

*Cơ hội mới*  
**2023** *Thách thức mới*

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT

**BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 1H2023**

Ngày cập nhật: 30/01/2023

# MỤC LỤC

## 01

### TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

- A. Vĩ mô năm 2022
- B. Dòng tiền năm 2022

## 02

### DỰ BÁO NĂM 2023

- A. Triển vọng vĩ mô 2023
- B. Triển vọng dòng tiền 2023
- C. Rủi ro, cơ hội và các biến số 2023
- D. Dự báo KQKD và VNIndex

## 03

### CÁC CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ 2023

- A. Đầu tư công
- B. Chuyển dịch chuỗi cung ứng
- C. Các ngành hưởng lợi khi TQ mở cửa
- D. Năng lượng sạch
- E. Chứng khoán

## 04

### NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU

- A. Xây dựng
- B. Đá xây dựng
- C. Chứng khoán
- D. Xăng dầu
- E. BĐS khu công nghiệp
- F. Tiện ích điện
- G. Tổng hợp khuyến nghị

# 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022



## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

### A. VĨ MÔ NĂM 2022

Bối cảnh kinh tế thế giới 2022: Lạm phát và làn sóng tăng lãi suất

#### Bất ổn địa chính trị



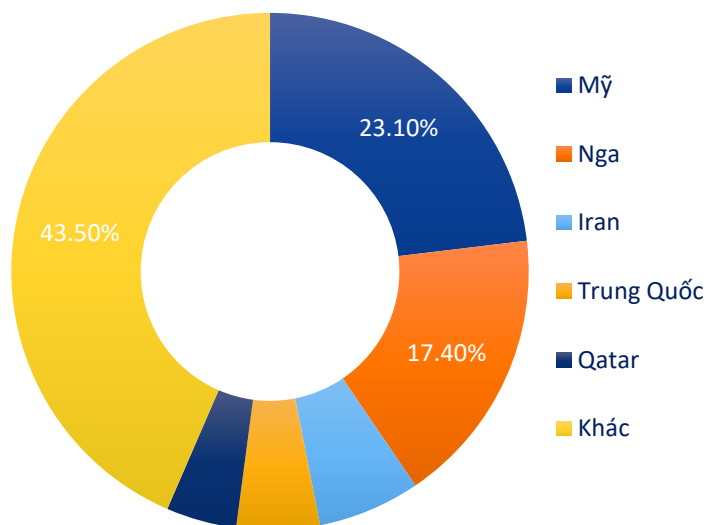
**Chính sách Zero COVID của Trung Quốc** kéo dài từ giữa 2021 đến cuối năm 2022. Được coi là “công xưởng thế giới” việc Trung Quốc đóng cửa đã tác động đến cung cầu hàng hóa trên thế giới, gây gián đoạn chuỗi cung ứng.



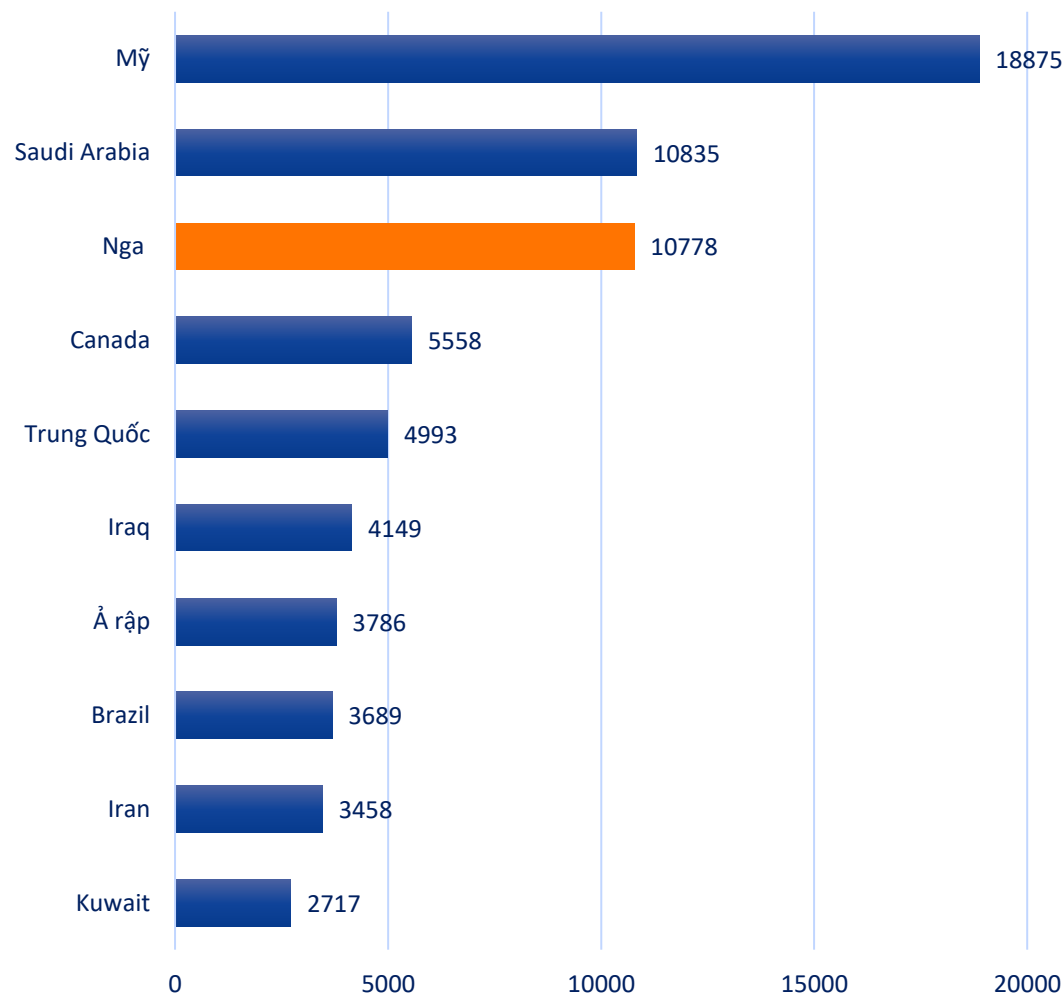
**Chiến sự Ukraine – Nga** nổ ra ngày 24/02/2022 dẫn đến Mỹ và Châu Âu áp đặt lệnh cấm vận lên Nga – Quốc gia xuất khẩu dầu và khí đốt lớn của thế giới.

↳ Đẩy giá năng lượng toàn thế giới lên cao.

#### CÁC QUỐC GIA SẢN XUẤT KHÍ ĐỐT LỚN NHẤT TRÊN THẾ GIỚI 2021



#### TOP 10 NHÀ SẢN XUẤT DẦU THẾ GIỚI 2021



### A. VĨ MÔ NĂM 2022

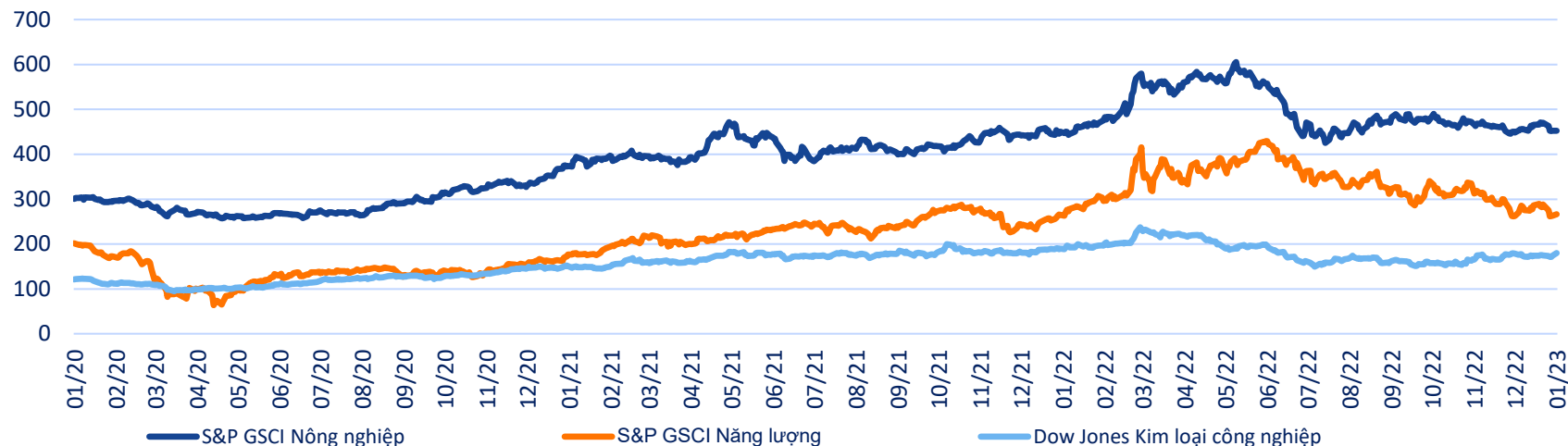
Bối cảnh kinh tế thế giới 2022: Lạm phát và làn sóng tăng lãi suất



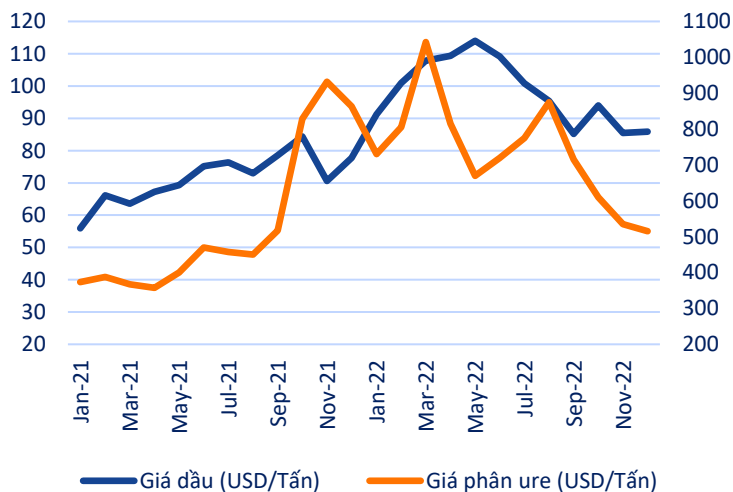
#### Giá hàng hóa tăng mạnh

Bất ổn chính trị liên tục xảy ra làm cho giá hàng hóa gia tăng mạnh. Các mặt hàng liên tục tăng giá và lập đỉnh vào quý 2 và quý 3 năm 2022.

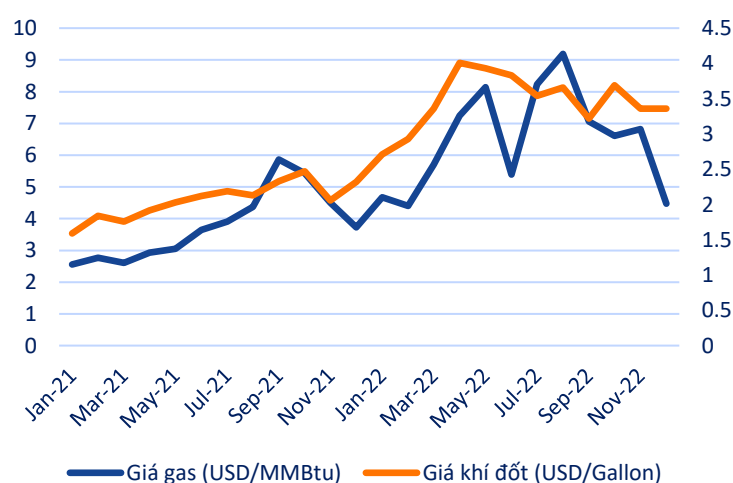
#### CHỈ SỐ GIÁ HÀNG HÓA



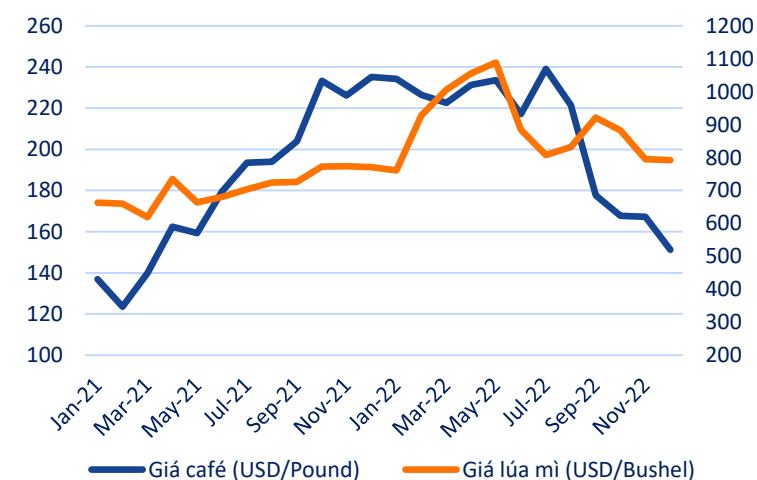
#### GIÁ DẦU VÀ GIÁ PHÂN URE



#### GIÁ GAS VÀ GIÁ KHÍ ĐỐT



#### GIÁ CÀ PHÊ VÀ GIÁ LÚA MÌ



### A. VĨ MÔ NĂM 2022

Bối cảnh kinh tế thế giới 2022: Lạm phát và làn sóng tăng lãi suất



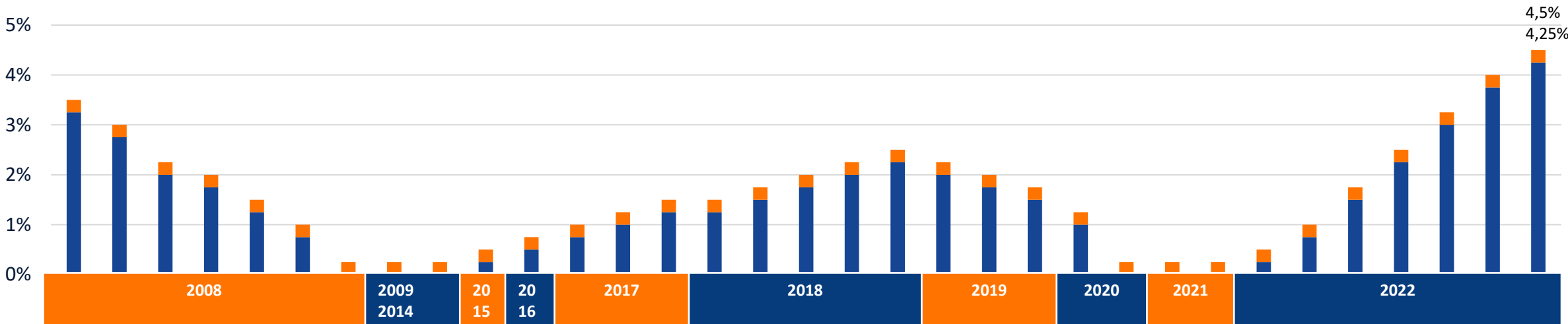
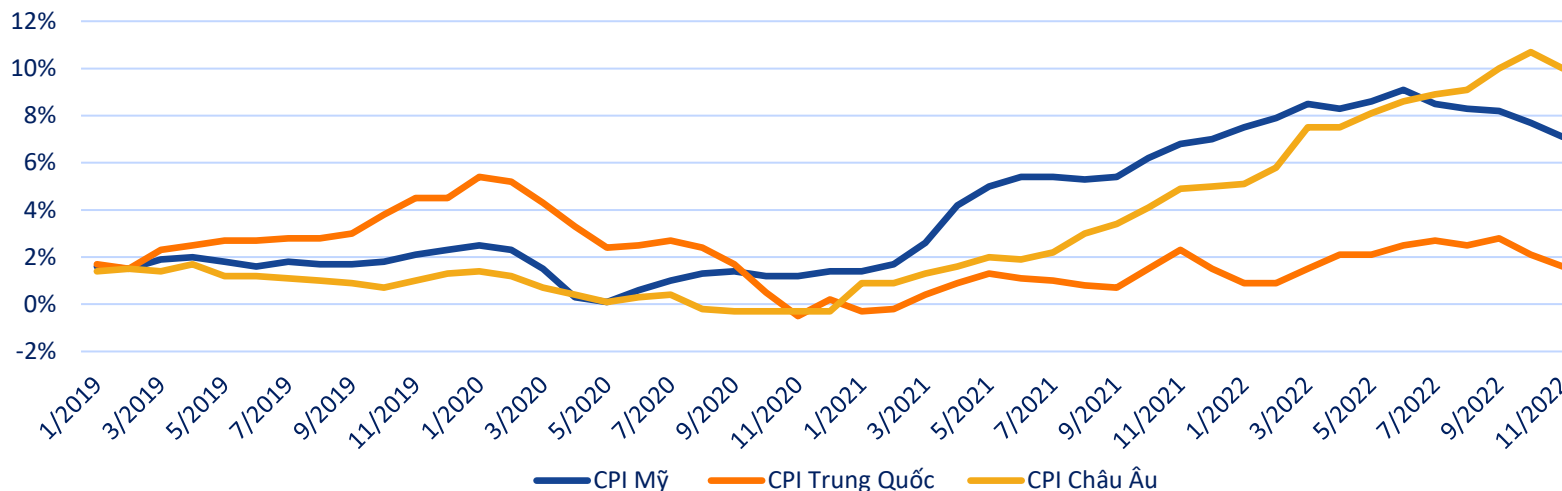
#### Lạm phát đẩy lãi suất tăng cao

**Giá hàng hóa tăng mạnh đẩy lạm phát lên cao.**

Bên cạnh việc giá cả hàng hóa tăng mạnh, nhu cầu tiêu dùng sau Covid 19 hồi phục cũng khiến lạm phát càng trở nên áp lực.

**Lạm phát dẫn đến làn sóng tăng lãi suất của các NHTW.** Trong đó, FED đã tăng lãi suất đến mức 4,25% - 4,5%, cao nhất kể từ năm 2007, sau khi CPI Mỹ thiết lập đỉnh 40 năm qua.

#### CPI CÁC NỀN KINH TẾ LỚN



Biên dao động 0,25%

Nguồn: VFS tổng hợp

### A. VĨ MÔ NĂM 2022

Kinh tế Việt Nam 2022: Bất chấp những khó khăn đến từ vĩ mô thế giới và vấn đề nội tại, nền kinh tế hồi phục từ nền thấp

#### » KHÓ KHĂN: ÁP LỰC TỪ VĨ MÔ THẾ GIỚI

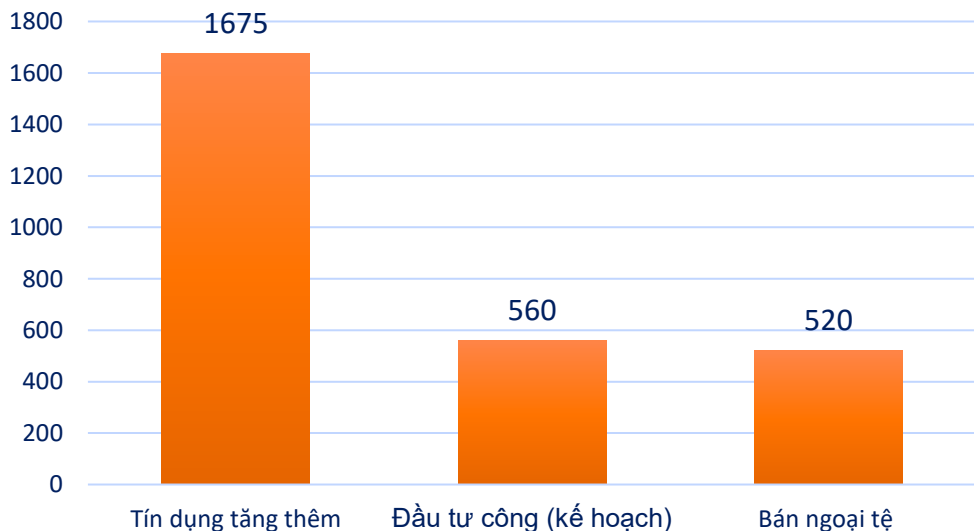


#### Chính sách tiền tệ thắt chặt do áp lực tỷ giá

Trước áp lực từ tỷ giá do đồng USD liên tục mạnh lên bởi FED thực hiện các đợt tăng lãi suất mạnh, NHNN đã linh hoạt sử dụng các công cụ nhằm ổn định tỷ giá:

- Bán ngoại tệ, khoảng 22 tỷ USD tương đương khoảng 560 nghìn tỷ bị rút ra khỏi nền kinh tế.
- Tăng lãi suất điều hành 2 đợt, mỗi lần 1%, nâng lãi suất tái cấp vốn lên 6%/năm, lãi suất tái chiết khấu lên 4,5%.
- Tăng biên độ tỷ giá lên 5%.

**TƯƠNG QUAN QUY MÔ LƯỢNG TIỀN NHNN HÚT QUA KÊNH BÁN NGOẠI TỆ NĂM 2022 (NGHÌN TỶ)**



**CHỈ SỐ ĐÔ LA MỸ DXV**



**TỶ GIÁ TRUNG TÂM**



Tin dụng tăng thêm ước tính dựa theo kế hoạch tăng trưởng 16% của NHNN

## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

### A. VĨ MÔ NĂM 2022

Kinh tế Việt Nam 2022: Bất chấp những khó khăn đến từ vĩ mô thế giới và vấn đề nội tại, nền kinh tế hồi phục từ nền thấp

#### » KHÓ KHĂN: VẤN ĐỀ NỘI TẠI



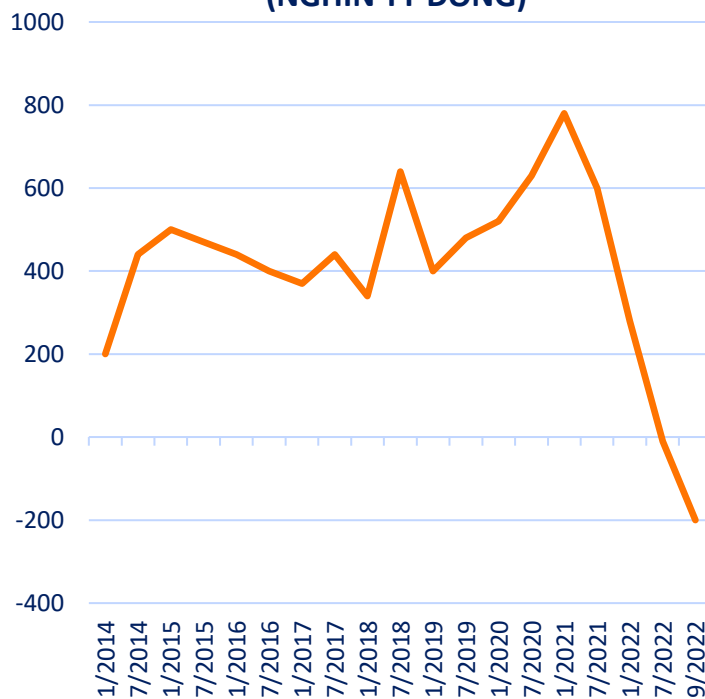
#### Thanh khoản hệ thống căng thẳng

Thanh khoản hệ thống trở nên căng thẳng vào những tháng cuối năm 2022 do:

- **NHNN hút ròng** khoảng hơn 500 nghìn tỷ thông qua bán ngoại tệ kể từ lúc đồng USD mạnh lên hồi đầu quý 4.
- **Chênh lệch huy động - tín dụng** chuyển sang trạng thái âm từ tháng 7 do nhu cầu vay vốn sau dịch lớn. Tỷ lệ cho vay/huy động của nhiều ngân hàng vượt quá 100% khiến vấn đề thanh khoản trở nên căng thẳng.
- **Hàng loạt các sai phạm** liên quan đến trái phiếu như sự kiện Tân Hoàng Minh và Vạn Thịnh Phát làm suy giảm dòng vốn trái phiếu, trực tiếp giảm thanh khoản trung, dài hạn của nền kinh tế.

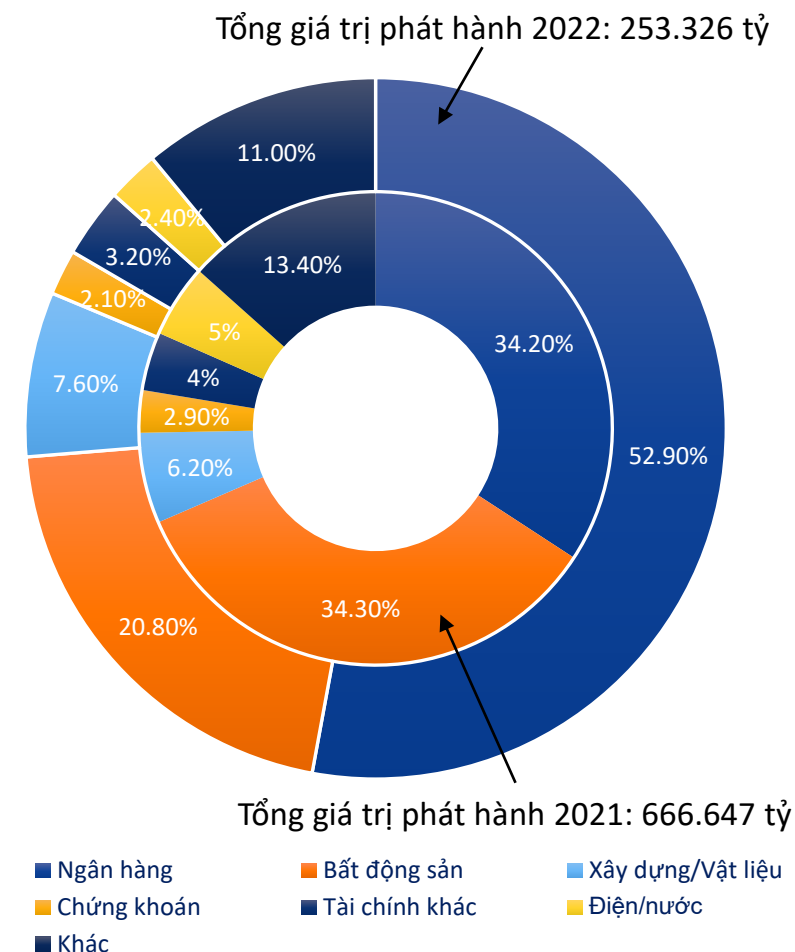
Việc thiếu hụt thanh khoản đã kéo theo làn **sóng tăng lãi suất huy động từ đầu quý 3**, nâng lãi suất huy động từ vùng 5 – 6%/năm lên 9 – 10%/năm (đối với kỳ hạn 12 tháng). Lãi suất tăng ảnh hưởng đến chi phí vốn nền kinh tế, cùng với tác động kém tích cực từ cầu thế giới suy giảm đã dẫn đến triển vọng nền kinh tế trở nên kém tích cực hơn trong quý 4.

#### CHÊNH LỆCH HUY ĐỘNG - TÍN DỤNG (NGHÌN TỶ ĐỒNG)



Đầu tháng 12, NHNN thực hiện nới room tín dụng 1,5% - 2% tuy nhiên tăng trưởng tín dụng ước tính chỉ tăng trưởng khoảng 14,5% trong năm 2022, thấp hơn khá nhiều so với mục tiêu cả năm 15,5% - 16%.

#### TỶ TRỌNG PHÁT HÀNH THEO NHÓM NGÀNH





### A. VĨ MÔ NĂM 2022

Kinh tế Việt Nam 2022: Bất chấp những khó khăn đến từ vĩ mô thế giới và vấn đề nội tại, nền kinh tế hồi phục từ nền thấp

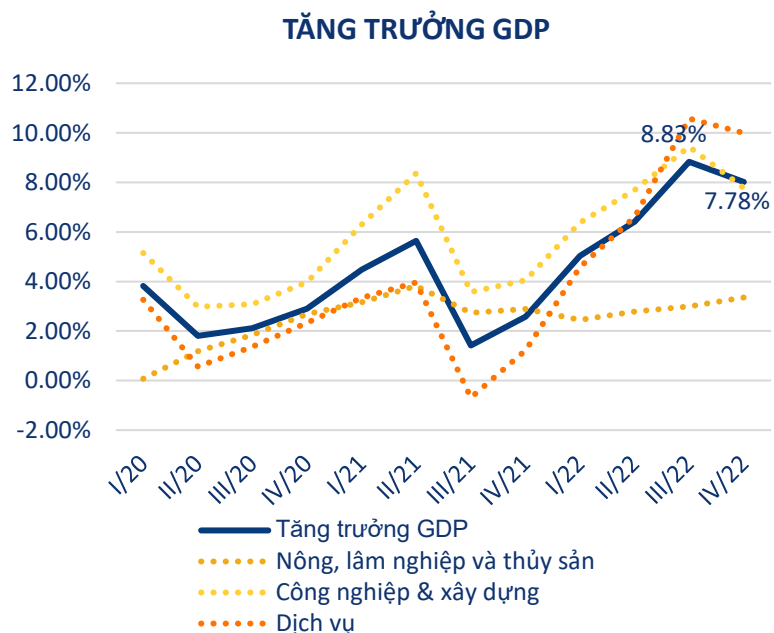
#### » TÍCH CỰC: NỀN KINH TẾ HỒI PHỤC TỪ NỀN THẤP



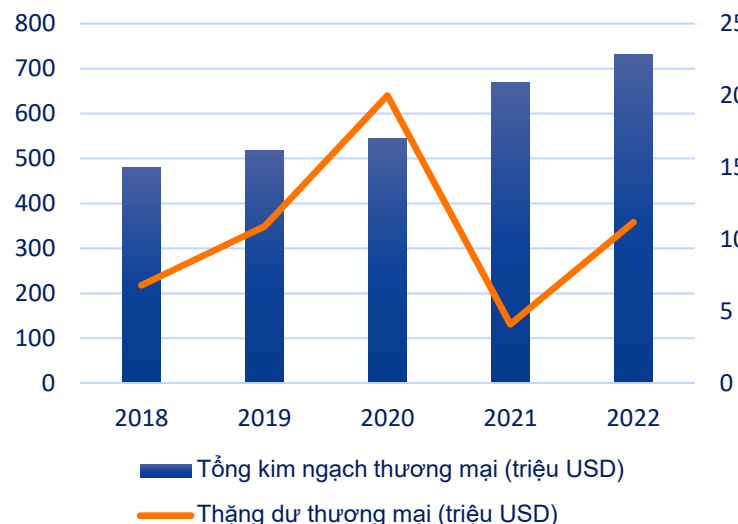
#### GDP tăng trưởng mạnh mẽ nhất 11 năm qua

GDP cả năm 2022 ước tăng 8,02% so với cùng kỳ, cao nhất giai đoạn 2011-2022. Trong đó:

- **Ngành dịch vụ** tăng trưởng mạnh nhất với 9,99% nhờ cầu nội địa và du lịch hồi phục tốt sau dịch.
- **Ngành công nghiệp và xây dựng** tăng 7,78% bất chấp giá hàng hóa tăng cao nhờ hưởng lợi việc Trung Quốc đóng cửa.
- **Ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản** tăng 3,36% trong đó lâm nghiệp và thủy sản tăng lần lượt 6,13% và 4,43% nhờ cầu thị trường Mỹ, Châu Âu hồi phục tốt.

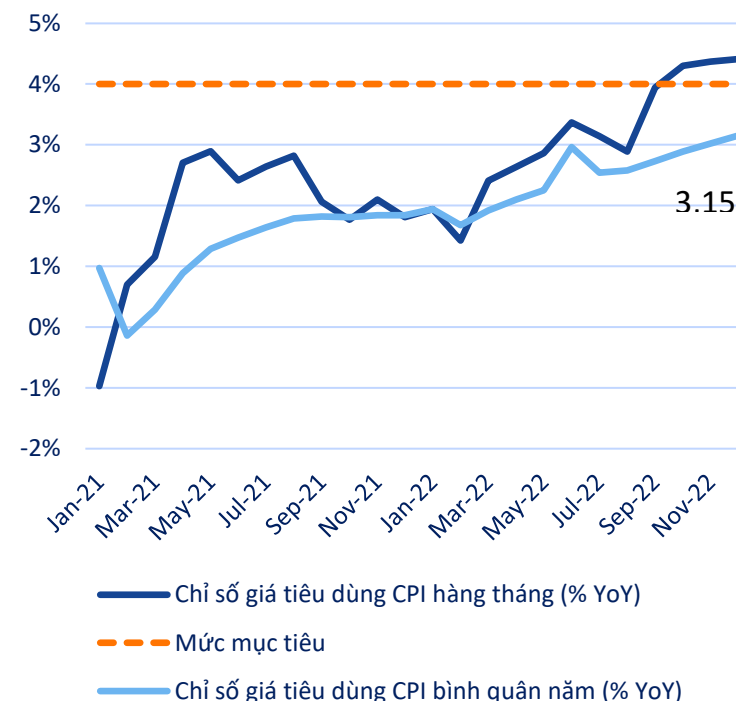


#### XUẤT NHẬP KHẨU CẢ NĂM 2022 TĂNG 10,6% SO VỚI NĂM TRƯỚC



#### Lạm phát trong tầm kiểm soát

CPI bình quân năm 2022 đạt 3,15%, trong mục tiêu dưới 4% của Chính phủ. Trong đó xăng dầu, hàng hóa và thực phẩm là những yếu tố tác động đến CPI nhiều nhất.



## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

Chỉ số sụt giảm khốc liệt, dòng tiền rút ra khỏi thị trường chứng khoán

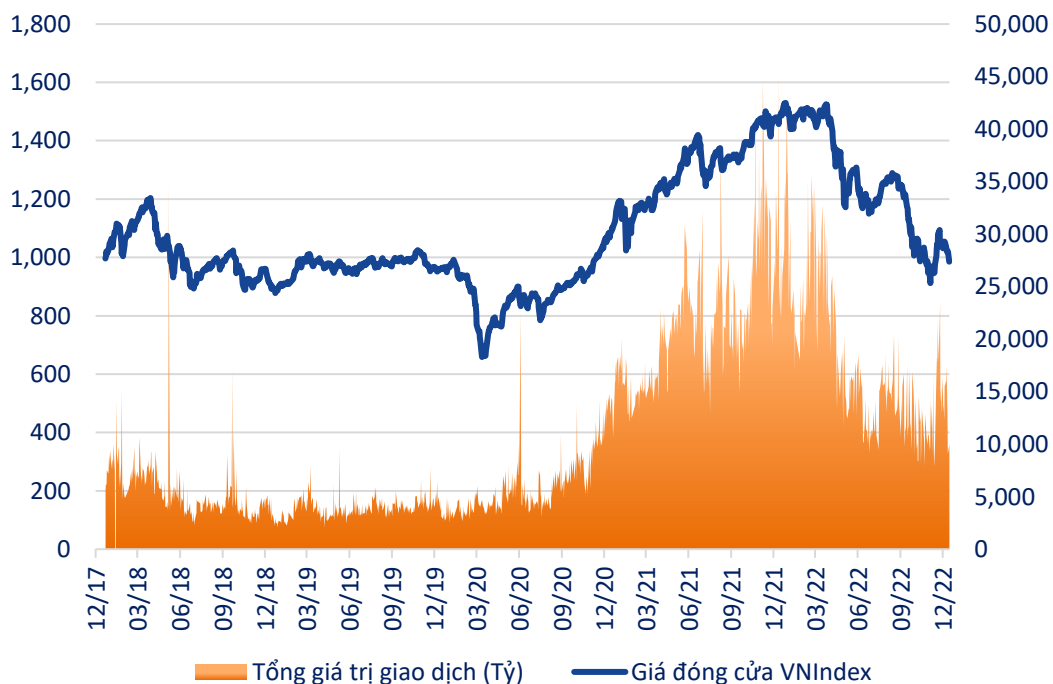


**Chỉ số thị trường Việt Nam sụt giảm mạnh so với thế giới**

Chỉ số chứng khoán Việt Nam năm 2022 rơi vào xu hướng giảm lớn và khốc liệt nhất trong nhiều năm.

Các chỉ số chứng khoán Việt Nam rơi vào nhóm yếu nhất thế giới với VNIndex kết thúc năm giảm 34% và HNX giảm 60%.

**CHỈ SỐ VÀ THANH KHOẢN VNINDEX**

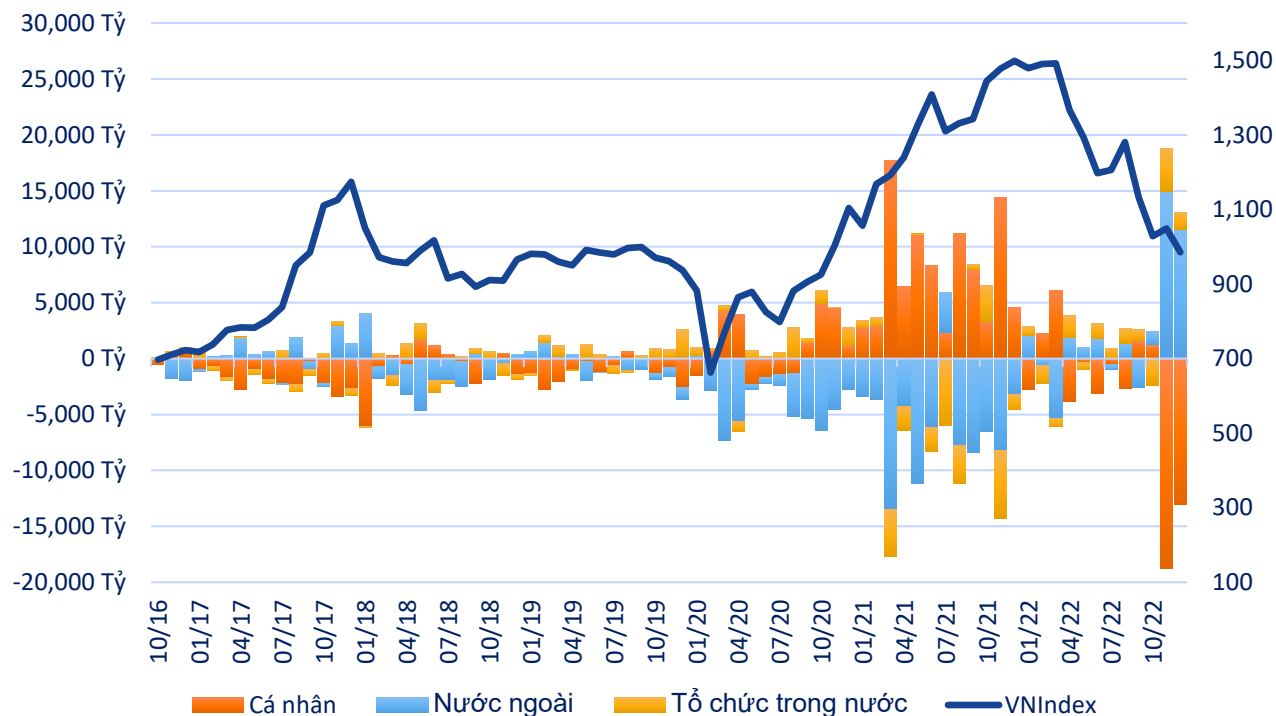


**Nhà đầu tư cá nhân bán ròng mạnh  
Nước ngoài và tổ chức tích cực hơn vào cuối năm**

**Nhà đầu tư cá nhân** chiếm khoảng 80% giá trị giao dịch thị trường và giữ xu hướng rút ròng mạnh dần, đặc biệt trong 2 tháng cuối năm.

Ngược lại, **dòng tiền nước ngoài và tổ chức trong nước** thiếu quyết liệt trong năm 2022 và chỉ bắt đầu tham gia trở lại mạnh mẽ trong tháng 11 và tháng 12, đặc biệt mua ròng từ nước ngoài rất lớn.

**GIÁ TRỊ GIAO DỊCH/DẠNG NHÀ ĐẦU TƯ**



### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

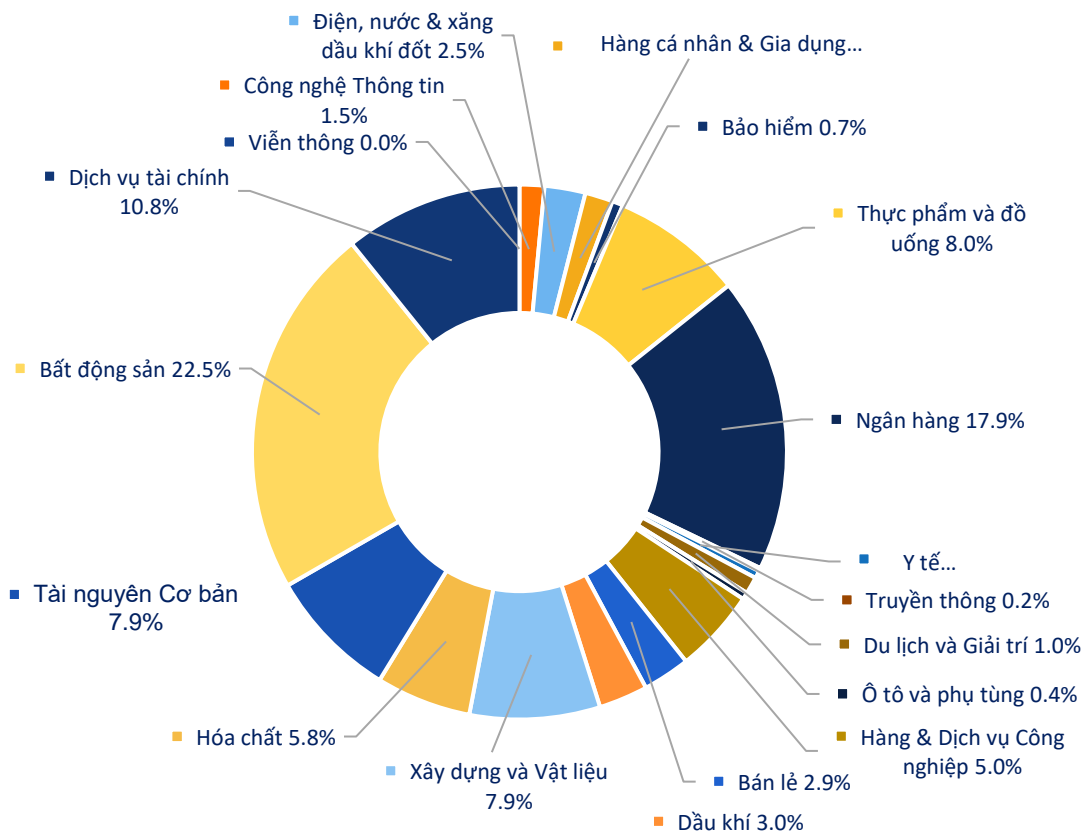
Rút ròng mạnh trên toàn thị trường, tập trung vào các nhóm ngành lớn



#### Giá trị giao dịch tập trung vào các nhóm ngành lớn

Trong đó ngành **bất động sản, ngân hàng và dịch vụ tài chính** vẫn là nhóm thu hút phần lớn giá trị giao dịch trên thị trường.

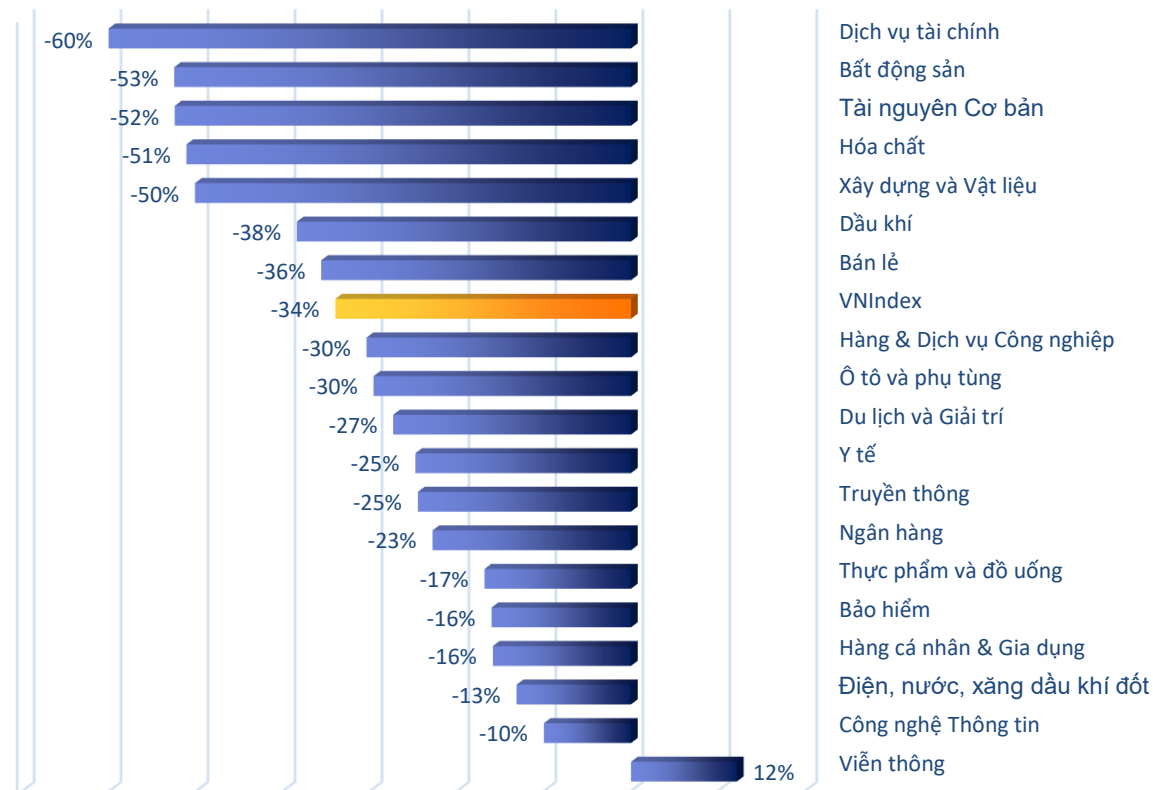
#### GIÁ TRỊ GIAO DỊCH CÁC NGÀNH TRONG NĂM 2022 (TỶ VNĐ)



#### Tỷ suất lợi nhuận của nhiều ngành kém hơn VNIndex

Biên giảm lớn nhất của VNIndex từ đầu năm 2022 là -42,83%. Theo thống kê ngày 27/12/22, VNIndex có mức giảm -34% từ đỉnh với **37% số ngành giảm mạnh** hơn thị trường chung.

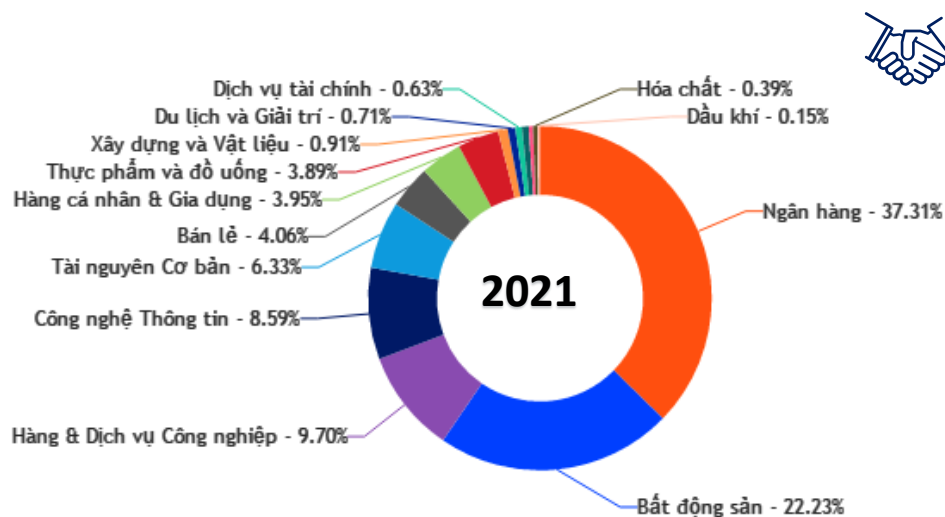
#### TỶ SUẤT LỢI NHUẬN CÁC NGÀNH 2022 (YTD)



## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

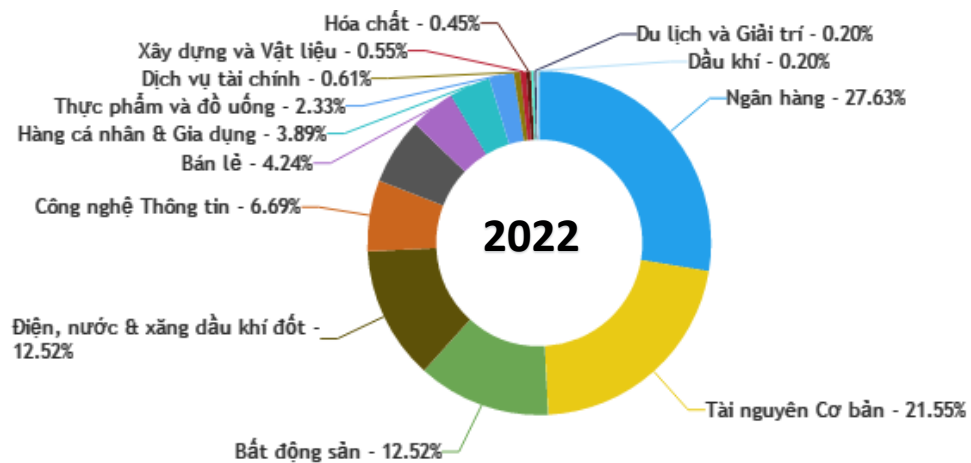
Dòng tiền từ quỹ đầu tư cơ cấu sang tài sản ít rủi ro hơn



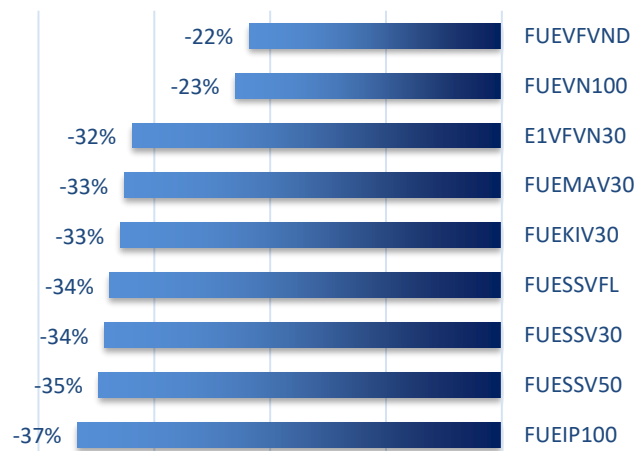
Hiệu suất các quỹ đầu tư năm 2022 sụt giảm mạnh, trong đó gần 93% quỹ cổ phiếu và cân bằng có tăng trưởng giá trị tăng trưởng tài sản (NAV) âm từ 10-30%. Các quỹ có tăng trưởng NAV dương hầu hết là các quỹ trái phiếu.

Tỷ trọng đầu tư các quỹ so với cuối năm 2021 giảm mạnh trên nhóm bất động sản. Ngược lại tăng đột biến trên tài nguyên cơ bản và điện nước & xăng dầu.

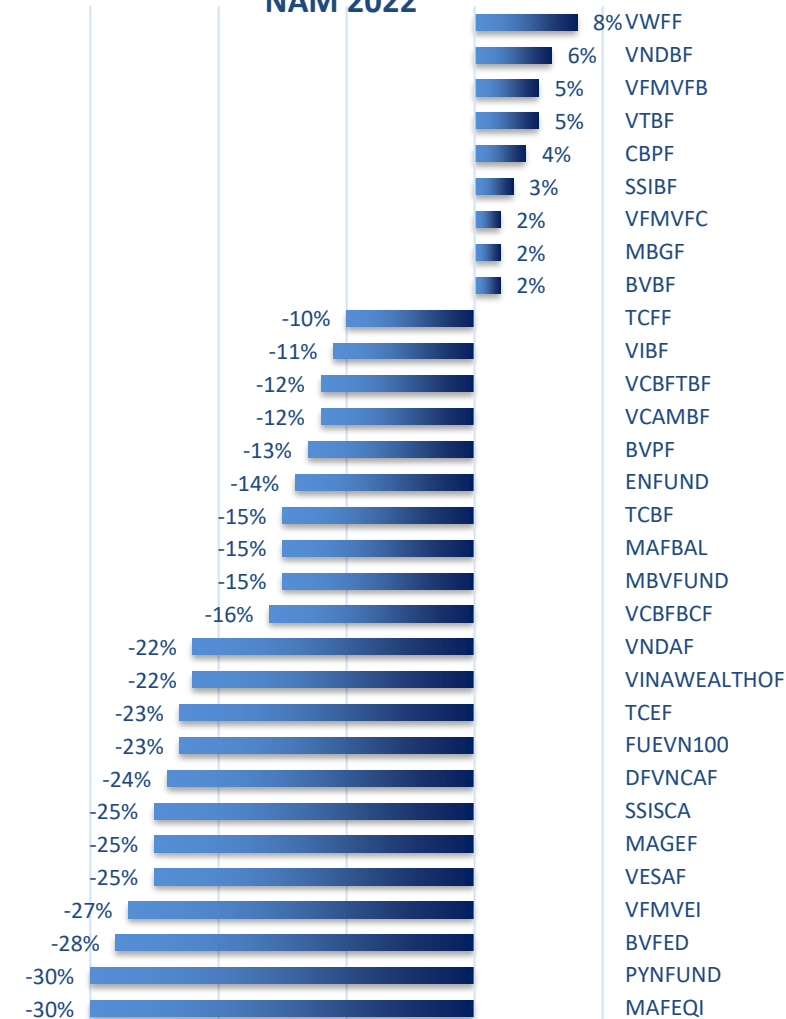
### PHÂN BỐ TỶ TRỌNG QUỸ TRÊN CÁC NGÀNH NĂM 2021 VÀ 2022



### TĂNG TRƯỞNG NAV/CCQ CÁC QUỸ ETF NĂM 2022



### TĂNG TRƯỞNG NAV/CCQ CÁC QUỸ MỞ NĂM 2022



## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

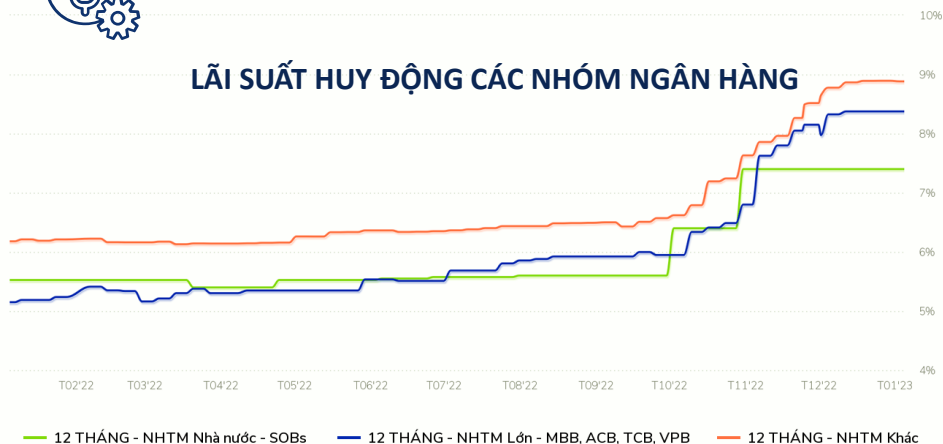
### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

Chính sách tiền tệ thắt chặt: Ngân hàng nhà nước hút tiền



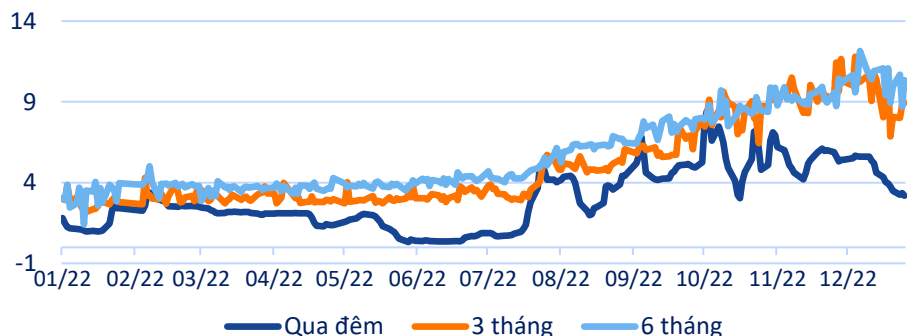
#### Điều hành lãi suất

#### LÃI SUẤT HUY ĐỘNG CÁC NHÓM NGÂN HÀNG



NHNN tăng lãi suất điều hành vào 22/09 và 25/10, mỗi lần 1%, khiến lãi suất huy động và cho vay toàn thị trường tăng cao.

#### LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG (%)



Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh và hạ nhiệt dần về cuối năm.

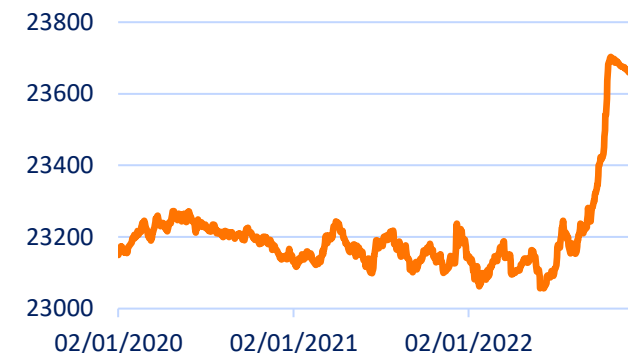


#### Dự trữ ngoại hối

Ước tính NHNN đã bán ra hơn 20 tỷ USD và hút VND về từ đầu năm 2022 do áp lực tỷ giá. Mức dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã giảm về gần mức an toàn (3 tháng nhập khẩu).

Hiện tại, tỷ giá trung tâm đang hạ nhiệt nhờ đồng USD giảm giá mạnh trong quý cuối năm 2022.

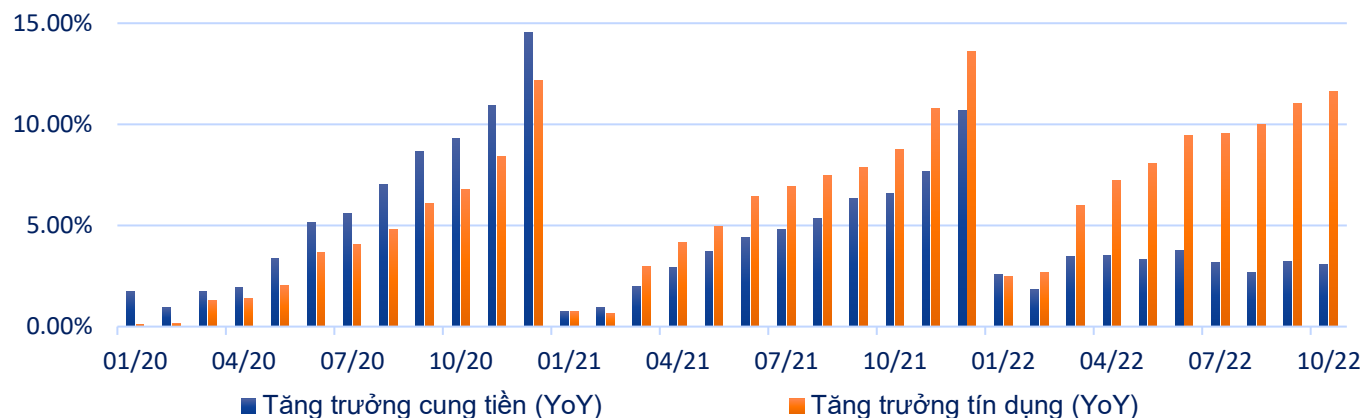
#### Tỷ giá trung tâm



#### Cung tiền và room tín dụng

Tăng trưởng cung tiền ở mức thấp kỷ lục trong 10 năm. Room tín dụng gần như không được nói, tín dụng toàn bộ hệ thống tăng trưởng 12.2% tại thời điểm tháng 12/22.

#### TĂNG TRƯỞNG CUNG TIỀN VÀ TÍN DỤNG



## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

Tiền trên thị trường chứng khoán bị hút sang các tài sản tài chính khác

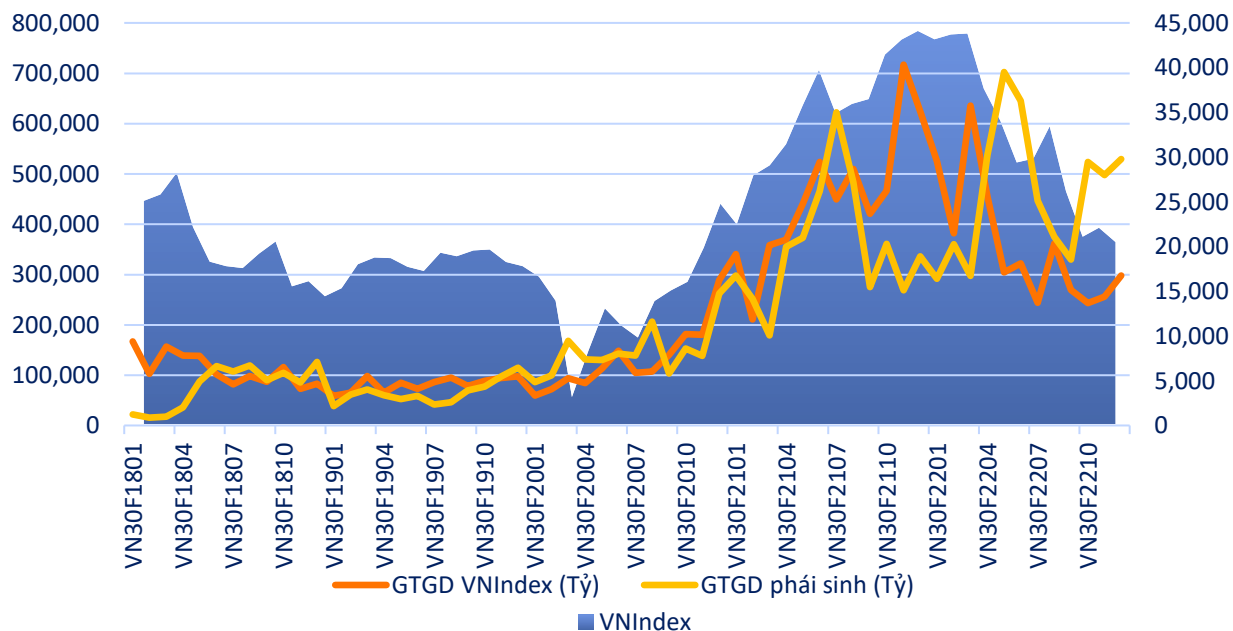


#### Dòng tiền đẩy vào giao dịch phái sinh

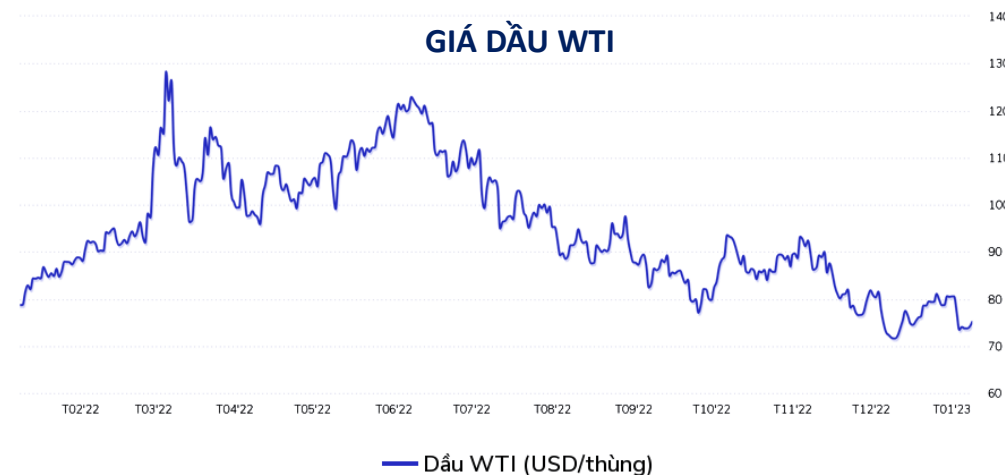
Giá trị giao dịch **phái sinh VN30** tăng đột biến vào tháng 04/22 khi VNIndex bắt đầu chu kỳ giảm giá, trong khi thanh khoản VNIndex sụt cho thấy:

- Lượng hợp đồng phòng vệ rủi ro tăng mạnh từ tháng 4.
- Thanh khoản thị trường cơ sở bị cạnh tranh bởi sức hút của thị trường phái sinh.

GTGD VNINDEX VÀ HỢP ĐỒNG PHÁI SINH VN30



GIÁ DẦU WTI



GIÁ VÀNG



Giá hàng hóa bứt tốc và đạt đỉnh vào giữa tháng 3/2022 khiến thị trường hàng hóa sôi động từ đầu năm. Đồng thời, giao dịch hai chiều tạo cơ hội trong cả xu hướng xuống khiến **phái sinh hàng hóa** hấp dẫn dòng tiền hơn so với thị trường chứng khoán cơ sở

### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

Tiền trên thị trường chứng khoán bị hút sang các tài sản tài chính khác



#### Bất động sản khó thanh lý dẫn đến rút tiền từ các nguồn thanh khoản cao khác như chứng khoán

Theo báo cáo 9 tháng đầu năm 2022, tổng cung trên toàn thị trường đạt 41.886 sản phẩm, tương đương 77,9% so với 2021 và 24% so với 2018. Tỷ lệ hấp thụ bất động sản chỉ đạt 43%, sụt giảm mạnh vào quý 3 ở mức 33,5% do cung bất động sản cao cấp không phù hợp với nhu cầu sử dụng ở phân khúc thấp hơn.

Các **hoạt động đầu tư bất động sản** cũng chững lại sau giai đoạn giá bán tạo đỉnh đầu năm 2022, dẫn đến nhóm nhà đầu tư với lượng tiền đáng kể đang có xu hướng án binh bất động.

Các **doanh nghiệp bất động sản** tắc nghẽn thanh khoản do:

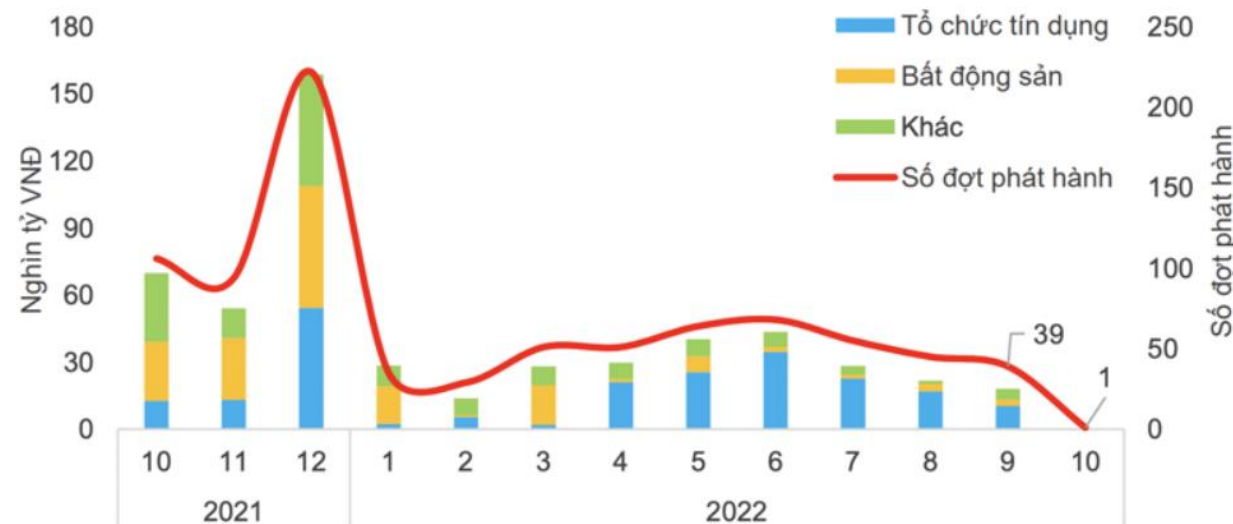
- Chính sách điều hành trái phiếu siết chặt.
- Thị trường bất động sản giảm mạnh sau thổi giá dẫn đến không thanh lý được tài sản.
- Vấn đề kiểm soát lỏng lẻo doanh nghiệp phát hành và nhà đầu tư không chuyên chưa được giải quyết gây mất niềm tin.

#### Dòng tiền đầu tư kẹt trong trái phiếu bất động sản

Lượng trái phiếu bất động sản đáo hạn 2023 rất lớn do hoạt động phát hành tăng đột biến cuối năm 2021, gây tắc nghẽn dòng tiền trong trái phiếu, đồng thời xuất hiện rút ròng từ thị trường chứng khoán để thanh toán trái phiếu.

Các vấn đề của trái phiếu ảnh hưởng trực tiếp đến uy tín của các công ty chứng khoán trung gian phát hành, và ảnh hưởng gián tiếp đến thanh khoản thị trường và lợi nhuận của các mảng doanh thu.

#### THỐNG KÊ PHÁT HÀNH TRÁI PHIẾU BẤT ĐỘNG SẢN



Nguồn: FiinRatings.

Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro; Fiinratings

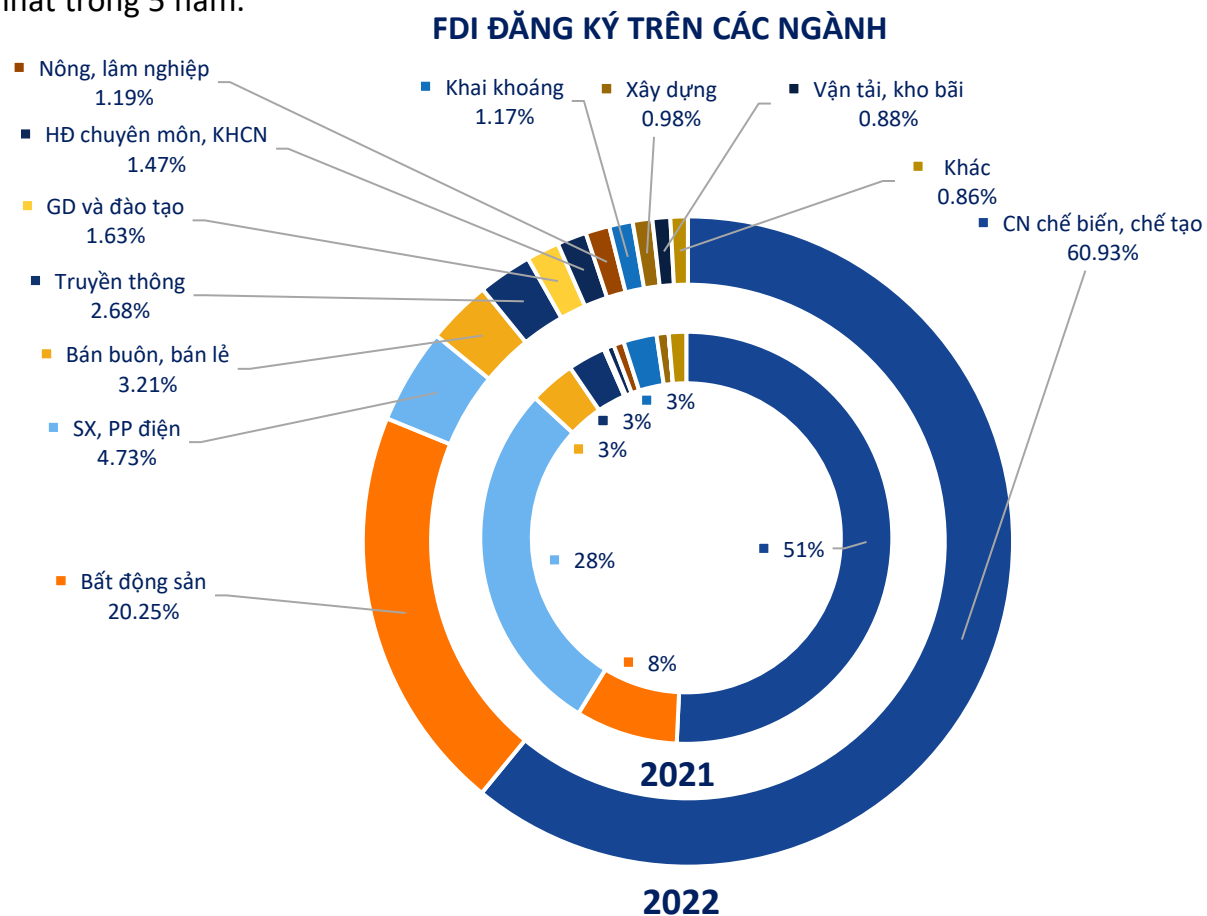
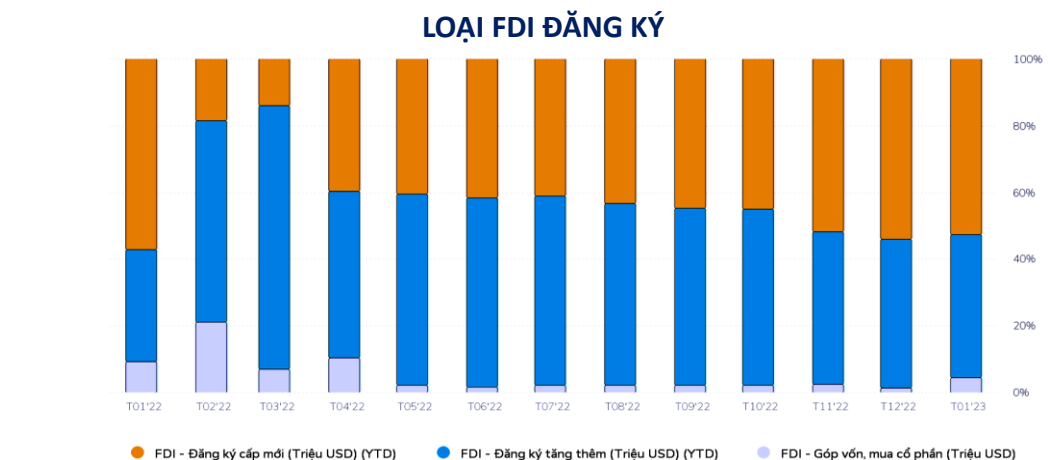
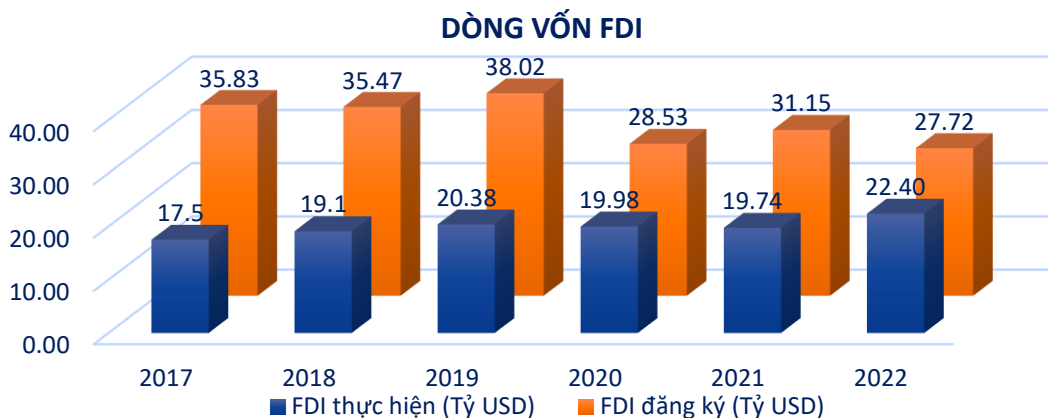
## 01 TIÊU ĐIỂM NĂM 2022

### B. DÒNG TIỀN NĂM 2022

FDI thực hiện đạt kỷ lục 5 năm, đăng ký mới tập trung vào công nghiệp, bất động sản

FDI đăng ký năm 2022 tập trung chính vào bất động sản và công nghiệp, trong khi đó giảm rõ rệt trong sản xuất và phân phối điện. Lượng FDI đăng ký cấp mới cũng tăng dần về cuối năm, cho thấy sức hút của vốn đầu tư nước ngoài đổ vào Việt Nam vẫn mạnh. Phân bổ đầu tư FDI tiếp tục dồn phần lớn vào ngành công nghiệp cho thấy dòng tiền trên thị trường vẫn đang tập trung ưu tiên cho sản xuất.

Giải ngân FDI năm 2022 là điểm sáng với ước tính kỷ lục đạt 22,40 tỷ USD, cao nhất trong 5 năm.





# 02 DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

### A. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2023

Vĩ mô thế giới – Đứng trước nguy cơ bước vào cuộc suy thoái



**Lạm phát thế giới sẽ hạ nhiệt trong năm 2023 nhưng vẫn duy trì ở mức cao.**

CPI các nước lớn như Mỹ, Trung Quốc, Châu Âu đều đã có dấu hiệu đạt đỉnh trong nửa cuối năm 2022.

- Trong năm 2023, VFS dự báo lạm phát thế giới sẽ giảm đáng kể so với năm 2022. Do nguồn cung thế giới được cân bằng lại đáng kể sau khi Trung Quốc mở cửa, trong khi đó nhu cầu tiêu dùng cũng hạ bớt do nỗi lo về suy thoái.
- Giá các loại hàng hóa hạ nhiệt là dấu hiệu tích cực cho lạm phát thế giới.

World Bank dự báo lạm phát toàn thế giới sẽ đạt 6,5% trong năm 2022 và sẽ hạ xuống mức 5% trong năm 2023.



**Lãi suất sẽ bớt căng thẳng khi đà tăng lãi suất của FED sẽ chậm lại, nhưng khó có đảo chiều chính sách trong năm 2023.**

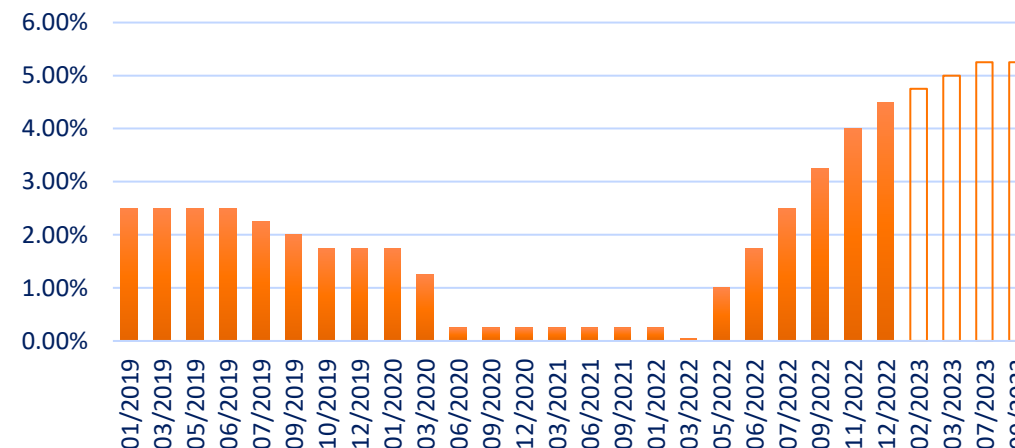
Fed dự báo lãi suất cực đại của chu kỳ thắt chặt này là mức 5,1% thiết lập trong năm 2023, đà tăng lãi suất đã chậm lại nhưng vẫn cao hơn so với dự báo của nhiều chuyên gia.

Tuy nhiên, sẽ khó có đảo chiều chính sách do FOMC vẫn lo ngại về các rủi ro liên quan đến lạm phát, vì vậy sẽ hướng đến mục tiêu chính sách thắt chặt đủ để lạm phát về mức 2%. VFS cho rằng có thể đến cuối 2023 và đầu 2024 FED mới có thể nới lỏng chính sách tiền tệ.

### LẠM PHÁT CÁC NƯỚC LỚN

	2021	2022	2023F
Mỹ	4,7	8,0	3,9
Trung Quốc	0,9	2,0 (F)	2,2
Châu Âu	2,9	10,4	6,7
<b>Toàn cầu</b>	<b>4,3%</b>	<b>8,8% (F)</b>	<b>6,5%</b>

### LÃI SUẤT FED



Nguồn: VFS tổng hợp; Worldbank; OECD; Tradingeconomic

## 02 DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG NĂM 2023

### A. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2023

Vĩ mô thế giới – Đứng trước nguy cơ bước vào cuộc suy thoái



#### PMI các thị trường lớn có thể tiếp diễn đà sụt giảm

Việc PMI các thị trường lớn sụt giảm xuống dưới mức 50 trong cuối năm 2022 là cho thấy nền kinh tế vẫn đang tiếp tục suy yếu. VFS cho rằng PMI sẽ còn tiếp tục sụt giảm trong năm 2023 do nhu tiêu dùng sẽ còn sụt giảm.

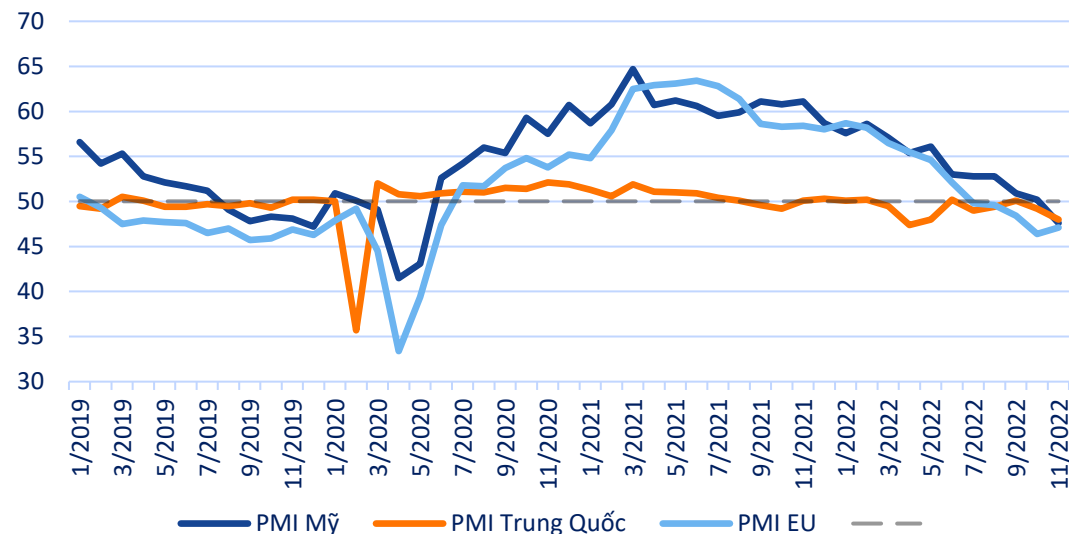


#### IMF hạ mức dự báo tăng trưởng toàn cầu

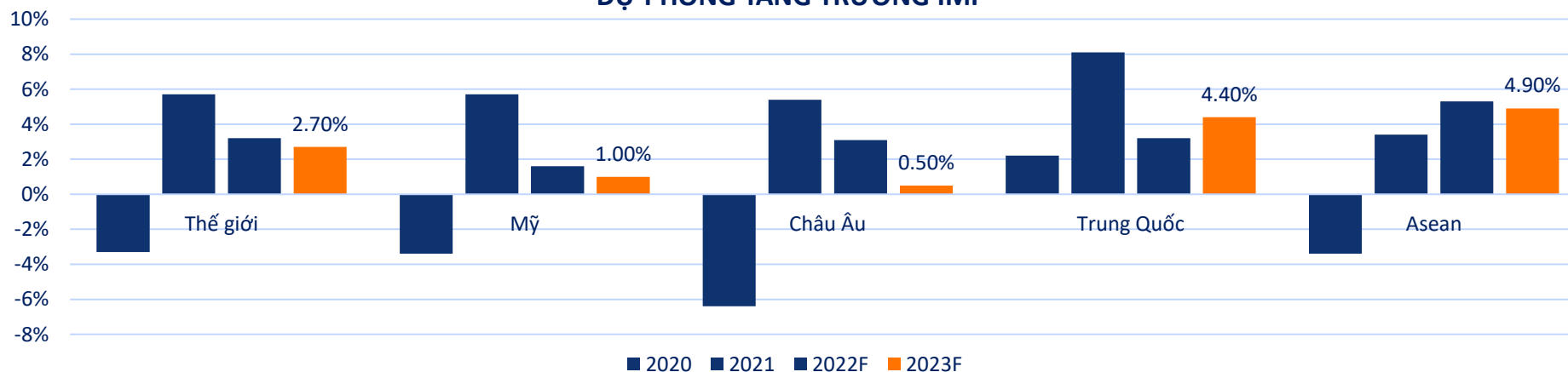
Theo IMF dự báo, năm 2023 kinh tế có thể sẽ rơi vào trạng thái khó khăn hơn so với năm 2022 do ảnh hưởng của giai đoạn hậu COVID 19. Giám đốc điều hành IMF dự báo, có thể 1/3 nền kinh tế thế giới sẽ rơi vào suy thoái do 3 nền kinh tế lớn nhất là Mỹ, Trung Quốc, Châu Âu đang tăng trưởng chậm lại.

Dự báo, năm 2023, toàn thế giới sẽ có mức tăng trưởng 2,7%. Trong đó, các quốc gia châu Á sẽ có sự tăng trưởng tốt hơn so với phần còn lại của thế giới.

### TỔNG HỢP CHỈ SỐ QUẢN TRỊ THU MUA (PMI)



### DỰ PHÓNG TĂNG TRƯỞNG IMF



### A. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2023

Vĩ mô Việt Nam – Khó khăn hơn 2022



**GDP dự kiến tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn cao hơn so với thế giới.**

- Với diễn biến hiện tại, chúng tôi cho rằng GDP Việt Nam sẽ tăng trưởng chậm lại rõ rệt trong năm 2022 do các động lực tăng trưởng đều đang suy yếu như: nhu cầu tiêu dùng chậm lại do lạm phát và lãi suất, xuất nhập khẩu sẽ suy giảm do nhu cầu tại các thị trường chính suy giảm.
- VFS kỳ vọng GDP năm 2023 sẽ tăng 6 – 6,5%.

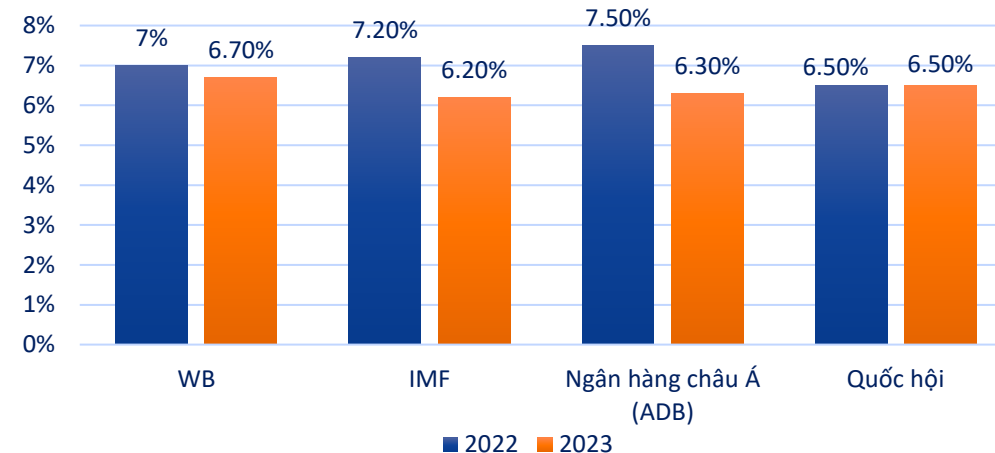
#### Lạm phát sẽ là mối lo lớn hơn của Việt Nam

- Năm 2022 Việt Nam đã thành công cho việc kiềm chế lạm phát tuy nhiên chúng tôi cho rằng áp lực lạm phát sẽ lớn hơn trong năm 2023 khi Việt Nam sẽ có độ trễ so với thế giới.
- Giá cả hàng hóa đã và đang có dấu hiệu tiếp tục tăng như giá điện, giá xăng... là dấu hiệu rõ ràng cảnh báo áp lực lạm phát trong năm 2023.
- Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng lạm phát sẽ tăng không quá mạnh, vẫn còn nhiều dư địa cho NHNN điều hành chính sách tiền tệ.

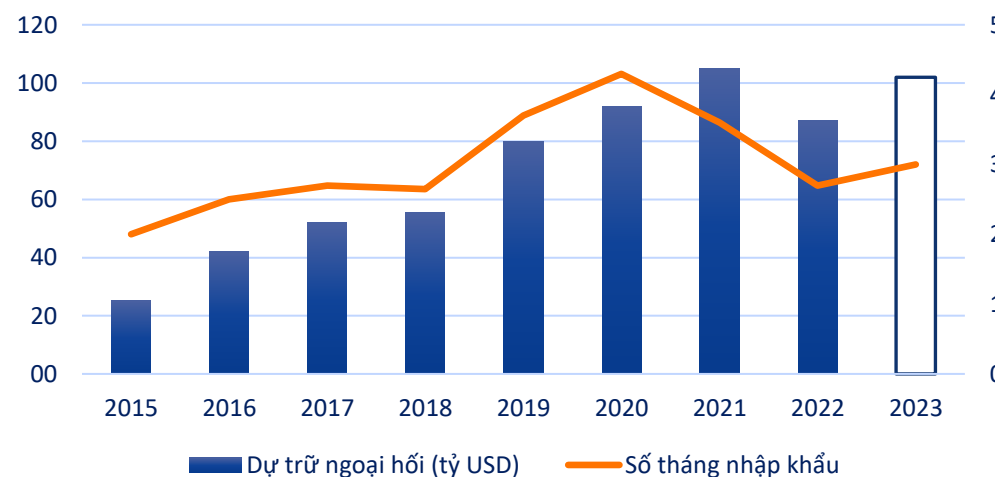
#### Tỷ giá sẽ duy trì ổn định trong năm 2023

- Mặc dù FED vẫn tiếp tục xu hướng tăng lãi suất nhưng tốc độ chậm lại, cùng với chỉ số DXY đã duy trì ổn định, sẽ giảm bớt áp lực lên tỷ giá trong năm 2023.
- Nhờ vậy, chúng tôi cho rằng dự trữ ngoại hối của Việt nam sẽ quay lại hồi phục trong năm 2023. Đưa dự trữ ngoại hối về mức an toàn tương đương xấp xỉ 100 tỷ USD.

**DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG GDP VN**



**DỰ TRỮ NGOẠI HỐI VÀ SỐ THÁNG NHẬP KHẨU**



### A. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2023

Vĩ mô Việt Nam – Khó khăn hơn 2022

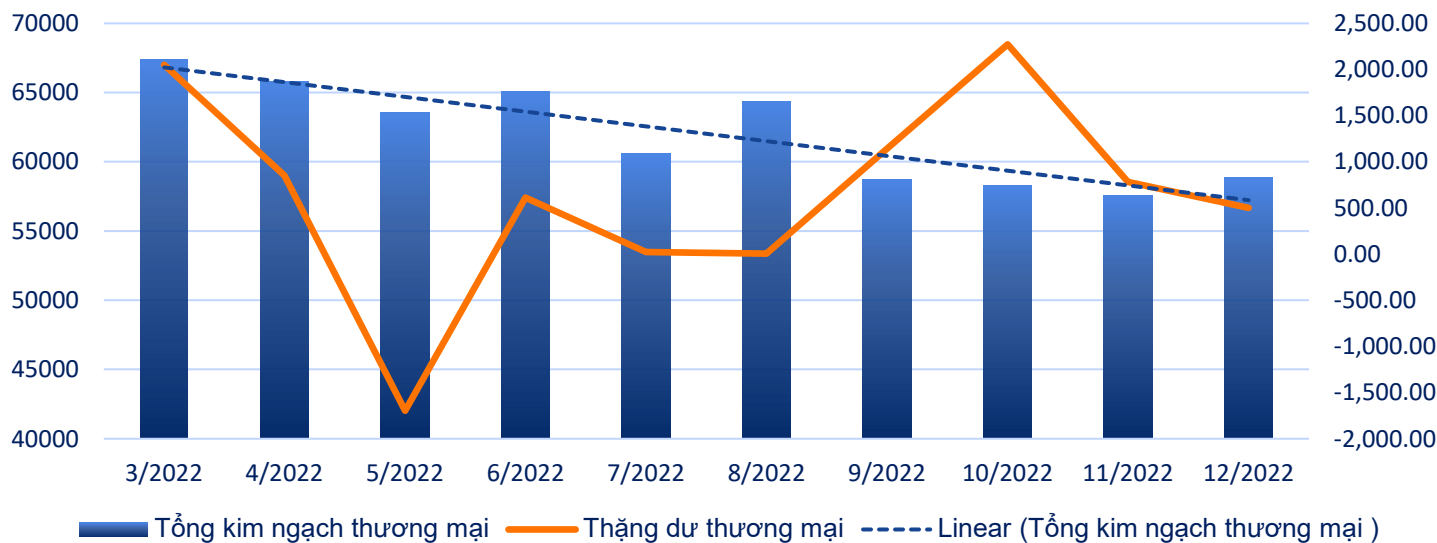


**Xuất nhập khẩu tăng trưởng chậm lại do nhu cầu tại Mỹ và Châu Âu, Trung Quốc là điểm sáng hi vọng**

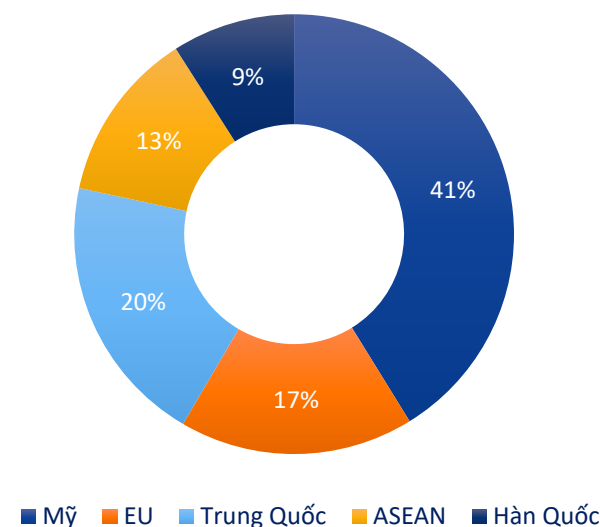
- Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu có xu hướng giảm rõ rệt từ tháng 3/2022. Theo dự báo năm 2023, lạm phát sẽ đẩy doanh số bán lẻ toàn cầu tăng tới 5% tính theo USD), nhưng khối lượng bán hàng thấp hơn và chi phí tăng cao sẽ làm suy yếu lợi nhuận của các nhà bán lẻ.
- Tiền lương tăng chậm hơn so với lạm phát sẽ làm nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường lớn nhất của Việt Nam là Mỹ và Châu Âu sụt giảm, từ đó sẽ ảnh hưởng xấu đến kim ngạch xuất nhập khẩu và các doanh nghiệp tại Việt Nam.
- Mặc dù Trung Quốc mở cửa sẽ là điểm sáng nhưng chúng tôi cho rằng sau khi mở cửa, Trung Quốc sẽ cần thời gian thích nghi với việc số ca nhiễm COVID tăng vọt, khủng hoảng tâm lý người dân nên nhu cầu tiêu dùng chưa thể phục hồi sớm.

↳ Xu hướng xuất nhập khẩu sẽ tiếp tục giảm trong đầu năm 2023, và có thể sẽ cải thiện từ giữa hoặc sớm hơn là quý 2/2023 khi Trung Quốc đã làm quen dần với việc mở cửa, nhu cầu phục hồi trở lại.

**XUẤT NHẬP KHẨU (TRIỆU USD)**



**Tỷ trọng xuất khẩu quý 3/2022**



### A. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2023

Vĩ mô Việt Nam – Khó khăn hơn 2022



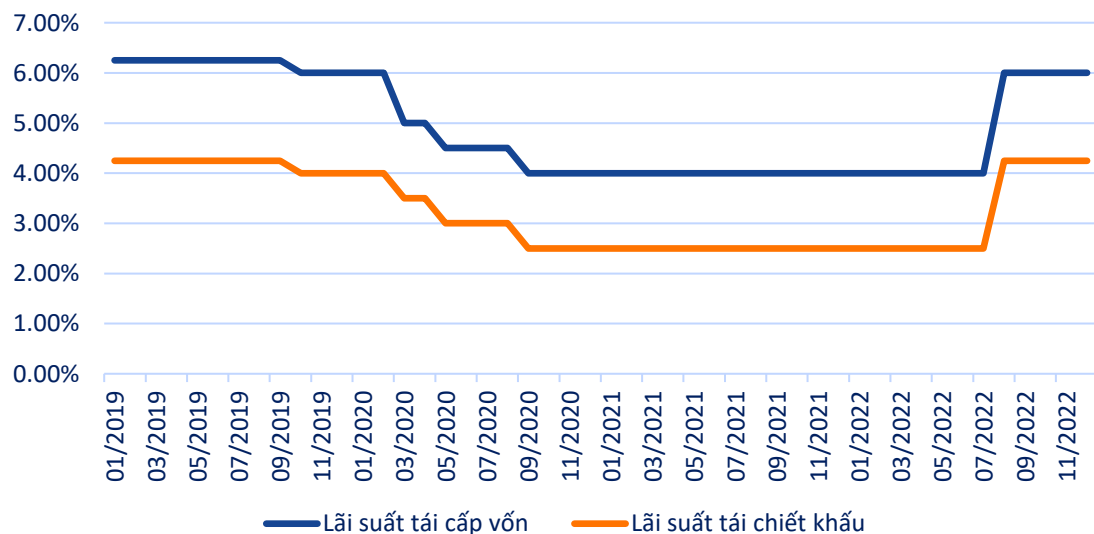
**Lãi suất sẽ vẫn gặp áp lực tăng trong nửa đầu năm nhưng có thể hạ nhiệt vào cuối năm.**

Trong bối cảnh FED chưa có dấu hiệu đảo chiều chính sách và có thể tăng 1 – 1,5% trong năm 2023, áp lực lạm phát lớn cùng với thanh khoản thị trường vẫn ở trong trạng thái căng cứng. Chúng tôi dự báo lãi suất vẫn còn có thể tiếp tục tăng trong nửa đầu năm 2023.

Có khả năng cuối năm 2023 áp lực lãi suất sẽ giảm khi:

- Áp lực tỷ giá giảm cho phép NHNN bơm thanh khoản vào hệ thống
- NHNN sẽ có chính sách hiệu quả để giải quyết được bài toán thanh khoản.

**LÃI SUẤT**

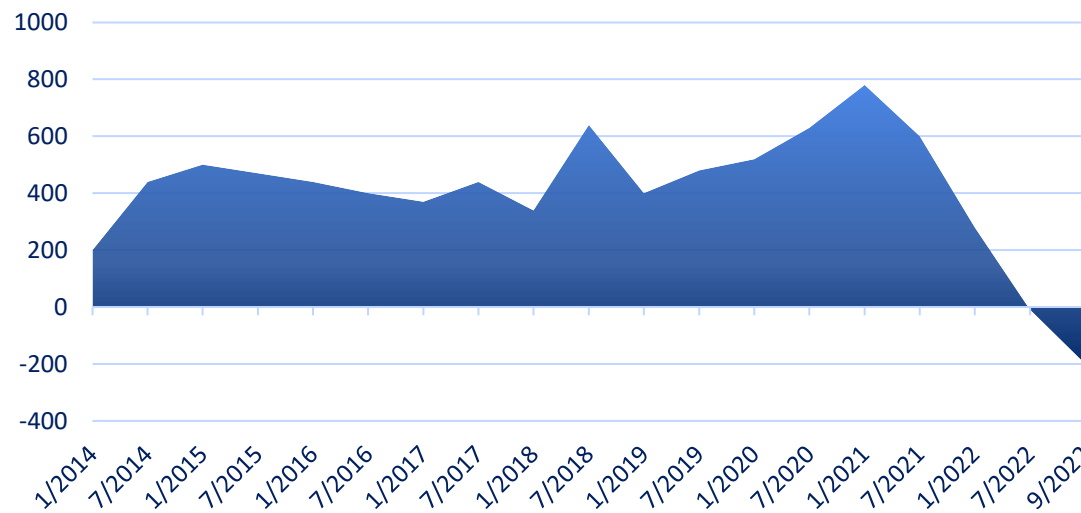


**Thanh khoản hệ thống vẫn là chủ đề nóng hổi trong năm 2023.**

Chênh lệch huy động – tín dụng đã chuyển sang trạng thái âm từ tháng 7/2022 cùng với tỷ lệ LDR tại các ngân hàng dao động từ 90 – 110%, lớn hơn nhiều so với mức khuyến nghị là 85% sẽ tạo áp lực lớn lên hệ thống các ngân hàng.

↳ VFS cho rằng việc giải quyết bài toán thanh khoản trong năm 2023 sẽ phụ thuộc nhiều vào các chính sách và tháo gỡ khó khăn của Ngân hàng Nhà nước. Trước mắt trong ngắn hạn sẽ tiếp tục gây áp lực lên hệ thống ngân hàng.

**CHÊNH LỆCH HUY ĐỘNG - TÍN DỤNG (NGHÌN TỶ ĐỒNG)**



### A. TRIỂN VỌNG VĨ MÔ 2023

Vĩ mô Việt Nam – Khó khăn hơn 2022



#### Áp lực đáo hạn trái phiếu sẽ đè nặng lên các doanh nghiệp

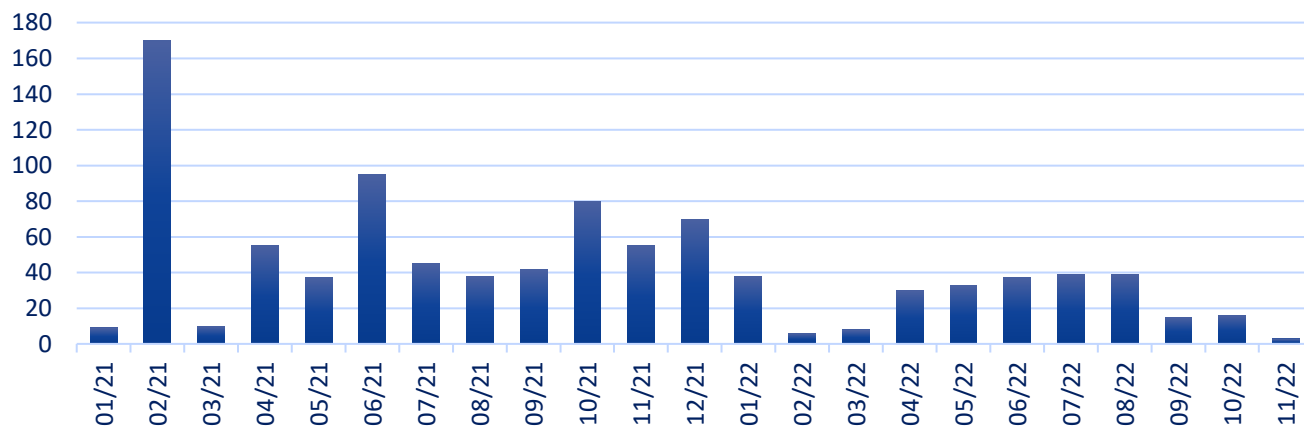
Ngoài việc thị trường TPDN trở nên trầm lắng vào năm 2022 với giá trị phát hành giảm khoảng 50% so cùng kỳ. Áp lực trái phiếu đáo hạn đè nặng lên các doanh nghiệp khi giá trị trái phiếu đến hạn trong năm 2023 gần 340 nghìn tỷ, trong năm 2024 gần 400 nghìn tỷ với áp lực lớn nhất tại quý 2,3/2023 và quý 2, 4/2024.

↳ Đây sẽ là mối nguy với các doanh nghiệp đang có đòn bẩy tài chính cao và kết quả kinh doanh kém như các doanh nghiệp bất động sản.

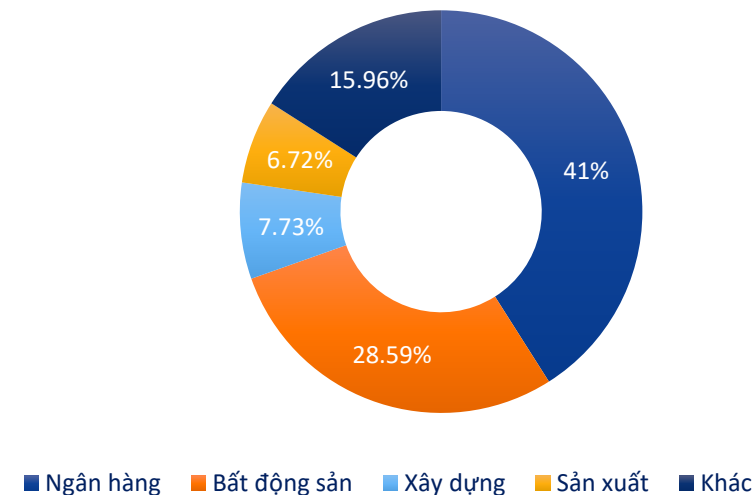
Niềm tin của nhà đầu tư vào thị trường trái phiếu cũng là mối đe dọa lớn với sự phát triển của kênh huy động vốn non trẻ này: Năm 2022 trải qua một loạt các vụ bê bối trái phiếu liên quan đến tập đoàn Tân Hoàng Minh, Vạn Thịnh Phát đang tạo nên một làn sóng nghi ngờ về độ tin cậy của thị trường trái phiếu tại Việt Nam.

↳ Giá trị phát hành trái phiếu sẽ tiếp tục duy trì thấp khi khó khăn chưa tháo gỡ và niềm tin nhà đầu tư vẫn đang lung lay.

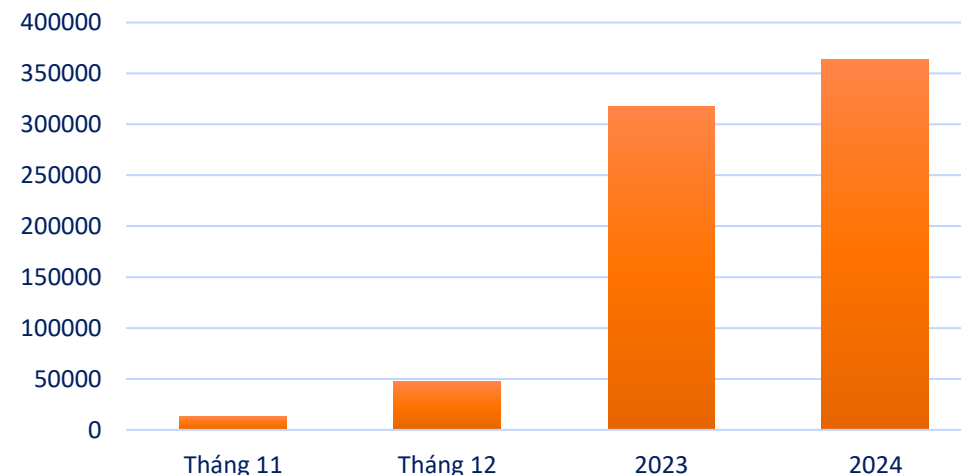
**LƯỢNG TRÁI PHIẾU PHÁT HÀNH MỚI (NGHÌN TỶ VNĐ)**



### Tỷ trọng phát hành trái phiếu 11 tháng năm 2022



**LƯỢNG TPDN ĐÁO HẠN**



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

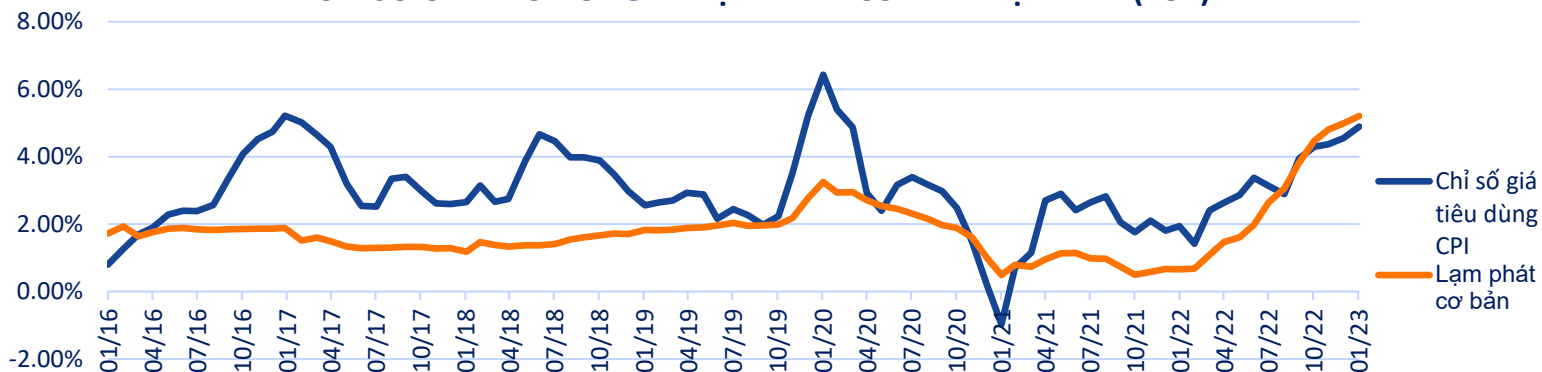
### B. TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN NĂM 2023

Chu kỳ kinh tế Việt Nam

Chỉ số giá tiêu dùng và lạm phát cơ bản tại Việt Nam đang trong xu hướng tăng mạnh trở lại.

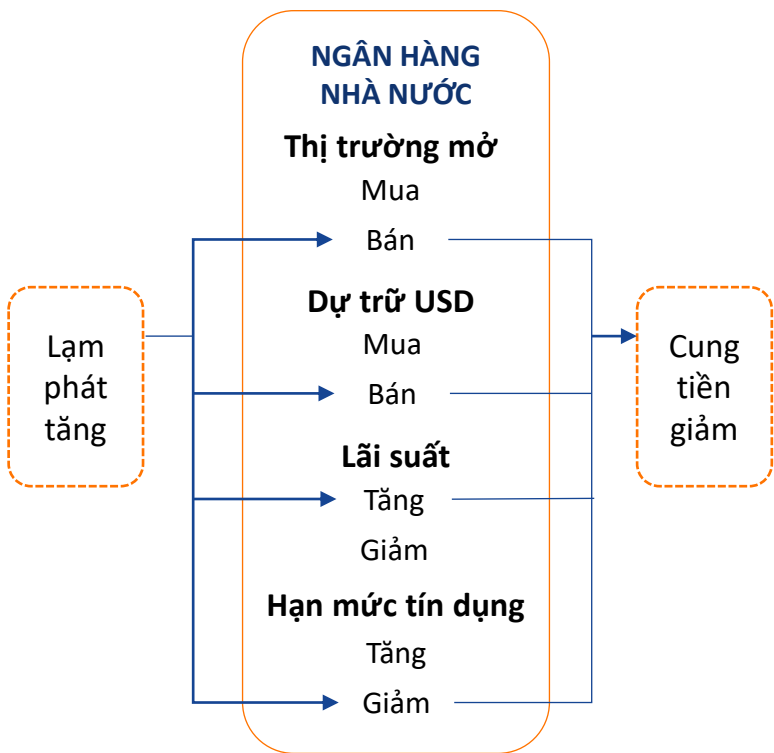
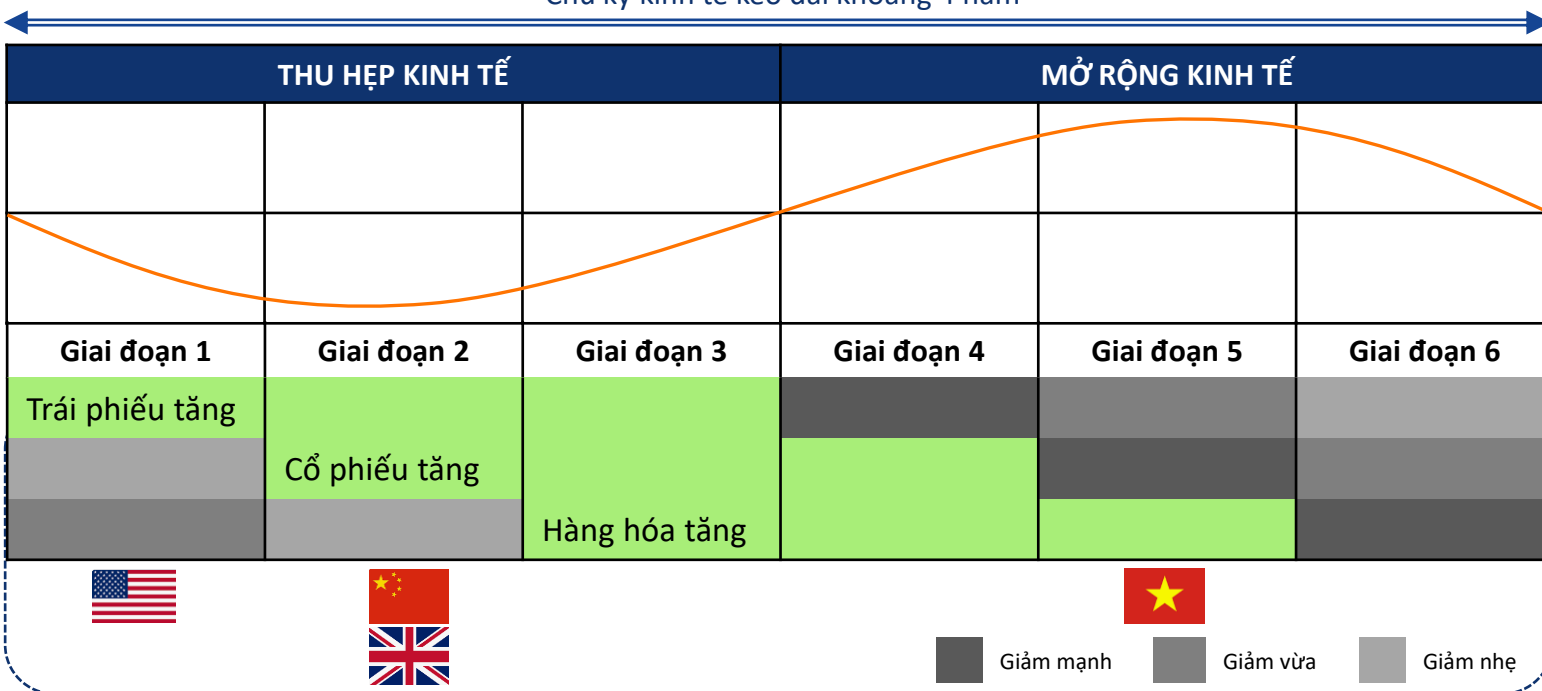
Theo đó, **cung tiền** sẽ bị thu hẹp qua các chính sách điều hành của chính phủ và công cụ điều tiết của ngân hàng nhà nước. **Xu hướng thắt chặt tiền tệ có thể tiếp diễn nhưng chậm hơn 2022.**

### CHỈ SỐ GIÁ TIÊU DÙNG VÀ LẠM PHÁT CƠ BẢN VIỆT NAM (YOY)



### ƯỚC LƯỢNG CHU KỲ KINH TẾ THEO MOODY'S ANALYTIC

Chu kỳ kinh tế kéo dài khoảng 4 năm



Nguồn: VFS tổng hợp; Moody Analytic;



### B. TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN NĂM 2023

Cung tiền qua chính sách điều hành: Giảm tốc độ siết chặt



**NHNN có khả năng cân đối lại lãi suất để hỗ trợ doanh nghiệp và nền kinh tế, trọng tâm vào nửa cuối năm 2023**

Do giai đoạn chính sách nới lỏng 2020-2021 để hỗ trợ kinh tế trong COVID-19, NHNN năm 2022-2023 gặp áp lực nâng lãi suất để ổn định lạm phát và tỷ giá. Việc nâng lãi suất 2 lần trong năm 2022 tạo nên thể chủ động trong việc kiểm soát lạm phát 2023, đồng thời ổn định tỷ giá khi chỉ số USD tăng mạnh.

Hướng tới 2023, **lãi suất điều hành có thể tăng nhưng với tốc độ chậm và có hy vọng đảo chiều vào cuối năm** nhờ các yếu tố tích cực về vị thế hiện tại của Việt Nam và thế giới:

- Lạm phát của Việt Nam vẫn đang được kiểm soát tốt trong 2022.
- Lạm phát của Mỹ hạ nhiệt, giảm áp lực lên các nước phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu như Việt Nam
- Sức mạnh đồng USD giảm mạnh về ngang giai đoạn Q1/2022 ở quanh vùng 102 điểm. Tỷ giá VND/USD đã về sát giai đoạn ổn định 2019-2021 trong vùng 23.100 – 23.400 đồng/USD.

**CHỈ SỐ ĐỒNG USD (DXY)**



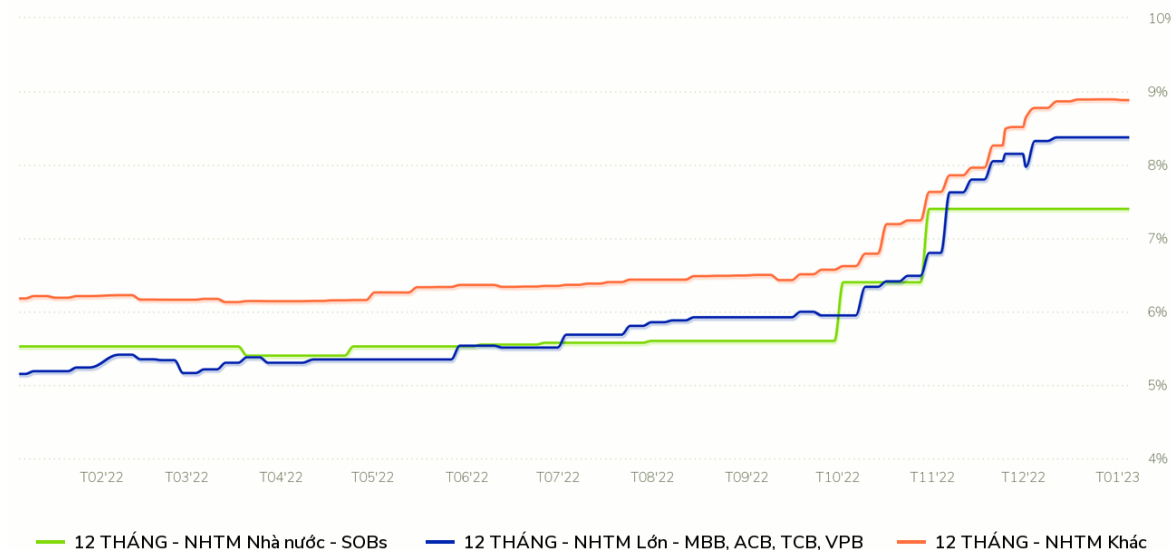
**Dự báo mặt bằng lãi suất tiết kiệm và cho vay tăng chậm**

Dự báo chính sách điều hành của NHNN Việt Nam năm 2023 sẽ vẫn **kiến lãi suất tiết kiệm và cho vay có thể đi ngang hoặc tăng chậm** với mục tiêu chính:

- Kiểm soát lạm phát.
- Tập trung hỗ trợ các lĩnh vực sản xuất kinh doanh.

Trường hợp tích cực, các chính sách hỗ trợ lãi suất có thể được áp dụng riêng lẻ lên các nhóm ngành thiết yếu và sản xuất kinh doanh trong năm 2023.

**LÃI SUẤT CÁC NHÓM NGÂN HÀNG**



### B. TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN NĂM 2023

Giải ngân đầu tư công: Nâng đỡ nền kinh tế

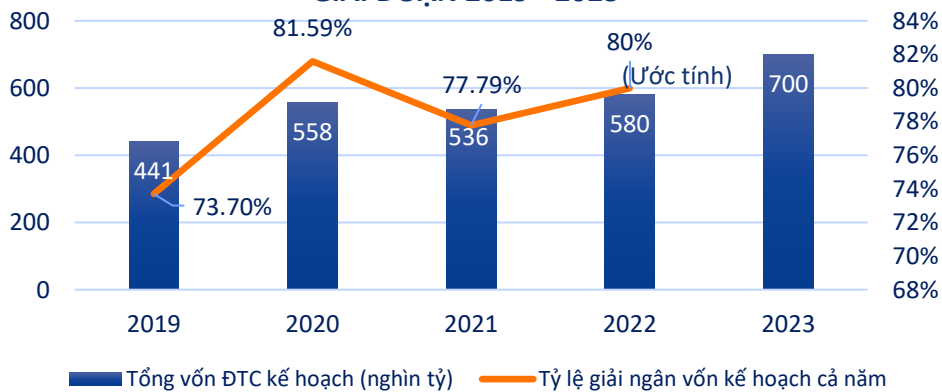
Năm 2022 nền kinh tế được hỗ trợ bởi sự hồi phục của ngành sản xuất và dịch vụ, thể hiện qua chỉ số PMI.

Tuy nhiên, chỉ số sản xuất công nghiệp IIP đạt đỉnh tăng trưởng năm 2022 vào tháng 8 (13,3% YoY), sau đó sụt giảm mạnh liên tiếp về 0.19% trong tháng 12.

Trong 2 tháng cuối năm 2022, ngành sản xuất Việt Nam suy giảm mạnh với chỉ số PMI chỉ đạt 46,4 vào tháng 12. Mức giảm này đang là mạnh nhất kể từ đợt suy thoái liên quan đến COVID-19 vào quý 3/2021.

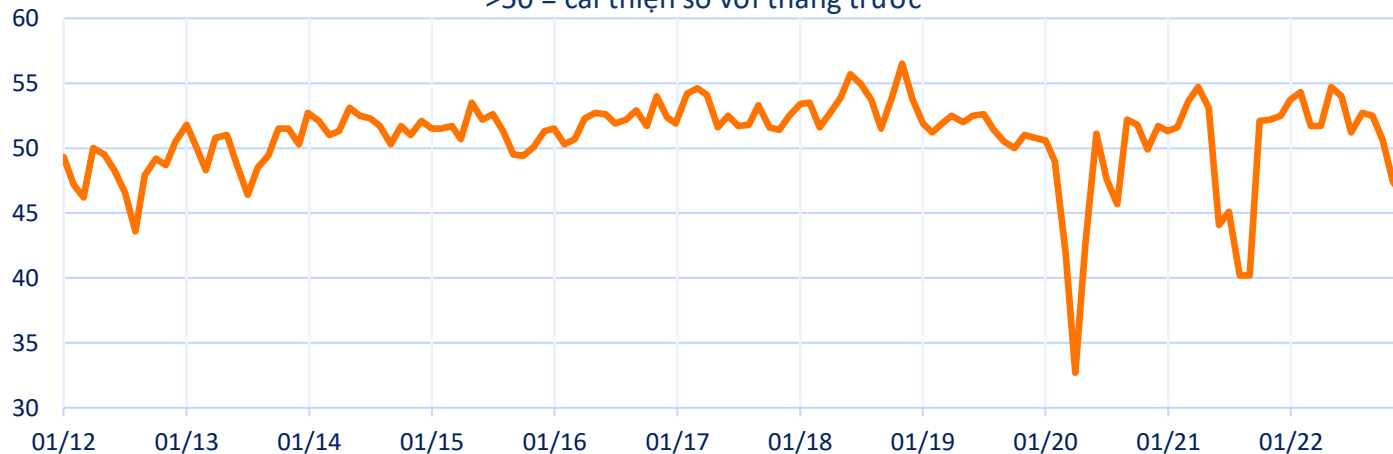
Năm 2023, đầu tư công được kỳ vọng sẽ đóng vai trò lớn trong việc kích thích nền kinh tế và hỗ trợ thanh khoản của ngành xây dựng – bất động sản nói chung trong khi đang vướng mắc ở các vấn đề trái phiếu.

MỨC VỐN KẾ HOẠCH ĐẦU TƯ CÔNG VÀ TỶ LỆ GIẢI NGÂN GIAI ĐOẠN 2019 - 2023

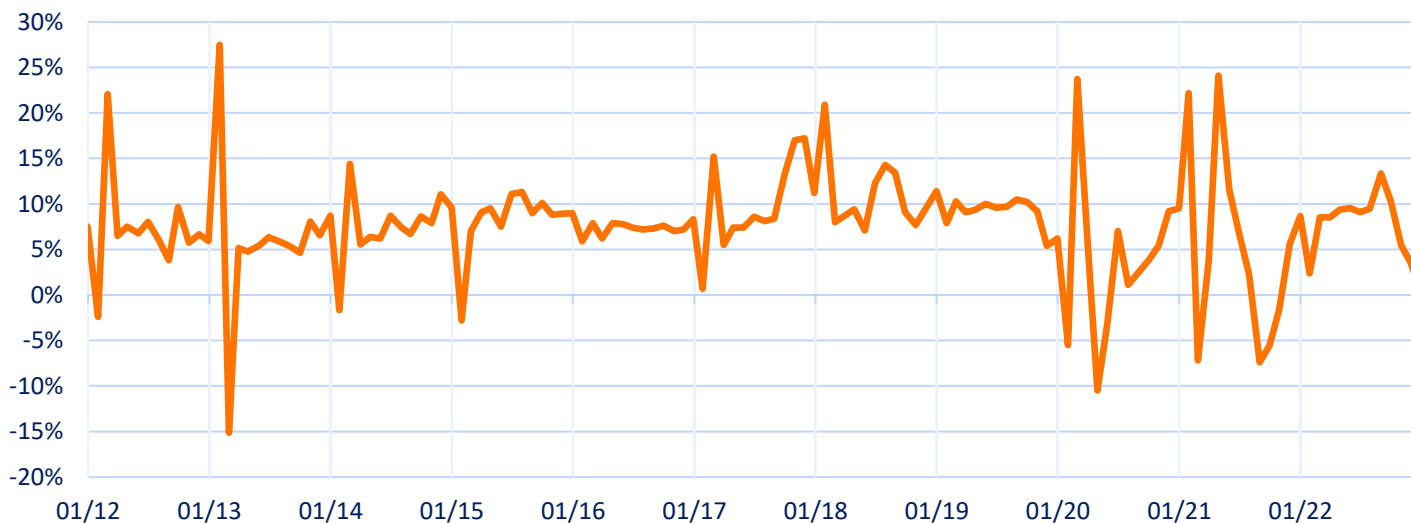


CHỈ SỐ NHÀ QUẢN TRỊ MUA HÀNG PMI VIỆT NAM

>50 = cải thiện so với tháng trước



CHỈ SỐ SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP IIP VIỆT NAM (YOY)



### B. TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN NĂM 2023

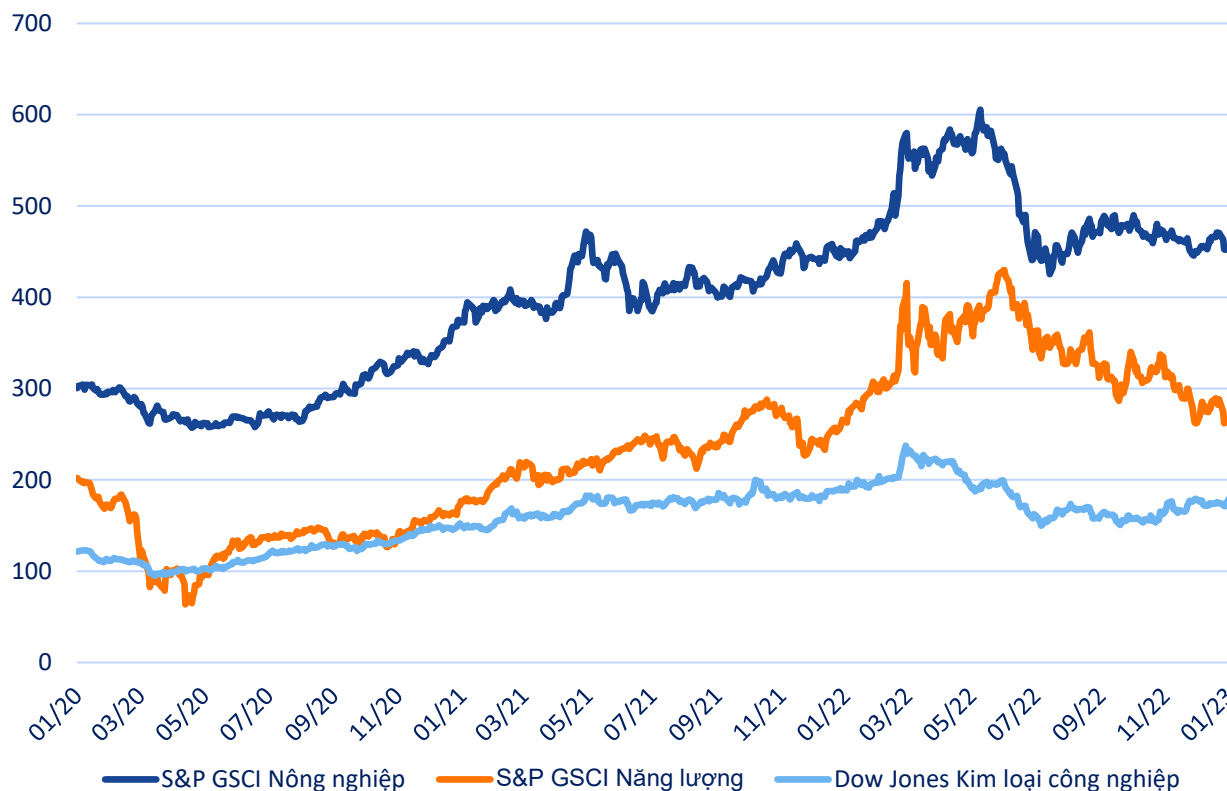
Dòng tiền liên thị trường: Tích cực hơn trong 2023



Chỉ số giá hàng hóa đang có xu hướng giảm từ tháng 3/2022

Dự báo năm 2023 chỉ số hàng hóa sẽ tiếp tục giảm nhẹ và ổn định quanh vùng giá tháng 7-8/2022, từ đó **giảm áp lực lên lạm phát và giảm sức hút của thị trường phái sinh hàng hóa**, tạo cơ hội cho thị trường chứng khoán phát triển.

CHỈ SỐ GIÁ HÀNG HÓA



Khả năng xử lý trái phiếu đáo hạn trong năm 2023 và 2024 phụ thuộc rất lớn vào chính sách điều hành

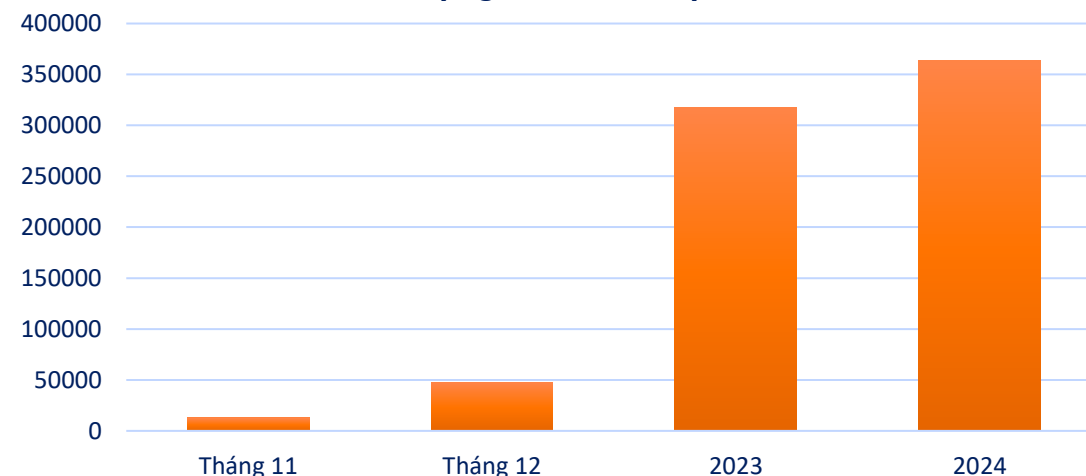
Lượng TPDN đáo hạn trong 2023 và 2024 chiếm gần 50% số TPDN đang lưu hành, ước tính gần 800 nghìn tỷ đồng.

Hiện tại, **dự thảo sửa đổi nghị định 65** được kỳ vọng sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp phát thành trái phiếu, đặc biệt là mảng bất động sản.

↳ Lượng trái phiếu đáo hạn này nếu không được quan tâm xử lý và tháo gỡ vướng mắc kịp thời sẽ gây ra hậu quả liên đới lên nhiều nhóm ngành của nền kinh tế do tắc nghẽn thanh khoản.

Khả năng tháo gỡ thị trường trái phiếu là biến số lớn do ảnh hưởng bởi chính sách điều hành.

Lượng TPDN đáo hạn



### B. TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN NĂM 2023

Chứng khoán: Dòng tiền cá nhân chiếm tỷ trọng lớn nhưng sẽ chưa tham gia mạnh mẽ vào 2023



**Chưa có động lực tạo hưng phấn cho dòng tiền nội địa**

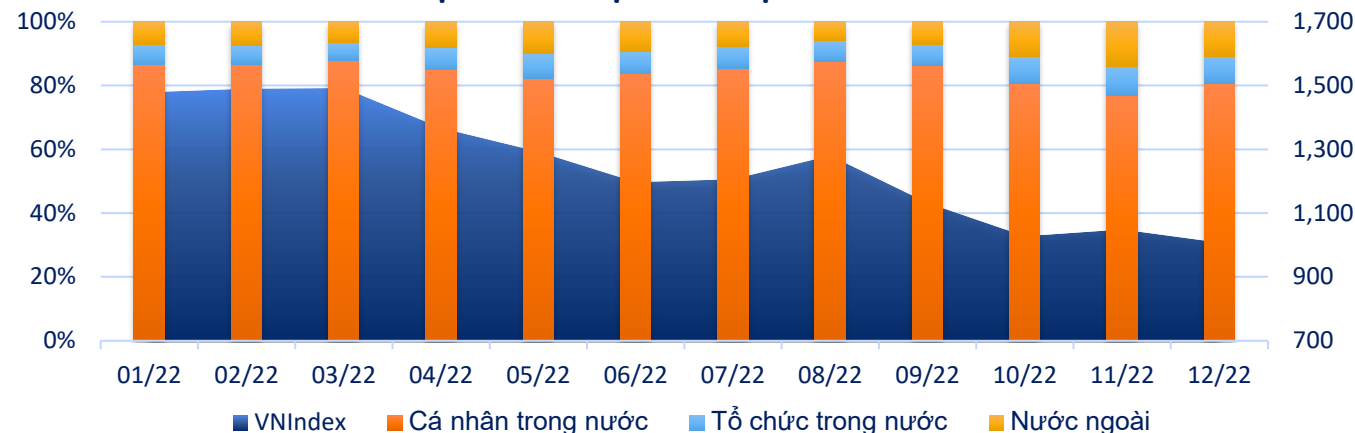
Giá trị giao dịch từ nhà đầu tư cá nhân chiếm 80% giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam nhưng thường phản ứng chậm với xu hướng thị trường. Do đó, dòng tiền cá nhân giao dịch tiêu cực ở vùng đáy và hưng phấn ở vùng đỉnh.

Khả năng bứt phá của dòng tiền trong nước có khả năng xuất hiện khi:

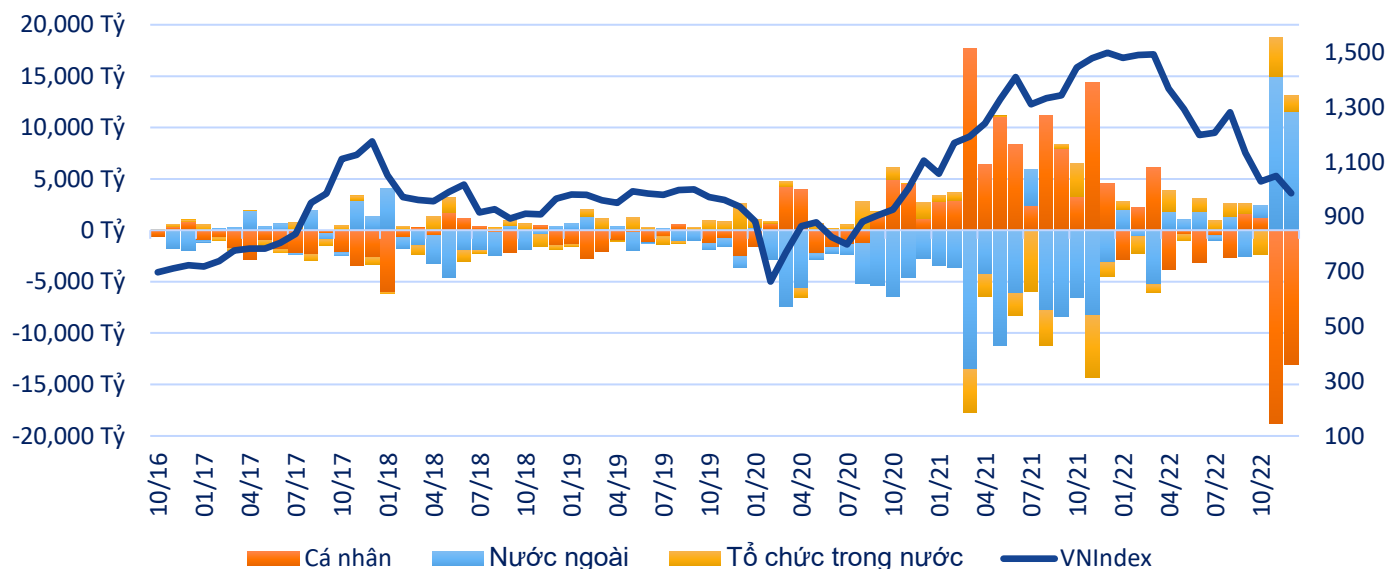
- Lãi suất điều hành giảm.
- Room tín dụng nới lỏng.
- Các vấn đề trái phiếu được giải quyết.
- Thị trường bất động sản tan băng.
- Lạm phát thấp.

↳ Dự báo dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân sẽ tiếp tục bán ròng trong Q1/2023 và giao dịch giằng co thiên về xu hướng bán ròng nhẹ. Nhà đầu tư cá nhân có thể tham gia mua ròng tích cực hơn từ nửa cuối 2023 nếu thị trường chứng khoán chính thức thoát khỏi xu hướng giảm trung hạn.

**TỶ TRỌNG GIAO DỊCH CÁC DẠNG NHÀ ĐẦU TƯ**



**GIÁ TRỊ MUA BÁN RÒNG CÁC DẠNG NHÀ ĐẦU TƯ**



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

### B. TRIỂN VỌNG DÒNG TIỀN NĂM 2023

Chứng khoán: Dòng tiền ngoại kích cầu thị trường



**Dòng tiền khối ngoại tham gia sớm và có sức ảnh hưởng lớn hơn trong chu kỳ giảm giá**

**Giá trị giao dịch từ khối ngoại** trên thị trường chứng khoán Việt Nam có xu hướng:

- Chiếm tỷ trọng cao trong chu kỳ giảm giá (30-45% trên HSX)
- Giữ ổn định trong chu kỳ tích lũy (20-30% trên HSX)
- Giảm trong chu kỳ tăng giá. (10-20% trên HSX)

Khả năng bứt phá của dòng tiền khối ngoại có khả năng xuất hiện khi:

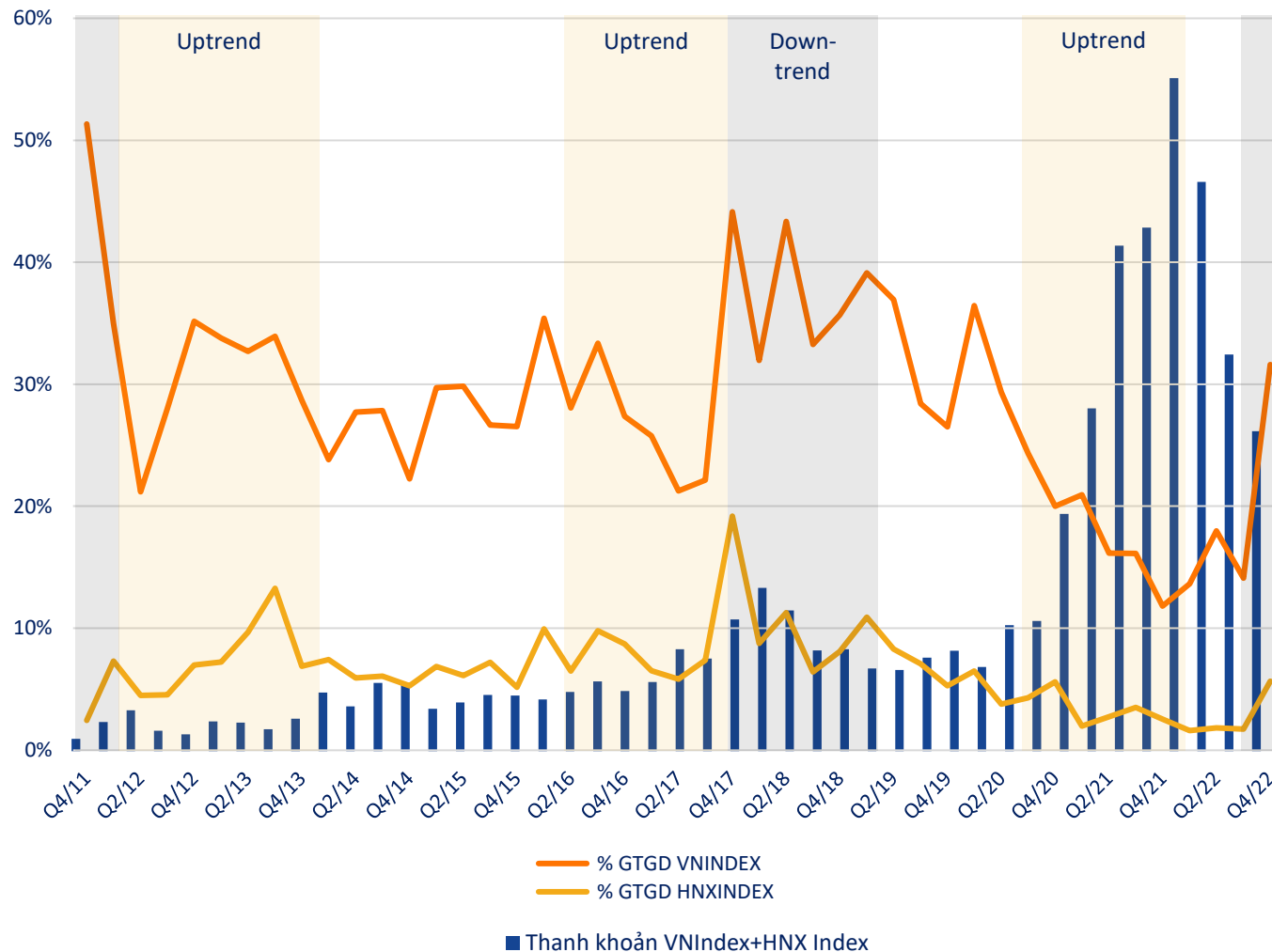
- Áp lực ngoại tệ giảm.
- Lãi suất điều hành giảm.
- Room tín dụng nới lỏng.
- Lạm phát thấp.

Thống kê cho thấy **tổ chức nước ngoài thường đẩy mạnh mua ròng ở các vùng giá thấp** cho đến khi thị trường chứng khoán chính thức vào xu hướng tăng trung hạn.

Tuy vậy **lượng giao dịch từ nước ngoài khó có thể bù đắp được thiếu hụt từ nhà đầu tư cá nhân** với 80% tỷ trọng trên GTGD. Do đó, sự tích cực từ nước ngoài không chắc chắn sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường tăng quá mạnh.

↳ Dự báo **dòng tiền từ nước ngoài** sẽ tương đối tích cực trong Q1/2023, sau đó giao dịch giằng co.

### TỶ TRỌNG GTGD NƯỚC NGOÀI TRÊN SÀN HSX VÀ HNX



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

### C. RỦI RO, CƠ HỘI VÀ CÁC BIẾN SỐ 2023

Các yếu tố cần quan sát trên thị trường chứng khoán 2023

#### » CƠ HỘI

**Lạm phát** đang có dấu hiệu hạ nhiệt cùng với giá hàng hóa ổn định. Từ đó, áp lực lên thanh khoản thị trường, tỷ giá được giảm bớt và tạo môi trường thuận lợi cho thị trường chứng khoán.

**Trung Quốc hướng tới mở** cửa hoàn toàn, tuy vậy sẽ mất thời gian khắc phục hậu quả kinh tế từ chính sách Zero COVID không thành công và giai đoạn bùng dịch ngay sau khi mở cửa.

Dự báo **cung tiền** năm 2023 vẫn tiếp tục tăng trưởng ở mức thấp nhưng sẽ tích cực hơn so với 2022.

#### » BIẾN SỐ

**Dự thảo** sửa đổi nghị định 65, **chính sách** tháo gỡ vướng mắc thị trường bất động sản và trái phiếu.

Tiến độ **giải ngân vốn đầu tư công** năm 2023 có thể tác động tích cực đến cung tiền ra thị trường.

**Giá dầu và thực phẩm** có thể biến động mạnh bất ngờ so với các hàng hóa khác nếu có biến cố liên quan đến chiến sự Nga – Ukraine.



#### » RỦI RO

**Triển vọng kinh tế toàn cầu** năm 2023 tiếp tục được dự báo tăng trưởng chậm do các ngân hàng trung ương đẩy mạnh chống lạm phát và khả năng thị trường bất động sản Trung Quốc tiếp tục xấu đi.

**Lãi suất** huy động vẫn có thể tiếp tục đà tăng do áp lực từ:

- Các NHTW thế giới tiếp tục quá trình thắt chặt định lượng và tăng lãi suất.
- Hệ lụy của các vấn đề trái phiếu lên thanh khoản hệ thống.

**Sản xuất và xuất khẩu** có thể sẽ tiếp tục gặp khó khăn năm 2023 do hàng tồn kho cao.

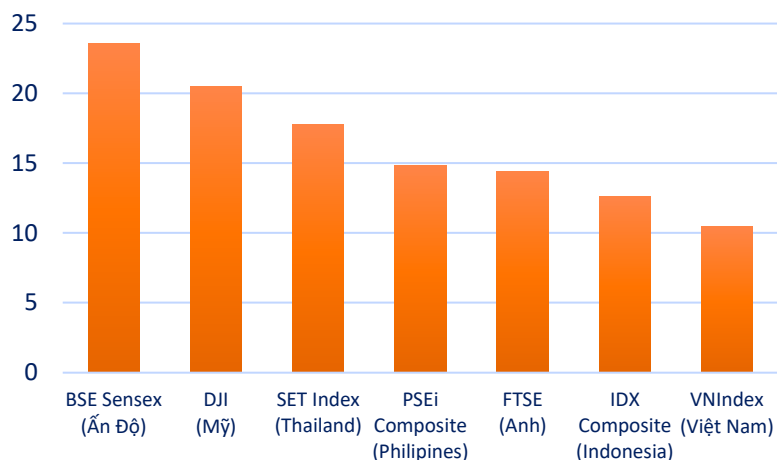
### D. ĐỊNH GIÁ FW THỊ TRƯỜNG

Định giá thị trường vẫn trong vùng tương đối thấp so với quá khứ tuy dự báo tăng trưởng LSNT không cao

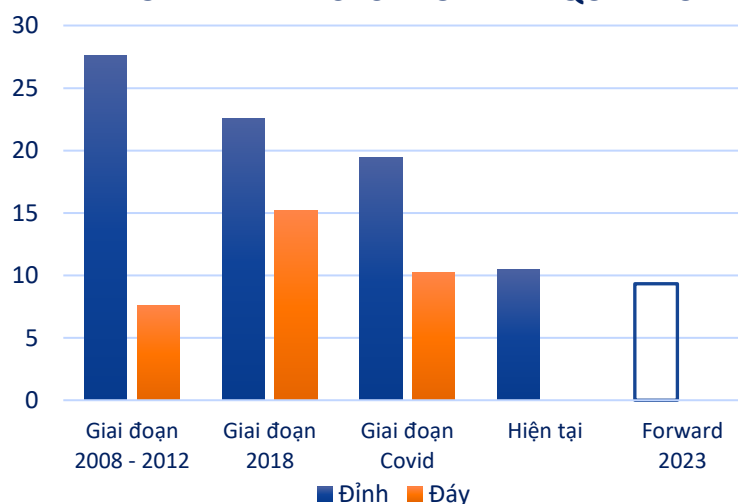
P/E VNIndex ngày 31/12/2022 ở mức 10,46, thấp so với các thị trường trong khu vực như Thái Lan (17,76), Indonesia (12,59) cũng như các thị trường phát triển như Mỹ (20,46) và Anh (14,42).

So sánh với các giai đoạn biến động trong quá khứ, PE hiện tại của VN-Index vẫn ở mức thấp, tương đương với những vùng tạo đáy dài hạn của thị trường.

**SO SÁNH PE THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM VÀ CÁC THỊ TRƯỜNG QUỐC TẾ**



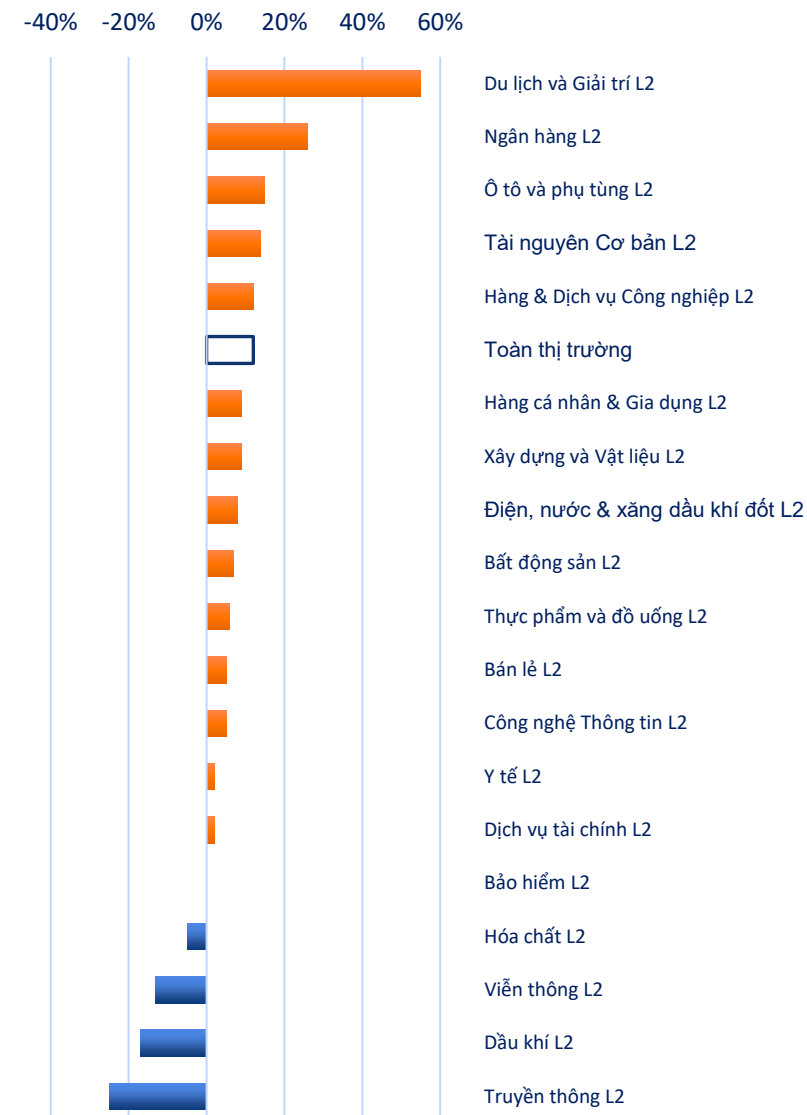
**SO SÁNH PE VN-INDEX HIỆN TẠI, FORWARD VÀ CÁC THỜI ĐIỂM QUÁ KHỨ**



Dự báo tăng trưởng LNST năm 2023 không quá khả quan với hơn 50% số ngành tăng trưởng không vượt quá 2 chữ số và 20% số ngành tăng trưởng âm do KQKD năm 2022 hình thành mức nền cao và dự báo kinh tế khó khăn trong năm 2023.

**Tăng trưởng LNST của các DN trên sàn đạt 12% yoy**  
**PE fw 2023 của VN-Index là 9,34 lần**  
**VN-Index sẽ dao động trong vùng 950 – 1.250 điểm**

### ƯỚC TÍNH TĂNG TRƯỞNG LNST 2023



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

# 03 CÁC CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ TIỀM NĂNG 2023



## 03 CÁC CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ TIỀM NĂNG 2023

### A. ĐẦU TƯ CÔNG

Động lực hỗ trợ nền kinh tế 2023

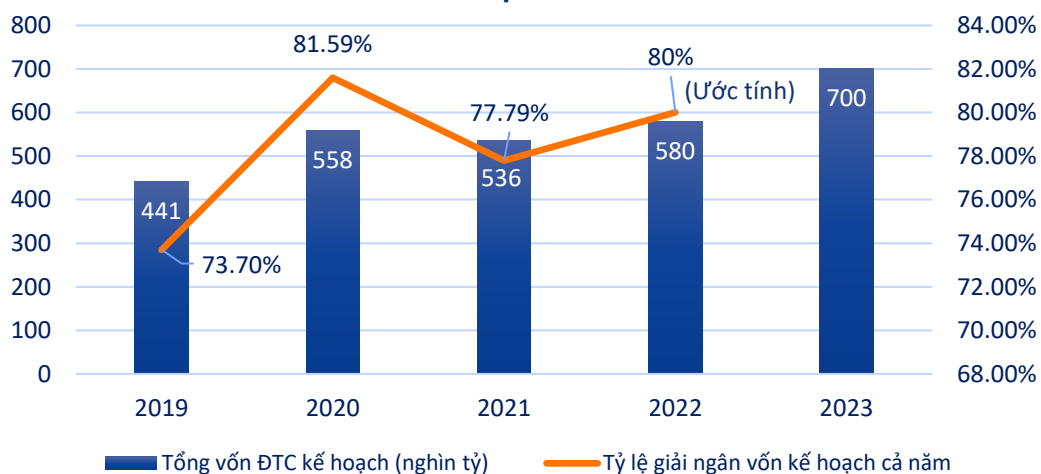


**Kế hoạch giải ngân với số vốn ước tính lên đến khoảng 700 nghìn tỷ cho thấy vai trò quan trọng trong bối cảnh nền kinh tế đang có dấu hiệu suy yếu.**

Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng vốn khoảng 700.000 tỷ đồng (tăng khoảng 25% so với 2021). Nếu như năm 2022 nền kinh tế có nhiều động lực hồi phục từ xuất nhập khẩu, sản xuất thì đến cuối năm 2022 do những tác động tiêu cực từ vĩ mô quốc tế cộng với nút thắt thanh khoản đã ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế quý 4/2022.

Vì vậy đầu tư công năm 2023 được xác định có vai trò lớn trong việc kích thích nền kinh tế và giải quyết bài toán thanh khoản.

**MỨC VỐN KẾ HOẠCH ĐẦU TƯ CÔNG VÀ TỶ LỆ GIẢI NGÂN GIAI ĐOẠN 2019 - 2023**



### CÁC DỰ ÁN HẠ TẦNG GIAO THÔNG TRỌNG ĐIỂM GIAI ĐOẠN 2021 - 2025

Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)

• 11 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 1).	Cam Lộ - La Sơn	7.700
	Cao Bồ - Mai Sơn	1.600
• Hiện 5/11 dự án sẽ hoàn thành trong năm nay và 6 dự án còn lại dự kiến là trong năm 2023.	Cầu Mỹ Thuận 2	5.000
	Mai Sơn – Quốc lộ 45	12.920
	Vĩnh Hảo – Phan Thiết	10.853
	Phan Thiết – Dầu Giây	14.360
	Nghi Sơn – Diễn Châu	8.380
	Quốc lộ 45 – Nghi Sơn	6.330
	Diễn Châu – Bãi Vọt	13.340
	Nha Trang – Cam Lâm	7.615
	Cam Lâm – Vĩnh Hảo	13.690
	12 dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 2). Dự kiến triển khai từ 2022 – 2026.	
Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)		109.112
5 dự án hạ tầng cấp trọng điểm vừa được Quốc hội phê duyệt trong năm nay.	Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột GD 1	21.935
	Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng GD 1	17.837
	Vành đai 3 TP.HCM	75.378
	Vành đai 4 TP. Hà Nội	85.813
	<b>TỔNG</b>	

### B. DỊCH CHUYỂN CHUỖI CUNG ỨNG RA KHỎI TRUNG QUỐC

**Việt Nam nằm ở vị trí chiến lược thuận lợi**

Việt Nam sở hữu vị trí chiến lược quan trọng trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Việt Nam nằm giữa Trung Quốc và Ấn Độ với 3260 km đường bờ biển, tiếp giáp với biển Đông, một trong những khu vực giao thương đường biển trọng yếu của thế giới.

Khoảng 40% lượng hàng hóa vận chuyển từ Ấn Độ Dương đến Thái Bình Dương sẽ đi qua khu vực biển Đông này để đến được Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và Mỹ

**Kiểm soát tốt dịch bệnh khiến Việt Nam trở thành điểm đầu tư hấp dẫn**

Việt Nam là một trong các quốc gia phòng chống dịch Covid-19 tốt trên thế giới, điều này làm tăng vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế.

Trong quá trình đối phó với dịch bệnh, Việt Nam được đánh giá cao về chỉ số công khai, minh bạch thông tin, tạo cho doanh nghiệp niềm tin vào thông tin thị trường

**Việt Nam đang thúc đẩy mạnh mẽ sự phát triển của thị trường logistics và cơ sở hạ tầng**

Theo Euro Monitor và Hiệp hội Thương mại điện tử Việt Nam, doanh thu thương mại điện tử (TMĐT) của Việt Nam đang bùng nổ, ước tính đạt 39 tỷ USD với tăng trưởng kép 25% trong giai đoạn 2021-2026 thúc đẩy thị trường logistics của Việt Nam phát triển.

Trong thời gian qua, Việt Nam tiếp tục đầu tư mạnh mẽ vào phát triển cơ sở hạ tầng, bao gồm hệ thống đường cao tốc, các cảng biển nước sâu, nâng cao chất lượng hệ thống điện nước, bao gồm cả hệ thống tái tạo năng lượng để có thể chuyển dịch lên một nấc thang mới trong chu kỳ phát triển khu công nghiệp, logistics.

**Việt Nam được hưởng lợi thế từ các hiệp định thương mại tự do (FTA)**

Các FTA sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam hưởng các ưu đãi giảm thuế hấp dẫn khi xuất khẩu vào các thị trường lớn trên thế giới như Mỹ và châu Âu.

Vì vậy, các hiệp định đã ký kết trong thời gian qua như CPTPP, EVFTA và EVIPA sẽ đem lại lợi thế cho việc thu hút đầu tư và dịch chuyển sản xuất không chỉ ở các khoản đầu tư mới mà cả việc mở rộng các dự án sẵn có.

Chúng tôi cho rằng Việt Nam có những lợi thế khá lớn trong xu hướng các và sẽ tiếp tục là một điểm đến hấp dẫn của các cơ sở sản xuất dịch chuyển khỏi Trung Quốc.

### B. DỊCH CHUYỂN CHUỖI CUNG ỨNG RA KHỎI TRUNG QUỐC

Tình hình dịch chuyển đầu tư sang Việt Nam thời gian qua



**Việt Nam nằm trong top các quốc gia thu hút vốn FDI tốt nhất khu vực trong năm 2022 nhờ năm gần Trung Quốc, giá thuê đất thấp và chi phí cạnh tranh**

Tính đến 12/2022, tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần, mua phần vốn góp của nhà đầu tư nước ngoài đạt gần 27,72 tỷ USD (-11%yoy).

Mặc dù tổng vốn đăng ký giảm so số dự án mới tăng lên đến 2.032 dự án mới được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư (+17%yoy), vốn FDI thực hiện vẫn tăng trưởng tốt đạt gần 22,4 tỷ USD (+13,45%yoy). Trong đó TP. HCM dẫn đầu về thu hút FDI với tổng vốn đầu tư đăng ký hơn 3,94 tỷ USD (+5,4%yoy).



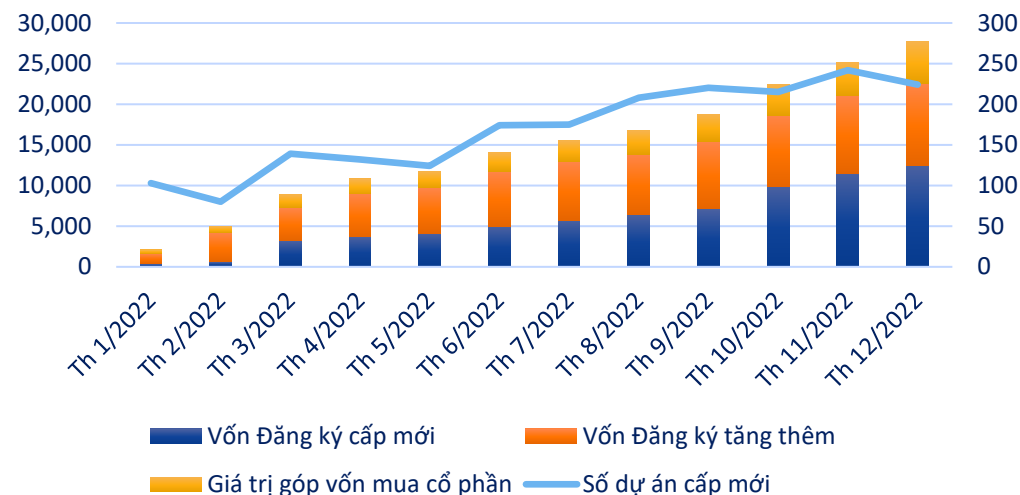
**Nhu cầu đất công nghiệp tăng cao phản ánh xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam**

Xuất phát từ những căng thẳng của cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung trong năm 2018, nhiều công ty đa quốc gia đã lên kế hoạch và trên thực tế đã dịch chuyển cơ sở sản xuất sang Việt Nam.

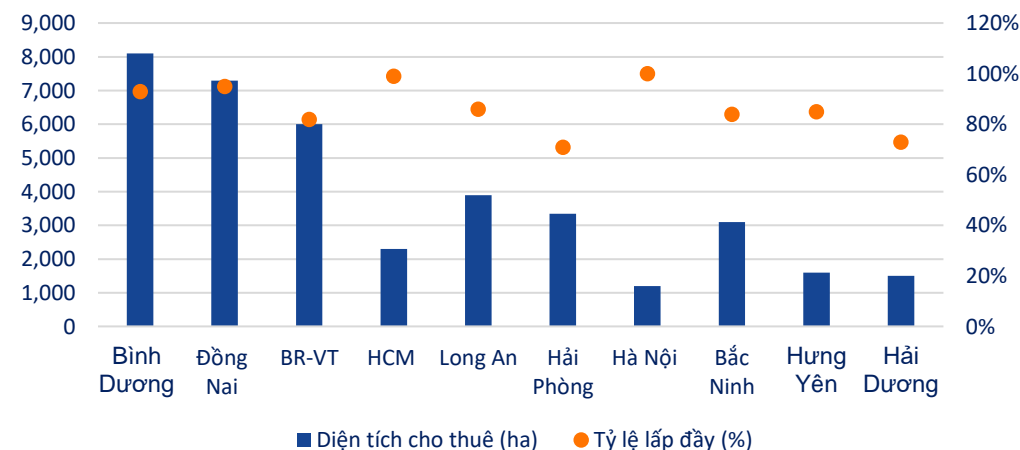
↳ Số lượng công ty đa quốc gia đã dịch chuyển/lên kế hoạch dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam ngày càng gia tăng khiến nhu cầu sử dụng đất công nghiệp tăng cao

- **Thị trường phía nam:** Trong 9T22, tổng diện tích đất công nghiệp đạt 41.950 ha (+9,2%yoy), tỷ lệ lấp đầy trung bình và giá thuê lần lượt tăng 1,3 điểm % yoy lên 85,2% và 10,0% yoy lên 125 USD/m2/thời hạn thuê.
- **Thị trường phía bắc:** Trong 9T22, tổng diện tích đất công nghiệp đạt 16.072 ha (+2,7%yoy) trong khi tỷ lệ lấp đầy tăng 4,7 điểm % yoy lên 80-82% vào cuối Q3/22, giá thuê trung bình đạt 121 USD/m2/thời hạn thuê (+12%yoy).

**Cơ cấu đầu tư nước ngoài năm 2022 lũy kế**



**Diện tích cho thuê và tỷ lệ lấp đầy đất công nghiệp 9T/22 duy trì ở mức cao**

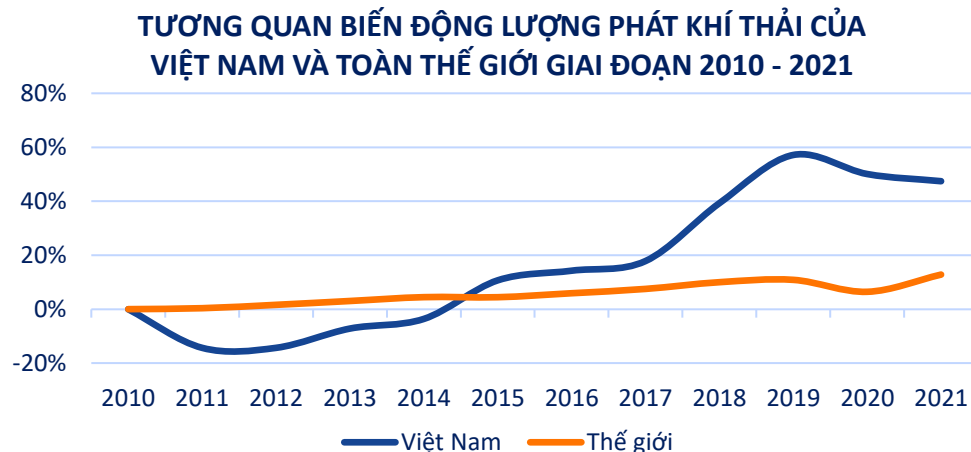


**C. CÁC NGÀNH HƯỞNG LỢI NHỜ SỰ KIẾN TRUNG QUỐC MỞ CỬA**

NGÀNH	YẾU TỐ HỖ TRỢ
<b>Hàng không</b>	<p>Lượng khách quốc tế của thị trường TQ chiếm 35% tổng lượng khách quốc tế của Việt Nam trước dịch. Từ tháng 12, Việt Nam đã nối lại đường bay quốc tế sang Trung Quốc với tần suất 15 chuyến/ tuần thay vì 2 chuyến/ tuần trong thời gian qua. Việc TQ mở cửa sẽ hỗ trợ mạnh cho ngành hàng không nhờ nhu cầu đi lại tăng cao đến từ Trung Quốc</p>
<b>Thép</b>	<p>Việc Trung Quốc mở cửa trở lại cùng với gói hỗ trợ tài chính trị giá 56 tỷ USD cho ngành bất động sản giúp thúc đẩy nhu cầu xây dựng hạ tầng. Giá bán thép được dự báo tăng trở lại nhờ nhu cầu tăng cao.</p>
<b>Dầu khí</b>	<p>Trung Quốc là nước nhập khẩu dầu lớn nhất trên thế giới. Việc Trung Quốc mở cửa thúc đẩy tăng nhu cầu dầu trong tương lai. Cùng với đó tồn kho dầu của Trung Quốc đang ở mức thấp. Để chuẩn bị cho mở cửa trở lại, Trung Quốc đã tăng cường nhập khẩu dầu thô hơn 2,5 triệu thùng/ngày cũng như bổ sung lượng hàng tồn kho đã cạn. Hai yếu tố này sẽ hỗ trợ giá dầu duy trì ở mức cao trong năm 2023.</p>
<b>Gạo</b>	<p>10T.2022, Việt Nam đã xuất khẩu 6,1 triệu tấn gạo, đem về 3 tỷ USD. Trong đó xuất khẩu gạo sang Trung Quốc đạt gần 757.6 tấn, chiếm tỷ lệ 12,45%, trị giá gần 382,7 triệu USD. Vì vậy, nhu cầu về gạo sẽ tăng lên cùng với việc Trung Quốc mở cửa.</p>
<b>Thủy sản</b>	<p>Trung Quốc là thị trường tiêu thụ cá tra chủ yếu của Việt Nam. Tính đến hết tháng 11/2022, xuất khẩu cá tra Việt Nam đạt 2,3 tỷ USDk. Năm 2022, có hơn 160 DN Việt Nam có mặt hàng cá tra XK sang Trung Quốc, mang về doanh số hơn 700 triệu USD, chiếm 29% tổng XK cá tra. Vì vậy chúng tôi cho rằng việc Trung Quốc mở cửa sẽ là một trong những động lực lớn nhất hỗ trợ cho việc tăng trưởng sản lượng xuất khẩu của các DN trong năm 2023 của ngành này.</p>

### D. CHUYỂN ĐỔI XANH, PHÁT TRIỂN NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

Là một trong 6 nước trên thế giới chịu ảnh hưởng lớn nhất do biến đổi khí hậu, Việt Nam đã và đang tiên phong trong việc thực hiện các “**cam kết xanh**”, được cộng đồng quốc tế đánh giá như là hình mẫu về một nước đang phát triển còn nhiều khó khăn nhưng đã có những đóng góp đi đầu trong việc gìn giữ và bảo vệ “ngôi nhà chung” của toàn nhân loại.



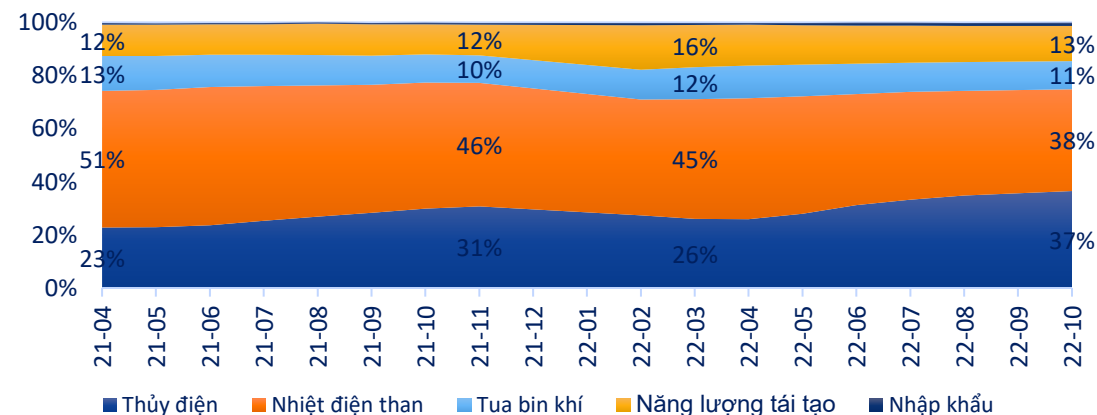
Việc đưa ra những cam kết mạnh mẽ về ứng phó với biến đổi khí hậu, hướng tới mục tiêu phát thải bằng “0” - Net Zero vào năm 2050 tại các hội nghị COP26 và COP27 đã giúp Việt Nam được cộng đồng quốc tế đánh giá như là hình mẫu về một nước đang phát triển còn nhiều khó khăn nhưng đã có những đóng góp đi đầu trong việc gìn giữ và bảo vệ “ngôi nhà chung” của toàn nhân loại.

Theo sau các cam kết tại hội nghị là một lộ trình tổng thể nhằm hiện thực hóa các mục tiêu khí hậu đã được Chính phủ vạch ra và những bước đi đầu tiên trong hành trình ấy cũng đã được kích hoạt với những bước đi đầu tiên như thành lập Ban Chỉ đạo quốc gia, ban hành nhiều văn bản pháp lý liên quan đến phát thải khí nhà kính, bảo vệ môi trường như Quyết định số 01/2022/QĐ-TTg, Luật Bảo vệ môi trường, Nghị định 06/2022/NĐ-CP, Quyết định 896/QĐ-TTg,...

Ngoài ra, quy hoạch điện VIII cũng đang là Chính sách được Chính phủ chú trọng trong việc tái quy hoạch lại hệ thống điện với trọng tâm là sự phát triển của năng lượng tái tạo. Trong đó, điện gió đang là nguồn điện ít gây ảnh hưởng đến môi trường nhất.



### TỶ TRỌNG CÁC NGUỒN ĐIỆN TÁI TẠO TĂNG TRƯỞNG MẠNH



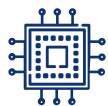
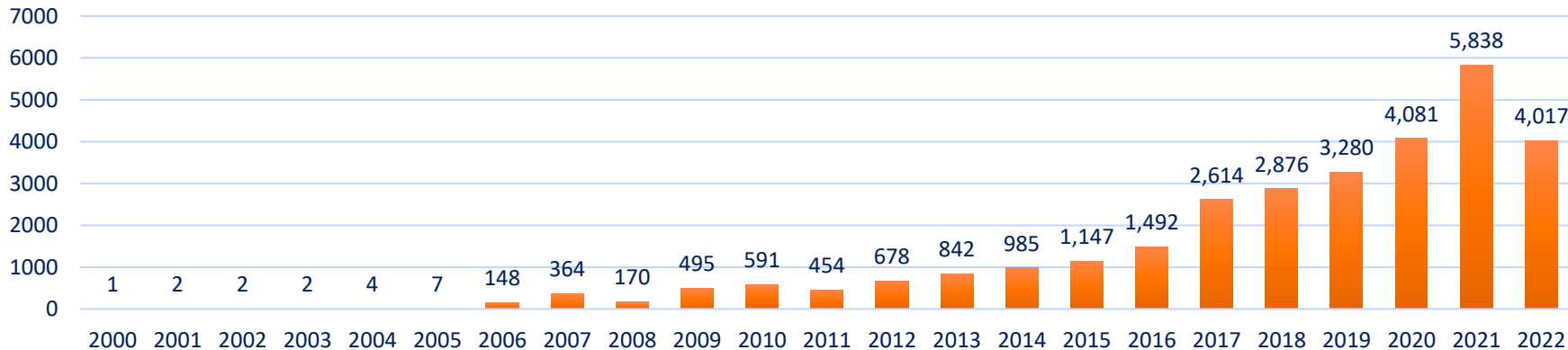
### E. TRIỂN VỌNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Con đường phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam rộng mở

#### Quy mô thị trường ngày càng mở rộng

Số lượng nhà đầu tư mới liên tục tăng mạnh và bùng nổ trong giai đoạn COVID-19 2020-2021.

Theo chiến lược phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045, số lượng nhà đầu tư đạt 5% dân số năm 2025 và 8% dân số vào năm 2030.



#### Nâng cao công nghệ và phát triển sản phẩm đầu tư

Ngoài thị trường chứng khoán cơ sở, các sản phẩm đầu tư trên thị trường hiện tại có 16 quỹ ETF, phái sinh cổ phiếu và trái phiếu, chứng quyền và quỹ hưu trí.

Hệ thống giao dịch cũng đã liên tục được nâng cấp theo nhu cầu giao dịch và giải quyết các vướng mắc, hướng đến triển khai hệ thống KRX trong năm 2023.



#### Hướng tới nâng hạng thị trường

Tuy thị trường chứng khoán Việt Nam trải qua giai đoạn sụt giảm mạnh top đầu thế giới, với vốn hóa thụt lùi đáng kể trong năm 2022, định hướng nâng hạng thị trường vẫn được triển khai quyết liệt.

Các vụ bắt giữ và thanh lọc thị trường tạo tâm lý tiêu cực trong ngắn hạn, nhưng sẽ tạo nên nền tảng vững chắc và minh bạch cho chứng khoán Việt Nam trong lâu dài.

### E. TRIỂN VỌNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN

Thị trường chứng khoán có thể sắp tạo đáy dài hạn



Thị trường chứng khoán các nước hầu hết vẫn trong xu hướng tăng dài hạn



Thị trường Việt Nam chưa có số tham chiếu quá khứ cho giai đoạn giảm giá chu kỳ, tuy vậy dự kiến trên số liệu thống kê trung bình cho dự kiến:

- Thời gian giảm từ đỉnh xuống đáy kéo dài 14.3 tháng.
- Thời gian hồi từ đáy, đến khi vượt đỉnh trước khi giảm là 12.3 tháng.

Thị trường	Thời gian giảm (Tháng)		Biên độ giảm (%)		Thời gian hồi (Tháng)	
	Mỹ	VN	Mỹ	VN	Mỹ	VN
Giảm giá chu kỳ	13.7		-27.7 %		9.3	
Dự kiến trên thống kê		<b>14.3</b>		<b>-39.3%</b>		<b>12.3</b>
Giảm giá sự kiện	4.6	4.8	-29.5%	-37.6%	11.5	8.4
Chênh lệch VN/Mỹ		+4.35%		+27.46%		-27.96%
Tái cấu trúc kinh tế	22.7	23.8	-51.3%	-80.2%	58.0	110.8
Chênh lệch VN/Mỹ		+4.85%		+56.95%		+91%

• Thời gian giảm: Tính từ đỉnh xuống đáy.

• Biên độ giảm: Tính từ đỉnh xuống đáy.

• Thời gian hồi: Tính từ đáy, vượt đỉnh trước khi giảm.

Theo đó dự kiến trường hợp không có tái cấu trúc kinh tế gây ra bởi khủng hoảng, **chu kỳ giảm giá tự nhiên** của thị trường Mỹ và VNIndex đều **có khả năng tạo đáy vào Q2/23**.

### E. TRIỂN VỌNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN

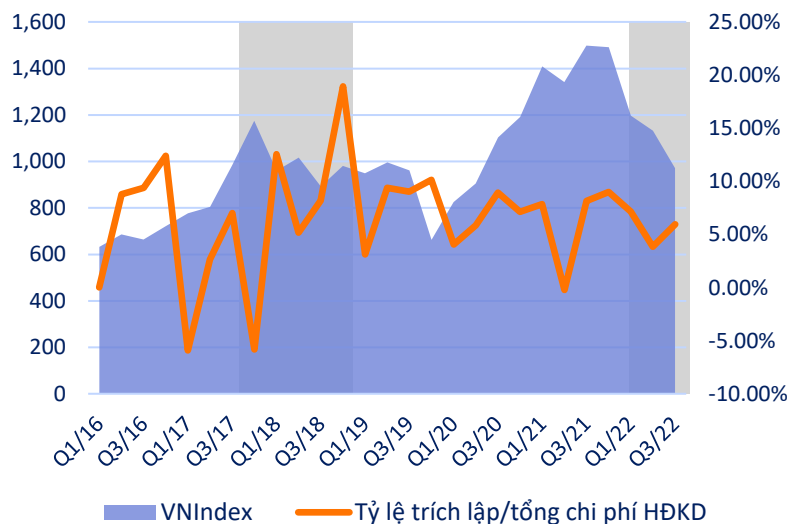
Ngành chứng khoán sẽ tích cực khi thị trường tạo đáy

#### Khả năng hoàn nhập dự phòng

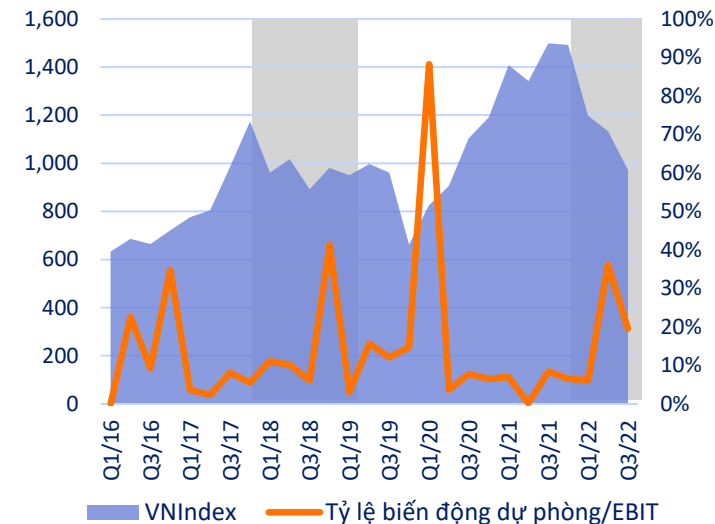
**Tổng chi phí trích lập dự phòng** tăng cùng rủi ro thị trường, gây ảnh hưởng đến hạch toán lợi nhuận doanh nghiệp.

Lượng trích lập này có khả năng hoàn nhập khi thị trường tạo đáy, dẫn đến biến động tăng lớn 20-40% trên EBIT.

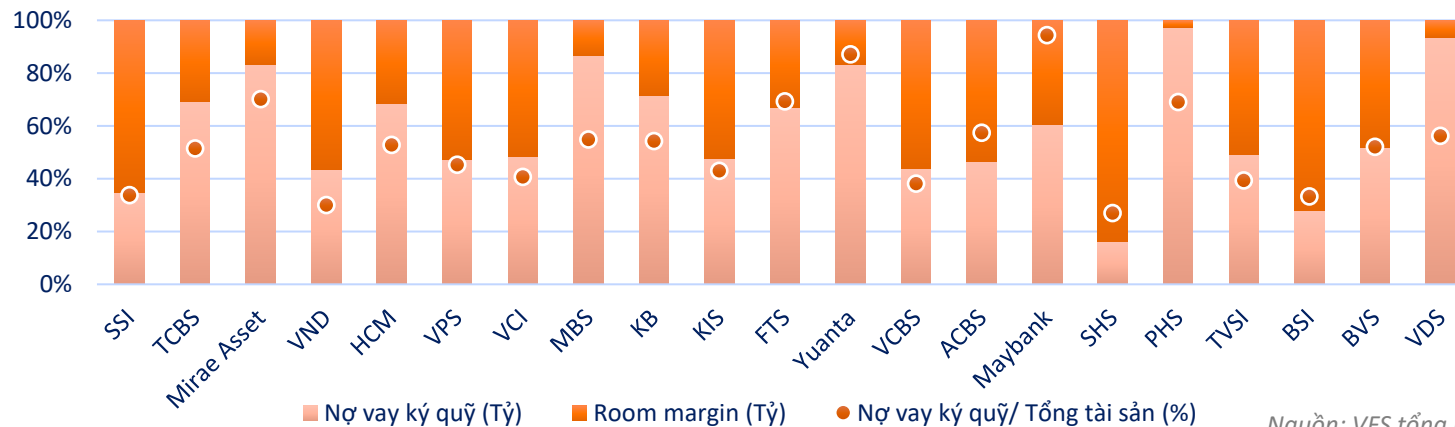
TỶ LỆ CHI PHÍ DỰ PHÒNG/TỔNG CHI PHÍ HĐKD



TỶ LỆ BIẾN ĐỘNG DỰ PHÒNG/EBIT



THỰC TRẠNG MARGIN Q3/2022  
20 CÔNG TY CÓ DƯ NỢ LỚN NHẤT



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro



# 04 MỘT SỐ NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG

## 04 MỘT SỐ NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG

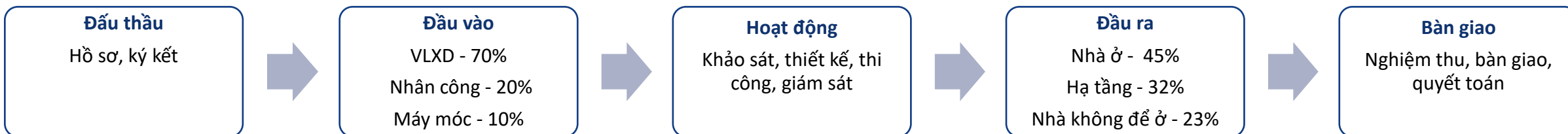
### A. XÂY DỰNG

#### Tổng quan ngành xây dựng

Chúng tôi kỳ vọng xây dựng **đầu tư công sẽ hồi phục** trong năm 2023 trong khi đó **xây dựng dân dụng tiếp tục chịu ảnh hưởng** kém tích cực từ những diễn biến của thị trường bất động sản.

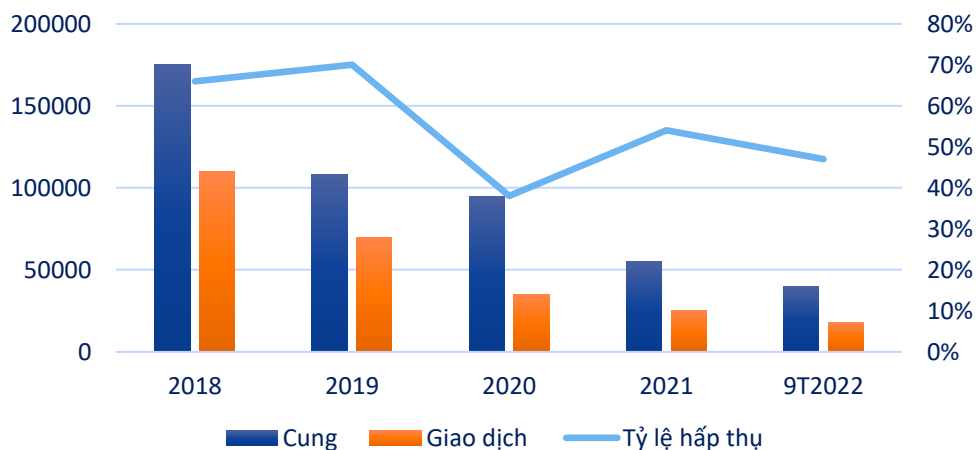
- Đầu tư công trở thành động lực trong điều kiện nền kinh tế đang có những dấu hiệu suy yếu.
- Giá vật liệu xây dựng hạ nhiệt so với năm 2022.

#### Chuỗi giá trị ngành xây dựng



#### Xây dựng dân dụng: Kém tích cực

**Nguồn cung** bất động sản nhà ở hồi phục chậm, chưa về được mức trước dịch covid 19



**Mức độ quan tâm BĐS bán trên cả nước giảm mạnh** từ thời điểm tháng 3/2022 tính đến tháng 9/2022

	Đất	Chung cư	Nhà riêng	Biệt thự	Nhà mặt phố
	-50%	-9%	-25%	-12%	+8%

VFS dự báo thị trường bất động sản sẽ tiếp tục gặp khó khăn 6 tháng tới trong việc thu hút tín dụng cũng như trái phiếu. Trong khi đó áp lực xoay vòng vốn đáo hạn trái phiếu trong năm 2023 và 2024 là rất lớn và những động thái thắt chặt tiền tệ của NHNN cũng làm giảm kỳ vọng về nền kinh tế của người dân, ảnh hưởng đến nhu cầu mua nhà mới. **Những yếu tố này sẽ trực tiếp tác động đến dòng vốn thực hiện các dự án mới, ảnh hưởng đến tiến độ thi công cũng như kết quả kinh doanh của nhóm xây dựng dân dụng. Vì vậy VFS khuyến nghị giảm tỷ trọng đối với nhóm dân dụng.**

**04 MỘT SỐ NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG**

**A. XÂY DỰNG – ĐẦU TƯ CÔNG**

Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2

Khởi công toàn bộ 25 gói thầu thuộc 12 dự án trong đầu năm 2023, động lực lan tỏa ngay từ đầu năm

Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 gồm 12 dự án thành phần, được chia thành 25 gói thầu với tổng chiều dài 729km và tổng mức đầu tư là 146.985 tỷ. Trong đó, giai đoạn 2021 – 2015 bố trí 119.666 tỷ và 27.324 tỷ cho giai đoạn 2026 – 2030.

Chính phủ giao lại thẩm quyền chỉ định nhà thầu cho bộ GTVT đã giúp quá trình diễn ra nhanh hơn. Nhờ thế đến hiện tại, 12 dự án đã được khởi công vào 1/1/2023 vừa qua và 13 dự án còn lại dự kiến sẽ khởi công trước 15/1/2023.

Đây sẽ là cơ hội cho những nhà thầu với năng lực và kinh nghiệm hàng đầu bởi hàng loạt các yêu cầu khắt khe đến từ bộ. Cụ thể chỉ có 7 nhà thầu tại Việt Nam từng thực hiện các dự án có quy mô trên 1.500 tỷ như: VCG, LCG, HHV, C4G, VC2...

Dự án thành phần	Các gói thầu và giá trị gói thầu (tỷ)	Nhà thầu (niêm yết)	Dự án thành phần	Các gói thầu	Nhà thầu (niêm yết)
Bãi Vọt – Hàm Nghi	Gói XL01: 6.045	Liên doanh VCG	Hoài Nhơn – Quy Nhơn	Gói thầu 11-XL: 3.027	Dự kiến khởi công 15/1/2023
Hàm Nghi – Vũng Áng	Gói thầu 11-XL: 4.456	Công ty chưa niêm yết		Gói thầu 12-XL: 6.140	Dự kiến khởi công 15/1/2023
Vũng Áng – Bùng	Gói thầu 12-XL: 3.304	Dự kiến khởi công 15/1/2023	Quy Nhơn – Chí Thạch	Gói thầu 11-XL: 3.690	Dự kiến khởi công 15/1/2023
	Gói thầu XL01: 5.300	Liên doanh LCG		Gói thầu 12-XL: 3.055	Liên doanh VCG
Bùng – Vạn Ninh	Gói thầu XL02: 5.400	Dự kiến khởi công 15/1/2023	Chí Thạch – Vân Phong	Gói thầu 13-XL: 6.241	Dự kiến khởi công 15/1/2023
	Gói thầu XL01: 3.939	Liên doanh C4G, LCG		Gói thầu XL01: 4.393	Dự kiến khởi công 15/1/2023
Vạn Ninh – Cam Lộ	Gói thầu XL02: 3.501	Công ty chưa niêm yết	Vân Phong – Nha Trang	Gói thầu XL02: 4.440	Liên doanh CC1
	Gói thầu XL1: 3.361	Công ty chưa niêm yết		Gói thầu XL01: 5.365	Dự kiến khởi công 15/1/2023
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	Gói thầu XL2: 3.480	Công ty chưa niêm yết	Cần Thơ – Hậu Giang	Gói thầu XL02: 3.549	Công ty chưa niêm yết
	Gói thầu XL1: 3.800	Liên doanh HHV		Gói thầu xây lắp: 7.966	Liên doanh CC1, G36
	Gói thầu XL2: 4.500	Dự kiến khởi công 15/1/2023		Hậu Giang – Cà Mau	Gói thầu XL-01: 7.256
Gói thầu XL3: 6.400	Dự kiến khởi công 15/1/2023	Gói thầu XL-02: 3.835	Công ty chưa niêm yết		
				Gói thầu XL-03: 3.334	Dự kiến khởi công 15/1/2023

### A. XÂY DỰNG – ĐẦU TƯ CÔNG

Sức ép giá nguyên vật liệu đã hạ nhiệt so với năm 2022



**Giá thép xây dựng** trong nước xu hướng bình ổn quanh mức 14 – 15 triệu đồng/tấn từ đầu quý 3/2022, giảm khoảng 20% so với mức đỉnh hồi quý 2 bởi lượng tồn kho cao và thị trường bất động sản Trung Quốc gặp khó khăn.



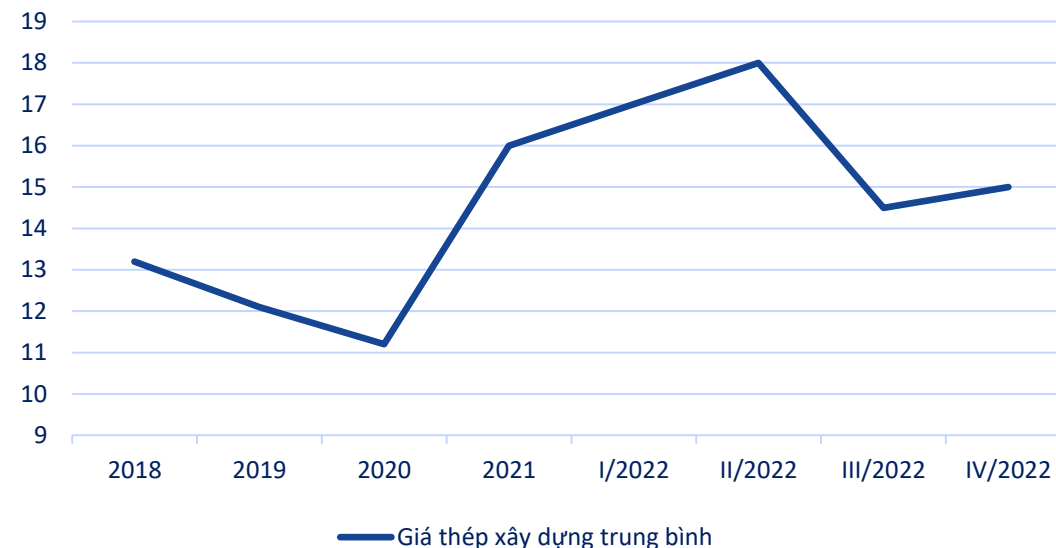
Các diễn biến gần đây bao gồm việc **Trung Quốc tung ra các gói kích thích thị trường bất động sản** và bắt đầu mở cửa giúp thị trường kỳ vọng sản lượng thép ở quốc gia này sẽ hồi phục, tác động tích cực đến giá thép. Tuy nhiên bất chấp các động thái tích cực từ Chính phủ, giá nhà tại Trung Quốc ghi nhận tiếp tục giảm tháng thứ 6 liên tiếp, cho thấy cuộc khủng hoảng vẫn chưa có dấu hiệu ngừng lại.

↳ Những **chính sách từ chính phủ cần thời gian để tác động tích cực** được đến thị trường bất động sản Trung Quốc từ đó lan tỏa đến giá thép nội địa. Vì vậy trong khoảng nửa đầu năm 2023, chúng tôi dự báo giá thép có thể hồi phục nhẹ tuy nhiên vẫn sẽ dao động trong quanh vùng 15 triệu/tấn, tạo cơ sở để các dự án đầu tư công được triển khai thuận lợi hơn so với năm 2022 có nhiều biến động.

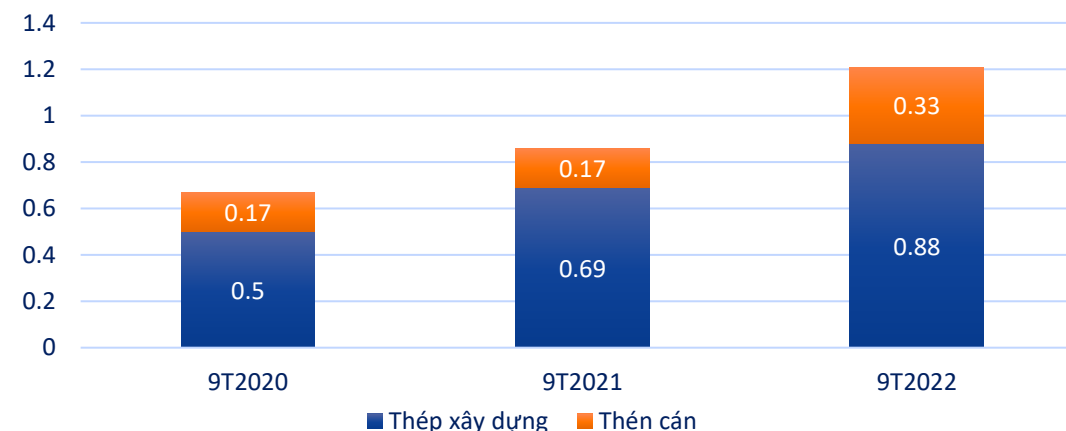
#### Rủi ro trong 2023

- Tỷ lệ giải ngân không như kỳ vọng: Tỷ lệ giải ngân 12 tháng năm 2022 chỉ đạt 75,11% bởi những khó khăn liên quan đến cơ chế, thủ tục và việc đơn giá định mức không còn phù hợp với thực tế gây thua thiệt, khó khăn cho nhà thầu.
- Đặc tính ngành có tỷ lệ vay nợ cao trong bối cảnh lãi suất vẫn đang trong xu hướng tăng.

#### GIÁ THÉP TRUNG BÌNH (TRIỆU ĐỒNG/TẤN)



#### SẢN LƯỢNG TỒN KHO THÉP (TRIỆU TẤN)



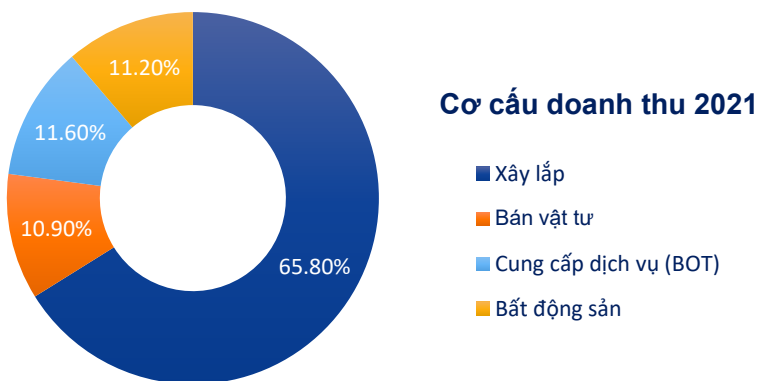
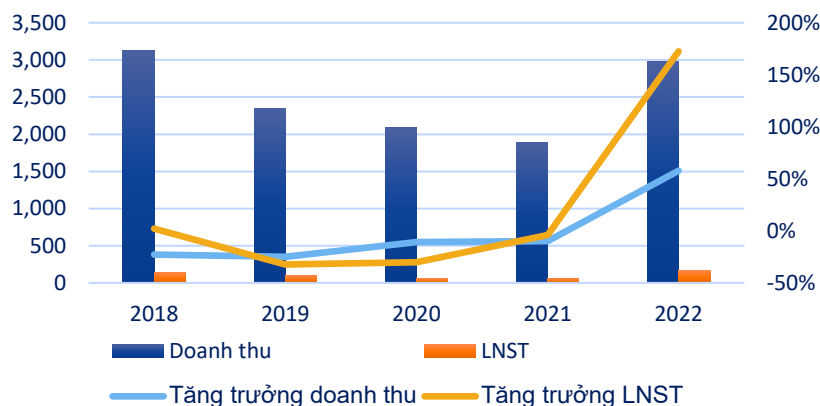
### A. XÂY DỰNG – ĐẦU TƯ CÔNG

#### Cổ phiếu tiềm năng

## C4G CTCP TẬP ĐOÀN CIENCO4

Thị giá vốn	2629,20 tỷ
CP tự do	195,48 triệu
EPS	281
P/E	41,7

Doanh thu và LNST



Cơ cấu doanh thu 2021

#### Kết quả kinh doanh

Năm 2022, C4G ghi nhận 2.975,86 tỷ doanh thu (+57,86% yoy) và 168,28 tỷ LNST (+172,5% yoy). Hoạt động xây lắp, bán vật tư, trạm thu phí BOT hồi phục sau dịch Covid 19 cũng chuyển nhượng bất động sản thành công là động lực để C4G ghi nhận mức tăng trưởng tích cực này.

#### Điểm nhấn đầu tư

Năm 2022 là một năm khó khăn đối với hầu hết các nhà thầu xây dựng vì vậy Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 sẽ là cơ hội cho những nhà thầu có kinh nghiệm, năng lực hàng đầu cộng với một nguồn tài chính lành mạnh.

- C4G là một nhà thầu với năng lực và kinh nghiệm hàng đầu khi liên tục góp mặt trong các dự án thuộc cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1, mới đây doanh nghiệp đã được lựa chọn là nhà thầu liên doanh cho gói thầu XL01 dự án Hậu Giang – Cà Mau và gói thầu XL01 Bùng – Vạn Ninh trị giá gần 4.000 tỷ đồng thuộc giai đoạn 2.
- Cơ cấu nguồn thu không phụ thuộc vào hoạt động xây lắp như thu phí BOT, bán vật tư lần lượt tăng trưởng 9% yoy và 430% yoy trong điều kiện toàn ngành gặp khó khăn. Về dài hạn, C4G đang thực hiện đầu tư vào các dự án bất động sản như khu du lịch Cầu Cau, tòa nhà 29 Quang Trung...
- Năm 2022, C4G thực hiện tăng vốn chủ sở hữu lên 2.513 tỷ đồng, tăng hơn 97% so với năm 2021, đây sẽ là bộ đệm dự phòng quan trọng cho doanh nghiệp trong hoàn cảnh hiện tại khi dòng vốn tín dụng khó khăn và lãi suất vẫn đang trong xu hướng tăng.

#### Định giá

Ước tính năm 2023, C4G sẽ ghi nhận 3.300 tỷ đồng doanh thu (+11% YoY) và 202 tỷ đồng LNST (+20,5% YoY) mảng xây lắp và bán vật tư tiếp tục hồi phục, trạm thu phí BOT quay trở lại hoạt động với hiệu suất như trước khi dịch bùng phát.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **13.800 VND**.

### B. ĐÁ XÂY DỰNG

Chuỗi giá trị ngành đá

Ngành đá xây dựng sẽ là một ngành có nhiều triển vọng trong năm 2023

- Nguồn cung hạn chế do việc cấp phép các mỏ đá mới gặp nhiều khó khăn.
- Cao tốc Bắc – Nam và sân bay Long Thành sẽ tạo nên nhu cầu lớn về đá xây dựng, là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới.



**B. ĐÁ XÂY DỰNG**

**Một số sản phẩm đá xây dựng và công dụng**



**Đá 1x2:** Dùng để đổ bê tông làm nhà cao tầng, đường sân bay...



**Đá 2x4:** Dùng cho công trình đường giao thông hay nền nhà xưởng có độ dày từ 15cm trở lên



**Đá 4x6:** Dùng làm đường, móng nhà xưởng, công trình



**Đá mi:** Được rải trực tiếp làm nền đường, nền nhà.

**Việc cấp phép mỏ đá mới gây khó khăn vì vậy các doanh nghiệp có mỏ đá có trữ lượng sẵn có sẽ có lợi thế**

Doanh nghiệp	Mỏ	Tỉnh	Công suất (m3/năm)	Năm hết hạn
KSB	Tân Mỹ	Bình Dương	1.500.000	08/2029
	Phước Vĩnh	Bình Dương	1.200.000	01/2023
	Thiện Tân 7	Đồng Nai	280.000	01/2035
	Gò Trường	Thanh Hóa	180.000	01/2045
	Bãi Giang	Nghệ An	150.000	08/2043
DHA	Thanh Phú 2	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Tân Cang 3	Đồng Nai	490.000	03/2037
	Núi Gió	Bình Phước	300.000	08/2038

Doanh nghiệp	Mỏ	Tỉnh	Công suất (m3/năm)	Năm hết hạn
VLB	Thanh Phú 1	Bình Phước	1.800.000	07/2042
	Thiện Tân 2	Đồng Nai	1.500.000	06/2038
	Soklu 2	Đồng Nai	400.000	01/2026
	Soklu 5	Đồng Nai	500.000	01/2025
	Tân Cang 1	Đồng Nai	1.500.000	12/2029
DND	Tân Cang 5	Đồng Nai	818.000	09/2026
	Thiện Tân	Đồng Nai	490.000	03/2037
C32	Tân Mỹ	Bình Dương	1.000.000	12/2025

### B. ĐÁ XÂY DỰNG

- Chiều dài **723 km**
- Tổng đầu tư **147.000 tỷ đồng**
- Tốc độ thiết kế **100-120 km**
- Thiết kế **4 làn xe**
- Nguồn vốn đầu tư công
- Đi qua **12 tỉnh thành**

CHIỀU DÀI (km)		ĐẦU TƯ (tỷ đồng)
Bãi Vọt - Hàm Nghi	35,28	7.643
Hàm Nghi - Vũng Áng	54,2	9.734
Vũng Áng - Bùng	56,34	12.547
Bùng - Vạn Ninh	48,4	9.361
Vạn Ninh - Cam Lộ	65,5	9.919

Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	20.469
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	70,1	12.401
Quy Nhơn - Chí Thạnh	61,7	14.802
Chí Thạnh - Vân Phong	48,05	10.773
Vân Phong - Nha Trang	83,35	11.808

Cần Thơ - Hậu Giang	37,65	10.370
Hậu Giang - Cà Mau	73,22	17.152



### Việc khai thác gặp nhiều khó khăn gây ảnh hưởng đến nguồn cung



Xe chở đá với trọng lượng lớn gây ảnh hưởng, bụi bẩn, nguy hiểm đến cuộc sống người dân



Người dân chặn đường phản đối việc khai thác đá gây khó khăn tại nhiều doanh nghiệp

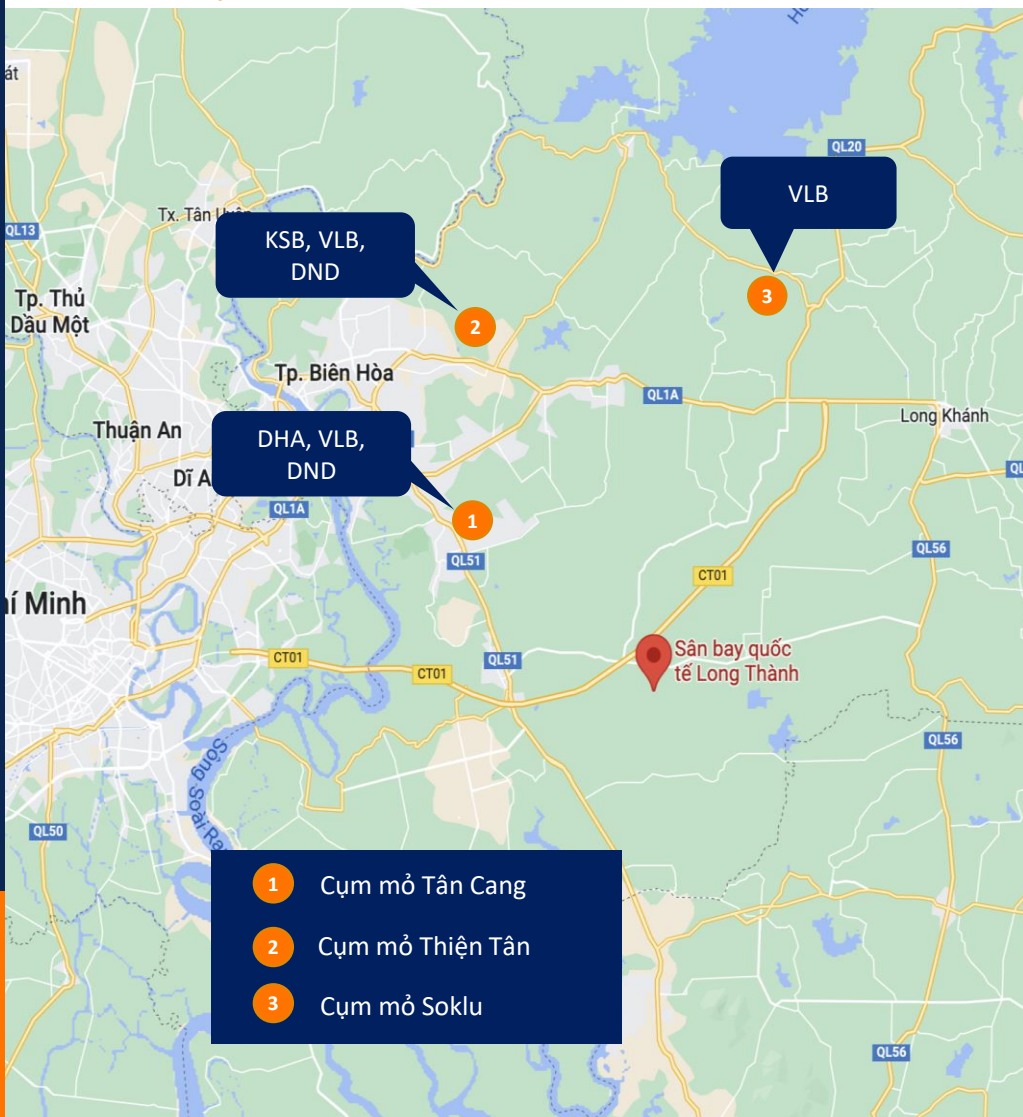
### Cao tốc Bắc – Nam (GD2) và Sân bay Long Thành là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới

Sau một năm Quốc hội phê duyệt chủ trương thực hiện dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2021-2025, ngày 1/1/2023 tới, Bộ Giao thông Vận tải sẽ khởi công đồng loạt 12 dự án thành phần. Tổng giá trị đầu tư là 147.000 tỷ với tổng chiều dài là 723km.

Theo như chúng tôi ước tính, với 723km cao tốc dự tính cần 20 triệu m3 đá. Như vậy, khi các dự án này được triển khai sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp đá ở Việt Nam.



### B. ĐÁ XÂY DỰNG



Cao tốc Bắc – Nam (GD2) và Sân bay Long Thành là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới

#### Sân bay Long Thành



Diện tích: 5000 m<sup>2</sup>



4 nhà ga



4 đường băng



3 giai đoạn xây

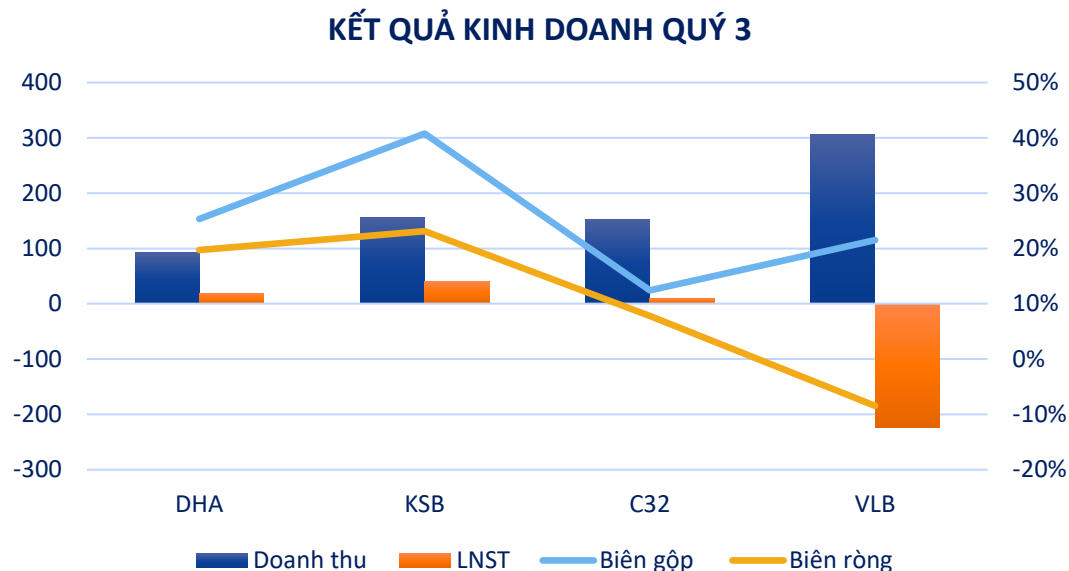
Giai đoạn 1 sân bay Long Thành bắt đầu khởi công từ năm 2021, tổng giá trị đầu tư là 109 nghìn tỷ.

Do chi phí vận chuyển chiếm phần lớn nên những mỏ đá ở gần sẽ có lợi thế lớn. Có 3 cùm mỏ đá có vị trí thuận lợi với sân bay Long Thành đó là **cùm mỏ Tân Cang (cách 20 – 25km), cùm mỏ Thiện Tân (cách 40 – 45km), cùm mỏ Soklu (40 – 45km):**

- Tại cùm mỏ Tân Cang, có 3 doanh nghiệp niêm yết sở hữu là DHA ( mỏ Tân Cang 3 công suất 450.000 m<sup>3</sup>/năm), VLB ( mỏ Tân Cang 1 công suất 1,5 triệu m<sup>3</sup>/năm), DND (mỏ Tân Cang 5 công suất 818.000 m<sup>3</sup>/năm).
- Tại cùm mỏ Thiện Tân, có 3 doanh nghiệp sở hữu là KSB, VLB, DND.
- Tại cùm mỏ Soklu, có VLB là doanh nghiệp hiện đang sở hữu 2 mỏ đá là Soklu 2 và Soklu 5 với tổng công suất là 900.000 m<sup>3</sup>/năm.

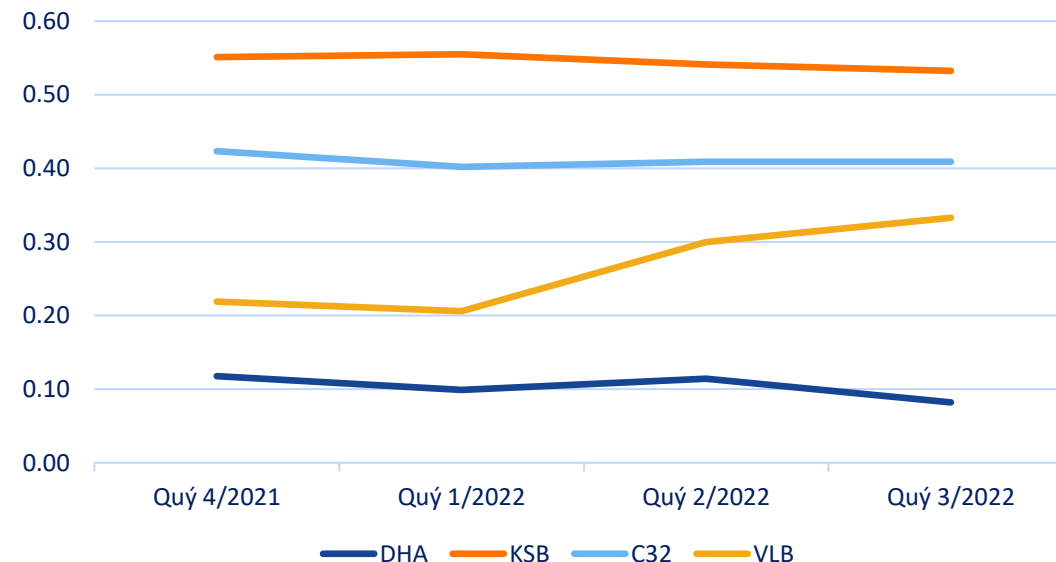
**B. ĐÁ XÂY DỰNG**

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU**



- **KSB là doanh nghiệp trong ngành có biên gộp cao nhất** do KSB mở rộng hoạt động kinh doanh sang các mảng khác là bất động sản khu công nghiệp có biên lợi nhuận cao.
- Trong quý 3/2022, **mặc dù VLB đạt doanh thu cao nhất nhưng lợi nhuận sau thuế lỗ** do phải nộp bổ sung tiền cấp quyền khai thác khoáng sản giai đoạn 2014-2021 hơn 270 tỷ đồng.

**TỔNG NỢ/TỔNG TÀI SẢN**



- Trong các doanh nghiệp DHA là doanh nghiệp có tỷ lệ vay nợ thấp nhất khi tỷ lệ TTS/VCSH chỉ ở quanh 0,1, hầu như là nợ vay ngắn hạn và không có nợ vay dài hạn, nên không phải chịu áp lực lãi vay.
- Ngược lại, **KSB có tỷ lệ vay lớn** khi tỷ lệ TTS/VCSH lớn hơn 0,5. Nguyên nhân do KSB mở rộng sang nhiều mảng hoạt động kinh doanh khác là bất động sản KCN, gây gánh nặng lãi vay.

**B. ĐÁ XÂY DỰNG**

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU**

Mã cổ phiếu	DT (tỷ)	LNST (tỷ)	Biên gộp	Biên ròng	Giải thích kết quả kinh doanh	Dự phóng KQKD 2022	Dự phóng KQKD 2023	Định giá 2023
KSB	155,96 (+93% yoy)	40,6 (-16% yoy)	32,5%	26%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu tăng mạnh so với nền thấp của năm 2021 là giai đoạn bùng dịch. Tuy nhiên, doanh thu quý 3 của KSB giảm so với quý 1 và 2.</li> <li>Lợi nhuận quý 3 giảm 16% so với cùng kỳ nguyên nhân do doanh thu từ hoạt động tài chính giảm và chi phí tài chính tăng. Điểm tích cực là lợi nhuận gộp tăng 21 tỷ.</li> </ul>	<b>DT: 830 tỷ</b> (-6,1 %yoy) <b>LNST: 167 tỷ</b> (-33,7%yoy) <b>EPSfw: 2.188 VNĐ</b> (-36%yoy)	<b>DT: 1.180 nghìn tỷ</b> (+40%yoy) <b>LNST: 190 tỷ</b> (+13,7%yoy) <b>EPSfw: 2.490 VNĐ</b> (+11,2%yoy)	<b>24.000 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Theo dõi</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Theo dõi</b>
DHA	92 (+37% yoy)	19,1 (+11,7% yoy)	26,6%	20,6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu quý 3 tăng so với cùng kỳ do sản lượng đá bán ra tăng hơn 122 nghìn m3 đá các loại.</li> <li>DHA luôn có cổ tức đều đặn từ 25 – 50% mỗi năm.</li> </ul>	<b>DT: 370 tỷ</b> (+9,7%yoy) <b>LNST: 62 tỷ</b> (-31%yoy) <b>EPSfw: 4078 VNĐ</b> (-49%yoy)	<b>DT: 408 tỷ</b> (+10,2%yoy) <b>LNST: 92 tỷ</b> (+48%) <b>EPSfw: 6084 VNĐ</b> (+49%yoy)	<b>43.200 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Theo dõi</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Mua</b>

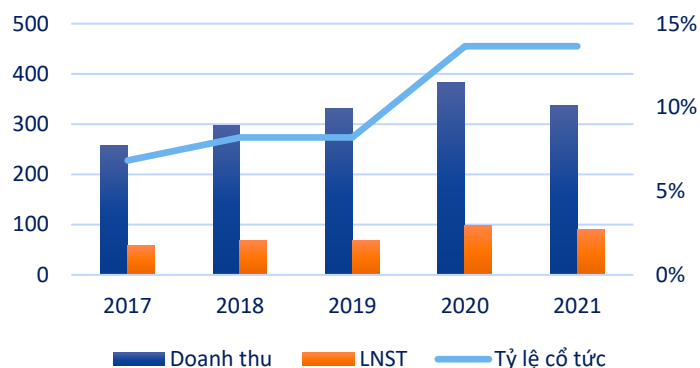
### B. ĐÁ XÂY DỰNG

#### Cổ phiếu tiềm năng

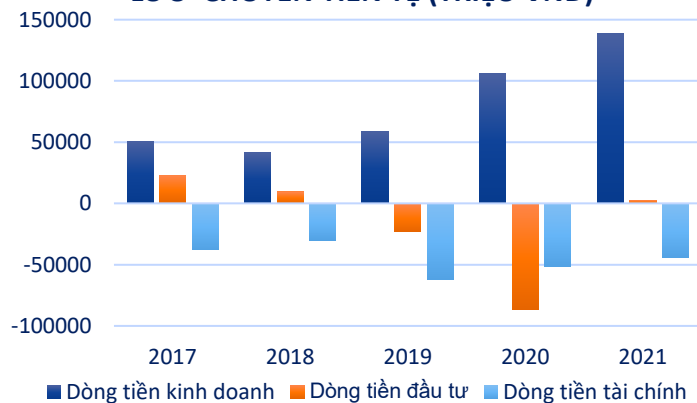
## DHA CÔNG TY CỔ PHẦN HÓA AN

Thị giá vốn	536,77 tỷ
CP tự do	10,01 triệu
EPS	5.028
P/E	7,25

#### KẾT QUẢ KINH DOANH (TỶ VNĐ)



#### LƯU CHUYỀN TIỀN TỆ (TRIỆU VNĐ)



### Kết quả kinh doanh

DHA là doanh nghiệp có kết quả kinh doanh tăng trưởng đều đặn khi mức tăng trưởng doanh thu **CAGR giai đoạn 2017 – 2021 là 14%**. Riêng năm 2022 doanh thu sụt giảm do bị ảnh hưởng bởi dịch Covid 19. 9T2022 DHA lần lượt đạt 271,8 tỷ doanh thu (+16%yoy) và 40 tỷ LNST (-30% yoy). Mặc dù doanh thu tăng trưởng do tăng sản lượng bán nhưng lợi nhuận giảm do DHA phải trích lập dự phòng 20 tỷ khoản đầu tư vào cổ phiếu HPG (giá vốn khoảng 31.000 VNĐ/ cổ phiếu), giá hiện tại của HPG là 20.050 VNĐ.

### Điểm nhấn đầu tư

- Vị trí địa lý các mỏ đá thuận lợi**

Các mỏ đá của DHA đều nằm ở vùng gần những công trình lớn và các tuyến đường trung tâm. Đây là lợi thế mạnh do chi phí vận chuyển chiếm từ 30 – 50% giá thành.

- Dự kiến có thể hoàn nhập dự phòng khoản đầu tư cổ phiếu đã trích lập trong 2023**

Trong 9T2022, DHA đã trích lập 20 tỷ khoản đầu tư HPG, chúng tôi dự kiến DHA có thể tiếp tục trích lập 10 – 20 tỷ trong quý 4. Và chúng tôi kỳ vọng có thể DHA sẽ được hoàn nhập trong năm 2023, khi thị trường chứng khoán Việt Nam diễn biến tích cực hơn so với 2022.

- Doanh nghiệp không có nợ vay**

Đến thời điểm hiện tại, tỷ lệ nợ vay/VCSH đã về 0 trong đó DHA không có cả vay nợ ngắn hạn và vay nợ dài hạn nên ở thời điểm hiện tại DHA không có gánh nặng lãi vay.

- Dòng tiền và tỷ lệ trả cổ tức đều đặn.**

Do nhu cầu ngành đá tăng theo từng năm, hoạt động kinh doanh sản xuất của DHA có khả năng đem lại dòng tiền tăng trưởng đều. Với dòng tiền ổn định, và không cần phải đầu tư thêm máy móc khiến DHA (capex thấp không đáng kể), DHA duy trì tỷ lệ trả cổ tức đều đặn trung bình 3000 – 5000 VNĐ/cổ phiếu/năm, hấp dẫn hơn so với lãi suất ngân hàng hiện tại khoảng 10%.

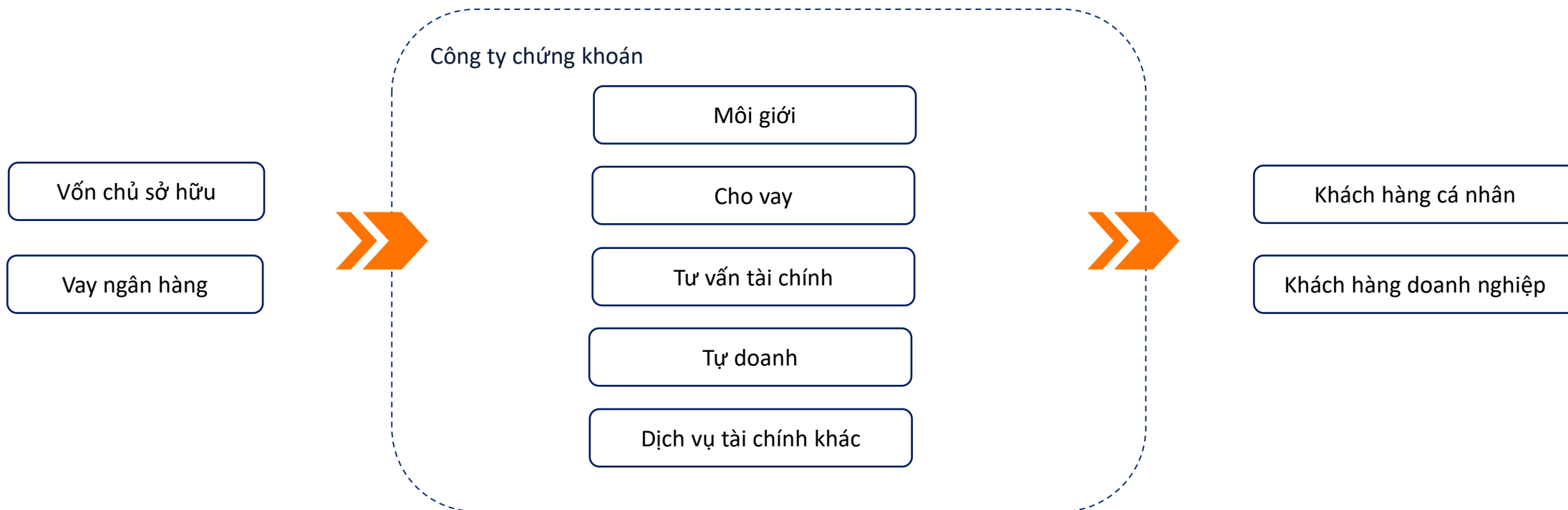
### Định giá

#### Sử dụng phương pháp P/E:

VFS ước tính EPS<sub>fw</sub> 2023 là 6.100 VNĐ, dùng P/E hợp lý là 7. Đưa ra mức giá dự phóng là **43.000 VNĐ**.

C. CHỨNG KHOÁN

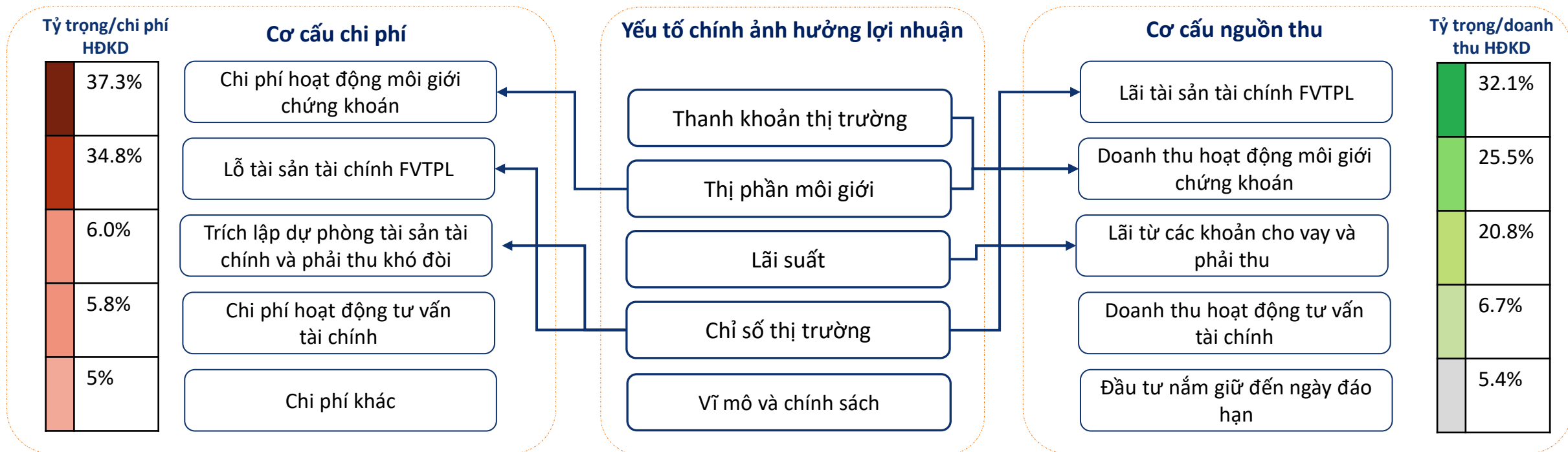
Chuỗi giá trị ngành chứng khoán



**C. CHỨNG KHOÁN**

Cơ cấu tài chính ngành chứng khoán

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

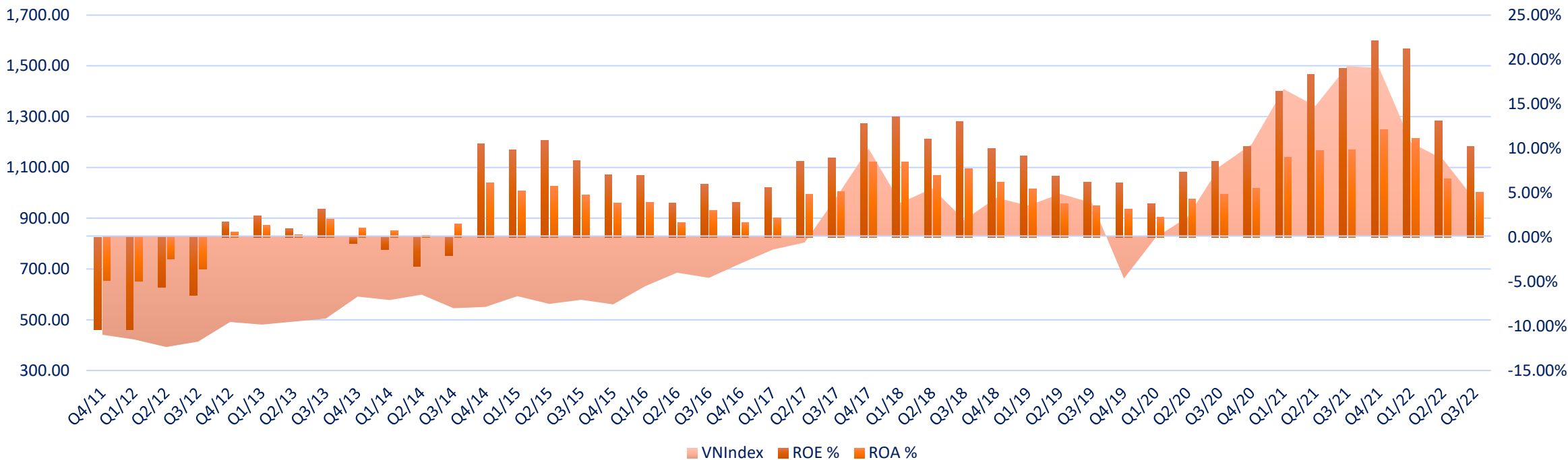


\*Thống kê dựa trên báo cáo tài chính thường niên 2015-2021 của các công ty chứng khoán trên sàn HSX và HNX, trừ doanh nghiệp hạn chế giao dịch.

**C. CHỨNG KHOÁN**

Hiệu quả hoạt động ngành chứng khoán có độ trễ so với thị trường chung

**TƯƠNG QUAN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG NGÀNH CHỨNG KHOÁN**



Các giai đoạn hạch toán lợi nhuận **hiệu quả nhất** của các công ty chứng khoán rơi vào **giai đoạn cuối của chu kỳ tăng giá** của thị trường.

Ngược lại, khi ROE và ROE của các công ty chứng khoán sụt giảm mạnh thường đồng pha với vùng **chân sóng tăng giá**.

↳ Các công ty chứng khoán đang rơi vào giai đoạn hiệu quả hoạt động kém, nhưng cũng là cơ hội để bắt đầu một chu kỳ tăng mới.

### C. CHỨNG KHOÁN

Độ tương quan của cổ phiếu chứng khoán và thị trường chung rất cao



Chỉ số giá của ngành chứng khoán có **độ tương quan rất cao** với chỉ số VNIndex (87%). Hệ số beta (6 tháng) của ngành chứng khoán là 1.8 lần.

- Trong nhịp hồi phục của thị trường, nhóm cổ phiếu chứng khoán sẽ **có xu hướng hồi phục cùng thị trường chung** bất kể triển vọng ngành.
- Trong đó lượng cổ phiếu chứng khoán có P/B dưới 0.5 sẽ có khả năng hồi phục cao hơn.

### GIÁ ĐÓNG CỬA NGÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ VNINDEX





### C. CHỨNG KHOÁN

Xác định vùng định giá hấp dẫn cho đầu tư dài hạn

#### Thống kê cho thấy P/B ngành chứng khoán:

- Thường tạo đáy và bật tăng mạnh khi giảm quá ngưỡng 0.7.
- Tăng lên mức 2-3 ở đỉnh chu kỳ tăng giá.
- Thấp nhất từ 2009 là mức 0.59 trong tháng 3/22.
- Đáy gần nhất bật từ mức 0.79 ngày 15/11.
- Biên dao động tích lũy của P/B ngành là 1 +/- 0.1

#### Thống kê cho thấy P/B VNIndex:

- Thường tạo đáy và bật tăng mạnh khi giảm quá ngưỡng 1.5.
- Tăng lên mức 3-3.2 ở đỉnh chu kỳ tăng giá.
- Thấp nhất từ 2009 là mức 1.2 trong tháng 01/12.
- Đáy gần nhất bật từ mức 1.47 ngày 15/11.
- Biên dao động tích lũy của P/B VNIndex là 1.5 +/- 0.2

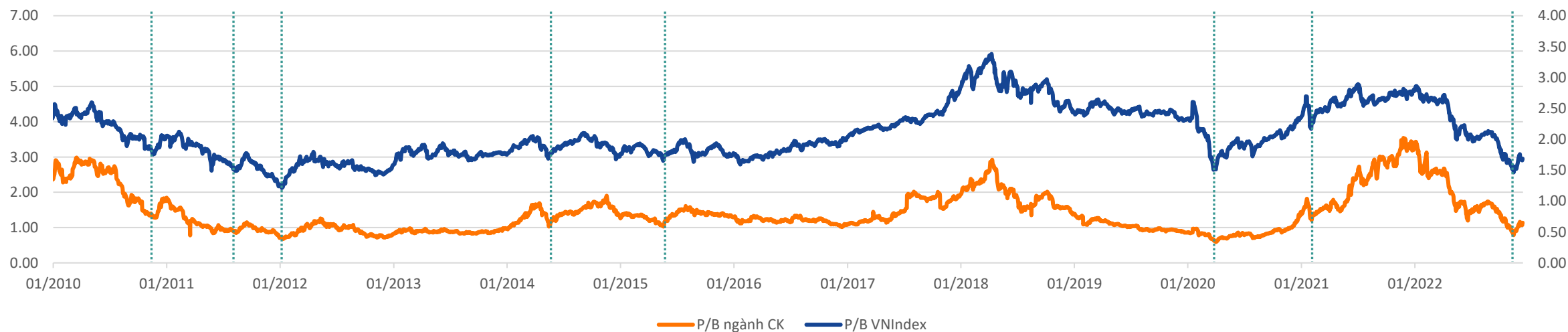
Ngành chứng khoán đang ở vùng hấp dẫn cho đầu tư dài hạn khi:

**P/B ngành dưới 1.1**

**P/B VNIndex dưới 1.7**

Trong đó các vùng giá khi P/B ngành dưới 0.7 là cực kỳ hấp dẫn.

**P/B NGÀNH CHỨNG KHOÁN VÀ P/B VNINDEX**



### C. CHỨNG KHOÁN

Triển vọng và dự phóng

#### Dự phóng cả năm 2022 tăng trưởng lợi nhuận âm 144%

Chênh lệch lợi nhuận ròng ngành chứng khoán có thể giảm 5,600 tỷ so với 2021 do nhiều yếu tố bất lợi về mặt thị trường và vĩ mô.

#### Dự báo năm 2023 tăng trưởng lợi nhuận đạt 70% do nền 2022 thấp

Tuy năm 2023 dự báo tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận dương, tương đương chênh lệch lợi nhuận ròng tăng gần 4,000 tỷ so với 2022.

#### Ngành chứng khoán đang ở chu kỳ kém hiệu quả trong năm 2022-2023

Giai đoạn hiệu quả cao nhất của ngành chứng khoán thường rơi vào cuối chu kỳ tăng giá của VNIndex.

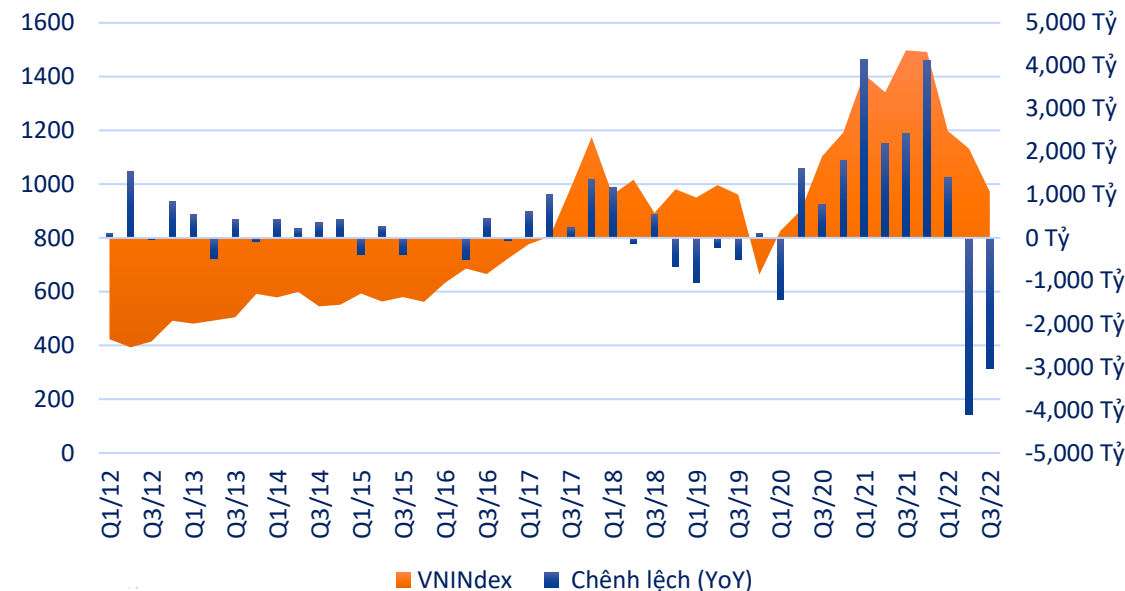
↳ Trong điều kiện thuận lợi, chu kỳ tăng mới có thể bắt đầu từ giữa năm 2023 nhưng sẽ chưa đạt đỉnh hiệu suất cho đến cuối chu kỳ tăng.

#### Cần có các yếu tố thay đổi lớn về mặt vĩ mô để đưa ngành chứng khoán vào chu kỳ tăng mới

Khả năng đột phá của ngành chứng khoán sẽ xuất hiện khi có các yếu tố vĩ mô thuận lợi ảnh hưởng đến dòng tiền liên thị trường:

- Áp lực ngoại tệ giảm.
- Lãi suất điều hành giảm.
- Room tín dụng nới lỏng.
- Lạm phát thấp.

### TĂNG TRƯỞNG LỢI NHUẬN RÒNG TRƯỚC THUẾ



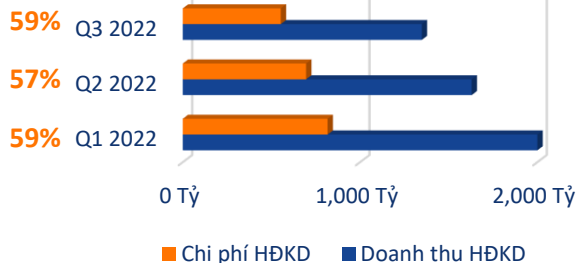
Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro; Wichart

### C. CHỨNG KHOÁN

#### CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU

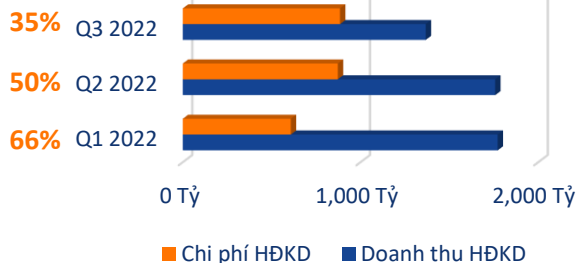
##### SSI

###### Biên LN HĐKD



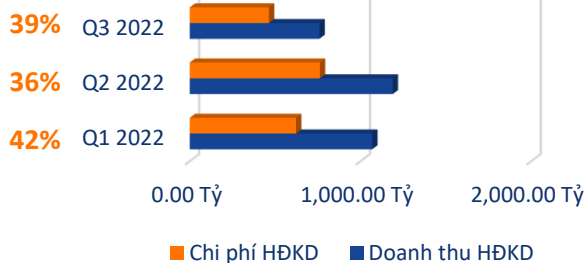
##### VND

###### Biên LN HĐKD

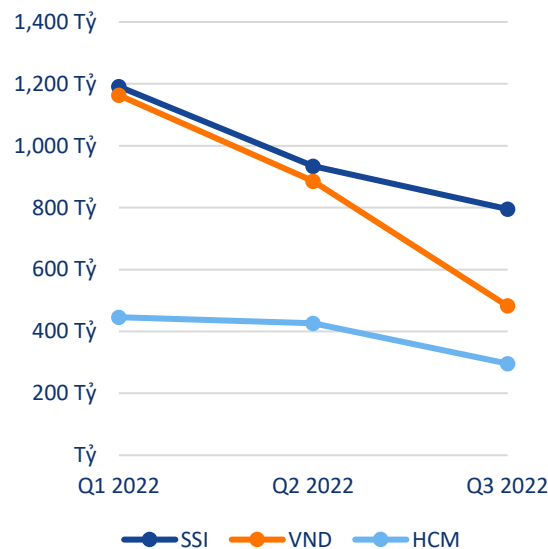


##### HCM

###### Biên LN HĐKD



#### LN GỘP 9 THÁNG ĐẦU NĂM

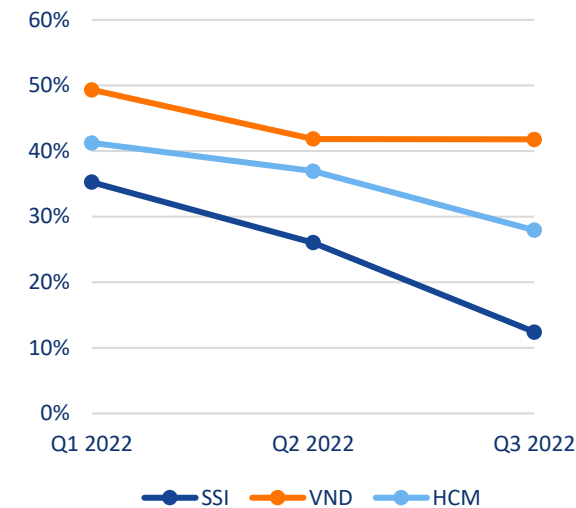


Lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2022 có xu hướng giảm, trong đó:

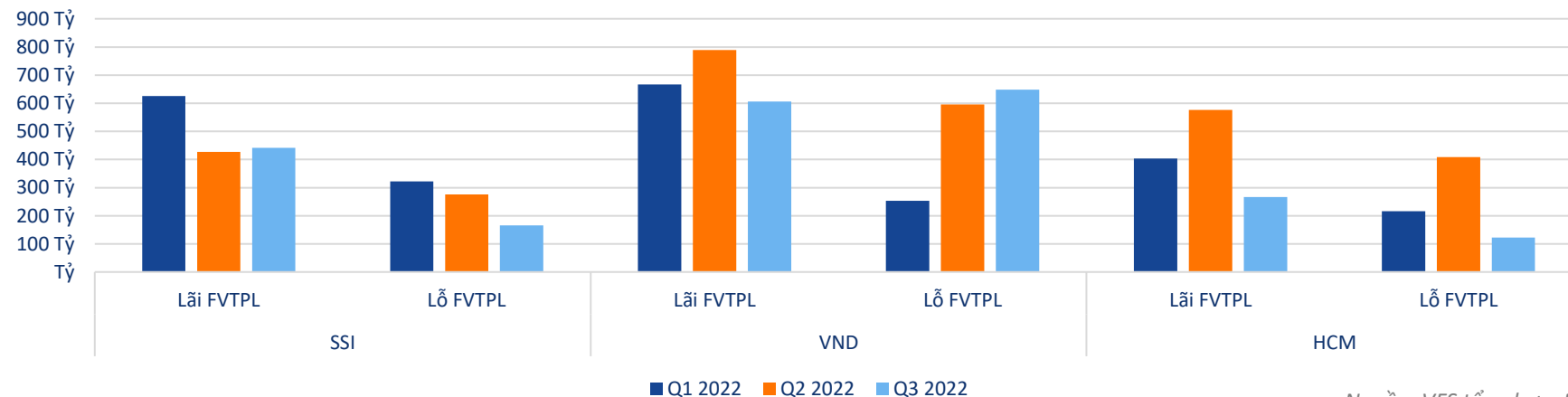
- Một số doanh nghiệp có biên lợi nhuận HĐKD giảm mạnh nhất hầu hết do lãi FVTPL giảm mạnh và lỗ FVTPL tăng mạnh: FTS, VND, VCI...
- SSI có biên lợi nhuận mảng môi giới chứng khoán thấp ở mức 12%, nhưng biên lợi nhuận HĐKD 9 tháng đầu năm vẫn ổn định ở mức cao 57%-59%

↳ Trong thị trường giảm mạnh, các công ty chứng khoán kiểm soát tốt lãi/lỗ FVTPL có xu hướng giữ biên lợi nhuận ổn định hơn.

#### BIÊN LỢI NHUẬN MẢNG MÔI GIỚI CHỨNG KHOÁN



#### LÃI LỖ TÀI SẢN TÀI CHÍNH FVTPL



**C. CHỨNG KHOÁN**

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU**

Mã cổ phiếu	DT (tỷ)	LNST (tỷ)	Biên gộp	Biên ròng	Giải trình kết quả kinh doanh	Dự phóng KQKD 2022	Dự phóng KQKD 2023	Định giá 2023
VND	1,366.61 (-15% YoY)	42.34 (-92.89% YoY)	35.3%	3.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sự đảo chiều của thị trường đã kéo lùi kết quả kinh doanh của các công ty chứng khoán với vai trò là thành viên cung cấp dịch vụ.</li> </ul>	<b>DT: 5,384 tỷ</b> (-9% yoy) <b>LNST: 1,384 tỷ</b> (-42% yoy) <b>EPSfw: 1,417 VNĐ</b> (-74% yoy)	<b>DT: 4,307 tỷ</b> (-20% yoy) <b>LNST: 1,678 tỷ</b> (+21% yoy) <b>EPSfw: 1,379 VNĐ</b> (-3% yoy)	<b>14,500 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Theo dõi</b> Mục tiêu trung hạn: <b>Theo dõi</b>
SSI	1,347.97 (-22.89% YoY)	336.34 (-50.75% YoY)	59%	25%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kết quả kinh doanh đi lùi, trong khi phần lớn công ty chứng khoán tham gia làn sóng tăng vốn mạnh mẽ của ngành trong 2 năm trước, khiến cổ phiếu chứng khoán chịu áp lực pha loãng lớn.</li> </ul>	<b>DT: 5,483 tỷ</b> (-10% yoy) <b>LNST: 1,610 tỷ</b> (-40% yoy) <b>EPSfw: 1,758 VNĐ</b> (-49%yoy)	<b>DT: 5,208 tỷ</b> (-16% YoY) <b>LNST: 2,094 tỷ</b> (+30% yoy) <b>EPSfw: 1,345 VNĐ</b> (+31% yoy)	<b>15,600 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Theo dõi</b> Mục tiêu trung hạn: <b>Theo dõi</b>
HCM	758.98 (-30.6% YoY)	165.09 (-48.2% YoY)	39%	21.75%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kết quả kinh doanh đi lùi, trong khi phần lớn công ty chứng khoán tham gia làn sóng tăng vốn mạnh mẽ của ngành trong 2 năm trước, khiến cổ phiếu chứng khoán chịu áp lực pha loãng lớn.</li> </ul>	<b>DT: 3,165 tỷ</b> (-29% yoy) <b>LNST: 799 tỷ</b> (-30% yoy) <b>EPSfw: 2186 VNĐ</b> (-13% yoy)	<b>DT: 2,532 tỷ</b> (-20% YoY) <b>LNST: 1,139 tỷ</b> (+42% yoy) <b>EPSfw: 2492 VNĐ</b> (+14% yoy)	<b>26,000 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Theo dõi</b> Mục tiêu trung hạn: <b>Mua</b>

### D. XĂNG DẦU

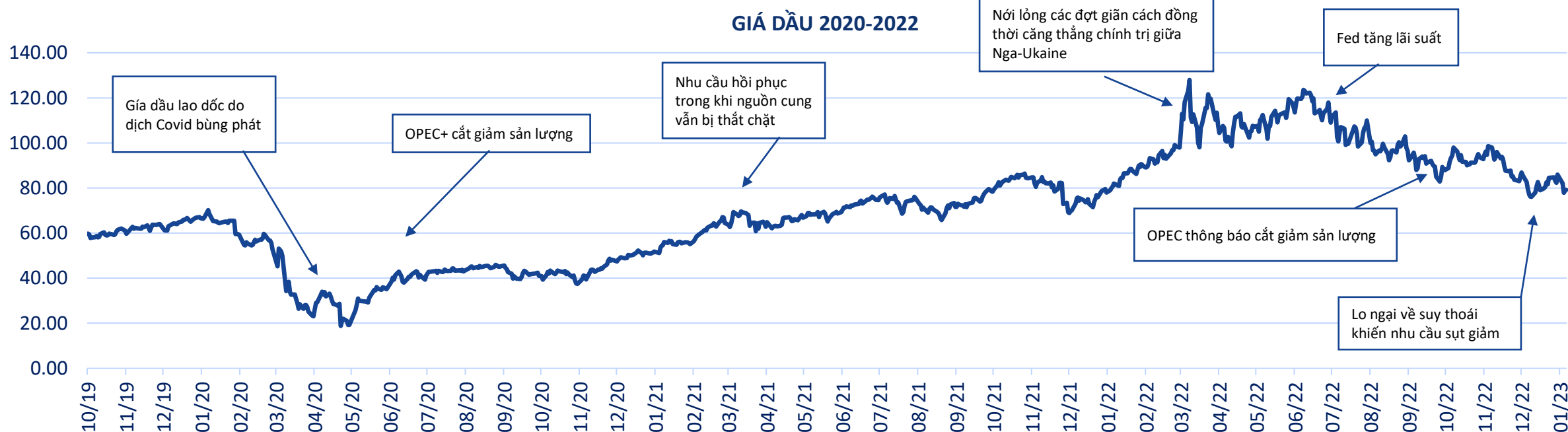
#### Tổng quan ngành dầu khí

Ngành dầu khí được kì vọng sẽ tăng trưởng trong năm 2023 nhờ:

- Giá dầu được dự báo duy trì ở mức 89 USD/thùng nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại và nguồn cung suy yếu do Nga cắt giảm sản lượng đồng thời các nước OPEC gặp khó khăn trong việc nâng sản lượng.
- Luật dầu khí sửa đổi thúc đẩy các dự án đầu tư trong dài hạn.
- Các ngân hàng trung ương sẽ áp dụng chính sách tiền tệ nới lỏng để phục hồi kinh tế.

Rủi ro:

- Suy thoái kinh tế có thể làm giảm nhu cầu tiêu thụ dầu.
- Số ca mắc Covid bùng phát tại Trung Quốc có thể đe dọa khả năng phục hồi của giá dầu.



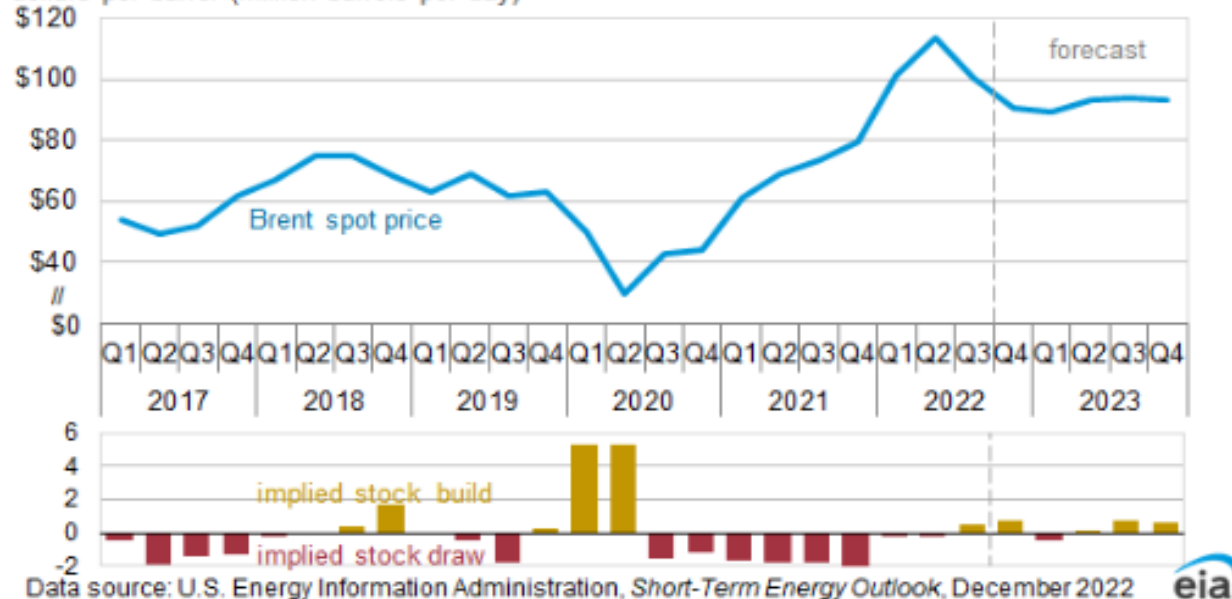
### D. XĂNG DẦU

Nguồn cung thắt chặt, nhu cầu tăng trưởng

**Nguồn cung** bị ảnh hưởng bởi lệnh cấm của EU đối với Nga trong khi đó tồn kho SPR thấp và mức đầu tư thấp.

- Nguồn cung của Nga dự báo giảm trong năm 2023: Theo IEA, sản lượng dầu của Nga dự kiến sẽ giảm 1,4 triệu thùng/ngày vào năm 2023 sau khi lệnh cấm vận của EU lên đầu thô của Nga xuất khẩu bằng đường biển có hiệu lực.
- Mỹ ngưng xả kho SPR: Mỹ bắt đầu dự trữ trở lại sau đợt xả kho để ổn định giá dầu
- Đầu tư thượng nguồn trên thế giới vẫn ở mức thấp sau đại dịch

**Brent crude oil spot price and global inventory changes**  
dollars per barrel (million barrels per day)



Trong khi đó **nhu cầu** được dự báo tăng trưởng nhờ việc Trung Quốc mở cửa trở lại, các lệnh hạn chế được nới lỏng khiến nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu gia tăng

- Theo EIA, nhu cầu dầu thế giới sẽ tăng 1,7 triệu thùng/ ngày vào năm 2023. Trong đó Trung Quốc chiếm 0,81 triệu thùng/ ngày.
- Từ đầu tháng 12 TQ đã cho phép các hãng hàng không Việt Nam khai thác các đường bay thường lệ đến/đi với tần suất 15 chuyến/tuần thay vì 2 chuyến/tuần trong thời gian vừa qua, kéo theo nhu cầu nhiên liệu giá tăng.

STT	Tổ chức	Giá dầu (USD/ thùng)
1	EIA	95,3
2	Reuter	95,7
3	Bloomberg	98
4	World bank	92
5	Goldman Sachs	110

### D. XĂNG DẦU

Luật dầu khí sửa đổi hỗ trợ đầu tư các dự án trung và thượng nguồn



Việc thông qua Luật Dầu khí sửa đổi, với 3 sự thay đổi chính bao gồm:

- Nâng thời hạn hợp đồng lên 30 năm từ 25 năm
- Gia tăng các ưu đãi về thuế để khuyến khích đầu tư, đặc biệt là các dự án đặc biệt
- Tháo gỡ các nút thắt pháp lý liên quan đến cơ sở hạ tầng, kế toán,.. sẽ giúp khuyến khích các nguồn vốn nước ngoài đầu tư các dự án bị đình trệ kéo dài do hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trầm lắng.

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động E&P sẽ được thúc đẩy khi các quyền và nghĩa vụ trong việc quyết định quy trình của các dự án Dầu khí được làm rõ. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy những chuyển động tích cực từ đó có thể kỳ vọng các dự án sớm được khởi công trong thời gian tới.

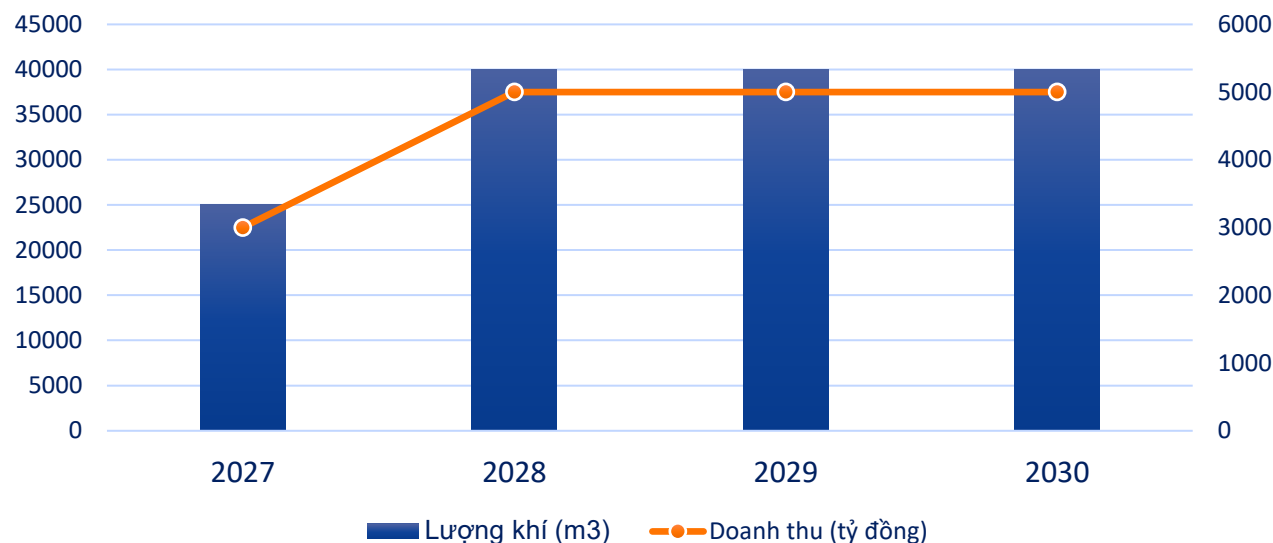


**Dự án Lô B Ô Môn dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp trung nguồn và thượng nguồn**

Việc phê duyệt chủ trương đầu tư Dự án Nhiệt điện Ô Môn III trong quý III/2022 đã gỡ xong nút thắt của dự án này sau khoảng 3 năm chờ đợi việc thẩm định và xác định thẩm quyền ra quyết định của các cơ quan nhà nước do có liên quan tới nguồn vốn ODA để triển khai.

Tổng vốn đầu tư	10 tỷ USD
Chi tiết dự án	
Phát triển mỏ	6,8 tỷ USD
46 giàn dầu giếng	PVD, PVC, PVS
1 nhà giàn	PVS
1 tàu FSO	PVS
750 giếng khai thác	PVD, PVC, PVS
Phát triển đường ống	1,2 tỷ USD
431 km đường ống dẫn	PVS, PVB
Khác	2 tỷ USD
<b>Tình trạng hiện tại</b>	Chờ đợi FID
<b>Thời gian dự kiến triển khai</b>	2025
<b>Thời gian dự kiến cho dòng khí đầu tiên</b>	2027

**LƯỢNG KHÍ VÀ DOANH THU DỰ KIẾN ĐƯỢC BỔ SUNG TỪ LÔ B**



**D. XĂNG DẦU**

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU**

Mã cổ phiếu	DT (tỷ)	LNST (tỷ)	Biên góp	Biên ròng	Giải thích kết quả kinh doanh	Dự phóng KQKD 2022	Dự phóng KQKD 2023	Định giá 2023
PVS	11.082 (+14,8% yoy)	415 (-19,8% yoy)	4,8%	3,7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu tăng trưởng nhờ đóng góp cao hơn của mảng M&amp;C (+16,5% svck), đến từ các dự án EPC đã giành được trong nửa cuối 2021</li> <li>LNST 9T22 tăng trưởng âm do giá vốn tăng cao và chi phí QLDN tăng 9,1% yoy</li> </ul>	<b>DT: 15.658,32 tỷ</b> (+9,9% yoy) <b>LNST: 503 tỷ</b> (-16,45% yoy) <b>EPSfw: 1.052 VNĐ</b> (-16,45%yoy)	<b>DT: 18.789,98 tỷ</b> (+20% yoy) <b>LNST: 939,4 tỷ</b> (+38,5% yoy) <b>EPSfw: 1.964 VNĐ</b> (+38,5% yoy)	<b>32.000 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Mua</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Mua</b>
PVD	3.901 (+46,3% yoy)	-200,44 tỷ	8%	-5,14%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Doanh thu đến từ sự hồi phục của mảng khoan. Mảng giàn khoan đã được tái khởi động tại các thị trường nước ngoài và kín lịch làm việc trong năm 2022.</li> <li>Tuy nhiên chi phí lãi vay tăng mạnh 65% yoy và lỗ tỷ giá gấp gần 6 lần đã bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp.</li> </ul>	<b>DT: 5.253,21 tỷ</b> (+30,91% yoy) <b>LNST: -180 tỷ</b> <b>EPSfw: -323 VNĐ</b>	<b>DT: 6.805,77 tỷ</b> (+30% yoy) <b>LNST: 410 tỷ</b> <b>EPSfw: 737,6 VNĐ</b>	<b>29.000 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Mua</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Mua</b>



**D. XĂNG DẦU**

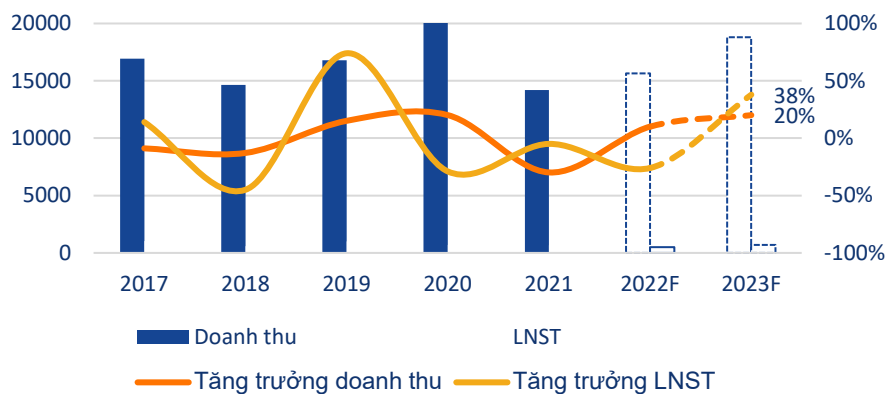
**Cổ phiếu tiềm năng**

**PVS**

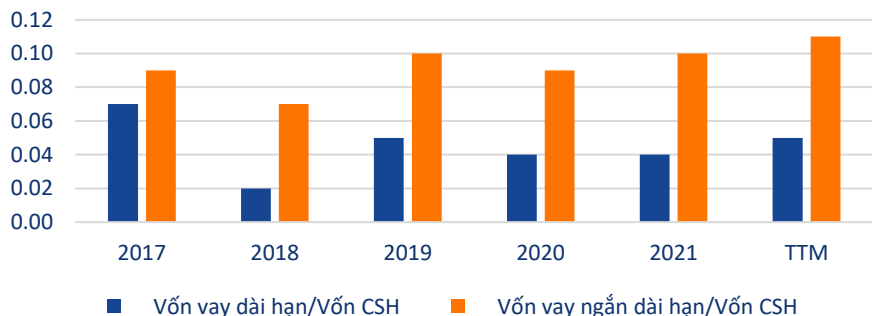
**Tổng CTCP Dịch vụ kỹ thuật dầu khí Việt Nam**

Thị giá vốn	11136,61 tỷ
CP tự do	189,45 triệu
EPS	1.055
P/E	22,09

**Kết quả doanh thu của PVS**



**Tình hình tài chính của doanh nghiệp lành mạnh khi cơ cấu nợ vay trong nguồn vốn luôn duy trì ở mức thấp**



**Kết quả kinh doanh**

9T.2022 PVS ghi nhận doanh thu đạt 11.082 tỷ đồng (+14,8%yoy) chủ yếu nhờ đóng góp cao hơn của mảng M&C đến từ các dự án EPC đã giành được trong nửa cuối 2021. Tuy nhiên, LNST 9T22 đạt 415 tỷ đồng (-19,8%yoy) do (1) biên LN gộp mảng M&C sụt giảm (-3,1 điểm % yoy) bởi giá vốn tăng cao và (2) chi phí QLDN tăng 9,1%yoy.

**Điểm nhấn đầu tư**

- **Doanh nghiệp hàng đầu** trong lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật dầu khí.
- **Giá dầu** được dự báo duy trì ở mức cao trong năm 2023.
- **Luật dầu khí sửa đổi** được thông qua sẽ giúp thúc đẩy lĩnh vực khai thác và thăm dò hoạt động sôi nổi trong những năm tới.
- Công ty sẽ được hưởng lợi nhờ các **dự án lớn** như Lô B-Ô Môn, dự án Nam Du- U Minh, dự án Cá Voi Xanh và các dự án điện gió ngoài khơi.

**Định giá**

Ước tính cả năm 2022, PVS sẽ ghi nhận 15.658,32 tỷ đồng doanh thu và 503 tỷ đồng LNST, lần lượt tăng trưởng mạnh 9,9% và -16,45% yoy do biên lợi nhuận gộp mảng M&C sụt giảm. Ước tính năm 2023, PVS sẽ ghi nhận 18.789,98 tỷ đồng doanh thu (+20% YoY) và 939,4 tỷ đồng LNST (+38,5% YoY) nhờ các hoạt động thăm dò và khai thác khí diễn ra sôi nổi. Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **32.000 VND**.

### E. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Nhu cầu thuê vượt nguồn cung, ngành BĐS KCN có tiềm năng lớn

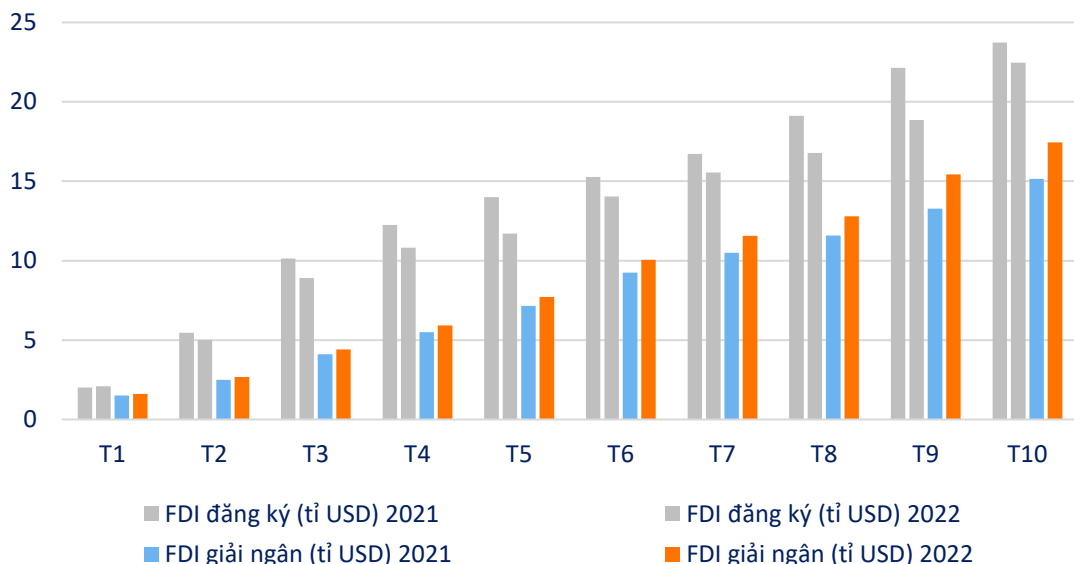


**Nhu cầu thuê bất động sản KCN duy trì ở mức cao**

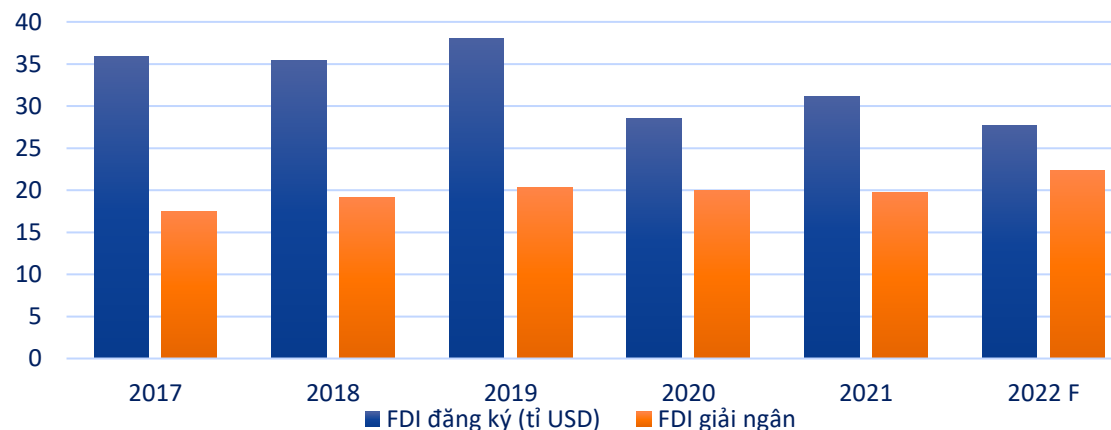
Mặc dù nguồn vốn FDI đăng ký vào Việt Nam bị ảnh hưởng khi tình hình vĩ mô bất ổn, **vốn FDI thực hiện vẫn đạt mức kỷ lục 17,45 tỉ USD trong 10 tháng đầu năm 2022 (+15% yoy)**, cho thấy niềm tin mạnh mẽ vào thị trường Việt Nam trong bối cảnh sự chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu vẫn diễn ra.

Trong đó, 58% nguồn vốn FDI tập trung vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo, tương ứng với việc nhu cầu thuê BĐS KCN luôn ở mức cao.

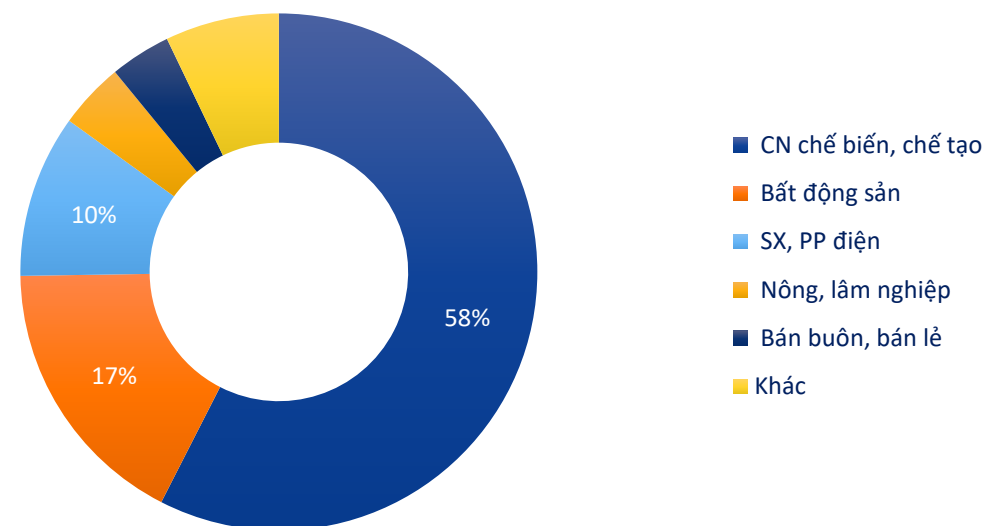
**FDI THEO THÁNG**



**VỐN ĐẦU TƯ (FDI) TẠI VIỆT NAM**



**TỶ TRỌNG PHÂN BỐ FDI VÀO CÁC NGÀNH**



Nguồn: VFS tổng hợp; Fiinpro

**E. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP**

Nhu cầu thuê vượt nguồn cung, ngành BĐS KCN có tiềm năng lớn



**Nguồn cung bất động sản KCN còn rất hạn chế**

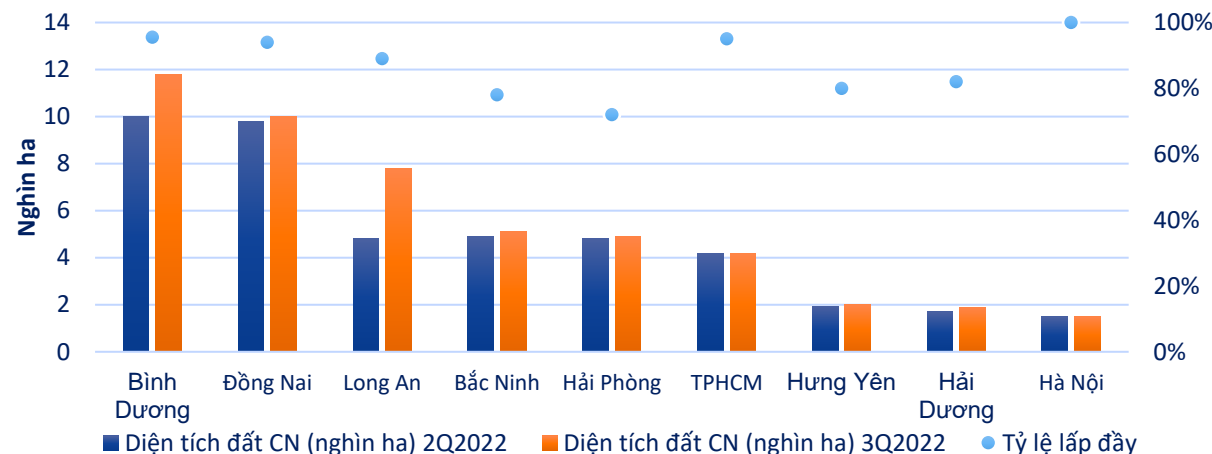
**Quỹ đất công nghiệp có thể cho thuê phát triển chậm trong 6 tháng vừa qua.** Mức tăng trưởng trung bình chỉ đạt hơn 10% và phần lớn các địa phương đều có mức tăng trưởng dưới 5%. Ngoài ra, quỹ đất tăng thêm chỉ diễn ra cục bộ, chủ yếu nằm tại các thủ phủ KCN như Bình Dương, Long An, Hải Dương.

**Tỷ lệ lấp đầy tại các địa Phương đều ở mức cao,** phần lớn đều trên 80%. Các địa phương có diện tích đất công nghiệp lớn như Bình Dương, Đồng Nai, Long An đều có tỷ lệ lấp đầy trên 90%.

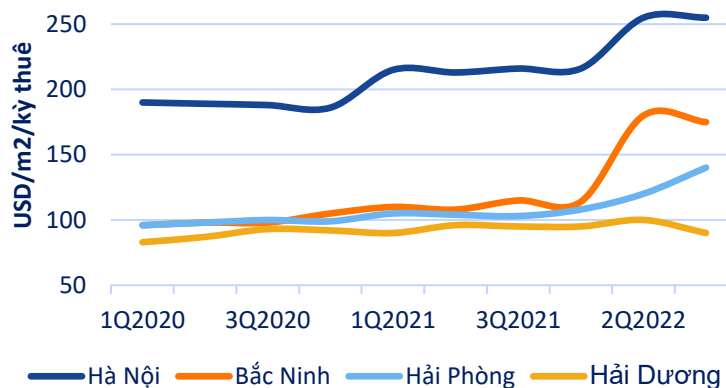


**Giá thuê bất động sản KCN tiếp tục duy trì ở mức cao sau nửa đầu năm tăng trưởng mạnh, cho thấy nguồn cung KCN chưa đáp ứng được nhu cầu thuê**

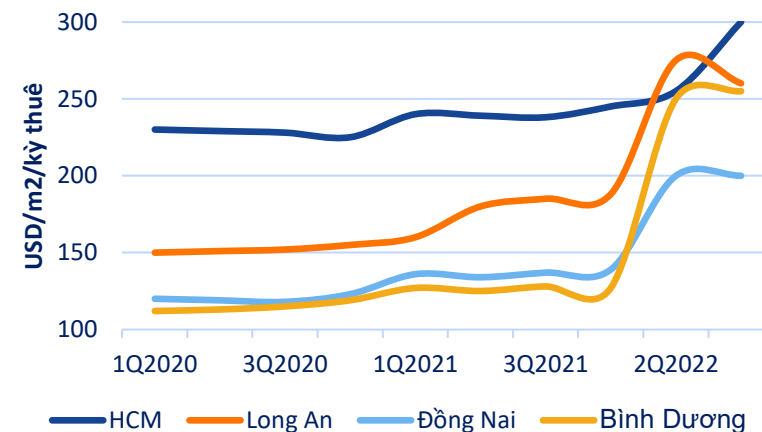
**DIỆN TÍCH ĐẤT KCN VÀ TỶ LỆ LẤP ĐẦY TẠI CÁC ĐỊA PHƯƠNG TRỌNG ĐIỂM**



**GIÁ THUÊ KCN TẠI MỘT SỐ TỈNH MIỀN BẮC**



**GIÁ THUÊ KCN TẠI MỘT SỐ TỈNH MIỀN NAM**



Nguồn: VFS tổng hợp

### E. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Nhu cầu thuê vượt nguồn cung, ngành BĐS KCN có tiềm năng lớn

**Dự báo nhu cầu KCN duy trì ở mức cao với FDI giải ngân cả năm 2022 tăng trưởng 13% yoy**

Ước tính vốn FDI giải ngân cả năm 2022 đạt 22,3 tỉ USD (+13% yoy) bất chấp việc FDI đăng ký sụt ước tính sụt giảm 15% yoy. Việc giải ngân FDI tăng trưởng với tỷ trọng lớn vào công nghiệp chế biến chế tạo tạo ra nhu cầu thuê KCN lớn.

Việt Nam vẫn tiếp tục đối phó với dịch bệnh Covid-19 bằng những biện pháp giãn cách, cách ly sẽ thúc đẩy quá trình chuyển dịch chuỗi cung ứng diễn ra nhanh hơn. Trong đó, Việt Nam là một điểm đến tiềm năng.

**Dự báo nguồn cung KCN khó có thể tăng mạnh trong ngắn hạn**

Mặc dù nhu cầu đầu tư KCN tăng trở lại nhưng trong bối cảnh nguồn vốn huy động của các doanh nghiệp thông qua nợ vay và trái phiếu bị thắt chặt, việc đầu tư mở rộng sẽ gặp nhiều khó khăn.

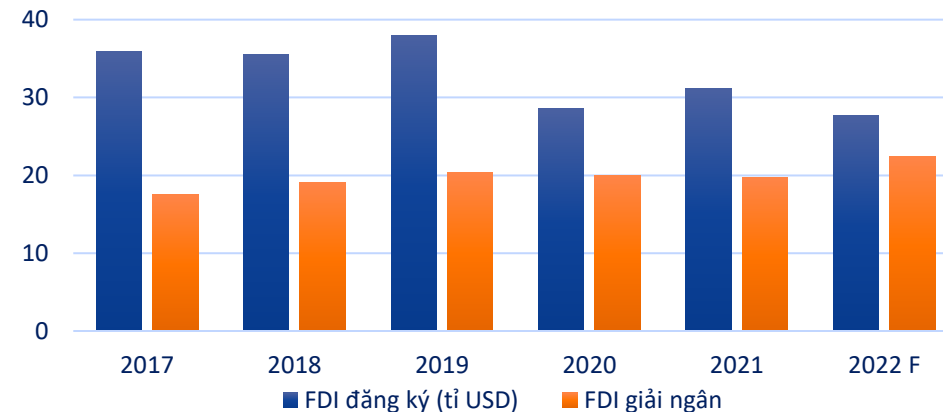
**Giá thuê KCN tiếp tục biến động ở mức cao trong ngắn hạn**

Mặc dù nhu cầu đầu tư KCN tăng trở lại nhưng trong bối cảnh nguồn vốn huy động của các doanh nghiệp thông qua nợ vay và trái phiếu bị thắt chặt, việc đầu tư mở rộng sẽ gặp nhiều khó khăn.

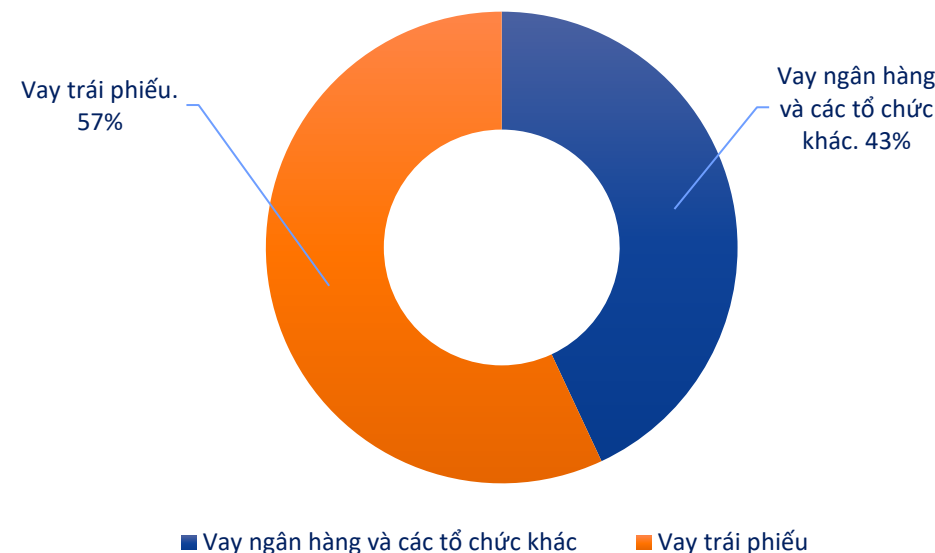
**Rủi ro tiềm ẩn cần lưu ý**

Tình hình vĩ mô chuyển biến kém khả quan hơn và suy thoái kinh tế diễn ra có thể khiến nhu cầu thuê KCN sụt giảm.

**VỐN ĐẦU TƯ (FDI) TẠI VIỆT NAM**



**CƠ CẤU NỢ VAY CỦA CÁC DN LỚN TRONG NGÀNH**



### E. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

#### CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU

Mã cổ phiếu	DT (tỷ)	LNST (tỷ)	Biên gộp	Biên ròng	Giải thích kết quả kinh doanh	Dự phóng KQKD 2022	Dự phóng KQKD 2023	Định giá 2023
BCM	5.628 (+46% yoy)	2.456 (+41% yoy)	44%	22%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Quỹ đất KCN lớn 1000 ha với liên doanh BCM – VSIP tại các thành phố vệ tinh như Bình Dương, Bình Thuận, nơi có mức giá tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2022.</li> <li>Đối tác lớn như Lego đã ký kết hợp tác, đảm bảo đầu ra của dự án KCN.</li> <li>Tình hình tài chính lành mạnh mặc dù nợ vay trái phiếu lớn.</li> </ul>	<b>DT: 9.800 tỷ</b> (+38% yoy) <b>LNST: 2.991 tỷ</b> (+105% yoy) <b>EPSfw: 2.890 VNĐ</b> (+143%yoy)	<b>DT: 10.780 tỷ</b> (+10% yoy) <b>LNST: 4.127 tỷ</b> (+25% yoy) <b>EPSfw: 3.988 VNĐ</b> (+38% yoy)	<b>110.00 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Mua</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Mua</b>
IDC	7.034 (+119% yoy)	2.364 (+337% yoy)	44%	34%	<ul style="list-style-type: none"> <li>IDC đang sở hữu 868ha đất khu công nghiệp sẵn sàng cho thuê tại các địa phương có tiềm năng thu hút FDI và tăng giá cao trong giai đoạn 2022 - 2026.</li> <li>Tỷ lệ nợ vay trong cơ cấu vốn rất thấp cho thấy tình hình tài chính lành mạnh.</li> </ul>	<b>DT: 9.574 tỷ</b> (+123% yoy) <b>LNST: 929 tỷ</b> (+74,1% yoy) <b>EPSfw: 9.502 VNĐ</b> (+528%yoy)	<b>DT: 11.680 tỷ</b> (+22%yoy) <b>LNST: 6.365 tỷ</b> (+103%yoy) <b>EPSfw: 19.298 VNĐ</b> (+103%yoy)	<b>40.000 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Theo dõi</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Theo dõi</b>

### E. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

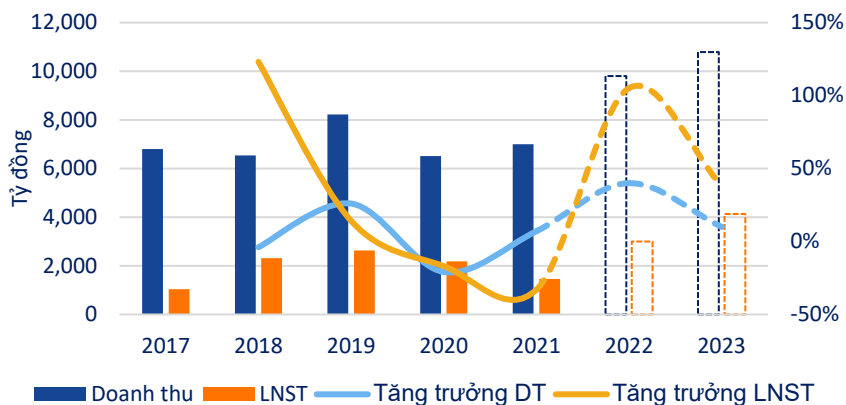
Cổ phiếu tiềm năng

#### BCM

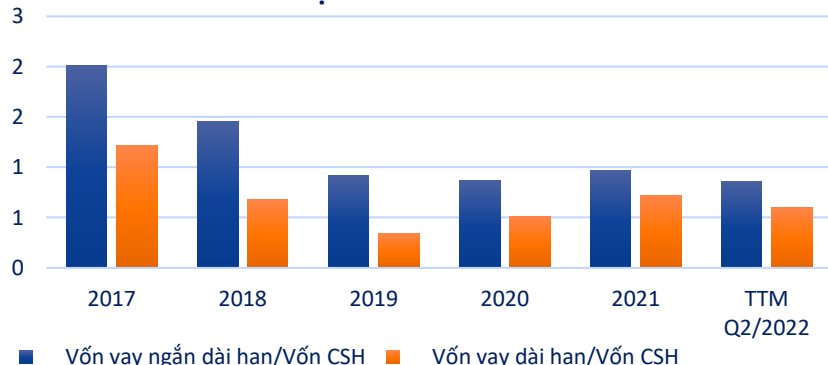
#### CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN CÔNG NGHIỆP

Thị giá vốn	84663,00 tỷ
CP tự do	34,51 triệu
EPS	1.716
P/E	47,68

#### KẾT QUẢ KINH DOANH BCM



#### CƠ CẤU NỢ VAY TRONG NGUỒN VỐN



#### Kết quả kinh doanh

Lũy kế 9 tháng năm 2022, doanh thu của BCM đạt 5.628 tỷ VND (+46% YoY) và LNST đạt 2.456 tỷ VND (+41% YoY). HĐKD tăng trưởng mạnh nhờ nhu cầu thuê đất KCN hồi phục mạnh so với cùng kỳ.

#### Điểm nhấn đầu tư

- **Doanh nghiệp hàng đầu** trong lĩnh vực phát triển KCN với diện tích đất cho thuê đạt 888,5 ha.
- **Diện tích đất thương mại** của BCM lên đến 1.250 ha tại Thành phố mới Bình Dương (do Becamex sở hữu) và các khu dân cư Bàu Bàng, Mỹ Phước (do Becamex vận hành) được kỳ vọng sẽ cải thiện các khoản phải thu liên quan từ hợp đồng với Caitaland và tỷ suất lợi nhuận để duy trì ở mức cao hơn 43%.
- **Liên doanh VSIPWarburg Pincus** với quỹ đất hơn 1.000ha được dự báo sẽ ghi nhận lợi nhuận khả quan nhờ nhu cầu thuê đất và nhà xưởng tăng lên tại khu vực có mức giá thuê KCN tăng trưởng mạnh nhất.
- **Nợ vay liên tục giảm** cho thấy tình hình tài chính lãnh mạnh mặc dù nợ vay trái phiếu lớn.

#### Định giá

Ước tính cả năm 2022, BCM sẽ ghi nhận 9.800 tỷ đồng doanh thu và 2.991 tỷ đồng LNST, lần lượt tăng trưởng mạnh 38% và 102% yoy khi nhu cầu thuê KCN hồi phục mạnh sau dịch.

Ước tính năm 2023, BCM sẽ ghi nhận 10.780 tỷ đồng doanh thu (+10% YoY) và 4.127 tỷ đồng LNST (+25% YoY) nhờ đưa vào thương mại nhà máy điện gió mới ngay từ đầu năm.

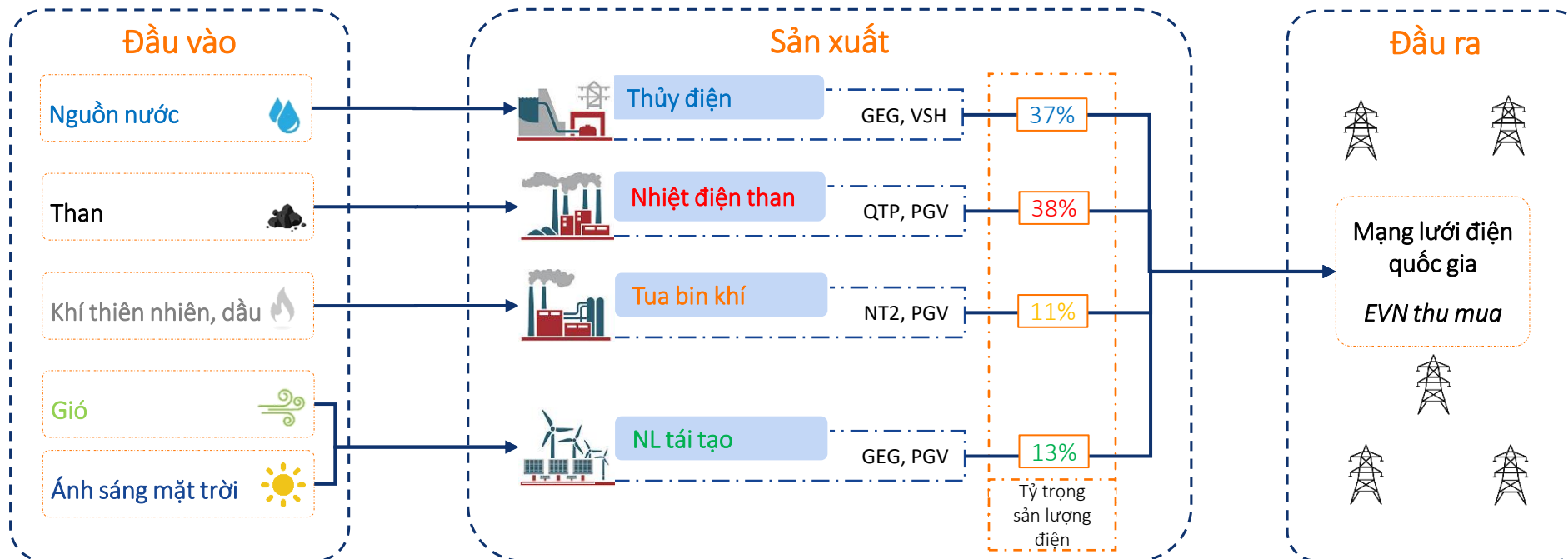
Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **110.000 VND**.

### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

Ngành điện duy trì triển vọng tích cực trong những tháng cuối năm 2022:

- Sản lượng điện sản xuất 10 tháng đầu năm 2022 tăng trưởng 5% yoy nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tăng khi sản xuất công nghiệp hồi phục mạnh.
- Giá bán điện tại nhà máy tăng trưởng 17,6% kể từ đầu năm.
- Thủy điện được huy động mạnh nhờ hoạt động hiệu quả trong chu kỳ La Nina.
- Điện gió phát triển mạnh với định hướng chính sách của Chính phủ.

#### Chuỗi giá trị ngành điện



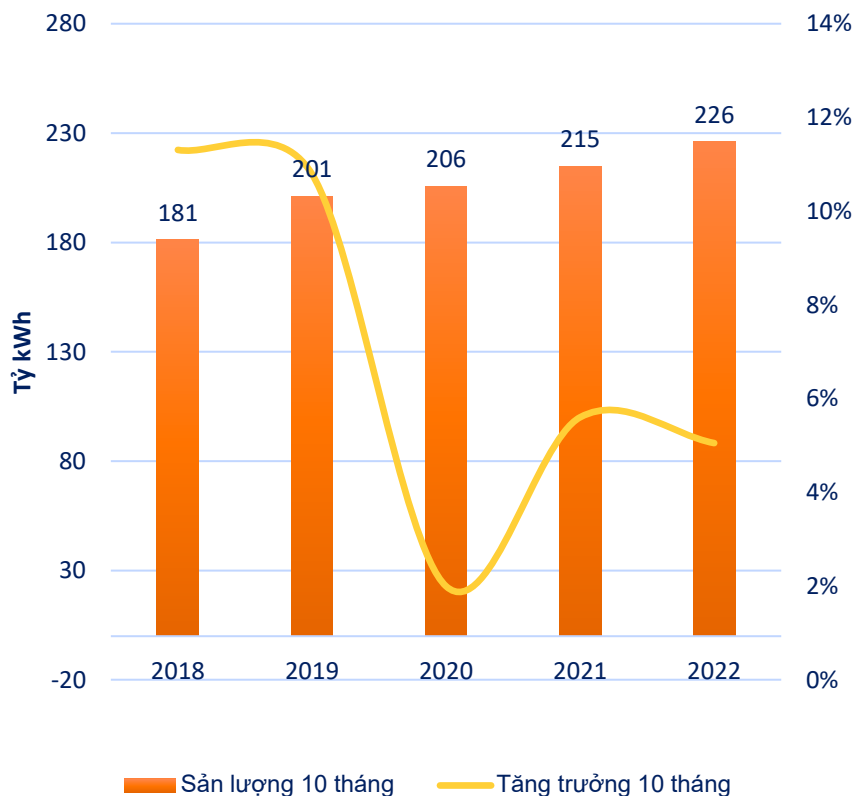
### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

Nhu cầu tiêu thụ tăng khi sản xuất công nghiệp hồi phục mạnh.

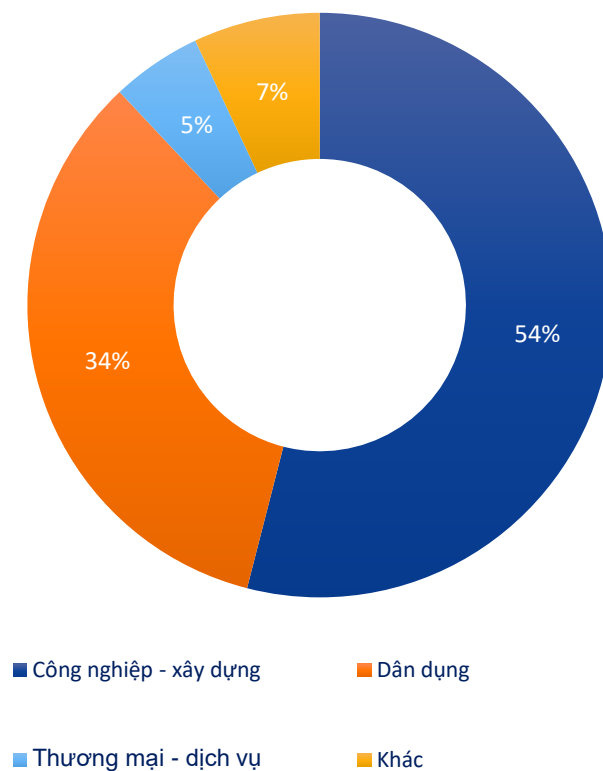


Sản lượng điện sản xuất 10 tháng tăng trưởng 5% yoy với động lực là mức tăng trưởng cao của sản xuất công nghiệp so với nền thấp 2021.

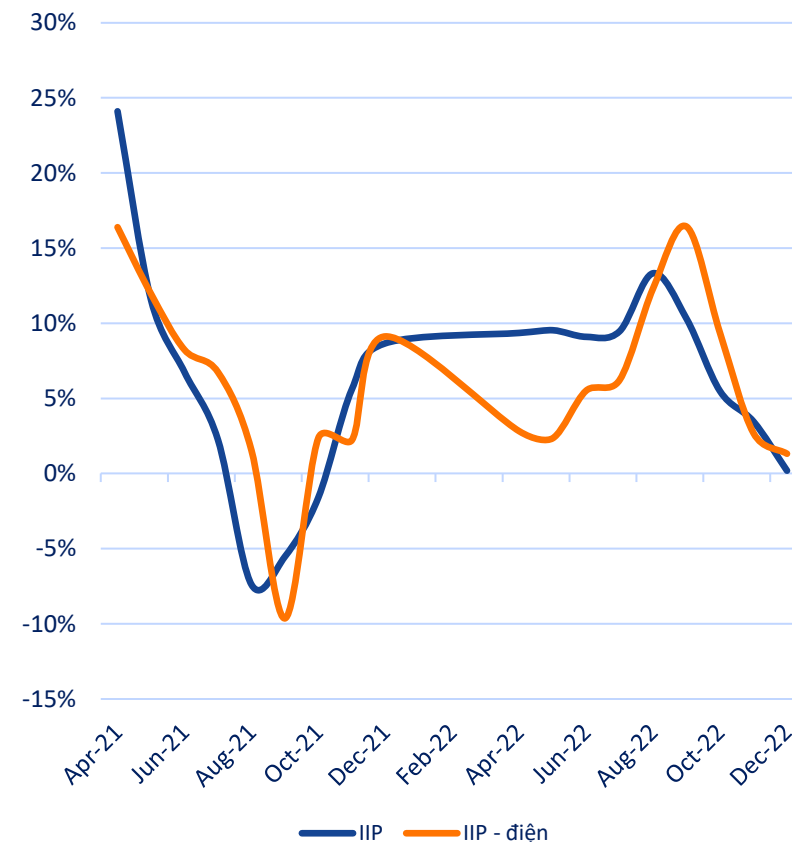
**SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT TĂNG TRƯỞNG 5% TRONG 10 THÁNG ĐẦU NĂM NĂM 2022**



**CƠ CẤU TIÊU THỤ ĐIỆN CHỦ YẾU TỪ CÔNG NGHIỆP - XÂY DỰNG**



**TƯƠNG QUAN TĂNG TRƯỞNG SẢN XUẤT ĐIỆN VÀ TĂNG TRƯỞNG IIP SO VỚI CÙNG KỲ**





### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

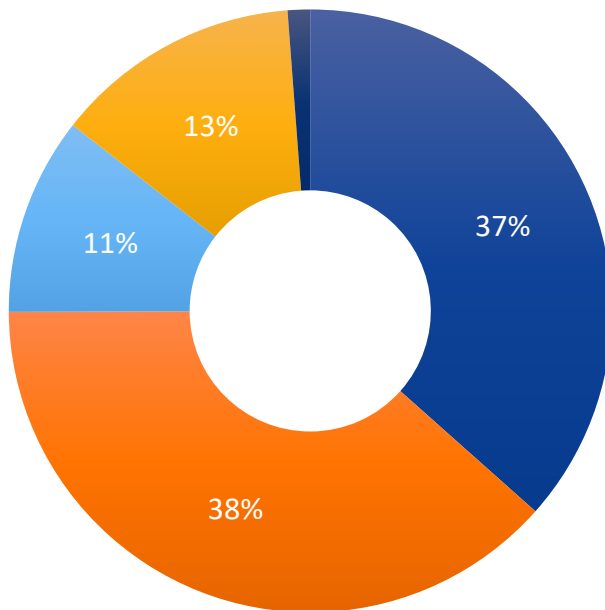
Giá bán điện tại nhà máy tăng trưởng và duy trì ở mức cao đến cuối năm

Giá bán điện tăng trưởng 17,6% kể từ đầu năm do hệ thống điện tiếp tục khai thác cao nguồn điện có chi phí lớn như nhiệt điện than và tuabin khí (chiếm 49% cơ cấu nguồn điện). Đầu vào là các loại hàng hóa như than, dầu, khí thiên nhiên có mức tăng giá mạnh do thiếu hụt nguồn cung.

**GIÁ MUA BÁN TẠI NHÀ MÁY TIẾP TỤC DUY TRÌ TRÊN MỨC 1.800 ĐỒNG**



**CƠ CẤU NGUỒN ĐIỆN**



■ Thủy điện     ■ Nhiệt điện than     ■ Tua bin khí  
■ Năng lượng tái tạo     ■ Điện nhập khẩu

**GIÁ THAN VÀ KHÍ TĂNG MẠNH TĂNG MẠNH**



## 04 MỘT SỐ NGÀNH VÀ CỔ PHIẾU TRIỂN VỌNG

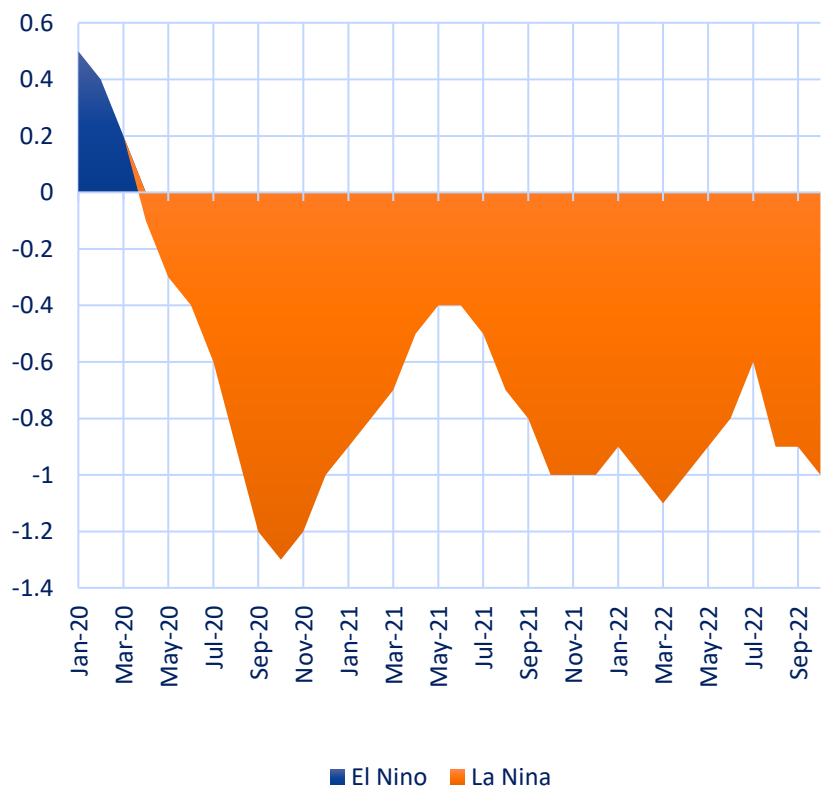
### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

Sản xuất hiệu quả trong chu kỳ La Nina, thủy điện được huy động mạnh

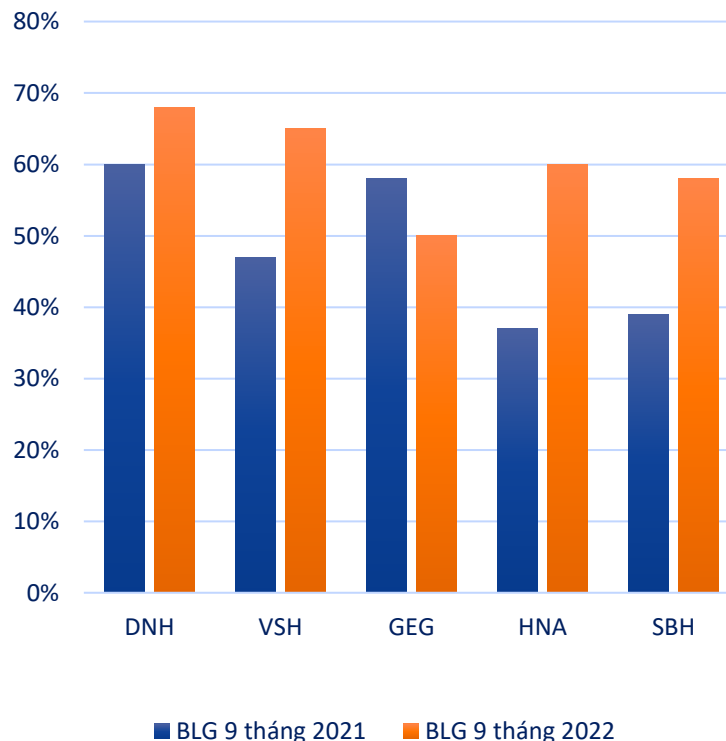
Năng suất các nhà máy thủy điện tăng cao trong giai đoạn chu kỳ La Nina hoạt động mạnh.

Nhờ đó, điện từ nguồn thủy điện được huy động mạnh hơn trong bối cảnh các nguồn nhiệt điện chịu áp lực chi phí cao

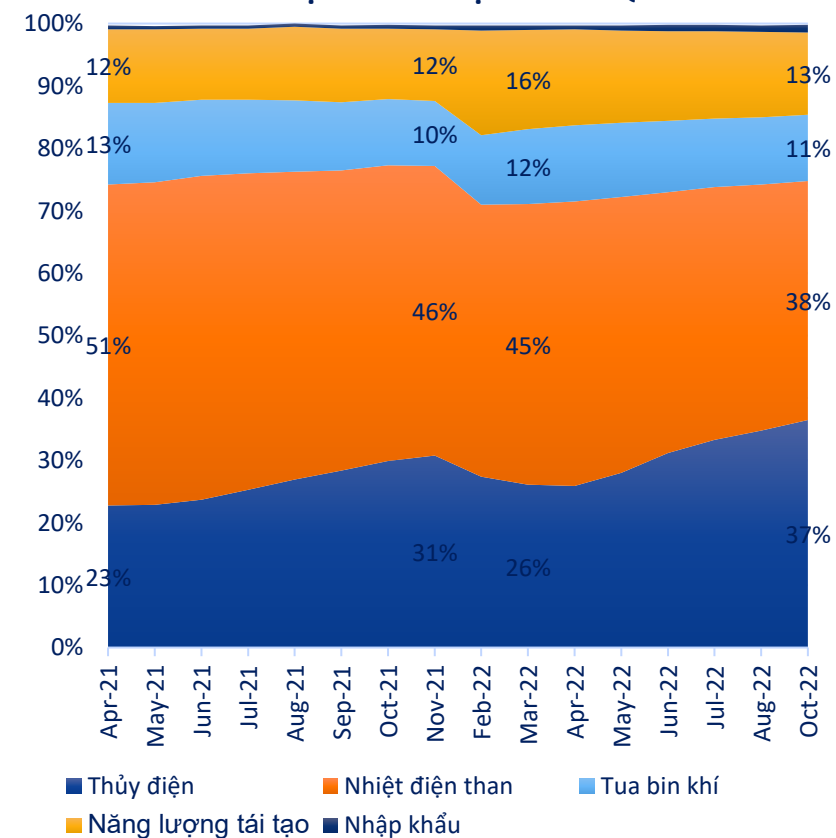
**CHU KỲ LA NINA HOẠT ĐỘNG MẠNH TẠO ĐIỀU KIỆN THUẬN LỢI CHO THỦY ĐIỆN**



**BIÊN LÃI GỘP CÁC DN THỦY ĐIỆN ĐỀU CÓ SỰ CẢI THIẾN**



**TỶ TRỌNG THỦY ĐIỆN TRONG CƠ CẤU NGUỒN ĐIỆN TĂNG MẠNH TỪ 2Q2022**



### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

Năng lượng tái tạo được chú trọng phát triển, đặc biệt là điện gió

Các nguồn năng lượng tái tạo được thúc đẩy nhờ:

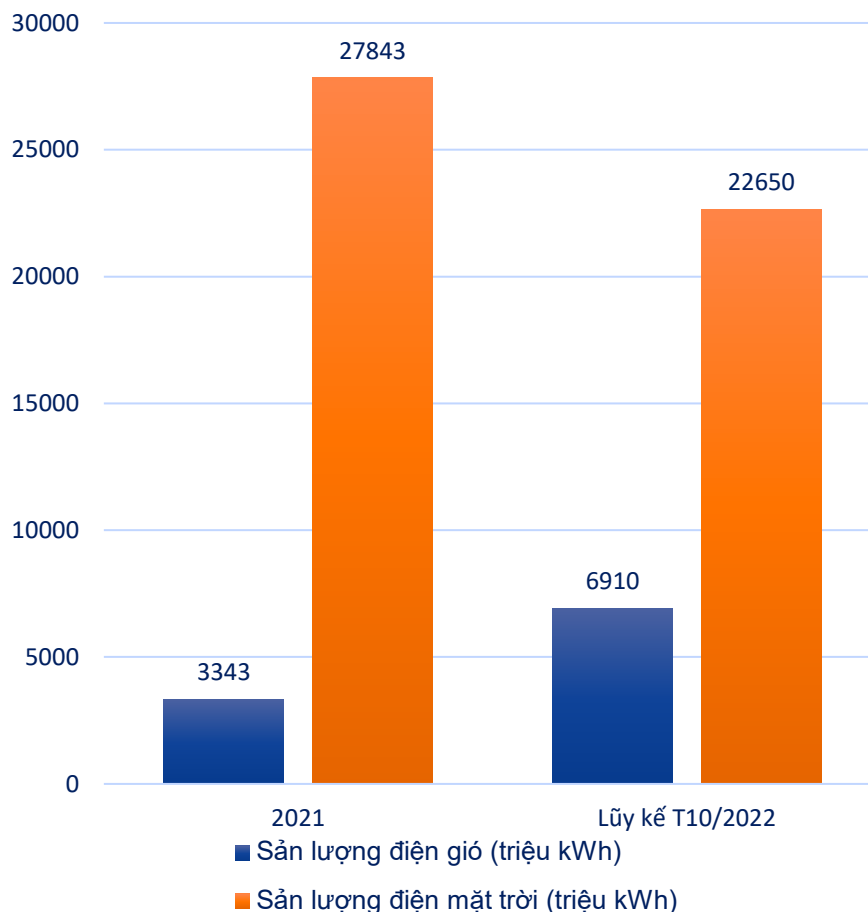


**Chính sách giá FIT** đảm bảo đầu ra nguồn điện năng lượng tái tạo thúc đẩy đầu tư dự án năng lượng tái tạo vào cuối năm 2021.



**Quy hoạch điện VIII** định hướng phát triển nguồn điện sạch đến năm 2030

### SẢN LƯỢNG ĐIỆN CÁC NGUỒN NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO



**Sản lượng điện gió** tăng trưởng mạnh 106% so với cuối năm 2021 do điện gió mới chỉ bùng nổ vào quý 3/2021 với sự thúc đẩy của chính sách giá FIT.

**Nguồn điện mặt trời** mặc dù vẫn tăng trưởng khoảng 3% yoy nhưng không còn được chú trọng do chi phí bảo hành lớn và hiệu suất không ổn định khi phụ thuộc vào mức độ chiếu sáng của mặt trời.

### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

Triển vọng và dự phóng

#### Dự phóng cả năm 2022, tăng trưởng sản lượng điện sẽ đạt mục tiêu 3% yoy

Sản lượng điện sản xuất ước tính tăng trưởng 3% cả năm 2023 khi hoạt động sản xuất công nghiệp có dấu hiệu thu hẹp dần.

#### Dự báo giá mua điện tại nhà máy sẽ giảm dần

Giá bán điện được kỳ vọng sẽ sụt giảm dần về quanh vùng 1.600 – 1.700 đồng/kWh khi giá nguyên liệu đầu vào của nhiệt điện đã điều chỉnh sâu và các mức giá trần của nguồn điện năng lượng tái tạo cũng được đặt ở mức thấp.

#### Nguồn thủy điện sẽ tiếp tục được huy động mạnh đến giữa năm 2023

Với việc chu kỳ La Nina vẫn chưa có dấu hiệu suy yếu, nguồn thủy điện sẽ tiếp tục là nguồn điện hoạt động hiệu quả và sẽ được huy động mạnh. Đây là động lực để các DN thủy điện tăng trưởng doanh thu cũng như cải thiện biên lãi gộp.

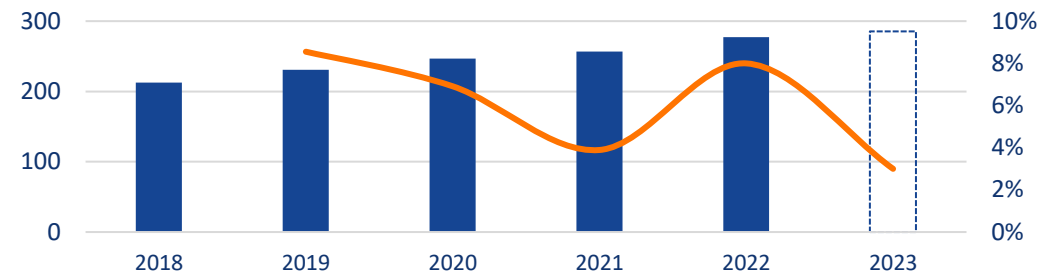
#### Nguồn điện gió sẽ tiếp tục được chú trọng phát triển

Điện gió là nguồn điện tương đối ổn định và thân thiện với môi trường nên đây là xu hướng phù hợp với Quy hoạch điện VIII. Động thái đặt mức giá trần cho thấy các vương quốc mắc về cơ chế thương mại năng lượng tái tạo sau giai đoạn giá FIT đang từng bước được tháo gỡ. Điều này sẽ tạo động lực cho việc đầu tư vào nhà máy điện gió.

#### Rủi ro tiềm ẩn cần lưu ý

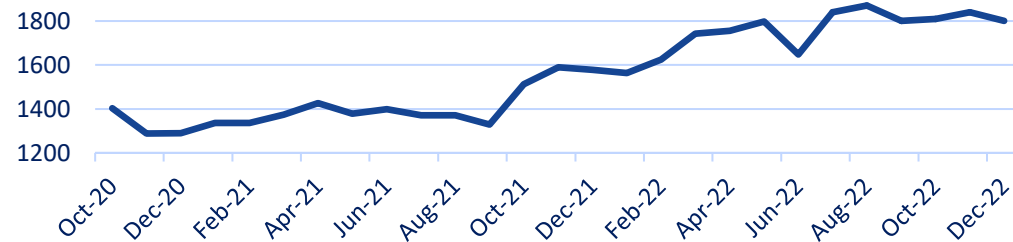
Hoạt động sản xuất công nghiệp chững lại do sự bất ổn của vĩ mô và nhu cầu tiêu thụ điện dân dụng giảm sút vào mùa đông khiến tăng trưởng sản lượng điện không đạt kỳ vọng. Chu kỳ La Nina kết thúc sớm, ảnh hưởng đến hiệu suất của nguồn thủy điện.

### SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT



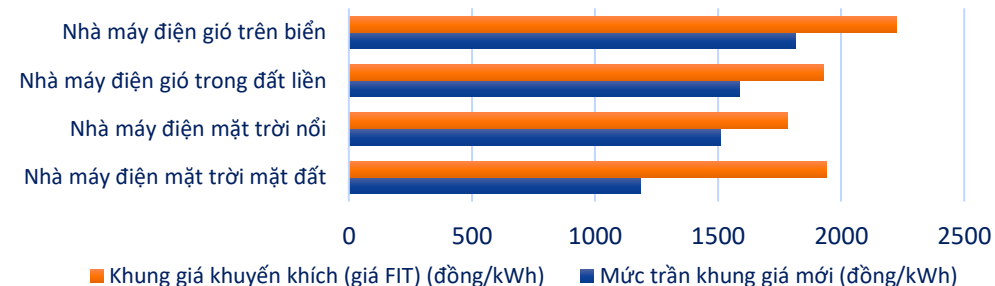
Nguồn: EVN, VFS tổng hợp

### GIÁ MUA BÁN TẠI NHÀ MÁY TIẾP TỤC DUY TRÌ TRÊN MỨC 1.800 ĐỒNG



Nguồn: EVN, VFS tổng hợp

### SO SÁNH MỨC GIÁ FIT VÀ MỨC GIÁ TRẦN MỚI



Nguồn: VFS tổng hợp

**F. TIỆN ÍCH ĐIỆN**

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q3/2022 MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU**

Mã cổ phiếu	DT (tỷ)	LNST (tỷ)	Biên góp	Biên ròng	Giải thích kết quả kinh doanh	Dự phóng KQKD 2022	Dự phóng KQKD 2023	Định giá 2023
<b>GEG</b>	1.597 (+70% yoy)	349 (+66% yoy)	50%	22%	<ul style="list-style-type: none"> <li>3 nhà máy điện gió bắt đầu hoạt động từ quý 4/2021 tiếp tục tạo động lực tăng trưởng doanh thu cho GEG: đóng góp 36% tổng doanh thu.</li> <li>Chi phí quản lý doanh nghiệp cao gấp 2 lần cùng kỳ do phát sinh chi phí mới tại 3 nhà máy điện gió. Đây là nguyên nhân khiến LNST tăng trưởng thấp hơn DT.</li> </ul>	<b>DT: 1.969 tỷ</b> (+42,6% yoy) <b>LNST: 450 tỷ</b> (+38,5% yoy) <b>EPSfw: 1.397 VNĐ</b> (+42,3%yoy)	<b>DT: 2.624 tỷ</b> (+33% yoy) <b>LNST: 562 tỷ</b> (+25% yoy) <b>EPSfw: 1.748 VNĐ</b> (+25% yoy)	<b>24.500 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Mua</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Mua</b>
<b>NT2</b>	6.862 (+52% yoy)	723 (+75% yoy)	15%	11%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mặc dù thuộc nhóm nhiệt điện nhưng NT2 vẫn duy trì được mức huy động cao do chi phí đầu vào tương đối ổn định với hợp đồng mua bán khí (GSA) ký kết vào đầu năm.</li> </ul>	<b>DT: 8.450 tỷ</b> (+37,4% yoy) <b>LNST: 929 tỷ</b> (+74,1% yoy) <b>EPSfw: 3.229 VNĐ</b> (+81,6%yoy)	<b>DT: 9.500 tỷ</b> (+12,4%yoy) <b>LNST: 1.022 tỷ</b> (+10%yoy) <b>EPSfw: 3.551 VNĐ</b> (+10%yoy)	<b>49.500 VNĐ</b> Mục tiêu ngắn hạn: <b>Mua</b> Mục tiêu dài hạn: <b>Mua</b>

### F. TIỆN ÍCH ĐIỆN

Cổ phiếu tiềm năng

## GEG CÔNG TY CỔ PHẦN ĐIỆN GIA LAI

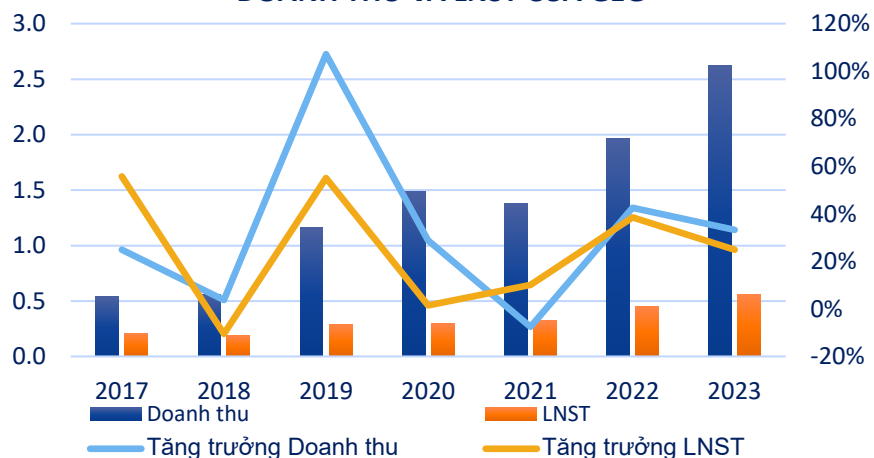
Thị giá vốn 6023,74 tỷ

CP tự do 59,17 triệu

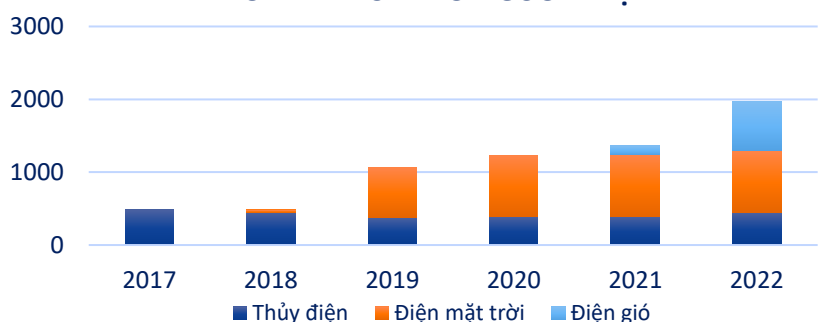
EPS 1.004

P/E 15,54

DOANH THU VÀ LNST CỦA GEG



DOANH THU THEO NGUỒN ĐIỆN



### Kết quả kinh doanh

Lũy kế 9 tháng năm 2022, doanh thu của GEG đạt 1.597 tỷ VND (+70% YoY) và LNST đạt 349 tỷ VND (+66% YoY). Thủy điện được huy động mạnh trong chu kỳ La Nina và sự đóng góp của mảng điện gió tạo ra sự tăng trưởng về HKKD của GEG.

### Điểm nhấn đầu tư

- **13 nhà máy thủy điện** 84 MW hoạt động hiệu quả nhờ chu kỳ La Nina hoạt động mạnh trong nửa đầu năm 2023, đóng góp 150 triệu kWh sản lượng điện tương ứng 180 tỷ đồng doanh thu.
- GEG là doanh nghiệp **đi đầu trong lĩnh vực điện mặt trời**, với quy mô công suất điện mặt trời lớn nhất cả nước. Hiện tại, công ty đang sở hữu và vận hành gần 300 mWp điện mặt trời.
- GEG đã hoàn thành **3 nhà máy điện gió** với tổng công suất 125,2 MW được công nhận vận hành thương mại và được hưởng mức giá ưu đãi FIT. Ước tính 3 Dự án này sẽ đóng góp khoảng 416 triệu kWh sản lượng điện và 889 tỷ đồng doanh thu hàng năm nhờ hưởng lợi từ chính sách giá FIT.
- GEG cũng đã **khởi công dự án điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW)** vào quý 2/2022 và dự kiến đưa vào hoạt động vào đầu năm 2023. Ước tính, giá bán sẽ thấp hơn giá FIT 20% và doanh thu ước tính là khoảng 550 tỷ đồng một năm.

### Định giá

Ước tính năm 2022, GEG sẽ ghi nhận 1.969 tỷ đồng doanh thu và 450 tỷ đồng LNST, lần lượt tăng trưởng mạnh 42,56% và 38,5% yoy với động lực chính đến từ mảng điện gió.

Ước tính năm 2023, GEG sẽ ghi nhận 2.624 tỷ đồng doanh thu (+33% YoY) và 562 tỷ đồng LNST (+25% YoY) nhờ đưa vào thương mại nhà máy điện gió mới ngay từ đầu năm.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **24.500 VND/cổ phiếu**.

# TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ

Tổng hợp giá mục tiêu của các cổ phiếu trong nhóm ngành tiềm năng 2023

## ĐẦU TƯ CÔNG

Ngành	Cổ phiếu	Giá mục tiêu
Xây dựng	C4G	13.800 đồng
	DPG	53.000 đồng
Đá xây dựng	DHA	43.000 đồng
	KSB	24.000 đồng

## CHUYỂN DỊCH CHUỖI CUNG ỨNG

Ngành	Cổ phiếu	Giá mục tiêu
BĐS khu công nghiệp	BCM	110.00 đồng
	IDC	40.000 đồng
	KBC	32.000 đồng

## TRUNG QUỐC MỞ CỬA

Ngành	Cổ phiếu	Giá mục tiêu
Dầu khí	PVS	32.00 đồng
	PVD	29.000 đồng
	PLX	46.000 đồng

## NĂNG LƯỢNG SẠCH

Ngành	Cổ phiếu	Giá mục tiêu
Tiện ích điện	GEG	24.500 đồng
	NT2	49.500 đồng
	QTP	16.500 đồng

## © CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

### Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: [www.vfs.com.vn](http://www.vfs.com.vn)

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Vũ Thị Hà Phương	Chuyên viên phân tích	phuong.vu@vfs.com.vn
Trần Minh Tâm	Chuyên viên phân tích	tam.tran@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Đặng Thu Hiền	Chuyên viên phân tích	hien.dang@vfs.com.vn

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.