha sẵn sàng cho thuê trong năm nay. Ngoài ra, trong 3 năm tới có tới gần 4.000 ha có thể đưa vào kinh doanh, đủ dư địa để tiếp nhận nhu cầu lớn dịch chuyển từ TQ qua.



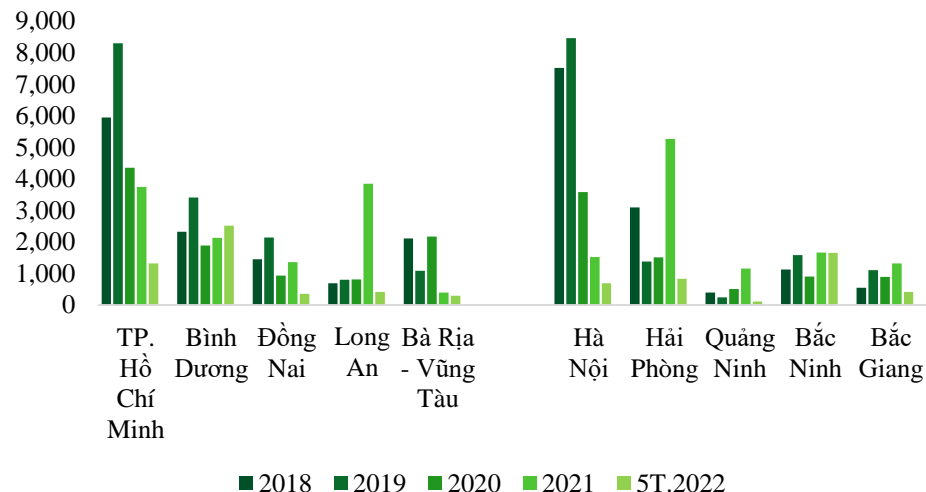
Nguồn: CBRE,, VCBS tổng hợp

## Quy hoạch mạng lưới cao tốc phía nam



Nguồn: vietnambiz, VCBS tổng hợp

## FDI theo tỉnh (tỷ USD)



Nguồn: FIA, VCBS tổng hợp

- ❖ **Các dự án hạ tầng lớn trong kế hoạch triển khai** như Cao tốc HCM – TDM, Chơn Thành, HCM - Mộc Bài, Dầu Dây Mộc Bài, Biên Hòa – Vũng Tàu hay Vành Đai 3 sẽ giúp các KCN xung quanh các tuyến đường này hưởng lợi nhờ khả năng tiếp cận tới cụm cảng Cát Lái và Cái Mép Thị Vải tốt hơn. Các khu vực được hưởng lợi nhất đó chính là KV Bình Dương, Bình Phước, Tây Ninh, Đồng Nai.
- ❖ **KCN phía Bắc tiếp tục tận dụng quá trình dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang**
- ❖ Chiến lược Trung Quốc + đã diễn ra từ lâu do mặt bằng lương đã tăng cao, quá phụ thuộc vào Trung Quốc hay như Trung Quốc đang có hướng chuyển sang thành kinh tế tiêu dùng thay vì sản xuất. Tuy nhiên, điểm nhấn là chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và chiến lược “Zero Covid” của Trung Quốc trong khi thế giới đã hồi phục và sống chung với Covid 19 càng làm đẩy nhanh tốc độ này.
- ❖ **KCN “xanh” sẽ là một trong các xu thế mới nhờ các nhà sản xuất nhắm đến xu hướng tiêu dùng xanh.**  
 Hưởng ứng con đường đến “net zero in 2050” các nhà sản xuất đang chú trọng sản xuất xanh với NVL xanh hoặc nhà máy xanh. Các thương hiệu dệt may như Adidas, Nike, Puma... cam kết sẽ sử dụng toàn bộ sợi tái chế hay như Lego đã đăng ký đầu tư nhà máy “net zero” đầu tiên trên thế giới đặt tại VSIP III với quy mô vốn lên tới 1 tỷ USD.



- ❖ Bỏ thủ tục thành lập doanh nghiệp giúp giảm thủ tục pháp lý, thời gian triển khai
- ❖ Phân quyền nhiều hơn cho bộ KH&ĐT Bộ XD, và UBND tỉnh => thời gian có thể kéo dài hơn tuy nhiên cũng là điểm tiến bộ dựa trên tinh thần quy hoạch tích hợp, cần sự liên kết và hợp tác giữa các bộ này.
- ❖ Quy định phải có thêm diện tích nhà ở cho công nhân => hình thức KCN – Đô thị - Dịch vụ sẽ được chú trọng và hưởng lợi.
- ❖ Thủ tục phê duyệt khắt khe hơn về kinh nghiệm, năng lực và tiêu chuẩn đánh giá về kỹ thuật, tài chính... => Có thể tạo nên những KCN hiệu quả hơn.
- ❖ Nêu rõ các khái niệm về các loại hình KCN: KCN – Đô thị - Dịch vụ, KCN Công nghệ cao, KCN hỗ trợ, KCN sinh thái, KCN chuyên ngành để thuận tiện quản lý và đưa ra các chính sách phù hợp với từng loại hình hơn.

Với các luận điểm đã đề cập, chúng tôi cho rằng trong dài hạn 5-10 năm tới, triển vọng kinh tế của ngành bất động sản khu công nghiệp vẫn duy trì **TÍCH CỰC**

**Bảng tổng hợp thông tin doanh nghiệp**

**Chỉ tiêu**

**Vị trí địa lý thuận lợi**

**Quỹ đất có khả năng cho thuê lớn và sẵn sàng cho thuê**

**Cấu trúc tài chính khỏe mạnh**

**Sản phẩm, dịch vụ khách hàng tốt**

STT	Mã CK	Vốn hóa	ROE	BLNG	P/E	P/B	D/A	DY	Ghi chú
1	GVR	90.200,00	8%	29%	20,08	1,82	11%	0%	Dự kiến chuyển 20.000ha sang làm đất KCN trong 5 - 10 năm tới, trong đó có gần 6.200 ha của PHR
2	BCM	69.345,00	7%	50%	55,89	4,19	32%	0%	Tổng 4693 ha. Đang triển khai VSIP III (1000ha), Cây Trường (700ha), BCM Bình Phước (2448 ha KCN, 2.185ha KDC), VSIP Bình Định 1.425ha)
3	KBC	25.100,68	4%	54%	34,96	1,71	23%	0%	KBC đang quản lý là 5.215,8 ha đất cho phát triển KCN, 1.177,7 ha đất cho phát triển KĐT, dân cư. Trong đó, có 1.013 ha đất KCN đã được lấp đầy 100% và 01 KCN có diện tích 426 ha đã lấp đầy 96,78%. Chuẩn bị kinh doanh 400ha KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, đang xin 2.000 - 3.000ha KCN tại Long An,
4	VGC	23.583,21	21%	28%	14,28	3,03	15%	3%	Sở hữu hơn 3.000ha KCN tập trung chủ yếu ở các vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc. Tỷ lệ lấp đầy trung bình chỉ đạt 58% với 1.200 ha sẵn sàng cho thuê. Dự kiến mở rộng thêm khoảng 2.000ha KCN nữa tại khu vực phía Bắc
5	IDC	16.599,00	13%	20%	25,34	3,99	21%	6%	IDC sở hữu 1.271 ha ha tại 4 KCN ở Đồng Nai, Bà Rịa-Vũng Tàu đã lấp đầy 100%. 5 khu còn lại ở Bà Rịa-Vũng Tàu, Long An, Bắc Ninh, Thái Bình với tổng diện tích 1.997 ha
6	SIP	9.538,56	26%	15%	10,77	2,97	5%	2%	SIP sở hữu 2.863 ha tại KCN Phước Đông, 342 ha tại KCN Đông Nam, 311 ha tại KCN Lê Minh Xuân III và 498 ha tại KCN Lộc An-Bình Sơn
7	PHR	8.807,45	23%	25%	11,73	2,69	6%	8%	Dự kiến mở chuyển đổi đất cao su thành KCN với khoảng hơn 5.000ha
8	SZC	4.500,00	23%	55%	14,09	3,19	37%	0%	KCN Châu Đức 2.287 ha (1.556 ha đất KCN, 731ha đất dân cư và sân golf, trong đó đang kinh doanh 25ha KDC)
9	NTC	4.067,32	36%	70%	15,44	5,70	5%	5%	Sở hữu 620ha KCN đã lấp đầy và chờ giao đất 346ha để triển khai, dự kiến sẽ được giao đất trong năm nay
10	DPR	3.087,40	17%	35%	6,80	1,39	1%	2%	2 KCN hiện hữu 184 ha đã lấp đầy. KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú mở rộng tổng cộng 797 ha. Công ty dự kiến dành 1.600 ha để tự phát triển KCN và các dự án khác
11	LHG	1.640,39	21%	53%	5,28	1,08	6%	6%	KCN Long Hậu và Long Hậu mở rộng 250 ha, Long Hậu 3.1 là 123 ha. Dự kiến triển khai KCN An Định 200ha
12	TIP	1.550,44	8%	65%	14,17	0,94	0%	6%	TIP sở hữu KCN Tam Phước (Long Thành, Đồng Nai) với diện tích 323 ha. Hiện đang xin chủ trương chuyển đổi Khu logistic xã lộ 25 diện tích 249 ha
13	SZL	1.044,16	17%	35%	10,48	1,71	12%	0%	Sở hữu KCN Sonadezi Long Thành đã lấp đầy 100%. Dự kiến sẽ làm nhà xưởng xây sẵn với 50ha tại KCN Châu Đức.

Nguồn: FiinPro, VCBS tổng hợp

## ❖ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI

SZC là thành viên nắm giữ quỹ đất lớn nhất trong mạng lưới thành viên của Tổng công ty Phát triển khu công nghiệp Sonadezi với **2.287 ha** (chiếm gần 50% quỹ đất của Tổng công ty). SZC là một trong số ít các KCN còn diện tích sẵn sàng cho thuê lớn (hơn 500 ha).

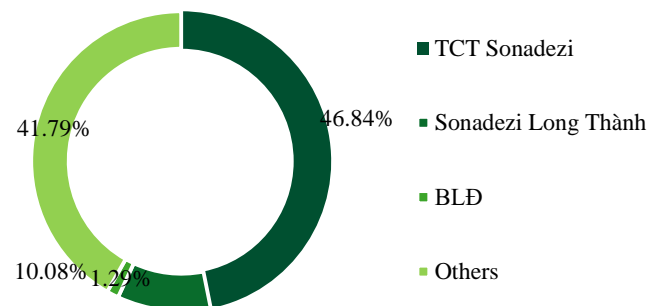
**Sản phẩm:** (1) cho thuê đất và hạ tầng KCN (2) kinh doanh các sản phẩm dự án KĐT Châu Đức (3) các hoạt động khác đi kèm mảng KCN (4) BOT

## ❖ KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2022

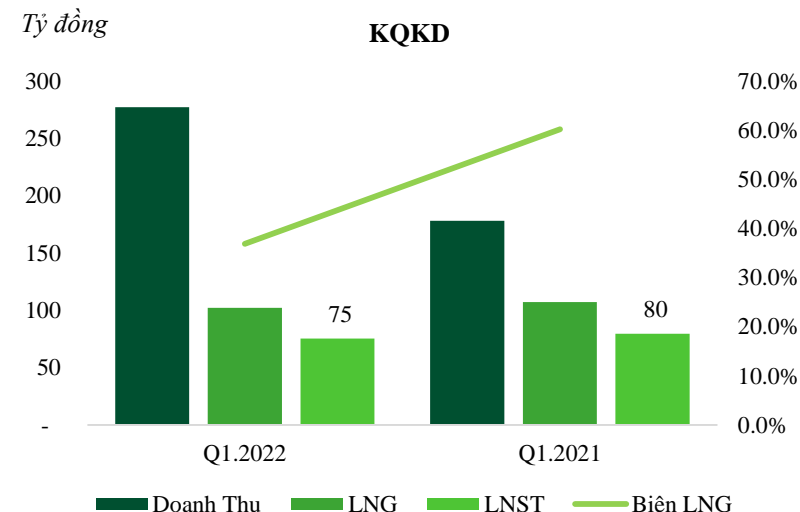
**Quý I/2022, SZC đạt doanh thu 277 tỷ đồng (+55,6% yoy), lợi nhuận gộp đạt 102 tỷ đồng (-4% yoy) do ghi nhận chi phí đền bù tăng và LNST đạt 75 tỷ đồng (-5,3% yoy) – hoàn thành 37% kế hoạch doanh thu và 41% kế hoạch LNST của năm 2022**

**Giá cho thuê nếu so với thời điểm 2018 đã tăng gấp 2 lần cho tới hiện tại**(giá khoảng 44 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê), hiện tại khoảng 80 - 85 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (chưa bao gồm VAT) .

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: finpro, VCBS tổng hợp



Nguồn: SZC, VCBS tổng hợp

## ✔ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✔ **Quỹ đất sạch có sẵn để triển khai hạ tầng KCN của công ty còn rất lớn. Khu đô thị Châu Đức đóng góp lớn vào tăng trưởng dài hạn của SZC với giá bán sản phẩm tốt.** Hiện quỹ đất sẵn sàng cho thuê lên tới hơn 500 ha tại KV Châu Đức, chỉ cách cụm cảng Cái Mép khoảng gần 20 km.
- ✔ **Hiện công ty đang khai thác KDC Hữu Phước quy mô 40ha** với sản phẩm chủ yếu là đất nền và shophouse. Hiện đã bán xong GD 1 với quy mô 94 căn shophouse (224 m<sup>2</sup>) giá bán 25tr đồng/m<sup>2</sup>, 267 nhà liền kề (175 m<sup>2</sup> – 196 m<sup>2</sup>). Đang triển khai GD 2 với 70 căn Shophouse, 243 căn nhà liền kề (175 m<sup>2</sup>). Dự kiến doanh nghiệp sẽ hạch toán doanh thu từ dự án này trong giai đoạn 2023 – 2024.
- ✔ Ngoài ra khu đô thị phía Bắc với diện tích hơn 500 ha dự kiến sẽ sớm triển khai từng phân đoạn (chủ yếu nền biệt thự nhà vườn)
- ✔ **Giá đất đang tăng trưởng tốt và hiện đạt khoảng 85 – 90 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.**

## ✔ RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✔ **Nguồn vốn thiếu hụt:** Giá thị đền bù đất tăng mạnh và nhu cầu vốn rất lớn để triển khai các dự án trên quy mô quỹ đất lớn khiến cho nguồn vốn thiếu hụt trong tương lai.
- ✔ **Tốc độ cho thuê chưa tích cực:** hàng năm, công ty chỉ cho thuê được khoảng 40 – 50ha trên diện tích còn trống rất lớn, điều này khiến cho việc thu tiền về chưa được như kỳ vọng.

## ĐỊNH GIÁ

Phương pháp DCF

70.400

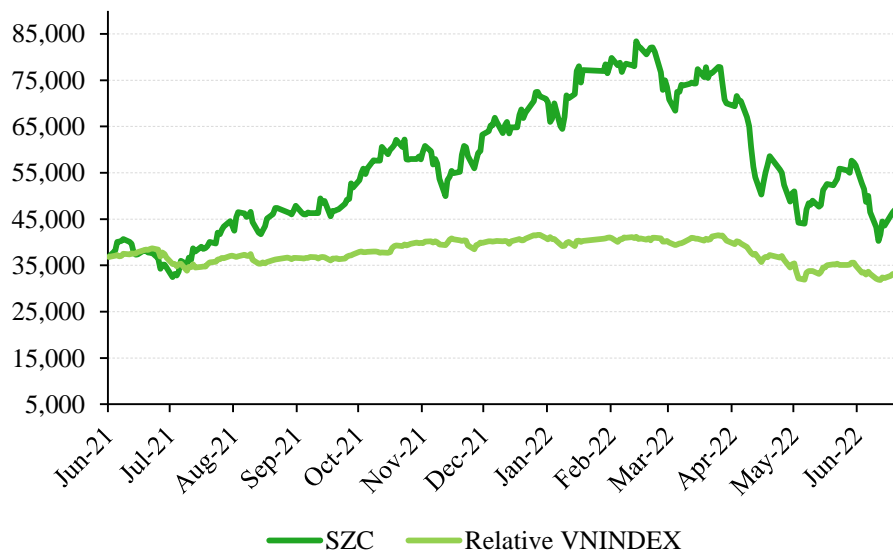
## GIÁ MỤC TIÊU

**70.400/CP**

**UPSIDE**

**+56%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: Fiinpro, VCBS

## DỰ PHÓNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	713	893	1.557
+/- yoy (%)	65%	25%	74%
LNST	324	415	469
+/- %	39%	7%	16%
EPS (đồng/cổ phiếu)	2.874	3.908	4.414

Nguồn: VCBS dự phóng

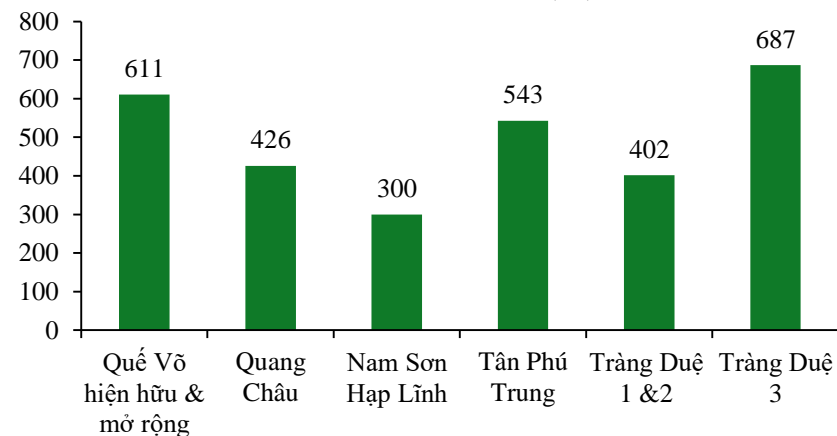
## TỔNG QUAN

- ▼ Kinh Bắc City là một trong những nhà phát triển bất động sản công nghiệp lớn nhất Việt Nam và tiên phong trong việc thu hút FDI từ các doanh nghiệp linh kiện, điện tử quy mô lớn.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

- ▼ **Kỳ vọng giai đoạn tăng trưởng mới của nguồn vốn FDI từ 2022** nhờ: (1) Khôi phục hoạt động di chuyển của các chuyên gia nước ngoài và quá trình nghiên cứu, kí kết các dự án đầu tư; (2) Áp lực giải ngân vốn FDI sau 2 năm đình trệ vì dịch bệnh.
- ▼ **KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh dự kiến cho thuê 80ha đất thương phẩm trong năm 2022**, tập trung chủ yếu trong nửa cuối năm và ghi nhận trên 2.500 tỷ đồng doanh thu. Đồng thời, việc đàm phán lại giá thuê với Oppo kỳ vọng cải thiện tích cực biên lợi nhuận từ KCN.
- ▼ **Nhiều dự án quy mô lớn ở Long An được chấp thuận đầu tư.** Quỹ đất phát triển công nghiệp – đô thị của KBC tại địa phương dự kiến có thể đạt 2.000-3.000 ha ngay trong giai đoạn 2-3 năm tới và kỳ vọng trở thành trọng điểm phát triển mới của doanh nghiệp.
- ▼ **KBC hoàn tất san lấp mặt bằng đối với khoảng 100ha diện tích tại KĐT Tràng Cát** và kì vọng có thể hoàn thành bán buôn cho nhà đầu tư thứ cấp khoảng 30-50ha trong năm 2022. VCBS đánh giá cao tính hấp dẫn của dự án Tràng Cát xét đến thực trạng thiếu hụt quỹ đất tại TP. Hải Phòng và mặt bằng giá bất động sản trong khu vực sở hữu nhiều động lực hấp dẫn khi Hải Phòng đang được đẩy mạnh đầu tư và trao cơ chế đặc thù.

Diện tích các KCN của KBC (ha)



Các dự án KCN – KĐT có kế hoạch đầu tư tại Long An

Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)
CCN Phước Vĩnh Đông 2	Cần Giuộc	49,6
CCN Phước Vĩnh Đông 4	Cần Giuộc	48,6
CCN Tân Lập	Cần Giuộc	71,2
KCN Tân Lập	Cần Giuộc	654
KCN Lộc Giang	Đức Hòa	466
KĐT Hậu Nghĩa	Đức Hòa	150
KCN Đô thị Hựu Thạnh	Đức Hòa	N/A

Nguồn: KBC, Finpro, VCBS



## ĐỊNH GIÁ

Phương pháp RNAV

**41.998**

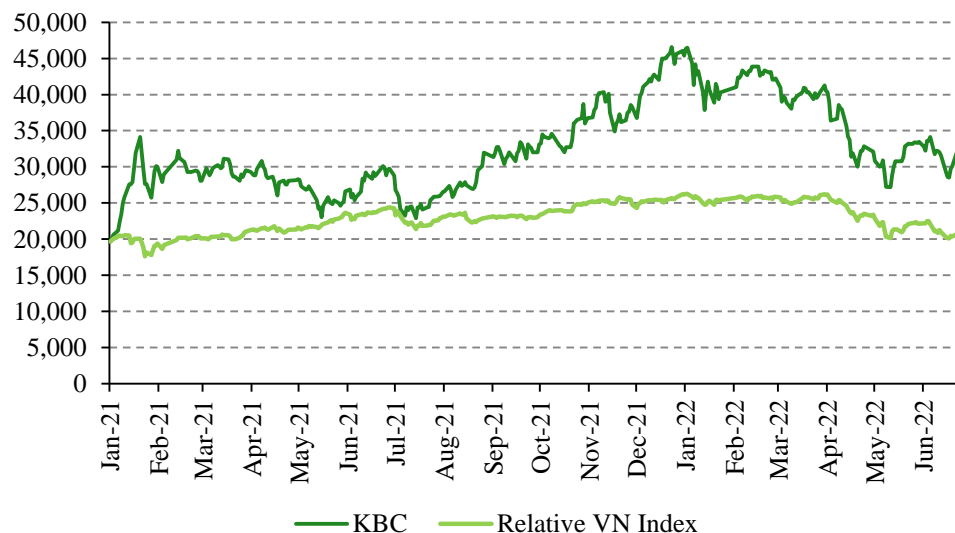
## GIÁ MỤC TIÊU

**41.998 VNĐ**

**UPSIDE**

**+27%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## DỰ PHÓNG

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
<b>Doanh thu thuần</b>	4.246	5.282	10.829
+/- yoy (%)	97,40%	24,40%	105,01%
<b>LN thuần</b>	782	1.410	3.381
+/- %	249,19%	80,24%	139,81%
<b>EPS (đồng/cổ phiếu)</b>	1.373	1.837	4.405
<i>LN thuần (Trong trường hợp ghi nhận Tràn Cát)</i>	782	3.377	3.610
<i>EPS (đồng/ cổ phiếu)</i>	1.373	4.399	4.703

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

VGC hoạt động kinh doanh trong 2 lĩnh vực chính là (1) vật liệu xây dựng (bao gồm gạch ốp lát, gạch ngói, sứ, sen, vòi, kính, gương) và (2) bất động sản khu công nghiệp.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Hiện tại, nhóm cổ đông lớn của công ty là Gelex (HOSE: GEX) đã nắm cổ phần chi phối công ty với tỷ lệ sở hữu là 50.2%. Với tỷ lệ này thì GEX đã chính thức trở thành công ty mẹ của VGC và hợp nhất BCTC VGC vào GEX từ Q2/2021. Chủ tịch HĐQT của cả GEX và VGC là ông Nguyễn Văn Tuấn. Cổ đông nhà nước là Bộ Xây Dựng hiện tại vẫn nắm 36% cổ phần của công ty.

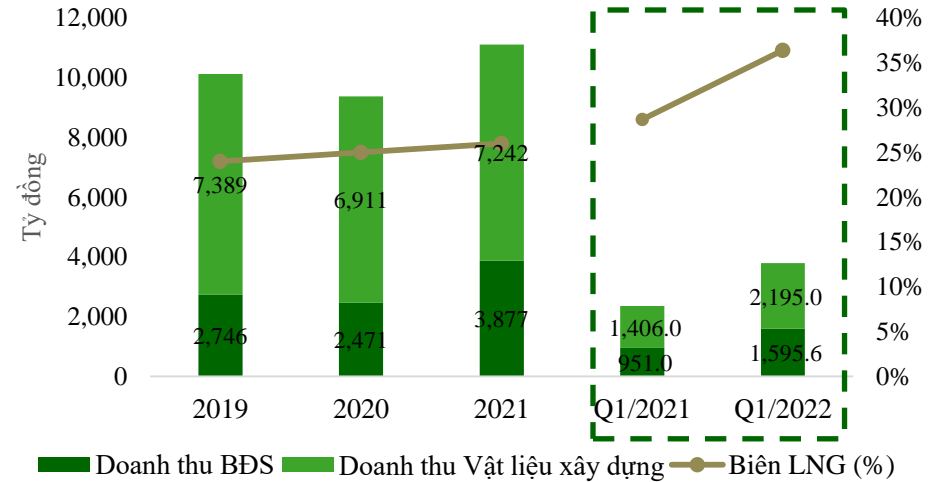
## KẾT QUẢ KINH DOANH

3 tháng đầu năm 2022, doanh thu thuần đạt 3,833 tỷ đồng (+62.5% yoy) và LNTT đạt 897 tỷ đồng (+158.1% yoy) và lần lượt hoàn thành KHKD 25.6% doanh thu và 52.8% LNTT.

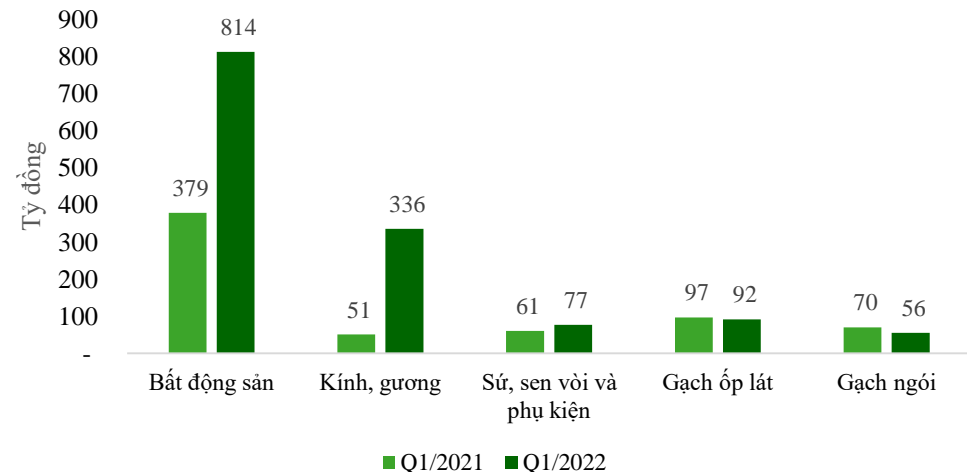
- Trong đó, mảng bất động sản (bao gồm khu công nghiệp và bất động sản nhà ở) và kính xây dựng đã đóng góp phần lớn vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

- Mảng vật liệu xây dựng khác bao gồm gạch ốp lát, gạch ngói, sứ vệ sinh chịu ảnh hưởng xấu từ giá nguyên nhiên vật liệu đầu vào tăng cao dẫn tới kết quả kém tích cực.

### KQKD VGC



### Cơ cấu lợi nhuận gộp Q1/2022 của VGC



Nguồn: VGC, VCBS

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

▪ **Mảng bất động sản khu công nghiệp:** trong quý 1 năm 2022, VGC tiến hành đẩy mạnh cho thuê các khu công nghiệp của mình và tiếp tục giải phòng mặt bằng các khu công nghiệp lớn. Trong cả năm 2022, chúng tôi nhận định tích cực với mảng này đến từ tiềm năng cho thuê rất lớn của các khu công nghiệp hiện hữu như: KCN Yên Phong, KCN Yên Mỹ, KCN Thuận Thành... đều nằm tại những vị trí đắc địa với mức giá cho thuê cao. Đây đều là địa điểm tập trung của các nhà sản xuất FDI lớn nhất cả nước.

▪ **Mảng vật liệu xây dựng:** Mảng kính nổi tiếp tục là điểm sáng kinh doanh khi nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ được đưa vào hoạt động đúng thời điểm giá kính nổi tăng mạnh do 1) Nguồn cung thiếu hụt tạm thời do một nhà máy kính nổi trong nước bảo trì; 2) Nhu cầu nhập khẩu lớn từ Trung Quốc với giá bán cao do thiếu hụt nguồn cung kính; 3) Kính nhập khẩu từ các nước ASEAN giảm đi do chi phí vận chuyển tăng cao làm giảm cạnh tranh trong nước.

Bên cạnh đó, mảng vật liệu xây dựng khác như gạch ốp lát, gạch ngói và sứ vệ sinh được kỳ vọng sẽ hồi phục vào nửa cuối năm khi nguồn cung bất động sản dần trở lại, trong đó VGC có tiềm năng tăng trưởng lớn mảng gạch khi đã sáp nhập nhà máy gạch men Bạch Mã với khả năng sản xuất gạch khổ lớn định hướng xuất khẩu.

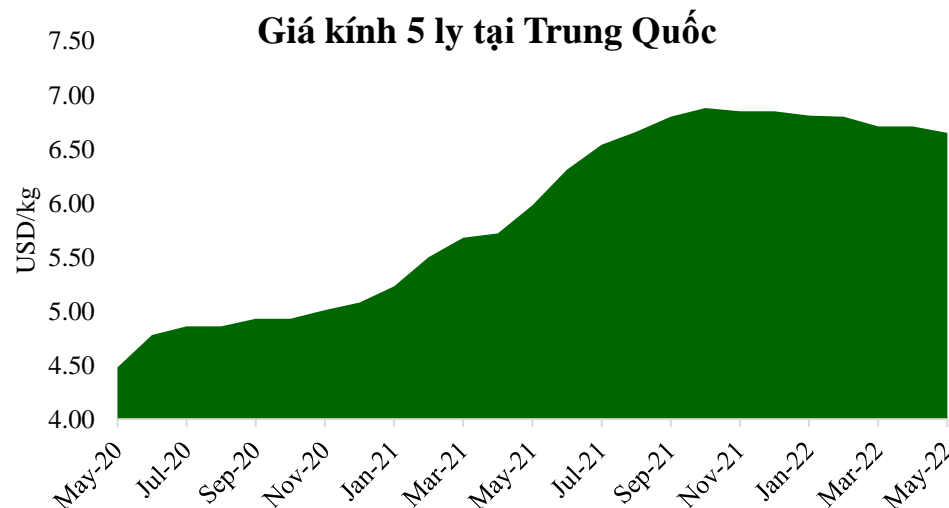
## RỦI RO

- Rủi ro thị trường bất động sản chững lại
- Rủi ro giá kính sụt giảm

## Thống kê và dự phóng các KCN của Viglacera

KCN	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	DT kinh doanh (ha)	Tỷ lệ giải phóng mặt bằng 2021	Tỷ lệ lấp đầy 2022F
Tiên Sơn	Bắc Ninh	332	256	100%	100%
Yên Phong 1	Bắc Ninh	345	270	100%	100%
Yên Phong MR	Bắc Ninh	314	213	100%	75%
Yên Phong II C	Bắc Ninh	221	141	85%	41%
Hải Yên	Quảng Ninh	193	120	54%	68%
Đông Văn	Hà Nam	300	228	100%	100%
Phú Hà	Phú Thọ	356	258	88%	50%
Đông Mai	Quảng Ninh	168	112	100%	90%
Tiên Hải	Thái Bình	466	330	48%	31%
Phong Điền	Huế	284	217	100%	21%
Yên Mỹ	Hưng Yên	280	204	46%	37%
Thuận Thành	Bắc Ninh	250	177	36%	11%

Nguồn: VGC, VCBS dự phóng



Nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp

## ĐỊNH GIÁ

Phương pháp FCFF (30%): **66,500**

Phương pháp SOTP (70%): **57,500**

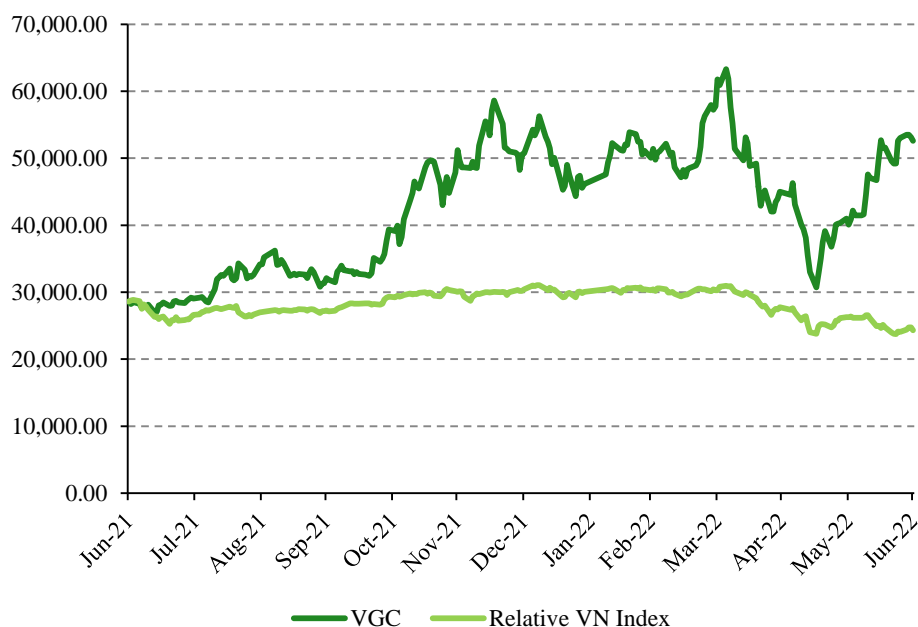
## GIÁ MỤC TIÊU

**60,000 đ/CP**

**MUA**

**+ 26%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU VGC & VN-INDEX



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	11,194	15,041	15,769
+/- yoy (%)	18.7%	34.3%	4.8%
LNST	1,279	2,148	2,113
+/- %	114.7%	68%	-1.6%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	2,729	4,407	4,248



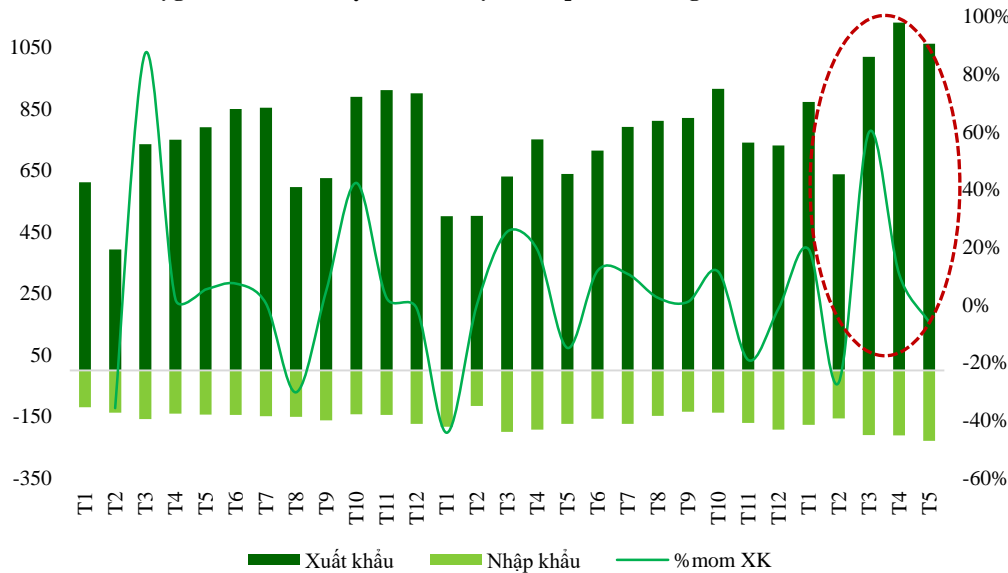
# NGÀNH THỰC PHẨM



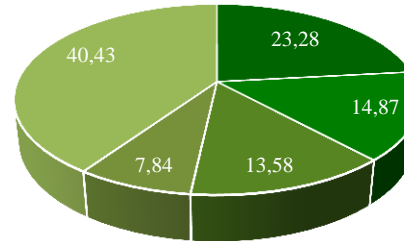
## Kim ngạch XK phục hồi tốt

- XK thủy sản của Việt Nam trong tháng 5/2022 đạt 1,06 tỷ USD (-6% mom và +34,69% yoy) - là kết quả xuất khẩu thủy sản tốt nhất trong tháng 5 so với những tháng 5 từ trước tới nay. Trong đó, XKTS tới hầu hết các thị trường lớn và truyền thống của VN đều đạt kết quả tăng trưởng tốt.
- Lũy kế 5 tháng đầu năm 2022, XKTS đạt 963,1 nghìn tấn, trị giá 4,70 tỷ USD(+19,8% yoy về lượng và +43,7% yoy về trị giá). Trong đó, tổng GTXK cá tra, cá basa Việt Nam đạt 1,21 tỷ USD (+89,3% yoy về trị giá, +30,3% yoy về lượng), tôm đạt 1,83 tỷ USD (+40,5% về trị giá, +26% về lượng)

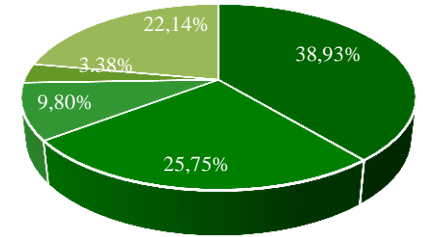
Trị giá xuất khẩu thủy sản của Việt Nam qua các tháng năm 2020 – 2022



Cơ cấu XKTS của VN theo thị trường 5T.2022 (%)

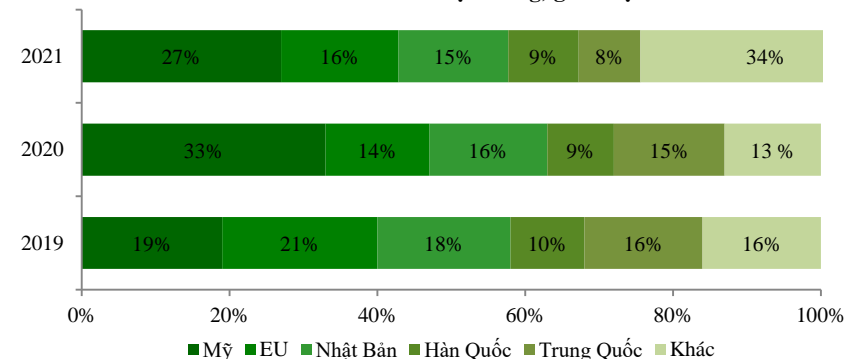


Cơ cấu XKTS của VN theo sản phẩm (về trị giá) 5T.2022

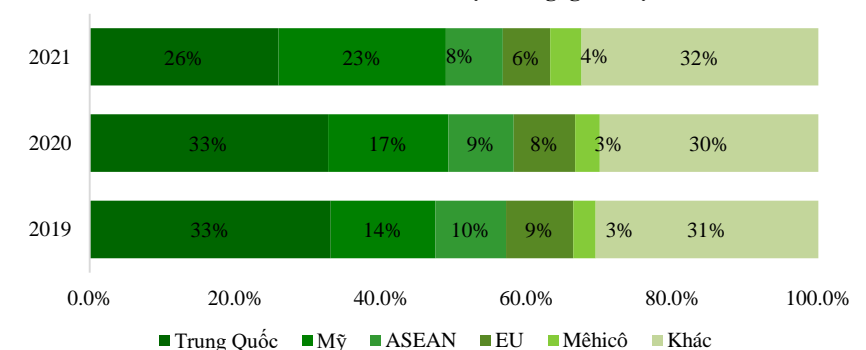


■ Mỹ ■ Trung Quốc ■ Nhật Bản ■ Hàn Quốc ■ Khác ■ Tôm ■ Cá tra, cá basa ■ Cá ngừ ■ Chả cá ■ Khác

Cơ cấu XK tôm của VN theo thị trường, giai đoạn 2019-2021



Cơ cấu XK cá tra của VN theo thị trường, giai đoạn 2019-2021





## Giá xuất khẩu và giá nguyên liệu đều đang ổn định ở mức cao

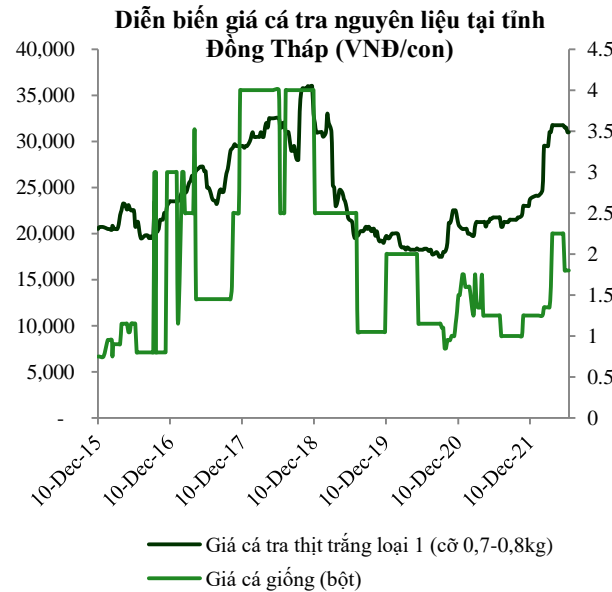
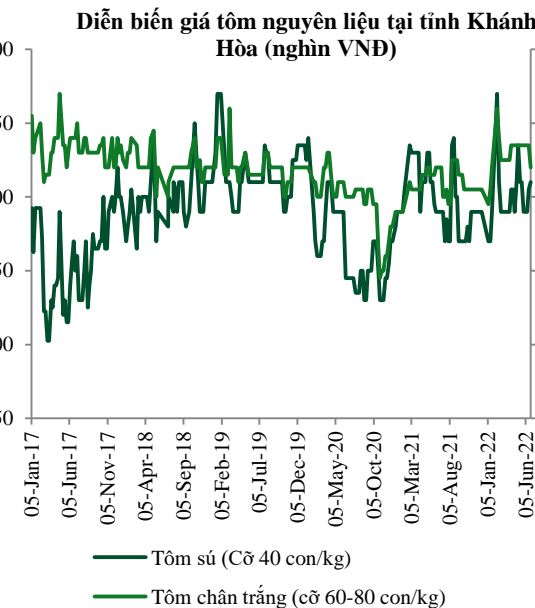
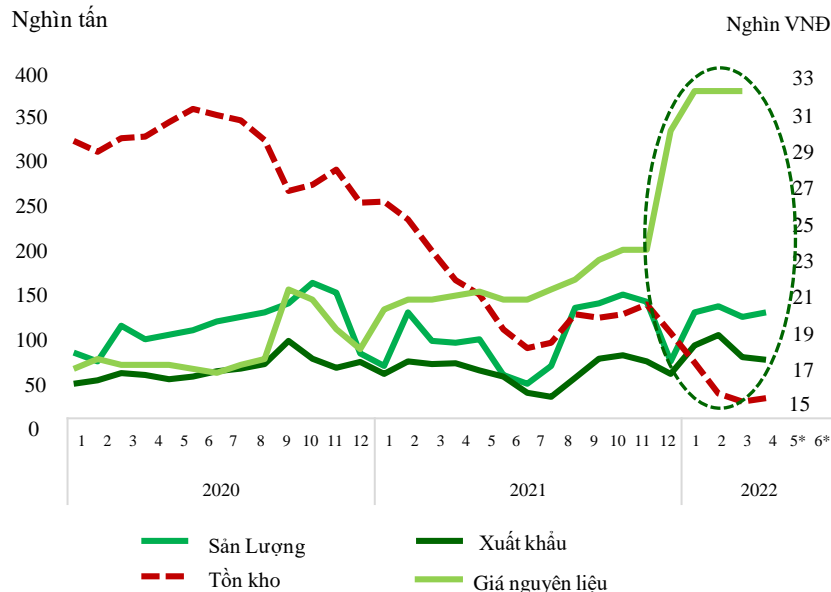
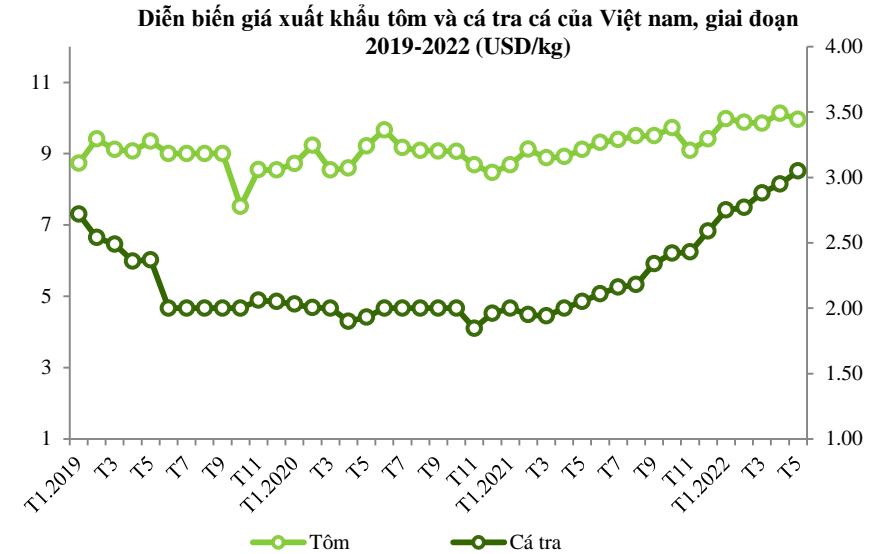
📌 **Giá xuất khẩu tăng khi nhu cầu tại các thị trường chính đều tăng trưởng mạnh.**

- Giá xuất khẩu cá tra trung bình 5T.2022 đạt 2,89 USD/kg, tăng 45,3% yoy.
- Giá xuất khẩu tôm trung bình 5T.2022 đạt 9,98 USD/kg, tăng 11,5% yoy.

📌 **Giá thủy sản nguyên liệu. Lũy kế 6T.2022:**

- Giá cá tra nguyên liệu trung bình đạt 29.900 đồng/kg (+42% yoy)
- Giá tôm chân trắng nguyên liệu trung bình đạt gần 180.000 đồng/kg (size 60-80 con/kg), tăng 13,5% yoy.

📌 **Tồn kho cá tra vẫn duy trì ở mức thấp.**



Nguồn: Vasep, VCBS tổng hợp

## Các thị trường XK chính

♥ **Nhu cầu nhập khẩu thủy sản từ các thị trường chính vẫn duy trì ở mức cao.**

- **Thị trường Mỹ:** Chúng tôi cho rằng trong quý 3, nhu cầu có thể giảm nhẹ tuy nhiên quý 4 nhu cầu sẽ tăng mạnh trở lại để phục vụ cho các dịp lễ hội cuối năm.

- **Thị trường Trung quốc:**

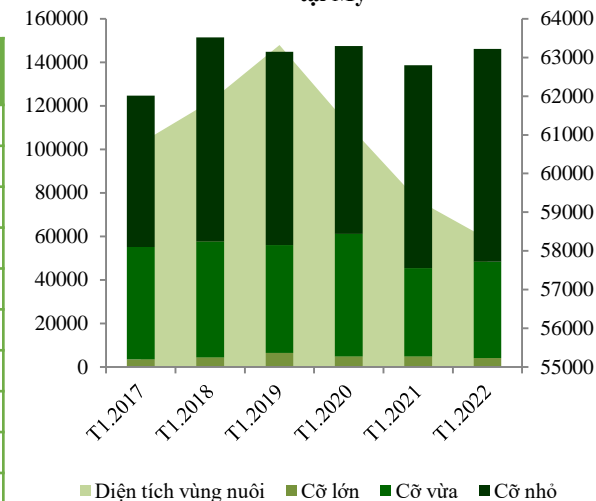
(i) Kỳ vọng hồi phục sau giai đoạn tăng cường các biện pháp phong tỏa phòng dịch Covid.

(ii) Dịch bệnh nuôi tôm có dấu hiệu bùng phát ở Trung Quốc từ T4.2022 có thể ảnh hưởng đến vụ thu hoạch tôm năm nay của nước này.

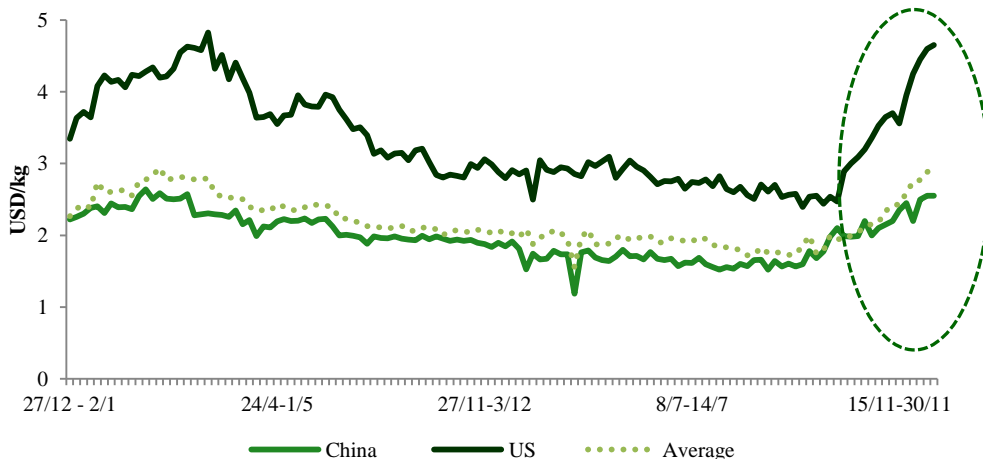
Top 10 các quốc gia/ khu vực XK tôm vào thị trường Mỹ

Xếp hạng	2019	2020	2021	Thị phần 2021
1	Ấn Độ	Ấn Độ	Ấn Độ	37,22%
2	Indonesia	Indonesia	Indonesia	19,34%
3	Việt Nam	Ecuador	Ecuador	17,05%
4	Ecuador	Việt Nam	Việt Nam	12,08%
5	Thái Lan	Thái Lan	Thái Lan	5,68%
6	Mexico	Mexico	Mexico	3,01%
7	Argentina	Argentina	Argentina	2,34%
8	Trung Quốc	Trung Quốc	Peru	0,57%
9	Peru	Peru	Trung Quốc	0,52%
10	Honduras	Bangladesh	Bangladesh	0,44%

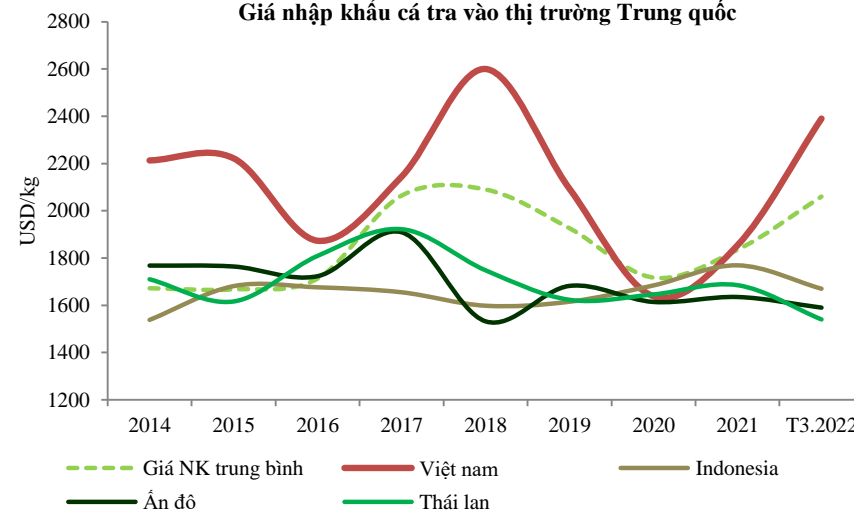
Diện tích vùng nuôi và tồn kho cá da trơn tại Mỹ



Giá xuất khẩu fillet cá tra đông lạnh, giai đoạn 2018-2022



Giá nhập khẩu cá tra vào thị trường Trung quốc



Nguồn: Vasep, VCBS tổng hợp, NSDA, ITC

## ▼ Tác động của cuộc xung đột Nga- Ukraine: nhu cầu tích trữ lương thực và chuyển dịch dòng chảy nhập khẩu cá từ Nga sang các nước khác:

- Nga hiện chiếm hơn 40% sản lượng cá thịt trắng của thế giới (trong đó gồm 60% cá minh thái, 30% cá tuyết Đại Tây Dương, 25% cá haddock)
- Việc các quốc gia Mỹ và EU áp dụng lệnh trừng phạt kinh tế lên sản phẩm cá thịt trắng (trong đó sản phẩm cá minh thái của Nga, vốn là sản phẩm cạnh tranh mạnh mẽ với cá tra) tạo cơ hội cho cá tra đông lạnh Việt Nam tăng trưởng ở nhiều thị trường châu Âu nhờ lợi thế về giá so với mặt hàng cá rô phi hay cá thịt trắng nhập khẩu từ Trung Quốc.

### Rủi ro

#### ▼ Từ các đối thủ cạnh tranh:

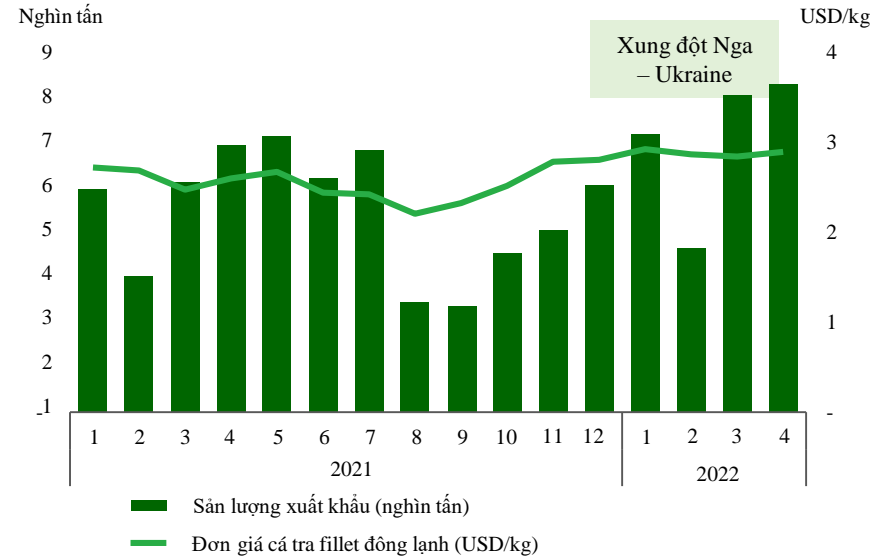
- Ấn Độ: Tình trạng khan hiếm container được cải thiện, giá cước vận tải đã giảm 10-15% tạo ra lợi thế cạnh tranh lớn cho hàng hóa xuất khẩu của Ấn Độ nói chung và nhóm sản phẩm tôm nói riêng, vốn đã có lợi thế cạnh tranh tốt về giá.
- Ecuador duy trì sản lượng cao, Ấn Độ, Indonesia đang trong giai đoạn thu hoạch khiến nguồn cung dồi dào hơn nữa, gây áp lực lên giá xuất khẩu.

#### ▼ Các yếu tố khác

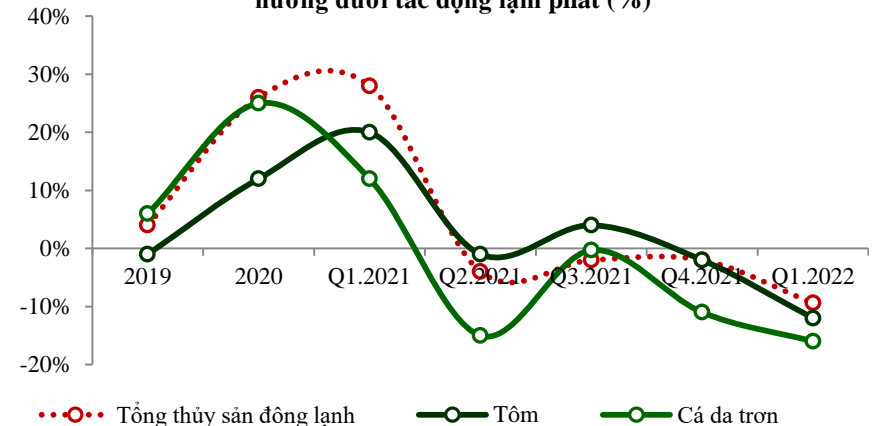
- Tình trạng dư cung tôm tại Mỹ có thể gây áp lực lên giá xuất khẩu.
- Giá thức ăn nguyên liệu đầu vào và chi phí vận chuyển vẫn neo ở mức cao
- Ảnh hưởng của lạm phát lên nhu cầu tiêu thụ thủy sản tại các kênh bán lẻ các thị trường xuất khẩu chính.

Nguồn: VCBS tổng hợp, IRI, 201 Analytics

## Sản lượng xuất khẩu cá tra và đơn giá cá tra fillet đông lạnh (FOB) đi thị trường EU từ tháng 1/2021- 4/2022



## Tốc độ tăng trưởng bán lẻ thủy sản tươi sống tại Mỹ bị ảnh hưởng dưới tác động lạm phát (%)



## ÁP LỰC CHI PHÍ KHIẾN NGUỒN CUNG DẦN THU HẸP

### Chi phí chăn nuôi heo vẫn neo ở mức cao tạo áp lực giảm đàn

Tính đến tháng 6/2022, giá thức ăn chăn nuôi đã tăng 16 lần kể từ tháng 10/2020, tăng hơn 20% so với đầu năm 2022. Chi phí chăn nuôi heo ước tính khoảng 57.000 VND/kg trong khi giá lợn duy trì ở mức thấp (50.000 – 55.000 VND/kg) khiến nhiều hộ chăn nuôi nhỏ thua lỗ.

Các doanh nghiệp chăn nuôi quy mô lớn như Dabaco, MML dù hưởng lợi từ mô hình kinh doanh khép kín giúp giảm giá thành sản xuất, biên lợi nhuận gộp mảng chăn nuôi heo vẫn giảm mạnh về mức rất thấp so với cùng kì (avg 8,1% Q1/2022 vs 20% Q1/2021)

Áp lực chi phí đầu vào khiến hiện tượng bán chạy đàn diễn ra ở cả nông hộ và doanh nghiệp trong quý đầu 2022, hoạt động tái đàn trở nên dè dặt.

### Nguồn cung heo có dấu hiệu giảm trong thời gian gần đây

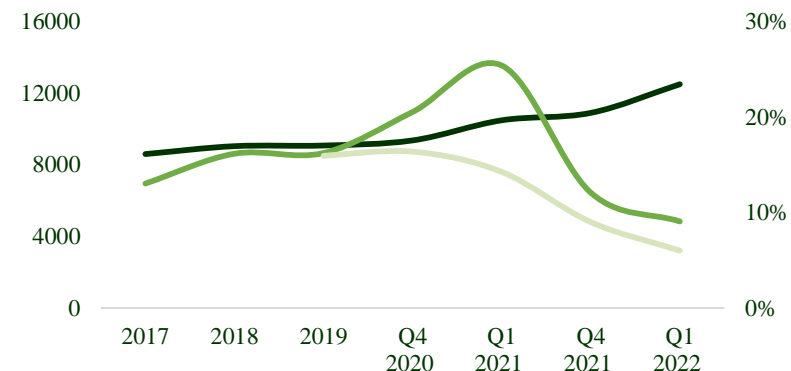
Theo báo cáo của Tổng cục tổng kê, sản lượng thịt heo xuất chuồng tuy vẫn ở mức cao, nhưng có chiều hướng giảm kể từ quý 4/2021 sau một thời gian bán chạy đàn.

Tại các chợ đầu mối, giao dịch heo trong tháng 6 miền Bắc đã giảm hơn 40% so với mức đỉnh tháng 3/2022 cùng với sự điều tiết tốt hơn của nguồn heo công ty nhằm cân bằng cung cầu.

Theo quan điểm của chúng tôi, nếu việc giảm đàn tiếp tục xảy ra do lo ngại về giá thức ăn chăn nuôi cao, quy mô đàn lợn có thể thu hẹp dẫn tới nguồn cung heo thiếu hụt trong năm 2023.

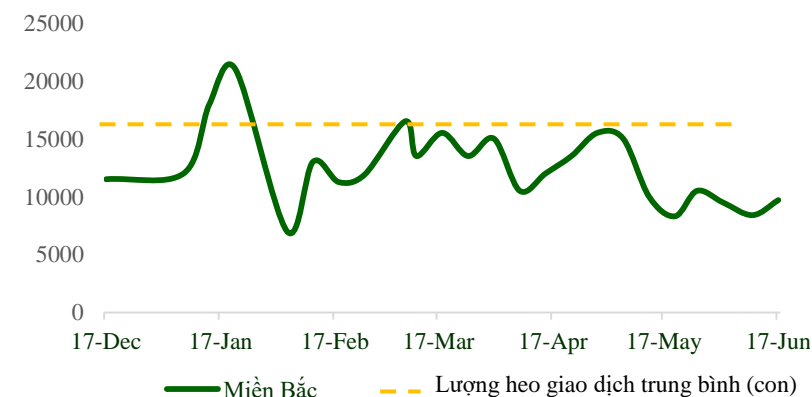
Vacxin dịch tả châu Phi bắt đầu được thương mại hóa từ ngày 03/06/2022 kì vọng là yếu tố hỗ trợ giảm nguy cơ dịch bệnh cho đàn lợn trong thời gian tới.

Biến động giá TACN và biên LNG chăn nuôi heo



Nguồn: DBC, MML

Lượng heo giao dịch tại các chợ đầu mối miền Bắc (con)



Nguồn: Agromonitor, VCBS tổng hợp

## NHU CẦU PHỤC HỒI – GIÁ THỊT HEO DẪN TẠO ĐÁY

### Nhu cầu tiêu thụ thịt heo có dấu hiệu phục hồi

Mức bán lẻ dịch vụ hàng hóa lưu trữ và ăn uống tăng mạnh 44,2% tính tới quý 2/2022 thể hiện nhu cầu hồi phục rõ rệt đối với hoạt động ăn uống tại chỗ khi du lịch trở lại, trong đó có cầu thịt heo nội địa.

Đối với heo xuất khẩu, nhu cầu thịt heo tại Trung Quốc có dấu hiệu tích cực khi các lệnh nới lỏng giãn cách được áp dụng tại nhiều thành phố lớn. Kim ngạch xuất khẩu thịt heo Việt Nam sang Hong Kong (chiếm 80% tổng lượng xuất khẩu) trong tháng 4 tăng 10% MoM phản ánh một phần về tình hình tiêu thụ khả quan.

### Giá heo nội địa kì vọng tạo đáy trong quý I/2022

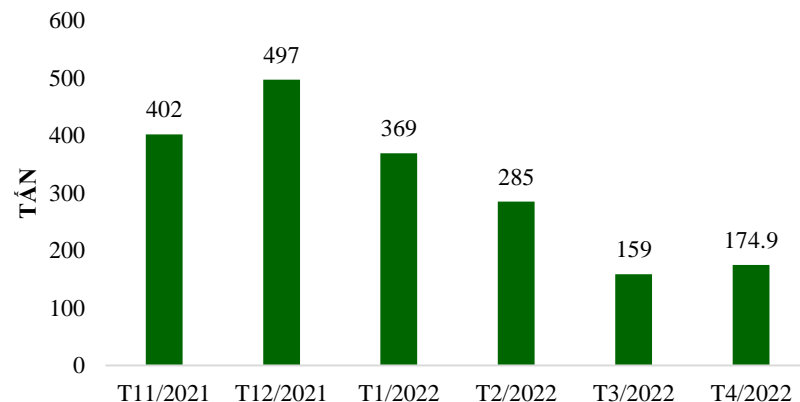
Giá heo tại các thị trường lân cận có đà tăng tốt trong quý 2/2022 trong bối cảnh (1) tác động của lạm phát rõ rệt (giá TACN thế giới tăng cao) và (2) nguồn cung heo sụt giảm do dịch bệnh (tại Thái Lan) và liên tiếp các đợt thu mua heo (13 đợt trong 5T/2022) từ chính phủ Trung Quốc.

Tháng 5/2022, giá thịt heo Thái Lan và Trung Quốc lần lượt neo ở mức 67.000 VND/kg và 54.000 VND/kg. Nếu đà tăng giá này tiếp tục có thể kích thích nhu cầu nhập khẩu thịt heo từ Việt Nam từ các nước lân cận để hưởng lợi giá heo nội địa thấp.

Thực tế, giá thịt heo đã hồi phục nhẹ trong tháng 6 (~57.000 VND/kg) cho thấy tín hiệu tạo đáy của giá thịt heo ở mức 55.000 VND/kg trong quý 1.

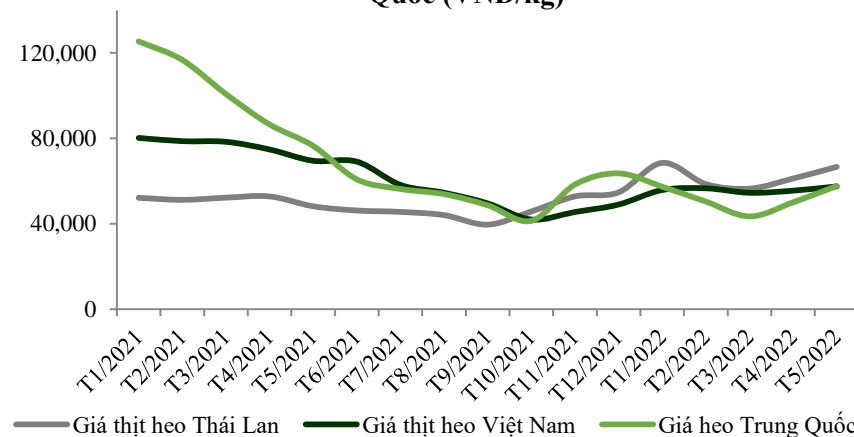
VCBS kì vọng triển vọng nguồn cung thu hẹp và nhu cầu tiêu dùng nội địa hồi phục trong nửa cuối 2022 sẽ hỗ trợ giá heo duy trì tốt và có thể tăng trong 2023.

SL xuất khẩu thịt sang Hong Kong (2021-2022)



Nguồn: Agromonitor

Diễn biến giá thịt heo Việt Nam, Thái Lan và Trung Quốc (VND/kg)



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

## Hoạt động kinh doanh chính:

VHC là một trong những công ty chế biến và xuất khẩu cá tra, basa hàng đầu của Việt Nam. Công ty có lợi thế về nguồn cung cấp nguyên liệu do nằm tại tỉnh Đồng Tháp, một tỉnh thuộc khu vực Đồng Bằng Sông Cửu Long có môi trường và điều kiện được xem là thuận lợi nhất của ngành nuôi thả cá Tra, Basa nguyên liệu với 8 vùng nuôi cá tra. Các sản phẩm của công ty đủ điều kiện xuất khẩu rất nhiều nước trên thế giới trong đó có Mỹ và các nước thuộc EU, thị trường khó tính nhất trong ngành xuất khẩu thực phẩm từ các thị trường ngoài nước và dần trở thành thương hiệu có uy tín cả trong và ngoài nước.

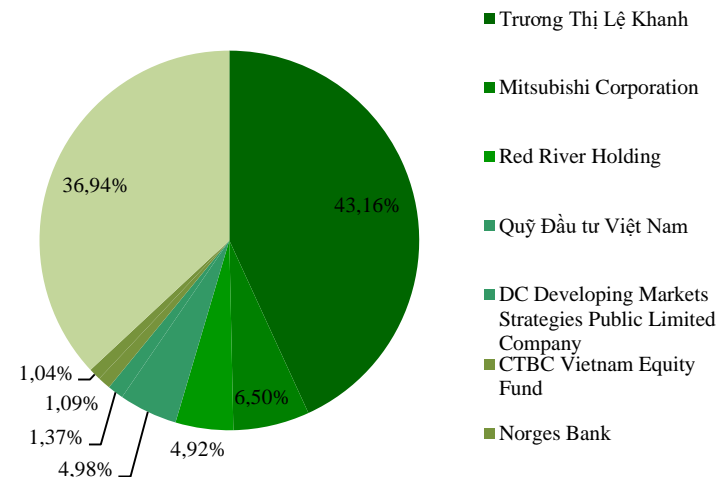
## Cơ cấu cổ đông:

## Kết quả kinh doanh:

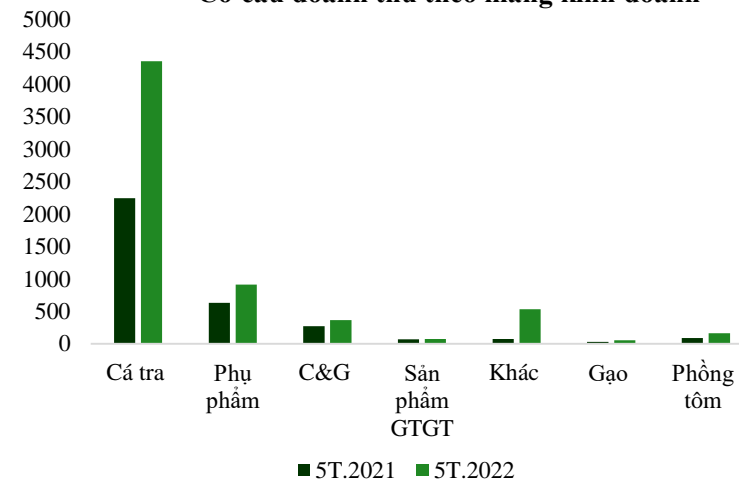
Doanh thu T5.2022 đạt 1.508 tỷ đồng, tăng 96% và giảm 8% mom. Trong đó, nhóm sản phẩm cá tra đạt 1.036 tỷ đồng, tăng 101% yoy; hoạt động xuất khẩu sang thị trường Mỹ tăng trưởng mạnh, đạt 812 tỷ đồng (+157% yoy), châu Âu đạt 194 tỷ đồng (+52% yoy).

Lũy kế 5T.2022, VHC ghi nhận doanh thu đạt 6.432 tỷ đồng, tăng gần 90% yoy.

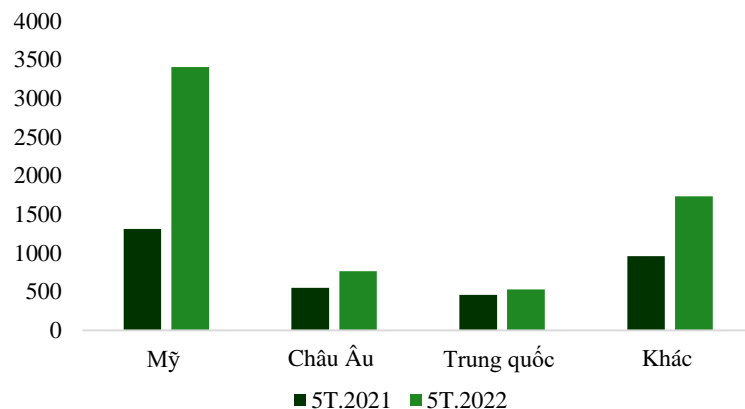
Cơ cấu cổ đông của VHC



Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh



Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: VHC



## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ♥ **Hưởng lợi nhờ chu kỳ tăng giá của cá tra trong năm 2022.**
- ♥ **Nhu cầu từ các thị trường xuất khẩu chính vẫn duy trì đà tăng.** Bên cạnh việc được hưởng lợi tại Mỹ- thị trường xuất khẩu lớn nhất của VHC (chiếm hơn 40% trong tổng GTXK của VHC) nhờ duy trì vị thế top đầu doanh nghiệp xuất khẩu cá tra tại Việt nam, thị trường Trung Quốc cũng được kỳ vọng giữ đà tăng trưởng tốt trên mức nền thấp của năm trước, đặc biệt khi nước này gỡ bỏ các lệnh phong tỏa để kiểm soát dịch.

- ♥ **Màng Collagen và Gelatin tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao với dây chuyền collagen mới.**

Nhờ lợi thế về chuỗi dây chuyền sản xuất khép kín, công ty chủ động các công đoạn lọc da cá để tách chiết collagen và gelatin (thay vì việc thu mua da cá bên ngoài và phát sinh thêm chi phí xử lý da cá), do đó giúp tiết kiệm chi phí sản xuất. Nhờ BLNG cao (40-60%), công ty có kế hoạch 3-5 năm tới tăng tỷ trọng đóng góp của màng collagen và gelatin trong cơ cấu tổng doanh thu. Dây chuyền sản xuất hiện tại đã full công suất, tháng 10 năm nay công ty sẽ tăng thêm 1 dây chuyền sản xuất mới, và sang 2023 có thể sẽ bổ sung thêm một dây chuyền nữa.

- ♥ **Hoàn thiện hệ sinh thái và chuỗi sản xuất**

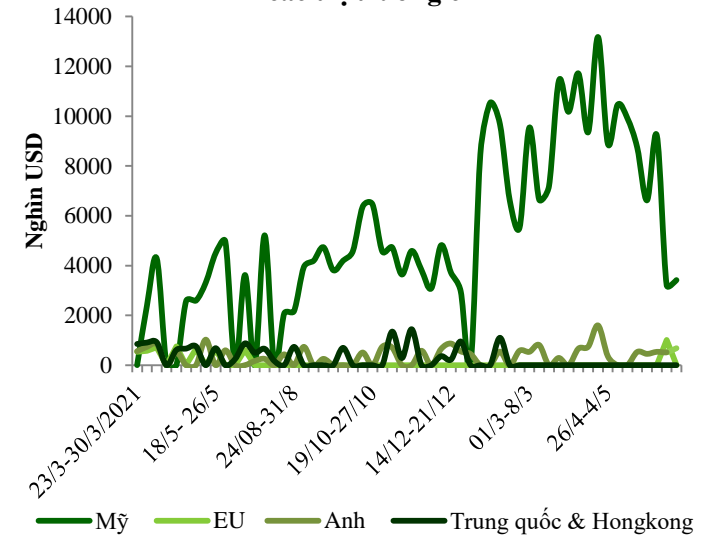
- Màng chế biến rau quả. Hiện công ty đã có những đơn hàng đầu tiên cho một số sản phẩm; nhóm sản phẩm trái cây đông lạnh và nước ép trái cây chủ yếu hướng đến thị trường xuất khẩu.

- Màng chế biến thức ăn thủy sản: Nhà máy Feed One dự kiến cuối tháng 6 hoàn thành và chiếm 10% trong cơ cấu doanh thu.

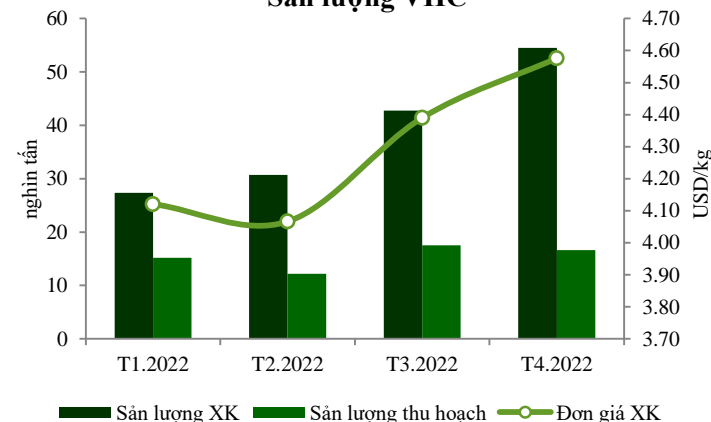
- ♥ **Thông tin khác**

- Bên cạnh thị trường xuất khẩu, công ty cũng đang đẩy mạnh tiêu thụ thị trường nội địa với sản phẩm Basa Master thông qua việc tiếp cận các siêu thị lớn tại miền Nam.

**Giá trị xuất khẩu theo tuần của VHC sang các thị trường chính**



**Sản lượng VHC**



Nguồn: VCBS tổng hợp, VHC

## ĐỊNH GIÁ

**SO SÁNH P/E** 120.038

**CHIẾT KHẤU FCFF** 109.339

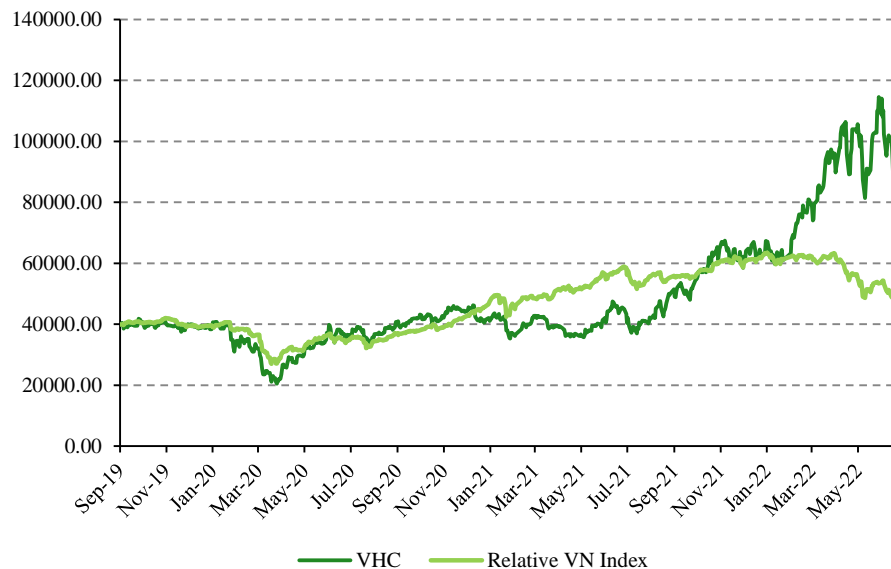
## GIÁ MỤC TIÊU

**114.689 VND**

**UPSIDE**

**20%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu	9.054,24	13.048,05	14.578,91
+/- yoy (%)	28,7%	44,1%	11,7%
LNST	1.098,96	1.420,67	1.541,08
+/- %	52,78%	29,27%	8,48%

Nguồn: VCBS dự phóng



## Hoạt động kinh doanh chính:

Hoạt động kinh doanh chính của ANV là chế biến xuất khẩu cá tra, cá basa đông lạnh với tỷ lệ tự chủ vùng nuôi đạt 100%. Công ty có chuỗi sản xuất khép kín từ con giống, thức ăn, nuôi trồng thủy sản đến chế biến với các sản phẩm chính là thành phẩm đông lạnh, chả cá và dầu cá. Các thị trường xuất khẩu chính của công ty là Asean và Trung quốc.

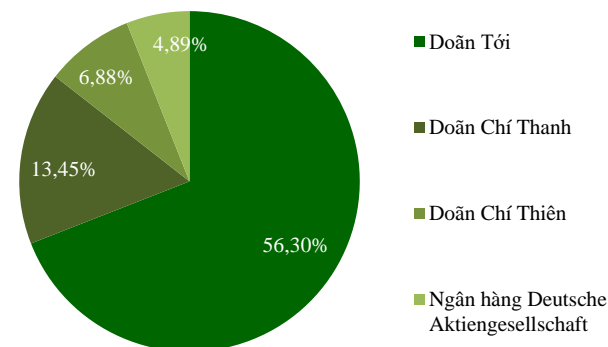
## Cơ cấu cổ đông:

## Kết quả kinh doanh:

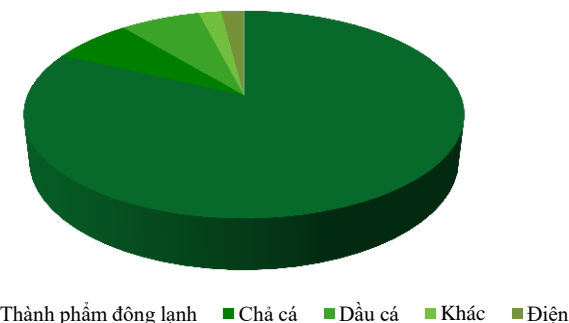
Luỹ kế 5 tháng đầu năm, doanh thu của công ty đạt 2.148 tỷ đồng, LNST đạt 449 tỷ đồng, BLNG vẫn duy trì ở mức cao khoảng 33%.

KHKD năm 2022: Doanh thu 5.200 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 1.000 tỷ đồng, lần lượt tăng 49% yoy và 562% yoy so với kết quả thực hiện năm 2021.

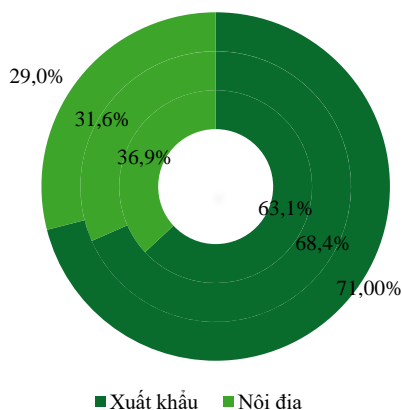
Cơ cấu cổ đông của ANV



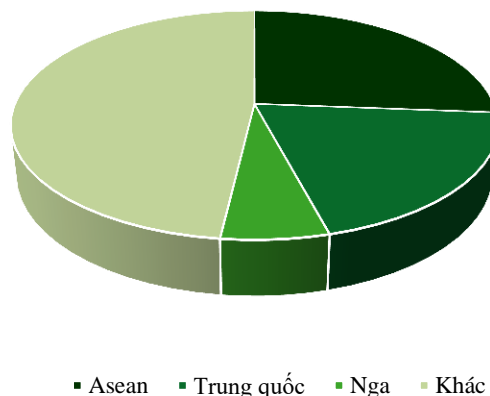
Cơ cấu doanh thu 5T.2022 theo sản phẩm



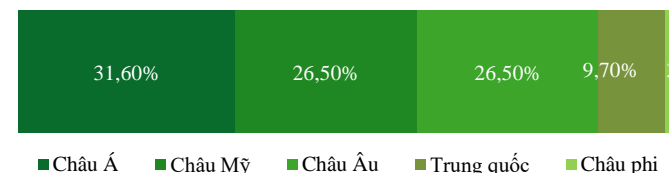
Cơ cấu doanh thu 5T.2022 theo thị trường



Cơ cấu GTXK của ANV năm 2021



Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo thị trường T5.2022



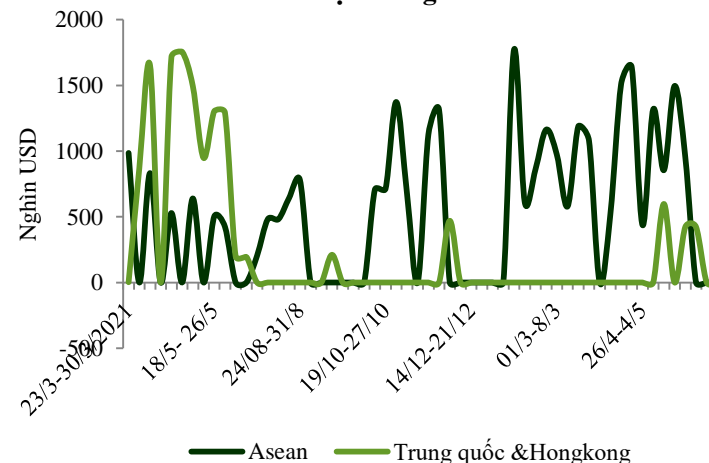
Nguồn: BCTC của ANV, VCBS tổng hợp



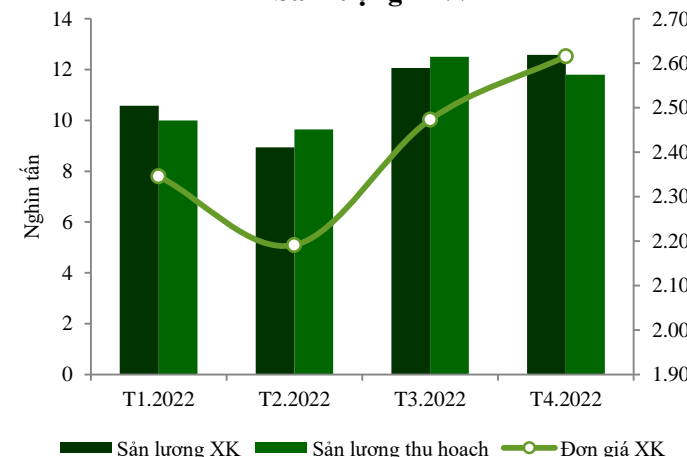
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Việc tự chủ 100% nguyên liệu giúp công ty kiểm soát chi phí đầu vào trước bối cảnh biến động giá cá nguyên vật liệu. Vùng nuôi Bình Phú có diện tích khoảng 600ha, với 224 ao cá thịt và 64 ao cá giống, giúp công ty gia tăng tính hiệu quả của chuỗi sản xuất khép kín, tạo động lực tăng trưởng trong tương lai.
- Ưu thế tại thị trường Mỹ với mức thuế chống bán phá giá áp dụng 0%. Theo kết quả POR16, ANV sẽ được nhận mức thuế ưu đãi 0,00 USD/kg cho sản phẩm cá tra. Thị trường Mỹ được coi là đầy tiềm năng với giá xuất khẩu cao hơn các thị trường khác, tạo động lực để ANV quay lại thị trường Mỹ trong năm nay sau khi rời thị trường này vào năm 2014. Về triển vọng xuất khẩu tại thị trường này, công ty hiện đang hoàn thiện kênh phân phối thông qua công ty con, dự kiến bắt đầu sản xuất đơn hàng trong tháng 7 và chính thức xuất khẩu sang thị trường này vào tháng 8.
- Hoàn thiện chuỗi hệ thống sản xuất khép kín quy mô chuỗi hệ thống sản xuất khép kín quy mô lớn bằng việc vận hành nhà máy Amicogen - sản xuất collagen và gelatin có công suất 780 tấn/năm với tổng mức đầu tư 48,4 tỷ đồng, dự kiến T7.2022 sẽ lắp đặt xong và vận hành thử nghiệm.
- Đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh:
  - Mảng năng lượng điện mặt trời đóng góp doanh thu và lợi nhuận cho doanh nghiệp cũng như giúp cải thiện chi phí đầu vào. Nam Việt đang hoàn thiện thủ tục cho 3 dự án điện mặt trời tại vùng nuôi Bình Phú với tổng công suất là 650 kwh.
  - Tham gia vào lĩnh vực bất động sản thông qua việc vốn vào công ty TNHH MTV Bất động sản Nam Việt.

Giá trị xuất khẩu theo tuần của ANV sang các thị trường chính



Sản lượng ANV





## ĐỊNH GIÁ

**SO SÁNH P/E** 57.096

**CHIẾT KHẤU FCFF** 60.982

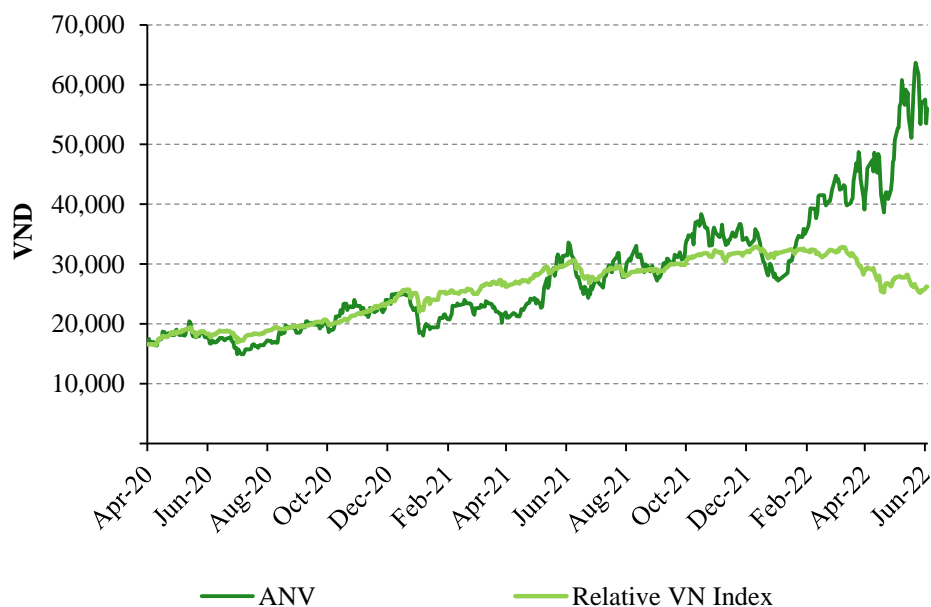
## GIÁ MỤC TIÊU

**59.039 VND**

**UPSIDE**

**19%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu	3.493,92	4.713,52	5.168,74
+/- yoy (%)	1,6%	34,9%	9,7%
LNST	128,74	692,89	741,81
+/- yoy (%)	-36,32%	438,21%	7,06%

Nguồn: VCBS dự phóng

## Hoạt động kinh doanh chính:

DBC hoạt động chính trong lĩnh vực Thức ăn chăn nuôi – Chăn nuôi – Chế biến thực phẩm, tiên phong theo mô hình kinh doanh 3F (Feed – Farm – Food). Mảng kinh doanh chính đóng góp phần lớn (80%) doanh thu và là động lực tăng trưởng chính của tập đoàn trong giai đoạn 2017 – 2021. Bên cạnh đó, DBC cũng tham gia vào các hoạt động thương mại, dịch vụ và bất động sản, hướng tới mục tiêu hoàn thiện chuỗi giá trị ngành thực phẩm tiêu dùng (thịt lợn và gia cầm) tại Việt Nam.

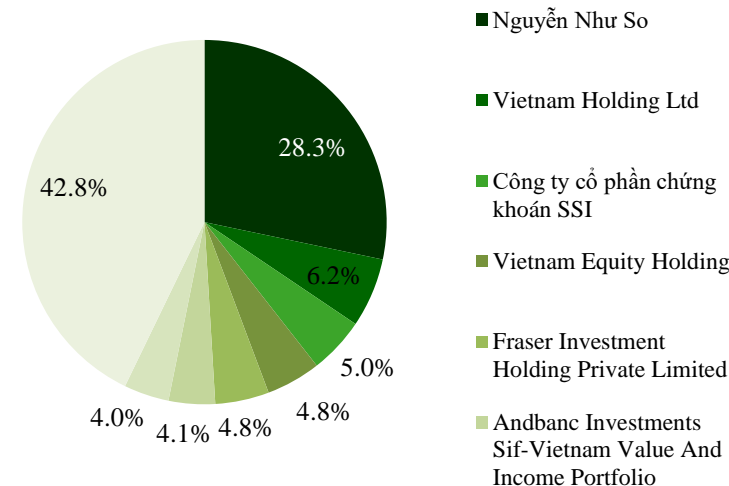
**Cơ cấu cổ đông:** Chủ tịch HĐQT Ông Nguyễn Như So hiện là cổ đông lớn nhất tại DBC, sở hữu 28,3% cổ phần. Theo sau là các cổ đông tài chính với mức nắm giữ tương ngang nhau khoảng 4-6%.

## Kết quả kinh doanh:

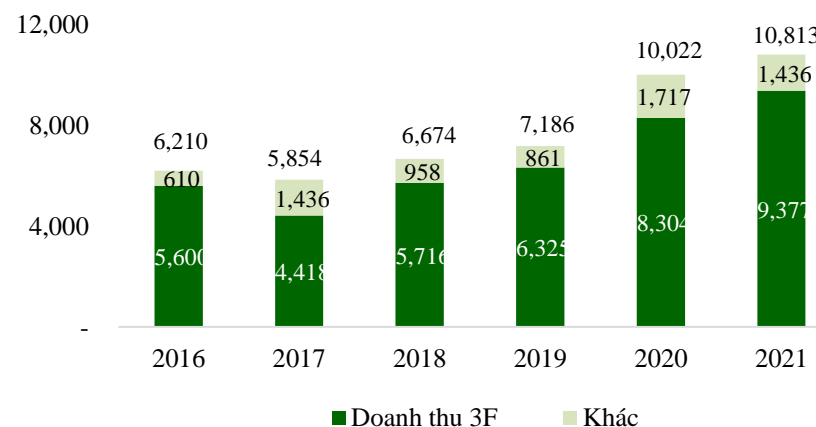
Quý 1/2022, DTT đạt 2.806 tỷ đồng, LNST đạt 8,61 tỷ đồng, lần lượt tăng 13,4% và giảm 97,6% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 25,4% về 9,1%, mức thấp nhất kể từ quý 2/2017.

Nguyên nhân chủ yếu đến từ giá nguyên vật liệu đầu vào tăng phi mã (ngô, đậu tương, ..chiếm 70-80% giá vốn hàng bán) trong khi sản phẩm đầu ra (thịt lợn và TACN) không tăng tương ứng làm mỏng biên LNG của phần lớn các doanh nghiệp trong ngành.

Cơ cấu cổ đông DBC tại ngày 28/06/2022



Cơ cấu doanh thu của DBC giai đoạn 2017 – 2021 (tỷ VND)



Nguồn: DBC



## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Giá thịt lợn kỳ vọng phục hồi trong khi nguyên vật liệu TACN giảm

USDA dự báo giá ngô và khô đậu cho vụ 2022-2023 sẽ ổn định ở mức \$6,75 cents/bushel và \$400/tấn (giảm ~ 19% so với mức đỉnh tháng 3/2022). Trong điều kiện đó, giá thành chăn nuôi heo dao động khoảng 48.600 VND/kg theo ước tính của VCBS. Giá lợn kỳ vọng duy trì ở mức 57.000 kg/ VND trong nửa cuối 2022 sẽ giúp DBC cải thiện biên LNG trong cả năm lên khoảng 11,1%.

### Doanh thu từ dự án Lotus Central hỗ trợ KQKD của DBC trong năm 2022

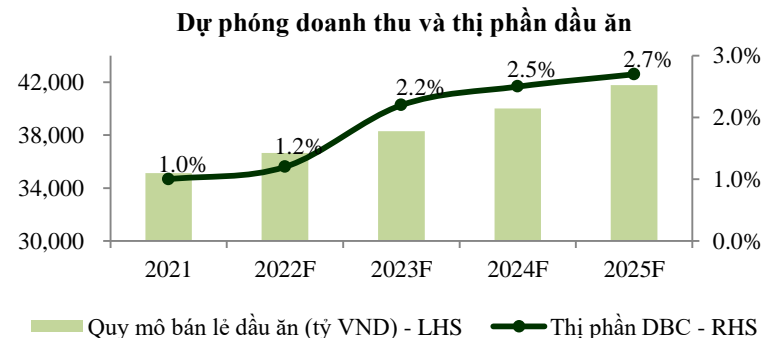
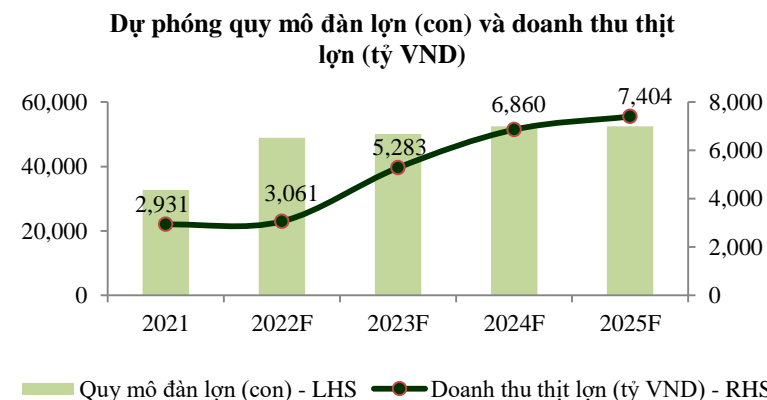
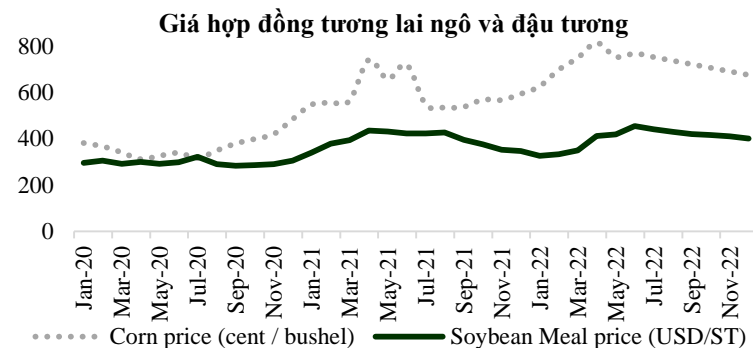
Dự án Lotus Central có tổng mức đầu tư 545 tỷ đồng với quy mô 288 căn hộ và 19 căn shophouse dự kiến sẽ bàn giao trong năm nay. Theo đó, dự án mang lại khoảng 845 tỷ đồng doanh thu và 100 tỷ đồng LNST sẽ là bộ đệm cho mảng chăn nuôi đang khó khăn.

### Kế hoạch tăng đàn lợn là động lực tăng trưởng quan trọng trong thời gian tới

Từ Q4/2022 – Q1/2023, DBC dự kiến sẽ đưa vào hoạt động 4 khu chăn nuôi (Bình Phước, Hòa Bình, Thanh Hóa, Phú Thọ), nâng tổng quy mô đàn nái lên hơn 50%. VCBS kỳ vọng sản lượng thịt thương phẩm sẽ tăng trưởng tốt trong 2023-2024 khi nhu cầu hồi phục tiêu thụ hoàn toàn sau dịch COVID 19, dự kiến sẽ mang lại 5.000 – 6.800 tỷ doanh thu thịt lợn mỗi năm cho DBC.

### Nhà máy ép dầu GD 2 đi vào hoạt động giúp DBC tận dụng thị trường tiềm năng

Kỳ vọng nhà máy ép dầu GD 2 đi vào hoạt động từ quý 4/2022 sẽ nâng tổng công suất mảng dầu ăn của DBC lên gấp đôi hiện tại (480.000 tấn khô đậu, 90 triệu lít dầu ăn, chiếm 4% quy mô toàn thị trường). Nhu cầu dầu ăn đang tăng mạnh trong 2022 với giá dầu ăn đang và sẽ neo ở mức cao so với cùng kỳ. Do đó, triển vọng nhà máy mới kỳ vọng sẽ hoạt động ở mức hiệu suất 50 – 60% ngay trong 2023 sẽ đem lại cho DBC nguồn doanh thu mới.



Nguồn: VCBS ước tính

## ĐỊNH GIÁ

**SO SÁNH P/E** 31.919

**CHIẾT KHẤU FCFF** 30.530

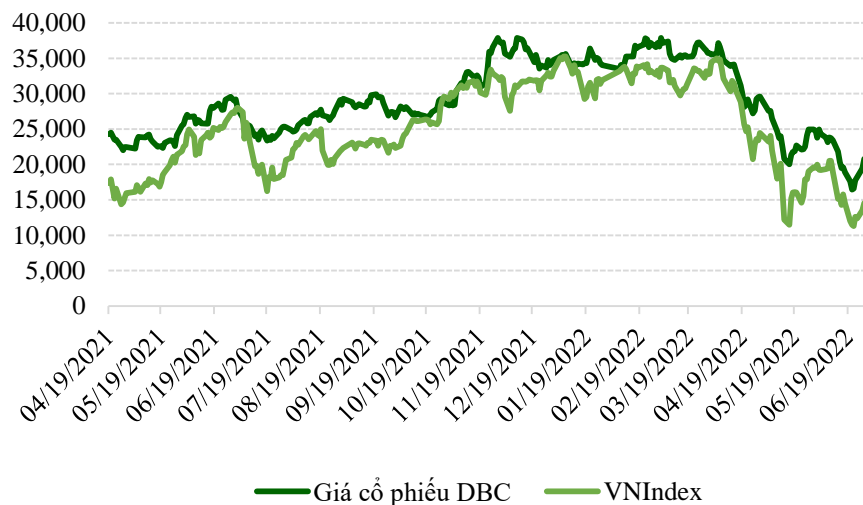
## GIÁ MỤC TIÊU

**31.224 VND**

**UPSIDE**

**19%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU DBC



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu	10.812	11.793	14.004
+/- yoy (%)	7,9%	9,1%	18,7%
LNST	829,56	370,74	900,92
+/- %	-40,8%	-55,3%	143%

Nguồn: VCBS dự phóng



# NGÀNH HÓA CHẤT-PHÂN BÓN



## GIÁ BÁN TĂNG CAO DO NGUỒN CUNG THU HẸP

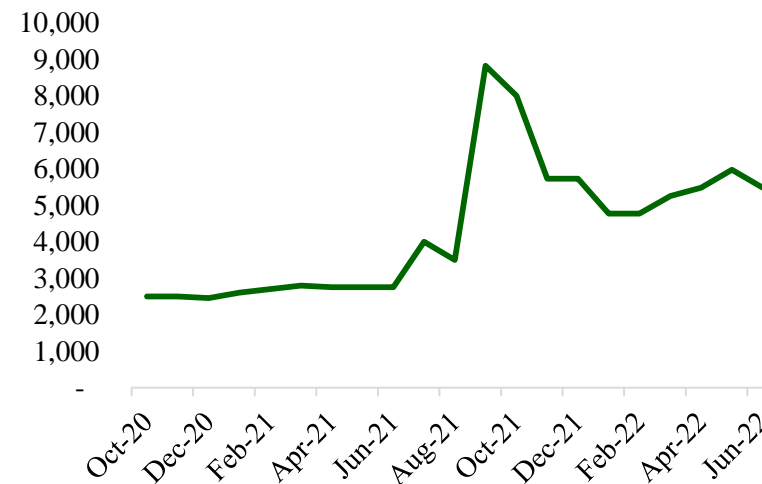
### ✔ Hoạt động kinh doanh tích cực tới từ giá P4 tăng cao

- Trong tháng 8-9/2021, **giá P4 nội địa Trung Quốc đột ngột tăng vọt 200%** lên mức 8.500 – 9.000 USD/tấn, mức cao nhất trong nhiều năm đổ lại đây. Nguyên nhân của việc này chủ yếu đến từ 1) Xu hướng thiếu hụt năng lượng trầm trọng của Trung Quốc làm ảnh hưởng tới nguồn cung Phốt pho 2) Chiến lược giảm thiểu tác hại với môi trường của Trung Quốc làm cắt giảm sản lượng khai thác các mỏ quặng.
- Trong khi đó, **nhu cầu lớn đối với sản phẩm Phốt pho vàng tiếp tục tìm điểm đến tại Việt Nam**. Cụ thể, cả sản lượng và giá trị xuất khẩu phốt pho vàng cho thấy mức tăng trưởng ấn tượng qua các năm, trong đó Ấn Độ, Nhật Bản và Hàn Quốc, Trung Quốc là những quốc gia nhập khẩu mặt hàng này lớn nhất phục vụ cho hoạt động sản xuất phân đạm, chất bán dẫn, đồ điện tử...

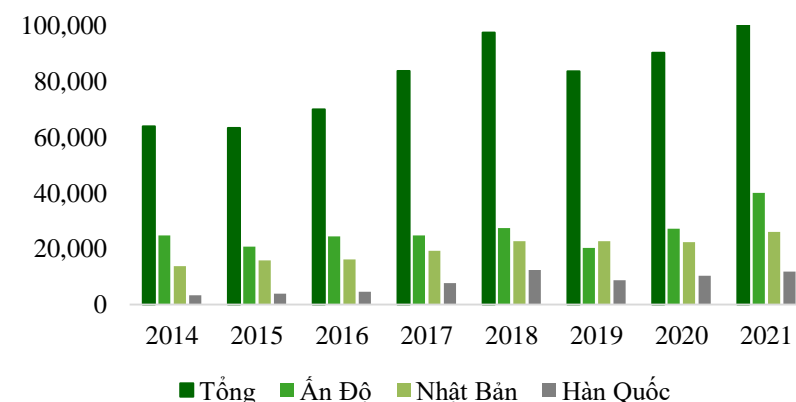
### ✔ Chi phí than cốc sản xuất tăng cao tuy nhiên chi phí điện ổn định hỗ trợ biên lợi nhuận

- Hiện nay giá than cốc dùng để sản xuất phốt pho vàng đã tăng cao do tác động của những diễn biến chiến sự tại Ukraine đi kèm với chính sách cấm nhập khẩu than của EU với Nga. Tuy nhiên tại Việt Nam, giá điện sản xuất lại duy trì ở mức ổn định và không tăng trong năm 2021 và 2022, điều này giúp cho các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng giảm thiểu chi phí sản xuất và nâng cao biên lợi nhuận gộp (chi phí điện chiếm từ 60-70% giá thành sản xuất). Với sản lượng điện ở mức dồi dào tới từ nhiều nguồn khác nhau, VCBS kỳ vọng giá điện ở mức ổn định trong tương lai và giúp duy trì lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp sản xuất phốt pho vàng tại Việt Nam.

Giá P4 tại Trung Quốc



Sản lượng xuất khẩu P4 của Việt Nam theo quốc gia



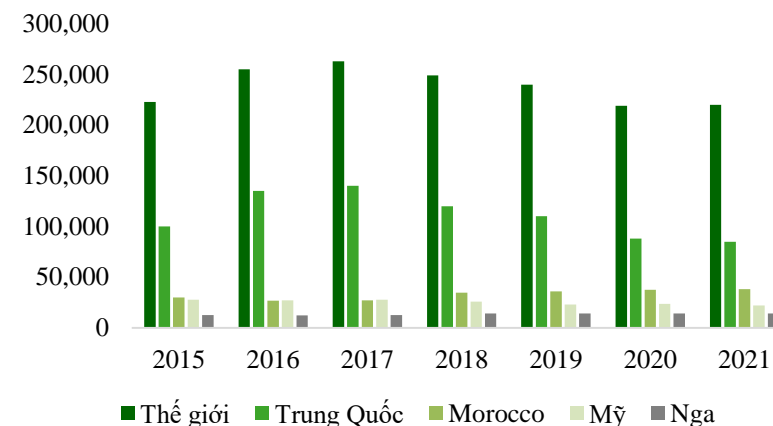
Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

## KỶ VỌNG GIÁ BÁN TIẾP TỤC DUY TRÌ Ở MỨC CAO

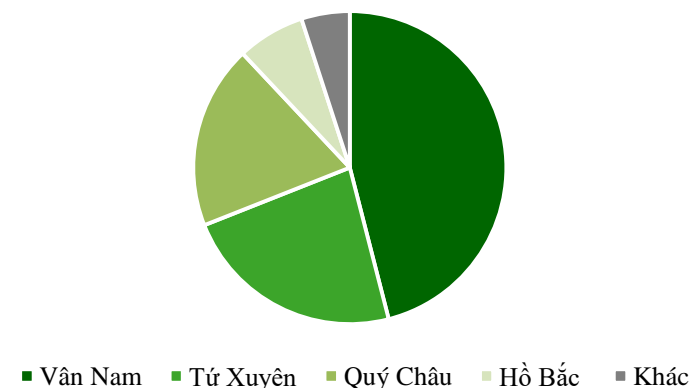
### Triển vọng kinh doanh tươi sáng cho doanh nghiệp xuất khẩu phốt pho vàng.

- VCBS kỳ vọng xuất khẩu phốt pho vàng vẫn rất khả quan trong thời gian tới từ 2 xu hướng chính 1) Nhu cầu phốt pho vàng trên toàn cầu tiếp tục gia tăng tới từ hoạt động sản xuất chip cho thiết bị 5G; 2) Nguồn cung apatit tiếp tục chịu áp lực sụt giảm trên thế giới, đặc biệt là Trung Quốc sẽ kéo theo mức giá phốt pho ổn định ở mức cao.
- Hiện nay, sản lượng sản xuất chất bán dẫn (chip) dành cho các thiết bị 5G được dự báo tiếp tục tăng mạnh để thay thế cho các thiết bị 3G và 4G, trong đó thiết bị 5G cần nhiều hơn 30 - 40% số lượng chip so với thiết bị 4G. Các quốc gia lớn như Nhật Bản và Hàn Quốc trong thời gian qua đã đẩy mạnh nhập khẩu phốt pho từ Việt Nam và sẽ tiếp tục gia tăng nhập khẩu để nâng cao công suất sản xuất.
- Có thể thấy rằng trong 5 năm trở lại đây, nguồn cung phốt pho trên thế giới liên tục suy giảm tới từ những quốc gia sản xuất lớn để hạn chế ô nhiễm môi trường, xu hướng này được dự báo tiếp diễn trong tương lai gây nên tình trạng thiếu hụt phốt pho trong vài năm tới. Đặc biệt tại tỉnh Vân Nam của Trung Quốc (thủ phủ sản xuất Phốt Pho vàng và chiếm tới 46% nguồn cung) vào tháng 9/2021 đã ban hành chính sách giới hạn năng lượng trong quy trình sản xuất phốt pho, phân bón, than, hóa chất cơ bản... và gần đây cấm toàn bộ hoạt động khai thác của các mỏ apatit để bảo vệ môi trường từ đó làm nguồn cung sụt giảm mạnh trong tương lai.

Nguồn cung đá phosphate tại các quốc gia lớn trên thế giới



Nguồn cung Phốt Pho vàng của các tỉnh lớn tại Trung Quốc



Nguồn: TCHQ, VCBS tổng hợp

## ♦ Giá bán neo cao hỗ trợ lợi nhuận

- Giá Xút (NAOH) của Việt Nam phụ thuộc nhiều vào giá Xút của Trung Quốc khi có khoảng 40% sản lượng tiêu thụ tại Việt Nam được nhập khẩu từ quốc gia này. Giá Xút đi ngang ở mức 200 USD vào nửa đầu năm 2021 và bùng nổ tăng tới 3 lần chỉ trong tháng 9 và tháng 10, sau đó neo cao ở mức 800 USD như hiện nay. Nguyên nhân chủ yếu đến từ 1) Nhu cầu Xút để sản xuất các sản phẩm tẩy rửa và xà phòng tăng cao tại Trung Quốc trong giai đoạn Covid-19, thêm vào đó là nhu cầu sử dụng Xút cho sản xuất nhôm tăng mạnh tại Trung Quốc để xuất khẩu tới Nga khi nguồn cung nhôm từ Ukraine và Úc cho thị trường này sụt giảm mạnh từ lệnh cấm vận; 2) Xu hướng sụt giảm nguồn cung dài hạn tại các trung tâm sản xuất xút lớn của Trung Quốc nhằm bảo vệ môi trường và giảm tiêu thụ điện năng.

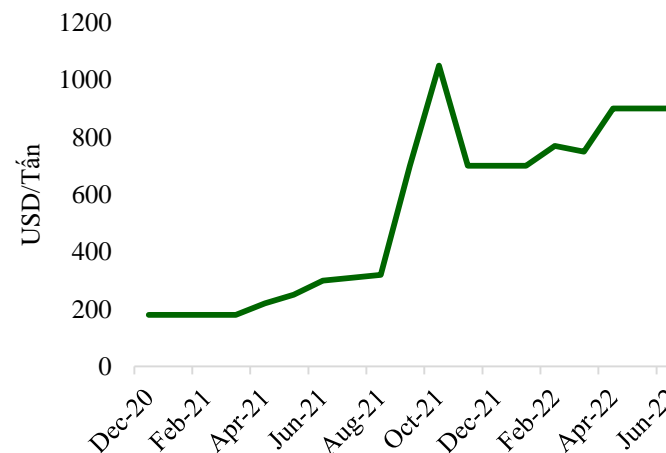
- Trong thời gian tới, VCBS nhận định giá Xút vẫn sẽ duy trì ở mức cao với nhu cầu sản xuất nhôm tại Trung Quốc được dự báo rất tích cực cho tới năm 2023 và nhiều nhà máy sản xuất nhôm sẽ được xây mới.

- Bên cạnh đó, các sản phẩm hóa chất cơ bản khác như Axit Clohidric (HCL), Axit Sunfuric (H<sub>2</sub>SO<sub>4</sub>), Axit Photphoric (H<sub>3</sub>PO<sub>4</sub>)... cũng cho thấy mức tăng giá rất tích cực giúp cải thiện lợi nhuận tốt cho các doanh nghiệp sản xuất hóa chất cơ bản.

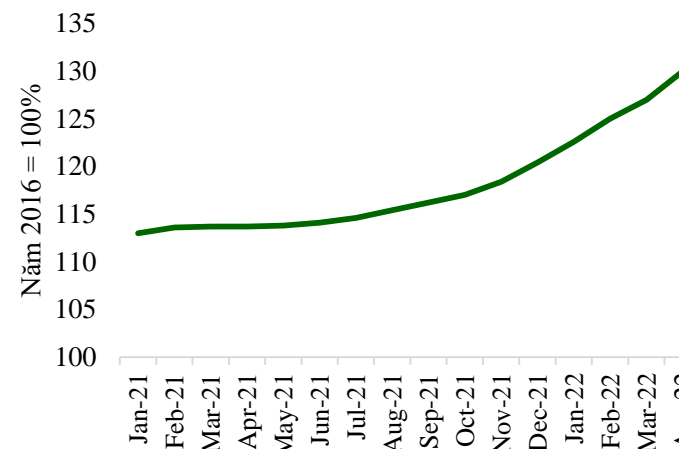
## ♦ Giá muối sản xuất công nghiệp tăng vừa phải nhưng doanh nghiệp trong nước thiếu khả năng tự chủ

- Muối công nghiệp là nguyên liệu chiếm chi phí lớn nhất trong quá trình sản xuất Xút, tuy nhiên hiện nay sản phẩm này chủ yếu vẫn phải nhập khẩu từ nước ngoài và chịu thuế ngoài hạn ngạch lên tới 50% do muối trong nước không đảm bảo chất lượng sản xuất. Điều này làm giảm đi khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp và kết quả kinh doanh bị phụ thuộc lớn vào nguồn cung nước ngoài.

**Giá Caustic Soda (Xút - NAOH) tại Trung Quốc**



**Chỉ số giá muối công nghiệp tại Ấn Độ**



Nguồn: Sunsir, CEIC, VCBS tổng hợp



## ❖ **Căng thẳng địa chính trị và chính sách hạn chế xuất khẩu làm sụt giảm nguồn cung**

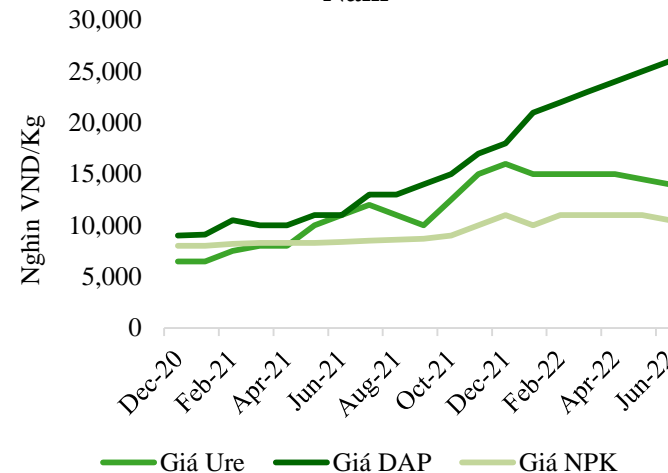
- Hiện nay giá bán các loại phân bón tại thị trường Việt Nam có mối liên hệ khá mật thiết với thế giới do Việt Nam vẫn phải nhập khẩu lượng lớn phân bón. Thời gian vừa qua có 2 đợt tăng giá mạnh vào tháng 8/2021 khi Trung Quốc ban hành lệnh ngưng xuất khẩu phân bón và tháng 2/2022 chiến sự Nga - Ukraine nổ ra. Điều này gây ra tình trạng thiếu hụt nguồn cung trầm trọng khi Nga và Trung Quốc là hai nước chiếm phần lớn sản lượng sản xuất và xuất khẩu phân bón. Bên cạnh đó, giá nguyên liệu đầu vào sản xuất như khí, than, lưu huỳnh... cũng tăng phi mã làm tăng giá thành sản xuất. Vì những lí do đó, giá ure kể từ đầu năm 2021 đến nay đã tăng hơn gấp đôi, giá DAP tăng gần gấp 3, giá NPK tăng khoảng 30%.

- VCBS kỳ vọng giai đoạn nửa cuối 2022 **giá Ure sẽ hạ nhiệt** khi nguồn cung dần được phục hồi đến từ 1) Lệnh cấm xuất khẩu Ure của Trung Quốc được dỡ bỏ giúp gia tăng nguồn cung và 2) Chi phí đầu vào sản xuất Ure là than và khí giảm góp phần hạ giá thành sản xuất. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng **giá bán của sản phẩm phân DAP được duy trì ở mức cao** do 1) Chi phí đầu vào sản xuất phân DAP là quặng apatit và lưu huỳnh, trong đó quặng apatit như chúng tôi đã phân tích sẽ có xu hướng neo giá cao, còn lưu huỳnh tăng giá mạnh do thiếu hụt nguồn cung từ Nga sẽ khó có thể khôi phục sớm.

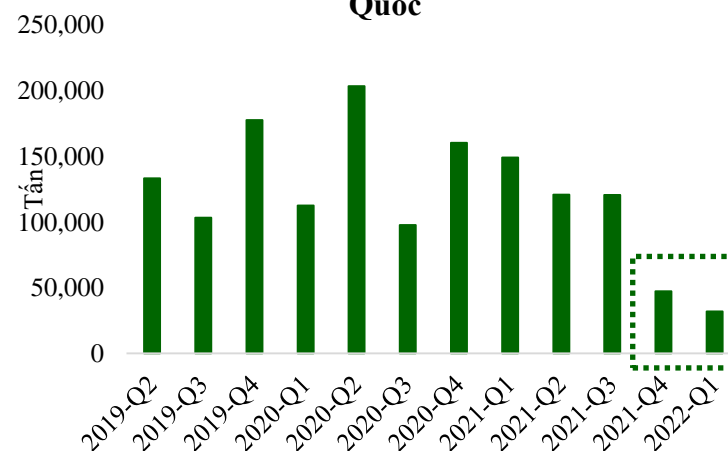
## ❖ **Các doanh nghiệp phân bón tận dụng cơ hội gia tăng sản lượng nội địa và thị trường xuất khẩu**

- Trong giai đoạn hiện nay khi nguồn cung phân bón thế giới thiếu hụt, các doanh nghiệp phân bón nội địa có thể tận dụng thời cơ gia tăng sản lượng sản xuất trong nước và đẩy mạnh xuất khẩu. VCBS kỳ vọng vào doanh nghiệp sản xuất phân DAP khi nguồn cung trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu trong khi sản lượng phân DAP Trung Quốc nhập khẩu cạnh tranh đã giảm đi đáng kể.

**Giá bán các sản phẩm phân bón tại Việt Nam**



**Sản lượng nhập khẩu phân DAP từ Trung Quốc**



Nguồn: THHQ, CEIC, VCBS tổng hợp

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

CSV hoạt động chính trong lĩnh vực hóa chất cơ bản, trong đó các dòng sản phẩm được sản xuất chính bao gồm: Gốc Na+, Gốc Cl-, Gốc SO<sub>4</sub>-, Gốc PO<sub>4</sub>- với các sản phẩm đặc trưng như: Xút (NAOH), Axit Clohidric (HCL), Axit Sunfuric (H<sub>2</sub>SO<sub>4</sub>), Phốt pho vàng (P<sub>4</sub>).....

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn nhất của công ty nắm quyền chi phối là Tập đoàn hóa chất Việt Nam (chiếm 65%), ngoài ra còn có các quỹ đầu tư tài chính như America LLC, Vietnam Investment Limited với tỷ lệ sở hữu 3,85% và 10%.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

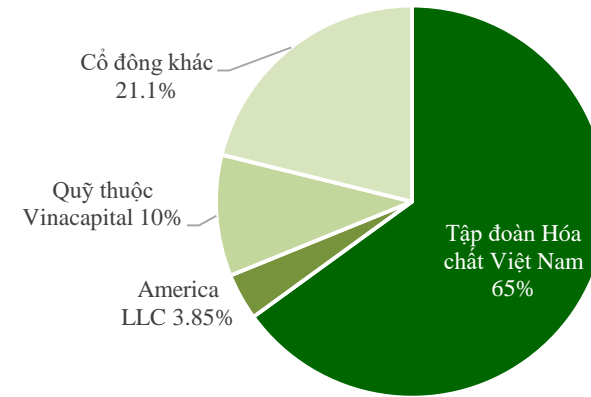
Trong Q1/2021, doanh thu thuần của CSV đạt 482,5 tỷ đồng (+63,4% yoy) và LNTT đạt 140 tỷ đồng (+200% yoy) và lần lượt hoàn thành KHKD 27,7% doanh thu và 55,9% LNTT.

Biên lợi nhuận gộp đạt 36% - mức cao nhất trong lịch sử, trong khi so với cùng kỳ chỉ đạt 27,1%, chủ yếu do giá bán các sản phẩm hóa chất tăng giá.

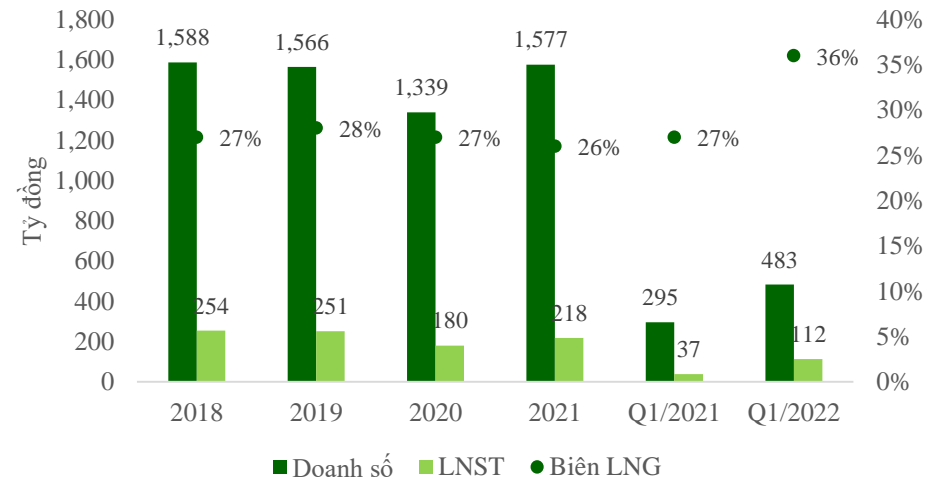
Chi phí tài chính giảm mạnh (-70% yoy) do giảm nợ vay. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý được tiết giảm mạnh mẽ ở tỷ lệ 3,9% và 3,6% trên doanh thu trong khi cùng kỳ ở mức 6,5% và 5,2%.

Tổng kết lại, LNST Q1/2021 đạt 112 tỷ đồng (+204% yoy).

Cơ cấu cổ đông của CSV



Kết quả kinh doanh của CSV



Nguồn: CSV, VCBS

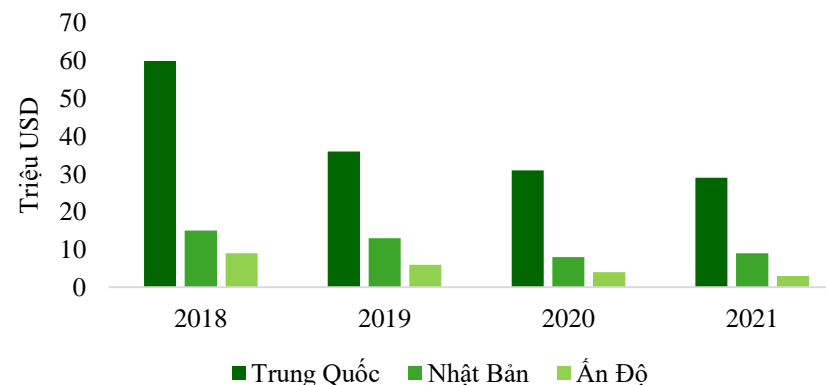
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu các sản phẩm hóa chất cơ bản phục hồi:** Tăng trưởng của CSV chủ yếu nhờ vào sản lượng hồi phục sau dịch và giá bán các sản phẩm hóa chất tăng mạnh mẽ. Ngành hóa chất có tốc độ tăng trưởng gắn liền với tốc độ tăng trưởng GDP của quốc gia, do đó sản lượng các sản phẩm hóa chất cơ bản tại Việt Nam có mức độ hồi phục rất tốt trong năm 2022. Bên cạnh đó, Trung Quốc lockdown đã làm các nhà máy sản xuất hóa chất bị ngưng sản xuất và hạn chế xuất khẩu từ đó giảm mức cạnh tranh với các sản phẩm hóa chất tại Việt Nam. CSV cũng liên tục nâng cấp nhà máy với bình điện phân mới giúp giảm thiểu chi phí sản xuất cũng như gia tăng công suất để nắm bắt cơ hội thị trường.
- **Giá bán duy trì ở mức cao:** Hiện nay giá bán các sản phẩm hóa chất cơ bản của CSV được duy trì ở mức cao như đã phân tích trong phần ngành và dự báo sẽ tiếp tục tích cực vào nửa cuối năm sẽ giúp cải thiện rất tốt lợi nhuận cho doanh nghiệp. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng mảng sản xuất Phốt pho vàng của CSV trong năm 2022 sẽ cho mức lợi nhuận từ 50-70 tỷ - mức lợi nhuận rất lớn sau quá trình hoạt động thiếu hiệu quả từ các năm trước sẽ là cú hích lớn cho lợi nhuận của CSV trong 2022.

## RỦI RO

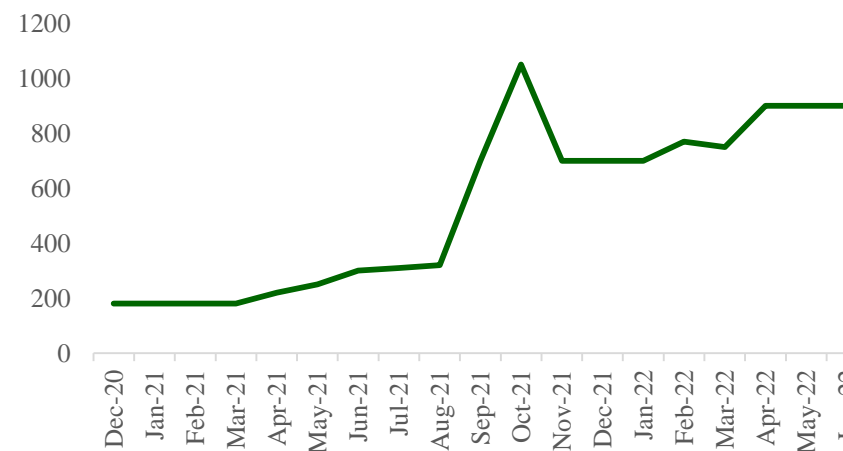
- Rủi ro giá xút giảm
- Rủi ro di dời nhà máy
- Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng cao

Giá trị nhập khẩu Xút (Xút rắn + lỏng) của Việt Nam tại một số thị trường trọng điểm



Nguồn: TCHQ, VCBS

Giá Xút (NAOH) tại Trung Quốc



Nguồn: Sunsir, VCBS

## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

**P/E** 60.000

## GIÁ MỤC TIÊU

**60.000 đ/CP**

**MUA**

**+48%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU CSV & VN-INDEX



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.576	2.102	2.080
+/- yoy (%)	17,7%	33,3%	-1%
LNST	218	422	435
+/- %	21%	93%	3.1%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	4.300	9.140	9.441

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

DDV hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất phân DAP (Thành phần gồm P205: 46 - 48%, N2:16 - 18%), là một trong những doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất phân DAP và hiện chiếm 30% thị phần tiêu thụ toàn quốc.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn nhất của công ty nắm quyền chi phối là Tập đoàn hóa chất Việt Nam (chiếm 64%). Ngoài ra cổ đông lớn khá đáng chú ý khác là QBS với tỷ lệ 15,17%, trong đó QBS có cảng gần tại khu vực nhà máy của DDV giúp cho doanh nghiệp dễ dàng hơn trong quá trình xuất nhập khẩu. Cổ đông đáng chú ý khác mới gia tăng cổ phần là Chứng khoán APG với tỷ lệ 5,5%.

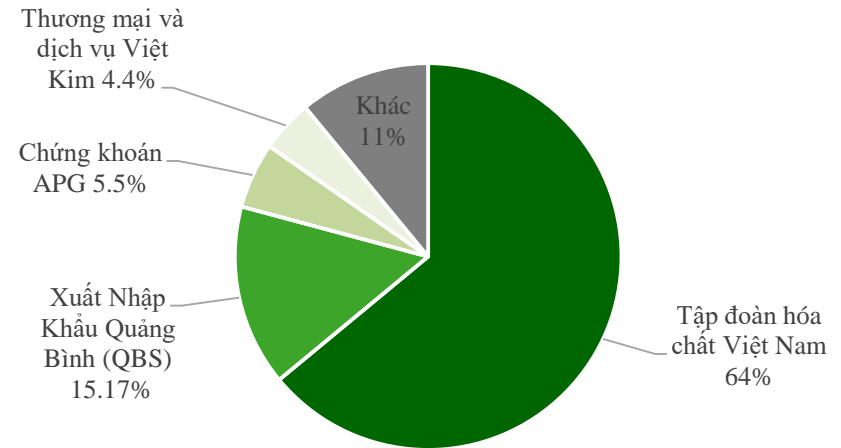
## KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong Q1/2021, doanh thu thuần của DDV đạt 863 tỷ đồng (+36,5% yoy) và LNTT đạt 145,7 tỷ đồng (+310,3% yoy) và lần lượt hoàn thành KHKD 28,5% doanh thu và 67,2% LNTT.

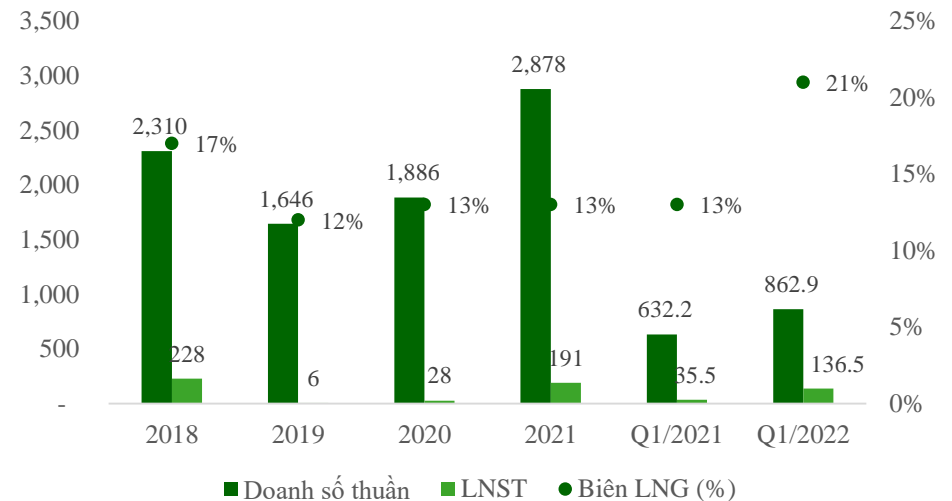
Biên lợi nhuận gộp đạt 21,2% - mức cao nhất trong lịch sử, trong khi so với cùng kỳ chỉ đạt 13,3%, chủ yếu do giá bán sản phẩm DAP tăng giá.

Tổng kết lại, LNST Q1/2021 đạt 136,5 tỷ đồng (+284.5% yoy) nhờ vào khả năng cải thiện lợi nhuận gộp và tiết giảm chi phí hoạt động.

## Cơ cấu cổ đông của DDV



## Kết quả kinh doanh của DDV



Nguồn: DDV, VCBS

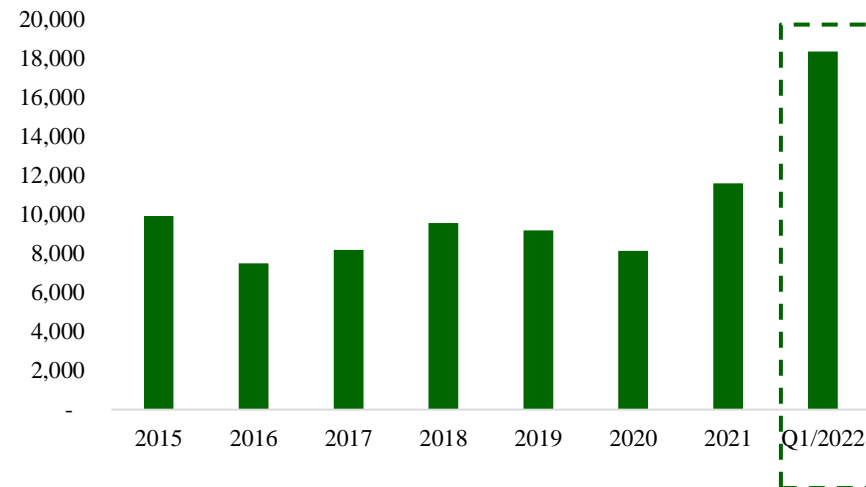
## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Giá sản phẩm phân DAP tăng mạnh mẽ:** Có thể thấy rằng mặc dù giá các loại phân khác như Urea, NPK, Kali đã tạo đỉnh và có xu hướng giảm từ tháng 11/2021 tuy nhiên giá phân DAP tại Việt Nam và thế giới vẫn đang trong đà tăng giá mạnh mẽ. Nguyên nhân của việc này đến từ 1) Chi phí đầu vào sản xuất sản phẩm phân DAP trong thời gian qua vẫn gia tăng lớn như: Quặng Apatit, Lưu huỳnh, Amoniác; 2) Gián đoạn nguồn cung DAP khi các quốc gia lớn như Trung Quốc, Nga hạn chế xuất khẩu phân bón. Chúng tôi nhận định giá bán DAP vẫn duy trì mức giá cao trong tương lai do 1) Xu hướng giá đầu vào của Quặng Apatit sẽ tiếp tục neo ở mức cao khi nguồn cung Apatit tại Trung Quốc bị hạn chế trong dài hạn 2) Tình trạng chiến tranh vẫn chưa kết thúc làm thiếu hụt nguồn cung phân bón từ Nga.
- **DDV đã tích trữ được lượng lớn hàng tồn kho:** Trong Q4/2021, lượng hàng tồn kho của DDV đã tăng mạnh lên 511 tỷ (+129% sv Q3/2021). Với mức giá bán tăng mạnh liên tiếp trong Q1/2022 và Q2/2022, chúng tôi kỳ vọng mức biên lợi nhuận gộp của DDV sẽ tiếp tục duy trì mức cao ít nhất cho tới hết Q3/2022. Chúng tôi kỳ vọng khả năng tiêu thụ hàng tồn kho này ở mức tốt khi lượng lớn các sản phẩm cạnh tranh với phân DAP của Việt Nam tới từ Trung Quốc đã bị hạn chế xuất khẩu.

## RỦI RO

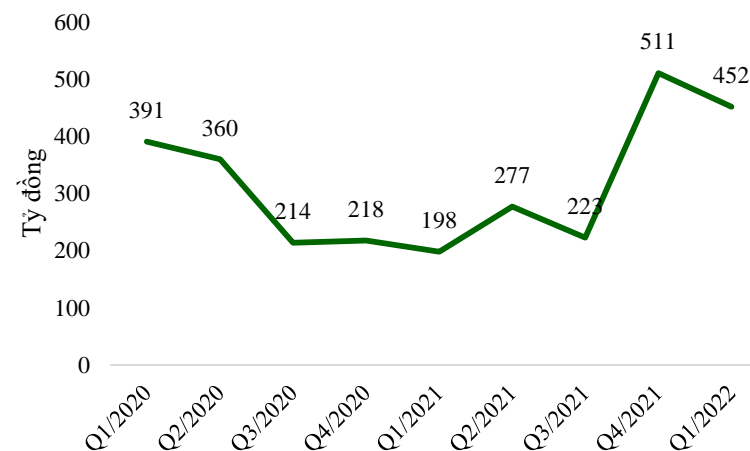
- Rủi ro gián đoạn nguyên vật liệu đầu vào
- Rủi ro cạnh tranh các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc
- Rủi ro giá bán phân DAP giảm

Giá bán bình quân DAP của DDV



Nguồn: VCBS tổng hợp

Giá trị hàng tồn kho của DDV



Nguồn: DDV, VCBS tổng hợp



## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

**P/E** 21.000

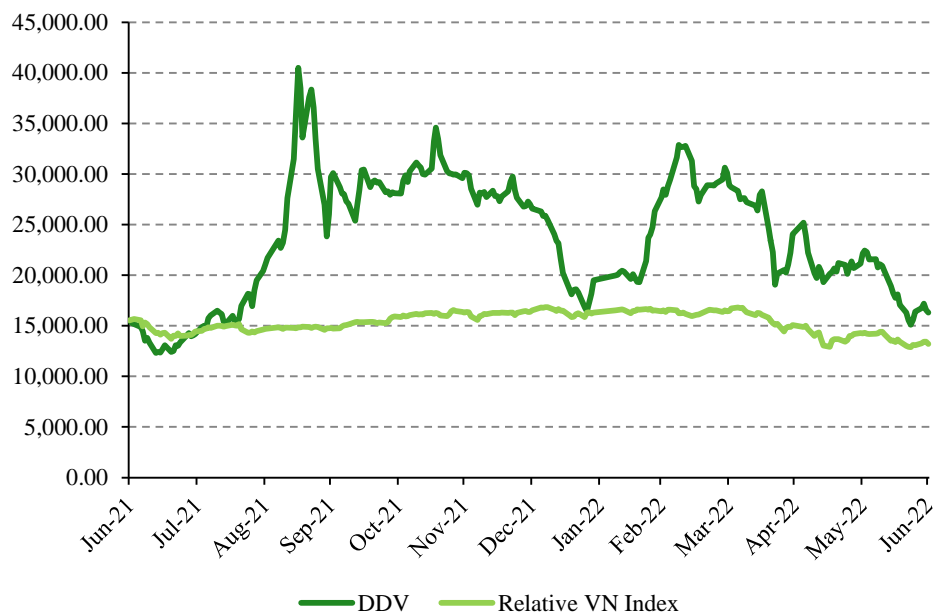
## GIÁ MỤC TIÊU

**21.000 đ/CP**

**MUA**

**+28%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU DDV & VN-INDEX



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2.878	4.827	4.777
+/- yoy (%)	52,7%	68%	-1%
LNST	191	596	620
+/- %	571%	211%	4.4%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	1.307	4.062	4.242

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

DGC hoạt động chính trong lĩnh vực hóa chất cơ bản và sản xuất phốt pho, trong đó các dòng sản phẩm được sản xuất chính bao gồm: P4 vàng, axit trích ly WPA, các sản phẩm phân bón DAP, phụ gia thức ăn chăn nuôi MAP và một số sản phẩm hóa chất khác.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

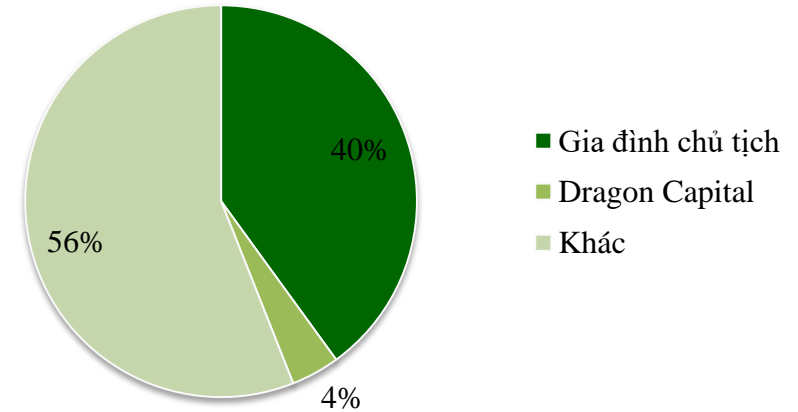
Cổ đông lớn nhất là gia đình chủ tịch Đào Hữu Huyền và những người liên quan. Sau khi tập đoàn hóa chất thoái 9,9% cổ phần tại đây, đã có quỹ ngoại mới xuất hiện là nhóm Dragon Capital với tỷ lệ sở hữu khoảng 4%.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

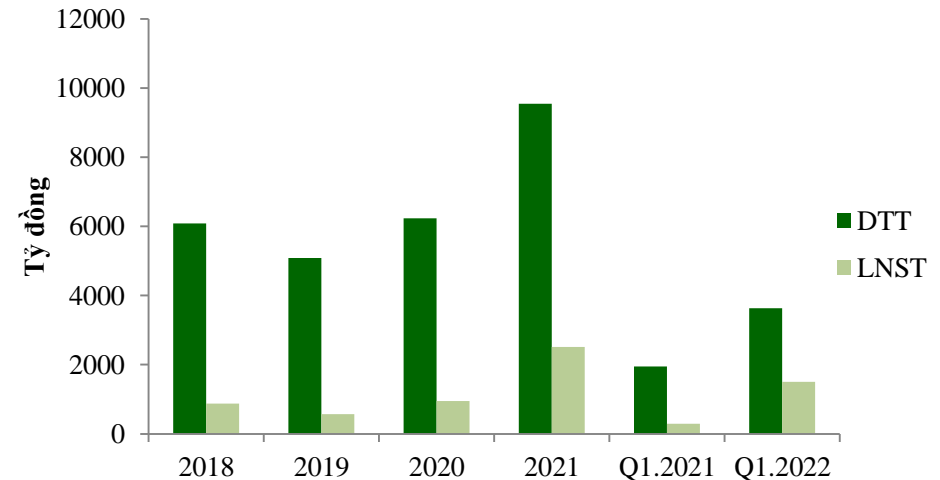
Trong Q1.2022, DGC ghi nhận 3.634 tỷ đồng DTT (+86%) và 1.336 tỷ đồng LNST (+370% yoy). Biên lợi nhuận gộp đạt mức kỷ lục 47% nhờ sự gia tăng giá mạnh mẽ của các sản phẩm chủ lực bao gồm P4 vàng và phân bón + phụ gia TĂCN (DAP, MAP), cùng chiếm 40% trong cơ cấu doanh thu.

Về cơ cấu khách hàng, 40% đầu ra của P4 là các công ty hóa chất tại Hàn Quốc, Nhật Bản, Đài Loan nhập về để sản xuất axit photphoric công nghiệp để phục vụ cho các tập đoàn điện tử lớn như TMSC và Samsung. Còn lại là các khách hàng hoạt động trong lĩnh vực hóa chất nông nghiệp tại Ấn Độ và Châu Âu.

Cơ cấu cổ đông



KQKD qua các năm



Nguồn: DGC, VCBS

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

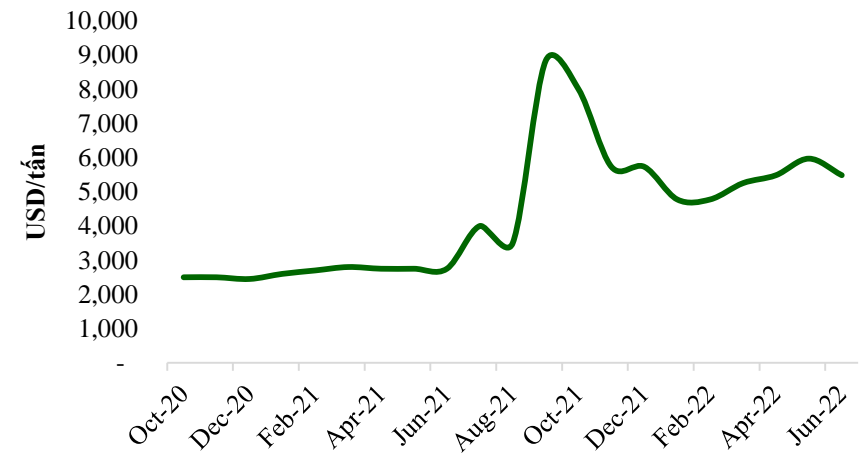
- **Giá P4 vàng dự kiến duy trì ở mức cao.** Nguồn cung P4 vàng tại Vân Nam (Trung Quốc) đang bị hạn chế do chính sách bảo vệ môi trường. Các nhà sản xuất tại đây phải nhập quặng từ các tỉnh khác với khoảng cách xa, và chất lượng thấp hơn khiến khả năng cạnh tranh giảm. Ngoài ra việc thiếu hụt năng lượng và giá điện tăng cũng là nguyên nhân khiến cho việc đầu tư sản xuất P4 không được khuyến khích. Đây cũng là 1 phần nguyên nhân khiến cho giá P4 không điều chỉnh dù đang vào mùa thấp điểm quý 2. Theo đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng giá P4 có thể duy trì ở mức cao, khoảng 5.500 – 6.000 USD/tấn cho tới hết năm nay

✔ **Giá phân bón DAP là điểm sáng giữa ngành phân bón.** Trong khi giá phân bón Urea bắt đầu điều chỉnh mạnh trên thị trường thế giới, giá DAP tiếp tục tăng mạnh trong thời gian gần đây. Đặc biệt tại Trung Quốc, giá DAP đã tăng 20% kể từ cuối tháng 4 và chưa có dấu hiệu giảm. Ngoài ra, giá nội địa Việt Nam đang neo ở mức thấp hơn giá khu vực khoảng gần 20% (22.400 đồng/kg vs 26.800 đồng/kg trong trung tuần tháng 5) và xu hướng vẫn duy trì. Theo đó, những nhà sản xuất có công nghệ sản xuất chất lượng cao, đủ tiêu chuẩn xuất khẩu như DGC được hưởng lợi.

## ✔ Triển vọng dài hạn từ dự án Nghi Sơn

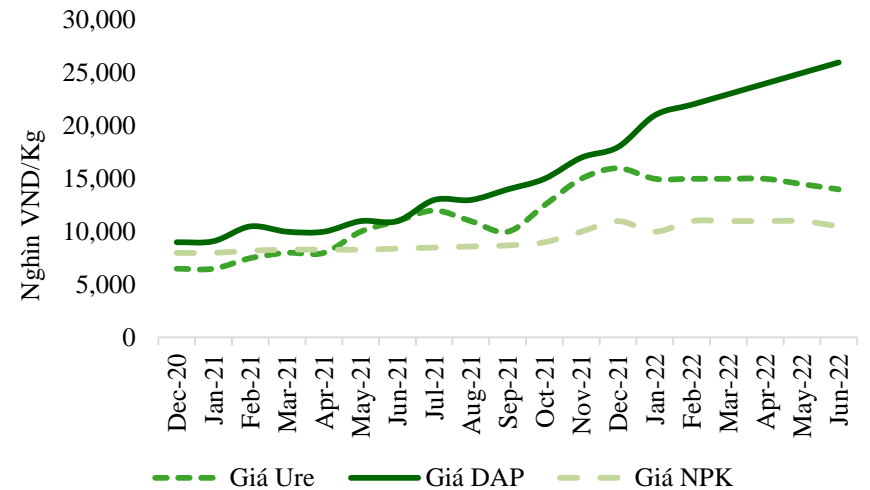
**Dự án Nghi Sơn:** DGC dự kiến sẽ triển khai trước giai đoạn 2, sản xuất monomer VCM. Dự án sẽ khởi công vào cuối năm nay và hoàn thành vào cuối năm 2024. Sản phẩm monomer VCM hiện nay trong nước chưa sản xuất được, phải nhập khẩu khoảng 300k tấn/năm. DGC cho biết đã có khách hàng từ Nhật sẵn sàng nhập hàng và muốn góp vốn ngay từ khi dự án bắt đầu.

Giá P4 tại Trung Quốc



Nguồn: TCHQ, VCBS

Giá bán các sản phẩm phân bón tại Việt Nam



Nguồn: Sunsir, VCBS



## PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

**P/E** 125.500

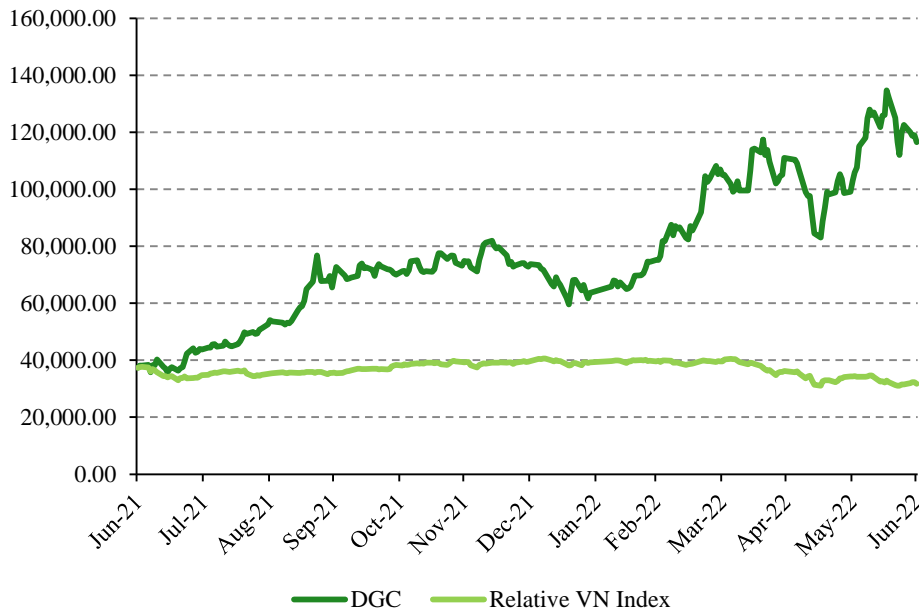
## GIÁ MỤC TIÊU

**125.500 đ/CP**

**Khả quan**

**+28%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU DGC & VN-INDEX



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	9.550	12.260	11.647
+/- yoy (%)	53.1%	28.4%	-5%
LNST	2.514	4.851	4.505
+/- %	165%	93%	-7,2%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	6.776	13.075	12.143

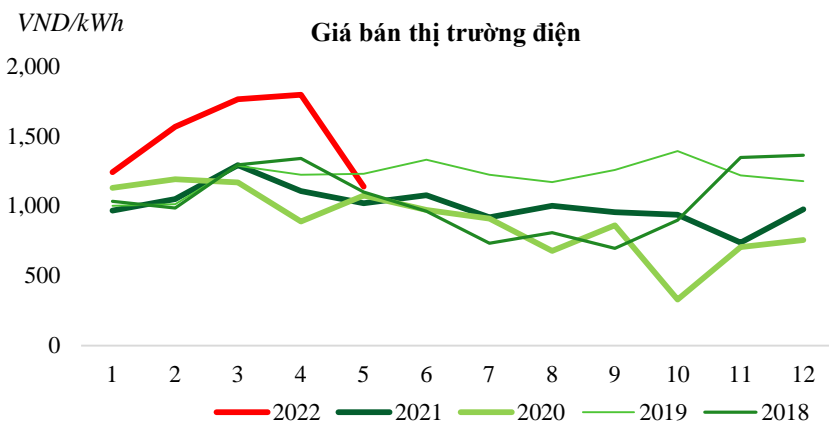


# NGÀNH ĐIỆN

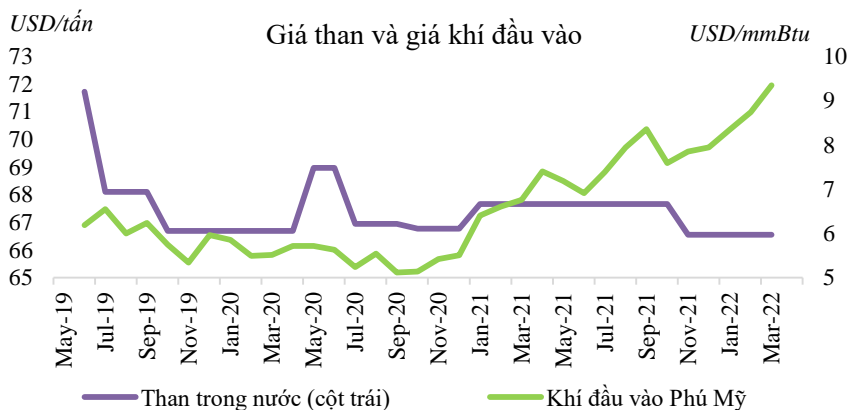


Giá khí dầu vào tăng mạnh và thiếu hụt than trong 4 tháng đầu năm khiến cho giá bán trên thị trường điện cạnh tranh tăng mạnh trong 4T đầu năm.

Sản lượng ND than sụt giảm 11% sản lượng do thiếu than trong Q1 và các nguồn khác dồi dào hơn.  
 Giá trần thị trường điện tăng lên cao nhất trong lịch sử với 1.602 đồng/kWh, tăng 6.6% yoy, nhưng sụt giảm mạnh từ T5 do mưa nhiều ở KV miền Bắc.



Nguồn: EVNGENCO 3, VCBS



Nguồn: PGV, VCBS

=> Hoạt động các doanh nghiệp nhiệt điện than, khí kém khả quan hơn nhận định báo cáo lần trước do nhiên liệu đầu vào và nguồn khác phát tốt hơn dự kiến. Tuy nhiên, tình hình kinh doanh dài hạn vẫn ổn định và đem lại mức lợi tức khá tốt như NT2 với lợi tức 7% - 10%, QTP nâng mức lợi tức lên khoảng 10% - 12%.

Ngoài ra, nguồn nhiệt điện than/LNG sắp tới hoạt động sẽ giúp giảm bớt căng thẳng hệ thống điện nhưng sẽ làm tăng nhu cầu than nhập khẩu

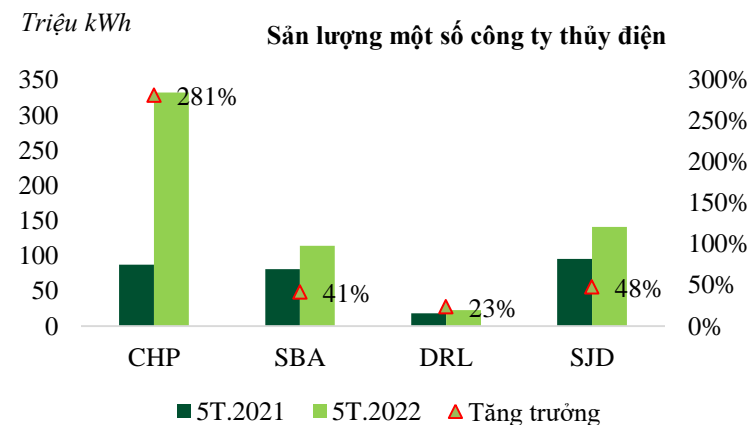
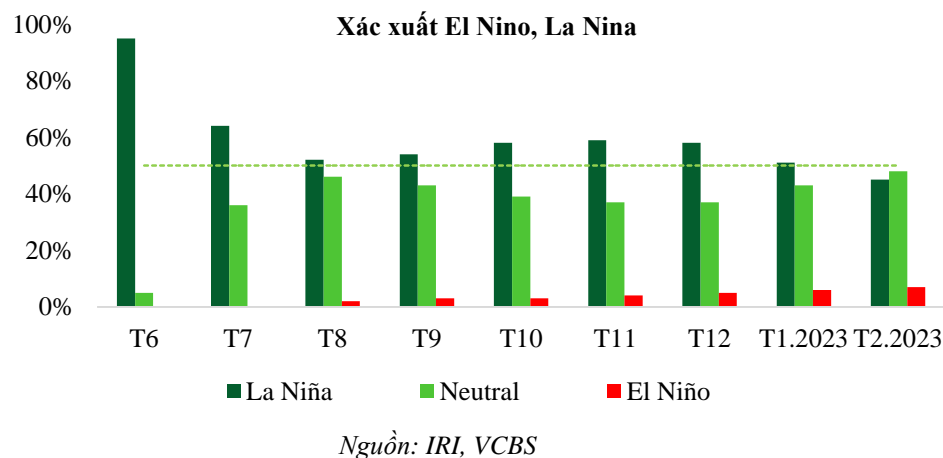
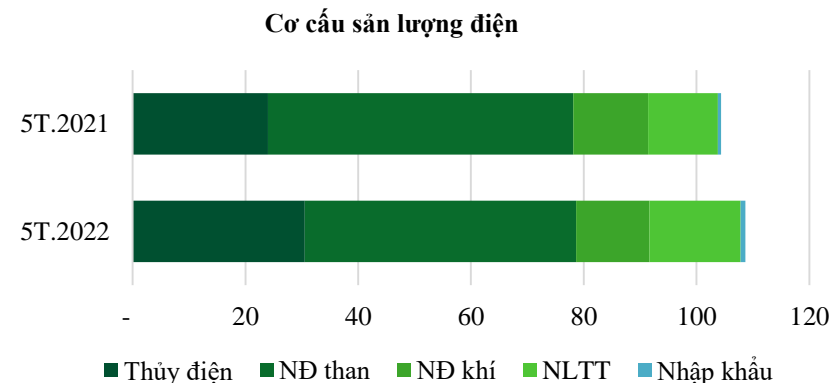
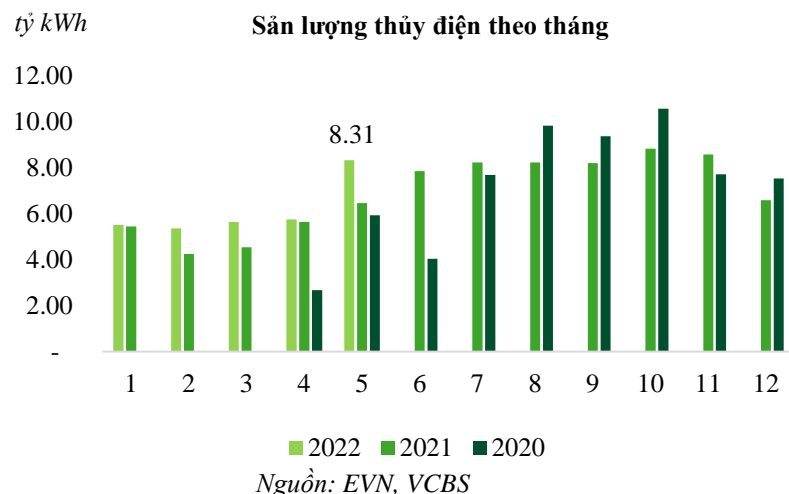
Dự án mới	CS 2021	CS 2022	CS 2023	CS 2025	Loại hình	Khu vực
ND Duyên Hải 2	1320				Nhiệt điện than	Miền Nam
Nghi Sơn 2	600	600			Nhiệt điện than	Miền Bắc
Sông Hậu 1	600	600			Nhiệt điện than	Miền Nam
Vân Phong 1			1320		Nhiệt điện than	Miền Trung
Thái Bình 2		600	600		Nhiệt điện than	Miền Bắc
Quảng Trạch 1				1200	Nhiệt điện than	Miền Trung
Nhon Trạch 3&4				1500	Nhiệt điện LNG	Miền Nam

Nguồn: VCBS tổng hợp



La Nina hoạt động mạnh trở lại trong nửa đầu năm, đặc biệt là trong tháng 5 và tháng 6.

...=> các thủy điện ở phía miền Bắc và Bắc Trung Bộ sẽ được hưởng lợi như: TBC, SBA, VSH, CHP, VSH...



Điện gió sẽ hoạt động tốt lên từ Q3 và mạnh vào Q4 do yếu tố gió mùa.

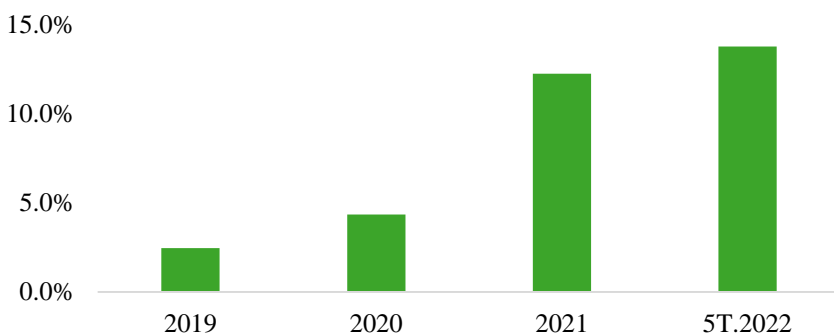
## Điện gió chuyển tiếp

- Hiện còn 178 MW đã hòa lưới nhưng chưa được COD. Ngoài ra còn 711.55 MW công suất chưa hòa lưới của các dự án hòa lưới 1 phần dự án và còn hơn 3.300 MW công suất đã ký hợp đồng nhưng chưa xây dựng/bắt đầu triển khai xây dựng do CĐT xác định sẽ không kịp COD đúng hạn
- Có thể sẽ có chính sách giá cho các nhà máy chuyển tiếp này đầu tiên** sau đó mới có chính sách giá cho các dự án khác. Dự kiến giá sẽ thông qua cơ chế đàm phán cho từng dự án theo khung giá phát điện được chính phủ ban hành tương tự như khung giá phát điện hiện đang dành cho các loại hình thủy điện, nhiệt điện.

Theo đó, các công ty niêm yết có dự án chuyển tiếp sẽ được hưởng lợi như **GEG, BCG**.

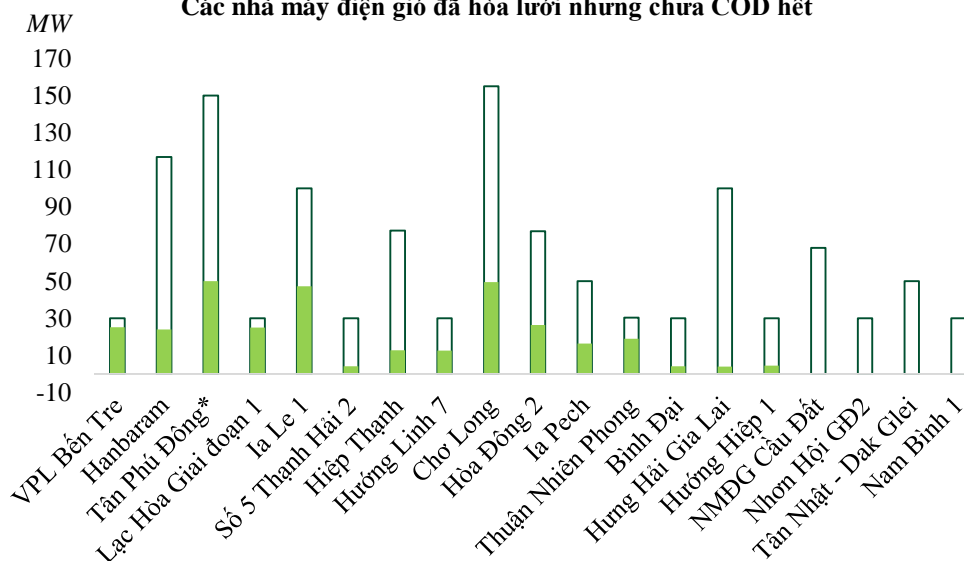
Việt Nam vào top 50 nước trên thế giới có đóng góp bởi NLTT lớn hơn 10% trong cơ cấu sản lượng và là 1 trong ba nước có tốc độ chuyển đổi sang năng lượng xanh nhanh nhất kể từ năm 2019 do đó giúp tăng nhận diện thương hiệu để thu hút đầu tư FDI

Tỷ trọng sản lượng NLTT



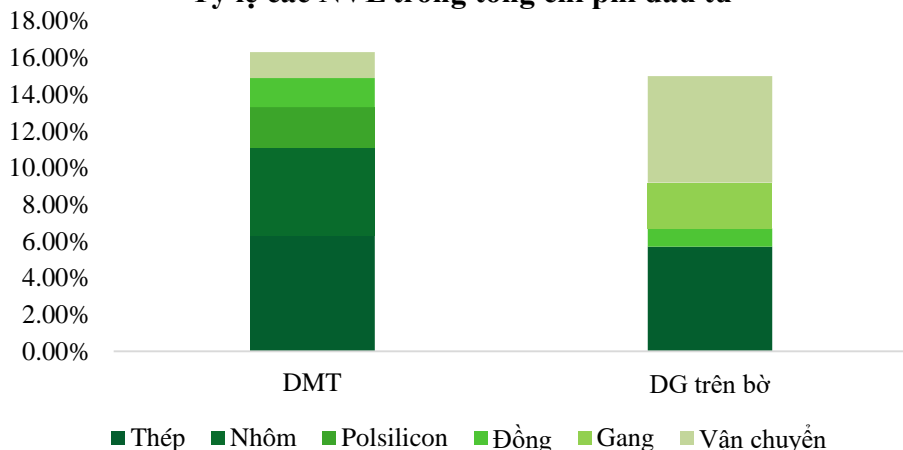
Nguồn: EVN, VCBS tổng hợp

Các nhà máy điện gió đã hòa lưới nhưng chưa COD hết

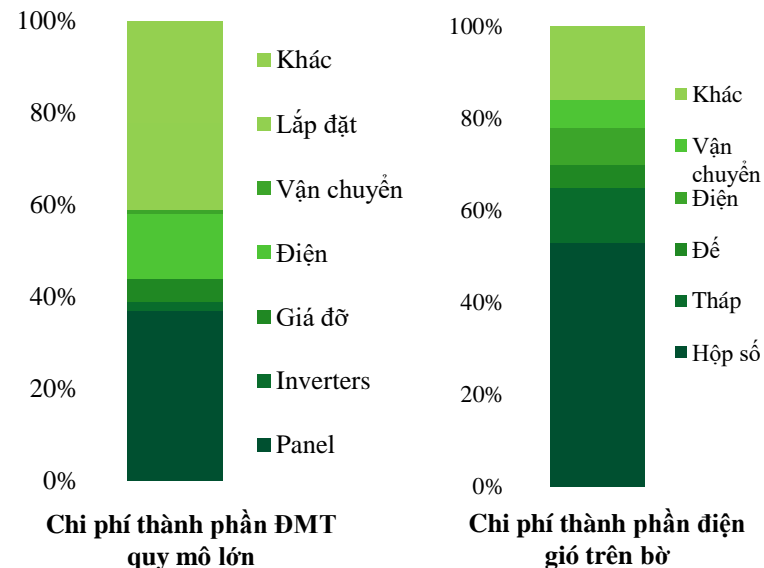


Nguồn: VCBS tổng hợp

**Tỷ lệ các NVL trong tổng chi phí đầu tư**



Nguồn: IEA, VCBS



Nguồn: IEA, VCBS

## Chi phí đầu tư NLTT tăng trở lại trong giai đoạn năm 2021

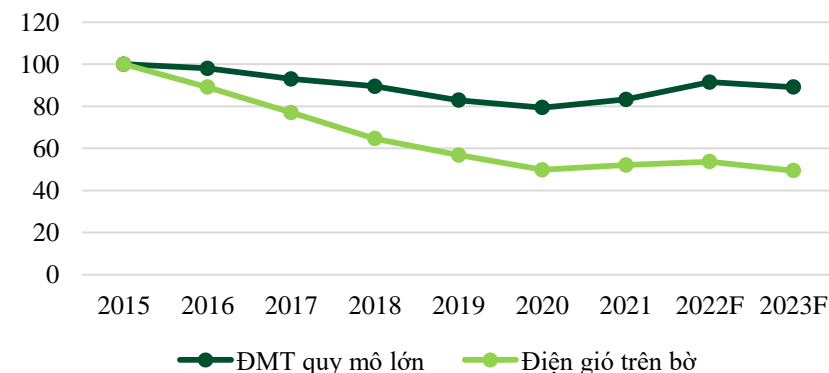
– 2022 nhưng dự kiến tiếp tục xu hướng giảm trong dài hạn.

Chi phí các NVL sản xuất ra panel mặt trời và Turbine gió tăng mạnh từ 2021 đến nay. Theo đó, Silicon sản xuất Panel đã tăng gấp 4 lần, giá thép tăng 50%, đồng tăng 70%, nhôm tăng gấp đôi. Ngoài ra, chi phí vận chuyển cũng tăng gần 5 lần.

Theo ước tính của EIA, chi phí đầu tư ĐMT và điện gió đã tăng khoảng 15% - 25% so với năm 2020. Trong đó, chi phí vận chuyển ảnh hưởng lớn nhất đến điện gió. Đối với ĐMT, các yếu tố như Polysilicon, kim loại hay vận chuyển tác động khá đồng đều.

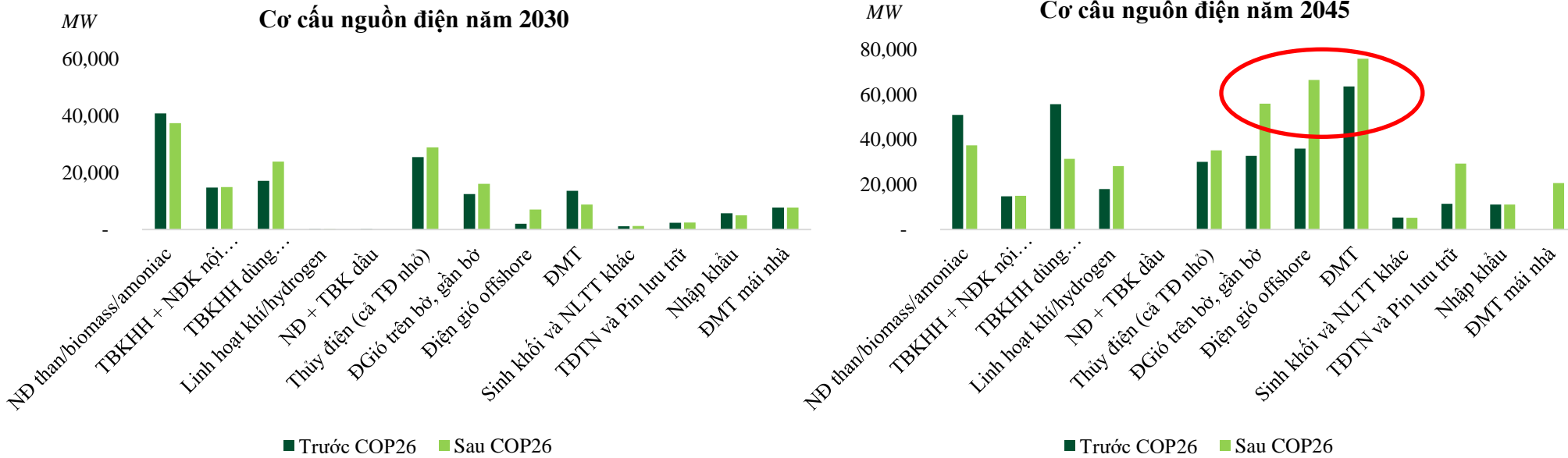
Tuy nhiên với giá dầu/khí duy trì ở mức cao đặc biệt xung đột Nga – Ukraina khiến cho các nước Châu Âu đẩy nhanh hơn quá trình đầu tư NLTT trước đó. Lợi thế kinh tế nhờ quy mô cùng kỳ vọng các NVL giảm nhiệt giúp chi phí đầu tư NLTT tiếp tục giảm theo xu hướng dài hạn.

**CAPEX index**



Nguồn: EIA, VCBS

# DỰ THẢO QHĐ 8 LẦN 6 THEO HƯỚNG XANH HƠN



Nguồn: EVN, VCBS

Nguồn: EVN, VCBS

📌 **Dự thảo mới nhất có kịch bản chuyển đổi năng lượng theo hướng xanh hơn quy hoạch cũ theo chỉ đạo của Thủ tướng sau hội nghị COP 26 và đây sẽ là cơ hội cho điện gió đặc biệt là điện gió ngoài khơi trong GD 2022 – 2030.**

- 📌 **Tới năm 2030:** giảm NĐ than, chủ yếu tăng TBKHH dùng LNG, các nguồn khí nội dự kiến sẽ có thêm khí từ Lô B Ô Môn và Cá Voi Xanh. Tuy nhiên các mỏ khu vực Đông Nam Bộ sẽ suy giảm mạnh và các nhà máy điện ở khu vực ĐNB sẽ phải sử dụng tới khí LNG nhập khẩu. Điện gió ngoài khơi tăng lên 7.000 MW so với 2.000 MW trước đó do đặc điểm ổn định tần số. Điện gió trên bờ, gần bờ tăng thêm 30% công suất so với trước đó. ĐMT quy mô lớn và mái nhà hầu như giữ quy mô so với hiện tại. Điện gió
- 📌 **Tới năm 2045:** Duy trì NĐ than từ năm 2030, không phát triển mới và có định hướng chuyển đổi sang sử dụng đốt biomass/ammoniac. Trước COP26, TBKHH sẽ là một trong những nguồn phát triển mạnh nhất nhưng đến lần này đã giảm tới 44% so với công suất trước đó mà chủ yếu tập trung vào tăng mạnh Điện gió gần bờ/trên bờ và ngoài khơi, ĐMT. Ngoài ra còn phát triển công nghệ lưu trữ điện năng khi lúc này tỷ lệ NLTT đã lên tới 49% nguồn điện với đặc điểm biến thiên mạnh và lúc này có thể công nghệ lưu trữ điện đã phát triển với mức giá tốt hơn.
- 📌 Dự thảo này gần như đã được thông qua, chỉ còn một vài vướng mắc về tỷ lệ điện sử dụng LNG do giá khí hiện tại cao và không chủ động được nguồn cung khí trong nước. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng với kịch bản chuyển đổi năng lượng này, cần phải có nguồn điện ổn định để duy trì tần số hệ thống và có thể huy động nhanh thì LNG là nguồn không thể thiếu do các nguồn điện khác đã tới hạn hoặc phát thải cao.

# BẢNG KHUYẾN NGHỊ CÁC DN NGÀNH ĐIỆN H2.2022

STT	Mã CK	Vốn hóa	ROE	ROIC	ROA	D/A	P/E	P/B	EV/EBIT DA	DY	Ghi chú
Thủy điện	CHP	3.526	20,62%	15,83%	11,72%	0,37	9,28	1,80	6,58	6,25%	Khả quan do hưởng lợi từ mưa nhiều trong 1H.2022
	S4A	1.521	26,09%	18,35%	14,90%	0,36	10,35	2,52	9,14	0,00%	Khả quan do hưởng lợi từ mưa nhiều trong 1H.2022
	TBC	1.908	13,28%	18,48%	10,27%	0,15	11,65	2,02	6,41	3,33%	Sản lượng giảm nhẹ trong Q2.2022
	SBA	1.266	15,64%	14,31%	10,63%	0,27	9,40	1,41	8,05	0,00%	Khả quan do hưởng lợi từ mưa nhiều trong 1H.2022
	VSH	10.513	17,13%	12,78%	6,85%	0,48	15,29	2,38	8,61	2,25%	Khả quan do hưởng lợi từ mưa nhiều trong 1H.2022, Chuẩn bị đàm phán xong cơ chế giá bán mới giúp tăng thêm khoảng trung bình 200 tỷ đồng/năm
	SJD	1.242	18,52%	18,11%	13,21%	0,18	7,13	1,28	4,83	0,00%	Khả quan do hưởng lợi từ mưa nhiều trong 1H.2022
	QTP	7.352	11,70%	10,24%	7,50%	0,24	10,42	1,19	5,23	4,90%	Ít bị ảnh hưởng bởi thiếu than nhất, cổ tức dự kiến sẽ duy trì mức 15 - 20% trong thời gian tới, thích hợp để nắm giữ hưởng cổ tức
Nhiệt điện	HND	8.205	11,59%	9,98%	7,74%	0,21	11,52	1,27	4,71	0,00%	Bị ảnh hưởng bởi việc thiếu than và La Nina khiến cho KQKD không được như kỳ vọng của chúng tôi.
	POW	32.552	6,19%	6,49%	3,62%	0,15	16,34	1,12	6,68	0,00%	Khả Quan - Chờ NT3&4 hoạt động từ năm 2025 mới giúp KQKD tăng trưởng. Ngoài ra sự cố tại NMTĐ Vũng Áng vẫn chưa được khắc phục
	PGV	28.761	18,35%	6,80%	4,48%	0,60	9,11	1,61	8,14	0,00%	Khả quan - Sản lượng hồi phục, còn dư địa về chênh lệch tỷ giá nhưng sẽ bị áp lực tỷ giá và Libor tăng trong năm nay.
	NT2	7.139	13,74%	12,83%	8,46%	0,08	12,34	1,63	5,78	4,03%	Nắm giữ - phù hợp cho nắm giữ hưởng cổ tức
	NLTT	GEG	7.662	9,88%	7,41%	3,04%	0,56	20,68	2,18	11,39	0,00%
	HDG	11.619	20,07%	14,22%	6,52%	0,44	10,99	2,53	8,99	1,75%	N/A
Xây lắp	PC1	9.077	12,13%	6,18%	4,16%	0,52	11,99	1,88	12,50	0,00%	<b>MUA - Kỳ vọng chính sách mới sau khi QHĐ 8 phê duyệt sẽ cần nhu cầu lớn phát triển mạng lưới truyền tải, phát triển các dự án mới; Dự án khai thác Nickel sẽ hoạt động từ 2023 đem lại LN tốt; kế hoạch tham vọng phát triển các dự án thủy điện, điện gió ...</b>
	TV2	1.963	19,45%	16,46%	6,28%	0,04	7,65	1,41	6,16	0,00%	Nắm giữ - Giá trị hợp đồng ký mới thấp nhưng có thể kỳ vọng vào dài hạn khi các dự án NLTT được mở khóa.

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

Công ty chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực phát điện với các loại hình như: Thủy điện (79,3MW), điện mặt trời (259,7 MWp) và điện gió (125,2 MW) và dự kiến đang mở rộng đầu tư mạnh các dự án điện gió với 140 MW và 4.8 MW điện gió chưa kịp vận hành hưởng FIT1.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn nhất là TTC và các công ty trong tập đoàn với 44,44%, theo sau đó là AVH với 20,76% và IFC với 13., 4%.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

### KQKD Q1/2022 tăng trưởng nhờ các dự án điện gió đi vào hoạt động đúng mùa gió chính

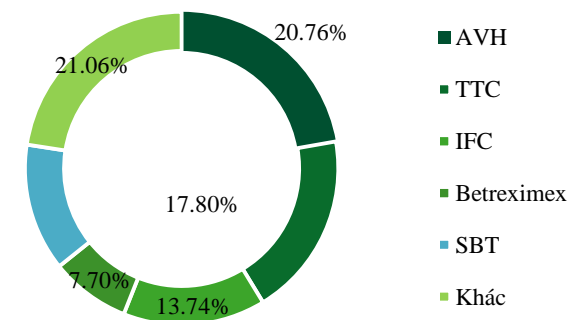
Doanh thu Q1.2022 đạt 570 tỷ đồng (+87,1% yoy) nhờ sự hoạt động của 125,2 MW điện gió từ T11.2021.

Chi phí tài chính tăng mạnh đạt 145 tỷ đồng (+86% yoy) do hết được vốn hóa lãi vay.

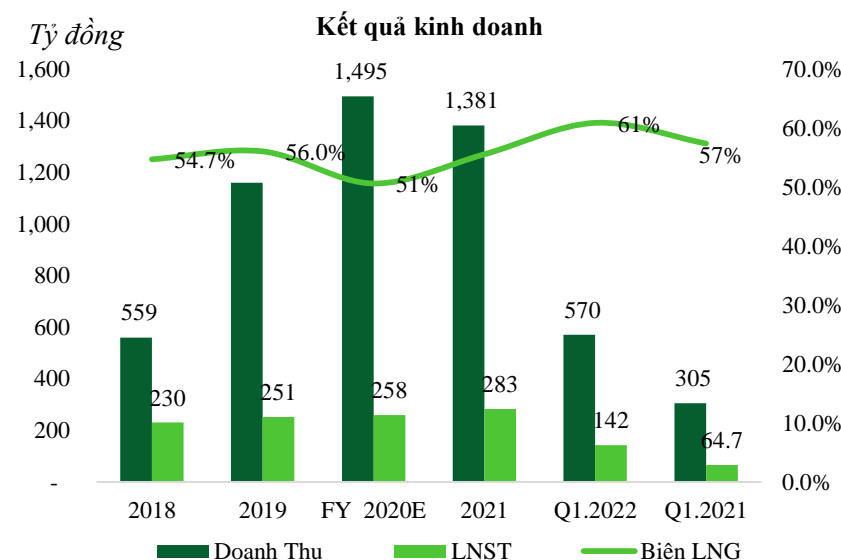
Các chi phí khác biến động không nhiều.

NPATMI đạt 142 tỷ đồng (+127% yoy), đạt 50.4% kế hoạch năm.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Fiiipro, VCBS

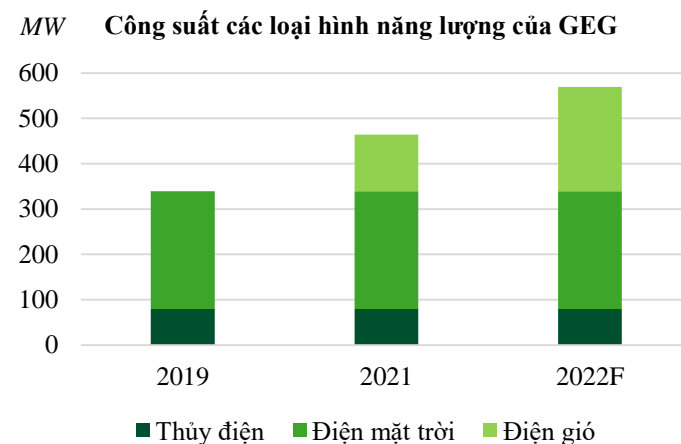


Nguồn: Fiiipro, VCBS



## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **125,2 MW điện gió hoạt động cuối năm 2021 giúp LN năm 2022 tăng trưởng tốt.** 03 dự án trong đó có 1 dự án trên bờ hưởng mức giá 8.5 cent/kWh, còn lại 2 dự án gần bờ hưởng mức giá bán 9.8 cent/kWh đang vận hành khá ổn định và hầu như không bị cắt giảm công suất. Dự kiến sẽ đem lại LNST khoảng 140 tỷ đồng trong năm 2022.
- **Tiếp tục đầu tư dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (100 MW) và dự kiến còn điện gió VPL bến Tre GD 2 (30 MW), ĐMT Đức Huệ 2 (49 MWp).** Hiện tại TPĐ 1 thuộc dự án điện gió chuyển tiếp, đã ký hợp đồng PPA với EVN, đã có trong quy hoạch nhưng chưa phát điện kịp thời hạn 31/10/2021 để hưởng giá FIT 1, ngoài ra còn 1 trụ 4,8 MW tại dự án VPL cũng thuộc dạng này. Chúng tôi kỳ vọng chính sách cho các dự án chuyển tiếp sẽ sớm được áp dụng sau khi có QHĐ 8 sẽ sớm được thông qua trong năm nay. Dự án VPL GD 2 sẽ được thực hiện khi có chính sách giá mới.
- **QHĐ 8 sẽ sớm được thông qua với kịch bản chuyển đổi năng lượng** ưu tiên các loại hình NLTT như điện gió, điện gió ngoài khơi, ĐMT. GEG là cái tên đáng chú ý với việc liên tục đầu tư các dự án NLTT này.



Nguồn: GEG, VCBS

## RỦI RO

- **Rủi ro cắt giảm công suất.** Hiện tại, dự án Krongpa đang có tỷ lệ cắt giảm công suất cao nhất với khoảng 8%, tiếp theo đó là Trúc Sơn với tỷ lệ 7% do mạng lưới truyền tải không hấp thụ hết các dự án trong vùng.
- **Rủi ro chính sách cho điện gió chuyển tiếp.** Các dự án không kịp hưởng giá FIT phải đợi các chính sách tiếp theo, nếu chính phủ không ban hành chính sách mới kịp thời, các dự án này sẽ không phát điện được để đem về doanh thu.

## ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá DCF **29.988 đ/CP**

Phương pháp SOTP **29.830 đ/CP**

## GIÁ MỤC TIÊU

**29.900/CP**

**MUA**

**+45,0%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: Fiiipro, VCBS

## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,381	2,037	2,786
+/- yoy (%)	-7.59%	47.52%	36.75%
LNST	283	386	537
+/- %	9.42%	36.41%	39.26%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	931	1,198	1,669

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

Hoạt động kinh doanh truyền thống của PC1 là xây lắp hệ thống truyền tải điện. Hiện nay PC1 đang mở rộng rất mạnh sang mảng đầu tư nguồn điện như thủy điện và NLTT. Ngoài ra BĐS dân cư hay KCN cũng là định hướng quan trọng trong thời gian tới.

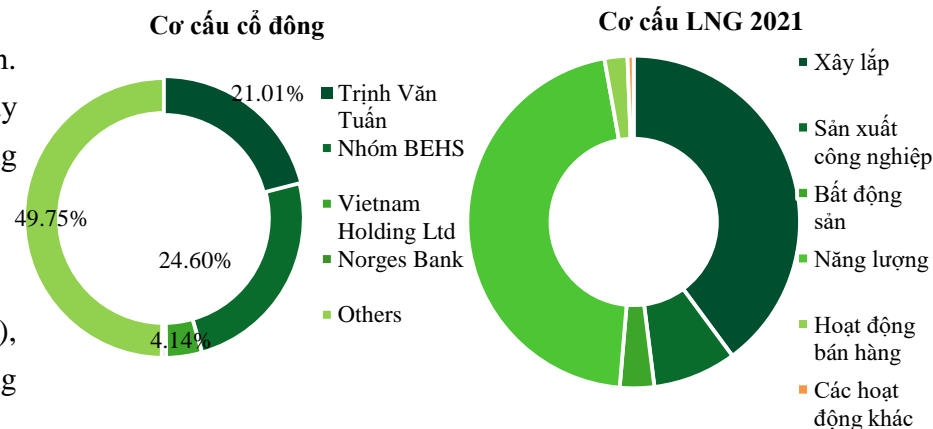
## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn nhất là chủ tịch HĐQT Nguyễn Văn Tuấn cùng gia đình (20,03%), kế tiếp là BEHS mới tham gia từ đầu năm 2020 với 17,76%, Vietnam Holding Ltd (4,14%), Nguyễn Nhật Tân (3,23%), còn lại là các cổ đông khác

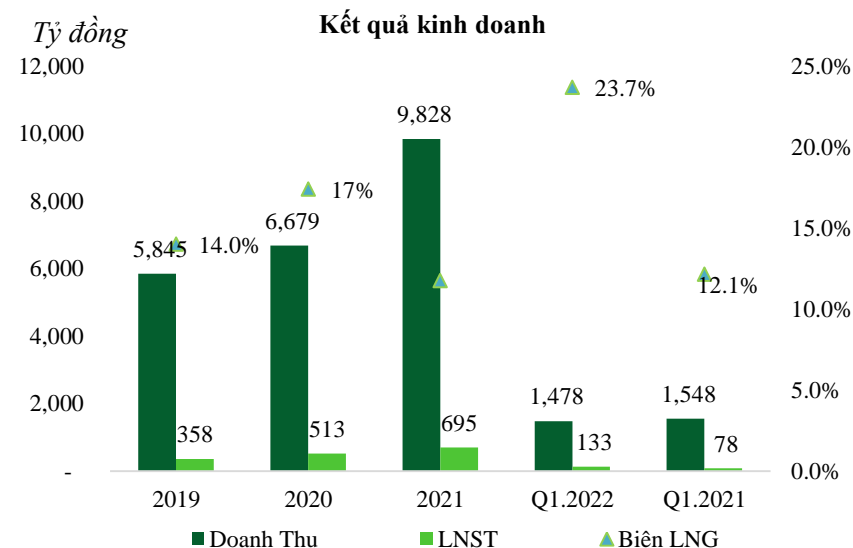
## KẾT QUẢ KINH DOANH

**KQKD Q1/2022 không đồng nhất với DT giảm 4,5% yoy, tuy nhiên LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 133 tỷ đồng (+124,6% yoy).**

- Doanh thu Q1.2022 đạt 1.478 tỷ đồng (-4,5% yoy) do năm 2021 là năm cao điểm xây lắp các dự án điện gió và vẫn còn hạch toán bàn giao dự án PCC1 Thanh Xuân. Tuy nhiên, năm nay cơ cấu doanh thu thay đổi khá mạnh với mảng năng lượng bằng 4 lần doanh thu cùng kỳ do: (1) sản lượng thủy điện tốt hơn do mưa nhiều và (2) phát sinh thêm doanh thu điện gió từ 144 MW hoạt động từ cuối năm 2021.
- Mảng năng lượng với BLNG lên tới 62% đóng góp chính vào DT khiến cho BLNG tăng mạnh lên 23,7% so với chỉ 12,1% cùng kỳ.
- Chi phí tài chính chủ yếu là chi phí lãi vay tăng mạnh gần gấp 2 lần chủ yếu do tăng vay nợ đối với các dự án điện gió.



Nguồn: finpro, VCBS



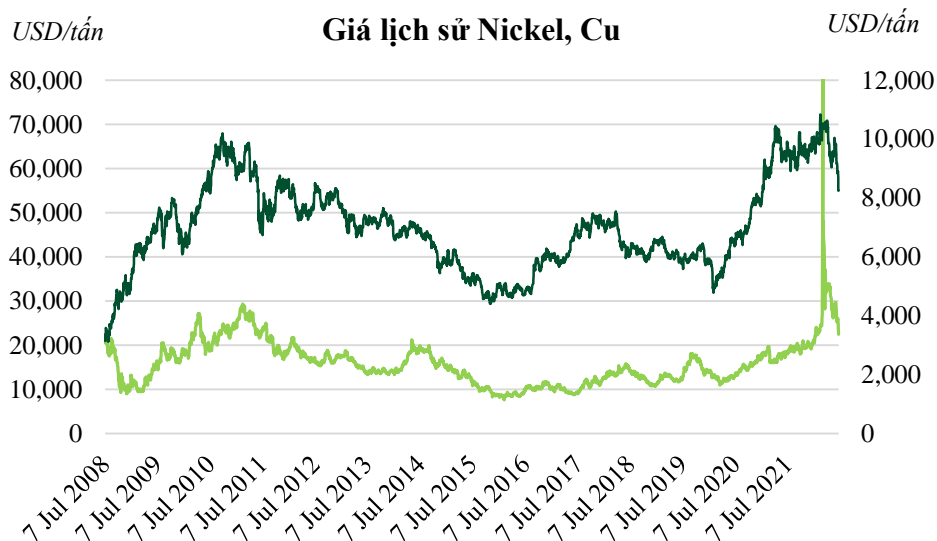
Nguồn: PCI, VCBS

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- KQKD thủy điện tốt trong Q2.2022 và tiếp tục đầu tư các dự án thủy điện nhỏ.** Dự kiến sản lượng thủy điện có thể đạt 150 triệu kWh (+50% yoy) trong Q2. Ngoài ra công ty sẽ tiếp tục đầu tư khoảng 81 MW thủy điện nhỏ trong giai đoạn từ nay đến 2027

Dự án	Địa điểm	Thời gian	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	SL thiết kế (triệu kWh)
Bảo Lạc A	Cao Bằng	2023 - 2024	1080	30	104
Thượng Hà	Cao Bằng	2023 - 2025	481	13	40
Nậm Pồ 5A	Điện Biên	2025 - 2027	760	20	57
Nậm Pồ 5B	Điện Biên	2025 - 2027	648	18	52

Nguồn: PCI, VCBS

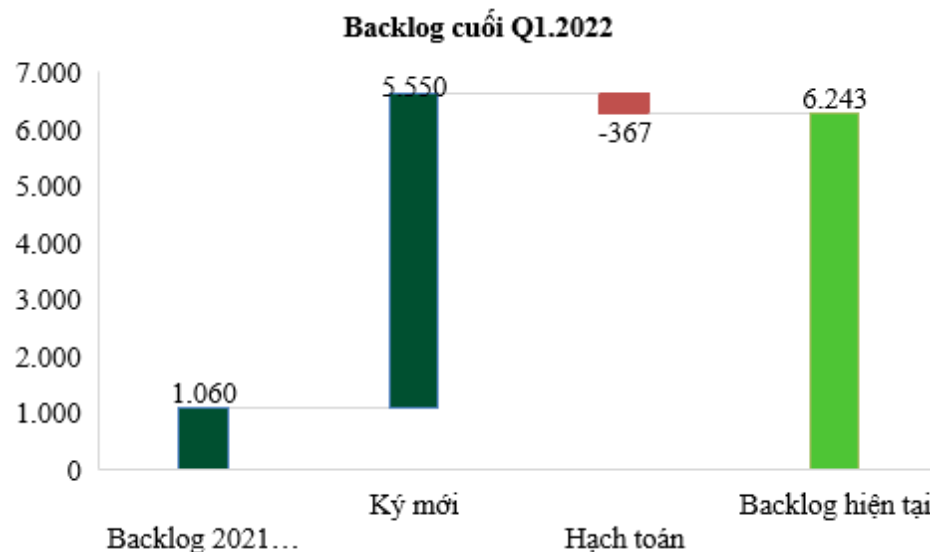


Nguồn: investing.com, VCBS

- Mỏ Nickel - Cu dự kiến hoạt động cuối năm 2023 với công suất GD 1 đạt 900 nghìn tấn quặng nguyên khai/năm đem lại hiệu quả cao.**
- GD 2 có cùng công suất dự kiến hoạt động từ 2025.
- Tổng vốn đầu tư mỗi giai đoạn khoảng 1.500 tỷ đồng.
- Với giả định giá bán Nickel 14.000 USD/tấn và Đồng là 6.000 USD/tấn, mỏ có thể đem lại lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ khoảng hơn 200 tỷ đồng GD 1 và hơn 400 tỷ đồng/năm cho 2 giai đoạn.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Mảng xây lắp duy trì doanh thu mức cao nhờ các dự án điện gió chuyển tiếp.** Trong năm nay giá trị hợp đồng ký mới lên tới hơn 5.500 tỷ với EPC dự án điện gió TPĐ 1 (100MW), TBA ĐG Khai Long 1, một số TBA – đường dây của EVN
- Đã xin vào quy hoạch điện 8 công suất khảo sát lên tới 1.000 MW điện gió** chủ yếu là điện gió gần bờ tại khu vực miền Trung với tốc độ gió trung bình lên tới 7 – 8m/s và gió đều. Đây sẽ là tiềm năng tăng trưởng dài hạn với hiệu quả cao do vận tốc gió lớn và đều



*Nguồn: PCI, VCBS*

- Đầu tư vào Western Pacific** với dịch vụ logistic, hệ thống kho bãi rộng lớn, KCN Yên Phong II A (151ha) sẵn sàng cho thuê năm 2023 và cụm CN Yên Lệnh (69ha), cụm cảng Yên Lệnh (23 ha) đang được đấu thầu bắt đầu triển khai. Ngoài ra còn khoảng 1000 ha đang xin chủ trương đầu tư tại khu vực Hải Dương, Hà Nam, Bắc Giang..

## ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá SOTP **48.000 đ/CP**

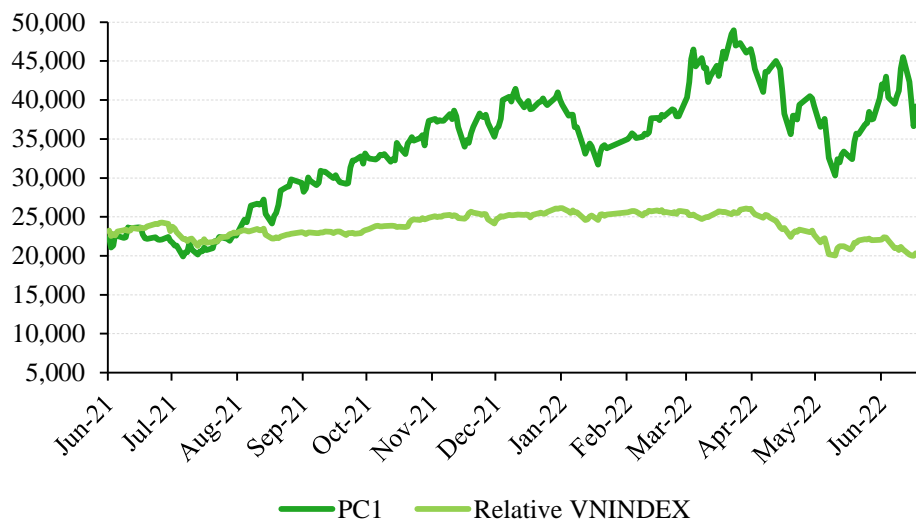
## GIÁ MỤC TIÊU

**48.000/CP**

**MUA**

**+45%**

## BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: Fiinpro, VCBS

## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	9.828	9.657	11.625
+/- yoy (%)	47,16%	-1,75%	20,38%
LNST	545	720	1.002
+/- %	35,53%	32,16%	39,17%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	2.956	3.063	4.263



# DOANH NGHIỆP KHÁC



## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

GAS hoạt động trong lĩnh vực vận chuyển và kinh doanh khí thiên nhiên. Sản phẩm kinh doanh của GAS bao gồm khí khô, LPG và condensate.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Hiện tại cổ đông nhà nước là Tập đoàn Dầu khí VN vẫn nắm 95% cổ phần công ty.

## KẾT QUẢ KINH DOANH

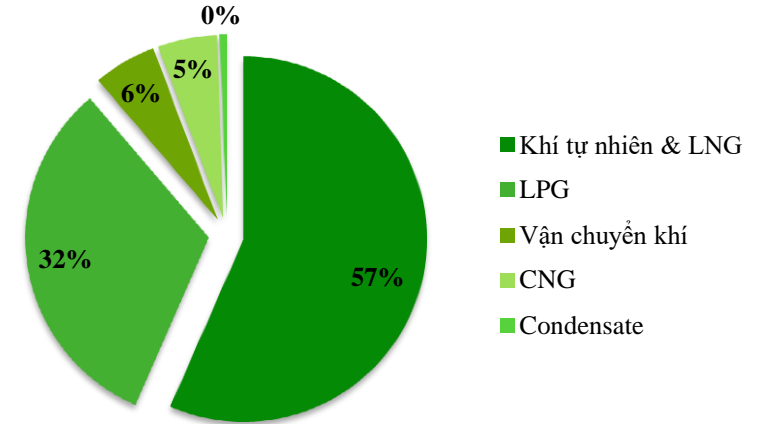
Kết thúc Q1.2022, PV GAS ghi nhận 26,689 tỷ đồng (+52% yoy, 33% kế hoạch năm) doanh thu và 3,495 tỷ đồng LNST (+70% yoy, 50% kế hoạch năm).

PVGAS đã cung cấp 1.97 triệu m<sup>3</sup> khí khô (tương đương cùng kỳ, 22% kế hoạch), 31.8 nghìn tấn condensate (+97% yoy, 48% kế hoạch) và 545 nghìn tấn LPG (+15% yoy, 32% kế hoạch). Sản lượng khí khô tiêu thụ tương đương cùng kỳ do nhu cầu huy động khí cho sản xuất điện thấp so cùng kỳ, nhưng bù lại sản lượng condensate sản xuất và tiêu thụ tăng; sản lượng LPG tăng cùng với giá dầu và giá CP của LPG tăng.

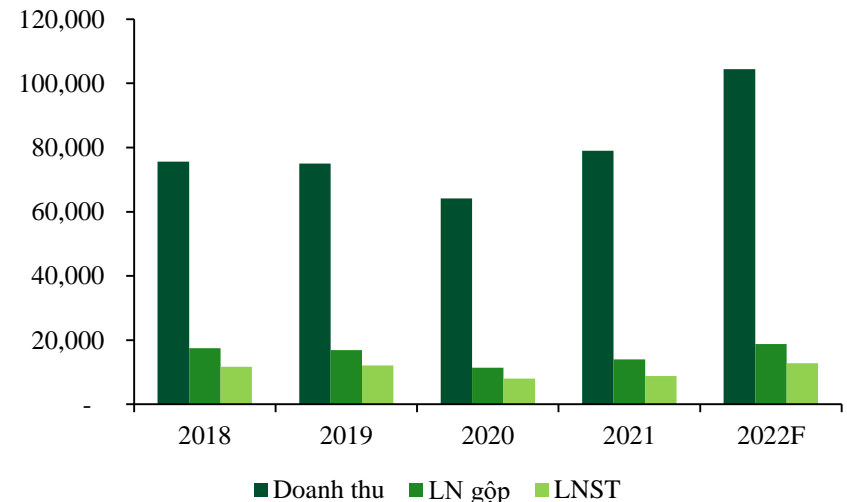
**GAS vừa công bố ước tính tình hình kinh doanh 6 tháng đầu năm 2022:** Doanh thu đạt 54.560 tỷ đồng (+34% yoy, hoàn thành 68% KH năm), lợi nhuận sau thuế 6.919 tỷ đồng (+59% yoy, hoàn thành 98% KH năm).

PV GAS đã sản xuất và cung cấp 1.016 nghìn tấn LPG (tương đương so với cùng kỳ), 56,8 nghìn tấn condensate (+85% yoy).

Tỷ trọng doanh thu 2021



Kết quả kinh doanh 2017-2022



Nguồn: VCBS

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Nhu cầu điện khí tăng trưởng:** Theo như ước tính từ dự thảo Quy hoạch điện 8, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ đạt khoảng 8,9% trong giai đoạn 2022- 2030. Trong bối cảnh năng lượng tái tạo chưa đi vào ổn định, thủy điện không còn nhiều tiềm năng khai thác, nhiệt điện than gây ảnh hưởng môi trường, nguồn điện khí sẽ tiếp tục được chính phủ phát huy trong thời gian tới.
- **Tăng trưởng giá dầu thô:** Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, trung bình giá dầu brent tăng/giảm 5 USD/thùng thì doanh thu và lợi nhuận trước thuế của PV GAS sẽ tăng/giảm tương ứng là 1.500 tỷ đồng và 500 tỷ đồng.

## Triển vọng dự án:

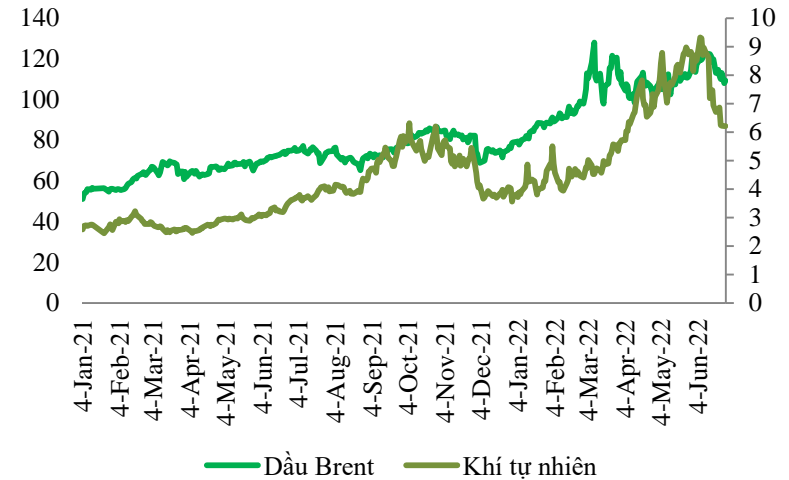
(1) Dự án LNG thị vải: Hiện tại PV GAS đã hoàn thành 95% công trình xây dựng cảng LNG Thị vải. Dự kiến dự án sẽ hoàn thành chạy thử và sẵn sàng Gas – in trong quý 4 năm 2022. Đây sẽ là nguồn cung cấp khí đầu vào cho Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4.

(2) Dự án Block B-Ô Môn: Tổng vốn đầu tư là 10 tỷ USD, cung cấp khí cho 4 nhà máy điện khí bao gồm Ô Môn 1 (660 MW), Ô Môn 2,3,4 (3x1050 MW). Đây sẽ là động lực tăng trưởng lớn cho các công ty trong chuỗi giá trị dầu khí tại Việt Nam bao gồm PV GAS.

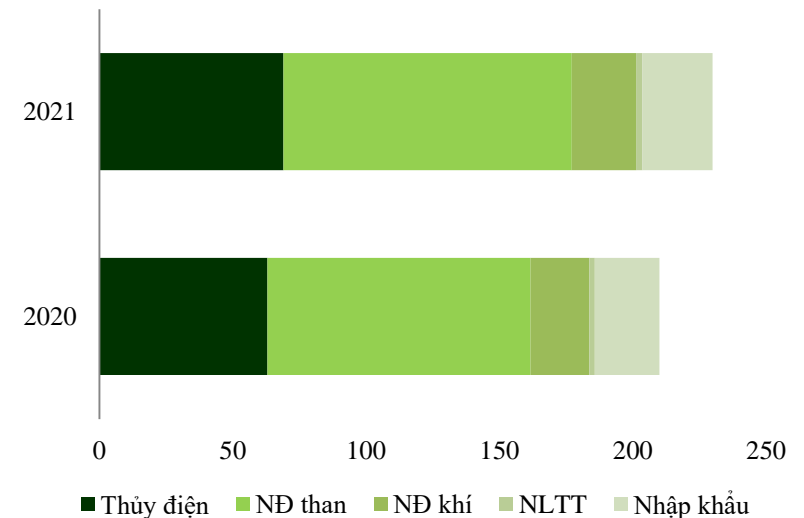
## Rủi ro

- Trong trường hợp mức giá nhập khẩu LNG nếu lên đến 40-50\$/MMBTU, chính phủ sẽ cân nhắc việc bổ sung nguồn điện Hạt nhân tại Ninh Thuận. Ngoài ra, kho cảng phải có mức công suất từ 6 triệu tấn LNG/năm mới được cho là tối ưu hệ thống và giảm giá thành điện.

Giá Dầu (\$/thùng) & Khí (\$/MMBTU)



Cơ cấu sản lượng điện



## ĐỊNH GIÁ

DCF	Định giá	Tỷ lệ
FCFF	147.314	45%
FCFE	135.622	45%
P/E	106.200	10%
<b>Giá trị hợp lý</b>		<b>137,941</b>

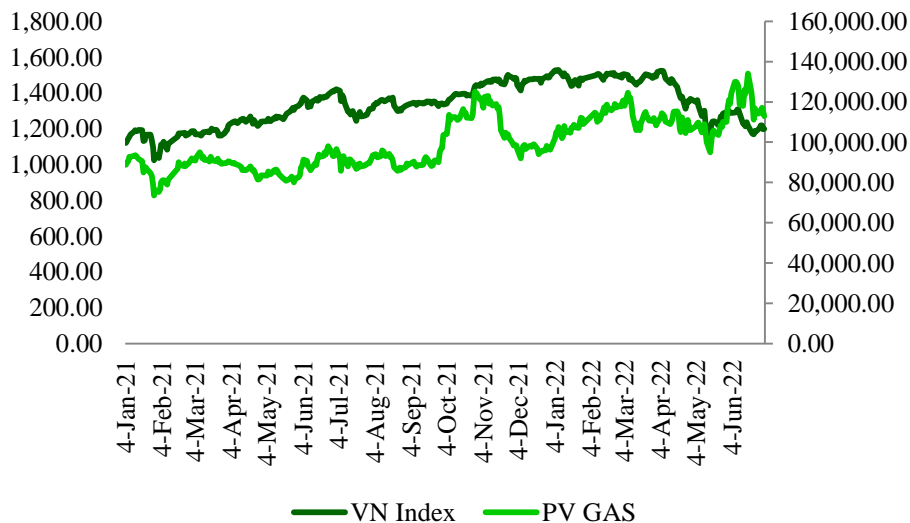
## GIÁ MỤC TIÊU

**136.879/CP**

**UPSIDE**

**+23%**

## PV GAS / VN INDEX



## DỰ PHÓNG

Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	64.134	78.992	104.385	108.711
+/- yoy (%)	-14,5%	23,1%	31,6%	3,8%
LNST	7.971	8.851	12.808	14.057
+/- %	-34,4%	11%	44,7%	9,4%
EPS (nghìn đồng/cổ phiếu)	4.030	4.869	6.581	7.218

Nguồn: VCBS dự phóng

# THÔNG TIN LIÊN HỆ

## **Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com

## **Lý Hoàng Anh Thi**

Phó phòng Phân tích Nghiên cứu  
lhathi@vcbs.com.vn

## **Mạc Đình Tuấn**

Trưởng nhóm PT DN  
mdtuan@vcbs.com.vn

## **Lê Đức Quang**

Trưởng nhóm PT DN  
ldquang@vcbs.com.vn

## **Lê Thu Hà**

Trưởng nhóm  
Vĩ mô & Trái phiếu  
ltha\_ho@vcbs.com.vn

## **Nguyễn Hoàng Minh**

Trưởng nhóm  
Chiến lược thị trường  
nhminh@vcbs.com.vn

**Nguyễn Hạnh Linh**  
Ngân hàng, Bảo hiểm  
nhlinh1@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thị Thùy Dung**  
Hàng tiêu dùng, Thủy sản  
nttdung01@vcbs.com.vn

**Đặng Khánh Linh**  
Vĩ mô & Trái phiếu  
dklinh@vcbs.com.vn

**Hoàng Tùng Vũ**  
Thị trường cổ phiếu, hàng hóa  
htvu@vcbs.com.vn

**Phùng Thị Quỳnh Liên**  
Ngân hàng  
ptqlien@vcbs.com.vn

**Nguyễn Thị Thu Hằng**  
Hàng tiêu dùng  
ntthanh-hcm@vcbs.com.vn

**Trịnh Văn Hà**  
Bất động sản, Điện  
tvha@vcbs.com.vn

**Nguyễn Quốc Bảo**  
Thị trường cổ phiếu,  
nqbao@vcbs.com.vn

**Phạm Hồng Quân**  
Bất động sản, Logistic  
phquan@vcbs.com.vn

**Ngô Lê Nhật Hạ**  
Dệt may, Chứng khoán  
ntthanh-hcm@vcbs.com.vn

**Nguyễn Hoàng Tuấn Minh**  
Thị trường cổ phiếu, hàng hóa  
nhtminh@vcbs.com.vn