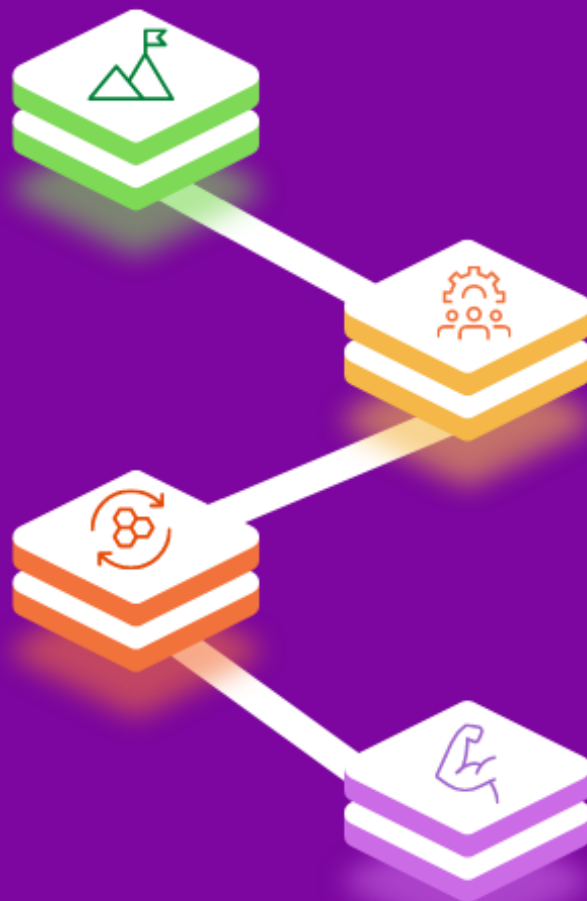


CHIẾN LƯỢC CHO

# NHÀ ĐẦU TƯ

# CHỨNG KHOÁN

NỬA CUỐI NĂM 2022



### Dựa trên nền tảng vĩ mô

Cung cấp thông tin về tình hình vĩ mô giúp NĐT tìm ra những động lực cho sự tăng trưởng kinh tế

### Nhận định xu hướng thị trường

Đưa ra góc nhìn về chứng khoán Việt Nam giúp NĐT xác định xu hướng biến động của thị trường

### Đánh giá triển vọng ngành

Nghiên cứu các ngành nghề chủ chốt và đánh giá triển vọng tăng trưởng của ngành

### Lựa chọn cơ hội đầu tư

Cung cấp danh mục cổ phiếu tham khảo giúp NĐT lựa chọn và ra quyết định đầu tư cho năm 2022

Mở tài khoản



Tải ứng dụng

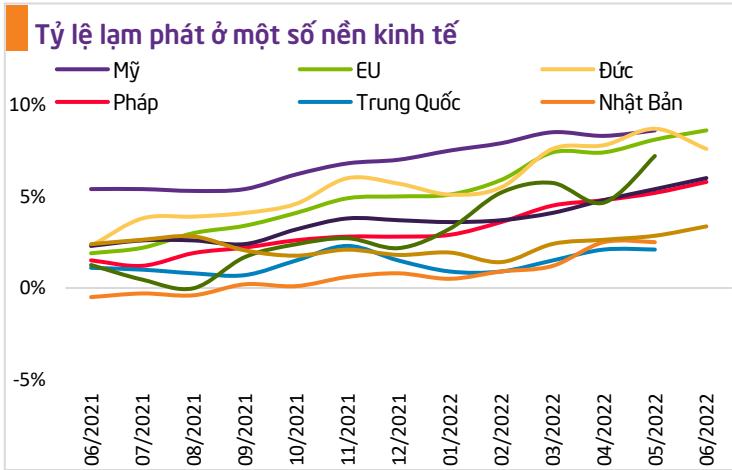
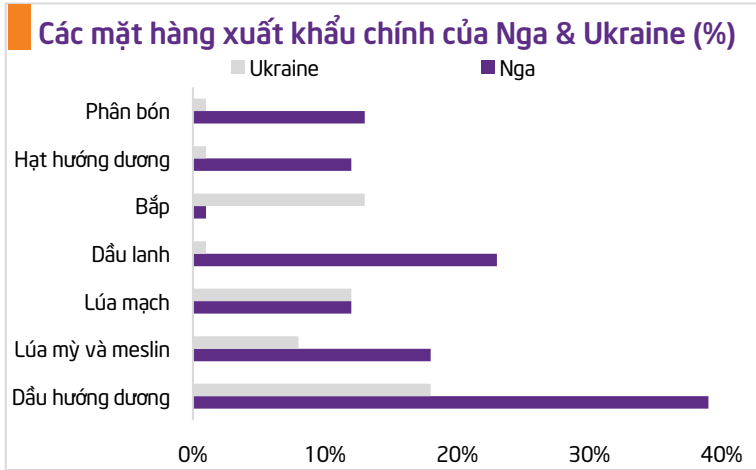


# Bối cảnh kinh tế vĩ mô thế giới & Việt Nam



# TOÀN CẦU ĐANG PHẢI ĐỐI MẶT VỚI NGUY CƠ LẠM PHÁT ĐÌNH ĐỐN

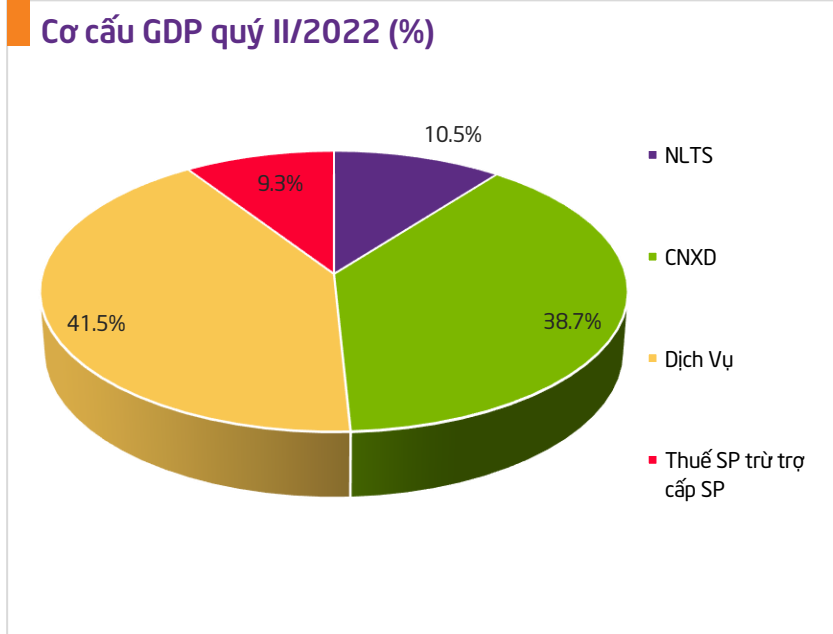
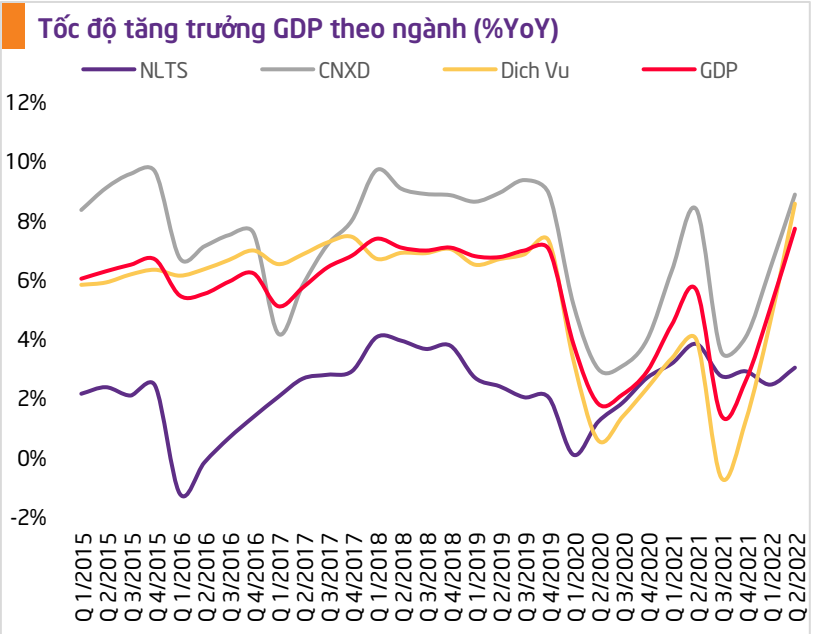
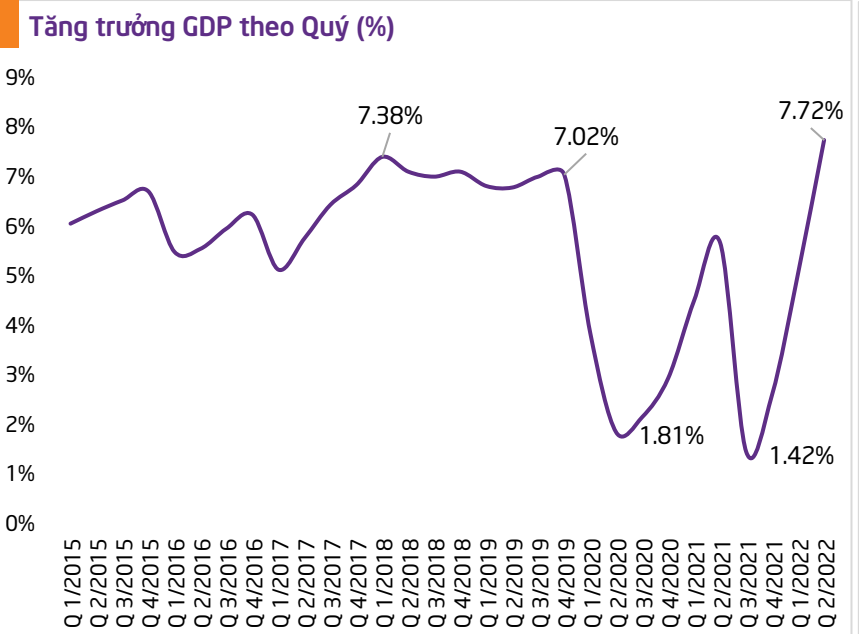
- Sau 50 kể từ năm 1970, tình trạng lạm phát đình đốn, tức là lạm phát ngày càng leo thang đi kèm với nguy cơ suy giảm tăng trưởng tiếp tục đe dọa tới triển vọng của toàn nền kinh tế thế giới. Nguyên nhân chủ yếu là do cuộc xung đột của Ukraine và Nga đã làm cho giá dầu và một số mặt hàng xuất khẩu chính của Nga và Ukraine tăng lên, kéo theo các mặt hàng bổ sung và thay thế như than, gạo cũng tăng lên, gây ra tình trạng lạm phát leo thang ở các quốc gia như Hoa Kỳ, châu Âu và một số quốc gia châu Á như Hàn Quốc, Thái Lan. Đứng trước nguy cơ lạm phát tăng mạnh, Fed và nhiều ngân hàng trung ương của các quốc gia đã mạnh tay sử dụng chính sách tiền tệ thắt chặt bằng cách tăng lãi suất. Theo dự báo, sau thời kỳ thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt, nền kinh tế toàn cầu có thể đối mặt với một số khó khăn như sau:
  - Do nhiều quốc gia thực hiện chính sách thắt chặt tiền tệ, tác động không tích cực tới tiêu dùng hộ gia đình và các doanh nghiệp. Nếu tình trạng chi phí sản xuất tăng lên, chi phí vay vốn tăng, khó tiếp cận nguồn vốn để duy trì sản xuất, sức mua yếu...thì nhiều doanh nghiệp bị phá sản, tăng tỷ lệ thất nghiệp, tiếp tục đứt chuỗi cung ứng dẫn đến suy giảm tăng trưởng.
  - Các nền kinh tế phụ thuộc nhiều vào nguồn nhiên liệu của Nga như Đức, Ý, Hà Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Ba Lan, Pháp, Ấn Độ, Hàn Quốc, Tây Ban Nha, Nhật Bản...nguy cơ phải đóng cửa các cơ sở sản xuất sử dụng nhiên liệu của Nga. Ví dụ như ngành hóa chất của Đức.
  - Nhiều quốc gia có thể hạn chế xuất khẩu các mặt hàng như lúa mì, gạo, dầu...để bảo vệ thị trường trong nước, dẫn tới nguy cơ mất an ninh lương thực thế giới
  - Do cầu tiêu dùng của hộ gia đình ở các thị trường lớn như Hoa Kỳ, châu Âu... bị giảm xuống, tăng trưởng của một số quốc gia phụ thuộc nhiều và vào xuất khẩu sẽ bị ảnh hưởng
  - Tạo ra một xu hướng ngược là rút các dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp ở các nước có mức độ rủi ro cao sang những quốc gia có độ an toàn cao hơn.
- Theo đánh giá của TPS**, mặc dù lạm phát có thể gần đạt đỉnh và có thể được kiểm soát, tuy nhiên, vấn đề thiếu hụt nguồn năng lượng vẫn chưa tìm ra được hướng giải quyết. Vì vậy, đây vẫn là một rủi ro rất đe dọa tới độ an toàn của nền kinh tế thế giới trong thời gian tới. Triển vọng nền kinh tế thế giới trong năm 2022 và một vài năm tới phụ thuộc rất nhiều vào cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine.



Quốc gia	Dự báo tăng trưởng GDP của một số quốc gia					
	2019	2020	2021	2022E	2023F	2024F
<b>Toàn cầu</b>	2.6%	-3.3%	5.7%	2.9%	3.0%	3.0%
<b>Nền kinh tế phát triển</b>	2.6%	-3.3%	5.7%	2.9%	3.0%	3.0%
Hoa Kỳ	1.7%	-4.6%	5.1%	2.6%	2.2%	1.9%
EU	1.6%	-6.4%	5.4%	2.5%	1.9%	1.9%
Nhật Bản	-0.2%	-4.6%	1.7%	1.7%	1.3%	0.6%
<b>Nền kinh tế mới nổi và đang phát triển</b>						
Trung Quốc	6.00%	2.20%	8.10%	4.30%	5.20%	5.10%
Ấn Độ	3.70%	-6.60%	8.70%	7.50%	7.10%	6.50%
<b>ASEAN-5</b>						
Indonesia	5.0%	-2.1%	3.7%	5.1%	5.3%	5.3%
Thái Lan	2.2%	-6.2%	1.6%	2.9%	4.3%	3.9%
Việt Nam	7.0%	2.9%	2.6%	5.8%	6.5%	6.5%

# TĂNG TRƯỞNG GDP QUÝ 2.2022 CỦA VIỆT NAM BÚT PHÁ, VƯỢT XA KỲ VỌNG

- Tốc độ tăng trưởng GDP quý II.2022 **tăng 7.72% YoY**, cao nhất trong giai đoạn 2011-2021. Trong đó, khu vực Nông lâm thủy sản tăng 3.02% YoY, đóng góp 4.56% vào tổng tăng trưởng GDP quý II.2022 ; khu vực Công nghiệp và xây dựng tăng 8.87% YoY, đóng góp 46.85%; khu vực dịch vụ tăng 8.56% YoY, đóng góp 48.59%. Về sử dụng GDP quý II.2022, tiêu dùng cuối cùng tăng 7.32% YoY, tích lũy tài sản tăng 4.57%, xuất khẩu tăng 12.33% YoY, nhập khẩu tăng 4.88% YoY.
- Tốc độ tăng trưởng GDP 6T.2022 **tăng 6.42% YoY**, cao hơn 6T.2021 (5.74% YoY) và 6T.2020 (2.04% YoY) nhưng thấp hơn 6T.2019 (6.98% YoY) và 6T.2018 (7.28% YoY). Trong đó, khu vực NLTS tăng 2.78% YoY, đóng góp 5.07% vào tốc độ tăng toàn GDP trong 6T.2022; khu vực CNXD tăng 7.70% YoY, đóng góp 48.33%; khu vực dịch vụ tăng 6.60% YoY, đóng góp 46.60%. Về sử dụng GDP 6T.2022, tiêu dùng cuối cùng tăng 6.06% YoY, tích lũy tài sản tăng 3.92% YoY, xuất khẩu tăng 9.10% YoY và nhập khẩu tăng 4.41% YoY.
- Theo đánh giá của TPS**, Trong quý II, tăng trưởng GDP của Việt Nam trở thành điểm sáng, vượt xa với kỳ vọng của nhiều tổ chức quốc tế trước đó. Điều này chứng tỏ nội lực của nền kinh tế Việt Nam rất mạnh mẽ và bền bỉ, có khả năng phục hồi rất nhanh sau đại dịch. Nhờ đó, Việt Nam trở thành một tiêu điểm nổi bật, tươi sáng trong bức tranh đầy gam màu tối của nền kinh tế thế giới. Đây là bước đệm rất quan trọng để thu hút các nguồn vốn đầu tư gián tiếp hoặc trực tiếp trong thời gian tới. Hơn nữa, nếu lạm phát không quá căng thẳng, đầu tư công được thúc đẩy, nền kinh tế được mở cửa, khách quốc tế tới Việt Nam nhiều hơn góp phần thúc đẩy sức mua thì chúng tôi kỳ vọng GDP trong 6 tháng cuối năm 2022 vẫn đạt được kết quả tốt. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng, những doanh nghiệp vượt qua đại dịch là những doanh nghiệp có nội lực khỏe, nền tảng vững chắc và sức bật mạnh mẽ. Vì vậy, sau khi nền kinh tế phục hồi, năng suất của toàn xã hội sẽ tăng lên. Chúng tôi kỳ vọng, tăng trưởng GDP năm 2022 giao động quanh 6.8-6.9%.

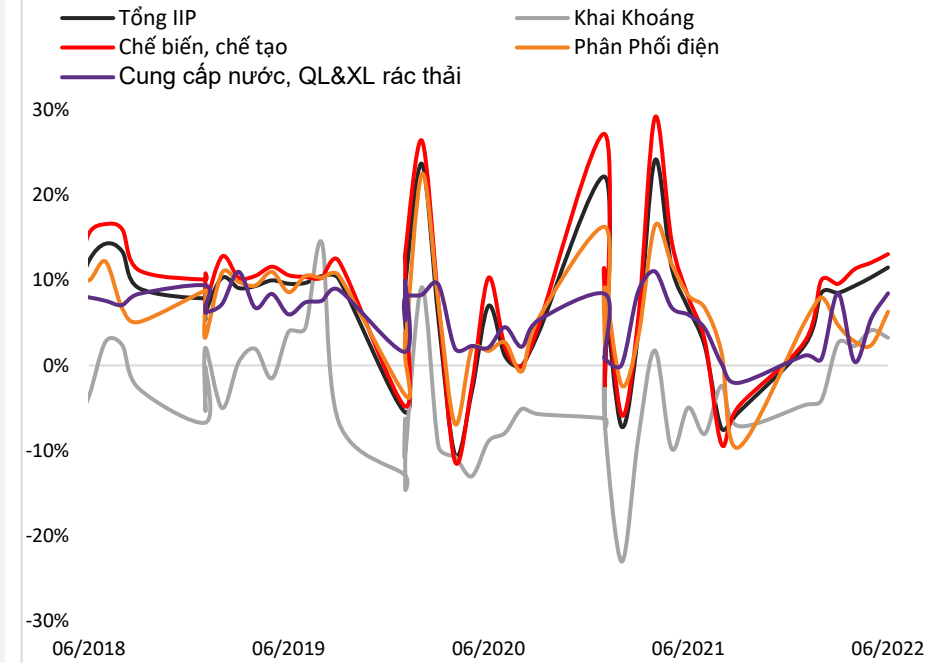


Nguồn: GSO, 2022

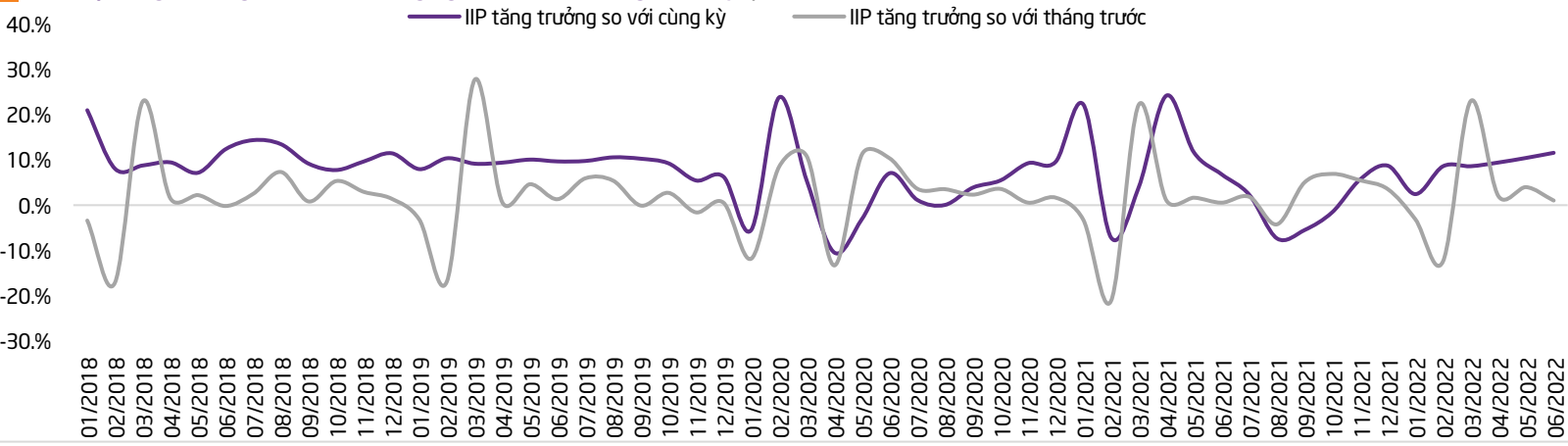
# IIP QUÝ II.2022 VÀ T6.2022 TĂNG TRƯỞNG KHẢ

- Chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) tháng 06.2022 tăng 1% MoM và 11.5% YoY. Một số ngành chủ đạo có IIP tăng trưởng tốt như: Ngành chế biến, chế tạo tăng 13.07% YoY; ngành phân phối điện tăng 6.03% YoY; và ngành cung cấp nước, quản lý & xử lý rác thải tăng 8.47% YoY.
- Tính chung 6T.2022, IIP tăng 8.48% YoY. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9.66% YoY, đóng góp 2.58 điểm phần trăm vào tăng trưởng IIP chung, ngành sản xuất và phân phối điện tăng 6.1% YoY, đóng góp vào 0.24 điểm phần trăm. Các ngành có IIP tăng gồm: Sản xuất trang phục (+23.3% YoY), sản xuất thiết bị điện (+22.2% YoY), sản xuất hoá dược (+17.5% YoY), sản xuất sản phẩm từ kim loại, sản xuất SP điện tử; Các ngành có IIP giảm gồm: Sửa chữa, bảo dưỡng và lắp đặt máy móc (-10.9% YoY), sản xuất SP từ Cao su và plastic (-8.5% YoY), thoát nước và xử lý nước thải (-2% YoY), sản xuất than cốc (-1.4% YoY), khai thác dầu khô và khí đốt (-1.2% YoY).
- Trong 63 tỉnh thành, có 61 địa phương có IIP tăng, cao nhất là 2 tỉnh Bắc Giang và Lai Châu. Có 2 địa phương có IIP giảm là Trà Vinh và Hà Tĩnh.
- Theo đánh giá của TPS**, IIP được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong 6 tháng cuối năm 2022, được hỗ trợ bởi các yếu tố như: (1) Nhu cầu trong và ngoài nước tăng, thúc đẩy sản lượng sản xuất phục hồi mạnh; (2) Sự phục hồi của các doanh nghiệp sẽ giúp các chuỗi cung ứng được nối lại thông suốt; (3) Giá cả đầu vào trên thế giới kỳ vọng sẽ giảm xuống do nhiều quốc gia quyết liệt cắt giảm lạm phát.

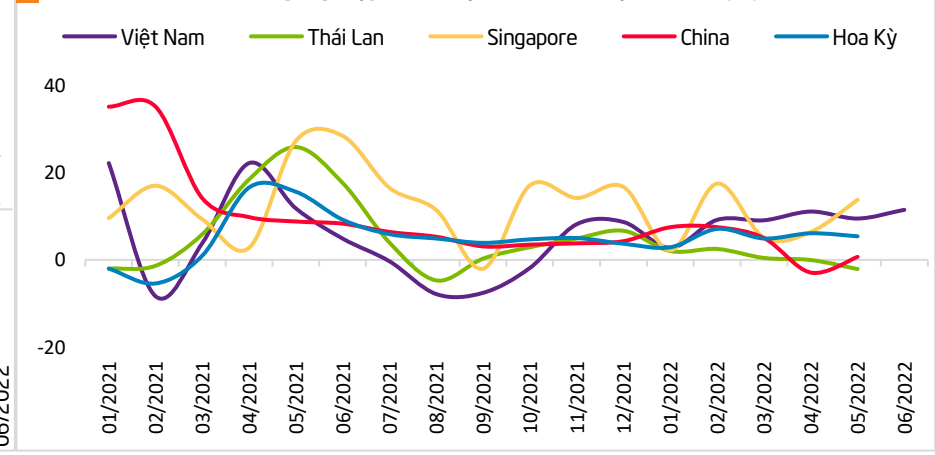
Tốc độ tăng trưởng IIP so với cùng kỳ của một số nhóm



Tốc độ tăng trưởng IIP so với cùng kỳ và so với tháng trước (%)



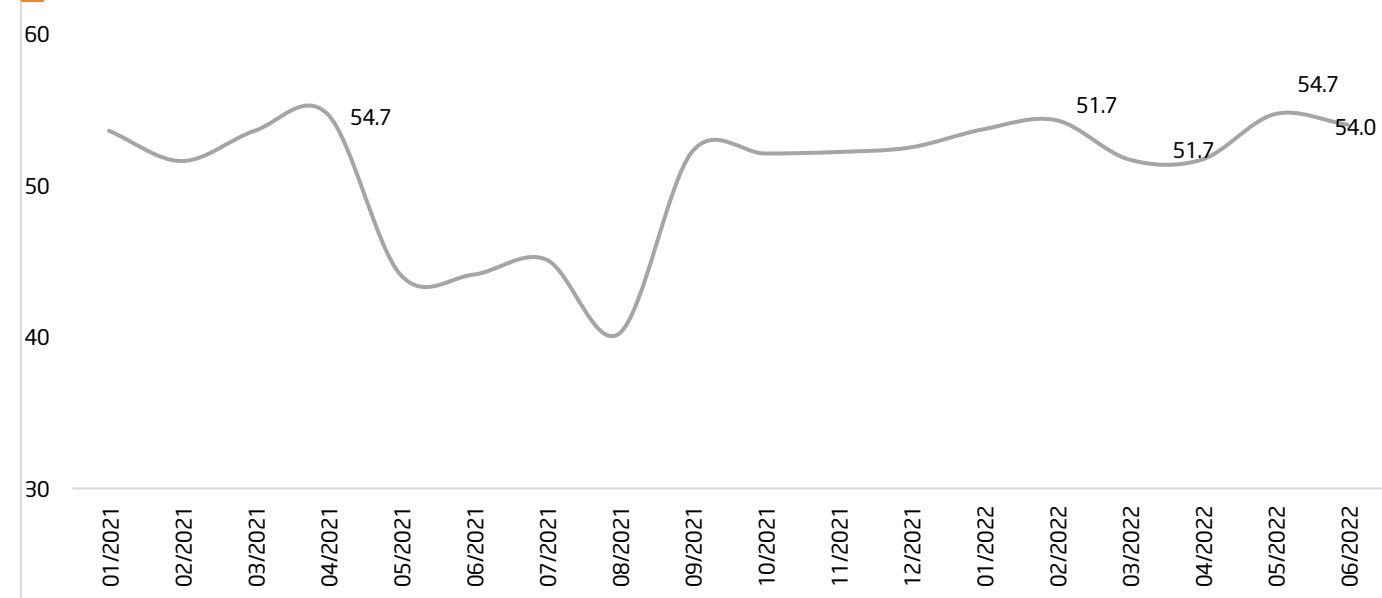
Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam và một số QG (%)



# PMI THÁNG 6 GIẢM NHỆ DO CHI PHÍ ĐẦU VÀO TĂNG

- Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI) ngành sản xuất của Việt Nam tháng 06 giảm xuống 54.0 điểm từ mức 54.7 điểm vào tháng 05/2022, do chi phí đầu vào tiếp tục tăng mạnh. Nguyên nhân chi phí đầu vào tăng chủ yếu là do: (1) chuỗi cung ứng bị đứt đoạn gây ra bởi đại dịch Covid-19, đặc biệt là chính sách Zero-Covid của Trung Quốc, (2) Giá khí, dầu và nguyên liệu đầu vào tăng lên gây ra bởi cuộc xung đột Nga - Ukraine. Tuy nhiên, việc giảm PMI chỉ mang tính tạm thời, chúng tôi hi vọng PMI sẽ có sự cải thiện ở 6 tháng cuối năm 2022 vì những yếu tố gây ra chi phí tăng sẽ sớm được giải quyết. Hơn nữa, sức khỏe của ngành sản xuất đã được cải thiện đáng kể khi số lượng và sản lượng đơn hàng trong nước cũng như xuất khẩu có sự tăng lên đáng kể, đã kéo theo nhu cầu về lao động của các doanh nghiệp cũng không ngừng tăng lên.
- PMI T6.2022 của nhóm nước ASEAN-6 tiếp tục giảm nhẹ so với tháng trước, do sự sụt giảm của một số quốc gia như Thái Lan, Indonesia, Philippines và Việt Nam. Ngược lại, PMI của Singapore có sự tăng trưởng đột phá trong tháng 06.2022 và đứng đầu bảng xếp hạng của nhóm nước ASEAN với 59.3 điểm so với 50.4 điểm vào tháng 05.2022. Sau sự sụt giảm mạnh ở tháng 5, PMI của Indonesia có sự cải thiện nhẹ ở tháng 06. Mặc dù chỉ số PMI của toàn vùng ASEAN-6 giảm nhẹ, nhưng tình hình sức khỏe ngành sản xuất của nhóm các quốc gia này đã được cải thiện rất tốt.
- Theo đánh giá của TPS**, về cơ bản sức khỏe ngành sản xuất của Việt Nam đã được hồi phục rất tốt và gần như trở lại trạng thái bình thường như thời điểm trước đại dịch. Vì vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng PMI vẫn duy trì xu hướng tăng trong 6 tháng cuối năm 2022.

Chỉ số quản lý sức mua (PMI) của Việt Nam (Điểm) theo tháng

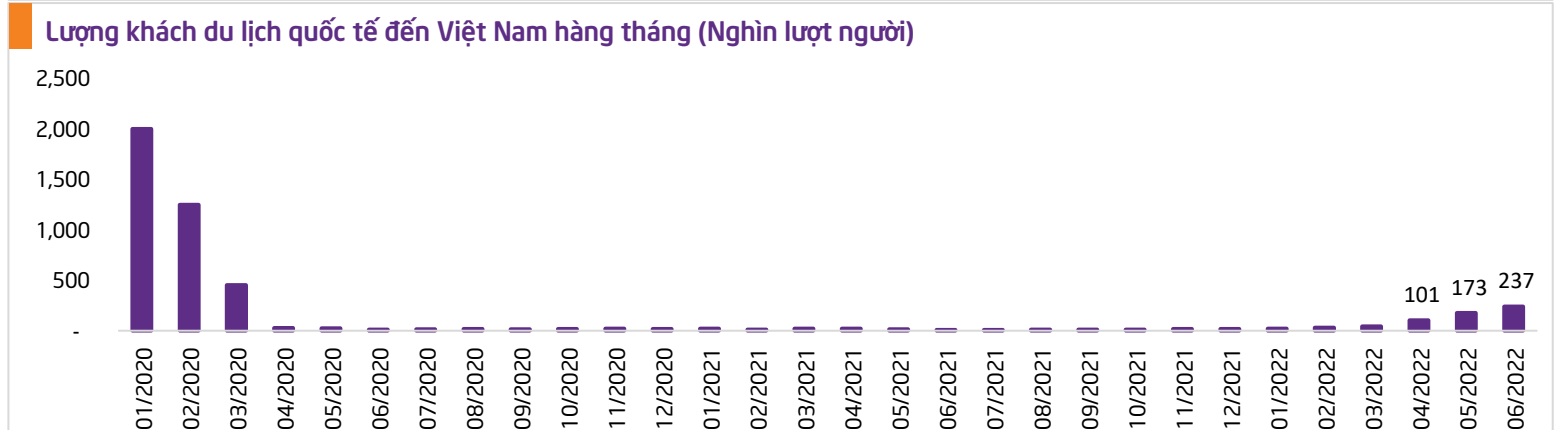
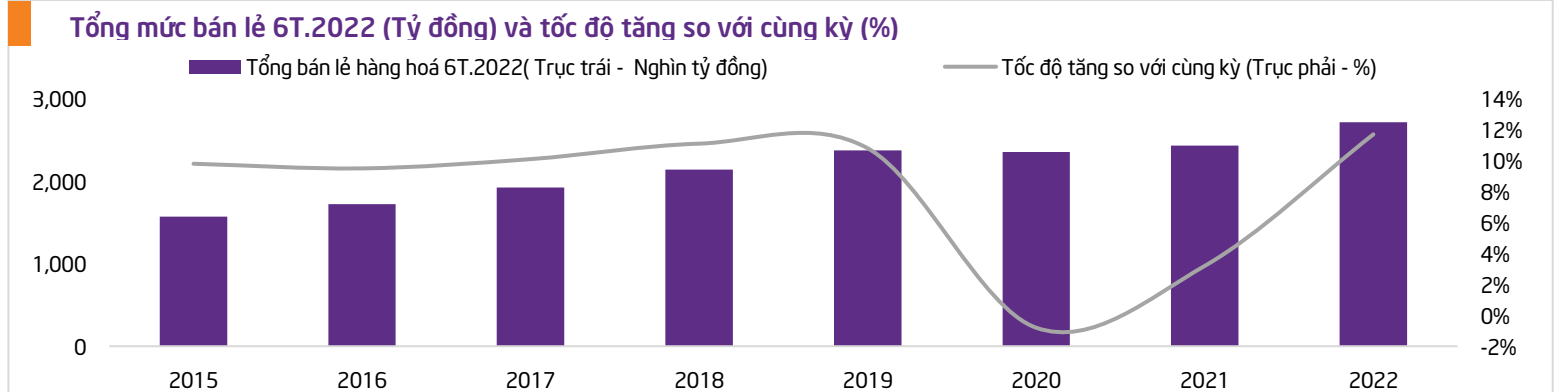
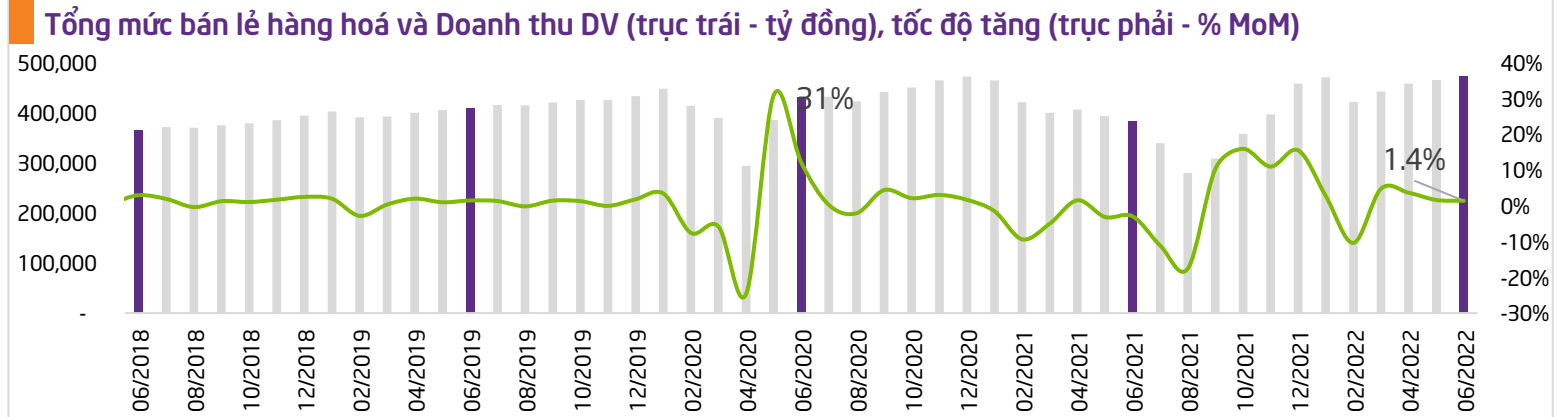


Tháng	Thailand	Malaysia	Indonesia	Philippines	Vietnam	Singapore	ASEAN-6
01/2022	51.7	50.5	53.7	50	53.7	50.6	52.7
02/2022	52.5	50.9	51.2	52.8	54.3	50.2	52.5
03/2022	51.8	49.6	51.3	53.2	51.7	50.1	51.7
04/2022	51.9	51.6	51.9	54.3	51.7	50.3	52.8
05/2022	51.9	50.1	50.8	54.1	54.7	50.4	52.3
06/2022	50.7	50.4	50.2	53.8	54.0	59.3	52.0

Nguồn: IHS Markit, 2022

# SỨC MUA TIẾP TỤC PHỤC HỒI TÍCH CỰC Ở TẤT CẢ CÁC NGÀNH, ĐẶC BIỆT LÀ DU LỊCH

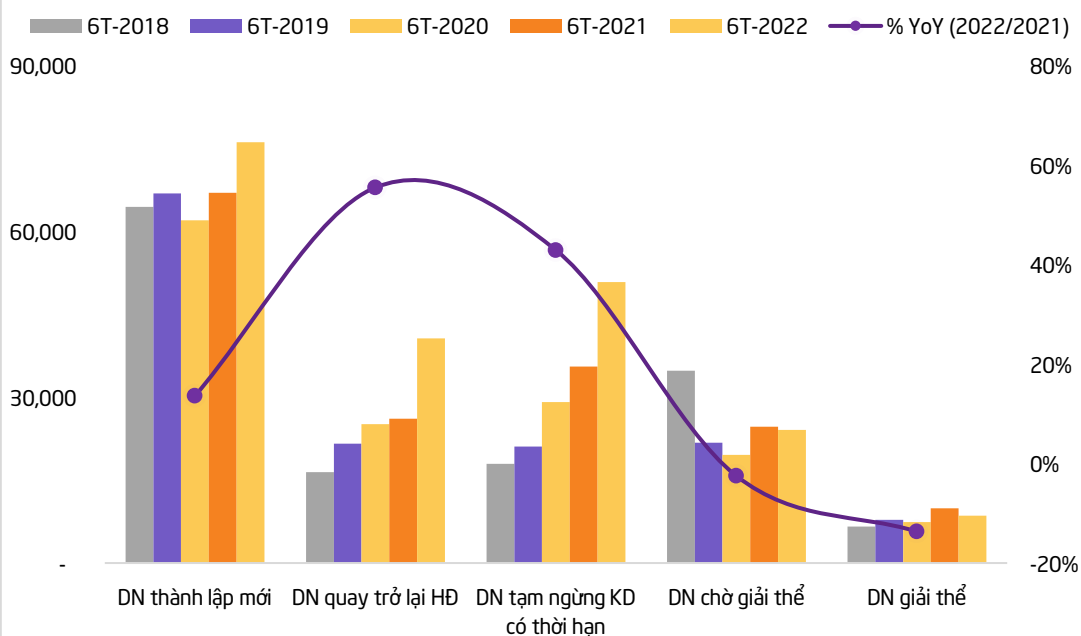
- Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 06 tăng 1.4% MoM và 27.3% YoY. Quý II.2022 tăng 5.5% QoQ và 19.5% YoY.
- Tính chung 6T.2022, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tăng 11.7% YoY. Kết quả này đạt được là do doanh thu cùng kỳ năm trước đạt thấp vì ảnh hưởng của dịch Covid-19 và giá bán hàng hóa tiếp tục tăng khi giá nhiên liệu tăng cao. Bên cạnh đó, doanh thu du lịch lữ hành 6T.2022 tăng 94.4% YoY nhờ hoạt động du lịch phục hồi mạnh mẽ, đặc biệt là du lịch nội địa và doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống 6T.2022 tăng 20.9% YoY do nhu cầu vui chơi và du lịch của người dân tăng cao trong dịp hè. Ngoài ra còn có sự đóng góp của nhóm khách du lịch quốc tế tăng mạnh nhờ Việt Nam đã mở cửa du lịch. 6T.2022, khách quốc tế đến Việt Nam tăng gấp 6.8 lần so với cùng kỳ năm trước.
- Theo đánh giá của TPS, nếu chủng Covid BA5 được kiểm soát tốt và duy trì được tình trạng mở cửa như hiện nay, thì sức mua bán lẻ kỳ vọng phục hồi mạnh ở 6 tháng cuối năm 2022 nhờ sự phục hồi của khách du lịch quốc tế và lượng FDI đổ vào Việt Nam nhiều hơn.



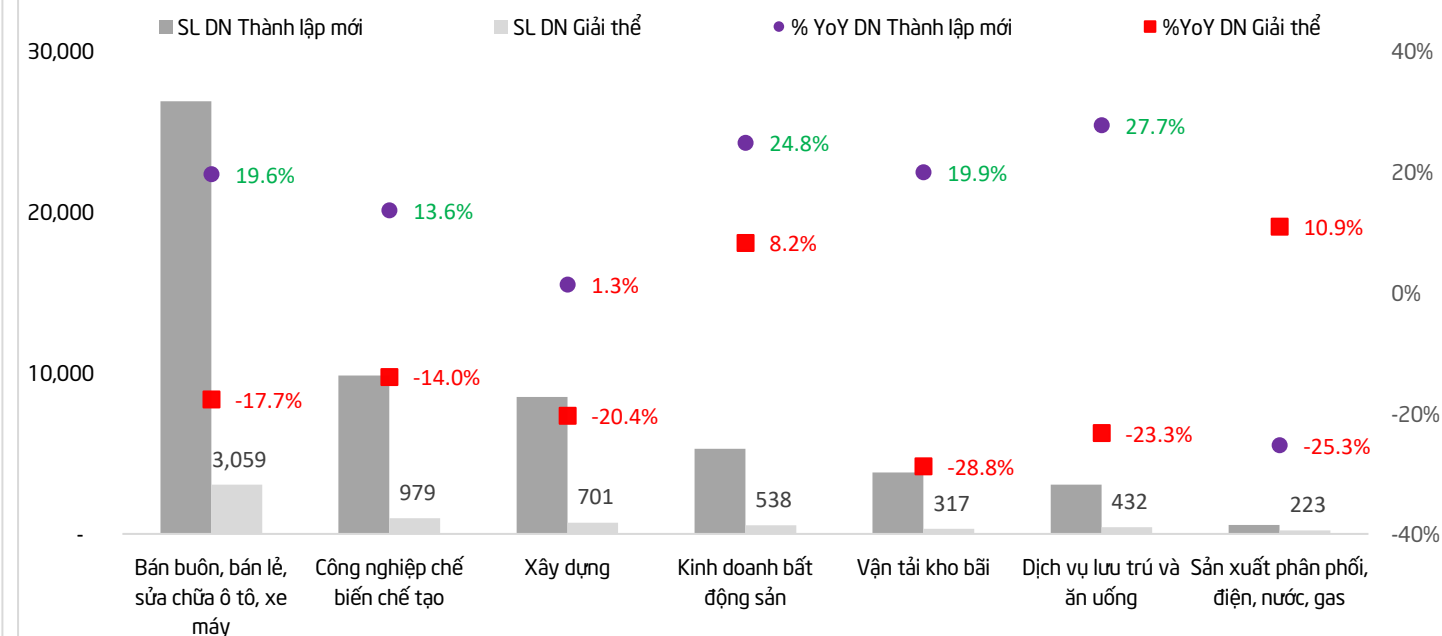
# TÌNH HÌNH ĐĂNG KÝ KINH DOANH 6T.2022 TIẾP TỤC KHỞI SẮC

- Trong tháng 06, số lượng doanh nghiệp thành lập mới khá tích cực, tăng 17.3% YoY. Tính chung 6T.2022, có khoảng 76.2 doanh nghiệp đăng ký thành lập mới, tăng 13.6% YoY. Bên cạnh đó, có khoảng 40.7 nghìn doanh nghiệp quay trở lại hoạt động, tăng 55.6% YoY. Như vậy, trong 6T.2022, có 11.9 nghìn doanh nghiệp thành lập mới và quay trở lại hoạt động, bình quân mỗi tháng có 19.5 nghìn doanh nghiệp thành lập mới và quay trở lại hoạt động.
- Cũng trong 6T.2022, số doanh nghiệp ngừng kinh doanh tăng 43% YoY, số doanh nghiệp ngừng hoạt động chờ làm thủ tục giải thể giảm 2.4% YoY và số doanh nghiệp hoàn tất thủ tục giải thể giảm 13.6% YoY. Bình quân một tháng có 13.9 nghìn doanh nghiệp rút lui khỏi thị trường.
- Tình hình kinh doanh của doanh nghiệp đang có xu hướng tốt dần lên. Cụ thể, theo cuộc khảo sát về xu hướng kinh doanh của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo cho thấy: Có tới 49.2% doanh nghiệp nhận định rằng tình hình kinh doanh quý III sẽ tốt hơn so với quý II, có 35.8% doanh nghiệp đánh giá tình hình sản xuất kinh doanh sẽ ổn định.
- Theo đánh giá của TPS**, từ cuộc khảo sát tình hình kinh doanh quý II.2022 cho thấy, tình hình hoạt động của các doanh nghiệp đang dần bước vào ổn định, các chuỗi cung ứng được nối lại hoàn chỉnh hơn và tạo ra nhiều việc làm, thu nhập cho người lao động. Điều này sẽ có tác động tích cực tới số lượng doanh nghiệp đăng ký mới và quay trở lại hoạt động trong thời gian tới.

Tình hình hoạt động của các doanh nghiệp 6T.2022 (Doanh nghiệp)



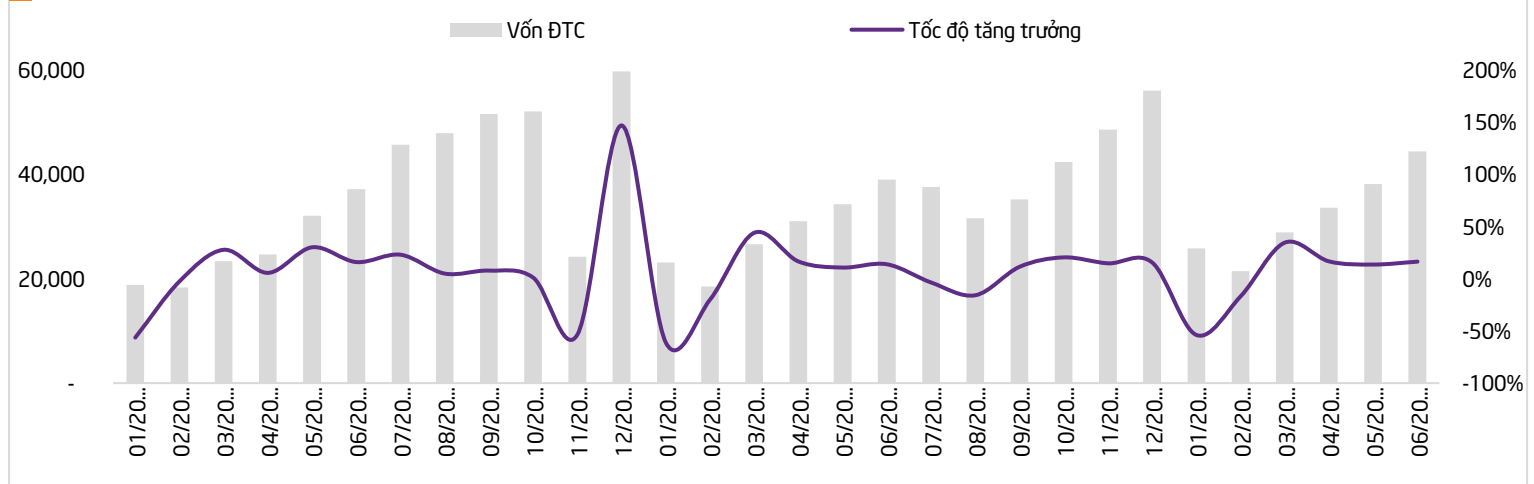
DN thành lập mới và giải thể 6T. 2022 (trục trái - DN) và tốc độ tăng trưởng (trục phải - %)



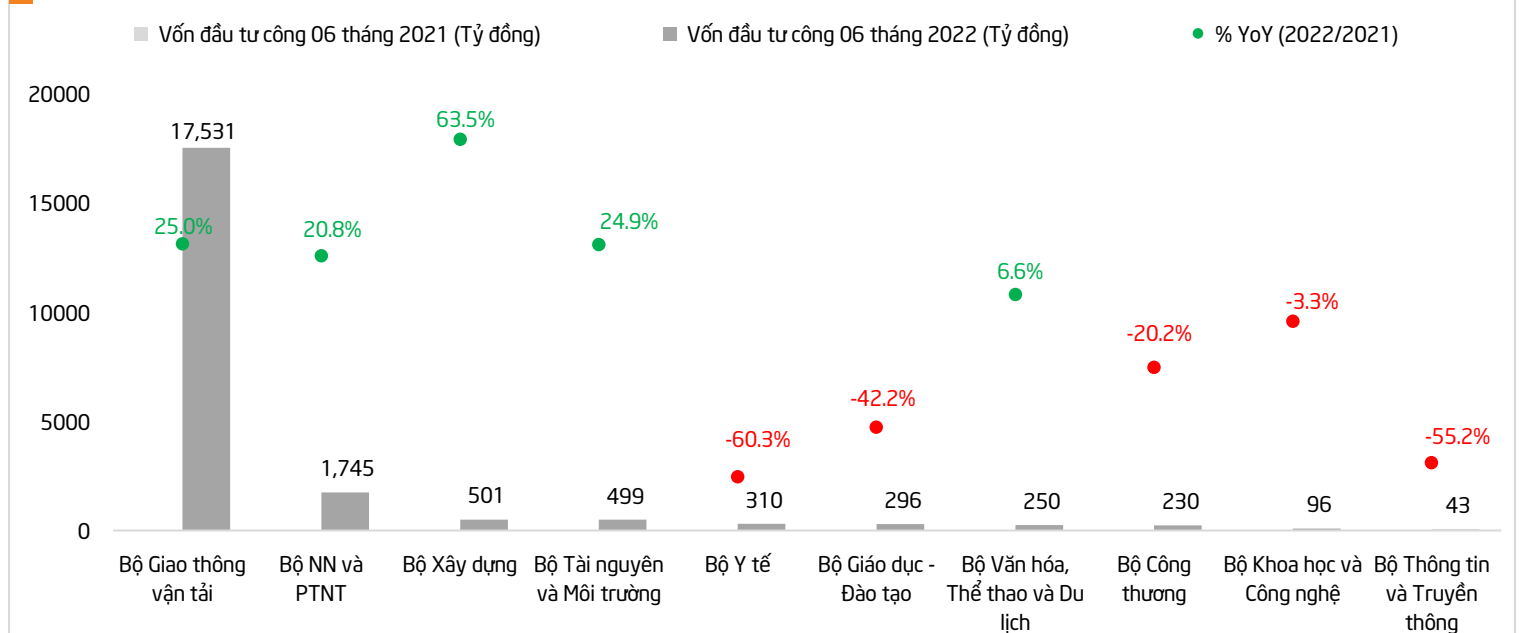
# GIẢI NGÂN ĐẦU TƯ CÔNG TIẾP TỤC TĂNG, NHƯNG VẪN KHÁ CHẬM SO VỚI KẾ HOẠCH

- Trong tháng 06, giải ngân vốn đầu tư từ NSNN đạt 44.4 nghìn tỷ đồng, tăng 16.2% MoM và tăng 15.6% YoY. Giải ngân vốn đầu tư công Quý 2.2022 đạt 116.1 nghìn tỷ đồng, tăng 10.3% QoQ, 10.0% YoY.
- Tính chung 6 tháng, vốn đầu tư công đạt 192.2 nghìn tỷ đồng, tăng 10.1% YoY và đạt 35.3% kế hoạch năm 2022. Trong đó, Bộ Xây dựng đạt được mức tăng trưởng giải ngân tốt nhất, 63.5% YoY. Kế đó, bộ Giao thông vận tải, Bộ Tài nguyên và Môi trường và Bộ NN & PTNT cũng đạt được mức tăng trưởng giải ngân khá. Xét về địa lý, các tỉnh phía bắc như Hòa Bình, Thái Nguyên, Bắc Giang có tốc độ giải ngân tốt hơn so với các tỉnh còn lại.
- Như vậy, giải ngân vốn đầu tư công 6 tháng đầu năm đã được cải thiện nhưng vẫn còn khá thấp, chưa được 50% của kế hoạch năm 2022 do giá nguyên liệu vẫn còn khá cao và vướng mắc trong quá trình giải phóng mặt bằng.
- Theo đánh giá của TPS**, mặc dù có sự đốc thúc của Chính phủ trong thời gian qua, nhưng giải ngân đầu công vẫn khá chậm. Với áp lực lạm phát đang tăng lên, chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tăng trong 2H.2022, nhưng rất khó để đạt được mức đột phá.

Vốn đầu tư công giải ngân theo tháng và tốc độ tăng trưởng (Tỷ đồng, % MoM)



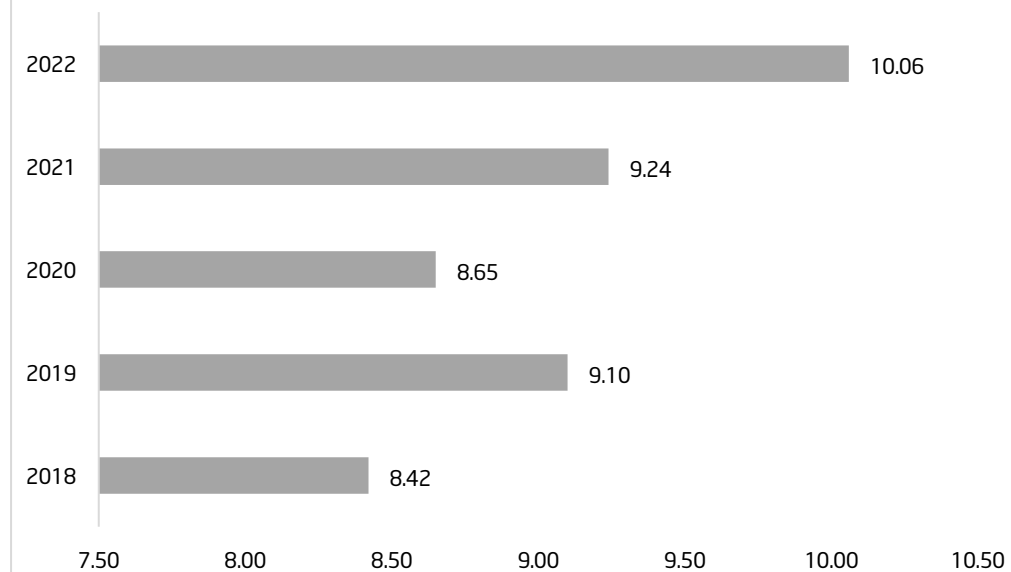
Giải ngân vốn đầu tư công 6T.2022 phân theo Bộ, ngành



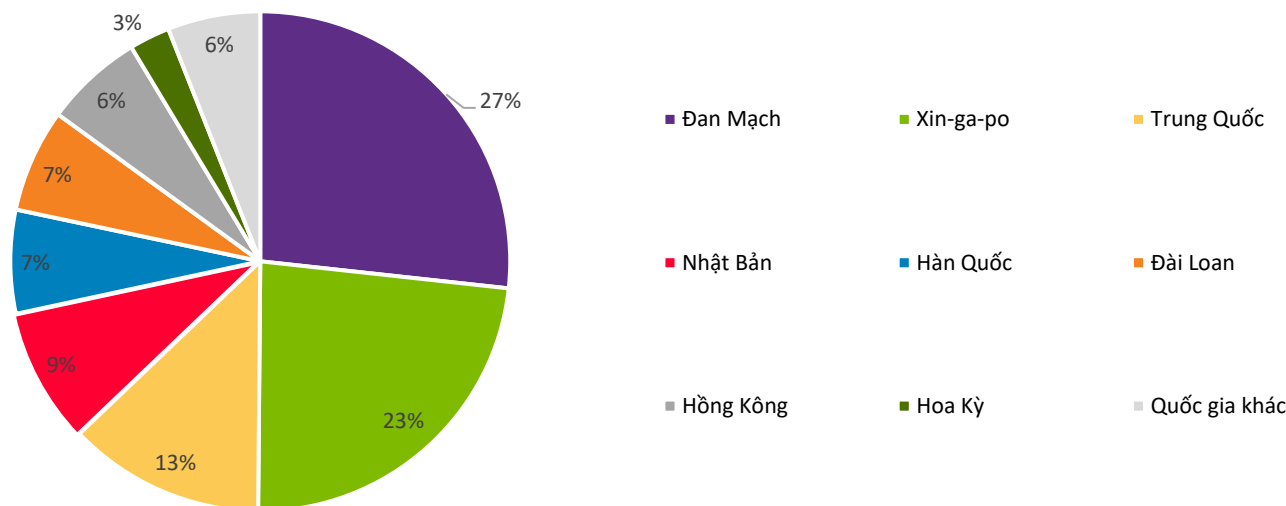
# THỰC HIỆN FDI ĐẠT MỨC CAO NHẤT SO VỚI 6T ĐẦU NĂM GIAI ĐOẠN 2018 - 2022

- 6T.2022, vốn đăng ký cấp mới đạt 4.94 tỷ USD, giảm 48.2% YoY. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo được cấp phép mới lớn nhất, đạt 3.32 tỷ USD, chiếm 67.1% tổng vốn đăng ký cấp mới; hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 940.2 triệu USD, chiếm 19%; các ngành còn lại đạt 684.1 triệu USD, chiếm 13.8%. Trong số 52 quốc gia được cấp phép mới tại Việt Nam trong 6T.2022, Đan Mạch tiếp tục là nhà đầu tư lớn nhất, chiếm 26.7% tổng vốn đăng ký cấp mới.
- 6T.2022, vốn FDI thực hiện tại Việt Nam đạt 10.06 tỷ USD, tăng 8.9% YoY. Đây là mức FDI thực hiện cao nhất của 6T trong 5 năm qua. Trong đó: Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 7.65 tỷ USD, chiếm 76.1% tổng FDI thực hiện 6T.2022 và BĐS chiếm 8.8%
- Theo đánh giá của TPS, lạm phát và đứt gãy chuỗi cung ứng do xung đột Nga - Ukraine vẫn còn tác động tới FDI trên phạm vi toàn cầu và Việt Nam cũng không ngoại lệ. Tuy nhiên, một xu hướng mới đang manh nha đó là sự dịch chuyển FDI từ các quốc gia Nga và Ukraine sang các nước châu Á, trong đó có Việt Nam. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng, luồng vốn FDI mới sẽ đổ vào Việt Nam trong thời gian tới.

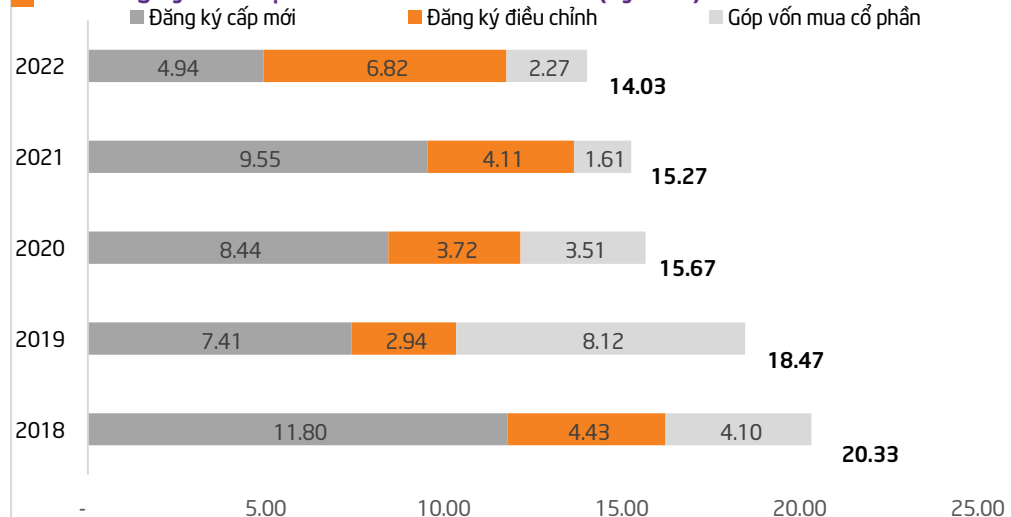
FDI thực hiện 6T (Tỷ USD)



Tỷ trọng vốn FDI cấp mới 06 tháng đầu năm 2022 theo quốc gia đầu tư (%)



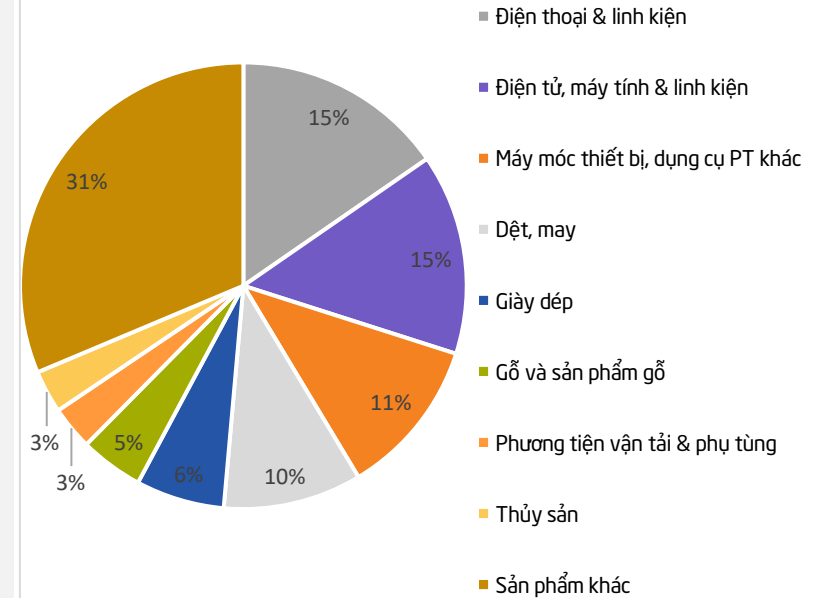
FDI đăng ký vào Việt Nam 6T.2018 - 6T.2022 (Tỷ USD)



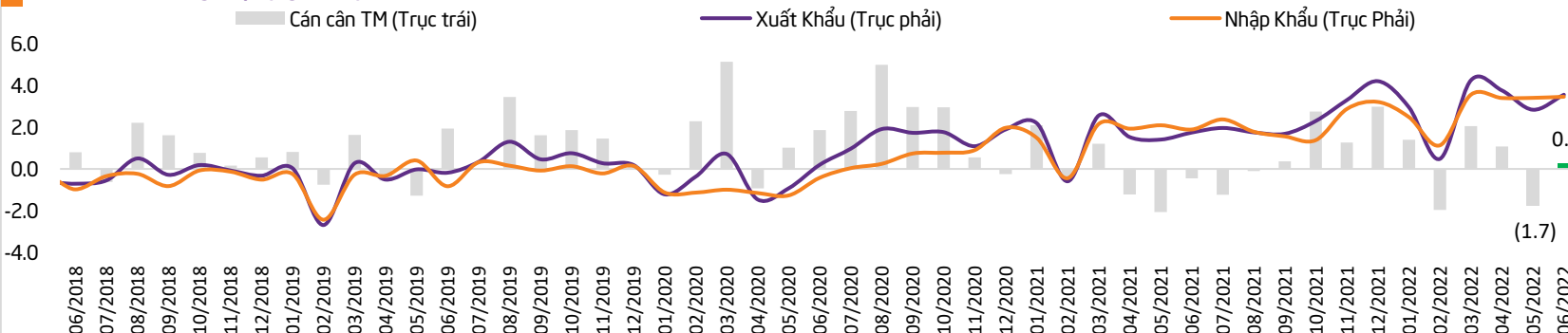
# XUẤT KHẨU TÍCH CỰC NHỜ SỰ PHỤC HỒI TỪ CÁC THỊ TRƯỜNG NHẬP KHẨU LỚN

- Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tháng 06/2022 đạt 32.65 tỷ USD, tăng 5.6% MoM và 20% YoY. Trong đó, khu vực trong nước tăng 14% YoY, khu vực FDI tăng 22.3% YoY. Tính chung 6T.2022, tổng kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 185.9 tỷ USD, tăng 17.3% YoY. Trong đó, khu vực trong nước tăng 20% YoY, chiếm 26.5% tổng kim ngạch xuất khẩu, khu vực FDI tăng 16.3% YoY, chiếm 73.5%. Cán cân thương mại hàng hóa ước tính xuất siêu 710 triệu USD. Trong đó, khu vực trong nước nhập siêu 16 tỷ USD, khu vực FDI xuất siêu 17 tỷ USD.
- Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa tháng 6.2022 đạt 32.37 tỷ USD, giảm 0.8% MoM, tăng 16.3% YoY. Trong đó, khu vực kinh tế trong nước tăng 17.1% YoY, khu vực FDI tăng 15.9% YoY. Tính chung 6T.2022, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 185.23 tỷ USD, tăng 15.5% YoY, trong đó, khu vực kinh tế trong nước tăng 15.2% YoY và khu vực FDI tăng 15.6% YoY.
- Về thị trường xuất, nhập khẩu 6T.2022, Hoa Kỳ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, trong khi Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam. Việt Nam xuất siêu với các thị trường như Hoa Kỳ, EU và nhập siêu với các thị trường Trung Quốc, Hàn Quốc, ASEAN và Nhật Bản.
- Theo đánh giá của TPS**, xuất khẩu được kỳ vọng sẽ hồi phục mạnh ở 6 tháng cuối năm nhờ đóng góp của các yếu tố sau: (1) sự phục hồi mạnh mẽ nhu cầu tiêu dùng, đặc biệt là thủy sản ở các thị trường lớn Mỹ, EU, Trung Quốc và Nhật Bản. Hơn nữa, tồn kho thủy sản ở những thị trường này đã ở mức rất thấp sau 2 năm đại dịch đã khiến cho các nhà nhập khẩu ở các quốc gia này tăng cường nhập khẩu thủy sản phục vụ nhu cầu thị trường tăng cao trở lại. (2) Do tình hình lạm phát, giá thực phẩm và thủy sản đang tăng mạnh trên thế giới cũng là một lợi thế cho mặt hàng thủy sản xuất khẩu của Việt Nam với mức giá rẻ hơn. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, khi Chính phủ đang điều chỉnh tỷ giá để hỗ trợ nhập khẩu, giảm bớt lạm phát thì xuất khẩu cũng sẽ bị ảnh hưởng.

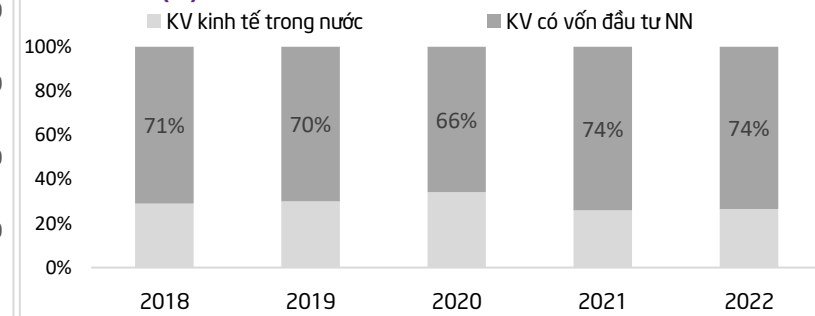
Các mặt hàng xuất khẩu chính 6T.2022



Cán cân thương mại (Tỷ USD)



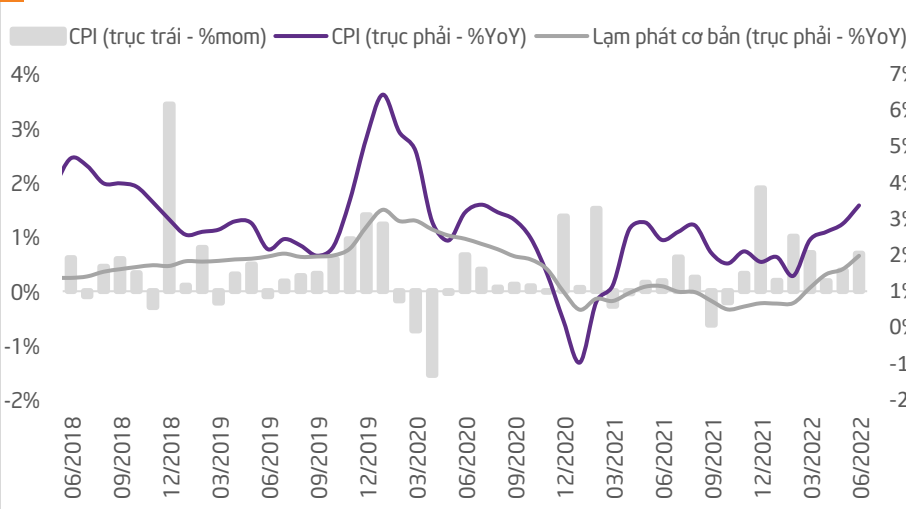
Cơ cấu xuất khẩu theo loại hình doanh nghiệp 6T.2022 (%)



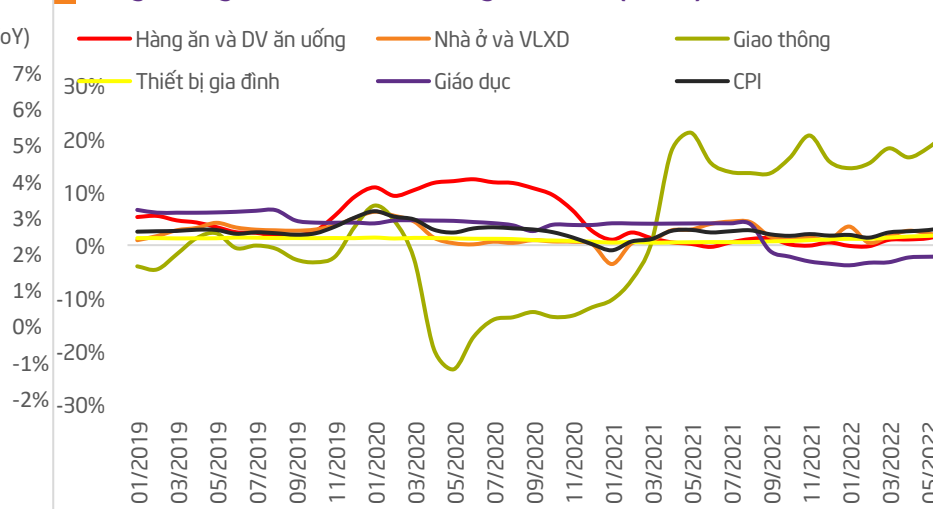
# CPI 6T.2022 TRONG TẦM KIỂM SOÁT NHƯNG ÁP LỰC VẪN CÒN LỚN

- CPI tháng 06 tăng 0.69% MoM và 3.37% YoY. Trong 11 nhóm hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng chính, có 9 nhóm hàng tăng giá so với tháng trước, trong đó nhóm giao thông tăng mạnh nhất, 21.41% YoY, làm CPI chung tăng 2.07 điểm phần trăm và 2 nhóm hàng giảm giá là nhóm Nhà ở và vật liệu xây dựng (-0.01%) và Bưu chính viễn thông (-0.16%). Nguyên nhân lạm phát là 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.
- CPI Quý II.2022 tăng 2.96% YoY. Nguyên nhân chủ yếu là do các yếu tố: (1) Giá xăng dầu trong nước tăng 55% YoY, (3) Giá gas trong nước biến động theo gas thế giới, (3) Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở quý II tăng 7.8% YoY và (4) Giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu; (5) Do hạn chế phát hành trái phiếu, làm cho tăng trưởng tín dụng tăng mạnh.
- CPI 6T.2022 tăng 2.44% YoY. Nguyên nhân chủ yếu là do giá xăng dầu tăng sau 16 đợt điều chỉnh trong năm 2022, giá gas trong nước tăng theo giá gas thế giới, nhu cầu ăn ngoài nhà hàng tăng sau khi dịch Covid được kiểm soát và giá gạo trong nước tăng theo giá gạo xuất khẩu (Do Ukraine, Nga, Kazakhstan và Ấn Độ hạn chế xuất khẩu lúa mì để bảo vệ an ninh lương thực trong nước)
- **Theo đánh giá của TPS**, Kể từ đầu năm 2022, chênh lệch giữa lạm phát cơ bản và lạm phát tổng thể (CPI) đang có xu hướng tăng nhẹ, điều này cho thấy các yếu tố về giá năng lượng, lương thực, thực phẩm và các mặt hàng nhà nước quản lý đang có mức tác động ngày càng tăng tới sự biến động của lạm phát tổng thể. Tuy nhiên, mức chênh lệch là không nhiều như các thời kỳ lạm phát cao trước đây. Hơn nữa, do nhiều quốc gia trên thế giới đang quyết liệt giảm lạm phát. Điều này góp phần làm giá cả hàng hóa trên thị trường thế giới sẽ hạ nhiệt, giúp chi phí sản xuất của những ngành có đầu vào nhập khẩu giảm xuống. Đối với Việt Nam, Chính phủ cũng có một số chính sách như phát hành tín phiếu để hút bớt tiền trong lưu thông và bán USD để giảm tỷ giá giúp giảm giá hàng hóa nhập khẩu. Vì vậy, chúng tôi cho rằng lạm phát vẫn còn áp lực nhưng vẫn ở trong tầm kiểm soát ở 2H.2022.

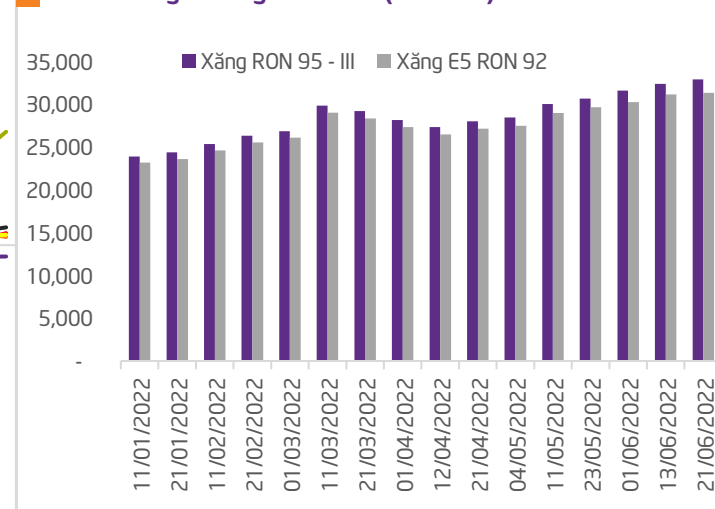
**Chỉ số CPI so với tháng trước và so với cùng kỳ (%)**



**Tăng trưởng CPI của 1 số nhóm ngành chính (YoY%)**

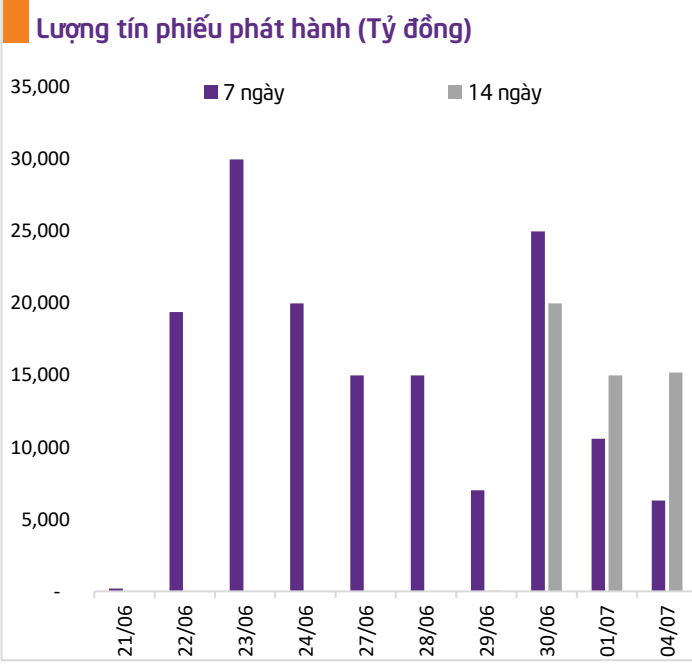
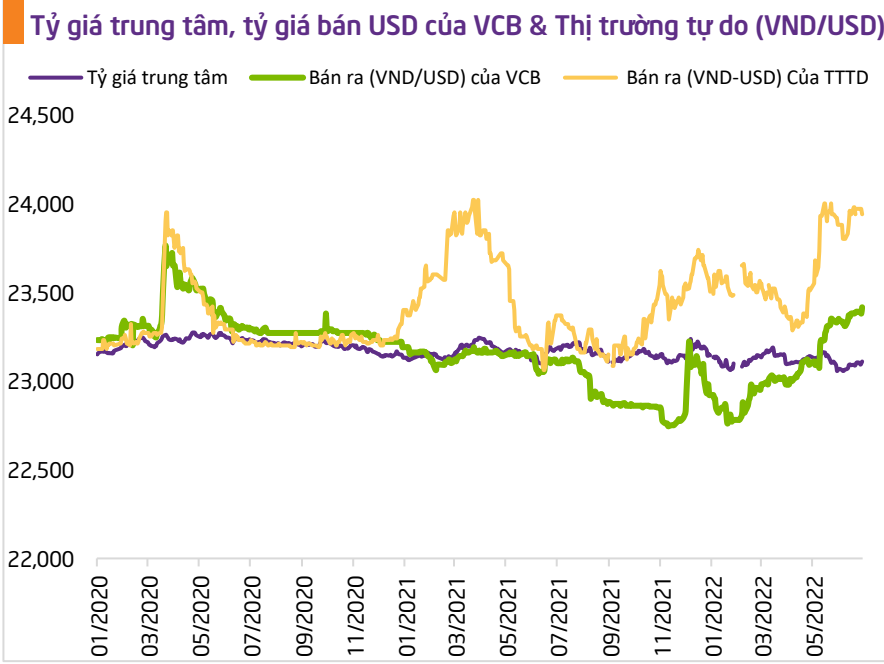
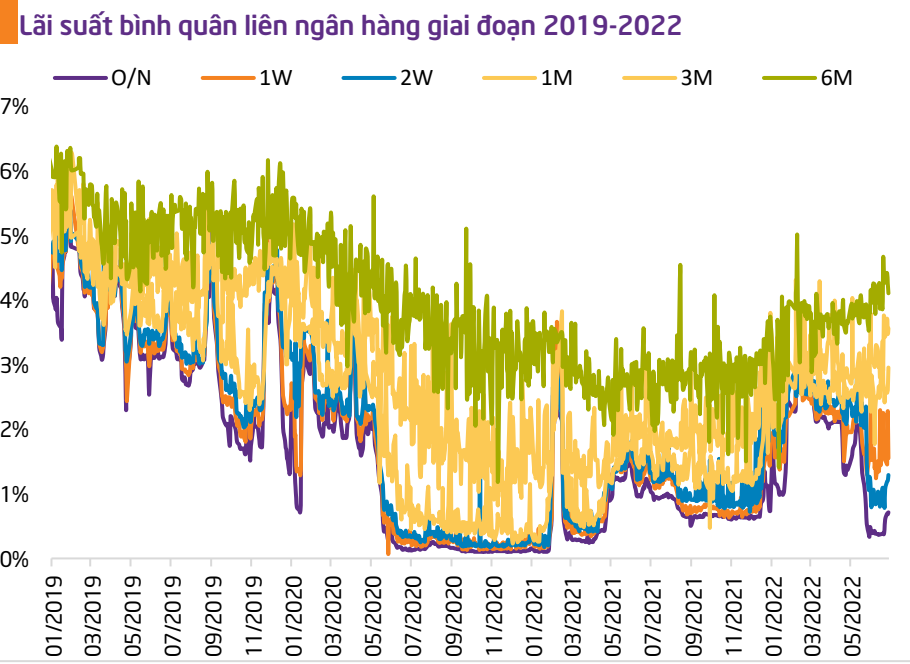


**Diễn biến giá xăng 6T.2022 (VNĐ/Lít)**



# LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG GIẢM MẠNH VÀ TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI TĂNG MẠNH

- Do nhiều ngân hàng hết room tín dụng và các quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung hạn, dài hạn như; tỷ lệ dự trữ thanh khoản; tỷ lệ khả năng chi trả trong 30 ngày... đã làm cho VND ngắn hạn của hệ thống ngân hàng dư thừa. Điều này làm cho lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ngắn như O/N giảm mạnh. Cụ thể, sau khi rời mốc 1%/năm ngày 24/05/2022 thì lãi suất kỳ hạn O/N liên tục giảm tới 0.37%/năm vào 22/06/2022. Tuy nhiên, tới ngày 22/06/2022, sau khi Chính phủ phát hành một lượng lớn tín phiếu để hút bớt tiền trong lưu thông đã làm cho lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ngắn như O/N, 1W, 2W tăng dần lên.
- Về tỷ giá: trong 6T.2022, Fed liên tiếp tăng lãi suất điều hành 3 lần, mức tăng lãi suất ngày 15.6 (0.75 điểm %) là lớn nhất trong vòng 28 năm qua. Điều này làm cho đồng USD tăng mạnh và đồng tiền của các quốc gia khác mất giá mạnh – tỷ giá tăng, trong đó có Việt Nam. Cụ thể, so với thời điểm đầu tháng 06.2022, tỷ giá trung tâm đã tăng 50 đồng, tỷ giá ngân hàng thương mại tăng 75 đồng và tỷ giá ở thị trường tự do tăng 60 đồng. Đây là mức tỷ giá ngân hàng thương mại cao nhất kể từ giữa tháng 05.2020 đến nay. Trước bối cảnh tỷ giá liên tục tăng, từ đầu năm 2022 đến nay, NHNN đã bán ngoại tệ để điều chỉnh tỷ giá phù hợp với mục tiêu, giảm bớt áp lực lên giá hàng hoá nhập khẩu, góp phần giảm bớt lạm phát.
- Theo đánh giá của TPS**, Chúng tôi cho rằng do lượng vốn dài hạn vẫn thiếu để phục vụ cho sản xuất sau đại dịch. Vì vậy, lãi suất huy động và cho vay dài hạn có thể sẽ còn tăng trong thời gian tới. Đối với tỷ giá, lạm phát của Hoa Kỳ có thể đã gần đạt đỉnh hoặc sẽ không tăng mạnh khi Fed liên tục tăng lãi suất trong thời gian vừa qua. Trong trường hợp nền kinh tế xuất hiện nguy cơ suy thoái và lạm phát được kiểm soát tốt hơn thì Fed sẽ giảm tần suất tăng lãi suất trong thời gian tới. Bên cạnh đó, khi tỷ giá tăng quá mạnh, thì Chính phủ có thể sử dụng nghiệp vụ thị trường mở (bán USD) để điều chỉnh tỷ giá. Vì vậy, tỷ giá trung tâm có thể sẽ không tăng quá mạnh trong thời gian tới.



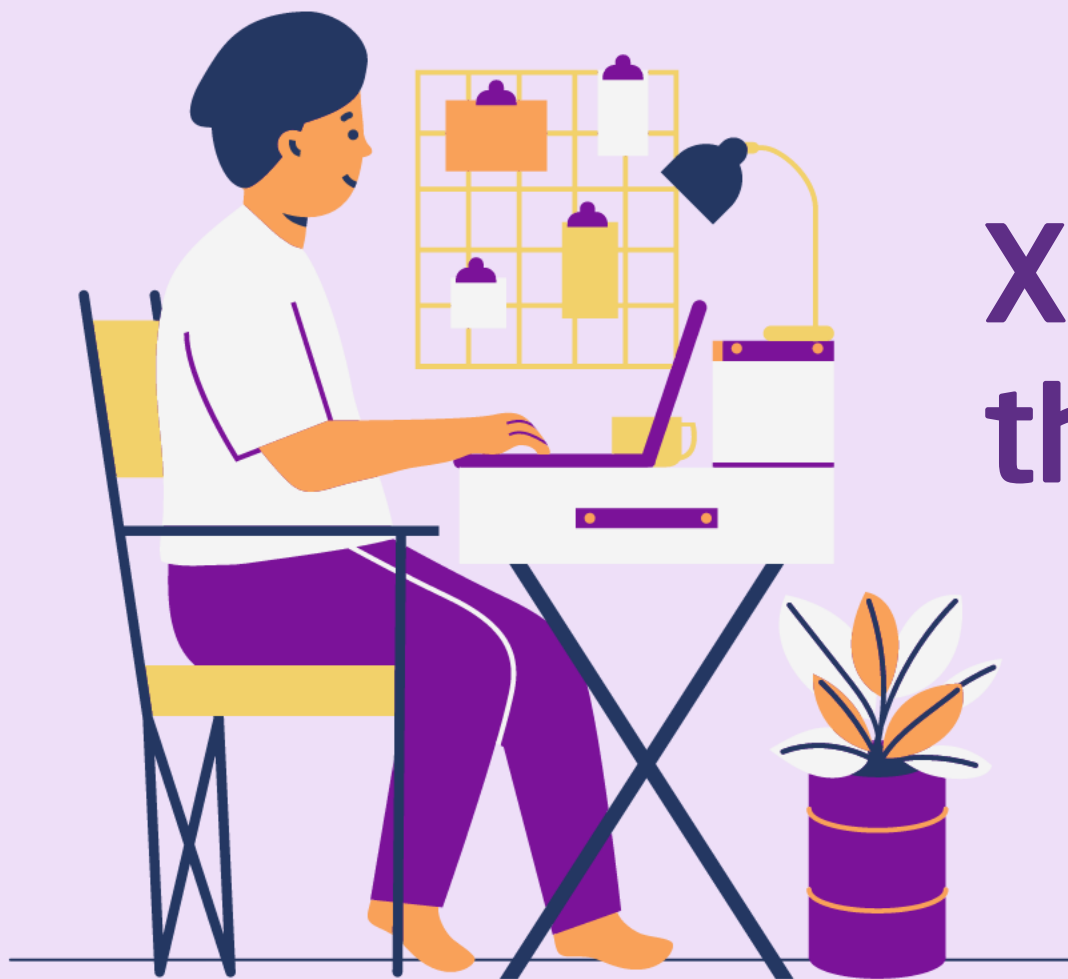
Nguồn: Finnpro, 2022

## ❖ Tác động của các yếu tố vĩ mô thế giới:

- Lạm phát - do cuộc xung đột giữa Nga - Ukraine đang là yếu tố vĩ mô có tác động lớn nhất tới triển vọng nền kinh tế toàn cầu 2H.2022 và có thể kéo dài tới vài năm sau đó. Để kiểm soát lạm phát, nhiều quốc gia trên thế giới đã mạnh tay sử dụng chính sách tài chính thắt chặt - tăng lãi suất điều hành, gây ra nguy cơ suy thoái đang ngày một lớn dần ở nhiều quốc gia trên thế giới. Dự báo một số tác động tới nền kinh tế, thị trường chứng khoán và doanh nghiệp của Việt Nam trong thời gian tới như sau:
  - ✓ Do các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam đều bị lạm phát leo thang và Chính phủ các quốc gia này đang thực hiện các chính sách thắt chặt tiền tệ, điều này có thể sẽ ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu dùng hộ gia đình ở những quốc gia này, tác động không tích cực tới các doanh nghiệp xuất khẩu của Việt Nam.
  - ✓ Khi lạm phát tăng lên đồng nghĩa với mức độ rủi ro ngày càng tăng có thể sẽ xuất hiện tình trạng rút vốn (FDI và FII) ở các thị trường đang phát triển và mới nổi - có độ rủi ro cao hơn về các thị trường phát triển có độ an toàn cao hơn như EU, Hoa Kỳ....
  - ✓ Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện tại, mặc dù nhiều quốc gia đang gặp thách thức lớn với tình trạng lạm phát đình đốn, Việt Nam lại có kết quả 6T.2022 rất tốt, đang trở thành một điểm đến tránh bão lạm phát của nhiều các nhà đầu tư. Vì vậy, đây có thể là một cơ hội lớn cho Việt Nam để thu hút nguồn vốn ngoại. Bên cạnh đó, với quyết tâm nâng hạng lên thị trường mới nổi của Chính phủ trong thời gian gần đây, chúng tôi kỳ vọng sẽ có một lượng vốn mạnh đổ vào Việt Nam trong thời gian tới.
  - ✓ Khi Fed nâng lãi suất, làm cho đồng USD tăng lên và nợ công của Việt Nam cũng tăng lên. Điều này có thể ảnh hưởng tới các dự án đầu tư công có vay nợ nước ngoài.
  - ✓ Khi thu nhập của hộ gia đình giảm xuống, khách du lịch quốc tế tới Việt Nam giảm xuống cũng có tác động tới sức mua trong nước của Việt Nam trong thời gian tới
- Ngoài ra, để tránh lệ thuộc quá nhiều vào Trung Quốc và sự lo ngại rủi ro về chính sách không ổn định, tình trạng Covid và lập trường với cuộc xung đột Nga - Ukraine, nhiều nhà đầu tư đã rút vốn đầu tư khỏi Trung Quốc và chuyển tới các nước lân cận, trong đó có Việt Nam.

## ❖ Tác động của các yếu tố vĩ mô trong nước:

- ❖ Mặc dù lạm phát không quá áp lực ở Việt Nam, nhưng Chính phủ Việt Nam rất quyết liệt trong việc kiểm soát lạm phát thông qua các nghiệp vụ thị trường mở và điều tiết tỷ giá hối đoái. Các chính sách điều tiết của Chính phủ khá linh hoạt, và không gây tác động tâm lý quá lớn tới nhà đầu tư, tuy nhiên, việc bơm ngoại tệ để điều tiết tỷ giá hỗ trợ nhập khẩu, giúp giảm lạm phát có thể ảnh hưởng tới các doanh nghiệp xuất khẩu.

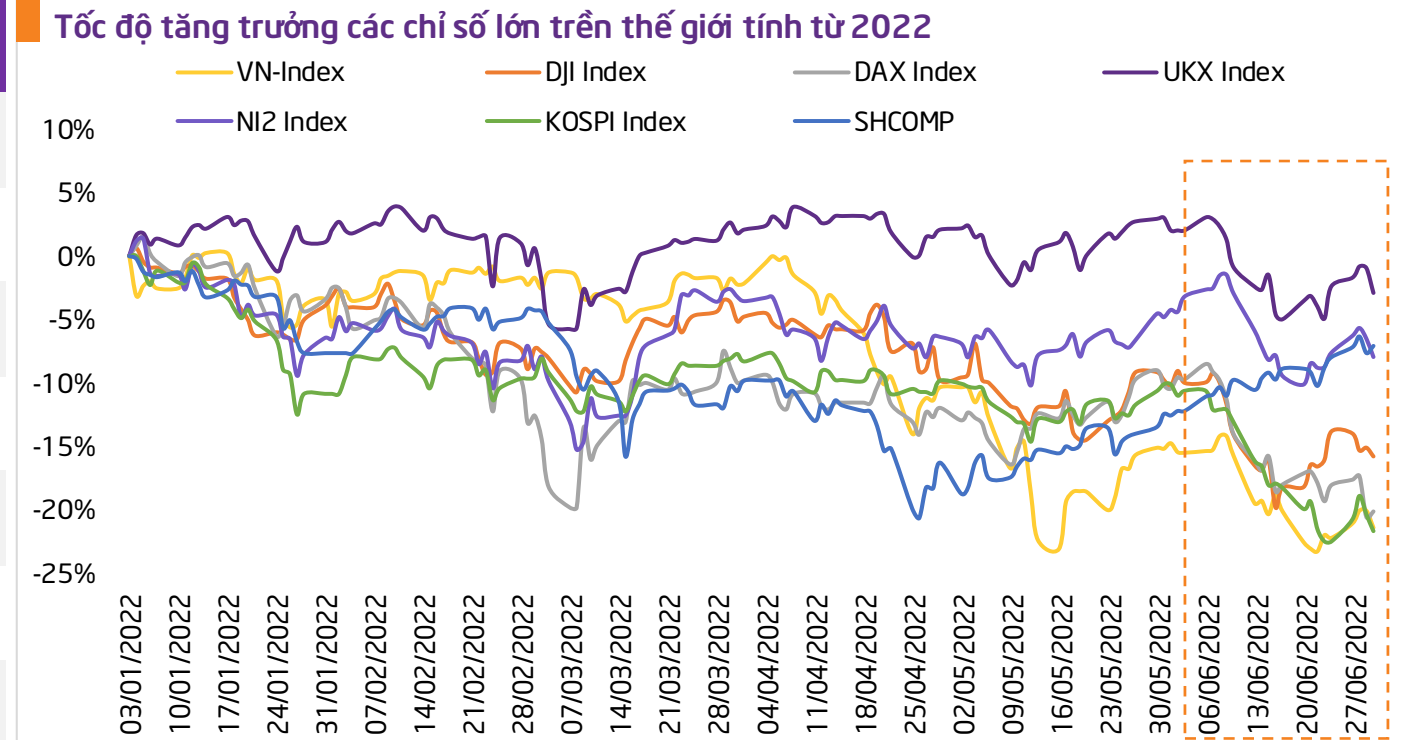


# Xu hướng & triển vọng thị trường chứng khoán

# SỰ HỒI PHỤC TOÀN CẦU SẼ ĐỐI MẶT VỚI NHIỀU THÁCH THỨC

- Thị trường chứng khoán toàn cầu đã trải qua quý 2/2022 đầy bi quan khi các chỉ số toàn cầu đều đồng loạt lao dốc. Những lo ngại về (1) Xung đột tại Ukraine, (2) Khả năng xảy ra suy thoái tại EU và Mỹ, (3) Lạm phát và quá trình tăng lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED) vẫn đang hiện hữu và (4) Chính sách phong tỏa của Trung Quốc đã có ảnh hưởng tiêu cực đến thị trường thế giới.
- Không nằm ngoài xu hướng chung, thị trường Việt Nam đã có 3 tháng biến động hết sức tiêu cực khi VN-Index lần lượt rơi khỏi các mốc quan trọng là 1,300 và 1,200 điểm.
- Chúng tôi dự báo**, thị trường chứng khoán thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ có biến động sideways trong một kênh giá nhất định và duy trì điều này đến ít nhất cuối năm 2022. Nguyên nhân do (1) Thông tin về lạm phát đã phản ánh vào thị trường và các đợt tăng lãi suất tiếp theo của FED đã được dự báo nên khó có tính chất bất ngờ, (2) Xung đột giữa Nga và Ukraine khó có khả năng leo thang hơn nữa, (3) Khả năng xảy ra suy thoái tại EU và Mỹ là chưa chắc chắn, (4) Trung Quốc đã có những động thái nói lỏng chính sách chống Covid-19 giúp SHCOMP hồi phục đầy mạnh mẽ trong 2 tháng qua.

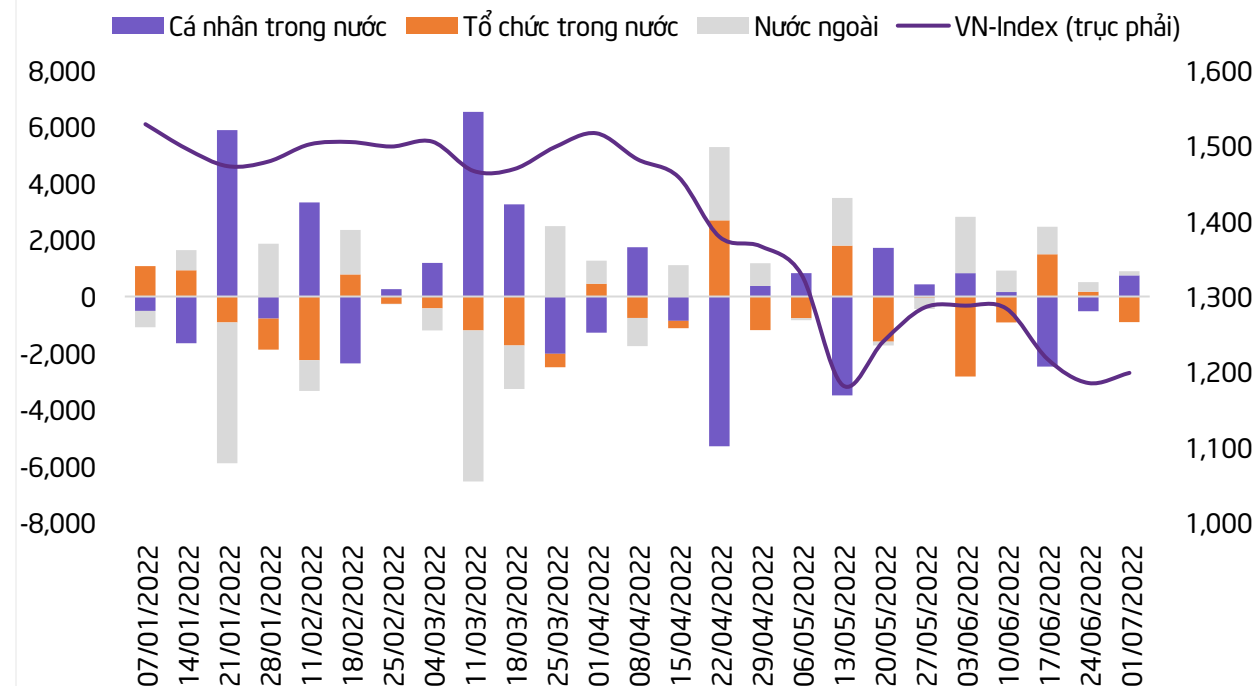
Index	Price	% MoM	% 3M	% YoY	% YTD
VN-Index	1,198	-7.4%	-19.7%	-11.9%	-21.5%
Dow Jones	30,775	-6.7%	-11.3%	-10.8%	-15.9%
DAX	12,784	-11.2%	-11.3%	-17.7%	-20.2%
FTSE 100	7,169	-5.8%	-4.6%	1.9%	-2.9%
NI225	26,393	-3.3%	-4.9%	-7.6%	-8.0%
KOSPI	2,339	-12.9%	-15.2%	-29.1%	-21.8%
SHANGHAI	3,382	6.1%	4.0%	-5.8%	-7.1%



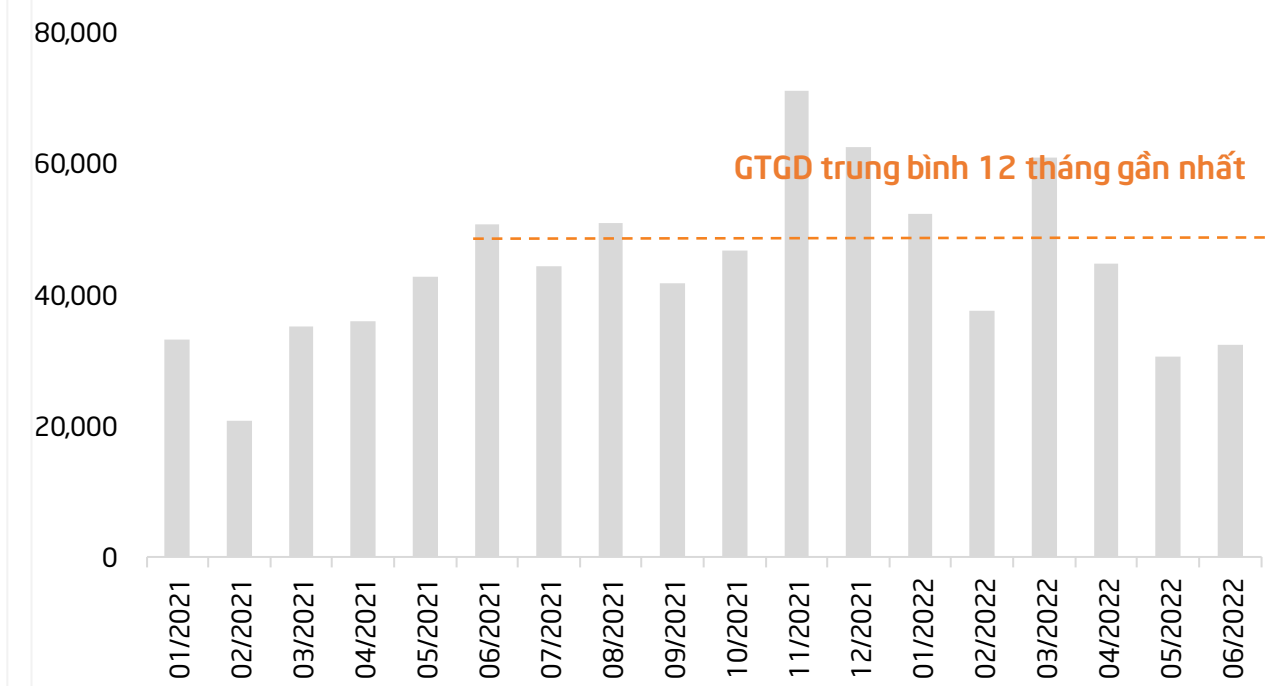
# DÒNG TIỀN TRÊN THỊ TRƯỜNG SẼ TIẾP TỤC CẢI THIỆN

- Trong tháng 06/2022, dòng tiền trên thị trường đã chứng lại đà giảm sau 3 tháng sụt giảm liên tiếp trước đó với mức tăng 6.2% mom. Kết quả này có được là nhờ sự hồi phục giá trị giao dịch của nhóm nhà đầu tư cá nhân (nhóm **chiếm hơn 80%** giá trị toàn thị trường) với mức tăng 8.1% mom. Bên cạnh đó, giao dịch của khối ngoại tăng nhẹ 1.3% mom trong khi tổ chức trong nước đi lùi 7.4% mom.
- Đi sâu vào dòng tiền trên thị trường, có thể thấy diễn biến khó lường của VN-Index từ tháng 04/2022 đến nay đã có ảnh hưởng đến tâm lý nhà đầu tư cá nhân và khiến nhóm này rút ròng trở lại trong cả quý 2/2022 sau 6 quý mua ròng liên tiếp. Tương tự, tổ chức trong nước đã bán ròng gần 3,000 tỷ đồng trong quý 2, đây là quý bán ròng thứ 6 liên tiếp của nhóm này. Và như mọi lần thị trường có sự điều chỉnh sâu, khối ngoại luôn có hành động đi ngược với nhóm nhà đầu tư cá nhân khi “mạnh tay” mua ròng hơn 9,000 tỷ đồng trong quý 2.
- Trong kịch bản nửa cuối năm 2022, chúng tôi đánh giá** dòng tiền trên thị trường sẽ tiếp tục có sự hồi phục khi các thông tin tiêu cực đã bão hòa. Thêm vào đó, quy chế giao dịch mới (t+2) của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD) dự kiến sẽ được áp dụng từ tháng 08 tới sẽ tạo cú hích giúp thu hút dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân trở về. Tuy nhiên, giá trị giao dịch của VN-Index sẽ khó có thể trở lại như giai đoạn cuối năm 2021 khi dòng tiền giờ đây phần nào đã trở lại hoạt động sản xuất kinh doanh sau đại dịch Covid-19 và nỗi sợ lạm phát cũng đã khiến dòng tiền tìm về các kênh đầu tư phòng thủ.

**GTGD ròng theo tuần của từng nhóm NĐT tính từ 2022. Đvt: Nghìn tỷ VND**



**Tổng GTGD bình quân theo tháng từ 2021. Đvt: Nghìn tỷ VND**

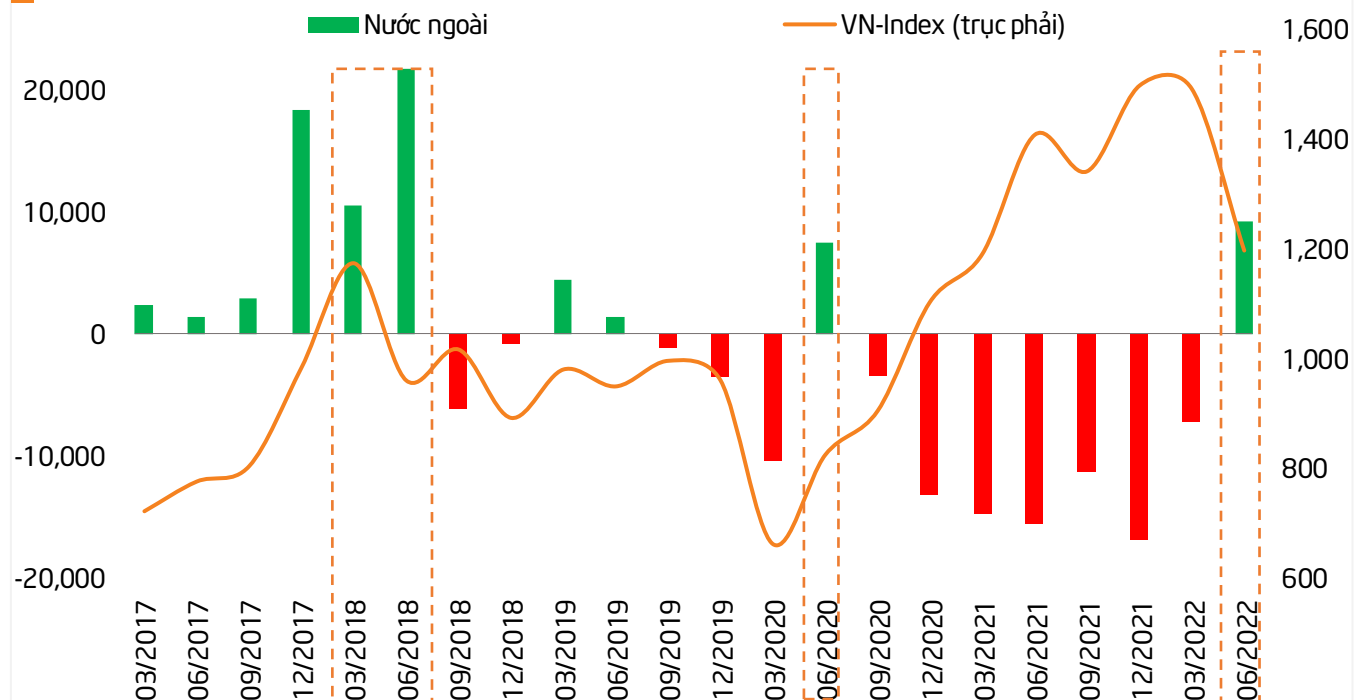


# DÒNG TIỀN TỪ KHỐI NGOẠI ĐẢO CHIỀU

- Trong bối cảnh thị trường biến động trời sập, dòng vốn từ nhà đầu tư nước ngoài đã có dấu hiệu trở lại thị trường Việt Nam với tổng giao dịch ghi nhận hơn 403,751 tỷ đồng, tương ứng tỷ trọng 7.8%. Cụ thể, trong 6 tháng đầu năm, khối ngoại đã mua ròng 2.022 tỷ đồng, giá trị mua ròng phần lớn do dòng vốn ETF (chủ yếu là VNDiamond và Fubon).
- Đặc biệt, nếu chỉ xét riêng quý 2/2022, giá trị mua ròng của nhóm nhà đầu tư này ghi nhận kết quả ấn tượng là 9,271 tỷ đồng. Đây là dấu hiệu tích cực sau 7 quý khối ngoại bán ròng liên tiếp trước đó. Điều này chứng tỏ nhóm nhà đầu tư nước ngoài vẫn đang lạc quan và kỳ vọng nhiều vào sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam hậu đại dịch.
- Xét về diễn biến cụ thể, tại chiều mua, chứng chỉ quỹ DCVFM VNDiamond ETF - FUEVFNVD dẫn đầu danh sách với giá trị mua ròng đạt 3,810 tỷ đồng trong nửa đầu năm. Chứng chỉ này được nhiều quỹ ngoại lựa chọn vì có lợi thế danh mục gồm nhiều cổ phiếu đã hết room. Ở chiều ngược lại, HPG dẫn đầu khi ghi nhận mức bán ròng hơn 5,000 tỷ đồng. Khối ngoại tiếp tục "tháo chạy" khỏi cổ phiếu đứng đầu ngành thép này mặc cho đã bán ròng 18,925 tỷ đồng trong năm 2021.
- Chúng tôi đánh giá**, xu hướng dòng tiền từ khối ngoại sẽ tiếp tục được đổ vào thị trường chứng khoán Việt Nam khi VN-Index nói chung và nhiều cổ phiếu tốt nói riêng đã có mức giá hấp dẫn với mức chiết khấu hơn 20% tính từ đỉnh. Bên cạnh đó, lạm phát và tỷ giá của Việt Nam vẫn được Chính phủ điều tiết ổn định, là cơ sở để thu hút dòng vốn nước ngoài.

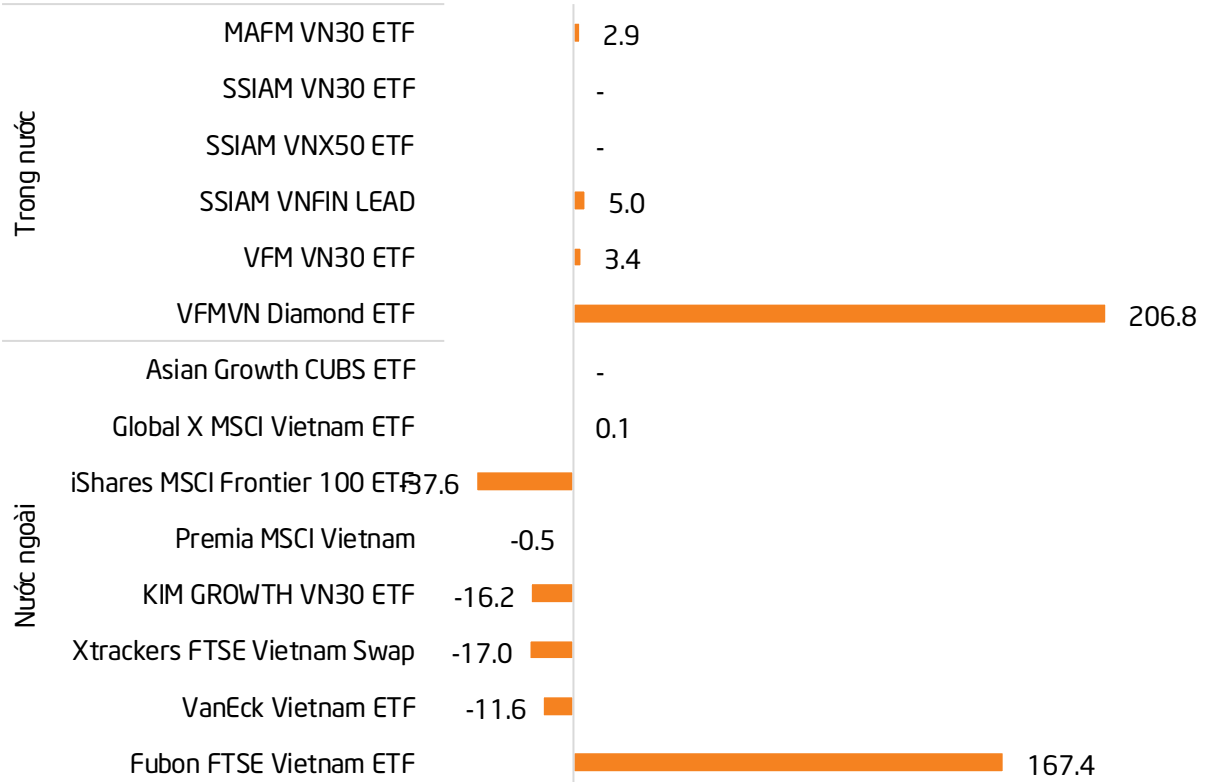
**Top Mua/Bán ròng của NĐTNN (Tỷ đồng)**

Mã	Mua ròng	Mã	Bán ròng
FUEVFNVD	3,810.13	HPG	5,604.54
STB	2,406.69	MSN	4,750.45
DGC	2,223.39	VIC	4,547.53
DPM	1,924.07	NVL	2,620.81
CTG	1,217.48	SSI	1,233.11
MWG	1,190.07	E1VFN30	1,199.20
NLG	1,139.84	CII	747.93
KBC	1,042.84	VNM	469.72
DXG	948.23	VCI	446.65
DCM	920.50	VND	392.85

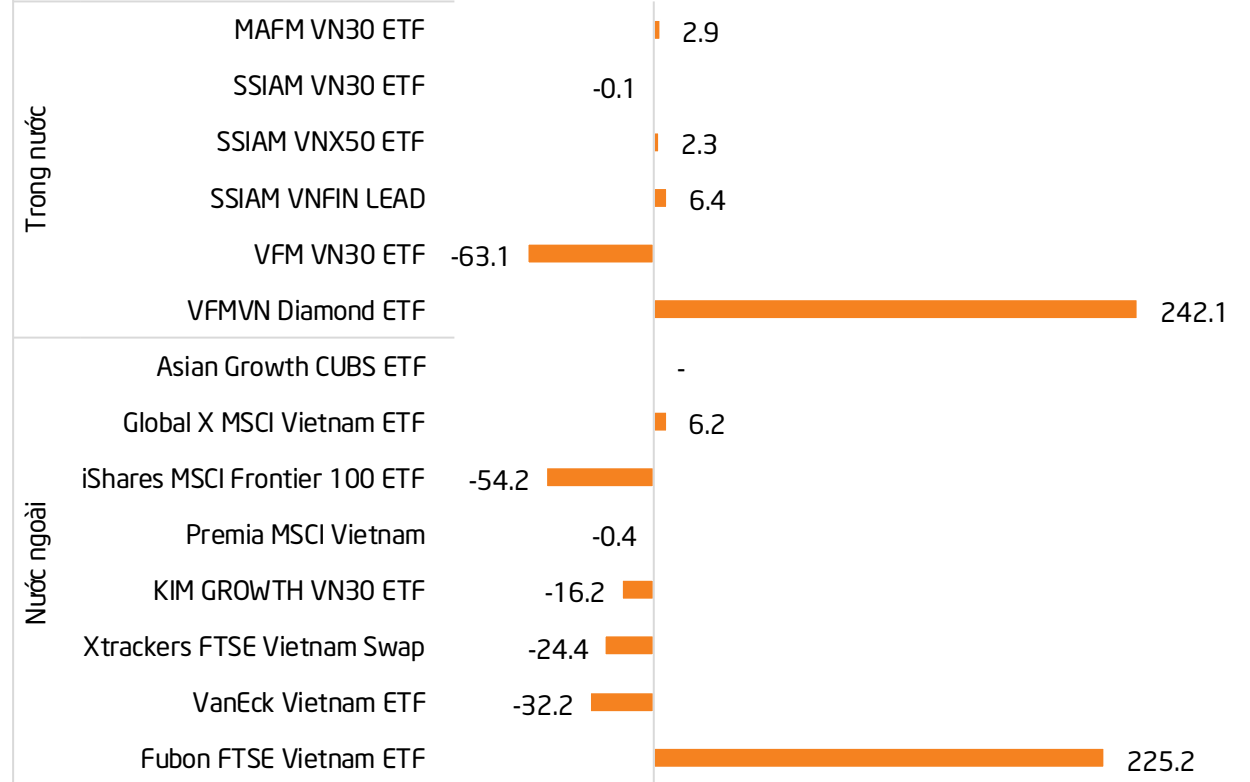
**GTGD ròng của khối ngoại theo quý từ 2017. Đvt: Nghìn tỷ VND**


- Việc VN-Index điều chỉnh sâu trong quý 2/2022 đã giúp định giá (theo P/E) trở nên hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư dài hạn. Từ đó, kích thích xu hướng dòng ETF nở rộ tại Việt Nam cùng với việc được khối ngoại tích cực mua vào, trong đó nổi bật hơn cả là VFM VNDiamond ETF và Fubon FTSE Vietnam với giá trị ròng lần lượt hơn 200 triệu USD. Đối với VNDiamond, dòng vốn tăng mạnh trong quý 2 không chỉ đến từ trong nước mà còn tăng mạnh nhờ việc huy động chứng chỉ quỹ DR tại Thái Lan với giá trị gần 2,000 tỷ đồng.
- Chúng tôi đánh giá**, trong nửa cuối năm 2022, dòng vốn ETF vẫn sẽ tiếp tục tăng mạnh. Tuy nhiên, sẽ chỉ tập trung vào các chứng chỉ quỹ ETF có tiềm năng tăng trưởng, chẳng hạn như VFMVN Diamond ETF với đặc trưng là danh mục gồm nhiều cổ phiếu kích room và có triển vọng tăng trưởng tốt. Bên cạnh đó, sản phẩm ETF sẽ đa dạng hơn khi hai quỹ ETF mới gồm DCFVM VNMidcap và KIM Growth VNFinselect được tung ra thị trường trong 6 tháng cuối năm.

**Dòng tiền ròng các ETF trong quý 2.2022. Đvt: Triệu USD**



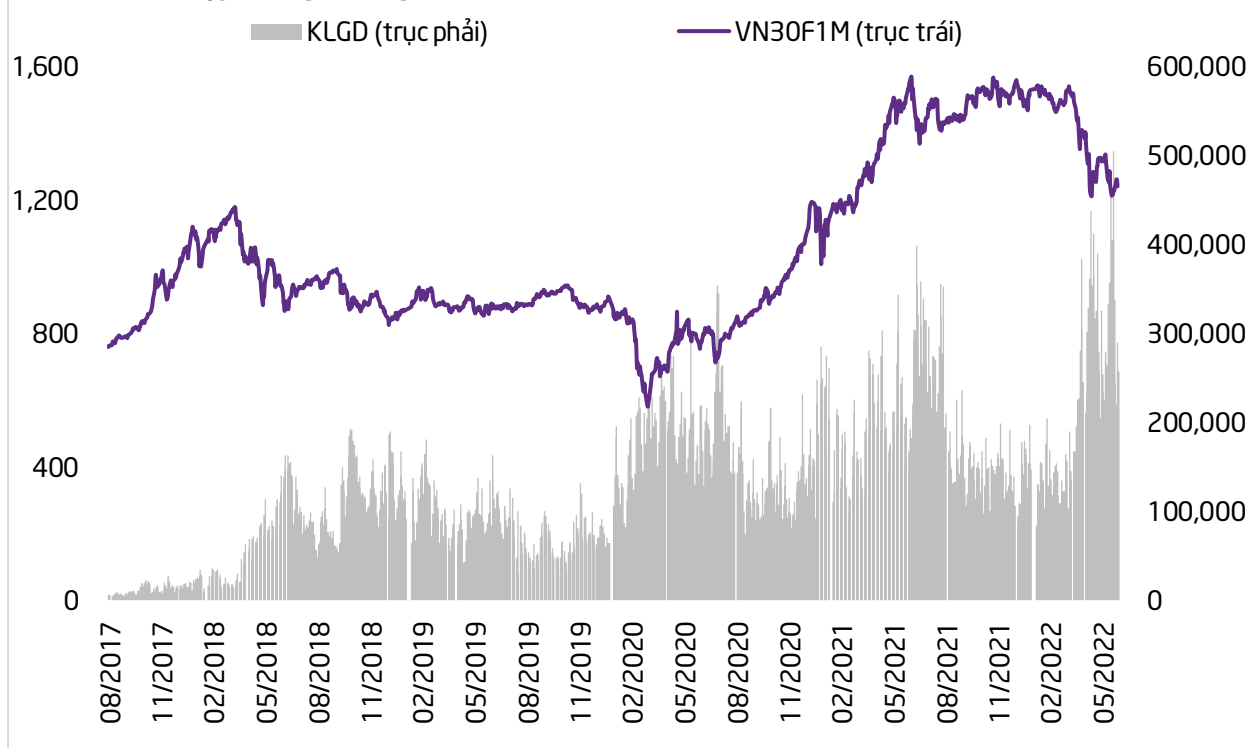
**Dòng tiền ròng các ETF tính từ đầu năm 2022. Đvt: Triệu USD**



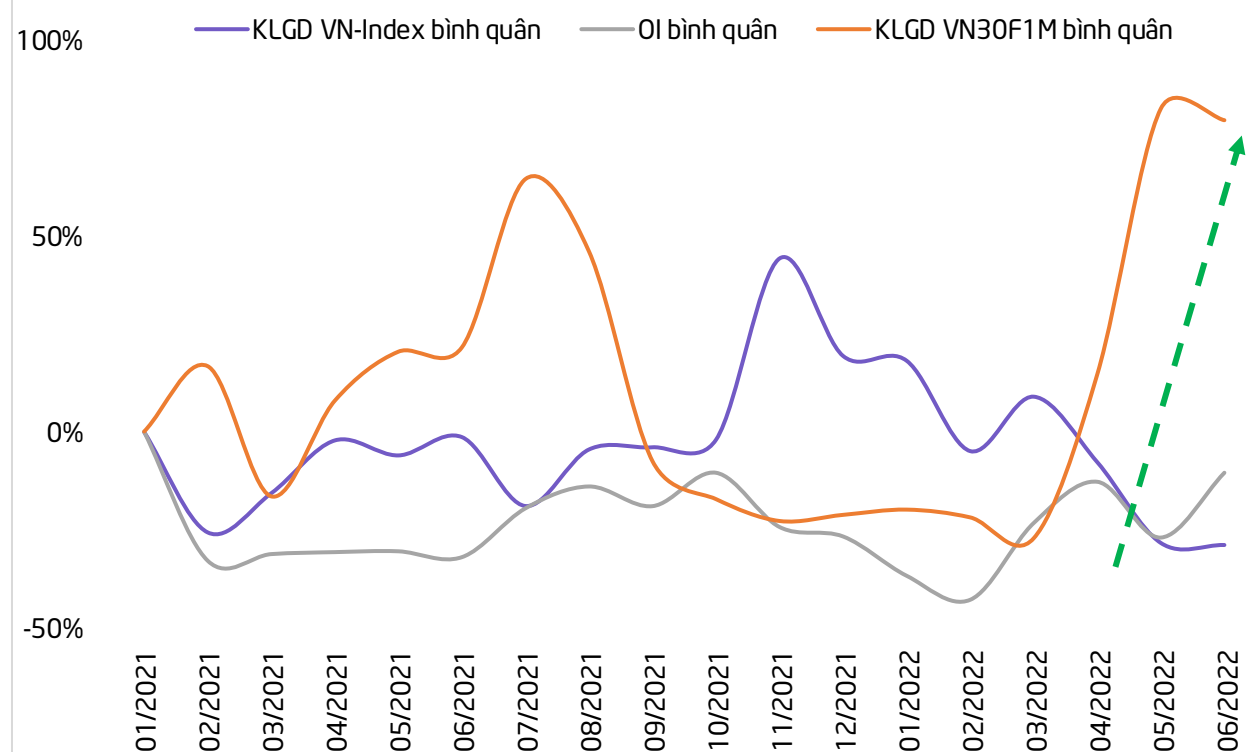
# THANH KHOẢN VN-INDEX ĐANG CÓ DẤU HIỆU TẠO ĐÁY

- Trong tháng 06/2022, mặc dù đà tăng khối lượng giao dịch hợp đồng tương lai VN30F1M có phần chững lại khi giảm nhẹ 1.6% MoM, đạt 308,323 hợp đồng nhưng vẫn tăng 128.1% YTD. Đây là tháng thứ 2 liên tiếp thanh khoản của hợp đồng tương lai ghi nhận mức giao dịch bình quân hơn 300,000 hợp đồng/phiên.
- Sự sôi động tại đây đã góp phần gây ra tình trạng sụt giảm dòng tiền tại thị trường cơ sở. Tuy nhiên, trong 3 tháng qua, thị trường phái sinh chỉ ghi nhận sự tăng mạnh ở thanh khoản trong khi qui mô và độ sâu thị trường lại không có sự cải thiện, điều này được thể hiện rõ nét qua sự biến động khối lượng hợp đồng mở bình quân (OI) từ năm 2021 gần như không thay đổi đáng kể. Bên cạnh đó, thanh khoản thị trường cơ sở đang có dấu hiệu tạo đáy sau thời gian dài VN-Index điều chỉnh vì giờ đây, nhiều cổ phiếu và nhóm ngành đã về mức hấp dẫn. Khối lượng giao dịch bình quân tháng 06 gần như không thay đổi so với tháng trước với mức giảm chưa tới 1%. Đây là mức thấp nhất trong hơn 2 năm trở lại đây.
- Vì vậy chúng tôi đánh giá**, một khi thị trường cơ sở ổn định, dòng tiền từ thị trường tương lai sẽ trở lại với VN-Index. Đồng thời, khối lượng bình quân của VN30F1M sẽ tạo đỉnh và rơi về khoảng 150,000-200,000 hợp đồng/phiên. Điều này đã được chứng minh trong qua khứ.

### Diễn biến hợp đồng tương lai từ 2017



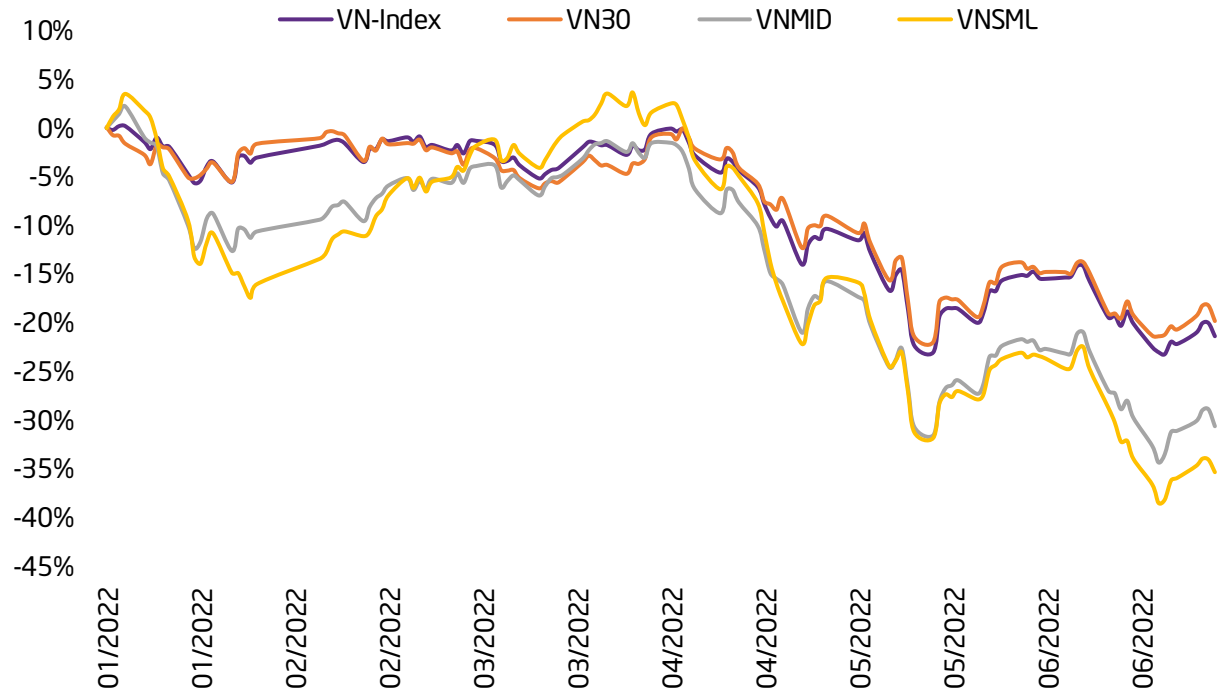
### Tốc độ tăng trưởng KLGĐ VN30F1M và VN-Index



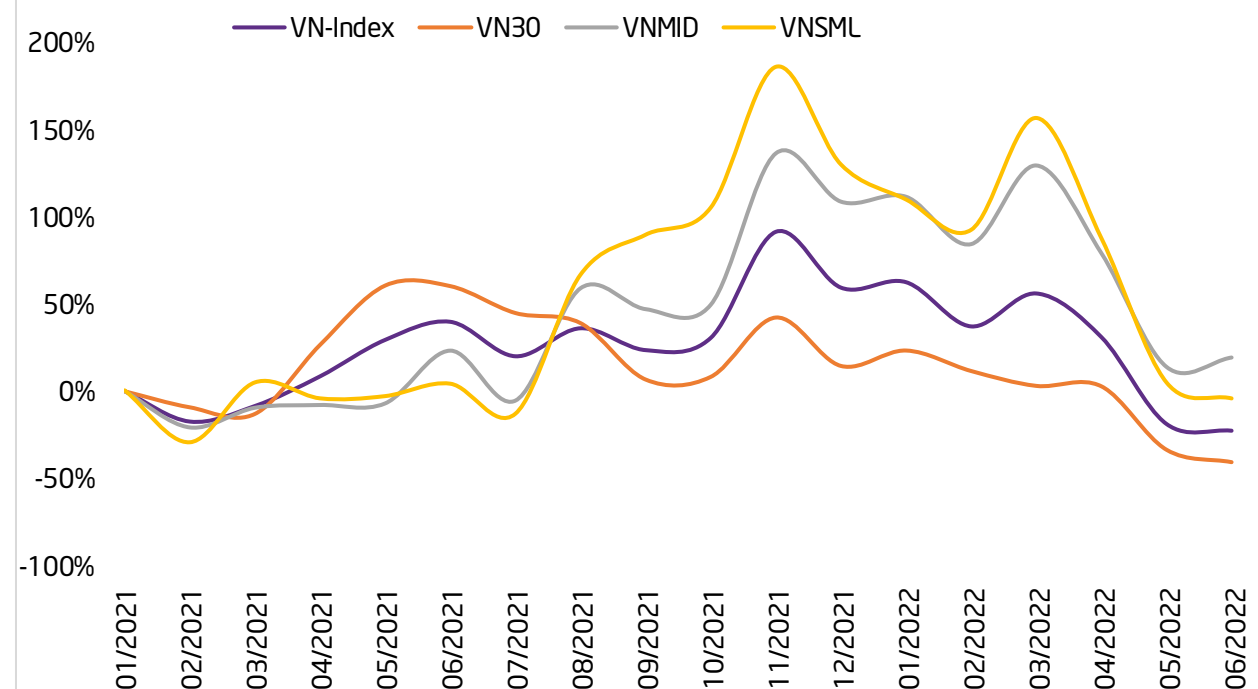
# CHỜ ĐỢI DÒNG TIỀN TRỞ LẠI NHÓM VỐN HÓA LỚN

- VN-Index kết thúc tháng 6 với việc mất 95.08 điểm (-7.4% mom) và lui về mức 1,197.6 điểm. Tính chung 6 tháng đầu năm 2022, VN-Index mất 327.98 điểm, tương đương giảm 21.5% so với đầu năm. Trong đó, nhóm đầu cơ là VNMID và VNSML có mức giảm mạnh hơn thị trường chung lần lượt là 30.8% ytd và 35.5% ytd. Trong khi nhóm vốn hóa lớn là VN30 lại có mức suy giảm thấp nhất là 19.9%.
- Giá trị giao dịch khớp lệnh bình quân 6 tháng đầu năm đạt 19,906 tỷ đồng/phiên, giảm 52.5% ytd. Trong đó, các chỉ số chính giảm lần lượt 51.9%, 43.6% và 54.5% so với đầu năm. Có thể thấy rằng, các biện pháp cứng rắn của Chính phủ trước những hành vi “không minh bạch” nhằm dọn đường cho thị trường thăng hạng đã có tác động mạnh đến lượng giao dịch ở toàn thị trường trong thời gian qua.
- Chúng tôi vẫn đánh giá**, trong nửa cuối năm 2022, dòng tiền sẽ tìm về nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn là VN30 sau khi thị trường trải qua các nhịp điều chỉnh để rũ bỏ các cổ phiếu có tính đầu cơ cao. Vì đây là những cổ phiếu có nền tảng cơ bản vững chắc, kết quả kinh doanh tích cực, thanh khoản cao và minh bạch trong việc cung cấp thông tin sẽ giúp thị trường tăng trưởng một cách bền vững hơn trong tương lai.

**Tốc độ tăng trưởng của nhóm chỉ số chính tính từ năm 2022**



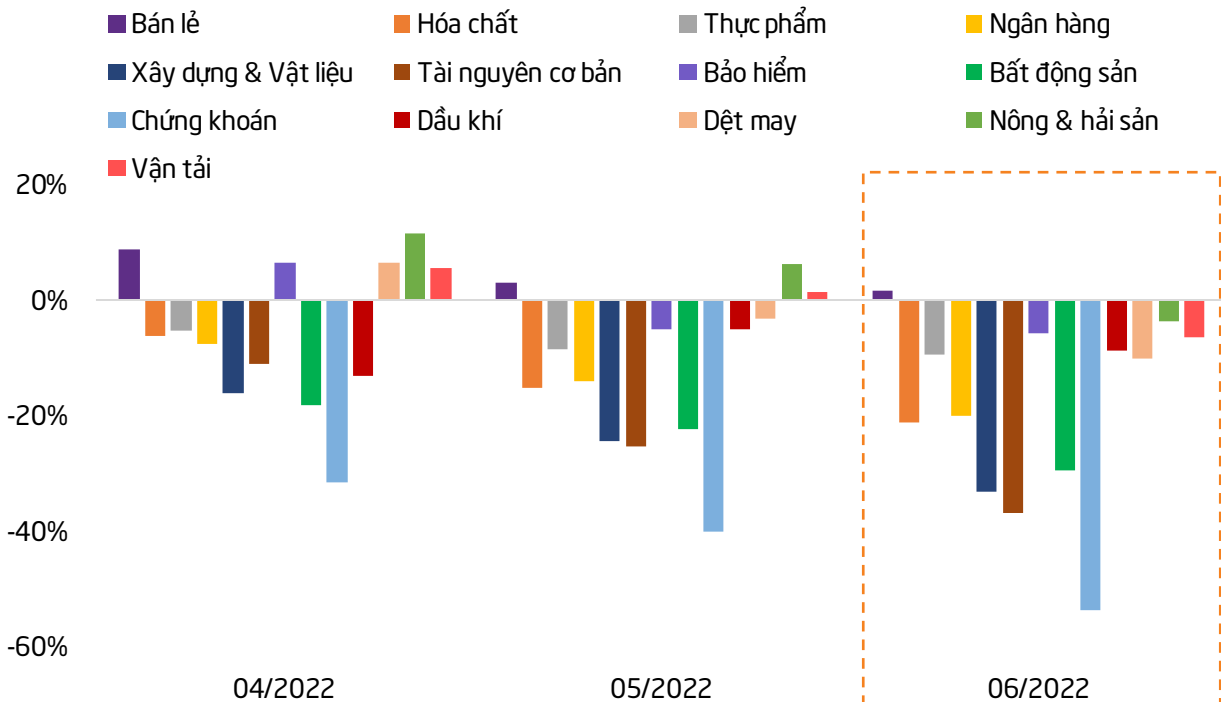
**Tốc độ tăng trưởng GTGD khớp lệnh bình quân của các chỉ số chính từ 2021**



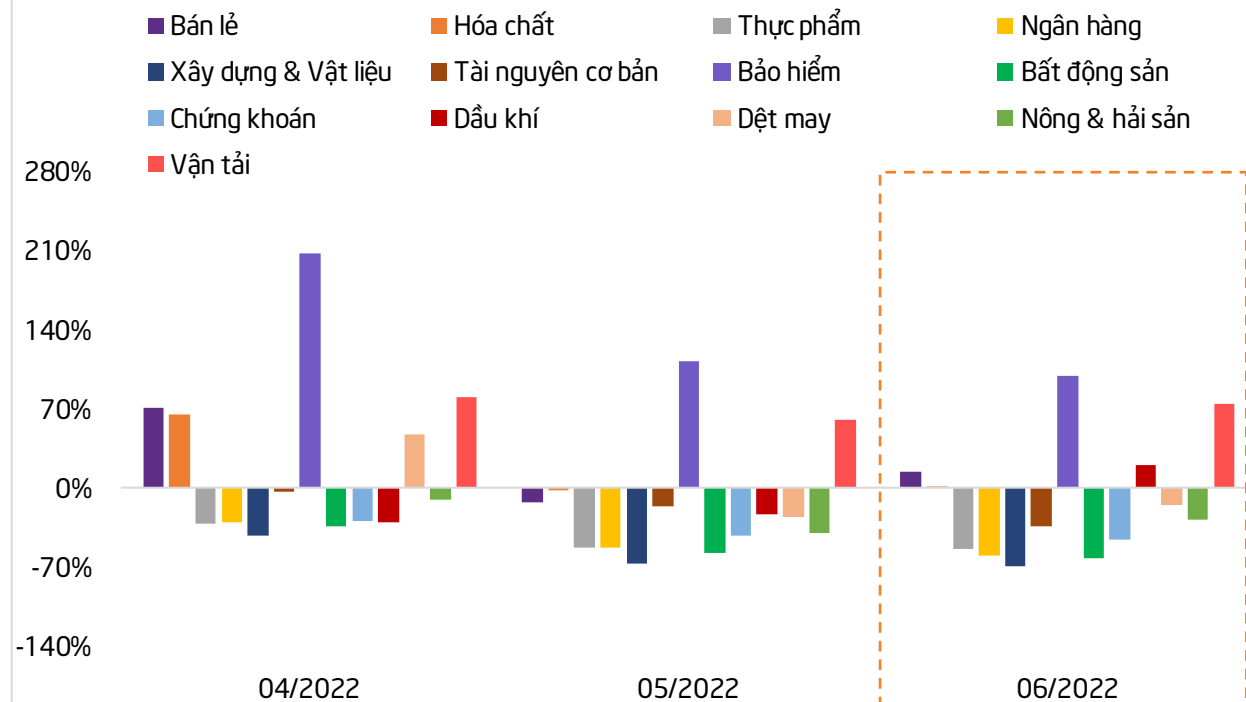
# MỘT SỐ NGÀNH VẪN GIỮ ĐƯỢC DÒNG TIỀN DƯƠNG SO VỚI ĐẦU NĂM

- Trong tháng 06, thị trường chứng khoán Việt Nam tiếp tục ghi nhận sự sụt giảm ở hầu hết các nhóm ngành chính. Trong đó, **Chứng khoán** (-53.8%), **Bất động sản** (-29.6%), **Xây dựng & Vật liệu** (-33.2%) và **Tài nguyên cơ bản** (-36.9%) là những nhóm ngành có mức giảm mạnh nhất và đà giảm này tiếp tục được mở rộng trong tháng 06. Tương tự, dòng tiền tại các nhóm ngành trên cũng đang ở mức âm so với đầu năm. Cụ thể, Xây dựng & Vật liệu mất 69.6% giá trị giao dịch, theo sau là Bất động sản (-62.4%), Chứng khoán (-46.6%) và Tài nguyên cơ bản (-34.9%).
- Ở chiều ngược lại, **Bán lẻ** (+1.5%) là ngành vẫn giữ được mức tăng so với đầu năm. Tuy vậy, đà tăng của ngành này không có sự đồng đều mà chỉ tập trung vào MWG và PNJ. Đây là 2 cổ phiếu có tỷ trọng thuộc nhóm cao nhất trong danh mục của VNDiamond.
- Đặc biệt, **Thủy sản, Vận tải, Dầu khí, Bảo hiểm** và **Bán lẻ** là những ngành ít có biến động mạnh so với đầu năm 2022 và vẫn có thời điểm đi ngược lại với biến động chung của thị trường. Một số ngành như Vận tải, Dầu khí, Bảo hiểm và Bán lẻ vẫn duy trì được dòng tiền dương. Chúng tôi đánh giá, các ngành này vẫn sẽ tiếp tục chiếm được sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư trong 6 tháng cuối năm 2022 nếu các thông tin về vĩ mô không có nhiều biến động.

**Tốc độ tăng trưởng của các nhóm ngành chính theo tháng trong quý 2/2022**

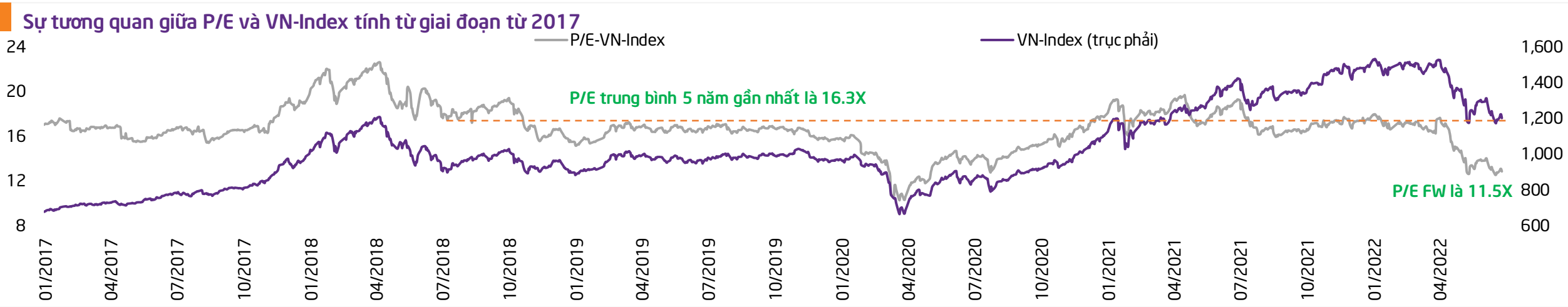
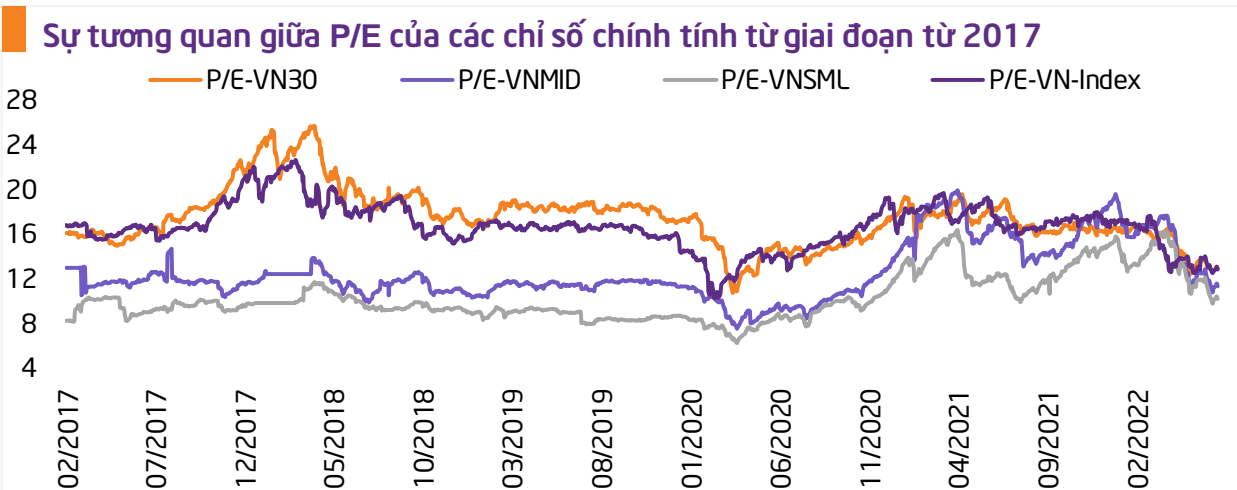
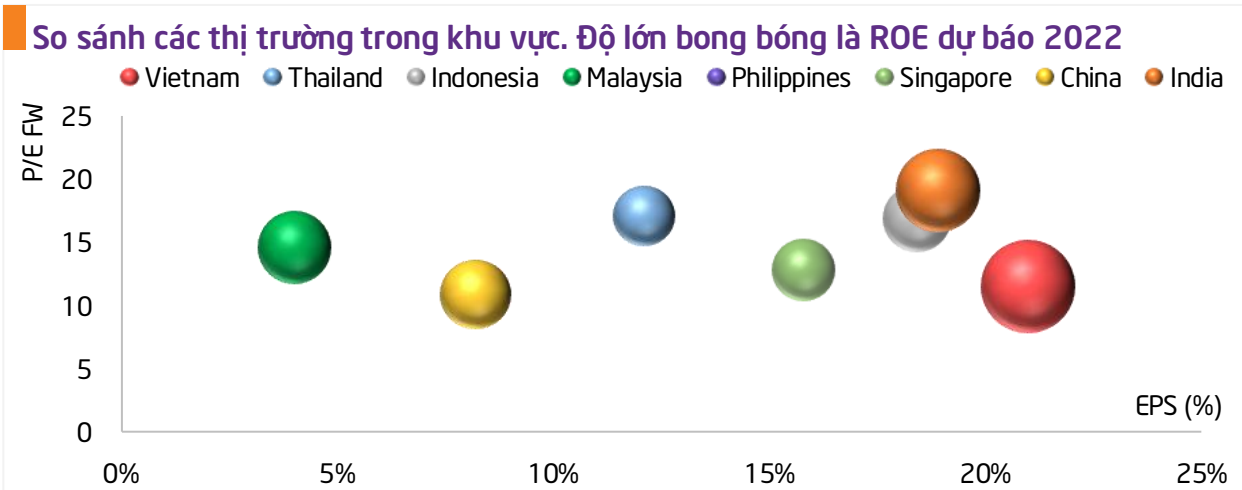


**Tăng trưởng dòng tiền của các nhóm ngành chính theo tháng trong quý 2/2022**



# VN-INDEX VẪN ĐANG Ở VÙNG ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN VỚI P/E FW LÀ 11.5X

- Kết thúc 6 tháng đầu năm 2022, P/E trailing của VN-Index hiện ở quanh mức 12.8 lần, thấp hơn rất nhiều so với mức P/E trung bình 5 năm là 16.3x. Cho cả năm 2022, chúng tôi đánh giá tăng trưởng EPS của toàn thị trường dự kiến trên 20% và mức P/E forward định giá hiện tại chỉ tương đương 11.5x.
- Bên cạnh đó, khi so với các quốc gia trong khu vực, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng đang hết sức hấp dẫn với P/E forward 2022 ở mức gần như thấp nhất nhưng lại có mức ROE thuộc nhóm cao nhất. Chính vì vậy, chúng tôi đánh giá đây là thời điểm hợp lý để mua gom những cổ phiếu có nội tại tốt, kết quả kinh doanh tích cực và thanh khoản cao.



# KỊCH BẢN VN-INDEX THÁNG 07 & TRIỂN VỌNG NỬA CUỐI NĂM 2022

Tháng 07/2022	Kịch bản tích cực	Kịch bản trung lập	Kịch bản tiêu cực
VN-Index	1,231-1,330	1,150-1,230	1,000-1,149
Xác suất	10%	50%	40%

- Trong tháng 07/2022, chúng tôi đưa ra 3 kịch bản về biến động của thị trường như hình trên với kỳ vọng VN-Index sẽ chứng lại đà giảm sau khi đã chiết khấu 21.5% từ mức đỉnh tháng 01/2022 và mức sụt giảm này tương đương giai đoạn 2018 (-28.4% từ đỉnh tháng 04/2018 đến đáy tháng 12/2018). Thêm vào đó, kịch bản này dựa trên nhận định rằng các thông tin tiêu cực đã bão hòa và khó có các cú sốc thông tin lặp lại như giai đoạn đầu năm nay.
- Trong ngắn hạn, rất khó để dự báo chính xác diễn biến thị trường nhưng triển vọng dài hạn của thị trường chúng khoán Việt Nam vẫn được đánh giá khả quan nhờ (1) Tình hình vĩ mô ổn định, (2) Thị trường có mức định giá hấp dẫn trong khu vực và (3) Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp vốn hóa lớn vẫn khả quan.
- Tuy nhiên, những rủi ro về (1) Suy thoái tại EU và Mỹ, (2) Căng thẳng Nga và Ukraine và (3) Lạm phát và chính sách điều tiết tiền tệ của FED là vẫn đang hiện hữu. Vì vậy, thị trường sẽ có những đợt điều chỉnh trong ngắn hạn. Theo đó, VN-Index sẽ sideway và chờ đợi một sự hồi phục trở lại. Trong 6 tháng cuối năm, diễn biến lạm phát và lãi suất vẫn là thông tin quan trọng bậc nhất. Cụ thể, vào tháng 07, 09, 11 và 12 FED sẽ có quyết định tăng lãi suất và những sự kiện này sẽ có tác động đến thị trường.
- Triển vọng nửa cuối năm 2022, chúng tôi kỳ vọng lạm phát tại Việt Nam vẫn có thể được kiểm soát dưới mục tiêu 4%. Cùng với đó, tốc độ tăng trưởng GDP quý 3 và 4 sẽ vẫn duy trì kết quả tích cực do mức nền so sánh năm 2021 ở mức thấp. Về nhóm ngành, chúng tôi đánh giá 2 quý tới sẽ vẫn là câu chuyện của những ngành được hưởng lợi từ việc đứt gãy chuỗi cung ứng và xuất khẩu như: **Dầu khí, Vận tải, Thủy sản** và **Dệt may**. Ngoài ra, sau đợt sụt giảm mạnh, một số cổ phiếu đã có chiết khấu lớn đến mức khó có khả năng giảm mạnh hơn nữa như cổ phiếu Chứng khoán mất hơn 50% giá trị từ đỉnh, các cổ phiếu Bất động sản lụi sâu hơn 30% so với mức cao tháng 01/2022 hay một số cổ phiếu Sắt - Thép đã giảm hơn 60% giá trị. Do đó, đây cũng là cơ hội thuận lợi cho những nhà đầu tư dài hạn vì thời điểm này, các cổ phiếu tiềm năng đã có mức định giá hấp dẫn hơn nhiều so với trước.
- Về ngành **Ngân hàng** - nhóm có tỷ trọng lớn nhất thị trường. Chúng tôi nhận định bức tranh của ngành này là lạc quan với nhiều triển vọng trong 2 quý cuối năm 2022. Kỳ vọng room tín dụng sẽ được mở rộng sau khi tín dụng trong 6 tháng qua ở các Ngân hàng Thương mại gần như đã chạm trần. Ngoài ra, việc Ngân hàng Nhà nước nới room trong thời gian tới cũng là tín hiệu cho thấy một cách rõ nét chính sách điều tiết tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước trong bối cảnh FED và ECB dự kiến sẽ có những động thái tăng lãi suất quyết liệt hơn nhằm kìm hãm lạm phát.

# Đánh giá triển vọng tăng trưởng ngành



## NGÀNH NGÂN HÀNG:

# KỶ VỌNG TÍN DỤNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG NHỜ PHỤC HỒI KINH TẾ & GÓI HỖ TRỢ LÃI SUẤT 2%



# TÓM TẮT NỘI DUNG BÁO CÁO

- ❖ **Tăng trưởng tín dụng cao:** Tăng trưởng tín dụng 5T2022 đạt mức cao khoảng 7.75% - cao hơn 5 tháng của giai đoạn 2019-2021. Dự kiến năm 2022 tăng trưởng tín dụng có thể đạt 15% nhờ vào phục hồi kinh tế sau covid và gói hỗ trợ kích thích nền kinh tế. Ngoài ra, gia tăng tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân được các ngân hàng chú trọng.
- ❖ **Tăng trưởng huy động tăng cao theo tương ứng:** Tại cuối tháng 3/2022, tổng huy động từ khách hàng cá nhân và tổ chức kinh tế tăng 3.6%ytd lên 11.3 triệu tỷ đồng, cao hơn so với mức tăng trưởng huy động cùng kỳ năm 2019-2021. Huy động 2H2022 tăng nhờ (1) Đáp ứng nhu cầu tăng trưởng tín dụng (2) Các NHTM đẩy mạnh thu hút CASA thông qua ngân hàng số (3) xu hướng tăng của lãi suất khi lạm phát gia tăng.
- ❖ **NIM duy trì:** tỷ lệ NIM Q1/2022 trung bình ngành là 3.48%, tương đương so với cuối năm 2021 và cao hơn so với cùng kỳ Q1/2021 là 3.40% nhờ vào gia tăng tỷ lệ CASA góp phần bù đắp cho việc gia tăng chi phí huy động. Kỳ vọng NIM 2022 sẽ tiếp tục duy trì so với năm 2021.
- ❖ **Hoạt động ngoài lãi gia tăng:** trong Q1/2022, hoạt động dịch vụ, hoạt động kinh doanh ngoại hối và ghi nhận từ hoạt động khác như: ghi nhận phí hỗ trợ từ việc tái ký kết hợp đồng bảo hiểm của VPB hay thu từ xử lý nợ xấu của CTG đóng góp tổng thu nhập ngành. Kỳ vọng cả năm 2022 sẽ tiếp tục gia tăng thu nhập ngoài lãi nhờ vào hoạt động thanh toán, hoạt động kinh doanh ngoại hối, và bancassurance- Ghi nhận phí hỗ trợ từ việc ký kết hợp đồng bancassurance của VPB với AIA ghi nhận trọng quý 1/2022 và CTG với Manulife dự kiến ghi nhận trong năm 2022
- ❖ **Tỷ lệ CIR tiếp tục cải thiện:** Tỷ lệ CIR các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục giảm từ 33% tại thời điểm Q1/2021 xuống còn 30% tại thời điểm Q1/2022. Kỳ vọng tỷ lệ CIR 2022 của toàn ngành sẽ tiếp tục cải thiện nhờ vào xu hướng chuyển đổi số hoạt động toàn ngành góp phần tối ưu hoá chi phí.
- ❖ **Xu hướng gia tăng tỷ lệ nợ xấu nội bảng nhưng kỳ vọng áp lực trích lập dự phòng không lớn cho ngân hàng nhờ kiểm soát rủi ro tốt và tỷ lệ bao phủ cao:** Tỷ lệ nợ xấu nội bảng toàn ngành tại cuối Q1/2022 là 1.53% và tỷ lệ nợ xấu gộp (nợ xấu nội bảng, nợ tại VAMC chưa được xử lý và nợ xấu tiềm ẩn từ khoản nợ tái cơ cấu) là 5.76% thấp hơn so với cuối năm 2021 lần lượt là 1.9% và 7.3%. Tỷ lệ nợ xấu của các doanh nghiệp niêm yết 1.42% tại quý 1/2022, cao hơn so với thời điểm cuối năm 2021 là 1.34%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ngành cao là 149%. Nếu thông tư 14 hết hiệu lực vào cuối tháng 6/2022 mà không gia hạn thêm, thì nợ tiềm ẩn sẽ được thể hiện rõ ràng hơn trong tỷ lệ nợ xấu nội bảng.  
Chúng tôi kỳ vọng áp lực trích lập dự phòng có sự phân hoá, đối với nhóm ngân hàng lớn với (1) tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao so với ngành (2) có khả năng kiểm soát rủi ro tốt : VCB, BID, MBB, ACB, TCB... sẽ không quá áp lực. Tuy nhiên áp lực dự phòng đối với những ngân hàng kiểm soát nợ xấu kém và bộ đệm trích lập dự phòng mỏng – đặc biệt nhóm NHTMCP nhỏ
- ❖ **Tình hình tăng vốn và chi trả cổ tức:** Theo định hướng chung của ngành, chi trả cổ tức năm 2022 chỉ thông qua hình thức cổ phiếu. Bên cạnh đó, các ngân hàng cũng gia tăng phát hành cổ đông chiến lược nhằm đầu tư chuyển đổi số hoá cũng như tạo nguồn vốn vững chắc trong mở rộng quy mô hoạt động. Các ngân hàng tăng vốn từ việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ và /hoặc cổ tức như SHB, MBB, BID, VCB (tiếp tục triển khai kế hoạch ĐHĐCĐ 2020), và VPB. Các ngân hàng tăng vốn thông qua hình thức chi trả cổ tức như HDB, TPB, CTG, ACB, VIB.

**KQKD Q1/2022:** Tăng trưởng lợi nhuận của ngành đạt mức 30.7%YoY nhờ vào hoạt động tăng trưởng tín dụng cao, NIM duy trì, CIR cải thiện và mức trích lập dự phòng không tăng mạnh.

**Dự phóng năm 2022:** Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của ngành đạt mức 23.1%YoY nhờ vào (1) tăng trưởng tín dụng cao 15% (2) NIM duy trì so với cùng kỳ (3) gia tăng thu nhập ngoài lãi +23%YoY đến từ hoạt động thanh toán, kinh doanh ngoại hối và ghi nhận phí hỗ trợ từ việc ký kết hợp đồng bancassurance (4) CIR tiếp tục cải thiện nhẹ từ 33% xuống còn 32%.

**Định giá hấp dẫn:** Mức định giá hiện tại là 1.67x (ngày 15/06/2022), thấp hơn trung bình lịch sử 3 năm là 1.99x

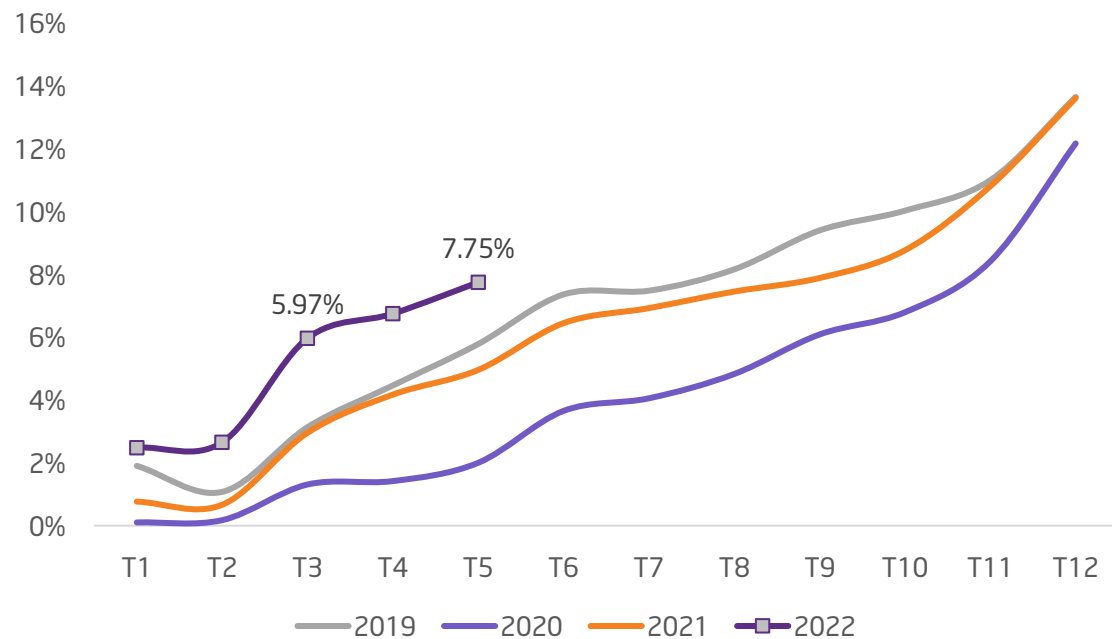
**Rủi ro ngành:** Rủi ro lạm phát cao sẽ gây áp lực gia tăng lãi suất tiền gửi và tỷ lệ nợ xấu gia tăng cao ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của ngành

**Cổ phiếu đầu tư:** ACB, VPB, MBB

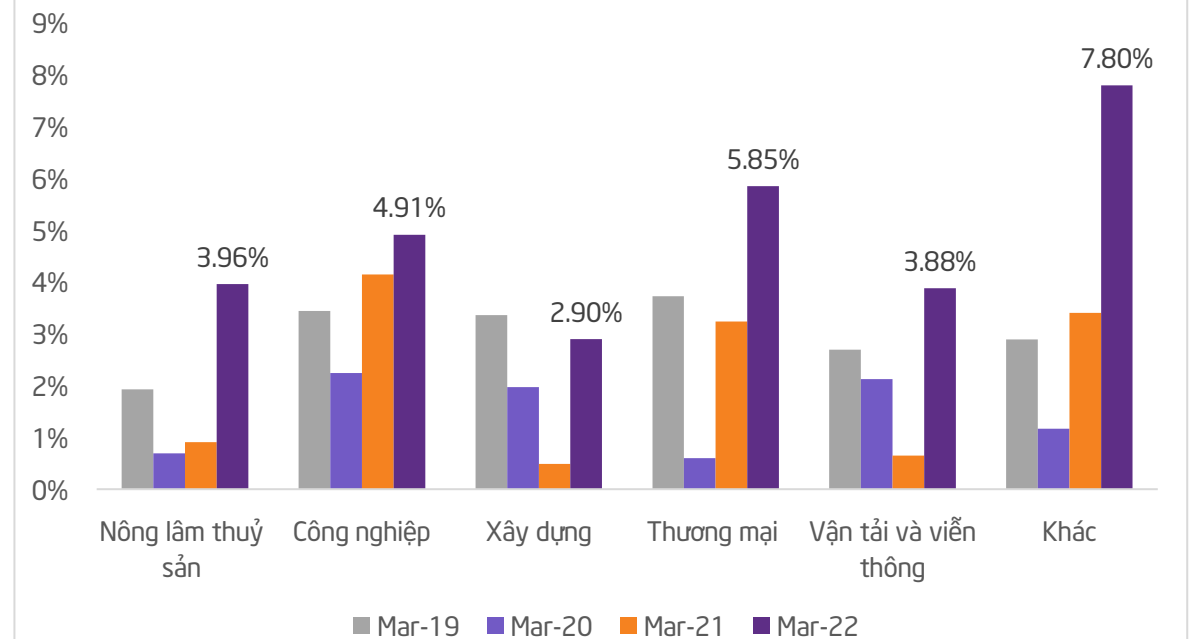
# Tăng trưởng tín dụng cao nhờ phục hồi kinh tế sau đại dịch & gói hỗ trợ lãi suất

- ❖ Theo ước tính của NHNN, tăng trưởng tín dụng 5T2022 đạt mức cao khoảng 7.75% - cao hơn 5 tháng của giai đoạn 2019-2021. Mức tăng trưởng tín dụng cao ở hầu hết các ngành nghề và lĩnh vực. Đặc biệt, đối với những mảng khó khăn ghi nhận sau covid như nhà hàng, khách sạn ghi nhận tăng trưởng 8%, giao thông vận tải dịch vụ tăng 8.25%, công nghệ phục vụ tăng lên 7.6%.... Những chính sách hỗ trợ như cơ cấu lại thời gian trả nợ, miễn, giảm phí, giữ nguyên nhóm nợ (Thông Tư 14/NHNN) đã góp phần hỗ trợ trong quá trình phục hồi.
- ❖ Trong những tháng đầu năm phía NHNN có động thái siết chặt hơn quy định về phát hành TPDN. Bên cạnh đó, NHNN cũng chỉ đạo hướng tín dụng sẽ tập trung vào sản xuất kinh doanh, lĩnh vực ưu tiên. Kiểm soát tín dụng vào những lĩnh vực rủi ro như bất động sản, chứng khoán...
- ❖ Khoảng cuối tháng 5/2022, chính phủ đã ban hành nghị quyết 31/2022/NĐ-CP về gói hỗ trợ lãi suất 2% với quy mô 40,000 tỷ đồng, tương đương 19% dư nợ cho vay năm 2021 (khoảng 2 triệu tỷ đồng).
- ❖ Ước tính cả năm 2022, tín dụng toàn ngành sẽ tăng cao là 15% (so với mục tiêu chung của NHNN là 14%) trong điều kiện nhu cầu cao hồi phục sau đại dịch và thực hiện chương trình hỗ trợ phục hồi kinh tế xã hội.

## Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống

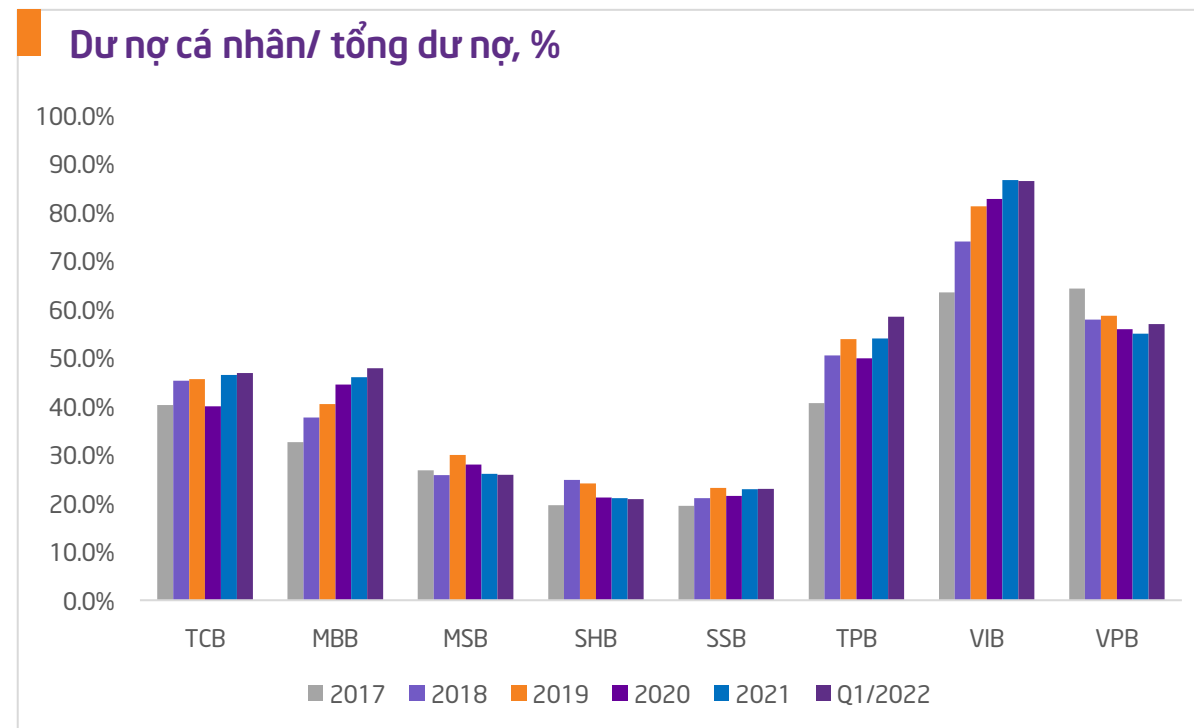
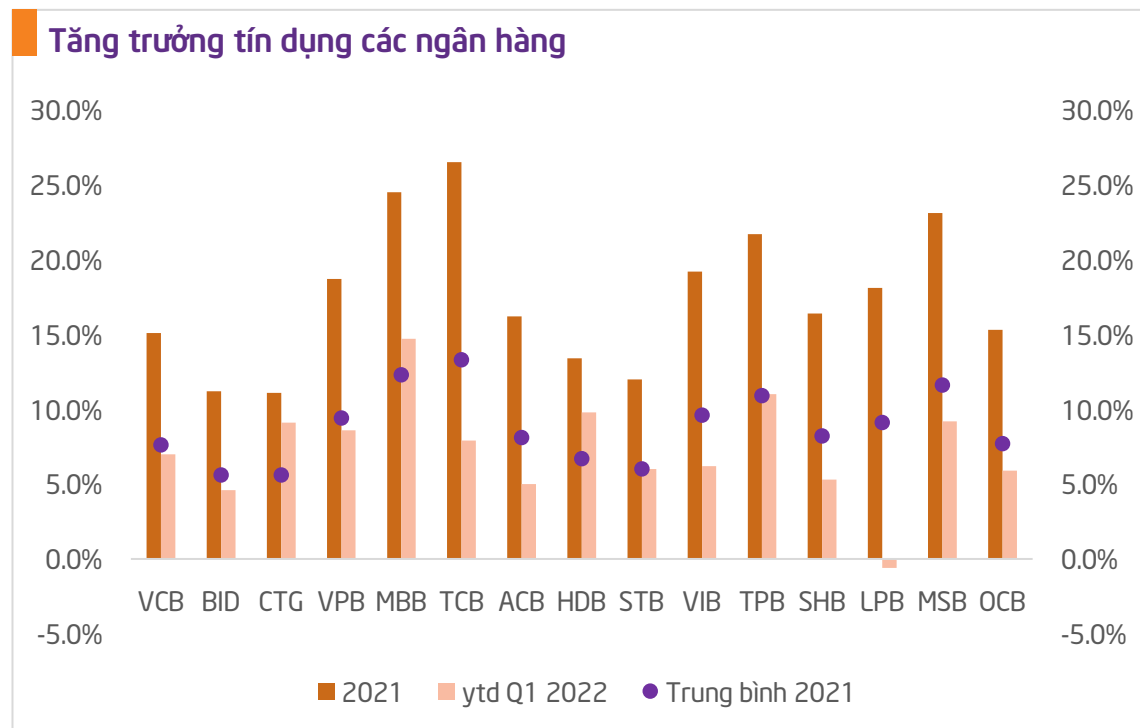


## Tăng trưởng tín dụng theo ngành nghề



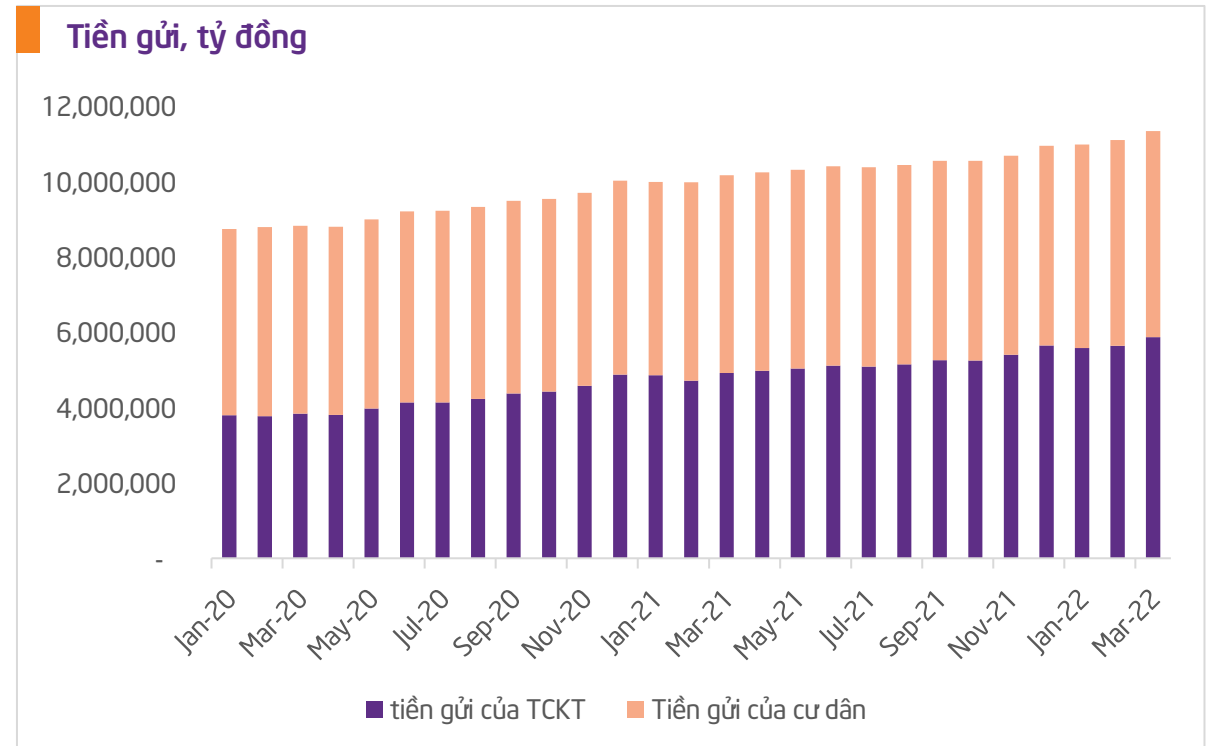
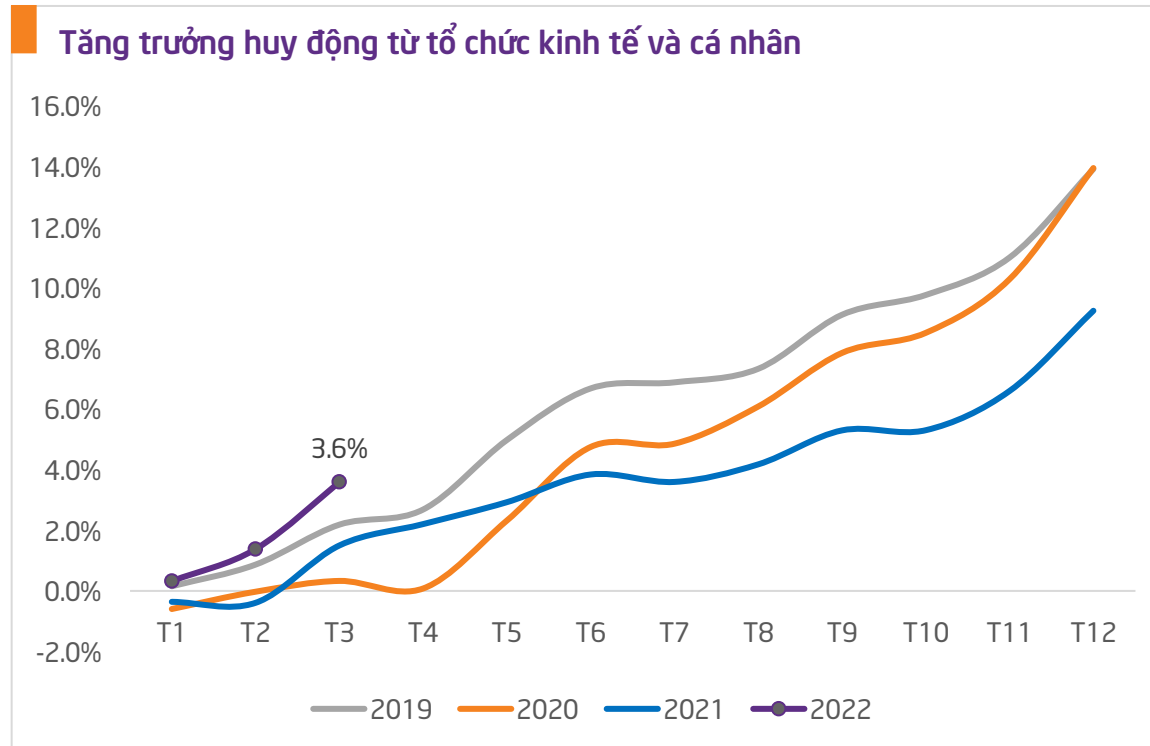
# Tăng trưởng tín dụng ở mức cao & gần chạm mức trần tín dụng cấp đầu năm

- ❖ Tín dụng tăng cao ở các nhóm ngân hàng thương mại quốc doanh và tư nhân. Theo ước tính của chúng tôi, những ngân hàng có tăng trưởng tín dụng cao trong Q1/2022 cho cả nhóm NHTMCP nhà nước như: VCB với Q1/2022 là 7% (năm 2021 là 15.1%), CTG là 4.6% (năm 2021 là 11.2%); và nhóm NHTMCP tư nhân như: VPB là 8.6% (năm 2021 là 18.7%), MBB là 14.7% (năm 2021 là 24.5%), ACB là 5% (năm 2021 là 16.2%), TPB là 11% (năm 2021 là 21.7%), MSB là 9.2% (năm 2021 Là 23%).
- ❖ Theo thông tin của các ngân hàng, mức tăng trưởng tín dụng cao đầu năm đã gần chạm mức room tín dụng cấp phép. Các ngân hàng sẽ kì vọng xem xét nói room tín dụng vào cuối Q2/2022 hoặc đầu Q3/2022 nhằm tạo điều kiện mở rộng cho vay và hỗ trợ khách hàng. Đặc biệt, những ngân hàng tham gia vào cơ cấu tổ chức tín dụng yếu kém (như MBB và VCB) sẽ có cơ hội tăng trưởng cao.
- ❖ Tỷ trọng cho vay bán lẻ tiếp tục gia tăng trong cơ cấu tín dụng khi các ngân hàng định hướng tập trung gia tăng thị phần bán lẻ nhằm đa dạng rủi ro và gia tăng khả năng sinh lời. Một số ngân hàng có tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân liên tục tăng như MBB, TPB, VIB.



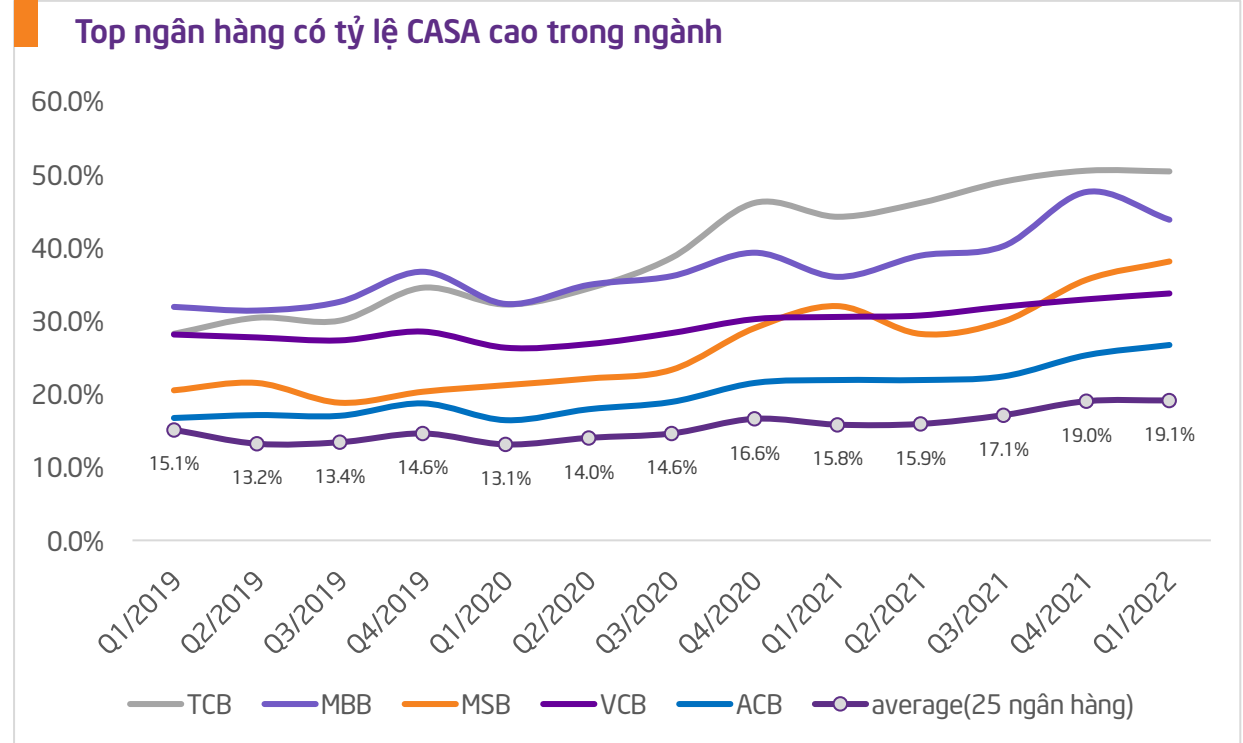
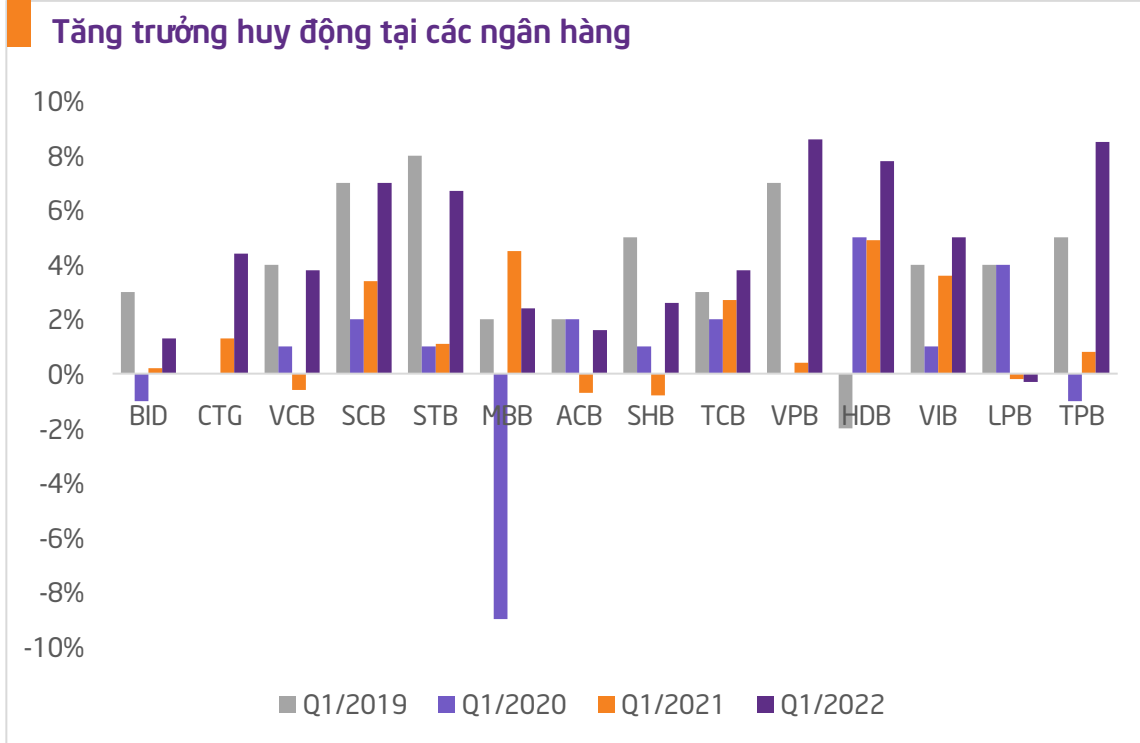
# Tăng cường thu hút tiền gửi và cải thiện tỷ lệ CASA

- ❖ Tại cuối tháng 3/2022, tổng huy động từ khách hàng cá nhân và tổ chức kinh tế tăng 3.6%ytd lên 11.3 triệu tỷ đồng. Mặc dù tăng trưởng huy động thấp hơn tăng trưởng tín dụng (3T/2022 là 5.97%ytd) trong những tháng đầu năm, nhưng huy động cũng tăng cao so với cùng kỳ năm 2019-2021. Sự gia tăng huy động nhờ vào (1) kinh tế hồi phục, thu nhập người dân và doanh nghiệp cũng cải thiện hơn (2) dòng tiền chuyển hướng đầu tư như gửi vào Ngân Hàng an toàn hơn các kênh khác như cổ phiếu và trái phiếu (3) các ngân hàng cũng tích cực gia tăng huy động vào hệ thống để đáp ứng nhu cầu thông qua việc tăng nhẹ lãi suất huy động – diễn ra tại các ngân hàng nhỏ.
- ❖ Trong đó, mức tăng trưởng từ cá nhân và tổ chức kinh tế tại quý 3/2022 lần lượt là 3.28%ytd và 3.89%ytd, cao hơn mức tăng trưởng cùng kỳ năm 2020-2021.
- ❖ Dự kiến tình hình huy động trong những tháng cuối năm 2022 sẽ tiếp tục tăng cao hơn so với cùng kỳ năm trước do nhu cầu tín dụng kì vọng sẽ tiếp tục đẩy mạnh cho hồi phục kinh tế.



# Tăng cường thu hút tiền gửi và cải thiện tỷ lệ CASA

- ❖ Có sự phân hoá giữa trong 27NNTMCP tại quý 1/2022. Nhóm NHTMCP có sự tăng trưởng huy động cao hơn so với cùng kỳ năm trước như: VCB +3.8%Ytd (so với Q1/2021 là -0.6%ytd), BID +1.3%ytd (so với Q1/2021 là 0.2%ytd), CTG +4.4%ytd (so với Q1/2021 là 1.3%ytd), VPB +8.6%ytd (so với Q1/2021 là 2%), TCB +3.8%ytd (so với Q1/2021 là 2.7%ytd), ACB +1.6%ytd (so với Q1/2022 là -0.7%ytd), VIB +5%ytd (so với Q1/2022 là 3.6%ytd), HDB +7.8%ytd (so với Q1/2021 là 4.9%ytd).. Đối với nhóm NHTMCP có sự tăng trưởng huy động giảm so với cùng kỳ như MBB, SSB, EIB, MSB, OCB, LPB, NVB, BAB, NAB, KLB, PGB, VAB.
- ❖ Tỷ lệ CASA tăng nhờ vào hoạt động số hoá, nâng cao nền tảng giao dịch online, mobile app và các chương trình thu hút khách hàng. Top 10 NHTMCP có tỷ lệ CASA lớn nhất lần lượt là TCB, MBB, MSB, VCB, ACB, KLB, STB, VPB, BID, CTG.
- ❖ Đặc biệt, đầu năm 2022 các ngân hàng lớn như Vietcombank, BIDV, Vietinbank đã chính thức miễn toàn bộ trên ứng dụng ngân hàng như duy trì tài khoản, phí chuyển tiền nội bộ, ngoại mạng..... góp phần thu hút khách hàng và gia tăng tỷ lệ CASA trong thời gian tới.
- ❖ Tỷ lệ CASA gia tăng ở các ngân hàng trong những tháng đầu năm và kỳ vọng tỷ lệ CASA 2022 sẽ tiếp tục tăng góp phần giảm chi phí huy động và cải thiện biên lợi nhuận.



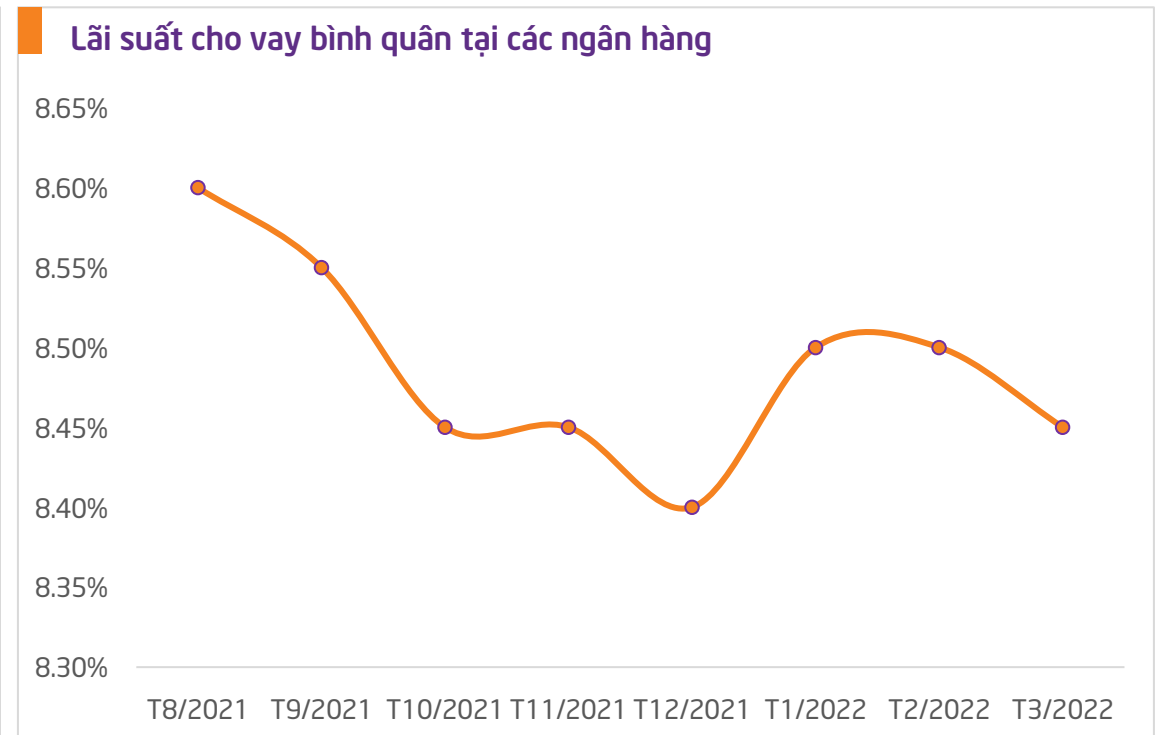
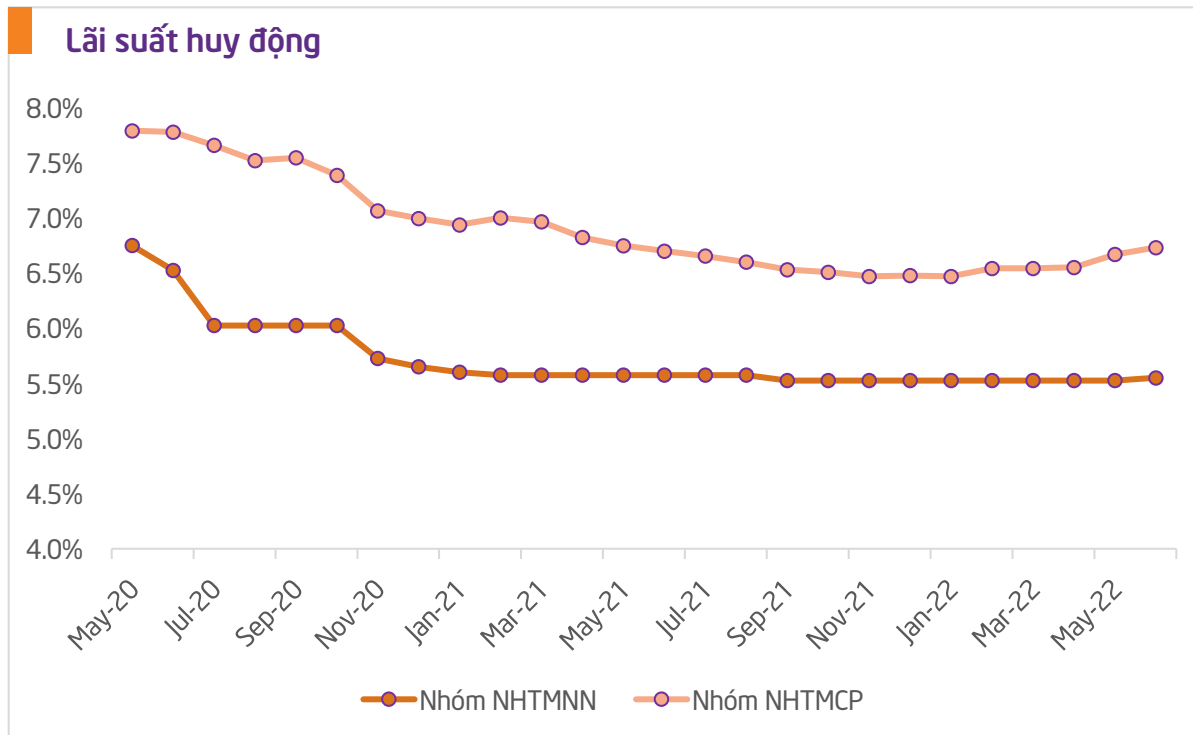
Nguồn: Ngân hàng, Fiiipro, TPS thu thập

- ❖ Diễn biến lãi suất huy động: Các Ngân hàng trong nhóm NHTMCP tư nhân có xu hướng tăng lãi suất so với cuối năm 2021 như TCB (+0.9%), SCB (+0.6%), MBB (+0.4%), Bắc Á (+0.3%)... ; Các ngân hàng trong nhóm TMCP nhà nước nhìn chung vẫn duy trì mức lãi suất so với thời điểm cuối năm 2021, ngoại trừ BID đã tăng thêm 0.1% vào thời điểm đầu tháng 6. Nguyên nhân dẫn đến lãi suất huy động tăng nhẹ so với thời điểm cuối năm đến từ (1) Đáp ứng nhu cầu tín dụng (2) cạnh tranh thu hút tiền gửi (3) kì vọng lạm phát tăng.

Kì vọng lãi suất huy động trong 2H2022 sẽ có xu hướng tăng nhẹ trong điều kiện lạm phát có xu hướng gia tăng nhưng vẫn trong mức kiểm soát và nhu cầu tín dụng dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao.

- ❖ Lãi suất cho vay tăng nhẹ: Lãi suất cho vay trong 5T/2022 tăng nhẹ khoảng 0.09% so với cuối năm 2021.

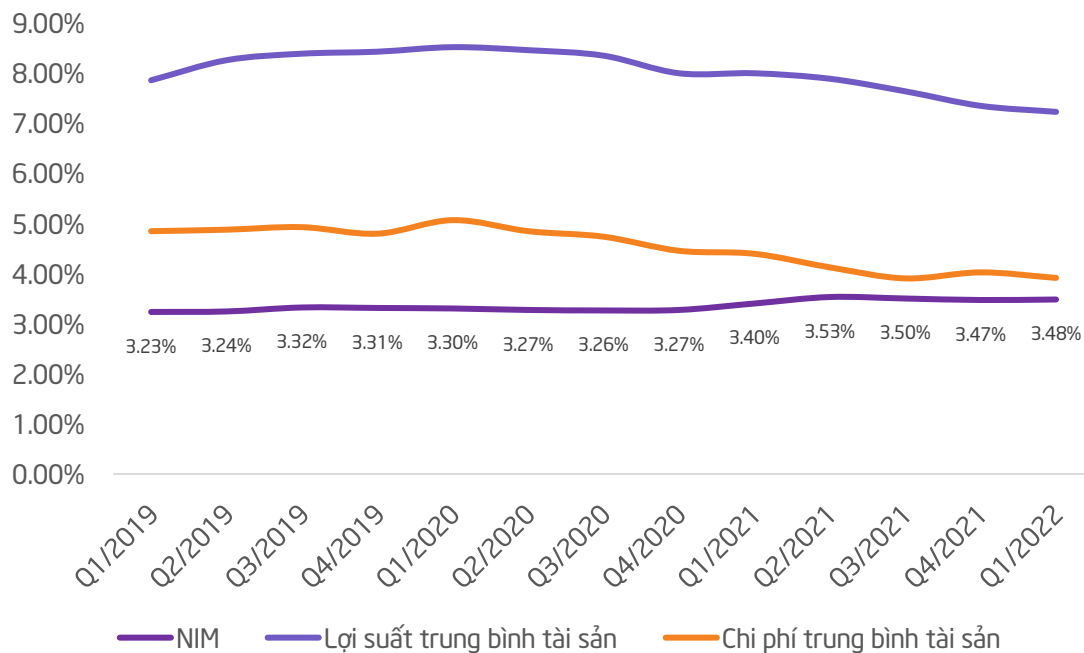
Kì vọng lãi suất cho vay tiếp tục giữ ổn định trong 2H2022 theo chủ chương của NHNN là hỗ trợ hồi phục kinh tế sau đại dịch và điều kiện vĩ mô trong tầm kiểm soát. Theo chỉ thị 01/CT-NHNN, khuyến khích các TCTD tiếp tục tiết giảm chi phí để phấn đấu giảm lãi suất cho vay hỗ trợ sản xuất kinh doanh.



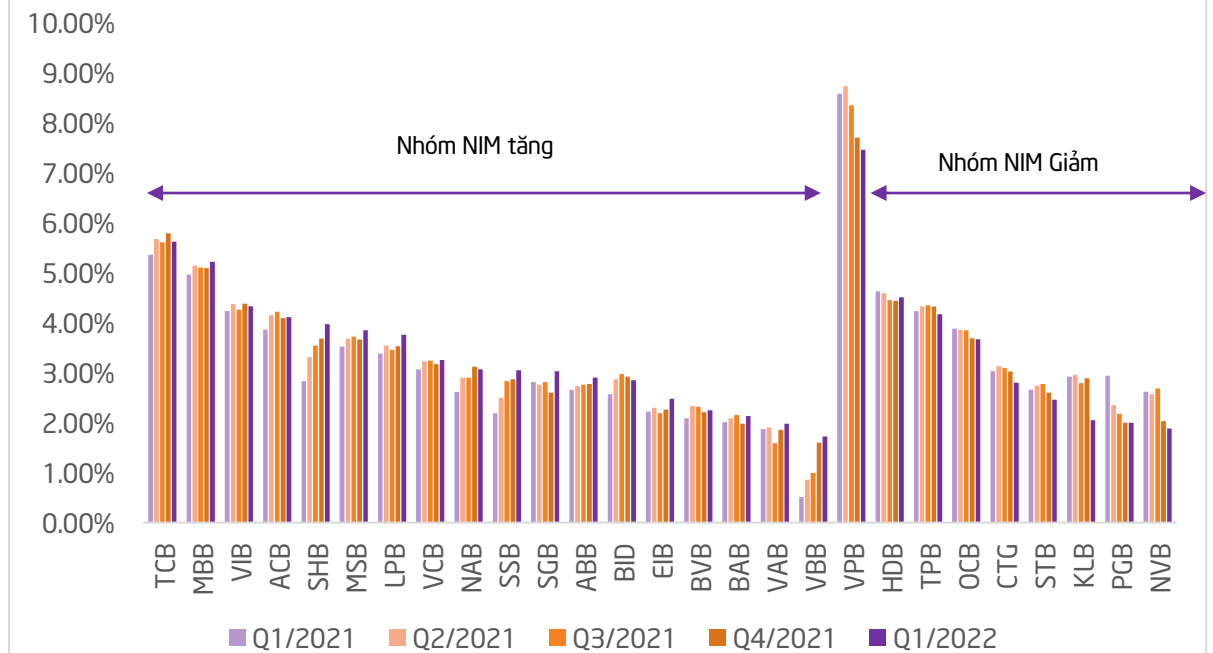
# Lãi suất huy động xu hướng tăng và NIM duy trì nhờ gia tăng tỷ lệ CASA & KH cá nhân

- ❖ NIM tại các ngân hàng: trong Q1/2022 NIM trung bình ngành (27 NHTMCP) duy trì ở mức 3.48%, tương đương mức tại cuối 2021 là 3.47% và cao hơn mức 3.4% tại Q1/2021. Mặc dù lãi suất huy động điều chỉnh tăng mạnh hơn lãi suất cho vay, nhưng NIM tương đương so với thời điểm cuối năm 2021 và Cao hơn cùng kì Q1/2022 nhờ vào tỷ lệ CASA tiếp tục duy trì ở mức cao góp phần giảm chi phí vay.
- ❖ Đối với nhóm NHTMCP nhà nước: NIM của VCB tại Q1/2022 tăng nhẹ lên 3.25% so với Q1/2021 là 3.07% và cuối 2021 là 3.17% trong khi đó BID ghi nhận mức NIM tại Q1/2022 là 2.85%, cao hơn so với Q1/2021 là 2.57% và thấp hơn so với Q4/2021 là 2.92%. Còn đối với CTG ghi nhận NIM là 2.8% tại Q1/2022, thấp hơn so với Q1/2021 là 3.03% và Q4/2021 là 3.02%.
- ❖ Đối với nhóm NHTMCP tư nhân: nhóm gia tăng hệ số NIM so với cùng kì như TCB, MBB, VIB, ACB, SHB, MSB, LPB... . Nhóm giảm hệ số NIM so với cùng kì như là VPB, HDB, TPB,....
- ❖ Triển vọng NIM 2022: Kì vọng NIM trong năm 2022 sẽ được duy trì nhờ vào gia tăng tỷ lệ CASA và tăng tỷ lệ khách hàng cá nhân bù đắp cho sự gia tăng chi phí đầu vào khi lãi suất tăng

**NIM, lợi suất và chi phí trung bình tài sản**



**NIM các công ty trong ngành**



# Kết quả tổng thu nhập hoạt động của các NHTM

STT	Mã CK	Lãi thuần Q1/22	YoY	Lãi từ dịch vụ Q1/22	YoY	Lãi từ KDNH Q1/22	YoY	Lãi từ HĐ đầu tư Q1/22	YoY	Lãi HĐ khác Q1/22	YoY	TOI Q1 2022	YoY
1	VCB	11,976	18.8%	2,711	-21.1%	1,522	46.1%	16.40	-79.7%	508	-51.3%	16,733	6.7%
2	BID	12,826	18.4%	1,275	-11.1%	585	54.4%	(0.30)	-100.3%	1541	-16.3%	16,227	11.1%
3	CTG	10,146	-4.7%	1,278	-0.4%	784	130.6%	(176.40)	-362.9%	2038	244.8%	14,070	8.9%
4	VPB	9,888	8.4%	1,249	26.5%	(83)	N/A	105.30	-47.1%	7111	801.3%	18,270	65.3%
5	MBB	8,385	40.9%	1,117	4.8%	467	97.0%	1124.00	62.8%	540	-56.7%	11,633	26.5%
6	TCB	8,111	32.4%	1,793	35.3%	34	-48.5%	(314.40)	-142.1%	488	-27.3%	10,112	13.2%
7	ACB	5,441	17.3%	739	18.2%	303	54.6%	(4.70)	-102.9%	372	615.4%	6,850	20.7%
8	HDB	4,043	20.2%	608	94.2%	23	-4.2%	346.90	-16.7%	101	94.2%	5,122	22.9%
9	STB	2,739	-8.9%	1,536	83.5%	298	44.0%	(2.50)	-107.3%	555	840.7%	5,125	23.6%
10	VIB	3,516	26.6%	648	6.4%	(81)	-1000.0%	2.30	-95.9%	51	2.0%	4,136	18.1%
11	TPB	2,831	25.1%	511	81.2%	32	-1700.0%	81.00	-70.0%	161	-1173.3%	3,616	29.2%
12	SHB	4,223	89.7%	157	23.6%	28	-48.1%	65.90	27.0%	220	129.2%	4,694	83.7%
13	LPB	2,876	40.2%	217	34.0%	(15)	-112.1%	(9.60)	-400.0%	192	2033.3%	3,260	38.8%
14	MSB	1,964	38.3%	337	174.0%	246	141.2%	103.80	-68.4%	(245)	-372.2%	2,406	16.6%
15	OCB	1,670	22.3%	128	0.8%	13	-38.1%	139.50	-69.2%	58	-30.1%	2,008	-2.0%
16	SSB	1,565	41.6%	274	122.8%	12	-84.6%	424.80	406.9%	46	-8.0%	2,322	61.3%
17	EIB	1,245	52.2%	99	-25.0%	153	61.1%	44.00	94.7%	127	202.4%	1,668	50.3%
18	NAB	1,098	21.7%	66	112.9%	14	7.7%	36.70	-63.8%	4	0.0%	1,219	16.0%
19	ABB	828	20.3%	63	14.5%	187	79.8%	(67.60)	-165.8%	47	-4.1%	1,057	5.8%
20	KLB	443	-51.6%	65	66.7%	30	500.0%	11.10	-65.1%	3	-50.0%	552	-44.6%
21	BAB	531	17.2%	17	6.3%	(10)	900.0%	6.70	-78.5%	1	-75.0%	546	8.5%
22	NVB	260	-34.2%	85	553.8%	(5)	-225.0%	60.50	205.6%	4	-157.1%	404	-4.9%
23	VBB	364	53.6%	25	25.0%	7	-30.0%	55.80	-53.8%	41	51.9%	493	18.8%
24	BVB	418	28.6%	22	15.8%	19	280.0%	1.10	-94.3%	9	-35.7%	469	22.8%
25	PGB	235	-11.7%	11	57.1%	10	42.9%	29.40	-46.7%	63	-246.5%	348	19.2%
26	VAB	252	3.7%	8	100.0%	4	33.3%	(1.10)	-112.2%	253	1104.8%	516	84.3%
27	SGB	212	48.3%	9	12.5%	16	128.6%	0.00		47	193.8%	284	63.2%
<b>Toàn ngành</b>		<b>98,086</b>	<b>19.1%</b>	<b>15,048</b>	<b>14.0%</b>	<b>4,593</b>	<b>48.9%</b>	<b>2,079</b>	<b>-51.4%</b>	<b>14,226</b>	<b>109.5%</b>	<b>134,140</b>	<b>22.2%</b>

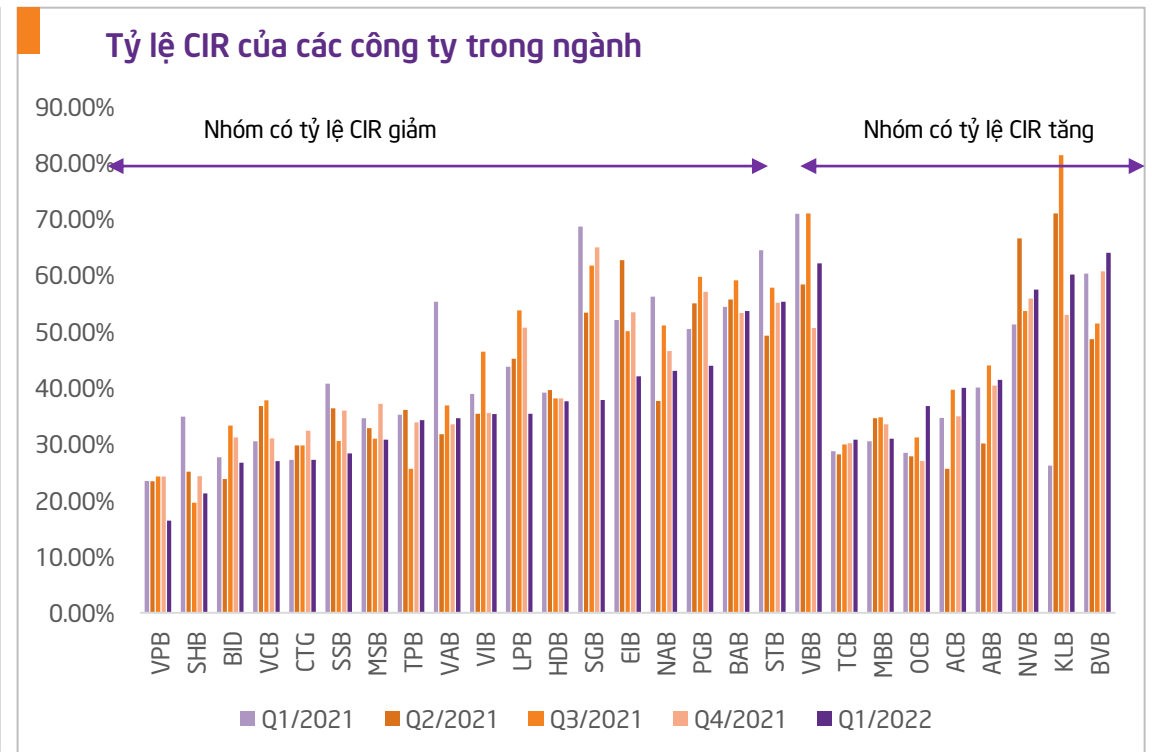
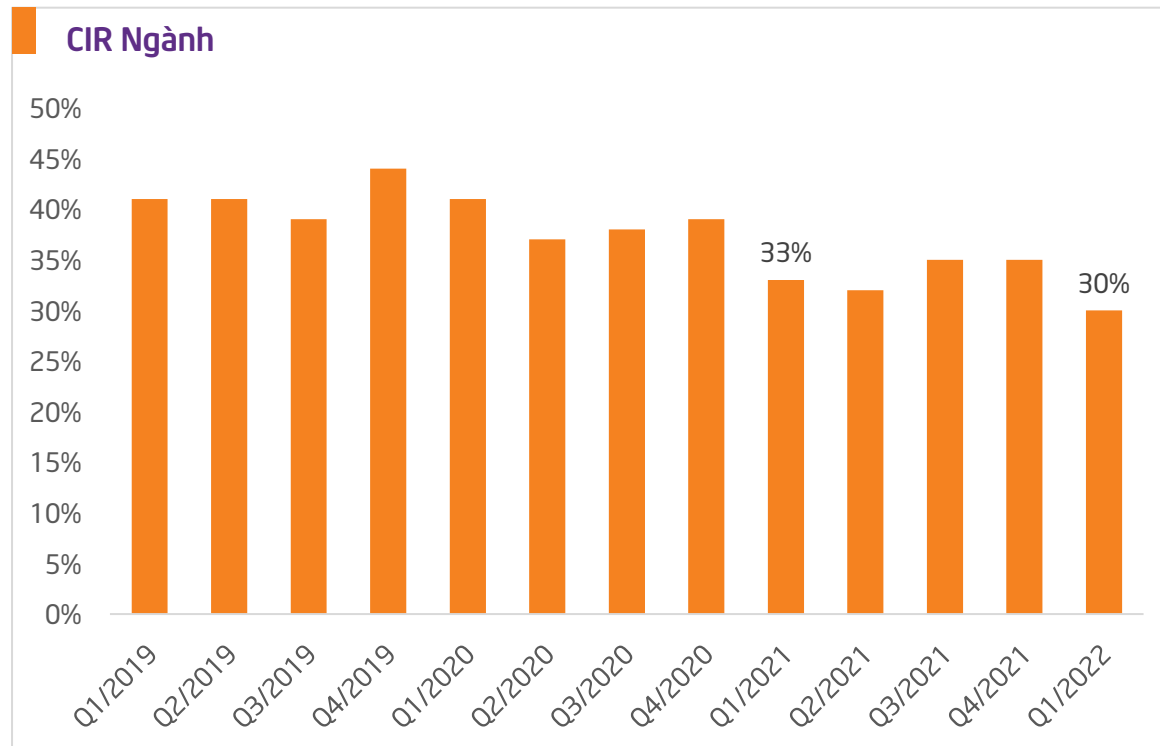
Tình hình tổng thu nhập hoạt động tại Q1/2022:

- ❖ Thu nhập từ lãi thuần gia tăng nhờ vào tăng trưởng tín dụng cao và NIM tăng nhẹ từ 3.4% tại Q1/2021 lên 3.48% tại Q1/2022. Mức tăng ở hầu hết các ngân hàng ngoại trừ CTG, STB, KLB, NVB, PCG
- ❖ Có sự phân hoá giữa các nhóm NH trong hoạt động dịch vụ. Nhóm NHTMCP nhà nước thì giảm mạnh trong khi đó NHTMCP tư nhân tăng mạnh
- ❖ Hoạt động kinh doanh ngoại hối tăng mạnh đóng góp chủ yếu đến từ nhóm NHTMCP nhà nước như VCB, BID, CTG - chiếm hầu như thị phần hoạt động ngoại hối. Ngoài ra cũng có 1 số NHTMCP tư nhân khác cũng tăng mạnh như MBB, ACB, STB, MSB.
- ❖ Hoạt động đầu tư chứng khoán giảm ở hầu hết tất cả các ngân hàng ngoại trừ MBB, SSB, EIB, và NVB. Trong bối cảnh diễn biến thị trường tài chính không có nhiều thuận lợi trong những tháng đầu năm 2022
- ❖ Hoạt động khác tăng mạnh đóng góp chủ yếu đến từ VPB ghi nhận phí hỗ trợ từ việc tái kí hợp đồng bảo hiểm với AIA và CTG ghi nhận khoản thu hồi nợ xấu.

# Chi phí hoạt động tiếp tục cải thiện & xu hướng chuyển đổi số hoá sẽ tối ưu hoá chi phí

TIEN PHONG SECURITIES

- ❖ Tỷ lệ CIR các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục giảm từ 33% tại thời điểm Q1/2021 xuống còn 30.0% tại thời điểm Q1/2022. Các ngân hàng đang đẩy mạnh hoạt động số hoá diễn ra mạnh mẽ giúp tối ưu hoá chi phí hoạt động của toàn ngành ngân hàng.
- ❖ Các ngân hàng VPB, SHB, BID, VCB, CTG là top 5 doanh nghiệp có tỷ lệ CIR thấp nhất ngành. Nhóm ngân hàng có tỷ lệ CIR tiếp tục cải thiện tại quý 1/2022 như CTG, BID, VCB, MSB, SHB, VIB, HDB, SSB, LPB, EIB, NAB, SGB. Ngược lại, nhóm ngân hàng với tỷ lệ CIR có xu hướng tăng như TCB, MBB, OCB, ACB, ABB, NVB, KLB, BVB.
- ❖ Mục tiêu chung của ngành là đến năm 2025 tối thiểu 50% nghiệp vụ ngân hàng cho phép khách hàng thực hiện hoàn toàn trên môi trường số, năm 2030 tỷ lệ này là 70%. Ngoài ra, đến năm 2025, tỷ lệ dân số trưởng thành có smartphone đạt 80%; tỷ lệ dân số từ 15 tuổi trở lên có tài khoản giao dịch thanh toán tại ngân hàng hoặc tổ chức được phép khác đạt 80%
- ❖ Theo đó, chi phí hoạt động 2022 kì vọng tiếp tục tối ưu trong thời gian tới nhờ đẩy mạnh chuyển đổi số hoá hoạt động mạnh mẽ. Kì vọng CIR cả năm 2022 sẽ tiếp tục cải thiện nhẹ từ 33% năm 2021 xuống còn 32% năm 2022

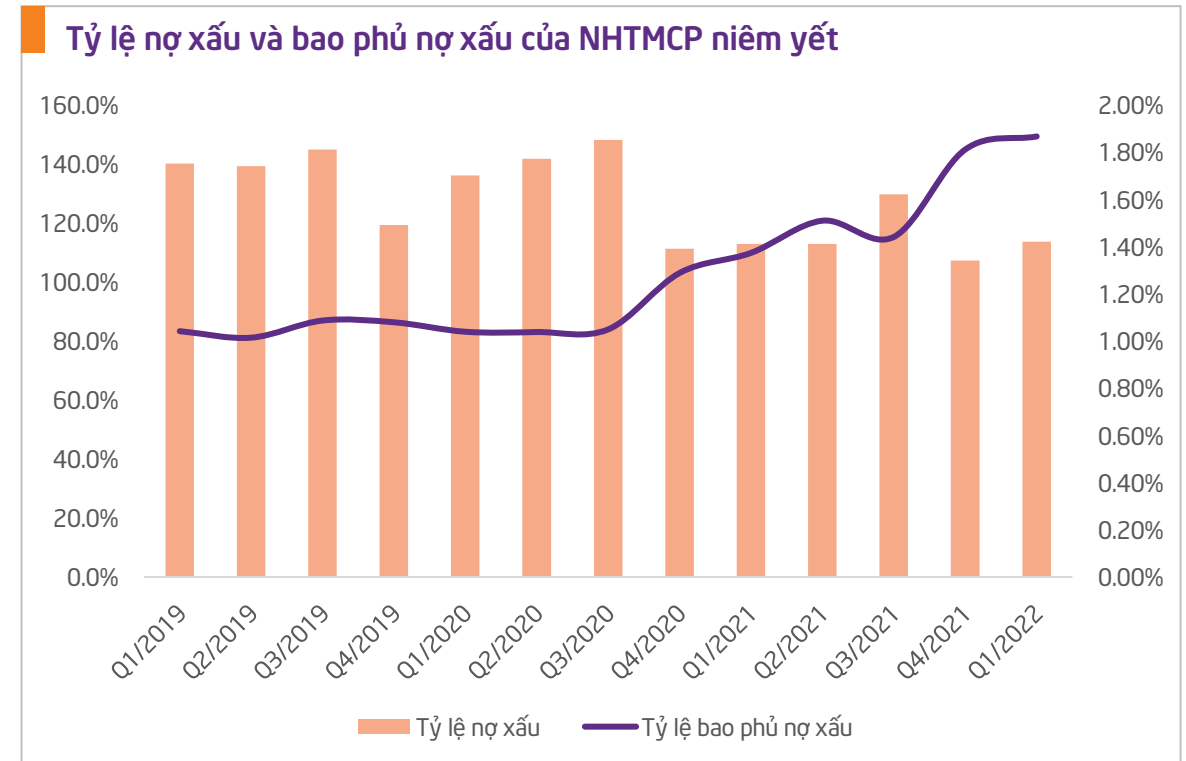
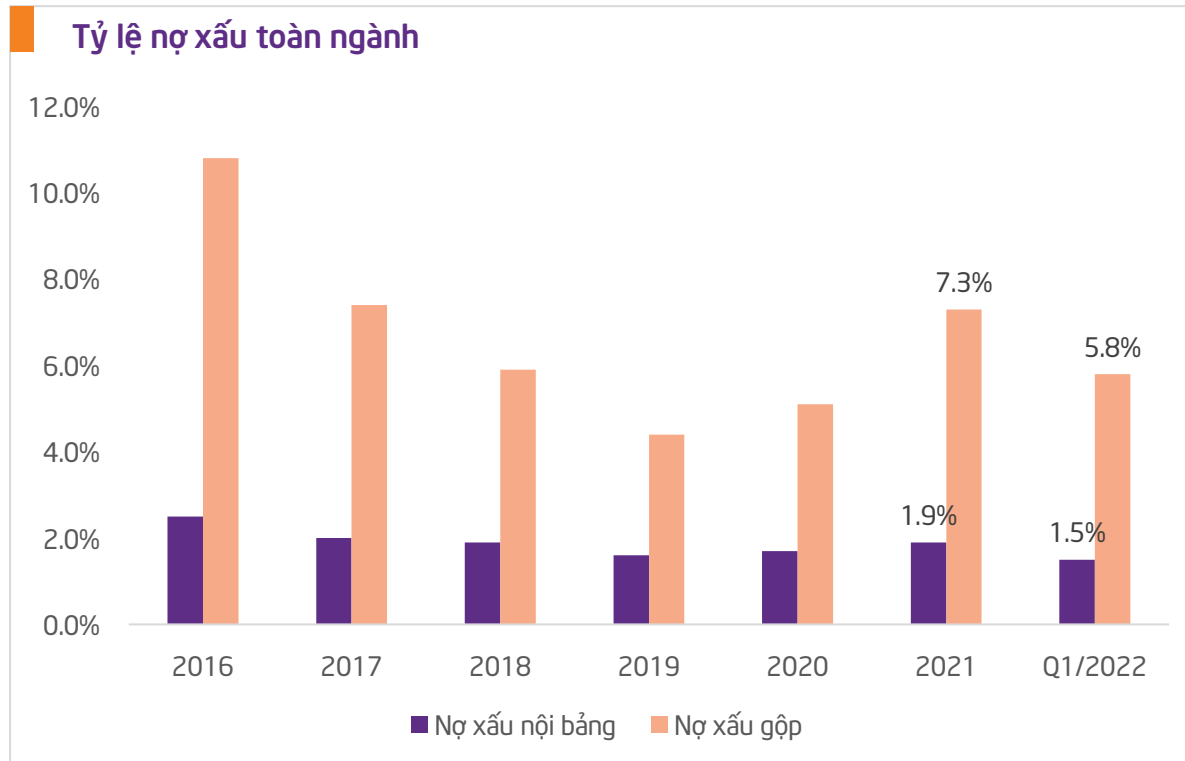


Nguồn: Ngân hàng, Fiiipro, TPS thu thập

# Tỷ lệ nợ xấu nội bảng có xu hướng tăng nhưng áp lực trích lập dự phòng không cao cho NHTMCP kiểm soát rủi ro tốt và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao



- ❖ Đến cuối tháng 03/2022, tỷ lệ nợ xấu nội bảng toàn ngành là 1.53%, thấp hơn mục tiêu 2022 là < 3% và cuối năm 2021 là 1.9%. Nếu bao gồm cả dư nợ tái cơ cấu theo Thông tư 01/2020/TT-NHNN (đã sửa đổi và bổ sung), và nợ tại VAMC chưa xử lý thì tỷ lệ nợ xấu gộp là 5.76%, thấp hơn cuối năm 2021 là 7.3%. Tổng nợ xấu nội bảng, nợ bán cho VAMC và các khoản nợ tiềm ẩn thành nợ xấu đến 31/03/2022 là khoảng 377.9 nghìn tỷ đồng.
- ❖ Nghị quyết 42/2017/QH14 sẽ kéo dài thời gian hiệu lực đến 31/12/2023 thay vì hết hiệu lực 15/08/2022. Việc kéo dài thông tư này sẽ tác động tích cực đối với các NHTM trong việc hỗ trợ xử lý nợ xấu. Tuy nhiên, Thông tư 14/2021/TT-NHNN (sửa đổi, bổ sung thông tư 01/2020) - giãn nợ và giữ nguyên nhóm nợ trong thời kỳ bị covid sẽ hết hiệu lực 06/2022 sẽ làm cho tỷ lệ nợ xấu nội bảng gia tăng.
- ❖ Tỷ lệ nợ xấu của các doanh nghiệp niêm yết 1.42% tại quý 1/2022, cao hơn so với thời điểm cuối năm 2021 là 1.34%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu toàn ngành tại Quý 1/2022 là 149% góp phần tạo bộ đệm tốt trong vấn đề xử lý rủi ro nợ xấu. Trong top 10 ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu trên 100%, thì TCB, VCB, ACB, MBB, TPB, LPB có tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ tại Quý 1/2022. Ở chiều ngược lại, BAB, BID, CTG, và STB thì giảm nhẹ.

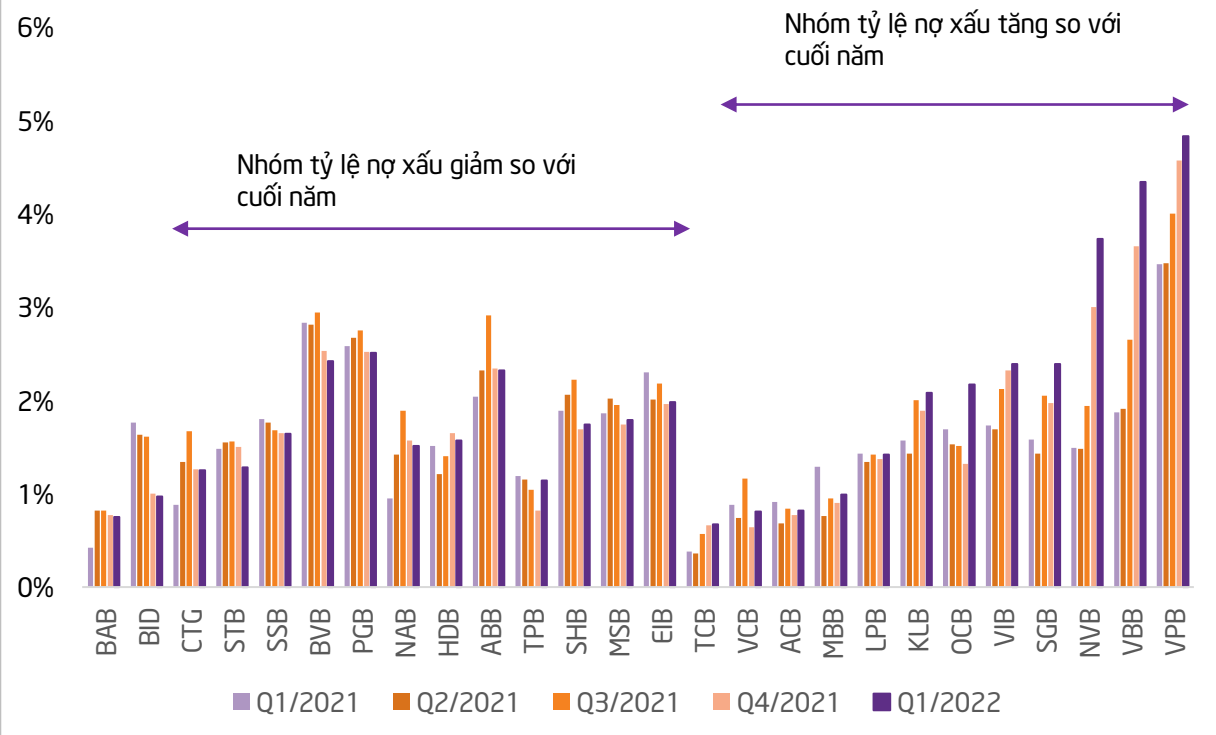


Nguồn: NHNN, các ngân hàng, Fiinpro, TPS thu thập

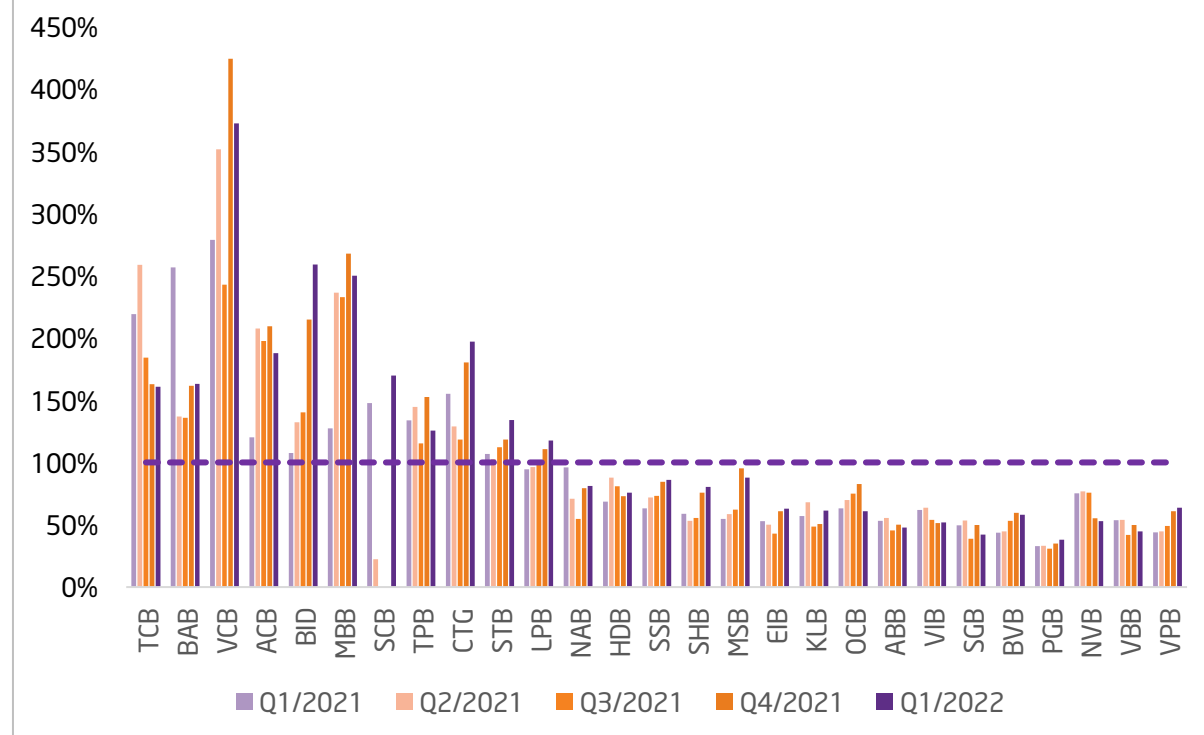
# Tỷ lệ nợ xấu nội bảng có xu hướng tăng nhưng áp lực trích lập dự phòng không cao cho NHTMCP kiểm soát rủi ro tốt và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao

- ❖ Triển vọng tỷ lệ nợ xấu và trích lập dự phòng cho cả năm 2022: tỷ lệ nợ xấu nội bảng dự kiến có thể gia tăng trong giai đoạn cuối năm sau khi thông tư 14/2021/TT-NHNN hết hiệu lực vào cuối 06/2022.
- ❖ Chúng tôi kì vọng áp lực trích lập dự phòng có sự phân hoá, đối với nhóm ngân hàng lớn với (1) tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao so với ngành (2) có khả năng kiểm soát rủi ro tốt : VCB, BID, MBB, ACB, TCB... sẽ không quá áp lực. Tuy nhiên áp lực dự phòng đối với những ngân hàng kiểm soát nợ xấu kém và bộ đệm trích lập dự phòng mỏng – đặc biệt nhóm NHTMCP nhỏ như VBB, NVB, PGB, BVB, SGB, ABB, OCB, KLB, EIB.....

## Tỷ lệ nợ xấu



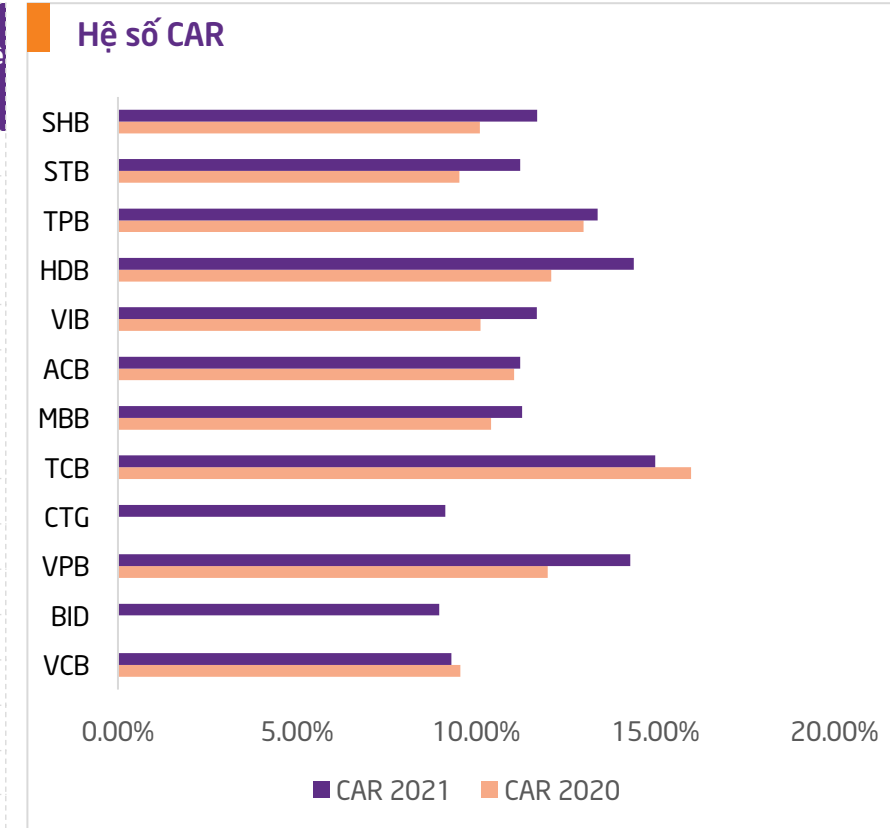
## Tỷ lệ bao phủ nợ xấu



# Tình hình tăng vốn, chi trả cổ tức và phát hành riêng lẻ

- ❖ Theo chỉ thị chung của NHNN (01/CT-NHNN) năm 2022 sẽ không chia cổ tức bằng tiền mặt mà để thực hiện hỗ trợ cho vay phục hồi sản xuất kinh doanh.
- ❖ Theo kế hoạch của các ngân hàng dự kiến năm 2022 các ngân hàng sẽ tiếp tục gia tăng vốn điều lệ nhằm phục vụ cho tăng đầu tư chuyển giao công nghệ và đảm bảo hệ số an toàn vốn trong việc gia tăng quy mô cho vay tại các ngân hàng.
- ❖ Nhóm tăng vốn từ việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ và/hoặc cổ tức bằng cổ phiếu như: SHB, MBB, BID, VCB (tiếp tục triển khai kế hoạch ĐHCĐ 2020), và đặc biệt là VPB – trở thành ngân hàng tư nhân có vốn điều lệ cao nhất hệ thống ngân hàng. Nhóm ngân hàng tăng vốn thông qua phát hành cổ tức bằng cổ phiếu như: HDB, TPB, CTG, ACB, VIB.
- ❖ Chi tiết báo cáo từng ngân hàng tham khảo ["Cập nhật thông tin đại hội đồng cổ đông ngành Ngân hàng 2022"](#)

Đơn vị: Tỷ đồng	Vốn hoá	KH Huy động 2022	YoY	KH Tín dụng 2022	YoY	NPL 2021	Kế hoạch NPL 2022	KH LNTT 2022	YoY	Vốn điều lệ 2022	YoY	Vốn điều lệ Q1/2022
VCB	374,815	N/A	9%	N/A	15%	0.64%	<1.5%	N/A	>=12%	55,891	18.10%	47,325
BID	173,507	N/A	Phù hợp với TTTD	N/A	Tuân thủ giới hạn NHNN	1%	<1.6%	20,600	52%	61,208	21%	50,585
VPB	141,366	413,060	28%	518,440	35%	1.51%	<3%	29,662	107%	79,334	76%	45,057
CTG	133,119	N/A	8%-10%	N/A	Theo phê duyệt NHNN	1.26%	<1.8%	N/A	15% và điều chỉnh NHNN	53,751	11.84%	48,058
TCB	130,782	N/A	N/A	446,554	15%	0.70%	<1.5%	27,000	16.20%	35,172	0.18%	35,109
MBB	105,604	488,000	8%	472,600	16%	0.90%	<1.5%	20,300	23%	46,882	24%	37,783
ACB	86,800	421,897	11%	398,299	10.00%	0.77%	<2%	15018	10%	37,774	25%	27,019
VIB	56,169	280,600	30%	265,600	30%	1.75%	<3%	10500	31%	21,076	35.70%	15,531
HDB	52,217	277,270	23%	256,060	20%	1.65%	<2%	9,770	21%	25,503	27%	20,073
TPB	47,848	292,579	12%	188,800	18%	0.81%	<1.5%	8,200	36%	21,143	34%	15,818
STB	40,721	512,700	10%	435,000	12%	1.47%	<2%	5,280	20%	18,852	0%	18,852
SHB	38,936	504,539	9.80%	421,715	14.40%	1.69%	1.30%	11,686	86.70%	36,459	36.70%	26,674

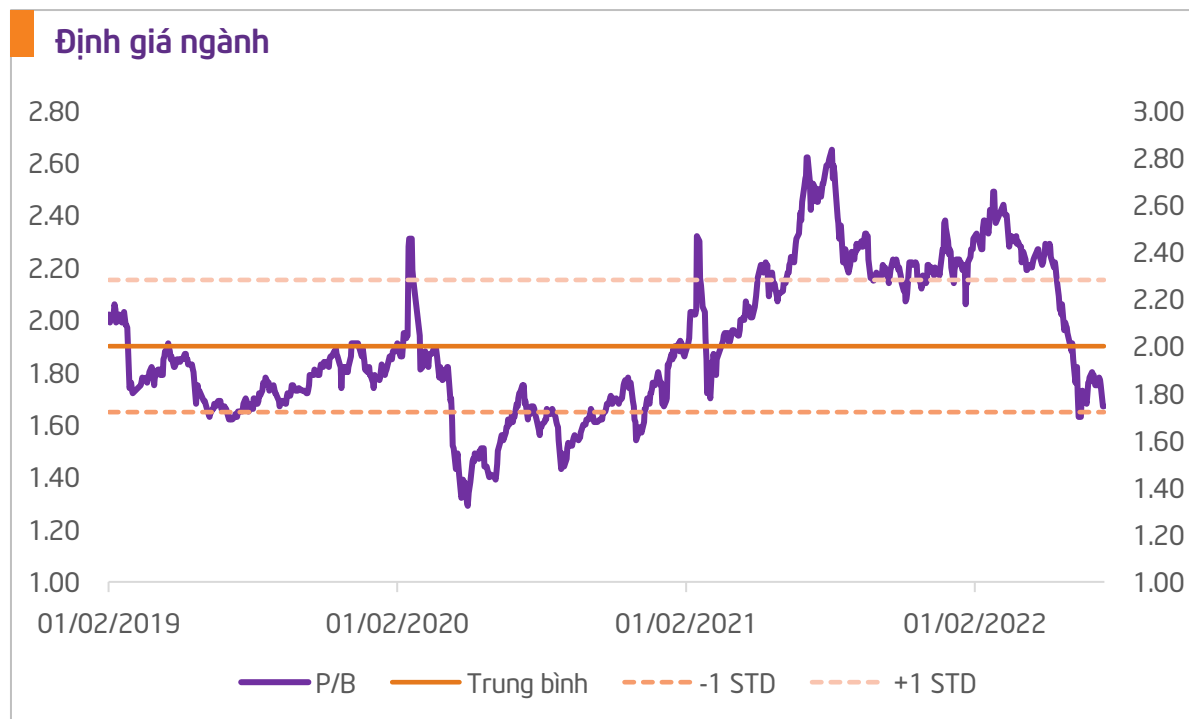


Nguồn: Ngân hàng, TPS thu thập

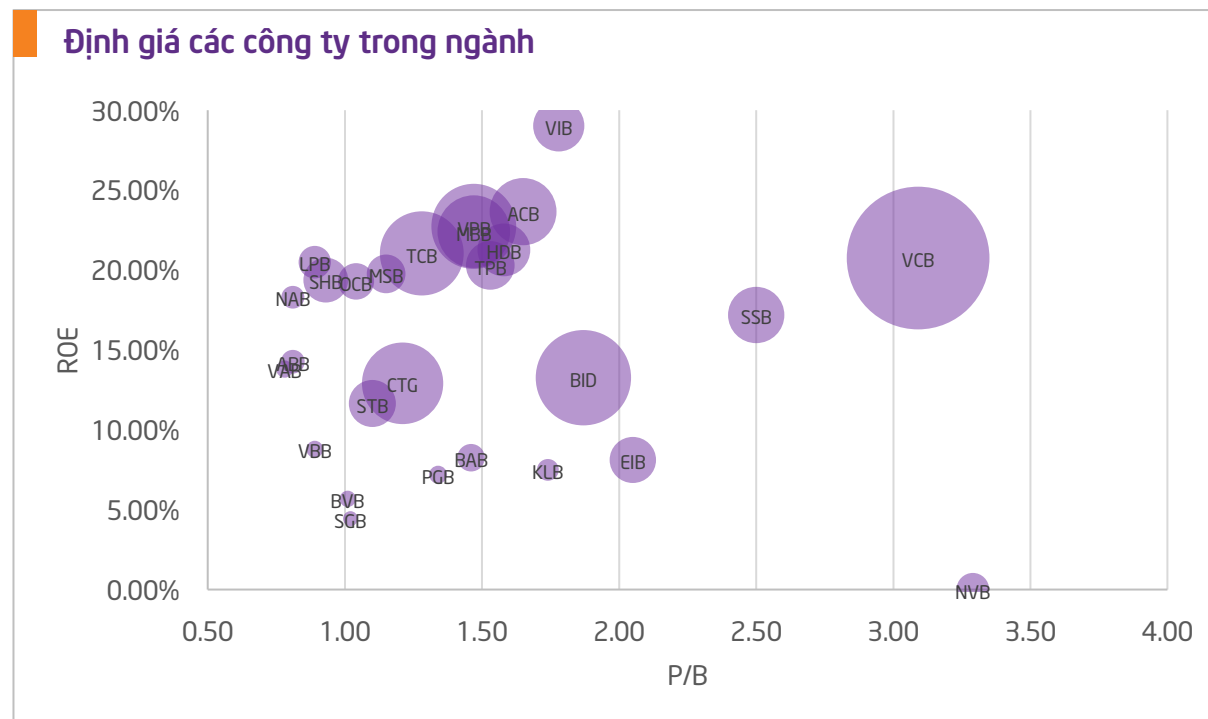
# Triển vọng tích cực và định giá hấp dẫn

- ❖ Kết quả kinh doanh quý 1/2021 của ngành (27 NHTM):
  - Tổng thu nhập hoạt động: Tăng trưởng trung bình là +22.2%YoY (1) tăng trưởng lãi thuần với mức tăng trưởng là 19.1%YoY với mức tăng trưởng tín dụng cao và NIM tăng nhẹ 0.1% lên 3.4% (2) thu nhập từ hoạt động kinh doanh ngoại hối tăng 48.9%YoY với sự đóng góp chủ yếu của nhóm NHTM Nhà nước (2) hoạt động khác +148.5%YoY chủ yếu ghi nhận khoản thu nhập bất thường của VPB (phí hỗ trợ từ việc tái kí hợp đồng bảo hiểm AIA) và ghi nhận thu hồi nợ xấu của CTG
  - Lợi nhuận sau thuế: mức tăng trưởng trung bình là 31.0%YoY nhờ vào chi phí hoạt động kiểm soát chỉ với mức tăng là 12.3% và mức trích lập dự phòng với mức tăng là 18.2%YoY – mức thấp hơn tổng thu nhập hoạt động
- ❖ Triển vọng 2022: Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận trước thuế tăng trưởng +23.1%YoY với giả định (1) tăng trưởng tín dụng đạt mức cao 15% và NIM duy trì nhờ vào tỷ lệ CASA tăng bù đắp cho áp lực gia tăng chi phí lãi tiền gửi gia tăng trong thời gian tới (2) tăng trưởng từ hoạt động ngoài +23%YoY lãi đến từ như ngoại hối, hoạt động thanh toán, và ghi nhận bancassurance ( tính toán tăng trưởng chưa bao gồm ghi nhận phí hỗ trợ từ việc kí hợp đồng bancassurance của CTG với Manulife) (3) tỷ lệ CIR tiếp tục cải thiện từ 33% xuống còn 32% (4) chi phí trích lập dự phòng rủi ro +18.5%YoY
- ❖ Mức định giá của ngành ngân hàng đang thấp: P/B hiện tại (ngày 15/06/2022) là 1.67x, thấp hơn mức định giá trung bình 3 năm 1.99x

## Định giá ngành



## Định giá các công ty trong ngành



# Tổng hợp kết quả kinh doanh quý 1/2022

	Vốn hoá			TOI		Chi phí Hoạt động		Chi phí trích lập dự phòng		Lợi nhuận trước thuế		NIM	NPL	TL bao phủ nợ xấu	TTM ROE	TTM ROA	P/B	P/E
	Tỷ đồng	Tỷ đồng	% YoY	Tỷ đồng	% YoY	Tỷ đồng	% YoY	Tỷ đồng	% YoY	Tỷ đồng	% YoY	%	%	%	%	%	x	x
VCB	362,038	16,733	7%	4,509	-6%	2,274	0%	9,950	15%	3.2%	0.8%	373%	21%	1.7%	3.1	15.8		
BID	161,873	16,227	11%	4,322	7%	7,391	3%	4,514	33%	2.9%	1.0%	259%	13%	0.7%	1.9	14.1		
VPB	128,252	18,270	65%	2,991	15%	4,132	-7%	11,146	178%	7.5%	4.8%	64%	23%	3.4%	1.5	7.4		
TCB	125,340	10,112	13%	3,108	21%	218	-74%	6,785	23%	5.6%	0.7%	161%	21%	3.4%	1.3	6.5		
CTG	117,741	14,070	9%	3,821	9%	4,427	228%	5,822	-28%	2.8%	1.3%	197%	13%	0.8%	1.2	9.6		
MBB	94,080	11,633	27%	3,598	28%	2,126	18%	5,910	29%	5.2%	1.0%	250%	22%	2.4%	1.5	6.9		
ACB	79,707	6,850	21%	2,739	39%	-3	-101%	4,114	33%	4.1%	0.8%	188%	24%	2.1%	1.7	7.7		
SSB	56,433	2,322	61%	658	12%	358	129%	1,306	87%	3.0%	1.6%	86%	17%	1.5%	2.5	15.7		
HDB	49,299	5,122	23%	1,926	18%	669	53%	2,528	20%	4.5%	1.6%	76%	21%	1.8%	1.6	7.6		
VIB	46,369	4,136	18%	1,460	7%	397	19%	2,279	26%	4.3%	2.4%	52%	29%	2.3%	1.8	6.8		
TPB	41,996	3,616	29%	1,238	26%	755	93%	1,623	14%	4.2%	1.1%	126%	20%	1.8%	1.5	8.2		
STB	39,024	5,125	24%	2,832	6%	705	48%	1,589	59%	2.5%	1.3%	134%	12%	0.8%	1.1	9.9		
EIB	37,744	1,668	50%	701	21%	158	-50%	809	278%	2.5%	2.0%	63%	8%	0.9%	2.1	26.2		
SHB	35,336	4,694	84%	995	12%	472		3,227	94%	4.0%	1.7%	81%	19%	1.3%	0.9	5.0		
MSB	26,579	2,406	17%	740	4%	171	-16%	1,495	30%	3.9%	1.8%	88%	20%	2.2%	1.2	6.2		
OCB	23,288	2,008	-2%	737	26%	435	127%	836	-34%	3.7%	2.2%	61%	19%	2.3%	1.0	5.7		
NVB	19,043	404	-5%	232	6%	147	-18%	25	-7%	1.9%	3.7%	53%	0%	0.0%	3.3	94223		
LPB	18,644	3,260	39%	1,153	12%	312	49%	1,795	61%	3.8%	1.4%	118%	21%	1.3%	0.9	4.6		
BAB	13,481	546	9%	293	7%	8		246	7%	2.1%	0.8%	163%	8%	0.6%	1.5	18.2		
ABB	9,830	1,057	6%	437	9%	44	-64%	576	21%	2.9%	2.3%	48%	14%	1.3%	0.8	5.8		
NAB	9,233	1,219	16%	524	-11%	50		645	40%	3.1%	1.5%	81%	18%	1.0%	0.8	4.7		
KLB	8,342	552	-45%	332	27%	94	176%	127	-82%	2.0%	2.1%	61%	8%	0.5%	1.7	24.1		
PGB	5,726	348	19%	153	4%	69	10%	127	55%	2.0%	2.5%	38%	7%	0.8%	1.3	19.1		
VAB	5,235	516	84%	178	15%	-1		339	171%	2.0%	1.8%	61%	14%	1.0%	0.8	6.0		
VBB	5,207	493	19%	306	4%	74	-2567%	113	-9%	1.7%	4.3%	45%	9%	0.5%	0.9	10.5		
BVB	4,815	469	23%	300	30%	-4		174	14%	2.3%	N/A	58%	6%	0.4%	1.0	18.1		
SGB	3,900	284	63%	107	-11%	78	-2050%	99	68%	3.0%	2.4%	42%	4%	0.7%	1.0	23.4		
<b>Toàn ngành</b>	<b>134,140</b>	<b>22%</b>	<b>40,390</b>	<b>12%</b>	<b>25,556</b>	<b>18%</b>	<b>68,199</b>	<b>31%</b>	<b>3.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>149%</b>	<b>19%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.7</b>	<b>9.8</b>			

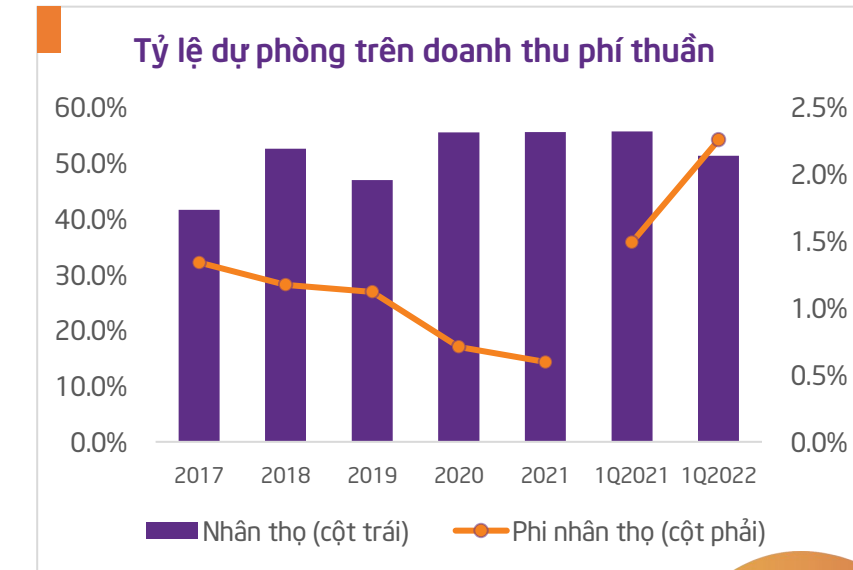
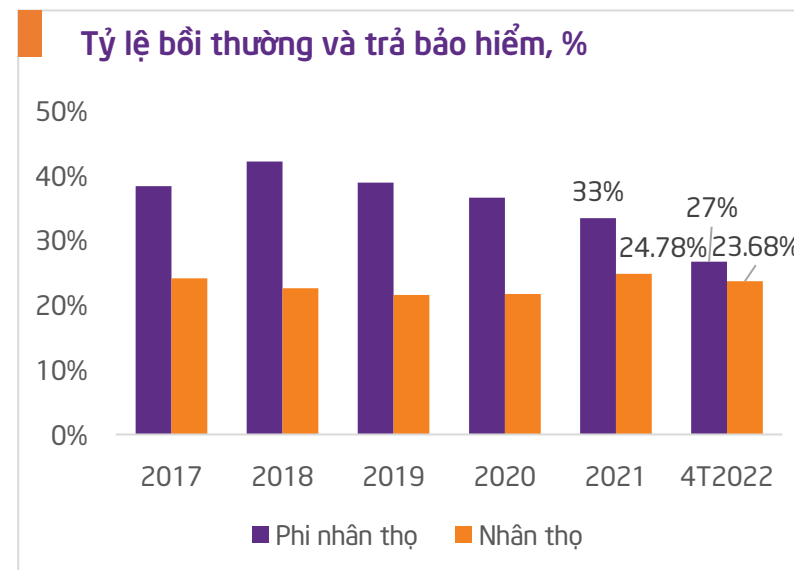
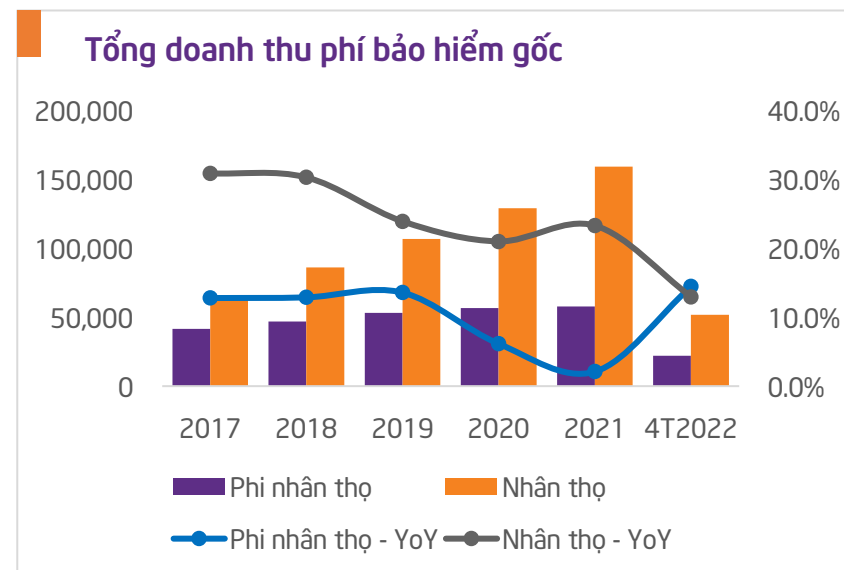
## NGÀNH BẢO HIỂM

# HƯỞNG LỢI TỪ XU HƯỚNG TĂNG LÃI SUẤT



# Doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ tăng trưởng chậm lại và Phi nhân thọ hồi phục

- Tổng thu phí bảo hiểm:** Theo ước tính của Hiệp hội bảo hiểm, Tổng doanh thu phí bảo hiểm 4T2022 ghi nhận 74,036 tỷ đồng, +14%YoY. Trong đó, Doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ có sự hồi phục và đạt mức 22,254 tỷ đồng – tăng mạnh +13%YoY; doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ ghi nhận 51,782 tỷ đồng, + 14.5%YoY. Đối với mảng bảo hiểm phi nhân thọ chứng kiến sự phục hồi và đóng góp tăng trưởng mạnh đến từ Bảo hiểm sức khỏe (+17.9%YoY trong 4T2022 vs 2.7%YoY trong 2021), Bảo hiểm tài sản và thiệt hại (+23.1%YoY trong 4T2022 vs 4.8%YoY trong 2021), bảo hiểm xe cơ giới (+8.5%YoY trong 4T2022 so với mức -6.3%YoY trong 2021), Bảo hiểm cháy nổ (+23.1%YoY trong 4T2022 so với +18.9%YoY trong 2021). Đối với mảng bảo hiểm nhân thọ đóng góp tăng trưởng chính đến từ sản phẩm liên kết chung và sản phẩm liên kết đơn vị (+23.3%YoY, chiếm 71.8% tỷ trọng)
- Kỳ vọng xu hướng năm 2022:** dự kiến 2H2022 doanh thu phí bảo hiểm phi nhân thọ tiếp tục ghi nhận mức hồi phục tích cực sau đại dịch covid và mảng doanh thu phí bảo hiểm nhân thọ ước tính sẽ tăng trưởng chậm lại. Tổng doanh thu phí bảo hiểm cho cả phi nhân thọ và nhân thọ 2022 dự kiến sẽ đạt mức 14%-15%.
- Bồi thường và chi trả bảo hiểm:** Trong 4 tháng đầu năm 2022, tỷ lệ bồi thường của phi nhân thọ tiếp tục giảm về mức 26.7%. Tương tự, tỷ lệ chi trả của bảo hiểm nhân thọ dao động ở mức 23.7%, giảm nhẹ so với tỷ lệ 24.7% năm 2021. Kỳ vọng xu hướng năm 2022: Dự kiến tỷ lệ bồi thường phi nhân thọ 2H2022 sẽ tăng cao hơn mức đầu đầu năm và so với cùng kỳ, đặc biệt các nghiệp vụ bảo hiểm xe cơ giới và bảo hiểm con người sau khi trở lại cuộc sống bình thường mới. Tỷ lệ bồi thường phi nhân thọ tiếp tục giữ mức ổn định và tương đương so với cùng kỳ.
- Trích lập dự phòng:** Tỷ lệ trích lập dự phòng của mảng bảo hiểm nhân thọ trên doanh thu chiếm tỷ trọng đáng kể - trên 50%. Trong khi đó, mức trích lập dự phòng của phi nhân thọ thì thấp và tỷ lệ trích lập từ 0.1%-5% trên doanh thu phí bảo hiểm. Xét mức trích lập dự phòng mảng bảo hiểm nhân thọ, trong 3T2022, tỷ lệ trích lập dự phòng của doanh nghiệp niêm yết (BVH) là 51% thấp hơn so với cùng kỳ và cả năm 2021 là 55%. Kỳ vọng mức trích lập dự phòng cả năm 2022 giữ ổn định và thấp hơn/tương đương so với cùng kỳ năm 2021.



# Xu hướng lãi suất tăng góp phần gia tăng lợi suất sinh lời danh mục đầu tư

❖ **Danh mục đầu tư tài chính của các công ty bảo hiểm trong ngành:** Tại Q1/2022, tiền gửi và trái phiếu tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu danh mục đầu tư tài chính của các doanh nghiệp bảo hiểm. Theo đó, xu hướng lãi suất gia tăng giúp các doanh nghiệp bảo hiểm gia tăng hiệu suất sinh lời đầu tư.

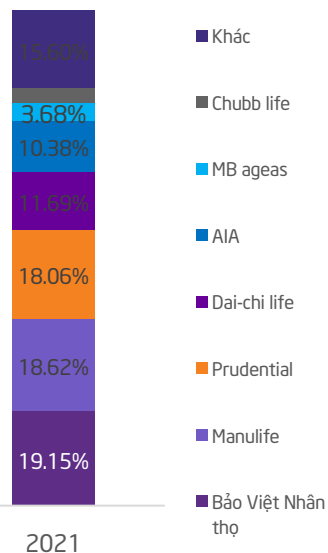
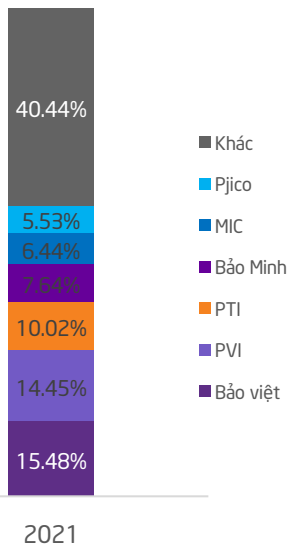
❖ **Xu hướng lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu:**

Diễn biến lãi suất tiền gửi, các Ngân hàng trong nhóm NHTMCP tư nhân có xu hướng tăng lãi suất so với cuối năm 2021 như TCB (+0.9%), SCB (+0.6%), MBB (+0.4%), Bắc Á (+0.3%)...; nhóm NHTMCP nhà nước cũng điều chỉnh nhẹ như BID và Agribank đã tăng thêm 0.1% so với thời điểm cuối năm 2021, riêng VCB và CTG vẫn duy trì mức lãi suất so với cuối năm 2021. Tương tự, lợi suất trái phiếu chính phủ đã bắt đầu tăng từ những tháng đầu năm – lợi suất trái phiếu 10 năm tăng từ 2.1% tại cuối năm 2021 lên mức 3.2% tại đầu tháng 07/2022

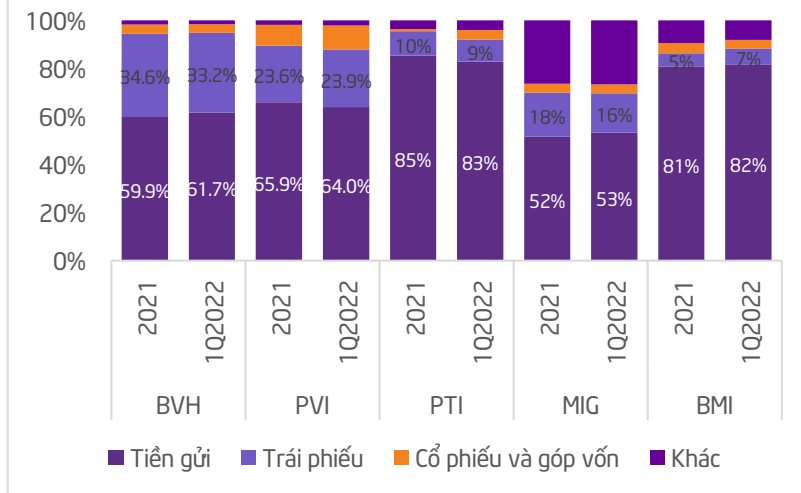
Kỳ vọng lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu chính phủ 2H2022 lần lượt tăng thêm trong khoảng 0.1%-0.5% và 0.5%-1.0% trong điều kiện (1) lạm phát có xu hướng gia tăng nhưng trong mục tiêu kiểm soát của chính phủ (2) và nhu cầu tăng trưởng tín dụng cao.

Thị phần BH phi nhân thọ

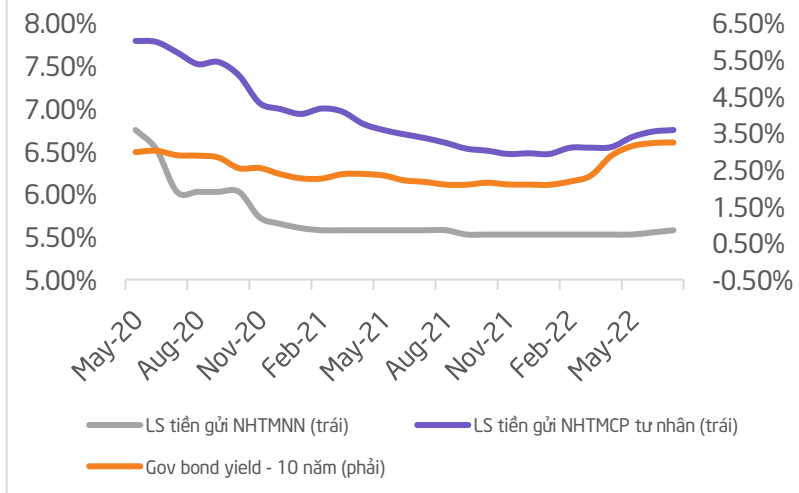
Thị phần BH nhân thọ



Cơ cấu đầu tư tài chính, %



Lãi suất tiền gửi và lợi suất trái trái phiếu



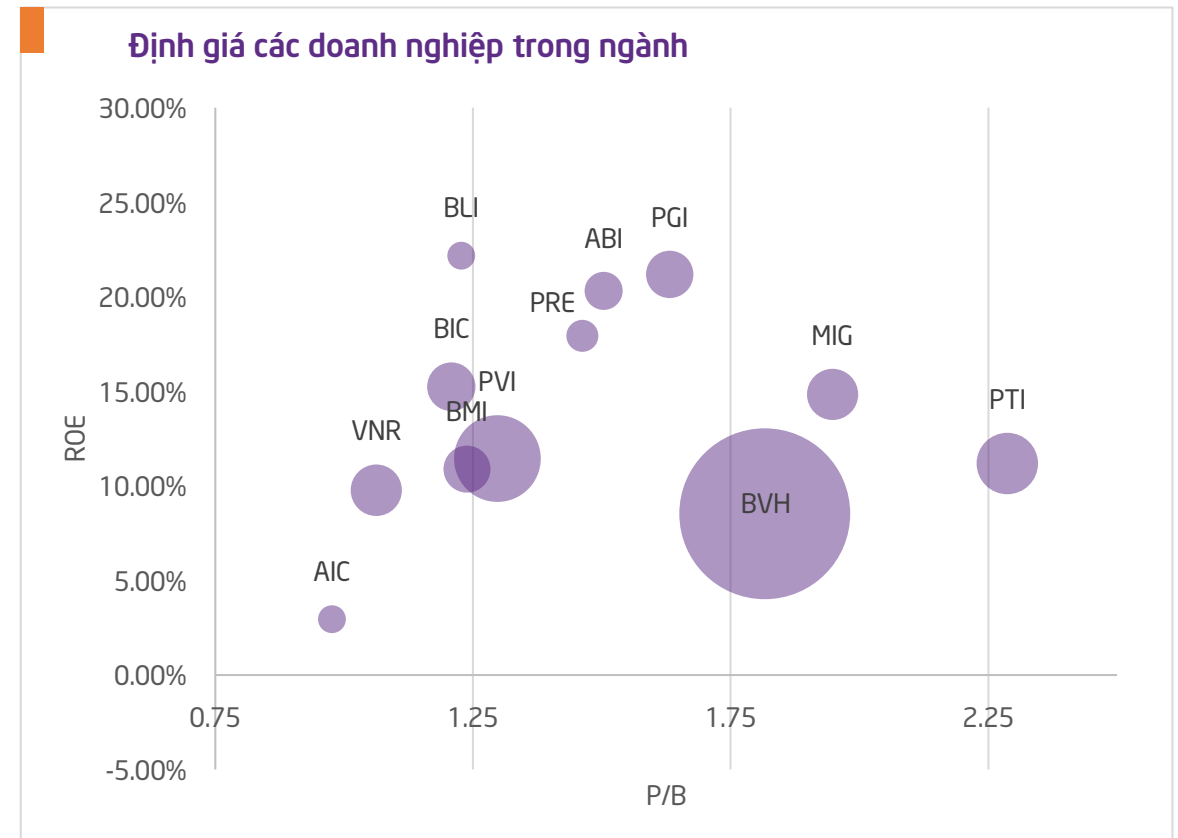
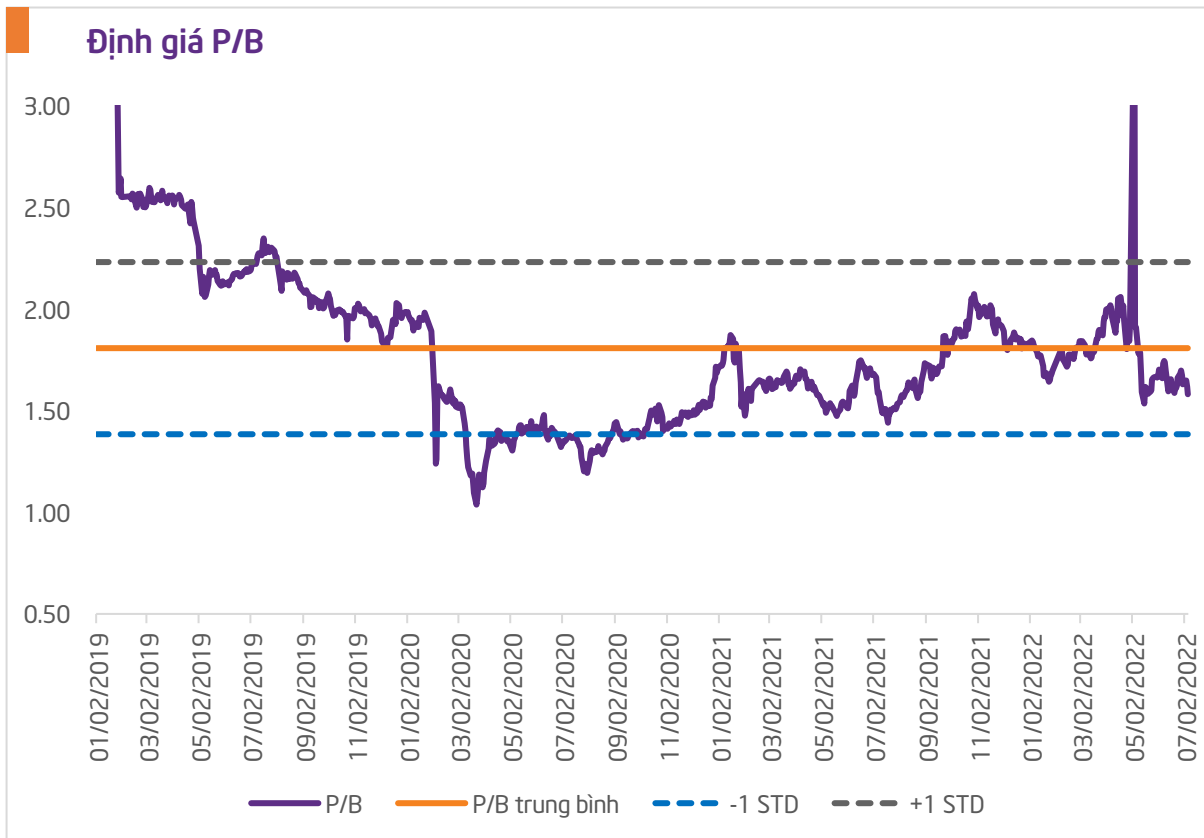
(Nguồn: Bloomberg, công ty Bảo hiểm, Hiệp hội Bảo Hiểm, fiinpro, TPS Thu thập)

# Triển vọng tích cực và định giá hấp dẫn

**Nhận định:** Xu thế ngành trong 2H2022 tích cực từ (1) hưởng lợi từ xu hướng lãi suất và lợi suất trái phiếu có xu hướng tăng (2) mảng bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục sau đại dịch. Hiện tại định giá ngành đang hấp dẫn mức P/B hiện tại là 1.58x, thấp hơn trung bình 3 năm là 1.81x

**Rủi ro:**

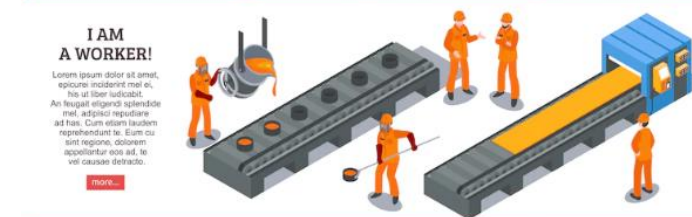
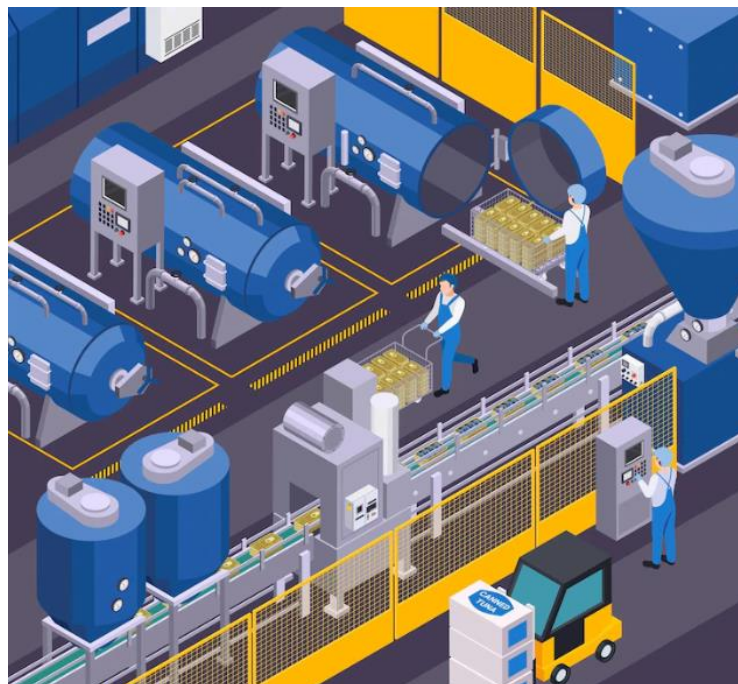
- Biến động bất lợi của lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của ngành
- Gia tăng tỷ lệ bồi thường và chi trả bảo hiểm làm giảm lợi nhuận của ngành
- Mức cạnh tranh ngày càng cao giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp nước ngoài



(Nguồn: Fiinpro, TPS thu thập)

## NGÀNH THÉP

# ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN CHO CƠ HỘI ĐẦU TƯ DÀI HẠN



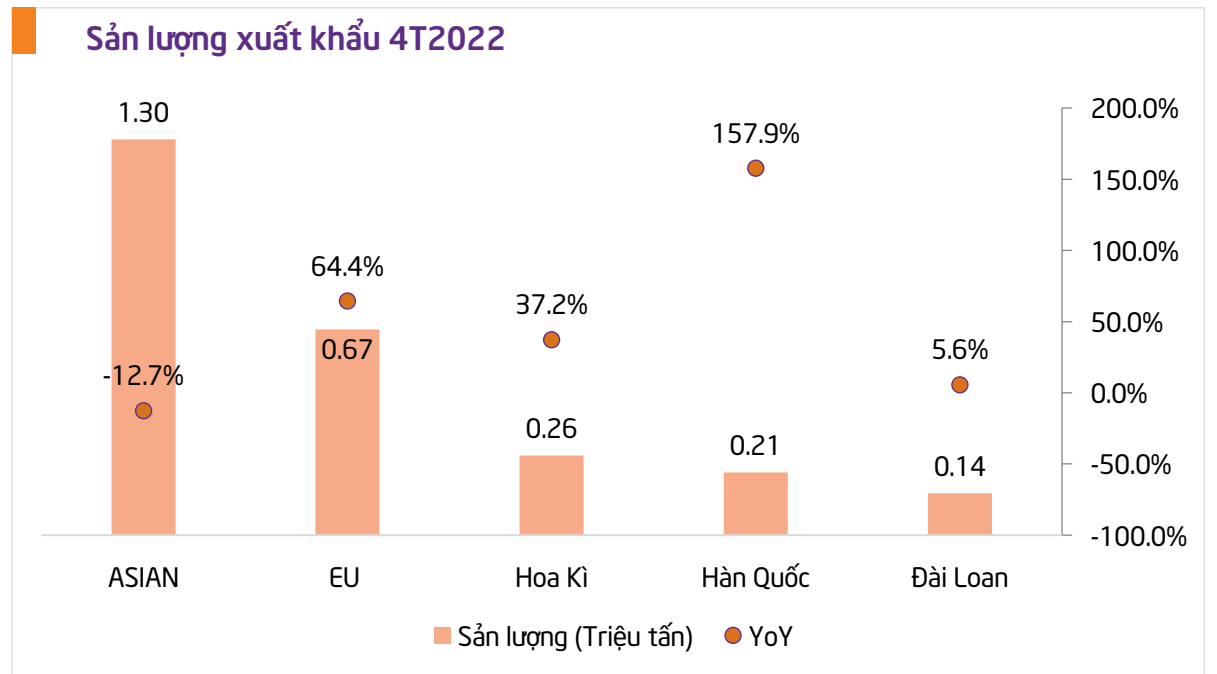
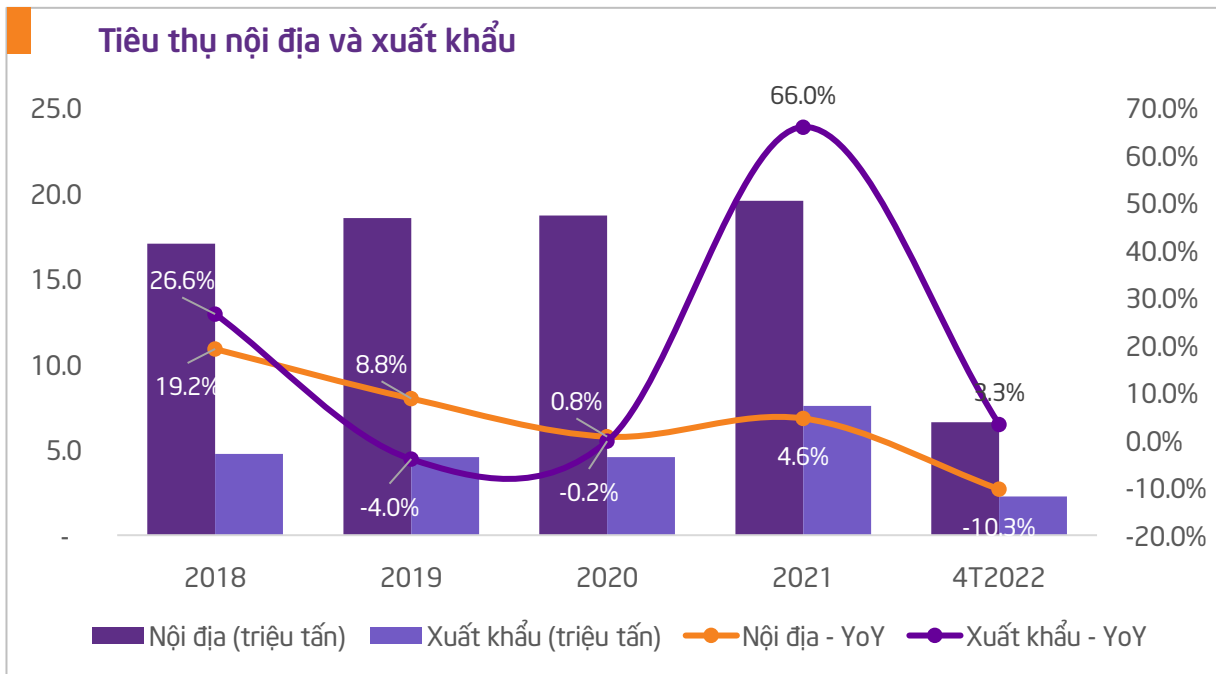
# Nhu cầu trong nước không tăng mạnh và xuất khẩu không thuận lợi

❖ **Tiêu thụ thép trong nước:** 4T2022, tổng sản lượng tiêu thụ trong nước đạt 6.6 triệu tấn, -10.3%YoY trong bối cảnh tình hình bất động sản không có nhiều chuyển biến tích cực – theo báo cáo của Savill Q1/2022, nguồn cung sơ cấp Hồ Chí Minh là 4,050 căn giảm 18% YoY và của Hà Nội là 20,300 căn giảm 17%YoY

Triển vọng tiêu thụ thép trong nước 2H2022: Sản lượng tiêu thụ thép trong những tháng cuối năm sẽ không tăng mạnh do (1) Tình hình xây dựng bất động sản nhà ở vẫn chưa được đẩy mạnh do mặt bằng giá cả vật liệu xây dựng đang ở mức cao; (2) Việc tiếp cận nguồn vốn để đầu tư BĐS còn hạn chế trong bối cảnh huy động từ trái phiếu và kênh tín dụng của ngân hàng chưa thuận lợi; (3) giải ngân đầu tư công đẩy mạnh trong 2H2022 nhưng không tăng đột biến (5T2022 vốn giải ngân từ NSNN + 9.5%YoY và bằng 27.7% kế hoạch)

❖ **Xuất khẩu thép:** 4T2022, Tổng sản lượng xuất khẩu 2.27 triệu tấn, +3.0% YoY. Trong đó, xuất khẩu sang các nước ASEAN (chiếm 40% tổng sản lượng) -12.7%YoY, các nước EU (21% tổng sản lượng) +64.4%YoY, Hoa Kỳ (8% tổng sản lượng) +37.2%YoY, Hàn Quốc (chiếm 6.3%) +157.9%YoY, Đài Loan (chiếm 4.2%) +5.6%YoY, Hong Kong (chiếm 3.7%) +526.0%YoY. Đối với các nước EU và Mỹ vẫn tăng trưởng tốt nhờ vào (1) nhu cầu hồi phục tại các nước này và gap chênh lệch lớn giữa giá thép nhập khẩu và sản xuất nội địa (2) nguồn cung suy giảm từ chiến tranh Nga và Ukraina. Ngược lại, xuất sang thị trường ASIAN giảm do nhu cầu suy yếu.

Triển vọng xuất khẩu thép 2H2022: Xuất khẩu sẽ gặp nhiều khó khăn trong 2H2022 do (1) nhu cầu thép giới giảm vì những ngành sản xuất thâm dụng thép giảm trong bối cảnh mức lạm phát cao và thiếu hụt nguyên liệu cho sản xuất (2) cạnh tranh tăng cao ở thị trường Mỹ và EU khi Mỹ xem xét giảm thuế nhập khẩu đối với thép Trung Quốc và EU áp hạn ngạch đối với thép nhập khẩu từ Việt Nam (3) chênh lệch giá thép giữa Việt Nam và các nước phương tây đã thu hẹp trong vài tuần qua.



# Giá nguyên liệu biến động trái chiều và giá thép có xu hướng giảm

❖ **Giá quặng sắt:** 6T2022 ước tính, giá quặng sắt trung bình đạt 130 USD/tấn, -25.6%YoY. Giá giảm do nhu cầu sản xuất thép giảm như: Trung Quốc (nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới) giảm 8.7%YoY trong 5T2022 do thực hiện chính sách zero covid, Nhật Bản (sản xuất thứ 3 thế giới) giảm 3.5% YoY.

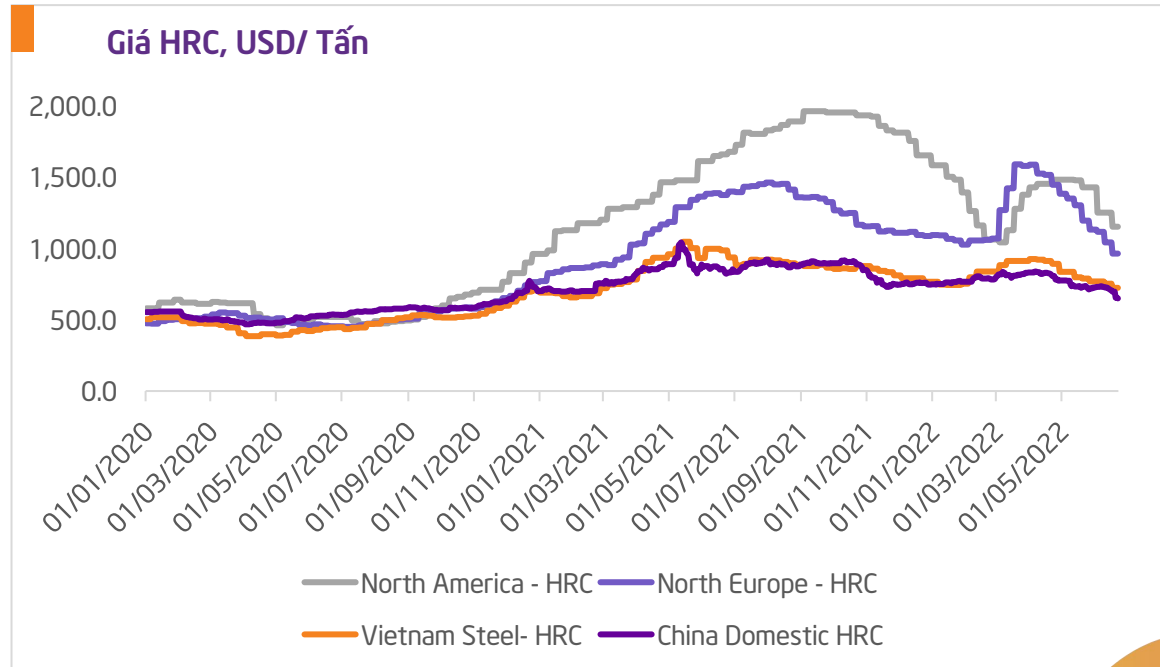
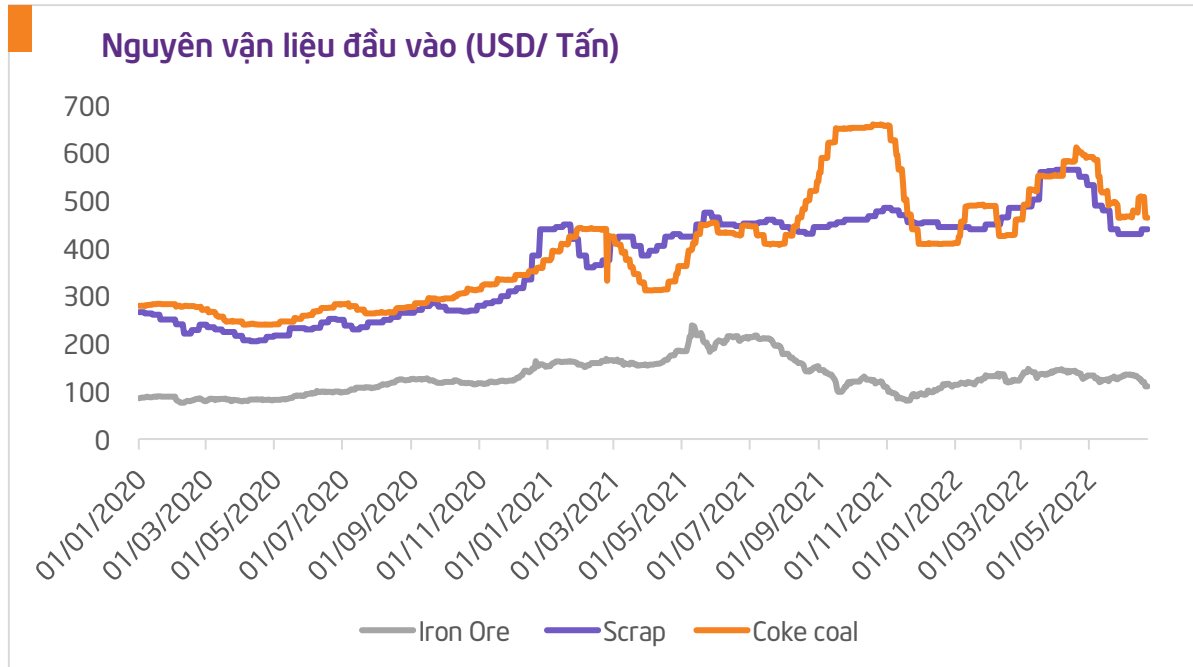
Kỳ vọng giá quặng sắt 2022: Dự kiến 2H2022 giá quặng sắt kỳ vọng tiếp tục giảm khi (1) nguồn cung tăng sau khi bị ảnh hưởng thắt chặt do ảnh hưởng bởi biến động của thời tiết (2) nhu cầu sản xuất thép không tăng cao – đặc biệt nhu cầu Trung Quốc dự báo sẽ không tăng đến từ chính sách ổn định thị trường bất động sản. Kỳ vọng cả năm 2022 giá quặng sắt sẽ ở khoảng mức 110 USD/tấn, -24% YoY (Australia Department of industry)

❖ **Giá than cốc:** Trong những tháng đầu năm giá than cốc tăng mạnh sau đó giảm dần, 6T2022 giá than cốc trung bình đạt 507 USD/tấn, +28%YoY do (1) nguồn cung giảm từ nước xuất khẩu chính Australia bị ảnh hưởng thời tiết (2) nguồn cung của Nga bị suy giảm ảnh hưởng bởi lệnh cấm vận cuộc chiến tranh với Ukraina và vận chuyển gián đoạn

Kỳ vọng giá than cốc 2022: dự kiến giá than cốc sẽ giảm dần trong 2H2022 với kỳ vọng là nguồn cung sẽ dần hồi phục trở lại. Tuy nhiên cho cả năm 2022 dự báo giá than cốc vẫn ở mức cao và tăng hơn so với cùng kỳ.

❖ **Giá thép:** Giá thép trong nước và giá thép thế giới tăng vọt khi chiến tranh giữa Nga và Ukraina xảy ra và điều chỉnh giảm sau đó. Sự biến động giá có sự phân hoá trong 6T2022, Mỹ +2%YoY, EU +17.8%YoY, Trung Quốc -3.7%YoY, và Vietnam -0.1%YoY.

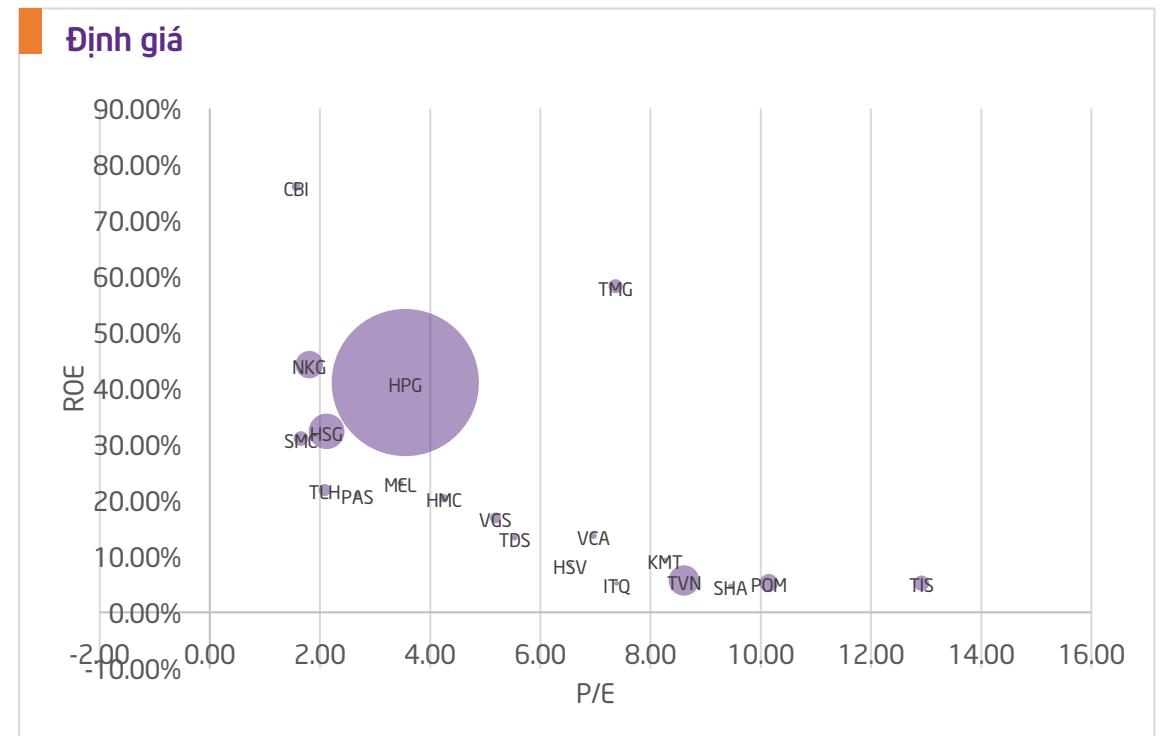
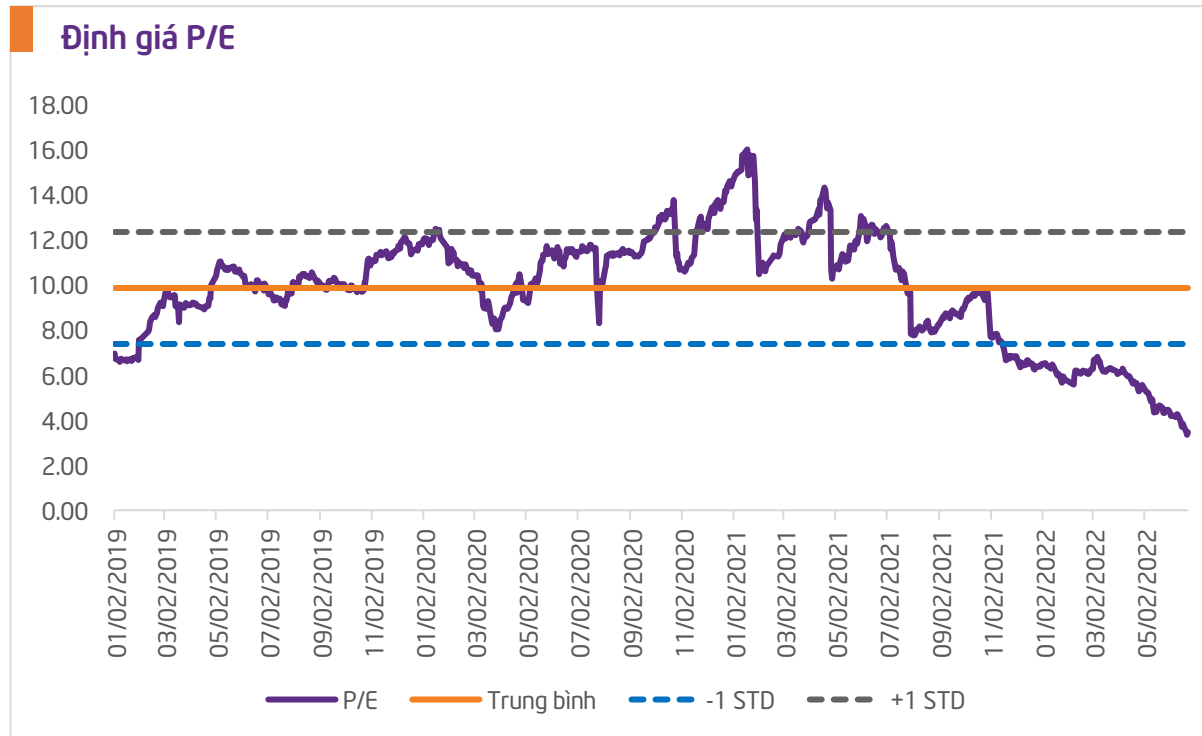
Triển vọng giá thép 2022: Trong 2H2022, tình hình giá thép trong nước và thế giới (Mỹ và EU) có xu hướng giảm theo xu hướng giảm chung của nguyên vật liệu đầu vào cùng với nhu cầu thế giới và trong nước không tăng (nhu cầu cả thế giới cả 2022 +0.4%YoY theo World Steel Association)



**Nhận định:** xu thế ngành trong nửa cuối năm 2H2022 có nhiều điểm không thuận lợi cho ngành như giá thép có xu hướng giảm, nhu cầu thép trong nước không tăng mạnh và thị trường xuất khẩu gặp khó khăn. Tuy nhiên, hiện tại định giá ngành đang hấp dẫn (p/e hiện tại là 3.46x, thấp hơn định giá lịch sử 3 năm là 9.86x) và tạo cơ hội đầu tư dài hạn cho ngành thép.

## Rủi ro:

- Biến động nguyên vật liệu đầu vào
- Thay đổi chính sách của Trung Quốc liên quan đến chiến dịch phòng chống covid, đầu tư cơ sở hạ tầng và diễn biến tình hình bất động sản... ảnh hưởng đến sản xuất và nhu cầu thép toàn cầu
- Thay đổi chính sách áp thuế chống bán phá giá tại các nước xuất khẩu chính
- Thay đổi chính sách liên quan đến thị trường bất động sản trong nước ảnh hưởng đến nhu cầu xây dựng và thép trong nước

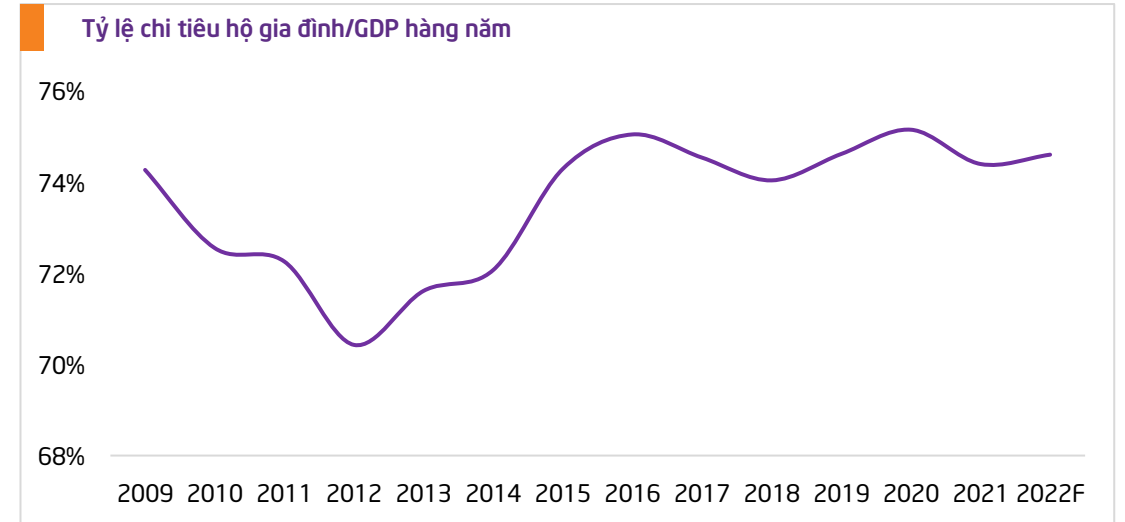
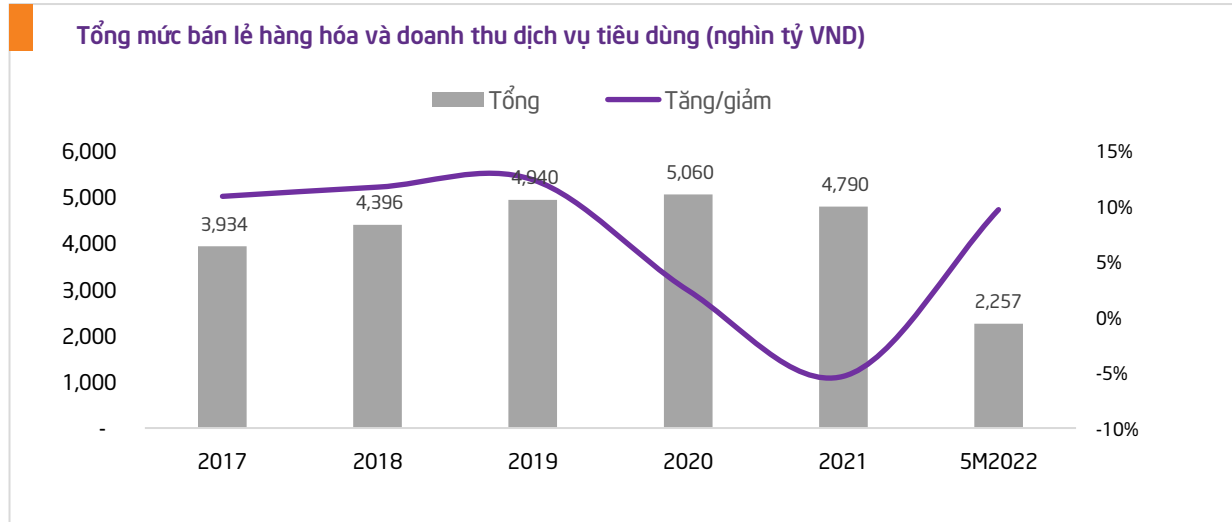


## NGÀNH PHÂN PHỐI

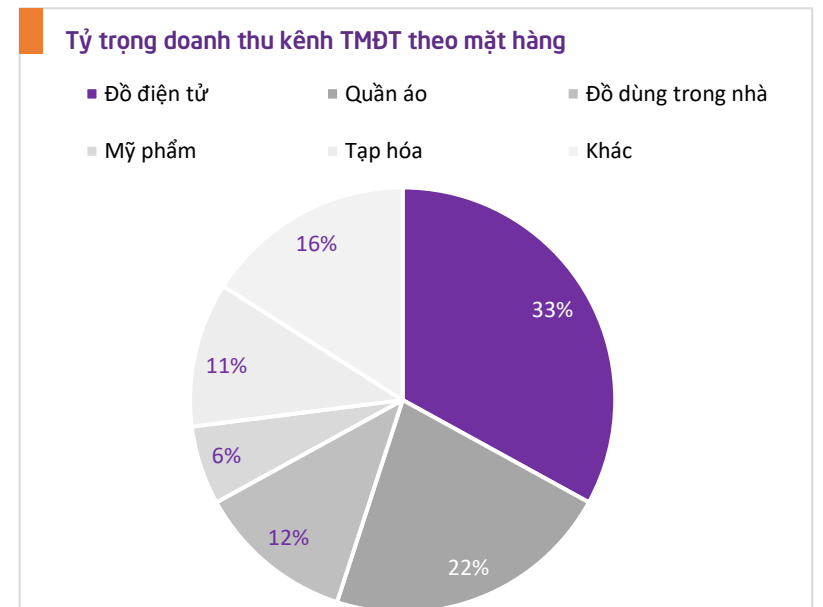
# ÁP LỰC LẠM PHÁT TĂNG CAO NHƯNG TRIỂN VỌNG DÀI HẠN TÍCH CỰC

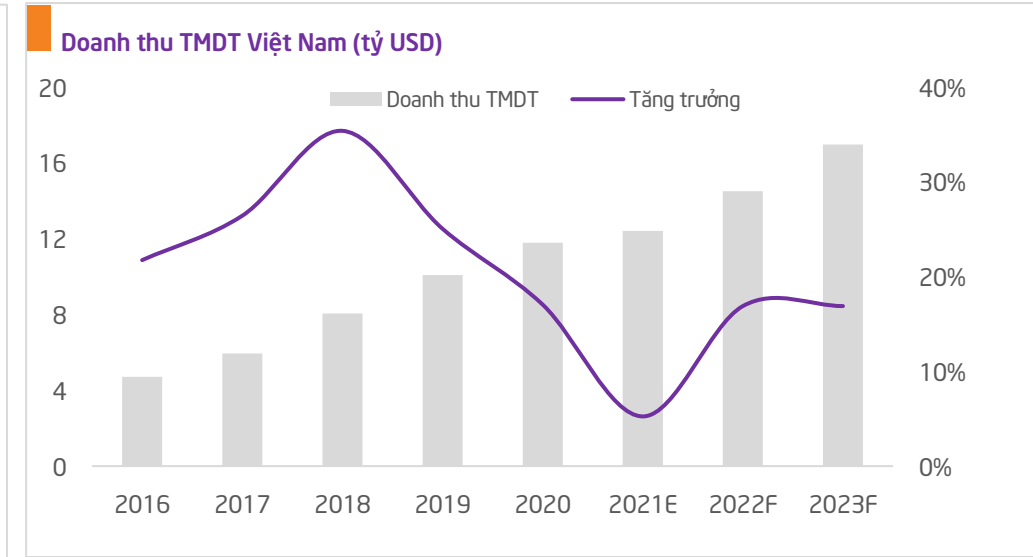
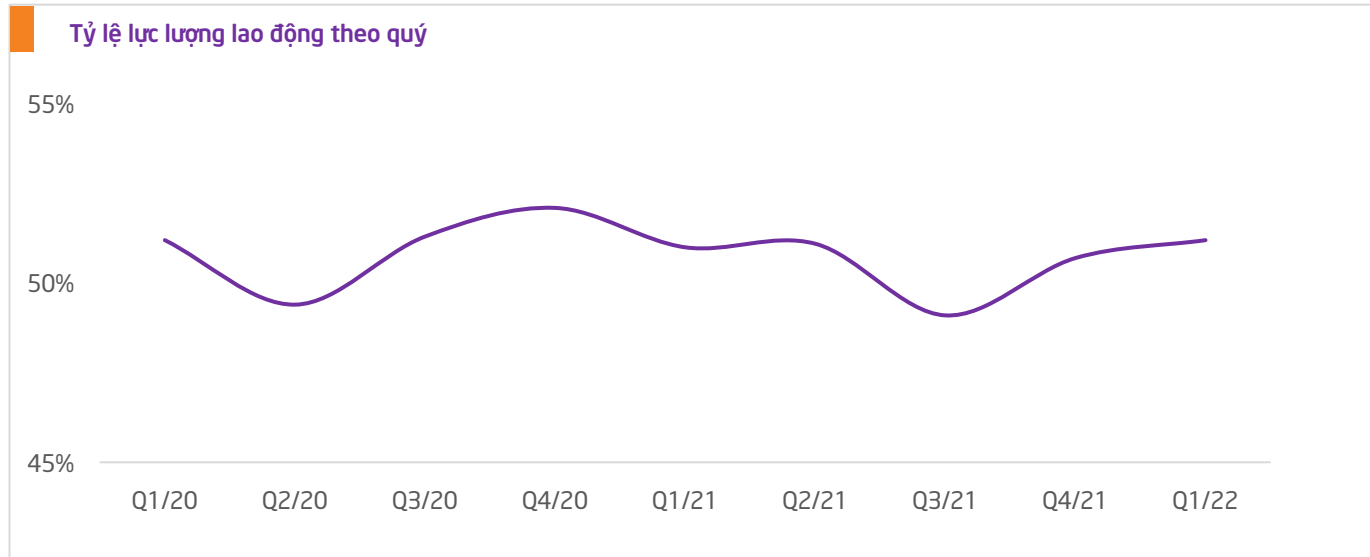


# TỔNG MỨC BÁN LẺ HÀNG HÓA & DỊCH VỤ DỰ PHÓNG TĂNG TRƯỞNG Ở MỨC 9-9.5%

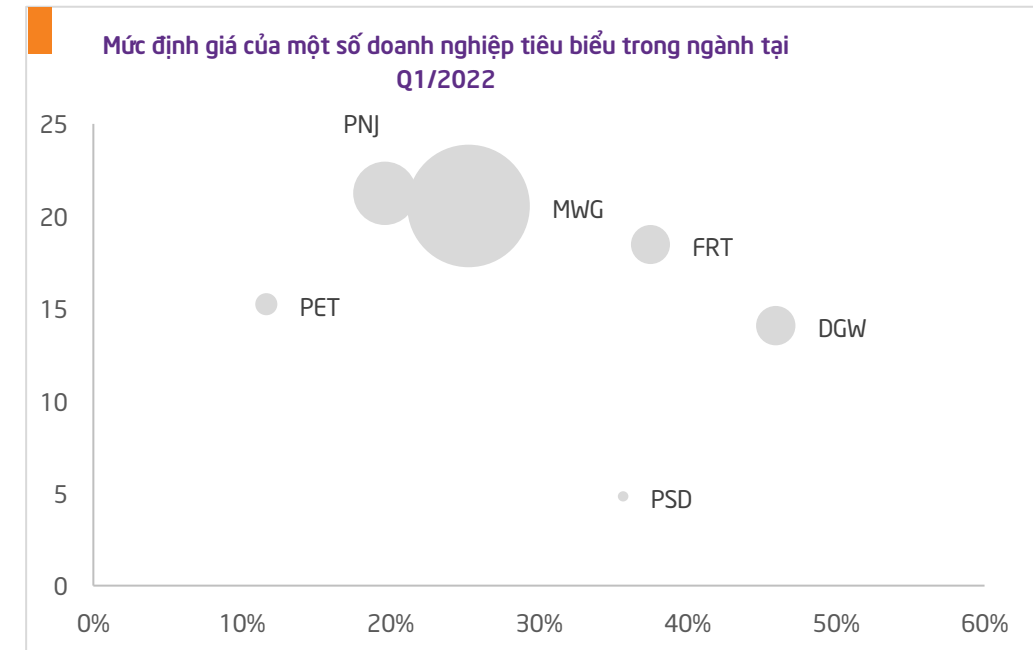


- ❖ Tổng mức bán lẻ 5T2022 đạt 2.26 triệu tỷ VND (+9.7% yoy) theo số liệu của tổng cục thống kê (GSO). Trong đó, tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt 1.8 triệu tỷ VND (+9.8% yoy), lưu trú ăn uống đạt 225.8 nghìn tỷ VND (+15.7% yoy), du lịch lữ hành đạt 5.8 nghìn tỷ VND (+34.7% yoy), các dịch vụ khác đạt 218.8 nghìn tỷ VND (+2.5% yoy) nhờ dịch bệnh Covid -19 dần được kiểm soát, các hoạt động sản xuất, kinh doanh và đời sống xã hội cũng dần đi vào ổn định.
- ❖ Trong giai đoạn 2022- 2025, chúng tôi kỳ vọng tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 9-9.5% nhờ sự hỗ trợ từ:
  - **Xu hướng chuyển dịch tiêu dùng sang đa kênh và trực tuyến:** Doanh thu thương mại điện tử (TMĐT) Việt Nam năm 2021 ước đạt 13.7 tỷ USD (+16% yoy), chiếm 6.5% tổng doanh thu bán lẻ cả nước. TMĐT đã đóng vai trò quan trọng thúc đẩy phục hồi sản xuất kinh doanh trong thời gian tới khi thói quen của người dùng đã thay đổi trong thời gian dịch bệnh. Chúng tôi kỳ vọng tỷ trọng doanh thu kênh TMĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số trong thời gian tới và đạt mức 39 tỷ USD trong năm 2025.
  - **Xu hướng mở cửa hoàn toàn thương mại và du lịch quốc tế** sẽ tiếp tục, hỗ trợ sự phục hồi rộng rãi hơn trong chi tiêu hộ gia đình, thúc đẩy doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng trưởng.





- ❖ **Triển vọng dài hạn:** Theo số liệu của Tổng cục thống kê (GSO), dân số Việt Nam đạt hơn 98.5 triệu người, trong đó dân số thành thị chiếm 37.1% tổng dân số. GSO cũng ước tính số lượng nhóm trung lưu trong dân số Việt Nam đã tăng nhanh trong những năm gần đây. Năm 2011, tầng lớp trung lưu chiếm 7.8% dân số, ước tính tới năm 2022, tầng lớp trung lưu sẽ chiếm tới 23% dân số. (World Bank định nghĩa tầng lớp trung lưu là nhóm có mức chi tiêu trên 15 USD/ngày).
- ❖ **Việc gia tăng tầng lớp trung lưu, tăng dân số ở thành thị và tăng thu nhập của người dân** có ảnh hưởng tích cực đến triển vọng ngành bán lẻ trong các năm tới, khi nhu cầu chi tiêu của người dân tăng mạnh sẽ thúc đẩy tăng trưởng ngành. Nền kinh tế toàn cầu mở cửa trở lại sau dịch, Chính phủ thực hiện các giải pháp kích cầu nền kinh tế, các doanh nghiệp phân phối kỳ vọng tăng trưởng ổn định trở lại.
- ❖ **Thách thức ngắn hạn:** Áp lực lạm phát tăng khiến giá cả hàng hóa leo thang có thể làm giảm sức mua của người tiêu dùng từ đó tác động đến tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp phân phối và bán lẻ trong ngành.



## NGÀNH DẦU KHÍ

# NHU CẦU PHỤC HỒI & GIÁ DẦU VẪN DUY TRÌ Ở MỨC CAO



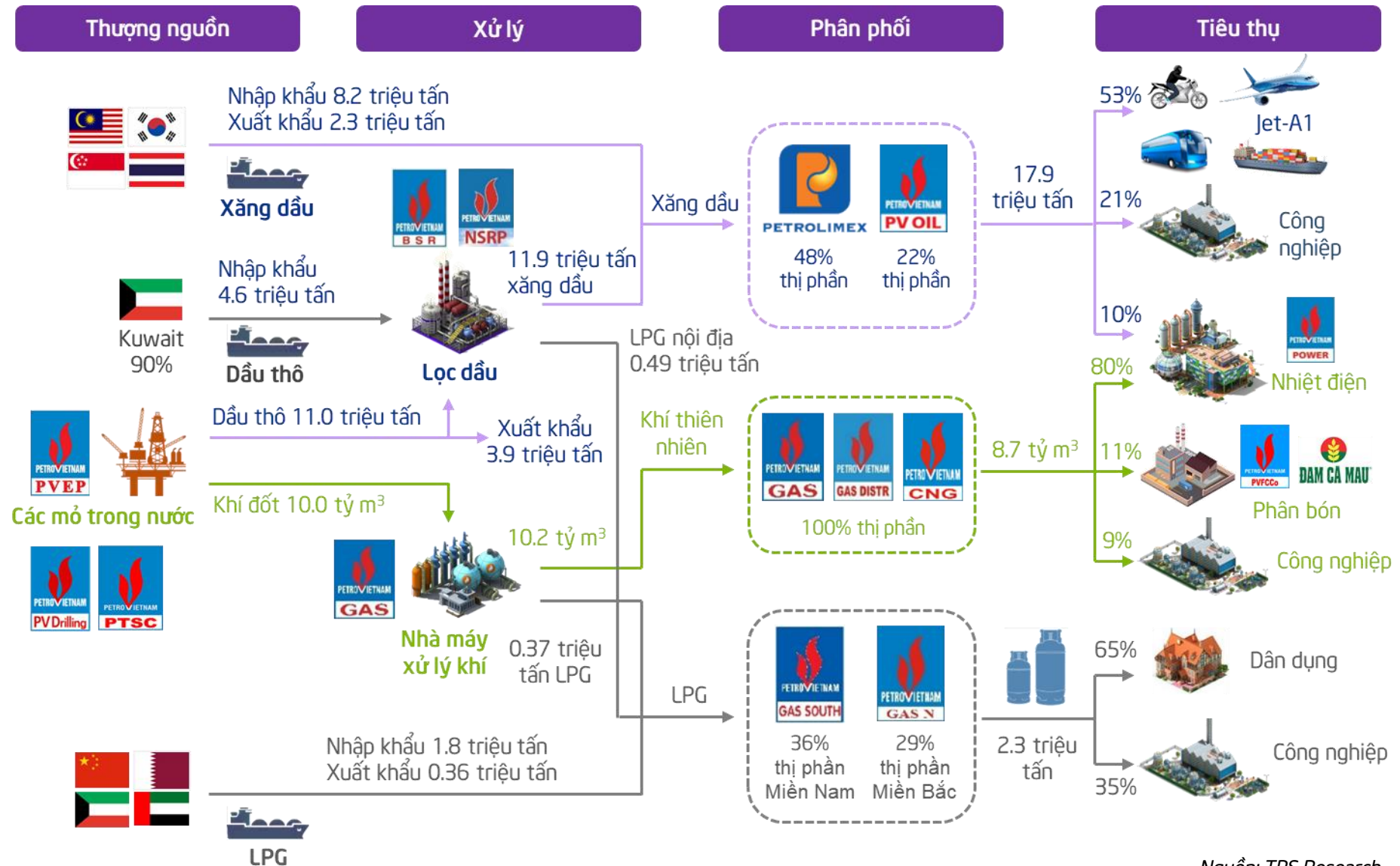
# CHUỖ GIÁ TRỊ NGÀNH CHI PHỐI BỞI CÔNG TY THÀNH VIÊN CỦA PVN

## ❖ Các công ty sở hữu nhà nước đại diện là PVN chi phối toàn bộ chuỗi giá trị ngành dầu khí Việt Nam

- Thượng nguồn: PVEP điều hành và khai thác, các công ty con PVD (dịch vụ khoan), PVS (dịch vụ kỹ thuật, kho nổi)
- Trung nguồn: duy nhất GAS thực hiện thu gom và xử lý khí, OIL đại diện xuất nhập khẩu dầu thô, PVT chịu trách nhiệm vận chuyển dầu thô và xăng dầu
- Hạ nguồn: các công ty thành viên của PVN chi phối hoạt động phân phối ở hạ nguồn như xăng dầu (OIL), Khí thiên nhiên (PGD, CNG), khí LPG (PGS, PVG)

## ❖ Sản xuất trong nước chưa hoàn toàn đáp ứng nhu cầu nội địa

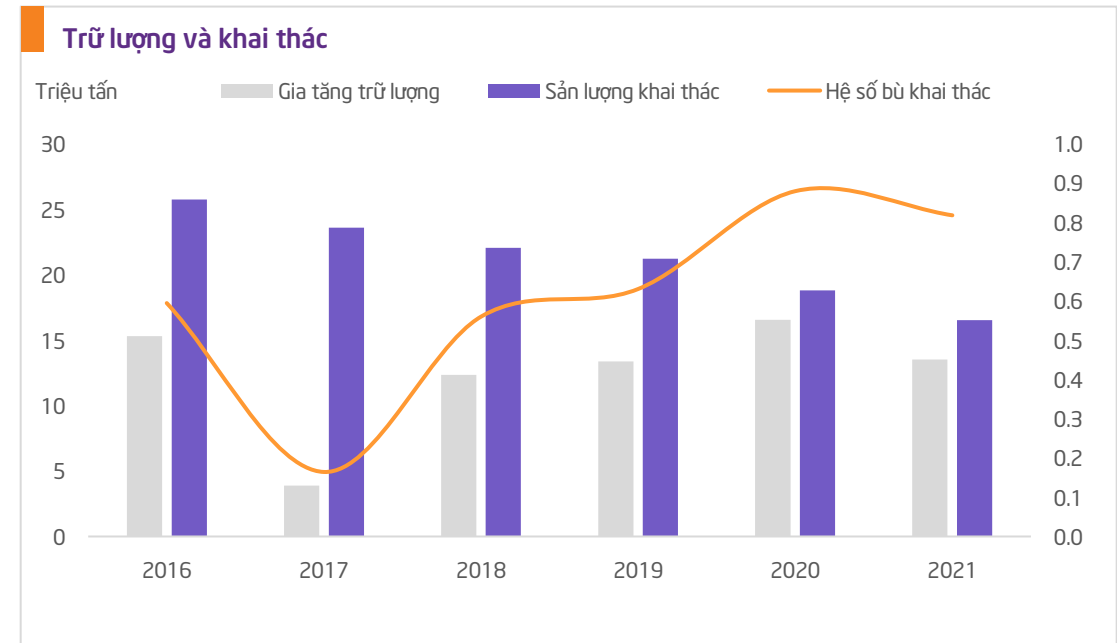
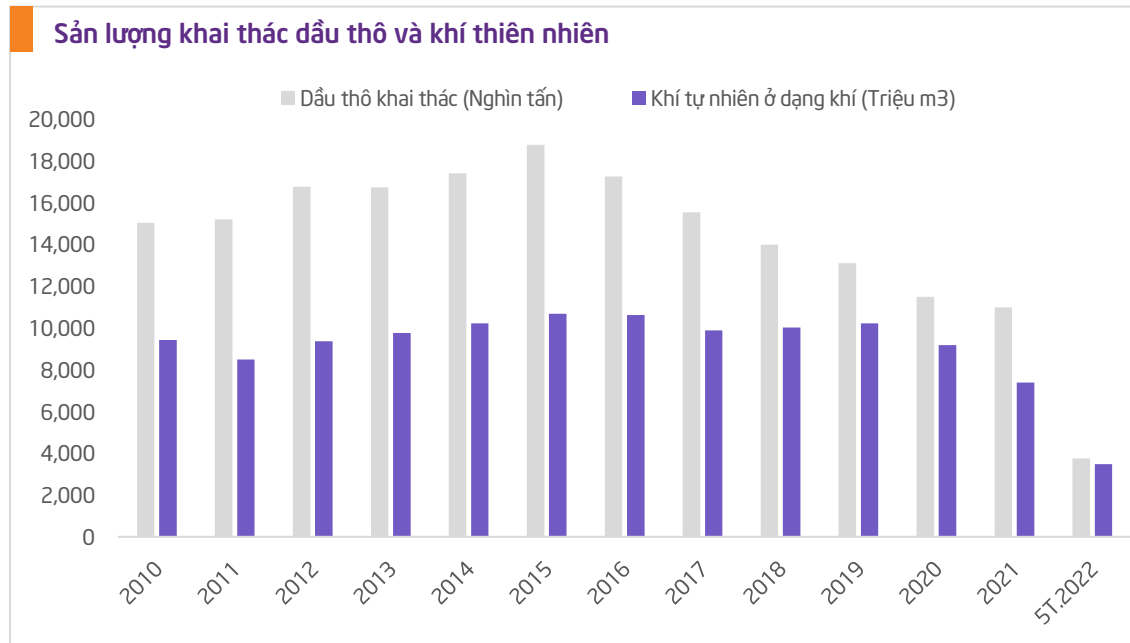
- Nguồn cung từ NMLD Nghi Sơn và Dung Quất đáp ứng 60-70% nhu cầu xăng dầu trong nước
- Khí thiên nhiên chủ yếu sử dụng cho sản xuất điện khí
- Khí LPG chỉ đáp ứng 30-40% nhu cầu trong nước



Nguồn: TPS Research

# NÚT THẮT THƯỢNG NGUỒN DO TRỮ LƯỢNG DẦU KHÍ MỚI SUY GIẢM

- ❖ **Năm 2021, tổng sản lượng khai thác dầu thô đạt 10.97 triệu tấn giảm 5%yoy và khí thiên nhiên đạt 7.38 triệu m<sup>3</sup> giảm 19%yoy, khi các mỏ trữ lượng cao hiện tại dần cạn kiệt.** Về hoạt động khai thác, không có hoạt động thăm dò lớn trong năm 2021. Điểm sáng trong giai đoạn này là năm 2020, Việt Nam đã thăm dò thành công mỏ Kèn Bầu có trữ lượng 200-250 tỷ m<sup>3</sup> khí, đây là tìm kiếm có sản lượng lớn nhất Đông Nam Á trong 2 thập kỷ qua, theo Wood Mackenzie.
- ❖ **Việc phát hiện dầu khí mới trong thời gian qua gặp khó khăn.** Trong giai đoạn 2011-2015, Việt Nam có 24 phát hiện dầu khí mới, nhưng giai đoạn 2016-2020 chỉ có 7 phát hiện dầu khí mới, gồm Phong Lan Đại (Lô 06-1, năm 2016), Cá Trích (Lô 11-2, năm 2018), Mèo Trắng Đông-1X (Lô 09-1), Thổ Tinh Nam-1X (Lô 05-3/11, năm 2018), Lô 06-1 (năm 2019), Kèn Bầu (Lô 114, năm 2020), Sói Vàng (Lô 16-1/15, VSP năm 2020).
- ❖ **Mức độ đầu tư cho tìm kiếm thăm dò mỏ dầu khí mới cũng giảm.** Giai đoạn 2016-2019 đầu tư cho tìm kiếm thăm dò chỉ đạt 1.11 tỷ USD (trung bình 279 triệu USD/năm bằng 29.5% trung bình giai đoạn 2011-2015), trong đó đầu tư nước ngoài chiếm 66.7%. Việc kêu gọi, thu hút đầu tư vào lĩnh vực tìm kiếm thăm dò gặp nhiều khó khăn do các lô dầu khí mới có tiềm năng dầu khí hạn chế, trữ lượng nhỏ, nằm tại vùng nước sâu, xa bờ hoặc có cấu trúc địa chất phức tạp, kết hợp với giá dầu thế giới tuy đã phục hồi khả quan hơn nhưng vẫn còn tiềm ẩn nhiều rủi ro.



Nguồn: GSO, PVN, TPS Research

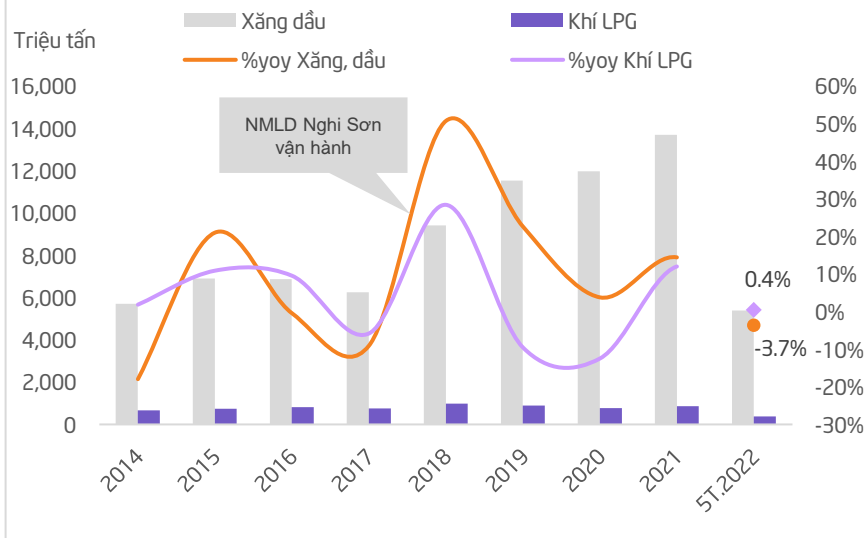
- ❖ **Dự án Lô B:** chuỗi điện khí Lô B-Ô Môn dự kiến sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào tháng 7/2022, tạo tiền đề cho toàn chuỗi dự án Lô B-Ô Môn khởi công vào cuối năm 2022 và kỳ vọng đón dòng khí đầu tiên vào 2025. Dự án có tổng vốn đầu tư là 10 tỷ USD, trong đó giá trị backlog mảng EPC là 4.6 tỷ USD. Ở khâu thượng nguồn, có 911 giếng khai thác, 1 giàn xử lý trung tâm, 1 giàn nhà ở, 52 giàn đầu giếng và 1 tàu FSO. Đường ống ngoài khơi và trên bờ tương ứng dài 292 km và 102 km. Hạ nguồn có 4 nhà máy điện khí bao gồm Ô Môn 1 (660 MW), Ô Môn 2,3,4 (3x1050 MW). GAS, PVD và PVS là những công ty hưởng lợi từ siêu dự án từ 2023.
- ❖ **Mỏ Sư Tử Trắng:** dòng khí đầu tiên của mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2A đã vào bờ ngày 18/6/2021 bao gồm 3 giếng với tổng trữ lượng khí là 5.5 tỷ m<sup>3</sup> và 63 triệu thùng condensate sẽ được khai thác từ 2021-2025. Dự kiến Sư Tử Trắng giai đoạn 2B sẽ đi vào hoạt động vào năm 2024 với sản lượng khí hàng năm đạt 2 tỷ m<sup>3</sup> trong vòng 10 năm. Nguồn khí từ mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2, Sao Vàng - Đại Nguyệt, Thiên Ưng, Đại Hùng được thiết kế để dẫn qua đường ống Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 với tổng công suất đường ống đạt 7 tỷ m<sup>3</sup>/năm.
- ❖ **Dự án LNG Thị Vải:** dự án LNG đầu tiên tại Việt Nam đã hoàn thành trên 90% tiến độ xây dựng kho chứa LNG trong giai đoạn 1. GAS đóng vai trò là nhà đầu tư kho chứa và đường ống, có thể bắt đầu nhập khẩu LNG từ tháng 11/2022 để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn và là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến từ 2023.
- ❖ **Phát triển nguồn cung LNG:** theo quy hoạch ngành công nghiệp khí đến năm 2035, nhu cầu tiêu thụ khí ở Việt Nam sẽ đạt 23-31 tỷ m<sup>3</sup>, trong đó nguồn cung khí thiên nhiên khoảng 17-21 tỷ m<sup>3</sup>, phần còn lại sẽ được đáp ứng bằng LNG nhập khẩu. Chính phủ đặt mục tiêu nâng tỷ trọng nguồn điện khí để đạt được mục tiêu giảm khí thải. Trong dự thảo quy hoạch điện 8, công suất điện khí sẽ được nâng lên gần 55 GW trong năm 2035 trong đó điện khí từ LNG là 40 GW, tăng rất mạnh so với tổng công suất điện khí ở mức hiện tại là 9 GW vào cuối năm 2021.

Dự án	Trữ lượng (Tỷ m <sup>3</sup> )	Sản lượng (Tỷ m <sup>3</sup> /năm)	Chủ sở hữu mỏ/ Chủ đầu tư	Vốn đầu tư (Tỷ USD)	Thời gian triển khai	Tiến độ
Lô B - Ô Môn	107	5.06	PVN (42.9%), PVEP (26.8%), Moeco (22.6%), Công ty Dầu khí Thái Lan - PTTEP (7.7%)	10.0	2022-2025	Dự kiến FID cuối năm 2022
Cá Voi Xanh	150	9-10	ExxonMobil và PVN	Dự kiến 10.0	2023-2025	Pre-FEED, kỳ vọng đạt tiến độ FID vào cuối 2023 đầu 2024
LNG Thị Vải		Công suất kho cảng 1.0 triệu tấn/năm	PVGas	0.28	2019-2022	Hoàn thành hơn 90%, dự kiến đi vào hoạt động vào Q3/2022
LNG Sơn Mỹ		Công suất kho cảng 3.6 triệu tấn/năm	Liên doanh PVGas và Tập đoàn AES	1.31	2022-2025	Thỏa thuận liên doanh thành lập Cty TNHH Kho cảng LNG Sơn Mỹ

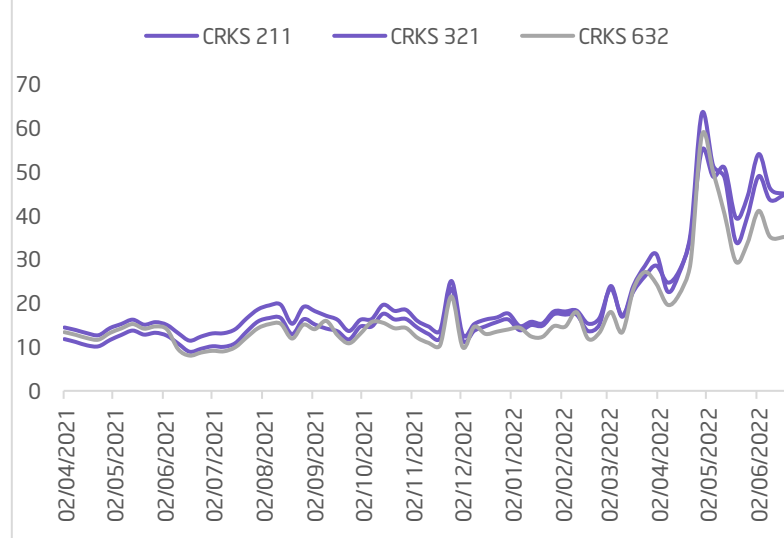
# SẢN XUẤT XĂNG DẦU TRONG NƯỚC SỤT GIẢM TRONG NGẮN HẠN

- ❖ **NMLD Bình Sơn tăng công suất bù sản lượng do gián đoạn sản xuất của NMLD Nghi Sơn.** Việt Nam mới có 2 nhà máy lọc dầu (NMLD) là NMLD Bình Sơn cung ứng 35%, khoảng 7 triệu tấn xăng dầu/năm đưa vào sản xuất từ năm 2009, và NMLD Nghi Sơn đưa vào sản xuất từ năm 2018 đáp ứng 35-40% nhu cầu. Tổng cả 2 nhà máy này sản xuất được khoảng 13 triệu tấn xăng dầu/năm, trong khi nhu cầu cỡ 20-21 triệu tấn/năm. Đồng thời, nguồn dầu thô cho các nhà máy vẫn phải nhập khẩu, trong khi dầu thô trong nước chưa đáp ứng được yêu cầu. Từ Q1/2022, do vấn đề tài chính NMLD Nghi Sơn đã giảm công suất liên tục và hiện đang chạy ở mức 55-60% công suất. Để bù cho sự thiếu hụt này, Bộ Công Thương đã chỉ đạo NMLD Bình Sơn gia tăng công suất lên 105%. NMLD Nghi Sơn cũng đã cam kết sản xuất trở lại, nhập khẩu cho Q2/2022. Chúng tôi đánh giá NMLD Bình Sơn hưởng lợi kép từ gia tăng công suất bù cho NMLD Nghi Sơn và giá crack spread<sup>(\*)</sup> ở mức cao.
- ❖ **Trong trung dài hạn, NMLD Long Sơn vận hành giúp ổn định hơn nguồn cung sản phẩm hóa dầu trong nước.** Với tổng vốn đầu tư khoảng 5.4 tỷ USD, dự án bắt đầu triển khai xây dựng từ tháng 9/2018 và dự kiến đến Q3/2022 sẽ bắt đầu vận hành sản xuất một số hạng mục. Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn là dự án 100% vốn đầu tư của Tập đoàn SCG sau khi đơn vị này ký thỏa thuận mua lại 29% cổ phần của PVN. Tổ hợp hóa dầu Long Sơn dự kiến khi đi vào hoạt động sẽ bổ sung nguồn cung sản phẩm hóa dầu nội địa với công suất 998 nghìn tấn ethylene, 420 nghìn tấn Propylene, 113 nghìn tấn Butadiene, 483 nghìn tấn PP, 525 nghìn tấn HDPE, 525 nghìn tấn LDPE trong 1 năm.

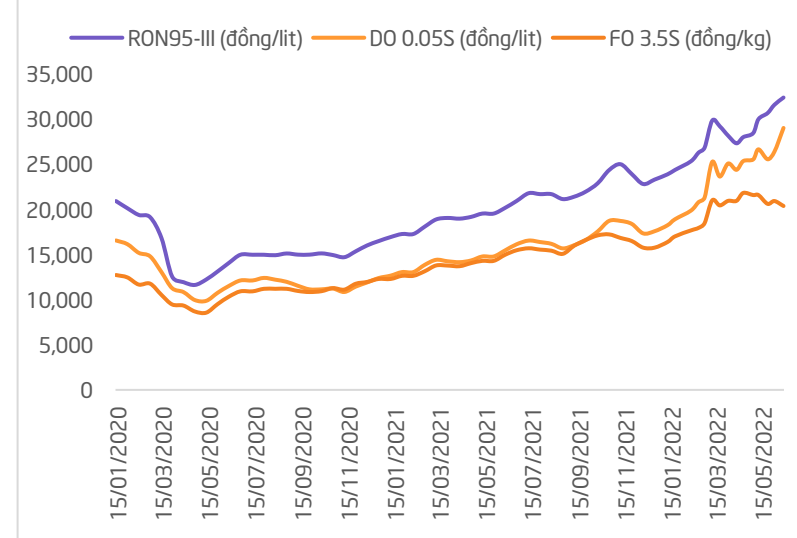
Sản lượng sản xuất xăng dầu và LPG trong nước



Chỉ số giá Crack Spread



Giá xăng dầu trong nước



(\*) Crack Spread (CRKS): đo lường mối quan hệ giữa giá tương lai của sản phẩm dầu mỏ và giá tương lai của dầu thô tính bằng USD/thùng. Nếu Spread tăng thì lợi nhuận lọc hoá dầu sẽ tăng lên và ngược lại

Nguồn: GSO, Bloomberg, Petrolimex, TPS Research

# GIÁ DẦU VẪN DUY TRÌ Ở MỨC CAO SO VỚI NỀN CỦA NĂM 2021

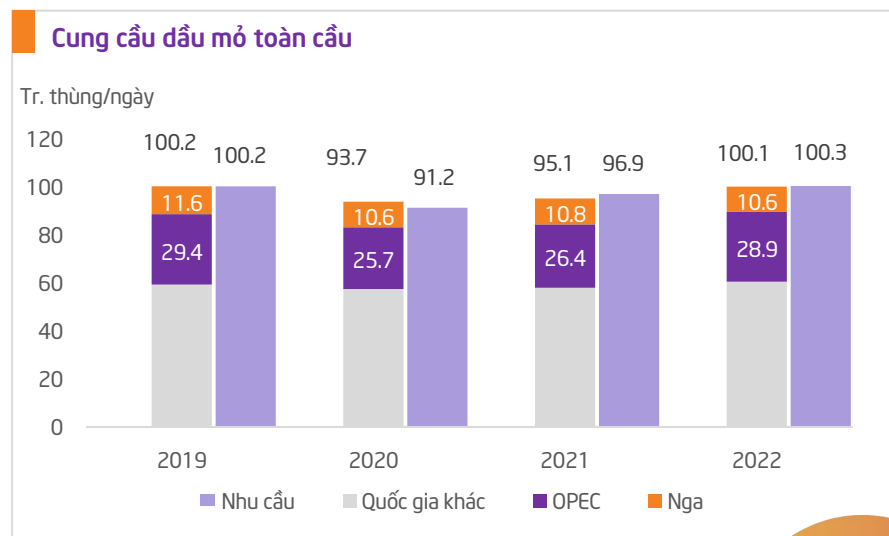
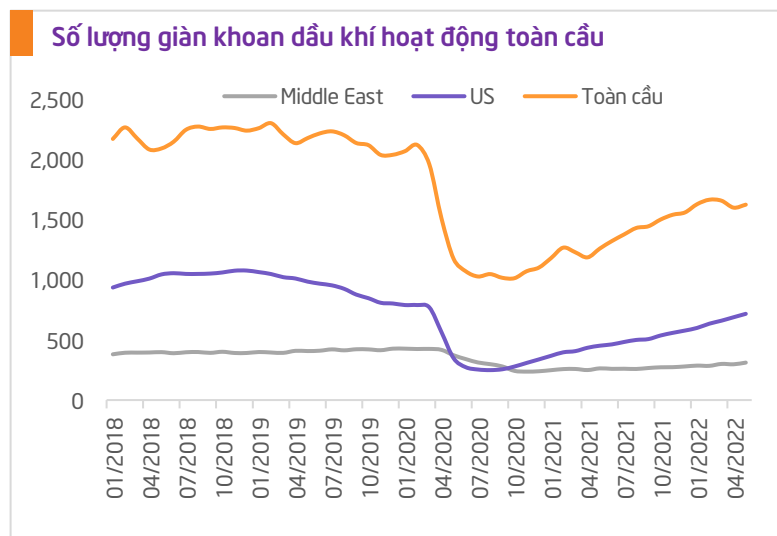
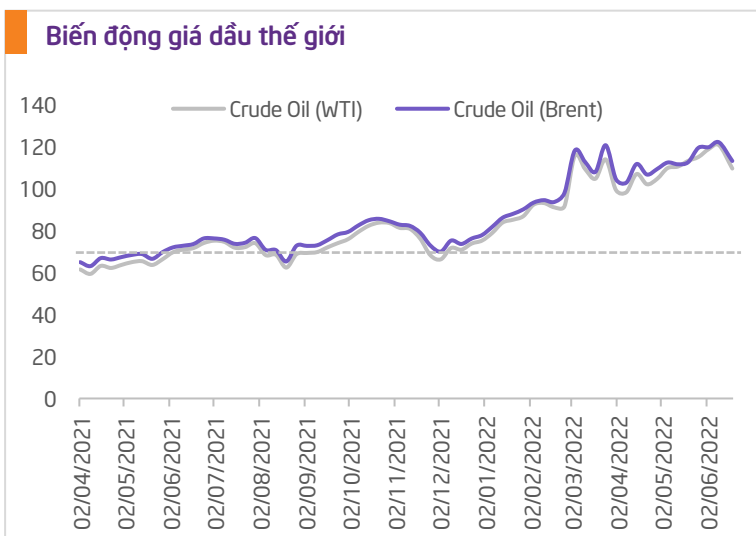
## ❖ Giá dầu Brent tăng ở mức cao trung bình tháng 6 tăng 57% so với đầu năm và duy trì mức 110 USD/thùng, có thời điểm vượt mốc 130 USD/thùng

- Yếu tố chính hỗ trợ sự gia tăng giá dầu do lo ngại về nguồn cung. Sự mất cân bằng cung cầu của thị trường do căng thẳng leo thang giữa Nga-Ukraine theo sau bởi lệnh cấm vận của EU đối với dầu Nga, trong khi Mỹ và OPEC đều gặp khó khăn trong việc tăng sản lượng. Sản lượng của Nga giảm 1 mpd kể từ khi xâm lược Ukraine. Cuộc họp đầu tháng 6/2022, OPEC+ đồng ý tăng sản lượng 648 kbpd trong tháng 7 và 8. Tuy nhiên, nguồn cung của Libya khó có thể gia tăng trong ngắn hạn do những xung đột chính trị trong nước và Mỹ công bố các lệnh trừng phạt mới với Iran, khả năng nguồn cung sẽ ít hơn sản lượng cam kết.
- Dữ liệu của hãng dịch vụ dầu khí Baker Hughes cho biết, số lượng dàn khoan dầu khí toàn cầu vẫn thấp hơn mức trước Covid-19, đây là chỉ báo cho thấy hạn chế trong ngắn hạn về năng lực sản xuất toàn cầu.

## ❖ Giá dầu bắt đầu giảm trong tuần giữa tháng 6/2022 từ trung bình 120 USD/thùng về vùng 100-105 USD/thùng do lo ngại nhu cầu bị ảnh hưởng bởi lạm phát

- Lạm phát tăng mạnh ở Mỹ và EU dẫn đến lo ngại nhu cầu yếu. Bên cạnh đó, Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ (SNB) và Ngân hàng Trung ương Anh (BOE) đều tiếp bước Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát, việc FED tăng lãi suất khiến đồng USD mạnh lên và những nhà sản xuất nắm giữ các loại tiền tệ khác sẽ khó khăn trong việc mua dầu.
- Nhu cầu cũng bị ảnh hưởng do lo ngại sự hồi phục của nền kinh tế Trung Quốc khi duy trì chính sách Zero Covid.

## ❖ Nhìn chung vấn đề nút thắt nguồn cung vẫn là điểm trọng yếu chưa thể tháo gỡ trong ngắn hạn, do đó giá dầu vẫn sẽ duy trì nền cao so với năm 2021. Việc giá dầu duy trì trên 60-70 USD/thùng là điều kiện thuận lợi để Việt Nam khai thác các mỏ dầu khí hiện tại cũng như triển khai các dự án dầu khí mới.

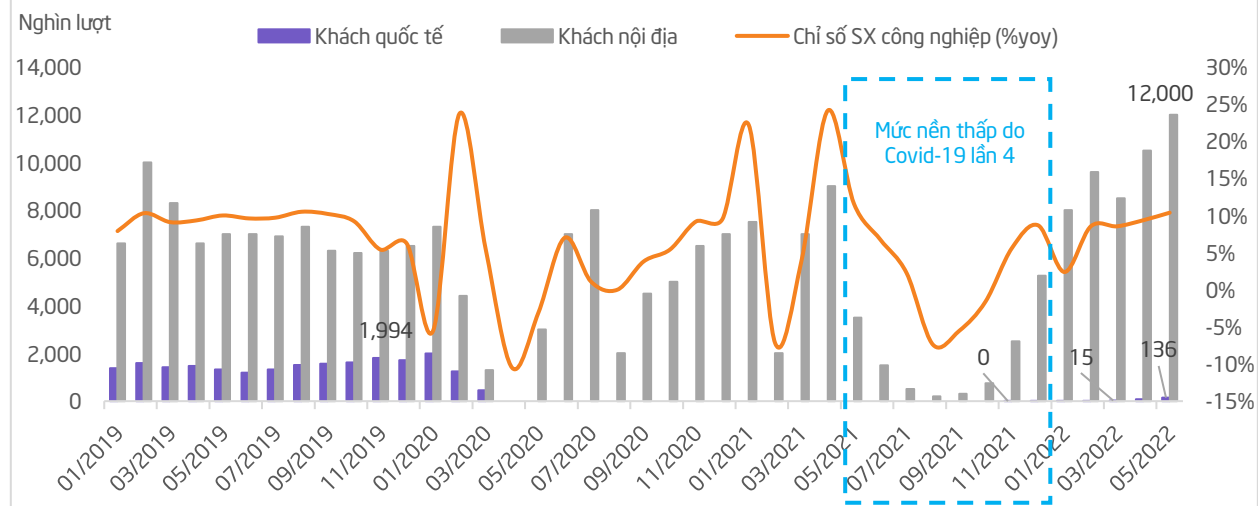


# KÌ VỌNG KQKD TĂNG TRƯỞNG TRONG 2H.2022

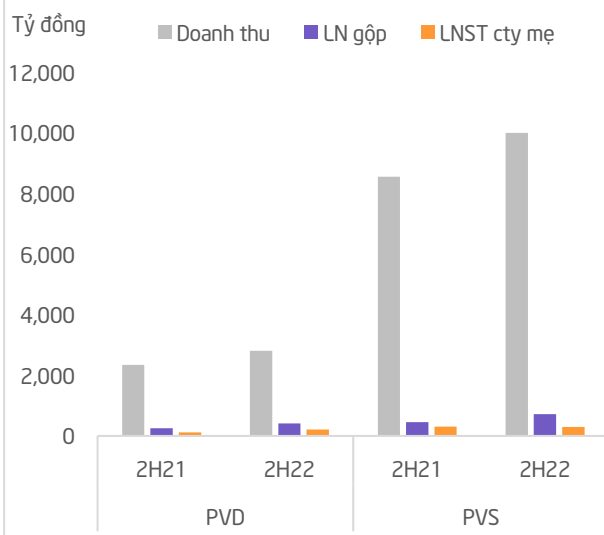
❖ Trong 6 tháng cuối năm, các doanh nghiệp trong ngành vẫn sẽ đạt mức tăng trưởng cao so cùng kỳ nhờ

- (1) Nhu cầu vận chuyển tăng mạnh hơn do 2 quý cuối năm 2021 hạn chế di chuyển vì làn sóng Covid-19 lần thứ 4. Trong 5 tháng đầu năm 2022, hoạt động vận chuyển nội địa gia tăng vượt mức trước dịch Covid-19 và đường bay quốc tế mở cửa số lượng khách nước ngoài đến Việt Nam tăng 70%yoy. Dự báo năm 2022 nhu cầu khoảng 20.7 triệu tấn tăng 9.5%yoy.
- (2) Hoạt động sản xuất phục hồi với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 5 tăng 10.4%yoy, các doanh nghiệp đã thích ứng với bối cảnh mới, khắc phục khó khăn và mở rộng sản xuất kinh doanh.
- (3) Giá dầu vẫn duy trì mức cao so với mức nền của năm 2021 do nút thắt nguồn cung chưa được tháo gỡ vì xung đột Nga-Ukraine vẫn căng thẳng và nhu cầu phục hồi sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát.

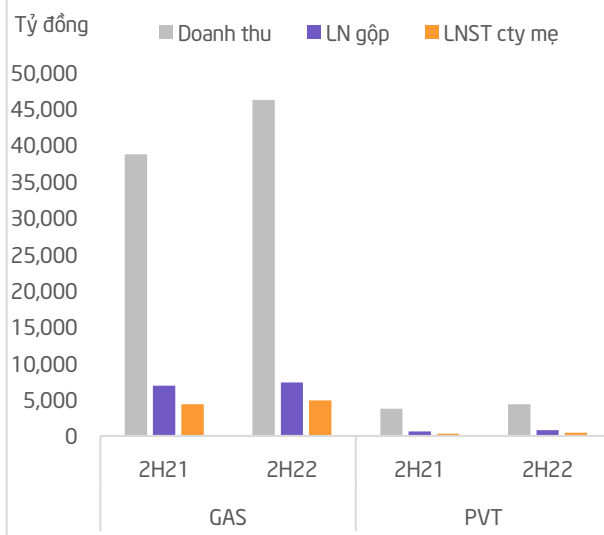
Số lượng khách du lịch và chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam



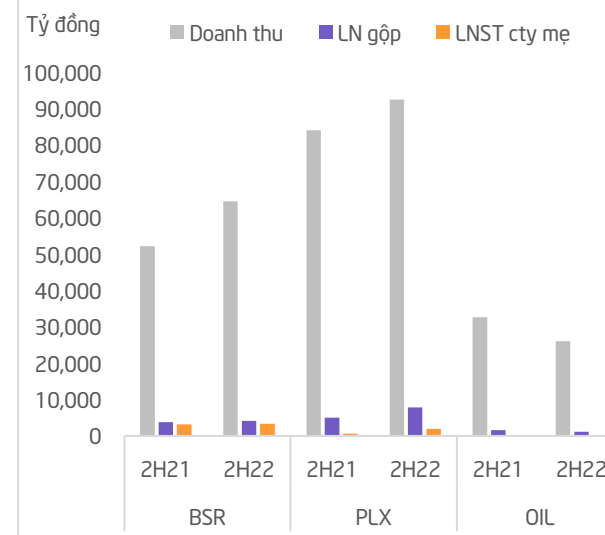
KQKD của nhóm thượng nguồn



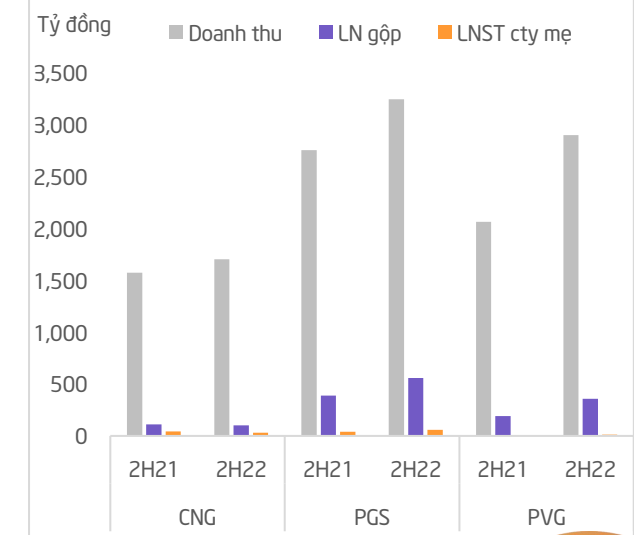
KQKD của nhóm trung nguồn



KQKD của nhóm xăng dầu hạ nguồn



KQKD của nhóm khí hạ nguồn

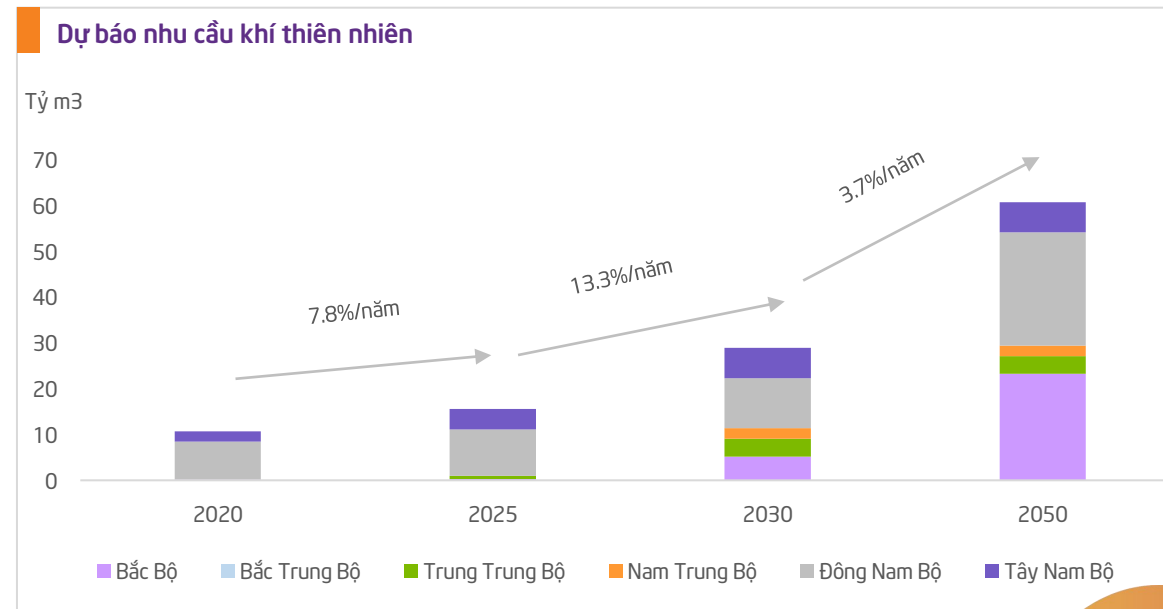
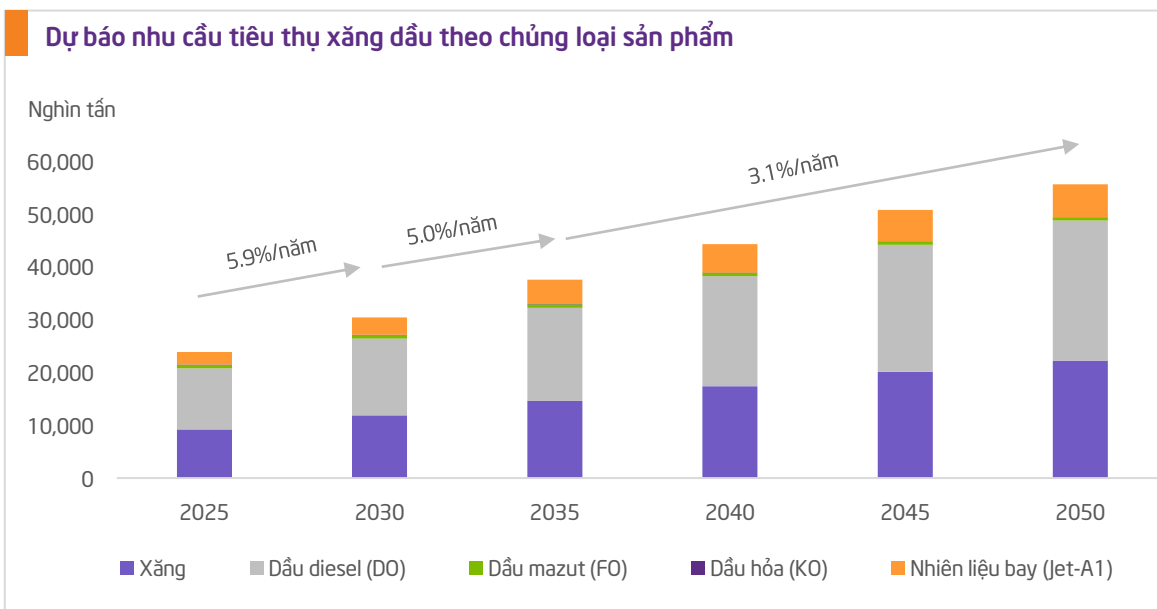


## ❖ Nhu cầu dài hạn dự báo vẫn tăng trưởng, đặc biệt là khí thiên nhiên

- Nhu cầu xăng dầu dự báo duy trì tăng trưởng trong dài hạn trung bình 5%/năm trong giai đoạn đến 2030. Với xu thế của chuyển dịch năng lượng, thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng sẽ hướng tới các nguồn năng lượng xanh sạch, ít phát thải ra môi trường nên sẽ hạn chế năng lượng hóa thạch như than đá, xăng dầu. Tuy nhiên, năng lượng hóa thạch vẫn đóng vai trò quan trọng cho sản xuất điện, nhiên liệu đốt và vận chuyển.
- Nhu cầu khí thiên nhiên sẽ tăng mạnh trong giai đoạn chuyển đổi từ nhiên liệu hóa thạch sang năng lượng tái tạo, đặc biệt là nhu cầu khí cho sản xuất điện và sản xuất công nghiệp, dự báo tăng trưởng 7.8%/năm giai đoạn 2020-2025 và 13.3%/năm giai đoạn 2025-2030.

## ❖ Triển vọng các dự án thượng nguồn tháo gỡ nút thắt nguồn cung trong nước

- Nhiều dự án thượng nguồn tiềm năng trong trung dài hạn như Lô B, Cá Voi Xanh, Kèn Bầu. Dự án Lô B - Ô Môn sẽ được khởi công trong giai đoạn cuối năm 2022, đây được xem là động lực tăng trưởng lớn cho các công ty trong chuỗi giá trị dầu khí tại Việt Nam.
- Theo kế hoạch năm 2022, PVN đặt mục tiêu khoan 10 giếng thăm dò thăm lượng, gia tăng trữ lượng 10-18 triệu tấn quy dầu, sản lượng khai thác dầu khí phần đầu đạt 8.7 triệu tấn dầu thô và 9.1 tỷ m<sup>3</sup> khí về bờ, đưa 5 công trình mở mới vào khai thác gồm Mỏ Đại Nguyệt, RC10 và RC-RB1 (mỏ Rồng), CTC-2 (mỏ Cá Tầm), H4 (Lô PM3 CAA). Giai đoạn 2021-2025, PVN đặt mục tiêu gia tăng trữ lượng 18-25 triệu tấn dầu quy đổi/năm, đưa 19 mỏ/công trình dầu khí mới ở trong và ngoài nước vào khai thác.

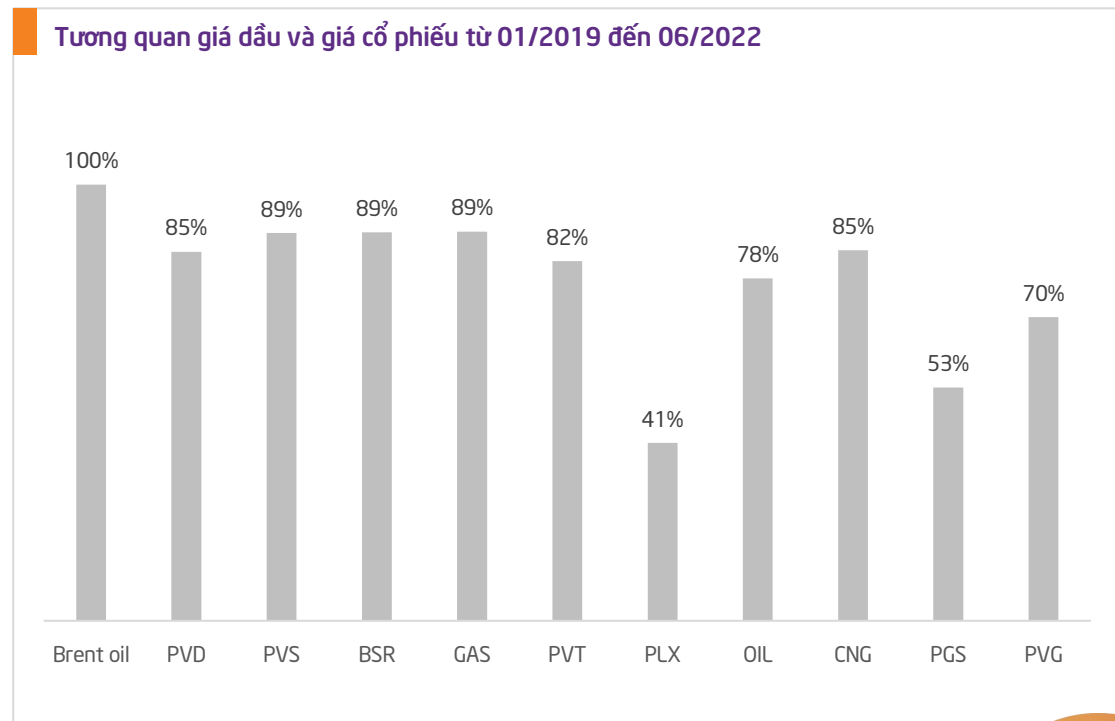
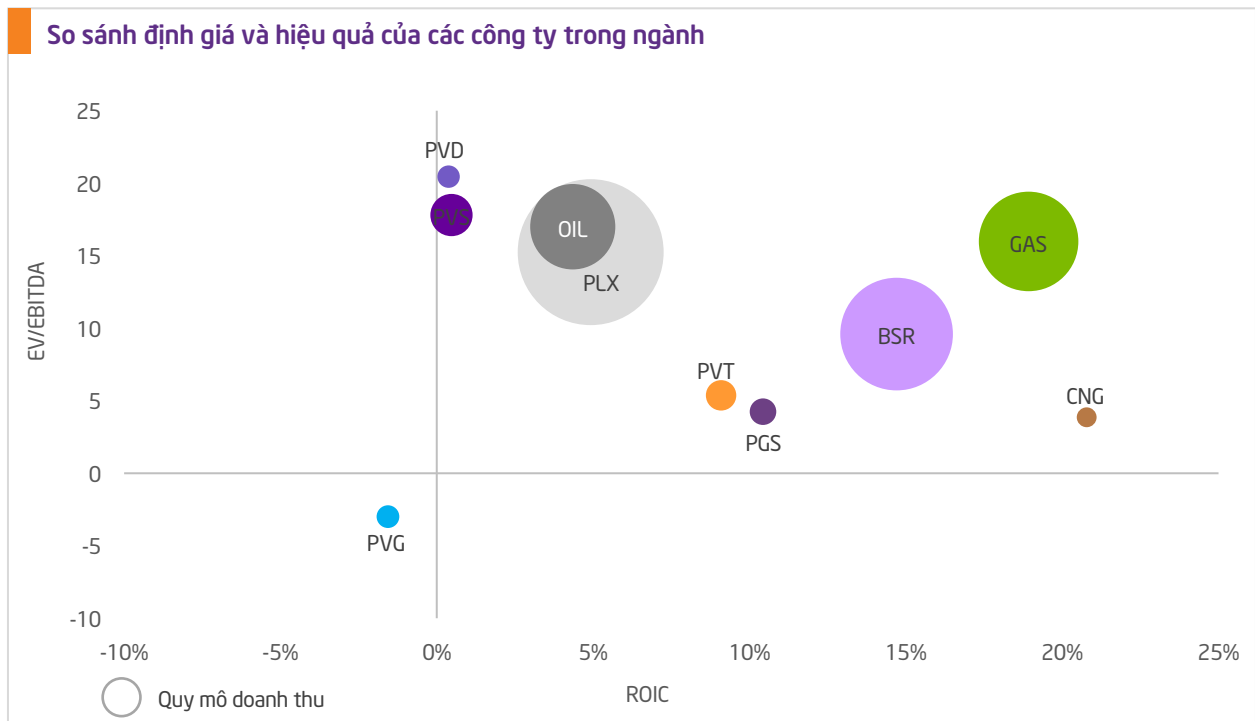


# TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG VẤN TÍCH CỰC Ở CÁC PHẦN KHÚC

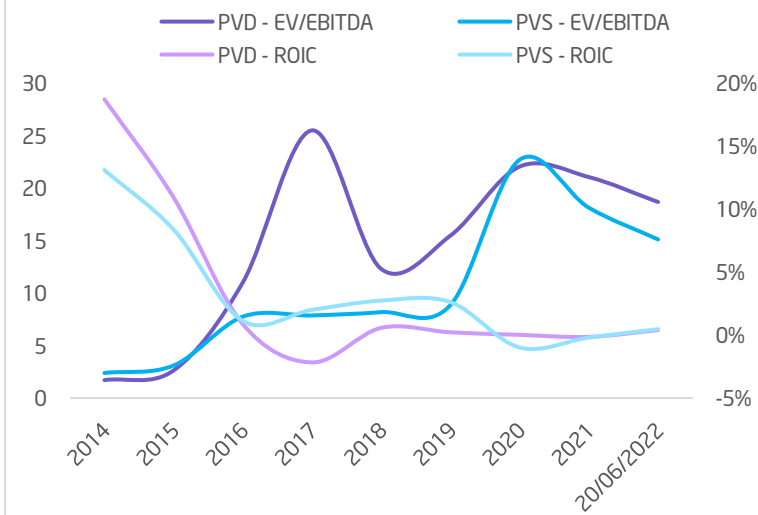
Nội dung	Thượng nguồn	Trung nguồn	Hạ nguồn
<b>Công ty tiêu biểu</b>	PVD, PVS	GAS, PVT	BSR, PLX, OIL, CNG, PGS, PVG
<b>Triển vọng</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Với mức giá dầu như hiện nay, hoạt động ở thượng nguồn sẽ sôi động trở lại, các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ khoan, xây lắp giàn khoan và kho nổi như PVD và PVS kỳ vọng sẽ có được các hợp đồng mới với giá trị cao hơn.</li> <li>Dự án Lô B dự kiến bắt đầu triển khai vào cuối 2022 sẽ tạo nhiều công việc cho công ty thượng nguồn.</li> <li>Một số mỏ dự kiến đi vào triển khai như Kinh Ngư Trắng, Lạc Đà Vàng, Đại Hồng Nam thì các công ty thượng nguồn có đủ điều kiện để phát triển.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nhu cầu điện khí gia tăng do nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi trong khi nhiệt điện than sụt giảm do nguồn than bị thiếu hụt. Bên cạnh đó, GAS đang đầu tư vào các dự án LNG Thị Vải và LNG Sơn Mỹ nhiều tiềm năng trong thời gian tới.</li> <li>Nhu cầu xăng dầu hồi phục hoạt động vận tải của PVT sẽ tích cực. Dài hạn khi NMLD Nghi Sơn phục hồi và NMLD Long Sơn đi vào hoạt động thì nhu cầu vận chuyển dầu thô sẽ gia tăng.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NMLD Bình Sơn hưởng lợi kép từ gia tăng công suất bù cho NMLD Nghi Sơn và giá crack spread ở mức cao.</li> <li>Hoạt động vận chuyển và sản xuất hồi phục thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện, xăng dầu và gas cũng được dự báo sẽ gia tăng trở lại khi kinh tế hồi phục.</li> </ul>
<b>Tác động của giá dầu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá dầu không ảnh hưởng ngay đến doanh thu và lợi nhuận trong ngắn hạn do các dự án mang tính chất theo hợp đồng dài hạn.</li> <li>Giá dầu duy trì mức cao sẽ giúp đẩy mạnh các hoạt động đầu tư thăm dò khai thác, đặc biệt là việc triển khai các dự án lớn, giúp đem lại khối lượng công việc tiềm năng cho PVD, PVS trong dài hạn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Biến động giá dầu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tăng/giảm doanh thu và biên lợi nhuận của GAS do giá khí bán cho nhà máy điện neo theo giá dầu.</li> <li>Giá dầu tác động đến chi phí nhiên liệu đầu vào và nhu cầu dự trữ dầu thô và xăng dầu của khách hàng của PVT.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá dầu tác động đến biên lợi nhuận lọc hóa dầu và lãi/lỗ hàng tồn kho.</li> <li>Phân phối xăng dầu (PLX và OIL), giá dầu tác động giá bán đầu ra và lãi/lỗ hàng tồn kho, nhưng có độ trễ so với giá dầu thế giới do giá bán bị điều tiết của Chính phủ.</li> <li>Phân phối LPG (PGS và PVG), giá dầu tác động đến doanh thu và lợi nhuận qua giá CP Saudi (giá bán LPG theo tiêu chuẩn thế giới).</li> <li>Giá dầu tác động đến doanh thu và giá vốn của CNG do giá đầu ra và đầu vào neo theo giá dầu.</li> </ul>

# GIÁ CỔ PHIẾU TƯƠNG QUAN MẠNH VỚI GIÁ DẦU

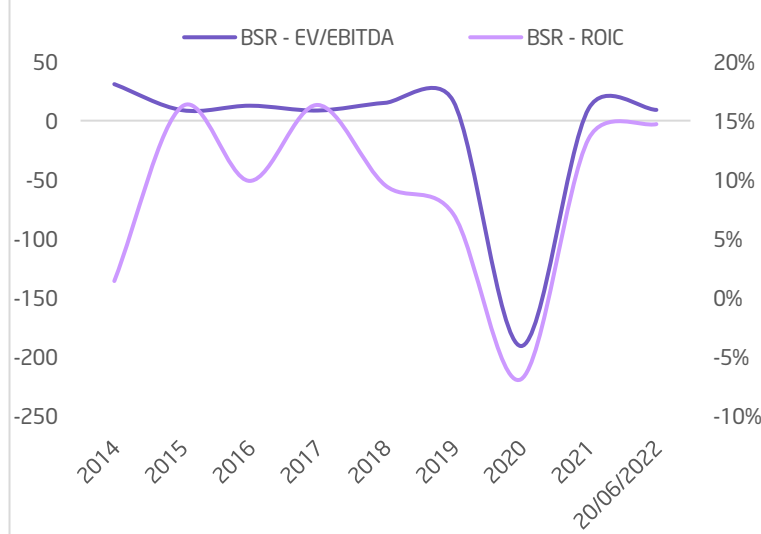
- ❖ **Rủi ro ngành:** Giá dầu khá biến động trong bối cảnh căng thẳng chính trị và triển vọng kinh tế toàn cầu nhiều bất ổn do đối mặt với áp lực lạm phát, nhu cầu gia tăng chưa đạt mức kỳ vọng khi giá hàng hóa ở mức cao.
- ❖ **Tương quan của giá cổ phiếu ngành dầu khí và giá dầu:** Mặc dù có sự khác biệt về các yếu tố cơ bản, giá cổ phiếu của các công ty trong ngành dầu khí đều có tương quan rất chặt chẽ với giá dầu. Chúng tôi cho rằng giá dầu tăng đem lại cơ hội đầu tư cả ngắn và dài hạn. Các cổ phiếu có mức độ tương quan lớn nhất với giá dầu như GAS, BSR, PVD, PVS, PVT và CNG.
- ❖ **Cập nhật định giá các doanh nghiệp trong ngành:** Nhìn chung, giá cổ phiếu của một số doanh nghiệp trong ngành đã tăng mạnh do chất xúc tác từ giá dầu. Tuy nhiên, ngành dầu khí là ngành chúng tôi đánh giá vẫn đáng xem xét trong giai đoạn này, đặc biệt với các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi tốt và được hỗ trợ bởi hoạt động triển khai các dự án thượng nguồn trong khi giá cổ phiếu đang điều chỉnh về vùng hấp dẫn. Giá cổ phiếu của công ty trong ngành sẽ được hỗ trợ từ hoạt động kinh doanh vẫn duy trì tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm so với cùng kỳ nhờ (1) Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn từ giá dầu duy trì mức cao do xung đột giữa Nga-Ukraine vẫn căng thẳng và (2) Yếu tố hỗ trợ dài hạn là nhu cầu tăng, đặc biệt là từ ngành hàng không từ việc các quốc gia mở cửa trở lại.



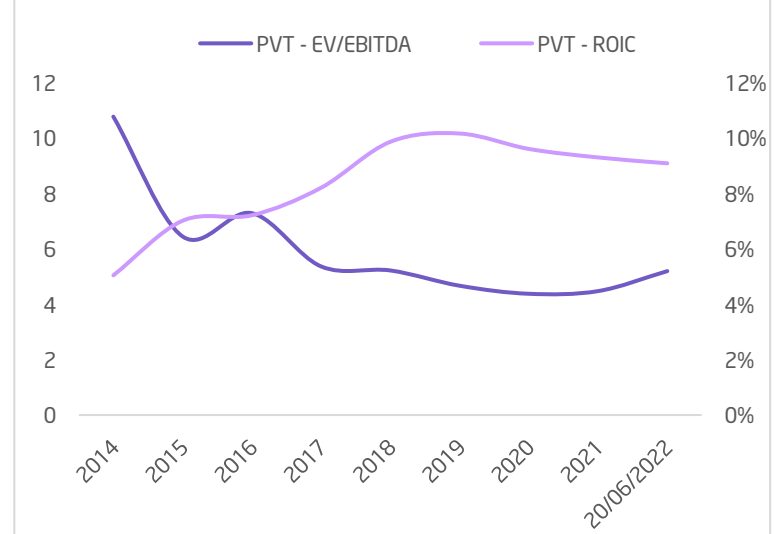
### Định giá và hiệu quả của nhóm thượng nguồn



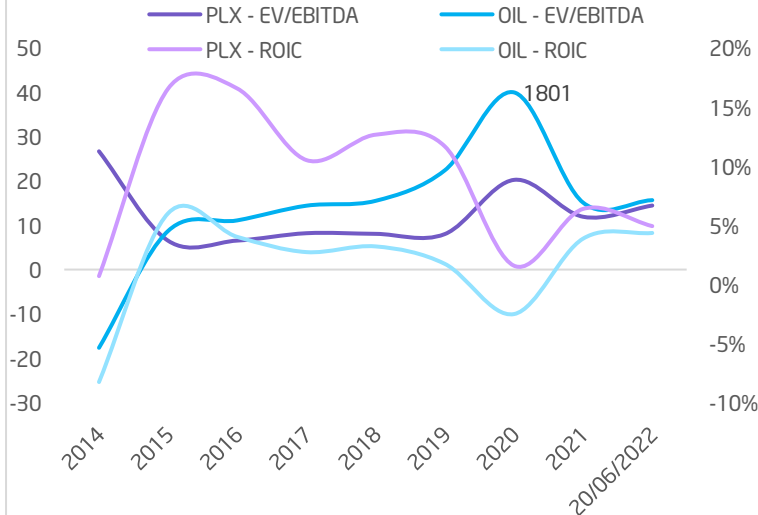
### Định giá và hiệu quả của công ty lọc dầu



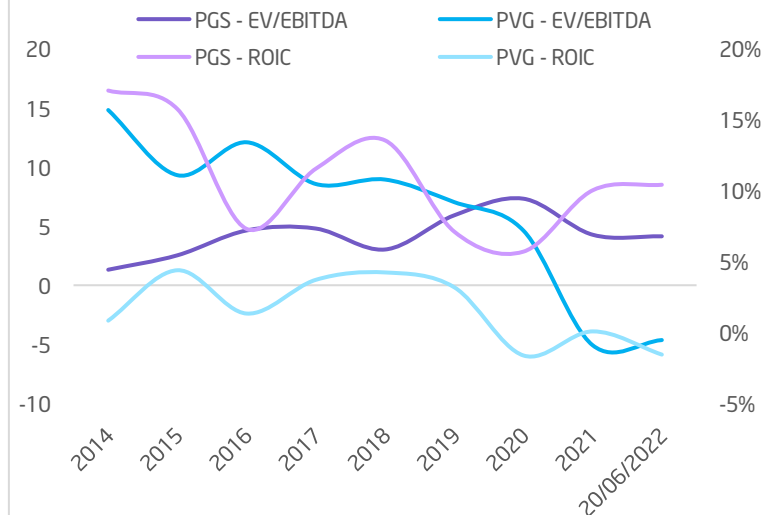
### Định giá và hiệu quả của công ty vận chuyển



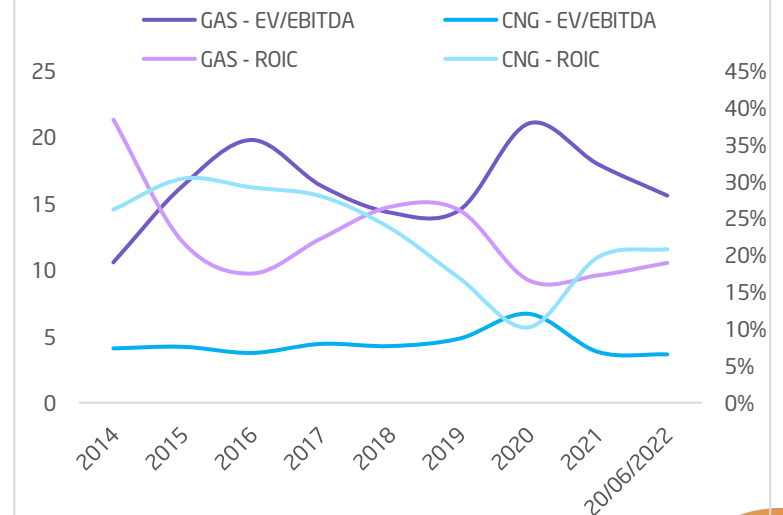
### Định giá và hiệu quả của nhóm xăng dầu hạ nguồn



### Định giá và hiệu quả của nhóm khí LPG hạ nguồn



### Định giá và hiệu quả của nhóm khí thiên nhiên



## NGÀNH DỆT MAY

# TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN & KQKD ĐƯỢC HỖ TRỢ TỪ HOẠT ĐỘNG BĐS

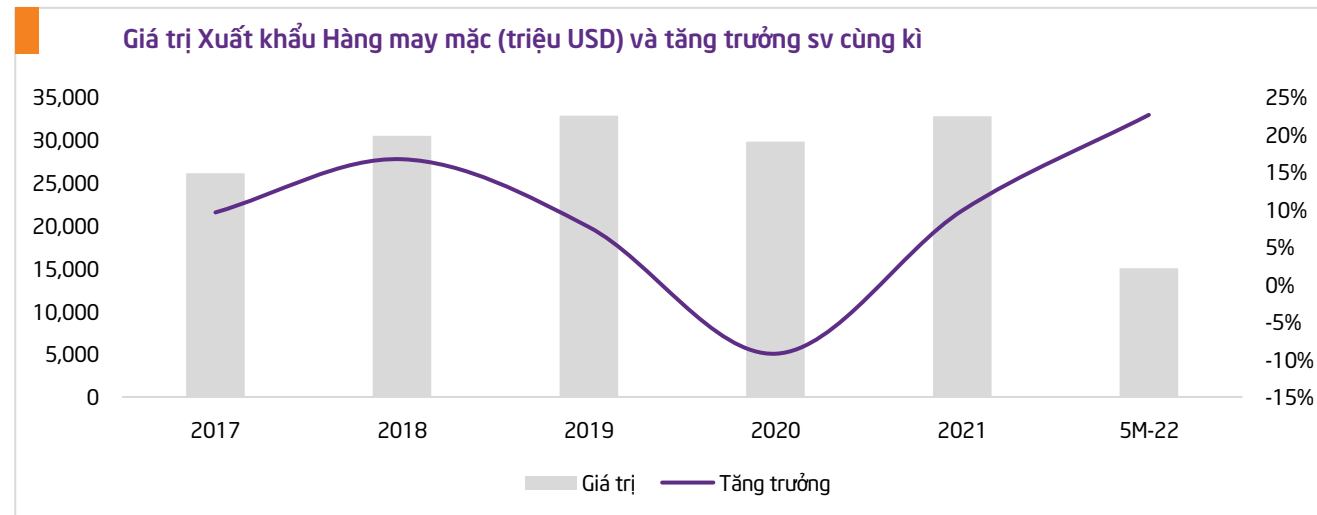


# XUẤT KHẨU HÀNG MAY MẶC TĂNG TRƯỞNG TỐT

Trong 5T – 2022, tổng giá trị xuất khẩu toàn ngành dệt may & da giày đạt 29.8 tỷ USD, tăng 17.7% so với cùng kì. Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng tích cực ở hầu hết nhóm hàng và thị trường (ngoại trừ Trung Quốc do ảnh hưởng từ chính sách Zero - Covid).

Trong đó, xét trên các DN niêm yết (Hàng may mặc, vải và Xơ, sợi dệt), giá trị Xuất khẩu ngành Hàng may mặc tăng trưởng rất tích cực với 22.2%, đạt 15 tỷ USD trong 5T – 2022.

Giá trị Xuất khẩu	Triệu USD	Tỷ trọng	%YoY (5T-2022)	%YoY (T05-2022)
Hàng dệt, may (hàng may mặc & vải)	15,000	50.3%	22.2%	22.7%
Giày dép các loại	9,429	31.6%	12.1%	12.0%
Túi xách, ví, vali, mũ, ô, dù	1,636	5.5%	20.2%	15.2%
Xơ, sợi dệt các loại	2,373	8.0%	10.0%	-7.1%
Vải màn hình, vải kỹ thuật khác	377	1.3%	27.0%	19.1%
Nguyên phụ liệu dệt, may, da, giày	980	3.3%	19.2%	23.4%
<b>Tổng</b>	<b>29,795</b>	<b>100.0%</b>	<b>17.7%</b>	<b>16.0%</b>

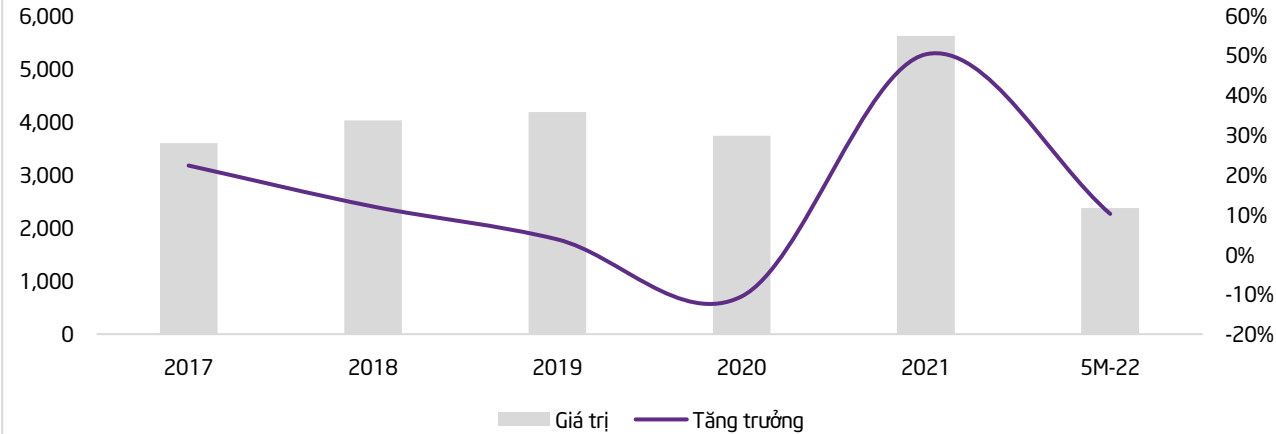


Các thị trường XK chính 5T – 2022	Triệu USD	%YoY (5T-2022)	%YoY (T05-2022)
Mỹ	7,579.5	26.0%	23.6%
EU	1,624.2	36.5%	42.9%
Nhật Bản	1,346.3	2.8%	23.8%
Hàn Quốc	1,162.5	8.3%	6.8%
ASEAN	839.7	32.6%	41.1%
Canada	514.4	56.4%	53.1%
Trung Quốc	441.1	-10.8%	-33.0%
Anh	295.7	44.1%	52.3%
Australia	161.0	20.1%	22.3%
Khác	1,035.4	16.7%	2.3%
<b>Tổng cộng</b>	<b>14,999.8</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.7%</b>

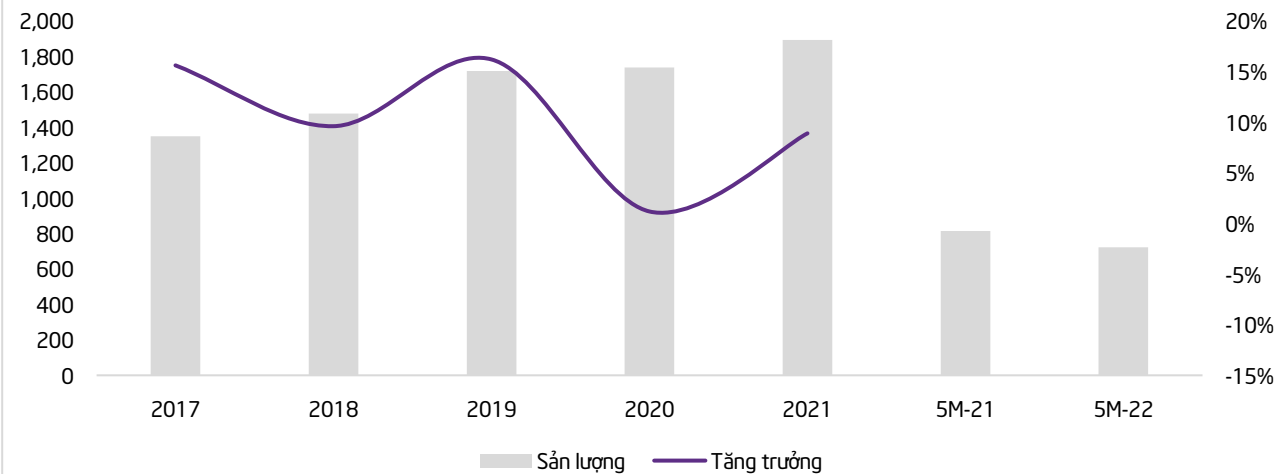
# XUẤT KHẨU XƠ, SỢI DỆT DẦN CHẬM LẠI

Trong khi đó, sản lượng Xuất khẩu nhóm ngành Xơ, sợi dệt giảm 11.3% so với cùng kỳ do chịu ảnh hưởng ngắn hạn từ thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc. Dù vậy, nhờ giá bán bình quân tăng lên giúp tổng giá trị xuất khẩu vẫn tăng trưởng với 10%, đạt 2.4 tỷ USD.

Giá trị Xuất khẩu Xơ, sợi dệt (triệu USD) và tăng trưởng sv cùng kỳ



Sản lượng (nghìn tấn) và tăng trưởng sv cùng kỳ



Thị trường XK chính 5T-2022	Sản lượng	Sản lượng (%YoY)	Giá trị	Giá trị (%YoY)	Giá bán (USD/tấn)	Giá bán (%YoY)
Trung Quốc	342.9	-22.30%	1,169.40	0.30%	3,410	29.20%
Hàn Quốc	63.1	-17.00%	230.1	3.90%	3,644	25.20%
Mỹ	62.2	65.10%	97.9	112.80%	1,574	28.90%
ASEAN	59.5	21.90%	211.5	35.60%	3,552	11.30%
Đài Loan	20.6	-18.20%	75.3	3.40%	3,651	26.40%
Bangladesh	19.7	72.10%	103.5	53.40%	5,263	-10.80%
Nhật Bản	15.6	3.80%	49	35.70%	3,150	30.70%
Ấn Độ	13.1	25.10%	39.6	40.50%	3,029	12.40%
Thổ Nhĩ Kỳ	11.5	-1.80%	41.7	-11.90%	3,634	-10.30%
Khác	114.7	-16.50%	355.1	12.50%	3,095	34.80%
<b>Tổng cộng</b>	<b>722.9</b>	<b>-11.30%</b>	<b>2,373.10</b>	<b>10.00%</b>	<b>3,283</b>	<b>24.10%</b>

# TRIỂN VỌNG NGÀNH KHẢ QUAN, KQKD ĐƯỢC HỖ TRỢ TỪ HOẠT ĐỘNG BĐS

- ❖ **KQKD lõi tích cực nhờ hoạt động Xuất khẩu tăng trưởng:** Trong riêng tháng 5/2022, giá trị xuất khẩu của nhiều DN trong ngành tiếp tục duy trì đà tăng với tốc độ cao hơn cả mức bình quân trong 5 tháng đầu năm. Cùng với đó, (1) Nhiều DN đã kín đơn hàng đến hết Q3/2022 (2) Ngoài các hiệp định thương mại sẵn có, Hiệp định RCEP có hiệu lực từ đầu năm 2022 nới lỏng hơn các điều kiện về quy tắc xuất xứ kì vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ triển vọng hoạt động xuất khẩu trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi kì vọng KQKD lõi của các DN sẽ tiếp đà tăng trưởng trong Q2 cũng như cả năm 2022.
  - ❖ **Ngoài ra, KQKD của một số DN dệt may sẽ được hỗ trợ từ mảng Bất động sản.** Ngoài mảng kinh doanh cốt lõi là dệt may, một số DN trong ngành như TNG, ADS, GIL, TCM còn mở rộng hoạt động sang mảng BĐS dân cư và KCN và sẽ hỗ trợ đến tăng trưởng của DN. Chi tiết dự án được chúng tôi ghi nhận ở bảng bên dưới.
- Riêng với các DN ngành sợi, trong năm 2022, chúng tôi cho rằng KQKD vẫn tăng trưởng tích cực nhưng tốc độ sẽ thấp hơn so với các cổ phiếu ngành dệt may khi hoạt động xuất khẩu sang thị trường chính chưa có sự cải thiện và không ghi nhận nhiều đột biến từ các hoạt động khác.
- ❖ Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao triển vọng ngành dệt may nhờ (1) Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chính tăng trưởng tích cực (2) Hỗ trợ từ các Hiệp định thương mại (3) Lợi thế chi phí nhân công trong hoạt động sản xuất.

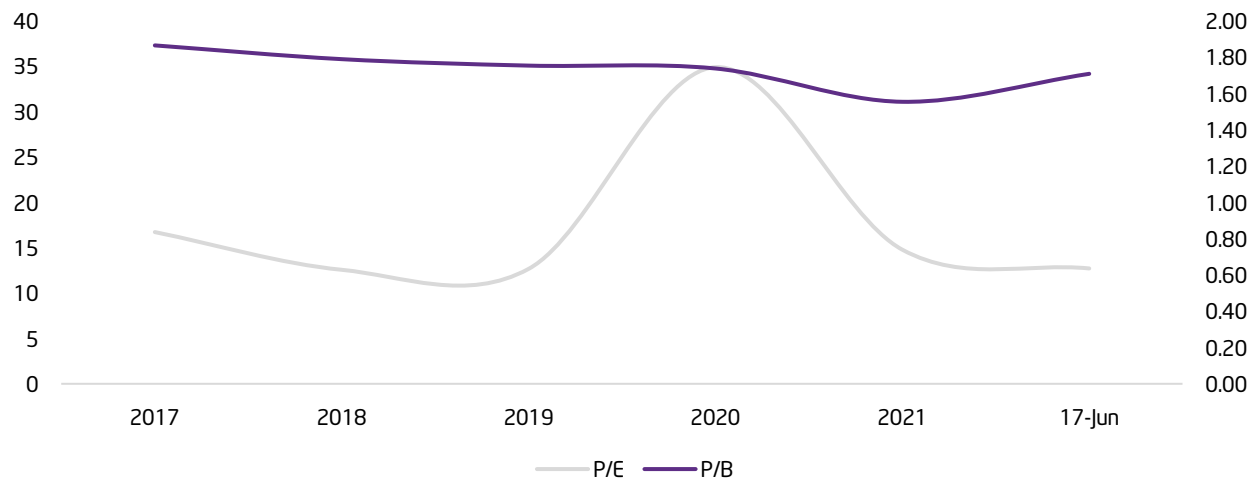
Doanh số Xuất khẩu của một số DN xuất khẩu hàng may mặc & vải lớn (USD)					
STT	DN	T5-2022	%YoY	5T-2022	%YoY
1	VGG	42,342,719	27.90%	196,850,541	5.90%
2	MSH	24,688,682	1.90%	129,358,044	4.10%
3	TNG	32,456,839	39.10%	126,373,913	30.10%
4	GIL	21,978,251	67.30%	98,731,787	222.30%
5	HTG	19,952,334	32.20%	94,130,361	65.50%
6	M10	15,329,487	48.60%	77,138,273	27.30%
7	TCM	9,878,820	0.60%	59,872,739	16.30%
<b>Toàn ngành</b>		<b>874,055,285</b>	<b>36.45%</b>	<b>3,974,802,684</b>	<b>27.97%</b>

Dự án		Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	Thời điểm ghi nhận doanh thu
TNG	KCN Sơn Cẩm 1	1,177	70.6	2021 - 2022
	TNG Village 1	180	0.3	2022 - 2023
	KCN Sơn Cẩm mở rộng	500	30	2022 - 2023
	KĐT Núi Cốc Escape	6,800	206	N/A
	TNG Village 2	865	0.8	
	TNG Landmark	1,300	1.1	Đang chuẩn bị pháp lý
	KĐT Đại Thắng	360	11.5	
ADS	KĐT Phú Xuân	731	10.5	2021 - 2022
	KĐT Quang Trung	144	0.7	2021 - 2022
	KCN An Ninh	445	75	2022 - 2024
	KCN Vũ Ninh	410	70	2023 - 2025
GIL	KCN Gilimex Huế	2,614	460	2023 - 2025
	KCN Gilimex Quảng Ngãi	N/A	720	2023 - 2025
	Gilimex Vĩnh Long	N/A	N/A	N/A
TCM	TC1	1,400	1	N/A
	TC2	N/A	6.6	N/A
	TC3	N/A	1.3	N/A

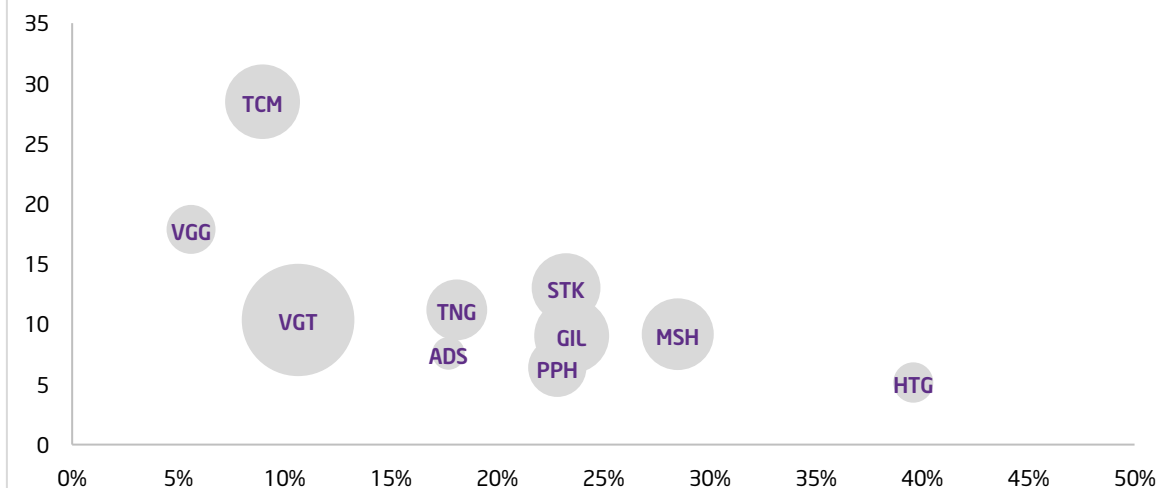
# ĐỊNH GIÁ HỢP LÝ

- ❖ **Rủi ro ngành:** Chi phí nguyên phụ liệu, logistic tăng cao. Bên cạnh đó, việc BTC Mỹ đã đưa Việt Nam trở lại danh sách các đối tác thương mại cần giám sát cũng cần được theo dõi thêm trong thời gian tới khi đây là một trong những thị trường xuất khẩu chính.
- ❖ **Định giá:** Giá cổ phiếu các DN dệt may đã giảm 16.32% từ đầu năm, đưa định giá P/E về mức 12.71 lần, ở mức tương đương so với trung vị 5 năm gần nhất. Với kì vọng KQKD tăng trưởng hơn 15% trong năm 2022, chúng tôi cho rằng, dệt may là một trong những ngành có thể cân nhắc đầu tư trong giai đoạn tới.

Mặt bằng định giá đang ở mức hợp lý



So sánh định giá cùng hiệu quả hoạt động của các DN trong ngành Q1-2022



Nhóm ngành	DN	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B	Doanh thu thuần		LNST cổ đông công ty mẹ		Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận thuần	ROE	Nợ vay/Tổng tài sản
					Q1-22	%YoY	Q1-22	%YoY	Q1-22	Q1-22	Q1-22	Q1-22
Hàng may mặc	GIL	4,392	9.04	1.95	1,417	63.95%	107	51.09%	17.67%	7.78%	23.51%	0.19
	TCM	4,368	28.46	2.47	1,122	18.64%	73	17.96%	14.24%	4.18%	8.96%	0.32
	MSH	4,041	9.16	2.67	1,291	36.70%	91	-2.44%	17.77%	8.48%	28.50%	0.28
	TNG	2,903	11.19	2.00	1,260	38.32%	38	73.71%	14.17%	4.29%	18.10%	0.51
	VGG	1,880	17.86	1.05	1,519	4.52%	26	544.10%	9.11%	1.77%	5.61%	0.02
	HTG	1,260	5.16	1.84	1,345	86.21%	73	249.48%	11.73%	5.73%	39.59%	0.39
Xơ, sợi dệt	VGT	9,910	10.35	1.44	4,900	45.08%	200	101.41%	13.85%	8.18%	10.64%	0.36
	STK	3,709	13.03	2.78	640	12.89%	76	8.82%	17.70%	13.46%	23.24%	0.17
	PPH	2,686	6.38	1.40	445	14.26%	161	16.22%	18.43%	24.80%	22.83%	0.34
	ADS	836	7.57	1.47	445	41.48%	26	60.24%	11.71%	6.65%	17.71%	0.33
<b>Trung vị ngành</b>		<b>3,472</b>	<b>10.18</b>	<b>1.98</b>	<b>1,318</b>	<b>37.51%</b>	<b>73</b>	<b>62.40%</b>	<b>14.21%</b>	<b>5.01%</b>	<b>20.81%</b>	<b>0.30</b>

## NGÀNH GỖ

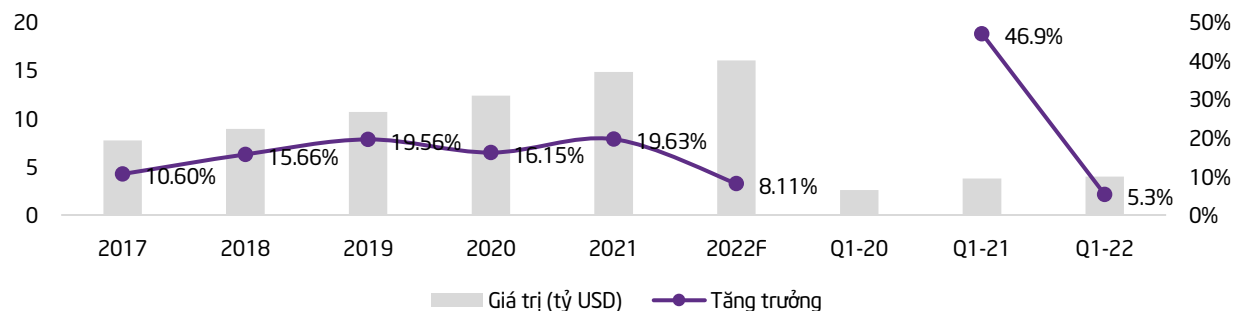
# HƯỞNG LỢI NHỜ NHU CẦU TẠI MỸ VẪN TÍCH CỰC



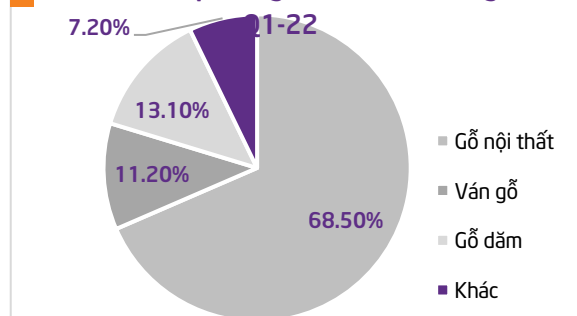
# HOẠT ĐỘNG XUẤT KHẨU DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

❖ **Hoạt động xuất khẩu duy trì được đà tăng trưởng:** Trong Q1 – 2022, giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ đạt 3.97 tỷ USD, tăng 5.3%, thấp hơn so với Q1-2021 do cùng kì tăng trưởng đột biến nhờ nhu cầu dồn nén từ năm 2020 giúp lượng đơn hàng tăng mạnh. Trong đó, gỗ nội thất chiếm tỷ trọng lớn nhất với 68.5% trong cơ cấu mặt hàng và Mỹ vẫn là thị trường nhập khẩu chính với 58.2%. Ước tính trong 5 tháng đầu năm 2022, giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ vẫn duy trì được đà tăng trưởng với 6.9% so với cùng kì, đạt 7.15 tỷ USD.

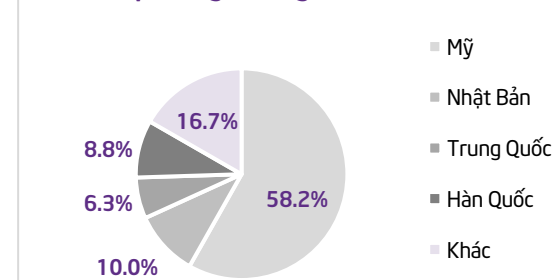
Giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (tỷ USD) cùng tăng trưởng



Cơ cấu sản phẩm gỗ xuất khẩu trong Q1-22

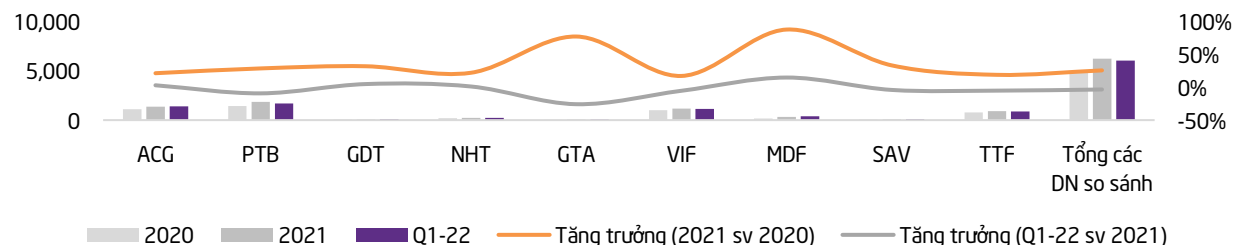


Các thị trường xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ trong Q1 - 22

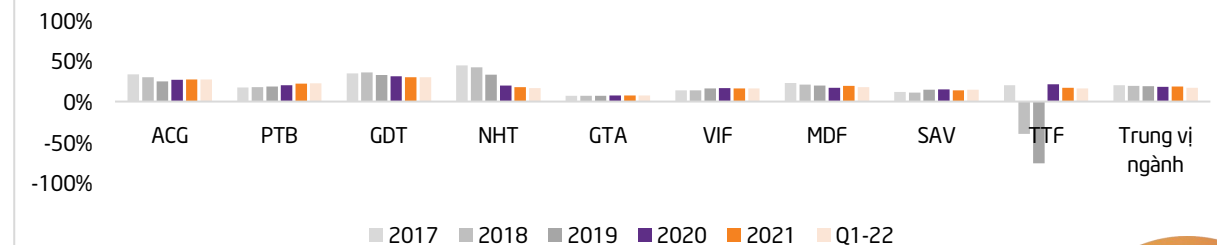


❖ **Biên lợi nhuận sụt giảm trong bối cảnh giá nguyên vật liệu và chi phí logistic tăng cao:** Chi phí nguyên liệu (giá gỗ nhập khẩu tăng từ 36 – 52% trong Q1-2022), logistic gia tăng (các hãng tàu thông báo phí chuyên chở container tăng 20% trong năm 2022) do ảnh hưởng từ cuộc chiến Nga – Ukraina dẫn đến việc Nga ban hành lệnh cấm xuất khẩu gỗ tròn sang các nước Châu Âu và Mỹ. Áp lực chi phí gia tăng khiến biên lợi nhuận gộp toàn ngành còn 17.29% trong Q1-2022, giảm 1.3% so với năm 2021. Dù vậy, tác động tiêu cực đã phần nào được giảm thiểu khi hầu hết DN đều tăng tích trữ lượng hàng tồn kho giá thấp (+26.1% trong năm 2021) và kì vọng tiếp tục duy trì lượng HTK lớn trong năm 2022. Với xu hướng giá gỗ nguyên liệu được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng do tình trạng thiếu nguyên liệu, giá xăng dầu tăng cao, vấn đề logistic chưa được giải quyết triệt để, chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận gộp toàn ngành có thể tiếp tục giảm trong thời gian tới.

Thay đổi hàng tồn kho so với cuối năm 2020 và 2021 của các DN trong ngành



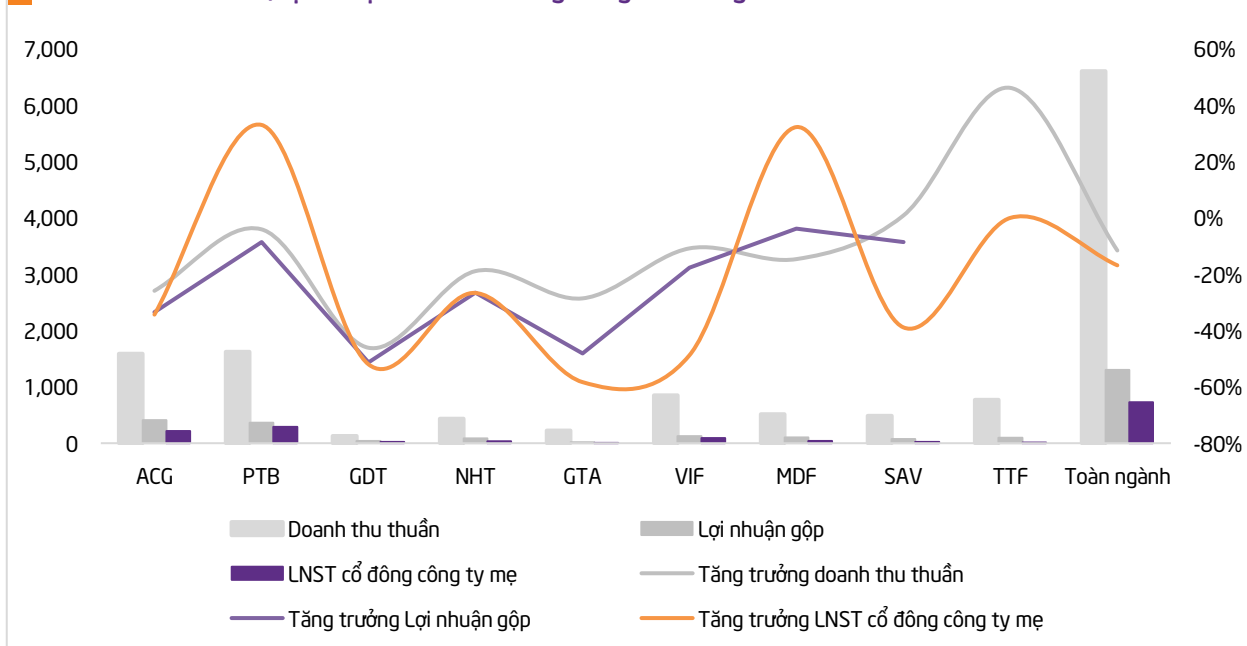
Biên lợi nhuận gộp của các DN trong ngành



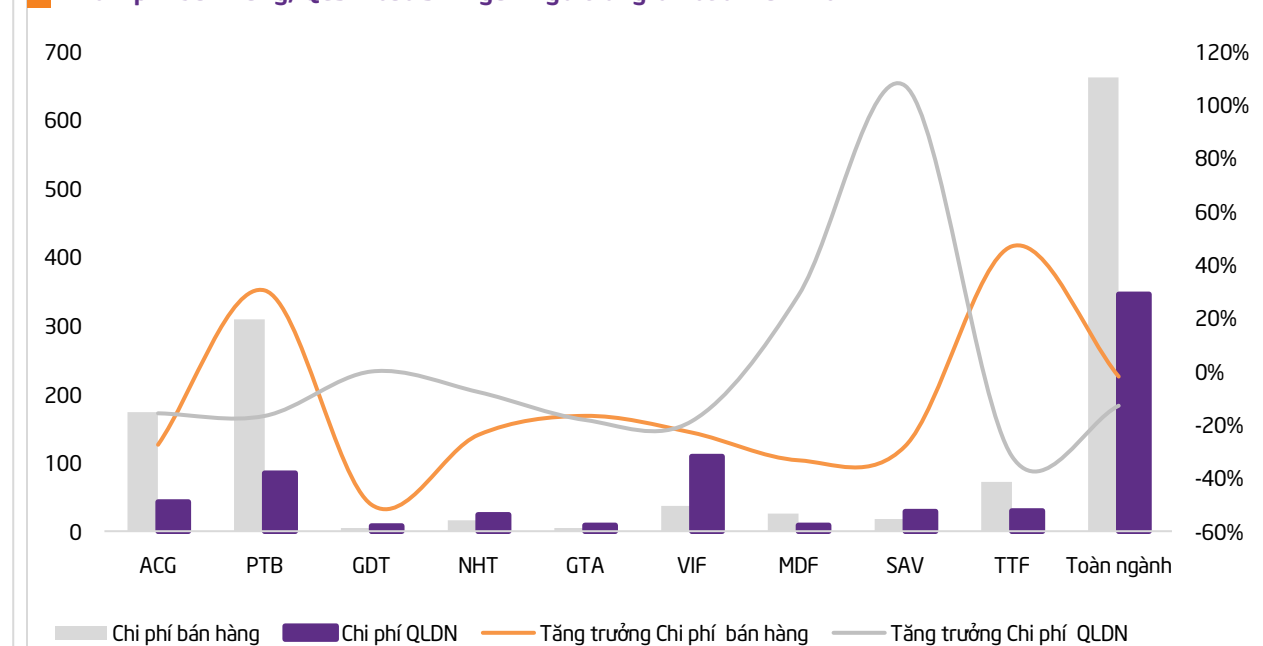
# KÌ VỌNG KQKD ĐỘT BIẾN TRONG 2H.2022

- ❖ **Triển vọng xuất khẩu tiếp tục tích cực khi nhu cầu từ thị trường Mỹ vẫn ở mức cao:** Realtor dự báo doanh số bán nhà sẽ tiếp tục tăng trưởng với 6.6% trong năm 2022 và là năm có doanh số cao nhất trong 15 năm qua. Nhu cầu sở hữu nhà ở duy trì mức cao được hỗ trợ chính bởi (1) Triển vọng kinh tế hồi phục (GDP tăng 3.2%, theo S&P Global) và tỷ lệ thất nghiệp sụt giảm (kỳ vọng sẽ trở về mức 3.6% vào trước dịch trong Q2 – 2022) (2) Thu nhập khả dụng dự báo tăng trưởng 3.3% trong năm (3) Cơ cấu dân số với gần 45 triệu người trong độ tuổi 26 – 35 là những người mua nhà lần đầu vào năm 2022.
- ❖ **Áp lực cạnh tranh trở lại khi Trung Quốc dẫn nới lỏng chính sách Zero – Covid.** Trung Quốc hiện đang là quốc gia cạnh tranh chính với Việt Nam trong hoạt động xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ. Với việc duy trì chính sách Zero – covid, 3/10 nhà máy sản xuất gỗ lớn nhất đã đóng cửa. Trong 4 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu đồ nội thất bằng gỗ của Trung Quốc đạt 7.3 tỷ USD, giảm 3.2% so với cùng kỳ. Các chính sách hạn chế Covid một cách nghiêm ngặt tại Trung Quốc đã gián tiếp thúc đẩy việc dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam và giúp ngành gỗ trong nước gián tiếp được hưởng lợi ngắn hạn. Với các động thái dẫn nới lỏng hiện tại, trong 2H – 2022, áp lực cạnh tranh đối với các DN trong ngành có thể quay trở lại.
- ❖ Chúng tôi cho rằng, trong 6 tháng cuối năm, nhiều DN trong ngành sẽ đạt mức tăng trưởng đột biến nhờ (1) Mức nền thấp trong cùng kỳ và hoạt động sản xuất hồi phục (2) Một số khoản chi phí vận hành giảm khi dịch đã được kiểm soát.

**Doanh thu thuần, lợi nhuận của các DN ngành gỗ 6 tháng cuối năm 2021**

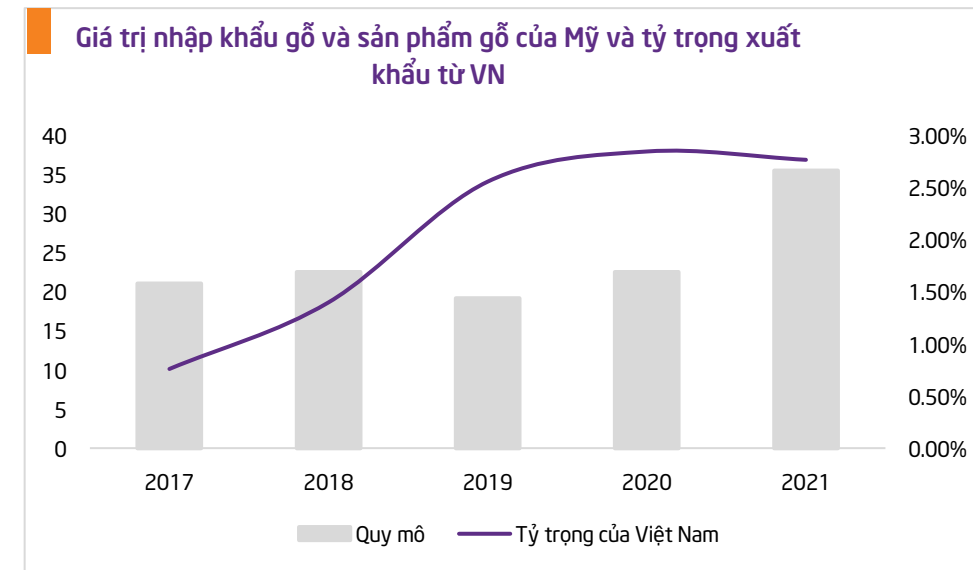


**Chi phí bán hàng, QLDN các DN ngành gỗ trong 6T cuối năm 2021**

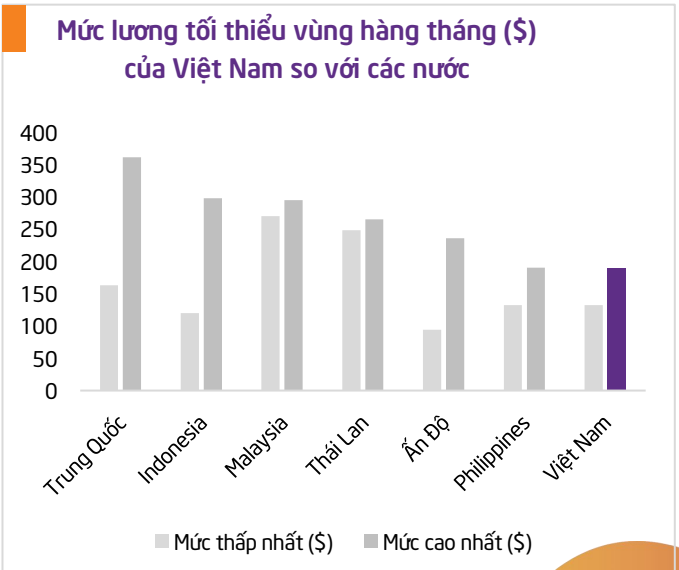


Về dài hạn, ngoài việc được hỗ trợ bởi nhu cầu sở hữu nhà ở từ các thị trường chính gia tăng, chúng tôi kì vọng tỷ trọng xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam sẽ tiếp tục được mở rộng so với các quốc gia cạnh tranh chính nhờ:

- ❖ **Nguồn cung gỗ dồi dào trong nước, sản lượng thuộc top đầu thế giới với tốc độ tăng trưởng ở mức cao.** Theo Cục Xuất nhập khẩu năm 2020, Việt Nam là nước trồng cao su với diện tích lớn thứ 5 (5.6% diện tích toàn cầu; sau Indonesia, Thái Lan, Trung Quốc, Malaysia) và sản lượng lớn thứ 3 (7.7%; sau Thái Lan và Indonesia) trên thế giới. Với nguồn cung gỗ dồi dào cùng tốc độ tăng trưởng sản lượng bình quân ở mức cao so với các nước, chúng tôi cho rằng, Việt Nam sẽ đảm bảo được nguồn nguyên liệu cho hoạt động sản xuất.
- ❖ **Thu nhập bình quân của lao động Việt Nam vẫn còn ở mức thấp so với các nước trong khu vực.** Với đặc thù ngành gỗ có tính thâm dụng lao động cao, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh (khoảng hơn 15%). So với các quốc gia cạnh tranh chính, Việt Nam có mức lương tối thiểu vùng cũng như GDP bình quân đầu người ở mức thấp nhất và tạo cho Việt Nam lợi thế cạnh tranh về chi phí trong hoạt động xuất khẩu sản phẩm gỗ.
- ❖ **Ngành nghề nhận được sự hỗ trợ của Chính phủ trong những năm tới.** Ngày 10/03/2022, Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định 327/QĐ – TTg phê duyệt “Đề án phát triển ngành công nghiệp chế biến gỗ bền vững, hiệu quả giai đoạn 2021 – 2030” với mục tiêu chung: Đến năm 2030, ngành công nghiệp chế biến gỗ trở thành ngành kinh tế quan trọng, phấn đấu trở thành một trong các nước hàng đầu thế giới về sản xuất, chế biến, xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ. Theo đó, Chính phủ đặt mục tiêu hơn 80% các cơ sở chế biến, bảo quản gỗ đạt trình độ, năng lực sản xuất tiên tiến và 100% gỗ, sản phẩm gỗ xuất khẩu và tiêu dùng trong nước được sử dụng từ nguồn nguyên liệu gỗ hợp pháp, gỗ có chứng chỉ quản lý rừng bền vững. Chúng tôi kì vọng, điều này có thể giúp các DN gỗ trong nước có thể thâm nhập tốt hơn vào các thị trường lớn như Mỹ và Châu Âu, góp phần thúc đẩy tăng trưởng toàn ngành trong những năm tới.

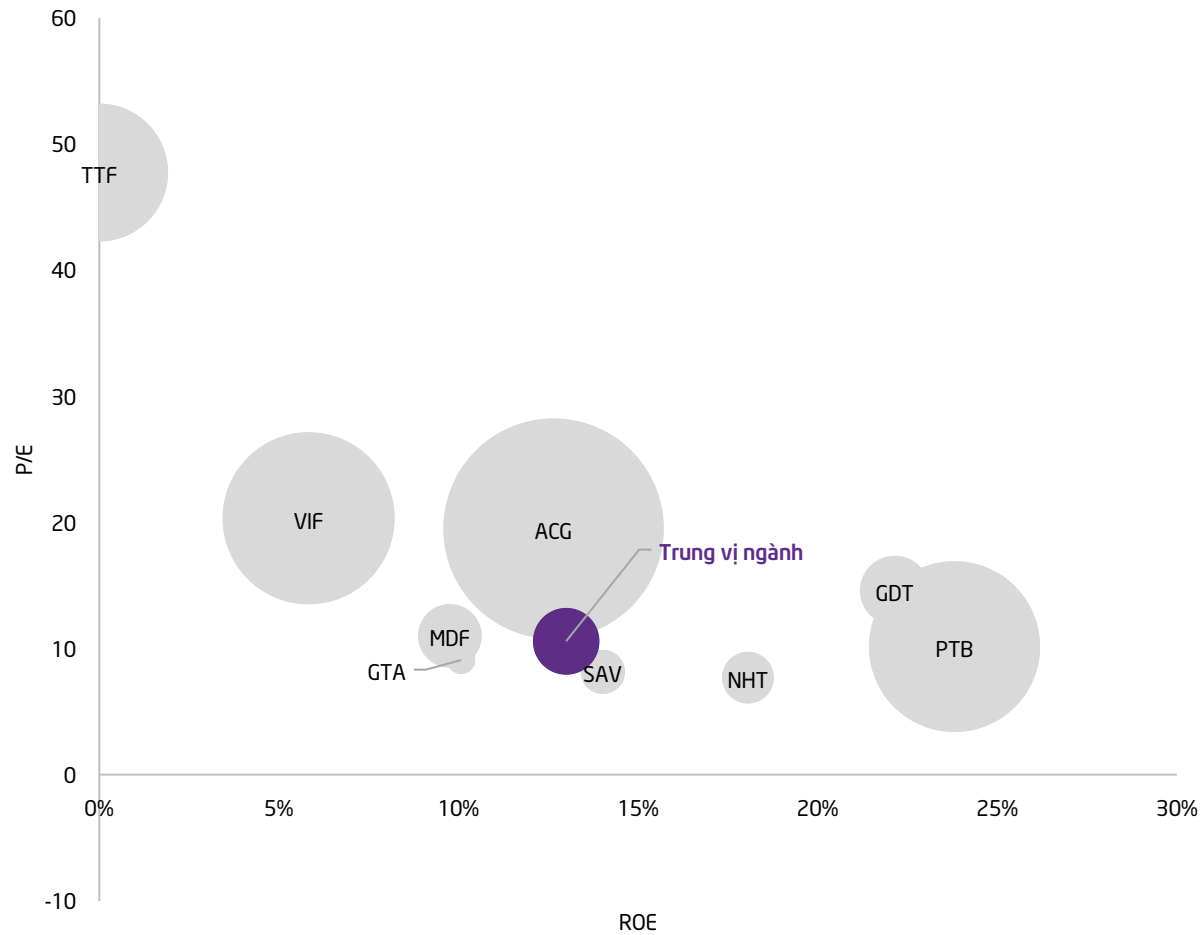


Quốc gia	Tấn	% YoY	5Y CAGR 2014 - 2019
1 Thái Lan	4,856,718	2.40%	1.2%
2 Indonesia	3,720,552	2.50%	3.4%
<b>3 Việt Nam</b>	<b>1,172,351</b>	<b>3.00%</b>	<b>4.0%</b>
4 Ấn Độ	994,571	1.70%	1.1%
5 Trung Quốc	842,140	2.20%	0.1%
6 Malaysia	741,232	-5.20%	2.1%
7 Ivory Coast	515,826	11.90%	14.5%
8 Philippines	421,776	-0.40%	-1.4%
9 Guatemala	352,173	0.80%	-0.9%
10 Myanmar	223,861	5.10%	2.8%

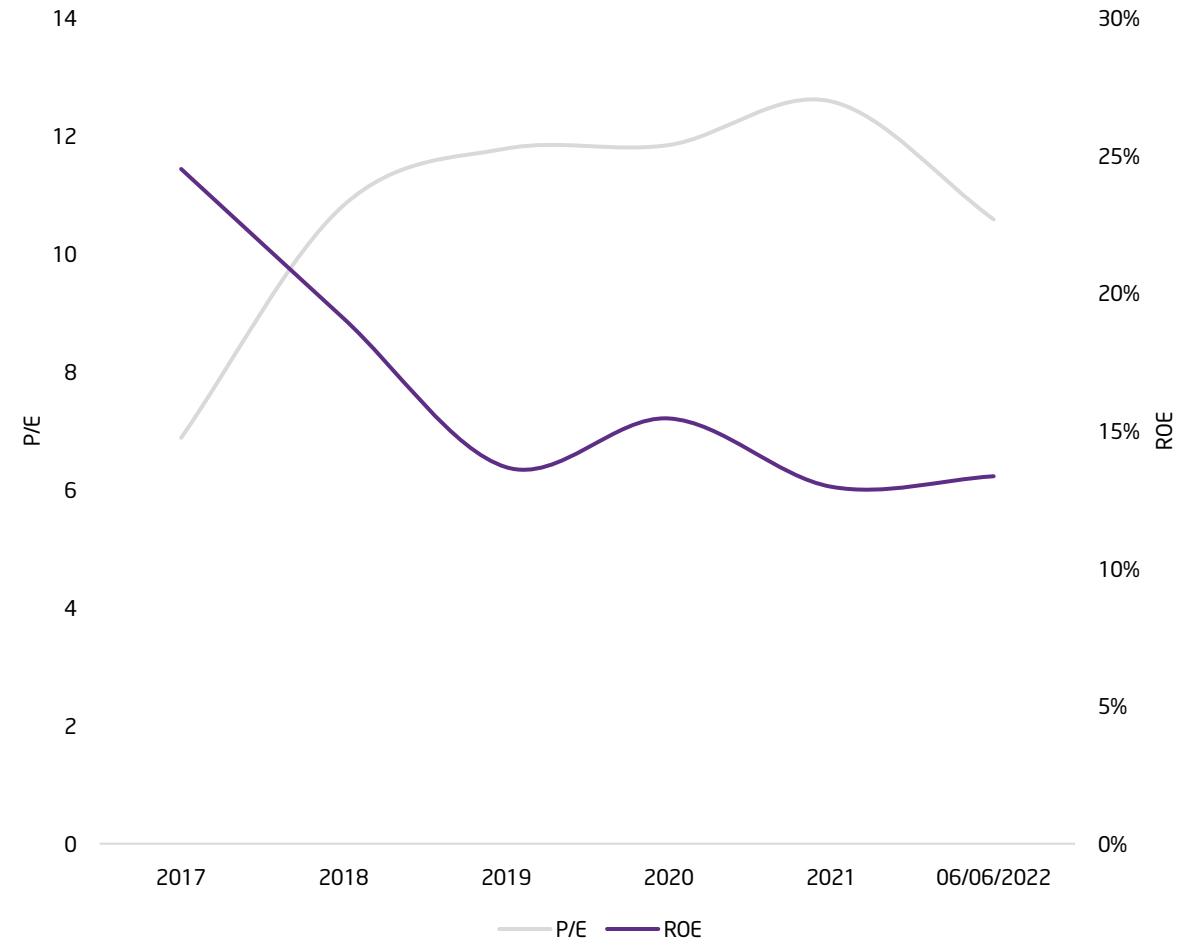


- ❖ **Rủi ro ngành:** Chi phí nguyên vật liệu, logistic tăng cao sẽ làm thu hẹp biên lợi nhuận ngành.
- ❖ **Cập nhật định giá các doanh nghiệp trong ngành:** Nhìn chung, mặt bằng định giá các doanh nghiệp trong ngành đã được chiết khấu về mức thấp nhất kể từ năm 2018 trong khi hiệu quả hoạt động vẫn duy trì ổn định. Với triển vọng xuất khẩu duy trì tích cực, chúng tôi cho rằng, gỗ là một trong những ngành đáng cân nhắc để đầu tư trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2022.

So sánh định giá cùng hiệu quả hoạt động của các DN trong ngành



So sánh định giá cùng hiệu quả hoạt động của ngành gỗ qua các năm



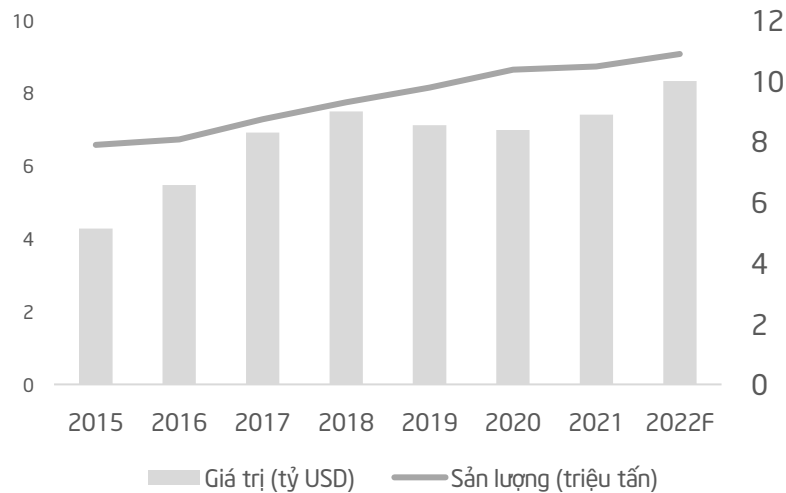
**NGÀNH THỦY SẢN:**

# **XUẤT KHẨU CÁ DA TRƠN KỲ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG MẠNH TRONG NĂM 2022**

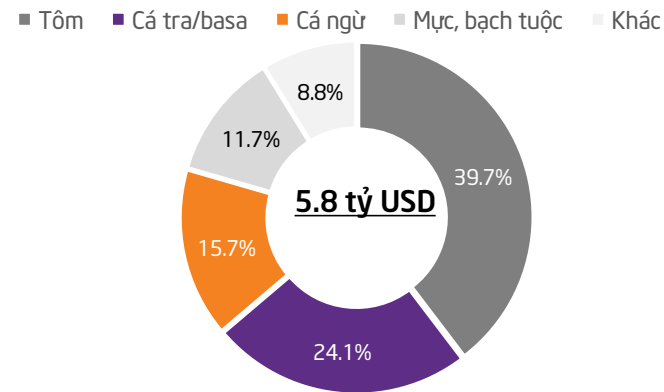


# XUẤT KHẨU THỦY SẢN TĂNG MẠNH, CÁ DA TRƠN +83% YOY, TÔM +33% YOY

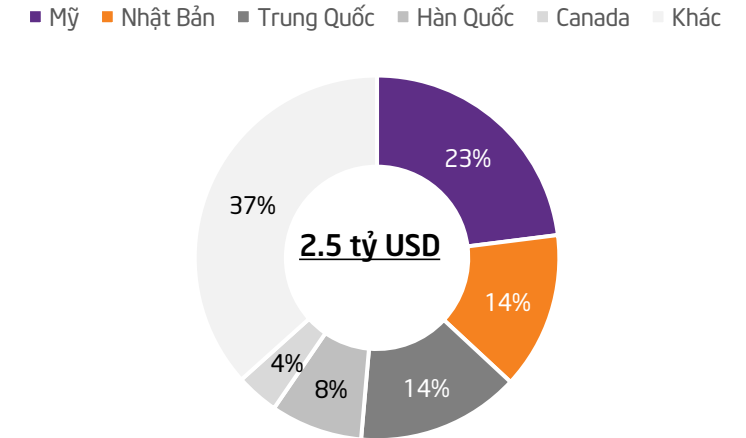
Tình hình xuất khẩu thủy sản Việt Nam



Cơ cấu xuất khẩu thủy sản Việt Nam 6M2022



Thị trường xuất khẩu thủy sản 1Q2022



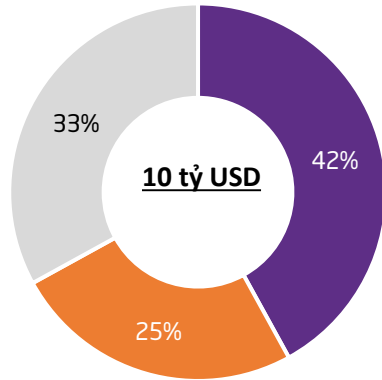
(Nguồn: Vasep, TPS Research)

- ❖ **CAGR của ngành thủy sản Việt Nam đạt mức tăng trưởng 8.7% về giá trị và 4.7% về lượng** trong giai đoạn 2015-2021. Năm 2022, xuất khẩu thủy sản của Việt Nam năm 2022 kỳ vọng đạt 10 tỷ USD (+12.5% yoy) theo dự báo của Vasep.
- ❖ **6M2022, giá trị xuất khẩu thủy hải sản Việt Nam tăng trưởng tích cực ở mức 40% yoy, đạt 5.8 tỷ USD** trong diễn biến giá các mặt hàng thủy hải sản cao kỷ lục do ảnh hưởng của lạm phát, gián đoạn chuỗi cung ứng đã tạo lợi thế cho các mặt hàng thủy hải sản Việt Nam. Bên cạnh đó, nhu cầu tăng mạnh do bị dồn nén bởi Covid-19 và nguồn cung thiếu hụt, từ đó thúc đẩy giá bán và nhu cầu tăng cao tại các thị trường chủ lực như Mỹ, Trung Quốc.
  - *Tôm xuất khẩu đạt 2.3 tỷ USD, +33% yoy, chiếm 39.7% tổng xuất khẩu.* Xuất khẩu tôm tăng mạnh trong 6M2022 nhờ nguồn nguyên liệu dự trữ và tồn kho từ cuối năm 2021, bên cạnh đó, các doanh nghiệp xuất khẩu đã ký được hợp đồng vào cuối năm 2021 với mức giá cao trong bối cảnh Covid đang căng thẳng.
  - *Cá tra/basa xuất khẩu đạt 1.4 tỷ USD, +83% yoy, chiếm 24.1%* trong diễn biến căng thẳng Nga – Ukraina và các lệnh cấm vận của châu Âu, Mỹ vẫn tiếp tục kéo dài, các doanh nghiệp thủy sản Việt Nam gia tăng thị phần cá tra trước sự thiếu hụt nguồn cung cá thịt trắng tại các quốc gia Châu Âu, Mỹ. Bên cạnh đó, lạm phát cao, thuế chống bán phá gia giai đoạn POR17 có lợi cho nhiều doanh nghiệp cá tra, số doanh nghiệp cá tra được phép xuất khẩu sang Mỹ tăng, giá xuất khẩu cá tra trung bình sang Mỹ đạt đỉnh yếu tố chính khiến cho xuất khẩu cá tra tăng mạnh.
  - *Cá ngừ, mực, bạch tuộc và các loại khác như cua, các loại nhuyễn thể (ngao, ốc...) tăng trưởng ở mức lần lượt là 43% yoy, 34% yoy và 38% yoy.*
- ❖ **Các thị trường xuất khẩu chính** của Việt Nam: Thị trường Mỹ vẫn là thị trường quan trọng với 23%, tiếp theo đó là thị trường Nhật Bản, Trung Quốc, EU, Hàn Quốc và Canada. Mỹ là thị trường số 1 của tôm Việt (chiếm 21%), là thị trường xuất khẩu cá tra số 2 sau Trung Quốc (chiếm 25.6%), cá ngừ chiếm tỷ trọng áp đảo 54%. Thị trường Mỹ tăng trưởng tốt với mức dự báo xuất khẩu thủy sản sang Mỹ năm 2022 sẽ đạt 2.4 – 2.5 tỷ USD, tăng 25% so với năm 2021.

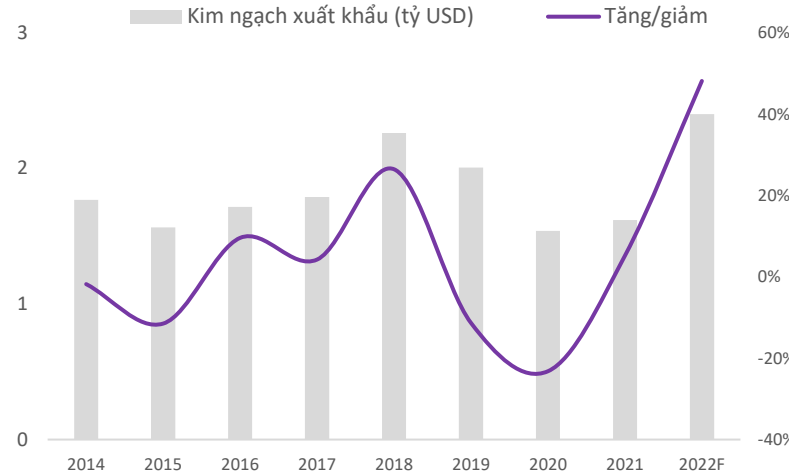
# XUẤT KHẨU CÁ DA TRƠN TĂNG TRƯỞNG ẦN TƯỢNG, KỲ VỌNG ĐẠT +56.3% YOY

## Cơ cấu xuất khẩu thủy sản Việt Nam 2022F

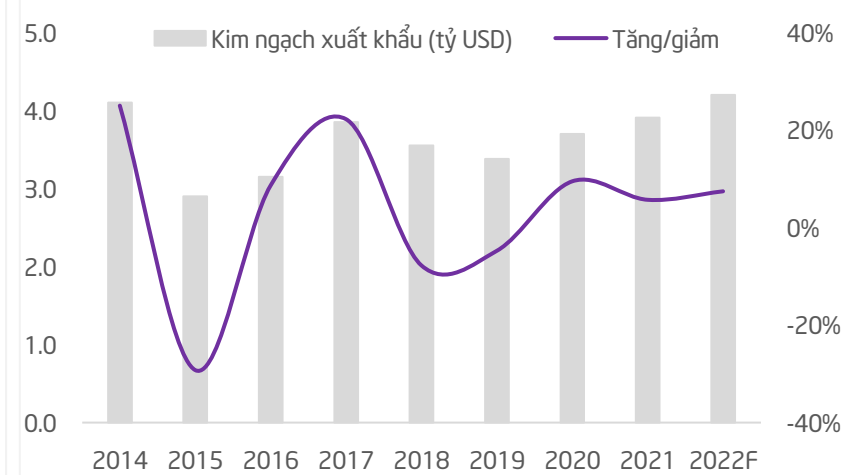
■ Tôm   ■ Cá tra/basa   ■ Cá ngừ, mực, bạch tuộc, khác



## Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam



## Kim ngạch xuất khẩu tôm

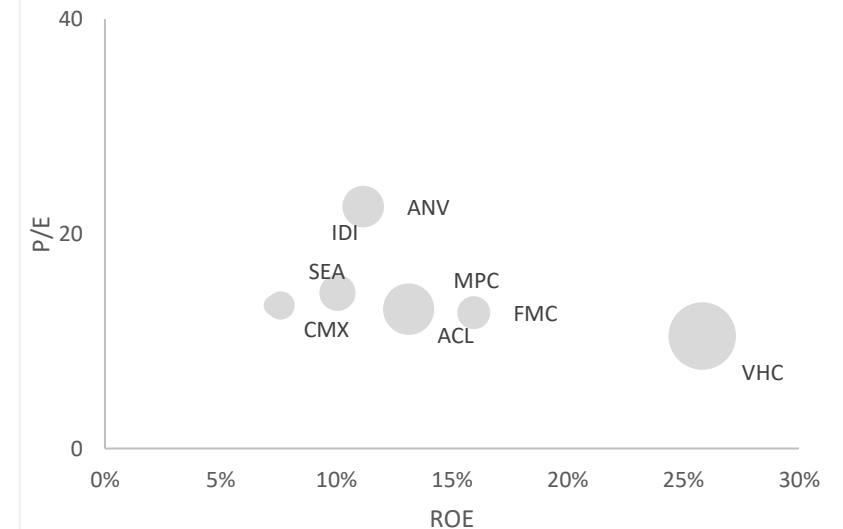


Xuất khẩu thủy sản Việt Nam trong dài hạn còn nhiều cơ hội tăng trưởng khi nhu cầu thị trường còn rất lớn. Bên cạnh đó, các hiệp định thương mại tự do (FTA): EVFTA (Hiệp định Thương mại tự do giữa Việt Nam và Liên minh châu Âu), CPTPP (Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương) và RCEP (Hiệp định đối tác kinh tế toàn diện khu vực), tăng tính cạnh tranh về giá cho các sản phẩm của Việt Nam.

Với tốc độ tăng trưởng và bối cảnh cung - cầu hiện nay, chúng tôi kỳ vọng năm 2022, tổng giá trị xuất khẩu thủy hải sản đạt 10 tỷ USD (+12.5% yoy). Trong đó:

- **Giá trị xuất khẩu cá tra dự phóng đạt 2.5 tỷ USD (+56.3% yoy)**, đóng góp chủ yếu vào tăng trưởng ấn tượng của ngành xuất khẩu thủy hải sản trong tình hình căng thẳng Nga-Ukraina kéo dài, lạm phát cao, thuế giống bán phá giá POR17 có lợi cho nhiều doanh nghiệp cá tra. Nguồn cung nguyên liệu xuất khẩu được đảm bảo ổn định nhờ quy trình sản xuất cá tra/cá basa theo quy trình khép kín từ ương giống, nuôi, chế biến và xuất khẩu.
- **Xuất khẩu tôm kỳ vọng tăng trưởng chậm hơn, đạt 4.2 tỷ USD (+7.4% yoy)**, chiếm 42% tổng giá trị xuất khẩu ngành. 2H22, chúng tôi kỳ vọng, xuất khẩu tôm sẽ chững lại khi điều kiện thời tiết, khí hậu có chiều hướng bất lợi cho việc tôm nuôi (mưa sớm, dịch bệnh). Bên cạnh đó, nhu cầu tôm của một số thị trường nhập khẩu chính có xu hướng chững lại, lượng hàng tồn kho giảm mạnh làm tăng rủi ro thiếu hụt nguồn tôm nguyên liệu trong thời gian tới.
- **Các loại khác dự phóng có giá trị xuất khẩu đạt 3.3 tỷ USD (-2.3% yoy)** khi giá dầu neo ở mức cao, tăng chi phí các chuyến đánh bắt thủy sản, đặc biệt đối với các tàu đánh bắt xa bờ, ngư dân tổ chức các chuyến đi biển khai thác thưa dần so với trước đây dẫn tới nguyên liệu hải sản khan hiếm.

## Mức định giá của một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành tại Q1/2022



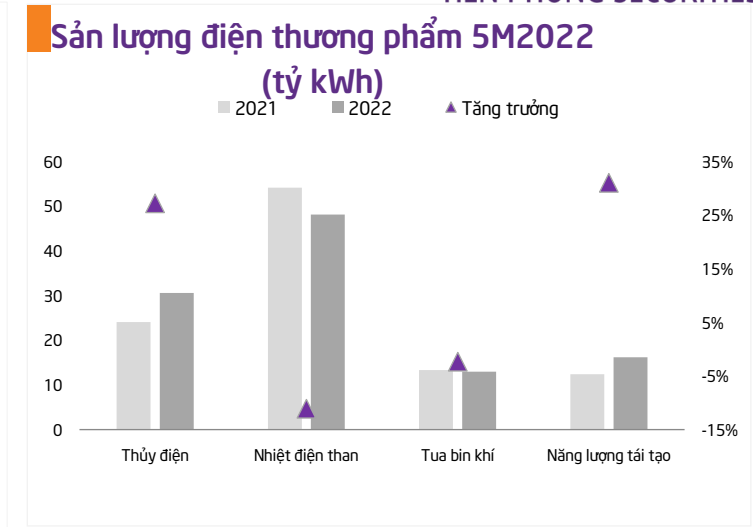
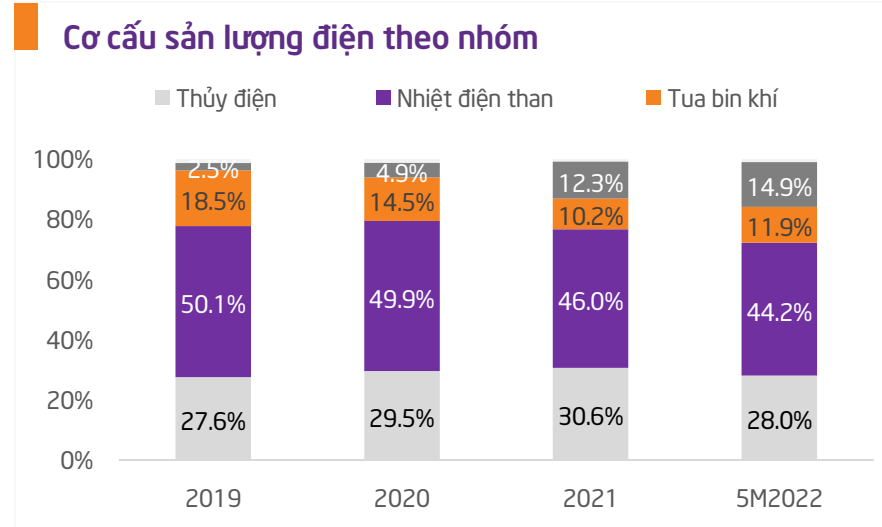
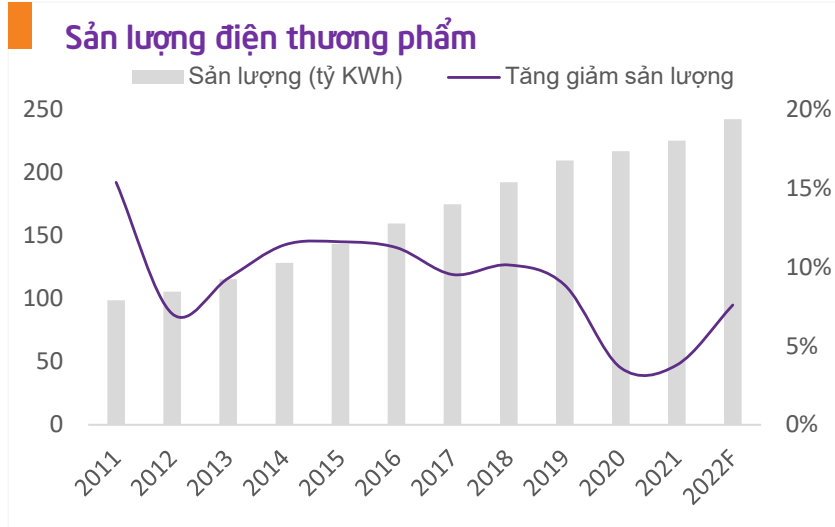
(Nguồn: Vasep, TPS Research)

## NGÀNH ĐIỆN

# TĂNG CƯỜNG ĐẦU TƯ NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO. THỦY ĐIỆN HƯỞNG LỢI KHI LA NINA KÉO DÀI



# THỦY ĐIỆN VÀ NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO TĂNG TRƯỞNG TỐT TRONG NĂM 5M.2022

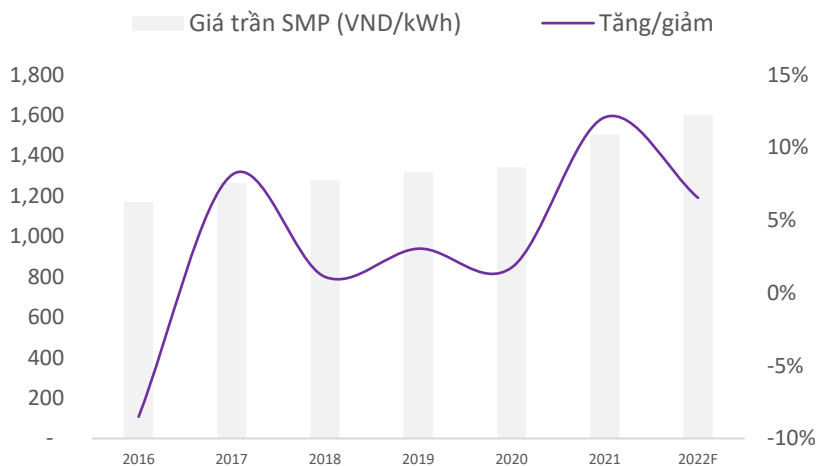


(Nguồn: Fii, TPS Research)

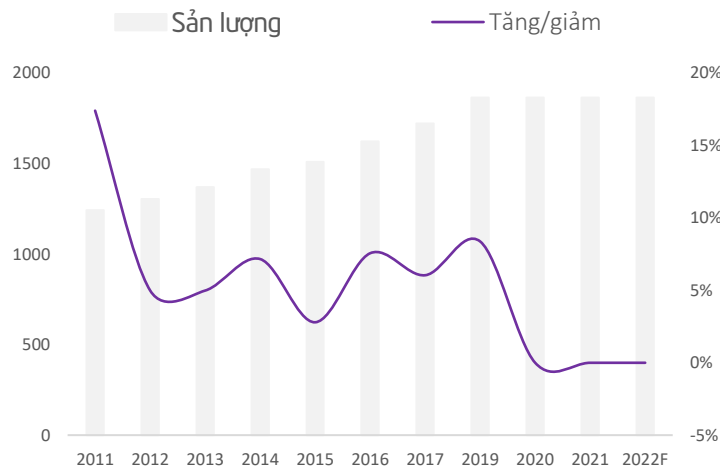
- ❖ 5M2022, sản lượng điện thương phẩm toàn EVN ước đạt 95,31 tỷ kWh (+5,3% yoy). Sản lượng điện sản xuất 5M2022 đạt 108.95 tỷ kWh (+4.1% yoy) chủ yếu đóng góp nhờ tăng trưởng của mảng thủy điện và năng lượng tái tạo.
  - **Thủy điện** đạt 30.53 tỷ kWh (+27.1% yoy, đóng góp 28% tổng sản lượng điện) nhờ điều kiện thủy văn tích cực. Q1/22 đã ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng của SBH (+40.9% yoy), TMP (+77.7% yoy), HNA (+125% yoy), SHC (+92.3% yoy), SJD (+105.8% yoy).
  - **Năng lượng tái tạo** đạt 16.18 tỷ kWh (+31% yoy, đóng góp 14.9% tổng sản lượng điện, tăng từ mức 12.7% trong năm 2021) chủ yếu nhờ tăng trưởng của điện gió đạt 4.19 tỷ kWh chiếm 27%, tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ năm trước. Điện mặt trời tăng nhẹ ở mức 2.6% yoy đạt 11.73 tỷ kWh, chiếm 72% trong tổng lượng năng lượng tái tạo, Mảng tuabin khí và điện than giảm.
  - **Turbine khí** đạt 12.97 tỷ kWh (giảm nhẹ ở mức -2.3% yoy, đóng góp 11.9% tổng sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống). Do ảnh hưởng của việc giá dầu đang neo ở mức cao, trên 100 USD/thùng, giá hợp đồng PPA của EVN với thành phần VC (variable cost) được điều chỉnh theo giá dầu đầu vào sẽ được chuyển hóa phần nào sang giá hợp đồng với EVN, gây áp lực lên việc tăng huy động điện khí của EVN.
  - **Nhiệt điện than** đạt 48.12 tỷ kWh (giảm -11.1% yoy, đóng góp 44.2% tổng sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống). Giá than nội địa cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện hầu như không đổi trong các năm qua, tuy nhiên, việc giá than quốc tế đang neo ở mức cao, khoảng 395 USD/tấn (+155% yoy), gây khó khăn cho việc nhập khẩu than để cung cấp đủ than cho các nhà máy nhiệt điện.
  - **Điện nhập khẩu** đạt 853 triệu kWh, chiếm 0.8% tổng sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống.
- ❖ Tháng 6/2022, EVN dự kiến sản lượng tiêu thụ điện bình quân toàn hệ thống trong ở mức 787.8 triệu kWh/ngày (-1.1%yoy), công suất phụ tải lớn nhất ước khoảng 45,684 MW. Cả năm 2022, EVN đặt mục tiêu sản lượng điện thương phẩm là 242.35 tỷ kWh (+7.6% yoy) nhờ kỳ vọng nền kinh tế phục hồi, nhu cầu sử dụng điện từ công nghiệp và dịch vụ sẽ tăng trưởng tốt.

# CÁC YẾU TỐ HỖ TRỢ SỰ TĂNG TRƯỞNG NGÀNH TRONG DÀI HẠN

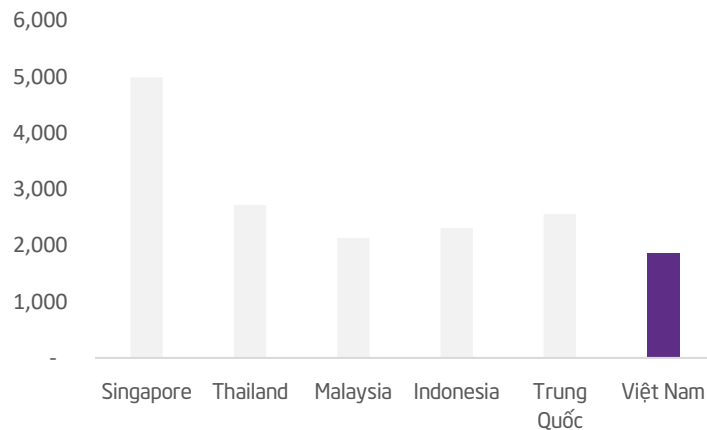
## Giá SMP bình quân



## Giá bán lẻ điện bình quân



## Giá điện sinh hoạt trung bình các nước 5M2022 (VND)



❖ **Giá SMP bình quân có tốc độ tăng trưởng ổn định qua các năm.** Năm 2022, Cục Điều tiết điện lực (Bộ Công Thương) ban hành kế hoạch vận hành thị trường với mức trần của giá điện năng thị trường điện (SMP cap) với mức trần của giá điện năng thị trường điện (SMP cap) áp dụng trong thị trường điện năm 2022 là 1602,3 đồng/kWh (+6.6% yoy).

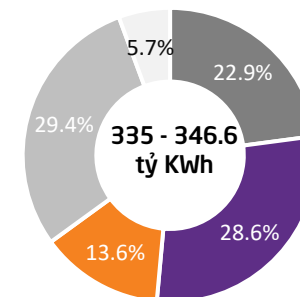
Giá SMP tăng là yếu tố tích cực cho ngành, đặc biệt là đối với các nhà máy điện có tỷ lệ sản lượng ký hợp đồng PPA với EVN thấp, giá SMP tăng sẽ cải thiện BLNG của các nhà máy điện trong tương lai.

❖ **Việt Nam vẫn là quốc gia có mức giá điện bình quân thấp so với hầu hết các quốc gia trong khu vực** mặc dù giá bán điện trung bình tăng ở mức ổn định ở mức 5-9%/năm. Chúng tôi kỳ vọng trong tương lai, giá bán lẻ điện của Việt Nam sẽ tăng trưởng tiệm cận với giá bán lẻ điện của các nước trong khu vực.

❖ Chúng tôi kỳ vọng với việc tăng trưởng khá ổn định của giá mua và bán điện của EVN (giá hợp đồng PPA và giá SMP – giá trên thị trường cạnh tranh) sẽ là yếu tố tích cực hỗ trợ sự tăng trưởng ổn định của các doanh nghiệp sản xuất điện trong dài hạn.

## Công suất nguồn điện theo nhóm đến 2025

- Thủy điện
- Tua bin khí (bao gồm LNG)
- Nhập khẩu
- Nhiệt điện than
- Năng lượng tái tạo



## ĐIỆN TÁI TẠO Tích cực

GEG, TTA, TV2, ASM

- ❖ BLNG của mảng điện tái tạo ước tính vào khoảng 50%-60%, với chi phí O&M hiện chỉ chiếm 10-15% doanh thu.
- ❖ Bên cạnh đó, nguồn điện tái tạo đang dần có chi phí giá thành sản xuất cạnh tranh hơn so với điện sử dụng nhiên liệu hóa thạch cũng là yếu tố tích cực cho ngành.
- ❖ Việc Chính phủ hiện đang có lộ trình tập trung vào điện tái tạo để hướng tới mục tiêu phát thải ròng bằng không vào năm 2050 là yếu tố tích cực của ngành.

## THỦY ĐIỆN Tích cực

DNH, VSH, CHP, SHP, TBC

- ❖ WMO (Tổ chức khí tượng thế giới) chu kỳ khí hậu La Nina này sẽ kéo dài nhiều tháng nữa, thậm chí là đến năm 2023 với xác suất là 70%.
- ❖ Tính đến tháng 06/2022, mực nước các hồ thủy điện đang ở mức cao, dự báo lượng mưa từ tháng 7-9 của khu vực miền núi phía Bắc cao hơn so với trung bình nhiều năm từ 15-30%.
- ❖ Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ tăng ở mức 10% yoy trong năm 2022, kỳ vọng đạt 86,465 trkWh.

## NHIỆT ĐIỆN KHÍ Trung lập

PGV, POW, NT2, BTP

- ❖ EIA dự phóng giá WTI trung bình trong năm 2022 ở mức 102.47 USD/thùng. Trong bối cảnh giá khí đầu vào cao, và La Nina kéo dài, chúng tôi kỳ vọng EVN sẽ ưu tiên phát điện từ thủy điện trước, các nhà máy điện khí chưa được ưu tiên huy động.
- ❖ Tuy nhiên, NQ 55-NQ/TW với các ưu tiên đầu tư hạ tầng LNG và Phát triển nhiệt điện khí cũng là những yếu tố tích cực cho ngành trong dài hạn.

## NHIỆT ĐIỆN THAN Trung lập

GE2, DTK, HND, QTP, PPC

- ❖ Giá than quốc tế đang neo ở mức cao, gây khó khăn nhập khẩu than để cung cấp đủ than cho nhà máy nhiệt điện.
- ❖ Chính sách giảm công suất nhiệt điện than theo cam kết trung hòa carbon COP26.
- ❖ Tuy nhiên, đối với các nhà máy điện than đã thực hiện khấu hao trên 5-7 năm và thời gian trả lãi dài đã giảm phần nào áp lực tài chính, giá than nội địa không đổi... là các yếu tố hỗ trợ ngắn hạn cho các nhà máy điện than trong năm 2022.

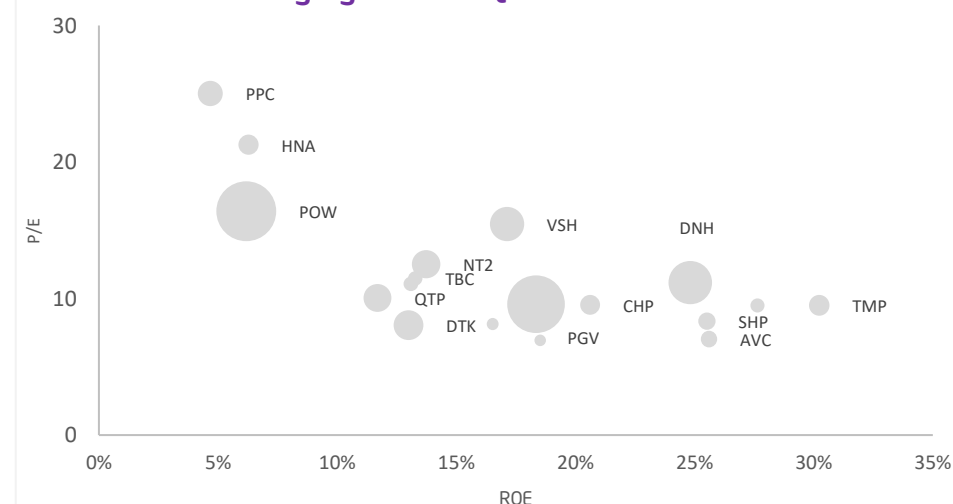
### ❖ Thủy điện hưởng lợi khi La Nina kỳ vọng kéo dài:

- Điều kiện thủy văn thuận lợi khi La Nina kéo dài, EVN kỳ vọng tăng huy động thủy điện trong tình hình sản lượng các công ty thủy điện thuận lợi.
- Trong bối cảnh giá than và giá khí tăng mạnh, các công ty thủy điện có lợi thế giá huy động thấp hơn hẳn điện than và điện khí khi chi phí đầu vào của nhiệt điện than và tua bin khí.
- Năng lượng tái tạo chưa thể vận hành được tối đa công suất đã lắp đặt trong ngắn hạn.

### ❖ Điện tái tạo kỳ vọng tăng trưởng tích cực:

- Với cam kết trung hòa carbon vào năm 2050 tại Hội nghị lần thứ 26 (COP26), Việt Nam đã áp dụng các chính sách ưu đãi phát triển điện tái tạo nhằm mục tiêu cắt giảm khí thải như giá FIT, ưu đãi thuế,...
- T5/22, sản lượng điện đóng góp từ năng lượng tái tạo đã tăng lên 14.9% (chủ yếu từ mức tăng trưởng của điện gió với mức tăng 405.7% yoy) từ mức 11.8% cuối năm 2021. Kỳ vọng đến năm 2025, đóng góp sản lượng điện từ năng lượng tái tạo sẽ tăng lên 29.35%. Theo dự thảo Quy hoạch Điện VIII đề cao vai trò của năng lượng tái tạo, tuy nhiên chủ yếu phát triển điện gió, điện Mặt Trời mặt đất sẽ không phát triển thêm cho đến năm 2030.
- Trong bối cảnh căng thẳng Nga-Ukraine, các dự án điện tái tạo trên toàn thế giới được tăng cường đầu tư bổ sung, đặc biệt là ở châu Âu, giảm sự phụ thuộc vào khí đốt của Nga trong lĩnh vực năng lượng.

Mức định giá của một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành cuối Q1/2022



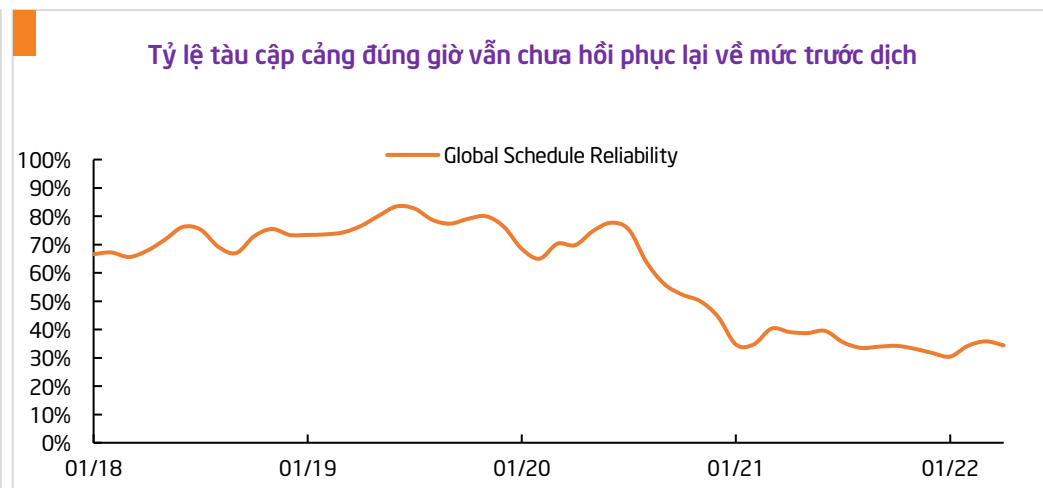
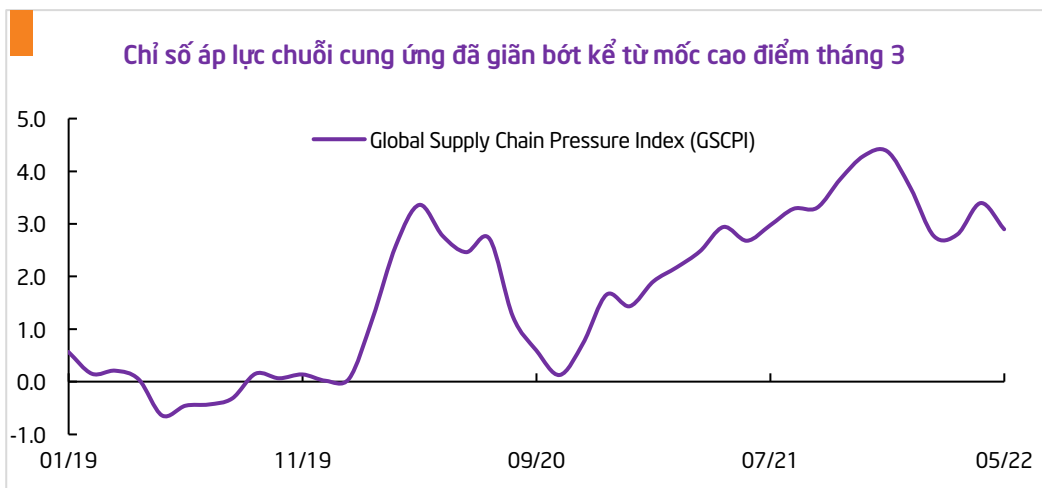
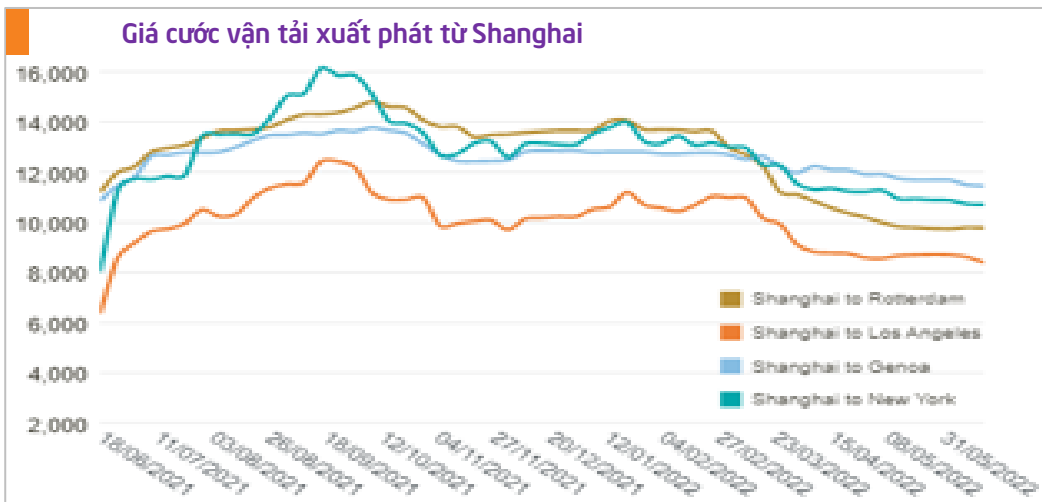
# NGÀNH CẢNG & VẬN TẢI BIỂN

## HƯỚNG VỀ MÙA CAO ĐIỂM



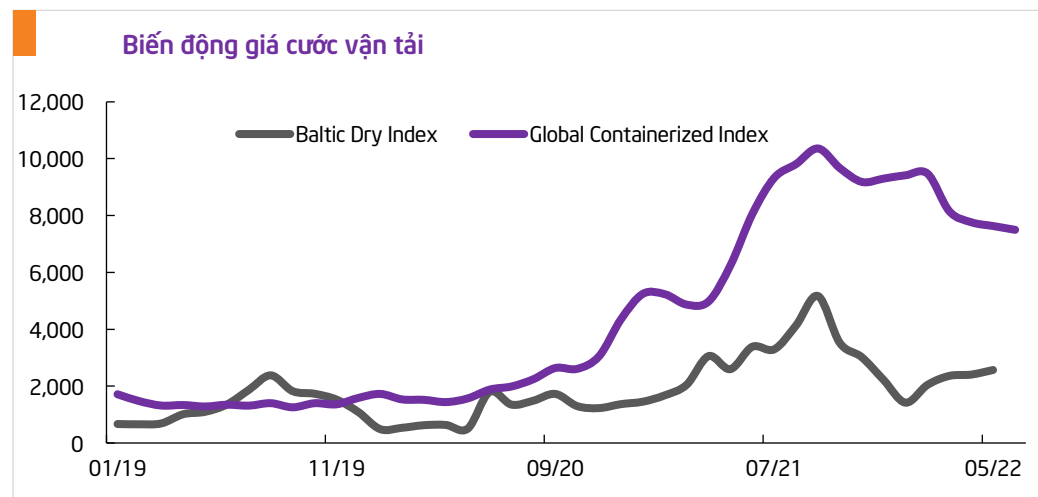
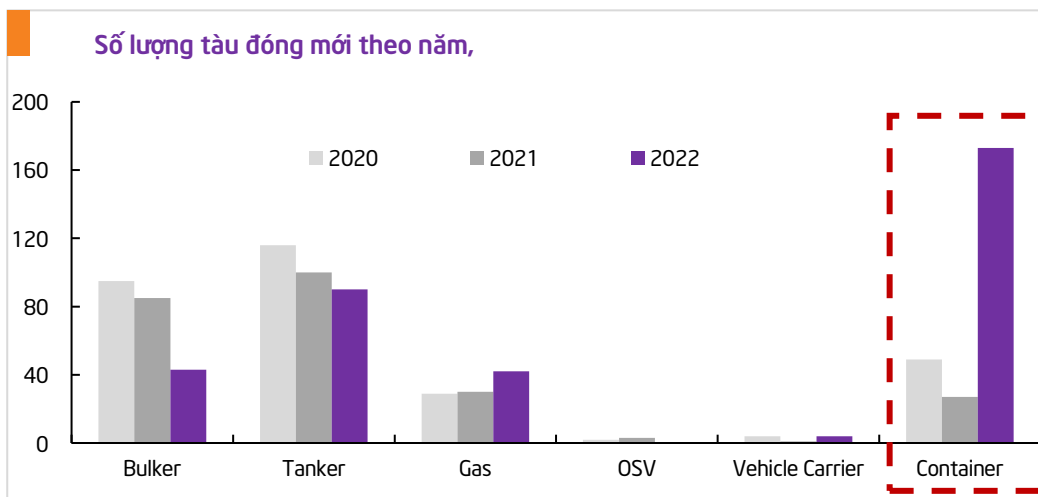
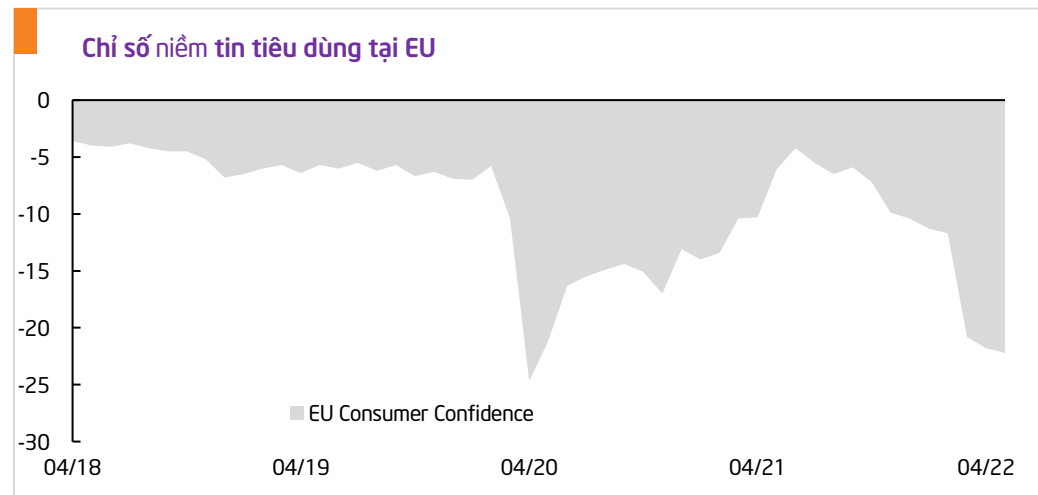
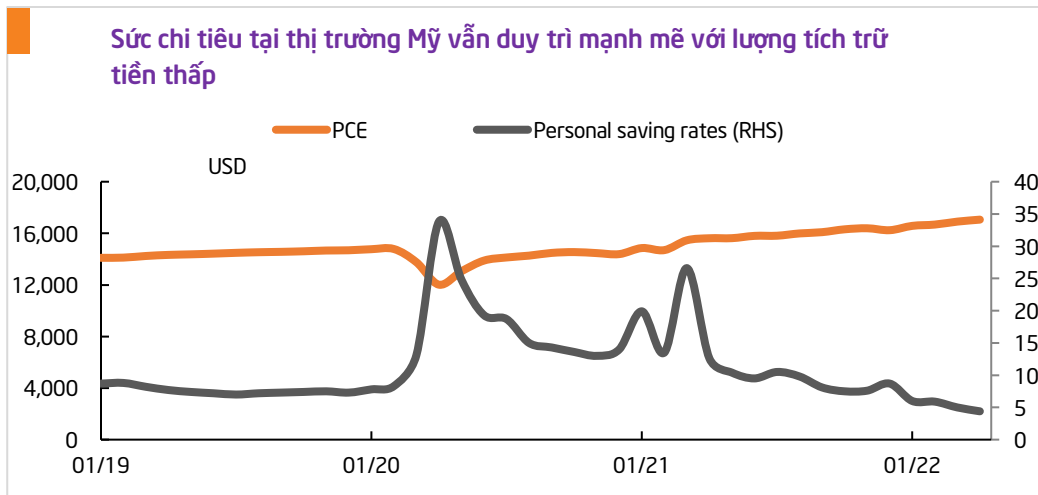
# Tình trạng tắc nghẽn hàng hóa tại cảng đã thuyên giảm

- ❖ **Tình trạng tắc nghẽn cảng khu vực Trung Quốc đã giảm bớt vào tháng 5:** Dữ liệu của Windward cho thấy thời gian tàu đợi cập cảng trung bình tại Shanghai đã giảm xuống còn 31 tiếng, tăng 6.9% cùng kì nhưng giảm mạnh so với mức 69 tiếng của tháng 4. Tình trạng tắc nghẽn tại các cảng TQ có tác động rất lớn đối với ngành vận tải biển toàn cầu. Ước tính vào tháng 4 cho thấy 25% tổng số tàu container toàn cầu bị kẹt tại các cảng TQ, gây đứt gãy nguồn cung và đẩy mạnh giá vận tải biển.
- ❖ **Nguồn cung gia tăng mạnh:** trước tình trạng thiếu hụt tàu và giá cước tăng mạnh trong 2021, các công ty vận tải đã đẩy mạnh đầu tư tàu mới. Theo Vessel Value, trong năm 2021, 561 tàu container đã được đóng mới, gấp 5 lần so với 114 tàu của 2020 và 107 tàu của 2019. Trong đó, các đơn hàng mới chủ yếu đến từ các nước châu Á với tỷ trọng hơn 65.8%. Trong 4T2022, số lượng tàu container đóng mới đạt 173 tàu, giá trị đạt 9.8 tỷ USD, gấp 9 lần so với cùng kỳ 2021 và 35 lần so với cùng kỳ 2020.



# Sức tiêu dùng cao tại các thị trường lớn hỗ trợ nhu cầu vận tải biển

- ❖ **Sức tiêu dùng cao hỗ trợ nhu cầu vận tải:** tại Mỹ, sức tiêu thụ hàng hoá vẫn duy trì ở mức cao kể từ gói hỗ trợ tiêu dùng vào T4/2021 cùng với tỷ lệ tiết kiệm nằm ở mức thấp. Tại thị trường EU, tiêu thụ bán lẻ tăng mạnh trong ba tháng đầu năm trước khi ảnh hưởng bởi lạm phát gia tăng. Mức bán lẻ tháng 5 giảm 1.5% MoM nhưng vẫn tăng 3.9% YoY. Tình hình sức tiêu thụ khả quan tại các thị trường lớn là động lực để duy trì nhu cầu vận tải hàng hoá.
- ❖ **Giá cước vận tải biển dự kiến sẽ duy trì đà giảm:** tại tháng 6 cước tàu container thế giới đạt US\$7,502/40ft, giảm 20.4% kể từ đầu năm. Trên quan điểm thận trọng, dự báo giá cước vận tải sẽ tiếp tục giảm cho đến khi cơ sở tình trạng tắc nghẽn tại cảng được suy giảm,



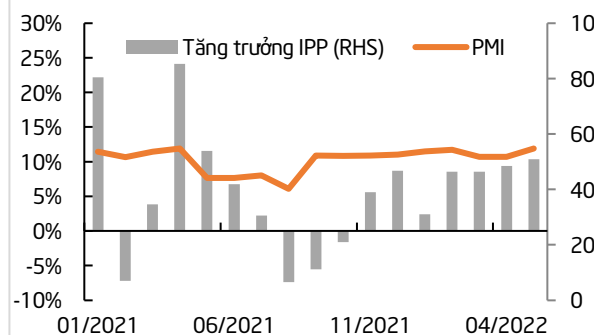
# Sản lượng hàng hoá tăng trưởng chậm trong những tháng đầu năm

**Tăng trưởng sản lượng hàng hoá qua cảng biển đạt mức thấp nhất nhiều năm:** Dữ liệu từ Cục Hàng hải Việt Nam cho thấy trong 5 tháng đầu năm, sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển chỉ đạt 304,217 triệu tấn, nhích nhẹ 1% so với mức cùng kỳ năm 2021. Mức tăng được đóng góp chủ yếu từ nhóm hàng xuất khẩu và hàng nội với mức tăng trưởng lần lượt đạt 1% và 8% YoY. Trong khi đó, hàng nhập khẩu suy giảm mạnh hơn 10% YoY về mức 85,205 triệu tấn. Về sản lượng container, số liệu trung chuyển tại 4T22 cho thấy nhóm này vẫn duy trì đà tăng 1.4% so với cùng kỳ, đạt 10.4 triệu TEU và bằng 44% mức thực hiện trong 2021.

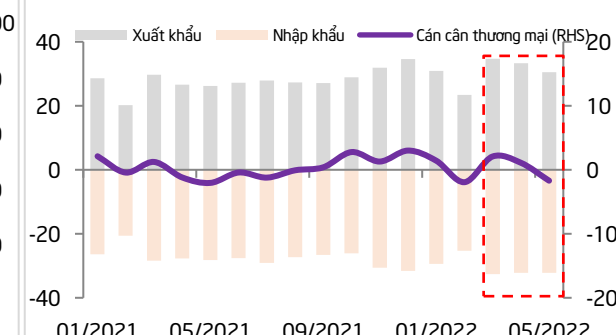
**Số chuyến tàu giảm mạnh:** Lượt tàu thông qua cảng biển trong 4 tháng đầu năm ghi nhận dấu hiệu sụt giảm khi lượt tàu ngoại đạt 16,222 lượt, giảm 27% YoY. Lượt tàu nội đạt 18,081 lượt, giảm 15% so với cùng kỳ 2021. Tổng lượt di chuyển 4T22 chỉ đạt gần 11% so với tổng mức thực hiện trong 2022.

**Kỳ vọng thị trường vận tải biển sẽ khởi sắc trở lại:** Trên cơ sở ngành công nghiệp chế biến chế tạo Việt Nam đã phục hồi mạnh mẽ sau dịch cũng như giá trị xuất nhập khẩu tăng mạnh trong nửa đầu năm, ngành vận tải biển được dự báo sẽ tiếp tục hưởng lợi từ định hướng công nghiệp hoá và lấy xuất khẩu làm chủ đạo của nền kinh tế Việt Nam. Với việc quý 3 là mùa cao điểm của ngành vận tải biển, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng sản lượng hàng hoá thông qua cảng biển sẽ được đẩy mạnh vào nửa sau 2022.

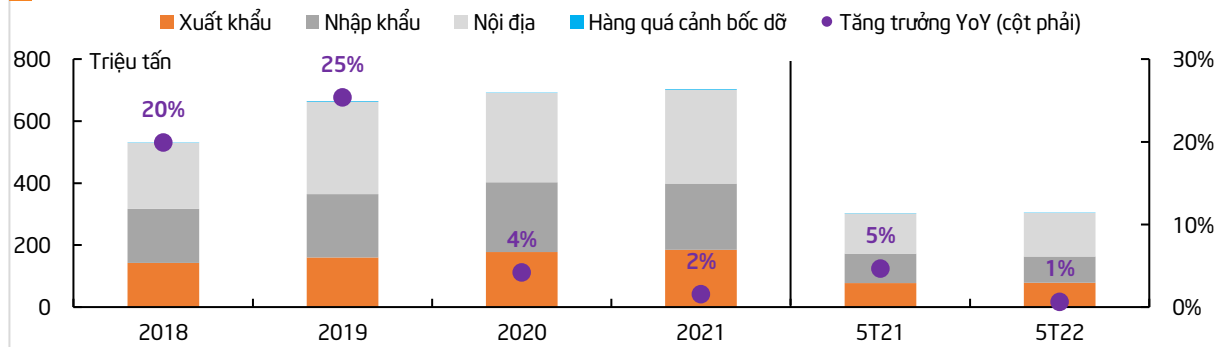
Các chỉ số sản xuất công nghiệp



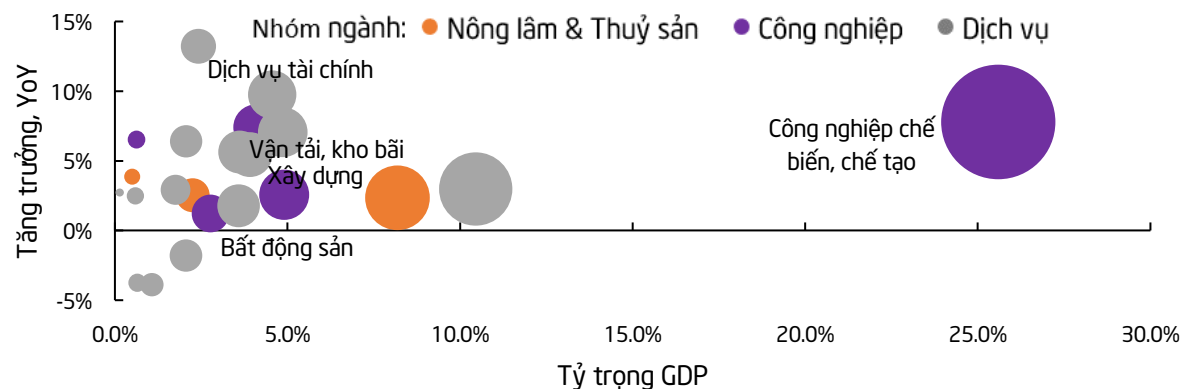
Giá trị xuất nhập khẩu



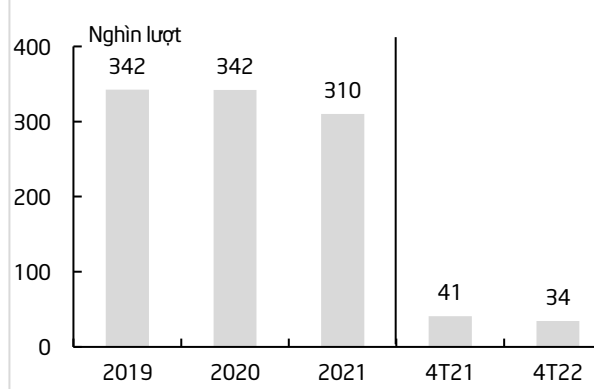
Tăng trưởng sản lượng hàng hoá thông qua cảng biển



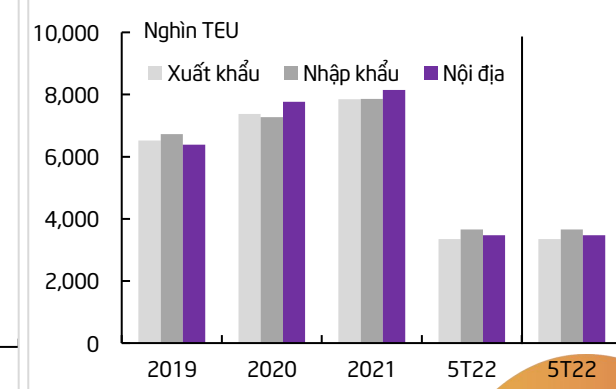
Đà tăng trưởng nhóm ngành công nghiệp thúc đẩy nhóm vận tải biển



Lượt tàu thông qua cảng biển



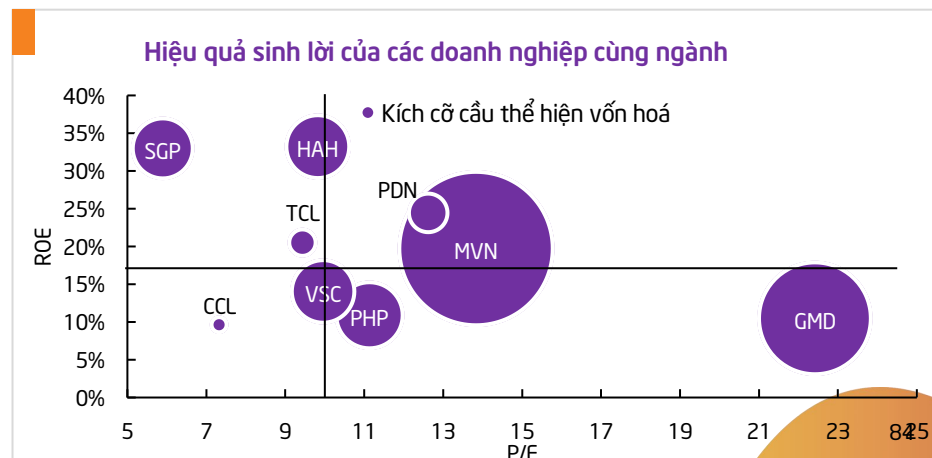
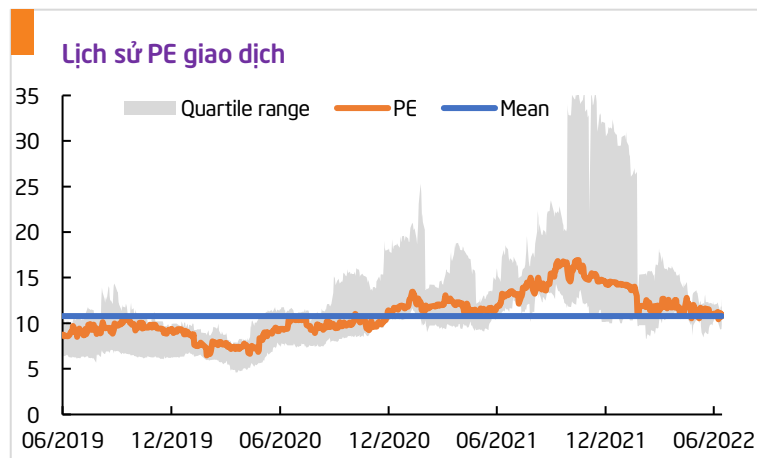
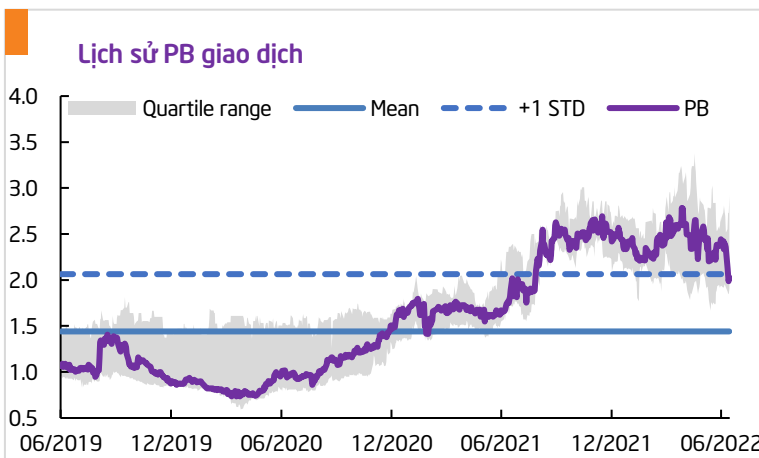
Lượng container thông qua cảng biển



# Định giá hấp dẫn trên triển vọng tăng trưởng khả quan

- ❖ Ngành cảng và vận tải biển ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan trong quý đầu năm.** Tại Q1/2022, nhóm các công ty lớn trong ngành cảng và vận tải biển ghi nhận doanh thu tổng cộng 6,698 tỷ đồng, nhích nhẹ 5% so với cùng kì. Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế bứt phá hơn 37% YoY lên mức 1,379 tỷ đồng. Đặc biệt, một số doanh nghiệp đạt được mức lợi nhuận sau thuế tăng rất mạnh như VSC (+42% YoY), GMD (+86% YoY), MVN (+89% YoY) và HAH (+199% YoY). Kết quả ấn tượng của các doanh nghiệp được góp phần nhờ việc đầu tư mở rộng công suất như HAH với bốn tàu mua mới, GMD bắt đầu ghi nhận lợi nhuận ổn định từ cảng Gemalink.
- ❖ Định giá:** Tuy cổ phiếu ngành vận tải biển tăng trung bình 11.5% YTD, kết quả kinh doanh tích cực của các công ty trong ngành đã đưa định giá P/E về mức 10.9 lần, tương đương với mức trung vị giai đoạn ba năm gần nhất. Với kỳ vọng KQKD ghi nhận mức tăng trưởng 15% trong năm 2022, chúng tôi đánh giá mức định của ngành vận tải biển đang ở mức hấp dẫn.
- ❖ Rủi ro ngành:** Giá cước vận tải tiếp tục suy giảm. Bên cạnh đó, những lo ngại về suy giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ làm giảm sức mua hàng hoá và nhu cầu vận tải biển.

Mã CK	Sàn	Vốn hoá	Q1/2022										TTM P/E	TTM P/B	
			Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Tổng tài sản		Vốn chủ sở hữu		D/E	ROA			ROE
		Tỷ đồng	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	x	%	%	x	x
CCL	HOSE	424	63	-75%	2	-91%	1,205	-0.3%	591	1%	0.50	4.71%	9.62%	7.32	0.72
GMD	HOSE	16,395	880	28%	274	86%	10,974	9%	7,366	9%	0.25	6.99%	10.48%	22.42	2.49
HAH	HOSE	5,464	652	82%	200	199%	3,870	75%	2,087	47%	0.51	18.74%	33.21%	9.82	3.26
MVN	UPCOM	30,495	3,264	24%	554	89%	26,712	8%	12,115	25%	0.43	8.40%	19.71%	13.83	3.62
PDN	HOSE	2,176	234	8%	50	30%	1,208	16%	747	13%	0.31	14.92%	24.45%	12.62	2.91
PHP	HNX	6,016	548	6%	136	-6%	6,137	4%	5,134	7%	0.12	8.90%	10.87%	11.14	1.37
SGP	UPCOM	4,955	290	-9%	48	-50%	5,367	7%	2,596	10%	0.15	15.89%	32.96%	5.89	2.03
TCL	HOSE	1,098	298	8%	25	14%	891	-9%	597	-9%	0.05	12.30%	20.50%	9.43	1.90
VSC	HOSE	5,369	469	8%	90	42%	3,335	32%	3,107	38%	0.00	12.79%	14.04%	9.96	1.96
<b>Trung bình</b>		<b>8,044</b>	<b>744</b>	<b>9%</b>	<b>153</b>	<b>35%</b>	<b>6,633</b>	<b>16%</b>	<b>3,816</b>	<b>16%</b>	<b>0.26</b>	<b>11.52%</b>	<b>19.54%</b>	<b>11.38</b>	<b>2.25</b>
<b>Trung vị</b>		<b>5,369</b>	<b>469</b>	<b>8%</b>	<b>90</b>	<b>30%</b>	<b>3,870</b>	<b>8%</b>	<b>2,596</b>	<b>10%</b>	<b>0.25</b>	<b>12.30%</b>	<b>19.71%</b>	<b>9.96</b>	<b>2.03</b>



## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

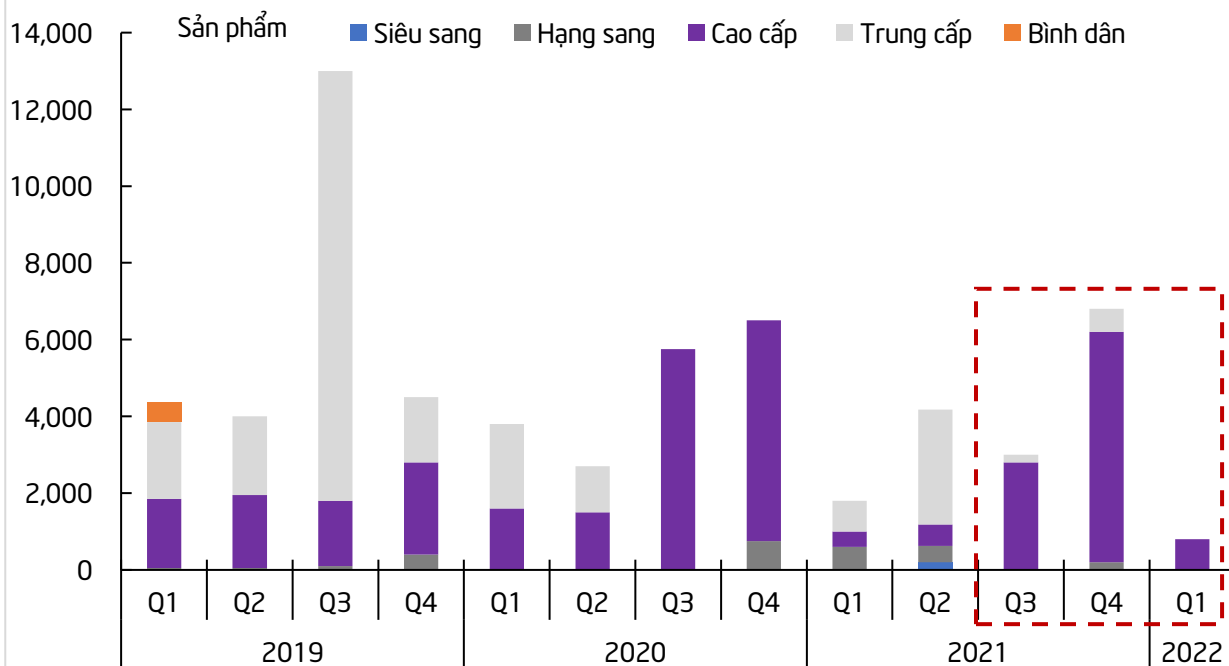
# ĐỐI MẶT VỚI NHIỀU THÁCH THỨC TRONG NGẮN HẠN



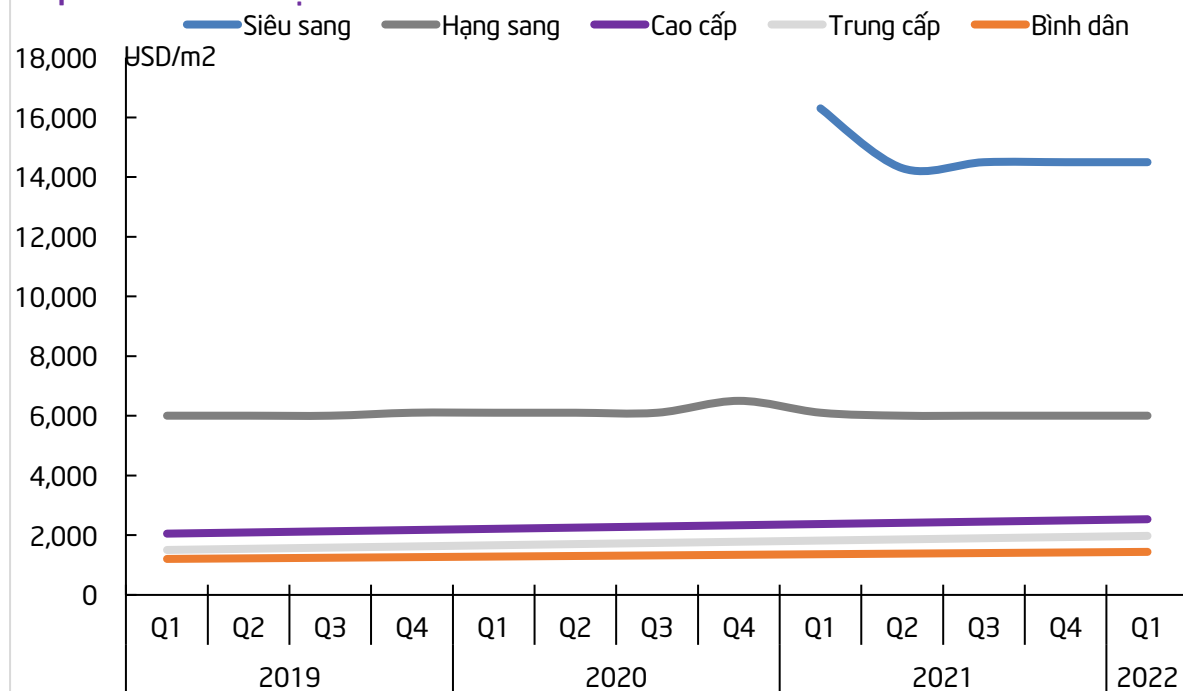
# Thị trường BĐS TP. HCM: Nguồn cung căn hộ mở bán thấp trong đầu năm

- ❖ **Nguồn cung căn hộ mở bán mới theo quý đạt mức thấp nhất kể từ 2013.** Theo CBRE, thị trường TP.HCM trong Q1/22 chỉ ghi nhận 884 sản phẩm từ dự án Akari (Bình Tân). Nguồn cung thấp trong giai đoạn đầu năm phản ánh sự giới hạn quỹ đất tại TP.HCM cũng như tác động của dịch bệnh vào ngành xây dựng trong những năm qua đã ảnh hưởng tiến độ phát triển dự án.
- **Với sự giới hạn quỹ đất, cơ cấu căn hộ tại TP.HCM đang chuyển dịch nhanh sang phân khúc cao cấp.** Trong năm 2019, số lượng căn hộ cao cấp chỉ chiếm khoảng 30% tổng nguồn cung, con số tăng gấp đôi lên hơn 60% vào 2021 cho thấy sự ưa chuộng của nhà phát triển và thị trường đối với các căn hộ giá trị cao.
- **Với sự thay đổi phân khúc mở bán, giá bán sơ cấp cũng tăng lên tương xứng.** giá bán TB tại TP.HCM đạt 54.9 triệu đồng/m<sup>2</sup> (2.390 USD/m<sup>2</sup>; +3,9% QoQ; +7.8% YoY). Tuy vậy, tốc độ tăng giá có phần chậm lại so với 2021. Vì nguồn cung mở bán thấp, sản phẩm tiêu thụ tại Q1/22 giảm xuống 1,247 căn hộ (-78% QoQ; -53% YoY) nhưng vẫn duy trì tỷ lệ hấp thụ hơn 90%, phản ánh nhu cầu cao đối với BĐS.

**Cơ cấu sản phẩm căn hộ tại TP.HCM đang chuyển dịch mạnh về phân khúc cao cấp**



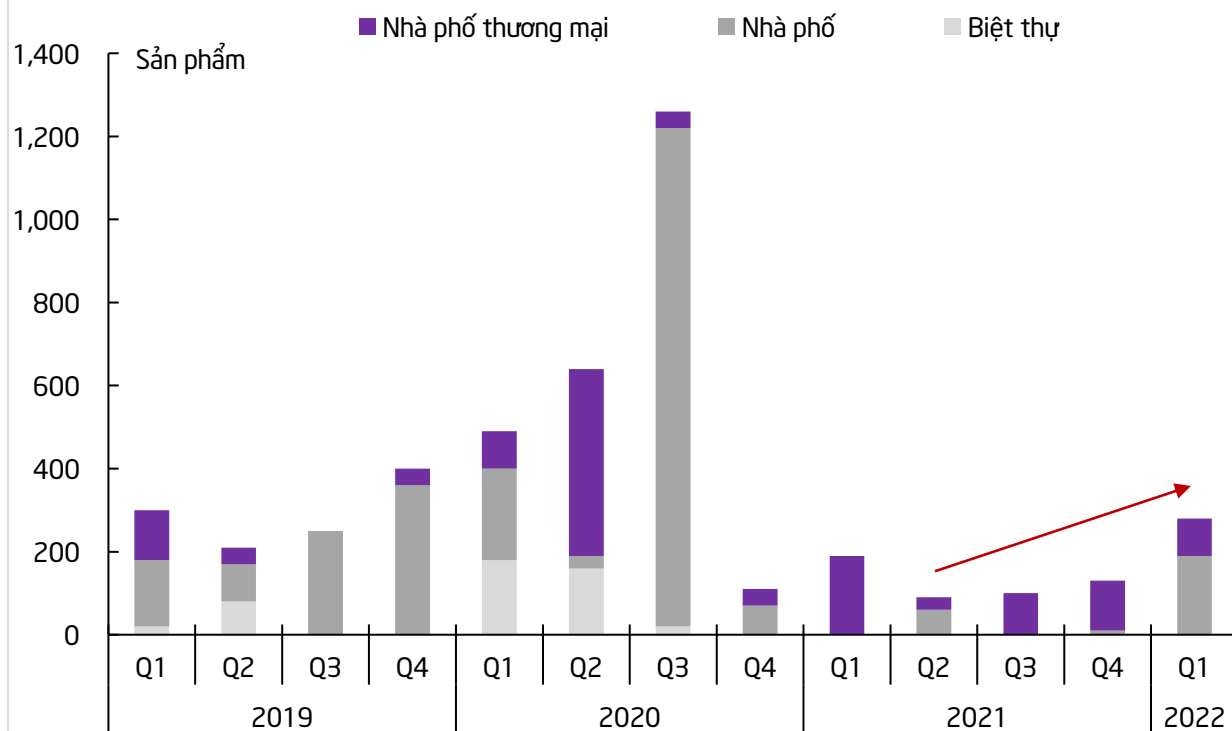
**Tốc độ tăng giá bán sơ cấp căn hộ đang chậm lại tại hầu hết phân khúc căn hộ**



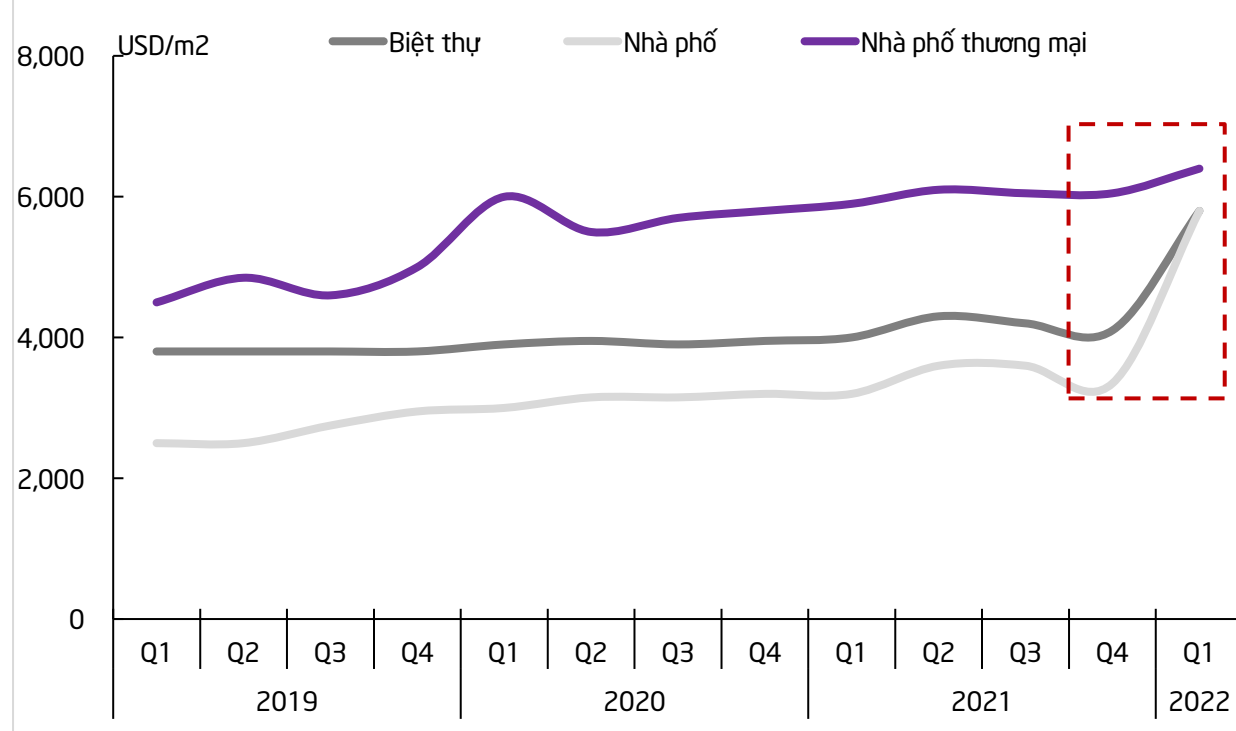
# Thị trường BĐS TP. HCM: Ghi nhận tín hiệu sôi động từ nhóm nhà phố

- ❖ **Nhóm nhà phố biệt thự được bổ sung nguồn cung mới.** Số lượng nhà phố & biệt thự mở bán mới ghi nhận 280 căn tại Q1/22 (+23,3% QoQ; +64,7% YoY), phần lớn đến từ các khu đô thị tại Quận 2,12, Thủ Đức và Bình Chánh. Trong đó, nhà phố và biệt thự chiếm tỷ trọng 38% và 62% nguồn cung mới.
- **Thị trường biệt thự phía Đông và Nam TP.HCM tiếp tục duy trì sức nóng.** Tại Q1/22, tỷ lệ hấp thụ tích lũy duy trì mức cao, đạt hơn 98% phản ánh nhu cầu lớn của thị trường. Giá bán sơ cấp qua đó cũng nhảy vọt lên 135.9 triệu đồng/m<sup>2</sup> (5,910USD/m<sup>2</sup>; +26.1% QoQ; +35.5% YoY). Chúng tôi đánh giá khu vực Đông Nam TP.HCM sẽ là khu vực dẫn dắt thị trường trên cơ sở: (1) Với độ hấp thụ cao các nhà phát triển BĐS đang tích cực thu gom và phát triển quỹ đất tại khu vực này; (2) các dự án hạ tầng đầu tư công như cầu Thủ Thiêm 2 và sân bay Long Thành sẽ gia tăng độ kết nối tại khu Đông; (3) Dự kiến khu vực sẽ tiếp tục ghi nhận thêm nhiều nguồn cung mới bao gồm giai đoạn phát triển tiếp theo của các KĐT hiện hữu.

**Nguồn cung nhà phố và biệt thự tại TP.HCM gia tăng mạnh sau một năm thấp điểm**



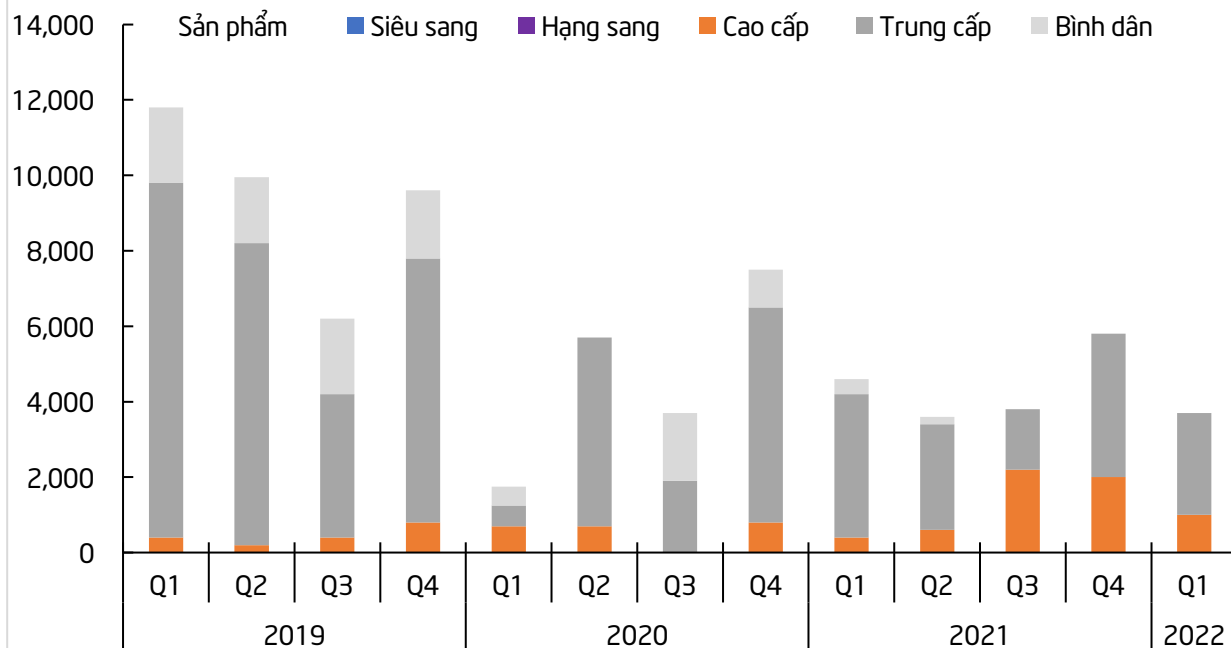
**Giá bán nhóm biệt thự và nhà phố sau tết ghi nhận tăng mạnh lên một tầm giá mới**



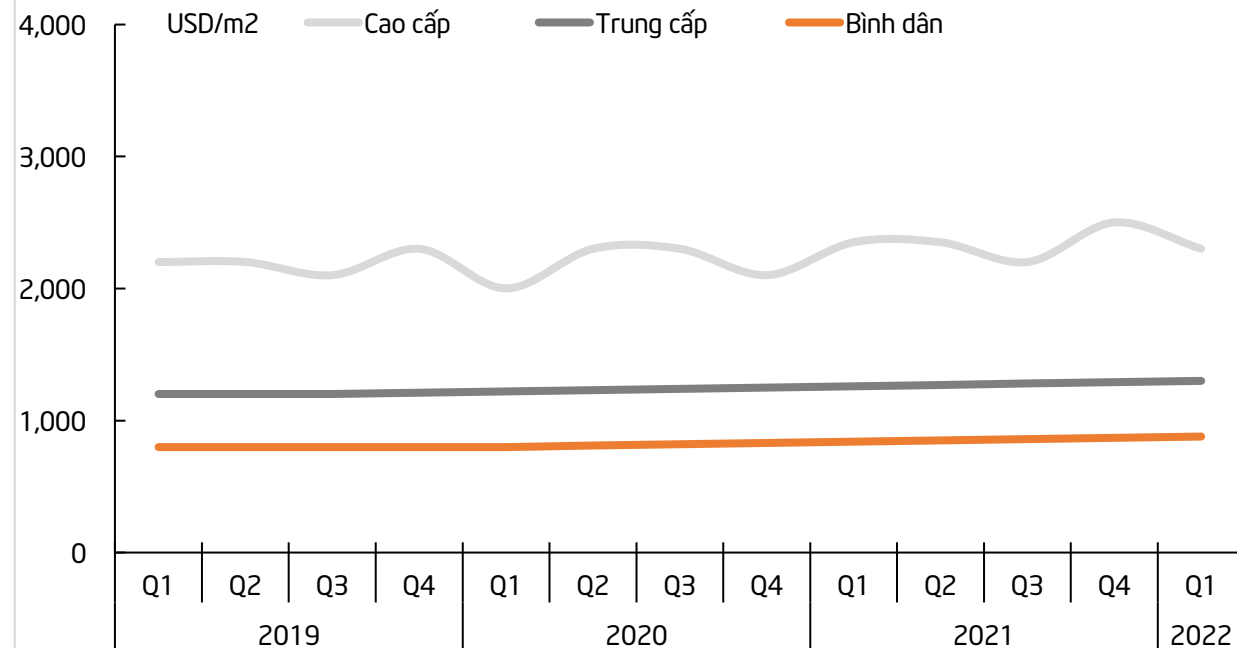
# Thị trường BĐS Hà Nội: Nguồn cung căn hộ sơ cấp ghi nhận suy giảm

- ❖ **Nguồn cung căn hộ chào bán mới suy giảm.** Chịu sức ép bởi rủi ro COVID-19 tái bùng phát tại Hà Nội, số lượng căn hộ mở bán trong Q1/22 chỉ đạt 3,500 sản phẩm (-39% QoQ; -20% YoY). Số lượng mở bán đến từ 2 dự án mở bán lần đầu và các đợt chào bán tiếp theo của 6 dự án hiệu hữu. Trong đó, phân khúc trung cấp vẫn giữ ưu thế cơ cấu sản phẩm, đóng góp 66% trong tổng nguồn cung mới. Phần lớn dự án mới tập trung tại khu vực phía Tây và phía Đông TP. Hà Nội với tỷ trọng lần lượt 53% và 42%.
- **Khảo sát tại TP. Hà Nội, giá bán căn hộ sơ cấp ghi nhận mức tăng tương đối,** đạt trung bình 38 triệu đồng/m<sup>2</sup> (1,655USD/m<sup>2</sup>; +4% QoQ; +13% YoY). Trong đó, giá bán nhóm sản phẩm trung cấp đạt mức tăng nhiều nhất với mức tăng trưởng 16% cùng kỳ. Ngược lại, giá chào bán phân khúc cao cấp ghi nhận giá bán giảm 3% YoY trước sức ép cạnh tranh đến từ những dự án hiện hữu.
- **Nguồn cung căn hộ tại khu vực Hà Nội được dự báo gia tăng vào các giai đoạn tiếp theo,** ước tính đạt 26,000-28,000 sản phẩm cho cả năm 2022. Nguồn cung mới dự kiến sẽ đến từ các dự án phát triển khu đô thị, nhóm sản phẩm đang chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn cung. Tuy vậy, phân khúc bình dân vẫn giữ nguồn cung hạn chế khi đường vành đai 4 vẫn cần thời gian để xây dựng nhằm kết nối trung tâm thành phố đến các khu vực vùng ven. Theo CBRE dự báo, tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ tiếp tục giữ mức cao khoảng 90% trên cơ sở khả quan của thị trường BĐS Hà Nội, tuy vậy đà tăng giá bán dự kiến sẽ chậm lại, đạt trung bình 5-8% cho cả năm 2022

**Nguồn cung căn hộ mở bán mới trong Q1/22 tại Hà Nội ghi nhận giảm sút so với giai đoạn trước**



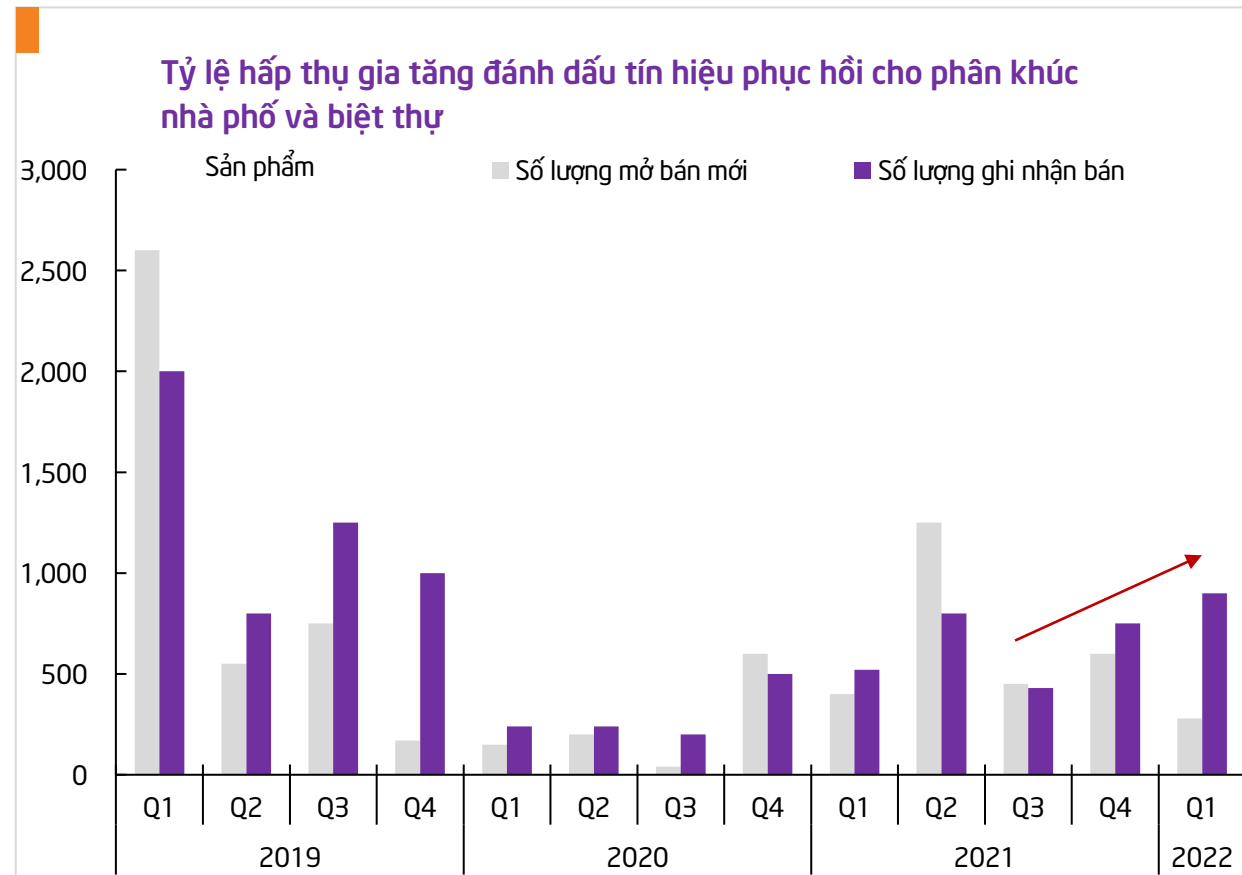
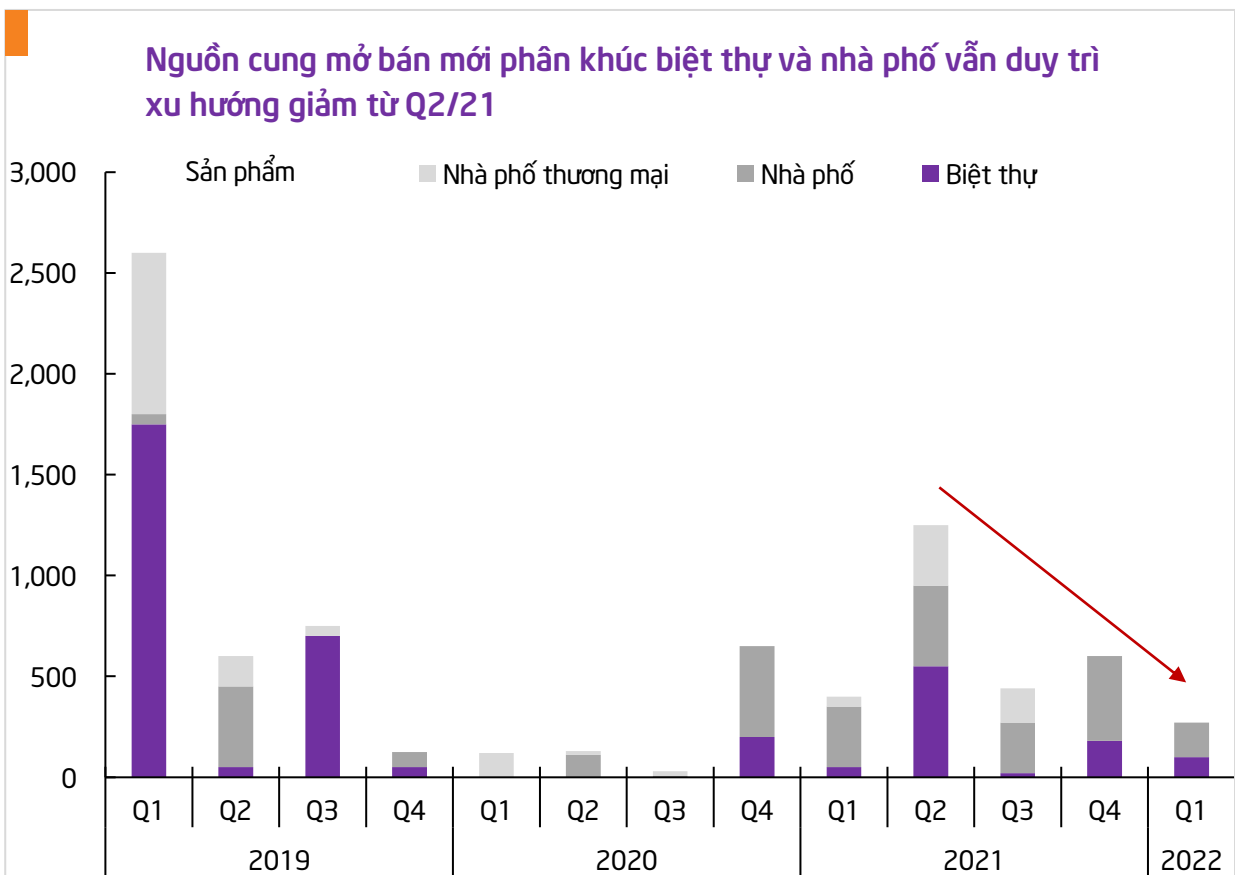
**Tăng trưởng giá bán sơ cấp căn hộ tại Hà Nội ghi nhận sự phân hoá theo phân khúc**



# Thị trường BĐS Hà Nội: Sức hấp thụ nhóm sản phẩm nhà phố phục hồi

## ❖ Thị trường nhà phố và biệt thự ghi nhận tín hiệu phục hồi.

Tại Q1/22 nguồn cung biệt thự và nhà phố ghi nhận hai dự án mới mở bán, cung cấp tổng cộng 296 căn. Với tỷ lệ bán đạt 850 căn trong quý, gấp đôi cùng kỳ đã cho thấy sự hồi phục mạnh của phân khúc này. Cho cả năm 2022, CBRE dự báo số lượng sản phẩm nhà phố và biệt thự sẽ đạt 12,631 – 12,277 căn. Hỗ trợ bởi sự sôi động của thị trường và triển vọng của các dự án cơ sở hạ tầng, giá bán thứ cấp sản phẩm villa và nhà phố thứ cấp trong Q1/22 trung bình tăng lên mức 7,001USD/m<sup>2</sup> (+19.67% YoY) và 7,236USD/m<sup>2</sup> (+6.6% QoQ).

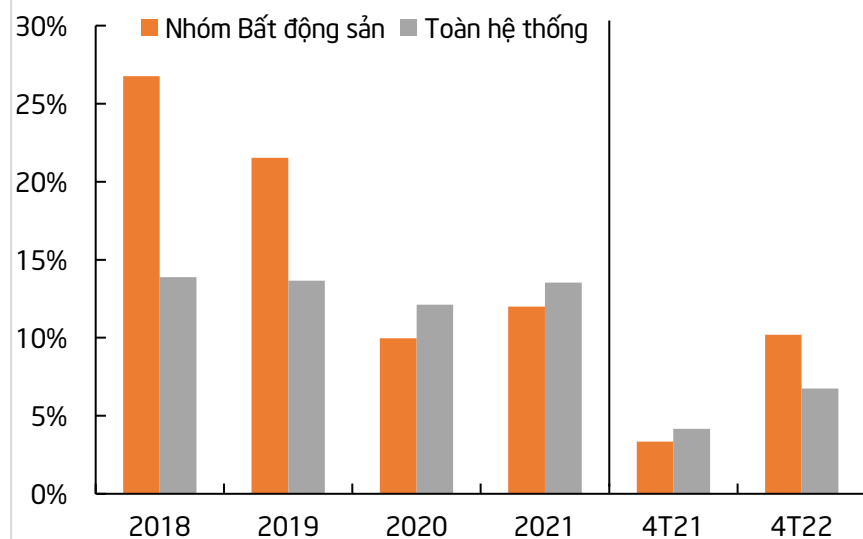


# Ngành BĐS đối mặt với nhiều thách thức hiện hữu trong ngắn hạn

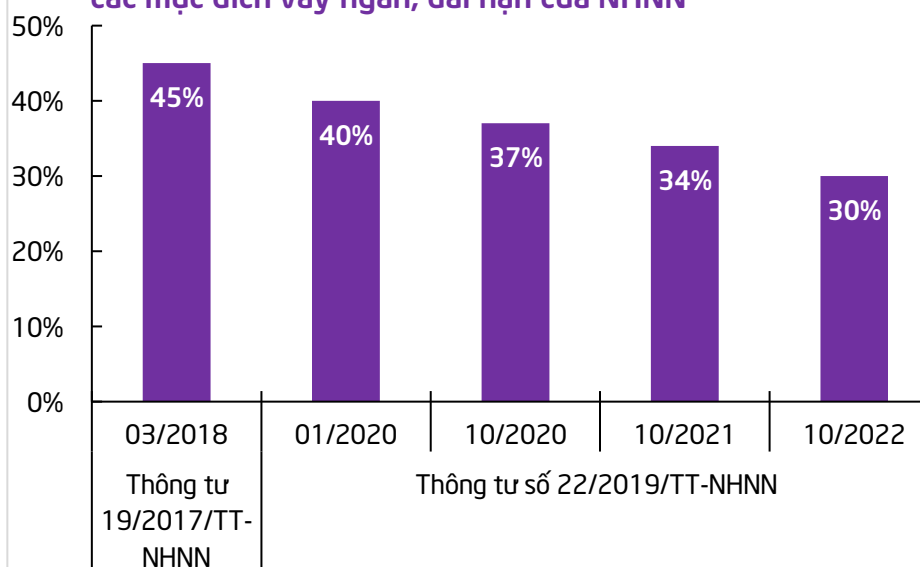
❖ Trong nửa sau của năm 2022, chúng tôi cho rằng ngành BĐS Dân cư vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức hiện hữu trong ngắn hạn. Cụ thể là:

- Mặc dù tín dụng cho lĩnh vực BĐS tính đến cuối tháng 4/2022 đã tăng hơn 10.19% so với đầu năm, cao hơn hai lần so với mức 4.48% của cùng kỳ năm 2021. Tuy nhiên, với thông điệp mà NHNN đưa ra trong việc kiểm soát chặt chẽ nguồn tín dụng đối với các lĩnh vực tiềm ẩn rủi ro cao như bất động sản tại cuộc họp báo về kết quả điều hành chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng 6 tháng đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng điều này có thể ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận tín dụng của người mua BĐS và tiến độ bán hàng của các chủ đầu tư, đặc biệt là BĐS thuộc các phân khúc cao cấp, nghỉ dưỡng, dự án có tính chất đầu cơ. Trên thực tế, từ năm 2016, NHNN đã có động thái siết tín dụng vào thị trường BĐS. Chủ trương giảm tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn, đồng thời gia tăng hệ số rủi ro khi kinh doanh BĐS được quy định tại các Thông tư đã khiến tốc độ tăng trưởng tín dụng BĐS tiếp tục xu hướng giảm.
- Quy định sửa đổi gần về kê khai mức giá chịu thuế có thể có tác động đến thanh khoản thị trường BĐS, vì các hoạt động đầu cơ sẽ được giám sát chặt chẽ hơn, khiến số lượng giao dịch tiềm năng giảm bớt.
- Theo dự thảo sửa đổi, bổ sung điều 8 khoản 8 Thông tư 39/2016, NHNN đề xuất bổ sung một số nhu cầu vốn ngân hàng không được cho vay bao gồm nhu cầu vay vốn để bù đắp vốn tự có/hoàn tiền vay để mua BĐS. Nếu quy định này được thông qua có thể đó ảnh hưởng đến tính thanh khoản của thị trường BĐS.

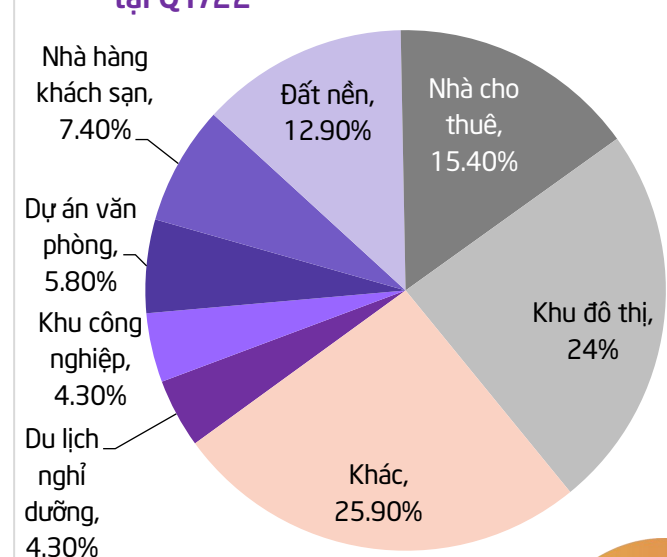
**Tăng trưởng tín dụng nhóm Bất động sản**



**Lộ trình điều chỉnh vốn vay ngắn hạn sử dụng cho các mục đích vay ngắn, dài hạn của NHNN**



**Cơ cấu tín dụng nhóm Bất động sản tại Q1/22**



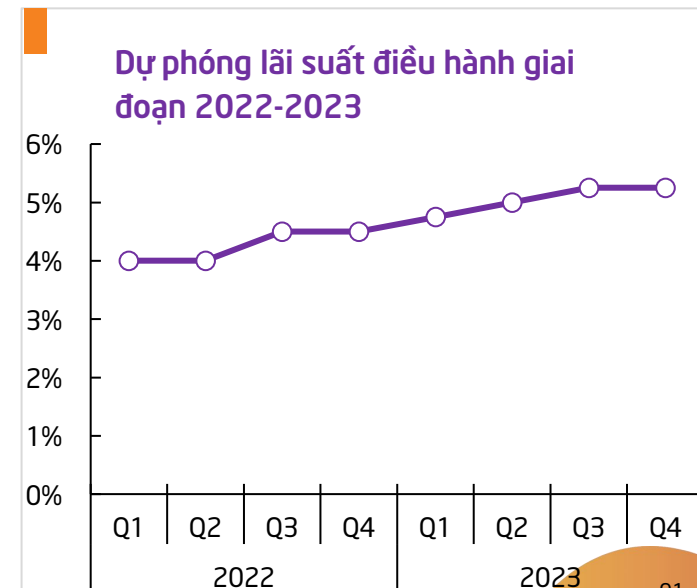
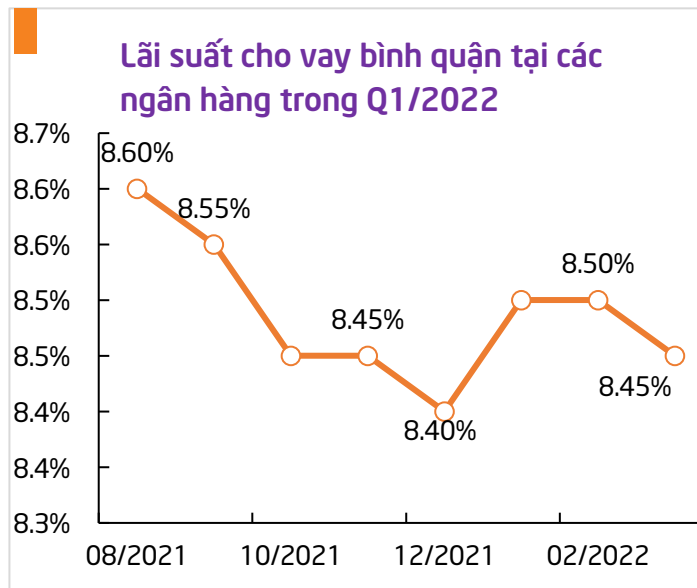
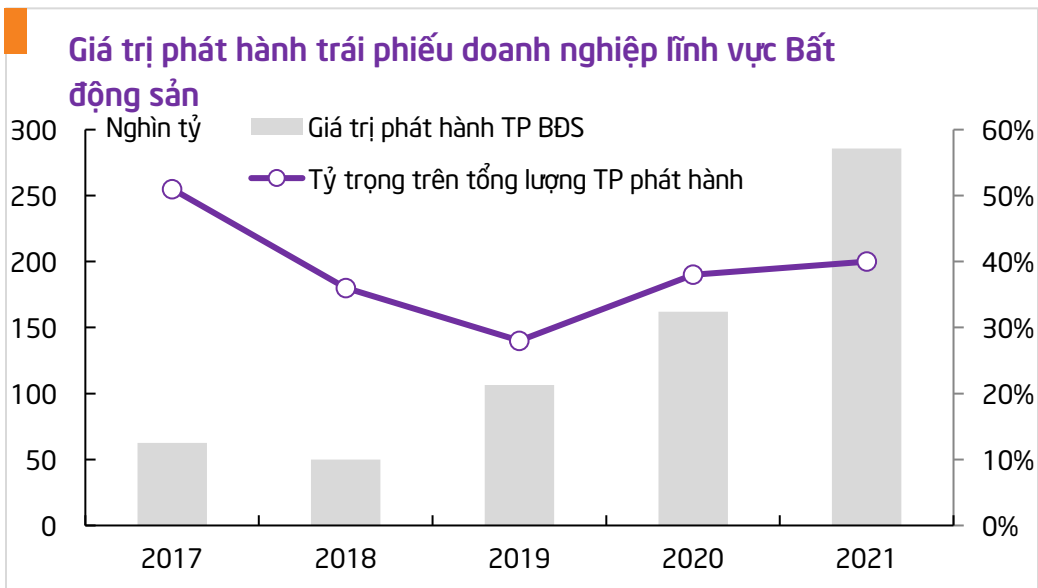
# Ngành BĐS đối mặt với nhiều thách thức hiện hữu trong ngắn hạn

❖ **Dự kiến lãi suất sẽ gia tăng vào nửa sau 2022 trên cơ sở:** (1) Rủi ro lạm phát tại Việt Nam sẽ gây sức ép lên NHNN trong việc nâng lãi suất nhằm ổn định tình hình kinh tế xã hội; (2) xu hướng lãi suất tăng trên toàn thế giới. Việc tăng lãi suất sẽ gây áp lực lên tính thanh khoản của thị trường khi gánh nặng lãi vay gia tăng làm thu hẹp tỷ suất sinh lời của kênh đầu tư BĐS.

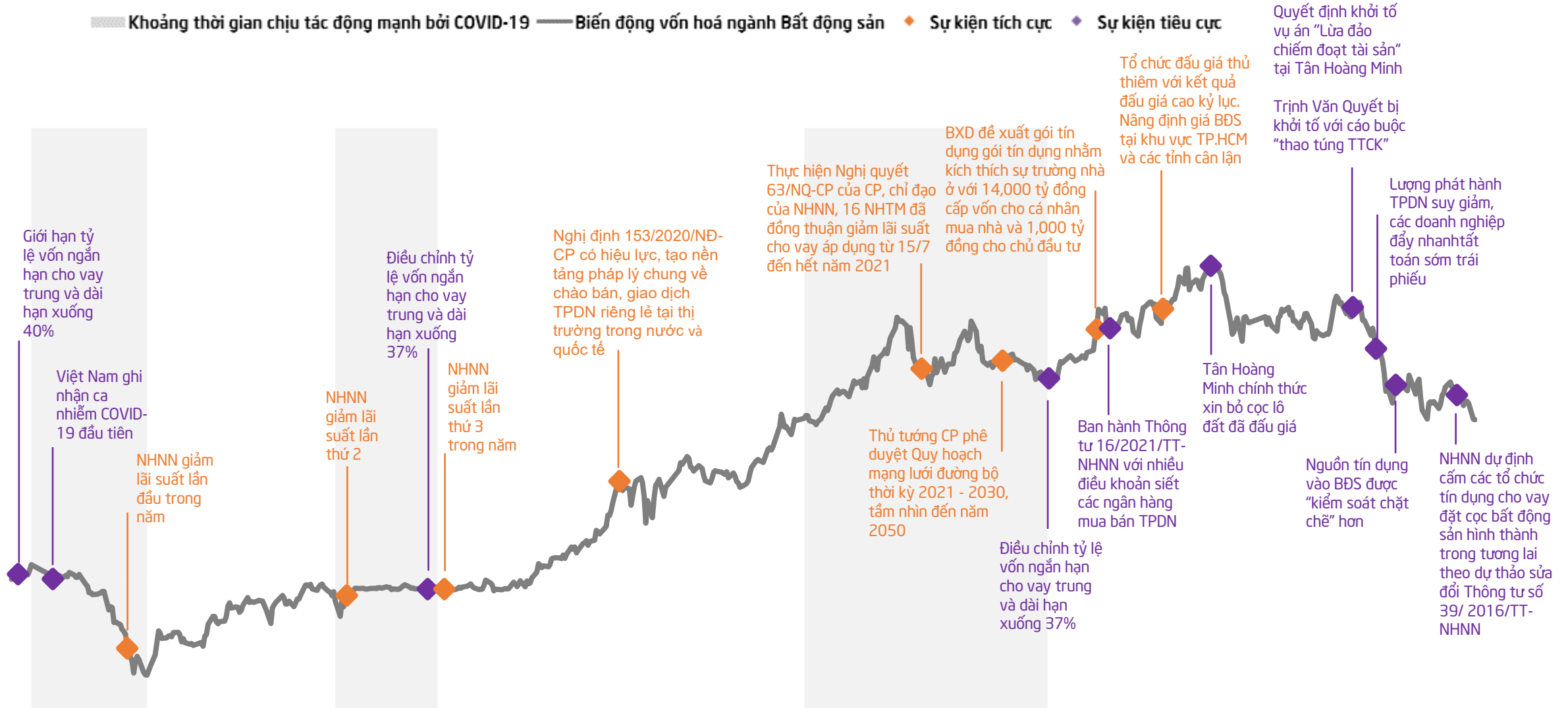
❖ **Tăng cường kiểm soát kênh trái phiếu.** Trong giai đoạn gần đây Khối lượng trái phiếu của DN BĐS ghi nhận giảm mạnh sau khi Cơ quan chức năng tổ chức thanh tra, giám sát việc phát hành, đầu tư, phân phối, giao dịch và sử dụng vốn thu được từ phát hành trái phiếu sau sự việc của Tập đoàn Tân Hoàng Minh. Với mục tiêu chấn chỉnh và bình ổn thị trường vốn, trong ngắn hạn thị trường trái phiếu doanh nghiệp gặp thách thức khi nhà nước tăng cường quản lý, giám sát hoạt động phát hành, phân phối và đầu tư trái phiếu. Tuy nhiên cho dài hạn, việc này sẽ tạo cơ chế và nền tảng vững chắc để doanh nghiệp huy động vốn trên thị trường tài chính.

**Khảo sát lãi suất cho vay mua nhà của một số ngân hàng tại T6-2022**

	Lãi suất ưu đãi	Tỷ lệ cho vay tối đa	Kỳ hạn vay tối đa (năm)
MSB	4.99%	90	35
PVcomBank	5%	85	20
TPBank	5.90%	90	30
Woori Bank	6.10%	70	30
Hong Leong Bank	6.19%	80	25
BIDV	6.20%	100	20
HSBC'	6.20%	70	25
UOB	6.49%	75	25
Techcombank	6.69%	70	35
OCB	6.99%	100	30
SCB	7.90%	100	25
Shinhan Bank	8.20%	70	30
VIB	8.50%	90	30



# Biến động vốn hoá ngành bất động sản



# Kết quả kinh doanh ghi nhận tăng trưởng chậm trong đầu năm

❖ **Các doanh nghiệp phát triển bất động sản ghi nhận kết quả kinh doanh phân hoá.** Tại Q1/2022, nhóm các công ty lớn trong ngành phát triển bất động sản ghi nhận doanh thu tổng cộng 16,193 tỷ đồng, giảm mạnh 18% so với cùng kì. Tuy vậy, lợi nhuận sau thuế vẫn duy trì tăng trưởng 3% YoY lên mức 7,250 tỷ đồng. Trong đó, một số công ty ghi nhận lợi nhuận tăng mạnh như NVL (+101% YoY), KDH (+46%), DIG (+53%). Một số nhóm khác ghi nhận kết quả kinh doanh giảm sút mạnh, đơn cử như NLG (-99.8% YoY), AGG (-76%), DXG (-49%). Nguyên nhân suy giảm đến từ các dự án mà doanh nghiệp triển khai vẫn đang trong quá trình phát triển, chưa bàn giao kịp trong kì. Chúng tôi kì vọng các doanh nghiệp phát triển BĐS sẽ tăng cường đẩy mạnh mở bán các dự án mới và bàn giao các dự án đang triển khai để duy trì mức trưởng KQKD vào các quý còn lại của năm 2022.

Mã CK	Sàn	Vốn hoá	Q1/2022										TTM	TTM	
			Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Tổng tài sản		Vốn chủ sở hữu		D/E	ROA	ROE	P/E	P/B
		Tỷ đồng	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	x	%	%	x	x
VHM	HOSE	275,631	8,923	-31%	4,725	-16%	233,963	13%	136,072	44%	0.19	17.1%	31.4%	7.2	2.1
NVL	HOSE	146,428	1,956	-57%	1,046	101%	224,133	46%	43,452	15%	1.60	1.9%	9.1%	38.5	4.0
PDR	HOSE	35,194	625	7%	279	12%	21,536	24%	8,388	22%	0.57	9.4%	24.2%	18.5	4.8
KDH	HOSE	25,267	143	-83%	300	46%	17,397	28%	11,141	33%	0.40	8.6%	13.0%	19.1	2.4
DIG	HOSE	18,996	519	4%	62	53%	16,393	38%	7,667	59%	0.70	6.6%	15.4%	17.7	2.5
NLG	HOSE	14,303	587	149%	33	-99.8%	23,432	19%	12,940	32%	0.25	3.1%	5.7%	18.9	1.6
DXG	HOSE	12,394	1,792	-39%	408	-49%	28,871	12%	13,971	44%	0.31	3.2%	6.7%	13.6	1.3
HDG	HOSE	11,619	684	-49%	296	-24%	15,986	14%	5,705	31%	1.25	6.5%	20.1%	11.0	2.5
AGG	HOSE	4,323	563	64%	4	-76%	14,491	41%	2,886	27%	1.00	3.3%	15.9%	8.8	1.9
HDC	HOSE	4,145	400	35%	98	25%	4,140	24%	1,543	24%	1.04	8.9%	23.1%	12.5	2.7
<b>Trung vị</b>			<b>606</b>	<b>-14%</b>	<b>288</b>	<b>-1.9%</b>	<b>19,466</b>	<b>24%</b>	<b>9,765</b>	<b>32%</b>	<b>0.64</b>	<b>6.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.7</b>	<b>2.5</b>
<b>Trung bình</b>			<b>1,619</b>	<b>0%</b>	<b>725</b>	<b>-2.8%</b>	<b>60,034</b>	<b>26%</b>	<b>24,376</b>	<b>33%</b>	<b>0.73</b>	<b>6.9%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.6</b>	<b>2.6</b>

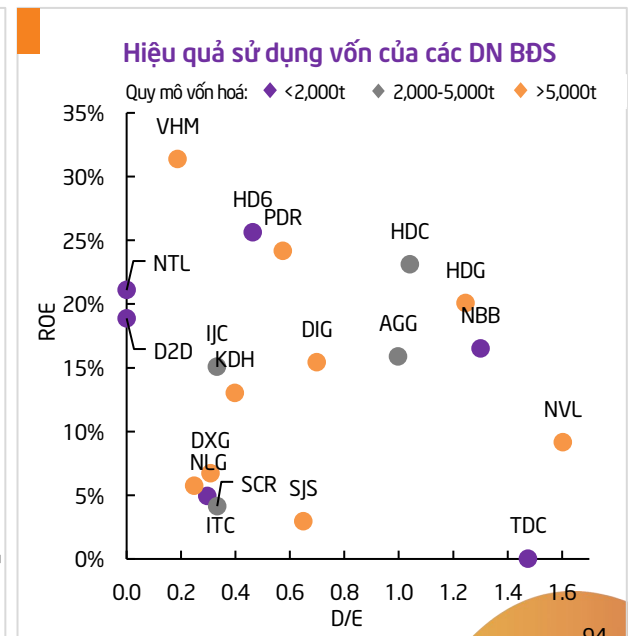
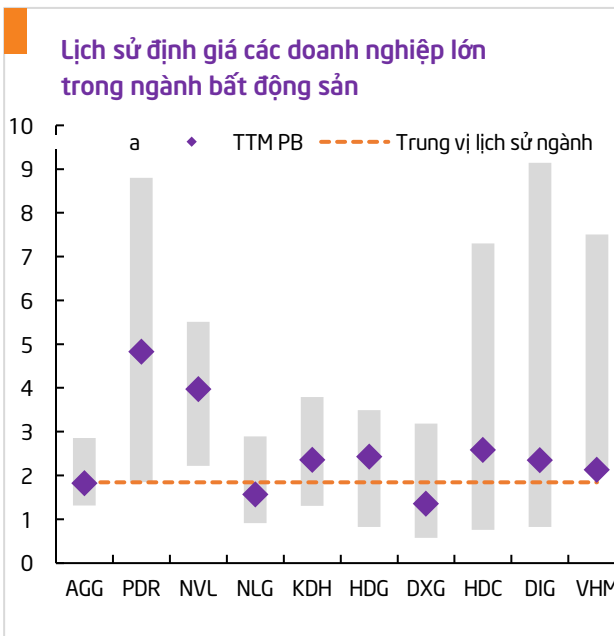
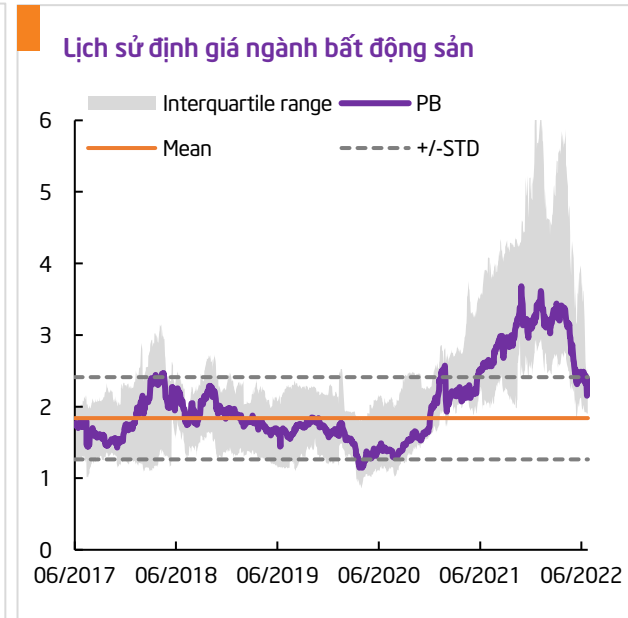
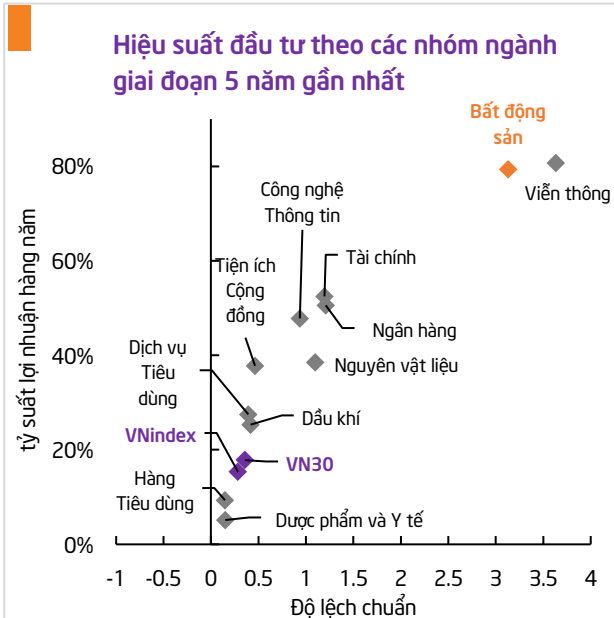
Nguồn: Fiinpro, TPS Research

# Đối mặt với thách thức trong bối cảnh định giá đã về vùng hấp dẫn

❖ **Diễn biến giá nhóm cổ phiếu Bất động sản suy giảm tương đối lớn trong 2022:** Tính từ đầu năm 2022, diễn biến vốn hoá của nhóm 10 DN BĐS lớn nhất trên sàn chứng khoán ghi nhận mức giảm -25.3% đi theo các thông tin tiêu cực chung của ngành. Trong giai đoạn tới, chúng tôi đánh giá ngành bất động sản sẽ chịu nhiều áp lực đến từ góc độ tín dụng, pháp lý và cả rủi ro thanh khoản của kênh đầu tư bất động sản. Với việc nhà nước tăng cường kiểm soát trái phiếu, chúng tôi cho rằng hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành sẽ tập trung phát triển các dự án đã hoàn tất thủ tục pháp lý để tạo dòng tiền trong ngắn hạn, các hoạt động tích lũy quỹ đất sẽ chậm lại khi nguồn vốn tài trợ bị gián đoạn. Bên cạnh đó, những chính sách quản lý tín dụng đối với người mua nhà cũng sẽ gặp nhiều áp lực đối với nhóm giải ngân cho phân khúc cao cấp, qua đó ảnh hưởng gián tiếp đến kế hoạch bán hàng của các doanh nghiệp phát triển dự án trong phân khúc này. Ngược lại, nhà nước cũng đang đẩy mạnh kênh tín dụng cho nhóm nhà ở phân khúc bình dân và nhà ở xã hội. Qua đó, dự kiến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành sẽ phân hoá theo khả năng kiểm soát vốn, quỹ đất và phân khúc phát triển.

❖ **Chúng tôi kì vọng ngành BĐS sẽ có tín hiệu khởi sắc sau một giai đoạn điều chỉnh lớn,** dựa trên các cơ sở: (1) nhóm DN BĐS có vốn hoá lớn đã giảm từ mức trung bình PB 5 năm +3 lần độ lệch chuẩn xuống mức 2.36 (+1 STD). Hiện tại nhóm này đang giao dịch tại mức PE 15 lần, ngang mức trung bình 5 năm, tương đối thấp so với lịch sử; (2) Các doanh nghiệp trong ngành vẫn duy trì hiệu quả kinh doanh khả quan với hệ số ROE cao, trung bình đạt 15% tại Q1/22, một số doanh nghiệp đã chiết khấu về mức định giá thấp trong lịch sử giao dịch.

❖ **Rủi ro ngành:** hiện tại nhà nước đang đẩy mạnh các hoạt động thanh tra và giám sát đối với nhóm các nhà phát triển BĐS nhằm ổn định thị trường vốn và hạ nhiệt giá BĐS. Trong thời gian tới chúng tôi cho rằng ngành bất động sản sẽ tiếp tục chịu các khó khăn lớn đến từ: (1) Xu hướng lạm phát thế giới tăng cao có thể ảnh hưởng đến Việt Nam và gây sức ép lên Ngân hàng nhà nước trong việc tăng lãi suất, ảnh hưởng đến tỷ suất sinh lời của kênh BĐS; (2) Việc các ngân hàng hạn chế room tín dụng dành cho nhóm BĐS sẽ làm giảm tính thanh khoản của thị trường, tác động tiêu cực đến tiềm năng tăng giá bán của các dự án đang phát triển, thu hẹp biên lợi nhuận của các DN phát triển BĐS; (3) Với mục tiêu ổn định thị trường vốn, các DN BĐS sẽ khó khăn hơn trong việc huy động vốn từ kênh trái phiếu, gây áp lực lên dòng tiền của doanh nghiệp.



## NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

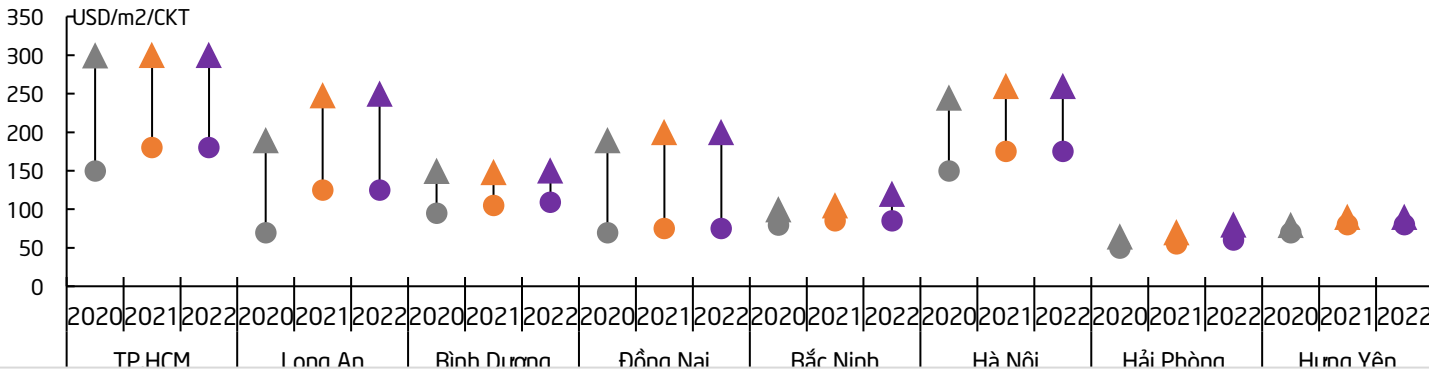
# ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN TRÊN NỀN TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC



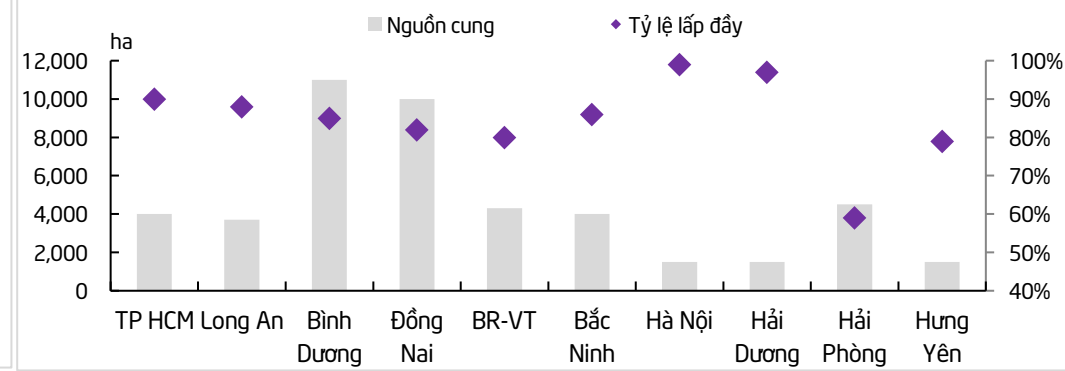
# Giá thuê tăng trưởng thúc đẩy lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành

- ❖ **Giá thuê giữ vững đà tăng trong 2022 là tiền đề để các doanh nghiệp tiếp tục gia tăng biên lợi nhuận, thúc đẩy nguồn thu cho thuê đất.** Cùng với sự sôi động của thị trường, các tỉnh thành trong cả nước ghi nhận hoạt động cho thuê tăng trưởng đáng kể so với cùng kỳ. Chi tiết, các KCN tại miền Nam ghi nhận độ lấp đầy hơn 85%, giá thuê trung bình tăng 9% so với cùng kỳ lên mức 120USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Tại khu vực miền Bắc, tốc độ lấp đầy tăng mạnh, đạt 80% so với chỉ 75% cùng kỳ. Tuy giá thuê trung bình khu vực thấp hơn so với miền Nam nhưng lại ghi nhận mức tăng đáng kể 9.6% lên USD102/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.
- ❖ Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng giá thuê tại các khu vực gần thành phố lớn, các trục giao thông trọng điểm và cảng như Bình Dương, Long An, Bà Rịa Vũng Tàu, Hải Phòng, Hưng Yên và Bắc Ninh sẽ có xu hướng tăng giá mạnh hơn nhờ thiếu hụt nguồn cung. Cho tầm nhìn dài hạn hơn, xu hướng giá thuê sẽ chậm lại khi nguồn cung mới được bổ sung, các công trình cơ sở hạ tầng cũng sẽ giảm thiểu sự mất cân bằng về vị trí địa lý giữa các khu công nghiệp. Bên cạnh đó, chúng tôi lưu ý một số yếu tố có thể tác động vào giá thuê KCN như độ mở của ban ngành địa phương trong việc cấp phép các dự án đầu tư, chi phí giải phóng mặt bằng thúc đẩy giá thuê đất.
- ❖ Nhu cầu thuê đất KCN dự kiến sẽ duy trì tăng trưởng trên cơ sở: (1) Sự ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh sau đại dịch sẽ gia tăng tính thu hút đối với các dòng vốn chuyển dịch từ Trung Quốc; (2) Ưu thế cạnh tranh về lợi thế địa lý và xã hội như nguồn nhân lực trình độ cao và giá nhân công cạnh tranh; (3) Các dự án đầu tư công tập trung vào đường cao tốc và mở rộng cảng biển sẽ nâng cao tính kết nối giữa Việt Nam trong bản đồ cung ứng toàn cầu,

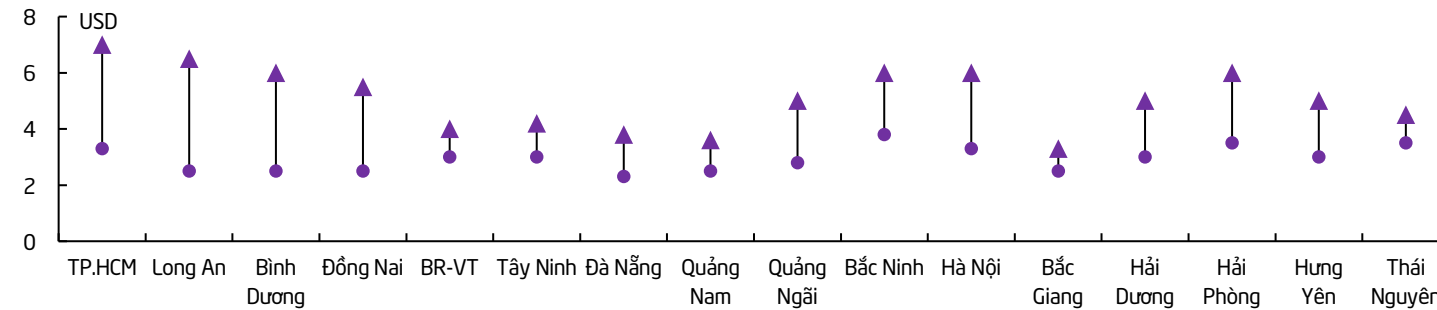
**Tăng trưởng giá thuê đất khu công nghiệp**



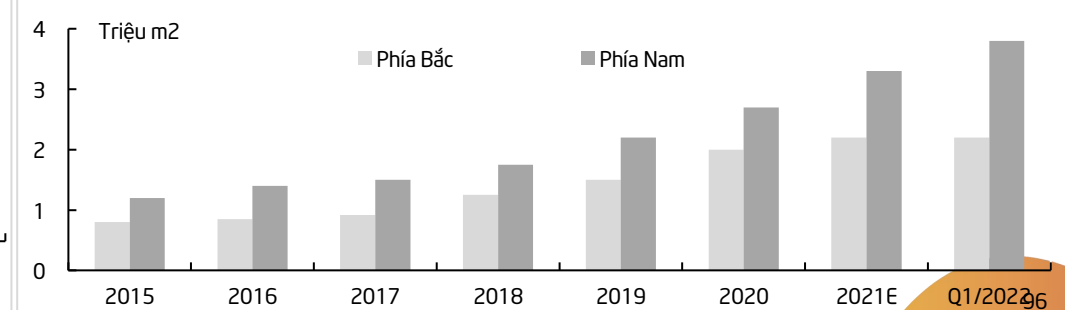
**Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy KCN tại các tỉnh**



**Ước tính giá chào thuê nhà xưởng xây sẵn**



**Lũy kế diện tích nhà xưởng xây sẵn**



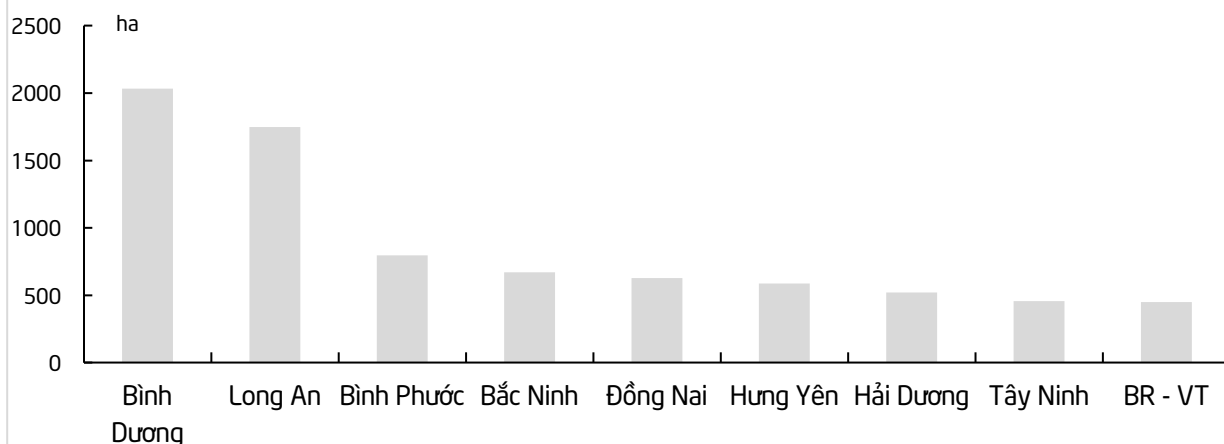
# Tinh giản hoá thủ tục pháp lý sẽ đẩy nhanh quá trình đầu tư các KCN mới

**Sự cải cách và đơn giản hoá thủ tục hành chính sẽ hỗ trợ đẩy nhanh quá trình đầu tư các khu công nghiệp mới:** Với việc ban hành nghị định 35/2022/NĐ-CP vào cuối tháng 5, các thủ tục cấp phép thành lập KCN mới đã được đơn giản hoá với sự phân quyền quản lý về các tỉnh thành địa phương. Bên cạnh đó, các dự án KCN có thể có được giấy phép đầu tư ngay khi được chấp thuận chủ trương đầu tư. Chúng tôi kì vọng các doanh nghiệp có kế hoạch mở rộng các KCN hiện hữu hoặc đang trong quá trình đầu tư dự án mới có thể đẩy nhanh quá trình pháp lý, đem lại nguồn cung cho thị trường BĐS KCN sớm hơn dự kiến.

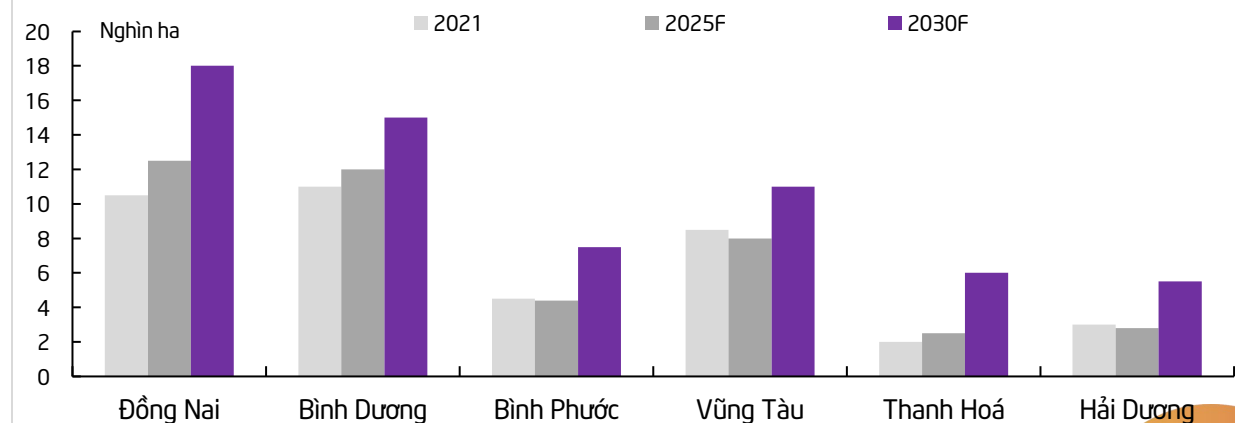
## Các khu công nghiệp được ký Quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư kể từ đầu năm 2022

TT	Khu công nghiệp	Chủ đầu tư	Vị trí	Quy mô (ha)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Cơ sở pháp lý
1	Hòa Phú mở rộng GD1	THHH Hoà Phú Invest	Hiệp Hoà, Tỉnh Bắc Giang	85	1,093	646/QĐ-TTg
2	Tiên Thanh	CTCP Đầu tư KCN Tiên Thanh	Tiên Lãng, TP. Hải Phòng	410.46	4,597	647/QĐ-TTg
3	Đồng Văn I	CTCP Tập đoàn Hoá chất Nhựa	Tỉnh Hà Nam	49.05	541,521	148/QĐ-TTg
4	Yên Mỹ II mở rộng	TNHH Phát triển hạ tầng KCN Hoà Phát Hưng Yên	Tỉnh Hưng Yên	216	2,683	650/QĐ-TTg
5	Hoà Cẩm GD2	Tổng Công ty đầu tư xây dựng và thương mại Anh Phát	Hòa Vang, TP. Đà Nẵng	120	2,233	363/QĐ-TTg
6	Đồng Vàng	Tổng Công ty Đầu tư xây dựng và thương mại Anh Phát	Nghi Sơn, tỉnh Thanh Hóa	492	2,400	362/QĐ-TTg
7	Nhuận Trạch	Công ty TNHH Hoà Phú – Hoà Bình	Lương Sơn, tỉnh Hòa Bình	200	2,024	256/QĐ-TTg
8	Tân Lập	TNHH Saigontel Long An	Cần Giuộc, tỉnh Long An	245	2,590	361/QĐ-TTg
9	Phú Thuận	Bình Đại, tỉnh Bến Tre	UBND tỉnh Bến Tre & các nhà đầu tư khác	231.78	3,582	149/QĐ-TTg

Dự kiến quỹ đất công nghiệp các tỉnh cuối 2022 sau khi được bổ sung nguồn cung



Dự kiến nguồn cung các tỉnh thành theo kế hoạch sử dụng đất quốc gia trong giai đoạn 2021-2025, tầm nhìn 2030



# Tín hiệu tích cực đến từ kết quả kinh doanh

**Ngành bất động sản khu công nghiệp khép lại quý 1 với kết quả hoạt động kinh doanh khả quan.** Thống kê các doanh nghiệp niêm yết lớn hoạt động trong lĩnh vực phát triển bất động sản cho thấy sự tăng trưởng đột phá về doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể, doanh thu toàn ngành đạt 8,553 tỷ đồng, tăng trưởng hơn 13.6% so với cùng kỳ năm trước. Đi kèm với mức doanh thu cao, lợi nhuận sau thuế tăng hơn 39% lên mức 2,475 tỷ đồng. Trong kỳ, một số doanh nghiệp ghi nhận mức lợi nhuận sau thuế tăng trưởng đột biến, gấp nhiều lần cùng kỳ như IDC (381%), VGC (153%) hay PHR (252%).

**Hoạt động cho thuê đất tiếp tục khởi sắc trong 2022 nhờ dòng vốn FDI tích cực.** Thị trường BĐS KCN trong nửa đầu năm 2022 khá sôi động với hàng loạt các dự án FDI lớn đổ về đầu tư tại các tỉnh như:

- Nhà máy chế tạo sản phẩm điện tử, phương tiện thiết bị mạng và các sản phẩm âm thanh đa phương tiện của Goertek Vina tại Khu công nghiệp WHA, Nghệ An với tổng vốn đầu tư hơn 500 triệu USD.
- Dự án nhà máy sản xuất linh kiện điện tử (JNTC - Hàn Quốc) tại Phú Thọ, được điều chỉnh mức đầu tư thêm 163 triệu USD
- Dự án thương mại và dịch vụ GE Việt Nam tại tỉnh Bắc Ninh với số vốn điều chỉnh 216.9 triệu USD
- Dự án nhà máy của Coca-Cola tại KCN Phú An Thạnh tại Long An với tổng vốn đầu tư hơn 3,100 tỷ đồng
- Dự án nhà máy Lego với quy mô 44 ha tại khu công nghiệp VSIP 3, Bình Dương. Vốn đầu tư ước tính khoảng 1 tỷ USD.

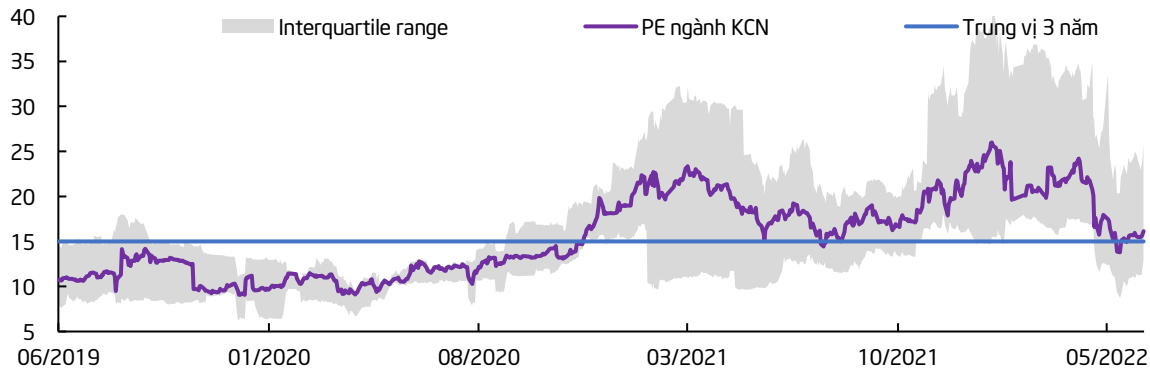
Mã CK	Sàn	Vốn hoá	Q1/2022								TTM P/E	TTM P/B			
			Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Tổng tài sản		Vốn chủ sở hữu				D/E	ROA	ROE
		Tỷ đồng	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY					
BCM	HOSE	73,485	1,433	2%	391	-7%	49,504	7%	17,530	3%	0.07	2.55%	7.39%	59.23	4.44
IDC	HOSE	16,350	1,673	60%	284	381%	16,259	9%	5,312	19%	0.13	4.09%	13.16%	24.96	3.94
SZC	HNX	5,660	277	56%	75	-5%	5,656	11%	1,412	5%	0.23	5.84%	22.79%	17.72	4.01
VGC	HNX	21,095	3,833	63%	752	153%	22,782	6%	9,097	25%	0.21	8.14%	20.70%	12.77	2.71
KBC	HOSE	26,195	692	-65%	523	-20%	31,726	25%	17,029	50%	0.04	2.22%	4.36%	35.52	1.78
IDV	UPCOM	1,324	22	-5%	22	-5%	1,478	15%	594.92	31%	0.37	14.60%	37.42%	6.28	2.23
DPR	HOSE	3,603	204	1%	47	-4%	3,879	9%	2,772	18%	0.17	11.61%	16.92%	7.94	1.62
PHR	HOSE	9,485	366	31%	299	252%	6,137	2%	3,392	2%	0.23	12.39%	23.34%	12.64	2.89
NTC	HOSE	4,199	53	-22%	82	-28%	4,285	-4%	713.98	-10%	0.36	6.23%	35.99%	15.95	5.88
<b>Trung bình</b>		<b>17,933</b>	<b>950</b>	<b>13%</b>	<b>275</b>	<b>80%</b>	<b>15,745</b>	<b>9%</b>	<b>6,428</b>	<b>16%</b>	<b>0.20</b>	<b>7.52%</b>	<b>20.23%</b>	<b>21.45</b>	<b>3.28</b>
<b>Trung vị</b>		<b>9,485</b>	<b>366</b>	<b>2%</b>	<b>284</b>	<b>-5%</b>	<b>6,137</b>	<b>9%</b>	<b>3,392</b>	<b>18%</b>	<b>0.21</b>	<b>6.23%</b>	<b>20.70%</b>	<b>15.95</b>	<b>2.89</b>

# Định giá các doanh nghiệp trong ngành đã về vùng hấp dẫn

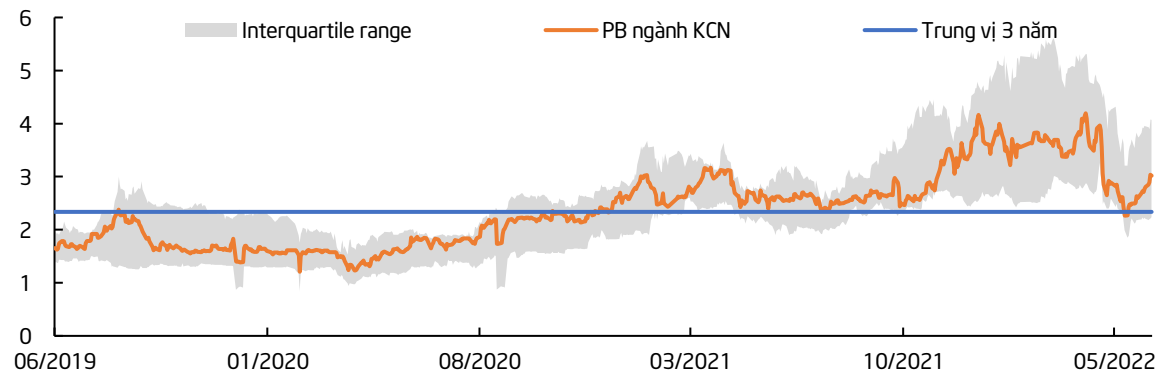
## Cập nhật định giá các doanh nghiệp trong ngành

Giá cổ phiếu ngành BĐS KCN đã giảm khoảng 24.9% so với đầu năm, đưa định giá của ngành BĐS KCN về mức tiệm cận ngưỡng trung vị giao dịch 3 năm. Với tiềm năng tăng trưởng khả quan của ngành bất động sản khu công nghiệp trong giai đoạn sắp tới, chúng tôi thấy rằng định giá của ngành đã được chiết khấu về mức hấp dẫn.

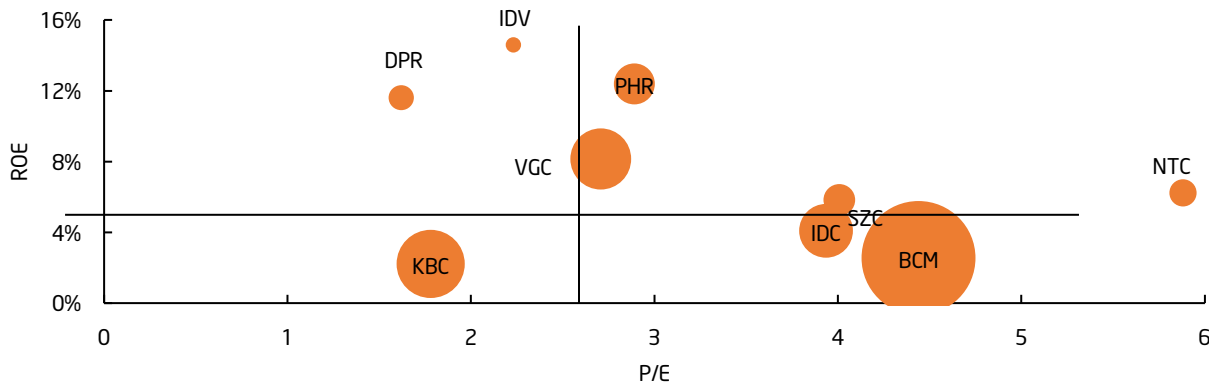
Lịch sử giao dịch PE ngành BĐS KCN



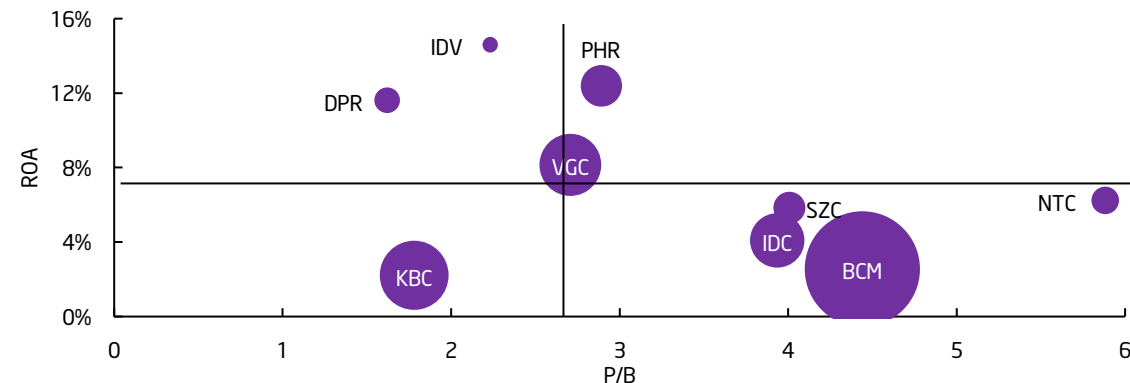
Lịch sử giao dịch PB ngành BĐS KCN



Mức định giá PE và hiệu quả sử dụng vốn các doanh nghiệp trong ngành



Mức định giá PB và hiệu quả sử dụng tài sản



## Rủi ro ngành

Chúng tôi ghi nhận chi phí đền bù và giải phóng mặt bằng tại một số khu vực ghi nhận gia tăng đáng kể. Đối với các KCN vẫn đang trong quá trình đầu tư xây dựng dự án mới, chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao sẽ tạo sức ép lên đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Nguồn: Fiinpro, TPS Research

**NGÀNH PHÂN BÓN:**

# **SỚM KẾT THÚC GIAI ĐOẠN HƯỞNG LỢI TỪ BIẾN ĐỘNG GIÁ PHÂN BÓN THẾ GIỚI**

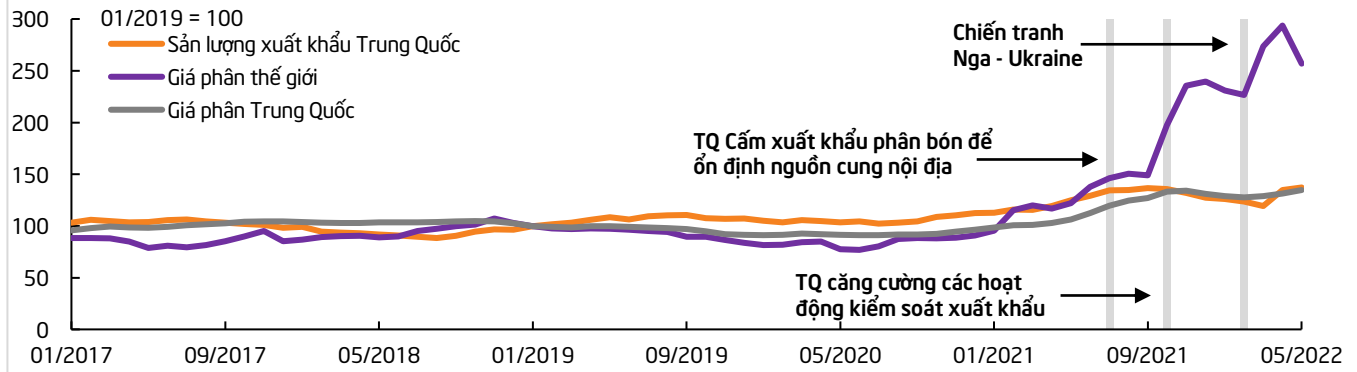


# Các chính sách hạn chế xuất khẩu làm gián đoạn nguồn cung thế giới

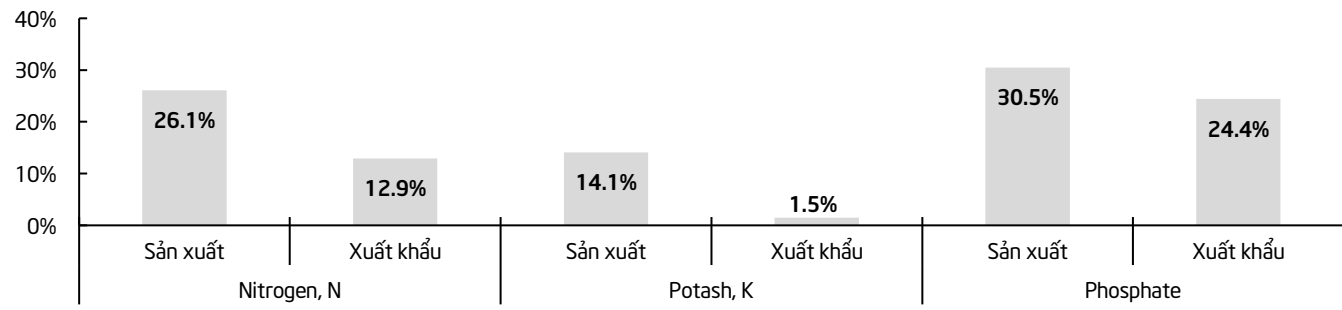
## ❖ Các chính sách hạn chế xuất khẩu của các nước sản xuất lớn ảnh hưởng đến nguồn cung phân bón thế giới

- Trước thời điểm dịch COVID-19, Trung Quốc là một trong những nước có năng lực sản xuất và xuất khẩu phân bón chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn cung thế giới với thị phần xuất khẩu phân đạm, lân và photphat lần lượt là 12.9%, 1.5%, 24.4%. Trong đại dịch, Trung Quốc đã áp dụng các biện pháp cấm xuất khẩu nhằm ổn định nguồn cung nội địa. Qua đó, xu hướng giá tại Trung Quốc đã bình ổn trong khi giá phân tăng vọt trên thị trường quốc tế do thiếu nguồn cung.
- Bên cạnh đó, nguồn cung phân bón cũng bị giảm thiểu do tình trạng đứt gãy nguồn cung từ Nga và Belarus dưới tác động của các biện pháp trừng phạt từ phương Tây và Nga áp hạn ngạch đối với xuất khẩu Phân bón đến hết 2022.
- Trên cơ sở các biện pháp hạn chế giao thương của các nước sản xuất lớn đối với các sản phẩm phân bón vẫn duy trì cho đến hết năm 2022, chúng tôi dự báo nguồn cung trên thế giới vẫn sẽ hạn chế cho đến khi nguồn cung mới được bổ sung. Tuy vậy, dữ liệu của tổng cục hải quan Trung Quốc cho thấy sản lượng xuất khẩu phân bón của Trung Quốc đang có dấu hiệu gia tăng trở lại, qua đó có thể kỳ vọng nguồn cung mới từ phía Trung Quốc sẽ giải quyết tình trạng thiếu hụt và hạ nhiệt giá thành sản phẩm.

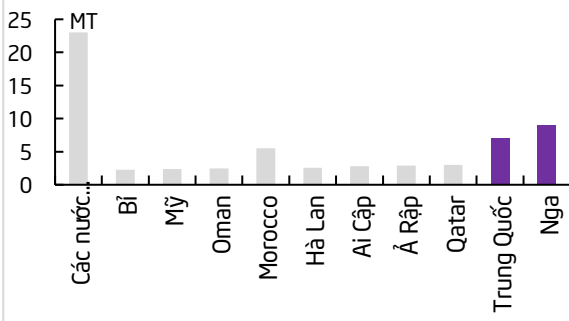
Tác động của lệnh cấm xuất khẩu phân bón Trung Quốc đối với giá phân bón thế giới



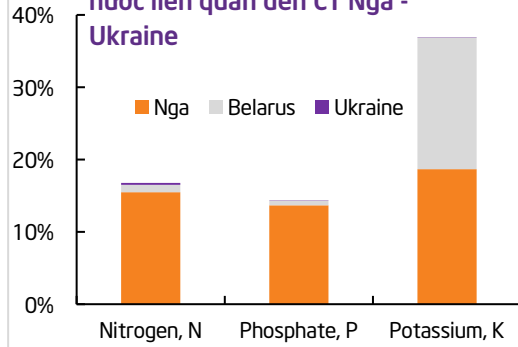
Thị phần sản xuất và xuất khẩu phân bón của Trung Quốc tại thời điểm trước dịch



Top nước có sản lượng xuất khẩu phân ure cao nhất 2020



Thị phần xuất khẩu phân bón các nước liên quan đến CT Nga - Ukraine



Tổng hợp các lệnh hạn chế/ cấm xuất khẩu phân bón trên thế giới

Tình trạng	Phân loại	Quốc gia	Sản phẩm áp dụng	Bắt đầu	Kết thúc	% Ảnh hưởng nguồn cung thế giới		
						Nitrogen	Potash	Phosphate
Hết hiệu lực	Cấm xuất khẩu	Hàn Quốc	Urea	11/11/2021	31/03/2022	0.3%	0.0%	0.0%
		Ukraine	Đạm hỗn hợp	12/03/2022	01/07/2022	0.9%	0.2%	0.0%
Còn hiệu lực	Cấm xuất khẩu	Trung Quốc	Phân lân	28/09/2021	31/12/2022	0.0%	0.0%	0.6%
		Kyrgyzstan	Phân khoáng	26/02/2022	31/12/2022	0.0%	0.0%	0.0%
	Nga	Phân bón	02/02/2022	31/08/2022	10.1%	18.7%	8.6%	
	Giới hạn hạn ngạch xuất khẩu	Trung Quốc	Phân bón	24/09/2022	31/12/2022	10.6%	1.2%	11.4%
	Nga	Đạm hỗn hợp	03/11/2021	31/12/2022	10.1%	2.8%	8.5%	
	Thuế XK	Việt Nam	Phân bón	06/05/2022	31/12/2022	0.2%	0.2%	0.3%

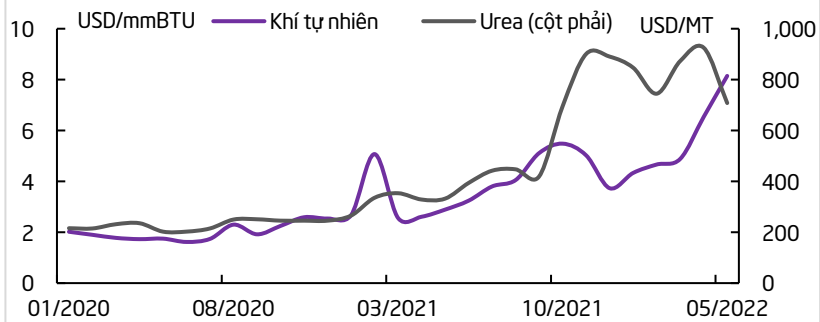
# Giá nguyên liệu đầu vào tạo sức ép lên giá thành phân bón

## ❖ Giá năng lượng leo thang kéo theo giá thành phẩm phân bón tăng:

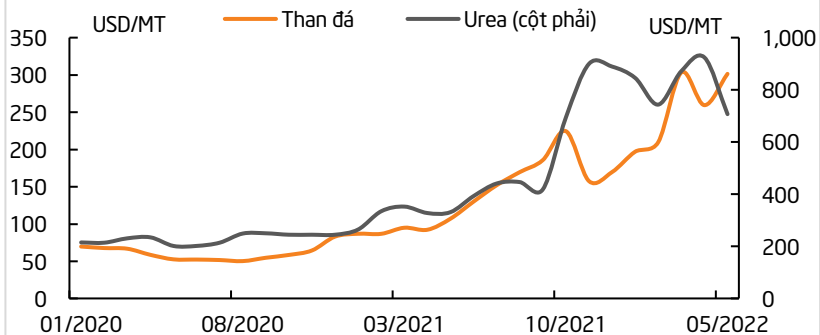
• **Giá than đá và khí tự nhiên xác lập đỉnh mới vào 2022.** Phân ure được sản xuất thông qua việc sử dụng năng lượng để tổng hợp Amonia từ hydro và nitơ với nguyên liệu sản xuất chính là khí tự nhiên và than đá. Qua đó giá đầu ra chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá nguyên liệu đầu vào. Trong giai đoạn tiếp theo, giá khí tự nhiên được dự báo sẽ giảm khi các nước thế giới cân nhắc loại bỏ lệnh trừng phạt để ổn định lạm phát, tăng cường khai thác và tìm kiếm nguồn cung thay thế nhằm hạ nhiệt giá năng lượng. Về phía than, đà tăng giá được dự báo sẽ tiếp diễn cho đến 2023 hỗ trợ bởi nhu cầu cho hoạt động sản xuất điện năng.

• **Cước vận tải bình ổn trở lại sau hai năm biến động mạnh.** Trong các năm trước, đại dịch đã gây ra sự gián đoạn trên diện rộng trong chuỗi cung ứng quốc tế, dẫn đến gia tăng chi phí vận chuyển và kéo dài thời gian vận chuyển lâu hơn. Tuy nhiên, chi phí vận chuyển hàng rời đã giảm đáng kể trong 2022. Hiện chỉ số Baltic Dry Index đang dao động quanh mốc 2,159, giảm 38% kể từ mức đỉnh xác lập vào tháng 10 năm 2021. Trong thời gian tới, giá cước vận chuyển hàng rời dự kiến sẽ điều chỉnh dựa trên cơ sở: (1) số lượng tàu đóng mới sẽ tăng nguồn cung chuyên chở; (2) tình trạng ngắc nghẽn tàu đã bớt căng thẳng so với giai đoạn trước; (3) Nhu cầu vận chuyển giảm khi các DN giảm lượng tích trữ tư liệu sản xuất trước rủi ro suy thoái. Qua đó kỳ vọng giá cước vận tải giảm sẽ hỗ trợ hạ nhiệt giá đầu vào và đầu ra của sản phẩm phân bón.

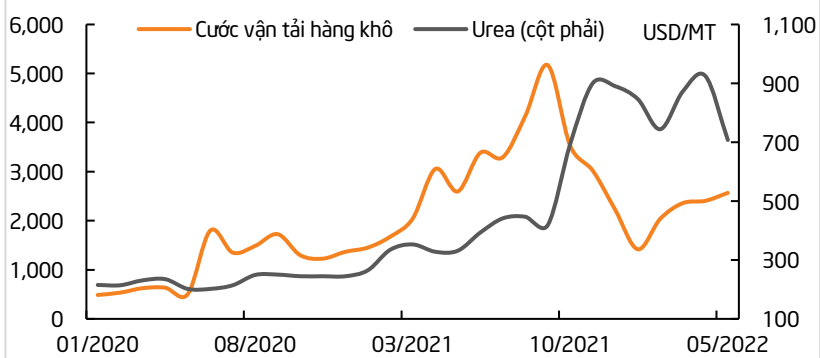
**Tương quan giữa giá khí tự nhiên và giá ure**



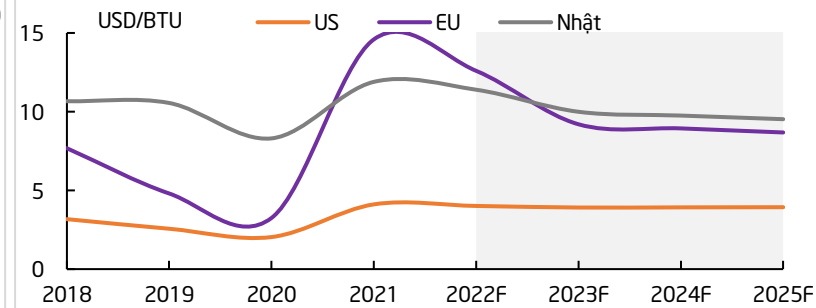
**Tương quan giữa giá than và giá phân ure**



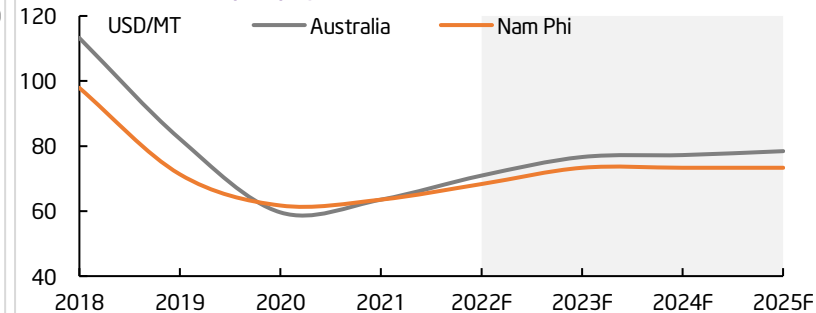
**Tương quan giữa cước vận tải và giá ure**



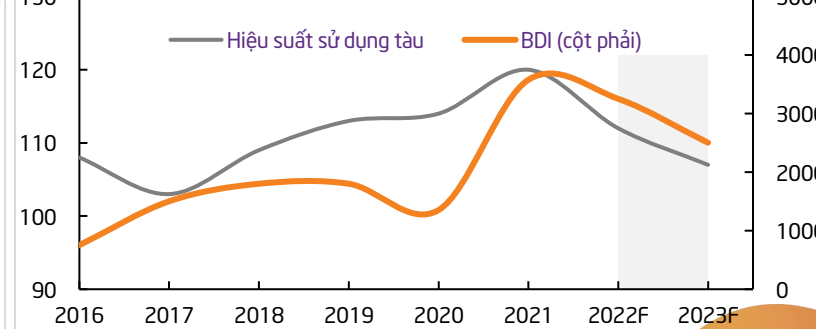
**IMF dự báo giá khí tự nhiên sẽ bắt đầu hạ nhiệt kể từ năm 2022**



**IMF dự báo giá than sẽ duy trì ở mức cao, hỗ trợ bởi nhu cầu cao cho hoạt động sản xuất**



**Cước vận tải biển hàng rời bắt đầu điều chỉnh khi tình trạng gián đoạn cảng và nguồn cung ổn định trở lại**



# Định giá đã về vùng thấp nhưng giai đoạn hưởng lợi sẽ sớm kết thúc

**Kết quả kinh doanh tích cực.** Trong giai đoạn vừa qua, giá cước vận tải ở mức cao đã bảo vệ các DN sản xuất phân bón Việt Nam khỏi sự cạnh tranh của phân bón nhập khẩu tại thị trường nội địa. Bên cạnh đó, việc các nước hạn chế xuất khẩu đã mở ra cơ hội cho các DN Việt Nam xong việc mở rộng thị phần ra nước ngoài và hưởng lợi nhờ đà tăng của giá phân bón thế giới. Tại quý 1, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất phân bón lớn đều ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan. Trong đó, nhóm phân bón ure ghi nhận lợi nhuận sau thuế tăng nhiều lần như DCM (+989% YoY), DPM (+1,138% YoY).

**Định giá.** Kể từ đầu năm, vốn hoá năm doanh nghiệp lớn trong ngành đã điều chỉnh 20.2%. Cùng với kết quả kinh doanh tích cực với LNST tăng mạnh trong Q1/22, định giá của ngành phân bón đã được đưa về mức 5.6x, tương đối thấp so với mức 10.6x của trung vị 5 năm. Trong đó, chúng tôi đánh giá cao DPM và DCM nhờ định giá hấp dẫn và tăng trưởng cao.

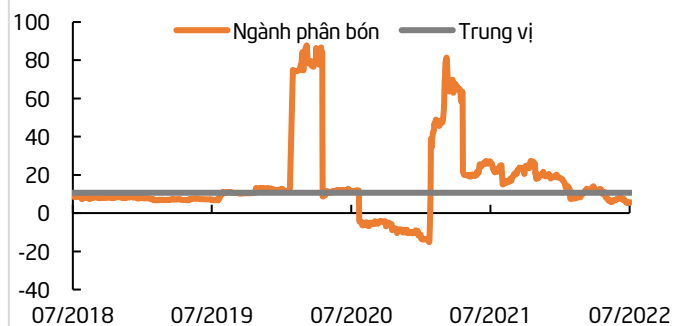
## Rủi ro đầu tư

**Tăng cường biện pháp hạn chế xuất khẩu.** Theo bộ NN & PTNN, giá phân bón hiện nay chiếm tới 20 - 25% giá thành sản xuất lúa ở ĐBSCL. Tỷ lệ quy đổi lúa qua phân urea cũng đạt mốc thấp nhất kể năm 2000. Qua đó Bộ NN&PTNT đề xuất sửa đổi Luật số 71/2014/QH13 theo hướng chuyển phân bón sang đối tượng chịu thuế với mức thuế suất hợp lý, nghiên cứu xem xét chính sách tăng thuế xuất khẩu và kiểm soát xuất khẩu đối với mặt hàng phân urê, DAP, MAP. Nếu được thông qua, dự luật sẽ hạn chế khả năng xuất khẩu, các DN sản xuất phân bón khó có thể hưởng lợi từ giá phân thế giới.

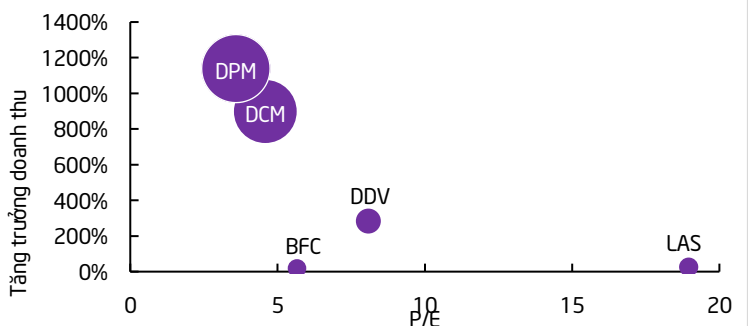
**Rủi ro cạnh tranh từ thị trường Trung Quốc.** Hiện tại, số liệu cho thấy sản lượng xuất khẩu phân bón Trung Quốc tại T5 tăng 11.2% so với cùng kỳ lúc thời điểm chưa bị cấm xuất khẩu. Với giá thành tương đối thấp so với thế giới và năng lực sản xuất cao, phân bón Việt Nam có thể chịu áp lực cạnh tranh nếu Trung Quốc giảm các biện pháp hạn chế xuất khẩu.

Mã CK	Sàn	Vốn hoá	Q1/2022										TTM	TTM		
			Doanh thu		Lợi nhuận ròng		Tổng tài sản		Vốn chủ sở hữu		D/E	ROA	ROE	P/E	P/B	
			Tỷ đồng	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY	Tỷ đồng	%YoY					
DCM	HOSE	15,035	4,075	118%	1,518	898%	12,942	52%	8,973	39%	0.06	30.7%	43.8%	4.58	1.68	
DDV	UPCOM	2,366	863	37%	137	284%	2,095	35%	1,592	23%	0.00	15.7%	20.1%	8.08	1.49	
DPM	HOSE	18,138	5,829	200%	2,126	1138%	15,833	40%	12,389	52%	0.07	37.5%	49.4%	3.58	1.49	
BFC	HOSE	1,303	2,594	47%	86	19%	3,960	28%	1,382	11%	1.14	6.4%	17.7%	5.66	1.16	
LAS	HNX	1,388	1,054	39%	31	27%	2,160	20%	1,363	6%	0.30	3.5%	5.5%	18.96	1.02	
<b>Trung vị</b>		<b>2,366</b>	<b>2,594</b>	<b>47%</b>	<b>137</b>	<b>284%</b>	<b>3,960</b>	<b>35%</b>	<b>1,592</b>	<b>23%</b>	<b>0.07</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>5.66</b>	<b>1.49</b>	
<b>Trung bình</b>		<b>7,646</b>	<b>2,883</b>	<b>88%</b>	<b>779</b>	<b>473%</b>	<b>7,398</b>	<b>35%</b>	<b>5,140</b>	<b>26%</b>	<b>0.31</b>	<b>19%</b>	<b>27%</b>	<b>8.17</b>	<b>1.37</b>	

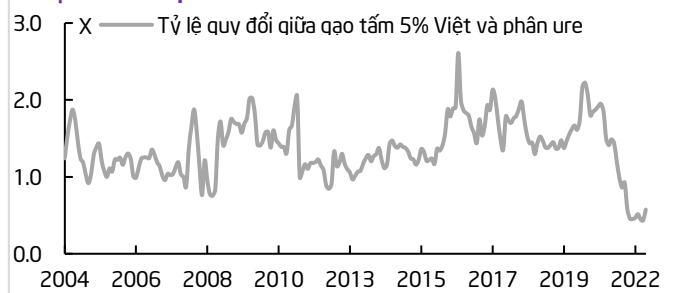
Lịch sử PE ngành phân bón



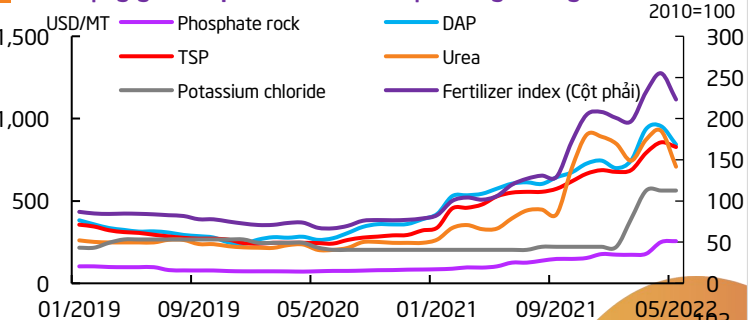
Định giá các doanh nghiệp trong ngành



Tỷ lệ giá gạo đầu ra trên giá phân đầu vào đạt mức thấp nhất vào năm 2022



Biến động giá các phân bón trên thị trường chung



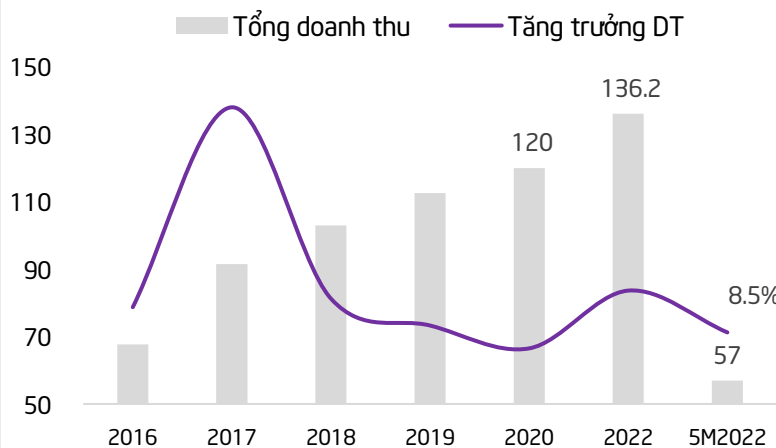
## NGÀNH CÔNG NGHỆ THÔNG TIN

# CHIẾN LƯỢC "MAKE IN VIETNAM" THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG NGÀNH TÍCH CỰC

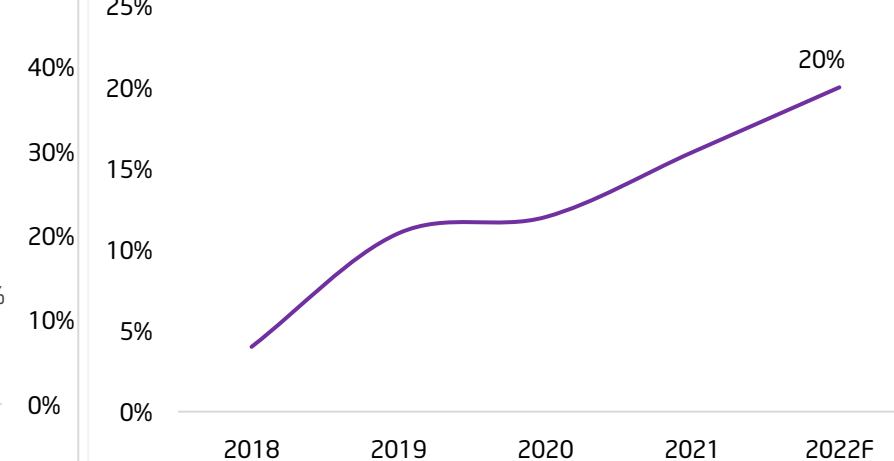


# DOANH THU CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM TRONG CƠ CẤU NGÀNH ICT KỲ VỌNG ĐẠT 20% TRONG NĂM 2022

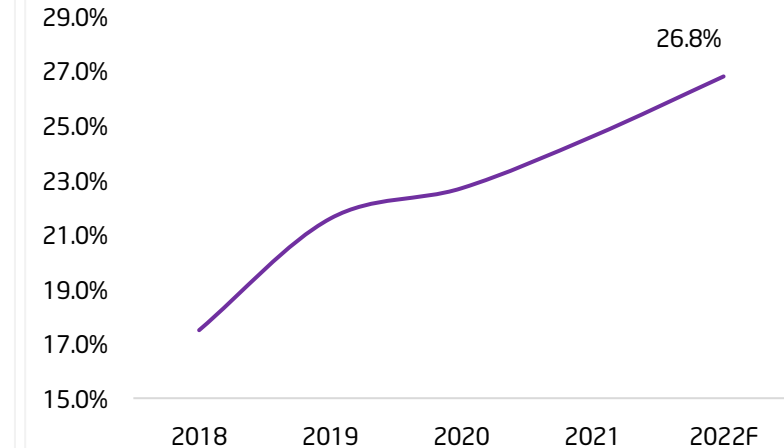
**Doanh thu Công nghiệp CNTT - điện tử, viễn thông (tỷ USD)**



**Tỷ trọng doanh thu doanh nghiệp Việt Nam/ Tổng doanh thu ICT**



**Tỷ trọng "Make in VietNam"/Tổng doanh thu ICT**



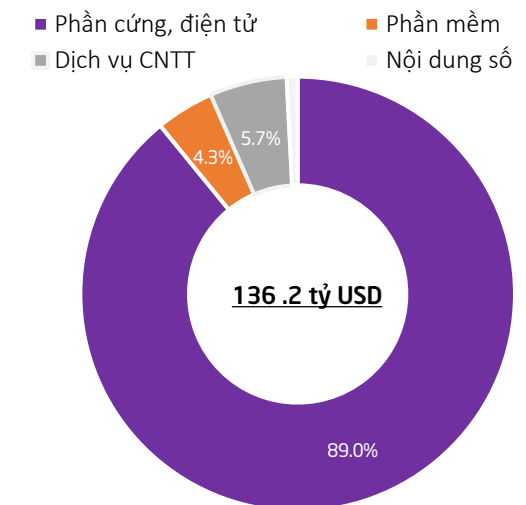
❖ **Ngành Công nghiệp CNTT – điện tử viễn thông 5T2022**, doanh thu toàn ngành ICT ước đạt 57 tỷ USD (+8.5% yoy). Giá trị xuất khẩu sản phẩm phần cứng, điện tử ước đạt 44.8 tỷ USD chiếm khoảng 78.6% giá trị ngành ICT. Cả năm 2022, doanh thu ICT kỳ vọng tăng trưởng ở mức 9.5% yoy, đạt 151.8 tỷ USD.

❖ **Trong cơ cấu doanh thu ICT, tỷ trọng của các doanh nghiệp Việt Nam** ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2018-2021. Nếu như năm 2018, các doanh nghiệp Việt Nam chỉ chiếm 4% thì đến năm 2021, tỷ trọng của các doanh nghiệp Việt Nam đã tăng lên mức 16% và kỳ vọng đạt khoảng 20% trong năm 2022.

❖ **Yếu tố thúc đẩy sự phát triển mạnh mẽ của toàn ngành ICT trong giai đoạn 2022-2025.**

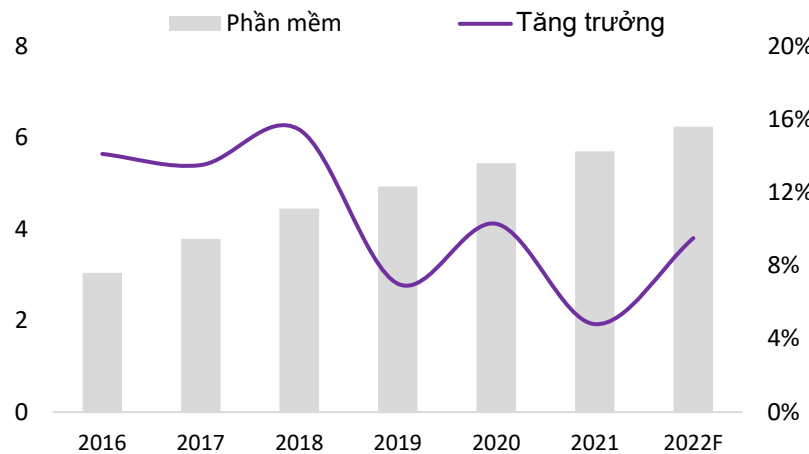
- Dịch Covid-19 đã thúc đẩy sự thay đổi công nghệ trong toàn nền kinh tế thông qua thay đổi thói quen và hành vi của người tiêu dùng thông qua việc sử dụng công nghệ để làm việc, giáo dục, y tế trực tuyến, các phương tiện lái tự động, mua sắm trực tuyến, không gian ảo...
- Với mục tiêu ngành ICT Việt Nam đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu gấp 2-2.5 lần tốc độ tăng trưởng GDP cả nước (trong giai đoạn 2021-2025), Bộ Thông tin và Truyền thông (Bộ TT&TT) đặt tầm nhìn và sứ mệnh mới là dịch chuyển từ gia công, lắp ráp sang làm sản phẩm tại Việt Nam, làm chủ công nghệ, sáng tạo công nghệ với tỷ lệ "Make in Viet Nam" đạt trên 45% với các chính sách hỗ trợ và thúc đẩy ngành.
- Với các yếu tố về trình độ nhân lực, nguồn nhân công IT giá rẻ, Việt Nam là một trong những lựa chọn cạnh tranh nhất thế giới về gia công phần mềm, các sản phẩm ICT hiện nay.

**Cơ cấu doanh thu ngành ICT Việt Nam 2022F**

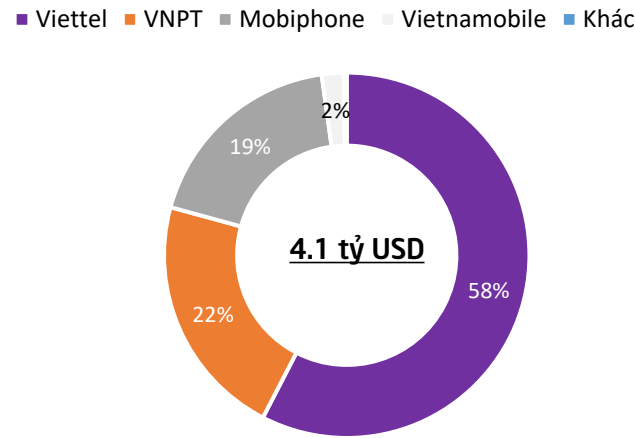


# DOANH THU DOANH NGHIỆP VIỆT NAM: PHẦN MỀM (+9.5% YOY), VIỄN THÔNG (+5.8% YOY) TRONG NĂM 2022

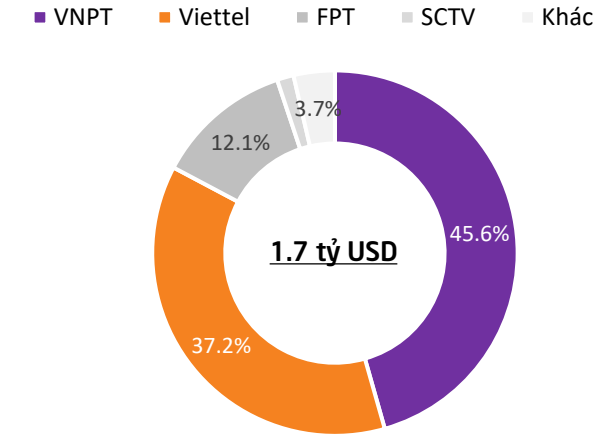
Doanh thu dịch vụ phần mềm (tỷ USD)



Thị phần viễn thông di động mặt đất 2022F



Thị phần băng rộng cố định mặt đất 2022F



**Phần mềm:** Kỳ vọng doanh thu Công nghiệp phần mềm năm 2022 ước đạt 6.2 tỷ USD (+9.5% yoy), đóng góp phần lớn từ FPT, Global CyberSoft, TMA, VNG, CMC.

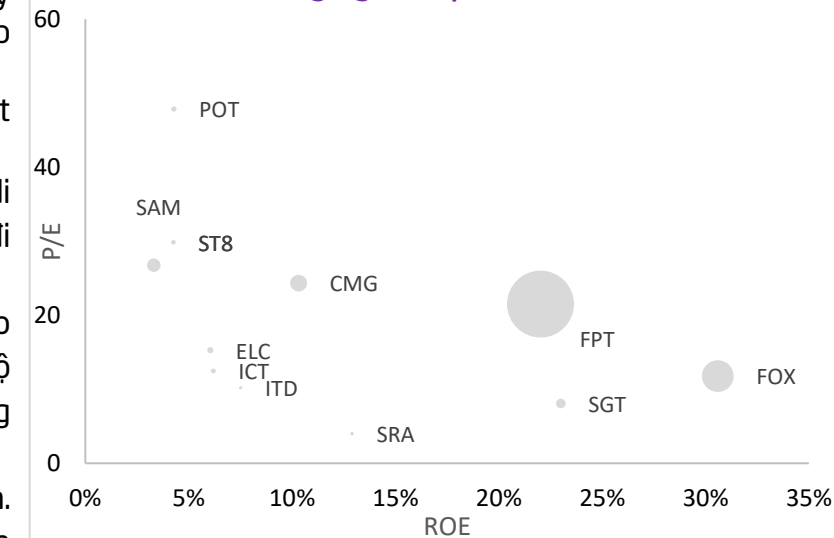
- *Chuyển đổi số và ứng dụng các dịch vụ phần mềm sẽ là động lực thúc đẩy ngành:* Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp CNTT sẽ tiếp tục phục hồi mạnh mẽ khi nhu cầu CNTT và phần mềm gia tăng, doanh nghiệp tăng đầu tư chuyển đổi số, thương mại điện tử, thích ứng với nhu cầu và thói quen của người tiêu dùng sau dịch.
- *Xu hướng CNTT:* cung cấp các dịch vụ cộng thêm như cơ sở hạ tầng đám mây (Cloud), VoIP (Voice over Internet Protocol), monitoring services, dịch vụ sao lưu và phục hồi dữ liệu, dịch vụ tường lửa và an ninh mạng, SaaS

**Viễn thông:** Mạng viễn thông kỳ vọng tăng trưởng 5.8% yoy với đóng góp chủ yếu từ tăng trưởng của viễn thông di động mặt đất (4.1 tỷ USD, +5.1%yoy) và mạng viễn thông băng rộng cố định (1.7 tỷ USD, +7.6% yoy) khi ngành đã đi vào giai đoạn bão hòa.

- *Viễn thông di động mặt đất:* Viettel, VNPT, và Mobi phone hiện chiếm 93% thị phần. Năm 2022, ước tính số thuê bao điện thoại thông minh đạt 94 triệu, +3.8% yoy với các mục tiêu của bộ TT&TT: phủ sóng băng rộng di động tốc độ (>1Gb) đến khu công nghiệp, khu công nghiệp cao, 75% hộ gia đình có Internet cáp quang, 85% thuê bao băng rộng di động/100 dân, 100% người sử dụng điện thoại di động có tài khoản Mobile Money.

- *Viễn thông cố định mặt đất:* Mạng viễn thông băng rộng di động với VNPT, Viettel và Mobifone nắm 94.9% thị phần. Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng lượng thuê bao đạt 20.8 triệu người dùng (+11% yoy). Tuy nhiên, tỷ lệ doanh thu trung bình (ARPU) chúng tôi kỳ vọng giảm 3% ở mức 7 USD.

Mức định giá của một số doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành tại Q1/2022



(Nguồn: Bộ TT&TT, TPS Research)



Lựa chọn cơ hội  
đầu tư cổ phiếu

# CƠ HỘI ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

STT	Mã CP	Giá mục tiêu	Ngành
1	<a href="#">ACB</a>	33,100	<a href="#">Ngân hàng</a>
2	<a href="#">VPB</a>	44,900	<a href="#">Ngân hàng</a>
3	<a href="#">MBB</a>	37,900	<a href="#">Ngân hàng</a>
4	<a href="#">BVH</a>	66,500	<a href="#">Bảo hiểm</a>
5	<a href="#">HPG</a>	34,500	<a href="#">Sắt thép</a>
6	<a href="#">NKG</a>	30,550	<a href="#">Sắt thép</a>
7	<a href="#">DGC</a>	106,700	<a href="#">Hóa chất</a>
8	<a href="#">GIL</a>	72,100	<a href="#">Dệt may</a>
9	<a href="#">MSH</a>	48,200	<a href="#">Dệt may</a>
10	<a href="#">TNG</a>	38,700	<a href="#">Dệt may</a>

STT	Mã CP	Giá mục tiêu	Ngành
11	<a href="#">PTB</a>	85,900	<a href="#">Gỗ</a>
12	<a href="#">GDT</a>	60,900	<a href="#">Gỗ</a>
13	<a href="#">BSR</a>	27,600	<a href="#">Dầu khí</a>
14	<a href="#">GAS</a>	122,100	<a href="#">Dầu khí</a>
15	<a href="#">PVT</a>	24,600	<a href="#">Vận tải dầu khí</a>
16	<a href="#">VHC</a>	96,000	<a href="#">Thủy sản</a>
17	<a href="#">FPT</a>	107,000	<a href="#">CNTT</a>
18	<a href="#">DGW</a>	141,000	<a href="#">Bán lẻ</a>
19	<a href="#">MWG</a>	186,000	<a href="#">Bán lẻ</a>
20	<a href="#">DXG</a>	30,950	<a href="#">Bất động sản</a>

STT	Mã CP	Giá mục tiêu	Ngành
21	<a href="#">VGC</a>	66,300	<a href="#">Bất động sản KCN</a>
22	<a href="#">DPR</a>	90,250	<a href="#">Bất động sản KCN</a>
23	<a href="#">GMD</a>	61,300	<a href="#">Cảng &amp; Vận tải biển</a>
24	<a href="#">HAH</a>	83,800	<a href="#">Cảng &amp; Vận tải biển</a>
25	<a href="#">DCM</a>	35,200	<a href="#">Phân bón</a>
26	<a href="#">DPM</a>	57,150	<a href="#">Phân bón</a>

# ACB - Phát triển bền vững và ổn định - GMT: 33,100 VNĐ

## Điểm nhấn đầu tư 2022:

- ❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:** (1) Tín dụng tăng 16% nhờ nhu cầu hồi phục sau dịch (2) NIM tiếp tục cải thiện tăng thêm 0.2% lên 4.3% nhờ tăng tỷ lệ CASA & tín dụng tăng trưởng cao (3) hoạt động ngoài lãi từ hoạt động dịch vụ và kinh doanh ngoại hối tiếp tục gia tăng +27.7%YoY 4) CIR duy trì mức 35% (5) Chi phí trích lập dự phòng giảm, khi toàn bộ nợ tái cơ cấu đã được trích lập dự phòng đầy đủ trong năm 2021 thay vì phân bổ 3 năm theo quy định của thông tư 14.
- ❖ **Thuộc top đầu ngành với khả năng sinh lời cao và bền vững:** (1) ACB là ngân hàng thuộc top 2 trong ngành về khả năng sinh lời với ROE đạt 23.6%, cao hơn TB ngành là 18.62%; (2) Chất lượng tài sản tốt với tỷ lệ NPL luôn dưới 1% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu lành mạnh 198%; (3) Tập khách hàng đa dạng với rủi ro tập trung thấp (4) Thanh khoản dồi dào và ổn định; (5) Mức độ an toàn vốn cao (CAR ~ 11,2%) tạo bộ đệm vững chắc cho tăng trưởng hoạt động kinh doanh trong những năm sắp tới.

## Ước tính Q2/2022 và 2022

- ❖ **Ước KQKD Q2/2022:** Tổng thu nhập hoạt động +14.4%YoY đạt 7,123 tỷ đồng; Lợi nhuận sau thuế +27%YoY đạt 3,296 tỷ đồng.
- ❖ **Dự báo KQKD 2022:** Tổng thu nhập +24.4%YoY đạt 29,308 tỷ đồng; Chi phí hoạt động +24.6%YoY đạt 10,258 tỷ đồng; Chi phí trích lập dự phòng -24%YoY đạt 2,532 tỷ đồng; LNST +37.6% đạt 13,214 tỷ đồng.

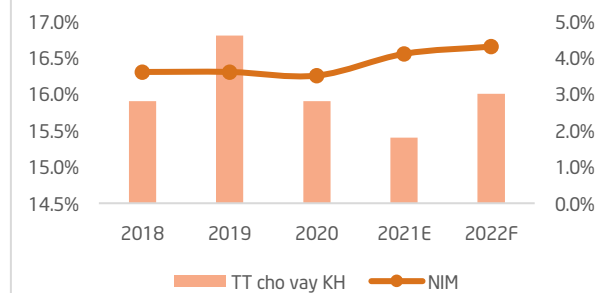
## Định giá:

Sử dụng phương pháp P/B (tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%). Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu ACB là 33,100 VNĐ, +31% so với giá đóng cửa ngày 10/06/2022. GMT đã giảm so với mức GMT trước đó là 45,036 (ngày 07.04.2022) do giảm P/B và P/E mục tiêu lần lượt xuống còn 1.8x và 10x (so với mức trước đó là 1.9x và 11x) trong điều kiện kinh doanh ngành ngân hàng và thị trường chứng khoán có diễn biến không thuận lợi.

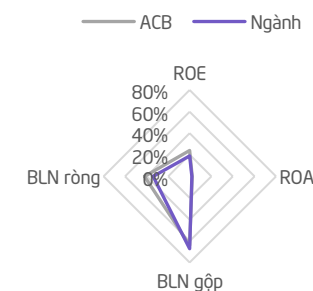
**Rủi ro:** Rủi ro lạm phát cao sẽ gây áp lực gia tăng lãi suất tiền gửi ảnh hưởng đến biên lợi nhuận

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Tổng thu nhập HĐ	tỷ VNĐ	18,161	23,564	29,308
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VNĐ	7,683	9,603	13,214
Biên lãi trước TLDP	%	58.0%	65.0%	65.0%
Biên lãi ròng	%	42.0%	41.0%	45.0%
Tăng trưởng cho vay khách hàng	%	15.9%	15.4%	16.0%
Tăng trưởng huy động	%	14.1%	9.4%	14.8%
NPL	%	0.59%	0.77%	0.8%
NIM	%	3.7%	4.1%	4.32%
ROE	%	24.3%	23.9%	22.7%
EPS	VND	4,018	3,554	3,912
B/V	VND	17,981	18,038	16,921
P/E	x	6.3	7.1	6.4
P/B	x	1.4	1.4	1.5

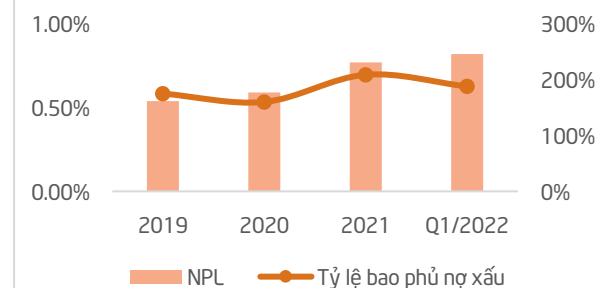
### TT cho vay và NIM



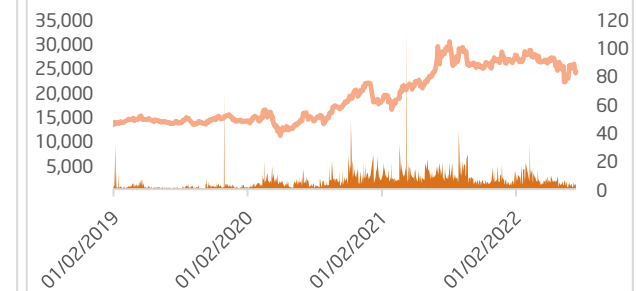
### So sánh với ngành



### NPL và tỷ lệ bao phủ nợ xấu



### Diễn biến giá (VNĐ/CP) và KLGD (triệu cp)



## Điểm nhấn đầu tư 2022:

- ❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:** (1) tăng trưởng tín dụng cao kì vọng 28% nhờ vào hồi phục sau đại dịch covid cho cả ngân hàng mẹ và Fe-Credit (2) NIM tăng nhẹ lên thêm 0.2% lên 7.8% (3) hoạt động ngoài lãi tiếp tục gia tăng đến từ hoạt động thanh toán và bảo hiểm ghi nhận phí tái kí hợp đồng từ AIA (4) CIR tiếp tục cải thiện từ 24% xuống còn 20% (5) tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức 4.8% và trích lập dự kiến gia tăng 30%YoY.
- ❖ **Thuộc top đầu ngành** (1) Đứng top 3 trong ngành về vốn hoá và khả năng sinh lời (2) mức độ an toàn vốn cao là 14.3% tạo bộ đệm vững chắc cho hoạt động kinh doanh (3) Fe-credit đứng đầu ngành trong mảng tài chính tiêu dùng.
- ❖ **Gia tăng vốn, tăng cường hợp tác chiến lược và gia tăng hệ sinh thái tập đoàn:** Ngân hàng sẽ tiến hành tăng thêm 76% vốn điều góp phần tạo nguồn vốn vững chắc hỗ trợ mở rộng hoạt kinh doanh cũng như gia tăng hệ sinh thái tập đoàn. Ngoài ra, việc hợp tác chiến lược với SMBC sẽ hỗ trợ Fecredit về mặt nguồn vốn cũng như là quản trị hoạt động giúp gia tăng lợi thế kinh doanh.

## Ước tính KQKD Q1/2022 và 2022

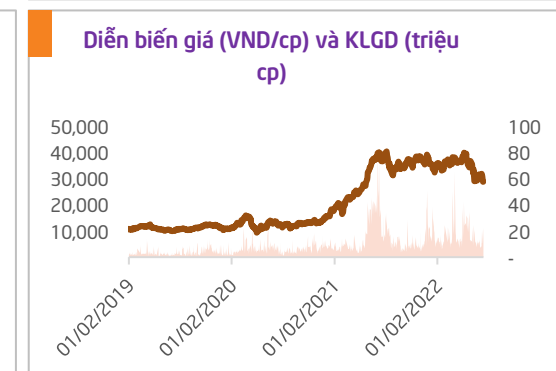
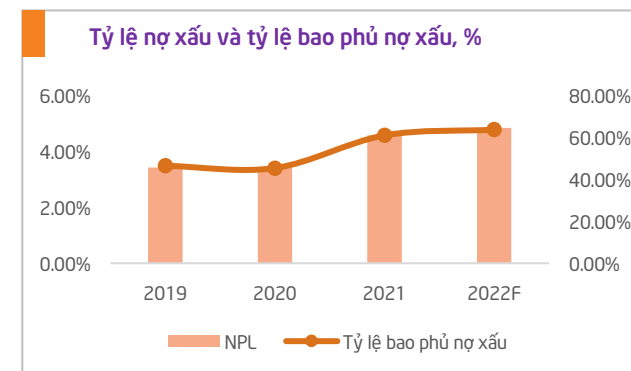
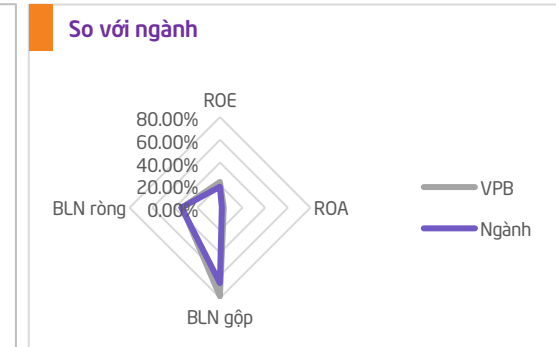
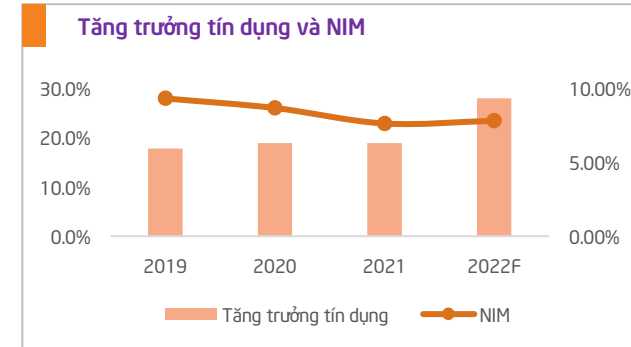
- ❖ **Ước KQKD Q2/2022:** Tổng thu nhập hoạt động +7.6%YoY đạt 12,968 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế +11%YoY đạt 4,461 tỷ đồng.
- ❖ **Dự báo KQKD 2022:** Tổng thu nhập hoạt động + 41% đạt 62,620 tỷ đồng; chi phí hoạt động +15%YoY đạt 12,327 tỷ đồng; chi phí trích lập dự phòng +30%YoY đạt 24,984 tỷ đồng; Lợi nhuận sau thuế +76%YoY đạt 20,247 tỷ đồng.

## Định giá:

Sử dụng phương pháp P/B với mục tiêu là 1.93x (tỷ trọng 70%) và P/E với mục tiêu là 9.88x (tỷ trọng 30%). Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu VPB là 44,900 VNĐ, +47% so với giá đóng cửa ngày 13/06/2022.

**Rủi ro:** Phát hành cổ phiếu tăng vốn không thành công, tỷ lệ nợ xấu gia tăng và rủi ro pha loãng cổ phiếu cho đợt phát hành tăng vốn mới

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Tổng thu nhập HĐ	tỷ VND	39,033	44,301	62,620
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	10,414	11,477	20,247
Biên lãi ròng	%	27%	26%	32%
TT tín dụng	%	18.9%	19.0%	28.1%
TT huy động	%	9.1%	9.1%	25.4%
NPL	%	3.4%	4.6%	4.8%
NIM	%	8.69%	7.64%	7.82%
ROE	%	22%	17%	21%
EPS	VND	4,116	2,601	4,398
BVPS	VND	20,867	19,149	23,547
P/E	x	7.4	11.7	6.9
P/B	x	1.5	1.6	1.3



# MBB - Tăng trưởng hoạt động cao - GMT: 37,900 VNĐ

## Điểm nhấn đầu tư 2022:

- ❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:** (1) tăng trưởng tín dụng đạt mức cao 26% (2) NIM duy trì nhờ gia tăng tỷ lệ CASA (3) hoạt động ngoài lãi từ hoạt động thanh toán, kinh doanh ngoại hối, chứng khoán đầu tư (4) tỷ lệ CIR tiếp tục cải thiện từ 34% còn 31% (5) nợ xấu kiểm soát dưới 1.5% và chi phí trích lập dự phòng không tăng mạnh.
- ❖ **Thuộc top đầu ngành:** (1) nền tảng khách hàng vững chắc, cải thiện số hoá, và gia tăng hoạt động thu hút khách hàng giúp tăng trưởng tín dụng cao (2) cơ cấu cổ động lớn tạo ưu thế trong nguồn vốn và hỗ trợ phát triển kinh doanh (3) hiệu quả hoạt động đứng top 4 trong ngành (4) nợ xấu kiểm soát hiệu quả và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao (5) thanh khoản dồi dào và ổn định (6) tỷ lệ an toàn vốn cao với CAR là 11.28% góp phần tạo nền tảng vững chắc cho hoạt động kinh doanh.

## KQKD Q1/2022 và Ước tính 2022

- ❖ **Ước KQKD Q2/2022:** Tổng thu nhập hoạt động + 32%YoY đạt 11,802 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế +43%YoY đạt 3,897 tỷ đồng.
- ❖ **Dự báo KQKD 2022:** Tổng thu nhập hoạt động 17.5%YoY đạt 43,416 tỷ đồng, chi phí hoạt động +8.7%YoY đạt 13,459 tỷ đồng, chi phí dự phòng rủi ro +8.9%YoY đạt 8,750 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế +28%YoY đạt 16,965 tỷ đồng.

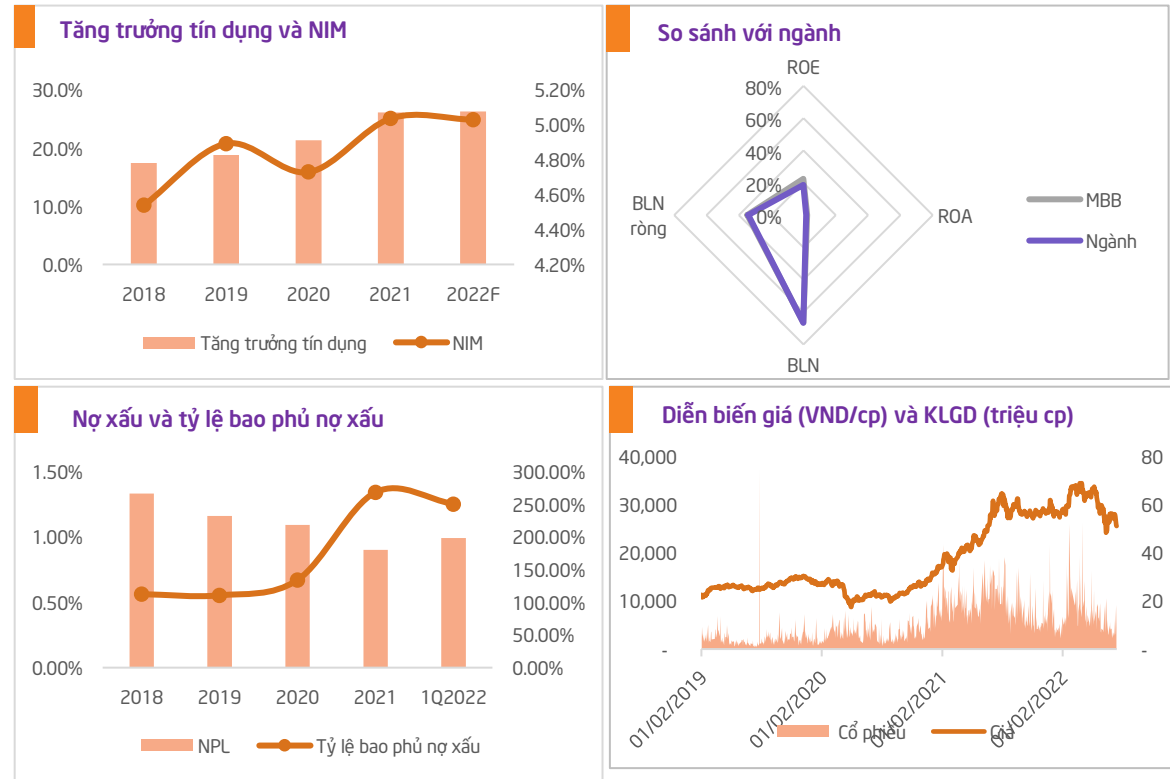
## Định giá:

Sử dụng phương pháp P/B (tỷ trọng 50%) và RI (tỷ trọng 50%). Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu MBB là 37,900VNĐ, +49% so với giá đóng cửa ngày 14/06/2022. GMT đã giảm so với GMT trước đó là 46,400 (ngày 13.04.2022) do (1) mức chiết khấu định giá tăng lên 13.3% (so với mức chiết khấu trước là 12.5%) khi lợi tức trái phiếu chính phủ tăng và (2) giảm P/B mục tiêu xuống còn 1.52x (so mức trước đó là 1.95x) trong điều kiện kinh doanh ngành ngân hàng và thị trường chứng khoán có những diễn biến không thuận lợi.

## Rủi ro:

Chất lượng tài sản suy giảm làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, Ngân hàng nhận sáp nhập với 1 ngân hàng 0 đồng, có thể làm giảm hiệu quả hoạt động trong ngắn hạn

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng thu nhập HĐ	tỷ VND	36,934	43,416	49,958	57,995
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	13,221	16,965	21,228	26,338
Biên lãi ròng	%	36%	39%	42%	45%
TT tín dụng	%	26.1%	26.7%	19.3%	17.4%
TT huy động	%	24.8%	18.8%	21.1%	21.9%
NPL	%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
NIM	%	5.04%	5.00%	4.74%	4.61%
ROE	%	23%	24%	24%	23%
EPS	VND	3,361	4,311	5,394	6,692
BVPS	VND	16,538	19,999	25,495	32,294
P/E	x	9.8	7.6	6.1	4.9
P/B	x	2.0	1.6	1.3	1.0



(Nguồn: Công ty, Fiiipro, TPS thu thập)

# BVH - Hưởng lợi từ xu hướng lãi suất tăng - GMT: 66,500VND

## Điểm nhấn đầu tư 2022:

❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:** Lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu chính phủ đã tạo đáy và dự kiến sẽ tăng thời gian tới (tài sản đầu tư tài chính chiếm 92% tổng tài sản và đóng góp chủ yếu vào lợi nhuận của doanh nghiệp) và kì vọng mảng bảo hiểm phi nhân thọ phục hồi tăng trưởng tổng doanh thu phí bảo hiểm.

Bên cạnh đó, công ty chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn qua các năm với tỷ lệ chi trả 8%-10% trong giai đoạn 2017-2021.

❖ **Vị thế doanh nghiệp:** Đứng đầu bảo hiểm nhân thọ trong 5 năm liên tiếp (chiếm 19.2% thị phần bảo hiểm nhân thọ) và phi nhân thọ (chiếm 15.5% thị phần bảo hiểm phi nhân thọ). Mạng lưới phân phối rộng khắp gồm 200 chi nhánh và trên 1,000 phòng giao dịch tại 63 tỉnh thành.

## Ước tính KQKD Q2/2022 và cả năm 2022

**Ước tính KQKD Q2/2022:** Doanh thu phí thuần đạt 10,258 tỷ đồng, +7.3%YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 556 tỷ đồng, +20%YoY.

**Dự báo KQKD 2022:** Doanh thu phí đạt 40,017 tỷ đồng, +8.7%YoY và lợi nhuận trước thuế đạt 2,456 tỷ đồng, + 22.6%YoY.

## Định giá:

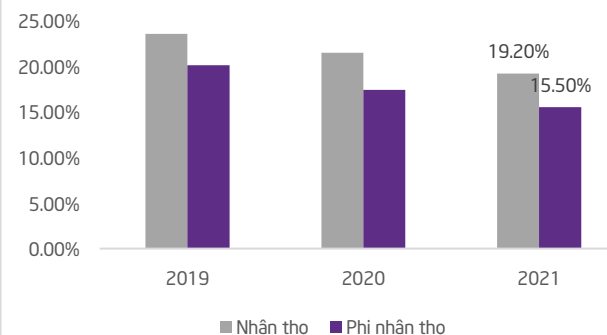
Sử dụng phương pháp P/B, chúng tôi ước tính GMT của BVH là 66,500VND/CP, tăng 23% so với giá đóng của ngày 04/07/2022

## Rủi ro:

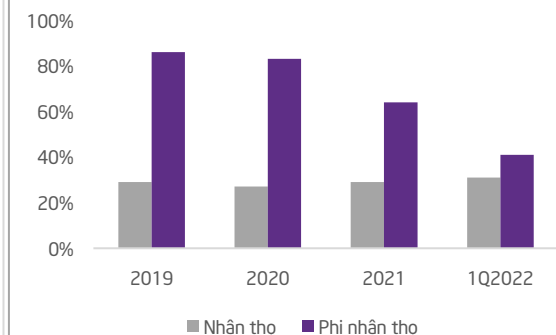
- ❖ Áp cạnh tranh trong ngành ngày càng tăng có thể giảm thị phần
- ❖ Lãi suất tiền gửi và lợi suất trái phiếu diễn biến thấp hơn dự kiến ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	34,524	36,828	40,017
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	1,650	2,003	2,456
Biên lãi gộp	%	0.94%	1.64%	2.87%
Lãi tài chính/ doanh thu	%	22.2%	21.3%	21.5%
Biên lãi ròng	%	3.7%	4.8%	5.4%
ROE	%	7.85%	8.85%	10.00%
EPS	VND	2,098	2,555	3,143
BPVS	VND	27,033	28,546	31,690
P/E	x	25.6	21.0	17.1
P/B	x	2.0	1.9	1.7

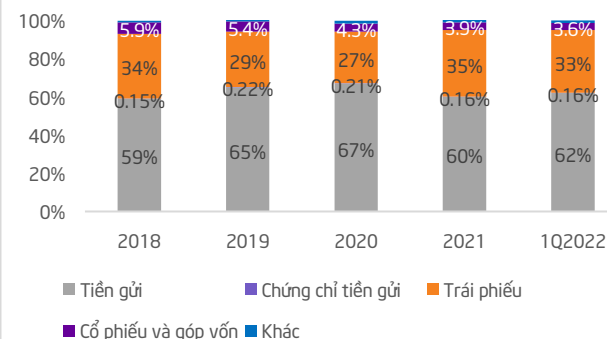
Thị phần bảo hiểm của Tập Đoàn Bảo Việt, %



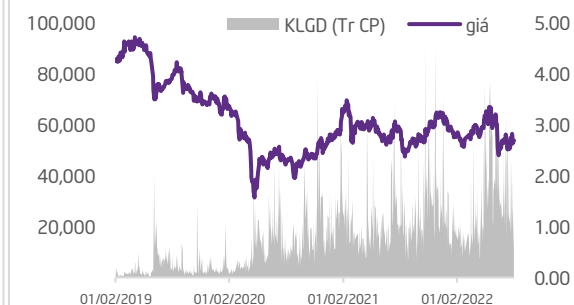
Tỷ lệ bồi thường/ Doanh thu bảo hiểm



Cơ cấu danh mục đầu tư tài chính



Giá và khối lượng giao dịch



## Điểm nhấn đầu tư 2022:

❖ **Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:** Mảng thép (96.6% lợi nhuận) (1) sản lượng bán hàng tăng nhẹ với năng lực sản xuất chạy gần hết công suất và tiếp tục top 1 về thị phần thép xây dựng và ống thép (2) dự án sản xuất vỏ container ra mắt sản phẩm trong Quý IV/2022; Mảng nông nghiệp (2% lợi nhuận) kì vọng phục hồi nhẹ sau đại dịch.

❖ **Triển vọng dài hạn:** Hoàn thiện dần chuỗi sinh thái sản xuất thép: từ nguyên liệu đầu vào (quặng sắt, than, v.v) -> phôi thép, HRC -> thành phẩm (thép xây dựng, ống thép, tôn mạ, vỏ container, v.v). Hiện Hoà Phát đã mua mỏ quặng sắt sản lượng 4 triệu tấn/năm. Và HPG kế hoạch sẽ tìm kiếm thêm mỏ quặng khác nhằm đáp ứng mục tiêu ít nhất 50% nguyên liệu đầu vào (tương đương nhu cầu 10 triệu tấn). Điều này giúp giảm phụ thuộc biến động nguyên vật liệu đầu vào.

Dự án mở rộng khu liên hợp Gang Thép Hoà Phát Dung Quất tăng thêm công suất 5.6 triệu tấn /năm HRC. Dự án dự kiến khởi công năm 2022 và hoàn thành vào 2024-2025. Sau khi dự án hoàn thành, sản lượng thép thô tăng lên 14 triệu tấn/ năm và đưa Hoà Phát đứng trong Top 30 sản xuất thép lớn nhất thế giới; Dự án sản xuất vỏ container - công suất giai đoạn 1 là 200,000 TEU/ năm dự kiến sản phẩm; Dự án xây dựng nhà máy ống thép tại Long An mục tiêu tăng công suất từ 1 triệu tấn/năm lên 1.25 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2022-2025.

## Ước tính KQKD Q2/2022 và cả năm 2022

**Ước tính KQKD Q2/2022:** Doanh thu đạt 49,199 tỷ đồng, +40%YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 8,506 tỷ đồng, -12.7%YoY.

**Dự báo KQKD 2022:** Kỳ vọng doanh thu thuần đạt 160,569 tỷ đồng, tăng 7%YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 25,883 tỷ đồng, -25%YoY.

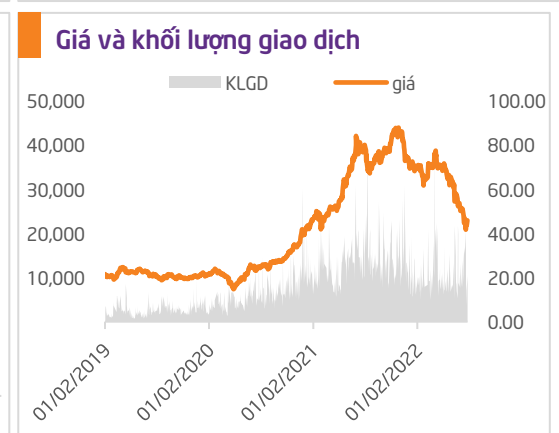
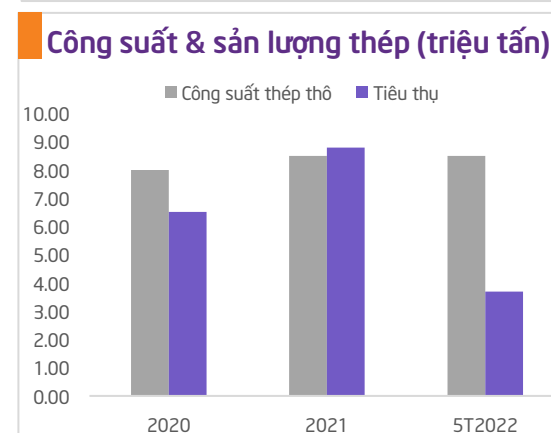
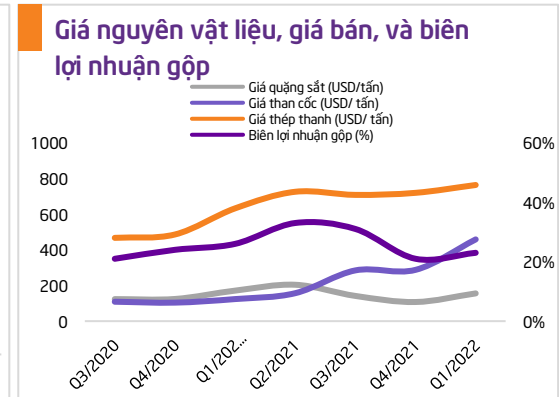
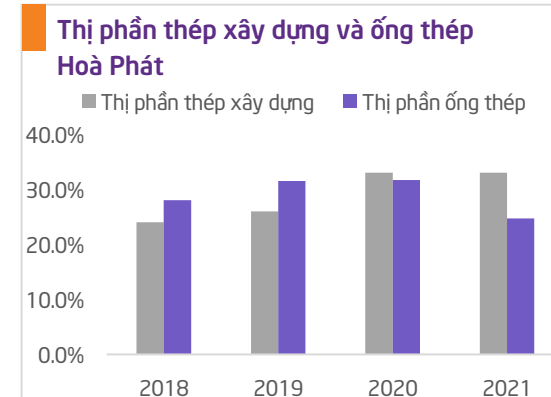
## Định giá:

Sử dụng phương pháp P/E và DCF. Chúng tôi ước tính GMT cho cổ phiếu HPG là 34,500 VNĐ, +50% so với giá đóng cửa ngày 27/06/2022. Mức GMT đã điều chỉnh giảm hơn so GMT ngày 20/12/2021 là 45,385 (đã điều chỉnh chi trả cổ tức). Mức điều chỉnh do (1) mức chiết khấu tăng từ 9.6% lên 10.3% khi lợi tức trái phiếu chính phủ tăng (2) biên lợi nhuận gộp suy giảm mạnh từ 27% xuống còn 20%.

## Rủi ro:

Biến động nguyên vật liệu đầu vào, giá thép và nhu cầu suy giảm ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	90,119	149,680	160,569
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	13,506	34,521	25,883
Biên lãi gộp	%	21.0%	27.5%	20.0%
Biên lãi ròng	%	15.0%	23.1%	16.1%
ROE	%	25.2%	46.0%	25.0%
EPS	VND	4,059	5,929	4,443
BPVS	VND	17,874	15,612	20,063
P/E	x	5.6	3.9	5.2
P/B	x	1.3	1.5	1.1



# NKG - CÔNG SUẤT TĂNG HỖ TRỢ TĂNG TRƯỞNG TRUNG & DÀI HẠN - GMT 30,550 VND



**Dự báo KQKD 2022:** Trong Q1, NKG đạt doanh thu và LNST lần lượt là 7.151 tỷ đồng (+47% YoY) và 507 tỷ đồng (+59% YoY). Theo số liệu từ VSA, Nam Kim tiêu thụ 293,000 tấn tôn mạ và 57,000 tấn ống thép trong 4 tháng vừa qua. Lần lượt tăng trưởng 11.2% và giảm 14.4% so với cùng kỳ 2021. Theo thông tin từ ĐHCĐ, Nam Kim thông báo các đơn hàng xuất khẩu đã chốt đến tháng 7 – thời điểm giá thép vẫn ở mức cao. Phần doanh thu này sẽ được ghi nhận phần lớn vào quý 2. Theo đó, chúng tôi ước tính DTT và LNST Q2 lần lượt đạt 8,500 tỷ đồng (+21%yoy) và 652 tỷ đồng bao gồm 100 tỷ đồng hàng tồn kho có thể hoàn nhập dự phòng (giảm 23%yoy). Chúng tôi cho rằng Biên lợi nhuận sẽ co hẹp mạnh hơn trong 2 quý cuối năm 2022 do giá thép HRC đang trên đà giảm vì những lo ngại về phong tỏa kéo dài ở Trung Quốc cũng như suy thoái kinh tế. Cho cả năm 2022, Doanh thu ước tính là 28,000 tỷ đồng, tương đương năm 2021 do sản lượng tăng nhẹ nhưng giá bán giảm; LNST đạt 2,011 tỷ đồng giảm 9.6% yoy.

## Điểm nhấn đầu tư:

**Nam Kim được kỳ vọng hưởng lợi từ các yếu tố thuận lợi ngành** khi là doanh nghiệp đứng thứ 2 thị phần tôn mạ 2021 đồng thời đang có lợi thế về mức thuế CBPG tôn mạ tốt hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

**Dự địa xuất khẩu Châu Âu và Mỹ còn khá lớn trong dài hạn** do Châu Âu mở hạn ngạch nhập khẩu cho các nước khi cấm vận thép từ Nga. Ngoài ra cả Châu Âu và Mỹ đều thông qua các gói đầu tư công quy mô lớn về hạ tầng để cạnh tranh với Trung Quốc ( Mỹ 2,300 tỷ USD và Châu Âu 600 tỷ USD)

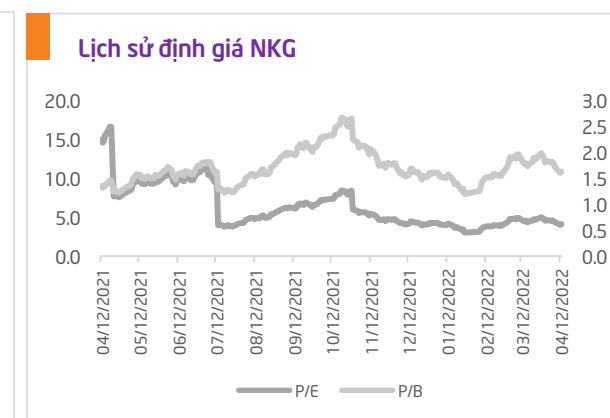
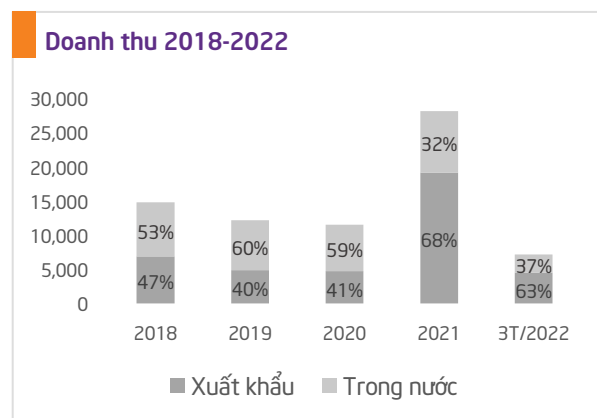
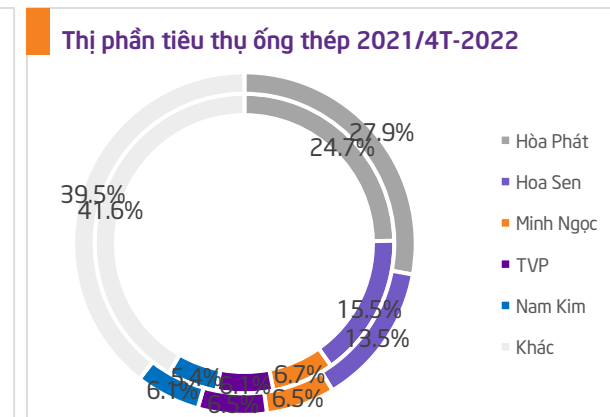
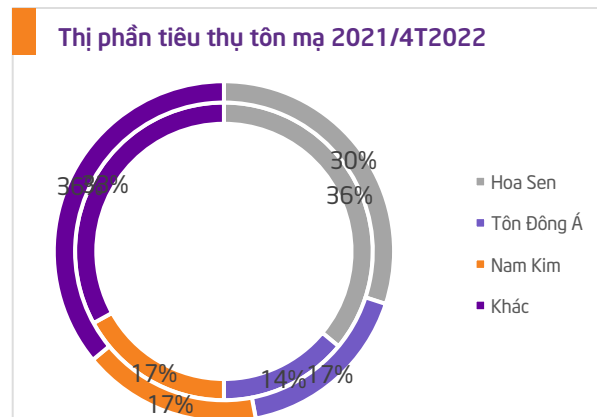
**Tiêu thụ nội địa được dẫn dắt bởi thúc đẩy đầu tư công và hoạt động xây dựng BĐS công nghiệp phát triển trở lại.** Tính chung 5 tháng, vốn đầu tư công đạt 147.8 nghìn tỷ chỉ đạt 27.7% kế hoạch do vướng mắc trong đầu tư công và giá nguyên liệu tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng với giá nguyên liệu đang dần hạ nhiệt công với sự đốc thúc từ tổ công tác do Thủ tướng thành lập sẽ tăng tốc giải ngân mạnh đầu tư công trong 6 tháng cuối năm. Thị trường BĐS CN Việt Nam được hưởng lợi khi dịch bệnh được kiểm soát và làn sóng dịch chuyển nhà máy khỏi Trung Quốc.

**Công suất tăng gấp đôi khi nhà máy mới đi vào hoạt động:** Hiện tại với công suất NKG ước tính 1,200,000 tấn/năm, NKG đã hoạt động tối đa công suất. Do vậy, Ngày 07/04/2022, Nam Kim vừa công bố nghị quyết thành lập công ty con và chủ trương xây dựng nhà máy mới Nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ tại địa điểm Khu Công Nghiệp Mỹ Xuân B1 – Đại Dương. Tổng vốn đầu tư nhà máy 4,500 tỷ đồng đầu tư thông qua công ty con Nam Kim sở hữu 100%. Công suất nhà máy dự kiến 1,200,000 tấn/năm với sản phẩm tôn cán nguội, thép cuộn, tôn mạ kẽm, tôn lạnh, thép ống...

**Định giá:** Về triển vọng dài hạn, chúng tôi cho rằng NKG đang có định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp trong ngành khi giá cổ phiếu hiện tại đang ở vùng quá bán (P/B chỉ 0.8). Sử dụng phương pháp P/E chúng tôi ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu NKG là 30,550 VND/CP với P/E mục tiêu được điều chỉnh 5.5x về 4.5x do diễn biến thị trường chứng khoán điều chỉnh giảm sâu. P/E forward 2.4x so với giá đóng cửa ngày 01/07/2022

**Rủi ro:** (i) Sản lượng tiêu thụ thép toàn cầu năm 2022 phụ thuộc vào tình hình kiểm soát dịch bệnh Trung Quốc cũng như căng thẳng chính trị Nga – Ukraine. Rủi ro về suy thoái do lạm phát sẽ ảnh hưởng rất lớn đến nhu cầu tiêu thụ thép; (ii) Nam Kim là công ty thương mại do vậy thường đầu cơ vào hàng tồn kho nên biến động lợi nhuận cao khi giá đầu vào biến động

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021E	2022F
Doanh thu	tỷ VND	11,560	28,173	28,000
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	295	2,225	2,011
Biên lãi gộp	%	7.5%	15.2%	13.0%
Biên lãi ròng	%	2.6%	7.9%	7.2%
ROE	%	9.5%	50.0%	26.0%
EPS	VND	1,574	10,189	7,638
B/V	VND	17,478	26,205	33,843
P/E	x	30.1	4.6	2.4
P/B	x	2.7	1.8	0.6



## Điểm nhấn đầu tư:

### Triển vọng kinh doanh 2022, Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh

- Doanh thu và lợi nhuận quý 1/2022 ghi nhận tăng trưởng vượt bậc lần lượt là 3,635 tỷ đồng và 1,335 tỷ đồng hoàn thành 43% kế hoạch doanh thu và 58% kế hoạch lợi nhuận. Dự báo năm 2022 sẽ là năm thăng hoa về lợi nhuận do giá bán phốt pho và phân bón hiện nay vẫn đang tiếp tục neo ở mức cao bởi nguồn cung tiếp tục thiếu hụt trong ngắn hạn. Tuy nhiên chúng tôi dự báo Trung Quốc có thể quay lại xuất khẩu trong tháng 7 khiến giá bán trong cuối năm sẽ giảm dần. Ngoài ra, Morocco quốc gia đang sở hữu trên 70% trữ lượng quặng Apatit trên thế giới nhưng thiếu điện và khí đốt gần đây đang đẩy mạnh đầu tư các dự án năng lượng. Qua đó có thể giúp quốc gia này thúc đẩy sản lượng xuất khẩu phốt pho trong thời gian tới.
- Về nhu cầu tiêu thụ: Đối với phốt pho vàng và các sản phẩm từ phốt pho vàng, ngành công nghiệp điện tử vẫn đang trong thời kỳ phát triển mạnh mẽ do vậy nhu cầu chip đang tăng nóng đồng thời hứa hẹn bùng nổ về xe điện (sử dụng pin) sẽ giúp DGC tăng sản lượng tiêu thụ trong thời gian tới. Đối với phân bón, Việt Nam đang áp dụng biện pháp phòng vệ thương mại đối với mặt hàng phân bón DAP, MAP nhập khẩu, do vậy các sản phẩm trong nước càng được hưởng lợi về giá bán và tăng trưởng sản lượng tiêu thụ do đạt lợi thế cạnh tranh lớn về giá bán khi giá phân thế giới đang leo thang (Việt Nam nhập khẩu khoảng 40% phân DAP và nhập khẩu từ Nga chiếm tỷ trọng lớn).

### Lợi thế cạnh tranh nhờ hưởng lợi giá điện rẻ và tự chủ được nguyên liệu đầu vào Phốt pho trong 5 năm tiếp theo

- Sản xuất phốt pho là ngành tiêu thụ điện năng lớn ước tính chi phí điện năng từ 23-30% giá vốn. Hiện tại giá điện Việt Nam vẫn đang nằm trong nhóm rẻ nhất thế giới và vẫn đang được giảm giá điện do ảnh hưởng Covid theo Nghị quyết 41/NQ-CP. Nhờ vào lợi thế giá điện rẻ nên DGC đang có lợi thế cạnh tranh lớn trong giá thành với các nước xuất khẩu khác. Tuy nhiên rủi ro tăng giá điện trong thời gian tới khá cao.
- Việc đưa quặng Apatit vào khai thác từ cuối năm 2021 đã giúp DGC chủ động được phần lớn nguyên liệu chính là quặng Apatit từ khai trường 25 khai thác 3.5 triệu tấn trong vòng 6 năm. Công ty đang đặt mục tiêu khai thác dự kiến năm 2022 lên tới 720,000 tấn để tận dụng tối đa việc hưởng lợi giá Phốt pho vàng đang ở mức cao. Do vậy chi phí nguyên liệu đầu vào cải thiện đáng kể từ năm 2022.

### DGC đang có kế hoạch triển khai nhiều dự án quan trọng với tham vọng trở thành tập đoàn hóa chất, khai khoáng hàng đầu trong dài hạn. Tuy nhiên các dự án đang ở các bước chuẩn bị ban đầu

- Dự án "tổ hợp hóa chất Đức Giang Nghi Sơn" với tổng mức đầu tư 12,000 tỷ đồng. Giai đoạn 1 với tổng công suất lên đến 390,000 tấn/năm (trong đó 150,000 tấn/năm xút NaOH 100%, 150,000 tấn/năm Nhựa PVC) dự kiến triển khai năm 2022 và đưa vào vận hành đầu năm 2025. Dự án đã được thông qua tại đại hội cổ đông thường niên 2022.
- Ngoài ra công ty đang làm việc với chính quyền Đắk Nông để xin triển khai nhiều dự án tại đây. Dự án Nhà máy sản xuất phân bón Đức Giang-Đắk Nông sản xuất phân NPK công suất 200,000 tấn/năm, phân Kali Sunphat công suất 4,800 tấn/năm, tổng vốn đầu tư 300 tỷ đồng (dự kiến xây dựng trong 12 tháng). Dự án tổ hợp nhôm-Đắk Nông, UBND Tỉnh đã đồng ý chủ trương cho công ty nghiên cứu, khảo sát đối với vị trí mỏ bô xít tại huyện Tuy Đức và huyện Đắk Song, vị trí xây dựng nhà máy chế biến alumin tại xã Thuận Hà và Thuận Hạnh (Đắk Song). Dự án dự kiến có quy mô khai thác khoảng 14.4 triệu tấn quặng bô xít/năm, xây dựng 3 nhà máy tuyển quặng với công suất 5.8 triệu tấn quặng tinh/năm. Tổng mức đầu tư của cả 2 giai đoạn là 57,000 tỷ đồng.

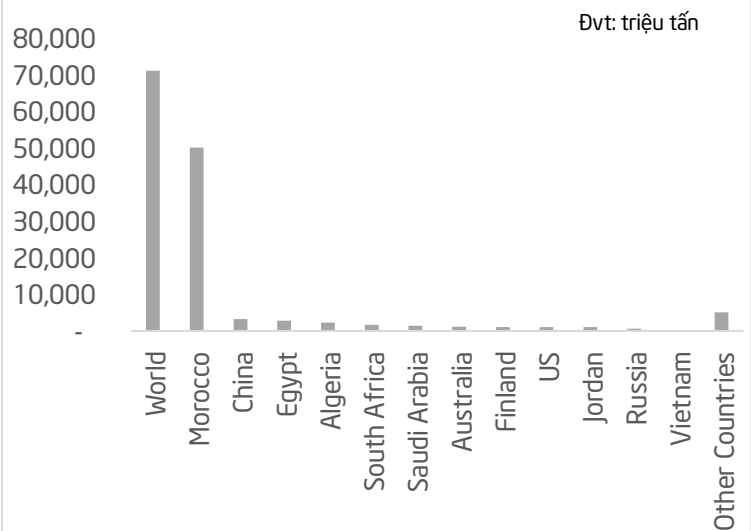
## Định giá:

Về triển vọng năm 2022, chúng tôi nhận thấy DGC là doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng tích cực với lợi nhuận cao do tình hình thị trường thuận lợi. Sử dụng phương pháp so sánh chúng tôi ước tính giá hợp lý cho cổ phiếu DGC là 106,700 VND/CP tương đương P/E forward là 13 so với giá đóng cửa ngày 10/06/2022. Giá cổ phiếu DGC tăng mạnh trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng các yếu tố thuận lợi đã được phản ánh vào giá.

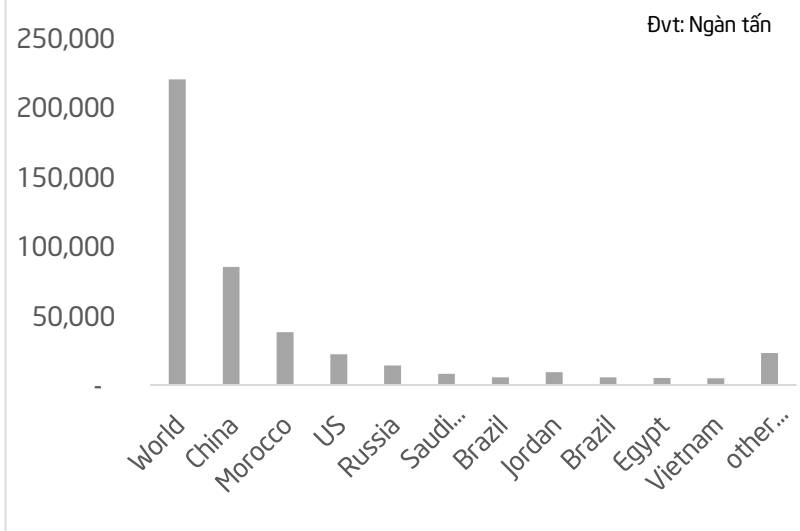
## Rủi ro:

- (i) Giá cả hàng hóa biến động mạnh bao gồm giá phốt pho và phân bón giảm nhanh hơn dự kiến.
- (ii) Chi phí đầu vào tăng cao: giá than cốc và lưu huỳnh đang tăng mạnh do tình hình chiến sự Nga và Ukraine; đồng thời đối mặt rủi ro về việc tăng giá điện tại Việt Nam trong tương lai.
- (iii) Thuế suất được đánh giá là một rủi ro lớn đối với công ty khi nguyên liệu đầu vào và sản phẩm đầu ra đều có tác động lớn đến môi trường và tài nguyên. Do vậy rủi ro tăng thuế có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh công ty.

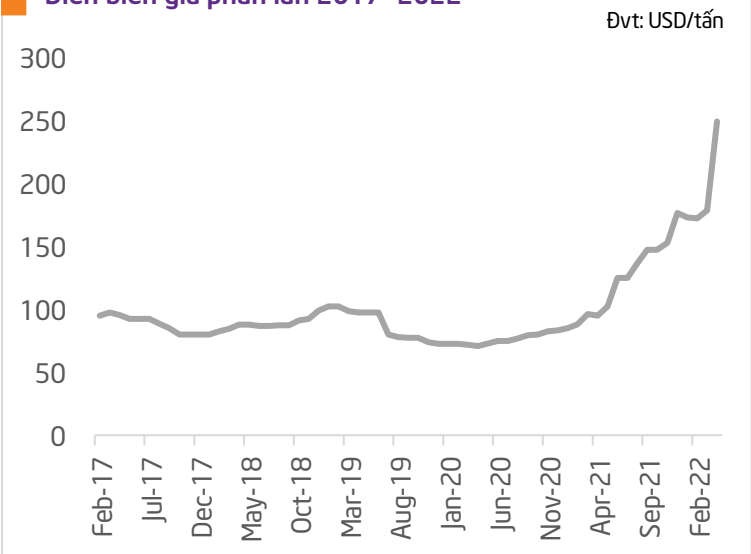
### Trữ lượng quặng Apatit trên thế giới



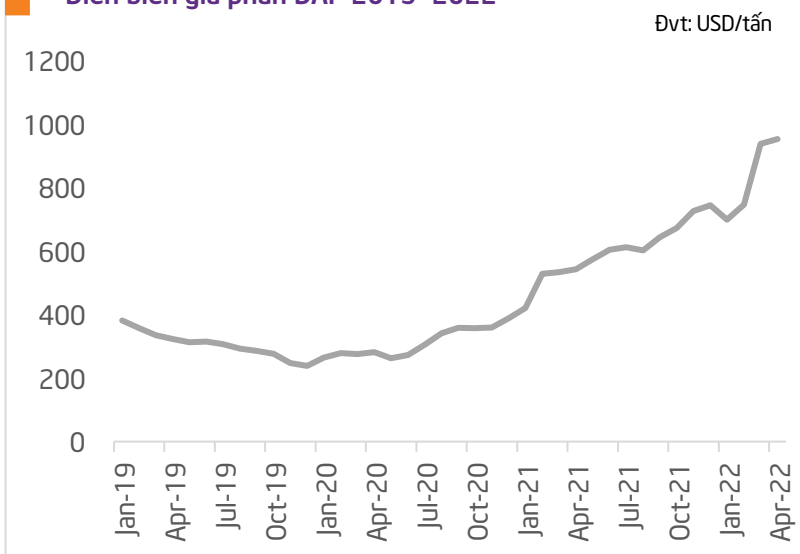
### Sản lượng khai thác đá phốt pho thế giới 2021



### Diễn biến giá phân lân 2017 -2022

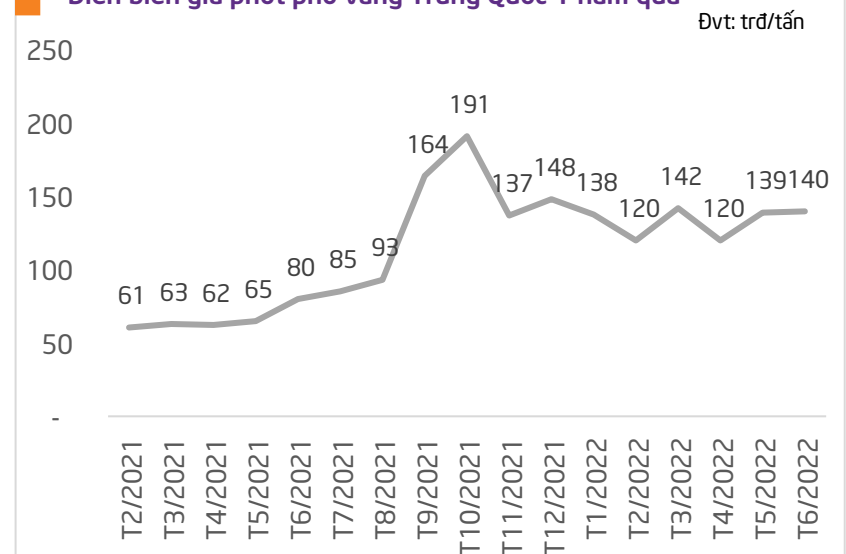


### Diễn biến giá phân DAP 2019 -2022



Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu</b>	tỷ VND	6,236	9,551	12,117
<b>Lợi nhuận gộp</b>	tỷ VND	1,479	3,182	4,241
<b>Chi phí BH&amp; QL</b>	tỷ VND	493	640	848
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	tỷ VND	948	2,514	3,635
<b>Biên lãi gộp</b>	%	23.7%	33.3%	35.0%
<b>Biên lãi ròng</b>	%	15.2%	26.3%	30.0%
<b>ROE</b>	%	24.1%	45.9%	36.5%
<b>EPS</b>	VND	5,765	13,959	9,791
<b>BV</b>	VND	26,289	35,519	45,310
<b>P/E</b>	x	28.8	11.9	13.0
<b>P/B</b>	x	6.3	4.7	2.8

### Diễn biến giá phốt pho vàng Trung Quốc 1 năm qua



# GIL - CÔNG SUẤT TIẾP TỤC GIA TĂNG MẠNH MẼ - GMT: 72,100 VND

GIL hoạt động trong phân khúc may gia dụng với các sản phẩm chính: vật dụng lưu trữ, sản phẩm gia đình, giỏ đựng đồ giặt, túi xách, balo...

## Điểm nhấn đầu tư

**Mảng dệt may - Đóng góp chính vào đà tăng trưởng:** Gil đang phụ thuộc nhiều vào các đơn hàng của Amazon với 80% cơ cấu doanh thu trong khi IKEA và các khách hàng khác chiếm 20% còn lại.

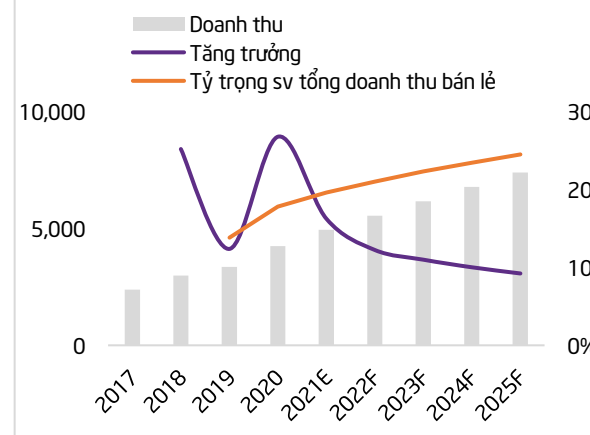
Với lợi thế là DN chuyên về các sản phẩm may gia dụng hàng đầu cả nước, Gil hiện là nhà cung cấp lớn nhất của Amazon Robotics - tỷ trọng hơn 50% trong các đối tác với sản phẩm Fabric Pods Array - kệ chuyên dụng đựng hàng hóa để Amazon Robots vận chuyển và sắp xếp trong các Sortable Fullfillment Center.

- Xu hướng tăng trưởng TMĐT tác động tích cực đến triển vọng của Khách hàng lớn và tạo thuận lợi cho DN.** Doanh thu bán lẻ TMĐT đạt 4,938 tỷ USD trong năm 2021, tăng 16.2% với tỷ trọng trên tổng doanh thu bán lẻ liên tục cải thiện (từ mức 13.8% vào năm 2019, kì vọng đạt 24.5% vào năm 2025). Trong đó, thị trường Mỹ được kì vọng tăng trưởng tốt hơn so với mức bình quân. Cùng với sự phát triển của thị trường TMĐT, Amazon đẩy mạnh đầu tư vào các fulfillment center. Theo MWPVL International, trong năm 2022, diện tích fulfillment centers của Amazon theo kế hoạch sẽ tăng 26% so với năm 2021, trong đó diện tích Sortable Fullfillment centers tăng 43.3% và chúng tôi kì vọng, điều này sẽ giúp nhu cầu sử dụng các sản phẩm của Gil tiếp tục tăng.

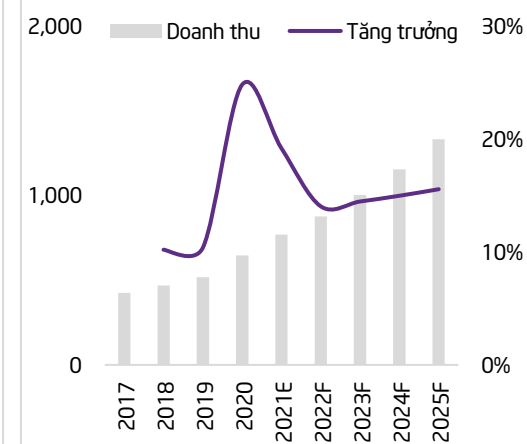
- Công suất kì vọng tiếp tục được cải thiện mạnh mẽ.** Công suất của Gil liên tục tăng qua qua các năm, nhất là trong giai đoạn 2021 và 2022 nhằm đáp ứng nhu cầu của các đối tác. Kì vọng trong năm 2022, Gil sẽ nâng công suất lên 278 chuyền may, tăng 76% so với năm 2021.

- Phân khúc kinh doanh khác biệt giúp Gil có biên lợi nhuận cao hơn so với các DN cùng ngành.** So với các DN trong ngành, Gil có biên lợi nhuận và ROE ở mức cao nhờ phân khúc hoạt động chuyên biệt và chủ yếu là các đơn hàng FOB của các khách hàng lớn.

**Doanh thu bán lẻ TMĐT toàn cầu (tỷ USD) kì vọng tiếp tục tăng trưởng**

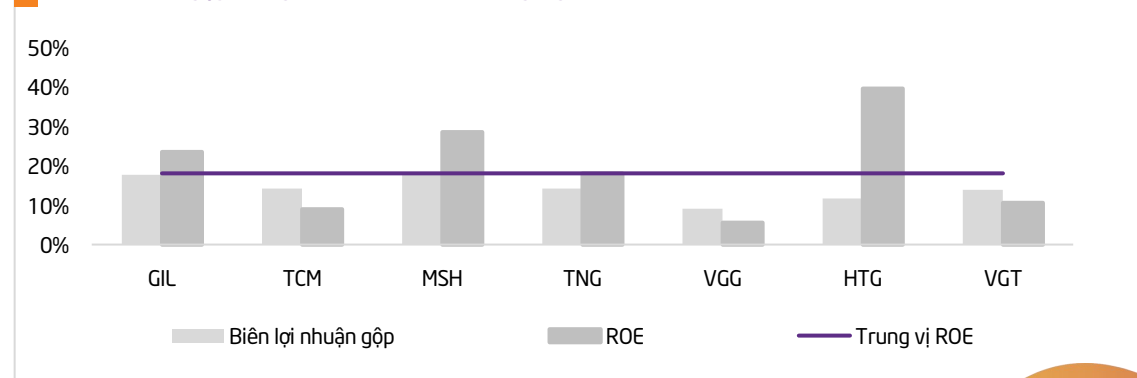


**Thị trường TMĐT Mỹ (tỷ USD) tăng trưởng tốt hơn mặt bằng chung**



Công suất các nhà máy của Gil	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
Bình Thạnh	27	21	21	21	21	24
Thành Mỹ	16	14	15	17	17	17
Khác	46	28	36	41	120	237
<b>Tổng</b>	<b>89</b>	<b>63</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>158</b>	<b>278</b>
Tăng trưởng		-29.21%	14.29%	9.72%	100.00%	75.95%

**Biên LNG góp cùng ROE ở mức tốt trong ngành**



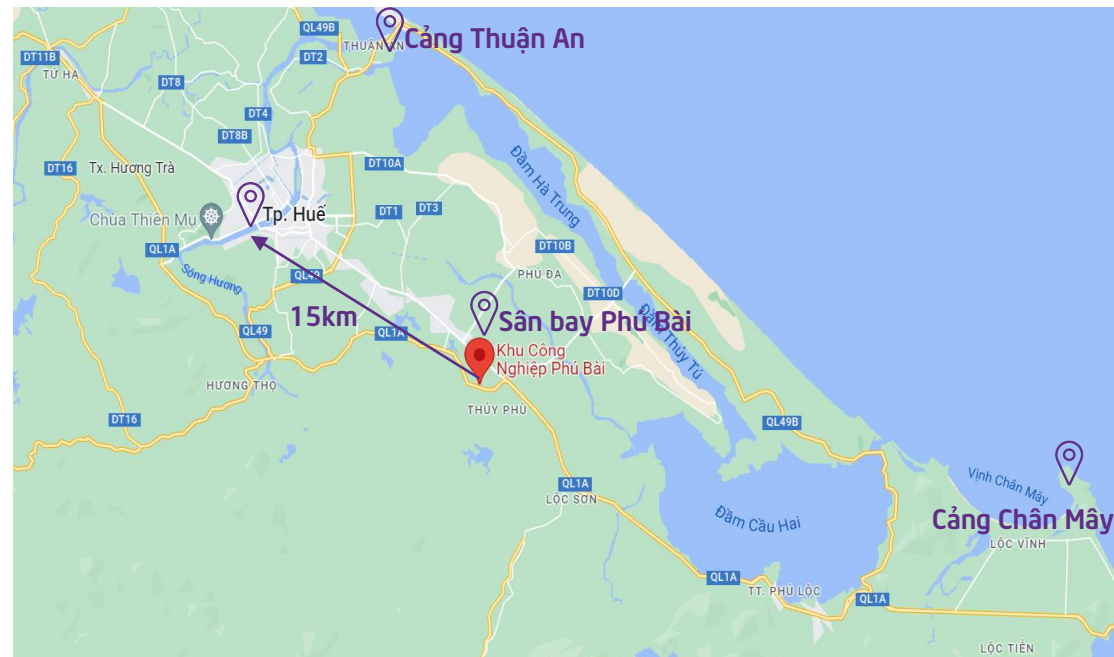
**Mảng BĐS – Kì vọng bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ năm 2022.** GIL đang phát triển dự án KCN Phú Bài (Phường Phú Bài, TX. Hương Thủy, TP. Huế) có diện tích 460.9 ha với tổng vốn đầu tư khoảng 2,614 tỷ đồng.

**Vị trí địa lý thuận lợi:** cách trung tâm TP. Huế 15km, nằm cạnh sân bay quốc tế Phú Bài; dọc theo tuyến quốc lộ 1A và tuyến đường sắt Bắc – Nam; cách cảng biển Chân Mây và cảng biển Thuận An lần lượt 40km và 25km.

**KCN trọng điểm của TP. Huế:** KCN Phú Bài là KCN có diện tích lớn nhất và hoạt động tích cực nhất tại Huế, đã thu hút được nhiều dự án trong và ngoài nước (Mỹ, Đan Mạch, Bulgaria, Nhật Bản...) đầu tư vào các lĩnh vực: sợi, may mặc, mộc mỹ nghệ, VLXD, đồ uống...

Hiện tại KCN Phú Bài đã hoàn thiện 80% các vấn đề pháp lý liên quan đến việc giải phóng mặt bằng, bắt đầu cho thuê trong nửa cuối năm 2022 và đóng góp vào doanh thu của GIL.

Ngoài ra, GIL cũng có kế hoạch phát triển 2 KCN Gilimex Quảng Ngãi (730 ha – ưu tiên phát triển ngành nghề lĩnh vực công nghệ cao), Gilimex Vĩnh Long & Đồng Tháp, hiện tại chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự phóng vì các dự án chưa hoàn thiện pháp lý.



KCN	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	Thông tin	Tiến độ
KCN Phú Bài	TP.Huế	2,614	460.9	Hiện đã có sẵn 200ha đất sạch sẵn sàng cho thuê, giá thuê dự kiến 50 USD/m <sup>2</sup> /chu kỳ thuê sv mức 80-90 USD/m <sup>2</sup> ở khu vực lân cận; giá vốn hiện tại khoảng 30 USD/m <sup>2</sup>	Hoàn thiện 80% pháp lý liên quan đến GPMB, bắt đầu mở bán trong nửa cuối năm 2022
KCN Gilimex Quảng Ngãi	Quảng Ngãi		730	Ưu tiên phát triển ngành nghề lĩnh vực công nghệ cao	Đã đề xuất với lãnh đạo tỉnh khảo sát địa điểm dự án
KCN Gilimex Vĩnh Long	Vĩnh Long	N/A	400	N/A	Đang chờ chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Gilimex Đồng Tháp	Tọa lạc tại 3 xã của huyện Lấp Vò, Đồng Tháp là Định An, Định Yên và Bình Thanh	N/A	726	Công nghiệp nhẹ, sạch, xanh, thân thiện môi trường; các ngành nghề áp dụng sản xuất tiên tiến, hiện đại, công nghệ cao	Đã đề xuất với lãnh đạo tỉnh về quy hoạch KCN

# GIL - CÔNG SUẤT TIẾP TỤC GIA TĂNG MẠNH MẼ - GMT: 72,100 VND

## Dự phóng KQKD Q2 và cả năm 2022

Trong Q1 - 2022, GIL đạt 1,417 nghìn tỷ doanh thu thuần, tăng 64%; LNST đạt 107 tỷ đồng, tăng 51% so với cùng kì. Chúng tôi dự phóng GIL đạt 1,455 tỷ doanh thu, tăng 15.7%; LNST đạt 130 tỷ, tăng 13.1% so với cùng kì trong Q2 - 2022.

Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của GIL đạt 5,905 tỷ, tăng 42.3% so với năm 2021 trong khi LNST đạt 427 tỷ đồng, tăng 29%. KQKD tích cực nhờ (1) Mảng dệt may đóng góp chính vào đà tăng trưởng với 5,757 tỷ đồng doanh thu, tăng 38.7% với nhu cầu của các khách hàng chính vẫn tích cực và công suất cải thiện mạnh mẽ (2) Mảng BĐS bắt đầu đóng góp vào doanh thu với 148 tỷ đồng (3) Biên lợi nhuận gộp giảm trong bối cảnh chi phí NVL tiếp tục duy trì ở mức cao.

## Định giá

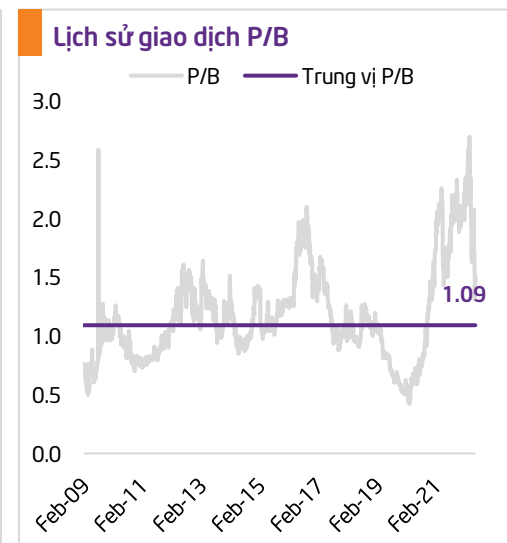
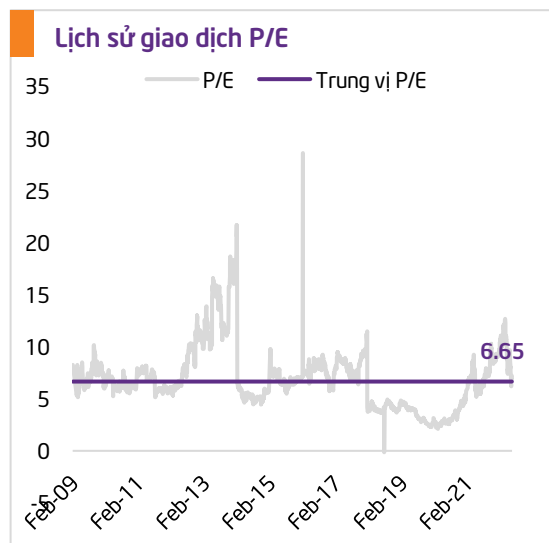
Sử dụng phương pháp tổng định giá thành phần để định giá cổ phiếu GIL, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu trong 1 năm tới là 72,100 VND/CP, tăng 27.38% so với mức giá đóng cửa 56,600 VND/CP vào ngày 01/07/2022. Theo đó, P/E và P/B forward của GIL đạt lần lượt 8 và 1.9 lần, ở mức cao so với lịch sử giao dịch của DN nhưng còn thấp so với các DN cùng ngành (10.2 và 2 lần).

## Rủi ro đầu tư

**Rủi ro tập trung:** GIL phụ thuộc nhiều vào các đơn đặt hàng của Amazon (chủ yếu là kho lưu trữ, hàng dệt may của công ty và thuê ngoài) dẫn đến rủi ro khá lớn cho hoạt động của DN khi những điều kiện bất lợi xảy ra. Hợp đồng của Amazon được gia hạn hàng năm và hiện tại GIL đang thảo luận để gia hạn vào tháng 7.

**Rủi ro thiếu hụt và chi phí nguyên vật liệu gia tăng:** Hiện hầu hết nguồn NVL của GIL đều được nhập từ Trung Quốc, trong bối cảnh quốc gia này vẫn duy trì chiến lược Zero-Covid có thể khiến GIL thiếu hụt nguồn NVL và đẩy giá NVL tăng cao.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	3,457	4,150	5,905
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	636	754	1,026
Chi phí bán hàng và QLDN	tỷ VND	233	312	444
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	309	331	427
Biên lợi nhuận gộp	%	18.39%	18.18%	17.38%
Biên LNST	%	8.95%	7.97%	7.23%
ROE	%	29.05%	22.78%	23.85%
ROA	%	13.41%	10.20%	10.52%
EPS	VND	8,578	7,646	7,116
BV	VND	35,081	35,948	29,834
P/E	x	6.60	7.40	7.95
P/B	x	1.61	1.57	1.90



Nguồn: GIL, Fiiipro, TPS Research

# MSH - LỢI NHUẬN GẶP KHÓ KHĂN NGẮN HẠN - GMT: 48,200 VND

MSH là DN có hơn 30 năm kinh nghiệm chuyên sản xuất hàng may mặc theo 2 phương thức FOB loại 2 (chủ động tìm kiếm NVL đầu vào) và CMT, chủ yếu xuất khẩu (hơn 90% cơ cấu doanh thu) cho các hãng thương hiệu thời trang, nhà sản xuất và chuỗi bán lẻ trên thế giới: Columbia, HaddadBrands, Walmart... Trong đó,

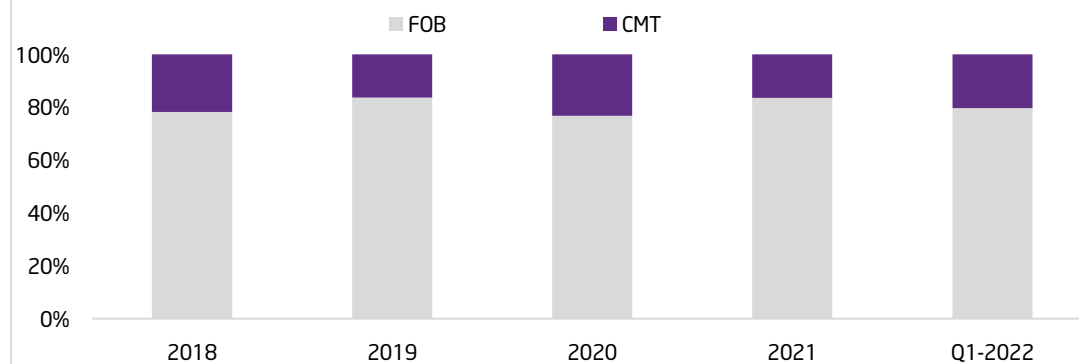
- Nội địa: chăn, ga, gối, đệm, khẩu trang và sản phẩm may mặc được phân phối toàn quốc thông qua hệ thống 177 showroom và đại lý trên 49/63 tỉnh thành với thương hiệu "Sông Hồng".
- Xuất khẩu: quần, áo Jacket, T-shirt, quần áo thể thao... sang các thị trường chính là Mỹ, EU, Châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan...).

MSH đang vận hành 6 Khu vực sản xuất (KVSX) trực thuộc tại Nam Định (SH1, SH3, SH4, SH7, SH9 phục vụ đơn hàng Xuất khẩu; SH8 cho sản xuất sản phẩm nội địa và hoạt động phụ trợ Xuất khẩu) và 1 công ty con là CTCP May Sông Hồng - Nghĩa Hưng (SH10 - sở hữu 51%).

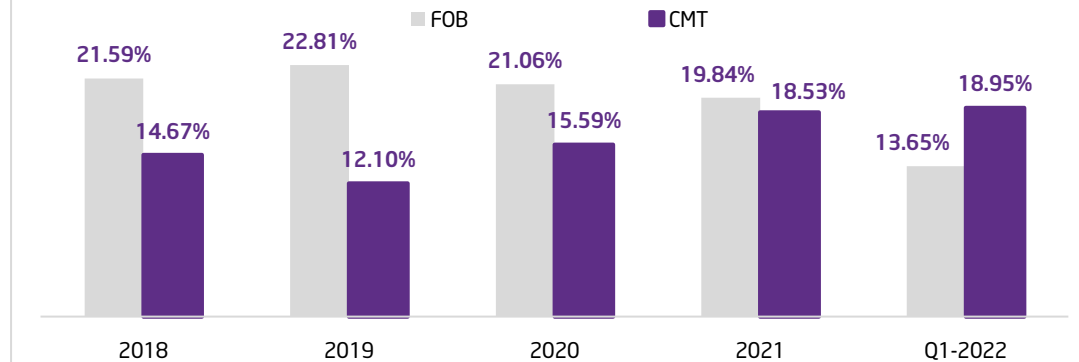
## Điểm nhấn đầu tư

- **Một trong những DN xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất cả nước.** Trong 5T - 2022, giá trị xuất khẩu hàng may mặc của MSH xếp thứ 7 trong cả nước với 129.4 triệu USD, tăng 4.1% sv cùng kì.
- **Công suất gia tăng.** Nhà máy SH10 bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 3/2022, dự kiến đạt 100% công suất vào Q3 - 2022, giúp nâng tổng công suất FOB thêm 35%. Ngoài ra, MSH cũng dự kiến xây dựng thêm Nhà máy mới Xuân Trường (sở hữu 51%) diện tích 10ha vào đầu năm 2023, kì vọng đi vào hoạt động trong Q4 - 2023 giúp công suất tiếp tục gia tăng trong những năm tới.
- **Cổ tức duy trì đều đặn.** MSH liên tục duy trì việc chi trả cổ tức tiền mặt mức lợi suất bình quân khoảng 9%/năm. Trong năm 2022, MSH dự kiến chi trả cổ tức tỷ lệ 15-30% tiền mặt.
- **Khó khăn ngắn hạn khi chi phí vận chuyển và NVL tăng cao gây áp lực lên lợi nhuận dù hiệu quả quản trị được cải thiện.** Nguồn NVL của MSH chủ yếu được nhập từ Trung Quốc và bị ảnh hưởng bởi chiến lược Zero-Covid cùng chi phí vận chuyển gia tăng khiến biên LNG của MSH giảm còn 14.7% vào Q1 - 2022 sv mức 22.8% trong cùng kì. Dù vậy, điểm tích cực là hiệu quả quản trị đang được cải thiện khi Chi phí bán hàng & QLDN/Doanh thu đang giảm dần nhờ ưu tiên nâng cấp CSHT theo hướng tự động hóa, hoàn thiện hệ thống phần mềm sinh thái.

Cơ cấu doanh thu của MSH theo hoạt động



Biên lợi nhuận của MSH theo hoạt động



Công suất các KVSX của MSH đến hết năm 2021

	SH1	SH3	SH4	SH7	SH9	SH10	SH8	Tổng
Thị trường mục tiêu	Xuất khẩu	Xuất khẩu	Xuất khẩu	Xuất khẩu	Xuất khẩu	Xuất khẩu	Nội địa	
Chuyển may	16	32	35	36	36	> 40	N/A	> 195

Nguồn: MSH, Fiiipro, TPS Research

# MSH - LỢI NHUẬN GẬP KHỔ KHẮN NGẮN HẠN - GMT: 48,200 VND

## Dự phóng KQKD Q2 và cả năm 2022

Trong Q1 - 2022, MSH đạt 1,291 tỷ doanh thu thuần, tăng 36.7% nhưng LNST giảm 11% sv cùng kì, còn 81.9 tỷ đồng do chi phí vận chuyển và NVL tăng cao khiến LNG giảm 11.8%. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của MSH đạt 1,388 tỷ, tăng 15% và LNST đạt 108 tỷ đồng, giảm 13% sv cùng kì trong Q2 - 2022.

Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của MSH đạt 5,572 tỷ, tăng 17.4% so với mức nền cao năm 2021 nhờ công suất cải thiện trong khi LNST đạt 413 tỷ đồng, giảm 6.7% với giả định chi phí vận chuyển và NVL tiếp tục duy trì ở mức cao.

## Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp P/E và P/B trung vị 3 năm gần nhất lần lượt là 7.8 và 2.13 lần với tỷ trọng tương đương để xác định giá mục tiêu trong 1 năm tới của cổ phiếu MSH là 48,200 VND/CP, tăng 7.1% so với mức giá đóng cửa của 45,000 VND/CP vào ngày 05/07/2022.

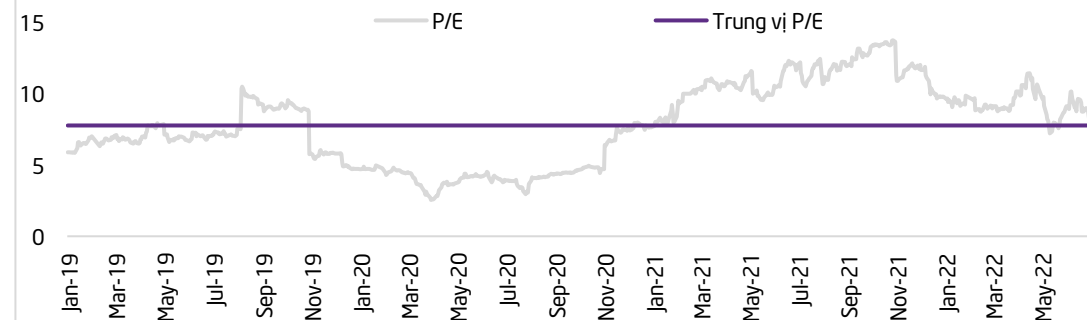
## Rủi ro đầu tư

**Rủi ro thiếu hụt và chi phí NVL gia tăng.** Hiện hầu hết nguồn NVL của MSH đều nhập từ Trung Quốc, trong bối cảnh quốc gia này vẫn duy trì chiến lược Zero-Covid có thể khiến MSH thiếu hụt nguồn NVL và đẩy giá NVL tăng cao trong thời gian tới.

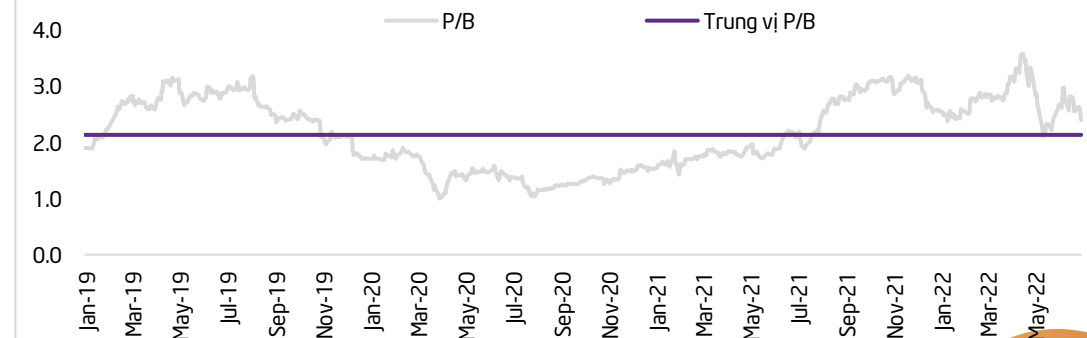
Định giá của MSH sv DN cùng ngành	Vốn hóa	P/E	P/B	Doanh thu thuần		LNST cổ đông công ty mẹ		Biên LNG Q1-22	Biên lợi nhuận thuần Q1-22	ROE Q1-22	Nợ vay/TTS Q1-22
				Q1-22	%YoY	Q1-22	%YoY				
GIL	3,312	7.04	1.47	1,417	63.95%	107	51.09%	17.67%	7.78%	23.51%	0.19
TCM	3,753	24.45	2.12	1,122	18.64%	73	17.96%	14.24%	4.18%	8.96%	0.32
TNG	2,963	11.43	2.04	1,260	38.32%	38	73.71%	14.17%	4.29%	18.10%	0.51
VGG	1,874	17.80	1.04	1,519	4.52%	26	544.10%	9.11%	1.77%	5.61%	0.02
HTG	1,125	4.61	1.64	1,345	86.21%	73	249.48%	11.73%	5.73%	39.59%	0.39
VGT	8,972	9.37	1.30	4,900	45.08%	200	101.41%	13.85%	8.18%	10.64%	0.36
MSH	3,608	8.18	2.39	1,291	36.70%	91	-2.44%	17.77%	8.48%	28.50%	0.28
<b>Trung vị ngành</b>		<b>10.4</b>	<b>1.56</b>					<b>14.01%</b>	<b>5.01%</b>	<b>14.37%</b>	<b>0.34</b>

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	3,813	4,748	5,572
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	751	931	848
Chi phí bán hàng và QLDN	tỷ VND	513	444	520
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	232	442	413
Biên lợi nhuận gộp	%	19.69%	19.60%	15.22%
Biên LNST	%	6.08%	9.32%	7.41%
ROE	%	17.31%	30.12%	21.85%
ROA	%	8.93%	15.18%	11.83%
EPS	VND	4,635	8,846	5,504
BV	VND	27,367	28,434	25,195
P/E	x	9.71	5.09	8.18
P/B	x	1.64	1.58	1.79

Lịch sử giao dịch P/E



Lịch sử giao dịch P/B



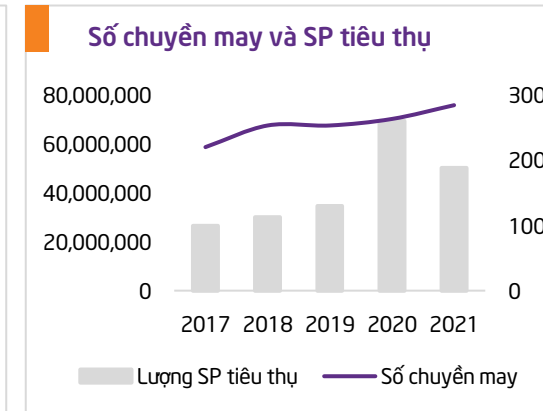
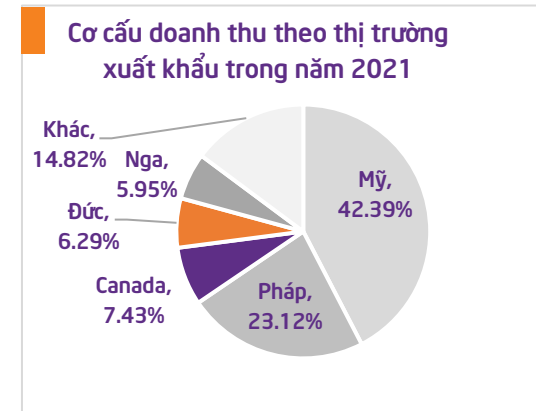
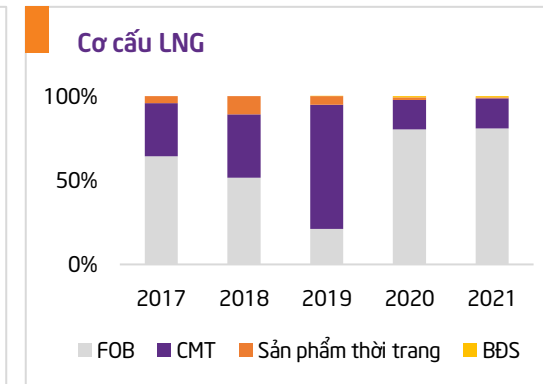
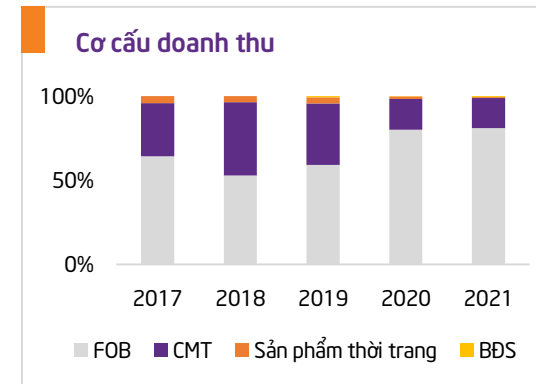
**Mảng dệt may - Đóng góp chính vào đà tăng trưởng:** Gồm May công nghiệp (98% trong cơ cấu doanh thu năm 2021) với sản phẩm chính là áo Jacket bông, quần cargo short...chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Châu Âu. Ngoài ra, TNG cũng sản xuất sản phẩm thời trang tiêu thụ nội địa (ODM – DN tự thiết kế sản phẩm, nguồn NVL, cắt may và vận chuyển) mang thương hiệu nhưng với tỷ trọng nhỏ (chỉ 0.61%).

TNG chủ yếu thực hiện gia công hàng may mặc theo phương thức CMT (dạng đơn giản nhất, trong đó người mua sẽ cung cấp NVL, mẫu thiết kế và các yêu cầu trong khi DN sản xuất chỉ cắt, may và hoàn thiện sản phẩm) và FOB (phương thức sản xuất bậc cao hơn, trong đó DN chịu thêm trách nhiệm về nguồn NVL – từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định hoặc tự tìm nguồn NVL). TNG đang vận hành 13 nhà máy sản xuất may mặc và 2 nhà máy phụ trợ với 284/324 chuyền may đang hoạt động.

### Triển vọng kinh doanh may mặc:

- **TNG là 1 trong 10 DN có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất cả nước .** Trong 5 tháng đầu năm, giá trị xuất khẩu hàng may mặc của TNG đứng thứ 8 trong cả nước với 126.4 triệu USD, tăng 30.1% so với cùng kỳ và cao hơn mức tăng trưởng bình quân 22.2% của toàn ngành.
- **Kì vọng biên lợi nhuận được cải thiện.** Với chiến lược đẩy mạnh các đơn hàng FOB so với CMT (tỷ trọng tăng từ 64% lên mức 80.9% vào năm 2021) cùng việc mở rộng phát triển sang các đơn hàng ODM kì vọng giúp cải thiện biên lợi nhuận của TNG trong những năm tới.
- **Công suất liên tục được mở rộng.** TNG đang tiếp tục đầu tư mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu gia tăng từ các thị trường xuất khẩu. Trong năm 2020 và 2021, TNG đã đầu tư GD1 và GD2 Nhà máy may TNG Võ Nhai với 18 chuyền may cho mỗi giai đoạn. Trong năm 2022, TNG đang mở rộng diện tích tại các Nhà máy Đại Từ, Đồng Hỷ, Võ Nhai với 95 chuyền may dự kiến tăng thêm và đưa vào hoạt động 27 chuyền may của nhà máy Đồng Hỷ và 16 chuyền may của nhà máy Võ Nhai, nâng tổng công suất tăng 15.6% so với cuối năm 2021.

Nguồn: TNG, TPS Research



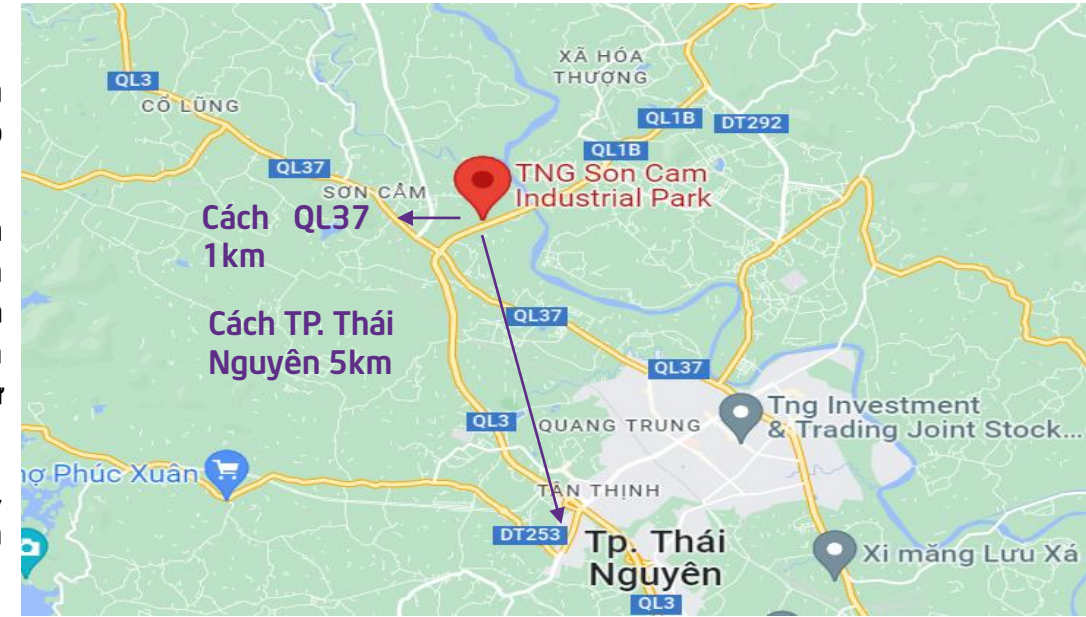
	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Sông Công 1,2,3,4	88				
Phú Bình 1,2,3,4	75				
Đồng Hỷ 1,2	13	27	10	10	
Võ Nhai	24	16			
Đại Từ 1,2	35			10	22
Việt Đức	22				
Việt Thái	18				
<b>Tổng</b>	<b>275</b>	<b>318</b>	<b>328</b>	<b>348</b>	<b>370</b>
% tăng trưởng công suất		15.64%	3.14%	6.10%	6.32%

## Mảng BĐS – Kỳ vọng mang lại lợi nhuận đột biến trong những năm tới:

Hiện tại, TNG đang phát triển các dự án BĐS khu công nghiệp và dân cư bao gồm: TNG Village 1, Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1... TNG kỳ vọng BĐS sẽ trở thành một trong những hoạt động chủ chốt đóng góp vào kết quả kinh doanh trong những năm tới với tỷ trọng ~50% lợi nhuận gộp vào năm 2025.

Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1: hiện đã giải phóng được 50% mặt bằng với giá chuyển nhượng dự kiến 102 – 105 USD/m<sup>2</sup> hoặc cho thuê 3 – 3.5 USD/m<sup>2</sup>/tháng, cạnh tranh hơn so với một số khu vực lân cận VSIP (4 – 4.5 USD/m<sup>2</sup>/tháng). Ngoài ra, TNG dự kiến di chuyển 2 nhà máy Việt Đức và Việt Thái và xây thêm nhà máy mới tại CCN Sơn Cẩm 1, do đó ½ trong 49ha đất thương phẩm sẽ thuộc sử dụng của TNG. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, TNG đã kí bản ghi nhớ đặt cọc cho 6ha và phần lớn doanh thu từ hoạt động BĐS trong năm 2022 sẽ đến từ hợp đồng này.

Bên cạnh đó, TNG cũng đang có kế hoạch phát triển thêm các dự án mới: TNG Village 2, TNG Landmark, KĐT Đại Thắng... Vì các dự án trên vẫn đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý nên chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự phóng.



	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	Thời điểm ghi nhận doanh thu	Thông tin	Tiến độ
CCN Sơn Cẩm 1	1,177	70.6	2022 - 2023	Diện tích thương phẩm: 49ha, giá bán 102 – 105 USD	Đã giải phóng được 50% mặt bằng và thực hiện xây dựng cơ sở hạ tầng (đã có khách đặt 6ha)
TNG Village 1	180	0.2841	2022 - 2023	Gồm 186 căn hộ với tỷ lệ lấp đầy 96%	Đã bán 138 căn và 48 căn đang cho thuê
TNG Village 2	865	0.8114		605 căn hộ	Đã nộp hồ sơ lên Sở Kế hoạch
TNG Landmark	1,300	1.1			Đang hoàn thiện hồ sơ pháp lý và chuẩn bị Đấu thầu
KĐT Đại Thắng	360	11.5	Đang chuẩn bị pháp lý	Gồm 280 lô đất phục vụ nhu cầu nhà ở của công nhân	Đang đấu thầu
KĐT Hồng Tiến	885	27		Gồm 920 lô đất phục vụ nhu cầu nhà ở của công nhân	

## KQKD Q2 và cả năm 2022 khả quan

Nhờ hoạt động xuất khẩu hàng dệt may tiếp tục khả quan, trong 5 tháng đầu năm, TNG đạt 2,482 tỷ doanh thu thuần, tăng 42.2%; LNST đạt 87.4 tỷ đồng, tăng 58.4% sv cùng kì.

Ước tính trong 6 tháng đầu năm đầu năm, TNG đạt 3,409 tỷ doanh thu thuần, tăng 43.8%; LNST đạt 130 tỷ đồng, tăng 55.6% sv cùng kì. Trong đó, riêng Q2 – 2022, doanh thu thuần của TNG đạt 2,149 tỷ, tăng 47.2% và LNST đạt 91.6 tỷ đồng LNST, tăng 49% sv cùng kì.

Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của TNG đạt 7,082 tỷ, tăng 29.7% so với thực hiện năm 2021 trong khi LNST đạt 304 tỷ đồng, tăng 30.9%. KQKD tích cực nhờ (1) Mảng dệt may đóng góp 6,912 tỷ đồng doanh thu, tăng 27.7% với triển vọng xuất khẩu khả quan, lượng đơn hàng đã kí kết đến hết tháng 10/2022 và công suất kì vọng tăng 15% so với cuối năm 2021 (2) Doanh thu mảng BĐS đạt 150 tỷ đồng nhờ ghi nhận doanh thu từ CCN Sơn Cẩm 1 và TNG Village 1.

## Định giá

Sử dụng phương pháp tổng định giá thành phần để định giá cổ phiếu TNG, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu trong 1 năm tới là 38,700 VND/CP, tăng 22.86% so với mức giá đóng cửa 31,500 VND/CP vào ngày 28/06/2022.

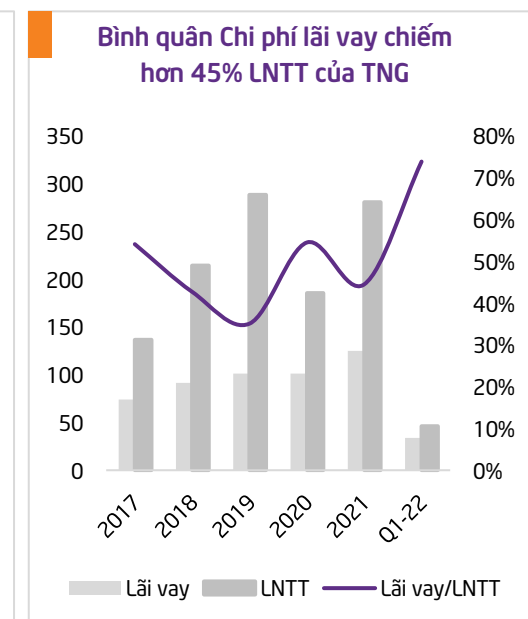
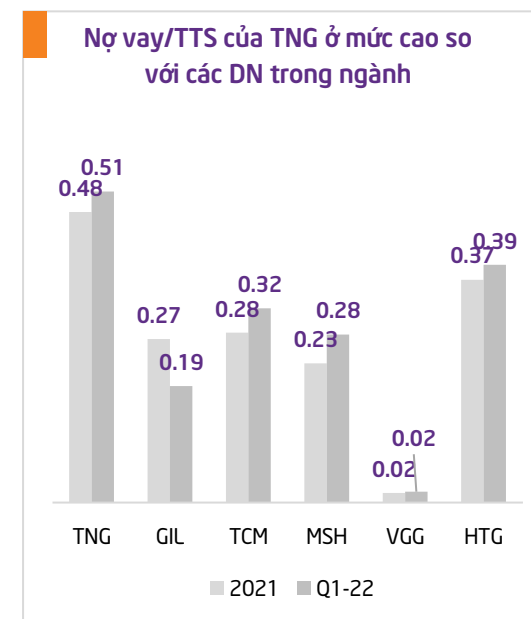
## Rủi ro đầu tư

Chi phí nguyên vật liệu tăng cao

Tiến độ triển khai dự án BĐS mới chậm hơn dự kiến trong bối cảnh chi phí đền bù gia tăng và pháp lý kéo dài

Rủi ro nợ vay cao mặt bằng lãi suất gia tăng. Nhìn chung, TNG có tỷ lệ nợ vay ở mức cao trong ngành (gồm cả trái phiếu) khi liên tục mở rộng gia tăng công suất và đầu tư cho các dự án BĐS. Hiện bình quân chi phí lãi vay đang chiếm hơn 45% trong tổng LNTT. Với các động thái siết chặt đối với thị trường trái phiếu của chính phủ trong thời gian qua và mặt bằng lãi suất tăng lên có thể ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn để thực hiện các dự án và chi phí lãi vay của DN.

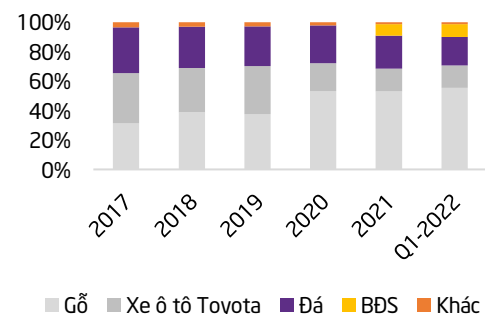
Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	4,480	5,444	7,062
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	676	727	1,003
Chi phí bán hàng và QLDN	tỷ VND	364	328	420
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	154	232	304
Biên lợi nhuận gộp	%	15.09%	13.35%	14.20%
Biên LNST	%	3.43%	4.27%	4.30%
ROE	%	13.87%	17.80%	18.20%
ROA	%	4.67%	5.86%	5.70%
EPS	VND	1,917	1,911	3,037
BV	VND	15,514	15,774	16,666
P/E	x	16.43	16.49	10.37
P/B	x	2.03	2.00	1.89



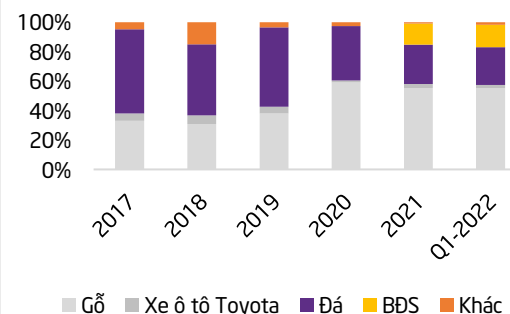
## Mảng Gỗ đóng góp chính vào đà tăng trưởng

- Sản xuất và kinh doanh sản phẩm gỗ là mảng kinh doanh chính của PTB với 52.9% doanh thu và 55.1% LN gộp trong năm 2021, gồm sản phẩm gỗ tinh chế (nội, ngoại thất) và gỗ nguyên liệu, chủ yếu cho hoạt động xuất khẩu (86.2% doanh thu), nhất là sang thị trường Mỹ. Trong Q1/2022, doanh thu mảng gỗ đạt 952 tỷ, tăng 23.1%, cao hơn mức tăng chung của cả ngành khi PTB sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh về quy mô, nguồn nguyên liệu cũng như chất lượng sản phẩm; LNG đạt 220 tỷ đồng, tăng chỉ 7.53% do chi phí nguyên vật liệu tăng cao.
- Nguồn nguyên liệu trong nước (chiếm 70%) đều đã có chứng chỉ FSC.** Tính đến tháng 3/2021, Việt Nam có 47 chứng chỉ FSC – FM và 978 chứng chỉ FSC – CoC trong tổng số 4,600 doanh nghiệp gỗ xuất khẩu trong nước cho thấy tỷ lệ DN sở hữu chứng chỉ FSC còn ở mức thấp. PTB là một trong những DN sản xuất gỗ hàng đầu và toàn bộ vùng nguyên liệu đều đã có chứng chỉ FSC sẽ tạo lợi thế cạnh tranh cho DN trong hoạt động xuất khẩu, nhất là sang thị trường Mỹ và Châu Âu.
- PTB không chịu nhiều ảnh hưởng từ việc điều tra của Bộ Thương mại Mỹ.** Ngày 24/05/2022, Bộ Thương mại Mỹ đã khởi xướng điều tra sản phẩm tủ gỗ nhập khẩu từ Việt Nam và Malaysia do nghi ngờ sử dụng các bộ phận nhập khẩu từ Trung Quốc thuộc phạm vi áp dụng các biện pháp Phòng vệ thương mại. Với vùng nguyên liệu có nguồn gốc rõ ràng, chúng tôi cho rằng, động thái trên sẽ không ảnh hưởng nhiều đến PTB và có thể giúp DN được hưởng lợi ít nhiều khi giảm áp lực cạnh tranh.
- Ngoài được hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng từ thị trường Mỹ, công suất gia tăng từ việc xây dựng nhà máy mới sẽ hỗ trợ tích cực vào đà tăng trưởng của DN trong thời gian tới.** Các nhà máy gỗ hiện tại của PTB đã hoạt động tối đa công suất từ tháng 10/2021. Bên cạnh đó, PTB đang trong quá trình xây dựng nhà máy Phù Cát 3 với 3 giai đoạn: GD1 (9/2020 – 3/2021) – 201.4 tỷ đầu tư dây chuyền sản xuất tủ bếp xuất khẩu; GD2 (4/2021 – 6/2021) – 34.3 tỷ đầu tư kho nguyên liệu gỗ khô; GD3 (Q3/2021 – Q4/2022) – 93.5 tỷ đồng đầu tư cơ sở hạ tầng và nhà xưởng sản xuất. Ước tính khi hoàn thành vào năm 2023 sẽ giúp nâng công suất chế biến gỗ lên 102,050 m<sup>3</sup>/năm (tăng 21.4% so với hiện tại).

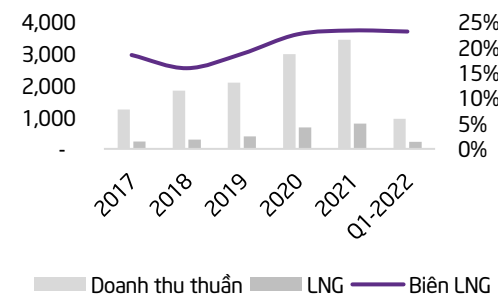
### Cơ cấu doanh thu của PTB



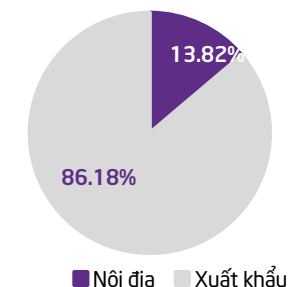
### Cơ cấu LNG của PTB



### Doanh thu, LNG mảng gỗ



### Cơ cấu doanh thu mảng gỗ trong năm 2021



Các nhà máy gỗ của PTB	Địa điểm	Sản phẩm	Công suất (m <sup>3</sup> )
Phù Cát	Bình Định	Nội & ngoại thất	5,000
		Gỗ nguyên liệu	35,000
Thắng Lợi	Bình Định	Nội & ngoại thất	15,600
Gỗ Nội thất Bình Định	Bình Định	Nội thất	8,000
Đồng Nai	Đồng Nai	Nội thất	4,800
Vina G7	Đồng Nai	Nội thất	12,000

# PTB - TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC VỚI ĐỊNH GIÁ HỢP LÝ - GMT: 85,900 VND

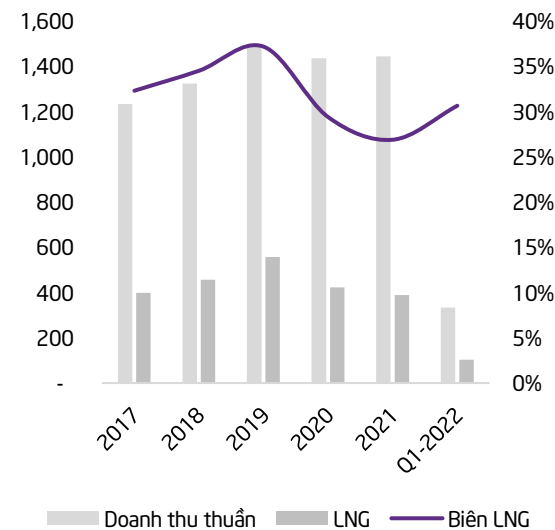
## Mảng Đá chưa có nhiều điểm sáng trong ngắn hạn

Sản xuất và kinh doanh sản phẩm đá là mảng kinh doanh lớn thứ 2 của PTB với 22.2% doanh thu và 26.7% lợi nhuận gộp trong năm 2021. PTB đang sở hữu 11 mỏ đá (10 mỏ đá granite, marble và 1 mỏ đá xây dựng) với trữ lượng khoảng 53.7 triệu m<sup>3</sup>, thời gian khai thác còn lại trung bình hơn 20 năm, đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu cho hoạt động sản xuất. Các sản phẩm chính là đá ốp lát, đá countertops..., cung cấp cho hoạt động tiêu thụ nội địa (61.4% cơ cấu doanh thu) và xuất khẩu (38.6%).

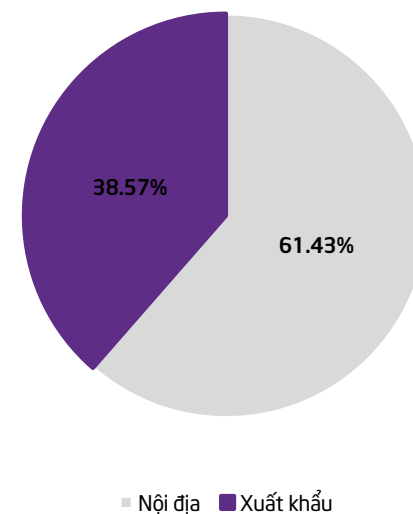
Trong Q1-2022, doanh thu mảng đá đạt 333 tỷ, giảm 1.8% khi nhu cầu xây dựng chưa phục hồi và ảnh hưởng bởi chi phí nguyên vật liệu gia tăng; lợi nhuận gộp đạt 102 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 30.6% do giảm chiết khấu bán hàng.

Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi đánh giá triển vọng mảng đá không quá tích cực do (1) Nhu cầu trong nước chưa có sự cải thiện khi nguồn cung nhà ở với số dự án cùng căn hộ được cấp phép mới và đủ điều kiện mở bán trong Q1-2022 đều ở mức thấp so với 5 quý gần nhất (2) Chi phí nguyên vật liệu xây dựng và vận chuyển tiếp tục duy trì ở mức cao sẽ ảnh hưởng đến tiến độ các dự án.

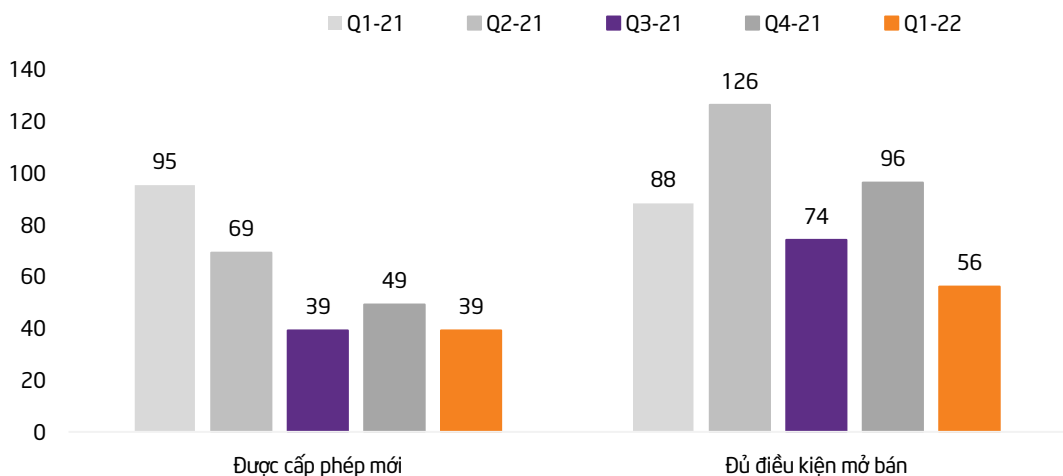
### Doanh thu, LNG mảng đá



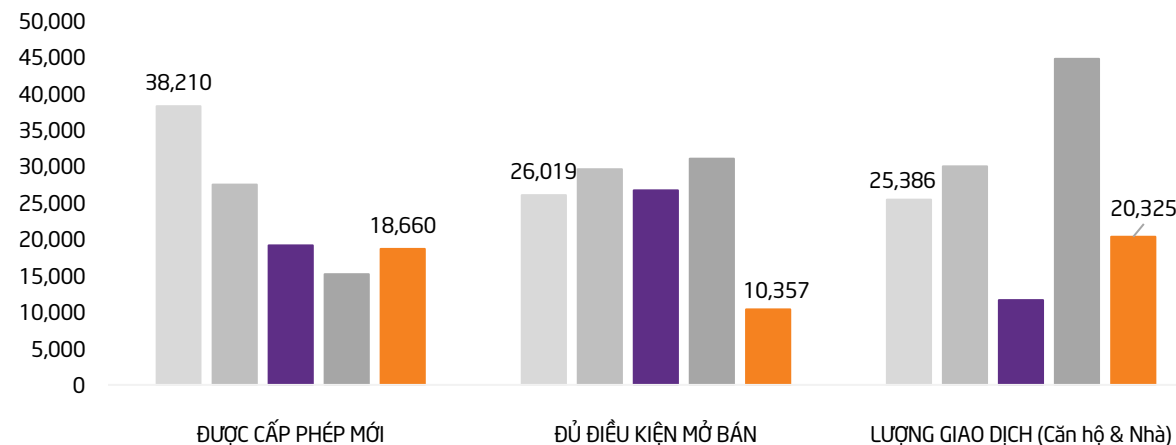
### Cơ cấu doanh thu mảng đá trong năm 2021



### Số dự án



### Số căn hộ



**Mảng Phân phối xe ô tô – Trung lập:** Đóng góp 15.6% trong tổng doanh thu nhưng chỉ 2.9% trong cơ cấu lợi nhuận gộp với biên LNG chỉ khoảng 4%. PTB sở hữu 2 showroom tại Bình Định và Đà Nẵng và phân phối chính thương hiệu xe ô tô Toyota.

Theo VAMA, Toyota là hãng ô tô có sản lượng tiêu thụ hàng đầu trong cả nước với 69,341 xe trong năm 2021. Trong 4 tháng đầu năm, lượng tiêu thụ ô tô đạt 123,931 xe, tăng 33.4% so với cùng kỳ; được hỗ trợ bởi chính sách ưu đãi giảm 50% lệ phí trước bạ đối với xe lắp ráp trong nước; trong đó xe Toyota tăng trưởng với tốc độ cao hơn với 44%, đạt 27,327 xe. Do đó, trong Q1/2022, doanh thu mảng phân phối xe Toyota của PTB đạt 261 tỷ, tăng 27.9%; LNG đạt 9 tỷ đồng, với biên LNG đạt 3.5%.

Trong 6 tháng cuối năm 2022, chúng tôi cho rằng, lượng tiêu thụ xe ô tô sẽ khó duy trì mức tích cực như trong giai đoạn đầu năm do (1) Thiếu hụt nguồn cung từ khủng hoảng chip bán dẫn toàn cầu đã làm gián đoạn quá trình sản xuất dẫn đến giá xe tăng cao (2) Ưu đãi giảm lệ phí trước bạ đã hết hiệu lực vào cuối tháng 5/2022. Dù vậy, so với mức nền thấp của năm 2021 khi hoạt động giãn cách diễn ra trên cả nước, lượng tiêu thụ ô tô vẫn có thể đạt mức tăng trưởng dương.

Về dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng của ngành phân phối ô tô với tỷ lệ sở hữu ô tô vẫn đang ở mức thấp so với các nước trong khu vực và GDP bình quân đầu người được cải thiện

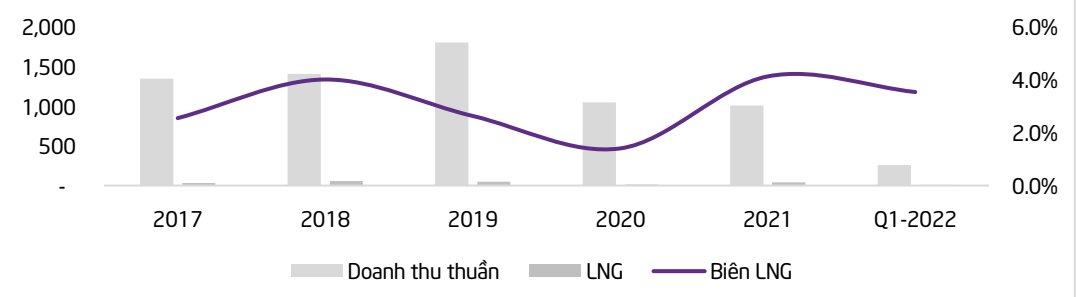
**Mảng BĐS – Trung lập:** Bắt đầu đóng góp vào KQKD của PTB từ năm 2021 thông qua việc phát triển dự án BĐS Phú Tài Residence với 7.9% trong tổng doanh thu và 14.3% trong cơ cấu LNG với biên LNG đạt 40.6%.

Trong Q1-2022, dự án này đã mang lại 147 tỷ doanh thu và 61 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho PTB và sẽ tiếp tục ghi nhận phần còn lại trong năm 2022.

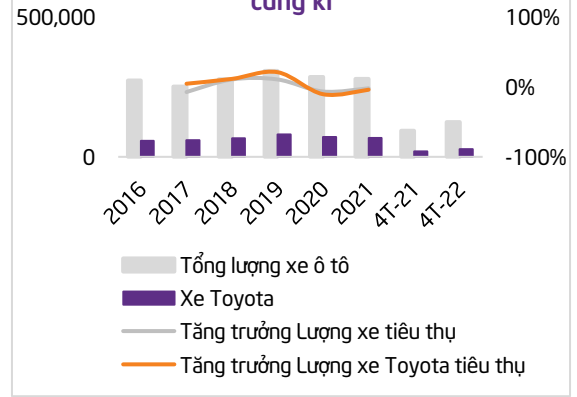
Ngoài dự án Phú Tài Residence, PTB đang phát triển dự án Phú Tài Central Life (đã được phê duyệt quy hoạch 1/500) tại trung tâm TP. Quy Nhơn. PTB có diện tích sàn sử dụng khoảng 20,000 m2 với giá chào bán khoảng 25 triệu đồng/m2. Dự án dự kiến bắt đầu bàn giao vào cuối năm 2023 và đóng góp vào lợi nhuận giai đoạn 2023 – 2024.

Nguồn: VAMA, VnExpress, PTB, TPS Research

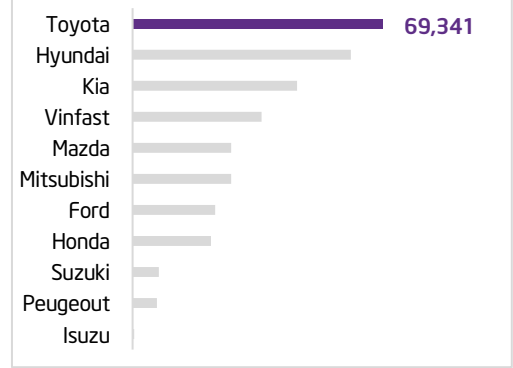
Doanh thu, LNG mảng Phân phối xe Toyota



Lượng xe tiêu thụ và tăng trưởng sv cùng kì



Doanh số các hãng ô tô tại Việt Nam trong năm 2021 (xe)



## KQKD Q2 và cả năm 2022 tích cực

Trong Q2 – 2022, chúng tôi ước tính PTB đạt 1,996 tỷ doanh thu, tăng 23.5%; LNST đạt 173 tỷ đồng, tăng 37.3% so với cùng kì.

Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của PTB đạt 7,305 tỷ, tăng 12.5% so với thực hiện năm 2021 trong khi LNST đạt 638 tỷ đồng, tăng 21.3%. KQKD tích cực được đóng góp bởi (1) Doanh thu mảng gỗ đạt 4,010 tỷ, tăng 16.7% so với thực hiện năm 2021 (2) Doanh thu mảng đá đạt 1,500 tỷ, tăng nhẹ 3.9% với biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giảm chiết khấu (3) Doanh thu mảng Phân phối xe ô tô đạt 1,190 tỷ, tăng 17.7% (4) Hoạt động kinh doanh BĐS ghi nhận doanh thu phần còn lại của dự án Phú Tài Residence với 515 tỷ cùng doanh thu hoạt động khác đạt 90 tỷ, đi ngang so với cùng kì. Cùng với đó, chúng tôi giả định PTB duy trì tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN trên doanh thu tương đương so với năm 2021.

## Định giá

Sử dụng phương pháp tổng định giá thành phần để định giá cổ phiếu PTB, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu trong 1 năm tới cho cổ phiếu PTB là 85,900 VND/CP, tăng 18.2% so với mức giá đóng cửa 72,700 VND/CP vào ngày 16/06/2022.

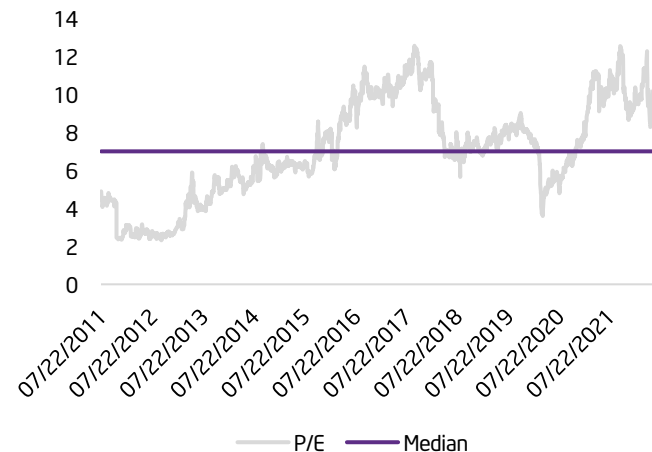
## Rủi ro đầu tư

Căng thẳng chính trị giữa Nga – Ukraina diễn biến phức tạp hơn kì vọng, chi phí vận chuyển, nguyên vật liệu, nhân công tăng cao.

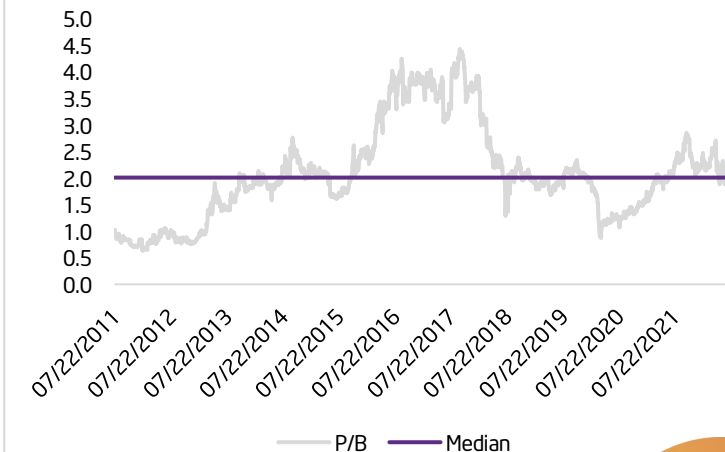
Tiến độ triển khai dự án BĐS mới chậm hơn dự kiến trong bối cảnh chi phí đền bù gia tăng và pháp lý kéo dài

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2021A	2022F
Doanh thu	tỷ VND	6,492	7,305
Lợi nhuận gộp	tỷ VND	1,453	1,680
Chi phí bán hàng và QLDN	tỷ VND	756	851
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	526	638
Biên lợi nhuận gộp	%	22.4%	23%
Biên LNST	%	8.1%	8.7%
ROE	%	23.4%	22.8%
ROA	%	10%	9.8%
EPS	VND	10,063	9,377
BV	VND	47,746	39,914
P/E	x	7.22	7.75
P/B	x	1.52	1.63

P/E và trung vị của PTB



P/B và trung vị của PTB



# GDT - Triển vọng tích cực trong trung và dài hạn - GMT: 60,900 VND/CP

## Điểm nhấn đầu tư

- **Dư địa tăng trưởng xuất khẩu còn rất lớn.** Hoạt động xuất khẩu đồ dùng nhà bếp có quy mô nhỏ trong ngành gỗ với tỷ trọng khoảng 0.4%. Dù vậy, quy mô của các thị trường xuất khẩu chính là Hàn Quốc, Nhật Bản còn khá lớn trong khi nhu cầu xây dựng được dự báo sẽ tăng trưởng tốt hơn trong giai đoạn tới; và Việt Nam đang có nhiều lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia khác. Điều này cho thấy dư địa tăng trưởng hoạt động xuất khẩu của Việt Nam tại các thị trường trên vẫn còn khá lớn.
- **Doanh nghiệp đầu ngành với nhiều lợi thế cạnh tranh.** GDT là doanh nghiệp đầu ngành dụng cụ nhà bếp với thị phần xuất khẩu theo ước tính của chúng tôi khoảng hơn 25% trong năm 2020. Bên cạnh đó, so với các DN khác trong ngành, chi phí nguyên vật liệu của GDT thấp hơn từ 3 – 5% và được lưu hàng tại kho của nhà cung cấp nhờ mối quan hệ lâu năm.
- **Mảng nội thất kì vọng hỗ trợ tích cực đến triển vọng trung và dài hạn.** GDT đã thông qua việc mua lại 100% cổ phần Công ty TNHH Sản xuất và xuất khẩu gỗ Đức Tâm, Đồng Nai. Nhà máy rộng 12,000 m<sup>2</sup>, đang hoạt động với 80% công suất và mang lại doanh thu khoảng 5 triệu USD/năm. Hiện đã xong quá trình thỏa thuận và dự kiến việc mua lại sẽ hoàn tất trong Q3/2022. Chúng tôi kì vọng, việc mở rộng hoạt động sang mảng nội thất với quy mô và tiềm năng lớn hơn rất nhiều sẽ tác động tích cực đến triển vọng của doanh nghiệp trong trung và dài hạn.

## Ước tính KQKD Q2 và cả năm 2022

Trong Q2 – 2022, chúng tôi ước tính GDT đạt 114.6 tỷ doanh thu, đi ngang so với cùng kì và 19.6 tỷ đồng LNST, tăng nhẹ 2%. Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của GDT đạt 486 tỷ, tăng 43.4%; LNST đạt 89 tỷ đồng, tăng 45.9% so với thực hiện năm 2021.

## Rủi ro đầu tư

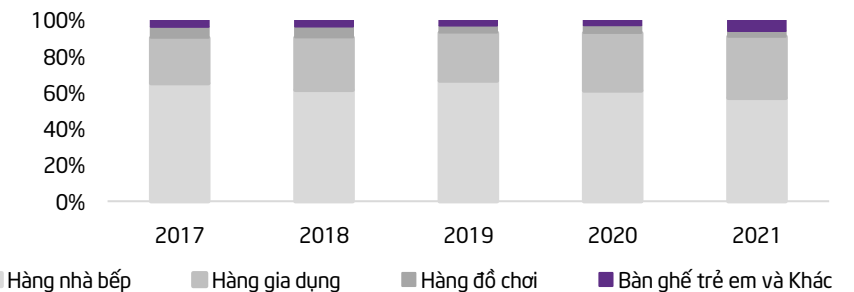
Căng thẳng chính trị giữa Nga - Ukraine diễn biến phức tạp hơn kì vọng, chi phí vận chuyển, nguyên vật liệu, nhân công tăng cao.

## Định giá và khuyến nghị

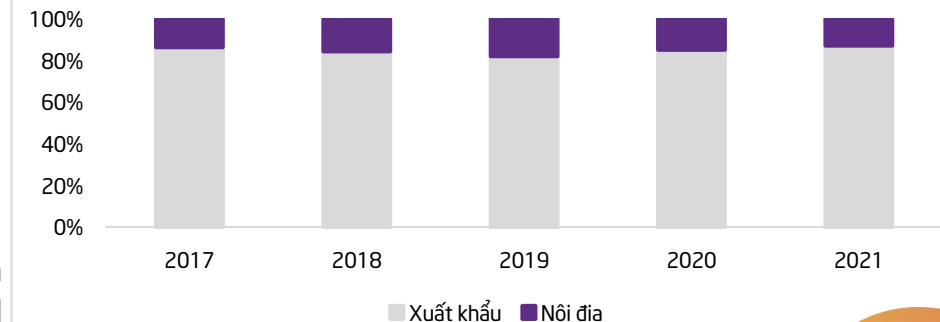
Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp DCF và DDM để định giá cổ phiếu GDT, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là 60,900 VND/CP, tăng 25.6% so với giá đóng cửa ngày 07/06/2022. Theo đó, GDT đang giao dịch với P/E forward 2022 là 11 lần, ở mức cao so với lịch sử giao dịch của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2021	2022F
Doanh thu	Tỷ đồng	339	486
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	101	146
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	38	45
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	61	89
Biên lợi nhuận gộp	%	29.9%	30.0%
Biên LNST	%	18.0%	18.4%
ROE	%	22.7%	32.1%
ROA	%	15.6%	21.2%
EPS	VND	3,078	4,516
BV	VND	13,440	14,732
P/E	X	16.2	11
P/B	X	3.7	3.4

### Cơ cấu doanh thu theo nhóm hàng



### Cơ cấu doanh thu theo thị trường



# BSR - GIẢM KHẢ NĂNG HƯỞNG LỢI TỪ GIÁ DẦU - GMT 27,600 VND/CP

## Điểm nhấn đầu tư:

- **BSR kỳ vọng sẽ vận hành 105% công suất trong năm 2022**, ở mức 6.79 triệu tấn, +5% yoy, sản lượng tăng đều ở hầu hết các sản phẩm như dầu DO, xăng và LPG, tăng mạnh ở Jet A1 và Poly Propylene nhờ ngành hàng không phục hồi sau dịch và mở rộng công suất nhà máy PP từ cuối tháng 4/2021.
- **Giá dầu vẫn ở mức cao** do xung đột Nga-Ukraine vẫn còn căng thẳng và các biến động về chính trị ở châu Phi, Libya có ảnh hưởng rất lớn đến nguồn cung toàn cầu và tác động mạnh mẽ đến giá dầu.
- **Kỳ vọng crack spread trong năm 2022 vẫn sẽ giữ ở mức cao như trong năm 2021**. Tuy nhiên, nửa cuối năm 2022 khả năng hưởng lợi từ hàng tồn kho giá rẻ khó hơn trong giai đoạn đầu năm.

**Ước tính Q2/2022 doanh thu đạt 46,585 tỷ đồng, +67%yoy và LNST đạt 6,678 tỷ đồng, +298%yoy.** KQKD 6 tháng đầu 2022 doanh thu đạt 81,368 tỷ đồng, +66%yoy và LNST đạt 8,990 tỷ đồng, +155%yoy. Chúng tôi giữ nguyên dự phóng doanh thu cả năm 2022 đạt 134,410 tỷ đồng và giảm LNST xuống mức 6,983 tỷ đồng, +4.3%yoy cho rủi ro Crack Spread sụt giảm.

## Định giá và khuyến nghị:

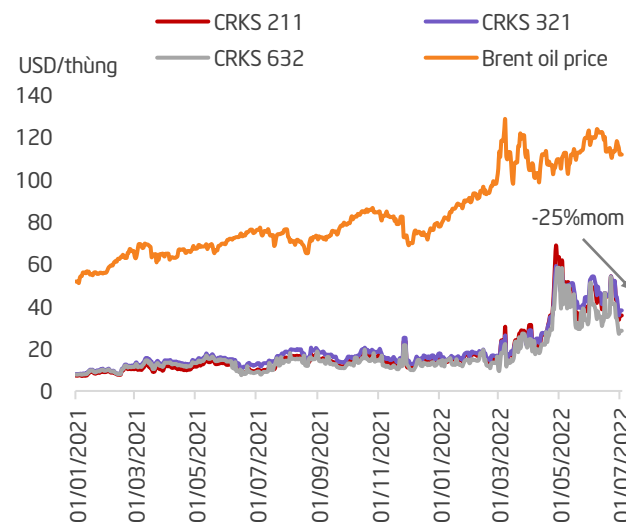
Sử dụng phương pháp FCFE, P/E và P/B với tỷ trọng 60:20:20, chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho BSR là 27,600 VND/CP.

## Rủi ro đầu tư

(1) Giá dầu hạ nhiệt do lo ngại nhu cầu suy giảm vì lạm phát, (2) Crack spread bị co hẹp do dư cung dầu thành phẩm, (3) Quy định mới về đảm bảo tiêu chuẩn chất lượng các sản phẩm hóa dầu, (4) Khoản tiền gửi có kỳ hạn 2,734 tỷ VND tại Ngân hàng Đại Dương, (5) Biện pháp thu hồi nợ và lãi vay hợp đồng tín dụng xây dựng Nhà máy Nhiên liệu sinh học của CTCP Nhiên liệu Sinh học Dầu khí Miền Trung (BSR-BF).

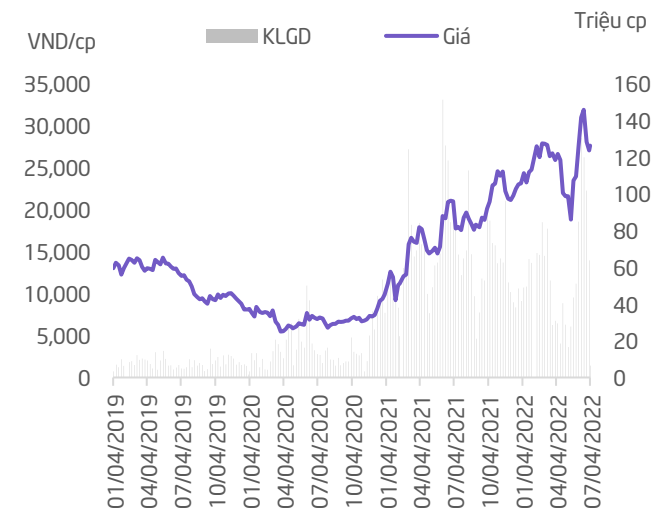
Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	57,959	101,080	134,410
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	-2,225	7,699	8,624
Chi phí quản lý	Tỷ đồng	821	1,188	1,579
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	-2,858	6,684	6,983
Biên lợi nhuận gộp	%	-3.8%	7.6%	6.4%
Biên LNST	%	-4.9%	6.6%	5.2%
ROE	%	-8.8%	19.5%	18.7%
ROA	%	-5.2%	10.9%	10.4%
EPS	VND	-909	2,166	2,230
BV	VND	10,019	12,115	12,021
P/E	x	(29.0)	12.2	11.8
P/B	x	2.6	2.2	2.2

## Giá dầu thô và Crack Spread (CRKS)



Crack spread (chênh lệch giữa giá một thùng sản phẩm xăng dầu và giá một thùng dầu thô)

## Biến động giá CP của BSR



Nguồn: Fiinpro, TPS Research

# GAS - ĐỘNG LỰC TỪ THƯỢNG NGUỒN VÀ GIÁ DẦU Ở MỨC CAO - GMT 122,100 VND

## Điểm nhấn đầu tư:

- **Giá khí ở mức cao cùng với tình trạng thiếu than sẽ dẫn đến việc tăng tiêu thụ khí cho nhiệt điện.**
- **Tín hiệu tích cực từ dự án Lô B - Ô Môn.** Chuỗi điện khí Lô B-Ô Môn dự kiến sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào tháng 7/2022, tạo tiền đề cho toàn chuỗi dự án Lô B-Ô Môn khởi công vào cuối năm 2022 và kỳ vọng đón dòng khí đầu tiên vào 2025.
- **Các dự án LNG tiếp tục được triển khai đúng kế hoạch tạo động lực tăng trưởng dài hạn.** Dự án LNG Thị Vải đã hoàn thành trên 90% tiến độ xây dựng kho chứa LNG trong giai đoạn 1 và có thể bắt đầu nhập khẩu LNG từ tháng 11/2022 để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn và là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 từ 2023.

**Ước tính gần hoàn thành kế hoạch LNST cả năm 2022 chỉ trong 6 tháng đầu năm.** Với kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 90 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng năm 2022 sẽ đạt 101,028 tỷ đồng doanh thu, tăng 27.9%yoy. Theo đó LNST của cổ đông công ty mẹ đạt mức 12,379 tỷ đồng, tăng 42.7%yoy, EPS tương ứng đạt 6,336 đồng/cp.

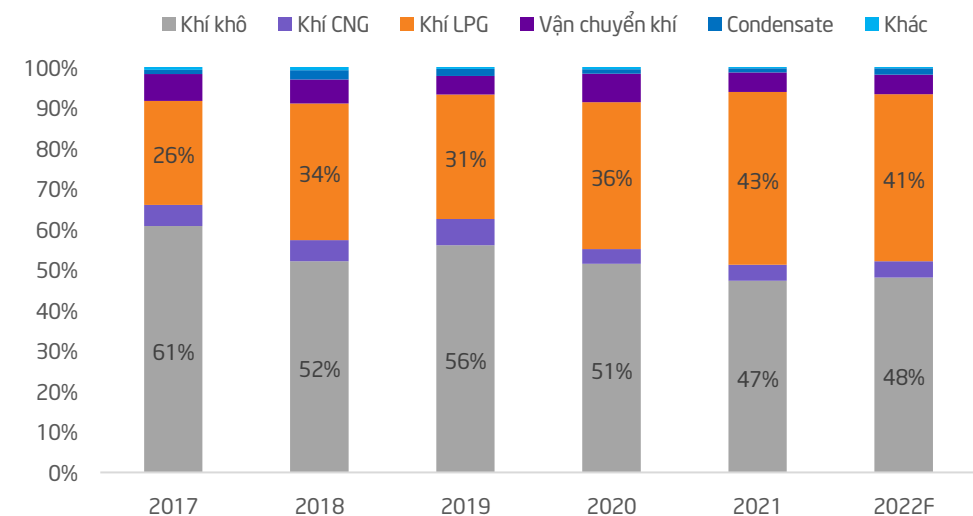
## Rủi ro đầu tư

- Thị trường dầu mỏ thế giới tiếp tục diễn biến phức tạp và tình hình địa chính trị bất ổn do xung đột Nga-Ukraine và các biến động về chính trị ở châu Phi, Libya. Trong khi đó, các tổ chức hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu, nhu cầu dầu mỏ có xu hướng giảm khiến giá dầu trên thị trường thế giới có sự tăng giảm đan xen.
- Rủi ro địa chính trị liên quan đến việc thăm dò và khai thác ở thượng nguồn.
- Thời gian triển khai các dự án thượng nguồn chậm tiến độ và sản lượng khí khô thu gom có thể thấp hơn dự kiến.

**Định giá và khuyến nghị:** Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, EV/EBITDA và PE để đưa ra giá mục tiêu của GAS là 122,100 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 18.5% so với giá đóng cửa ngày 05/07/2022.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2021	2022F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	78,992	101,028
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	13,986	18,783
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	3,612	4,072
EBITDA	Tỷ đồng	13,447	18,047
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	8,852	12,632
Biên lợi nhuận gộp	%	17.7%	18.6%
Biên LNST	%	11.2%	12.5%
ROE	%	17.4%	22.6%
ROA	%	12.5%	14.9%
EPS	VND	4,389	6,336
BV	VND	23,092	26,227
P/E	X	23.5	16.3
P/B	X	4.5	3.9
EV/EBITDA	X	14.9	11.1

## Cơ cấu doanh thu của GAS



# PVT - NHU CẦU PHỤC HỒI VÀ TRỞ HÓA ĐỘI TÀU - GMT 24,600 VND/CP

## Điểm nhấn đầu tư

- **PVT hiện đang là doanh nghiệp sở hữu đội tàu dầu khí lớn nhất Việt Nam** luôn duy trì vị thế dẫn đầu với 100% thị phần vận tải dầu thô và khí LPG nội địa, 30% thị phần vận tải xăng dầu thành phẩm.
- **Triển vọng từ nhu cầu vận tải dầu khí trong nước gia tăng nhờ:** (1) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu hồi phục sau khi Covid-19 được kiểm soát, (2) nhu cầu tiêu thụ khí hóa lỏng được dự báo tiếp tục tăng trưởng, (3) giá thuê tàu duy trì mức cao, một số hợp đồng định hạn chưa hết hạn nên chưa phản ánh hết tăng giá cước quốc tế trong ngắn hạn.
- **Đội tàu tiếp tục được đầu tư mở rộng giúp cải thiện biên lợi nhuận.** Trong 6 tháng đầu năm, PVT đã đầu tư 3 tàu và trong 2-3 tháng tới PVT đầu tư 1 tàu MR chở dầu. Khả năng năm 2022 có thể đầu tư 7-10 tàu. Kế hoạch đến 2025, PVT sẽ nâng đội tàu lên 70 chiếc với tổng công suất đạt 2.5 triệu DWT.

**Ước tính Q2/2022 đạt doanh thu 2,128 tỷ đồng, +12.4%yoy và LNTT đạt 261 tỷ đồng, -22.0%yoy.** KQKD 6 tháng đầu 2022 doanh thu đạt 4,100 tỷ đồng, +14.9%yoy và LNTT đạt 500 tỷ đồng, -12.0%yoy, đạt kỳ vọng so với kết quả dự báo doanh thu và LNTT. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần hợp nhất trong năm 2022 khoảng 8,635 tỷ đồng, +15.7%yoy và LNST khoảng 940 tỷ đồng, +12.7%yoy, với kỳ vọng LNST năm 2022 sẽ được hỗ trợ bởi lợi nhuận từ việc thanh lý tàu dầu thô PVT Athena.

## Định giá và khuyến nghị:

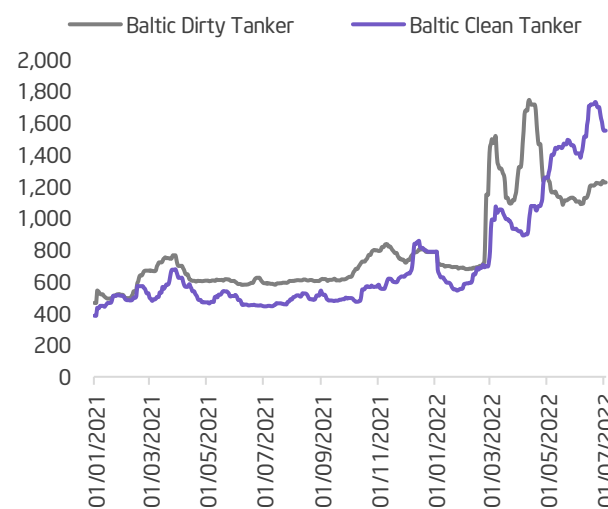
Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho PVT là 24,600 đồng/cp dựa trên kết hợp 3 phương pháp gồm chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF), EV/EBITDA và PE.

## Rủi ro đầu tư:

(1) giá dầu neo ở mức cao ảnh hưởng đến nhu cầu xăng dầu và chi phí nhiên liệu cao, (2) giá cước vận tải chịu nhiều tác động từ diễn biến giá cước vận tải thế giới trong bối cảnh bất ổn địa chính trị, thời tiết và mùa vụ, (3) nợ vay ngoại tệ lớn do đó tỷ giá có xu hướng tăng ảnh hưởng đến chi phí lãi vay của công ty.

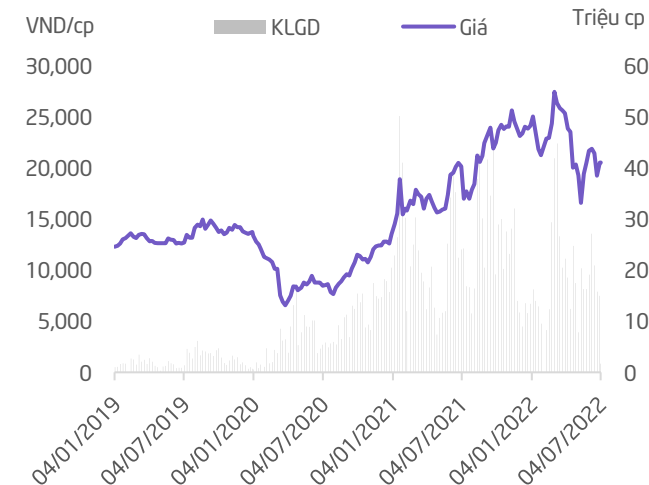
Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	7,383	7,460	8,635
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,118	1,238	1,409
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	265	288	328
EBITDA	Tỷ đồng	1,731	1,887	2,011
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	824	835	940
Biên lợi nhuận gộp	%	15.1%	16.6%	16.3%
Biên LNST	%	11.2%	11.2%	10.9%
ROE	%	13.8%	12.6%	12.7%
ROA	%	7.5%	7.1%	7.0%
EPS	VND	2,047	2,038	2,365
BV	VND	11,354	11,481	12,256
P/E	x	10.3	10.5	8.7
P/B	x	1.4	1.3	1.7
EV/EBITDA	x	4.5	4.6	3.9

Baltic dirty tanker và Baltic clean tanker



Baltic Dirty Tanker (chỉ số giá cước vận tải dầu thô)  
Baltic Clean Tanker (chỉ số giá cước vận tải dầu sản phẩm)

Biến động giá CP của PVT



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, TPS Research

# VHC - XUẤT KHẨU CÁ TRA TÍCH CỰC - GMT: 96,000 VND

## Điểm nhấn đầu tư 2022:

❖ **Ước tính KQKD 2022:** 1H22, VHC doanh thu ước đạt 7,800 tỷ VND (+70% yoy), LNST kỳ vọng đạt 840 tỷ VND (+62.7% yoy). Như vậy, riêng Q2, doanh thu ước đạt 4,532 tỷ VND (+93% yoy), LNST ước đạt 289 tỷ VND (+10.4% yoy). LNST Q2 kỳ vọng tăng chậm hơn mức tăng trưởng doanh thu khi lượng hàng tồn kho cá tra giá thấp giảm và nguồn cung chưa kịp điều chỉnh tương ứng. Bên cạnh đó, việc chi phí vận tải cao trong Q2 cũng gây áp lực lên BLN của VHC. Cả năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu VHC đạt 14,174 tỷ VND (+56.5% yoy). Với kỳ vọng giá trung bình xuất khẩu trong năm 2022 đạt 3.4 USD/kg (+9.5% yoy), giá thức ăn cho cá ước tính tăng ở mức 8% yoy (18,600 VND/kg). Mảng C&G tiếp tục tăng trưởng khi các nhà máy C&G chất lượng cao đã đi vào hoạt động ổn định. Ước tính BLNG của VHC ở 18.3% (so với mức 19.4% trong năm 2021), không bị biến động nhiều nhờ VHC đã tự chủ nguồn nguyên liệu, LNG sẽ không bị ăn mòn bởi chi phí nguyên liệu biến động. LNST kỳ vọng đạt 1,653 tỷ VND (+48.8% yoy)

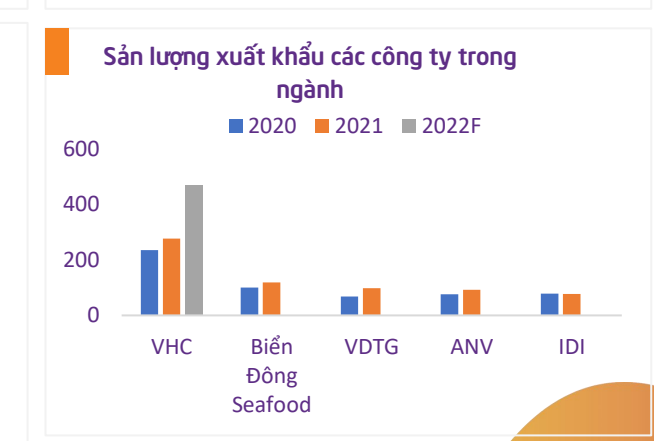
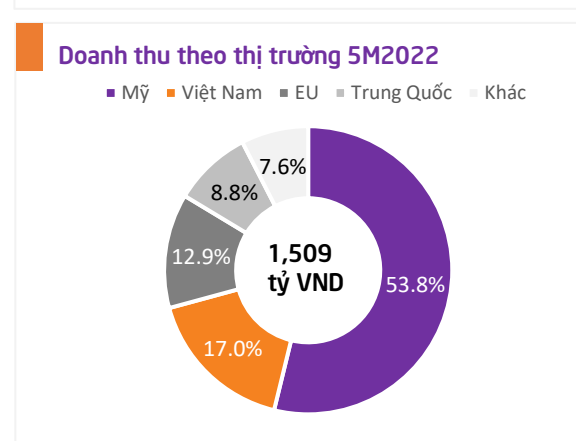
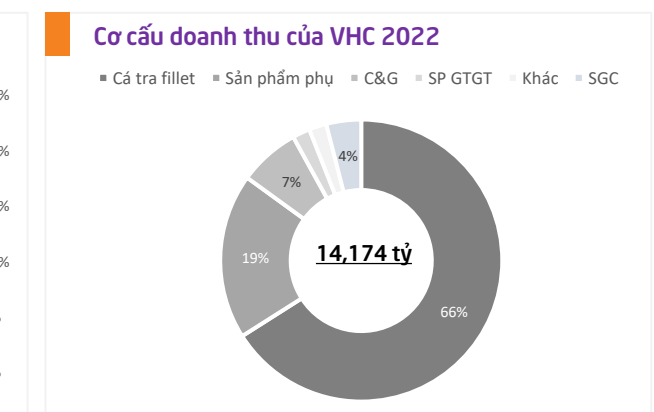
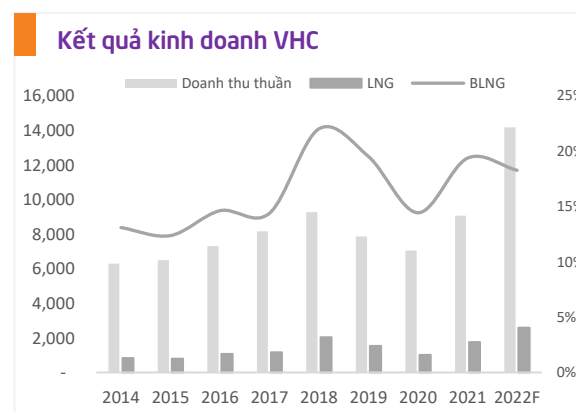
## ❖ Những yếu tố kỳ vọng trong năm 2022:

- **Lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp nhờ chuỗi giá trị:** VHC hiện đã tự chủ được từ bước sản xuất cá giống với công nghệ cao, đảm bảo chất lượng với khu nuôi trồng, chế biến tạo thành chuỗi khép kín, hầu như không có sản phẩm loại bỏ trong quá trình chế biến.
- **Giá cá tra kỳ vọng tăng do cung không hồi phục kịp với tốc độ cầu hồi phục nhanh chóng:** Chúng tôi kỳ vọng, giá cá tra trong năm 2022 sẽ tiếp tục tăng ở mức trung bình 3.4USD/kg do khan hiếm nguyên liệu, chi phí thức ăn tăng cao.
- **Tiềm năng mở rộng các thị trường xuất khẩu chính:**
  - **Thị trường Mỹ:** Thị trường xuất khẩu chính của VHC (hơn 40% doanh thu xuất khẩu cá tra). Với mức thuế 0% theo như POR 17, VHC tiếp tục có lợi thế hơn các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra khác trong việc mở rộng thị trường Mỹ.
  - **Thị trường Châu Âu:** VHC tiếp tục có lợi thế gia tăng xuất khẩu vào thị trường quan trọng này (Anh, Canada, Úc, Bỉ, Hà Lan) nhờ các hiệp định FTA, gia tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp.

**Định giá:** Sử dụng phương pháp DCF, P/E và P/B với tỷ trọng 60:20:20, chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho VHC là 96,000 VND (upside 18.1%) so với giá đóng cửa ngày 05/07/2022.

**Rủi ro:** Cạnh tranh từ các sản phẩm cá thịt trắng từ Ấn Độ, Trung Quốc, các công ty cá da trơn Việt Nam. Các rủi ro về tự nhiên: thời tiết, khí hậu, rủi ro ngập mặn, rủi ro dịch bệnh.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	7,037	9,054	14,174
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	720	1,111	1,653
Biên lãi gộp	%	14.4%	19.4%	18.3%
Biên lãi ròng	%	10.2%	12.3%	11.7%
ROE	%	14.3%	20.1%	26.3%
EPS	VND	3,955	6,055	9,084
BV	VND	28,447	32,329	36,810
P/E	x	23.5	15.4	10.2



## Điểm nhấn đầu tư 2022:

❖ **Ước tính KQKD 2022:** Kết quả 5M2022, FPT ghi nhận doanh thu đạt 16,227 tỷ VND (+22.2%yoy) và LNTT đạt 3,029 tỷ VND (24.7% yoy). Năm 2022, chúng tôi ước tính doanh thu FPT đạt 44,994 tỷ VND (+26.2% yoy), gồm mảng CNTT (59%), mảng viễn thông (32%), mảng giáo dục, đầu tư (9%). Chúng tôi dự phóng BLNG của FPT tăng nhẹ 0.07 điểm phần trăm so với năm 2021 nhờ định hướng chiến lược của FPT trong thời gian tới là tăng tỷ trọng các giải pháp, nền tảng make by FPT, các sản phẩm dịch vụ chuyển đổi số toàn diện trong cơ cấu doanh thu. Theo đó, LNST đạt 6,744 tỷ VND (+26,1% yoy).

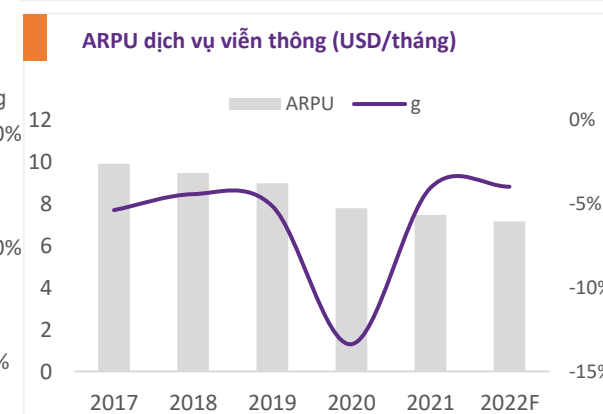
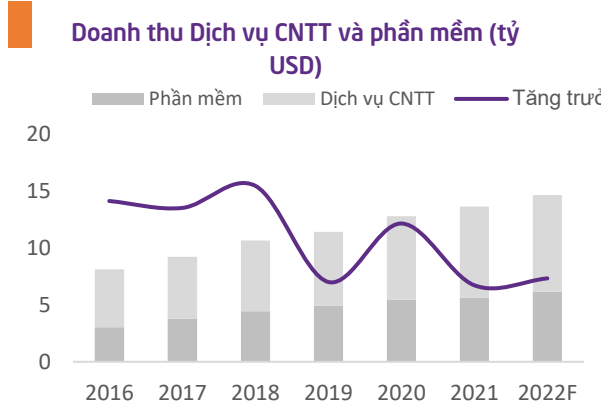
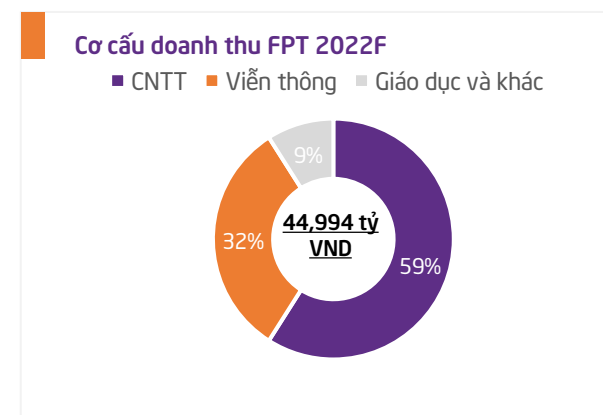
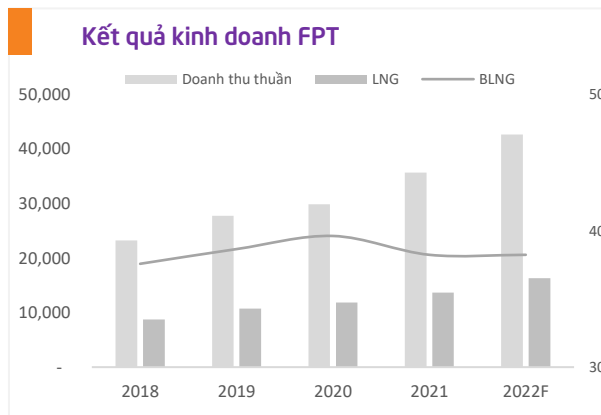
## ❖ Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:

- **Mảng dịch vụ CNTT- kỳ vọng ở chuyển đổi số và xu hướng tăng đầu tư cho công nghệ:** Hiện khối công nghệ của FPT (bao gồm dịch vụ CNTT trong nước và xuất khẩu) chiếm 58% và 44% lợi nhuận trước thuế, là khối kinh doanh chủ lực của FPT. Dự phóng mảng dịch vụ CNTT sẽ đạt 26,336 tỷ VND (+27% yoy), doanh nghiệp tăng đầu tư chuyển đổi số, phát triển thương mại điện tử, số hóa.
- **Mảng viễn thông – giữ mức tăng trưởng ổn định ở mức 18% yoy:** Với vị thế top 3 trong mảng viễn thông cố định (sau VNPT, Viettel). Bên cạnh đó, việc FPT Telecom đẩy mạnh cung cấp các dịch vụ cộng thêm như truyền hình số tương tác, dịch vụ camera, Playbox, kỳ vọng sẽ giúp FPT giữ được mức tăng trưởng 18% cho mảng viễn thông trong năm 2022.
- **Mảng giáo dục – có mức tăng trưởng nhanh nhờ nhu cầu cao về nhân lực ngành CNTT.** Dự phóng tổng số sinh viên học sinh của FPT tăng trưởng ở mức 50% yoy (khối đại học +70% yoy). Mảng giáo dục cũng kỳ vọng sẽ bù đắp rủi ro thiếu hụt nguồn nhân lực chất lượng cao, đặc biệt là kỹ sư CNTT chất lượng cao cho FPT trong tương lai.

**Định giá:** Sử dụng phương pháp SoTPs, P/E và P/B với tỷ trọng 60:20:20, chúng tôi ước tính GMT cho FPT là 107,000 VND (upside 28.8% so với giá đóng cửa ngày 07/07/2022). Giá đã điều chỉnh do pha loãng cổ phiếu sau khi phát hành cổ tức cổ phiếu và ESOP. Theo đó, FPT đang được giao dịch với P/E forward 19.9x, P/B là 4.2x, ở mức thấp so với lịch sử giao dịch của doanh nghiệp.

**Rủi ro:** Cạnh tranh mạnh mẽ từ các công ty phần mềm Ấn Độ, Trung Quốc, nguy cơ thiếu hụt nguồn nhân lực chất lượng cao. Rủi ro lỗi thời công nghệ.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	29,830	35,657	44,994
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	4,424	5,349	6,744
Biên lãi gộp	%	39.6%	38.2%	38.3%
Biên lãi ròng	%	14.8%	15.0%	15.0%
ROE	%	25.0%	26.7%	28.8%
EPS	VND	3,225	3,954	4,918
BV	VND	16,960	19,524	23,114
P/E	x	30.4	24.8	19.9



# DGW - TĂNG TRƯỞNG TỐT Ở CÁC MẢNG KINH DOANH - GMT: 141,000 VND

## Điểm nhấn đầu tư 2022:

❖ **Ước tính KQKD 2022:** Quý 2/2022, chúng tôi kì vọng doanh thu DGW đạt 6,000 tỷ (+42%) và LNST đạt 180 tỷ (+55% yoy) từ mức thấp của cùng kỳ năm trước. Theo đó, doanh thu năm 2022 của DGW dự phóng đạt 26,369 tỷ VND (+26% yoy), tăng trưởng đều ở hầu hết các nhóm sản phẩm như điện thoại (+26% yoy), mảng MTXT (máy tính xách tay), MTB (máy tính bảng) (+23% yoy), thiết bị văn phòng và thiết bị gia dụng (+35% yoy), hàng tiêu dùng (+22% yoy). LNST kỳ vọng đạt 788 tỷ (+19.8% yoy).

## ❖ Những yếu tố kì vọng trong năm 2022:

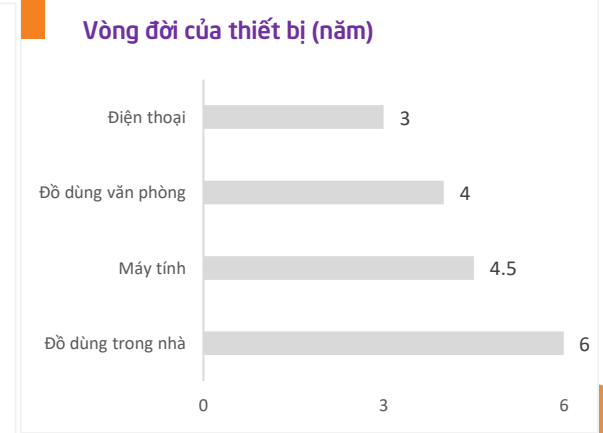
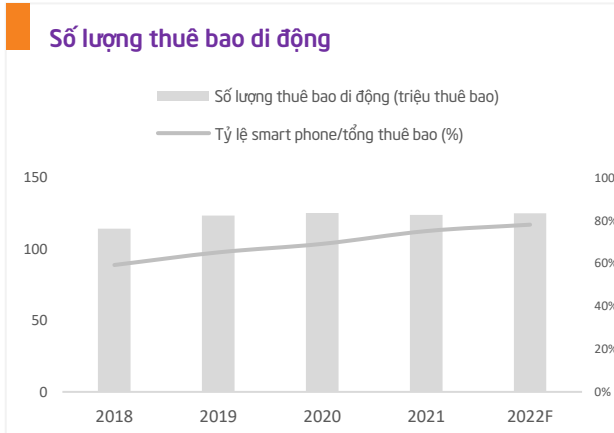
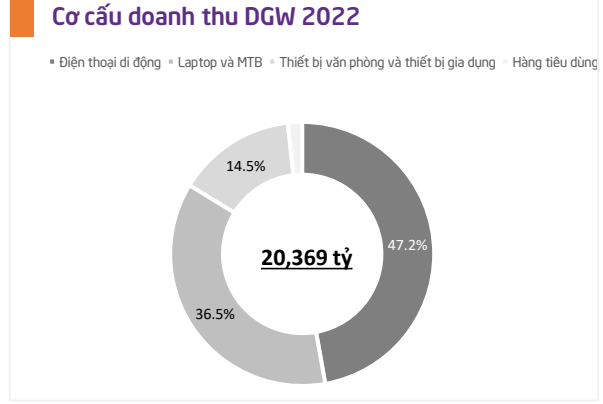
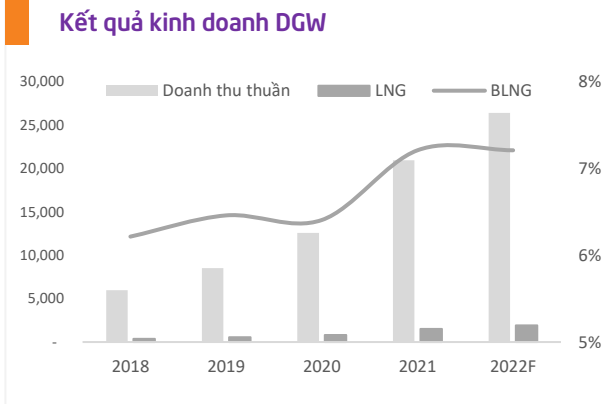
- **Mảng điện thoại** kì vọng sẽ giữ được mức tăng trưởng 26% trong năm 2022 nhờ tốc độ thay mới điện thoại (thời gian vòng đời của các thiết bị smartphone khoảng 3 năm) và việc ngừng phát sóng 2G/3G của bộ TT&TT (với lượng thuê bao di động ước đạt 123 triệu, trong đó có 30 triệu thuê bao chỉ hỗ trợ 2G/3G).
- **Mảng MTXT, MTB** dự phóng tăng trưởng 23% trong năm 2022 nhờ tỷ lệ đô thị hóa tăng nhanh, nhu cầu MTXT, MTB tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu chuyển đổi số, xu hướng đầu tư vào số hóa, việc chuyển đổi mô hình kinh doanh từ offline sang online và sự mở rộng thị trường thương mại điện tử.
- **Các mảng khác:** mảng phân phối thiết bị văn phòng, thiết bị gia dụng và hàng tiêu dùng kỳ vọng tăng trưởng tích cực lần lượt ở mức 35% và 22% yoy. DGW đặt mục tiêu 10% thị phần mảng thiết bị gia dụng (tổng thị trường là 2.4 tỷ USD) nhờ vào kinh nghiệm lâu năm trong cung cấp dịch vụ mở rộng thị trường (Market Expansion Service-MES) so với các nhà phân phối khác. DGW cũng có kế hoạch tập trung mở rộng mảng thực phẩm chức năng (TPCN) và dược phẩm trong năm 2022.

**Định giá:** Sử dụng phương pháp DCF, P/E và P/B với tỷ trọng 60:20:20, chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho DGW là 141,000 VND (upside 13.9%) so với giá đóng cửa ngày 15/06/2022. Theo đó, DGW đang được giao dịch với P/E forward là 16.4x, P/B là 5,9x, ở mức cao so với lịch sử giao dịch của doanh nghiệp.

*\*Giá mục tiêu là giá chưa tính pha loãng do chia cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ thực hiện quyền 1:0.8 trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành được trả trong tháng 6-tháng 7/2022).*

**Rủi ro:** Nhu cầu và xu hướng của người dân thay đổi nhanh chóng, các rủi ro về hàng tồn kho (máy móc, thiết bị) nhanh chóng bị lỗi thời, hoặc các rủi ro trong quá trình vận chuyển, thiếu nguồn cung, rủi ro lạm phát.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
<b>Doanh thu</b>	tỷ VND	12,536	20,923	26,369
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	tỷ VND	263	657	788
<b>Biên lãi gộp</b>	%	6.4%	7.2%	7.0%
<b>Biên lãi ròng</b>	%	2.1%	3.1%	3.0%
<b>ROE</b>	%	25.3%	44.7%	39.8%
<b>EPS</b>	VND	2,903	7,249	8,605
<b>BV</b>	VND	2.3	6.1	5.9
<b>P/E</b>	x	10.3	16.6	16.4



## Điểm nhấn đầu tư 2022:

- ❖ **Ước tính KQKD 2022:** Q2/22, chúng tôi kì vọng MWG đạt doanh thu 32,705 tỷ VND (+2.3% yoy), LNST giảm nhẹ 5.5% yoy đạt 1,164 tỷ VND với kỳ vọng chi phí hàng hóa tăng cao trong Q2/22. Doanh thu năm 2022 của MWG dự phóng đạt 140,049 tỷ VND (+13.9% yoy) nhờ mở rộng các cửa hàng và các chuỗi mới. LNST kỳ vọng đạt 6,165 tỷ VND (+25.6% yoy).
- ❖ **Những yếu tố kì vọng :** Năm 2022, MWG có chiến lược tập trung vào bán hàng để tăng doanh thu và lợi nhuận tuyệt đối, không chú trọng tăng biên lợi nhuận khi người tiêu dùng đang thắt chặt chi tiêu và nguồn cung hàng hóa đang khan hiếm.
  - **Chuỗi điện tử điện máy:** chúng tôi kì vọng chuỗi Điện Máy Xanh (DMX) và Thế Giới Di Động (TGDD) tiếp tục là trụ cột của MWG khi đóng góp 103,205 tỷ VND (73.4% tổng doanh thu MWG). TGDD kì vọng tăng trưởng ở mức 10.4% nhờ động lực tăng trưởng từ Topzones với kế hoạch mở rộng 200 cửa hàng vào cuối năm 2022, đạt 5 tỷ doanh thu/CH/tháng. MWG cũng bán các sản phẩm khác: xe đạp, đồng hồ để tăng doanh thu từ các cửa hàng hiện hữu.
  - **Bách hóa xanh (BHX) – tiềm năng IPO:** Trong năm 2022, MWG tạm thời không tiếp tục mở thêm các cửa hàng BHX mà tập trung vào cải thiện không gian mua sắm, chất lượng sản phẩm, layout. BHX sẽ tập trung xây dựng nền tảng vững chắc trong năm 2022 trước khi mở rộng ra miền Bắc và miền Trung và chuẩn bị cho các chiến lược IPO sắp tới.
  - **Các chuỗi mới:** MWG có kế hoạch đẩy mạnh chuỗi Ava, Avakids, An Khang. Chuỗi Ava kids, MWG có mục tiêu đứng thứ 3 trong thị trường đồ trẻ em. MWG sẽ mở rộng chuỗi Ava với kỳ vọng doanh thu trung bình 2 tỷ/shop/tháng/cửa hàng. Chuỗi An Khang kỳ vọng mang lại mức doanh thu 500-600 triệu/cửa hàng.

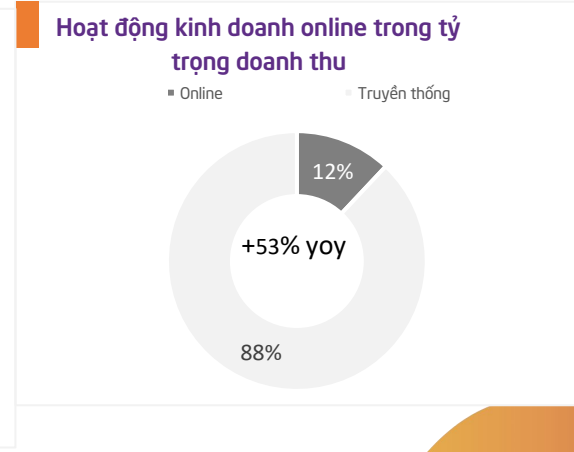
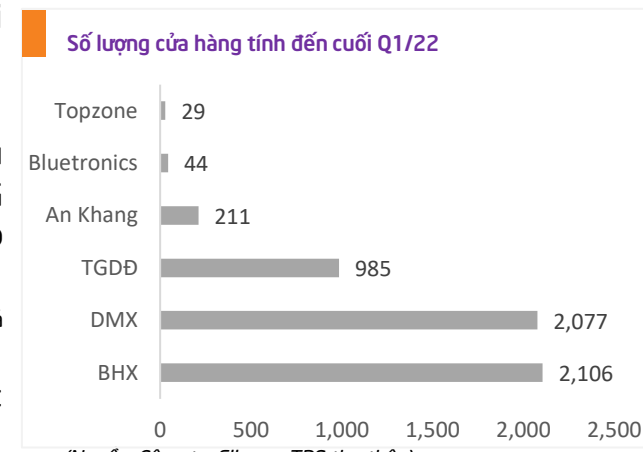
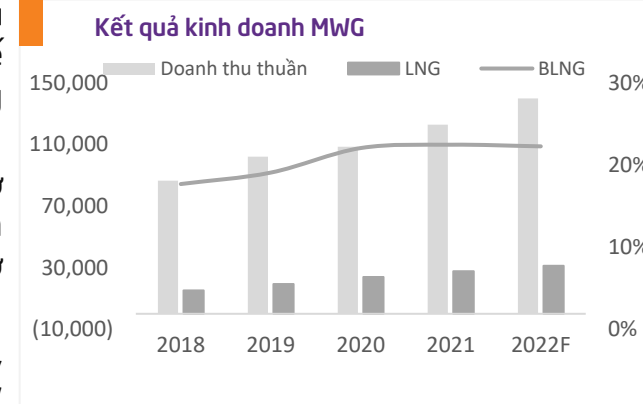
## Định giá:

Sử dụng phương pháp DCF, P/E và P/B với tỷ trọng 60:20:20, chúng tôi ước tính giá mục tiêu cho MWG là 186,000 VND (upside 25.9%) so với giá đóng cửa ngày 15/06/2022. Theo đó, MWG đang được giao dịch với P/E forward là 21.2x, P/B là 4.1x, ở mức trung bình so với lịch sử giao dịch của MWG.

\*Giá mục tiêu là giá chưa tính pha loãng do chia cổ tức bằng cổ phiếu (tỷ lệ thực hiện quyền 1:1 trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành được trả ngày 17.06.2022).

**Rủi ro:** Lạm phát tăng, giá hàng hóa tăng có thể tạo áp lực lên sức mua, thách thức trong việc nâng cao hiệu quả chuỗi BHX, các chuỗi khác đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ đối thủ.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	108,546	122,958	140,049
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	3,924	4,904	6,165
Biên lãi gộp	%	22.1%	22.5%	22.5%
Biên lãi ròng	%	3.6%	4.0%	4.4%
ROE	%	28.4%	27.3%	23.6%
EPS	VND	5,358	6,697	8,427
P/B	VND	4.3	5.7	4.1
P/E	x	16.8	23.9	21.2



# DXG - Tiền đề tăng trưởng từ nguồn vốn mới - GMT: 30,950 VND

❖ **Quá trình huy động vốn diễn ra thuận lợi: (1) Huy động thành công nguồn vốn nội địa trong điều kiện khó khăn.** Chia sẻ tại Hội thảo Emerging Vietnam, đại diện DXG cho biết công ty vừa phát hành thành công một đợt trái phiếu cho một ngân hàng thương mại trong nước, huy động 1,000 tỷ đồng. Lô trái phiếu có kỳ hạn 3 năm với lãi suất chưa công bố; **(2) Xúc tiến khoản vay hợp vốn quốc tế.** Với mục tiêu tiếp cận thị trường hợp vốn nước ngoài, DXG đang xúc tiến phát hành khoản tín dụng trị giá 100 triệu USD, trong đó 80% khoản vay đã được đăng ký mua bởi các tổ chức uy tín như Standard Chartered; **(3) Dự kiến hoàn thành đợt phát hành trái phiếu chuyển đổi trong Q3/22.** DN cho biết đợt phát hành đang trong quá trình thẩm định, dự kiến sẽ phát hành thành công trong Q3/22.

• Với việc DXG thành công trong các đợt huy động vốn trong thời điểm nhà nước đang có các biện pháp tăng cường quản lý thị trường trái phiếu cho thấy triển vọng tích cực của doanh nghiệp trong việc duy trì sức khoẻ tài chính lành mạnh và sự linh hoạt trong khả năng huy động nguồn tín dụng. Với giá trị huy động trong năm 2022 ước tính 500 triệu USD, DXG sẽ có tiềm lực tài chính đảm bảo cho các kế hoạch phát triển dự án Gem Premium và DXH Airport City trong giai đoạn kế tiếp.

❖ **Kế hoạch mở bán và phát triển dự án vẫn theo đúng tiến độ: (1) Dự kiến mở bán Gem Riverside trong Q3-Q4/2022 với giá bán 80 triệu đồng/m<sup>2</sup>.** Dự án vẫn đang trong quá trình hoàn thiện khâu pháp lý và xin giấy phép dự án. Bên cạnh đó DN cũng cân nhắc các yếu tố thị trường để đợt chào bán bảo đảm độ hấp thụ và giá bán cao; **(2) Tiếp tục mở bán dự án Gem Sky World:** Hiện tại DN đã bán được gần 40% số lượng sản phẩm đất nền tại dự án, dự kiến sẽ tiếp tục triển khai mở bán các phân khu còn lại; **(3) Bổ sung Thanh Hoá New City danh mục dự án ngắn hạn.** Với quy mô 10.6 ha (sàn xây dựng: 500,00m<sup>2</sup>), dự án tại Thanh Hoá sẽ được DXG ưu tiên phát triển trong giai đoạn sắp tới.

❖ **Duy trì khuyến nghị khả quan.** Cho quý 2, ước tính DXG sẽ đạt 2,100 tỷ đồng doanh thu (-29%) và 366 tỷ đồng LNST(-42%). Giai đoạn sắp tới, KQKD được kì vọng sẽ bắt đầu khi DN sẽ đẩy nhanh bàn giao phần còn lại của dự án Opal Skyline và Gem Sky World. Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo sẽ DXG ghi nhận 9,313 tỷ đồng doanh thu (-8.8% YoY) và 1,355 tỷ đồng LNST (+14.6% YoY).

• Chúng tôi điều chỉnh giảm mức giá mục tiêu của DXG xuống mức 30,961 trên cơ sở: (1) Tăng suất chiết khấu WACC mô hình RNAV lên 14.8% trên cơ sở doanh nghiệp đẩy mạnh huy động nguồn vốn mới trong môi trường lãi suất tăng; (2) điều chỉnh giảm mức P/E mục tiêu của mảng môi giới để phản ánh tác động của các chính sách thắt chặt tín dụng đối với thị trường bất động sản. Với giá mục tiêu mới cao hơn hiện tại 56% so với giá đóng cửa ngày 04/07/2022, chúng tôi duy trì triển vọng lạc quan đối với cổ phiếu DXG.

❖ **Rủi ro:** Chính sách thắt chặt nguồn tín dụng và tăng lãi suất sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến sức mua các sản phẩm BĐS.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	2,891	10,089	9,274
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	-496	1,157	1,355
Biên lãi gộp	%	64.9%	55.5%	64.2%
Biên lãi ròng	%	-17.1%	11.5%	14.6%
ROE	%	-5.41%	10.30%	10.50%
EPS	VND	-953	1,936	2,231
B/V	VND	11,834	14,670	25,042
P/E	x	-28.01	13.79	17.21
P/B	x	2.26	1.82	1.53

## Thời gian triển khai các dự án của DXG

Dự án	2022	2023	2024	2025	2026
ST. Moritz	■				
Gem Sky World	■	■			
Opal Skyline	■	■			
Gem Riverside	■	■	■		
Lux Star	■	■	■	■	
Opal Cityview		■	■	■	■
Gem Premium		■	■	■	■
DXH Park View			■	■	■
DXH Park City			■	■	■
Thanh Hoá New City			■	■	■

## Độ nhạy của GMT theo giả định WACC và định giá mảng môi giới

	30,961	WACC					
		10.70%	11.70%	12.70%	13.70%	14.70%	15.70%
P/E mục tiêu mảng môi giới	13.2	41,407	39,238	37,197	35,276	33,464	31,756
	12.2	40,573	38,404	36,363	34,441	32,630	30,921
	11.2	39,738	37,570	35,529	33,607	31,796	30,087
	10.2	38,904	36,735	34,695	32,773	30,961	29,253
	9.2	38,070	35,901	33,860	31,938	30,127	28,419
8.2	37,235	35,067	33,026	31,104	29,293	27,584	

# VGC - Tín hiệu tích cực từ dòng vốn lĩnh vực công nghệ cao - GMT: 66,300

## ❖ Mảng khu công nghiệp: Khởi sắc với nguồn vốn chuyển dịch từ Trung Quốc

**Mảng KCN tăng trưởng mạnh nhờ các hợp đồng mới.** Trong Q1/22, VGC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận gộp mảng KCN đạt 1,025 và 512 tỷ đồng, tăng lần lượt 18% và 46% so với cùng kỳ. Biên gộp của mảng tăng mạnh từ 40.3% lên mức 50% hỗ trợ nhờ tăng giá thuê.

Theo kế hoạch, doanh nghiệp dự kiến sẽ cho thuê 170 ha đất KCN trong năm nay. Ước tính trong quý đầu năm, VGC đã cho thuê được hơn 40 ha đất công nghiệp tại các KCN Yên Phong (Bắc Ninh), Phú Hà (Phú Thọ) và Đông Mai (Quảng Ninh). Các dự án nổi bật trong năm bao gồm:

- Dự án mở rộng nhà máy linh kiện tại nghe với quy mô 55,000m<sup>2</sup> tại KCN Phú Hà, do Future Innovation (Hồng Kông) đầu tư với số vốn ước tính 30 triệu đô. Nhà máy hoạt động trong lĩnh vực sản xuất linh kiện và âm thanh cung cấp cho Apple.
- Nhà máy sản xuất Ipad giá trị hơn 268 triệu đô cũng tại KCN Phú Hà. Dự án có quy mô 200,000 m<sup>2</sup> nhà xưởng với công suất 4.3 triệu sản phẩm/năm, được đầu tư bởi BYD (Trung Quốc), một nhà cung cấp lớn của Apple. Với việc chào đón hai nhà cung cấp của Apple về KCN tại Phú Thọ, những dự án này đánh dấu mốc quan trọng của VGC trong việc thu hút nguồn đầu tư nước ngoài chuyển dịch từ Trung Quốc và xây dựng một hệ sinh thái công nghệ cao tại khu công nghiệp Phú Hà. Trước đó doanh nghiệp đã có kinh nghiệm hợp tác với các doanh nghiệp công nghệ hàng đầu như Samsung, LG và các công ty sản xuất vệ tinh của Honda, Yamaha, Hyundai.

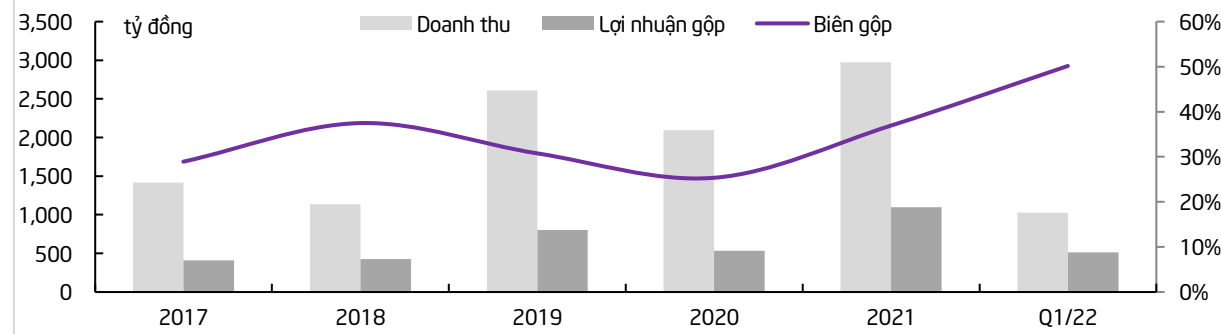
## ❖ Mảng bất động sản dân cư: Ghi nhận doanh thu từ dự án Đặng Xá giúp lợi nhuận tăng mạnh

Trong quý 1, VGC ghi nhận 569.6 tỷ đồng từ khu đô thị Đặng Xá, thúc đẩy doanh thu mảng BĐS tăng gấp 6 lần so với cùng kỳ. Lợi nhuận cũng tăng mạnh lên 301.6 tỷ đồng so với mức 28.9 tỷ của Q1/21.

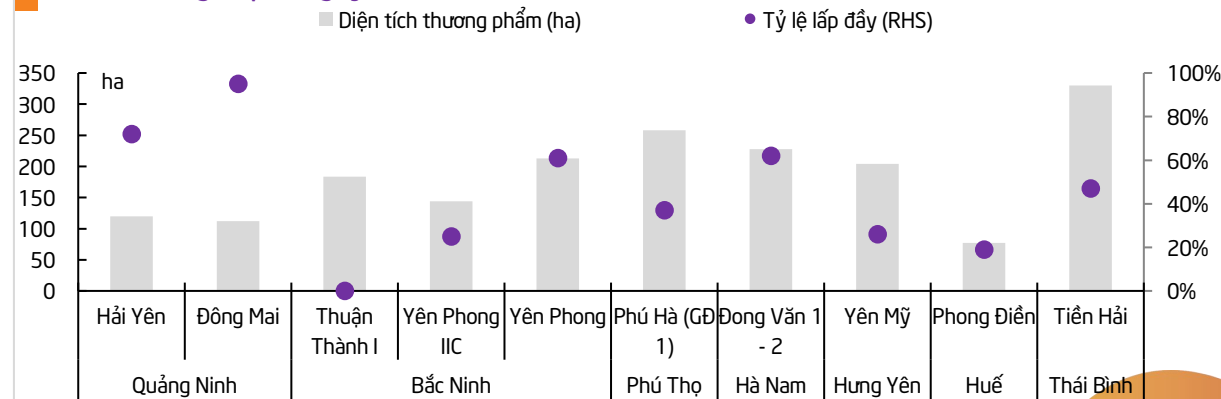
Cho giai đoạn tới, VGC sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu của dự án Đặng Xá và đẩy mạnh công tác đầu tư các dự án còn lại trong danh mục bất động sản dân dụng. Trong những tháng đầu năm, công ty đã bắt đầu khởi công dự án khu nhà ở công nhân KCN Yên Phong với quy mô 2,000 căn hộ, giá bán ước tính 8.5 triệu đồng/m<sup>2</sup>.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	9,433.05	11,194	21,668
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	600	1,223	3,092
Biên lãi gộp	%	24.7%	25.7%	37.3%
Biên lãi ròng	%	6.4%	10.9%	14.3%
ROE	%	8.53%	15.91%	18.71%
EPS	VND	1,488	2,949	6,896
B/V	VND	30,265	33,586	33,688
P/E	x	33.57	16.94	7.24
P/B	x	1.65	1.49	1.48

**Kết quả kinh doanh mảng khu công nghiệp và dịch vụ**



**Các KCN đang được công ty khai thác**



# VGC - Tín hiệu tích cực từ dòng vốn lĩnh vực công nghệ cao - GMT: 66,300 VND

## Mảng vật liệu xây dựng: Triển vọng tăng trưởng tích cực mảng kính xây dựng

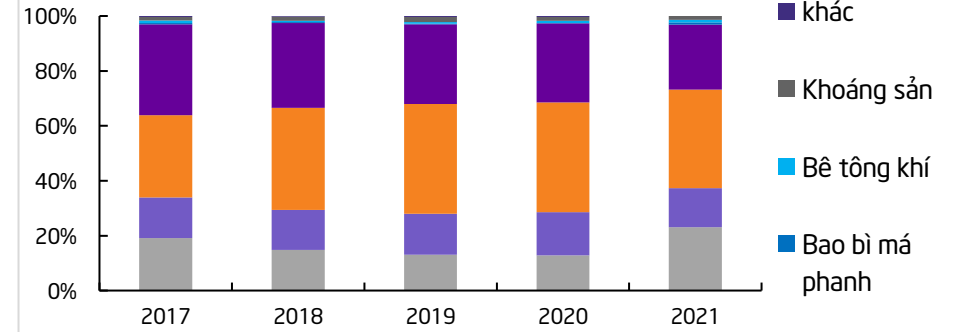
- **Mảng kính gương của VGC ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đột biến** với việc nhà máy kính nổi Phú Mỹ GD 1 đã đi vào hoạt động trong 2021. Tại Q1/2022, mảng kính gương đóng góp 22.4% tổng doanh thu với hơn 859.4 tỷ đồng, tăng 2.56 lần so với cùng kỳ. Biên gộp của mảng cũng mở rộng mạnh, đạt 39% so với mức chỉ 21.2% cùng kỳ năm trước. Kết quả cải thiện phần lớn đến từ việc nhà máy mới đã đi vào hoạt động ổn định, giúp tối ưu chi phí sản xuất. Bên cạnh đó, xu hướng giá vận tải cao trong đầu năm đã hạn chế khả năng cạnh tranh của các sản phẩm kính nhập khẩu giá rẻ.
- **Tiềm năng tăng trưởng nhờ mở rộng nhà máy.** theo văn bản ĐHCĐ, VGC dự kiến sẽ tăng vốn điều lệ tại TNHH kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (tỷ lệ sở hữu giảm từ 65 xuống 55%) nhằm đầu tư giai đoạn 2 với công suất dự kiến tăng lên 900 tấn/ngày so với mức 600 tấn của giai đoạn 1.
- **Triển vọng mới từ sản xuất và xuất khẩu pin năng lượng mặt trời ra thế giới.** Hiện tại nhà máy kính nổi Phú Mỹ là đơn vị nội địa duy nhất có khả năng sản xuất kính cao cấp sử dụng cho pin năng lượng mặt trời. Vào 06/06 mới đây, Mỹ đã miễn thuế nhập khẩu trong 24 tháng đối với tấm pin năng lượng mặt trời sản xuất tại Thái Lan, Việt Nam, Campuchia và Malaysia. Qua đó, doanh nghiệp được kỳ vọng hưởng lợi nhờ xuất khẩu ra thị trường thế giới theo xu hướng chuyển đổi năng lượng sạch.
- **Thoái vốn tại các mảng gạch đất nung.** VGC dự kiến sẽ thoái vốn khỏi mảng hoạt động này do hoạt động sản xuất và nhu cầu đã lỗi thời.

## Dự phóng KQKD và định giá

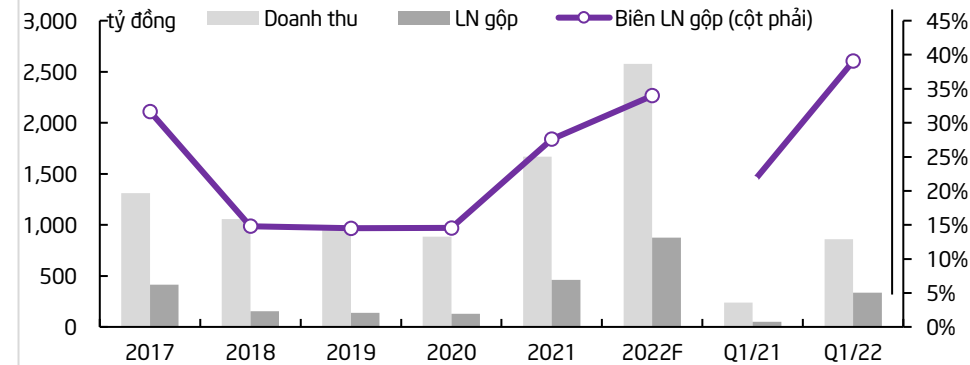
- Dự báo Q2/2022, chúng tôi dự báo VGC sẽ đạt mức doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 6,788 tỷ đồng (+130% YoY) và 950 tỷ đồng (+179% YoY). Cho cả năm 2022, KQKD của VGC được kỳ vọng sẽ bứt phá với doanh thu thuần đạt 21,668 tỷ đồng (+34.26% YoY), LNST công ty mẹ tăng trưởng 134% YoY lên 3,092 tỷ đồng.
- Trên quan điểm doanh nghiệp ghi nhận kết quả tăng trưởng mạnh trong quý đầu năm cũng như tiềm năng tăng trưởng mảng BĐS KCN và vật liệu xây dựng, chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan cho cổ phiếu VGC với giá mục tiêu ở mức 66,300đ/cp như trong báo cáo trước.

**Rủi ro đầu tư:** Mảng vật liệu dự kiến sẽ đối mặt với rủi ro cạnh tranh hàng nhập khẩu giá rẻ trong giai đoạn tới khi Trung Quốc nới lỏng các biện pháp phòng dịch và giá vận tải giảm.

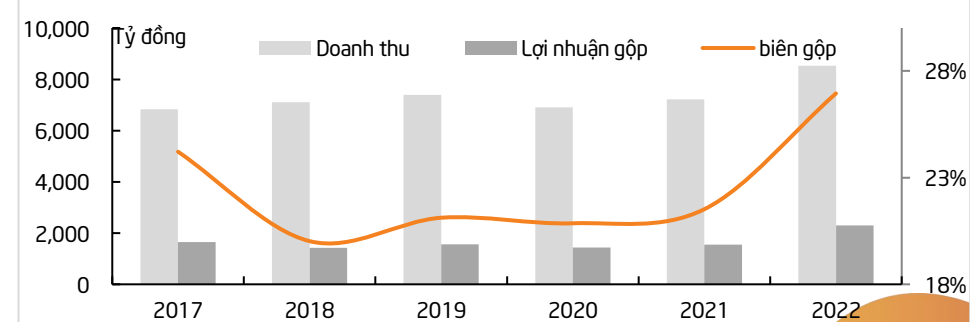
Cơ cấu doanh thu mảng vật liệu xây dựng



Tình hình kinh doanh mảng kính xây dựng



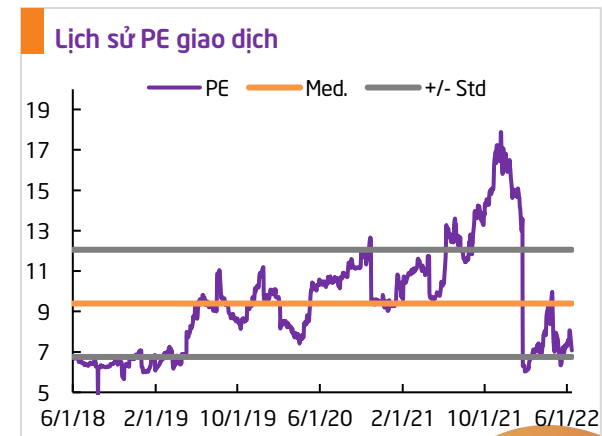
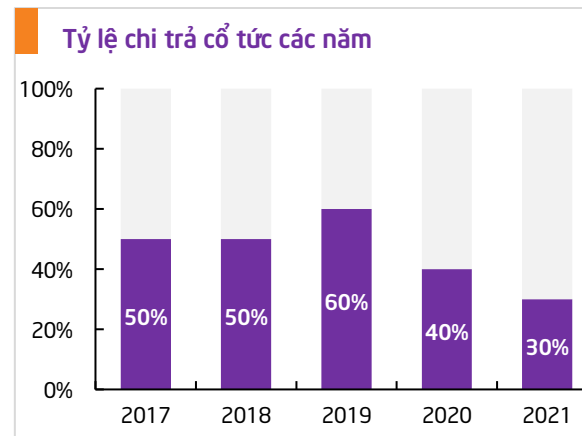
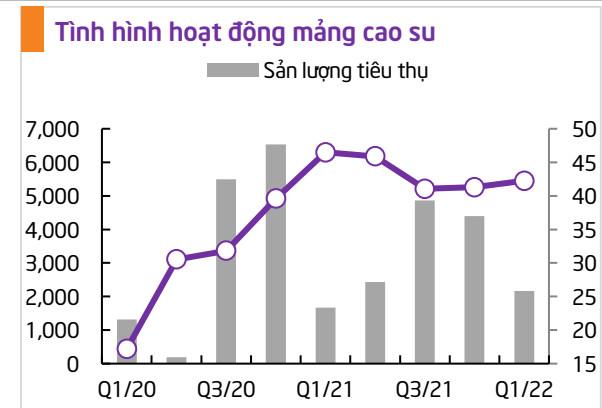
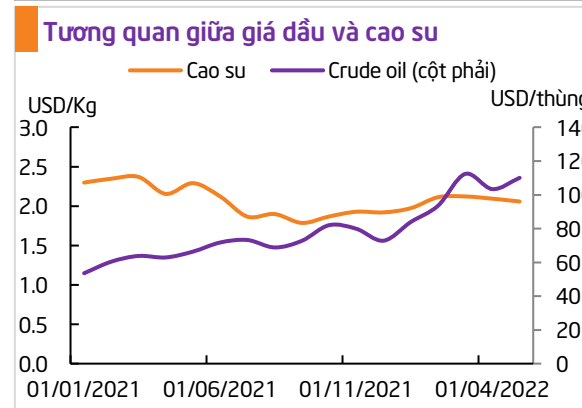
Dự phóng Kết quả kinh doanh mảng vật liệu xây dựng



# DPR - Kỳ vọng bứt tốc vào nửa cuối năm - GMT: 90,250 VND

- Khởi đầu chậm trong 2022.** DPR công bố báo cáo kết quả kinh doanh quý 1 với doanh thu thuần tăng nhẹ 1.4% YoY lên 203.9 tỷ đồng. LNST ghi nhận giảm về mức 37.8 tỷ đồng (-4.1% YoY), nguyên nhân do đóng góp từ mảng kinh doanh mủ cao su suy giảm. Tuy sản lượng tiêu thụ mủ trong quý đầu năm tăng 29% so với cùng kỳ, mức giá bán bình quân ở mức thấp, đạt 42.2 triệu đồng/tấn (-9.1% YoY) đã thu hẹp biên lợi nhuận mảng mủ cao su về mức 24.3%.
- Giá cao su tạo đỉnh từ tháng 4.** Đi cùng với diễn biến giá dầu (nguyên liệu của cao su nhân tạo) giá cao su thiên nhiên tại sàn giao dịch Singapore có xu hướng giảm kể từ tháng 3, đạt 2.06 USD/Kg, giảm 9.1% kể từ đầu năm nhưng vẫn cao hơn 0.9% so với mức trung bình 2021. ANRPC dự báo giá cao su sẽ tiếp tục được hỗ trợ từ nhu cầu thế giới trong 2022, dự kiến sẽ tăng 1.2% YoY lên mức 14.2 triệu tấn. Trong 5T2022, Việt Nam đã xuất khẩu 595 nghìn tấn cao su, tăng 8.1% về lượng và tăng 12% về trị giá so với cùng kỳ năm trước. Trung Quốc là đối tác nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm khoảng 58.3% tổng lượng xuất khẩu vào T4.
- Sáp nhập CTCP Đồng Phú - Đắk Nông.** Với đề xuất đã được cổ đông thông qua, DPR sẽ phát hành thêm 434,000 cổ phiếu (tỷ lệ thực hiện quyền 1:1) nhằm sáp nhập Đồng Phú Đắk Nông (DPD) với tỷ lệ hoán đổi dự kiến 3.14:1.
- Dự kiến chia cổ tức năm 2021 tỷ lệ 35%.** DPR đã tạm ứng 15% (64.5 tỷ đồng) trong 2021, 20% (86 tỷ đồng) còn lại sẽ được chia trong năm 2022. Đây cũng là mức trả cổ tức thấp nhất trong các năm qua, tỷ lệ trả cổ tức giai đoạn 2017-2020 đạt trung bình 50%.
- Duy trì khuyến nghị khả quan.** Chúng tôi ước tính DPR sẽ đạt mức doanh thu và LNST quý 2 đạt lần lượt đạt 253 (+13% YoY) và 41.8 tỷ đồng (+36% YoY) nhưng sẽ bứt tốc vào các quý sau trên cơ sở doanh nghiệp sẽ tiếp tục nâng cao sản lượng khai thác vào các quý tới (ngành cao su có tính mùa vụ, Q3-Q4 là mùa cao điểm) cùng giá tiêu thụ phục hồi khi hoạt động sản xuất lốp xe của TQ hoạt động trở lại bình thường sau lệnh giãn cách. Cho mảng KCN, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ đẩy nhanh quá trình pháp lý cho KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và KCN Nam Đồng Phú, dự kiến đi vào hoạt động trong 2024 và 2026.
- Cho cả năm 2022 DPR được dự báo sẽ đạt mức doanh thu đạt 1,334 tỷ đồng (+9.8% YoY), LNST giảm nhẹ về mức 438 tỷ (-2.4% YoY).** Chúng tôi duy trì mức định giá 90,250đ/cp cho DPR, tương ứng mức lợi nhuận kỳ vọng 19.5% so với giá đóng cửa ngày 16/06/2022.
- Rủi ro đầu tư:** Tỉnh Bình Phước thu hồi đất chậm hơn dự kiến, dẫn đến hụt nguồn thu nhập tiền đền bù trong 2022.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	1,138	1,215	1,334
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	202	491	438
Biên lãi gộp	%	28.12%	35.64%	33.58%
Biên lãi ròng	%	17.75%	40.41%	32.83%
ROE	%	7.70%	17.50%	19.40%
EPS	VND	4,698	11,419	10,186
B/V	VND	41,850	52,723	59,782
P/E	x	19.21	7.9	8.86
P/B	x	2.16	1.71	1.51



# GMD - Dự kiến ghi nhận công suất bổ sung kể từ 2023 - GMT: 61,300 VND

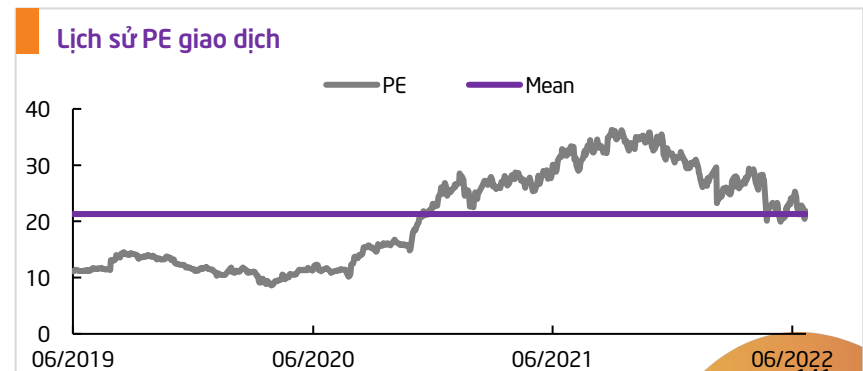
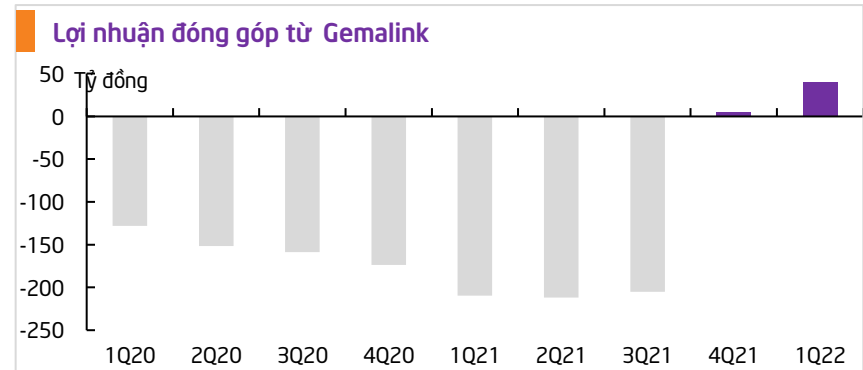
## Luận điểm đầu tư

- KQKD khả quan.** GMD ghi nhận doanh thu và LNST Q1/22 đạt lần lượt đạt 880 tỷ đồng (+28% yoy) và 274 tỷ đồng (+85% YoY). Trong đó, lợi nhuận liên kết tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ từ 24.7 lên 125.5 tỷ đồng, đóng góp chính bởi cảng Gemalink. Sau một năm vận hành, cảng đã đạt được hơn 2/3 công suất và đã có lãi từ Q3/21. Hiện thông lượng hàng hoá của Gemadept đang chiếm 40% sản lượng hàng hoá toàn hệ thống, dự kiến cảng sẽ đạt công suất thiết kế (1.5 triệu TEU) trong năm nay.
- Tăng vốn điều lệ thông qua phát hành thêm.** GMD dự kiến chào bán tối đa hơn 100,45 triệu CP với tỷ lệ 90:30 cho cổ đông hiện hữu. Với giá chào bán 20,000 đ/cp, vốn điều lệ của Gemadept dự kiến sẽ tăng từ 3,013.8 tỷ đồng lên hơn 4,018.3 tỷ đồng. Số tiền thu được sẽ được sử dụng nhằm tăng vốn góp vào CTCP Cảng Nam Đình Vũ để đầu tư gđ 2, góp vốn vào các cảng thủy nội địa, thực hiện đầu tư mở rộng gđ 2 cảng Gemalink và tài trợ cho việc mua sắm tài sản cố định, hoạt động kinh doanh khác.
- Tăng trưởng công suất kể từ 2023.** Được đầu tư vào cuối 2021, tính đến Q1/22, dự án cảng Nam Đình Vũ mở rộng đã hoàn thành được hơn 25%. Theo BLĐ, cảng có thể đi vào vận hành vào Q1/23, đem lại công suất bổ sung khoảng 600,000 TEU cho cụm cảng Hải Phòng. Đối với dự án cảng Gemalink GĐ2, GMD đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục để có thể khởi công trong năm 2022, dự kiến sẽ đưa vào khai thác từ năm 2025 với công suất bổ sung 1.5 triệu TEU.
- Kỳ vọng lợi nhuận đột biến nhờ thoái vốn.** Trong ĐHCĐ, GMD tiếp tục đề kế hoạch thoái vốn dự án cao su tại Campuchia. Bên cạnh đó, ban điều hành cũng đang tiếp xúc nhiều nhà đầu tư và đối tác liên quan với kế hoạch chuyển nhượng 24% vốn tại cảng Gemalink. Các kế hoạch thoái vốn nếu được thực hiện thành công trong năm sẽ đem lại nguồn thu đột biến cho doanh nghiệp.

## Dự phóng KQKD và định giá

- Trong Q2/22, ước tính GMD sẽ ghi nhận doanh thu và LNST sau thuế đạt lần lượt 860 (+14% YoY) và 237 tỷ đồng (+67% YoY). Cho cả năm, chúng tôi dự phóng doanh thu của GMD đạt 3,460 tỷ (+8% YoY), LNST đạt 866 tỷ đồng, tăng trưởng 41% YoY. Mô hình dự phóng được xây dựng trên cơ sở: (1) Gemalink đạt 85% công suất thiết kế trong năm nay; (2) tăng trưởng sản lượng khai thác tại các cảng khác nhu cầu xuất nhập khẩu (3) Gia tăng hiệu suất cầu cảng nhờ giảm thiểu tắc nghẽn KQ dự phóng năm nay không bao gồm các giả định thoái vốn.
- Chúng tôi duy trì mức định giá đối với cổ phiếu GMD ở mức 61,300đ/cp, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 16.8% so với giá đóng cửa ngày 27/06/2022.
- Rủi ro đầu tư:** Giá cước vận tải đạt mức cao và lo ngại suy thoái kinh tế có thể ảnh hưởng đến nhu cầu vận tải biển.

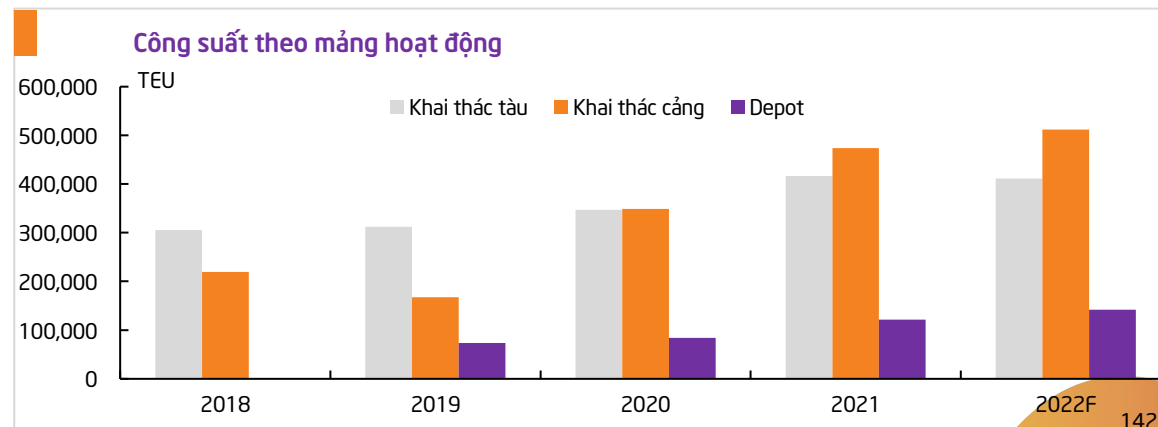
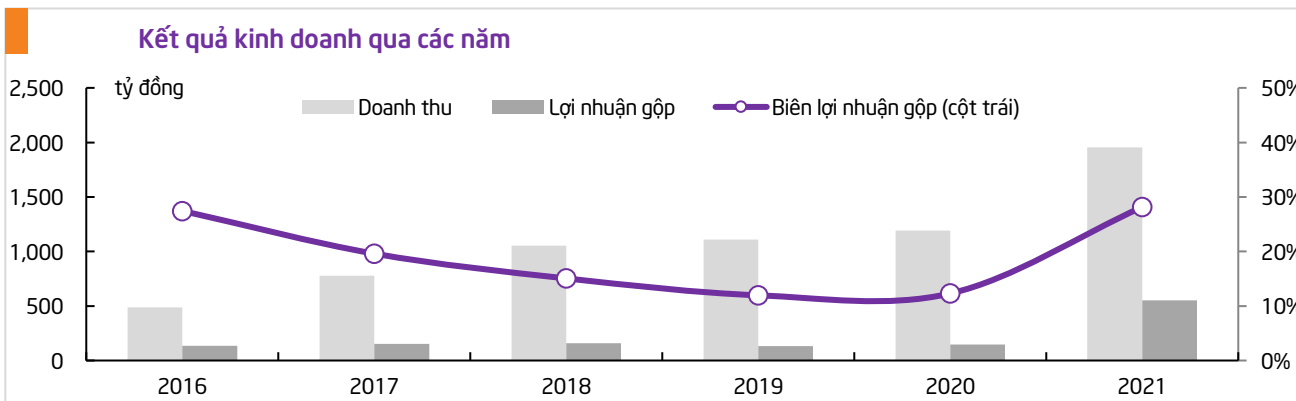
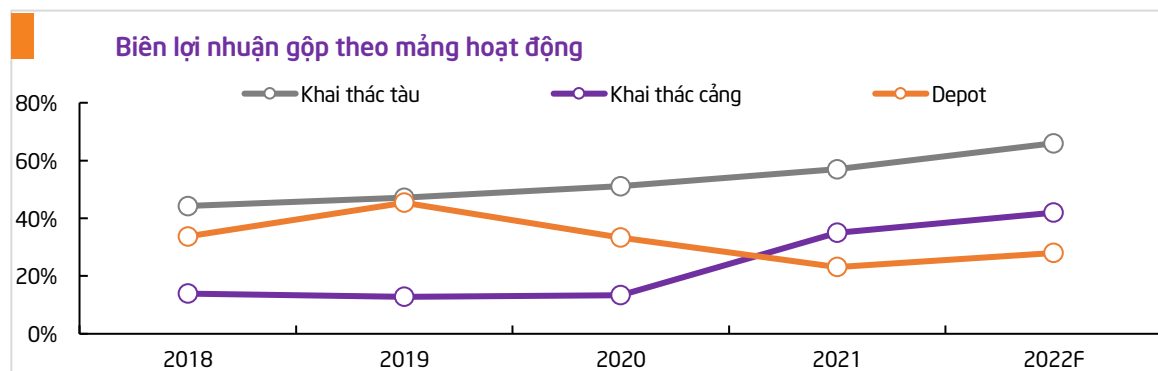
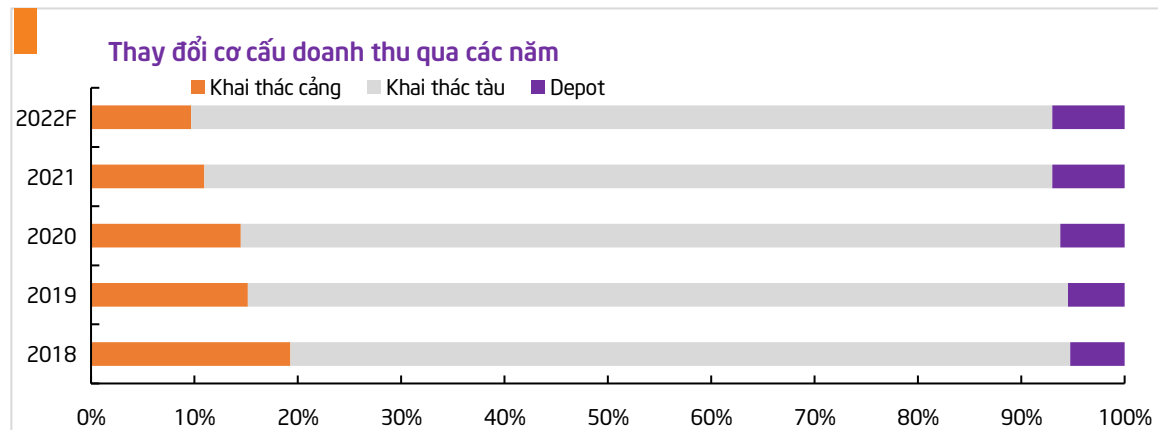
Chỉ tiêu tài chính	VT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	2,606	3,206	3,460
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	370.93	612.18	866
Biên lãi gộp	%	36.44%	35.61%	37.90%
Biên lãi ròng	%	14.24%	19.09%	25.03%
ROE	%	5.64%	8.98%	13.04%
EPS	VND	1,158.00	1,912.00	3,347
B/V	VND	19,582.00	20,967.00	28,523
P/E	x	44.92	27.20	21.56
P/B	x	2.66	2.48	1.25



# HAH - Vàng trước rủi ro biến động giá cước - GMT: 83,800 VND

## Tổng quan hoạt động:

- Công ty hoạt động trong 3 mảng kinh doanh chính:** (1) Cung cấp dịch vụ cảng: bốc xếp, giao nhận và bảo quản hàng hóa tại cảng; (2) Vận tải đường thủy, đường bộ và (3) Dịch vụ xuất nhập khẩu, kho bãi và lưu trữ hàng hóa. Trong đó hoạt động khai thác tàu biển là mảng chính, đóng góp hơn 82% và 78.% vào cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp trong năm 2021. Trong năm 2021, cảng biển cả nước ghi nhận lượng container thông quan tăng trưởng 8% YoY lên 22 triệu TEU. Riêng HAH, doanh nghiệp đã nâng cao tổng sản lượng khai thác container lên đến 1.01 triệu TEU, tăng 30% YoY.
- Tại quy mô nội địa, HAH là doanh nghiệp sở hữu đội tàu lớn nhất cả nước:** Sở hữu 10 tàu chuyên chở khu vực Việt Nam và nội địa Châu Á với tổng trọng tải hơn 14,198 TEU, trong đó có 4 tàu được cho thuê và 6 tàu công ty tự khai thác. So với quá khứ, mảng kinh doanh tàu biển có tốc độ phát triển rất nhanh với mức tăng trưởng sản lượng khai thác trung bình giai đoạn 2016-2021 đạt 27.4%. Trong 2021 thị phần vận tải đường thủy nội địa đạt gần 30%.
- Tại Q1/2022, HAH ghi nhận KQKD bứt phá** với doanh thu đạt 652 tỷ đồng và LNST gần 263 tỷ đồng, lần lượt tăng hơn 81% YoY và 207% YoY. Trong kì, biên lợi nhuận gộp cũng gia tăng lên 52.1% so với mức chỉ 27% cùng kì năm trước. KQKD khả quan của HAH trong quý đầu tiên được đóng góp nhờ: (1) doanh nghiệp đã bổ sung thêm hai tàu Haian East và Haian West nâng cao năng lực khai thác; (2) giá cước cải thiện mạnh so với giai đoạn cùng kỳ, ước tính cước trung bình Q1/22 tăng 76% so với cùng kỳ.



# HAH - Vững vàng trước rủi ro biến động giá cước - GMT: 83,800 VND

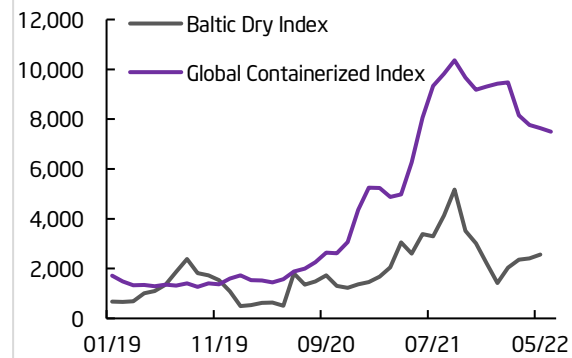
## Luận điểm đầu tư:

- **Hai tàu mới sẽ hỗ trợ gia tăng lợi nhuận vào nửa sau 2022:** trong tháng 2 và tháng 4, HAH đã bổ sung hai tàu mới là Anbien Bay (sức chở:1,708 TEU) và Haian City (1,577) vào đội tàu, nâng tổng công suất chuyên chở lên 14,189 TEU. Đưa vào vận hành hai tàu mới sẽ là động lực thúc đẩy doanh nghiệp trong việc gia tăng sản lượng hàng hoá khai thác vào 3 quý sau của 2022. Chúng tôi kì vọng HAH sẽ cho thuê được hai tàu này với giá cao khi cước vận tải biển và giá thuê tàu trong khu vực đang ở mức cao.
- **Đẩy mạnh đầu tư tàu mới nhằm nâng cao năng lực khai thác:** theo BCTN, HAH có kế hoạch đầu tư mua thêm 2 tàu container đã qua sử dụng kích cỡ 1,600-1,700 TEU và đóng mới từ 2-3 tàu container trọng tải 1,800TEU loại "SDARI Bangkok Mark IV" để gia tăng hoạt động vận tải biển tại khu vực nội địa Châu Á. Theo kế hoạch, HAH sẽ duy trì 4 tàu chạy tuyến nội địa nhằm hưởng lợi từ giá cước tăng nhờ thị phần lớn và tình trạng thiếu hụt tàu chuyên chở. Đối với các tàu còn lại, HAH sẽ cho thuê dài hạn tại khu vực Châu Á. Chiến lược cho thuê dài hạn thay vì tự khai thác cũng sẽ giúp doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận ổn định, loại trừ rủi ro biến động của giá dầu và giá cước vận tải.
- **Gia tăng sự hiện diện tại khu vực nội địa Châu Á:** HAH đang trong quá trình thành lập công ty Liên doanh Vận tải Container ZIM – Hải An cùng với ZIM Integrated Shipping Services Ltd, một công ty vận tải biển có thị phần top 10 thế giới. Theo kế hoạch, công ty dự kiến sẽ khai thác tuyến Việt Nam – Đông Nam Á trong nửa sau 2022 và bắt đầu chuyển sang khai tuyến Việt Nam - Trung Quốc vào đầu 2023. Với việc liên doanh sẽ sử dụng đội ngũ tàu thuê lại từ HAH và ZIM, HAH có thể hưởng lợi kép từ nguồn thu nhập cho thuê tàu và vận hành đội tàu cũng như gia tăng thị phần tại các thị trường mới nhờ vào mạng lưới kinh doanh của ZIM.
- **Giá cước vận chuyển container toàn cầu đạt US7,502/40ft vào tháng 6, giảm 20.4% kể từ đầu năm** dưới tác động của: (1) tình trạng phong toả của TQ tại các khu vực sản xuất chính đã ảnh hưởng đến nhu cầu vận tải; (2) Lạm phát tăng cao làm suy giảm sức tiêu dùng tại các thị trường lớn; (3) Giá xăng dầu làm gia tăng chi phí vận chuyển hàng, dẫn đến các doanh nghiệp giảm đơn đặt hàng để kiểm soát chi phí. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo giá cước vận tải sẽ vẫn suy giảm trước khi tăng lại vào mùa cao điểm, nhưng mức tăng sẽ không đạt cao kỷ lục như năm 2021.

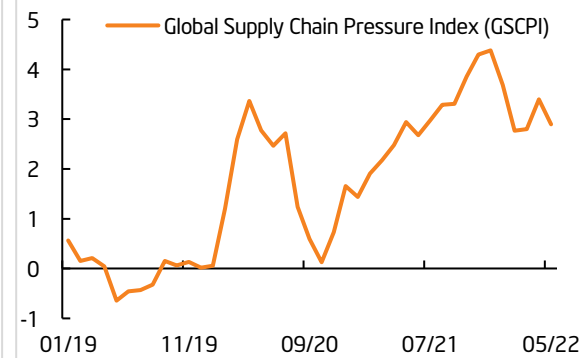
## Danh sách đội tàu của Hải An

STT	Tên tàu	Sức chở danh nghĩa (TEU)	Tuyến hoạt động
1	HAIAN LINK	1060	Manila - Quanzhou - Xiamen - Manila
2	HAIAN EAST	1702	Sin - Chittagong - Sin
3	HAIAN WEST	1740	Chennai - Chittagong - Sin - Ningbo - Shanghai
4	HAIAN MIND	1794	Sin - Port Kelang - Chennai - Sin
5	HAIAN TIME	1032	HPH - VT - HCM
6	HAIAN BELL	1221	HPH - VT - HCM
7	HAIAN VIEW	1577	HPH - VT - HCM
8	HAIAN PARK	787	HPH - HKG
9	HAIAN CITY	1577	Sin - Chittagong - Sin
10	ANBIEN BAY	1708	HCM - HPH - Nansha - Shekou - Port Kelang Chennai - Vizag - Port Kelang - HPH

## Biến động giá cước vận tải



## Tình trạng gián đoạn chuỗi cung ứng



## Bảng giá thuê tàu theo trọng tải

TEU; '000USD	Index	700	1100	1,700	2,500	2,700	3,500	4,250	6,500	8,500
17/06/2022	4,461	23	34	59	77	83	94	107	125	146
10/06/2022	4,437	22	33	57	77	83	94	107	125	146
03/06/2022	4,410	21	31.5	55	77	83	94	107	125	146
27/05/2022	4,401	21	31	55	77	83	94	107	125	146

Nguồn: harpex HAH, Fiinprom, TPS Research

# HAH - Vững vàng trước rủi ro biến động giá cước - GMT: 83,800 VND

## ❖ KQKD Q2 và cả năm 2022 tích cực

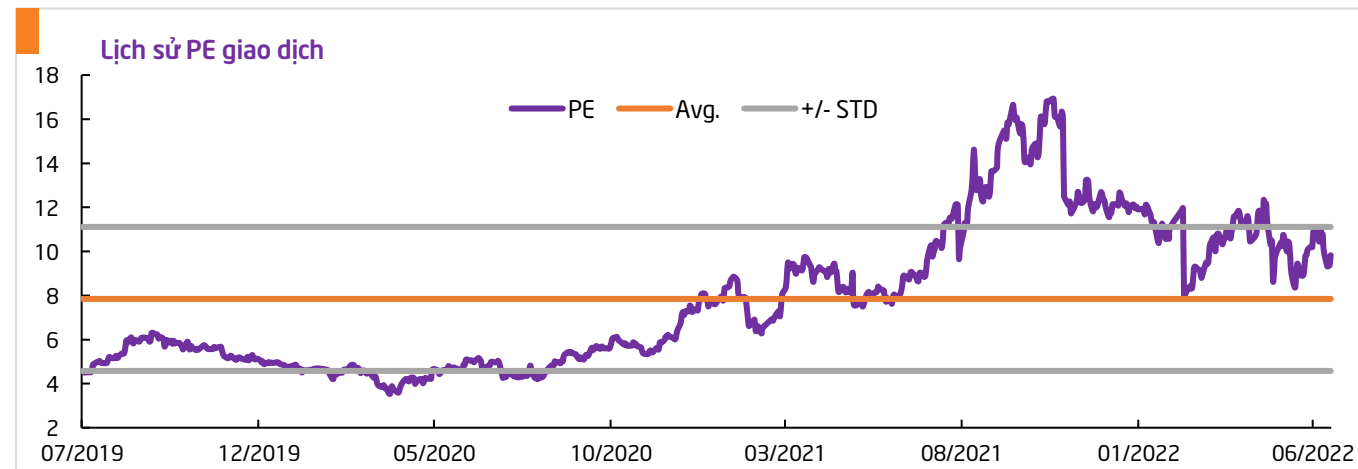
- Trong Q2/2022, chúng tôi ước tính HAH đạt 621.8 tỷ doanh thu, tăng 38% YoY; LNST đạt 187.5 tỷ đồng, tăng trưởng 92% so với cùng kì.
- Cho năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu của HAH đạt 2,518 tỷ, tăng 29% so với mức thực hiện năm 2021 trong khi LNST đạt 768 tỷ đồng, tăng trưởng 39% YoY trên kỳ vọng (1) doanh nghiệp sẽ cho thuê được lượng tàu mới với đơn giá cao; (3) việc thuê tàu dài hạn sẽ hỗ trợ HAH trước rủi ro biến động giá cước vận tải (2) Tăng trưởng nhu cầu vận tải tại khu vực nội địa.

## ❖ Định giá

- Chúng tôi thực hiện định giá HAH theo phương pháp so sánh mức P/E của chính doanh nghiệp trong quá khứ. Đánh giá rủi ro thị trường hiện tại, chúng tôi cho rằng P/E 2022 của HAH sẽ hướng về mức trung bình giai đoạn 06/2019 – 06/2022, tương ứng 8 lần. Với dự báo EPS của HAH đạt 10,476 đ/cp, giá trị hợp lý của HAH được xác định ở mức 83,800đ/cp, cao hơn 14% so với giá đóng cửa ngày 21/06/2022.

## ❖ Rủi ro đầu tư

- Nhu cầu vận tải đường thủy suy yếu trước lo ngại về lo ngại về tăng trưởng kinh tế toàn cầu.
- Biến động giá dầu sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận nhóm tàu tự khai thác tại thị trường nội địa.



Dự phóng kết quả kinh doanh	2020	2021	2022F	% YoY
<b>Tổng sản lượng</b>	<b>779,465</b>	<b>1,012,452</b>	<b>1,106,338</b>	<b>9%</b>
<i>Khai thác cảng</i>	346,934	416,776	452,143	8%
<i>Khai thác tàu</i>	348,862	474,062	512,195	8%
<i>Depot</i>	83,669	121,614	142,000	17%
<b>Doanh thu</b>	<b>1,192</b>	<b>1,955</b>	<b>2,518</b>	<b>29%</b>
<i>Khai thác cảng</i>	173	214	244	14%
<i>Khai thác tàu</i>	945	1,604	2,097	31%
<i>Depot</i>	74	137	176	29%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	239	714	1,091	53%
CP bán hàng & QLDN	(68)	(85)	(126)	49%
Lợi nhuận tài chính	(8)	(7)	10	-245%
Lợi nhuận khác	0	20	20	0%
Lợi nhuận trước thuế	170	662	1,014	53%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>147</b>	<b>551</b>	<b>825</b>	<b>50%</b>
<b>Lợi nhuận cổ đông cty mẹ</b>	<b>138</b>	<b>446</b>	<b>715</b>	<b>61%</b>
<b>Chỉ tiêu tài chính</b>	<b>ĐVT</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu	tỷ VND	1,192	1,955	2,518
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	138	446	715
Biên lãi gộp	%	20.09%	36.53%	43.34%
Biên lãi ròng	%	11.61%	22.78%	28.42%
ROE	%	10.68%	27.52%	29.96%
EPS	VND	2,025	6,523	10,476
B/V	VND	27,383	38,909	42,268
P/E	x	36.30	11.27	7.02
P/B	x	2.68	1.89	1.74

# DCM - Tiềm năng tăng trưởng cao trên nền định giá hấp dẫn - GMT: 35,200 VND

**Bứt tốc trong đầu năm 2022.** DCM công bố báo cáo kết quả kinh doanh quý 1 với doanh thu thuần tăng mạnh 1.18 lần so với cùng kỳ lên 4,282 tỷ đồng, LNST cũng tăng 8.97 lần lên mức 1,515 tỷ đồng. Mức tăng trưởng cao chủ yếu đóng góp từ gia tăng sản lượng xuất khẩu và xu hướng giá phân tăng vọt trong quý đầu năm.

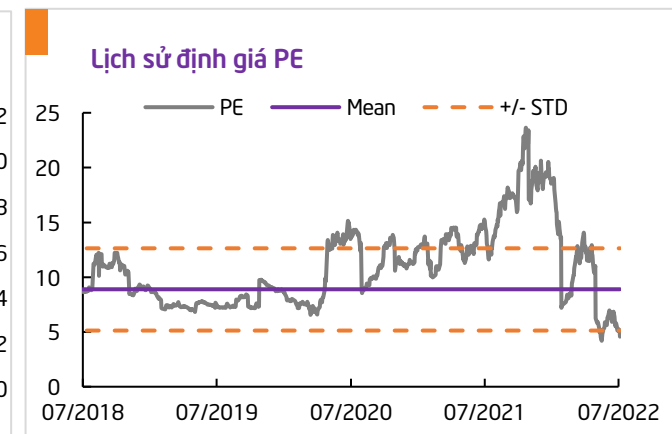
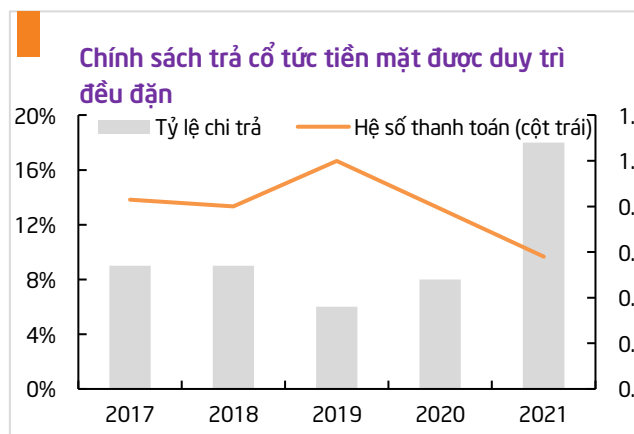
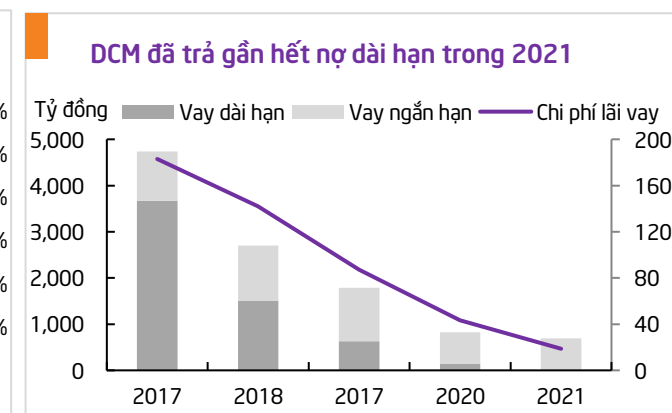
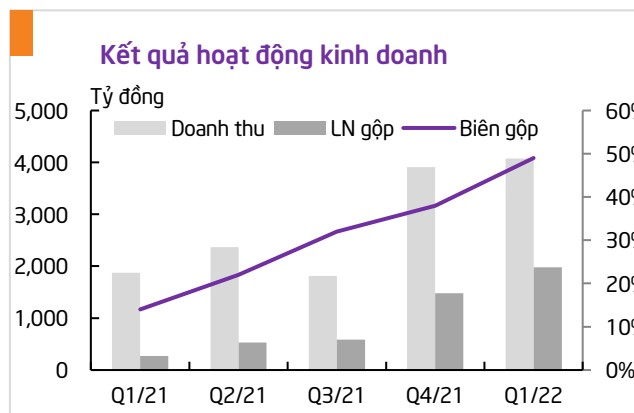
**Bản cân đối lành mạnh lượng tiền mặt dồi dào và dư nợ thấp.** Trong các năm qua DCM đã đẩy nhanh chi trả các nghĩa vụ nợ vay. Từ mức 3,673 tỷ đồng vào 2017, số nợ vay dài hạn đã giảm xuống chỉ còn 2.7 tỷ vào cuối 2021. Qua đó, áp lực chi phí lãi vay đã được giảm thiểu trong các năm tới. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn sở hữu bảng cân đối kế toán lành mạnh với lượng tiền mặt lớn. Tại Q1/2022, DCM đang nắm giữ lượng tiền và đầu tư tài chính đạt 6,616 tỷ đồng, tương đương với mức cash/share 12,507 vào 06/07. Lượng tiền mặt dồi dào là tiền đề để DCM đẩy mạnh thanh toán nghĩa vụ tài chính và duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn qua các năm

**Kết quả kinh doanh kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong 2022.** Dự báo cho quý 2, DCM sẽ đạt mức doanh thu và LNST lần lượt là 3,526 và 811 tỷ đồng. Tuy nhiên mức tăng trưởng sẽ chậm lại vào các quý sau khi giá phân bón giảm dần. Cho cả năm, chúng tôi dự báo DCM sẽ đạt mức doanh thu 12,815 tỷ đồng (+29.8%) và LNST đạt 2,967 tỷ đồng (+67.2% YoY) trên cơ sở doanh nghiệp trên cơ sở: (1) giá bán urea dự kiến sẽ giảm vào các quý sau nhưng vẫn duy trì trên mức trung bình của năm 2021; (2) Gia tăng sản lượng sản xuất NPK từ nhà máy mới; (3) biên gộp mảng NPK cải thiện khi nhà máy đi vào hoạt động ổn định; (4) hoạt động xuất khẩu 2H22 dự kiến sẽ giảm so với 2 quý đầu năm nhưng duy trì tăng trưởng so với năm 2021.

**Khuyến nghị khả quan.** Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA theo tỷ trọng 80:20 để định giá cổ phiếu DCM. Với mức PE và EV/EBITDA mục tiêu lần lượt là 5.14x và 3.9x, giá trị hợp lý của DCM được xác định ở mức 35,200đ/cp, cao hơn 32.8% so với giá đóng cửa ngày 06/07/2022. Hiện tại DCM đang giao dịch với mức PE 4.58, thấp hơn một lần độ lệch chuẩn so với trung vị 5 năm gần nhất.

**Rủi ro đầu tư:** Giá phân bón giảm so với vùng cao cuối năm 2022 sẽ làm giảm biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra các đề xuất tăng thuế xuất khẩu hoặc áp hạn ngạch xuất khẩu nếu được thông qua sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận hoạt động xuất khẩu của DCM.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	7,561	9,870	12,815
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	661	1,824	2,967
Biên lãi ròng	%	8.74%	18.48%	23.15%
ROE	%	10.63%	26.42%	33.06%
ROA	%	7.00%	18.43%	22.93%
EPS	VND	1,018	3,079	5,609
B/V	VND	11,900	14,075	16,895
P/E	x	25.99	8.59	4.72
P/B	x	2.22	1.88	1.57



# DPM - Vị thế dẫn đầu trong ngành phân bón Việt Nam - GMT: 57,150đ/cp

**Vị thế dẫn đầu trong ngành phân bón Việt Nam.** Tại thị trường Việt Nam, DPM là doanh nghiệp có quy mô lợi nhuận và hiệu quả kinh doanh đứng đầu ngành. Trong Q1/2022, công ty ghi nhận mức doanh thu thuần tăng gấp đôi cùng kỳ lên 5,829 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế công ty mẹ cũng tăng hơn 11 lần lên mức 2,114 tỷ đồng. Trong bối cảnh giá phân tăng mạnh trong đầu năm cùng chính sách hạn chế xuất khẩu của Trung Quốc và Nga, DPM đã tận dụng lợi thế năng lực sản xuất và khả năng xuất khẩu để đưa kết quả kinh doanh tăng trưởng đột biến. Quy mô lợi nhuận và tốc độ tăng trưởng trong quý 1 cho thấy DPM là doanh nghiệp phân bón Việt Nam hưởng lợi mạnh mẽ nhất trong giai đoạn vừa qua.

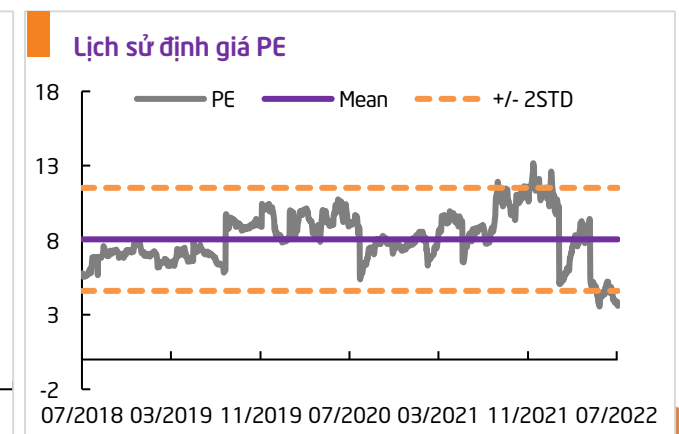
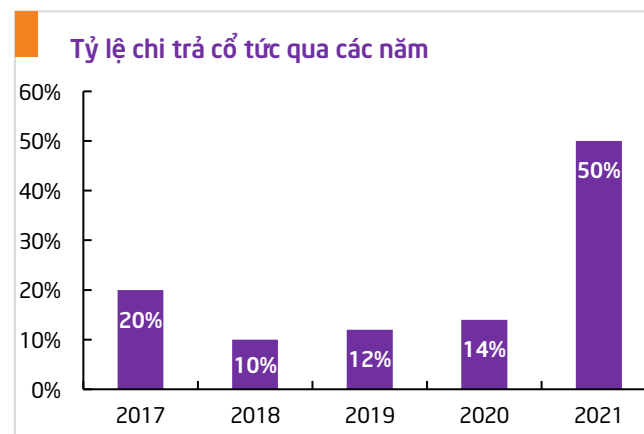
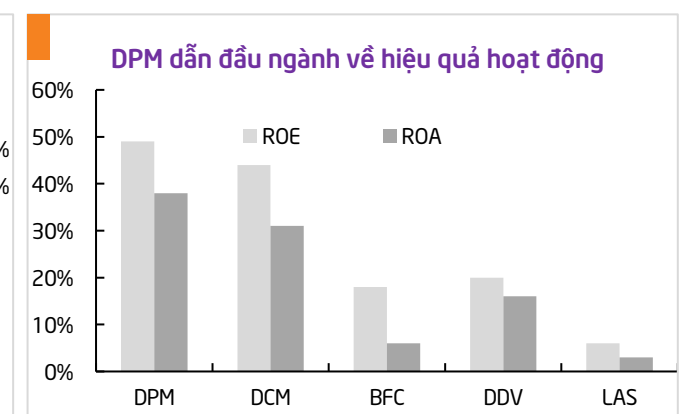
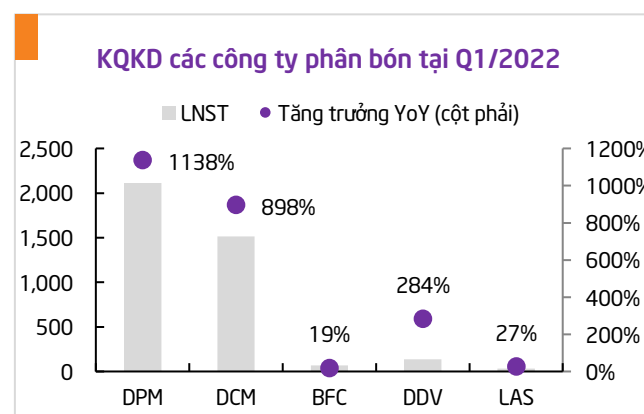
**Cơ cấu tài sản lành mạnh với tính thanh khoản cao.** Tại quý 1, DPM đang nắm giữ lượng tiền mặt và đầu tư tài chính đạt 15,833 tỷ đồng, tương đương 53.4% giá trị tài sản. Ngoài ra, doanh nghiệp còn có đòn bẩy tài chính ở mức thấp. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ tại Q1/2022 đã giảm về 0.07 so với mức 0.12 cùng kỳ năm trước.

**Kết quả kinh doanh dự kiến sẽ giảm dần kể từ quý 2.** Ước tính cho Q2/2022, chúng tôi dự báo DPM sẽ đạt mức doanh thu 4,494 tỷ đồng (+53% YoY) với LNST tăng lên 1,169 tỷ đồng (+71% YoY). Tuy nhiên, DPM dự kiến sẽ gặp thách thức vào nửa sau 2022 khi: (1) Ngành phân bón bước vào giai đoạn thấp điểm sau vụ hè thu; (2) Giá phân trong nước có xu hướng giảm mạnh kể từ tháng 3; (3) Doanh nghiệp có thể gặp thách thức tại thị trường quốc tế khi Trung Quốc nói lỏng lệnh hạn chế xuất khẩu phân bón. Tuy vậy nhờ vào mức tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm, chúng tôi dự báo DPM vẫn duy trì kết quả kinh doanh năm 2022 khả quan với doanh thu đạt 16,255 tỷ đồng (+27% YoY), LNST đạt 4,468 tỷ đồng (+43% YoY).

**Định giá cổ phiếu đã vùng thấp so với lịch sử.** Chúng tôi kết hợp hai phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA theo tỷ trọng 80:20 để định giá cổ phiếu DPM. Kết quả định giá xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu ở mức 57,150đ, cao hơn 32.3% so với thị giá ngày 06/07/2022. DPM đang giao dịch ở mức định giá tương đối thấp so với lịch sử. PE giao dịch đạt 3.58x, thấp hơn hai lần độ lệch chuẩn trung vị 5 năm gần nhất.

**Rủi ro đầu tư:** Xu hướng giá phân được dự báo sẽ giảm vào các năm tới khi giá nguyên liệu ổn định. Các nước sản xuất phân bón cũng sẽ bỏ dần các biện pháp hạn chế xuất khẩu khi sản lượng sản xuất đã gia tăng trở lại sau hai năm gián đoạn bởi dịch bệnh.

Chỉ tiêu tài chính	ĐVT	2020	2021	2022F
Doanh thu	tỷ VND	7,762	12,786	16,255
Lợi nhuận sau thuế	tỷ VND	691.31	3,117.13	4,468
Biên lãi ròng	%	8.91%	24.38%	27.49%
ROE	%	8.43%	32.88%	36.07%
ROA	%	6.08%	24.72%	26.77%
EPS	VND	1,415	7,415	11,415
B/V	VND	20,656	26,866	35,022
P/E	x	30.54	5.83	3.78
P/B	x	2.09	1.61	1.23



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM


Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS

## LIÊN HỆ

### PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)

 028 7301 3839

 [p.pt@tpbs.com.vn](mailto:p.pt@tpbs.com.vn)

 <https://www.tpbs.com.vn/>